

# 相場操縦規制の保護法益に関する若干の考察

芳 賀 良

## 目次

1. はじめに
2. アメリカ法における「自由市場」概念と相場操縦規制
3. 日本法における相場操縦規制とその保護法益
4. むすびにかえて

## 1. はじめに

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」で相場を変動させる一連の売買取引等又はその委託若しくは受託を行うことを禁止している<sup>1)</sup>。他方、同条3項は政令の定める安定操作を是認することを前提に、この政令に違反する「有価証券等の相場を釘付けし、固定し、又は安定させる目的」で一連の売買取引等又はその委託若しくは受託を行うことを禁止している。ところで、証券取引法施行令20条1項によれば、有価証券の募集又は売出しを容易にするために行われる安定操作を認めている。それでは、証券取引法施行令を改めれば、有価証券市場の株価の下落を防止するため、又は株価を引き上げるために一連の売買取引等又はその委託若しくは受託を行うことも、これらの規定の適用を免れるのであろうか。この問題を解決するためには、相場操縦規制

1) 同条の目的要件に関する議論の動向については、芝原邦爾「相場操縦罪における『誘引目的』」『刑事法学の現代的状況（内藤 謙先生古稀祝賀）』333頁以下（1994年）を参照。

がどのような法益を保護する趣旨なのかを明らかにしなければならない。本稿では、これらの規定の模範となったアメリカ法における議論を参考としつつ、相場操縦規制によって保護されるべき法益を探ることとする<sup>2)</sup>。

## 2. アメリカ法における「自由市場」概念と相場操縦規制

本節では、「自由市場 (free market)」概念と密接に関連するアメリカの相場操縦規制を概観することとする。主な相場操縦規制としては、以下のものがあげられる。まず、売買取引による相場操縦を規制する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号がある<sup>3)</sup>。また、安定操作を規制する証券取引所法9条a項6号がある<sup>4)</sup>。これらの規定を背後から支えるものとして、「自由市場」概念がある。そもそも、証券取引所法等の制定を促したアメリカの社会的背景について次のような指摘がある。即ち、世界恐慌を引き起こした根本的な原因は1929年の証券市場の崩壊であり、この市場崩壊の主な原因は詐欺、相場操縦及び過当取引が行われたことによって生じたものであるという認識が一般化されていたというものである<sup>5)</sup>。議会は、証券市場における人為的な影響を与える不正行為から投資者を保護するために、証券取引所法を制定したのである<sup>6)</sup>。そして、その規制体系は詐欺 (fraud) 理論と「自由市

2) イギリスにおける相場操縦規制については、加賀譲治「英米法における相場操縦規制の展開」国際商事法務22巻11号1206頁以下(1994年)、同22巻12号1409頁以下(1994年)、同23巻1号59頁以下(1995年)を参照。なお、上記論文は、本稿の脱稿時点において連載中である。

3) 15U.S.C.A. §78i(a)(2)(West 1981). 同号の邦訳については、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]』64-65頁(平成2年)を参照。

4) 15U.S.C.A. §78i(a)(6)(West 1981). また同号の邦訳については、日本証券経済研究所・前掲註(3)65頁を参照。

5) Comment, *Regulation of Stock Market Manipulation*, 56 Yale L.J. 509(1947). なお、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号132頁(1959年)。

6) McLucas & Angotti, *Market Manipulation*, 22 Rev. Sec. & Commodities Reg. 103, 104(1989).

場」概念の混合体であるとされている<sup>7)</sup>。ところで、証券市場がその経済的機能を果たすためには、証券市場が「自由市場」でなければならないとされている<sup>8)</sup>。「自由市場」とは、どのような概念なのであろうか。この概念は、証券市場が人為的な相場操縦から自由であることを意味するとされている<sup>9)</sup>。つまり、「自由市場」とは「相場操縦からの自由」を意味するものと思われる。この点に関連して、証券取引所法案に関する下院の報告書は、次のように指摘する。自由かつ公開の市場という概念は、市場価格が公正な価格に近似した値を示すためにはある証券の価格に関する売り手と買い手の競争的な判断が投合されなければならないとする理論に基づいて、構築されているとする<sup>10)</sup>。これは、各投資者の合理的な投資判断に基づく需給が投合されることによって価格が形成されている市場が「自由市場」であるとする趣旨であろう。

