

相場操縦の目的要件について

芳 賀 良

1. はじめに
2. アメリカにおける目的要件の変遷
3. 日本における目的要件の変遷
4. 検討
5. 結びにかえて

1. はじめに

証券取引法は、政策的色彩を帯びる。証券取引法1条が、その基本的目的として「投資者の保護」を挙げることから明らかであろう。証券取引法は、市場秩序を形成・維持する政策的任務を有する⁽¹⁾。市場秩序を形成・維持することは、「投資者の保護」と不可分に結びつく。投資者が合理的な投資判断を下すことのできる環境を整え、且つ、維持することが、市場秩序を形成・維持することにはかならない。このことは、「国民経済の適切な運営」の確保にも資する。投資者が合理的な投資判断を下す機会を確保する制度の1つが、相場操縦規制である。

投資者が合理的な投資判断を下し得るための条件の1つとして、市場価格が人為的に操作されていないことが挙げられる⁽²⁾。「公正な価格」は、証券取引法の支柱である⁽³⁾。「公正な価格」が形成されなければ、真の「投資者の保護」は成り立ち得ない。「公正な価格」が合理的な投資判断の指標となるからである。この指標が市場秩序を形成する。従って、「公正な価格」の形成を阻害する行為を排除する必要がある。それ故、投資判断の指標たる市場価格を人為的に操作する行為、即ち、相場操縦は証券取引法によって排除される。

相場操縦の1類型として、現実の売買取引による相場操縦（以下、売買取引による相場操縦とする。）がある。この相場操縦は、取引行為によって市場価

格を人為的に操作するものである。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⁽⁴⁾。その論拠として、①売買取引による相場操縦によって利益を得ることは困難であること⁽⁵⁾、②売買取引による相場操縦を識別することが困難であること⁽⁶⁾等を挙げている。まず、①については、次のような批判を免れない。仮に、売買取引による相場操縦によって利益を得ることは困難であるとしても、相場操縦によって利益を得る可能性は依然として存在する。相場操縦が行われる蓋然性が消滅するわけではないのである。しかも、相場操縦の違法性は市場価格を人為的に操作する点に求められる。従って、そのような行為自体が行われることが問題なのであり、そのことによって利益が得られたか否かは本質的な問題ではない。それ故、売買取引による相場操縦によって利益を得ることが困難であるということは、相場操縦規制を緩和する論拠となり得ない。また、②については、次のような批判が妥当する。確かに、相場操縦となる売買取引のみに着目すると、他の適法な売買取引と区別することは困難である。現行法の規定に従えば、他人の売買取引を誘引する目的という行為者の主観的要素が当該行為の違法性を基礎付けることとなる。行為者の主観的要素によって、ある一連の売買取引が相場操縦であるか否かを判断することは容易ではない。しかし、行為者が当該売買取引をするに至った背景から、上記の目的は認定し得る。しかも、売買取引による相場操縦が実際に可能であるにもかかわらず、認定の困難性を理由に相場操縦規制を緩和することは、市場のインテグリティ（integrity）を損なうことになる。いずれにせよ、規制緩和論を支持することはできない。本稿では、売買取引による相場操縦規制が必要であることを前提に議論を進めることとする。

前述のように、売買取引による相場操縦規制においては行為者の目的の認定が重要となる。そこで、いかなる目的が行為の違法性を基礎付けるのかを、本稿で検討することとする。

[註]

- (1) 上村教授は、「証取法の中心は市場にあり、証取法は証券市場の機能を確保し、そこでの公正な価格形成を確保することを第1の目的とし、そのための前提条件を整え、投資家の自己責任原則を貫くための環境（市場条件）を提供することを基本的使命とするものと考えられる」とされる（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42号4頁(1985年)なお、漢数字を算用数字に変更して引用した。)
- (2) 経済法に関する論文において、久保教授は市場取引経済における価格の需給調整機能を指摘された後、以下のように述べられている。「ただ1点指摘しておくべきことは、『価格』がその役割をよくはたし得るためには、『価格』が人為的に歪曲されたものでないことを要する、これである。換言すれば、経済行為主体の誰か(誰も)が、プライス・メーカーでないことを要する」と(久保欣哉「自由社会の経済法 一分権型経済法の基本構想一」『田中誠二先生米寿記念論文 現代商事法の重要問題』373頁(昭和59年)なお、漢数字を算用数字に変更して引用した。)
 - (3) 上村・前掲註(1)4頁以下を参照。
 - (4) Fischel & Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503(1991)。この論文の紹介として、尾崎安央 [1993] アメリカ法81-84頁がある。なお、相場操縦規制緩和論を論駁することは本稿の目的ではないので、必要最低限度の批判を加えるにとどめる。
 - (5) Fischel & Ross, *supra* note 4, at 512-519.
 - (6) *Id.* at 519-521.

2. アメリカにおける目的要件の変遷

アメリカにおける1929年の市場崩壊の主な要因は、Fraud、相場操縦及び過当取引が行われたことであるとされている⁽¹⁾。このような経緯から、売買取引による相場操縦を規制する規定の一つとして1934年証券取引所法(the Securities Exchange Act of 1934;以下、証券取引所法とする。)9条a項2号が制定された⁽²⁾。そこで、同条の立法過程における目的要件の変遷を概観することとする⁽³⁾。

9条a項2号はアメリカのコモン・ローに存在しない犯罪類型を創出すること及び同号によって違法とされる行為と適法とされる行為との限界が客観的に明確でないことから、連邦議会は違法性を基礎付けるために不可欠な目的要件を制定法により明確に定義しようとしたとされる⁽⁴⁾。当初、上院に提出された法律案においては、相場操縦の目的を「当該価格を騰貴又は下落させる特別の意図」としていた⁽⁵⁾。また、下院に提出された法律案においては、相場操縦の目的を「当該証券の価格を騰貴又は下落させる目的」としていた⁽⁶⁾。興

