論　説

相場操縦規制の対象に関する一考察

森　山　友香子

目　次

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　母法アメリカ法における相場操縦規制の成立
　1　序説
　2　相対取引からの発展
　3　2つの裁判例
　4　1934年法第9条（a）項への影響
　5　1934年法第10条（b）項への影響
　6　BERLEが指摘する未解決の問題
Ⅲ　わが国の証券取引法上の規制の沿革
　1　戦前の証券取引関係法令
　　⑴　最初の証券取引関係法令の成立
　　⑵　日本証券取引所の成立
　2　わが国の戦後の証券取引制度
　3　不公正取引の規制
　　⑴　不公正取引の規制における鈴木・河本説の紹介
　　①　投資者保護と不公正取引の規制
　　②　有価証券市場における不公正行為の規制
　　③　旧証券取引法第125条1項及び2項
　　④　相場操縦における不公正行為
　　⑵　小括
　4　行政による証券規制
　5　アメリカと日本の比較
Ⅳ　証券取引法から金融商品取引法に至る沿革
　1　金融商品取引法制定の経緯
　2　金融商品取引法制の4つの柱
Ⅴ　金融商品取引法第159条
　1　相場操縦規制の内容
　2　相場操縦の手口

Ⅵ　相場操縦が問題となった具体例
　1　判例紹介
　（1）協同飼料事件（東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号25頁）
　（2）キャッツ事件（東京地判平成17年3月11日判例時報1895号46頁）
　2　正当な取引との区別
　3　繁盛目的とは
　4　大阪証券取引所事件の判断と検討
　（1）序説
　（2）最決平成19年7月12日 刑集61巻5号456（654）頁
　（3）大阪地判平成17年2月17日－(2)の地裁判決－の判断と検討
　（4）大阪高判平成18年10月6日－(2)の原審判決－の判断と検討
Ⅶ　図利目的の要否
　1　大阪証券取引所事件の総合的検討
　2　刑罰との関係
Ⅷ　終わりに

Ⅰ　はじめに

金融商品取引法第159条は、相場操縦を規制する規定であるが、同条柱書に「繁盛」という文言が存在し、法文上の要件となっている。 大辞林第三版では、「繁盛」の意味は「にぎわいさかえる・こと（さま）」と説明され、「商売繁盛」「店が繁盛する」などが用例としてあげられている。とすれば、「繁盛」がなぜ違法性を帰結させるのであろうか。

類似のフレーズがアメリカではチャーニング（churning）と呼ばれ、過当取引として、証券規制の対象となる。すなわち、取引が一定頻度を超えると適法ではないとの趣旨が制度の前提である。

しかし、翻って考えると、その根拠は必ずしも明らかではない。

このような問題意識から、私が金融商品取引法第159条を考察の対象に定めたタイミングで、新たな法律問題が生じた。

電気検査装置メーカー「オー・エイチ・ティー」（ＯＨＴ、広島県福山市）の株価操縦事件で、証券取引法（現・金融商品取引法）違反（相場操縦）の罪に問われた元弁護士Ｙ被告に、さいたま地裁（守下実裁判長）は平成29年6月26日、懲役2年6月、執行猶予4年、罰金300万円、追徴金4億9756万3千円（求刑懲役2年6月、罰金300万円、追徴金約5億2千万円）の判決を言い

渡した[1]。この事件は、他ならぬ法律実務に従事する弁護士によってなされた相場操縦取引の事件である。判決理由中で、守下裁判長は、「取引に複数の口座を使い発覚を困難にするなど、犯行は巧妙で悪質」と指摘。一方、「契約はＯＨＴのために株価を上げることで（個人的な）利益が目的とまではいえない」と述べた。判決によると、「2005 ～ 06 年、ＯＨＴ株を高値で買い上げて株価をつり上げたり、仮装売買をしたりした」[2] という行為が被告弁護士の実行行為である。被告はＯＨＴの顧問弁護士であった。同判決では、図利目的は違法行為の要件とされなかった。

かくて極めて今日的な課題ともいうべき相場操縦行為であるが、上記図利目的の要否一つを考えても、規制の対象には曖昧な部分があることを否めない。

相場操縦取引とは、市場において相場を意識的、人為的に変動させ、その相場をあたかも自然の需給によって形成されたものであるかのように装い、他人を誤認させ、その相場の変動を利用して自己の利益を図ろうとするもので、このような行為は公正な価格形成を阻害し、投資者に不測の損害を与えることとなるので、金融商品取引法で禁止されており、違反者には証券取引等監視委員会による刑事告発や課徴金納付命令の勧告が行われている[3]。

もとより、大勢の投資家が匿名で参入してくることを予定している金融商品取引市場における価格形成は、金融商品取引法第１条の目的条項が明記するように、まずもって何よりも「公正」でなければならない。かかる配慮を具体化すべく、金融商品取引法には、1991 年に発覚した証券不祥事[4] への対策を定める規定を近時の顕著な具体例として、様々な規定が用意されている。1991 年の証券取引法改正で損失補填および取引一任勘定が禁止されたほか、1992

---

(1)「逃亡の元弁護士に猶予判決　ＯＨＴ株価操縦事件　さいたま地裁」産経ニュース 2017 年 6 月 26 日 (https://www.sankei.com/affairs/news/170626/afr1706260020-n1.html, 2019 年 11 月 3 日最終閲覧)。

(2)「ＯＨＴ株事件　株価操縦で元弁護士に有罪判決」毎日新聞　西部朝刊 2017 年 6 月 27 日 25 頁 総合面。

(3) JPX 日本取引所グループ（https://www.jpx.co.jp/regulation/preventing/manipulation/2019 年 11 月 3 日最終閲覧）。

(4) 1991 年（平成３年）に相次いで明るみに出た、①総合証券各社による大口顧客への損失補填。②暴力団による特定銘柄株買い集めへの大手証券各社の加担。③大手証券会社による特定銘柄株の大量推奨販売。などの総称。

年には証券取引等監視委員会が発足するなど、その内容は証券市場に大きな影響を与えた。

そこで、以下では、この法律の歴史的背景及び法律制定に関連した裁判例などを手掛かりに、相場操縦規制について確認していくことにしたい。

Ⅱ　母法アメリカ法における相場操縦規制の成立

1　序説

1929年10月24日のニューヨーク証券取引所における株価の大暴落に端を発した大恐慌（Great Depression）は、アメリカのみならず世界経済を暗黒に陥れるものとなった。

その原因調査（コペラ委員会）の結果判明した事実は、詐欺的な証券発行の蔓延であり、証券市場における不正行為の横行であった。また、多くの銀行（商業銀行）が証券関連業務に深入りしていたために、一時的な閉鎖に追い込まれた（1930年から33年までの間、その数は約9000にも及ぶ。いわゆる「銀行休日」（bank holiday）である）。

この恐慌から立ち直るため、ルーズベルト大統領の政権下でニューディール政策の一環として制定されたのが、1933年証券法（Securities Act of 1933）および1934年証券取引所法（Securities and Exchange Act of 1934）である。前者は、「証券真実法」と呼ばれ、証券の公募発行に際し、あらゆる事実をかつ正確に公開させることを目的としたものである。これに対して、後者は、証券の流通市場における株価操作などの不正行為の規制を目的としている。さらに、銀行が証券業務を兼営していることから生じた著しい弊害に鑑みて、銀行と証券の分離が銀行法によって規定された（グラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act））。

日本の金融商品取引法（2006年改正後の名称）の前身である証券取引法（1948年施行）は、第二次世界大戦後、アメリカの占領下にあって、アメリカの上記三法を1つの法律にまとめて制定された沿革を有している[(5)]。

米国の上記三法のうちの1934年証券取引所法（Securities and Exchange Act of 1934）を調べていくと、相場操縦の規制に関して、とりわけBERLE,A.

(5)　河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』８頁（有斐閣、2014）。

A.,Jr. の論文[6]が著しい影響を有している事実にたどり着いた[7]。そこで、本稿では、この BERLE の論文を紐解くことで、日本の証券取引法の相場操縦規制に関する沿革を探ってみることにしたい。

2　相対取引からの発展

コモンローは、証券市場での詐欺に影響する支持されたルールを早期に導いていた。買い手に、間違った説明（虚偽記載）を信じて行動させる意図のもと公開市場で購入せしめた虚偽記載者を、「たとえ、嘘でそそのかして馬を買わせたとしても、訴追することができる。」と例えている。かかる判例があるにもかかわらず、事実に関係する部分を基礎とし、コモンローのルールがわずかに変更されただけであった。通常のコモンローの事件における売り手に対する買い手からの申立てには、往々直接の相対取引として一人が現れるため、その結果相手方は限られた範囲となる。公開市場での虚偽表示は、特定の買い手に向けられたものではないところから、やはり購入者たちに相当な誤った影響を与える。その結果、コモンローのケースで仮定した場合、当然のことながら、売り手の目的は、多くの買い手がその価格によって影響を受け、市場を作り出すことにある。しかし、それにもかかわらず、彼らに影響を受けた買い手の現在のグループは、単に事実の点を主張するだけでなく、匿名かつ広く周知された市場価格の当事者に他ならない。通常の救済法として、詐欺行為や虚偽の売り手に対し、無効主張を適用できる[8]。

BERLE 論文中のこの記述では注においてロンドン市場の事件[9]が典拠とされている。英国では、証券市場は、それを通じて諸情報が大衆に対して発せされる一つの媒体である。英国において、その株式をロンドン証券取引所に上場したある会社が、上場に伴う申請時に虚偽の記載を行ったという事件があっ

---

(6)　BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 COLUMBIA LAW REVIEW.393(1938).

(7)　例えば、8 LOUIS LOSS & JOEL SERIGMAN, SECURITIES REGULATION 3939-85(3d ed. 2007). における論述を例にとれば、その論述は、伝統的な相場操縦の記述から始まり、その後の法規制の成り立ちを経て項目立ての詳細など、BERLE 論文の内容を追随していることが明らかである。このように、BERLE 論文が戦後の米国においてなお著しい影響を有していると判断できる点は特筆に値する。

(8)　BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,393-94(1938).

(9)　Bedford v. Bagshaw,4 H.& N.538(1859).

た。上場後に、取引所で株式を購入した買い手は、上場申請書に記載された諸事実を信頼した旨を主張した。買い手には損害賠償が認められたのであった。財務裁判所のポロック（Pollock，C.B.）判事は次のように指摘した。「証券取引所で株式を購入する人は、皆等しく、告知の相手方であると予定された人々であると考えられねばならない。」[10] 即ち、情報を開示した場合、当該開示事実を信じた公開市場での株式購入者は、公開市場の機構を通して虚偽の表明がなされたという理由で、訴えの提起が認められるに至ったのである。

以上の認識は、金融商品取引法第 159 条 1 項柱書において「他人に」とのみ相手が規定され、取引行為の直接の相手方の存在を想定していない現在のわが国の法文の根拠となったものと考えられる。

3　2つの裁判例

BERLE の論文では、2 つの判例 [11] が根拠となり、これまでのコモンローの発展がもたらされてきたとされている [12]。

この 2 つの裁判例は、いずれも郵便詐欺事件（Mail Fraud）[13] の先例となり、多くの疑問が明らかにされたと BERLE によって論じられている。2 つの事件のいずれも、不公正取引（詐欺）の実行ために郵便等を利用する行為を処罰対

---

(10) BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,394(1938).
本文中の翻訳箇所については、A・バーリー＝ G・ミーンズ (北島忠男訳) 現代経済学名著選集 V『近代株式会社と私有財産（第 10 版）』378 頁（文雅堂銀行研究社 ,1979）。

(11) United States v . Brown ,5 F.Supp.81(S.D.N.Y.1934).
Harris v. United States, 48 F.2d 771(C.C.A.9th,1931).

(12) BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,397(1938).

