

2014年9月8日 全8頁

東証上場制度整備懇談会 ライツ・オフリングの見直し

ノンコミットメント型を制限へ

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2014年7月25日、東証の上場制度整備懇談会は、「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」を公表した。
- この中で、上場制度整備懇談会は、ライツ・オフリングの現状や問題点を踏まえて、①ノンコミットメント型ライツ・オフリングについては、証券会社による審査又は株主の承認を受けた上で、一定の業績基準を要求する、②ライツ（新株予約権）の上場日を権利行使期間の開始後とする、といった提言を行っている。
- これを踏まえて、東証は、2014年9月3日、上場基準の見直しなどを行う「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」を公表し、①については2014年10月、②については会社法改正法の施行日から実施する方針を明らかにした。

はじめに

2014年7月25日、東京証券取引所（以下、東証）の上場制度整備懇談会（座長：神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）は、「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」（以下、「報告書」）¹を公表した。これは、ライツ・オフリングの現状や問題点を踏まえて、東証の上場基準などの見直しを提言するものである。

「ライツ・オフリング（ライツ・イシュー）」とは、わが国では、会社法上の「新株予約権無償割当てによる増資」と説明されることが多い²。上場会社のライツ・オフリングの場合、

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

² 「金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告～新株予約権無償割当てによる増資（いわゆる「ライツ・オフリング」）に係る制度整備について～」（平成23年1月19日）p.1。

<http://www.fsa.go.jp/news/22/singi/20110119-5.html>

なお、ライツ・オフリングについては、拙稿「いまさら人には聞けないライツ・オフリングのQ&A」（2013年7月18日付レポート）も参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130718_007446.html

一般的に、新株予約権無償割当て（会社法 277 条）により、既存株主に新株予約権を無償で付与した上で、その新株予約権を金融商品取引所に上場して、売買を可能とするという手法が用いられる³。

つまり、ライツ・オファリングにおいては、既存株主に対して、その保有株式数に応じた新株予約権が無償で交付される。そのため、増資に応じたいと考える株主は、交付された新株予約権について権利行使を行い、所要の権利行使価額を払い込むことで、優先的に（その保有株式数に応じた）新株を取得することができる。

それに対して、増資に応じたくない（増資に応じる手元資金がない）既存株主の場合、対象となる新株予約権が金融商品取引所に上場されることによって、交付された新株予約権の市場売却を通じた換金が容易にできることとなる。つまり、増資による持分の希釈化は避けられないものの、新株予約権の売却・換金を通じた経済的な埋め合わせを受ける機会は与えられることになる。

他方、既存株主以外の投資者については、金融商品取引所市場を通じて新株予約権（元々は既存株主が売却したもの）を購入した上で、権利行使を行い、所要の権利行使価額を払い込めば、やはり新株を取得することが可能である。その意味では、ライツ・オファリングは、直接的には既存株主に新株予約権を割り当てながら、新株予約権の市場での換金を可能とすることを通じて、間接的に市場から資金調達を行うスキームだともいえ、株主割当と公募の折衷的な形態だと見ることも可能だろう。

わが国においても、2009 年以降、ライツ・オファリングの実施を容易に行うために実施された一連の制度改正を通じて、近年、よく見られるようになった。その一方で、ライツ・オファリングに伴う様々な問題点も指摘されるようになってきた。報告書は、具体的に、次のような問題点を指摘している⁴。

- ①ノンコミットメント型ライツ・オファリング（注）について、（公募増資はもちろん、第三者割当増資と比較しても）債務超過など業績の優れない会社が利用している傾向がある。
- ②ノンコミットメント型ライツ・オファリングについて、その増資の合理性について客観的な立場から評価する仕組みが確保されていない。
- ③特に、ライツ（新株予約権）の権利行使期間の開始前において、ライツ（新株予約権）の市場価格がその理論価格と比較して割安となる傾向が顕著である。

（注）「ノンコミットメント型ライツ・オファリング」とは、発行会社が証券会社との間でコミットメント契約（ライツ・オファリングに当たって、権利行使されずに残ったライツ（新株予約権）について、証券会社（引受証券会社）が全て取得した上で、権利行使することを内容とする契約）を締結していないライツ・オファリングをいう。この場合、ライツ（新株予約権）の保有者が、最後まで（権利行使期間満了まで）その権利を行

