

ライツ・オフリングの事例研究と今後の展望

(2015年7月：SAMレポート No.2)

ライツ・オフリングとは

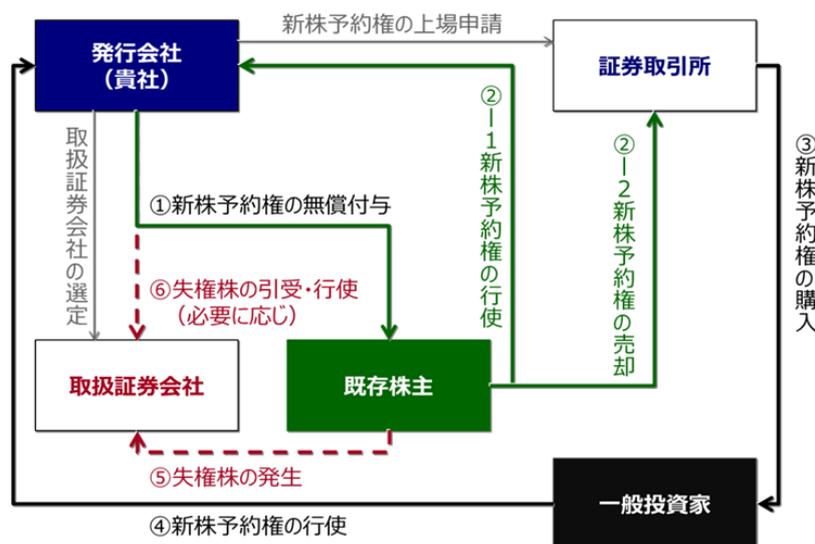
ライツ・オフリングは、株主割当増資の一形態。

通常の株主割当増資と異なる点は、株主に対し株式そのものではなく、一定の行使価格で株式を割当てられる権利（ライツ）を付与すること。この権利は通常2か月間証券取引所に上場され、市場を通じて売ることが可能となる。（図1②-2、③）

従って権利を割当てられた株主は、株主割当増資と同様に割当に応じるか応じないかの選択が可能であることに加え、割当てられた権利の市場を通じた売却が可能である。

引受の形態としては、コミットメント型（取扱証券会社が失権株の全額を引き受ける形態）とノン・コミットメント型（取扱証券会社が失権株の引受を行わないもの）がある。（図1⑥が発生するものがコミットメント型）

【図1】ライツ・オフリングの仕組み



従来よりライツ・オフリングによる資金調達が可能であったが、2014年4月の金融商品取引法改正により手続きが簡素化されたことに伴い、その利用の拡大が期待されていた。

法改正から1年、現在まで8社がライツ・オフリングによる調達を実施した。

本稿では既に実施が完了している案件のうち、ノン・コミットメント型2件の事例を取り上げ、定量的側面からライツ・オフリングの将来展望について検証する。

1. 株式会社エー・ディー・ワークス【東証 JQ : 3250】

(ポイント)

- ・法改正後の第一号案件として注目された案件。
- ・行使価格が実勢株価の約 54%に設定され、92.8%が権利行使された。
- ・本件実施により、個人株主数が前年比 2.33 倍の 3,683 名となった。

(主要データ)

| 会社名 | 新株予約権付与 | 行使件数 | | 予約権総出来高 | |
|------------------|-----------|----------|----------|----------|----------------|
| | | 内除筆頭株主 | 除筆頭株主付与 | | |
| ADワークス 【3250】 | 134,836個 | 113,686個 | 100,836個 | 113,616個 | — |
| | @4,000円 | 行使比率 | 行使比率 | 対付与個数比率 | 対付与個数比率 |
| | 対実勢53.33% | 92.80% | 90.03% | 84.26% | 112.67% |

| | 株主数 | | 個人1人当持株数 |
|----------|---------|----------------|----------|
| | 株主数 | 内個人株主 | |
| 2013年3月期 | 3,738 | 3,683 | 54.75 |
| 2012年3月期 | 1,618 | 1,579 | 75.59 |
| 純増 | 2,120 | 2,104 | -20.84 |
| 増加率 | 131.03% | 133.25% | -27.57% |

