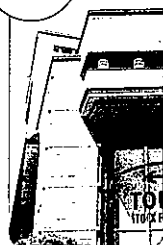


# 不正ファイナンスへの対応 監視委としての摘発 及び関係機関との連携

その2



証券取引等監視委員会  
事務局総務課長

佐々木 清隆

前回のこの場で、「箱企業」を悪用した不正ファイナンスの特徴及びメカニズムについてご紹介した。今回は、不正ファイナンスに対する監視委の取組みについて、不正ファイナンスの新たな手口、パターンへの対応も含め、ご紹介する。

## 1 監視委としての対応： 事後的な摘発の強化

まず、監視委の内部においては、不正ファイナンス専任のチームを組成し、金融庁、財務局、証券取引所等と連携して、情報の収集、分析に力を入れている。このチームは、証券取引所上場管理部門、金融機関や証券会社引受部門、法律事務所等の出身のエキスパートから構成され、不正ファイナンスの動向について、日々監視を行っている。既にこれまで不正ファイナンスに関与したと思われる上場企業をリストアップし（何社がリストアップされているかは、ご想像にお任せする）、当該企業の株価やファイナンスの動向を、証券取引所及び金融庁・財務局とともに、逐一モニターしている。当該企業だけでなく、ファイナンスの割当先、アレンジャー、関与監査法人、法律事務所その他関係者についても、情報を整理し蓄積している。

このような情報の蓄積、分析に基づき、他の不正取引（インサイダー取引、株価操縦等）の案件と同様、不正ファイナンス事案の具体的な問題、想定される法令違反等について、監視委としての対応の方針を検討する。

既にご紹介したとおり、不正ファイナンスの問題は、相場操縦、風説の流布、インサイダー取引、有価証券報告書虚偽記載（粉飾）等の複合的な法令違反であることが多いことから、問題の全体像を把握することが不可欠である。そのためにも、監視委の持つ機能、すなわち市場分析審査、開示検査、犯則調査、さらには証券検査の各権能を総動員して、不正ファイナンスの全体の構図を解明することとしている。

このような複合的な性格を持つ不正ファイナンス事案に対応する上で、金融商品取引法158条の「偽計」の活用が有効であると考えている。不正ファイナンスは、構成する一つの行為を見れば、相場操縦、風説の流布、粉飾、インサイダー取引と因数分解することが可能であるが、そのように各部分のみを見たのでは問題の本質を捉えたことにはならない。むしろ、発行市場から流通市場にわたる証券市場全体を欺く行為として、「偽計」として捉える

ことが必要と認識している。

例えば、「不正ファイナンス」という概念が確立する以前においては、構成要素の一部である架空増資（第三者割当増資等のファイナンスで調達された資金が、資本の充実に当てられず社外に流出する等）を、刑法上の「公正証書原本不実記載等」の罪を適用して刑事捜査当局が摘発することが通常であった。しかし、不正ファイナンスは、資本市場の根幹を揺るがす問題であるとの認識に立てば、「公正証書原本不実記載等」のような手続き上の問題として捉えるよりも、金商法上の「偽計」という証券市場全体を欺く行為として捉えることのほうが問題の本質を得ているといえるし、またそのような監視委としての認識を市場に伝える上でも有効であると考えている。

このような認識の下、既に不正ファイナンスに「偽計」を適用したものとして、ユニオン・ホールディングス社株券に関する事件（平成21年12月告発）及びトランスデジタル社株券に関する事件（平成22年3月告発）があげられる。

## 2 金融庁、財務局との連携

上記のように、監視委としては、不正ファイナンスを最重点課題として、市場分析審査、課徴金・開示検査、犯則調査等総動員して、摘発を強化している。しかし、不正ファイナンスが実行された後に、事後的に偽計等により摘発するだけでは、証券市場の公正性の確保の上で十分ではないと考えている。不正ファ

イナンスが実行され、監視委が事後的に摘発するまでの間には、数ヶ月以上のタイムラグを要するが、その間に当該株式に投資した一般投資家に対する損失や、市場秩序への影響が拡散するリスクが大きい。監視委としての事後的な摘発は当然重要であるが、市場全体、国民経済的な観点からは、不正ファイナンスのような問題の未然抑止も同様に有意義なことであると考えている。

