

## 〈学位申請論文審査報告〉

## 加賀譲治氏学位申請論文審査報告書

## 論文題目 「証券相場操縦規制論」

創価大学法学部教授、加賀譲治氏は、2002年7月18日、その論文「証券相場操縦規制論」を創価大学大学院法学研究科に提出して、博士（法学）の学位を申請した。後記の委員は、右研究科の委嘱を受け、この論文を審査してきたが、2002年12月17日、審査を終了したので、ここにその結果を報告する。

## 1 論文の構成と内容

本論文は、いわゆる三大証券不公正行為の中でも、もっとも悪質な行為として、証券犯罪の中核と位置付けられている証券相場操縦に関する問題点を指摘・分析するとともに、今後の証券相場操縦規制に関する立法論的な考察を試みようとするもので、序章「相場操縦の意義と弊害」、第1章「英国における相場操縦規制」、第2章「米国における相場操縦規制」、第3章「日本における相場操縦規制」、終章「相場操縦規制に関する提言」より成り、終章は、Ⅰ「総説」、Ⅱ「変動操作罪に関する立法論的検討」、Ⅲ「相場操縦者の民事責任に関する立法論的検討」、Ⅳ「相場操縦者への行政処分に関する立法論的検討」、Ⅴ「相場操縦に対する二段階規制論」、Ⅵ「自主規制としての相場操縦禁止ガイドライン」、Ⅶ「むすび」から構成されている。

## (1) 序章「相場操縦の意義と弊害」

本章においては、まず相場操縦の定義を与え、その上で相場操縦が証券市場と投資者にもたらす弊害について考察するとともに、わが国における相場操縦規制における問題点を明らかにすることにより、本書で考察せんとする主題を設定している。相場操縦の定義は様々であるが、これを分析すると、「人為的な

相場変動操作」、「証券市場の公正性・健全性の阻害」、「投資者利益の侵害」という要素で説明されている。

著者は、まず「人為的相場変動操作」は客観的な側面から相場操縦行為を捉えたもので、具体的には、風説流布、偽装取引、相場を変動させる現実取引（変動操作）、相場を変動させる表示、相場を固定させる安定操作などがこれにあたり、つぎに、「証券市場の公正性・健全性の阻害」と「投資者利益の侵害」は相場操縦の効果ないし影響を捉えたもので、相場操縦行為が行われると、証券市場は同業種および異業種さらには市場全体において各証券が相互に影響し合いながら形成されているので、証券市場全体に悪影響を及ぼし、市場の公正性ないし健全性が破壊されるだけでなく、相場操縦によって上昇させられた価格で証券を買い付けた者が、その後の価格の低落によって損失を被ることはもちろん、その影響を受けた相場において、他の証券の売買を行う者全般にも被害が生じることになるとし、結局「証券市場の公正性・健全性の阻害」と「投資者利益の侵害」とは、密接な相関関係があると指摘し、その上で相場操縦を「証券市場において、人為的な変動操作を行うことにより、実体のない相場を作り上げる行為であり、それは証券市場の公正性・健全性を破壊し、ひいては市場参加者である投資者に経済的な損失を与える行為」と定義する。

つぎに、わが国の証券市場と相場操縦規制につき、先進国でわが証券取引法が範とした米国証券取引所法さらにはその先例とされる英国の判例・審決および制定法についての分析とともに、その歴史的な変遷を辿りつつ、わが国における証券市場が今なお必ずしも成熟しておらず、相場操縦の反社会性も十分に認識されていない現状を指摘し、わが国の相場操縦規制の現状と課題についての理論的、立法論的な検討を加えんとする。ちなみに本書においては、フランス、ドイツにおける相場操縦についても簡単に触れているものの、本書における中心的な課題が日英米のそれであることを指摘している。