「自由市場」概念を上記のように解すると、相場操縦規制の任務も明らかとなってくる。証券市場において各投資者が合理的な投資判断をなし得る状態が確保されているならば、それに基づく需給が投合された価格は公正なものとして是認できるであろう。証券市場が公正な価格を形成することができるような市場環境を整備するためには、価格形成過程そのものに介入する相場操縦は禁止されなければならない。従って、証券市場が「自由市場」たりうることを確保することが、相場操縦規制の制度趣旨で

7) VIII L.Loss & J.Seligman, *Securities Regulation* 3954-3955(3rd. ed. 1991). なお、詐欺理論による相場操縦規制は、本稿では触れない。証券取引所法10条b項による相場操縦規制については、拙稿「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頁以下(1993年)を参照されたい。

8) VIII L.Loss & J.Seligman, *supra* note 7, at 3942.

9) *Id.* また、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) 393頁(昭和50年)。

10) H.R.Rep. No.1383, 73rd Cong, 2d. Sess, 11(1934), reprinted in 5 *Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934*, item 18 (J. Ellenberger & E.Mahar eds. 1973), at 11. なお、この資料を以下で、*Legislative History* として引用する。

あると解することも可能なのではなからうか。

それでは、証券取引所法9条a項2号を概観しよう。前述したように、同号は売買取引による相場操縦を禁止する規定である。それによれば、「他人の買付け又は売付けを誘引する目的（以下、誘引目的とする）」で行われる一連の売買取引を相場操縦として禁止している。同号の特徴として、誘引目的という要件の存在があげられる。この目的は違法な売買取引と適法な売買取引を明確に区別する趣旨で設けられたようである<sup>11)</sup> 当然のことながら、大量の買付け又は売付けを行えば、価格変動を引き起こす可能性は高い。しかし、投資のために大量の買付け又は売付けを行う際に、このことによって市場価格が変動するであろうと認識しているだけで、当該行為を違法なものとするにはできないとされていた<sup>12)</sup> ところで、証券取引所法を制定する際に、9条の規制対象としてプール(pool)による相場操縦が想定されていた<sup>13)</sup> 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<sup>14)</sup> プールによる相場操縦において、第三者の売買取引を誘引することが重要な意味を持っていたとされる<sup>15)</sup> まず、プールは自ら売買取引を行うことにより価格変動を引き起こし、当該証券が過小評価されていると第三者を誤認させる<sup>16)</sup> そして、第三者の売買取引を誘引して、プールが利益を得る水準まで価格を騰貴させたのである<sup>17)</sup> このような相場操縦の技法を禁止することが、9条a項2号の任務と

11) Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, U.Miami L.Rev. 671, 703(1986).

12) S.Rep. No. 792, 73rd Cong, 2d Sess. 17(1934), reprinted in 5 Legislative History, supra note 10, 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)。

13) Thel, *Regulation of Manipulation under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934*, 1988 *Coum. Bus. L. Rev.* 359, 409(1988)を参照。

14) Thel, *The Original Conception of section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 *Stan. L. Rev.* 385, 404(1990).

15) Thel, supra note 13, at 410.

16) *Id.* at 411.

17) *Id.*

されている<sup>18)</sup>。

このように、誘引目的という要件を設けた趣旨がプールによる相場操縦を禁止することにあるとするならば、この要件が相場操縦の本質的な要素とすることは必ずしもできないのではなかろうか。この点に関して、アメリカ法律協会 (American Law Institute) の連邦証券法典案 (Federal Securities Code) が参考となる。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<sup>19)</sup>ところが、その後、「価格を騰貴又は下落させる目的」という要件に改められた<sup>20)</sup>それは、誘引目的を立証するという規制上の難点を克服するために行われたようである<sup>21)</sup>つまり、規制を容易にするために、誘引目的を「価格を騰貴又は下落させる目的」という要件に改めたのである。そうであるなら、誘引目的の存在が相場操縦の本質的な要素とはいえないのではなかろうか。むしろ規制の趣旨を「自由市場」の確保に求めるならば、「価格を騰貴又は下落させる目的」を目的要件とする方が妥当であると思われる。

次に、安定操作を規制する証券取引所法9条a項6号の立法趣旨を概観することとする。同号によれば、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission; 以下、S.E.C.とする) の定める規制に違反して、証券の価格を釘付けし、固定し、又は安定させる目的で、一連の売買取引を行うことを禁止している<sup>22)</sup>つまり、売買取引による相場操縦を一般的に禁止する9条a項2号の射程から、証券の価格を釘付けし、固定し、又は安定させる目的で行う一連の売買取引を除外し、これをS.E.C.の定める規制による規制対

18) Id.

