

大証金融商品取引法研究会

わが国における相場操縦の規制

平成 25 年 3 月 22 日（金） 15:00～17:00 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

北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

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

行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○近藤　それでは、大証金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

前回まではインサイダー取引をテーマに研究会を進めてまいりましたが、今回からは、インサイダー取引以外の不公正取引一般について検討することになりました。本日は、同志社大学の川口先生より、「わが国における相場操縦の規制」についてご報告いただきます。

それでは、川口先生、よろしくお願いたします。

~~~~~

## 【報　告】

### わが国における相場操縦の規制

同志社大学法学部教授

川　口　恭　弘

#### はじめに

「相場操縦」とは、言うまでもなく、証券価格の相場に人為的な操作を加えることで、自然の需給関係によって形成されるべき市場価格を害する不公正な取引として厳しく規制されるものです。この点で、わが国のみならず、世界各国の証券法制でも規制の対象とされています。本日は、わが国の相場操縦規制について報告をすることといたします。

「証券価格の相場に人為的な操作を加える」という意味においては、わが国の証券法制では関連するさまざまな規制が存在します。本日は、時間の関係で、「風説の流布、偽計、暴行または脅迫の禁止」並びに「仮装取引・馴合取引及び現実の取引による相場操縦の禁止」に焦点を絞って検討することにします。したがって、安定操作、空売り、業者の作為的相場形成などについては、今回は検討の対象外とします。

なお、相場操縦規制については、過去、本研究会で2回の検討が行われています。まず、昭和39年に、川又先生の報告をもとに、かつての証取法125条等に関する逐条的検討がなされています。また、平成5年には、協同飼料事件の最高裁判決や証券取引審議会の報告が出た時期に、神崎先生の報告をもとに、「相場操縦規制の再検討」というテーマで議論がなされています。その意味で、今回は3度目の検討ということになるかと思えます。そこで、時間の関係からも、これらの議論との重複はなるべく避け、これまでの研究

会で議論がなされてこなかった点を中心に報告をすることといたします。

考察の対象は、158条と159条ということになります。159条については、その後、特に判例・学説とも大きな進展はないかと思えます。これに対して158条については、最近さまざまな事件が発生しており、これまでになく注目を集めるものとなっています。以下では、まず簡単に、規制の沿革と改正の趣旨を振り返ります。続いて、これまで学説や判例で条文の解釈が問題となったものを整理しまして、最近の事例を中心に、若干の検討を行いたいと思えます。

## I. 沿革と趣旨

### 1. 風説の流布、偽計、暴行または脅迫の禁止（金商法158条）

現行法158条に規定される「風説の流布、偽計、暴行または脅迫の禁止」の起源は、第2次世界大戦前の「取引所法」に遡ると言われています。すなわち、大正3年の取引所法の改正で32条の4という規定が設けられまして、そこで、「取引所ニ於ケル相場ノ変動ヲ図ル目的ヲ以テ虚偽ノ風説ヲ流布シ、偽計ヲ用ヒ又ハ暴行若ハ脅迫ヲ為シタル者ハ2年以下ノ懲役又ハ5千円以下ノ罰金ニ処ス」と定められたわけです。

大正3年といえば1914年ですので、「風説の流布」「偽計」「暴行」及び「脅迫」といった用語は、その後100年わたり手を加えられることなく、現行法に引き継がれていることとなります。なお、このほか、当時、相場操縦に関する規定は存在していませんで、この規定が相場操縦を一般的に規制するものと解されていたようです。同様の規制が昭和18年の日本証券取引所法にも規定されています。

次に、第2次世界大戦後、昭和22年証券取引法197条に、「有価証券の募集、売出しのため又は有価証券の相場の変動を図る目的を以て、虚偽の風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫した者は3年以下の懲役又は30万円以下の罰金に処する」という規定が新設されました。さきの取引所法の規定と比較しますと、「有価証券の募集、売出し」のための行為が規制対象に加えられています。他方、罰金額が大幅に引き下げられています。

さらに、昭和23年証券取引法197条は、「有価証券の募集、売出し」に加えて、「若しくは売買その他の取引のため」という文言が追加されています。また、同年の改正で、「虚偽の風説」から「虚偽の」という文言が削除されていまして、単に「風説の流布」が規制の対象となりました。かかる改正は、「風説」の意義に「虚偽」を含まないと

いう解釈の根拠の一つになっています。

取引所法や日本証券取引所法の時代では、風説の流布等の規制は、「相場の変動を図る目的」が要件とされまして、相場操縦の規制の一つと位置付けされてきました。証券取引法になりまして、先ほど述べた改正で、「有価証券の相場の変動を図る目的」以外に、「有価証券の募集、売出しもしくは売買その他の取引」のためのものも禁止の対象となったことに注意が必要かと思います。この点で、現行法158条は、相場操縦規制以外のことも保護法益とする条文になっています。その後の改正は、有価証券に関するデリバティブ取引などが規制の対象とされることに伴いなされた改正と言ってよいかと思います。

なお、平成4年の改正まで、風説の流布等の禁止規定は、刑事罰を定める規定の中に定められていました。同年の改正で、第6章「有価証券の取引等に関する規制」が新設されまして、その中で、他の不公正取引と並列的に、証券取引法上の禁止行為として規定され、その違反者に刑事罰が適用される枠組みが採用されています。こうした枠組みは現行法に引き継がれているわけです。

なお、同じく取引所法を起源とする商品先物取引法（かつての商品取引所法）では、現在でも、罰則の中で、「商品市場における取引若しくはその受託のため、又は相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をした者」は「5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、またはこれを併科する」と規定しています。

## 2. 相場操縦行為等の禁止（金商法159条）

現行法159条の原型は、昭和23年証券取引法に125条として規定されました。すなわち、そこでは、1項で仮装売買と馴合売買、2項で現実の取引による相場操縦等の禁止が規定されましたが、その柱書きにおいて、他人をして取引が繁盛に行われていると誤解させる等、「取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的」が必要とされているわけです。また、2項は、現実の取引による相場操縦のほか、表示による相場操縦も規制の対象とされていますが、その柱書きで、同様に取引を誘引する目的が必要とされています。違反の場合に刑事罰が適用されます。これらの規制内容は、基本的に、現行法に引き継がれています。

かつての証取法125条、現行の金商法159条は、米国1934年証券取引所法9条を参考にして定められたということはよく知られています。現実取引による相場操縦規制

では、投資など経済的合理性のある取引との区別化が問題となるわけですが、規制の範囲を「誘引目的」という要件で限定する仕組みも、米国法を参考にしたものです。なお、当初の規定は、「証券取引所」に関する規定の中に定められていました。この点、さきの風説の流布等の規制とは、もともと規定の位置が異なっていたわけです。

その後、証券取引法の守備範囲が、有価証券に関するデリバティブ取引等に拡大したことで、そのための改正がなされ、条文の位置が第6章に置かれたことなどは、風説の流布等の禁止規定と同じです。なお、159条の改正で大きなものは、平成18年の改正で、いわゆる「見せ金」に対応するための改正がなされたことです。すなわち、159条2項1号の規制の中で、「相場を変動させるべき一連の有価証券売買等」に加えて、「その申込み」も規制されることが明らかになっています。

なお、戦前の取引所法は、基本的に、商品取引所法に引き継がれています。昭和25年の商品取引所法88条では、証券取引法と同様に、仮装売買や馴合売買を禁止する規定が定められています。また、「単独で又は他人と共同して、当該商品の売買取引が繁盛であると誤解させるべき一連の売買取引又は当該商品の相場を変動させるべき一連の売買をすること」も禁止されています。これが現実の取引による相場操縦を禁止するものですが、そこでは、証券取引法のように「誘引目的」は必要とされませんでした。このような規定は、現在の商品先物取引法に引き継がれています。

### 3. エンフォースメントの強化

158条及び159条に違反した者については、刑事罰が規定されています。現行法は、両者について、ともに10年以下の懲役もしくは1,000万円以下の罰金またはその併科と規定されています（金商法197条1項5項）。また、両罰規定として7億円以下の罰金が定められています（金商法207条1項1号）。刑事罰が強化されてきた沿革については、時間もありませんので、レジュメをご参照いただければ幸いです。

なお、レジュメに書き忘れたのですが、平成10年の改正で、197条2項という規定が定められまして、財産上の利益を得る目的で、158条、159条に違反して相場を変動させたような場合、懲役10年以下及び3,000万円以下の罰金に処することができるようになりました。158条または159条に違反した場合の罰金は、先ほど申し上げたとおり、通常1,000万円以下ですが、それが3,000万円以下に増額されているわけです。さらに、そこでは、懲役と罰金のどちらかというのではなく、両方を併科しなけ

ればならないことになっている点が重要かと思えます。

多くの相場操縦が、「財産上の利益を得る目的」でなされると考えられます。資料①の相場操縦に関する最近の動向を見ていると、8ページあたりをごらんいただけたらと思いますけれども、監督当局は、「相場操縦的な行為は断固とした態度で臨む」という姿勢の表れでしょうか、刑事罰の適用につき、「財産上の利益を得る目的」というのをつけて、197条2項を用いる傾向があるように見受けられます。

また、158条及び159条違反については、課徴金の納付命令の対象となります。課徴金制度自体は、平成16年の証取法改正で導入されました。導入当初から、158条の風説の流布及び偽計が課徴金の対象とされています(173条)。また、159条2項1号に規定される現実の取引による相場操縦も課徴金の対象となりました(174条)。さらに、平成20年の改正で、159条1項の仮装取引・馴合取引も課徴金の対象となったわけです。(174条)

前述のように、158条は、有価証券の募集、売出しもしくは有価証券の売買その他の取引等のため、または相場の変動を図る目的が要件となります。したがって、相場の変動を図る目的がないときにも規制の対象になります。しかし、風説の流布と偽計について課徴金の納付命令を定める173条は、風説の流布や偽計で「有価証券等の価格に影響を与えた者」を違反者とし、課徴金の納付を命じなければならないと定めています。なぜ価格に影響を与えた者に限定されるのか、詳細な記述は見当たりませんでした。わが国の課徴金制度では、ご存じのように、その額は利得相当額を基準に算定されますけれども、価格への影響がないと、機械的な計算式で利得相当額を算出することが難しいという配慮があったのかもしれませんが。

なお、前述のように、158条及び159条違反の行為が全て課徴金の対象となるわけではありません。158条違反の課徴金の対象は、風説の流布・偽計に限られ、暴行・脅迫はその対象とされていません。また、159条2項については、1号違反のみが課徴金の対象となり、2号または3号に違反しても課徴金の納付命令の対象とはなりません。

158条で暴行・脅迫が課徴金の対象外とされ、偽計が対象とされていることについては、「暴行・脅迫により影響を受けるのは直接の相手方であるのに対して、偽計の影響はより広く市場一般に及び得ると考えられていることによる」という説明がありました。金商法では、違法行為について、行為の悪性が強いものには刑事罰、それに至らないものについて課徴金で抑止を図る運用がなされています。そうであれば、課徴金の対象となる行

