

相場操縦規制の基礎理論

藤 田 友 敬

1 研究の目的

(1) なぜこのテーマをとりあげるか

近時、課徴金事例を含めると、相場操縦の規制の摘発が増えてきている¹⁾。一昔前まで相場操縦の摘発が非常に少なかったことを想起するなら、非常に大きな変化である。摘発事例が増加しているだけではなく、その内容も多様化している。すなわち問題となる事件は、仕手筋が株価をつり上げる等といった古典的なタイプもあるが、それ以外に、デイトレーダーによる見せ玉取引といった新手の手口のものもある。さらに狭義の相場操縦（金商法159条）のケースに限定せず、相場の変動を悪用する不公正取引全体を問題とするなら、たとえば偽計・脅迫等によって相場変動をはかるケース、箱企業を使った偽計による不正ファイナンスといった事件も報告されている。

このように規制の現実的な要請が強まる一方で、相場操縦規制の厳密な理論的分析は多くはない。本研究は、金融商品取引市場の価格形成に介入する行為の規制について、その規制根拠や規制範囲についての考え方を整理することを目的とする。自明に思われる法規制について、規制のロジックが明確に整理されないまま、細かな規制の網が張り巡らされていく例は、資本市場をめぐる規制では実は少なくない。たとえば内部者取引については、近年急速に規制が緻密になってきているが、規制の本質は何なのかという根本論は、実はずっと棚上げのまま、もっぱら「望ましくない行為」をいかに実効的に防止するかという観点に終始しているきらいがある。相場操縦もそのような例の一つのように思われる。相場操縦（market manipulation）は、どここの国でも規制されているが、世界中の金融商品市場に共通する規制でありながら、後述の通り、規制のロジックは存外ははっきりしないところが残るのである。

(2) 何が問題か

相場操縦規制について、金融商品市場の価格形成を歪め、ひいては市場の資源配分機能を損ねることが相場操縦行為の規制される基本的な理由であるという次元では、異論があるわけではない。

1) 近時の動向については、渋谷卓司「近時の相場操縦規制運用実務の分析」商事法務1976号40頁（2012年）。より新しい動向については証券取引等監視委員会のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/sesc/>）の報道・広報のページ参照。

問題は、そのような抽象的な目標と具体的な規制内容が対応しているのか、相場操縦の定義がそのような目標との関係で論理的に説明できる内容になっているのかということである。具体的には次の諸点である。

まず市場の価格形成に影響を与える行為のうち、虚偽の情報を流す行為や、仮装売買・馴合売買のような実体のない取引を通じて相場に影響を与える行為については、これを規制することに理論的な問題は少ない。こういった行為には、市場の価格形成を歪める危険がある反面、これを許すことを許容することで得られるメリットもないので、規制すべきことに異論はないからである。もちろん、「仮装売買」とそうではない売買の厳密な線引きとか、ミスリーディングな情報のどこまでを規制の対象とするかとかいった、規制の細部についてはいろいろ検討の余地はあるものの、規制の存在意義や規制範囲をめぐる基本的な考え方について疑義が生じる余地は大きくない。

これに対して、理論的に難問を提起するのが、大きく相場が変動させる取引であるが、実体のあるもの（従来の日本の法律文献では、「現実取引による相場操縦」と呼ばれてきたもの）の扱いである。たとえば、投資ファンドがある会社の株式を高騰させ高値で売り抜けるべく市場で大量に買い付け始め、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰したところで、ファンドが高値で売り抜けたというようなケースである。2～4で見る通り、こういう行為は、多くの国で規制対象とされている。しかし、このような現実売買がどういう理由で、またどの範囲で規制されるのか、規制されない行為と本質的には何が異なるのかといった点に関する理論的な解明が十分なされてきていないのである。本研究は、もっぱらこの点に焦点を当てたものである。

以下では、わが国を含む実際の規制例を紹介した上で、それを素材に理論的な考察を行うことにする。規制例としては、日本法、その母法であるアメリカ1934年証券法、及び近時の立法例であるEU 市場濫用指令を取り上げることとする。

