

# 日本における相場操縦規制の現状と課題

## The Present Situation and the Problem of Market Manipulation Regulation in Japan

千代島 道生\*

### 要約

わが国における三大証券不正行為において、もっとも悪質で巧妙な行為として証券犯罪の中核を形成している相場操縦に関し、今後の相場操縦規制における立法論的な提案を行なった。

第1章では、相場操縦の違法性、相場操縦規制に関する現行法、問題の所在および米国の現状等を概観している。相場操縦の違法性については、金融商品取引法1条（目的）に焦点を当て、その根拠を明らかにしようとした。金融商品取引法159条と157条1号との関係については、157条1号の適用可能性について考察し、課徴金制度に関しては、憲法31条の罪刑法定主義、同法39条後段の二重処罰の禁止の観点により、その概要等を考察している。最後に、問題の所在では、変動操作事件として藤田観光株事件、安定操作事件として協同飼料株事件、損害賠償責任が問われた三菱地所株事件を取り上げ、相場操縦罪の保護法益、相場操縦罪の構成要件、および損害賠償責任追及の困難性について言及している。

第2章では、わが国における相場操縦規制に関する立法論的提案を行った。相場操縦者に対する立法論的検討課題として、課徴金額水準の引き上げと刑事規制の強化の2点を提案している。つぎに、損害賠償責任に対する立法論的検討課題として、損害賠償責任に対する立証責任転換の明文化とクラス・アクション制度の導入の2点を提案している。最後に、159条の適用が困難であるため、金融商品取引法157条1号の積極的活用を提案している。

### 【目次】

はじめに

#### 第1章 日本における相場操縦規制

##### 第1節 相場操縦の違法性

- 1-1 証券市場の公正性および健全性に対する侵害
- 1-2 金融商品等の公正な価格形成に対する侵害
- 1-3 投資者保護に対する侵害

##### 第2節 現行法の概観

- 2-1 相場操縦禁止規定
- 2-2 金融商品取引法159条、157条1号
- 2-3 損害賠償責任規定
- 2-4 課徴金制度

\* ビジネス法務博士後期課程院生。

### 第3節 問題の所在

#### 3-1 相場操縦罪の保護法益

#### 3-2 相場操縦罪の構成要件

##### 3-2-1 誘因目的と変動取引

##### 3-2-2 適法取引と違法取引

#### 3-3 損害賠償責任追及の困難性

### 第4節 米国の現状

## 第2章 相場操縦規制に関する提案

### 第1節 相場操縦者に対する立法論的検討

#### 1-1 課徴金額水準の引き上げ

#### 1-2 刑事規制の強化

### 第2節 損害賠償責任に対する立法論的検討

#### 2-1 損害賠償責任に対する立証責任転換の明文化

#### 2-2 クラス・アクション制度の導入

### 第3節 金融商品取引法157条1号の積極的活用

おわりに

## はじめに

わが国における三大証券不正行為といわれる相場操縦、インサイダー取引および損失補填の中で、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）159条で規制する相場操縦<sup>1)</sup>は、もっとも悪質で巧妙な行為として証券犯罪<sup>2)</sup>の中核を形成しており<sup>3)</sup>、金商法が規制する犯罪類型行為において、もっとも重い刑事罰が科され、10年以下の懲役もしくは1000万円以下の罰金、または併科となっている（金商法197条1項、1項5号）。また、法人は7億円以下の罰金となっている（金商法207条1項、1項1号）。

わが国における相場操縦に関する裁判例において、金商法159条（改正証券取引法159条、証券取引法125条）における刑事訴訟法上の有罪判決は、東京時計製造株事件、日本熱学株事件、日本鍛工株事件、藤田観光株事件、協同飼料株事件を含めて20件と少ない<sup>4)</sup>。これらの事件は、相場操縦罪の構成要件が完備していたので訴追の対象になっただけであり、相場操縦としては氷山の一角であると考えている。

つぎに、損害賠償責任が問題となった民事事件としては、三菱地所株事件だけである。証券市場の歴史において、多くの相場操縦が行われてきたであろうことは疑いのないところ

1) 相場操縦罪は、証券取引法分野においてもっとも悪質な古典的証券犯罪として位置づけられている。

神山敏雄『日本の証券犯罪』2頁（日本評論社、初版、1999）。

2) 中山研一ほか『経済刑法入門』155頁（成文堂、1999）。

3) 中山ほか・前掲注（2）156頁。

4) 証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」（2011年3月31日現在）。神田秀樹ほか『金商法実務ケースブックⅠ判例編』322～363頁（商事法務、2008）。

ろであるが、相場操縦の立証の問題もあり、現実問題として、相場操縦であるかどうかを見極めることは非常に困難なことである。とりわけ、民事事件は、刑事事件以上に相場操縦の立証が困難といわざるを得ない。相場操縦に対しては、金商法160条に損害賠償責任規定が置かれているが、相場操縦者に対して損害賠償の請求が認められた事例はなく、金商法160条はまったく機能していないといわざるを得ない<sup>5)</sup>。

そこで、相場操縦の実態を考察することにより、相場操縦に関する問題点を洗い出し、今後の相場操縦規制について立法論的な提案を行なおうとするものである。

## 第1章 日本における相場操縦規制

わが国における証券取引に関して、反社会性および公益を害する行為として規制を要するものについては、金商法においておおむね網羅的に規定が設けられている（金商法157条、158条、159条）。

金商法159条の前身である証券取引法（以下、「証取法」という。）125条は、1948年に1934年連邦証券取引所法（以下、「1934年法」という。Securities and Exchange Act of 1934）を継受し制定されたものである<sup>6)</sup>。同じ証券市場でも、取引ルールが支配する米国の証券市場と、わが国とでは、相場操縦事件の発生頻度、相場操縦に対する意識、関係機関等によるコントロールのあり方、相場操縦禁止規定の現実的役割等もおのずから異なってくるとの指摘がなされている<sup>7)</sup>。流通市場としての機能と価格形成市場としての機能を有している証券市場の機能が十全に達成され、投資者が保護されるためには、常に人為的に操作されない自由にして公開の市場でなければならないことはいうまでもない。そして、証券価格は自由な需要と供給により形成されなければならない<sup>8)</sup>、人為的になされる相場操縦は、投資者に対して証券取引が繁盛に行われていると誤解を与える行為であり、やってはならない行為である。以上の通り、相場操縦規制の目的は、証券市場において、需要と供給の自然な均衡を阻害する要素を取り除くことであるといえよう<sup>9)</sup>。

ところで、わが国における証券市場は、従前より、相場操縦の影響を受けやすい環境にあるとの指摘がなされていた。その理由としては、①公開会社間、金融機関および公開会社間の安定株主政策の結果、流通する株式供給量が少ないこと、②大手証券会社および系

5) 相場操縦を原因とする損害賠償請求訴訟がなされたのは三菱地所株事件（東京地裁昭和56年4月27日判決）のみであるが、相場操縦の具体的態様を立証していないとして損害賠償請求は棄却されている。

6) 神山敏雄「株価操作（相場操縦）罪及び相場変動目的の風説流布罪についての考察」判例時報1635号19頁（1998）。1934年法は、流通市場の不正取引行為を規制し、相場操縦行為の禁止規定をそれぞれ明文化している。

7) 神山・前掲注（6）19頁。

8) 神崎克郎「相場操縦の規制〔上〕」商事法務477号190頁（1969）。

9) 今川嘉文『相場操縦規制の法理』37頁、65頁（信山社、初版、2001）。

列証券会社が証券市場に対する価格形成支配力を有していることがあげられている<sup>10)</sup>。

そこで、わが国における相場操縦の違法性、相場操縦規制に関する現行法、問題の所在および米国の現状等を概観することとする。

## 第1節 相場操縦の違法性

相場操縦 (Market Manipulation) とは、自由競争原理により、正常な需要と供給の関係に基づき形成されるべき証券相場<sup>11)</sup>に、人為的な操作を加え、これを変動させる行為である<sup>12)</sup>。したがって、相場操縦は、証券市場に対して、投資者の信頼を裏切る強い悪性があることは疑いの余地はなく、厳しい刑事規制が必要なことは当然なことであろう。

相場操縦は、大別して偽装取引と現実取引があるが、一番問題になっているのが現実取引である。現実取引を、どこまで非合法的な不正行為であるとするかは極めて困難なことである<sup>13)</sup>。また、相場操縦に関して、相場操縦は、証券市場におけるもっとも重要な規制課題であり、相場操縦の摘発状況および相場操縦に対する規制哲学は、その国の資本主義および市場経済の成熟度を示すものであるとの厳しい見解が存在している<sup>14)</sup>。

金商法は、規制する犯罪類型行為において、証券価格を騰落させる証券取引のすべてを禁止しているのではない (安定操作<sup>15)</sup> は一定の条件のもとで承認されている)。もっとも重い刑事罰を科し、相場操縦を禁止する必要性はどこにあるのであろうか。ここで、金商法1号 (目的)<sup>16)</sup> を概観しながら、相場操縦の違法性の根拠を明らかにすることとする。

### 1-1 証券市場の公正性および健全性に対する侵害

証券市場にもっとも強く求められることは、証券市場の公正性および健全性の確保であろう。英国および米国においては、証券市場のことを「自由・公開の公共市場」(free and open public market) と表現している<sup>17)</sup>。証券取引は、構造的にも相場操縦が起り得る環境下にあり、とりわけ、証券取引所取引は非個人的な集団取引であり<sup>18)</sup>、これら

10) 今川・前掲注(9) 1頁。

11) 証券相場とは、社会通念上、当該銘柄に対する需給の動向が客観的に反映され、一般投資者が、それに基づいて投資判断を行っているような価格等を指すものである。河本一郎＝関要『逐条解説 証券取引法』1273頁(商事法務、2008)。

