

2009年12月29日 全5頁

ライツ・イシューに関する

東証規則改正

制度調査部
横山 淳

[要約]

- 2009年12月22日、東証は『「上場制度整備の実行計画2009（速やかに実施する事項）」に基づく業務規程等の一部改正について』を発表した。この中に「ライツ・イシュー」に関する改正も含まれている。
- 「ライツ・イシュー」とは、主に英国などで行われている増資手法で、株主に優先的な新株の割当を受ける権利を与えた上で、その権利の売買を行うものである。これをわが国で実施するとすれば、新株予約権の株主無償割当を行った上で、その新株予約権を上場することなどが想定できるだろう。
- 東証は、わが国で「ライツ・イシュー」を行う際に弊害となることが想定されることから、上場基準の中の、1個の新株予約権の目的である株式は1株とすることを要求する規定を削除している。

1. 東証の規則改正と「ライツ・イシュー」

- 2009年12月22日、東京証券取引所（以下、東証）は、『「上場制度整備の事項計画2009（速やかに実施する事項）」に基づく業務規程等の一部改正について』¹を発表した。
- これは、東証が2009年9月29日に発表した「上場制度整備の実行計画2009」²のうち、「速やかに実施する事項」として掲げていた主な項目を実現するものである。それに加えて、いわゆる「ライツ・イシュー」に関する規則改正（新株予約権証券の上場基準の緩和）も盛り込まれている。
- 具体的には、「新株予約権1個の目的である株式が上場株券等1株に係るものであることとする上場基準を削除」するものである（詳細は、後述4.）。つまり、新株予約権の権利行使により取得できる株式が、計算上、端数となるような場合でも、その新株予約権（証券）の上場を認めるということである。

¹ 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/taisho.html>) に掲載されている。

² 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2009program.pdf>) に掲載されている。

- これを受けて、東証の斉藤惇代表執行役社長は、2009年12月22日の記者会見³の中で「（大規模増資は）既存株主の権利の希薄化が懸念される、これはできるだけ回避したいということで、株主に新株予約権を無償で割り当てる増資、いわゆるライトイシューをわが国においても普及させていきたいと思います」とコメントしている。

2. 「ライツ・イシュー」とは

- 「ライツ・イシュー (rights issue)」とは、主に英国などで行われている増資手法で、通常、「既存の有価証券の保有者に対する、その保有数に応じた有価証券の追加取得・購入の募集であって、払込期日まで譲渡可能な証書等の形で行われるもの」⁴と説明されている。
- つまり、新株を「ライツ・イシュー」で発行する場合、株主にその保有株式数に応じて新株の割当てを受ける権利を与えた上で、割当てを受けたくない株主はそれを譲渡することで換金可能とする仕組みとすることができよう。もちろん、割当てを受けた株主は、その権利に基づいて自ら払込金額を支払えば、新株を取得することができる。
- 他方、株主以外の投資者から見れば、株主からその権利を購入することで新株の割当てを受けることができることとなる。その意味では、株主割当てと公募の折衷的な形態だと見ることが可能だろう。

3. わが国における「ライツ・イシュー」導入の制度上の論点

- 「ライツ・イシュー」と類似の増資手法は、わが国の現行の法令の下においても、新株予約権の無償割当て（会社法 277 条）を利用すれば、理論上は可能である。即ち、既存の株主に対して、無償割当てにより、保有株式数に応じた新株予約権を無償で交付する。その増資に応じたいと考える株主は、その新株予約権を行使し、所要の行使価額を払い込めば、新株を取得することができる。
- 新株予約権に譲渡制限を課さなければ、増資に応じたくない株主、あるいは増資に応じる手元資金がない株主は、割り当てられた新株予約権を売却により換金することが可能となる。
- もちろん、増資による資金調達为目的である以上、新株予約権の行使期間は（いわゆるストック・オプションなどのケースと異なり）短期間に設定される必要がある。そのため、実務上、短期間に円滑な新株予約権の売買が行われるような手当も必要だと考えられる。具体的な対応としては、新株予約権を金融商品取引所に上場することが想定されるだろう。その点、例えば、東証は、現行の有価証券上場規程においても新株予約権（証券）の上場を認めており（東証有価証券上場規程 301 条など）、理論上は対応可能である。
- 以上を踏まえれば、わが国の制度の下でも「ライツ・イシュー」と同様の増資手法は、大枠においては可能であると思われる。問題となるのは、実務上のテクニカルな部分と考えられ、今回の東証の規則改正も、既存の上場基準の部分的な見直しにとどまっている。

