

証券不公正取引と不動産鑑定士

証券取引等監視委員会事務局
市場分析審査課
主任証券取引審査官 八木寛志

平成24年8月3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. インサイダー取引規制について

1. インサイダー取引規制の概観
2. 会社関係者・情報受領者
3. 何が「重要事実」に該当するか？
4. 重要事実の決定時期についての留意
5. バスケット条項の適用
6. インサイダー取引違反への制裁等

III. 「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」

目次

IV. 「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)

V. 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
2. 不動産鑑定士に期待すること

VI. REIT(不動産投資信託)について

1. REITにおける不動産鑑定評価の問題
2. 問題による影響と不動産鑑定士の役割
3. 証券取引等監視委員会としての対応

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
2. 基本的な考え方

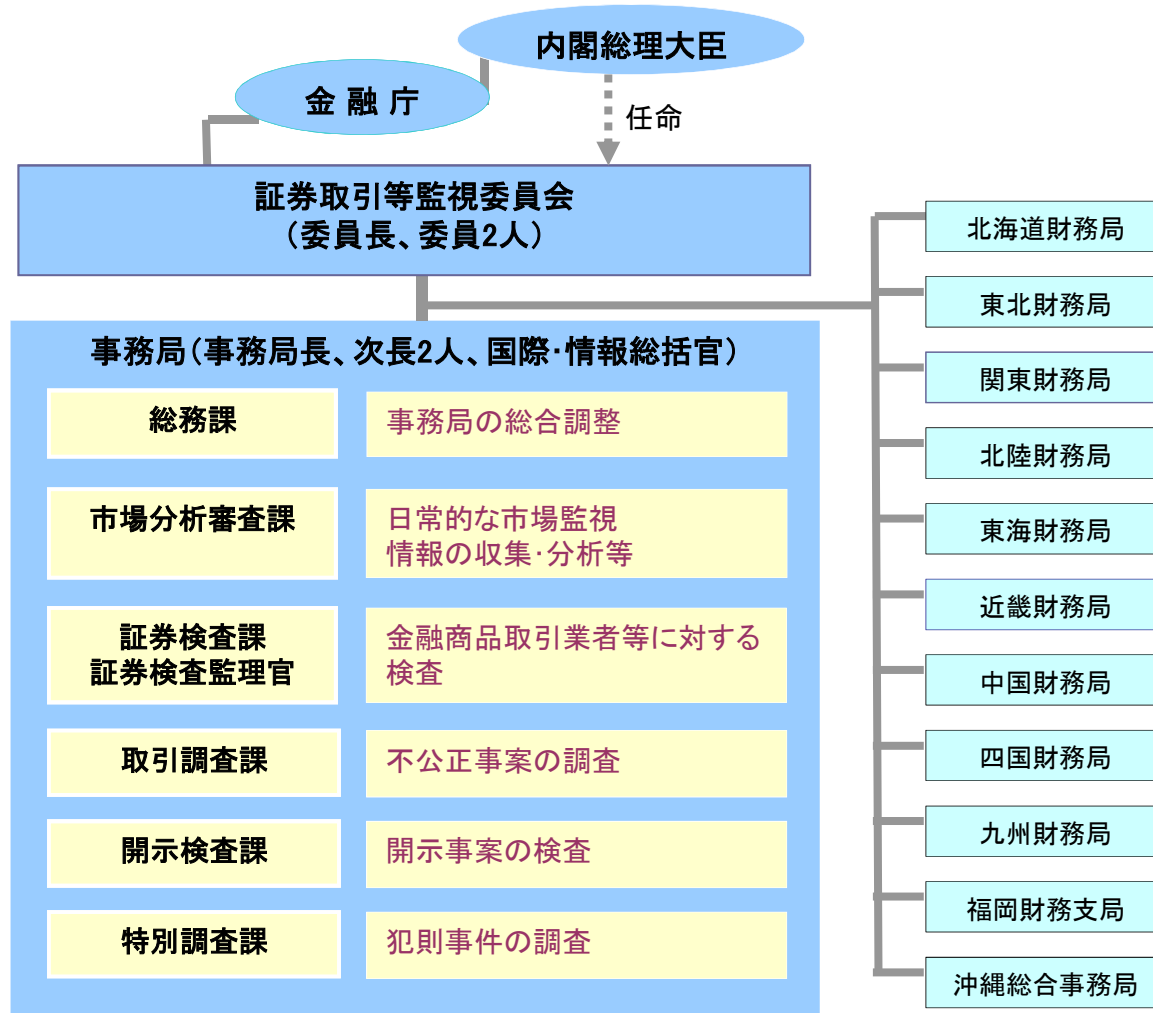
1. 証券取引等監視委員会の役割

- ▶ 市場の公正性・透明性の確保
- ▶ 投資者の保護

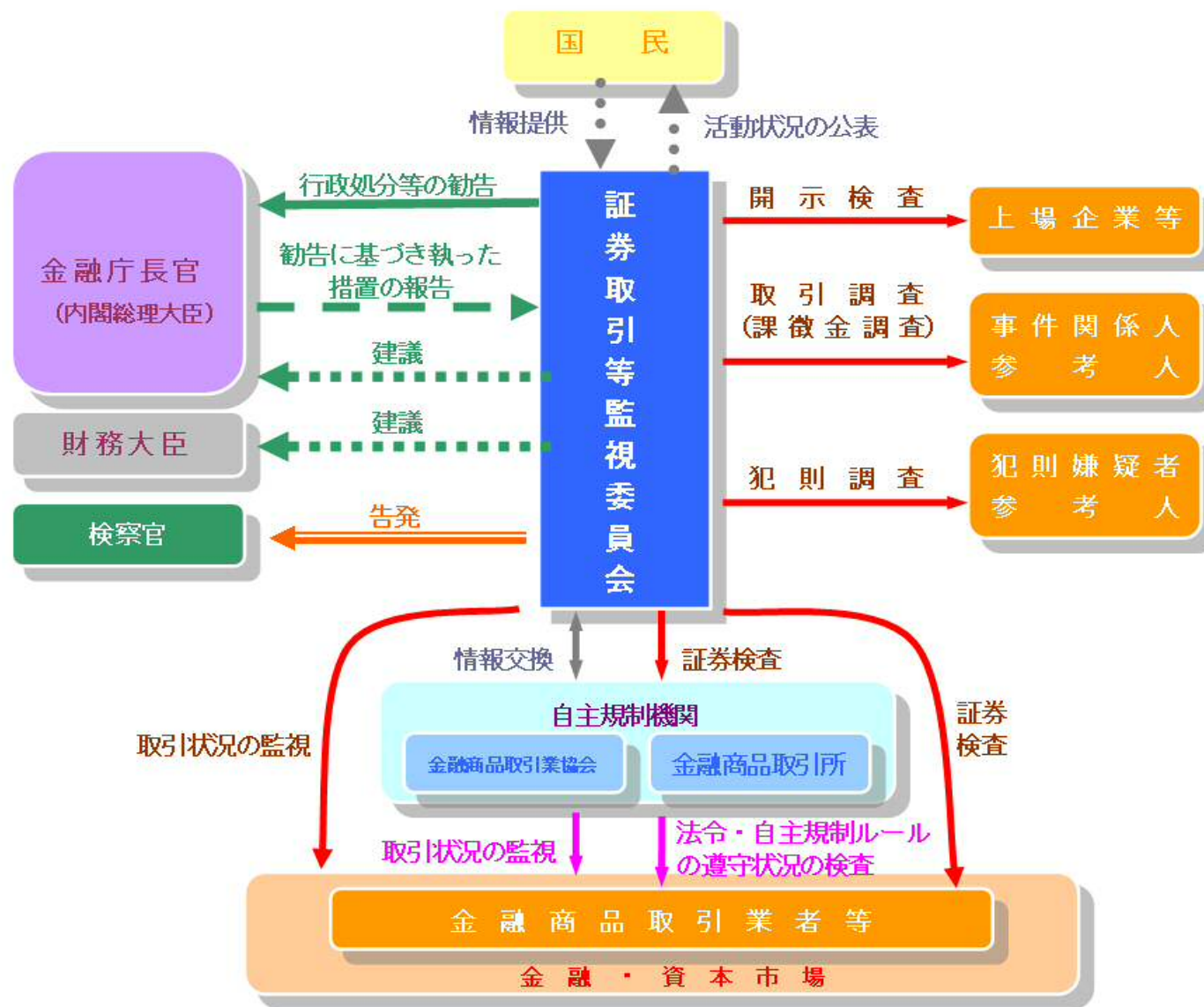
2. 基本的な考え方

- ▶ 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. インサイダー取引規制について

1. インサイダー取引規制の概観
2. 会社関係者・情報受領者
3. 何が「重要事実」に該当するか？
4. 重要事実の決定時期についての留意
5. バスケット条項の適用
6. インサイダー取引違反への制裁等

