エクイティファイナンスの新手法

日本版ライツ・イシューを検証する

企画・制作
日本経済新聞社クロスメディア営業局

NIKKEI BUSINESS DAILY FORUM
日経産業新聞
フォーラム2010

広　告

「エクイティファイナンスの新手法　日本版ライツ・イシューを検証する」と題するフォーラムが6月8日、東京・大手町の日経ホールで開かれた（主催＝日本経済新聞社、協賛＝JPモルガン証券、森・濱田松本法律事務所）。昨年末に東京証券取引所が上場規則を改正し、既存株主に上場される新株予約権を無償で割り当てるタイプの増資、ライツ・イシューの利便性が高まり、1号案件も実施された。既存株主は権利行使すれば有利な条件で新株を入手でき、持ち分も希薄化されない。一方、権利行使をせずに新株予約権を市場で売却することもできるため、発行体にとっては既存株主の公平性を確保しつつ資本増強が可能になる。専門家による講演とパネル討論で、ライツ・イシューの利点と課題を明らかにした。

基調講演

最近における上場制度整備のトレンド 第三者割当からライツ・イシューまで

東京証券取引所執行役員（上場・上場推進担当）　静　正樹 氏

近年の上場制度に関する整備には、2009年8月に施行された株主の権利を守るためのルール改正（以下8月改正）と、同年12月に施行された、株主利益への配慮を強めるためのルール改正（以下12月改正）がある。

8月改正の内容は多岐にわたるが、その中に第三者割当への対応がある。第三者割当は株主の権利が希薄化し、既存株主に犠牲を強いるため、特に海外の投資家から大きな問題と見られている。また、日本の企業では取締役会のほとんどが社内の取締役であるため、経営者が必要といえば第三者割当の取締役会決議がすぐに成立する、と株主には見えるといった問題もある。

そこで8月改正では、第三者割当に制限を課した。1つ目は上場廃止基準の整備。発行済み株式の3倍を超える新株発行を伴う場合は、東京証券取引所が審査し、問題があれば上場廃止も可能にした。2つ目は企業行動規範の新設。発行済みの25%以上の新株発行や支配権の異動を伴う場合は、独立した第三者委員会の意見や株主の意見を聞くことにした。3つ目は適時開示に関する規定。割当先の資金手当てを確認し、その状況の発表を求めることにした。4つ目は確認書の提出。割当先が反社会的勢力と関係がないことを確認し、確認書の提出を求めることにした。

「独立役員制度」など 株主守る改正進む

12月改正では、社外取締役か社外監査役の中に最低1人は独立性のある役員を確保することを上場会社に義務づける「独立役員制度」を導入。同時に、ライツ・イシューの制度整備も実行している。

海外の制度であるライツ・イシューと基本的に同じと考えられるのは、新株予約権の無償割当という会社法上の仕組みを利用したスキームだ。公募増資や第三者割当増資では基本的に既存株主の持ち分の希薄化を回避できないが、この場合は、既存株主が新株予約権の払い込みに応じることで回避できる。予約権を市場で売却することも可能だ。

ただ、会社法および上場会社に対する規制を合わせると、上場会社の発行済み株式数と同数か、その整数倍の新株を発行する大規模なものでなければライツ・イシューはできなかった。そこで、12月改正で上場基準の制限を撤廃。上場会社は親株1株につき1個の整数倍の新株予約権を株主に割り当てるが、その予約権1個から出てくる新株は0・1株や0・2株でもかまわなくなった。

今後、ライツ・イシューの普及のために解決すべきことには、実施に3カ月もかかる期間を短縮することなどがある。

プレゼンテーション❶

ライツ・イシューをめぐるグローバルトレンド

JPモルガン証券 副社長 投資銀行統括本部長　神保　裕一 氏

株価によらない大規模調達 日本企業に必要なスキーム

ライツ・イシューは海外で一般的な増資手法である。既存株主に株式の先買権（ライツ）を無償で付与し、株主は権利行使による新規株式の取得、または権利の市場売却を選択できる。未行使の権利はハードアンダーライティングにより引受証券会社が取得し最終的にはすべての権利が行使される。この手法が海外で一般的に用いられている理由は、①株価水準によらず事前に調達額を確定可能②大規模な調達が比較的容易③希薄化がないため公平性が高く株主はエコノミクスを確保可能――というメリットを持っているためである。

増資において伝統的に既存株主の先買権を重視する欧州を中心に実施されていたが、最近では中国やインドなどアジアでも普及しつつある。金額ベースでライツ・イシューがエクイティファイナンスに占める割合を見ても、ここ数年、欧州圏で4割程度、アジアでも3割程度の割合を占めている。特に金融危機時の2008、09年の2年間においては、大型の増資案件でライツ・イシューが用いられたため欧州圏では7割弱に達している。ライツ・イシューは性質上、特に大規模案件に用いられることが多いのである。