19) II The American Law Institute, Federal Securities Code § 1609(c)(1980). なお、拙稿「相場操縦の目的要件について」一橋研究18巻4号111頁(1994年)以下を参照されたい。

20) 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「米国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。

21) II The American Law Institute, supra note 20, § 1609(c)comment を参照。

22) 同号の邦訳については、日本証券経済研究所・前掲註(3)65頁を参照。

象としたのである<sup>23)</sup> 同号は、どのような趣旨で定められたのであろうか。この点についてS.E.C.は、1940年にその立場を明らかにしている<sup>24)</sup> 多数意見の見解を要約すると以下のようなになる。まず、安定操作は相場操縦の1類型であるが、9条a項6号が定めるように、証券取引所法は一定の相場操縦を禁止する趣旨ではないとする<sup>25)</sup> 安定操作に対する処置として、以下のような3つの選択肢をあげている。即ち、①規制を行わない立場、②弊害が除外するために安定操作を規制する立場、③安定操作を禁止する立場の3つである<sup>26)</sup> 上記②の立場を採る多数意見の場合、証券を買い付ける投資者の保護と産業界への円滑な資金の流入の確保という相反する要請を調和しなければならないことを認めている<sup>27)</sup> 即ち、9条a項6号によって、S.E.C.は安定操作による侵害から投資者の利益を保護する要請と産業界への円滑な資金の流入の確保という要請との均衡点を見いだす義務を負っていると<sup>28)</sup> また、発行される証券の需要が高い場合は安定操作は不要であるし、証券の需要がない場合は安定操作はできないとする<sup>29)</sup> そして、安定操作は積極的な価格変動を阻止するのであるから、消極的な相場操縦として位置付けるのである<sup>30)</sup> そもそも、安定操作は、他人の売買取引を誘引する可能性が高い<sup>31)</sup> しかし、上記のような安定操作の必要性も否定しがたいことから、投資者の保護との調和をはかる必要がでてくる。そこで、安定操作は

23) IV L.Loss & J.Seligman, supra note 7, at 3988.

24) *Sec. Ex. Act Rel. 2446(1940)*, reprinted in 11 F.R. 10971-10981(1946). なお、以下では2次資料のみを引用することとする。この声明については、すでに詳細な研究がある。以下を参照した。

証券取引法研究会「第5章 証券取引所〔26〕」イベントメント19巻2号63頁以下〔川又・報告〕(昭和41年)。

神崎克郎『証券取引の法理』558頁以下(昭和62年)。

25) 11 F.R. 10971.

26) *Id.* at 10972.

27) *Id.*

28) *Id.* at 10974. なお、論述の展開上、原文と異なる構成をとった。

29) *Id.* at 10973.

30) *Id.*

31) IX L.Loss & J.Seligman, supra note 7, at 3989-3990を参照

価格変動を阻止する消極的な相場操縦である点に着目したのである。即ち、価格変動を阻止する安定操作は、上記の相反する要請を調和させる手段として妥当なものとするのである。つまり、多数意見によれば、安定操作は価格変動を阻止するものであるが、これを認めても「自由市場」は害されないと解するのである<sup>32)</sup>。

以上のことを整理しよう。相場操縦規制の制度趣旨の1つとして、「自由市場」を確保することがあげられる。沿革上の理由から、誘引目的の存在が一連の売買取引の違法性の有無を決する分水嶺となる規制方式を採用している。従って、「自由市場」の確保ということから、演繹的に誘引目的という要件が導き出されたわけではないのである。そのため、誘引目的が相場操縦の本質的な要件であるとはできない。また、安定操作は価格変動を阻止するものであるから、これを認めても「自由市場」は害されないと解されているようである。

ところで、安定操作は価格変動を阻止するその性質の故に正当化されている。そうであるなら、現在の市場価格を「あるべき市場価格」に変動させるために一連の売買取引を行うことは、相場操縦規制の制度趣旨である「自由市場」の確保という法の要請に抵触するのだろうか。この点について、9条a項2号の誘引目的を「市場に関して虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的」に変更し、且つ公正で秩序ある市場を確立若しくは維持する目的で行われる売買取引を禁止する規則を制定することはできないとする法律案が存在した<sup>33)</sup>。これに対して、自由かつ公開の市場にお

