

証券犯罪の総合的研究(2)

——実効的規制のための基礎的考察——

張 小 寧*

目 次

- 第1編 証券犯罪とその規制に関する比較法的考察
——米欧中日各国法を中心として——
- はじめに
- 序章 「証券」と「証券犯罪」について
- 第1節 「証券」について
- 第2節 「証券犯罪」について
- 第1章 アメリカにおける証券犯罪に関する立法史について
- 第1節 1929年ウォール街大暴落による1933年証券法及び
1934年証券取引所法の制定について
- 第2節 アメリカ連邦証券諸法体系の形成について
- 第3節 証券不祥事件の次第発生及び2002年サーベンス・オクスリー法の制定
- 第2章 EUにおける証券犯罪に関する立法について
- 第1節 EU証券法についての概説
- 第2節 1989年反インサイダー取引指令について
- 第3節 2003年反市場濫用指令について
- 第3章 中国刑法及び証券取引法について
- 第1節 1990年代証券市場建設後の法律規定について
- 第2節 金融市場の発展加速及び立法の対応
- 第4章 日本における証券犯罪に関する規定について
- 第1節 証券取引法の制定
- 第2節 1980年代の証券犯罪に関する法改正
——証券犯罪の増加とその対応策
- 第3節 2006年金融商品取引法の制定
——規制緩和と投資家保護理念の展開 (以上、342号)
- 第2編 相場操縦罪及び風説流布罪等についての研究
- はじめに
- 第1章 相場操縦罪及び風説流布罪等の行為様態
- 第1節 米欧中日の各国法における相場操縦及び風説流布等の行為様態について
- 第2節 重要な操縦行為及び流布行為等の様態についての解説 (以上、本号)
- 第2章 相場操縦罪及び風説流布罪等の主体について
- 第3章 相場操縦罪及び風説流布罪等の主観的要素について
- 第3編 インサイダー取引犯罪についての研究
- 第4編 損失補填罪についての研究
- 第5編 証券犯罪の予防と刑事罰規制
- おわりに

* ちょう・しょうねい 立命館大学衣笠総合研究機構ポストドクトラルフェロー

第 2 編 相場操縦罪及び風説流布罪等についての研究

はじめに

相場操縦とは、証券市場の相場を操ること、すなわち、市場における価格形成（相場）を人為的に操作することをいう。相場操縦は、相場を情報に基づいた相場からかけ離れたものにするだけでなく、市場に対する投資家の信頼を害し、投資家を市場から遠ざける点に、その悪性が認められている⁹¹⁾。本罪は、証券犯罪の中で最も認定しにくい犯罪類型である。相場操縦の行為様態についての判断が本罪になるか否かの鍵であり、その行為様態は証券犯罪の中で最も複雑で判断しにくいものであるからである。加えて、本罪が身分犯か非身分犯かという問題、及びその主観的要素である「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」を要するか否かという問題は、学説及び判例において争論を引き起こした。また、情報の流布が本罪に属するか否かについて、各国法における規定は様々である。例えば、米欧及び台湾の証券法では、情報の流布を相場操縦の一種類として列挙しているのに対して、日中証券法では、風説流布罪（中国法の場合、証券取引虚偽情報捏造伝播罪と称する）を相場操縦罪（中国法の場合、証券市場操縦罪）と並列する罪名とみなしている。各法における規定方式は各証券市場の実状に応じるものであり、優劣を分けることはできないが、本稿では、比較研究及び検討の便利のため、米欧及び台湾法のモデルで、すなわち、相場操縦罪と風説流布罪等を合わせて説明する。

以下では、相場操縦罪及び風説流布罪の行為様態、身分犯罪に属するか否か、及びその主観要素たる「誘引目的」等という三つの問題点を中心として、検討する。

91) 神山・斉藤・浅田・松宮編著・前掲注(83)187頁。

第1章 相場操縦罪及び風説流布罪等の行為様態

検討の前に、各国の証券法における相場操縦罪及び風説流布罪の罪名について説明する。まず、相場操縦罪では、操縦されるものが証券価格であるか、又は証券価格若しくは証券取引量であるかという問題について、各国の立法に異なりがある。したがって、本罪の罪名を、「証券価格操縦（相場操縦）罪」とすべきか又は「証券市場操縦罪」とすべきかということについて、各国の証券法は一致していない。証券価格操縦（相場操縦）の代表例であるアメリカの1934年証券取引所法9条（Manipulation of Securities Prices）によると、相場操縦とは、証券価格（Securities Prices）を操縦する行為である。同じように、日本の金融商品取引法も「相場」という文言を使っており、その意味は「証券価格」とほぼ同じである。それと異なり、EUの2003年反市場濫用指令（Market Abuse Directive）1条2項は「市場操縦（Market Manipulation）」という文言を使っており、その影響で、EUの加盟国も一般的に同じく「市場操縦」という文言を使用している。同じように、台湾の証券取引法155条も「証券市場操縦」というタイトルを用いている。また、中国内陸の1997年刑法が制定されたとき、その182条は「証券取引価格操縦」という文言を使っており、罪名は「証券取引価格操縦罪」であったが、2006年刑法修正案(六)の11条は、「証券取引価格」を「証券取引価格又は取引量」に改正した。それゆえ、その罪名も「証券取引価格操縦罪」から「証券市場操縦罪」に変わった。改正の理由は、証券取引の実際では、操縦されるのは証券価格だけでなく、多くの場合に証券取引量も操縦の対象となることと、それに加えて、ほとんどの証券市場操縦事件では、行為者の操縦手法が、巨額の証券売買により証券の取引量に直接の影響を与え、その影響により証券価格を異常に変動させることである。ひらたくいえば、ほとんどの証券市場操縦事件では、行為者は証券価格を操縦するというより、証券取引量を操縦すると言ったほ

うがよりよいからである⁹²⁾。

次に、情報流布の場合、アメリカ法では「情報の流布、虚偽もしくは誤導的な陳述」と称し、EU 指令では「情報に関する市場操縦行為」といい、台湾の証券取引法では「風説または不実な資料の流布」といい、中国内陸法では「証券取引虚偽情報の捏造・伝播」といい、日本の金融商品取引法では「風説流布、偽計、暴行または脅迫による操縦」という。その罪名の述べ方も様々である。また、欧米法では、流布されるのは情報であれば足り、その情報が真実であるか否かは問わない。換言すれば、欧米法の場合、虚偽の情報も真実の情報も本罪の対象となる。それと異なり、日中台証券法では、流布されるのは虚偽の情報、すなわち、風説しかない。

以上に述べたように、各国の証券法では、証券価格操縦または証券市場操縦という別々の文言を使用している。だが、証券取引の場合、証券取引価格と取引量は実際には不可分であり、証券価格に影響を与えると、証券取引量が必ず変化し、逆に言えば、証券取引量を変動させると、証券価格も必ず変わる。したがって、証券価格操縦（相場操縦）というか、又は証券取引量というかは、ただの用語慣習であろう。また、情報の流布について、各法における規定の内容では異なりがあるが、風説の流布、すなわち、虚偽の情報の伝播を本罪の核心としている。それゆえ、本稿では相場操縦及び風説流布を総括的に論じるときは、「相場操縦」または「風説流布」という文言を使用するが、各法の具体的な内容を検討するときは、その独特の用語慣習にしたがうことにする。すなわち、アメリカ証券法を検討するときには、「相場操縦」、「情報の流布、虚偽もしくは誤導的な陳述」という文言を使い、EU 証券法では、「情報に関する市場操縦」またはその上位概念である「市場操縦」、「市場濫用」といい、台湾の証券取引法では、「風説または不実の資料の流布」といい、中国内陸法では、「証券市場

92) 劉淑蓮「刑法改正案(六)による金融犯罪の改正および完備について」法制と社会2007年1期267頁参照。

操縦」,「証券取引虚偽情報の捏造・伝播」といい,日本の金融商品取引法を論じるときには,「相場操縦」,「風説流布,偽計,暴行または脅迫による操縦」という。

第1節 米欧中日の各国法における相場操縦及び風説流布等の行為様態について

1. アメリカの1933年証券法及び1934年証券取引所法の規定について

(1) 1933年証券法17条（詐欺的州際通商）a項について

1933年証券法17条は,相場操縦だけでなく証券詐欺に関する概括的な規定であり,そのa項は,相場操縦及びインサイダー取引が含まれる証券詐欺についての総括的定義を含み,証券犯罪に対する規制条文の原型といえ,今もよく適用されている。その条文の内容は以下のようなものである。すなわち,「いかなる者も,証券または(グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の募集または売付に際し,州際通商における輸送もしくは通信の方法もしくは手段または郵便を利用して,直接または間接に次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。① 詐取するため策略,計略または技巧を用いること,または,② 重要事項について真実でない記載を行うことにより,またはそれが作成された当時の状況にかんがみ記載について誤解を避けるため必要な重要事項の記載を怠ることによって,金銭または財産を取得すること,または,③ 購入者に対して詐欺もしくは欺瞞となりまたはなると思われる取引,慣行または業務過程に従事すること。⁹³⁾」である。

以上の条文では,証券犯罪の具体的な行為様態について述べていないが,その行為の総括的な特徴,すなわち,詐欺または欺瞞ということを出し,その後の1934年証券取引所法およびほかの国の証券犯罪に関する立

93) 『新外国証券関係法令集 アメリカ(Ⅲ)証券法・証券取引所法』・前掲注(4)38~39頁参照。

法に強い影響を与えた。また、「真実でない記載」等の文言もほかの証券犯罪規制法に影を投げた。

(2) 1934年証券取引所法10条(相場操縦的および欺瞞的策略(Manipulation and Deceptive Devices)) b項について

1934年証券取引所法10条は、直接に「操縦(Manipulation)」という文言を使っており、そのb項が1933年証券法17条を原型として、「相場操縦的および欺瞞的策略」について、以下の概括的な内容を規定している。すなわち、「委員会が公益または投資家保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制に違反して、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当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の買付または売付に関して相場操縦的または欺瞞的策略もしくは術策を用いること。⁹⁴⁾」である。

1933年証券法17条a項と同じく、1934年証券取引所法10条b項も相場操縦だけではなく、相場操縦の上位概念である証券詐欺についての規定である。したがって、相場操縦、インサイダー取引およびその他の証券犯罪にすべて以上の二つの条項は適用される。それに、以上の二つの条項には、以下の1934年証券取引所法9条a項における「虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出し、または当該証券の市場に関し、虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的」、すなわち、「誘引目的」を規定していない。そのため、ある行為が証券詐欺行為になるか否かを判断する場合、SECは、1933年証券法17条a項または1934年証券取引所法10条b項を適用するとき、1934年証券取引所法9条a項における「誘引目的」について立証する必要がなく、証券違法および犯罪に関する認定もより簡単になるようになる。特に、SECが1934年証券取引所法10条b項に基づいて制定したSEC規則10b-5は、証券詐欺を認定するとき重要な役割を担った。

94) 『新外国証券関係法令集 アメリカ(Ⅲ)証券法・証券取引所法』・前掲注(4)149頁参照。

(3) 1934年証券取引所法 9 条（証券の相場操縦禁止 (Manipulation of Securities Prices)） a 項について

1933年証券法17条 a 項および1934年証券取引所法10条 b 項と異なり、1934年証券取引所法 9 条は、証券の相場操縦についての専門的規定であり、その a 項に操縦行為に関する総括的記述があるとともに、具体的な操縦行為も列挙されている。すなわち、以下のようなものである。

第 9 条（証券の相場操縦の禁止）(a)

いかなる者も、直接または間接を問わず、郵便、州際通商の方法もしくは手段または国法証券取引所の施設を利用して次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。国法証券取引所の会員も次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。

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

(A) 当該証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うこと；または、

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

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

② 他人による売買を誘引する目的で、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券のまたは当該証券に関する証券を

原資産とするスワップ契約に関連した、実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと。

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

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

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

⑥ 委員会が公益または投資家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、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券の価格を釘付け、固定しまたは安定させるため、当該証券の買付または売付の一連の取引を行うこと。⁹⁵⁾

以上から見ると、1934年証券取引所法9条a項は以下のように六種類の相場操縦の行為様態を規定している。

① 仮装売買（①号の(A)），すなわち、証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うことである。

② 馴合売買（①号の(B)と(C)）、「相對委託」または「通謀売買」ともい、取引の状況を事前に知りつつの相對委託の買付又は売付、即ち、おおむね同一の取引時間、同一の取引量および同一の取引価格で、証券の買付注文が出されていることを知りつつ当該証券の売付注文を出すこと、または、証券の売付注文が出されていることを知りつつ当該証券の買付注文を出すことである。

③ 連続売買（②号），すなわち、他人による当該証券を購入又は売却を誘引する目的で、単独又は他人と共同して、当該証券の取引が実際上または外観的に活躍に行っていると思わせて、または当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うことである。

④ 情報の流布（③号と⑤号），すなわち、証券価格を騰貴させたまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴または下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布もしくは広めることにより、当該証券の売買を誘引することである。

⑤ 虚偽もしくは誤導的な陳述（④号），すなわち、証券売買を誘引する目的で、その時においてその状況に照らし、重要事項に関して虚偽または

95) 『新外国証券関係法令集 アメリカ（Ⅲ）証券法・証券取引所法』・前掲注(4)145～147頁。

誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠をもっていたことである。

⑥ 安定操作 (⑥号)、すなわち、規則及び規制に違反して、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券の価格を釘付け、固定しまたは安定させるため、当該証券の買付または売付の一連の取引を行うことである。

また、1933年証券法17条 a 項および1934年証券取引所法10条 b 項という概括的規定をバスケット条項とみなせば、アメリカの1933年証券法および1934年証券取引所法は、相場操縦罪について、六種類の具体的行為様態と一種類の総括的規定⁹⁶⁾を設けているといえる。

(4) アメリカ法における相場操縦の行為様態について

以上に述べた相場操縦の六種類の行為様態、すなわち、仮装売買、馴合売買、連続売買、情報の流布、虚偽もしくは誤導的な陳述、安定操作について、簡単な説明をする。

① 仮装売買には二つの特徴がある。第1は、証券の所有権を実質的に移転しないことである。したがって、本行為は「仮装」といわれる。第2は、本行為の前提として、「取引が盛んである虚偽もしくは誤導的な表象」が必要なことである。すなわち、すべての取引が違法であるということではなく、ただ、取引が盛んである虚偽もしくは誤導的な表象を作ること、言い換えれば、真相を知らない投資家の取引を誘引する仮装売買こそ違法となる。

② 馴合売買では、証券の所有権は実際に移転せず、操縦者に支配される点では、仮装売買と共通している。また、この行為が違法になる前提も

96) 1934年証券取引所法15条C項は、ブローカー、ディーラーの相場操縦的、欺瞞的な策略または術策を禁じている。規定の内容は豊富であるが、詐欺的手段として、「相場操縦的、欺瞞的、またはその他の詐欺的な策略もしくは術策により」しか述べていない。

「取引が盛んである虚偽もしくは誤導的な表象を作る」ということである。それゆえ、証券取引所法は同じ条項において以上の二種類の相場操縦行為を規定している⁹⁷⁾。ただ、仮装売買の場合には、証券の所有者は完全に変わらないのと異なり、馴合売買の場合、証券の所有権は移転する。もっとも、その移転が表面的なものではなく、当該証券の実質的な保有者は変わらない。

また、仮装売買と異なり、馴合売買についての条項は購入と売却を分けて規定している。その規定の中では、「同じ又は異なる当事者」、「取引量、取引時と取引価格」、「おおむね同一」という三つの問題点が重要であると思われる。

第1に、「同じ又は異なる当事者」について、異なる当事者が相対的に委託売買を行っても、または同じ当事者が異なる名義（二人以上の取引口座をコントロールする方式）で相対委託を行っても、馴合売買に該当する。証券取引の実際には、ほとんどの馴合売買は後者の方式で行われている。

第2に、馴合は「取引量、取引時と取引価格」という三つの要素と緊密に関連している。以上の三つの要素が認定されれば、当該証券に対する操縦もほぼ決められるようになる。

第3に、取引量、取引時と取引価格はまったく「同じ」でなくてもよく、「おおむね同一」と認定されれば十分である。証券取引の実際には、相対の取引行為が同じ時間に行われることは実際には不可能であるため、通常の場合、ある当事者が前もって売買を始めると、ほかの当事者が当該売買に引き続くという取引状況がよく見られる。そのほかに、事前に詳しく決めても、証券取引の状況が複雑であるため、取引量と取引価格がまったく同一である可能性もない。したがって、当事者の取引量、取引時と取引価格の重合度が正常の程度を上回り、証券取引の偶然性に違反し、合理的な疑いを超えれば、当該取引の違法性が認定される。

97) 両行為を合わせて「虚偽売買」という。

③ 連続売買の成立には、「単独又は他人と共同して、当該証券の取引が実際上または外観的に活躍に行っていると思わせて、または当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行う」という行為要件が必要であるとともに、「他人による当該証券を購入又は売却を誘引する」という目的要件が特に重要である。なぜなら、証券市場では、ある証券の価格が一定の時間で騰貴と下落を繰り返せば、利益を求めため、通常投資家は必ず当該証券の売買を繰り返す。それは正常な投資行為であり、違法といわない。それゆえ、すべての一連取引行為が違法になるわけではおらず、ただ不法の目的——他人による当該証券を購入又は売却を誘引する——があれば違法になるからである。

④ 情報の流布、⑤ 虚偽もしくは誤導的な陳述という二種類の行為は、いずれも、情報と関連している。「他人による取引を誘引する」との目的要件は共通しているが、情報の性質、行為の形態が異なる。

