

大証金融商品取引法研究会

不公正取引一般 ～金商法157条を中心に～

平成25年4月26日（金）15:00～17:01 大阪証券取引所5階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞得 関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授
川口 恭弘 同志社大学法学部教授
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
船津 浩司 同志社大学法学部准教授
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信 東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○近藤 時間が参りましたので、それでは、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、神戸大学の行澤先生より「不公正取引一般 ～金商法157条を中心に～」
ということでご報告いただきます。

それでは、行澤先生、よろしくお願いいたします。

~~~~~

【報 告】

## 不公正取引一般 ～金商法157条を中心に～

神戸大学大学院法学研究科

教授 行 澤 一 人

それでは、お手元のレジユメを読み進める形で、順次補足しながらご報告させていただきます。

本日私が割り当てられた範囲は、「不公正取引一般；日本法を中心に」ということです。  
もっとも、母法であるアメリカ法の動きについても、若干言及させていただきたいと思  
います。

### 1. 沿革

ご案内のように、昭和23年証券取引法制定に伴い、米国証券取引所法10条(b)項に  
ならって制定されたものが、第3章「証券会社等」の中に置かれた証取法58条でした。  
その後、同条は、昭和63年改正を経て後、平成4年改正によって、第6章「有価証券取  
引等に関する規制」に位置づけを変え、証取法157条として規定されました。その後、  
平成10年改正を経て、平成19年9月施行の改正により、現在の金商法157条となっ  
たわけです。また、文言等も「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等」と  
改められて現在に至っています。

### 2. 法158条, 159条との関係

この点については、前回、川口先生から両条についての詳細な研究報告がなされたところ

ろですが、簡単に関連する部分のみを復習しておきたいと思います。

法158条（風説の流布，偽計，暴行又は強迫の禁止）の前身は，大正3年改正に係る旧取引所法32条の4を後に継受した昭和23年制定の旧証取法197条1項1号です。同条の本来の趣旨は，旧取引所法にはなかった相場操縦規制を一般的に予防することでありましたが，旧証取法125条（現159条）が米国証券取引所法9条における相場操縦規制を参照して規定されましたので，相場操縦規制の根拠規定としての同条（現158条）の意義はほぼ失われたと言えます。他方，法158条は，相場操縦規制としての法159条よりも広範囲な規制を課し得る構造になっているため，厳密な意味において相場操縦に該当しないような不正な行為態様をもカバーできるという利点がありますが，この点では，法157条と機能的にオーバーラップすることになるため，法157条と158条の棲み分けが問われるところです。この点は，前回の川口先生のご報告でも触れられました通りです。

この点，通説は，法157条を，不公正取引に対する全般的な包括規定であり，法158条または法159条の構成要件を満たさない行為も，法157条に該当することがあると解します。そして，両条との関係については，観念的競合説（刑法54条1項）と法条競合説に分かれます。法条競合説によるときは，法157条は，両条に対して特別法に対する一般法の関係に立つので，両条のいずれかが成立するときは，法157条は不成立となると考えられます。なお，有力説として，法157条1号と両条は法条競合関係に立つが，同条2号及び3号は，1号に比べて具体的な規定になっているので，両条と観念的競合関係に立つとする見解も主張されています（神田・黒沼・松尾「金商法コンメンタール4」（商事法務，平成23年）574頁【黒沼悦郎】）。

また，法157条と，法157条から159条以外で不公正取引を禁止する金商法上の規定との関係につき，これを観念的競合と考えるのか，あるいは法条競合と考えるのかは重要な問題になります。この点については，後ほど具体的な議論の中で触れさせていただきたいと思います。

### 3. 刑事罰

法197条1項5号により，法157条，158条，159条に違反した者は，10年以下の懲役若しくは1,000万円以下以下の罰金または併科とされます。これは，金商法違反による刑事責任中，最も重い刑罰となります。

また、法197条2により、利得目的で法157条、158条、159条に違反して有価証券等の相場を変動させ、または安定させて、しかる相場において有価証券の売買その他取引またはデリバティブ取引を行った者は、10年以下の懲役及び3,000万円以下の罰金に処せられることとなります。これは、平成10年証取法改正によって新設された規定です。

#### 4. 民事責任

法157条違反自体が民事責任を基礎づけるわけではありませんが、民法709条等の不法行為の要件を充足すれば、当然、同条違反行為により損害を被った者は、違反者に対して、損害賠償を請求できると考えられています。ただし、相場操縦規制における法160条のような特別の民事責任規定がないことを斟酌して、民事責任の追及に対して疑問を留保する見解もあります（近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」河本一郎先生古稀祝賀『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、平成6年）191頁）。

なお、法160条〔相場操縦行為等による損害賠償〕は、米国証券取引所法9条(e)項にならって規定されたもので、民法の不法行為に対する特則規定と解されています。しかし、当該違反行為によって形成された価格で売買等をされたことという要件の立証が非常に困難なため、同条が利用されることはほとんどないと言われていましたし、アメリカにおいても、相場操縦違反行為に対する民事責任は取引所法10条(b)項に基づくものがほとんどであり、同法9条(e)項によるものは非常に少ないと言われていました。

#### 5. 要件

##### <1> 1号について

柱書きから見ますと、規制の対象となる人的範囲は「何人も」です。そして、1号の規制の対象となる構成要件は、「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること」と説明されています。

##### (1) 「不正の手段」の意義

「計画」「技巧」という用語は、「手段」と同義であり、例示されているにすぎないと解されているので、もっぱら議論は、「不正の手段」の意義ということに焦点を当てたいと思います。

「不正の手段」の意義については、ご案内のように大きな議論があります。

#### 〔欺罔行為説〕

まず、通説と言われる見解は、いわゆる「欺罔行為説」であります。有価証券取引等につき他人を欺罔して錯誤に陥れる態様の行為を行うこと、これが「不正の手段」であるというわけです（神崎・志谷・川口「金融商品取引法」（青林書院，平成24年）1195頁）。理由としては、①本条の母法である米国証券取引所法10条(b)項及びSEC規則10b-5が詐欺禁止規定であること、すなわち、to defraud という言葉が使われていることからすると、本号の対象も欺罔行為と考えるべきこと、②本条2号、3号がともに詐欺的なものであることと平仄を合わせるべきこと（龍田節），が挙げられています。この見解は、本条を金商法における詐欺的取引禁止の包括的規定として捉える見解（神崎・志谷・川口1193頁）と整合的です。

これに対して、下級審裁判所において示されたものとして、「欺罔行為+利得目的説」が挙げられます。すなわち、無価値に等しい株式に偽装の株価をつけるため、証券市場で行われた株式仮装売買につき、旧証取法58条（現157条1号）違反の罪に問われた事案で、第一審が有罪を認定したところ、同条は刑罰規定としては漠然であるがゆえに無効（憲法31条違反）であると主張してなされた被告人の控訴に対し、【1】東京高判昭和38年7月10日（刑時報14巻7号116頁）は、「『不正の手段』とは、……有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち人を錯誤におとしめることによって、自らまたは他人の利益をはかろうとすることであると解するのを相当とする」と判示し、それゆえ「必ずしも漠然としているということとはできない」と結論づけました（破棄自判）。この点、利得目的を有することは「不正の手段」の意義には含まれないと解する通説からの批判があります（神崎・志谷・川口1196頁（注7））。すなわち、利得目的があろうとなかろうと、このような形でその市場の公正、機能を阻害することを見逃すわけにはいかないからです。

#### 〔社会通念説〕

次に、個人的に「社会通念説」と名付けましたが、【1】に対する上告審として、【2】最判昭和40年5月25日（集刑155号831頁）は、「『不正の手段』とは、有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいうのであって、文理上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる（第一審判決の確定した事実によれば、本件は、被告人が無価値の株券

に偽装の株価をつけるため、証券会社の外務員2名と共謀の上、同人らをして、判示会社の株式につき、権利の移転を目的としない仮装の売買を行わせたというのであり、かような行為がいわゆる『不正の手段』に該当することは明白である。)。それゆえ、右意見の主張は、前提を欠き適法な上告理由に当たらない」と判示し、上告を棄却しました。

また、損失補填を行った証券会社の株主が同社代表取締役らを被告として任務懈怠による損害賠償責任を代表訴訟によって追及した事案において、損失補填行為が旧証取法58条1号(現157条1号)の「不正の手段」に該当すると株主らが主張したのに対して、

【3】東京地判平成10年5月14日(判時1650号145頁)は、同条は「証券取引法の目的に照らして、有価証券の取引の公正及び有価証券の流通の円滑を侵害する行為を禁止する趣旨であって、当該手段、計画または技巧が有価証券の売買その他の取引等に係るもので、同法の目的に照らして社会通念上正当とは言えない一切の態様をいうものと解される」として、最高裁の立場(【2】)に立つことを明らかにしています。「社会通念上正当とは言えない」という言葉と「社会通念上不正」というのは同じ意味だと理解して差し支えないと考えられます。この立場(社会通念説)に賛意を示す見解も有力です(神田・黒沼・松尾8頁【近藤光男】)。