32) このような多数意見に対して、安定操作の禁止を主張する少数意見も存在した。その骨子は、次のようなものである。安定操作に関する開示は事後的に行われるので、安定操作が行われている時点では一般投資家は安定操作を認識できない。開示制度が不完全である以上、安定操作を認めることは投資者保護の理念に反するというものである。詳細については、11 F.R. 10971, at 10976 以下を参照。

33) いわゆる、Wadsworth 法案である。残念ながら原典にふれることができなかったので、2次資料を引用することとする。VIII L.Loss & J.Seligman, supra note 7, at 3977 及び IX L.Loss & J.Seligman, supra note 7, at 4057.

また、証券取引法研究会・前掲註2455-56頁 [川又・発言] を参照。

ける自然の需給に基づいて行う投資判断に影響を与えるという批判がなされてきた<sup>34)</sup>つまり、このような行為を是認すること自体、「自由市場」を害するものと理解されているのであろう<sup>35)</sup>

### 3. 日本法における相場操縦規制とその保護法益

前述したように、アメリカ法においては相場操縦規制によって「自由市場」を保護しようとしている。日本法においては、相場操縦規制の保護法益はどのように解されているのであろうか。学説においても、「有価証券市場は、自由公開の市場でなければならない<sup>36)</sup>」とされている。その理由として、「有価証券市場は、流通市場の中心に位置して、具体的な流通市場としての機能と、価格形成市場としての機能を果たしているが、この機能は、有価証券市場が作為の加えられない自由な公開市場であることによって初めて完全に果たされうるものである<sup>37)</sup>」という点をあげることができる。そのため、相場操縦は「自由市場」を阻害するものとして禁止されることになろう<sup>38)</sup>。それでは、裁判例はどのような見解をとるのだろうか。以下で、相場操縦に関する主な裁判例を概観することとする。

現行の証券取引法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事例として、東京証券金融事件がある<sup>39)</sup>。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ものである。判決は、量刑を考慮する際の当該行為の評価

34) 残念ながら原典にふれることができなかったので、2次資料を引用することとする。

IX L.Loss & J.Seligman, supra note 7, at 4057.

35) 証券取引法研究会・前掲註(2456頁 [川又・発言] を参照。

36) 堀口 亘『新訂版・最新証券取引法』493頁(平成5年)。

37) 鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法〔新版〕』526頁(昭和59年)。また、神崎克郎「現実取引による相場操縦」法曹時報44巻3号569頁を参照(平成4年)。

38) なお、黒川弘務「相場操縦罪(変動操作)における誘引目的および変動取引の意義」商事法務1342号12頁以下(1993年)を参照。

39) 東京地判昭和56年12月7日判例時報1048号164頁以下。



に関連して次のように述べている。即ち、「このようにして、自由かつ公正であるべき有価証券市場における価格形成を人為的取引によって大きくゆがめたもので、一般投資家にとって甚だ危険な行為であり、これが社会一般の有価証券市場に対する信頼を著しく傷付けたものといえる。更には、相場操縦禁止の規定は右のように自由かつ公正な有価証券市場を維持確保し、ひいては一般投資家の保護を本来の目的とするもの<sup>40)</sup>」であるとする。つまり同判決は、相場操縦禁止の規定の任務を自由かつ公正な有価証券市場を維持確保し、ひいては一般投資家の保護するものと位置付けている。

資金調達を容易にするために、自社株の価格を高騰させ、その高値を維持したことが問題となった事例として、協同飼料事件がある。本件の第1審判決は、旧125条2項1号後段及び旧125条3項は憲法31条に違反するという主張を検討する際に相場操縦規制を次のように位置付ける。まず、わが国の証券取引法がアメリカの1934年証券取引所法等を継受していること等を指摘した後、「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公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<sup>41)</sup>」であるとする。また、現行の159条3項に当たる旧125条3項については次のように位置付ける。まず、「同条3項にいう『相場を安定する目的』も、右のような市場原理に反して人為的に相場を形成する意図のもとで当該有価証券の価

40) 同上176頁。

41) 東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号33頁。なお、漢数字を算用数字に変更して引用した。以下で引用する判決文や文献も同様の引用方法をとった。