味深い点は、上院・下院とも、相場操縦の目的の本質を価格を騰貴又は下落させる点に求めていたことである。これは、現行証券取引所法9条a項2号の「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」と異なるものである。上院の上記法律案における「当該価格を騰貴又は下落させる特別の意図」という要件は、以下のように説明されている。即ち、「いかなる大量の買付け又は売付けも当該証券の市場価格の変化を引き起こさざるを得ないが、買付人又は売付人として、自己の取引が上記のような影響を及ぼすであろうことを単に認識していることのみでは、行為者に本条を適用するためには不十分である。それ故、投資のため大量の株式を取得を単に試みた場合や、大量の所有株式を処分することを望む場合、当該行為によって市場価格に影響を及ぼすであろうという認識は、当該行為を違法とするためには不十分である⁽⁷⁾」とする。

つまり、「当該価格を騰貴又は下落させる特別の意図」は、適法な売買取引の結果、市場価格の変動が生じるであろうという認識のみでは充足されないとする趣旨であろう。その後、上・下両院の法律案を調整する段階で、相場操縦の目的は、より限定的な「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」に置き換えられたとされている⁽⁸⁾。「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」の意義は、9条a項2号の立法趣旨からも説明し得る。同条は、売買取引によってある証券の価格をせり上げ、当該証券の価格が過小評価されていると誤認した「他人」を売買取引に参入させて、当該価格を操作する行為を規制する趣旨であったとされている⁽⁹⁾。つまり、ある証券の価格を騰貴させることによって利益を得る相場操縦の場合、当該証券の価格を変動させることによって、当該証券は過小評価されているため価格が騰貴すると「他人」を誤認させ、当該証券の買付けを行わせるのである。そして、この「他人」の買付けによって、更に相場操縦者が意図した価格まで騰貴させるのである。また、証券の価格を下落させることによって利益を得る相場操縦も9条a項2号の規制対象となるとされている⁽¹⁰⁾。このような相場操縦においては、当該証券の価格を変動させることによって、当該証券は過大評価されているため価格が下落すると「他人」を誤認させ、当該証券の売付けを行わせるのであろう。いずれの場合においても、現在の市場価格が実勢を反映していないと誤認させることによって、「他人の買付け又は売付けを誘引する」ことが重要な要素となる⁽¹¹⁾。それ故、9条a項2号は「他人の買付け又は売付けを誘引する」という特徴に着目したも

のとされている⁽¹²⁾。

ところで、9条a項2号は以下の3つの要件で構成されている。即ち、①連邦証券取引所に登録された証券について一連の売買取引を行ったこと、②当該証券の売買取引を実際に繁盛にし、若しくは売買取引が繁盛であるという外観を作出し、又は当該証券の価格を騰貴若しくは下落させること、及び③「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」が存在することである⁽¹³⁾。売買取引による相場操縦において、当該売買取引を、客観的に適法な売買取引と区別することは極めて困難である⁽¹⁴⁾。それ故、「両者の唯一の区別は、そのような売買取引を行う主観的な目的の違いだけである⁽¹⁵⁾」と言わざるを得ない。まさに、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」は、違法行為を適法行為と区別するメルクマールとなる。そうであるなら、当該売買取引が市場価格に対して人為的な影響をもたらしたか否かは、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」の存在の有無によって決することとなる。換言すれば、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」に基づいてなされた一連の売買取引は、市場価格に対して人為的な影響をもたらす相場操縦となる。少なくとも、9条a項2号においては、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」と価格への人為的影響という要素は別ち難く結びつく。だからこそ、上記要件③の「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」の立証が極めて重要となる。しかしながら、当該売買取引が「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」に基づいてなされたか否かは、行為者がこのような目的を有していたか否かにかかっている。これは、行為者の内心における事象である。外部から行為者が行為時にいかなる目的を有していたかを認定することは極めて困難である⁽¹⁶⁾。

「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」という要件は、9条a項2号において、最も立証することが困難な要件であるとされている⁽¹⁷⁾。アメリカにおいては、通常、関連性のある状況証拠から「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」を推定する方法が取られているようである⁽¹⁸⁾。そして、ある証券の価格を騰貴又は下落させることについて経済的利益を有する者が、価格に影響を及ぼす何らかの方法を取った場合、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」は特に強く推定されるとされている⁽¹⁹⁾。また、このような推定が働く場合、証拠提出責任が転換されるとされている⁽²⁰⁾。

売買取引による相場操縦における目的要件の問題は、アメリカ法律協会

(American Law Institute) の連邦証券法典案 (Federal Securities Code) にも現れている。当初、連邦証券法典案1609条c項は、売買取引による相場操縦における目的要件の本質を他人の買付け又は売付けを誘引する点に求めていた⁽²¹⁾。しかし、その後、「価格を騰貴又は下落させる目的」と改めた⁽²²⁾。サプリメントのコメントによれば、現行9条a項2号における「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」の立証という困難な要件を排除したとする⁽²³⁾。

