

# 不公正ファイナンスへの証券取引等 監視委員会の取組み

～ファンドを用いた不公正ファイナンスを中心に～

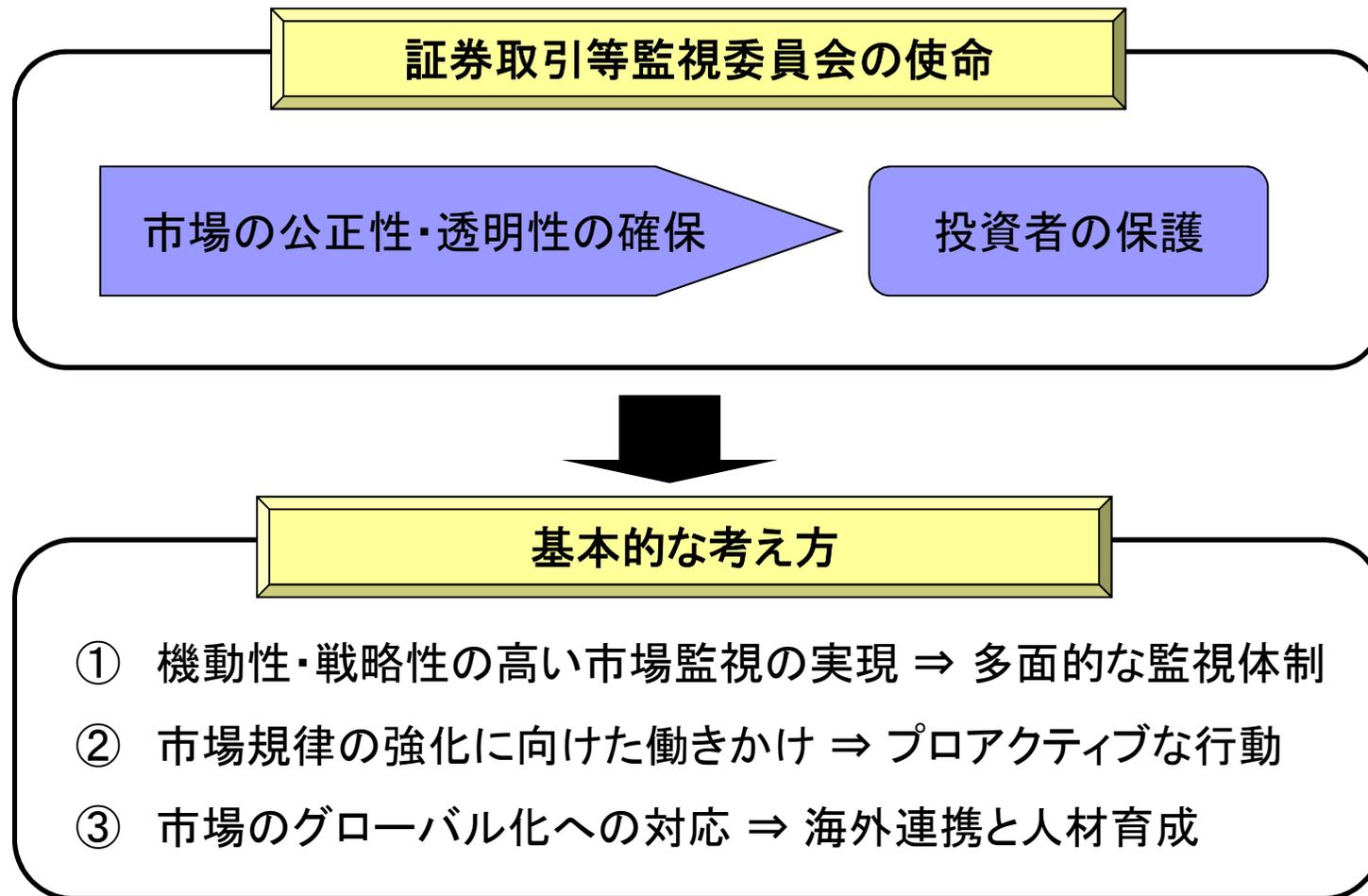
証券取引等監視委員会事務局  
市場分析審査課  
市場分析情報官 丸山顕義  
平成24年10月27日

