

判例研究

〔商法 五一三〕

平成一八年改正前証券取引法一五八条の、有価証券の売買のため偽計を用いたこと、および有価証券の相場の変動を図る目的で偽計を用いたことに当たるとされた事例——ペイントハウス事件——

（東京地判平成二二年二月一八日（控訴）
平二一特（わ）一四六九号証券取引法違反被告事件
判例タイムズ一三三〇号二七五頁）

〔判示事項〕

一 上場会社において株式発行の払込金を何の対価もなく直ちに流出させることを予定し、現に流出させたにもかかわらず、その情を秘し、適時開示情報システムにおいて増資がなされた旨および資本増強が行われた旨の開示をしたことが、虚偽の事実を公表させたものとして、平成一八年改正前証券取引法一五八条の「偽計を用い」たことに当たるとされた事例

二 相場的大幅な下落を回避する目的が、平成一八年改正前証券取引法一五八条の「有価証券等の相場の変動を図る

目的」に当たるとされた事例

〔参照条文〕

平成一八年改正前証券取引法一九七条一項七号・一五八条

〔事実〕

被告人は、投資顧問業等を営むX株式会社（以下「X社」という）の代表取締役であった。

A株式会社（以下「A社」という）は、塗装、住宅リフォーム等の事業を営む会社で、ジャスダック証券取引所（以下「ジャスダック」という）に株券を上場する会社で

あった。同社は、平成一六年八月期に大幅な債務超過に陥り、同社の依頼を受けた被告人が、同年一〇月ころから、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。同社は、ジャスダック所定の規則に基づき、会社情報の適時開示を、TDnet（東京証券取引所の適時開示情報システム）により行っていたが、被告人の指導援助等を受けるようになり、同開示についても、その開示資料について事前に被告人の確認、了承を得た上で行うこととされていた。

平成一七年一月、A社は、二〇〇億円の債務を一括弁済しなければならぬ事態に陥り、また、同月、同社株券が管理ポストに割当てられるなどして、株価が急落、同年二月の株式時価総額が五億円を下回ることとなった。上場廃止基準では、同年五月末までに株式時価総額を五億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。

被告人は、A社の上場廃止の回避について、第三者割当増資により株式時価総額を五億円以上に回復させることを計画し、A社役員らにこれを受け入れさせ、平成一七年四月下旬ころ、被告人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）をその引受人とすること

とした（以下当該第三者割当増資を「本件増資」という）。本件増資では、A社授權枠上限の四七万三六五株の新株を発行することとし、このうち一九万二三六五株はX社がA社に対して有する債権約二億三六二二万円をB組合に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）により、残りの二七万八〇〇〇株については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。しかし、被告人は、B組合が取得するA社新株全てを、取得後に市場で売却する予定であった。

同年五月六日、A社は、本件増資の内容とこれを行う理由等をTDnetにより公表し、新株予約権行使による払込金の用途は、①不採算店舗の撤退費用（約一・五億円）、②経常運転資金（約二・〇億円）等を予定しているとした。ところで、被告人は、平成一六年五月ころから、ソフトウェア販売等の事業を営むD株式会社（以下「D社」という）の指導援助も行っていた。そして、同社の平成一七年三月中間決算を粉飾しようと考えた。

被告人は、本件増資の払込金としてA社に入金される三億四一三万八千円は自己が借り入れにより調達し、これを早期に回収することを考えた。被告人が実質的に支配する特別目的会社F（以下「F社」という）が、D社に約三億三

五十二万円の債権（E銀行が有していた同債権をF社が同年三月に一億円で買い取ったもの）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、その売上げを中間決算期末以前のものとして遡及計上することで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。その際、被告人は、増資払込金の額とF社のD社に対する債権額がいずれも三億円余りであったこと等から、A社とD社との間の売買代金額を三億円程度とすることにした。D社において、売上げを遡及計上するには、遡及させた日付の検収書の発行が必要であったことから、A・D間の売買にC社を介在させることとした。

