

取引所取引における相場操縦に関する若干の考察

——アメリカ一九三四年証券取引所法一〇条b項を中心として——

芳 賀 良

はじめに

第一章 判例の展開

第二章 判例及び学説の検討

結び

はじめに

わが国の証券取引法一条によれば、証券取引法の基本的目的は「国民経済の適切な運営」を確保し、且つ「投資者の保護」を確保することとされている。⁽¹⁾ 相場操縦(manipulation)は市場における価格を歪めるため、「投資者」の投資判断を誤らせ、「国民経済の適切な運営」を妨げるものである。即ち、市場のインティ

グリティー(integrity)を阻害する行為である。従って、相場操縦は証券取引法によって規制されるべき行為であるといえよう。⁽²⁾

ところで、日本の証券取引法の母法の一つであるアメリカの一九三四年証券取引所法(Seurities Exchange Act of 1934; 以下「証券取引所法とする。')においては、一〇条b項及び同規則一〇b-5(以下、規則一〇b-5とする。)による相場操縦規制も行われている。右の規定による相場操縦規制を検討することは、類似の規定であるわが国の証券取引法一五七条の適用範囲を探る上でも有益であると思われる。そこで、本稿ではアメリカにおける証券取引所法一〇条b

項に関する判例を検討し、取引所取引による相場操縦の本質を探ることとする。

(1) 証券取引法の目的に関する問題は非常に重要であるが、本稿の対象ではないので、ここでは触れない。詳細については以下を参照。

鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法〔新版〕』四一頁以下(昭和五九年)。

神埼克郎『証券取引法〔新版〕』三二頁以下(一九八七年)。

上村達男「投資者保護概念の再検討——自己責任原則の成立根拠——」専修法学論集四二号一頁以下(一九八五年)。

(2) もっとも、アメリカにおいては相場操縦規制緩和論が主張されている。詳細は、Fischel & Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in the Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503 (1991) を参照。

第一章 判例の展開

取引行為による相場操縦を規制する規定としては、

証券取引所法一〇条b項の他に、九条a項がある。そこで、まず一〇条b項との関係を第一節で明らかにし、次に第二節において一〇条b項に関する判例を検討することとする。なお、紙幅の制約上、検討の対象を主要なものに限定する⁽¹⁾。

第一節 証券取引所法九条a項と一〇条b項との関係

一〇条b項との関係が特に問題となるのは、九条a項二号である。同号は、他人の取引を誘引する目的をもって、連邦証券取引所(National Securities Exchange)に登録された証券について、現実⁽²⁾に若しくは外観上取引を繁盛⁽³⁾ならしめ、又は証券の価格を高騰⁽²⁾若しくは下落させる一連の売買取引を禁止している。一方、一〇条b項はS. E. C.(Securities and Exchange Commission)の定める規則に違反して、証券の購入又は売却に関連して相場操縦的又は欺瞞的⁽⁴⁾策略を行うことを禁止している。そして、これを受けた規則一〇b-5は詐欺的な行為等を禁止している。注目すべき点としては、同規則は「相場操縦的又は欺瞞

的策略の使用」という表題を有するにもかかわらず、規定上は相場操縦という文言を使用していないことが挙げられる。このことが相場操縦に関する判例の解釈に影響を及ぼしていると思われる⁽⁵⁾。

さて、九条a項二号は一〇条b項といかなる関係に立つのであろうか。この点について、一〇条b項及び規則一〇b―五は詐欺禁止規定の一種であると解されている。詐欺禁止規定(antifraud provision)は、本質的に九条a項二号を補完するものであるとされている⁽⁶⁾。従って、一〇条b項及び規則一〇b―五は、九条a項二号を補完することになる。条文の文理上、九条a項二号は「他人の取引を誘引する目的」が行為者に存在しなければならない。一〇条b項及び規則一〇b―五も同様に解さなければならないのであろうか。この点を明らかにしたのが、United States v. Charnay判決である⁽⁷⁾。本件ではA社の資産獲得に関連して、被告人等の空売り等により同社の株価を下落させたこと等が問題となった。規則一〇b―五による相場操縦規制においても、他人が証券の売却をするように誘引

