

上場制度整備懇談会
第45回 議事要旨

1. 日時：2016年3月23日（水）午後1時～同2時30分

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：

(1) リキャップCBについて①

(2) 上場会社による議決権付の種類株式の発行について③

4. 議事要旨

(1) リキャップCBについて

○ リキャップCB（転換社債型新株予約権付社債の発行で資金を調達すると同時に自己株式の取得を行うもの）について、以下の意見があった。

- ・ 上場会社が最適資本構成を目指して資本構成を変えることは投資家にとっても好ましいことだが、リキャップCBという手段には以下のような問題があり、それでも特段の事情があってCBを用いる場合には、他の優先度の高い手段を使えない事情を投資家に対して説明すべき。
 - ◇ CBは、将来、普通株式に転換される可能性のある潜在株式であり、転換が進めばエクイティが増えて元の資本構成に戻ってしまうため、資本再構成という目的達成の手段として最適ではない。
 - ◇ CB発行は既存株主から証券会社やCB購入者への利益移転ではないかとの見方もある。上場会社はゼロクーポンで調達できるが、それは、CB購入者に対して、利率がゼロでも十分、利益が出るほどのオプションという価値を提供しているからなのではないか。金利の低い現在においては、ゼロクーポンで調達できるメリットは小さい。既存株主から見ると、それと引き換えにCB購入者に売り渡しているオプションの価値が釣り合っていないように感じる。
 - ◇ 資本再構成のための自社株買いの資金としては、CBよりも先に、手許現金、銀行借入れ、普通社債というより調達コストの低い手段を優先して検討してほしい。例えば、キャッシュリッチな上場会社によるリキャップCBは投資家の理解が得にくいのではないか。
- ・ CBのアップ率を高めを設定することで希薄化を抑制するというのは、経営者が自ら、株価がそこまでは上がらないことを宣言しているようなものであり、株価が上がりにくくなってしまわないか。
- ・ 自社株買いには、経営者が、現在の株価が割安であり、本業に投資するよりも自社株買いをしたほうが確実にリターンがあると認識していることを市場に示すシグナリング効果がある。社内で計算した自社の企業価値と現在の株価との乖離幅を見て、自社株買いが資本コストを上回る収益率の投資だと言えるかどうかを検証してほしい。

- ・ R O E 向上を目指すことは歓迎するが、その方法としては、リキャップ C B 等の財務的なテクニックを用いたレバレッジの向上よりも、マージンの改善を優先した方がより好ましい。
- ・ リキャップ C B を実施する企業サイドには、自社株買いによって短期の投資家が去り、長期の投資家が残ることによって、株主構成を入れ替えることにも狙いがあるのではないかと。
- ・ 自社株買いによって短期の投資家が去り、長期の投資家が残るという効果があるので、ロングオンの海外投資家は、自社株買い自体は歓迎する。そのための資金調達手段が C B であることに批判があるのではないかと。
- ・ 既存株主から C B 購入者への利益移転という問題は、C B のプライシングが適切であれば生じないのではないかと。
- ・ 長期投資家のリキャップ C B に対する批判の背景には、C B のローンチからプライシングまでの期間が短いことから、長期投資家が C B を購入できないという事情があるのではないかと。
- ・ 証券会社は、発行会社に対して、C B 発行後の I R において、その理由を丁寧に説明するようにお願いしている。

(2) 上場会社による議決権付の種類株式の発行について③

- ・ 基本的には、買収防衛策の導入や大規模な第三者割当増資に係るものなど、既存の発行規制と比較をしながら、既存株主に不利益が与えられるものを対象とすべきだろう。
- ・ 議決権に差異があるだけで他に権利関係が同じ株式が発行された場合でも、その出資の状況によっては、既存株主と種類株主の間に利害対立が生じる場合もあるのではないかと。
- ・ かえって既存株主の利益を損なうような場合は対象外とする必要があるが、資金繰りが急速に悪化している場合など対象外となる具体的場面が想定できるようにすべきではないかと。
- ・ 善意の発行が「悪い」というメッセージを送らないよう注意すべき。

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

－問合せ先－

株式会社東京証券取引所 上場部企画グループ

T E L : 0 3 - 3 6 6 6 - 0 1 4 1 (大代表)