

日本の発行市場（資本調達）の問題と ライツイシューに関する期待と不安

平成24年2月



株式会社資本市場研究所きずな

- 金融危機後の発行市場について……………2
- 市場機能の問題点について……………7
- 上場企業にとっての問題……………14
- ライツイシューの概要と事例……………18
- 行政上の配慮……………23
- ライツイシューそれぞれのメリットと留意点……………26
- 投資家からみた資金調達のポイント……………30

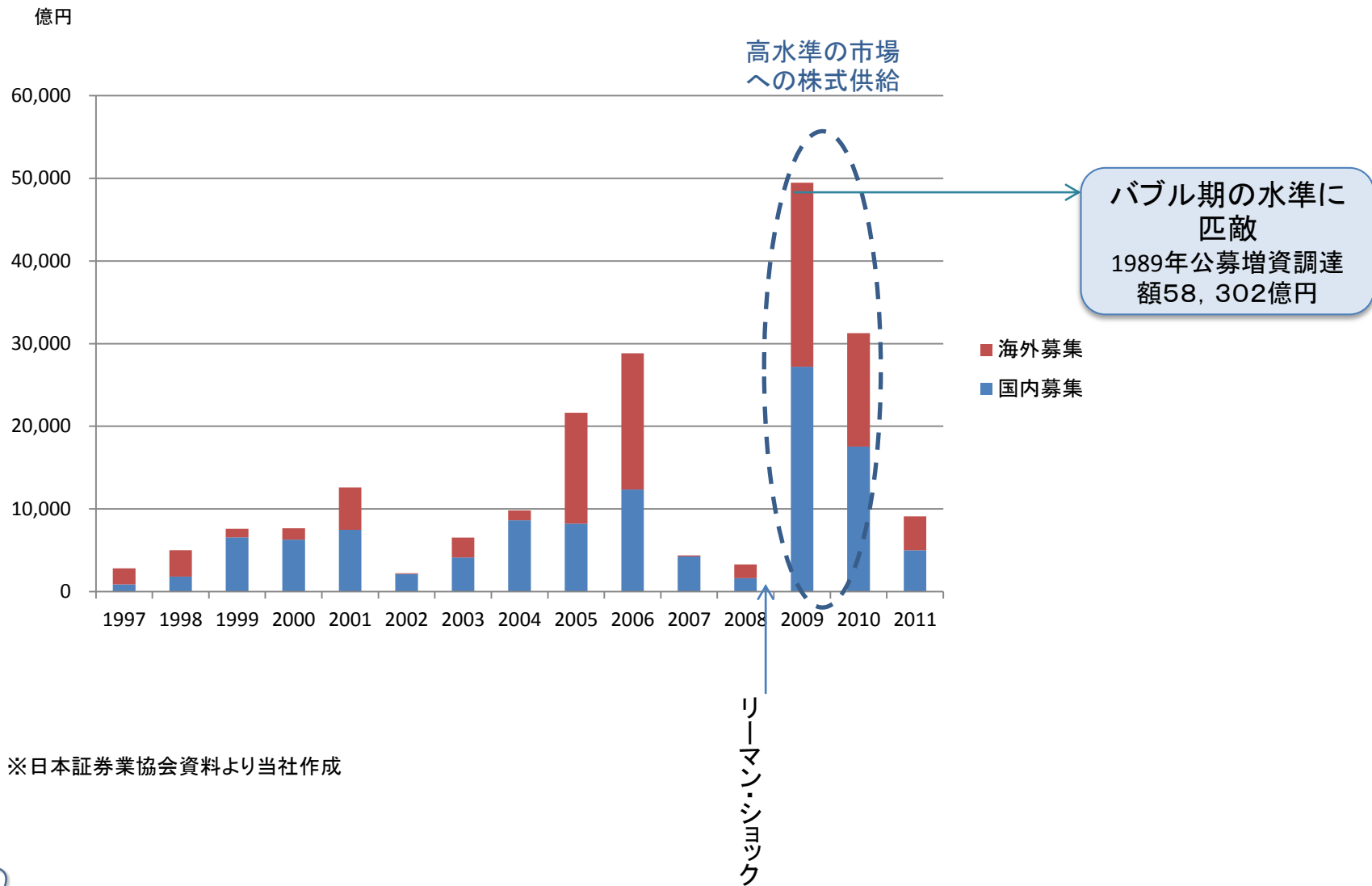
※流通市場の売買システムや手法は金融イノベーションにより進化していますが、日本の発行市場は制度疲労に陥っている可能性があります。
ライツイシューの様な新しいファイナンス手法が定着することで、今の投資家や企業のニーズに沿った発行市場に変化する契機となることを願っています。

金融危機後の発行市場について

金融危機後、日本の株式市場が欧米市場より戻りが小さかった理由は、世界経済の動向を最も反映しやすい市場と言われていますが、市場低迷の理由はそれだけでしょうか、・・・

