

虚偽情報の流布と相場操縦規制 (2・完)

—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
 - ①不正取引に対する規制の変遷
 - ②相場操縦の規制類型
 - (i) 刑罰による規制
 - (a) 客観的要件
 - (b) 主観的要件
 - (ii) 行政処分による規制
 - (a) 客観的要件
 - (b) 主観的要件 (以上, 本誌第48巻1号)
 - (c) 補論
 - ③小括
3. 判決例及び審決例の展開
 - ①判決例の展開
 - ②審決例の展開
 - ③小括
4. 考察
 - ①159条2項2号及び3号について
 - ②158条について
 - ③157条について
5. むすび

(承前)

(c) 補論

前述した証券取引委員会規則90-02は改正され、同規則98-07 (Règlement n° 98-07 de la Commission des opérations de bourse relatif à l'obligation d'information du public ; 以下、規則98-07とする。) に改められた。証券取引委員会の年報 (1998年) によれば、改正の趣旨は以下のようなものであった。規則98-07は、基本的には旧規則90-02の規制理念を踏襲するものであるとされている¹⁾。つまり、(1)公開される情報の正確性、明確性且つ真正性の確保、及び(2)相場に対する著しい影響を及ぼし得る情報の強制開示、という2つの規制理念は、規則98-07に受け継がれている²⁾。規則98-07第1条によれば、情報開示が義務づけられる者は金融商品の発行者等に変更されている。金融商品という概念は、旧規則における有価証券の概念よりも広範なものである。従って、開示が義務づけられる情報の範囲も拡張されたこととなる。その趣旨は、開示される情報内容を改善することにより、投資者の保護を強化することにあるとされている³⁾。従って、規則98-07は、旧規則90-02の規制理念を踏襲しつつ、1996年7月2日の法律により導入された金融商品の概念を織り込むことにより開示される情報内容を改善した点にその意義があるのである。

③ 小括

前述のように、フランスにおける不正取引規制は、違反行為に対する制裁の種類が二分される点に特徴がある。即ち、①違反行為を刑罰によって禁圧する1967年9月28日のオルドナンスによる規制と②差止命令や課徴金によって違反行為を禁圧する証券取引委員会が定める規則による規制とに大別されるのである。相場操縦に対しては、オルドナンスは、2つの規定を設けて禁圧している。即ち、オルドナンス10条の1第3項 (1970年新設・1988年、1989

1) Rapport annuel COB 1998, p. 48.

2) 同上。

3) 同上。

年、1996年改正）により虚偽情報や欺瞞的な情報の流布を禁止し、また、オールドナンス10条の3（1988年新設・1996年改正）は売買による相場操縦を禁止している。これらの規制によって、「ヤカン（Bouilloire）」という手法、即ち、虚偽情報の流布や共謀者による売買により、実質的には無価値な株式の価格を人為的に高騰させる手法を禁圧することができる⁴⁾。

ところで、我が国の相場操縦規制はアメリカ法を母法とする。アメリカの相場操縦規制は、プール（pool）を禁圧すること等をその趣旨としている⁵⁾。プールという手法もフランスにおける相場操縦の手法と同様に、虚偽情報の流布や共謀者による売買により、実質的には無価値な株式の価格を人為的に高騰させるものであった⁶⁾。つまり、ヤカンという手法とプールという手法とは、現象として極めて類似しているのである。従って、フランスにおける相場操縦規制の制度目的とアメリカの相場操縦規制のそれとは、類似することとなる。それ故、フランス法を比較法の対象とすることは、日本法への間接的な示唆を与えるものとなるのである。

次節では、フランス法の規制システムが、情報操作による相場操縦に対する我が国の証券取引規制の在り方についてどのような示唆を与え得るのかを判例・審決例の展開を通して探ることとする。

3. 判決例及び審決例の展開

本節では、虚偽情報の流布に対する規制の運用について、概観することとする。以下では、まず、オールドナンスにおいて規制の対象となる虚偽情報の概念に関する判決例（後述①）を検討の対象とする。次に、規則上明文の規定が存在しない情報修正義務に関する証券取引委員会の審決例を検討の対象

4) 詳細は、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号111頁以下（1999年）を参照。

5) VIII L. Loss & J. Seligman, SECURITIES REGULATION 3963-64 (3rd ed. 1991).

