

虚偽情報の流布と相場操縦規制（1）

—フランス法を中心として—

芳 賀 良

1. はじめに
2. フランスにおける規制（以上，本号）
3. 判決例及び審決例の展開
4. 考察
5. むすび

1. はじめに

我が国の証券取引法は、母法のアメリカ法にならって、相場操縦規制に対する規定を備えている。証券取引法（以下、証取法とする。）159条によれば、相場操縦の規制形態は4つに大別できる。それは、①仮装取引や馴合取引による相場操縦に対する規制（1項）、②現実の取引による相場操縦に対する規制（2項1号）、③情報の流布による相場操縦に対する規制（2項2号）、④虚偽表示等による相場操縦に対する規制（2項3号）、⑤安定操作に対する規制（3項）である。これらの類型の中で、取引行為をその手段とするものが上記①、②、及び⑤である。それに対して、表示行為を手段とするものは、上記③及び④である¹⁾。159条2項柱書は、上場有価証券等のうちいずれかの取引を誘引する目的をもって1号乃至3号の行為を行うことを禁止している。従って、表示行為を手段とする相場操縦においても誘引目的の存在が重要な要件となる²⁾。情報の流布による相場操縦を規制する2項2号によれば、

1) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『新訂版・証券取引法』248頁（平成11年）。以下、この文献を、近藤＝吉原＝黒沼『証券取引法』として引用する。

誘引目的をもって「取引所有価証券市場における上場有価証券等の相場が自己又は他人の操作によつて変動するべき旨を流布すること」を禁止している。情報が流布された後、実際に市場操作が行われたか否かは問題とならないとされ³⁾、また実際に市場操作が行われたことによって、当該流布行為に対する責任を免れるものではないとされている⁴⁾。つまり、情報が流布された後、実際に自己又は他人の操作によって相場が変動した場合であっても、当該情報の流布は禁圧されるべきであると解されているのである。誘引目的の存在が要件とされていることを考慮すれば、2号は当該表示の真実性の確保を目的とする規定ではなく、相場を人為的に操作することを禁圧する趣旨の規定であることは明らかである⁵⁾。そうであるなら、市場操作による相場変動に関する情報の流布は、いかなる状況においても禁止されることになる。また、虚偽表示等による相場操縦を規制する2項3号によれば、誘引目的をもって「上場有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること」を禁止している。この規定も誘引目的をその要件としている。そのことから、この規定の趣旨は、表示の真実性を確保するものではなく、相場への人為的な介入を防止する目的であると解される⁶⁾。また、条文上、誘引目的の存在以外に2つの限定が課せられている。1つは、当該表示が売買等を行うことに関してなされたものであることが必要である。また、当該表示が重要な事項についてなされたものでなければならない。これは、他の投資者が株価が変動するであろうと予想するような重要事項に関する表示に限定されると解されている⁷⁾。3号に違反す

2) 現実の取引を手段とする相場操縦規制においては、誘引目的の存在が相場操縦の成否を分かつこととなる。詳細は、拙稿「相場操縦の目的要件について」一橋研究18巻4号109頁以下(1994)を参照されたい。

3) 堀口 亘『新訂第2版・最新証券取引法』535頁(平成7年)。以下、この文献を、堀口『証券取引法』として引用する。

4) 近藤=吉原=黒沼『証券取引法』248頁。

5) 同上。

6) 同上。

7) 同上。

る行為の例としては、ある会社が(1)実際には増資を行わないにもかかわらず、近い将来、増資がある旨の表示を行うこと、(2)実際には新製品の開発に失敗したにもかかわらず、開発が成功した旨の表示を行うこと、(3)実際には凡庸な油田を発見したにもかかわらず、非常に有望な油田を発見した旨の表示を行うこと、などがあげられる⁸⁾。このように、虚偽の事実を表示する行為や実際の成果より誇張した事象を表示する行為を禁止する規定なのである。2項2号及び3号の規制は、誘引目的の存在を前提として表示行為を手段とする相場操縦を禁止するものである。

これに対して、誘引目的の存在の有無とは無関係に、表示行為を手段とする相場変動行為を禁止する規定も存在する。それが、証取法158条である。同条は、「何人も、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、外国市場証券先物取引等若しくは有価証券店頭デリバティブ取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない」と定める。これにより、証券取引に関して風説を流布することも禁止されることとなる。本条の「風説」という文言には「虚偽の」という限定は付されていないから、当該風説が虚偽である必要はない⁹⁾。しかし、少なくとも、当該風説について、合理的な根拠を欠くものであるという認識は必要であるとされている¹⁰⁾。このような風説を流布する行為とは、不特定又は多数の者に伝達する行為であると解されている¹¹⁾。また、その方法は、文章、口頭等その手段を問わないとされている¹²⁾。本条が適用された判決例の事案として、転換社債の株式への転換を促すためにエイズ・ワクチンの共同研究等に関する虚偽の事実を記者会見によって流布したものがあ

