

## 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——

芳賀 良

1. はじめに
2. 詐欺禁止規定と相場操縦規制
3. 判例法理の展開
4. むすび

### 1. はじめに

金融商品取引法（以下、「金商法」とする。）159条1項2号は、取引の誘引目的を伴う相場操縦を禁止する。取引の誘引目的を伴わない価格操作行為は、金商法159条1項2号の類型に該当しない。このような価格操作行為を禁止すべきなのか、また、禁止すべきだとすれば、どのような法律構成によるべきなのか、という問題が生じる。

金商法の前身である証券取引法の母法であるアメリカ証券取引所法（the Securities and Exchange Act of 1934；以下、「証券取引所法」とする。）においては、相場操縦を、同法9条の他に、同法10条（b）項及び証券取引所法規則（以下、「規則」とする。）10b-5によっても規制している。詐欺禁止規定による相場操縦規制においては、公開市場における相場操縦（open-market

manipulation)への対応が問題となっている。公開市場における相場操縦とは、価格操作者は株価に影響を与える主観的意図を有しているが、外形上適法な取引により価格操作を行うものである<sup>1)</sup>。本稿では、詐欺禁止規定と「相場操縦」概念の関係性という視点から、公開市場における相場操縦に対する規制の在り方を検討することとする。

## 2. 詐欺禁止規定と相場操縦規制

### (1) 証券取引所法10条(b)項における「相場操縦的」という文言について

証券取引所法10条(b)項は、「委員会が公益又は投資者保護のために必要又は適当と認めて定める規則及び規制に違反して、・・・買付け又は売付けに関して相場操縦的、又は欺瞞的、策略若しくは術策を用いること」を禁止する<sup>2)</sup>。証券取引所法10条(b)項の「相場操縦的」という文言の解釈については、①Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件判決及び②Santa Fe Industries, Inc. v. Green 事件判決という2つの著名な判例がある。まず、①Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件判決は、「相場操縦的」という文言が、「証券の価格を支配することにより又は証券の価格に人為的な影響を与えることにより、投資者に対する欺瞞若しくは詐欺を行うための意図的又は故意の行為を含意する」とする<sup>3)</sup>。次に、②Santa Fe Industries, Inc. v. Green 事件判決は、上記Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件判決を引用した後、「相場操縦的」という文言が「仮装売買、馴合注文又は価格操作のような人為的に市場活動に対して影響を及

---

1) *Nanopierce Techs., Inc. v. Southridge Capital Mgmt. LLC*, 2002 U.S. Dist. LEXIS 24049, \*21 (S.D.N.Y. 2002) .

2) 15 U.S.C. § 78j (2012) .

3) *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 199 (1976) .

ぼすことによって、投資者を誤導することを意図する慣行を、一般に指称する」とする<sup>4)</sup>。また、同判決は、証券取引所法の基本的目的を完全開示であるとした上で、不開示が相場操縦の成功にとって不可欠の要素であるとした<sup>5)</sup>。換言すれば、判例は、証券取引所法の基本的目的を完全開示であることを前提に、証券取引所法 10 条 (b) 項における「相場操縦的」という文言の本質的要素を不開示に求めるのである。このように、判例理論は、証券取引所法における「相場操縦的」という文言を詐欺的要素の側面から捉えているのである<sup>6)</sup>。そして、判例は、証券取引所法 10 条 (b) 項の「相場操縦的」という文言の本質的要素を不開示に求めている。もっとも、① Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件判決は意図的な欺瞞行為がない事例であること、② Santa Fe Industries, Inc. v. Green 事件判決も原告である投資者が基礎となる事実を全て知っていたため欺瞞行為を観念し得ない事例であることが指摘されている<sup>7)</sup>。

## (2) 規則 10b-5 と相場操縦

証券取引所法 10 条 (b) 項の委任を受けた規則 10b-5 は 3 つの類型を禁止する。即ち、①詐欺を行うために策略、計略、又は技巧を用いること ((a) 号)、②誤解を生じさせない表示をするために必要な事実を省略すること ((b) 号)、

4) *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 476 (1977) .

5) 同上 477 頁。

6) また、証券取引所法 14 条 (e) 項においても、「相場操縦的」という文言が使用されている (15 U.S.C. § 78n (e) (2012))。本条の「相場操縦的」という文言について、Schreiber v. Burlington Northern, Inc. 事件判決は、本文で指摘した 2 つの判例を踏襲した上で、証券取引所法 14 条 (e) 項の「相場操縦的」という文言について、「不実表示又は不開示を要件とする」と判示した (*Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 472 U.S. 1, 12 (1985))。これらのアメリカの判例理論の分析については、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 (1993 年) 参照。

7) Judith R. Starr and David Herman, *The Same Old Wine in a Brand New Bottle: Applying Traditional Market Manipulation Principles to Internet Stock Scams*, 29 SEC. REG. L.J. 236, 245 (2001) .

③詐欺又は欺罔として行われる行為、慣行又は業務方法を為すこと ((c) 号) である<sup>8)</sup>。上記のように、規則 10b-5 (b) 号は、表示について、誤解を生じさせないために必要な重要事実を省略することを禁止する。相場操縦を認定した審決例においては、相場操縦に係る責任発生の付加的根拠として、上記のような重要事実の不開示を加味していると指摘されている<sup>9)</sup>。このことから、相場操縦の事例に規則 10b-5 (b) 号を適用する場合には、市場価格が操作されているという事実の開示を怠ったという法的構成を行うことが可能となる<sup>10)</sup>。

他方、規則 10b-5 (a) 号や同 (c) 号は、不実開示を射程とする規則 10b-5 (b) 号と異なり、重要な不実開示または開示の懈怠を要件とするものでない<sup>11)</sup>。欺瞞 (deception) は、非言語的な行為形態も取り得るとされる<sup>12)</sup>。そのため、人為的に証券価格を騰貴又は下落させることは、市場における欺瞞として作用すると指摘されている<sup>13)</sup>。

大規模に組織化されたブロックの売却と空売りにより、公開買付の対象会社株式の価格を下落させる行為が問題となった事例である *United States v. Charnay* 事件判決は、規則 10b-5 の (a) 号と (c) 号は、開示の懈怠を射程とするものではなく、むしろ、欺瞞的慣行と市場の相場操縦を直截に禁止したものであるとした<sup>14)</sup>。このような解釈を前提とすれば、相場操縦も、規則

---

8) 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2014) .

9) Starr = Herman 前掲注 (7) 249 頁。

10) 同上。

11) 同上 247 頁。

12) *O'Neill v. Maytag*, 339 F.2d 764, 768 (2 Cir. 1964) .)

