

我が国におけるライツ・オファリングの定着に向けて

平成26年7月25日
株式会社東京証券取引所
上場制度整備懇談会

I. はじめに

取引所は、有価証券の流通市場における公正の確保について、自主規制を通じて市場開設者として重要な役割を担っているが、他方で、有価証券の発行市場については、基本的に証券会社とその自主規制を担う証券業協会によって公正の確保が図られている。

しかしながら、有価証券の発行には常に証券会社の関与が必要とされているわけではなく、上場会社が証券会社の関与なく発行市場を利用することもできる。この結果、上場会社が行う増資の中には、発行市場の公正を確保するために課されるべき規律を免れてしまうものもある。

上場会社には不特定多数の一般株主が存在し、これらの株主は流通市場を通じて常時入れ替わるため、そうした増資が一般株主に対して不当な不利益を与える場合には、一般株主の権利を保護し、流通市場に対する信頼を維持する観点から、法制度との整合性を保ちつつ、取引所が一定の対応を行うことに合理性があるものと考えられる¹。

そうした対応の中には、法令改正など、国や他の機関による対応を待つ間の暫定的なものもあれば、上場制度で抜本的な解決が可能なものもあると考えられるが、いずれにせよ、株主・投資者保護のために急を要する場合には、上場制度による速やかな対応の可能性を探ることが適当である。

当懇談会の提言を受けて実施された第三者割当に対する上場制度上の対応などがその例であり、増資ではないものの株式分割や株式併合についても、同様の例を挙げることができる。

ライツ・オファリングについては、最近の公募増資をめぐるインサイダー取引事件など一連の問題²を契機として、主に海外の投資家からの強い要望³を受け

¹ 金融審議会 金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(平成21年) 参照。

² 日本証券業協会「『我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会』報告書－公募増資等のあり方に関する論点整理－」(平成25年)

(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/senryaku/files/130619houkokusyo.pdf>) 及び金融庁「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」(平成22年)

て、我が国でも制度整備が進んできている⁴。こうした制度整備の結果、我が国でもライツ・オファリングの実例が積み重なりつつあるが、そうした中で、ライツ・オファリングが濫用的に利用されていることに対する懸念が生じている。

そこで、当懇談会では、平成25年10月以降、ライツ・オファリングの在り方について計5回に亘り審議を行った。

本提言は、当懇談会での審議の内容を踏まえて、ライツ・オファリングに係る上場制度について早急に対応すべき事項を取りまとめたものである。東証においては、本提言の内容を踏まえ、具体的な制度整備に取り組むことが望まれる。

II. ライツ・オファリングの概要

ライツ・オファリングは、株主に対する新株予約権無償割当て⁵を利用した増資手法である。新株予約権は、保有する株式の持分に応じて株主に平等に割り当てられ、上場される。そのため、株主は、新株予約権を行使して自ら増資に応じることで、持分の希薄化を避けることもできるし、新たな資金の払込みに応じずに持分の希薄化を受け入れるとしても、新株予約権を市場で売却することで、親株⁶の時価を下回る行使価格が設定されることによる経済的損失を回避することもできる。この点で、ライツ・オファリングは、公募増資や第三者割当増資といった他の増資手法と比べ、株主の利益に配慮した増資手法⁷であると評価されている。

ライツ・オファリングには、引受人が未行使分の新株予約権の行使などを約束する契約⁸を締結する「コミットメント型ライツ・オファリング」と、そうした契約が締結されない「ノンコミットメント型ライツ・オファリング」との2

(<http://www.fsa.go.jp/news/22/sonota/20101224-5/01.pdf>)

³ 例えば、エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション「日本のコーポレート・ガバナンス白書」（2008年5月）

([http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)) 参照

⁴ 別紙1参照

⁵ 会社法277条

⁶ 新株予約権の目的となる株券を「親株」という。以下同じ。

⁷ もっとも、ライツ・オファリングにおいても、公募増資や第三者割当増資その他の増資手法と同様、ファイナンスの結果として株主に損失を与える場合がありうることに留意が必要である。

⁸ 金融商品取引法21条4項3号参照

種類がある⁹。

Ⅲ．現状及び問題点

1．ライツ・オファリングの現状

我が国のライツ・オファリングの実施状況¹⁰を俯瞰すると、平成26年6月末日までに公表された25件のライツ・オファリングのうち、コミットメント型ライツ・オファリングは3件のみで、残りの22件（88.0%）はノンコミットメント型ライツ・オファリングである。このことは、英国や香港ではノンコミットメント型が例外的にしか実施されていないこと¹¹と対照的である。

さらに、ノンコミットメント型ライツ・オファリングを実施した22件（20社¹²）について見ると、14件（63.6%）が直前期に純損失を計上した会社によるもの、4件（18.2%）が直前期又は直前四半期の時点で債務超過の会社によるもの、14件（63.6%）が直前期に無配の会社によるものとなっている¹³。

傾向を比較するために、ほぼ同様の期間¹⁴に公表された東証上場銘柄による公募増資（133件）の実施状況について見ると、同じく純損失を計上した会社によるものは14件（10.5%）、債務超過の会社によるものはなく（0%）、無配の会社によるものは24件（18.0%）となっている。

また、平成25年に公表された第三者割当増資（102件）¹⁵の実施状況について見ると、同じく純損失を計上した会社によるものは35件（34.3%）、債務超過の会社によるものは4件（3.9%）、無配の会社によるものは41件（40.2%）となっている。

⁹ ノンコミットメント型ライツ・オファリングは、旧商法下で新株引受権証書を発行することによって行われた株主割当増資を、コミットメント型ライツ・オファリングは、そうした株主割当増資に係る失権株について一般募集を行っていた我が国の旧来の実務を、それぞれ承継して発展させたものである。

¹⁰ 別紙2参照

¹¹ 英国について、Rights Issue Review Group「A Report to the Chancellor of the Exchequer」（2008年）35頁参照。香港については、取引所規則でコミットメント型が原則とされている（Main Board Listing Rules 7.19(1)参照）。

¹² フォンツ・ホールディングス社及びメガネスーパー社は2回ずつノンコミットメント型ライツ・オファリングを実施している。

¹³ 別紙2参照

¹⁴ 平成23年から平成26年3月末日まで

¹⁵ 普通株式の第三者割当増資を実施した東証上場会社を集計対象としている。財務数値については平成24年4月から平成25年3月までを期末とする決算期のものを利用していため、必ずしも第三者割当の直前期の数値でないものも含まれる。

下表は、それぞれの増資手法ごとに、こうした業績の類型に属する会社の比率を表にしたものである。

	純損失計上	債務超過	無配
ノンコミットメント型ライツ・オファリング	63.6%	18.2%	63.6%
公募増資	10.5%	0%	18.0%
第三者割当増資	34.3%	3.9%	40.2%

これらを比較すると、公募増資はもちろん、第三者割当増資と比較しても、業績の優れない会社がノンコミットメント型ライツ・オファリングを利用している傾向が明らかである。実際、ノンコミットメント型ライツ・オファリングの中には、他の増資手法（公募増資、コミットメント型ライツ・オファリング又は第三者割当増資）によっては資金調達をすることができないことを自認するものも散見される。

一方、ノンコミットメント型ライツ・オファリングを実施した22件について、新株予約権の発行総数に対する権利行使割合を見ると、平均78.2%¹⁶と高い水準にあり、権利行使割合が50%以下となる事例は3件（13.6%）にとどまっている。これは従来型の株主割当増資¹⁷の事例と比較して顕著に高い行使割合である¹⁸。

また、新株予約権の売買回転率を見ると、平均で137.9%¹⁹であり、100%を上回る水準となっている。このことも旧商法下における新株引受権証書の上場制度では実際には売買がほとんど行われなかったことと対照的である²⁰。

以上のように、新株予約権が市場で多く売買され、権利行使割合も高いことから、株主以外の第三者による権利行使が盛んに行われていることが推測される。

¹⁶ 別紙2参照

¹⁷ 会社法202条参照

¹⁸ 別紙3参照。近時の株主割当増資の事例18件の失権率は平均45.9%（すなわち、増資に応じた割合は54.1%）であり、失権率が50%以上（増資に応じた割合が50%以下）の事例は11件（61.1%）となっている。