2 日本法

（1） 規制の概要

まず、念のため日本の金融商品取引法（以下、「金商法」とする）がどういう規制をしているか確認しておこう。

- ① 金商法159条1項 金商法159条第1項は、(i)仮装売買（1号～3号）、(ii)馴合売買（4号～8号）および(iii) (i)(ii)の委託・受託を規制する。これらの取引が正常な取引と区別できず外観上取引高が増加すると、誤解した投資家が取引に誘引され、そのような投資家の取引によりさらに価格形成が歪められることが規制の理由である。仮装売買・馴合売買等が規制対象となるためには、「取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的」が要求されているが、同条2項とは異なり、有価証券売買等を誘引する目的は不要である。

- ② 金商法159条2項1号 次に金商法159条2項1号は、現実売買による相場操縦を規制する。すなわち、(i)有価証券の売買または市場・店頭デリバティブ取引を誘引する目的をもって、(ii)(a)有価証券売買等が繁盛であると誤解させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等、又は(b)相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等を禁止する。
- ③ 金商法159条2項2号・3号 金商法159条2項2号、3号は、相場操縦に関する情報の流布表示、虚偽あるいは誤解を生じさせる表示によって行われる相場操縦を禁止する。規制対象はいずれも取引行為ではなく表示である。その意味では投資家に対する詐欺禁止の規定に似ている面もあるが、不当な表示によって人為的に相場が形成される危険を防止することを目的としている点で、単に情報や表示を信じた投資家を保護するといった性格のものではない。そしてこれらについても誘因目的が要求されている。
- ④ その他 金商法159条以外に、157条、158条の適用関係も問題となりうる。とりわけ158条では、相場の変動を図る目的での風説の流布、偽計、暴行・脅迫を規定しており、相場操縦行為もカバーされる可能性がある。

(2) 現実取引による相場操縦

前述の通り、本研究の関心は現実売買による相場操縦であるので、以下ではこの点について、現行法の特徴を立ち入って検討することにしたい。159条2項1号は、「①有価証券の売買または市場・店頭デリバティブ取引を誘引する目的をもって、②(a)有価証券売買等が繁盛であると誤解させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等、又は(b)相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等を禁止する」と規定するが、実際は、①誘因目的と②変動取引の二つの要件で規制されることがほとんどである。

まず、たとえ大量の株式を売買することによって株価が大きく変動するとしても、そのような行為が禁止されるわけではない。そして違法な相場操縦とそうではない売買の区別は、現行法上は、有価証券売買等の取引を誘引する目的の有無によってなされることとなっている²⁾。誘引目的の意味および位置付けについては、過去さまざまな議論があったが、協同飼料事件上告審決定（最決平成6年7月20日刑集48巻5号201頁）は、次のように述べる。

「証券取引法125条2項1号後段（現159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

2) 神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987年）551-552頁。

禁止するもの」である。

念のために判旨の内容を確認しよう。現行法は、相場操縦の成立について、客観要件と主観要件を要求している。客観要件は条文では「相場を変動させるべき一連の有価証券売買等」と書かれた部分であり、主観要件は誘因目的である。問題は両者の役割分担である。最決平成6年7月20日は、客観要件の変動取引とは、相場を変動させるべき売買全部がこれに該当する（したがってこれ自体としてはほとんど限定の機能が果たせないような広範な概念である）とした上で、「誘引目的」の方に、より実質的な内容を盛り込んで、範囲を絞っている。判決によると、誘因目的というのは、単に投資家を誘うことではなくて、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、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」である。

後述の通り、諸外国における相場操縦の定義においても、「市場価格を人為的に変動させる」あるいは「市場の自然な需給関係に介入する」といった要素が含まれることは少なくない。日本法の特徴は、こういう要素が、「変動取引」という客観要件ではなく、「誘因目的」という主観要件の中に組み込まれていることにある。

3 1934年証券取引所法

次に、金商法の母法とされるアメリカ法を参照の内容を確認しておこう³⁾。

(1) 1934年証券取引所法9条(a)

金商法159条は、アメリカの1934年証券取引所法9条(a)を、ほぼ忠実に引き継いでおり、同項は159条1項、2項にほぼそのまま対応する条文になっている⁴⁾。すなわち金商法159条と同じく、

3) アメリカにおける相場操縦規制については、今川嘉文『相場操縦規制の法理』（信山社、2001）（第2～4章）、加賀議治『有価証券相場操縦規制論』（成文堂、2002年）第2章、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法（第2版）』（弘文堂、2004年）95頁以下、近藤光男『相場操縦規制』『現代企業立法の軌跡と展望』（商事法務研究会、1995）393頁以下、

