

〔判例研究〕

いわゆる不公正ファイナンスと偽計

——ペイントハウス事件——

東京地方裁判所平成22年2月18日判決

(判例タイムズ1330号275頁)

上 田 真 二

〔事 案〕

塗装、住宅リフォーム等の事業を営む株式会社A（以下、「A社」という）は、株式会社ジャスダック証券取引所（以下、「ジャスダック」という）が開設する有価証券市場に株券を上場しており、ジャスダックが定める「上場有価証券の発行者による会社情報の適時開示等に関する規則」等に基づき、会社情報の適時開示をTDnetにより行っていた。

平成16年8月期、A社は大幅な債務超過に陥り、投資顧問業等を営むX株式会社（以下、「X社」という）の代表取締役である被告人は、A社の依頼を受けて、同社の事業再生・継続のための指導援助および資金支援等を行うようになった。それに伴い、同社の会社情報の適時開示も、その開示資料について事前の被告人の確認、了承を得た上で行うこととされていた。

平成17年1月、A社は銀行に約200億円を一括返済しなければならない事態に陥り、株券が上場廃止のおそれがあるものとして監理ポストに割り当てられるなどし、その株価は急落して、同年2月の株式時価総額が5億円を下回ることとなった。ジャスダックの株券上場廃止基準によれば、A社は、同年5月末までに株式時価総額を5億円以上に回復する等しなければ、株券が上場廃止となることとなった。

同年4月頃、A社の株式時価総額を5億円以上に回復し上場廃止を回避するため、被告人は自らが実質的に統括管理していたB投資事業組合（以下、「B組合」という）を引受人とする第三者割当増資（以下、「本件増資」という）を行うこととし、A社の役員らにも受け入れさせた。本件増資は、A社のいわゆる授権枠の上限となる47万365株の新株を発行することとし、X社のA社に対する額面約2億3622万円の債権をB組合に

いわゆる不公正ファイナンスと偽計

譲渡して、これを株式化する方法（デット・エクイティ・スワップ。以下、「DES」という）により19万2365株の増資を行い、残りの27万8000株は、B組合を引受人とする新株予約権を発行することにより行うこととした。被告人は、このようにしてB組合が取得するA社の新株について全て市場で売却する予定であった。

同年5月6日、A社は、以上のような本件増資の内容やこれを行う理由等を会社情報としてTDnetにより公表し、新株予約権行使による払込金の使途は、〔1〕不採算店舗の撤退費用（約1.5億円）、〔2〕経常運転資金（約2.0億円）等を予定しているとしていた。

被告人は、ソフトウェア販売等の事業を営むD社の指導援助も行っていたが、同社も経営不振に陥っていたことから平成17年3月中間決算を粉飾しようと考えた。被告人が実質的に支配する特別目的会社であるF（以下、「F社」という）がD社に約3億3512万円の債権を有していたことから、被告人は、本件増資の払込金を原資としてA社にD社からソフトウェアを購入させ、その売上げをD社の中間決算期末である同年3月以前のものとして遡及計上することにより同決算を粉飾するとともに、D社に支払われるその売買代金を原資としてF社に対する債務をD社に弁済させて回収するという案（以下、「本件スキーム」という）を考え出した。D社は、同年3月中間決算に売上げを計上するために必要な、日付を遡及させた検収書の発行をA社側から断られ、そのような検収書の発行を受けるため、ソフトウェアの売買にC社を介在させることとし、被告人の了承を得た。

平成17年5月25日、被告人は、B組合名義で278万円を払い込んで27万8000株分のA社の新株予約権を取得した。翌日、被告人は、同じくD社の支援に関わり、被告人が資金提供も受ける乙山から3億2000万円を借り入れ、そのうち2億9300万円をB組合の預金口座に送金し、同口座の他の預金と合わせた3億4138万4000円を新株予約権の行使に係る払込金としてA社の別段預金口座に払い込み、27万8000株の新株を取得した（同日、DESによる19万2365株の新株取得もなされた）。