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)

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。

1. インサイダー取引規制の概観

- ① 誰が : 発行会社や公開買付等の関係者が
- ・発行会社や公開買付者の役職員
 - ・発行会社や公開買付者との契約締結者等
 - ・これらの者から、直接情報の伝達を受けた者…
- } **会社関係者**
(公開買付者等関係者)
- 情報受領者**
- ② どんな場合に: 重要事実を知って
- ・決定事実
 - ・発生事実
 - ・決算情報
 - ・その他、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすようなもの(バスケット条項)
- ③ いつ : 公表前に
- ・TDnetを通じた適時開示
 - ・新聞等報道機関2社以上+12時間ルール
 - ・法定開示書類の公衆縦覧
- ④ 何をしたら : 株式等を売買する
- ・利得の有無は関係なし

2. 会社関係者・情報受領者

○会社関係者

- ① 上場会社等の役職員 →職務に関し知った
 - ② 帳簿閲覧権を有する株主 →権利の行使に関し知った
 - ③ 法令に基づく権限を有する者 →権限の行使に関し知った
(ex. 監督官庁の職員)
 - ④ 契約締結者 →契約の締結又は履行に関し知った
(契約に関与する弁護士等も含む)
- ※元会社関係者(該当しなくなってから1年以内の者)

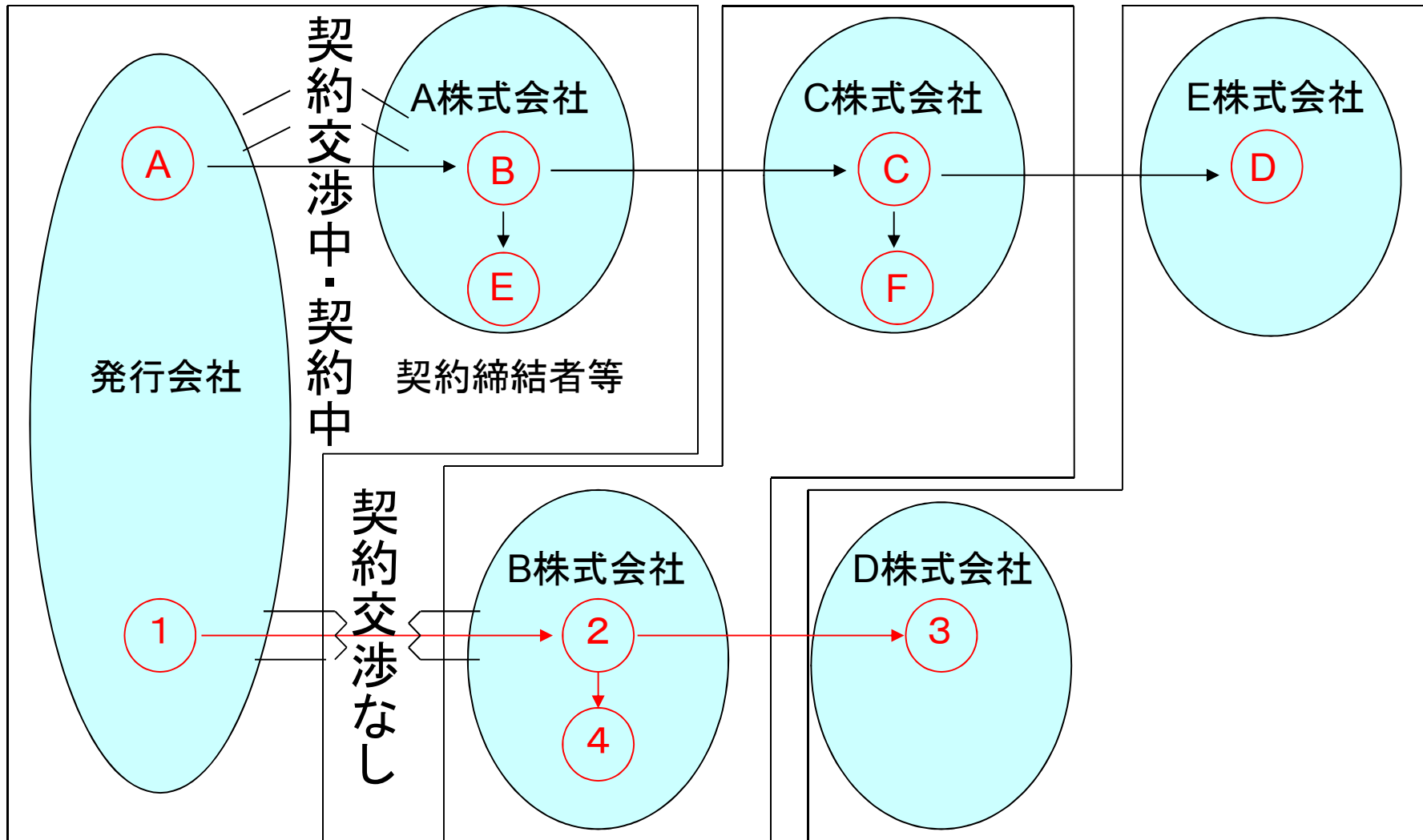
○情報受領者

会社関係者から重要事実の伝達を受けた者(ex. 家族、同僚)
→情報受領者から情報を得た者(2次受領者は対象外)

会社関係者

第1次情報受領者

第2次情報受領者



3. 何が「重要事実」に該当するか？

- 投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報
 - ▶ 決定事実(e.g.株式・新株予約権の発行、自己株式の取得、株式交換、業務提携)
 - ▶ 発生事実(e.g.主要株主の異動、行政処分)
 - ▶ 業績の修正(売上高、経常利益、純利益、配当)
 - ▶ バスケット条項(後述)
 - ▶ 子会社についての上記同種の事項
 - ▶ 公開買付け事実

- 子会社に生じた事実や公開買付も含まれる

- 日常用語の「重要な事実」と同じではないのでルールを理解は必要。一方で、バスケット条項の解釈には「プリンシプル」「常識」が重要。

4. 重要事実の決定時期についての留意

- 投資者の投資判断に影響を及ぼす時点はいつか
 - ▶ その時点で、一般投資家と会社関係者(重要事実にアクセスしうる者)との間で、情報の偏りが生じる
 - ▶ ⇒情報を持つ者が有利な取引、不公平

