

不公正ファイナンスに係る
証券取引等監視委員会の取組み
～不動産現物出資について～

証券取引等監視委員会

総務課長 寺田達史

市場分析情報官 田村嘉章

平成24年5月25日

目次

I. はじめに 証券取引等監視委員会のご紹介

1. 証券取引等監視委員会の役割
2. 基本的な考え方

II. 「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事案に見られる特徴
5. 不公正ファイナンスに利用される「箱企業」

III. 「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事例
2. 不動産現物出資事例紹介 (NESTAGE)

IV. 不動産鑑定士と現物出資

1. 不動産鑑定士の役割と鑑定評価の重要性
2. 不動産鑑定士に期待すること

I. 証券取引等監視委員会のご紹介

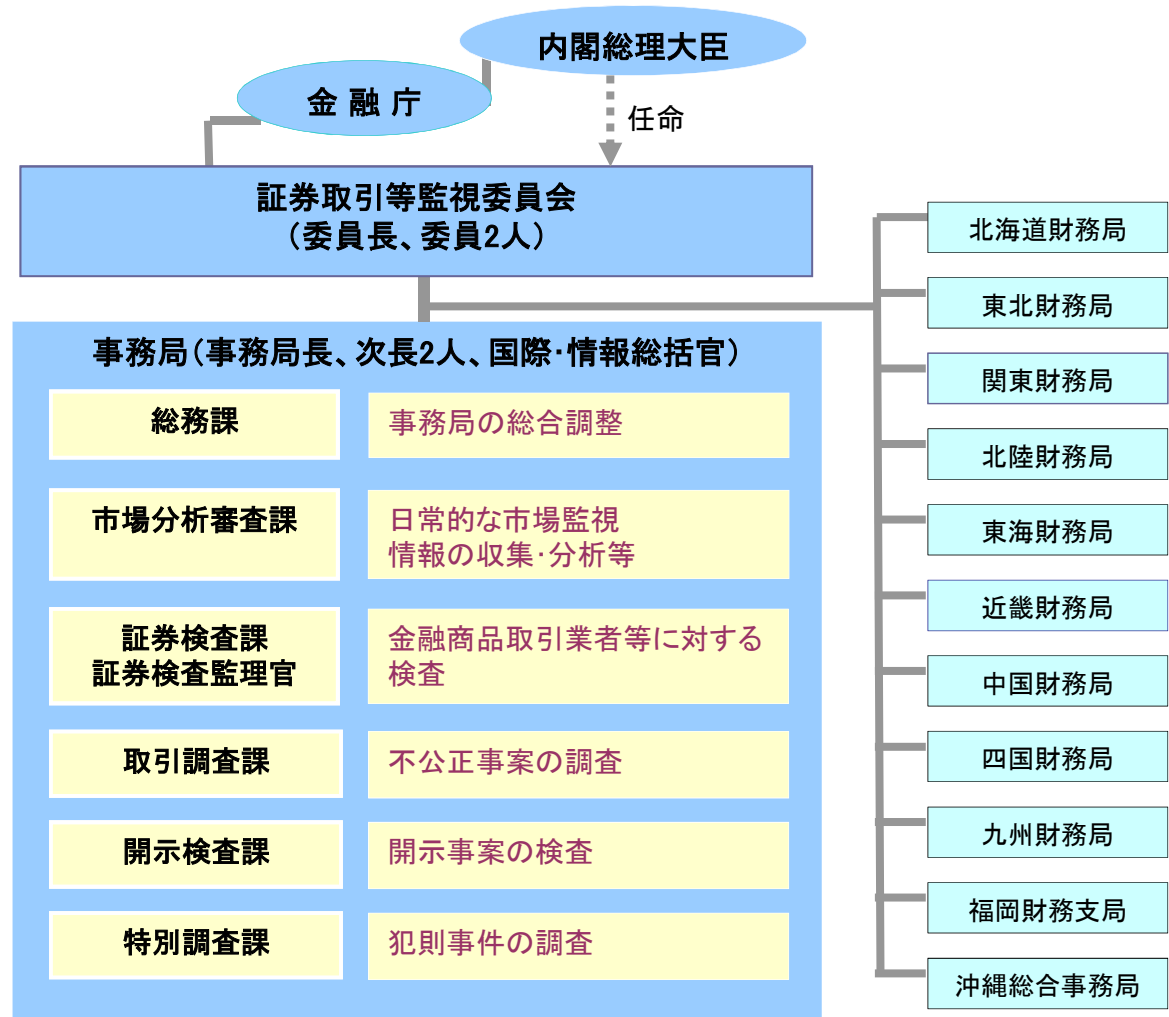
1. 証券取引等監視委員会の役割

- ▶ 市場の公正性・透明性の確保
- ▶ 投資者の保護

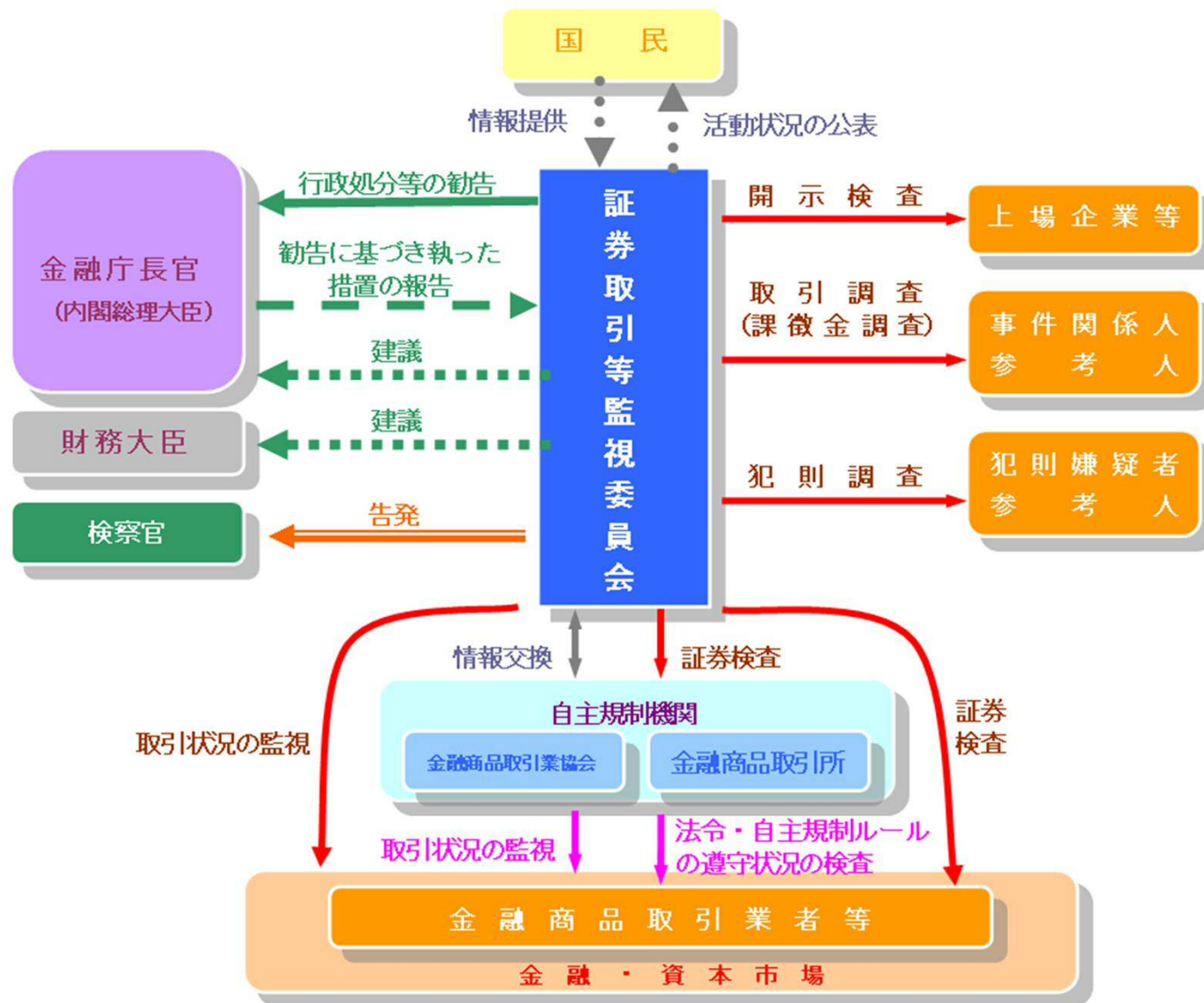
2. 基本的な考え方

- ▶ 機動性・戦略性の高い市場監視の実現
- ▶ 市場規律の強化に向けた働きかけ
自主的な取組みを通じた市場規律機能の強化、市場への
情報発信 ← 今回のご説明もこうした目的から
- ▶ 市場のグローバル化への対応