同日午後、A社の取締役であり、同社の企画管理部長としてTDnetによる会社情報の適時開示を担当していた己田は、他の担当職員らと共に、ジャスダックの担当者らと打ち合わせるなどしてその内容を決めた上、以下の開示を行った。すなわち、「主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」との表題で、5月26日付けでB組合がA社の主要株主である筆頭株主になったことおよびその異動前後におけるB組合の所有議決権（所有株式）数（その内訳として、新株予約権の行使による増加数が27万8000個であ

る旨の記載がある) およびその議決権の総数に対する割合等が記載され、「異動の理由等」には「今回の異動は平成17年5月6日開示の「第三者割当による新株予約権の発行に関するお知らせ」における新株予約権の行使(中略)における増資によりまして、主要株主である筆頭株主が異動となりました。」と記載されている(以下、「5月26日開示」という)。被告人は、その内容の報告を開示前にA社から受け、了承していた。

同月27日、A社は、前記払込金のうち3億3075万円をソフトウェア購入代金の名目でC社を介してD社に送金した。その時点では、購入対象のソフトウェアは納品されていないばかりか、どのようなソフトウェアを売買するかについても当事者間で何ら合意に至っていなかった。前記3億3075万円は、同日中に、予定どおり、X社の預金口座に送金された。被告人は、同社の口座内の預金で前日借り入れた3億2000万円を乙山に返済した。

このようにして、被告人は、DES および直ちに回収して返済することを約した借入で調達した資金を大半の原資として払込みを行い、A社の新株合計47万365株を取得した上、前記ソフトウェアの売買代金支払の名目および債務の一部弁済として、C社、D社、X社を経由して、翌日中に調達した上記資金を回収して借入金の返済を行った。

同月31日、己田は、他の担当職員らと共に、ジャスダックの担当者らと打ち合わせるなどしてその内容を決めた上、以下の開示を行った。すなわち、「当社株式の時価総額および今後の展開等について」との表題で、「今後および実施中の事業展開および事業計画の改善」には「資本増強」として、「第三者割当て増資等を行い資本の増強を図ります。その一環として平成17年5月26日に新株発行により192,365株、新株予約権の行使により278,000株の資本増強が行われておりますが、現在更なる増強策についてその方法について協議中であります。」と記載されている(以下、「5月31日開示」という。

「5月26日開示」とあわせて「本件開示」という)。被告人は、その内容の報告も開示前にA社から受け、了承していた。

被告人は、同年6月1日から同年8月24日までの間に、B組合名義で取得した前記のA社株合計47万365株を代金合計9億6179万5248円で全て売り抜けた。

平成21年7月14日、証券取引等監視委員会は、被告人はTDnetを通じた同社の会社情報の適時開示において虚偽の事実を開示させ、もって、平成18年法律第65号附則218条により同法律による改正前の証券取引法(以下、現行の金融商品取引法を含め、「法」という)158条が規定する、有価証券の売買のためおよび有価証券の相場の変動を図る目的をもって、偽計を用いたとして、東京地方検察庁検察官に告発し、公訴の提起がな

された。

弁護人は、〔1〕本件開示はいずれも虚偽の事実を公表したのではなく、偽計を用いたとはいえない、〔2〕本件開示について、被告人にはA社の株券の売買のために行う意図もその株券の相場の変動を図る目的もなかった、などとして被告人の無罪を主張した。

〔判 旨〕

有罪——懲役2年6月（執行猶予4年）および罰金400万円，追徴3億147万7028円

一 本件開示により公表された事実の虚偽性について

「……本件開示を一般の投資家が閲覧した場合、本件スキームにより内容も定まっていないソフトウェア売買代金の名目で払込金が反対給付もなく直ちに社外に流出することなどはおよそ想定できず，発行された新株券27万8000株分の増資によって同社の資産取得や費用支払等に使用される相応の資金の確保が図られたと認識するのが通常と考えられる（ちなみに，……5月6日付け開示と併せて閲覧すれば，払込金は不採算店舗の撤退費用や経常運転資金等に充てられるものとするのが通常と思われる。）」