8) 堀口『証券取引法』535頁。

9) 同上270頁。

10) 同上。旧法について、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』553－554頁（昭和59年）。

11) 砂田太士「第158条〔風説の流布、偽計、暴行、脅迫等の禁止〕神崎克郎先生還暦記念『逐条・証券取引法 一判例と学説一』468頁（1999年）。

12) 平野龍一他編『注解特別刑法（補巻（2））』115頁〔土持敏裕＝榊原一夫（1996年）〕。

る¹³⁾。行為の側面に着目すると、この事例は、159条2項3号が禁止する行為と類似する。

ところで、158条の規定は、詐欺的行為の禁止規定として位置付けられている¹⁴⁾。しかし、この規定を相場操縦規制の一類型として把握することも可能であると考えられる。その根拠として、本条に「相場の変動を図る目的」という文言が存在する点をあげることができる。即ち、相場操縦の本質的な要素として、正常な需給関係によって決定されるべき価格への人為的な介入ということが要求されるからである。確かに、相場操縦禁止規定である159条2項は、誘引目的を要求する。これは、母法のアメリカ法において沿革的な理由に基づいて挿入された要件である¹⁵⁾。他の投資者を誘引することが、価格に対する人為的な介入を効果的に行うことを容易ならしめたのである。そうであるならば、誘引目的は相場操縦という概念の本質的な要素ではない。むしろ、正常な需給関係を阻害し価格を人為的にコントロールする点に、相場操縦の本質を求めるべきであろう。価格を人為的にコントロールする行為は、相場の変動する意図のもとに行われる。そのため、主観的な要件として、「相場を変動する目的」が必要とされるのである。158条が風説の流布を手段とする相場操縦を禁止する規定であると理解できるならば、159条2項3号の役割とも重なり合ってくる。それでは、158条と159条2項3号との関係はどのように理解すべきなのであろうか。これが、本稿の課題である。

本稿では、虚偽情報の流布を禁止する規定を有するフランス法を検討の素材とすることとする。このようにフランス法を検討の対象とする理由は、フランス法はアメリカ法等を参考にしつつも、独自の方式を採用して相場操縦を規制している点にもとめられる。このことは、我が国の証取法158条と159条2項3号との関係を考察する上で、比較法の対象として有意義であると考えたためである。そこで、まず次節においてフランスにおける規制を概観す

13) 東京地判平成8年3月22日・判時1566号148頁。

14) 例えば、近藤＝吉原＝黒沼『証券取引法』270頁。

15) 詳細は、拙稿・前掲註(2)110-111頁以下を参照。

ることとする。

2. フランスにおける規制

本節では、証券取引規制における虚偽情報の流布を禁止する規定の位置付けを明らかにした上で、その要件を明らかにすることを目的とする。そのため、まずフランスにおける不正な証券取引に対する規制の変遷を鳥瞰する（後述①）。次に、不正な証券取引を規制する規定を概観し、虚偽情報の流布禁止規定の位置付けとその要件を明らかにすることとする（後述②）。

①不正取引に対する規制の変遷

フランスにおいては、内部者取引や相場操縦のような不正取引に対する規制は、制裁という効果の点に着目すると、刑罰による規制と行政処分による規制とに大別される。まず、刑罰による規制の変遷について概観することとする。そもそも、取引所における不正な取引を禁止しなければならない理由とは何か、ということが問題となる。この点について、取引所におけるモラルは、自然法上のものではなく、人工的なものであるとされている¹⁾。しかしながら、法的には、取引所というものは、当事者の対等性に基づく需要と供給の法則に従って活動していると考えられている²⁾。そうであるなら、相場操縦や虚偽情報の流布等により上記法則を侵害することは、投資者の投資における対等性を歪めることになる³⁾。つまり、取引所における価格は、取引参加者の対等性を前提とするが故に正当化されるというのである。そして、相場操縦により需給関係を歪める者は、取引所における需給関係によって決定する価格を所与のものとして受け入れる、他の投資者の権利、即ち取引参加者

1) C. Ducouloux-Favard : 《Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers》, in Méalnges AEDBF France 1997, p.177, Banque Editeur. 以下、上記文献を、“Ducouloux-Favard, Les raisons de l'incrimination pénal des délits boursiers” として引用する。

2) Ducouloux-Favard, Les raisons de l'incrimination pénal des délits boursiers, p.178.