為について、影響が限定的であることを理由に、刑事罰の対象とはしないというのはわかるのですけれども、既に刑事罰の対象となっている行為について、影響が小さいということで、課徴金の対象としないという考えはおかしいような気がします。さらに、ドンキホーテの株式について、これも資料に載せていますけれども、「相場の変動を図る目的をもって」、同社店舗に放火をしまして（これが暴行になるわけです）、新聞社宛てに警告文を送りつけて、同社役員に対して同社に危害を加える旨告知した（これが脅迫になるそうです）事例がありました。これは相場の変動を図る目的でなされていて、暴行・脅迫が市場一般に影響がないとも言い切れないわけです。

実は、158条の暴行や脅迫、そして159条2項2号や3号の表示による相場操縦の規定は、従来ほとんど使われてきませんでした。そうであれば、制度創設に当たり、あえて課徴金の対象としてエンフォースメントを強化する必要がないという判断が働いたのかもしれません。もっとも、159条2項2号等については、平成19年に、川上塗料の株式取引を誘引する目的で、その相場が自己または他人の操作によって変動する旨の情報を流布したとして有罪判決が下されたものもあり、適用例も出てきています。課徴金の対象行為があえて限定されていることなどについて、後ほどご意見を頂戴できれば幸いです。

## II. 風説の流布と偽計

### 1. 風説の流布

#### (1) 「風説」の意義

158条に規定する「風説の流布」について、まず、「風説」の意義が問題となります。これまで学説は、合理的な根拠を有しない事実を意味するものと解してきました。下世話な言葉を使いますと、「デタラメを言う」ということになるのかもかもしれません。「デタラメ」は通常「ウソ」、すなわち「虚偽」であることが多いわけです。しかし、理論的にとっていいのかわかりませんが、「デタラメ」がたまたま本当であることもあり得ます。この場合、「デタラメ」は「虚偽」ではないことになります。例えば、甲がネット上に、何らの根拠もなく、「A社が巨額の債務を抱えて倒産間際である」というデタラメを書きこんだわけですが、実はその時期、A社は本当に破綻寸前であったというような場合が考えられます。甲は空売りをしていたため、株価の下落を望んでいたわけです。この場合、甲は158条違反に問われることになるのでしょうか。

学説では、「風説」は「虚偽」までは要求しないと解しています。形式的な理由としま

すと、昭和23年の改正で、あえて「虚偽の風説」から「虚偽の」という文言を削除したことが挙げられます。また、証券取引においては、合理的な根拠もなく風評を立てて、公正・自由な投資判断を誤らせることが問題であるという見解も述べられています。黒沼先生も、判例評釈の中で、風説を立てられた時点で、それが客観的事実に合致しているかどうかは確知し得ないのであるから、そのような風説が投資者を惑わし公正な価格形成を妨げることは否定できないとして、この結論に賛成をされています（黒沼「判批」商事1557号26頁）。私もそれでよいのかなとは思いますが、他方で、投資者は、流布された情報が真実であると信じて取引に入ったわけですが、その情報が結果として真実であれば、投資者には何らの損失も発生していないと言えるのではないかとも思います。これは、刑法理論の行為無価値か結果無価値かによって結論が変わるといような話なのかもしれません。通常、デタラメのほとんどは虚偽でありまして、デタラメがたまたま真実であったというようなことは極めて稀なことです。議論の実益がどれほどあるかはわかりませんが、理論的な論点としてはこのようなものがあるかと思えます。よろしければ、ご意見を頂戴できれば幸いです。

## （2）「流布」

次に、「流布」の意義ですが、これは不特定多数の者に伝達することを意味すると解されてきました。比較的最近の裁判例では、取引所の記者クラブで行う記者発表や記者クラブの幹事会社にファクシミリで連絡を入れたことが「風説」に当たるとされているものがあります（東京地判平成8年3月22日、東京地判平成14年11月8日）。情報の伝達先が特定少数の新聞社であっても、新聞報道を通じて不特定多数の者に情報が流れる可能性があるわけですので、これらの行為を「流布」と評価することは当然かと思えます。

なお、先ほど、インターネット上の掲示板への書き込みが当然に「流布」に該当するものとして事例をお話ししました。匿名での書き込みがどれほど情報としての信頼性があるのか疑問ではありますが、まさしく不特定多数の者が目にすることのできるものでありまして、これが「流布」に該当しないとする必要はないと思えます。

平成23年12月、ジャスダック市場やマザーズ上場会社について、新聞社等による記事掲載という事実がないにもかかわらず、それがあったかのように装った虚偽の内容の文章をインターネット上の掲示板に書き込んだとして、証券取引等監視委員会が「風説の流布及び偽計」の嫌疑で告発を行い、結局、神戸簡易裁判所で罰金30万円の略式命令が出



された事件がありました（資料①1〔風説の流布・偽計〕④）。これは、インターネット上の掲示板を悪用した事件を告発した初めての事例とされています。

類似の事件としまして、インターネット上で募集した会員に対して、虚偽の電子メールを送信し、もって風説の流布と偽計がなされたとして告発がなされたドリームテクノロジー株式会社に関するものもあります（資料①1〔風説の流布・偽計〕①）。

なお、先ほどのインターネットの掲示板への書き込みに関するものですが、資料②の2ページ以降に「別紙」というのがありますが、こういう内容を書き込んで、これが風説の流布とされたということです。

## 2. 「偽計」

### (1) 「偽計」の意義

「偽計」の意義については、表現に若干の違いがあるものの、一般的に、他人に誤解を生じさせる詐欺的または不公正な策略・手段を意味すると解されています。「偽計」を偽りの「偽」と計算の「計」というふうに分けて、本来は会社の計算でなすべき取引を役員または主要株主が自己の計算で行った場合等を指すのだという見解も述べられていましたが（逐条証券取引法1141頁）、このように解する理由は、「偽計」という漢字のつくりを求めるほか考えにくく、学説でもこれを支持する見解は見当たりません。

### (2) 「偽計」での摘発事例

さて、さきのように「偽計」を他人に誤解を生じさせる詐欺的または不公正な策略・手段と解した場合、「風説の流布」もこれに含まれることになりそうです。これまでの摘発例では、虚偽の情報の公表などについて、「風説の流布」または「偽計」という形で、両者を特に区別せずに、158条の適用がなされるものも見受けられます。

例えば、四半期開示が法律で義務付けられる前の四半期報告書の虚偽記載や証券取引所の適時開示に虚偽の情報を開示したという事件では、風説の流布と偽計で有罪判決が下されています（東京高判平成20年7月25日）。なお、四半期報告書に虚偽記載があれば、現在では、継続開示書類の虚偽記載として、刑事責任がそこで問われることになるかと思えます。このような対応ができない、すなわち法定の開示書類ではなかったわけですので、そういうときに「偽計」に該当するという必要性があったものと思われます。

また、近年では、法定開示書類に虚偽記載があった場合に、それ自体による刑事責任に

加えて、偽計でも告発されるものが見られています。これは、エフオーアイという会社がマザーズ上場の際に行った公募増資（IPO）に関して、売上高を偽った虚偽の有価証券届出書を提出したというものです。その当時、売上高は3億1,956万円であったにもかかわらず、それを118億5,596万円と偽りまして、何と売上高の97%以上が架空のものでありました。これだけで既に有価証券届出書の虚偽記載の罪に該当するのですが、さらに、監視委員会は、虚偽の事実を記載した文書を公表したこと、引受証券会社との株式引受契約の締結に際して虚偽の説明をしたこと、虚偽の目論見書を証券会社を通じて交付したことなどの事実を総合して、「偽計」としても告発をしたわけです。

有価証券届出書の虚偽記載に対しては、10年以下の懲役もしくは1,000万円以下の罰金、または両者が併科されます。他方で、偽計に対する刑事罰も同じレベルのものが規定されています。したがって、どちらを適用しても、同じ刑事責任を問うことはできます。さらに、本件では、これらを併合罪として告発した点に特徴があります。すなわち、ご存じのように刑法では、確定判決を経ていない2個以上の罪を併合罪とすることができます（刑法45条）。この場合、有期の懲役及び禁固について最も重い罪について定めた刑の長期に2分の1を加えたものを長期とすることができます（刑法47条）。したがって、有価証券届出書の虚偽記載と偽計について併合罪とする場合、懲役15年以下とすることができます。罰金については、単純に2倍になりますので、2,000万円以下の罰金を科すことが可能になります。

この事件は、上場前から粉飾をしておいて、その程度も著しいという、かなり悪質なIPOの事件であったようです。偽りの情報による公募増資で52億円余りの資金を調達したとも言われています。このことを背景に、より重い刑事罰を科すことが妥当と考えられたと思われます。なお、さいたま地裁は、結局、代表取締役社長と同専務に対して懲役3年の判決を下しています。この点で、結果として、有価証券届出書の虚偽記載や偽計の単独の刑罰の範囲内に収まった刑になっています。もっとも、金商法違反の不公正取引に有罪判決、特に虚偽記載に有罪判決が下される場合、執行猶予付きの懲役となることが多いようなのですが、本件では実刑となっています。この点で、併合罪として告発したことがもしかすると影響しているのかもしれませんが。

さらに、最近では、いわゆる「不公正ファイナンス」と呼ばれる手法に対して、「偽計」で告発される例もあります。その典型的な例が、経営危機に陥った新興市場上場企業をいわゆる「箱」として利用するものです。例えば、新興企業Aの支配権を取得した者が

他に支配する投資ファンドを相手として第三者割当増資を実施させます。増資に当たって A に当該ファンドから資金が払い込まれるわけですが、それはすぐに社外に流出させます。したがって、A には資金がなくなってしまうわけですが、対外的には、これにより資本充実が図られたとの虚偽の情報が公表されます。その目的は、A 社の株価を維持させた上で、ファンドが取得した株式を高値で市場売却することにあつたわけですが。高値売却により、ファンドは多額の利益を挙げることができるという寸法です。こうした資金の社外流出と、それを隠した上で、資本増強がなされたとの虚偽の事実を公表したという一連の行為が「偽計」とされたわけです。

また、現物出資を悪用した偽計事件も告発されています。これは、債務超過に陥り、上場廃止基準に抵触するおそれがあった会社で、現物出資の目的であった宿泊施設について客室数や収容人数等を水増しし過大な鑑定評価書を作成した上で、表示金額相当の価値のある現物出資が給付される旨の虚偽の内容を含む適時開示を行ったというものでありました。

これまで、架空増資がなされた場合、刑法上の公正証書原本不実記載罪での摘発がなされるのが通常でした。これによって起訴されることに加えて、近年は、市場の公正性と投資者の信頼を損なう点で、金商法違反として刑事罰が問われる傾向にあります。公正証書原本不実記載罪は 5 年以下の懲役または 50 万円以下の罰金ですが、金商法上の偽計では、より厳しい刑事罰を問うことも可能になるわけです。

### (3) 「偽計」と「不正の手段、計画又は技巧」

なお、これは次回の 157 条のご報告と重なるかもしれませんが、一言だけ申し上げたいと思います。近年、監督当局は「偽計」を広く捉え、これを積極的に適用しようとする動きがあります。前述のように、「偽計」を、人に誤解を生じさせる詐欺的または不公正な策略・手段を意味すると解するならば、ほとんどの不公正取引が該当することにもなります。この点、157 条 1 項は、「不正の手段、計画又は技巧」を一般的に禁止しますが、これについては、ご存じのように、構成要件が漠然としており、罪刑法定主義の観点から、その利用が困難だと言われてきました。158 条の「偽計」も同様の側面があるように思います。罪刑法定主義の問題はなく、157 条 1 項はもともと活用すべきであるというのであれば、それはそれで結構なことです。しかし、157 条 1 項について罪刑法定主義を厳格に適用しながら、158 条の「偽計」のみを広く活用するというのであれば、それは

妥当なことなのでしょう。この点について、刑法233条にも「偽計」という言葉が出てきます。この「偽計」について裁判例が蓄積され、この点で過度な適用を回避できるのではないかという見解も弁護士のほうから述べられています（武井＝石井「日本版10b-5としての金商法158条（下）」商事1906号100頁）。

