

相場操縦規制

—規制緩和の是非に関する若干の考察—

芳 賀 良

- I. はじめに
- II. 規制緩和論について
 - A. アメリカにおける相場操縦規制緩和論
 - B. 規制緩和論に対する批判
- III. 考察
- IV. むすびにかえて

I. はじめに

我が国の証券取引法は、投資者保護をその基本的な目的としている（証取法1条）。その目的は、「有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめること」によって達成できる。つまり、投資者保護という目的は、情報の開示規制と不正取引規制によって確保することができるのである。不正取引規制の一制度として、相場操縦規制が挙げられる。証券取引法は、操作の形態により、相場操縦を、(a)仮装売買等による相場操縦（159条1項）、(b)売買による相場操縦（159条2項1号）、(c)情報操作による相場操縦（159条2項2号及び3号）、とに分類する¹⁾。これらの規定は、アメリカの1934年証券取引所法9条を範とするものである。

ところで、アメリカにおいては、上記の相場操縦類型の中で、売買による相場操縦規制の必要性に対して懐疑的な見解も存在する²⁾。このような規制

1) なお、店頭売買有価証券市場における相場操縦規制については、159条4項を参照。

緩和論を検討することは、我が国の相場操縦規制の在り方を考察する上でも有意義であると考え。そこで本稿においては、まず、アメリカにおける相場操縦規制緩和論とそれに対する批判を概観することとする(後述II)。そして、これらの議論を日本法の視点から考察することとする(後述III)。このように、アメリカにおける規制緩和の是非を巡る論争を分析することにより、日本法における相場操縦規制の正当性を検証し、あるべき規制の方向性を探るための指針を得ることを目的とする。

II. 規制緩和論について

本節では、まず、アメリカにおける相場操縦規制緩和論の枠組みを概観する(後述A)。そして、このような規制緩和に対する分析と批判を概観し、相場操縦規制の在り方を巡る論争を素描することとする(後述B)³⁾。

A. アメリカにおける相場操縦規制緩和論

相場操縦規制緩和論の枠組みは次のようなものである⁴⁾。規制緩和論は、まず、「相場操縦」という概念の意義を問題とする⁵⁾。それによれば、従来、相場操縦の本質的要素を、①自由な需給関係に対する介入する点、②他人の取引を誘引する点、③証券の価格を人為的な水準まで変動させる点、のいずれ

2) Daniel R. Fishel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 *HARV. L. REV.* 503 (1991). 本稿では、このような見解を規制緩和論と称することとする。なお、上記論文を紹介する論考として、以下を参照。

尾崎安央 [1993] 「アメリカ法」 81頁以下。

黒沼悦郎 「取引による相場操縦の悪性について」 森本滋＝川濱昇＝前田雅弘編 『企業の健全性確保と取締役の責任』 480頁, 503頁以下 (1997年)。

3) 本節における分析は主に以下の文献に依った。Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 *CORNELL L. REV.* 219, 220-298 (1994). なお、この文献においては、多数の証券取引に関する実証研究が引用されている。残念ながら、これらに対する評価は、筆者の能力を超える。そのため、実証研究に関する文献の引用は、必要最小限度にとどめることとする。

かに求めていた、とする⁶⁾。上記①については、介入の意義が不明確であると指摘する⁷⁾。上記②については、投資者は証券の価値に対して異なる評価を行うこと等の理由から、証券の売買当事者双方にとって便益がある取引が存在するにもかかわらず、このような取引を誘引することまでもが相場操縦という概念に組み込まれる点で問題があるとする⁸⁾。上記③については、人為的な価格と非人為的価格の区別が困難であること等を指摘する⁹⁾。上記のように解するならば、いずれの要素も、相場操縦に該当する取引と相場操縦に該当しない取引とを区別する分水嶺として役割を担えないこととなる。そこで、相場操縦とは、不正な意図 (bad intent) に基づいた、利益を取得できる取引と定義している¹⁰⁾。換言すれば、相場操縦に該当する取引とは、以下のような要素を満たす取引であるとするのである。即ち、その要件とは、①当該取引は、一定方向に価格を変動させる意図に基づいて行われた取引であること、②当該取引を行う者は、当該取引がなくとも一定方向への価格変動が生じることを確信していないこと、③得られる利益は、行為者が有益な情報を有していたためではなく、価格変動をなし得ることのみから生じたものであること、の3つである¹¹⁾。このように、規制緩和論によれば、相場操縦とは、証券取引を手段とした不正な意図に基づいた利潤獲得行為として位置付けられることとなる。

4) なお、規制緩和論の主張は、取引による相場操縦に対する規制を緩和することのみを主張するものではない。安定操作規制や先物市場における相場操縦規制をもその射程におさめている。しかしながら、紙幅の制約上、本稿においては、安定操作規制や先物市場における相場操縦規制において理論的基礎となる取引による相場操縦に対する規制のみを分析対象とすることとする。

5) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 507.

6) 同上。

7) 同上。

8) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 507-8.

9) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 508-9.

10) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 510.