12) 近藤光男ほか『証券取引法入門』264頁(商事法務、2003)。

13) 神山・前掲注(6) 19頁。

14) 加賀譲治『証券相場操縦規制論』2頁(成文堂、初版、2002)。

15) 安定操作は期間や価格を定め、安定操作を行う旨の開示が要求される。

16) 金商法1条(目的)は、「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」としている。

17) 加賀・前掲注(14) 1～2頁。

18) 大崎貞和「米国インサイダー取引規制の新展開 ―不正流用理論を認めたO'Hagan判決―」野村資本市場研究所資本市場クォーターリー〔夏号〕3頁(1997)。

の取引に紛れて相場操縦を行ったとしても、簡単に発見されることはないと考えている投資者も多いのではないだろうか。相場操縦は、明らかに証券市場に対しての背信的行為であり、断じて許すことができない行為であることはいうまでもないことである。かりに、相場操縦が横行すれば、相場の客観性は失われ、投資者の証券市場に対する信頼も著しく損なわれ、健全な投資者は証券市場から撤退することになり、最終的には証券市場として果たすべき機能を喪失することになる<sup>19)</sup>。このため、金商法159条により、相場操縦を厳重に禁止している。

1934年法の目的は、「投資者の保護」(to protect the investing public)、「自由・公開・公共の証券市場の促進」(to promote the free and open public securities markets)、および「証券市場における公正取引の確保」(to secure fair dealing in securities markets)であり<sup>20)</sup>、まさに公正かつ健全な証券市場の堅持を宣言している。証券市場で用いられるもっとも悪質で巧妙な相場操縦は、公正性かつ健全性であるべき証券市場を侵害する行為であり、ここに相場操縦罪の保護法益を見出すことができる。証券取引では、投資者の自己責任原則<sup>21)</sup>といわれるが、投資者の自己責任原則を徹底させるためにも、また証券市場の公正性および健全性を高めるためにも、証券市場の信頼性等は重要なことであり、すなわち「証券市場の公正性および健全性の確保」は当然のことである。

## 1-2 金融商品等の公正な価格形成に対しての侵害

相場操縦は、証券相場における自然な価格形成を侵害することに他ならない。したがって、相場操縦は、証券取引行為において詐欺的または不正行為であり、価格形成機能を阻害することであると指摘することができる。すなわち、自由な需要と供給に基づいて価格が形成されるべきであるにもかかわらず、人為的に価格が形成され、当該価格に基づいて投資判断がなされ需給関係が構築されるならば、価格形成機能ひいては資源の適正な配分が害されとの指摘である<sup>22)</sup>。また、相場操縦は、典型的な相場である公開市場における売買価格等を人為的に変動させることにより、有価証券の需給動向等について他の投資者に誤解を生ぜしめ、その売買取引を誘引することを目的として行われる作為的売買取引等のことであり、いわゆる証券相場のもつ客観性を悪用する行為であるとの指摘もなされている<sup>23)</sup>。一方で、このような指摘は、証券市場の経済的機能に着目したものであり、この経済的機能を法的にどの程度保護すべきかどうかは別問題であるとの厳しい指摘がある<sup>24)</sup>。

そもそも、相場操縦は強い悪性があるかといえば、相場操縦とは、すなわち株価操作そ

19) 証券法制研究会編『逐条解説証券取引法』705頁(商事法務、初版、1995)。

20) 加賀・前掲注(14)252頁。

21) 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』4頁(有斐閣、2008)。

22) 岸田雅雄『証券取引法』286頁(新世社、第2版、2004)。

23) 証券法制研究会編・前掲注(19)705頁。

24) 川村正幸編『金融商品取引法』549頁(中央経済社、2010)。

のものであり、詐欺的あるいは不正な人為的手段を用いることにより、株式の売買があたかも繁盛であるような状況を作り出し、有利な時点で株式を売出して莫大な不正な利益を得るからである。このことから、相場操縦は、投資者を侵害する詐欺行為にも匹敵するような悪質な証券犯罪といえよう<sup>25)</sup>。いうまでもなく、証券市場における証券取引は完全競争によりなされなければならない、この完全競争により形成された証券価格こそが公正な証券価格である<sup>26)</sup>。

### 1-3 投資者保護に対しての侵害

従前より、証券取引法を投資者保護の基本法とすべきであるとの主張がなされていた<sup>27)</sup>。わが国の金商法上の課徴金制度モデルの一つである米国連邦証券規制における民事制裁金（Civil Penalties）は、従前はわが国と同様に国庫に納付されていたが、サーベンス・オクスリー法による改正において<sup>28)</sup>、この民事制裁金は吐出基金に加えて、被害者に分配ができるようになった<sup>29)</sup>。このように、米国においては、明らかに投資者保護重視の姿勢が鮮明になってきている。

わが国の証券市場においても、公正かつ透明な価格形成の確保ができないということになれば、金商法1号（目的）の意図とするところの投資者保護を侵害することにもなりかねない。相場操縦行為が行われている証券市場は、投資者の投資判断を誤らせ、ひいては不特定多数の投資者に対して不測の損害を与えることにもなる<sup>30)</sup>。投資者には、自己責任原則があることは当然のことであるが、この自己責任原則を主張するのであれば、証券市場の公正性および健全性の確保、そして適正な情報等に基づく公正かつ透明な価格形成の確保が前提でなければならない。これらの前提が確保されていなければ、投資者が保護されることは当然のことである<sup>31)</sup>。相場操縦罪の保護法益を考えた場合、金商法1条で規定している通り、投資者保護は重要なことである。

## 第2節 現行法の概観

相場操縦罪は、証券市場における仮装売買、馴合注文、変動操作、安定操作等によって行われる証券犯罪の一つであり<sup>32)</sup>、証取法制定時から相場操縦を禁止する規定が置かれていた（証取法125条）。主な法規制としては、個別規定としての金商法159条、一般規定（包括規定）として金商法157条1号（不正行為の禁止）があり、さらに、金商法159

25) 神山・前掲注（6）19頁。

26) 岸田・前掲注（22）286頁。

27) 黒沼悦郎「投資者保護のための法執行」商事法務1907号43頁（2010）。

28) 308条（投資者のための公正基金）（a）において規定。新外国証券関係法令集 アメリカ（I）サーベンス・オクスリー法61頁（日本証券経済研究所、初版、2007）。

29) 黒沼・前掲注（27）45頁。

30) 河本＝関・前掲注（11）1274頁。

31) 中山ほか・前掲注（2）157～158頁。

32) 中山ほか・前掲注（2）155頁。

条違反者に対する損害賠償責任規定（金商法160条）がある。

## 2-1 相場操縦禁止規定

金商法159条は、禁止される相場操縦の犯罪類型行為として、①仮装売買（金商法159条1項1～3号、9号）、②馴合注文（金商法159条1項4～8号、9号）、③変動操作「現実取引による相場操縦」（金商法159条2項1号）、④表示による相場操縦（金商法159条2項2号、3号）、⑤政令の定めるところに違反する相場の安定操作（金商法159条3項）を列挙している。①仮装売買と②馴合注文については、金商法159条1項が示す通り、取引が繁盛に行われていると他人に誤解を生じさせる目的をもっていることが要件とされている。③変動操作と④表示による相場操縦は、159条2項が示す通り、行為者が取引を誘引する目的をもっていることが要件とされている。また、一般規定として、金商法157条1号が存在している。そして、金商法159条違反者は、金商法160条に基づく民事責任および金商法197条（罰則規定）に基づく刑事責任を負うことになっている。とりわけ、金商法197条は、金商法が規制する犯罪類型行為の中でもっとも重い刑事罰を科し、金商法157条、158条（風説の流布、偽計、暴行または脅迫の禁止規定）、159条の違反者はその対象となっている。また、裁判所は、金商法192条（裁判所の禁止または停止命令）1項に基づき、内閣総理大臣または内閣総理大臣および財務大臣の申立てにより、行為者に対し相場操縦行為の禁止または停止を命じることができる。

## 2-2 金融商品取引法159条、157条1号

金商法は、不正行為を処罰する相場操縦罪のような犯罪類型行為に加えて、詐欺的な不正行為を包括的に処罰する一般規定として157条1号を置いている。相場操縦は、詐欺的な証券取引として考えられ、金商法157条1号に違反する余地があるとされているが、わが国においては、厳格な罪刑法定主義があり、構成要件が不明確な金商法157条1号を適用することは限界があるとされることから、相場操縦規制を金商法157条1号に任せることは必ずしも適切なことではないとされている<sup>33)</sup>。ただし、金商法159条には該当しないが、悪性の強い相場操縦は、金商法157条1号を適用することも可能であると考えられている<sup>34)</sup>。金商法157条1号が、相場操縦罪に適用されてこなかったのは、金商法157条1号が禁じる「不正の手段」の違法行為がどのようなものかが具体的に明示されていなかったとことが大きく関係している。金商法157条1号が一般的詐欺禁止規定である点では異論はないが、その意義については、判例・学説において見解が分かれている。

金商法157条1号は、広く有価証券の売買その他の取引等における「不正の手段、計画または技巧をすること」を禁止している。この解釈は、有価証券取引につき、他人を欺罔

33) 近藤ほか・前掲注（12）271頁。

34) 近藤ほか・前掲注（12）271頁。

して錯誤に陥れる態様の行為を行うことであり、社会通念上不公正と認められる一切の行為を含むものと解すべきであるとされている<sup>35)</sup>。したがって、金商法157条1号は、証券取引において、詐欺的行為を包括的に禁止することにより、証券取引の公正性を確保しようとする一般的詐欺禁止規定と理解されている<sup>36)</sup>。

しかしながら、相場操縦規制は金商法159条を軸に動いているのが実態である。証取法58条1号（現金商法157条1号）が適用された代表的事例として、那須硫黄礦業株式事件<sup>37)</sup>がある。この事件は、証取法58条1号の「不正の手段」の意義が問われたものであり、東京高裁は証取法58条1号の「不正の手段」の解釈につき、「取引所取引たると、店頭取引たるとを問わず、有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとし入れることによって、自ら、または他人の利益を計ろうとすることである」とし<sup>38)</sup>、これに対して、同事件の上告審である最高裁は、「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」と広く解釈している<sup>39)</sup>。両判決は、「不正の手段」の説明に違いはあるものの、証取法58条1号の意味は明らかであるとしている。したがって、何をすれば違法行為になるかを明らかにしているといえよう。