## (2) 第1章「英国における相場操縦規制」

本章においては、19世紀英国の相場操縦事件に対する裁判所の判決を扱っている。

英米においては、相場操縦がインサイダー取引と並んで、証券市場を破壊す

る違法な行為であることは古くから認識されており、その規制の原理としては英米の判例において発展してきた詐欺理論 (fraud theories) と「自由・公開市場概念」 (free and open market concept) とが混淆されたものであると指摘されている。著者は本書において、英国における最初の相場操縦事件となる風説流布の刑事事件に対する判決 (Rex v. de Berenger事件) において展開される「自由・公開市場」概念を紹介し、19世紀後半におけるRegina v. Aspinall事件およびScott v. Brown事件において、この市場概念が法原理として定着したことを指摘するとともに、安定操作に関しては、Sanderson and Levi v. The British Westralian Mines and Share Corporation判決をリーディング・ケースとして紹介した上で、これらの英国の判例が、後の米国における相場操縦に対する重要な規制の原理となる「自由・公開市場」の概念と「投資者の保護」、「公正な価格のための安定操作の必要性」などの重要な概念の萌芽であったと指摘するのである。

### (3) 第2章「米国における相場操縦規制」

本章においては、19世紀まで英国に遅れをとっていた米国が、20世紀に証券規制の重要な舞台が米国に移ったのに伴い、その規制もまた米国において大きく進展することになったことを紹介し、まず、米国が英国相場操縦に関する法原理を判例法上いかに継受したかを探るとともに、1934年証券取引所法をはじめとする米国連邦証券諸法において相場操縦がどのように規定されたかを検討した上、その後の米国の裁判所判決およびSEC審決を紹介している。

著者は、これを年代順に叙述を進めることにより、米国の相場操縦の規制の中で、英国の裁判所が示した市場概念が結晶化するプロセスをみることであり、米国における相場操縦規制の法理の特徴として以下の3点を指摘する。

第一に、1934年以後の米国における相場操縦規制の趣旨は、34年法の目的である「投資者の保護」、「自由・公開・公共の証券市場の促進」、「証券市場における公正な取引の確保」と同一である。

第二に、情況証拠による「誘引目的」の立証の重要性で、Charles C. Wright事件、Minuse事件、Federal Corp. 事件、およびHalsey Stuart事件において相次いで情況証拠による「誘引目的」の立証を認めた。

第三は、相場操縦に対する規則（rule）10b-5の柔軟な適用につき、規則10b-5は要件が緩和されているので、原告は「誘引目的」に関する主張をしなくても、同規則に従い、相場が人為的に変動させられたこと、およびこれが投資者に対する意図的な欺罔となることを主張すればよいとする。

#### （4）第3章「日本における相場操縦規制」

本章においては、わが国の相場操縦規制の問題点を把握した上で、類型別に相場操縦罪を検討するとともに、民事責任、行政処分、および自主規制とわが国の規制の現状について判例を中心に論述している。

著者は、わが国における相場操縦規制の課題として、①保護法益の明確化、②相場操縦罪の性質、③変動操作罪の構成要件、④誘引目的の立証、⑤多面的考察の必要性、⑥総合的考察の必要性をあげる。

本章において、著者はまずこれらの課題について、現行法を概観するとともに、学説の現状を説明し、次いで相場操縦罪の類型別検討では、風説流布事件としてテーエスデー事件、偽装取引事件として日本鍛工株事件、変動操作事件として協同飼料事件、藤田観光事件、日本ユニシス事件、安定操作事件として東京時計製造事件、日本熱学工業事件を詳細に紹介している。さらに相場操縦に関する民事責任については、唯一の判例である三菱地所事件を紹介し、相場操縦に関する民事責任の追及がいかに困難であるかを論証している。最後に、相場操縦に対する行政処分、相場操縦に対する自主規制については、規制の現状と課題についても論及している。