平成一七年五月下旬ころ、被告人は、A社代表取締役らに対し、ソフトウェア購入代金名目で三億三〇七五万円をC社の口座に振り込むよう指示し、他方、同じころ、D社の担当者に対し、その三億三〇七五万円を、F社のD社に対する債権の一部の弁済として、F社常任代理人宛に送金するよう指示した。さらに、F社常任代理人に対し、受領後、それをX社に送金するよう指示した。

同年五月二五日、被告人は、B組合名義で二七八万円を払い込んでA社の新株予約権を取得した。また、同日ころ、被告人と同様にD社の支援等をしているGに、三億二〇〇万円の借入れを申し込み、その際、「A社からD社に流した後は、E銀行から買い取った債権の一部弁済として戻してもらおうから、二日か三日で返せると思う」旨告げ、承諾を得た。

被告人は、同月二六日午前中、B組合による新株予約権行使にかかる払込金として、Gからの借入金の一部を含む三億四一三八万四〇〇円を、B組合預金口座からA社別段預金口座に振り込み、二七万八〇〇〇株の新株を取得した。同日、デット・エクイティ・スワップによる一九万二三六五万株の新株も取得した。

A社は、翌二七日、前記払込金のうち三億三〇七五万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おらず、売買としての実体はなかった。D社に送金された三億三〇七五万円はその一部が、同日中に、予定どおり、D社からF社常任代理人を介してX社の預金口座に送金された。被告人は、

前日借り入れた三億二〇〇万円を、Gに返済した。

A社は、五月二六日午後、TDnetにより、次のような開示を行った。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、同日付けでB組合がA社の主要株主である筆頭株主になったことのほか、B組合の所有議決権（所有株式）数およびその割合等が記載されていた（以下「五月二六日開示」という）。また、同月三一日には、「当社株式の時価総額及び今後の展開等について」との表題で、「今後及び実施中の事業展開および「ママ」事業計画の改善」中、「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。（後略）」との開示を行った（以下「五月三一日開示」といい、五月二六日開示と併せて「本件開示」ともいう）。

いずれの開示についても、A社取締役企画管理部長が内容を決定して実施したものであるが、被告人は開示前にその内容の報告をA社から受け、了承していた。

被告人は、平成一七年六月一日から同年八月二四日まで

の間に、B組合名義で取得したA社株式四万三千六五株を、合計九億六一七九万五二四八円で全て売却した。また、D社は、前記の架空検収書を利用するなどして、同年三月中旬決算が黒字であった旨の虚偽の公表をした。

〔判 旨〕

一 公表事実の虚偽性および偽計該当性

「本件開示を一般の投資家が閲覧した場合、「中略」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「A」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、「中略」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考えるのが通常と思われる。）」

「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。」

「被告人は、「中略」A社役員らを道具として、虚偽の事実を含む本件開示をさせたものといえることができる。」

二 A社株売買のためおよび相場変動目的の存否

「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、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「中略」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。」

「被告人は、「中略」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、「中略」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

「本件公訴事実のうちの犯行の企図に関する部分「中略」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。」

〔研究〕

結論に賛成

一 本件は、上場会社の経営指南役が、会社の資本増加（新株予約権の第三者割当発行とその権利行使による新株発行、およびデット・エクイティ・スワップの方法による新株発行）に際して、株金払込の直後に売買取引の形式を装って資金を社外に流出させ自身に還流させる計画の下に、これを実施し、他方で、証券取引所の規則に基づく適時開示において増資ないし資本増強がなされた旨の開示をさせ、さらに新株発行によって取得した株式をその間に売却することを計画し、これを実行し、あるいは上記開示を大幅な株価下落阻止の目的で行わせたとして、これら一連の行為が平成一八年改正前証券取引法一五八条（罰則は一九七条一項七号）の禁止行為に当たるとされた事案である。すなわち、一五八条が「何人も、有価証券の「中略」売買「中略」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、「中略」偽計を用い」ることを禁止しているところ、増資ないし資本増強がなされた旨の開示は、実質的に資金確保がない本件では虚偽の事実を公表して「偽計」を用いたことに当たり、この開示の目的が、自己の株式売買を有利にすること、または株価下落を阻止することにあり、

