

若林泰伸氏博士学位申請論文審査報告書

早稲田大学大学院法学研究科博士後期課程在学中(前法学部助手、現21世紀 COE 客員助手、2004年4月より國學院大學法学部専任講師)の若林泰伸氏は、早稲田大学学位規則第7条第1項に基づき、2003年1月14日、その論文『証券発行市場規制の研究』を早稲田大学大学院法学研究科に提出して、博士(法学・早稲田大学)の学位を申請した。後記の委員は、上記研究科の委嘱を受け、この論文を審査してきたが、審査を終了したので、ここにその結果を報告する。

1 本論文の構成と内容

本論文は、これまでわが国においてほとんど研究されてこなかった証券発行市場の実体的規制を検討対象とする。本論文は、証券発行市場規制について多くの経験を有し、豊富な規制体系を有するアメリカ連邦証券諸法を参考に、証券発行市場に関する不公正取引規制および投資家の平等取り扱いに関する規制を詳細に検討し、わが国証券発行市場法制のあり方を論じたものである。

本論文は、「一、証券発行市場と相場操縦規制」、「二、証券取引法における公正な公募について」および「三、株式公開前の第三者割当増資について」の三部から構成されている。以下、その概要を紹介する。

(1) 「一、証券発行市場と相場操縦規制」は、法研論集に9回にわたって連載された主論文である。ここで若林氏は、アメリカ合衆国証券取引委員会(SEC)が1996年に制定したレギュレーションMと呼ばれる証券発行に関する相場操縦規制について詳細に検討した上で、わが国の証券発行に関する相場操縦規制の具体的制度論を展開している。

わが国の証券取引法相場操縦規制論はこれまで、証券取引法159条2項1号の適用要件である、誘引目的と変動取引の解釈を中心に展開されてきており、そこでは、取引が頻繁に行われる市場性の高い流通市場のみを対象に、相場操縦問題が論じられ、判例・解釈論が展開されてきた。しかし、こうした判例及び解釈論の立場は、取引量の少ない取引所市場、マーケット・メーカー制を採用する店頭市場、およびプリミティブな店頭市場等における相場操縦に妥当しう議論ではなく、さらに発行市場や公開買付市場における相場操縦という発想は認められてこなかった。証券発行市場においても、「買い」という投資判断を歪めることによって発行市場機能を阻害させることができるのであるから、証券発行を容易にするための相場操縦を観念しうるのであり、さらに発行市場が流通市場の存在を前提にしている場合には、流通市場の歪曲を通じた発行市場の歪曲という状況が問題になる。「一、証券発行市場と相場操縦規制」の第一章「はじめに」では、こうした日本法の現状に対する批判的視点が示され、この問題を考察するうえで格好の素材を提供するSECのレギュレーションMの沿革、内容等を詳細に検討することの必要性が示されている。

(2) 第二章「レギュレーションMについて」では、まずレギュレーションMが Rule 100

から Rule 105 の 6 つのルールからなり、それぞれ Rule 100 は定義規定、Rule 101 は引受人等の分売参加者による証券発行の際の買付等の規制、Rule 102 は発行者・売出入等による証券発行の際の買付等の規制、Rule 103 は、証券発行に利害関係を有するマーケット・メーカーによる受動的マーケット・メーカーによる受動的マーケット・メーカーによる受動的マーケット・メーカーの規制、Rule 104 は安定操作の規制、そして Rule 105 は証券発行の前の空売りおよび証券発行で証券を買い付けて空売りを買戻す形態の相場操縦的な空売りの規制を定めるものであることが簡潔に紹介されている。第二章は、第一節「レギュレーションM制定以前の証券発行に関する相場操縦規制の概要」、第二節「レギュレーションM制定の背景とその趣旨」、第三節「レギュレーションMの概要」、第四節「Rule 101」、第五節「Rule 102」、第六節「Rule 103」、第七節「Rule 104」および第八節「Rule 105」の順に述べられ、レギュレーションMが詳細に検討されている。

