

解説

不公正ファイナンスをめぐる 課題等について — 第三者割当増資を中心に —

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 たむら よしあき
田村 嘉章

1 はじめに

証券取引等監視委員会（以下「監視委員会」という。）では、不公正ファイナンスに係る動きを注視しているところである。本稿では、不公正ファイナンスをめぐる最近の動き、特に、現物出資に係る動きを紹介し、本誌の主たる読者である公認会計士の皆さんとの連携についてお話ししたい。なお、本稿中の意見にわたる部分については、私見であることをあらかじめお断りしておく。

2 不公正ファイナンスをめぐる最近の動き

(1) 不公正ファイナンスとは

「不公正ファイナンス」という言葉は、法律等において定義されているものではないので、まず、その概念の説明から始めたい。

ファイナンス、ここでは、株式、債券等の発行による資金調達をいうが、それは、基本的に会社法に則って進められるところである。そのため、架空増資、見せ金のような事業については、不公正ファイナンスという概念ができるまでは、会社法の問題、あるいは発行市場の問題とし

て理解されていた。

一方、発行市場と車の両輪をなす流通市場における不公正取引は、相場操縦、インサイダー取引等に代表されるが、それらは金融商品取引法の範疇と位置付けられ、会社法及び発行市場の問題とは別に考えられていた。

しかし、取引の実態をみると、その発行する証券が流通市場において取引の対象となっている上場会社のファイナンスについては、発行市場における出来事が直接的に流通市場にも影響を与え、また、流通市場の動向が発行市場に影響を与えるという関係にあり、発行市場における問題と流通市場における問題とを一体としてみる必要がある。

以下に、いくつか具体的な例を挙げながらご紹介していくが、発行市場と流通市場をまたいで不公正な行為・取引が行われる、そうした形態を、我々は不公正ファイナンスと呼んでいる。

(2) 不公正ファイナンス事例

それでは、不公正ファイナンスというものが具体的にどのようなものか、いくつか例を挙げてご説明したい。

① いわゆる架空増資・見せ金の計画を背景に、その情報を基にした

インサイダー取引が行われる、相場操縦が行われるというものである。債務超過で上場廃止基準への抵触が危ぶまれる会社が増資を計画し、それによって、債務超過が解消される、事業継続資金が確保されるということであれば、株価にとってプラスの要素となる。しかし、架空の増資話、形式的には会社に資金の払込みがあるが直後に当該資金を流出・還流させる取引により増資資金が会社の事業のための資金としては使えない、いわゆる見せ金的計画が練られ、それとともに、増資に係る情報を基にしたインサイダー取引を仕組む、株式発行条件決定に影響を与える買付け又は売付けなどの相場操縦行為を行うなどが同時に行われる。こうしたものが、不公正ファイナンスの1つの典型例である。

② また、増資に関連して、引受先を紹介するなどの名目でアレンジャー（アドバイザー）的な人物、企業が絡んでくる場合がある。増資計画及び開示書類の調整に対してアドバイスをを行う、増資引受者を探してくるの見返りとして相当額のアドバイス料を取り、増資による会社の実質手取金の額が大き

く毀損されるということも起こり得る。紹介される増資引受者とアレンジャーが組んでいる場合も想定され、そうした場合には、会社の利益、既存株主の権利が著しく損なわれる計画が練られることもある。

③ さらに、金銭債権による現物出資 (Debt Equity Swap) や不動産による現物出資によって行われる第三者割当増資については、金銭債権の存否の確認が難しいもの、対象不動産の資産価値評価方法に疑問符が付くものなど、会社法の資本充実の原則に反する可能性のある例も考えられる。現物出資に絡む問題については後ほど触れるので、ここでは深く立ち入らない。

(3) 代表例は第三者割当てによるもの
上場会社の増資方法としては、公募増資、株主割当増資、第三者割当増資、種類株の発行等がある。米国では公募増資が、また、欧州では、原則として株主割当ての形式によるものが主流といわれる。そうした中で、我が国では、1990年代後半から第三者割当増資の件数の増加が目立っていた。

第三者割当増資の目的としては、他企業又は特定企業グループとの資本関係の強化等を通じた販路拡大や、特定事業分野の買収などの目的で行われるものもあり、すべてが不公正ファイナンスの疑いありということではもちろんない。しかし、傾向として、他の増資手段と比べて不公正ファイナンスのツールとして使われやすく、現実にも第三者割当ての一部については、不公正ファイナンス