情報の性質について、④情報流布の場合には特に制限はないが、それと異なり、⑤虚偽もしくは誤導的な陳述の場合には、その情報が「虚偽もしくは誤導的」でなければならない。「誤導的」な情報とは、真実ではあるが一方的で誤解しやすい情報である。また、⑤虚偽もしくは誤導的な陳述と異なり、④情報の流布における情報は「証券の取引に関する」それである。流布される情報が証券の取引と関われば、これに該当して、虚偽であろうと、誤導であろうと、または真実であろうと、すべてこれに該当する。

行為の形態について、④情報の流布は、情報を不特定の人々に伝わる行為だけでは足りず、特定の人々に伝わること⁹⁸⁾も要する。それと同じく、⑤「虚偽もしくは誤導的な陳述」の行為も流布だけではなく、「提供」も含まれ、特定又は不特定の人に伝わることを要する。また、以上に述べたように、当該情報が虚偽であるばかりでなく、真実の情報であっても、一

98) 法条文の原文は「offer」であり、「広める」または「提供」とも訳すことができる。

方的であれば、該当しうる。言い換えれば、不完全な一部だけを提供し、または誤解しやすい内容もしくは方法で提供すれば、誤導的な陳述に該当する。

⑥ 安定操作についての規定はアメリカ証券法の特徴であり、日本証券法にも深い影響を与えた。SECによると、安定操作 (stabilization) とは、「証券の公募計画中または公募中の下落を防ぎ、または阻止するという限定した目的のために、或る証券の市場価格が釘付けされ、または固定されるという手続き⁹⁹⁾」である。証券取引の実際には、多種多様な取引要素の影響で、ある証券に対する市場の供給と需要は常に変化し、その変化にしたがって、当該証券の価格はずっと同じ段階にある可能性は極めて低く、常に起伏している。しかし、操縦者は会社資産を安定させる目的で、証券の価格が一定の穏やかさを保とうとして、連続的な売買を利用して当該証券の価格を安定させるかもしれない。そのような売買行為をすれば、証券取引量および取引価格の変動は当該証券に対する真実の供給と需要の状況に一致しなくなり、真実をわからない投資家に損を与え、証券市場の取引秩序を攪乱するがゆえに、違法である。

安定操作がすべて違法になるわけではない。例えば、新株を発行する場合、当該株式の売買は盛んになり、その取引状況が異常に活発になり、株価の上昇と下落も激しく、当該会社及び投資家に過度のリスクを与える。そのリスクを回避するため、一般的に、発行会社はわざと通常の売買と相対的な売買を行い、すなわち、買う時売り、売の時買うという方式で、当該株式の価格を安定させる。そのような状況では、当該売買は市場取引状況を安定させる側面での役割を果たし、適法である。そのため、安定操作が違法になる前提は、「委員会が公益または投資家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する」ことである。

取引状況により、安定操作が適法となりまたは違法となる可能性がある

99) Sec. Ex. Act Rel.4163 (1948). ルイ・ロス・前掲注(13)1057頁注(74)参照。

ため、その規制規定について、SEC は極めて慎重な態度を取っていた。自由市場の妨害物としての安定操作に対する即時の禁止に賛成していた Healey 委員は、1940年の「証券価格の釘付け、固定化および安定操作の規則に関する SEC の声明書」の中で、次のように述べて、安定操作の必要性の主張を拒絶した。すなわち、「これは、分売者が、大衆をばかにすることが許されないならば、大衆の買付を誘引することができないと言うに等しく、採用された理由付けは、或る会社が履行すべき満期物があって金を必要とする場合には、無理やりに大衆から金を奪い取るということをもほとんど正当化するものである¹⁰⁰⁾」と。そして、過半数意見の委員達にとっても、安定操作は「今や産業への資本の簡便な流入を維持する」という目的のために重要な「固定価格による証券の分売という米国の制度の不可欠な一部である」こと——「安定操作の分野では、産業は理論ではなく現実の条件に直面している」ということを認めることはあまり気分のよいことではなかったように思われる¹⁰¹⁾。そのような状況において、SEC は、安定操作に関する「SEC のコモン・ロー」を発展せしめ、その結果、その集大成が1955年に規則 10b-7 条に法典化された¹⁰²⁾。その規定内容は以下のようなものである。

いかなる者も、① 当該証券の最も高いその時の独立した買呼び値より高い価格で証券の安定操作を始めてはならず；② その者が安定操作を行っている価格を引き上げてはならず；③ 現在の分売価格以上の価格で安定操作を行ってはならない。

100) Sec. Ex. Act Rel.2446 (1940). ルイ・ロス・前掲注(13)1057頁注(80)参照。

101) Demmler, How shall We Amend the SEC Acts ? 178 Com. & Fin. Chron. 2381, 2438(1953).
ルイ・ロス・前掲注(13)1058頁注(81)参照。

102) Sec. Ex. Act Rel.5194 (1955). ルイ・ロス・前掲注(13)1058頁注(82)参照。

2. EU 証券法の規定について

EU の2003年反市場濫用指令は、「インサイダー取引 (Insider Dealing)」と「市場操縦 (Market Manipulation)」を合わせて、「市場濫用 (Market Abuse)」と称する。市場操縦について、「誘引目的」という主観要素を必要条件とするアメリカ法と異なり、EU 法は「明知」という文言を用いている¹⁰³⁾。また、アメリカ法の仮装売買、馴合売買、連続売買、情報の流布、虚偽もしくは誤導的な陳述、安定操作という列举方式と異なり、EU の2003年反市場濫用指令の1条2項（市場操縦）は、市場操縦を三種類の行為様態、すなわち、取引に関する市場操縦行為、情報に関する市場操縦行為、その他の市場操縦行為に分けている¹⁰⁴⁾。具体的な内容は以下のようなものである。

1条2項 市場操縦とは、

(a) 以下の取引または取引指令。すなわち、

——金融商品の供給、需要、価格と関わる虚偽的または誤導的な合図を与えまたは与える虞のあるもの、または

——一人または通謀した数人によって一つまたは幾つかの金融商品の価格を異常または人為的操縦の水準に維持するもの。

ただし、取引を行い、または取引の指令を發布する者がその行為が適法であると信じ、しかも当該取引または取引指令が関わる監督・管理市場における市場慣行と一致している場合は、除外される。

(b) 虚偽の計略その他の形式で詐術または偽計を使用すること。

(c) メディア（インターネットも含む。）その他の形式により関連金融商品の虚偽または誤導的合図（風説および虚偽または誤導的情報の流布

103) 本編第3章第2節を参考されたい。

104) 中国の研究者によると、1992年にアメリカの証券法研究者である Allen と Gale は相場操縦の行為様態について、EU 法と同じく三つの種類に分けている。すなわち、情報による操縦 (Information-based)、行為による操縦 (Action-based) および取引による操縦 (Trading-based) である。何基報・徐洪涛「市場操縦の行政法律責任の構成要件についての比較研究」(中国：深圳証券取引所総合研究字0129号、2006) 8頁、23頁参照。

も含む) を与えまたは与える虞のある情報の流布。ただし、流布する行為者が当該情報の虚偽性・誤導性を知っていたか、または知るべきであった場合に限る

(以下は略する。)

(1) 取引に関する市場操縦行為について

「取引に関する市場操縦行為」について、2003年反市場濫用指令 1 条 2 項 a 号は以下のように規定している。金融商品の供給、需要、価格と関わる虚偽的または誤導的な情報を流布または流布しようとし、または、人または何人かが通謀し一つまたは幾つかの金融商品の価格を確保し、当該価格が異常または人為的操縦の水準にさせること。ただし、取引を行い、または取引の指令を發布する者がその行為が適法であることを信じ、しかも当該取引または取引指令に関わる監督・管理市場における市場慣例と一致している場合は、除外される。内容から見ると、本条文は概括的な方式で操縦行為の様態について規定している。例えば、「虚偽または誤導的な情報を流布または流布しようとする」行為は、「虚偽の情報を流布する」行為と「虚偽または誤導的な情報を提供する」行為に分けられる。また、「個人または通謀して金融商品の価格を担保する」というと、証券詐欺を中核とし、アメリカ法における「仮装売買」、「馴合売買」、「連続売買」、「安定操作」等の取引方式も含んでいる。

以上に述べたように、本指令によると、市場操縦の成立には、「誘引目的」についての立証は必要ではない。したがって、以下の二つの要件があれば、操縦行為は成立しうる。その一、市場操縦の行為が実行されていたとき、人為的に操縦されていた価格 (artificial price) または異常な価格 (abnormal price) が存在していたこと。その二、操縦状況は関連する金融商品の価格が異常に変動した原因であること¹⁰⁵⁾。

また、金融商品の価格の異常な変動については、以下の七つの要素を合

105) 盛学軍編集・前掲注(52)214頁。

わけて考慮すべきである。すなわち、① 取引行為が当該証券の日常の取引量に与える影響の程度、特に価格に重大な変動があったとき；② 取引行為が当該証券の取引価格に与える影響の程度；③ 取引をしたのに、所有者の権益が変わらないこと；④ 取引行為が短期の需要を逆にさせて、または日常の取引量の重要な部分に影響を与え、当該証券の価格に重大な変動をさせること；⑤ 取引行為がオープニングの短い時間に集中し、価格に逆の変動をさせること；⑥ 取引行為が当該証券の一番よい売買時機または一般投資家の投資決定に影響を与えること；⑦ ある時間内またはある時間の前後で、取引の決済価格と見積もりが適当であって、当該証券の価格を変動させ、その価格の見積もりにも影響を与えること、である¹⁰⁶⁾。

そのほかに、ある行為が市場に対する影響またはヨーロッパ全体の範囲での当該市場の間の直接もしくは間接の関係、当該市場の構造的な特徴、たとえば、金融商品の種類（株式、債券、または先物）、取引に参加する行為者の身分（株式会社及び従業員、大株主又は大量の資金を持つ者、通常の投資家）、取引行為が市場指数への影響度（たとえば、行為が行われる前の市場状況、取引価格または取引量の上昇と下落）等も重要な判断要素である¹⁰⁷⁾。

（2）情報に関する市場操縦行為について

2003年反市場濫用指令1条2項c号によると、「情報に関する市場操縦行為」とは、メディア（インターネットも含める）その他の形式により関わる金融商品の虚偽または誤導的情報（風説および虚偽または誤導的情報の流布も含まれる）を流布しまたは流布しようとし、しかも流布する行為者が当該情報の虚偽性・誤導性を知っていることである。その行為はアメリカ法の「虚偽の情報の流布」とほぼ同じであるが、情報が虚偽であるほかに誤導的でも成立しうるのは特別の特徴である。通常以下の二つの方式

106) 盛学軍編集・前掲注(52)215頁。

107) 盛学軍編集・前掲注(52)216頁。

で実行される。

その一、流布行為と操縦行為の結合実行，すなわち，証券商人又は取引相対者は自ら直接に虚偽もしくは誤導的な情報を流布し，相場操縦をすること。流布者と操縦者が同じであり，または同じ支配人の命令にしたがうことが，その特徴である。

その二、流布行為と操縦行為の格別実行，すなわち，流布行為をする者が操縦行為をせず，ただの受託者としてある証券について虚偽もしくは誤導的な情報を流布し，当該証券の取引状況に影響を与え，その際，委託者である操縦者は巨額の資金，株式等を投入し，情報と資金等の二重影響を利用して証券市場を操縦すること。操縦が終わったら，流布者は操縦者から報酬としてお金をもらう。その方式は，通常，悪徳の証券アナリストと株式会社により通謀で実行される。証券取引の監督機関の視線を避けるため，多くの証券アナリストは直接に取引しないが，株式会社と秘密に契約を結び，まず，株式会社がある証券を購入し，その後，アナリストが当該証券に対して良い評論を出し，その評論の影響によって，当該証券の価格が上昇し，株式会社は利益を得た後，アナリストに報酬を与える。

(3) その他の市場操縦行為について

2003年反市場濫用指令 1 条 2 項 b 号はその他の市場操縦行為を規定しており，アメリカの1933年証券法17条 a 項および1934年証券取引所法10条 b 項のようなバスケット条項と同じである。その b 号によると，取引のとき又は取引指令の中に虚偽の手段又は何らかの形式の詐欺を行うと，市場操縦行為になる可能性がある。ある行為が当該規定に該当するか否かを判断するとき以下の二つの要素も考慮すべきである。その一，虚偽の手段，詐欺が取引行為又は取引指令と関わるか否かということ；その二，行為者のその前後の投資提案又は結論と流布行為の間に実質的な関連があるか否かということ¹⁰⁸⁾，である。

108) 盛学軍編集・前掲注(52)218～219頁。

3. 台湾の証券取引法の規定

台湾の証券取引法155条は、「上場有価証券の禁止行為」という規定であり、その1項が、証券市場操縦の行為形態を定めており、「反操縦条項」と称される。本条項の規定は以下のようなものである。

155条「上場有価証券の禁止行為」

上場有価証券または店頭有価証券に対して、次の各款の行為をしてはならない。

一、集中的な取引市場において売買の申し込みをして、相手の承諾を受けた後、実際の契約を結ばずまたは履行せずに、市場秩序に影響を与えること；

二、（削除）；

三、集中的な取引市場において有価証券の価格を上昇または下落させるために、事前に他人と通謀して、約束した価格で当該有価証券を購入または売却すると同時に、他人が相対の売却または購入の行為を行うこと；

四、集中的な取引市場において有価証券の価格を上昇または下落させる意図で、自己または他人の名義で、当該証券を連続的に高価で購入または低価で売却すること；

五、集中的な取引市場において有価証券の価格に影響を与える意図で、風説または不実な資料を流布すること；

六、集中的な取引市場において有価証券の価格に直接または間接に影響を与えるその他の操縦行為を行うこと。

以上の条文から見れば、台湾の証券取引法は、証券市場操縦について、四つの具体的行為様態と一つの補充規定を設立している。すなわち、違約取引¹⁰⁹⁾ (Breach of Contract Delivery) (155条1款1項)、通謀売買 (155条1款3項)、連続売買 (155条1款4項)、風説または不実な資料の流布

109) 中国語で「違約交割」という。「交割」が「取引」の意味である。

(155条1款5項), 補充規定 (155条1款6項) である。

(1) 違約取引行為について

違約取引は、英語で「Breach of Contract Delivery」といい、違約不取引とも言える。155条1款1項によると、違約取引とは、集中的な取引市場において売買の申し込みをして、相手の承諾を受けた後、実際の契約を結ばずまたは履行せずに、市場秩序に影響を与える行為である。言い換えれば、証券市場で取引相手と取引の締約の交渉をすることにより、当該証券の取引が盛んになる虚偽の表象を引き起こし、操縦の目的を達成したら、契約を結ばずまたは違約する、という操縦手段である。民法の視角から見ると、契約締結上の過失または違約責任を負うべき行為である。

違約取引に関する規定は欧米と日本の証券法になく、台湾の証券取引法の特徴といえる。研究者によると、現在、台湾の証券市場操縦の事件の中では、「ほとんどの事件が本款に規定されている違約不取引であって、証券市場の違法行為を阻止する側面では、本規定は一定の機能があると言える。¹¹⁰⁾」

当該操縦目的の達成は、短期間で多くの同類行為を実行することを必要とする。通常のやり方は以下のようなものである。操縦者は実際に取引の意思がないのに、証券会社に証券売買の委託の申し込みを出し、しかも、その申し込み行為を短期間で大量に行う。その結果、当該取引の需要は証券会社を通じて証券市場に現れ、一般の投資家が内実を知らずに当該証券の売買を追いかけると、その価格が操縦者の希望どおりに騰貴するようになる。その際、操縦者は契約を締結せずまたは履行しない。契約締結上の過失または違約の責任を負っても、それは証券価格の騰貴による巨額の不法利益と比べ物になりえない。取引者の取引意思は尊重すべきではあるが、この行為は一般投資家の投資への自信を傷つけ、証券会社の信用を害し、証券市場の取引秩序に悪い影響を与える。したがって、1968年法制定

110) 王文字編集・前掲注(5)165頁。

の際、この違約取引は証券市場操縦の主要な行為様態として設定された。

（2）通謀売買行為について

1968年台湾の証券取引法が制定されたときには、日本の旧証券取引法を原型として、それと同じく伪装売買と通謀売買の二種類の虚偽取引行為を規定した。155条1款2項のもとの内容は「伪装売買」について、「集中的な取引市場において、証券の所有権を移転せず仮想的に売買すること」と規定している。だが、2000年証券取引法を改正するとき、その2項の内容は削除された。したがって、現行証券取引法は通謀売買行為しか規定していない。その155条1款3項によると、通謀売買とは、集中的な取引市場において有価証券の価格を上昇または下落させるために、事前に他人と通謀して、約束した価格で当該有価証券を購入または売却すると同時に、他人が相対の売却または購入の行為を行うことである。規定の内容から見れば、日本の金融商品取引法159条1項4～8号の馴合売買行為とほぼ同じであり、このことは、本法が日本法をモデルとしていることの直接の証拠といえよう。

（3）連続売買行為について

本法の155条1款4項によると、連続売買とは、集中的な取引市場において有価証券の価格を上昇または下落させる意図で、独自または他人の名義で、当該証券を連続的に高価で購入または低価で売却する行為である。法制定の際、「自己の名義で」としか規定していなかったが、1988年の法改正により「または他人の名義で」という文言を追加した。改正の理由というと、連続売買の場合、自分の名義で連続的に売買すれば、非常に目立ち、証券取引の監督機関に摘発されやすく、また、一人の口座で一日に同一の株式を繰り返して売買することも通常禁止されるため、数人の名義で¹¹¹⁾実行することがより隠蔽的であり操作しやすいのである。「自己また