する目的を行為者が有することが必要であるかという点について、判決は一〇条b項や規則一〇b―五等にそのような文言がないことを指摘する⁽⁸⁾。そして、議会や一〇条b項において他人の取引を誘引するという目的を要件とするように意図していたならば、九条a項のようにこの要件は明記されていたであろうとする⁽⁹⁾。

また、重要事実に関する不実表示又は省略を禁止する規則一〇b―五(b)は開示を怠った場合に適用されるとした後に、「市場価格を人為的に下落させることについて開示を怠ることは、市場に対して欺瞞をなすことであり、重要な事実を省略することである」とする⁽¹⁰⁾。この判決の理論を敷衍すれば、一〇条b項及び規則一〇b―五による相場操縦規制においては、「他人の取引を誘引する目的」を行為者が有していたという立証を要しないことになる。もっとも、その主観的要件としてはサイエンター(scienter)が要求されるが、ほとんどの巡回裁判所において無思慮(recklessness)の立証で足りるとされている⁽¹¹⁾。従って、九条a項二号の予定していない相場操縦も一〇条b項及び規則一〇

b―五に違反することになる。⁽¹²⁾

第二節 判例における相場操縦概念の展開

前述のように、一〇条b項及び規則一〇b―五においては行為者に「他人の取引を誘引する目的」がなくとも相場操縦を規制し得る。それでは、判例は相場操縦の本質をどのように解しているのであろうか。本節では、このような視点から一〇条b項及び規則一〇b―五による相場操縦規制に関する判例を検討することとする。

一〇条b項における「相場操縦的」という文言について言及している合衆国最高裁判所の判例として、まず *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 判決が挙げられる。⁽¹³⁾ 本件はサイエンター要件に関する判決である。本判決の多数意見は、いかなるサイエンターの主張もなされていない場合に一〇条b項及び規則一〇b―五に基づく訴訟原因が存在するかという問題を考察する過程で、一〇条b項の文言を検討している。⁽¹⁴⁾ その中で「相場操縦的」という文言に関して、この言葉は証券市場と関連して使用される場合、特殊な意味合いを有する旨指

摘した後、「それは、証券の価格を支配又は人為的に影響を与えることにより、投資者を欺瞞若しくは詐欺することをもくろむ意図的又は故意的行為である」とする。⁽¹⁵⁾ また、立法資料を検討した後に、立法趣旨の一つは有害な機能を果たす相場操縦的及び欺瞞的慣行を禁止することであるとする。⁽¹⁶⁾ 右判決の理論を踏襲したのが、*Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 判決である。⁽¹⁷⁾ 判決は、本件において主張された行為が「相場操縦的」という文言に該当するか否かについて検討する過程で、「相場操縦」について言及している。それによれば、「相場操縦」という文言の特殊性を指摘した *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 判決を引用した後、「当該文言は、仮装売買 (wash sale)、馴れ合、注文 (matched order) 又は価格操作 (rigged price) のような人為的に市場活動に影響を及ぼすことにより投資者を欺くことを意図した慣行のことを一般に指す」とする。⁽¹⁸⁾ そして他の判例を引用して、証券取引法の基本的目的を完全開示 (full disclosure) であるとする。⁽²⁰⁾ その上で「相場操縦的計画の成功にとって、不開示は通常、不可欠

である」⁽²¹⁾とする。

以上のことから、合衆国最高裁判所の見解として次のことが明かとなった。即ち、一〇条b項における「相場操縦的」という文言は証券市場における証券の価格に影響を及ぼす行為を指すのであるが、証券取引所法の基本的目的を完全開示であるとするところから、その本質的要素の一つとして「不開示」があげられるということである。

