ライツ・オファリングへの期待

平成２４年１１月２日

株式会社資本市場研究所きずな

発行市場の問題とライツ・オファリングへの期待

今年上半期の証券業界は、増資インサイダー問題で大きく揺れたが、そもそも公募増資が売り材料となるところに日本の発行市場の問題があるのではないだろうか。

勿論、引受証券業者として、顧客企業の重要事実（インサイダー情報）の管理は徹底しなければならないし、情報漏洩した場合の金融商品取引法上の罰則が強化されるのも当然だろう。

しかし、公募増資が売り材料となる現在の発行市場では、次の様な問題がある事を認識すべきだ。

●企業が求めるリスクマネー（需要）と、市場での投資家のニーズ（供給）が、一致しやすい仕組みが維持されているのか。

●リスクマネー調達により、企業が成長力や企業価値を高めることが、投資家や株主に理解されているのか。

●既存株主の希薄化に配慮された資本調達方法が、取られているか。

一番目は、公募増資などを引き受ける証券会社の投資家需要を予測する機能や能力が低下しているのではないかという懸念だ。

例えば、大きな金額や発行済み株式総数に対する高い比率のファイナンスを実行しようとした場合、自社内の投資家需要では発行企業が希望する金額が調達できないと考え、海外引受業者を通して大口の海外機関投資家需要を事前に聞くソフト・ヒアリングという慣行がある。このことは、投資家需要の推計に使われるので、仕組みとしてはあっても良いのだろうが、問題は、主幹事証券⇒海外引受業者⇒海外機関投資家と未公開の公募増資情報が拡散する中で、誰が情報管理を責任をもって行うかだ。なお現在は、このソフトヒアリングについて、国内証券においては情報管理の視点から自粛されている。

また、国内需要に関しても、公募増資案件数そのものが減少していることと、証券会社の営業部店における株式投資ニーズが小さくなり、需要調査を行い難い環境が続いている。

二番目は、現在の公募増資の勧誘行為は目論見書の

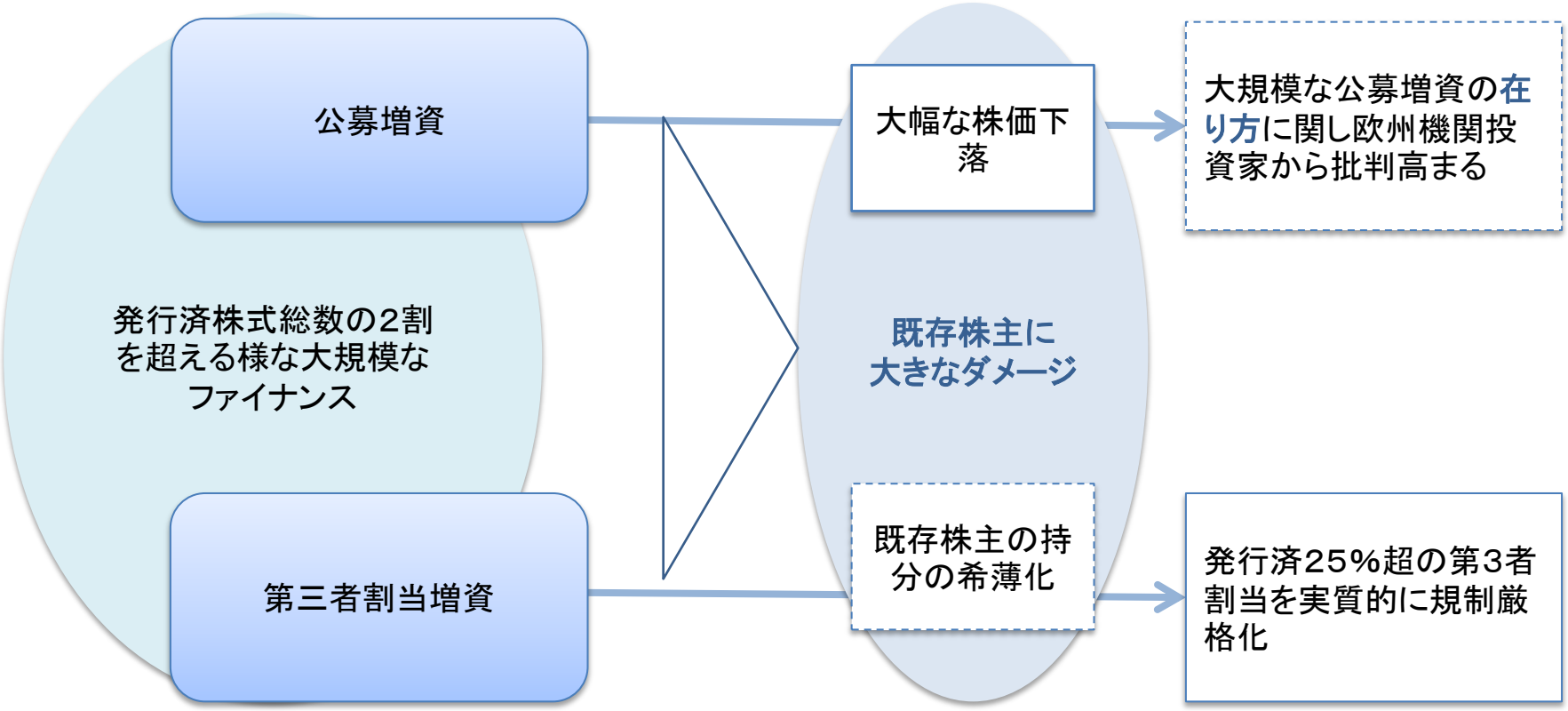
範囲で行われるが、この目論見書には事実とリスク情報・発行する証券の内容しか記載出来ない。例えば、調達した資金がどの様に使われ、それがどう利益を上げる可能性があるかなど、公募ファイナンスを引き受ける証券会社は、発行企業に対して調査を行い引受判断をするが、この情報は公表できない。