6) 詳細は、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。

とする。(後述②)。

① 判決例の展開

第2節において概観したように、オールドナンス10条の1第3項が想定する典型的な違反類型は、相場を騰貴又は下落させるために、虚偽情報を流布する行為である。ここで、10条の1第3項の類型に、株価を維持するために虚偽情報を流布して株式の売却を断念させる行為は該当するのか、という問題が生じる。そもそも、オールドナンス10条の1第3項によれば、規制の対象となる虚偽情報は、(1)虚偽又は欺瞞的であること、(2)相場に影響を与え得るものであること、という性質を兼ね備えていなければならない。そうであるなら、証券取引の不作为を誘引するために虚偽情報を流布する行為は禁止されるのか、という問題は、相場を維持する性質を有する虚偽情報も上記(2)の「相場への影響可能性」の要件を満たし得るのか、という論点を導き出すこととなる。ここで、オールドナンスにおいて規制の対象となる虚偽情報の概念を明らかにすることが必要となる。以下では、上記のような視点から、虚偽情報の概念に関する判決例を分析することとする。

虚偽情報を流布することにより、証券取引の不作为を誘引することが問題となった事例として、以下の2つの判決例が挙げられる。まずはじめに、1993年3月15日破毀院判決を概観することとする⁷⁾。本件は、ある会社の再建がほとんど不可能な状態になっていたにもかかわらず、当該会社の財務状態について楽観的な情報を流布した事例である。破毀院は、本件行為がオールドナンス10条の1第3項に該当することを認めている⁸⁾。そうであるなら、株価を維持するために流布される虚偽情報も、オールドナンス10条の1第3項の「相場への影響可能性」の要件に該当すると解することも可能であると思われる。もっとも破毀院は、このように虚偽情報の流布に関する被告人の責任を認めつつも、虚偽情報が流布される以前に当該証券を取得し且つ保持してい

7) D. 1993, 610.

8) D. 1993, 611.

る者が行った損害賠償請求に対しては否定的な立場をとっている⁹⁾。即ち、虚偽情報が流布される以前に所得した当該証券を保持していることから生じる損害は、損害賠償請求の際に要求される確実性の要件を満たしていないからである¹⁰⁾。このことを敷衍すると、証券取引の不作为を誘引するために虚偽情報を流布する行為を行った者に対する損害賠償請求は認められないこととなる。

これに対して、1998年2月27日パリ軽罪裁判所判決は、異なる判断を行った¹¹⁾。本件は、①会社に関して使用した目論見書において当該会社の状況について虚偽の記載があったこと、②記者発表において、会社の業績予想等について不正確な情報を公表したことが、虚偽情報の流布に該当するとされた事例である¹²⁾。本判決は、本件虚偽情報を公衆に流布することは、当該会社の証券を購入するのを奨励するのであれ、既に株主である者に対して株式の譲渡を断念させることを奨励するのであれ、全ての有価証券保有者を欺罔するものであり、確実性を帯びた損害を被るとする¹³⁾。そして、裁判所は、虚偽情報流布罪の行為者と共犯者に、虚偽情報の公衆への流布と訴訟手続きが開始された間に、証券を購入または保持していた結果、証券保有者が被った損害の賠償を命じたのである¹⁴⁾。つまり、本判決は、虚偽情報の流布の後、証券を取得した結果により損害が生じる場合のみならず、虚偽情報の流布の前に取得した証券を保持していたことによって発生した損害も確実性を帯びた損害としたのである¹⁵⁾。また、このような判決を支持する見解もある。即

9) 同上。

10) RTD COM. 51(3), juill.-sept. 1998 p.643, note Rontchevsky. なお、確実性の要件については、以下を参照。山口俊夫『フランス債権法』98頁(1986年)。

11) RTD COM. 51(3), juill.-sept. 1998 p.640, note Rontchevsky.

12) RTD COM. 51(3), juill.-sept. 1998 p.642.