³ 鈴木克昌・峯岸健太郎・石井絵梨子・田井中克之・宮田俊・西尾賢司・石橋誠之『詳説ライツ・オファリング』（2012 年、中央経済社）p. 2 など。企業内容等の開示に関する内閣府令 3 条 1 項 5 号も参照。

⁴ 「報告書」 pp. 4-7 参照。

使しなければ、ライツ（新株予約権）は失権し、消滅することとなる。「ノンコミットメント型ライツ・オフアリング」に対して、コミットメント契約のあるものを、「コミットメント型ライツ・オフアリング」という。

このような問題を受けて、報告書は、次のような制度整備の提言を行っている。

(a)ノンコミットメント型ライツ・オフアリングに係る上場基準見直し

◇証券会社の審査又は株主の承認を受けることを求める

◇一定の業績基準を課す

(b)新株予約権の円滑な価格形成

◇ライツ（新株予約権）の上場日を権利行使期間の開始後とする

これを踏まえて、2014年9月3日には、「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」を公表し、ライツ（新株予約権）に関する上場基準などの見直し（案）を明らかにしている⁵。

以下、これらの内容について紹介する。

1. ノンコミットメント型ライツ・オフアリングに係る上場基準見直し

(1) 増資の合理性の評価手続（証券会社の審査又は株主の承認）

「報告書」は、他の増資手法と比較したライツ・オフアリングの構造上の特徴として、「新株予約権の市場価格がその理論価格よりも割安であれば……中略……増資自体の合理性とは無関係に、裁定取引として（親株の売却と併せて）新株予約権を買い取って権利行使することで利益を得ることができる」⁶点を指摘している。その結果、証券会社による審査など、増資の合理性を評価するプロセスが存在しないノンコミットメント型ライツ・オフアリングの場合、「他の方法では資金調達をすることができない会社であっても、上述の構造を利用することで、そうした評価や規律を受けずに資金調達が成立させているという懸念」⁷があるとされている。

こうした問題を踏まえて、「報告書」は、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングについて、次のような増資の合理性を評価するプロセスを導入すること（ライツ（新株予約権）の上場基準に追加すること）を提言している⁸。

⁵ 東証のウェブサイト (http://www.tse.or.jp/rules/comment/b7gje600000186jz-att/201409_jojo_a.pdf) に掲載されている。2014年10月3日まで意見募集が行われている。

⁶ 「報告書」 p. 6。

⁷ 「報告書」 p. 6。

⁸ 「報告書」 pp. 8-9。

①証券会社（取引参加者）による引受審査に準じる審査

又は、

②株主総会決議などによる株主の意思確認（株主の承認）

なお、「①証券会社（取引参加者）による引受審査に準じる審査」については、次のような内容とすることを、併せて提言している。

◇引受審査と同様、十分な専門性及び審査体制を有する証券会社によって引受審査に準じる審査がされることを求めることが適当

◇審査主体となる証券会社は、東証の取引参加者に限定すべき

◇審査は、日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」に定める項目に準じた事項を審査すべき（注）

◇審査を実施した証券会社名の開示を上場会社に求めるべき

（注）審査内容の詳細を取引所が確認する観点から、個別の案件ごとに証券会社による各審査項目についての審査の詳細を記載した書面を取引所に対して提出することを求めることも想定されている。

これを踏まえて、9月3日の「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」でも、新株予約権（ノンコミットメント型ライツ・オフERINGに係るものに限る）の上場について、既存の上場基準に加えて、上記①又は②のいずれかの手続を経て発行されるものであることを要求することとしている。

(2) 業績基準

前記(1)のプロセスを要求しても、①については「証券会社による審査を求めても、未行使分についての払込みをする責任を負うわけではない」⁹ことから審査の実効性に欠ける可能性がある、②については「業績が悪化した状況下では、株主が増資の合理性を吟味することなく賛成する可能性がある」¹⁰といった問題が懸念される。そこで、「報告書」は、これらの増資の合理性を評価するプロセスに加えて、（これらの審査や承認の）実効性を確保する措置を講じることが必要だとしている。その具体的な内容として、「一定の業績基準を満たしていることも併せて