11) 同上。

そして、規制緩和論によれば、相場操縦の概念と詐欺 (fraud) の差異は、次のようになる。伪装売買や馴合売買は、市場参加者をして、実質的な意味での取引が行われていないにもかかわらず、ある証券の取引が行われていると誤信させるためになされるものであるから、このような売買は行為による詐欺の一形態である、とする¹²⁾。つまり、典型的な詐欺の要件である、欺罔の意図とこれに対応する不正な行為である虚偽の表示という2つの要素が存在するというのである¹³⁾。これに対して、不正な意図に基づいた利潤獲得行為として把握される相場操縦の場合、行為の悪性を取引の外形から判断することは不可能なので、悪性の有無の判断は、行為者の意図に対する評価に依存せざるを得ない旨を指摘している¹⁴⁾。

上記のような相場操縦概念を前提に、規制緩和論は次のような主張を展開する。即ち、第一に、取引により証券の価格を操縦して利益を得ることは極めて困難であるとする。即ち、相場操縦を成功させるためには、(a)取引により当該証券の価格を騰貴させること、および(b)価格操作を行う者は購入した価格より高値で売却すること、のいずれも満足させる必要がある旨を指摘する¹⁵⁾。しかしながら、上記(a)および(b)を同時に満たすことは困難であるとする¹⁶⁾。(a)については、証券は高度の代替性を有するので、取引により相場を騰貴させることは極めて困難であると主張する¹⁷⁾。即ち、理論的には、取引が証券の価格に対して影響を与えるとは限らない、というのである¹⁸⁾。仮に取引により証券の価格が変動しないとすれば、そもそも取引による相場操縦は不可

12) 同上。

13) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 511.

14) 同上。

15) 同上。

16) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 513.

17) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 512-17. なお、以下の文献を参照。Myron S. Scholes, *The Market for Securities : Substitution versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices*, 45 *J. Bus.* 179 (1972).

18) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 514.

能になるだろう。もっとも、第三者をして、相場操縦の実行者が未公開の情報に基づいて証券の購入を行っている、と誤認させることができるならば、市場価格を騰貴させ得る可能性はある¹⁹⁾。しかし、第三者をして、相場操縦の実行者が未公開の情報を有していると誤認させる場合、相場操縦の実行者が証券を購入した後に、操作対象である証券の価格を上昇させる必要がある²⁰⁾。そうでなければ、相場操縦に伴って、相場操縦の実行者は直近の購入価格より高い値段で買い進まなければならないからである²¹⁾。つまり、①そもそも証券の価格は取引により変動させることは困難であること、②仮に価格を変動し得ても、取引により情報が価格に反映するので、相場操縦により価格が騰貴すればするほど、より高値で買い進まなければならないというジレンマに直面すること、という2つの理由から、上記(a)の要件を満たすことはできないとする。

仮に、価格を騰貴させるという(a)の要件を満たし得るとしても、購入した価格より高値で売却するという(b)の要件を満たすことはできないと主張する²²⁾。相場操縦の実行者の取引が未公開情報に基づいているとすると、証券の売却は価格下落を引き起こす可能性があるからである²³⁾。前述のように、操作した価格に基づいて取引により利益を得るためには、騰貴させた価格より高い値段で持ち株を売却する必要がある。証券の売却が価格下落という情報伝達機能を有するならば、価格操作を行う者の売却行為により騰貴された価格は下落することとなる。仮に、証券の購入によって生じた価格上昇の割合いと証券の売却によって生じた価格下落の割合いとが対称的であるならば、利益

19) 以下を参照。Fishel & Ross, *supra* note 2, at 517.

20) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 517.

21) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 518.

22) (b)の要件を満たし得ない根拠について、規制緩和に関する論考 (Fishel & Ross, *supra* note 2.) は必ずしも明確に論じていない (以下を参照。Thel, *supra* note 3, at 261, n. 201.)。そのため、本文中で述べる、(b)の要件を満たし得ないとする論拠は、以下の文献による分析によった。Thel, *supra* note 3, at 261-67.

23) 以下を参照。Fishel & Ross, *supra* note 2, at 513.

は生じないこととなる²⁴⁾。つまり、利益を得るために行う証券の売却によって市場価格が下落するため、利益を得ることができないという二律背反に陥るのである。従って、購入価格より高値で売却することは困難であるとする²⁵⁾。

以上のような理由から、規制緩和論によれば、法が介入しなくても、売買による相場操縦は自重されるとする²⁶⁾。

次に、規制緩和論によれば、(1)相場操縦の意図を識別することは困難であること、(2)相場操縦を規制する諸規則の運用には多くの費用が必要とされるにもかかわらず、有益な取引も規制されてしまうこと等の理由から、相場操縦を規制することは、重大な社会的費用を生じさせるとする²⁷⁾。つまり、相場操縦を規制する諸規則を採用することにより生じる社会的費用は、諸規則を採用することにより得られる便益を上回るため、取引による相場操縦に対する法的規制は不要である、と考えるのであろう。

もっとも、規制緩和論は、取引による相場操縦に対するすべての規制が不要になるということを主張しているわけではない。現行法の相場操縦禁止規定による規制以外の方法により、取引による相場操縦を禁止できるというのである。これには、①法による規制より契約による予防が望ましい類型と②詐欺禁止規定による規制が相応しい類型とがあるとする²⁸⁾。法による規制より契約による予防が望ましい類型（上記①）に該当する事例として、役員が株価に連動する報酬を受取る場合が挙げられている²⁹⁾。内部者による取引が証券の評価に関する情報伝達機能を有することを前提に、役員による取引も

24) 以下を参照。Thel, *supra* note 3, at 247.

25) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 517-19. また、一時期に大量の売却が行われることによって、利益を得ることはより困難になることも指摘されている(同上)。もっとも、この流動性費用の議論は、マーケット・メーカー制を前提として議論されている。本稿は、我が国の取引所有価証券市場における相場操縦規制に対して示唆を得ることを目的としているので、この点は触れないこととする。

26) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 519.

27) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 522-23.

28) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 523-26.

29) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 523.

