

# 上場会社コンプライアンス・フォーラム 2012(大阪)

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

平成24年12月17日

金融庁証券取引等監視委員会

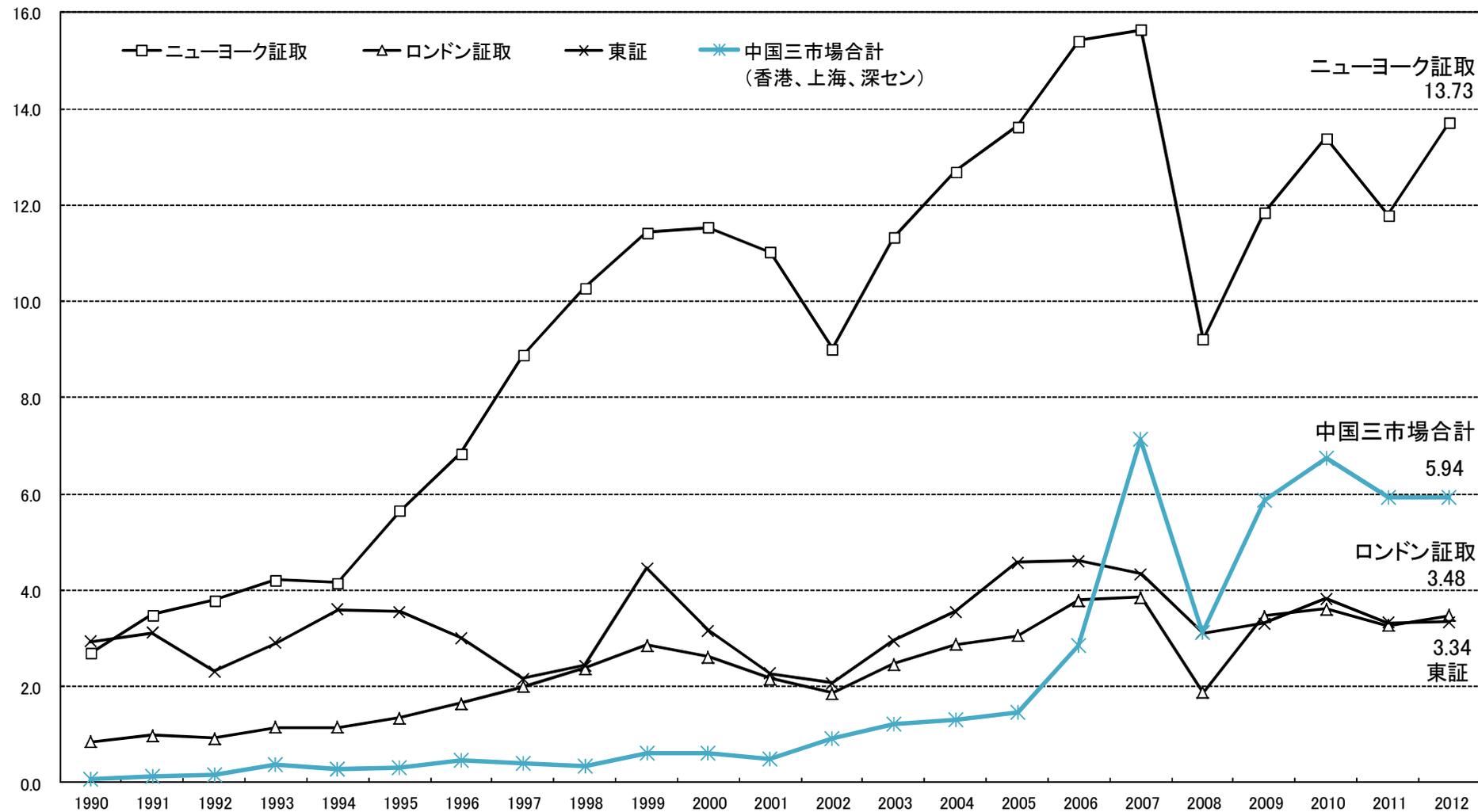
事務局次長 松井 英隆

# 構成

- I. 金融・資本市場の整備と不公正取引防止の意義
- II. インサイダー取引規制
- III. 不公正ファイナンス

## 株式上場時価総額の推移

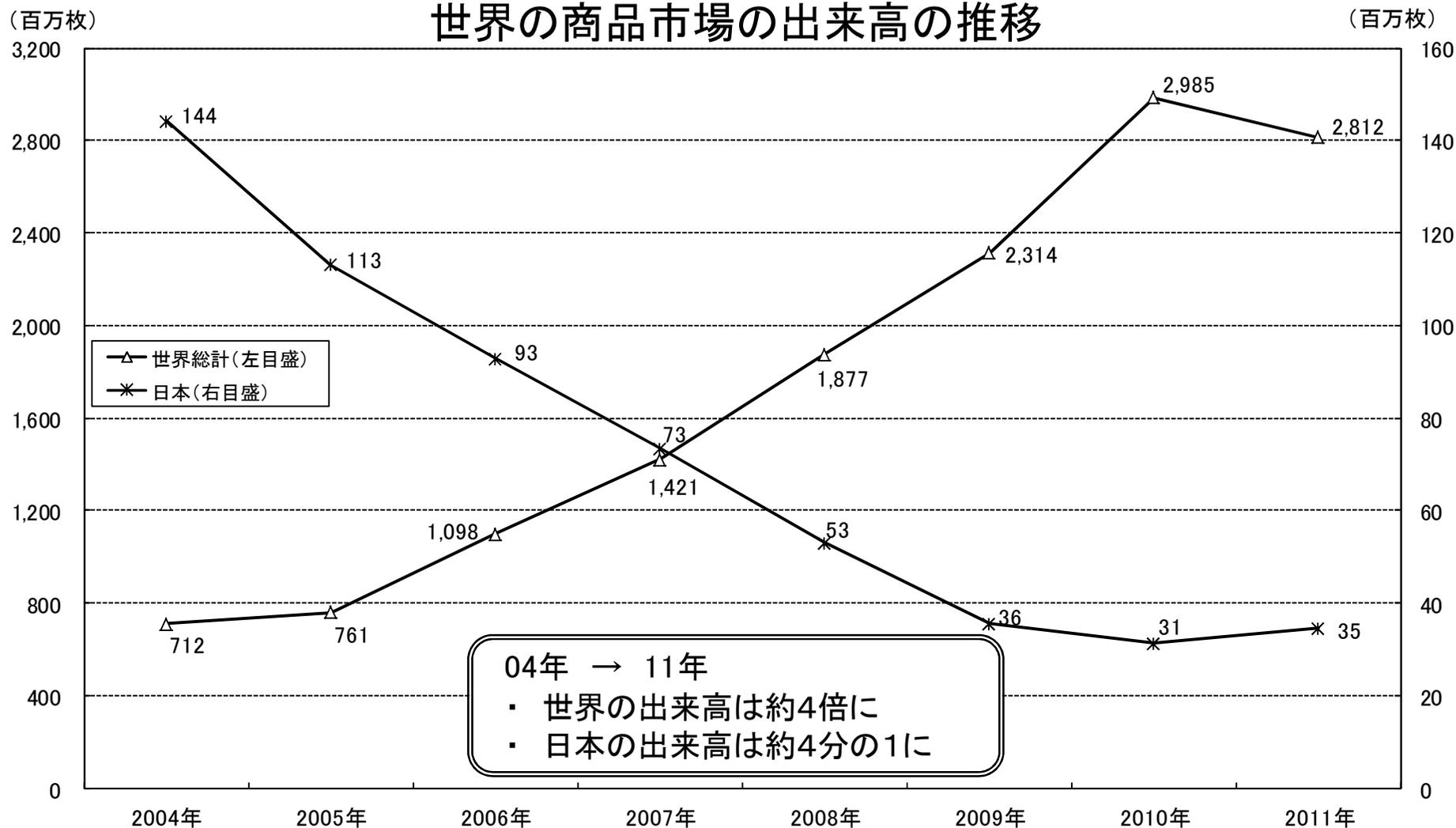
(兆ドル)



(資料) World Federation of Exchanges

(注) 年末値(2012年は9月末時点)。中国三市場合計(1990年~2001年)については、香港取引所のみの時価総額。

## 世界の商品市場の出来高の推移



04年 → 11年

- ・ 世界の出来高は約4倍に
- ・ 日本の出来高は約4分の1に

(出所) 世界: 世界先物取引業協会、日本: 日本商品清算機構  
 (注) 年間値

# 日本再生戦略について(金融戦略の概要) (24.7.31閣議決定)

## 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

- ◆ 日本版ISAの所要の検討
- ◆ 教育資金を通じた世代間の資産移転の促進
- ◆ 休眠預金の活用
- ◆ Jリート市場の活性化 等

## 政策金融・官民連携による資金供給の拡大

- ◆ 公的・準公的セクター資金の有効活用 等

## 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

- ◆ 金融円滑化法からの円滑な移行に向けた体制整備
- ◆ 個人保証制度の見直し
- ◆ 動産・売掛債権担保の利用促進策の整備
- ◆ 金融機関による資本性資金の供給促進策(5%出資規制の見直しを含む)の検討 等

## アジアにおける我が国企業・金融機関・市場の地位確立

- ◆ 総合的な取引所の実現 等



## (参考) 株式市場はどのようなときに発展するのか

\* ラグラム・ラジャン、ルイジ・ジンガレス著「セイヴィング キャピタリズム」  
 (堀内他訳、18年1月、慶應義塾大学出版会) より抜粋(一部要旨)

○ 一般的に言えば、市場は真空の中に出現するのではない。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。

<市場経済化を進めたポーランドとチェコの経験から>

ポーランドとチェコ共和国がベルリンの壁崩壊後、株式市場をいかにして創設しようとしたか。同じ程度の経済発展の水準から出発した両国は異なる道を選んだ。

チェコは市場の自己組織化能力を強く信じていた。...市場の堅固なインフラを形成する前に、大規模な民営化を開始した。

ポーランドは、対照的に、より漸進的に、最初に厳格な情報開示基準を導入した。 ついで、米国SECと類似の機関を作り、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た。

民営化を進展させたのはポーランドのほうだった。  
数年後の状況は、ポーランドにやり方が正しかったことを証明しているように思われる。

チェコの株式市場は開始時点では規模が大きかったが、小口投資家が有効に保護されていないことを理解し始めるにつれて、急速に勢いを失った。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った。投資家が初期に不幸な体験をした結果、チェコの企業は資金調達の源泉を失った。1996年から98年の間、株式公募により資金調達を行った企業はなかったのである。

それと対照的にポーランド政府当局は、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ので、開始当初は小さかったポーランド市場は、すぐにチェコを上回るようになった。自分たち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、新旧両企業は、1996－98年の間に25億ドルの資本を調達できた。

○ 多様な投資家にとって、証券取引委員会(SEC)のような、自分たちの利益を代表する組織や、自分たちを守る法律が必要。

# インサイダー規制20年の歩み

- 昭和62年 9月 タテホ化学工業の財テク失敗を巡る一連の取引
- 63年 2月 大蔵省・証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」**
- 平成 元年 4月 証券取引法改正(インサイダー規制 施行)**
- 2年 6月 日新汽船株式に関する規制違反・警視庁による摘発  
⇒ インサイダー規制違反の初めての事例
- 3年 4月 マクロス株式に関する規制違反  
⇒ 大蔵省による初の告発事例
- 4年 7月 証券取引等監視委員会が発足
- 6年10月 日本商事株式に関する規制違反  
⇒ 証券取引等監視委員会による初の告発事例
- 17年 4月 証券取引法改正  
(インサイダー規制違反に対する課徴金の導入 施行)

昭和63年2月 証券取引審議会

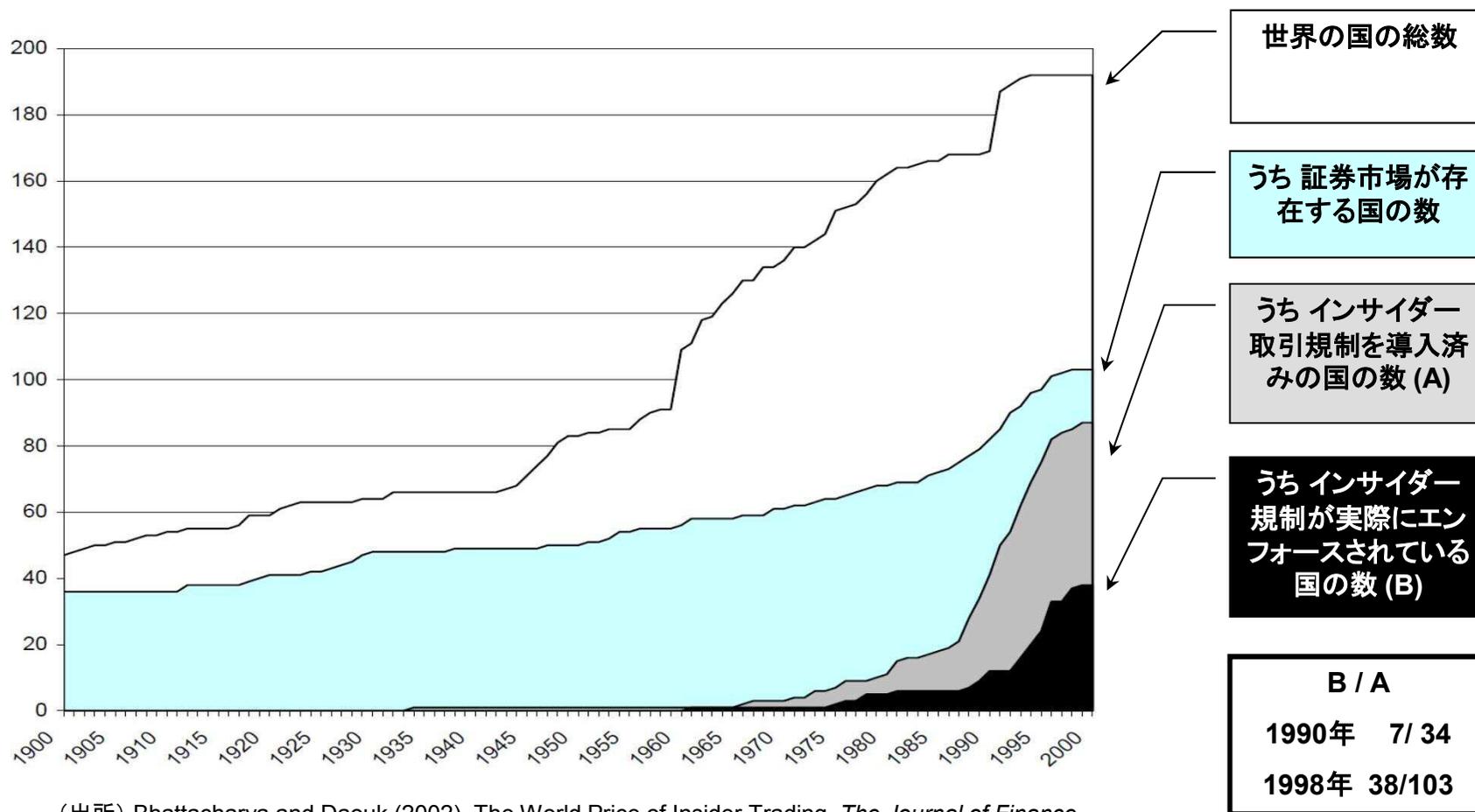
## 内部者取引の規制の在り方について（抄）

有価証券の発行会社の役員等は、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。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした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えない一般の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。