A社とD社間の売買は，……A社の第三者割当増資にD社の売上げ遡及計上，さらにはA社に支払われた増資払込金の回収を組み合わせた被告人考案の本件スキームに基づき，被告人がいわばトップダウンで決めた売買である上，代金額が対価物よりも先に被告人によって決められており，増資払込金から3億3075万円がソフトウェア購入代金名下にA社から流出した時点では，どのようなソフトウェアが対価物とされるかが当事者間で何ら合意に至ってはいなかったのであるから，およそ実体のある売買とは認められない。」

「……本件増資によって発行された新株のうち，新株予約権の行使によりB組合が取得した新株券27万8000株の払込金の大半は，それが払い込まれた平成17年5月26日の以前から何の対価もなく直ちに流出させることが予定されており，翌27日にはそのとおり流出させたことになる。それにもかかわらず，その情を秘し，外観上はその払込金の流出を資産取得のための支払であるように偽装した上，5月26日開示においては，本件増資がなされた旨，5月31日開示においては本件増資により資本増強が行われている旨，それぞれ公表して27万8000株の増資によってA社に資産取得や費用支払等に使用される相応の資金の確保が図られたかのような錯誤を生じさせる事実を公表したものであるか

ら、本件開示は、虚偽の事実を公表して「偽計」を用いたことに当たる。」

二 A社株売買のためおよび同社株の相場の変動を図る目的の存否について

「被告人は、本件スキームにおいてD社の売上げを遡及計上するためにA社に対する増資払込金を実体のないソフトウェア売買の代金名下に流出させたのであるが、そのことが公になった場合、A社の株価が暴落する要因となる可能性があることは明らかである。これに対し、本件開示は、増資払込金を上記のようにして流出させたとの情を秘し、27万8000株の増資によって資産取得や費用支払等に使用される相応の資金の確保が図られたとの錯誤を生じさせる内容のものであるから、少なくとも上記のような実態が明らかになった場合に生ずる株価の下落を阻止し得るものと認められる。

これらの事実を総合すると、被告人が、A社の株式時価総額を5億円以上に回復させて上場廃止を回避するため、増資に伴う株価の大幅な下落を阻止する目的で、本件開示をさせたことは優に推認できるといふべきである。そして、このような目的も、増資払込金が直ちに流出したことを隠ぺいして、真実が明らかになった場合に想定される本来の相場の動きを変えようとするものにほかならず、公正で自由な証券市場維持の見地から看過することはできないから、法158条の「有価証券等の相場の変動を図る目的」に当たると解するのが相当である。

また、被告人は、……B組合が取得するA社の新株を全て市場で売却する予定であったもので、……実際に5月31日開示がなされた翌日からその新株の売却を開始し、8月24日までに全て売り抜けていることが認められる。こうした事情に照らすと、被告人がA社の株価の暴落阻止を図ることによりその新株の売買を自己に有利に行うために本件スキームを推進し、その一環として本件開示をさせたことも明らかである。

以上によれば、被告人は、A社株券の売買のため、及びその株券の相場の変動を図る目的をもって、本件開示をさせ、偽計を用いたものと認めることができる。」

三 予備的訴因により認定した理由について

「本件公訴事実のうちの犯行の企図に関する部分は、払込金の「大半は、A社において資産取得や費用支払等に使用させることはなく、直ちに社外に流出させるものであるのに、その情を秘し、あたかも当該払込みによって相応の資本充実が図られたものであるかのような虚偽の事実を公表させることにより同社の株価を維持上昇させた上で、取得に係る同社株券を売却して利益を得ようとして」というものであるが、そのうち「あたかも当該払込みによって相応の資本充実が図られたものであるかのような」とある箇

所は、払込みや増資自体を無効とするに足りる証拠のない本件においては相当とはいえないので、予備的な訴因により前記のとおり認定した。」

四 量刑の理由

「被告人は、……A社の株価の下落をできるだけ阻止してその株式時価総額を5億円以上に回復させるとともに、前記増資によって実質的に取得したA社の新株券をできるだけ有利に売却しようと企て、……相応の資金の確保が図られたかのような錯誤を生じさせる内容の本件開示をA社役員らをして行わせ、本件犯行に及んだものである。

