

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——

芳 賀 良

序

第一章 判例の展開

第二章 判例及び学説の検討

結語

序

市場におけるインテグリティ (integrity) を害する一類型として「相場操縦 (manipulation)」が挙げられる⁽¹⁾。本稿は、公開買付市場における「相場操縦」をその対象とするものである。そもそも公開買付けとは「会社の支配権の取得または強化その他の目的で、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付

け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行い、有価証券市場外で株券等の買付け等をする⁽²⁾ことを言う。右のように公開買付けは取引所外でなされるが、取引所外においても個々の契約が多数累積されると価格形成機能を有する一つの市場として観念し得ると考える。その意味で、公開買付市場は発行市場と同様に抽象的な市場と言えよう。そして、証券取引法を「市場法」として構成する立場から、流通市場を基軸とし、発行市場を流通市場への「参入」の局面として、公開買付市場を流通市場からの「離脱」の局面として把握するのである⁽³⁾。このように解することによって、各市場における相場操縦規制を統一的に把握し得ると考え

る。

ところで、わが国の証券取引法の母法の一つである一九三四年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) において、公開買付けの局面を対象とする一四e項は「相場操縦的な (manipulative) な行為もしくは慣行」をなすことを禁止している。そこで、本稿においては本条の「相場操縦的」という文言に関する判例及び学説の解釈を検討し、公開買付市場における「相場操縦」概念を明らかにしたい。

(1) 本稿の対象たる「相場操縦」は、証券取引法における「相場操縦」に限定する。なお、証券取引法における「相場操縦」に関する主な論稿として以下を参照。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) 三四一頁以下。

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第三三巻第二号二二七頁以下。

神埼克郎『証券取引の法理』五三九頁以下。
竹内昭夫「相場操縦の規制・総論」『証券研究第五〇巻二一頁以下。

堀口 亘「相場操縦の禁止について」『法学研究』

一三三頁以下。

堀口 亘「相場操縦と安定操作」『証券取引法体系』(河本一郎先生還暦記念) 四八一頁以下。

また、商品取引所法における「相場操縦」に関する論稿としては以下を参照。

龍田 節「商品先物市場における相場操縦」『商品取引所論体系』1 二〇二頁以下。

土橋 正「アメリカ法における『相場操縦』の概念及び『相場操縦』規制について」『商品取引所論体系』4 一八三頁以下。

(2) 堀口 亘『最新証券取引法』一五九頁。

(3) 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——」『専修法学論集第四二号一五頁参照。

(4) 15 U.S.C.A. § 78n (e) (1980) を参照。なお、本条の邦訳としては、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)』九五頁を参照。

第一章 判例の展開

本章においては、まず、第一節で一九三四年証券取引所法一四e項について概観する。そして、第二節

で同条の「相場操縦的」という文言に関する判例を概観する。なお、紙幅の制約上、主要なものに限定する。

第一節 一四條e項について

一四條e項は、公開買付時における以下の行為を禁止している。即ち、重要事実に関する真実ではない記載をなすこと、誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載を省略すること、または詐欺的(Fraudulent)、欺瞞的(deceptive)もしくは相場操縦的(manipulative)な行為もしくは慣行を行うことを禁止している。⁽¹⁾ところで、後述するように一九三四年証券取引所法一〇條b項における「相場操縦的」という文言の解釈に関して「相場操縦」の本質を不実表示または不開示と解する余地のある合衆国最高裁判所の判決が存在する。このため、公開買付時における投資者保護を如何に確保するかという観点との関連において、一四條e項における「相場操縦的」という文言を如何に解するかという点について見解が分かれるところである。

第二章で明らかにするように、私見によれば一〇條

b項に関する判例は一四條e項の文言に関する解釈に影響しないと考えるが、一〇條b項における「相場操縦的」という文言に関する判例は後述する一四條e項に関する判例に影響を及ぼしている。そこで、議論の展開上、あえて一〇條b項における「相場操縦的」という文言に関する判例を先に概観することとする。

一〇條b項は、証券の買付けまたは売付けに関して「相場操縦的」また欺瞞的な策略(device)、もしくは術策(contrivance)を用いることを禁止している。⁽²⁾一〇條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Ernst & Ernst v. Hochfelder判決によると、⁽⁴⁾「それは証券の価格を支配したまたは価格に人為的に影響を与えることにより、投資者を欺瞞又は詐取することをもくろむ意図的(intentional)または故意的(willful)行為である」とする。⁽⁵⁾また、Santa Fe Industries, Inc. v. Green判決によれば、⁽⁶⁾「相場操縦」という文言の特殊性を指摘した前述のErnst & Ernst v. Hochfelder判決を引用した後、「当該文言は、Wash Sale, Matched Orderま

