

ミーム株取引を助長する プラットフォーム規制のあり方について

—GameStop騒動を踏まえて—

王子田 誠

- 一 はじめに
- 二 ミーム株取引の狂乱を助長するプラットフォームを規制する背景
- 三 通信品位法230条をめぐる議論
 - (1) 通信品位法230条に基づく規制の現状
 - (2) 通信品位法230条の改革提案
 - (a) 司法省案
 - (b) 議会による提案
 - (c) プラットフォーマー側の見解
 - (d) 証券取引におけるプラットフォーム責任
- 四 プラットフォーム投稿者の法的責任
 - (1) 相場操縦規制の法的構成と過去の事例
 - (2) GameStopの事例における相場操縦
- 五 むすびにかえて

一 はじめに

2021年度初頭に米国の市場においてRedditのフォーラムr/WallStreetBetsの小口トレーダーが、GameStopの株を買おうと団結し、価格が高騰した。この熱狂は他のソーシャルメディア・チャンネルにも波及することとなった。やがてバブルは崩壊し、株価は急落したが、その後、反発した。このGameStop株をめぐる騒動は証券規制に様々な問題を提起した¹。

この事例を含めインターネット掲示板をはじめとするソーシャルメディア・プラットフォームの存在は情報の流通において無視できない存在となっている。こうした状況に対してわが国では誹謗中傷類型や偽情報類型を中心として法制度を含めた様々な対策が図られている²。他方、証券取引の領域ではプラットフォームがどのような役割を果たすべきか、さらに法的責任はどうあ

るべきかについて議論は進んでいるとはいえない。そこで本稿は証券法制の執行の見地から米国における議論を参考にプラットフォーム責任のあり方とプラットフォームの役割について検討を加えるものである。プラットフォーム責任との関係でソーシャルメディア投稿者の責任について相場操縦規制の観点からの違法性についても概観する。

検討の順序としては、まずGameStop株をめぐる騒動を契機としたミーム株取引の狂乱を助長するソーシャルメディア・プラットフォームを規制する背景について言及し、次に通信品位法 (Communications Decency Act) に関する現状と改正案についての議論を踏まえプラットフォームの役割についての方向性を示す。そして、相場操縦規制を概観したうえで、ソーシャルメディア投稿者による違法な相場操縦類型の解釈を前提に、GameStop株をめぐる騒動における投稿の違法性についても検討を加える。

なお、本稿はあくまで証券取引の領域に限定してプラットフォーム規制を論ずるものであり、他領域に関する議論や言論の自由の問題については検討対象には含めないものとする。

二 ミーム株取引の狂乱を助長するプラットフォームを規制する背景

最近、米国ではソーシャルメディア・プラットフォームで人気を博し、ファンダメンタルズではなく誇大広告に基づいて取引されるいわゆるミーム株 (meme stocks) 銘柄が活発になっている³。2021年度初頭のGameStopは投機

1 湯原心一「ゲームストップ株価の乱降下」法律時報93巻5号(2021年)1-3頁、淵田康之「GameStop株を巡る騒動が提起した米国株式市場の課題」野村資本市場クォーターリー25巻1号(2021年)4頁、大森泰人「ロビンフッターの相場操縦」金融財政事情72巻13号(2021年)51頁、吉川真裕「ゲームストップ株式をめぐる問題—SECの報告書に見る実態—」証券レポート1729号(2021年)21頁。石川雅俊「SNSやインターネット掲示板を用いた風説の流布—アメリカ合衆国のゲームストップ事件を参考に—」東京成徳大学経営学部経営論集11号(2022年)37頁。

2 数多くの文献が存在するが本稿での検討に関連する文献としては、神足祐太郎「諸外国におけるインターネット媒介者の『責任』」レファレンス839号(2020年)131頁、橘雄介「米国通信品位法230条の動向とプロバイダ責任のあり方への示唆—第116議会及びEARN IT法案の分析を中心に—」情報通信学会誌39巻4号(2022年)119頁。

バブルの中心となったミーム株の象徴とされている⁴。

GameStopの騒動を契機としてミーム株取引に関する規制だけでなく、以下のようにミーム株取引の狂乱を助長するソーシャルメディア・プラットフォームを規制する必要が認識されるようになった⁵。

これらの事例においては、現実のカジノに似た、中毒性のある楽しいインターフェイス（Robinhoodのアプリ）だけでなく、メンバーが短い投稿やミームでコミュニケーションするr/WallStreetBetsのようなソーシャルメディア・コミュニティの普及によって投資のゲーミフィケーションが促進されてきた⁶。ミーム株に関する主な情報源がソーシャルメディアである場合、ゲーミフィケーション現象はリテールトレーダーを誤報の危険にさらすことになる。この

3 Thomas Niel, *9 Meme Stocks that Social Media Won't Shut Up About*, Nasdaq (Feb. 12, 2021, 1:54 PM), <https://www.nasdaq.com/articles/9-meme-stocks-that-social-media-wont-shut-up-about-2021-02-12>. ミーム株としてはコダック、ハーツ、ニコラなどの例がある。Cristin Flanagan et al., *Year of the Meme Stock*, Econ. Times (Dec. 27, 2020, 11:47 PM), <https://economictimes.indiatimes.com/markets/stocks/news/year-of-the-meme-stock-hertz-kodak-nikola-top-list-of-2020-highlights/articleshow/79974289.cms?>

4 r/WallStreetBetsの投稿者としては第四章で取り上げる者以外ではAMCの取引の中心であったTrey Collinsが有名である。Abram Brown, *The 23-Year-Old Army Officer Turned YouTuber Leading The AMC Meme Stock Frenzy*, Forbes (June 13, 2021, 6:00 AM EDT), <https://www.forbes.com/sites/abrambrown/2021/06/13/the-23-year-old-army-officer-turned-youtuber-leading-the-amc-meme-stock-frenzy/?sh=50068e1b7ea5>.

5 See, e.g., Ramsey Khabbaz, *Online Platforms Have Become Chaos Machines. Can We Rein Them In?*, Harv. Bus. Rev. (Feb. 3, 2021), <https://hbr.org/2021/02/online-platforms-have-become-chaos-machines-can-we-rein-them-in>; see also Michael D. Smith & Marshall Van Alstyne, *It's Time to Update Section 230*, Harv. Bus. Rev. (Aug. 12, 2021), <https://hbr.org/2021/08/its-time-to-update-section-230>; Tom Hals, *Analysis: Robinhood and Reddit Protected from Lawsuits by User Agreement*, Congress, Reuters (Jan. 30, 2021, 4:20 AM), <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-robinhood-liability-an/analysis-robinhood-and-reddit-protected-from-lawsuits-by-user-agreement-congress-idUSKBN29Z0HI>. Redditを含むプラットフォームにおけるコンテンツモデレーションを支持する議論の一般的な概要については James Grimmelmann, *The Virtues of Moderation*, 17 Yale J.L. & Tech. 42, 94 (2015).