証券監視委の組織



証券監視委の活動概要



課徴金勧告・告発の状況

区 分 \ 年 度	H 1 7	H 1 8	H 1 9	H 2 0	H 2 1 (H21. 4~H22. 3)	H 2 2	H 2 3
課徴金納付命令勧告	9	14	31	32 (15)	53	45	29
開示書類の虚偽記載等事案	0	5	10	12 (5)	10	19	11
相場操縦事案	0	0	0	2 (1)	5	6	3
インサイダー取引事案	9	9	21	18 (9)	38	20	15
告 発	11	13	10	13 (4)	17	8	15
開示書類の虚偽記載等事案	4	1	2	4 (2)	4	2	4
風説の流布・偽計	1	0	2	2 (0)	3	1	4
相場操縦事案	1	3	4	0 (0)	3	1	1
インサイダー取引事案	5	9	2	7 (2)	7	4	6

(注1) 20年度までは「事務年度ベース」7月～翌年6月、21年度からは「会計年度ベース」4月～翌年3月。

(注2) 20年度()内は「会計年度ベース」への移行のための21年度との重複期間(21年4月～6月)の件数。

Ⅱ. 「不公正ファイナンス」とは

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、単なる“流通市場”での問題にとどまらない不公正取引の増大
 - ▶ 株式の発行過程での不適切な行為（見せ金増資、不動産を過大評価した現物出資等）と絡めた“流通市場”での不公正取引
- ▶ 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

2. どの局面で問題が生ずるのか

(第三者割当増資を例に)

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づらい不適切な行為及びその隠蔽が発生するおそれが高い

(ポイント)

- ▶ 既存の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、カラ増資、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

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

(ポイント)

- ▶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
- ▶そのほか、
 - ▶ 相場操縦によって自己の利益確保に有利な条件を創出する
 - ▶ インサイダー取引によって利益を得るなどの方法が併用される。

