

【本日の目次】

1. 市況情報

- ◆ 本日の株価指標等
- ◆ 第一部前・後場概況

2. セミナー情報

- ◆ +YOU ニッポン応援全国キャラバン開催予定

3. コラム

- ◆ 証券取引等監視委員会からの寄稿

=====
※ 以下については、証券取引等監視委員会のウェブサイト掲載にあたり、上記
目次 3. コラムを抜粋しております。
=====

証券取引等監視委員会からの寄稿

投稿 No91

「不公正ファイナンスの実態分析と証券監視委の対応」の公表について

証券取引等監視委員会事務局 総務課長 其田 修一

証券監視委は、去る6月28日に「不公正ファイナンスの実態分析と証券取引等監視委員会の対応」という資料を公表しました。これは、近年証券監視委が取り組んできたいわゆる不公正ファイナンス事案について、その発生の背景や特徴を整理するとともに、過去の実例を紹介し、上場企業の経営者の方をはじめ市場関係者の皆様に注意を呼びかけ、こうした違反行為の再発防止を目的としたものです。

(資料：http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130626.pdf)

今回は、本公表資料の概要について紹介します。

1. 不公正ファイナンスとは

まず「不公正ファイナンス」とは何かということですが、証券監視委が摘発してきた従来型の不公正取引～インサイダー取引、相場操縦、風説の流布等～

は、いずれも上場株式の流通市場で完結している行為です。

しかしながら、近年、上場株式の発行過程における不適切な行為が目立ってきました。具体的には、架空増資（見せ金増資）、不動産を過大評価した現物出資、増資資金の社外流出（目的外利用）、既存株主の権利侵害（株式価値の希薄化）等の行為ですが、これらは、発行市場と流通市場に跨るハイブリッドな側面を有しています。架空増資を例にとると、第三者から資金の払込みがない架空増資の実態を隠したままで、虚偽の開示を行い、あたかも正常に第三者割当増資が行われた外観をつくり出し、株価が上昇したところで、取得した新株を市場で売却し、利益を得るとというのが全体のスキームになります。ここでは利益獲得という最終的な目的の実現に向け、発行市場と流通市場での一連の行為が、あらかじめ一つの連続したストーリーとして用意（アレンジ）されています。証券監視委は、こうした発行市場、流通市場に跨る一連の不正な行為を「不正ファイナンス」と呼び、監視を行っています。

（注）不正ファイナンスに登場する人々

不正ファイナンスの典型例は、企業に資金調達のアドバイスを行う「アレンジャー」が、業績不振で苦境にある「箱企業」に「第三者割当増資」を持ちかけ、割当先として自らが実質的に支配するファンド（ケイマン、英領バージン諸島等に設立された「海外ファンド」等）を用意し、金主（きんしゅ）から一時的に借用した資金で増資が成立した形をつくり、公表する。しかし、実態は増資払込資金が「箱企業」からすぐに流出し、手許には残らず、代わりに発行した新株を手に入れたアレンジャーやその関係者が市場で株を売却し利益を得るといったものです。

ここで「アレンジャー」は、「コンサルタント」とか「指南役」と呼ばれることもあります。不正ファイナンスの全体のスキームを考え、実行に移す首謀者で、もちろん動機は自己の利益獲得です。「箱企業」とは、本来の事業が不振で、資金繰りにも窮し、企業としての実態が怪しくなった上場企業で、上場廃止の危機に瀕している場合もあります。こうした状況に付け込み、アレンジャーが資金調達のための「箱」として利用するわけです。金主は増資引受資金の出し手ですが、これも通常の投資リターン以上の不当な利益の獲得を目論んでいます。「海外ファンド」は設立が容易で、実質的な支配者が外からは分かりにくいいため、不正ファイナンス等で使われることが多いものと思われれます。

2. 偽計罪の適用

従来、この不正ファイナンスのような行為については、発行段階の架空増資の部分を切り取って、刑法の公正証書原本不実記載罪や金商法の有価証券報告書虚偽記載等を適用するという対応が採られてきました。しかしながら、行為全体を視野に入れた場合、その悪質性は別の意味を持てきます。すなわち、不正ファイナンスは、虚偽の情報開示あるいは真実の不開示（隠蔽）に

より、市場や投資家を騙し、自己に有利な状況をつくり出した上で、市場において自己の利益を実現するという企みであり、市場の公正性・透明性を踏みにじる極めて悪質な行為と捉えられるのです。