まず、第一節「レギュレーションM制定以前の証券発行に関する相場操縦規制の概要」において、レギュレーションMが制定される前に存在していた Rule 10b-6、Rule 10b-7、Rule 10b-8、Rule 10b-6A および Rule 10b-21 の沿革と概要が示されている。

アメリカ連邦証券諸法は相場操縦の防止をその重要な法目的の一つとしており、あらゆる種類の相場操縦に対処するために SEC に広範な規則制定権限を与えているが、SEC は「証券発行」が相場操縦の機会およびインセンティブのある局面であると判断してきており、それが 1955 年の Rule X-10b-6、Rule X-10b-7 および Rule X-10b-8 の 3 つのルールに結実した。これらのルールは時代の変遷とともに証券市場の実態にそぐわなくなってきたため、1955 年以降たびたび改正が行われており、その後さらに 2 つのルール (Rule 10b-6A および Rule 10b-21) が追加された。

第二節「レギュレーションM制定の背景とその趣旨」では、上述の 5 つのルールに改革が加えられることとなった背景ならびにレギュレーションM制定の経緯と趣旨が説明される。まず、レギュレーションM制定の背景としては、店頭市場の拡大、情報・通信テクノロジーの高度な発展、取引所および NASD による不公正取引監視システムの強化、派生商品の増加、機関投資家の台頭、金融コングロマリットの存在、分売プロセスの変化ならびに市場のグローバル化があげられており、こうした証券市場の変貌が従来の広範な予防的制限の意義を減少させることとなったとされる。次に、従来の規制を改革しレギュレーションMを制定した趣旨として、第一に従来のルールが売付申込参加者に課していた過剰な費用と負担を取り除くこと、そして第二に、従来のルールを現代化することが指摘される。第一の予防的・制限的規制の緩和は、証券市場の透明性の向上および市場開設主体の監督能力の向上によって達成されたとされるが、SEC は予防的な規制アプローチが証券発行に関する相場操縦規制にとって最も効果的であり、予防的・制限的規制の緩和がなされても、一般的な不公正取引禁止規制が適用されると考えているのであり、この点の評価はアメリカ証券規制の総合力およびその規制の実質との関係で捉えるべきであるとされる。

第三節「レギュレーションMの概要」では、Rule 101 から Rule 105 の各ルールが概略的に紹介される。そして、第四節「Rule 101」以下で各ルールが詳細に検討されている。

まず、第四節「Rule 101」ではこのルールが、分売に関連して、分売参加者および利害関係者が直接または間接に、制限期間中適用証券について、買付申込みもしくは買付または他者に対する買付申込みもしくは買付の誘引を行うことを禁止するものであり、とりわけ市場取引を行う金融仲介機関をターゲットにしたものであることが述べられる。そして、Rule 101 が規制する相場操縦は、引受人等の分売参加者またはその利害関係者が、売付申込の直前またはその期間中に、発行価格を上昇させ、あるいは売付申込を成功させるために、流通市場において証券の価格を上昇させ、あるいは証券について広範な需要が生じているとの虚偽の印象を与える類型の相場操縦であり、その規制目的は証券の分売に参加する者が、分売を容易にするために証券市場を人為的に歪める行為を防止し、独立した価格形成メカニズムとしての流通市場機能を確保することであるとされる。その上で、こうした目的を達成するために SEC が設けている Rule 101 の各適用要件が、その前身たる Rule 10b-6 における議論・実務を参考にして詳細に分析される。具体的には、分売概念、禁止行為、適用対象者、制限期間、適用証券・適用除外証券、適用除外取引および主観的要件についてその内容・意義・機能等が考察されている。

第五節の対象となる「Rule 102」は、原則として、発行者・売出人およびその利害関係者が、分売に関連して、制限期間中、適用証券について、買付申込・買付または買付申込の誘引・買付の誘引をすることを禁止するルールである。証券発行者・売出人およびその利害関係者の相場操縦のインセンティブは、Rule 101 の適用対象者である金融仲介業者のそれよりも強いと認められるため、Rule 101 よりもより制限的な規制が課せられている。

