

市場を揺るがす不適切な第三者割当 第三者割当における諸問題と抑止策を考える



2009年に東証では第三者割当をめぐる上場関係規則が改正されたことをご存知でしょうか。資金調達手段の一つとして利用されている第三者割当ですが、一方で既存株主の権利が大きく希薄化されるなどの望ましくない面も指摘されていました。こうした投資家からの要望に応え、東証では希薄化に関する問題など、第三者割当をめぐるさまざまな問題に対して上場制度上の対応を行いました。また、法制面においても改正がなされており、市場の信頼性を毀損するような第三者割当をめぐる状況は大きく変わっています。本誌では、制度改革後の対応状況や課題について、証券取引等監視委員会と東証関係者による座談会を実施しました。

【出席者】
証券取引等監視委員会事務局 総務課長 佐々木 清隆 氏
証券取引等監視委員会事務局 市場分析審査課市場分析情報官 粟山 保 氏
東京証券取引所自主規制法人 常任理事兼売買取引審査部長 武田 太老
株式会社東京証券取引所 上場部長 松崎 裕之
【進行役】
東京証券取引所自主規制法人 上場管理部長 田中 秀明

安心して投資できる 市場環境の構築を

田中 本日は、証券取引等監視委員会の佐々木総務課長と粟山市場分析情報官にもご参加いただき、最近のマーケットのホットトピックである「第三者割当増資」をめぐる状況をテーマにお話いただき、上場会社の皆様を理解を深めていただきたいと思います。
佐々木 証券取引等監視委員会では、これまで幅広く証券不正取引について監

視を行ってきていますが、特に世界的な金融危機の後、証券市場の混乱や実体経済の悪化を背景に、「不正ファイナンス[※]」と呼んでおります不適切なファイナンスが大きな問題となっています。本日は、こうした問題について、上場会社の皆様に期待することなどを含めてお話しさせていただければと思います。
田中 それでははじめに松崎上場部長から、昨年実施された第三者割当に関する上場制度改革の背景について、ポイントを紹介していただけますか。

松崎 第三者割当は、有利発行に該当しない限り、取締役会決議のみで実施することが可能です。このような枠組みは、機動的な資金調達という会社のニーズにかなう一方で、取締役会の判断で既存株主の議決権を希薄化させたり、取締役会が選ぶ者に株式を割り当てたりできるという側面があり、株主・投資者の保護や市場の信頼性維持といった観点からは望ましいとは言えない面があります。2008年に東証が実施した投資家意見募集においても、国内外の投資家から対応を求める声が多数寄せられていました。

こういった投資家からの要望を受けて、東証では、2009年8月末に、第三者割当に関して、投資家からの要望が強かった希薄化に関する問題、経営陣による株主の選択に関する問題を中心に上場制度上の対応を実施しました。

既存株主の権利を著しく侵害するような希薄化を伴う第三者割当については、そういった第三者割当を未然に防止しようという観点から、300%を超える希薄化を伴う第三者割当を上場廃止の審査の対象とすることにしました。

また、それ以下であっても、安易な希薄化や経営陣が自分に都合のよい支配株主を選択することは、望ましいものではあ

りません。希薄化率が25%以上となる場合や支配株主が異動することになる第三者割当を実施するような場合には、経営陣に対して、より高度な説明責任を求めることにしました。具体的には、社外取締役や社外監査役といった、経営者から一定程度独立した方から、第三者割当の必要性および相当性に関する意見を入手して開示いただくか、あるいは、株主総会の決議などによる株主の意思確認のいずれかを実施していただくことになりました。

また、資金的な裏づけが明確でない第三者割当実施の情報は、市場を混乱させ、市場に対する信頼性を損なわせることがあるほか、株価操作といったものに悪用されるおそれもありますので、割当先の資金手当ての確認状況について開示を求めるなどの対応を併せて実施しました。

東証としては、一連の対応によって、第三者割当の機動的な資金調達手段としてのメリットを維持しながら、株主・投資者が安心して投資できる市場環境が構築できればと考えています。

