

【本日の目次】

1. 新着情報

- ◆動画で解説！～学んでみよう信用取引～（楽天証券共催）
- ◆かぶオブセミナー（入門編）大阪開催のご案内

2. 市場トピックス

- ◆上場廃止のお知らせ

3. 市況情報

- ◆本日の株価指標等
- ◆第一部前・後場概況

4. セミナー情報

- ◆+YOU ニッポン応援全国キャラバン開催予定

5. コラム

- ◆証券取引等監視委員会からの寄稿

=====
※ 以下については、証券取引等監視委員会のウェブサイト掲載にあたり、上記
目次 5. コラムを抜粋しております。
=====

証券取引等監視委員会からの寄稿

投稿 No. 101

発行市場に対する市場監視について
～第三者割当増資及びライツ・オファリングの最近の動向～

証券取引等監視委員会事務局 市場分析審査課長 河村 企彦

証券監視委は、以前より、市場監視の空白を作らないよう発行市場・流通
市場全体に目を向けた監視活動を行っており、昨日公表された第8期活動方

針においても、重点施策の一つとして「情報力に支えられた機動的な市場監視」を掲げ、引き続き、発行市場・流通市場全体に目を向けた複眼的な監視を行い、違反行為の全体像を解明し、適切な法執行に努めることとしています。

市場分析審査課では、不公正ファイナンスの早期発見の観点から、発行市場における第三者割当増資やライツ・オフリングの動向を注視していますが、今回は、これらのファイナンスの最近の動向について、ご紹介したいと思います。

1. 不公正ファイナンスへの対応について

(1) 不公正ファイナンスとは

近年、金融資本市場では、株式の発行過程における不適切な行為と流通市場における不適切な行為が複合的に関連して行われる不公正取引の事案が見受けられます。例えば、架空増資（見せ金増資）や不動産を過大評価した現物出資等によって新株式を不正に取得し、これを流通市場で売却して不当な利益を得るといった行為が散見されます。そして、こうした取引の前後には、流通市場で行われるインサイダー取引や相場操縦行為も複合的に絡み合い、あらかじめ一つのシナリオに沿って一連の取引が行われます。このように有価証券の発行過程（増資等）と流通市場における複数の不適切な行為を要素として構成される不公正な取引を「不公正ファイナンス」と呼んでいます。

このような不公正ファイナンスに対して、証券監視委では、インサイダー取引や相場操縦、風説の流布、開示書類の虚偽記載といった個々の犯罪を捉えるのではなく、一連の不公正ファイナンス行為全体に金融商品取引法第158条の偽計罪を適用して対応してきており、これまで7事案の刑事告発を行ってきています。

(2) 不公正ファイナンスの特徴

こうした不公正ファイナンスで典型的な手法として利用されやすいのが、第三者割当増資です。第三者割当増資は、新たに資金調達をしたい上場会社が、特定の者に新株を割り当てて出資を受ける方法ですが、公募増資に比べて第三者のチェックが入りにくく、不適切な行為が発生するおそれがあります。

2. 第三者割当増資の動向について

(1) 第三者割当増資の件数

証券監視委では、市場監視の一環として、適時開示情報をもとに、平成21年以降、「第三者割当増資の件数及びそのうちの現物出資の件数」を独自に集計しています。

（注）なお、集計に当たっては、第三者割当増資の形態ではあるも

の、不公正ファイナンスの可能性が乏しいと考えられるもの（第三者割当による自己株処分、公募増資と同時に実施される主幹事証券会社に対するオーバーアロットメントの第三者割当増資、ストックオプションを目的とした新株予約権の発行等）は除外しています。

上記集計に基づく第三者割当増資の件数は、平成21年の253件（発行決議ベース、以下同様）から減少傾向にありましたが、平成25年は前年の104件から25%増加し、130件となりました。

これは、平成25年においては、株式市場が堅調に推移したことを背景に、公募増資と同様に、証券会社や投資銀行等を割当先とした第三者割当形態による資金調達案件が大幅に増加したことが主な要因と考えられます。