# 目次

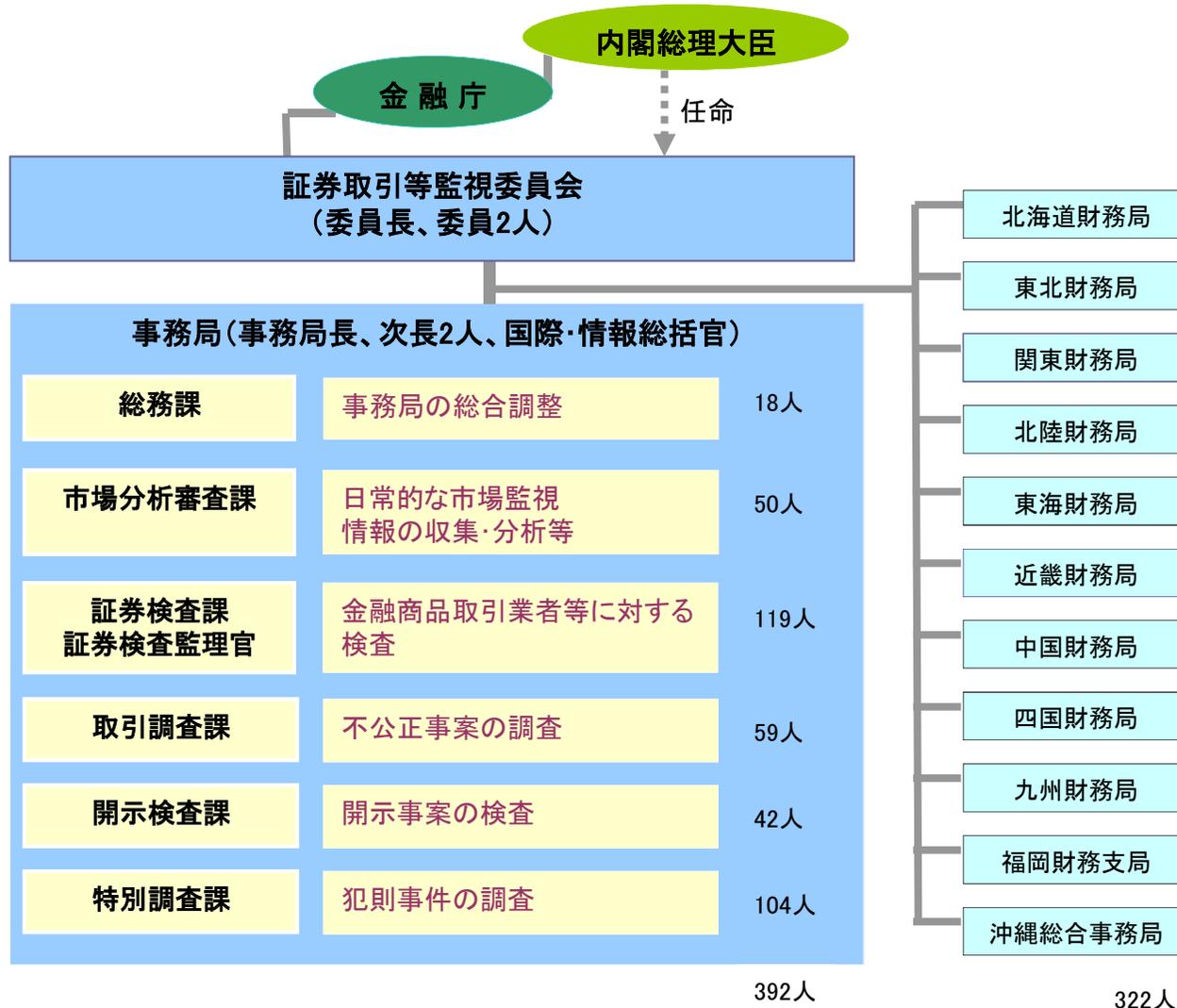
- I. 証券取引等監視委員会のご紹介
  - 1. 役割
  - 2. 組織
  - 3. 活動概要
  - 4. 課徴金勧告・告発の状況
- II. 「不公正ファイナンス」とは
  - 1. 何が起きているのか
  - 2. どの局面で問題が生ずるのか
  - 3. 「不公正ファイナンス」概念の採用
  - 4. 不公正ファイナンスのイメージ(第三者割当)
  - 5. 不公正ファイナンス事案に見られる特徴
  - 6. 不公正ファイナンスに利用される「箱企業」
  - 7. 上場企業の「箱企業」化への道
- III. 不公正ファイナンスへの取組み
  - 1. 不公正ファイナンス関係の告発
  - 2. 第三者割当増資規制
- IV. 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
  - 2. よくあるファンドの現れ方
- V. 事例紹介...ファンドが関係した事案
  - 1. ペイントハウス
  - 2. 井上工業
  - 3. ファンドを利用した不公正ファイナンスのその他のパターン
- VI. 今後に向けて