また、ライツ・イシューを実施した企業の産業別割合を見ると、08年には金融が6割弱を占めていたが、10年においては現段階で3割程度となっており、替わって自動車、エネルギー、不動産など多様な業界で実施される傾向が見られ、ライツ・イシューが一般的なファイナンスとして定着していることがよく分かる。

今後、成長機会をグローバルに求めていくことが必要となる日本企業にとって、大型の海外企業のM&A（合併・買収）や海外展開のための大規模な設備投資は戦略的なオプションとして不可欠である。また、グローバルな競争環境での事業リスクの増大を考慮して、平常時から資本を従来よりも充実させておくという企業も増えつつある。攻めの成長戦略、守りの資本戦略の両面から資金調達ニーズが高まっているわけだ。

停滞する日本経済の中でも、株価水準によらず大規模な調達が可能で、既存株主の利益も重視するライツ・イシューは、この日本の現状に最適なスキームであることから、今後さらに普及していくことが望まれる。実施期間の短縮、税制上の柔軟な取り扱いなど環境整備によるさらなる利便性の向上や1号案件に続く案件、特にコミットメント型ライツ・イシューの実施に期待したい。

プレゼンテーション❷

日本版ライツ・イシューの実務と課題

森・濱田松本法律事務所パートナー弁護士　鈴木　克昌 氏

活発な流通市場の形成が鍵 実施期間短縮、確実性に課題

日本版ライツ・イシューは、すでに1号案件が実施されている。これを担当した私の経験も踏まえて、実務と課題を紹介したい。

ライツ・イシューでは、行使価格と割当比率を決める必要がある。行使価格は、10%以下の割引が一般的な第三者割当と異なり、大幅な割引になる。これは、会社の資金需要や行使率見込みなどから決めるが、1号案件の場合は、ローンチ（公表）日前日終値の約42%割引とした。

割当比率は、会社法上1株に対して整数の新株予約権を割り当てる必要があるが、1個の新株予約権から何株交付されるかについては、東証の規則改正により柔軟化された。例えば千個を1単元にしている場合に1単元に対し500株を交付するといった商品設計も可能だ。ライツ・イシューを行うと、株価は、権利落ち日以降に、行使価格とローンチ前の株価の間の理論価格に収束するはずである。しかし、1号案件ではローンチ直後の2日間で株価が大きく下がった。

その理由は、第1にライツ・イシューがまだ正確に理解されておらず、従来の株主割当増資と誤解されたこと、第2に新株予約権の割り当てを好まない投資家の売りが先行したことが考えられる。ただ、底値は固く、理論価格を下回ることはなかった。

新株予約権自体には本質的価値（株価と行使価格の差額）と時間的価値があるが、ライツ・イシューの場合行使期間が2カ月未満と短期であるため、市場価格は基本的にはほぼ本質的価値になるなると考えられる。その後、市場価格は徐々に上昇し、行使期間には本質的価値に近い価格になった。行使率は95・7%で、1号案件は成功と考えている。

ライツ・イシューの課題は主として2つある。1つは実施期間が長いこと。この一部は実務上の工夫で解消可能だが、制度上の障害については関係当局との折衝を続けたい。もう1つは1号案件のような高い行使率が常に期待できるわけではないこと。これでは、ある時期までに確定的な金額の資金が必要な場合に使いにくい。そこで、今後はコミットメント型スキームも育てる必要がある。

コミットメント型とは、証券会社が未行使の新株予約権を取得のうえ行使し、交付される株式を売ることを発行会社に約束するもの。これなら、一般投資家の行使率にかかわらず証券会社がフォローするため資金調達が確実になる。また証券会社も、自らリスクを引き受ける本来の機能を発揮できることとなる。

スクを反映したためと考えられる。その後、市場価格は徐々に上昇し、行使期間には本質的価値に近い価格になった。行使率は95・7%で、1号案件は成功と考えている。

ライツ・イシューの課題は主として2つある。1つは実施期間が長いこと。この一部は実務上の工夫で解消可能だが、制度上の障害については関係当局との折衝を続けたい。もう1つは1号案件のような高い行使率が常に期待できるわけではないこと。これでは、ある時期までに確定的な金額の資金が必要な場合に使いにくい。そこで、今後はコミットメント型スキームも育てる必要がある。

コミットメント型とは、証券会社が未行使の新株予約権を取得のうえ行使し、交付される株式を売ることを発行会社に約束するもの。これなら、一般投資家の行使率にかかわらず証券会社がフォローするため資金調達が確実になる。また証券会社も、自らリスクを引き受ける本来の機能を発揮できることとなる。

公平性確保と資本増強を図る

パネルディスカッション

日本版ライツ・イシューの導入に向けて

丸山氏

藤津氏

松崎氏

●パネリスト

JPモルガン証券 副社長 投資銀行統括本部長	神保　裕一 氏
JPモルガン証券 株式資本市場部 エグゼクティブ ディレクター	丸山　裕志 氏
森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士	鈴木　克昌 氏
森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士	藤津　康彦 氏