内部者取引の規制が必要とされる所以である。

… 当審議会としては、内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきであるとの結論に達した。

# (参考) 世界のインサイダー取引規制の歴史



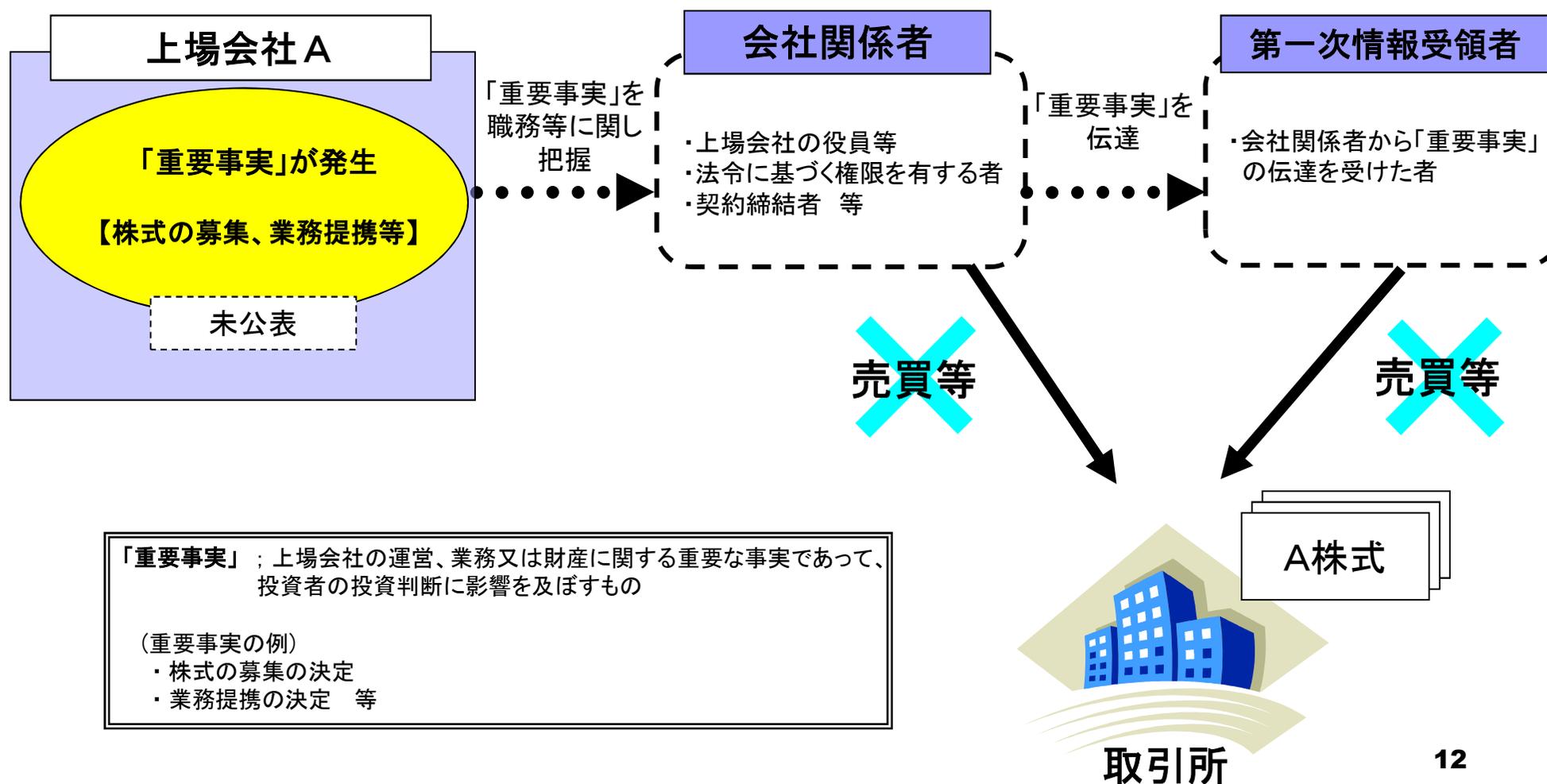
(出所) Bhattacharya and Daouk (2002), The World Price of Insider Trading. *The Journal of Finance*.

## Ⅱ．インサイダー取引規制

- 規制の概要と違反行為の状況
- 未然防止の重要性と関係者の取組み

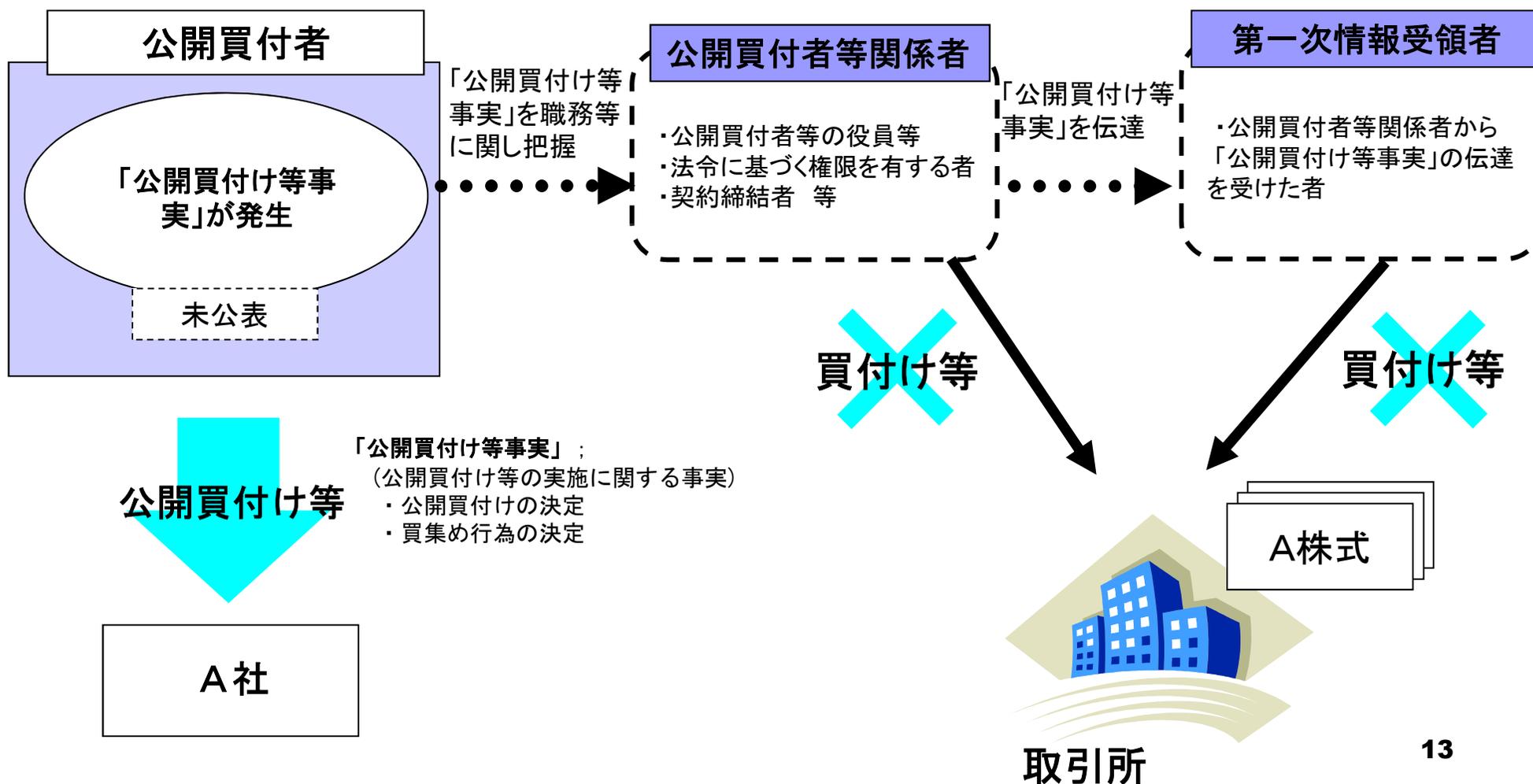
## 会社関係者のインサイダー取引規制(166条)

「会社関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「重要事実」を(職務等に関し)知りながら、その公表前に、当該会社の株式の売買等を行ってはならない。



## 公開買付者等関係者のインサイダー取引規制(167条)

「公開買付者等関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「公開買付け等事実」を(職務等に関し)知りながら、その公表前に、当該会社の株式の買付け等を行ってはならない。



## エンフォースメントの手法

### ○ 罰則(同法第197条の2、第207条)

(個人) インサイダー取引規制に違反した者 → 5年以下の懲役・500万円以下の罰金

(法人) 上記個人が代表者又は代理人、使用人、その他の従業者である法人 → 5億円以下の罰金

### ○ 没収・追徴(同法第198条の2)

インサイダー取引規制に違反する行為により得た財産は没収し、又はその価額を追徴する。(必要的没収・追徴)

### ○ 課徴金(同法第175条)

#### ①インサイダー取引規制に違反する売買等が「自己の計算」で行われた場合

買付けの場合:(重要事実・公開買付け等の実施に関する事実の公表後2週間以内の最高値一買付価格)×買付株数

売付けの場合:(売付価格一重要事実・公開買付け等の中止に関する事実の公表後2週間以内の最安値)×売付株数

#### ②インサイダー取引規制に違反する売買等が金融商品取引業者等により「他人の計算」で行われた場合

売買等に係る手数料、報酬その他の対価の額として内閣府令で定める額

※他人の財産を運用する場合における「内閣府令で定める額」

⇒違反行為が行われた月の報酬額×運用財産の総額に対する対象銘柄の割合

# インサイダー取引に係る課徴金勧告・告発状況

(件)

区分 \ 年度	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24	合計
インサイダー取引に係る 課徴金納付命令勧告	4	11	16	17	38	20	15 (1)	16 (6)	137 (7)

(件)

区分 \ 年度	H4	H5	H6	H7	H8	H9	H10	H11	H12
インサイダー取引に係る 告発	0	0	2	0	1	2	5	0	3
	H13	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20	H21
	1	6	5	7	4	8	4	6	7
	H22	H23	H24	合計					
	4	6	2	73					

(注1)年度は、当年4月から翌年3月まで。ただし、24年度は11月2日まで。

(注2)( )内は、大型公募増資事案に係る件数。

## インサイダー事案の傾向

### 課徴金勧告件数の推移(重要事実別)

平成17年の制度導入後から通してみると、公開買付け、新株等発行(ファイナンス)、業務提携・解消、決算情報が多い。

経時的にみると、違反行為に係る重要事実は多様化の傾向にある。

平成23年度においては、制度導入以来、一度も勧告を行っていなかった重要事実(剰余金の配当・損害の発生)について勧告を行った事案が見受けられた。

また、前年度に引き続きバスケット条項が適用された事案が見受けられた。

(表) 重要事実別勧告状況

年 度	17	18	19	20	21	22	23	24	計
新株等発行	2	3	3	1	4	6	3	4	26
自己株式取得	0	0	0	0	0	1	0	0	1
株式分割	0	2	0	0	0	0	0	0	2
剰余金の配当	0	0	0	0	0	0	1	0	1
株式交換	0	0	0	2	2	2	0	0	6
合併	0	0	2	1	0	0	0	0	3
業務提携・解消	3	0	5	8	0	3	2	0	21
子会社異動を伴う株式譲渡等	0	0	0	0	0	1	0	0	1
民事再生・会社更生	1	0	0	0	8	2	0	0	11
新たな事業の開始	0	0	0	0	0	0	0	1	1
損害の発生	0	0	0	0	0	0	1	0	1
行政処分の発生	0	0	0	0	2	0	0	0	2
決算情報	0	5	3	3	2	1	2	2	18
バスケット条項	0	0	0	0	4	3	1	0	8
子会社の重要事実	0	1	0	0	3	0	2	0	6
公開買付け	0	0	3	3	13	2	7	3	31
うち公開買付けに準ずるもの	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(1)	(0)	(2)
合計	6	11	16	18	38	21	19	10	139
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	20	15	10	131