4) 参考までに、証券取引所法9条(a)項を以下に掲げる。

「第9条証券の相場操縦の禁止

(a) (1) 国法証券取引所に登録されている証券の売買が活発に行われているとの虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出しまたは当該証券の市場に関し虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的をもって、次に掲げる行為を行うこと。

(A) 当該証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うこと、

(B) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の売付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の買付注文を行うこと、または

(C) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の買付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の売付注文を行うこと。

(2) 他人による売買を誘引する目的で、単独または他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券のまたは（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約に関連した、実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと。

①証券の売買が活発に行われているとの虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出しまたは当該証券の市場に関し虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的をもって仮装売買・馴合売買を行うこと（9条(a)(1)）、②他人による売買を誘引する目的で実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと（9条(a)(2)）及び③誘引目的のある市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴もしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布する行為、または虚偽または誤解を生じさせるような表示を行うこと（9条(a)(3)(4)）を禁じる。

（２） 1934年証券取引所法10条(b)

しかし注意しなくてはならないのは、アメリカにおける相場操縦規制は、9条(a)のみならず、不公正取引の一般条項である10条(b)によっても規律されており、現在ではむしろ10条(b)による規制の方が多いとも言われているということである。同条はよく用いられる原因の一つは、9条の適用が上場証券に限定されていることにありとされるが、それ以外の点でも要件の違いがあるかもしれない。10条(b)は「相場操縦的または欺瞞的な術策を用いること」を禁止しているが、この語は、「証券の価格を支配すること又は証券の価格に人為的な影響を与えることによって、投資者に対して欺瞞または詐欺を行う意図的又は故意の行為」⁵⁾あるいは「仮装売買、馴合注文又は価格操作のように人為的に市場活動に対して影響を及ぼすことによって投資者をミスリードすることを意図したやり方」⁶⁾と解されている⁷⁾。

(3) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券・または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を高騰させまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴もしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を通常の業務過程において流布しまたは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。

(4) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売買を誘引する目的で、その時においてその状況に照らし、重要事項に関して虚偽または誤解を生じさせるような表示を行い、かつその表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知る十分な根拠をもっていたこと。

(5) 証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うディーラー、ブローカーまたはその他の者から直接または間接を問わず報酬を受けて、国法証券取引所に登録されている証券またはグラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴または下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布しもしくは広めることにより当該証券の売買を誘引すること。』

5) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425, U.S. 185, 199, 96 S.Ct. 1375, 1384, 47 L.Ed.2d 668 (1976) ["Use of the word 'manipulative' is especially significant. It is and was virtually a term of art when used in connection with the securities markets. It connotes intentional or willful conduct designed to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price of securities." (emphasis added)] .

6) Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476-477, 97 S.Ct. 1292, 1302-1303, 51 L.Ed.2d 480 (1977) ["The term refers generally to practices, such as wash sales, matched orders, or rigged prices, that are intended to mislead investors by artificially affecting market activity..."]

なお、こういった行為に関して9条(a)で要求される誘引目的が必要とされるかが問題となる⁸⁾。誘引目的は不要で、株価操作をしたという事実の立証があればよいとするものもあるが⁹⁾、そのような解釈に留保を示したり¹⁰⁾、誘引目的を認定したりして有罪とする判決がある¹¹⁾。ただ注意すべきは、「相場操縦的または欺瞞的な術策を用いること」という語の解釈の中に、日本の判例上は誘引目的に含められている、人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、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という要素が、すでに含まれているということである。従って、仮に10条(b)を通じた規制が9条(a)よりも広い部分があるとしても、その基本的な構成要素が根本的に異なってくるわけではない。

(3) まとめ

アメリカの相場操縦規制では、日本法の159条に相当する証券取引所法9条(a)によって規制されている部分と、そこからはみ出る可能性のある部分がある。日本法のもとで、相場操縦と言えば金商法159条の解釈論を緻密に展開することに議論が集中してきたことと対照的である。もっともアメリカにおいて証券取引所法9条の誘引目的に解釈がどの程度厳格になされ、同法10条(b)が現実にそれをどれだけ緩和しているかははっきりしない面がある。いずれにせよ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意図をもった行為を規制することを中核としている点では、わが国の金商法159条の解釈と本質的に異なるものではないように思われる。