金商法157条1号は文面からも分かるように、不正行為を広く包括的に禁止するための一般規定であり、金商法159条は、より具体的に相場操縦に限定した個別規定である。したがって、相場操縦罪は、金商法159条の適用はもちろんのこと、金商法157条1号を適用することも可能であると考えている。

### 2-3 損害賠償責任規定

金商法160条では、相場操縦に関しての損害賠償責任を規定している。すなわち、金商法159条1項から3項までの規定に違反した場合には、違反者は、その違反行為の結果形成された証券相場によって損害を被った投資者に対して、その損害を賠償しなければならない責務を負うことになる。

相場操縦における損害賠償責任については、金商法159条の場合には、金商法に基づく賠償責任規定（金商法160条）があるが、金商法157条1号に違反する行為によって損害を受けたとされる投資者は、金商法上において直接損害賠償責任を追及することはできな

35) 河本＝関・前掲注（11）1264頁。

36) 河本＝関・前掲注（11）1264頁。

37) 当該事件は、被告人が、無価値に等しい判示会社の株式に市場性があるように見せかけるため、判示会社の株式2000株について、権利移転を目的としない偽装の取引をなさしめたとして、旧証取法58条1号（現金商法157条1号）に違反するとされた事案。本判決は、最高裁が旧証取法58条1号にいう「不正の手段」の意義をはじめ明らかにし、かつ、犯罪の構成要件として明確であるとして、その合憲性を認めたものである。当該事件は、旧証取法58条1号から現金商法157条1号に至るまで、当該規定に係る唯一の刑事事件である。神田ほか・前掲注（4）288～289頁。

38) 東京高判昭和38年7月10日判例タイムズ151号78頁。

39) 最三小法廷決定昭和40年5月25日最高裁判所裁判集刑事155号831頁。

いが、一般の不法行為による賠償責任規定（民法709条）に基づいて責任を追及できるとする学説が有力である<sup>40)</sup>。金商法160条は、民法709条の特則であるとの見解が通説である<sup>41)</sup>。この見解によれば、一般法と特別法の関係を認めるので、特別法に規定がなければ一般法に戻ることであり、原告にも過失があった場合には過失相殺の法理が適用される<sup>42)</sup>。具体的には、159条違反者は、その違反行為により形成された証券取引所金融商品市場等における有価証券の売買をし、またはその委託をした者が当該証券取引所金融商品市場等における有価証券の売買等または委託につき受けた損害を賠償する責任を負うとされる（金商法160条1項）。その賠償の請求権は、請求権者が規定に違反する行為があったことを知った時から1年間、または当該行為があった時から3年間、これを行わないときは、時効により消滅することになっている（金商法160条2項、民法709条による損害賠償においては、知った時から3年間行使しないとき、不法行為の時から20年間を経過したときには時効により消滅する「民法724条」）。

## 2-4 課徴金制度

課徴金制度の目的は、証券市場の公正性と健全性および投資者の信頼を害する違法行為を規制することであり、2004年の証取法改正により、行政上の措置（行政処分）として制度導入されている<sup>43)</sup>。改正前においては、不正取引規制は、刑事罰を中心としたエンフォースメント体系であったが、規制の実効性を確保し、違法行為の抑止力とするために、新たな行政上の措置として、金銭的な負担を課す制度としての課徴金制度が導入されている。課徴金制度が導入された背景としては、①市場阻害行為が生じるおそれがあるときに速やかな差し止めが規制当局によってなされる必要があること、②違法行為によって獲得された利益を違法行為者から剥奪する必要があること、③実効性のある抑止力としての制裁が用意されていなければならないこととされている<sup>44)</sup>。

また、課徴金制度は、刑事罰適用にあたって、憲法31条の罪刑法定主義<sup>45)</sup>における謙抑性・補充性<sup>46)</sup>に鑑み、刑事罰を科すほどに至らない程度の違反行為であっても、これ

40) 近藤ほか・前掲注（12）270頁。

41) 岡田大ほか「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説 ―課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し―」商事法務1705号50頁（2004）。

42) 川村編・前掲注（24）556頁。

43) 総合規制改革会議『規制改革の推進に関する第二次答申』の「証券取引分野における市場監視機能の強化等」（2002）、金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（2003）により、課徴金制度が導入されている。

44) 日野正晴『金融商品取引法』910～918頁（中央経済社、第2版、2009）。

45) 同条は、刑事法の全体に関する根本的ルールを定めた、極めて重要な規定である。同条は、刑事手続は法律によって規定されなければならないとし（法定手続の保障）、しかも、同条は、合衆国憲法修正5条の適正手続（デュー・プロセス）条項に由来するものであり、手続の内容が実質的に適正でなければならないこと（適正手続の保障）も要求されている。また、刑事の手続法ばかりでなく、刑事の実体法も法定されていること（罪刑法定主義の原則）を要求する趣旨であるとも解されている。井田良『講義刑法学・総論』3頁・32～33頁（有斐閣、初版、2008）。

46) 井田・前掲注（45）17～18頁。

を放置しないという観点からの行政上の措置であるといえる。課徴金制度の本質は、紛れもなく行政上の抑止目的であり、行政上の制裁であるといえる。ただし、制裁とはいうものの、過去の行為である反社会性・反道徳性に着目し、非難を加えることにより応報および予防を図ること<sup>47)</sup>を目的とする刑事罰とは異なり、あくまでも、行政目的を達成するために、規制の実効性を確保することを目的とするものである。従前より、学説は、刑事罰は道徳的非難を伴う制度であり、不当利得徴収のための行政上措置の課徴金制度とは制度の目的が異なるので、二重処罰には当たらないと説明がなされてきた<sup>48)</sup>。課徴金制度は、比較的簡易な手続により、摘発・制裁が可能であるため、軽微なケースを含めて多くの違法行為が摘発され、金商法としての規制の実効性が高まってきている。

導入当初の課徴金制度は、経済的利得相当額の剥奪を目的としていたが、その後の法改正による制度整備により法的性格は変化し、とりわけ2008年改正金商法により、この変化が明確になったといえる。すなわち、課徴金制度による抑止力に対する期待が、制度としての機能を重視した結果、課徴金額水準の引き上げとなった。このことは、課徴金と刑事罰が併存できることを示したものとされ、制裁としての法的性格を帯びた課徴金制度は、今後展開されていく可能性を導くとの指摘がなされている<sup>49)</sup>。ただし、課徴金額水準の引き上げが、今後も引き続き可能なのかどうかといえば、厳しい問題があることも事実である。すなわち、①経済的利得相当額、②非裁量性と制度運用の柔軟化、③立証水準の問題である。①については、金商法上の課徴金制度の法的性格は、規制の実効性を確保するという行政目的を達成するための金銭負担を課す行政上の措置であるため、課徴金額は違法行為抑止のための必要最小限度の水準とされ、経済的利得相当額が基準とされている。経済的利得相当額にされたのは、刑事罰との差別化を図ることを目的としたものである。ただし、経済的利得相当額の剥奪では違反行為の抑止にはならず、やり得感は歪めない。②については、課徴金額は、刑事罰のような情状酌量の余地が全く認められず、非裁量的で硬直的なものとして制度設計されている<sup>50)</sup>。このため、複雑な事案が発生すれば融通がきかない懸念がある。また、課徴金調査における証券取引等監視委員会（以下、「監視委」という。）の裁量が否定された結果、課徴金が課される事案の中には、極めて少額の課徴金賦課にとどまるものも少なくない<sup>51)</sup>。③については、手続保障の違いから生じる行政

47) 応報および予防とは、過去の犯罪を根拠とする応報的処罰を通じて、将来の犯罪予防を図ろうとするものである。井田・前掲注（45）8頁。

48) 松宮孝明「改正独占禁止法と二重処罰の禁止」神山敏雄先生古稀祝賀論文集86頁（成文堂、2006）。

49) 漆畑貴久「平成20年金融商品取引法改正における課徴金制度の見直しの意義と問題点」嘉悦大学研究論集52巻1号通巻95号48頁（2009）。

50) 証券取引等監視委員会事務局長の内藤純一氏（当時）は、2008年6月4日に行われた日本証券経済研究所での「金融商品取引法下の証券取引等監視委員会の活動」と題する講演において、課徴金制度においては、当局はできるだけ裁量というものを絞り込んだ規定になっていると述べ、自らの裁量権を事実上否定している。

51) 証券取引等監視委員会の貴重な人員・時間等が費やされる結果、監視委員会の調査能力が低下し、重点的に取り組むべき事案の調査解明に支障をきたしているとの指摘がある。木目田裕ほか「エンフ

審判と刑事裁判での立証水準の違いである。行政審判の立証水準は、一般的には民事裁判と同等のものであるとされているが、課徴金額水準が引き上げされていけば重罰化を意味することにもなり、刑事裁判に近い厳格な手続保障を要求されることへの懸念である。

課徴金制度は、証券市場における不正行為の排除に大いに期待できるものではあるが、証券市場においての不正行為に対する真の抑止力になるためには、やり得を許さない課徴金制度の制度設計の再検討は重要なことである。ここにおいて指摘しておきたいことは、課徴金制度そのものと、課徴金額水準の引き上げは別問題であるということである。

つぎに、相場操縦行為のうち、仮装売買、馴合注文および変動操作は、行政上の措置として課徴金制度が適用され、課徴金は国庫に納付しなければならないとされている（金商法174条「仮装売買・馴合注文」、174条の2「変動操作」、174条の3「安定操作」）。その他の相場操縦行為は課徴金の対象外となっており、このことは、証券犯罪に対しての違法行為を抑止するという課徴金制度の趣旨からは問題があるといえよう。刑事罰の適用が困難な状況からしても、課徴金の対象範囲を拡大していくことは重要なことであり、そうすることで課徴金制度の存在価値が高かまるものと考えている。