このような判例理論を継承しつつ、相場操縦の概念を拡張した判決がある。これが、*Hundahl v. United Benefit Life Ins. Co.*判決である⁽²²⁾。本件では、株主に對する配当を制限する等によって *United Benefit Life Ins. Co.*株の価格を下落させたことが問題となった。判決は、まず、証券取引所法の目的を完全開示とする⁽²³⁾ Santa Fe Industries, Inc. v. Green 判決を引用する。そして、「真実はある一定の市場活動が現実の需給に関連しないにもかかわらず、当該市場活動が行われているという虚偽の印象を作出し、又は価格自体を操作する市場における諸慣行が相場操縦である」と

する⁽²⁴⁾。このように、本判決は証券取引法の目的を完全開示として把握しつつも、相場操縦の概念を欺瞞的な手段に限定しない⁽²⁵⁾。

ところで、証券取引所法一四条e項においても「相場操縦的」という文言が使用されている⁽²⁶⁾。本条は、公開買付けに関連した相場操縦を規制する規定でもある。本条における「相場操縦的」という文言に関して、*Ernst & Ernst v. Hochfelder*判決及び *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 判決の理論を踏襲し、相場操縦の概念を極めて狭く解した合衆国最高裁判所の判決がある⁽²⁷⁾。Schreiber v. Burlington Northern, Inc. 判決⁽²⁸⁾である。判決は、一四条e項が開示以外のいかなる目的にも奉仕しないこと等を指摘した後に、「一四条e項で使用される『相場操縦的』という文言は、不実表示(misrepresentation)または不開示(nondisclosure)を必要とする」と判示する⁽²⁹⁾。本判決は一四条e項に関するものであるので、一〇条b項の解釈論に直接影響を与えるものではない。しかしながら、合衆国最高裁判所は証券取引所法の目的を完全開示と解する立場を

堅持している。従って、相場操縦の本質を不実表示又は不開示と解する見解を支持することが論理的帰結とならざる得ないのではなからうか。

- (1) 判例理論の詳細については、関 俊彦「アメリカにおける相場操縦の規制」(資本市場研究会編)『証券取引審議会報告—証券監督者国際機構 (IOSCO) の行為規範原則のわが国への適用について—』店頭市場に対する行為規制の適用について—』一〇九頁以下(平成三年)を参照。
- (2) 15 U. S. C. A. § 78i (a) (2) (1981) を参照。また同条の邦訳については、日本証券経済研究所『外国証券関係法令集 アメリカ I (改訂版)』六四一六五頁(平成二年)を参照。
- (3) 15 U. S. C. A. § 78j (b) (1981) を参照。また同条の邦訳としては、日本証券経済研究所・前掲(2)六六一六七頁を参照。
- (4) 17 C. F. R. § 240.10b-5 (1988) を参照。また同規則の邦訳については、日本証券経済研究所『外国証券関係法令集 アメリカⅢ』三九一四〇頁(昭和五四一年)を参照。
- (5) *The, Regulation of Manipulation under Section*

10 (b) : *Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934*, 1988 COLUM. BUS. L. REV. 359, 382 (1988) を参照。

(9) 8 L. LOSS & J. SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 3982-3983 (3rd ed. 1991).

(7) 537 F. 2d 341 (9th Cir. (1976)).

(8) *Id.* at 351.

(6) *Id.*

(10) *Id.*

(11) Melucas & Angotti, *Market Manipulation*, 22 REV. SEC. & COMMODITIES REG. 103, 109 (1989).

(12) *Id.* at 108 を参照。

(13) 425 U. S. 185 (1976). なお、本判決の紹介として、島袋鉄男「一九七七」アメリカ法三一一三三四頁を参照。

(14) 少数意見については、本稿ではなれな。

(15) 425 U. S. at 199.

(16) *Id.* at 206.