13) Starr = Herman 前掲注 (7) 247 頁。

14) *United States v. Charnay*, 537 F.2d 341, 351 (9th Cir.) , *cert. denied*, 429 U.S. 1000 (1976) . なお、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第 2 版]』(弘文堂、平成 16 年) 96 頁によれば、本判決は、「規則 10b-5 を適用するためには、一連の株式の売付が相場を意図的に引き下げる目的でなされたことが証明されれば足り、他人による株式取引を誘引する目的を証明する必要ないと判示した」裁判例として紹介されている。

10b-5 (a) 号や同 (c) 号が規定する禁止行為に該当することになる<sup>15)</sup>。

ここで、相場操縦に係る事実の不開示以外に、相場操縦のどのような点が、規則 10b-5 が禁止する詐欺的行為に該当するのか、ということが問題となる。価格を下落させる行為が問題となった *Gurary v. Winehouse* 事件判決は、投資者をして市場価格が自然な需給関係により決定されたと信じさせる点で、相場操縦が欺瞞に該当するとした<sup>16)</sup>。換言すれば、価格操作者が投資家をして、真実は操作された価格であるにもかかわらず、自由な市場の作用による結果としての価格であると信じ込ませる点が欺瞞に該当するのである<sup>17)</sup>。

以上のように、①相場操縦は、その詐欺的要素に着目して、詐欺禁止規定である規則 10b-5 に違反すると構成することが可能であること、②取引を利用した相場操縦においては、投資家をして正常な需給関係により価格が形成されていると誤解させることが詐欺に該当することが明らかとなった。このような理解を前提とすると、価格を操作する意図で行われる公開市場における取引行為、即ち、公開市場における相場操縦は、仮装売買や馴合注文などの行為（以下、これらを総称して「偽装取引」とする。）を伴わない場合にも、規則 10b-5 が禁止する詐欺的行為に該当するのか、ということが問題となる。この点を次節で検討することとする。

### 3. 判例法理の展開

公開市場における相場操縦は、価格を操作する意図を有するのみで、規則 10b-5 が禁止する詐欺的行為に該当するのか、ということが問題となる。本

---

15) Starr = Herman 前掲注 (7) 247 頁。

16) *Gurary v. Winehouse*, 190 F.3d 37, 45 (2d Cir. 1999) . なお、以下を参照。THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION § 12.1 (6th ed., Practitioner's ed. 2009).

17) 同上。

節では、裁判例を検討することにより、この問題に対する理論的枠組みへの示唆を得ることとする。

## （1）裁判例

以下では、公開市場における相場操縦に関する裁判例を概観することとする<sup>18)</sup>。

### （a）U.S. v. Mulheren 事件判決

まず、規則 10b-5 に基づく公開市場における相場操縦に対する規制に関する先駆的裁判例として、U.S. v. Mulheren 事件判決がある<sup>19)</sup>。本件の事案は、ある株式の価格が 45 ドルを超過するように、被告人が、公開市場において当該有価証券の大量購入を行ったものである<sup>20)</sup>。本判決は、一般論として、ある投資者が、ある証券の価格に影響を与えることだけを目的として取引を行う場合には、当該取引は規則 10b-5 に違反する旨を指摘する<sup>21)</sup>。その理由として、価格操作者が利益を得ていないことを挙げている<sup>22)</sup>。また、本判決は、当該有価証券の全取引量に対する価格操作者の取引量の割合という意味での市場支配という要件にも言及している。本判決によれば、市場支配が①1年間継続した事例や②4か月継続した事例を挙げて、時間単位や分単位の市場支配で

---

18) 本節における判例紹介は、以下の文献を参考にした。Maxwell K. Multer, *Open-Market Manipulation under SEC and Its Analogies: Inappropriate Distinctions, Judicial Disagreement and Case Study: Ferc's Anti-Manipulation Rule*, 39 SEC. REG. L.J. 97, 113-124 (2011) ; JERRY W. MARKHAM, LAW ENFORCEMENT AND THE HISTORY OF FINANCIAL MARKET MANIPULATION 378-384 (2014).

19) *U.S. v. Mulheren*, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991).

20) 同上 367 ~ 368 頁。

21) 同上 368 頁。もっとも、本判決は、本件において、本件被告人の価格騰貴に係る意図の証明が不十分であると判断している（同上 369 頁）。

22) 同上 370 頁。

は不十分であるとする<sup>23)</sup>。本件においては、「相場操縦の他の兆候」がないので、価格操作者が1985年10月17日の9時30分から11時10分の間において市場を支配した事実（当該期間における対象有価証券取引の70%を占めていた）は、重要でないとした<sup>24)</sup>。本判決における「相場操縦の他の兆候」という文言については、何らかの詐欺的行為であると解されている<sup>25)</sup>。換言すれば、詐欺的行為が伴わない限り、時間帯・分単位の市場支配があったとしても、相場操縦に該当しないこととなる。このような解釈を前提にすれば、本判決は、公開市場における相場操縦が成立する要件として、①偽装取引のような伝統的な相場操縦がなされたこと、②当該取引に当該有価証券の価格に影響を与えるのみの目的で参加したこと、③価格操作者が具体的な利益を得たことの証明を要求していることになる<sup>26)</sup>。

上記のように、本判決も、一般論として、ある投資者がある証券の価格に影響を与えることだけを目的として取引を行う場合には、当該取引は規則10b-5に違反するとしている。そして、本判決は、価格操作者の利得の存在や市場支配の事実などを、公開市場における相場操縦を認定するために必要な要件として指摘している。

## (b) In re College Bound Consol. Litigation 事件判決

U.S. v. Mulheren 事件判決後の公開市場における相場操縦の事例として、In re

---

23) 同上 371 頁。本文①の事例が *United States v. Gilbert* 事件判決 (*United States v. Gilbert*, 668 F.2d 94, 95 (2d Cir. 1981), cert. denied, 456 U.S. 946 (1982)) である。また本文②の事例が *United States v. Stein* 事件判決 (*United States v. Stein*, 456 F.2d 844, 846 (2d Cir.), cert. denied, 408 U.S. 922 (1972)) である。

24) U.S. v. Mulheren 事件判決・前掲注 (19) 372 頁。

25) Multer・前掲注 (18) 114 頁。また、U.S. v. Mulheren 事件判決・前掲注 (19) 370~371 頁。

26) Multer・前掲注 (18) 114 頁。

College Bound Consol. Litigation 事件判決がある<sup>27)</sup>。本判決の事案は、公開市場における株式に対する取引終了間際の購入行為が問題となったものである<sup>28)</sup>。本判決は、U.S. v. Mulheren 事件判決の理論的枠組みを踏襲した上で、本件の原告が規則 10b-5 の要件に関する訴答を怠ったと判示している<sup>29)</sup>。すなわち、本判決は、U.S. v. Mulheren 事件判決が定立した公開市場における相場操縦の要件を、①価格操作者の利益又は個人的な利得、②欺瞞の意図、③市場の支配、④相場操縦と申し立てられた行為の経済的合理性の欠如であるとする<sup>30)</sup>。そして、本判決は、U.S. v. Mulheren 事件判決と同様に、公開市場における相場操縦の要件として、欺瞞の要素を要求する<sup>31)</sup>。また、市場支配が相場操縦の兆候となりうるためには、㉞1年間くらいの長期的な市場支配の事実又は㉟詐欺的行為の存在を伴った短期間の市場支配の事実が必要であるとする<sup>32)</sup>。

本判決は、公開市場における相場操縦の要件を、①価格操作者の利益又は個人的な利得、②欺瞞の意図、③市場の支配、④相場操縦と申し立てられた行為の経済的合理性の欠如としている。注目されるのは、上記④の当該行為の経済的合理性の欠如という要件である。換言すれば、経済的合理性のある行為であれば、価格操作行為と評価されないことを意味している。また、本判決は、公開市場における相場操縦の成立要件として、欺瞞的要素も要求している。本判決は明言していないが、U.S. v. Mulheren 事件判決を踏襲していることからすれば、当該欺瞞的要素とは偽装取引のような詐欺的な行為が該当するものと思われる。このことを前提に、市場支配の要件は、㉞1年間くらいの長期的な市

---

27) Multer・前掲注(18)114頁。

28) *In re College Bound Consol. Litig.*,1995 U.S. Dist. LEXIS 10684, \*12 (S.D.N.Y. 1995).