[いずれの説に立つかによって結論に相違が生じるか]

ここで問題は、いずれの説に立つかによって、結論に差が出るかどうかということです。

そこで、以下、我が国の判例において「不正の手段」該当性が論じられた、あるいは指摘された2つの事案を参照します。

まず、チャーニング(過当取引)を同条違反として捉えた【4】福岡地判平成11年3月29日(判タ1026号227頁)は、以下のように判示しました。「証券会社が、顧客の取引口座について支配を及ぼし、顧客の信頼を濫用して、手数料稼ぎ等の自己の利益を図るために、顧客の資産、経験、知識や当該口座の性格に照らして社会的相当性を逸脱した過当な取引勧誘を行うことは、証券取引法157条1号、161条、過当取引制限省令1項、投資者本位通達1項(2)4ロ等に違反するのみならず、顧客に対する誠実義務に違反する詐欺的・背任的行為として不法行為と評価されるものというべきである。そして、違法な過当取引であるか否かの判断要素としては、右に述べた趣旨に照らせば、(a)取引の数量・頻度が顧客の投資知識・経験や投資目的などに照らして過当であること(過当性の要件)、(b)証券会社等が取引口座を支配するかのように一連の取引を主

導していたこと（口座支配の要件），（c）証券会社等が顧客の信頼を濫用して自己の利益を図ったこと（悪意性の要件）の三要件を充足しているか否かにより判断するのが妥当である」と示しています。

【4】の判示は，チャーニングに基づく損害賠償請求を認める要件を見てもわかるとおり，明らかにアメリカ法におけるチャーニング規制を参照しています。そして，アメリカでは，チャーニングをSEC規則10b-5において捉え，「証券業者が売買委託手数料などの利益をより多額に稼ぎ出すため，顧客の口座を支配することにより，顧客の投資目的に反し，顧客の利益を無視または配慮しない過度の取引を，欺罔の意図をもって行うこと」（今川嘉文「過当取引の民事責任」（信山社，2003年）5頁）と定義されています。ということは，【4】のケースでは，社会通念説もしくは欺罔行為説のいずれに立っても，法157条1号の「不正の手段」に該当するという結論になりそうですので，この点で，いずれの見解に立つかによって具体的な差異が生じるということはないようです。

次に事後の損失補填行為について見てみると，【2】判決は「事後の損失補填が前記の通り公正な市場価格の形成を阻害し，正常な商慣習に悖るものであることに鑑みれば，事後の損失補填をもって『不正の手段』を弄するものと評される余地がないでもない」と判示しています。すなわち，一般的な可能性としては，事後の損失補填も，当時の状況に基づいても不正な手段と解される余地がなくはないと言っているわけです。もっとも，刑事責任のバランス論，すなわち，当時は事前の損失補償さえ刑事罰の対象ではなく，これを可罰行為とした事後の法改正でさえ，その量刑は当時の旧証取法58条1号違反よりも軽かったということから，可罰的違法性はないという趣旨で同法該当性を否定しています。この判決の控訴審判決も，これらの行為の違法性の程度は旧証取法58条1号所定の『不正の手段，計画又は技巧をなす』所為より低いと理解すべきである，と指摘しているところでもあります（【5】東京高判平成11年1月27日金判1064号21頁）。もっとも，【4】判決それ自体に対しては，このような量刑論で最終的に不正の手段該当性を排除したということにつき十分説得的ではないと指摘する見解もあります（金商法判例百選（有斐閣，2013年）101頁【萬澤陽子】）。

では，事後の損失補填を，もし「不正の手段」に当たると解する余地がないでもないとして，欺罔行為説から事後の損失補填の「不正の手段」該当性を認めることができるのかと考えてみますと，これはかなり難しいのではないかと。というのも，損失保証・補填行為の違法性の根拠は，間接的な意味で市場における公正な価格形成をゆがめるものであり，

さらに一般投資家に不公平感をもたらし、一般投資家がそれゆえ市場から撤退することで効率的な資源配分という金商法の目的が達成されないことにあると説明される（神崎・志谷・川口 830 頁）からです。

端的に考えて、事後の損失補填が詐欺である、欺罔行為であるというのは、やはりなかなか成り立ちにくいのではないかと。しかし、社会通念説に立つならば、この下級審裁判所判断のように、公正な市場価格の形成を阻害し、正常な商慣習に悖るものであるとして、これを不正な手段であると解することもできなくはない。以上から、事後の損失補填行為については両説で結論が違ってくる可能性があるのではないかと考えられます。

もちろん、現在は、事後の損失補填も刑事責任の対象です（法 198 条の 3，207 条 1 項 3 号，200 条 14 号，200 条の 2）が、いずれも法 157 条 1 号違反において課せられる刑事罰よりも上限が軽いわけです。もし、「不正の手段」の意義につき、社会通念説に立って、事後的損失補填もこれに含まれ得ると解し、かつ両者は観念的競合に立つと解せば、重い方、すなわち法 197 条 1 項 5 号に従って罰せられることになるが、それでもよいだろうかという疑念は残るわけです。

仮にこのような結論はよくないとすれば、法条競合説に立てば良いのです。すなわち、法条競合説に立ちますと、具体的規定である損失補填の刑事責任のほうが優先されることになるからです。あるいは、「不正の手段」の意義につき、欺罔行為説に立って、157 条 1 号違反の刑事責任の重さは「不正の手段」が詐欺的なものであるからだという理由づけを維持することでそのような不都合を回避する、すなわち、詐欺的でない行為は法 157 条に該当しないと考える方法もあるでしょう。

いずれの見解が正しいかという点について、なお定見を得るには至ってはおりませんが、この点、ぜひ先生方にご教示いただきたいところです。

## （２） 「有価証券の売買その他取引又はデリバティブ取引等について」の意義

ここで重要なことは、その取引該当性ということと、その「ついて」ということの意義になります。この点、

① 売買に関するか、有価証券の募集もしくは売出しまたは公開買付けまたはその他の取引に関するか、あるいは金融商品市場における取引または店頭売買有価証券市場の取引に関するかにかかわらず、非常に広く捉えられています。そして、新株予約権の行使あるいは行使に伴う会社による取得対価の交付も含まれると解されています（岸田雅



雄監修「注釈金融商品取引法（第3巻）」（きんざい，平成21年）6頁【久保田安彦】）。例えば，会社の取締役が会社の発行した転換社債型新株予約権付社債の新株予約権行使を促進するために，会社の取引先と謀って，その取引先に会社の発行する株式を多量に購入させてその価格を高騰させることは，法157条1号に該当すると解されています（神崎・志谷・川口1194頁）。この場合，他の会社に多量の自社株を購入させる行為が，新株予約権付社債権者の新株予約権行使を促進するための株価操作の手段として行われる場合，不正の手段となるということです。この点，このような方法が，敵対的買収を予防するために，一般的に株価を維持する目的でなされる場合には，本条には該当しないのではないかと個人的には思われるのですが，いかがでしょうか。

②合併に伴う株式の交付や株式交換が本条に該当するかどうか。この点，「取引等」もしくは「その他取引」という規定の文言上難しいという見解もありますが，不正行為に対する包括的な禁止規定という本条の趣旨を重視すれば，組織行為としての合併や株式交換に伴う株式等の付与も，募集株式の発行と同視することが可能であるという見解が有力に主張されています（岸田監修8頁【久保田安彦】）。

② 不正の手段を講じる者が実際に証券取引等をしたことは要求されないし，具体的な被害者と証券取引の当事者であることも要求されません。もっとも，不正の手段を講じる者は，当該手段が証券取引等に「ついて」行われることの認識を有していなければなりません。したがって，会社が営業状況や財産状況につき虚偽の発表をしても，それが有価証券の取引等に「ついて」のものであることの認識がなかったときは，本条違反にはならないと解されています（神崎・志谷・川口1197頁（注8））。この点，例えばレックス事件などのように，MBOを行うことを予定している株式会社の取締役らが，無理な会計操作を行って損失拡大の見通しをプレスリリースし，自社の株価を下げておいてから，間もなく公開買付けを開始したような場合は，公開買付け価格を意図的に下げることを認識して行ったものであることを事実上推定してよいのではないかと考えられます。そして，このときは，まさに「ついて」不正の手段を弄したということが成り立つのではないのでしょうか。

③ 買収者が市場での株式を買い集めたり，公開買付け提案を行う等，敵対的買収の脅威が具体化する中で，対象会社が募集株式もしくは募集新株予約権を第三者割当の方法で発行する場合はどうでしょうか。それ自体，つまり買収防衛の目的で第三者割当が行われたということ自体で本条に該当することはないと私は考えますが，第三者割当の方法が，

会社法210条2号や247条2号に該当するような不公正発行と認定されるような場合には、本条に該当すると解される余地があるかもしれません。もっとも、「不正の手段」の意義について欺罔行為説に立つ場合には、このような解釈は成り立たないのではないかととも思われます。すなわち、買収防衛目的の第三者割当等が詐欺に当たる、欺罔行為に当たるとは考えにくいからです。もっとも、それ以前に、募集株式や募集新株予約権の不公正発行を、本条の「不正の手段」として捉えるべきかどうかという価値観の議論の余地はありそうです。

なお、この点に関連して、敵対的買収者による株式取得を阻止するために対象会社が株式分割を利用したケースで、法157条1号該当性を否定した判例（東京地決平成17年7月29日判時1909号87頁（株式分割差止め仮処分命令申立事件））を検討してみたいと思います。敵対的買収が現実化してきた場合に、その公開買付けを遅らせるために株式分割を決議して、そして敵対的買収の実行を遅らせたという事案の中で、裁判所は、基本的には、本件株式分割の妥当性を認めています。すなわち、これを決して不公正ではないと判断し、かつ株式分割に対する当時の旧商法280条の10、すなわち新株発行差止めの類推適用を否定したのです。そして、「証券取引法157条違反の有無について」というところで、次のように述べています。「証券取引法157条1号は、何人も有価証券の売買その他の取引等について不正の手段、計画または技巧することを禁止している。ここでいう不正の手段は、売買その他の取引等を行う際に用いるものを想定していると言えるから、売買その他の取引等に直接の関係がない公開買付けを阻止しようとする対象会社が行うものまで含まれるとは解されない。したがって、本件取締役会決議が証券取引法157条1号に違反しているとは見ることができない。」

これだけの理由づけで、法157条1号該当性を否定しています。しかし、この判断は、幅広く有価証券の売買その他取引を同条同号において捉える通説の見解と整合しているのかどうか疑問です。むしろ、この裁判所の判断には、本件買収防衛というか買収遅延策としての株式分割が必ずしも不公正ではないという実質的判断が影響を与えているのかもしれない。ということは、もし本件株式分割が仮に不公正であるというふうに認定された場合には、法157条1号該当性に関する判断は変わってくるのかもしれない。