3) 同上。

間の対等性を信頼として取引を行う権利を害していることとなる。ここに規制の根拠を見出すのである。換言すれば、不正取引が取引参加者の対等性を阻害するが故に、当該取引を刑罰によって禁圧することが正当化できるとするのである。もっとも、証券取引に関する犯罪が立法化されるまで、長い間、フランスにおいては、取引所における取引に対する適切なコントロールは存在しなかったとされている⁴⁾。その一因として、旧刑法419条が違法な投機に対して十分に機能しなかったことが指摘されている⁵⁾。旧刑法419条は、市場における自然な需給関係を妨害する行為を犯罪とする規定であった⁶⁾。もっとも、当初は、私法上の法人が発行した有価証券を対象とする取引所における取引に対して、本条が適用される余地はなかった⁷⁾。その後、1926年の改正により、私法上の証券もその適用範囲となり、証券の価格を騰貴又は下落させるような異常な行為を禁止できることとなったのである⁸⁾。即ち、1926年に改正された旧刑法419条は、1号及び2号が掲げる行為により、食品、商品又は公的証券 (effets publics) 若しくは私的証券 (effets privés) の価格を人為的に騰貴又は下落させる行為及びその未遂を禁止する規定であった⁹⁾。同条1号が掲げる類型は、(1)虚偽の事実若しくは中傷的事実を故意に公衆に対して流布する行為、(2)相場を攪乱させる目的で市場において申込をなす行為、(3)売手の申込価格を超える価格での申込をなす行為、又は(4)なんらかの詐欺的手段をなす行為であった。また、2号が掲げる類型は、自然の需

4) C. Ducouloux-Favard et N. Rontchevsky, *Infractions boursières*, 1997, Joly, n° 2. 以下、上記文献を、著者名のみで引用する。

5) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 2 を参照。

6) Y. Guyon, 《Aspects juridiques de la manipulation de cours》: Rapport moral sur l'argent dans le monde, 1995 éd., PUF, p.87. 以下、上記文献を、"Guyon, Aspects juridiques de la manipulation de cours" として引用する。

7) Guyon, *Aspects juridiques de la manipulation de cours*, p.87; C. Ducouloux-Favard, *Droit pénal des affaires*, Masson, 2^eéd., 1993, p.162.

8) Guyon, *Aspects juridiques de la manipulation de cours*, p.87.

9) 旧419条の詳細については、江頭憲治郎「フランスにおける相場操縦規制 —中間報告—」証券研究50巻223頁、226頁以下を参照。

給関係から生じる結果とは異なる利益を得る行為又はその未遂行為であった。このような行為が犯罪とされた趣旨は、市場と自由な競争を保護することにあつたとされている¹⁰⁾。しかしながら、本条の目的は、基本的には異なる市場間の協定を禁圧することにあつたとされている¹¹⁾。とりわけ本条2号は、適法な行為と違法な行為との分水嶺を上記利得目的に求めたため、十分な機能を果たし得なかつたとされている¹²⁾。つまり、証券取引に関する不正取引を規制することのみを目的としていなかつたために、十分な機能を果たし得なかつたのであろう。その後、1986年12月1日のオルドナンス(Ordonnance n° 86-1243 du 1^{er} décembre 1986)により2号は削除されている¹³⁾。

上記のように、旧刑法419条が証券取引規制において果たし得る役割は極めて限定的なものであつた。このような状況は、機密情報や相場操縦に基づく利益を得る機会を、投機家に与えていたとされる¹⁴⁾。また、不正取引に対する法律以外の規制方法として、証券業者等による自主規制が挙げられる。確かに、証券業者の自主規制は市場倫理の向上に貢献するという指摘もある¹⁵⁾。しかし、証券業者の営利性からこのような自主規制が遵守され得るかについては、その実効性が疑問視されている¹⁶⁾。このように、旧刑法419条や証券業者

10) Ducouloux-Favard, *Les raisons de l'incrimination pénal des délits boursiers*, p.179.

11) J.Sanit-Geours, 《La COB face à la manipulation de cours》: Rapport moral sur l'argent dans le monde, 1995 éd., PUF, p.92. 以下, 上記文献を, “Sanit-Geours, La COB face à la manipulation de cours” として引用する。

12) Guyon, *Aspects juridiques de la manipulation de cours*, p.87; Sanit-Geours, *La COB face à la manipulation de cours*, p.92.

13) なお, 旧刑法419条1号も新刑法典の施行に伴い削除されている。旧刑法419条1号と後述するオルドナンス10条の1第3項との競合については, 以下を参照。C. Freyria, 《Les aspects répressif de la rélementation boursières actuelle》: *RD bancaire et bourse*, 1988, p.113.

14) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 3.