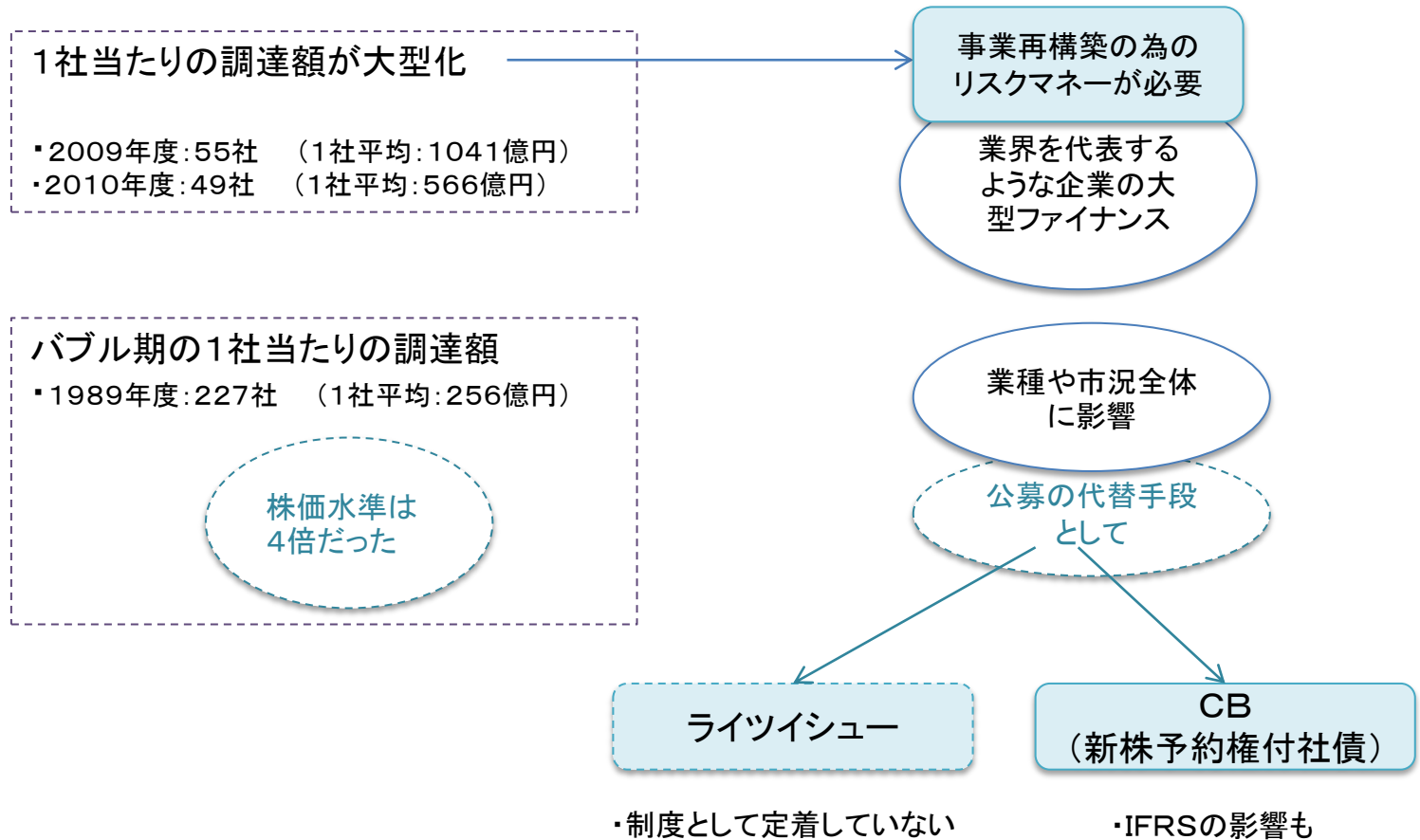
金融危機後の発行市場

公募増資の推移



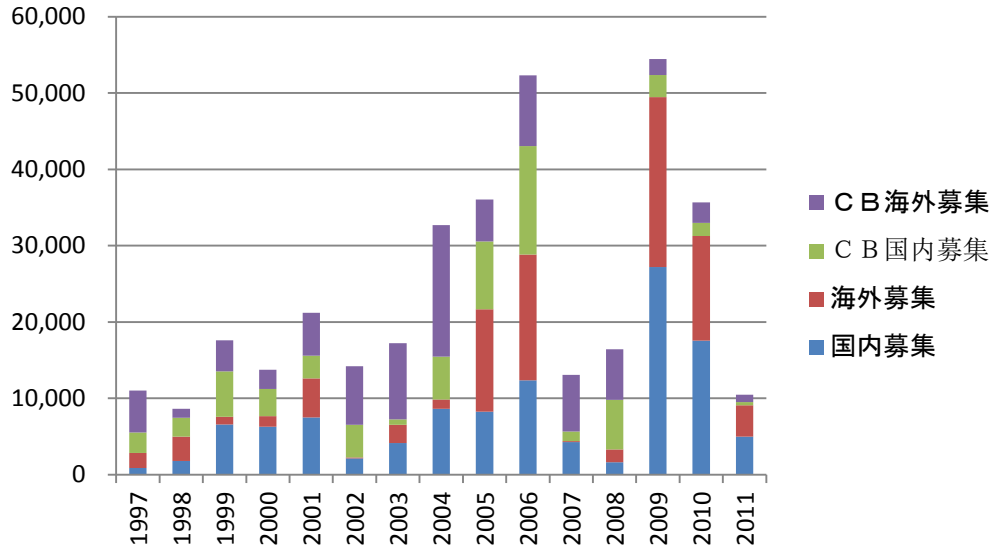
金融危機後の発行市場

公募増資の概況



ファイナンスとCB発行の状況

億円 上場企業ファイナンス全体の推移



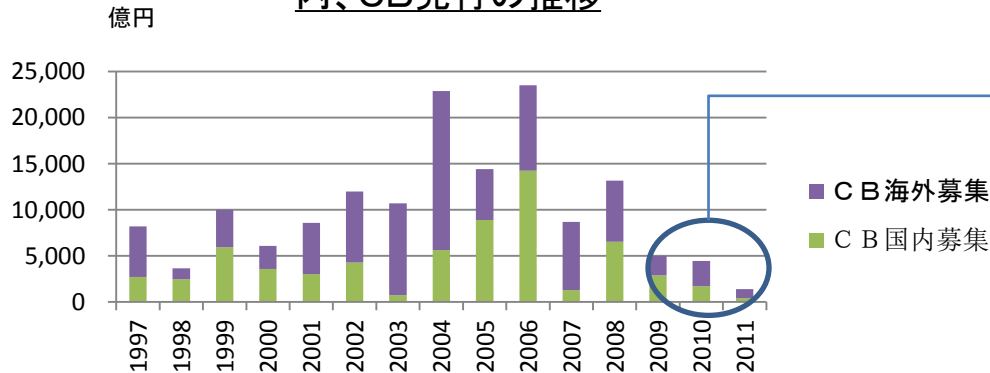
直接市場に株式
が供給されない

転換株価を時価
より高めに設定

CBの利点

上場会社のファイナンスにおいて、CBがもっと活用できないか

億円 内、CB発行の推移



金融危機後、CBの発行は
極端に減少していた

自社株取得と組み合わせた
リキャップCBの活用

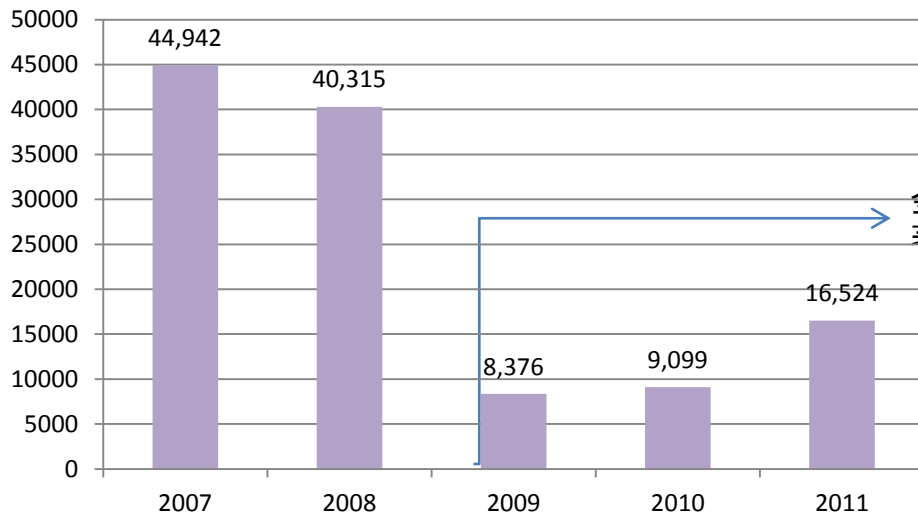
※日本証券業協会資料より当社作成



市場からの吸収：自社株取得状況

億円

上場会社の自社株取得金額



金融危機後、自社株取得金額は著しく減少している。

上場企業の手元資金の増加

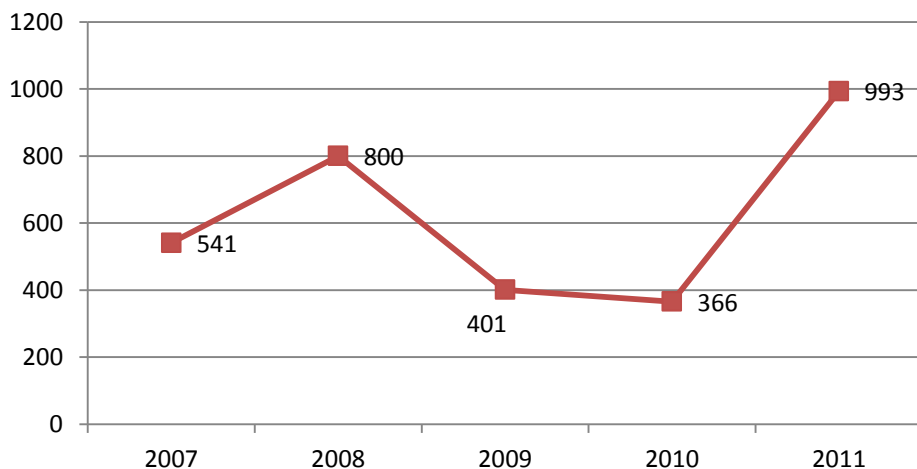
自社株取得ルール緩和
・市場からの買付で、出来高の100%でも良い(通常は25%)

※このルールは金融危機以降導入されて、一応4月末まで(延長の可能性もあり)

自社株取得増加への期待

社数

上場会社の自社株取得社数



※東証資料より当社作成

市場機能の問題点について

最近は、取引の超高速化や多様な商品の上場で取引所機能が充実して、アジアの中核市場として流通市場の強化は目覚ましいものがありますが、一方発行市場に機能はどうか、・・・

市場機能の問題(証券業界の取組み)

経済復興のための資本市場機能整備(日本証券業協会)

東日本大震災復興への支援

新興市場等の活性化

社債市場の活性化

市場機能の一層に強化に向けた取組み(同上)