# I . 証券取引等監視委員会のご紹介

# 1. 役割



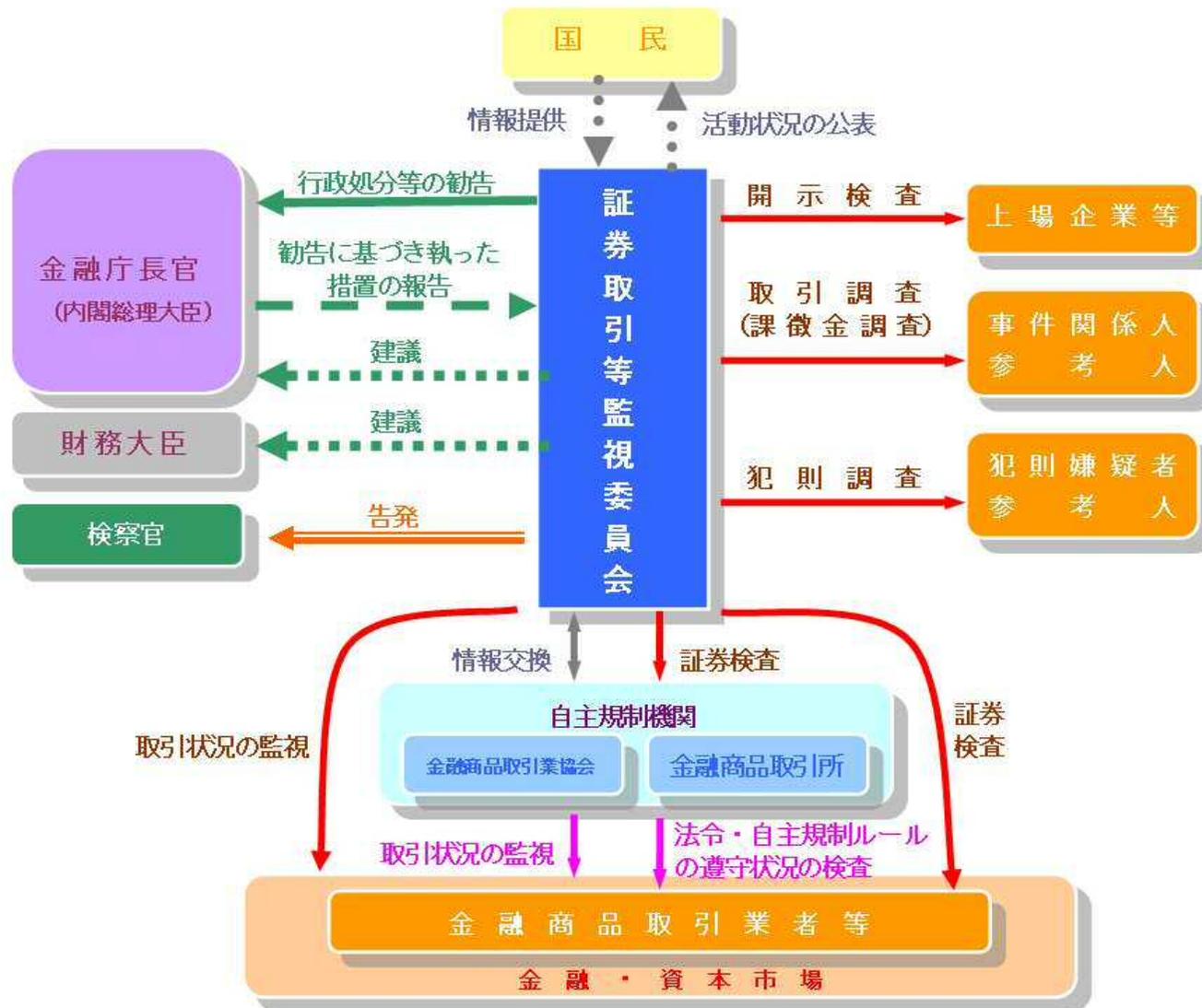
## 2. 組織



注) 人数は平成24年度  
予定人数

於：明治大学「ファンド規制と商学の課題」  
2012/10/27

### 3. 活動概要



於：明治大学「ファンド規制と商学の課題」  
2012/10/27

## 4. 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、“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”

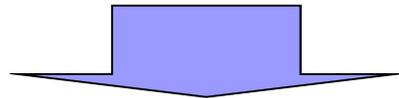
## 2. どの局面で問題が生ずるのか

### ■ 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

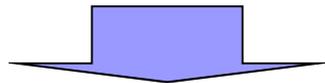
⇒ 不適切な行為及びその隠蔽が発生するおそれ



- 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)



