

## 上場会社コンプライアンス・フォーラム

日時 2012年12月10日(木) 13:35~14:35

会場 文京シビックホール

講演 「インサイダー取引及び不公正ファイナンスに対する当局の取組み」

講師 岳野 万里夫 氏(金融庁証券取引等監視委員会 事務局長)

ご紹介をいただきました、証券取引等監視委員会事務局長の岳野でございます。本日は師走のお忙しい中、当コンプライアンス・フォーラムに多数の皆さまにご参加いただきましてありがとうございます。また、このような機会にお話をさせていただくべくお招きいただきましたことを、フォーラム主催者の皆さまにも御礼申し上げる次第でございます。

本日は「インサイダー取引及び不公正ファイナンスに対する当局の取組み」について、1時間ほどお時間をいただいておりますので、資料に基づきまして説明をさせていただきたいと思っております。

本日は、主としてインサイダー取引規制と不公正ファイナンスについて、お話申し上げますが、その前に、そもそも金融・資本市場とはどういうものか、その整備と不公正取引防止の意義について、お話させていただきたいと思っております。

### 1. 金融・資本市場の整備と不公正取引防止の意義

#### 1-1 株式市場時価総額の推移(資料2頁)

資料2ページは、世界の株式市場の上場時価総額の推移を折れ線グラフで示しているものです。アメリカ、イギリス、日本の株式市場が世界の三大市場と言われていましたが、現状では中国の経済成長に伴いまして、中国の市場も非常に大きくなっています。

#### 1-2 世界の商品市場の出来高の推移(資料3頁)

また、3ページは、世界と日本の商品市場の出来高の推移を示したグラフです。右肩上がりの△印のグラフが世界総計で、左の目盛でご覧ください。一方、右肩下がりの\*印の折れ線グラフが、我が国の商品市場の出来高です。商品市場については、我が国の市場の取引が細っているところが見て取れるかと存じます。

### 1-3 日本再生戦略について（金融戦略の概要）（資料 4～5 頁）

4、5 ページに、日本の再生戦略あるいは総合的な取引所の実現について、資料を用意しています。

金融・資本市場の整備は、国の経済政策の重要なテーマであり、金融戦略、あるいは金融資本市場の整備については、歴代の政権で継続的に取り組んできています。4 ページは、24 年 7 月に閣議決定された日本再生戦略の中の金融戦略の概要です。項目として、「国民金融資産の形成支援を通じた成長マネーの供給拡大」、「政策金融・官民連携による資金供給の拡大」、「将来の成長可能性を重視した金融の実現、地域密着型金融の推進」、「アジアにおける我が国企業・金融機関・市場の地位確立」があり、最後の「アジアにおける我が国企業・金融機関・市場の地位確立」の中で、総合的な取引所の実現などが掲げられています。

総合的な取引所の実現については、5 ページの資料をご覧ください。「総合的な取引所ができることによる株式市場、商品市場を横断した市場の実現」、「利便性・安全性の高い『清算機関』の実現」、「幅広い業者が取引に参加可能な制度の採用」、「効率性・公正性を備えた『投資者保護』システムの採用」といった意義を掲げています。

政府のこのような取組みの中、24 年 11 月 20 日には東京証券取引所グループと大阪証券取引所の合併契約がそれぞれの臨時株主総会で承認されました。金融庁としては、東証・大証の経営統合が国際金融センターとしてのプレゼンスの向上や、取引参加者の利便性の向上等を通じた、我が国金融市場全体の競争力強化につながっていくことが重要であると認識しています。

こうした観点から、東証、大証におかれては、アジアナンバーワンの取引所の実現を目指して、今後さらにスピード感を持って、実効性のある国際競争力強化策を実施していただきたいと考えているところです。

### 1-4 株式市場はどのようなときに発展するのか（資料 6～7 頁）

それでは、市場整備を進めていくに当たって、一体何を注意していけばいいのか、ということについて、共産主義から市場経済へ移行した東ヨーロッパの国の経験から説明します。資料は、6 ページ、7 ページをご覧ください。

株式市場はどのようなときに発展するのか、ということですが、「セイヴィング キャピタリズム」という著書では、「一般的に言えば、市場は真空の中に出現するわけではない。

市場が機能するためには、インフラストラクチャーを必要とする」とされています。

市場経済化を進めたポーランドとチェコの経験からの話ですが、6 ページ下のアンダーライン部分をご覧ください。ポーランドは、最初に厳格な情報開示基準を導入し、米国 SEC と類似の機関を作って、少数株主保護のための規則や情報開示を確実に遂行させる仕事を担わせました。つまり、インフラ作りから入ったわけです。