¹⁹ 別紙2参照。「上場期間中の新株予約権売買高÷新株予約権の発行数」で計算したものの平均であり、平成26年6月末日時点で権利行使期間が満了したものについて算定している。直前期に純損失を計上した会社に限ると新株予約権の売買回転率の平均は159.9%と更に高いものとなる。

²⁰ こうした状況の変化の背後には、かつては新株引受権証書を売却するには証書の発行を受ける必要があったのに対し、現在では株券等の電子化によって株主の口座に自動的に新株予約権の残高が記録されるようになったという利便性の向上もあると思われる。

さらに、我が国のライツ・オファリングの実施状況を見ると、新株予約権の市場価格がその理論価格²¹と比して割安となっている傾向が（特にノンコミットメント型のもので）顕著である。具体的には、我が国のライツ・オファリングの実施例（23件²²）のうち21件で新株予約権の市場価格がその理論価格よりも平均的に割安となっており、その上場期間中の乖離率の平均は20.8%である²³。

なお、こうした新株予約権の市場価格と理論価格の乖離は、コミットメント型でもノンコミットメント型でもほぼ共通して見られるが、いずれについても新株予約権の行使期間の開始後には縮小する傾向がある²⁴。

2. ノンコミットメント型ライツ・オファリングの構造上の問題点

上場会社が増資を行う際に、その資金調達企業が企業価値の向上に資する合理的なものか否かの判断は、我が国の会社法が採用する授權資本制度の下では第一次的には取締役会の判断（実際には経営者の判断）に委ねられている²⁵。

他方で、我が国の資本市場では、増資の合理性について客観的な立場から経営者の判断を規律づける実務上の仕組みが存在する。すなわち、公募増資やコミットメント型ライツ・オファリングであれば、その合理性を外部の専門家である引受証券会社が審査する²⁶し、第三者割当増資であっても、払込みを行う割当先がその合理性を吟味する（投資対象に対するデュー・デリジェンスを行う。）のが通常である²⁷。

これに対し、ノンコミットメント型ライツ・オファリングでは、その合理性を評価する仕組みが確保されていない。

²¹ 新株予約権を行使して親株1株を取得するために払い込むべき金額を、親株1株あたりの市場価格から控除したものを想定している（ライツ・オファリングでは行使期間が短期に限られているため、オプションの時間的価値は考慮していない。）。

²² 平成26年6月末日時点で行使期間が終了しているものに限る。

²³ 別紙2参照。平成26年6月末日時点で行使期間が終了しているものについての平均値。

²⁴ 別紙4参照。なお、別紙4で採り上げた6事例のうち4事例で行使期間以降の親株の売買高が大きく上昇している。また、行使期間の開始後には貸株の残高が上昇する傾向がある。

²⁵ 企業価値向上に資しないと市場が判断すればそれに応じて株価は下落するが、そうした市場（投資者）の評価は会社の意思決定を直接に左右するものではない。もっとも、経営者（取締役）は会社に対して善管注意義務を負っており、資本政策については慎重な判断が求められることは言うまでもない。

²⁶ 日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」では、引受審査は、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から厳正に行わなければならないものとされている（同規則12条）。

²⁷ 銀行融資によって資金調達をする場合も貸付けを行う銀行によって与信審査がされる。

すなわち、新株予約権を割り当てられた株主は、その増資が払込みに値する合理的なものだと評価すれば自ら権利行使して増資に応じるが、そうでないと評価した場合には新株予約権を市場で売却すればよい。

一方で、市場で新株予約権を買い取る投資家は、増資が合理的だと評価すればその評価に応じた金額で新株予約権を買い取って行使することが想定されるが、そのように評価しない場合であっても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（上述のとおり、我が国のライツ・オファリングの実例ではそうした傾向が顕著である。）、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。

したがって、ノンコミットメント型ライツ・オファリングの場合、当該増資が合理的だと評価する者がいない中でも、裁定行為の一環として新株予約権を行使して払込みが行われ得るといふ、構造的な特殊性がある。

旧商法下で行われてきた新株引受権証書が発行される株主割当増資は、基本的にこれと同様の構造となっていたが、新株引受権証書の流動性が低かったために、増資が合理的でないと評価されれば、払込みがされない（新株引受権が行使されずに失権する）という形で、資金調達に対する規律が及んできた。しかしながら、ノンコミットメント型ライツ・オファリングでは、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を成立させているという懸念がある。

増資の合理性が評価されないままにディスカウントされた払込金額で大量の新株が発行されれば、不利益を被るのは株主である。こうした結果は、株主が新株予約権を売却することによって自ら招いた面もないとはいえないものの、基本的には増資手法の構造的な特殊性によって引き起こされるものといふことができ、早急に制度的な改善を行う必要がある。

3. 新株予約権の価格形成上の問題点

我が国のライツ・オファリングの実例では、新株予約権の市場価格がその理論価格と比して割安となる傾向が顕著である。これは、本来、こうした価格差を是正すべき裁定取引に（貸株の調達コストや裁定ポジションを維持する期間に対応する資金負担等の）制約が存在しているためと想定される。裁定が十分に機能せず、常に裁定機会が提供し続けられていることは、裁定取引で取得された新株予約権については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。

新株予約権の行使期間の開始後には市場価格と理論価格の乖離の程度が縮小する傾向があることに照らせば、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²⁸ために新株予約権の買い需要が顕在化しないことが、市場価格を割安にしている面もあると推測される。したがって、新株予約権の買い需要が顕在化すれば、需給のバランスによって新株予約権が理論価格より割安になる程度は小さくなると考えられるが、このことはコミットメント型とノンコミットメント型の両方に共通している。上述のとおり、新株予約権が割安なことは増資の合理性とは無関係に払込みがされることを助長するため、こうした状況が生じることは可能な限り防止する必要がある。

また、我が国でライツ・オファリングの利用が進んできたのは最近であるため、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おそれがあり、そのために意図せずに理論価格を下回る価格で新株予約権を売却してしまっており、それが新株予約権の価格形成を歪ませているという可能性もある。

4. 小括

このように、①ノンコミットメント型ライツ・オファリングの合理性を評価する仕組みが存在しないこと、及び②新株予約権の合理的な市場価格が形成されにくい状況があることが、我が国におけるライツ・オファリングの問題点として指摘できる。

IV. 制度整備の方向性

1. ノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る上場基準見直しの提言

(1) 概要

ノンコミットメント型ライツ・オファリングについては、増資の合理性を評価するプロセスを導入するのが適切であり、そうした評価の手続として、①証券会社（取引参加者）による引受審査に準じる審査を通過したこと、又は②株主総会決議などによる株主の意思確認によって株主の承認を得たことを、新株予約権の上場基準に追加することを提言する。

加えて、これら証券会社の審査や株主の承認の実効性を確保する観点から、ノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る新株予約権を上場するには、

²⁸ 親株1株に対し新株予約権1個を割り当てる割当比率で実施される事例が多いため、市場における新株予約権の流通量が（裁定取引で同時に売却する必要のある）親株の流通量と比較して過大になる傾向があると推測される。行使期間の開始後は、新株予約権が行使されることによって市場で流通する新株予約権の数が減少すると同時に親株の流通量が増加するため、裁定取引が行いやすくなると考えられる。

上場会社が一定の業績基準を満たしていることも併せて求めることが適当である。

(2) 証券会社による審査

公募やコミットメント型ライツ・オファリングにおける引受審査と同様の審査を求める趣旨からは、ノンコミットメント型ライツ・オファリングについても、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である。

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である。取引所が取引参加者に対して実施する考査手続において、十分な審査体制が整備されていることを検査できるからである。

証券会社による審査は、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である。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で、総合的な判断だけでなく審査項目ごとの審査内容の詳細を取引所が確認²⁹できるからである。

また、どの証券会社による審査を通過したのかは投資家の投資判断に有益な情報であるため、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である。

