

## Capital Markets Client Briefing

June 2009

### 東京証券取引所の第三者割当規制導入後における 新たな資金調達手法としての株主割当増資の可能性

東京証券取引所(以下「東証」という。)は、先般、大規模な第三者割当による希釈化から株主を保護するため、第三者割当に厳格な要件を課す制度案を公表した。投資家からは日本のコーポレート・ガバナンスを改善する重要な進展として概ね好意的に受け止められているが、世界的な金融危機の中、多額の資本調達の必要があるものの公募という選択肢を取り得ない日本企業にとっては、この新たなルールを導入時期には問題があるかもしれない。

以下においては、東証が提案した第三者割当規制案の内容および株主割当増資を検討する日本企業に関係のある日本法、米国法および英国法に基づく論点に焦点を当てる。

#### 東証の第三者割当規制案<sup>1</sup>

- 東証は、希釈化率が300%を超える第三者割当は、既存の株主の利益や市場の信用一般を侵害するので、原則として認めるべきではないという立場を取っている。東証は、かかる基準を超える第三者割当の妥当性を審査するためのプロセスを整備する予定である。
- 第三者割当のうち、希釈化率が25%以上であるものまたは支配権の異動を伴うものについて、東証は、株主の承認や第三者委員会の意見を求める措置を検討している。
- 犯罪者や暴力団などの「反社会的勢力」が第三者割当を通じて大株主になることを未然に防止するため、東証は、割当を受ける者(割当先)が反社会的勢力と関係がないことについて発行会社からの確認書を求めることとしている。
- 割当先が支配株主となる割当後の一定期間(おそらく3年間)、東証は、発行会社と割当先との間で不当な取引が行われていないことを確認するものとしている。東証がどのような取引を「不当」とみなすかは不透明だが、略奪的または非競争的な商取引がその対象となる可能性が高い。
- 株式の「有利発行」の規制として、発行会社は、発行価格の算定根拠を開示し、東証が必要と認める場合には、算定が公正なものであるという監査役の見解書を提出する義務を負う。
- 確実な資金の裏付けのない第三者割当を公表して市場を操作する行為を防止するため、発行会社は、割当先の株式購入のための資金手当ての状況を確認し、これを開示する義務を負う。
- これを遵守しない企業には、1,000万円の違約金が科され、状況によっては上場廃止もあり得る。

<sup>1</sup> 東証は、株式併合(端株を保有する大多数の株主の権利を奪うことになるもの等)の妥当性を審査するためのプロセスについて整備することも発表した。

- 第三者割当に関するこの新制度は、2009年8月の導入が見込まれる。

## 株主割当増資

現在、多くの企業が多額の資本調達を必要としているが、その中でも大手の堅調な企業だけが公募を行える状態にある。第三者割当に関する東証の新規制は、資金調達の妨げとなりうると考えられる。従来のような資本市場を通じての資金調達ができない企業にとっては、株主割当増資が代替策となりうるが、この取引に伴うリスクおよび費用の大きさを考えると、必ずしもすべての企業が株主割当増資を行えるわけではないと思われる。

株主割当増資は英国においては伝統的な増資方法である。これは、主に既存の株主が有する新株引受権が強力であることの表れである<sup>2</sup>。このような原則は、株主割当増資が比較的新しい手法である米国法においては見られない。日本では、株主は新株引受権を有しないため、企業は公募または第三者割当の方法で、自由に新たな資金調達を行ってきた。

## 日本の株主割当増資として検討されている仕組み

発行会社は、すべての株主に対し、保有株式に応じて無償で新株予約権を強制的に割り当てることにより、有利発行の問題を回避する(株主総会の特別決議を経る必要がない。)。これにより、発行会社は、株主に株式を引き受けるインセンティブを与えるのに必要な、相当のディスカウントを提示することができる。新株予約権は、会社法および金融商品取引法(以下「金商法」という。)に定める有価証券であり、譲渡が可能である。かかる新株予約権は東証に上場されることが想定されており、証券保管振替機構(以下「振替機関」という。)を通じて振替が行われる。東証の上場規則上、行使期間の満了日は、基準日から2ヶ月以内の日としなければならない。日本の金融庁は、金商法上、新株予約権の無償割当は有価証券の募集に当たると解釈しているため、かかる手続きに従う必要がある。

海外における有価証券の登録要件を回避するためには、海外の投資家については、投資専門家または機関投資家のみが新株予約権を行使できるものとする必要がある。他の投資家は、東証を介して、現金を対価として新株予約権を売却することができる。株主割当増資について「引受け」が成立しうるか否かについては見解が分かれているが、株主が行使しない新株予約権について、おそらく金融機関との間で事前の買取約定が締結されることになるというのが大勢である。引受けに伴う一つの問題は、発行会社が行うべき日本法上の各種の手続きにより、引受証券会社にとってのリスク期間が、短くても2ヶ月程度になり得ることである<sup>3</sup>。