13) 同上。

14) 同上。

15) RTD COM. 51(3), juill.-sept. 1998 p.643. なお、本判決の立場は、控訴院においても支持されたが、破棄院に対する上訴が申し立てられている(RTD COM. 52(4), oct.-déc. 1999 p.928, note Rontchevsky.)。

ち、会社に関する虚偽情報が人為的に会社の株式の相場を上昇させなければ、投資者は当該証券を取得しなかったであろうし、また当該証券を保有し続けなかったであろう、という高度の蓋然性があることから、賠償される損害は、少なくとも、証券がすべての価値を失う前に、証券を取得しない機会を逸失したことや証券を譲渡し得た機会を逸失したことから構成されるため、このような機会の喪失は、「確実な」損害を構成する、と解するのである¹⁶⁾。

以上のことから、次のことが明らかとなった。まず、オールドナンス10条の1第3項における「相場への影響可能性」の要件は、相場を騰貴又は下落させる虚偽情報のみならず、相場を維持する性質を有する虚偽情報も満たし得るということである。従って、10条の1第3項の類型に、株価を維持するために虚偽情報を流布して株式の売却を断念させる行為は該当することとなる。また、虚偽情報の流布の後、証券を取得した結果により損害が生じる場合のみならず、虚偽情報の流布の前に取得した証券を保持していたことによって発生した損害も賠償の対象となり得るとする判決例も存在するということがある。

② 審決例の展開

以下では、旧規則90-02における情報修正義務に関する審決例を概観することとする¹⁷⁾。前節で概観したように、旧規則90-02の目的は市場の透明性を確保することにある¹⁸⁾。この目的を達成するために、同規則は、重要事実に関する開示について規制を行っているのである。規則98-07は、基本的には旧規

16) RTD COM. 51(3), juill.-sept. 1998 p.643.

17) 以下の審決例は、証券取引委員会の年報 (Commission des opérations de bourse, Rapport au Président de la République) を参考にした。なお、本規則違反に関するCOBの下した審決の多くは、財務状況や進行中の交渉について、欺瞞的または不実の情報に係るものであるとされている。H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 1989, n° 1052. 以下、上記文献を著者名のみで引用する。

18) もっともこの点については、営業上の機密については開示が要求されないことから、相対的なものであるとの指摘がある。Ducouloux-Favard et Rontchevsky, Infractions boursières, Joly, 1997, n° 324.

則90-02の規制理念踏襲するものであるとされている。つまり、(1)公開される情報の正確性、明確性及び真正性の確保、及び(2)相場に対する著しい影響を及ぼし得る情報の強制開示、という2つの規制理念は、規則98-07に受け継がれているのである。オールドナンス10条の1第3項と異なり、本規則の場合、虚偽情報を流布することのみならず、不完全な情報の開示や重要事実に関する開示の遅延もその射程に属することとなる。このように、虚偽情報の流布を刑罰によって禁圧するオールドナンスと異なり、規則は開示規制を主眼としている。そのため、開示した情報と現状との間に齟齬が生じた場合、いかなる義務が生じるのか、ということが問題となるのである。換言すれば、開示した後の状況の変化等により、開示された情報と情報の真実性とが乖離した場合に、当該情報を修正する義務を発行者は負うのか、という問題である。この義務について規則は言及していないため、その存否は必ずしも明らかでない。ここに、COBの審決を参照すべき理由があるのである。

この問題について、1993年4月20日の審決例が参考となる¹⁹⁾。その事案はこうである。X社は、市場の進展に伴い業績は改善する旨の上半期の業績予測を記者に対して発表し、開示書類にもその発表を掲載した。その後、X社の取締役は会社の業績が当該業績予測と異なることを知ったにもかかわらず、発表された業績予測の修正を怠ったというものである。COBは、修正を行い得るにもかかわらず、修正を怠ったまま開示された情報は不正確な情報等に該当するため、X社に対して、2万5000フランの課徴金を課した。つまり、本審決によれば、開示した情報について、誤りが明らかとなった場合には、情報を修正する義務が生じる、とするのである。同様の事例として、1995年6月1日の審決例がある²⁰⁾。それは、目論見書において開示された業績予想に関する数値が、会計検査によって達成できないことが明らかになったにもかかわらず、その修正を怠った行為が規則90-02に違反するとされた事例である。この審決例から、予測データは、予測された結果の不確実性について留保が

19) Rapport annuel COB 1993, p.201.

20) Rapport annuel COB 1995, p.146.