格の下落を防ぎ又は遅らせる目的<sup>42)</sup>」であるとする。そして、旧125条3項等が有価証券の募集又は売出しを容易にするために行う安定操作を許容していることについて、「それは元来企業が有価証券の募集又は売出しを行う場合には、大量の有価証券が市場に送り出され一時的な供給過剰の現象を生ずることがあり、そのために自然の需給関係等に任せておくと、当該有価証券の価格が下落して、ひいては有価証券の募集又は売出しが一般的に困難になることがあり得ることから、法は右の場合に限り人為的な相場の安定となる取引を許容しているのであり、右以外の場合には3項による処罰の対象となると解される<sup>43)</sup>」とする。第1審判決は、相場操縦禁止の規定の趣旨を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公正取引を禁止しようとしたものであるとする。そして、旧125条3項も類似の趣旨であるとした上で、有価証券の募集又は売出しを容易にするために行う安定操作をその禁止の例外としてとらえている。

第2審判決も、旧125条2項1号後段及び旧125条3項は憲法31条に違反するという主張を検討する際に、これらの規定の趣旨を明らかにしている。旧125条2項1号後段違反の罪については、「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害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<sup>44)</sup>」とする。また、旧125条3項違反の罪に

---

42) 同上。

43) 同上。

44) 東京高判昭和63年7月26日高刑集41巻2号281頁。

については、「有価証券市場において、現にある当該有価証券の相場を一定の範囲から逸脱しないようにする目的で、それにふさわしい一連の売買取引をすれば、それによつてその有価証券の相場が安定し、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、政令で定める例外の場合を除き、当該有価証券の相場を安定する目的をもつて、有価証券市場におけるその有価証券の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<sup>45)</sup>」とする。政令で定める例外として位置付ける有価証券の募集又は売出しを容易にするために行われる安定操作が犯罪とならない理由については次のように述べている。即ち、「企業が有価証券の募集又は売出しをする場合には、大量の有価証券が有価証券市場に放出され、一時的に供給過剰の現象を生ずることがあるため、自然の取引、成り行きに任せておくと、その有価証券の価格が下落して、有価証券の募集又は売出しが困難になるおそれがあることから、右の場合に限り人為的に相場の安定を図る取引を許容し<sup>46)</sup>」たものとしている。これらのことを整理しよう。第2審判決は、相場操縦が行われると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とする。そのため、相場操縦は禁止されるとする。しかし、有価証券の募集又は売出しを容易にするために行われる安定操作はその例外として位置付けている。

本件の最高裁決定は、旧125条2項1号後段及び旧125条3項は憲法31条に違反するという主張を検討する際に、旧125条2項1号後段の規定について次のように述べている。即ち、「証券取引法125条2項1号後段は、有価証券の相場を変動させるべき一連の売買取引等のすべてを違法とするものではなく、このうち『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』、すなわち、人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわら

45) 同上283頁。

46) 同上282頁。なお、論述の展開上、判決文とは異なる構成をとった。

ず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的をもってする、相場を変動させる可能性のある売買取引等を禁止するものと解され<sup>47)</sup>」とする。同決定は、誘引目的の存在が旧125条2項1号後段違反の罪の成否において重要な分水嶺となることは指摘しているものの<sup>48)</sup>、相場操縦禁止の保護法益をどのように解するかという点については必ずしも明らかではない。

また、藤田観光株株価操作事件における判決は、相場操縦規制の趣旨を証券取引法の目的から位置付けている。本件は、被告人が所有する株価を高騰させたこと等が問題となった事例である<sup>49)</sup>。同判決は、相場操縦規制の趣旨を証券取引法の目的から次のように位置付けている。即ち、「証券取引の公正を確保し、自由で公正な証券市場を維持することは、投資家を保護するとともに、証券市場を通じての国民経済の適切な運営という証券取引法における所期の目的を達成するためには、欠くことのできないことである。証券取引について不公正な行為が行われ、証券市場が人為的に動かされあるいは不明朗な色彩を帯びてくるならば、証券取引に参加する個々の投資家の利益が侵害されるのみならず、投資家一般の証券市場に対する信頼が失われ、証券市場が国民経済の運営において果たす役割は大きく損なわれかねない。特に、近年わが国の証券市場において広範で多数の一般投資家の参入が増え、一方では証券市場の国際化が進み、また企業に資金調達市場としての機能が重要視されている状況下にあつては、それら投資家を保護し、かつ証券市場の役割維持のためにも、証券市場における公正確保ということが一層重要な課題となっており、このことは証券取引の公正確保のための規定を解釈するに当たってもしん酌すべきであるといえる。