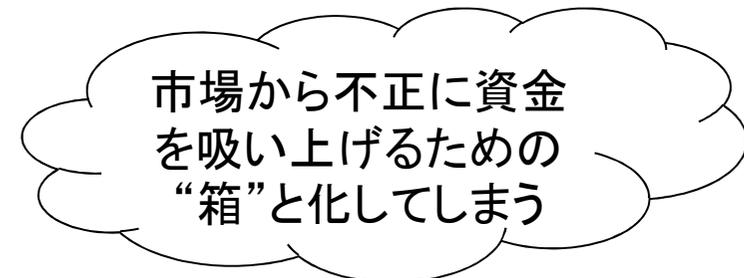
反社会的勢力  
反市場勢力

## 6. 不公正ファイナンスに利用される「箱企業」

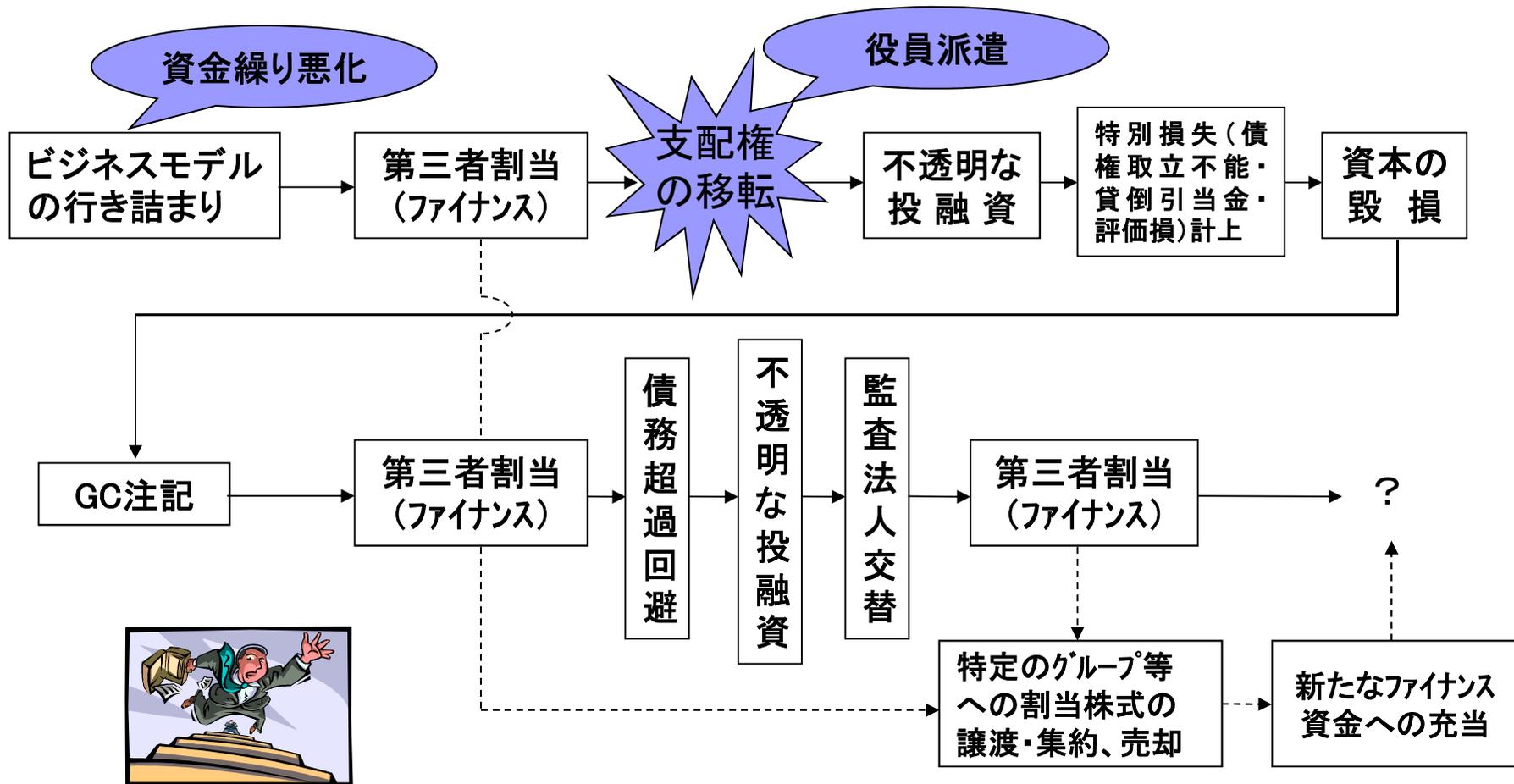
- 経営不振、資金繰り困難(銀行の融資が受けられない)
- 上場廃止基準(債務超過、時価総額基準等)への抵触