29) 同上\*20～\*21。

30) 同上\*15。

31) 同上\*16～\*17。

32) 同上\*18。



場支配の事実又は④詐欺的行為の存在を伴った短期間の市場支配の事実により充足されるとしている。このように、本判決は、U.S. v. Mulheren 事件判決の法理を敷衍した判決と位置付けることができる。

### (c) Markowski v. SEC 事件判決

上記のように、公開市場における相場操縦の成立要件を厳格に解する流れは、Markowski v. SEC 事件判決によって修正されることになる<sup>33)</sup>。本判決の事案は、価格操作の対象となる M 社株式の IPO 幹事会社（以下、「G 社」とする。）が流通市場における M 社株式の売買に係る取引量のほとんどを担っていたところ、G 社が、当該株価を維持するために、① M 社株式の買い呼値を高値で維持し、且つ、②需要の乏しい株式を在庫に吸収したことが問題となった事例である<sup>34)</sup>。偽装取引を欠いた本件の事例の場合に、相場操縦が成立するのかが争点となった<sup>35)</sup>。申立人である G 社の CEO 等からは、本件の買い呼値及び取引は「実在」のもの、即ち、実際の顧客が存在し、取引行為も実在し、且つ、金銭の授受もあるものであるから、当該取引を違法な相場操縦と位置付けることはできない、という主張がなされた。本判決は、偽装取引を伴わない場合には、相場操縦を行う投資者と、投資対象を熱狂的に信奉する投資者とを区別するのは困難であろうと指摘する<sup>36)</sup>。その理由として、両者とも、株式価値の潜在的な評価を支持する客観的なデータが乏しい場合でも、大量な買付けを行う可能性や高額な買い呼値を発する可能性をあげている<sup>37)</sup>。このことから、当該

---

33) *Markowski v. S.E.C.*, 274 F.3d 525 (D.C. Cir. 2001) . なお、Multer・前掲注 (18) 114 頁。

34) *Markowski v. S.E.C.* 事件判決・前掲注 (33) 527 頁。なお、当該行為を停止した日に、当該株価は 1 日で約 75% 低下している (同上)。

35) 同上 528 頁。

36) 同上。

37) 同上。

取引の適法性は、投資者の意図が、「投資目的」なのか、或いは「当該証券の価格に影響を及ぼすのみ」なのか、という事実に依存することになる<sup>38)</sup>。判例は、投資者の意思のみにより相場操縦的行為を判定する見解に対して、①投資者の意思のみを根拠として違法行為を判定することにより取引を委縮させ、市場の効率性を害することや、②取引による相場操縦が自重されることによる制裁の必要性が乏しいこと、という批判があることを紹介している<sup>39)</sup>。とりわけ、上記②の前提となる取引による相場操縦の自重については、次のように言及している。本判決は、批判の骨子を紹介する。即ち、ある証券の価格を買付けにより吊り上げ、高値で売り抜ける相場操縦は、第一に、価格を一方的に上昇させることは困難であること、第二に、購入コストと取引コストをカバーするのに十分な高値で売却するのは更に難しいことから、失敗する可能性が高いという批判である<sup>40)</sup>。しかし、本判決は、上記のような批判は本件には有益ではないとする<sup>41)</sup>。まず、本判決は、立法者である議会の意思は、「相場操縦」を行為者の目的のみによって違法と為し得るという解釈は合理的であると<sup>42)</sup>。この根拠は、9条(a)項(2)号が誘引目的によって違法な取引を決定することから、10条(b)項の「相場操縦的」という文言も同様に解することができるということに求められている。次に、本件事案の特殊性から、取引による相場操縦は自重されないと<sup>43)</sup>。本件事案の特殊性として、G社が、価格操作の後に対象株式を売却して利益を得るために価格操作を行ったのではなく、G社の顧客の一般的な利益を維持し、他の有価証券への信頼を維持する

---

38) 同上。

39) 同上。

40) 同上 528～529頁。

41) 同上 529頁。

42) 同上。

43) 同上。

ために価格の維持を行ったことを指摘している<sup>44)</sup>。換言すれば、本件事案は、対象会社の株式を上昇させて損害を被っても、自社の顧客の利益を追求し、今後の取引活動を有利に進めることを目論んでいた点に特徴があるのである。また、「現実」の取引であっても、安定操作に係る自社株買いは、規則に従ったものでなければ許されないことを指摘している<sup>45)</sup>。換言すれば、「現実」の取引であることだけでは、適法な取引の証拠にならないとするのである。

他方、G社は140万ドルの損失を被っているので、相場操縦は成立しないと主張した<sup>46)</sup>。しかし、価格操作者が損失を被っていることは、価格操作者が価格操作を試みていないことを意味しないとして、本判決はこのような主張を退けている<sup>47)</sup>。前述のように、U.S. v. Mulheren 事件判決が行為者の利得を相場操縦の成立要件の1つとしていた。しかし、本判決はこの行為者の利得要件を利益獲得の試みという要件に置き換えるものである<sup>48)</sup>。このように、本判決は、価格操作により自社の顧客の利益を追求して今後の取引活動を有利に進めることを目論んで行われた取引による相場操縦を規則 10b-5 に違反すると位置付けた判決である。

#### (d) GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決

GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決の事案は、次のようなものである<sup>49)</sup>。原告と被告の間で、①原告が被告に対して一定額の金銭を貸し渡すこと、②その見返りとして、原告は、転換権行使前の5日間の平均終値の18パー

---

44) 同上 529 頁。

45) 同上。

46) 同上。

47) 同上。

48) Multer・前掲注(18) 115 頁。

49) *GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt*, 272 F.3d 189 (3d Cir.2001).