このような企みに対し、近年、証券監視委は、金商法上最も重い罪の一つである第158条の「偽計罪」（10年以下の懲役若しくは1000万円以下の罰金又は併科）を適用し、行為者の責任を追及してきました。「偽計」とは、一般に他人に錯誤を生じさせるべき詐欺的な手段と解されており、有価証券等の取引のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもって「偽計」を用いるのが金商法上の「偽計罪」です。偽計罪の適用は、他人を騙して自らに有利に取引を進めるという不公正ファイナンスの本質に切り込むものです。証券監視委は、これにより、多くの事例において、偽計の首謀者たるアレンジャーを告発対象とし、その責任を追及しています。

3. 具体例

公表資料では、これまで証券監視委が犯則調査に基づき告発した7つの事例を紹介しています。

各事例の詳細については、直接資料を参照していただくこととして、ここでは数例だけを簡単に紹介します。

21年7月に告発したペイントハウスの事案は、アレンジャーが同社の第三者割当増資を、自己が支配するファンドに引き受けさせた後、直ちに払込金を社外流出させる一方、資本増強が行われた旨の開示を行い、取得株式の売却による利益獲得を目論んだものです。本件で、証券監視委は当該アレンジャーを偽計罪で告発、その後の起訴、公判を経て、同人の有罪が確定しています。本件は、一連の不公正ファイナンス事案の出発点ともなる事案といえます。

23年8月に告発したNESTAGEの事案では、同社の第三者割当増資を引き受けたコンサルタント会社が、増資の大部分を不動産の現物出資で払い込むに際し、到底払込金額に相当する価値の無い不動産について、適正な鑑定評価等を得ているような外観をつくり上げ、新株を入手したという内容です。本事案でも、N社とその役員に加え、引受人のコンサルタント会社役員を偽計罪で告発しており、いずれも有罪が確定しています。不動産鑑定士をも巻き込み、不動産現物出資制度を悪用する形で行われた不公正ファイナンスは、この他24年12月に告発したセイクレストの事案がありますが、最近では証券監視委による告発や関係者への働きかけの効果からか不動産の現物出資の事例はあまり見られなくなりました。

24年3月に告発したセラーテムテクノロジーの事案は、クロスボーダーの偽計事件と呼べるような内容です。市場に開示された情報は、「セラーテム社の第三者割当増資を英領バージン諸島に設立された会社が引き受ける。セ社はその資金で中国の企業を子会社化する。」という内容でしたが、実際の資金の流れをみると、セ社自身の資金を2回循環させ、払込みが行われた外観をつくっていました。また引受先の会社は、実は子会社化の対象である中国企業の株主

が実質支配しており、増資により発行された新株を取得することにより、彼らがセ社の経営支配権を掌握するというのが実態でした。本件では、セ社及びセ社の元取締役及び代表取締役を偽計罪で告発、一審有罪判決の後、元取締役を除き、公判係属中です。

公表資料では、各事案の全体像の理解のため、それぞれスキーム図を付けてありますので、ご参照下さい。

4. 最後に

こうした不公正ファイナンスは、業績が思わしくなく、資金繰りに窮し、上場維持も困難となっているような苦境にある企業が、わらにもすがり思いで資金調達先の確保に奔走する中で、アレンジャー等に付け込まれるというケースも多いのです。そして、こうした企業のほとんどは、不公正ファイナンスで当座の危機を凌いだとしても、時間を置かずに破綻に陥るという末路を辿っています。上場企業の経営者の方々には、くれぐれも窮地に救世主のような顔をして近寄ってくるアレンジャーやコンサルタントには十分注意していただきたいと思います。また、公認会計士や不動産鑑定士など専門職の皆様もこのような悪事に手を貸すことのないようご注意ください。

証券監視委としても、引き続き、金融庁、財務局、各証券取引所及び証券業協会等とも連携し、不公正ファイナンスの監視・摘発に注力していきます。

* 文中、意見に関わる部分は、筆者の個人的見解です。

・ 筆者紹介 其田 修一

1982年一橋大学社会学部卒業後、大蔵省（当時）に入省。証券取引等監視委員会事務局証券検査課長、同局特別調査課長を経て、2013年6月より現職（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ウェブサイト

<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配信しております。

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