³ 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/about/press/091222.pdf>) に掲載されている。

⁴ FSA Handbook Glossary (<http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/R?definition=G1824>)。

4. 東証の規則改正の詳細

○東証の今回の規則改正は、新株予約権証券の上場基準に関するもので、具体的には新株予約権（証券）の仕組みに関する、次のような内容である（東証有価証券上場規程施行規則 306 条 1 項）。

改正後	改正前
①新株予約権無償割当により発行されるものであること	①（同左）
②行使期間満了の日が割当てに係る基準日後 2 ヶ月以内に到来するものであること	②（同左）
<u>（削除）</u>	③新株予約権 1 個の目的である株式が上場株券等 1 株に係るものであること
③上場後の分布状況等が著しく悪いと認められないこと	④（同左）
④ 新株予約権証券の数 が 2,000 単位以上であること	⑤ 新株予約権の目的である株式数 が 2,000 単位以上であること
⑤新株予約権が指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は上場のときまでに取扱いの対象となる見込みであること	⑥（同左）

○ポイントとなるのは、新株予約権の権利行使により取得できる株式が、計算上、端数となるような場合でも、その新株予約権（証券）の上場を認めるということであろう。その趣旨については、次のように説明されている（斉藤惇東証代表執行役社長の 2009 年 12 月 22 日の記者会見）。

（前略）現在の会社法の解釈では、新株予約権の無償割当てについて、保有株式 1 株に対して、必ず 1 個以上の整数倍、1、2、3、4 の予約権を割り当てなければならないとなっていて、さらに当取引所のルールでは、1 個の予約権に対して、新株を 1 個割り当てることになっています。ですから、結局のところ、発行済株式数が最低でも 2 倍以上となるような発行しかできないのが現状で、使い勝手がよくないので、このルールを削除して、上場会社がそれぞれのニーズに応じて、発行条件を自由に設定できるようにしたいと思います。

○会社法上、新株予約権無償割当において、株主が保有する 1 株に対して割り当てるべき新株予約権の数について、明文の制限は設けられていない。しかし、例えば、現行の会社法の下では、株式の無償割当について設けられている端数処理に関する規定が（会社法 234 条 1 項 3 号）、新株予約権の無償割当については整備されていない。それを踏まえると、現実には、新株予約権の端数が生じるとような無償割当は困難だと考えられる。

○ただ、会社法の解釈上、株主が保有する 1 株に対して割り当てるべき新株予約権の数に制約があるとしても、新株予約権 1 個当たりの株式数を調整できるのであれば、発行される新株の数を柔軟に設定することは可能なはずである。例えば、発行済株式の 10% 相当の新株を発行するといったスキームであれば、（会社法の解釈を踏まえ）株主の保有する 1 株につき 1 個の新株予約権を割り当てるとしても、新株予約権の目的である株式の数を 0.1 株相当（言い換えれば 10 個の新株予約権の行使によって 1 株取得）と定めることで実現可能である。

○今回の東証の規則改正は、このような観点から実施されたものだと考えられるだろう。

○施行日は、**2009 年 12 月 30 日**が予定されている。

5. 「ライツ・イシュー」導入についての若干の考察

○東証の規則改正により、わが国における「ライツ・イシュー」の導入に向けて大きく前進したものと考えられる。東証の斉藤惇代表執行役社長も 2009 年 12 月 22 日の記者会見の中で次のように述べて、「ライツ・イシュー」の普及に取組む意欲を示している。

1つ1つの企業を我々が1件、1件回るといよりも、第一義的には証券会社さんに働きかけて、できるだけライトイシューに誘導していただくようお願いするという事だろうと思います。ファイナンスについては、お客さんの事情もよく分かっている証券会社が判断して決めることですが、まずは証券会社さんにライトイシューをお願いしたいと思っています。

○「ライツ・イシュー」という手法が、ファイナンスの選択肢として増えることは、投資者、発行会社の双方にとって、歓迎すべきことではあるだろう。ただ、実務上、クリアすべき問題も、なお残っているように思われる。

○例えば、新株予約権行使時の端数処理の問題である。今回の東証の規則改正により、権利行使により取得できる株式が、計算上、端数となるような新株予約権（証券）でも上場が可能になる。これは見方を変えれば、権利行使期間満了時点で、1株未満の端数にしか相当しない新株予約権が残存する可能性があることを意味する。