ところで、9条a項2号の「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」と連邦証券法典案1609条c項の「価格を騰貴又は下落させる目的」との差異に関連して、9条a項2号と1609条c項の規制範囲は異なるとする見解がある⁽²⁴⁾。この見解は、9条a項2号によって規制されている相場操縦の類型を、価格を変動させる場合と繁盛な売買取引を作出する場合とに分ける⁽²⁵⁾。まず、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」で価格を変動させる場合は、9条a項2号は勿論、1609条c項にも違反するとする⁽²⁶⁾。なぜなら、価格を変動させる場合、行為者は「価格を騰貴又は下落させる目的」を有しているからである⁽²⁷⁾。しかし、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」で繁盛な売買取引を作出する場合は、目的要件の相違から、9条a項2号に違反するが、1609条c項には違反しない場合があり得るとする⁽²⁸⁾。なぜなら、両規定の目的要件が異なるため、それぞれ立証しなければならないからである⁽²⁹⁾。つまり、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」と「価格を騰貴又は下落させる目的」が異なるために、おのずと規制範囲が異ならざるを得ないとする趣旨であろう。しかしながら、繁盛な売買取引を作出することは、少なくとも価格を変動させる可能性はあるはずである⁽³⁰⁾。価格変動の可能性があるからこそ、繁盛な売買取引を作出することも相場操縦の一類型たり得るのである。従って、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」で繁盛な売買取引を作出する場合においても、行為者は「価格を騰貴又は下落させる目的」を有し得ると解する方が自然であろう。即ち、「価格を騰貴又は下落させる目的」という概念の範囲は、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」という概念の範囲より広いと解すべきであろう。

ここで、以上のことから明らかとなったことを確認しておこう。まず、9条a項2号における「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」という要件は、適法な売買取引と違法な売買取引とを区別する唯一の基準となることである。

従って、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」の存在の有無は、当該売買取引が価格に対して人為的影響を及ぼす行為であるか否かの指標となる。

以上のことを念頭に置きつつ、次項で日本法を検討することとする。

[註]

- (1) Comment, *Regulation of Stock Market Manipulation*, 56 YALE L.J.509 (1947) を参照。
- (2) 15 U.S.C.A. § 78i(a)(2)(1981). また、同条の邦訳として、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)』64-65 頁(平成2年)がある。
 なお、堀口教授は、証券取引所法制定以前の相場操縦規制を概観された後、取引所法9条等の制定経緯を次のように総括される。「以上のように1934年に証券取引所法が制定される以前においても、相場の操縦の問題は、決して野放しの状態におかれていたわけではなく、むしろこのような行為を何とかして抑制し、違反者を処罰するようにと努められていたのであるが、虚偽の風説の流布などを伴わない現実の売買取引による市場操作にまで規制が及ばなかったこと、相場の操縦が行われたことによって損害を被った者の救済に欠けるところが著しかったこと、さらに現在のように証券取引委員会の存在が認められていたわけではなかったため、相場の操縦をあらかじめ防止することが十分に行われえなかったことなど、特別な立法によるのでなければ解決され難い点が数多く見られたため、1934年に証券取引所法が制定されるに当たって、現行第9条その他の相場操縦の禁止に関する規定が設けられることとなり、その中の一部を除いて同年7月1日から施行されたわけである」と(堀口 巨「相場操縦の禁止について」一橋大学研究年報・法学研究 2 130頁(1958年)。なお、漢数字を算用数字にし、且つ、本文中の脚註を省略して引用した。)
- (3) この点に関する経緯については、Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 U.MIAMI L. REV.671, 703-705(1986) に依った。
- (4) Id. at 703.
- (5) S.3420, 73d Cong., 2d Sess. §9 (1934), reprinted in 11 LEGISLATIVE HISTORY OF THE SECURITIES ACT OF 1933 AND SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, item 37 (J. Ellenberger & E.Mahar eds. 1973), at 20. なお、この資料を、以下で、LEGISLATIVE HISTORYとして引用する。
- (6) H.R.9323, 73d Cong., 2d Sess. §8 (1934), reprinted in 10 LEGISLATIVE HISTORY, supra note 5, item 30, at 21.

- (7) S.REP. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 17(1934), reprinted in 5 LEGISLATIVE HISTORY, *supra* note(5), item 17, at 17. なお, 神崎克郎「相場操縦の規制」『証券取引の法理』551頁(昭和62年)。
- (8) Poser, *supra* note 3, at 704.
- (9) Thel, *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, 411 (1988).
- (10) McLucas & Angotti, *Market Manipulation*, 22 REV. SEC. & COMMODITIES REG. 103, 106 (1989).
- (11) Thel, *supra* note 9, at 410 も同旨であろう。また, 相場操縦の本質を欺瞞的要素に求める見解も同様に解している (Poser, *supra* note 3, at 704.)。
- (12) Thel, *supra* note 9, at 410-411 を参照。
- (13) McLucas & Angotti, *supra* note 10, at 105. また, VIII L. Loss & J. SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION 3964-3976* (3rd. ed. 1991).
- (14) 堀口 巨「相場操縦と安定操作」『(河本一郎先生還暦記念) 証券取引法大系』492-493頁(昭和61年)。
- (15) 同上493頁。なお, 引用箇所は日本法に関する記述である。
- (16) 同上。
- (17) McLucas & Angotti, *supra* note 10, at 107.
- (18) *Id.* at 106.
- (19) *Id.* at 107. なお, 目的の状況証拠による認定については, 神崎・前掲註(7) 550頁以下を参照。
- (20) VIII L. Loss & J. SELIGMAN, *supra* note 13, at 3969-3970.
- (21) II THE AMERICAN LAW INSTITUTE, *FEDERAL SECURITIES CODE* § 1609 (c) (1980).
- (22) II THE AMERICAN LAW INSTITUTE, *FEDERAL SECURITIES CODE* § 1609 (c) (2d Supp. 1981). なお, 同条の邦訳については, 証券取引法研究会「米連邦証券法典案について [60]」(森本報告) インベストメント 38巻 3号 38-39頁 (1985年) を参照。
- (23) II THE AMERICAN LAW INSTITUTE, *supra* note 22, § 1609 (c) comment.
- (24) Thel, *supra* note 9, at 412 n.230.
- (25) *Id.* を参照。
- (26) *Id.*
- (27) *Id.*
- (28) *Id.*
- (29) *Id.*

