

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 6 月 16 日現在

機関番号：34416

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24730091

研究課題名(和文)証券市場における複合的な違法行為 いわゆる不公正ファイナンスについて

研究課題名(英文)Multiplex illegal transaction in securities market - sham financing

研究代表者

上田 真二 (UEDA, Shinji)

関西大学・法学部・教授

研究者番号：00359770

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、いわゆる不公正ファイナンスを対象とするもので、具体的には、金融商品取引法158条の「偽計」をめぐる解釈、証券市場の制度的な課題を扱った。上記の課題遂行のため研究期間中に外国出張を行い、とりわけドイツのマックスプランク外国私法および国際私法研究所への訪問は、大変有益なものとなった。また、(不公正ファイナンスを扱った)ペイントハウス事件に焦点を当てた研究を公表し、そこでは判決の問題点を指摘するだけでなく、「偽計」の解釈について私見を示した。さらに、証券取引所が下した上場廃止の処分をめぐる事案を報告する機会を得て、そこでは証券取引所の上場規則(その効力)について検討を行った。

研究成果の概要(英文)：This study is intended to target the so-called sham financing. Specifically, this study deals with (1) the interpretation over the "fraudulent means" of the Financial Instruments and Exchange Act (Act No. 25 of 1948) Article 158 and (2) institutional issues of securities market. To accomplish these problems, I went a foreign business trip during the study period. In particular, a visit to the Max Planck Institute for Comparative and International Private Law in Germany became very useful for this study.

Then, I have published a study (dealing with sham financing) about the case of Painthouse. In the study, I not only pointed out the problems of the ruling, but also showed the personal opinion about the interpretation of "fraudulent means".

In addition, I had the opportunity to report the cases over the disposal of delisting that stock exchange ordered. I have examined the listing rules of the stock exchange in the study.

研究分野：金融商品取引法

キーワード：不公正ファイナンス 偽計 market abuse

## 1. 研究開始当初の背景

(1)研究代表者はこれまで、主として、インサイダー取引規制に関わる研究を行ってきた。具体的には、インサイダー取引が行われた場合の民事救済、インサイダー取引の規制原理である「開示または断念の原則」についての批判的検討、インサイダー取引を規制する根拠、ほかにも自己株式の取得・処分とインサイダー取引規制という会社法との交錯領域に関わる研究について、論文を公表してきた。これらは、金融商品取引法の不公正取引規制に関わる分野の研究でもあった。

他には、目論見書に虚偽記載等があった場合の損害賠償責任に関わる研究も行い、(金融商品取引法の)情報開示規制の分野についても研究の対象を拡げつつあった。

(2)本研究の対象である、いわゆる不公正ファイナンスは、(法律上の定義があるわけではないものの)上場会社による発行市場での第三者割当増資や新株予約権発行などを悪用した、流通市場での不公正取引であるとされている。典型的には、有価証券届出書やタイムリーディスクロージャー等の虚偽記載、株式発行後の風説の流布、インサイダー取引等が行われたりしている。これは、発行市場および流通市場の双方における違法な行為が含まれているが、虚偽の情報開示の側面と不公正取引の側面を併せ持った行為でもある。この不公正ファイナンスに対して、証券取引等監視委員会は、金融商品取引法 158 条の偽計を適用して、摘発を進めていた。

(3)不公正ファイナンスに関する先行研究は、主として第三者割当増資に関わる会社法の側面からなされ(たとえば、取締役会決議のみで募集株式の発行が行えることについて等)金融商品取引法の側面や証券市場の問題点といった側面からアプローチする研究はほとんど見られなかった(なお、やや異なる観点からの研究として、株式の仮払込みをめぐる研究は多くなされていた)。また従来、金融商品取引法 158 条の「偽計」について、必ずしも統一した理解や解釈があったわけではなく、学説レベルでの議論もあまり行われてこなかった(これは同法 157 条の一般的な詐欺禁止規定をめぐる研究が多いことと対比的であった)。