ちなみに、本章においては、日本の相場操縦の判例を、英米の判例と同様に現在までのすべての事件につき詳細に紹介している。

#### （5）終章「相場操縦規制に関する提言」

本章においては、叙上の英国、米国ならびに日本の相場操縦規制の現状に基づいて、今後のわが国の相場操縦規制に関する立法論的かつ制度論的考察を試みている。

著者は、まずわが国の相場操縦罪、特に変動操作罪についての諸学説を整理するとともに、これを犯罪とする保護法益を明確にして、今後の相場操縦規制

のあるべき方途を考察する。つぎに相場操縦に対しては、適切に刑事罰を科するとともに、相応に民事責任をも追及し、かつ確実に適切な行政処分が行われなければならないとし、加えて、業界としての自主規制も必要であり、このような総合的な相場操縦規制が整備されてこそ、わが国の証券市場の公正性が保たれると主張する。

著者は、これを以下のように論述する。

#### I 「総説」中の「1 わが国に必要とされる相場操縦規制の観点」

相場操縦を犯罪とする保護法益は「証券市場の自由と公正の確保」と「投資者の保護」であるが、第一義的には前者を中心に考えるべきである。

#### II 「変動操作罪に関する立法論的検討」

同罪の本質については、「誘引目的」という主観的要件を重視する立場が通説であるが、著者は解釈論としては「誘引目的」を「人為的操作目的」に読み替えるべきであるとし、さらに立法論として「誘引目的」を削除し、これに替えて「人為的操作目的」に変更すべきことを主張する。

#### III 「相場操縦者の民事責任に関する立法論的検討」

著者は証券取引法160条が相場操縦者に対する損害賠償責任の追及の点で全く機能していない現状を捉え、同条を改正して拳証責任の転換を明文化すべきことを提案している。

#### IV 「相場操縦者への行政処分に関する立法論的検討」

著者は、相場操縦に対する行政処分として「課徴金制度」を提案している。課徴金とは、国が行政権または司法権に基づいて国民から賦課徴収する金銭給付中、租税を除くものの総称であるが、相場操縦に関する証券取引法上の課徴金制度は、相場操縦が証券取引の根幹にかかわる害悪であることに鑑み、「制裁型課徴金」と把握すべきであると主張する。

#### V 「相場操縦に対する二段階規制論」

相場操縦に対する規制は、法律違反行為としての相場操縦と経済秩序違反行為としての相場操縦とに区別され、相場操縦に対しては、第一段階として「経済秩序違反としての自主規制段階」と第二段階として「法律違反行為としての法規制段階」という二段階規制が実施される必要があるとする。すなわち第二段階の法律違反行為としての法規制段階に進む前に、第一段階の経済秩序違反

としての自主規制段階で迅速に業界が対処することが望ましいと主張する。

#### VI 「自主規制としての相場操縦禁止ガイドライン」

前記二段行為規制における第一段階の「経済秩序違反の自主規制」を行う場合、いかなる行為が「相場操縦的」行為かを明示することが必要となり、そのためには、経済秩序違反として自主規制の対象となる行為を示した「相場操縦禁止ガイドライン」が策定されなければならないと主張する。ただ、本書では「ガイドライン」案を提示することはせず、日本と米国における相場操縦事件やその判決等を参考にして、その基本的な考え方を提示するにとどめている。

#### VII 「むすび」

著者は、わが国の証券取引法上、刑事罰、民事責任追及、行政処分、自主規制のそれぞれが必ずしも適切に行われていない現状に鑑み、今後の課題として、証券取引法上の規制のあり方を全体的に見直すべきであることを主張し、同時に証券取引法の目的についても十分な検討を行う必要があり、従来の「投資者の保護」の理念にのみこだわることなく、「証券市場の自由と公正の確保」という相場操縦の保護法益を証券取引法全体の目的にどう包摂するかが検討されなければならないことを強調している。

## 2 本論文の評価

### (1) 全体的評価

本論文は、インサイダー取引、損失補填および相場操縦という、いわゆる三大証券不公正行為の中でも、もっとも悪質な行為として証券犯罪の中核と位置付けられている相場操縦について、英米法と日本法とを比較法的に考察することにより、わが国における証券相場操縦に関する問題点を浮き彫りにするとともに、今後の証券相場操縦規制に関する立法論的、制度論的な考察を試みたものである。

