

## 事実の流布と相場操縦規制

芳 賀 良

### 目 次

1. はじめに
2. アメリカにおける判例及び学説の展開
3. 検討 —日本法を中心として—
4. むすび

#### 1. はじめに

証券取引法1条によれば、「有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ」ることも同法の目的とされている。相場操縦規制や内部者取引規制は、不公正取引を規制することにより上記目的に奉仕する。また、開示制度は、投資判断に影響を与える情報を投資者に開示することにより上記目的に奉仕する。ところで、証券取引法が定める開示制度を利用することなく、投資判断に影響を与える可能性のある情報を流布し、相場を操縦する行為類型も想定される。そして流布される情報の性質により、情報の流布による相場操縦は2つに大別できる。即ち、①当該情報が虚偽である場合と②当該情報が真実である場合である<sup>1)</sup>。上記①の事例としては、真実

は新製品の開発に失敗したにもかかわらず、新製品の開発に成功した旨の発表を A 会社が行い、A 会社の株価を高騰させること等が考えられる<sup>2)</sup>。このような発表を行うことは、証券取引法159条2項の定める「有価証券の売買取引等を誘引する目的」の存在を推認させるものである<sup>3)</sup>。従って、上記行為は虚偽表示による相場操縦を禁止する同項3号に違反するものといえよう。それでは、上記②の場合、どのような事例が該当するのだろうか。アメリカでは、以下のような事例が問題となったようである<sup>4)</sup>。まず、B 製薬会社の株式のプット・オプションを購入する。その後、B 会社の製造した薬品のカプセルに毒を混入し、それをあるストアの店頭置く。この事実をテレビ局や B 会社に知らせ、B 会社の株価を下落させようとしたものである。このような相場操縦が日本で行われた場合、証券取引法はどのような規制を行うことができるのだろうか<sup>5)</sup>。この点に関して、証券取引に関する不正行為を禁止する157条が重要な役割を果たすように思われる。そこで、この規定が範としたアメリカ法を参考にしつつ、あるべき規制を探るのが本稿の目的である。

## [註]

- 1) 情報が流布された時点においては、当該情報の真偽が明らかでない場合も考えられる。例えば、他人が行う市場操作により相場が変動する旨の情報を流布する場合、当該情報が流布された時期において、その真偽が明らかでない場合が多いと思われる。しかし、このような場合も事後的にその真偽が明らかになるものと考えられるので、本稿では、流布される情報の真偽によって相場操縦を分類することとする。
- 2) 堀口 亘『新訂版・最新証券取引法』508頁（平成5年）。
- 3) 同上。
- 4) この事例の描写は、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, 389 (1988) によった。また、VIII L. LOSS & J.

SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 3963 n.21 (3rd ed. 1991) を参照。

- 5) 現在日本では、現実の有価証券の売買取引を成立させる権利を内容とするオプション取引は行われていないとされている(河本一郎=大武泰南『証券取引法読本』151頁(1993年))。従って、現在のところ本文で挙げた事例と同様の相場操縦を実行するのは困難であろう。しかし、証券取引法は有価証券の売買取引を成立させる権利を内容とするオプション取引も予定している(2条15項)。また事実の流布を利用する相場操縦を検討する際、本文で挙げた事例が考察対象として適当であると思われる。このような理由から、本稿ではあえて有価証券の売買取引を成立させるオプション取引の事例を中心に考察を加えた。

## 2. アメリカにおける判例及び学説の展開

ここでは、アメリカにおける相場操縦に関する判例及び学説の展開を概観することとする。まず、アメリカにおける相場操縦規制を概観しよう<sup>1)</sup>。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項は相場操縦を禁止する規定である<sup>2)</sup>。9条a項1号は、仮装の売買取引等による相場操縦を禁止している。次に、同項2号は、現実の売買取引による相場操縦を禁止している<sup>3)</sup>。また、同項4号は、重要事実に関する虚偽表示等を禁止している。そして、同項3号及び5号は、証券の価格を騰貴又は下落させる目的で、市場操作により当該証券の価格が騰貴又は下落する旨の情報を流布する行為を禁止している。9条e項は、同条に違反する行為に基づく損害賠償責任について定めている<sup>4)</sup>。

ところで、9条a項3号や5号の「市場操作 (market operation)」という文言は、どのような意味を有するのだろうか。前述のように、9条a項2号は現実の売買取引による相場操縦を禁止する規定である。同号の禁止する売買取引が行われるという情報を伝播すれば、相場の操縦はより容易