チェコとポーランドのやり方を比較すると、チェコの市場は最初から自由市場をつくるということでしたが、小口投資家が有効に保護されていないということ、つまり、投資家がインサイダーによって騙されていたとか、少数株主に対して企業のインサイダーと大手の機関投資家が結託しているという話が当たり前になり、投資家が初期に不幸な体験をした結果、市場が信頼を失いました。チェコの企業は資金調達の源泉を失い、1996 年から 98 年の 3 年間、株式市場での調達ができなかったということです。

それと対照的に、ポーランドは少数株主の権利の侵害を積極的に訴追する意志を示したことから、自分達の権利が有効に保護されていることを知って、投資家はポーランドの株式市場を信頼することができるようになり、その結果、チェコと対照的に、同じ 3 年間に一定の資金調達ができたとということです。

株式市場は、投資家の資産運用の場であると同時に、上場企業の資金調達の場でもあり、金融・資本市場として国民経済における重要な意義を持っているわけですが、そのような市場の機能を発揮するためには、やはりインフラストラクチャーなり市場に対する信頼が必要であったということが歴史的な経験から言えると思います。

#### 1-5 インサイダー規制 20 年の歩み（資料 8 頁）

翻って、我が国ではどうかというのが、次の 8 ページ、9 ページです。ポーランドとチェコのお話をしましたが、我が国もインサイダー規制が導入されたのは、決して昔のことではありません。インサイダー規制の導入に伴う証券取引法の改正は、平成元年、1989 年ですから、先程のチェコ、ポーランドと比較しても、10 年と昔ではありません。

平成 4 年 7 月に証券取引等監視委員会が発足して、エンフォースメントの体制も整い、平成 17 年 4 月に証券取引法の改正によりまして、エンフォースメントの一つの手段として、課徴金が新たに付け加わったということです。

## 1-6 内部者取引の規制の在り方について（抄）（資料 9 頁）

9 ページには、インサイダー取引規制の趣旨について、昭和 63 年に当時の大蔵省の証券取引審議会がまとめた報告書の抜粋を掲げています。同報告書の中で、インサイダー取引規制が必要とされる所以は「発行会社の役職員は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者による内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知り得ない一般投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる」としています。

インサイダー取引規制の目的は、市場に対する投資家の信頼の確保にあるということで、市場規制の独特の性格を表しているものだと考えています。

## 1-7 世界のインサイダー取引規制の歴史（資料 10 頁）

10 ページは、世界のインサイダー取引規制の歴史について、2002 年の The Journal of Finance の論文から引用したものです。世界の国の数、そのうち証券市場が存在する国の数、インサイダー取引規制が導入されている国の数(A)、そのうち、さらに実際にエンフォースされている国の数(B)が示されており、やはり 1990 年ぐらいからインサイダー取引規制の導入とエンフォースメントの実施が広がってきていることが見て取れると思います。

## 2. インサイダー取引規制

### 2-1 規制の概要と違反行為の状況（資料 12～13 頁）

インサイダー取引規制の中身の説明に入らせていただきます。まず、規制の概要と違反行為の状況、次に未然防止の重要性と関係者の取組みということで、大きく二つに分けて説明いたします。

「会社関係者のインサイダー取引規制」では、上場会社 A の中に「重要事実」が発生し、それが未公表の状態で「重要事実」を職務等に関し把握した会社関係者、あるいはこの「重要事実」の伝達を受けた情報受領者は、いずれも公表前に売買することが禁止されています。この会社関係者の中には上場会社の役員や社員の他、監督官庁の職員といった法令に基づく権限を有する者、公募増資の引受契約を結んだ証券会社といった契約締結者などが入ります。

「公開買付者等関係者のインサイダー取引規制」では、公開買付者が A 社の公開買付けを実施することを決定した場合に、公開買付者等関係者あるいは公開買付者等関係者から情報の伝達を受けた第一次情報受領者は、ともに買付け等が禁止されています。この公開買付者等関係者の中には、公開買付者等の役職員、法令に基づく権限を有する者、さらには契約締結者が入ります。契約締結者の中には、公開買付けを受ける A 社が入ることが一般的です。

## 2-2 エンフォースメントの手法（資料 14 頁）

次に 14 ページのエンフォースメントについてですが、インサイダー取引規制については罰則が定められており、刑事罰があります。刑事罰の場合、通常は懲役や罰金が話題になりますが、インサイダー取引規制の場合には没収・追徴規定があり、違反行為により得た財産は没収又はその価額を追徴する規定があることにご留意いただければと思います。

また、平成 17 年には新たに課徴金制度が導入され、売買が「自己の計算」で行われた場合と「他人の計算」で行われた場合に分けて、それぞれ課徴金の額が法令に規定されています。

## 2-3 インサイダー取引に係る課徴金勧告・告発状況（資料 15 頁）

課徴金制度は平成 17 年から導入されており、インサイダー取引に係る課徴金勧告の状況について見てみると、最近では年間 10～20 件程度、証券取引等監視委員会事務局で調査の上、勧告を行っています。また、インサイダー取引に係る告発については、平成 4 年の証券取引等監視委員会発足以来、犯則調査としてインサイダー取引を調べており、この 10 年ぐらいで見ると、毎年 10 件を下回る程度の告発件数になっています。