しかし、刑法233条の対象は、かつての取引所法にあったように、「虚偽」の風説というように、適用範囲が狭く、また、「偽計」についても、人の信用を毀損し、またはその業務を妨害したことが要件になっています。その反面、刑事罰は金商法よりも軽いわけです。3年以下の懲役または50万円の罰金です。したがって、刑法の事例で、金商法の偽計に関する予見可能性が高まると言えるのか、疑問がないわけではありません。「偽計」を使って不正行為を摘発し、証券市場の秩序と信用を維持するという方向性は支持したいと思いますが、この点が少し気になるところです。これについてもご教示いただければと思います。

### 3. 「有価証券等の相場の変動を図る目的」

次に、158条は「有価証券の相場の変動を図る目的」を要件の一つとしています。これは、159条2項1号の誘引目的など同様に、行為者の主観的な意図ですので、自白でもしない限り、これを認定することは難しいと言えます。この点については、159条に規定している誘引目的の認定と同じく、取引の動機や取引手法などの状況証拠で証明するしかありません。

ここでの論点として、「相場の変動を図る目的」に、「相場を固定する意図」を含むかというものがあります。これについては、「相場の固定」を「相場の変動」という文言に含めることに無理があるとの見解（大杉「判批」商事1811号18頁）、安定操作を規制している金商法159条3項の文言と比較して、「相場の変動」に含める解釈は難しいという見解（新谷「判批」別冊ジュリ214号105頁）も述べられています。しかし、相場を固定させるという行為は、そのままでは下落もしくは上昇するはずの価格を、現状価格に無理やりに変動させるものと言えないのではないかと思います。人為的に株価を操作している点で、株価を変動させることと何ら変わりはない行為であると思います。

裁判例では、増資に伴う株価の大幅な下落を阻止する目的も変動目的に当たり、相場固定の目的がこれに含まれると解するものもあります（東京地判平成22年2月18日等）。なお、相場固定を相場変動に含めることに消極的なさきの見解も、解釈論としては無理が

あるということを指摘するもので、立法論としてはこれを含めるべきと述べられています。

なお、嫌がらせ、おもしろ半分に虚偽の情報を流布する行為が158条で規制されるかも、問題となります。このような行為は、直接的には「相場の変動を図る目的」がないものです。また、証券投資をしなければ、有価証券の売買その他の取引のために行ったとも言えないわけです。「相場の変動を図る目的」を「相場が変動する可能性を認識して」と読みかえることができれば規制の対象とできそうですが、このようにもし拡大解釈しますと、この条文の適用範囲が拡大し過ぎ、処罰すべきでない投資も規制対象になってしまいます。そのため、結論的には、158条違反に問うことができないのではないかと考えています。

「相場の変動を図る目的」を要件としているのは、表現の自由に対する配慮という説明が一般的なようです。「相場の変動を図る目的」が表現の自由の観点から挿入されたのであれば、嫌がらせやおもしろ半分の情報流布はその保護の対象とする必要はないという議論につながりやすいと言えるかと思えます。もっとも、前述のように、この規定の起源は取引所法に遡ることができまして、その時代、既にこの目的要件が規定されていました。私には大正時代の感覚はありませんが（笑い）、大正の初めに表現の自由が現在ほど重視されていたとは思えないところではあります・・・。

現実にも、最近、ある大手証券の破綻のうわさがネットで飛び交いまして、同社があわててそれを打ち消すという事態がありました。嫌がらせやおもしろ半分の書き込みが158条違反となるのか、このあたりもご議論いただければ幸いです。

### Ⅲ. 相場操縦行為の禁止

#### 1. 誘引目的と変動取引

##### (1) これまでの議論

159条については、2項1号の現実取引による相場操縦の規定を中心に、かなりの議論がなされています。そこでは、特に、誘引目的と変動取引の関係について激しい議論が展開されてきました。ご承知のように、平成4年の証券取引審議会中間報告が出されたときには、誘引目的を重視し過ぎることに反対する立場が有力になっていました。しかし、結局、協同飼料事件の最高裁判決で誘引目的を重視する立場が鮮明になりまして、条文の解釈・運用については、問題の決着は一応これでなされたと考えられます。相場操縦に関する最近の課徴金事例を見ていまして、協同飼料事件最高裁判決と同じ言い回しが使わ

れています。

誘引目的と変動取引については、本研究会でも議論がなされていて、ここでさらに深入りするつもりはありません。もっとも、相場の変動がなければ、投資者は取引に誘引されないわけです。協同飼料事件の最高裁判決も、誘引目的の中で、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず」という表現を使っています。このことから、「相場を変動させる可能性のある取引」、すなわち、変動取引の認定要素と誘引目的の認定要素とはおおそ重なり合うのではないかと思います。そこで、条文のどちらを重視するかは別として、実際には、違法行為の認定として使われる要素に変わりはないのではないかと考えられます。

なお、証券取引等監視委員会は、ホームページで、役所としてはなかなか珍しいような文章だと思いますが、「告発の現場から」という文章を掲載しています。その中で、相場操縦の認定要素として、「買い上がり買付け」「下値支え」「終値関与」「見せ玉」といった手法が紹介されています。これらを総合して判断することになろうかと思います。

## (2) 商品先物取引法との比較

次に、商品先物取引法との比較を少ししたいと思います。相場操縦の禁止規定は、商品先物取引法にも規定されています。そこでは、前述のように、仮装取引と馴合取引のほか、現実の取引による相場操縦も規制されています。もっとも、詳細を見てみますと、証券取引法や金融商品取引法とは規定の仕方が異なっている点があります。

まず、商品先物取引法166条1号から3号では、仮装取引や馴合取引を禁止しています。もっとも、そこでは、金商法159条1項柱書きにある、「他人に誤解を生じさせる目的」といった要件が規定されていません。さらに、4号は、「商品市場における取引に関し、単独で又は他人と共同して、当該商品市場における取引が繁盛であると誤解させるべき一連の取引又は当該商品市場における相場を変動させるべき一連の取引をすること」を禁止行為と定めています。そして、金商法との大きな違いは、誘引目的が規定されていないことにあります。この違いは、商品取引所法の時代から変わることはありません。

これまでも、仮装取引や馴合取引において規定されている「他人に誤解を生じさせる目的」は容易に立証できると言われてきました。仮装取引や馴合取引が他人に誤解を与える目的以外で行われることは、現実には考えにくいところでして、それが認定されれば、誤認目的も認定して何ら支障がないと思われるからです。そうであれば、「他人に誤解を生

じさせる目的」がなくとも、規制に支障がないと言えるのかもしれませんが。

他方で、現実の取引における誘引目的については、慎重な検討が必要かと思います。証券取引法で誘引目的が規定されたのは、アメリカ法を継受したことが形式的な理由でした。大量の注文があれば、相場は変動するのであり、価格が変動するという認識だけで、取引を違法とすることは妥当ではないと考えられました。そこで、誘引目的という要件で、合法的行為と違法行為を区別しようとしたわけです。このような考え方からしますと、商品先物取引法は「相場を変動させるべき一連の取引」とのみ規定されていることから、これを協同飼料事件の最高裁判決のように、「相場を変動させる可能性のある取引」というふうに解するならば、本来規制すべきでないものも規制してしまう「過剰規制」となるおそれがあるのではないかと思います。

このような違いは、証券取引と商品取引との取引手法の違いに由来するものかもしれません。証券取引法や商品取引所法が制定されたころには、証券取引は現物取引、商品取引は先物取引が中心でした。このような違いがあったのはあったのですが、それゆえに、理論的に相場操縦に関する規定で違いが生じるべきなのか、私には、ここで十分な説明を提示することができませんでした。また、その後、証券取引にもデリバティブ取引が普及することになりまして、この点で、商品取引との相違は小さくなっています。現物取引とデリバティブ取引とで規制のあり方が異なるべきだと仮にすれば、金商法においても両者の規制を使い分けなければならないように思います。

相場操縦の悪性は、本来、相場に人為的な操作を加えることにあるはずで、これによって、結果として投資者が取引に引き込まれることとなります。その意味では、「相場を変動させるべき取引」という文言を「人為的な操作を加えることで相場を変動させるべき取引」と限定的に解するか、そのような解釈が難しければ、立法論として、人為的な操作によって相場を変動させるという文言にすれば、それで解決がつくのかもしれません。協同飼料事件の最高裁判決では、誘引目的について、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず」というように、既に人為的操作の存在を前提とした解釈を明らかにしています。また、実務では、「相場を変動させるべき取引」の認定において人為的な操作を状況証拠として重視しています。

誘引目的を強調されていた神崎先生がご存命ですと、ひょっとしたら厳しくお叱りを受けることになるのかもしれませんが・・・、先生方のご教示を賜れば幸いです。

## 2. 近年の相場操縦事例の特徴

最後に、近年摘発された相場操縦事例の傾向を見ておきたいと思います。まずは、いわゆる仕手筋が、仕込んでおいた株式の値上がりを目論んで仮装売買や現実売買を大がかりに繰り返すというものがあります。これは従来からある類型のものと言えます。

さらに、これまでにあまり見られなかったものとして、個人投資家、もう少し言いますとデイトレーダーが相場操縦をするというものがあります。その背景には、インターネット取引が盛んになってきたことを指摘することができます。すなわち、個人投資家でも簡単にインターネットを使って注文を出せますし、その手間もかかりません。これに見せ金という手法を加えることによりまして、資金のかからない相場操縦が実現できることになります。

これには、数年前に某大学の投資サークルのように、プロとも言える団体が巧妙に取引を繰り返したというものもあります（資料①1〔相場操縦〕⑰参照）が、個人投資家による相場操縦の多くは、やや稚拙といえますが、まるで監督当局の摘発から無防備なものと言えるものでありました。すなわち、課徴金事例を見ていただいておりますように（資料①2の一覧表）、自己の口座や親族の口座を利用してなされています。インターネットでは略歴をたどることができるということからしても、悪意がないと言うのは言い過ぎですが、あまりに稚拙なものと言えるのではないかと思います。この点で、何とか摘発を逃れようとして借名口座や仮名口座などを駆使するインサイダー取引とは対照的なものとなっています。なお、この点であまり悪質ではないと評価されているのでしょうか、これらの事件の多くは、刑事事件ではなく、課徴金事例として処理されています。

159条1項または2項に違反した場合、刑事罰と課徴金の対象になります。課徴金は、違反行為があったときに納付命令を出さなければならないと規定されていますが、以前にこの研究会でも議論しましたように、実際には刑事罰との使い分けがなされていまして、両者が重複して適用された例はありません。近年の事例をみますと、仮装取引が認められる事例には刑事罰が適用され、現実取引のみが認められる事例は課徴金の納付命令で済まされる傾向があるようです（十市＝中村「金融商品取引法違反の行為とその対応の概要」商事1926号15頁）。現物取引のみの事例は、前述のように、個人投資家による単純な相場操縦が多いという事情に加えて、仮装取引は、経済的な合理性もなく、情状酌量の余地のない悪質な行為と考えられているのかもしれませんが。

なお、資料①2の⑭トラベラー株式に関する相場操縦は、個人によるものですが、イン



ターネットではなく、電話注文という古道具を使った手法として注目されています。トラベラー（現在はRHトラベラー）の株式は当時のジャスダックに上場されていました。本件に限らず、相場操縦は新興企業向けの市場がターゲットとされることが少なくないようです。これを含めて、近年の相場操縦につき、大証のほうで何か情報提供をいただけるようであればお願いしたいと思います。

報告は以上です。いろいろとご教示、ご議論いただければ幸いです。