(13) Mail Fraud の起源は、1860 年代の南北戦争以前に遡る。当時の米国には、消費者、証券、土地、銀行等に関する詐欺を処罰する法律が複数存在していた。しかし、時代の変化に伴い、これらの法律から漏れる新しい形態の詐欺が登場すると、連邦政府が州政府の刑罰権の範囲に介入する必要性が認識され、南北戦争後の 1868 年に Lottery Act が制定された。Lottery Act は、違法な Lottery(宝くじ) に関する手紙や案内状を郵送することを処罰する法律であったが、その処罰範囲を拡大すべく、1872 年に Mail Fraud として改正された。この時点の Mail Fraud は、猥せつ、粗悪、常識外れの物品を送る行為を処罰とするとともに、金銭を得るための詐欺の計画を実行するために、手紙や案内状を郵送する行為を処罰する法律であった。つまり、Mail Fraud の本質は、「連邦の郵便サービスを悪用」した詐欺を処罰すること

象とするものであった。そのため、Mail Fraud の処罰の対象が、実際の詐欺ではなく、詐欺の計画自体に帰着し、ゆえに、連邦政府は、被害者が実際に騙されたことの立証を求めず、被害者に実際の損害が発生することも必要ない[14]と判断した[15]。我が国ではかかる規制はない。したがって、金融商品取引法とは異質な法規制である。

4　1934 年法第 9 条（a）項への影響

BERLE 論文は、次のように論じている。すなわち、1934 年法第 9 条は名目上「操作の禁止」と称されており、実際の禁止行為を定義していた。具体的には、

⑴　活発な取引であると誤解を招くような虚偽を作出する目的で仮装取引または馴合取引を開始する行為。

⑵　他の者による有価証券の購入または売却を誘引する目的で実際上若しくは外観上活発な取引を作出し連続して取引を生じさせる行為。

にあり、「連邦の郵便サービスの悪用」こそが、連邦政府による刑罰権の発動を根拠付けていた。そのため、当時の Mail Fraud では、人を欺く行為と「連邦の郵便サービスの悪用」行為の双方について故意が必要とされ、法定刑もまた、「連邦の郵便サービスの悪用」行為に釣り合ったレベルであり、現在の法定刑よりも軽いものであった。しかし、1909 年改正により、Mail Fraud の本質から「連邦の郵便サービスの悪用」という本質が取り払われると、これに対する故意は不要となり、Mail Fraud の本質は、詐欺の計画自体を処罰することに変容していった。

Wire Fraud は、電子通信の近代化に伴い、1952 年に Mail Fraud の内容を電子通信の手段にも拡張する形で制定された法律であり、以下に述べる Mail Fraud の解釈論は Wire Fraud にも該当し、その逆も然りであるとされている。

さらに、1994 年の Violent Crime Control and Law Enforcement Act 改正に伴い、連邦政府の刑罰権の発動根拠を米国憲法第 1 条 8 項 3 号の州際取引条項に求めることにより、Mail Fraud は、連邦の郵便サービスだけでなく、私企業の配達サービスを利用した詐欺の処罰も対象とすることになった。つまり、物が州際間で配達されたという事実は、連邦政府の刑罰権の発動根拠となった。通常の詐欺の過程には、手紙、電話、メール、電子送金等の通信手段が介在するであろうから、MWF(Mail Fraud 及び Wire Fraud) は、詐欺の計画を広く処罰する法律となり、現在では、連邦政府の刑罰権の発動根拠として、最も柔軟な手段であると称されるに至った。（新井喜美「米国法令の域外適用の広がりと司法取引（上）―Mail&Wire Fraud および今日犯罪から考える」82 頁, 84-85 頁 NBL No.1076（2016）参照。

(14) United States ｖ . Regent Office Supply Co,421 F.2d 1174（2d Cir.1970）.

(15) 新井喜美「米国法令の域外適用の広がりと司法取引（上）―Mail&Wire Fraud および今日犯罪から考える」82 頁 ,85 頁 NBL No.1076（2016）参照。

⑶　証券の価格が上昇または下落しそうな情報を流布する行為。但し、これは証券のブローカー、ディーラー、買い手または売り手の場合に限り違法とされる。

⑷　虚偽または誤解を招く情報を創出する行為。その偽りまたは誤解を招く実体を知るための合理的な根拠に基づき、有価証券の購入または売却を誘発する行為は、同様に、証券のブローカー、ディーラー、買い手、または売り手に限り適用される。

⑸　証券の価格が上昇または下落しそうな情報を流布する行為。けだし市場操作の目的を導くからである。しかし、その表明は個人がなした場合のみに適用され、その目的のために行われた証券の購入または売却を誘発する行為は、それらを適用するために考慮する。

⑹　相場のくぎ付けや、委員会が規定する規則や規制に違反して有価証券の価格を固定または安定させる行為。

以上の禁止行為はすべて国法証券取引所に登録された証券のみに適用されていたが、前出２つの判例の判示は国法証券取引所に登録された株式に限定されておらず、店頭取引（相対取引）にも等しく適用されているように見える[16]。

上記最後の段落の BERLE の主張によれば、BERLE は規制の対象を国法証券取引所に登録された証券のみに限定して考えていないことが明らかである。したがって、上場有価証券に限らず、私法上の規制としても位置づける余地がある。ゆえに、BERLE の指摘する２つの判例の影響を受けて、1934 年法第９条（a）項が制定された可能性がうかがえるのである。

5　1934 年法第 10 条（b）への影響

BERLE は、論文中で、金融商品取引法上相場操縦とは別個の規制として規定されている内部者取引規制に関しても２判例が同様の影響を等しく有していたと主張しており、この点も興味深いところである。

あらかじめ確認しておけば、金融商品取引法上、内部者取引規制は第 166 条

---

⑯ BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,398-99(1938).
なお、条文の翻訳については、財団法人日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ（Ⅲ）証券法 証券取引所法』145-47 頁（財団法人日本証券経済研究所、2008）（ただし、同書刊行後に 改正された箇所についてはこの限りではない。以下、同様である）。

において条文上対象が明記されており、罰則も用意された構成要件として規制範囲が確定している。

母法たるアメリカでは、内部者取引規制をつかさどる Rule 10b-5 は、1934 年法 10 条 (ｂ) を承け戦後定められた規則に他ならず、この点は留意を要する事情である。したがって、BERLE が論文中で言及している対象は、一般条項たる 1934 年法 10 条 (ｂ) についてということになる。

その 1934 年法 10 条 (b) 項の条文は、以下のとおりである。

10 条　いかなる者も、直接又は間接を問わず、州際通商の方法若しくは手段、郵便又は国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは違法である（中略)。

(b) 項　委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則及び規制に違反して、国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されていない証券または（グラム・リーチ・ブライリー法 (17) 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 (18) の買付または売付に関して相場操縦的（manipulative）または欺瞞的（deceptive）策略もしくは術策を用いること。

---

(17) グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act（GLB、GLBA)、1999 年金融サービス近代化法（Financial Services Modernization Act of 1999)) は、1999 年 11 月 12 日に制定されたアメリカ合衆国の連邦法である。商業銀行業務や投資銀行業務､保険業務の兼業を禁止するために 1933 年に制定されたグラス･スティーガル法の一部を無効にするための法律で、第 106 連邦議会において成立した。

グラム・リーチ・ブライリー法では商業銀行、投資銀行、証券会社、保険会社各社間での間での統合が許可された。例えば、シティコープ（商業銀行持株会社）はシティグループを形成させるため 1998 年に保険会社のトラベラーズ・グループと合併した。そしてシティバンク、スミス・バーニー、プライメリカとトラベラーズを含んだブランドの下で、銀行、証券、保険業務を統合した。本来なら、1993 年に発表され、1994 年に決定したこの合併は、証券、保険と銀行業務を兼務することによってグラス･スティーガル法と 1956 年銀行持株会社法に違反していたことになる。この法律は、これらの合併を合法化するために制定されたものである。

(18) スワップ契約とは、２当事者（X，Y）間で、事前に合意された数式にしたがって求められたキャシュフローを、決められた期間において、決められた回数だけ交換する契約。 交換されるものによって、金利スワップ、通貨スワップやエクイティー･スワップなどと呼ばれる。これらは、固定であっても変動であってもよい。

詐欺、相場操縦または内部者取引を禁止する (ｂ) 項に基づき制定された規則 [19]（詐欺、相場操縦または内部者取引に対する予防手段として報告または記録要件、手続または基準を課す規則でないもの）ならびに (ｂ) 項および詐欺、相場操縦または内部者取引を禁止する (ｂ) 項に基づき制定された規則の下でなされる司法判断は、証券と同様の範囲で（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も適用されなければならない。1933 年証券法第 17 条 (a) 項ならびに本法第 9 条、第 15 条、第 16 条、第 20 条および第 21A 条の下でなされる司法判断は、証券と同様の範囲で（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も適用されなければならない [20]。

BERLE の論文では、この法文につき次のように論じられている。すなわち、第 10 条、特に 1934 年法第 10 条（b）では、「投資家保護のために公共の利益の必要性または適切性を認め定めている法則と規則」を規定する権利を証券取引委員会（SEC）に与え、当該証券が国法証券取引所に登録されているか否かにかかわらず、いかなる証券の購入または販売に関連しても「あらゆる操作上または欺瞞的な操作または偽装」を用いることを禁止するとされている。

この権限に基づき、証券取引委員会（SEC）は、操作的、欺瞞的または詐欺的な行為を各別する特定の規則を定めた。

このルールでは、「操作とは、人を欺きまたは他の不正を仕掛けまたは企み」であるとして、「あらゆる人に対して不正行為または取引経過を操作しまたは詐欺若しくは欺く行為」と定義されている。

規則は次に、以下の行為を操作的なものとして特定することによって、フレーズを具体化し列挙している。

⑴　重要な事実の真実でない記述の作成

⑵　重要な事実を述べるための省略

⑶　ブローカーやディーラーによる登録の虚偽表示

---

⑲ Rule 10b-5 で公知性の高い米国証券取引委員会（SEC）規則など。

⑳ 条文の翻訳は、財団法人日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ (Ⅲ) 証券法　証券取引所法』149 頁 (財団法人日本証券経済研究所、2008)。

⑷　ブローカーまたはディーラーが、取引の中心となる証券の発行者との管理関係を開示しなかった場合、またはそのような証券の第1次または第2次分配における金銭的利益の存在を開示しなかった場合

⑸　非上場有価証券に関しては、実際にブローカーまたはディーラーによってなされた国法証券市場以外の市場がない限り、「市場で」提供されているという表現。

上記の規則は、すでに裁判所によって確立された基準を変更するものではなかった[21]。

しかしながら、上記引用中における相場操縦の定義が証券取引委員会（SEC）の規則により定められたとのBERLEの認識にもかかわらず、当該判断は後の世代に共有されていない。この点、例えば飯田博士は次のように指摘している。

1934年法10条(b)項の「相場操縦的」（manipulative）の意義に関して定義規定は存在しておらず、Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476-77 (1977)事件[22]において、相場操縦とは、「仮装売買、馴れ合い注文、または価格の釘付けのように、市場活動に人為的に影響を及ぼすことによって意図的に投資者に誤解を生じさせる慣行」をいい、会社の不正経営（デラウェア州の会社の略式合併の対価が低いという主張であった）は含まれないと判示された[23]。

「相場操縦的」（manipulative）の定義における「操作的」の趣旨としては、上記⑴から⑸の要件を判断の際に用いることで語義の明確化が容易になるはずであるが、上記⑴から⑸の要件もまた、先に見た2つの判例に由来していることになる。

1934年法の第10条（ｂ）への直接的な影響は見て取れないにせよ、関連する米国証券取引委員会（SEC）規則と対比すると、次の帰結が導かれる。

＜Rule10b-5＞

⑵1）BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,399-400(1938).