15) P.Didier, *Droit commercial*, tome 3, PUF, 1993, p.153. 以下, 上記文献を, 著者名のみで引用する。

16) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 4. また, 業者の自主規制は「絵空事」であるという痛烈な批判すら存在する。W.Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, Préis Dalloz, 3^e éd., 1998, n° 58. なお, 以下, 当該文献を, 著者名のみで引用する。

の自主規制では、十分な証券取引規制が行えなかったのである。ところで、金融市場は、企業の活動に必要な資本を調達する役割を担っている¹⁷⁾。他方、投資者は、投下する資金が効果的に保護されていると信頼しているが故に、有価証券に投資を行うとされている¹⁸⁾。企業の資金調達手段の確保と取引所に投下される資金の保護という2つの要請は、新たな証券取引に対する規制の必要性和結びついたのである¹⁹⁾。つまり、企業が資金調達する上で必要不可欠な金融市場への信頼を確保するために、刑罰による不正取引規制を導入する必要があったのである²⁰⁾。

フランスにおいて、証券取引に関する犯罪が創設されたのは、今世紀後半になってからである²¹⁾。1967年9月28日のオルドナンス (Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967) は、アメリカの証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) を参考に、COB (Commission des opérations de bourse ; 以下、証券取引委員会とする。) を創設した²²⁾。証券取引委員会は、証券取引に関する監視を任務とする独立行政委員会である²³⁾。1970年12月23日の法律 (Loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970) により、上記オルドナンスが改正され、取引所における投機に関する特別犯罪が創設された²⁴⁾。即ち、オルドナンスに、内部者取引に関する犯罪、虚偽情報の流布に関する犯罪、及び相場操縦に関する犯罪が新設されたのである。

その後、行政処分による規制も導入された。1985年12月14日の法律 (Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985) により、1967年9月28日のオルドナンスが

17) Didier, p.17-18.

18) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 5.

19) 同上。

20) 同上。

21) 同上, n° 2。

22) 同上, n° 5。

23) 詳細は、荒谷裕子「フランスの証券取引委員会〔上〕・〔下〕」商事法務1306号7頁以下及び1307号9頁以下(1992年)を参照。

24) Jeandidier, n° 114.

改正され、証券取引委員会に、規則制定権が与えられた。オールドナンス 4 条の 1 によれば、証券取引委員会は、その任務を遂行するために、(1)市場の運営に関する規則及び(2)資金を公募する者等に課せられる行為準則に関する規則を制定することができるかとされている。また、1989年 8 月 2 日の法律(Loi n° 89-531 du 2 août 1989)により、上記オールドナンスが改正され、証券取引委員会は、規則違反行為に対する制裁権を与えられた。即ち、証券取引委員会が定める規則に違反する行為がなされた場合、証券取引委員会は違反者に対して行政処分を課すことができるのである。オールドナンス 9 条の 1 によれば、証券取引委員会は、委員会規則に違反する行為に対して、差止を命じることができることとなった。差止の対象となる行為は、4 つの類型の分類される。即ち、(1)市場機能を歪める行為、(2)不公正な利益を利害関係者にもたらす場合、(3)投資者の情報に対する平等若しくは処遇の平等又はその利益を侵害する場合、(4)仲介者がその義務に違反して発行者又は投資者に利益を供与する場合、である。また、オールドナンス 9 条の 2 によれば、証券取引委員会は、オールドナンス 9 条の 1 に違反する者に対して、1 千万フラン以下の課徴金又は得た利益の 10 倍を限度とする課徴金の納付を命じることとなった。

証券取引委員会の目的は、現行のオールドナンスによれば、金融商品等に投資された貯蓄の保護、投資者への情報開示、金融商品市場の適正な機能の確保を図ることにある。従って、証券取引委員会は、市場秩序を確立・維持するために規則を制定することができる。また、一定の規則の違反者に対しては、差止命令と課徴金の納付命令という 2 つの行政処分を課すことができるのである。証券取引委員会は、取引所市場における司法、立法、行政を兼ねる万能の機関となったのである²⁵⁾。このような制度枠組みの中で、不正な証券取引に対する証券取引委員会規則が制定されているのである。

25) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 276.

②相場操縦の規制類型

前述のように、フランスにおける不正取引規制は、制裁という効果の点に着目すると、刑罰による規制と行政処分による規制とに大別される。そこで、刑罰による規制（後述（i））と行政処分による規制（後述（ii））とに分けて概観することとする。

（i）刑罰による規制

フランスにおいて違法な投機行為として禁止されるのは、価格操作に関する行為と機密情報を利用する行為である²⁶⁾。そして、価格操作に対する規制は、市場操作による相場操縦に対するものと虚偽情報の流布による相場操縦に対するものとに二分される²⁷⁾。このような相場操縦や内部者取引を刑罰によって禁止する規定を定めているのが、前述の1967年9月28日のオールドナンスである。そして、本稿の対象となる虚偽情報の流布を禁止する規定が、オールドナンス10条の1第3項である。ところで、オールドナンス10条の1第1項及び第2項は内部者取引に関する規定である²⁸⁾。つまり、虚偽情報の流布を禁止する規定である10条の1第3項は、内部者取引を禁止する10条の1第1項及び第2項と並んで、同じ条文において規定されているのである。そもそも、フランスにおいて内部者取引に対する規制として初めて導入された制度が、アメリカ法をモデルにした会社役員等による自社株の短期売買に対する規制であった²⁹⁾。しかし、規制の実効性に疑いのある当該制度は廃止しされ、オル