4 EU 市場濫用指令

(1) EU 市場濫用指令と「市場濫用」

EUは、日本やアメリカの規制とは異なったアプローチをとる¹²⁾。EUは2003年に市場濫用指令を採択した¹³⁾。同指令は、内部者取引と広い意味での相場操縦（市場濫用（market abuse）と呼ぶ）

7) 芳賀良「公開市場における相場操縦——詐欺禁止規定と『相場操縦』概念の関係性について——」横浜法学23巻3号1頁（2015年）参照。

8) この問題については、黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』（有斐閣、2002年）152-154頁、今川・前掲注（3）88-89頁、近藤光男「不正な証券取引に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、1994年）184-186頁。

9) U.S. v. Charnay, 537 F.2d 341 (9th Cir. 1976) [抽象論として誘引目的を不要とする。]

10) U.S. v. Muhheren, 938 F.2d 354 (2d Cir. 1991) [抽象論として誘引目的を不要とする解釈をとることに慎重な姿勢を示す。]

11) U.S. v. Scop, 940 F.2d 1004 (7th Cir. 1991)

12) EU 市場濫用指令に関する文献として、久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大学法学論叢48巻3・4号313頁（2004年）参照。

13) DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003. この指令の解釈について、欧州委員会が出した「内部情報の定義及び公表並びに相場操縦に関する欧州議会及び理事会指令（2003/124/EC）の実施にかかる2003年12月22日の委員会指令」（COMMISSION DIRECTIVE 2003/124/EC of 22 December 2003 imple

を規律する¹⁴⁾。その後、2014年4月、EU理事会は、市場濫用指令の改正案¹⁵⁾及び市場濫用規則¹⁶⁾を採択した。改正後のEU指令は、EUレベルでの刑事罰の導入、規制対象の拡張、ベンチマークの不正操作の規制といった内容を含むが¹⁷⁾、本稿で問題とする相場操縦規制の基本的な考え方に関する限り、2003年の指令との間で大きな違いはない。

EU指令の名称で使われている「市場濫用 (market abuse)」とは、内部者取引と広い意味での相場操縦を指す概念であるが¹⁸⁾、市場濫用指令5条2項は相場操縦を次のように定義する¹⁸⁾。

「相場操縦 (market manipulation)」とは、次に掲げるものをいう。

(a) 次に掲げる取引、取引注文その他の行為をすること。

(i) 金融商品あるいは関連する商品取引契約の供給、需要若しくは価格について虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与えるもの、又は、

(ii) 単独若しくは共謀して行動する者たちによる、1つあるいは複数の金融商品あるいは関連する現物商品取引契約の価格異常若しくは人為的な水準にくぎ付けにするもの。

ただし、当該取引、取引注文その他の行為をした者がそうした理由が正当なものであること、および、それらの取引・取引注文が、行われた場所において許容された市場慣行に合致している場合は、このかぎりではない。

(b) 1つあるいは複数の金融商品あるいは関連する現物商品取引契約の価格に影響を与える、仮装的な技巧、又は他の形態の偽計若しくは計略を用いた取引、取引注文その他の行動・行為をすること。

(c) インターネットを含む媒体又はその他の方法による、金融商品あるいは現物商品取引契約の供給、需要若しくは価格について虚偽又は誤解を招くシグナルを与える、又は1つあるいは現物商品取引契約の価格を異常若しくは人為的な水準にくぎ付けにする若しくはくぎ付けにする情報の流布。ただし、情報の配布から自己又は第三者に利得又は利益を得る場合に限る。

(d) 虚偽又は誤解を招く情報の発信もしくは虚偽又は誤解を招く入力その他指標 (benchmark) の計算を操作する行為¹⁹⁾。』

menting Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation) がある。

14) 同指令における相場操縦規制の概要について、芳賀良「相場操縦規制と株式会社の内部統制——欧州における規制に関する若干の考察」横浜国際経済法学21巻3号109頁（2013年）参照。

15) DIRECTIVE 2014/57/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)

16) REGULATION (EU) No 596/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.