の疑いを持たれるものがあるのも事実である。

そうした現実があることから、以下においては、不適切な第三者割当てに焦点を当てていくこととする。

3 法令・自主規制機関規則等による第三者割当規制

(1) 法令・自主規制機関規則による規制

第三者割当増資が不適切な形で行われる背景としては、発行者が、割当先、発行価格、発行数量等について、恣意的に決定できる余地があることによると考えられる。関係者間

でのさまざまな議論を経て、2009年夏以降、法令 (ガイドラインを含む) や自主規制機関 (証券取引所) による規制が導入された。

法令等による規制の主な項目については、表1及び2に掲げるとおりであるが、各項目は、会社経営者あるいはアレンジャーと呼ばれる人等によって、第三者割当ての割当先、発行数量、発行価格が恣意的に決定されることのないよう又はそれを牽制するための規制といえる。

法令及び自主規制機関による規制の詳細については、担当官等による解説が出されているので、それらを

表1

法令等による第三者割当規制

- ・ 企業内容開示府令の改正：2009.12
- ・ 25%以上の希薄化や支配株主異動が生ずる場合に、その理由の開示。大規模な第三者割当てを行わなければならない理由及び既存株主への影響についての取締役会の判断内容の開示。決定に至る過程の開示。
←発行数量の決定に係る恣意性等への対応
- ・ 発行価格算定根拠及び発行条件の合理性についての考え方の開示。有利発行に該当しないと判断した場合の理由及び判断過程の開示。
←発行価額の決定に係る恣意性等への対応
- ・ 割当先の概要、会社との関係、割当先選定の理由、割当先による保有方針、払込みに要する財産を保有することの確認内容、株主としての権利行使を行う権限を実質的に保有する者がいる場合には、その内容、反社会的勢力不関与確認内容の開示。
←割当先の決定に係る恣意性等への対応
- ・ 企業開示ガイドラインの改正

表2

自主規制機関規則等による第三者割当規制

- ・ 有価証券上場規程の改正：2009.8~
- ・ 希薄化率規制 (300%超は原則上場廃止、25%以上は、原則として相当性についての経営者から一定程度独立した者の意見 (第三者意見) 又は株主総会議等が必要)
←発行数量の決定に係る恣意性等への対応
- ・ 払込金額の算定根拠等及び監査役等の意見の開示。
←発行価額の決定に係る恣意性等への対応
- ・ 支配株主異動を生じた場合、3年以内に支配株主との取引健全性が毀損された場合は上場廃止。払込みに要する財産の存在確認内容の開示。反社会的勢力の不関与確認内容の開示。
←割当先の決定に係る恣意性等への対応

ご参照願いたい、一連の規制によって、割当先の実態確認やその開示、大幅な株式の希薄化（希薄化、希薄化率については後述）が起こる発行については、その相当性についての第三者意見等の開示、発行価格算定の合理性についての開示が求められることとなった。これによって、実態が不透明な海外のファンドへの割当ての問題、既存株主の権利の著しい毀損等について、一定の歯止め及び検証が行われることとなった。

(2) 第三者割当て件数推移

表3は、2009年1月以降2010年12月までの第三者割当て決議の件数である。2009年に比べて2010年は大幅な

減少となった。これは、規制の影響、効果とあってよいだろう。2009年は3月、9月に集中もみられたが、2010年の夏以降の状況を見ると、その集中もみられなくなった。

(3) 第三者割当てによる議決権希薄化率の推移

グラフは、同じ期間に発行決議された第三者割当てについて、希薄化率の分布をみたものである。

ここで希薄化率とは、分母を当該第三者割当て決定前の議決権総数とし、分子を当該第三者割当てに係る議決権総数（新株予約権については、全量行使された場合の数量を基に計算）とした比率をいう。その比率が

高ければ、その分、既存株主の権利の希薄化が起きているということである。

自主規制機関（証券取引所）の規制によって、希薄化率が300%超の第三者割当て（取引所が、株主及び投資家の利益を侵害するおそれが少ないと認める場合は、例外）は、取引所の上場廃止基準に該当することとなったため、2009年7月以降（2010年11月の取引所が認めた、例外1件を除き）、なくなった。また、相当性について経営者から一定程度独立した者の意見又は、株主総会決議等を要する希薄化率が25%以上となる第三者割当てでも減少傾向にある。