「売買のため」、ないし「相場変動目的」に当たるとしたものである。

経営不振に陥った上場会社に資金調達をアレンジするなどとして近づき、これを事実上支配し、カネを引き出すための「箱」として利用する行為、いわゆる「不正ファイナンス」が横行し、証券取引等監視委員会（以下「証券監視委員会」という）も現在、その監視を最優先課題としていることが伝えられている（佐々木清隆「不正ファイナンスへの対応（その1）（その2）」会計・監査ジャーナル六五八号（平成二二年五月）一一二頁以下、六五九号（平成二二年六月）七七頁以下、岡本宰「不正ファイナンスに係る偽計の告発」金融法務事情一九〇〇号（平成二二年六月）六四頁以下、証券監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況（平成二二年）」（平成二二年七月）九頁）。同委員会は、不正ファイナンスにはこの一五八条の適用により対応することが適当であるとしている。すなわち、箱として上場会社を使って架空増資、相場操縦、風説の流布、粉飾決算などが行われる場合に、これを全体として捉え、市場・投資家を欺く行為として一五八条の適用を考えることが有効であるとする。本事案は、典型的な不正ファイナンスの事案であるとされる（岡本・前掲六六頁）が、

これに同条項を適用することの妥当性について以下検討する。二では最近の一五八条の運用を確認し、三では偽計の意義と本件への適用を検討し、四では相場変動目的の意義と本件への適用を検討する。

なお、上場会社の第三者割当をめぐることは、平成二十一年八月より、東京証券取引所が、各種規制を強化し、あるいは、第三者割当を実施しようとする会社には事前に取引所に相談するよう要請し、その必要性、資金の使途、発行条件、割当先の適切性等の確認を実施しているとのことである（東京証券取引所「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―」（平成二十二年九月）、岩本奈応「不適切な第三者割当の未然防止に係る取組み」商事法務一九一三号（平成二十二年一月）三四頁以下参照）。その後、他の取引所でも規制の強化が図られている。

二 証券監視委員会が偽計に当たるとして告発している事件（不公正ファイナンス事案とされるもの）には、本件のほか二件ある。ユニオンホールディングス事件（証券監視委員会・前掲一一四頁以下）は、ユニオンホールディングスの増資新株を引受け、これを見せ金の方法で払い込み、同社の株価を上昇維持させた上で引き受けた株式を売却するため、虚偽の事実を公表するなど計画し、実行したものの

である。資本増強があったとする虚偽の事実を公表し、もって有価証券の売買と相場の変動とを図る目的をもって偽計を用いたとされる事件である。また、トランスデジタル事件（証券監視委員会・前掲一一七頁以下）は、トランスデジタル発行の新株予約権について、その行使に係る払込みを仮装して新株を発行しようと計画し、実行したものである。適法な新株発行が行われた旨の虚偽の事実を公表し、もって有価証券の取引のため偽計を用いたとされる事件である。いずれの事件についても、架空増資として公正証書原本不実記録・同供用罪でも起訴されているようである（岡本・前掲七二頁）。

従来、架空増資については、公正証書原本不実記載ないし同記録罪に問われることが通例であったところ、証券監視委員会としては、架空増資と虚偽の情報開示により市場の公正と投資者の利益を損なったものとして金融商品取引法の犯則行為たる偽計と捉えることが適当と判断しているとのことである（佐々木・前掲「その2」七七頁、岡本・前掲七二頁）。こうした姿勢を支持するものも見られる（木目田裕「弁護士からみた証券取引等監視委員会の法執行」金融法務事情一九〇〇号（平成二十二年六月）九三―九四頁、武井一浩Ⅱ石井輝久「日本版10b-5としての金融