是認されるべき有益な取引もある、とする³⁰⁾。ところで、規制緩和論によれば、相場操縦の悪性の唯一の源泉は、行為者の不正な意図に求められというものであった。そのため、ある株式が過小評価されているという信念に基づいてなされる取引は有益なものとするが、このような取引と相場操縦としての悪性を帯びる取引とを識別することは困難であるとされる³¹⁾。そうすると、選択肢は、すべての取引を禁圧するか容認するかのどちらかしかないを指摘する³²⁾。規制緩和論によれば、この場合は、契約条項により相場操縦を防止することができるというのである³³⁾。このように契約内容が市場価格に連動して変化する場合、相場操縦の弊害を契約によって排除すべきだとするのである。

次に、詐欺禁止規定による規制が相応しい類型（上記②）に該当する事例として、ある株式を購入した証券アナリストが、合理的根拠がないにもかかわらず当該株式の購入を推奨して株価を騰貴させ、当該株式の売却により利得する場合が挙げられている³⁴⁾。つまり、相場操縦と不実表示が結合した事例である。規制緩和論によれば、このような事例においては、不実表示によって他の市場参加者は害されたこと等の理由から、上記事例は、相場操縦ではなく詐欺として把握すべきであるというのである³⁵⁾。

以上の点を要約すると、次のようになる。規制緩和論の主張は、(1)取引により証券の価格を操縦して利益を得ることは極めて困難であるため、相場操縦は自重されるという点、(2)相場操縦を規制することにより生じる費用は、規制することにより得られる便益よりも大きいため、取引による相場操縦に対する法による規制は不要であるという点、に大別できる。

上記の主張(1)は以下のことを前提とする。即ち、規制緩和論によれば、相

30) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 524.

31) 同上。

32) 同上。

33) 同上。

34) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 525-26.

35) Fishel & Ross, *supra* note 2, at 526.

相場操縦を成功させるためには、(a)取引により当該証券の価格を騰貴させること、および(b)価格操作を行う者は購入した価格より高値で売却すること、のいずれも満足させる必要があるとする。しかし、(a)については、取引により当該証券の価格を騰貴させることはできないとする。その論拠として、①そもそも証券の価格は取引により変動させることは困難であること、②仮に価格を変動し得ても、取引により情報が価格に反映するので、相場操縦により価格が騰貴すればするほど、より高値で買い進まなければならないというジレンマに直面すること、という理由から、取引により当該証券の価格を騰貴させ得ないことをあげる。

仮に、価格を騰貴させるという(a)の要件を満たし得るとしても、購入した価格より高値で売却するという(b)の要件を満たすことはできないとする。なぜなら、相場操縦の実行者の取引が未公開情報に基づいていると第三者が誤認すると、証券の売却は価格下落を引き起こす可能性があるからである。

次に、上記の主張(2)については、①相場操縦の意図を識別することは困難であること、②相場操縦を規制する諸規則の運用には多くの費用が必要とされるにもかかわらず、有益な取引も規制されてしまうこと、をその論拠としている。もっとも、現行法の相場操縦禁止規定による規制以外の方法により、取引による相場操縦を禁止できるとしている。これには、①法による規制より契約による予防が望ましい類型と②詐欺禁止規定による規制が相応しい類型とがあることを指摘している。

B. 規制緩和論に対する批判

ここでは、規制緩和論に対する批判を、規制緩和論の主張の枠組みに沿って、素描し分析することとする。

まず、考察の対象である相場操縦の概念について、言及することとする。規制緩和論によれば、前述したように、相場操縦とは、不正な意図に基づいて利益を取得し得る取引とされる。規制緩和論を批判する見解も、相場操縦とは、取引により価格を変動させ、それにより利益を取得できる行為である、

とする³⁶⁾。以下では、このような相場操縦概念を前提に議論を進めることとする。

(a)相場操縦は自重されるという点について

規制緩和論は、取引により証券の価格を操縦して利益を得ることは極めて困難であるため、相場操縦は自重される、と主張している。はじめに、取引により価格を騰貴することは困難であるという論拠に対する批判を紹介することとする。上記の論拠は、規制緩和論によれば、①そもそも証券の価格は取引により変動させることは困難であること、②仮に価格を変動し得ても、取引により情報が価格に反映するので、相場操縦により価格が騰貴すればするほど、より高値で買い進まなければならないというジレンマに直面すること、という点から理由付けられている。

証券は極めて代替性が高いため、理論的には、取引が証券の価格に対して影響を与えるとは限らない、という点に対しては、次のような批判がある。それは、取引により証券の市場価格は変動する場合もある、というものである。その根拠として指摘し得る要素は、①証券に対する評価の多様性、②需給関係の不均衡、③取引の情報伝達機能、の3つがあるとされる³⁷⁾。本稿では、これらの要素のうち、①証券に対する評価の多様性および③取引の情報伝達機能を取り上げることとする³⁸⁾。

まず、証券評価の多様性に基づく相場の変動可能性についてである。規制緩和論は、取引により相場を変動させることが困難であるとする理由として、証券の代替性をあげている。理論的には、証券が完全な代替性を有するためには、全ての市場参加者が全ての証券に対する評価について合意することが前提となる、とされている³⁹⁾。これによれば、いかなる量の証券も市場価格に

36) Thel, *supra* note 3, at 221. なお、Thel 教授によれば、この定義は規制緩和論による定義とほぼ同義であるとされる (Thel, *supra* note 3, at 221 n. 17.)。

37) Thel, *supra* note 3, at 228-247. もっとも、これらの中の一つに原因を求めることはできないとされている (Thel, *supra* note 3, at 228.)。