不正ファイナンスは 会社にとっても大きな損失

田中 第三者割当による希薄化率が25%以上となるケースで、経営者から一定程度独立した方が第三者割当の必要性や資金用途の具体的な内容について積極的に意見を寄せられた事例も見受けられます。これなどは、問題のある事案とならないよう牽制効果が発揮された事例であり、投資者保護の観点から、上場管理の場においても今回の規則改正に一定の有用



東京証券取引所自主規制法人 上場管理部長 田中 秀明

性があると実感しています。

ところで、こうした第三者割当に対しては、法制面においても改正をされていますね。

佐々木 冒頭でも紹介しましたが、証券取引等監視委員会をはじめ、金融庁、財務局といった関係当局の間でも、不公正ファイナンスと呼んでいる一部のファイナンスについて、重大な関心をもって対応を強化してきています。こうしたこともあり、金融庁では、第三者割当に該当する場合には、有価証券届出書、臨時報告書等において、第三者割当に係る割当予定先に関する情報、資金用途の詳細な情報等の記載を求めることとするなど、法定開示の充実化を図りました。

武田 発行市場の観点からのご説明がありました。流通市場において不公正な取引が行われていないかを監視している私ども売買審査部から見ても、こうした対応が実行されたことは、流通市場における不正取引の抑止にも役立つものと思っています。と言いますのも、最近の不正取引の特徴を見てみると、単に流通市場における売買だけではなく、発行市場とつながった不公正な取引が見受けられるからです。流通市場と発行市場を一貫して監視していく重要性が高くなってきていることを実感しているところです。

佐々木 今、武田さんからご指摘いただいた点は、まさに私どもが懸念している不正ファイナンスの一つの特徴を表しています。一般に、不正取引とは、インサイダー、相場操縦、風説の流布など、いずれも流通市場の犯罪ととらえられますが、この流通市場における不正取引が、発行市場での不適切なファイナンスに起因することがあります。そうしたファイナンスでは、たとえば、実態がはっきりしない割当先、海外の正体不明なファンドなどを割当先として選択し、払い込みが実行されず失権を繰り返したりする事例が散見されます。また、払い込みが行われたとしても、短期間のうちに割当先が割り当てられた株式などを譲渡するケース



証券取引等監視委員会事務局 総務課長 佐々木 清隆 氏

があります。譲渡を繰り返していくうちに、真の所有者が誰かもわからなくなり、割り当てられた株を利用して相場操縦などが行われるケースもあります。ファイナンスを実施した会社にとっては、実は調達した資金が社外へ流出して、結局は大きな損失として計上される、そんなことが繰り返される現実が一部の会社にあるのです。結局、資本は毀損し、株主の権利は大幅に希薄化され、株主、証券市場全体に対しても大きな影響を与えているのです。

粟山 最後は、証券市場から資金調達をするためだけの「箱」企業と化してしまうわけですね。ファイナンスを実施する過程では、アレンジャーと呼ばれる人物などが関与するケースも多く、ファイナンススキームや、企業を取り巻く構図の全体像を広く注視していくことが重要だと思います。

田中 先ほど上場関係規則や企業内容等の開示に関する内閣府令の改正のお話をさせていただきましたが、規則や法令の改正だけでは捕らえきれないさまざまな形態があります。そうした事案については、やはり運用の部分で対応をしていく必要が出てくるわけです。私ども上場管理部でも、事案によっては、調達資金の用途の合理性や、割当先の適格性、そして先ほど失権の問題が出ていましたが、割当先に



証券取引等監視委員会事務局 市場分析審査課
市場分析情報官 栗山 保 氏

おける払込資金の存在などについては特に入念な確認をしています。

その中で、資金使途について確認するために、今後の事業計画、資金計画についてはかなり詳細な説明をお願いしています。中には会社が説明しきれないケースも出てきています。割当先の適格性においても同じです。また、たとえば失権を繰り返している会社、あるいは、過去に他社の第三者割当において失権をしている割当先に割り当てる場合など、払込資金がきちんと確保できているのかどうか疑わしいケースについては、払い込みに要する財産の存在について十分に確認するよう会社を指導し、その証拠となる書類の提出を求めています。