ようなプラットフォームに依存することは、不用意な取引や大きな損失をもたらす可能性がある⁷。GameStopや同様の企業へのカジノスタイルの「投資」は、ボラティリティを高め、投機を可能にすることで、経済と株式市場に害を与える⁸。GameStop騒動による損害はヘッジファンドだけでなく市場全体に広がり、市場全体に不安定性をもたらすとともに企業の資金調達コストの上昇を招きかねない⁹。

このような必要性に基づいて、次章ではソーシャルメディア・プラットフォームの現状の一般的な規制と改革案を紹介し、証券取引の領域に限定したプラットフォーム規制に関する提案を検討する¹⁰。

6 Annie Massa & Tracy Alloway, *Robinhood's Role in the 'Gamification' of Investing*, Bloomberg (July 15, 2021, 9:00 PM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-19/robinhood-s-role-in-the-gamification-of-investing-quicktake>.

7 Sheelah Kolhatkar, *Robinhood's Big Gamble*, New Yorker (May 10, 2021), <https://www.newyorker.com/magazine/2021/05/17/robinhoods-biggamble>; see also Caitlyn McConnell, *Robinhood and the Gamification of the Stock Market*, McGill Bus. Rev. (July 29, 2020), <https://mcgillbusinessreview.com/articles/robinhood-and-the-gamification-of-the-stock-market>.

8 Casey Epstein, *Stopping GameStop's "GameStonk": Why Courts Must Confront GameStop Colluders and Prohibit Open-Market Manipulation*, Minn. L. Rev.: De Novo Blog (Feb. 3, 2021), <https://minnesotalawreview.org/2021/02/03/stopping-gamestops-gamestonk-why-courts-must-confront-gamestop-colluders-and-prohibit-open-market-manipulation/>.

9 Aaron Keller, *SEC Will Struggle to Build Market Manipulation Case After Massive GameStop Rally: Securities Law Professor*, Law and Crime (Jan. 30, 2021, 8:05 PM) <https://lawandcrime.com/high-profile/sec-will-struggle-to-build-market-manipulation-case-after-massive-gamestop-stock-rally-securities-law-prof/>.

10 これに対し、資本市場の民主化、一般国民と企業との結びつき強化、組織的仲介者の影響力低下、企業によるステークホルダーの利益への配慮の強化など、潜在的な利点を強調し、新規小口投資家を制限する規制に反対する見解もある。Jill E. Fisch, *Gamestop and the Reemergence of the Retail Investor*, 102 B.U. L. Rev. 1799 (2022).

三 通信品位法230条をめぐる議論

(1) 通信品位法230条に基づく規制の現状

通信品位法230条（以下230条とする）(c)項は、プロバイダ責任のセーフハーバーを定めている。まず、双方向コンピュータ・サービスのプロバイダまたはユーザーは他の情報コンテンツ・プロバイダが提供する情報の公表者または発言者として扱われない。また、同項は、双方向コンピュータ・サービスのプロバイダまたはユーザーがコンテンツ等のアクセスの制限をした場合であっても民事責任を負わないとする¹¹。この条項は、新興インターネット事業を育成すると同時に、有害なオンラインコンテンツを規制するインセンティブを与えることを意図したものである¹²。すなわち、230条は、双方向コンピュータ・サービスのプロバイダが、第三者によってそのプラットフォームに投稿されたコンテンツをモデレートしないことに対する民事責任を免除する一方で、双方向コンピュータ・サービスのプロバイダが不快だと思ふコンテンツをモデレートすることに対する責任を免除するものである¹³。

しかしながら、裁判所は「230条の安全地帯をその文言、文脈、目的のサポートをはるかに超えて拡張する」ことによって、同条を現代のソーシャルメディ

11 47 U.S.C. §230(c)(1), (2). 通信品位法230条の制定過程や適用事例に関しては、ジェフ・コセフ（著）、小田嶋由美子（訳）、長島光一（監修）『ネット企業はなぜ免責されるのか 言論の自由と通信品位法230条』（みすず書房、2021年）参照。

12 U.S. Dep't of Just., Section 230--Nurturing Innovation or Fostering Unaccountability?: Key Takeaways and Recommendations 1-2 (2020), <https://www.justice.gov/file/1286331/download>. 同法制定前はプラットフォームが裁量権を行使してサードパーティのコンテンツを削除した場合、プラットフォームはすべてのサードパーティのコンテンツに対して公表者として責任を負うとされていた。Stratton Oakmont, Inc. v. Prodigy Servs. Co., 1995 WL 323710 (N.Y. Sup. Ct. 1995).

13 「コンテンツモデレーション」は、例えば、問題となる投稿の削除・表示順位の低下、そのような投稿を行ったアカウントの凍結・停止、投稿に注意喚起を促すラベルの付与、当該サービスにおける検索結果からの排除・表示順位の低下、特定の地域での表示制限といった、違法・有害情報の流通を抑止するために講じる措置を指す。これには、投稿を行ったユーザ自身に気づかれない形で実施される投稿の非表示又は表示順位低下等の措置を含む。「誹謗中傷等の違法・有害情報への対策に関するワーキンググループ検討アジェンダ」2023.5総務省ウェブサイトhttps://www.soumu.go.jp/main_content/000863546.pdf.

ア・プラットフォームに適用すると解釈している¹⁴。こうした拡大解釈は、技術の発展と相まって、オンラインプラットフォームがそのサービス上で違法行為に対処するインセンティブを低下させ、同時に、合法的なコンテンツを透明性や説明責任なしに自由に編集できる状態にしている。それゆえ、230条の範囲を現代のインターネットの現実に合わせて再調整し、イノベーションと言論の自由を促進し続けるだけでなく、オンラインプラットフォームがサービス上の違法なコンテンツに対処するためのより強力なインセンティブを提供できるようにする時期が来ている¹⁵。

ところで、230条には適用除外もある。ソーシャルメディア・プラットフォームが、双方向コンピュータ・サービスではなく、情報コンテンツプロバイダー (information content providers; 以下ICPとする) である場合、230条の適用を受けることはできない¹⁶。情報コンテンツプロバイダーとは、「インターネットまたはその他の双方向コンピュータサービスを通じて提供される情報の作成または開発に、全体または部分的に責任を負う個人または団体」とさ

14 Danielle Keats Citron, *Section 230's Challenge to Civil Rights and Civil Liberties*, Knight First Amend. Inst. (Apr. 6, 2018) (first citing *Jones v. Dirty World Ent. Recordings LLC*, 755 F.3d 398 (6th Cir. 2014); then citing *S.C. v. Dirty World LLC*, No. 11-CV-00392-DW, 2012 WL 3335284 (W.D. Mo. March 12, 2012)), <https://knightcolumbia.org/content/section-230s-challenge-civil-rights-and-civil-liberties>; see also, e.g., *Doe v. MySpace, Inc.*, 528 F.3d 413 (5th Cir. 2008).