(17) 430 U. S. 462 (1977). なお、本判決の紹介として、江頭憲治郎「一九七九」アメリカ法一七五一一八〇頁を参照。

(18) 430 U. S. at 476.

(19) *Affiliated Ute Citizens v. United States* (406 U.

S. 128 (1972) 及び SEC v. Capital Gains Research Bureau (375 U. S. 180 (1963)) を参照。

(20) 430 U. S. at 477.

(21) Id.

(22) 465 F. Supp. 1349 (N. D. Tex. (1979)).

(23) Id. at 1359.

(24) Id. at 1360.

(25) なお、McLucas & Angotti, Supra Note 11, at 104 を参照。

(26) 15 U. S. C. A. § 78 n (e) (1981) を参照。なお、本条の邦訳としては、日本証券経済研究所・前掲(2)九五頁を参照。

(27) 472 U. S. 1 (1985)。なお、山下友信「不実表示を伴わない公開買付の撤回と一九三四年証券取引所法一四條(e)項」商事法務二二〇三頁・二五頁(一九八九年)を参照。

(28) Id. at 11-12.

(29) Id. at 12.

第二章 判例及び学説の検討

前章で検討したように、一〇条b項の「相場操縦的」という文言をどのように解するかによって、取引所取

引における相場操縦規制の対象が異なることになる。言い換えれば、取引所取引における相場操縦の本質についてどのような見解を採用するかによってその規制対象が異なることになる。それでは、取引所取引における相場操縦の本質をどのように把握すべきなのだろうか。その本質に関して、判例のように不実表示又は不開示と捉える見解(後述第一節)と価格に対する人為性と捉える見解(後述第二節)が対立する⁽¹⁾。そこで、本章においては右の見解を各節で検討することにより、その本質を明らかにしたい。

第一節 不実表示又は不開示を本質とする見解

この見解は、取引所取引における相場操縦の本質を不実表示又は不開示とするものである。即ち、合衆国最高裁判所は証券取引所法の目的を完全開示と解している。論理的には、この見解は相場操縦の本質を不実表示又は不開示と捉えることになる。そして、一〇条b項の「相場操縦的」という文言を不実表示又は不開示と同義に解することになる。また、規則一〇b-五に違反する相場操縦を不実表示又は不開示義務違反とし

て捉えるのである。

まず、証券取引所法の目的を完全開示と捉える点に
関しては、証券取引所法の全ての規定を完全開示の理
論のみによって説明することはできないという批判が
ある。言い換えれば、情報の流布に関する規定ですら
完全開示の理論によって十分に説明できないのである。⁽²⁾

例えば、九条においては、他人の取引を誘引する目的
でなされたものであれば、市場活動に関する正確な情
報を流布する行為も禁止している。⁽³⁾ 即ち、投資者の合
理的投資判断を阻害する行為を規制する規定の趣旨を
完全開示のみによって説明することはできないのである。
従って、証券取引所法の目的を完全開示に限定す
ることは妥当でないと考える。

次に、取引所取引における相場操縦の本質を不実表
示又は不開示として把握することは果たして妥当な
ものであろうか。

そもそも、相場操縦規制の任務は投資者の合理的投
資判断の機会を確保することにより、市場のインテン
グリティーを確保することにある。そうであるなら、

投資者の合理的投資判断を阻害する行為を規制しなけ
ればならない。まず、真実と異なる情報を投資者に与
える不実表示は投資判断を誤らせるものであるから、
排除しなければならない。その意味で、取引所取引に
おける相場操縦の本質の一要素として不実表示を挙げ
ることは妥当である。なぜなら、相場操縦者が自己の
有する証券を売却する前に、風説を流布して当該証券
の価格を不当に吊り上げ、その後売却する例などが考
えられるからである。しかしながら、不開示を相場操
縦の本質の一要素とすることには賛成できない。以下
のような難点があるからである。まず、この見解にお
いては市場の参加者はどのような法的根拠に基づいて
開示義務を負うか明らかでない。⁽⁴⁾ 仮に、何らかの法的
根拠に基づく開示義務を肯定したとしても、相場操縦
に関する開示を法が強制することになり、市場価格が
混乱する恐れもある。また、相場操縦の計画を開示し
た後は当該計画を実行し得ることになるが、これでは
投資者の合理的投資判断を害してしまう。このような
問題が生じてしまうのは、この見解が証券取引法にお