## <2> 2号について

2号では、有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等について、「重要な

事項について虚偽の表示」があり、または「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用」して「金銭その他の財産を取得する」ことが禁止されています。

#### (1) 重要性の意義

そこで、積極的虚偽表示、もしくは消極的情報不開示のいずれにも係る「重要な」という要件、つまり重要性の判断ですが、これについては、重要性は、合理的な投資者であればその投資判断に影響を及ぼすことが客観的に認められるかどうかによって判断されると解されています。情報の範囲としては、有価証券の内容そのものを規定する条件や会社の営業または財産の状況のような発行会社に関する情報、商品の需給状況や設備投資状況のような発行会社が属する業界に関する情報、市場価格や売買高のような有価証券の取引に係る情報、公定歩合や金融引き締めのような金融市場に関する情報、特定の国での内乱や戦争のような政治社会状況に関する情報、天候や海洋等の観測数値に関する情報など極めて広範囲のものが該当し得ると解されています（神崎・志谷・川口1199頁）。

#### (2) 重要事実の不開示

積極的な虚偽表示のみならず、消極的な重要情報不開示も同号に含まれていることは、明らかです。例えば、株式を売りつける際に、今年度に入って急速に営業成績が悪化しているにもかかわらず、前事業年度の営業成績のみを表示したり、あるいは業界は活況を呈しているという情報を積極的に表示するものの、当該会社の営業成績は業界内平均を大きく下回っているという事情を開示しない場合、あるいは株式の買付け勧誘に際して、発行会社の特定一部の活況のみを強調し、その事業部門の会社全体への貢献度が非常に小さいような場合、当該会社に不利な情報の開示義務が生じており、その不開示が不実表示を構成すると解されています（神崎・志谷・川口1199頁）。

#### (3) 将来情報の不実表示

発行会社に係る情報の表示の時点で、合理的根拠を欠くものは虚偽表示になると解されています。なお、将来情報の開示が虚偽表示にならないための条件については、米国における *bespeaks caution doctrine*（注意表示の法理）、すなわち、楽観的な将来情報開示であっても、同時に特定のリスクを開示する十分な注意文言が記載されていれば虚偽表示にはならないという法理が参考になると考えられます。また、33年証券法27A条、34年取引所法21E条においてセーフハーバー・ルールも規定されているところです。

#### (4) 財産を取得すること

この財産については、対価として提供される場合も含み、対価の価値が提供されたものよりも大きくても、つまり全体として損失を被る場合でも、本号の適用を阻却しないと解されています。株式買取請求権の行使に応じて会社が株主から株式を取得する場合、または株主の取得請求権に会社が応じて株式を取得する場合も、本号に該当すると解されています（神崎・志谷・川口 1201頁）。

#### （５） 財産取得要件と SEC 規則 10b-5 の動向との関係

SEC 規則 10b-5 が不実表示禁止規定であることは明らかですが、それは、第一に市場の効率性（効率的市場仮説を前提として）を維持して、市場を通じた資源配分機能を守ることに向けられているはずで、この場合、不実表示によって歪められた価格情報を信頼して取引に入った具体的な被害者（損害を被った被害者）を特定しやすい。そういう意味で、投資家保護原理というふうにも言えるかと思われます。

他方、インサイダー取引のように、必ずしも具合的な被害者が特定されにくい場合でも、市場において不正に利得した者を放置することで、市場への信頼が崩壊し、ひいては社会の公器たる市場が機能不全になることを防止するために、不正な利得禁止という政策ベクトルも、近時、規則 10b-5 の解釈・運用における重要なモメントになってきていると言われています。これは不当利得禁止原理と呼ぶことができるものです。

例えば、規則 10b-5 の重要性 (materiality) の解釈に関して言えば、SEC は、1999 年、Staff Bulletin (SAB) NO. 99 (64Fed.Reg. 45, 150 (Aug. 19, 1999)) をリリースしています。それまでは、会社の財務情報に関する重要性の判断に際しては、当該会社の純利益の 5% を超えることを必要とするとして、量的基準を重視していましたが、SAB No. 99 は、質的基準に傾斜し、たとえ会社純利益の 5% に満たない財務情報であっても、それが経営者の報酬を決定するための基準値に関連するもの等であれば、重要性を否定されることはないという判断を示しています。これは、規則 10b-5 の不当利得禁止原理への傾斜を示す一つの兆候であると指摘する見解があります (James J. Park, Rule 10b5 and the rise of the Unjust Enrichment Principle, 60Duke L.J. 345 [2010-2011] at 377 -)。この論文は、規則 10b-5 によるインサイダー取引規制類型において不正流用理論が O' Hagan 判決において確立されたことは、アメリカ司法が、規則 10b-5 に関する上記 2 つの政策原理のうち不当利得禁止原理に傾斜していることを示しており、かつインサイダー取引以外のカテゴリーでもこの不当利得禁止原理を重要視していることが看守されるという主張を展開するものです。

このようなアメリカ法（規則10b-5）の動向を背景にして改めて本号を見ると、まさに法157条2号は、「財産を取得すること」という財産取得を要件にしているわけでありまして、あるいはこの要件により大きなウェイトを与えていくということが志向されても良いのかもしれませんが。別にアメリカがそうだからという意味ではありませんが、市場に対する信頼を保護しようということを強調していくなら、必ずしも被害者が特定されない、あるいは損害を認定しにくいようなケースでも、規則10b-5同様、財産取得要件を重視して、法157条2号を積極的に運用していくということがあっても良いのではないかと思います。

### <3> 3号について

本号で禁止される行為（誘引目的での虚偽の相場利用）については、同時に法159条2項によって禁止されることが多いと解されます。それ以上の詳細について、本報告では立ち入らないこととします。

## 6. 本条の機能

本条を不公正取引を禁止する一般条項と解するとき、その他の不公正取引（もしくは詐欺的取引）を禁止する金商法上の規定との関係において、本条に期待される機能としては、以下の場合が考えられます。すなわち、ある一定の行為が、①他の金商法上の個別規定にも該当するけれども、より悪質性が高い場合に、観念的競合として当該行為を本条によって処罰する、②具体的な個別規定に該当しないけれども、具体化されている類型の行為と同程度の悪質性を持っている場合に、当該行為を本条によって処罰する、③具体的な個別規定に該当しないけれども、具体化されている類型の行為のうち相対的に見ると悪質性が低い行為と同程度の悪質性を有するような場合、当該行為を本条によって処罰する、というものです（神田・黒沼・松尾11頁【近藤光男】）。

ただ、①については、個別規定に該当する行為が157条該当性も同時に認められる場合に、観念的競合と考えたほうがいいのか、それとも法条競合と考えたほうがいいのかについては、結論の妥当性との連関において難しい問題があるかなという印象を受けます。

[本条を積極的に運用することについて]

この点、第1に罪刑法定主義、殊に「曖昧故に無効」の原則を強調し、第2に本条の刑

罰規定が金商法の中でも最も重いことから、本条を適用することに消極的である見解が少なくありません。もっとも、金融商品をめぐる取引は複雑であり、変化も激しく、立法当時予想し得なかったような不正行為の手口も現れ得るため、本条の有する予防的威嚇効果を重視し、具体的事案に即した的確かつ機動的な規制によって、かかる不正行為を抑止することが期待されるべきとの有力な見解が主張されているところです（神田・黒沼・松尾12頁【近藤光男】）。

立法論としては、不正の手段等の意義を個別的に明確化し、他の個別規定との体系的関係性も整理した上で、本条の重過ぎる刑事責任を具体的な行為の悪質性に即してきめ細かく均衡させること、さらにその一環として、あまり悪質性は大きくないが、不当利得禁止原理が強く妥当するような類型には、課徴金制度を導入することも検討されるべきであると思われます。これは私の提案です。ただ、このように提案してしまうと、せっかくのキャッチオール規定である本条の意義を減殺してしまうのではないかというジレンマにも陥るわけでありまして、この辺りの考慮をどのように調整していくかは、今後の検討課題ではないかと考える次第です。

以上、大変雑駁かつ未熟な議論も多かったと思いますが、ぜひ先生方のご教示をお願いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○近藤 ありがとうございます。ただいまの行澤先生からのご報告につきましてご質問、ご意見をお願いいたします。

〔157条を刑事責任を中心に検討することの是非〕

○岸田 まず最初に、今おっしゃったのは、157条というよりも、197条の解釈であって、条文の性質から見て、157条の規定を全て刑事罰の観点から考える必要は全然ないと思われます。例えば刑事罰だと故意がないといけないとか、それから非常に重い刑罰、あるいは観念的競合とか法条競合という罪刑法定主義の考え方も必要なのですが、これを刑事罰を考えないで、157条に違反するけれども197条に違反しないという考え方もあり得ると思われます。

つまり、197条だと、今おっしゃったもの以外に、たくさんの1号から5号までの規定との比較で検討すべきであって、157条の解釈については157条だけで検討すべきではないかと思われます。例えば社会通念上不正と言っているのは、刑事罰の場合と民事罰とは違っていいと思われます。行澤先生は全て刑事罰の解釈をおっしゃっているけれども、157条に違反するからといって、当然刑事罰になるとは限らないと思うのですけれども、その点はいかがでしょうか。

○行澤　まず、197条の構造自体は、「次の各号のいずれかに該当する者は、十年以下の懲役もしくは千万円以下の罰金に処し」とありまして、そして1項5号では、157条に違反した者となっているわけですね。だから、157条に該当するけれども、刑事責任が問われない場合があるのかどうかというのは、まさに検察がどう判断するかにかかっていると思います。

○岸田　そうじゃなくて、条文上、故意がないとか、違法性が低いとか、悪質性が低いという場合は、民事責任は負うけれども、刑事責任は負わないという論理は十分あり得るのではないですか。インサイダーもそうです。インサイダーも、インサイダーの規定と刑事罰は別ですから、課徴金なんか、故意がなかったとしても167条に違反しているという解釈はあると思うので、この場合も、157条に違反しているけれども刑事罰には当たらない、故意がないから、あるいは違法性が低いから、悪質でないからというのはあり得ると思うんです。それはいかがですか。