たは 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(7)ことを一般に指す」とする。そして他の判例を引用して、一九三四年証券取引所法の基本的目的を完全開示 (full disclosure) であるとする。(8)

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らかとなった。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、一九三四年証券取引所法の基本的目的を完全開示であるとする(9)ことから、その本質的要素の一つとして「不開示」があげられることである。

それでは、次節で一四條 e 項に関する判例を概観することとする。

第二節 判例理論の展開

まず最初に、合衆国最高裁判所が一九三四年証券取引所法に関する一九六八年改正の趣旨についてどのような立場を取るかを明らかにしておく。この点に言及した Piper v. Chris-Craft Industries, Inc. 判決によ

れば、本法が必要な情報を投資者に与えることのみを意図していることは立法者によって明らかにされているとする。(11) 言い換えれば、改正の趣旨を情報の完全開示のみによって公開買付けに直面した投資者を保護するものと解することになる。

ところが、このような解釈を疑問視する判決が現れた。Mobil Corp. v. Marathon Oil Co. 判決である。(12) 本件は「ロックアップ (lock-up)」に関するものである。「ロックアップ」とは、最広義では第三者による公開買付けに関する競争を不可能または少なくとも抑制もしくは防止するあらゆる手段を指す。(13) より具体的には、もし公開買付け者が会社支配権を獲得する場合には、会社の重要な資産を譲り受けるとするオプションを(対象会社の) 経営者が友好的な者に付与することを指す。(14) 本件の概略は以下のようなものであった。Mobil Corp. が Marathon Oil Co. (以下、Marathon とする。) の株式を一株八五ドルで買付ける公開買付けの実施等を発表した。これに対して Marathon は U 社及び U 社の親会社との間で以下の合意に達した。

①U社が Marathon 株三〇〇万株を一株一二五ドルで公開買付けをなし、その後両社が合併する。いわばその見返として、② Marathon の未発行株一〇〇〇万を一株九〇ドルで購入するオプション及び③ Marathon の油田に対する権益を二八億ドルで購入するオプションをU社に付与するといふものであった。これに対して同判決の多数意見は、一〇条b項は公開買付けというよりはむしろ証券の購入又は売却に関するものであるが、「相場操縦」に対する文言が一四条e項のそれと類似しているとす。⁽¹⁵⁾「相場操縦」とは人為的手段即ち供給と需要の自然な均衡 (the natural forces of supply and demand) とは無関係な手段に よって、証券市場又は証券の価格へ影響を及ぼすものであるとする。⁽¹⁶⁾そして Ernst & Ernst v. Hochfelder 判決及び Santa Fe Industries, Inc. v. Green 判決の目的要件に関する判例理論を踏襲する。⁽¹⁷⁾その上で、「ロッキングアップ」オプションの害悪性を指摘し、本件オプションは「Marathon 普通株式に対する公開買付市場 (tender offer market) において人為的な天井価格

(artificial price ceiling) を作出する効果があるが故に本条の「相場操縦的行為または慣行」に該当するとす。⁽¹⁸⁾また「相場操縦的」策略を単に完全開示することによって本条を遵守したものと解することは改正の趣旨に反する旨述べている。⁽¹⁹⁾この点が、前述の Piper v. Chris-Craft Industries, Inc. 判決を無視していると評価されているのであろう。⁽²⁰⁾いずれにせよ、本判決は「相場操縦」の本質を価格への人為性と捉えるため、完全開示のみによる相場操縦規制では不十分であるといふことになる。

同様に、証券取引所法改正の趣旨を完全開示のみによる投資者保護に限定しない判決として、Data Probe Acquisition Corp. v. Datatab, Inc. 事件に対する一審判決がある。⁽²¹⁾本件の事案は以下のようなものであった。Datatab, Inc. (以下、Datatab とする。)とC社が Datatab の全ての社外株を一株一・〇〇ドルで購入するとする合併の合意をなした。一方、Data Probe Acquisition Corp. は、Datatab 株を一株一・二五ドルで買付ける公開買付けを公告した。C社は

Datatabとの交渉の後、Datatab株を一株一・四〇ドルで購入する新たな合併の合意をなした。その見返として、DatatabはC社に対して社外株の総数の二倍の量に当たる授權資本内の未発行株を購入するオプションを付与した。これが本件における「ロックアップ」オプションである。