ただし、公募増資やコミットメント型ライツ・オファリングにおける引受審査とは異なり、ノンコミットメント型ライツ・オファリングでは、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。したがって、審査を実施した証券会社が払込みの責任を負うことによる経済的リスクがなくとも審査の実効性を確保することができる措置も、併せて講じる必要があると考えられる。

(3) 株主の承認

合理性の評価を受けない増資によって最も不利益を被るのは株主である。したがって、(総体としての)株主の承認を得たような場合には、ノンコミットメント型ライツ・オファリングの実施を認めることが自然な考え方である³⁰。

²⁹ 公益又は投資者保護の観点から上場が適当でない(有価証券上場規程306条1項6号)かの観点から確認することが想定される。したがって、株主の承認を得た場合でも、同様の趣旨から上場を認めないこともあり得る。

³⁰ 英国では、株式資本の3分の2を超えるライツ・オファリングを実施する場合に株主総会での実質審査を求める(3分の2以下のときには routine として承認する)投資家団体の指針が存在する(Association of British Insurers「Directors' Powers to Allot Share Capital and Disapply Shareholders' Pre-emption Rights」参照)。

そもそも、増資が企業価値に与える影響に対して株主は直接的な利害関係を有しているのであるから、株主は増資の合理性を判断するに相応しい立場にあるということもできる。

また、理屈のうえでも、ノンコミットメント型ライツ・オファリングの合理性を評価する主体が証券会社に限られる必要はない。経営者の判断に規律を与えるという趣旨からは、証券会社による審査に代えて株主の承認を求めるところにも合理性がある³¹。

したがって、株主総会決議（勧告的決議³²）などの株主の意思確認を行って株主の承認を得た場合にもノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る新株予約権の上場を認めることが適当である。

ただし、その場合でも、会社の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ことを否定できない。

すなわち、株主有限責任制度の下では、株主は保有株式の価値がゼロになる限度でしか経済的リスクを負わないので、業績が悪化し株価が低迷している状況（例えば、債務超過となった状況）においては、不合理な資金使途であっても（自ら払込みを行わない限りは）株主が負う経済的リスクは限定される。他方で、自分以外の誰かが払込みに応じて企業価値が回復する可能性が僅かでも存在するのであれば、他人のリスクで自らもリターンが得られることになるため、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。

したがって、株主の承認についても、その実効性を確保することのできるような措置が別途必要である。

(<https://www.ivis.co.uk/media/6062/Directors-power-to-allot.pdf>)。また、香港の取引所規則（Main Board Listing Rules 7.19 (6)）では、発行済み株式資本又は時価総額のいずれかが50%超増加するライツ・オファリングを実施するには株主総会の承認が必要とされている。これらは一定以上の規模のライツ・オファリングを実施する際には株主総会の承認を求めるもので、ノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る新株予約権の上場に株主の承認を求めることとの関係で参考になる。

³¹ 一方、新株予約権の上場に必要な資金調達の合理性の評価のプロセスを株主総会での承認だけに限定すると、ファイナンスの実施に必要な期間が大幅に伸びることになり、ノンコミットメント型ライツ・オファリングの利便性を大きく損なう可能性がある。

³² 株主総会決議で支配株主や大株主の議決権行使を認めることが適当かという問題もある。しかしながら、株主総会での意思決定は資本多数決によるのが我が国の会社法の大原則であるし、ライツ・オファリングを実施することが企業価値の向上に資するかの判断について支配株主と少数株主の間に一般的に利益相反関係があるわけではない。仮に利益相反があるとしてみても我が国の会社法は決議事項に利害関係があることをもって株主総会での議決権を行使できないとはしていないことに照らせば、ライツ・オファリングの当否の判断についてだけ支配株主の議決権行使を否定する理由はない。総会決議時点では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。

(4) 業績基準

① 導入の理由

上述のとおり、証券会社の審査と株主の承認のいずれの場合にも、増資の合理性を評価する者がその評価について経済的リスクを負わないことにより、評価自体が形骸化するおそれがある。そこで、経済的リスクがなくても審査の実効性を確保するための要件として、発行体が一定の業績基準を充足することを上場基準に追加することが適当である³³。

② 具体的内容

経済的リスクがなくても審査の実効性を確保するという趣旨に照らせば、リスクを伴う引受審査を通常は通過できない業績水準をもって、上場の足切り基準とすることが考えられる³⁴。

この点、平成23年から本年3月までの間に公表された我が国の東証上場会社の公募増資の実例（133件）を見ると、2期連続経常赤字の会社が公募増資を実施した例は7件（5.3%）に限られ、また、債務超過の会社が公募増資を実施した例は見られない（0%）。したがって、これらの水準（2期連続経常赤字又は債務超過）に抵触する会社は、引受リスクを伴う引受審査を通常は通過できないと評価することができる。

証券会社による審査に要求する業績基準と株主による承認について要求する業績基準は、いずれも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を求めるという趣旨は共通である。したがって、業績基準の内容は、証券会社の審査を受ける場合でも株主の承認を得る場合でも共通とすることも一定の合理性を有する。

³³ 審査水準の確保手段としては、取引所が上場審査の過程で証券会社の審査をレビューする方法も考えられる。しかしながら、証券会社による審査を取引所が詳細にレビューすると審査期間が長期化し、新株予約権の上場可能性についての市場関係者の事前の予見可能性が小さくなる。また、証券会社による審査と実質的に重複することにもなりかねない。そこで、証券会社による審査についての取引所のレビューは、証券会社の審査が明らかに不合理ではないか否かを確認する限度で行うものとし、審査水準の確保は主として業績基準を設けることで図ることとするのが適当である。

³⁴ 香港証券取引所の取引所規則（Main Board Listing Rules 7.19（1）の注記参照）では、ノンコミットメント型を許容する基準として、発行体が流動株式時価総額5億香港ドルを超え、かつ、直近2会計年度についていずれも利益を計上していることを定めている。もっとも、我が国とは異なり香港では、証券会社以外の者が引受人となることが可能なため、ノンコミットメント型ライセンス・オフリングの実施要件を厳格に定めても証券会社以外の者を引受人とするコミットメント型ライセンス・オフリングが行われる余地がある。

なお、当該基準は公募増資の実例から帰納的に導き出したものにすぎない。したがって、このような基準がノンコミットメント型ライツ・オファリングの上場基準として適切に機能するかどうかは、今後の実務の蓄積も踏まえて判断されるべきであり、将来、必要があれば業績基準の内容は見直されるべきである³⁵。

2. 新株予約権の円滑な価格形成に関する提言

行使期間の開始後には親株の発行総数が増加して裁定取引のための借株が容易になると考えられるため、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れば、市場価格と理論価格の乖離の程度が小さくなると見込まれる。こうした措置が採られれば、上述のノンコミットメント型ライツ・オファリングに係る上場基準の見直しと併せて、増資の合理性と無関係に払込みがされる構造の問題に対する対応は、より効果的となる。したがって、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。

もっとも、上場日を行使期間の開始後とする取扱いを直ちに実施すると、新株予約権の割当後直ちに上場することができず、長期に亘って流通の場を失うことが見込まれる³⁶ため、新株予約権の上場日についての取扱いの変更は、上述の上場基準の見直しを早急に行うことを前提にして、平成26年改正会社法³⁷の施行によって新株予約権の割当後直ちに行使期間を開始させることも可能となるのを待って実施することが適当である³⁸。

また、上述のとおり、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

³⁵ こうした業績基準を設けることは、基準を満たさない上場会社が増資を行うことを否定する趣旨でない。そうした会社も、株主割当増資（会社法202条）を実施することは可能であるし、経済的リスクを伴う審査を受けたうえで公募増資やコミットメント型ライツ・オファリングを実施したり、発行体の業績や資金使途等を踏まえた上で払込みを行う割当先に対して第三者割当を行う等、ノンコミットメント型ライツ・オファリング以外の方法による増資を実施することが制約されるものではない。