17) 紹介として、松尾理志「Cityの窓から（第4回）インサイダー取引・相場操縦に対し、欧州で新規制が導入」資本市場346号74頁（2014年）参照。

18) なお市場濫用規則12条参照。

19) 2014年指令によって新たに追加された。2012年に発覚したLIBORの不正操作疑惑を受けた対応である。

(2) 規制の特徴

日本法（さらにはアメリカ法）と EU 指令の相場操縦の捉え方にはかなり大きな違いがある。いろいろな違いはあるが、理論的に重要な特徴は次の諸点である。

- ① 現実売買による相場操縦　日本法は、有価証券売買等が繁盛であると誤解させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等、又は相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等を禁止し、「有価証券の売買等を誘引する目的」をメルクマールとして相場操縦の成立範囲を画する²⁰⁾。これに対して、EU 指令5条2項(a)は、金融商品等の供給、需要若しくは価格について虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える取引、取引注文その他の行為あるいは価格を異常若しくは人為的な水準にくぎ付けにする取引、取引注文その他の行為が相場操縦にあたるとした上で、ただし書で、そのような行為の理由が正当なものであり、容認された市場慣行に従っていることを免責事由とする。
- ② 仮装売買・馴合売買等　仮装売買・馴合売買等については、日本法は「取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的」を要求するが、「有価証券の売買等を誘引する目的」は要求しない。EU 指令は、仮装売買・馴合売買等についても現実売買と同様の枠組みで、金融商品等の供給、需要若しくは価格に関する虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える取引、取引注文その他の行為を相場操縦とした上で、正当な理由によるものであり、容認された市場慣行に従っていることを免責事由とするようである²¹⁾。
- ③ 情報発信による市場濫用　第3に、日本法は相場操縦に関する情報の流布表示、虚偽あるいは誤解を生じさせる表示によって行われる相場操縦を禁止するが、これらについては現実売買による相場操縦と同様に誘因目的が要求される。EU 指令の場合は、情報発信による市場濫用については、金融商品等の供給、需要若しくは価格について虚偽又は誤解を招くシグナルを与えるあるいは価格を異常若しくは人為的な水準にくぎ付けにする情報の流布であることが要件である。日本法のような誘因目的は要求されないが、そのような流布によって直接・間接に利益を得ることが要求される。

(3) 規制の特徴

本研究の問題関心から見た場合、EU 指令の特徴（日本法やアメリカ法との違い）は次の点である。①まず EU 指令は、「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらしめるもの」を相場操縦にあたるとしている、②次に日本だと変動取引を非常に広く定義し、誘因目的でそれを限定して

20) なおアメリカ証券取引所法14条(e)も、基本的に似たづくりであるが、10条(b)を通じた規制が広がりつつあることについては3(2)参照。

21) 仮装売買・馴合売買はEU 指令5条2項(b)ではなく、EU 指令5条2項(a)によってカバーされていると考えるようである。指令5条2項(a)(b)に対応する規則12条1項(a)(b)の解釈指標である規則附則(Annex I)を見ると、仮装売買・馴合売買に類する行為は、規則12条(a)に関連して言及されている(Annex I A(c)-(e)参照)。

いるのに対して、日本法では誘因目的に含められている諸要素は、規制対象取引の定義に組み込まれている、③ ②の裏面として、誘因目的は要求しない、④規制範囲が広範になりすぎることを防止するために、ただし書きで、「行動理由が合法的であること」及び「当該規制市場の容認された市場慣行に従っていること」を免責事由としている。

5 若干の考察

以上見たとおり、日本・アメリカとEU とでは、相場操縦をめぐる、かなり性格の異なる規制をしている²²⁾。それらから次の2つの大きな示唆が得られるように思われる。第1は、両者は大きく違ったアプローチをとるにもかかわらず、理論的には共通する問題があるという点である。第2は、両者は理論的に純化した場合、まったく異なった方向への発展性があるということである。以下、各々説明することにした。

(1) 共通の問題：「人為的な操作を加えて相場を変動させる」あるいは「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」という要素

まず日本、アメリカ、EU のすべての定義に共通する問題点として、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」、「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要素が持ち込まれていることがあげられる。日本法、アメリカ法では、こういった要素は、誘因目的の中に読み込まれ、EU 指令だと「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらしもの」という客観要素として表現されているという違いはあるが、いずれにせよ相場操縦の定義を構成する要素として要求されることは共通である。

しかし、このような要素に依存した定義については、理論的には批判が絶えない。「人為的な操作を加えて相場を変動させる」といった表現は、相場操縦の要素として、非常に自然に聞こえるかもしれないが、理論的には、かなり面倒な問題を持ち込むのである。

