

ライツ・オフリングに関する論点整理

平成 24 年 2 月 9 日
日 本 証 券 業 協 会

検討項目	論 点	備 考
1. 適正な引受審査等の実施	< 引受審査項目について > 平成 23 年 5 月に公布された「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」(以下「改正金商法」という。)においては、ライツ・オフリングにおけるコミットメントを行う証券会社に対して適切な引受審査の義務付け等の規制を課すために、当該証券会社による未行使分の新株予約権の取得・行使は「有価証券の引受け」と位置付けられている。 そうした中、本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」(以下「引受規則」という。)及び同細則では、従来から、ファイナンスにおける証券会社の様々な役割と責任を適切に果たすため、会員の引受審査に関する必要な手続き及び引受審査項目について規定が置かれている。 現行の引受規則第 17 条では、上場発行者による公募増資時における引受審査項目として、新株予約権証券については、引受会員は少なくとも発行者の「適格性」、「財政状態及び経営成績」、「業績の見通し」、「調達する資金の用途及びその効果」、「株価等の動向」、「企業内容等の適切な開示」等の引受審査項目について、厳正な審査を行わなければならないこととしている。 一方で、ライツ・オフリングに係る引受審査項目の検討を行うに当たっては、通常の公募増資では元々発行会社の株券等を保有していない投資家に対して新たに株券等を勧誘・販売していくことが中心となるのに対し、ライツ・オフリングでは既に発行会社が開示した様々な情報等に基づいて投資判断を行った投資家(既存株主)に対して新株予約権が割り当てられるという違い	・ 金融商品取引業者は、法令上も、有価証券の引受けに係る業務の運営の状況として、著しく不適当と認められる数量、価格その他の条件により、有価証券の引受けを行っている状況や、有価証券の元引受けを行う場合において、発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査を行っていないものと認められる状況に該当することのないように業務を行うことが求められる。(金商法 § 40 の 2、金商業等府令 § 123 三、四)

検討項目	論 点	備 考
	から、一般的には、ライツ・オファリングに係る投資家の方が発行会社について有している情報量や理解度が上回っているという状況の差異はあるものの、発行会社が新たな成長に繋げていくために新しい資金を導入するという行為自体は変わらず、また、元引受証券会社に有価証券届出書の記載内容等に対する責任が生じ得るという状況も変わらないことから、上記の引受規則第17条に規定されている引受審査項目については、引き続き同様にカバーすべきである。 < 引受審査対象期間とその後のフォローについて > 引受審査の対象とすべき期間については、金融商品取引法（以下「金商法」という。）上のライツ・オファリングにおける「引受け」の定義と法令上求められる審査の範囲について考慮する必要がある。金商法第2条第6項第3号では、引受人の定義として「…行使しない新株予約権に係る新株予約権証券を取得して自己又は第三者が当該新株予約権を行使すること…」とされており、証券会社の行為としては、当該新株予約権を行使するところまでがライツ・オファリングに係る一連の「引受け行為」となる。 一方で、元引受証券会社に金商法第21条の有価証券届出書の記載事項に係る損害賠償責任が生じ得る範囲については、最初の有価証券届出書の提出からその効力発生までが一区切りであり、また、金商法第40条第2号（金商業等府令第123 四）では、元引受証券会社による引受審査について、「有価証券の元引受けを行う場合において、発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査を行っていないものと認められる状況」に該当することのないように業務を行うことが求められていることから、引受審査の対象とすべき期間については、基本的には当初の有価証券届出書の効力発生時までと考えるべきである。 なお、引受契約の締結後においては証券会社自身が増	・ 引受会員は、引受けを