15 U.S. Dep't of Just., *supra* note 12, at 2. オンラインプラットフォームが、児童の性的搾取、違法薬物の販売、サイバーストーキング、人身売買、テロリズムなど、さまざまな違法行為の温床になっていることも指摘されている。もっとも、連邦最高裁は、テロリスト等がプラットフォームを利用していたとしても、悪用されたインターネットやスマートフォンのプロバイダーは悪事を『幫助および教唆』したとは通常解されていない。また、「推奨」アルゴリズムはあくまでインフラストラクチャの一部でありコンテンツの性質にとらわれるものではなく、一部のテロリストのコンテンツを一部のユーザーに「おすすめ」したとしても、受動的援助であって積極的な教唆ではないと述べて230条の重要性を再確認している。 <https://www.techdirt.com/2023/05/18/supreme-court-leaves-230-alone-for-now-but-justice-thomas-gives-a-pretty-good-explanation-for-why-it-exists-in-the-first-place/>.

16 Bryan J. Davis, Comment, *Untangling the Publisher Versus Information Content Provider Paradox of 47 U.S.C. 230: Toward a Rational Application of the Communications Decency Act in Defamation Suits Against Internet Service Providers*, 32 N.M.L. Rev. 75, 76-78 (2002).

れている¹⁷。例えば、ウェブフォーラムに投稿するためにアンケートを作成し、ユーザーに記入を求めるような「編集上の重要な貢献」をした場合、企業は同条で保護されない¹⁸。これとは対照的に、第三者が作成したコンテンツを単にホストしている企業は保護される¹⁹。また、例えばニュースレター用のコンテンツを募集するなど、よりモデレートに相当する貢献をしている企業も、同条の保護対象外となる可能性がある²⁰。

ICPかどうかが問題とされたものとしてはHy Cite Corp.事件がある²¹。ウェブサイトの運営者であるRip-off Reportは、匿名でユーザーが投稿した企業に関する苦情を掲載し、「単に苦情を投稿する以上のことをしたいユーザーには、企業を調査して匿名で苦情を投稿する『Rip-off Reporters』になることを奨励していた」²²裁判所は、被告がウェブサイト上でホストされているコンテンツの一部を作成しただけでなく、被告が「最終的に個人がそのレポートに対して報酬を得ることができるという約束でレポートを提出するように個人を勧誘した」ため、被告がこのコンテンツに対して責任を負うことになり、230条の免責は与えられないと判示した²³。

GameStopの事例におけるオンラインプラットフォームの状況を見てみると、Redditは、r/WallStreetBetsのユーザーがGameStopの株式やその将来についての意見を投稿する際の基礎となるアンケートを作成するようなことはしていないように見える。しかし、他のソーシャルメディア・プラットフォームは、Hy Cite Corpと同様にユーザーのコンテンツを募集している。YouTubeやその他の動画共有プラットフォームは、「次のデジタルスーパースターになるク

17 47 U.S.C. § 230(f) (3).

18 Sheri Wardwell, *Communications Decency Act Provides No Safe Harbor Against Antifraud Liability for Hyperlinks to Third-Party Content Under the Securities and Exchange Act*, 6 Wash. J.L., Tech. & Arts 49, 61 (2010) (discussing Fair Hous. Council v. Roommates.com, LLC, 521 F.3d 1157 (9th Cir. 2008) (en banc)).

19 *Id.* at 60–61 (discussing *Zeran*, 129 F.3d at 330).

20 *See Hy Cite Corp. v. badbusinessbureau.com, LLC*, 418 F. Supp. 2d 1142 (D. Ariz. 2005).

21 *Id.* at 1144–45.

22 *Id.* at 1145.

23 *Id.* at 1148–49.

リエイターをスカウト」し、「(YouTubeの)爆発的な成長を維持」する独自の「社内人材エージェント」を構築している²⁴。すなわち、Rip-off Reportersが補償を受ける可能性があったHy Cite Corpのように、YouTubeのクリエイターは広告収入を同社と共有することで補償を受けている。他方、Redditは、自らを「インターネットのフロントページ」と称し、Hy Cite Corp.の被告と同様に、世界の様々な出来事についてユーザーに検索・投稿を依頼している²⁵。もしこれがコンテンツの勧誘に当たるのであれば、Redditは、既存の230条の適用範囲外であるとみなされる可能性がある。実際、プラットフォームはユーザー生成コンテンツの作成に依存し、ユーザーを引き付けるだけでなく、彼らの持続的な注意を引くためにプラットフォームを設計し、それによって会社の広告収入を増加させるためであることから、Redditの行為は勧誘とみなされるべきとする見解もある²⁶。

さらに、230条制定時とは異なり、今日のコンテンツモデレーションは、単に一部の投稿を削除したりフラグを立てたりするだけではない。プラットフォームによっては、アルゴリズムによるコンテンツモデレーションによってユーザーエクスペリエンスが形成され、その結果、ある種のコンテンツがプラットフォーム上でトレンドとなり、このコンテンツに対するユーザーのエンゲージメントが促進される²⁷。このことは、ソーシャルメディア・プラットフォームが、そのプラットフォーム上のコンテンツの作成に関与しているとい

24 Tripp Mickle, *How YouTube Makes Sure Its Hitmakers Don't Stumble*, Wall St. J. (Oct. 15, 2021, 5:30 AM), <https://www.wsj.com/articles/how-youtube-copied-hollywood-to-win-video-makers-loyalty-11634290200>.

25 See Ben Wink, *How Reddit Day Traders Are Using the Platform to Upend the Stock Market and Make Money in the Process*, Bus. Insider (Jan. 27, 2021, 3:12 PM), <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/reddit-day-traders-wallstreetbets-gamestop-gme-rally-upending-stock-market-2021-1>.

26 See Megan McCluskey, *How Addictive Social Media Algorithms Could Finally Face a Reckoning in 2022*, Time (Jan. 4, 2022), <https://time.com/6127981/addictive-algorithms-2022-facebook-instagram/>.

27 See Joanna Stern, *Social-Media Algorithms Rule How We See the World. Good Luck Trying to Stop Them.*, Wall St. J. (Jan. 17, 2021, 7:00 AM), <https://www.wsj.com/articles/social-media-algorithms-rule-how-we-see-the-world-good-luck-trying-to-stop-them-11610884800>.