従来わが国においては、証券市場が必ずしも成熟しておらず、相場操縦の反社会性が十分に認識されていなかった。この半世紀において、漸くいくつかの刑事事件に対する判決が出されたものの、相場操縦者に対して損害賠償を請求するという民事責任の追及に至っては、ほとんど訴の提起がないという状況で

ある。しかし、わが国の証券取引法の母法である1934年証券取引所法 (Securities and Exchange Act of 1934) を制定した米国においては、これまで相場操縦に対して、刑事、民事、行政処分と総合的にその規制を強化してきた。現在米国は、世界最大の証券取引市場を有する国であると同時に、証券取引および証券市場に対する法規制の最先進国でもある。しかし、その米国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ことになる。わが国の証券取引法、そして本論文の主題である相場操縦規制のルーツは前記の米国証券取引所法であると普通考えられがちであるが、著者は、実は英国の判例法の中にそれが求められることを指摘し、後に米国の判例並びに証券取引所法に重大な影響を及ぼした19世紀の英国の判例を丹念に紹介、検討して、その中から米国における相場操縦に対する重要な規制の原理となる「自由・公開市場の概念」、「投資者の保護」、「公正な価格のための安定操作の必要性」などの重要な概念の萌芽を見出している点は注目に値する。その後20世紀に証券取引の主要な舞台が米国に移ったのに伴い、その規制もまた米国において大きく進展することになる。

アメリカにおける投資者保護の立法としては、1909年制定された連邦郵便詐欺法やネヴァダ州およびコロンビア地区を除いた47州が制定した州証券法および反詐欺法 (Anti-Fraud Laws) があり、この州証券法は「青空法」 (Blue Sky Laws) ともよばれている。しかし、州のブルースカイローは、州内における有価証券の販売を規制することはできたが、州際販売を規制することはできず、また、州の反詐欺法および連邦郵便詐欺法は、詐欺者を起訴処罰するため、多くの場合、被害者の告訴をまたなければならないため、詐欺を未然に防止することが困難であった。かくて1933年5月27日にSecurities Act of 1933が制定されるに至った。ところが、同法に規定された以外の証券を用いることによって、同法の種々の取締から逃れようとする者が出て、同法の立法趣旨である大衆投資者の保護が無に帰するような事態が発生した。そこで1934年に産業社会における証券の一般的な概念を含め、かつ種々の証券が含まれるように修正した前記証券取引所法 (Securities and Exchange Act of 1934) が制定されたのである。著者は、この1934年法がわが国の証券取引法の母法であることを指摘し、本論文の主題である相場操縦規制についても、同法さらには英国の判例法の中

で形成された「投資者の保護」、「自由・公開・公共の証券市場の促進」、「証券市場における公正な取引の確保」などを主要原則とすべきことを主張する。この点が著者の「相場操縦規制に関する提言」の中に結実するのであるが、以下にこれを要約しよう。

- ① 相場操縦を犯罪とする保護法益は、「証券市場の自由と公正の確保」と「投資者保護」であるが、第一義的には「証券市場の自由と公正の確保」を中心に考えるべきである。
- ② 変動操作罪の本質は、「人為的操作目的」にあると把握するべきであり、従来の「誘引目的」という主観的要件については、「人為的操作目的」と読み替える解釈をすべきであり、立法論としては「誘引目的」を削除し、「人為的操作目的」に替えるべきである。
- ③ 相場操縦者に対して損害賠償責任を追及するための規定である証券取引法160条はまったく機能していない現状であるので、同条を改正して立証責任の転換を明文化すべきである。
- ④ 相場操縦に対する行政処分として、「課徴金制度」を提案し、相場操縦が証券取引の根幹にかかわる害悪であることに鑑み、これを「制裁型課徴金」とすべきである。
- ⑤ 相場操縦規制を総合的に検討し、経済犯罪となる相場操縦または損害賠償請求の対象となる相場操縦という法律違反行為としての相場操縦と、経済秩序違反行為としての相場操縦とを区別し、相場操縦としては、第一段階「経済秩序違反としての自主規制段階」と第二段階「法律違反行為としての法規制段階」という二段階規制が実施される必要がある。
- ⑥ 二段階行為規制における第一段階の「経済秩序違反の自主規制」を行う場合の「相場操縦禁止ガイドライン」が策定されるべきである。