- (注) 1 年度とは、当年4月～翌年3月をいう。ただし、平成24年度は6月15日まで。  
 2 件数は、納付命令対象者ベースで計上している。  
 (以上、(表2)(表3)(表4)において同じ)  
 3 異なる種類の重要事実を知って違反行為を行った者については、重要事実ごとに重複計上しているため、年度ごとの合計数と年度別勧告件数は一致しないものがある。

(備考) 課徴金事例集(24年7月)証券監視委公表より

## 課徴金勧告件数の推移(行為者の属性別)

		年 度	21	22	23	24	計
1 6 6 条 違 反 に 係 る 行 為 者	会社関係者		13	8	2 (1)	3	26 (1)
	発行会社役員		4	1	0	0	5
	取締役		3	1	0	0	4
	監査役		1	0	0	0	1
	発行会社社員		7	2	1 (1)	2	12 (1)
	執行役員		0	1	0	0	1
	部長等役席者		3	1	0	2	6
	その他社員		4	0	1 (1)	0	5 (1)
	契約締結者		2	5	1	1	9
	第三者割当		0	5	0	0	5
	第一次情報受領者		12	10 (2)	6	6	34 (2)
	取引先		2	4	1	4	11
	親族		6	1	0	1	8
	友人・同僚		0	4 (2)	2	0	6 (2)
	その他		4	1	3	1	9

(注1)年度は、当年4月から翌年3月まで。ただし、24年度は7月6日まで。

(注2) ( )は、士業の資格を有する者の件数。

(備考)H24.7.31金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第1回)資料

## 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)

年 度	21	22	23	24	計
会社関係者 (166条違反)	12	10 (2)	6	6	34 (2)
発行会社役員	4	2	2	0	8
取締役	4	2	2	0	8
監査役	0	0	0	0	0
発行会社社員	5	1	0	1	7
執行役員	1	0	0	0	1
部長等役席者	2	1	0	1	4
その他社員	2	0	0	0	2
契約締結者	3	7 (2)	4	5	19 (2)
証券会社	0	0	1	5	6
業務受託者	2	5 (2)	2	0	9 (2)
業務提携者	0	2	1	0	3

(注1)年度は、当年4月から翌年3月まで。ただし、24年度は7月6日まで。

(注2) ( )は、土業の資格を有する者の件数。

(備考)H24.7.31金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第1回)資料

## 課徴金勧告件数の推移(行為者の属性別)

		年 度	21	22	23	24	計
1 6 7 条 違 反 に 係 る 行 為 者	公開買付者等関係者		4	0	1	0	5
	買付者役員		0	0	0	0	0
	取締役		0	0	0	0	0
	監査役		0	0	0	0	0
	買付者社員		1	0	0	0	1
	執行役員		0	0	0	0	0
	部長等役席者		1	0	0	0	1
	その他社員		0	0	0	0	0
	契約締結者		3	0	1	0	4
	証券会社		1	0	0	0	1
	公開買付対象者		2	0	1	0	3
	役員		1	0	0	0	1
	社員		1	0	1	0	2
	第一次情報受領者		9 (3)	2 (1)	6	3	20 (4)
	取引先		0	0	3	0	3
	親族		1	0	1	0	2
	友人・同僚		8 (3)	1	2	2	13 (3)
その他		0	※ 1 (1)	0	1	2 (1)	

※公開買付者等関係者から、買付対象者と監査契約を締結している監査法人の公認会計士が職務上伝達を受けた公開買付け事実を、同法人に所属する別の公認会計士がその職務に関し知り、インサイダー取引を行ったもの。

(注1)年度は、当年4月から翌年3月まで。ただし、24年度は7月6日まで。

(注2)( )は、士業の資格を有する者の件数。

(備考)H24.7.31金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第1回)資料

## 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)

年 度	21	22	23	24	計
公開買付者等関係者 (167条違反)	9	2	6 (1)	3	20 (1)
買付者役員	0	1	0	1	2
取締役	0	1	0	1	2
監査役	0	0	0	0	0
買付者社員	2	0	2	0	4
執行役員	0	0	0	0	0
部長等役席者	0	0	2	0	2
その他社員	2	0	0	0	2
契約締結者	7	1	4 (1)	2	14 (1)
証券会社	2	0	0	0	2
銀行	1	0	0	0	1
公開買付対象者	3	1	3	2	9
役員	0	1	1	0	2
社員	3	0	2	2	7

(注1)年度は、当年4月から翌年3月まで。ただし、24年度は7月6日まで。

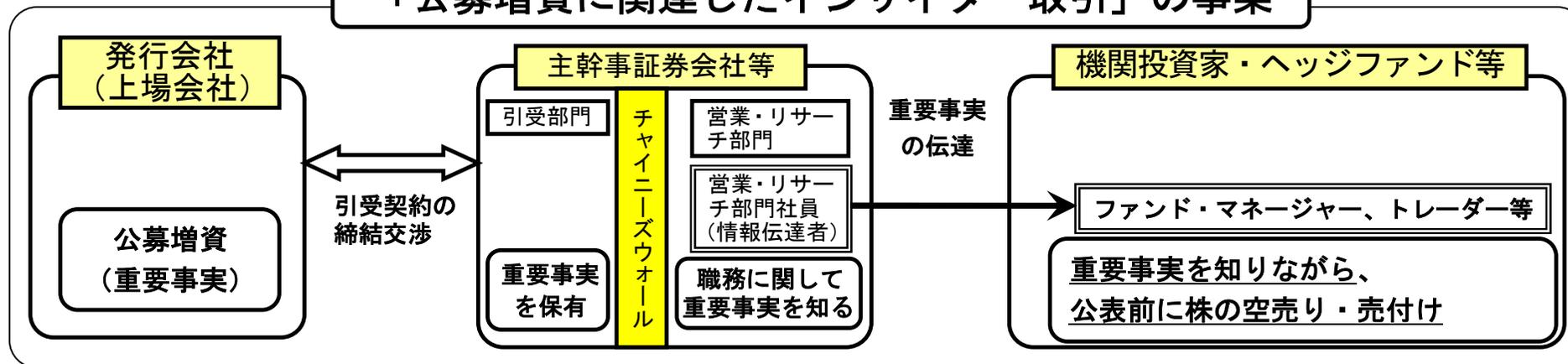
(注2)( )は、士業の資格を有する者の件数。

(備考)H24.7.31金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第1回)資料

# インサイダー取引の事例

- **グッドウィル・グループ株式会社株券に係る巨額内部者取引事件** (H21.10.20告発)
  - 情報受領者による10億8,673万5,000円の買い付け
    - ⇒ 個人によるインサイダー取引事件としては、過去最大の買付金額
  - 重要事実＝株式の取得(子会社化)
  - 東京地裁判決(H22.2.4) (確定)
    - 懲役2年6月(実刑)
    - 罰金500万円
    - 追徴金15億3,180万円

## 「公募増資に関連したインサイダー取引」の事案



発行会社	公募増資公表日	主幹事証券会社等	インサイダー取引行為者	課徴金勧告日 (納付命令日)	課徴金額	〈参考〉 ファンドの 得た利得額	〈参考〉 違反行為の 取引金額
国際石油開発帝石	平成 22 年 7 月 8 日	野村證券	(旧) 中央三井アセット信託銀行 (現) 三井住友信託銀行	3 月 21 日 (6 月 27 日)	5 万円	1,455 万円	1 億 124 万円
日本板硝子	平成 22 年 8 月 24 日	J P モルガン	あすかアセットマネジメント	5 月 29 日 (6 月 26 日)	13 万円	6,051 万円	4 億 6,537 万円
みずほフィナンシャルグループ	平成 22 年 6 月 25 日	野村證券	(旧) 中央三井アセット信託銀行 (現) 三井住友信託銀行	5 月 29 日 (6 月 27 日)	8 万円	2,023 万円	1 億 8,418 万円
東京電力	平成 22 年 9 月 29 日	野村證券	ファースト・ニューヨーク証券 個人	6 月 8 日 (審判手続中)	1,468 万円 6 万円	— —	8,051 万円 44 万円
日本板硝子	平成 22 年 8 月 24 日	大和証券	ジャパン・アドバイザー合同会社	6 月 29 日 (審判手続終結)	37 万円	1,624 万円	5 億 4,178 万円
エルピーダメモリ	平成 23 年 7 月 11 日	野村證券	ジャパン・アドバイザー合同会社	11 月 2 日 (審判手続中)	12 万円	564 万円	3,041 万円

(注) ジャパン・アドバイザー合同会社については、監視委は6月29日に取引調査に基づき行政処分勧告を実施。これを受けて、関東財務局は同日同社に対して投資助言・代理業の登録取消しの処分を実施。

## ■ 未然防止の重要性と関係者の取組み

(ポイント)

- 未然防止の重要性(関係者による未然防止体制の整備は、インサイダー規制導入時の前提)
- 証券取引所の取組み  
(例 一 セミナー開催、内部者取引管理アンケート調査等)
- 証券監視委の取組み(広報、課徴金事例集の公表、TOB関連のインサイダー取引の未然防止策を取りまとめ・公表等、市場規律の強化に向けた働きかけ)
- 役員・主要株主の短期売買報告制度の運営状況
- 市場関係者の取組み(例 一 J-IRISS)
- 発行企業の取組み

昭和63年2月 証券取引審議会

## 内部者取引の規制の在り方について（未然防止関係・要旨）

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とる必要がある。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及び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（それに加えて、適切な刑事罰則を整備・運用）。

- ・ 発行会社  
→重要な情報の管理の徹底、一般投資家へ適時適切に開示するよう特段の努力
- ・ 証券取引所  
→上場会社に対する適時開示の指導強化、適切な開示前の売買取引の停止措置の運用
- ・ 証券会社、金融機関等  
→法人関係情報の管理体制、情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）の整備
- ・ 行政当局  
→証券会社等への監督強化、監視体制の強化、取引所・証券会社との連携
- ・ 未然防止制度  
→役員等の自社株短期売買報告制度の充実・強化

# 未然防止に向けての証券監視委の取組み

## ■ 広報活動の強化

(証券監視委ウェブサイト:<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>)

- 年次報告・課徴金事例集の充実
- 各種寄稿・講演
- メールマガジン配信
- 「告発の現場から」

## ■ 市場関係者とのコミュニケーション

- 証券取引所、日証協、証券会社
- 日本弁護士連合会、日本公認会計士協会 等

## 課徴金事例集の公表

- 証券監視委は、課徴金納付命令勧告を行った事案の概要に、市場参加者が違反行為を起こさないよう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、公表している。
- 本事例集が活用されることにより、市場監視行政の透明性の向上と市場参加者の自主的規律の促進が図られ、証券市場における取引の公正や適正開示の実現に資するものと期待。

<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/actions.htm#jirei>

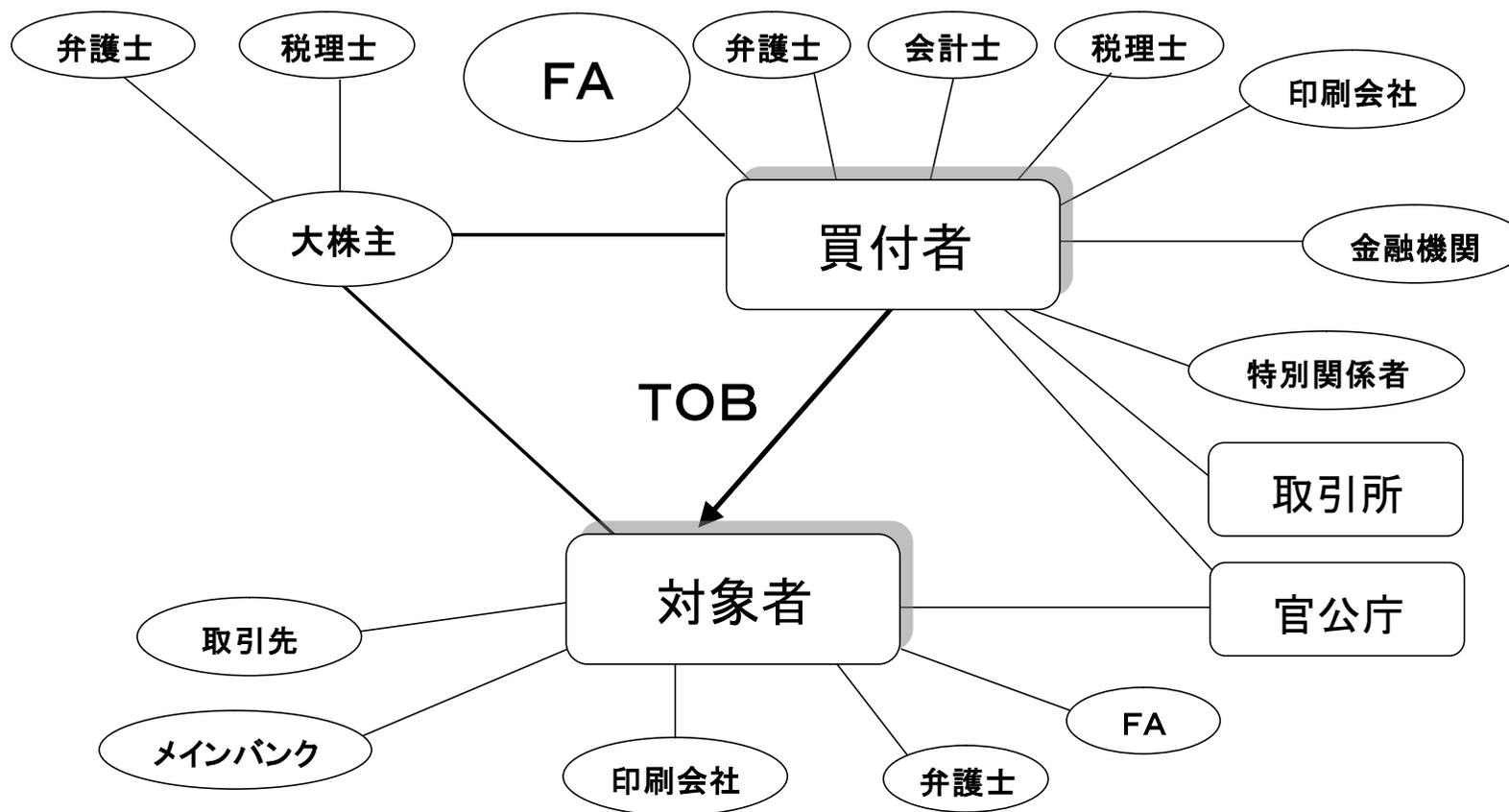
# TOB関連のインサイダー取引 未然抑止のための対応策

- インサイダー取引のリスクを軽減し、事前抑止するための対応策として、以下の点を検討することが有益
  - FAの注意喚起等の役割
  - 情報伝達範囲・内容の限定
  - 情報管理態勢の強化
  - 守秘義務契約締結の奨励
  - 経緯書の内容の充実