~~~~~

【討 論】

○近藤 ありがとうございます。

それでは、ただいまの川口先生からのご報告につきましてご質問、ご意見をしたいと思います。いかがでしょうか。

1 商品先物取引法との違い

○川口 黒沼先生は、誘引目的が重要だと論文で書かれているのですが、商品先物取引法に誘引目的がないのですけれども、そこはどのように評価されますか。

○黒沼 商品先物取引法の相場操縦の禁止規定に誘引目的がないことについては、以前は、現物と先物を組み合わせたようなやり方で価格を変動させることが可能なので、そういうことを考慮したものではないかと考えたこともありました。しかし、それに限られるかどうかはよくわからないところですし、私は、現在では、金融先物取引法の規定ほうが不合理ではないかと思っています。

○川口 先物と現物を組み合わせた場合に、誘引目的が不要となるというのはどのような理屈なのでしょうか？

○黒沼 現物と先物を組み合わせている場合には、先物の取引について誘引するという目的がなくても、先物価格の変動が起り得るのではないかと思ったのです。しかし、そういったものは、例えば157条のような一般的な不公正取引の禁止規定で禁止をすればよいのであって、市場内で行われる取引について、私は誘引目的が必要ではないかと思っています。

ここで詳しく議論をしようとは思いませんけれども、日本の判例は、実質的には、誘

引目的を人為的操作目的に読みかえていると思うのです。しかし、人為的操作とは何か。何が人為的操作であって、何が違うかをはっきり区別することはできないのではないかと思います。

そこで、アメリカの議論を参考にしてかつて論じたところでは、例えば取引圧力による操作のように、一時的な需給の不均衡を利用して価格が変動するような場合には、これはほかの人が誘い込まれなくても価格が変動してしまうので、いわば自然の需給を反映した価格変動であって、禁止の対象にすべきではない。それに対して、取引の背後に情報が生じているかのように誤解を与えて他人を取引に誘い込むような行為は、これは詐欺ですから、禁止の対象にすべきである。そういった区別をするには、誘引目的を残したほうが良いと考えています。

○龍田 商品取引所法のほうは、エンフォースメントの体制が証券取引に比べてかなり弱かったのではないかという気がしますね。以前から規定はありましたが、それほど使われていないように思います。誘引目的というのは、特にそれを積極的に証明する必要はないのではないのでしょうか。普通、こういうことをやるのは誘引目的があってやるものですから、むしろそれがなかったことの立証を求めるくらいに考えるべき文言ではないかと思います。