う考え方を支持するものであろう。ソーシャルメディア・プラットフォームは、特定のコンテンツを優遇するアルゴリズムを利用しているため、特定のタイプのコンテンツが宣伝され、他のタイプのコンテンツは隠されることになる²⁸。ある投稿が「いいね！」や閲覧されればされるほど、アルゴリズムはその投稿を優遇し、他の投稿を犠牲にして「いいね！」や閲覧を増やすという負のフィードバックループを生み出す。もちろん、コンテンツフィルタリングやモデレーションアルゴリズムは人間によって設計されているため、設計者のバイアスが組み込まれている可能性がある²⁹。少なくともソーシャルメディア・プラットフォームが単なる情報の「揭示」だけではないことを物語っている。

GameStopの事例で問題となったプラットフォームでいえば、Redditはアルゴリズムで管理されているわけではなく、そのコンテンツは「クラウドソーシングによる脱工業化ニュース」に近い³⁰。Redditのユーザーは、コンテンツに投票することでモデレーションを行っている主に個々の投稿にアップヴォートまたはダウンヴォートを行う。しかし、このシステムは「自動フィルタリングを集中させるための入力として使用される、精巧に機械化され、分散され、事後的な…人間による意味付け (human annotation) に依存」する³¹。これらの自動モデレーション機構に加えて、各サブレディットは人間のモデレーターによって監督されており、彼らは個々のサブレディットの取り締まりにおいて幅広い編集裁量を享受している。これらのモデレーターは、各サブレディットの機能を維持するために必要であるが、Redditによって報酬が支払われたり雇用されたりはしていない³²。

こうした状況からするとICPかどうかは法的に無意味であり³³、Redditのよ

28 See Tanner Bone, *How Content Moderation May Expose Social Media Companies to Greater Defamation Liability*, 98 Wash. U.L. Rev. 937, 954 (2021).

29 See, e.g., Rebecca Heilweil, *Facebook is Taking a Hard Look at Racial Bias in Its Algorithms*, Vox (July 22, 2020, 1:12 PM), <https://www.vox.com/recode/2020/7/22/21334051/facebook-news-feed-instagram-algorithm-racial-bias-civil-rights-audit>.

30 Grimmelmann, *supra* note 5, at 94.

31 *Id.*

32 Elizabeth Anastasi, *It's All in the Game (Stop): Social Media, Meme Stocks, and Section 230*, 27 UCLA J.L. & Tech. i 1, 12 (2022).

うな分散型、ユーザーモデレーション主導のプラットフォームには適用できない可能性がある。

もつとも、230条を免責規定と考えない解釈を採用する第7巡回区のような立場³⁴やソーシャルメディア・プラットフォームがコンテンツの公表者ではなく、流通業者に近いと考えられる場合³⁵、一部のソーシャルメディア・プラットフォームは免責の対象となる公表者とみなされない余地もある。しかしながら、このような立場は同一プラットフォームが法域によって異なる判断となる可能性があることから、ICPかどうか、およびそのことが230条の下で法的にどの程度重要であるかを立法によって明確にしておく必要が指摘されている³⁶。

(2) 通信品位法230条の改革提案

(a) 司法省案

230条の改革提案において本稿に関連するのは、まず「連邦刑法に違反する」活動や素材を「意図的に (purposefully)」促進する悪質な行為者（「悪しきサマリア人 (Bad Samaritan)」) を230条の適用除外とする司法省案である。現在の230条の拡大解釈の下では、違法行為を促進または助長するように設計されたウェブサイトであっても、230条の免責による保護を享受することができ

33 David Greene, *Publisher or Platform? It Doesn't Matter*, Elec. Frontier Found. (Dec. 8, 2020), <https://www.eff.org/deeplinks/2020/12/publisher-or-platform-it-doesnt-matter>; but see Hannah Hapeman, *Shifting Trends in the Interpretation of Section 230—New Strides in Social Media Liability*, Syracuse L. Rev. (June 3, 2021), <https://lawreview.syr.edu/shifting-trends-in-the-interpretation-of-section-230-new-strides-in-social-media-liability/>.

34 Ellen Smith Yost, *Social Support for Terrorists: Facebook's "Friend Suggestion" Algorithm, Section 230 Immunity, Material Support for Terrorists, and the First Amendment*, 37 Santa Clara High Tech. L.J. 301, 317 (2021). 第7巡回区は230条(c)(1)を免責を与えない『定義規定』であり、『オンラインに表示される情報の発行者と呼ばれ得る者を制限』しており、『発行者』としての地位に依存する行為に基づく責任に対する防御と解する。

35 U.S. Dep't of Just., *supra* note 12, at 17. 従来の不法行為法の枠組みでも、図書館や新聞販売店などの流通業者は、コンテンツが違法であることを知っていたか、知るべきであった場合には責任を問われる。

36 Anastasi, *supra* note 32, at 12.

る³⁷。そこで、悪質業者が被害者を犠牲にして230条の包括的な免責の恩恵を受けないようにするために、明示的な「Bad Samaritan」の適用除外が必要であると。他方、善良な業者が嫌がらせ訴訟にさらされることがないように以下の点に注意する必要がある。第一に、この適用除外は、「意図的に」のような高められた主観的要件が必要であり、その下では偶然または過失で違法行為を促進するプラットフォームは免責を失うことはない。第二に、この適用除外は、プロバイダが「連邦刑法」に違反すると知っていたか、知るべきであった活動や素材を促進または勧誘するプラットフォームに限定すべきである。他方、230条の免責を享受するために、プラットフォームはそのサービス上で発生する違法なコンテンツや活動を特定する能力を確保することによって、公共の安全を尊重しなければならないことを明確にすべきである³⁸。

Redditは、前述の通りコンテンツモデレーションに対して自由放任的で分散的な態度をとっている。新提案では、Redditのユーザーが違法と思われるパンプ・アンド・ダンプ・スキーム（後述）に参加していること、あるいは金融フォーラムのユーザーが経験の浅いトレーダーを誤導していることを認識している限り、230条によってプラットフォーム責任を免れることはできなくなるとみられている³⁹。

ところで、プラットフォーム側からすると、このような規制はモデレートの内容に関連する。この点司法省案では、230条の改正によって「モデレーターのジレンマ（Moderator's Dilemma）」が再来し、プラットフォームがコンテンツをモデレートするか（その結果、他のすべてのユーザー生成コンテンツに対する責任を負うことになる）、まったくモデレートしないか（その結果、ユーザーが投稿するコンテンツがどんなに不快なものであってもホストしなければならない）の選択を迫られるかもしれないとの懸念があることから、モデレートに関する責任は実質的に変更していない⁴⁰。もっとも、Redditやその他のプ

37 See, e.g., *Daniel v. Armslist, LLC*, 926 N.W.2d 710, 715, 726 (Wis. 2019), cert. denied, 140 S.Ct. 562 (2019); *Jones v. Dirty World Entm't Recordings LLC*, 755 F.3d 398, 406 (6th Cir. 2014).