において売買することが可能になるのである⁴⁰⁾。このように、全ての市場参加者が全ての証券に対する評価について合意しているならば、取引により証券の相場が変動させる余地はなくなるであろう。しかしながら、この理論では、ある特定の証券を大量に取得するために、市場価格を超える値段で購入する事実の存在を説明することは困難である⁴¹⁾。なぜなら、このような事例は、まさに投資者の証券価値に対する評価の多様性により生じるからである⁴²⁾。また、証券に対する評価の多様性を否定すること自体、常識に反する、という批判もある⁴³⁾。

仮に、証券が完全性に準じる代替性を有していたとしても、ある特定の有価証券が常に適切な代替性を保持できるとは言えない、という批判もなされている⁴⁴⁾。その理由はこうである。普通株式の場合、発行者の経営に参加する権利としての側面もあわせもつ⁴⁵⁾。仮に、ある証券の供給が限定的であるにもかかわらず、その証券の購入を欲する者がいたとする⁴⁶⁾。市場価格で当該証券を売却することを売手が欲しなければ、購入希望者は、プレミアムを付した

38) 需給関係の不均衡という要素は、次のようなものである。即ち、規制緩和論が主張するように、仮に証券の潜在的な需給が完全な弾力性を有しているとしても、市場価格で売買を行うことを欲する市場参加者が存在しなければ、需給関係の不均衡が生じて、取引により証券の価格が変動する、というものである。これは、マーケット・メーカー制度と密接に結びついた論拠である (Thel, *supra* note 3, at 231-240.)。我が国の取引所有価証券取引市場において、マーケット・メーカー制は導入されていない。そこで、本稿では上記要素については詳論しないこととする。

39) Thel, *supra* note 3, at 228.

40) 同上。

41) 以下を参照。Thel, *supra* note 3, at 229.

42) 同上を参照。

43) Thel, *supra* note 3, at 229. もっとも、前述のように、規制緩和論も、証券に対する評価の多様性を前提に相場操縦の意義を検討している点 (Fishel & Ross, *supra* note 2, at 507-8.) に注意しなければならない。

44) Thel, *supra* note 3, at 229.

45) Thel, *supra* note 3, at 229-230. 議決権は、各発行者に対して行使する権利であるので、他の会社と代替することはできないとする趣旨であろう。

46) Thel, *supra* note 3, at 230.

購入価格を提示することとなる⁴⁷⁾。それ故、市場価格で売却されることが予定されたものより多くの株式を購入することにより価格を上昇させることも可能となるのである、と⁴⁸⁾。つまり、証券に対する評価の多様性が存在すれば、証券の代替性は低下するので、取引により価格が変動する余地が生じるのである。

次は、取引の情報伝達機能についてである。そもそも、証券が生み出す利益に対する市場の期待 (expectation) が変化することにより、証券の価格が変動するのであり、当該期待は、新しい情報が利用可能になることにより変化する、とされている⁴⁹⁾。つまり、取引は上記のような情報を伝達するため、市場価格の重要な決定要素となるのである⁵⁰⁾。市場参加者が、証券の価値に関する未公開情報に基づいてある取引が行われていると信じるならば、当該取引は、市場参加者の当該証券の価値に対する再評価を促すため、当該証券の価格は変動することになる、とされる⁵¹⁾。このように、取引の情報伝達機能により、取引が証券の価格変動を引き起こす可能性があるのである。

上記のような取引の情報伝達機能を前提とすると、相場操縦を行おうとする者は、第三者をして、ある証券の現在価値が未公開情報を織り込んでいないと誤信させることにより、当該証券の価格を操作することが可能となる、とされる⁵²⁾。つまり、ある証券の売却によって、当該証券の価値が過大評価されていると市場参加者に誤信させることができれば、当該証券の価格を下落させることができ、或いは、ある証券の購入によって、当該証券の価値が過

47) Thel, *supra* note 3, at 230.

48) 同上。

49) Thel, *supra* note 3, at 240.

50) 以下を参照。Ronald J. Gilson & Reinier H. Krakkman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 569-79 (1984).

51) Thel, *supra* note 3, at 241. また、以下を参照。Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 392-93 (5th ed. 1996); Martin Kimel, Note, *The Inadequacy of Rule 10b-5 to Address Outsider Trading by Reporters*, 38 STAN. L. REV. 1549, 1565 (1986).

52) Thel, *supra* note 3, at 241.

小評価されていると市場参加者に誤信させることができれば、当該証券の価格を騰貴させることができるのである⁵³⁾。また、大量の取引が行われる場合、取引を行う者が情報を保有しているとの印象を、市場参加者に与える傾向があることも指摘されている⁵⁴⁾。即ち、当該取引の量が大量であるのは、未公開情報に基づいて行われているからであると市場参加者が考え得る、というのである⁵⁵⁾。

このような取引の伝達機能に関連して、市場が新しい情報に対して過剰に反応する場合や市場参加者が証券の価値を発行者の業績以外の要素に基づいて評価している場合においても、価格は変動し得る、とする⁵⁶⁾。つまり、発行者のファンダメンタルズとは関連性のない情報等により投資者の投資判断が影響を受けているとすれば、このような反応を引き起こすために不合理な取引をあからさまに行うことによって相場操縦が可能となるというのである⁵⁷⁾。上記のような論拠から、取引の伝達機能により、証券の価格は変動するとされる。

上記の議論を前提にすると、取引のみを手段とすることによって、第三者の取引を誘引して価格を操作することも、理論的には可能である⁵⁸⁾。もっと

53) 同上。

54) 同上。

55) 同上。また以下を参照。Robert W. Holthausen et al., *The Effect of Large Block Transactions on Security Prices*, 19 J. FIN. ECON. 237, at 240 (1987). Steve 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, 403-04 (1988).

