

大証金商法研究会報告レジュメ

「不公正取引一般～金商法 157 条を中心に～」

神戸大学 行澤一人

1 沿革

・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) 項に倣って制定された（「第 3 章 証券会社等・証取法 58 条」）。

・昭和 63 年改正によって各号に、〔有価証券の売買その他の取引〕「又は、有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引法等」が追加された。

・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・証取法 157 条」となった。

・平成 10 年改正によって、各号において、〔有価証券の売買その他の取引〕「又は、有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等、外国市場証券先物取引法等若しくは有価証券店頭デリバティブ取引等」と規定された。

・平成 19 年 9 月施行の改正により金商法 157 条となり、〔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、現在に至っている。

2 法 158 条、159 条との関係

法 158 条（風説の流布、偽計、暴行又は強迫の禁止）の由来は、大正 3 年改正に係る旧取引所法 32 条の 4 に始まり、後に昭和 23 年制定の旧証取法 197 条 1 項 1 号に継受されたものである。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にあつたが、旧証取法 125 条（法 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たので、相場操縦規制の根拠規定としての同条（法 158 条）の意義はほぼ失われたと言える。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るが、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 条の間での位置づけが問われるところである。

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 条又は法 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する。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）と法条競合説が分かれている。後者によるとき、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。なお、法 157 条 1 号と両条は法条競合関係、同条 2 号及び 3 号は両条と観念的競合関係に立つとする見解が主張されている（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】）。

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 1000 万円以下の罰金又は併科とされる。これは、金商法違反による刑事責任中、もっとも重い刑罰となる。

法 197 条 2 項により、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、又は安定させて、しかる相場において、有価証券の売買その他取引又はデリバティブ取引を行った者は、10年以下の懲役及び3000万円以下の罰金に処せられる。これは、平成10年証取法改正によって新設された規定である。

4 民事責任

法157条違反自体が民事責任を基礎付けるわけではないが、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。ただし、法160条のような特別の民事責任規定がないことをどのように解釈するかについては、民事責任の追及に対して疑問を留保する見解もある（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）。

Cf. 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る。しかし、当該違反行為によって形成された価格で売買等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。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項に基づくものであり、同法9条e項によるものは非常に少ない。

5 要件

(1号)

- ・規制の対象となる人的範囲＝「何人も」
- ・規制の対象となる行為

「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」

- *1 「不正の手段」の意義（計画、技巧は手段と同義であり、例示されているに過ぎないと解される）

（通説 - 欺罔行為説）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（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、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10b5が、詐欺禁止規定であること（to defraud）、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併せるべきこと、が挙げられる。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捉える見解（神崎・志谷・川口1193頁）と整合的である。

（欺罔行為＋利得目的説）無価値に等しい株式に偽装の株価を付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（金商法157条1号）違反の罪に問われた事案で、有罪を認定した第一審につき、同条は刑罰規定としては漠然であるが故に無効（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、東京高判昭和38年7月10日刑時報14巻7号116頁(a)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入れることによって、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る（神崎・志谷・川口 1196 頁（注 7））。

（社会通念説）(a) に対する上告審として、最判昭和 40 年 5 月 25 日集刑 155 号 831 頁 (b) 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想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。」と判示した（上告棄却）。

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で、損失補填行為が旧証取法 58 条 1 号（金商法 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、東京地判平成 10 年 5 月 14 日判時 1650 号 145 頁 (c) 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いえない一切の態様ものをいうものと解される。」として (b) を引用した。

最高裁の立場に賛意を示す見解も有力である（神田・黒沼・松尾 8 頁【近藤光男】）。

（コメント）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ある。

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二つの事案を参照する。

まず、チャーニング（過当取引）を同条違反として捉えた福岡地判平成 11 年 3 月 29 日判タ 1026 号 227 頁 (d) は、以下のように判示した。「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、証券取引法一五七条一号、一六一條、過当取引制限省令一項、投資者本位通達一項（2）4 口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。」(d) 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分かる通り、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る。そして、アメリカでは、チャーニングを SEC 規則 10b5 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、顧客の理系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）と定義されている。ということは、(d) のケースでは、いずれの説に立っても、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ある。