2 結果として、情報が虚偽でなかった場合

○行澤 新しい論点でよろしいでしょうか。まず、8ページに記されているとおり、風説の概念から「虚偽」が削除されたという立法経緯につき、川口先生は、たまたま真実であった場合は損害を受けないのに、こういう場合も規制されるのかという問題意識をお示しく下さいましたけれども、そもそも158条は、具体的な損害抑止を保護法益とするよりも、たまたま後で本当になることかもしれませんけれども、合理的根拠のないことを流布することによって、市場における公正が害されるおそれがあるという現実的危険を抑止しようとしているものだとすると、たまたま真実であったからといって、免責してよいものか、どうか。ちょっと疑問に思ったものですから、まず一点、その点を教えていただきたいと思います。

それから、それとの関係で、今日は言及されませんでしたので、あるいは適切でないのかもしれませんが、159条の場合、160条の損害賠償の民事責任規定が置かれているわけです。もちろん157条、158条でも不法行為による民事責任は追及

し得るのですけれども、この違いというものは今の見解との関係に影響を与えないでしょうかというのが二点目の質問です。

○川口 最初のご質問は、158条というのは、そもそも不公正な行為を予防するためのものではないかということですね。確かに、刑事罰もありますし、違法行為を予防するという趣旨はあるかと思うのですが、投資者が何らの損害を被っていない場合にまで、それを予防する必要があるのでしょうか。

○行澤 抽象的な言い方で申し訳ないのですけれども、市場の公正といいますか、市場の取引に対して信頼を守ることがまずあって……

○川口 情報が虚偽であれば、市場の信頼性は確かに害されることになります。しかし、それは、そのときに、すなわち、虚偽であったときに、罰すればいい話であって、たまたま真実であったという場合に、市場の信頼性は害されるのでしょうか。

○行澤 ただ、もし合理的な根拠も持たずに風説等を流布すること自体が、その市場に対して攪乱する要因になるとすれば、それに対して抑止をしないといけないということなので、後で結果的にそれが真実であるかどうかで違法性が除かれるわけではないという考え方は成り立たないのでしょうか。

○近藤 より一般的に、合理的な根拠のないような風説が広くいろんな人から出てくるという危険性が生じてしまうということですよ。

○行澤 そうということです。

○近藤 このケースにおいてはたまたま真実だったかもしれないけれどもということですか。

○川口 合理的な根拠のない風説がたくさん出ることは問題かもしれませんが、それも虚偽の場合に捕まえることができれば、それで良いように思うのですが……。

○行澤 確かにそうなのですが、結果的に真実であって、誰も損害を被らなかつたから違法性がないという議論は、この条文の性格をどのように捉えるかという議論とリンクして考えるべきではないかという問題意識です。

3 160条との関係

○行澤 つぎの、160条との関係はどのようにお考えでしょうか。

○川口 それは関連するのでしょうか……。

○行澤 いや、私も直感的にはしないだろうと思うのですが、要するに、民事責任規定

があろうが、なかろうが、もちろん不法行為責任をかぶるのですけれども、逆に言うと、160条の存在というのは一体何なのかということです。

○森田 159条も証券詐欺だと思います。だまして誘引していると。それでだまされた被害者がいますから、救済を受けます。158条は、例えば、特定の銘柄とかを言わなくても、アベノミクスになったらとか、そういう一般的、抽象的なものもあり得るのではないかと。そうだとすると、被害といってもなかなか立証もできないだろうし、やはり159条は、証券詐欺の種類のなものと考えたならば、誘引目的が僕はあったほうがいいのではないかと思いますね。それに基づいて160条があると。

○行澤 なるほど。

○森田 ただ、逆に言ったら、157条違反の民事責任規定がないのですね。

○行澤 159条は、やはり証券詐欺の類型として捉えられているということですね。

○森田 ええ。

4 いやがらせ・面白半分での虚偽情報の流布

○行澤 それともう一点だけ、今ご議論になっていた10ページのⅢの有価証券の相場の変動を図る目的に関するいわゆる嫌がらせ、おもしろ半分はどうかということですが、今まさにご説明いただいたように、159条では誘引目的というのが希釈化され、あるいは目的犯として強固な意味を与えない傾向があり得ると思うのです。それとの関係で相場変動目的というものをどう考えるかということだと思いますけれども、この相場変動を図る目的、目的犯であることには違いないのですが、これは「主たる」目的が相場の変動を図る目的である必要はないのではないかと。主たる目的が嫌がらせであっても、例えば設例で挙げられました、ある証券会社が実は非常にヤバいという噂を流布するとき、その証券会社に恨みを持って行って信用毀損の目的があったとして、その中で附属的というか副次的に証券市場に影響を与えることを認識していた場合でも、相場変動目的というのは場合によっては認定できるのではないかと。それがいいかどうかは別として、その点の主要目的である必要があるか、ないかということについては、議論がないのでしょうか。

○川口 ここでいう相場の変動を図る目的を広く解することができるのではないかと。うことですね。

○行澤 はい。

- 川口 単なる本当の嫌がらせでも、相場に影響があるだろうという認識は確かにあるのですね。そうでないと嫌がらせにならないからですね。
- 行澤 結局、目的犯は何かという非常に難しい刑法総論の問題になると思うのですが、けれども、確かに、規定から目的を外してしまうというのが適切かどうかはわかりません。ただ、必ずしもそれが中心的な目的でなければならないというのは、言い切れない。刑法の理論でも、例えばわいせつ目的に関する判例があったと思いますが、別に主たる目的がわいせつ目的でなくても、わいせつ目的を包含していれば、強制わいせつ等に当たり得る。目的犯という枠組みを維持しながら広く解するべきだとすれば、それはそれで妥当な解決ができるのかもしれない。ただ現実問題としてどうなのでしょう。やはりそれによって本当に相場が動いたのでしょうか。
- 吉田取引審査GL 動いていたと思います。
- 龍田 おもしろ半分であろうと、嫌がらせであろうと、これをやられると困ることに変わりはありませんね。公正であるべき市場によくない影響を与える点では同じでしょう。いわゆる愉快犯というのがありますね。放火して火が燃え上がると喜ぶ。喜ぶのは勝手ですが、やられたほうは非常に迷惑ですね。これはやはり押さえなければならないのと違いますか。
- 川口 私も、押さえなければいかんとは思うのですが、それを金商法でやるかという話かなと思っております。例えば名誉毀損とか、そういう問題はもちろんあり得ると思いますが、金商法の保護法益の観点から規制をかけるべきかどうかという点に躊躇を覚えるということなのですが。
- 龍田 市場の公正な動きによこしまな影響を与えるという観点からは、まさに金商法の対象にすべき問題の一つのように思いますがね。
- 川口 私も放置しておいて良い問題とは全然思いませんが、「相場の変動を図る目的」と条文には書いてありますので、いやがらせ目的が、相場の変動を図る目的の中に押し込むことができるかということですね。
- 近藤 そうすると、やはり市場に直接関係するような場合に限定していこうというご趣旨ですか。
- 川口 そうです。まさしく相場を動かすために何かをするというのが必要なのではないのでしょうか。
- 近藤 ということは、要するにイコール市場への関係性というか、それで切っていこ

うとするのですね。

○川口 はい。

○黒沼 今回の点なのですけれども、私は、相場の変動を図る目的と嫌がらせ目的が並存することはあり得ると思うのですが、やはり相場の変動を図る目的をきちんと認定できるような場合でなければ、金商法の規定で処罰すべきではないと思います。

いわゆる愉快犯であっても、結果が生じれば迷惑だということですが、愉快が目的で放火をする場合でも、放火についての認識はあるわけですね。この場合には、風説を流布するということの認識は必要だけれども、それ以外にやはり目的があって初めてそれを処罰の対象にしている。通常は、うそをつくこと自体は刑事的な処罰の対象ではないわけですね。うそをついて信用を毀損するとか、業務を妨害するとか、プラスアルファがなければならない。しかも、この場合には、市場の公正性は非常に重要な法益であるから、極めて重い処罰の対象にしているわけです。ですから、そういう対象にするには、やはり目的を認定できるものでなければよろしくないと思います。

表現の自由に対する配慮というのは、そういう意味で記載したということです。

○龍田 自分が儲けようとしていることまでは要求しないのでしょうか。それによって自分がもうけなくても、こういうことをやれば相場が動くという認識があれば、ここに入るのじゃないでしょうか。

○行澤 結局そうすると、目的犯といっても、蓋然性の認識の程度が問われることになりますね。こんなことぐらいでは相場は動かないだろうという場合には錯誤になるのに対して、社会通念上、近藤先生がおっしゃったように、直接市場に影響を与え得るような蓋然性の高いものを認識して、それを風説として流布すれば、目的要件を満たすことになる。結局、蓋然性の認識が鍵だということになるのですが、それはしかし線引きがなかなか難しい。市場というのは、あらゆる情報をのみ込んで価格を形成するので、なかなかそういう規制も難しいのかなという気も一方ではしますけれども。

5 刑法233条と金商法の関係

○洲崎 先ほどの刑法の規定でカバーできるのではないかというお話ですが、刑法233条の場合は、保護法益は業務をしている人の業務ですよ。先ほど例に出ていた倒産寸前であるといったマイナス情報ではなく、新製品ができるとか、新薬が開発されたといったプラス情報が流され、それが虚偽であった場合は、確かに何らかの形で業務が混

乱させられるということはあるかもしれませんが、刑法233条に当たるというのはちょっと難しいのかなあという気がします。でも、その誤ったプラス情報に踊らされて、普通より高い値段を出して買ってしまうという市場参加者がいるわけで、そのケースについて市場参加者を保護するために、やはり金商法の規定というのは必要かなという気はするのですけれども。