被告人は、本件犯行によりA社の株価の下落を実際に阻止したものと認められ……。……本件犯行は、増資払込金の流出を秘し、そうしたことがないかのような開示を行わせた点に虚偽があるのであり、積極的に虚偽を作出する開示を行った事案などと比べると、犯情はやや軽い。……

そこで、被告人を懲役刑に処し、本件の利欲性にかんがみ罰金刑も併科した上、その懲役刑の執行を猶予することとして、主文のとおり刑を定めた。」¹⁾

〔研究〕

一 はじめに

本件は、上場会社において行われる第三者割当増資等の発行市場でのファイナンスを悪用して流通市場での不公正取引につなげる、いわゆる不公正ファイナンス²⁾と呼ば

1) 本件については、被告人によって控訴がなされ、平成22年11月30日、東京高等裁判所は、原判決が認定した犯罪事実に誤認はなく、原審の量刑が不当であるとはいえないなどとして、被告人の控訴を棄却した。被告人は上告したが、平成23年3月23日、最高裁判所は、上告趣意は、実質は単なる法令違反の主張であって、上告理由には当たらないとし、被告人に上告棄却を言い渡し、同判決は確定したとされている。以上の経緯について、証券取引等監視委員会編『証券取引等監視委員会の活動状況 平成23年』136頁（大蔵財務協会、2011年）参照。

2) 不公正ファイナンスという名称は、証券取引等監視委員会による解説等において用いられている。たとえば、証券取引等監視委員会（特別調査課）「告発の現場から①——不公正ファイナンスに係る偽計の告発——」（www.fsa.go.jp/sesc/actions/kokuhatu/main.pdf）、岡本 宰「不公正ファイナンスに係る偽計の告発」金融法務事情1900号64頁以下（2010年）。不公正ファイナンスの典型例について、福田尚司「金融商品取引法158条違反の罪の適用事例について」刑法雑誌51巻1号95頁（2011年）。なお、不公正ファイナンスのような行為について、アメリカでは pump and dump スキームと呼ばれており、SEC のホームページ (<http://www.sec.gov>)

れる事案の一つ³⁾であり、本判決は、そうした行為に対し法158条の「偽計」を用いたことに当たる、との判断を示したものである。

より具体的に本判決は、第一に、増資がなされたことおよび増資により資本増強が行われていることを公表して相応の資金の確保が図られたかのような錯誤を生じさせる事実を公表したことが、虚偽の事実を開示して「偽計」を用いたことに当たるとした。第二に、株価の（大幅な）下落を阻止する目的で本件開示をさせたことを認定し、そのような目的は、法158条の有価証券等の「相場の変動を図る目的」に当たるとした。

本研究では、以上の二点について、それぞれ検討を行いたい⁴⁾。具体的には、まず、法158条の「偽計」の意義に関する従来の裁判例や学説を概観し、本件のような不公正ファイナンスに偽計を適用した本判決の判断内容について考察を加える（二）。つぎに、同条の有価証券等の「相場の変動を図る目的」の意義をめぐる問題について検討し（三）、最後に、本判決から浮き彫りになった課題についてコメントする（四）。

二 「偽計」を用いたこと

本判決が偽計を適用するに至る判断内容を少し詳しく記すと、① 払込金の大半が払込みの前から何の対価もなく直ちに流出させることが予定され、払込み後、現実に流出させたにもかかわらず、② その事実を隠し、③ 外観上は払込金の流出を資産取得のための支払であるように偽装したこと、を認定したうえで、④ 増資がなされたことおよび増資により資本増強が行われていることを公表して相応の資金の確保が図られたかのような

↘www.sec.gov/answers/pumpedump.htm) や体系書（たとえば、5 T. Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation* § 14.18, § 14.19 (6th.ed. 2009).) において、その仕組みが説明されている。同書では、1990年代に過小資本の会社をめぐる問題になったことが紹介されている。なお、pump and dump スキームの典型的なケースとして、SEC v. Poirier, 140 F. Supp. 2d 1033 (D.Ariz.2001).