⁹ 「報告書」 p. 8。

¹⁰ 「報告書」 p. 9。

求めること」¹¹を提言している¹²。

要求すべき「一定の業績基準」について、「報告書」は、「経済的リスクを伴わない無責任な評価がされるおそれに対応するものであり、通常であれば引受審査を通過できない最低限度の業績水準」¹³と位置づけている。具体的には、次の(a)、(b)のいずれにも抵触しないこと（つまり、いずれかに抵触する会社は、不可）を提言している¹⁴。

(a) 2期連続経常赤字

(b) 債務超過

なお、「報告書」は、業績基準の内容について、今後の実務の蓄積も踏まえて、将来、必要があれば見直すことを求めている。

これを踏まえて、9月3日の「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」でも、新株予約権（ノンコミットメント型ライツ・オフERINGに係るものに限る）の上場について、既存の上場基準に加えて、新株予約権を発行する上場会社の経営成績及び財政状態が、次の①又は②のいずれにも該当していないことを要求することとしている。

①最近2年間に於いて経常利益の額が正である事業年度がないこと

②直前事業年度又は直前四半期会計期間の末日において債務超過であること

2. 新株予約権の円滑な価格形成

(1) 上場日と権利行使期間

「報告書」は、ライツ・オフERINGに関する価格形成上の問題点として、ライツ（新株予約権）の市場価格がその理論価格と比較して割安となる傾向が顕著であることを挙げている。そして、こうした市場価格と理論価格の乖離が解消されずに存在することで、「増資の合理性とは無関係に権利行使がされるという上述の問題を、結果的に助長している可能性がある」と指摘

¹¹ 「報告書」p. 8。

¹² なお、「業績基準」以外には、特に具体的な措置の内容は挙げられていない。

¹³ 「報告書」p. 10。

¹⁴ いずれの増資の合理性を評価するプロセス（証券会社の審査、株主の承認）を採用する場合でも、業績基準の内容は共通だとされている。

している¹⁵。

ライツ（新株予約権）の市場価格と理論価格の乖離が生じる一因として、「報告書」は、（ライツ（新株予約権）の）「行使期間の開始前は貸株に提供される親株の数が少なく、裁定取引の実施に必要な借株が不十分にしか供給されないために新株予約権の買い需要が顕在化しないこと」¹⁶があると推測している。

こうした考えを踏まえて、「報告書」は、ライツ・オファリングの実施に当たり、「**新株予約権の行使期間の開始後に新株予約権を上場させることとするのが望ましい**」¹⁷と提言している。

なお、これを 2014 年 6 月に成立した会社法改正法¹⁸の施行前に実施するとすれば、ライツ・オファリングに伴う新株予約権無償割当ての割当通知を、権利行使期間の**初日**の 2 週間前までに株主等に通知しなければならないという規制（改正前の会社法 279 条 2 項）の適用を受けることとなる。そのため、対象となる株主の確定後、「市場で新株予約権を売却できる期間の開始が遅くなり、株主の新株予約権の換金機会が大幅に縮減すること」¹⁹が懸念される。

そこで、「報告書」は、新株予約権無償割当ての割当通知の通知期限を、権利行使期間の**末日**の 2 週間前まで²⁰とする会社法改正法の施行を待って実施することが適当だとしている。

これを踏まえて、9 月 3 日の「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」でも、「新株予約権証券の上場日は、行使期間の初日以降の日とします」²¹との方針を示している。

(2) 仕組みの周知

前記のほかに、「報告書」は、「個人投資家等にはライツ・オファリングについての理解が十分に浸透していないことが新株予約権の価格形成を歪ませている可能性もある」として、ライツ・オファリングの仕組み（とりわけライツ（新株予約権）の理論価格）を周知することを求めている。

¹⁵ 「報告書」 p. 6。

¹⁶ 「報告書」 pp. 6-7。

¹⁷ 「報告書」 p. 11。

¹⁸ 正式には、「会社法の一部を改正する法律」。改正会社法については、拙稿「会社法改正法、成立」（2014 年 6 月 24 日付レポート）なども参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/commercial/20140624_008685.html

¹⁹ 「報告書」 p. 11 注 36。

²⁰ 厳密には、権利行使期間の末日の 2 週間前までに割当通知がなされなければ、割当通知の日から 2 週間を経過する日まで権利行使期間が延長されたものとみなされる（改正後の会社法 279 条 2 項）。

