

ライツ・オフリングと株式市場の反応

川 島 亮 太 郎
福 田 充 男

要 旨

この論文の目的は、企業のライツ・オフリング実施のアナウンスメントが株価にどのような影響を与えるか、そしてその要因は何か、という問題を実証的に分析することである。その際、ここではライツ・オフリングをライツが譲渡可能なタイプ（この論文でいうライツ・オフリング）と譲渡不可能なタイプ（株主割当増資）に分けて分析を行う。実証結果によると、ライツ・オフリングに対して株式市場はネガティブな反応を示す（株式超過リターンはマイナスとなる）。それに対して株主割当増資の場合は、株式超過リターンはマイナスとなるものの、その値は有意ではない。また、ライツ・オフリングの場合、発行額と超過リターンの間に逆の関係がみられる。これらの結果は、Hansen (1988) が提唱したライツ・オフリングに伴う取引コスト仮説と整合的である。つまり、既存株主から外部投資家へのライツ移転に伴うコストが株価を下げる要因であると考えられる。

キーワード：ライツ・オフリング、株主割当増資、アナウンスメント時のリターン、情報の非対称性、取引コスト

1. はじめに

この論文の目的は、企業のライツ・オフリング実施のアナウンスメントが株価にどのような影響を与えるか、そしてその情報含意は何か、という問題をイベントスタディという方法を用いて実証的に分析することである。

ライツ・オフリングは上場企業の新株発行または金庫株の処分による資金調達の一形態である。ライツ・オフリングにおいては発行企業の既存の株主に対し新株予約権が無償で割当られ、それらを予め定める一定の期間（行使期間）中に各株主が行使することによって発行企業の株式を取得することができる。また、このとき新株予約権は上場されるので、株主は自身で行使して株式を取得するのではなく新株予約権を市場で売却してその対価を受け取ることもできる。この際、新株予約権の行使期間、上場期間は通常3週間から2ヶ月程度であり、各株主はその間に、割当てられた新株予約権について自らが行使するか、市場で売却するか、もしくはいずれも行わないことなく失権させるか、の選択を行うことになる。

これに対し、株主割当増資とは、発行企業が既存の株主に対し、その持分に従い一定の株式を取得する権利を与えるものである。株主は、予め定める申込期間中に所定の申込みをすることにより株式を取得することができるが、この権利を第三者に譲渡することはできず、株主自

身が同期間中に申込みをしないときは、その権利は失われる。また、2005年の会社法制定時に可能となった類似の資金調達方法として、非上場新株予約権の無償割当によるものがある。これは、企業の既存株主に対し新株予約権を無償で割当てる点でライツ・オフERINGに類似しているが、割当てられる新株予約権は上場されないため原則として売却はできず、株主にとっての選択肢は株主割当増資と実質同様のものとなる。

なお、海外の研究においては、既存株主に割当てられるライツが譲渡可能な、日本でいうライツ・オフERINGと、株主割当増資のように原則としてそれらが譲渡できないものとを明示的には区別せず *rights offering* と呼んでいるケースが多い。ただし、研究によっては両者を明確に分けて分析や考察を行っているものがあり、その場合前者を *renounceable rights offering*、後者を *non-renounceable rights offering* などと呼ぶ。この研究では、文脈において明らかに異なる意味を持つ場合を除き、各分類について日本で支配的な形態の名称に合わせる形で前者をライツ・オフERING、後者を株主割当増資と呼ぶ。ただし、先行研究に関する記述において原文で両者を明示的に区別していない場合は、原文に合わせ双方をライツ・オフERINGと呼称する。

株主割当増資は戦前から高度経済成長期に至るまで日本の株式資本市場における資金調達手段として主流を占めていた。現在のように公募増資が主流となったのは1970年代に入ってからである（小林（2014）、Massa et al.（2007））。一方、株主割当増資の発展型ともいえるライツ・オフERINGの日本における歴史は比較的新しい。2005年の会社法施行、2009年の東証による新株予約権上場基準の改正に端を発し、2010年の企業内容の開示に関する内閣府令の改正、2011年の金商法と関連政令、内閣府令等の改正によって実施のための制度的環境が整備された¹⁾。その結果、2013年から2014年にかけて発行が相次いだ、2014年9月に東証の新株予約権上場基準が厳格化されて以降は下火となり、ライツ・オフERING、株主割当増資ともに上場企業による近年の発行事例は少なくなっている²⁾。ライツ・オフERINGと株主割当はともに、株式が発行されるかどうかは割当を受けた株主や新株予約権者が権利を行使するかどうかにかかっているため、発行を決断した時点では資金調達額が確定しない点が資金調達手段としての問題点の一つとして指摘される。これを補うため、ライツ・オフERINGには未行使となったライツを引受人が全部買い受けて行使することを事前に約束する、コミットメント型（海外では *stand-by* または *insured*）ライツ・オフERINGの制度が設けられており、それ以外の引受のないライツ・オフERINGをノンコミットメント型（*uninsured*）ライツ・オフERINGと呼ぶ。

ライツ・オフERINGや株主割当増資は、既存の株主の権利を尊重する *preemptive rights* を法体系の根幹にもつ英国系地域や欧州の国々を中心として数多く利用され、一部の国では最近でも株式発行による資金調達形態の主流となっている（Massa et al.（2013）など）。日本においては1960年代後半から時価発行増資の促進に向けた議論や制度上の整備が行われたことを

受けて、1970年代以降はそれまで主流であった株主割当増資に代わって公募増資や第三者割当増資の利用が増加し、特に1980年代に入ってからの上場企業の株式発行に占める株主割当増資の地位は低下していった（小林（2014））。しかし、2000年代に入ると、第三者割当増資における既存株主の持分希薄化や経営権の移動が問題となったほか、公募増資についても2009年から2010年にかけての上場企業による発行に係る大幅な希薄化や2012年の大規模増資に係るインサイダー取引が問題視され、それらの発行形態としての性格を踏まえ、既存株主の権利保護に焦点を当てた代替的な増資手段として、ライツ・オフファリングが注目されたのである（大崎（2014）、杉浦（2014）など）³⁾。

その結果、2013年から2014年にかけてライツ・オフファリングが多くの企業によって利用された。しかし、多くの発行において株価が下落したことが問題とされ、2014年9月に発行規制が導入された後、企業による発行は激減しライツ・オフファリングは公募増資や第三者割当増資に代わる主要な増資手段となるに至っていない。

鈴木（2017）は、ライツ・オフファリングに伴う株価反応は公募増資の場合に比べて悪いことを報告したが、その要因については今後の課題であるとした。冒頭に述べたように、この研究の目的は、その分析である。具体的には、以下の四つの仮説を検証する。

仮説の第一は、情報の非対称性に関するものである。Myers and Majluf（1984）によれば、企業の経営者が資金調達を検討にあたり既存の株主の利益を尊重するという前提下では、株価が過小評価されているときは株式の発行を控えるはずであるから、経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在する場合企業による増資のアナウンスメントは株価が過大評価されていることのシグナルとなり、負の株価反応を招来する。しかし、Eckbo and Masulis（1992）が指摘したように、増資が行われたとしても新たに発行される株式が既存株主に対して割当てられる限り、株価がどうであれ既存株主から外部投資家への富の移転は起こらないから、第三者割当増資や公募増資と比較した資金調達形態としてのライツ・オフファリングと株主割当増資の利点はここにあると考えられてきた。情報の非対称性による逆選択コストがライツ・オフファリングにおけるネガティブな株価反応の主因であるとするなら、ライツ・オフファリングにおいて既存株主による権利行使が多くなると見込まれる場合の株価反応は、そうでない場合に比べ良好なものになるはずである。