なものとなろう<sup>5)</sup>。そこで、上記の情報を伝播する行為を禁止するのが9条 a 項 3号及び5号であるとされている<sup>6)</sup>。それでは、製薬会社の株式のプット・オプションを購入した後に同社の製品に毒を混入し、その事実を報道機関に伝播する行為は、3号及び5号の禁止の対象となるのだろうか。当該行為は3号及び5号が定める「市場操作」に該当しない。そのため、これらの規定で禁止することはできないと言わなければならない。

また、「相場操縦的 (manipulative)」という文言が使用されている規定もある。詐欺的行為を禁止する証券取引所法10条 b 項<sup>7)</sup>や公開買付時の相場操縦を禁止する同法14条 e 項<sup>8)</sup>等である。判例において、「相場操縦」という概念はどのように把握されているのだろうか。10条 b 項における「相場操縦的」という文言に言及する *Ernst & Ernst v. Hochfelder* 判決によれば、証券の価格を制御し又は価格に対して人為的な影響を与えることによって、投資者を欺く意図的な行為を相場操縦として捉えている<sup>9)</sup>。そして、*Santa Fe Industries, Inc. v. Green* 判決は、市場に人為的な影響を与えることによって投資者を欺くことを意図する仮装の売買取引のような行為を相場操縦として捉えている<sup>10)</sup>。また判決は、証券取引所法の基本的目的を完全開示に求め、相場操縦を成功させるためには不開示 (nondisclosure) が重要な要素となることを指摘している<sup>11)</sup>。このように上記2つの判決は、市場価格に人為的な影響を与えることによって投資者を欺罔する行為を相場操縦として把握しているように思われる。このように相場操縦を捉えるならば、市場価格に人為的な影響を与えるあらゆる手段を秘匿すること、即ち相場を操縦する手段の不開示が重要な要素となろう。

14条 e 項における「相場操縦的」という文言について言及する重要な判決がある。*Schreiber v. Burlington Northern, Inc.* 判決 (以下、*Schreiber* 判決とする。) である<sup>12)</sup>。判決によれば、不実表示 (misrepresentation) 又は不開示が、14条 e 項における「相場操縦的」という文言の必須要素になるとする<sup>13)</sup>。つまり、14条 e 項における相場操縦の本質的要素を、不実表示又は不開示に求めるものと思われる。仮に、*Schreiber* 判決の理論が10条 b

項の解釈にも拡張されうるならば<sup>14)</sup>、10条b項における相場操縦の本質的要素も不実表示又は不開示に求められることとなろう<sup>15)</sup>。

前述のような事実を流布する相場操縦は、真実を明らかにすることによって相場を変動させる点に特徴がある。従って、不実表示や不開示を本質的要素とするものではない。このような相場操縦について、判例理論がどのような理論構成を採用するのかは明らかではない。しかし、10条b項における相場操縦の本質的要素を不実表示又は不開示に求めるのであれば、当該行為は10条b項における相場操縦にも該当しないと解するのが論理的であろう<sup>16)</sup>。

これに対して、証券取引所法の基本的目的は完全開示に限定されないことを前提に、上記のような事実の流布による相場操縦を規制する規則を10条b項に基づいて制定することができるとする見解がある<sup>17)</sup>。この見解は、相場操縦を証券市場の適正な機能を阻害する行為として捉えている<sup>18)</sup>。証券市場の適正な機能を阻害する行為は、不実表示や開示義務に違反して行われる行為のみに限定されない。そうであるなら、相場操縦の本質的要素を不実表示や不開示に求める必要はない。つまり、10条b項における相場操縦も不実表示や開示義務に違反して行われる行為のみに限定されない<sup>19)</sup>。従って、証券市場の適正な機能を阻害する行為を規制する規則制定権が、10条b項から導き出されるのである<sup>20)</sup>。

以上のことから明らかとなったことを整理しよう。まず、10条b項における相場操縦の本質的要素を不実表示又は不開示に求めることも可能である。従って、わが国の証券取引法157条1号の「不正の手段、計画又は技巧」についても、同様の解釈を採用することもできよう。しかし、この見解では事実を流布する相場操縦を禁止することは困難である。なぜなら、このような形態の相場操縦は真実を明らかにすることによって相場を変動させる点に特徴があるからである。他方、相場操縦を証券市場の適正な機能を阻害する行為として捉える見解がある。投資者の投資判断を歪曲する行為を不公正取引をして規制しようとする点に着目するならば、この見解の趣