これに対して一審判決は、一〇条b項の分析を公開買付けの局面にそのまま持ち込むことはできないとし、その理由として「なぜなら、完全開示のコンテクストにおいてでさえ、公開買付けの争い、(tender offer battle)は極度の圧迫を生み出し、投資判断をゆがめたり妨げさえする戦術(tactics)を必然的に伴うからである」とする⁽²²⁾。そして、「採択された法律は、情報を供給するのみならず情報を使用する公正な機会を保障することにかかわるものであった」とする⁽²³⁾。また「ロックアップ」オプションの無効性を検討する過程において、本条の「相場操縦」を「情報を開示された株主が投資判断をなすこと(exercise of informed shareholder choice)を不当に妨げる行為に限定する」とする⁽²⁴⁾。し

たがって、本判決は一定の「ロックアップ」を有用性故に正当化する余地があると⁽²⁵⁾する。もっとも、本件の「ロックアップ」オプションは違法⁽²⁶⁾であると⁽²⁷⁾する。なお、本判決は控訴審で破棄されている⁽²⁷⁾。

この問題に対する合衆国最高裁判所の見解を明確にしたのが、Schreiber v. Burlington Northern, Inc. 判決である⁽²⁸⁾。本件事案は以下のようなものであった。Burlington Northern, Inc. (以下Burlingtonとする)は、その子会社によってE社の株式を一株二四ドルで二五一〇万株取得する公開買付けの申込を行った。ところが交渉の結果、BurlingtonはE社の役員等に経済的利益を与え、上記公開買付けを撤回し⁽²⁹⁾、E社から同社の株式を一株二四ドルで約四一七万株を取得しかつ二一〇〇万株のみ一株二四ドルで取得する公開買付けを実施した。この一連の行為が一條e項に違反するか否かが争われた。上訴人の主張の骨子は、①「詐欺的、欺瞞的又は相場操縦的な行為もしくは慣行」という文言は、完全開示がなされてはいるにもかかわらず、標的会社の株価に人為的な影響を与える行為をも含む、

②本条の目的は十分かつ真実の情報を投資者に与えることよりも広い、という点に要約される。

合衆国最高裁判所は、まず①について、「相場操縦的」という文言に対するこのような解釈は当該用語の通常の解釈に反するとし、その論拠の一つとして(投資者を)「欺瞞し又は詐取することをもくろむ」という箇所をイタリック体にして、*Ernst & Ernst v. Hochfelder* 判決における「相場操縦」の定義を引用している⁽³⁰⁾。次に②について、改正の趣旨を立法目的を公開買付けに直面した一般株主が十分な情報なしに対応を迫られることがないようにすることとし、一四条e項が開示以外の目的をも有するという示唆、あるいは「相場操縦的」という文言に関して、裁判所に公開買付けの実質的な公正を監督させるような解釈がなされるべきであるという示唆は、立法過程からは得られないとする⁽³²⁾。

そして、「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⁽³³⁾。本判決

により、*Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.* 判決は覆された⁽³⁴⁾とされる。

(1) 15 U. S. C. A. § 78n (e) (1980) を参照。

(2) なお、一九六八年に一九三四年証券取引所法一三条d項及びe項並びに一四条d項、e項及びf項に関する改正が行われた。これらの規定をWilliams Actと称することがある。

(3) 15 U. S. C. A. § 78j (b) (1980) を参照。なお、本条の邦訳としては、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」六六一六七頁を参照。

(4) 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。

(5) 425 U. S. at 199.

(6) 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—一八〇頁を参照。

(7) 430 U. S. at 476.

(8) *Affiliated Ute Citizens v. United States* (406 U. S. 128 (1972)) 及び *SEC v. Capital Gains Research Bureau* (375 U. S. 180 (1963)) である。

- (6) 430 U. S. at 477.
(10) 430 U. S. 1 (1977). なお本判決の紹介として、神崎克郎「一九七八」『アメリカ法』二六八頁—二七五頁を参照。
(11) Id. at 30-31.
(12) 669 F. 2d 366 (1981). なお、志谷匡史「公開買付の対象会社の取締役が行った対抗手段の適法性」商事法務一六六一号四三—四五頁を参照。
(13) 5 L. Loss & J. Seligman, SECURITIES REGULATION 2146 (3rd ed. 1990).
(14) D. RATNER & T. HAZEN, SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 828 (4th ed. 1991). なお、この場合の重要な会社財産や Crown Jewel について、Id.
(15) 699 F. 2d at 373.
(16) Id. at 374.
(17) Id.
(18) Id. at 375.
(19) Id. at 377.
(20) T. HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 580 (2nd ed. 1990) を参照。
(21) 568 F. Supp. 1538 (1983).
(22) 568 F. Supp. at 1544.