111) 大多数の事件は、自分名義の口座を使わず、親族または親友名義の口座の間で売買をするものである。

は他人の名義で」と明確的に規定していることは台湾の証券取引法の特徴である。

また、連続売買という点、少なくとも短期間で二回以上の売買が必要であるが、法律ではそのような売買をすべて違法行為とみなすわけではない。それゆえ、どのような連続売買行為が違法であるかという問題については、その取引量、取引価格、特にその取引の間隔時間等の要素によって判断すべきである。通説によると、この連続売買には概括な犯罪故意があれば成立可能であり、特定の時間内で二回以上の売買をすれば、連続が確認される¹¹²⁾。ただし、その「特定の時間内で」とは具体的にどのようなものであるかは不明であり、証券取引の監督機関に判断られるほかない。

(4) 風説または不実な資料の流布について

台湾の証券取引法155条1款5項は「風説」と「不実な資料の流布」の二つの行為様態をあわせて規定している。その行為様態は「集中的な取引市場において有価証券の価格に影響を与える意図で、風説または不実な資料を流布すること」である。風説流布について、米欧日の証券法の述べ方と差異はない。それに対して、「不実な資料の流布」の場合、不実なのが「情報」ではなく「資料」であることは台湾証券取引法の特徴である。「情報」に変わり「資料」という文言を使った原因は詳しくわからないが、二つの用語の中国語の意味を比較してみれば、「資料」の範囲は「情報」より大幅に広い。したがって、立法者は、「情報」とはいえないが、証券市場に影響を与えられる性質があるその他のものをも入れようとしたのであろう。しかし、「資料」というと、有形的な書類というイメージであり、それと異なり、「情報」は有形的なものもあるし、無形的なものもある。「資料」と「情報」の間で、重なるところはあるが、相互に包括できない部分も大きいので、法適用には不都合もあるであろう。

また、米日の証券法における「提供」という述べ方と異なり、台湾の証

112) 王文字編集・前掲注(5)166頁。

券取引法では「流布」しか規定していない。しかし、「提供」とは、特定または不特定の相手に伝えることであるのに対して、「流布」は不特定の相手に伝えることしかでないため、「流布」より「提供」のほうが、その適用範囲は広い。したがって、以下の場合に、適用できないことも予想される。すなわち、行為者が特定の少数人に情報を伝える場合、特定の相手に伝えることは「流布」に該当しないし、その情報が法の条文における「資料」に該当するか否かも判断しなければならないため、適用に不都合が生じるであろう。

（5）補充規定について

その155条1款6項は補充規定を設定しており、「集中的な取引市場において有価証券の価格に対して直接または間接に影響を与えるその他の操縦行為を行う」と規定しており、日本の金融商品取引法のバスケット条項と同じである。規定の方式では、四つの具体的行為様態を列挙した後、補充規定を設けることは、具体的規定+概括的規定という方式により脱法行為を防止するためである。その規定方式は中国内陸の証券取引法に受け入れられた。しかし、その他の証券法と同じく、規定範囲が明らかではない補充規定を設置すれば、規制対象を際限なく拡大し、罪刑法定主義にも違反しかねないであろう。

4. 中国内陸の法律における証券市場操縦罪及び証券取引虚偽情報捏造伝播罪に関する規定

中国内陸において最初の証券市場は1991年に設立された上海証券取引所であり、翌年、深圳証券取引所も設立された。その際、1979年刑法には、証券取引操縦に関する犯罪規定はなく、証券取引法も制定されていなかった。証券市場の秩序を維持するため、中国証券監督管理委員会は1993年に「証券詐欺行為禁止暫行弁法（以下、「暫行弁法」と略する）」を制定した。その「暫行弁法」7条と8条は、証券市場操縦を規定している。これは証

券市場操縦等に対する規制では重要な役割を果たしたが、法律ではなく単なる行政法規であったため、証券犯罪を制裁することに役立たなかった。したがって、1997年刑法が制定された際、その182条に証券市場操縦罪、その181条に「証券取引虚偽情報捏造伝播罪」が設けられた。翌年、証券取引法が制定された際、その77条も証券市場操縦行為について規定した。以下、中国内陸の刑法182条、181条、証券取引法77条および「暫行弁法」7条と8条の内容を解説する。

(1) 「暫行弁法」7条と8条について

「暫行弁法」7条は、証券市場操縦についての総括的規定であり、「いかなる組織体または個人も利益を獲得しまたは損失を減少する目的で以下の行為を行うことは禁止される。資金、情報等の優位を利用し職権を濫用し市場を操縦して、証券市場の価格に影響を与えて、証券市場を混乱させ、事実の真相がわからない投資家に証券の投資決定を誘導しまたは実行させて、証券市場の秩序を攪乱すること。」と規定している。本条文は証券市場操縦に関する最初の規定であり、その後の証券違法・犯罪と関わる法律に強い影響を与えた。例えば、その「資金、情報等の優位」という文言は1997年刑法および1998年証券取引法に継承されている。また、その「利益を獲得しまたは損失を減少する」という目的要件については、1997年刑法および1998年証券法に明らかに規定されていないが、本罪は目的犯であり、「利益の獲得または損失の減少」という目的が本罪の成立の不可欠な要件であるという見解が、依然として通説である¹¹³⁾。

その8条は操縦行為についての具体的列举規定であり、以下の七種類の行為様態を定めている。すなわち、① 共謀しまたは資金を結集して証券市場価格を操縦すること；② 風説流布等の手段で証券の発行または取引に影響を与えること；③ 証券の偽装の価格を製造するため、他人と通謀

113) 高銘暄・馬克昌編集『刑法学』(中国：北京大学出版社、高等教育出版社、2005) 418頁。

し証券の権利を移転しない仮装売買を行うこと；④ 持たない証券を売却または売却の申請を出して、証券市場の秩序を攪乱すること；⑤ 証券取引の価格を上昇または下落するため、証券を連続的に売買すること；⑥ 職務の便利を利用して、証券の価格を人為的に上昇または下落させること；⑦ その他の市場操縦行為。規定内容から見ると、「暫行弁法」は通謀売買，風説流布，仮装売買，空売空買，連続売買，職務操縦，その他の操縦行為である。

(2) 中国内陸の刑法182条，181条について

① 中国内陸の刑法182条（証券市場操縦罪）について

中国内陸の刑法182条は証券市場操縦罪の行為形態について，以下の四種類に分けている。すなわち，Ⅰ．単独で又は他人と共謀して，資金，株式または情報の優位を利用し，連携又は連続して売買することにより，証券取引価格を操縦すること；Ⅱ．他人と通謀して，事前に約束した時間，価格又は方法で，証券を相互に取引し又は実際に保有していない証券を相互に売買することにより，証券取引の価格又はその出来高に影響を与えること；Ⅲ．自己を取引の対象として証券の所有権を移転しないで自己売買を行い，証券取引の価格又はその出来高に影響を与えること；Ⅳ．その他の方法により証券取引の価格を操縦すること，である。

規定内容によると，182条はⅠ．連合売買，Ⅱ．連続売買，Ⅲ．通謀売買（馴合売買），Ⅳ．自身売買，Ⅴ．その他の操縦行為という五つの操縦方式を定めている。

Ⅰ．連合売買とⅡ．連続売買は「資金，持株又は情報の優位¹¹⁴⁾を利用する」ことを共通の前提としている。連合売買または連続売買が証券市場操縦罪に該当するためには，巨額の資金，大量の持株又は有利の情報等の資源優位を利用しなければならない。通説によると，連合売買とは，「二人以上の主体が共謀し，資金優位もしくはほかの優位を結集し自分の分業

114) 通常「資源の優位」と総称する。

に従いもしくは共同的にある証券を購入し当該証券の価格を上昇させて、又は共同的にある証券を売却し当該証券の価格を下落させる行為¹¹⁵⁾」である。また、連続売買とは、「単独で又は共謀して、資金、株式または情報の優位を利用し、連続的に高価で購入し又は低価で売却して、ほかの投資家に当該証券を取引させる誘引行為」である¹¹⁶⁾。

Ⅲ. 通謀売買は、中国語の言い方であり、日本の「馴合売買」とほぼ同じである。通常取引実務では「相對委託」または「対敲」とも言い、二人以上の操縦者が事前に約束した取引時間、価格、または方法で互いに当該証券を売買することである。お互いに売買するときの取引価格等は事前に約束した取引価格等とほぼ同じでなくともよい。証券取引に影響を与える要素が多く、事前にくら詳細に約束しても、予想できない情状も出てくるため、約束者の予想とおりに完全に従う可能性はないからである。お互いに売買するときの取引価格等が事前に約束した取引と大幅に重なり、当該証券の取引状況に影響を与えられるものでであると、通謀売買に該当する。

Ⅳ. 自身売買は刑法および証券取引法による言い方であり、「暫行弁法」の仮装売買とほぼ一致している。自身売買では、行為者自分の名義での口座だけではなく、行為者が実際にコントロールする口座間で売買すれば本罪に該当する。しかも、中国内陸の証券取引規則によると、取引者が自分一人の名義で一つの証券に対して短期間で売却した後購入してまたは購入した後売却することは不可能である。したがって、実際には、自身売買は通常二つ以上の名義の口座を利用しなければならない。

Ⅴ. その他の操縦行為には、例えば、職務の便利を利用し証券の取引価格を上昇又は下落させる行為等を含む、と通説は述べている¹¹⁷⁾。

115) 王作富編集『刑法分則実務研究(第四版)(上)』(中国:方正出版社,2007)516頁。

116) 王作富編集・前掲注(115)516頁。

117) 高銘暄・馬克昌編集・前掲注(113)418頁。

② 中国内陸の刑法181条（証券取引虚偽情報捏造伝播罪）について

米欧台の証券法のいずれもが風説流布を相場操縦行為の一種類と位置づけているのとは異なり、中国内陸の刑法は182条の証券市場操縦罪と並んで、181条に「証券取引虚偽情報捏造伝播罪」を規定している。また、証券取引虚偽情報の捏造伝播罪の成立には、「取引誘引」という目的要件はない。刑法181条によると、「証券取引に影響を与える虚偽の情報を捏造し、かつ、伝播させ、証券取引市場を妨害し、重い結果を生じさせた者は、五年以下の有期懲役又は拘役に処し、一万元以上十万元以下の罰金を併科し又は単科する。」その条文にしたがうと、本罪は目的犯ではなく、結果犯であるべきである。ゆえに、中国の証券市場では、風説流布を実行するとき、取引を誘引し、または証券市場を操縦する目的があるか否かを問わず、その結果が証券市場を攪乱したら、証券取引虚偽情報捏造伝播罪に該当する。ただし、相場操縦の目的で風説流布する場合、この181条の「証券取引虚偽情報の捏造伝播罪」に該当するか、または182条（証券市場操縦罪）1款4項の「その他の操縦行為」として規制するかということについては、不明である。

(3) 中国内陸の証券取引法77条について

中国内陸の証券取引法77条（証券市場操縦禁止）は以下のように規定している。すなわち、

証券取引法77条（証券市場操縦禁止）

いかなる者も次の各号に規定する手段を用いて証券市場を操縦してはならない。

一、単独でまたは共謀して、資金、持株又は情報の優位を利用して連合もしくは連続して売買を行い、証券取引価格または証券取引量を操縦すること；

二、他人と共謀し、事前に約定した時間、価格および方法により相互に証券取引を行い、証券取引価格又は証券取引量に影響を与えること；

三、自身が実際にコントロールする口座の間で証券取引を行い、証券取引価格または証券取引量に影響を及ぼすこと；

四、その他の方法で証券市場を操縦すること。

証券市場操縦の行為方式については、証券法と刑法の内容はほぼ同じであり、連合売買、連続売買、通謀売買、自身売買、その他の方法と五種類の操縦方式を規定している。1997年刑法は本罪を制定した際、罪名を「証券取引価格操縦罪」とした。それと異なり、1998年証券取引法が制定された際には、「証券取引価格または証券取引量」、すなわち、「証券市場」操縦という文言を使った。証券取引法の影響を受けて、2006年公布された刑法改正案(六)11条によって、本罪の罪名は「証券取引価格操縦罪」から「証券市場操縦罪」に変更された。

(4) 刑法182条、証券取引法77条および「暫定弁法」7,8条についての比較

立法規定から見れば、中国内陸の刑法182条と証券取引法77条のいずれも五つの種類の証券市場操縦行為を規定している。それは、連合売買、連続売買、通謀売買、自身売買、その他の操縦行為である。それらの行為様態についての規定の仕方もほぼ同じである。しかし、証券取引法は操縦行為の形態しか規定しておらず、刑事責任について、「犯罪を構成するとき、法律により刑事責任を追及する」としか規定していない。したがって、本罪の行為形態を認定するときには、刑法にしたがい判断せざるをえない。「暫行弁法」8条における空買空売、虚偽もしくは誤導的な情報の提供等は明確に規定されていないから、刑法182条1款4項のバスケット条項を適用すれば、罪刑法定主義に違反する恐れがあるが、逆に適用しないと、脱法行為を避けることが不可能になり、ジレンマに陥る。

また、証券市場操縦の行為様態については、「暫行弁法」7条、8条の内容は詳しいのであるが、当時本罪についての認識が不十分であったため、規定内容が完全無欠とはいえない。例えば、その7条は資金と情報の優位を規定しているが、持株の優位を規定していない。また、その8条に

における職務操縦についても、証券価格の操縦しか規定していない。その原因も1997年刑法制定時のそれと同じである。

5. 日本の金融商品取引法における規定について

(1) 日本の金融商品取引法における操縦行為及び流布行為についての総合的分析

相場操縦の弊害は、「投資家は、金融商品取引市場における価格が、公正にして作為の加えられていない状態における需要と供給によって形成されたものであると信じるのであり、人為的に操作によって恣意的に高騰あるいは下落させられた相場を公正な相場だと誤認させることは、投資家の期待を裏切るものである。¹¹⁸⁾」ことである。したがって、旧証券取引法が制定された際、相場操縦等の禁止は、アメリカ1934年証券取引所法9条を参照し、証券取引法125条として制定された。証券取引法が制定された当初から本条を設定していたことを見れば、立法者が本行為の危険性を重視していたことがわかる。その後の主要な改正というと、1971年証券法改正は、「安定操作に関する規則」を廃止すると同時に、政令・省令を設けた。1988年証券法改正により、新たに導入された有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引に対応するための改正が加えられた。1992年証券法改正によって、店頭売買有価証券にも規制が拡張されると同時に、条文の位置が変更された。さらに2006年証券法改正により4項、5項は削除され、その内容が金商法159条1項～3項に取り込まれ、現在の条文の体裁となった¹¹⁹⁾。

相場操縦及び風説流布の行為様態について、日本の金融商品取引法における規定はアメリカの1933年証券取引法17条a項、1934年証券取引所法9条a項、10条b項を原型として制定されたが、独自の特色もある。例え

118) 神田・黒沢・松尾編集・前掲注(81)23頁。

119) 神田・黒沢・松尾編集・前掲注(81)23頁。

ば、操縦行為の様態について、アメリカの1934年証券取引所法9条a項が
仮装売買、馴合売買、連続売買、情報の流布、虚偽もしくは誤導的な陳
述、安定操作等六種類の操縦行為をあわせて規定しているのに対して、日
本法は、158条（風説流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止）、159条（相場操
縦行為等の禁止）、162条（空売り及び逆指値注文の禁止）等三つの条文に
分けて規定している。その規定方式から見れば、金融商品取引法は風説流
布と空売りを相場操縦と並列する行為様態とみなしている。したがって、
日本法において相場操縦というときには、159条の相場操縦、すなわち、
風説流布等を除いた狭い範囲の相場操縦である。ただし、先に述べたよう
に、本稿では相場操縦と風説流布等を合わせて検討しようとしている。

その三つの条文内容を見てみると。まず、159条（相場操縦行為等の禁
止）は五つの種類の操縦様態を規定している。すなわち、仮装売買（1項
1-3号）、馴合売買（1項4-8号）、変動操作（2項1号）、表示による相
場操縦（2項2・3号）、安定操作（3項）である。詳しい内容は以下のよ
うなものである。

159条 相場操縦行為等の禁止

1 何人も、有価証券の売買（金融商品取引所が上場する有価証券、
店頭売買有価証券又は取扱有価証券の売買に限る。以下この条において
同じ。）、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引（金融商品取
引所が上場する金融商品、店頭売買有価証券、取扱有価証券（これらの
価格又は利率等に基づき算出される金融指標を含む。）又は金融商品取
引所が上場する金融指標に係るものに限る。以下この条において同じ。）
のうちいずれかの取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これ
らの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的をもつて、次に掲げ
る行為をしてはならない。

一 権利の移転を目的としない仮装の有価証券の売買、市場デリバ
ティブ取引（第二条第二十一項第一号に掲げる取引に限る。）又は店頭

デリバティブ取引（同条第二十二項第一号に掲げる取引に限る。）をすること。

二 金銭の授受を目的としない仮装の市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第二号，第四号及び第五号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第二号，第五号及び第六号に掲げる取引に限る。）をすること。

三 オプションの付与又は取得を目的としない仮装の市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第三号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第三号及び第四号に掲げる取引に限る。）をすること。

四 自己のする売付け（有価証券以外の金融商品にあつては，第二条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引による売付けに限る。）と同時期に，それと同価格において，他人が当該金融商品を買付け（有価証券以外の金融商品にあつては，同条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引により買付けにすることに限る。）をあらかじめその者と通謀の上，当該売付けをすること。

五 自己のする買付け（有価証券以外の金融商品にあつては，第二条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引による買付けに限る。）と同時期に，それと同価格において，他人が当該金融商品を売り付け（有価証券以外の金融商品にあつては，同条第二十一項第一号又は第二十二項第一号に掲げる取引により売り付けにすることに限る。）をあらかじめその者と通謀の上，当該買付けをすること。