旨を市場のインテグリティ (integrity) の確保に求めることもできる。この見解を敷衍すれば、投資者の投資判断を歪曲し、価格を変動する行為を、10条b項における相場操縦として把握することができる。従って、事実の流布による相場操縦を禁止することも可能となる。このような見解は、上記157条1号の「不正の手段、計画又は技巧」の解釈に対して、有益な示唆を与えるものと考えられる。

## [註]

- 1) 紙幅の制約上、主要な規定のみに言及することとする。
- 2) 15 U.S.C.A. §78i (a) (West 1981). 証券取引所法9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]』64-66頁 (平成2年) がある。
- 3) 同項の「他人の買付け又は売付けを誘引する目的」という要件に関する議論については、拙稿「相場操縦の目的要件について」一橋研究18巻4号107頁以下 (1994年) を参照されたい。
- 4) 15 U.S.C.A. §78i (e) (West 1981). また、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2 157頁以下 (1959年) を参照。
- 5) 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, 413 (1988) を参照。
- 6) Id., at 414-415.
- 7) 15 U.S.C.A. §78j (b) (West 1981). 証券取引所法10条の邦訳として、日本証券経済研究所・前掲註(2) 66-67頁がある。
- 8) 15 U.S.C.A. §78n (e) (West 1981). 証券取引所法14条の邦訳として、日本証券経済研究所・前掲註(2) 92-96頁がある。
- 9) 425 U.S.185, 199(1976). なお、本判決の紹介として、島袋鉄男 [1977] 「アメリカ法」311-314頁を参照。
- 10) 430 U.S.462, 476-477(1977). なお、本判決の紹介として、江頭憲治郎 [1979]

「アメリカ法」175-180頁を参照。

- 11) 430 U.S., at 477. また, VIII L. LOSS & J. SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 3983 (3rd ed. 1991).
- 12) 472 U.S.1 (1985). また同判決については, 山下友信「不実表示を伴わない公開買付の撤回と1934年証券取引所法14条(e) 項」商事法務1203号23-25頁(1989年)を参照。なお, 上記論題は漢数字を算用数字に変更して引用した。
- 13) 472 U.S., at 12.
- 14) Schreiber 判決の理論が10条 b 項の解釈にも拡張されれば, S.E.C.の定める規則の有効性が損なわれる可能性があるとされている(T. HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION §12.1, at 619 (2nd ed. 1990))。もっとも, 公開買付けに関する規定である14条 e 項に関する判例理論を, 証券取引に関する詐欺を禁止する規定である10条 b 項の解釈に適用することには疑問が残る。詳細は, 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108巻1号155頁以下(1992年)を参照されたい。
- 15) 10条 b 項における相場操縦の本質を欺瞞的要素に求める見解として, Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 U. M IAMI L.REV. 671 (1986) がある。
- 16) もっとも, 情報を伝播する時期より以前に開示義務が発生するとすれば, 行為者の開示義務違反を問うことも理論的には可能である。つまり, 株式のプット・オプションを購入した時期に, 相場操縦の開示義務が発生すると構成するのである。この点については, 次節において触れることとする。
- 17) Thel, supra note 5, at 389.
- 18) Id., at 361.
- 19) Id., at 438-439を参照。
- 20) Id., at 361. なお, 10条 b 項における規則制定権の問題は日本法との関連性がないので, これ以上詳論しない。