日本語の目論見書を作成する必要があるが、海外では、勧誘資料を用いない募集(undocumented offer)または日本語の目論見書の英訳もしくは発行会社が公表した直近の決算短信の英訳を用いて販

<sup>2</sup> 1985年会社法(2009年10月1日に施行される2006年会社法第561条(1)に差し替えられる)第89条(1)に定める原則は、現金を対価とする新株発行の募集はまず既存株主に対して行うものとし、この原則の適用を排除するには、株主総会の承認を要するとの原則を定めている。通常、かかる承認を毎年求めることが行われるが、実務上、機関投資家向けのガイドライン(以下「ABI」という。)では、株主の新株引受権を排除する承認については、発行済み株式の5%(3年の移動平均では発行済み株式の7.5%)の範囲に限られるものとされている。

<sup>3</sup> 英国では、2008年の株主割当増資による企業の資金調達総額が230億ポンドであったが、業界の専門家が株主割当増資プロセスを見直した後、英国の金融サービス機構がその上場規則を改正して株主割当増資の最低引受期間を21日から10営業日に短縮したほか、ロンドン証券取引所はその上場・開示基準(Admission and Disclosure Standards)を改正して募集・売出しの最低期間を10営業日に短縮した。

売活動を行うことができる。基準を十分に満たした募集説明書が作成された場合には、EUにおいて目論見書として登録することが可能な場合もあり得る。

## 法律上の問題点

### 日本法

- 新株予約権の無償割当における特定株主の排除の可否

会社法の下では、新株予約権を特に有利な条件で発行するには、株主総会の特別決議が必要である。この要件を回避するためには、会社法上、新株予約権を海外個人投資家を含めすべての株主に、その保有株式数に応じて割り当てる必要がある(新株予約権の無償割当)。

- 新株予約権の行使条件または取得条項に関する差別的条件

ブルドッグ・ソース事件の最高裁判決によると、株主平等原則の趣旨は、新株予約権の無償割当によりすべての株主に付与された新株予約権にも及ぶものとされている。従って、一般に、正当な理由がない限り、新株予約権の行使に係る差別的条件や差別的な取得条項は認められないと考えられる。

この論点には、未だ確定的な見解がないものの、学界での議論や判例から導き出される原則に照らせば、特定の株主を排除する主たる目的が株主総会の特別決議要件を回避するためではなく、会社が資金調達を円滑に行うことであると立証できる場合には、株主への無償割当がなされた新株予約権の行使について、海外の個人投資家を除外することも、許容される余地があると考えられる。この点、海外においては、機関投資家からの資金調達に限定する方が迅速かつ費用効率が高いという考え方には、特に排除された海外株主の経済的利益が保護されている状況においては、一定の説得力があるようにも思われる。

- 交付方法

募集書類を、発行会社のホームページに掲載することができればより簡易であると思われるが、日本法上、有価証券の募集・売出しに関する規則は、原則として、募集書類を物理的に交付することを義務付けている<sup>4</sup>。

- 株主の特定方法

まず、株主名簿に記載のある者が、株主として特定される。株主名簿における情報は様々であり、カストディアン(保管機関)の住所が本社の住所であったり、東京のサブ・カストディアンしか記載されていない場合もある。グローバル・カストディアンが本店の住所を開示するか否かは、必ずしも確立された取扱いはないと考えられる。社債、株式等の振替に関する法律上、発行会社は、外国法を含む法令を遵守する目的で、振替機関に登録された株主のリストを求めることができる(同法第151条に定める総株主通知)。

### 米国法

米国連邦証券法は、権利の発行とその行使を区別している。対価の支払を伴わない株主割当増資は、その割当が「有償」ではないため、証券法上の登録義務は適用されない。しかしながら、かかる権利が行使された際には、「販売」があったものと取り扱われ、登録義務の免除が受けら

<sup>4</sup> 日本法のみが株主との適切な連絡方法を支配しているため、EU および米国の規則はここでは関係ない。

れる場合を除き、米国における有価証券の販売は、いかなるものであっても、証券法に基づく登録が必要である。多くの発行会社が利用する登録免除規定として第4条第(2)号<sup>5</sup>があるが、当該免除規定のもとでは、機関投資家のみが権利を行使することができる。この場合、機関投資家は、株式の発行を受ける権利を行使する権利に代えて、かかる権利の価値に見合う現金を受領する場合もある。

もうひとつの利用可能な登録免除規定は、証券法のルール 801 である。この登録免除規定においては、「米国株主」が、株主割当増資の対象となるクラスの株式について、発行済株式総数の 10%以下を保有していることがその条件とされる。米国の規則においては、米国株主による「株式保有」および「株式保有割合」の意義について、詳細な規定が設けられている。日米両国に所在する株式保有者（ブローカー、信託銀行その他のノミニー）に対し、米国居住者のために保有している株式数について、「合理的な照会」をすることが求められる。注意すべき重要な点は、ルール 801 に定める条件の一つとして、米国株主が「他の株主に提示される条件と同等以上の条件」で株主割当増資に参加することが認められなければならないという、米国株主の平等的取扱の要件があることである。これは、新株を引受ける権利が日本で広く分配される場合には、米国における株主割当増資を機関投資家だけに限定することが不可能であることを意味する。

