

に投資者や証券会社等の活動を規制することのないよう留意する必要がある。

ハ) 自主規制機関の自主規制ルールは、関係するすべての証券業務を行う者が遵守するものとする必要がある。

証券取引審議会名簿

会長	成城学園学園長	加藤一郎
委員	東レ(株)会長	伊藤昌壽
"	神戸大学教授	神崎克郎
"	日本銀行政策委員会委員	草場敏郎
"	経済評論家	五代利矢子
"	筑波大学教授	竹内昭夫
"	日本銀行理事	丹治誠
"	(株)日本経済新聞社副社長	鶴田卓彦
"	東京証券取引所理事長	長岡實
"	日本綱管(株)社長	山城彬成
"	大阪大学教授	蠟山昌一
"	東京大学教授	若杉敬明
"	(社)日本証券業協会会長	渡邊省吾

~~~~~

#### 不公正取引特別部会中間報告書

#### —相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について—

##### 1. はじめに

(1) 近年における我が国証券市場の拡大及び国際化に伴い、証券市場における公正な価格形成を確保することが、その健全な発展と投資者保護を図る上でますます重要な課題となってきている。

こうした中で、平成3年6月の証券取引審議会報告書「店頭市場に対する行為規制の適用について」においては、「法第125条については、従来より、その運用に当たって困難な面があるとの議論がある。この点については、まず、行政当局等において、最近における株価監視体制の充実・強化等を受け、現行規定の積極的活用に努める一方で、その運用上の問題点について、

幅広い検討を行うことが必要と考えられる。」との提言が行われている。

(2) また、平成3年夏に表面化した特定の株式にかかる行き過ぎた大量推奨販売の問題は、証券取引法125条をはじめとする相場操縦的行為禁止規定の運用等について、強い社会的関心を喚起した。

このため、同年10月の国会における「証券及び金融に係る不祥事の再発防止に関する決議」(参議院・証券及び金融問題に関する特別委員会の決議)においても、「公正かつ透明な価格形成を確保する観点から、相場操縦的行為についても実態解明に努めるとともに、その禁止規定について見直すべき点がないか検討を行うこと」との指摘がなされている。

(3) このような状況のもとで、証券取引法125条はもとより、広く、相場操縦的行為を含め、公正な価格形成を損なうおそれのある行為全般にわたり、これらを規制する規定を網羅的にとりあげ、その運用上の問題点や改正の必要性の有無について検討するとともに、それぞれの関係について整理していくことが必要であると考えられた。

(4) 当部会は、上記の基本的視点に立ち、平成3年11月以降、相場操縦的行為禁止規定等のあり方について審議を行ってきたところである。その結果、現在までに、証券取引法125条2項1号の運用についての基本的考え方の整理を行うとともに、行き過ぎた大量推奨販売行為に対する規制の見直しについてその基本的方向を明確にできたものと考える。

当部会の審議は、現時点においてすべて終了したわけではないが、上記2点につきとりまとめがなされたので、その結果を証券取引審議会総会に中間的に報告することとした。

## 2. 証券取引法125条2項1号の運用についての考え方の整理

(1) 証券取引法125条は、公正な有価証券市場を確立するため、本来正常な需給関係によって形成されるべき相場に作為を加える詐欺的な取引を禁止し、これに違反した者を処罰するものとしている。この場合、同条2項1号の罪が成立するには、上場有価証券について行われた一連の売買取引等又はその委託若しくは受託（以下「一連の売買取引」という。）が、

イ. 「有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的をもって」なされる（誘引目的の存在）

とともに、

ロ. 当該一連の売買取引が「当該有価証券の売買取引等が繁盛であると誤解させるべき」又は「当該有価証券の相場を変動させるべき」ものであること（誤解させるべき取引としての性質又は変動させるべき取引としての性質）

が必要である。

なお、同規定にかかる判例としては、日本鍛工事件に関する東京地方裁判所判決（昭和56年12月7日）及び協同飼料事件に関する東京地方裁判所判決（昭和59年7月31日）・東京高等裁

判所判決（昭和63年7月26日）があり、当部会は、主にこれらの判例を素材として議論を行った。

（注）上記口の「当該有価証券の売買取引等が繁盛であると誤解させるべき」という部分の解釈を示した判例は現在のところ存しない。

（2）ところで、上記イの「誘引目的」については、従来からその立証は困難であるとされてきており、例えば、昭和51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、「第58条及び第125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、これまでに実際に適用されることはきわめてまれであった。」と指摘されている。

（3）こうした中で、協同飼料事件に関する東京高等裁判所判決は、「誘引目的」があるといえるためには、「有価証券市場における当該株式の売買取引を誘うという作為的、積極的な意思」までは必要ではないとした上で、「この目的は、他の目的犯の場合と同様に、……有価証券市場における当該有価証券の売買取引をするように第三者を誘い込むことを意識しておれば足りる。」と判示し、「誘引目的」の立証には積極的な意思の立証までは必要なく、第三者が誘い込まれることの可能性の意識（認識）の立証で足りるとしている。