第六節の「Rule 103」は、Nasdaq 証券に限定して適用されるルールであり、マーケット・メーカー制の下における証券発行に関する相場操縦規制である。Rule 103 は、原則として、Nasdaq 証券の分売に利害関係を有する受動的マーケット・メーカーが、制限期間中に、分売に利害関係のない者が出す最高価格の買呼値を超えて買呼値を提示し、あるいは買付を実行することを禁止する。Rule 101 を形式的に適用すると、Nasdaq のマーケット・メーカーはマーケット・メーカーを中止しなければならず、Nasdaq 証券の流動性が低下し、あるいはなくなってしまうかねない。Rule 103 は、こうした流動性の低下ないし欠如の補完を認めるものである。他方、マーケット・メーカー制の市場においては、マーケット・メーカーが価格形成の中心的役割を担うため、マーケット・メーカーの提示する買呼値によって市場価格を操作することが可能になる。Rule 103 は、マーケット・メーカーによる相場操縦規制として位置付けられる。

Rule 103 と同様に、Rule 101 の原則に対する例外を認めるのが、第七節で取り上げられている「Rule 104」の安定操作取引である。Rule 104 が規制する安定操作は、証券の売付申込に関連して、証券の市場価格の下落を防止し、あるいは遅らせる目的で行う安定操作であり、売付申込価格または主たる市場における安定操作の買呼値のいずれか低い方を上限として、安定操作の買呼値を規制するとともに、安定操作についての通知・開示・記録保持義務を定める。安定操作はアメリカの投資銀行の資本不足を理由に緊急避難的に認め

られてきたと見られている。その上で、安定操作は、売付申込のなされる証券を他人が購入するよう誘引することを目的としており、それ自体一種の相場操縦であるが、それが適切に規制される場合には、証券の秩序ある分売を促進するための効果的なメカニズムとなり、ひいては株主、引受人および発行者の利益になるものであるとする SEC の見解が紹介されている。

安定操作取引の規制において最も重要なのは、言うまでもなく、価格規制である。アメリカの安定操作規制においては、安定操作の上限価格として、売付申込価格が主たる市場における安定操作の買呼値のいずれか低い方が上限となっており、また安定操作を開始する際にも、「独立した」価格を超える価格で安定操作を開始することはできないというように、きわめて制限的であるとされる。安定操作取引は、売付申込を容易にするのに必要な範囲でしか認めるべきではないという考え方に基づくためである。

Rule 104 は、証券発行直後の市場におけるシンジケートないしそのメンバーの行為についても通知・開示・記録保持義務を課しており、それが次に紹介される。証券発行直後の市場におけるシンジケートないしそのメンバーの行為とは、シンジケートのショート・ポジションをカバーするための買付およびペナルティ・ビッドを指す。若林氏は、後者について、IPO 株の差別的販売や売り注文の拒絶といったきわめて悪質な行為を生じさせる原因となっており、開示等の規制だけに委ねるのは疑問であると主張している。

以上の Rule 101 から Rule 104 の適用対象者は引受人等や発行者・売出人およびその利害関係者といった証券発行を行う者およびその関係者であり、またその禁止対象行為は「買い」であるのに対し、第八節の「Rule 105」の適用対象者は基本的には「投資家」であり、また規制対象とする行為は「売り」である。すなわち、Rule 105 は、いかなる者も、一定の売付申込に関して、プライシングの直前からその終了までに空売りを行った場合に、引受人または売付申込に参加するブローカーもしくはディーラーから売付申込のなされる証券を購入し、当該証券により空売りを買戻すことを違法とするものである。こうした相場操縦的な空売りは、流通市場の価格を下落させ、その結果として、発行価格の下落および発行者や売出人が取得する発行手取金を減少させる事態を引き起こすものであり、Rule 105 は、こうした人為的な価格下落を伴う相場操縦的な空売りとその買戻しを禁止する。