### 第3節 問題の所在

相場操縦の立証基準が必ずしも明確ではないこと、また、証券取引は構造的にも相場操縦が起り得る環境下にありながら、相場操縦規制が十分に機能していないことである。そのことが、相場操縦の摘発を困難なものにしているといえる。金商法上において、相場操縦罪の保護法益、相場操縦罪の構成要件、および損害賠償責任追及の困難性等の多岐にわたり問題が存在している。

#### 3-1 相場操縦罪の保護法益

そもそも、相場操縦罪の保護法益は、個人的法益に対する罪なのか、あるいは、社会的法益に対しての罪なのか、どちらであるのであろうか。従来は、証取法1条における目的から、「投資者の保護および国民経済の適切な運営」説と「投資者の保護」説の二つの対立する学説があった<sup>52)</sup>。さらに、商法および証取法研究者の多数説は「証券市場の公正性の確保」説であり、また、刑法研究者からのアプローチは「投資者の保護」説となっているようである<sup>53)</sup>。そこで、相場操縦を犯罪とすることによって保護される法益、また、相場操縦によって侵害される法益がどのようなものであるかを、金商法1条（目的）から考察することにする。金商法の究極的な立法目的は、「投資者の保護」と「国民経済の健全な発展」であることは異論がないところである。相場操縦が行われると、極めて不自然かつ異常な相場が形成されるので、はじめに証券市場における公正な証券価格の形成機能

オースメント 「刑事罰と課徴金」 商事法務1846号33頁（2008）。

52) 加賀・前掲注（14）156頁。

53) 加賀・前掲注（14）157頁。

が破壊される。つぎに、公正な価格形成が行われなくなると、証券価格は不安定な局面に入り、その間に証券取引をした投資者の中には損失を被る投資者が出てくることが想定され、結局、証券市場および投資者全般にわたり多大な影響を及ぼすことになる<sup>54)</sup>。

このように考えていくと、相場操縦の保護法益は、金商法1条が示す通り、「投資者の保護」をはじめ「国民経済の健全な発展」、「証券市場の公正性および健全性の確保」および「金融商品等の公正な価格形成を図る」の4つであると考えることができよう。しかしながら、相場操縦を犯罪とすることによって保護される利益は、究極的な立法目的である「投資者の保護」および「国民経済の健全な発展」が先にくるのではないものとする。第一義的には、「証券市場の公正性および健全性の確保」でなければならない。何故ならば、証券市場の公正性および健全性が確保されれば、確実に投資者の保護は図られることになるが、投資者の保護を強く掲げたからといって、必ずしも証券市場の公正性および健全性の確保に直結することにはならない<sup>55)</sup>。つぎに、金融商品等の公正な価格形成が図らなければならないことはいうまでもない。何故ならば、投資者には自己責任原則があり、どちらかといえば、証券市場は企業の資金調達という側面よりは、投資者の利得追求の側面が強いのが実態であり、この点からしても、「投資者の保護」を第一義的な目的とすることに対しては理解しがたいことである。「国民経済の健全な発展」は総論的な目的であり、具体性に欠けるといわざるを得ない。ただし、従前より、金商法の目的が「国民経済の健全な発展」と「投資者の保護」に資することであることから、「投資者の保護」の理念として、事実を知らないことによって被る損害からの保護および不正取引によって被る損害からの保護、この二つの点から投資者は保護されなければならないという理解が定着してきていることも事実である<sup>56)</sup>。

### 3-2 相場操縦罪の構成要件

現実取引による相場操縦罪の誘引目的に関する下級審レベルでの解釈は、必ずしも一致していなかった。金商法159条2項1号の相場操縦禁止規定は、自由かつ公正な証券市場を確保するための中心的な規定であるが、刑事規制としての構成要件の解釈についても様々な説が主張されている<sup>57)</sup>。現実取引による相場操縦罪の構成要件は極めて重要な問題であり、協同飼料株事件の最高裁決定<sup>58)</sup>では、相場操縦であるかどうかについては、誘引目的の要件のみで判断された。この最高裁決定により、構成要件について終止符がうたれ、一応の決着をみたとされている<sup>59)</sup>。その後、最高裁決定における誘引目的の解釈

54) 加賀・前掲注(14)249～250頁。

55) 加賀・前掲注(14)158頁。

56) 証券取引審議会報告書「株主構成の変化と資本市場のあり方について」(昭和51年5月11日)。

57) 黒川弘務「相場操縦罪(変動操作)における誘引目的および変動取引の意義」商事法務1342号8頁(1993)。

58) 最三小法廷決定平成6年7月20日最高裁判所刑事判例集48巻5号201頁。

59) 川崎友巳「証券犯罪に対する刑事規制の現状と課題」神山敏雄先生古稀祝賀論文集110頁(成文堂、

は、現実取引による相場操縦罪を扱った下級審レベルでの判決においても引用されており、すでに判例として確立しているといわれている<sup>60)</sup>。しかしながら、最高裁決定には、具体的に誘引目的の意義をどのように理解し、現実取引による相場操縦罪の成立範囲をどのように限定すべきであるか、判然としない点が残されている<sup>61)</sup>。金商法159条は、取引を誘引する目的をもって（同条2項柱書）、「何人も、有価証券売買等の取引を誘引する目的をもって、当該有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、相場を変動させるべき一連の有価証券売買等またはその申込み、委託等もしくは受託等をする事」（同条2項1号）を禁止している。すなわち、金商法159条2項1号は、相場操縦罪の構成要件として、誘引目的と変動取引を規定している。したがって、違法性が認定されるためには、変動取引という客観的要件に加え、誘引目的という主観的要件がそれぞれ必要不可欠であることが推認できる。

### 3-2-1 誘引目的と変動取引

現実取引による相場操縦罪に関して、主観的要件の誘引目的と客観的要件の変動取引の二つの要件の解釈、とりわけ誘引目的の解釈をめぐる学説上の対立が存在している。金商法159条2項1号は、別名変動操作罪とも呼ばれ、この変動操作罪が成立するためには、①誘引目的をもって、②変動させるべき行為が行われることが必要である。裁判例においても解釈に違いがみられ、協同飼料株事件第一審判決では、①証取法125条は自由公開の有価証券市場を確立するため、誘引目的を、「市場の実務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者を市場における売買取引に参加させる目的である」と解し、変動取引については、「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」と解している<sup>62)</sup>。

同事件控訴審判決では、変動取引を「相場を支配する意図をもってする取引」と述べ、第一審判決とは異なり、客観的要件である変動取引の解釈に、「支配する意図」という主観的要を加えている。誘引目的に関しては、「売買取引に第三者を誘い込む意図である」という解釈を示している<sup>63)</sup>。すなわち、変動取引要件に主観的意味を込め、行為の違法性を判断するうえで、誘引目的よりも変動取引を重視している。この点につき、藤田観光株事件の第一審において、「変動取引に主観的要素および客観的要素の二つを盛り込むことによって、行為に違法性を付与するものとして、主観的要素が要求されている趣旨をあ

2006)。

60) 川崎友巳「現実取引による相場操縦罪における誘引目的の意義」早稲田大学グローバルCOEプログラム《企業法制と法創造》総合研究所 季刊企業と法創造4巻2号172～173頁（2007）。

61) 川崎・前掲注（60）171頁。

62) 東京地判昭和59年7月31日判例時報1138号25頁。

63) 東京高判昭和63年7月26日判例時報1305号52頁。

いまいにするものである」と批判的である<sup>64)</sup>。

最高裁決定は、誘引目的とは、「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たものであると誤認させて、有価証券市場における売買取引に誘い込む目的」と解釈し、第一審判決と同様に、誘引目的の有無に違法性の判断基準を求めている。変動取引については、単に「相場を変動させる可能性のある売買取引」と述べるにとどめ、控訴審判決とは異なり、当該要件に行為者の主観的要素は求めている。すなわち、最高裁決定は、誘引目的をもって行う「相場を変動させる可能性のある売買取引」を相場操縦であると判示しており、誘引目的がない場合は変動操作罪に当たらないと解している<sup>65)</sup>。

この最高裁決定は相場操縦行為であることは認めたが、相場操縦の要件は誘引目的により判断をしており、控訴審東京高裁判決「有価証券市場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」を否定したのである。したがって、形の上では相場操縦のように見えても、証券市場における有価証券の売買を誘引する目的がなければ相場操縦とは認められないことになる。1976年5月11日の証券取引審議会報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」において、「証取法58条（金商法157条）および証取法125条（金商法159条）の適用にあたっては、違反行為の成立には売買取引の誘引等の『目的』の存在が必要とされており、これを事後的に立証することは非常に難しいので、これまで実際に適用されることはきわめてまれであった」と指摘され、誘引目的の立証の難しさが、これらの規定の適用が困難であるとされてきた大きな理由のひとつであることが示されていた<sup>66)</sup>。

その後、日本鍛工株事件等があり、この問題を立法的に解決する必要があるとの要請で、1992年1月20日に証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告では、協同飼料株事件の控訴審判決とはほぼ同内容となっている。学説では、誘引目的説（協同飼料株第一審判決、同事件最高裁決定）、変動操作説（協同飼料株事件控訴審判決）および人為的操作目的説（藤田観光株事件判決）が存在している<sup>67)</sup>。現時点では、誘引目的説が通説とされている<sup>68)</sup>。

### 3-2-2 適法取引と違法取引

仮装売買や馴合注文と違い、現実取引による適法取引と違法取引の違いを、区別する基準をどこに求めるかは至難の業である。實際上、有価証券の売買を行う場合、証券相場は間違いなく動くものである。すなわち、大量の買付を行えば相場は上場し、大量の売付を