なお、当該要因による件数を除外した第三者割当増資件数は、概ね前年比横ばいとなっています。

(2) 現物出資を用いた第三者割当増資の状況

上記集計に基づく第三者割当増資のうち、現物出資を用いた第三者割当増資の件数は、平成22年の26件をピークに減少傾向にあり、平成25年は9件となりました。当該現物出資の対象財産は、いずれも金銭債権（DES）となっています。証券監視委では、これまで現物出資の対象となる不動産を過大評価した不公正ファイナンス事案の告発を行ってきましたが、平成23年以降は、対象財産を不動産とする現物出資の事例が見られなくなっています。

3. ライツ・オフリングの動向について

(1) ライツ・オフリングとは

ライツ・オフリング（新株予約権無償割当による増資）とは、割当基準日時点の株主全員に新株予約権を無償で割り当てることによる増資手法です。

新株予約権を割り当てられた株主は、定められた期間内に新株予約権を行使して行使価額を払い込み、株式を取得することができますが、新株予約権を行使せずに市場で売却することも可能です。発行会社の株価が新株予約権の市場価格と行使価額の合計額より大きいときは、投資家が市場で当該新株予約権を購入して行使することにより、アービトラージ（裁定取引）が可能となります。

ライツ・オフリングには、発行会社が行使されなかった新株予約権を取得して引受証券会社に売却し、当該証券会社が権利行使して取得した株式を市場等で売却する「コミットメント型」と、行使されなかった新株予約権を失権させてしまう「ノン・コミットメント型」の2種類があります。

なお、ノン・コミットメント型は、増資に当たり証券会社等が関与する例も見られますが、コミットメント型のように行使されなかった新株予約権を証券会社が引き受けて行使することがないことから、必ずしも証券会社等の第三者により増資条件等の審査が行われるとは限らず、第三者割当増資等と同様に、発行会社の財務状況や資金用途等について第三者のチェックが入らないおそれがあることに留意が必要です。

(2) ライツ・オファリングの件数

平成 25 年は、新たな資金調達手法であるライツ・オファリングの発行が活発に行われました。昨年発行決議されたライツ・オファリングは、コミットメント型 3 件、ノン・コミットメント型 12 件の合計 15 件でした。

(3) ライツ・オファリングによる資金調達の特徴

(i) ライツ・オファリングの発行規模

ライツ・オファリングによる資金調達予定額の時価総額に占める割合（発行決議時点）については、コミットメント型では平均で 14.6%であったのに対し、ノン・コミットメント型では平均で 40.3%になりました。

これは、コミットメント型では、引受証券会社が未行使の新株予約権の全額を発行会社から買い取って行使するため、新たに発行する株式数（資金調達額）について過度のダイリューション（株式の希薄化）が起きないように調整されるのに対し、ノン・コミットメント型では、発行会社が希望する新株式数（資金調達額）を任意に決議することが大きく影響しているものと推察されます。

なお、コミットメント型の行使率は、前述のとおりいずれも 100%ですが、昨年中に権利行使期間が終了した 10 件のノン・コミットメント型の行使率は、平均で 87.1%でした。

(ii) ファイナンス前後での時価総額の変動状況

上記 15 件のうち昨年中に権利行使期間が終了した 12 件について、「発行決議時点の時価総額（A）」と「権利行使期間が終了した時点の時価総額（B）」とを比較してみると、ファイナンス期間後に時価総額が増大した事例は、全体の半分の 6 件でした。また、ファイナンス前後の時価総額の変動率 $[(B-A) / A]$ を計算してみると、最大値が +115.6%、最小値が ▲52.4%となり、昨年はファイナンス期間の前後で時価総額が大きく変動している事例が少なからずありました。

これは、ライツ・オファリングのファイナンス期間が長いため、公募増資等の他のエクイティ・ファイナンスに比べて市場要因による株価変動リスクを受けやすいことが一因と考えられます。ライツ・オファリングは、行使価額に対する株価の水準が資金調達の可否に大きく影

響することから、不公正取引の有無について個別銘柄ごとにその市場動向を注視する必要があると考えています。

証券監視委としては、今後とも、ライツ・オファリング等の新たな資金調達手法を含め、発行市場・流通市場全体の動向について注意深くモニタリングし、問題のあるスキームの早期発見に努め、公正な市場を維持するため注力してまいります。

※文中、意見に関わる部分は、筆者の個人的見解です。

■証券取引等監視委員会ウェブサイト

<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

■証券取引等監視委員会では、その活動状況やウェブサイトの更新情報などを配信しています。

<http://www.fsa.go.jp/sesc/message/index.htm>