(3) 若林氏は、以上のように、レギュレーション M が定める各ルールを詳細に分析した結果を踏まえて、第三章「結び」第一節「レギュレーション M・米国相場操縦規制と米国証券規制の充実」において次のように結論づける。すなわち、レギュレーション M は、証券発行に関する相場操縦を包括的に規制するものであるが、そこでは、証券発行という特に警戒を要する局面に着目して、そこでの各関係者達の相場操縦に対するインセンティブの相違に対応したきめ細かな規制を構築している。これにより、証券発行に関する多様な相場操縦にも機動的に対処する途が開かれ、証券市場の変容にも柔軟に対応できる総合的な規制体系が用意されることになる。レギュレーション M は、証券発行という局面において、行為者の市場における地位に応じた相場操縦への動機の違い、取引システムないし

市場の性格の違い、市場流動性の多寡、および具体的な相場操縦手段の多様性を反映した規制を施すことにより、相場操縦の意義を広義に捉え、相場操縦行為による市場阻害的な行為類型をあらかじめ抽出し、そうした行為の防止を積極的に図ろうとしている。こうしたレギュレーションMの行き方は、わが国証券市場において決定的に欠落しているところであるため、これを十分に咀嚼してわが国の相場操縦規制に生かしていくことの必要性が特に強調されている。

その際、若林氏が特に強調するのは、レギュレーションMが様々な相場操縦規制の一翼を担うものに過ぎず、米国における相場操縦規制がきわめて多角的かつ広範なものである点である。アメリカには、流通市場での一般的な相場操縦規制に加えて、自己株式取得に係る相場操縦、公開買付に係る相場操縦、ディーラーマーケットに係る相場操縦、そして発行市場の相場操縦に係るレギュレーションM、といった、各論的な相場操縦規制が複合的に用意されているのである。

若林氏は第二節「日本法への示唆」において、わが国の証券発行に関する相場操縦規制のあり方について検討する。

若林氏は「総論」において、わが国の相場操縦規制論の根本的な欠陥を指摘する。すなわち、わが国の相場操縦規制論は、比較的大規模な証券取引所上場証券の相場操縦を前提に、証券取引法159条2項1号の現実取引による相場操縦規定の解釈論を中心に展開してきたが、こうした硬直的な相場操縦概念は、市場の諸相を反映したものとは言えず、アメリカ法のように市場の諸相を反映した多面的な相場操縦概念を確立すべきであると主張する。若林氏によれば、従来の相場操縦規制論の欠陥は、証券取引法159条2項1号の解釈にとっての必要性にのみ関心を有して、アメリカ法を研究しようとする従来の比較法研究の姿勢にも拠るものとされる。

次に若林氏は、わが国の相場操縦規制の法形式を問題視する。すなわち、わが国における証券発行に関する相場操縦規制は、政令、内閣府令および自主規制機関規則によりバラバラに規定されており、違反に対する法効果も不明確であると指摘する。若林氏によれば、まずはこうした諸規制をレギュレーションMのように統一し、一貫した規制体系を確立することが必要であるとする。例えば、証券発行に関する相場操縦について包括的な禁止規定を設け、その細目を内閣府令に委ね、併せて刑事罰を用意することも必要であると提言している。

こうした総論的な考察を踏まえて、若林氏はわが国発行市場規制のあり方について詳細な各論的な考察を行う。

第一に、元引受証券会社等の証券会社に対する発行価格決定前の相場操縦規制は現在廃止されているが、発行市場においてはプライシングが資金の適正な配分を決定づけるものであり、また相場操縦を行う者もプライシングに影響を与えることを目的の一つとするものであるから、こうしたルール of 意義が過小評価されてはならず、レギュレーションMのRule 101を参考に、再構築すべきであるとする。また、発行価格決定後のルールについて

も、従来安定操作規制ばかりが中心問題とされてきたことには問題があるとし、まずは証券発行に関する相場操縦禁止ルールを定め、その上で例外的に適用除外を認めるという規制構造がとられるべきであると主張している。

第二に、発行者・売出人等による証券発行に関する相場操縦規制については、従来これらの者を直接名宛人とした規制がなされておらず、証券会社を媒介してしか規制されえない点は、レギュレーションMと対比しても不備であり、これらの者を直接名宛人とする規制を施すべきであると主張する。