## 2-4 インサイダー事案の傾向（資料 16～17 頁）

16 ページ、17 ページは、インサイダー取引事案の傾向について掲げています。17 ページは課徴金事案について、平成 17 年から重要事実別に件数を記載していますが、平成 17 年の課徴金制度導入後からを通してみると、新株等発行、業務提携・解消、決算情報、公開買付けといった類型が多くなっています。

## 2-5 課徴金勧告件数の推移（行為者の属性別）・第一次情報受領者に対する課徴金勧告件数

## の推移（情報伝達者の属性別）（資料 18～21 頁）

次に、課徴金事案について、行為者の属性と情報伝達者の属性の分析をしたものが 18～21 ページです。18 ページと 19 ページは、166 条違反、すなわち会社関係者のインサイダー取引の事例、20～21 ページは、公開買付関係のインサイダー取引の事例について表にしたものです。

違反行為者の属性別に見ていくと、会社関係者が 26 件、第一次情報受領者が 34 件ということで、最近の傾向としては、第一次情報受領者のインサイダー取引事案を勧告することが多くなっています。ただし、会社関係者の事例もまだ多く、しかも、役員あるいは社員の中でも執行役員、あるいは部長等の役席者が違反行為者となる件数は依然として多くなっています。

また、第一次情報受領者による違反事例、34 件の内訳について、情報伝達者の属性を見てみると、一番多いのは、契約締結者の 19 件ですが、こちらも発行会社の役員あるいは社員が情報伝達者になっているというケースもそれなりに多い状況です。このような状況を踏まえて、インサイダー取引の未然防止の在り方について、後程、お願いを申し上げます。

20 ページの公開買付けに関する課徴金勧告の事例については、公開買付者等関係者自らがインサイダー取引をするケースは少なく、第一次情報受領者、中でも、友人・同僚から伝達を受けた事例が多くなっています。これは、公開買付けの場合は必ず儲かるので、友人・同僚に情報を伝えるということが起きやすいのではないかと考えています。

また、21 ページの第一次情報受領者による違反事例について、情報伝達者の属性を見ますと、公開買付者の役職員もいますが、やはり契約締結者が多くなっています。

## 2-6 インサイダー取引の事例（資料 22～23 頁）

インサイダー取引について、ご参考までに二つの事例を紹介させていただきます。

一つは 22 ページの平成 21 年 10 月に証券取引等監視委員会が告発したグッドウィル・グループの株券に関するインサイダー取引事件です。情報受領者による 11 億円弱の買付けで、個人によるインサイダー取引事件としては、最大の買付金額です。本件については、東京地裁の判決が出ており、懲役 2 年 6 月の実刑、罰金は 500 万円、さらに先程説明した追徴金が 15 億 3000 万円となっています。

23 ページは、公募増資に関連したインサイダー取引の事案です。証券取引等監視委員会

では、今年の3月頃から、約2年間にわたる調査を踏まえ、課徴金勧告を何件か行っています。公募増資に関連したインサイダー取引については、個人の問題ではなく、引受主幹事証券会社がチャイニーズウォールによって法人関係情報の管理をすべきところ、営業上の事由、特に投資家からの強いプレッシャーなどもあり、あつてはならないことですが、重要事実の伝達が行われ、それに基づき公表前に株の空売りなどの売付けが行われたという事例がこれだけあったということです。

この問題については、証券取引所あるいは日本証券業協会における再発防止の取組みが進んでいますし、金融庁におきまして、金融審議会において制度改正の検討を進めているところです。

## 2-7 未然防止の重要性と関係者の取組み（資料 24～25 頁）

それでは、2番目の未然防止の説明をさせていただきたいと思います。インサイダー取引は、行われなことが一番です。25ページに、先程説明した昭和63年の証券取引審議会の報告書の中から未然防止関係の要旨を掲げています。そこでは、「内部者取引の規制については、まず、その未然防止に万全を期すという考え方を取る必要がある。このため、重要な情報の発生源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所、有価証券の取引を仲介する証券会社等が適切な未然防止体制を整備するほか、行政当局としても未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、的確な対応を行うことが必要である。」とされ、そのようなことを行った上で、適切な刑事罰則を整備・運用すべきということであり、最初から規制や犯罪ありきということではなく、関係者が未然防止に万全を期す体制を取ることが、インサイダー取引規制の導入と同時に関係者に求められたのです。

関係者による未然防止体制の整備が、インサイダー取引規制導入時の前提であったことを、もう一回再確認することが重要です。証券取引所も、長年にわたって様々な取組みをしていただいております。このようなセミナーの開催も、未然防止に向けた取組みという位置付けで行われているものかと思います。証券取引所では、この他、上場会社を対象として内部者取引管理アンケート調査なども行っていただいているところです。