包括的・機動的な市場監視が重要施策

武田 適時開示の前に、上場部や上場管理部で入念な確認を行っているというお話ですね。先ほど割当先の適格性について確認を行っているという話が出ましたが、売買審査部においては、日常的に株式の売買状況について監視をしておりますので、割当予定者が割当の直前に発行会社の株を売買していることがあれば私どもの調査ですぐにわかりますし、当然、インサイダー取引の審査対象となります。このような売買が認められた場合には、

発行会社に警告を發し、結果的に予定していた当初のファイナンスが頓挫するケースも意外と多いのです。私どもでは、こうしたインサイダー取引や相場操縦などの不正取引に対しては、常に目を光らせております。

栗山 適時開示資料に割当先の保有方針として長期保有とされているが、すぐに割当株式をほかに譲渡してしまっているような事案や、先ほど田中さんから問題提起がありましたように、失権するような事案がありますね。このようなケースでは、十分に経緯を確認することが重要ではないでしょうか。

松崎 上場部としましても、なぜ失権してしまったのか、投資者に十分に開示をしていただく必要があると考えていますので、しっかりとした事前相談を実施しております。

佐々木 往々にして、そうした事案の背後には、偽計や相場操縦など、大きな犯罪のからくりの一部を構成しているのではと疑われるようなケースもあります。短期譲渡を例に取れば、ファイナンス後の譲渡により、懸念される特定の者・グループへ割当株式が集約されているケースがあります。そこに反社会的勢力が関与している懸念もあるわけです。その意味では、上場会社の皆様においては、たとえば、割当先の実態把握や発行条件の合理性など、ファイナンスを実行するうえでの重要なポイントについては上場会社自らの主体的な検討が求められます。

田中 そうですね。東証グループの中でも、上場管理部、売買審査部といった自主規制法人の関係セクションと、市場運営主体である東証の上場部などのセクションが連携体制を強化し、こうした発行市場と流通市場をまたぐ問題については目を光らせています。東証内部での相互の情報連携や、そうした情報に基づく関係セクションの一致した対応により、これまでにも増して発行会社にファイナンスそのものを含めて再考をいただくケースが多くなってきています。

武田 こうした問題は東証市場だけで生

じるものでもなく、各地の取引所をまたいだ事案も多いので、市場関係者との間で、広範でより適切な連携を築いていくことが重要だと考えています。こうしたことから、従来証券取引等監視委員会などの関係当局とは個別の事案での連携を密に行っておりまして、全国の証券取引所との連携も重視してきているところで。

佐々木 東証と監視委員会、金融庁、財務局との連携はとでもうまく機能してきていると思います。監視委員会でも、直ちに法令違反とは言えない取引の監視や、個別取引、市場動向の背景にある問題の分析など、包括的・機動的な市場監視を重点施策として進めてきていますので、今後引き続き有効な連携ができればと思います。

松崎 各地の財務局との間でも、普段から連携を図ることに注力してきています。問題のある事案については、各地の財務局においても、同じ問題意識の下ご対応をいただいていることを実感する機会も多いですね。市場運営者の立場からは、一見、第三者割当ではない形式をとっていても、第三者割当規制の潜脱につながるようなスキームについても注視する必要があります。栗山 そうですね。スキームが複雑な事案も増えていますが、今ご指摘のありました潜脱事例となるような事案にも警戒が必要ですね。ほかにも、DES^{※2}による新株発行や現物出資における資産評価などでは、発行条件の合理性が問題になるケースが多く見られます。証券市場全体で情報を収集・分析しながら対応していかなくては



東京証券取引所自主規制法人
常任理事兼売買審査部長 武田 太老

はならない問題だと考えております。
佐々木 いずれにせよ、東証から発行会社に指導されているとは思いますが、その背後では監視委員会も同時に目を光らせている事案が多いということを上場会社の皆様にお伝えしたいですね。