- (23) Id. at 1547.
(24) Id. at 1559.
(25) Id. at 1559-1561.
(26) Id. at 1562.
(27) 722 F. 2d 1 (1983).
(28) 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条(e)項」商事法務一三〇三号二二—二五頁を参照。
(29) 日本法では公開買付けの撤回が制限されているため(証券取引法二七条の一一第一項本文)、「本件のような事例は観念し得ならず。しかし、「相場操縦」に関する本判決の見解は重要なのであえて言及する。
(30) 472 U. S. at 6.
(31) Id. at 8. なお、Rondeau v. Mosinee Paper Corp. 判決(422 U. S. 49 (1975))を引用して、Id.
(32) Id. at 9.
(33) Id. at 12.
(34) 5 L. Loss & J. Seligman, supra note 13, at 2252-2253.

第二章 判例及び学説の検討

本章において、いかなる行為が一九三四年証券取引

所法一四条e項における「相場操縦的」行為に該当するのかが検討する。別言すれば、公開買付市場における「相場操縦」概念に関する諸見解を検討する。

前章で検討した事例は次の二つの類型に分類される。第一の類型は、公開買付者が単数で、対象会社との間に何らかの経済的利益の授受がある場合である。第二の類型は、公開買付者が複数で、ある公開買付者と対象会社との間に何らかの経済的利益の授受がある場合である。いずれの場合においても「相場操縦」の本質をいかに理解するかによって、規制の立場が異なることになる。公開買付市場における「相場操縦」の本質について、以下のように見解が分かれる。¹⁾

- ・ 不実表示 (misrepresentation) または不開示 (nondisclosure) を本質とする見解 (後述第一節)
- ・ 情報を開示された株主の投資判断 (exercise of informed shareholder choice) に対する不当な妨害を本質とする見解 (後述第二節)
- ・ 対象会社と公開買付者との間における競争的不均衡を本質とする見解 (後述第三節)

・ 価格への人為性を本質とする見解 (後述第四節)
 右の諸見解を以下で考察し、公開買付市場における「相場操縦」概念を明らかにしたい。

第一節 不実表示または不開示を本質とする見解

この見解は公開買付市場における「相場操縦」の本質を不実表示または不開示と捉え、一四条e項における「相場操縦的行為もしくは慣行」の成立要件として不実表示または不開示を要求するものである。この見解の代表例である Schreiber v. Burlington Northern, Inc. 判決²⁾を以下で検討することとする。同判決は、一九三四年証券取引所法における一九六八年改正の趣旨を公開買付に直面した一般株主に十分な情報を与えることとし、この趣旨を実現する手段として開示制度を位置付ける。³⁾ 言い換えれば、改正の趣旨を完全開示によって投資者たる株主を保護することと解する見解と見えよう。⁴⁾ したがって、一四条e項の目的を完全開示に限定する。故に、本条における「相場操縦」の成立要件として不実表示または不開示を要求するのである。この見解によれば、仮に公開買付市場における価格形

成に対して人為的な影響を与える行為であったとしても、当該行為をなすにあたって不実表示または不開示が存在しなければ「相場操縦」に該当しないことになる。また本条の目的を完全開示に限定することにより、証券取引一般を規制する一〇条b項に関する判例理論の影響を受けることになる。

右判例の立場に従えば、不実表示または不開示が存在しなければ一四条e項に違反しないことになり本条で禁止される諸類型はいずれも不実表示または不開示を本質とするものとならざるを得ないが、本条の文理及びその制定経緯から以下のような批判がなされている。まず一九六八年の本条の制定時に公開買付けに関する「詐欺的、欺瞞的もしくは相場操縦的な行為もしくは慣行」のみならず、重要事実に関する不実表示及び重要事実の省略を禁止していることをあげる。しかも法文上、明らかに「詐欺的」及び「欺瞞的」という文言に加えて「相場操縦的」という文言が存在するにもかかわらず、判決の立場でこれを無視することになるとする。⁽⁶⁾ また同判決は本条の唯一の目的を開示とす