²¹ 東証「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」 p. 3。

3. 実施時期（予定）

これらの見直しの実施時期について、「報告書」では特に明示されていなかったが、9月3日の「新株予約権証券の上場制度の見直しについて」では、次のような予定を示している。

前記 1 (1) (2) の見直し……2014 年（平成 26 年）10 月

前記 2 (1) の見直し………会社法改正法の施行日（注）

（注）公布日（2014 年 6 月 27 日）から 1 年 6 ヶ月内の政令指定日とされている（会社法改正法附則 1 条）。

おわりに

蛇足ながら、若干のコメントを筆者として加えさせていただく。

実のところ、筆者は、「増資手法としてのライツ・オファリングを、是が非でも、わが国に定着させなければならない」とは考えていない。むしろ、ライツ・オファリングを増資にかかわる諸問題を解決する「万能薬」とみなす風潮に対して、一貫して、批判的な立場にある。

このような筆者でも、ライツ・オファリングの推進者たちが、自分の当初思い描いていたのとは明らかに異なる方向に展開しつつある最近のライツ・オファリングの状況に対して有する問題意識は、よく理解できる。

従って、「公正かつ円滑」な取引と「投資者の保護」に資する市場運営²²をミッションとする東証が、ライツ・オファリングの「正常化」にむけた対応を検討するのは当然のことであり、今回の「報告書」は、その第一歩として評価できるものとする。

ただし、「報告書」は、あくまでも「上場制度」の観点から提言を行っている。そのため、コミットメント契約を結ぶ証券会社のリスクや、大株主の行動²³など、今後、さらなる議論が必要となる問題も残っているように思われる。

加えて、筆者は、「そもそも業績不振企業のファイナンスの在り方をどう考えるべきか？」という論点を見過ごすべきではないと考えている。業績不振に陥った企業が、合理性を欠く増資

²² 金融商品取引法 110 条参照。

²³ 例えば、「報告書」でも「新株予約権を行使すると表明した大株主が行使期間の終了直前になって新株予約権の行使の意思を撤回する等、他の株主・投資者からの信頼を損ねるおそれがあるような大株主の行動への対応は、当面は取引所の実務の運用に委ねたい」と指摘している。私見だが、そのほかにも、大株主が（ライツを売却するのではなく）保有株式を売却して、その売却代金をライツの権利行使による払込みに充当する行動が及ぼす影響、「既存株主等の動向」は開示されるが「大株主の状況」が必ずしも開示されないこと（大株主の一方がライツを売却し、他方がライツを買い増した上で権利行使する意向があるとすれば、それは大株主間で支配力・影響力の変動が生じることになるが、その程度は「大株主の状況」が確認できなければわからない場合がある。また、「既存株主等の動向」に記述のない大株主の有無も「大株主の状況」が確認できなければわからない場合がある。なお、「大株主の状況」は有価証券報告書などでも開示されているがタイムラグがあるため、判断材料として不十分な場合がある）なども議論の余地があるように思われる。

による資金調達に頼るといった事象は、何もこれが初めてというわけではない。仮に、今回の見直しが功を奏して、ノンコミットメント型ライツ・オファリングの安易な利用が封じられたとしても、今度は新たに別の手法を用いた合理性を欠く増資が行われるようになる危険性を否定できない。もちろん、個々の増資手法について、それが不適切に利用されることを防止する仕組みを設けることも重要である。しかし、そもそも業績不振に陥った上場会社が事業を立て直すために行う資金調達は、投資者保護や市場の信頼性確保の観点からどのような原理・原則に従って行われるべきか²⁴、という本質的な議論なしには、根本的な解決を図ることは難しいように筆者には感じられる。

この点に関連して、2014年8月26日、東証を傘下に持つ日本取引所グループ（JPX）の自主規制業務を行う日本取引所自主規制法人が「エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて」を公表し、9月25日まで意見募集を行っている²⁵。これは業績不振企業のファイナンスのみを念頭においたものではないが、エクイティ・ファイナンスの適切な市場慣行・規範の確立に向けた試みとして注目される。

²⁴ もちろん、一定の場合には、市場から退出した上で再建を進めることが求められるケースもあり得るだろう。

²⁵ 日本取引所自主規制法人のウェブサイト (<http://www.jpx.or.jp/outline/about/public-comment.html>) に掲載されている。