本書は、相場操縦規制に関する本格的な体系書としては、わが国において、おそらく最初のものであろう。英米法における相場操縦の問題を判例や制定法の歴史を辿りつつ、その中から相場操縦規制の主要原則として「投資者の保護」、「自由・公開・公共の証券市場の促進」、「証券市場における公正な取引」などを指摘し、それに基づいて叙上のような提言をしている。ただ、著者自身も述べているように、フランスにおける相場操縦に関する罪 (delit de manipulation



des cours) またドイツの取引所法 (Borsengesetz) における相場詐欺 (Kursbetrug) に対する罰則規定については、いずれも紹介に止まっている。今後この点についても、引き続き研究されることを期待したい。その研究の中から、わが国における証券取引法、就中相場操縦に関する貴重な示唆を見出すことができるかもしれないからである。

## (2) 個別的評価

①まず著者は、相場操縦罪の法的性質につき、それが個人的法益に対する犯罪であるかという基本的な問題を捉え、相場操縦罪の構成要件についても変動操作罪に関して、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をめぐり、誘引目的説と変動取引説とが対立すること、さらには「誘引目的」を「人為的操作目的」と読み替える人為的操作目的説との対立を鋭く捉えている。つぎに相場操縦罪の保護法益についての「投資者の保護および国民経済の適切な運営説」と「投資者保護説」との対立、さらに「一般投資者の経済的利益保護」と捉える刑法学からのアプローチについては、米国法における相場操縦罪の保護法益を参考に、相場操縦の保護法益を一つに限定する必要はないとし、「証券市場の自由と公正の確保」と「投資者の保護」という二つの法益が並列的に競合すると主張するのである。ただ著者は「証券市場の自由と公正の確保」という保護法益に関し、「相場は本来的に『人為的』なもの」とみてよい。むしろ証券市場には、この意味の『人為性』がおおいに発揮されることが求められているものといえる」としながら、「相場操縦において問題となるのも、取引の『人為性』であろうが、この『人為性』は前出のものとは根本的に意味が異なる。むしろ相場操縦の『人為性』は、通常の投資者の自由で公正な取引の意思活動、需給関係を阻害するものとして捉えられる」とする点に矛盾がみられる。「人為性」という概念の統一的理解について、より明快な記述があれば、さらに説得力を増したと思われる。

②つぎに「投資者の保護」という保護法益については、実質的かつ個別的に捉えるのではなく、形式的かつ抽象的な保護法益と捉えるべきであると主張する。すなわち、相場操縦罪における保護法益は、第一義的には「証券市場の自由と公正の確保」にあり、究極的には「投資者の保護」にあるとするのである。

ところで、刑法上、保護法益については、公益、私益という二分説、国家的法益、社会的法益、個人的法益という三分説があり、三分説が通説とされている。

著者は上記のとおり、本罪の保護法益を「投資者の保護」と「証券市場の自由と公正の確保」とし、「投資者の保護」についても、不特定多数の個人の集合体としての社会の法益を保護法益とするところから、社会的法益を保護法益とするのである。その結果、社会的法益に対する罪はいわゆる危険犯であること、また危険犯における具体的危険犯と抽象的危険犯との対立については後者を採用することを明らかにしている。

さらに同罪が身分犯であるか、非身分犯であるかについては、身分犯説に立つ協同飼料事件の控訴審判決ならびに非身分犯説を採用した藤田観光事件判決などを引用した上、後者が妥当であるとしている。