○行澤　故意がない場合は157条の該当性そのものが否定されると思いますので、故意がないというのはどういう場合なのかちょっと分かりにくいのですけれども、違法性に関しては、おっしゃるように、157条に該当はするけれども刑事責任に値するような違法性はないということはもちろんあり得ると思います。しかし、その場合、現行法ですと、結局、検察当局が起訴しないとか、あるいは裁判所が可罰的違法性がないと判断することで刑事責任を問わないことになると思います。民事責任の根拠規定として157条が機能する場合と、刑事責任の場合には問題となる違法性が違うというのは、その通りだと思いますが……

○岸田　おっしゃった社会通念上不正と認められる行為については、社会通念上は違法でないけれども、両方の場合があり得ると思うんですね。社会通念上違法という言葉は、悪質とか、そういう意味でしょう。刑事罰を科すほど悪質ではないと。

○行澤　それはあり得ると思います。ですから、157条が民法709条を基礎づける

ために用いられて民事責任を追及する場合と、197条の形式に該当するから検察が当該違反者を訴追しようという場合とでは、考慮される違法性や責任非難に関する判断に違いがあっても当然だと思います。しかし、一般的には、157条に該当すれば、当然、刑事責任の対象となるということは否定できないところです。

○岸田 さっきおっしゃった解釈は全て刑事責任の観点からおっしゃって、それで観念的競合と法条競合でどうのこうのとおっしゃって、あるいは罪刑法定主義とおっしゃったのは、全部刑事罰のことをおっしゃるわけですね。刑事罰としておっしゃるから、それを外せば、刑事罰でないと考えれば、別に必ずしもそういうことを議論する必要はないのではないですか。

○行澤 それはその通りです。ですから、民事責任の根拠規定として考える場合に、157条の意義をそんなに厳格に考えるべきではないという考え方はあり得るのかもしれませんが。ただ、民事責任が追及されている場合は解釈を広げて、刑事責任の場合は狭く解するというを同じ一つの条文解釈として行うことは、ちょっと今までの法解釈の仕方とはそぐわないかと思います。そこはやはり先生がおっしゃったように、違法性の判断等において、検察あるいは裁判所が、民事・刑事のいずれであるかに応じて柔軟な判断をするということにならざるを得ないのかなと思います。

○近藤 現在の197条と157条が密接に、直接に連携しているところを立法論的に遮断すれば、議論は変わってくるという意味ですよね。つまり、157条という規定が刑罰規定そのものに直結してしまっていることから、罪刑法定主義との関係で動きにくいということで、その連結部分を切ってしまうということが一つの立法論としてはあり得るということじゃないかと思いますね。

○行澤 そうですね。

〔不正の手段の意義について—学説・判例の理解〕

○前田 不正の手段の意義について、3つの説があり、それぞれの説で結論に差が出るかという検討をなされました。この3つの説のうちで、第2説は、特に利得目的を要件にするということで、別の説として扱うことは差し支えないと思うのですが、第1説と第3説については、結論に差があるかというよりも、そもそも別の説なのかということを考えておく必要があると思うのです。つまり、欺罔行為説の論者のいう「欺罔」は、相当広いものですね。つまり、相対で特定の者を欺罔するのに限られないので

あって、不特定多数の者を相手に投資判断をゆがめるようなものが広く入ってくる。行澤先生のご報告では、例えば損失補填のところでは、欺罔行為を觀念しにくいというお話がございましたけれども、一般には、この欺罔というのは非常に広く捉えられているのではないかと思います。他方、社会通念説の言う「社会通念上」とは、何も不正の手段の中身を言っているのではなくて、判断の指針というか基準のようなものを言っているだけであって、中身については何も言っていないのですね。

○行澤　　そうです。

○前田　　投資者保護を目的にする金融商品取引法で「不正の」と言えば、結局は、広い意味で投資者を欺罔するということになるのではないのでしょうか。そうすると、結局、欺罔行為説と社会通念説は、もともと同じことを言っていると解する余地もあるように思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○行澤　　そこが私の能力の限界で分からなかった点なのですけれども、おっしゃるように、アメリカ法においては、規則10b-5において defraud というものを極めて広く解している。そして、どうも最近の判例等の傾向を見ましても、必ずしも詐欺的な要素がなくても、10b-5でどンドンと拾っていくということが指摘されていますので、それに引きつけて考えますと、欺罔行為説の言う欺罔行為というのは、詐欺と必ずしも厳密な意味で同一ではないということになるというのは、おっしゃるとおりです。しかし、いわゆる詐欺防止規定であるという由来を、アメリカ法においてもここまで広げていいのかという議論はあるところですし、インサイダー取引なんかでも、ここまで広がっても、なお詐欺禁止ということに根拠づけざるを得ないという状況について、本研究会でも萬澤先生のご報告されたところですので、果たして欺罔という要素を本当にそんなに簡単に希釈化していいのかという点が、ちょっと私の中で疑問でありました。

それと、重過ぎる刑事責任というのをどう位置づけたらいいのか。詐欺禁止だから重いのだと考えると、厳密な意味で、つまり相対で欺罔行為があつてということはもちろん必要ではないけれども、安易な希釈化には何らかの歯止めが要るのではないかという考え方もあり得て、私としては、そのような考慮を欺罔行為説に仮託することもできるのかなと、そんなふう考えたわけです。

○森本　　前田さんの言われたことと同じことを言うことになるかも知れませんが、社会通念上不正と認められるという言葉だけを抽象的に取り出すと、どこまでも広がると理解されがちですが、昭和40年の最高裁は、デュー・プロセスという憲法上の要請の

観点から違法ではないということを明らかにしたものであるにすぎません。有価証券取引、これを市場取引と言い換えても悪くないと思うのですが、市場取引の範囲内で不正と判断されるものというのは、ある程度限定的なものであることを前提に判示したのであって、そういうように理解するときは、詐欺的という言葉を使うのがいいのか悪いのかわからないけれども、不正というのがそんなに広がらないということになるのではないのでしょうか。そして、これを言うとまた岸田さんからお叱りを受けるかもわかりませんが、この最高裁の事件は刑事事件でしたので、刑罰規定の重さも要件論の解釈に含めるとある程度範囲が限定的なのはわかるでしょうということではないのでしょうか。最高裁は、要するに、無限低な曖昧な構成要件ではないですよと言っただけなので、これをどんどん広げるという意味で「社会通念上」という言葉を理解してはいけないのではないかと思います。

だから、この社会通念説というのは、欺罔行為説と一緒にどうかはともかく、そんなに質的違いがあるのか疑問です。だから、3ページから4ページのいろんな議論も、そういうふうになるのかなあと考えて聞いていたのですけれどね。

○行澤　ありがとうございます。そのとおりでらうということで私も説得されるわけなのですけれども、ただ、欺罔行為説を広く捉えるということになるときに、逆に、積極的にその限界づけをどうしたらいいのかというその要素が気になります。アメリカ法において10b-5を運用する場合は、詐欺法に関する豊かな判例というリソースがあるので、そこを参照して限界づけるということがあり得るのかもしれませんが。しかし、我が国において、欺罔行為というのは狭い意味での詐欺ではない、むしろいわゆる市場において不正と言われるものはだめだということを言い換えたにすぎないとすると、ではどうやって欺罔行為でないものとの境界線を引いていくのかという議論について何らかの指針が得られるかというとなかなか難しいのかなと感じます。

そして、あり得る指針として、アメリカのある論者の見解に寄り添えば、不当利得禁止原理というような限界付けの理屈もあるのではないかということをご紹介させていただいたわけです。

○伊藤　すごく素朴なことですが、今のお話、欺罔ということをしごく広く捉えるとして、あるいは詐欺といっても、アメリカではもっと広いだろうと考えるとして、単純に物理的に脅迫をすとか、暴行をすというのは欺罔に入ってくるのですか。不正だと言えば、そういったことも全部入ると思うのですけれど。

- 行澤 入らないと解するのが普通ではないでしょうか。
- 伊藤 入らないのですね。
- 行澤 というのは、158条で暴行、脅迫というようなことも書かれているので、一応のすみ分けはあるかと思ったのですが。
- 伊藤 「不正の手段」という法令の用語を素朴に読むと、不正なものは全て入りますから、むしろ暴行などというものは入るように思われます。そして、そういった文言なのに、まずこれが欺罔行為であるといったところからスタートする考え方があるのは、母法がそうなっているということだろうと思います。しかし、それならば、なぜこの条文がつけられたときにそういった文言にしなかったのかというあたりがちょっと気になるわけです。
- 行澤 現在、私が当たった文献では、意識せずに翻訳したのだろうという久保田安彦さんの説明があるだけで……。

〔「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について」の意義・範囲〕

- 伊藤 なるほど、そういうことなんですね。
- それから、森本先生がおっしゃったことに関連するのだろうと思うのですが、最高裁のように、これは有価証券取引に限定して社会通念上不正と認められる一切の手段をいうといった考え方をしますと、むしろ重要なのは、有価証券取引等に関してという文言でどこまで絞れるかだと思います。そこで絞ろうとするときに、4ページから5ページのようにかなり柔軟に解釈してしまっただろうかということが、ちょっと私はわからないところです。たとえば、①で書いてある新株予約権行使に伴う対価の交付すら、これを本当に入れていいのかというのが問題となるように思います。「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について」という文言で、①のものを含めて考えてよいのでしょうか。
- 行澤 私も、そこは疑問に思いました。というのは、4ページ、5ページで挙げさせていただいたように、これでは、例えば敵対的買収における不正発行のような違法な防衛買収までが入ってくると考えられる余地もある。あるいは、多数株主による少数株主のスクイズ・アウトとか不公平な企業再編等もここで把握される余地があると。殊に合併対価なんかも入れますよね。そうすると、これはかなり広い射程になることは間違いないけれども、ただ、もしこういった類型の行為までも同条に含めるのは適切では

ないと考えるのなら、やはり欺罔行為という「不正の手段」の要件で絞ったほうが、よいのかなと私は考えます。