⑵2）江頭憲治郎「Santa Fe Industries,Inc.v.Green,430 U.S.462,97 S.Ct.1292(1977)-- 相場操縦的または欺瞞的行為でなければ,1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5にいう詐欺には該当しない」『アメリカ法1979-1』175頁,177頁（日米法学会,1979）参照。

⑵3）飯田秀総「アメリカの相場操縦規制」7頁（大証金融商品取引法研究会, 2013)。

いかなる者も、直接又は間接を問わず、州際通商の方法若しくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を、証券の買付又は売付に関して行うことは違法である。

(a) 詐欺のための策略、仕組みまたは技巧を使うこと。

(b) 重要な事項についての虚偽の表示、表示がなされた状況に照らして誤解を生じさせないようにするために必要な重要な事実の表示を怠ること。

(c) 詐欺又は欺瞞として機能する又は機能するだろう行為、慣行又は業務の過程を行うこと [(24)]。

以上の内容は、既に見た2つの判例によって確立された判断そのものであったことがBERLEの論文中においてすでに指摘されていた。そうだとすれば、上記2判例が、内部者取引規則にも影響を及ぼした経緯がうかがえるのである。その結果、米国においては、BERLEの指摘を踏まえるなら、内部者取引規制は相場操縦規制と同趣旨の内容を有するものとの評価が成り立ち得ることになる。そして、わが国において相場操縦規制は、証券取引法の立法当初から現行の内容である一方、内部者取引規制が設けられたのはこれにはるかに遅れた近時に至ってであったという事実は、その経緯の合理性につき説明を要するのではないかとの疑問が生じかねない。この意味で無視できない重みを確認できる事情なのではなかろうか。

6　BERLEが指摘する未解決の問題

大量の単なる連続購入も「相場操縦」を構成することになるのか。

大量の証券を取得することを希望する利害関係者が時々出現し、その目的のために市場に繰り返し登場して、買い手として株式を取得する。このような株式購入によって価格に影響を与える可能性がある。しかし、買い手の意図は単に証券を集積することに過ぎない [(25)]。

相場操縦の定義に際して、図利目的はあくまでも我が国の法律上の要件から除外されているように思われる。

1931年時点においてBERLEは次のように述べている。

---

(24) 米国証券取引委員会（SEC）規制〈Rule10b-5〉の翻訳箇所については、飯田秀総「アメリカの相場操縦規制」6頁（大証金融商品取引法研究会，2013)。

(25) BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,405(1938).

そのような購入は、真摯に大量の資産を獲得したいという趣旨でなされているものであれば、操作を構成するものではない。購入者が他人の行動に影響を与えないように、購入者自身が保障を得ることを目的として、購入者が支払う任意の価格で購入可能な限りの証券を購入することを禁じる法律は存在しない。

しかしながら、かかる行動は、動機に応じ、コモンローあるいは法律上の規則の禁止規定に該当する可能性があり、動機は事実からのみ推論されることになる。

動機の決定は常に重要な問題である。 大量に買って価格に影響を与えたが証券をいまだ保有しているバイヤーは、明らかに強い立場にある。

従って、この点より、取引行為者にとっては全く満足できるものとならないであろう。

保有の継続の真意のもと購入する買い手が多く、同じ買い手が投資しようとしている間に自分の行動を制限することを提案することなどまずあり得ない。もし、不満足な価格が現れれば売る準備が彼らには完璧にできており、市場価格が上がったり、条件が変わったり、自分のニーズが変わったりすると、彼らは持分を保持し続けるという前提を変える完全な自由を留保している。

厳密に言えば、誠意を持って購入し、数日後には売り切りを決心する購入者は、操作者として有罪ではない。

しかし、立場としては危い。購入と売却の間に短期間しか存在しない場合には、市場価格を創出するように全体のオペレーションが設計されていると推測されてしまう。行動を誘発するように設計されていなければならない文言上の定義では、法律で明らかにされているそのような行為を誘発する意図は、市場操作法のまさしく中心の問題であるからである。にもかかわらず、かかる意図を証明することが困難な場合については、この反証はさらに困難となる。特に、購入が予期せず市場の上昇を招くような場合が実際に発生すると、売却が行われることになる[(26)]。

こうして、BERLE は、1933 年証券法（Securities Act of 1933）および 1934 年証券取引所法（Securities and Exchange Act of 1934）の制定前、1931 年に既に、本気で証券を購入しているのか、あるいは相場操縦が行われているのか

(26) BERLE,A.A., Jr ., Stock Market Manipulation,38 Colum.L.Rev.393,405-06(1938).

は曖昧であり、危険な判断とならざるを得ないことを、疑問として明記しているのである。

今回参照したBERLEの主論文は証券規制の立法後の1938年に発表されているものであるが、そこにおいても、この点に関しては、いまだ未解決の問題とされている。法律が制定されたからといってすぐに解決する問題ではないが、とりわけ判例法を基礎とするアメリカにおいては、具体的な法律がなくとも、抽象的な規制の解釈を広げ、判例を積み重ねて行く事で、未解決の問題が少しずつでも解決していく方向に導かれることは、むしろ常態であろう。

Ⅲ　わが国の証券取引法上の規制の沿革

1　戦前の証券取引関係法令

⑴　最初の証券取引関係法令の成立

明治維新前まで、わが国には、近代的な意味における証券取引制度は成立していなかった。したがって、その成り立ちは明治維新を待ってのことであった。

1868年、明治維新とともに、わが国は、資本主義的発展の緒についた。それとともに、近代的有価証券制度も導入されたが、それは西欧諸国におけるのと同様、まず国債の形で登場した。すなわち、明治3年（1870年）にはじめて鉄道建設資金の調達のため英国で英貨公債を公募したが、国内で公募したのは、明治11年（1878年）に公共事業のため公募した起業公債が最初のものである。しかし、その頃の公債の大部分を占めたのは、秩禄制度廃止のために発行された父禄公債あるいは金禄公債等のいわゆる交付国債であった。明治11年末、これらの国債の残高が2億5236万円に達したので、国債の公正な流通を促進するため、公的な売買市場を創設する必要が生じ、さらに、それは、国立銀行条例（明治5年（1872年）制定太政官布告349号、明治9年（1876年）改正太政官布告106号）に基づく近代的銀行が設立され、各種国債の銀行資本化の道が開かれた結果、この面からも一層促進されることになった。そのうえ、国立銀行条例によって株式会社制度が導入され、株式会社形態の銀行が多数設立されるとともに、株式による資金の集中を容易にするため、株式取引所の創設の必要がとなえられた。かくして、明治7年（1874年）、フランス人ボワソナード（Gustave E. Boissonade）の意見を徴して、「株式取引条例」（太政官布告107号明治7年10月13日公布、同11年5月4日廃止）が制定され

るにいたった。しかし、この条例は、ロンドン株式取引所の規約にならったもので、投機抑制の基本理念の上に立っていたため、米穀取引を通じて当時の相場会所の取引習慣になじんできた関係業者の強い反対にあい、この条例による株式取引所の成立は現実には見られることなく終わった。そして、結局、徳川時代に米穀の売買取引について発達した完全な登記取引である帳合米制度を大幅に取り入れた『株式取引所条例』（太政官布告 8 号明治 11 年 5 月 4 日公布、同 26 年 10 月 1 日廃止）が明治 11 年（1878 年）に制定され、それに基づいて同年大阪および東京に株式会社組織の株式取引所が創設された。そして、明治 20 年（1887 年）から翌年にかけて民間企業、ことに株式会社形態の鉄道企業の勃興期に遭遇して、会社の取引も次第に増えていった。

しかし、一般に資本蓄積が少なく、産業資金は政府によって強力に創出されるか、又は少数の財閥 (27) の出資に期待するほかなかった当時には、株式市場が産業資金の供給に重要な役割を果たすことができるはずがなく、そのうえ、それは、わが国従来の取引慣行を基盤として出発したため、投資市場としてよりも投機市場としての性格を次第に強めていった（少数銘柄への売買の集中現象）。その結果、不健全な取引が横行したので、政府は、明治 20 年 (1887 年)、取引所制度を改革するため、いわゆる「ブールス条例」すなわち「取引所条例」を公布し、これによって、取引所を会員組織に改め、実物取引本位の売買取引制度を確立しようとした。しかし、既設取引所は猛烈な反対の対象となり、明治 26 年（1893 年）、次に述べる取引所の制定とともに廃止された。要するに、財閥企業を中心とする我が国の資本主義の発展は、これらの企業が当初は株式会社形態をとらなかったために、また株式会社となってからも、実態のいちじるしい閉鎖性ゆえに、資本の供給・流通の場としての株式市場を発展させることができず、株式市場はいたずらにその投機的性格を強めたのである。故に、この点に、長期資本調達の場としての近代的取引所制度を実現しようとする政府の施策と現実との間に越えがたい大きな溝が存在した。そのため、結局はこの現実を背景に制定された明治 26 年（1893 年）の「取引所法」を契機として、

(27) 財閥とは、第二次大戦前の日本において発達をとげた経営形態（一族・一門の独占的出資による資本を中心に結合した経営形態。）で、一族・一門の家族的関係のもとに閉鎖的に結合した資本家の多角的経営体。三井・三菱・住友など。大資本家の一族。

徳川時代の米穀取引制度とほとんど同一の法制がわが国に定着するようになった。すなわち、同法の委任勅令（明治 26 年 7 月 22 日勅令 74 号）13 条 4 号によって、定期取引の決済面においては、反対売買による差金決済で売買取引自体を完結しうる『転売買戻の制』が認められた。

また、このほかに、実物の受渡しによって売買取引を決済する直取引制度もあったが、これも、実際には差金決済の形で行われるようになった[(28)]。

⑵　日本証券取引所の成立

第一次世界大戦後にわが国の証券取引所は改組を経た。次の指摘の通りである。

その後、第一次世界大戦、満州事変の勃発など戦時金融の発展とともに、その要請にこたえるべく、限りある資金を有効に配分する国策的使命が証券市場に課せられ、この達成のため証券市場の徹底的改組が行われた。その結果、従来の株式会社制度による株式取引所に代わって、昭和 18 年（1943 年）、日本証券取引所という 4 分の 1 を政府が出資する営団的特殊法人が日本証券取引所法（昭和 18 年法律 44 号、昭和 18 年 3 月 11 日公布、一部は同年 3 月 25 日、他は 6 月 30 日施行、昭和 22 年 4 月 16 日廃止）により誕生した。そして、売買取引の面においても、清算取引は廃止ないし制限され、実物取引本位の機構が確立した。しかし、それは、証券市場が本来の機能たる長期産業資金供給のための投資市場として本格的に発展を遂げたことを意味するものではなく、戦時体制強化の必要から投機資金の市場への流入を徹底的に抑制するという課題の強制的実現にほかならなかったのである[(29)]。

2　わが国の戦後の証券取引制度

第二次世界大戦の敗戦によりわが国の証券取引制度が大きな変要を遂げたのは、他の経済分野と同様である。その経緯は次のようであった。

昭和 20 年 8 月 15 日に第二次世界大戦で日本が敗れて以降しばらくの間、日本の経済はほとんど動きを止めていた。もちろん証券取引所もその機能を停止していた。他方、財閥が解体されたために宙に浮いた株式は、国民大衆に売り出されることになった。証券民主化運動の始まりである。それとともに、それまでビルの中や公園等に証券業者が集まって、ささやかにいわゆる集団取引を

(28) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』26-28 頁（有斐閣、1987）。
(29) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』28-29 頁（有斐閣、1987）。

行っていたが、一定のルールの下に売買することが必要となってきた。法律の制定と証券取引所の再開の必要性が叫ばれるようになった次第である。

当初、それまでの「日本証券取引所法」に手を加える程度のことが考えられていたが、GHQ（連合国軍総司令部）はこれを認めなかったので、結局、アメリカの証券法と証券取引所法を手本にして作業が進められ、GHQ の承認を受けて旧証券取引所法が制定・公布された（昭和 22 年法律 22 号）。しかし、この法律は、証券取引委員会に関する規定を除き、GHQ が施行を認めるところとならず、今度はアメリカ法をそのまま母法とする新しい証券取引法（昭和 23 年法律 25 号）に作り直され、昭和 23 年 4 月 13 日の公布の後、同年 5 月 6 日から施行された。この法律の中には、GHQ の強い要請で、銀行や信託会社等の金融機関から証券業務、特に引受業務を分離すること、法定の財務諸表を作成すること、上場株式の議決権の代理行使の勧誘方法を規制することなどが盛り込まれた。

昭和 25 年（1950 年）には、調整的な小改正がなされた。日本の証券業者は例外なく法人なので、その最低資本金を定め（当時の 34 条）、アメリカのように投資顧問法がないため、これに代わるものということで証券記事等の取締規定を新設した（現行の金融商品取引法 169 条に引き継がれている）などである[30]。

3　不公正取引の規制

⑴　不公正取引の規制における鈴木・河本説の紹介

昭和 50 年代に至ると、不公正取引に関する規制のあり方が、具体的な問題として論じられるに至る。鈴木・河本両博士は次のように説いている。

①　投資者保護と不公正取引の規制

昭和 51 年 5 月 11 日の証券取引審査会報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」は、その最後の章である「第 5　投資者保護の徹底」において、投資者保護の内容を次のようにとらえている。すなわち、『開示主義を基本としている我が国証券取引制度の下では、投資者保護の内容は、①事実を知らされないことによって被る損害からの保護と、②不公正取引によって被る損害からの保護とからなる。このための方策としては、『ディスクロージャー制度の充実』及び『不公正取引の防止』という二つ