仮説の二つ目は、Hansen（1988）の取引費用仮説である。Hansenは、Kraus and Stoll（1972）のブロックトレードに関する仮説をライツ・オフファリングに適用し、ライツ・オフファリングにおいては公募増資の場合と異なり新たに発行される多くの株式が実質的に市場内で直接に取引されるため、株価は多くの買い手を引きつけるためのコスト（取引費用）を反映して下落するとした。実際に、日本のライツ・オフファリングにおいては発行後の支配株主等の持株比率は低下している。また、オーナー経営者等の大株主が権利行使の意思を表明した場合でも、そのための資金を捻出するために持株を売却するケースがあることが知られており（藤沢

(2013)), ライツ・オフファリングの公表時のネガティブな株価反応はこうした取引費用の発生を予見してのものである可能性がある。

検証する第三の仮説は、発行企業における財務の困窮がライツ・オフファリングの公表時の株価下落の原因となっているというものである。鈴木 (2017) によると、日本でのライツ・オフファリングは公募増資に比べて規模が小さく、収益が低く、株価が割高の企業によって利用されている。さらに、公募増資の際の証券会社による引受や、第三者割当増資の際の投資家のデューディリジェンスといった外部からの客観的評価に堪えられない財務困窮企業がラストリゾートの資金調達手段として利用しているとの指摘もなされてきた (鈴木 (2017) 209 ページ, 東証上場制度整備懇談会 (2014) など)。このことは、企業価値の低い財務困窮企業は富の移転コストが低い一方、公募増資に伴う引受のリスクは高くそのコストも高くなるためライツ・オフファリングを選択するとした Ursel (2006) の主張と整合的である。さらに、株主と経営者の間にオーナー経営者の支配権による私的便益 (private benefits of control, 以下では単に PBC と呼ぶ) といったエージェンシー問題があるとき、経営者はライツ・オフファリングを選択するとする研究がある (Wu and Wang (2002) など)。そうしたことから、財務困窮企業による増資は投資家の支持を得られず、その結果株価反応が悪くなっていることが考えられる。

第四の仮説は、ライツ・オフファリングが既存株主にライツの行使を強制する側面がある点を問題とするものである。株主割当増資やライツ・オフファリングにおいては公募増資や第三者割当増資に適用される有利発行規制がないため、行使価格が時価より大幅に低い水準に設定されることがあり、そのような場合は増資に賛同せず権利を行使しない株主の持分は大幅に低下してしまうことになる。さらに、ライツ・オフファリングにおいては割当てられた新株予約権 (ライツ) の譲渡の対価という株主への補償はあるものの、ライツの譲渡を受けた投資家が権利を行使することによって株式が発行されるため、持分の低下はより大きくなる可能性がある。その結果、ライツ・オフファリングにおいて既存の株主は、増資資金の用途であるプロジェクトの価値や経営者の手腕に疑問があり増資に反対の考えを持っていても、失権した場合の損失を考慮して権利の行使または譲渡を行わざるを得ないということが起こりうる (佐藤他 (2013))。Meoli et al. (2008, 2015) は、この点に関連し、一般の株主にとって負の NPV (正味現在価値) しかもたらさないような増資が行われるとき、これを支持しない株主の得失をライツの行使、譲渡、失権に場合分けしてシミュレーションし、発行価格の大幅なディスカウントなどによってライツ・オフファリングによる資金調達が成功し易い状況があることを示したうえで、発行企業の経営者がそのような状況を自己の利益のために利用する状況を rights issue enforcement (以下では単にエンフォースメントと呼ぶ) と定義した。ライツ・オフファリングのこのような性格を踏まえて既存株主が公表時に株式を売却する可能性がある。

本稿では、ライツ・オフファリングの状況や特性、先行研究の成果等を踏まえたうえで、日本のライツ・オフファリングと株主割当増資のデータを用いてイベントスタディの手法により上記

の仮説を検証した。日本でのライツ・オフアリングと株主割当増資のアナウンスメント時の株価反応は平均 -6.4% で、 1% 水準で有意である。これは、鈴木（2017）が報告した公募増資のアナウンスメント時の株価反応（ -2.9% ）と比較して低い結果である。また、超過収益率に関する回帰分析結果によれば、株主による予想権利行使比率、発行企業における財務の困窮、発行企業における経営者と一般株主との間のエージェンシー問題は、いずれも主な要因とはなっていない。それに対し、Hansen（1988）が指摘したライツ・オフアリングに伴う取引コストは、アナウンスメント時の株価反応に悪影響を与えている。

以下、第2節ではライツ・オフアリングに関する先行研究を概観する。第3節では日本のライツ・オフアリングと株主割当増資の制度について概観し、この研究で用いるサンプルとデータについて説明する。第4節では実証方法と結果について報告する。第5節は結論である。

2. ライツ・オフアリングに関する先行研究

2.1 ライツ・オフアリングのコスト

公募増資は通常、証券会社等への引受手数料がかかるのに対し、ノンコミットメント型（uninsured）ライツ・オフアリングであればそうしたコストが不要である。にもかかわらず、米国企業はほとんどが公募増資によって資金を調達している。このパラドクスはSmith（1977）が提起したもので、その答えを提示すべく多くの研究が行われてきた。

Hansen and Pinkerton（1982）は、米国でノンコミットメント型ライツ・オフアリングを利用した企業のほとんどが大企業を親会社とし持株構成が集中していることを示し、ライツ・オフアリングにおいては持株構成が集中しているほど目論見書の印刷や代理人手数料などの募集関連費用が低減するため、そうした大株主がいる場合のみライツ・オフアリングがコスト優位になると主張した。

Hansen（1988）は、米国における公募増資とコミットメント型ライツ・オフアリングのコストを比較し、実費用については後者のそれが前者のそれを有意に下回っていた一方、公募増資の株式の超過収益率は一般企業でアナウンスメント時 -3.25% 、募集期間中は $+0.21\%$ であったのに対し、コミットメント型ライツ・オフアリングではアナウンスメント時 -2.61% 、募集期間中 -6.41% であったことを報告した。そして、米国でのブロックトレードに関するKraus and Stoll（1972）の学説を応用し、公募増資において株式を購入する投資家は引受証券会社等から市場外で株式を買い受けるだけで何らコストを負担する必要がないのに対し、ライツ・オフアリングにおいて株式を購入する投資家は権利を行使しない既存の株主から市場内で買付けを行うことになるため様々なコストが生じ、これを補償するために一時的な株価の下落が発生すると論じた（取引費用仮説⁴⁾）。

2.2 情報の非対称性と増資形態の選択

Myers and Majluf (1984) は、経営者は株式が過小評価されている場合は発行を見送るはずであるから、経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在するとき、株式発行の公表は株価が過大評価されているとのシグナルとなり、増資のアナウンスメントは全て悪いニュースと解釈され株価が下落するという形で逆選択コストが発生すると論じた。彼らの議論は全株式が外部の投資家に割当てられるとの前提に立っているが、上場企業による増資等のアナウンスメント時に株価が下落することの主要な説明としてこの理論が広く支持されている。

Heinkel and Schwartz (1986) は、経営者と投資家の間に情報の非対称性があるとき、企業は発行形態の選択や発行価格の時価からのディスカウント率を企業の持つプロジェクトの品質のシグナル（品質が高いほど高い行使価格＝低いディスカウント率）として利用するとし、発行形態やディスカウント率によってアナウンスメント時の株価反応に差が出ると論じた。そして、高いNPVのプロジェクトを持つ品質の高い企業は品質のシグナルとして引受のついたライツ・オフエリングを選択し、最も品質の低い企業が引受を伴う公募増資を選択すると主張した。

