

金融商品取引法157条利用の可能性について

——米国証券取引所法10b-5との比較から——

萬 澤 陽 子

要 旨

金融商品取引法157条は、広く不公正な取引を規制する一般条項である。このような一般条項は、証券取引法制定当初から存在してきたものの、ほとんど利用されてこなかった。これに対して、当該条文のモデルとなった、米国の一般条項である証券取引所法の10条(b)項およびその下の SEC 規則10b-5は、多く援用され活用されてきた。この相違は何に求められるのか。本稿では、それぞれのルールが禁止する対象の明確性が差異を生じさせてきたとの立場をとる。すなわち、米国の一般条項の禁止対象である「詐欺」がどのようなものかは、連邦証券取引法制設立前の判例法の発展によってある程度明らかになっていたのに対し、我が国の一般条項の禁止対象である不公正取引については法令によっても判例によってもほとんど明らかにされてこなかったのであり、そのことがそれぞれの一般条項の役割を大きく変えたのだと考える。

では、どうすれば金商法157条が利用されるようになるであろうか。本稿は、米国のように、一般条項が禁ずる対象——我が国でいえば「不正行為」の意味するもの——を明らかにすることを提唱する。米国のように判例法主義を採らない我が国では、法令で明確化することが現実的となろう。近年問題となった村上事件のように、証券市場のように劇的に変化し続ける環境においては、既存のルールで対処することが困難な状況が必ず生じる。そのための一般条項だと思われる。対象の明確化によって、包括的網羅的に市場を規制するという本来の機能が発揮されることが望まれる。

目 次

- | | |
|--------------------------------|---|
| I. はじめに | 2. 訴訟における状況 |
| II. 金商法157条——その歴史的発展 | III. SEC 規則10b-5と金商法157条——相違点とその背後にある考え |
| 1. 個別具体的な禁止条文が存在しない問題が生じた場合の対応 | 1. 10b-5制定の歴史的背景およびその発展 |

2. 米国における判例法（詐欺の法）の発展
3. 金商法157条について——SEC規則10b-5との比較から
- IV. 金商法157条1号利用の可能性——村上ファンド事件を題材に

1. 村上ファンド事件について
2. スカルピングの事案——米国における責任
- V. 結びにかえて——スカルピングに類似した行為に対して157条1号が適用されるために？

I. はじめに

金融商品取引法（以下、金商法）の157条は、「不正行為」を禁ずる一般条項である。同条文は、証券取引法（以下、証取法）制定当初から存在した同法58条の趣旨を引き継いだ条文であるので、このような一般条項は50年以上も証券市場を規制するルールとして存在してきたことになる。58条のモデルは、米国における一般条項的ルールである、証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）の10条(b)項およびその下のSEC規則10b-5（以下、10b-5）とされている¹⁾。10条(b)項および10b-5は、その一般条項的性質ゆえに、法に当該行為に向けられた個別具体的な条文が存在しない場合はもちろんのこと、仮にそのような条文が存在したとしても共に援用され、多く活用されてきた。これに対して、我が国の58条およびその趣旨を引き継いだ条文（証取法157条、金商法157条）は、驚くほどわずかにしか利用されてこなかった。

本稿は、日本において証取法58条およびそれを引き継ぐ金商法157条がほとんど使われてこなかった理由を、同じ一般条項である米国の10b-5との比較を通じて模索しようとするものである。まず、金商法157条の文言及びその解釈について紹介した後、米国の証券取引法制を概観し10b-5制定の経緯及びその発展について

述べる。次に、10b-5の解釈の基礎となっている判例法の発展を検討し、10b-5がなぜ証券取引法制の中で最も援用される条文になったのかについて考察する。続いて、10b-5の発展の分析を参考に、金商法157条がほとんど使われなかった理由について検討する。そして今後の金商法157条利用の可能性について、村上ファンド事件に対する適用可能性の検討についても触れながら考察する。

II. 金商法157条²⁾——その歴史的発展

「不正行為の禁止」を定めた金商法157条は、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（1号）、重要な事項について虚偽の表示又は不開示によって金銭その他の財産を取得すること（2号）、取引を誘引する目的で虚偽の相場を利用すること（3号）を禁じており、さまざまな不正行為に対して幅広い規制を及ぼせるように規定されている。しかし、この条文の有する一般的包括的性質にもかかわらず、我が国の立法府も司法府も、当該条文を利用しようとはしてこなかった。

1. 立法府——個別具体的な禁止条文が存在しない問題が生じた場合の対応

証券市場のように劇的に変化し続ける環境においては、立法当初想定されていなかった不正な行為が幾度となく問題となってきた。その度に、それらの問題に対する証取法58条の適用が主張されるものの、結局は、新しい条項を追加して当該問題行為に対処してきた。例えば、内部者取引を規制する条文がまだ存在しなかった³⁾1987(昭和62)年、タテホ化学工業事件——タテホ社が同年9月に債券先物取引で多額の損失を被ったことを公表し、同社の株価は暴落したが、公表直前に損失を被ったことをいち早く知った、同社および取引先関係者といった内部者が同社の株を売り抜けた事件——が起きた時に、内部者取引規制をどう行うかについてさまざまな議論がなされたが、結局対応策として採用されたのは、証券取引法改正、すなわち同法に188条の「株券等の売買に関する報告書の提出」、190条の2の「会社関係者の禁止行為」、190条の3の「公開買付者等関係者の禁止行為」の条項⁴⁾を新しく追加することであった。これは、58条が内部者取引を規制対象として掲げていないが、内部者取引行為が同条1号規定の「不正の手段、計画又は技巧をなすこと」に該当する⁵⁾と解釈することは「学説の上では異説を見ないほどになっている⁶⁾」と述べられるほどであったことに鑑みると、非常に興味深いことである⁷⁾。

また、損失補填や大量推奨販売といった証券不祥事に対しても、58条(平成4年改正以降は同157条)を使うことなく、それらの行為を個別具体的に禁じた新しい条項を追加することによって対処されたのである⁸⁾。