第三に、適用除外取引については、一般的な相場操縦規制との関係が不明確であるが、レギュレーションMに倣って適用除外取引についても原則を明確化したうえで、その意義を明らかにすべきであるとする。

第四に、Rule 101に類する規定を設ける場合には、マーケット・メーカー制の市場における流動性確保のため、Rule 103の受動的マーケット・メイキングに相当する規制を構築すべきであるとする。

第五に、安定操作規制については、Rule 104の価格規制が参考にされるべきであり、とりわけ、上限価格の規制と独立した買呼値を上限とする規制が重要であるとする。

第六に、Rule 105の相場操縦的な空売り禁止に関するルールの構築が検討されるべきであるとする。

第七に、こうした一連の規制は、わが国証券市場の現状を十分に踏まえた内容のものでなければならず、とりわけ、持ち合いに代表される硬直的な市場構造(価格操作可能性の高い市場構造)、市場監視体制、法執行体制および法運用体制の点で、アメリカと比較して相当に不備である点に十分注意すべきであるとし、わが国では、証券発行に関する相場操縦規制の意義は本来、アメリカ以上に強調されるべきであるとする。

最後に、今後の検討課題として、全米市場システムのような流通市場の情報システムの構築、投資信託・投資顧問の不正取引規制の構築、Rule 10b-5の整理、および発行市場の開示規制と実体的規制の両面からの考察が必要であるとしている。

(4) 若林氏の証券発行市場規制の研究は、相場操縦規制との交錯のある領域に関わるものであるが、氏が次に検討対象としているのは、証券発行市場における証券の配分規制である。すなわち、「二. 証券取引法における公正な公募について」は、アメリカ法において証券発行市場における配分がどのように法的に捉えられてきたかを考察し、もって日本法の制度論を検討する。

第一章「はじめに」において若林氏は、従来のわが国における証券発行市場規制論がほぼ開示規制のみを中心に検討され、投資家に対する「勧誘」段階での投資家保護が専ら強調されてきたことが、証券の最終取得者に対する配分を問題にするという重要な視点を失わせ、ひいては持ち合い形成のような重要問題を放置してきたとの貴重な問題提起を行っている。証券発行市場における配分規制は、一方で発行市場の実体的規制を考察し、開示を中心とした一連の規制にとどまらない発行市場規制論の展開に繋がらうるものであると

し、他方で配分の不公正により発行市場の需給を歪めるという意味において、相場操縦的行為の検討をも意味するものであるとする。

こうした問題意識に基づいて若林氏が具体的な考察の対象とするのは、古くから証券の不正な配分行為を連邦証券諸法上の問題としてきたアメリカにおける配分規制である。具体的には、1959年のSECリリース、1946年にSECが提案したRule X-15C2-3、米国証券業協会（NASD）の「証券の意図的な不売却（Withholding）および不公正な利得（Free-Riding）」に関するルール、ならびにSECが1974年に提案したRule 10b-20等が検討対象とされている。

（5）第二章「SECスタッフの法解釈（34年法リリース6097号）」においては、証券を店頭ディーラーや特定の利害関係者に対して不正に配分する行為の法的意義が、SECスタッフの解釈を参考に分析される。証券の不正な配分行為は、開示義務違反、目論見書交付義務違反、詐欺禁止規制違反、そして相場操縦規制違反に問われうるが、重要なのは、証券の公募は「一般投資家」に対してなされなければならないこと、および証券の不正な配分行為が相場操縦規制の対象となり、こうした行為を発行市場の相場操縦的行為として禁止しようとした点にあるとする。しかしこのリリースの下では、開示を行えばあるいは詐欺的ないし相場操縦的行為に該当しなければ、いかなる配分でも許されるかのように解釈されかねない点に限界があったことが指摘されている。