Eckbo and Masulis (1992) は、ライツ・オフエリングを包含する形でMyers/Majluf (1984)の理論を拡張し、新たに発行される株式が全て既存株主に割当てられる場合、既存株主から外部投資家への富の移転は発生しないため、発行価格が過大評価されているかどうかは問題にならないのだから、ライツ・オフエリングのコストと増資形態の選択は既存株主の予想権利行使比率に依存すると論じた。そして、引受による品質証明効果が不完全なものであることを前提として、高い既存株主予想行使比率を持つ高品質の企業は引受のないノンコミットメント型 (uninsured) ライツ・オフエリングを選択するとした。その上で、ノンコミットメント型ライツ・オフエリングの既存株主による権利行使比率は100%に近く、したがってその株価反応もゼロに近いと論じた。彼らの米国のデータを用いた実証によれば、アナウンスメント時の平均的な株式の超過収益率は一般業種でノンコミットメント型が-1.39%、コミットメント型が-1.03%となっており、発行価格のディスカウント率がアナウンスメント時の株価反応に影響を与えることを示す根拠はないとした。このように、Eckbo and Masulis (1992) は、株主の持分が分散している企業にとってはライツ・オフエリングの逆選択コストが高くなることから、引受の品質証明効果がある公募を選択するとする。そこで、米国においては資本市場の成熟化が進み上場企業の持株が分散化されている一方、ライツ・オフエリングが一般に利用される他の国々においてはオーナー会社の比率が高いことが、Smith (1977) が提示したパラドクスに対する回答の一つとなり得るとしたのである。

2.3 逆選択とアナウンスメント時の株価反応

Eckbo and Masulis (1992) の理論をベースに、その後様々な国において実証研究が行われた。

Slovin/Sushka and Lai (2000) は、英国でのライツ・オフティングと placings (証券会社を経由したブロックトレードによる外部投資家への新株の販売) のアナウンスメント時の株価反応を比較し、ライツ・オフティングが -3.1% (ノンコミットメント型は -4.96%) であったのに対し、placings については $+3.3\%$ であったと報告した。これは Myers/Majluf (1984) や Eckbo and Masulis (1992) の逆選択コストの理論や Eckbo and Masulis (1992) の実証結果と矛盾するが、Slovin et al. (2000) は、これは発行会社が品質のシグナルとして品質証明効果のある引受付の placings を選択するためであると主張した。

Armitage (2002) は、Slovin et al. (2000) の研究を受け、英国のノンコミットメント型ライツ・オフティングにおいては余り大きいディスカウントは用いられず、発行のアナウンスメント時に発行株式のほとんどについて引受約束がなされること、英国でのライツ・オフティングのアナウンスメント時の株価反応は50%以上引受のついた発行において -2.6% 、株主割当増資と公募増資の混合形態であるオープンオファーでは $+2.9\%$ であるとした。また、コミットメントの比率や既存株主による予想権利行使比率の代理変数と株価反応とは相関関係がなく、Eckbo and Masulis (1992) の主張が該当しないことを示した。さらに、発行時のディスカウント率が大きいほどアナウンスメント時の株価反応が悪いが、これは大きいディスカウント率を用いる発行会社の多くは経営上の困難に直面しており、悪いニュースが出ることを前提に発行価格を決定するからであると論じた。

Ursel (2006) は、米国のライツ・オフティングは専ら財務が困窮した企業のラストリゾートの資金調達手段として利用されていることを明らかにした上で、これは財務困窮企業においては企業価値が小さく引受のリスクが大きいためライツ・オフティングの逆選択コストが引受のコストを下回る一方、一般の企業においては引受のコストより逆選択コストの方が大きくなるためであるとした。また、アナウンスメント日まわりの株価反応は明確に報告されていないものの、株価はアナウンスメント日以降、権利落ち日の直前から大幅に下落しているとし、その内の2%ないし3%は株主が権利を行使しないライツを売却するための取引コストの影響である可能性があるとしている。

2.4 既存株主間の富の移転とエージェンシー問題

Gajewski and Ginglinger (2002) は、フランスでのライツ・オフティングと公募増資のアナウンスメント時の株式の超過収益率を比較し、コミットメント型が -0.74% 、ノンコミットメント型が -1.11% であったのに対し、公募増資の超過収益率は有意でない負の値であったこと、そして発行企業の主要株主によるライツの譲渡と株価反応の間に正の相関関係があったことを報告した。これらは Eckbo and Masulis (1992) の理論と矛盾するが、Gajewski and Ginglinger (2002) はオーナー企業が多くコーポレート・ガバナンスが整備されていないフランスにおいては、経営者である支配株主の持分が減少する結果、経営者に対するモニタリン

グが強化されて支配株主と少数株主の利益相反が軽減されること、そして株価反応はこのことを反映したものであると説明している。

Holderness/Pontiff (2014) は、米国のライツ・オフエリングにおいて権利を行使せず失権させる株主が多いことを指摘した上で、権利を行使しない株主から行使した株主への平均的な富の移転コストは発行金額の7.4%に上るとの試算を示し、米国の経営者がライツ・オフエリングを利用しないのは少数株主から機関投資家等の大株主への富の移転を嫌うからであるとの仮説を提示した。

Wu and Wang (2002) は、オーナー経営者のPBCが十分に高い水準にあるときライツ・オフエリングが選択され、そうでないときは公募増資が選択されることを逆選択モデルを用いて主張した。その上で、香港における公募増資とライツ・オフエリングの株価反応を比較し、アナウンスメントの株価効果はライツ・オフエリングが-7.6%と有意に負の超過収益率となっていたのに対し、公募増資は+3.1%と有意に正であったことを報告した。

Fong/Lam (2013) も同様に、発行企業の少数株主とオーナー経営者の間にエージェンシー問題が存在するとき、オーナー経営者が少数株主から富を収奪する手段としてライツ・オフエリングや株主割当増資が利用されているという仮説を提唱した。そして、香港でのそれらの発行に係る株価反応や失権率のデータを用いて、エージェンシーコストの大きさを示す代理変数とそれらの増資のアナウンスメント時の株式の超過収益率と失権率との間に負の相関関係があったことを報告した。

Meoli/Paleari/Urga (2008) は、大株主である経営者にPBCが存在する場合、少数株主に対して損失をもたらすような増資が行われることがあり、少数株主が増資を支持していなくてもディスカウント率を大きくすることでライツの行使または譲渡を通じた行使が強制されるエンフォースメントの状況が発生し得ることを示した。Meoli et al. (2015) はMeoli et al. (2008) の理論に基づいて、イタリアのライツ・オフエリングのデータを用いてエンフォースメントのリスクと増資のアナウンスメント時の株価反応の間の関係を実証するための研究を行った。その結果、発行日まわりの株価反応はサンプル全体で+1.7%、金融業を除くと+2.1%であった。また、株価反応とディスカウント幅の相関は有意にプラスであること、株価反応とPBCの代理変数としての財務困窮度合との関係は有意でないものの、PBCの代理変数（財務困窮の度合い）と発行条件の希薄化効果のクロス変数と超過収益率との間には有意にマイナスの相関があることが確認されたことをもって、エンフォースメントのリスクがネガティブな株価反応を招くとの仮説が支持されたとした。

2.5 日本のライツ・オフエリングと株主割当増資

日本のライツ・オフエリングを対象とした研究は少ない。その原因の一つは、割当てられたライツが上場され譲渡できる、いわゆるライツ・オフエリングが上場企業の増資形態として実

施されたのが2010年以降のことだからである。

Kang and Stultz (1996) は、1985年から1991年までに行われた日本での株主割当増資における株価反応を公募増資、第三者割当増資、転換社債、ワラント債、普通社債のものとともに分析し、株主割当増資における発行企業の時価総額に対する発行金額の割合は9%、アナウンスメント時の株価収益率は+2.02%と有意に正の反応であり、これは公募増資(+0.45%)を上回るが、第三者割当増資(+3.13%)を下回っていたことなどを報告した。