2. 司法府

また、裁判所においても、証取法58条(および同157条)はほとんど利用されてこなかった。同条適用の先駆的事例である昭和40年の那須硫黄礦業株式事件⁹⁾における最高裁判所の解釈が、同条文の射程範囲を大変広く解したにもかかわらず、である。那須硫黄礦業株式事件とは、ほとんど価値を有さないある会社の株式に市場性があるかのような外観をもたせるために行った権利移転を目的としない偽装の取引の58条1号の違反性が問題となった事案で、最高裁判所は、58条1号のいう「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」である旨明らかにしたのである。しかし、このような広い解釈にもかかわらず、その後の訴訟で同条違反は数えるほどしか主張されなかった。主張されたとしても、裁判所によって常にその論点を取り上げられたわけではなかった¹⁰⁾ため、58条および157条の解釈について扱った(何らかの示唆を行った)ものは、ほんのわずかにとどまるのである。

具体的に157条違反が主張された多くの事例は、証券会社の従業員から勧誘され金融商品に投資し損害を被った者が、当該従業員の属する証券会社(および当該従業員)に対して損害賠償請求をする、といったものであった¹¹⁾。同条を根拠あるいは参照条文として被告の責任を認めた事例をここで二つ紹介する。一つは、証券会社の従業員による勧誘によりワラント取引等を行った者が当該証券会社に対して損害賠償請求を行った事案¹²⁾で過当取引および説明義務違反を基礎に証券会社の使用者責任が認められたが、裁判所は過当取引の禁止の参照条文の一つ

として157条を挙げている。もう一つは、証券会社従業員による勧誘により信用取引等をし損害を被った者が証券会社に対して損害賠償請求を提起した事案¹³⁾で、裁判所は、過大な取引勧誘を行うことが157条1号に違反すると明言している¹⁴⁾。他方、被告の行為が58条1号ないし157条1号に該当しないと述べられた事例も存在する。例えば、証券取引における事後の損失補填が問題となった事例¹⁵⁾や敵対的買収に対抗するために行われた株式分割¹⁶⁾が問題となった事例である。58条ないし157条違反を認めるにしても認めないにしても、同条の解釈を示した主な裁判例はこの程度にとどまり、驚くほど少ないといえる¹⁷⁾。

それでは、なぜ、一般的包括的に不公正取引を禁止する条文が制定当初から存在し、最高裁判所が同条文が広く適用される可能性を示したにもかかわらず、同条文は利用されてこなかったのだろうか。これについては、これまでも何度か検討されており、例えば罪刑法定主義¹⁸⁾や罰則の厳格さ等が挙げられている¹⁹⁾。本稿は、日本というよりむしろ米国における法の発展の観点から検討してみる。米国では、58条同様の文言の一般性にもかかわらず（むしろそれゆえに）、広く活用され、市場で生じる多くの問題に対処してきたという事実がある。なぜ、同じような性質の条文が米国では多用され、我が国ではほとんど利用されないのか。この違いは、何に基づくものなのだろうか。

Ⅲ. SEC 規則10b-5と金商法157条 —相違点とその背後にある考え

1. 10b-5制定の歴史的背景およびその 発展

1933年、当時深刻な問題であった株価の大暴落を食い止め、健全な証券取引市場を創設することを目的として、連邦政府による初めての証券取引規制立法である証券法（Securities Act of 1933）が制定された²⁰⁾。これは、後に連邦最高裁判所裁判官になるブランドイスによって述べられた、「太陽は最高の殺菌剤であり、蛍光灯は最も有能な警官である²¹⁾」という言葉に象徴される開示哲学を理念として掲げ、証券に関する徹底した情報提供義務を負わせ、当該義務に違反した場合や情報が誤っていた場合には責任を課すという、情報開示と詐欺禁止条項によって証券市場における問題に対処しようとするものであった²²⁾。その一年後である1934年に証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）が制定され、同法によって執行機関としてSECが創設され、現在の証券取引規制の構造が成立したのである。

金商法157条に相当する一般的な規定である10b-5は、「相場操縦のおよび詐欺的戦略の利用の規制（Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices）」を定める証券取引所法10条(b)項²³⁾を根拠条文として制定された。同条項は、「SECが公益あるいは投資者保護のために必要あるいは適切と定めた規則に違反して」証券の売買に関連した相場操縦的あるいは詐欺的戦略あるいは計略を利用することを禁じている。それを受けてSECが制定し

た10b-5²⁴⁾は、具体的には、証券の売買に関連して次の三つのことを違法としている——欺罔のための策略・計略を使うこと (to employ any device, scheme, or artifice to defraud)、重要な事実の不実表示をすること、あるいは重要な事実を述べずに言明を誤導的にすること (to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading)、誰かに対して詐欺となるあるいはなるであろう行為・慣行・業務に従事すること (to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person) である。この三つのいずれかに該当する行為を行うということは、10条(b)項の禁じる相場操縦的あるいは詐欺的策略あるいは計略の使用に該当するとされ、10条(b)項違反ともなるのである。

このように、10b-5は10条(b)項の禁じるものを明らかにするために規定されたのだが、その内容はそれほど明確になっていない。このことは、10b-5が制定された経緯と無関係ではない。そもそも10b-5が制定された理由は、証券の買主による詐欺に対しても連邦の規制を及ぼすことであった。すなわち、証券の売主によって詐欺が行われた(買主が欺罔された)のなら33年法17条(a)項²⁵⁾で対処可能だが、証券の買主によって行われる(売主が欺罔される)詐欺に対して適用される条文は用意されていなかったのである。そのような状況で、ある会社のプレジデントが、事実と異なることを知りながら同社の株主に対しては会社の見通しについて大変悲観的に述べることによって安価で株を購入し

