

東証、株式併合に警告

制度調査部
横山 淳

【要約】

2008年2月18日、東証は「株式併合に際しての投資者保護上の留意事項について」を発表した。これは、昨年秋にマザーズ上場企業が行った株式併合と新株予約権の第三者割当を念頭に、流通市場を混乱させるような株式併合を慎むように上場会社に警告したものである。東証は、今後、上場制度総合整備プログラムの一環として、大規模な希釈化を伴う第三者割当についても一定の規制を設けることを検討している模様である。

株式併合に際しての投資者保護上の留意事項

2008年2月18日、東京証券取引所（以下、東証）は「株式併合に際しての投資者保護上の留意事項について」（以下、「留意事項」）を上場会社宛に通知し、公表した¹。

この中で、東証は次のように述べて、流通市場を混乱させるような株式併合を厳に慎むように上場会社に警告している。

【株式併合にあたっての留意事項】

発行済株式数を大幅に減少させる株式併合により、大部分の既存の株主について株主としての地位を失しめる行為、取り分け、既存の株主の持分が著しく希釈化される大量の新株式又は新株予約権の発行を伴う行為は、一般に、企業行動規範に「上場会社は、流通市場の機能及び株主の権利を尊重するものとする。」と定めている上場会社としての尊重義務に反する事態をもたらすものと考えられますので、厳に慎んでいただきますようお願い申し上げます。

株式併合とは？

株式併合とは、一定の割合（併合割合）に従って、各株主²の保有する株式数を一律に減少するものである（会社法182条）。その意味で、各株主の保有する株式を細分化する株式分割とは対極にある行為だと言えるだろう。

株式併合が実施されれば、保有株式が減少する結果、少数の株式しか保有していない株主は、その権利を失う可能性がある。例えば、「3株を1株に併合」という場合、2株しかもっていない株主の併合後の保有株式数は、計算上、0.666……株（=2株×1/3）という端数になる。

¹ 東証のウェブサイト（http://www.tse.or.jp/news/200802/080218_b.pdf）に掲載されている。

² 種類株式発行会社の場合は、株式併合は株式の種類ごとに行われると解されている（会社法180条2項3号、相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔「論点解説 新・会社法」p.184）。

その結果、その株主は株主としての権利を失い、端数相当の代金を受領できるに過ぎなくなる（会社法 235 条）。

このように株式併合は、少数株主の権利に重大な影響を及ぼす可能性がある。そのため、会社法では、株式併合を実施するには、取締役が株式併合を必要とする理由を説明させ、株主総会の特別決議を得ることを求めているのである（会社法 180 条）。

今回の「留意事項」発表までの経緯

今回の東証による「留意事項」発表の発端となったのは、2007 年秋にマザーズ上場企業が行った株式併合と新株予約権の第三者割当であった。その内容は概ね次のようなものであった。

10 株を 1 株に併合する。

発行済株式数の約 30 倍に相当する新株予約権を第三者割当で発行する。

の大型の株式併合の結果、約 8 割の株主が株主としての地位を失ったと指摘されている³。また、の新株予約権の第三者割当も、その希釈化の規模が大きいことに加えて、割当先が資本金 1 香港ドルの設立後 1 年に満たない外国投資会社であり、その実体が必ずしも明らかとは言えないことも問題視された。

東証は、これを「流通市場に混乱をもたらすおそれがある行為」として問題視し、事実を「公表」する措置を講じて、市場に警戒を呼びかけた⁴。

東証市場では「その後同様の事案は生じておりません」（東証「留意事項」）ということである。しかし、「他市場において同様の事案が発生」（同前）していること⁵を憂慮して、東証は今回改めて「留意事項」という形で、上場会社に対して警告を行ったものである。

今後の論点（第三者割当に対する規制）

今後の論点となり得るのは、第三者割当、特に大規模な希釈化を伴うケースに対する規制のあり方であろう。

実際、東証は「上場制度総合整備プログラム 2007」⁶の中で、次の内容を継続して検討を行うとしている。

株式の発行について株主の同意を必要とするなどの規範やコーポレート・ガバナンス全般のあり方を中心に、有識者による検討を実施する。

³ 加えて、端数の一括処分が難航し、端数処分代金の支払いも遅延している模様である（2008 年 2 月 19 日付リリース、2008 年 2 月 20 日付日本経済新聞）。

⁴ 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/listing/kouhyou/index.html>）に掲載されている。なお、東証の公表措置に関わらず、そのマザーズ上場企業は予定通り株式併合と新株予約権第三者割当を実施した。その後、割当先の投資会社が新株予約権を行使し、40%超を保有する筆頭株主となったとの開示が行われている（2007 年 12 月 21 日付リリース）。

⁵ 例えば、ジャスダック取引所が、株式併合に関する公表措置を 2 件行っている。詳細はジャスダック取引所のウェブサイト（http://www.jasdaq.co.jp/list/list_kigyokoudou.jsp#3）に掲載されている。

⁶ 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/index.html>）に掲載されている。

時系列的には、「上場制度総合整備プログラム 2007」は 2007 年 4 月に発表されており、同年秋の株式併合事案が発生する前から予定されていたものである。その意味では、この株式併合事案が契機となって、検討課題に盛り込まれたという訳ではない。

しかし、問題の重要性に照らして、2007 年秋の株式併合事案⁷が、今後の検討プロセスに影響を及ぼすことは間違いないだろうと考えられる⁸。

具体的な議論の方向性やポイントなどについては、現時点では明らかにされていない。新聞報道では、一定割合以上の第三者割当について株主総会の同意を義務化、大規模な希釈化を行った企業に対する制裁、第三者割当の引受先に関する情報開示、監査役会などにおけるスクリーニング機能の制度化などを求める声が紹介されている⁹。

⁷ 本稿で紹介した株式併合事案以外にも、2007 年秋には第三者割当による大規模な CB 発行を予定した東証・大証一部上場会社が、株主から発行差止めの申立（訴訟）を受けるという事案も発生した。株主側の申立は裁判所により却下されたものの、引受先からの払込が確認できず発行中止となっている。この事案についても東証・大証は問題視し、この会社に対して改善報告書の提出などを求めている（<http://www.tse.or.jp/listing/kaizen/index.html>）。

⁸ 東証が公表する上場制度整備懇談会議事要旨（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/discussion.html>）でも、第 10 回（2007 年 11 月 16 日）及び第 11 回（2008 年 1 月 11 日）会合で株式併合や第三者割当についての問題を指摘する委員の発言が紹介されている。

⁹ 2008 年 1 月 7 日付読売新聞、2008 年 2 月 22 日付日本経済新聞など。