- (30) アメリカの有価証券市場において、価格の変動を伴わずに、繁盛な売買取引を作出したとされるケースは報告されていないようである（VIII L. LOSS & J.SELIGMAN, *supra* note 13, at 3966.）。また、堀口 亘『最新証券取引法』413頁（平成3年）。

3. 日本における目的要件の変遷

日本の証券取引法 159条2項1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」（以下、「誘引目的」とする。）を有して、「単独又は他人と共同して、当該有価証券の売買取引等が繁盛であると誤解させ、又は当該有価証券等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」を禁止している。同号は、アメリカの証券取引所法9条a項2号を範にしたものである⁽¹⁾。そこで、「誘引目的」に関連する裁判例を以下で概観することとする⁽²⁾。

現行の159条2項1号にあたる旧125条2項1号違反が問題となった判決として東京証券金融事件がある⁽³⁾。本件は、N社株を高騰させるために、なれあい売買取引や仮装売買取引とともに、旧125条2項1号違反が問題となった事例である。「誘引目的」に関連して、以下のような主張がなされた。即ち、仮装売買取引をした目的は、金融を得るためであって、当初から旧125条1項所定の目的及び旧125条2項1号所定の「誘引目的」を有していなかったこと、並びに金融の目的から上記の目的への移行については、主従の関係で併存していたものが、順次移行して、上記の目的が主要なものとなったとするものであるとした。⁽⁴⁾ これに対して、判決は「しかし、証券取引法125条1,2項の各罪が成立するためには、右各条所定の目的すなわち構成要件要素目的が認定できることで十分であり、これが認められる以上、他に併存する目的の有無、併存する目的との間の主従関係などは構成要件要素目的認定の事情になる場合があるとしても、犯罪の成否自体には直接関係がないと解することが相当である⁽⁵⁾」とする。また、判決は、仮装売買取引自体が売買取引が繁盛に行われているような外観を作出することを指摘した後、「こうした手法を通して株価を上昇させていくことは、資金繰りを楽にするだけでなく、一般投資家等に対しN社株が投資対象として有望であるなどと誤解を生じさせ、市場における同株式の売買取引に参加することを誘引することにもつながることは明らかで

ある⁽⁶⁾」とする。そして、本件の場合、金融を得る目的と「誘引目的」等は密接な関係があると⁽⁷⁾する。

同判決は、「誘引目的」をある証券の売買取引が繁盛であるかのように一般投資家を誤解させて売買取引に参加させる目的と解したものと⁽⁸⁾。そして、同判決は、「誘引目的」との関連で、当該行為の違法性を判断するものといえよう⁽⁹⁾。

次に、「誘引目的」の意義が問題となったものに協同飼料事件がある⁽¹⁰⁾。本件は、協同飼料株式会社の資金調達を有利に進めるため、同社の株価を高騰させ、その高値を維持したことが問題となった事例である。まず、第1審判決が「誘引目的」をどのように解しているかを概観しよう。旧125条2項1号後段の規定及び旧125条3項の規定の内容が曖昧且つ不明確であるから憲法31条に違反する旨の弁護人の主張に関連して⁽¹¹⁾、東京地裁は以下のように判示する。即ち、「証券取引法の目的及び同法125条の立法趣旨に照らせば、同条は自由公開の有価証券市場を確立するため、本来正常な需給関係によって形成されるべき相場に作為を加える詐欺的な不正取引を禁止しようとしたものであることが明らかであり、従って、同条2項1号後段の禁止規定のうち、『売買取引を誘引する目的』とは、市場の実勢や売買取引の状況に関する第三者の判断を誤らせてこれらの者を市場における売買取引に誘い込む目的、すなわち、本来自由公開市場における需給関係ないし自由競争原理によって形成されるべき相場を人為的に変動させようとの意図のもとで善良な投資家を市場における売買取引に参加させる目的をいい、また『一連の売買取引』とは、継続した誘引目的の発現と客観的に認められる複数の取引をいうと解すべきであり、更に『相場を変動させるべき取引』とは、同号が売買取引のほかその委託、受託をも併せて禁止していることに徴し、市場価格を変動させる可能性のある取引を広く指称すると解すべきであるところ、通常の判断力を有する一般人が、具体的場合において右条項による禁止に触れるものであるか否かを判断するにあたっては、当該取引等が右のような目的によるものか否かを考えること等により通常その判断にそれほどの困難を感ずることはない」とし、上記の主張を退けた⁽¹²⁾。

第1審判決は、旧125条2項1号後段の禁止規定に関する「誘引目的」について、「第三者の判断を誤らせて売買取引に誘い込む目的」と「相場を人為的

に変動させようとの意図のもとで売買取引に参加させる目的」という2つの説明を加えている。これは、同条2項1号後段に関する「誘引目的」を、相場を人為的に変動させる意図のもと、相場を変動させることにより第三者の判断を誤らせて売買取引に誘い込む目的とする趣旨であろう。同判決も、「誘引目的」との関連で、当該行為の違法性を判断するものと思われる⁽³³⁾。