56) Thel, *supra* note 3, at 243.

57) Thel, *supra* note 3, at 243-44. また、以下を参照。Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. PA. L. REV. 851, 870-71 (1992). なお、本論文の紹介する文献として、山田廣己 [1993]「アメリカ法」288頁以下を参照。

非合理的な要素が投資者の投資行動に影響を与える点については、以下を参照。Thomas L. Hazen, *Rational Investments, Speculation, or Gambling? —Derivative Securities and Financial Futures and Their Effect on the Underlying Capital Markets*, 86 NW. U. L. REV. 987, 995-1003 (1992). なお、本論文の紹介する文献として、宇佐美 洋 [1994]「アメリカ法」145頁以下を参照。

も、実際にはこのような取引は困難であることも指摘されている⁵⁹⁾。つまり、価格操作を行う者にとって、価格変動が第三者の取引を誘引するために十分なものであるかは不確定な要素なのである⁶⁰⁾。このような不確実性に直面した価格操作者は、操作の対象たる証券について不実表示を行うインセンティブを有することとなる⁶¹⁾。従って、不実表示と結合する相場操縦は、取引のみを手段とする相場操縦よりも、容易に第三者の取引を誘引して価格を操作することができるのである。

上記の議論を前提とすれば、取引によって証券の価格を変動させることは可能である。しかし、価格を騰貴させた後に、そのことから利益を得ることができなければ、相場操縦は自重されることとなる⁶²⁾。ここで、価格操作の実行者が相場操縦から利益を得ることができるのか、ということが一つの争点となる。規制緩和論によれば、そもそも、取引により価格を変動し得ても、相場を騰貴させるために買い進むこと自体が困難である、と主張されている。即ち、取引により情報が価格に反映するので、相場操縦により価格が騰貴すればするほど、より高値で買い進まなければならないというジレンマに直面する、というのである。確かに、市場参加者をして、取引が未公開情報に基づいてなされているという誤信に陥らせるためには、公表される市場価格を急激に変化させるべきではないであろう⁶³⁾。仮に、取引により情報が瞬時に価格に織り込まれるとすれば、市場価格が変化する前に買建玉をたてることは困難であろう。しかしながら、この点については、次のような反論がある。市場が新しい情報を価格に組み込むためには時間を要するとされる⁶⁴⁾。換言すれば、情報は即座に価格に反影しないこととなる⁶⁵⁾。即ち、取引によって市

58) 以下を参照。Thel, *supra* note 3, at 265.

59) 同上。

60) 同上を参照。

61) 同上。

62) 以下を参照。Thel, *supra* note 3, at 247.

63) Thel, *supra* note 3, at 263. また以下を参照。Fishel & Ross, *supra* note 2, at 517-18.

64) Thel, *supra* note 3, at 263.

場に新しい情報が伝達されてから、当該情報が価格に織り込むまでにはタイム・ラグが生じるということであろう。このようなタイム・ラグが生じるため、市場価格が変化する前に買建玉をたてることは可能である、というのである⁶⁶⁾。上記のように、取引によって伝達された情報が価格に織り込まれるまでにタイム・ラグが生じるとすれば、相場操縦により価格が騰貴すればするほど、より高値で買い進まなければならないというジレンマもある程度回避することができる、という趣旨であると思われる。

次に、価格操作を行う者は購入した価格より高値で売却することは困難であるという主張に対する批判を、以下で紹介することとする。

第一に、相場操縦を行うことから利益を得る手段は、価格を騰貴するために購入した証券を売却するという方法に限定されるものではない、という批判がある⁶⁷⁾。価格を操作するために必要な費用を上回る利益を購入した証券の売却以外の方法で得られるならば、当該相場操縦は利益を生み出すというのである⁶⁸⁾。確かに、例えば株価に連動する報酬を受け取る場合、相場を騰貴させるために生じた費用よりも受け取る報酬の方が多ければ、相場操縦により取得した証券を売却する必要性は必ずしもないこととなる。また、株式指数先物取引の場合、市場価格が権利行使の結果に影響するため、現物取引に関する相場操縦の機会を提供する危険性が指摘されている⁶⁹⁾。いずれにせよ、利益が費用を上回るため、相場操縦のインセンティブは減少しないとする趣旨と思われる。

第二に、価格操作を行う者が利益を得る手段を、価格騰貴のために購入した証券を売却するという方法に限定した場合でも、以下のような批判がある。そもそも、証券の売却という行為は、購入という行為よりも伝達する情報が

65) 同上。なお、以下の文献を参照。Scholes, *supra* note 17, at 207.

66) Thel, *supra* note 3, at 263.

67) Thel, *supra* note 3, at 247-248.

68) Thel, *supra* note 3, at 248.

69) Thel, *supra* note 3, at 260.