（4）一方、上記（1）のロにいう「相場を変動させるべき一連の売買取引」の内容について、同判決は、「相場を支配する意図をもつてする、相場が変動する可能性のある取引と解するのが相当である（り）」、「単に取引自体が相場を変動させる可能性をもっているその取引ということではない（い）」とし、その具体的な取引態様として、

イ. 寄り付き前から前日の終値より高い指値で買い注文を出す

ロ. ザラバの気配をみて、直近の値段より高い指値買いの注文を出したり、買い注文の残りの指値を高く変更する

ハ. 時間を追って順次指値を1円刻みに高くした買い注文を出す

ニ. 比較的高い値段で仮装の売買をする

ホ. 買い指値注文により株価の値下がりをくい止める売買をする

といった手法を示している。

なお、前記日本鍛工事件に関する東京地方裁判所判決は、仮装・馴合売買の反復継続も「相場を変動させるべき一連の売買取引」となる旨判示している。

（5）裁判所の最終的な考え方については、協同飼料事件の最高裁判所判決が示されるのを待つ必要があるが、現段階では、上記東京高等裁判所の考え方を準拠して同規定の運用を行うのが実際的である。

その場合、上記の考え方を前提とすれば、違法とされる取引と適法な取引とを区別する基準として、「誘引目的」の存在を強調しすぎるのは適切でなく、その基準は、第一義的には、当

該取引が「相場を変動させるべき取引」に該当するか否かによるべきものと考えられる。

その際、「相場を変動させるべき取引」の判断基準としては、上記の(4)に示す取引態様に加えて、

○市場の上げにすかさず追随する買付け等を反復継続して行う  
等の手法のほか、

○市場関与率の状況

○1日のうち最も重要な時間帯である終値付近での関与状況

○1日における同一銘柄の売買の反復状況

等も併せて検討の上、総合的に判断すべきものと考えられる。

(6) 行政当局等においては、証券取引法125条2項1号に関する以上の考え方を踏まえ、同規定を今後積極的に活用していくことが望まれる。

### 3. 行き過ぎた大量推奨販売行為の規制の見直しについて

(1) 前述した特定株式にかかる行き過ぎた大量推奨販売は、当該株式の価格の急騰をもたらしたが、その具体的な内容をみると、これは当該証券会社の社内誌や株式懇談会において当該株式を推奨したことにより、広範な部店において当該株式に集中した継続的かつ過度な投資勧誘を行った結果、多数の投資家からの大量の買い注文が行われたことに起因するものであった。

上記の大量推奨販売に対しては、行政当局より、当該証券会社に対し、証券取引法54条に基づく是正命令が発せられるとともに、同法125条に違反する相場操縦ではないかとの観点から、価格形成面からの詳細な調査がなされた。その結果、特定の証券会社や投資家による「相場を変動させるべき取引」の事実を確認することができず、同条違反の行為は認められなかった旨の報告を受けたところである。

(2) 証券会社が、大量推奨販売行為を行うに際し、特定の投資家と共同し、あるいは自己売買や売買一任勘定取引を利用して、意図的に株価のつり上げを図る等の場合には、同法125条違反の可能性が生ずるが、このような行為が認められない場合には同条違反と認定することは困難であるとの判断が行政当局から示された。当部会としてもこの見解を支持する意見が多かった。

しかしながら、行き過ぎた大量推奨販売行為は、公正な価格形成を損なうおそれの強い行為であると考えられるので、単に同法54条の是正命令の対象として当該行為の発生原因となった業務執行体制を規制するにとどまらず、当該行為自体の発生を防止する見地から、行き過ぎた大量推奨販売行為を、同法50条の禁止行為とするよう規定の整備を行うことが適当と考えられる。

#### 4. 今後の審議の進め方について

当部会においては、今後、大蔵省証券局、証券取引所等において調査した事例を素材に、諸外国の例も踏まえ、公正な価格形成を損なうおそれのある行為全般にわたり、こうした行為を規制する規定の運用にあたっての基本的な考え方及び規定の整備の必要性の有無等について、引き続き検討を進めていくこととする。

#### 証券取引審議会不公正取引特別部会名簿

|    |              |       |
|----|--------------|-------|
| 座長 | 神戸大学名誉教授     | 河本一郎  |
| 委員 | 三菱電機副社長      | 天野順介  |
| 〃  | 東京証券取引所副理事長  | 新谷勝   |
| 〃  | 警察庁刑事局捜査第二課長 | 石附弘   |
| 〃  | 東京大学教授       | 江頭憲治郎 |
| 〃  | 神戸大学教授       | 神崎克郎  |
| 〃  | 日本化薬会長       | 坂野常和  |
| 〃  | 筑波大学教授       | 竹内昭夫  |
| 〃  | 法務省刑事局刑事課長   | 但木敬一  |
| 〃  | 一橋大学名誉教授     | 福田平   |
| 〃  | 学習院大学教授      | 前田庸   |
| 〃  | 日本証券業協会常務理事  | 松岡稔   |
| 〃  | 京都大学教授       | 森本滋   |