次に、本件の第2審判決を概観することとする。まず、旧125条2項1号後段及び旧125条3項において、107条が有価証券の売買取引は証券取引所の会員のみがなし得ると定めている関係上、証券取引所の会員が自ら旧125条2項1号後段又は旧125条3項に違反する売買取引をした場合は、その既遂をまって処罰されるにもかかわらず、一般投資家は上記の売買取引の予備にすぎない委託のみで処罰されることになるため、旧125条2項1号後段及び旧125条3項は、法の下での平等を定めた憲法14条に違反するとする主張がなされている⁽³⁴⁾。これに関連して、東京高裁は、「右の2項1号後段（筆者註：旧125条2項1号後段）と3項（筆者註：旧125条3項）の文言を比較してみると、3項違反として犯罪になる行為は、所定の目的をもつてする『有価証券市場における』一連の売買取引又はその委託若しくは受託であるのに対し、2項1号後段違反として犯罪になる行為は、所定の目的をもつてする当該有価証券の相場を変動させるべき一連の売買取引又はその委託若しくは受託であつて、必ずしも『有価証券市場における』ものであることを要しないことが明らかであり、有価証券市場外のものでよいわけである⁽³⁵⁾」とする。そして、憲法14条違反の主張に対しては、証券取引所の会員たる会社の代表者その他の従業員しか旧125条2項1号後段又は旧125条3項に違反する売買取引をなし得ないのは、107条の規定の関係上、合理的理由に基づくものであるとして、その主張を退けている⁽³⁶⁾。また、旧125条2項1号後段の規定及び旧125条3項の規定の内容が曖昧且つ不明確であるから憲法31条に違反する旨の主張がなされている⁽³⁷⁾。それに関連して、東京高裁は「誘引目的」について以下のように判示した。即ち、「『有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的』とは、有価証券市場における当該有価証券の売買取引をするように第三者を誘い込む意図である。この目的は、他のいわゆる目的犯の目的と同じで、実行行為をする動機であり、1号後段違反の罪の故意である当該有価証券の相場を変動させるべき一連の売買取引又はその委託若しくは受託の事実の認識と相おおうもので

はない⁽¹⁸⁾」とする。また、「相場を変動させるべき取引」について、以下のよう
に判示した。即ち、「『相場を変動させるべき』取引とは、有価証券市場に
おける相場を支配する意図をもつてする、相場が変動する可能性のある取引の
ことである。条文の文言は、単に「相場」となっており、一連の売買取引も1
の論旨に対する判断で述べたように必ずしも有価証券市場におけるものである
ことを要しないけれども、有価証券市場における一連の売買取引をする場合に
は、有価証券市場における相場が変動させられることになるわけであり、有価
証券市場外における一連の売買取引をする場合にも、さきに述べた誘引目的が
有価証券市場における売買取引であることとの関連上、有価証券市場における
相場と解するのが相当と思われる。(改行)『変動させるべき取引』とは、単に、
取引自体が相場を変動させる可能性をもっているその取引ということではなく、
相場を支配する意図をもつてする、相場が変動する可能性のある取引と解する
のが相当である⁽¹⁹⁾」とする。そして、旧125条2項1号後段の規定に関する他
の要件を検討した後、以下のように総括する。即ち、「証券取引法 125条2項
1号後段違反の罪は、有価証券市場における当該有価証券の相場を変動させる
べき一連の売買取引等をすれば、それによつて変動される相場につられて第三
者が有価証券市場における当該有価証券の売買取引に誘い込まれやすくなり、
ひいて有価証券市場の自由で公正な取引が阻害されたり投資家の利益が害され
たりするおそれがあるので、これを予防するために、有価証券市場における当
該有価証券の売買取引を誘引する目的をもつて、その有価証券の相場を変動さ
せるべき一連の売買取引等をするを犯罪としたもので、一種の危険犯であり、
その意義があいまい不明確であるとはいえない⁽²⁰⁾」とする。また、旧125
条3項には、同条2項本文に規定されている「誘引目的」が存在しないにもか
かわらず、同項違反は2項1号後段違反よりも厳しく処罰される点が、憲法31
条に違反するとする主張を検討する過程で⁽²¹⁾、東京高裁は以下のように判示
している。即ち、「前者(筆者註：旧125条2項1号後段)では、さきに述べた
ように一連の売買取引が有価証券市場外におけるものでもよいことから、その
売買取引によつて変動させられる相場を有価証券市場における有価証券の売買
取引に反映させようとするを違法としてとらえているため、所論の誘引目的
的存在を必要とし、これを要件としているのに対し、後者(筆者註：旧125
条3項)では、一連の売買取引が有価証券市場におけるもので、その取引自体

によつて有価証券市場における売買取引に影響をもたらすので、更に、そのうえに、誘引目的の存在を要件とする必要がないのである⁽²²⁾」とする。第2審判決は、「誘引目的」を「有価証券市場における当該有価証券の売買取引をするように第三者を誘い込む意図」とした上で、上記目的をいわゆる目的犯の目的と捉えている。つまり、旧125条2項1号後段が定めるいわゆる変動操作罪が成立するためには、「主観的要件として、単に当該取引によつて相場が変動することの認識では足りず、さらに、それによつて他人を売買取引に誘引する目的があることが必要である⁽²³⁾」旨を明らかにしたものである。注目すべきは、「相場を変動させるべき取引」を、「相場を支配する意図をもつてする、相場が変動する可能性のある取引」と解した点である。同判決が、「誘引目的」以外に「相場を変動させるべき」という新たな目的要件を付加する趣旨であるかは必ずしも明らかではないが、少なくとも、「相場を支配する意図」の有無によつて当該売買取引が適法であるか否かを判断する趣旨であろう⁽²⁴⁾。そして、「一連の売買取引」が有価証券市場外におけるものでもよいと解することを前提に、同判決は「誘引目的」を、有価証券市場外における売買取引によつて有価証券市場における相場を変動させようとするを違法とするための要件として位置付ける。従つて、同判決は「誘引目的」を「単に、取引と市場とを結びつける機能を有しているにすぎず、したがつて、もし当該取引が市場におけるものに限定されていれば、誘引目的の規定は不用であるとの見解を示したもの⁽²⁵⁾」と評することも可能であろう。それ故、同判決は、「誘引目的」との関連で、当該行為の違法性を判断するものとした第1審判決の見解を否定するものと考えられる⁽²⁶⁾。

