

▼ INDEX

- 1 新規上場承認会社を公表しました
- 2 新規上場セレモニーのご案内
- 3 新規上場銘柄の値動き
- 4 新着アナリストレポートのご案内
- 5 証券取引等監視委員会コラム

※ 以下については、証券取引等監視委員会のホームページ掲載にあたり、上記目次の5.を抜粋しております。

5 証券取引等監視委員会コラム

現物出資を悪用した偽計事件の告発について(その2)

前回は、当委員会の重要な職務である犯則調査の概要と、先月2日、当委員会  
が告発した、「株式会社NESTAGE関係者らによる現物出資制度を悪用した偽計  
事件」の告発内容をご紹介した。

今回は、「株式会社NESTAGE関係者らによる現物出資制度を悪用した偽計事件」  
の告発の類型である不公正ファイナンスの過去の告発例もご紹介し、不公正フ  
ァイナンスへの厳正な取り組みを説明させていただくとともに、今回事案の特  
質である鑑定評価の問題についても可能な限り触れることとしたい。

さて、偽計の罪は、金商法第158条に定められている。

「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って、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。」

この偽計の適用が近時増加しているのが、いわゆる不公正ファイナンスである。  
典型的には、業績不振上場企業が、苦し紛れに会社維持等のため第三者割当増  
資を行うが、実際には、アレンジャーといわれる者が介在して、株価を維持上  
昇させた上で割当株式を市場で売却したり、増資企業自身が架空増資を仕掛け  
る等して、つまり、市場及び投資者を欺き(偽計)、市場から資金を騙し取るも  
のである。

いわゆる不公正ファイナンスに対する偽計適用の嚆矢が、21年7月に告発した株式会社ペイントハウスの第三者割当により発行された新株予約権を利用した不公正ファイナンス事件であり、その概要は、経営不振に陥ったペイントハウス社から、経営再建に係る支援の依頼を受けた投資顧問業等を営む犯則嫌疑者が同社に対し、自ら支配する投資ファンドを引受先として第三者割当により新株予約権を発行させた上で、同予約権の行使に伴い同社に払い込まれた株式払込金を直ちに社外流出させる一方、同投資ファンドが取得した同社株券を市場で売却して利益を得た、というものであり、市場及び投資者には、資本増強を行うといいながら、その資金を「社外流出」させる、という意味で、明らかに市場及び投資者を欺き、資金を騙し取っている。

また、21年12月に告発したユニオンホールディングス株式会社の水増し増資による不公正ファイナンスは、犯則嫌疑法人ユニオンホールディングスの代表取締役であった犯則嫌疑者らが共謀の上、実体のない法人を設立し、これを割当先とする新株及び新株予約権の発行を行う旨を公表の上、実際には払込金等の相当部分は見せ金による水増し増資であるのに、予定通り資本増強が行われた旨、虚偽の公表を行い、株価を維持上昇させた上で、本件増資に係る新株等を売却したというものである。こちらは、会社自らによる「水増し増資」の公表により、市場及び投資者を騙し、会社自らが資金を騙し取るとともに、株価を上昇させるという市場を欺く行為を行っている。

また、22年10月に告発した、株式会社エフオーアイの事案は、売上高を大幅に水増しした虚偽の決算内容を記載した有価証券届出書を提出するとともに、同じく虚偽の売上高を記載した「目論見書」を作成し、上場に伴う新株発行を証券会社に引き受けさせた上で、一般投資家に対して新株の申し込みを勧誘させ、資金調達を行ったものである。これは、実際には企業の実態が不振であるにもかかわらず、それを「財務情報を偽った新株発行」により、市場及び投資者を欺き、同社は市場から資金を騙し取ったものである。

このように、偽計が問われる場面、そして、不公正ファイナンスは、企業自らが行う構図もあれば、アレンジャーが介在してその懐に資金が流れ込む構図もあり、また、使われる「騙し」も、架空増資・見せ金であったり、水増し増資であったり、財務情報を偽った新株発行であったり、増資とは名ばかりの資金流出であったり、と色々である訳であるが、その本質は、犠牲になっているのは、我が国市場の公正性そのものであり、市場が正しい資金調達機能を発揮できず、投資者は資金を騙しとられる、という意味で、金融資本市場の根幹に触

れる重大な犯罪である，ということである。

そして，その際に，第三者割当がしばしば悪用されていること，そして，そもそも，第三者割当は既存株主の株式価値の希薄化を招くものであることから，発行数量や割当先の決定に関する恣意性等を排除し，適切に増資資金が活用されることを確保すべく，21年以降，法令や自主規制機関規則上の規制も図られてきたところである。

まず，企業内容開示府令が21年12月に改正され，

- ・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等の開示を義務づけ。
- ・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等の義務付け。
- ・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，反社会的勢力不関与確認内容等の開示の義務付け

が行われており，これらは，不公正ファイナンスの事前抑止にも資しているところである。

加えて，取引所による自主規制により，21年8月以降，

- ・300%超の希薄化を生じる第三者割当は原則上場廃止。25%以上は原則として相当性についての第三者の意見又は株主総会決議等を要する。
  - ・払込金額の算定根拠等及び監査役等の意見の開示の義務付け
- 等が実施され，大規模な希薄化を招く第三者割当は事実上困難となった。

これらにより，21年後半頃から第三者割当の件数は減少してきているところであるが，不動産現物出資による第三者割当が少しずつ現れ始め，その中には，出資対象財産の評価額の正当性に疑いがあり，いわば現金を用いない「水増し増資」ではないか，というものが見られてきたところである。これは，折角，前述の各般の対策により，第三者割当を悪用した不公正ファイナンスや株主利益の侵害を抑止しつつある中で，新手の手法による不公正ファイナンスにつながるおそれがある動きとして注視してきたところである。

こうした流れの中で，「株式会社NESTAGE関係者らによる現物出資制度を悪用した偽計事件」が発生したものであるが，その間には，関係者による抑止のための取り組みも見られたところであり，それらの点も含め，今回は，現物出資を巡る問題点について述べることにしたい。

\*文中，意見に関わる部分は，筆者の個人的見解です。

---

著者紹介 寺田 達史

岐阜県出身 1984年東大法学部卒業後、大蔵省(当時)に入省。金融庁総務企画局、証券取引等監視委員会、検査局勤務を経て、2009年金融庁総務企画局市場課長。2010年7月30日より現職(証券取引等監視委員会事務局総務課長)

■証券取引等監視委員会ホームページ

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

■証券取引等監視委員会では、新着情報やその活動状況を掲載したメールマガジンを配信しております。

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