財務局を含めて全体で700名弱の監視委の限られた人的資源の現状においては、事後的な摘発で対応する件数は自ずと限られる。また事後的な摘発が効率的、実効的であるためにも、未然予防が同様に有効に機能することが不可欠である。1990年代後半からの規制緩和の流れの中で、事前裁量型行政から事後チェック型行政へ移行してきているが、行政当局が事後チェックに重点を置く反面、未然抑止を含めた市場参加者による市場規律の強化に向けた取組みが一層重要になってきていることを忘れてはならない。

## 3 自主規制機関等との連携： 未然抑止に向けた取組み

不正ファイナンスに限らず、証券市場における不正取引への対応のうえで、市場規律の強化、そのための市場参加者との連携が重要であることは、2007年9月に現在の佐渡委員長率いる監視委が発足した際の基本方針として強調されているところである<sup>1</sup>。

既にご紹介したとおり、不正ファイナンスの問題は、主に流通市場に関する金商法だけで

1 「公正な市場の確立に向けて：「市場の番人」としての今後の取組み」（2007年9月15日）  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/news/news.htm>

なく、発行市場に関する会社法の世界にも関連することから、不正ファイナンスに関連する者、未然抑止の上で役割を持つ当事者は、他の証券不正取引よりも広範囲に及ぶ。不正ファイナンスの未然抑止のためには、これらの関係者との連携が必須である。

#### ①自主規制機関との連携

第1に証券取引所、特に上場管理部門、売買審査部門との連携が極めて重要である。上場企業のファイナンスに関するモニタリングを行っている各証券取引所上場管理部門と監視委との間では、不正ファイナンスを行った、あるいは行おうとしている企業について、詳細な情報の共有を図ってきている。個別上場企業に関する定期的情報交換に加え、昨年から監視委主催の会議、研修等にも証券取引所から参加をいただいている。問題のあるファイナンスに関して各証券取引所が当該上場企業に対して問題提起する事例等について、監視委と証券取引所の間では緊密な意思疎通、連携が図られている。東京証券取引所、大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所のメルマガを通じた情報発信や各取引所主催の上場企業向けセミナー等での監視委による講演等も連携の一環として積極的に行われている<sup>2</sup>。

第三者割当増資等に関する上場規則が東証においては昨年8月に、その他の証券取引所においても昨年末までに改正され、不正ファイナンスを未然抑止する上で効果のある規制強化が行われているが、このような上場規則は金商法や会社法等の法令と同様、証券市場の公正性の確保の上で極めて重要な自主規制である。証券取引所の上場規則等の自主規制の遵守状

況は、金商法の遵守と同様、監視委として重大な関心を持って監視している。

第2に日本証券業協会等その他の自主規制機関とも連携を強化している。不正ファイナンスに悪用される第三者割当増資等において、証券会社が引き受けることは通常ないが、不正ファイナンスのアレンジャーとして証券会社出身者が関与する点、また、割当て後の株式の売却等で特定の証券会社が利用されたり、証券会社の売買管理・審査が重要であることから、日本証券業協会とも不正ファイナンスに関する問題意識の共有等を強化している。同協会との間の月次の意見交換、監視委主催の会議や研修への参加、同協会主催の研修への講師派遣、会報誌への投稿等を行っている。

#### ②その他市場参加者との連携

上記のような証券取引所、日本証券業協会は、金商法上の自主規制機関として位置づけられその役割は非常に大きい。不正ファイナンスの問題への対応の上では、金商法上の自主規制機関以外にも、市場関係者との連携が重要である。前回、不正ファイナンスに関連する者として、監査法人、公認会計士、法律事務所、弁護士、会社設立業者、アレンジャー等についてご紹介したが、これらの関係者や関連団体と連携を強化している。

まず、日本公認会計士協会及び監査法人との間では、不正ファイナンスを行う企業の監査人として登場する監査法人や、不正ファイナンスの中で利用される海外SPCの国内での常任代理人になっている公認会計士に関する問題について、情報共有を図っている。日本公認会

計士協会主催の研修や実務補修、個別監査法人での講演や意見交換等の機会を通じて、不正ファイナンスを行う企業の監査の上での留意点について紹介している<sup>3</sup>。また問題監査法人、公認会計士に関しては、監督する立場にある金融庁と情報を共有し、金融庁による行政処分等に繋がることもある。