64) 東京地裁平成5年5月19日判例タイムズ817号221頁。

65) 最三小法廷決定平成6年7月20日前掲注（58）201頁。

66) 河本＝大武・前掲注（21）323頁。

67) 加賀・前掲注（14）154頁。

68) 川崎・前掲注（59）110頁。

行えば相場は下落するのが一般的である。これらの売買が通常の投資活動として行われる場合には、規制の対象とはならない。そこで、金商法159条2項1号は、現実取引による相場操縦として禁止される行為に厳格な要件を加えている。概観してきた通り、主観的要件である誘引目的、客観的要件である変動取引がそれである。これらの要件は、適法取引と違法取引を区別するうえで重要な要件であるが、その解釈については、裁判例においても解釈の違いがあり、また、学説上においても解釈の対立がある。しかしながら、対立があるものの、その解決策は、誘引目的と変動取引に求めるしか道はないのではと料するところである。協同飼料株事件第一審判決において、変動取引の要件については特段の限定を加えず、誘引目的の要件について、「第三者の判断を誤らせて」という要素を取り込んだことは、適法取引と違法取引との区別を誘引目的の有無に求めたものと考えることができよう<sup>69)</sup>。従前の学説でも、変動取引の要件によっては適法取引と違法取引とを区別することができず、誘引目的こそが適法取引と違法取引を区別するための要件であると解されてきたようである<sup>70)</sup>。

このように、現実取引による相場操縦は、露見しにくいいため、相場操縦の手段としてもっとも頻繁に用いられている手口であるといわれているが<sup>71)</sup>、外観上、適法取引との峻別が困難である。したがって、現実取引による相場操縦は、誘引目的要件と変動目的要件を規定しているが、その立証は困難なものといえよう。

### 3-3 損害賠償責任追及の困難性

金商法160条において、相場操縦により損害を被った被害者（原告）が、相場操縦者に対し損害賠償請求する場合には、立証責任は被害者にあることである。立証責任の具体的なものとして、最初に、原告は被告が相場操縦を行なわれていた事実を立証しなければならないことである。現実的に、原告は被告を取調べ・証拠収集等により相場操縦を行なわれていた事実などを立証することは不可能なことである。刑事責任追及においても、立証することは容易なものではなく、ましてや、私人の原告が立証することなど至難の業である。三菱地所株事件はその典型的なものであり、私人の原告による立証の限界を感じさせる事件であったといえる。つぎに、相場操縦と損害との因果関係を立証しなければならないことである。証券取引は市場取引であり、証券取引の相手が誰であるかなど分かりようもない。市場取引において、相場操縦が原因となったことを立証することも至難の業である。最後に、原告が被った損害額を立証しなければならないことである。そのためには、まず相場操縦が行われたことで、証券相場の騰落があったことを立証しなければならない<sup>72)</sup>。しかしながら、証券価格は、当該会社の業績、資産、収益状況、当該株式の需

69) 黒川・前掲注(57) 9頁。

70) 藤田観光株事件第1審判決（東京地判平成5年5月19日判例タイムズ817号222頁）。

71) 黒沼悦郎『金融商品取引法入門』143頁（日本経済新聞出版社、第2版、2007）。

72) 加賀・前掲注(14) 263頁。

給関係、社会、経済、政治情勢など様々な要因が複雑に絡み合っ形成されるものである<sup>73)</sup>。このように、明確な相場操縦事件であれば、せめて相場操縦の事実だけは立証することができるかもしれないが、一般的に投資者が相場操縦の事実を立証することは、ほとんど不可能であるといわざるをえない<sup>74)</sup>。ましてや、相場操縦と損害との因果関係および被害者が被った損害額については、証券市場における証券取引の特性および複雑性からしてその立証は不可能なことである。金商法160条2項は、損害賠償の請求権は、請求権者が相場操縦行為を知ってから1年間、または相場操縦行為から3年間という短期消滅時効の下に置かれている。他方、民法724条は、不法行為による損害賠償請求権が、損害または加害者を知ってから3年間、不法行為から20年間という消滅時効を定めている。金商法160条2項は、民法724条よりも、民事責任を追及できる時効期間を短縮している。この点では、本来、損害賠償請求について金商法的な配慮をして緩和するという制度趣旨から、著しく矛盾しているように考えられる。そもそも、民法の不法行為の規定があるにもかかわらず、わざわざ金商法上に損害賠償責任規定を置いたのは、証券市場または証券取引の特性および複雑性を考慮し、かつ一般投資者が置かれている状況に配慮したからでではなかったのか<sup>75)</sup>。

前述の通り、証券価格は、複合的な要因により常に変動しながら形成されており、そのような状況の中で、一般投資者は、証券発行会社、機関投資者などの市場参加者に比べて、専門的な知識も乏しく、損害を被る危険性が非常に高いものである<sup>76)</sup>。したがって、このような配慮をして、金商法上に損害賠償責任規定を置いたにもかかわらず、立証の困難性を解決することなく損害賠償責任規定を無機能化させているようでは、損害賠償責任規定を立法化した意義はないといわざるをえない<sup>77)</sup>。

証取法時代の不実開示書類に関しての損害賠償責任規定の見直し時において（2004年12月施行）、当局の立案担当者の実態調査でも、損害賠償責任規定がほとんど利用されていないことが判明している<sup>78)</sup>。このよう状況であるため、当局も、民事手続による被害者の救済を通じて、不実開示を抑止するという法の趣旨が実現されていないと指摘している<sup>79)</sup>。

通説的見解によれば、金商法160条は民法709条の特則と解されている<sup>80)</sup>。前述の通り、金商法160条2項は、請求権の短期消滅時効という点においては不利な特則といえよう。これに対し、前述の通り、証券市場または証券取引の特性および複雑性を考慮し、か

73) 東京地判昭和56年4月27日判例時報1020号129頁。

74) 田中誠二＝堀口亘『コンメンタル 証券取引法』959頁（勁草書房、再全訂、1996）。

75) 加賀・前掲注（14）262頁。

76) 加賀・前掲注（14）264頁。

77) 加賀・前掲注（14）264頁。

78) 岡田ほか・前掲注（41）50頁。石塚洋之ほか「不適切開示をめぐる株価の下落と損害賠償責任〔上〕」商事法務1906号7頁〔石塚発言〕（2010）。

79) 岡田ほか・前掲注（41）50頁。

80) 岡田ほか・前掲注（41）50頁。

つ一般投資者の置かれた条件に配慮したからであるとの見解も存在している。相場操縦罪は、金商法157条、158条と刑事罰は同様であるが、金商法159条違反については損害賠償責任規定（金商法160条）が用意されているが、157条、158条違反者には損害賠償責任規定がない。現実的には、一般投資者が、損害賠償請求により経済的損失を回復することは、相場操縦の事実の立証、相場操縦と損害との因果関係の立証、および損害額の立証観点からして困難なことである。したがって、金商法160条の実効性については疑問が残ることである。また、損害額の算定方法をどうするのか。現実的には、被害者は因果関係や損害額についての立証ができなければ損害賠償責任を追及することはできない。このように、金商法160条に損害賠償責任規定を設けているものの、立証の困難性を含んだ損害賠償責任規定を立法化した意味はどこにあるのだろうか。このような規定では、金商法159条を使用することなどできない。このような状況から、投資者が159条による損害賠償責任の提訴をすることは考えにくいといわざるをえない。

最後に、金商法159条違反行為の被害者と金商法160条に基づいて請求する原告とが一致しない点についても検討の余地があろう。すなわち、金商法159条違反行為により著しく高い価格を形成していた株式を相続した場合に相続税を納めた者である。株価の高さのために高額の相続税支払いを強いられたのであれば、当該納税者は金商法159条違反行為の被害者に数えられよう。しかしながら、当該納税者は有価証券の売買や委託を行っていない。そのため、金商法160条に基づく提訴はできない。可能なことは、民法709条に基づいて金商法159条違反行為者に損害賠償を請求することだけである<sup>81)</sup>。

何れにしても、相場操縦者に対して損害賠償責任を請求する訴訟が1件もないということは異常といわざるをえない。

#### 第4節 米国の現状

米国においては、相場操縦に関して、刑事、民事、行政処分を駆使し総合的に規制を強化してきた。そして、その相場操縦規制の淵源を辿ると、19世紀初頭の英国の判例にまで遡るといわれている<sup>82)</sup>。成文法としての米国における相場操縦は、1934年法に禁止規定を置き、具体的な禁止規定条項は、9条（a）項、10条（b）項、13条（e）項、14条（e）項、15条（c）項である。1934年法9条（a）項では、相場操縦行為を、①仮装売買・馴合注文（1号）、②現実取引（2号）、③風説の流布（3号・5号）、④虚偽表示（4号）、安定操作（6号）に分けたうえで、いかなる者も、直接または間接に、郵便、州際通商の方法および手段または国法証券取引所の施設を利用して、国法証券取引所に上場されている証券について一定の相場操縦行為を行うことを違法とし、上場証券を相場操縦規制の対象としている<sup>83)</sup>。そして、1934年法9条（a）項は、国法証券取引所に上場

81) 川村編・前掲注（24）555頁。

82) 加賀・前掲注（14）はしがき1頁。

83) Louis Loss 著・日本証券経済研究所／証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』1048頁（商事法

している証券に関して、仮装売買および馴合注文という偽装取引による相場操縦（１号）、現実取引による相場操縦（２号）、虚偽表示による相場操縦（４号）、風説の流布による相場操縦（３号、５号）、およびSECが定める規則に違反する安定操作（６号）を禁止している。わが国の金商法159条に相当する1934年法９条（ａ）項では、誘引目的および変動取引を要件として規定していない<sup>84)</sup>。