その後、旧125条2項1号違反で起訴された事例に関して、「誘引目的」に言及する判決が現れた⁽²⁷⁾。本件の事案の概要は以下のようなものであった。被告人Aは、債務の返済のため、自己の有するC社株を1株5200円でD社に市場外で売付けることを計画した。ところが、当該取引価格と市場価格が乖離すると、その差額に関して、D社が課税される懸念があった。そこで、被告人Aは、旧125条2項1号違反に行為によつてC社株の市場価格を操作したとして起訴されたものである。また、被告人Bは、被告人Aに取引名義を貸すと共に、Aの指示に基づいて買い注文を証券会社に発注したことが上記の幫助罪に当たるとして起訴された。同判決は、「誘引目的」に関して以下のように判示する。

まず、他人の売買取引を誘引することはいかなる売買取引にも伴うものであることを指摘した上で、「むしろその誘引の原因となる売買取引の状況や有価証券の相場の状況をつくり出す売買取引そのものに、自然で正常な需給関係を乱すものとして禁止される根拠を見出すべきものと解される。そして、そうした自然で正常な需給関係を乱す売買取引とは、人為的に売買取引が繁盛であると見せかけ、あるいは人為的に有価証券の相場を操作しようとの目的の下に行われる売買取引であるといえる。したがって、証券取引法 125条2項1号にいう誘引目的というのは、その誘引という言葉自体に意味があるのではなく、それは、売買取引が繁盛であると見せるあるいは有価証券の相場を変動させる売買取引が、意図的、目的的に行われることを描象的に表現したものであって、人為的に売買取引が繁盛であると見せかけ、あるいは人為的に有価証券の相場を操作しようとの目的と言ひ換えることができると解される⁽³⁰⁾」とする。そして、その目的の認定については、「もちろん当事者の供述からそれが明らかにできることであるが、そうした供述によることなく、取引の動機、売買取引の態様、売買取引に付随した前後の事情等から推測して判断することは十分可能であり、その際には、売買取引の態様が経済的合理性をもったものかどうか、人為的に相場を操作しようとの目的を窺わせるものとして、重要な意味を持つといえる⁽³¹⁾」とする。また、前述した協同飼料事件第2審判決が「相場を変動させるべき取引」を「相場を支配する意図をもってする、相場が変動する可能性のある取引」と解した点については、一定の評価をしつつも、「その『有価証券市場を支配する意図をもってする』という内容がいささか漠然としている嫌いがあるのみならず、変動取引に主観的要素と客観的要素の2つを盛り込むことによって、行為に違法性を付与するものとして主観的要素が要求されている趣旨をあいまいにする恐れがあると考えられる」として、採用しなかった⁽³²⁾。従って、同判決は「誘引目的」を「人為的に売買取引が繁盛であると見せかけ、あるいは人為的に有価証券の相場を操作しようとの目的」と解した上で、この「誘引目的」との関連で、当該行為の違法性を判断するものといえよう⁽³³⁾。

特筆すべきは、同判決が「誘引目的」を「人為的に売買取引が繁盛であると見せかけ、あるいは人為的に有価証券の相場を操作しようとの目的」と読み替える点である。これは、実質的に、「誘引目的」を「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目的」に読み替える解釈であると考ええる。

〔註〕

- (1) 旧125条の規定について、同様の指摘がある。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 2 147頁（1958年）。
- (2) この問題に言及した文献については、後出の註で引用したもの以外に以下のものを参照した。
龍田 節「証券取引の法的規制」『現代の経済構造と法』477頁以下（昭和50年）。
竹内昭夫「相場操縦」『会社法の理論 I』323頁以下（昭和59年）。
- (3) 東京地判昭和56年12月7日判例時報1048号164頁以下。判決文中の漢数字は算用数字に変更して引用した。以下、本稿で引用する判決文や文献の題目も同様である。なお、本件の評釈として以下を参照した。
堀口 亘「相場操縦が認められた事例」金融・商事判例 659号46頁以下（昭和58年）。
椎原国隆「証券取引法 125条にいわゆる『相場操縦』」ジュリスト830号135頁以下（1985年）。
岩原紳作「相場操縦の刑事責任」『新証券・商品取引判例百選』140頁以下（1988年）。
- (4) 東京地判昭和56年12月7日判例時報1048号168-169頁。
- (5) 同上169頁。
- (6) 同上。なお、会社名を伏せて引用した。
- (7) 同上。
- (8) 古川元晴「相場操縦について —協同飼料事件判決を中心として—」研修485 号66頁（昭和63年）。
- (9) 神崎克郎「現実取引による相場操縦」法曹時報44巻3号574頁（平成4年）。
- (10) 東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号25頁以下、及び東京高判昭和63年7月26日高刑集41巻2号269頁以下。
第1審判決の評釈としては、以下を参照をした。
神崎克郎「協同飼料事件の法的検討」『証券取引の法理』569頁以下（昭和62年）。
松井一郎「協同飼料の株価操作事件第1審判決」金融・商事判例 721号46頁以下（昭和60年）。
弥永真生＝竹内昭夫「相場操縦と安定操作」『新証券・商品取引判例百選』142頁以下（1988年）。
また、第2審判決の評釈としては以下を参照した。