ライツイシュー等の新たなファイナンス形態への対応

検討事項の中核

事業ファンドの活用

資本市場の裾野拡大としてグリーンシート市場活用検討

流通機能整備と投資家層の拡大

コミット型ライツイシューに向けた対応

証券業界からみた課題

復興支援と投資をどう結び付けていくか

市場の新陳代謝の促すこと

ベンチャーファンド

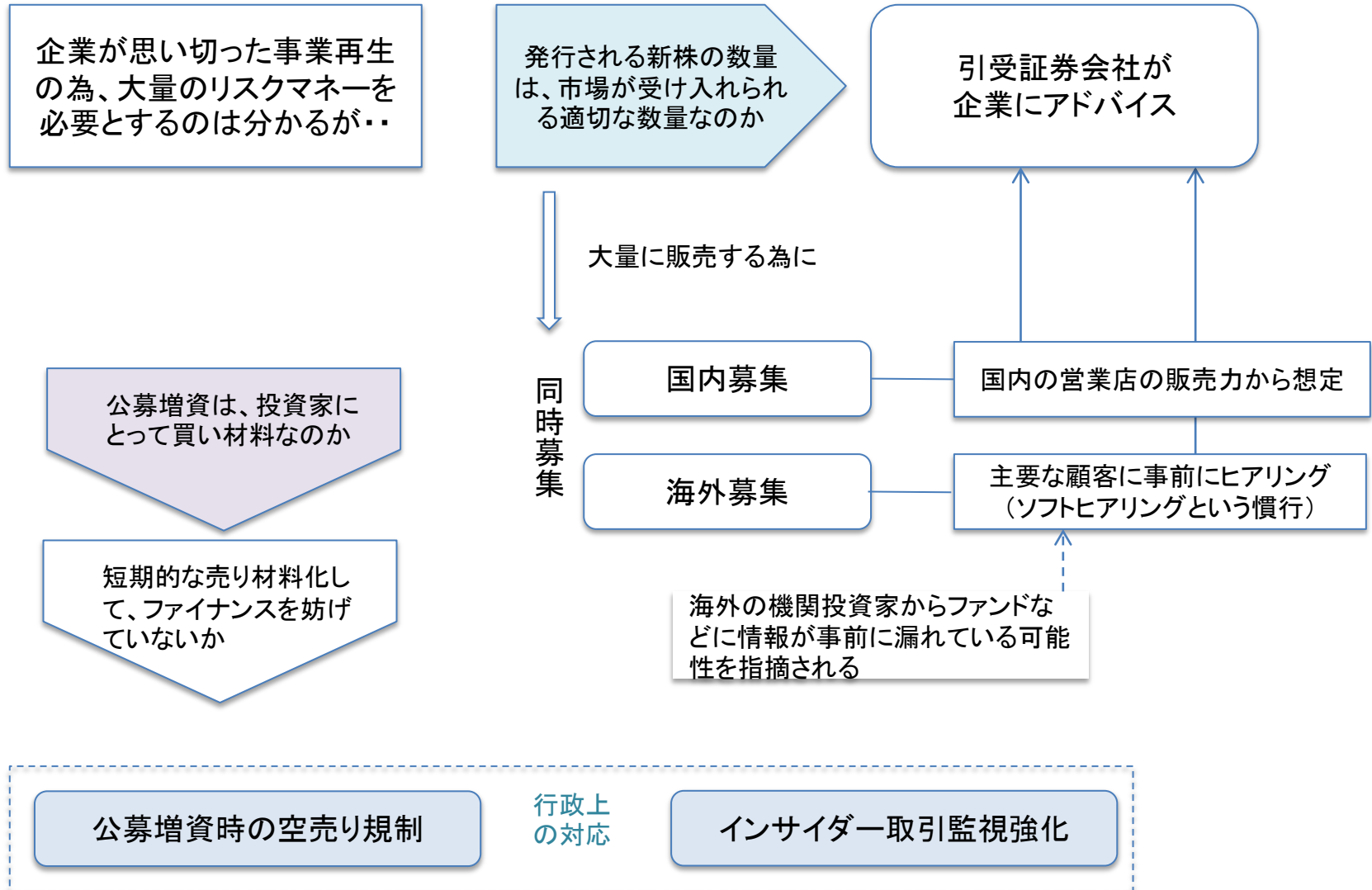
グリーンシート市場

プロ向け市場

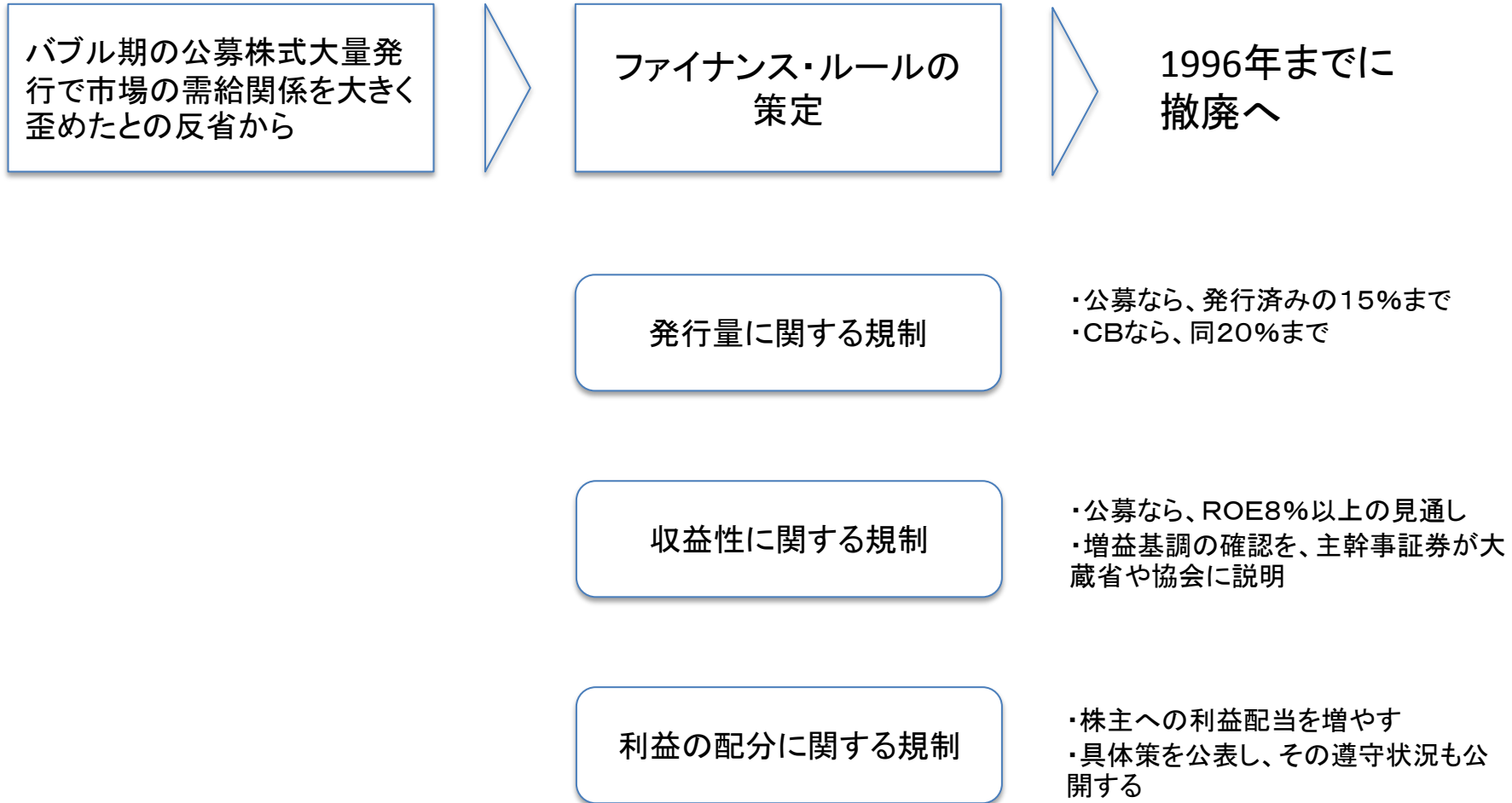
低格付け債・流通価格情報

相乗効果は

市場機能の問題(公募増資)



市場機能の問題（過去の教訓から）



ファイナンスに関する規制は無い方が良いが、株主や投資家に対してどう対応していくかという市場規律が緩んでいないか（主に、引受証券会社の問題）

引受業務の流れ

情報管理の重要さ

株価推移の安定

2カ月程度

3~5日程度

募集期間も含めて
1週間程度

海外募集分を決定するの
にソフトヒアリング

安定操作

引受審査

発行決議

値決め日

払込日

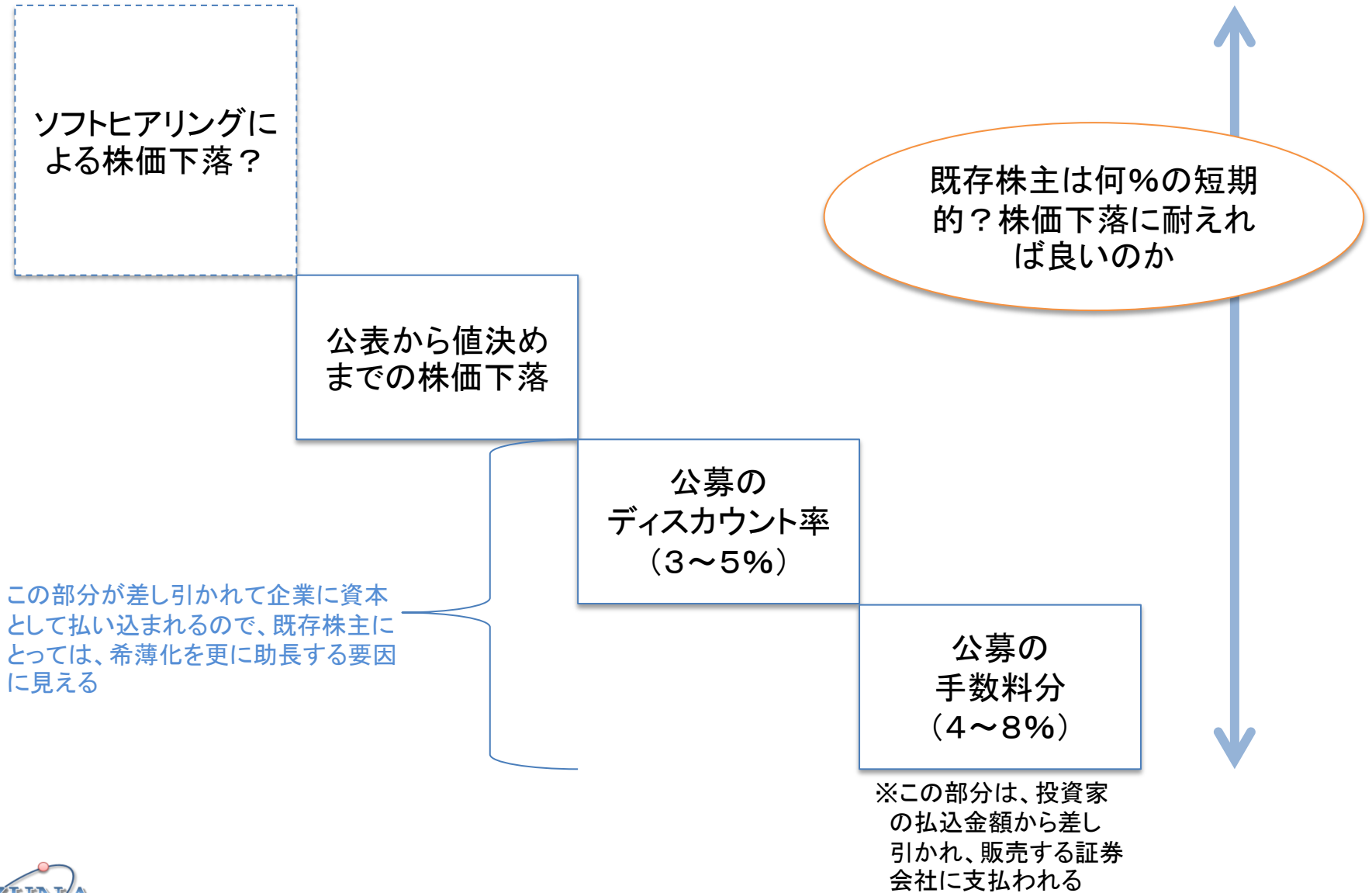
法人関係情報として管理

空売り規制

資金用途など決議内容が市
場で評価されれば問題ない
のだが...