○川口 なるほど。ある論者は、刑法の規定があり、そこでいろいろと具体例も挙がっているから予見可能性が高まるのではないかと言っているわけですが、洲崎先生は、刑法で規制できないものもあり、あまり参考にならないというご意見ですね。

○洲崎 刑法の規定ではカバーできないケースがあるし、保護法益はやはり明らかに違うのではないかと。

○伊藤 先の嫌がらせとかおもしろ半分の情報の流布のところですけども、報告にあったように、これは158条が適用されるものではないのではないかと思います。信用毀損とか業務妨害で一定程度はカバーできるとおっしゃったことについて、洲崎先生からは、プラス情報を流布するときはそれではカバーできないのだからという話があったかと思いますが。けれども、やはり158条というのは、取引のためであるとか、募集・売出しのためであるとか、相場の変動を図る目的をもってという要件に該当しない限りは、この規定では不可罰とするという刑罰規定だと思うのですね。その規定の解釈ですから、嫌がらせ、おもしろ半分の情報流布がここに入ると解釈するのは、ちょっと無理なように思いました。刑罰規定ですから、刑罰法規の謙抑性ということを重視すべきかと思っております。

○川口 立法論としてはあり得るということですか。

○伊藤 現状のこの規定の解釈としてはまず無理であろうし、立法論として考えるときにも、それで処罰の範囲が広くなり過ぎないかというおそれはあると思います。

6 「風説の流布」と「偽計」の関係

○近藤 風説の流布と偽計とはどういう関係に立つのでしょうか。風説の流布というのは、根拠のない情報を流すということなのですか。偽計というものを広く捉えると、全部カバーされてしまいますよね。

○川口 はい。

○近藤 そうすると、並べて置く意味がなくなってくるのですが、その両者の関係はど

のように理解したらよろしいのですかね。

○川口 難しいですね。私も、風説の流布は偽計にも入ってしまうのではないかと、それだったら偽計だけでもよいのではないかというふうにも思います。特に、偽計が拡大的に解釈されるのであれば、なおさらですね。

○近藤 刑法の233条もそういう理解なのでしょうかね。

○川口 申し訳ありません。そこまでは調べ切れていません。

○洲崎 私も近藤先生と同じことが気になりました。ただ、偽計というのは、レジュメの8ページにある「他人に誤解を生じさせる詐欺的または不公正な策略・手段」ということなので、おもしろ半分にちょっとうそを書いてみて投資者が混乱するのを楽しむというのは、ちょっと捉えにくいのかなという気もしますね。だから、インターネットの掲示板におもしろ半分に何か書くという場合は、風説の流布のほうには当たりやすいけれども、偽計には、偽計という言葉の本来の意味からすると、ちょっとそこまで含めるのは難しいような気もします。

○森田 風説の流布なら入るという感じでいいのですか。

○洲崎 入れてもいいと思うのですね。おもしろ半分というのは、誰かに損をさせるという加害の故意があってするわけですから、まさに愉快犯ですね。

○森田 未必の故意があるのでは。(笑)

7 課徴金について

○前田 レジュメの7ページでご指摘になっておられますように、158条の規定が課徴金との関係で問題になるのは、有価証券等の価格に影響を与えた場合に限定されています。さらに、158条を刑罰規定として使うのであれば、違反者が自己の計算で売買していることは必要ないと思うのですけれども、課徴金との関係では、自己の計算で売買していることが要件になってきて、やはり課徴金を使える場合が相当限定されています。恐らくそれは、川口先生ご指摘のように、ここでも課徴金は利得相当額に限るという考え方に縛られているからだと思います。

そうすると、最後のところでご指摘になられたように、悪性が比較的強ければ刑罰、比較的軽ければ課徴金という運用をするために、現行法は必ずしもふさわしい仕組みにはなっていないのだと思います。悪性が強ければ刑罰、強くなければ課徴金という運用をしたいのであれば、課徴金のほうは広く網をかぶせておかないと、そういう運用の仕

方は難しいのかなという感想を持ちました。

○川口 私もそう思うのですが、では、課徴金の対象にするかということになりますと、どうやってその額を算定するのかという話になって、困ってしまうということになるのかなと思います。(笑)

○前田 さらに、次回に扱われる問題になるのかもしれませんが、先ほど157条に損害賠償の規定がないというお話がありましたけれども、課徴金の規定もないのですね。157条についてなぜ課徴金の規定がないのかというのもよくわからないのです。

○川口 そこは必ずしも明らかではないのですけれども、やはり157条はいろんなケースがあり得ますので、それこそ機械的に課徴金を計算することが難しいというので、規定されていないのではないのでしょうか。本来的には、規制の対象とすべきだと、私も思っています。

○黒沼 今の点ですけれども、173条が有価証券等の価格に影響を与えたと書いてあるのは、川口先生がおっしゃったとおりに、課徴金が利得相当額を剥奪する制度であることから来ていると思います。平成20年改正前は「有価証券等の価格を変動させ」という文言だったのではないかと思うのですけれども、課徴金の規定は、自動的に計算をすれば課徴金額が算定されてしまうのです。実際に利得を得たか、得なかったかにかかわらず、課徴金を課せられるような規定になっている。そうすると、風説の流布・偽計を行っていた最中にたまたま株価が上がったとか、あるいはいい情報が発表されたので株価が上がったような場合でも、利得は算出されてしまう。そこで、風説の流布によって得た利得というところから、価格を変動させたということを要件にしていたわけです。

ただ、そうすると、風説の流布等によって価格を変動させたことの立証が必要になるので、課徴金は非常に課しにくくなる。だから、何らかの影響を与えたことが言えれば課徴金を機械的に課することができるように、20年の改正でこういった文言になったのだと思います。

そういった観点からすると、暴行・脅迫についても、それによって有価証券等の価格に影響を与えたという要件さえ入れば、課徴金の対象にするのが合理的ではないかと私も思います。

○龍田 暴行・脅迫なら刑罰の対象になるから、課徴金を発動するまでもなかろうと考えたのでしょうかね。

○川口 私は、暴行・脅迫で相場が動くなんていうことがあるのかなと思っていたので

すが、ドンキホーテの事件を見ているとあるようですね。確かに、龍田先生のおっしゃるように、そんな悪質なものは刑事責任で行けということで片づくのかもしれませんが。

○黒沼 一番凶悪なのは、9.11のテロじゃないかと思います。あれは相場を変動させる目的があったというふうにも言われていますね。

○川口 確かに、アルカイダが空売りしていたのではないかというような話もありましたね。(笑)

○洲崎 日本でも森永・グリコ事件とかがありましたね。株の値段を下げさせて、金もうけをするということは十分にあり得るのではないのでしょうか。

8 虚偽記載と偽計の関係

○石田 9ページのエフオーアイのところですけども、偽計の定義を、「他人に誤解を生じさせる詐欺的または不公正な策略・手段」というふうに定義すると、一般に悪質な虚偽記載というのは偽計があるというふうにも見ることはできそうなのですが、ここでは併合罪を問うているということで、偽計が加わるための条件といえますか、本件では、例えば資金調達をするために策略を張りめぐらせていたとか、そういうふうな何か通常の虚偽記載と違う要素があれば偽計が認定できるというふうにお考えなのか、それとも、これは通常重なるものだとすることを前提とされているのか、その辺をお教えいただければと思います。

○川口 そこは、私も大きな論点の一つだと思っています。監督官庁は、粉飾があったというだけではなくて、例えば、引受け価格を上げるために証券会社に虚偽の説明をしているとか、証券会社を経由して顧客に虚偽のことを説明させたとか、そういうものを含めて偽計であるとしているようです。それは虚偽記載と関連はするのでしょうかけれども、別の行為なので、そこを偽計と捉えて、併合罪の適用をしているようです。おっしゃるように、広く捉えると、粉飾も偽計だというふうに言えるわけなので、本当に併合罪という形で刑罰をどんどん重くしていった方がいいのかというのは、疑問が残るところではありますね。

○黒沼 これは行為の個数で言っているのではないのでしょうか。有価証券報告書の虚偽記載が偽計だとしても、報告書の虚偽記載と虚偽の説明というのは、一応形式的には別個の行為なので、複数の行為があることを捉えて、併合罪を適用していると見ることはできないですか。

- 北村 法定開示書類の虚偽記載だけだったら、偽計ではないと言っていいのでしょうか。虚偽記載をすると相場が動くことを認識してそれを行ったけれども、行為としては一つだと考えてよいのか。
- 森田 だけど、オー・ミステイクというのがあるでしょう。
- 北村 ミステイクであれば虚偽記載だけがあったといえそうですね。他人に誤解を生じさせる目的があった場合でなければ偽計などで罰せられないわけですから。実際にはエフオーアイ事件のようにIPOとかが絡むときに、虚偽記載と偽計の両方が問題となるのでしょうか。
- 川口 ライブドアなどは四半期報告書の虚偽記載でしたけれども、虚偽記載があった場合は偽計だと言っているのですね。ですから、今後は、それが偽計でないとは言いにくだらうと思うのですけれども。
- 北村 当時は、四半期報告書は法定開示書類ではなかったからですよ。
- 川口 はい。
- 北村 直接的に当該書類の虚偽記載を処罰する規定があれば、そちらでいくということですかね。
- 川口 でも、虚偽記載という点では同じで、偽計には当たり得るわけですよ。難しいですね。
- 近藤 使い分けているのですかね。偽計というのを広く捉えると、どこかでやはりぶつかってきますよね、そういう形で。
- 川口 かなり広い概念だと思いますので、いろんなものが入ってくる可能性があるとは思っています。
- 近藤 川口先生は、偽計を広く捉えるのは、やはり157条との議論から考えると、適当ではないというお考えですか。
- 川口 そうですね。157条も罪刑法定主義をあまり気にせずに使っていけばいいのであれば、158条でも同じ話だと思えるのですけれども、もし、157条の運用を抑制することを続けるとして、158条のみ広げるとするのはどうなのでしょう。
- 森田 ですから、有価証券届出書の虚偽記載であれば、偽計という要素はいつもあるところ。ところが、有価証券報告書の虚偽記載であれば、金を詐取しようといつもしているわけではない。だけど、ライブドアのときなんかは、それで交換比率をさわろうとか、そういうようなことをしていたから偽計に当たるというふうで、やはりそうでないと、