含まれていなければならないと解する見解もある²¹⁾。このことは、修正義務を履行して正確な情報を提供することにより図られる投資者保護をより押し進めて、あらかじめ投資者に当該情報の不確定性を知らしめ、投資判断の資料を提供することにより、投資診断を行い得る時点を早める見解として評価することができる。また、1995年12月12日の審決例も、会社の業績予測に関する不正確な情報を含む発表を修正しなかった行為を規則90-02に違反するとしている²²⁾。このように、COBは、開示した情報について、誤りが明らかとなった場合には、修正する義務が発生するという見解を採用している。規則98-07は、基本的には旧規則90-02の規制理念を踏襲するものであることに鑑みれば、開示情報に対する修正義務は、現行の規則においても存在するものと思われる。

③ 小括

上記において概観した判決例及び審決例について、明らかとなったことをまとめることとする。まず、判決例についてである。オールドナンス10条の1第3項によれば、規制の対象となる虚偽情報は、相場に影響を与え得る性質を帯びていなければならない。争いはあるものの、相場に影響を与え得るといふ文言は、相場の変動はもちろん相場の安定もその射程に収める、と判示する判決も存在することが明らかとなった。

前述のように、オールドナンス10条の1第3項によれば、規制の対象となる虚偽情報は、相場に影響を与え得る性質を帯びていなければならない。相場に影響を与え得るといふ文言は、相場の変動はもちろん相場の安定もその射程に収める。そのため、相場を安定させるため、証券の保有者をして当該証券の保有の継続を誘引するために（以下、「保有の誘引」とする。）、虚偽情報の流布を行うことが問題となる（後述）。このことは、アメリカ法や日本法の規制枠組とは異なる以下のような2つの差異を生み出す。第一に、相場を騰

21) de Vauplane et Bornet, n° 1052.

22) Rapport annuel COB 1995, p.149.

貴または下落させる相場操縦の類型（アメリカ1934年証券取引所法9条a項2号；証取法159条2項及び3項）と、相場安定させる相場操縦の類型（アメリカ1934年証券取引所法a項6号；証取法159条3項）とを分離するアメリカ法や日本法とことなり、フランス法は両者を峻別しない。第二に、虚偽の表示等について、証券の購入又は売却を誘引する目的を重視するアメリカ法（1934年証券取引所法9条a項4号）や日本法（証取法159条2項3号）とは異なり、フランス法は誘引目的を違反行為の成立要件としないのである。

次に、旧規則90-02における情報修正義務についてである。審決例は、開示した予測に関する情報について、誤りが明らかとなった場合には、修正する義務が発生するという見解を採用している。つまり、開示した後の状況の変化等により、開示された情報と情報の真実性が乖離した場合に、当該情報を修正する義務を発行者は負うことが明らかとなったのである。規則98-07は、基本的には旧規則90-02の規制理念を踏襲するものであることに鑑みれば、開示情報に対する修正義務は、現行の規則においても存在するものと思われる。開示された予測に関する情報が開示後の状況の変化等によって陳腐化・劣化する場合がある。この場合、開示された情報が表象する内容は、開示がおこなわれた後に変化した事象と異なるものとなる。このような事実と異なる情報を放置することは、投資者の投資判断を歪めることとなる。その意味で、開示情報の修正を怠ることは、虚偽情報を流布する行為に類似した類型と評価されるのであろう。日本法においても、当然のことながら臨時報告書等により適時開示が要求され、開示された情報の修正を怠ることは、不実の表示を禁止する証券取引法157条2号に該当する可能性があると思われる。フランス法の特徴は、不実の開示を禁止する規定の趣旨をより徹底して、発行者に開示情報の修正義務を課すことにあるのである²³⁾。

以上のように、虚偽情報の流布に対するフランス法における規制システムを概観してきた。この規制システムにおいては、株価を維持するために虚偽

23) この点も日本法に新たな示唆を与えるものであるが、紙幅の制約上これ以上詳論しないこととする。

情報を流布して株式の売却を断念させる行為も、虚偽情報の流布という概念に該当することとなる。このことを敷衍すると、虚偽情報を流布することにより、証券取引の不作為を誘引するという事象を、我が国の証券取引法においてどのように把握すべきか、という問題を導き出す。次節では、証券取引の不作為を誘引するため虚偽情報を流布する行為に対して、我が国の証券取引法がどのような規制をなすのかを検討することとする。

4. 考察

本節では、前述したフランス法を参考に、証券取引の不作為を誘引するため虚偽情報を流布する行為に対して、我が国の証券取引法がどのような規制をなすのかを検討することとする。このことにより、情報操作による相場操縦に対して、我が国の証券取引法が規制の在り方を探ることを目的とする。

