
不公正ファイナンスと証券会社の関わり
(証券取引等監視委員会からの寄稿)

平成 22. 12

平成 22 年 1 月より、証券取引等監視委員会から、個別の調査・検査事案から得られる問題意識を中心とした最新のトピックについて定期的に御寄稿いただいております。

第 12 回目のテーマは、「不公正ファイナンスと証券会社の関わり」です。

1. はじめに

証券取引等監視委員会（以下、「監視委」という。）では、平成19年9月に公表した市場監視の基本方針である「公正な市場の確立に向けて～『市場の番人』としての今後の取り組み～」において、「発行市場・流通市場全体に目を向けた市場監視」を重点施策の一つに掲げ、不公正ファイナンス事案に対する監視を強化してきた。具体的には、監視委は、金融庁、財務局、証券取引所等と連携し、不適切と思われるファイナンスや流通市場の動向を日々監視し、必要な場合には検査、調査等を通じた対応を行うほか、監視委の問題意識を法律事務所、監査法人、証券会社等へ発信することにより、市場規律の強化を通じた不公正ファイナンス事案の未然抑止に向けた取り組みを行っている。

本稿では、第三者割当（新株または新株予約権の発行）を中心とした不公正ファイナンスを巡る最近の動きをご紹介するとともに、金融・資本市場の公正性を確保する上で重要な役割を担う証券会社の関わりについて述べさせていただく。

2. 第三者割当を中心とした不公正ファイナンスを巡る最近の動き

監視委では、近年の厳しい経済環境の中で、業績が悪化し、資金調達が困難となった上場企業が、債務超過解消等のために既存株主の権利を侵害するような希薄化率の高いファイナンスを行うこと、または、反社会的勢力との関連が懸念されるような実態不透明な割当先に対してファイナンスを行うこと、更にこれらに起因する流通市場での相場操縦、風説の流布・偽計、インサイダー取引等の不公正取引や虚偽記載が行われるような複合的な事案を不公正ファイナンス事案と呼んでいる。具体的には、下記監視委ウェブサイトをご参照いただきたいが、監視委が告発を行ったペイントハウス事件、ユニオンホールディングス事件、トランスデジタル事件等の事例が挙げられる。

（参考） 「告発の現場から」 不公正ファイナンスに係る偽計の告発

http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/actions_menu02.htm

これら三件の不公正ファイナンス事案には、いずれも第三者割当が用いられている。第三者割当は、本来、経営再建や企業提携等を目的として行われるものであり、その手法自体が不公正なファイナンスの手法であるわけではない。しかしながら、現実には、上記三事案のように、第三者割当を不公正ファイナンスのツールとして用いる事例も見受けられる。以下、第三者割当の最近の状況について検証することとする。

第三者割当による新株及び新株予約権の発行件数を見ると、平成 21 年 8 月以降、各証

券取引所による有価証券上場規則や金融庁の企業内容等の開示に関する内閣府令（ガイドラインも含む）の改正（以下、「規則等改正」）後、第三者割当の発行件数は減少してきている（表 1 参照）。内訳を見ると、証券取引所の上場廃止要件となる希薄化率 300% 超の増資が殆ど見られなくなった一方で¹、第三者割当の発行の相当性に関し、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しない希薄化率 25% 未満の発行²が増加しており（図 1 参照）、規則等改正による影響が出てきていると言えよう。

表 1 第三者割当の件数

（平成 22 年 11 月末現在）

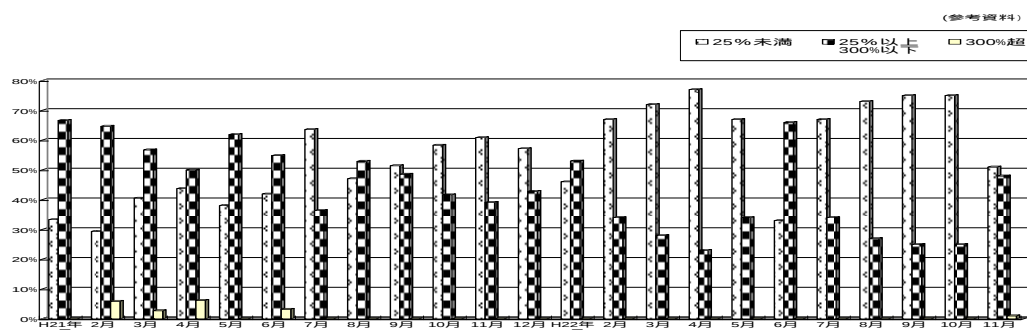
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	計
H21 年	9	17	38	15	18	24	20	16	37	20	20	19	253
H22 年	13	17	24	10	17	11	7	11	11	15	15	-	151

（注）発行決議ベース。発行中止となった案件を含む。

オーバー・アロットメントを伴うもの及び自己株式の処分を除く。

出所：TDnet の開示資料をもとに集計

図 1 第三者割当の希薄化率分布状況



（注）表 1 に同じ。

次に、第三者割当増資のうち現物出資により行われるものについての最近のトピックを紹介する。

¹ 平成 21 年 7 月以降公表の希薄化率 300%を超える第三者割当増資は、平成 22 年 10 月に企業再生支援機構等を割当先とするものが 1 件あるのみ。

² 証券取引所の企業行動規範において、原則として、希薄率が 25%以上又は支配株主の異動を伴うファイナンスを行う場合、経営者から独立した者による第三者割当増資の必要性及び相当性に関する意見の入手或いは株主総会決議など株主への意思確認のいずれかの手続きを実施することとされている。また、企業内容等の開示に関する内閣府令においても、25%以上の希薄化や支配株主異動が生ずる場合にはその理由の開示が規定されている。