るが、一九七〇年に「詐欺的、欺瞞的もしくは相場操縦的な」行為等に関する規則制定権を証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) に与える改正がなされており、これが本条の開示目的を拡張する趣旨と理解し得るとの批判もある。⁽⁷⁾ このような見解の対立を生じさせる根源は、改正の趣旨及び一四条e項の目的をいかに解するかという点に帰着する。そこで以下でこの点に関して考察することとする。

そもそも、公開買付市場においては公開買付者が単数の場合、価格は一方的に設定される。⁽⁸⁾ また公開買付者が複数の場合でも、競争主体の数に限界があるので流通市場と同様な競争原理の作用は望めないであろう。まさに「公開買付(市場)においては、競争原理が貫徹されていない価格を基準として、売るか売らないかの判断を迫られる」のである。⁽⁹⁾ しかも、公開買付者はその性質上、一般の株主と比較して多大な経済力を有している。なぜならば、公開買付けを実施するためには相応の資金力が必要であるからである。つまり、公開買付けをなす主体と他の主体との間に経済力の大き

な格差があるのであり、ある主体に経済力が集中するが故に「ロックアップ」オプション等の経済的利益を得ることができるともい得るのである。これを公開買付市場における個々の契約の観点から考察すると、公開買付けにおける一種の附合契約性を指摘し得る。⁽¹⁵⁾つまり、契約当事者間における実質的対等性が欠如しており、単に完全開示のみが確保されれば十分であるとすると合理的な投資判断を妨げ、ひいては公開買付市場におけるインテグリティを損なうことになるのである。このような背景から改正の趣旨を情報の開示のみによる投資者保護と解することは一面的にすぎよう。

また、投資者(株主)の合理的な投資判断の機会を確保する側面からも右の批判は正当化される。本法の立法過程においても真の投資者保護とは、投資者たる株主に自己の株式を売付けるか否かを決定し、売付ける場合においてはその相手方を(複数の公開買付者の中から)選択し得る機会を確保することであるという認識が有ったとされる。⁽¹⁵⁾したがって、投資者に対して

単に重要な情報を完全開示するだけでは足りず、投資者が当該情報に基づいて合理的な判断をなし得る機会を確保する必要がある。⁽¹⁵⁾換言すれば、改正の趣旨には公開買付けのプロセスにおける意思決定者(decision-maker)として投資者を位置付け、この機能を確保することも含まれることになるのである。⁽¹⁵⁾仮に完全開示のみが要求されるとすれば、対象会社や公開買付者ならず「ロックアップ」の行為によって投資者は合理的な投資判断の機会を実質的に奪われることになる。⁽¹⁵⁾故に右の機能を確保するために完全開示のみでは不十分である。

このように改正の趣旨を完全開示に限定しない立場によれば、判例の立場のように一〇条b項に関する判例理論を一四e項に関する解釈論に持ち込むこと自体不当である。そもそも判例の立場によれば、一〇条b項の目的は完全開示である。⁽¹⁵⁾これに対して、一四e項は公開買付けに関する規定でありその射程は一〇条b項と異なる。⁽¹⁶⁾したがって、一〇条b項に関する判例理論を継承しつつ、一四e項における「相場操縦」

の本質を不実表示または不開示と捉えることはできないはずである。

一四条e項における「相場操縦」の本質を不実表示または不開示とする判例の立場は支持し得ない。

第二節 情報を開示された株主の投資判断に対する不当な妨害を本質とする見解

この見解は Data Probe Acquisition Corp. v. Databat, Inc. 事件の一審判決で支持されたものである。⁽¹⁷⁾ 同判決は、一〇条b項の分析を公開買付けの局面にそのまま持ち込むことはできないとし、その理由として「なぜなら、完全開示のコンテキストにおいて

でさえ、公開買付けの争い (tender offer battle) は極度の圧迫を生み出し、投資判断をゆがめたり妨げさせる戦術 (tactics) を必然的に伴うからである」と⁽¹⁸⁾する。さらに、証券取引所法改正の趣旨を「採択された法律は、情報を供給するのみならず情報を使用する公正な機会を保障することにかかわるものであった」と⁽¹⁹⁾とする。また、「ロックアップ」オプションの無効性を検討する過程において、改正の趣旨を、投資者への十

分な情報開示のみならず不当な干渉なしに公開買付けにおいて選択をなし得ることである旨確認し、本条における「相場操縦」を「情報を開示された株主が投資判断をなすこと (exercise of informed shareholder choice) を不当に妨げる行為に限定する」とする。⁽²⁰⁾したがって、本判決には一定の「ロックアップ」を有用性故に正当化する余地があることになる。⁽²¹⁾つまり、本見解は「相場操縦」の本質を株主が情報開示に基づいてなす投資判断を不当に妨害する行為とするのであり、投資判断を「不当に」妨げない行為は「相場操縦」に該当しないとするのである。