(30) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』7-8 頁（有斐閣，2011）。

の大きな手段が考えられるので、このような方向に沿った具体的かつ有効な諸制度の整備が必要となる』。要するに、わが国の証券取引法の二つの大きな柱は、ディスクロージャーすなわち開示制度と、証券取引の公正の確保に要約されるのである。

この報告は、さらに、「不公正取引規制のあり方」の項において、①内部者取引の規制、②相場操縦等の規制、を具体的項目として取り上げ、検討している。けれども、その結論は、あまり歯切れのよくないものである。すなわち、「今後の不公正取引規制の方向」においては、次のようにまとめているのが目を引くところである。「内部者取引、相場操縦等の不公正取引を法律により厳重に規制することは、立法技術的にも極めて困難であるし、また、あまり細かく法律で規制すると取引の円滑性を阻害するおそれが生ずるので、慎重な取扱いが必要である。しかし、不公正取引の存在は、たとえそれがわずかなものであっても、一般投資者の資本市場に対する信頼を失わせ、市場からの離散を招くことになるので、将来は、民事責任、刑事責任等を加えた法制の整備を図ることも考えられる。ただ、そのためには、専門的立場から相当の期間にわたる検討が必要であり、同時にそのような法制を受け入れる環境作りを進めていかなければならない」という[(31)]。

② 有価証券市場における不公正行為の規制

有価証券市場は、流通市場の中心に位置して、具体的な流通市場としての機能と、価格形成市場としての機能を果たしている。そして、この機能は、有価証券市場が作為の加えられない自由な公開市場であることによって初めて完全に果たされ得るものである。

そのため、旧取引所法は、取引所における相場の変動を図る虚偽の風説を流布し、偽計を用い、または暴行もしくは脅迫をなくすことを禁止していた。とは言えそれのみに止まっていたのに対し、米国においては、1934年の証券取引所法によって、一層積極的に有価証券市場を自由市場として確保するための詳細な規制が設けられた（同法9条）。わが証券取引法もこれを継受して、従来の取引所法の禁止規定を広く証券市場における取引

(31) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』525-26頁（有斐閣、1987）。

一般の禁止規定とするとともに（197 条 1 号）、新たに、取引所市場における仮装売買、馴合売買および相場操縦等の禁止規定を設けた[32]。

③　旧証券取引法第 125 条 1 項及び 2 項

仮装売買、馴合売買、及び仮装売買または馴合売買の委託または受託について 125 条 1 項で、相場操縦は 125 条 2 項で規定されていた。同条 1 項の行為について、「上場有価証券の売買状況に関し他人に誤解を生ぜしめる目的」が必要であるように、2 項の行為についても、「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」の存在が要件とされた。この目的こそが違法行為と適法行為とを分かつ基準になる。しかも、同条 2 項 1 号の行為については、もう一つ、別の目的の存在が必要である。すなわち、同号によれば、「当該有価証券の売買取引が繁盛であると誤解させ、又はその相場を変動させるべき」ものでなければ、相場操縦とはならないのである。

この二つの目的の立証は、極めて困難であるといわれる。なぜなら、「およそ取引所の市場で千株でも二千株でも買えば、予期すると予期しないとにかかわらず、その結果として相場を高騰せしめることに貢献する。そうではなく、初めから相場を高騰させる目的で買ったものであることの確証をつかむことは至難である」からである。そして、自己が当該有価証券を買付ければ、その結果としてその証券が値上がり、ひいては売買取引を誘引するであろうことを行為者が知っていても、それだけで直ちに違法と断定することは、およそできないであろう[33]。

④　相場操縦における不公正行為

結局、米国でこれまで違法とされてきた事例に示されているところであるが、取引方法に通常の取引観念から考えて異常と思われるような要素がある場合に、その一連の行為が違法性を帯びるというほかないと思われる。すなわち、時価を超える価格で大量の株式を買付ける場合、あるいは引受業者の手中に売れ残っている相当量の株式を市価以上に価格で買付ける場合、または一日の中に同一銘柄の株式を何度も繰り返して売り買いする場

(32) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』526 頁（有斐閣、1987）。
(33) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』527-32 頁（有斐閣、1987）参照。

合、さらには仮装売買または馴合売買を行った場合、他にも、取引所で買った株式を取引所外でひそかに売った場合、当該銘柄の株式を市場に売りに出さないことを大株主との間で協定して買付けた場合、当該株式について強気な内容が記載された文書を配布して買付けた場合、当該株式について予想屋に報酬を与えて宣伝させて買付ける場合、損失に対して買手に保証する場合、会社が配当宣言を行うよう手配する場合、などがこれに該当する[(34)]。

⑵　小括

ここでも、BERLE の指摘同様に、相場操縦の取引規制を曖昧な規制と位置づけている。その結果、売買取引が繁盛であると誤解させ、又は、その相場を変動させるような 2 つの目的の客観的存在と、ひいては売買取引を誘引する目的をもって行うという主観的意図の両者を立証することは、元来極めて困難であると解されるのである。

4　行政による証券規制

以上の立法上の制度の制定と平仄をあわせ、行政規制がたえず立法を受ける形で用意され続けるのは当然である。そしてその内容は次のようであった。

昭和 23 年（1948 年）に制定された証券取引法は、アメリカ法の影響を強く受けるものであった。アメリカでは、証券取引委員会（SEC）が証券諸法の規制を担っている。日本の証券取引法でも、アメリカと同様に証券行政を担当する独立の機関が必要とされ、証券取引委員会が設置された。証券取引委員会は、当初、大蔵大臣の所管に属する独立した行政官庁であったが、その後、昭和 24 年（1949 年）には、大蔵省の外局となった。昭和 27 年（1952 年）には、証券取引委員会が廃止され、その権限および所管事務は大蔵大臣および大蔵省に移されることとなった。日本の証券取引法はアメリカ法の考えを取り入れたものとして制定されたが、その当時の日本の実情に適合しないものも多く、証券取引委員会の廃止も、規制の是正措置の 1 つとして実施されている。

大蔵省では、理財局証券部が証券行政を行っていたが、その後、大蔵省内に証券局が設置され、銀行局などとともに、日本の金融行政をつかさどることになった。

---

(34) 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』532 頁（有斐閣、1987）。

昭和 60 年代後半から平成の初めにかけて、証券界では、損失補填[35]や飛ばし[36]といった証券不祥事が発覚した。これらは、証券会社の経営体質に由来したものである。他方で、証券会社を監視すべき大蔵省の対応にも非難が集まった。当時の大蔵省は、証券業の免許制の下、証券会社を保護育成する立場にある一方で、証券会社の業務を監督するという役目も負っていた。そこで、「コーチを兼ねている審判（アンパイヤ）が、同時にルールの適正な運用および公正な判定を下すことができるか？」といった批判がなされることとなった。すなわち、日本では従来、証券会社の業務運営にあたっては、予め大蔵省の定める通達、事務連絡、さらには口頭指導に従って行う行政指導が定着していた。行政指導は円滑に業務を行うために一定の効果はあったが、損失補填や飛ばしという不祥事が契機となり、行政指導による柔軟な対応のあり方が問題となった。そこで、平成 4 年（1992 年）に至り、証券市場を監視する機関として、証券取引や金融先物取引等をも対象とする証券取引等監視委員会が設置され、平成 5 年には行政手続法も定められて、行政指導の内容が法的に明確にされる

(35) 損失補填とは、金融商品取引業者が顧客から受託した有価証券の売買その他の取引等につき、損失が生じたり、または利益が生じてもそれが予想したものより少なかったりした場合に、財産上の利益を提供することを申し込んだり、約束したりまたは実際に提供したりすることである。損失補填（春田博「証券取引法と損失補填」『法律のひろば』44 巻 11 号 13 頁（ぎょうせい ,1991 年）参照）が問題となったのは、平成 3 年 6 月以降多くの証券会社による損失補填、飛ばし等の証券不祥事が報道機関等によって明るみに出された時であった。そして、これが遂に平成 9 年の山一證券の自主廃業にまで拡大したことは周知のとおりである（河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』478 頁（有斐閣、2011））。

(36)「飛ばし」とは、評価損の出ている有価証券を保有している企業が、損失を表面化させないことを目的に他の企業にその有価証券を転売することで、通常、決算期が異なる企業間で行われた。その際、証券会社は有価証券を買い受ける企業に対して、保有期間の金利分を上乗せした額で引き取るか、他の転売先を紹介することを約束していた。この「飛ばし」が法律上金銭消費貸借契約か買戻条件付売買契約であるかについて、後者であるという判例がある（東京地判平成 6 年 12 月 5 日 商事法務 1375 号 44 頁、控訴審・東京高判平成 10 年 4 月 27 日 判例時報 1651 号 71 頁）。このほかにも、証券不祥事が表面化した頃の証券界には「にぎり」（利回り保証の約束）、「胸たたき」（営業特金で任せなさいと胸を叩いて利回り保証する）などの「飛ばし」と同じような妙な言葉があった。（河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』478-79 頁（有斐閣、2011））。

とともに（行政手続法２条６号）、前年７月までには通達・事務連絡等が整理・統合され、証券会社内部のコンプライアンス体制の整備が行われた[37]。

５　アメリカと日本の比較

以上のわが国の制度が戦後一貫してアメリカ法の影響のもとにあったことは、ここであらためて論ずるまでもない。しかしながら、アメリカ法が判例法に基づき形成されているというわが国とは異なる顕著な前提の相違を踏まえれば、わが国の規制が母法とも言うべきアメリカ法とどこまで重なり、どの点において相違するのかという問題の確認は、避けて通ることのできない意義を有するものである。そのアメリカにおける証券規制の端緒は、次のごとくであると確認されている。

証券市場に関する法律は、アメリカにおいては、ニューヨーク証券取引所における詐欺的な証券発行の蔓延や証券市場での不正行為の横行等による株価の大暴落に端を発した大恐慌から立ち直ることを目的として、ルーズベルト大統領の下でニューディール政策の一環として制定された[38]。

そして、本稿の対象との関連では、1938年における論文中において、BERLE が、不正行為の判断として、誠意をもって証券を購入しているのか、相場操縦が行われているのかが曖昧であるとして、「危険な行為であること」の判断に関して疑問を投げかけていることを既に見た。この点は、そのまま、依然未解決の問題としてわが国の現行法に至っているものと解し得るのである。

他方、戦後のわが国の証券規制の成り立ちは次のようであった。

日本（証券取引法）では、最終的にアメリカ法をそのまま母法とする新法が戦後制定され（1948年）、GHQ の強い要請で、銀行や信託会社等の金融機関から証券業務、特に引受業務を分離すること、法定の財務諸表を作成すること、上場株式の議決権の代理行使の勧誘方法を規制することなどが盛り込まれた[39]。

これには、戦後の財閥解体[40]が大きく関わっていると思われる。

結局、アメリカ法上曖昧さが解決されていない未解決の状態のまま、また、

(37) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』361頁（有斐閣、2014）。
(38) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第２版）』2-3頁（有斐閣、2011）参照。
(39) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第２版）』８頁（有斐閣、2011）。
(40) この点につき、増尾賢一「日本の株式所有の歴史的構造 (2)：戦後の財閥解体によ

法律制定の目的がかくまでに異なっているにも関わらず、米国での立法から第二次世界大戦を挟んでわずか10余年後には同趣旨の法文がわが国でそのまま規制内容として制定される次第となっており、この経緯は、ここで特筆に値する。両国において誰一人、日本での証券取引法の制定過程と内容に疑問を投げかける余地など、当時よりおよそなかったように思われるのである。

わが国で制定された新しい証券取引法の内容には、やはり敗戦における間接的な支配が影響していたと言うべきであろうし、この点は不公正取引に関しても何ら異なるものではないのではなかろうか。

Ⅳ　証券取引法から金融商品取引法に至る沿革

1　金融商品取引法制定の経緯

立法以後一貫して証券規制の役割を担ってきた証券取引法であったが、平成18年に至り、金融商品取引法として新たな法律へと発展改称を遂げることとなった。その次第は次のとおりである。

