



# 不公正ファイナンスの排除に向けて -取引参加者に期待される役割-

証券取引等監視委員会  
総務課長  
佐々木清隆



# Topics

---

1. 不公正ファイナンスの増加
2. 不公正ファイナンスのメカニズム
3. 不公正ファイナンスへの対応
4. 証券会社に期待される役割



# 1. 不公正ファイナンスの増加

---



# 金融危機と不公正取引のリスク

1. 証券市場の混乱に乗じた不公正取引のリスク
  - 風説の流布
  - 株価操縦
  - インサイダー取引
2. 金融危機に伴う実体経済の悪化と不公正取引のリスク
  - 損失先送り、不正会計、粉飾
  - 上場維持のための株価操縦、無理なファイナンス、偽計
  - 証券詐欺：未公開株、無登録ファンド等



## 不公正ファイナンスの増加

- 世界的金融危機、信用収縮
- 株価の下落、上場廃止時価総額基準への抵触
- 2008年9月期、12月期決算発表前後でのファイナンス事案の著しい増加
- 従来の新興市場上場の一部企業に加え、東証一部・二部上場企業にも拡大
- 資本増強金融機関の一部にも
- ファイナンス手法の変化、新たな手口の登場
- 2010年3月決算発表時期での市場の混乱



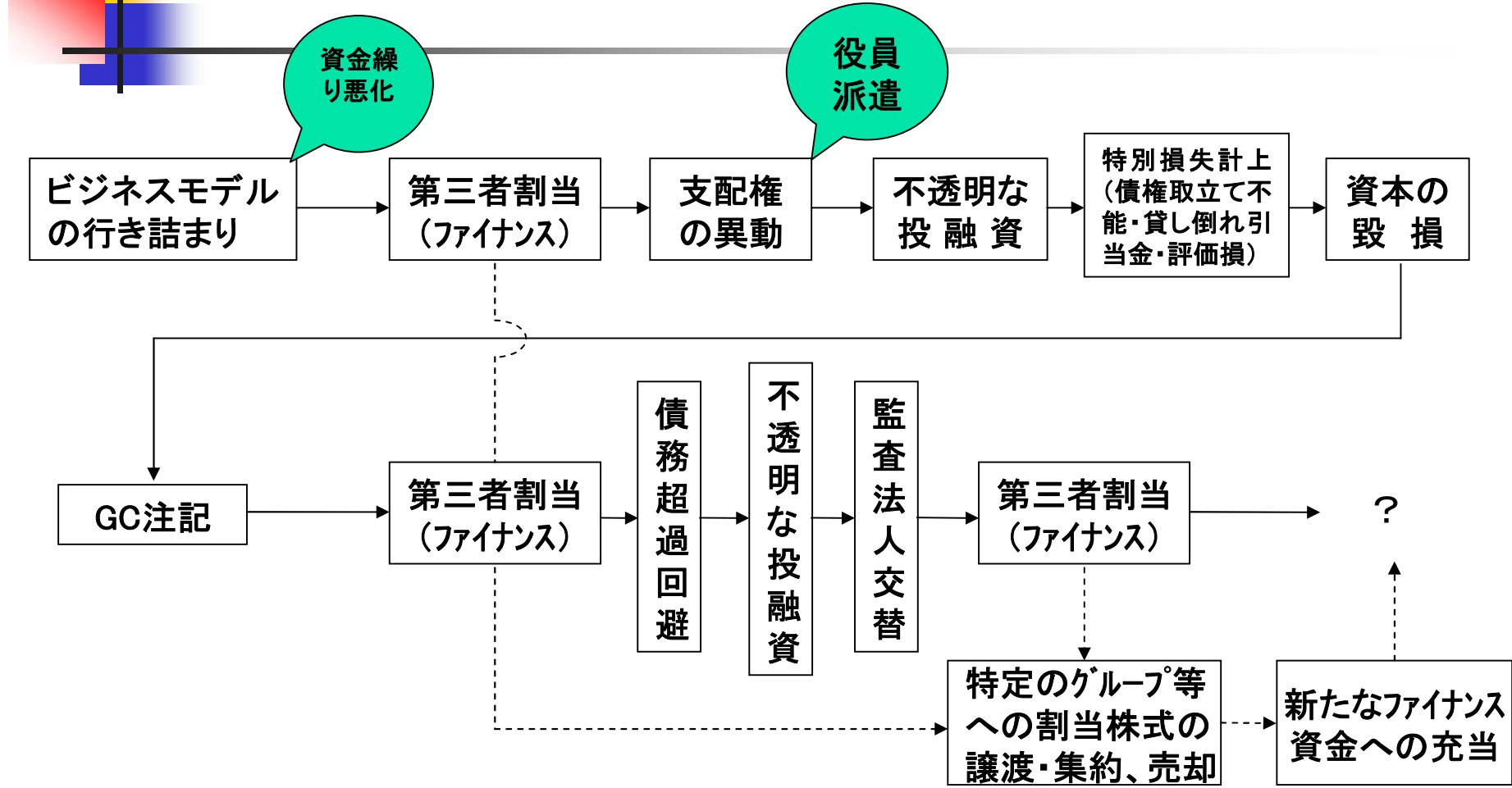
## 2. 不公正ファイナンスのメカニズム

---

# 不公正ファイナンスのメカニズム： 「箱」企業によるファイナンス

- 新興市場への上場
- 経営不振、資金繰り困難（銀行の融資困難）
- 第三者割当増資等ファイナンスの反復
- 海外の正体不明のファンド等への割当
- 支配権の再三の移動
- 証券市場から資金調達するためだけの「箱」企業化
- 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）

# 「箱」企業に至るプロセス







# 不公正ファイナンスの問題点

- 公募増資の困難な業績不振企業、「箱」企業による悪用
- 既存株主の利益の大幅な希薄化(dilution)
- 割当先実体の不透明性
- 企業支配権の移動目的
- ガバナンスの崩壊による違法行為の誘発
- 証券不公正取引の原因: 株価操縦、風説の流布、インサイダー取引、粉飾、偽計

# 上場会社新株発行の国際比較

日本	<p>原則取締役会決議</p> <p>※有利発行による第三者割当増資の場合は、株主総会特別決議</p> <p>※不公正発行の場合は、差し止め請求可能(会社法)</p>