38 U.S. Dep't of Just., *supra* note 12, at 14-15.

39 Anastasi, *supra* note 32, at 13.

40 U.S. Dep't of Just., *supra* note 12, at 22.

プラットフォームにおけるGameStopの取引騒動は、実際の犯罪行為には至らないものの、経済に悪影響を与え、騙されやすいユーザーがミーム株に貯金をつぎ込む危険性があるプラットフォーム上の行為についてソーシャルメディア企業に責任を取らせるために、230条制定前の厳格責任 (strict liability) への一部復帰が正当化されるかもしれない⁴¹。こうした観点から、アルゴリズムと人間ベースのコンテンツモデレーションを別個に扱う手法も提案されている。すなわち、230条を改正して、コンテンツを監視して削除する義務をプラットフォームに課すことで、プラットフォームはモデレーターをより効果的に監督し、法令違反のコンテンツを削除し、扇動的、投機的、奨励的な投稿を控えるよう求めるインセンティブを得ることができるとする⁴²。しかしながら、Redditのような比較的自由放任的なプラットフォームにおいては、個々のフォーラムをより綿密に監督したとしても、個々のモデレーターがそのような行動を取るインセンティブがないとの批判もある⁴³。

(b) 議会による提案

また、立法府の側でも230条の改革法案が提出されている。代表的なものはプラットフォームの答責性と消費者透明性法案 (Platform Accountability and Consumer Transparency Act: PACT Act)⁴⁴および詐欺、搾取、脅威、過激主義、消費者への損害から保護する法案 (Safeguarding Against Fraud, Exploitation, Threats, Extremism, and Consumer Harms Act; SAFE TECH Act)⁴⁵である。

政治的背景として共和党は、ソーシャルメディア・プラットフォームにおけ

41 Anastasi, *supra* note 32, at 14. 確かに、230条制定前の厳格な責任基準は、プラットフォームが現実的に実施するにはあまりにも負担が大きく、高価な訴訟にさらされ、ユーザーがオンラインコミュニティに参加することを妨げる。さらに、プラットフォームがコンテンツモデレーションガイドラインを持つことを阻害することになり、以前よりも「Reddit Rallies」が増える可能性がある。

42 Grimmelmann, *supra* note 5, at 106.

43 Anastasi, *supra* note 32, at 14-15.

44 PACT Act, S. 4066, 116th Cong. § 5(a) (2020), <https://www.congress.gov/116/bills/s4066/BILLS-116s4066is.pdf>.

45 SAFE TECH Act, S. 299, 117th Cong. § 2 (2021), <https://www.congress.gov/117/bills/s299/BILLS-117s299is.pdf>.

る保守的な言論に対する差別の認識を中心にこの法律を批判する。彼らは、権力を乱用したとされるプラットフォームに対する230条の保護を制限するため、Good Samaritans Actのような法案を提案する。一方、民主党は、ソーシャルメディア上のヘイトスピーチや誤った情報拡散に対する懸念から改革を求めている。彼らは、暴力を扇動するコンテンツに対してプラットフォームの責任を追及し、有害な言論からプラットフォームが利益を得ることを防ぐために、SAFE TECH Actを提出した。このように動機は異なるものの、両党とも230条改革の必要性では一致している⁴⁶。

これらの法案の内容は多岐にわたるが、ソーシャルメディアが助長する違法コンテンツに絞って言うと、まず、PACT Actでは、政府主導の民事訴訟を削除依頼の根拠とする規定があり、証券関連の言論を保護することができる。より具体的には、この規定は、潜在的に違法コンテンツに関する懸念が、不満なユーザーや民間のプラットフォーム自身によって決定されるのではなく、法律に裏打ちされた正当なものであることを保証するのに有用である。次に、SAFE TECH Actに関しては、プラットフォームが積極的抗弁として230条を提起する規定は、同様に、プラットフォームがモデレートされないコンテンツを放置する正当な理由を提示する機会を持つことを保証する。さらに、議会は、プラットフォーム上で違法行為が行われていることを実際に認識した場合、プラットフォームが違法コンテンツを報告するというEUの要件に類似する基準も提案する⁴⁷。ソーシャルメディアに関連した事例としては、SECがイーロン・マスクに対して行ったテスラの株式公開に関するツイート関連訴訟において、(i)被告には市場で空売りを妨害する動機があった、(ii)被告がSECと和解しているという点から1934年証券取引所法（以下取引所法とする）第10条(b)項における欺罔の意図（scienter）の状況証拠になるとする先例もある⁴⁸。しかし、これらの提案のいずれも、市場を操作することを目的としたコンテンツの問題には明確に対処していない。

46 Tessa R. Patterson, Comment, *Private Solutions to a Public Problem: Next Steps for Section 230*, 54 Ariz. State L.J. 305, 311 (2022).

47 See Valerie C. Brannon, Cong. Rsch. Serv., LSB10306, Liability for Content Hosts: An Overview of the Communication Decency Act's Section 230 4 (2019).

48 *In re Tesla, Inc. Sec. Litig.*, 477 F. Supp. 3d 903, 930 (N.D. Cal. 2020).

(c) プラットフォーマー側の見解

旧フェイスブックのマーク・ザッカーバーグCEOは、インターネット規制に対する標準的なアプローチの必要性を強調している。彼は政府に対し、禁止されるコンテンツのベースラインを設定し、有害なコンテンツを最小限に抑えるよう企業に要求するよう求めている。これには、テロリストのプロパガンダやヘイトスピーチを定義し、コンテンツモデレーションのパフォーマンス目標を設定することも含まれる⁴⁹。ザッカーバーグはまた、コンテンツ基準の透明性を高めるための「手続的説明責任規制」も提案している。

ツイッターのドーシー元CEOは、モデレーション決定に対する不服申し立ての「手続き上の公平性を高め」、「アルゴリズムによる選択を強化」し、プライバシーを保護するために、モデレーションルールの透明性を高めることを提唱した⁵⁰。しかし、ドーシーとザッカーバーグは、モデレーションにおける透明性を高め、モデレーション決定に対する不服申し立てを容易にしたいという要望を共有している⁵¹。

このように230条の改革案としては政治的な対立や業界内での不統一など方向性が見出しづらい現状にある。広範な領域に関係するためやむを得ない面もあるため、以下では証券取引領域に問題を限定して検討することとする。

(d) 証券取引におけるプラットフォーム責任

上記のような230条の適用範囲制限の流れを受けて、規模に関係なくプラットフォームが実施するのに負担が大きくなり、合法的な言論を過度に制限せず、「演説妨害者の拒否権 (heckler's veto)」がコンテンツモデレーションの主要な手段にならないようなアプローチも考えられる。証券取引に即していえば、

(i)230条の免責の対象となるプラットフォーム利用者の法令違反の定義が曖昧

49 *Does Section 230's Sweeping Immunity Enable Big Tech Bad Behavior?: Hearing Before the S. Comm. on Com., Sci., & Transp.*, 116th Cong. 2 (2020) (statement of Mark Zuckerberg, CEO, Facebook, Inc.).

50 *Id.* (statement of Jack Dorsey, CEO, Twitter, Inc.).

