

我が国のライツ・オフアリングの現状

外島健嗣

1. はじめに
2. ライツ・オフアリングの現状
3. 近年のライツ・オフアリング実施企業の現状
4. 結びに代えて

1. はじめに

本稿は、企業の株式発行による資金調達方法のうち、新株予約権を利用した資金調達方法であるライツ・オフアリングの現状を考察したものである。コミットメント型ライツ・オフアリングの場合、当初の想定に近い金額を資金調達できる可能性が高いが、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングは新株予約権の行使がどの程度なされるかは行使期間の満了日までわからないことから、コミットメント型や公募増資や第三者割当増資に比べ資金調達の不確実性が高いという問題がある。しかし我が国のライツ・オフアリングを実施する企業は、ノンコミットメント型を選択する企業が圧倒的に多いのが現状である。

そこで、我が国のライツ・オフアリングの現状や近年のライツ・オフアリング実施企業を考察し、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングの企業の問題に関する整理を行う。最後に、資金調達手段としてのノンコミットメント型ライツ・オフアリングに対しての提言を行う。

2. ライツ・オフアリングの現状

新株予約権を利用した資金調達方法であるライツ・オフアリング (Rights Offering) 又はライツ・イシュー (Rights Issue) とも呼ばれる株主割当増資の一種は、会社法 277 条に基づく株主に対する新株予約権の無償割り当てを利用した資金調達方法である。従来の株主割当増資との違いは、既存株主に対して発行される新株予約権が、証券取引所に上場されて売買が可能であるという点である。よって、新株予約権の付与を受けた株主は、それを行って新株式を購入することもできるし、証券市場で新株予約権を売却することもできる。

株式を発行する資金調達方法には、株主割当増資、公募増資、第三者割当増資がある。公募増資や第三者割当では、増資により既存株主にとっての希釈化の影響がある一方で、株主割当増資は、増資により既存株主の希釈化の影響を受けにくい点がメリットである。しかし、

利用の大半は公募増資や第三者割当増資で、株主割当増資はほとんど利用されていないのが現状である。

図表1 ライツ・オフアリングと公募増資および第三者割当増資との比較

	ライツ・オフアリング	公募増資	第三者割当増資
対象となる投資家	既存株主	一般の投資家	特定の投資家
既存株主にとっての希釈化の影響	影響を受けにくい	影響あり	影響あり
資金調達規模	大規模な資金調達が容易になる可能性あり	市場の吸収力により一定の限界あり	大規模な第三者割当増資に対する規制あり
ローンチ後の所要期間	新株予約権の行使期間満了まで 2.5 ヶ月程度 (平成 26 年度会社法改正の施行後は 1.5 ヶ月程度)	1 ヶ月程度 (グリーンシュエーションに係る第三者割当てを除く)	2 週間から 1 ヶ月程度

(出所) 太田洋・山本憲光・紫原博子編集代表『新株予約権ハンドブック』商事法務、2022年、p528

多種多様な資金調達方法があれば、証券市場が活性化するというメリットがあるだけでなく、企業にとっても必要な資金を調達しやすくなるというメリットがある。そこで、長年にわたり利用が皆無である株主割当増資の利用を促すことを期待して、新たに株主割当増資の一種としてライツ・オフアリングが 2010 年に誕生したのである。

ライツ・オフアリングの種類を大別すると、コミットメント型とノンコミットメント型の種類がある。コミットメント型は権利行使期間中に行使されなかった新株予約権に関して、引受証券会社が権利を行使する契約を締結したもの、つまり発行会社の資金調達額をコミットするもので、そのような契約を締結しないものがノンコミットメント型である。

我が国で最初にライツ・オフアリングにより資金調達が実施されたのは、2010 年 4 月 1 日上場のタカラレーベンで、ノンコミットメント型であった。その後、2023 年末まで計 38 件がライツ・オフアリングにより資金調達が行われたが、コミットメント型は 3 件、一部コミットメント型が 3 件、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングが 32 件であった。

コミットメント型ライツ・オフアリングは最終的に 100%資金調達可能であるが、投資家による権利の行使率も非常に高い。2023 年末までに実施された 3 件のコミットメント型は全て 96%以上の権利行使が行われており、3 件の権利の行使率平均は 97.5%となり、予定通りの資金調達が実施できていることがわかる。

図表2 コミットメント型ライツ・オフアリングの行使率

	上場日	発行会社	行使率
1	2013.4.24	アイ・アールジャパン	98.3
2	2013.10.28	ADワークス(2回)	96.7
3	2013.12.9	日医工	97.6
		平均	97.5