① 「人為的な操作」、「人為的な水準に導く行為」等

まず「人為的な操作」、「人為的な水準に導く行為」という方からとりあげよう。これらは仮装売買や馴合売買にも含まれる要素であるが、それらだけを指しているのであれば問題はない（1(2)参照）。しかし、いずれの国においても仮装売買・馴合売買は、別枠で明示的・個別的に規制されており、このため現実売買の中に「人為的な操作」、「人為的な水準に導く行為」とそうでない取引

22) 本研究で扱わなかった規制も含めた比較法的な考察として、EMILIOS AVGOULEAS, THE MECHANICS AND REGULATION OF MARKET ABUSE: A LEGAL AND ECONOMIC ANALYSIS (Oxford University Press, 2005), p.107以下参照。同書は相場操縦の定義の仕方として、(1) effect based approach (相場への影響に着目した定義)、(2) intent based approach (行為者の目的に着目したアプローチ)、(3)(1)(2)の組み合わせという形で整理・分類する。これによると、EUは(1)、日本法やアメリカ法は(3)ということになる。(2)の例は、市場濫用指令以前のイギリス2000年金融市場法の規制があるという。

があり、これらを区別しなくてはならないことになる。しかし、そもそも両者が理論的にどう区別されるかが難問なのである。極論すると、「人為的」ということだけからは、価格を変動させることを意図してなされる取引は全部ということになりかねない。他方、それでは無限定過ぎるからといって、「価格を誤った水準に導くことを意図した行為」をもって「人為的」となると解釈するなら、今度は「誤った水準」とは何か、逆に「正しい水準」の価格とは何かという面倒な問題を引き起こすことになる²³⁾。

② 「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」

「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」という要件も問題である。これも、仮装売買や馴合売買のように見せかけの需給関係を作り出す行為をもって「自然の需給関係に介入」とするという意味であるなら問題はないのであるが、前述の通り、これらは別枠で規律されるので、現実売買の中で、「自然な需給」と「そうではないもの」を区別しなくてはならないことになる。そして、金融商品の市場価格に大きく影響を与えるものは「自然な需給」に影響を与えるものであると言ってもしまうと、大量の買い付けや売却を行うことはすべて相場操縦に該当することになりかねない。

このように「人為的な操作を加えて相場を変動させる」、「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要素が、現実売買について違法なものと切り分ける概念として、理論的には役に立たないとする、各国では規制範囲をどうやって画しているのであろうか。いずれの国でも、大量の買い付けや売却を行ったことで相場に大きな変動をもたらしたからといって、それだけでは当然に相場操縦として処罰されることはない。それはたとえ行為者が自己の行為で相場が大きく変動することを知っていても同じである。規制されるのは、相場に大きく影響を与える行為のうちの一部に限られる。それでは、前述のような難点を避けながら、相場操縦の規制範囲を画する方法はないのか。

(2) 解決の可能性：3つの方向性

① EU 指令の規制枠組み

EU の定義は、理論的に徹底した場合には、——ただし各国における現実の運用の詳細ははっきりしないため、以下が現実の EU の規制であるかどうかははっきりしない——、次のように純化させることが可能であるように思われる。すなわち、「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらすもの」といった要件によって規制範囲を限定することを実質的にはあきらめ、特定の現実売買によって引き起こされた価格変動がある程度以上大きければ、いったんは「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらすもの」にあたるとしてしまった上で、その行動理由が正当 (legitimate) であり、かつ、それらの取引又は取引注文が当該規制市場の容認された市場慣行に

23) Daniel R. Fischel and David J. Ross, Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?, Harvard Law Review, vol. 105, p.503, 507-508 (1991)

従っているか否かという、例外要件を通じて調整するわけである。

このようなアプローチは、問題の現実取引が資本市場の価格分配機能をどれだけ歪めるかという観点で区別することは断念し、市場の価格形成に大きく影響を与える以上は同じであるとしてしまった上で、行為者の行った取引行為のもたらす価値の有無——その行為の生み出す社会厚生の大きさ——に着目することで、規制対象とするか否かを切り分けるアプローチだと言える。このようなアプローチは、虚偽あるいはミスリーディングな情報や仮装取引・馴合取引による相場操縦と統一的に説明することにもつながる。これらは、行為者の行った行為が社会厚生を増大させることがない場合の典型だから免責が認められることはなく規制されることになる²⁴⁾。