ほかにも、有価証券報告書虚偽記載等を誘引するなどの問題、反社会的勢力の関与などの問題があるが・・・

3. 「不公正ファイナンス」概念の採用

- ①の株式の発行過程における不適切な行為だけでは、利益(不当な利益)の実現はできない。
- ②の株式の流通市場における行為を経て、初めて実現利益



- ▶ そこには、全体のシナリオを描く人間(アレンジャー)の存在



- ▶ 一連の行為(仕掛け)全体を捉え、その適法性を問うことが必要。



- ▶ 「不公正ファイナンス」という概念の採用

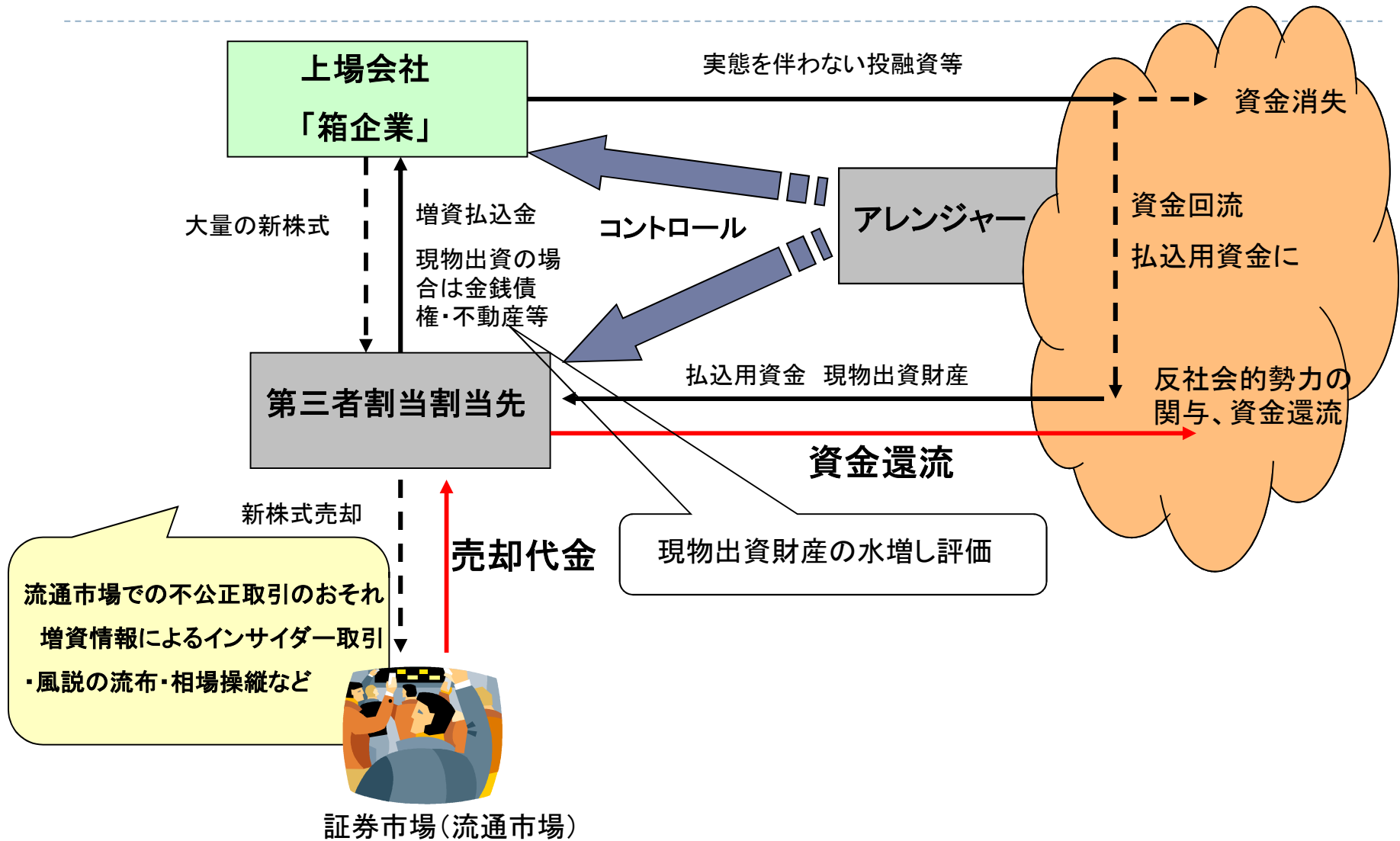
3. 「不公正ファイナンス」概念の採用

不公正ファイナンスは、

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

不公正ファイナンスのイメージ図(第三者割当増資を例に)



4. 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(現物出資によるものを含む。)
- 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

4. 不公正ファイナンス事案に見られる特徴

(2) 舞台設定・登場人物

- 舞台は「箱企業」
 - 主な登場人物
 - アレンジャー またの名をコンサルタント、指南役・・・
 - 金主(きんしゅ)
- } 反社会的勢力
反市場勢力

5. 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（銀行の融資困難）
- ▶ 上場廃止基準（債務超過、時価総額基準等）への抵触