③著者は、さらに相場操縦罪に関する類型別の検討を加え、風説流布、偽装取引、変動取引、安定操作などにつき、膨大な判例を渉猟し、解説している。その努力については、深い敬意を表するものである。その中で変動操作罪につき、刑法学者、実務家も一致して、同罪が目的犯であることを指摘しているが、その目的の程度については、相当の差異があるとし、その中で「本罪を目的犯として捉える以上、積極的な意図を必要とする」と解する立場（神山敏雄教授）と「誘引目的も構成要件要素である以上、意欲的ないしは確定的な認識をする必要はなく、未必的な認識で足り、行為者において、変動取引を行うに際し、有価証券市場における当該有価証券の売買取引に第三者が誘い込まれる可能性があることを認識していれば足りる」と解する立場（芝原邦爾教授）とが対立するのであるが、著者は本書においてこの論争に対する自己の見解を述べておられない。おそらく、時間をかけて検討する必要性を感じて態度を保留したものと推測されるが、重要な問題でもあるので、是非この点についての著者の見解を明らかにしてほしいと考える。

④つぎに、著者は、相場操縦罪と詐欺罪との関係について論及し、わが国において相場操縦を刑法上の詐欺罪とすることには問題があるとし、その理由としては、詐欺罪は個人財産に対する犯罪とされるので、相場操縦罪を社会的法益に対する罪と捉える著者の立場からは両者を同一視することは無理であると

解するのである。米国の場合、相場操縦は詐欺として捉えられていることは、著者自身認めているところであるが、これは米国の詐欺の理論が日本のそれとはかなりニュアンスを異にするからであると説明する。しかし、すでに述べたように、わが国の証券取引法の母法である米国の証券取引所法には、本来詐欺防止法として発展してきたことや、わが国の相場操縦を禁止する証券取引法159条の場合、同法197条1項7号の罰則が5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金であり、詐欺罪が10年以下の懲役を科している（刑法246条）のに対し、罰則としてはやや軽きに失す点などを考慮すると、現行法下における解釈論としては無理であるにしても、立法論としては、何らかの法改正の必要性を考慮する余地があるか否かについて検討されることを期待したい。また、「虚偽の風説を流布し、又は偽計を用いて（中略）人の信用を毀損し又はその業務を妨害する」犯罪である「信用毀損及び業務妨害罪」（刑法233条）との関係について論及する必要があるか否かも、今後の課題として検討の余地はないであろうか。

⑤さらに、著者は「相場操縦規制に関する提言」の中で、「相場操縦禁止ガイドライン」の具体的策定を急ぐ必要を説き、自主規制のガイドラインとして提案しているが、行政処分としてのガイドラインについてはその必要性を述べるに止まっている。この点については、わが国の証券市場の育成にかかわる問題でもあるので、今後の研究を期待してやまない。

### （3）総括的評価

著者は本書において相場操縦に関するあらゆる問題点を網羅し、かつ、これを膨大な判例と学説を渉猟しつつ検討し、また、英米法における判例や制定法との比較法的考察の中で、諸問題に対する鋭い分析力を駆使して、既存の学説を整理しつつ、適切かつ独自の見解を述べることにより、深い洞察力と研究者としての高い資質を示している。

本書の限られた紙数の中では、上記（2）において指摘した点は、いささか望蜀のそしりを免れないであろう。

以上要するに、本書は、著者の今日までの高い水準の研究成果を示すもので、理論的にも、立法論的にも、わが国の証券取引法分野に止まらず、民、商、刑法の各学界並びに実務界に多大の貢献をするものと、高く評価することがで

きる。ただ、証券市場は地球規模で24時間取引の状態となっている昨今、「国際証券化」を視野に入れた法改正を検討する時期に入ったといえる。証券規制についても、グローバル・スタンダードが求められているのである。

本書は、まさに著者の将来の不断の研究のマイル・ストーンというべきものであり、今後益々の研鑽を期待してやまない次第である。

### 3 結 論

以上の審査の結果、後記の委員は、本論文の提出者が博士（法学）の学位を受けるに値するものと認める。

2002年12月17日

審査員

（主査）創価大学教授

法学博士（早稲田大学）

小 室 金之助

（副査）創価大学教授

法学博士（早稲田大学）

金 澤 理

（副査）創価大学教授

法学博士（創価大学）

川 崎 一 夫