もとより「行動理由が正当」という免責事由は、正当な理由による行為なら罰しない、正当でなければ罰すると言っているだけであり、内容が不明確である上に、トートロジーだという批判があるかもしれない。また「容認された市場慣行」も、各市場で容認されているか否かを基準にするのでは、結論を言い換えているだけではないかという疑問もある。ただこれらの点は、免責事由の内容がどれだけ客観的に明らかにされうるかということにかかっている。理論的に重要なのは、相場に与える影響の違いでの区別を諦め、行為者の取引行為のもたらす価値の側から規制範囲を確定しようとするアプローチをとることで、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」あるいは「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要件の持つ理論的な難点からは解放されることになるという点である。

② 日本法・アメリカ法の規制枠組み

これに対して、日本やアメリカのような規制枠組みだと、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」、「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要素の持つ理論的な問題点は、一層深刻である。というのも日本法・アメリカ法の枠組みには、EU 指令の免責事由に相当する例外要件がないため、適法・違法を切り分けるために残されている要素は、「投資家を取引に誘引する」ものか否かというもののだけである。実際、投資家を誘引する目的こそが日本でもアメリカでもこれこそが適法・違法を分ける決め手だと言われてきた²⁵⁾。しかし「投資家を取引に誘引する」は、それ自体としては広すぎるのが問題視されてきた。とりわけ日本の裁判例では、併存する目的の有無、併存する目的との間の主従関係などは問わないとされているので²⁶⁾、自分の行為が市場価格に影響を与え、その価格で取引する投資家が現われるであろうと考えていれば、常にこの要件が満たされることになるから、一層である。

このような枠組みを前提とする場合の、ひとつの解決の可能性は、「投資家を取引に誘引する」だと無限定過ぎるので、誘引の仕方を特定することで限定しようと試みることである。わが国の学説の中には、取引圧力により価格に影響を与えるという形での現実売買による誘引ならば規制され

24) 実際、EU 市場濫用指令5条2項はそのような規制内容となっている。

25) 神崎・前掲注(2) 551-552頁参照。

26) 東京地判昭和56年12月7日判時1048号169頁

ないが、問題の現実売買が何か知られていない情報に基づいてなされていると思わせることで誘引する場合には規制対象となるという区別をするものがある²⁷⁾。もっともなぜ情報動機の誘引の場合だけが、特に悪性が強いと考えるのかという点についての積極的な説明に欠けるという批判がありそうである。

より徹底した対処は、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」、「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった、理論的に難のある要素を含まない形で誘因目的を再定義することにより、相場操縦規制の規制範囲を確定することである。相場操縦規制の理論分析として著名な Fischel と Ross の論文は、まさにそのような試みと理解できる。同論文は、相場操縦と規制されない取引（ただし現実売買による取引を想定している）とは、客観的にはまったく区別がつかず、「悪い意図」があるか否かという主観面の違いしかないという一般論を述べた上で、「悪い意図をもった取引」とは、①相場を一定の方向に動かす取引であって、②取引者は、自分の取引がなければ相場がそのような方向に動くとは思っておらず、③取引者が得る利益は、もっぱら彼が価格を動かすことができる能力に依存して得られるのであって、何か有益な情報を有していることによって得られるものではないものを指すという²⁸⁾。

このような形で主観要件を定義すれば、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」あるいは「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要件の持つ理論的な難点——同語反復、定義不能な区別——は一応避けることができる。その限りでは、一つの解決のようにも思われるのであるが、完全に個人の主観的動機の内容——たとえば自分の取引がなければ相場がそのような方向に動くとは思っているか否か——に依存する定義は、金融市場の規制のためには、現実的には使いにくい。実際このことは、前述の Fischel と Ross の論文においても認識されている。同論文は、「悪い意図」をめぐる上記のような定義を示してはいるのであるが、それに沿って規制すべきであると主張するものではない²⁹⁾。相場操縦のメルクマールとなる「悪い意図」を定義するなら上記のような定義が唯一考えられるものであり、またそのように定義すれば通常の詐欺等と違う独自の意義が出てくるとしつつ、結論としては、現実売買による相場操縦は規制しなくてよい、すなわちこのような取引については、規制のコストが大きい割に、規制によって達成される利益は少ないから、上記のような定義をして現実売買による相場操縦を規制する必要性はないと主張しているのである。

(3) まとめ

これまでの議論から、次のようなことが分かった。

①規制対象ではない正常な売買を区別するために、わが国を含む多くの法制は、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」とか「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」とかいった要

27) 黒沼・前掲書注(8) 131頁

28) Fischel and Ross, *supra* note 23, p. 510.