³⁶ 現行会社法の下では、割当通知の後2週間が経過するまでは行使期間を開始させることができず（会社法279条2項）、さらに、割当通知の発送までに基準日（権利確定日）から概ね2週間から3週間の実務上の準備期間が必要となっている。こうした制約がある中で行使期間の初日まで新株予約権を上場させないと、従来と比較して、合計4週間から5週間程度、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になる。

³⁷ 平成26年法律第90号。割当通知の時期について柔軟化が図られ、割当通知を待たずに行使期間を開始させることができるようになる。

³⁸ 改正会社法の施行後は新株予約権無償割当ての効力発生日から権利行使できるよう、東証は関係者との間で事務日程の確認を行うことが望まれる。

もある。したがって、ライツ・オファリングの仕組み（とりわけ、新株予約権を市場で売却する際の目安となる理論価格）を周知することが望ましい。

V. 今後の対応

我が国のライツ・オファリングは、制度整備に伴い近年になってようやく利用が進みつつあるものの、増資手法として定着するか否かは今後の進展次第といった段階にある。ライツ・オファリングは株主の持分希薄化への配慮という積極的な面を有する増資手法であり、今後、増資の際の有力な選択肢のひとつとして市場関係者が育てていくという視点が重要である。本提言もライツ・オファリングをより良い形で我が国の実務に定着させるための試みのひとつであり、その内容も、将来の必要に応じて見直しの対象とされるべきである。

以 上

「上場制度整備懇談会」委員

座長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
委員	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部 教授
〃	浦田 晴之	オリックス(株) 取締役 代表執行役副社長 グループ CFO
〃	大崎 貞和	(株)野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員
〃	太田 順司	公益社団法人 日本監査役協会 会長
〃	大庭 雅志	東京海上ホールディングス(株) 専務取締役 CFO
〃	岡田 譲治	三井物産(株) 代表取締役副社長執行役員 CFO
〃	翁 百合	(株)日本総合研究所 理事
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
〃	佐藤 淑子	日本 IR 協議会 事務局長・首席研究員
〃	高橋 昭夫	大和証券(株) 代表取締役副社長
〃	武井 一浩	弁護士・西村あさひ法律事務所
〃	出口 治明	ライフネット生命保険(株) 代表取締役会長兼 CEO
〃	西山 賢吾	野村證券(株) エクイティ・リサーチ部 シニアストラテジスト
〃	松本 大	マネックスグループ(株) 代表執行役社長 CEO
〃	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科 教授

計 16 名 (敬称略：五十音順)

別紙1

時 期	出来事	内 容	実施主体
2008.05	日本のコーポレート・ガバナンス白書の公表	✓ 第三者割当てに伴う希薄化への批判から既存株主の優先的新株引受権の採用を提言	A C G A
2009.01	新株予約権の振替制度の導入	✓ 株券電子化に際し、新株予約権の電子化も実施	保振
2009.12	新株予約権に係る上場制度の見直し	✓ 新株予約権の目的となる株式の数に係る制限を撤廃（従前は1個につき1株） ✓ 新株予約権の個数を取引単位として採用	東証
2010.04	企業内容等開示府令の改正	✓ 新株予約権無償割当てに係る有価証券届出書の効力発生期間の短縮（一律25日→最短7日）、目論見書交付時期の明確化など	金融庁
2010.06	総株主通知請求等に係る実務の見直し	✓ 日程短縮化のための実務見直し	保振
2011.01	開示制度ワーキンググループ報告の公表	✓ ライツ・オフリングに係る制度整備を提言	金融庁
2011.04	租税特別措置法の改正	✓ 無償割当てされた新株予約権について特定口座の組入れ対象に追加	財務省 金融庁
2011.09	開示制度ワーキンググループ・法制専門研究会報告の公表	✓ 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を整理	金融庁
2012.04	金融商品取引法の改正	✓ 目論見書規制の緩和（作成・交付義務の免除） ✓ 公開買付け規制等の取扱いの見直し	金融庁
2013.11	協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則の改正	✓ 取引開始基準、顧客からの確認書の徴求及び節度ある利用の適用対象からライツ・オフリングにかかる新株予約権を除外	日証協
2014.06	会社法改正法案の成立	✓ 日程短縮のための割当て通知の送付期限に係る規制の見直し	国会 法務省

別紙2

発行 決議日	銘柄名	形態	権利行使価額 (ディスカウント率)		割当 比率	行使 比率	調達額 (百万円)	普通株式 下落率	新株予約権	
									売買 回転率	理論価格 乖離率平均
H22. 3. 5	タカラレーベン	NC	300円	42.0%	1:1:1	95.7%	4,753	7.4%	21.8%	18.4%
H24. 10. 1	エー・ディー・ワークス①	NC	4,000円	45.9%	1:1:1	92.7%	500	25.4%	84.3%	28.6%
H25. 3. 15	クレアホールディングス	NC	45円	43.8%	1:1:1	81.6%	601	6.3%	156.0%	47.0%
H25. 4. 12	アイ・アールジャパン	C	6,000円	60.5%	1:1:0.1	98.3%	1,012	4.3%	9.8%	3.9%
H25. 4. 12	フォント・ホールディングス①	NC	25円	94.1%	1:1:1	98.3%	681	3.2%	27.4%	29.9%
H25. 5. 9	日本エスコ	NC	100円	74.3%	1:1:1	98.1%	3,455	25.9%	22.9%	30.3%
H25. 5. 14	Jトラスト	NC	1,800円	57.1%	1:1:1	86.0%	97,682	34.9%	40.4%	-55.8%
H25. 5. 20	メガネスーパー①	NC	75円	41.4%	1:1:1	66.6%	905	6.7%	170.8%	37.2%
H25. 6. 5	シスウェーブホールディングス	NC	2,500円	65.2%	1:1:2	93.6%	1,663	29.1%	91.3%	46.4%
H25. 6. 14	ガイアックス	NC	600円	67.2%	1:1:1	82.0%	1,259	23.5%	63.7%	35.0%
H25. 8. 9	レカム	NC	1,200円	49.9%	1:1:1	93.6%	250	18.8%	54.4%	50.0%
H25. 8. 26	T&Cホールディングス	NC	13,000円	37.5%	1:1:0.5	79.6%	267	19.7%	48.4%	29.1%
H25. 10. 9	フォント・ホールディングス②	NC	40円	48.1%	1:1:1	91.4%	2,010	27.6%	142.6%	47.7%
H25. 10. 16	エー・ディー・ワークス②	C	20円	71.4%	1:1:1	96.7%	2,149	-7.2%	64.4%	27.7%
H25. 11. 27	SEホールディングス・アンド・ インキュベーションズ	NC	116円	44.2%	1:1:0.5	93.6%	868	14.3%	201.3%	14.4%
H25. 11. 27	日医工	C	676円	71.2%	1:1:0.5	97.6%	12,531	14.9%	24.7%	2.2%
H25. 12. 27	セーラー万年筆	NC	31円	41.5%	1:1:1	74.6%	1,648	0.0%	153.5%	24.5%
H26. 2. 12	メガネスーパー②	NC	30円	50.0%	1:1:2	32.1%	651	3.4%	179.7%	35.0%
H26. 2. 14	インフォテリア	NC	200円	52.9%	1:1:1	37.2%	805	19.5%	342.1%	16.4%
H26. 2. 21	アジアグロースキャピタル	NC	150円	48.1%	1:1:0.2	86.7%	1,733	33.4%	153.0%	-24.5%
H26. 3. 11	リアルコム	NC	350円	59.3%	1:1:0.5	86.9%	389	31.8%	220.2%	5.7%
H26. 3. 13	小僧寿し	NC	125円	43.9%	1:1:1	67.6%	1,500	13.5%	214.5%	28.1%
H26. 3. 19	省電舎	NC	1,365円	35.3%	1:1:1	25.7%	514	17.4%	369.1%	1.0%
H26. 4. 30	アルメディア	NC	110円	35.7%	1:1:1	—	—	7.1%	—	—
H26. 6. 12	石山Gateway Holdings	NC	60円	59.2%	1:1:1	—	—	—	—	—