3) 不公正ファイナンスについては、本件の① ペイントハウス事件のほかに、② ユニオンホールディングス事件、③ トランスデジタル事件、④ NESTAGE 事件、⑤ 井上工業事件、⑥ セラーテムテクノロジー事件、⑦ セイクレスト事件がある。これらは、いずれも証券取引等監視委員会によって偽計に当たるとして告発されている。なお、②および③の事件（の犯則嫌疑者）については、本件と異なり、電磁的公正証書原本不実記録・同供用の罪でも起訴されている。

4) 本判決は、法198条の2に規定する「没収」・「追徴」の範囲についても、犯行後に生じた事情の影響を加味して裁量的に没収、追徴すべき金額から差し引くとする、興味深い判断を示している。しかし、本研究では、法158条の「偽計」を適用したことを中心に検討することとし、上記の点については検討の対象から外すこととする。

な錯誤を生じさせる事実を公表したことが、虚偽の事実を公表して法158条が規定する「偽計」を用いたことに当たる、と整理することができる。ここで少なくとも、本判決は「偽計」の適用に当たって、発行市場における行為を問題にしていることを指摘できる。しかし、本判決は、そもそも「偽計」とは何かについて説明しているわけではない。

そこで、同条の「偽計」を適用した他の公刊された裁判例を見てみると⁵⁾、ライブドア事件第一審判決（東京地裁平成19年3月16日判決（判例時報2002号31頁））が、株式交換や業績状況に関するTDnetによる公表が「虚偽の事実を公表したこととなり、法158条が禁止する偽計及び風説の流布に該当する」との判断を示している。同事件は、組織再編行為に関わる事案で、必ずしも不公正ファイナンスの事案ではない点に留意しなければならないが、本判決と同様、虚偽の事実を公表したこと（TDnetによる公表という点でも同様）が問題として採りあげられている。しかし、ライブドア事件第一審判決では、「偽計」とともに「風説の流布」が適用されている点が本判決と相違する。そして、ここでも「偽計」とは何かについて説明はなされていない。

つぎに、学説が「偽計」についていかに説明しているかを見てみると、いくつかの説明がある。第一の立場は「他人に錯誤を生じさせる詐欺的ないし不公正な策略、手段をいう」とする説明⁶⁾である。第二の立場は「事実を隠して取引を進めることをいう」とする説明⁷⁾で、第三の立場は「欺罔ではなく、『偽』の『計算』の意味である」とする説明⁸⁾である。ちなみに、刑法233条の業務妨害罪における「偽計」の意義について

5) 「偽計」の適用に関する公刊されていない裁判例の紹介・分析については、武井一浩 = 石井輝久「日本版10b-5としての金商法158条〔上〕——健全な資本市場および公正なM&A実務形成に向けて」商事法務1904号17頁以下（2010年）が詳しい。

6) 平野龍一 = 佐々木史朗 = 藤永幸治『注解特別刑法補巻（2）』115頁〔土持敏裕 = 榊原一夫〕（青林書院，1996年）。ほかに同旨のものとして、鈴木竹雄 = 河本一郎『証券取引法〔新版〕』554頁，551頁（有斐閣，1984年），神田秀樹 = 黒沼悦郎 = 松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール4』18頁〔近藤光男〕（商事法務，2011年）。

7) 黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第5版〕』167頁-168頁（日本経済新聞出版社，2013年），神山敏雄ほか編著『新経済刑法入門』191頁〔平山幹子〕（成文堂，2008年）。

8) 神田秀樹監修・野村證券株式会社法務部 = 川村和夫編集『注解証券取引法』1141頁-1142頁（有斐閣，1997年）。具体的には、本来は会社の計算でなすべき有価証券取引を役員または主要株主が自己の計算で行った場合が挙げられている。

は、人を欺き、あるいは、人の錯誤または不知を利用する行為との説明⁹⁾が見られ、詐欺的な行為という点で第一の立場に類似する¹⁰⁾。ただし、第一の立場については、法157条1号の『不正の手段、計画又は技巧』と同様の不明確さを指摘する見解¹¹⁾がある。