①決定機関に関して

- ▶ 「業務執行を決定する機関」
判例(日本織物加工事件最高裁 平成11年6月10日)
 - ▶ 商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りる。
 - ▶ 当該会社における意思決定の実状に照らして個別に判断
 - ▶ e.g.増資等の資本政策について各取締役から社長に一任されている実状が認められる会社→増資の決定については、当該社長が業務執行決定機関

②決定時期に関して

判例(日本織物加工事件最高裁 平成11年6月10日)

「証券取引法166条2項1号にいう『株式の発行』を行うことについての『決定』をしたとは、右のような機関において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいう」

- ▶ 「決定」
 - ▶ 決定に係る事項それ自体を行うことの決定だけでなく、当該事項の実施に向けた作業等(調査・準備・交渉等)を会社の業務として行うことの決定が含まれる
 - ▶ そのような決定が投資者の投資判断に影響を及ぼす
- ▶ 正式な機関決定よりも相当早い時期に実質的な決定がされたと認定されるのが通常

5. バスケット条項の適用

- ▶ 法令で個別列挙されている事由以外でも重要事実となりうる
- ▶ 「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」か否か
 - ▶ 通常の投資者が当該事実を知った場合に、当然に売り又は買いの判断を行う場合
- ▶ 企業不祥事に関するものが多い
 - 発行体が製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざん等が確認されたこと
 - 過年度決算に過誤があった事実の発覚
 - 複数年度にわたる不適切な会計処理の判明

⇒バスケット条項への該当性の検討

6. インサイダー取引違反への制裁等

- ▶ 違反者には、
 - ▶ 刑事罰
 - ▶ 5年以下の懲役、500万円以下の罰金(法197条の二十三)
 - ▶ 法人両罰・重課規定＝5億円以下の罰金刑(法207条①二)
 - ▶ 没収・追徴(犯罪行為により得た財産)(法198条の2①一、②)
 - ▶ 課徴金(行政上の措置)
 - ▶ 自己の計算でインサイダー取引を行った者は、「経済的利得相当額」の課徴金の納付が命じられる(法175条)。
 - ▶ 「経済的利得相当額」の算定は実際の利得額ではなく、法定の計算方法による。
 - * 重要事実公表後2週間の最高(安)値の株価×買(売)付株数－買(売)付価格
 - ▶ 制度の運用に慎重を期する観点から、納付命令の事前手続きとして、審判手続きを経ることとされている。
 - ▶ 課徴金は刑事罰と併科することができ、その場合は刑事罰(没収・追徴)の調整規定あり。