現在、発行企業が可能な情報提供としては、ファイナンス以前に中期経営計画や経営方針のディスクロージャーを充実させ、ファイナンス後はIR活動を通じて事業戦略を投資家に理解してもらうことに限られる。

三番目は、金融危機後の公募増資に関して件数は少ないものの大規模化している為、既存株主が受ける希薄化によるダメージが大きくなっている。よって、ファイナンス情報が市場で推測されたりすると、その効果より希薄化のイメージが先行して、売り材料となり易い。

以上の発行市場の問題のうち、特に三番目の既存株主の希薄化に対する効果を期待されて、ライツ・オファリングの制度が整備されつつある。ただし、超高速化取引などIT化による取引機能の進化が続く流通市場に比べ、取引所や引受証券会社のルール・法令で成り立っている発行市場の方は、少し制度的疲労を起こしている可能性もあり、増資インサイダー問題を契機に、抜本的な見直しが必要かも知れない。

ライツ・オファリングが必要とされる背景



ライツ・オファリングの仕組みと機能整備

ライツ・オファリングは、欧州やアジアの一部で金融機関などが大規模な資本調達を行う際などに利用されるファイナンス・スキームとして定着している。
日本に於いても銀行などの大型ファイナンスで検討されていたが、最初の案件はタカラレーベン（8897）が2010年3月5日に公表、同年5月末にかけて実施した。

その概要は、次の様なものだ。
・1株につき、1ライツ（新株予約権）を発行
・ライツの内容は、1株300円で新株を買う権利（直前株価559円）
・ライツは、同年3月末に株主に割当てられて、4月月初から東証に上場され、同年5月24日まで売買
・ライツの払込は1584万（95．7%）ライツで実行され、タカラレーベンは47．5億円を調達

ライツ・オファリングの基本的な仕組みは、新株予約権（ライツ）を株主に無償で割り当てることから始まる。この部分までについては、株主割当増資と全く同じ仕組みとなっている。ただし、株主割当増資と大きく異なるのが、株主に割り当てられてライツが取引所に上場され、そのライツを売買することが可能となる点だ。

その基本的な仕組みについては、次頁の図に示した。

ライツ・オファリングの場合、既存株主にとって、持分が希薄化するのに対してこの新株予約権の価値によって補うことが可能となるが、株主割当では、新株に払い込まなければ、発行株数の増加による希薄化の影響を受けるだけとなる。
ライツ・オファリングは、取引所において株主に無償で割り当てられた新株予約権(ライツ）の上場制度が整ったことで、初めて可能となったが、タカラレーベンが実施した時点では、次の様な問題点も確認され、その後の平成23年度金商法改正において対策が示されている。