反面、事後の損失補填行為については、(b)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』を弄するもの評される余地がないでもない」と判示している（もっとも、刑事責任のバランス論（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券法 58 条 1 号違反よりも軽かった）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た（「これらの行為の違法性の程度は同法五八条一号所定の『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」東京高判平成 11 年 1 月 27 日金判 1064 号 21 頁 (e)）。もっとも、この根拠は十分説得的でないことが指摘されている（金商法判例百選（有斐閣、2013 年）101 頁【萬澤陽子】）。では、事後の損失補填を欺罔行為説から「不正の手段」該当性を認められたかということ、これはかなり難しいのではないか。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）からである。

現在は、事後の損失補填も、刑事責任の対象である（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軽い。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（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。良くないとして、法条競合説に立つと考えるも十分あり得るバランスのとり方であるが、「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（詐欺的でない行為は法 157 条に該当しない）と考える方法もあろう。

* 2 「有価証券の売買その他取引またはデリバティブ取引等について」の意義

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い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関わらない。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る（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】）。たとえば、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る（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ある。もとより、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であろう。

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。「取引等」という規定の文言上難しいという見解もあるが、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である（岸田監修 8 頁【久保田安彦】）。

③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ない。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らない。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る（神崎・志谷・川口 1197 頁（注 8））。もっとも、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、まもなく公開買付を開始したような場合は、公開買付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だろう。

④買収者が市場での株式を買い集めたり、公開買付提案を行う等、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あろうか。それ自体では、本条に該当することはないと解されるが、第三者割当の方法が、会社法 210 条 2 号、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だろうか。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だろう。そもそも、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は議論の余地がある。なお、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がある（東京地決平成 17 年 7 月 29 日判時 1909 号 87 頁）が、その判示は、「有価証券の売買その他取引」の意義として、公開買付を含まない趣旨と読めるため、先例的意義につき疑問が残る。

（2号） 「重要な事項についての虚偽表示」

「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等の使用」

「金銭その他財産を取得する」

* 1 重要性の意義

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。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、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される（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含まれる。たとえば、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、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る（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。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。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）が参考になる。また、33 年証券法 27A 条、34 年取引所法 21E 条におけるセーフハーバー・ルールを参照されたい。

* 4 財産を取得すること

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。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る（神崎・志谷・川口 1201 頁）。

* 5 財産取得要件と米国規則 10b5 の動向との関係

規則 10b5 が不実表示禁止規定であることは明らかであるが、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ある。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（投資家保護原理）。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、引いて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、10b5 の解釈・運用における重要なモメントになってきている（不当利得禁止原理）。たとえば、10b5 の重要性（materiality）の解釈に関して言えば、SEC は、1999 年、Staff Bulletin (SAB) NO.99 (64 Fed.Reg.45, 150 (Aug.19,1999)) をリリースした。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たが、SABNo.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た。これは、10b5 の不当利得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る（James J. Park, Rule 10b5 and the rise of the Unjust Enrichment Principle,60 Duke L.J. 345 [2010-2011] at 377 - ）。

このような 10b5 の運用傾向を背景に、改めて本号を見ると、あるいは財産取得要件をより重視し、これが重要性判断にも影響を与えるということが志向されて良いのかもしれない。

(3 号) 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 項によっても規律されることが多いと解される。

6 本条の機能

① 不公正取引（もしくは詐欺的取引）禁止の一般条項として、(1) 個別的規定に該当するけれども、より悪質性が高い行為を観念的競合として重く処罰する、(2) 個別規定に具体化されていないけれども、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不正行為を処罰する、(3) 個別規定に具体化されていないけれども、具合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不正行為を処罰する、の三つに整理されると解されて良いだろう（神田・黒沼・松尾 11 頁【近藤光男】）。

② しかし、第一に罪刑法定主義、ことに「曖昧故に無効」の原則を強調し、第二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ない。

しかし、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（神田・黒沼・松尾 12 頁【近藤光男】）。

③ そして、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、本条の重す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、あまり悪質性の大きくない行為類型（とりわけ、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、との提案がなされ得る（神田・黒沼・松尾 13 頁【近藤光男】）。