- 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



## 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

## 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。」

於: 明治大学「ファンド規制と商学の課題」  
2012/10/27

## 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。

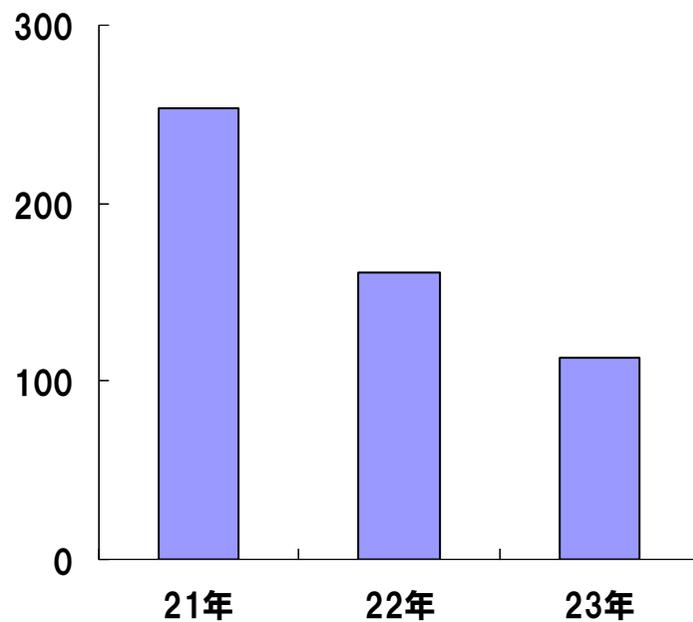
⇒ 発行価額の恣意性への対応

- 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。

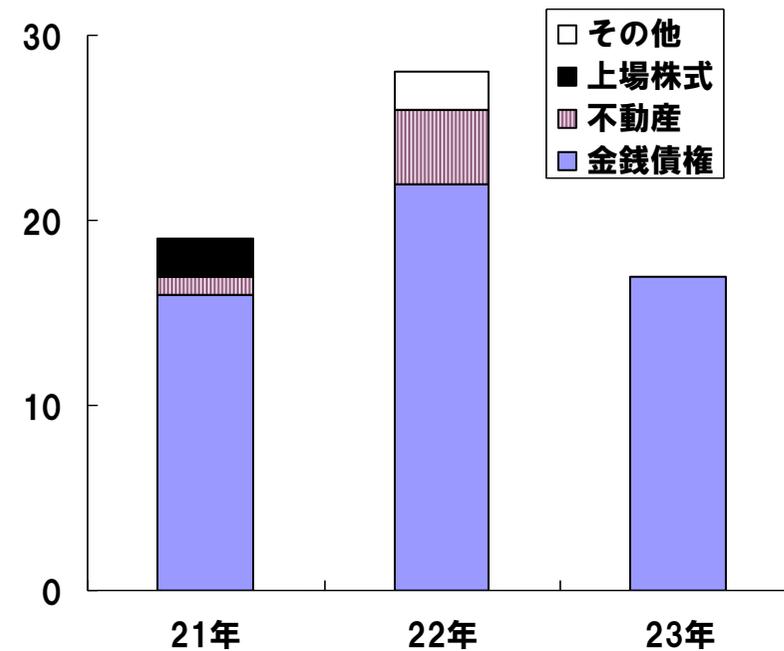
⇒ 割当先選定の恣意性への対応

## 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

## IV. 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 → BVII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。