セントを割り引いた価格で、被告の債務を、被告の関連会社の普通株式に転換する権利を有すること等の融資に関する合意がなされた<sup>50)</sup>。この転換権により、原告は、帳簿上、5取引日の平均終値に対する18パーセントの利益を得ることになる<sup>51)</sup>。換言すれば、価格が下落すれば、借り手である被告は、同じ総量の負債を償還するために、より多くの株式を原告に引渡すことを強いられることになる<sup>52)</sup>。被告は、原告による集中的な空売りに基づく一時的な株価下落が証券詐欺と相場操縦に該当するとして、原告の転換請求を拒絶した<sup>53)</sup>。

原告が被告に株式の引渡しを求める本件において、被告は、原告による空売りが規則10b-5に違反するため、本件ノートは証券取引所法29条(b)項により無効であることを抗弁として主張した<sup>54)</sup>。つまり、原告が行った大量の空売りの法的評価が問題となったのである<sup>55)</sup>。この問題に関連して、被告の証明責任の内容が争点となった。即ち、原告による①不正確な情報の市場への注入や②需給関係に係る虚偽の印象の作出を、被告が証明しなければならないのか、ということが争点となったのである<sup>56)</sup>。原告は、被告の引用した裁判例ですら、相場操縦が成立するためには、適法な取引を超えた付加的な要素、即ち、市場に虚偽の情報を注入することや有価証券に対する人為的な需要を作出することを要求している、と主張した<sup>57)</sup>。これに対して、被告は次のよう

---

50) 同上195頁。本文のような資金調達方法を、死のスパイラル融資 (death spiral financing) や有毒転換融資 (toxic convertible financing) と称されている。Multer・前掲注(18)116頁。

51) Multer・前掲注(18)116頁。

52) MARKHAM・前掲注(18)384頁参照。

53) GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決・前掲注(49)197頁参照。

54) 同上202~203頁。

55) 同上。

56) 同上204頁。

57) 同上。

に反論した。即ち、被告が証明すべき事項は、人為的に株価を急落させるという隠された目的によって原告の空売りが生じたという事実のみである、というのである<sup>58)</sup>。

本判決は、「支配的な市場要因を予想し且つ反応することを意図した適法な取引戦略と、価格を操作し且つ売主や買主を欺罔する取引戦略とを区別しなければならない」とする<sup>59)</sup>。この区別を可能とするために、10条(b)項に基づく申立てにおいて、価格操作をしたとされる者が、「不正確な情報」を市場に注入したこと、又は、市場活動に係る虚偽の印象を作出したことを証明しなければならないとする<sup>60)</sup>。このことにより、空売りのような価格に影響を与えることが許される適法な取引と、仮装取引や馴合注文のような証券価格を操作するために使用されたであろう巧妙な策略との識別が可能になる、とする<sup>61)</sup>。そして、被告の抗弁が成立するためには、①下記②の行為が有価証券の買付け又は売付けに関連して行われたこと、②原告が、市場に不正確な情報を注入し、又は、当該有価証券の需給関係に係る虚偽の印象を作出することにより、欺瞞的又は相場操縦的行為を為したこと、③上記②の行為が当該有価証券の価格を人為的に下落又は騰貴させる目的で行われたことの3要件を、被告が証明しなければならないとする<sup>62)</sup>。

上記のような解釈を前提に、本判決は、空売りを次のように位置付ける。即ち、

---

58) 同上 204 頁。本文のような当事者双方の主張について、本判決は、当事者双方ともに、以下の点で一致するとする (同上 204 頁)。それは、ある行為が、投資者をしてある株式の価格や需要を誤解させる違法で欺瞞的な取引技法によって、人為的に価格を下落または騰貴させた事実を証明する必要があるという点である (同上 204 頁)。このような当事者の主張内容が本件の判旨に影響を及ぼしている可能性もある。

59) 同上 205 頁。

60) 同上。

61) 同上。

62) 同上 207 頁。

空売りは、たとえ大量のものであっても、SEC規則や規制に従う限り、欺瞞的でも相場操縦的でもない、というのである<sup>63)</sup>。換言すれば、空売りの事実のみでは、規則10b-5に違反する相場操縦行為に該当しないことになる。

上記のように、本判決は、適法な取引と10条(b)項に違反する相場操縦とを区別するメルクマールとして、価格操作者による①不正確な情報の市場への注入や②需給関係に係る虚偽の印象の作出を位置付ける。このため、上記①又は②の事実を証明しなければ、空売りの事実のみを証明しても、相場操縦は成立しないこととなる。

#### (e) ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd. 事件判決

ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd. 事件判決の事案は、次のようなものである<sup>64)</sup>。原告は、被告に対して、「転換価格」等に応じて普通株式の発行株式数が決定される数種類の転換優先株式を発行した<sup>65)</sup>。本件では、上記転換優先株式の発行後に、被告が行った空売りが問題となったものである<sup>66)</sup>。

---

63) 同上211頁。

64) *ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87 (2d Cir. 2007)。連邦民事訴訟規則(Federal Rules of Civil Procedure)9条(b)項及び私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act)により設けられた取引所法21D条(b)項(1)号における相場操縦に係る訴答内容も法的争点となっている。重要な問題であるが、この点については詳論しないこととする。

65) 同上94頁。転換権行使後に発行される普通株式数を決定する1要素である「転換価格」は、①あらかじめ指定された日の最終買い呼値と②転換権行使日前の10日間における最終買い呼値のうち最も安いものから順次5つの価格を抽出し、その平均価格から算出された「市場価格」のうち、最も安い価格であるとされている(同上)。そのため、被告にとっては、対象有価証券の価格が下落することに応じて、取得できる普通株式数が増加することになる。

66) 同上95頁。

相場操縦規制と空売りとの関係について、本判決は、まず、「相場操縦的又は欺瞞的策略若しくは計略」の使用を規定する10条(b)項は、重要な虚偽表示だけでなく、相場操縦行為も禁止していることを指摘した<sup>67)</sup>。そして、巡回裁判所の判例法によれば、10条(b)項に違反する相場操縦が成立するためには、価格操作の疑いがある市場活動が、ある有価証券に対する市場参加者の評価について、投資者を欺瞞する目的でなされたことを証明しなければならない、と指摘する<sup>68)</sup>。上記の欺瞞は、投資者をして「有価証券の売買価格が、価格操作ではなく、自然な需給関係の作用により形成された」と誤信させるものである<sup>69)</sup>。裁判例によれば、「需給の自然な作用」から外れる活動を識別するために、一般的に、ある取引が虚偽の価格シグナルを市場に伝達したか否かを問題としているとする<sup>70)</sup>。本判決は、需要を刺激する取引が投資者の取引を誘引することを指摘して、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決の理論を踏襲する。即ち、効率的な市場において、需要を刺激するべく仕組まれた取引は、投資者をして、市場が肯定的なニュースを発見・利用しようと試みていると誤解させるため、これにより欺かれた投資者は取引を行うことを指摘する<sup>71)</sup>。そして、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決を引用して、当該証券の価格を人為的に下落又は騰貴する目的で、価格操作者が、不正確な情報を市場に注入したか、又は、需給関係に係る虚偽の印象を作出したかを問うことにより相場操縦と適法な行為を区別する、というのである<sup>72)</sup>。

また、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決と同様に、空売りは、

---

67) 同上 99 頁。

68) 同上 100 頁。

69) 同上。

70) 同上。

71) 同上 101 頁。

72) 同上。

たとえ大量のものであっても、それ自体は相場操縦的ではないとする<sup>73)</sup>。その理由として、空売りは、過大に評価された有価証券の価格を本来の価値に変動することを支援することを通じて、効率的な価格形成を促進することを挙げている<sup>74)</sup>。そして、本判決は、本質的に、売り建玉を取得することは、買い建玉を取得することと何らの違いもないと明言する<sup>75)</sup>。同様に、本件のような転換有価証券の購入も、それ自体、又は、空売りと結びついても、本質的に相場操縦的ではないとする<sup>76)</sup>。このように、本判決は、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決を踏襲し、不正確な情報を市場に注入しない限り、空売りのみでは相場操縦に該当しないことを明らかにしたものである<sup>77)</sup>。