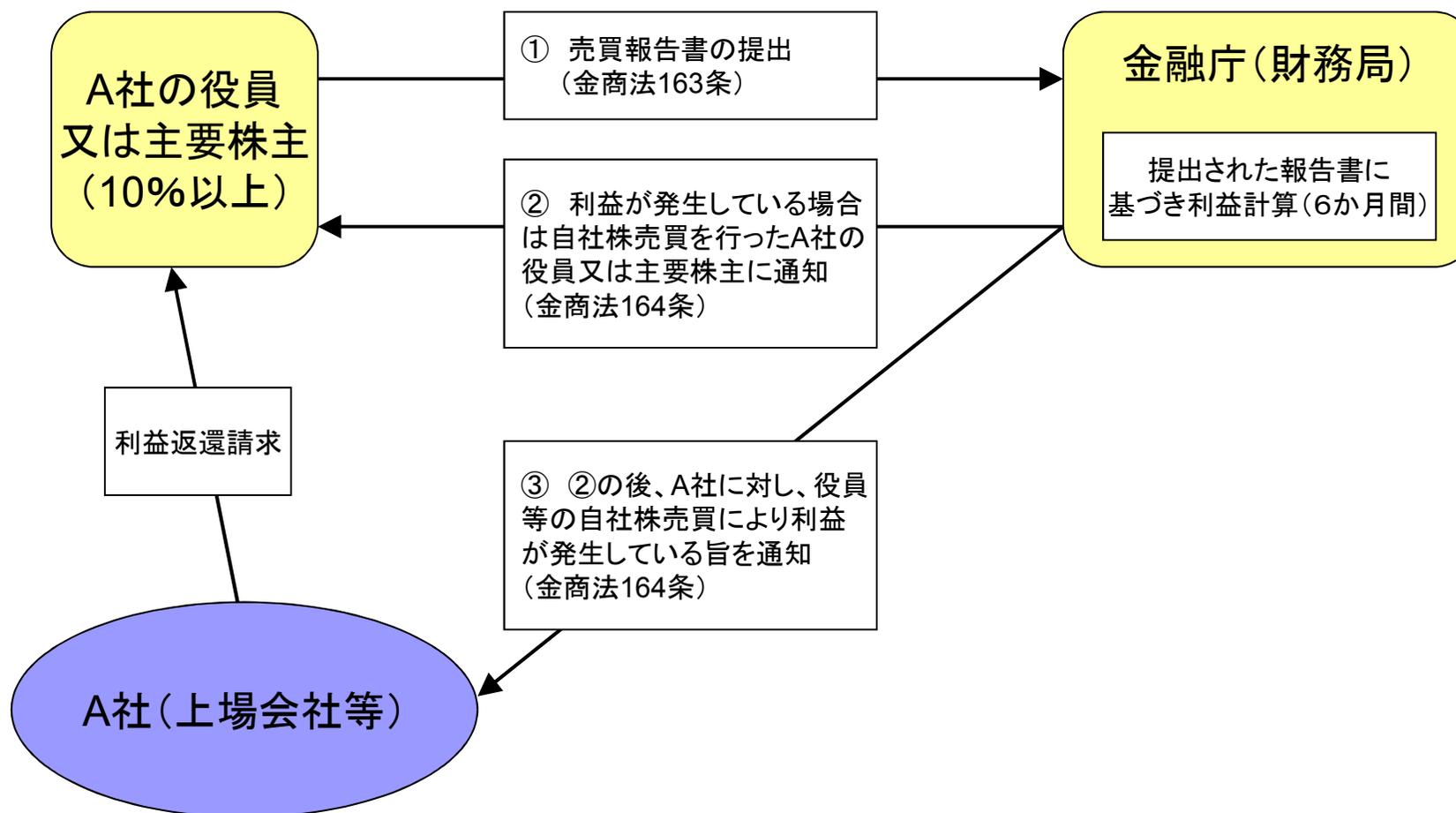
TOB関連のインサイダー取引に関する詳細はこちらへ  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/torikumi/torikumi.htm>

# TOBを取り巻く関係者

【TOB関係者相関図】



# 役員・主要株主の短期売買報告制度(163条)



## 短期売買報告制度に基づく公衆縦覧件数

年度	件数	縦覧後取下げ件数(注)
平成18年度	19	0
平成19年度	38	9
平成20年度	9	5
平成21年度	9	1
平成22年度	5	1
平成23年度	4	0

(注) 公衆縦覧後、役員等が利益の提供に応じた数。

# 未然防止に向けての市場関係者の取組み（例）

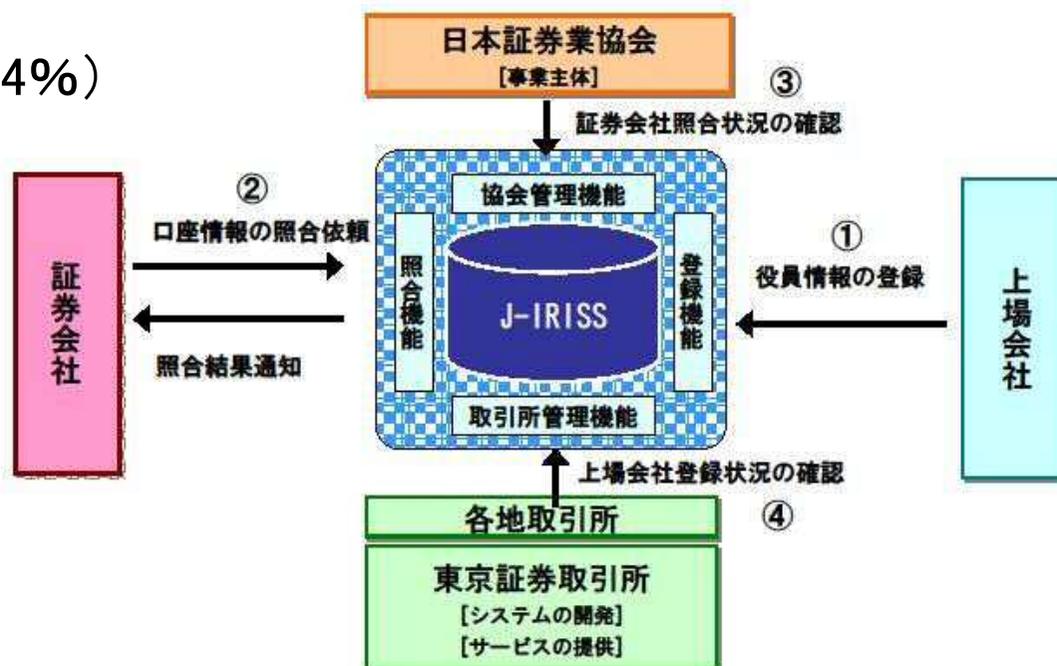
## ■ J-IRISS <http://www.jsda.or.jp/html/j-iriss/index.html>

□ H21. 5より稼動

J-IRISS概要図



□ 参加上場企業数：  
2,426社（登録率68.4%）  
（H24.11.12現在）

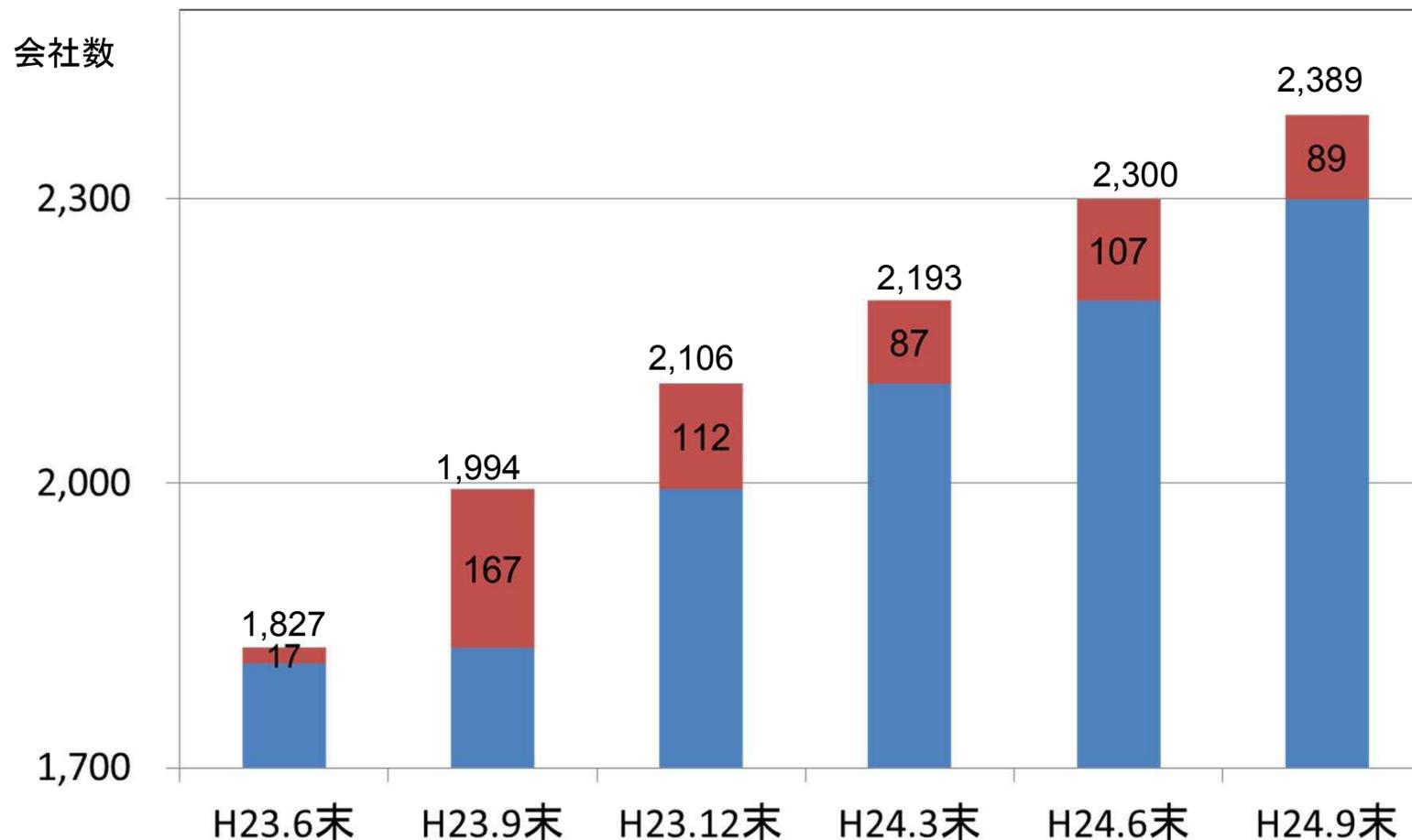


CONFIDENTIAL

Copyright 2008 JSDA All rights reserved.