たという事件が起きた時に、SECは、買主による詐欺にも適用できる条項を早急に創設する必要があるという緊急性の下、証券法17条と証券取引所法10条(b)項を組み合わせ、「証券の購入あるいは売却に関連して」という語を挿入して、10b-5を完成させたのである²⁶⁾。その際、10b-5が何を禁ずるものとなるかは殆ど議論されなかったため、その解釈は後の裁判所およびSECの解釈に委ねられることになったのである。

裁判所やSECが、この一般条項をどのように解釈していったのかは、説明するまでもないかもしれない。SECは、制定直後から同ルールを根拠に責任を課し²⁷⁾、その適用範囲を徐々に広げていった。裁判所も、1946年に、SECのみならず私人も同ルールを使って提訴できると述べて、その範囲の拡大に貢献した²⁸⁾。これによって、損害を被った証券の買主および売主は、責任を追及する強力な武器を得ることになった。特に、明文では禁止されていない行為によって損害を被った、あるいは当該行為を禁じる条文は存在するが責任を課すための要件が厳格で使いにくいといった場合に、同ルールを訴えの基礎として多くの訴訟が裁判所に持ち込まれることになった。裁判所も、これらの訴えの中で積極的に責任を認める方向で法を解釈し、市場で生起する問題に対処していった。その代表的事例が内部者取引である。内部者取引行為は、10b-5上明文で禁じられているわけでは全くないが、裁判所は、10b-5の禁ずる「相場操縦的および詐欺的策略」に該当すると解釈し、法を発展させていったのである。その結果、米国では現在でも内部者取引を明文で禁ずる条文は存在せず、10b-5を基礎に規制がなされているのである。

それではなぜ、米国の裁判所は、明記されていない行為を10b-5の「相場操縦のおよび詐欺的策略」と解釈して責任を認めることができたのか。これは、1933年以前の判例法上の詐欺の法の発展があったからこそ実現したことであった。

2. 米国における判例法（詐欺の法）の発展

1933年に証券法が制定される以前は、州政府による立法（ブルー・スカイ・ローの制定）がすでに行われていたが、それに先立って詐欺の法が責任追及の手段を提供していた。当時、詐欺が成立するためには、以下の要件を満たす必要があった——①表示が重要な事実について虚偽であること、②被告が虚偽であることを知りながら、原告の行為に影響を与えるように表示したこと、③実際原告がその表示を信頼し契約を締結する等行為し、その結果損害を被ったこと——²⁹⁾。例えば、A がほとんど資産のない会社の株についてそのことを知りながらBに取引を誘引する目的で（②の要件）、将来性のある株であることを述べて（①の要件）、Bに当該株を購入させ損害を被らせた（③の要件）場合は、詐欺の成立が認められ、BはAに責任を問えるのである。このような詐欺責任は、証券取引における不正行為の責任を問う手段として相当程度貢献したといえるが、初めからそれらに対応できるような形で存在していたわけではなかった。確かに、詐欺責任は13世紀には英国で認められていた³⁰⁾とされているが、現在のような形になったのは18世紀末以降のことである。当時生成されつつあった証券市場における不正行為に対応できるようにするために、主に州の裁判所が発展させたのであった。

証券取引における詐欺は、それ以前に存在した詐欺の形態と主に以下の二つの点で異なっていた。一つは、証券取引では、詐欺を行った者と取引する相手が常に同一ではなかった（市場が発展すればするほどむしろ異なることの方が多くなった）こと、いいかえれば、詐欺を行った者とそれによって損害を被った者の間に契約関係が存在しない場合も多くあったことである。すなわち、それ以前の詐欺形態では、売主あるいは買主本人（又はその関係者）が相手方に何らかの虚偽の情報を与え、相手方を錯誤の陥らせて契約を締結させる（すなわち両者は契約関係に立つ）ことが通常であったが、証券取引では虚偽情報によって錯誤に陥った者はそれを与えた者とは全く関係のない者と取引する——例えば、証券発行会社が虚偽のレポートを公にし、それを信頼した投資者が市場で他の投資者と当該会社の株を取引をする——ことがむしろ一般的であったのである。もう一つは、証券取引では、詐欺が相手を特定せず（市場一般に対して）なされたこと、いいかえれば、相手個人に向けられた欺罔の意図及び不実表示が存在しなかったことである。それ以前の詐欺では、売主あるいは買主本人が相手方に虚偽情報を与えるのが通常であったことから、相手方に対する欺罔の意図及び不実表示は存在したといえるが、証券取引では虚偽情報は公一般に対して与えられることが多かった——投資者に対しては間接的に（レポートや目論見書等の媒体を使って、あるいは信用調査機関に情報を与えることによって）情報が与えられた——ことから、相手方に特定した欺罔の意図及び不実表示は存在しなかったのである。

このように、それ以前に認められていた詐欺責任が証券市場で生じた紛争に適用されるため

には、契約関係にない間でも及び原告に特定された欺罔の意図・不実表示がなくても、詐欺責任を認めるようにすることが要求された。米国の裁判所はこれらの要求に応じて、相対取引から市場を通じた取引へと変化し売主と買主の距離が物理的にも法的にも離れていった証券取引において生起する不正行為に取り組んでいった。

例えば、制定法上提出が義務付けられていた資産と負債に関する報告書に虚偽情報が記載されていた火災保険会社の株を、当該報告書を信頼して市場で第三者から購入した者が、同社の総務部長を訴えた *Warfield v. Clark* 判決³¹⁾で、裁判所は、立法府は火災保険会社と取引しようとしている、または取引することを望んでいる公共に属する個人を守るために報告書の提出を義務付けていたことは明白であり、その報告書を信頼し損害を被った者に対して被告は責任を負うこと、これには被告から直接株を購入していない者も含まれること、なぜなら被告は自分の会社の株が市場で頻繁に売買され、その際自分が州に提出した報告書が信頼に足るものとして参照されることを知っていた以上、第三者から株を購入した原告に対しても欺罔の意図があったとすることが妥当であるからということとを述べて、原告に救済を与えた。また、*Morse v. Swits* 判決³²⁾では、A銀行の株主が同行によって発行された財務状況に関する虚偽の報告書を信頼して同行の株を市場で購入し損害を被ったとして、同行の頭取と出納係に対して詐欺の訴えを提起したが、裁判所は次のように述べて被告の責任を認めた——私は被告の欺罔の意図や虚偽表示が、損害を被った当事者個人に向けられている必要は、まったくないと理解している。それらが公に広く一般に向けられてお