【株主や投資家への目論見書の配布問題】
ライツの行使の為には、株主や投資家に目論見書を配布する義務があったが、株主数が多かったりするとそのコスト負担が大きくなる。また、ライツの発行から行使までの間、株価に影響のありそうな情報開示（重要事実）があった場合、その都度、その内容を取り込んだ訂正目論見書を配布

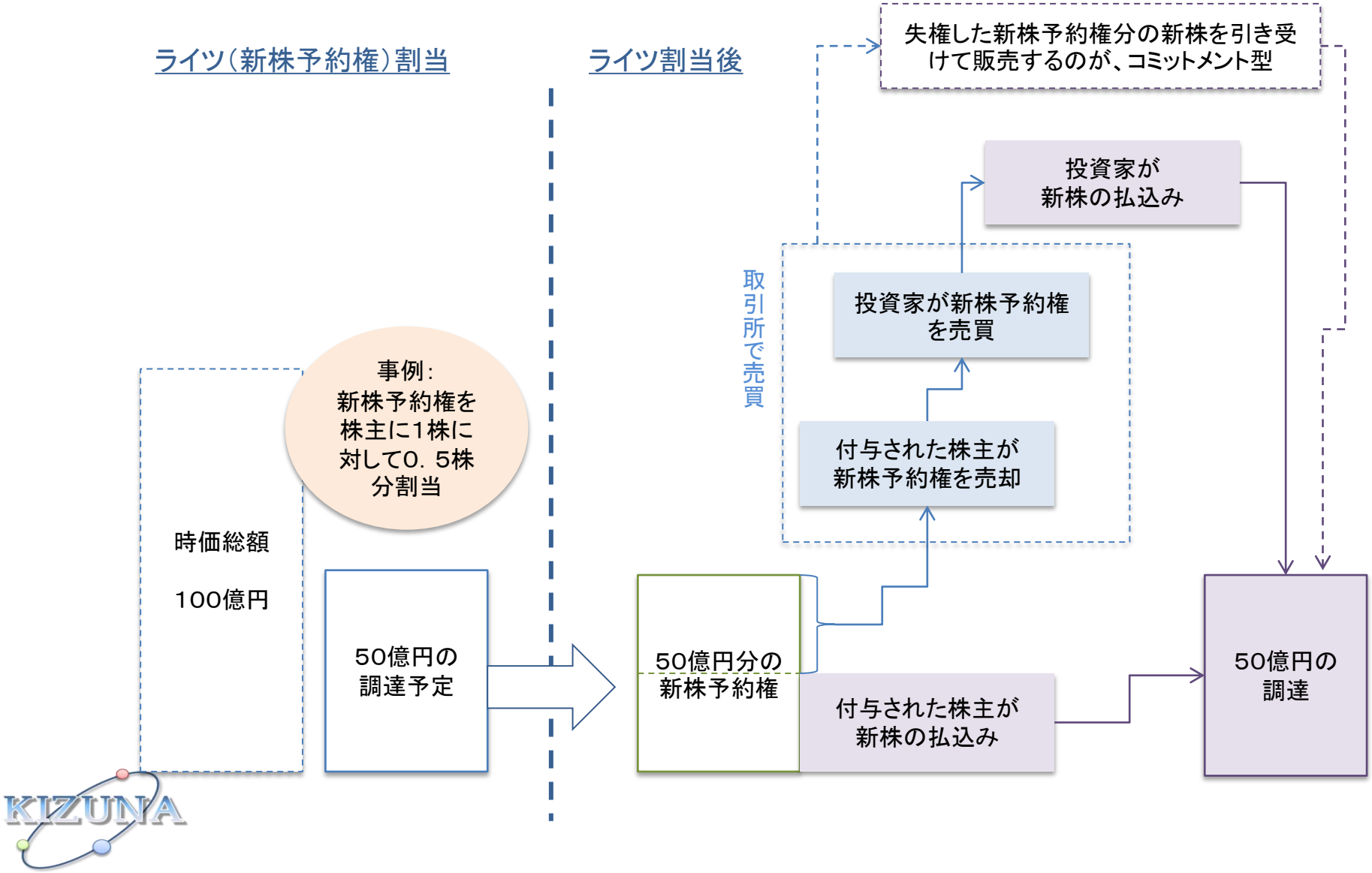
する必要もあった。
この目論見書対策として、日刊新聞紙上にEDINETのウェブページのアドレス（内容の分かる有価証券届出書の所在）などを示めせば、目論見書の作成及び交付が免除される。