鈴木(2017)は、日本のライツ・オフファリングのデータを公募増資のデータと比較し、ライツ・オフファリングが公募増資の場合に比べ小規模、低収益、または純資産倍率において株価が割高の企業によって利用されていること、財務が困窮している企業のラストリゾートの資金調達手段として利用されている可能性があることを明らかにした。また、アナウンスメント時の株式の超過収益率についてはライツ・オフファリングが-14.16%、公募増資は-4.98%で、両者には有意な差があったことなどを報告したが、ライツ・オフファリングのアナウンスメント時の株式の超過収益率の決定要因については今後の課題であるとした。また、ライツ・オフファリングの権利行使割合についてディスカウントと正の相関関係がある一方、発行割合との間には負の相関関係があることなどを明らかにした。

2.6 ライツ・オフファリングと株主割当増資の比較

Balachandran et al. (2008) は、Heinkel and Schwartz (1986) や Eckbo and Masulis (1992) などの情報の非対称性モデルを拡張し、ライツの譲渡可能性を加味した発行形態選択によるシグナリングの仮説を提示した上で、オーストラリアの発行データを用いて発行形態による株価反応の違いを検証した。その結果、ライツ・オフファリングと株主割当増資全体のアナウンスメント時の株式の超過収益率の平均値は-1.74%で、その内ライツ・オフファリングは-1.00%、株主割当増資は-2.18%であったが、中央値はライツ・オフファリングの方が低く両者の平均の差は統計的に有意でなかったことなどを報告した。

Massa et al. (2013) は、世界69ヶ国のライツ・オフファリングを譲渡可能型と譲渡不能型(株主割当増資)に分けた上で発行状況を比較し、両者の選択が可能な国においても38%が後者を選択していることを明らかにした。さらに、(譲渡可能型)ライツ・オフファリングの欠点として目論見書の作成やライツの発行・取引等に係る手間や期間、発行の不確実性、そして上場したライツの取引価格の変動による負の情報効果(シグナル)を挙げ、株主割当増資を選択するのは行使比率の下落により失うものがより多く、より多くの取引執行リスクが見込まれる企業であるとした。また、アナウンスメント時の株式の超過収益率について、ライツ・オフファリングと株主割当増資全体で+1.83%(有意)、選択可能な国における(譲渡可能)ライツ・オフファリングは+1.48%(有意)、株主割当増資は-0.52%(非有意)であったことを報告した。

Fong and Lam (2013) は、香港におけるライツ・オフファリングと株主割当増資の株価反応を

比較し、アナウンスメント時の株式の超過収益率について、ライツ・オフERINGが-10.8%であったのに対し株主割当増資は-7.5%であり、全体では-9.6%であったこと、ライツ・オフERINGと株主割当増資の平均的な株価反応の差は有意でなかったことなどを報告した。

3. 仮説設定と実証データ

3.1 仮説の設定

この研究においては、実証分析によって以下の4つの仮説を検証する。

第一は、Eckbo and Masulis (1992)の増資の逆選択コストに関する仮説である。増資の際、全ての新株が発行企業の既存の株主に割当てられるならMyers and Majluf (1984)が指摘した逆選択コストは生じないはずである。したがって、ライツ・オフERINGにおいては事前に予想される既存株主による権利行使の割合が高いほど、アナウンスメント時の株価反応は良いものとなることが予想される。この研究においては、この仮説を予想株主権利行使比率仮説と呼ぶ。

検証する仮説の二つ目は、Hansen (1988)の取引費用仮説である。Hansen (1988)は、Kraus and Stoll (1972)による、ブロックトレードが実施された際の株価推移に関する研究をもとにライツ・オフERINGの際の負の株価反応を説明した。Kraus and Stoll (1972)は証券について一度に多額の販売を行おうとすると、買い手の探索、買い手のポートフォリオの調整、証券会社などの仲介業者における棚卸資産としての証券の保有、決済等のコスト（総称して、流動性費用）を伴うこと、および流動性費用は（売買仲介者の）明示的な手数料又は一時的な均衡価格からの乖離（下落）の形態をとることを論じた⁴⁾。また、流動性費用の存在と株価に対する効果を実証する中で、ブロックトレードの株価反応、特にマイナスの株価反応は、売買されたブロックの金額（米ドル）ベースでの規模と有意な相関関係があることを明らかにしている。したがって、Hansen (1988)の取引費用仮説に基づけば、ライツ・オフERINGの公表時の株価反応は発行される株式の総額が大きいほど悪くなるはずであり、また、その場合の株価反応は一時的なものであるはずである。

検証する第三の仮説は、経営者と株主の間にエージェンシー問題があるとき、財務困窮企業によるライツ・オフERINGや株主割当増資の利用は、Meoli et al. (2008, 2015)が主張するように、既存株主の利益を害する可能性が高い、というものである（以下では財務困窮仮説と呼ぶ）。また、Wu and Wang (2007)によると、ライツ・オフERINGによる増資のアナウンスメント自体がオーナー経営者等にPBCが存在することのシグナルとなる側面があるから、財務が困窮した企業がライツ・オフERINGのアナウンスメントを行うと、それ自体がネガティブな株価反応をもたらすことが考えられる。

第四の仮説は、Meoli et al. (2015)が主張した、ライツ・オフERINGにおけるエンフォー

メントのリスクに関するものである（以下ではエンフォースメント仮説と呼ぶ）。ライツ・オフファリングや株主割当増資において権利行使価格のディスカウント率や発行割合が高い場合は、権利を行使しない場合に既存の株主が被る損失が大きいため、株主は必ずしも増資に賛同していなくともこれに応じるか、株式や割当てられたライツを売却することによりそのような損失を回避または削減するかのいずれかの選択を迫られる側面がある（佐藤他（2013））。したがって、エンフォースメント仮説が該当する場合、発行条件が増資を支持しない株主にとって不利である（非行使の場合の持分低下の度合いが大きい）発行ほど、株価反応は悪くなるはずである。また、この場合、ライツが譲渡可能であるために最終的な権利行使比率が高くなる傾向のあるライツ・オフファリングの方が、株主割当増資に比べ、よりネガティブな株価反応を招くと考えられる。

3.2 データと記述統計

この研究に用いるライツ・オフファリングと株主割当増資のサンプルは、2004年1月以降2017年10月までに日本経済新聞（日経テレコン）の財務短信に掲載された記事から、発行会社が発行決議の時点で東証一部、同二部、同マザーズ、同ジャスダックおよび大証一部、同二部に上場しているもののみを収集した⁵⁾。また、収集にあたっては検索の十分性を確認するため東証上場制度整備懇談会（2014）を参照した⁶⁾。さらに、株主割当増資には、東証上場整備懇談会（2014）を参考に、新株予約権（非上場）の無償割当を含めた。ただし、その内権利行使期間が3ヶ月間を超えるものは除外した。

こうして得られたサンプルから、該当するライツ・オフファリングまたは株主割当増資の発行決議と同時に、（1）債務超過の解消を企図した債権の現物出資による第三者割当増資（デット・エクイティ・スワップ）と、（2）発行後割当先が新たに親会社となる第三者割当増資を決議しているケース（3件）を除外した。また、この研究に必要なデータが揃わないサンプル（2件）を除外した。こうして得られた発行サンプルの件数は45件（内ライツ・オフファリング27件、株主割当増資は18件）となった。その内、同じ企業が2回発行した事例が4件、3回発行した事例が1件あるから、発行企業数としては39社である。発行企業の業種は多岐にわたっており、ノンバンクを2社含んでいる。

各サンプルにおける発行条件については各社の適時開示資料、株価と各社の財務指標についてはBloomberg、株主構成については各社の有価証券報告書をそれぞれ参照した。ただし、財務指標についてBloombergのデータが不足しているものについては各社の有価証券報告書を参照し補完した。