本見解は、改正の趣旨を完全開示に限定せずに株主の投資判断の確保にまで及ぶとする点で高く評価し得る。しかしながら、この見解の「相場操縦」の定義はいまいであり、株主の投資判断を「不当に」⁽²²⁾妨害する行為にいかなる行為が該当するのが明確でない。しかも、この見解は「ロックアップ」に該当する行為であっても株主の投資判断を「不当に」妨害する行為でなければ適法とする余地を認めているが、合理的な

投資判断を妨げない「ロックアップ」を観念し得るか疑問である。言い換えれば、この見解は投資者たる株主の合理的な判断が公開買付市場において果たす役割を軽視しているのではなからうか。故に、この見解を支持することはできない。

第三節 対象会社と公開買付者との間における競争的不均衡を本質とする見解

この見解は、証券取引所法改正の趣旨を「投資者保護」または「株主の投資判断(の保護)」と捉え、これらを敷衍して固有の目標(specific objective)を重要事実の開示及び対象会社と公開買付者との競争的均衡(competitive balance)の確保の二つと捉える⁽²³⁾。この二つの目標を結合させかつ達成することにより投資者を保護しようとする見解である⁽²⁴⁾。そして対象会社と公開買付者の競争的均衡により、いかなる当事者も株主の利益を害するために自己の優越的地位を用いることはできないとする⁽²⁵⁾。この見解によれば、開示によって投資者は情報を知り得るがこのような状態での投資判断は不完全であると解し、対象会社と公開買付者の競

争的均衡を確保することにより実質的な投資判断の機会を保障しようとする⁽²⁶⁾。したがって、「相場操縦」とは対象会社と公開買付者との間の競争的均衡の破壊を意図するいかなる行為をも含むとする⁽²⁷⁾。そして「公開買付けの争い(takeover battle)において一方当事者に不公正な(unfairly)優位性を与えるいかなる戦術も一四条e項における相場操縦である」とする⁽²⁸⁾。言い換えれば、「相場操縦」の本質を対象会社と公開買付者との間の競争的均衡の破壊と捉える見解と評することができる。そして、競争的均衡が破壊されたか否かを「不公正な優位性」の有無を基準として決定するのである。したがって、不公正な優位性がない「ロックアップ」の存在を肯定し、一四条e項に違反しないと⁽²⁹⁾する。

この見解も、改正の趣旨を究極的には投資者たる株主の合理的投資判断の機会を確保することに求めるものであり高く評価し得る。しかしながら、競争的均衡が破壊されたか否かの決定基準「不公正な優位性」という概念自体、あいまいなものであると言わざるを得

ない。しかも、いかなる「ロックアップ」も何らかの優位性を公開買付者に付与するのであるから、競争的均衡が破壊されたと解するのが素直であるにもかかわらず、「不公正な優位性」が存在しない場合があるとしてこれを肯定することには賛成できない。やはり、市場における意思決定者としての投資者がなす合理的な投資判断の重要性を真の意味で把握していない見解と評することができる。故に、この見解を支持することはできない。

第四節 価格への人為性を本質とする見解

この見解は公開買付市場における価格への人為性を相場操縦の本質とする見解である。そもそも公開買付けを行うには相応の資金力が必要であるから、公開買付者と投資者たる株主との間には経済力に基づく実質的な不均衡が存在する。これを個々の契約の側面から考察すると、公開買付けは経済力の格差を背景に一方当事者が他方当事者に対してあたかも附合契約のように一方的に契約内容を定めることがわかる。本来ならば両当事者の実質的対等性を確保するような法形式が

とられるべきであろう。しかも公開買付けはその性質上、あらかじめ一方的に価格等の契約条件を提示する形態を取らざるを得ない。言い換えれば、投資者たる株主はその契約条件にもとづく申込に応じるか拒絶するかという範囲内で合理的な投資判断をしなければならぬ。そうであるから、この範囲内で彼が合理的判断をなし得るような解釈論が取られなければならない。価格は投資者が投資判断をなすにあたって基準となる重要な要素である。価格は流通市場のように多数の投資者の投資判断が集中し、需要と供給の均衡によって決定されることが望ましいが、公開買付けはその性質上、一方的価格を設定せざるを得ない。通常、その価格は流通市場における価格に付加価値を加えた価格となろう。この付加価値の部分が問題なのである。この部分が「ロックアップ」のような対象会社から公開買付者に対して付与された経済的利益に基づかないものであれば、この価格に基づく投資判断は合理的と言えよう。⁽³⁰⁾したがって、この付加価値たる部分に影響を及ぼす「ロックアップ」のような人為的行為は相場操縦