次に、日本弁護士連合会や各地区弁護士会、法律事務所との連携も強化している。監査法人・公認会計士と異なり、弁護士を監督するのは役所ではなく、日弁連や各弁護士会であることから、日弁連、各弁護士会との意見交換、講演等により、不正ファイナンスの問題、それに関与する弁護士の問題等について監視委としての問題意識をお伝えしている<sup>4</sup>。たとえば、不正ファイナンスで悪用される第三者割当増資に関する法律意見書（リーガル・オピニオン）の問題（例えば、証券取引所上場規則等の自主規制機関の自主ルールを無視するオピニオン等）や、不正ファイナンスのスキームの考案の上でアドバイスしていると思われる弁護士、海外SPCの組成及びその国内常任代理人として登場する弁護士等の問題について、監視委としての懸念を表明しているところである。

上記のほかにも、日本行政書士会連合会、日本監査役協会、日本税理士会連合会、日本不動産鑑定協会、日本司法書士会連合会等、証券市場の公正性の確保の上で役割を持つ諸団体とも、講演、会報誌への寄稿等を通じて、不正ファイナンスに関する監視委の問題意識を

発信している<sup>5</sup>。

#### 4 不正ファイナンスの新たな手口への対応

以上のように、監視委としては、不正ファイナンスの監視、摘発を強化するとともに、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、その他関係諸団体との連携により、不正ファイナンスの未然抑止に向けたルールの整備等の取り組みにも貢献を図ってきている。不正ファイナンスに関する「規制の包囲網」は着実に強化されており、不正ファイナンスを行いにくい環境が醸成されてきていると考えている。

他方、強化されたルールや監視の網をすり抜けるための、あらたな手口、手法も既に認識されてきており、監視委としては、金融庁、財務局、各証券取引所、証券業協会等とも情報を共有し、監視を一層強化している。

新たな手口としては、まず、第三者割当増資により割当てを受けた先が、割当て後短期間に当該株式を譲渡する事例が増加している。例えば、第三者割当増資の際の開示においては、割当先として登場するのは、以前懸念を指摘したような、海外のSPCや実態不明の投資事業組合ではなく、例えば国内に実在する著名企業やその役職員が出てくるが、割当ての当該株式が譲渡された先が、監視委として監視している問題先である事例が散見される。昨年夏以降証券取

3 例えば、公認会計士協会主催研修会での講演（22年3月）。  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/20100329.pdf>

4 例えば、大阪弁護士会における講演（22年3月）。  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/20100325.pdf>

5 諸団体での講演、会報誌への寄稿等も、監視委Webに順次掲載されている。  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

2 証券取引所のメルマガへの投稿や講演等については、監視委Webにも順次掲載している。  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

引所のルールや金融庁開示府令により、第三者割当増資等の割当先の詳細な開示が要求されたことを受け、疑問をもたれないような当事者を割当先として選定しているものと推測される。このような問題に対しては、監視委及び証券取引所において、発行市場での第三者割当増資の際の開示の内容だけでなく、当該株式の流通市場における取引の状況についても、併せて監視を強化している。

次に、第三者割当増資に関して、各証券取引所のルールにより、25%以上の希釈化を生じる場合には、独立した第三者（例えば、弁護士、公認会計士等）の意見書を求めることとされている。しかしながら、25%以上の希釈化を生じる第三者割当増資に関して作成された第三者の意見書の内容を見ると、その独立性、客観性に疑問を抱く内容のものが少なくない。第三者割当増資の必要性や相当性について、実質的な検討を行わないままに、「結論ありき」で作成されているものも見られる。

さらに、本年に入り増加しているのが、第三者割当増資に対し、現物出資による払込みが行われるケース、特に不動産による現物出資の事例である。このような不動産による現物出資の事例の中には、当該不動産鑑定評価の適正さに疑問を持つ場合も認識されており、この点は、日本不動産鑑定協会や不動産鑑定士を監督する国土交通省にも監視委としての問題意識をお伝えしているところである。

このほかにも、不公正ファイナンスの新たな手口が出てくる可能性も視野に入れて、市場の監視、認識された問題への対応を迅速に行っていく考えである。行政書士の皆様におかれても、不公正ファイナンスの問題を十分認識いただき、その未然抑止の上でご協力をいただければ有益である。

(文中、意見にわたる部分は筆者の個人的見解である)。

・筆者紹介 佐々木 清隆

東京都出身。1983年東大法学部卒業後、大蔵省(当時)に入省。金融監督庁(現金融庁)検査局、OECD(経済協力開発機構)、IMF(国際通貨基金)等海外勤務を経て、2005年証券取引等監視委員会事務局特別調査課長。2007年7月より同委員会事務局総務課長。