本判決は、本件開示によって虚偽の事実を公表したこと（先に整理した④）を問題とし、それは（5月6日付の開示と併せて閲覧すれば）一般投資者に錯誤を生じさせるものであると指摘していることから、第一の立場に近い判断を示しているとみることができる。

ところで、本判決が、虚偽の事実の公表を問題として法158条の「偽計」を用いたことに当たると理解したとすると、同条の「風説の流布」との区別が問題になる。この点については、「偽計」は特定少数の者に向けられていてもよいが、「風説の流布」は不特定または多数の者に向けられている必要があり、「偽計」であっても「風説の流布」には必ずしも該当しない行為は想定し得るが、「偽計」に該当しない「風説の流布」というものは観念するほうが難しいとの説明¹²⁾や『『風説の流布』は合理的根拠がなければ足りるから、『偽計』に該当しない場合もあり、『偽計』とは一部重複するのみの交差関係にある』との説明¹³⁾がある。

9) 西田典之『刑法各論 [第6版]』128頁（弘文堂、2012年）、山口厚『刑法各論 [第2版]』163頁（有斐閣、2010年）。

10) しかし、法158条における第一の立場の方が「偽計」をより広く理解するものであるとされる。たとえば、刑法における偽計概念との相違について、刑法の業務妨害罪が基本的には、被害者などの意思に働き掛けて業務活動を妨害する犯罪であるのに対して、法158条の罪が（個別の取引主体の意思を超えて）一般投資者の判断を誤らせる抽象的な危険性を処罰対象としていることに起因するとの指摘（山口厚編著『経済刑法』216頁 [橋爪 隆]（商事法務、2012年））がある。また、大隅健一郎ほか「罰則 [3]」インベストメント32巻2号63頁 [川又良也報告]（1979年）は、刑法の業務妨害罪は、（偽計を用いた）行為の結果が信用毀損とか業務妨害となることが必要で、その点から「偽計を用い」という点にしほりがかなりかかってくるのに対し、法158条については、「偽計を用い」る行為そのことが犯罪とされていることから、解釈のいかんによってはかなり広くなることを指摘する。

11) 山下友信 = 神田秀樹編『金融商品取引法概説』339頁 [後藤 元]（有斐閣、2010年）。

12) 武井一浩 = 石井輝久「日本版 10b-5 としての金商法158条 [中] ——健全な資本市場および公正な M&A 実務形成に向けて」商事法務1905号46頁（2010年）、神田ほか・前掲注(6)18頁 [近藤光男]、山口・前掲注(10)217頁 [橋爪 隆]。

13) 鈴木優典「本件判批」刑事法ジャーナル28号138-139頁（2011年）。

「偽計」と「風説の流布」の両者が重なり合う関係にあるとしても、本件における開示（虚偽の事実の公表）は TDnet により行われたもので特定少数の者向けというよりは一般投資者向けである点や虚偽の事実である点で、「風説の流布」を適用する方がより適切ではないかとの疑問が生じる¹⁴⁾。

こうした点について、証券取引等監視委員会の関係者の解説によれば、① 架空の第三者割当増資と ② 当該増資とが偽装されたものであるのに、その情を秘して資本増強が行われたとの虚偽の公表を行ったことをもって、「偽計」に当たると構成しているとの説明¹⁵⁾ がなされている。つまり、①と②を併せて、「偽計」と捉えているのであり、単なる虚偽の事実の公表にとどまらないとの理解である。また、より一般的に、虚偽の公表に先行する被告人らによる虚偽の外観の作出行為があり、虚偽の公表に先行して自らによる虚偽の外観の作出行為がある場合には、事案全体として悪質と評価され、全体が「偽計」と評価される傾向がみて取れる、との分析¹⁶⁾ もある。

「風説の流布」との区別という観点からは、量刑の理由の箇所ではあるが、本判決が「増資払込金の流出を秘し、そうしたことがないかのような開示を行わせた点に虚偽があるのであり、積極的に虚偽を作出する開示を行った事案などと比べると……」と述べている点が参考になる。これは少なくとも虚偽の事実の公表の中でも区別があることを示唆している。