「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について」について、本日も説明申し上げたような解釈について、私が調べた範囲では、特に疑念を挟むような見解は見当たりませんでした（ただし、先ほどご紹介した株式分割の判例がどうも「取引等」をかなり狭く解釈して公開買付けを排除したと思える。）ので、もしこの解釈に疑念を挟むということになれば、新しい潮流を生み出すことになると思うのですね。つまり、「不正の取引」の意義それ自体が曖昧でも、行為の対象範囲が十分限定されているので、さきほど森本先生にご解説いただいたような最高裁の議論も成り立つということも言えるかもしれません。

- 伊藤 金商法という法律で「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について」という文言が使われており、「等」という言葉がついているわけですが、それをさしあたり無視すると、やはり一定のイメージがこの文言にはあると思うのですね。そこを考えていけば、もしかすると、限定ができるかもしれないと思うわけです。そういうことからすると、②とか③あたりは、そういったイメージからは外れると思います。

【会社法上の恣意的・濫用的な行為を157条1号で捉える可能性】

- 森田 何か僕もね、この条文でずっと技巧、計画とかがわからなかったのですけれども、かつてありましたのが、株式分割です。虚偽の発表じゃないけれども、事務的に流通量がとまるというようなところを狙って、そして株式分割を行うことにする。それは買収防衛のときもそうかもしれませんし、いろんな使い方があると思いますけれども、そうすることによって結果として株価が急騰するとか、急落するのかわかりませんが、そのようなことが生じることを狙っている。そういうものが当然ターゲットに入ってくると僕は思っています。技巧とかが何のことか、前からさっぱりわからなかったけれども、このような事例が出てきて、変に納得したことがありました。

ただ、そういう論文を書いているわけでもありませんので、ちょっと主張は弱いのですけれども、最近、会社法の改正でいろんなことがまたできるようになりましたし、そういう手段を用いて何かやるというようなことが一応ターゲットになるのではないかと思います。

それと、これが157条が使われないということを縷々ご説明いただいたのですけれ

ども、同条のターゲットは、悪い行為をつかまえることですね。そうすると、どういう場合が悪いのかですけれども、例えば6ページにある、当該会社に不利な情報の開示義務が生じているのに開示しなかったというのは悪い行為ですね。これが日本の法律の解釈では、「会社に不利な情報開示が」ということでとまっている。アメリカ的には、会社経営者は会社があかんようになってわかっておいて、それを黙って株主に売ったという、まさにインサイダー取引になるわけですね。わが国の解釈が、欺罔行為説とかばっかり言っていたら前に進めない気がしまして、それよりかは、その哲学として、やっぱり信託義務理論が出てくるように思いますけれども。

○行澤 大変興味深いご指摘、ありがとうございます。

例えば、伊藤先生のように「その他取引等」のイメージを具体化していくという方法も一つあるかと思うのですが、私がやはり「不正の手段」の意義にこだわりたいと思ったのは、例えばアメリカ法において敵対的買収防衛策が非常にまずいということで差し止められるようなケースで、しかし10b-5が問題になったケースというのは、ほとんどないのではないかと記憶しています。市場での公開買付けや株式の買付け、そういうものに対して明らかに影響を与えているのに、なぜ当該不公正な防衛策が10b-5で捕捉されないのかと言うと、やはり詐欺防止であると、そういう理解が効いているからではないか。そうだとすると、欺罔行為も不正も意味は変わらないというのはおっしゃるとおりだとは思いますが、じゃあどのようにその限界を規律づけするかと言うと、やはり詐欺的要素、欺罔的な要素があるか、もっと端的には「騙す」という行為があるかどうかという点がいいのではないかと、そんなふうにする次第です。

森田先生は、やはり「不正の手段」の意義を広く捉えて、欺罔行為といった概念にとられずに、不当であると思われる会社の行為をもしっかりと押さえていくべきだとお考えなのですね。

[なぜ157条違反に課徴金制度が設けられていないのか]

○森田 最初に岸田先生がご質問になったように、全部が全部刑事罰でいけなくてもいいのではないかと思います。つまり、SECは差し止め命令を求めることをしますし、日本では課徴金でいけばいいのにとおもいます。157条に課徴金はなくて、158条にはあるのです。何でこんな違いがあるのですかね。

○行澤 なぜ課徴金がないかは、ちょっと分かりかねます。

- 森田 158条も同じように厳罰でしょう。
- 行澤 それは前回の川口先生のご報告ですので、管轄は川口先生です。(笑)
- 川口 157条に課徴金が課せられないのは、これにはいろんなものが含まれ得るということで、それに対して個別に利得相当額を算定することが難しいというのが大きな理由ではないでしょうか。本来は、課徴金制度の適用とすべきなのかもしれませんが、利得相当額を基準とするのであれば、難しいですね。
- 森田 課徴金までいなくても、例えば差止めみたいなことができれば、行政当局は入れますよね。

〔不正の手段を広く解することと違反者の主観的要件との関係〕

- 伊藤 森田先生が最初のほうにおっしゃった、証券の流通に結局影響を与えていくといけないという話なのですが、そういうことにしてしまうと、もう一定のボリュームを持った行為を行えば、全てそこに入ってきてしまうと思うのですよ、株式分割であろうと。
- 森田 だから、意図的にそういうことをしようというのがいるんですよ、やはり。
- 伊藤 悪いところは、影響がただ出たということではなくて、行為者がそれを目的としていたからであるということですね。
- 森田 詐欺的なことをやっていることですから、10b-5の主観要件は厳格ですね。サイエンターというのは、何かよっぽど悪いやつという意味らしいね。だから、認識したという悪意ではなくて強い意味らしいですよ、加害行為みたいなね。
- 伊藤 それをこの文言の中のどこかで読んでいくのであれば、「不正の」というところでやはり読まなきゃいけないですよ。
- 行澤 読まなきゃいけないと思うんですよ。

〔157条1号とインサイダー取引規制との関係〕

- 松尾 船津先生がご報告されたときに、EUでは、内部情報を犯罪行為によって得た者もインサイダー取引で処罰していたのですが、日本ではそれはインサイダーの対象にならないということでした。日本ではそのような行為は157条で規制することが考えられるかなと思ったのですが。そうすると不正にアクセスして会社情報、重要事実を知って取引をした、あるいは逆に取引をする目的で不正アクセスをするというようなこと

は、欺罔ということをあまり強く言ってしまうと、157条では捉えられないことになりそうです。そもそも157条で捉えるべきかどうかという問題もあると思うのですが、このあたりはいかがですか。

○行澤 私もそこは悩ましくて、現在の日本のインサイダー取引法制は、本当に厳格に立法化されているので、おっしゃるように、例えば不正にハッキングして内部情報をとってやったというのはインサイダー取引に該当しない。思うに、日本法の枠組みでは、それはインサイダー取引として評価するのではなくて、違法なハッキング行為ということ自体が立派な犯罪ですので、そこに評価を吸収させるという態度をとるのではないかと思います。ですから、例えばそのような行為を157条1号で捉えるよりは、やはりハッキングとか、あるいは暴行、脅迫という手段の行為自体の違法評価に吸収させていく方がいいのではないかと思います。

なぜかといいますと、そこまで不正の手段を広げて、166条、167条のインサイダー取引規制からこぼれてくるような行為類型をも157条1号で捉えようとするすと、まさに10b-5についてアメリカで議論されてきたような議論を日本でもしなきゃいけないと思うからです。つまり、具体的な被害者も損害も特定されないのになぜ罰せられるのかという可罰根拠論を157条1号の解釈の枠内においてしなければならないわけですが、同条違反に係る非常に重い刑事責任に鑑みると、166条・167条を含むインサイダー取引規制に関わる法体系の中で矛盾なくそれを説明できるかという問題があるのではないかという印象を持ちます。

○近藤 インサイダー取引と157条との関係についてはどのように理解したらいいのでしょうか。欺罔の要素があった場合には、157条でもいけるというように考えるのでしょうか。166条に該当するような行為であっても、欺罔の要素があれば157条も使えますよね。

○森田 構成要件が全然違うしね。

○行澤 これは間違っていたらご指摘いただきたいのですが、アメリカ法では、インサイダー取引によって市場の価格を変動させるとか、市場の相場に具体的なインパクトを与えるということは、考慮の枠外にあると思うのです。そうすると、欺罔行為があればインサイダー取引に該当する行為であっても同時に157条1号も適用されるという立場に立てば、やはり10b-5をインサイダー取引に適用するためになされてきたアメリカ法のような議論、つまりインサイダー取引可罰根拠論を議論しなきゃいけ

なくなるのではないのでしょうか。

- 近藤 同条の重い刑罰を科すには、そういうことになるのでしょうか。
- 行澤 という感じがして、本当に157条をインサイダー取引規制に使っていいのかどうか、ちょっと私としては躊躇するところがあるのです。
- 森本 166条より157条のほうが、不正という言葉とともに、次に手段、計画、技巧という、そういう故意的なものなのか、意図的要素が入っているわけですね。そういう意味で、やはり悪性が強いのではないですか、157条は。もともと166条は届出義務違反という形式犯的なものから出発したものです。今は166条も厳罰になっていますから、限定的に運用されるべきなのかもわからないけれども、157条と166条は出自が違うということを明確に押さえておく必要があります。少なくとも当初は、昭和63年ころにはそう理解されていたと思いますね。だから、166条があるから内部者取引には157条は適用されないという理解は、当初はなかったように思います。
- 近藤 そうすると、アメリカの議論は日本でもしなければいけないということですかね。
- 行澤 インサイダー取引を本来的に157条で捉えるべきだと考えるならば、もう一度その議論を精緻化していく必要があると思います。そうすると、今度は、166条との整合性も考えないといけなくなります。あるいは、166条に該当する行為が、同時により悪性の強いインサイダー取引である場合に157条を適用するという考え方もあるのかもしれませんが、今、森本先生がおっしゃったように、166条自体が独自の発展を遂げているので、できればそちらでいくほうがいいのではないかと思うのですけれどね。
- 森田 しかし、形式的にひっかかってビジネスの展開がしにくいというようなことがあるようですよ。
- 行澤 それはもう河本先生からも重々ご指導いただいているところです。(笑)