先ほど、他の機関との連携の話も出ましたが、監視委員会でも日本公認会計士協会や日本弁護士連合会等々、広くわが国証券市場の規律維持のために関連する専門機関ともコミュニケーションを図ってきています。引き続き、不正ファイナンスの未然防止に向けて、協力して市場監視の態勢を強化していきたいと考えています。

田中 この点は、引き続き、関係者の皆さんが力をあわせて、証券市場の信頼性を失墜させるようなおそれのある第三者割当については、注視をしていくことが重要ですね。

実効性あるガバナンス、内部統制の構築が重要

田中 ところで、第三者割当に係る話題のほかにも気になる話題はありますか。

武田 そうですね。インサイダー取引の問題でしょうか。新聞などで、最近は何にすることが大変多くなった犯罪です。特に、TOBや業務提携など、関係者が多くかかる案件については、上場会社の皆様にはより慎重な情報管理体制の整備が求められます。中には悪質な事案もある一方で、法令などを正しくご理解されていないことにより生じたケースも多いように見受けられます。私どもでは、全国の証券取引所合同によるインサイダー



取引未然防止のためのアンケート調査の実施・報告書の公表や、東証COMLEC^{※3}主催によるインサイダー規制に係る大規模フォーラムや各種セミナーの開催、e-ラーニングなどの研修ツールを通じて、上場会社の皆様にコンプライアンス支援のための機会を提供しており、今後もこういった施策を強化してまいりたいと考えております。是非ご利用いただければと思います。また、インサイダー取引の未然防止という観点からは、日本証券業協会が構築した「J-IRISS^{※4}」への登録も効果的であると考えます。

佐々木 不正ファイナンスの問題もインサイダーの問題も、それは株主および投資者保護、そして広くは証券市場の信頼性維持といった視点から、当局、市場関係者の多くが懸念する問題なのですが、突き詰めれば、上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの態勢整備の問題であるとも思っています。そこで、上場会社の皆様には、実効性あるガバナンス、内部統制の構築の重要性をあらためて認識いただき、特に、法令遵守態勢、ファイナンス関連の内部統制、情報管理態勢といった点などについては、是非今一度検証していただくことを期待したいですね。

松崎 今、ガバナンスの話がありました。東証では昨年末に、「上場制度整備の実行計画^{※5}2009」に基づき、上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備の一環として、コーポレート・ガバナンス体制に関する開示について一層の充実を図るほか、一般株主保護の観点から、上場会社に対して、一般株主と利益



株式会社東京証券取引所 上場部長
松崎 裕之

相反が生じるおそれのない独立役員を1名以上確保することを求めるといった上場制度を整備しました。

しかしながら、当然ですが、こういった制度上の対応は、上場会社を含めた市場関係者の継続かつ真摯な取り組みが伴わなければ、形式主義に陥ってしまい、株主・投資者から期待される効果をあげることはできませんので、関係者の理解と協力をお願いできればと考えています。

田中 そうですね。上場会社を含めた市場関係者が一丸となって、引き続き信頼性ある証券市場の維持に向けて対応していくことが重要ですね。その意味では、読者の上場会社の皆様には、引き続き理解と協力をいただきますようお願い申し上げます。本日はありがとうございました。

※1.不正ファイナンス：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正取引につながるようなファイナンスのこと (2010/2/24 東証メールマガジン CLUB CABU News No.2435 「5.証券取引等監視委員会からの寄稿」より引用)

※2.DES:Debt Equity Swapの略であり、債務の株式化のこと
※3.東証COMLEC:東証Rコンプライアンス研修センター (<http://www.tse.or.jp/sr/comlec/index.html>)のこと

※4.J-IRISS(ジェイ・アイリス:Japan-Insider Registration & Identification Support System):上場会社の役員情報を事前に登録していただくことによりデータベース化し、証券会社が自社の顧客情報と当該データベースを照合確認することで、不正取引の未然防止などに活用するため、日本証券業協会が運営するシステムのこと

※5.上場制度整備の実行計画:上場制度の包括的な見直しに取り進むために、東京証券取引所が2006年以降公表している上場制度の整備に向けた基本的な実行方針のこと