Ⅲ. 「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」

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

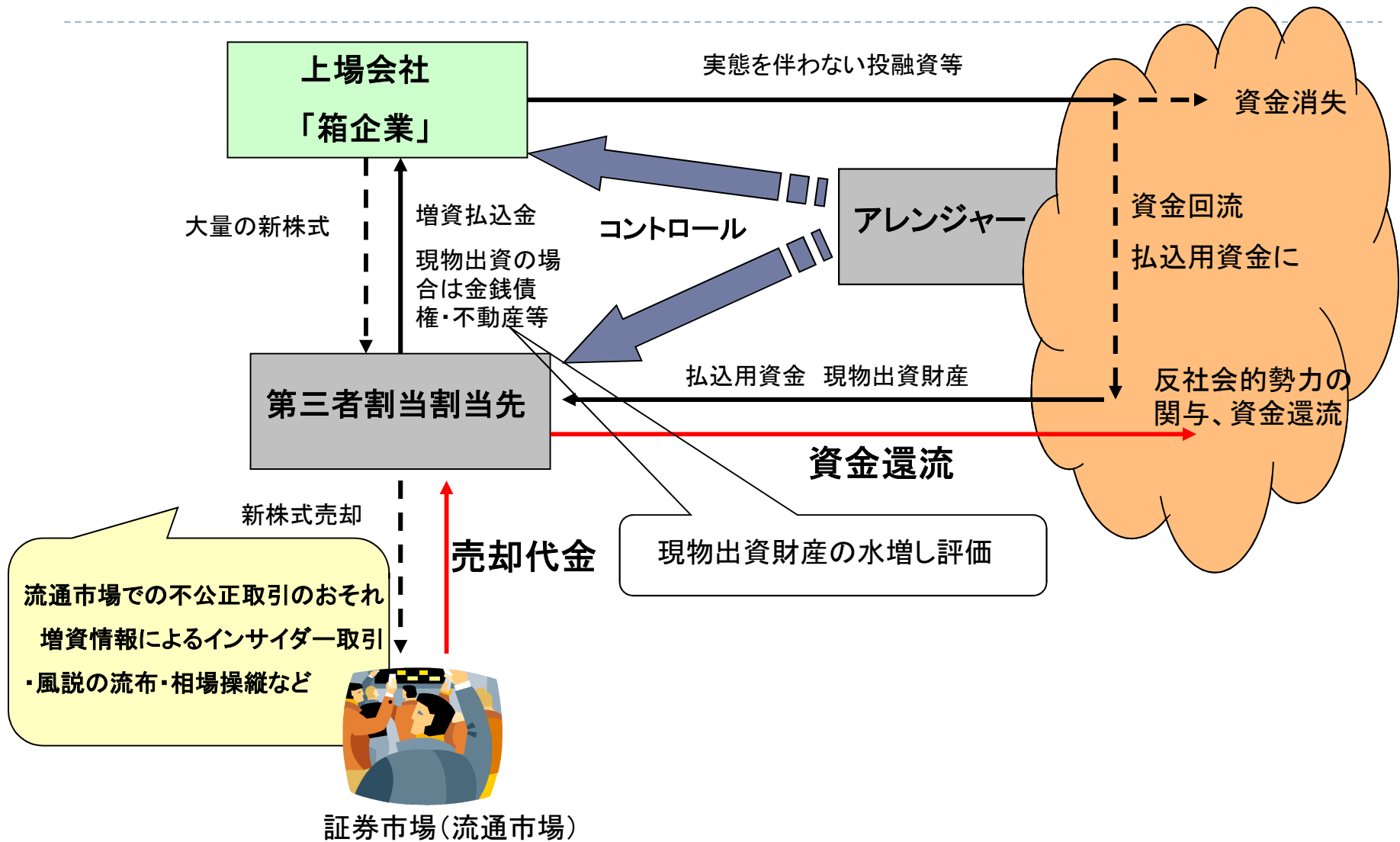
3. 「不公正ファイナンス」概念の採用