全く同じというふうでもないように思うのですけれどね。

○近藤 虚偽記載の悪質なものは全部偽計にならないですか。

○森田 悪質という意味ですね。

○近藤 ですから、過失じゃなくて……

○森田 だから、詐取する目的というか、そういうのが証券詐欺ではないでしょうか。

有価証券報告書で、従業員レベルでうそをついてきたのが、そのまま記載してしまった。そしたら、それでも無過失責任になるというばかげた法理があるから、迷わされてはいけないと思います。

○松尾 刑罰は故意のときだけですから。

○森田 故意だけじゃなくて、詐取する目的ですね。有価証券報告書の不実記載だけでは、その目的はいつもあるとはいえないでしょう。

○伊藤 結局のところ、法定開示書類の虚偽記載のみが行われた場合は、もうそれは虚偽記載という行為としてしか評価しない、それは偽計には当たらないということでのすかね。それだけちょっと確認したくて。

○川口 ほかのものが加わる時に、偽計を認定し、併合罪としていくという方針がとられているのではないかと思います。

○黒沼 併合罪として扱うということと、それを偽計として処理するかどうかは別問題じゃないですか。

○川口 それでは、虚偽記載も偽計として認めた上で、他の偽計と併合罪としていくという話になりますか。

○黒沼 それ以外の偽計に当たるような行為もあれば、併合罪になるというだけの話と思っていたのですけれども。

○伊藤 とにかく、虚偽記載が単独である場合に、それが偽計と評価されることはないということでもいいですね。

○川口 法定開示書類でなかった四半期報告書などについては、その必要があったのですが、現在では、偽計とあえて評価する必要がないように思います。

○伊藤 そういことですが、それをちょっと確認したくて。虚偽記載が単独であった場合に、当局が偽計と評価したいから偽計と評価できますとか、そういうことはないのですね。

○川口 現在は、ないと思いますね。

- 伊藤　　じゃ、結構です。
- 森田　　有価証券報告書の場合はね。届出書は、誘引というか、売ることが目的の書類と違うのですか。
- 伊藤　　そうだとすると、届出書の場合はむしろ、ほぼ全部偽計になってしまわないですかね。
- 森田　　そうですね。
- 伊藤　　でも、それはまた困ると思うのですけれども。虚偽記載について刑事罰の規定がありますので、そちらで評価されるべきものではないのでしょうか。法定刑だって幅がありますし。
- 森田　　ただ、それも意図の問題というか、単なるじゃなくて、よくわかりませんが、無過失責任的なのですね、有価証券届出書の責任の場合は。
- 伊藤　　もちろん。
- 森田　　そうですね。だから、そういう意味の虚偽というのと意図的な場合とは、ちょっと違うようにも思うのですけれどね。
- 伊藤　　ただ、有価証券届出書の虚偽記載は、通常は、売出し・募集を有利に行いたいからという目的が定型的にありますので、それは偽計とは評価すべきではないというのが、今私が申し上げたことなのですね。
- 森田　　すべきかどうかというか……
- 伊藤　　規定の解釈としてです、刑事罰規定の解釈として。
- 森田　　別個の観念でできるということですね。
- 伊藤　　というか、それは虚偽記載の条文で全部包摂されているのではないかというふうにちょっと考えました。
- 川口　　不公正ファイナンスといわれるものでは、箱として会社を使い、払い込まれた金銭を全部引き揚げておきながら、それがあのように見せかけているところが偽計だと言っています。発行開示のところだけ虚偽記載があるだけでは、やっぱり偽計とは捉えにくいのかもかもしれません。
- 松尾　　伊藤先生は、発行開示における虚偽記載では、株価を高くして利得を得ようとしたことも虚偽記載の罪において評価されているから、重ねて偽計と評価すべきでないというふうにおっしゃったと思います。しかし、必ずしもそうでもないように思います。例えば参照方式の場合には、継続開示書類で何か別の理由で虚偽記載を故意に行ってい

て、その後、資金繰り等の必要が生じて有価証券を発行した場合を考えると、オリンパスのように、株価をつり上げたいというよりも、バラすと大変なことになるから、虚偽の継続開示をしたところ、それを参照しているから発行開示も虚偽ですという場合には、必ずしも発行価格を高くしたいから虚偽記載をしたとは言えないようにも思うのですけれども、どうなのでしょう。

○伊藤　　そうか。ちょっとわからないですね。

○川口　　オリンパスの事件と不公正ファイナンスに関する事件と、事件の本質が異なるということでしょうか。

○松尾　　いや、もっと積極的な利得というか、株式交換比率を上げるとか、発行して有利な取引をしようとか、そういうのが加わらないと、偽計とは評価できないのではないかと思った、発行開示の場合でもそれは変わらないのではないかと思ったということです。

最後に刑事罰と課徴金の使い分けの傾向としてまとめておられるところで、仮装取引の場合は刑事罰、現実取引のみの場合は課徴金というふうな傾向があるのではないかというご指摘なのですが、この例ですと、課徴金のほうにも見せ玉は結構入っているのですよね。むしろ見せ玉がない、本当の現実取引で株価を変動させたというのは少ないように思うのですけれども、そういう意味では、どちらかというところらは仮装取引に近いようなイメージもあるのですが。

○川口　　なるほど。単純に取引の種類によって刑事罰と課徴金を使い分けられているわけでもないということですね。

○松尾　　そうではないかなという気がします。

10 電話注文による相場操縦

○川口　　最後に紹介したトラベラーの事件は大証の事件で、ジャスダック上場でしたか。

○吉田取引審査GL　　ジャスダックです。

○川口　　電話注文による相場操縦は、現在では非常に変わったといえますか、古典的なもので、すぐにバレしてしまうような気がするのですが、取引所として、その背景など、ご存知なことはありますか。インターネットの時代に、なぜこういう電話注文みたいなことをあえてしたのか。インターネットを使えなかったということがあるのかもしれませんが（笑い）、ご存じであれば教えてください。

○吉田取引審査GL この事案の行為者が口座を有している証券会社がインターネット取引を取り扱っていないところであったため、電話注文となったのだろうというふうに思います。

また、この相場操縦行為は、証券会社1社を使ってされていたわけではなくて、同じようなインターネット取引を取り扱っていない証券会社2社が使われていたということでありましたので、証券会社のところで売買行為者がこういう相場操縦を行っているということについて、見つけるのは難しい状況にあったのではないかというふうに思われます。

○川口 ありがとうございます。

1 1 担保価値を高めるための取引等と誘引目的

○森田 川口先生の評価では、例えば、終値のときに駆け込んでちょっと値を上げておくとか、その最終の値段が新聞やらに載って宣伝されますね。そういう行為をするという事は、相場操縦にはならないのですか。

○川口 1回きりの取引ということですか。

○森田 いや、それは何回かするでしょうけれどね。

○川口 1回きりの取引だと、終値をつけるのは難しいのかもしれませんが、相場を変動させる目的で行えば、それは相場操縦になるのではないのでしょうか。

○森田 それは、虚偽開示をしたわけではないですね。

○川口 お金を投入して、現実の売買をしているわけですよね。

○森田 株を買っただけですね。

○川口 ええ、買っただけでも、だめなのではないでしょうか。

○森田 それはよくないのですが、捕まえる根拠としてはどれでいくのですかね。

○川口 現実の売買による相場操縦が認められるためには、誘引目的が必要ですよね。

森田先生は、先の例では、そのような誘引目的がないのではないかとと言われるわけですね。ただ、終値を付けることでも、翌日に投資家を引き込む効果があるので、誘引目的を認めても良いように思うのですが・・・。

○森田 そうすると、株式の担保価値を保つためだったら構わないと。

○川口 担保価値を高めることを金商法で規制すべきかという問題かと思いますが、そのために、相場操縦を行うのであれば、やはり規制の対象とすべきではないのでしょうか。

○森田 だけど、担保価値を保ちたいから、終値のところでは細工すると。何かおかしい行為だと思うのですが、誘引目的とか利得目的はほとんどない。広い意味では、経済的価値を保とうとしているから、利得目的があるのかもしれませんが、いわゆる証券取引から詐取しようという気はない。そういう目的のために毎日の終値をごまかそうとする。そういう意味では、同じように悪性があると僕は思うけれども、そのときに条文を当てはめるとすれば、どれになるのかがちょっとわからんなど。