まず、前節までにおいて概観したフランス法における規制を要約することとする。虚偽情報の流布を禁止する規定は、オールドナンス10条の1第3項である。本条を位置付ける上で問題となるのは、売買による相場操縦を禁止する規定であるオールドナンス10条の3との関係である。10条の3は、他人を錯誤に陥らせることにより市場の適正な機能を阻害するために行われる操作を禁止する規定である。この規定は、市場に対して直接介入する「操作」を禁止している。これに対して、虚偽情報の流布という類型は、市場に直接介入する行為ではない、という点に特徴がある。つまり、市場価格に直接介入するのではなく、投資者の判断過程に影響を及ぼす類型なのである。虚偽情報の流布が投資者の判断過程に影響を及ぼす類型である以上、価格操作の一手段となる。そのため、虚偽情報の流布は、相場を騰貴又は下落するための手段となる。また、虚偽情報を流布することによって株価を高値に維持し、株式の売却を有利に行うことも可能となる。この意味では、虚偽情報の流布に対する禁止規定は、相場操縦規制の1つとして構成することが可能となるの

である。

次に、当該情報は、虚偽又は欺瞞的なものでなければならぬとされている。重要な事項の一部を隠ぺいされた情報も欺瞞的なものとして評価される。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ぬとされている。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。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。また、相場の変動が顕在化する必要もない。換言すれば、いかなる具体的な結果も要求されていないのである。証券の価格は、証券の売買についての投資判断を行うに際して重要な要素となる。そのため、価格に影響を及ぼし得る情報も投資判断の基礎となる。相場に影響を及ぼし得る虚偽の情報は、価格形成プロセスの公正さを害するので、相場操縦規制によって投資判断の基礎から排除しなければならない。換言すれば、流布される虚偽情報は「相場に影響を与え得る事実」でなければならぬのである。

この点に関連して、虚偽情報の流布による「保有の誘引」が問題となる。つまり、株価を維持するために、虚偽情報を流布して株式の売却を断念させた場合、当該行為は、10条の1第3項に違反するのか、という問題である。ここで注目されるのは、虚偽情報の流布により所有株式の保有を誘引することをも10条の1第3項に違反する、と解し得ることである。フランス法の規定によれば、流布される虚偽情報は「相場に影響を与え得る」性質を有するものであれば足りるので、相場を騰貴又は下落させる情報に限定されず、相場を維持させるような情報も含まれる、と解する余地がある。従って、虚偽情報の流布により、証券の保有を継続させることによって、価格の下落を阻止することも、オールドナンス10条の1第3項において禁止されていると解することもできるのである。これに対して、日本法の規制形態は異なっている。そのため、所有証券の保有を誘引する虚偽情報の流布が、我が国の規制によって禁止しうるのか否か、という問題が提起されるのである。

そもそも、発行者や市場に関する情報は、投資者が、有価証券の購入を行

うべきであるのか、またはその売却を行うべきであるのか、あるいはこれを保有し続けるべきであるのか、という投資判断を行うにあたって、重要な基礎となる²⁴⁾。真実の情報が開示される前に、虚偽情報が流布されると投資判断の基礎となる情報の中に虚偽のものが混在することになり、投資者はその判断を歪められることとなる。このことにより、価格を操作することも可能となる。つまり、虚偽情報を流布する行為は、投資者の投資判断過程に介入して相場を操作し得るのである。

ところで、証券取引法1条によれば、投資者保護は証券取引法の目的のひとつであるとされている。投資者保護は、投資者が自己責任に基づいて投資判断を行う機会を保障することによって確保される。このことは、証券取引法が定める開示規制や不正取引規制の理念となるのである。このような理解を前提にすると、有価証券の価格に対する人為的な操作を禁止する相場操縦規制の趣旨は、投資者が自己責任に基づいて投資判断を行うことのできる環境を確保することに求めることができるのである。従って、上記のような虚偽情報を流布する行為は、投資者が自己責任に基づいて投資判断を行う機会を喪失させ、証券取引法の目的である投資者保護を害することとなる。