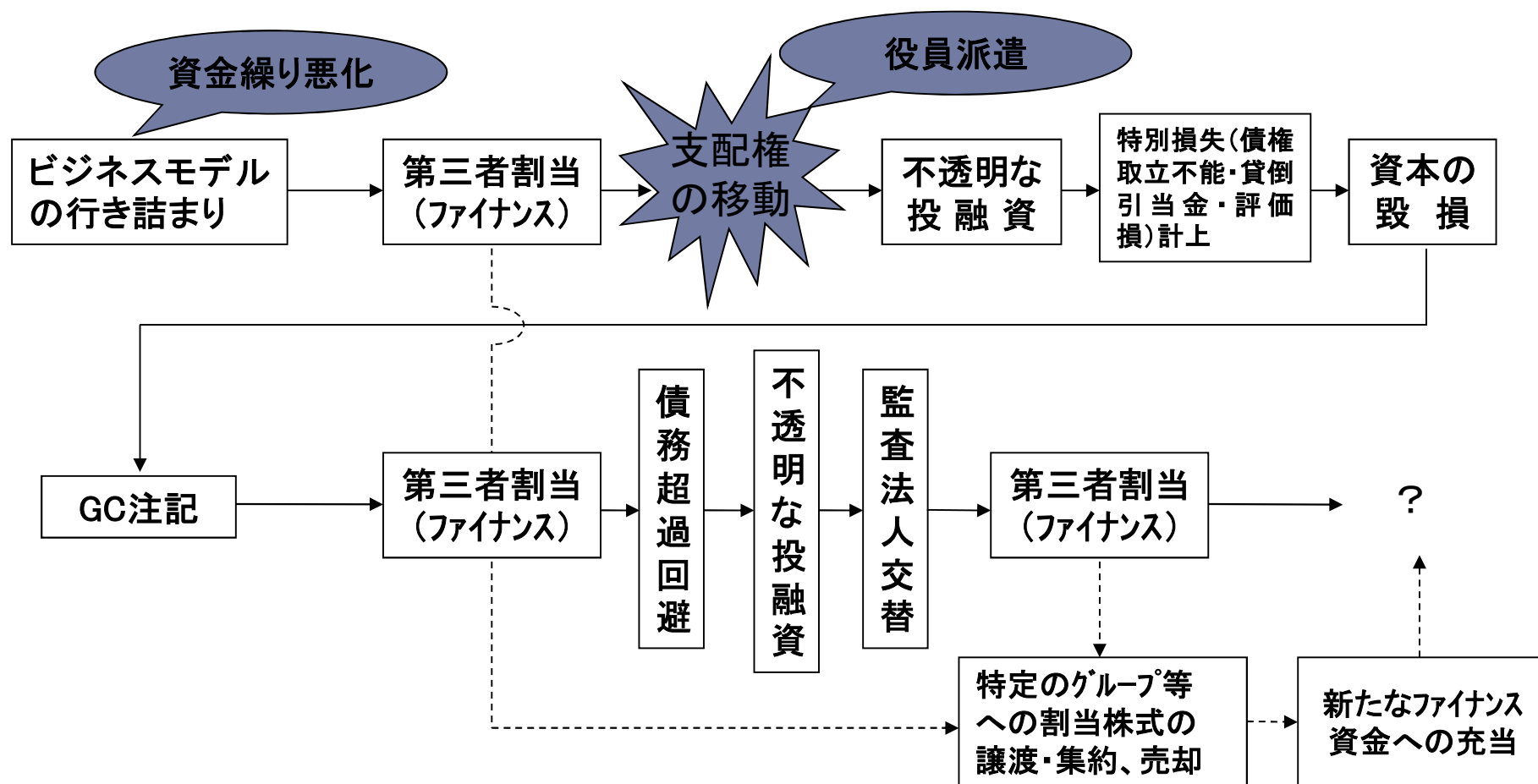


- ▶ 第三者割当増資等ファイナンスの繰返し
- ▶ 正体不明の者への割当て
- ▶ 支配権の移動
- ▶ 不透明な投融資
調達した資金は社外へ流出（投融資実施後焦げ付き、特別損失計上）



市場から資金を吸い上げるためだけの「箱企業」化

上場企業の「箱企業」化への道



Ⅲ. 「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)
- ▶ NSETAGE(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)