※「銘柄名」は、発行決議日における商号

※「形態」欄の「C」はコミットメント型、「NC」はノンコミットメント型を示す

※「権利行使価額」欄の「ディスカウント率」は「(発行決議日前日の普通株式終値－権利行使価額)÷発行決議日前日の普通株式終値」で算出

※「割当比率」欄は「普通株式：新株予約権：新株」の割当比率を示す

※「普通株式下落率」欄は「(発行決議日の普通株式終値－権利付最終日の普通株式終値)÷発行決議日の普通株式終値」で算出

※「新株予約権」欄の「予約権売買回転率」は「上場期間中の新株予約権売買高÷新株予約権の割当数」で算出

※「新株予約権」欄の「理論価格乖離率平均」は新株予約権の理論価格と市場価格の乖離率の平均を示し、次の計算式で算出

→ 上場期間中の「(新株予約権理論価格(普通株式終値－権利行使価額)－新株予約権終値)÷新株予約権理論価格」の平均

銘柄名	コード	市場	事業内容	業績・財政状況（百万円）				配当有無	株主数
				売上高	経常利益	当期純利益	純資産		
タカラレーベン	8897	東2	マンション販売	57,652	-9,787	-12,471	6,420	有	7,345人
エー・ディー・ワークス①	3250	JQ	マンション販売	10,159	290	140	2,205	有	1,617人
クレアホールディングス	1757	大2	住宅リフォーム	298	-364	-342	499	—	5,669人
アイ・アールジャパン	6051	JQ	I Rコンサル・株式事務代行	2,707	487	215	1,274	有	434人
フォンツ・ホールディングス①	3350	JQ	C D卸売	2,023	37	37	295	—	2,027人
日本エスコン	8892	JQ	マンション販売	10,184	860	392	4,212	—	3,258人
Jトラスト	8508	大2	貸金等総合金融	24,508	5,486	34,500	49,471	有	7,098人
メガネスーパー①	3318	JQ	眼鏡小売	19,174	-1,480	-1,978	172	—	6,459人
シスウェーブホールディングス	6636	JQ	半導体テスト開発	1,525	-84	-295	1,093	—	1,055人
ガイアックス	3775	名セ	S N S運営	3,830	-79	68	327	—	1,258人
レカム	3323	JQ	情報機器製造販売	4,423	14	25	137	—	2,724人
T & Cホールディングス	3832	JQ	投資情報配信・医療機器	506	-435	-328	-242	—	1,764人
フォンツ・ホールディングス②	3350	JQ	C D卸売	2,023	37	37	295	—	3,309人
エー・ディー・ワークス②	3250	JQ	マンション販売	9,853	361	216	2,896	有	3,738人
SEホールディングス・アンド・インキュベーションズ	9478	JQ	出版、ネットカフェ、技術者派遣、スマホ関連	6,990	-25	-496	3,565	有	4,763人
日医工	4541	東1	後発薬の製造販売	93,926	8,470	5,129	48,810	有	11,988人
セーラー万年筆	7992	東2	文房具・ロボット機器製造販売	6,222	-58	-176	271	—	6,837人
メガネスーパー②	3318	JQ	眼鏡小売	15,969	-1,654	-2,292	-2,115	—	7,229人
インフォテリア	3853	M	ソフトウェア開発・販売	1,330	88	34	1,857	有	3,139人
アジアグロースキャピタル	6993	東2	電機事業、投資事業	471	-343	-379	1,571	—	14,275人
リアルコム	3856	M	I T事業、建機販売事業	2,303	103	-294	95	—	1,675人
小僧寿し	9973	JQ	持帰り寿司事業、寿司F C事業	20,200	-612	-878	1,864	—	8,383人
省電舎	1711	M	省エネルギー事業	1,677	-122	-132	310	—	1,309人
アルメディア	7859	東2	テストメディア事業等	2,049	-278	-450	3,651	有	2,779人
石山Gateway Holdings	7708	JQ	電照明器具製造・販売、アパレル事業	1,006	-32	-4	488	—	4,053人

※「銘柄名」は、発行決議日における商号。

※「業績・財政状況」及び「配当有無」欄については、発行決議日から遡って直近で提出された有価証券報告書より転記。リアルコムについては、H26.5.9付の訂正有報を反映した数値。メガネスーパー①及びレカムについては直前四半期で債務超過。