ける相場操縦規制の位置付けを取り違えているからにほかならない。即ち、投資判断に影響を及ぼす情報を開示するのは開示規制の任務であって、相場操縦規制の任務ではないのであるから、不開示を相場操縦の本質の一要素とすることはできないのである。このような欠点があるにもかかわらず、風説の流布のような表示行為が伴わない相場操縦を事後的に開示義務違反と構成することは、規制の必要性に基づいた一種のフィクションといわざるを得ない。

右のようなフィクションに依拠することによって、規則一〇b―五による相場操縦規制が成り立ち得るといえるのではなからうか。即ち、取引所取引における相場操縦の本質を不開示と捉える見解は、相場操縦を成功させるためには相場操縦に関する情報を秘匿することが重要な要素となる⁽⁵⁾とし、相場操縦について開示を怠ることが規則一〇b―五に違反すると構成する⁽⁶⁾。

相場操縦について開示を怠ることを、重要事実の省略と構成するか開示義務違反に基づく詐欺的行為と構成するかという違いがあるものの、規則一〇b―五によ

る相場操縦規制においては相場操縦の本質的要素の一つを不開示と捉えざるを得ない。

このような解釈論は規則一〇b―五の性格上やむを得ないものとも評し得る。しかしながら、アメリカにおいては内部者取引を詐欺的行為として捉えることにより規則一〇b―五違反として規制することに鑑みると、相場操縦規制と内部者取引規制の法的任務が同一のものとして捉えられてしまう恐れがある。内部者取引規制は、投資判断に影響を与える情報が開示されるまでの間、開示制度を補完する役割を担うのに対して、相場操縦規制は投資判断を狂わせる行為を常に規制する役割を担っている。言い換えれば、内部者取引規制は開示制度の時間的な限界を補充する機能を有するに過ぎないのに対して、相場操縦規制は開示制度とは独立した制度である。例えば、ある証券を発行済株式総数の五パーセントを超えて保有したことを開示させる開示制度が機能しても、合理的な投資判断の機会が常に確保されるわけではない⁽⁸⁾。このような情報が開示されても、投資判断を歪める行為が存在するからである。

従つて、開示制度とは別に、相場操縦規制は投資判断を歪める行為を排除する制度として位置付けられるのである。このような観点から、相場操縦規制の性質は内部者取引規制の性質と異ならざるを得ないのである。確かに、九条が相場操縦規制の主たる役割を果たすのであつて、規則一〇b―五はあくまで補足的な機能しか有しないという反論も可能であらう。しかし、第二節で後述するように九条によって規制し得る相場操縦の範囲は限定的であり、同条で規制できない相場操縦は投資者の合理的投資判断にとって極めて有害である。詐欺禁止規定によつて相場操縦を規制すること自体無理があるのではなからうか。

第二節 価格に対する人為性を本質とする見解

この見解は、取引所取引における相場操縦の本質を価格に対する人為性とするものである。即ち、市場価格に対して人為的な影響を与える行為を相場操縦として規制する見解である。そもそも、投資者の合理的投資判断の機会が保障されなければ、市場のインテグリティを確保することはできない。市場価格に対し

て人為的な影響を与える行為は、投資者の投資判断の重要な要素の一つである価格を歪めるため、このような価格に基づいた投資判断は合理的であるとはいえない。従つて、市場価格に対して人為的な影響を与える行為を相場操縦として規制しなければならない。