51 Scott Galloway, *The Capitalist Case for Overhauling Twitter: We Know It's Terrible for Society. But It's Also a Terribly Run Company*, N.Y. MAG: INTELLIGENCER (Feb. 1, 2021), <https://nymag.com/intelligencer/2021/02/capitalist-case-for-overhauling-twitter.html>

になるのを避けるため、証券諸法違反に対する特定の除外規定を設ける。(ii)問題となったコンテンツが違法であることを立証する責任をプラットフォームではなく、政府に負わせる。(iii)ソーシャルメディア企業をセーフハーバーから除外する前に政府がプラットフォームで発生した証券諸法違反の実際の認識をプラットフォームに与えることを求める⁵²。

具体的な政府機関の役割としては、SECの執行部門が株式取引や金融グループをホストする有名なプラットフォームを定期的に監視する責任を負うようになる。そして、同執行部門は連邦裁判所に提訴する責任を負い、PACT Actが示唆するように最終判決を得る必要がある⁵³。政府は、証券諸法に違反する投稿をプラットフォームに通知し、投稿を控えめにするか、完全に削除すべきことを実際に通知する責任を負うことになる。プラットフォームがタイムリーに対応できなかった場合は、230条の免責が与えられないことになる。この立場は、現行のように株に関するトークが手に負えなくなったときに個々のモデレーターが判断したり、他のユーザーからの削除要請に頼ったりするよりも（これらは「言論妨害 (heckling)」による法的価値のない検閲 (meritless censorship) をもたらす）、中立的な政府規制機関が行動を起こす方が適切であるとする。そして、RedditがSECの要求に応えるのは、その分散型、人間指向のモデレーション戦略（要求は個々のモデレーターに簡単に委ねられ、そのモデレーターがSECフラグのついた投稿を削除する）のおかげで比較的容易であると分析されている⁵⁴。この立場は証券諸法に違反する情報の流通を規制しようとするものであり、証券市場の経済的重要性からも説得力を有する。また、理論的にもプラットフォーム側のモデレーターの負担にも配慮して責任を明確化した考え方ということが出来る。いずれにせよ本章で紹介した改革案が基礎と

52 Anastasi, *supra* note 32, at 18. この解決策は、プラットフォーム上で株価を人為的に操作する目的で無意識を意図的に促すような言論を含むあらゆる種類の言論を認めることと、株式や投資に関する正当な議論を阻害することとのバランスをとることができる。また、ソーシャルメディア・プラットフォームを公表者として扱うことを避ける一方で、これらのプラットフォームが違法なコンテンツや誤った情報を広める上で果たす役割を認識するものであると説明されている。

53 Aaron Mackey, *Even with Changes, the Revised PACT Act Will Lead to More Online Censorship*, Elec. Frontier Found. (Mar. 26, 2021), <https://www.eff.org/deeplinks/2021/03/even-changes-revised-pact-act-will-lead-more-online-censorship>.

するのは、プラットフォーム上の投稿などが証券諸法違反であることを前提とするといえよう。

四 プラットフォーム投稿者の法的責任

(1) 相場操縦規制の法的構成と過去の事例

ここではプラットフォーム上の投稿などが証券諸法違反であるかどうか、GameStopの取引騒動において主として議論された相場操縦に関係する類型に絞って検討することとする。

取引所法における相場操縦は9条(a)項(2)号と10条(b)項に基づいて発展してきたが、立証の容易性や先例の集積などを理由として訴訟提起の望ましい手段であるとされている⁵⁴。以下では取引所法10条(b)項の解釈を概観し、GameStopの取引騒動の事例への適用の可否を論ずるものとする。

取引所法10条(b)項に基づく相場操縦は、伝統的な相場操縦と公開市場相場操縦(open-market manipulation)の2つに分類される⁵⁵。伝統的な相場操縦は、操作者とされる者が、操作を実行するために本質的に違法かつ悪質な行為を利用する場合に発生する⁵⁷。伝統的な相場操縦に用いられる悪質な行為には、パ

54 Anastasi, *supra* note 32, at 19. SECがRedditと直接連携し、Redditのモデレーターがサブレディットのモデレーターとコミュニケーションできれば、証券諸法に違反する投機的投稿を不完全にしか発見できない集中型アルゴリズムに依存するよりも効率的かつ効果的となる可能性があるとされている。さらに、人間であるサブレディット・モデレーターが独自の判断を行うことを妨げず、コンテンツ・モデレーションに関するRedditの分散型、自由主義的な哲学を維持することができる。Id. at 21.

55 See e.g., Multer, Open-Market Manipulation under SEC Rule 10b-5 and its Analogues: Inappropriate Distinctions, Judicial Disagreement and Case Study: Ferc's Anti-Manipulation Rule, 39 Sec. Reg. L.J. 97 (2011); Fox et al., *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale J. Reg.* 67, 123 (2018); Thomas Lee Hazen, *Principles of Securities Regulation* 284 (4th ed. 2016).

56 Sina Mansouri, *Criminal and Regulatory Enforcement of Market Manipulation Spikes*, Arnold & Porter (July 21, 2016), https://www.arnoldporter.com/en/perspectives/publications/2016/07/2016_07_22_criminal_and_regulatory_enfor-13099.

ンプ・アンド・ダンプ方式、仮装売買、馴れ合い売買など、同法9条(a)項(2)号で禁止されているものがある。

さらに、表面的には合法的で善意の取引であってもいわゆる公開市場相場操縦として違法性を肯定する見解もある⁵⁸。このような類型の相場操縦の要件として何が必要かについて、操作されたとされる取引自体が合法的なものである場合裁判所の立場が分かれている⁵⁹。操作者が市場に不正確な情報を注入したり、市場の動きに誤った印象を与えたりするなどの追加的違法行為が必要とする判例もあれば⁶⁰、投資家の唯一の意図が証券価格に影響を与えることで足りるとする判例もある⁶¹。公開市場の相場操縦を判断するために、裁判所が「トレーダーの操作意図とその取引が市場に与えた損害」の両方を考慮する意図プ

57 *GameStop Corp. (GME), Summary*, Yahoofinance, <https://finance.yahoo.com/quote/GME?p=GME> (last visited Apr 11, 2021); *The GameStop Short Squeeze Potential Regulatory and Litigation Fall Out and Considerations*, Gibson Dunn (Feb 1, 2021), <https://www.gibsondunn.com/the-gamestop-short-squeeze-potential-regulatory-and-litigation-fall-out-and-considerations/>. 裁判所は、伝統的な相場操縦が操作行為の要件を満たすことに同意している。

58 Christina Drakeford, Memorandum on *Market Manipulation: Definitional Approaches*, Harvard Law School: The Case Studies 5, 8 (June 2020), https://projects.iq.harvard.edu/files/financialregulation/files/market_manipulation_case_study.pdf; Research Handbook on Securities Regulation in the United States 393-94 (Jerry W. Markham & Rigers Gjyshi eds., 2014); Maxwell K. Multer, *Open-Market Manipulation Under SEC Rule 10b-5 and its Analogues: Inappropriate Distinctions, Judicial Disagreement and Case Study: FERC's Anti-Manipulation Rule*, 39 Sec. Reg. L.J. 97 (2011). ; 公開市場相場操縦の疑いでは、株価を変動させるために、空売り、終値のマーキングやバッティング、ペイント・ザ・テープなどの適切な取引方法を利用し、適切なタイミングで売却して利益を得るという操作者がしばしば非難される。See e.g., *Koch v. S.E.C.*, 793 F.3d 147, 149, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 98575 (D.C. Cir. 2015); Dunn, *supra* note 57, at 3. For discussion of short selling, see *ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 94363 (2d Cir. 2007) (short selling) and Gina-Gail S. Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 Duke L.J. 479, 506-08 (2018).