すなわち、本判決では「偽計」の適用にあたって、（他の裁判例にも見られたように）虚偽の事実の公表¹⁷⁾ を重視しているように読める一方で、見方を変えれば、上述のように本件スキームによる増資払込金の流出とその秘匿についても問題にしている。これは公表された事実に関連したものであるが、そうした（不正な）行為とその秘匿が「偽計」の適用にあたって考慮されたとみることにもできる。すなわち、虚偽の事実の公表が

14) 鈴木・前掲注(13)139頁、140頁は、本件について、「偽計」に加えて「風説の流布」罪の成立を認めるべきであったとする。

15) 岡本・前掲注(2)70頁。こうした理解に対して、平山幹子「架空増資の規制について——不公正ファイナンスの規制についての序論的考察——」浅田和茂ほか編『刑事法理論の探求と発見 齊藤豊治先生古稀祝賀論文集』200頁（成文堂、2012年）は、「偽計」が必ずしも虚偽の事実を公表することを含まねばならないものではないと解されている点で、疑問を提起する。

16) 武井・石井・前掲注(12)46頁。

17) なお、本判決は「予備的訴因により認定した理由について」の箇所で、本件の払込みや増資が無効であるとは認定していない。

あったが、それは積極的に虚偽を作出する開示というものではなく、公表された事実に関連して行われた（不正な）行為およびその秘匿を伴ったうえでの（虚偽の事実の）公表であり、それが「偽計」に当たるとの理解である。これは、先に挙げた学説における第二の立場に近い理解である。

三 有価証券等の「相場の変動を図る目的」

つぎに、本判決は、有価証券等の「相場の変動を図る目的」の存否について、増資払込金の流出が公になった場合、A社の株価が暴落する要因となる可能性があることを認定し、本件開示が、実態が明らかになった場合に生ずる株価の下落を阻止し得るものと認められるとの判断を示す。そして、このような相場下落を阻止する目的は、真実が明らかになった場合に想定される本来の相場の動きを変えようとするものにほかならず、公正で自由な証券市場維持の見地から看過することはできないから、有価証券等の「相場の変動を図る目的」に当たるとする。

ところで、本判決のこの判断については、株価維持の目的も有価証券等の「相場の変動を図る目的」に含まれると判示したものであるとの説明¹⁸⁾がある。従来、法158条の「相場の変動を図る目的」については、相場の固定・維持を目的とする場合を含むか否かについて議論があった。含めることに消極的な立場は、「相場の変動」という文言の解釈として無理があるとの説明¹⁹⁾や同条の「有価証券の売買その他の取引」に含まれるものと解すればよいと説明²⁰⁾し、他方で、積極的に解する立場は、区別することの合理性は見当たらず、相場を固定する意図は、放っておけば下落する相場を上昇させようとする、あるいは、放っておけば上昇する相場を下落させようとするものであり、文言の意味としても、相場の変動を図る意図に含まれるとすることに大きな無理はないと説明²¹⁾する。

本判決の判断に対しても、同一時点のあるべき相場と比較してこれを変えることを含むと解するには無理があるとして反対する立場²²⁾と賛成する立場に分かれている。賛

18) 判例タイムズ1330号275頁以下 [解説]。

19) 大杉謙一「ライブドア事件判決の検討〔下〕——東京地裁平19・4・18判決——」商事法務1811号18頁（2007年）。

20) 平野ほか・前掲注(6)114-115頁 [土持敏裕 = 榊原一夫]。

21) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法』13頁 [久保田安彦]（金融財政事情研究会，2010年），神田ほか・前掲注(6)17頁 [近藤光男]。

22) 杉田貴洋「本件判批」法学研究84巻5号142頁（2011年）。

成する立場は、「相場の変動を図る目的」を相場から逸脱した価格の変動を図る目的と理解し、下落すべき相場を下落しないように図る目的も「相場の変動を図る目的」と理解することが適切であるとの説明²³⁾や不正行為に対する立証のハードルを下げるもので、公正な証券市場維持の観点から妥当であるとする²⁴⁾。