- ・インサイダー情報管理
- ・他の業務との関与遮断

既存株主の損失イメージ



引受機能の集約と全体としての低下

IPOを除いて、実質的なファイ
ナンスの引受機能は、

大手証券に機能集約

(ごく一部の中堅も)

引受インフラが重い

引受規則の厳格化

販売も大手証券に集中

ファイナンスの減少

系列の解消

公募といっても、他の証券は参加する
のが限定

上場企業にとっての問題

上場会社にとって、上場の最大のメリットはリスクマネーの調達ですが、現在の発行市場の仕組みが、ファイナンスに利用しやすい機能を提供しているでしょうか。もし、そうでないとなれば何が原因でしょうか、・・・

上場企業にとっての問題

日本の発行市場は敷居が高い？

比較的小規模の資本・資金調達が行い
難い

エクイティファイナンスは、計画から調達
まで時間がかかる

社債はCBも含めて
格付けが重要な
ポイント

実質的な引受機能は、大
手・外証に限られている

負担の重い引受審査

低格付け債の発行が
難しい

引受・引受審査機能の
維持は、負担が重い

過去の不祥事から
引受審査が厳格化

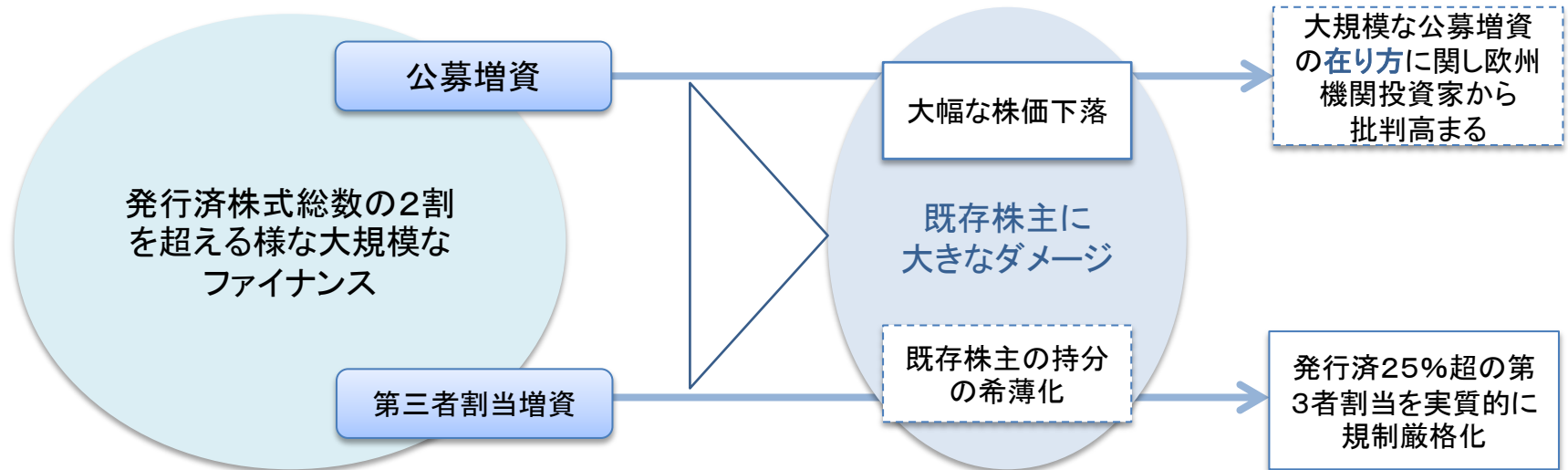
社内ルール・引受ルールの
問題

証 券 会 社 の 問 題

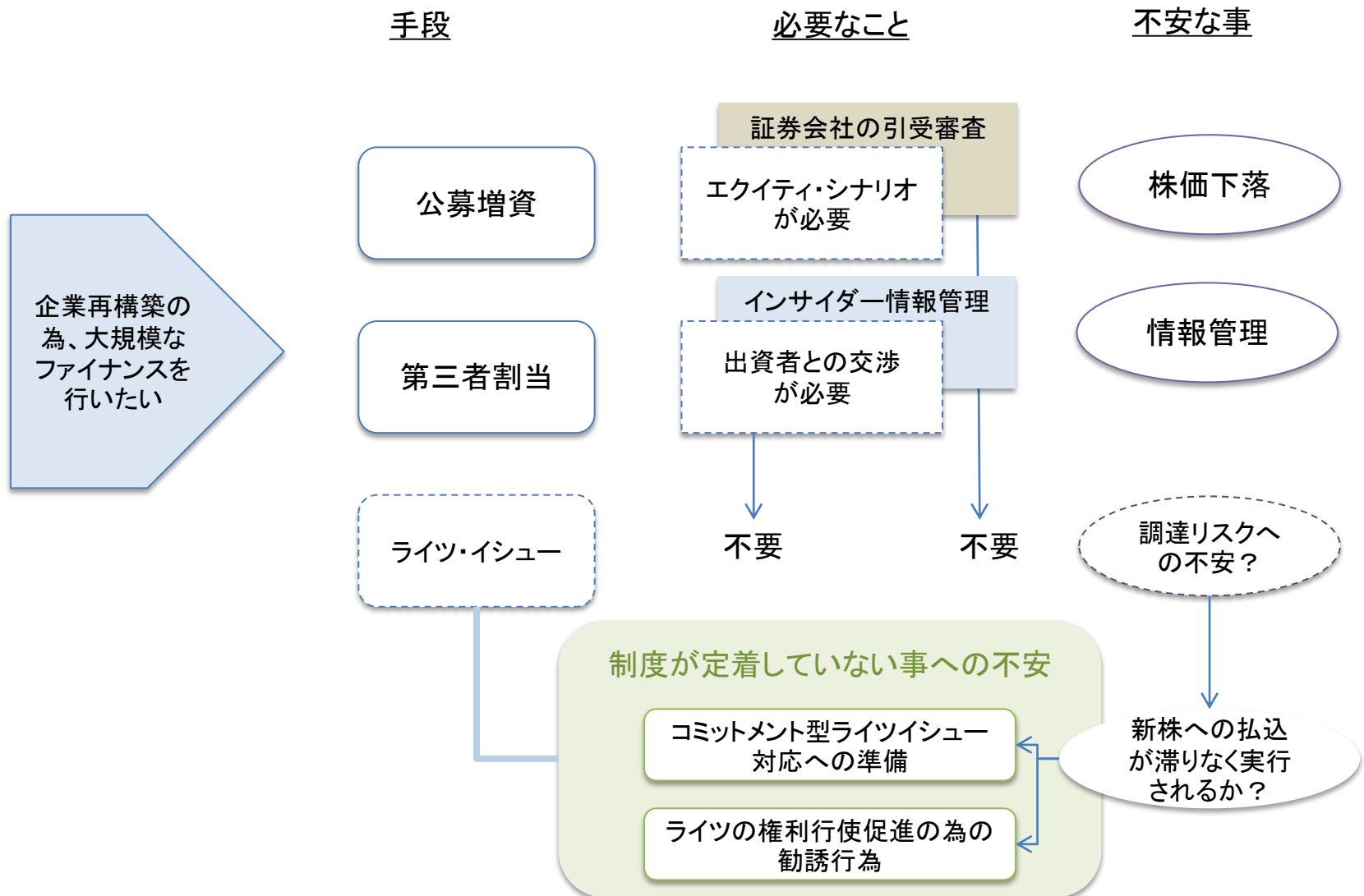
機動的なファイナンス助言が行われているか

ライツイシューが必要とされる背景

既存株主に優しいファイナンス手法が求められています