検討項目	論 点	備 考
	資資金の払込人としてコミットメント契約を履行する債務者の立場から、当該契約の履行を阻害し得る事象が発行会社に発生していないかを把握する必要性と、株主等に対して新株予約権の行使を案内するとともに自らがコミットメント契約を履行して取得した株券が将来的には広く投資家の手に渡る可能性を踏まえ、現行、引受会員に対して引受けに係る払込日までの企業動向についての的確な情報の把握に努め、必要に応じて発行会社から聴取を行うものとしている引受規則第4条の規定は、ライツ・オファリングに関しても同様の取扱いとすべきである。 <元引受証券会社以外の引受証券会社による引受審査> 今回、ライツ・オファリングに関しては、改正金商法上、目論見書の作成・交付義務の免除に関する規定が設けられたが、これまで金商法第17条としてオファリングの際の販売会社に広く課せられていた、いわゆる目論見書の使用者責任が存在しなくなるため、オファリングに際して発行会社が開示する財務諸表その他の重要な情報の正確性を確認する法令上の義務は、形式的には、元引受証券会社にのみ課せられている金商法第21条しか存在しないこととなる中で、元引受証券会社以外の引受証券会社による引受審査についてどのように考えるかという論点も存在する。 この点については、従来からも、金商法第40条第2号（金商業等府令第123 四）上、証券会社は、有価証券の元引受けを行う場合に限り、発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査を行っていないものと認められる状況に該当することのないように業務を行うことが求められている一方で、本協会の引受規則では、元引受証券会社以外の引受会員に対しても、その引受審査に必要な資料等の入手経路や深度の違いこそあれ、前述の引受証券会社としての社会的な役割と責任に鑑み、主幹事会員と同様に、全ての引受審査項目について確認・調査を行うことを求	行うに当たっては、当該引受けに係る払込日...までの企業動向についての的確な情報の把握に努めるものとし、必要に応じて発行者から聴取を行うものとする。（引受規則 §4）

検討項目	論 点	備 考
	めている状況に鑑みるに、ライツ・オファリングについても引き続き同様の取扱いとすることが望ましいと考える。	
2 . 新株予約権証券の取得状況の開示	< 開示の必要性と方法について > コミットメントを行う証券会社が発行会社から譲り受けた未行使分の新株予約権証券の数については、以後当該証券会社と相対で取引を行う者を始め、広く証券市場の参加者にとっても有用な情報であると考えられることから、何らかの方法により開示されることが望ましい。具体的には、コミットメントを行う証券会社自身による記者クラブへの資料投函や、発行会社に対するコミットメントを行った各証券会社の引取分の開示要請が考えられる。	
3 . コミットメント証券会社の議決権行使制限	< 議決権行使制限について > コミットメントを行う証券会社は、ライツ・オファリングを行う発行会社の株主等の権利行使の状況によっては、コミットメント契約の履行により大量の株券等を商品有価証券勘定で保有することも考えられる。 一方で、通常、証券会社は、市場仲介者として自社の商品有価証券勘定で保有している株券の議決権を行使することはなく、また、今回、改正後の内閣府令において、証券会社がライツ・オファリングに係る引受業務により所有・保有する株券等については、公開買付規制及び大量保有報告規制の適用につき、一定の猶予期間（前者は 60 日、後者は 5 営業日）が設けられた趣旨を踏まえると、コミットメントを行った証券会社は発行会社の経営に影響を及ぼさない必要があると考えられることから、協会の自主規制規則において、当該期間中の議決権の行使を制限することが適当である。 なお、証券会社がコミットメント契約の履行により大量の株券等を商品有価証券勘定で保有している場合には、ライツ・オファリングを行う発行会社の株主総会の	

検討項目	論 点	備 考
	定足数を満たすことができない状況が生じることも考えられるが、そのような場合であっても、コミットメントを行った証券会社は、上記の観点から株主総会には出席すべきではなく、そうした状況に陥ることをあらかじめ回避するため、証券会社は、引受契約の締結に際して、発行会社に対し、たとえ当該証券会社の議決権行使制限期間中に一定の定足数が求められる決議事項を伴う株主総会が開催されたとしても出席しない旨をあらかじめ伝えておくべきである。 ただし、同一の証券会社において議決権の不統一行使を行えるか（会社法 § 313 ）という問題はあるが、協会規則上は、ライツ・オフリングに係る引受業務に関連して取得した株券等のみを規制の対象とする（当該証券会社が別に自己勘定で保有する株券、さらには共同保有者、特別関係者が保有する株券についてまで不行使を管理することはしない。）ことが適当である。	・ 株式会社は、第一項の株主が他人のために株式を有する者でないときは、当該株主が同項の規定によりその有する議決権を統一しないで行使することを拒むことができる。（会社法 § 313 ）
4 . 新株予約権の流動性確保等	< 新株予約権の流動性確保の方法 > 金融庁の法制専門研究会報告書「～ ライツ・オフリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について ～」（以下「法制専門研究会報告書」という。）では、外国の証券規制の過度の適用を回避するために外国居住株主による新株予約権の行使を制限することが株主平等原則に抵触しないための要件として、「特定外国株主の利益との関係での相当性」を確保する必要性が指摘されている。 マーケットでの新株予約権の流動性をどのように確保すべきかについては、新株予約権の流動性が確保される前提として、親株の流動性が確保されることが必要であることを踏まえると、引受審査において、親株の流動性が確保されていることを一つのメルクマールとして、新株予約権自体の流動性についての判断を行うことが合理的であると考え。なお、引受審査以外にも、例えばコミットメントを行う証券会社がマーケットメイクを行う	・ 法制専門研究会報告書 5 頁では、株主平等原則との関係について、新株予約権証券の「流動性が確保され、市場価格での取引により経済的利益の回収が可能な状況にある場合には・・・他の株主と比べても、経済的な不利益を受けることはないといえる。」旨の記載