▶ **金融商品取引法158条(偽計罪)違反などを問うもの**

- ▶ 一連の行為全体を対象とする
- ▶ アレンジャーの行為も
- ▶ 刑事法にも“偽計”概念あり

▶ **効果大。今後も手を緩めず。**

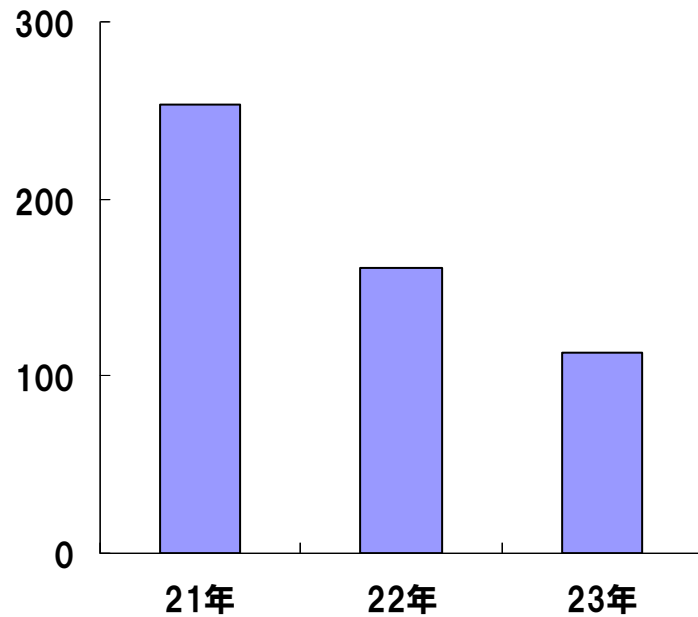
▶ **ただし、不特定多数の株主・投資家が蒙った損害を、事後監視の方法によって回復することは困難**

▶ **未然防止にも力を入れる必要**

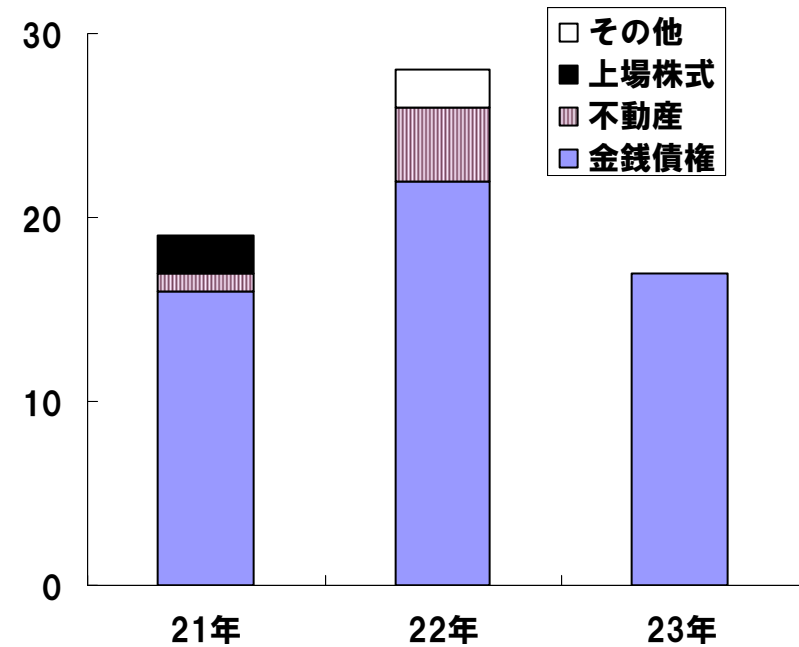
- ▶ 多くの関係者を巻き込んだ議論、認識合わせが必要
- ▶ 「不公正ファイナンス」という概念を採用

第三者割当件数等推移

第三者割当件数



現物出資件数



件数は大幅減少。しかし・・・

2.不動産現物出資事例紹介(NESTAGE)

- 平成23年8月2日告発

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

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)に
対してそれぞれ懲役1年6月(執行猶予3年)←確定

NESTAGE関係者については、公判前整理手続き中(資料作成日現在)

2.不動産現物出資事例紹介(NESTAGE)

(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.不動産現物出資事例紹介(NESTAGE)