### 3. 検討 ——日本法を中心として——

ここでは、事実を流布して相場を操縦する行為に対して、わが国の証券取引法がどのような規制を行えるのかを検討することとする<sup>1)</sup>。まず、事実を流布して相場を操縦する行為を分析しよう。この相場操縦の典型例として、前述のように製薬会社の株式のプット・オプションを購入した後に同社の製品に毒を混入し、その事実を報道機関に伝播する行為が挙げられる。この行為の特徴は、相場操縦を行おうとする者がある会社の株価に影響を与える事実を創出し、その事実を報道機関に伝播する点にある。ある会社の株価に影響を与える事実の中でも、当該会社の株価を下落させ得るような事実の創出は、株価を騰貴させ得るような事実を創出するより容易であろう。ある会社の製造した製品に何らかの加工を施してあたかも欠陥商品のように見せかけ、当該会社の社会的信用を毀損したり、会社の重要財産を破壊して資産状態を悪化させる等の方法が考えられよう。このような事実を創出した後、この事実を報道機関に伝播することは、事実の流布による相場操縦において最も重要な行為である。なぜなら、より多くの一般投資家にこの事実を知らせ、各自の投資判断に反映させれば、相場操縦は容易になるからである。しかも流布される情報は、単なる噂や未確認情報として伝えられるよりも、真実として伝えられる方がより効果的である。株価に影響を与える情報として投資判断の1つの資料とされる可能性が、単なる噂や未確認情報の場合より高くなるからである。特に株価を下落させ得るような事実が流布される場合、持ち株の価格の下落を恐れて、それを売却することも考えられる。まさに、このような売却が多数行われることによって株価が下落することを、相場操縦の行為者は意図しているのである。このように、事実の流布による相場操縦の特徴は、創出した事実を報道機関に伝播し、このような報道機関を通して事実を流布する点にある。

そもそも、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<sup>2)</sup>。市場秩序を形成・維持するためには、投資者が合理的な投資判断を下すことができる環境を整備しなければならない。投資者の投資判断を歪曲する行為を排除するのが、相場操縦規制の任務である。ところで、流布される情報が真実であっても、投資者の投資判断を歪曲する危険性があるのだろうか。①事実を流布する前にプット又はコール・オプションを取得すること、②ある会社の株価に影響を与える事実を創出すること及び③事実を報道機関に伝播すること、これら3つが因果関係の糸で結びつけられるならば、投資者の投資判断を歪曲して、価格を変動させ、そのことにより利益を得ることを行為者は意図したものといわなければならない。特に株価を下落させる可能性のある事実の場合は、価格下落の不安を煽ることによって株価を下落させようとするのであるから、投資者を無用の混乱におとしめるであろう。このように、流布される情報が真実であっても、投資者の投資判断を歪曲する危険性があるのである。従って、事実の流布による相場操縦も、投資者の投資判断を歪曲することによって市場秩序を乱し、ひいては市場のインテグリティを害するので、証券取引法によって禁止されなければならない。

それでは、事実の流布による相場操縦はどの規定に違反するのだろうか。証券取引法には、一定の情報を流布する行為を禁止する規定がある。159条2項2号である。それによれば、有価証券の売買取引等を誘引する目的で、市場操作によって有価証券の相場が変動するべき旨を流布することが禁止されている。同号の定める「操作」とは、どのように解すべきであろうか。この規定は、アメリカの証券取引所法9条a項3号を範としたものとされている<sup>3)</sup>。前述のように、アメリカの証券取引所法9条a項3号の趣旨は、売買取引による相場操縦が行われるという情報を伝播する行為を禁止するものであった。そのため、同号の「市場操作」という文言は、このような売買取引を指し示すものと解さざるを得ない。そのため、この規定を継受した159条2項2号の「操作」という文言も、このように解することも可能であろう。また、159条2項の規定の形式からも、このことは肯定できる。

159条2項1号は、一連の売買取引等による相場操縦を禁止する規定である。そして、2号は、自己又は他人の「操作」によって相場が変動するべき旨を流布することを禁止している。そうであるなら、2号の「操作」は、1号の禁止する売買取引等を受けていると解するのが自然であろう。従って、2号の「操作」という文言は、1号の禁止する売買取引等を指し示すものと考えられる。そのため、事実の流布による相場操縦は、159条2項2号の構成要件に該当しないとわなければならない。

証券取引法には、風説の流布を禁止する規定もある。158条である。この規定は、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくは有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもって、風説の流布等を行うことを禁止する<sup>4)</sup>。「風説」とは噂を意味する文言であるから<sup>5)</sup>、当該「風説」に合理的な根拠がないことを行為者は認識している必要があると思われる<sup>6)</sup>。そうであるなら、事実を流布する相場操縦において流布される対象は事実にはほかならないから、「風説」にも該当しない。従って、事実の流布による相場操縦は、158条の構成要件にも該当しないとわなければならない。

それでは、事実の流布による相場操縦は、157条が禁止する不正取引行為に該当するのだろうか。同条1号は、有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引等について、不正の手段等を使用することを禁止している。ここで、「不正の手段」の意義が問題となる。旧58条1号の「不正の手段」の意義について言及した判決がある<sup>7)</sup>。本件は、無価値に等しい株式に市場性があるように見せかけるため、権利の移転を目的としない偽装の取引を行った事案のようである<sup>8)</sup>。控訴審において、旧58条1号が定める「不正の手段」の意味内容が漠然としているので憲法31条に違反するという旨の主張がなされている<sup>9)</sup>。これに対して、東京高裁は「証券取引法第58条第1号にいう「不正の手段」とは、取引所取引たると、店頭取引たるとを問わず、