検討項目	論 点	備 考
	ことなど、マーケットにおける新株予約権の流動性を確保するための方法が考えられないわけではないが、そうした方法は結果として発行会社に過度なコスト負担を生じることにもなりかねず、現実的ではないと考えられる。 < 新株予約権の流動性確保に係る規則上の手当て > 現行の引受規則では、上場発行者による公募増資時における引受審査項目として、新株予約権証券については、既に「株価等の動向」として「株価の推移」、「売買高の推移」、「株券等の流動性を踏まえた発行数量の妥当性」について審査を行うことが求められている。また、現行の公募増資において、引受証券会社では、引受判断を行う際に発行会社の財政状態及び経営成績や業績見通し、資金使途を始め、オフアリングにより新たに発行される株券等について投資家の換金性に困難が生じないかについては、現行の様々な審査項目を通じて包括的に確認しているところである。 このような状況を踏まえると、ライツ・オフアリングに関して、新株予約権の流動性確保のために敢えて新たな審査項目を加える必要性については、現行の引受審査項目のままだと十分に対応できると考えられるものの、法制専門研究会報告書の趣旨を具体化し、外国居住株主に対しても周知性を持たせるという観点からは、確認的に規定を置くことも考えられる。 なお、特定の引受審査項目に一定の数値基準を設けるかどうかについては、親株の流動性は、上記のとおり、株価の動向のみならず種々の審査項目を総合的に勘案して判断すべきものであるため、あらかじめ一定の数値基準を設けることは、かえってマーケットの状況から乖離した硬直的なものともなりかねず、現行の引受審査実務を適切に遂行していくことによって、法制専門研究会報告書の趣旨は十分に踏まえられるものと思料する。 その上で、外国株主の権利行使を制限するライツ・オ	・ 通常、日証協の自主規制規則は定期的に英訳され、ウェブサイトを通じて公表されている。

検討項目	論 点	備 考
	ファリングのコミットメントを行う証券会社においては、上記の法制専門研究会報告書の趣旨を踏まえつつ、個別案件に応じて新株予約権の流動性を適切に判断していくべきである。 < 発行会社の支配権が争われている場面の確認 > 法制専門研究会報告書では、発行会社の支配権が争われている場面でのライツ・オフファリングではないことが前提とされていることから、同報告書に基づき外国株主の議決権行使を制限していく場合には、引受証券会社としても、発行会社の支配権が争われている場面ではないことを確認していく必要があると考えられる。 一方で、支配権の争いについては、現行の協会規則上は明確に引受審査項目として規定されているわけではないものの、通常の公募増資に係る引受審査実務において、支配権について争いが起きているかどうかは、証券会社が引受判断を行う上でも非常に重要なものであるため、特段、審査項目として規定するまでもなく、通常十分な確認が行われている。 こうした状況を踏まえ、発行会社の支配権が争われている場面の確認についても、特段の規則上の手当ては行わないものの、外国株主の権利行使を制限するライツ・オフファリングのコミットメントを行う証券会社においては、法制専門研究会報告書の趣旨を踏まえつつ、当該オフファリングが支配権を争うものではないことについて慎重に判断していくべきである。	・ 法制専門研究会報告書 2 頁では、「本報告書は・・・発行会社の支配権が争われている場面でライツ・オフファリングが実施される場合については対象としない。」旨の記載

以 上