一部コミットメント型ライツ・オフアリングは、当初の想定通りの資金を調達はできないものの、権利行使期間において行使されなかった新株予約権を発行会社が「1円又は0円で取得」するので、権利の行使率は最終的には100%となる。権利行使期間中に行使される新株予約権の行使率も高く、2023年未までに実施された3件は全て90%を超えており、平均93.8%となっており、コミットメント型ライツ・オフアリングの行使率平均97.5%に比べやや低下するが遜色はない。

図表3 一部コミットメント型ライツ・オフアリングの行使率

	上場日	発行会社	行使率
1	2018.2.1	フューチャーズ	94.9
2	2018.10.1	サムティ	94.0
3	2023.7.3	テスホールディングス	92.4
		平均	93.8

コミットメント型と一部コミットメント型の違いは、米国人株主による新株予約権の行使が可能であるかどうかで、コミットメント型は可能であるが、一部コミットメント型は禁止されている等がある。

図表4 ライツ・オフアリングのタイプ別比較

	コミットメント型	一部コミットメント型	ノンコミットメント型
引受証券会社	未行使新株予約権の全部の譲受け・行使を合意	未行使新株予約権のうち、一定数量を上限とする譲受け・行使を合意	(未行使新株予約権は消滅)
会社法	新株予約権無償割当て	同左	同左
金融商品取引法	引受証券会社に大量保有報告及び公開買い付け規制の特例が適用	同左	—

	株主に大量保有報告の特例が適用 →行使時に算入	株主に大量保有報告の特例は不適用 →割当時に算入	同左
東証上場基準	コミットメント型の上場基準	ノンコミットメント型の上場基準 ①増資の合理性に係る評価 手続 2 経営成績及び財政状態に係る基準	

(出所) 船越輝「ライツ・オファリング再考」ANDERSON MORI&TOMOTSUNE、2019年8月、pp2-3 (一部改変)

ノンコミットメント型ライツ・オファリングは、想定していた資金調達ができない可能性が高いタイプである。2023年未までに実施された発行事例は32件ある。コミットメント型や一部コミットメント型同様、ライツ・オファリングの行使率を見てみる。

図表5 ノンコミットメント型ライツ・オファリングの行使率

	上場日	発行会社	行使率
1	2010.4.1	タカラレーベン	95.7
2	2012.10.17	ADワークス	92.8
3	2013.4.1	クレアHD	81.7
4	2013.5.1	フォンツHD (現レッド・プラネット・ジャパン)	98.3
5	2013.5.27	日本エスコン	98.2
6	2013.5.31	Jトラスト	86.0
7	2013.5.31	メガネスーパー	66.7
8	2013.6.17	シスウェーブHD (現SDLホールディングス)	93.6
9	2013.7.12	ガイアックス	82.1
10	2013.8.21	レカム	93.6
11	2013.9.19	T&Cホールディングス	79.9
12	2013.10.22	フォンツHD (現レッド・プラネット・ジャパン) (2回)	91.4
13	2013.12.9	SEホールディングス・アント・インキュベーション	93.6
14	2013.1.17	セーラー万年筆	74.6
15	2014.2.24	メガネスーパー (2回)	32.1
16	2014.2.26	インフォテリア	37.2
17	2014.3.5	アジアグロースキャピタル	86.7

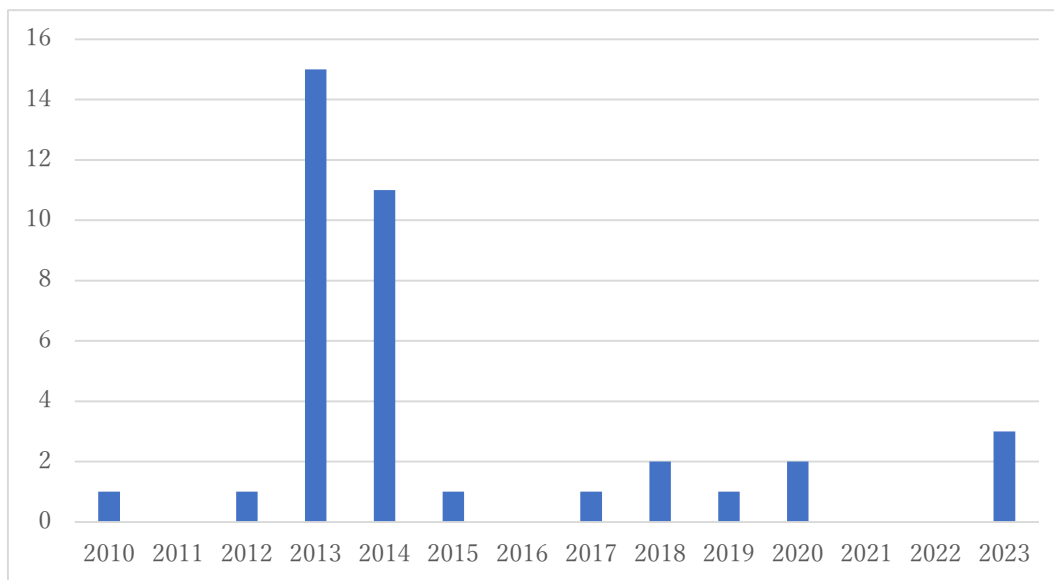
18	2014.3.24	リアルコム	86.9
19	2014.3.26	小僧寿し	67.6
20	2014.4.1	省電舎	25.7
21	2014.5.14	アルメディオ	83.2
22	2014.7.11	石山 GatewayHD	95.7
23	2014.8.1	アンジェス MG	65.2
24	2014.9.3	シーマ	66.5
25	2014.12.22	山喜	91.6
26	2015.2.13	サイバーステップ	77.2
27	2017.7.13	AD ワークス (3 回)	44.7
28	2019.7.11	AD ワークス (4 回)	12.2
29	2020.8.12	CAICA	76.0
30	2020.11.2	クシム	87.7
31	2023.4.11	地域新聞社	4.2
32	2023.7.27	ポエック	44.8
		平均	72.3
		最高	95.7
		最低	4.2