## V. 事例紹介...ファンドが関係した事案

# 1. 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

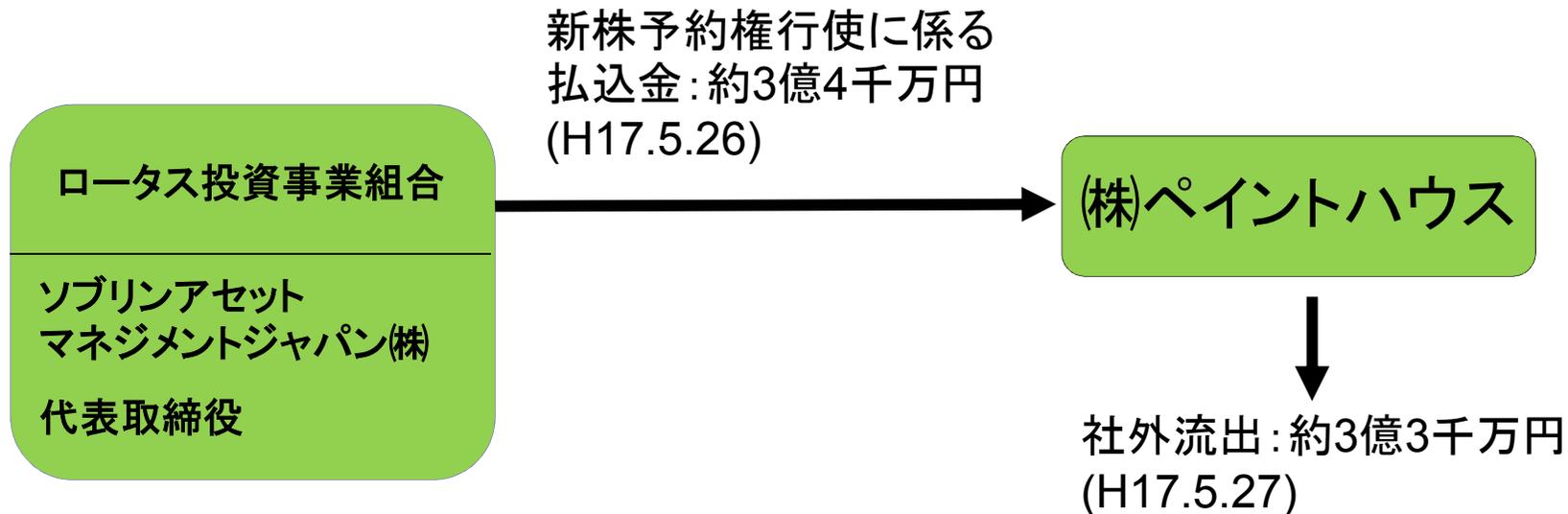
### 裁判の経過

- 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



於: 明治大学「ファンド規制と商学の課題」  
2012/10/27

## ■ 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」

## ■ 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。

## ■ 証券取引等監視委員会による告発

- 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。

## 2. 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

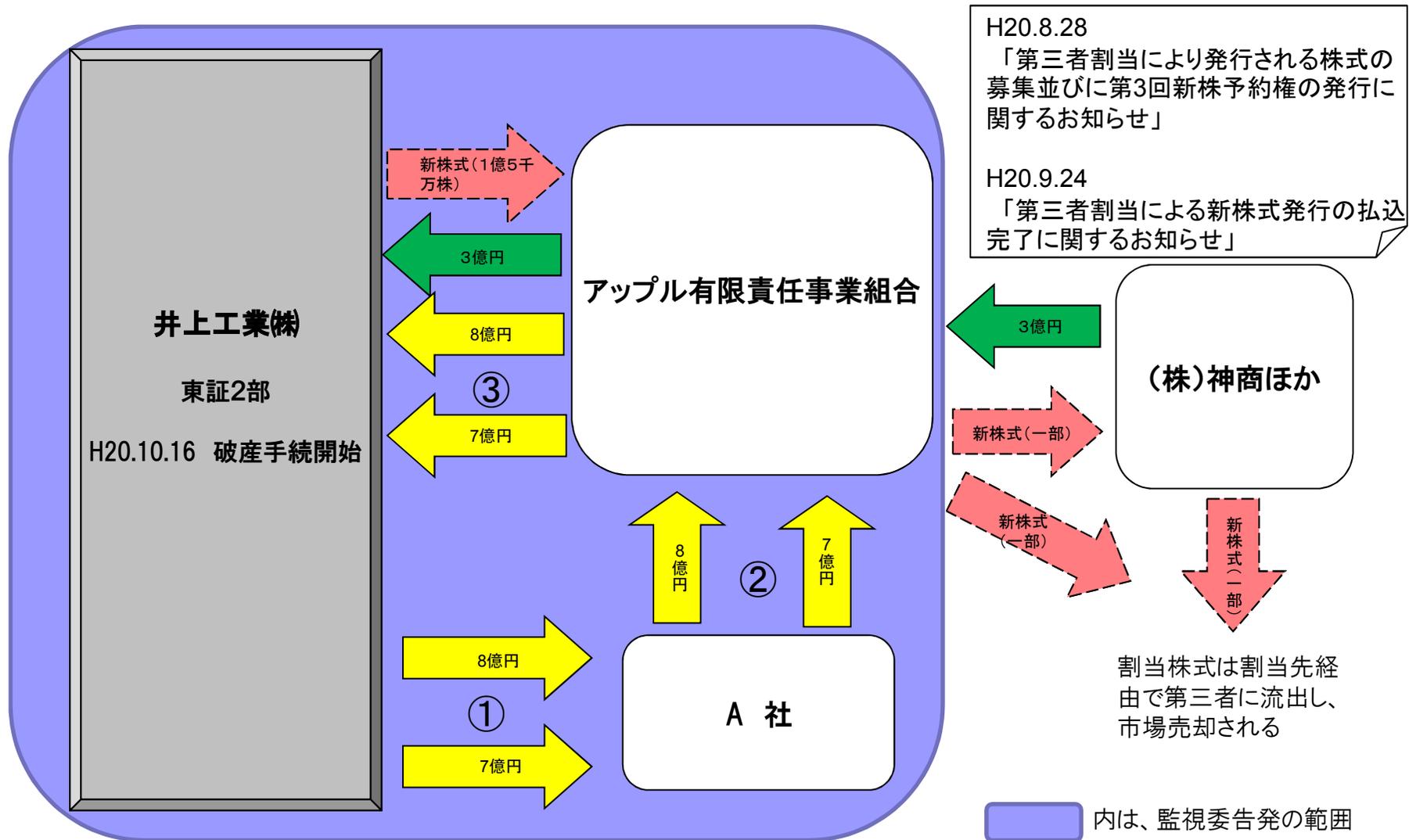