神崎克郎「協同飼料事件の控訴審判決—東京高裁 63・7・26 判決の検討—」商事法務1161号2頁以下（昭和63年）。

福田 平「相場操縦—変動操作と安定操作—協同飼料株価操作事件—」判例時報1321号238頁以下（平成元年）。

佐々木史朗「株価操縦—変動操作と安定操作（協同飼料株価操作事件）」判例タイムズ775号49頁以下（1992年）。

- (11) 東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号33頁。
- (12) 同上。
- (13) 神崎・前掲註(9) 574頁。
- (14) 東京高判昭和63年7月26日高刑集41巻2号277頁。
- (15) 同上277-278頁。
- (16) 同上278-279頁。
- (17) 同上279頁。
- (18) 同上。
- (19) 同上280頁。
- (20) 同上281頁。
- (21) 同上283頁以下。
- (22) 同上284頁。
- (23) 福田・前掲註(10) 241頁。
- (24) 古川・前掲註(8) 68頁。
- (25) 同上。
- (26) 神崎・前掲註(9) 574頁参照。
- (27) 東京地判平成5年5月19日判例タイムズ817号221頁以下。同判決の評釈として、神崎克郎「藤田観光株事件の法的検討」商事法務1332号2頁以下（1993年）を参照した。なお、同判決の内容は多岐にわたるが、本稿に直接関連する点にのみ触れることとする。
- (28) 東京地判平成5年5月19日判例タイムズ817号228頁。
- (29) 同上。
- (30) 同上。
- (31) 神崎・前掲註(27) 5頁。

4. 検 討

まず、前述した諸判決における「誘引目的」の解釈を整理しよう。東京証券金融事件判決は、「誘引目的」を「ある証券の売買取引が繁盛であるかのよう一般投資家を誤解させて売買取引に参加させる目的」と解するものである。また、協同飼料事件の第1審判決は、「誘引目的」を「第三者の判断を誤らせて売買取引に誘い込む目的」や「相場を人為的に変動させようとの意図のもと

で売買取引に参加させる目的」とする。これらはいずれも、「誘引目的」をある証券の価格を変動させること等により投資判断に関して誤解を生じさせ、他人を売買取引に誘い込む目的と解するものである。

これに対して、協同飼料事件の第2審判決は、「誘引目的」を「有価証券市場における当該有価証券の売買取引をするように第三者を誘い込む意図」とする。また、「誘引目的」の存在意義については、一連の売買取引が有価証券市場外におけるものでもよいとの解釈を前提に、有価証券市場外の「売買取引」による相場操縦を旧125条2項で規制するための要件として位置付ける。このような解釈においては、「誘引目的」は、適法な売買取引と違法な売買取引とを区別するメルクマールとしての役割を果たせない。そこで、「相場を変動させるべき取引」を「相場を支配する意図をもってする、相場が変動する可能性のある取引」と解することによって、「相場を変動させるべき」という文言に上記のメルクマールとしての役割を負わせるのである。

また、東京地裁・平成5年5月19日の判決は、「誘引目的」を「人為的に売買取引が繁盛であると見せかけ、あるいは人為的に有価証券の相場を操作しようとの目的」とする。

そもそも、協同飼料事件の第2審判決は、「一連の売買取引」という要件における「売買取引」が有価証券市場外におけるものでもよいとするが⁽¹⁾、「売買取引」とは有価証券市場における取引に限定して解すべきである⁽²⁾。なぜなら、証券取引法2条11項からも明らかなように、同法は有価証券市場における取引を「売買取引」とし、市場外の取引を含める場合には「売買」としているからである。⁽³⁾ このように解すると、同判決のように「誘引目的」を有価証券市場外の「売買取引」による相場操縦を旧125条2項で規制するための要件とすることはできないはずである。即ち、「誘引目的」を有価証券市場外の取引と有価証券市場の相場操縦を結びつける単なる「連結器」と解することはできないのである。「誘引目的」は、あくまで、適法な売買取引と違法な売買取引とを区別するメルクマールと捉えるべきである。

また、同判決は、「相場を変動させるべき」という文言から「相場を支配する意図」という要件を導き出しているが、「相場を変動させるべき」という文言にはこのような意味が含まれているのであろうか。学説においても、旧125条2項1号違反の成立要件として、2つの目的要件を要求する見解がある⁽⁴⁾。

この見解によれば、「誘引目的」以外に、「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」目的の立証が必要となる⁽⁶⁾。この見解を前提とするならば、「相場を変動させるべき」という文言から「相場を支配する意図」という要件を導き出すことも可能であろう。また、「誘引目的」の実質上の意義を有価証券市場外の取引と有価証券市場の相場操縦を結びつける、単なる連結器と解することにより、「誘引目的」を立証する負担を実質的に軽減したことも説明が可能となるであろう。即ち、有価証券市場の取引による有価証券市場の相場操縦の場合、上記「誘引目的」を立証する必要がないからである。「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目的」という要件が認められれば、それは適法な売買取引と違法な売買取引とを区別するメルクマールとして機能する余地がある。そうであるなら、「誘引目的」の存在意義は失われる。そのため、「誘引目的」は空文化の道を歩むことになろう。学説の中には、「誘引目的」を立法経緯の痕跡とみて、解釈に際してそれを無視することを試みる見解もある⁽⁶⁾。また、協同飼料事件第2審判決が「相場を支配する意図」に基づいてなされた取引を変動操作と認め、「誘引目的」の解釈によって制限されないとしたとして、これを評価する見解もある⁽⁷⁾。証券取引審議会・不公正取引特別部会も、その中間報告書において、「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』の存在を強調しす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⁽⁸⁾」とする。

しかしながら、「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目的」という要件は不要であると考えられる。母法のアメリカ法においては、このような要件は存在しない。前述したように、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」が適法な売買取引と違法な売買取引とを区別する唯一のメルクマールとして機能している。日本法においても、「誘引目的」をそのように解すべきである。現行の159条2項1号は、「誘引目的」をその要件としている。従って、「売買取引を誘引する目的」でなされた同号所定の行為のみが同号に違反する相場操縦となると解するのが自然である⁽⁹⁾。確かに、この規定だけでは十分な相場操縦規制が行えない。そうであるから、アメリカにおいては証券取引所法10条b項及び同規則10b-5による相