少ない、とされる⁷⁰⁾。そのため、価格操作を行う者は購入により価格を上昇させ、価格を下落させることなしに売却することも可能である、とする⁷¹⁾。さらに、価格操作を行う者は、証券を大量に購入することにより証券を購入する段階において価格への影響を最大化し、当該証券の売却を小口に分散することにより売却の段階において価格への影響を最小化することもできる、とされる⁷²⁾。これらの理由から、操作された価格により証券を売却できる余地があると解するものと思われる。

ところで、1934年証券取引所法における相場操縦規制を制定する契機となった現象に、プール(pool)がある。プールとは、ある証券に関する取引から利益を取得できるように、当該証券の価格を操作するシンジケートである⁷³⁾。プールは、証券の大量売却による供給の増加が生じないことを確認した上で、ある株式の価格を騰貴させるために情宣活動や売買を行い、第三者の取引が誘引された後に、売却を行っていた⁷⁴⁾。このように、彼等がコントロールできる程度の浮動性を有する株式を価格操作の対象としていたのである⁷⁵⁾。そして、この相場操縦にとって、第三者の取引を誘引することは極めて重要な要素であったとされる⁷⁶⁾。即ち、第三者の取引を利用して、価格操作を行っていたのである⁷⁷⁾。第三者を取引に誘引するためには、当該証券が過小評価されていると誤信させる必要がある。前述のように当該証券の購入者が未公開情報を有していると第三者を誤信させることが必要となるのも、このような理由からであろう。しかしこの場合、証券売却時に、証券購入者は未公

70) Thel, *supra* note 3, at 264.

71) 同上。

72) 同上。

73) Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 *STAN. L. REV.* 385, at 404 (1990).

74) 以下を参照。Comment, *Market Manipulation and the Securities Exchange Act*, 46 *YALE L. J.* 624, 626-28 (1937); Thel, *supra* note 3, at 265-66.

75) 以下を参照。Thel, *supra* note 3, at 265.

76) Thel, *supra* note 55, at 410.

77) この点の詳細については、以下を参照。Thel, *supra* note 55, at 409-15.

開情報を有していなかったという事実が開示されたならば、当該価格は急激に下落する可能性がある。この点について、プールの実行者は、証券の購入によってある者が情報を有していると誤信させ得ること、および、この事実が虚偽であることを知らしめることなく売却し得ることを認識していた、とされる⁷⁸⁾。換言すれば、購入行為と売却行為とは、異なる情報伝達効果を有することとなる⁷⁹⁾。

以上のように、規制緩和に対して批判的な見解は、取引により証券の価格を変動させることも可能であり、且つ、相場操縦により利益を得ることも可能であることから、相場操縦は自重されない、という結論を導きだしている⁸⁰⁾。

(b)費用・便益分析により相場操縦規制は不要であるという点について

規制緩和論によれば、相場操縦を規制することにより生じる費用は、規制することにより得られる便益よりも大きいため、取引による相場操縦に対する規制は不要である、とされる。その論拠は、(1)相場操縦の意図を識別することは困難であること、(2)相場操縦を規制する諸規則の運用には多くの費用が必要とされるにもかかわらず、有益な取引も規制されてしまうこと、という2点に求められている。

上記の主張に対しては、そもそも、法によって相場操縦を規制することにより生じる費用や規制することにより得られる便益を測定することは不可能である、という批判がなされている⁸¹⁾。

次に、規制緩和論が主張している、契約によって相場操縦を規制する方法に対しては、以下のような批判がなされている。まず、契約の一当事者が行う相場操縦を発見する困難性がある⁸²⁾。また、仮にそのような行為を発見でき

78) Thel, *supra* note 3, at 266.

79) 同上。

80) Thel, *supra* note 3, at 279.

81) Thel, *supra* note 3, at 287.

るとしても、実質的な制裁を伴って契約内容の遵守を監視することも困難である⁸³⁾。次に、契約当事者が相場操縦を行うわなくとも、第三者が行う危険性があるとする⁸⁴⁾。従って、契約的アプローチは、相場操縦に対する十分な規制手段にならないとする⁸⁵⁾。

確かに、現行法の相場操縦規制は、「誘引目的」をその要件としているので、行為者の心理状態を問題とせざるを得ない。そのため、相場操縦の意図を識別することは困難であり、社会的に望ましい取引ですら刑罰の威嚇により自重されている危険性はある、とされる⁸⁶⁾。しかしながら、このような問題点は、明確且つ客観的な規制を実施すれば改善される、とする⁸⁷⁾。このように、相場操縦規制を費用・便益分析の対象とすることは困難であり、規制緩和論が指摘する現行制度の不備も客観的な規則を制定することにより改善することができるというのである。

以上のように、相場操縦は自重されないこと、相場操縦規制を費用・便益分析の対象とすることは困難であること等から、法による相場操縦規制は堅持されるという結論が導き出されている。

82) Thel, *supra* note 3, at 281.

83) 同上。

84) 同上。

85) Thel, *supra* note 3, at 284.

86) Thel, *supra* note 3, at 294. また、以下を参照。John C. Coffee, Jr., *The Criminal Status of Confidential Information After McNally and Carpenter and the Enduring Problem of Overcriminalization*, 26 *AM. CRIM. L. REV.* 121 (1988). なお、本論文の紹介する文献として、山口 厚 [1990]「アメリカ法」50頁以下を参照。

87) Thel, *supra* note 3, at 294. Thel 教授の見解は、米国1934年証券取引所法10条b項に基づいて新たな規則を制定することにより、規制緩和論の指摘した問題点を克服できるという主張に結びつく (Thel, *supra* note 3, at 297.)。しかしながら、この点は、日本法への示唆という点では関連がないので、詳論しないこととする。相場操縦規制と米国1934年証券取引所法10条b項との関係については、以下の文献を参照。Thel, *supra* note 55. 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 (1993年)。

III. 考察

前節において、アメリカにおける相場操縦規制緩和論の主張とこれらの主張に対する批判を概観した。本節では、アメリカにおける上記の議論から日本法において参考となる諸点を抽出するため、上記議論に対して検討を加え得ることとする⁸⁸⁾。