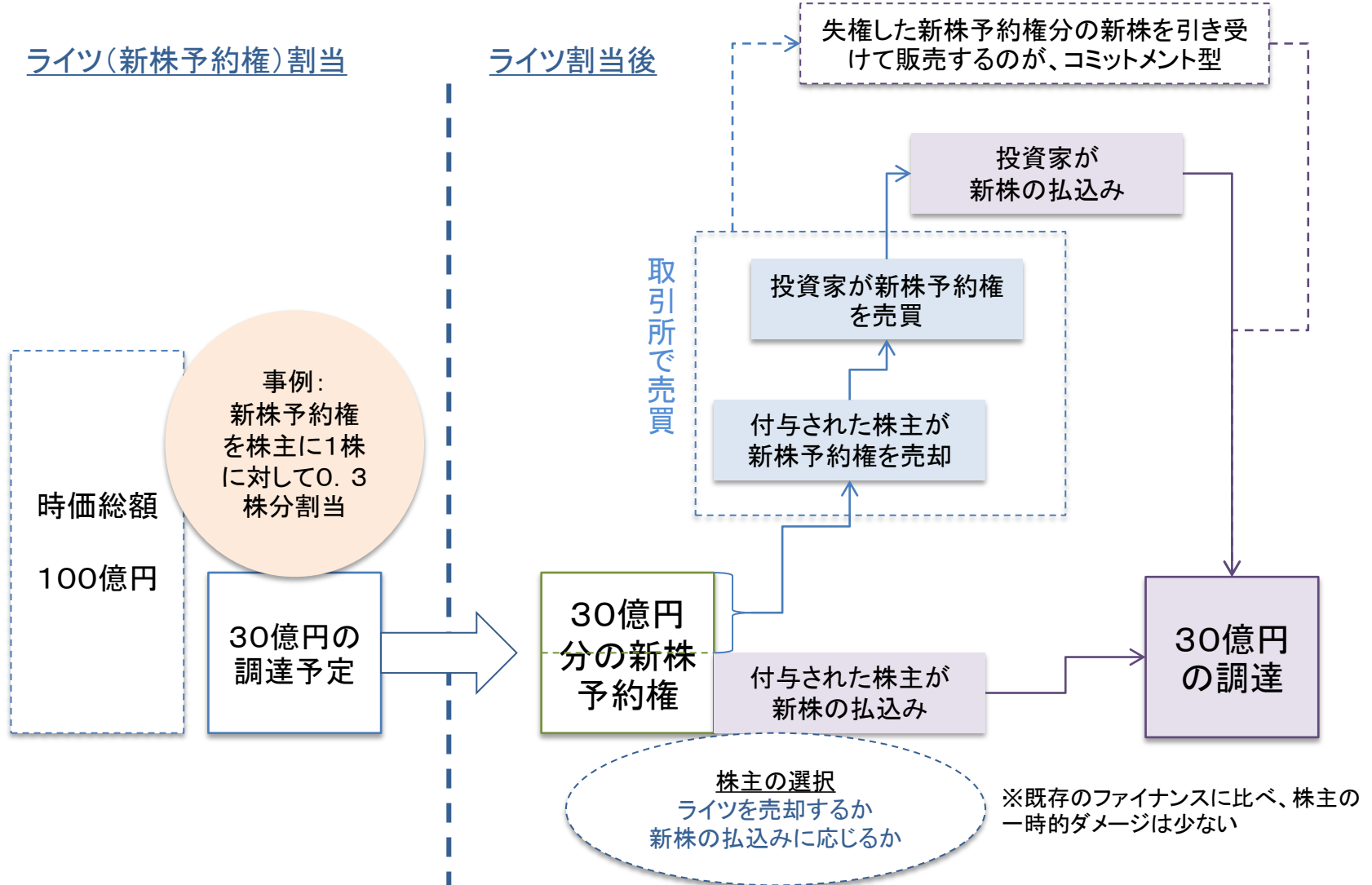
企業にとってのファイナンス手段



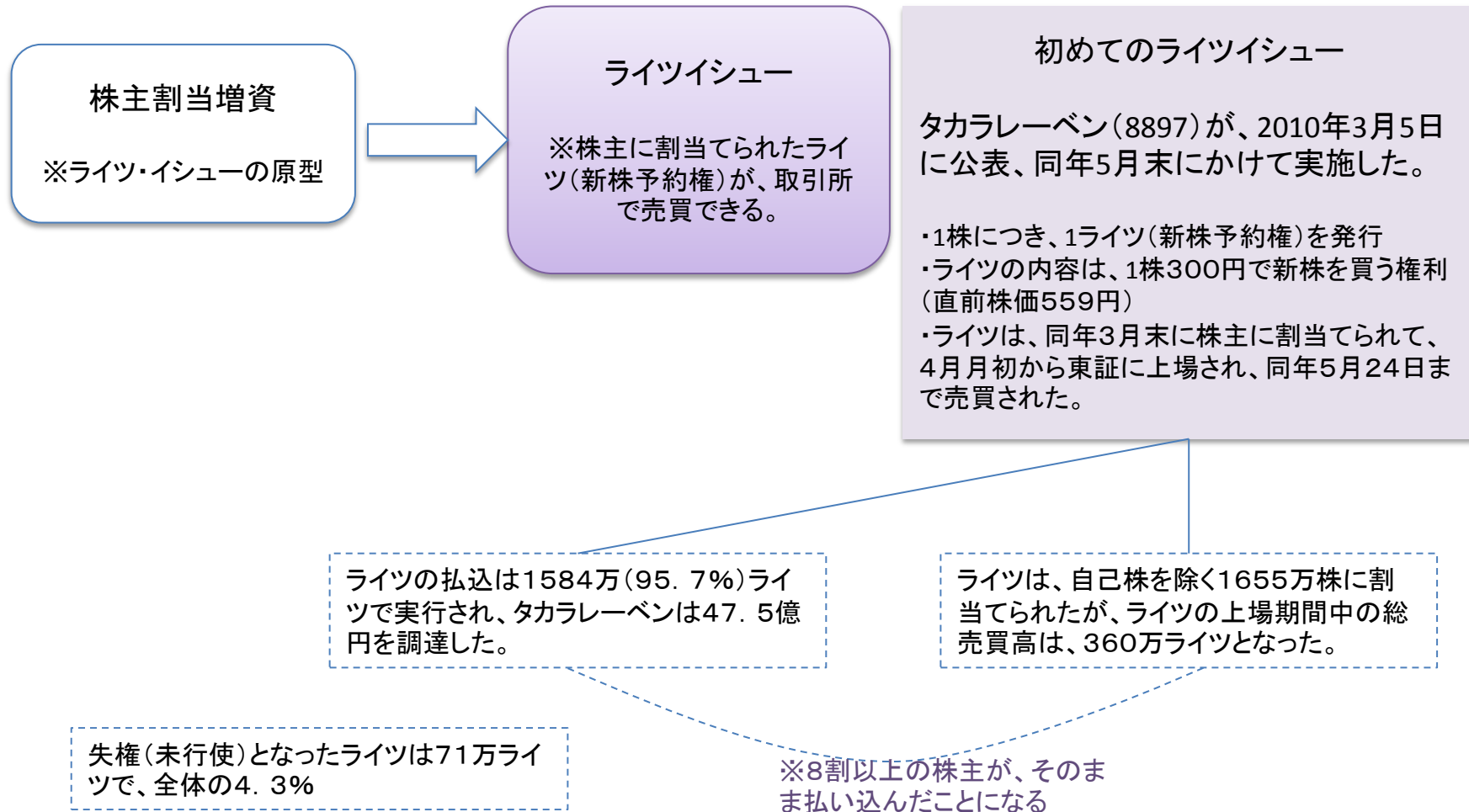
ライツイシューの概要と事例

ライツイシューは、既存株主にとって負担の軽いファイナンス手法ですが、企業にとってもリスクと負担が軽くなる可能性があります。

ライツ・イシューの概要

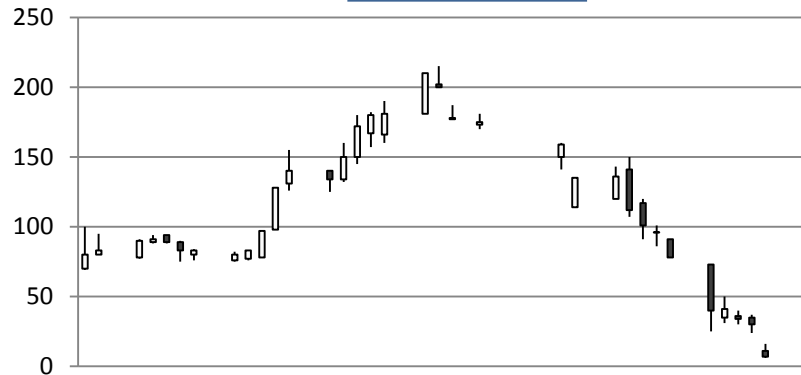


ライツイシューの事例



右図は、東証に上場された
ライツの価格推移です

ライツの価格推移



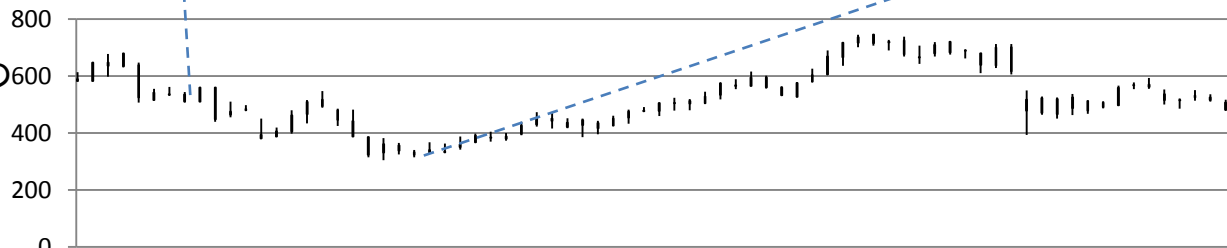
右図は、ライツ・イシュー
実行時のタカラレーベンの
株価推移です

株価推移



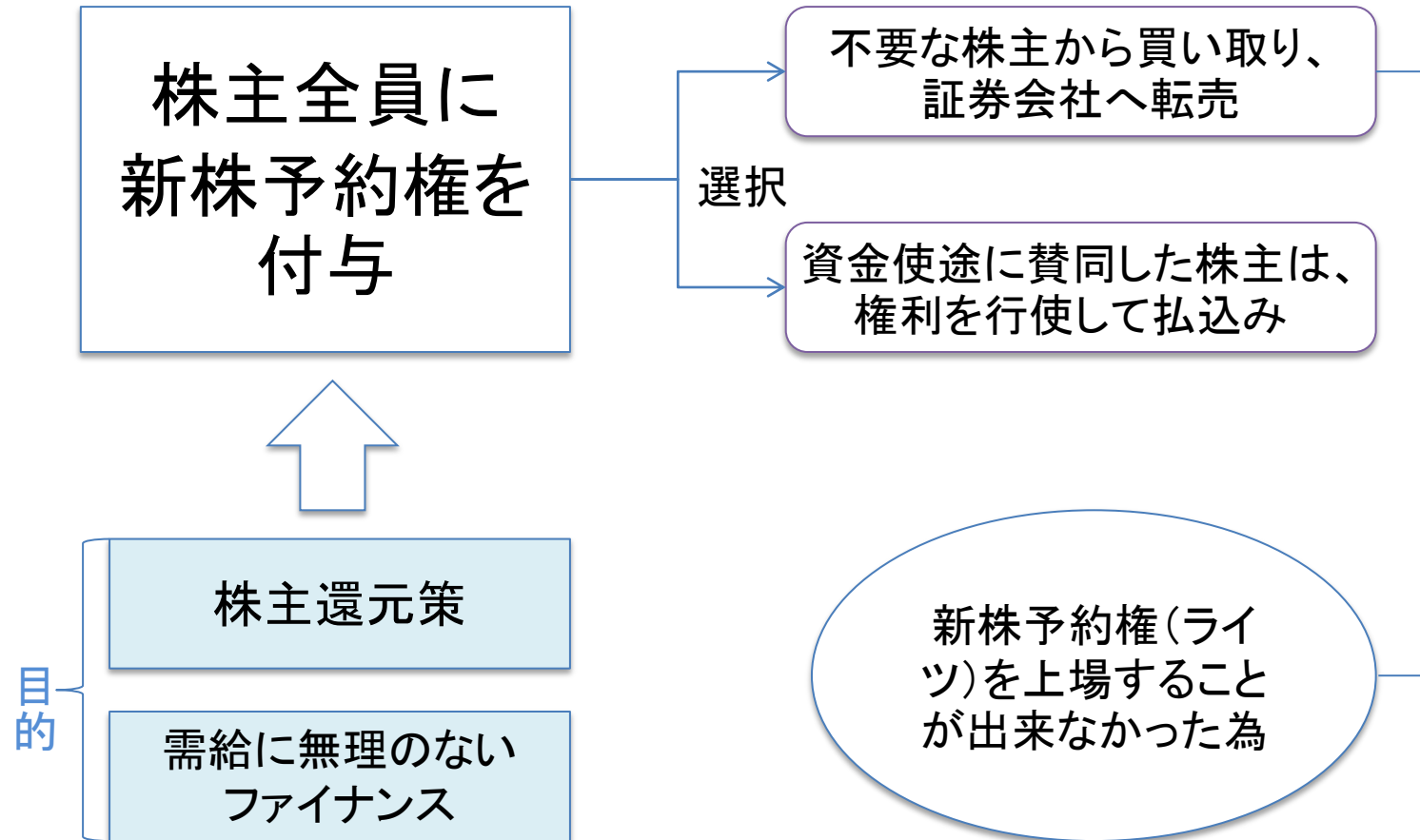
タカラレーベンの株価推移(2010年1月~2011年6月)

右図は、昨年からの
タカラレーベンの
株価推移です



少し前のβ版ライセンス

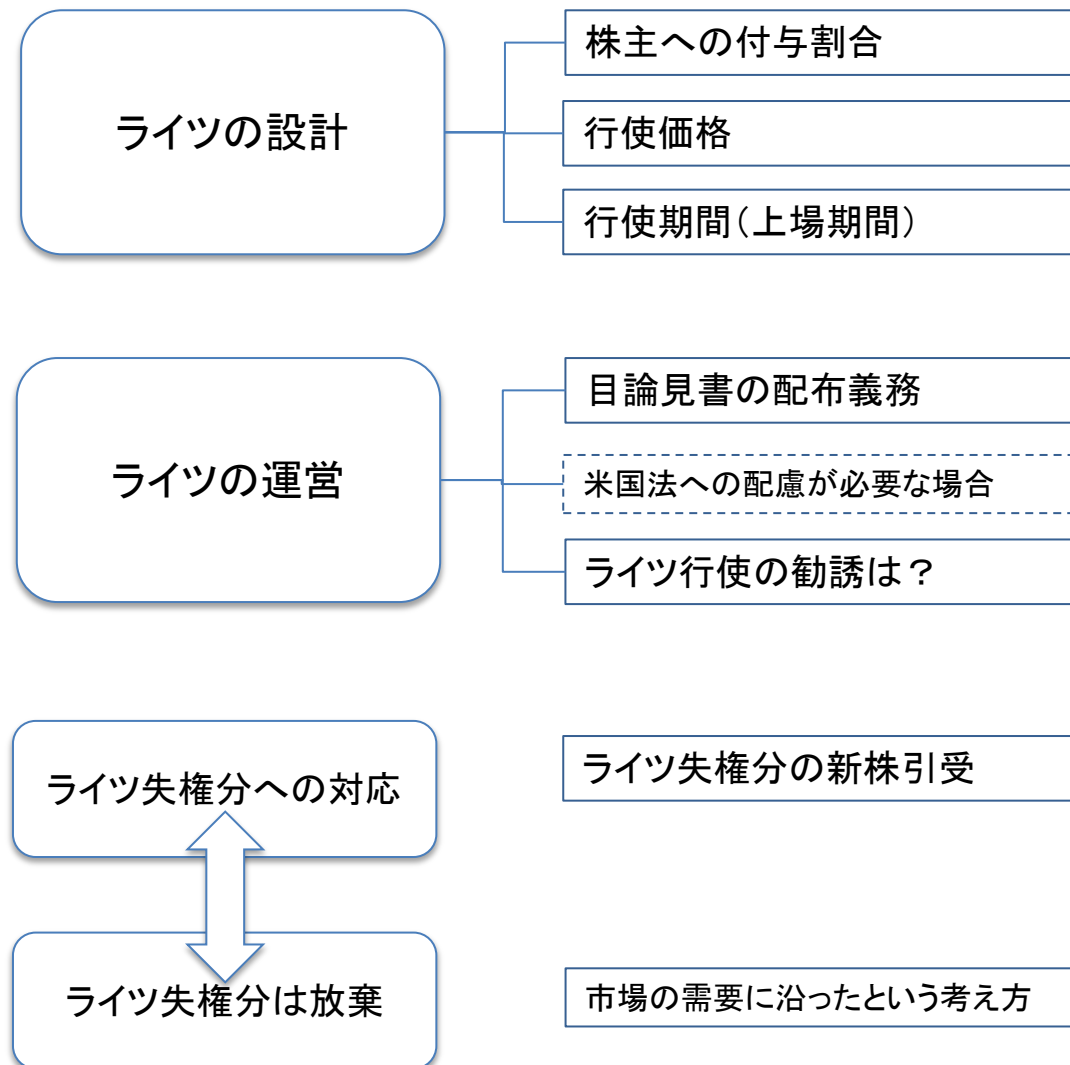
(A社の事例: 2005年8月末権利付与)



行政上の配慮

ファイナンス手段としてのライツイシューの定着を目指して、実務上の問題に対する改善が順次行われており、本年4月以降に施行される分をもって、制度的な問題は解消されます。

影響する実務上の問題