【企業が目指す資金調達を行うのをサポートするコミットメント型の態勢整備】
　ライツを行使するのを自然体で市場の需給関係や投資家・株主の意思に委ねるというのも、資本調達に対する発行企業の考え方だろう。しかし、必要資金を調達したいという場合、未行使部分のライツを発行企業が回収し、その分の新株を証券会社に販売してもらうのがコミットメント型ライツ・オファリングである。証券会社によるこの行為の定義付けや、ライツの行使勧誘などについて法令上明確化されたことで、コミットメント型への態勢整備も整っている。

【公開買付規制や大量保有報告書規制の対応整理】ライツの売買や権利行使に関する扱いが整理された。例えば、コミットメント型で引き受ける証券会社が規制適用免除となるライツの保有日数（60日以内）を定め、また規制の適用も割当時ではなく行使時としている。
なお、以上の対応は本年4月より法令が施行されている。

　また、平成23年度税制改正においてもライツの売買・行使に関して、証券会社における特定口座が利用できるようになっており、個人株主のライツ対応が税制上整備されている。

ライツ・オファリングの仕組み



株主にとって、発行会社にとって、そして証券会社にとって

株式市場を構成する其々の立場から、ファイナンス・スキームの一つとしてライツ・オファリングを見直してみると、次のような変化や効果が期待できる。

【株主にとって】

現状の公募増資は、株主にとって短期的株価下落を想定させる場合が多いので、増資公表後、反射的に売却するか、短期的下落を覚悟しながら将来の企業価値増大に期待してそのまま保有するのが主な対応策になる。勿論、公募株を買うという選択肢もあるが、引受証券が少数に絞られる現状では、あまり一般的な株主の選択にはならないようだ。この点、ライツ・オファリングであれば、株主にとって以下の様に基本的選択肢が4つに増える。

①ライツを受取り、権利行使をして新株を取得する。
②保有するライツに加え、新たに市場からライツを買い増して新株を多く取得する。
③受け取ったライツを売却し、権利落ちした株式のみ保有し続ける。
④ライツを受取る前に、保有株式を売却する。