表1はサンプルの発行形態別、暦年別の分布である。株主割当増資が少数ながら各暦年に分散しているのに対し、ライツ・オフファリングは2013年と2014年に集中している。これは、目論見書の交付方法の弾力化などライツ・オフファリングの発行に係る制度上の整備が概ね2011

表1 発行サンプルの暦年別分布
(株主割当増資, ライツ・オフファリングは使用したサンプルのみを表示)

年	株主割当増資			ライツ・オフファリング			公募増資と第三者割当増資	
	総数	内, 株主割当	内, O/O	総数	内, C 型	内, NC 型	公募増資	第三者割当増資
2004	1	1	—	—	—	—	78	129
2005	2	2	—	—	—	—	74	150
2006	1	1	—	—	—	—	69	145
2007	2	2	—	—	—	—	37	117
2008	1	1	—	—	—	—	8	93
2009	3	3	—	—	—	—	43	115
2010	1	1	—	1	—	1	39	88
2011	—	—	—	—	—	—	25	66
2012	3	2	1	1	—	1	24	71
2013	2	1	1	13	3	1	67	151
2014	—	—	—	10	—	10	63	190
2015	1	—	1	1	—	1	52	187
2016	1	1	—	—	—	—	23	151
2017	—	—	—	1	—	1	32	213
合計	18	15	3	27	3	24	634	1,866

(注) アナウンスメント日を基準とした。

株主割当増資とライツ・オフファリングは東証1部, 2部, マザーズとジャスダック, 大証1部, 2部。公募増資と第三者割当増資は東証1部, 2部, マザーズのみ。IPOの一部を含む(出典: 東証ウェブサイト <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/06.html>)。

(凡例) O/O: 新株予約権無償割当(割当てられる新株予約権が非上場のもの)

C 型: コミットメント型ライツ・オフファリング

NC 型: ノンコミットメント型ライツ・オフファリング

年までに行われたこと, 反対に発行基準(新株予約権上場基準)の厳格化が2014年9月に行われたことに起因していると考えられる。参考として, 各暦年別の公募増資と第三者割当増資の件数を右欄に掲げた(ただし, これらの件数はジャスダック上場企業によるものを含んでいない)。表の右端にある公募増資や第三者割当増資と比べると, ライツ・オフファリングや株主割当増資がきわめて少ないことがわかる。

各サンプルの発行決議時に企業が上場していた市場をみると, 東証一部は4件しかなく, ライツ・オフファリングではジャスダック(次いでマザーズ), 株主割当増資では東証二部の企業が多くなっている。また, 2017年10月末時点でサンプル企業の内4社が上場廃止となっており, その内2社が事実上倒産した。

表2はこの研究のサンプルに関する記述統計である。ライツ・オフファリングのディスカウン

表2 ライツ・オフERINGと株主割当増資に関する記述統計
(括弧内は中央値)

	全体の平均	ライツの平均 (1)	株主割当の平均 (2)	平均の差 (1) - (2)	t 値
ディスカウント率	0.474 (0.481)	0.511 (0.499)	0.418 (0.364)	0.092	1.27
発行割合	1.077 (1.000)	0.947 (0.999)	1.272 (1.000)	-1.177	-2.09**
発行金額 (十億円)	5.494 (1.998)	6.729 (1.998)	3.643 (2.050)	3.087	0.60
権利行使割合	0.676 (0.817)	0.810 (0.869)	0.476 (0.391)	0.334	4.32***
事前上位 10 株主比率	0.497 (0.505)	0.484 (0.433)	0.518 (0.527)	-0.034	-0.58
△上位 10 株主比率	-0.033 (-0.027)	-0.039 (-0.031)	-0.024 (-0.006)	-0.015	-0.53
事前支配株主比率	0.232 (0.252)	0.243 (0.252)	0.215 (0.263)	0.028	0.48
△支配株主比率	-0.014 (0.000)	-0.036 (0.000)	0.017 (0.023)	-0.375	-1.85*
直前期時価総額 (10 億円)	12.051 (3.164)	15.060 (3.110)	7.538 (3.405)	7.562	0.74
EBIT 赤字ダミー	0.422 (0.000)	0.370 (0.000)	0.500 (0.500)	-0.130	-0.85
MV/BV	1.831 (1.372)	2.026 (1.372)	1.540 (1.317)	0.486	1.05
負債比率	0.588 (0.619)	0.606 (0.648)	0.561 (0.579)	0.045	0.45
頻繁発行ダミー	0.533 (1.000)	0.519 (1.000)	0.556 (1.000)	-0.037	-0.24
債務超過ダミー	0.267 (0.000)	0.148 (0.000)	0.444 (0.000)	0.296	-2.28**

(注) *** は 1% 水準, ** は 5% 水準, * は 10% 水準でそれぞれ有意であることを表す。

ト率 (発行価格と発表日終値の差を発表日終値で除した値), 発行割合と権利行使割合は鈴木 (2017) とほぼ同じである。ディスカウント率はサンプル全体についておよそ 47% であるが, Massa et al. (2013) によれば, 世界の平均的なディスカウント率の 24% (中央値は 21%) であるからそれを大幅に上回っていることが分かる。米国の 18% (Holderness and Pontiff (2014)), 英国の 19% (Armitage (2002)), 香港の 42% (Fong and Lam (2013)), シンガポールの 46% (Duong et al. (2010)), イタリアの 28% (Meoli et al. (2015)) と比較しても高い水準にある。発行割合 (割当てられた権利の総数に対応する株式数の発行前の発行済株式総数に

対する割合)は、鈴木(2017)において指摘された通り既存の1株に対し1株を発行するケースが多くなっている。これはKang and Stultz(1996)の時価総額に対して9%の発行割合と大きく異なっているが、サンプル期間が異なること、そしてライツ・オファリング導入の影響が要因として考えられる。また、発行割合についてライツ・オファリングと株主割当増資の間で有意な差があるが、これは株主割当増資のサンプルの一部に200%、300%といった高い比率のものがあることによる。

発行金額はサンプル全体で平均55億円であり、ライツ・オファリングの方が平均では大きくなっているが、中央値はライツ・オファリング、株主割当増資いずれも20億円であり、比較的小型の発行が多いことがわかる。

権利行使割合(割当てられた権利の数に対し行使されたものの割合)は、ライツ・オファリングについて81%と高い割合になっているのに対し、株主割当増資は50%を下回っており有意な差がある。これは、ライツ・オファリングにおける新株予約権が譲渡可能であることによるものと考えられる。

大株主の持株比率をみると、発行前の上位10株主ではどちらも50%前後で有意な差はないが、いずれも発行後わずかに低下している。支配株主の持株比率はいずれも20%台前半であるが、発行後はライツ・オファリングにおいて支配株主の持株比率が低下するのに対し、株主割当増資ではわずかに上昇しており、両者の差は10%水準で有意である。

企業の収益性を表すEBIT赤字ダミー(企業の発行直前期の税引前利払前利益が赤字であれば1, そうでなければ0をとる変数)と債務超過ダミー(企業が発行直前期末において債務超過または支払不能であれば1, そうでなければ0をとる変数)を見ると、サンプル企業全体の4割以上が税引前利払前利益ベースで赤字、4分の1以上が債務超過であることが分かる⁷⁾。発行企業の財務指標のなかでライツ・オファリングと株主割当増資の間で有意な差があるのは債務超過ダミーであり、そのほかの指標の平均値に有意な差はなかった。