わが国の金商法の前身である証取法は、米国の1933年証券法（以下、「1933年法」という。）と1934年法を継受し、相場操縦の定義について明確にしている。しかしながら、米国における成文法においては、相場操縦に関しての定義はない。また、連邦最高裁判所も、相場操縦の当否についての明確な判断基準や定義を示しておらず、いくつかの判決において言及したものが存在している程度である<sup>85)</sup>。米国においても、相場操縦の違法性の本質を、証券市場における価格決定のプロセスに人為的に介入することにより、証券市場の公正性および健全性を損なう点に求めることができるとされている<sup>86)</sup>。相場操縦を具体的に規定しているのは1934年法９条（ａ）項であるが、1934年法10条（ｂ）項および連邦証券取引委員会（以下、「SEC」という。）規則10b-5においても、相場操縦を含む証券詐欺を包括的に禁止し、違反者には刑事罰を科す旨規定がなされている。1934年法10条（ｂ）項およびSEC規則10b-5は、証券詐欺罪の成立要件として、特別な主観的犯罪成立要件を要求していない。1976年Charanay事件判決において、第９巡回区控訴裁判所は、SEC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はないと判示している<sup>87)</sup>。このことから、1934年法９条（ａ）項よりも、SEC規則10b-5が緩やかな要件であるため、違反が容易に認められることが推測できる。したがって、実際の事案処理にあたっては、相場操縦を直接規制した1934年法９条（ａ）項というより、1934年法10条（ｂ）項およびSEC規則10b-5に基づいて、相場操縦の刑事責任が追及されることが多いようである<sup>88)</sup>。1934年法10条（ｂ）項は、包括的な詐欺禁止規定であるため、厳格な要件を規定している1934年法９条（ａ）項とは違い、要件が明確ではないことから活用されるようになったといわれている<sup>89)</sup>。

つぎに、1934年法９条（ｅ）項は、相場操縦行為によって影響を受けた価格で上場証券を購入または売却した者は、その被った損害の賠償を相場操縦行為者に請求できるとし

---

務、初版、1989）。この中で、1934年法９条（ａ）項（２）号の目的は、SECが「まさに同法〔34年法〕の核心」と呼んだものは、「プール」操作ばかりでなく、「ある証券にみられる動きが騒気楼ではなく、本物の需要の反映であることを大衆に説得するために用いられるすべてのその他の策略」を違法とすることであるとされている。

84) 今川・前掲注（９）13頁。

85) 川崎・前掲注（60）174頁。

86) 川崎・前掲注（60）174頁。

87) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』96頁（弘文堂、第2版、2004）。

88) 近藤・前掲注（12）271頁。

89) 今川・前掲注（９）45頁。

ている。しかしながら、1934年法9条（e）項に基づく損害賠償責任は、提訴期限が違反行為の発見から1年、違反行為から3年と短く、被告の故意の立証を要すること、および訴訟費用の担保が求められることがあることから、SEC規則10b-5による場合よりも原告に不利であり、ほとんど用いられていないようである<sup>90)</sup>。

## 第2章 相場操縦規制に関する提案

相場操縦の防止対策として、従前以上に、金融商品取引の監視機関である監視委（金融庁設置法8条）<sup>91)</sup>の監視体制の強化が強く求められるところである。さらに、自主規制機関としての証券取引所、日本証券業協会、金融商品取引業者等においても同様である。英米においては、19世紀初頭から相場操縦の摘発が行われ、200年にわたっての相場操縦規制の歴史があり、とりわけ、米国においては、SECが相場操縦を厳重に規制しており、関係者からの事情聴取等により相場操縦の発生を抑え、初期の段階で消し止めてきた長い実績がある<sup>92)</sup>。わが国における歴史は僅か60数年程度（昭和23年制定）であるが、その監視体制を支える法規制のあり方および金商法1条（目的）の実現のためにも、以下の検討を提案したい。

### 第1節 相場操縦者に対する立法論的検討

相場操縦者の違反行為に対する抑止力として、以下の2点につき、立法論的検討が必要と考えている。

#### 1-1 課徴金額水準の引き上げ

行政処分として課徴金制度の見直しである。すなわち、相場操縦者に対する課徴金額水準の引き上げである。課徴金額水準の引き上げは、行政処分の重罰化が進むことを意味する。重罰化が進むことになっていけば、二重処罰の問題が懸念されることになり、そのようになれば行政処分としての課徴金額水準に限界が生じてくるものと考えられる。しかしながら、経済的利得相当額では抑止力としては不十分であり、また、相場操縦者のやり得でもあり、かりに課徴金が賦課されても利得した分をただ吐き出せばよいということになり、相場操縦者に対する処罰との色彩がまったくなくなることになる。一方で、適切な水

90) 黒沼・前掲注（87）96頁。

91) 金融庁設置法（1999年、法律102号）。証券取引等監視委員会は、国家行政組織法第8条に基づいて、内閣府の外局である金融庁に置かれている付属機関として位置づけられている。その源流は、GHQの指導の下に、米国独立規制委員会をモデルとし、自らの名で対外的な意思決定を行う行政委員会（3条委員会）として設置された証券取引委員会にある。金融制度委員会資本市場部会「行政組織法の観点から見た証券取引等監視委員会の問題点」経団連くりっぷ161号1頁〔宇賀発言〕（2001）。

92) 河本＝大武・前掲注（21）418頁。

準に課徴金額を引き上げるとしても、経済的利得相当額に課徴金額が限定されるという原則をとりながら、どのように引き上げていくのかとの指摘もなされ<sup>93)</sup>、さらに、刑事罰もある中で、課徴金としてあまり高いのは如何がものかとの指摘<sup>94)</sup>もあることも事実である。相場操縦者に対する課徴金納付命令は金商法174条の2に規定されているが、相場操縦者に対しては、刑事罰が科せられ、民事責任規定もあるが、課徴金制度とはその性格を異にしている。すなわち、刑事罰はもっとも厳しい公権力による行使であり、民事責任規定の行使は私人による私的な損害の回復を図ることであり、課徴金制度は行政処分として相場操縦によって得た経済的利得相当額を国庫に納付することである。相場操縦行為により得る利益は巨額になることも予想されることであり、相場操縦行為は反社会性そのものであり、断じて許される行為ではない。

2008年改正金商法により、課徴金の対象範囲が拡大されかつ課徴金額水準の引き上げが実施されことで、課徴金制度は積極的に活用され、証券取引規制としての実効性は大いに高まったものと考えられる。ただし、課徴金額水準の引き上げは、行政処分の重罰化を意味するものであり、憲法31条の罪刑法定主義、憲法39条後段の二重処罰の禁止との関係で、ブレーキがかかることが懸念される。わが国の課徴金制度は証券市場の公正確保などの公的目的に導入されたものであるが<sup>95)</sup>、一方で課徴金制度は、あくまでも行政処分であるので、刑事罰とは違い過度の配慮もする必要がなく、規制の実効性を確保することができるものの、経済的利得相当額の剥奪という性格だけでは説明できない状況にあるとの指摘もなされている<sup>96)</sup>。独占禁止法の課徴金制度は、2009年の改正により、経済的利得相当額の剥奪という性格からは切り離されたと考えられており<sup>97)</sup>、また、2007年の改正公認会計士法により導入された課徴金制度も、経済的利得相当額の剥奪という枠を超えた制度となっている<sup>98)</sup>。

このように、金商法上における課徴金制度を経済的利得相当額の剥奪の制度として捉えるべき理論的必然性は乏しいと考えられ、課徴金制度が違法行為の抑止を基本的な目的とするにもかかわらず、経済的利得相当額の剥奪という観念に縛られていては、その目的を達成することはできないといわざるをえない<sup>99)</sup>。課徴金額の適正な水準を考慮するうえでもっとも重要な要素は、違法行為の抑止という課徴金制度の基本目的に照らし、十全な

93) 金融庁「第52回金融審議会金融分科会第一部会」11頁〔岩原発言〕(2007)。

94) 金融庁・前掲注(93)11頁〔増田発言〕。

95) 金融審議会金融分科会第一部会報告(2003)では、課徴金の金額水準について、「課徴金の水準としては、ルール破りは割に合わないという規律を確立し、規制の実効性を担保するため、少なくとも違反行為による利益の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである」との指摘がなされている。

96) 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務1907号31頁(2010)。

97) 川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリスト1390号59頁(2009)。

98) 川口恭弘「金融商品取引法上の課徴金制度」同志社法学61巻2号268頁(2009)。

99) 前田・前掲注(96)31頁。

抑止力を有するかどうかである。

したがって、課徴金額から経済的利得相当額の剥奪という観念を切断することにより、経済的利得相当額に縛られることなく、基本的目標である抑止力に主眼を置いた金額設定が可能となり<sup>100)</sup>、本来の趣旨である課徴金制度の規制の実効性の確保が高まるものといえよう。

## 1-2 刑事規制の強化

金商法は、めざましい速さで発展を遂げてきた証券市場や証券取引の多様化に対応するため、証取法時代から幾度となく刑事罰の改定を実施してきた。その結果、違法行為に対して多岐にわたり刑事罰が規定されている。今後においても、証券市場の複雑化や証券取引の多様化に対応するごとに、公権力による規制手段として新規の犯罪が刑事罰規定に設けられることになるであろう。ただし、違反を犯罪にすることで、刑事制裁を科すことは可能となるが、このためには適正な手続き経ることも要求されことも事実であろう。近時において、刑事規制の特性は、証券市場の健全性および公正性の確保にとってデメリットにもなり得るので、行政規制の比重を高めるべきとの主張も有力となっている<sup>101)</sup>。

証券市場は、わが国の経済活動の重要な基盤であり、今後も、その健全性および公正性を確保するために、刑事規制の果たす役割は重要であると考えている。課徴金制度が簡易性や迅速性で優れているとしても、課徴金制度はあくまでも行政処分であり、課徴金の金額水準の引き上げは必然的に限界が出てくることであり、そうなれば課徴金制度そのものの限界が自ずと想定されよう。このことは、課徴金制度では効果的ではないということではなく、課徴金制度の法的性格からしてもやむを得ないことである。