企業の検討事項

必要な資金との関係

適正株価をどう考えるか

長ければ他の重要事実の影響も

株主数や重要事実の発生で発行コストが多くなるリスク

TOBやM&Aなどでも、個別対応が必要な場合がある

証券会社による勧誘の対価を、どの様に設計するか

失権分を募集する必要があるか

証券会社の機能整備

行政上の推進対応

新株予約権
上場規則の緩和
(東証:2009年12月)

東証に上場可能なライ
ツ(新株予約権)は1ラ
イツに対し1株以上

この基準を
撤廃

企業が必要と思われるラ
イツを付与。例えば1ライ
ツに対して0.3株の新株
を付与したものを上場し
売買することが可能に。

届出書の期間短縮
(開示内閣府令:
2010年4月施行)

ライツ(新株予約権)の発行に必
要な有価証券届出書の提出から
割当の基準日までの期間を、25
日から15日に短縮

金商法改正による
利便性向上
(金融庁:2012年4月1日
施行予定)

目論見書交付方法の
弾力化

ネット上の開示で、目論見書を実際に交
付・送付する手間を省く内容

引受の範囲の見直し

コミットメント型への証券会社への対応
を監視→投資家保護への対応

新株予約権の行使を
働きかける行為に対す
る規律

証券会社への行為の適正化→株主・投
資家保護への対応

公開買付規制・大量保
有報告規制への対応

コミットメント型への証券会社への対応
など

外国の証券規制への
対応

米国株主規制などへの対応(10%以上
の米国株主がいる場合の問題)