本件は 2014 年 10 月 1 日に開示された、金商法改正後の第一号案件。開示段階で株価 7,400 円（9 月 28 日終値）で取引されていたものに対し、株価 4,000 円、1:1 の割合で権利付与するという条件でライツ・オフリングが為された。当社の筆頭株主（41.88%保有）は割当権利数 43,024 個のうち 34,000 個（約 8 割）を行使し、9,024 個を市場で売却する方針が開示されたが、好条件での行使価格提示であったこともあり、結果 92.80%（筆頭株主の権利行使分を除いた場合、90.03%）の権利行使が行われ、会社側は約 5 億円の資金調達を行うことが出来た。資金調達の観点からは、円滑に行われた事例として評価できよう。

また、特徴的なこととして、本件がライツ・オフリングの形態で行われたことにより、予約権の市場での取引が活発に行われ、期間中現物株の出来高を上回る取引となっていたことがあげられる。

【図 2】予約権と現物株の出来高比較(3250)

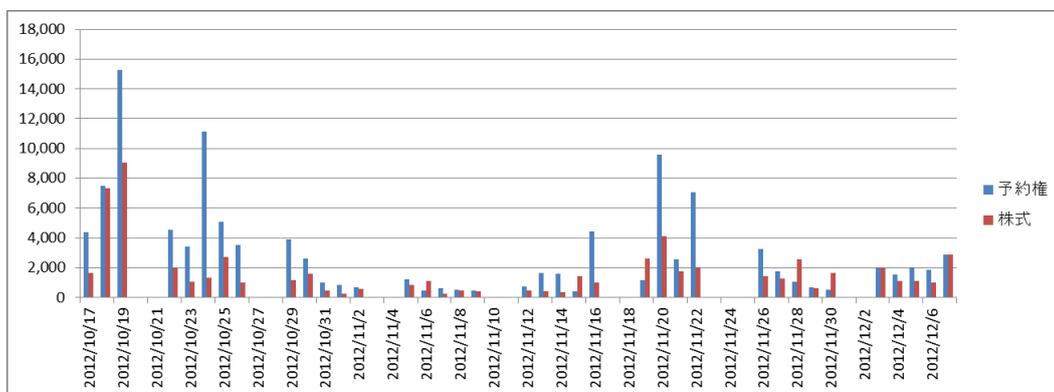


図 2 に示す通り、予約権が上場されていた期間の出来高合計は、現物株が 62,912 株であったのに対し、予約権は 113,686 株が取引されており、約 1.8 倍の取引量となっている。

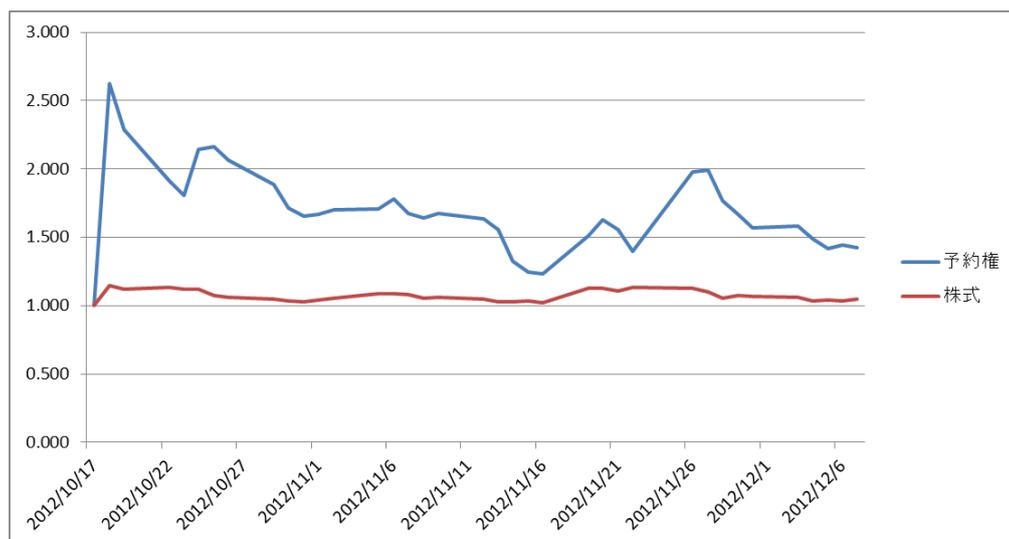
この結果、予約権は多くの個人株主に行き渡ることとなったものと推測され、当社有価証券報告書に基づけば、2015年3月期の個人株主数は3,683名と、前年の1,579名に対し約2.33倍に拡大しており、株主層の広がりにも資する結果ももたらされている。