- 森田 形式要件でひっかかるから、どうしようとか、それでくだらん法遵守のためにいろいろ損をしているので、そんなにハッピーな状況じゃないと思っています。むしろ本当に悪い行為を捕まえるというふうにインサイダー取引があるべきではないか。
- 当初は、インサイダー取引というのは日本人もよくわからなかったし、166条では法文化が形成されたと思っています。それで、森本先生がおっしゃったように、当初は

形式犯で、今は何か実質犯的な形で法形成ができてきたのですけれども、ただ、形式主義で出発したのために、非常に弊害的な場面も残っているというか、あなた達の世代がもうちょっと頑張ったらいいのと違いますか。（笑）

○川口　今の166条との関係なのですからけれども、166条ができる前から、学説は157条でインサイダー取引は規制できると考えていたのではないのでしょうか。ただ、今日も問題になったように、構成要件が曖昧で、検察当局などが使いにくいと言われていました。そこで、構成要件を明確にして、形式犯として捉えやすくするために166条ができたということ経緯があります。そうすると、166条ができたからといって、157条の適用がないと考える必要まであるのでしょうか。実際に適用するかどうかは別として、悪質性の強いものについて、157条の適用を否定するまではないように思いますが。

○行澤　立法経緯はまさしくそのとおりなのですが、じゃあ、改めて現在の視点から悪性の強いものを157条で捉えていくということになると、やはりもう一度、アメリカ法のように可罰根拠、実質的な根拠も含めて、法理論を形成していかなければいけないのではないかと私は考えます。

つまり、166条の判例等で法解釈が進んでいるから、それをベースにして、より悪性の強いものを157条1号で捉えるというやり方で本当にうまくいくのかなと。今日では、事実上、166条はインサイダー取引類型についての適用限界を示すものとして受け止められているとも思われ、改めて追加的に、157条による規制を運用し始めるというのは、やや唐突に過ぎるのではないかとというのが正直な印象です。

○川口　確かに、166条を超えた悪性の強いものって一体何なのか、どんなものがあるのだろうかというのはあるかとは思いますがけれども、157条の適用の可能性を全く排除する必要があるのかなと思った次第です。

○龍田　私は川口説に賛成です。きょうご報告をお聞きして、157条がとても冷遇されて気の毒に思いました（笑）。証券取引にかかわる不正行為には、当初予想もされなかったような、想定外の新しいタイプのものがどんどん出てきます。それなのに初めから狭い範囲に絞ってしまうような解釈は、せつかくのこういう包括規定の生命を断つようなものではないかと心配いたします。

〔157条が民事責任の根拠とされる場合、故意は要求されるのか〕

○岸田　私が最初にお伺いしたときに、行澤さんは、157条は故意がない場合は考えられないようなことをおっしゃったと思うのですが、157条2号の重要な事実を表示しなかったというようなことは、故意でない場合もあり得るし、先ほど問題になった日本技研ですか、株式分割なんかは別に不正な行為をするつもりではないと思われまます。また見せ玉、注文してすぐに取り消すのを繰り返すとかというのは、必ずしも操作とか不正な目的、故意がない場合があると思われまますので、157条には当てはまるけれども、197条には当てはまらないという例は多々考えられるのではないかと思われまます。だから、157条の解釈として、刑事罰の規定で全部くくって、罪刑法定主義とか、そういうことも出してくる必要はないのではないかと思われまます。157条に当てはまるけれども、197条には当てはまらないのもあり得るということを正面から認めたらいいのではないかと思われまますので。

○行澤　民事責任であっても、故意は要求されておられまます、1号でも、2号でも、「ついて」ということについて故意が要するというのは疑いのないところだと思われまます。例えば見せ玉をやったけれども、市場を操作する、影響するつもりは全然ありませんでしたと言っても、そんなことをすれば客観的に相場が動くという蓋然性を認識していれば、それは故意があると言っていいと思われまます。刑事責任であれ、民事責任であれ、いずれにしても157条の該当性の問題として故意は要するというところだと思われまます。

○岸田　刑事罰だと、必ず故意は要るわけだと思われまますね。刑法38条1項によって、当然刑事罰は故意がないといけないうわけだと思われまます。インサイダー取引もそうですけれども。故意がない場合はどうなるかというところ、例えば課徴金を課す場合には、故意がなくてもいいわけだと思われまますから、それと同じように、この場合も、たまたまそういうことをやった、全然意図はなかったという場合もあり得るわけだと思われまます、さっきおっしゃった株式分割なんかは多分そうだと思われまますので。

○森本　今の話は、その株式分割が不正の手段、計画、技巧と思われまますためには、何らかの悪性が要るのではないですか。それは、故意がない場合があるのかもわからないうわけだと思われまますけれども、基本的に故意があると理解するのが素直なのではないでしょうか。その故意という意味をもう少し整理する必要があるかもしれませんが、不正の手段、計画、技巧というのは、意図的な何かがあるという前提ではないのでしょうか。

○岸田　不正ということはそうです、不正という言葉を使えば。だけど、2号、3号は必ずしもそうじゃない場合があると思われまますよね。

- 森本 2号の場合には、今度は利得する意図が必要ですから、そこに意図があるのではないですか。利得する意図はなかったけれども、結果として利得してしまったということで2号が適用されるとは思わないのですが。
- 行澤 本来、刑事責任のみならず、民事責任であっても、構成要件の故意というのは必要なわけで、「について」虚偽等、そこに認識が欠けると、これはもう条文該当性が否定されると考えるほうが素直じゃないでしょうか。
- 森田 それはそうだと思いますけれども、ただ、それが挙証できないこともある。行政サイドで動くときはそれを前提に動くけれども、完全に挙証されるかどうかはわからないこともあり得る。もちろん構成要件としては、それはもう詐欺規定ですよ。
- 行澤 もしそういう趣旨でのご指摘であれば、民事責任の場合、主張立証のレベルで刑事責任の場合ほど厳格なものは要求しなくても良いのではないかというのは、そのとおりだと思います。

【MBOにおける対象会社の取締役の利益相反行為と不正の意義】

- 飯田 レジューメ5ページのMBOのところ、無理な会計操作を行った場合についてですが、まさに認識という意味では、市場価格を下げようという意図があるかとは思いますが。ただ、虚偽でもなく、あるいは誤解を生じさせるようなものではない種類の行為であっても、1号の不正の手段に入ってくるというご趣旨なのか、というところを確認させていただければと思います。
- 行澤 結局そこが不正に当たるかどうかというのが、まさに不正の意義、定義にかかわってくるのではないかという問題意識で例示させていただいたわけです。やはり欺罔というのを広く考えるにしても、何らかの歯止め、バウンダリーを必要とするのであれば、そのような会計操作は不正にはならないというふうを考えるべきだと私は思いますけれども、MBOで株主から買い付けるという場合に、およそやっちゃいかんことをやっちゃいかんのだということで不正の手段の意義を捉えると、ひょっとしてそのようなものも157条1号の範疇に入ってくるかもしれないという一抹の懸念があった訳です。入れるべきではないという価値観に立てば、じゃあ、なぜ入らないのかということの説明しないといけないということになると思います。
- 飯田 違法な会計処理じゃない……
- 行澤 レックスの場合はそうでした。

- 飯田　　しかも損失拡大だという将来情報の予測的なものであれば、これは不正だとは言にくいのかしらということで、むしろこの問題点は、会社法上の利益相反的な要素があるので、そちらのほうでの評価なのかしらというふうに思いました。他方で、株価を下げるという目的で動いているのであれば、相場操縦のところにはひっかかってき得るところではないかとも思います。
- 行澤　　むしろ相場操縦で規律したほうが良いというご見解ですかね。なるほど。もちろんレックス事件の場合は、会計操作上別に違法ではなかったし、やってもよかったですけれども、仮にもう少し際どい手段をとっていた場合であったとしても、やはり157条の該当性については問題が残ると思われれます。あるいは、粉飾決算に値するような会計操作であれば、157条該当性が認められるのかもしれませんが。しかし、今おっしゃったように、利益相反という会社法上の違法評価が、そのまま157条の不正を基礎づけることになるのでしょうか。その辺が、ちょっと疑問に感じたところでした。
- 森田　　やっぱり将来情報とかというのは、将来のことだから、あした天気になるかどうかかわからないということなのですから（笑）、例えば、現在気圧が幾らであるというふうなことで予測しますよね。そのときに、私としては、あしたお天気になったらゴルフに行けて楽しいから、そっち側のほうで誘導したいという意思が認められて、本当は気圧はそうではなかったのに、そういうふうに言ってしまうと、それは虚偽記載ですよ、やはり。割にアメリカの場合、将来情報だからといって許してもらえませんよ。ですから、その根拠がしっかりしていないといけないし、一般的にMBOのときは、何かうまいことやっているのと違うかという疑いもあるから、非常にシビアに問われることになるのではないかとはいえると思いますね。
- 行澤　　つまり、有価証券報告書等の虚偽記載で捉えるということ以外に、157条でも捉えたほうが良いというご見解ですか。
- 森田　　いやいや、報告書じゃなくて、プレスリリースもあるし、いろんな形で報告するでしょう。
- 行澤　　そういう場合は157条で捉えたらいいというご見解ですか。
- 森田　　可能性があり得ると。
- 行澤　　そうすると、捉えられる可能性、捉えられるか、捉えられないかの基準というのどこに求めればよいのでしょうか。
- 森田　　それはやはり根拠があるかどうかとか、そういう意図が明らかであるかどうか

とか、そういうことになってくるのと違いますか。

○行澤 例えば利益相反行為に当たるような取締役の行為であっても、それは直接不正の判断を基礎づけるのでしょうか。

○森田 疑われる理由にはなるでしょう。

○行澤 なるほど。利益相反に基づく違法性が直接不正を根拠づけるわけではないけれども、最終的に不正だと考える一つの根拠として、利益相反であるということは有力な要因だと、こういうことですね。

○森田 一般的にMBOをしようとしているときに、プレスリリースで発表したら、直ちにうそついたという言い方はないと思うのですよ、それは。

〔2号の「重要事実の不開示」が不実表示とされることの基準について〕

○近藤 積極的な不実開示ならわかるのですけれども、2号で書かれている開示ですが、これは積極的にどこまで開示しなければいけないかという点については、どのように解釈したらいいのでしょうか。