り、損害を被った当事者の耳に何らかの方法で入る可能性があったのなら、そして実際被害者が被告の虚偽情報を得て、それを信頼したことによって損害を被ったのなら、詐欺の訴えは成立する。何人も生じさせた損害の責任を負わずに公共に対して虚偽表示をすることはできないのである——。

このように、詐欺が、直接ではなく何らかの媒体を通じて広く公に対してなされ、その中の誰かがそれを信頼して市場を通じて株を取引し損害を被るといった証券取引に特有の形態で行われるようになっても、裁判所は詐欺の法を発展させることによって責任を追及する途を提供したのである。被告に責任を課す基礎となったのは、公に対する虚偽表示及び欺罔の意図——虚偽であることおよび投資者がそれを参照し信頼することを知らながら虚偽情報を流すこと——であった。これら二つが存在すれば、原告被告間の契約関係および原告に特定した虚偽表示や欺罔の意図がなくても、救済が認められたのである。

以上のような詐欺の法の発展は、1933年、34年に成立した証券法・証券取引所法に多大な影響を与えることになる。10b-5の解釈もその例外ではない。同ルールはまさに「詐欺」的戦略を禁じており、その解釈・適用には1933年以前に発展していた「詐欺」の概念が基礎とされたからである。すなわち、10b-5の禁じる「詐欺」とはいかなる要件を備えたものなのか、詐欺の法の発展により、同ルール制定にはすでに一定のコンセンサスが存在していたのである。裁判所は、その基準を基礎に、時に修正を加えながら、明文で禁止されていないさまざまな問題に対処していった。10b-5が連邦証券取引諸法のなかでもっとも訴訟で援用される条項に

なった要因にはさまざまなものがあるだろうが、その一つには、このような詐欺の法の発展があったのである³³⁾。

3. 金商法157条について——SEC規則10b-5との比較から

すでに述べたように、米国の10b-5は、その一般的性質ゆえに、立法当初想定されていなかったような問題が生じた場合にも対応することができたのに対して、我が国の金商法157条は、それをモデルにして制定された一般条項であったにもかかわらず（むしろそれゆえに）、ほとんど使われることはなかった。なぜ、このような違いが生じたのか——本稿の目的の一つは、この疑問に対する一つのあり得べき答えを米国の法の発展から提示することであった。

私は、157条（及び証券取法58条・157条）が活用されてこなかったのは、同条の禁ずる不公正取引にどのようなものが該当するかについて、何の基準も存在しなかったことが大きく関係しているのではないかと考える。前述のとおり、米国では証券取引所法10条(b)項および10b-5の禁ずる「詐欺」がどのようなものであるのか、連邦政府による証券法、証券取引所法制定以前に発展した不法行為法上の詐欺の訴えによって、当時すでにある程度明らかであったのである。そして実際、裁判所は、その詐欺の訴えの解釈を基礎に修正を加えながら10条(b)項および10b-5を解釈していった。10条(b)項および10b-5に文言上書かれていないにもかかわらず、私人による同条違反を基礎にした訴えを認めたのも、州の裁判所が発展させた不法行為法上の一般原則を援用することができたからである。米国において、10b-5が多くの訴訟で活用されるようになった背景には、このような不法

行為法の発展があったのである。

これに対して、日本の157条の禁ずる不公正取引に該当する行為について、そのような基礎は存在しなかった。条文で不公正取引に該当するための要件が列挙されているわけでも、当該取引を指定する機関が明記されているわけでもなく、また、当該取引の解釈に関する判例の蓄積があるわけでもない。どのようなものが不公正取引に当たるか漠然とは想像できても、解釈の際に参照すべき基礎がなければ利用することは困難である。

もっとも、157条が訴訟や問題解決の際に活用されてこなかったからといって、その存在意義がないとは考えられていないようである³⁴⁾。また、最近はいわゆる村上ファンド事件に関して、内部者取引責任（167条）ではなく「不正の手段、計画又は技巧」を禁止する157条1号が適用されるべきであったとの強力な主張も一部でなされている³⁵⁾。そこで、IV. では今後の157条1号の利用の可能性について、村上ファンド事件を題材に、米国との比較において検討する。

IV. 金商法157条1号利用の可能性——村上ファンド事件を題材に

1. 村上ファンド事件について

村上ファンド事件とは、村上ファンド率いる村上世彰・前代表が、ニッポン放送株式の大量買集めをライブドアに対して強く勧め、ライブドアから、同社株式を5%以上買い集める旨の事実の伝達を受けた後、同社株式を大量に買い増し、有利な株価でこれを売り抜けたことが問題となったものである。同人は、ライブドアの

代表取締役兼最高経営責任者であった者らから、その者の職務に関し知った、同社の業務執行を決定する機関が、同社において東京証券取引所市場第2部に上場されていた株式会社ニッポン放送の総株主等の議決権の数の100分の5以上の株券等を買集めることについての決定をした旨の公開買付けに準ずる行為の実施に関する事実の伝達を受け、同事実の公表前に買付けたことが、金商法167条の禁ずる内部者取引に該当するとして、起訴された³⁶⁾。東京地裁は、村上ファンド前代表の村上世彰に対して懲役2年、罰金300万円を、村上ファンドの資産運用会社である株式会社MACアセットマネジメントに対して罰金3億円を各々言い渡したが、東京高裁は、原判決を破棄し、被告人村上に対して懲役2年（執行猶予3年）、罰金300万円を、MACアセットマネジメントに対して罰金2億円とする判決を下した。すなわち、控訴審は、被告人村上に執行猶予をつけた点およびMACアセットマネジメントに対する罰金を2億円とした点で原審より責任を緩和させたといえる。