虚偽情報の流布は、投資者の投資判断過程に介入する行為である。投資者の投資判断過程に介入することにより、市場の価格形成プロセスを操作することが可能となる。そのため、虚偽情報を流布することによって、相場を操作することができるのである。従って、虚偽情報の流布も相場操縦の一手段として位置付けることができる。虚偽情報の流布により証券の保有を誘引されたことも相場操縦として禁止する必要性があると思われる。その理由として、以下の2点を指摘し得る。即ち、(1)真実を知っていれば証券保有者は当該証券を売却していた蓋然性は高く、虚偽情報の流布により証券を保有していたのであること、(2)証券の保有を継続させることは、価格を維持又は上昇させようとする相場操縦の有用な手段となること、である。

上記のような行為が抵触する可能性がある証券取引法の規定として、①159

24) 堀口 亘「相場操縦の禁止について」法学研究2・127～128頁(1958年)。

条2項2号及び3号、②158条及び③157条1号及び2号を挙げることができる²⁵⁾。以下で、検討することとする。

① 159条2項2号及び3号について

159条2項2号は、「上場有価証券の売買、有価証券指数等物取引、有価証券オプション取引又は上場有価証券店頭指数等に係る有価証券店頭デリバティブ取引（以下、これを上場有価証券売買等とする。）のうちいずれかの取引を誘引する目的」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って変動するべき旨を流布することを禁止している。また、3号は、「上場有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的」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、虚偽の表示等を行うことを禁止している²⁶⁾。159条2項3号は、虚偽の表示等の情報操作によって、投資者の投資判断過程に介入する相場操縦を禁止する規定として位置付けることも可能である。つまり、虚偽の表示等を禁止する日本の証取法159条2項3号は、投資者の投資判断過程に介入する情報操作による相場操縦を禁止する規定として位置付けることができる。そうであるなら、取引を誘引する目的をもって、上場有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について、虚偽の情報を流布する行為も、情報操作によって投資者の投資判断過程に介入する相場操縦の一類型であるから、重要な事項に関する虚偽の表示に該当すると解する余地がある。

159条2項3号は、誘引目的をもって、有価証券の売買を行うにつき、重要な事項について虚偽の表示等を行うことを禁止している。「重要な事項」とい

25) なお、168条1項は虚偽の相場を公示する行為等を2項は重要な事項について虚偽記載のある文書の作成及び頒布を禁止している。相場に関する情報も投資者の投資判断において重要な要素となる。しかし、1項は「流布される情報」の対象を「虚偽の相場」に限定していること、2項は伝達手段を主に「文書」に限定していること、この2つの点から、168条は、本報告における考察の対象から除外することとする。

26) これらの規定の内、2号は、流布される情報の真偽は問題とならないため、本稿の考察の対象から除外することとする。

う要件の意義が問題となる。この要件については、他の投資者が株価が変動するであろうと予測する程度の重要性が必要であると説明されている²⁷⁾。相場に影響を与え得る虚偽情報も、投資者が株価の変動を予測し得る内容を有しているため、159条2項3号の「重要な事項」に該当する。そのため、取引を誘引する目的をもって、上場有価証券売買等を行うにつき、相場に影響を与え得る虚偽情報を流布する行為は、159条2項3号に該当すると解することができる。

まず、虚偽の表示が有価証券の売買をなすに当って行われることが必要だとされている。つまり、虚偽の表示等による相場操縦は、「不実の表示をした者」の売買が伴うことによって相場操縦の危険性が高まるとされているからである²⁸⁾。この点は、フランス法と異なるところである。不実表示を行う主体と売買を行う主体の同一性を要件とすると、売買と無関係に行われる不実表示が規制から抜け落ちることになる。次に、本条は、上場有価証券または店頭売買有価証券の売買を誘引する目的をもって虚偽の表示等が行われることを要件としているので、転換社債の転換を誘引する目的で、虚偽情報の流布（情報操作）が行われても本条に該当しないと解さざるを得ない。

また、「株式の保有を誘引する目的」が159条2項における「上場有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的」に該当するの否か、ということが問題となる。「取引を誘引する」とは、売り付け又は買い付けという取引を誘引することを想定した文言である。このことは、母法のアメリカ法がプール取引を規制する際に、その特徴である第三者の取引を誘引する点に着目して、「誘引目的」を要件としたことから明らかである。そうすると、「株式の保有を誘引する目的」で虚偽情報を流布したとしても、159条2項3号に該当しないことになる。このように、「株式の保有を誘引する目的」とする虚偽情報の流布による相場操縦は、159条2項3号の射程外となる。そこで、他の規定の適用可能性が問題となるのである。

27) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『新訂版・証券取引法入門』248～249頁（平成11年）。

28) 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』630頁（1987年）。

② 158条について

158条は、「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，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（以下，これを「有価証券取引等のため」とする。），又は有価証券等の相場の変動を図る目的」をもって行われる風説の流布等を禁止する規定である。158条は，平成4年の改正（「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」）により新設された規定である。もっとも，同様の規定が改正前の罰則中の197条1号に存在していた。158条の「風説」という文言と「虚偽情報」という概念との関係が問題となる。また，「相場の変動を図る目的」という要件が，証券の保有を誘引する虚偽情報の流布との関連で，問題となり得る。

158条は，有価証券取引等のため，又は相場の変動を図る目的をもって行われる風説の流布等を禁止する規定である。ここで，本条の「風説」という文言との関連で，虚偽情報における「情報」の概念をどのように理解するのか，という問題がある。本稿で検討したフランスのオルドナンス10条の1第3項については，前述したように「情報」と「風説」を区別する見解がある。それは，「情報」の内容が明確でなければならないことを理由に，風説を「情報」の概念から除外するものである。

そもそも，相場操縦の規制対象となる「虚偽情報」は相場に影響を及ぼし得る虚偽の事象であれば足りるものと思われる。他方，158条の「風説」は，虚偽である必要はないが，行為者が合理的な根拠がないことを認識している必要があるとされている。つまり，本条の「風説」は，虚偽情報より広範な概念である。従って，流布される虚偽情報も本条の「風説」に該当する余地がある。流布される情報について，流布する者が合理的な根拠を有しているか否かを外形から判断できない場合，そのような情報を流布することによっても，投資者の判断過程に影響を及ぼすことができることから，本条の「風説」に「虚偽情報」が含まれる場合があると考えられる。このようなことから，158条は，相場操縦の手段となる行為を禁止する規定として構成するこ

とが可能となるのである。そうであるなら、159条2項3号から抜け落ちた情報操作による相場操縦を禁圧する補完的な規定として、158条を位置付けることが可能であると考えられる。

158条によって禁止される風説の流布は、(1)有価証券取引等のために行われるものと(2)相場の変動を図る目的をもって行われるものとに分類される。後者については、相場の変動を図る目的を要求することにより、単に不確かな情報を流布しただけで処罰されないように、要件に絞りをかける意味があると考えられる²⁹⁾。ここで、有価証券取引等のために行われる場合、単に不確かな事象を流布しただけで規制の対象となるか、ということが問題となる。

既述のようにフランスにおける虚偽情報は、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ぬとされている。158条を相場操縦の手段を禁止する規定として位置付けることができるならば、本条で流布される事象は、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ぬと解することができる。そうであるなら、158条の「風説」とは、単に合理的根拠を有しない事象であることのみで足りず、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ぬと解すべきと思われる。このように解することは、公正な価格決定プロセスを確保することを目的とする相場操縦規制の趣旨にも合致するのである。このように、158条は、159条2項3号を一定限度で補完する役割を持っていることが明らかとなる³⁰⁾。

ところで、158条は、有価証券取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもって行われる風説の流布等を禁止する規定である。有価証券等の相場の変動を図る目的には安定目的は該当しない、とされている³¹⁾。証券法は、159条において、価格を変動させる行為と相場を維持する行為を分けて禁止している。これは、母法のアメリカ法における安定操作規制の政策的

29) 黒沼悦郎「証券取引法上の風説の流布」商事法務1557号26頁(2000年)参照。

30) そのため、転換社債の転換を誘引する目的で行われる情報操作(虚偽情報の流布)は、158条に該当する。参考として、東京地判平成8年3月22日・判時1566号143頁。

31) 土持敏裕=榊原一夫「証券取引法」(平野龍一他編)『注解特別刑法』補巻(2)114~115頁(1996年)。

な位置付けという沿革に由来する³²⁾。従って、相場の変動という文言は、積極的な変動のみを意味すると解すべきである。そうであるなら、この場合も、「株式の保有を誘引するため」に虚偽情報を流布した目的が安定目的であれば、当該行為は、158条に該当しないことになる。安定目的で「株式の保有を誘引するため」に虚偽情報を流布する行為は、158条と159条2項3号ともに抜け落ちる類型となる。