相場操縦規制も行われているのである⁽¹⁰⁾。連邦証券法典案においても、一般的な相場操縦禁止規定を新設している⁽¹¹⁾。159条2項1号は、「誘引目的」をその要件としている以上、「誘引目的」に基づいてなされた相場操縦を規制する趣旨である。それ故、その適用範囲はおのずと限界がある。その意味で、「誘引目的」を違法行為の1つの例示として捉える見解を支持することはできない⁽¹²⁾。

また、「価格を変動させる目的」は「誘引目的」より広い概念であると解すべきであろう。「誘引目的」における認識内容として、一連の売買取引によって価格が変動するという認識のみならず、売買取引を誘引することをも認識することが必要とされていることから明らかであろう⁽¹³⁾。だからこそ、連邦証券法典案は、目的要件を「価格を騰貴又は下落させる目的」と改正したのである。従って、「誘引目的」を実質的に空文化した上で、「価格を変動させる目的」を適法な売買取引と違法な売買取引とを区別するメルクマールとして機能させることは、規制範囲を拡張させることになる。しかし、このような解釈論は実質的に罪刑法定主義に違反するのではなかろうか。それ故、「相場を変動させるべき取引」を「相場を支配する意図をもってする、相場が変動する可能性のある取引」と解することはできないと考える⁽¹⁴⁾。

東京地裁・平成5年5月19日の判決は、「誘引目的」を「人為的に売買取引が繁盛であると見せかけ、あるいは人為的に有価証券の相場を操作しようとの目的」とする。この判決は、実質的に、「誘引目的」を「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目的」と読み替えるものである。上記の議論から明らかのように、このような解釈は類推解釈であり、罪刑法定主義に違反すると考える。

〔註〕

- (1) この立場に賛同する見解として、福田 平「相場操縦 — 変動操作と安定操作 — 協同飼料株価操作事件—」判例時報1321号241頁（平成元年）。
- (2) 鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法（新版）』528頁（昭和59年）。
神崎克郎「協同飼料事件の控訴審判決—東京高裁 63・7・26 判決の検討—」商事法務1161号4頁（昭和63年）。
堀口 亘『証券取引法ハンドブック』243頁（1993年）。
佐々木史朗「株価操縦 — 変動操作と安定操作（協同飼料株価操作事件）判例タイムズ775号52頁。
- (3) 堀口・前掲註(2) 243頁。また、証券取引法2条11項を参照。
- (4) 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）』（ロス=矢澤監修）400頁（昭和50年）。また、鈴木=河本・前掲註(2) 531-532頁。
- (5) 同上。
- (6) 河本・前掲註(4)401頁。
- (7) 古川元晴「相場操縦について — 協同飼料事件判決を中心として—」研修485号69頁（昭和63年）。
- (8) 証券取引審議会・不公正取引特別部会「相場操縦的行為禁止規定等のある方の検討について（中間報告書）」商事法務1275号36頁（1992年）。
- (9) 「誘引目的」の存在が当該行為の違法性を基礎付けるとする見解として、以下の文献が挙げられる。芝原邦爾「相場操縦の処罰」法律時報58巻13号206頁（昭和61年）、神崎克郎「現実取引による相場操縦」法曹時報44巻3号575頁（平成4年）、堀口・前掲註(2) 246頁、福田・前掲註(1) 241頁、佐々木・前掲註(2) 52頁。
- (10) この点に関しては、拙稿「取引所取引における相場操縦規制に関する若干の考察 — アメリカ1934年証券取引所法10条b項を中心として—」一橋論叢110巻1号 176頁（1993年）以下を参照されたい。
- (11) II THE AMERICAN LAW INSTITUTE, FEDERAL SECURITIES CODE § 1609 (f) (1981 2nd Supp.).
- (12) 「誘引目的」を違法行為の1つの例示として捉える見解として、東條伸一郎「証券取引法 125条に関する若干の問題」法律のひろば26巻8号62頁（1973年）。
- (13) 芝原・前掲註(9)206頁。福田・前掲註(1) 241頁。
- (14) 結論同旨。堀口・前掲註(2) 245-246頁。福田・前掲註(1) 241頁。

5. 結びにかえて

以上で検討したように、159条2項1号が適用される範囲は限定的なものである。これは、「誘引目的」に基づいた特に悪質な相場操縦を規制する趣旨であると思われる。

ところで、同項違反の効果の1つとして、損害賠償責任（160条）が発生する。証券市場で発生した問題は市場参加者たる私人が解決することが理想であろう。しかしながら、同条に基づいて損害賠償請求することは極めて困難であろう。なぜなら、損害賠償請求者は、相場操縦によって影響を受けた価格等に基づいて有価証券の売買取引等を行ったことを証明しなければならないからである⁽¹⁾。より利用しやすい制度に改めるべきである。この点で、アメリカの連邦証券法典案1710条a項は、原則として、違反行為により影響を受けた価格に基づいて買付け又は売付けを行ったことを証明する必要はないとする⁽²⁾。また、損害賠償額の算定基準も定めている⁽³⁾。これらの規定は、わが国の規定を再考する上で、大変参考になると考える。いずれにせよ、解釈論のみによってこれらの規定の欠陥を補足することには、おのずと限界があろう。

[註]

(1) 堀口 亘『証券取引法ハンドブック』248頁（1993年）。

(2) II THE AMERICAN LAW INSTITUTE, FEDERAL SECURITIES CODE § 1710 (a) (1980).

例外は、違反行為を構成する最後の行為が終了した日から30日を超過した時点で買付け又は売付けした場合、当該違反行為によって価格が影響を受けたことを立証しなければならない。Id. なお、詳細は、証券取引法研究会「米国連邦証券法典案について〔60〕」インベストメント38巻3号33頁以下を参照。

(3) II THE AMERICAN LAW INSTITUTE, Supra note 2, § 1710(c) 等を参照。