この量刑に関する地裁と高裁の判断の違いについては、被告人村上の行為の悪性の本質を捉えられない内部者取引（167条）で同人が起訴されたことに起因するとの主張がなされている。例えば郷原教授は、「1審は…不正の策略という要素を量刑上、重く考慮して実刑を選択した。だが控訴審は、この要素を不公正・背信的などと非難しつつも、起訴されたのは、あくまでインサイダー取引であるから、これを強調しすぎると、起訴されてもいない事実で処罰することになってしまうとして、量刑上の取り扱いに慎重な態度を示した³⁷⁾」と指摘し、「結局、検察がこの事件をインサイダー取引として構成

し、起訴したところに根本的な問題がある³⁸⁾」とし、「『起訴されていない事実』というのは、村上ファンドが用いた市場操作的な策略のことであり³⁹⁾」、「市場操作的な策略で『証券市場の公正』を著しく害した事実に着目していれば、結論は全く異なったものになっていたであろう⁴⁰⁾」と述べ、「157条1項〔ママ〕を適用すべきであった⁴¹⁾」と主張する。また、太田弁護士は、東京地裁が「〔村上ファンドは〕…保有するニッポン放送株の約半分を、フジテレビが実施した公開買付けの買付価格よりも高値でライブドアに引き取らせて、まず巨額の利益を確定させ、さらにライブドアが大量買集めを公表して市場価格が急騰するや、保有するニッポン放送株の残りの大部分を市場で売却し、再び巨額の利益を得ている。しかし、フジテレビの側からみれば、もともとフジテレビのTOBは被告人が実施を働き掛けたものであって、これに応じないこと自体が裏切りであるのに、こともあろうに敵対的買集めをするライブドアに株式を売却されてしまったのである。他方、ライブドアの側からみても、経営権を奪取するまでファンド保有分は持ち続けるから『おれを信じろ』などと言われて安心させられた上、たき付けられて大量買集めに走るや、土壇場でファンド保有分の半分を高値で引き取られ、挙げ句にもう半分は市場で売り抜けられてしまったのである。それなのに、被告人は、本件に係る株取得がインサイダー取引に当たることなど一顧だにせず、『ファンドなのだから、安ければ買うし、高ければ売るのは当たり前』と言うが、このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない⁴²⁾」と判示したことを引用し、村上ファンドの行為は、「〔米国の〕1940年投資顧問業法206条(3)項並びに34年取引所法10条(b)項及びそ

の下における SEC 規則 10b-5 等が禁止するスカルピング行為に非常に類似した行為であ⁴³⁾」ることを指摘し、157条1号の適用も検討されるべきであったと主張する。

2. スカルピング⁴⁴⁾の事案——米国における責任

太田弁護士の述べる「スカルピング行為」とは、新聞やレポートに株式に関するコラムを書くフィナンシャル・コラムニストや顧客に株式についてアドバイスする投資顧問業者等、顧客に対して影響力を有しうる立場の者が、事前に推薦する株を購入する、あるいは賄賂を得て特定の株式を推薦する等、購読者や顧客とは相反する利益を有しているが、そのことを開示しないで株式に関する情報を与えることとされ、米国では古くから法的責任が認められてきたものである。

例えば、スカルピング行為の責任を認めた初期の判例として、1909年のニュー・ヨーク州裁の *Ridgely v. Keene*⁴⁵⁾ が挙げられる。これは、ニュー・ヨーク証券取引所に上場されている証券について顧客に定期的に情報およびアドバイスを提供する事業に従事するフィナンシャル・アドバイザーであった原告（以下、X）が、ブローカーである被告（以下、Y）との間で、一定の報酬を得て購読者に特定の株を購入させるよう影響を与えるという契約をし、それを履行をしたが、Y が報酬を支払わなかったため、契約違反で訴えたという事案である。裁判所は、X には明示的な虚偽表示があったこと——「いかなるブローケージオフィスとも関係ありません。」とニューズレターに表示しながらブローカーである Y から依頼された特定の株の購入を勧めていた——、および X と購読

者の間の信託としての関係から X に課せられる黙示の義務——第三者から支払いを受けて特定の株の購入を購読者にアドバイスをしないという義務——違反があったことから X の行為は詐欺に該当するとし、X の訴えを棄却した。X は、自分のするアドバイスによって購読者が利益を得ると誠実に信じていたと主張したが、法は人間の弱さを十分考慮し利益相反を絶対的に禁じたことから取るに足りない、として一蹴したのである⁴⁶⁾。

連邦による証券取引法制が創設され 10b-5 が制定された後は、同ルールに基づいてスカルピング行為の責任が課せられてきた⁴⁷⁾。例えば、有名な判例として、週に 4、5 個のコラムを執筆するフィナンシャル・コラムニストによる、好意的にコラムを書くつもりの方の株式を事前に購入しコラムが公にされた直後に売却し利益を得るという行為が問題となった *Zweig v. The Hearst Corp.*⁴⁸⁾ が挙げられる。裁判所は、以下のように述べて当該フィナンシャル・コラムニスト（以下、Y）の責任を認めた——本件で Y が購読者である投資者に開示しなかったのは、購読者が自分の助言に従ってくれば自分が個人的に利益を得られるということである。この情報は会社の価値に直接関係しないが、Y はコラムを信頼する自分の購読者を誤導させない必要はある。我々は、これらの事実を開示しなかった Y は、会社の見通しに関する重要な事実を開示しないで当該会社の株を取引する会社の内部者と同様に、10条(b)項および 10b-5 に違反していると考える。コラムニストは通常、自分の執筆する会社やコラム執筆に対する個人的利益を開示する義務を負わない。しかし、10条(b)項および 10b-5 上負うこともある。彼の市場との関係はコモン・ロー上信認関

係ではないが、そのことは10b-5の訴えの結果を左右しない。Yは、個人的に利益を得る意図を有して証券の購入を勧めるときには義務が課せられるのである。Yの購読者に対する開示義務は十分確立しているのである——。