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

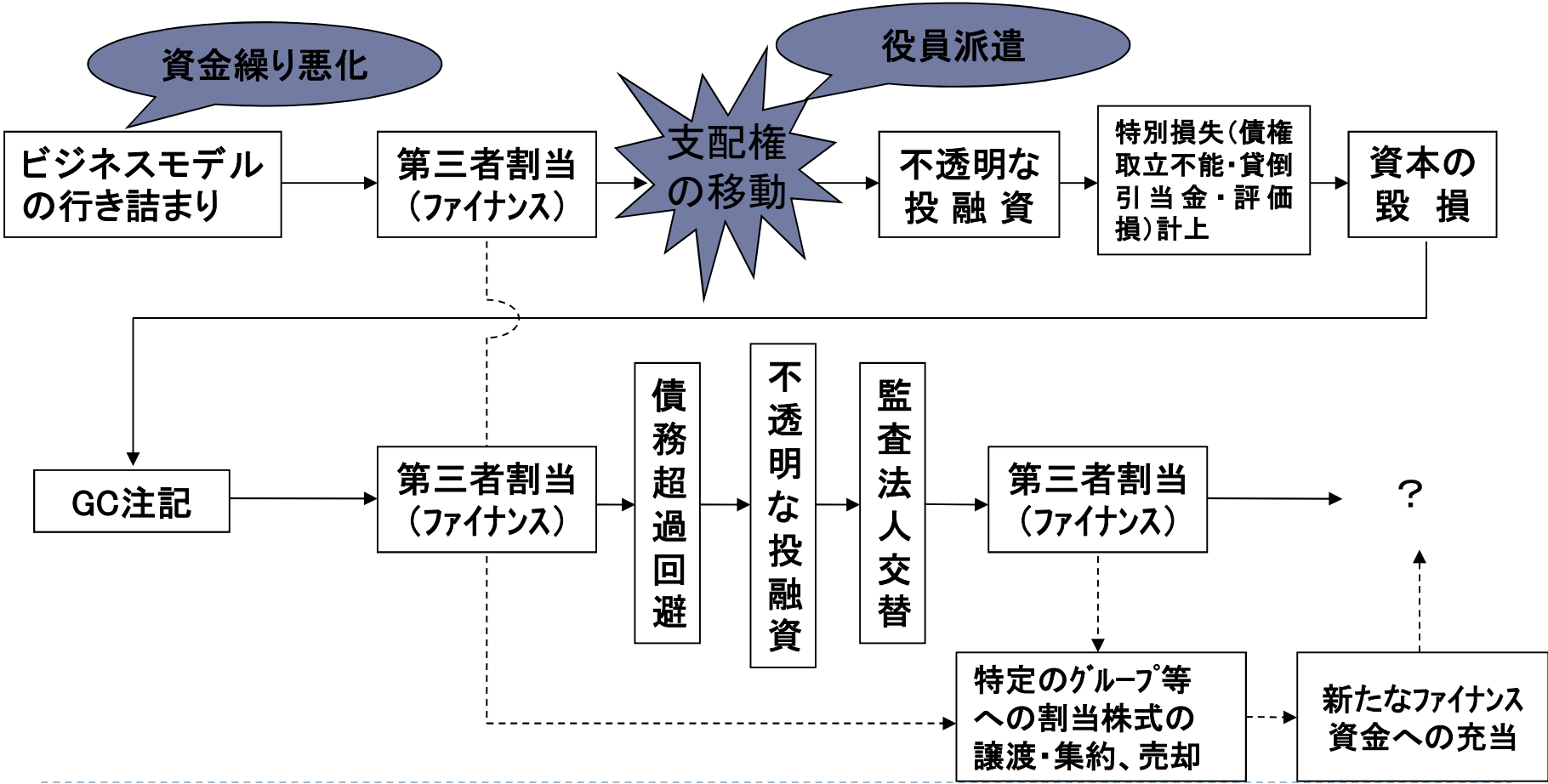


- ▶ 第三者割当増資等ファイナンスの繰返し
- ▶ 正体不明の者への割当て
- ▶ 支配権の移動
- ▶ 不透明な投融資
調達した資金は社外へ流出（投融資実施後焦げ付き、特別損失計上）