昔、ロスの本で、それをどう考えるかということが書いてあって、それで日本とどうなってるのかいなとずっと思っているのですけれどね。

(川口注：金融機関が担保株式の価値を維持するために「テコ入れ」が許されるかどうかについて、過去に、本研究会で議論がなされている（証券取引法研究会「第5章 証券取引所〔26〕」インベストメント19巻2号78頁以下）。そこでは、今回の森田教授の問題意識と同様に、誘引目的がないため禁止されないとの見解も述べられている。これに対して、黒沼論文では、「担保価値を維持することは相場操縦の「動機」であって、誘引目的とそれとは別個に認定されるべき要件であり、今日の通説的態度からすると、担保価値を維持するという「動機」は誘引目的を推認させこそすれ、誘引目的を否定することにはならない」と述べている（黒沼悦郎「取引による相場操縦の悪性について」『企業の健全性確保と取締役の責任』所収496頁（注12））。

○松尾 先生が出された例は古典的ですけども、最近だと、いわゆるノックイン型の債券のノックイン価格を付けさせるために株価を操縦したというような場合に、誘引目的との関係でどう解釈するのかというのは、黒沼先生がご論文に書いておられることでですけども、やはり問題になるように思いますし……

○森田 そのノックインというのは……。

○松尾 ある価格になると、いわゆるポンカスの債券になるというときに……

○森田 だから、それは証券取引というか、何かに関係しているのですね。

○松尾 そうです。ただ、市場での取引そのものから利得しようという目的はないのですね。

○川口 誘引目的もないということになりますか。

○松尾 いや、誘引目的をどう解するかということだと思うのですけれども、市場取引によって利得を得ようというときは、誘引目的はあるといえるわけですね。提灯買いがついたときに自分は売り抜けるというのが典型的なのですけども。市場外の取引から

利得を得るという場合には——むしろ黒沼先生にお聞きしたほうがいいのかもかもしれませんけれども。(笑)

○森田 お書きになったそうやから。(笑)

○川口 黒沼さんは、それは、誘引目的はないのだとおっしゃるのですね。

○黒沼 はい。私は、自己の取引だけではなくて、他人の取引を利用して、自己の取引だけでは実現しないような相場の変動を図るような目的がある場合には、誘引目的があると考えています。ですから、自己の取引だけで、その需給関係だけで価格が変動するという目的では足りません。現実には、他人が誘引されないということは少ないでしょうし、他人が誘引されることを認識していないということも少ないと思うのですけれども。ただし、立会いの終了間際に大量に注文を入れる場合であっても、他人もそれを見て取引に入ってくる余地があれば、やはり誘い込まれる可能性はあるので、実際にはそういうケースでも誘引目的を認定できる場合もあると思っています。

相場で利得を得る目的というのは、もともとは要求されていませんから、他人が誘い込まれて、それを利用する目的ということでしょうね。

○行澤 158条は誘引目的がないので、ひょっとしたら、今森田先生がおっしゃった、終値だけちょっとつり上げておくとか、ロックインのケースのような場合に、158条のほうが使いやすいのではないかと思うのですけれども、ただ、問題は、それが偽計取引なのかどうかということが問題ですね。つまり、担保価値を維持するとか、その他ロックインに関連する利益を守るために買い注文を入れたり、売り注文を入れることは、本当に悪いことなのでしょうか。それも一つの実需の一種ではないのですか。

繁盛であることを誤解させたらだめですけれども、実際に自社の株価を維持するために、利益があつて、仮装でも何でもなくて、現実取引を入れるということは、それも一つの市場における需要の問題ではないかと思うのですが。

○川口 本当にその価値があると思って投資をしていけば、それは通常の投資なのでしょうね。だから、それは違法行為にはならないのでしょうかけれども。

○行澤 そうすると、本当に企業価値があると思って投資しないやつはだめなのですか。

○川口 やはり、それには戦略的なものが絡むのではないですか。

○行澤 まあ、そうですね。

○松尾 先ほどの議論のように、誘引目的と変動をさせる目的と重ねてというか、同じように考えていくと、要するに変動させる目的のあるものはだめだという話になるはず

です。しかし、例えば日経平均のオプションとか、先物の清算値というのですか、SQを算出する日になりますと、オプションのポジションとの関係で、日経平均に大きな影響を与えるような銘柄の取引量が非常に増えるということは割とあることだと思うのですね。そういう意味では、合理的な、裁定取引のようなものの一種として、現物と先物とかオプションとの間で、まさに変動させる目的を持ってやっているようにも思うのです。

そうすると、結局、いい相場操縦と悪い相場操縦、そういうのは、作為的相場形成にあるように、取引の時間帯ですとか、全体の取引量に占めるその人の注文の数ですとか、そういうもので見ていかざるを得ないのではないかなという気はします。

1.2 「流布」の意義

○北村 さきほど問題となりました風説の流布と偽計との関係で、8ページにエスプールの株式等事件とドリームテクノロジー事件が挙がっています。エスプールのほうは、資料②にあるように、ネット上の掲示板に、どこそこの新聞にそのように載っていると書き込んだのですね。一方ドリームテクノロジー事件では、資料①にあるように、会員に対し、電子メールで虚偽情報を送信したということです。これは両方とも風説の流布になっておりますけれども、8ページのご説明では、偽計のほうが広くて、流布のほうは狭いわけですね。流布とは、不特定多数の者に伝達することが要件になりますので。

電子メールの送信というのは不特定多数の者に伝達するということになるのでしょうか。もちろん、非常にたくさんの人に送信されることはあり得ますし、私の大学のメールでも、迷惑メールがたくさん入ってきますけれども、会員に対してのみ一定の情報を送信することは、風説の流布なのですかね。

○川口 アドレスは特定されているのではないかということですね。

○北村 ネット上の掲示板への書き込みのように誰でも見ることができる状態にするのではなくて、自分から意図的に一定の範囲の人に流布しているのですね。

○川本上席執行役員 ドリームテクノロジーの件について、どういう事情であったのかというのをちょっとご説明させていただきたいと思います。この文章ではなかなかわかりにくいというか、事実として捉えにくい面があるかと思いますが、我々の知る範囲で説明いたします。

この株券を取引していた個人ですけれども、この者は会員を募って投資情報を提供す

るようなことをやっております、ある情報を出した翌日に、それは嘘ですという情報を流す。悪い情報を流したときにあらかじめ買って置いて、またそれが虚偽であったということで買い上げられ、それを買い上がったところで売り付けるというふうなことをやっております。特定の募った会員にこのような情報を電子メールで提供したこと自体が風説の流布に当たるというふうに解釈をされたものです。ですから、インターネット上に出ているというものではなかったです。

○北村　　そうすると、偽計には当たりそうだけれども、風説の流布には当たるのでしょうか。

○行澤　　ただ、特定の者に対する重要な虚偽情報の通知であっても、それが不特定多数に流れていく可能性はあるのではないですか。これは誰にも言わないでおこうというふうなインセンティブがあれば別でしょうけれども、またたく間にそれが広がっていく可能性はないのですかね。

○川口　　1人に言ったとしても、広がっていくということですよ。

○行澤　　場合によってはですね。

○川口　　通常の使い方として、それを流布と言うかですね。

○飯田　　模範六法を見ているのですけれども、刑法の233条の「虚偽の風説を流布し」の「流布」の意義について、わずか3名に告知した場合でも、その者から順次多数の者に伝わるおそれがある場合は流布に当たる（大判昭和12年3月17日刑集16巻365頁）というのがあるのですけれども、これと同じような概念だとすれば、あるのではないのでしょうか。

○行澤　　刑法ではね。

○北村　　8ページで説明されたように、記者発表のときに来ていた記者が少なくとも、新聞社への発表だから流布になるということですね。つまり、情報を提供した相手方が情報を多数に知らせる立場の人であれば、少数の人に対する情報提供でも流布と言えるのですが、メールで送信して、多くの人に広めてくださいと呼びかけていないのなら、メールの受け手のみが判断するために送信したということではないかと思うわけです。だから、やはり相手先がまさに流布する性質の人かどうかを考慮しなければいけない。飯田先生がおっしゃった刑法の事例はどういうものかわかりませんが、常識的に伝達先が3人では流布と言わないように思います。

○森田　　これは3人どころじゃないのでしょうか、きっと。

- 川本上席執行役員　ええ。でも、その情報はほかの人に教えたくないですね。
- 行澤　そういうことですね。だから、そこは情報伝達を受けた者のインセンティブによって変わってくるのかなど。
- 森田　だから、募集の概念でもあるから、それは例えば50人以上ぐらいおったのですか。
- 吉田取引審査GL　数十名ということです。
- 行澤　ただ、その人に教えたのは、やはり相場変動を意図していたわけでしょう。
- 吉田取引審査GL　そうだと思います。
- 行澤　ということは、そういう情報を流す人が、当該情報受領者はこういう情報を誰にも教えないだろうと考えていたのか、あるいは、むしろ広まっていくことを予想しながら相場の変動を意図していたのか、ということが問題ですね。どちらもあり得るわけです。だから、先ほど伊藤先生がおっしゃったように、刑罰規定なので謙抑的に考えるかどうかというところで、結局、どう判断していくかによるのだらうなと思うのですけれどね。
- 森田　風説の流布という文言にはちょっとひっかかるのでしょうかね。
- 北村　条文は「風説を流布し、(または)偽計を用い」だから、どちらかにひっかかればいいということではありますが。
- 近藤　それでは、よろしいでしょうか。ありがとうございました。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、4月26日(金曜日)、行澤先生から、日本法における不公正取引に関してご報告いただきます。