相場操縦を規制する規定のひとつとして九条がある。同条が制定された一九三四年当時、問題となつていた事象としてプール (pool) というものがあつた。⁽¹⁰⁾ プールとは、「ある証券の取引が利益を生み出すように証券の価格を操作するシンジケート」をいう。⁽¹¹⁾ この相場操縦の成否によつて、第三者による取引の存在は極めて重要なものであつた。⁽¹²⁾ 従つて、プールは他人の取引を誘引するという特徴があつたので、規制方法の一つとして他人の取引を誘引する手段を規制することとした。⁽¹³⁾ つまり、他人の取引を誘引するという特徴に着目して相場操縦を規制するのが九条なのである。⁽¹⁴⁾ プールにおいては、第三者の取引を誘引する初期の価格変動を作出するために、現実の取引も行つていた。⁽¹⁵⁾ 即ち、少量の取引で価格をせり上げることにより、ある証券

の価格が過小評価されていると誤認した第三者を取引に参入させ、プールが利益を得る水準まで当該証券の価格を上昇させていたのである。⁽¹⁶⁾このような行為を規制するのが九条a項二号の目的である。⁽¹⁷⁾従って、取引所取引における相場操縦を規制する場合、本条においては他人の取引を誘引するという目的が重要な意味を持つのである。

右のように、九条a項二号においては他人の取引を誘引するという目的が重要な意味を持つため、他人の取引を誘引することが必然的な要素とならない相場操縦は、市場価格を人為的に操作することそれ自体から利益を得るものである。より具体的には、全ての投資判断を即座に結集することができないほど大量の需要又は供給を作り出すこと⁽¹⁸⁾によって、市場価格をコントロールするものである。この場合は、情報を出したり開示したりする必要もなければ、他の投資者の判断を変更する必要もない。⁽¹⁹⁾公表される価格を変更することに

利益を有する者は、ある証券に関する全ての投資判断を即座に結集できない状態を作出することによって、価格を変動させ得る。⁽²⁰⁾この相場操縦の利益は、価格が公表されることによるのであって、その価格に基づいて取引をすることにあるのではない。⁽²¹⁾従って、必ずしも他人の取引を誘引する必要はないのである。⁽²²⁾ただ、ある証券に関する市場の公正な価格形成機能が麻痺するほど大量の需要又は供給を作り出せばよいのである。他人の取引を誘引するという目的がなければ、右のケースを九条a項二号によって規制することはできない。⁽²³⁾

ここに、他人の取引を誘引するという特徴に着目して相場操縦を規制する九条の機能的限界があるのである。他人の取引を誘引することが必然的な要素とならない相場操縦の例として、公開買付けを予定している者が、自己の公開買付けを容易にするために対象会社の株式の取引所における価格を下落させる場合が挙げられる。⁽²⁴⁾公開買付けを予定している者は、自己保有の対象会社の株式を大量に売却することにより、又は他人と共謀して対象会社の株式を一斉に売却することによ

り、対象会社の証券に関する市場の公正な価格形成機能を麻痺させるほど大量の供給を作り出すことができる。これにより、自己が行う公開買付けを容易にすることができ、なぜなら、対象会社の株主は、価格の下落した株式を保有し続けるよりも公開買付けに応じる投資判断をする可能性が高いからである。このような行為は、投資者の合理的投資判断を阻害するものであるから、相場操縦として規制されなければならない。しかしながら、このような相場操縦において、行為者が常に他人の取引を誘引する目的を有しているとはいえない。なぜなら、公開買付けを予定している者が短期的に大量の対象会社の株式を売却し得る経済力を有していさえすれば、他人の取引を誘引することによって当該株式の価格を下落させる必要はないからである。そうすると、他人の取引を誘引するという目的を行為者が有しない場合には、九条a項二号は適用できない。このような九条の機能的限界を補充するのが一〇条b項である。⁽²⁵⁾一〇条b項の「相場操縦的」という文言は、このような背景に基づいて解釈されなければならない。