平成18年6月7日に第164回国会（通常国会）において「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年度法律65号。証券取引法改正法）および「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（平成18年度法律66号。整備等法）が可決成立し、6月14日に公布された。これら二法律には、その先駆けとして、金融審議会金融分科会第一部会報告「投

る株式所有の分散」『中央学院大学商経論叢』53頁，54頁（中央学院大学商学部、2009）は以下のように説明している。

財閥解体の目的について、日本財閥調査使節団の団長として1946年1月、米国より来日したコーウィン・エドワーズはつぎのように述べている。「財閥解体の目的は日本の社会組織を米国経済が望むがごとく改革することでもなく、いわんや日本国民自身の利益のためにするものでもない。その目的とするところは日本の軍事力を心理的にも制度的にも破壊するにある。財閥は過去において戦争の手段として利用されたのであって、これを解体し産業支配の分散を図ることは平和目的にも寄与するところが多いと考えられる」すなわち、財閥解体の目的は、日本の軍事力を破壊することにあり、日本を戦争に駆り立てた財閥を解体し産業支配の分散をはかることで平和への道を切り拓くというものであった。

財閥解体の内容は、財閥持株会社の解体と財閥家族の企業支配力の排除が中心的なものであった。財閥解体は企業支配の物的基礎をなす有価証券を財閥から切り放し、それを社会的に分散化させることを内容としていた。

資サービス法（仮称）に向けて」（平成 17 年 12 月 22 日）があった。この報告の趣旨は、従来の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とする規制として、金融商品の販売や資産の運用に関する一般的な性質を有する、いわゆる投資サービス法の制定を目指すことにあった。これを踏まえ、平成 18 年の改正法では、金融先物取引法の他 3 つの法律（外国証券業者に関する法律、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律、抵当証券業の規制等に関する法律）を廃止して、それぞれの内容を証券取引法に統合し、その名称も「金融商品取引」（金商法）に改めた。

さらに、本体である証券取引法の改正以外に 89 本の法律の改正を行っており、そのうちでも重要なものには、商品取引所法、商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）、金融商品の販売等に関する法律（金販法）、銀行法、投資信託及び投資法人に関する法律（信託法）等であった。本体の証券取引法の改正とこれらの関係法律の改正を総称し、「金融商品取引法制」と呼ぶ[41]。

2　金融商品取引法制の 4 つの柱

⑴　投資サービスの規制

集団投資スキーム（ファンド）の包括的な定義を設定し、デリバティブ取引の範囲を拡大することなどによって、法による規制対象となる商品やサービスの範囲を広げ（包括化・横断化）、それに伴って業者の業務範囲を拡大するとともに（包括化）、他方では、投資者の属性や業務類型に応じて規制に差異を設ける（柔軟化）。

⑵　開示制度の整備

四半期開示制度を法定化し、財務報告に係る内部統制を強化するとともに、公開買付制度および大量保有報告制度の見直しなどを行う。

⑶　取引所の自主規制業務の適正な運営の確保

⑷　不公正取引等に対するの厳格な対応

(41) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』28 頁（有斐閣、2011）。

「見せ玉」(42) による相場操縦行為を刑事罰・課徴金の対象とする (43)。

V　金融商品取引法第 159 条

1　相場操縦規制の内容

こうして新法として成立した金融商品取引法において柱の一つとされ、本稿の検討の対象とした相場操縦に関する規制は、次の内容のものとして定められた。

金融商品取引法第 159 条は、有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引を対象として相場操縦行為等の禁止を定めるものであり、一貫して証券規制の一翼を担ってきた。ひとくちに相場操縦と言っても、その内容は一様ではない。それらを条文に則して分類すると、仮装取引（159 条 1 項 1 号～ 3 号）、馴合取引（159 条 1 項 4 号～ 8 号）、相場変動を誘引する目的の行為（159 条 2 項 1 号～ 3 号）が各別に規定されており、別途、特殊な形態として、一定の要件のもとに安定操作取引が適法化されている（159 条 3 項）(44)。

これらの取引の規制に共通するのは、本来公正であるべき相場形成を直接的、間接的に操ることで利益を得ようとすることに対する、立法上の否定である。金融商品取引法第 159 条は、そうした行為の中でも犯罪行為として位置付けられるべき極めて悪質な行為を規制する法文であるが、そもそも市場価格は売買の交錯によって刻一刻と変動するものであるから、その中より相場操縦目的の取引を見つけ出すことは当然のことながら容易ではない。そのため、こうした立法上の隘路に目を付け、相場操縦をおこなう違反者が後を絶たない。

---

(42) 見せ玉（約定の意思のない仮注文）。これは、もともと売買約定する意思がないのに売買注文を取引所市場に出し、約定成立前に取り消すという行為を意味する。

例えば、Aが、保有するB株式を高値で売却したいと考えたとしよう。Aは市場で希望価格（例えば 1500 円）より若干低い価格（例えば 1470 円、1480 円）での買い注文（これが「見せ玉」となる）を出す。このような買い注文によって、B株式の需要が高いと判断した投資家が買い注文をさらに出すことで、より高い価格（1500 円以上）が形成される。このように価格が上昇した段階で、Aは、先に出していた買い注文を取り消し、それと同時に、市場でB株式を高値で売却することができる。以上につき、河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』308 頁（有斐閣、2014）。

(43) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』28-29 頁（有斐閣、2011 年）。

(44) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』422-23 頁（有斐閣、2011）。

2　相場操縦の手口

いかなる行為が相場操縦とされるかにつき、すでに指摘されている具体例としては例えば次のものがある。

多少でも株式取引をしている人ならば知っているように、株式の値段は売りと買いの需要によって決まる。そしてその需要が取引所の市場で行われるときには、値段の決め方は公正でなければならないのは当然である。ところが、往々にして、この公正でなければならない値段を人為的に操作して、自分に有利な値段を作り出そうとする者がいる。例として、薬品会社でガンの新薬が発見されたとデマ情報を流し、自己の会社の株式の値段が上がるように仕向けたり、逆に不渡手形を出したと言いふらして、株価の値下がりを図るというものである。もちろん、このようなことが分かれば、情報を真に受けて売買したために損害を受けた者には、賠償しなければならない。しかし、難しいのは、株価は怪しい動きをしているが、確かに相場操縦をしたという事実が必ずしもはっきりしないことにある。相場操縦をする者は、たいていその道の玄人なので、すぐに見つかるようなヘマはしないのである[(45)]。

最近では、インターネット等を利用した注文によることが常になっており、証券取引所等もコンピューター化により、昔のように取引所に場立ち[(46)]がいるような時代ではなくなっている。

市場にはいつも大量の注文が集まってくるが、それは株式に投資をするため、あるいは利益が出たので売るため、あるいは投資信託の設定のため等、色々な目的を持っている。これらの需要関係いかんによっては、外見上、不自然な動きをする場合があるが、それは相場操縦ではない。このように相場操縦かどうかを見極めるのは極めて難しい。おそらくこれまでの長い証券市場の歴史の中では、相当に多くの相場操縦が行われたと思えるが、あまり表面化してこない

(45) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第２版）』423頁（有斐閣、2011）。

(46) 場立ちとは、取引所の立会場で、手サインを使って売買注文を伝達する証券マンのこと。

東証は1999年４月に立会場をなくし、場立ちによる株式取引を廃止した。ニューヨーク証券取引所は、現在もこうした形態を部分的に残している。立会場には、証券各社のブースと、各社が持ち寄った注文を付けあわせるポストが設置されている。各社のブースから手サインで「場立ち」に注文が伝えられると、「場立ち」はポス

のは以上のような理由からだとみてよいだろう[47]。

しかし、発覚して訴訟に持ち込まれた例が既に複数存在している。そこで、参考までにその中でも有罪になった2つの事件を見ることとする。

Ⅵ　相場操縦が問題となった具体例

1　判例紹介

(1)　協同飼料事件[48]（東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号25頁[49]）

［事実］

被告会社が30億円の資金の調達を図ることを目的として昭和47年7月26日の同社取締役会において決定した時価発行公募を含む12億円の増資を行うに際し、前記のとおり東京証券取引所第一部市場における被告会社の株価が当時終値で1株170円ないし180円台であったのに、これを同年9月27日の権利落までに280円位まで高騰させて時価発行の公募価格を1株200円位とすることにより約18億円のプレミアムを得ようと企て、被告会社の資金等により被告会社の株式を大量に買い付けるなどして右東京証券取引所第一部市場における被告会社の株式の売買取引を誘引する目的をもつて、日興証券、大和証券及び野村證券の各支店幹部が共同して、被告会社と共謀のうえ、同年7月27日から同年9月26日までの間、右東京証券所第一部市場において、買い上がり買い付け、買い支え等の方法により、被告会社株式合計614万9000株を継続して買い付け、更に同株式合計10万4000株につき仮装の売買をするなど、その相場を変動させるべき一連の売買取引をした。前記変動操作により引き上げられた被告会社株式の権利落後の相場を安定する目的をもつて、共謀のうえ、共同して、昭和47年10月2日から同年11月8日までの間、東京証券取引所

トに集まり、自分の注文を先に執行させようと、先を競ってもみ合った。こうした騒然とした風景は、取引所の風物詩であった。

以上につき、大和証券株式会社 https://www.daiwa.jp/glossary/YST1521.html 2019年11月3日最終閲覧

(47) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本（第2版）』424頁（有斐閣、2011年）。

(48) 本事件の判例研究としては、神崎克郎「協同飼料事件の法的検討」旬刊商事法務 No. 1018 2頁，(1979) が著名である。

(49) 本事件の控訴審判決として東京高判昭和63年7月26日 判例時報1305号52頁があり、上告審決定として最決平成6年7月20日 判例時報1507号51頁がある。

第一部市場において、買い指値以下の売り注文を買いさらうなどの方法により、被告会社株式合計 86 万 6000 株を継続して買い付ける一連の売買取引をした、というものである。

［判旨］

「本来正常な需給関係によって形成されるべき相場に作為を加える詐欺的な不正取引を禁止しようとしたものであることが明らかであり、従って、証券取引法 125 条（現行金融商品取引法 159 条）２項１号後段の禁止規定のうち、『売買取引を誘引する目的』とは、市場の実勢や売買取引の状況に関する第三者の判断を誤らせてこれらの者を市場における売買取引に誘い込む目的、すなわち、本来自由公開市場における需給関係ないし自由競争原理によって形成されるべき相場を人為的に変動させようとの意図のもとで善良な投資家を市場における売買取引に参加させる目的をいい、また『一連の売買取引』とは、継続した誘引目的の発現と客観的に認められる複数の取引をいうと解すべきであり、更に『相場を変動させるべき取引』とは、同号が売買取引のほかその委託、受託をも併せて禁止していることに徴し、市場価格を変動させる可能性のある取引を広く指称すると解すべきであるところ、通常の判断力を有する一般人が、具体的場合において右条項による禁止に触れるものであるか否かを判断するにあたっては、当該取引等が右のような目的によるものか否かを考えること等により通常その判断にそれほどの困難を感ずることはないと認められる。また同条三項にいう『相場を安定する目的』も、右のような市場原理に反して人為的に相場を形成する意図のもとで当該有価証券の価格の下落を防ぎ又は遅らせる目的をいい、『一連の売買取引』とは、継続した安定目的の発現と客観的に認められる複数の取引をいうものと解すべきである。もつとも、同条３項、同法施行令 20 条１項は、『有価証券の募集又は売出しを容易にするために行う場合』には、当該有価証券の価格を安定する目的で人為的に一連の売買取引を行うことを許容しているが、それは元来企業が有価証券の募集又は売出しを行う場合には、大量の有価証券が市場に送り出され一時的な供給過剰の現象を生ずることがあり、そのために自然の需給関係等に任せておくと、当該有価証券の価格が下落して、ひいては有価証券の募集又は売出しが一般的に困難になることがあり得ることから、法は右の場合に限り人為的な相場の安定となる取引を許容しているのであり、右以外の場合には３項による処罰の対象となると解される。

右によれば、通常の判断力を有する一般人が具体的場合において右条項による禁止に触れるものであるか否かを判断するのにそれほどの困難を感ずることがないことは、先に述べたところと同様である」