まず第一に、相場操縦の類型について検討することとする。規制緩和論は、議論の前提として、取引による相場操縦のみを検討の対象としている。そして、不実表示と結合した価格操作は詐欺として捉え、考察の対象から除外する。規制緩和論を批判する見解が指摘するように、取引のみによって第三者の取引を誘引することは困難であると思われる。そのため、取引行為と相まって、不実表示が行われる可能性が高くなるのである。確かに、不実表示と結合した価格操作の場合、不実表示の点を捉えて、詐欺と構成することも一つの解釈論であろう。しかし、我が国の証券取引法159条2項は、売買による相場操縦を禁止するのみならず(1号)、情報操作による相場操縦をも禁止している(2号及び3号)。この規定が範としたのは、アメリカの1934年証券取引所法9条a項である。この規定は、プールが第三者の取引を誘引するために使用した相場操縦の手段を列挙して禁止したものである⁸⁹⁾。従って、少なくとも法的には、取引行為と不実表示は相場操縦の手段として関連性をもって把握されるべき事象なのである。不実表示と結合した価格操作も相場操縦の一類型として理解すべきであると考えられる。

ところで、我が国の証券取引法において詐欺禁止規定として位置付けられるのが、157条である。この規定が範としたアメリカの1934年証券取引所法10条b項および同規則10b-5が積極的に運用されているのに対して、157条はほとんど適用例がないのが実情である⁹⁰⁾。アメリカ法のように詐欺禁止規定が

88) 当然のことながら、日米の制度上の差異や証券市場の効率性の差異が存在するため、比較法を行う上で、いくつかの仮定が前提とならざるを得ない。

89) 詳細は以下を参照。Thel, *supra* note 55, at 409-15.

その機能を果たしている場合であれば、不実表示と結合した価格操作を詐欺として構成しても規制の実効性は確保されるであろう。しかしながら、詐欺禁止規定が機能していない我が国においては、不実表示と結合した価格操作を詐欺と構成することは、規制を放棄することに等しいのである。しかも、インターネットによる情報伝達が容易となった現在において、不実表示を利用した価格操作が行われる可能性は増大している。このようなことを鑑みると、我が国の証券取引規制の場合、不実表示と結合した価格操作を相場操縦として把握して、相場操縦規制の射程におさめる必要があるのである。

第二に、価格変動の可能性と規制の是非に関する議論を検討することとする。規制緩和論によれば、証券は代替性が極めて高いため、取引によりその価格が変動する可能性は低く、相場操縦を法により規制する必要性はない、と説く。それに対して、規制緩和に批判的な見解からは、価格変動の可能性は否定できないため、相場操縦が行われる余地があるとの反論がなされている。確かに、規制緩和論が主張するように、取引によって相場を変動することは困難であるかもしれない。しかし、取引による価格操作が不可能なわけではない。前節で概観したように、取引を行うことにより、第三者を取引に誘引する場合がありますからである。即ち、これは、大量の売買を発することにより、未公開の重要情報に基づいて取引を行っている第三者を誤信させて、市場価格を変動させる類型である⁹¹⁾。また、少量の取引により価格をせり上げることにより、当該証券が過小評価されていると誤認した第三者を取引に誘引して、価格変動を生じさせることも可能である⁹²⁾。いわば、梃子の支点として第三者の取引を利用することにより価格変動を起こすのである⁹³⁾。このように、投資者の証券価値に対する評価の多様性と相まって、取引によっ

90) このことを指摘する文献として、例えば、以下を参照（なお、漢数字を算用数字に変更して引用した）。近藤光男「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』171頁、172頁（1994年）。

91) 黒沼教授はこの類型を「情報動機による操作」と称される（黒沼・前掲註（2）511頁）。

92) Thel, *supra* note 55, at 411.

て上記のように第三者の投資判断を誤導させることが可能であるならば、取引によって証券の価格を変動することも可能となると思われる。

どのような要因によるにせよ、価格が変動する可能性があれば、価格操作を行い得る可能性があることは否定できない。価格操作の可能性がある以上、相場操縦規制が必要になるものと考えられる。その理由はこうである。そもそも、証券取引法は、証券の価値を保証するシステムを採用していない⁹⁴⁾。証券の価値は投資者の投資判断によって決定されることを前提としているのである。換言すれば、各投資者の自己の責任においてなされた投資判断に基づく需給関係により、証券の価値が決定されるのである。市場は、このような証券の価格を形成するプロセスとしての機能を有している。この価格形成プロセスの公正さが確保されているならば、各投資者は、形成された価格を自己の投資判断の結果として受け入れなければならない⁹⁵⁾。しかし、価格形成プロセスの公正さが価格操作によって害されているとするならば、投資者は当該価格を自己の投資判断の結果として受け入れることは困難であると思われる。このように、価格形成プロセスを害する相場操縦は、証券市場に対する投資者の信頼を損なうこととなる。ひいては市場の取引効率を阻害するのである⁹⁶⁾。従って、価格が変動する可能性があるならば、それを利用して価格を操作する行為である相場操縦を禁圧する必要があるのである。換言すれば、取引により相場が変動する可能性があり、それによって、市場における価格形成プロセスの公正さが害されるのであれば、法は相場操縦規制を備える必要があ

93) アメリカ法は、まさにこのような特徴に着目して、「誘引目的」を適法行為と違法行為の分水嶺とし、それを我が国の証券取引法は継受したのである（拙稿・前掲註（87）184～185頁）。

94) このような理由から、損失補填が禁止されているのである（証取法40条の2）。なお、拙稿「証券取引と証券会社の責任」沢野直紀＝高田桂一＝森 淳二郎編『企業ビジネスと法的責任』333頁以下（1999年）を参照。

95) このような手続保障がなされる時、市場のインテグリティ（integrity）が確保されるのである。

96) 黒沼・前掲註（2）480頁。なお、取引効率という概念については、以下の文献を参照。Friedrich Kübler, *Gesellschaftsrecht*, 5. Aufl. Heidelberg 1998, S. 390f.