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



IV. 「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)

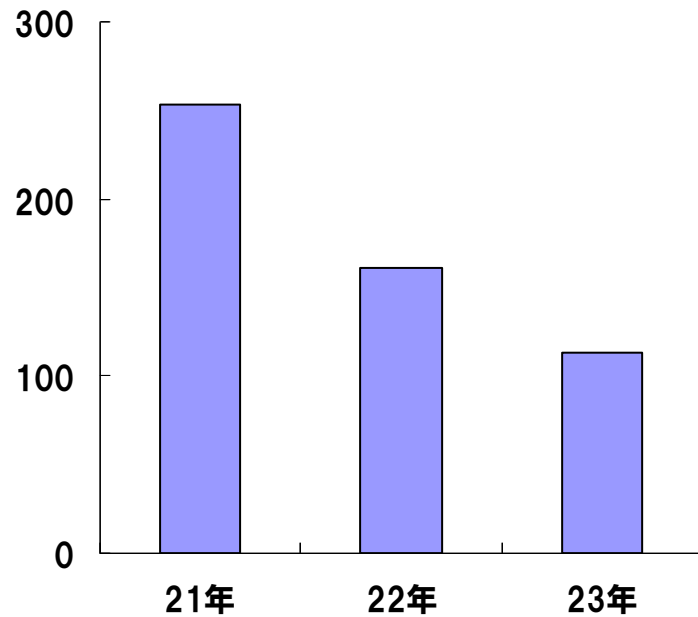
1. 不公正ファイナンス関係の告発事例

- ▶ 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)

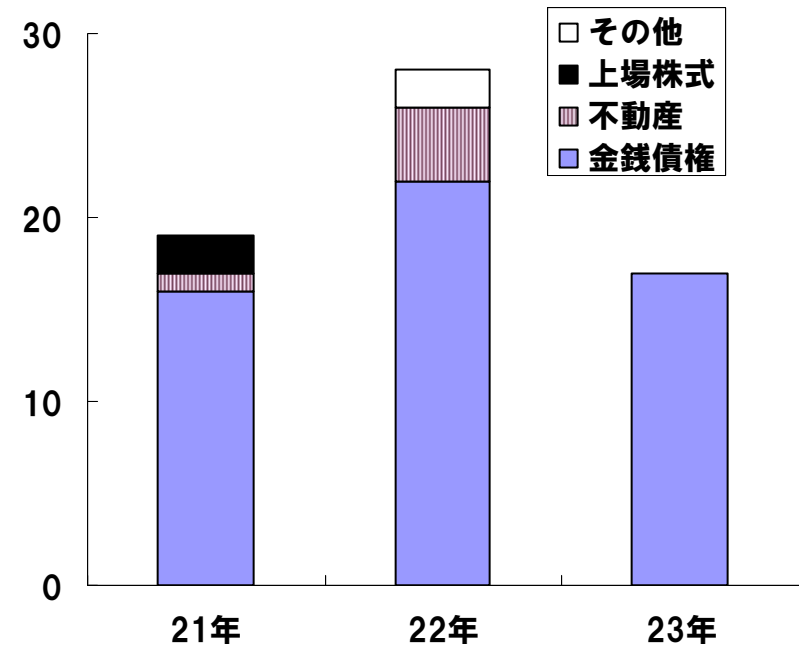
-
- ▶ 金融商品取引法158条(偽計罪)違反などを問うもの
 - ▶ 一連の行為全体を対象とする
 - ▶ アレンジャーの行為も
 - ▶ 刑事法にも“偽計”概念あり
 - ▶ 効果大。今後も手を緩めず。
 - ▶ ただし、不特定多数の株主・投資家が蒙った損害を、事後監視の方法によって回復することは困難
 - ▶ 未然防止にも力を入れる必要
 - ▶ 多くの関係者を巻き込んだ議論、認識合わせが必要
 - ▶ 「不公正ファイナンス」という概念を採用

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)

