

CFOが注目する ライツ・イシュー



谷山邦彦

デロイト・トーマツFAS株式会社
バリュエーション ディレクター

最近、既存株主への配慮という観点から、既存株主の持ち株数に応じて、新株予約権を無償で与え、新株を発行する方法であるライツ・イシュー（株主割当増資）が注目を集めており、CFOとしても、今後、検討に値する有効な資金調達手段となりつつある。

1 ライツ・イシューについて

ライツ・イシューに関して、東証は、昨年一二月三〇日に有価証券上場規程を一部改正し、新株予約権に関する緩和策として、「新株予約権一

いう資金調達手法である。したがって、ライツ・イシューは、既存株主に対して無償で「新株予約権」を割り当てるという点で、公募増資や第三者割当増資の場合と比較して既存株主が権利行使をすれば、持ち株比率は変わらないことになる。もともと、行使すれば、もちろん、増資分を振り込む必要がある。一方、権利行使せず新株予約権を第三者に売却することも可能である。

2 ライツ・イシューの メリット・デメリット

CFOとしては、投資家、発行体それぞれの立場からライツ・イシューのメリット、デメリットを検討する必要がある（表1、2参照）。

3 ライツ・イシューの スケジュール

欧米でのライツ・イシューに伴う新株予約権の満期までの期間は短く、通常、数週間程度である。なお、ライツ・イシュー全体の流れとしては、たとえば、発行企業A社の取締役会がライツ・イシューの決議を行

い、公表したと想定しよう（ライツ・イシューの公表日）。これに伴い、ライツ・イシューの権利が与えられる株主が確定され（株主確定日）、その数日前が権利落ち日として決定される。次に、発行会社が新株予約権を上場し、（新株予約権上場日）新株予約権が株主に送付される（新株予約権送付日）。その後、新株予約権の交付を受けた株主は新株予約権を最終権利行使日までに増資を引き受けるか、新株予約権を売却するか数週間程度で検討することになる。こうしたプロセスを経て、最終的に株式が発行される（株式発行日）。（図1参照）

4 今後のバリュエーション 上の実務課題

二〇一〇年三月、（株）タカラレーベンはノン・コミットコメント型のライツ・イシューとして、新株予約権の無償割当を発表している。

ライツ・イシューのバリュエーションでは、理論上の株価がライツ・イシュー権利期間中には権利付き価格で取引され、ライツ・イシュー権利落ち期間中には権利落ち価格で取引さ

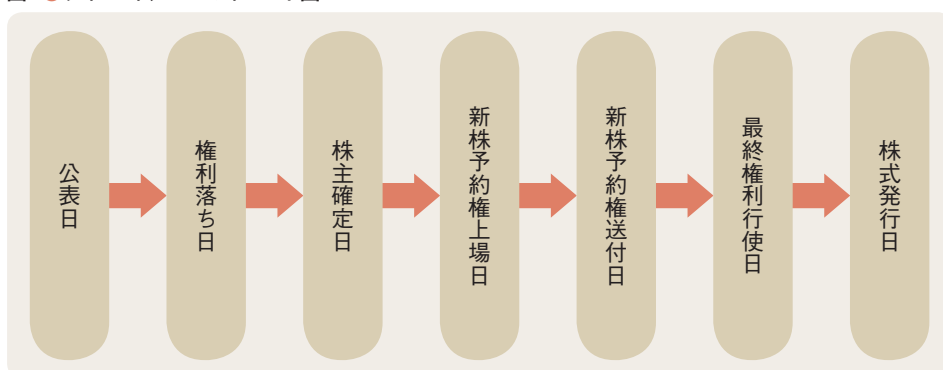
表1 ●投資家の観点からのメリット、デメリット

メリット	デメリット
既存株主が権利行使すれば、持ち株比率は変わらず、希薄化を抑制することが可能。	新株予約権の行使には現金が必要となり、零細な少数株主にとってはその負担が重くなる。
割り当てられた新株予約権を市場で売却できるので、株主側は払い込みの権利を行使しなくても、新株予約権の売却でいくらかの資金回収が可能となる。	株価が権利行使価格である払込価額（発行価格）を下回る場合には新株予約権の売却はできない。
株主は選択権を持つので、投資家の自由度が高まる。	

表2 ●発行体の観点からのメリット、デメリット

メリット	デメリット
最初から発行価格が決まっているため、公募増資のように、価格決定日に向けた思惑的な売買などが生じにくい。	複数の大株主が応じないとファイナンスがむずかしい。
株主が新株予約権を第三者に売却できるため、発行会社側にとっては、失権株の数を少なく抑えることができる。	売却可能であるものの、未行使で残った新株予約権を買い取ってもらえるかどうかの不確実性は残る。
一定の期日に発行会社が未行使の新株予約権を取得できる取得条項を付しておき、証券会社などが会社の取得した未行使の新株予約権を譲り受け、その全てを行使するというスキームにすれば、予定通りの資金調達が可能となる。	ただし、左記のような取得条項付き新株予約権を発行した場合であっても、新株予約権の行使に必要な現金を支払いたくない零細な少数株主を対象に、特定の投資ファンドに会社が取得した未行使の新株予約権を一括売却するようなスキームであるなら、東証の第三者割当増資規制を潜脱するような資金調達となる可能性もある。
発行体の株式の株式流動性（売買高回転率）が低くても、新株予約権を既存株主に割り当てられるため、流動性の低い発行体でも資金調達の機会が与えられる。	投資家に新株予約権を行使するかどうかを判断するまで一定の期間が必要であり、発行体が届出書を提出してから、実際に新株発行を行うまでに時間がかかり、株価変動のリスクにさらされる可能性がある。
より取引しやすいような株価水準に引き下げたいというニーズに答えることができる。	

図1 ●ライツ・イシューのイベント図



れることが前提となるが、現実にはどのように市場が受け入れていくかということが課題として挙げられる。たとえば、タカラレーベンケースではライツ・イシュー期間中に株価の急落が起きている。

また、価格が変動するため、株価が発行価格を下回る可能性も想定さ

れる。この場合、既存株主は行使をしないので、ライツ・イシューが失敗する可能性が高い。残額引受けの取り決めに事前に発行会社と証券会社との間で検討するような別途手当や発行企業は権利行使価格である発行価格を一段と下げる検討をすることが想定される。

しかし、発行企業は権利行使価格である発行価格を安易に下げることだけではなく、既存株主に対して、資金調達を正当化する株主価値向上の具体的な施策を明確に提示し、株主に十分納得してもらい、新株予約権が未行使とならないようにするのが本来であろう。

■参考文献
 谷山邦彦著「発行価格の設定が成否のキーに？ライツ・イシューの価値算定」旬刊経理情報（中央経済社、二〇一〇年四月一〇日号）
 谷山邦彦著「バリュエーションの理論と応用」（中央経済社、二〇一〇年三月発行）