●コーディネーター

東京証券取引所 上場部長	松崎　裕之 氏

松崎　まず今、なぜライツ・イシューが注目されるのかお聞きしたい。

神保　金融危機によって資本調達が必要となる企業が増え、株価によらず大規模な資金調達が可能で、希薄化がなく株主にとって公平な手法であるライツ・イシューが欧州をはじめとして世界で増加した。今後の成長のための資金需要が高まっており、株価が低迷している日本でも、そのメリットからライツ・イシューが注目されているように思う。

藤津　最近は大規模な公募増資が続き、希薄化は大きな問題になっている。これに対し、ライツ・イシューは株主が追加出資するか、予約権を譲渡して経済的代償を受けるか選択できる。現在の状況にマッチしていると思う。

松崎　これを行う場合の留意点は。

鈴木　最大の課題は期間だ。現在は約2カ月半かかる。特に、割当通知と目論見書を株主に送付する必要があるため、株主名簿の確定、目論見書等の印刷・封入・発送に1、2週間を要するうえ、会社法上株主が割当通知を受領してから行使期間の開始まで2週間空ける必要がある。これを改善したい。

希薄化なく公平な手法 調達のストーリーは必須

丸山　あくまで株主から出資をしてもらうエクイティファイナンスの1つの方法であるため、エクイティストーリーは他の増資と同様必要である点に留意したい。また、誤解しやすい点として、権利落ちにより株価が下落しても既存株主が損失を被るわけではない、株式数が増えても配当性向を変えなければ配当負担が増えるわけではない点を確認しておきたい。

松崎　公募増資のほうがいいケースもあるのではないか。

神保　調達額が小さい場合は、希薄化の影響も小さくなるので、手続きが簡素で期間の短い公募増資のメリットがいかしやすい。また、ビジネスモデルの変化、海外売上比率の上昇など、企業の転換点において新たな株主を獲得したい際には公募増資が優れている。

松崎　転換社債などを発行している場合に注意すべきことはあるか。

藤津　種類株式を発行している場合については、種類株主総会の決議が必要となる場合があるので、手続きの瑕疵（かし）を避けるために種類株の内容の確認が必要になる。

松崎　海外では活発なライツ・イシューが、なぜ日本では実施されてこなかったのか。

神保　法律など制度的ハードルが高かったこと、1号案件になるのをちゅうちょする企業が多かったことが挙げられる。今回の1号案件の実施により、制度の改善は進み、案件に対するためらいも今後なくなっていくものと思われる。

コミットメント型実現待つ 実務上の工夫が必要

松崎　1号案件の成功は、今後のライツ・イシューにとって、どんな意味を持つのか。

鈴木　これが成功を収めたことで日本の法令・システムでもライツ・イシューができることが証明できた。また、この過程で市場関係者と制度上・実務上の問題点を具体的に議論でき、今後の検討の基盤を作れたのも大きい。

松崎　今後の課題はコミットメント型の実現か。

藤津　コミットメント型には、公開買付規制と大量保有報告書の問題がある。コミットメントによって証券会社の株券等所有割合が3分の1を超える場合は公開買付規制がかかってしまうので、実務上の工夫が必要となる。また、株券等保有割合が10%を超えると大量保有報告の特例報告制度が利用できなくなるので、証券会社が実務的に対応できるかという問題があるだろう。例えば90数%行使されれば問題ないが、その点が不確定要因になってしまうので制度の改善が必要だろう。

松崎　問題の期間については、欧州ではもっと短いと聞いているが。

丸山　ライツ・イシューが最も普及している英国では、発行決議から最後の払い込みまで4、5週間ほどだ。手続きが簡素なのが大きな要因であるが、日本でも同程度になれば使い勝手は非常に良くなるだろう。

神保　期間が長いと、株価の変動リスクにより未行使分を引き受ける証券会社のリスクも大きくなる。海外でも2カ月ほどかかる国はあるが、案件を公表して一定期間たってから行使価格を決めるなどの工夫をしている。そのような実務の工夫も考えていけたらと思う。

松崎　現在の日本におけるライツ・イシューの状況をどう見るか。

神保　日本は既に1号案件も成功裏に終わっており、グローバルで見て大きく遅れているわけではない。さらなる案件、特に大規模な案件の登場に期待したい。

鈴木　コミットメント型の実現もあと一押しのところにある。比較的大規模の会社がコミットメント型を実行すれば、ライツ・イシューがあらゆる会社で使えるエクイティファイナンスの一手段として認識される。そのような案件の検討も進んでおり、実行を待ち望んでいるところだ。

J.P.Morgan

森・濱田松本法律事務所
MORI HAMADA & MATSUMOTO