（注）英国では、法令上、上場企業に「内部者リスト」作成・保管・提出の義務あり。

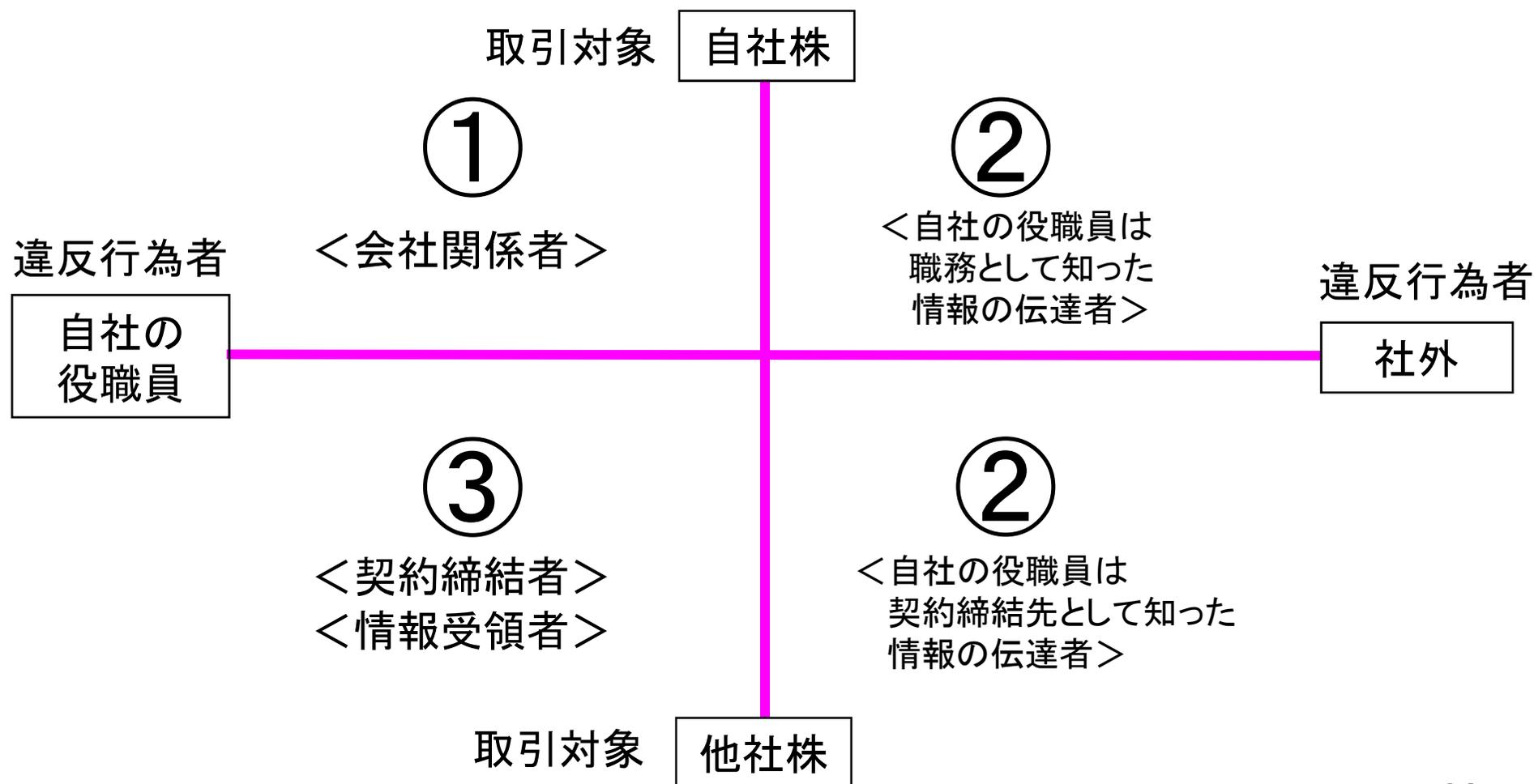
## ■ 「J-IRISS」登録会社数の推移



(出所) 日本証券業協会HP

# 未然防止に向けての発行会社の取組み

(ご検討いただく際の視点)



# 未然防止に向けての発行会社の取組み(つづき)

- ① 自社の役職員による自社株のインサイダー取引
  - 社内での研修・周知
    - ⇒ ルールの理解とともに、インサイダー取引規制の基本的理念、プリンシプルの理解を
  - 内部者取引管理体制の整備、J-IRISSへの役員情報の登録
  - 情報管理の徹底
    - (※ 自社の経営破綻や不祥事を「重要事実」とする事例も)
    - ⇒ 重要事実は正式な機関決定よりも相当早い時期に実質的な決定がなされたと認定されるのが通常であり、社内体制の整備もこれを前提に
  - 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)
  
- ② 社外への情報伝達／漏えいによるインサイダー取引
  - 情報管理の徹底・重要事実の公表の迅速化
    - (安易な情報伝達の防止、情報伝達範囲・内容の限定 等)
  - 守秘義務契約の奨励
    - ⇒ TOB関連のインサイダー取引未然防止策を参考に

## 未然防止に向けての発行会社の取組み(つづき)

### ③ 自社の役職員による他社株のインサイダー取引

- 社内での職業倫理教育
- 自社の業務特性から生じるリスクの管理(情報管理、取引管理等)

※ 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調査報告書(H21.11提出・H22.7公表)より抜粋

「…本件行為者は、法令違反(インサイダー取引)の可能性を認識し、かつ、当行のインサイダー取引防止ルール(現行ルール)に違反することを認識しながら、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たものであり、その行為態様は悪質である。また、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。したがって、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。…」

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  
よろしくお願いいたします

## Ⅲ. 不公正ファイナンス

1. 「不公正ファイナンス」とは
2. 不公正ファイナンスへの取組み
3. 不公正ファイナンスの割当先としてのファンド
4. 事例紹介
5. 「当事者」とならないために

# 1. 「不公正ファイナンス」とは

- (1) 何が起きているのか
- (2) どの局面で問題が生ずるのか
- (3) 「不公正ファイナンス」概念の採用
- (4) 不公正ファイナンスのイメージ(第三者割当)
- (5) 不公正ファイナンス事案に見られる特徴
- (6) 不公正ファイナンスに利用される「箱企業」
- (7) 上場企業の「箱企業」化への道

## (1) 何が起きているのか

- 従来型の金融商品取引法上の不公正取引
  - インサイダー、株価操縦、風説の流布等、いずれも“流通市場”での犯罪
  
- しかし、“流通市場”での問題に留まらない不公正な取引の増大
  - 株式の発行過程における不適切な行為
    - 架空増資(見せ金増資)
    - 不動産を過大評価した現物出資
    - 資金流出(開示目的外使用)
    - 既存株主の権利侵害(株式価値の希薄化)
    - 特定者の利益確保(特定者への利益供与)手段
  - 等、“発行市場”と絡めた“流通市場”での不公正な取引
  
- 証券の発行過程(増資等)及び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 ⇒ “不公正ファイナンス”

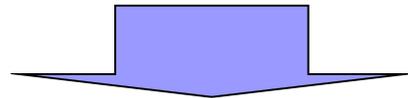
## (2) どの局面で問題が生ずるのか

- 例えば、第三者割当増資の場合...

- ① 株式の発行過程において

⇒ 第三者割当増資は、公募増資に比べ第三者のチェックが入り難い

⇒ 不適切な行為及びその隠蔽が発生するおそれ



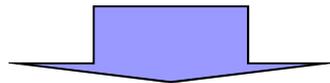
- 既存株主の権利の希薄化
  - ✓ 発行価格の不適切性
  - ✓ 発行数量の不適切性
- 会社支配権の異動
  - ✓ 割当先選定の不適切性
- 払込みの不適切性
  - ✓ 資金回流、仮装増資、水増し増資の可能性(払込金の源泉、現物出資に当たっての出資対象財産の評価)

## (2) どの局面で問題が生ずるのか(続き)

### ② 株式の流通市場において

⇒ 虚偽の情報開示又は情報の不開示(株式の発行過程における不適切な行為を隠すため)

⇒ 流通市場から不正かつ巨額の利益



- 虚偽の情報開示(不開示)
  - ✓ 市場、投資家を騙し、自己の利益確保に有利な条件の創出
- 不正に入手した株式の売却
  - ✓ カラ増資その他の方法によって不正に得た株式を売却
  - ✓ 売却代金として証券市場から不正に資金を搾取
- その他、
  - ✓ 相場操縦によって自己の利益確保に有利な条件を創出
  - ✓ インサイダー取引による利益の獲得
 などの方法が併用される。

⇒ 加えて、有価証券報告書の虚偽記載等の誘引、あるいは、反社会的勢力の関与などの問題も生じ得る

### (3) 「不公正ファイナンス」概念の採用

- “株式の発行過程における不適切な行為” (①) だけでは、利益(不当な利益)を実現させることはできない。  
⇒ “株式の流通市場における行為” (②) を経て、初めて利益(不当な利益)が実現



- 舞台設定をして一連の行為(仕掛け)全体のシナリオを描く者(“アレンジャー”)の存在



- 一連の行為(仕掛け)全体を捉え、その適法／違法性を問うことが必要



#### “不公正ファイナンス”概念の採用:

- 証券の発行過程及び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取引
- 不特定多数の者の権利・財産を毀損する行為
- 市場や株主・投資者を騙す(欺く)行為



## (5) 不公正ファイナンス事案に見られる特徴

### ① 用いられるファイナンス手法

- 第三者割当増資(金銭債権、現物出資)...原株、新株引受権
- MSCB等
- その他
  - (実質的な第三者割当となる)株主割当増資
  - (ファイナンスの範疇ではないが実質的に同じ効果を持つ)株式交換

⇒ なぜ第三者割当増資等が選ばれるのか

⇒ 株式を安価で、しかも大量に仕入れられるから

### ② 舞台設定、登場人物

- 舞台は事業実態が怪しくなった「箱企業」
- 主な登場人物
  - “アレンジャー”、“コンサルタント”、“指南役”・・・と呼ばれる者達
  - 金主(きんしゅ)



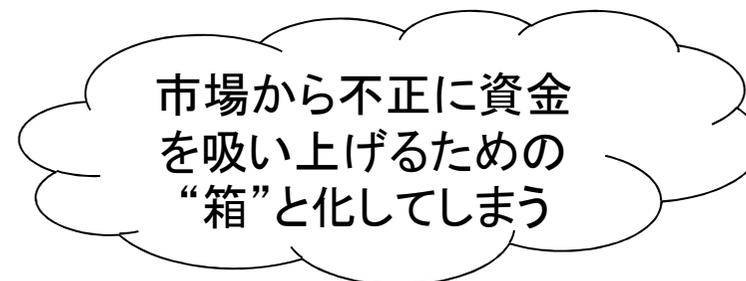
} 反社会的勢力  
反市場勢力

## (6) 不公正ファイナンスに利用される「箱企業」

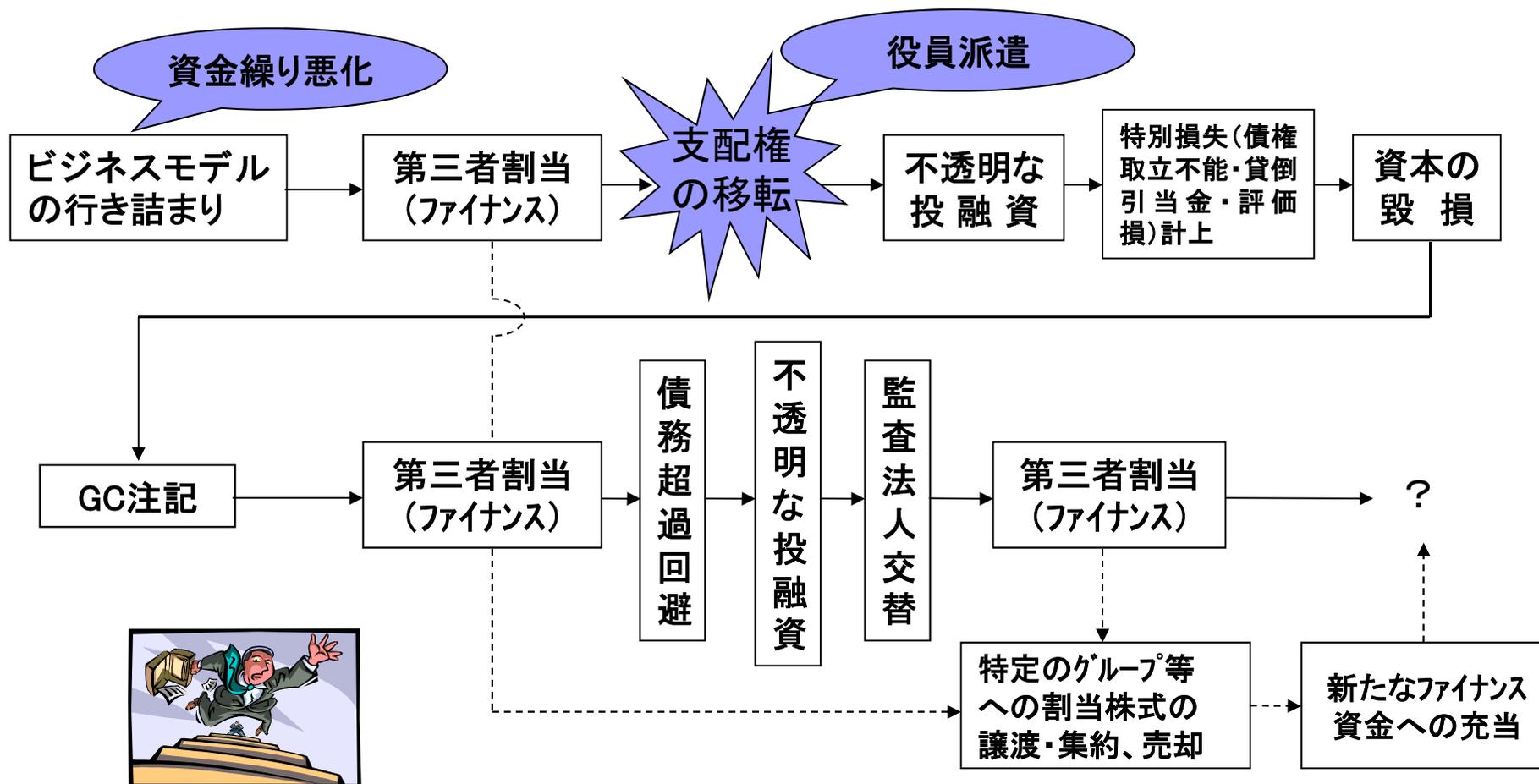
- 経営不振、資金繰り困難(銀行の融資が受けられない)
- 上場廃止基準(債務超過、時価総額基準等)への抵触



- 第三者割当増資等ファイナンスの繰返し
- 正体不明の者への割当て
- 支配権の移転
- 不透明な投融資
  - ▶ 調達した資金は社外へ流出(投融資実施後焦げ付き、特別損失計上)



# (7) 上場企業の「箱企業」化への道



## 2. 不公正ファイナンスへの取組み

(1) 不公正ファイナンス関係の告発

(2) 第三者割当増資規制

# (1) 不公正ファイナンス関係の告発

## ① これまでの告発事例

- ペイントハウス(平成21年7月)
- ユニオンホールディングス(平成21年12月)
- トランスデジタル(平成22年3月)
- NESTAGE(平成23年8月)
- 井上工業(平成23年12月)
- セラーテムテクノロジー(平成24年3月)