（6）第三章「Rule X-15C2-3の提案」では、1946年にSECがブローカー・ディーラーによる相場操縦規制の一環として提案した同ルール案を考察の対象とする。同ルール案によれば、証券の売付または申込が証券の「誠実な分売努力」と言えるためには、分売に参加するブローカー・ディーラーが自身の口座や特定の利害関係者に対して証券の配分をしないことが条件となることが明確に打ち出されており、こうした「誠実な分売努力」に反する証券の不正な配分行為を禁止しようとした。同ルール案は34年法15条(c)項という相場操縦規定を根拠とすることから、証券の不正な配分行為を発行市場の相場操縦的行為として把握していたが、そこには、証券の配分行為を証券発行市場の実体的規制の一環として位置づけようとの発想が萌芽的に示されている。「誠実な分売（努力）」という概念は、わが国では滅多に言及されることはないが、アメリカ発行市場規制を支える重要概念として評価されるべきであるとしている。

（7）第四章「NASDのルール（証券の意図的な不売却および不公正な利得）」では、1950年に制定されたNASDの証券の配分規制について考察している。ここでは、NASDの会員および関係者は、ホット・イシューの場合に、証券を売却せずに会員の口座に留保し、あるいは会員もしくは会員の関係者等に対して証券を売却してはならないとする。NASD会員の最も基本的な義務は、「会員は、ホット・イシューの公募の場合に、公募価格で誠実な公募をしなければならない（誠実な公募義務）」というものであるとされる。こうした誠実な公募義務が課せられるのは、「証券の需要がある場合に誠実な公募をしないことは、価格を人為的に上昇させる要因となりうる」ためであるとされるが、他方でNASDは

このルールを目的を、「証券の公募システムの公正さを確保すること」であるとしており、まさに発行市場規制としてこのルールを位置づけている。

この NASD のルールは、引受人の配分に関する権限を原則として認めた上で濫用を防止しようとしている点、発行者およびその関係会社の従業員および取締役に対する配分に対する規制が及ばない点等の限界を有していることは確かであるが、この時点で既に、配分ルールが存在していたことは特に注目されるべきであるとしている。

(8) 第五章「Rule 10b-20 の提案」では、コールド・イシューの証券とホット・イシューの証券の抱き合わせ販売を規制しようとしていた Rule 10b-20 について述べる。このルール案は、1974 年および 1975 年に提案された SEC のルール案である（提案のみで採択されず）。同ルール案は、直接的には、単に証券の取得に際して投資家に追加的な対価を要求することを禁止しようとするものであったが、証券の配分につき先着順を強制しようとしたものとの指摘もあり、きわめて注目に値する。このルール案がそのような趣旨を有するものであるとすると、この提案は一般投資家に対する「誠実な公募」概念を敷衍するもの、あるいはそうした概念と連続性を持つものとして捉えることができることになる。

(9) 第六章「おわりに」では、以上の検討を踏まえて、第一節「米国法のまとめ」において、アメリカ法の証券の配分規制の試みは、発行市場において一般投資家を平等に取扱おうとするものであると評価でき、若林氏によると、一般投資家に対する平等な取扱いを保障する配分方法こそが、「公正な公募」の名に値するものと言うべきであると結論付けている。こうした認識を踏まえて、第二節「日本法の現状と米国法からの示唆」では、わが国においては、証券の配分行為は証券業界の自主ルールおよび日本証券業協会の規則において規制されてきたが、その重要性に対する認識は必ずしも高いとは言えないとする。まずは、証券の不正な配分行為が証券取引法上の不公正取引規制、すなわち証券取引法 157 条、158 条および 159 条の適用対象になりうることを確認すべきであるとする。

しかし、若林氏の見解によると、こうした法の運用は重要ではあるものの、それらの行為を不公正取引としてのみ把握するものであり、発行市場規制としていかなる配分方法が妥当かを正面から問題とすべきであるとする。そして、この点につきアメリカ法の示唆するところは、発行市場における一般投資家の平等な取扱いを可能とする規制方法の確立であり、証券の公募をしようとする者に対して、原則として、一般投資家に平等な配分を義務づけるべきであるとする。具体的な配分方法としては、分売に参加する証券業者の裁量の余地がない配分方法の強制、すなわち抽選、先着順、按分比例といった方法の可能性を検討すべきであるとする。

