

# 解説

## 不公正ファイナンスへの対応 (その1)：不公正ファイナンスの 特徴と箱企業の悪用

証券取引等監視委員会事務局総務課長 佐々木 清隆

前回のこの場で、監視委の最優先重点課題として、第三者割当増資等の発行市場でのファイナンスを悪用して流通市場での不公正取引につなげる「不公正ファイナンス」の問題についてご紹介した。今後3月期決算の関連で不公正ファイナンスの増加が懸念されることから、今回及び次回の2回にわたり、この問題について、もう少し詳しくご紹介したい。

### 1 不公正ファイナンスの特徴

前回は触れたとおり、「不公正ファイナンス」は法律上の定義があるわけではないが、この数年の事例を踏まえると、以下のような共通した傾向がみられる。

#### ① 発行会社の属性：箱企業

不公正ファイナンスの当事者となる上場企業は、マザーズ、ジャスダック、ヘラクレス等の新興市場に上場されている企業であることが多い。上場時においては、製造業やサービス業等実態のある業務を行っていたが、上場後、経営不振に陥り、経常赤字が連続し、資金調達に困難を来している。株価も低迷し、監査法人からもGC (going concern) に関

する注記が付けられていることが少なくない。後で触れるように、第三者割当増資等を繰り返す過程で、株主構成も大幅に変わり、特に、実態の不明な海外のファンドや投資事業組合、いわゆる仕手筋や反社会的勢力とつながりのある株主の関係者が登場する。経営陣も、そのような実質株主の息のかかった者が送り込まれ、また、業務内容も「投資事業」を中心としたものに変化する。

このような経営不振企業の経営者に対し、いわゆるアレンジャーといわれる人間（元日系・外資系証券マン等）が、国内の投資事業組合や海外のファンドに対する、第三者割当増資や新株予約権の割当てを提案してくる。このようなファイナンス自体は、会社法上の手続（取締役会決議等）を経ている限りは合法であるが、割当先やファイナンスの内容をみると、以下のとおり、極めて怪しい点がみられる。

② 不透明なファイナンスの割当先  
まず、割当先としては、税率の低い海外のタックス・ヘイブンや規制の緩いオフショア金融センターに設立された特別目的会社（SPC）がよく登場する。中でも、英領バージン

諸島（British Virgin Islands; BVI）に籍を置くSPCがよく利用されるが、これはかなり怪しいと考えている。

英領バージン諸島は、数あるオフショア金融センターの中でも、特に、金融機関での口座開設時やSPCを設立する際の顧客の本人確認に関する規制が緩く、例えば、ペーパーカンパニーであるSPCの裏にいる真の所有者（beneficial owner）についての情報を秘匿するために利用されることが多い。そのため、国際金融界では、英領バージン諸島については、金融証券犯罪やマネーロンダリングに悪用されるリスクが高いというのが常識であり、まともなビジネスを行おうと考える場合には、英領バージン諸島を利用することは通常ない。

これに関連して、筆者が、かつてロンドン、ニューヨーク、シンガポール、香港等に所在するヘッジファンドの関係者に聞いた話をご紹介したい。ヘッジファンドは、そのstructure上、タックス・ヘイブんにSPCを設立することが多いが、各地のヘッジファンドで、「何処のタックス・ヘイブンのSPCを利用しているのか」と聞いたところ、ほとんどがケイマン又はバミューダであった。当方か

ら「なぜ、英領バージン諸島のSPCを使わないのか」と聞いたところ、異口同音に、「英領バージン諸島のようにマネーロンダリング等の悪用で評判が悪いところのSPCを使ったら、まともな投資家が集まらない」との回答であった。これが、国際金融界の常識であるが、我が国では、「英領」あるいは「バージン諸島」という横文字に惑わされ、世界の常識が通用しない現状である。

英領バージン諸島ではなく、国内の投資事業組合に対する割当ての場合でも、いくつもの投資事業組合を関与させて、真の所有者を見えにくくしている点は、同様の問題がある。

また、実態のある企業等を割当先とする場合でも、増資で調達する資金の規模と比較して、到底増資に匹敵するだけの資金力がないと思われる場合など、明らかに合理性のない事例も少なくない。例えば、5億円相当の調達を目的とした第三者割当増資の引受け先が、資本金100万円、3期連続経常赤字の企業であるという事例すらみられる。

#### ③ ファイナンスの目的、発行条件

ファイナンスや資金調達の目的として、開示資料の中では、「借入金の返済」、「研究開発費」、「M&A等事業再編」等が挙げられることが多いが、増資後の企業行動をみていると、調達された資金は、当該企業から別の企業等（反社会的勢力のフロント企業等とつながっていることもある）に対し、投資、融資の形で流出した後、返済されず、翌期には特別損失が計上されることも少なくない（むしろ、当初から返済されないことが仕組まれていることも多い）。

また、ファイナンスの目的と手段の整合性の点で疑問視されるケース

もある。借入金の返済や債務超過解消のために、緊急に資金調達が必要としながら、新株予約権の割当てによるファイナンスを行う事例はその典型である。

次に、ファイナンスの内容をみると、発行済株式総数の数倍から、中には数十倍に相当する新株の発行が行われるような第三者割当増資、新株予約権の割当てが多く、既存の株主の権利が大幅に希釈化（dilution）することが多い。これも、会社法上の手続を踏む限り違法ではないが、既存の株主の権利保護の観点から、極めて問題であり、この点は、先般証券取引所の自主ルールで規制が強化され、300%を超える希釈化の場合には、上場廃止、また、25%以上の希釈化の場合には、独立した第三者の意見や株主総会の決議が必要とされている<sup>1)</sup>。