ノンコミットメント型の中には、コミットメント型や一部コミットメント型と遜色のない権利行使があった事例もあるが、権利の行使率の平均は 72.3%と大幅に低下する。権利の行使率 50%以下が 7 件 (21.9%) と、ノンコミットメント型実施件数の実に 20%強で当初予定の資金調達額の半分も資金調達できない状況になっている。しかも最も権利の行使率の低い 2023 年の地域新聞社に至っては 4.2%とかなり低くなっており、ライツ・オフアリングを実施した企業の資金調達計画が大幅に狂うことになっている。

3. 近年のライツ・オフアリング実施企業の現状

前述したように、ライツ・オフアリングは我が国では2010年に誕生したが、その後企業の資金調達手段として定着したわけではない。

図表6 ライツ・オフアリング実施件数



ライツ・オフアリングの知名度が向上したのは2013年で、翌2014年にかけて計26件の実施された時期である。しかし、2014年の東京証券取引所上場制度整備懇談会から公表された資料により、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングが主流である我が国ライツ・オフアリングの現状に関して、「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のと対照的である」¹という指摘が行われた。さらに、「ノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施した22件（20社）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」²との指摘もされ、「業績のすぐれない会社がノンコミットメント型ライツ・オフアリングを利用している傾向が明らかで・・・他の増資手段（公募増資、コミットメント型ライツ・オフアリング又は第三者割当増資）によって資金調達することができないことを自認しているものも散見される」³と厳しい指摘がなされている。そして、ノンコミットメント型ラ

¹ 東京証券取引所上場制度整備懇談会「我が国におけるライツ・オフアリングの定着に向けて」2014年7月25日、p3

² 同上、p3

³ 同上、p4

イツ・オフアリングに係る上場基準見直し提言や、証券会社による審査、株主の承認、一定の業績基準を要求する等の制度整備が2014年10月に実施された。その結果、ライツ・オフアリングの実施はほとんどなくなり、2018年には一部コミットメント型ライツ・オフアリングも誕生したものの、2015年から2020年までわずか7件となり、2021、2022年にはライツ・オフアリングの実施はついに0件となった。

2023年4月に約2年半ぶりにノンコミットメント型ライツ・オフアリングが地域新聞社により発行されたが、権利の行使率は4.2%と過去最低であった。権利行使等の条件面もあるが、業績が芳しくないのも要因である。地域新聞社の数年間の業績は、下記の通りである。

図表7 地域新聞社の業績推移

	売上高	営業利益	経常利益	純利益	1株益	1株配
20.8	3258	-292	-281	-332	-180.3	0
21.8	2788	-51	-50	-86	-46.6	0
22.8	2887	9	7	8	4.4	0
23.8	2926	-20	-47	-51	-24.4	0

(出所)『会社四季報』各号

この図表からもわかるように、ノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施した2023年4月時点で、前期の2022年8月期は辛うじて黒字であったものの、2020年8月期、2021年8月期と連続して純利益はもとより営業利益も赤字が続いていた。またノンコミットメント型ライツ・オフアリング実施年の2023年8月期も赤字に転落している。そのような企業は公募増資やコミットメント型ライツ・オフアリングといった資金調達方法の増資は利用できず、第三者割当増資の引受先がなければ株式による資金調達手段はノンコミットメント型ライツ・オフアリングしかなく、仕方がなくノンコミットメント型で実施したのであろう。