26) G. Ripert et R. Roblot, *Trait de Droit commercial*, tome 2, 15^e éd., L.G.D.J., 1996, n° 1878 を参照。以下、上記文献を、著者名のみで引用する。

27) Ripert et Roblot, n° 1878 を参照。

28) フランスの内部者取引規制の詳細については、以下を参照。

荒谷裕子「フランスにおける内部者取引規制（1） —ECのディレクティブに基づく規制の整備を中心として—」*法学志林*96巻3・4号51頁以下（1999年）。

拙稿「フランスにおける内部者取引規制に関する若干の考察 —特権的情報を中心として—」*山口経済学雑誌*47巻2号15頁以下（1999年）。

29) この制度の紹介として、荒木正孝「フランス法における会社機密関与者の株式取引規制」*国際商事法務*1巻118頁以下（1973年）を参照。

ドナンス10条の1による内部者取引規制が導入されたのである。10条の1第1項は内部者が特権的情報を知りながら行う取引を禁止し、同条2項は特権的情報の伝達行為を禁止している。特権的情報の対象となるのは、(1)規制された市場において流通している証券の発行者に関する予測や状況、又は(2)規制された市場において上場されている金融商品の動向に関する予測である³⁰⁾。そして、特権的情報は、(1)一定の事実について明確な内容を示すものであること、(2)未公開の情報であること、(3)公開することにより相場に著しい影響が生じ得ること、という3つの性質を兼ね備えていなければならない。このような特権的情報に関する解釈は、これらの規定と並列して定められている10条の1第3項の解釈にも影響を与えている（後述）。

前述のように、フランスにおける価格操作に対する規制は、市場操作による相場操縦に対する規制と虚偽情報の流布による相場操縦に対する規制とに二分される。市場操作による相場操縦は、オールドナンス10条の3によって規制されている³¹⁾。それによれば、他人を錯誤に陥らせることにより有価証券市場の適正な機能を阻害する目的で行われる操作を禁止している。この操作には、人為的に相場を騰貴又は下落させるために行われる取引が該当する³²⁾。つまり、10条の3は、主に取引行為を手段とする相場操縦を規制する規定なのである。

他方、オールドナンス10条の1第3項は、次の行為を禁止している。即ち、何人も、故意に(sciemment)、相場に影響を与え得る性質を有する虚偽又は

30) 他の拙稿において、“instruments financiers”を「有価証券」と訳出した。これは、この概念が、我が国の証券取引法における有価証券概念と同様に、規制範囲を確定するものであることを理由とした。しかし、これは株券等の上位概念であり証券という枠組みに拘泥しないこと、10条の1における情報の範囲が市場情報にも及ぶこと等から、翻訳を改め、本稿においては、“instruments financiers”を「金融商品」として訳出することとする。

31) フランスにおける相場操縦規制については、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（1999年）を参照。

32) M. Véron, Droit pénal des affaires, 2^e éd., Armand Colin, 1997, p.230.以下、上記文献を、著者名のみで引用する。

欺瞞的情報（以下、これらを総称して虚偽情報とする。）を、なんらかの手段で公衆に対して流布する行為を禁止しているのである。そして同項によれば、虚偽情報は、(1)規制された市場において流通している証券の発行者に関する予測や状況をその対象とするもの、又は(2)規制された市場において上場されている金融商品の動向に関する予測をその対象とするものに限られる。法定刑は、内部者取引の場合と同様である。即ち、2年以下の拘禁刑若しくは1千万フランの罰金、又はこれを併科するものとされている。また、当該違法行為により得た利益が上記罰金の価格を超過する場合には、得た利益の10倍を限度とする罰金が科せられることとなる。10条の1第3項の趣旨は、相場操縦罪と同様に、相場に影響を与える方法により市場の正常な機能を歪める行為を禁圧することに求められている³³⁾。

主体は、「何人も」と定められていることから明らかなように、限定されていない。法人も含まれる³⁴⁾。その意味で、当該規制を受ける主体の範囲は、内部者取引規制の適用を受ける人的範囲と異なることとなる。虚偽情報を公衆に流布する行為は取締役のようになんらかの地位にあることを必要としないことから、このような人的範囲の拡張は正当化されている³⁵⁾。

以下、客観的要件と主観的要件とに分けて説明することとする。

(a)客観的要件

対象となる行為としては、虚偽情報を流布することである。当然のことながら、当該情報は、内部者取引規制の射程に属する特権的情報である必要はなく、虚偽又は欺瞞的なものでなければならない³⁶⁾。それは不正確なものであれば足りる³⁷⁾。前述のように、虚偽情報は、(1)規制された市場において流通し

33) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 1998, n° 1043. 以下、上記文献を、著者名のみで引用する。

34) de Vauplane et Bornet, n° 1043.