［検討］

被告会社である協同飼料が、公募増資を行うに際し、公募価格が1株200円になるようにするためには権利落日までに280円程度に引き上げなければならないことを知った結果、約2か月間の取引日数中に、証券会社3社の各支店幹部と共謀して、株式合計614万9000株を継続して買付け、さらに、株式合計10万4000株につき仮装の売買をするなどして、1株170円ないし180円台であった株価を権利落前日に256円にまで上昇させた。このことが、売買取引が繁盛であると誤解させまたは相場を変動させるべく取引を行っているに値するものとされた。そして、権利落当日に1株220円となった株価を220円程度に維持するため、相場を安定する目的をもって、約1か月間の取引日数中に、株式合計86万6000株を継続して買付ける一連の売買取引を行った。これが、法が許容している安定操作以外の取引であるところから、処罰の対象となった。したがって、この事件では、かかる2つの相場操縦が認定されている。

⑵　キャッツ事件（東京地判平成17年3月11日判例時報1895号46頁）

［事実］

Ｉの専務取締役であったＣ並びにＬ証券株式会社が、同社の勘定で行う株式売買の業務の担当者であったＭと共謀の上，東京証券取引所上場のＩの株式について，その株価の高値形成を図り，同株式の売買を誘引する目的をもって，平成13年6月4日から同年7月18日までの間，前後33取引日にわたり，同市場において，株式会社Ｊほか5名義で，Ｎ證券株式会社ほか18社の証券会社を介し，連続した成行注文又は高指値注文を行って高値を買い上がるなどの方法により，同株式合計254万2500株を買い付ける一方，同株式合計147万9000株を売り付け，さらに，株式会社Ｊほか1名義で，Ｏ證券株式会社ほか11社の証券会社を介し，大量の下値買注文を入れて下値を支えるなどの方法により，同株式合計21万3500株の買付けの委託を行い，同株式の株価を3290円から3960円まで高騰させるなどし，もって，同株式の売買が繁盛であると誤解させ，かつ，同株式の相場を変動させるべき一連の売買及びその委託をするとともに，他人をして同株式の売買が繁盛に行われていると誤解させる

等同株式の売買の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的をもって，同期間中，前後 28 取引日にわたり，同市場において，同株式合計 58 万 1500 株について，Aのする売付けと同時に別途同人において買付けをし，もって，同株式につき，権利の移転を目的としない仮装の売買をし，さらに，同期間中，前後 12 取引日にわたり，同市場において，同株式合計 35 万 5000 株について，Aのする売付け又は買付けと同時期にこれと同価格においてMが買い付け又は売り付けることを，あらかじめA及びMがそれぞれ通謀の上，売付け又は買付けをし，もって，同株式につき，馴れ合いの売買をした。

［判旨］

「被告人らは，株式取引や証券関係業務等を熟知した上で，上記のような各手法を巧みに使い分けてＩ株の高値形成を図ったものであり，本件は，極めて周到かつ巧妙な手口で実行されたものといえるばかりか，大量の作為的売買を繰り返して株価を自らの意のままに操った大胆なものともいえ，その態様は極めて悪質である。

そして，同犯行の結果，Ｉ株の株価は，犯行期間中，3290 円から 3960 円まで高騰しているのであり，本来正常な需給関係により自由かつ公正な価格形成が図られるべき公開の有価証券市場において，その自由･公正を大きく阻害し，多くの投資家の判断を誤らせて損害を負わせる危険にさらした。現に，犯行によりＩ株の売買が繁盛であるなどと誤解して投資を行った者が複数いたことも認められるのであり，本件の結果は重いというべきである。・・・このような一連の事実経緯からも明らかなとおり，被告人らは，本件の相当以前からＩ株の相場操縦を累行的に行っていたものであって，その経緯に特段酌むべき点は見当たらず，犯行は利欲的動機に基づいて組織的，計画的に敢行された犯行であるというほかはない」

［検討］

キャッツ事件は協同飼料事件を更に複雑にしている事件である。

証券会社 19 社において 6 名義を使用して、前後 33 取引日にわたり、株式合計 254 万 2500 株を買付ける一方、同合計 147 万 9000 株を売り付ける一連の売買取引を行い、さらに 2 名義で証券会社 12 社を介し、株式合計 21 万 3500 株の買い付けの委託を行い、1 株 3290 円から株価を 3960 円までに高騰させ、売買取引が繁盛であると誤解させまたは相場を変動させるべく取引を行った。株

式合計 58 万 1500 株については、同期間中前後 28 取引日にわたり仮装の売買取引が、さらに、株式合計 35 万 5000 株について、同期間中前後 12 取引日にわたり馴合売買が行われた。このことを、本事件は、「各手法を巧みに使い分けて株価の高値形成を図ったものであり、極めて周到かつ巧妙な手口で実行されたものといえるばかりか、大量の作為的売買を繰り返して株価を自らの意のままに操った大胆なものといえ、その態様は極めて悪質である」と判示した。まさに、計画的・組織的な犯罪と評価されている。

以上２つの事件を通じて、時間の経過とともに手口が複雑化しているのが見てとれる。

キャッツ事件では、計画的・組織的に謀議すらなされており、もはや、現行の法規制では追い付けないような、また、手口によっては見過ごされてしまうような、そんな犯行にすら映る。その意味では、現在只今市場の水面下で新たに別の謀議がなされているとしても不思議ではないかも知れない。

２　正当な取引との区別

２つの判例を通じて、相場操縦の違法性はどのように判断されているのであろうか、本稿がすでに確認してきた BERLE の見解に照らせば、とりわけ、図利目的が必要とされているのか否かがここでの大きな関心事である。この点につき、次のような見解が既に明らかにされている。

金融商品取引法第 159 条は「誘引目的」をもって、「変動取引」又は「繁盛取引」を行うことを禁止している。このような要件によって、正当な取引と違法な取引を区別しようとしている。「誘引目的」があれば、「変動取引」と「繁盛取引」はどちらかが備わればよく、これまでは主として「誘引目的」と「変動取引」の組み合わせで規制の適用が論じられてきた[(50)]。

上記２つの判例では、「誘引目的」と「変動取引」を要件として法文の要件への該当性が判断され、相場操縦行為の存在が認定された。

同旨を述べる学説に次のものがある。「誘引目的」と「変動取引」の内容について、協同飼料事件の最高裁決定[(51)]は次のように述べている。

「証券取引法 125 条２項１号後段（金商法 159 条２項１号に相当する：筆者注）

(50) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』304 頁（有斐閣、2014）。
(51) 最決平成 6 年 7 月 20 日刑集 48 巻 5 号 201 頁。

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の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を禁止するものと解され」る。

このように、最高裁は、「誘引目的」は、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と誤認させて有価証券市場における有価証券の売買に誘い込む目的として、また「変動取引」は相場を変動させる可能性のある取引ととらえ、「誘引目的」が相場操縦の核心的要素であるとした。通説もこの立場を支持する(52)。

協和飼料事件の最高裁決定(53)および通説では「誘引目的」の存否が重要な意味を持つことになる。もっとも、「誘引目的」は内心の問題であり、その立証は極めて困難である。そのため、行為者の自白がない限り、「動機」と「取引態様」により「誘引目的」を立証するほかない(54)。

「動機」については、相場操縦による期待利益の存在が問題となる。さらに、「取引態様」については、学説は、①時価を超える価格で大量の株式を買付ける場合、②保有者が売却しようとしている相当な量の株式を市場以上の価格で買付ける場合、③引受業者の手中に売り残されている相当な量の株式を市場以上の価格で買付ける場合、④1日のうち同一銘柄の株式を何度も繰り返して売り買いする場合、⑤取引所で買った株式を取引所以外でひそかに売った場合などに、誘引目的が推認できるとする。これらは、取引方法に通常の取引概念から考えて異常と思われるような要素があるものである(55)。

協同飼料事件の最高裁決定は、「変動取引」を「相場を変動させる可能性のある売買取引等」と広く解している。この点に関して、同事件の第1審判決(56)も、「変動取引」を「市場価格を変動させる可能性のある取引を広く指称する」

(52) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』304-05頁（有斐閣、2014）。
(53) 最決平成6年7月20日刑集48巻5号201頁。
(54) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』305頁（有斐閣、2014）。
(55) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』305頁（有斐閣、2014）。
(56) 東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号25頁。

との立場をとった上で、その具体例として、次のように判示している。

「⑴寄りつき前から前日終値より高い指値で買い注文を出す、⑵ザラ場の気配を見て直近値段より相当高い指値買いの大量注文を出し、指値以下の売り注文を買いさらう、⑶指値を1円刻みに高くした買い注文を同時刻にまとめて発注する、⑷ザラ場気配を見て買い注文の残りの指値を高く変更し、又は成り行きに変更して買い上がる、⑸・・・・(といった) 買付け方法をとっているものであり、これらの買い付け方法は、それ自体委託者の利益のためにできるだけ安く買い付けるという方法ではなく、株価の高騰を意図した買付方法であり相場の変動を生ずべき取引にあたることは明らかである。」[57]

なお、上記の5つの判断要素に加えて、証券取引審議会不公正取引特別部会『相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について（中間報告)』（平成4年1月20日）では、『変動取引』の判断基準として、上記に加えて、⑹市場の上げにすかさず追随する買付け等を反復継続して行う、⑺市場関与率の状況、⑻1日のうち最も重要な時間帯である終値付近での関与状況、⑼1日における同一銘柄の売買の反復状況も併せて検討の上、総合的に判断するべきものとしている」[58]。

他方、協同飼料事件の第2審判決（東京高判昭63年7月26日判例時報1305号52頁）は「誘引目的」を「有価証券市場における該当有価証券の売買取引をするように第三者を誘い込む意図」（実行行為をする動機）とした上で、「変動取引」は、単に相場を変動させる可能性のある取引ではなく、「有価証券における相場を支配する意図をもってする、相場が変動する可能性のある取引」と解するのが相当とした。この立場は「誘引目的」という主観的要件を重視しすぎることは妥当ではないとするもので、主として刑法関係者から有力な支持を集めているものである[59]。

もっとも、「誘引目的」を認定する状況証拠も、「変動取引」を認定する状況証拠も結局同様のものが使われることになる。相場操縦を行う動機が存在し、かつ、上記列挙の各要素のように、経済的合理性を著しく欠く異常な取引が行

(57) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』305-06頁（有斐閣、2014)。
(58) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』306頁（有斐閣、2014)。
(59) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』306頁（有斐閣、2014)。

われた場合に、「誘引目的」による「変動取引」が行われたと認定することができる[60]。

また、金融商品取引法第159条2項1号を適用するためには、「変動取引」または「繁盛取引」が「一連の有価証券売買等」としてなされることが必要である。

「一連の」というためには、少なくとも2回以上の取引でなければならない（アメリカでは、ＳＥＣは最低3回の取引が必要と解している）。さらに、この場合、相場操縦と認められるためには、複数の取引が、一定の目的のために継続的に行われていることが必要と解される。複数の取引の間に第三者の取引が存在する場合、複数の日に分けて取引がなされている場合でも「継続性」を認めることは不可能ではないが、「継続性」の有無は、事案ごとに、社会通念に照らして判断されることとなる[61]。

3　繁盛目的とは

以上の考察を経て、BERLEが未解決とした図利目的の要件の有無は、わが国でも等しく重要な論点として解決を待っていることに否が応でも気づかざるを得ない。そして、この点は、結局、金融商品取引法第159条1項柱書・2項1号で使用されている文言である「繁盛」の語の意義いかんの判断に帰着することになる。そもそも、同文言は、旧証券取引法においても用いられていた。アメリカの条文ではactiveという言葉が用いられ、邦訳[62]では活発という訳語があてられている。なぜ、活発が繁盛になったのか、なぜ活発の語で要件を定めなかったのかにつき疑問が膨らむばかりであり、また、解決しようのない問題であるようにも思える。先に上げた2つの判例でも、繁盛目的については検討されず、誘引目的と変動取引であることで処罰の対象となった。

結果、繁盛の要件に関する説明がなされておらず、また、解釈上も結論が出ていないため、遡っていくとBERLE論文にたどり着いたのである。

しかし、ともあれ取引が繁盛に行われていると誤解させる目的（繁盛目的）がある場合が規制の対象に他ならない。そして、繁盛目的の有無が争われた事

(60) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』306頁（有斐閣、2014）。
(61) 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』306頁（有斐閣、2014）。
(62) 財団法人日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ(Ⅲ)証券法 証券取引所法』149頁（財団法人日本証券経済研究所、2008）に基づく。