即ち、この文言は不実表示や不開示に限定されない。⁽²⁶⁾市場価格に対して人為的な影響を与える行為を相場操縦として把握すべきであろう。従って、取引所取引における相場操縦の本質は、価格に対する人為性として捉えるべきである。

- (1) 証券取引所法一四条e項における「相場操縦的」という文言に関しても同じような見解の対立がある。詳細については、拙稿「アメリカにおける『相場操縦』概念に関する若干の考察—公開買付市場規制を中心として—」一橋論叢一〇八巻一号一四八頁以下（平成四年）を参照された。
- (2) *The Regulation of Manipulation under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934*, 1988 COLUM. BUS. L. REV. 359, 414 (1988).
- (3) *Id.* at 411.
- (4) 同様の批判は先物市場における相場操縦規制の議論においてもなされている。詳細は「Perdue, Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense, 56 FORDHAM L. REV. 345, 388 (1987) を参照。

- (5) 8 L. Loss & J. Seligman, *Securities Regulation* 3983 (3rd ed. 1991) を参照。
- (9) McLucas & Angotti, *Market Manipulation*, 22 *REV. SEC. & COMMODITIES REG.* 103, 109 (1989).
- (7) なお、上村達男「投資者保護概念の再検討——自己責任原則の成立根拠——」専修法学四二号一二頁(一九八五年)を参照。また、拙稿「内部者取引における『内部者』の範囲について——アメリカ法を中心として——」一橋研究一六巻三号一三二一—一三三頁(一九九一年)を参照されたい。
- (8) もとより、開示制度の役割そのものを否定する趣旨ではない。なぜなら、開示制度は、市場のインテグリティを確保するための独自の役割を有しているからである。
- (9) 証券取引所法九条に基づく相場操縦規制については以下を参照。
堀口 亘「相場操縦の禁止について」一橋大学研究年報法学研究二一二三頁以下(一九五八年)。
神崎克郎「相場操縦の規制」『証券取引の法理』五三九頁以下(昭和六二年)。
- (10) *The*, *Supra* note 2, at 409 を参照。また、小林成光「支配株の売買(三)——会社支配に重大な影響を与える株式取得に関する法的諸問題——」大阪市立大

- 学法学雑誌三三巻二号一二九頁(一九八六年)を参照。
- (11) *The*, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 *STAN. L. REV.* 385, 404 (1990).
 - (12) *The*, *Supra* note 2, at 410.
 - (13) *Id.*
 - (14) *Id.* at 410-414 を参照。
 - (15) *Id.* at 411.
 - (16) *Id.*
 - (17) *Id.*
 - (18) *Id.* at 418.
 - (19) *Id.*
 - (20) *Id.*
 - (21) *Id.*
 - (22) *Id.*
 - (23) *Id.* at 419.
 - (24) いろいろな事例として、*SEC v. Zico Inv. Holdings, Inc.*, 41 *SEC DOCK.* 262 (1988) がある。
 - (25) *The*, *Supra* note 2, at 438 を参照。
 - (26) *Id.* at 438-439. なお、同論文は、欺瞞的要素を含まない相場操縦を規制する規則を *S. E. C.* は一〇条 b 項に基づいて制定し得ると主張しているが、日本法とは直接の関連がないのでここでは触れない。

結び

わが国の証券取引法一五九条二項一号は、アメリカの証券取引所法九条a項二号に類似している。一五九条二項一号は、有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的をもって、当該有価証券の売買取引等が繁盛であると誤解させ、又は当該有価証券の相場を変動させるべき一連の有価証券の売買取引等又はその委託若しくは受託をすることを禁止する。前章で検討したように、アメリカの証券取引所法九条は他人の取引を誘引する相場操縦を規制する目的で制定されたものである。この規定を継受したわが国の一五九条においても、「有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的」でなされた相場操縦を規制する規定であると解するのが素直であろう。従って、同条二項一号においては、右の誘引目的は適法行為と違法行為を別つ基準と解さざるをえない。⁽¹⁾ よって、仮にこの誘引目的を緩和して弾力的な運用を図るといえども、右目的を実質的に空文化するような解釈は許さ