47) 最決平成6年7月20日資料版/商事法務126号148頁。なお、同決定は旧125条3項の目的要件について言及しているが、本稿とは直接の関連性がないのでふれないこととする。

48) 神崎克郎「協同飼料事件の最高裁決定」商事法務1366号4頁(1994年)。

49) 事案の詳細については、東京地判平成5年5月19日判例タイムズ817号224頁以下を参照。

ところで、証券取引法125条は、投資家を保護し、自由で公正な証券市場を確保するという目的を達成するため、有価証券の売買取引に関連して、その売買取引の状況や有価証券の相場について不当な影響を与える行為を禁止している。すなわち、同条1項は、他人に誤解を与える目的とする偽装売買や馴合売買の偽装取引を禁止し、2項は、現実の売買による相場操縦と、情報流布や虚偽表示による相場操縦を禁止しているのであるが、これらはいずれも、有価証券の売買取引は、公開された公正な情報に基づく自然かつ正常な需給関係に従って行われるべきものであり、それらの情報を操作しあるいは正常な需給関係を人為的、恣意的に操作するなどして、投資家の売買取引に関する判断を誤らせる結果をもたらす行為を禁圧しようとするものと解される<sup>50)</sup>とする。

以上のように学説及び裁判例ともに、相場操縦の違法性は自然な需給関係を人為的に歪め、「自由かつ公開の市場」が行うべき価格形成を阻害する点に求められるとしている。それでは、「国民経済上の政策的見地」から、有価証券市場の株価の下落を防止するため、又は株価を引き上げるために一連の売買取引を行うことは、相場操縦に該当しないのであろうか<sup>51)</sup> 前節で検討したアメリカ法の議論からも明らかなように、安定操作も相場操縦の1類型であることにはかわりがない。そして、安定操作の概念は、広・狭の2義に分かれるとされている<sup>52)</sup> 広義の安定操作には、相場の急落に伴う梃入れのために行うものや有価証券の募集又は売出しを容易にするために行うもの等があげられる<sup>53)</sup> 株価の下落を防止するため、一連の売買取引を行うこともこれに該当しよう。これらの広義の安定操作のうち、有価証券の募集又は売出しを容易にするためにも行うものが狭義の安定操作である<sup>54)</sup>

50) 同上227頁。

51) これらの政策については、森田 章「証券市場に対する政策立案行政」『商法経済法の諸問題（川又良也先生還暦記念）』471頁（1994年）を参照。

52) 堀口・前掲註(36) 511-512頁。

53) 同上512頁。

54) 同上。

ところで、株式の需給調整等を目的とする株式会社が存在していた。日本共同証券株式会社である。これは、「昭和36年7月以降の株価不振の打開手段として、金融機関が中心となって株式の需給調整、市場の安定、資本市場の育成を目的として昭和39年1月20日設立された証券会社<sup>55)</sup>」であり、「事実上、株価の梃入れ機関であって、市況に応じ買い出動し株価防衛に寄与した<sup>56)</sup>」とされている。このような梃入れ機関の特徴として、次の2つがあげられる。第1に、現在の市場価格を「望ましい価格」に変更する目的で、一連の売買取引を行うという点である<sup>57)</sup>。第2に、平均株価等を梃入れする場合は、特定会社の有価証券を対象とする相場操縦や狭義の安定操作と異なり、市場の動向に影響を与える複数の代表的な銘柄を対象とする点である<sup>58)</sup>。そして、これらの行為は、証券取引法1条の「国民経済の適切な運営」の確保という点に、その正当化根拠を求める余地も指摘されていた<sup>59)</sup>。また、「簡易保険などの公的な資金で積極的に株を買わせたり、反対に売りを抑制したりする行政指導<sup>60)</sup>」を行う場合も考えられる。これについても、証券取引法1条の「国民経済の適切な運営」の確保という点に、正当化根拠を求めうることが示唆されている<sup>61)</sup>。相場操縦の保護法益を「自由市場」又は「自由かつ公開の市場」と解するならば、これらの行為は「国民経済の適切な運営」の確保という視点から正当化することができるのだろうか。