六 市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第二号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第二号に掲げる取引に限る。）の申込みと同時期に，当該取引の約定数値と同一の約定数値において，他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上，当該取引の申込みをすること。

七 市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第三号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第三号及び第四号に掲げる取引に限る。）の申込みと同時期に、当該取引の対価の額と同一の対価の額において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。

八 市場デリバティブ取引（第二条第二十一項第四号及び第五号に掲げる取引に限る。）又は店頭デリバティブ取引（同条第二十二項第五号及び第六号に掲げる取引に限る。）の申込みと同時期に、当該取引の条件と同一の条件において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。

九 前各号に掲げる行為の委託等又は受託等をすること。

2 何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引（以下この条において「有価証券売買等」という。）のうちいずれかの取引を誘引する目的をもつて、次に掲げる行為をしてはならない。

一 有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品等（金融商品取引所が上場する金融商品、金融指標又はオプションをいう。以下この条において同じ。）若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をすること。

二 取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場が自己又は他人の操作によって変動するべき旨を流布すること。

三 有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること。

3 何人も、政令で定めるところに違反して、取引所金融商品市場に

における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的をもって、一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をしてはならない。

また、158条(風説流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止)は、「何人も、(1) 有価証券の募集、売り出し、その他の取引のため、または(2) 有価証券の相場の変動をはかる目的をもって、① 風説を流布し、② 偽計を用い、または③ 暴行・脅迫をしてはならないと規定する。¹²⁰⁾」また、162条における「空売り」とは、「有価証券を有しないでその売付けや、または当該売付けの委託もしくは受託をすることは、相場の変動(下落)を激化し、場合によっては意図的な値崩れをもたらす行為¹²¹⁾」である。まとめて言えば、日本の金融商品取引法では、① 仮装売買、② 馴合売買、③ 変動操作、④ 表示による相場操縦、⑤ 安定操作、⑥ 風説流布、偽計、暴行又は脅迫、⑦ 空売り等七種類の相場操縦の行為様態を規定している。

(2) 各行為様態についての分析

① 仮装売買

仮装売買とは、単一の者が同一の有価証券等について同時期に同価格で買付けおよび売付け等の取引をして、他の投資家には、正常な取引と区別することができない記録上の取引を作り出すことをいう¹²²⁾。金融商品取引法159条1項1-3号によると、仮装売買は、他人にある証券の取引が繁盛に行われていると誤解させる目的で、いかの三つの行為を行うことである。Ⅰ. 権利の移転を目的としない仮装の有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引をすること；Ⅱ. 金銭の授受を目的

120) 神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)191頁。

121) 近藤光男・吉原和志・黒沢悦郎『金融商品取引法入門【第2版】』(商事法務, 2011) 337頁。

122) 神田・黒沢・松尾編集・前掲注(81)24頁。

としない仮装の市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引をすること；Ⅲ、オプションの付与又は取得を目的としない仮装の市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引をすること。取引の対象に当たるのが有価証券，市場デリバティブ取引，またはデリバティブと多種多様であるが，取引実務では，ほとんどは株式の現物取引である。

その取引実務では，一番単純な仮装売買とは，同一銘柄の株式について同数の売り注文と買い注文を同時に出すというものである¹²³⁾。すなわち，本法159条1項1号に規定されている売買方式である。仮装売買の危険性が，権利を實に移転しない取引により他人に当該売買を誘引することであるため，証券会社が複数の顧客から同一証券について買注文と売注文を受け両注文を市場に付け出すことや，顧客の買注文と同一証券について自己の計算による売りを出すこと等は，もとより仮装売買ではない¹²⁴⁾。また，自己両建の有価証券オプション取引，すなわち，特定の銘柄のオプションを一定数量付与し，これと同時に同一銘柄のオプションを同数量取得する取引について，大阪地判による一審判決が仮装売買に該当しないという判断を下したが，最決平成19・7・12刑集61巻5号456頁は当該行為が159条1項3号に該当すると判断した。その判決については，研究者の意見も異なっている。反対説は，オプション取引の場合，売建玉と買建玉とを同一人が保有しても，それぞれ別個に処分され得るため，仮装売買には該当しない¹²⁵⁾と述べている。それに対して，当該売買においてそのオプションを付与または取得しない目的を理由として，最高裁の判断に賛成する意見¹²⁶⁾も有力である。

その条文の規定内容を見ると，アメリカ法の規定と一致しているところ

123) 神田・黒沢・松尾編集・前掲注(81)24頁。

124) 神田秀樹監修，野村証券株式会社法務部・川村和夫編『注解証券取引法』（有斐閣，1997）1149頁。

125) 大武泰南「判批」金判1220号（2005）62～63頁参照。

126) 黒沢悦郎「判批」金判1295号（2008）4～6頁。または，田澤元章「判批」ジュリスト1400号（2010）164頁。

が多く、日本法がアメリカ法から深い影響を受けたことは明らかである。両法とも「誘引目的」すなわち「ある証券の取引が繁盛に行われていると誤解させる」という目的要件を設定していることがその証である。しかし、アメリカ法と異なり、日本の金融商品取引法159条1項9号は、①から③までに掲げる行為の委託又は受託をすることに対して、禁止規定を明確に設定しており、EU指令の規定と共通するところもある。それゆえ、その委託または受託行為を行ったが、仮装売買行為を実行しない場合、処罰されるか否かという問題もある。そのことについて、仮装売買が執行されなければ、本罪の規制対象にならないという見解¹²⁷⁾もあるが、法益侵害の危険性から見れば、9号は、顧客が金融商品取引業者に有価証券等の売買の委託を行った段階で、既に危険性が高いものとみなして、売買取引等の執行の有無にかかわらず処罰の対象とする趣旨であり、委託の執行の有無は無関係と考えるべきであるという見解¹²⁸⁾がより正しいであろう。また、文言解釈にしたがうと、159条1項9号がその単純な委託または受託行為に対する禁止規定を制定し、かつ、その執行行為が必要であると書いていない以上、委託または受託行為を処罰すべきであるという立法趣旨は明らかである。そのため、委託はなされたが現実の執行がなされていない段階では委託または受託として処罰され、現実の執行がなされた段階では、有価証券の売買、市場・店頭デリバティブ取引として処罰され、委託・受託はこれに吸収されることになる¹²⁹⁾。

② 馴合売買

馴合売買とは、複数の者があらかじめ通謀の上、同一の有価証券等について、同時期に同価格で買付けおよび売付けをして、仮装売買と実質的に同様の結果を作り出すことである¹³⁰⁾。仮装売買と同じ、馴合売買も「他

127) 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法（新版）』（有斐閣、1984）529頁。

128) 伊藤栄樹・小野慶二・莊子邦雄編集『注釈特別刑法第5巻I』（立花書房1986）279頁。

129) 伊藤・小野・莊子編集・前掲注(128)279頁。

130) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)24頁。

人にある証券の取引が繁盛に行われていると誤解させること」を目的としている。共通点といえば、両者とも「取引を繰り返すことにより、取引高についての虚偽の情報を作りだして投資家の判断を誤らせ、相場を吊り上げることにもなるため、取引が盛んに行われていると誤解させるなど、取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的（『繁盛目的』）をもって行う場合に違反行為となる。¹³¹⁾」ただし、仮装売買の「証券の権利を移転しない」という特徴と異なり、馴合売買の場合、証券の権利が移転される。

金融商品取引法159条1項4-8号によると、通常は以下の五つの方式で馴合の移転をする：Ⅰ. 他人と通謀して、自己が売り付けすると同時に、他人が同じ価格で当該証券を買い付けすること（4号）。Ⅱ. 他人と通謀して、自己が買い付けすると同時に、他人が同じ価格で当該証券を売り付けすること（5号）。Ⅲ. 他人と通謀して、自己が市場デリバティブ取引または店頭デリバティブ取引の申し込みをすると同時に、当該取引の約定数値と同一の約定数値において、他人が当該取引の相手方として申し込みをすること（6号）。Ⅳ. 他人と通謀して、自己が市場デリバティブ取引または店頭デリバティブ取引の申し込みをすると同時に、当該取引の対価の額と同一の対価の額において、他人が当該取引の相手方として申し込みをすること（7号）。Ⅴ. 他人と通謀して、自己が市場デリバティブ取引または店頭デリバティブ取引の申し込みをすると同時に、当該取引の条件と同一の条件において、他人が当該取引の相手方として申し込みをすること（8号）。その中、重要な要素は、「同時期」、「同価格」、「同日の条件」および「同一の約定数値」である。その「同時期」とは、厳密的に同時である必要はなく、当該注文に基づく呼値の効力が継続している時間内であれば足り、「同一の対価の額」、「同一の条件」も、厳密に同一である必要は無く、双方の注文が市場で相対して制約する可能性がある範囲であれば足りるとされる¹³²⁾。

131) 神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)191頁。

132) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)329頁。

また、仮装売買と同じように、159条1項9号は上述の馴合売買行為の委託又は受託行為に対する禁止規定を設定している。

③ 変動操作

「変動操作とは、大量の売買注文を市場に出すことによって相場を人為的に変動させる行為のことをいう。¹³³⁾」その「相場を人為的に変動させる」とは、その変動する可能性があれば足り、必ずしも現に相場が変動したことは要求されない。また同一銘柄の有価証券等について少なくとも2回以上にわたって買付けたまたは売付けをした場合には、一連の売買等という要件を満たすとされる¹³⁴⁾。

その操縦方式について、金融商品取引法159条2項1号は、「上場有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所有価証券市場における上場有価証券等若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の上場有価証券売買等又はその申し込み、委託等若しくは受託等をする事」と解釈している。その「一連の上場有価証券売買等……」から見ると、日本法における「変動操作」は米台中の証券法の連続売買に当たる。また、その「申し込み」は2006年証券法改正により新設された文言であり、いわゆる金融商品取引業者による「見せ玉」に対する規制趣旨である。というのは、相場操縦の場合、約定する意思はないが、市場に注文の申し込みを出して、約定する前に取消し、それを繰り返したら、当該株式の売買が盛んになっていくと一般投資家に誤解させる可能性があるからである。顧客が行う「見せ玉」は変動操作の委託として処罰されるが、金融商品取引業者自身が行うと、規制条項がなかったため、処罰されるか否か不明であるという問題点があった。そのため、2006年の法改正によりその問題が解決された。

本罪の成立には、「誘引目的」、すなわち、「人為的に操作を加えて相場

133) 神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)188頁。

134) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)281頁。

を変動させるにもかかわらず、投資家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解させて有価証券の売買取引に誘い込む目的¹³⁵⁾」が必要である、と判例は理解している。

また、本条項1号が「一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をする事」をも禁止しているため、仮装売買および馴合売買の場合と同じように、単なる委託または受託行為を実行しても処罰される。

④ 表示による相場操縦

表示による相場操縦は、アメリカ法における不実陳述をモデルとして、159条2項2号における取引誘引を目的としての情報流布行為と同条項3号における虚偽もしくは誤導的な陳述行為に分けている。159条1項及び2項1号と異なり、それらの規制対象は取引ではなく情報の不実表示である。これらの規制が本条に組み込まれている以上、あくまで不当な表示等によって人為的に相場が形成される危険を防止することを目的としていると解され、情報や表示を信じた投資家を直接保護するという性格のものではない¹³⁶⁾。2号における取引誘引を目的としての情報流布行為とは、取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場が自己又は他人の操作によって変動するべき旨を流布することである。現実には相場に対する操作が行われることは要求されず、自己または他人による操作によって相場が変動するであろう旨を不特定または多数の者に情報を伝搬させれば足りる¹³⁷⁾。現実には自己または他人が相場操縦行為を行ったか否か、現実には相場が変動したか否かは無関係である¹³⁸⁾。3号における虚偽もしくは誤導的な陳述行為とは、相場

135) 最決平6・7・20判タ860号119頁。

136) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)30頁。

137) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)30頁。

138) 堀口亘「相場操縦と安定操作」龍田節・神崎克郎編『河本一郎先生選啓記念 証券取引法大系』(商事法務研究会, 1986) 493~494頁。

有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすることである。「重要な事項」とは、抽象的には相場が高騰または下落する相当な原因があると考えさせる程度に重要な事項とされる¹³⁹⁾。表示は必ずしも有価証券売買等の相手方に対して直接なされる必要はない¹⁴⁰⁾。

その主観要素については、表示による相場操縦は、変動操作と同じく159条2項に規定されており、同じく「取引を誘引する目的」という主観的要素が設けられている。

⑤ 安定操作

安定操作とは、政令で定めるところに違反して、取引所有価証券市場における上場有価証券等の相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的をもって、一連の上場有価証券売買等又はその委託等若しくは受託等をする行為である。取引方式は変動操作（連続売買）の「一連の上場有価証券売買等……」と同じであるが、安定操作の目的は「取引を誘引する」ではなく、「相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる」ことである。

証券取引の実務では、安定操作がすべて違法になるわけではない。例えば、新たな株式を発行するとき、市場において当該証券に対する需要と供給が激変しバランスが失うことを避けるため、関連する会社がある程度取引に介入し相場を安定させることは適法である。法が安定操作を認める理由としては、有価証券の募集・売出し等によって、有価証券が大量に市場に売り出される際に、一時的に市場の需給のバランスが崩れ、供給過剰により価格が下落することで募集・売出しが困難となるのを防ぐ趣旨だと説かれるのが通常である¹⁴¹⁾。また、募集・売出しが困難となる理由としては、一般投資家が募集・売出価格で有価証券を買い付けるまで引受業者が自己の資金を寝かせておく十分な資力を有しない場合、安定操作が

139) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『証券取引法』（青林書院，2006）942頁。

140) 松本巨「相場操縦の禁止について」一橋大学法学研究2号144頁。

141) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)336頁。

なければ有価証券の発行による資金調達が困難になるという見解もある¹⁴²⁾。それに対して、安定操作を認める理由を、有価証券の募集・売出し等によって、有価証券の需給のバランスが崩れ価格が下落することにより、旧株への投資家が換金する際の売却価格が「不当に」安くなるのを防止することに求める見解もある¹⁴³⁾。この見解に対しては、発行会社の証券の需給バランスが崩れる状況はいろいろありうる中で、なぜ有価証券の募集・売出し等による場合に限り、発行会社が自社の株主のため相場に介入することを認めるのかという疑問が生じる¹⁴⁴⁾、という批判がある。さらに、公募増資ができなくなる結果、他に適切な資金調達手段がなければ、会社（既存株主）にとって利益となるプロジェクトを見送らなくてはいけなくなる可能性があるし、相場下落を見越した値段で資金調達すれば既存株主の持株の持ち分が不当に薄められる可能性もある。そのような意味で、安定操作を認める理由は、有価証券の発行による資金調達が容易にすること、ひいては発行会社の既存株主の利益保護にあると考えれば足り、ことさらにこれと対立させる形で既存株主（旧株への投資家）の換金価格の保証といった観点を持ち出す必要はない¹⁴⁵⁾、と述べている。

したがって、安定操作が犯罪になる不可欠の前提は「政令で定めるところに違反する」ことである。その犯罪化の実質とは、安定操作による価格の異常変動から一般投資家の利益を保護することである。というのは、安定操作終了後、いわば「釘が抜かれた」状態となり、安定操作の対象有価証券の相場が大きく下落することが多く、安定操作中に株式を買い付けた投資家が不測の損害を被ることがある¹⁴⁶⁾からである。したがって、法が一定の要件のもと、有価証券の募集・売出し等を容易にする目的でこのような行為を行うことを認めると同時に、安定操作取引に関して開示させる

142) 神崎・志谷・川口・前掲注(139)976頁。

143) 神田秀樹監修・前掲注(124)1148頁。

144) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)32頁。

145) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)32頁。

146) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)31頁。

ことで、投資家が不測の損害を被ることを防止しようとしている¹⁴⁷⁾。

金融商品取引法施行指令は、安定操作者が見論見書への記載および安定操作届書と安定操作報告書等を提出すべき、安定操作のできる者およびその期間、取引価格の最高限度等をも定めている¹⁴⁸⁾。

⑥ 風説流布、偽計、暴行又は脅迫による操縦

この158条の沿革としては、取引所法32条の4に由来する。旧規定が取引所における相場変動目的による風説流布等に限定されていたのに対して、本規定は、その適用範囲を有価証券の募集・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の風説流布等に拡大している。その立法趣旨は、金商法が、情報開示制度を充実させ、広範かつ適時の情報開示を要求する一方、開示される情報の正確性を第一に考え、虚偽の情報開示を厳しく取り締まっている¹⁴⁹⁾ことである。

本行為は風説流布、偽計取引、暴行又は脅迫を用いることを含めている。風説について、虚偽の風説だけではおらず、普通のうそも風説に属すると言う見解¹⁵⁰⁾があるが、通説は不特定の多数人に伝わることを必要とするようである。偽計取引とは欺罔、誘惑等の手段を用いるとか、他人の錯誤又は不知を利用して、相場操縦を行う行為である。アメリカ法の風説流布罪と異なり、日本法は通常風説流布と偽計取引、暴行又は脅迫を用いる行為をも規定している。

本来、当該158条は、証券詐欺の一般禁止規定として、戦前の取引所法に設立されたものであるが、現行法には157条（不正行為の禁止）という一般規定が増設されたため、本条は157条の射程以外の操縦行為を規制するか、または157条の適用範囲と重なるかという問題について、再検討の必要があるようである。そのことについて、本条はその適用範囲を発行市

147) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)32頁。

148) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)337頁。

149) 東京地判平8・3・22判時1566号143頁。

150) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)267頁。

場を念頭においてのに対して、法157条は取引所取引よりも、相対取引等をその主たる規制対象としており、主眼とする法益は非組織的な流通市場におけるそれであるとして、両者の差異を強調する見解もある¹⁵¹⁾。それに対して、本条は発行市場および流通市場双方における取引が対象となるのであり、発行市場では発行者が呈示する発行価格が適正かどうかの判断において、流通市場ではそこで形成される価格が公正か否かについての判断において、虚偽の情報等により不当な影響を受けないように規制されていると解すべきである、¹⁵²⁾ という反対論がある。

⑦ 空売り

空売りとは、「有価証券を有しないで若しくは有価証券を借り入れてその売付けをすること又は当該売付けの委託等若しくは受託等をする事」である。安定操作と同じように、空売りは概して相場操縦に属するのではなく、政令で定めるところに違反すれば、違法になる。また、アメリカ法、中国法は空売りと空買いとも違法に規定しているに対して、日本法は空売りしか規制しておらず、空買いを違法とみなさないようである。

6. 総合的な比較

先に述べたように、EU 指令だけは証券市場操縦の行為方式について、「取引」と「情報」を判断の基礎要素として、「取引に関する市場操縦行為」、「情報に関する市場操縦行為」および「その他の市場操縦行為」に分けており、操縦行為の具体的様態を述べていない。それと異なり、米台中日の証券法における相場操縦の行為形態についての規定は大同小異であるといえる。共通しているのは、いずれも馴合売買（通謀売買、相対委託ともいう）、連続売買、仮装売買¹⁵³⁾（自身売買）、風説流布および不実の表

151) 神田秀樹監修・前掲注(124)1136～1137頁。

152) 岸田・前掲注(81)253頁。

153) ただし、台湾の証券取引法155条1款2項の元の内容は「仮装売買」であり、「集中的な取引市場において、証券の所有権を移転せず仮装的に売買すること」と述べていたが、2000年本法が改正された際、その2項の内容は削除された。

示を規定していることである。異なる点については、以下の二つの差異が注目すべきものと思われる。

第1に、独特の規定、例えば、アメリカ法と日本法における安定操作、台湾法における違約取引、中国法における職務操縦、日本法における暴行若しくは脅迫による操縦、またはEUと日本法における操縦行為の委託若しくは受託行為等が挙げられる。第2に、同じように規定しているが、内容または要件が異なるところ、例えば、空買空売について、中国内陸の「暫行弁法」は空買いと空売りのいずれも禁止しているが、それに対して、日本法は空売りしか規制していない。また、中国内陸の「暫行弁法」は仮装売買と空買空売のいずれも違法行為と設定しているが、刑法182条は両者とも犯罪であると明確に規定していない。もう一つの例として、米台中日いずれも情報流布を規制しているが、米台日はその行為に「誘引目的」を付け加えて「目的犯」とみなしている。それに対して、中国内陸法は情報流布に目的を付けておらず、結果犯とみなしている。

米欧台中日の各法における操縦行為を合わせて列挙すれば、以下の十一種類の具体的様態が挙げられる。すなわち、馴合売買（通謀売買、相対委託）、連続売買、仮装売買（自身売買）、違約取引、空買空売、安定操作、連合売買、情報の流布（風説若しくは不実な資料の流布、虚偽情報の捏造・伝播）、虚偽若しくは誤導的な陳述による操縦（不実陳述、表示による相場操縦）、職務操縦、偽計取引・暴行若しくは脅迫による操縦である。

以上の十一種類の操縦行為について、各法における規定を比較してみれば、以下の表1のようになる。

表 1

	アメリカ 1934年証券 取引所法	日本金融商 品取引法	台湾証券 取引法	中国内陸法	EU 指令
馴合売買	9 条 a 項 1号の(B), (C) (相対委 託という)	159 条 1 項 4-8 号	155 条 1 款 3 項 (通謀 売 買 と い う)	刑法182条 1 款 3 項 ; 証券 取引法77条 1 款 2 項 (通謀 売 買 と い う)	取引に關す る市場操縦 行為に含ま れる
連続売買	9 条 a 項 2号	159 条 2 項 1号 (変動 操 作 と い う)	155 条 1 款 4 項	暫行弁法 8 条 1 款 5 項 ; 刑 法182条 1 款 1 項 ; 証券取 引法77条 1 款 1 項	
仮装売買	9 条 a 項 1号の(A)	159 条 1 項 1-3 号	元の155 条 1 款 2 項 (削除され た)	刑法182条 1 款 3 項 ; 証券 取引法77条 1 款 3 項 ; 暫行 弁法 8 条 1 款 3 項 (自身売 買という)	
違約取引	なし	159 条 2 項 1号 (変動 操 作 の 一 種 であり, 見 せ 玉 と い う)	155 条 1 款 1 項	なし	

証券犯罪の総合的研究（2）（張小）

空買空売	なし	162条1項 1号（空売 りだけ）	なし	暫行弁法8条 1款4項	
安定操作	9条a項 6号	159条3項	なし	なし	
連合売買	なし	なし	なし	刑法182条1 款1項；証券 取引法77条1 款1項	
情報の流布	9条a項 3号、5号 （情報の広 めも含まれ る）	158条（風説 流布という）	155条1款 5項（風説 または不実 な資料の流 布という）	暫行弁法8条 1款2項；刑 法181条（証 券取引虚偽情 報の捏造・伝 播という）	情報に關す る市場操縦 行為に含ま れる
虚偽若しくは誤導的な陳述	9条a項 4号	159条2項 2号、3号 （表示によ る相場操縦 という）	なし	なし	
偽計取引・暴行若しくは脅迫による操縦	なし	158条	なし	なし	なし
職務操縦	なし	なし	なし	暫行弁法8条 1款6項	なし

各法は以上の操縦行為をすべて且つ明らかに規定していないが、各行為は確かに証券市場に悪い影響を与える操縦方式である¹⁵⁴⁾。したがって、相場操縦という、以下の十一種類の行為様態に対する禁止が必要であろう。すなわち、馴合売買（通謀売買、相對委託）、連続売買、仮装売買

154) そのことが、各法においてバスケット条項を保留し適用する傾向が強い原因であろう。

(自身売買), 違約取引, 空買空売, 安定操作, 連合売買, 情報の流布 (風説若しくは不実な資料の流布, 虚偽情報の捏造・伝播), 虚偽若しくは誤導的な陳述による操縦 (不実陳述, 表示による相場操縦), 偽計取引・暴行若しくは脅迫による操縦, 職務操縦である。

第 2 節 重要な操縦行為及び流布行為等の様態についての解説

第 1 節で述べたように, 相場操縦の行為様態は, 多種多様である。米欧台中日の各法における操縦方式を合わせてみれば, 以下の十一種類が挙げられる。すなわち, 馴合売買 (通謀売買, 相対委託), 連続売買, 仮装売買 (自身売買), 違約取引, 空買空売, 安定操作, 連合売買, 情報の流布 (風説若しくは不実な資料の流布, 虚偽情報の捏造・伝播), 虚偽若しくは誤導的な陳述による操縦 (不実陳述, 表示による相場操縦), 偽計取引・暴行若しくは脅迫による操縦, 職務操縦である。本節は, その十一種類の操縦行為の特徴について, 検討し, また, 最近の証券市場で発見されたその他の操縦方式について, 簡単な説明を加える。

1. 馴合売買について

馴合売買とは, 通謀の上で売買を成立させるものである¹⁵⁵⁾。詳しくいえば, 複数の者があらかじめ通謀の上, 同一の有価証券等について, 同時期に同価格で買付および売付けをして, 仮装売買と実質的同様の結果を作り出すことである¹⁵⁶⁾。通謀の成立には, 取引の時期と価格について合意を達成することが必要である。たとえば, XとYとが通謀し, XがP証券会社に甲銘柄を100株100,000円で買い付ける注文を出し, 同時にYがQ証券会社に甲銘柄を100株100,000円で売り付ける注文を出すというように, 複数の者が通謀して仮装売買を行うことをいう¹⁵⁷⁾。

155) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)328頁。

156) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)25頁。

157) 神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)187頁。

通謀が本操縦行為の最も重要な要件であるため、台湾の証券取引法と中国内陸の刑法および証券取引法のいずれも、本行為を「通謀売買」と称する。中国内陸の刑法182条1款3項によると、通謀売買とは、他人と通謀して、事前に約束した時間、価格又は方法で、証券を相互に取引し又は実際に保有していない証券を相互に売買することにより、証券取引の価格又はその出来高に影響を与える行為である。さらに詳しくいえば、証券取引に参加する双方（時には多方）は、別々に買主と売主の役割を果たし、一方が取引の委託を出し、もう一方は約束した時間、場所と方式にしたがい、同じな数量および価格で証券取引商に委託を出して、その取引を完成する行為である。例えば、甲と乙は事前に約束して、甲がある時間に一定の価格および数量である証券取引商にある証券を売却する委託指令を出し、乙が同一の時間に同じな価格および数量でほかの証券取引商に当該証券を購入する委託指令を出す。このような取引が繰り返され、毎回の取引では、その約束した価格が前の価格より少し上がり又は下がることにより、最終的には当該証券の価格を上げまたは下げる目的を達成するようになる¹⁵⁸⁾。

また、馴合売買をするとき、異なる当事者は相対的に買付注文と売付注文を出す必要があるため、アメリカの証券市場では本行為を通常「相対委託」と称する。本行為の構成要件において注目されるのは取引に関わる売買量、売買時期、および売買価格である。以下はその要素について簡単に分析する。

アメリカ1934年証券取引所法9条a項1号の(B)、(C)は、「おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の売付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の買付注文を行うこと；または、おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一の

158) 王作富編集・前掲注(115)517頁。

もしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の買付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の売付注文を行うこと、」と規定している。すなわち、その取引量等について、「おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において」という文言を用いている。

それと同じように、日本の金融商品取引所法159条1項は「同時期に」を共通の要件とするとともに、各号にそれぞれ「それと同価格において」(4号, 5号), 「当該取引の約定数値と同一の約定数値において」(6号), 「当該取引の対価の額と同一の対価の額において」(7条), 「当該取引の条件と同一の条件において」(8条)と規定している。詳しくいうと、条文上は、① 自己のする売付けと同時期に、それと同価格において、他人が当該金融商品を買付けをすることをあらかじめその者と通謀の上、当該売付けをすること(4号), ② 自己のする買付けと同時期に、それと同価格において、他人が当該金融商品を売付けをすることをあらかじめその者と通謀の上、当該買付けをすること(5号), ③ 市場・店頭デリバティブ取引の申込みと同時期に、当該取引の約定数値と同一の約定数値において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること(6号), ④ 市場・店頭デリバティブ取引の申込みと同時期に、当該取引の対価の額と同一の対価の額において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること(7号), ⑤ 市場・店頭デリバティブ取引の申込みと同時期に、当該取引の条件と同一の条件において、他人が当該取引の相手方となることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること(8号)と規定されている¹⁵⁹⁾。

規定の仕方から見ると、アメリカ法では、相対委託の成立は取引量、取引時期と取引価格等三つの要素が同時におおむね同じであることを必要と

159) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)25頁。

している¹⁶⁰⁾。それと異なり、日本法では、共通要素としての「同時期」は、選択要素としての「価格」、「約定数値」、「対価の額」および「取引の条件」の中の一つと合わせると、馴合売買に該当しうる。証券取引の実際状況を考慮すれば、日本法の規定方法がよりよいと思われる。

また、「同一」であるが、全く同じでなくともよいのである。その「同時期」とは、厳密に同時である必要はなく、当該注文に基づく呼値の効力が継続している時間内であれば足り、「同一の対価の額」、「同一の条件」も厳密に同一である必要はなく、双方の注文が市場で相対して成約する可能性がある範囲内であれば足りるとされる¹⁶¹⁾。すなわち、価格を例にすれば、「同価格とは、双方の価格が全く同じでなくともよく、売り注文と買い注文が対当して契約が成立する可能性がある範囲のものであれば同価格といえる。¹⁶²⁾」それと同じように、中国内陸の刑法182条および証券取引法77条は「事前に約定した時間、価格および方法により」と規定しているが、その「時間、価格および方法」は事前に約定したものと全く同じでなくともよいのである。① 時間が似ている、② 価格が似ている、③ 数量が似ているという三つの条件があれば、相対委託（通謀売買）に該当しうる¹⁶³⁾。事前に時間、価格および方式についての一致を約束する必要は

160) 中国内陸の刑法182条および証券取引法77条は「事前に約定した時間、価格および方法により」という述べ方を使い、通常理解では、その三つの要素が同時に同じでなければならない。ただし、証券市場操縦の場合、取引の時間、価格等について合意を出せば、成立でき、取引の方法は操縦行為の成立と不可欠な関係がないようである。また、中国語で「方法」というと、その意味が広すぎて、ここにいう「方法」とが、市場売買若しくは店頭売買との取引の技術手段であるか、または売買の量および回数等の実施手段であるかという問題について、詳しい司法解釈は制定されておらず、適用に不便を与える。また、本行為の成立のため、時間の相似性、価格の相似性および取引量の一致性と三つの条件が必要であるという見解——張軍編集『破壊金融管理秩序罪』（中国：中国人民公安大学出版社，1999）363～364頁）参照——はあるが、法条文に「取引量」を規定しておらず、それに、証券市場操縦の場合、取引量についての事前合意は操縦の成立に必ずしも関わる要素ではなく、必需の要件でもないため、以上の見解には疑問がある。

161) 東京地判昭56・12・7判時1048号164頁。

162) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)329頁。

163) 張軍編集・前掲注(160)363～364頁。

あるが、その一致は、時間、価格が似ていることと数量についての一致があれば、該当しうる。ひいてはその数量は一致していないが、その差が大きくなければ、相対委託にも該当しうる¹⁶⁴⁾。

その理由は、証券取引の状況に影響を与える要素が多く、いくら事前に詳しく約定しても、その後の取引は約定とおりに従われるべきではないからである。まとめていえば、ここでいう「同一」とは、完全に同じではなく、ほぼ同じという意味である。言い換えれば、正常な程度を超えるほどに重なり、証券取引に十分な異常影響を与えたら、「同一」に該当しうる。

また、馴合に該当する「通謀」要件について、その通謀は部分的で足り、黙示であってもかまわない¹⁶⁵⁾。通謀した当事者間に取引が成立する蓋然性や確実性が要求されるわけではない¹⁶⁶⁾。また、通謀して売付け・買付けを出すこと自体が違法行為であって、成立した取引の相手が通謀した相手である必要は必ずしもない¹⁶⁷⁾。

2. 連続売買

連続売買とは、同一のまたは異なる当事者が一定の時期にある証券を連続的に買い、売り、または買ったら売り、売ったら買うという手法で証券市場を操縦する行為様態である。

アメリカ1934年証券取引所法9条a項2号は連続売買を以下のように述べている。すなわち、他人による売買を誘引する目的で、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券のまたは当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約に関連した、実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うことである。そこには、以下の四つの要点があると

164) 趙秉志編集『新千年刑法热点问题の研究と適用(下)』(中国檢察出版社, 2001) 891頁。

165) 東京地判昭56・12・7判時1048号164頁。

166) 東京地判昭56・12・7判時1048号164頁。

167) 証券取引法研究会「第5章 証券取引所 [25]」インベストメント19巻1号(1966) 117~118頁 [福田発言・福光発言・大隅発言]。

思われる。①「他人による売買を誘引する目的」、すなわち、「誘引目的」である。同条項1号における仮装売買および馴合売買の「誤解目的」と異なり、連続売買の成立は「誘引目的」と密接に関連している。②「単独でまたは他人と共同」することである。その9条a項は相場操縦について六種類の操縦方式を列挙しており、その中で、直接に「単独でまたは他人と共同して」と規定しているのはこの2号の連続売買と6号の安定売買しかない。③「一連の取引」である。その「一連」の売買の実施は連続売買とほかの操縦行為の相違点である。④「実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させる」ことであり、簡単に言えば、取引の異常な活発化である。この「取引の異常な活発化は「一連の取引」の目的であり、「誘引目的」が達成できる前提である。しかも、「誘引目的」についての立証と緊密に関わっている。

台湾の証券取引法155条1款4項によると、その連続売買とは、集中的な取引市場において有価証券の価格を上昇または下落させる意図で、自己または他人の名義で、当該証券を連続的に高価で購入または低価で売却する行為である。すなわち、主観的要素たる「価格操縦の意図」と行為様態たる「連続の購入または売却」が必要である。また、連続売買について、中国内陸刑法182条と証券取引法77条のいずれも、単独でまたは共謀して、資金、持株又は情報の優位を利用し連続して売買を行い、証券取引価格または証券取引量を操縦すること、と規定している。アメリカ法における「誘引目的」と台湾法における「価格操縦の目的」すなわち「操縦目的」とは異なり、中国内陸法では連続売買に目的要件を付けておらず、「資金等の優位」および「連続売買」という単なる客観取引要件を付けている。学説には、この連続売買とは、相場に影響を与える目的で、ある証券につき連続して売買を行うことにより、真実を知らない投資家に当該証券の売買を誘引することである、¹⁶⁸⁾ という説明がある。しかし、法条文では規

168) 劉憲權『金融犯罪刑法學專論』（北京大學出版社，2010）401頁。

定していない以上、本行為に目的要件を付けるのは法律規定に違反するであろう。

日本の金融商品取引法159条2項1号は、連続売買についての規定であり、通常「変動操作」と称する。「上場有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所有価証券市場における上場有価証券等若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の上場有価証券売買等又はその申し込み、委託等若しくは受託等を行うこと」である。アメリカ法から深い影響を受けており、日本法における変動操作はアメリカ法における連続売買と似ている。例えば、売買方式が「一連」であると述べていることである。