れないはずである。⁽²⁾ 同規定を積極的に活用するとしても、自ずとその限界がある。

一方、わが国の証券取引法一五七条は、アメリカの証券取引所法一〇条b項及び同規則一〇b―五等を継受したものとわれているものの、注目すべきことに、一五七条三号は「誘引目的」をその構成要件としている。そのため、同条同号は、アメリカの証券取引所法一〇条b項を継受したものとすることには疑問を禁じ得ない。なぜなら、一〇条b項は「他人の取引を誘引する目的」という要件を規定していないからである。⁽⁴⁾ 従って、一〇条b項の「相場操縦的」という文言は同条一号の「不正の」という文言に含めて解すべきである。同号の「不正の」という文言については、同条二号及び三号との関連を重視して、「不正の」という文言を詐欺的なものに限定する見解もある。⁽⁵⁾ しかしながら、文理上、同号が「詐欺的」という文言を使用せずに「不正の」という文言を使用していることに鑑みると、「不正」という概念を詐欺的なものに限定する必要はないと考える。従って、ある証券に関する市場の公正な価

格形成機能を麻痺させるほど大量の需要又は供給を作り出すことによって、当該の有価証券の価格を上昇又は下落させる行為は一五七条一号に違反すると考える。

ところで、一六〇条は一五九条に違反した行為に対して適用される規定であるが、前述のように一五七条一号を解すれば、同条同号も一五九条も相場操縦を規制する規定であることには変わりがない。よって、一六〇条を類推適用し、一五七条一号に違反する行為をした者に対して損害賠償請求権が発生すると解する。

相場操縦規制は、証券取引法において極めて重要な制度であることはいまでもない。相場操縦が行われないのが一番望ましいのは当然であるが、相場操縦の監視・摘発体制の強化及び損害を受けた者への救済措置を完備する必要もあろう。もし相場操縦が行われたならば、必ず発覚し、行為者は損害賠償責任を負わなければならないというコンセンサスが成立することが望ましい。このようなコンセンサスが相場操縦の予防を推進するからである。少なくとも、損害賠償請求をより容易にするような立法が望まれる。

(1) 河本一郎「取引所市場の規制」『アメリカと日本の証券取引法』(下巻)三九五頁(昭和五〇年)。

堀口 亘『最新証券取引法』四一四頁(平成三年)。

(2) 証券取引審議会不正取引特別部会は、平成四年一月二〇日付けの中間報告書において、旧一二五条について「違法とされる取引と適法な取引とを区別する基準として、『誘引目的』の存在を強調し過ぎるのは適当でなく、その基準は、第一義的には、当該取引が『相場を変動させるべき取引』に該当するか否かによるべきものと考えられる。」とする。証券取引審議会不正取引特別部会「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について(中間報告書)」商事法務一二七五号三六頁(一九九二年)。今後の動向が注目される。

(3) 旧五八条について、龍田 節「証券取引法五八条一号にいう『不正の手段』の意義」『新証券・商品取引判例百選(別冊ジュリスト一〇〇号)』一四五頁(一九八八年)を参照。

(4) 旧五八条三号については、その由来は明確でないものの、アメリカの証券取引所法一五条c項二号を継

受したものではないかといわれている。証券取引法研究会「第三章 証券業者（一三）」インベストメント一六卷三号一二三頁及び一三九頁（福光発言）（昭和三八年）。

（5）証券取引法研究会・前掲（4）一一五頁（福光発言）及び龍田 節・前掲（3）一四五頁。

（二橋大学大学院博士課程）