従って、本件の実施によりマイクロキャップ企業（時価総額300億円以下の企業）にとって資本市場における資金調達の新たな道が明示されたことに加えて、通常のIR活動のみではハードルが高い「株主倍増」についても実施することが出来、一挙両得であったと考えられる。

（注目点）

予約権の出来高に注目したときに、その期間中の総出来高数は筆頭株主の権利行使数を除く権利行使数100,836個を12.67%上回って取引されており、（主要データ「対付与個数比率」参照）単なる予約権の流通機能のみならず、市場で予約権自体での鞍取り取引が行われていたものと推測される。これは、予約権の価格がイントリンジックバリュー（ライツ・オフリング行使後の理論価格と行使価格との差額）での取引となることから、値動きが現物株に比べて大きく、（図3参照）また投資額も少額で済むことから、投機的な取引も相当数行われたものと推測される。

【図3】予約権と現物株の値動き比較(3250)



これは、投資家が予約権取引を市場取引として認知したことの示唆とも考えられ、今後の市場活性化に繋がるものとして注目すべき事象と考えられる。

2. クレア・ホールディングス【東証2部（旧大証2部）:1757】

（ポイント）

- ・行使価格は、エー・ディー・ワークスと同等の対実勢価格約54%。
- ・筆頭株主の持株比率が6.26%であっても81.7%の権利行使が行われた。
- ・上場期間中の予約権総出来高は、権利行使個数の155.97%に達した。

(主要データ)

| 会社名 | 新株予約権付与 | 行使件数 | | 予約権総出来高 | 除筆頭株主付与 |
|-----------------|-------------|-------------|------|-------------|---------|
| | | 内除筆頭株主 | 行使比率 | 対付与個数比率 | 対付与個数比率 |
| クリアHD 【1757】 | 16,380,715個 | 13,377,697個 | - | 25,549,400個 | - |
| | @45円 | 行使比率 | 行使比率 | 対付与個数比率 | 対付与個数比率 |
| | 対実勢53.69% | 81.67% | - | 155.97% | - |