このように、10b-5は、明文で規定していないスカルピング行為について、同ルールの禁ずる「詐欺」に該当するとして、責任を肯定した。しかし、スカルピング行為は、それ以外の詐欺と認められていたものとは若干異なっていた。なぜなら、他の事案で存在する、事実とは異なる表示——例えば、実際は存在しない財産があるかのような言明——を伴っていなかったからである。スカルピング行為では、アドバイザーやコラムニストが顧客や購読者に対して特定の証券の購入を勧めるが、それ自体は、詐欺成立の要件の一つである虚偽表示に通常該当しない。仮にアドバイザーあるいはコラムニスト自身が当該証券がまったく購入するに値しないと思っていたとしても、である。なぜなら、それらは意見や予測の域を出ないものであり、「事実」に関する虚偽の表示ではないからである。

そのような表示がない当該行為で、なぜ詐欺が認められてきたのであろうか。それは、当該行為には、事実に関する積極的な虚偽表示はないが、事実に関する不開示が存在しているからである。すなわち、アドバイザーやコラムニストは、アドバイスが実は自己利益の追求に基づいてなされている——報酬を得ている、あるいは事前に自分で当該株を購入し値が上がったところで売却をもくろんでいる——ことを顧客や購読者に開示していないのである。不開示は法的責任を生じさせない、というのが英米法の大原則であるが、その例外が存在する。例えば、

開示義務を負っていたのに開示しなかった場合、あるいは不開示でも（言葉による虚偽表示がなくても、行為等による）虚偽の外観が存在した場合等である。スカルピング行為で責任が認められたのも、これらの例外を基礎にしてである。すなわち前者なら、フィナンシャル・アドバイザーまたはコラムニストと顧客または購読者との間に信認関係⁴⁹⁾あるいはそれに準ずる関係が存在するゆえ開示義務が課せられるのに、株の推薦に利害関係を有していることを開示していないことから開示義務違反があったとして、また後者なら、言葉による虚偽表示は存在しないが、フィナンシャル・アドバイザーやコラムニスト等の専門性から導かれるアドバイスの公平性・客観性の表示が実際とは異なった——実際は自己利益を有してアドバイスしていたのだから——として、詐欺の成立が認められたのである。

先に紹介した Zweing 判例は前者に分類される⁵⁰⁾。購読者との関係から生じる開示義務に違反していることから責任が認められたからである。他方、後者の事案として、SEC v. Torr⁵¹⁾が存在する。これは、ある特定の株式の購入を知り合いや投資者一般に勧めるよう取り決めをし、当該株の推薦によって株価が暴騰したところで売却した証券会社のパートナーらの行為が問題となった事案である。裁判所は、株を購入するようアドバイスをする者が、相手にアドバイスが客観的であると思わせるような状況で、実際は株を売却したがっている者から報酬を得てアドバイスをしている事実を隠していた (suppress) のなら、購入者は欺罔されているといわざるを得ない、として契約の解除を認めたのである⁵²⁾。専門的職業の立場等から創り出された「アドバイスは客観的である」との表示は、

報酬を得てアドバイスをしていた事実により虚偽になることから詐欺責任が認められる、ということである。

このように、アドバイスに関して顧客あるいは購読者の利益以外の利益も有していることを開示しないことは、顧客あるいは購読者との関係から生じる開示義務に違反するとして、または、顧客や購読者から信頼を得て影響を与える立場から導かれるアドバイスの公平性の表示を虚偽にするとして、スカルピング行為は詐欺と構成され、10b-5が適用されてきたのである。

V. 結びにかえて——スカルピングに類似した行為に対して金商法157条1号が適用されるために？

本稿では、米国において、10b-5の禁ずる「詐欺」という包括的な概念は、証券取引法制が創設されたときにはすでにそれ以前の詐欺の法によって相当程度明らかにされていたことを確認した。もし、そのことが10b-5の現在担っている重要な役割を導いた大きな要因の一つとなっているのなら、我が国の金商法157条についても、米国の詐欺の法に相当するような解釈の基礎があれば、少しは利用しやすくなるのではないと思われる。昭和40年に最高裁判所が示した58条1号の「不正の手段」以外に157条に関する解釈はほとんど示されてこなかった我が国においては、立法的手当てによって同条の禁ずる「不正行為」が明らかにされることが現実的であると思われる。何が「不正行為」に該当するかを明確にすることは、スカルピングに類似した行為に157条1号の適用を検討する上でも有意義なことであろう。157条の解釈の指針