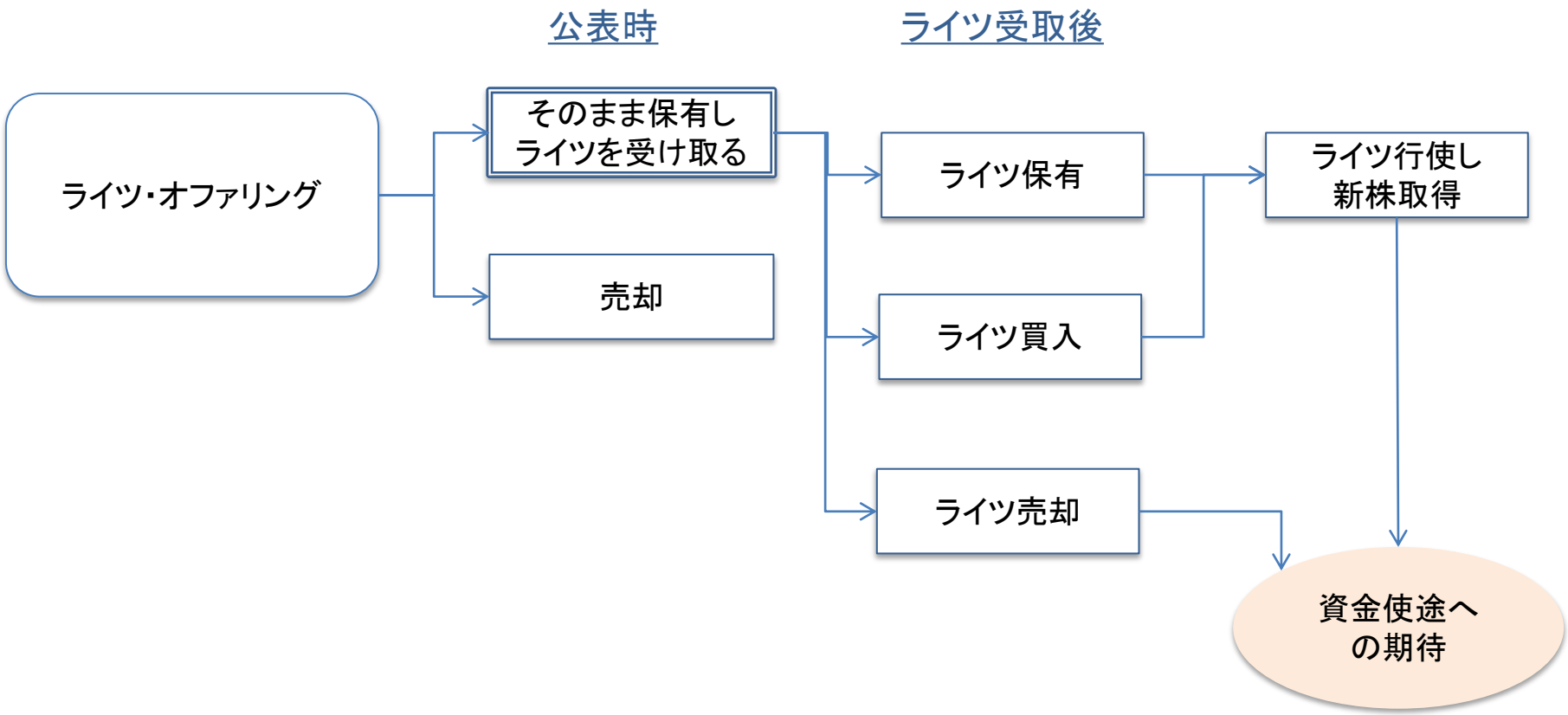
【発行会社にとって】

上場企業が構造的な変化を遂げようとする時、それを支えるリスクマネーが大量に必要となる場合が多い。その際、大規模なファイナンスが行われるが、2009年・2010年の大きく希薄化を招くような公募増資に関して、株主の了承もなく実行されることに対する内外投資家の反発は強い。また、発行済みの25%以上の第三者割当増資に関しても、既存株主の希薄化を防ぐ目的で実質的に規制されている。ライツ・オファリングは、大規模ファイナンスにおける既存株主への希薄化対応策としても期待されている。