(4)このように不公正ファイナンスは、先行研究の状況や実際上の問題性のみならず、研究代表者のこれまでの研究対象との関連からも非常に興味深く、また、これまでの研究を発展させることのできるテーマでもありと考へて、研究対象とした。本研究では、とりわけ(実際、積極的に適用されている)金融商品取引法 158 条の「偽計」について分析・検討を進めるものである。

## 2. 研究の目的

(1)本研究は、先にも述べた通り、証券市場における複合的な違法行為、いわゆる不公正ファイナンスを扱うものである。具体的には、証券市場を利用した上場会社による第三者割当増資等を悪用した、この不公正ファイナンスは大きな問題となっており、実際にそれらは多様な形態で行われている。

(2)そのことを前提に、本研究はまず、不公正ファイナンスを類型化することを目的とする。具体的には、これまでに証券取引等監視委員会によって告発等されてきた事案を採りあげる。

(3)次に、不公正ファイナンスは証券取引等監視委員会により金融商品取引法 158 条の「偽計」取引として摘発されているが、複数の違法行為が組み合わさったそれらの行為を「偽計」取引(同法 158 条)として適用することが適切か、法的な観点からの検討も目的とする。

より具体的に、EU 法およびイギリスの金融サービス法に着目する。いずれも相場操縦およびインサイダー取引を「市場阻害(market abuse)」行為(または市場濫用行為)として把握し法規制を及ぼしているが、本研究は EU 法やイギリス法の規制(条文)をみるのではなく、規制の理念や背後にある考え方を学び取ることを目的とする。さらには、わが国の刑法学の知見を参照し(わが国の刑法には、233 条の偽計業務妨害罪など、「偽計」をめぐる参考となる議論がある)より多角的に分析することを試みる。

(4)さらに、本研究は、不公正ファイナンスが行われる証券市場をめぐる制度上の問題点(上場制度や会計監査人の監査など)への言及を試みることも目的としている。

たとえば、経営不振の上場会社を退場(上場廃止)させる仕組みに問題がないか、すなわち証券取引所の上場規則を採り上げることになる。ただし、いわゆるソフトローの研究が進んでいる近時、上場規則を採り上げることに新しさはないものの、上場廃止をめぐる問題は決して軽視できないものであると考へている。

ほかにも、公認会計士・監査法人の監査や(会社法上の)監査役による監査の問題についても検討を加えたい。不公正ファイナンスの未然防止の観点からは、上場会社の(代表)取締役による当該行為を監査する立場にある者の責任等も問題とならざるを得ないと考へるからである。

## 3. 研究の方法

(1)本研究は、文献・資料の収集からその分析や検討が中心となり、論文の作成および公表に向けて進めていくもので、この点でオーソドックスなものである。しかし、他方で、

独自性のある方法(以下の( )( ))と(法学における)伝統的な方法(以下の( ))を組み合わせた形を採っている。すなわち、それらは、類型化の作業、)法的な観点からの検討、証券市場に関わる制度的問題への言及、の3つで構成される。以下では、それぞれ ~ について詳説する。

(2)まず、不公正ファイナンスは、裁判という形だけでなく、金融庁の審判においてその事実等の詳細が明らかになることも多く、本研究では事案の類型化に際して審判事例の分析も行う。なお、裁判例(東京地裁平成22年2月18日判決(判例タイムズ1330号275頁))については、下記の発表論文等にある通り、個別に採りあげ研究を行った。

つぎに、法的検討の側面については、比較法的手法を採用する。とりわけ、金融商品取引法の分野ではアメリカ法を比較対象として研究が行われることも多いが、本研究はEU法やイギリスの金融サービス法に着目する。そのため、研究期間中にイギリスおよびドイツに行き、文献および資料の収集および現地での研究者との交流を行った。