そもそも、証券犯罪に対して、刑事制裁するにあたり、憲法31条および同法39条後段の制約はあるのであろうか。証券犯罪と、いわゆる刑法でいうところの犯罪とでは、明らかに犯罪の本質は違うのではないだろうか。この両方を、同一犯罪として同列視しているから、憲法31条および同法39条後段の規制の適用があるとの解釈に立っているのではと考えている。ところが、合衆国憲法修正5条<sup>102)</sup>は、狭義の刑事罰ばかりでなく、刑事罰的な性格をもつ民事的制裁および行政的制裁にも適用があるとされている<sup>103)</sup>。また、わが国においても、刑事罰的な性格をもつ民事的制裁および行政的制裁が刑法9条に列挙されている刑事罰ではないという理由だけで、二重処罰の禁止に反しないと解されるわけではないとの見解は、多数説となっているようである<sup>104)</sup>。

そもそも、課徴金制度について、二重処罰が問題となってきたのは、その金額水準が大

100) 前田・前掲注(96)31頁。

101) 川崎・前掲注(59)124頁。

102) 同条は、「何人も、同一の犯罪について、重ねて生命または身体の危険にさらされることはない」と規定している。この規定が、一般的に二重処罰を禁止する規定と解されている。

103) 松宮・前掲注(48)85頁。

104) 松宮・前掲注(48)85頁。

きくなっていくことに対する懸念である。二重処罰の問題は、憲法39条後段の「刑事上の責任」に該当するのかどうかは、制裁の程度によるものではなく、制裁の性質により決まるものではないかと考えている<sup>105)</sup>。

証券犯罪としての相場操縦罪は、金商法の中でもっとも重い刑事罰となっているが、一般的な証券犯罪と比較され、もっとも重い刑事罰であると誇張され過ぎているのでは危惧している。証券犯罪に対する刑事罰は、現行刑法の枠内の範疇にあり、現行刑法の枠を超えた刑事罰など是有り得るものではない。証券犯罪に適用される刑事罰は、抑止力として規制の実効性を高めるため、また、課徴金制度の法的性格からしても、その強化は必要なことである。一方で、金商法違反に対して刑事制裁を廃止し、課徴金制度へ一本化すべきとの意見がある。この見解の根拠は、次の通りである。①課徴金制度と刑事罰とでは、憲法39条後段に抵触する。②金商法違反の多くが、法益が抽象的で構成要件が過度に複雑であるなど、刑事罰に適さない特性を持っている。③金商法違反の規制手段として、行政処分の方が刑事制裁より効果的である<sup>106)</sup>。しかしながら、証券市場が、今日の市場経済の発展にとって欠くことのできない重要な役割を果たしており、その影響が、国内はもとより世界経済に波及する危険性があることを鑑みれば、証券市場の健全性および公正性を確保するためにも、刑事制裁は重要なことである<sup>107)</sup>。したがって、証券犯罪への刑事罰適用にあたり、証券犯罪の本質についての議論、さらには憲法31条および同法39条後段の解釈についても、再検討の必要があろうと考えている。証券犯罪に対する刑事規制の充実、極めて重要度の高い経済犯罪対策の1つであるといえよう<sup>108)</sup>。

## 第2節 損害賠償責任に対する立法論的検討

金商法160条(旧証券取引法126条)では、相場操縦者の損害賠償責任を規定している。損害賠償額は、相場操縦の結果に基づく被害額に限定され、すなわち、相場操縦の期間中に市場で取引をした投資者は、違反行為によって形成された価格と、違反行為がなかった場合に形成されていたと考えられる価格との差額分の損害を被っていると考えられ、この差額が損害賠償額とされる<sup>109)</sup>。金商法160条は違反行為によって損害を受けた被害者を救済する規定であるにもかかわらず、当該立証の問題が大きな壁となっている。すなわち、損害賠償請求者は、相場操縦によって影響を受けた価格で証券取引を行ったことを立証しなければならないが、証券価格は様々な要因により決定されるという複雑な性格をもっているため、相場操縦のみによって損害が発生したことを証明することは容易なことではない<sup>110)</sup>。いわゆる一般的な不法行為における損害賠償責任は民法709条に規定されて

105) 佐伯仁志『制裁論』124～125頁(有斐閣、初版、2009)。

106) 中山ほか・前掲注(2)163頁以下。川崎・前掲注(59)129頁。

107) 川崎・前掲注(59)128～129頁。

108) 川崎・前掲注(59)129頁。

109) 黒沼・前掲注(71)145頁。

110) 田中＝堀口・前掲注(74)959頁。

いるが、金商法においても損害賠償責任規定がある。例えば、相場操縦者に対する損害賠償責任（金商法160条）、目論見書を交付せずに有価証券を取得させた者に対する損害賠償責任（金商法16条）、虚偽記載のある目論見書等を使用した者に対する損害賠償責任（金商法17条）、虚偽記載のある届出書の届出者等に対する損害賠償責任（金商法18条）、虚偽記載等のある書類の提出者に対する損害賠償責任（金商法21条の2）、虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等に対する損害賠償責任（金商法22条）、虚偽記載のある有価証券報告書の提出会社の役員等に対する損害賠償責任（金商法24条の4）、公開買付けに係る違反行為に対する損害賠償責任（金商法27条の16）、公開買付けによらないで買付け等をした公開買付者等に対する損害賠償責任（金商法27条の17）、虚偽記載等のある公開買付説明書の使用者に対する損害賠償責任（金商法27条の19）、虚偽記載等のある公開買付開始広告を行った者等に対する損害賠償責任（金商法27条の20）である。

一方で、相場操縦行為と同様の不公正取引違反である157条（不正行為の禁止）、158条（風説の流布、偽計、暴行または脅迫の禁止）については損害賠償責任規定はない。前述の通り、相場操縦者に対する損害賠償責任規定である金商法160条は機能していない。したがって、金商法160条を機能させるために、以下の検討は必要と考える。

## 2-1 損害賠償責任に対する立証責任転換の明文化

本来的には、民事責任は、違法な行為により損害を受けた投資者が損害賠償責任を追及すことを通して、違法行為を是正し、法のエンフォースメントを図るものである<sup>111)</sup>。しかしながら、一般的に金商法の違反行為に対する損害賠償責任規定の追及は少なく、その理由として、①有価証券価格が複雑な数多くの要因により決定されるため、不実開示と因果関係のある損害額の算定・立証が困難であること、②不実開示等の違反行為の発見が困難であること、③個々の投資者の損害が必ずしも小さくなく、損害を受けた投資者全体を個々の委任なく代表できるクラス・アクション制度がないことが挙げられている<sup>112)</sup>。現実問題として、投資者が不実表示と因果関係のある損害を立証して不法行為責任を追及することは困難であり、この点からも、複数ある不実開示の損害賠償責任規定の中において、金商法21条の2に推定規定が置かれたことにより民事責任の機能が強化されたものといえる<sup>113)</sup>。現に、金商法では、相当の賠償額の認定に関する民事訴訟法248条（損害額の認定）を越えて、因果関係や損害事実自体を含めた立証困難から被害者を救済するための特則が用意されているといわれているが<sup>114)</sup>、相場操縦に関しては特則外であるよう

111) 金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』340頁〔近藤光男〕（日本証券経済研究所、2010）。

112) 岡田ほか・前掲注（41）50頁。齋藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔上〕」商事法務1714号17頁（2004）。黒沼悦郎「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務1708号4頁（2004）。

113) 石塚ほか・前掲注（78）10頁〔黒沼発言〕。

114) 潮見佳男「虚偽記載等による損害 ―不法行為損害賠償法の視点から―」商事法務1907号17頁

に思える。

相場操縦は、一般投資者の利害に直接的に関係する行為であり、それに関する民事責任規定が十全に機能するように改める必要がある。そこで、金商法160条に立証責任の転換を明文化することを提案することにしたい。民法上に不法行為に関する規定があるにもかかわらず、金商法上に損害賠償責任規定を置いたのは、相場操縦に対する規制の厳格さを示したものと考えることができる<sup>115)</sup>。当局の説明でも、証取法の不実の開示書類に関し、はじめて損害賠償責任規定を置いたのは、証券市場の透明性・公正性を害する行為の中でも、不実開示がもっとも非難されるべき行為類型のひとつだからとされており、また、この損害賠償責任規定は、不法行為の一般原則（民法709条）の特則であるとの立場にある<sup>116)</sup>。

立証責任の転換とは、法律上、当事者の訴訟上の地位を平等にしようとする公平や、社会的法的秩序の要請を考慮して、要件事実の証明が困難な場合に対処するため、あらかじめ推定規定その他の特別規定を設けることにより、その調整を図るとされている<sup>117)</sup>。従前より、証取法160条に関しては、解釈論として、一定の客観的状況から相場操縦の動機が推定される場合は、そのような目的がなかったことを相場操縦者が証明すべきとの主張がなされていた<sup>118)</sup>。一方で、一定の場合において、被害者の権利行使を容易にするとの配慮から、過失についての立証責任が加害者へ転換されているケースもあったようである<sup>119)</sup>。金商法においても、有価証券届出書や発行登録書等に不実記載がある場合に、一定の要件のもとで、当該有価証券届出書の届出者（発行者）の役員等に対し、発行市場における有価証券取得者に対する損害賠償責任を課しているが、この責任では、不実記載についての過失の立証責任が役員等に転換されている（金商法21条2項）。さらに、運行供用者責任に関する自動車損害賠償保障法3条（ただし書）<sup>120)</sup>、特許法103条<sup>121)</sup> および責任無能力者の監督義務者の損害賠償責任規定である民法714条1項<sup>122)</sup> のように、過失がなかったことに関しての立証責任を被告に負わせるという規定を立法化させるか、それとも、法律上の事実の推定、すなわち、一定の行為に該当する事実があるときは、相場操縦