米国	<p>取締役会決議</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・支配権の変更につながる新株発行</li> <li>・発行済株式総数の20%以上の新株発行(引受先に5%以上取得するものがない場合を除く)等一定の場合には株主総会承認(NYSE上場規則)</li> </ul>
英国	<p>原則株主割当</p> <p>株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議(既存株主の優先引受権の排除について株主の承認を得ている場合等は、取締役会決議)(1985年会社法、LSE上場規則)</p> <p>1年間に5%未満の発行等は、定時株主総会における事前承認可(投資者のガイドライン)</p>
ドイツ	<p>原則株主割当</p> <p>株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議(1965年株式法)</p>
フランス	<p>原則株主割当</p> <p>株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議(1966年会社法)</p>

東証取引参加者コンプライアンス・  
マニュアル(2016.3)

# 不公正ファイナンスの特徴(1): 発行会社の属性

- 経営不振企業
- 株価下落企業
- 株主の大幅な変更
- ビジネスモデルの大幅な変更; 投資事業  
中心

# 不公正ファイナンスの特徴(2): ファイナンスの割当先

- 割当先の属性、出資者;特に真の所有者 (beneficial owner)
- 実態不明のファンド
- 海外オフショア金融センターSPC;英領バージン諸島 (British Virgin Island)
- 割当先の財務内容

# 不公正ファイナンスの特徴(3): 資金調達目的、資金使途

- 資金調達手段との整合性
- 過去のファイナンス調達資金の使途; 社外への投融資、特別損失



# 不公正ファイナンスの特徴(4): 発行条件の合理性

- 価格
- 規模
- 希薄化



# 不公正ファイナンスの特徴(5): 企業行動上の問題

- コーポレートガバナンス上の問題
- 証券取引所との関係; 企業行動規範上の問題

# 不公正ファイナンスの特徴(ロ): 関係者

- 監査法人、公認会計士
- 法律事務所、弁護士
- アレンジャー
- 証券会社
- 会社設立業者(特に香港)