現物出資とは金銭以外の財産による出資（会社法 207 条）であり、現物出資対象資産には、制度上、不動産や金銭債権にとどまらず、非上場株式や営業権等も含まれる。このため、最近では非上場の外国会社株式を対象とする事例も現れるなど、対象資産の多様化が見られる。また、現物出資による第三者割当増資の件数を見ると、前述のとおり、規則等改正以降、第三者割当の発行件数が大幅に減少している中であって、不動産を対象資産とする現物出資及び金銭債権を対象資産とする Debt Equity Swap（DES）は昨年に比べ増加している（表 2 参照）。

表 2 現物出資対象財産別第三者割当増資件数 （平成 22 年 11 月末現在）

現物出資対象財産	平成 21 年	平成 22 年
金銭債権	16	19
不動産	1	3
上場株式	2	0
その他	0	2
合計	19	24

（注）発行決議ベース。発行中止となった案件を含む。

出所：TDnet の開示資料をもとに集計

現物出資による第三者割当増資においては、DES の対象債務の存在確認や現物出資対象資産の評価の適切性に関する判断が困難であり、これらが過大に評価される可能性がある。

具体的に、不動産を払込対象資産とする第三者割当増資の例を挙げて説明する。会社法上、現物出資については、その払込資産について検査役による調査が行われることが原則であるが、弁護士、会計士、税理士による評価額の証明を受けた場合等の例外要件が満たされれば、検査役の調査は行わなくとも良いこととされている。この場合、弁護士等が評価額の相当性証明をするに当たっては、不動産鑑定士による評価が同時に必要となる。不動産の財産価値は評価が難しいことから、不動産鑑定士等は、当該不動産に係る事業計画についても評価額を左右する要因として十分検討しているかを含め、その評価の妥当性について投資家に十分な説明を行うことが必要と考えられる。

こうした不動産鑑定士による鑑定評価の留意点として、本年 8 月、国土交通省から日本不動産鑑定協会に対し、「会社法上の現物出資の目的となる不動産の鑑定評価の適正な実施について」との通知の発出等が行われたところである。

以上、不公正ファイナンス事案において用いられるファイナンスの一形態として、現物出資を用いた第三者割当増資に係る留意点を説明したが、第三者割当以外の形態のファイナンスの中にも、同様の留意点を持つ（不公正ファイナンスの手段として用いられ

る可能性がある)ものがある。例えば、株式交換等の企業再編を利用して株式が発行される場合がこれにあたる。すなわち、株式交換対象企業等に対する評価が適正でない場合、株式交換等によって交付される株式数が過大となり、希薄化率の高い第三者割当増資と同様の状況となってしまうことから、既存株主の利益を損なう可能性がある。従って、株式交換等においても、対象会社に対するデュー・デリジェンスを十分に行うことが必要と考えられる。

このように、最近の規則等改正以後、既存株主の権利を害するような希薄化率の高い第三者割当が減少傾向にある一方で、不動産の評価額に疑念のある不動産を払込対象とした現物出資による第三者割当の事例など、注視すべきファイナンスは依然存在していると言えよう。

3．証券会社の関わり

次に、不公正ファイナンス事案と証券会社の関わりについて述べたい。

(1) 流通市場における問題

最近の第三者割当の割当先を見ると、証券会社が割当先となるケースは、あまり見受けられない。しかし第三者割当が行われた後に、増資の割当先が、取得した株式を市場で売却し利益を得るにあたって、相場操縦、インサイダー取引といった不公正取引が行われる可能性があることから、流通市場においては、不公正取引に対するゲートキーパーとしての証券会社に期待される役割は大きい。

本年4月に設置された日本証券業協会の「証券会社における売買管理等のあり方を検討するワーキング」においても、証券会社の取組みの方向性について引き続き議論が行われているところである。証券会社においては、ぜひ、問題のあるファイナンスの後に行われる不公正取引の未然防止に積極的に取り組んでいただきたい。

(2) 主幹事証券会社としての役割

企業が上場後に第三者割当を行う場合には、証券会社による引受審査が行われなため、上場時より当該企業との関わりが深い主幹事証券会社であっても当該ファイナンスの実態を知ることは難しいと思われるが、本年12月に金融庁が公表した「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」の「新興市場等の信頼性回復・活性化策の検討について」において、証券取引所や主幹事証券会社による上場直後で内部体制が整っていない企業に対する支援の重点化が掲げられており、今後の議論が注目されるところである。

4．おわりに

昨年に第三者割当に対する規制強化が行われてから、希薄化率の大きなファイナンス

事例がほぼ見られなくなる等、一定の効果が認められる一方で、新たなスキームを用いた不適切なファイナンスは後を絶たない。このような状況の下、証券会社においても、市場のゲートキーパーとして、不公正ファイナンスに対する認識を高め、不公正取引の未然防止に取り組んで頂くことが一層重要となってきた。筆者としては、わが国の金融・資本市場の停滞が指摘されて久しく、証券会社が直面する経営環境も一部厳しいものと承知しているものの、まず金融・資本市場の信頼を回復し、個人も安心して投資できる環境を構築する地道な努力を続けることこそが、ひいては市場の活性化につながり、結果として証券会社の経営環境の改善に資するものと信じている。

* 文中、意見に関する部分は、筆者の個人的見解である。