となるものが提供されることは、同条の意義や位置づけが変わることはもちろん、証券取引規制全体も大きく変化するきっかけになるかもしれない。

注

- 1) 近藤 [1994], 172頁。
- 2) 金商法157条は、証券取引法58条(平成4年改正以前)、証券取引法157条(平成4年改正以降)の趣旨を継受する条文である。特に明示しない限り、本稿の議論は各条項に等しく妥当するものとして述べることにする。
- 3) 189条の「役員又は主要株主の不当利益の返還請求」や190条の「役員又は主要株主の当該会社株式の空売禁止」等が存在したが、内部者取引を規制するためには、その適用範囲や実効性の観点から不十分なものであった。
- 4) これら三つと同趣旨の条文として、「上場会社等の役員等による特定有価証券等の売買等の報告の提出(金商法163条)」、「会社関係者の禁止行為(金商法166条)」、「公開買付者等関係者の禁止行為(金商法167条)」が現在規定されている。
- 5) なぜなら、「[有価証券の投資判断に影響をおよぼす重要な未公表の]情報を[取引の相手方に]あきらかにすれば、相手方が同一の条件で取引をしないことがあきらかである場合に、その情報をあきらかにすることなく取引をすることは、相手方を欺罔して取引を行うこと」だからである。神崎 [1987], 611頁。
- 6) 鈴木・河本 [1984], 554頁。
- 7) 証取法58条は一度も内部者取引に適用されることはなかった。龍田 [1977], 700頁。同規定を根拠とした刑事責任はもちろん行政処分がなされたこともないとされている。また学説上は故意過失によって同条に違反した者に対しては民法709条に基づいた損害賠償請求を行い得るとの主張が存在するが、同条違反を理由とする民事訴訟は一件(ジャパンライン事件(東京地判平成3年10月29日金法1321号23頁))しか提起されていないようである。竹内 [1984], 315頁。鈴木・河本 [1984], 554-555頁。
- 8) 近藤 [1994], 172頁。昭和40年改正で追加された、証券会社およびその役員に対する禁止行為を規定する50条も、当時比較的多く生じていた問題に対処するために設けられた条文である。田中・堀口 [1996], 943頁。
- 9) 最三小決昭和40年5月25日裁判集刑事155号831頁。
- 10) 58条ないし157条違反の主張がなされたのに、裁判所によって取り上げられなかった事例として、東京高判昭和63年10月20日金商813号24頁〔証券会社の従業員による投資勧誘等に関する債務不履行責任が争われた〕、大阪高判平成6年2月18日判時1524号51頁〔証券会社従業員が他の証券会社でいわゆる仕手株を購入することを勧めたことに関する不法行為責任が争われた〕、東京地判平成10年2月23日金商1051号49頁〔証券会社従業員による投資信託の勧誘に関する損害賠償責任が争われた〕が挙げられる。

- 11) 他の主張としては、説明義務違反、断定的判断の提供による勧誘、過当取引、適合性の原則違反が挙げられる。
- 12) 大阪地判平成9年8月29日判時1646号113頁。
- 13) 福岡地判平成11年3月29日判タ1026号227頁。
- 14) 東京地判昭和62年3月31日金商813号28頁（東京高判昭和63年10月20日の第一審判決）も、過当取引が58条1号違反に該当すると明確に述べている。しかし、前述のとおり、控訴審の東京高判昭和63年10月20日では58条違反の論点について触れられていない。また、大阪高判平成15年12月26日公判物未登載は、証券会社従業員の勧誘行為が157条違反に該当するとした和歌山地裁新宮支判平成15年6月30日公判物未登載の控訴審判決であるが、同様に157条違反に言及することなく、勧誘行為の違法性を認め、不法行為責任を肯定している。神田・神作・大崎・松尾編 [2008], 291頁参照。
- 15) 東京地判平成10年5月14日判タ976号277頁, 東京高判平成11年1月27日金商1064号21頁, 最判平成12年7月7日金商1096号9頁, 1105号14頁。
- 16) 東京地判平成17年7月29日判時1909号87頁。
- 17) 157条に関する判例については、岸田・森田・近藤編 [1999], 448-453頁参照。
- 18) 処罰の対象となる行為はあらかじめ明確に規定されている必要があるが、58条はそのあいまいな文言ゆえに問題となる。
- 19) 近藤 [1994], 171-192頁, 近藤・吉原・黒沼 [2009], 336-337頁。
- 20) 1933年以前は、証券取引規制は州レベルで行われていた——具体的にはブルー・スカイ・ローとよばれる州政府によって制定された法律が存在していた。その内容は州によってまちまちであったが、中には大変厳しい規制が定められていたものもあった。しかし、州政府による証券規制は、州を越えては権限をおよぼせなかったため、州をまたがって行われた詐欺的な取引についてはまったく無力であり、当時蔓延していた証券詐欺に十分対応することはできなかった。Loss [2006], pp. 48-61, 297-298. ブルー・スカイ・ロー以外にも、州は不法行為としての詐欺によって被害者を救済しようとした。これについては後述する。
- 21) Brandeis [1914], p. 62. 同書は、投資銀行が経済を支配し、その弊害を述べ、その解決策として情報開示を挙げている。証券取引とは直接関係はないが、ここで掲げられた情報開示の理念はニュー・ディール政策での議論に多大な影響を与えた。Loss [2006], pp. 261-268.
- 22) *Id.*
- 23) 15 U.S.C. § 78j(b) (2010).
- 24) 17 C.F.R. 240. 10b-5 (2010).
- 25) 15 U.S.C. § 77q(a) (2010), 17条(a)項は、証券の売付申込または売付に関して次の三つのことを禁じている——欺罔のための策略・計略を使うこと、重要な事実の不実表示、あるいは、言明時の状況に照らして言明を誤導的にさせないために必要な重要な事実の不開示によって金銭あるいは財産を取得すること、買主に対して詐欺となるあるいはなるであろう取引・慣行・業務に従事すること。
- 26) American Bar Association [1967], p. 922.
- 27) 例えば、1943年のSEC 審決である In the Matter of the Purchase and Retirement of Ward LaFrance Truck Corporation Class "A" and Class "B" Stocks, 13 S.E.C.373 (1943)では、開示されていたら判断に影響を与えるような事実の不開示によって、株主に会社の証券を相対取引で売却させた内部者の責任を10b-5のもと肯定している。
- 28) Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp.512 (E. D.Pa.1946).
- 29) Cooley [1888], pp. 555-556, Harper [1933], pp. 448-471, Street [1906], p. 393, Prosser [1941], pp. 705-706.
- 30) Holdsworth [1966], p. 407.
- 31) 91 N.E. 833, 118 Iowa 69 (Iowa.1902).
- 32) 19 How. Pr. 275 (N.Y. Sup. Ct. 1860).
- 33) 米国連邦政府による証券取引法制創設前の詐欺の訴えの発展については、萬澤 [2002], 132-191頁を参照されたい。
- 34) 近藤・吉原・黒沼 [2009], 337頁, 河本・大武 [2008], 416頁, 山下・神田 [2010], 335頁参照。
- 35) 例えば、郷原 [2009], 「[スクランブル] 村上ファンド事件東京高裁判決が示唆するもの」旬刊商事法務1858号50頁 (2009年), 「貧しい規制態勢」2006年6月21日付朝日新聞朝刊9面上村達男発言参照。また村上ファンド事件に対する157条1号の適用の可能性を詳細に検討したものとして、太田 [2010], 267頁参照。
- 36) 事案の詳細および判旨、争点等については、太田 [2010] および同論文に掲げられている文献を参照。
- 37) 郷原 [2009]。
- 38) *Id.*
- 39) *Id.*
- 40) *Id.*
- 41) *Id.*
- 42) 太田 [2010], 302-303頁。
- 43) *Id.*, p. 303.
- 44) Loss [2004], pp. 3668-3671.
- 45) 134 A.D.647 (Sup. Ct. 1909).
- 46) スカルピング行為は連邦法上の郵便を使った詐欺 (mail fraud) としても責任が課せられている。連邦政府による証券取引法制が成立する以前のものとして、United States v. Brown, 79 F. 2d 321 (2nd Cir. 1935), 証券取引法制成立後のものとして、United States v. Carpenter, 484 U.S. 19 (1987)参照。また、スカルピング行為は、州法上も問題となった。Stevens v. Wallace, 150 A. 835 (Ct. Ch. N.J. 1930) [一定の手数料を取ってアドバイスを与える業を営む者が専門的な公正なアドバイスを与えるとしながら、実際はただ価値のない証券を何も知らない購読者に対して押し付け利得を得ていたとして、ニュー・ジャージーのブルー・スカイ・ロー違反で Attorney General によって起訴された]; People v. Rice, 223 N.Y. S. 566 (Sup. Ct. N.Y. 1927) [自分の有する利害関係を隠して公正なアドバイザーとしながら証券の購入を勧めていたことは、N.Y.州の General Business Law 違反に該当するとして起訴された]。