前節で触れたように、アメリカ法における相場操縦規制の制度趣旨は「自由市場」を確保することであった。また、アメリカ法を継受した日本の証

55) 大武泰南=大島 眞「証券・商品取引関係用語の解説」『新証券・商品取引判例百選(竹内・編)』243頁(1988年)。なお、日本共同証券株式会社は昭和46年に解散している(同上244頁)。

56) 同上243-244頁。

57) 証券取引法研究会・前掲註(24)56頁[大隅・発言]を参照。

58) 同上59頁[西原・発言及び尾上・発言]を参照。

59) 同上56頁[大隅・発言]を参照。

60) 森田・前掲註(51)471頁。

61) 同上473頁。

券取引法においても、「自由かつ公開の市場」を確保することが相場操縦規制の制度趣旨であることが明らかとなった。有価証券市場が一般の投資家に広く公開されていることを鑑みると、実質的に「自由かつ公開の市場」は「自由市場」と同義であるといえよう。「自由市場」を確保することが相場操縦規制の制度趣旨であるならば、相場操縦規制の保護法益は「自由市場」そのものとなる。そもそも「自由市場」が法的に保護されなければならない理由は、「自由市場」のみが公正な価格形成を行いうるからである<sup>62)</sup>。従って「自由市場」を確保するということは、公正な価格形成機能を確保することに他ならないのである。

証券取引法の任務の1つとして、有価証券市場の公正な価格形成機能を確保することがあげられる<sup>63)</sup>。有価証券市場が公正な価格形成機能を維持することは、証券取引法1条が定める「国民経済の適切な運営」の確保という目的にも資する<sup>64)</sup>。公正な有価形成機能を確保するには、そのための市場環境を整備しなければならない<sup>65)</sup>。相場操縦規制はその一翼を担う。つまり、相場操縦規制は「自由市場」を実現・維持することによって、その公正な価格形成機能を確保する制度として位置付けることができる。

ところでアメリカ法の沿革からも明らかのように、有価証券市場が「自由市場」であるためには、投資者が合理的な投資判断を行うことのできる機会を確保しなければならない。合理的な投資判断に基づく需給が投合されることによってのみ、公正な価格が形成されるからである。そうであるなら、有価証券市場の株価の下落を防止するため、又は株価を引き上げるために行われた一連の売買取引等が「国民経済上の政策的見地」から行われたものであったとしても、投資者から合理的な投資判断の機会を奪うも

62) 鈴木=河本・前掲註(37)526頁を参照。

63) 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)を参照。

64) 紙幅の制約から、証券取引法の目的論に関する論争に触れることができない。その理論状況については、森田・前掲註(51)456頁以下を参照。

65) 上村・前掲註(63)4頁。

のといわなければならない。なぜなら、投資者は、そのような売買取引等がいつどの程度行われ、価格がどのような影響を受けたかとういことを知りうる立場にないからである。このような状況下で形成された価格は、公正な価格とはいえないであろう。公正な価格を形成することができないということは、「国民経済の適切な運営」を害することになる。従って、上記のような売買取引等は159条2項1号又は同条3項に違反すると解さざるを得ない。また、このような売買取引等を委託することや受託することも159条2項1号又は同条3項に違反すると考える。そして、これらの売買取引等又はその委託若しくは受託を正当化する政令を制定することも、上記の理由から不可能であると解する。

#### 4. むすびにかえて

これまで検討したように、相場操縦規制の保護法益は投資者の合理的な投資判断に基づく需給が投合される「自由市場」であるといえよう。このような状態が確保されてこそ、有価証券市場は公正な価格を形成することができるのである。そのため、「国民経済上の政策的見地」から、有価証券市場の株価の下落を防止するため、又は株価を引き上げるために一連の売買取引等を行うこと又はその委託若しくは受託を正当化する政令を制定することは、証券取引法1条や159条2項1号及び3項の趣旨に反すると解する。

前述したように、有価証券市場の公正な価格形成機能の確保は、証券取引法の重要な任務である。公正な価格形成機能の確保という視点から、相場操縦規制の射程の検討を試みた。証券取引法をこの視点から再構成し、各種の制度を位置付けることができれば、有益な示唆が得られるのではなかろうか。有価証券市場の公正な価格形成機能の確保という視点から、不公正取引規制を分析することが今後の課題である。



(追記)脱稿後、古山正明「日本ユニシス株相場操縦事件の検討」商事法務  
1378号 2頁以下(1995年)に触れた。