法一五八条〔下〕「商事法務一九〇六号（平成二二年八月）一〇四頁以下）。また、学説では、かねてより、一五八条を包括的な詐欺禁止条項として活用しうることを指摘するものがある（黒沼悦郎『金融商品取引法（第4版）』（平成二三年二月）一六二～一六三頁）。その一方で、経済活動の萎縮を懸念してこうした解釈に反対するものもある（大杉謙一「ライブドア事件判決の検討」〔下〕「商事法務一八一号（平成一九年九月）一九頁。また、神山敏雄「続・商品取引所法改正の経済刑法上の検討」ジュリスト九六二号（平成二年九月）八四頁参照。）。しかし、刑法典には同様の文言を用いた規定があり、解釈判例の蓄積もあることから、この規定を用いることに障碍はないと思われる（武井・石井・前掲一〇八頁）。また、前後の規定との重複・整合性の問題もある（神田秀樹（監修）『注解証券取引法』（平成九年一月）一一三六頁以下、笠原武朗「判批」ジュリスト一一五二号（平成一年三月）一七五頁、品谷篤哉（稿）川村正幸（編）「金融商品取引法第3版」（平成二二年二月）五四四～五四五頁参照）が、それは一五八条が戦前の取引所法三二条の四を戦後引継いだという沿革によるもので、むしろ法適用の漏れをなくし市場機能を守ることに肝要と言うべきであろう（久保田安彦（稿）岸田雅雄

（編）『注解金融商品取引法第3巻』（平成二二年一月）三頁以下）。

三 これまでの裁判例において偽計が認定されたもの（証券監視委員会・前掲二二六頁以下による）としては、以下のものがある。①クレスベール証券事件（東京簡判平成二二年三月二二日）は、プリンストン債（非上場）販売に当たり、「当局の承認が得られている商品」との虚偽の資料を使用した事案である。有価証券の売買その他の取引等のための偽計と認定されている。②ドリームテクノロジーズ事件（広島簡判平成一五年三月二八日）は、ドリームテクノロジーズ株式会社の株券（上場）について、インターネット上で募集した会員に対し、売買推奨等の虚偽のメールを送信して相場の変動を図り、同社株式を売買して利益を得ようとした事案である。相場の変動を図る目的での、風説の流布と偽計とが認定されている。③エムティーシーアイ事件（東京地判平成一五年七月一四日）は、公募増資に際して、発行会社（非上場）が一般投資家に対して、セミナー講演などにおいて虚偽の事実を公表した事案である。有価証券の売買その他の取引等のための偽計と認定されている。④メディアリンクス事件（大阪地判平成一七年五月二日）は、メディアリンクス社（上場）の株価を騰貴させ

る目的で、実際には払込みがなされていないのに転換社債型新株予約権付社債の払込みがあったと公表し、また、一部転換がなされたという虚偽の公表をした事案である。相場の変動を図る目的での、風説の流布と偽計とが認定されている。⑤ライブドア事件（東京地判平成一九年三月一六日・判例時報二〇〇二号三一頁、東京高判平成二〇年七月二五日・判例時報二〇三〇号一二七頁）は、ライブドア社（上場）の株価の維持上昇と同社子会社の株式の売買のため、当該子会社の行う株式交換の交換比率について虚偽の内容の公表を行い、また、ライブドア社の四半期業績について虚偽の事実を公表したなどの事案である。相場の変動を図る目的および有価証券の売買その他の取引等のための、風説の流布と偽計とが認定されている。⑥アイ・シー・エフ事件（大阪地判平成二〇年一〇月一〇日）は、アイ・シー・エフ社（上場）が株式交換実施に際し、対象会社の企業価値を過大に評価し、虚偽の事実を公表した事案である。有価証券の売買その他の取引等のための偽計が認定されている。