#### ④ ファイナンスの関係者

このような不公正ファイナンスに関与する関係者についても、いくつかの特徴がみられる。

上述したとおり、資金調達に困難を来している上場企業に対し、不公正ファイナンスのスキームを提案してくるアレンジャーである。アレンジャーは、金融商品取引法等の規制を免れる形でアドバイスをっており、当局としてもその実態は不明なところが多いが、日本の金融機関、外資系証券会社出身の人間や、いわゆる仕手筋のほか、弁護士、公認会計士出身者もいる。ファイナンスのスキームを組成する上で必要な金融証券実務、法律、会計、海外SPCの設立等に関する知識と経験が必要とされることから、1人ではなく複数で行動していることが多い。アレンジャーの中には、反社会的勢力とつ

ながりのある者もいる。

次に、不公正ファイナンスを行う上場企業の監査法人、公認会計士は、特定の監査法人、公認会計士であることが多い。後述するように、これら上場企業は、財務内容が悪化していたり、ガバナンスに問題があるケースが多く、大手監査法人が辞任し、特定の小規模監査法人、公認会計士に交代する事例が少なくない。

また、不公正ファイナンスによく登場する法律事務所、弁護士も散見される。ファイナンスに関連するlegal opinionの作成に関与する事例が多いが、その検討対象が恣意的に限定されていたり、ずさんな内容のopinionも少なくない。海外SPCの国内での常任代理人に弁護士が就任している事例もみられるが、通常信託銀行証券代行部等が行う事務を、あえて弁護士が行うことについては、合理性が乏しく、特別の目的があると思われる<sup>2)</sup>。

さらに、海外SPCの設立には、通常の場合は法律事務所に依頼することが多いが、不公正ファイナンスで利用される海外SPCの設立は、会社設立業者、特に、香港に拠点を置くブローカーを通じて行っているケースが多いと認識している。

### 2 箱企業悪用のメカニズム

不公正ファイナンスの当事者である上場企業は、当初は実態のある健全な企業が、第三者割当増資等を繰り返した挙句、取引所に上場されていることで、公開市場から資金調達をするために利用される「箱」となっていることから、「箱企業」と呼ばれる。

箱企業は、経営不振企業で資金調

達に困難を来し、また、その株価も下落している。このような箱企業は、取引所に上場されていることで、公開市場から調達した資金を社外に流出させることを目的としていることから、上場廃止になることを何としても避ける必要がある。例えば、債務超過、監査法人からの不適正意見や監査意見の不表明、時価総額基準を下回ること等による上場廃止を阻止することが必須となる。そのため、第三者割当増資等のファイナンスが繰り返されることになる。

株価についていえば、第三者割当増資を含め新株の発行は、1株当たりの利益が減少するため、通常は株価の下落につながるが多いが、箱企業のように既に株価が下落し企業の存続に懸念がある状態では、資金調達の目処がついたということで、逆に株価が上昇することも少なくない。また、箱企業を実質支配している特定の株主及びその周辺のグループが、第三者割当増資の前後で、株価操縦により株価を人為的に高騰させることもある。併せてインターネット上の掲示板等で、株価の上昇につながるような噂を流し一般投資家による買付けを煽る風説の流布も行われる。このような株価の上昇をみて、一般投資家による投資が増加しさらに株価の上昇につながる。さらに、第三者割当増資の公表の前に当該箱企業の株式を取得して、公表後に株価が上昇したところで売却するインサイダー取引が行われるケースもある。

このように、第三者割当増資等により調達された資金は、開示資料の上では、「借入金の返済」、「M&A等事業再編」等に利用するとされているが、実際には、社外への投融資等

の形で流出し、翌期には特別損失が計上され、当該箱企業の財務内容はさらに悪化することになる。箱企業を悪用する立場の人間からすれば、上場廃止にならない程度の財務内容を維持しながら当該企業を悪用し続けるが、中には、会社更生等に至り、当該箱企業の粉飾が明らかになる事例も散見される。

このような箱企業も上場企業である以上、監査法人監査を受けているが、財務内容の悪化等からGC (going concern) に関する注記が付けられ、また、大手監査法人から小規模監査法人に交代する事例も少なくない。監査法人、公認会計士の中には、箱企業の「駆け込み寺」になっているようなところもみられ、上記のような不正取引を看過、あるいは、幫助しているような状況もみられる。

以上のように、第三者割当増資等のファイナンス自体は、会社法上の手続等にのっとって行われてはいるものの、箱企業の株式の流通市場においては多くの不正取引が複合的に行われる事例が少なくなく、証券不正取引のオンパレードといった状況である。

さらに、箱企業に至る過程で、当該企業の株主構成は大幅に変わり、仕手筋や反社会的勢力とつながりのある者が実質的に支配していることが多く、また、経営陣もそれらの実質的な株主の息のかかった者が送り込まれてきている。したがって、箱企業のコーポレート・ガバナンスは崩壊しており、証券市場での不正取引に止まらず、さまざまな違法行為を誘発する。箱企業を通じて調達した資金のマネーロンダリングや、資金が流出した先企業や仲介手数料

等を得たアレンジャーによる脱税が、その典型であると認識している。

このように、箱企業を利用した不正ファイナンスの問題は、多くの証券不正取引、さらには、他の分野の違法行為と関連する複合的な、また、資本市場の根幹に関わる問題と認識し、監視委としては、現在、最優先課題と位置付け取り組んでいるところである。その取組みについて、不正ファイナンスの新たな手口、パターンへの対応も含め、次回ご紹介することとしたい。

(文中、意見にわたる部分は筆者の個人的見解である)。

#### 〈注〉

- 1 東証による有価証券上場規定等の一部改正 (平成21年8月24日施行) [http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730\\_a1.pdf](http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_a1.pdf)
- 2 公認会計士が、海外SPCの国内での常任代理人を勤める事例についても同様。