35) Véron, p. 228.

36) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 194.

37) Jeandidier, n° 122.

ている証券の発行者に関する予測や状況をその対象とするもの、又は(2)規制された市場において上場されている金融商品の動向に関する予測をその対象とするものとされている。特徴として、情報の対象が1996年7月2日の法律 (Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996) により導入された金融商品に及ぶため、規制される情報の範囲は極めて広範なものとなっている³⁸⁾。即ち、発行者に関する情報と市場情報の双方を規制の射程におさめているのである。この点では、内部者取引規制における特権的情報の対象と基本的に一致する³⁹⁾。つまり、情報の内容は漠然としたものではなく、限定したものでなければならないとされる⁴⁰⁾。このことから、当該情報は、最低限の明確さを備えていなければならない⁴¹⁾。ここで、相場を変動する目的で風説を流布することへの評価が問題となる。風説は情報としての最低限の明確性を備えていないと評価することを前提に、本条における情報に該当しないとされている⁴²⁾。他方、前述のようにオルドナンス10条の3は、市場操作による相場操縦を禁止している。ある見解によれば、この操作は市場において執行されることが必要であるという解釈を前提に、風説を流布する行為は10条の3の射程外であるとされている⁴³⁾。この見解によれば、相場を変動させ得る風説の流布が相場操縦規制の範囲から抜け落ちる可能性があるのである。虚偽情報の例としては、ある会社に関する業績向上や破局、契約の締結、配当等が挙げられている⁴⁴⁾。

また、虚偽情報は、相場に影響を与え得る性質を有するものでなければならない。これは、相場に影響を与える可能性がない情報を本条の射程から排除する機能がある。例えば、会社の財務状況が悪化した際に、当該会社の社

38) Jeandidier, n° 122.

39) Véron, p.229 ; Jeandidier, n° 122.

40) de Vauplane et Bornet, n° 1043.

41) 同上。

42) 同上。

43) 同上。これに対して、操作には風説も該当するという異論がある。Sanit-Geours, La COB face à la manipulation de cours, p.93.

44) Véron, p.229.

長が従業員に対して激励のコミュニケを発表するケースは、虚偽情報の流布とは評価されない⁴⁵⁾。ある情報における相場への影響可能性の有無を判断する場合、流布による結果が達成されたか否か、行為者が利益を得たか否かは重要ではない⁴⁶⁾。また、相場の変動が顕在化する必要もない⁴⁷⁾。換言すれば、いかなる具体的な結果も要求されていない⁴⁸⁾。本条の射程は、市場に対する直接的な介入のみに限定されていないのである⁴⁹⁾。しかし、この「相場に影響を与え得る性質を有する」という概念から具体的な帰結を得ることは困難であるとされている⁵⁰⁾。

虚偽情報を公衆に流布する手段については、文言上、その方法は限定されていない。その要点は公衆に虚偽情報が流布されることにあるので、その手段は、口頭であると書面であるとを問わない⁵¹⁾。人間の視覚や聴覚に訴える手段であれば良いのである。そのため、チラシ、新聞の記事やインタビューであってもよいとされている⁵²⁾。そして「公衆」の要件は、仮に名宛人が一人であっても満たされるとされている⁵³⁾。このように解される理由は、流布の対象が一人であっても、当該虚偽情報が伝播する可能性があるためであろう。

(b)主観的要件

そもそも、本条が1988年1月22日の法律 (Loi n° 88-70 du 22 janvier 1988) により改正されるまでは、文言上、情報を流布する際に「証券の相場に影響を与える目的」が必要であるとされていた。もっとも、この目的要件

45) Didier, p.163 を参照。

46) de Vauplane et Bornet, n° 1043.

47) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 198.

48) 同上。

49) H. de Vauplane et O. Simart : 《La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA》, RD bancaire et de la bourse, 1996, p.164.

50) Jeandidier, n° 122.

51) Véron, p.228 ; de Vauplane et Bornet, n° 1043.

52) Jeandidier, n° 122.

53) Jeandidier, n° 122 ; Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 198.