(10) 「三、株式公開前の第三者割当増資について」は、以上の問題意識を確認するうえで格好の素材である株式公開前の第三者割当増資の理論上の意義を検討する。

若林氏によれば、従来、わが国の商法・証券取引法理論は、株式公開前の第三者割当増資について明確な理論上の位置づけを与えてこなかったとする。すなわち、一方で商法は、未公開株の問題を非公開会社における割当自由の問題として捉え、他方証券取引法も、こ

れを「非」公開会社の問題であるとしつつ、公開の際の株価上昇による安易な利益提供を防止するためのものにすぎず、証券業協会を単なる業界団体とする発想と相まって、これを、一般投資家の証券取引における不公平感を損なわないためのものとししか見てこなかった、とする。しかし若林氏は、証券発行前および発行時の取引は、単なる「非」公開会社の問題ではなく、流通市場の初期形成時における公正性維持の問題として、証券取引法理論そのものの問題として把握されなければならないとし、そうした観点からは、この問題を、発行市場における実体的規制そのものである配分問題、すなわち投資家の平等取扱いの問題として検討する。

若林氏は、第一章「はじめに」において、こうした問題意識を明示し、第二章「規制史」では、株式公開前の第三者割当増資が、従来、証券取引所および日本証券業協会の規則により規制されてきたことが指摘され、現在の規制状況が確認される。

ここでは、これに関する規制が導入されるきっかけとなった事件が検討され、いわゆる親引けや、証券会社による公開株の営業政策への利用といった、不公正な公開株配分の裏付けとなっていたのが、商法の割当自由の原則であったことを明らかにしている。

その後、いわゆるリクルート事件を機に、公開前の第三者割当増資規制は強化されたが、その趣旨は、特定の者に対する値上がり益の供与が社会的に是認されないものであるとの社会的批判にもとづくものであり、証券市場規制の一環という視点を欠いていたことが明らかにされている。次いで第三章「現行規制の概要」では、現在の市場開設者の規則が紹介され、第四章「検討」において、その見解が示されている。

若林氏は、この問題についても、一貫した発行市場規制の発想を確立することが必要であるとし、実質的な親引けの禁止ないし実質的な投資家の平等取扱いの徹底を目的とすべきとする。公開前の第三者割当増資が合理的なものと言えるためには、その必要性および相当性の要件を十分に課していくことが必要であるとする。具体的には、公開前の第三者割当増資規制の適用範囲について、発行会社または主要株主が株式公開を行う意思を有するに至った時点規制開始時点とし、公開前の段階においては、商法上の新株発行差止制度、株式公開の関係者による規制、および投資家の取消権が検討されるべきであるとする。また、公開後の規制については、開示義務違反による証券取引法違反を問い、不合理な第三者割当増資を行った発行会社に株券の買戻しを義務づけるといった方法が考えられるとする。さらに、市場開設者規則上の不公正取引規制は、証券取引法上の不公正取引規制と連続性をもって捉えられるべきであり、こうした観点から公開前の第三者割当増資についても証券取引法 157 条および 158 条の適用を認めていくべきであると主張する。また、公開前の第三者割当を受けた株主の継続所有義務は、市場構造を硬直化する恐れもあるとし、その意義を再検討する必要があるとする。

2 本論文の評価

本論文において評価されるべきは、次の諸点である。

第一に、審査対象となった論文は、アメリカ連邦証券諸法における発行市場規制、とりわけレギュレーションMという膨大な規制群を、その沿革も含めてきわめて正確に理解し、その内容を高い水準で明らかにした点で、きわめて大きな意義を有する。アメリカ発行市場規制はきわめて複雑かつ膨大な内容を有しており、そこで用いられる用語も一つ一つ理解が困難なものであり、従来これをこのような規模で紹介した研究は存在しておらず、証券規制においてももっともアクセス困難なこの問題における現時点での、わが国最高峰の学問上の財産と言って過言でない。とりわけ連邦会社法を持たないアメリカの発行市場規制は、証券規制とされていても、その意義は日本法の会社法規制としての意義を有するものと、固有の証券市場規制としての意義を有する部分とが渾然一体となっているため、個々の制度の意義を解きほぐし、その現実の意味を明らかにすることには多大なエネルギーを必要とする。会社法と証券規制の双方に相当の知識がなければ対応できない分野である。若林氏がこうした作業をなしたのは、若林氏の大きな努力はもとよりであるが、金融機関に属する多くの社会人大学院生との交流の成果でもある。