※「株主数」欄については、開示資料及び発行会社提出資料より転記。電気照明器具製造・販売、アパレル事業

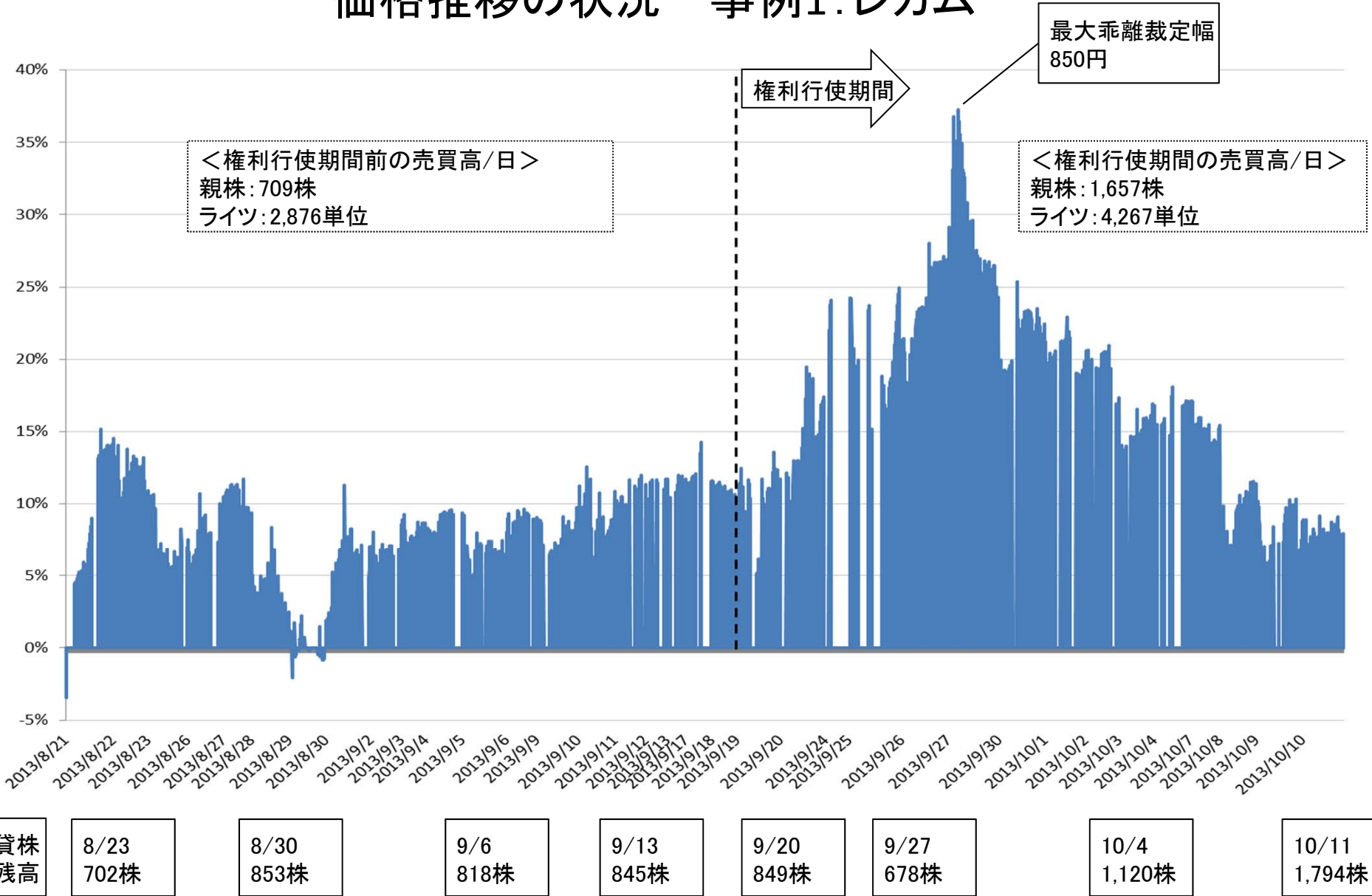
別紙3

発行 決議日	銘柄名	コード	市場	発行価額 (ディスカウント率)		割当比率	失権率	調達額 (百万円)
				発行価額	ディスカウント率			
H25. 8. 26	セブンシーズホールディングス	3750	東2	1,600円	23.8%	1:2	62.9%	981
H24. 10. 22	エスイー	3423	JQ	25円	94.0%	1:1	5.1%	181
H24. 2. 27	セブンシーズホールディング	3750	東2	12円	61.2%	1:2	60.2%	414
H22. 9. 30	ナノキャリア	4571	マザーズ	10,000円	40.5%	1:1	48.3%	689
H22. 9. 15	セイクレスト	8900	JQ	60円	52.0%	1:2	58.8%	421
H21. 10. 19	大運	9363	大2	40円	23.1%	1:0.2	68.9%	145
H21. 10. 5	EMCOMホールディングス	7954	JQ	9円	64.0%	1:2	95.46%	205
H21. 9. 14	アスコット	3264	JQ	80円	40.3%	1:1	60.0%	412
H21. 5. 29	プラコー	6347	JQ	12円	80.3%	1:2	50.1%	94
H20. 2. 26	バナーズ	3011	東2	20円	28.6%	1:1.5	97.2%	139
H19. 9. 13	シンキ	8568	東1	100円	-	1:3	61.6%	8,086
H19. 4. 6	佐藤食品工業	2814	JQ	2,500円	14.4%	1:0.3	67.1%	1,666
H18. 3. 20	クオント	6811	JQ	50円	-	1:1	50.0%	3,416
H17. 6. 23	東京衡機製造所	7719	東2	20円	92.0%	1:1	3.0%	397
H17. 5. 16	明星電気	6709	東2	100円	49.2%	1:0.6	7.3%	3,324
H16. 7. 23	松佳	3011	東2	150円	83.5%	1:1	3.2%	2,729
H16. 3. 5	アセット・インベスターズ	3121	大2・福	70円	75.4%	1:1	5.2%	1,061
H13. 4. 26	アイワ	6761	東1	530円	-	1:1	21.5%	27,487

※「発行価額」欄の「ディスカウント率」は「(発行決議日前日の普通株式終値－発行価額)÷発行決議日前日の普通株式終値」で算出
(発行決議日前日普通株式終値が不明なものは「-」)
※「割当比率」欄は「普通株式：新株」の割当比率を示す
※「失権率」欄は「失権株数÷発行新株式数」で算出