本判決によれば、10条（b）項に違反する相場操縦が成立するためには、価格操作の疑いがある市場活動が、ある有価証券に対する市場参加者の評価について、投資者を欺瞞する目的でなされたことを証明しなければならない。この場合における欺瞞の意義は、投資者をして「有価証券の売買価格が、価格操作ではなく、自然な需給関係の作用により形成された」と誤信させることにある。そして、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決を踏襲して、①不正確な情報が市場に注入されたこと又は②需給関係に係る虚偽の印象を作出したことの有無を、適法行為と違法行為のメルクマールとしているのである。

---

73) 同上101頁。

74) 同上。

75) 同上。また、空売りが相場操縦的行為に該当するためには、当該空売りが、ある有価証券に対する市場参加者の評価について虚偽の印象を与える要素と意図的に結びついていなければならないとする（同上）。

76) 同上101頁。

77) その後、Nanopierce Techs., Inc. v. Southridge Capital Mgmt. 事件判決（*Nanopierce Techs., Inc. v. Southridge Capital Mgmt.*, 2008 U.S. Dist. LEXIS 6225 (S.D.N.Y., 2008)）も、本判決の法理を踏襲している。



#### (f) SEC v. Masri 事件判決

上記のような公開市場における相場操縦を限定的に解釈する裁判例が主流であった。これと異なる判断をしたのが、SEC v. Masri 事件判決である<sup>78)</sup>。本件事案の特徴としては、①本件被告は1999年8月21日を行使期限とするT株式に係るプット・オプションの売り方であること、②当該プット・オプションの行使価格5ドルであるため、当該オプションが行使されると、被告はT社株式86万株を引渡す義務が発生することである<sup>79)</sup>。本件では、1999年8月20日の取引終了間際に行われたT社株式20万株の買付けにより、株価が5ドルを超えたことが問題となった<sup>80)</sup>。取引終了間際に行われた買付けは、同日の終了までの1時間における買付け総量の約94%を構成し、且つ、当日の買付け総量の75%を占めていた<sup>81)</sup>。また、20万株の買付けは、直近30日間の1日の平均取引量である20万株を超えていたのである<sup>82)</sup>。

本件の審理において、被告は、欺罔又は詐欺的要素が伴わない公開市場での取引（例えば、市場の終了間際の取引）は、その取引意図に関わらず、10条（b）項に基づく相場操縦を構成しないことなどを主張した<sup>83)</sup>。

本件で注目すべき争点は、欺罔又は詐欺的要素が伴わない公開市場での取引は10条（b）項に基づく相場操縦を構成するのか、という問題である。ま

---

78) *SEC v. Masri*, 523 F. Supp. 2d 361 (S.D.N.Y. 2007) . 本件は、SEC が、被告及び被告の注文を執行した証券業者に対する①永久的差止（permanent injunction）及び②民事制裁金（civil penalty）、並びに、被告に対する③利益の吐き出し（disgorgement）の命令を裁判所に申し立てたところ、被告等が上記申し立ての却下を求めた略式裁判である（同上 363 頁）。

79) 同上 363 頁。

80) 同上 365 ～ 366 頁。

81) 同上 365 頁。

82) 同上。

83) 同上。

ず、判決は、10条（b）項に係る相場操縦の概念を整理している。それによれば、①Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件判決及び Santa Fe Industries, Inc. v. Green 事件判決の系譜に属する詐欺的要素を伴った相場操縦と、②単なる大量取引のように、詐欺的要素を伴わない市場活動としての相場操縦とに分類している<sup>84)</sup>。上記①の行為は、虚偽の情報を市場に伝達し、価格に人為的な影響を与えること以外の目的で為されることはないため、行為自体から相場操縦の意図が推認されるとする<sup>85)</sup>。他方、上記②は、偽装取引と異なり、取引は現実に行われ実質的な権利も移転しており、取引量も市場活動に反映されていることから、市場動向の予測・対応を意図した適法な投資戦略と、価格を操作して購入者や売却者を欺罔することを目的とする行為を識別することが困難であるとする<sup>86)</sup>。

また、この問題点を検討するに際して、証券諸法の目的が株式市場の機能を保護することにあることを考慮しなければならないとする<sup>87)</sup>。ここでいう株式市場の機能とは、取引対象となる有価証券の経済的価値に対する評価が歪められていない状態で反映された価格で、投資家が有価証券の売買を行うことができることをいうとされる<sup>88)</sup>。そして、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決のように、相場操縦の意図に基づいた公開市場での取引は、欺瞞的又は詐欺的行為を伴わなければ、10条（b）項に基づく相場操縦に該当しないと解することは、意図的に価格を歪める行為を10条（b）項の射程外に置くこととなり、無用且つ不適切であると批判する<sup>89)</sup>。そして、相場操縦の意図を伴っ

---

84) 同上 367 頁。

85) 同上。

86) 同上。

87) 同上 371 頁。

88) 同上。

89) 同上 372 頁。

た公開市場での取引は、実際、市場に不正確な情報を与えることを指摘している<sup>90)</sup>。換言すれば、相場操縦の意図を伴って行われる取引は、市場の機能を歪め、且つ、市場参加者に虚偽のメッセージを発することになるとする<sup>91)</sup>。この点が、10条(b)項に違反する要素を構成するものと思われる。そして、もし投資者が特定の有価証券の価格に、経済的に正当な根拠がないにもかかわらず人為的な影響を与える意図で公開市場での取引を行うならば、当該行為は市場の相場操縦を構成する、と判示している<sup>92)</sup>。そして、本判決は、公開市場における取引について責任を課すためには、SECは、相場操縦の意図がなければ、被告は当該取引をしなかったであろうことを証明しなければならないと判示した<sup>93)</sup>。他方、本判決は、投資者が、ある有価証券について人為的な影響を与える意図を有していても、経済的に正当な理由を有していれば、価格への人為性がないこと、あるいは、市場に不正確な情報を注入しないことから、相場操縦に該当しないとす<sup>94)</sup>。

本判決は、もし投資者が特定の有価証券の価格に、経済的に正当な根拠がないにもかかわらず人為的な影響を与える意図で公開市場での取引を行うならば、当該行為は市場の相場操縦を構成する、とする。そして、ある有価証券について人為的な影響を与える意図を有していても、経済的に正当な理由を有していれば、相場操縦に該当しないとす。

---

90) 同上 372 頁注 17。

91) 同上。

92) 同上 372 頁。

93) 同上。なお、相場操縦の意図の存否は、当該行為に、相場操縦の意図の存在を推認させる取引の実行時期、取引量、又は、取引の反復などの特性が含まれているか否かで判断することになる(同上 369 頁)。