59 See *GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt*, 272 F.3d 189, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 91634 (3d Cir. 2001); *ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 94363 (2d Cir. 2007); Epstein, *supra* note 8.

60 See e.g., *GFL Advantage Fund, Ltd.*, 272 F.3d at 205.

ラス損害のアプローチを唱える学説もある⁶²。しかしながら、最高裁は相場操縦には何らかの操作的または欺瞞的行為が必要とする伝統的な立場を変更していない⁶³。したがって、上記の相場操縦的な意図のみの存在で規則10b-5の責任を課すのに十分だと考える見解は明らかに最高裁の解釈と矛盾しているとする立場もある⁶⁴。

次に、相場操縦としての「パンプ・アンド・ダンプ・スキーム」の意義について検討する⁶⁵。SECによると、一般にパンプ・アンド・ダンプ・スキームとして知られる相場操縦は、投資家が誤解を招くような情報を流して「買い熱狂」を引き起こすことで発生する⁶⁶。この人為的な取引量の増加は、対象となる証券の価格を人為的に吊り上げる結果となり（「パンプ」）、吊り上げられた証券価格は、詐欺師たちによって、吊り上げられた市場にすぐに売り払われる（「ダンプ」）⁶⁷。通常、犯人が株を売却して広告をやめた後、株価は下がるため、投資家は損をすることになる⁶⁸。SECは、虚偽の情報や誤解を招くような情報がソーシャルメディアやインターネットのチャットルームを通じて広まる可能性があることを認めている⁶⁹。また、株価を吊り上げているのは、会社のインサ

61 Fezzani v. Bear, Stearns & Co. Inc., 777 F.3d 566, 571-72, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 98362 (2d Cir. 2015); Markowski v. S.E.C., 274 F.3d 525, 528-29, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 91650 (D.C. Cir. 2001); U.S. v. Mulheren, 938 F.2d 364, 368-69, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 96082 (2d Cir. 1991); S.E.C. v. Masri, 523 F. Supp. 2d 361, 372-73, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 94526 (S.D. N.Y. 2007).

62 See e.g., Fletcher, *supra* note 58, at 519.

63 See generally Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976); Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 475-76 (1977).

64 Jack Ruello, *Insurgent Intentions: Are Retail Investors on Social Media Subject to Federal Market Manipulation Laws?*, 83 La. L. Rev. 1017, 1036 (2023).

65 Dain C. Donelson & Robert A. Prentice, *Scienter Pleading and Rule 10b-5: Empirical Analysis and Behavioral Implications*, 63 Case W. Rsrv. L. Rev. 441, 446 (2012).

66 *Pump and Dump Schemes*, Investor.gov, <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/pump-and-dump-schemes> (last visited Jan. 26, 2023).

67 *Id.*

68 *Id.*

69 *Id.*

イダーか、資金提供を受けているプロモーターである可能性があるとも警告している⁷⁰。

証券詐欺を行うためにソーシャルメディアを利用した個人で過去に証券諸法違反の責任を問われたものとして、第一に、SECは、15歳のJonathon Lebedを、インターネットによる株式売買スキームを通じて取引所法第10条(b)項に違反したとして起訴し、和解した2000年の事例がある⁷¹。この事件でLebedは、偽のユーザー名を使って、「史上最も割安な株」というような、株に関する虚偽、誤解を招く、根拠のないメッセージをオンライン掲示板に何百回も投稿し、違法に保有株を推奨した⁷²。株価を史上最高値まで上げた後、Lebedは自分の株を売却し、272,826ドルの純益を得た⁷³。

第二に、2011年のSEC v. McKeownにおいて、McKeownとパートナーのRyanは、ウェブサイトとソーシャルメディア・プラットフォームを使ってペニー株を「パンプ・アンド・ダンプ」した⁷⁴。被告は、これらの銘柄の価格が大幅に上昇するタイミングを予測することができ、実際にそのタイミングで売却した⁷⁵。SECは、被告が証券法第17条並びに取引所法10条(b)項および同項に基づく取引所法規則10b-5に違反して証券詐欺を行ったと主張した⁷⁶。SECは勝訴し、裁判所は被告に対して終局的差止命令を出し、利益処分として379万4,000ドルの支払いを命じた⁷⁷。

第三に、2019年のSEC v. Craigにおいて、Craigは、「有名な証券調査会社マ

70 *Updated Investor Alert: Social Media and Investing-Avoiding Fraud*, Investor.gov (Nov. 12, 2014), <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/updated-11>.

71 See *In re Jonathon G. Lebed*, Exchange Act Release No. 43307 2000 WL 1353040, at *1-2 (Sept. 20, 2000). See also SEC Brings Fraud Charges in Internet Manipulation Scheme, SEC 00-135, 2000 WL 1347687 (Sept. 20, 2000).

72 Lebed, 2000 WL 1353040, at *1-2.

73 Lebed, 2000 WL 1353040, at *1.

74 Brief for Plaintiff at 2-3, SEC v. McKeown (S.D. Fla. Jan. 5, 2011) (No. 10-80748).

75 *Id.* at 1.

76 *Id.*

77 SEC v. McKeown, No. 10-80748, 2011 U.S. Dist. LEXIS 172457, at *5 (S.D. Fla. Jan. 25, 2011).

ディ・ウォーターズとシトロ・リサーチ」に似た名前のツイッター・プロフィールを作成した⁷⁸。彼は複数の虚偽のツイートを発信し、その中には彼がターゲットにした会社、オーディエンス社が司法省の調査を受けているというものもあった⁷⁹。同社の株価は急落し、彼のツイートがあった日の株の取引量は前日の10倍になった⁸⁰。Craigは、彼が触媒となった価格下落に対して十分に迅速に行動しなかったため、大きな利益を上げることはできなかったが、SECはCraigが市場を混乱させ、“詐欺的行為は米国市場に甚大な無形損害を与えた”として取引所法10条(b)項および同項に基づく取引所規則10b-5に違反して証券詐欺を行ったとして起訴し、和解した⁸¹。

(2) GameStopの事例における相場操縦

「RoaringKitty」や「DeepF***ingValue」としても知られるKeith Gill (以下Gillとする)は、r/WallStreetBetsのメンバーで、GameStopへの53,000ドルの投資について投稿した最初の人物となった⁸²。Gillのオンライン上の人物像とGameStopへの擁護は多くの支持者を集め、何万人ものファンや模倣者が自分の証券口座を共有した⁸³。Gillは定期的に自分の投資に関する最新情報を投稿し、ポジションの価値の変化を示すとともに、GameStopが投資に値すると信じる理由を述べた⁸⁴。r/WallStreetBetsのメンバーの多くは、Gillの影響力によって

78 See Complaint at 1, SEC v. Craig, No. 3 : 15-cv-05076 (N.D. Cal. Nov. 5, 2015).

79 *Id.* at 2.