ルール 801 の登録免除規定に基づき、英語の情報提供文書は、電子開示(EDGAR)システムを通じて、フォーム CB により、電子的に米国証券取引委員会に提出されなければならない。この提出すべき文書には、日本における規制に従い、株主割当増資に関して会社が発表したか、発表する義務のある報告書や情報の英訳版が含まれる。

## EU 法

株主割当増資は通常公募とみなされ、EU での目論見書が必要である。EU の規制当局の確認が取れることが条件となるが、伝統的な株主割当増資とは異なり、株主への新株予約権の無償割当については、当該割当が 2 つの取引から構成されると考えることにより、目論見書指令の要件に該当しないようにすることが可能かもしれない。まず、欧州証券規制委員会(以下「CESR」という。)のガイダンスに照らせば、株主が新株予約権を受領するにあたって、いかなる対価も支払われず、投資判断も必要とされないことに鑑み、新株予約権の当初割当は「公募 (offer to the public)」の定義に該当しないと考える余地がある。しかし、EU の判例法においては、ワラントの条件に引受権の付与が含まれることをもって「公募」があるとみなし、ワラントの「無償」割当についても、目論見書要件が適用されることが示されてきた。従って、新株予約権の条件に基づく株式を引き受ける権利が、EU 域内においては機関投資家に限定されていることが必要となる。かかる理屈により、新株予約権の条件に基づき生ずる「勧誘」は、目論見書指令の適用免除要件に該当すると考える余地があると考えられる。なお、新株予約権を用いる仕組みの「株主割当増資」は、EU 域内では通例ではないため、規制当局の確認を事前に得る必要があると考えられる。

もう一つの懸念は、英国の金融商品の勧誘規則が、日本企業が株主に送付する資料、特に投資専門家以外の株主にとっての唯一の選択肢が新株予約権を売却することである旨を説明した資料(かかる資料は売却の勧誘に該当するという見方も可能である。)に、適用されるか否かである。英国においては、発行会社とその株主との間のコミュニケーションについて、金融商品の勧誘規則の適用を除外することを定めた 2000 年金融サービス市場法(金融商品の勧誘)2005

<sup>5</sup> College Retirement Equities Fund, SEC No-Action Letter, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶78,503(1987 年 6 月 4 日)を参照のこと。

年命令の第 43 条および第 67 条が有用である。第 67 条は、株主以外の者に対するコミュニケーションについても、証券取引所または規制当局の規則により売却の勧誘および指図を行うことが求められる場合には、適用がある。金融商品の勧誘規則にかかる同様の制約や除外条項が他の関係 EU 諸国で適用されるか否かについては、確認する必要がある。実質株主が EU 加盟国の居住者であるか否かを発行会社が判断する必要があるか否かについては、CESR のガイドラインでは、発行会社は株主名簿に記載された名称に単純に依拠することができない場合があることが示唆されているため、ある程度適切な照会を行うべきである。

### その他の地域の法

英国での実務においては、適用される外国の証券法の遵守が実務上不可能な法域について、当該法域に居住する少数株主を、株主割当増資の対象から除外している。日本の株主割当増資については、日本法上、実質株主の所在についての完全な情報を得ることは困難であることから、同様の方法を取ることは困難であると考えられる。

### 結論

多額の資本調達を必要としながら公募が行えなかったり、また希釈化の可能性があるため東証の新たな規制の下で第三者割当が実行不可能な企業にとっては、株主割当増資は採りうる代替策である。しかしながら、現行の規制および市場慣行のもとでの長期のプロセスに伴うリスクが、引受けに係るアレンジを複雑なものとしている。

\* \* \*

本ニュースレターに関するお問い合わせは、トニー・グランディ([tgrundy@mofo.com](mailto:tgrundy@mofo.com))、アンドリュー・W・ウィンデン([awinden@mofo.com](mailto:awinden@mofo.com))、見富 冬男([fmitomi@mofo.com](mailto:fmitomi@mofo.com))、ロビン・ナドラー([rnadler@mofo.com](mailto:rnadler@mofo.com))、内田 光俊([muchida@mofo.com](mailto:muchida@mofo.com))、細川 兼嗣([khosokawa@mofo.com](mailto:khosokawa@mofo.com))もしくはマーケティング宛 ([tokyomarketing@mofo.com](mailto:tokyomarketing@mofo.com))にメールにてご連絡下さい。

本稿は執筆者個人の見解に関わる部分があり、当事務所の意見を代表するものではありません。また、本ニュースレターがご提供する情報は一般的なもので、個別の事案に対して適用されることを保証したり、解決を提供するものではありません。