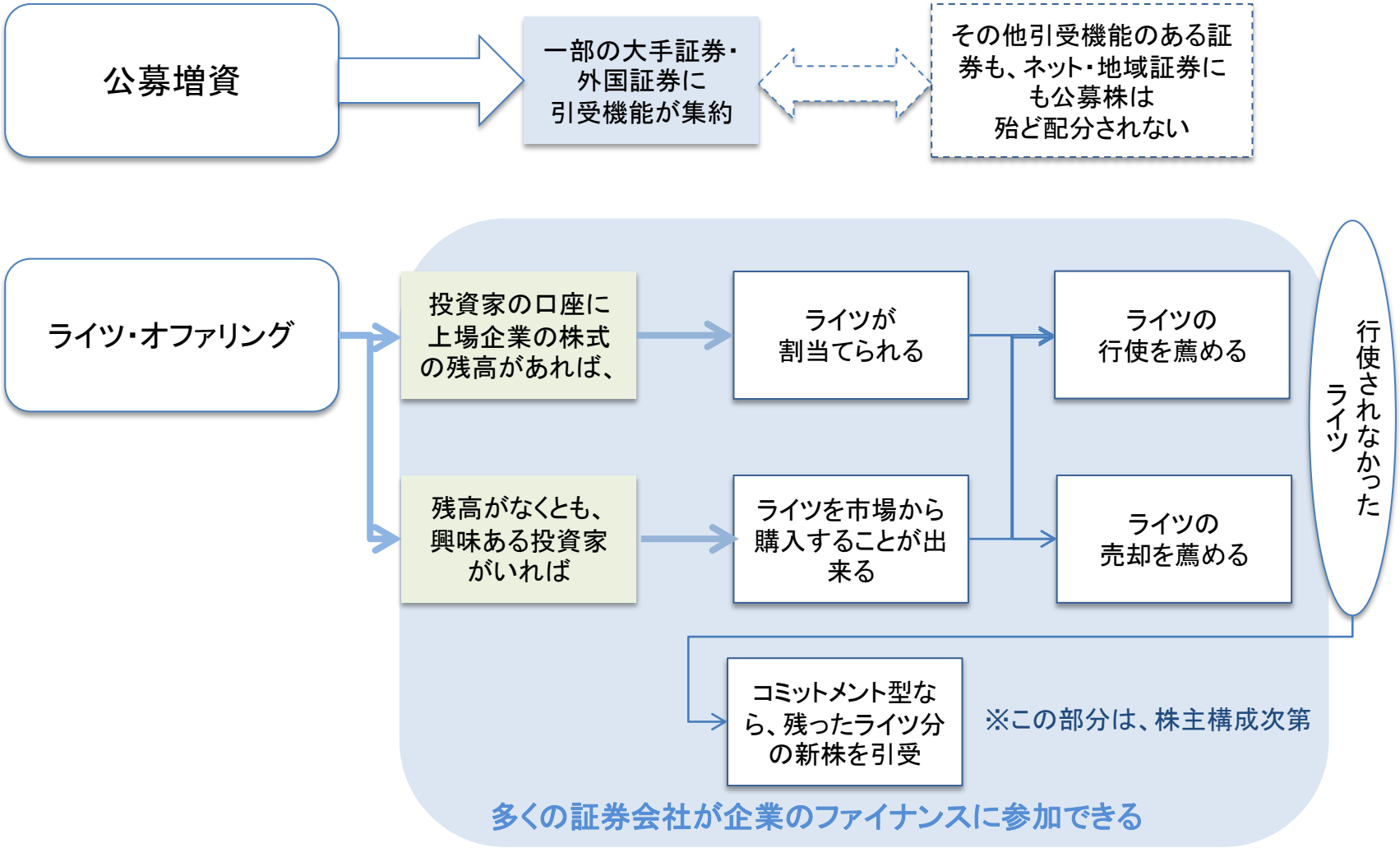
【証券会社にとって】

多くの証券会社にとって、実際の公募増資に参加することは極端に少なくなっている。故に、公募増資情報は売り材料として取り扱われやすいが、下図の様にライツ・オファリングであれば、多くの証券会社が参加することも可能となる。ライツの売買、ライツの権利行使、ライツを通じて新株の募集と関与する部分が多く、これに伴う勧誘行為も派生してくるだろう。ただし、現状ではこれらのフィー体系が確定していないので、今後の整備が待たれる。

株主の選択肢


公表時
ライツ受取後
ライツ・オファリング
そのまま保有し
ライツを受け取る
売却
ライツ保有
ライツ買入
ライツ売却
ライツ行使し
新株取得
資金使途へ
の期待

証券会社にとってのライツ・オファリング



ライツ・オファリングが定着する為に必要なこと

ライツ・オファリングは、日本の発行市場にとって重要な機能整備となるだろうが、本年４月に関連法制度の改正が施行されたと言え、現行の仕組みではその定着までに時間がかかりそうだ。
そのファイナンス・スキームとしての定着の為に、次の事が必要と考えられる。

〇ライツ・オファリングに関する証券会社の行使勧誘行為等の整理

それまでは明確に規定されていなかったが、この４月から施行されている関連法令では、ライツの行使勧誘について、虚偽告知の禁止• 断定的判断の提供の禁止の行為規制が明確化された。また、証券業協会においても、顧客へのライツ・オファリングに対する情報提供のあり方が検討され始めた。ただし、現状では証券会社の店頭における行使勧誘に関して、整理されている証券会社は少ないようだ。

〇ライツ・オファリングの期間短縮への取組み

現行では、発行決議を行ってから新株の払込開始まで約2ヵ月、その終了までに更に2週間程度で、終了までに少なくとも2ヵ月半以上の日数が必要だ。投資家にとっては、ファイアンス効果を熟考することも出来るが、発行企業にとってはその間ファイナンスが市場リスク・開示リスクに晒される訳で、可能な限り短期化する要望がある。現行の会社法での資本調達関係の日程、金融商品取引法上の開示日程、株主名簿確定に関する作業日程、それぞれの短縮が求められている。