4. 実証結果

4.1 ライツ・オファリングと株主割当増資のアナウンスメント時の株価反応

企業がライツ・オファリングまたは株主割当増資の株価がどのような反応をみせるかをイベントタディの手法を用いて調べる。以下では株価の反応の大きさを日次の終値の変動率から市場平均株価の終値の変動率を差引いた市場調整後超過収益率で測定する。市場平均株価の指標としてTOPIXを用いる。発行決議は同日に適時開示されるため、ここでは発行決議日をアナウンスメント日としその前日と翌日を含めた3日間の累積超過収益率(以下超過収益率と呼ぶ)に注目する。検定統計量は超過収益率をその推定標準偏差で割った比率として求められる。標準偏差の推定期間はアナウンスメント日前の21から100日までの80営業日とする。

表3 ライツ・オフERINGのアナウンスメント時3日間の累積超過収益率

	全体	ライツ	株主割当	差	t 値
サンプル数	45	27	18		
平均値	-0.064	-0.094	-0.019	-0.075	-1.847*
t 値	-4.72***	-5.08***	-0.88		
マイナスサンプル割合	77.8%	88.9%	61.1%		

(注) ***は1%水準, *は10%水準でそれぞれ有意であることを表す。
マイナスサンプル割合とは、アナウンスメント時3日間の累積超過収益率がマイナスであったサンプルの数を、表3の1行目に記載されたサンプルの総数で除したものである。

サンプル全体、ライツ・オフERING、株主割当増資それぞれの超過収益率は表3に示されている⁸⁾。これによると、全体のアナウンスメント日まわりの超過収益率は-6.4%であり、これはMassa et al. (2013)における世界69ヶ国の平均+1.8%より大幅に低い。その内、ライツ・オフERINGのみのデータの超過収益率は-9.4%、株主割当増資のみについては有意ではないが-1.9%となっており、その差は10%水準で有意である。また、超過収益率がマイナスをの値を取る割合は、ライツ・オフERINGの場合にはほぼ9割となっているのに対し、株主割当増資の場合にはその比率は6割強にとどまっている。

表1に示したとおり、両者の発行サンプルは実施された期間が異なっているため、直接比較することの意義は限定的であるが、この結果は世界の譲渡可能型ライツ・オフERINGの超過収益率が譲渡不能型ライツ・オフERINGの超過収益率を上回るというMassa et al. (2013)の結果と整合的でない。ライツ・オフERINGと株主割当増資間の超過収益率の差を説明する仮説としては、取引費用仮説またはエンフォースメント仮説が最も有力であると言える。なぜなら、それ以外の仮説はライツ・オフERINGと株主割当増資に同じように適用されると考えられるからである。

4.2 クロスセクション重回帰分析

以下では、発行企業間の超過収益率の違いをもたらす要因を探るために、アナウンスメント周り3日間の超過収益率を非説明変数とした重回帰分析を行う。説明変数には以下のものを用いる。

ln(時価総額)：発行決議の直前決算期末現在の時価総額の自然対数である。企業規模をコントロールするための変数である。一般に、規模の大きい企業ほど経営者と株主の情報の非対称性は小さく、逆選択コストも小さくなると予想される。

発行割合：(割当てる権利の全部に対して発行が予定されている株式数/発行決議時の発行済株式数)で得られる。発行割合が大きい場合、権利非行使の場合の株主の持分希薄化の度合いが高まる。この研究においては、コントロール変数として用いる。

事前支配株主持株比率：アナウンスメント日の直前決算期末または直前半期末現在の、オーナー経営者または親会社等の持株比率である。一般に、支配株主は他の株主よりも権利を行使し増資に参加する意欲があると考えられることから、先行研究にならい Eckbo and Masulis (1992) の学説において重要な位置を占める予想株主権利行使比率の代理変数として用いる。

ln（発行金額）＊ライツ・ダミー：ライツ・ダミーは発行形態がライツ・オフファリングであれば1、株主割当増資であれば0となる変数である。Hansen（1988）の取引費用仮説によれば、発行金額が大きくなるほど株価反応はネガティブなものとなると予想される。また、その効果は株主割当増資の場合と比べ、ライツが売買できるライツ・オフファリングの場合に特に大きくなるはずであるから、その効果を見るために、発行金額の対数値とライツ・ダミーとのクロス変数を用いる。

債務超過ダミー：直前決算期末において債務超過であれば1、そうでなければ0をとるダミー変数で、財務の困窮度合いの代理変数として用いる。

希薄化リスク： $(1 - (\text{権利落ち日の理論価格})) = \{1 - (2 - \text{ディスカウント率}) / (1 + \text{発行割合})\}$ により得られる。エンフォースメントのリスクの代理変数として用いる。このとき、ディスカウント率は $(1 - (\text{発行価格} / \text{アナウンスメント日直前の時価}))$ で得られる。

希薄化リスク＊財務困窮ダミー＊ライツ・ダミー：財務困窮ダミーは、直近決算期で債務超過であるかまたは直前3期間のROAの平均値がマイナスの場合は1、そうでなければ0をとる変数である。Meoli et al. (2015) が主張したエンフォースメントはライツが譲渡可能なライツ・オフファリングにおいてそのリスクが大きくなると考えられるから、Meoli et al. (2015) におけるものと同様の変数にライツ・オフファリングのクロス項を加え、エンフォースメントの代理変数として用いる。

この研究においては、上記の4つの仮説を検証するため、ln（時価総額）と発行割合を共通のコントロール変数とし、それぞれ異なる説明変数による4つのモデル（モデル1～モデル4）を用いる。各説明変数の位置づけと、各仮説が該当する場合に予想されるその係数の符号についてまとめたものが表4である。

上記の説明変数を用い、全体のサンプルのアナウンスメント周りの超過収益率を従属変数とする最小二乗法の重回帰分析結果をまとめたものが表5である。

4つのモデルの中で、コントロール変数を除く説明変数の係数が有意であったのはモデル2のみであった。モデル2の結果において、ln（発行金額）＊ライツ・ダミーの係数の符号はマイナスであり、5%水準で有意であった。これは、発行割合をコントロールした後、株価反応がライツ・オフファリングのサンプルについて発行金額と有意な負の相関関係にあることを示しており、Hansen（1988）の取引費用仮説と整合的である。一方、その他の仮説は支持されなかったといえる。

4つのモデルを用いた上記の結果が異なるモデルにおいても成立するかどうかをチェックす

表4 モデルと検証する仮説、使用する変数と位置づけと各係数について予想される符号

モデル	変数	検証する仮説	位置づけ	符号
1～4	発行割合	4つのモデル全て（共通）	コントロール変数	(-)
	ln（時価総額）			(+)
1	事前支配株主持株比率	予想株主権利行使比率仮説	株主権利行使比率の代理変数	+
2	ln（発行金額）＊ライツ・ダミー	取引費用仮説	取引金額の代理変数	-
3	債務超過ダミー	財務困窮仮説	発行企業の財務困窮度合いの代理変数	-
4	希薄化リスク＊財務困窮ダミー＊ライツ・ダミー	エンフォースメント仮説	エンフォースメントのリスクの代理変数	+

表5 超過収益率に関する回帰分析結果

仮説	予想株主権利行使比率	取引費用	財務困窮	エンフォースメント
説明変数/モデル	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4
定数項	-0.013 (-0.24)	-0.008 (-0.16)	0.003 (0.07)	0.022 (0.38)
ln（時価総額）	-0.019 (-1.24)	0.011 (0.57)	-0.007 (-0.44)	-0.014 (-0.91)
発行割合	-0.042 (-1.09)	-0.044 (-1.19)	-0.077 (-1.75)*	-0.080 (-1.27)
事前支配株主持株比率	0.087 (0.76)			
ln（発行金額）＊ライツ・ダミー		-0.058 (-2.27)**		
債務超過ダミー			0.091 (1.65)	
希薄化リスク＊財務困窮ダミー				0.118 (0.81)
調整後 R ²	-0.005	0.094	0.044	-0.003
F 値	0.92	2.52	1.68	0.95