94) 同上 373 頁。

(g) SEC v. Kwak 事件判決

前述の SEC v. Masri 事件判決後に相場操縦の成立要件に言及した裁判例として、SEC v. Kwak 事件判決がある<sup>95)</sup>。本件の事案は、ある有価証券が非上場化されることを阻止し、実際よりも当該有価証券の価格が安定しているという外観を創造するために、大規模な株式の買付けが行われた事例である<sup>96)</sup>。本件買付行為は公開市場で行われ、且つ、偽装取引という相場操縦の伝統的な兆候がないことを理由として、被告は、本件買付行為が相場操縦に該当しないと主張した<sup>97)</sup>。これに対して、本判決は次のように判示した。即ち、U.S. v. Mulheren 事件判決は、相場操縦の意図の存在に係る証拠がなかった事例であり、公開市場における買付けを相場操縦の適用除外としたり、10 条 (b) 項の射程を偽装取引を伴う相場操縦に限定するものではない、としたのである<sup>98)</sup>。そして、相場操縦の伝統的な兆候がなくとも、本件の場合には相場操縦の十分な証拠があるとする<sup>99)</sup>。このような非典型的な相場操縦は、投資家をして、価格操作の対象となる有価証券の報告価格が、価格操作から独立した需給関係のみに基づいた取引を反映していると誤信させることから、10 条 (b) 項における欺瞞に該当するとしている<sup>100)</sup>。なお、これに関連して、本判決は、被告の混合的動機に係る主張を検討している。被告の主張によれば、SEC の証拠は、被告が禁止された取引を行う混合した動機 (mixed motives)、すなわち、①被告が株価の操作を模索したこと及び②被告が固有の投資価値に基づいて当該株式を保有することを欲したことを有していたことを証明するにすぎない、とす

---

95) *SEC v. Kwak*, 2008 U.S. Dist. LEXIS 10201 (D. Conn., 2008) .

96) 同上 \*14。

97) 同上 \*12 ~ \*13。

98) 同上 \*13。

99) 同上 \*14。

100) 同上 \*14 ~ \*15。

る<sup>101)</sup>。しかし、本判決は、SECが相場操縦の認定に係る十分な証拠を提出したと評価している<sup>102)</sup>。即ち、被告が、他の被告の相場操縦スキームを援助するために、特定の時期に、特定の量で取引に従事することを証明する十分な証拠があるとしたのである<sup>103)</sup>。この点は、本判決が前述のSEC v. Masri 事件判決の法理を前提としていると評価されている<sup>104)</sup>。

また、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決に依拠して、不正確な情報を市場に注入し、又は、当該有価証券の需給関係に虚偽の印象を作出しない限り、公開市場における取引は欺瞞的でないとする被告の主張に対して、本判決は、①被告が、当該有価証券の価格を維持・騰貴する目的で、とりわけ取引終了間際に取引を行ったことや他者による取引と相対する取引を行ったことに係る証拠があること、更に②被告が、当該有価証券の需要の範囲について市場を誤導する目的で、上記の取引を行ったことに係る証拠もあることを理由に、被告の主張を退けている<sup>105)</sup>。このように、本判決は、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決の法理を排除するものではない。

上記のように、本判決は、投資家をして、価格操作の対象となる有価証券の報告価格が、価格操作から独立した需給関係のみに基づいた取引を反映していると誤信させることから、10条(b)項における欺瞞に該当するとしている。他方、この点を捉えて本判決は、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決の法理を踏襲しつつ、SEC v. Masri 事件判決の法理と融合させていると評価されている。即ち、ある有価証券の価格を変動させる目的で当該有価証券を買付ける行為自体が、当該取引について「適法な経済的動機」を有している

---

101) 同上\*15注10。

102) 同上。

103) 同上。

104) Multer・前掲注(18)123頁参照。

105) 同上\*18～\*19。

という虚偽のシグナルを発することとなるため、当該取引により不正確な情報を市場に注入することになるというのである<sup>106)</sup>。このように解すれば、SEC v. Masri 事件判決の法理は、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決の法理と同義となる<sup>107)</sup>。

## (2) 分析

### (a) 公開市場における相場操縦の意義

そもそも、規則 10b - 5 の文言との関係から、相場操縦の定義自体について議論がある。これは、10 条 (b) 項の見出しが「相場操縦的及び欺瞞的策略の利用」と規定しているにもかかわらず、規則 10b - 5 は詐欺的行為 (fraud) のみを対象としているからである<sup>108)</sup>。このように、明文の規定から、相場操縦を一義的に定めることは困難である。そこで、価格操作者が、価格変動をどのように利用して利益を得るのかという視点から、相場操縦の類型を分析してみよう。

従来、仮装売買や馴合注文などの「閉鎖的市場」における活動 (“closed market” activities) に焦点を合せてきた<sup>109)</sup>。これらの偽装取引は、適正な市場活動であるという虚偽の外観を創出するために、本質的に、同一の当事者がある取引の売買の双方を支配しているものである<sup>110)</sup>。偽装取引が行われることにより、取引所においては実需要を反映した取引のみを記録されるべきであるにもかかわらず、実需要を反映しない取引が報告されることになるのである<sup>111)</sup>。

---

106) 以下を参照。David L. Kornblau, Allison Lurton and Jonathan M. Sperling, *Market Manipulation and Algorithmic Trading: The Next Wave of Regulatory Enforcement?*, 44 SEC. REG. & L. REP. (BNA) 369, 370 (2012).

107) 同上 371 頁。

108) Steve Thel, *Regulation of Manipulation Under Section 10 (B): Securities Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934*, 1988 COLUM. BUS. L. REV. 359, 382.

109) Kornblau = Lurton = Sperling・前掲注 (106) 370 頁。

110) 同上。また以下を参照。Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476 (1977).

このことにより、偽装取引は詐欺的行為と評価されるのである。そして、偽装取引の有無が、当該相場操縦と通常の取引と区別するメルクマールとなる。

現実の取引を利用する相場操縦は、取引型相場操縦 (trade-based manipulations) と契約型相場操縦 (contract-based manipulations) に分類される。取引型相場操縦とは、取引行為により価格を変動させ、取引行為それ自体から利益を得る類型である<sup>112)</sup>。他方、契約型相場操縦とは、取引行為により価格を変動させ、契約上の権利を行使することから利益を得る類型である<sup>113)</sup>。

伝統的な理解では、取引型相場操縦が成功するためには、①価格操作者が価格操作の対象とする有価証券の価格を変動させること、②価格操作者の購入価格及び取引費用を超えた価格で購入した有価証券を売却できること、という2つの条件を満たす必要がある<sup>114)</sup>。換言すれば、価格操作者が行う取引のみによって、ある有価証券の価格を上昇させ、且つ、価格が元の水準に戻る前に利益を確定するために保有有価証券の売却を行う必要がある。この要件を満たすためには、取引型相場操縦が、偽装取引を伴うことなく、現実の取引のみによって上記2つの要件を満たすことは、極めて困難であると指摘されている<sup>115)</sup>。価格操作者が利益を得るために売却することにより、価格を「正しい」水準 (“correct” level) まで押し下げてしまうからである<sup>116)</sup>。このため、偽装取引を伴わない取引型の相場操縦は自重されるとされる<sup>117)</sup>。

---

111) Multer・前掲注 (18) 102 頁。また、Thel・前掲注 (108) 402 頁。

112) Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit “Manipulation” in the Financial Markets?* 105 HARV. L. REV. 503, 506 (1991) .