るのである。つまり、取引により相場を変動させることが困難であることが、相場操縦規制が不要であることに直結するわけではないのである。相場操縦が困難であり当該行為が自重される可能性があることと規制の必要性とは別次元の問題なのである。

第三に、相場操縦による利得の成否について検討することとする。

確かに、規制緩和論の主張するように、価格操作を実行するためには費用が必要であるから、それに見合う利得がなければ、相場操縦を行うインセンティブは低下するものと思われる。しかしながら、価格操作の費用を上回る利得が生じる可能性も否定できない。そもそも、相場操縦にかかる費用を価格操作を行う主体以外の者が負担する場合、規制緩和論の主張は成り立たないこととなる。相場操縦の費用を価格操作を行う者以外の者が負担する場合として、次のような例が考えられる。即ち、ある株式を市場外で第三者に売却する際に、買い手の税務対策上、当該株式の市場価格を売却価格に近似する水準まで引き上げる必要が生じた場合、この価格操作の費用を当該株式を買い占められた発行者が負担するような事例である⁹⁷⁾。従って、相場操縦の費用を負担する者が価格操作を行う者に限定しなければ、規制緩和論の議論は成り立ち得ないこととなる。

また、規制緩和に批判的な見解が指摘するように、相場操縦を行うことから利益を得る手段は、価格を騰貴するために購入した証券を売却するという方法に限定されるものではない。そのため、価格を操作するために必要な費用を上回る利益を証券の売却以外の方法で得られるならば、相場操縦のインセンティブは減少しないこととなる。

仮に、価格操作を行う者が利益を得る手段を、価格騰貴のために購入した証券を売却するという方法に限定した場合でも、証券を大量に購入することにより証券を購入する段階において価格への影響を最大化し、当該証券の売

97) このような事例として、東京地判平成5年5月19日(判タ817号221頁。)がある。相場操縦の目的要件に関する本判決の位置付けについては、拙稿「相場操縦の目的要件について」一橋研究18号4号107頁以下(1994年)を参照。

却を小口に分散することにより売却の段階において価格への影響を最小化することも考えられる。そうであるなら、相場操縦によって利得する可能性があることとなる。上記のように、価格の操作可能性があり、相場操縦によって利得する可能性があるとするれば、規制緩和論の相場操縦は自重されるといふ主張の正当性に疑問を持たざるを得ないこととなる。

第四に、法による規制の在り方について検討することとする。

規制緩和論は、費用・便益分析に基づいて、法による相場操縦規制は不要であると主張される。しかしながら、規制緩和に批判的な見解が指摘するように、何が、相場操縦規制の費用や便益に該当するかは必ずしも明確でないように思われる。また、仮にそのようなものを特定できたとしても、それを比較衡量することは極めて困難であると思われる⁹⁸⁾。また、契約による相場操縦規制は、前節において規制緩和に批判的な見解が指摘したように、その実効性に疑問がある。市場の価格形成プロセスの公正さを確保するためには、公正さを確保するための規範を鼎立し、強制力を伴って規範に対する違反行為を予防・排除しなければならない。

しかしながら、相場操縦規制に基づく刑罰の威嚇によって、適法な取引も自重される可能性があるとする規制緩和論の主張は傾聴に値する。一般的な文言による広範な規制は、違反行為に対する刑罰による威嚇も伴って、証券取引の自粛を促す作用がある。規制緩和に批判的な見解が主張するように、客観的な行為規制が必要になろう。立法論ではあるが、適法な取引と違法な取引とを明確に峻別する規則を制定し、違反行為に対して課徴金を課すという制度も一つの選択肢となろう。この点については、フランスにおける相場

98) 筆者は法の経済分析について正当に評価しうる能力を持ち合わせないので、これ以上の検討は行わないこととする。

99) 詳細は以下を参照。

拙稿「フランスにおける『相場操縦』概念に関する若干の考察」青山法学論集40巻3・4合併号111頁以下(1999年)。

拙稿「フランスにおける相場操縦規制—規制類型の再検討—」(久保欣哉先生古稀記念論文集)『市場経済と企業法』453頁以下(2000年)。

操縦規制が参考となる⁹⁹⁾。フランスの証券取引委員会規則は、相場操縦に関する主観的要素を条文上定めず、禁止行為の態様を定めている。また、違反行為に対しては、行政処分を課すことで対応している。いずれにせよ、違法行為の客観化をいう視点から、我が国の相場操縦規制の類型を再検討することが、証券取引法1条の要請する「投資者保護」を希求するものであると考える。

IV. むすびにかえて

以上のように、取引による相場操縦を法により禁止する必要性が存在することが明かとなった。しかしながら、アメリカにおける規制緩和論が主張するように、一般的な文言による広範な規制は、違反行為に対する刑罰による威嚇も伴って、証券取引の自粛を促す作用がある。フランスにおける規制等を参考にして、より客観的な規制類型を模索することが今後の課題となるものと思われる。

(2001年1月8日・脱稿)

【付記】

本稿は、平成11年度山口大学経済学部学術振興基金・研究助成にもとづく研究成果である。記して感謝を表する次第である。