また、アメリカ法における「単独でまたは他人と共同して」という文言と異なり、日本法には変動操作の主体人数について特別の規定はない。変動操作のとき、操縦者一人単独および他人と共同するという二つの方式しかなく、特別に規定しなくともよいようである。ただし、ほかの操縦行為¹⁶⁹⁾と比べて、本行為の特徴は一人でも共同でも実行できることである。また、証明の助けになるのは、台湾法に「自己または他人の名義で」と、中国内陸法に「単独でまたは共謀して」と規定していることである。したがって、「単独でまたは他人と共同する」ことを明記するのは、本行為の特殊性を特に強調したものである。

また、その一連の取引の主体について、藤田観光株事件についての判決は、「何人がそうした一連の行為全体としての売買を行ったと見なされるかは、必ずしも取引名義や法的効果の帰属等にとらわれることなく、当該全体としての売買の実行意思の決定への関与の程度や全体を構成個々の行為への関与の程度、さらには実質的経済的効果の享受などを考慮し、社会的実態に即して決せられるべきものと解される。¹⁷⁰⁾」と判示している。

169) 安定操作を除く。

170) 東京地判平5・5・19判タ817号221頁。

一連の成立のため、短い時間で同一銘柄の証券について二回以上の買付けまたは売付けを行うことが必要である¹⁷¹⁾。そのため、投資家の購入または売却の委託が終わったら、再び当該証券に同じ購入または売却の委託を行うと、連続売買に該当しうる。ただし、その間隔時間が遠くなると、該当しえない¹⁷²⁾。一般的には、同一の取引日では、二回以上の売買を行うと、該当する可能性は高いのである¹⁷³⁾。さらに詳しくいえば、その「一連の有価証券売買等」とは、社会通念上連続性の認められる継続した複数の売買等のことであり、「相場を変動させるべき」という要件は、一連の売買等が全体として相場を変動させるべきものであれば足りる趣旨であって、一連の売買等に含まれる個々の売買等がそれぞれ相場を変動させるべきものであることを必要とするものではないのである¹⁷⁴⁾。

また、店頭取引よりコンピュータ利用の取引が盛んであり、取引商を仲介として証券売買を行うのが通常である今日、投資家の売買委託と売買成立の数は一致しないことがよくある。それゆえ、その連続売買の回数について、売買委託によるか、または売買成立によるか、という問題について、中国の学界では意見が異なっている。すなわち、①委託基準説¹⁷⁵⁾、と②成立基準説¹⁷⁶⁾に分けられている。委託取引の実際によれば、操縦者は売買委託の回数をコントロールできるが、実際の成立の回数をコントロールできないため、①委託基準説がよりよいと思われる。ただし、委託売買ではない場合、すなわち、投資家が自身で取引を行う場合、やはりその成立した売買の回数によるほうが適切であろう。

また、米台中各法と異なり、日本法とEU指令には、売買の「委託等若しくは受託等をする事」を明確に要求している。本行為は操縦者自ら実

171) 伊藤・小野・荘子・前掲注(128)281頁。

172) 張軍編集・前掲注(160)361頁。

173) 趙秉志編集・前掲注(164)890頁。

174) 東京高判昭63・7・26判時1305号52頁。

175) 張軍編集・前掲注(160)361頁。

176) 邵延杰編集『証券法』（法律出版社、1999）232頁。

行しうるし、他人に委託して売買させることもでき、しかも、操縦手法が上達すればするほど、他人に委託する方式もますます増えていく。そのような隠蔽された操縦行為をよりよく摘発するためには、欧日法のように「委託等若しくは受託等をする事」を明示するほうがよりよいと思われる。

3. 仮装売買

(1) アメリカ1934年証券取引所法9条a項1号の(A)によると、仮装売買とは、国法証券取引所に登録されている証券の売買が活発に行われているとの虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出し、または当該証券の市場に関し、虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的をもって、当該証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うことである。その要点は、①「虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的」、すなわち、「誤解目的」、と②「証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引」、すなわち、「仮装の取引」である。簡単に言えば、仮装売買とは、「誤解目的」で証券の実質的な所有権を変更しない売買である。その仮装売買が9条a項における一番目の操縦方式であり、その規定位置から、アメリカ法はその行為の違法性を重視していることがよくわかる。

(2) アメリカ法と異なり、台湾の証券取引法では、仮装売買は違法ではない。なぜなら、先に述べたように、本法の155条1款2項のものと内容は「仮装売買」であり、すなわち、「集中的な取引市場において、証券の所有権を移転せず仮装的に売買すること」と規定していたが、2000年法改正の際、その2項が削除された。そのため、罪刑法定原則にしたがうと、台湾の証券取引市場では、仮装売買は犯罪ではないのである。ただし、その削除の理由は何であるかという問題については、詳しくはわからない。

(3) 中国内陸法では、仮装売買は通常「自身売買」といい、「洗売行為(Wash Sale)」とも称する。刑法、証券取引法及び「暫行弁法」のいずれ

も自身売買を規定しているが、その規定の仕方は少々異なっている。

「暫行弁法」5条1款3項は偽装売買について、「証券の偽装の価格を作るため、他人と通謀し証券の権利を移転しない偽装売買を行うこと」と述べている。詳しく言うと、偽装売買の成立のため、以下の三つの要件が必要である。すなわち、①「証券の偽装の価格を作る」「目的要件」、②「他人と通謀する」「通謀要件」、③「証券の権利を移転しない偽装売買を行う」「売買要件」である。その①「目的要件」に関する論述は以下の第三章に置き、ここは②「通謀要件」および③「売買要件」について検討する。

②の「通謀要件」について、偽装売買の実行では、二人以上の行為者が共同に行うことが多いが、一人の行為者が二人以上の名義の口座を利用し売買する場合も少なくない。したがって、「通謀」という要件の設定は合理的ではない。それに、「他人と通謀する」という要件を設けると、摘発するとき、まずその要件について立証しなければならず、当該違法行為の規制に意味がない制限を付け加えることになるであろう。

③の「証券の権利を移転しない偽装売買を行う」について、偽装売買の「偽装」とは、証券の所有権が実質的に移転しないことであり、完全に移転しないということではない。偽装売買のとき、売買される証券が違う口座の間で流通していることがよく見られる。ただし、これらの口座はすべて同じ操縦者にコントロールされている。換言すれば、証券の所有権は移転したように見えるが、実際には移転しない。その原因こそ「偽装」といえる。中国内陸の「暫行弁法」では「証券の権利を移転しない」としか規定しておらず、「偽装」または「実質的に移転しない」等の文言は全然ないが、これは、偽装売買について正確な理解とはいえないであろう。

その「暫定弁法」5条1款3項と異なり、刑法182条1款3項及び証券取引法77条1款3項は自身売買（偽装売買）についてはほぼ同じ規定を定めている。すなわち、自身が実際にコントロールする口座の間で証券取引を行い、証券取引価格又は証券取引量に影響を及ぼすことである。その条文にしたがって、学界は、本行為について「自身を取引の相手として、証券

所有権を移転しない自分で買い自分で売りという行為を実行すること¹⁷⁷⁾と述べている。その要件は、①「自身を取引の相手とすること」、と②「証券所有権を移転しない売買」である。

①「自身を取引の相手とする」という要件は、刑法及び証券取引法において特に強調されている。自身を取引の相手とすることとは、取引の際、口座の名義人は違うが、実際には同じ行為者にコントロールされているということである。換言すれば、形式的ではなく、実質的に自己が自己と取引をしていることである。

②「証券所有権を移転しない売買」という要件は、自身売買の核心である。その「証券所有権を移転しない売買」とは、証券所有権を実質的に移転しないという意味である。すなわち、売買される証券が異なる名義人の口座の間において移動しているが、それらの口座は同一の操縦者にコントロールされており、その所有権は実際には移転せず、左手から右手に移転するだけの状態である。

研究者によると、自身売買の場合、行為者は通常以下の三つの方式で口座をコントロールしている。すなわち、① 資金の関係が相互に関連している異なる口座を利用する方式、すなわち、口座の所有者がただの名義所有者であり、その口座の中の資金及び資金の移転はすべて実際の行為者にコントロールされる。② 資金の関係が関連していない異なる口座を利用する方式、すなわち、口座の所有者が実質的な所有者であり、その口座の中の資金が所有者に所有され、資金の移転も所有者に実行されているが、その移転、言い換えれば、所有者の取引は同じ背後者にコントロールされている。背後者、すなわち、実質の操縦者が直接に取引を行わず、命令により取引者に売買させるため、操縦者が実際に操縦行為を実行したことの立証は極めて困難である。したがって、本方式は自身売買の中で最も摘発されにくいのである。③ 証券会社が証券売買を自ら行うときに、株主と

177) 王作富編集・前掲注(115)518頁。

自分の資金口座を利用する方式。その場合、所有者と実質的支配者のいずれも当該証券会社である¹⁷⁸⁾。

(4) 日本の金融商品取引法159条1項1-3号は偽装売買について、「他人にある証券の取引が繁盛に行われていると誤解させる目的」を共通の主観的要素として、以下の三種類の取引様態を設定している。すなわち、①権利の移転を目的としない偽装の有価上場証券を売買すること（1号）；②金銭の授受を目的としない偽装の有価証券指数等先物取引又は上場有価証券取引店頭指数等に係る有価証券店頭指数等先渡取引若しくは有価証券店頭指数等スワップ取引をすること（2号）；③オプションの付与又は取得を目的としない偽装の有価証券オプション取引又は上場有価証券店頭指数等に係る有価証券店頭オプション取引をすること（3号）。以上の条文では、「権利の移転を目的としない」、「金銭の授受を目的としない」、および「オプションの付与又は取得を目的としない」のいずれも、違う角度から「金融商品の実質的な所有権移転をしない」ことを表現しているといえよう。したがって、以上の159条1項1-3号を総括すれば、日本法における偽装売買は、アメリカ法の本行為と全く同じであり、「誤解目的」と「証券の実質的な所有権移転をしない売買」という二つの要件を必ず備えなければならない。すなわち、単一の者が同一の有価証券等について同時期に同価格で買付けおよび売付け等の取引をして、他の投資者には、正常な取引と区別することができない記録上の取引を作り出すことをいう¹⁷⁹⁾。その「証券の実質的な所有権移転をしない売買」は、本行為が違法になる根拠であるため、証券会社が複数の顧客から同一証券について買注文と売注文を受け両注文を市場に付け出すことや、顧客の買注文と同一証券について自己の計算による売りを出すこと等は、もとより偽装売買ではない¹⁸⁰⁾。

178) 朱亮「証券会社の監査中証券市場操縦の行為を調査する方法についての分析」広東審計207期43頁。

179) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)24頁。

180) 神田秀樹監修・前掲注(124)1149頁。

また、自己両建の有価証券オプション取引は 3 号の仮装売買に該当する¹⁸¹⁾が、同一銘柄に関するオプションの売買であっても、行使価格が異なるオプションであれば仮装取引にならないし、異なった時期になされたオプション取引が結果的に自己両建取引となったとしても、当然に仮装取引となるわけではない。なお同一銘柄についてコール・オプションとプット・オプションを同時に買う行為はオプションの自己両建取引ではなく、仮装売買となるわけではない¹⁸²⁾。

4. 違約取引

違約取引は台湾の証券取引法の最も特色のある規定であり、米欧中日の証券法には明文で規制されていない¹⁸³⁾。さらに、証券取引法155条1款1項において本行為を定め、証券市場操縦の一番目の行為様態としていることから、本行為を台湾証券市場における一番悪質な違法行為とみなしていることがわかる。「違約取引」は、通常「違約交割」と称し、英語で「Breach of Contract Delivery」という。違約で取引を履行しないという視点から見れば、「違約不交割」、「違約不取引」とも言える。

違約取引の行為様態について、台湾の証券取引法155条1款1項は、「集中的な取引市場で売買の申し込みをして、相手の承諾を受けた後、実際の

181) 最決平19・7・12刑集61巻5号456頁。

182) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)24~25頁。

183) ただし、日本の金融商品取引法によると、相場操縦の禁止には、証券の実際の売買に対するものだけでなく、売買の委託行為も含まれる。したがって、「市場の株価を誘導するために、約定する意思がないにもかかわらず、市場に注文を出して売買を申し込み、約定が成立しそうになると取り消す『見せ玉』はこれに当たると解されている」(神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)188頁)。そうであれば、日本法では「違約取引」という文言を使っていないが、実際には明文で規制しているように見える。しかし、「この場合、刑罰・課徴金の対象となる行為は、直接には、上場有価証券等の『申し込み』または『委託等』であって、約定する前に取り消す行為ではない」ため、台湾法における「実際の契約を結ばずまたは履行しない」という行為態様とは一致しない。したがって、日本法は「違約取引」を規定していないと言えよう。

契約を結ばずまたは履行せずに、市場秩序に影響を与える行為である」と定めている。民法の視角から見れば、「実際の契約を結ばずまたは履行せず」ということは、契約締結上の過失または違約責任を負うべき行為である。そのため、本行為に対して、契約締結上の過失または違約責任を追及することにより、規制することも効果的であると言ってもよいのである。ただし、行為者はある証券に対してわざと売買の申し込みを大量に出せば、当該証券の取引状況に強い影響を与え、その取引が盛んになるという仮装の表象を引き起こせる。一般投資家はその表象を信じ、当該取引を追いかけると、その値段も上昇し、操縦者は実際の取引をせずに利益を得る。そのような操縦方式は、投資家の証券市場に対する信頼感を害し、取引秩序を攪乱する等の危険がある。その危険に対しては、単なる民事責任の追及により、予防・制裁の効果を発揮することはできないのである。したがって、投資家を欺罔し、取引を誘引することにより、投資家の市場信頼感を害し、取引秩序を攪乱することで、本行為を犯罪とみなすべきである。

証券市場より、先物市場において、違約取引はより多く発生している。ただし、証券取引の際、その行為は珍しい現象ではなく、しかも、その取引額も驚くほど巨大である。近年の事件という、2000年の陳昌隆、張燕偉違約取引事件¹⁸⁴⁾の取引額が十億新台幣を超え、また史上最大の違約取引事件といわれる2005年久津実業事件¹⁸⁵⁾の取引額は20億新台幣を超えた。

184) 陳昌隆と張燕偉は、1999年12月から、三十人以上の口座を利用し、違約取引の方式で証券市場操縦を実行した。2000年7月4日に摘発されたまで、陳氏と張氏は、二百五十回以上の違約取引を行い、その取引額は十億元以上に達した。<http://www.people.com.cn/GB/channel1/14/20000704/129520.html> 参照。

185) 「久津実業」会社は、台湾の大手飲料会社であり、2003年1月、その株式の価格は一株17.6元ぐらいであったが、3月の初になると、30.9元ぐらいに上昇した。その原因は、「久津実業」会社が違約取引を主要な手段として証券市場を操縦したことである。その操縦のため、「久津実業」会社はわずか二か月ぐらいの時間で三十億元以上の取引額に達した。<http://www.eastday.com/epublish/gb/paper148/20030308/class014800005/hwz899985.htm> 参照。

米欧中日の証券法には、違約取引に関する明文の規制がなく、如何に摘発すべきかはわからないが、中国内陸の研究者および摘発部門によると、刑法182条1款4項および証券法77条1款4項の補充規定により処罰すべきである¹⁸⁶⁾。ただし、構成要件が詳しく規定されておらず、摘発に不便を与えるとともに、補充規定を多く適用すれば、罪刑法定主義に違反する恐れもあるため、法改正により本行為を明文に規定するほうがよりよいであろう。また、本行為の成立のため、行為者が「証券に対して売買の申し込みを大量に出し、当該証券の取引が盛んになるという仮装な表象を引き起こすことにより、一般投資家に当該証券の売買を誘引する目的」、すなわち、「誘引目的」は必ず必要である。如何に客観的な取引状況を証拠として行為者の「誘引目的」について立証するかという問題については、以下の本編第三章で検討する。

5. 空買空売

空買空売について明確に規定しているのは中国内陸の「暫行弁法」8条1款4項であり、「持たない証券を売却または売却の申請を出し、証券市場の秩序を攪乱すること」と述べている。同条項の3項は仮装売買を規定しているため、通常理解では、空買空売と仮装売買は異なる操縦方式である。両者の区別に関して言えば、仮装売買は、「誤解目的」で証券の実質的な所有権を変更しない売買である。したがって、証券の所有権は形式的に移転したが、実際には移転しない状態であれば、「仮装」に該当する。それに対して、空買空売の場合、行為者は売買するのが自身の持たない証券であり、そのため、その所有権を移転しようとしても実際には不可能である。行為者は実際には、その虚偽の売却または売却の申請によって当該

186) 日本と異なり、中国内陸では、研究者及び実務部門は、そのバスケット条項の適用拡大について、心配しておらずひいては積極的な態度があるようである。新たな操縦方式が見つかったら、その他の操縦方式とみなし処罰することが、よく見られる。本節の12「その他の操縦様態」における汪建中事件もその典型的な事件である。

証券の価格を操縦し、投資家を誘引し、不法利益を得る。「証券を持たず、売買できない」という意味で、「空」である。

中国内陸では、証券取引の実務において、空買空売を違法行為とみなし、厳しく禁止している¹⁸⁷⁾。一般的な見解では、目前の金融商品市場が発達していないため、融資の方式での取引も禁止されている。ただし、将来、金融商品の取引が発達すれば、保証金等の取引条件を付けることにより、空買空売を許し、金融商品の市場に活力を与えることは可能である。しかし、証券取引法77条は空買空売行為を明文で証券市場操縦の行為様態として列挙していないため、本行為を違法行為とみなしているか否かという問題について、明確ではない。また、刑法182条も本行為を犯罪行為と明文で規定していないため、規制の際、その182条1款4項のバスケット条項を適用し犯罪行為とするか、または犯罪行為とみなさないか、という問題も未解決である。