(注) **は5%水準, *は10%水準でそれぞれ有意であることを表す。

るため、上記のモデルに用いたコントロール変数に加え、さらに説明変数を複数組み合わせた追加的な2つのモデルにより同様の回帰分析を行った結果が表6である。モデル5aは予想株主権利行使比率仮説、取引費用仮説、財務困窮仮説、モデル5bは取引費用仮説、財務困窮仮説、エンフォースメント仮説をそれぞれ検証するための説明変数を使用している。

この分析において、モデル5aとモデル5bのいずれにおいてもln（発行金額）＊ライツ・ダミーの係数の符号はマイナスであり、有意であった。一方、モデル5aにおいて事前支配株主

表6 超過収益率に関する説明変数の組み合わせによる追加的な回帰分析結果

説明変数 / モデル	モデル 5a	モデル 5b
定数項	-0.011 (-0.22)	0.041 (0.85)
ln（時価総額）	0.018 (0.87)	0.029 (1.59)
発行割合	-0.080 (-1.90)*	-0.196 (-3.22)***
事前支配株主持株比率	0.042 (0.38)	
ln（発行金額）＊ライツ・ダミー	-0.056 (-2.21)**	-0.068 (-2.85)***
債務超過ダミー	0.088 (1.65)	0.119 (2.35)**
希薄化リスク		0.291 (2.49)**
調整後 R ²	0.116	0.235
F 値	2.15	3.70***

(注) *** は 1% 水準, ** は 5% 水準, * は 10% 水準で, それぞれ有意であることを表す。

持株比率の係数は有意でなく、予想株主権利行使比率仮説は支持されなかった。また、モデル 5b において債務超過ダミーの係数の符号はプラスで 5% 水準で有意であり、希薄化リスクの係数の符号もプラスと同様に有意であったことから、財務困窮仮説とエンフォースメント仮説についてもいずれも支持されなかった。これらの結果は、表 5 に示したモデル 1 からモデル 4 による分析結果と整合的である⁹⁾。

4.3 取引費用仮説に基づく追加的な実証分析

Hansen (1988) の取引費用仮説は、Kraus and Stoll (1972) の流動性仮説を根拠としており、証券の売却には買い手の探索、買い手のポートフォリオ調整費用の補償、証券の一時保有、取引の記録、決済等の必要が生じるため取引費用が発生するとする。そして、証券の売却が引受証券会社のような仲介者を經由せず市場内で行われるとき、そのような取引費用は買い手をひきつけるため当該証券の価格の一時的な下落の形で現出する。したがって、Hansen (1988) はライツ・オフファリングにおける取引費用仮説の実証的含意は株価の下落が一時的なものであること、すなわち権利行使期間終了後の超過収益率と権利行使期間開始以前の超過収益率との間に負の相関関係があることであるとした。そして、Hansen (1988) は米国でのコミットメント型ライツ・オフファリングの株価反応について、Kraus and Stoll (1972) の方法にならい、権利行使期間直前 20 日の超過収益率 (CAR (-20, -1)) を説明変数、権利行使期間直後 20 日の超過収益率 (CAR (1, 20)) を従属変数とした回帰分析を行った。そして両者の間に有意な

表7 CAR (1, 20) を従属変数, CAR (-20, -1) を説明変数とする回帰分析結果

	値	t 値
定数項	0.075	2.24**
CAR (-20, -1)	-0.402	-2.43**
調整後 R ²	0.164	
F 値	5.90	

負の相関関係があったことを報告し、結果は取引費用仮説と整合的であったとした。

そこで、本研究でもそれにならい、ライツ・オフファリングのサンプル27件のうち Bloomberg より必要な株価データが入手可能であった26件を用いて、Hansen (1988) と同様の回帰分析を行った。その結果が表7である。定数項の係数は0.075で、5%水準で有意、CAR (-20, -1) の係数は-0.402で、やはり5%水準で有意であった。この結果は、Hansen (1988) が主張する取引費用仮説の実証的含意と整合的である。

5. 結論

ライツ・オフファリングは、公募増資や第三者割当増資が主流である日本の上場企業の増資による資金調達市場において、既存株主の利益を尊重する手法として期待をもって2010年代に導入され、2013年から2014年にかけて利用が増加したが、財務困窮企業による利用や不正ファイナンスへの利用などへの懸念から2014年9月に基準が厳格化され、その後企業による利用は減少して現在に至っている。

この研究では、日本でライツ・オフファリングを利用する企業の多くは財務が困窮しているという状況や、エージェンシー問題の存在による支配株主とその他の一般株主との間の富の移転に関する近年の研究における仮説を踏まえ、アナウンスメント時の株価に影響をもたらす要因についての4つの仮説を検証するため実証分析を行った。

その結果によれば、既存株主による権利行使の比率や発行企業の財務の困窮、支配株主や経営者と一般株主との間のエージェンシー問題は、ライツ・オフファリングのアナウンスメント時のマイナスの超過収益率の主因ではない。他方、この研究の結果によれば、Hansen (1988) が指摘したライツ・オフファリングに係る取引費用がアナウンスメント時の株価反応に悪影響を与えている。発行企業のオーナー社長はライツ・オフファリングのアナウンスメント時に適時開示書類の中で権利行使の見通しを公表するが、権利行使の意向であっても、その資金の確保のために持株を担保に差入れたり、事前に売却したりといったやり繰りを迫られるケースがある¹⁰⁾。東証上場制度整備懇談会(2014)が指摘したように、ライツ・オフファリングの多くの事例において市場での新株予約権の売買高が高水準であることも、この仮説と整合的である¹¹⁾。

Ursei (2006) は、ライツ・オフリング実施企業の増資完了後のパフォーマンスについて分析し、財務困窮企業によるライツ・オフリングの利用は合理的であり、投資家がそうした企業に資金を供給することも理に適っていると主張したが、日本における状況を分析することは今後の課題である。

注

* 本稿の作成にあたり査読者から有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。

- 1) 大崎 (2014) など。法制度面では、2001 年の商法改正における新株予約権の法制化、2005 年の会社法改正に際しての第 277 条における新株予約権無償割当の法制化を含む制度的基盤の整備が行われた。
- 2) 2014 年 7 月の東証上場制度整備懇談会による「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」の発表に続き、同年 9 月に東証の有価証券上場規程が改正された。主な内容は (1) ノンコミットメント型について株主総会決議を義務付けること、(2) 赤字企業 (2 年連続経常赤字または直前期債務超過の企業) による発行を禁止すること、そして (3) 新株予約権の上場日について行使期間の開始日以降の日とすること、であった。
- 3) 第三者割当増資をめぐることは、2009 年 8 月に東証が有価証券上場規程 432 条を改正し、一定以上の希薄化を伴ったり支配権が移動したりする発行については、独立した専門家の意見入手や株主の意思確認を義務づける制度改革を実施した (大崎 (2014))。公募増資についても日本証券業協会の「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」において 2013 年 6 月に報告書がとりまとめられ、2014 年 6 月には主に「既存株主の権利保護」、「ファイナンス手法の多様化」そして「公正な取引の推進」の 3 つの観点からそれまでの取組の総括と以後の対応の方向性が公表された (横田 (2014))。
- 4) Kraus and Stoll (1972) はブロックトレードと売出 (secondary offering) の株価効果を比較する中で、売出の際の引受手数料率は通常の委託手数料に比べて相当高いことを指摘し、流通費用は売出の場合高い手数料率の形態で現出するが、ブロックトレードの場合は一時的な株価下落とその後の回復の形をとると述べている。
- 5) したがって、東証 TOKYO PRO Market や名証セントレックス、札証アンビシャス等に上場する企業による発行はこの研究のサンプルに含まれていない。株主割当増資は上場企業のほか未上場企業においても利用が可能であるが、ライツ・オフリングについては、本研究のサンプルに含まれないものとして名証セントレックス上場企業による発行事例が 1 件ある。
- 6) 東証上場制度整備懇談会 (2014) 別紙 2 と別紙 3。
- 7) 支払不能の例としてサンプルの内、償還期限が到来した社債の元利金が不払 (延滞) となっているケースが 1 件あった。
- 8) 全体のサンプル、ライツ・オフリングのみのサンプル、株主割当増資のみのサンプルの中央値はそれぞれ -0.060 , -0.073 , -0.026 であった。これらは表 3 に示した各サンプルの平均値と大きく異なっていないことから、それらの平均値は異常値の影響を大きく受けたものではないと考えられる。
- 9) 各モデルの結果の頑健性をチェックするため、コントロール変数としてディスカウント率や総資産の時価と簿価の比率を加えた追加検証を行った【ほか、財務困窮仮説の検証のため、モデル 3 における債務超過ダミーの代りに事前支配株主持株比率と財務困窮ダミーの交差項を用いた追加検証も行った】。その結果は掲載していないが、いずれもこの研究の結果と整合的であった。
- 10) 藤澤 (2013)、小林 (2014) など。藤澤 (2013) は、ライツ・オフリングの発表当時役 48% の株式を所有する筆頭株主であり、当初から割当てられる予定の新株予約権はすべて行使する意向である旨公表していたが、その時点で資金が不足していたため、保有する株式の一部を立会外取引により第三者に売却することや、海外の金融機関とローン契約を締結することにより、公表から 2 週間強経った段階で行使資金の全額を確保した旨発表したとしている。小林 (2014) は、松下電器産業は 1957 年