4. 結びに代えて

本稿は、我が国におけるライツ・オフアリングの現状について整理を行った。その中で、特に我が国でのライツ・オフアリングの中心になっているノンコミットメント型ライツ・オフアリングの現状を考察した。公募増資等が行えない業績不振の企業が、資金調達手段としてノンコミットメント型ライツ・オフアリングを利用するというあまりにも安易すぎる事例がいかに多いかを再認識させられた。業績不振に陥り、回復が困難になった企業の延命策としてライツ・オフアリングが利用されるというのは、投資家の信頼を失わせてしまうことになり、ひいては我が国の証券市場の信頼が低下することが懸念される。

株式市場を運営している東京証券取引所などの我が国の証券取引所は、業績不振が継続し、回復見込みが少ない企業の資金調達を安易に認めるべきではない。また可能であればそのような業績不振継続企業を証券取引所市場から撤退を促せるような制度作りをすべきである。投資家から信頼され、企業から利用勝手の良い市場には世界から多くの資金が集まり、活性化されることが期待される。

貯蓄から投資へというスローガンのもと新NISAをはじめとした様々な対策が講じられ、我が国の株式市場は一層の投資家層の拡大が進展しつつある。健全な投資先が、健全な方法で資金調達を行い、株式市場を発展させていくことが本来の施策である。

ライツ・オフアリング自体は、健全な資金調達手段であり、今後、多くの企業が資金調達手段として利用するのは望ましいことである。外島（2020）で考察したように、ライツ・オフアリングにより発行された新株予約権が投機の対象になり、マネーゲームのように売買が行われるのは決して健全ではない。ライツ・オフアリングはコミットメント型に限定し、一部コミットメント型は例外的に認めることにし、ノンコミットメント型は禁止することが望ましい。投資家保護の観点からも、東京証券取引所などには検討を促したい。

ライツ・オフアリング、中でもノンコミットメント型ライツ・オフアリングを実施した企業が、今後、どのような手段で資金調達を行っていくかを今後の課題とした。加えて、そのような企業が東京証券取引所により要請されている「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」にどのように回答し、どう対応していくのか分析することも併せて今後も課題としたい。

参考文献

大崎貞和「日本におけるライツ・オフアリング事例の考察」『金融財政事情』 7月22日号、2013年

太田洋・有吉尚哉「ライツ・オフアリングの最新動向」『商事法務』No2045、10月5日号、2014年

太田洋・山本憲光・柴田寛子編集代表『新株予約権ハンドブック 第5版』商事法務、2022年

川島亮太郎・福田充男「ライツ・オフアリングと株式市場の反応」『京都産業大学論集 社会科学系列』第36号、2019年、pp103-125

川村一博「日本におけるライツ・オフアリング」『金融財政事情』11月11日号、2013年、pp10-14

鈴木克昌・峯岸健太郎・石井恵梨子・田井中克之・宮田俊・西尾賢司・石橋誠之『詳細 ライツ・オフアリング』中央経済社、2012年

鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』中央経済社、2017年

外島健嗣「ライツ・オフアリンツに関する一考察」『国際研究論叢』33(3)、大阪国際大学、2020年、pp33-34

東京証券取引所上場制度整備懇談会「我が国におけるライツ・オフアリングの定着に向けて」日本取引所グループHP、2014年7月25日

(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004uhd-att/b7gje6000004qcyj.pdf> 最終閲覧日：2024年1月31日)

日本証券経済研究所金融商品取引法研究科『ライツ・オフアリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題』金融商品取引法研究会研究記録第34号、2011年11月

ブルータル・コンサルティング編『新株予約権等・種類株式の発行戦略と評価』中央経済社、2020年

細谷佳津年『ライツ・オフアリング メソッド』日経BP社、2019年

森・濱田松本法律事務所キャピタル・マーケット・プラクティスグループ編著『エクイティ・ファイナンスの理論と実務〔第3版〕』商事法務、2022年

森・濱田松本法律事務所編 安部健介『新株予約権・社債(第3版)』中央経済社、2021年

山下章太『金融マンのためのエクイティ・ファイナンス講座 第2版』中央経済社、2022年

横田裕「公募増資を巡る課題と対応—日本証券業協会の取り組み—」日本取引所グループHP、2014年

(https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001663v-att/20141128_1.pdf 最終閲覧日：2024年1月31日)

横山淳「ライツ・イシューに関する東証規則改正」大和総研、2009年12月29日

横山淳「ライツ・オフアリングの見直し」大和総研、2014年9月8日