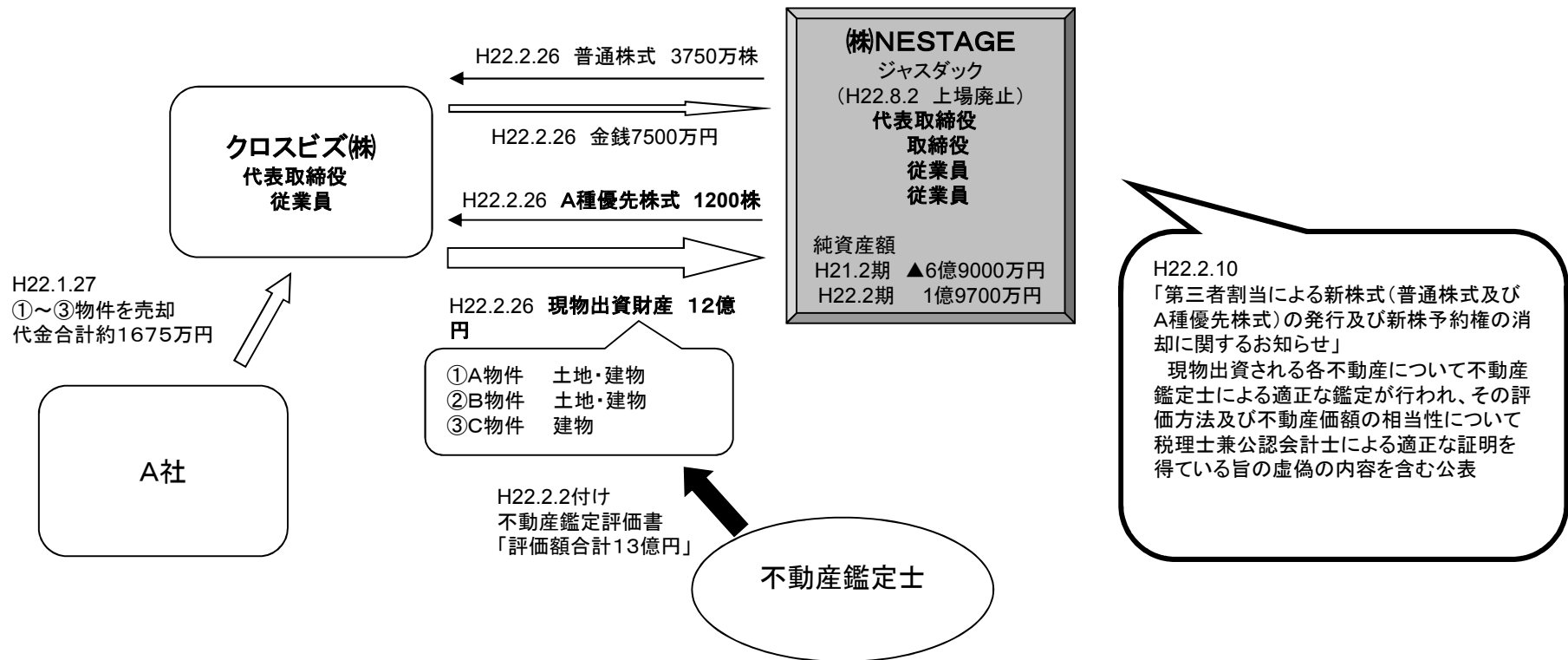
(2)証券監視委による告発・起訴

- ▶ 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、株式払込み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

NESTAGE事件参考概念図

▶ 平成23年8月2日告発



2.不動産現物出資事例紹介(NESTAGE)

(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)←監視委員会からの要請
 - ▶ 「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

IV. 不動産鑑定士と現物出資

1. 不動産鑑定士の役割と重要性

- ▶ 不動産鑑定士による鑑定評価が適正な出資財産評価のキーポイント
 - ▶ 不動産鑑定評価の専門家として法律により認められ、付与された資格
 - ▶ 不動産鑑定評価の社会的公共的意義、責務は重要
 - ▶ 社会の信頼と期待に報いるべき
- ▶ 不適正な鑑定評価は不動産鑑定士の社会的信用を失うもの
 - ▶ 不動産鑑定士協会連合会でも綱紀委員会で調査
 - ▶ かんぽの宿を巡っては国交省が行政処分

2. 不動産鑑定士に期待すること

- ▶ プロフェッショナルとしての意識・信頼の確保
- ▶ “留意点”、“実務指針”等に沿った適正な鑑定評価

- ▶ 委託者の目的の確認
 - ▶ 上場企業の不動産現物出資である場合、その上場企業の現状も参考となる。
 - ▶ 公開情報からある程度の判断は可能
- ▶ 委託者の属性・確認
 - ▶ 委託者が当該上場企業以外である場合、その理由も確認する必要
- ▶ 委託者以外の利害関係者への責任
 - ▶ 株主、投資家、市場全体に対する責任の認識

ご静聴ありがとうございました。



証券取引等監視委員会 Securities and Exchange Surveillance Commission

〒100-8922

東京都千代田区霞ヶ関3-2-1中央合同庁舎7号館

電話番号（代表）：03-3506-6000

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

情報受付窓口：<https://www.fsa.go.jp/sesc/watch/>