○行澤 抽象的には、開示義務があるかどうかということになりまして、その開示義務があるかどうかということ为基础づけるために、アメリカの10b-5等の議論では、やはり信認義務があるかどうかということが議論されてきたと思います。日本法で、不開示が黙示的不実表示と捉えられたケースについては、きちんと整理してきたわけではありません。

○近藤 それを広く捉えるかどうかによって、大分この適用範囲が変わってきてしまうような気がするのですね。

○行澤 アメリカの10b-5はかなり広く捉えてきていると思うのですけれども。

○前田 欺罔行為とか、あるいは社会通念上不正の手段と言われるものは、確かに虚偽の開示をする場合が典型的なものだと思いますけれども、開示すべき事項を開示しない、そしてさらに投資者の投資判断をゆがめるようなものは、やはりこの規定で拾うのがこの規定の趣旨に合うのではないのでしょうか。ですから、株式分割のような手段であれ、価格を操作するようなものはここに入ってくるのかなと思っていました。

そして、先ほど会社法上違法かということとの関係が議論されましたけれども、この規定で重要なのは、投資者の投資判断をゆがめるかどうかだと思うのです。別に既存の株主を害さないけれども、投資者の投資判断をゆがめる場合はあると思うのですね。そ

れは会社法とは別の観点から判断することになるのだらうと思います。

○行澤　ただ、投資者の投資判断をゆがめるような、本来出すべきものを出さなかったという理由で開示義務を根拠づけるのは、市場との関係だけで十分なのでしょうか。10b-5の議論がなぜあんなに信認義務とかいろいろなことを言うかということ、開示義務を積極的にどう根拠づけたらいいかという問題意識に影響されてのことだと思うのですね。証券会社とかブローカー・ディーラーとしては、看板理論とかもありますし、また専門家責任とかという民法上の議論もありますけれども、単に市場に対して重要な情報なのに出さなかったということが2号に該当するためには、やはり具体的な開示義務違反という紋りがないと難しい。ただ、ご案内のように、10b-5はそこのところをかなり柔軟に解釈してきているとは思いますが。

○近藤　会社としても、その情報を出すかどうかについてある程度裁量があると思うのですね。だから、一概に開示義務を広く捉えるということになると、ちょっと気にはなるところですね。

○森田　森本先生が帰りしなに言われたけれども、157条は「行為をしてはならない」になっておいて、1号は技巧をすることでしょう。それから、2号は財産を取得することなんです。だから、単なる発表だけではということじゃないですか。要するに、することまで行かないといかんわけです。

○近藤　情報を出さないで利得してしまった場合に、情報を出さなかったことに経営上の合理性があると言ってきたときにどう考えるかですね。

○森田　経営上合理性があったら、しょうがないでしょう。(笑)

○行澤　そこは、財産を取得するときに、市場にとって非常に重要と思われるような情報をあえて出さなかったということがどう評価されるかということだと思うのです。合理的な経営権の範囲だからといって、免責されるということにはならないのではないかな。もとより、投資判断に影響を与える情報を出さずに利得したというようなケースが、すべからく157条2号に該当するかということそうではなくて、その限界づけは、やはり開示義務の有無で判断するのが、日本法における解釈の軸ではないかと思います。そこで、開示義務があるかないかを判断する根拠を理論づけることが非常に重要なわけです。

○森田　だから、委託者の損失において受託者が利得してはいけないというのがあって、やっぱり。

- 行澤 信認義務ですよね。「何人も」の全てがそれに立つかどうかはわかりませんよね。
- 森田 だから、それも、かねて議論がありますように、現在の有価証券の保有者だけじゃなくて、これから買う人も入ってくるのが投資者保護だという観点で考えて、それに対しても信認義務を負っていると。
- 行澤 じゃあ、「何人も」も、全て信認義務だけでいけますか。
- 森田 いけますね。アメリカ法はそういうふうであったと理解してきましたけれどね。

〔157条と158条の関係〕

- 松尾 先ほど前田先生は、「不正の手段」は市場価格に影響を与えるということを考えるとおっしゃったように思うのですけれども、そうすると、158条の「偽計」との関係で問題が出てくるように思います。相場の変動を図る目的を持っている場合は、むしろ158条の偽計のほうで捉えるべきかと——偽計と不正の手段は多分そう変わらないと思うので、両者を分けるとしたら、この相場変動目的かなと思うんです。実際に、不公正ファイナンスの事例なんかは、158条の偽計のほうでいってますので……。
- 森田 158条のほうで証明しやすいのと違いますか。
- 松尾 「不正」の中身に市場価格への影響とかということを読み込むのは難しいのではないかなという気がするのです。
- 行澤 なるほど。
- 松尾 157条の「取引について」のほうに読み込むのかもしれませんが、市場価格に影響を与えて何かしようという場合は、むしろ158条の偽計で拾えるのではないかなと思います。
- 行澤 前回の川口先生のご報告ですと、今日、158条の適用領域は「偽計」という曖昧な概念の下で相当広がってきているのに、157条の1号は不正の意義が広すぎて使えないと今まで言ってきたこととつじつまが合わないじゃないか、という問題提起をされていたと記憶しています。今の松尾先生のお考えですと、158条の偽計で捕捉できるものは捕捉して、それ以上、157条は考えなくてもいいと考えられているわけですね。
- 松尾 157条は、相場に影響を与えることなく、利得を得られるものと2号のほうになるかと思います。組織再編ですとか新株発行が絡むような事案で、その相手方

になる人との関係では、157条というのはなお適用の余地があるのかなという気はするのですが、それらに限るかどうかというのはまた別ですけれども。

○行澤　　そういった場合、おのずと客観的に市場の株価を動かしてしまう可能性は大いにあるのだけれども、相場変動目的があるかないかで158条は切れるというわけですね。目的がなければ、158条ではなく、逆に157条で拾うと。

○松尾　　ではないかなという気がしますが、

○行澤　　なるほどね。

〔MBOの事例と157条1号―補足〕

○伊藤　　先ほどの飯田さんのおっしゃったMBOの話で、最後のほうがよくわからなかったのですが、会計操作自体は適法であるという場合に、結局どういうふうにお考えなのでしょう。

○行澤　　私に定見があるわけではございませんで、ただ、一つの考え方として、不正ということの意義は、前田先生がおっしゃったように、投資家の判断に対してどう影響を与えるかという判断要素を含むことは、本条の趣旨から明らかなとは思いますが、やはり不正と言うからには、何らかのイリーガリティー、アンフェアな要素が必要である。その一つのメルクマールとして、会社法上の、あるいは会計法上のよからぬことだという違法評価が不正を基礎づける一つの判断材料となると考えられるのではないかと。そういう趣旨ですので、全く会計操作上問題ないことをしてMBOの将来の公開買付価格を下げても、それは157条に当たらないというのが、今のところの私の印象ですけれども。

〔不公正発行と157条1号の不正の意義〕

○船津　　それにちょっと関係するのですが、5ページの4④ところで、不公正発行に関して不正の手段とするかどうかという点なんです、これに関してはいかがなのでしょう。

○行澤　　不公正発行に当たるような場合、つまり買収防衛のような文脈で、これは形式的に考えると不正に当たっちゃうんじゃないかと思われました。つまり、有価証券の売買その他の取引等に対して明らかに影響を与えようとしているわけですね。先ほどの株式分割の事例のように公開買付を遅らせたりとか、あるいは意思をくじいたりとか、何

らかの形でそこに影響を与えようとしているのであれば、その手段の不正性というのをどう規律づけたらいいか、不公正発行というのは一つの検討事例となるのではないか、というように考えたわけです。先生は、これはその他取引等に関係ない、「について」ではないというふうにお考えでしょうか。

○船津　私が当初これをお聞きしたときは、株主間の話だと理解しておったのですね。株主間の平等の話だと思っておったのですけれども、先生の先ほどのご説明では、むしろ買付者と経営陣との関係という問題ですね。

○行澤　そうですね。

○船津　しかし、恐らくその点に関しては会社法が規律すべき話であって、そこに金融商品取引法上、あるいは刑事罰として介入することは、会社法上そういう行為に関して刑事罰を科していないのだとすれば、金融商品取引法上、別の要素として何かほかの不正という点がないと恐らくだめなのではないかなという気がしています。だから、不正という不正の手段に関して限界づけができるのか、できないのかわからないですけれども、根拠として例えば目的規定を置いてみるとかという形で、限界づけができないかなあということは考えてはみたのです。

○行澤　では、1号の文言から、そういったケースを排除できますかね。

○船津　文言を1条と見比べて合理的に解釈したら、入らないと思います、私は。

○行澤　金商法の目的規定との関係でね。

○船津　はい。

○行澤　つまり、公開買付け等に対して影響を与える、あるいは市場における株式の買付け等に対して影響を与えても、それは投資家に対する市場原理をゆがめることではないとお考えなのですね。

○船津　いえ、そこは、市場でどの程度買い集めに影響を与えるかという程度にはよると思います、恐らくは。

○行澤　程度というのは、じゃあ、公開買付者に公開買付をあきらめさせようという場合、買付者の意思をくじくのに十分な程度の防衛行為であればどうですか。

○森田　だから、正当業務行為というかな……（笑）

○行澤　不公正発行は正当業務行為なんですか。

○近藤　だから、その不公正の意味が違うのではないですかね。

○行澤　違うんです。それはおっしゃるとおりです。

- 近藤　それが投資者保護の趣旨ではないわけですからね。
- 行澤　わかります。つまり、支配権の公正な分配という点は、それは会社法でやると。それはよくわかります。ただし、1号に形式的に言うとうたってしまう場合に、どこで規律づけるかという問題意識はなお残るわけです。切るとすれば、やはり不正の意義ですよね。
- 森田　だから、例の買収されざるを得なくなった場合には防衛権がありませんという理論で、そのときは自ら競売人になりなさいというときに、防衛的なことはしてはいけませんというような議論がアメリカであるとすれば、そういうふうな場合にあってはたと、そして価格を何かしたといえ、何か違法性があるような気がしますけどね。
- 行澤　ですよね。
- 洲崎　157条1号は「不正の手段」と言っていて、会社法210条2号は「不公正な方法」なので、両者は同じではないと以前から思っていました。不公正発行というのは、210条1号の法令定款違反に対して置かれているわけですから、法令定款には違反しないけれども取締役がその権限を濫用してやるのが不公正発行であり、それに対して不正という場合は、刑事罰を科されても仕方がないような、そこまで悪質な行為を指しているのではないかと思うのですね。「不公正」と「不正」を一緒にするのはちょっと無理があるのではないかと思います。
- 行澤　おっしゃるとおりだと思います。