- 47) スカルピング行為をする者が、投資顧問業であれば、まさに当該行為を禁じる規定である1940年投資顧問業法206条(3)項責任が課せられるが、それ以外の者によるスカルピング行為は一般規定である10b-5で対処された。1940年投資顧問業法206条(3)項で責任を問われた有名な事例として、SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963)が挙げられる。
- 48) 594 F.2d 1261 (9th Cir.1979)。
- 49) 信託関係とは、英米で主に信託をめぐって発展してきた概念であり、当事者の一方が他方からの信頼を受け、その者の利益を第一に考えて行動しなければならない関係一般のことを指す。
- 50) 1909年のRidgely判決も信託から生じる関係から課せられる黙示の義務に違反したことから責任を肯定しており、この分類に属するといえる。もっとも同事案では、「いかなるブローケージオフィスとも関係ありません。」とニューズレターに表示していたことから、明示の虚偽表示も存在した。
- 51) 15 F.Supp.315 (SDNY 1936)。
- 52) もっともこの事案は、10b-5が制定される以前に出た判例ゆえに、証券法17条(a)項および取引所法9条(a)項(2)を基礎に責任が論じられたものである。しかし、前述の通り、10b-5は証券法17条と取引所法10条(b)項を組み合わせることで制定されたことから、証券法17条(a)項は10b-5と構造的にも文言上も似通っており、同じ「詐欺」を禁じるものである。

参 考 文 献

- 太田 洋 [2010], 「村上ファンド事件の検討—大量買集めに関するインサイダー取引規制と金商法157条1号の適用可能性—」, 『金融商品取引法規制の現代的課題』日本証券経済研究所。
- 河本一郎・大武泰南 [2008], 『金融商品取引法読本』有斐閣。
- 神崎克郎 [1987], 『証券取引法〔新版〕』青林書院。
- 神田秀樹・神作裕之・大崎貞和・松尾直彦編 [2008], 『金商法実務ケースブック I 判例編』商事法務。
- 岸田雅雄・森田章・近藤光男編 [1999], 『神崎克郎先生還暦記念・遂条・証券取引法—判例と学説—』商事法務。
- 郷原信郎 [2009], 「経済検察の貧困と村上判決」『日経ヴェリタス』第54号 (2009年3月22日発行), 66頁。
- 近藤光男 [1994], 「不公正な証券取引規制に関する一考察—証券取引法157条と規則10b-5の比

- 較—」『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。
- 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎 [2009], 『金融商品取引法入門』商事法務。
- 鈴木竹雄・河本一郎 [1984], 『証券取引法〔新版〕』有斐閣。
- 竹内昭夫 [1984], 「内部者取引」『会社法の理論 I』有斐閣。
- 龍田節 [1977], 「内部者取引の効果に関する立法論的考察」『大隅健一郎先生古稀記念・企業法の研究』有斐閣。
- 田中誠二・堀口亘 [1996], 『再全訂コンメンタール証券取引法』勁草書房。
- 萬澤陽子 [2002], 「証券取引とコモン・ロー上の詐欺の訴え—米連邦証券取引法制定以前のニュー・ヨーク州の判例を中心として—」『国家学会雑誌』第115巻7・8号, 132-191頁。
- 山下友信・神田秀樹編 [2010], 『金融商品取引法概説』有斐閣。
- American Bar Association [1967], "Conference on Codification of the Federal Securities Laws", *Business Lawyer*, vol.22, pp. 793-925.
- Brandeis, Louis D. [1914], *Other People's Money and How the Banker Use It*, Harper & Row.
- Cooley, Thomas M. [1888], *A Treatise on the law of Torts*, Callaghan.
- Harper, Fowler. V. [1933], *A Treatise on the Law of Torts*, The Bobbs-Merrill Company.
- Holdsworth, William [1966], *A History of English law* (5th ed. 1942 & reprint), vol. 3, Methuen.
- Loss, Louis [2004], *Securities Regulation* (3rd ed. revised), vol. 8, Aspen Publishers.
- [2006], *Securities Regulation* (4th ed.), vol. 1, Wolters Kluwer Law & Business.
- Prosser, William L. [1941], *The Law of Torts*, West Publishing.
- Street, Thomas A. [1906], *Theory and Principles of Tort*, Edward Thompson Company.

(当研究所研究員)