113) 同上 523 頁。

114) 同上 512 頁。

115) 同上 513 頁。

116) Multer・前掲注 (18) 102 頁。

117) 同上。

他方、偽装取引は比較的容易に需給関係に抗する困難さを伴うことなく、上記①の条件を満たすことができる<sup>118)</sup>。なぜなら、これらの偽装取引は、価格操作者が価格操作のために自らの資源を使い果たす危険はないからである<sup>119)</sup>。このような背景から、過去の相場操縦のスキームは、純粹な取引型相場操縦ではなく、しばしば客観的な害悪行為である偽装取引を含んでいたのである<sup>120)</sup>。

これに対して、公開市場における相場操縦は、価格操作者は株価に影響を与える主観的意図を有しているが、外形上適法な取引により価格操作を行うものであることから、偽装取引という客観的な兆候を伴わない点に特徴がある<sup>121)</sup>。この公開市場における相場操縦も、取引型相場操縦と契約型相場操縦に分類することができる<sup>122)</sup>。公開市場における相場操縦は、取引型相場操縦を前提とした場合、その利益確定の手法として、価格変動を起こすために購入した有価証券を売却することのみによって利益を得ることを想定している<sup>123)</sup>。このような公開市場における取引型相場操縦は、前述のように、価格変動を生じさせることができても、保有する有価証券の売却により利益を得ることは困難である。そのため、公開市場における取引型相場操縦は自重されることになるであろう。

しかし、ある証券の価格変動の結果によって、契約上の権利が影響を受ける可能性がある<sup>124)</sup>。価格変動がもたらす契約上の権利への影響に着目して、契約上の権利を行使することから利益を得る行為類型が、契約型相場操縦を前提

---

118) 同上102頁（注30）。

119) 同上102頁参照。

120) 同上103頁。

121) 同上102頁。

122) 同上102～103頁。

123) 同上102頁。

124) 同上。



とした公開市場における相場操縦である。換言すれば、価格を変動させる取引自体から利益を得るのではなく、価格を変動させる取引を手段として、契約上の権利行使を可能とすることや有利な条件で権利行使を可能とすることによって、利益を獲得するのである<sup>125)</sup>。このように、契約型相場操縦において、取引行為からではなく契約上の権利から価格操作者の利益が発生するため、前述の取引型相場操縦と異なり、利益獲得の困難さは乏しい<sup>126)</sup>。そのため、公開市場における契約型相場操縦は自重されるとは限らないのである。公開市場における契約型相場操縦が生じうる例として、①取締役等に株価連動型報酬を与える場合や②店頭市場で行われるトータル・リターン・スワップなどのデリバティブ取引の場合が指摘されている<sup>127)</sup>。とりわけ、デリバティブ取引に関連する公開市場における契約型相場操縦は、デリバティブ市場の発展に伴い、詐欺的行為を随伴しなくとも、巨額の利益を得る可能性があることが指摘されている<sup>128)</sup>。このように、公開市場における相場操縦においては、契約型相場操

---

125) 同上 103 頁。

126) 同上 102 頁。

127) 同上 103 頁。本文①の例として、Multer・前掲注 (18) 103 頁は、取引量の少ない公開会社が当該会社の役員に対して、現在 24.15 ドルの株価が 25 ドルに達すれば、500 万ドルのボーナスを受け取ることを内容とする株価連動型報酬契約を締結する事例を挙げている。当該役員が公開市場で株価が 25 ドルに達するまで当該株式を買い進み、ボーナスを受け取り、且つ、購入により保有した株式を市場で売却した場合、当該役員は、取引費用や価格変動のために、損失を被る (Multer・前掲注 (18) 103 頁)。しかし、当該役員は、上記の株価連動型報酬契約報酬により、保有有価証券の売却行為から生じる損失を相殺するに十分な規模の報酬を得る限り、利得することになる、とされる (Multer・前掲注 (18) 103 頁)。そして、本文②のデリバティブ取引の場合については、取引の対象者が会社役員などに限定されないこと、レバレッジ効果があることから、本文①の場合よりも、相場操縦の危険性が高いことが指摘されている (Multer・前掲注 (18) 103 ~ 104 頁参照)。

128) Multer・前掲注 (18) 102 頁。

縦の防止という観点も含める必要があるのである。

## (b) 若干の考察

契約型相場操縦の禁止という視点から、上記 (1) で概観した判例法理について考察することとする。

詐欺禁止規定による相場操縦規制において、判例法理は、次のような適法行為と違法行為のメルクマールを明らかにした。それは、価格操作者によって、①不正確な情報が市場に注入されたか否か、又は、②需給関係に係る虚偽の印象が作出されたか否かを基準とするものである。このことは、10 条 (b) 項及び規則 10b-5 が詐欺禁止規定であることから、必然的に導き出されるように思われる。なぜなら、法的評価の対象となる行為に、何らかの詐欺的要素が含まれていなければ、詐欺禁止規定の埒外の行為となるからである。

問題は、①不正確な情報の市場への注入や②需給関係に係る虚偽の印象作出という要件の構成要素である。GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決や ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd. 事件判決のように、偽装取引のような客観的に識別可能な詐欺的行為を必須の要素とする見解も考えられる。この見解は、偽装取引がなされることにより、①不正確な情報の市場への注入や②需給関係に係る虚偽の印象作出という要件が充足されるというのである。この見解によれば、偽装取引の有無により、適法行為と違法行為を容易に識別できるのである。もっとも、この見解によって規制できる行為は、偽装取引のような客観的に識別可能な詐欺的行為が伴う場合に限定されることになる。

他方、SEC v. Masri 事件判決のように、経済的に正当な根拠がないにもかかわらず、特定の有価証券の価格に人為的な影響を与える意図で公開市場における取引を行うことは、相場操縦を構成すると解する見解もある。この見解は、価格を変動させることが取引の唯一の目的であることにより、①不正確な情報の市場への注入や②需給関係に係る虚偽の印象作出という要件が充足されると

いうのである。この見解を敷衍すると、SEC v. Kwak 事件判決のように、ある有価証券の価格を変動させる目的で当該有価証券を買付ける行為自体が、当該取引について「適法な経済的動機」を有しているという虚偽のシグナルを発することになるため、当該取引により不正確な情報を市場に注入していると評価できる。

偽装取引のような客観的指標を要件とすることなく公開市場における相場操縦を禁止する見解に対しては、適法行為と違法行為の明確な境界を定めることができないため、市場における価格形成機能を阻害するという批判がある<sup>129)</sup>。これは、適法行為と違法行為を区別する明確な基準がないため、相場操縦規制による取引の委縮効果が発生し、市場の流動性を低下させるという批判として捉えることができる。