いずれの事件においても虚偽の内容を公表したことが認定されており、本件判旨もまた、虚偽の事実を公表したことを認定している。判旨が、偽計の成立に虚偽の事実の公

表を要すると解するものであるかは判然としないが、これまでの下級審判例の流れに従ったものであろう。判旨は、増資をした旨および資本増強をした旨の本件開示について、「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ものであるから、「中略」虚偽の事実を公表して「偽計」を用いたことに当たる」とする。しかし、他方で、本件増資の効力について無効とするに足りる証拠はないとしてもしており、そうであるとすると、少なくとも増資完了の開示については、そのこと自体に虚偽はなかったことになるし、「資本増強」なる言葉遣いは誤導的ではあるものの、やはりこれも虚偽とまでは言えないように思われる。

もっとも、偽計とは、これを狭く解する立場によっても、錯誤を生じさせる詐欺的ないし不公正な策略、手段に限定されるとされ（川又良也（報告）大隅健一郎ほか「座談会・証券取引法研究会第9章罰則〔3〕」インベストメント三三二巻二号（昭和五四年四月）六〇・六三頁、土持敏裕・榊原一夫（稿）平野龍一ほか（編）『注解特別刑法補巻（2）』（平成八年五月）一一五頁、久保田・前掲一二頁）、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。たとい開示された情報自体は真実であったと

しても、断片的な情報を流すことによって投資者を誤導する意図があれば、それによって偽計に当たると言ってもよいであろう。あるいは、本件では、実体のない売買によって払込金を払込みの直後に流出させ、しかもそれを自身に還流させたものであって、払込みは本件開示のための「見せ金」に過ぎないものであった。これら一連の行為を全体としてみれば、他の投資家への詐欺的ないし不公正な策略、手段が用いられたと評価することは可能というべきであろう。いずれにせよ、結論として偽計の成立を認めることに問題はなと考える。

なお、判旨は、A・D間の売買取引について、「外觀上」支払を偽装したとしているが、この取引の内容については市場向けの開示をした訳ではないから、ここで言う「外觀」とは、A・Dの取引当事者において、そのように装ったという趣旨であろう（D社においては、これを中間決算に売上げ計上し、その中間決算を公表しているようであるが本件偽計とは関係がない）。

四 判旨は、「株価の大幅な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」であって、「有価証券等の相場の変動を図る目的」に当たるとしている。「株価の維持」目的

も、相場変動目的に当たるとした裁判例としては、三⑤東京地裁判決がある。学説には、これを肯定する見解もある（久保田・前掲一三頁）。すなわち、区別することに合理性は見当たらず、相場を固定する意図とは放っておけば下落・上昇する相場を上昇・下落させようとすることであり、文言上も大きな無理はないとする。これに対して、反対する見解は、一五九条三項の文言（相場の釘付け、固定、安定）との対比からしても、そのように解することには難があるとする（土持・榊原・前掲一四一―一五頁、大杉・前掲一八頁）。「相場の変動」とは、現在の相場から事後に予想される相場、つまり異時点の相場を変えることを意味するものであって、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であろう（立法論としては別論）。株価下落阻止を相場変動目的に含める解釈には賛成しかねる（有価証券の売買のための偽計は認定しうる）。

五 以上のとおり、本件において、相場変動目的を認めた点には疑問があるが、有価証券の売買のため偽計を用いたということはできるから、一五八条の禁止行為に当たるとして有罪とした結論に賛成して良いと考える。

杉田 貴洋

【追記】脱稿後、証券監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況」同委員会HP（平成二十三年六月）に接した。同二一三六頁によれば、本件について、東京高判平成二十二年一月三〇日は、原判決が認定した犯罪事実には誤認はなく、原審量刑が不当とはいえないなどとして、被告人による控訴を棄却し、さらに、最判平成二十三年三月二三日は、被告人による上告を棄却したとのことである。また、〔研究〕二に示した二事件についても既に判決があり確定したようである（同二一三五～二一三六頁）。その後、偽計により告発されたものとして株式会社エフオーアイ公募増資事件がある（同二一三八～二一九頁）。なお、証券監視委員会「告発の現場から⁽¹⁰⁾」同委員会HPは、併合罪とすることにより重い処罰が可能となることを指摘する）。