当局の取組みとしては、証券取引等監視委員会では、課徴金事例集の公表など広報に取り組んでいるほか、金融庁・財務局では、役員・主要株主の短期売買について報告をいただいて、6ヶ月以内の短期売買利益がある場合には、その旨を発行会社に通知するといった仕組みになっています。また、市場関係者の取組みの例としては、J-IRISSが挙げられ

ます。

#### 2-8 未然防止に向けての証券監視委の取組み（資料 26 頁）

まず、26 ページの証券取引等監視委員会の取組みとしては、単に、調査をして、課徴金の勧告や刑事告発を行うということにとどまらず、年次報告や課徴金事例集の内容の充実、あるいは、各種寄稿・講演など、本日のようなお招きがあれば、必ず出て参るように努めております。また、市場関係者とのコミュニケーションにも意を用いているところです。

#### 2-9 課徴金事例集の公表（資料 27 頁）

27 ページですが、証券取引等監視委員会では、市場参加者が同じような違反行為を起こさないように、課徴金勧告を行った事案の概要に参考となる内容を加えたものを課徴金事例集として取りまとめ、毎年、公表しています。ぜひ参考にしていただければと思います。

#### 2-10 TOB 関連のインサイダー取引未然抑止のための対応策（資料 28 頁）

28 ページをご覧ください。先程説明いたしました、これまでのインサイダー取引の事例を見ると、重要事実としては、TOB 関係が非常に多くなっています。このため TOB 関連のインサイダー取引未然抑止のための対応策について、証券取引等監視委員会事務局として、関係者とヒアリング、意見交換を実施した上で、抑止策についての一種のレコメンデーションのようなものを取りまとめ、ウェブサイトで公表しています。

未然防止の内容は、ファイナンシャル・アドバイザーの注意喚起等の役割が重要であること、情報伝達の範囲や内容を限定すること、情報管理態勢を強化すること、守秘義務契約の締結の推奨などとなっています。

#### 2-11 TOB を取り巻く関係者（資料 29 頁）

TOB については、公開買付者と対象者という関係者の他に、それぞれの大株主なり、TOB のサポートをする会計士や税理士といった専門家など、関係者が非常に多くなっているため、特に情報の管理が重要であると考えています。

#### 2-11 役員・主要株主の短期売買報告制度（163 条）（資料 30～31 頁）

30、31 ページは、先程説明した役員・主要株主の短期売買報告制度の運営状況について

の資料ですので、ご参考にしていただければと思います。

## 2-12 未然防止に向けての市場関係者の取組み（例）（資料 32～33 頁）

未然防止に向けての市場関係者の取組み事例として、J-IRISS について触れさせていただきます。J-IRISS については、本日配付されている資料の中にも、「上場会社の皆さまへ、J-IRISS ご登録のお願い」という資料が入っているかと存じます。

J-IRISS は、平成 21 年 5 月から、証券界の経費負担に基づいて運用されておりまして、今年の 11 月 12 日現在で 2,426 社、率にして 68.4% の企業の方に登録をいただいています。J-IRISS の趣旨についてご理解をいただきながら、登録企業の数も順次拡大しているところであり、その意義をご理解いただき、まだ登録されていない会社におかれましては、前向きにご検討いただければと思います。

## 2-13 未然防止に向けての発行会社の取組み（資料 34～37 頁）

34 ページは、未然防止に向けて発行会社の皆さまへのお願いです。上場企業の皆さまとインサイダー取引規制ということを考えますと、様々な局面が想定されます。自社株を自社の役職員が売買してしまう①の部分、これが一番典型的なインサイダー取引ですが、最近多いのは、右側の社外の違反行為者が第一次情報受領者としてインサイダー取引を行うケースです。この場合、自社の役職員は、職務として知った情報を伝達する情報伝達者の役割を担ってしまうということにも目を向けていただく必要があります。

また、他社株を自社の役職員が取引をしてしまう③の部分ですが、これは、契約締結者なり情報受領者として知った他社の重要事実を基に違反行為を行ってしまうケースです。

さらに、公開買付けまで考えますと、皆さんの会社が公開買付者になる場合、あるいは公開買付対象会社になる場合、あるいはその契約締結者として専門的なサービスを提供する場合など、いろいろな局面が考えられるところです。

35 ページの①の自社の役職員による自社株のインサイダー取引については、社内研修などが重要ですが、ルールを理解とともに、インサイダー取引規制の基本的理念やプリンシプルの理解も深めていただきたいと思います。非常に形式的な、微細なルールを社員の皆さまに一生懸命教え込むよりは、先程来申し上げていますインサイダー取引規制の意義といったものについてご理解をいただくことが必要だと思っています。