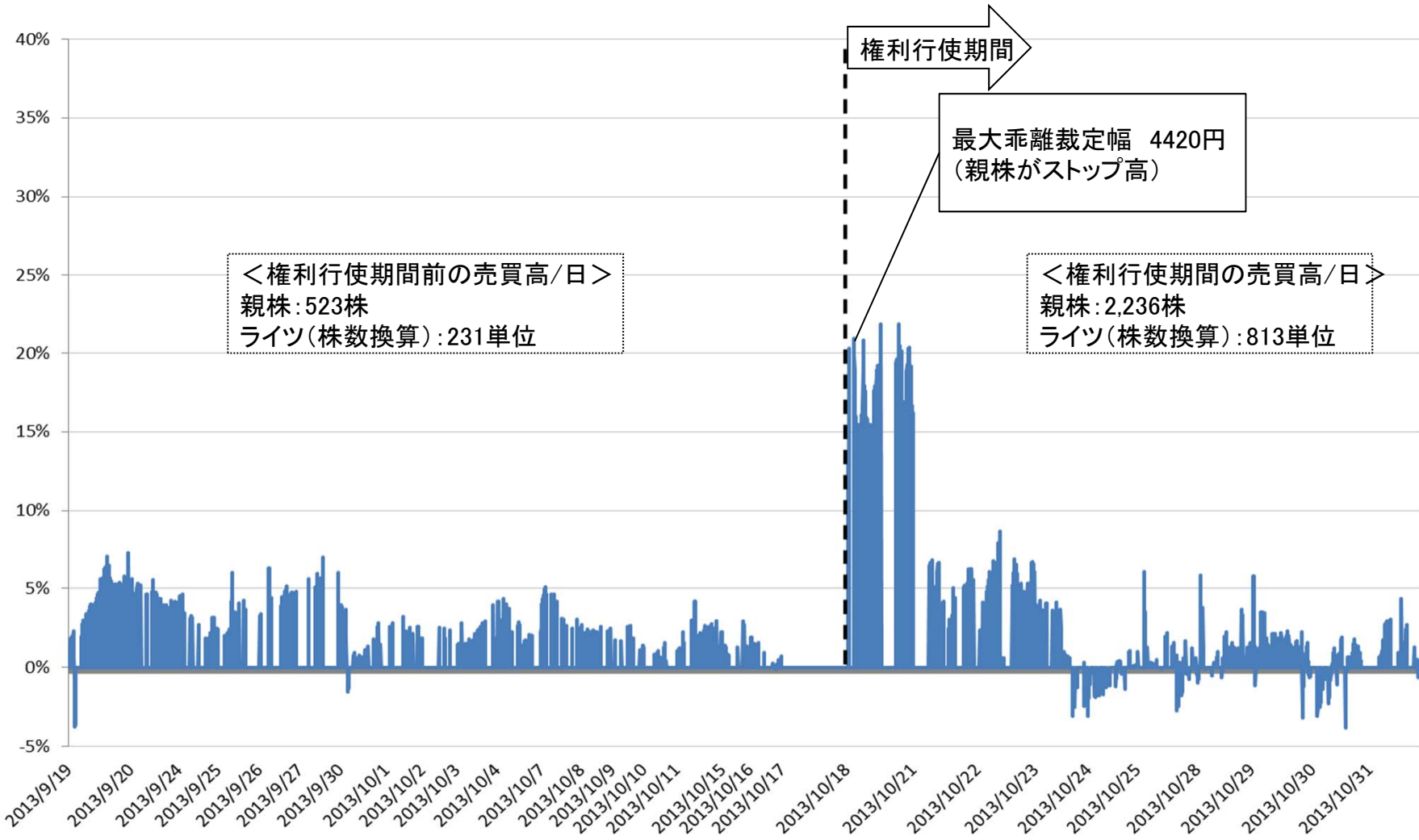
別紙4

価格推移の状況－事例1:レカムー



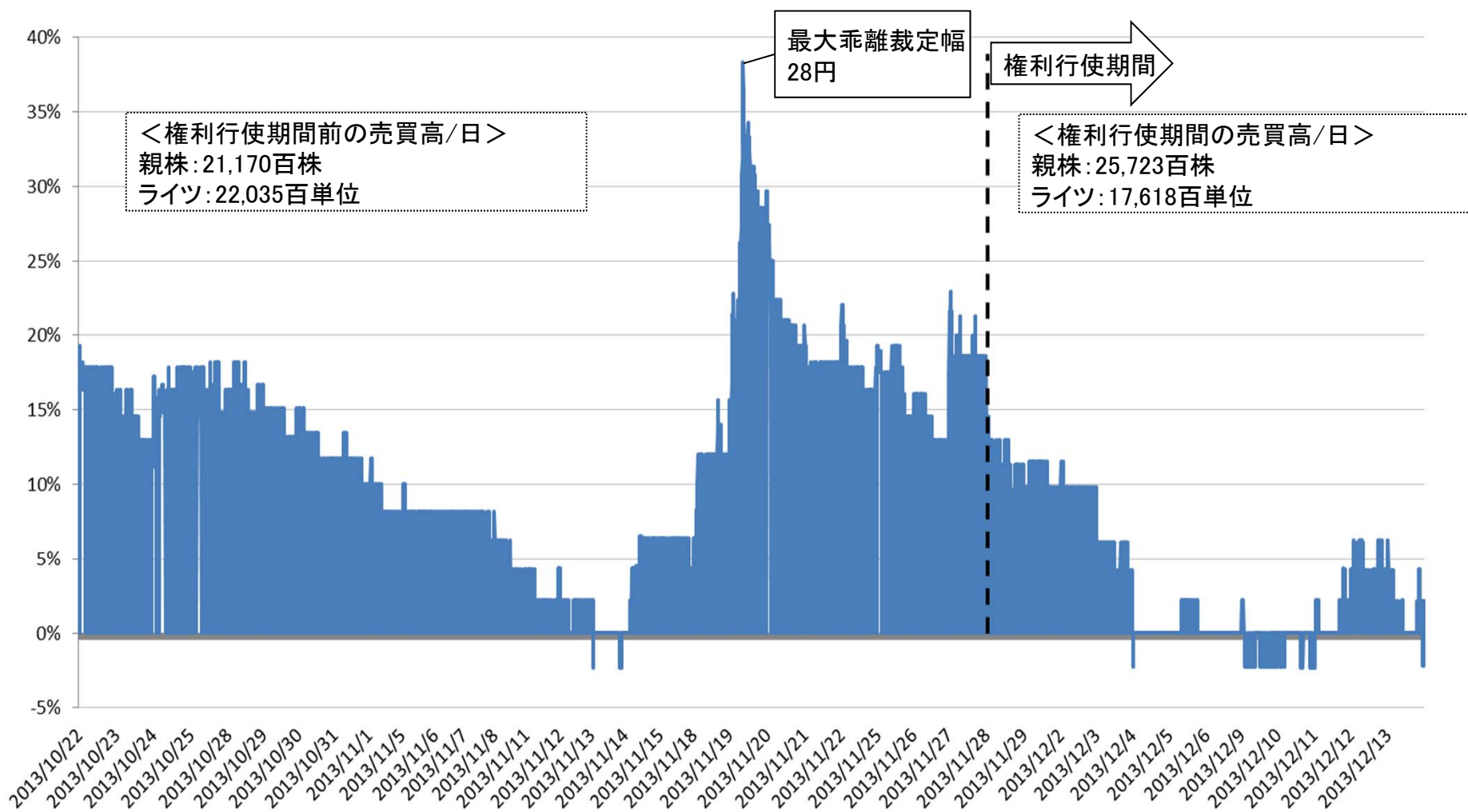
※「貸株残高」については、日本証券業協会が公表している「株券等貸借取引状況（週間）」から、証券会社が借り入れている株数（転貸含む）の株数を記載

価格推移の状況－事例2:T & Cホールディングスー



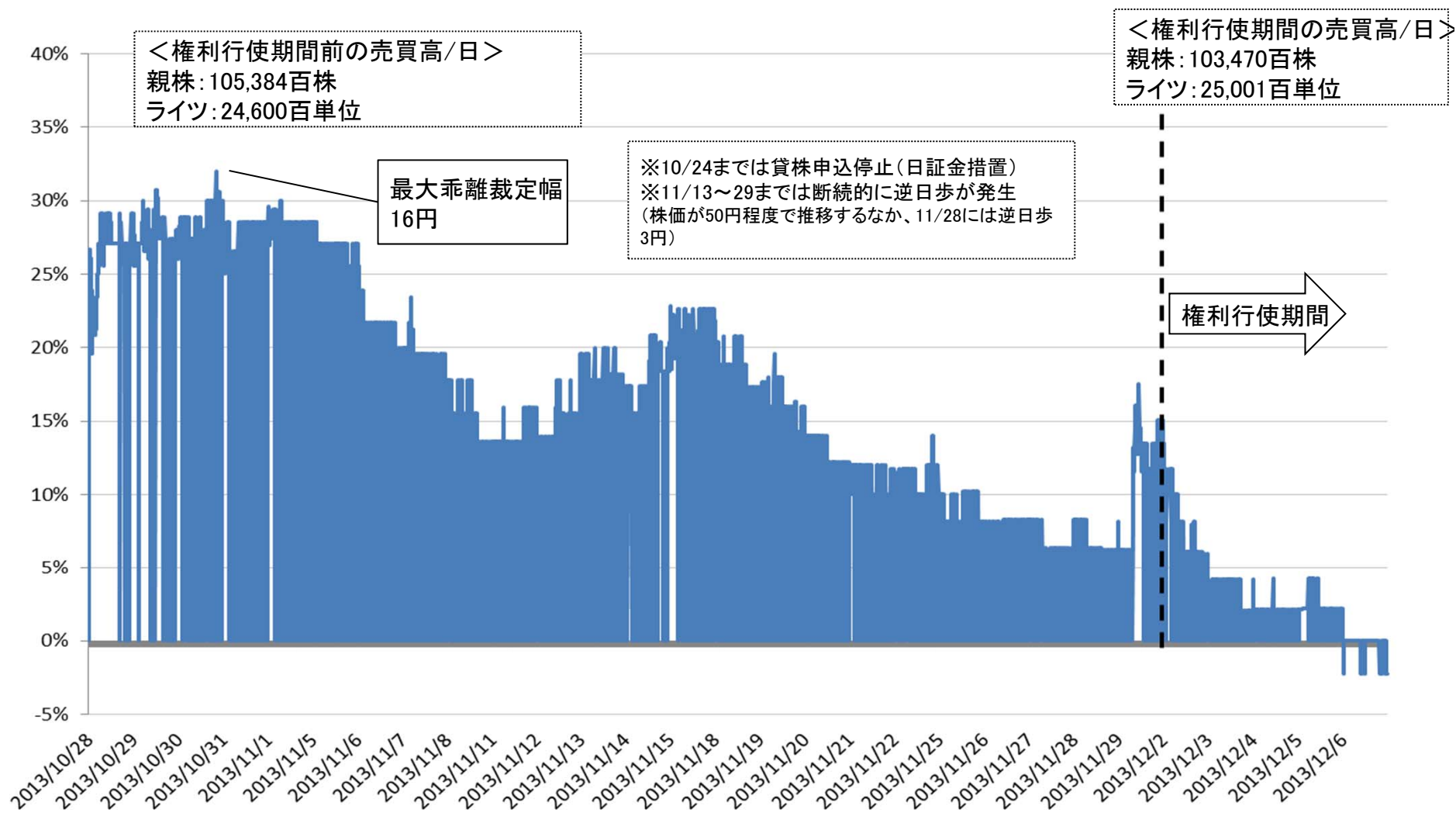
貸株 残高	9/20 94株	9/27 178株	10/4 190株	10/11 664株	10/18 664株	10/25 475株	11/1 584株
----------	-------------	--------------	--------------	---------------	---------------	---------------	--------------