第二に本研究は、従来研究がほとんどなされてこなかった証券発行市場規制論、とりわけ実体規制論を展開している点である。従来日本の発行市場規制論は、会社法の新株発行規制の延長として理解されてきており、発行体による販売プレッシャーから投資家を保護するという観点ばかりが強調され、発行市場を証券市場規制として研究するという発想は著しく乏しかったと言ってよい。また具体的な規制手法としては、情報開示にのみ関心が寄せられ、実体規制ないし行為規制をも包含する広範な発行市場規制という観点は、この論文によって新たな地平が切り開かれたと言って過言でない。本論文が、この点につき、従来ほとんど顧みられることのなかった米国法を詳細に分析・検討し、証券の配分問題を正面から取り上げ、投資家の平等取扱いと不公正取引の防止という二つの観点を、発行市場規制論として、明確に示し理論化を試みたことは特筆に値する。

第三に、本論文は相場操縦規制論の観点から見て、きわめて重要な理論的示唆を与えている。従来の学説における相場操縦概念は証券取引法 159 条の相場操縦、とりわけ現実取引による相場操縦のみを対象に論じられてきたところ、発行市場以外の多様な局面を想定した多様な相場操縦概念を基礎に据えて、そのうえで証券発行との関係に固有の相場操縦概念を抽出していることは、発行市場規制を超えた理論上の射程を有するものであり、多くの相場操縦行為ないし相場操縦的行為が放置されていると見られるわが国証券市場規制論にとって、その貢献には特に大なるものがある。

このように本論文の意義にはきわめて高いものがあるが、なお、次のような課題を抱えていることを指摘しておく必要がある。

第一に、課程博士論文としてはやむを得ないところであるが、若林氏の文章は、正確さを期すあまりか生硬ないし単調の嫌いがあり、無駄な繰り返しもまま見られるため、相当に注意深く読まないとその論旨を辿ることが困難な場合がある。今後、文章力を高める努力が必要である。

第二に今後の課題であるが、アメリカ法の裁判例やSECによる行政処分事例の分析が足りないと思われることである。とりわけ相場操縦については、より豊富な事例分析を加えることにより、本論文の価値は一層高まったであろうと思われる。

第三にこれは部分的に論じられてはいるものの、いわば無い物ねだりでもあるが、発行市場規制論としては、証券を購入する投資家層としていかなる者を対象とすべきかという視点が必要であり、法人向けの第三者割当て増資と市民層に向けられた公募増資では社会的意義を大きく異にする。今後はこうした問題意識を持ち、発行市場規制論と企業社会論との関係にも目配りが必要であろう。

以上のように、本論文は一定の短所ないし課題を抱えるものであるが、そのことは課程博士申請者としての若林氏の、今後の研究者としての大成に対する期待を表現するものであり、本論文の価値を減ずるものではない。本論文が提供したアメリカ発行市場規制の状況は、わが国発行市場規制にとって重要な財産として位置づけられていくことは必定であり、また、証券発行市場において配分問題のような実体的規制が重要であること、相場操縦概念の多角化・多様化、株式公開前の第三者割当て増資の市場規制論としての位置づけ等の成果は、この分野における重厚な研究として高い評価が与えられるべきものと確信する。今後は本論文で示された発想を、公開買付、自己株式取得、ディーラーマーケット等の様々な局面に拡大し、より総合的な証券市場規制論の展開を目指すことを期待したい。

3 結論

以上の審査の結果、後記の審査委員は、本論文の執筆者が博士（法学・早稲田大学）の学位を受けるに値するものと認める。

2004年1月9日

審査員


主査 早稲田大学教授


早稲田大学教授(法学博士)


早稲田大学教授

早稲田大学教授

早稲田大学教授

上村 幸雄 

奥島 存康 

尾崎 守夫 

鳥山 恭一 

大塚 英明 