29) その意味では、現実売買による相場操縦とそうではない取引は主観によって区別すべきであるという主張の論拠として同論文を掲げることに疑問もある。

素を、現実売買による相場操縦の定義の中に含める。

②しかし、このような要素を用いた定義は、突き詰めると同語反復に陥り定義とは言えないという理論的難点がある。

③理論的な難点を解消するには、大きく分けて3つの方向性があり得る。

(i) 第1に、EU指令の規制枠組みをさらに徹底し、取引が市場に与える影響（「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらしめる」という要素）による限定には期待せず、特定の現実売買によって引き起こされた価格変動がある程度以上大きければ、いったんは規制対象とした上で、問題の行為のもつ価値（社会的厚生に与える影響）に応じて免責を認めるという方向である。問題の現実売買が、資本市場の価格分配機能をどれだけ歪めているかという観点で区別はあきらめ、対象行為の価値に着目し、客観面だけに依存した規律を徹底するアプローチである。

(ii) 第2に、日本法・アメリカ法の枠組みを前提とするなら、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」、「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要素を含まない方法で誘因目的（主観要素）を再定義することにより、相場操縦と適法な現実売買とを区別することである。これは資本市場の価格分配機能をどれだけ歪めているかという観点での区別を維持しつつ、主観面だけに依存した規律を徹底するアプローチである。

(iii) 第3は、現実売買による相場操縦は規制対象外とし、虚偽あるいはミスリーディングな情報や仮装取引・馴合取引による相場操縦のみ規制対象とすることである。

いずれのアプローチにも難点や課題がある。まず(i)については、まず許容される行為をどのように規定するかである。仮に許容される行為の外延を明確に表現できず、「正当な目的による行為」といった規定の仕方にするならば、「正当な目的ではない取引は規制する」という無内容で同語反復的なルールになる危険がある。第2に、規制の実質についても、問題の行為のもつ価値（社会的厚生に与える影響）についての評価が一致しないケースが出てきうる、またそもそも資本市場の価格分配機能に対する影響との間で、コストとベネフィットの大小をいかに比較するのかという問題がある。こういった点を明らかにするためには、EU諸国における市場濫用指令の国内法化とエンフォースメントの実態に関する調査が必要となる。

次に、(ii)については、前述の通り、たとえばFischelとRossに倣った定義による「悪い意図」は、現行法における誘因目的よりも、さらに個人の立証が困難な内容であり、現実的に運用可能か疑わしい面がある。

最後に(iii)に対しては、通常取引との理論的な区別が難しいということから、現実売買による相場操縦を規制対象から外すというのは暴論であるという批判が予想される。ただ従来相場操縦に関して刑事罰が科された事件において、現実売買による相場操縦だけが行われていた例はまずなく、ほぼ例外なく、仮装取引・馴合取引、情報による相場操縦等が同時に行われてきた。したがって、現実売買による相場操縦を規制対象から外すことの現実的なインパクトがどのぐらいあるのかということは検証する必要がある。そのうえでそのことによる弊害と規制のコストのバランスがとれているのか検討される必要がある。

6 むすび

本研究では、純粋に理論的な観点から、相場操縦行為の規制根拠と規制対象について、とりわけいわゆる現実売買による相場操縦がいかなる理由で規制されるか、規制されない行為と本質的な違いは何かについて検討した。その結果、わが国を含む多くの法制が依拠している「人為的な操作を加えて相場を変動させる」、「自然の需給関係に介入して相場に影響を与える」といった要素に理論的難点があること（このこと自体は、すでに外国文献において指摘がある）を指摘した上で、論理的な解決の方向として、3つの異なる選択肢を掲げた。これが従来なかった本研究の意義である。

いずれの方向にも、問題がないわけではなく、本研究では、いずれが優れているかについて決定的な判断ができるには至っていない。EU 指令の現実の運用のあり方、現実売買による相場操縦の規制の必要性に関する近時の新たな摘発事例を踏まえた検証等を今後の研究課題とすることにした。