として排除されなければならないのである。このような価格への人為性を排除するためには、完全開示のみでは不十分である。なぜなら、このような人為的行為が行われたことが開示されたとしても、依然として合理的投資判断の基準たる価格に対する人為的影響は残存したままであるからである。それ故、このような価格に対する人為的行為を排除することが公開買付市場における相場操縦規制の任務である。かくして、公開買付市場における「相場操縦」の本質は価格に対する人為性と解すべきである。ここでこの見解の代表例でもある *Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.* 判決の多数意見を検討することとする。⁽³¹⁾ まず、判旨を概観しよう。同判決は、一〇条b項は公開買付けというよりはむしろ証券の購入又は売却に関するものであるが「相場操縦」に対する文言が一四条e項のそれと類似している点を指摘し、⁽³²⁾ 「相場操縦」とは人為的手段即ち供給と需要の自然な均衡 (the natural forces of supply and demand) とは無関係な手段によって証券市場又は証券の価格へ影響を及ぼすものであるとする。⁽³³⁾ そして、

目的要件に関して、*Ernst & Ernst v. Hochfelder* 判決及び *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 判決の判理論を継承する。本件オプションは、公開買付市場 (tender offer market) において人為的な天井価格 (artificial price ceiling) を作出する効果があるが故に本条の「相場操縦的行為または慣行」に該当するとした。⁽³⁴⁾ なお、「相場操縦的」策略を単に完全開示することによって本条を遵守したものと解することは改正法の趣旨に反すると述べている。⁽³⁵⁾

本判決は「相場操縦」の本質を価格への人為性と解している点で高く評価できる。だが改正法の趣旨は完全開示に限定されない旨述べているにもかかわらず、一四条e項と一〇条b項の類似性をあげている点は不適當であろう。なぜならば、改正の趣旨が完全開示に限定されないと解するならば、両規定の目的はおのずと異なるからである。そうであれば、相場操縦の目的要件に関して一〇条b項に関する判例理論に拘束される謂われはないはずである。故に、公開買付市場における「相場操縦」とは、公開買付市場における価格に

対して人為的な影響を与える目的でなされる行為と定義し得る。⁽³⁶⁾

この見解に対する批判として、「ロックアップ」が公開買付者に対して付与されればより高い価格で公開買付けが行われるので、株主にとって有利ではないかというものがあげられる。確かに、より高い価格を買付条件にした公開買付者の方に株主は株式を売付けるであろう。しかしながら、発行市場・流通市場・公開買付市場をとおして市場のインティグリティを確保しなければならぬ。このインティグリティを確保するための前提要件として投資者の投資判断に対する人為的影響の不存在がある。そして、投資判断のひとつの基準として買付価格があげられる。人為的影響がない価格を基準としてなされた投資判断は合理的なものといえる。したがって、投資判断の基準たる価格に對して人為的な影響が存在する場合にはもはや当該投資判断は合理的とはいえないのである。たとえその価格が株主にとって有利であっても、「ロックアップ」によって本来あるべき価格がゆがめられているために、

その価格を基準として投資判断をなす株主が「ロックアップ」が行われなければ本来自己の株式を売付けない相手に売付ける蓋然性が高いのである。それ故、この状態において公開買付市場における投資者たる株主が合理的判断をなしているとはいえない。またこのことは、流通市場におけるインティグリティ確保の観点からも説明し得る。当然のことながら、公開買付市場の価格は流通市場にも影響を及ぼす⁽³⁷⁾。したがって、「ロックアップ」を使用して公開買付けの価格を釣り上げることにより、流通市場の価格を釣り上げることも可能である。「ロックアップ」は流通市場の価格操作をも引き起こすのである。これを未然に防止するためには、公開買付市場における価格に対する人為的な影響を排除していなければならない。相場操縦規制によって「ロックアップ」を駆逐することにより価格から人為的な影響を排除して合理的な投資判断の機会を確保する必要があるのである。このようにすることは市場のインティグリティ確保に役立つのである。