また、内部者取引管理体制の整備も必要ですが、J-IRISS への役員情報の登録といった、

姿勢を示す対応もぜひお願いしたいと思います。それから、情報管理の徹底はもとより、重要事実の公表の迅速化（タイムリー・ディスクロージャー態勢）も重要で、証券取引所と相談いただきながら、タイムリー・ディスクロージャーについての取組みを進めていただきたいと思います。

②社外への情報伝達／漏えいによるインサイダー取引については、情報管理の徹底・重要事実の公表の迅速化が重要であり、未然防止策としては、安易な情報伝達の防止、守秘義務契約の奨励といったことが考えられます。これについては、証券取引等監視委員会のウェブサイト公表している、TOB 関連のインサイダー取引未然防止策などを参考にしていただければと存じます。

さらに、36 ページの③自社の役職員による他社株のインサイダー取引については、特に自社の業務特性から生じるリスクの管理、情報管理などが必要だろうと思います。ここでは、社員が他社株のインサイダー取引で摘発を受けた銀行の第三者委員会の調査報告書（平成 22 年 7 月公表）からの抜粋を紹介しています。

本件行為者は、法令違反の可能性を認識し、かつ、違反を認識しながら、発覚を免れる目的で借名口座を利用して多数の株取引を反復継続的に行っており、その行為態様は悪質である、と認定した上で、「本件行為者は多くの機微情報に日常的に触れ、他の企業の従業員よりも厳格な守秘義務を負うべき銀行員であるにもかかわらず、さしたる心理的抵抗もなく、常習的に当行の顧客に関連する業務上の情報を私的に利用した株取引を行っていたものである。本件は単発的なインサイダー取引事件ではなく、銀行員が守秘義務に違反する取引を常習的に行い、その一部がインサイダー取引の疑いを招くに至った事件と評価すべきであろう。・・・」となっています。

インサイダー取引の問題もここまで来ますと、金融商品取引法の重要事実とは何かというような次元を超えて、もう少し広くとらえていただくことができると思います。銀行員でなくても、一般に会社で職務上知り得た秘密の管理については、インサイダー取引規制に限らず、特許なりトレードシークレットなり、あらゆる分野で必要なものです。そのような職務上知り得た秘密をどのように管理していくかという問題であって、常習的に業務上の情報を私的に利用して何らかの取引をすること自体、皆さまの会社で許されるものではないわけです。

インサイダー取引規制について、未然防止の取組み、社内研修などをきちんと進めていただく必要がありますが、突き詰めていきますと、インサイダー取引規制固有の難しい問

題があるわけではなくて、かなり一般的な情報管理や倫理なりの問題と連動していると思っております。

私ども行政当局や証券取引所、あるいは証券会社もインサイダー取引の未然防止の体制整備に向けて不断に努力をしていくわけですが、発行会社の皆さまにも、インサイダー取引の未然防止体制の整備をよろしくお願ひしたいと存じます。

### 3. 不公正ファイナンス（資料 38 頁）

次に 38 ページからの、不公正ファイナンスについての説明に入らせていただきます。

不公正ファイナンスというのは、あまり聞き慣れない言葉かと思ひます。本日は、この「不公正ファイナンス」とは何かということ、不公正ファイナンスへの当局の取組み、特に割当先で登場するファンド、刑事事件として証券取引等監視委員会が告発した事例の紹介、それから「当事者」とならないためにはどうするか、という 5 点について説明させていただきます。

#### 3-1 「不公正ファイナンス」とは

##### (1) 何が起きているのか（資料 40 頁）

40 ページの、今、市場で何が起きているのか、ということですが、従来型の金融商品取引法上の不公正取引は、インサイダー取引、株価操縦、風説の流布など、いずれも流通市場での犯罪です。

ただ、市場では、流通市場での問題にとどまらない不公正な取引が増大しております。具体的には、架空増資（見せ金増資）、あるいは不動産を過大評価した現物出資等が行われ、それによって得た新株式を流通市場で売却して不当な利益を得るといふ行為が散見されるわけではあります。

このように証券の発行過程（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、私ども証券取引等監視委員会では「不公正ファイナンス」と便宜的に命名しているところではあります。

##### (2) どの局面で問題が生ずるのか（資料 41～42 頁）

41 ページのどの局面で問題が生ずるのか、ということですが、典型的な手法として用いられるのは、第三者割当増資です。第三者割当増資といふのは、公募増資に比べて第三者

のチェックが入りにくく、不適切な行為やその隠蔽が発生するおそれがあります。例えば、大きなディスカウント率で大量の新株式が発行されると、既存株主の権利の希薄化ということも生じます。また、会社支配権の異動が起き、会社の従業員や既存の株主にとって好ましくない者が支配権を握ることもあり得ます。それから、払込みの不適切性ということですが、不適切な第三者割当増資の払込資金の源泉をたどりますと、会社が別の目的で支出した資金が回流しているといったようなケースや、現物出資に当たっての出資対象財産の評価を水増しするといった水増し増資の可能性があります。