件として、つとに最高裁平成 19 年 7 月 12 日第一小法廷決定があるため、その内容を確認することとしたい。

4　大阪証券取引所事件 (63) の判断と検討

(1)　序説

ここでは大阪証券取引所事件に対する裁判所の判断について検討していく。説明の便宜上、最高裁決定・大阪地裁判決・大阪高裁判決の順に検討する。

(2)　最決平成 19 年 7 月 12 日 刑集 61 巻 5 号 456（654）頁

［事実］

大阪証券取引所（以下「大証」という。）の副理事長であった被告人は、 同所に上場されている現物株の取引量が、東京証券取引所（以下「東証」という。）に上場されている現物株の取引量と比較して圧倒的に少ないことから、新たに金融派生商品 (64) である「株券オプション」(65) が両証券取引所に上場される

---

(63) 最高裁決定として、最決平成 19 年 7 月 12 日 刑集 61 巻 5 号 456（654）頁、高裁判決として、大阪高判平成 18 年 10 月 6 日 刑集 61 巻 5 号 506（704）頁、地裁判決として、大阪地判平成 17 年 2 月 17 日 刑集 61 巻 5 号 479（677）頁がある。

(64) 派生商品とは、株式、債券、金利、通貨、金、原油などの原資産の価格を基準に価値が決まる金融商品の総称。原始的な商品から派生した商品として、金融派生商品と呼ばれ、英語の“派生する（derived）”を語源としてデリバティブとも呼ばれる。取引形態としては、先物取引、オプション取引、スワップ取引、フォワード取引などがある。古くは米や綿花などの農作物を対象とした先物取引から発達し、1990 年前後からは、株式、債券などの金融商品を対象とした先物取引、オプション取引、スワップ取引などが活発に取引されるようになる。近年はこれらのほかに天候（降雨量や降雪量、気温など）や信用力などを対象とする取引（天候デリバティブやクレジットデリバティブなど）も登場している。金融派生商品取引の対象となるもの（原資産）として、個別株式、株価指数（日経平均株価や東証株価指数など）、国債、通貨、金利、天候（降雨量や降雪量、気温など）、信用力などが挙げられる。
ちなみに、2016 年 7 月には、大阪証券取引所に東証マザーズ指数先物取引や JPX 日経インデックス 400 オプション取引など、新たに 4 つのデリバティブ商品が上場している。

(65) 株券オプションとは、あらかじめ定められた日（満期日）に、あらかじめ定められた価格（権利行使価格）で現物株を買い付ける権利（コールオプション）又は売り付ける権利（プットオプション）であり、投機や株価変動に伴うリスクヘッジ等の目的で売買されるものであるが、株券オプションの買い手は、このような権利を取得する対価として、売り手に対し「プレミアム」と呼ばれる金員を支払う義務がある。

こととなった際、東証に対抗すべく、大証における株券オプションの出来高を見掛け上多く保ち、市場が繁盛しているように装って顧客を引き付けようと考えた。実際には、大証が出資するダミー会社や証券会社を設立するなどした上で、これらの会社を通じ、いわゆる自己両建て取引[66]や馴合取引を行い、それらの取引で発生した売建玉及び買建玉を反対取引によって解消するということを繰り返した。

以上の取引に関し、検察官が、被告人を、大証に上場されている株券オプションにつき、投資家にその取引が繁盛に行われていると誤解させようと企て、同取引所の職員数名と共謀の上、①252回にわたり、A社又はB証券会社の自己勘定による注文同士で、オプションの付与又は取得を目的としない仮装取引をし、②341回にわたり、あらかじめA社の発注担当者とB証券会社の発注担当者が通謀の上、A社の委託注文の発注と同時に、B証券会社の自己勘定による注文がその相手方となるべく、それと同一銘柄の株券オプションにつき、同価格の発注を行い、馴合取引を行ったとして、起訴した事案である。

［判旨］（上告棄却）

「被告人が大阪証券取引所の株券オプション市場全体の出来高を引上げる意図であったとしても，現実に行われた取引は，特定の銘柄の出来高の操作にほかならない。そして，このように出来高が操作された場合に生じ得る弊害等にかんがみれば，出来高に関し他人に誤解を生じさせる目的も，上記「取引が繁盛に行われていると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」に当たり，特定の銘柄についての価格操作ないし相場操縦の目的を伴わない場合でも，本罪は成立すると解すべきである。」

「自己両建ての有価証券オプション取引は，上記「オプションの付与又は取得

新規の売付け及び買付けは、それぞれの建玉として算定され、株券オプションの取得者が、満期日における株価の状況に応じて、当該権利を行使又は放棄するか、反対取引、すなわち、満期日より前に、株券オプションを取得して買建玉を有する者がこれを市場で転売し、あるいは、株券オプションを付与して売建玉を有する者がこれを市場で買い戻すしかない限り解消されることはない。

以上につき、松田俊哉「判解」ジェリスト1350号79頁,79頁（2008）。

(66) 自己両建て取引とは、同一人が、同一銘柄の商品につき、株券オプションを付与する取引と取得する取引を、同時・同量・同価格で行う取引のことをさす。

以上につき、最判平成19年7月12日 刑集61巻5号477（675）頁。

を目的としない仮装の有価証券オプション取引」に当たると解すべきであって，同取引の結果として売建玉と買建玉が発生し，これらが後に別々に処分され得ることは，その解釈に影響を及ぼさないというべきである[(67)]。」

［検討］

本件は、旧証券取引法 159 条 1 項の有価証券オプション取引に係る仮装取引（3 号）及び「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」（同項柱書）の意義を明らかにした、初めての最高裁決定である。

ところで、この決定の第一審たる大阪地裁（平成 17 年 2 月 17 日）第 8 刑事部判決の判示内容は、上記最高裁判決とは反対の判断を示している点で、とても興味深い。とりわけ、法文上の繁盛目的の語に関し、同判決が以下の判断を示しているとかろから、引用する。

⑶　大阪地判平成 17 年 2 月 17 日－ (2) の地裁判決－の判断と検討

大阪地裁は「・・・これら取引を被告人が行わせた目的が，抽象的には大証の株券オプション市場が東証のそれに勝つということであり，具体的には，出来高において東証を上回るということであって，株券オプションの各銘柄の価格が被告人の関心事でなかったことは，証拠上も明らかである。・・・また，我が国の証券取引法の母法といえるアメリカ合衆国の証券取引法（1934 年法）においても，我が国の 159 条に対応する条文（9 条 a 項）が相場操縦禁止規定と一般的に理解されていることが明らかである（弁 28，21）。そして，このような法 159 条の解釈は，前記の法の目的とも整合的であるというべきである。すなわち，法は，同条２項１号の変動操作に典型的にみられるような相場操縦行為を，投資家に不測の損害を被らせる危険があり，自由で公正な市場の形成を防げるものとして，最も重い法定刑をもって規制しているが，同条１項において，１回的な馴合取引についても上記の相場操縦行為と同等の法定刑をもって臨んでいるのは，それに匹敵する違法性を備えている行為，換言すれば，同条２項１号と同様に，投資者に不測の損害を被らせる危険があり，自由で公正な市場の形成を妨げるとの評価を受ける行為であるからにほかならないと考えられる。こうした見地からすれば，取引が繁盛であると他人に誤解させる行為

(67)　最決平成 19 年 7 月 12 日 刑集 61 巻 5 号 458(656)-59(57) 頁。

であっても，価格に対して中立的であって相場操縦の目的を伴わないものは，必ずしも投資者に不測の損害を被らせる危険があって，自由で公正な市場の形成を妨げるものとはいえない。確かに，同条１項の文言上は，相場操縦の目的とか価格操作といったことを明確に示すものは存在しないが，前記の法の趣旨等にかんがみれば，従前から学説において説かれているように，同条１項は，相場操縦の目的をもってする仮装売買，馴合取引等を規制の対象とするもので，同項にいう繁盛等目的があるというためには，これらの行為が相場操縦の目的で行われることを要すると解するのが相当である。・・・以上の検討によると，法 159 条１項自体に相場操縦の目的を明示する文言はないものの，197 条２項等をも併せて考慮すれば，159 条全体が相場操縦の禁圧を目的とする規定と位置付けられることは明らかである。

したがって，法 159 条１項柱書にいう繁盛等目的とは，相場操縦すなわち価格操作の目的を含むものでなければならないと解すべきことになる。そうすると，検察官が馴合取引と主張するものは，法 159 条１項８号に該当する取引ではあるが，価格操作を目的としてされたものではないから，同条項による処罰の対象とすることはできないというほかない」[68] との判断にもとづき、結局、被告人は、無罪とされたのであった。

被告人の行為は大証の取引量が東証の取引量に劣っていることに配慮し、東証のそれを凌駕する目的で行ったことが明らかであり、大証の市場が繁盛であると思わせるために行ったことに疑いはない。しかし、その認定内容が、他人に誤解を与えるとまでいえるかどうかについて、判決は次のように述べている。即ち、「相場操縦の場合には，その不当に形成された相場により取引をする他の投資者が出現し得る，換言すれば，一般の投資者が不当に操作された値段の有価証券等をつかまされる現実的危険性が生じるのに対し，単なる市場の取引高作りの場合には，実需が存在すると誤信して発注した者同士の注文がたまたま対当すれば，これらの投資者は，何ら損害を被ることはないし，実需が存在すると誤信して発注したが，結局これに対当する投資者が現れなかったとしても，その損害は，せいぜい時間のロスや他の市場での取引機会を逸失したとい

(68) 大阪地判平成 17 年２月 17 日 刑集 61 巻５号 491(689)-94(92) 頁。

う程度のものにとどまると解される」[69] と述べている。

確かに、取引における市場では、刻一刻と市場に変化が生じるおそれがあり、数秒のロスで多額の損害が発生する可能性もある。しかし、この事件の事案において、値段の不当な操作は行われておらず、単なる出来高のみの増量のであるため、損害は単に買付けのタイミングのみに関連する時間のロスに留まる。そして、大証の取引量が東証の取引量に劣っていることに配慮し、東証のそれを凌駕する目的で行っているため、誘引目的という要件にも該当しない。こうした点を重く見れば妥当な見解だと思われる。

⑷　大阪高判平成 18 年 10 月 6 日－ (2) の原審判決－の判断と検討

ところが、かかる「繁盛目的」の判断に対して、原審判決（大阪高判平成 18 年 10 月 6 日）では次のように判示され、相異なる判断が示されていた。

「結論として、本件の各株券オプション取引はいずれも繁盛等目的でなされたものに当たるというべきで、そのために価格操作の目的を要するものではない。

すなわち、一審判決の認定した事実を前提とすれば、被告人は株券オプションの価格を操作する目的ではなく、その出来高を操作する目的しか有していなかったというのであるが、そうであっても出来高は重要な市場情報であって、実際の需要に基づかない架空の取引で活発な取引が行われていると他人に誤解させることによる弊害は十分に認められる。ことに株券オプション取引においてはオプションの価値は時間の推移によって大きく左右されるのであり、このことにかんがみれば、実際の需要に基づかない架空の出来高を信頼してオプション取引に参入した者の被る損害は決して小さいとはいえない。明文の規定がないにもかかわらず、価格操作の目的がなければ繁盛等目的の要件を充たさないと解すべき理由は存しない。なるほど価格操作の目的を伴わない仮装取引又は馴合取引が処罰された例はこれまで見当たらないとしても、本件は証券取引所の職員によってなされた出来高を仮装するという他に例を見ない類型の事件であり、そのような例がこれまでなかったからといって、そのことが本件において繁盛等目的を認めることの妨げにはならない」[70]

通常、取引市場に参入しようという投資家が指標とする情報は複数あるが、特に銘柄、値段、出来高は重要な情報である。そのため、上記判示のとおり、

(69)　大阪地判平成 17 年 2 月 17 日 刑集 61 巻 5 号 494(692) 頁。
(70)　大阪高判平成 18 年 10 月 6 日 刑集 61 巻 5 号 507(705)-508(706) 頁。