## ② 告発手法

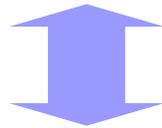
- 金融商品取引法158条(偽計罪)\*違反などを問う
  - 一連の行為全体を対象(従前の公正証書原本不実記載をもつての告発では、一部の行為しか対象にできなかった)
  - アレンジャーの行為も対象
  - 刑事法にも“偽計”の概念があり、親和性大
- 効果大。引き続き、手を緩めずに対処。
- 加えて、“未然防止”のための広報活動も強化していく。

\*:金融商品取引法158条(風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止)「何人も、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない。」

## (2) 第三者割当増資規制

### ① 第三者割当増資の制度的問題点

- 株式価値希薄化
- 経営者による支配株主選択



- 機動的な資金調達
- 取締役会への権限付与

### ② 海外投資家による批判

- 欧米ではほとんど例なし(欧州は株主割当が原則、米国は公募増資が主流)

### ③ 第三者割当規制(法令による規制)

- 企業内容開示府令の改正:平成21年12月
  - 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。  
⇒ 発行数量の恣意性への対応
  - 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。  
⇒ 発行価額の恣意性への対応
  - 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、反社会的勢力の不関与確認内容の開示。  
⇒ 割当先選定の恣意性への対応
- 企業開示ガイドラインの改正:平成22年6月

## ④ 第三者割当規制(証券取引所による規制)

### ■ 有価証券上場規程の改正:平成21年8月

- 希薄化率規制(300%超は上場廃止、25%以上は原則として相当性についての第三者機関意見又は株主総会決議等が必要。)

⇒ 発行数量の恣意性への対応

- 払込金額の算定根拠等及び監査役等の意見の開示。

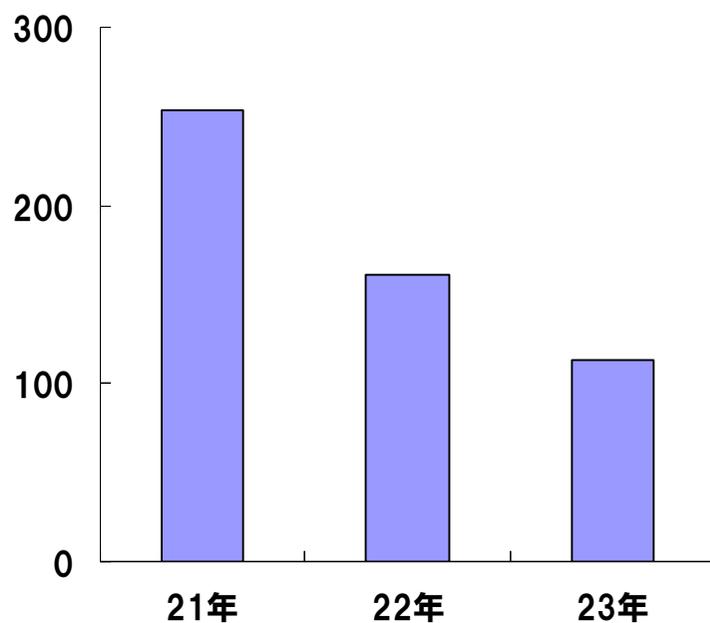
⇒ 発行価額の恣意性への対応

- 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。

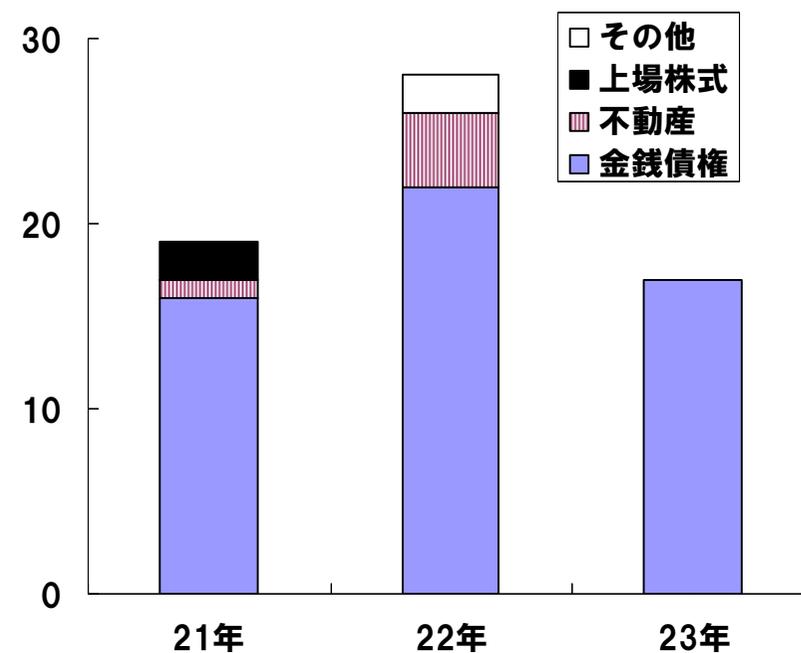
⇒ 割当先選定の恣意性への対応

## ⑤ 第三者割当件数等推移

### 第三者割当件数



### 現物出資件数



- 第三者割当増資の件数は大幅に減少
- 一方で、現物出資を用いた事案は増えそうな気配

# 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

### ▶ 割当を受ける側の意図

- 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易い
- 設立が容易で、かつ、割当先として資金力があるように錯誤させ易い
- 財務内容や真の所有者などの情報を隠す、あるいは、誤魔化し易い

### ▶ 割り当てる側(発行会社)の意識

- “資金は欲しいが、経営権は手放したくない” ← 「純投資が目的なので、経営権には関心がありません！」(ありがちなファンドやアレンジャーの口上)
- “自社の将来性を見込んで、投資対象に選んでもらえた”(発行会社の勝手な思い込み) → 割当先としての適正性への判断を揺るがす
- 様々な投資ヴィークルの一般的な認知が進行 → “海外籍のファンド”が割当先=発行会社(特に新興市場上場)にとって“誇らしい”との勘違い ← “ブルネイ国王の資金によるファンドです! ”、“オイル・マネーを運用するファンドです! ”、“世界の富裕層から集めた資金です!” 等等



## (2) よくあるファンドの現れ方

- 海外：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)
  - 英領バージン諸島(BVI)に籍のあるSPC → BVIは本人確認が大変緩く、関係者の開示が行われないので、実質所有者(Beneficial Owner)を辿っていても、BVIでリンクが切れてしまう。
  - 杜撰なリーガル・オピニオン
  - 国内常任代理人が信託銀行でないケース
  
- 国内：複数の投資事業組合が、並列或いは重層的に
  - 平成16年の投資事業有限責任組合契約に関する法律(LPS法)の改正を逆手に、投資事業組合を割当先とするケースが増加
    - ◆ 組合員の資格制限や人数制限はすべて撤廃され、誰でも自由にファンドの組合員になれるようになった。
    - ◆ 出資先企業であるかにかかわらず、事業者に対して自由に融資し、あるいは事業者に対する金銭債権を自由に取得できるようになった。
    - ◆ 社債・CPなどに加えて、多種多様な有価証券や信託受益権などを取得することができるようになった。
    - ◆ ファンド・トゥ・ファンドに関する制限が撤廃され、投資組合への出資のみに特化したファンドを自由に組成できるようになった。



## 4. 事例紹介

(1) NESTAGE

(2) ペイントハウス

(3) 井上工業

(4) セラーテムテクノロジー

# (1) NESTAGE

## ■ 平成23年8月2日告発

### 会社の概要

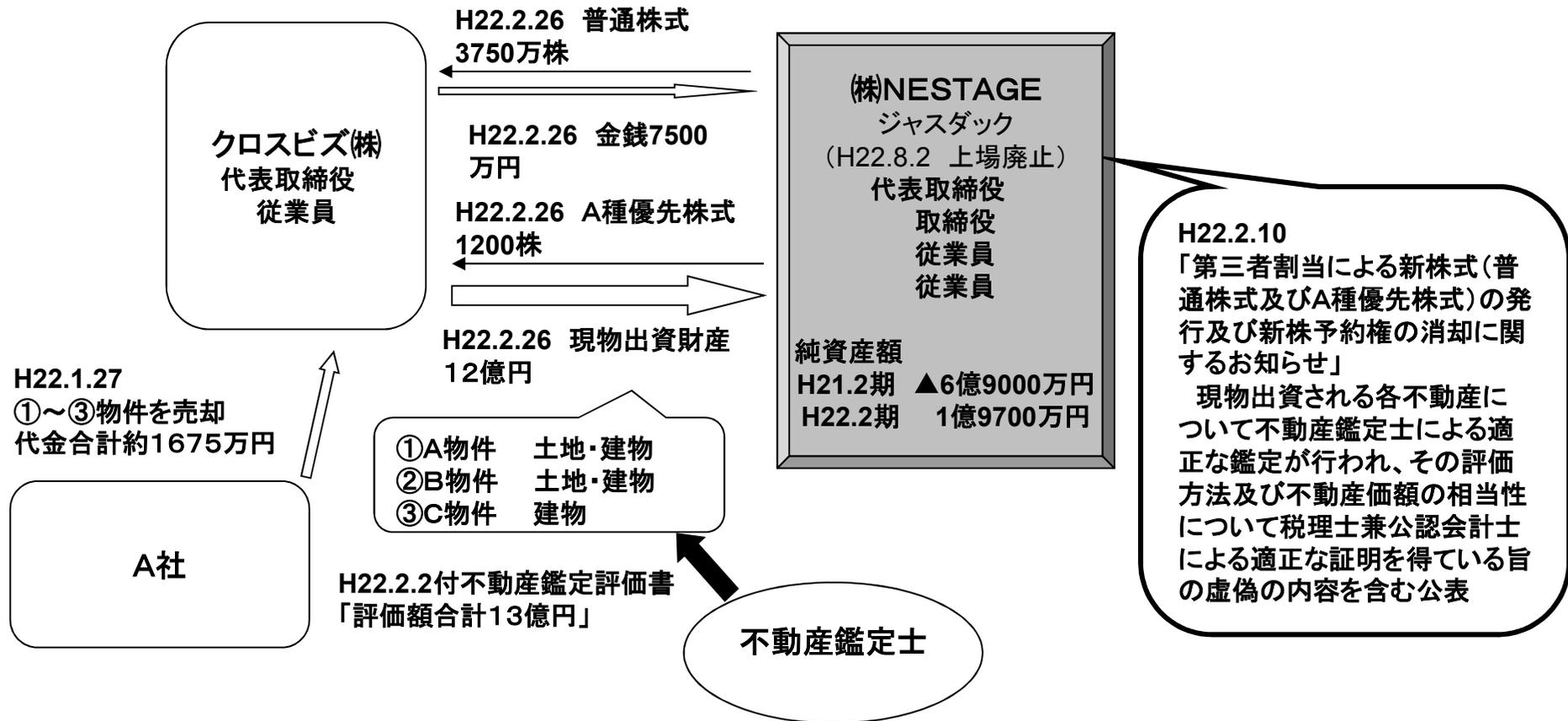
- 大証JASDAQ市場上場銘柄  
(平成22年8月2日上場廃止後、民事再生手続き中)
- 事業内容: ゲームソフト販売会社
- 本社: 大阪

### 裁判の経過

- 大阪地裁(平成23年10月11日)判決
  - ✓ 被告人 クロスビズ関係者2名(代表取締役・元管理部嘱託社員)
  - ✓ それぞれ懲役1年6月(執行猶予3年)←確定
- 大阪地裁: 公判中(平成24年11月現在)
  - ✓ 被告人 NESTAGE元会長  
NESTAGE元役員  
NESTAGE元執行役員

# NESTAGE事件参考概念図

■ 平成23年8月2日告発



## ① 事案概要(発行会社の開示資料から)

- 平成22年2月10日、第三者割当による新株発行決議
- 普通株 37,500千株 発行価格 1株につき2円
- 優先株 1,200株 発行価格 1株につき1,000千円(不動産現物出資による)
- 現物出資対象財産:北海道、山形、岡山の土地及び建物
- 割当先 クロスビズ株式会社
- 上記3物件の鑑定評価額13億円  
株式の発行価額の総額は12億円
- 既存株主の権利の希薄化率197.8%
- 税理士兼公認会計士による相当性証明  
不動産鑑定士による鑑定評価

裁判所検査役調査の例外  
(会社法207条)

## ② 証券監視委による告発

- 2年連続の債務超過となり上場廃止基準に抵触のおそれ
- 現物出資を含む第三者割当増資による「債務超過の回避」及び「同社株価つり上げ＋割当株式の市場売却」の企て（発行者と割当者の思惑が一致）
- 現物出資対象不動産を過大評価
- 「適正な鑑定評価、相当性証明を受けた、株式払込金額に相当する価値のある不動産である」と虚偽の内容を含む公表  
偽計（金融商品取引法158条）

（現物出資財産に関する適正な鑑定という制度的担保が機能しなかった）

### ③ 関係機関への働きかけ

- 「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」(平成22年8月25日 国土交通省地価調査課長通知)
  - 「商法上の現物出資・財産引受・事後設立の目的となる不動産に係る弁護士の証明並びに不動産鑑定評価上の留意点について」(平成4年7月20日 日本不動産鑑定協会)←日弁連との共同研究。弁護士の役割、不動産鑑定士の役割について記述あり。
- 「会社法上の現物出資の目的となる不動産の鑑定評価に関する実務指針」(平成23年8月30日 日本不動産鑑定協会、現:日本不動産鑑定士協会連合会)
- 市場や投資者に対する説明責任←鑑定評価書の開示等
- 弁護士、公認会計士、税理士とも問題意識の共有