〇ライツ・オファリングでのノンコミットメント型とコミットメント型に対する利用目的の明確化

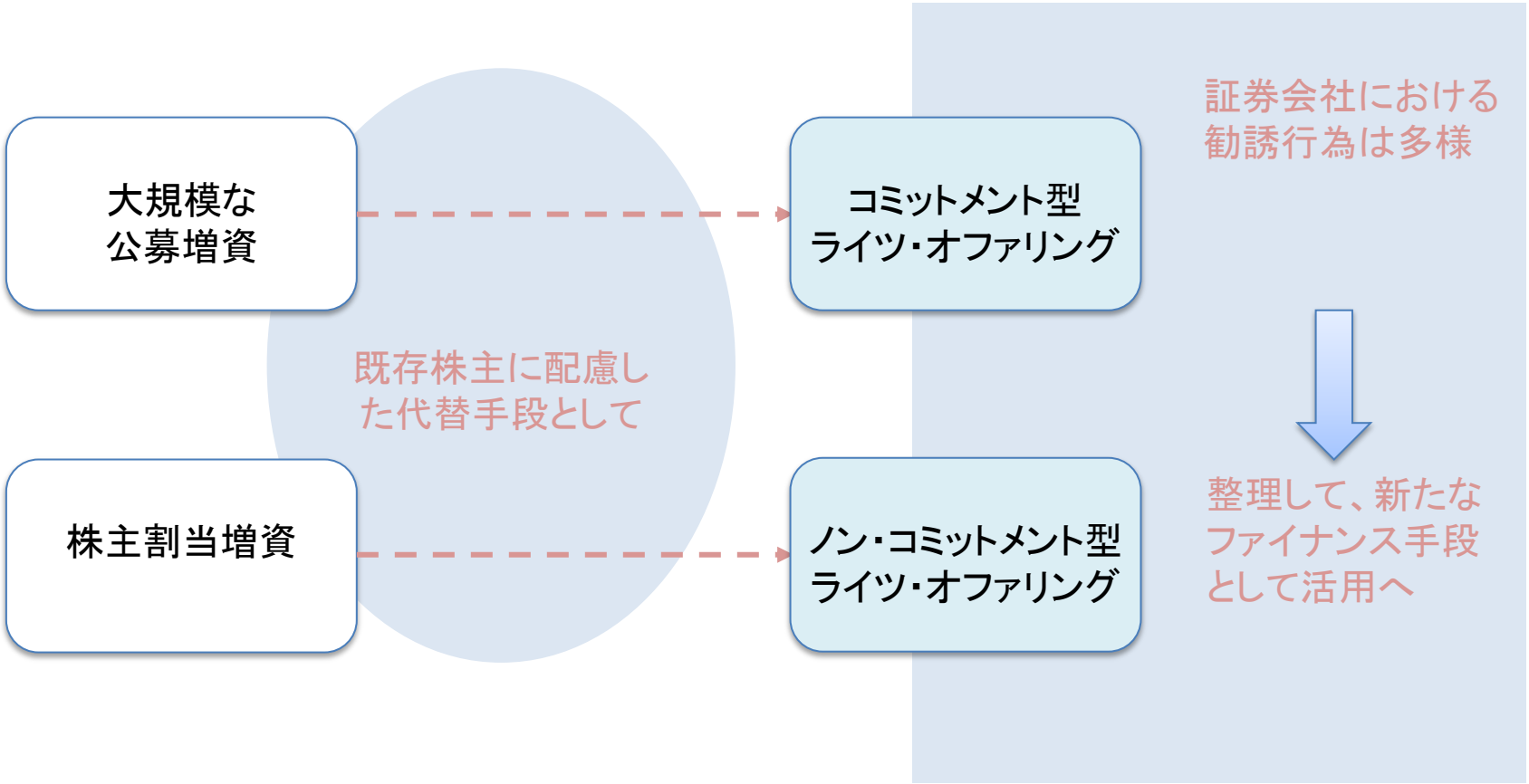
コミットメント型は、大規模な公募増資の代替手段として検討されているので、その目的も第一に定まった金額の資本調達という事になる。一方、ノンコミットメント型は株主や投資家の需要がある分だけ新株を発行する市場需要マッチ型のファンナンス・スキームといえる。この使い分けを証券会社が顧客企業に示していく事も重要だ。

以上の3つの他に、ライツが株主に自動的に割り振られる為、米国法への対応が必要な場合（米国株主が１０％以上の場合）もあるが内容は省略する。

いずれにせよ、制度的な疲労が目立つ日本に発行市場において、ライツ・オファリングを使い込みながら改善して

いく事が肝要で、10月1日には2番目となるノンコミットメント型ライツ・オファリングをエー・ディー・ワークス（3250）が発行決議している。
今後のライツ・オファリング利用拡大に期待したい。

今後の取組みへ


大規模な
公募増資
株主割当増資
既存株主に配慮し
た代替手段として
コミットメント型
ライツ・オファリング
ノン・コミットメント型
ライツ・オファリング
証券会社における
勧誘行為は多様
整理して、新たな
ファイナンス手段
として活用へ