出来高は重要な市場情報の１つであり、その重要な市場情報を増量させたことは、活発な取引が行われていると他人に誤解させたことに違いはない。その結果、「現物株の売りと買いを同時に行う場合同様、原則的にはこれを認める必要性に乏しく経済的合理性を欠くといわねばならない上、出来高という市場に関する重要な情報につき偽装を加えるものであるから、これを禁じることに差し支えはなく、むしろ必要性があるといえる」(71) と判断されているのである。

確かに、出来高という市場に関する重要な情報につき偽装を加えるものであるため、出来高を操作してかさ上げしていること自体には違論の余地がない。しかし、出来高を操作してかさ上げするためには、売買取引が成立することが必要である。そこで、大阪証券取引所の事案では、市場において同一の銘柄・値段・株数の売りと買いを自己で行っていたと推認できる。そうすると、誘引目的は見て取れず、出来高のかさ上げのためだけに、自己売買を繰り返していたように思える。参入してきた一般投資家もわずかである可能性がうかがわれる。「変動取引」を市場価格の変動であり、「繁盛取引」を株数の増量であると解するのなら、「変動取引」を行うことで株数の増量は必然的になされるが、「繁盛取引」を行ったことで市場価格が変動することは当然にはなしえないように思える。市場価格が変動していないのであれば、何をもって損害といえるのだろうか。金融商品取引法第 159 条が「誘引目的」をもって「変動取引」又は「繁盛取引」を行うことを禁止している以上、本件は、繁盛取引であっても誘引目的は存在しないのではないだろうか。先に見た２つの判例では、「誘引目的」と「変動取引」を要件として相場操縦行為の存在が認定されていた。しかしながら、本件における相場操縦行為の認定において、「変動取引」が「繁盛取引」とされたにもかかわらず、「誘引目的」の要件は検討されていないように思われる。

他方、協同飼料事件における最高裁判所の判断（最決平成 6 年 7 月 20 日）は、以下のとおりであった。即ち、「証券取引法 125 条（現行金融商品取引法 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

(71) 大阪高判平成 18 年 10 月 6 日 刑集 61 巻 5 号 507(705) 頁。

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禁止するもの」(72) と判断した。

つまり、相場操縦に該当するかどうかの判断においては、「誘引目的」という要件が重要であり、「変動取引」には重点が置かれていなかったように解釈できるのである。

「誘引目的」は主観的意図であるため、立証は困難である。そのため、それぞれの事案につき個別の判断を要することは当然のことながら、「誘引目的」の判断が判決上示されたかどうかにつき、曖昧性が残るのは問題ではないだろうか。相場操縦が目的犯である以上、目的の存在が違法行為を認定する上で必要不可欠であるように思われる。

Ⅶ　図利目的の要否

1　大阪証券取引所事件の総合的検討

既に見てきた通り、大阪証券取引所の事件では第一審（大阪地判平成 17 年 2 月 17 日）と控訴審（大阪高判平成 18 年 10 月 6 日）とで相反する判断が示されていたところ、上告審たる最高裁（最決平成 19 年 7 月 12 日）は次のように述べて控訴審判決を支持した。

「被告人が大阪証券取引所の株券オプション市場全体の出来高を引上げる意図であったとしても，現実に行われた取引は，特定の銘柄の出来高の操作にほかならない。そして，このように出来高が操作された場合に生じ得る弊害等にかんがみれば，出来高に関し他人に誤解を生じさせる目的も，上記『取引が繁盛に行われていると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』に当たり，特定の銘柄についての価格操作ないし相場操縦の目的を伴わない場合でも，本罪は成立すると解すべきである」(73)

確かに、被告人は市場全体の出来高を引上げる意図であったが、現実には特定銘柄の出来高のかさあげをしており、銘柄も重要な情報の 1 つであることには違いない。出来高を指標と見て発注することは、投資家にとっては発注を行

(72)　最決平成 6 年 7 月 20 日 判例時報 1507 号 51 頁。
(73)　最決平成 19 年 7 月 12 日 刑集 61 巻 5 号 458（656）頁。

う１つの契機である。

繁盛という言葉の裏には儲けという趣旨も含意されており、投資家は活発性だけでなく儲けの要素まで察知して繁盛に思い、有価証券市場等の市場に参入してくるのではないだろうか。そのため、条文が制定される際に、active ＝活発でなく、繁盛という文言を用いたのだとすら考えられるところである。

金融商品取引法第１条に「投資者の保護に資することを目的とする」とある。この投資者保護という観点から考察して、「相場操縦の場合は、有価証券等の価格を不当に操作された変動取引が行われることで、一般投資家が操作された価格で、有価証券等を取得するという現実的危険性が生じることになる。これに対し、単なる市場の出来高作りの場合では、実需が存在すると誤信して発注した者同士の注文がたまたま対当すれば，これらの投資者は，何ら損害を被ることはなく、相対する投資者が現れなかったとしても，その損害は，せいぜい時間のロスや他の市場での取引機会を逸失したという程度のものにとどまる」と第一審では判断したように思われる。この点に対して、最高裁決定は「生じ得る弊害等にかんがみれば」というだけであり、控訴審判決も「実際の需要に基づかない架空の出来高を信頼してオプション取引に参入した者の被る損害は決して小さいとはいえない」とする。

しかし、出来高が繁盛であることは、一般投資家にとって、流動性が増すことにより取引が成立しやすくなるというだけで、市場価格の変動のような値段が上下することによる弊害や損害は特に生じないように思える。

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、違法と判断する際において、「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」が「投資者保護の目的」に反する取引として違法とされるべきなのではないだろうか。

２　刑罰との関係

仮装取引・馴合取引に対しては、相場操縦と同様に厳しい刑罰が科せられる（旧証券取引法 197 条１項５号・金融商品取引法 197 条２項）。

大阪証券取引所の事件でも、仮装取引・馴合取引に該当するとして刑事責任が問われ、起訴がなされている。

この事件の第一審（大阪地判平成 17 年２月 17 日）では、刑罰規定につき、「197 条２項は，157 条ないし 159 条１項及び２項違反の行為をした者が，財産上の

利益を図る目的で，現実に相場を変動させた上，そのような行為によって人為的に形成された相場によって現実に取引を行った点を捉えて，懲役刑の上限を変更することなく，罰金刑の重科及び必要的併科を定めたものと理解することができる。すなわち，法は，157 条ないし 159 条 1 項及び 2 項違反の行為をした者が，更に相場変動の結果を生じさせ，これを利用して取引を行った場合に，行為自体に対する基本的評価は変わらないものの，相場操縦によって得た財産上の利益を剥奪する趣旨で，上記の加重処罰を定めたものと解される。

そして，法 197 条 2 項が，上記の場合に，典型的な相場操縦である 159 条 2 項違反の行為のみならず，同条 1 項違反の行為を 157 条及び 158 条違反の行為と並んで，上記の加重処罰の対象としているのは，159 条 1 項違反の行為を同条 2 項違反の行為等と並んで，基本的に同等の評価を受けるべき行為，すなわち相場を変動させるべき行為の一環であると位置づけたことによるものと考えられる。このように，立法者は，法 159 条 1 項も同条 2 項等と並んで相場操縦の禁圧を目的とする規定であるとの理解の下に，197 条 2 項においてその加重処罰を定めたことがうかがえる。」(74) と判示され、根拠が詳細に論じられている。加えて、控訴審（大阪高判平成 18 年 10 月 6 日）では、量刑の理由として以下の判断が示された。

「被告人は、株券オプションの取引について、大阪証券取引所が東京証券取引所に負けてはならないなどと考えて本件犯行に及んだのであるが、そのような動機は本件犯行を何ら正当化するものではない。本件犯行は証券取引所自体が違法な取引をするというものであって、その社会的影響は著しいものがある。犯行の態様は大阪証券取引所の職員や被告人の支配の及んでいる証券会社を利用するなどした組織的かつ巧妙なものであり、約 1 年 3 か月もの長期間にわたって、仮装取引を約 250 回、馴合取引を約 340 回も行ったという規模の大きなものである。被告人は、本件犯行の計画を立てた上、大阪証券取引所の役員という地位を利用して証券取引所の職員らに本件犯行をするよう命じるなどしており、首謀者としての責任を免れない。被告人の刑事責任は軽くない」(75)。

金融商品取引法 197 条 2 項は、「財産上の利益を得る目的で」と、要件を明

(74) 大阪地判平成 17 年 2 月 17 日 刑集 61 巻 5 号 493(692) 頁。
(75) 大阪高判平成 18 年 10 月 6 日 刑集 61 巻 5 号 510(708) 頁。

確に規定している。そして、控訴審において、「被告人は、株券オプションの取引について、大阪証券取引所が東京証券取引所に負けてはならないなどと考えて本件犯行に及んだ」旨の目的を示し、「被告人が私利を図るために犯行に及んだのではない」と認定されていたにもかかわらず、被告人には実刑判決が下された。

しかしながら、本件での取引は、もっぱら、大証における取引高を増加させるためだけに行われた特殊な取引であった。このような取引が不適切な行為であること自体はそう言い得るかも知れない。問題は、違法と言い得るかであろう。

この事件を契機として、大阪証券取引所に対しては、平成 15 年 8 月 12 日に次のような行政処分が下された。

⑴　業務停止命令（平成 15 年 8 月 13 日～平成 15 年 11 月 12 日（3 か月間））

大証の株式上場基準と株式オプション取引の新規上場停止

⑵　業務改善命令

再発防止策の策定､役職員へ周知徹底組織体制や業務方法等の抜本的見直し(76)

業務停止命令は、行政処分の中でも厳重に受け止めるべき処分である。処分の相手方はあくまでも大阪証券取引所であり、被告ではないが、被告は大阪証券取引所の役員であるため、一般の社員と異なり責任を一層重く受け止めるべき立場にある。

しかし、事件の結論としては、行政処分では足りず実刑判決にまで及ぶことになった。そうであれば、特殊な取引であるがゆえに、不公正取引ではあるにせよ限定解釈を行う等、特別刑法の領域の問題として、個別の対応が不可能でなくはなかったのではないだろうか。

いずれにせよ、相場操縦規制の根拠の明晰化が不可欠であり、それは未だしと思えてならない。

(76)　大武泰南「判批」金融・商事判例 1220 号 60 頁 ,64 頁。

Ⅷ　終わりに

以上を通して、立法がなされて刑事罰が法定されているとはいえ、いまだに、「繁盛」という言葉で定義される行為がなぜに違法とされるのかは依然なお余りにも曖昧であり、明確な説明はなされてこなかったものと映る。繁盛という言葉の裏には儲けという趣旨が潜んでいるとすれば、投資家は、出来高の増量またはかさあげに対して、活発だけの意味でなく、儲けの要素までをも感知して繁盛をとらえ、有価証券市場等の市場に参入して来るのだとの判断が立法に際して含意されていたはずである。

普通なら看過しかねない繁盛という文言の解釈に釈然としないものを感じたのは、あるいは、職業上の経験に由来する部分もあったかもしれない。そして、証券の現場の感覚に則して言えば、繁盛をとがめるならそれはむしろ不合理であって、不当レベルの非難は惹起し得ることがあるにせよ、違法との断定に至るとなれば、追随して購入した投資家も事態に乗じて投機利益を目論んでいたことが明白である以上、繁盛は、取引におけるひとつの重要な要素であっても、人を騙すような要素としての決定的意義を認めるには、要件としていささか不十分ではないかとの疑問を禁じ得ない。大阪証券取引所の事件における第一審と控訴審との見解の相違は、こうした趣旨を明らかにして余りあるのではなかろうか。

したがって、私としては、さらに考察を深め、過当性が本当のところいかなる意味で違法なのかどうかにつき今後も検討を進めて、明確な根拠をともなう相場操縦規制のあり方について研究を続けて行くことにしたい。まして、相場操縦に関しては、近時でも裁判上注目を集める判決が出されており、例えば、直近では、東証マザーズ上場のインターネット関連企業「ストリーム」を巡る相場操縦事件につき、東京地検が平成 29 年 11 月 27 日、金融商品取引法違反（相場操縦）罪で起訴した旨が報じられている[(77)]。こうした一事からも、金融商品取引法の規制に関して、今後なお検討を要する事項が種々待ち構えていることは明らかである。私のささやかな研究がその解決に少しでも役立つ折を念じる次第である。

---

(77)「相場操縦で 3 人目起訴、5 人は不起訴処分に」日本経済新聞 朝刊　2017 年 11 月 28 日，41 頁。