まず、SEC v. Masri 事件判決も、経済的に正当な根拠がある場合には、公開市場における相場操縦の成立を否定している。このような除外事由を当事者のどちらが証明するべきかという問題は残るが、規制範囲が無用に拡大することは防止できる<sup>130)</sup>。経済的に正当な根拠があることを相場操縦規制の適用除外事由とすることにより、取引の委縮効果もある程度予防できると思われる。次に、契約型相場操縦の場合には、問題となる市場での取引以外に、価格を操作することにより利益を得ることができる客観的な事情（例えば、終値と連動する報酬制度や、ストック・オプションが付与された事実など）が存在する。

---

129) MARKHAM・前掲注(18) 387頁。

130) 通常の経済活動の一環で行われる証券取引と違法な相場操縦の限界を画する方法は規制類型に依存する。そのため、アメリカ法以外の規制類型を検討することも重要である。アメリカ型の相場操縦規制とヨーロッパ型の相場操縦規制を比較検討する文献として、藤田友敬「相場操縦の規制」『金融商品取引法研究会研究記録』第43号（日本証券経済研究所、2013年8月）を参照。また、ヨーロッパの相場操縦規制の概要については、拙稿「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）を参照。

このような客観的な事情を加味すれば、公開市場における相場操縦規制による取引の委縮効果は抑制できるものと思われる。

以上を要約すると、次のようになる。詐欺禁止規定によって相場操縦を規制するためには、相場操縦に何らかの詐欺的要素が含まれていることが必要となる。アメリカの判例法理は、①不正確な情報が市場に注入されたことや②需給関係に係る虚偽の印象を作出したことを、上記の詐欺的要素として位置付けている。また、価格を変動させる動機を有して取引を行うこと自体、「適法な経済的動機を有している」という不正確な情報を市場に注入することになると解している。公開市場における相場操縦の行為者は価格に影響を与えるために公開市場における取引を行っていることから、公開市場における相場操縦は「適法な経済的動機を有している」という不正確な情報を市場に注入するという意味で、詐欺的要素を伴うことになる。

### (3) 日本法への示唆

金商法 157 条 1 号は、何人に対しても「有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること」を禁止している。本条の「不正の手段」が詐欺的行為に限定される否かという点について、見解が分かれている<sup>131)</sup>。判例（最決昭和 40 年 5 月 25 日裁判集刑 155 号 831 頁）は、「『不正の手段』とは、有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいう」としている。本条の「不正」について、判例のように有価証券に関する社会通念上不正と認められる一切の手段と解した場合、「不正」の概念が、証券取引に関する詐欺的行為を包含することになる。「不正」の概念が証券取引に関する詐欺的行為を包含することから、金商法 157 条は、詐欺禁止規定としての役割も担うことになる。そうであるなら、

---

131) 各学説の詳細については、黒沼悦郎＝太田洋編著『論点体系 金融商品取引法 2』（第一法規、平成 26 年）361 頁以下〔久保田安彦〕を参照。

相場操縦の詐欺的要素を捉えることにより、金商法 157 条による相場操縦の規制も可能となる。詐欺的要素に着眼して公開市場における相場操縦を規制するためには、公開市場における相場操縦について、何らかの詐欺的要素が含まれていることが必要となる。

母法であるアメリカ法における判例法理によれば、価格操作行為によって、①不正確な情報が市場に注入されたことや②需給関係に係る虚偽の印象が作出されたことは、詐欺禁止規定における詐欺的行為に該当する。日本法における証券取引に係る「詐欺」概念も母法と同様に解釈できるのであれば、アメリカの判例法理が参考とすることができる。ある有価証券の価格を変動させる取引によって、①不正確な情報の市場への注入や②需給関係に係る虚偽の印象作出がなされていると評価できる場合には、当該取引は、証券取引に係る詐欺的要素を構成するため、金商法 157 条 1 号の「不正の手段」に該当することになる。

また、アメリカの判例法理においては、ある有価証券の価格を変動させる目的で当該有価証券を取引する行為自体が、当該取引について「適法な経済的動機」を有しているという虚偽のシグナルを発すると解する裁判例がある。このことを前提とするならば、価格を変動させる動機を有して取引を行うこと自体、「適法な経済的動機を有している」という不正確な情報を市場に注入することになると解することも可能である。このような行為も、証券取引に係る詐欺的要素を構成することから、金商法 157 条 1 号の「不正の手段」に該当することになる。換言すれば、ある有価証券の価格を変動させる目的で当該有価証券を取引する行為自体が、当該取引について「適法な経済的動機」を有しているという虚偽のシグナルを発することとなるため、当該取引により不正確な情報を市場に注入していると評価することにより、公開市場における相場操縦も金商法 157 条 1 号の「不正の手段」に該当する、と解することが可能となるのである。

上記のような解釈は、適法行為と違法行為の区別があいまいになり、取引を委縮させ、市場の流動性を低下させる危険性はある。少なくとも、契約型相場操縦の場合には、問題となる市場での取引以外に、価格を操作することにより

利益を得ることができる客観的な事情（例えば、終値と連動する報酬制度や、ストック・オプションが付与された事実など）が存在する。このような客観的な事情を加味すれば、金商法 157 条 1 号に基づく公開市場における相場操縦規制による取引の委縮効果は抑制できるものと思われる。

#### 4. むすび

詐欺禁止規定によって相場操縦を規制するためには、相場操縦に何らかの詐欺的要素が含まれていることが必要となる。アメリカの判例法理は、①不正確な情報が市場に注入されたことや②需給関係に係る虚偽の印象を作出したことを、上記の詐欺的要素として位置付けている。そして、価格を変動させる動機を有して取引を行うこと自体、「適法な経済的動機を有している」という不正確な情報を市場に注入することになると解することも可能である。公開市場における相場操縦の行為者は、価格に影響を与えるために公開市場における取引を行っている。そうであるなら、公開市場における相場操縦も、「適法な経済的動機を有している」という不正確な情報を市場に注入するという意味で、詐欺的要素を伴うことになる。

我が国の金商法 157 条は、詐欺禁止規定としての役割を担っている。詐欺禁止規定によって相場操縦を規制するためには、母法のアメリカ法と同様に、相場操縦に何らかの詐欺的要素が含まれていることが必要となる。公開市場における相場操縦の法的性質をアメリカの判例法理と同様に解し得るならば、公開市場における相場操縦は我が国の金商法 157 条 1 号における「不正の手段」に該当する、と解釈することも可能である。このように、「不正の手段」（金商法 157 条 1 号）の概念は、公開市場における相場操縦を包摂し得るのである。

ところで、金商法 158 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デリバティブ取引等のため、又は有価証券等（有価証券若しくはオプション又はデリバティブ取引に係る金融商品（有価証券を除

く。)若しくは金融指標をいう。・・・中略・・・)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。本稿で検討した公開市場における相場操縦が、本条で定める「偽計」に該当するのか、ということも問題となり得る。仮に、公開市場における相場操縦が金商法 158 条の「偽計」に該当する場合には、相場操縦規制における金商法 157 条と 158 条の関係性も検討する必要がある。市場の公正な価格形成機能の確保という視点から、これらの問題を検討すべきであると思われる。これが今後の課題である。

【2015 年 2 月 5 日脱稿】