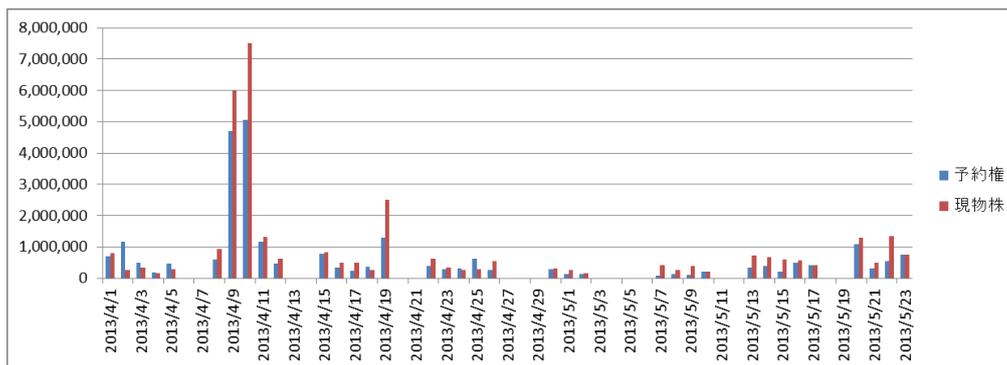
イー・ディー・ワークスに続いて実施された 2 号案件。

行使価格はイー・ディー・ワークスとほぼ同等の対実勢株価約 54%に設定されていたが、筆頭株主の保有比率が 6.26%と低く、また主要株主の行使に関する情報開示も行われなかったことから、実質的に一般株主による行使状況に支配される構造となっており、権利行使動向が注目されたが、結果 8 割以上が権利行使され、会社側は約 6 億円を市場から調達することが出来た。

本件およびイー・ディー・ワークスの事例からも、ノンコミットメント型で高い行使比率を求める場合、行使価格の対実勢比率のメルクマールとして 5 割程度であることが示唆されていると考えられる。

一方、本件は予約権の取引が権利行使数の 155.97%に達しており、イー・ディー・ワークスより、さらに予約権市場単体での取引が活発に行われたと推測される。

【図 4】予約権と現物株の出来高比較(1757)



【図 5】予約権と現物株の値動き比較(1757)



(注目点)

本件で特徴的なところは、予約権の市場取引において、イー・ディー・ワークスに比べてより現物株と予約権の出来高の相関性が高いこと、出来高と値動きの相関性が高いことである。

図4と図5を併せ見ると、その状況は4月9日、10日に顕著に表れており、予約権が現物株と同等の視点から取引されているものと推測される。

そのうえで、現物株が期間中1.5倍の値幅であることに対し、予約権が3.5倍となっており、より投資機性が高いことを投資家が注目していると考えられ、現物株とは区別したスペキュレーティブな投資行動が生まれていることが垣間見られる。

3. ライツ・オフリングの今後の展望

(ライツ・オフリング取引市場の展望と課題)

一般的な市場の成立要件として、ヘッジャー（実需取引のヘッジを目的とした市場参加者）とスペキュレーター（投機的目的の市場参加者）の両者が存在することが必要とされる。上記の2例を見ると、予約権の上場はヘッジャー向けの流通取引の場の提供を主目的として想定されていたものが、その値動きに注目したスペキュレーターが市場参加し、鞆取り売買が行われることによって市場の厚みが形成されたと考えられる。今後過度に投機的な動きが発生することは望ましいとは思われないが、予約権市場が独立した投資の場となることにより、既存株主にとって予約権を売却する場が拡充され、また最終的な保有者の行使も期待できることから、会社側にとって①ノン・コミットメント型がよりローリスクでの調達手段となりうること、②主要株主の予約権市場売却についても市場が吸収する余地が生まれること、が期待される。

現状の流れをうけ、今後「ライツ・オフリングの件数増⇒投資家増」の正の循環構造が形成されることにより、ライツ・オフリング市場がより活性化する土壌は存在すると考えられる。

しかし、現状個人投資家が多く利用するネット取引で、売買とも行える環境の整備が遅れており、今後の取引環境整備が重要な課題であると思われる。

(ライツ・オフリング活性化に向けての課題)

ライツ・オフリングを実施するにあたり、イー・ディー・ワークスでは約62百万円、クリア・ホールディングスでは約45百万円のコストが発生しており、調達額の10%前後となっているのが現状である。案件数の増加とともに発生コストが軽減され、ライツ・オフリングが会社側にとっても有利な条件での資金調達手段となっていくことが、供給側の課題であると考えられる。

このように、市場が活性化される萌芽がみられる環境下で、ライツ・オフリングが拡大していくためには、より一層の市場側のサポートが求められているといえよう。

(関口 裕一)