発行市場でのこういった取引では、直ちに不正な利得が関係者に発生することはありませんが、42 ページの通り、株式の流通市場において、さらに工夫を凝らす、すなわち、株式の発行過程における不適切な行為を隠すために、虚偽の情報開示なり情報の不開示を行うことによって、流通市場から不正な利益を得ることが可能になるわけです。

例えば、虚偽の情報開示（不開示）については、架空増資、あるいは水増し増資であっても、十分な資本増強ができたとして IR することにより市場や投資家を騙し、自己の利益確保に有利な条件を創出します。そうした上で、架空増資その他の方法によって不正に得た株式を売却することにより、売却代金を搾取するわけです。

### (3) 「不公正ファイナンス」概念の採用（資料 43 頁）

以上、申し上げましたように、不公正ファイナンスという概念は、株式の発行過程における不適切な行為だけでは完結せず、流通市場における行為も含めて不当な利益が実現します。

従って、舞台設定をして一連の仕掛け全体のシナリオを描くアレンジャーの存在が不可欠です。そういった一連の行為（仕掛け）全体をとらえて、違法性を問うことが必要になります。そのため、不公正ファイナンスという概念を採用して、市場監視に注力しているところです。

### (4) 不公正ファイナンスのイメージ（第三者割当）（資料 44 頁）

不公正ファイナンスのイメージは、44 ページにあります。これはアレンジャーが上場企業なり第三者割当先をコントロールして、資金が還流することを表しています。例えば、割当先に払込用の資金を提供するものの、第三者割当増資により会社に入った資金は直ちに実態を伴わない投融資により流出させ、回流させます。一方で新株式を市場で売却し、

代金を還流させる構図があります。あるいは、まず、上場企業に実態を伴わない投融資等を行わせます。その資金を第三者割当先に回して、さらに第三者割当先から、今度は上場会社に対して新株式の払込資金としてお金を戻し、一方で、新株式は市場で売却され、売却代金が還流していくという構図もあります。

#### (5) 不公正ファイナンス事案に見られる特徴（資料 45 頁）

45 ページですが、不公正ファイナンス事案に見られる特徴を申し上げますと、用いられるファイナンス手法というのは、第三者割当増資が非常に多くなっています。事業実態が怪しくなっている「箱企業」というものが舞台になり、登場人物としてはアレンジャー、コンサルタント、指南役、あるいは金主といった者が登場します。

#### (6) 不公正ファイナンスに利用される「箱企業」（資料 46 頁）

ここでは「箱企業」について説明します。上場企業が経営不振で資金繰りが困難になっていくとします。特に、単一のビジネスモデルしか持たないような企業の場合、ビジネスの環境が変わると急速に経営不振に陥ることがあります。そうすると、株価が下落し、時価総額による上場廃止基準に抵触する、あるいは、債務超過による上場廃止基準に抵触します。この時点では銀行の融資が受けられないことが多く、第三者割当増資に頼る。しかも、通常の投資家は応じてくれないため、正体不明の者への割当てや、支配権の移転、不透明な投資による社外流出で、特別損失の計上が相次ぐ、といったようなことになっていきます。

#### (7) 上場企業の「箱企業」化への道（資料 47 頁）

47 ページに「箱企業」のたどる事象を図式しておりますが、こういう中では、監査法人が頻繁に交代するといったような外形的な特徴も出てきます。

### 3-2 不公正ファイナンスへの取組み（資料 48 頁）

このような不公正ファイナンスへの取組みについてですが、まず、証券取引等監視委員会として、流通市場、発行市場の両面に目を向けて市場監視を行い、悪質な事案は刑事告発をしていくこととしています。もう一つは、典型的に利用されている第三者割当増資についての規律の強化を金融庁や証券取引所が進めています。

### (1) 不公正ファイナンス関係の告発（資料 49 頁）

49 ページにこれまでの告発事例として、ペイントハウス、ユニオンホールディングス、トランスデジタル、NESTAGE、井上工業、セラーテムテクノロジーを掲げていますが、先程申し上げましたように、一連の行為全体を対象にするということで、金融商品取引法第 158 条の偽計罪を適用して告発しています。158 条については、49 ページに条文の抜粋を掲げています。

### (2) 第三者割当増資規制（資料 50～53 頁）

50 ページにある通り、第三者割当増資の制度的な問題点としては、株式の価値が希薄化する、あるいは、経営者による支配株主の選択が行われるということです。他方、やはり機動的な資金調達として有効であり、資本業務提携の手段としても必要なものです。また、会社法では取締役会に権限が付与されており、発行条件なり割当先は、基本的には取締役会で決定できます。