○会社法上、1株未満の端数株式を発行することはできないので、実際には、会社法 283 条に基づく端数の金銭換価を活用することが考えられる。その際、端数に相当する新株予約権が多ければ、新株予約権と金銭との交換⁵の事務対応や、資金調達を必要とする発行会社から端数処理に伴う資金流出が発生するといった問題が予想される。

○確かに、株主構成が機関投資家中心であれば、端数処理は余り大きな問題とはならないかもしれない。しかし、株主構成上、小口の個人投資家が大きな割合を占めている場合には、新株予約権行使に伴う端数処理は、実務上、大きな問題となり得るだろう。

○その他にも、株価指数などに連動したいいわゆるパッシブ運用を行う機関投資家にとっては、ターゲットとなる指数をトラッキングする上で、交付された権利を行使すべきか、売却すべきか非常に難しい判断を迫られることも考えられる。

○加えて、「ライツ・イシュー」を大型増資の希釈化対策と考えた場合、その実効性の問題もある。確かに、「ライツ・イシュー」を利用すれば、既存株主は優先的に新株を取得できることから希釈化の影響を軽減できるとの主張は分からなくはない。しかし、市場全体から見れば、株式数が増加するという事実が変わりはない以上、結局、希釈化の問題は残るように思われる。

○2008 年 11 月に英国のライツ・イシュー・レビュー・グループが英国財務大臣に提出した報告書⁶（“A Report to the Chancellor of the Exchequer : by the Rights Issue Review Group”）によれば、2000 年以降に実施された 1 億ポンド超の大型「ライツ・イシュー」において、株式数の増加率は平均 103%（倍増）、時価に対するディスカウントは平均 38.9%とされている。

⁵ 厳密には「新株予約権+権利行使に伴う払込金額」と「市場価格に基づく端数相当額」の交換と言うべきかもしれない。

⁶ 英国財務省のウェブサイト (http://www.hm-treasury.gov.uk/prebud_pbr08_rightsissues.htm) に掲載されている。

- もちろん、増資を実施する個々の企業の事情にもよるが、仮に、わが国の現状（市場環境、上場企業の株主構成 etc.）の下で、前述のような内容の「ライツ・イシュー」が次々に実施された場合、果たして投資者・市場が「公募」よりも好意的に受け止めるか、疑問を感じる。
- 更に、優先的に新株を取得することができるのはあくまでの払込金額を支払った株主であって、それ以外の株主は権利を売却することで金銭的な充当を受けることができるに過ぎない。しかも、売却により受け取ることができる金銭の額は、その後の株価の影響を受けることとなる。極論だが、仮に株価が新株予約権の行使価格まで低下すれば、理論上、新株予約権の売却による金銭充当は受けられないことも考えられる。
- 私見だが、そもそも「公募」（その手続が真に公正・公平に行われる限り）と「ライツ・イシュー」とは、市場全体から広く資金調達を行うという点においては、理論上、その本質は異なるものと考えられる。
- 両者の違いは、市場の投資者全体の機会均等か、既存株主の保護（優先的な割当）か、という理念上の相違に基づくものであると考えられる。そして、いずれを優先すべきかについては、歴史・文化・社会・思想など、市場や企業の複雑な背景と関連しており、一律に何が正しいと判断できるものではないように思われる⁷。
- 筆者も「ライツ・イシュー」を導入すること自体について異論はない。しかし、「公募」を悪玉、「ライツ・イシュー」を善玉と決め付ける考え方や、「ライツ・イシュー」の導入によって、いわゆる大型増資問題が一挙に解決されると期待する考え方には、賛同できない。
- 最終的に問題となるのは、増資の手法ではなく、増資の内容そのものが投資者・市場に評価されるか否かではないかと思われる。

⁷ この問題について、例えば、日本取締役協会が2007年10月に公表した「公開会社法要綱案 第11案」（起草者は神田秀樹東京大学教授と上村達男早稲田大学教授）が、「2.08 証券の発行価格」に関するコメントで「公開会社は公募を原則とするとの観点を確立することが望ましい」としつつ、「個人株主ないし個人に対して厳格な受託者責任を負う機関投資家が大半を占めるような状況が我が国でも実現すれば、英国のように株主割当てを原則視することも可能となろう」と指摘していることは、示唆に富んでいると思われる。