なお、外国文献・資料については、電子データベース等を活用し、収集を行った。

さらに、証券市場に関わる制度的問題点への言及も目的としているが、金融商品取引法に限らず、刑法学や証券経済学など隣接する領域や分野の知見を参照あるいは援用する。

この観点からは、文献・資料の収集について、「偽計」を規定する)金融商品取引法に限らず進めることとなった。

#### 4. 研究成果

(1)まず、本研究において最も有益であったことは、平成25年度に、ドイツ・ハンブルクのマックスプランク外国私法および国際私法研究所へ訪問したことであった。同研究所において、文献・資料の調査を行い、本研究に有益な文献等(たとえば、Emilios Avgouleas, *The Mechanics And Regulation Of Market Abuse: A Legal And Economic Analysis* など)に接することができた。さらに、それだけでなく、同研究所の研究者と意見交換する機会を得て、EU法や(本研究にとって重要な分析対象である)market abuseに対する規制への理解が深まることとなった。

また、平成26年度に調査訪問したイギリス・ロンドンの大英図書館でも、Practitioner's Guide to the Law and Regulation of Market Abuseなどの実務的な文献に接することができ、(具体的には、market abuseの理解を図る点で)大変有益であった。

EU法やイギリス法では、market abuseとして、相場操縦とインサイダー取引の2つが挙げられ、この2つを中心に規制が行われて

いる。わが国における不公正ファイナンスおよびそれに適用される「偽計」とは、market abuseの中では相場操縦に分類できるのではないかと考えるに至った。

(2)次に、発表論文等について、平成24年度に、「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 - 」と題する判例研究を公表した。これは、先にも触れた東京地裁平成22年2月18日判決(判例タイムズ1330号275頁)を素材にしたもので、上記の本研究の目的にある不公正ファイナンスの類型化の一環として位置付けられる。

この研究に当たっては、不公正ファイナンスの実態把握を行った。その結果、7件の事案が告発対象となり、うち1件が(この研究で採りあげた)裁判例として公刊されていることが分かった。

本判決は、不公正ファイナンスの発行市場における部分を問題とし、現行の金融商品取引法158条の偽計を適用した。しかし、そもそも偽計の意義を明らかにしていない点(この研究の中で「偽計」の解釈に関わる私見を示している)、流通市場における(違法)行為を問題としていない点で、その判断には疑問が残るものであった。

(3)また、学会発表等として、平成25年度に、上場廃止の意思表示禁止等の仮処分命令申立て、と題する報告を京都大学商法研究会において行った。これは、上記の本研究の目的にある不公正ファイナンスの証券市場をめぐる制度上の問題を検討するものと関連する。

この報告では、経営不振の上場会社において行われた株式交換が上場廃止基準に抵触すると証券取引所から認定され、上場廃止の処分を受けたことについて、当該会社が上場廃止の効力を停止すること等を求めた事案を扱った。

具体的には、証券取引所の上場規則の効力を検討することで、その有効性を判断する枠組みの当否、証券取引所の上場廃止の審査のあり方等を明らかにした。

次に、平成26年度には、会社の損害に関する一考察と題する報告を関西大学法学研究所総合研究会において行った。具体的には、インサイダー取引などの会社をめぐる不祥事を素材に、コーポレート・レピュテーションの毀損を会社の損害として捉えられるかという問題を扱った。

(4)最後に、上記の会社の損害に関する一考察と題する報告に関連して、平成26年度に「インサイダーに対する未然防止体制の構築義務について」と題する論文を(下記の図書に記載の)『会社法改正の潮流』という書籍の中で公表した。

5. 主な発表論文等  
(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 1 件)

上田真二、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 - 、関西大学法学論集、査読無、Vol.63、No.2、2013、pp.166-178

〔学会発表〕(計 2 件)

上田真二、会社の損害に関する一考察、関西大学法学研究所総合研究会、2014年12月6日、関西大学(大阪府)

上田真二、上場廃止の意思表示禁止等の仮処分命令申立て、京都大学商法研究会、2013年10月19日、京都大学(京都府)

〔図書〕(計 2 件)

上田真二 他、法律文化社、会社法の道案内、2015、pp.24-69

上田真二 他、新日本法規出版、会社法改正の潮流、2014、pp.112-125

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

上田 真二(UEDA Shinji)

関西大学・法学部・教授

研究者番号：00359770

(2)研究分担者

( )

研究者番号：

(3)連携研究者

( )

研究者番号：