有価証券の売買をその他の取引について、詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとし入れることによつて、自ら、または他人の利益を計ろうとすることであると解するを相当とする<sup>10)</sup>とする。そして、この解釈を前提に、「不正の手段」の意味内容が漠然としているとはいえないとして憲法違反の主張を退けている<sup>11)</sup>。上告された際にも、旧58条1号が定める「不正の手段」の意味内容が漠然としているので憲法31条に違反するという旨の主張がなされている<sup>12)</sup>。これに対して、最高裁は、「同条号にいう『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をいうのであつて、文理上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる<sup>13)</sup>」とする。そして、最高裁も、旧58条1号が憲法31条に違反するという主張を退けている<sup>14)</sup>。上記の理論を整理しよう。旧58条1号が定める「不正の手段」について、以下の2つの解釈が成り立つことが明らかとなった。1つは、「不正の手段」を詐欺的な行為に限定する解釈である。もう1つは、「不正の手段」を文字通り社会通念上不正と認められる一切の手段として把握する解釈である。

学説においても、旧58条1号が定める「不正の手段」を詐欺的な行為に限定する見解がある<sup>15)</sup>。この見解によれば、同条2号や3号が詐欺的な行為を禁止する点を鑑みると、1号も詐欺的な行為を禁止する規定と解するのが自然であるから、「不正の手段」は詐欺的な行為に限定されるとする<sup>16)</sup>。このように解すると、157条1号に違反する行為は詐欺的な行為でなければならないことになる。相場操縦を禁止する159条に該当しない「相場操縦」も詐欺的な性質を帯びていなければ、157条1号に該当しないことになる。換言すると、157条1号に該当する相場操縦の本質は、開示義務に違反して市場価格に人為的な影響を与えるあらゆる手段を秘匿すること、即ち相場を操縦する手段の不開示に求めなければならない。事実の流布による相場操縦においても、情報を伝播する時期より以前に開示義務が発生すれば、行為者の開示義務違反を問うことも理論的には可能である。例えば、

株式のプット・オプションを購入した時期に、相場操縦の開示義務が発生すると構成するのである。しかし、オプションを購入した後に、必ず投資判断に影響を与える事実を創出するとは限らない。オプション購入時において未確定な相場操縦の計画を開示させる義務を肯定すること自体、投資者の投資判断を歪曲する危険性はないだろうか。このような解釈はある種の擬制を前提に成り立つものであるから、支持することはできない。そうであるなら、この見解において、事実の流布による相場操縦は157条1号に該当しないと解するのが妥当であろう。

やはり、157条1号の「不正の手段」は、最高裁が述べたように社会通念上不正と認められる一切の手段を指すと解すべきではなかろうか。そもそも、証券取引法は、市場秩序を形成・維持する政策的任務を有している。そのため、投資者が合理的な投資判断を下すことができる環境を整備しなければならない。このことにより、市場秩序を形成・維持することができるからである。そして、相場操縦規制の任務は、投資者の投資判断を歪曲し、価格を変動させる行為を排除することである。事実が流布される場合であっても、投資者が合理的な投資判断をなし得ない危険性がある。つまり、事実の流布による相場操縦は投資者の投資判断を歪曲する危険性がある。従って、証券取引法に違反する「不正の手段」に該当すると解さざるを得ないのではなかろうか。

[註]

- 1) 後述するように、ある会社の株価を下落させ得るような事実の創出は、刑法等の法律に違反する行為である場合が多いと思われる。しかしながら、本稿は証券取引法における相場操縦を研究課題とするものであるから、この点については言及しないこととする。
- 2) 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。
- 3) 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2 150頁

以下(1959年)。もっとも、規制方法はアメリカ法と異なるとされている。この点については、証券取引法研究会「第5章 証券取引所〔26〕」〔川又報告〕インベストメント19巻2号43頁(昭和41年)を参照。