（2010）。

115) 近藤ほか・前掲注（12）270頁。

116) 岡田ほか・前掲注（41）50頁。

117) 加賀・前掲注（14）264頁。

118) 神崎・前掲注（8）193頁。神崎教授は、この中で「立証の必要は、証券取引法125条1項の禁止行為の成立を否定する者の側に存するものというべきである」と論じられている。

119) 潮見佳男『不法行為法Ⅰ』319頁（信山社、第2版、2009）。

120) 同条で、免責要件として、「自己および運転者が自動車の運行に関し注意を怠らなかったこと」をあげている。

121) 同条には、過失の推定規定がある。特許権の内容および特許権者は特許公報や特許登録原簿に掲載・登録されることによって公示されていることと、権利侵害をした者は高度の注意義務を要求される事業者であるのが通例であることが、そのような過失の推定の根拠であるとされる。潮見・前掲注（119）319頁。

122) 同条ただし書前段において、通説は、監督義務者の責任を自己責任と捉えたうえで、監督上の過失についての立証責任が監督義務者に転換されているものと解されている。潮見・前掲注（119）319頁。

があると推認するという規定を立法化するかの何れかであると考えた<sup>123)</sup>。

米国SECにおいては、「人の心の深みを探求することは不可能であるため、相場操縦者による自白がない場合（通常の場合との位置づけ）には、相場操縦の目的の認定は状況証拠（circumstantial evidence）から引き出された推定に基づくものでもよい」とされおり、要するに、相場操縦を行う動機は、要件を満たす一連の取引と結合したときには、一応、相場操縦の目的を証明しており、かつ立証責任を被告に転換していると解されているようである<sup>124)</sup>。わが国における立証責任転換論は、このような1934年法からの継受であるものと考えられる<sup>125)</sup>。

相場操縦のような証券犯罪は、経済的利得が目標であり、相場操縦者にとっては、損害賠償責任が追及されることは大きな痛手である。したがって、いつでも、相場操縦に関する民事責任規定が機能していない状況を放置することなどできないことである<sup>126)</sup>。

## 2-2 クラス・アクション制度の導入

クラス・アクション制度（Class Action、集団訴訟制度）は、米国では既に導入されており、その件数は多い<sup>127)</sup>。わが国の証券市場を支えている層に、多くの一般投資者が存在しているのは事実であり、一般投資者の投資額は機関投資家等とは違い少ないかも知れないが、投資者の絶対数としては多いのが現状である。少額の投資額で、不正な取引により損害を被った場合は、損害賠償請求の困難性があることもあり、多額の費用を払ってまで提訴することなどは考えられない。

したがって、クラス・アクション制度が導入されれば、少額の損害賠償請求であったとしても提訴がなされる道を開くことにもなり、被害者保護を図ることはもちろんのこと、違反行為の抑止力も期待できるものと考えられる。従前より、クラス・アクション制度のメリットは、①多数の被害者が少数の損害を被って分散している状況でも、訴訟を提起しやすいこと、②自ら積極的に訴訟活動に参加しなくても、被害者が救済を得られること、

123) 加賀・前掲注（14）265頁。同様な見解として、「過失についての立証責任の転換にまで至らなくても、間接事実の積み重ねから明らかとなる当該事件の経過をもとに、経験則に照らせば、当該事件において過失の評価を根拠づける事実があると推認することにより、被害者の証明困難を救済することができるとされている。潮見・前掲注（119）320頁。

124) 日本証券経済研究所／証券取引法研究会訳・前掲注（83）1049頁。

125) 加賀・前掲注（14）265頁。

126) 加賀・前掲注（14）262頁。

127) クラス・アクション制度とは、一定の方法で範囲を特定したクラスを代表して原告が訴訟を提起することを認める制度であり、連邦裁判所でのクラス・アクション制度は連邦民事訴訟規則23条にその根拠を置く。裁判所によるクラス・アクションの認可がなされると、潜在的なクラス・メンバーに対して告知がなされ、訴訟から離脱する意思を表示した者以外はすべて原告に含められる。クラス・アクション制度は民事責任を追及しやすくした点では効果があったといわれている。黒沼・前掲注（87）132～133頁、146～148頁、153～154頁。また、米国においても、1933年証券法に基づく損害賠償請求訴訟が1960年代後半まで少なかったのは、クラス・アクション制度が整備されていなかったのが一因だといわれている。近藤ほか・前掲注（12）186頁。

③個々の訴訟費用負担の分散化を図ることができることが挙げられている<sup>128)</sup>。法のエンフォースメントを図るためには、刑事罰、行政処分、民事責任および証券業界の自主規制が複合的に絡み合うことでその目的を達成することができるのであり、とりわけ民事責任追及による損害賠償責任は性格上賠償額も多額になることが想定され、加害者に与える心理的な影響は大である。

一方、米国におけるクラス・アクション制度もデメリットが指摘されており、1990年代においては、クラス・アクション制度が導入されたことで、証券取引に關しての民事訴訟が濫用されていたといわれている。1995年私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）<sup>129)</sup>の登場で、その使命は終わることが想定されたが、2001年の不正会計事件の発生<sup>130)</sup>により、その原因のひとつとして私的証券訴訟改革法が名指しされたことで、クラス・アクション制度は復活することになり、今日にいたっているようである<sup>131)</sup>。

### 第3節 金融商品取引法157条1号の積極的活用

残された最後の課題として、一般的詐欺禁止規定といわれている金商法157条1号の活用の再検討であろう。金商法157条1号の適用については、憲法31条との関係で、長い間適用に対して消極的な見解が多数を占めていた。刑事罰適用を強化すべきであるとの意見がある一方、刑事罰適用は強力であることから一定の限界があることも事実である。刑事罰の謙抑性・補充性の原則により、刑事罰適用は適用対象者への影響が大であるため、極めて悪質な事例に限定せざるを得ない。しかしながら、罪刑法定主義という伝統的な刑事手続は金商法のいわゆる経済刑法分野においても、厳格に尊重すべきことなのであろうか。

証券取引規制の中核をなすのは金商法である。金商法159条の相場操縦行為等禁止規定は重要な規制で間違いではないが、一般規定としての不正行為禁止規定157条1号の存在があることを忘れてはいけない。金商法157条の条文では、有価証券の売買その他の取引等について、①不正の手段、計画または技巧をすること（同条1号）、②重要な事項について虚偽の表示があり、または誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠け

128) 黒沼・前掲注(87) 132頁。

129) 私人による損害賠償請求権の取得および行使の要件を厳格にしたもの。この改革法が制定された背景として、1990年代に証券取引に關する民事訴訟制度が濫用されていたことがあげられている。黒沼・前掲注(87) 142頁。

130) 米国の連邦証券規制は、きわめて強力な投資者保護法制であるため、米国の証券市場は世界でもっとも効率的かつ公正な市場であると自負されていた。ところが、2001年に発生したエンロン、ワールドコム、グローバル・クロッシングの破綻において現れた一連の不正会計事件は、米国証券市場およびコーポレート・ガバナンスに対する投資者の信頼を失望させたといわれている。特に、エンロン事件は、他の粉飾決算事件とは異なった事件とされており、2002年サーベンス・オクスリー法制定に大きな影響を与えた事件といわれている。黒沼・前掲注(87) 7頁。

131) 黒沼・前掲注(87) はしがき 3頁。米国議会は、2002年にサーベンス・オクスリー法を制定し、再度投資家保護へ方向転換をした。

ている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること（同条2号）、③誘引する目的をもって虚偽の相場を利用すること（同条3号）を禁止している。

相場操縦罪の適用が困難であることでもあり、一層のこと相場操縦者に対して金商法157条1号の適用することも考えられる。特に、金商法157条1号は、①個別規定としての金商法159条規定の適用がある取引においても、悪性の強い取引については適用され、②159条規定では規制漏れとなる取引についても、悪性の強い取引については適用され得るであろう<sup>132)</sup>。ただし、金商法157条1号は159条と違い損害賠償責任規定はないが、民法709条による一般の不法行為による損害賠償責任で追及することができ、民法709条であれば立証責任の転換が認められている。

## おわりに

今日のわが国においても、証券市場への一般投資者の参入が増加していること、さらには証券不祥事の発生が日常化していることから、証券犯罪への社会的な関心が高まっていることは周知の事実である。とりわけ、相場操縦は証券犯罪の中核を形成しており、相場操縦者が出現することになれば、証券市場の健全性および公正性に対する信頼が崩れる危険性があることは自明の理である。

相場操縦罪において、学説上、もっとも激しい論争が展開されてきたのが、現実取引による相場操縦罪である。この議論では、とりわけ、証券相場に影響を与え得る現実取引のうち、処罰されなければならない取引行為の範囲を決めることに、研究者も強い関心を払ってきた。そこで、裁判所の態度を明確にしたのが、協同飼料株事件の最高裁決定である。最高裁決定は、誘引目的に重点をおいた同事件の第一審判決の立場を支持することを明らかにし、誘引目的と変動取引との論争に一応の終止符を打ったということができよう。

また、今後の相場操縦規制を、より効果的なものにするためには、相場操縦者に対する立法論的検討、損害賠償責任に対する立法論的検討および金商法157条1号の積極的活用の再検討は、避けることができない喫緊の課題であることはいうまでもないことである。ただし、各制度を制度設計するにあたっては、効果的であるだけでなく、効率的で適正なものでなければならない。なお、相場操縦における損害賠償責任に関しては、次回において、インサイダー取引を含めて詳細につき論じたいと考えている。

これまで論じてきたことは、違反行為に対する罰則等適用を中心とした抑止力に重点を置いたものであったが、もっとも重要なことは違反行為の未然防止であることはいうまでもないことである。このためには、金商法192条の活用は検討する価値があるものと考えている。

132) 前田・前掲注(96) 27頁。

今後においても、わが国の証券市場は、米国同様に、証券取引の最重要拠点であることは疑いのないところであり、より一層の健全性および公正性を促進すること、投資者の信頼を高めていくことが強く求められてこよう。