は立証が困難であるとされていた⁵⁴⁾。その後上記法律により「証券の相場に影響を与える目的」という文言が削除されたため、このような主観的要件は不要となった。このことは、従前要求されていた情報の流布と相場に影響を与える意思との因果関係を証明する必要性が消滅したことを意味する⁵⁵⁾。そして、現行の規定においては、主観的要件として故意が要求されている。即ち、流布される情報が虚偽であることを行為者が認識していることが要件となる⁵⁶⁾。換言すれば、行為者が虚偽の情報であること知りながら当該情報を流布したことが必要となるのである⁵⁷⁾。この要件を充足するためには、流布された情報の内容が、市場の正常な需給関係から形成される相場を歪めることを究極の目的とするものであることを立証しなければならないとされている⁵⁸⁾。その意味では、市場操作による相場操縦規制（オールドナンス10条の3）が要求する主観的要件と類似してくる。そこで、市場操作による相場操縦との差違が問題となる。この点については、前述のように、本条の射程が市場に対する直接的な介入のみに限定されていないことに求められている。つまり、オールドナンス10条の1第3項が禁止する虚偽表示の流布とは、当該行為により直接相場に影響を与えない場合でも、相場変動の危険性さえあれば足りるのである。言い換えれば、流布された虚偽情報の本質は、市場の正常な需給関係から形成される相場を歪める危険性がなければならない。しかし、当該情報が流布されることにより、相場が現実に変動したことまで要求されない。つまり、当該情報になんらかの相場への影響可能性があればよいのである。行為者の主観的要件としては、このような当該情報の性質を認識していることが必要とされているのである。このことと関連して、流布される情報に対して事前にコントロールする権限がない者が、当該情報の相場への影響可能

54) Jeandidier, n° 122.

55) de Vauplane et Bornet, n° 1043.

56) Jeandidier, n° 122 ; Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 199.

57) Véron, p.229 ; de Vauplane et Bornet, n° 1043.

58) Véron, p.229.

性がある虚偽情報を流布した場合、本条に違反するかが問題となる。この場合は、本条に違反しないと解されている⁵⁹⁾。このような見解は、虚偽情報の流布が禁止される趣旨を、流布を行った者が相場へ介入する可能性を禁圧することに求めるのであろう。そして、情報に対するコントロール権限がない者が、共犯関係にある場合は格別、単に当該情報を流布するだけでは本条の禁止する行為を故意に行ったことにはならないと解するのであろう。しかしながら、このように解することは、投資者が合理的な投資判断を行い得る機会の確保という相場操縦規制の趣旨に抵触すると解する余地もあろう。

以上のことから、オールドナンス10条の1第3項による相場操縦規制について次のことが明かとなった。まず、禁止行為であるが、虚偽情報を公衆に流布する行為である。虚偽情報は、(1)規制された市場において流通している証券の発行者に関する予測や状況をその対象とするもの、又は(2)規制された市場において上場されている金融商品の動向に関する予測をその対象とするものに限られる。そして、虚偽情報は、相場に影響を与え得る性質を有するものでなければならない。また、流布の方法については、その制限がない。次に、行為主体については、限定がない。流布される情報が虚偽であることを認識している者が、当該情報を流布することを禁止されるのである。この点について、情報に対するコントロール権限の有無が行為者の法的責任に影響をおよぼすか否かは、一つの問題である。

(ii) 行政処分による規制

そもそも、市場の透明性は、適正な市場機能と投資者の信頼を確保するために不可欠であるとされている⁶⁰⁾。情報の開示制度は、市場の透明性を高める上で有益な制度である⁶¹⁾。しかし、定期的な情報開示制度のみであれば、投資判断に影響を与える情報が適時に開示されるとは必ずしも言えない。合理的

59) Véron, p.229 ; Jeandidier, n° 122.

60) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 321.

61) 同上を参照。

投資判断を行う機会の確保という観点から、定期的な情報開示制度のみでは不十分である⁶²⁾。また虚偽情報が開示されるとするならば、投資者は合理的な投資決定をなし得ない。まさに、開示される情報の質が問題となるのである。そこで、証券取引委員会は、定期的な情報開示制度以外に、市場に影響を与える事実を即時に且つ正確に開示することを意図した⁶³⁾。証券取引委員会規則90-02 (Règlement n° 90-02 de la Commission des opérations de bourse relatif à l'obligation d'information du public ; 以下、規則90-02とする。)は、重要事実が発生した場合における情報開示の一般的且つ恒常的義務を定めるものである⁶⁴⁾。その趣旨は、前述のように金融市場や取引所の透明性を確保することにある⁶⁵⁾。この規制に規制を受ける者の範囲は、公募会社から与えられるべき情報を有している者とされている⁶⁶⁾。以下、客観的要件と主観的要件とに分けて説明することとする。

(a)客観的要件

行為類型は①不正確、不明確又は不実の情報の伝達又は流布と②情報の不開示又は開示の遅滞とに分類される。従って、規則90-02が規制する範囲は、不正確、不明確又は不実の情報の伝達又は流布に限定されないため⁶⁷⁾、オルドナンス10条の1第3項が禁止する範囲よりも広範である。

規則90-02第2条は、公衆に開示される情報は、正確、明確且つ真正でなければならない、とする。従って、規則90-02に違反する行為は、不正確、不明確又は不実の情報を開示することとなる⁶⁸⁾。また規則90-02第3条は、1項において、不正確、不明確又は不実の情報を伝達する行為は、公衆の適正な情

62) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 322 を参照。

63) 同上, n° 323。

64) 同上。

65) de Vauplane et Bornet, n° 1050.

66) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 339.

67) 同上, n° 344。

68) de Vauplane et Bornet, n° 1051.

報を侵害する、とする。従って、伝達される情報が虚偽である場合だけでなく、不十分な場合も違反することとなる⁶⁹⁾。また、2項において、不正確、不明確又は不実の情報を故意に流布することも同様に公衆の有する適正な情報を害する、とする。次に、第4条1項は、開示がなされれば、証券等の相場に著しい影響を及ぼし得る重要事実を、遅滞なく公衆に開示することを発行者に義務付けている。もっとも、同2項は、業務上の機密保持に関して、発行者が開示を遅延し得る場合を定めている。また、第5条1項は、ある発行者の証券の相場に著しい影響を与え得る金融取引を自己の計算で準備している者は、遅滞なく当該取引について開示することを義務付けている。そして、同条2項は、開示を遅延し得る場合を定めている。このように、重要事実は遅滞なく開示されなければならない⁷⁰⁾。その趣旨は、継続的な情報開示を遵守させることにある⁷¹⁾。従って、第4条及び第5条は、オールドナンス10条の1第3項と異なり、完全に情報が欠けている場合、即ち「沈黙」も制裁の対象としているのである⁷²⁾。その意味で、規則90-02の適用範囲はオールドナンス10条の1第3項より広範なのである⁷³⁾。しかも、開示される情報は、前述のように、正確性、明確性且つ真正性を兼ね備えていなければならない。そのことにより、正確性、明確性且つ真正性を兼ね備えた情報が適時に開示されることとなる。

前述のように、証券取引委員会が規則違反者に対して行政処分を課すためには、当該規則違反行為がオールドナンスが定める要件を満たしていなければならない。規則90-02の場合、当該違反行為が相場に対して影響を与えていれば市場機能を歪めることとなるので、オールドナンス所定の市場機能阻害の要件に該当すると解されている⁷⁴⁾。換言すれば、規則90-02に違反する行為は、

69) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 345.

70) de Vauplane et Bornet, n° 1052.

71) 同上。

72) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 347 ; de Vauplane et Bornet, n° 1052.

73) de Vauplane et Bornet, n° 1052.

74) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 348.

相場に影響を与え市場機能を害することから、価格操作の一類型として把握しうるのである。

（b）主観的要件

まず、不正確、不明確又は不実の情報を流布する場合、当該情報が不正確、不明確又は不実であることを知っていることが必要となる。このことは、規則90-02第3条2項が、文言上、故意を要件としていることから明らかである⁷⁵⁾。他方、不正確、不明確又は不実の情報を伝達する場合、当該情報が不正確、不明確又は不実であることを知っていることは要件とされない、と解されている⁷⁶⁾。その根拠として、規則90-02第3条1項に「故意」という文言がないことに求められている⁷⁷⁾。従って、行為者の認識とは無関係に、不正確、不明確又は不実の情報を伝達するだけで、規則90-02に違反することとなる。このように、規則90-02は、主観的要件として、なんらの詐欺的目的をも必要としないのである⁷⁸⁾。

以上のことから、次のことが明かとなった。規則90-02が規制する行為類型は①不正確、不明確又は不実の情報の伝達又は流布と②情報の不開示又は開示の遅滞とに分類される。規則第3条は、不正確、不明確又は不実の情報の伝達又は流布を禁止する。とりわけ、不正確、不明確又は不実の情報を伝達する場合、当該情報が不正確、不明確又は不実であることを知っていることは要件とされていない。第4条及び第5条は重要事実を遅滞なく開示させることにより、継続的な情報開示を遵守させる趣旨である。従って、不開示も制裁の対象としているのである。その意味で、規則90-02の適用範囲はオルドナンス10条の1第3項より広範なのである。このようにして、正確性、明確性且つ真正性を兼ね備えた情報が適時に開示されることとなる。

75) 同上, n° 356.

76) 同上, n° 357.

77) 同上.

78) de Vauplane et Bornet, n° 1052.

上記の点と関連して、規則90-02に違反する行為は、同時に内部者取引を規制するオルドナンス10条の1及び証券取引委員会規則90-08 (Règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse relatif à l'utilisation d'une information privilégiée)に違反する場合もある。その例として、証券の相場に影響を与え得る情報を保有する者が、当該情報を公衆に開示しないだけでなく、一般に当該情報が知られる前に取引を行う場合が挙げられる⁷⁹⁾。

フランスにおける虚偽情報の流布に対する規制を総括すると、次のようになる。オルドナンスは違法な投機に関連する行為として、虚偽情報の流布を禁止している。それに対して、規則90-02は、情報の適時開示をその主眼とする。その開示対象たる情報に、正確性、明確性且つ真実性を要求するのである。

(未完)

79) Ducouloux-Favard et Rontchevsky, n° 358.