## (2) ペイントハウス

### ■ 平成21年7月14日告発

#### 会社の概要

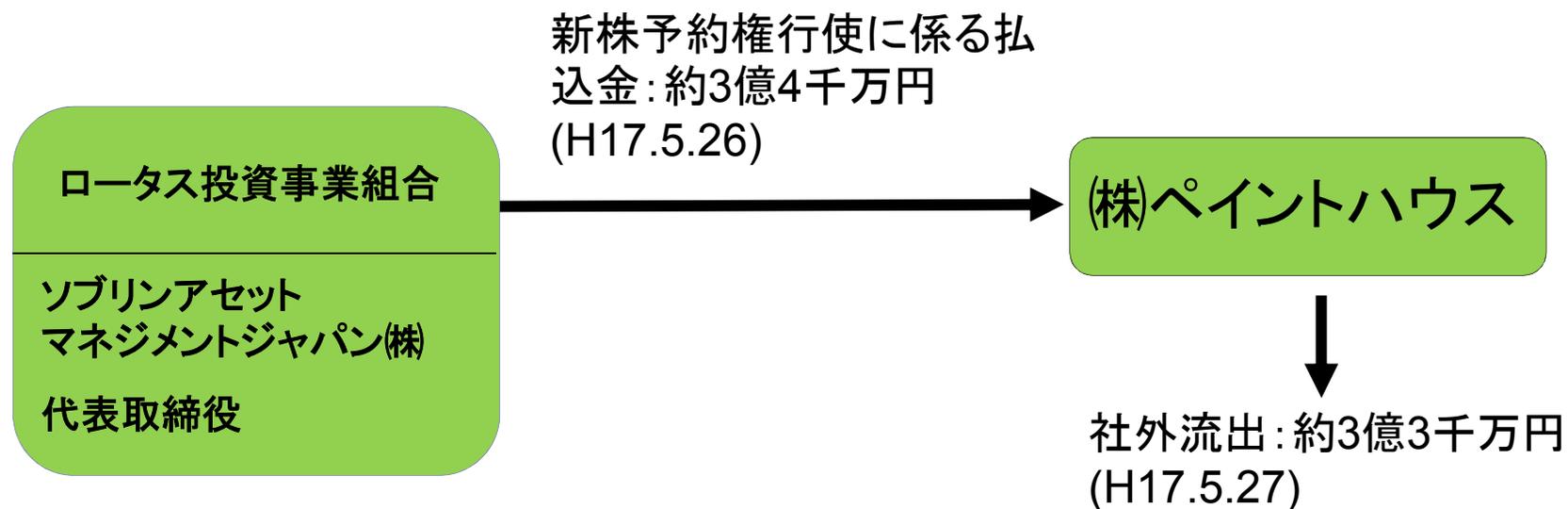
- JASDAQ証券取引所上場銘柄(平成18年7月9日に上場廃止後、破産)
- 事業内容:住宅塗装、リフォーム会社
- 本社:東京

#### 裁判の経過

- 東京地裁(平成22年2月18日)判決
  - ✓ 被告人 アレンジャー
  - ✓ 懲役2年6月(執行猶予4年)、罰金400万円 追徴金301,477,028円
- 東京高裁(平成22年1月30日)判決
  - ✓ 控訴棄却
- 最高裁(平成23年3月23日)決定
  - ✓ 上告棄却



## ■ ペイントハウス事件参考概念図



- ① H17.5.26 TDnet適時開示: 「新株予約権行使により増資がなされた」
- ② H17.5.31 TDnet適時開示: 「26日の新株予約権行使により資本増強が行われている」

## ① 事案概要（発行会社の開示資料から）

- 平成17年5月6日、第三者割当による新株及び新株予約権の発行を決議
- 普通株 192,365株 発行価格 1株につき1,228円  
ただし、全額デット・エクイティ・スワップ（DES、金銭債権の現物出資）のため、資金調達はなし。
- 新株予約権 普通株278,000株分 行使価格 1株につき1,228円  
（行使前日の終値の90%が1,228円を下回る場合、前日終値の90%） 発行価額の総額2,780千円
- 割当先 ロータス投資事業組合
- 既存株主の権利の希薄化率255.9%
- 新株予約権行使：同年5月26日全額行使。払込金額の総額341,384千円。

## ② 証券監視委による告発

- ▶ 犯則嫌疑者は、投資顧問業等を営むソブリンアセットマネジメントジャパンの取締役として、ペイントハウスの事業再生・継続のための指導援助等を行っていた。
- ▶ 自己が実質的に統括管理するロータス投資事業組合が、新株予約権の行使によって新株式を得るに際し、払込金額の大半を直ちに社外流出させるにもかかわらず、ペイントハウス役員をして資本充実が図られたという虚偽の事実を開示させることで株価の維持・上昇をさせたうえで、取得新株式を売却して利益を得ようと企てた。
- ▶ 資本増強が行われた旨の虚偽の事実を公表させ、有価証券の売買・相場の変動を図る目的をもって、偽計を用いた。

## (3) 井上工業

### ■ 平成23年12月12日告発

#### 会社の概要

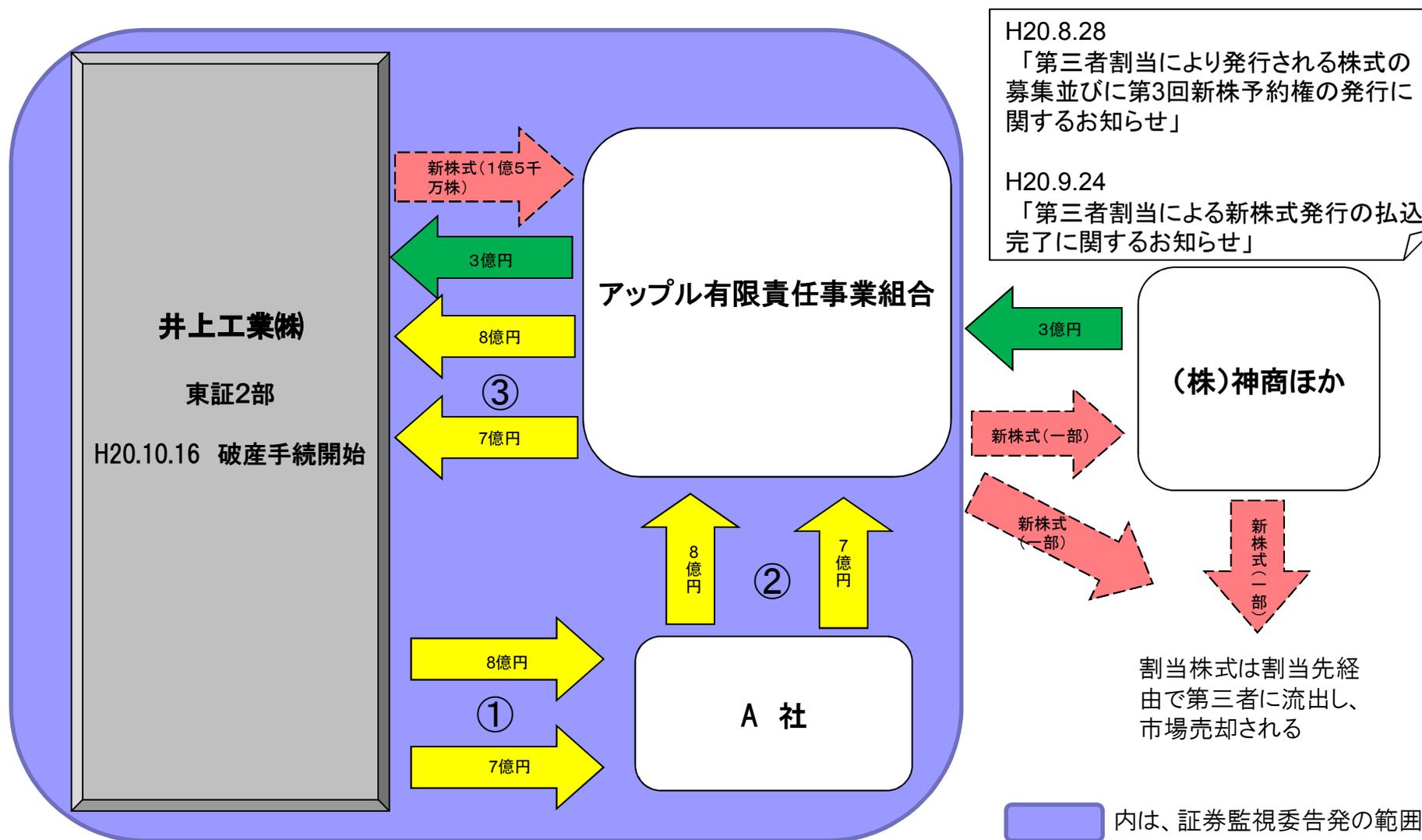
- 東証2部市場上場銘柄(破産申請により、平成20年10月31日上場廃止、現在破産手続き中)
- 事業内容: 建築業
- 本社: 群馬県高崎市

#### 裁判の経過

- 東京地裁(平成24年2月14日)判決
  - ✓ 被告人 アップル有限責任事業組合員 懲役2年6月(執行猶予3年)
- 東京地裁(平成24年3月7日)判決
  - ✓ 被告人 井上工業管理部財務経理部長 懲役1年6月(執行猶予3年)
- 東京地裁(平成24年3月12日)判決
  - ✓ 被告人 井上工業社長室長 懲役2年(執行猶予3年)
  - ✓ 被告人 証券ブローカー 懲役2年6月(執行猶予4年)

(注)この他に、法人としての神商及び神商役員が貸金業法違反(無登録営業)で起訴されるなどしている。

## ■ 井上工業事件参考概念図



## ① 事案概要(発行会社の開示資料から)

- 平成20年8月28日、第三者割当による新株発行決議
- 同時に第三者割当新株予約権の発行あり。割当先は新株と異なる。
- 普通株 150,000千株 1株につき12円、総額18億円。
- 割当先:アップル有限責任事業組合
- 手取金の使途:安定的な財政基盤の確立、受注強化を目的とした運転資金
- 既存株主の権利の希薄化率182.3%(新株予約権分を含む。)

## ② 証券監視委による告発

- ▶ 第三者割当増資につき発行価額18億円のうち15億円の払込みを仮装した。
- ▶ 虚偽の事実を公表して偽計を用い、新株を発行するとともに株価の維持上昇の企てた。
- ▶ 会社名義の預金口座から出金した8億円＋7億円(計15億円)を、他者名義の預金口座を経由させ、新株式割当先名義口座に入金。新株式割当先名義で、会社名義の別預金口座に入金し、払込みを仮装した。
- ▶ 「増資払込み完了」を公開、株価の維持上昇のための偽計を用いた。

## (4) セラーテムテクノロジー

### ■ 平成24年3月26日告発

#### 会社の概要

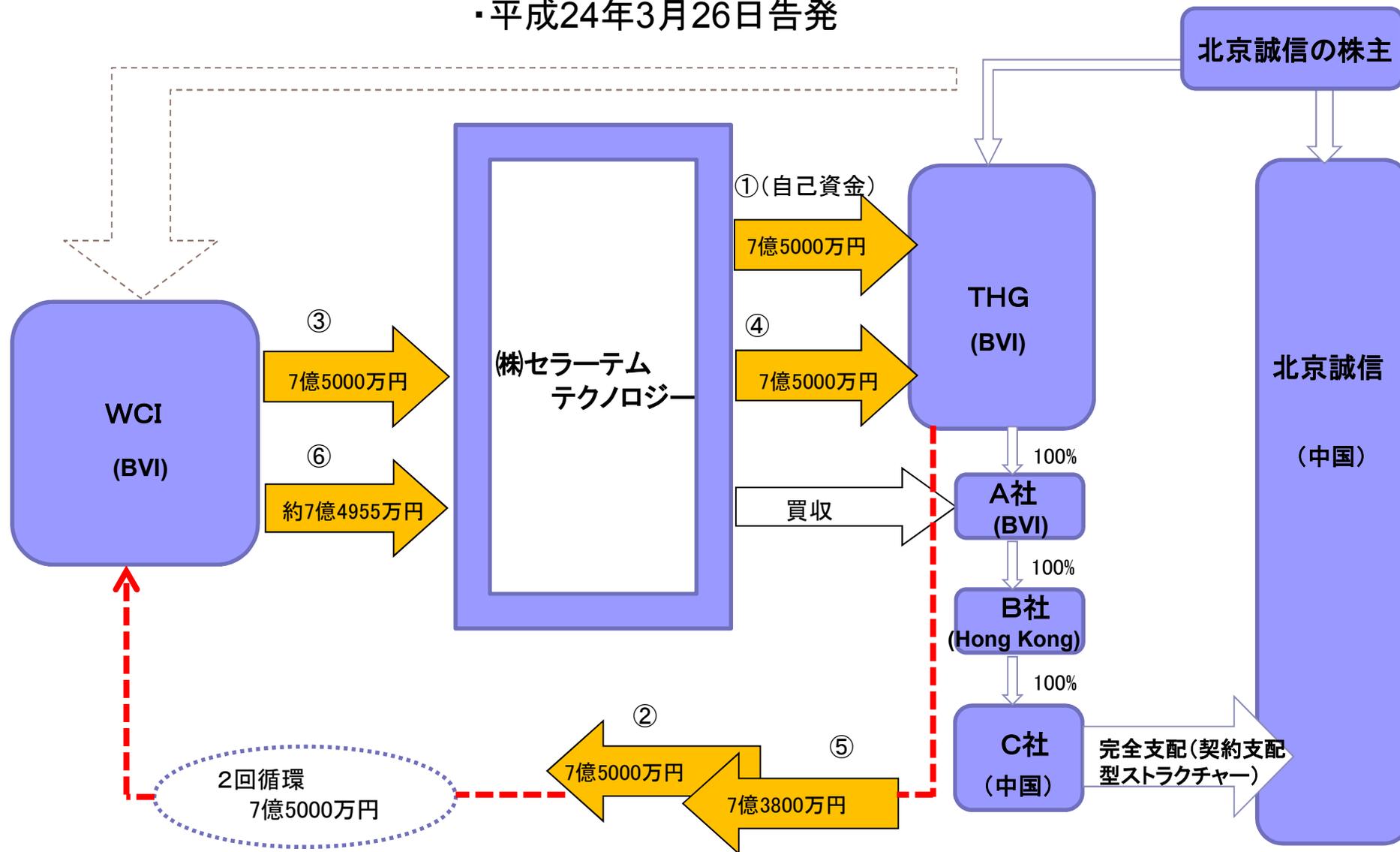
- 大証ヘラクレス市場上場銘柄  
(現大証JASDAQ市場上場銘柄)
- 事業内容:IT技術・アプリケーション販売
- 本社:東京