以上のように、公開買付市場における合理的投資判

断を確保する見地から、「相場操縦」の本質を公開買付市場における価格への人為性と解すべきである。

- (1) なお、この分類は、Note, *The Legality of Lock-ups under Section 14 (e) of the Williams Act: Balancing the Scales*, 26 WM. & MARY L. REV. 115, 120-142 (1984) による。
- (2) 472 U. S. 1 (1985).
- (3) Id. at 8.
- (4) Id. at 10-12.
- (5) T. HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* 544 (2nd ed. 1990).
- (6) Id. at 545.
- (7) Id.
- (8) 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——」専修法学論集第四二号一六頁参照。
- (9) 同上 一六一—一七頁。
- (10) この点については後述する。なお、古山正明「公開買付」『証券取引法』一〇八頁を参照。
- (11) Note, *supra* note 1, at 126.
- (12) Id.
- (13) Id.

- (14) Id. at 127.
- (15) 例として、*Santa Fe Indusreis, Inc. v. Green* 判決 (430 U. S. 462 (1977)) を参照。
- (16) Weiss, *Defensive Responses to Tender Offers and the Williams Act's Prohibition Against Manipulation*, 35 VAND. L. REV. 1087, 1097 (1982).
- (17) 568 F. Supp. 1538 (1983).
- (18) Id. at 1544.
- (19) Id. at 1547.
- (20) Id. at 1559.
- (21) Id. at 1559-1561.
- (22) Note, *Supra* note 1, at 135 を参照。
- (23) Id. at 136.
- (24) Id.
- (25) Id. at 137.
- (26) Id.
- (27) Id. at 140.
- (28) Id.
- (29) Id. at 143.
- (30) もちろん他の条件も適正なものであることが前提である。
- (31) 699 F. 2d 366 (1981).
- (32) Id. at 373.

- (33) Id. at 374.
- (34) Id. at 375.
- (35) Id. at 377.
- (36) Weiss, supra note 16, at 1121 も類似の見解をとる。
- (37) 古山・前掲(10)一〇八一—一〇九頁を参照。

結 語

以上検討したように、公開買付市場における相場操縦とは、公開買付市場における価格に対して人為的な影響を与える目的でなされる行為である。⁽¹⁾

ところで、わが国の証券取引法には、アメリカの一九三四年証券取引所法一四条e項と類似する規定は存在しない。もちろん、わが国にも公開買付時における相場操縦を規制する規定を導入すべきであるが、一四条e項をそのまま継受してまったく同様の規定を定めるべきではないであろう。なぜならば、同項は Anti-fraud 規定の一種として理解されているからである。⁽²⁾

それがために、証券取引所法改正の趣旨ともからんで判例のように相場操縦の本質を不実表示または不開示

と解する見解が生じてきたものと推測される。アメリカにおいても、一四条e項を立法的措置によって判例の見解による拘束から解放しようとする見解が存在する。この見解は自己宛公開買付けを規制することを主な趣旨とするものの、「本項前段に限り、『相場操縦的』という文言は不実表示また不開示に基づく行為もしくは慣行に限定されない」という文言を一四条e項に付加する改正を提唱している。⁽³⁾ わが国における立法においても参考となり得る興味深い見解である。いずれにせよ、公開買付市場における価格に対して人為的影響を与える目的でなされる行為を規制する立法が望まれる。

また、「ロックアップ」を付与して他の公開買付者より高い価格で買付ける行為は商法二一〇条の自己株取得禁止に違反すると構成することも可能であると考えられる。そもそも、本条が設けられた趣旨の一つに相場操縦の弊害防止が挙げられる。「ロックアップ」自体が公開買付市場における相場操縦に該当することは前章までの検討から明らかであるから、「ロックアップ」に

裏づけられた公開買付けは自己の計算による第三者の取得と構成するのである。このような解釈は本条の趣旨に合致するものと考ええる。

公開買付市場においては、狭義の安定操作は存在しない。したがって、より純粋な意味で相場操縦の本質を考察することができる。公開買付市場における価格に対して人為的影響を与える目的でなされる行為を相場操縦と捉えることが他の市場にいかなる影響を及ぼすかを検討することが、今後の課題である。

(1) Weiss, *Defensive Responses to Tender Offers and the Williams Act's Prohibition Against Manipulation*, 35 VAND. L. REV. 1087, 1121 (1982) 参照。
見解をめぐり。

(2) 5 L. LOSS & J. SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 2250 (3rd ed. 1990) を参照。

(3) FIFIS, *Of Lollipops and Law—A Proposal for a National Policy Concerning Tender Offer Defenses*, 19 U. CAL. DAVIS L. REV. 303, 338 (1986).

(一橋大学大学院博士課程)