日本の金融商品取引法は「空売り」しか禁止しておらず、また、その162条によると、空売りとは、有価証券を有しないでその売付けや、または当該売付の委託もしくは受託をすることである。これらは、相場の変動（下落）を激化し、場合によっては意図的な値崩れをもたらす行為である。その最も肝心な要素もまた、「有価証券を有しない」、すなわち「空」である。有価証券がない場合や他から借り入れて無制限に売れば有価証券の価格の下落傾向が強まり、相場操縦にも利用される危険がある¹⁸⁸⁾。それゆえ、そのような「空」売り行為は規制すべきである。ただし、「空売り」とまったく逆の効果をもたらすであろう空買いについては、現在の金融商品

187) 2010年1月8日、中国证券监督管理委员会のネットに「國務院は、証券会社が融資または融券の業務を始めることに同意し、その先物取引の試しの品種をも指定する」というニュースを公布した。そうであれば、中国の金融商品取引市場では、空買空売と仮装売買を一律に禁止する時代はますます遠く去るであろう。したがって、事前に空買空売と仮装売買についての取引条件および禁止事項を制定する立法作業も早速にやらなければならないであろう。

188) 河本一郎・大武泰南『証券取引法読本（第7版）』（有斐閣、2005）342頁。

取引法では特に規制がなされていない。¹⁸⁹⁾」その理由は不明である。

その規制の経緯に関しては、証券取引法が制定された際、空売りについての禁止規定を定めていたが、その実体の把握は難しく、しかも政令も定められなかったため、野放し同然の状態であり続けていた。1965年、証券取引法施行令が定められてから、その規制操作はやりやすくなってきた。その空売り規制の内容は、従来は明示確認義務と、価格規制に大別されていたが、平成20年秋のいわゆるリーマンショックによる証券市場の株価変動に対応するために、当面の時限的な措置として、株式の手当てをしない空売りの禁止と一定規模以上の空売りポジションの保有者の情報開示についての規制が追加された¹⁹⁰⁾。

施行令26条の3は、その明示・確認義務について定めている。その明示義務とは、金融商品取引所の会員等は、自己の計算による売付けと、受託による売付け、清算取次ぎ委託による売付けについて、それが空売りである場合には、金融商品取引所に対して、その旨を明らかにする必要がある(26条の3のI)。また、取引所金融商品市場において有価証券の売付けの委託をする者、委託の取次ぎの申込者は、相手方に対して空売りであるか否かを明示する義務を負う(26条の3のIV)。その確認義務とは、金融商品取引所の会員等は委託者に対して売付けが空売りであるか否かを確認する義務を負う(26条の3のII)。委託の取次ぎを引き受けた者も、申込者に対して空売りか否かを確認する義務を負う(26条の3のIII)。施行令26条の4によると、その価格規制とは、金融商品取引所の会員等は、自己の計算による空売り、または受託をした空売りを行おうとするときは、原則として直近に公表した価格以下の価格で空売りをしてはならない(26条の4のI)。委託者等は、そのような指示をしてはならない(26条の4のII)¹⁹¹⁾。

189) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)338頁。

190) 梅本剛正「空売り規制等の市場規制」ジュリスト1412号51頁参照。

191) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)61～62頁参照。

6. 安定操作

安定操作とは、証券等の相場を釘付けし、固定または安定させるため、当該証券の一連の取引を行う行為である。アメリカ1934年証券取引所法9条a項6号によると、本操縦方式は、「委員会が公益または投資家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、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券の価格を釘付けし、固定しまたは安定させるため、当該証券の買付または売付の一連の取引を行うこと。¹⁹²⁾」である。そのうち、重要なのは、① 委員会の規則及び規制に違反すること、② 証券の価格を釘付け、固定しまたは安定させる目的、③ 一連の取引、という三つの構成要件要素である。相場を変動させることなく、逆に相場を安定させるからこそ、「安定」と言う。また、すべての安定操作が違法行為になるのではなく、委員会の規則及び規制に違反する安定操作しか違法にならない。

日本の金融商品取引法159条3項の安定操作についての規定はアメリカ法のそれとほぼ同じであり、「政令で定めるところに違反して、取引所有価証券市場における上場有価証券等の相場をくぎ付け、固定し、又は安定させる目的をもって、一連の上場有価証券売買等又はその委託等若しくは受託等をする行為」である。すなわち、ここでも、① 政令に違反すること、② 相場をくぎ付け、固定し、又は安定させる目的、及び③ 一連の売買という三つの要件を強調している。

安定操作は、「相場操縦と同様に、本来需要と供給で自然に決まるべき株式相場に人為的操作を加えることを意味する。¹⁹³⁾」したがって、一般的には、安定操作は違法である。ただし、一定的な状況では、証券市場の取引秩序を攪乱しないために、相場をある幅で維持させる必要がある。例えば、新たな株式を発行するとき、発行を順調に進めるため、資金調達の日

192) 『新外国証券関係法令集 アメリカ（Ⅲ）証券法・証券取引所法』・前掲注(4)146～147頁。

193) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)336頁。

標が達成するため、または需要と供給のバランスが崩れないために、当該証券の相場をくぎ付け、固定し、又は安定させることは逆に証券市場に有益だからである。したがって、例外的に安定操作を許すべき場合も出てくる。証券取引監督機関の政令等に違反するという要件は、以上の例外的な場合を除外するものである。日本の金融商品取引法施行令及び取引規制府令によると、「安定操作を認めることで、一般投資家が不測の損害を受けないようにするために、安定操作をする者に十分な開示（目論見書への記載及び安定操作届出書と安定操作報告書の提出）を要求し、かつ安定操作のできる者およびその期間、取引価格の最高限度などを定めている。¹⁹⁴⁾」すなわち、安定操作が適法になるためには、その取引者、取引場所、取引時間および取引価格についての制限条件が必要である¹⁹⁵⁾。

また、安定操作は、連続取引と同様に「一連の売買」を行うことを取引の方式としているが、ほかの投資家を当該証券の取引に誘引する目的ではなく、「証券の相場をくぎ付け、固定し、又は安定させる」目的であるため、連続売買と区別される。

安定操作について、米日証券法における規定の共通点という点、両法とも①監督機関の政令（規則及び規制）に違反すること、②相場をくぎ付け、固定し、又は安定させる目的、及び③一連の売買という三つの要件を強調している。相異点という点、アメリカ法は、連続取引と同じように「単独または他人と共同する」という要件を特に強調している。それに対して、日本法はこれを明文に規定していない。また、日本法は、EU法と同じように「取引の委託または受託行為」を明確に禁止しているのに対して、アメリカ法は逆に明文に規定していない。米日証券法の条文の内容を総括すれば、安定操作について、以下のような定義を付けることがよいと思われる。すなわち、安定操作とは、政令で定めるところに違反して、取

194) 近藤・吉原・黒沢・前掲注(121)337頁。

195) 河本・大武・前掲注(188)334～335頁。

引所有価証券市場における上場有価証券等の相場をくぎ付け、固定し、又は安定させる目的をもって、単独または他人と共同して、一連の上場有価証券売買等又はその委託等若しくは受託等をする行為である、と。

安定操作を犯罪とみなすか否かの問題について、中国の学界では、論争がある。おおむね合法説と違法説に分かれている。合法説の理由は以下の通りである。すなわち、①安定操作は、市場価格操縦の否定類型であり、操作の目的は市場の起伏を抑止することで、市場の起伏を引き起こすことではない。②安定操作により、発行会社に迅速かつ確定的に資金を獲得させられる¹⁹⁶⁾、と。これに対して、通説である違法説によると、証券取引の監督部門が許す安定取引以外の場合、安定操作は、ほかの相場操縦と同じく、証券取引の秩序に危害を与えるとともに、一般投資家を騙し、損失をさせる社会危険性があるため、禁止されるべきであるとされる。現行刑法及び証券法に安定操作を明文で規定していない欠点については、学界及び実務とも刑法182条1款4項及び証券取引法77条1款4項のバスケット条項に適用すべきと考えている。ただし、バスケット条項を適用すれば、罪刑法定主義に違反する恐れがあるし、明確な犯罪構成要件が設定されておらず、摘発及び判決にも不都合である。法改正により、早めに本行為の構成要件及び免責条件等について詳しく規定するほうがよいと思われる。また、安定操作と相場操縦の関係について、アメリカ法では、安定操作を相場操縦の一種類と設定しているが、日本法では、両者を並列した操縦方式として規定している。中国は、アメリカ法モデルと日本法モデルのいずれを選ぶかという問題について、今の刑法及び証券取引法の条文内容、及び中国の法改正のやり方等を考慮すれば、刑法182条1款及び証券取引法77条1款に一項を増設し、連続売買等と並立する操縦方式、すなわち、アメリカ法モデルを採用するほうがよいと思われる。

196) 甘德健「証券市場操縦の方式及びその認定」金融管理2007年8月号74頁。

7. 連合売買

米欧台日の証券法では、連合売買を明文で規定していない。それと異なり、中国内陸の刑法及び証券法のいずれも、本行為を相場操縦の一番目の取引方式と位置づけている。現在の証券市場において最も実行されているのは、二人以上の行為者が共同して売買する操縦、すなわち、連合売買である。刑法182条1款1項及び証券取引法77条1款1項によると、連合売買とは、他人と共謀して、資金、持株又は情報の優位を利用し連合して売買を行い、証券取引価格又は証券取引量を操縦することである¹⁹⁷⁾。

(1) 中国内陸法における「連合売買」と「連続売買」及び「馴合売買」の区別について

① 連合売買と連続売買の区別

以上に述べた三つの要件のうち、Ⅱ「資金、持株又は情報の優位を利用すること」という要件は、連合売買と連続売買に共通するものであり、Ⅰ「他人と共謀する」こと、とⅢ「連合して売買すること」は、連合売買と連続売買の相違点である。すなわち、中国法によると、連合売買は共犯形態であり、少なくとも二人の行為者が必要である。ただし、取引の回数については、連続売買が二回以上の売買を必要条件としているのに対して、連合売買の場合、取引額が比較的に高く、当該証券の取引価格または取引量に一定の影響を与えられるときには、一回の取引だけで連合売買となりうる。

197) 両法とも連合売買と連続売買を合わせて規定している。しかも、規定の内容もほぼ同じである。すなわち、単独でまたは共謀して、資金の優位、持株の優位を結集し又は情報の優位を利用して連合もしくは連続して売買を行い、証券取引価格又は証券取引量を操縦すること。条文の内容から見ると、連合売買と連続売買とも「単独でまたは共謀して」という要件を前提としているが、「連合」の際、「単独で」実行できないであろう。したがって、「単独でまたは共謀する」のは連続売買しかではない。中国内陸の刑法182条1款1項及び証券取引法77条1款1項の規定方を見れば、問題がないわけではないのである。

② 連合売買と馴合売買の区別

また、「他人と共謀する」という要件は、通謀売買（馴合売買）と連合売買の共通点であるが、相違点は以下のようである。通謀売買の場合、異なる行為者は、取引の状況を事前に知りつつの相対委託の買付又は売付、即ち、おおむね同一の取引時間、同一の取引量と同一の取引価格で、証券の買付注文が出されていることを知りつつ当該証券の売付注文を出し、または、証券の売付注文が出されていることを知りつつ当該証券の買付注文を出す。簡単に言えば、異なる当事者が相対的に買付注文と売付注文を出すことを必要とする。そのときの買いと売りは、相対的に実行されており、取引が対向的であるため、通常「相対委託」と言われる。それと異なり、連合売買の場合、二人以上の行為者が共同で売却または購入し、取引は同方向である。共謀等の要件が一致しているため、馴合売買と連合売買の区別は取引の方向、すなわち「対向」と「同向」の区別による。

（２）資金、持株又は情報の優位を利用することについて

連合売買と連続売買について、中国刑法182条1款1項及び証券取引法77条1款1項のいずれも、「資金、持株または情報の優位を利用すること」を両行為の要件としている。通常はその「資金、持株または情報の優位」を「資源優位」と総称している。明文でその三種類の資源優位を規定している理由は、証券市場を操縦するとき、以上の三つの資源優位を利用しなければならないからである。いかなる証券の取引も、必ず以上の資源優位と関わり、いかなる優位資源の不法利用も、必ず関連する証券の取引状況に悪い影響を与えうる。その資源優位と不法取引を合わせると、証券市場を攪乱することが多い。ただし、三者とも一緒に利用する場合もあるが、必ず三者とも一緒に利用するわけではない。通常の場合、その資源優位における一種類を利用すれば、証券市場を操縦できるようになるからである。また、その三種類の資源優位における二種類を合わせて利用すれば、証券市場も操縦できるのである。

また、優位情報と内部情報の関係について、異なる見解がある。その優位情報の範囲は内部情報と同じであるという見解¹⁹⁸⁾である。なぜなら、証券取引法が優位情報を規定している場合には、その「重大な影響」を強調しており、この「重大な影響」こそ内部情報の本質であるからである。それに対して、通説では、優位情報の範囲及び内容を内部情報の範囲及び内容と同じように限定する必要はない。行為者が証券取引の価格を操縦すれば、利用される情報が内部情報であるか否かという問題を考えなくとも、証券市場操縦罪になりうる¹⁹⁹⁾。優位情報は重大な影響のある情報でなければならず、その「重大な影響」という側面では、内部情報と共通しているところもあることは否定できない。しかし、両者の範囲及び内容には異なりも大きいと言えよう。例えば、内部情報の特徴という点、重大な影響、すなわち、重要性のほかに、未公開性（すなわち、秘密性）、関連性及び確定性も挙げられる。それと異なり、優位情報は重大性だけで構成できる。また、重大性のある情報でなくとも、資金の優位または持株の優位と合わせると、証券市場に影響を与えられる。言い換えれば、重大性の程度では、優位情報は内部情報より少し低くても構わないのである。

8. 情報の流布

情報の流布については、日台中の証券法において規定内容はほぼ同じであり、しかも、風説流布という文言を用いている。例えば、日本の金融商品取引法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、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもって、風説を流布してはいけない」と規定している。また、台湾の証券取引法155条1款5項によると、風説流布とは、集中的な取引市場におけるある有価証券の価格に影響を与える意図で、風説または不実な資料を流布することである。中国内陸の刑法181条は本罪を「証券

198) 宋茂国「証券市場操縦罪についての略論」雲南法学48期17頁。

199) 劉憲權・前掲注(1)437頁。

取引虚偽情報捏造伝播罪」と名付けるが、犯罪の内実は風説流布罪と同じであり、「証券取引に影響を与える虚偽の情報を捏造し、かつ、伝播させ、証券取引市場を妨害する」と述べている。いずれも風説の流布を本罪の核心としているが、台湾法は「不実の資料の流布」を明文で挙げており、中国内陸法は「捏造²⁰⁰⁾」という行為態様を明確に記述していることが、それぞれの特色である。その風説流布については、日台中の証券法のいずれも、虚偽の情報が不特定の人々に伝わるという意味であると認めている。

その「風説」とは、虚偽であることは必要なく、合理的な根拠を有しないものであれば足りると解されている。行為時に合理的な根拠がないものであれば、事後的に客観的事実に合致していたことが明らかであったとしても、「風説」に該当することになる。行為時に合理的な根拠がないものであれば、投資者の投資判断を誤らせ、資本市場における公正な価格形成を阻害するおそれがあるからである。逆に、行為時に合理的な根拠があった場合には、事後的に客観的事実に合致していなかったとしても、「風説」に当たらない。たとえば、「一定の前提条件の下で将来の事実を予測して公表した」場合には、あくまでも将来の事実であることが明確にされている限りは、「風説」に当たらないと解される。一方、「将来実現するかもしれないことを既に実現した」として公表すること（「将来の事実を現在の事実」として公表すること）は、「風説」に当たる²⁰¹⁾。

200) その捏造とは、虚偽の情報を作り、または真実の情報を改竄、加工もしくは隠匿することである。条文において「捏造し、且つ、これを伝播させて」という言い方を使っており、本罪の実行行為は捏造と伝播という二つの行為で構成されるべきであるようであるが、実はそうではない。一方、単なる捏造行為は本罪の実行行為ではないため、未遂になるわけではない。というのも、捏造したが伝播しない場合、法益を侵害しないからである。他方、他人に捏造された虚偽の情報を知りつつ伝播する場合、捏造者と共謀がなくとも、本罪が成立する。したがって、「捏造し、且つ、伝播させて」という文言は、故意がない伝播行為を本罪から除外するためである。張明楷『刑法学（第4版）』（中国：法律出版社，2011）694頁。または、張明楷『刑法各則の解釈原理（上）（第2版）』（中国：中国人民大学出版社，2011）498頁以下。

201) 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務，2011）491頁。

「流布」とは、不特定または多数の者に伝達することをいう。文書、電子的方法や口頭等、その手段を問わない。不特定または多数の者に伝達される可能性がある場合であって、行為者がそのことを認識していれば、1人の者に伝達した場合でも、「流布」に当たる²⁰²⁾。

以上の風説流布と異なり、アメリカ法では、風説流布ではなく情報流布を規制している。その情報流布について、アメリカ1934年証券取引所法9条a項3号、5号は二種類の行為態様を設定している。その3号は業務過程での情報流布について、「ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴もしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を通常の業務過程において流布しまたは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること」と述べている。その5号は、「証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うディーラー、ブローカーまたはその他の者から直接または間接を問わず報酬を受けて、国法証券取引所に登録されている証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しまたは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布しもしくは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること」と規定している。両号の内容を比較してみると、前者が業務過程での風説流布に対する禁止規定であり、後者が通常の場合の風説流布を規制している。両行為の構成要件もほぼ同じであり、要件としては、① 目的要件、「証券等の価格を騰貴させまたは下落させる目的」、② 主体要件、「1名または2