※この部分は、本来は会社法の問題だが、上場規則
等で実務的に対応か

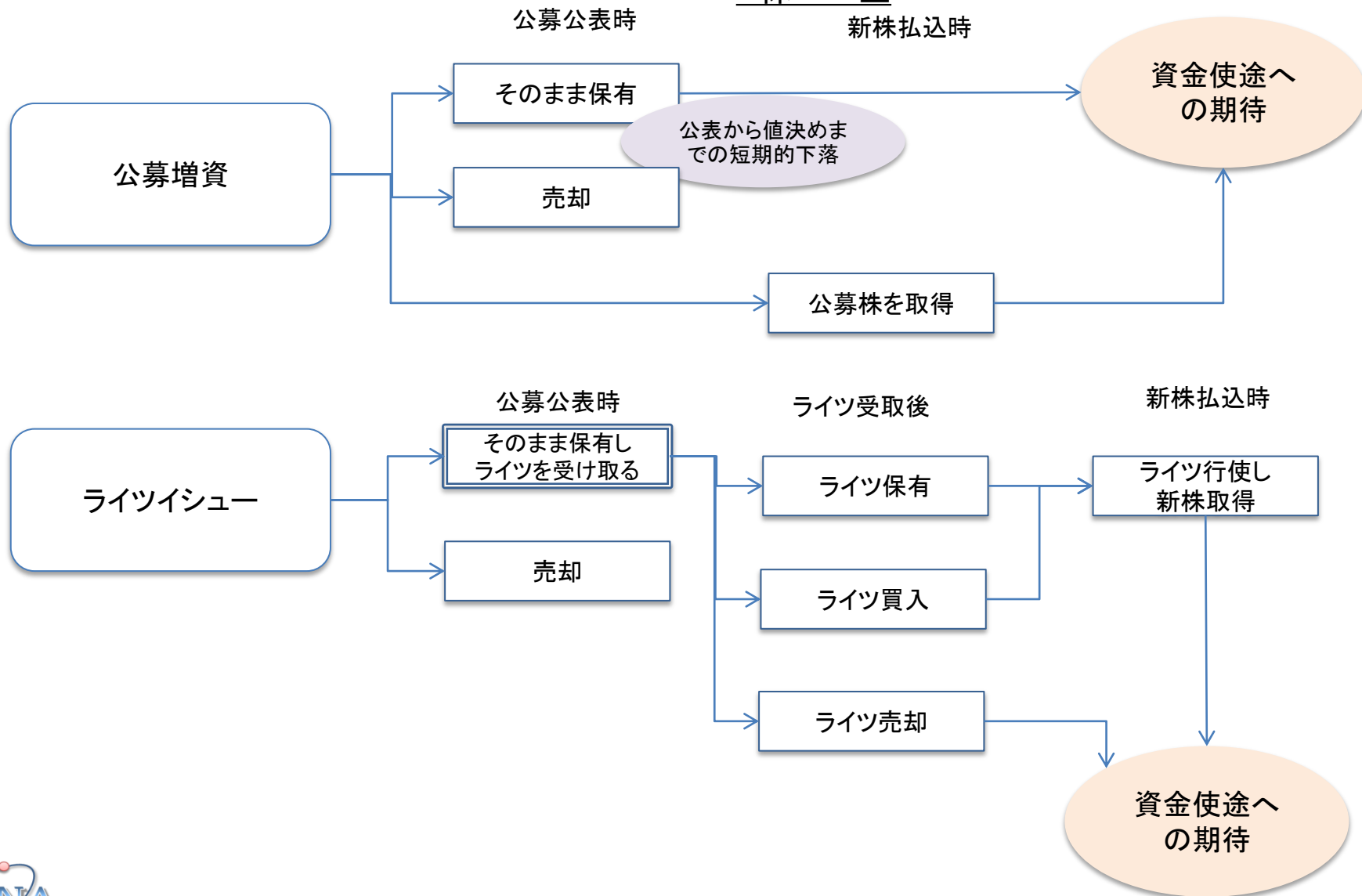
など

ライツイシューそれぞれのメリットと留意点

ライツイシューは、既存株主にとって負担の軽いファイナンス手法ですが、企業にとってもリスクと負担が軽くなる可能性があります。

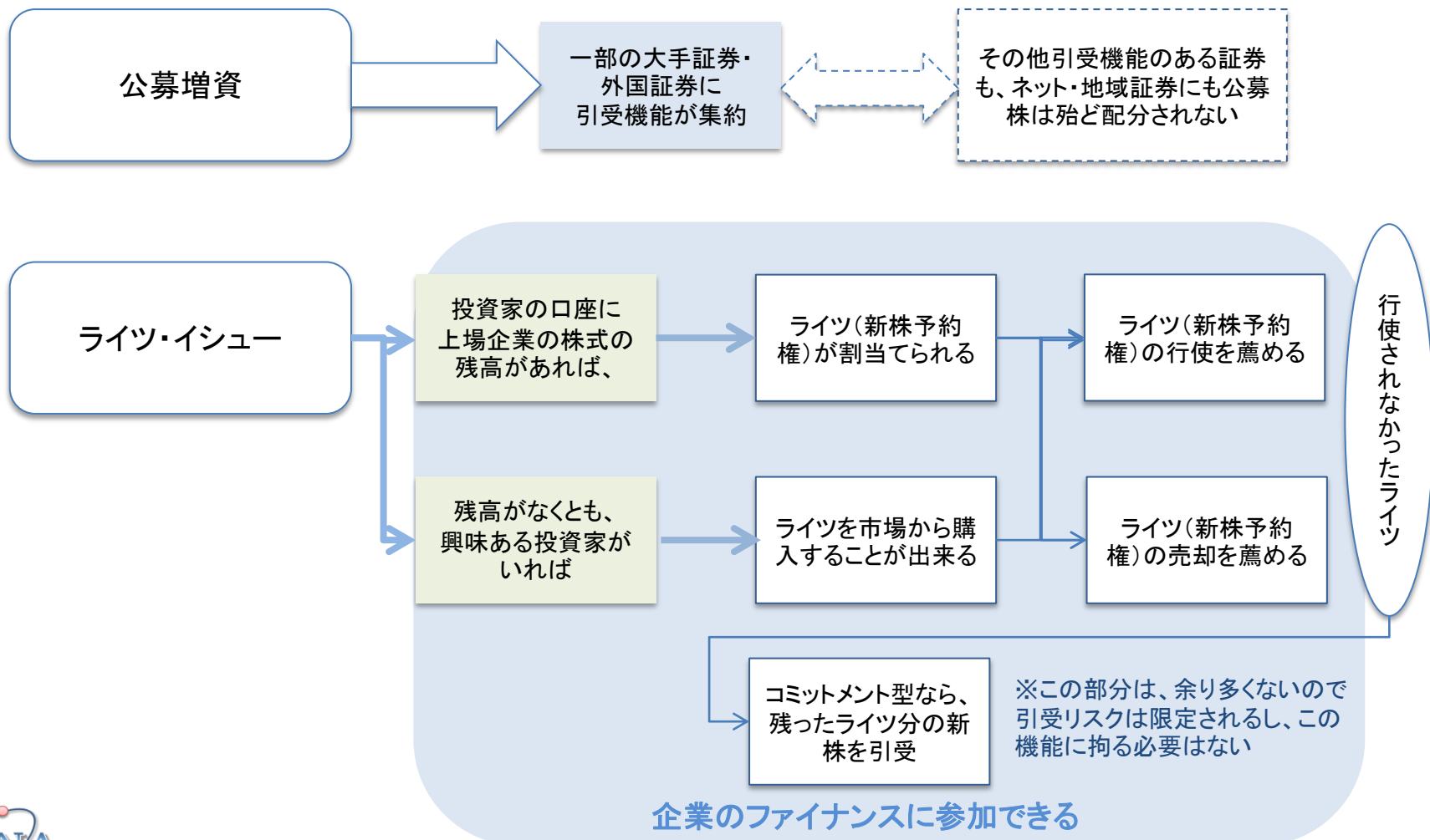
ライツ・イシューは株主の選択肢を増やす

株 主



ライツイシューは証券会社のビジネスを拡大する

証券会社

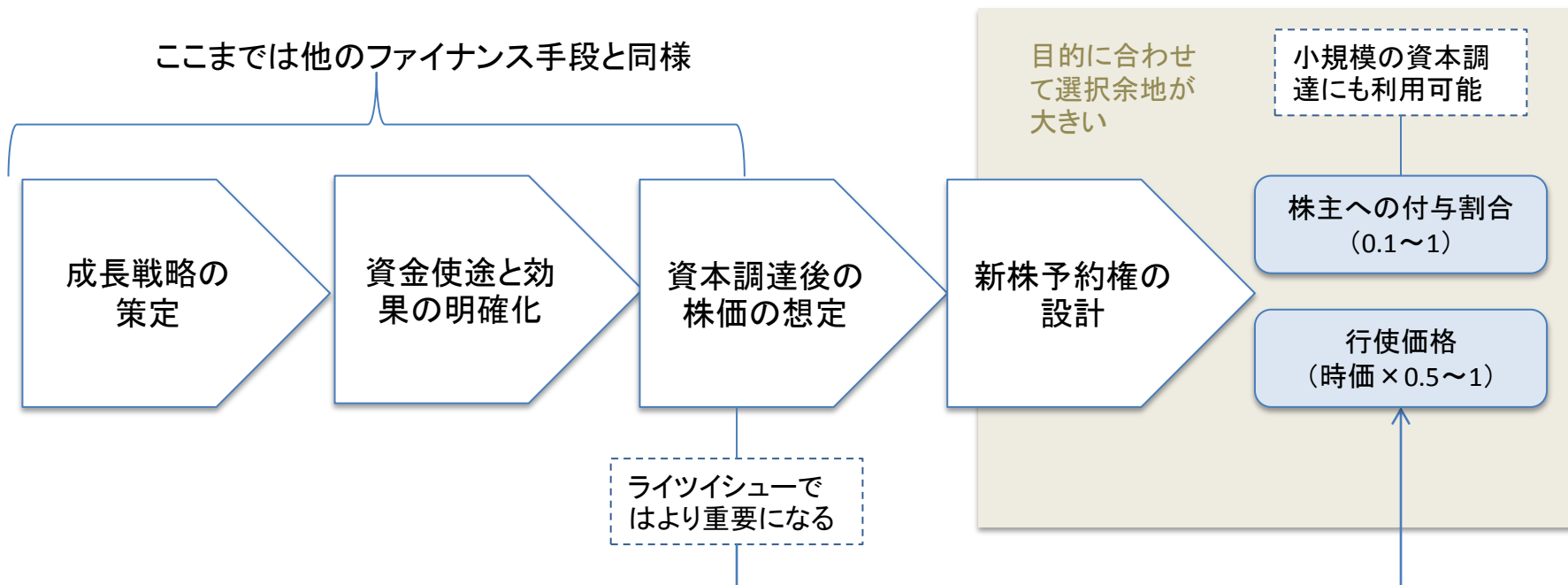


ライツイシューは企業の選択肢を増やす

証券会社に頼る公募増資や投資家との直接交渉が必要な第三者割当より、企業が主体的に進めることができる資本調達方法となる可能性があります。結果、資本政策の選択肢を増やす事になります。