株価の（大幅な）下落を阻止する目的が、相場の維持を目的とする場合と同義であるとするれば、本判決は、相場の維持を目的とする場合も法158条の「相場の変動を図る目的」に含めたことになるのだろう。ここでは本判決が、株価の下落を阻止する目的が「相場の変動を図る目的」に当たるということを示した点に加えて、（真実が明らかになった場合に想定される）本来の相場の動きを変えようとする事、すなわち、本来の相場に対して現実に行われた行為の相場に与える影響を問題とし、「相場の変動を図る目的」に当たるとの判断を示した点に意義があると考えられる。

さらに、本件の被告人のような不公正ファイナンスの行為者は、引き受けた株式のより高値での売り抜けが（最終的な）目的であると考えられ²⁵⁾、そうだとすると、本判決が法158条の「有価証券の売買のため」偽計を用いたことを認めていることで十分であり、「相場の変動を図る目的」についてまで判断する必要はなかったのではないとも思われる。

また、相場の固定・維持を含めることに消極・反対の立場も、立法論としては規制されるべきであるとの認識は有している²⁶⁾。法158条の規定の沿革を考慮すれば、法159条3項の安定操作との整合性を図る観点からもそうした解決が望ましいであろう。

四 おわりに

先にも述べたように、本判決は「偽計」の意義について明らかにしていないが、「偽計」の適用に当たって発行市場における行為を問題としている点で特徴的である²⁷⁾。しかし、本件（あるいは不公正ファイナンス）では流通市場における行為についても問

23) 鈴木・前掲注(13)139頁。

24) 松岡啓祐「本件判批」金融・商事判例1376号6頁（2011年）。

25) 本判決は、量刑の理由の箇所ではあるが、被告人が「株価の下落を実際に阻止した」ことを認定する一方で、「取得したA社の新株券をできるだけ有利に売却しようと企てた」ことを認定しているが、相場の上昇目的については認めていない。

26) 大杉・前掲注(19)18頁、杉田・前掲注(22)142頁。

27) 本判決が、結論として「偽計」を適用したことに賛成する見解として、鈴木・前掲注(13)139頁、杉田・前掲注(22)141頁、松岡・前掲注(24)6頁。

題にする余地はあった。すなわち、虚偽の事実を公表して株式をより高値で売り抜けた相場操縦的行為（たとえば法159条2項3号の適用の可能性）、あるいは、発行会社の重要事実を知って株式を売り抜けるというインサイダー取引的行為も含めて問題にすることができれば、本件（あるいは不公正ファイナンス）の悪性をより実質的に把握することができたのではないかと思われる。

最後に、こうした不公正ファイナンスについては、その未然防止が重要であることはいうまでもなく、こうした観点からは証券取引所による対応も重要となってくる²⁸⁾。また、本判決では扱われていないが、不公正ファイナンスには会社法上の問題²⁹⁾も含まれていることに留意しなければならない。

〔付記〕 本研究は科学研究費補助金・若手研究（B）（課題番号24730091）による研究成果の一部である。

28) この点に関して、東京証券取引所の取り組みなどを紹介したものとして、佐々木清隆ほか「(座談会)——市場を揺るがす不適切な第三者割当——第三者割当における諸問題と抑止策を考える」Exchange Square 32号24頁以下（2010年）。また、同座談会では、不公正ファイナンスの問題について、「突き詰めれば、上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの態勢整備の問題である」との指摘もなされている（27頁 [佐々木清隆発言]）。他に、東京証券取引所自主規制法人『上場管理業務について——不適切な第三者割当の未然防止に向けて——』では、第三者割当による資金調達に関する実際の事前相談事例とそれに対する東京証券取引所の考え方が示されている。

29) たとえば、本件との関連では「見せ金」に対する会社法上の規制（とくに刑事規制）のあり方が問題となる。なお、不公正ファイナンスへの対応を扱った研究として、川崎友巳「資本制度の変容と出資行為の規律としての罰則規定——預けいと見せ金 刑事法からの分析」法律時報84巻11号26頁以下（2012年）。