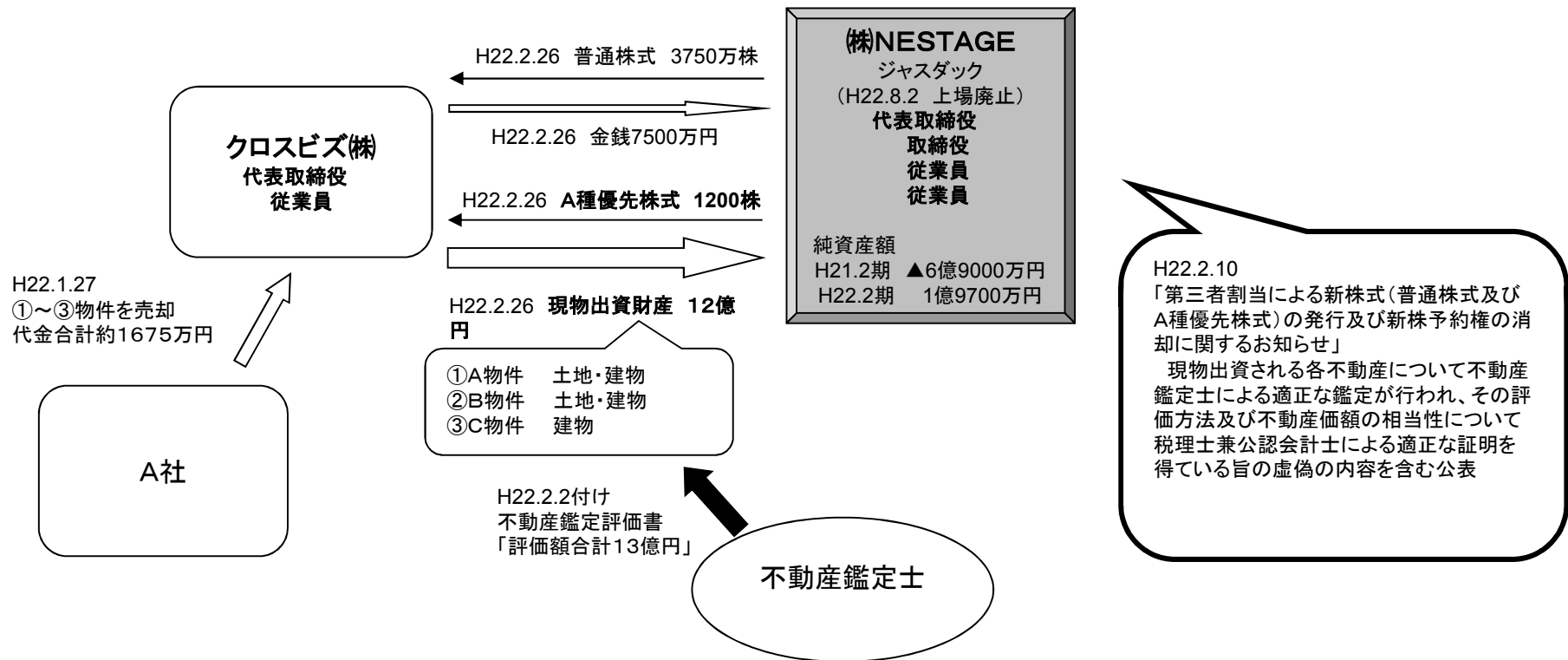
(2)証券監視委による告発・起訴

- ▶ 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

V. 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
2. 不動産鑑定士に期待すること

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

VI. REIT(不動産投資信託)について

1. REITにおける不動産鑑定評価の問題
2. 問題による影響と不動産鑑定士の役割
3. 証券取引等監視委員会としての対応

1. REITにおける不動産鑑定評価の問題

- ▶ REITの投資法人、運用業者は、金融商品取引法の規制対象であり、監視委員会として検査を実施している。
- ▶ 検査で把握された事例
 - ▶ 投資法人に取得させた物件について、運用業者から不動産鑑定業者に提供されていない資料があった。
 - ▶ 投資法人が保有する多数の物件について、複数の不動産鑑定業者に価格査定を依頼して価格算定額を複数受領した上で、当該査定額が最も高額となった不動産鑑定業者を選定し、鑑定評価書を発行させた。

2. 問題による影響と不動産鑑定士の役割

- ▶ 恣意的な評価額の算出を意図する依頼や資料提供（資料の未提出を含む）などにより、不適切な鑑定評価額が算出される可能性がある。
- ▶ この場合、投資家及びREIT市場に多大な影響を与えることとなり、この点で関与する不動産鑑定士による適切な業務実施が重要

3. 証券取引等監視委員会としての対応

- ▶ 投資法人及び運用業者の検査を通じて、適正な不動産評価に基づきREITの運用が行われているか、不動産鑑定士の関与状況はどのようなものかを含めて検証
- ▶ 不動産鑑定士など民間専門家の採用を継続し、調査・検査体制の強化に務めている。
- ▶ 不動産鑑定士協会に対する講演や意見交換を実施

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/>