③ 157条について

157条は、不正な取引を規制する広範な規定である。157条1号は、有価証券の取引等について行われる不正の手段等を、2号は、有価証券の売買その他の取引について、重要な事項について虚偽の表示があり又は必要な事実を表示しないで、金銭その他の財産を取得することを禁じている。虚偽情報の流布のような情報操作は、まず、2号の「虚偽の表示」に該当する、と解することも可能である。しかし、金銭その他の財産を取得することを目的としない虚偽情報の流布は、2号に該当しない。ところで、2号は1号を具体化した規定であるとされている³³⁾。そのため、当該行為はより広範な1号の「不正の手段、計画又は技巧」に該当すると解することもできる。後述する証券の保有を誘引する虚偽情報の流布との関連で、本条を適用できるのか、ということも問題となる。

本条には、「有価証券の売買その他の取引等について」という要件がある。この「について」という要件は、「関連して」という意味に捉えて適用範囲を広く解すべきであるとする見解がある³⁴⁾。この見解によれば、不正の手段等の行為者が証券取引をしたこと、さらにその行為の被害者を相手方として証券取引をしたことを必要としない、とされている。そうすると、「有価証券の売

32) 詳細は以下を参照。堀口 亘「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』481頁（昭和61年）。

33) 証券法制研究会『逐条解説 証券取引法』699頁（平成7年）参照。

34) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』550頁（昭和59年）。

買その他の取引等について」という文言には、「株式の保有を誘引すること」も含まれる、と解することも可能であると考えられる。もっとも、有価証券の売買その他の取引等について」という要件は、本条の適用範囲を画する機能があり、あくまでも、証券取引に関連性を有する不正行為のみを対象とする趣旨である。証券の保有という非取引行為を誘引することも証券取引に関連性があると解することもできるが、抽象的な文言により禁止行為を定めていることに加えて、「有価証券の売買その他の取引等について」という文言に非取引行為を含めると、違反行為とされる類型がかなり拡大されることとなる。

相場操縦規制をより機能的に運用するためには、違法とされる行為類型を明確化する必要性がある。このような明確化の観点から、投資判断に介入する情報操作を禁止する制度の確立も検討されるべき課題となる。立法論ながら、フランスにおける規定と同様に、相場に影響を与え得る事実を流布する行為を禁止する規定を新設することも一つの選択肢となるものと思われる。

5. むすび

以上のように、フランス法は、アメリカ法を参考にしつつも、証券取引に関する一般的な詐欺禁止規定による規制方式を採用せずに、虚偽情報の流布を禁止することにより、表示による不正取引を規制している。また、「証券の保有」を誘引する虚偽情報の流布に対する規制の必要性を、間接的ながら、我が国の証券取引規制にも示唆している。

虚偽情報の流布による相場操縦は、157条1号及び2号、158条、及び159条2項3号により規制することができる。第一義的には、表示による相場操縦を禁止する159条2項3号に適用が検討される。もっとも、本条は「誘引目的」の存在が要件とされているので、そこから抜け落ちる行為がある。転換社債の転換を誘引する目的で、虚偽情報の流布が行われた場合、相場操縦の手段を禁止した158条が適用される。そして、証券の保有を誘引するために虚偽情報を流布する行為は、157条1号を適用する余地がある。

フランス法は、アメリカ法を参考にしつつも、証券取引に関する一般的な詐欺禁止規定による規制方式を採用せずに、虚偽情報の流布を禁止することにより、表示による不正取引を規制している。このことは、情報操作による相場操縦という同様の現象を、アメリカ法と異なる規制類型により規制を行えることを示している。相場操縦規制をより機能的に運用するためには、違法とされる行為類型を明確化する必要がある。このような明確化の観点から、証券の保有を誘引するために虚偽情報を流布する行為に対しては、立法論ではあるが、フランスにおける規定と同様に、相場に影響を与え得る事実を流布する行為を禁止する規定を新設することも一つの選択肢となるものと思われる。

[2001年5月31日・脱稿]

[付記]

筆者は、2000年10月8日、日本私法学会第64回大会第4部会において「虚偽情報の流布と相場操縦規制」と題する個別報告を行った。本稿（2・完）は、上記報告原稿の一部を加筆・修正したものである。個別報告においては、諸先生方から多くの御教示を賜った。記して感謝を表す次第である。なお、当然のことながら、本稿における誤謬はすべて筆者の責めに帰すものである。