- 洲崎　そういう無理な解釈になってしまったのは、昭和40年最高裁判決を、社会通念上不正と認められるもの一切が入るのだと見てしまったところにちょっと問題があったのかなと。最初に前田先生や森本先生が言われたように、これは別に欺罔行為説なり欺罔行為説プラス利得目的説と異なる立場をとることを明言したわけではなくて、有価証券取引に限定しているから罪刑法定主義に違反しませんよといっているだけだと思うのです。不正の内容については具体的に何も言っていないで、欺罔行為がある場合に限り不正と言っているのだというように最高裁判決を読むことも可能ではないかと思えますし、私はそう読みたいと思っています。
- そうだとすると、不公正発行までがここに入るというのは、無理があるのではないかと思うし、この最高裁判決を社会通念説という独立の立場と理解することにもやはり無理があるのではないかなという気がします。
- 行澤　よく理解できます。

○森田 洲崎さんの言う欺罔行為は、積極的欺罔行為じゃなくて、消極的に義務を行使しないというのも欺罔に入るのですか。つまり、不開示とかそういうものも。

○洲崎 それも欺罔行為に当たり得ると思います。

○行澤 欺罔行為だということになってくると、結局、10b-5で議論されてきたように、その前提として信認義務が必要だとかということになってくるわけで、そういう意味では、議論を蒸し返すようで申し訳ないのですけれども、不公正発行というのは、ある意味では既存株主との間では信認義務違反なんですね。その点はどうでしょうか。欺罔というのをそこまで広く捉えると、結局、「不正」は「不公正」とは違うといっても曖昧なことになりませんか。

○森田 だから、洲崎さんも、原則的なことをおっしゃっているだけで、刑事罰に当たるようなよっぽどおかしい行為については、やはりおかしいとおっしゃると思うんですよ。具体的に例を探せ探せと言われたら、さっき言ったようなアメリカの例がなるのかなと思って、それもよくわかりませんが、可能性としてはあるかなと。

〔強圧的二段階買収あるいは敵対的買収防衛策と157条の不正の意義〕

○松尾 黒沼先生が、構造的な強圧性を持つ二段階買収、公開買付けは157条に違反すると解する余地があるとブログ (<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/38066942.html>) に書いておられます(江頭憲治郎編『株式会社法大系』所収の黒沼先生のご論文「公開買付規制の理論問題と政策問題」も参照)が、それは今の議論からするとどうなのでしょう。

○行澤 先ほどの会社法のルールで規律すべきだという議論になると、157条の出番はないということになりそうですけれども、強圧性によって誰を侵害しているかという点、基本的には既存の株主なわけですね。あるいは将来の株主です。それを市場におけるプレーヤーの価格判断形成をゆがめていると考えると、やはり157条1号該当性はあると思うのですが、そうなってくると、敵対的買収の場合だって同じだという議論になるのではないかと思います。逆に、会社法の規律でよしとしていることに刑事責任を科すような解釈はよくないというのであれば、強圧性があったとしても、それは支配の公正をめぐる問題なので、157条の該当性はないという今の議論が貫徹されることになるのではないのでしょうか。率直にそんな印象を持ちますけれども、いかがですか。

○松尾 構造的な強圧性がある場合は、公開買付けに応募する人の投資判断をゆがめる

という問題があるので、むしろそちらを捉えるということなのかと思ったのですが。

○行澤 なるほど。

○松尾 逆に言うと、そういうものがない場合は、会社法上幾ら違法だとか不公正と言えても、金商法がカバーする問題ではないのではないかという気はするのですけれども。

○行澤 そうすると、例えば既存の株主との関係で公正をゆがめるようなことの場合でも、市場に対するインパクトがないということが言える場合というのはあり得るでしょうか、公開会社の場合に。

○松尾 市場というか、前田先生がおっしゃったように投資判断に影響があるかということだと思うので、持っていたら利益が害されるということ以外に、売るか売らないかという判断に影響を及ぼす……

○行澤 ことは、ありますよね。あるいは、やはりそういう防衛策がつくられている以上は、この株は取得したかったけれども、取得しないというような判断もあるんじゃないですか。

○松尾 どういう投資者を想定されているのでしょうか——まだ買収の局面になっていない場合ですか。

○行澤 買収の局面になっていて、どんどん高くなっていくのだったら買いたいけれども、買収がくじかれることによって、これはやっぱりやめておいたほうがいいんじゃないかという判断はあるのではないですか。

○松尾 買付者の判断ということですか。

○行澤 たとえば、そうです。あるいはもっと広く、将来、これからの投資家。

○松尾 それは会社法上争う手段があるわけですよね。

○行澤 いやいや、まだ株を持っていない投資家。買い付けたいなと思っていた人。

○松尾 買収者以外のですか。

○行澤 そうそう。

○松尾 それは、見守るということじゃないですか、どうなるかを。

○行澤 つまり、そこで市場における投資判断に影響を与えてませんか。

○松尾 会社法上適法か違法かわからない段階でということですよね。

○行澤 そうですね。

○船津 それはすなわち、およそ買収防衛策は全て157条にひっかけるべきだという議論になってくると思います。

○行澤　だから、ひっかかってこざるを得ないと考えると、おかしいことになるので、どうやってそこを規律づけるかという問題意識が残るわけです。

○伊藤　「取引等について」の文言のほうで見るのか、「不正の手段」の文言のほうで見るのかはともかく、157条は、結局、金商法の目的とか趣旨との関連で、それに反しているのだけれども具体的な条項で捉えられないものを捉えましょうというルールだと思います。そうだとすれば、会社法の趣旨からだめだからこの条文との関係でもだめだということにはならず、そもそも金商法との関連で見なければいけないように思います。

そして、強圧的な買収については、投資判断をゆがめるからというふうにおっしゃいましたけれども、そこはもうちょっと考えたほうが良いと思います。といいますのは、投資判断をゆがめているのかもしれませんが、一方で公開買付けというものが認められていて、現行法上、公開買付けの規制も行われています。その規制を守りつつ公開買付けを公開買付者が行っているというのであれば、それによって金商法との関係での不正性は解除されているのではないのでしょうか。現行法が許す枠内で公開買付者が公開買付けを仕組んでやったというときには、それ以上に、「実はこれは公開買付けを受けた者が公開買付けを受託せざるを得ない作りになっているのだから、157条で規制しよう」というふうには考えないほうがよいと思うのですけれど。

○松尾　今の伊藤先生の説明の仕方でいけば、構造的に強圧性のある公開買付けが157条に当たるという見解からは、金商法で具体的な条文としては設けなかったけれども、公開買付規制としてかける意図がないわけではない、だから157条で拾いましょうという説明になるのだと思うのですけれども。

○森田　おっしゃるように公開買付けをかけたときに、うそ八百を書いてやったときは、公開買付規制の開示規制違反にも当たるし、これにも当たるということはある得るのと違いますか。

○伊藤　それはそうだと思います。そういうものではない、公開買付けの開示規制等は遵守しつつやっているということを考えて、今話をしました。

○行澤　よくわかりました。会社法上の規制のイリーガリティーが157条1号の不正と直接関係ないというのはおっしゃるとおりですが、オーバーラップする領域というのはやはりあると思うので、そこを規律づけるために、今、伊藤先生がおっしゃったように金商法1条ということを中心に前面に出すというのは一つのあり得る考え方なのかなと思

ます。

〔チャーニング（過当取引）を157条で規制することの当否〕

○山下 今盛んに展開されているお話で、アメリカで昔、会社法上の不公正な取扱いについて10b-5が適用されるかどうかという論争を昔して、判例は結局、詐欺的な行為、不実表示がない限りは10b-5は適用されないという方向で来ていたかと思えます。日本も同様に考えれば、157条の適用範囲をむやみに広げるといえるのはいかなものかということです。しかし、多少活用したほうがいいのかという意見もあるというのは、会社法上のいろいろな道具立てと申しますか、公正を確保される仕組みというか法理というのがいま一つ日本でははっきりしないというか、あまりないというか、そういうところも関係しているのかなというのが一つの感想です。

それと、ご報告の中でチャーニングの下級審裁判例を引かれていて、そこで157条1号が根拠の一つとして引用されていて、行澤先生のこのあたりのご解説だと、これはアメリカでも10b-5で詐欺の一種として位置づけられているということもあって、必ずしもこの判決についてネガティブな評価ではないというご報告だったのかなと思うのですが、こういうのはまさに、先ほどの会社の不公正な取り扱いと同じで、だましているというよりは、実質は、非常に不公正な、相手方の無知につけ込んで利益をむさぼっているという、詐欺というよりは、実質的な不公正の問題なので、このあたりに拡張していくというのは、いかなものかなという感じも持ったのですが、その点いかがでしょうか。

○行澤 私がネガティブでないと申しましたのは、アメリカでも、ブローカー・ディーラーによるチャーニング等の不公正取引について、やはり10b-5で規制しようという動きはありまして、例えば Zandford ケースという2002年の連邦最高裁判決なんかも、結局、ファンドから不正な顧客財産を流用したようなケースについても10b-5を適用している。ここまで広げても、逆に、信認義務という縛りがある、つまり看板理論に基礎を置く不実表示という枠組みがあるので、そこは無限に拡大していくようなことにはならないだろう。つまり、やはり詐欺的要素に意味のあるウェイトを与えて、限界づけを与えようとしている10b-5の解釈は十分納得できるので、チャーニングへの157条1号の適用は日本法でもネガティブに捉えなくてもいいのではないかと、無限に広がっていくことはないんじゃないかと、そう考えた次第です。

○山下　　ありがとうございました。これを認めていくと、デリバティブに関する勧誘の問題など、いろいろ活用の余地が随分広がるのかなと思います。最初に岸田先生が問題にされていた、刑事罰はかからないけれども民事のほうの問題とする方向というのが実際は広がっていく可能性を、先生のお立場では持っておられるのかなという感想を持ちました。

○行澤　　おっしゃるとおりで、広げてもいいんだけど、「不正の意義」について意味のある限界づけはちゃんと持っておこうという趣旨です。

○近藤　　どうもありがとうございました。それでは、時間になりましたので、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

　　次回の研究会ですが、5月24日（金曜日）、飯田先生より、アメリカ法における相場操縦規制に関してご報告いただきます。