価格推移の状況 ー事例3:フォントツ・ホールディングス



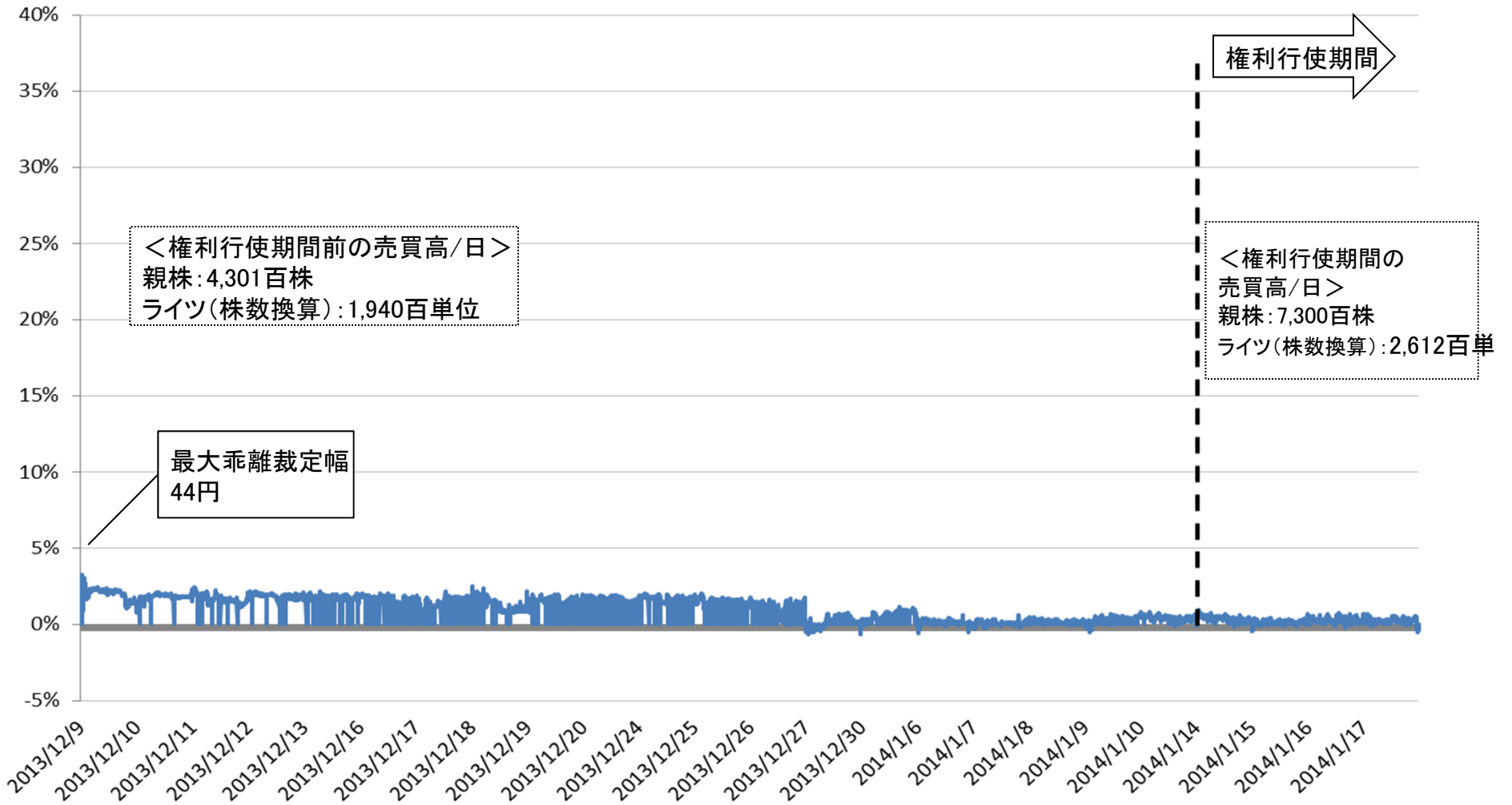
貸株 残高	10/18 335百株	10/25 4,261百株	11/1 4,614百株	11/8 3,866百株	11/15 5,411百株	11/22 3,983百株	11/29 4,732百株	12/6 6,275百株	12/13 8,352百株
----------	----------------	------------------	-----------------	-----------------	------------------	------------------	------------------	-----------------	------------------

価格推移の状況 —事例4: エー・ディー・ワークス—



貸株 残高	10/25 0百株	11/1 29,101百株	11/8 41,808百株	11/15 26,975百株	11/22 26,624百株	11/29 55,304百株	12/6 49,984百株
信用 売残	10/18 669百株	11/1 115,270百株	11/8 130,074百株	11/15 154,682百株	11/22 184,943百株	11/29 222,239百株	12/6 73,076百株

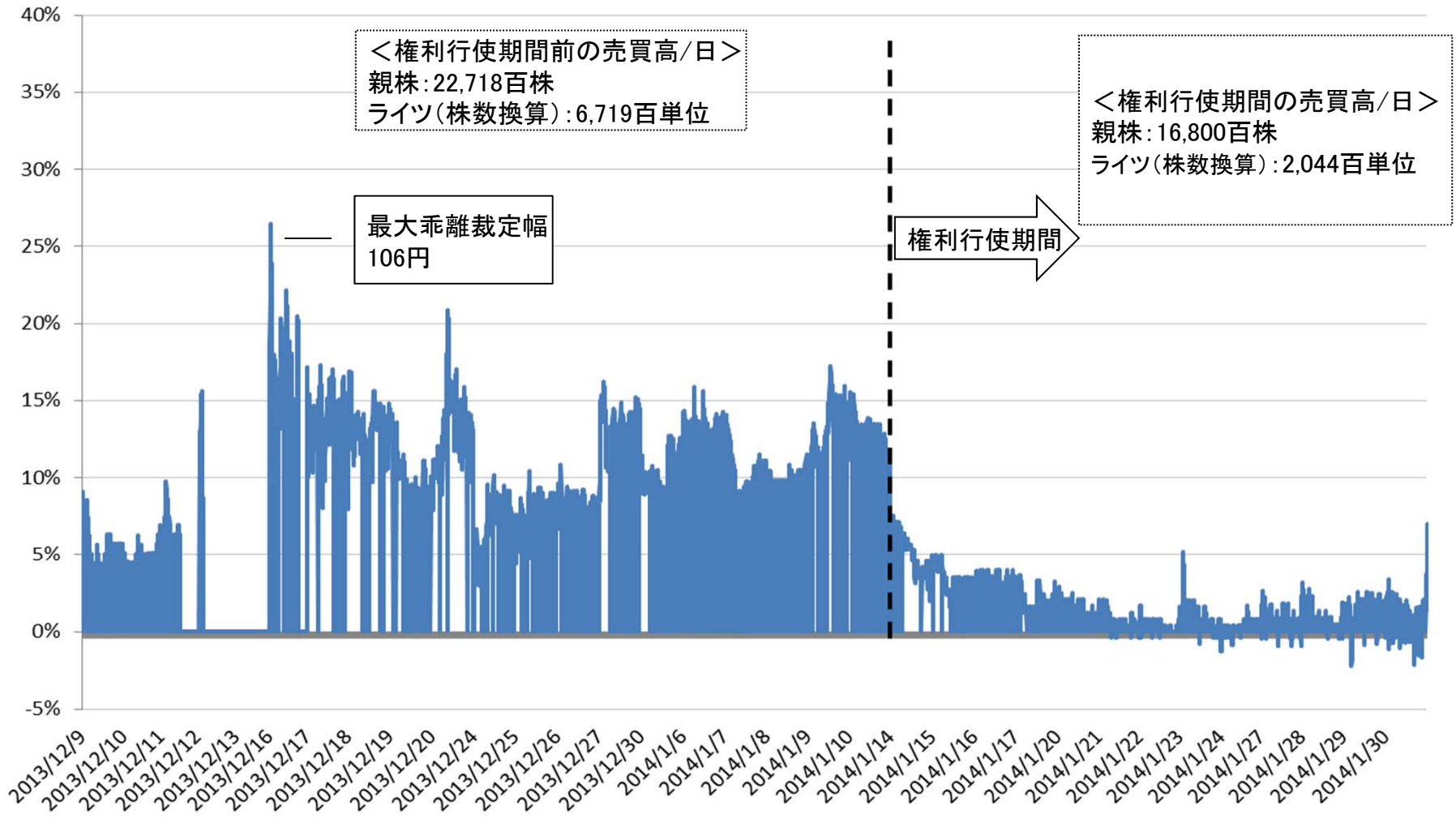
価格推移の状況 —事例5:日医工—



貸株 残高	12/6 2,317百株	12/13 25,322百株	12/20 39,950百株	12/27 38,138百株	12/30 38,045百株	1/10 39,271百株	1/17 38,480百株
信用 売残	12/6 342百株	12/13 342百株	12/20 325百株	12/27 322百株	- (非公表)	1/10 322百株	1/17 302百株

価格推移の状況

—事例6: SEホールディングス&インキュベーションズ—



貸株 残高	12/6 1,093百株	12/13 3,629百株	12/20 5,370百株	12/27 6,369百株	12/30 7,083百株	1/10 9,597百株	1/17 11,614百株	1/24 12,751百株	1/31 13,352百株
----------	-----------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-----------------	------------------	------------------	------------------