#### 裁判の経過

- 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



於：明治大学「ファンド規制と商学の課題」  
2012/10/27

## ■ 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。)

## ■ 証券取引等監視委員会による告発

- 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。

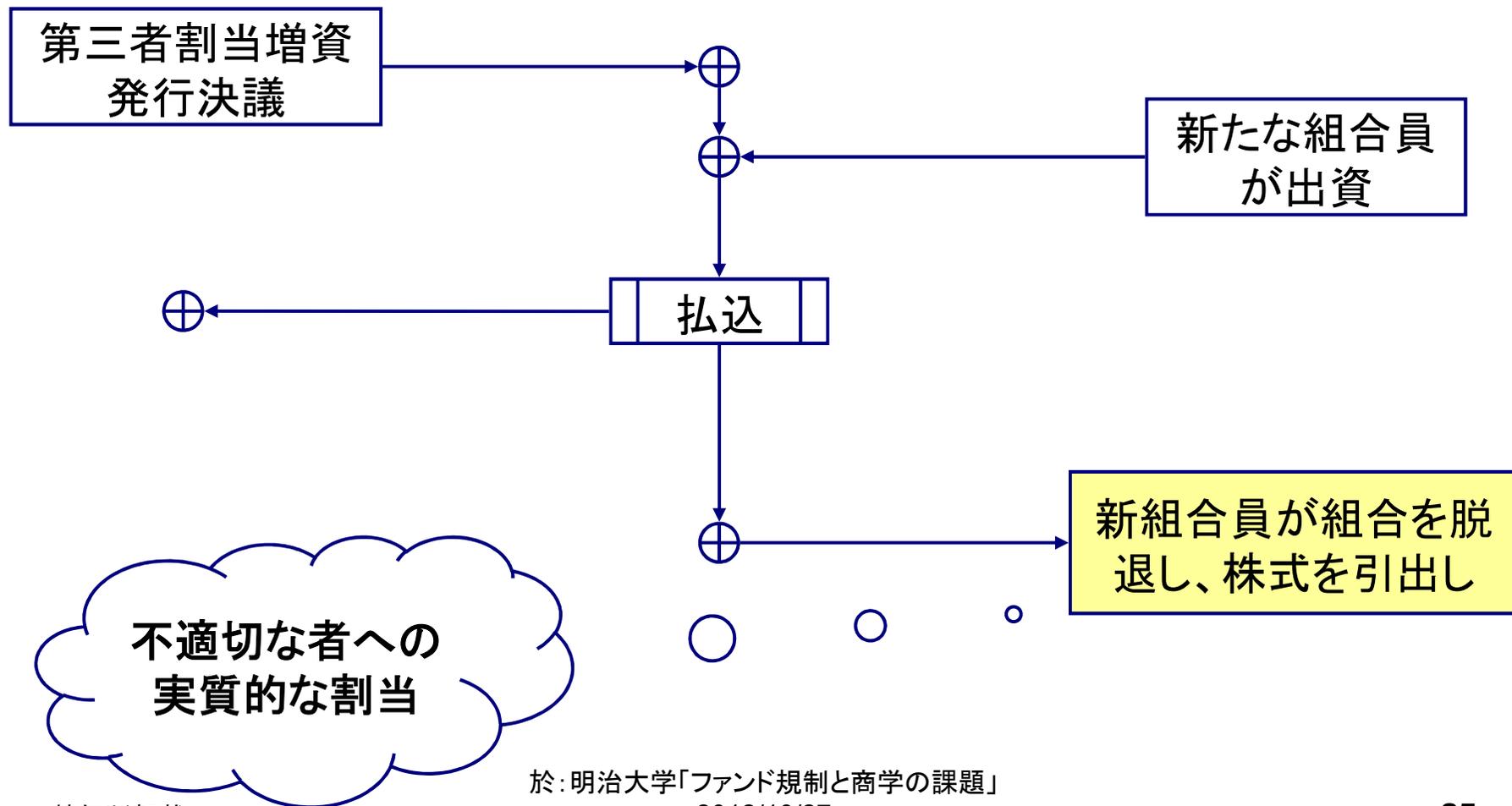
### 3. ファンドを利用した不公正ファイナンスのその他のパターン

#### ① 投資事業組合の出資者の変更を利用するパターン;

《発行会社》

《投資事業組合》

《組合員》

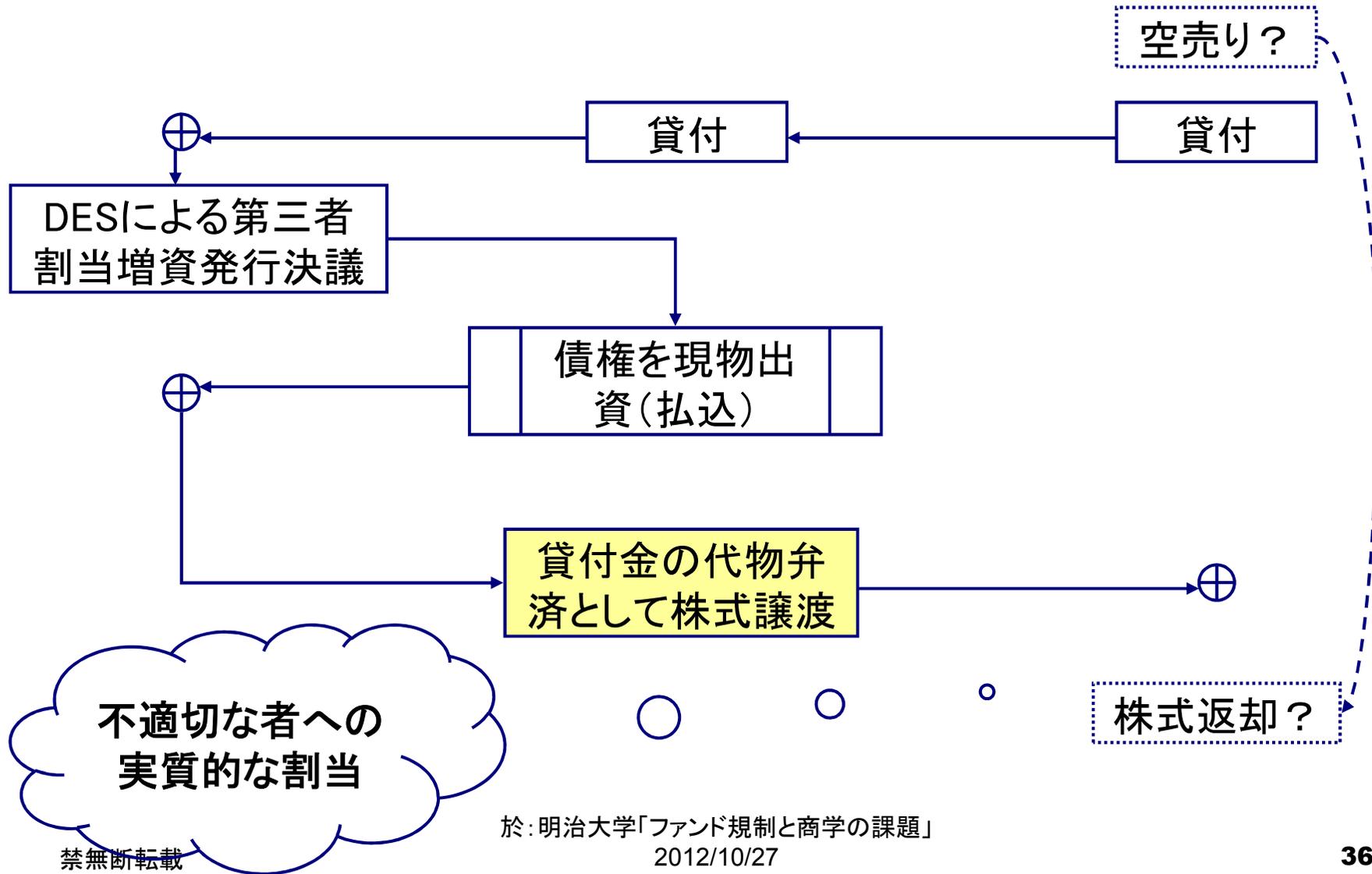


② DES (Debt Equity Swap) を利用するパターン;

《発行会社》

《投資事業組合》

《第三者》



## VI. 今後に向けて

## ■ 不公正ファイナンスに関する“ルールの包囲網”

- 証券取引等監視委員会は、不公正ファイナンスの監視、摘発を最重要課題として取り組んできた。
- 併せて、金融庁、財務局、各証券取引所、証券業協会、公認会計士協会、弁護士会、国交省、不動産鑑定士協会、その他関係諸団体と連携し、不公正ファイナンスの未然抑止に向けたルール整備等にも貢献してきた。

## ■ 強化されたルールや監視の網をすり抜けるための新たな手口、手法の出現への備え

- 証券取引等監視委員会は、金融庁、財務局、各証券取引所、証券業協会等と情報を共有し、監視の一層の強化を図っている。



# 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**  
<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

## 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>



### 【免責事項】

本講演及び本資料において意見に関わる部分は、講演者の私見であり、証券取引等監視委員会の公式見解ではありません。また、聴講される方のご理解を助けるために、資料の中では一部事実を抽象化等している部分もあります点を予めご了承ください。

於：明治大学「ファンド規制と商学の課題」  
 2012/10/27