#### 裁判の経過

- 東京地裁:公判中(平成24年11月現在)
  - ✓ 被告人 セラーテムテクノロジー(法人)、  
セラーテムテクノロジー 元取締役兼CFO  
セラーテムテクノロジー代表取締役

# セラーテムテクノロジー事件参考概念図

・平成24年3月26日告発



## ① 事案概要(発行会社の開示資料から)

- 平成21年11月13日、第三者割当による新株発行及び当該第三者割当新株発行資金による中国会社(北京誠信能環科技有限公司)の子会社化を決議
- 普通株 111,740株 発行価格 1株につき13,420円
- 払込金総額: 1,499,550,800円(うち750百万円については、子会社化のために割当先から借り入れる資金に係る金銭債権による現物出資)
- 割当先 WEALTH CHIME INDUSTRIAL LIMITED(バージン諸島設立の会社)
- 既存株主の権利の希薄化率181.8%
- 北京誠信の子会社化については、契約支配型ストラクチャーを採用(北京誠信は外資規制により直接買収できないため、別の中国会社を買収、完全子会社化し、当該子会社が、北京誠信と支配目的契約を締結することにより行う。連結会計可能。)

## ② 証券監視委による告発

- 業績不振のセラーテムは、同社の時価総額(浮動株時価総額)が上場廃止基準に抵触することを免れるため、好業績の北京誠信の子会社化により同社の連結決算上の業績アップを図り株価上昇を図るとともに、北京誠信株主に経営支配権を掌握させるスキームを計画。
- 当初は株式交換の方法によることを計画したが「裏口上場」規制への抵触を危惧し、第三者割当増資により調達した資金による買収の方法に切り替え。
- セラーテムの自己資金750百万円を北京誠信株主らが実質的に支配する会社、割当先、セラーテムの三社間で2回循環させ、セラーテムが第三者割当増資により調達した資金で、北京誠信を実質的に買収したかのように偽装。
- 虚偽の事実を公表して、有価証券の相場の変動を図る目的をもって偽計を用いた。

## 5. 「当事者」とならないために

- アレンジャーと呼ばれる人たちは、反社会的勢力との関係を疑われる者が少なくない。そう認定できなくとも反市場勢力である可能性。
- 意外と広い“営業範囲”
  - ▶ 反社会的勢力・反市場勢力と思われる者は、不公正ファイナンスとは無縁と思われる上場企業にも、食指を伸ばしていることが確認されている。
- アレンジャーとの接触は思わぬところで火種となる可能性あり

## ① 反社会的勢力・反市場勢力の見極め

- 複数の情報ルートを用いて情報を収集、比較分析が必要
  - 警察・暴追センターや外部専門会社への照会等の自衛策も必要
  - ネット情報も時には有効。悪い情報が出ているようであれば別ルートで確認を
  
- 子会社、下請業者、取引先等の行為についても、企業の社会的責任・上場企業としてのコンプライアンスの問題として考えるべき

## ② 反社会的勢力・反市場勢力の手口例

- 新会社等を使ったカモフラージュ
  - 属性把握の困難な新設会社、形式上の新代表者を立て実態を隠す
  - 商号変更や偽名使用(ミスタイプを装い姓名の一文字を変えて使用など)
  - 登記情報が最新の実態を反映していないことも
  
- 役員等の送込み
  - 役員又は主要な従業員として送り込み内部からコントロール
  - 人材紹介にも注意が必要(見えない人脈で繋がっていることも)
  
- 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(弱みをみせないように)
  
- 来訪時に同道してくるコンサルタント、知人、友人、通訳などと称する者が実は実権を持っていることも

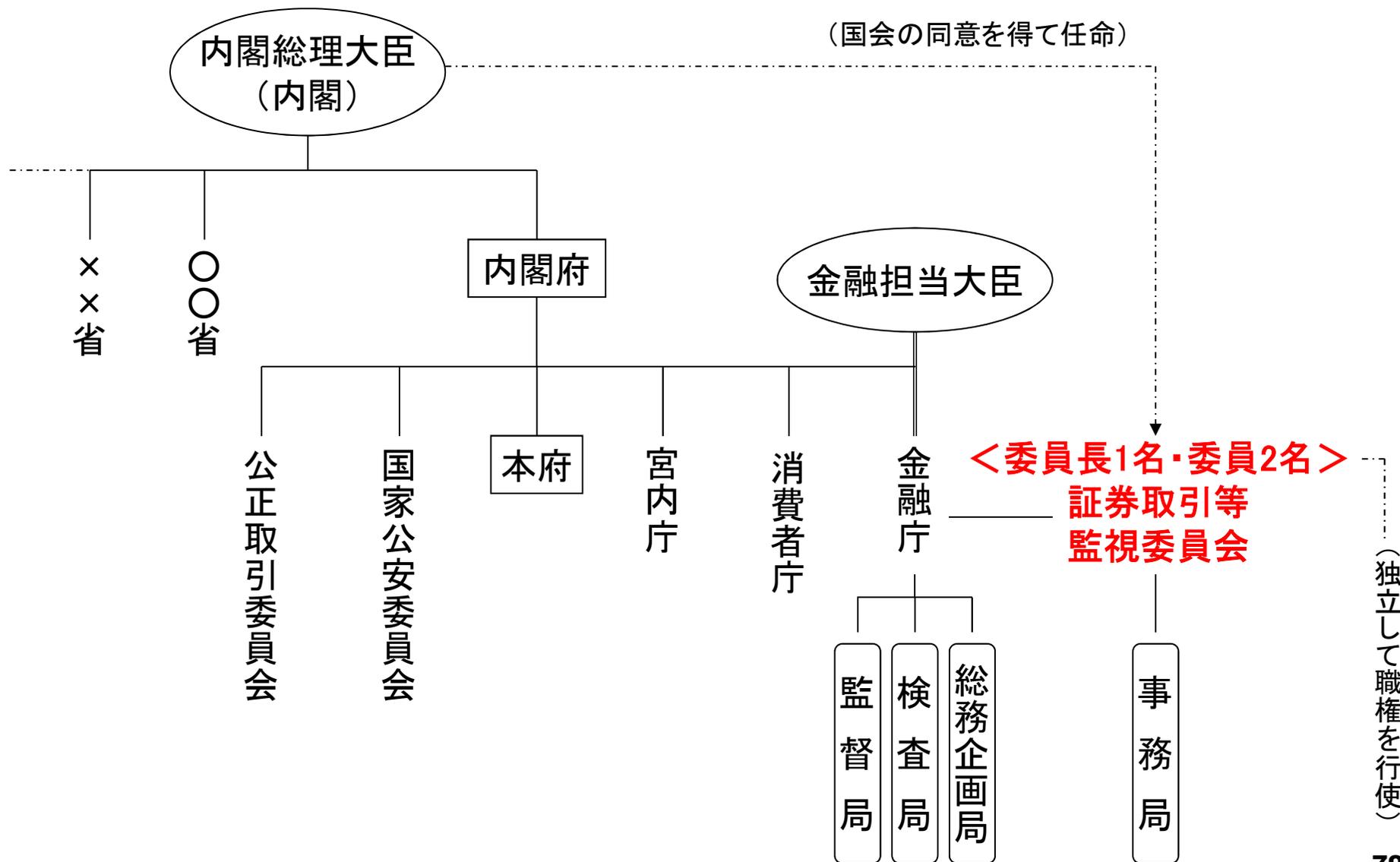
### ③ 上場企業経営者として考えるべきこと

- “上場維持”のためにすべきこと
  - 不正な手段で“上場維持”はできない
  - 上場廃止どころか、会社としても社会的生命を絶たれる
  
- まずは冷静に、悪事はすぐに露見する
  - ネット社会においては悪い噂はすぐに拡がる
  
- 会社の信用の保持
  - 反社会的勢力等とのつながりを疑われるだけで事業に支障が出る
  
- 株主・投資家・従業員等に対する責任

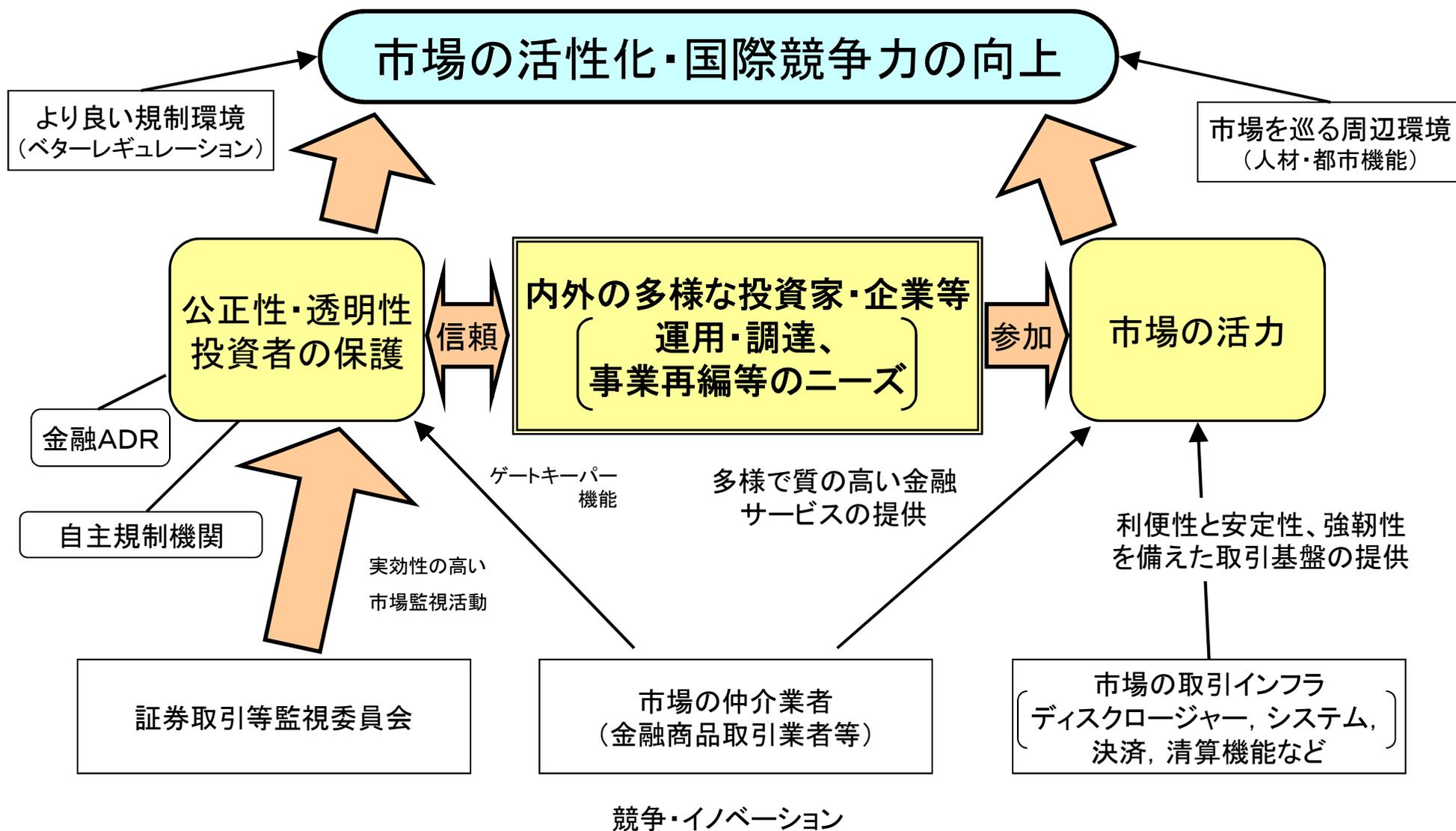
## (参考)証券取引等監視委員会とは

- 金融庁(内閣府の外局)に置かれた合議制の機関。1992(平成4)年発足(本年7月で20年に)。
- 委員長・委員(2名)は、衆・参両議院の同意を得て内閣総理大臣により任命(任期は3年)。  
独立してその職権を行使。
- 主な仕事:
  - ①証券市場の市場監視  
(インサイダー取引、相場操縦、粉飾等の調査・摘発)
  - ②証券検査(金融商品取引業者等に対する業規制の一環)
- 事務局(含財務局)の職員数は714人(H24年度末定員)。  
事務局 … 84人(平成4年度) → 392人(平成24年度)  
財務局 … 118人(平成4年度) → 322人(平成24年度)

# 国の行政機構における証券監視委



# (参考)証券監視委の市場監視活動と市場の活性化・国際競争力



ご清聴ありがとうございました

情報提供は

<https://www.fsa.go.jp/sesc/watch/>

tel: 03-3581-9909

年金運用ホットラインは

<http://www.fsa.go.jp/sesc/support/pension.htm>

tel: 03-3506-6627

公益通報の通報・相談は

<http://www.fsa.go.jp/sesc/koueki/koueki.htm>

tel: 03-3581-9854