## 3. 不公正ファイナンスへの対応

---

## 不公正ファイナンスへの対応(1)

- 証券取引等監視委員会内：監視体制の強化、特に発行市場・流通市場にまたがる監視の強化
- 金融庁との連携：開示府令の改正
- 証券取引所との連携（特に上場審査・上場管理部門）：上場規則の改正等
- 財務局内での連携
  - 金融商品取引所監理官（証券取引所等の監督）
  - 証券監査官（有報等の審査）
  - 証券取引等監視官（金融商品取引業者の監督・検査）

## 不公正ファイナンスへの対応(2)

- 財務局と取引所の連携  
特に、発行企業に対するフロントとしての証券監査官と取引所上場管理部門  
→ 開示府令・取引所規則の改正による一段の連携強化
- 海外当局との連携：海外割当先等に関する情報の入手と活用
- その他市場規律の当事者への情報発信  
証券業協会、公認会計士協会、弁護士会、監査役会等



## 不公正ファイナンスへの対応(3)

- 証券取引所上場規則の改正(21.8-)
- 金融庁開示府令の改正(22.2)
- 個別事案の摘発: 偽計(金商法158条)の適用
  - ペイントハウス社株券に係る偽計事件の告発(21.7)
  - ユニオンホールディングス社株券に係る偽計事件の告発(21.12)
  - トランスデジタル社株券に係る偽計事件の告発(22.3)



## 不公正ファイナンスの新たな手口

1. 割当後の短期譲渡、売却の問題; 開示上の割当先はまともなところだが、割当後の譲渡先が問題
2. 優先株式の発行: 希釈化率の抑制
3. 25%以上の希釈化の場合の第三者意見書の問題: 独立性、不十分な検討等
4. 現物出資による払い込み: 特に不動産による現物出資の場合の鑑定評価の問題
5. 株主割当の悪用: 一般株主が増資に応じず(失権)、特定大株主だけが応じるような価格設定等(第三者割当増資規制の潜脱)



## 4. 証券会社に期待される役割

---



## 証券会社の関与

- 引受審査
- ファイナンス後の株券の譲渡：顧客管理、  
売買審査、疑わしい取引の届出等
- アレンジャー：証券会社出身者、裏に証券  
会社のいるケースも



## 証券会社に期待される役割

- 不公正ファイナンスについての認識
- 実効的な内部管理態勢の構築
  - 引受審査
  - 口座開設時からの顧客管理、不審顧客情報の集約・活用
  - 売買審査
  - 疑わしい取引の届出等
- 証券会社横断的な情報共有（不審顧客情報等）





# 不公正ファイナンスの包囲網

- 証券会社・証券業協会
- 証券取引所
- 金融庁・財務局
- 証券取引等監視委員会
- 日弁連、法律事務所
- 公認会計士協会、監査法人
- 不動産鑑定協会、国土交通省
- 行政書士連合会等



## 市場参加者との協働

- 公共財としての証券市場の公正性
- 市場参加者一人一人の努力
- 証券取引等監視委員会との collaboration



# 自主規制機関との連携

## 1 狭義：金商法上の自主規制機関

- ・日証協、取引所等

## 2. 広義：市場の公正性確保に役割を持つ機関

- ・日弁連
- ・公認会計士協会
- ・監査役協会
- ・不動産鑑定士協会
- ・税理士会
- ・司法書士会
- ・行政書士会等



## 今後の連携の方向性

- 自主規制機能(ルール策定、監視、考査、情報発信、啓蒙、制裁等)の発揮をサポートする方向性の強化
- 委員会の情報・認識等の共有、提供委員会の持つノウハウの共有
  - 自主規制機関主催研修等への協力(講師派遣、材料等)、委員会主催研修への自主規制機関の参加
  - 会報、機関紙、メルマガ等への投稿: 会計・監査ジャーナル、東証メルマガ等



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

---

**情報提供は**

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

**tel: 03-3581-9909**