但し、他のファイナンス手段と同様に、主要な株主の理解が基本的には必要だと思います。

ライツイシューの進め方

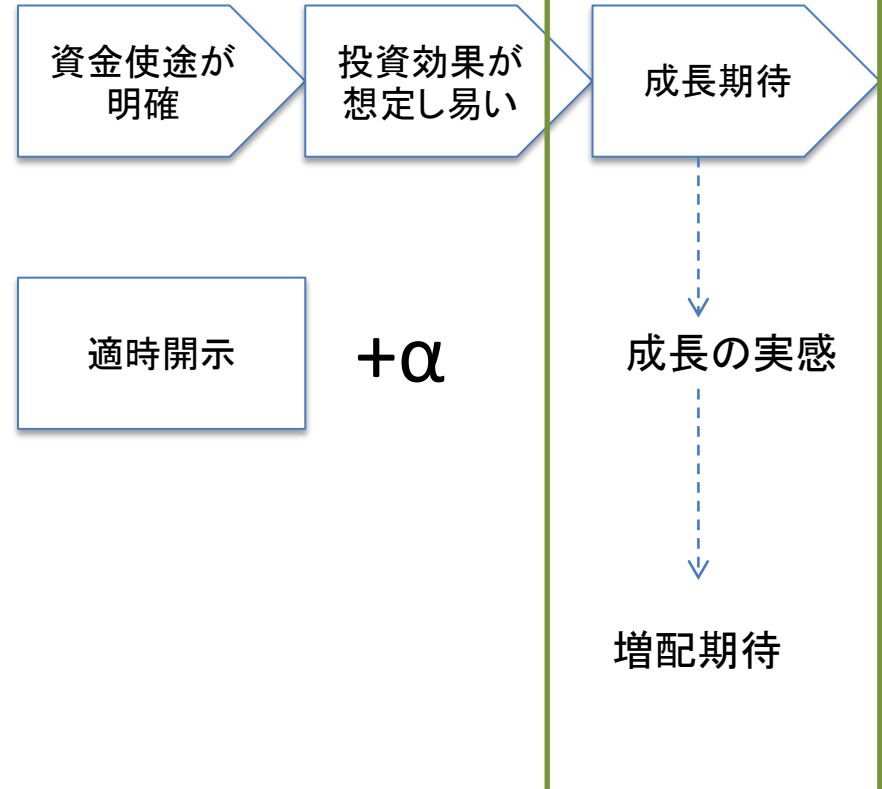
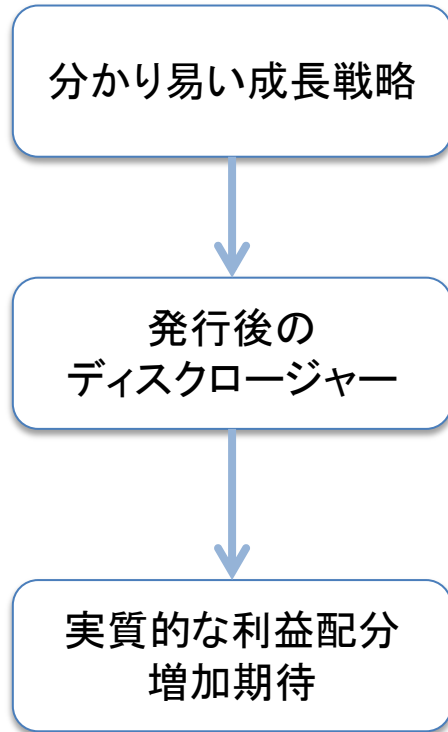


投資家からみた資金調達のポイント

株主や投資家に対する奇手・奇策はありません。
基本的にはディスクロージャーを充実させ、IRなどを通じてコミュニケーションを計ることだと考えます

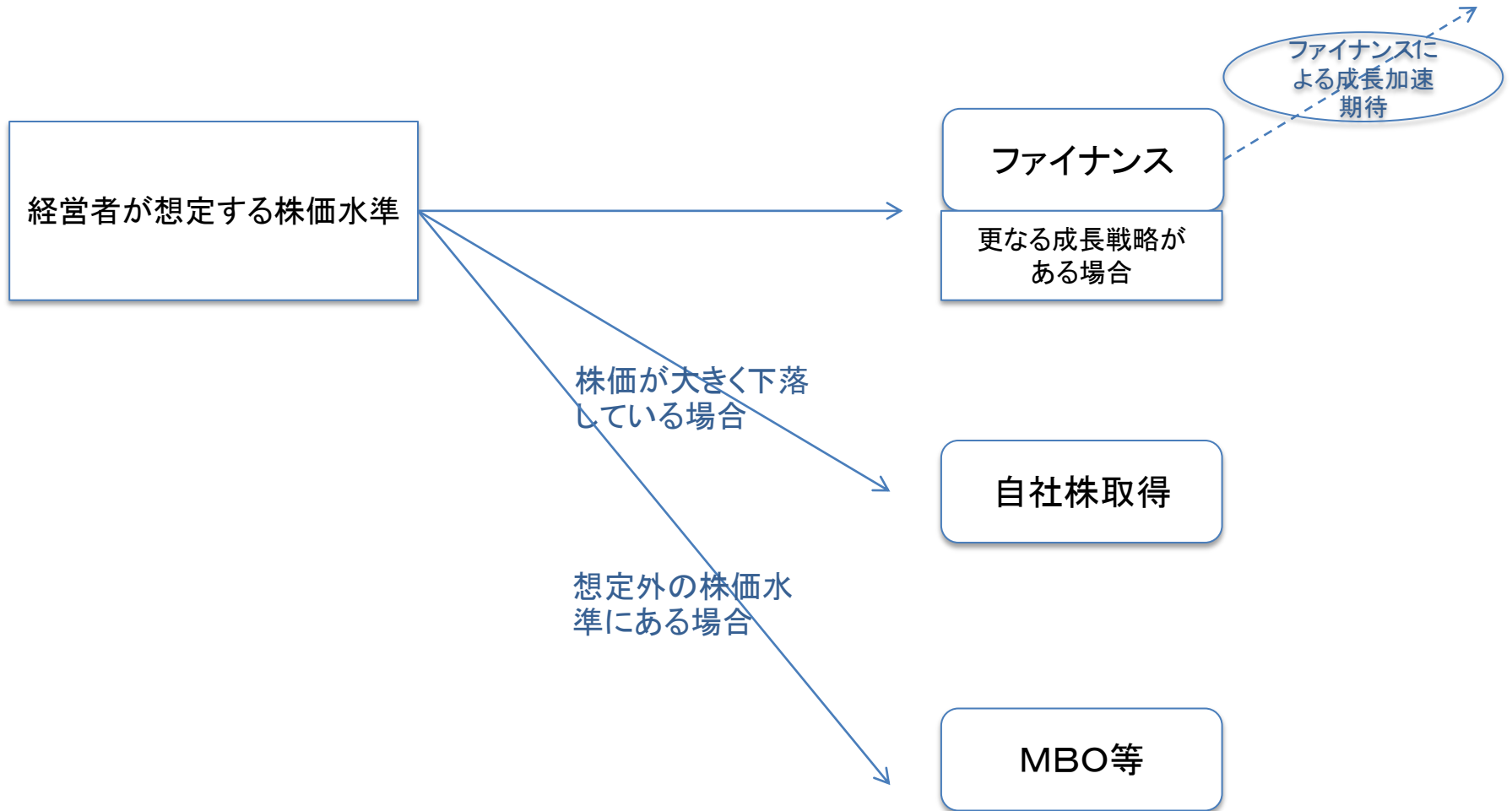
ファイナンスにおいて投資家が重視すること

継続的なディスクロージャーの充実



この流れが明確になれば、ファイナンスは買い材料

株価に対するシグナルの出し方



ファイナンスではいけない事

企業

直後の業績下方修正

証券会社

無理な引受け

数量

エクイティシナリオ

販売先

投資家

特別なものではありませんが、
敢えて上げればインサイダー取引と
空売り規制違反

補稿：自社株取得目的CB(リキャップCB)の発行事例

※その他数例あり

発行会社は
最後の買い手

ヤマトホールディングス(9064)発行 新株予約権付社債(CB)

- ・発行決議日 2011年2月17日(発行日3月7日)
- ・発行額 200億円(ユーロ円建て、ゼロクーポン債)
- ・年限 5年債 (発行価格 額面に対し102.5%)
- ・資金使途 全て自社株取得
- ・転換価格 1850円(時価の40%アップ)

米国事例
アムセン、プル
デンシャル、イン
テル、マイクロ
ソフトなど