こういった第三者割当増資について、51 ページでは法令による規制の導入を紹介しています。金融庁が平成 21 年 12 月に企業内容開示府令を改正していますが、その内容は、25% 以上の希薄化や支配株主異動が生ずる場合に、その理由等を開示することによって発行数量の忝意性への対応を図る、発行価額の算定根拠や発行条件の合理性についての考え方を開示することによって発行価額の忝意性への対応を図る、割当先の概要、会社との関係、割当先選定の理由等を開示することにより割当先選定の忝意性への対応を図るというものです。

また次の 52 ページには、証券取引所による自主規制を紹介しています。平成 21 年 8 月に有価証券上場規程が改正され、希薄化率が非常に激しい場合、300%超の場合には上場廃止をすること、25%以上の希薄化率の場合には、原則として、相当性について第三者機関の意見または株主総会決議等が必要であるといったことにより発行数量の忝意性への対応を図る、払込金額の算定根拠及び監査役等の意見の開示をすることにより発行価額の忝意性への対応を図る、支配株主異動が生じた場合に、開示等を行わせることにより、割当先選定の忝意性への対応を図ることとなっています。

こういった取組みを進めてきましたので、53 ページの棒グラフで示していますが、近年では第三者割当増資の件数は減少してきています。53 ページの右のグラフは、現物出資に

よる第三者割当増資についてのデータですが、現物出資を用いた事案は一時増えそうな気配がありましたが、基本的には、落ち着いていると見ています。

### 3-3 不公正ファイナンスの割当先としてのファンド

#### (1) なぜ、ファンドに割当ててるのか（資料 54 頁）

不公正ファイナンスでは、第三者割当先としてファンドが登場することが非常に多くなっていますので、この点について説明いたします。

なぜ、第三者割当増資が投資事業組合などのファンドに割り当てられるかということですが、54 ページの通り、割り当てを受ける側の意図としては、ファンドはそもそも投資目的の組織なので、増資をしたい企業側の警戒心を和らげやすい、設立が容易であり、割当先として資金力があるように錯誤させやすい、財務内容や真の所有者などの情報を隠す、あるいはごまかしやすいといった面があります。

割り当て側の意識としては、資金は欲しいけれども経営権は手放したくないので、純投資が目的ですという口上に依拠してしまう、自社の将来性を見込んで投資対象に選んでもらえたというように、割当先としての適正性への判断を揺るがす、あるいは、様々な投資ヴィークルが一般的に認知されていますので、海外籍のファンドが割当先だといったことを誇らしいと勘違いするといったケースもあるように見受けられます。

#### (2) よくあるファンドの現れ方（資料 55 頁）

海外籍のファンドですと、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 SPC（特別目的会社）がよく出てきます。英領バージン諸島（BVI）に籍のある SPC は、特に実質的所有者を辿りにくいという特徴があります。

また、国内のファンドでは複数の投資事業組合が並列、あるいは重層的に登場してることがあります。これは平成 16 年の投資事業組合法の改正、これは事業の活性化を目的にした前向きの制度改正ですが、これを逆手にとったケースも出てきているように見受けられるところです。

### 3-4 事例紹介

以上、抽象的なお話をしてきましたが、四つの個別事例の紹介をさせていただきます。

### (1) NESTAGE (資料 57～61 頁)

NESTAGE は平成 23 年 8 月に告発しました。これは不動産の現物出資を悪用したものです。

58、59 ページをご覧ください。この事件の概要図を、この会社の IR などに基づいて構成したものが 58 ページです。不動産鑑定士が、A、B、C の三つの物件について、平成 22 年 2 月に評価額 13 億円の鑑定評価を出していますが、この三つの物件は、左側にある A 社から第三者割当増資の割当先であるクロスビズに対して、平成 22 年 1 月に 1,675 万円で売却されています。これを 13 億円の価値があるものとして評価して NESTAGE に現物出資をし、クロスビズがそれに見合う株式を受け取ったという事案です。

なぜこのようなことが起きるか、ということですが、59 ページの事案概要をご覧ください。現物出資の場合には、会社法により、原則、裁判所の検査役による調査を受けることになっています。本件では裁判所の検査役の調査の例外として行われる不動産鑑定士による鑑定評価、税理士兼公認会計士による相当性の証明が悪用されたものです。

60 ページですが、この会社は 2 年連続の債務超過となり、上場廃止基準に抵触するおそれがありました。この様な状況で行われた本件は、現物出資を含む第三者割当増資による債務超過の回避という発行者の思惑と、同社株価のつり上げと割当株式の市場売却という割当先の思惑が一致したものです。

61 ページでは、こういった不動産の現物出資による不適切なファイナンスに対する証券取引等監視委員会の関係機関への働きかけを紹介しています。当方は国土交通省、日本不動産鑑定士連合会などとも連携をして、一定のルール整備を行っていただくなど、再発防止のために努力しているところです。