から63年にかけて9回の増資を行ったが（その内株主割当増資は4回）、最大株主であった松下幸之助は持株の一部を市場で売却して新規の増資要請に応えたといわれているとしている。

11) 東証上場制度整備懇談会（2014）4 ページ脚注19 および別紙2。

引用文献

- 大崎貞和（2014），「ライツ・オフリングをめぐる現状と課題」『ジュリスト』1470，28-33.
- 萩野昭一（2014），「ライツ・オフリングをめぐる制度整備と既存株主の利益保護」『経済学研究』64（2），1-26.
- 小林和子（2013），「証券史のなかのライツ・オフリング 戦前の財閥，戦後の成長企業，そして現在の新興企業」『金融財政事情』2013.11.18，46-50.
- 佐藤寿彦，谷川聡，徳田安崇（2013），「成長戦略なき資金調達の手具にはならない 安易な増資や不公正ファイナンスに利用される可能性も」『金融財政事情』2013.11.11，23-26.
- 東京証券取引所 上場制度整備懇談会（2014），「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」日本取引所グループウェブサイト <http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004uhd-att/b7gie6000004qcyj.pdf>.
- 証券取引等監視委員会（2013），「不公正ファイナンスの実態分析と証券取引等監視委員会の対応」金融庁ウェブサイト http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130626.pdf.
- 杉浦宣彦（2014），「ライツ・オフリングは中小企業の資金調達手段なのか 海外からの制度“輸入”で独自の発展段階にある日本」『金融財政事情』2014.2.17，40-42.
- 鈴木健嗣（2017），『日本のエクイティファイナンス』中央経済社
- 藤澤信義（2013），「Jトラストのノンコミットメント型ライツ・オフリング 払込総額977億円と国内で過去最大規模の資金を調達」『金融財政事情』2013.11.11，18-22.
- Armitage, S. (2002), “Do Underwriters Certify Value? Evidence from UK Rights Issues and Open Offers,” *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (9) & (10), 1239-1273.
- Balachandran, B., R. Faff, and M. Theopald (2008), “Rights Offerings, Takeup, Renounceability, and Underwriting Status,” *Journal of Financial Economics* 89, 328-346.
- Duong, T.X., R. Singh, and E-J Tan (2010), “What’s Wrong with Rights?” SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1698626> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1698626>.
- Eckbo, B.E. and R.W. Masulis (1992), “Adverse Selection and the Rights Offer Paradox,” *Journal of Financial Economics* 32, 293-332.
- Fong, W.-M. and K.C.K. Lam (2013), “Rights Offerings and Expropriation by Controlling Shareholders,” *Journal of Business Finance and Accounting* 41, 5-6, 773-790.
- Gajewski, J.F. and E. Ginglinger (2002), “Seasoned Equity Issues in Closely Held Market: Evidence from France,” *European Finance Review* 6, 3, 291-319.
- Hansen, R.S. (1988) “The Demise of the Rights Issue,” *The Review of Financial Studies* 1-3, 289-309.
- Hansen, R.S. and J. Pinkerton (1982), “Direct Equity Financing: A Resolution of the Paradox,” *The Journal of Finance* 37, 651-665.
- Heinkel, R. and E.S. Schwartz (1986), “Rights versus Underwritten Offerings: an Asymmetric Information Approach,” *The Journal of Finance* 41-1, 1-18.
- Holderness, C.G. and J. Pontiff (2014), “Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle,” *Journal of Financial Economics*, 120-2, 252-268.
- Kang, J.-K. and R. Stulz (1996), “How Different Is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issue,” *The Review of Financial Studies* 9-1, 109-159.
- Korteweg, A. and L. Renneboog (2003), “The Choice between Rights—Preserving Issue Methods: Regulatory and Financial Aspects of Issuing Seasoned Equity in the UK,” ECGI – Finance Working Paper 15/2003.
- Kraus, A. and H.R. Stoll (1972), “Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange,” *The Journal of Finance*, 27-3, 569-588.

- Massa, M., T. Vermaelen, and M. Xu (2013), "Rights Offerings, Trading, and Regulation: a Global Perspective," Unpublished working paper, London School of Economics.
- Meoli, M., S. Paleari, and G. Urga (2008), "Rights Issues, Private Benefits and Negative—NPV Investments," *Corporate Ownership & Control*, 6, 2, 238–245.
- Meoli, M., S. Paleari, and G. Urga (2015) "Rights Issues Enforcement," Unpublished working paper, University of Bergamo.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Slovin, M.B., M.E. Sushka, and W.L. Lai (2000), "Alternative Floatation Methods, Adverse Selection and Ownership Structure: Evidence from Seasoned Equity Issuance in the U.K.," *Journal of Financial Economics*, 57, 157–190.
- Ursel, N.D. (2006), "Rights Offerings and Corporate Financial Condition," *Financial Management*, 35, 31–52.
- Wu, X. P. and Z. Wang (2002), "Why Do Firms Choose Value—Destroying Rights Offerings? Theory and Evidence from Hong Kong," unpublished manuscript, City University of Hong Kong.
- Wu, X. P. and Z. Wang (2007), "Private Benefits of Control and the Choice of Seasoned Equity Floatation Method," unpublished manuscript, City University of Hong Kong.

Rights Offering and the Stock Market Reaction

Ryotaro KAWASHIMA

Atsuo FUKUDA

Abstract

This paper empirically analyzes valuation effects of rights offering announcements and factors underlying the market reaction in Japan. In the analysis, we examine the effects of renounceable and non-renounceable rights offerings separately. We find that the stock market reacts to the announcements of rights offerings negatively. While the impacts of renounceable right offerings announcements on the stock returns are significant, those of non-renounceable rights offerings are not. We also find an inverse relationship between the announcement returns and the offering amount for the renounceable rights offerings. Consistent with the transaction cost hypothesis offered by Hansen (1988), the results suggest that costs associated with the transfer of rights from existing shareholders to outside investors give rise to the negative stock price reaction vis-a-vis the announcement of renounceable rights offerings.

Keywords: renounceable rights offerings, non-renounceable rights offerings, announcement returns, asymmetric information, transaction costs