202) 松尾・前掲注(201)492頁。

名以上の者」，③ 情報要件，「当該証券の価格が将来騰貴もしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報」，④ 行為要件，「情報を流布しまたは広める」，等が挙げられる。①の目的要件は以下の第３章第１節で検討する。ここでは，そのほかの三つの要件について分析する。

②の主体要件について，「１名または２名以上の者」と明記されているが，行為者は一人で単独に実行できるし，他人と共同して実行もできる。ばらばらでかってな意見が人心を惑わす以上，二人以上が同じ虚偽の情報を流布すれば，一般投資家を騙す効果はより大きい。そのゆえ，数人の証券ジャーナリストが共働して実行することがよく見られる。

③の情報要件について，アメリカ法は，「証券の価格が将来騰貴もしくは下落するかまたはそのような可能性がある」という条件を付けており，その情報は風説に制限されないようである。文言から見れば，ある情報が証券価格の騰貴または下落と関わりと，本条項における「情報」に該当しうるのであり，真実の情報であろうと虚偽の情報であろうと関係はない。この点は，日台中の証券法における「風説」，すなわち，「虚偽の情報」でなければ，犯罪にならないことと異なっている。真実の情報であっても，取引の規則に違反し，不特定の投資家に伝わると，関わる証券の価格が異常に変動させられ，相場操縦ができる。したがって，風説流布だけでなく，真実の情報の流布に対して，条件を付けた上で制限するほうがよいと思われる。

④の行為態様について，「情報を流布し（sell）または広める（offer）」という文言を用いており，すなわち，二つの実行行為，すなわち「流布」と「広める」を規定している。「流布」とは，不特定の人々に伝えることであり，「広める」とは，範囲がある程度確定する人々に伝えるという意味である。したがって，特定の人々であろうと不特定の人々であろうと，情報を多くの人に伝え，当該証券の取引に対する興味を引き起こし，取引に誘引し，取引の価格に異常な変動を起こせば，本行為に該当しうる。それと異なり，日台中の証券法は，風説流布しか規制していない。そのため，不

特定の人々に虚偽の情報を伝えた場合にだけ、犯罪になる。先に述べたように、アメリカ法における「情報」は、真実の情報と虚偽の情報を含んでおり、伝わる行為態様も「流布」と「伝わる」という二種類に分けている。すなわち、真実の情報の流布、真実の情報の拡大、虚偽の情報の流布、虚偽の情報の拡大という四種類の方式があるのである。日台中の証券法における「風説流布」、すなわち、虚偽の情報の流布より、適用範囲は幅広い。

また、米日台の証券法は、情報流布（風説流布）を相場操縦の一類型としている。その目的要件、証券市場に対する危害性等の共通点が多いからである。また、相場操縦の起源である1814年 Rex v. de Berenger 事件²⁰³⁾は、風説流布による相場操縦の事件であり、その事件を契機として、イギリス法は相場操縦に対する禁止規定を増設した。相場操縦罪が最初に制定

203) 1814年イギリスの高等法院裁判所 (King's Bench) によって判決が下された事件である。当時のナポレオン戦争に当たり、同盟国は、迅速な戦争の終結を希望していた。多くの噂が流布され、そのほとんどは有利なものであった。それらの噂が信じられるたびごとに、株式は騰貴し、かつその確認が得られないときには、ただ下落するのみであった。1918年2月21日の朝、軍服を着た1人の男がドーバーからウィンチェスターに到着し、御者にフランスの金貨をばらまいた。その男は、自らがすばらしいニュースを持っていることをその途中で言いふらした。それはナポレオンが殺され、同盟軍がバリーにいるということであった。その後すぐに、フランスの王党派の将校の制服を着た2人の他の男が同じ便りをもって到着し、直ちに姿を消した。株式は直ちに騰貴した。そして、もちろん、その噂が、他のものと同じように根拠のないものと判明したとき、株式は下落した。しかしながら、今回は、証券取引所は、調査に成功した。自分自身を du Bourg と呼んだ第一の旅行者は提督 Alexander Cochrance 卿であり、他のひとりとは狙撃兵の教師として求職していたプロシヤ人の家来である de Berenger であることが判明した。de Berenger がウィンチェスターに到着した際、馬車から降りたのは提督の甥の家であった。若き日の Cochrance は、勇敢な海軍の艦長であり、戦利品制度の下で財産を築き、そして証券市場へ参加することになった。市場がナポレオンの死亡の噂につれて高騰するとともに、Cochrance およびその多くの友人は、保有の証券を売却し多額の利益を獲得した。証券取引所は起訴することを決定した。そして、Cochrance, de Berenger およびその他の7人の者は、正当な理由なく、且つ2月21日に当該証券を購入するかもしれない大衆に損害を与える意図をもって、政府の公債およびその他の国債の価格を騰貴せしめる共謀に関して有罪宣告を下された。ルイ・ロス・前掲注(13)1042頁。

された際の、風説流布と相場操縦の密接な関係がわかる。米日台の証券法と異なり、中国内陸法は風説流布を相場操縦と並ぶ罪名としている。並立の理由という、証券市場での情報真実性の特別保護、連続売買及び連合売買における「情報優位の利用」との区別、本行為を目的犯ではなく結果犯とみなすこと、等が挙げられる。その中で、最も重要な理由は、本行為を結果犯とみなすことである。中国内陸の証券取引市場が始めて設立されてから二十年ぐらいいか経過せず、証券犯罪に対する摘発体制が不完備であり、監督管理部門の法執行の水準もまだ低下であるため、米日台の証券法のように風説流布罪を目的犯とみなせば、その目的についての立証は相当困難であり、当該犯罪に対する規制効果も低くなる。したがって、目的要件を避け、証券市場への実際影響を構成要件とし、すなわち、本行為を目的犯ではなく結果犯とみなし、立証要件を簡素化することは、現在中国内陸の証券市場の発展程度および証券犯罪の実際状況と一致しているといえよう。

9. 虚偽若しくは誤導的な陳述による操縦

アメリカ1934年証券取引所法9条a項4号は、「虚偽若しくは誤導的な陳述」について、「ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売買を誘引する目的で、その時においてその状況に照らし、実質的事実に関して虚偽または誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠をもっていたこと」と説明している。虚偽若しくは誤導的な陳述とは、他人による当該証券を購入又は売却を誘引する目的で、ある重要な事実を知りつつ、当該事実について虚偽もしくは誤導的な陳述を行うことである。その要件は、① 目的要件である「他人によ

る当該証券を購入又は売却を誘引する目的」、略すれば、「誘引目的」；②行為要件である「ある重要な事実を知りつつ、当該事実について虚偽若しくは誤導的な陳述を行うこと」、換言すれば、「わざと不実な陳述をする」ことである。①「誘引目的」についての検討は以下第3章第1節で行うこととし、以下では②の行為要件である「わざと不実な陳述をする」ことについて簡単に解説する。

「わざと不実な陳述をする」こととは、「表示を行うとき、ある実質的事実を知るのに、わざと実質的事実と一致しない事実を表示する」ことである。アメリカ法の規定を参照して詳しく言えば、表示の時においてその状況に照らし、実質的事実に関して虚偽または誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠をもっていたことである。その中で、要件として、①「表示の時においてその状況に照らす」こと；②「実質的事実」；③「虚偽または誤解を生じさせるような表示を行う」こと、簡単に言えば、「不実な表示を行う」こと；④「その表示が不実であることを知っており、または知るに足りる十分な根拠をもっていること」、等が挙げられる。

①「表示の時においてその状況に照らす」ことについては、表示者が表示の事前に、また遅くとも表示をしているところに、自分が実質的事実について不実な表示を行っていることを知る必要がある。すなわち、事前または実行中の承知は必ず必要であり、事後の承知では足りない。

②「実質的事実」の条文上の英文は「material fact」であり、「重要な事実」という意味である。ここでは、インサイダー取引における実質的事実²⁰⁴⁾ (material fact)と同じ文言を使っている。さて、ここの「実質的事実」がインサイダー取引における実質的事実と同じか否かという問題が

204) 張小寧「インサイダー取引における内部情報の『重要性』について」立命館法学第336号144頁。

ある。証券取引への影響を考えると、両方とも事実の重要性に注目していることが理解されるが、その取引行為が異なる方式であること、すなわち、相場操縦とインサイダー取引の区別を考慮し、さらに、重要事実が異なる違法行為において果たす役割及び取引行為との関連性を考えると、本行為における「実質的事実」はインサイダー取引における「実質的事実」より、包括する範囲がより広いと言ったほうがよいであろう。

③「不実の表示を行う」とは、「虚偽または誤解を生じさせるような表示を行う」こととも言える。したがって、不実とは、虚偽的、と誤解を生じさせるの二つの意味がある。虚偽の表示を行い、これを他人に真実と信じさせ、その錯誤により取引すべきではない取引に参加させるのは、もちろん違法である。ただ、騙しとは、真実について嘘の表示を行うことだけには限らず、真実についてわざと全面的ではなく一方的な陳述を行うと、他人もその一方的な真実を信じ、その非全面的な事実に基づいて一方的な判断を下すようになる。したがって、一方的、誤解しやすい表示により、一般投資家を錯誤に陥れ、間違った投資判断をさせる不実な陳述行為も、厳しく規制すべきである。

④「その表示が不実であることを知っており、または知るに足りる十分な根拠をもっていること」とは、行為者がわざと不実な陳述を行うことをさす。この要件は目的要件である「誘引目的」と関わるので、詳しい論述は以下第三章第一節で展開する。

アメリカ法をモデルとして、日本の金融商品取引法159条2項3号は、「有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること」と規定している。その前提としての「何人も、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引のうちいずれかの取引を誘引する目的をもって」を合わせると、日本法の本行為についての規定方式はアメリカ法とまったく同じであると見られる。両方とも「誘引目的」、「重要な事項について」、及び「虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を行う」という要件を採用してい

る。ただし、アメリカ法の、「その表示が不実であることを知っており、または知るに足りる十分な根拠をもっていること」という文言に対して、日本法には、「故意」という簡単な文言を使っている。文言が詳細か簡略かという相違はあるが、その内実は同じであり、「不実と知りつつ、わざと」という意味であろう。

10. 偽計、暴行または脅迫による操縦

日本の金融商品取引法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、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもって、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない」と規定している。すなわち、偽計、暴行、又は脅迫による相場操縦は禁止される。その偽計取引とは、「事実を隠して取引を進めることをいうと解されている。²⁰⁵⁾」本行為は(1)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、(2)有価証券等の相場の変動を図る目的を主観要件とし、風説流布と同じであるため、後者と同じ条文に規定されている。相場操縦の実際では、風説流布と偽計が共に実行されることがよく見られる。例とえば、「平成18年のライブドア事件では、取引所の自主ルールに基づくタイムリー・ディスクロージャーおよび四半期報告書で虚偽の事実を公表したことが『風説の流布』に、また、利益を得るために株式交換比率を恣意的に決めたのにその事実を隠して取引を進めたことが『偽計取引』に当たるとして訴追され、第1審判決（東京地判平19・3・16判時2002号31頁）では、本条の適用が認められた。²⁰⁶⁾」

風説流布のほかに、偽計取引による操縦に対する禁止規定を設定するのが相場操縦の実際状況と一致しているのは言うまでもないが、その「偽

205) 神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)191頁。

206) 神山・斉藤・浅田・松宮編集・前掲注(83)191頁。

計」の内実については、さらに詳しく説明するほうがよいと思われる。そうしないと、偽計取引は一種の詐欺であるため、その158条に関わる条文と157条が規定している包括的な詐欺取引禁止規定との適用関係が不明になり、法解釈にも難問を提出するようになるであろう。その「偽計」とは、他人に錯誤を生じさせるべき詐欺的または不公正な策略または手段を意味すると解されている。誘惑的または陰険な策略または手段にすぎない場合には、「偽計」に当たらない²⁰⁷⁾。

また、「暴行」とは不法な有形力の行使、「脅迫」とは人を畏怖させるに足りる害悪の告知であると、それぞれ解されている²⁰⁸⁾。ただし、暴行若しくは脅迫による操縦については、実際の適用事件が見つからないため、どういう場合に適用するか、構成要件をどのように判断するか、ここの「暴行」と「脅迫」が刑法208条における「暴行」と222条における「脅迫」と同じ意味であるか否か、本条文と刑法208条および222条を競合的關係にあるとみるか否か等の問題点について、さらに検討する必要があると思われる。

11. 職務操縦

職務操縦は、中国内陸の「暫行弁法」8条に規定されている操縦方式であり、「職務の便利を利用して、証券の価格を人為的に上昇または下落させること」と述べられている。その規定の立法理由は、証券業界の考えによると、中国の現在の証券取引水準及び監督管理体制は低いため、ある特別の身分者、例えば、証券業協会又は証券監督管理委員会のトップ指導者²⁰⁹⁾が資金等を使わずただの命令により証券市場を操縦することもでき

207) 松尾・前掲注(201)492頁。

208) 松尾・前掲注(201)493頁。

209) すなわち、本行為は身分犯であり、証券の発行、取引に対する監督又は管理の職権がある機関及びその職員しか本罪の主体にならない。中国の今の証券取引実況を見ると、本罪の主な主体は、証券会社の役人等の管理層、証券業協会及び証券監督管理委員会の職員特に管理職である。

るため、そのような職務操縦に対する規制が必要だということである。特に1990年代初期、上海証券取引所及び深圳証券取引所が設立されたばかりのころには、相場操縦に対する犯罪規定もないし、政府の証券市場に対する支配力も強すぎたため、管理層が職務濫用により証券市場を操縦することも多発し、その問題が痛感されたため、1993年国務院は「暫行弁法」に職務操縦という規定を設定した。ただし、刑法及び証券取引法は本行為態様を明文で規定していないため、本行為が犯罪になるか否かについて疑問がないわけではない。通説によると、職務操縦に対しては、刑法181条1款4項のバスケット条項を適用すべきであるとされるが、そのバスケット条項の恣意的な適用が罪刑法定原則と矛盾することは言うまでもないであろう。

12. その他の操縦態様

各法の明文に規定されている操縦態様のほかに、証券市場では、新たな操縦方式が絶えず出てきている。中国の最近の証券市場操縦事件を例にとると、2008年の「中国証券市場操縦第一事件」と呼ばれる汪建中証券市場操縦事件²¹⁰⁾では、被告人である汪建中が新たな操縦方式である「帽子篡奪で取引を操縦する行為」²¹¹⁾を使った。刑法、証券取引法及び「暫行弁

210) 事件概要：投資コンサルタント会社である北京首放投資顧問有限公司の代表取締役である被告人（汪建中）は、本人及び関係者らの9人の身分証明書を用いて17の資金口座及び10の銀行口座を開き、上述の個人名義で株口座を開設し証券取引活動を行なった。2007年1月1日から2008年5月29日まで、「工商銀行」、「交大博通」等38の公開前の銘柄を55回にわたり購入した上で、コンサルティング報告書の中に推薦銘柄として同社が運営するウェブサイトに掲載し、東方財富、新浪、搜狐等の大手サイトや、上海証券報、証券時報等の金融専門の有力紙でも発表した。被告人は、公開後に同銘柄株式の値が上昇したところでこれを売り抜けて合計1.26億元の利益を得た。中国証券監督管理委員会は被告人に対して不正に得た所得の1.25億元を没収し、更に1.25億元の過料を課す行政罰を下した。

211) 「帽子篡奪で取引を操縦する行為」とは、金融商品の投資諮問機構の経済分析員等の者は、ある金融商品について評論、予測または投資の意見を公布し、一般投資家の売買を誘引した後、一般投資家の市場の変動に対する反応より速い速度で大量の売買をして不法利益をとることである。以下「帽子篡奪取引」という。

法」には「帽子篡奪取引」を規定していないため、本行為が相場操縦に該当するか否か、すなわち、刑法182条1款4項及び証券取引法77条1款4項のバスケット条項に適用すべきか否かという問題について、肯定説と否定説が分かれている。

否定説では、「帽子篡奪取引」は、確かに不正な手段で証券取引価格または取引量に影響を与え、証券市場の秩序を混乱させ、重大な社会的危険性を持っているが、刑法182条1款と証券取引法77条は相場操縦罪の行為様態について、「連続売買」、「相對委託」および「虚偽売買」しか規定しておらず、「帽子篡奪取引」を規定していない。したがって、罪刑法定原則によると、法律に明確に規定していなければ、犯罪にならない。そのバスケット条項により、汪建中が犯罪を実行したと認定すれば、罪刑法定原則と矛盾する。それに対して、肯定説は、そのバスケット条項は罪刑法定原則に違反せず、立法するとき、立法者は行政犯である相場操縦罪のすべての行為様態を予想できないため、そのバスケット条項を設置したことを強調している。汪建中の行為は刑法182条1款における相場操縦の行為と同質性があるため、本罪に該当するべきである²¹²⁾。それに対して、否定説は罪刑法定原則を考慮し、以下のことを言い出した。すなわち、経済犯罪について刑法及び証券法の両方とも概括的規定しか存在していない場合（いわゆる「二重バスケット条項」の場合）、すなわち、ある行為について刑法、経済法及び行政法規に詳しく規定していない場合、たとえ当該行為の社会的危険性が高くても、刑法の保護属性及び謙抑性を考慮すれば、この行為に対してバスケット条項を適用し処罰するのは不当である²¹³⁾、と。

212) 王崇青「帽子篡奪取引の刑法性格についての検討」政治と法律2001年1期。また、邱偉・孫莹「汪建中事件の審理前に七点の異論について」北京晩報2010年10月28日。

213) 何栄功・莫洪憲「中国の証券犯罪に関する刑事立法の最新動向」法律時報84巻8号78頁。