### (2) ペイントハウス (資料 62～65 頁)

ペイントハウスの事例ですが、これは不公正ファイナンス事案のうち、最初に告発したものです。アレンジャーを告発しているのが特徴です。投資事業組合から 3 億 4000 万円の資金が会社に入っていますが、その資金は直ちに社外流出させるにもかかわらず、資本充実が図られたという虚偽の IR をさせることで、株価を維持・向上させ、新株式を売却して利益を得ようと企てた事案です。

### (3) 井上工業 (資料 66～69 頁)

66 ページは平成 23 年 12 月に告発した井上工業の事例です。井上工業は群馬県の中堅ゼ

ネコンです。

経営不振からくる上場廃止を免れるために、割当先と相談の上 18 億円の第三者割当増資を行うこととし、IR をしました。しかし、その発表を行った後、第三者割当先から払込み資金のうち 15 億円を用意できないと言われたのです。一旦公表した増資計画を止めることはできないと思いつめた井上工業の経営陣は、自社の資金を回して払込みが行われたように仮装しました。資本の充実は図られないまま、新株式が第三者に流出して市場売却されています。

この案件は背後の関係者の属性を踏まえ、警察と連携して取り組んだ事案です。

#### (4) セラーテムテクノロジー（資料 70～73 頁）

70 ページは平成 24 年 3 月に告発したセラーテムテクノロジーの事案です。

71 ページをご覧ください。セラーテムテクノロジーは、第三者割当増資を WCI から受け、右側にある北京誠信という中国で好業績の会社を実質的に子会社化して利益の増大を図るように見せかけています。しかし、実際にはこの資金自体は、セラーテムの自己資金が循環していました。そして、WCI に割り当てられた株式は、北京誠信の株主に回っていました。こうした構図から、非上場の中国企業による、我が国の上場企業セラーテムテクノロジーを使った裏口上場案件とマスコミで指摘されています。

#### 3-5 「当事者」とならないために（資料 74～75 頁）

以上の事例からもお分かりいただけるように、不公正ファイナンスに巻き込まれても会社の実態は何ら改善せず、新株式なりその売却代金は外部に渡るだけです。会社が再建できたことはなく、むしろこういったものに協力することによって、会社自身の経営が困難になるし、関わられた会社経営者等も刑事責任を問われることとなります。

「当事者」にならないようにするためにどうしたらいいか、ということですが、まず、74 ページの通り、アレンジャーといわれる人達は、意外と幅広く皆さまの近くに出没していることに留意していただきたいと思います。

75 ページの通り、そういった者については見極めが重要ですが、よく情報を収集していただく必要があります。

#### (1) 反社会的勢力・反市場勢力の手口例（資料 76 頁）

76 ページに反社会的勢力・反市場勢力の手口の例を紹介しています。「新会社を使ったカモフラージュ」、「役員などを送り込む」、「経営コンサルタント、資金の出し手を紹介する救世主の顔をして近寄ってくる」、「来訪時に同道してくるコンサルタントなどが実権を持っている」といったことなどがあげられます。

#### (2) 上場企業経営者として考えるべきこと（資料 77 頁）

会社の経営が順調なときは、こういったことはあまりご心配される必要はないのですが、経営が厳しくなると、どうしても上場廃止基準の問題などが経営者として課題になってくることもあると思います。しかし、不正な手段で上場維持はできません。上場廃止どころか、会社としても社会的生命を絶たれるようなことになりますので、冷静に会社の信用の保持、株主・投資家・従業員に対する責任など、よく心して対応していただきたいと思います。

第三者割当増資なりファイナンスの問題は、証券取引所と相談されながら進めるのが一般的です。証券取引所も、不公正ファイナンスについては、私どもと問題意識を共有しており、投資家、上場企業の皆さんをお守りしつつ、市場における不公正取引を抑止していかうと努力されていますので、こうしたことも証券取引所に率直に相談することをお勧めします。

#### 4. 証券取引等監視委員会とは（資料 78～80 頁）

最後になりましたが、証券取引等監視委員会の紹介を 78 ページ以下に掲げています。

80 ページをご覧ください。我が国の証券市場の活性化・国際競争力の向上に向けた官民の取組みの中で、証券取引等監視委員会は、市場の公正性・透明性・投資者の保護、市場に対する関係者の信頼確保といった部分を担って市場監視活動を進めています。申し上げるまでもなく、市場が活性化して国際競争力を向上していくためには、市場の活力や内外の多様な投資家・企業のご参加、あるいは市場の仲介者等の皆さんの活躍が必要です。

そして、最終的には、上場企業や市場関係者の活動がより一層活発化し、経済の発展、あるいは我が国の国民福祉の向上につながっていくことを、心から念じてやまないところです。

つたない説明で少し時間をオーバーしてしまいまして誠に恐縮です。本日はご清聴あり

ありがとうございました（拍手）。

以 上