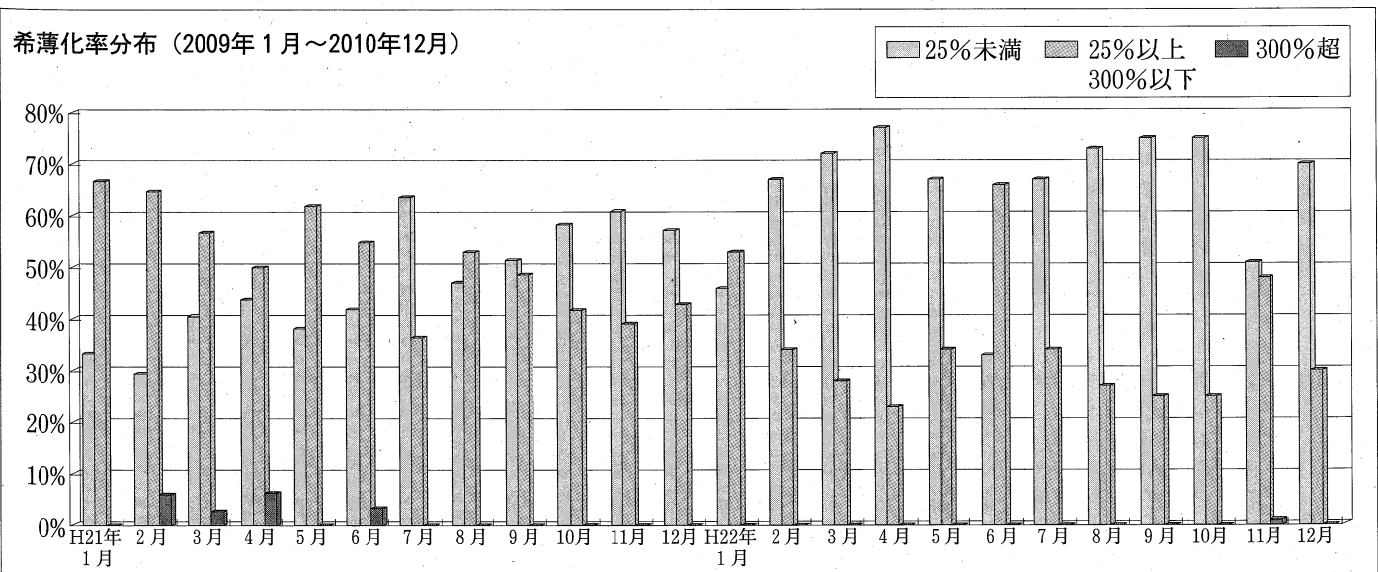
表3

第三者割当て件数推移（2009年1月～2010年12月）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	計
09年	9	17	38	15	18	24	20	16	37	20	20	19	253
10年	13	17	24	10	17	11	7	11	11	15	15	10	161

※ TDNetでの開示資料を集計
 ※ 発行決議ベース：発行中止となった案件を含む。
 ※ オーバーアロットメントに伴うもの及び自己株式の処分を除く。

グラフ



4) 現物出資をめぐる問題

(1) 現物出資による第三者割当て増資

第三者割当てについては、前述のとおり、規制の導入以降、件数の大幅な減少がみられるところである。しかし、これを現物出資による第三

者割当増資に限ってみると、状況は異なる。表4に示すとおり、第三者割当て全体の件数が大幅に減少している中、前年比で増加している。

現物出資とは、金銭以外の財産による出資であり、対象財産としては、金銭債権、不動産、上場株式その他が実例として存在する。また、ここ2年の中でも、私募社債、中国にある未上場会社の株券を出資対象財産としたものが出てくるなど、対象財産の多様化もみられるところである。

現物出資に当たっては、対象財産が過大評価された場合には他の株主との間で不平等である、資本充実の原則に違反するなどの結果につながるため、会社法では、原則、裁判所の選任する検査役に現物出資財産の価額について調査をさせることとしているが、表5の項目に該当すれば、

表4 現物出資第三者割当て件数

現物出資対象財産	2009年	2010年
金銭債権	16	22
不動産	1	4
上場株式	2	0
その他	0	2
合計	19	27

※ TDNetでの開示資料を集計
 ※ 発行決議ベース：発行中止となった案件を含む。2010年については、一部を金銭債権、一部を不動産による出資とするものが1件あるため、各出資対象財産欄の合計数字と合計欄の数字が合致しない。

