

## 関心高まるライツ・イシュー

上場会社の大型増資が相次ぐ中、新株予約権を既存株主に無償で割り当てるライツ・イシューに対する関心が高まっている。資金調達手法の多様化自体は歓迎すべきことだが、ライツ・イシューが絶対的に優れた手法とは言えず、悪用される危険もある。

### 日本でも実施可能に

最近、株式市場で、「ライツ・イシュー」が関心を集めている。これは、上場会社が、既存の株主に対して、時価よりも低い価格で株式を購入できる新株予約権（ライツ）を無償で割り当てるといった増資手法である。

ライツ・イシューは、1960年代までは日本企業による増資手法の主流だった株主割当増資の変形だが、割り当てられたライツを市場で売却できる点が異なる。発行会社側は、失権株の数を少なく抑えられ、株主側は、払い込みに応じなくても、ライツの売却で、理論的にはオプション価値相当の資金回収が可能である。

ライツ・イシューは、会社法が既存株主による優先的新株引受権を保障するイギリスを始め、ヨーロッパ諸国では一般的な増資手法である。一方、日本では、1970年代以降、時価での公募（募集）が一般化したほか、戦略的提携先などに株式を割り当てる第三者割当増資が広く行われており、ライツ・イシューは例がない。

従来、東京証券取引所（東証）の上場基準がライツ・イシューの障害になるとの指摘があった。予約権1個が株式1株に相当する場合しか、新株予約権の上場が認められなかったからだ。これでは倍額増資など非常に規模の大きい増資にしか使えない。しかし、2009年末の上場基準改正で、予約権1個で株式0.2株といった端数の生じる場合でも予約権の上場が認められることになった。

他方、法令の定める情報開示規制が原因で、払い込みまでに時間を要するという問題点もあるが、当局は制度見直しに前向きだとされる。日本でも上場会社によるライツ・イシュー実現の可能性が高まっている。

### なぜ今ライツなのか

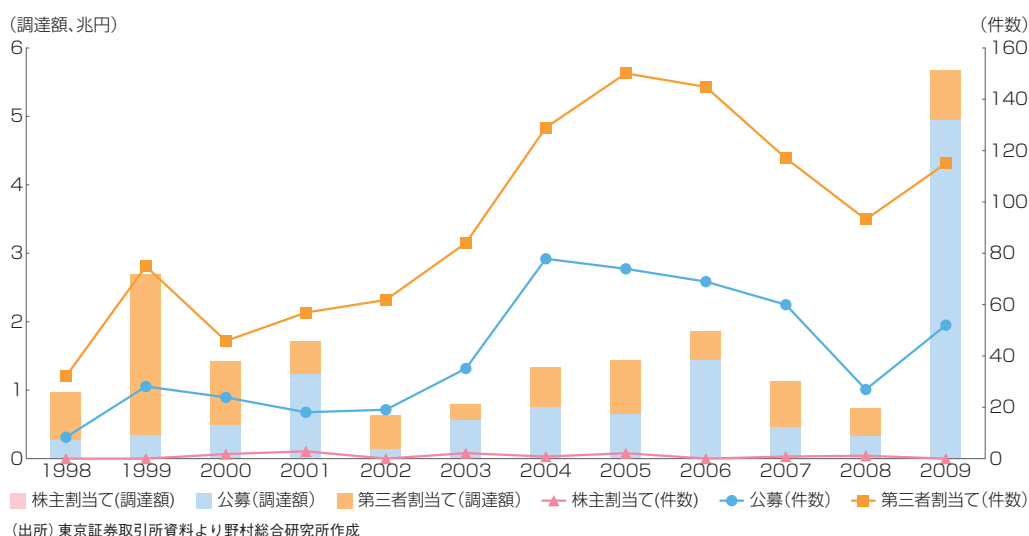
ライツ・イシューが注目されるのは、近年の日本の上場会社による増資手法が、既存株主の利益を軽視しているとの批判が絶えないためである。

例えば、取締役会決議による大規模な第三者割当増資で、株主の関与なしに経営支配権が異動したり、議決権が大幅に希釈化するという事例も多い。こうした株主の利益を損ないかねない第三者割当増資に対しては、2009年8月の東証の規則改正で、株主の納得性を高める措置を講じることが求められるなど、規制の強化が図られたが、取引所の規制対象ではない公募増資をめぐっても、既存株主の権利を希釈化すると批判が根強い。

2009年には、世界的な金融危機を受けた自己資本比率規制強化に備えるべく、大手金融機関が相次いで巨額の増資を行った。また、不況の中で新たな事業資金の確保を狙う大手メーカーも資金調達を積極化した。このため、公募増資による資金調達額は記録的な水準に達し（図表参照）、増資による需給の悪化が株価を押し下げているといった見方が強まることになった。

これに対してライツ・イシューであれば、権利の希釈化を嫌う株主は払い込みに応じれば良いので、大規模な増資を行う場合でも既存株主の理解を得やすいとの意見がある。英国など海外の機関投資家にもなじみのある増資手法という点も、ライツ・イシューが注目される理由の一つとなっている。

図表 東証上場会社による増資件数と調達額の推移



## 真の鍵は成長戦略

もっとも、ライツ・イシューが、既存株主にとって、公募や第三者割当増資よりも絶対的に優れた増資の方法だというような理解は誤りである。

ライツ・イシューでなく公募増資でも、既存株主は、公募に応じるなり市場で買い増すなりして、持株比率の希釈化を避けられる。ライツ・イシューは時価より低い価格で株式を取得できて有利だという誤解もあるが、時価を下回る新株発行は株価を下落させるので、既存株主が発行決議時点の時価と発行価額の差額を享受するわけではない。また、大規模な調達を行えば少なくとも一時的には株価が下がるのはライツ・イシューでも同じことだろう。

逆に、ライツ・イシューが悪用される懸念もある。予約権の行使には現金が必要であり、零細な個人株主の行

使率はかなり低くなるだろう。それを見越して、予約権に取得条項を付しておき、発行会社が、取得した未行使の予約権を投資ファンドなどに一括売却すれば、会社法の有利発行規制や東証の第三者割当増資規制を潜脱するような資金調達も可能になりかねない。

増資によって一株当たりの利益が短期的に希釈化するのは当然で、それを過度に問題視したのでは、株式発行による資金調達は不可能になってしまう。増資を市場に好感してもらうための真の鍵は、増資の手法ではなく、資金調達を企業価値の向上に結びつけることだ。中長期的な成長戦略を株主に示せれば、公募でも第三者割当増資でも理解は得られるはずである。



## Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

研究開発センター  
主席研究員  
専門は証券市場論  
focus@nri.co.jp