- 4) この規定は平成4年の改正によって新設されたものであるが、旧197条1号に同様の規定があったことが指摘されている(堀口 亘『新訂版・最新証券取引法』495頁(平成5年))。この旧197条1号は、「虚偽の風説」に関して定めていた旧取引所法の規定にならって設けられたとされている(馬場義宣「証券取引法」『注釈特別刑法』(伊藤榮樹他編)第5巻経済法編I 266頁(昭和61年))。しかし、旧取引所法の規定と異なり、旧197条1号において「虚偽」という要件が削除されている点が、解釈に影響する可能性が指摘されていた(証券取引法研究会「第9章 罰則〔3〕」〔川又報告〕インベストメント32巻2号63頁(昭和54年))。
- 5) 馬場・前掲註(4) 267頁。
- 6) 旧197条1号について、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』553-554頁(昭和59年)、及び、証券取引法研究会・前掲註(4) 82頁〔川又発言〕。
- 7) 最判昭和40年5月25日最高裁判所裁判集刑事155号831頁。東京高判昭和38年7月10日下刑集5巻7・8号651頁。
- 8) 東京高判昭和38年7月10日下刑集5巻7・8号652頁。
- 9) 同上。
- 10) 同上(なお、漢数字を算用数字に変更して引用した)。
- 11) 同上。
- 12) 最決昭和40年5月25日最高裁判所裁判集刑事155号831頁。
- 13) 同上。
- 14) 同上832頁。
- 15) 龍田 節「証券取引法58条1号にいう『不正の手段』の意義」『新証券・商品取引判例百選』145頁(1988年)。なお、上記論題は漢数字を算用数字に変更して引用した。
- 16) 同上を参照。

#### 4. むすび

これまでの議論から、事実の流布による相場操縦は、証券取引法157条1号の「不正の手段」に該当することが明らかとなった。それでは、どのような法的効果が生じるのであろうか。まず、証券会社等が違反行為を行った場合は、免許取消し等の行政処分の対象となる場合がある<sup>1)</sup>。次に、証券取引法197条8号によれば、157条1号に違反する行為を行った場合、3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金に処し、又はこれを併科するとされている。157条の文言が抽象的であることを捉えて、新しい類型の不公正取引を同条で規制することは困難であるとする見解もある<sup>2)</sup>。しかし、1号の「不正の手段」は、有価証券の売買その他の取引等について行われる「不正」な行為を意味するのであるから、これに該当する行為はおのずと限定されてくるのではなかろうか<sup>3)</sup>。しかも、あらゆる類型の不公正取引を、あらかじめ各条文で詳細に定めることは不可能である。また、証券取引法159条に該当しない、新しい類型の相場操縦を規制する必要があるのも事実である<sup>4)</sup>。そうであるなら、157条1号の文言がある程度抽象的にならざるを得ないのではなかろうか<sup>5)</sup>。このように、同号に「伝家の宝刀」の役割を担わせることは、新しい類型の相場操縦を予防することにもなると思われる<sup>6)</sup>。ところで、157条から民事責任を直接導き出すことはできないとされている<sup>7)</sup>。仮に、159条に違反する行為を行った者に対する損害賠償責任を定める証券取引法160条を、157条1号に違反する相場操縦の場合に類推適用したとしても、被害者の救済という点からは不十分である。160条によれば、相場操縦によって影響を受けた価格等で売買取引等を行ったことを、請求者は立証しなければならないが、このことはかなり困難であるからである<sup>8)</sup>。また、損害の算定基準も明らかではない。やはり、立法的な解決が望まれるところである。いずれにせよ、事実の流布による相場操縦のような新しい類型の相場操縦を規制するためには、157条1号の存在を過小評価

することはできないと思われる。

[註]

- 1) 証券取引法35条1項及び2項を参照。また、堀口 亘『新訂版・最新証券取引法』494頁(平成5年)。
- 2) 近藤光男「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』191頁(1994年)。なお、論題は漢数字を算用数字に変更して引用した。
- 3) なお、最決昭和40年5月25日最高裁裁判集刑事831-832頁を参照。
- 4) 旧58条について、このような新しい種類の相場操縦を規制する受け皿としての役割を見いだす見解がある。詳細は、龍田 節「証券取引法58条1号にいう『不正の手段』の意義」『新証券・商品取引判例百選』145頁(1988年)を参照。なお、論題は漢数字を算用数字に変更して引用した。
- 5) 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』597頁(1987年)を参照。
- 6) 近藤・前掲註(2) 192頁を参照。
- 7) 同上191頁。
- 8) 堀口・前掲註(1) 509頁。

(1995年7月11日・脱稿)