表5

裁判所検査役調査の例外（会社法207条9項各号から）

- ・ 発行済み株式の10%以下の場合
- ・ 総額が500万円以下の場合
- ・ 市場価格のある有価証券について、市場価格以下での出資の場合
- ・ 弁護士・公認会計士・税理士の証明を受けた場合（不動産の場合は、不動産鑑定士の証明も同時に必要）
- ・ 弁済期が到来している当該会社に対する金銭債権について、それに係る負債の簿価以下での出資の場合

検査役の調査の対象外とされる。その中に、「弁護士、公認会計士、税理士の証明を受けた場合（不動産の場合は、不動産鑑定士の証明も同時に必要）」がある。上場会社の第三者割当増資については、裁判所検査役の調査の対象外となる方法により現物出資が行われるのが通例である。

(2) 現物出資の問題点

現物出資の問題点は、出資対象財産の評価等が容易でないものもあり、そこに不適切なものが入り込む余地が生まれてしまうということである。以下、いくつか具体的な例を挙げる。

① 金銭債権を対象とするもの (DES)

金銭債権については、例えば、コンサルタントやアドバイザーとしての役務の提供に係る債権を対象とする場合、当該役務提供の存否、その価値等を外部者が確認、評価することは難しく、役務提供契約の締結の時期の選定、対象役務の内容及び対価の額等に恣意性が入り込む余地がある。

② 不動産を対象とするもの

不動産を対象とする場合は、弁護士又は公認会計士が相当性証明を行うに当たっては、不動産鑑定士による評価が同時に必要となる。そのため、弁護士、公認会計士は、不動産鑑定士による評価が合理的になされ

たことの確認等を中心に行うことになろう。

例えば、抵当権の存在の有無の確認がなされているか、出資対象区画を含む一団の土地の評価ではなく、出資対象区画に限定した評価がなされているか、現況や利用可能性について確認がなされているかなどのチェックが考えられる。また、出資者が直前に購入した土地を出資対象とする場合において、直前の当該土地の売買価格と極端に乖離した評価が行われる例などについても検証が必要ではないか。

監視委員会としては、不動産鑑定士の鑑定業務も適正に行われるべきとして、国土交通省、日本不動産鑑定協会にも問題意識をお伝えしているところである。

③ 外国会社株式等を対象とするもの

アジア地域の経済の発展、我が国との経済的つながりが強まる中で、アジア地域にある外国企業の株式を現物出資の対象財産とするものなどが出てきている。上場会社の株券のように、株価や企業内容がある程度開示されており、その情報が取れるものであればよいが、そうでない場合には、当該会社の実在性、事業や財産の状況等の確認を、何らかの方法で行う必要がある。しかし、日本国内でそうした情報を取ることは必ずしも容易ではない。

(3) その他

ここまで、いくつか具体的な例を挙げ、不公正ファイナンスのツールとなりやすいものとして第三者割当てのご説明をしてきたが、問題点として掲げたことのいくつかは、第三

者割当てではなく、例えば、企業又は事業の買収・統合のための株式交換が行われる場合などについても同じことがいえる。株式交換によって得ようとする企業、又は、事業の価値の評価が適正でないと、株式交換によって交付される株式の数量が過大になるなど、既存の株主の権利の希薄化が進む懸念がある。対象企業・事業について、十分なデューデリジェンスなどが求められるのではないか。

5 おわりに—公認会計士の
不公正ファイナンスとの
関わり—

おわりに、公認会計士と不公正ファ

イナンスとの関わりについて簡単に述べたい。

前述のように、公認会計士は、現物出資について対象資産の相当性の証明を行うことができる立場にある。相当性証明について過失があれば、差額補填責任が生ずる（会社法213条3項）。

また、公認会計士は、監査人となる場合、第三者割当ての条件決定の前提となるデューデリジェンスや税務調査に関わる場合、発行新株等の価格算定に携わる場合、経営者から一定程度独立した者として第三者割当ての相当性について意見を述べる

場合、不公正ファイナンスの疑いを持たれたときの外部（第三者）調査委員会メンバーとなる場合などにおいて、不公正ファイナンスに関わりを持つ可能性がある。

不公正ファイナンスが、既存の株主の権利侵害、資本充実の原則の違反、市場の信頼性の低下等の大きな影響を及ぼすものであることを十分に認識され、職務を行っていただくようお願いする。

公認会計士の皆さんに、市場監視の包囲網の一翼を担う役割を期待しているところである。