80 *Id.* at 4.

81 *Id.* at 6; *Court Enters Final Judgment Against Alan Craig*, U.S. Sec. and Exch. Comm'n (May 28, 2019), <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2019/lr24481.htm>.

82 Julia-Ambra Verlaine & Gunjan Banerji, *Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania. He Talked to the Journal*, Wall St. J. (Jan. 29, 2021, 9 : 48 AM ET), <https://www.wsj.com/articles/keith-gill-drove-the-gamestop-reddit-mania-he-talked-to-the-journal-11611931696>

83 Class Action Complaint at 8-9, *Iovin v. Gill*, No. 3 : 21-cv-10264-MGM, (D. Mass. Feb. 16, 2021).

84 *RoaringKitty, 100%+ short interest in GameStop stock (GME) - fundamentals & technical deep value analysis*, YouTube (July 27, 2020), <https://www.youtube.com/watch?v=GZTr1-Gp74U>

GameStopの株を買い持ち、ソーシャルメディアへの投稿が株価上昇に貢献した⁸⁵。GillはGameStopに投資した理由について透明性を保っていたが、市場を操作し、公正性を害したとして、Gillに対する訴訟が提起された⁸⁶。

GillのRedditへの投稿が「クラウドソース・パンプ・アンド・ダンプ・スキーム」に相当するとの主張も、おそらく棄却されるとみられている⁸⁷。また、Gillの行為は確かに株価をつり上げるように見えたが、彼の積極的なGameStopへの投稿をパンプ・アンド・ダンプ・スキームに分類するためには、裁判所はおそらく虚偽、誤解を招く、あるいは誇張された記述の証拠を必要とするだろう⁸⁸。Gillに対する証拠はCraigやMcKeownのレベルにはない⁸⁹。投稿によって価格をつり上げた他のr/WallStreetBetsのユーザーが特定されたとしても、r/WallStreetBetsでの投稿の量が非常に多いことを考慮すると、彼らが誰かを欺いたと証明するのは難しいだろう。r/WallStreetBetsへの投稿は、実際に投資していたかどうかかわからないユーザーによるものであり、被告が支持を集めた銘柄が報酬として与えられたものであったMcKeownとはかなり異なる⁹⁰。

GillをはじめとするRedditユーザーの発言は透明性があり、パブリックドメインの一部であった⁹¹。Redditユーザーは、GameStop株の発行と清算を秘密裏に支配していたわけではない⁹²。ミーム株の価値上昇の原動力となったのは、実際には投資家や部外者であった⁹³。GameStopの取締役や顧問弁護士がミーム

85 Class Action Complaint, *supra* note 78, at 11.

86 *Id.*, at 1-2.

87 Dave Michaels & Alexander Osipovich, *GameStop Stock Surge Tests Scope of SEC's Manipulation Rules*, Wall Street J. (Jan. 28, 2021), <https://www.wsj.com/articles/gamestop-surge-tests-scope-of-secs-manipulation-rules-11611838175>.

88 See *Pump and Dump Schemes*, *supra* note 66; see generally *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976); *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977); *GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt*, 272 F.3d 189 (3d Cir. 2001).

89 See Complaint at 4, SEC v. Craig, No. 3 : 15-CV-05076 (N.D. Cal. Nov. 5, 2015).

90 Complaint at 7, SEC v. McKeown, No. 10-80748 (S.D. Fla. 2010). 一部の投資家はGameStopのポジションを保有し続けたが、これは典型的な「パンプ・アンド・ダンプ」スキームのモデルに反するという指摘もある。Gamestop (Hulu 2021).

91 See Kurt Dew, *A Private-Sector Meme Stock Fix*, Seeking Alpha (Jul. 3, 2022, 10:10 PM), <https://seekingalpha.com/artNicle/4521587-a-private-sector-meme-stock-fix>.

ム株騒動に関与したという証拠はない⁹⁴。Gillと彼のファンは、ミーム株の可能性と市場全体への影響について議論していただいだけである⁹⁵。ミーム株の武勇伝は、GameStopの財務に関する虚偽の約束や事実誤認ではなく、リスクの高い投資を奨励するものである⁹⁶。本件はまさに根拠なき熱狂 (irrational exuberance) がGameStopの株価の上昇を招いたとの評価もある⁹⁷。

さらに、公開市場相場操縦に対する意図に基づくアプローチを採用したとしても、Gillに必要な操作意図があったことを立証するのは難しい。「相場操縦の試みと対照的な心から抱いた信念とは、極めてグレーで、極めて曖昧な領域である」⁹⁸。多くのRedditorがGameStopに公然と投資したのは、単にヘッジファンドに金銭的損害を与えるためであった⁹⁹。しかし、Gillは、GameStopに関する自分の取引や攻撃的な投稿は、GameStopが改善し、予測を上回る可能性があると心から信じているからだとして繰り返し主張している¹⁰⁰。Gillを含む楽観的なGameStopの投資家は、Michael BurryやRyan Cohenといった有名な投資家

92 Lawrence E. Ritchie, et al., *Market Manipulation: Alberta Securities Commission Clamps Down on Pump and Dump Scheme*, Osler (Mar. 23, 2021), <https://www.osler.com/en/blogs/risk/march-2021/market-manipulation-alberta-securities-commission-clamps-down-on-pump-and-dump-scheme>; see Phillips, *4 Things to Know About the GameStop Insanity*, *N.Y. Times* (Jan. 30, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/01/28/business/gamestop-stock-market.html>.

93 See *id.*

94 See Victoria Chiu & Moin A. Yahya, *The Meme Stock Paradox*, 3 *Corp. & Bus. L.J.* 51, 65 (2022).

95 See *id.* at 54–55.

96 See generally Matt Phillips & Taylor Lorenz, *'Dumb Money' Is on GameStop, and It's Beating Wall Street at Its Own Game*, *N.Y. Times* (Jan. 27, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/01/27/business/gamestop-wall-street-bets.html>.

97 Keller, *supra* note 9.

98 Mark DeCambre & Andrew Keshner, *Is GameStop's surge market manipulation by a mob of Reddit users, a savvy group of investors-or both?*, MarketWatch, <https://www.marketwatch.com/story/is-gamestop-stock-being-manipulated-by-social-media-users-or-is-it-free-speech-legal-experts-weigh-in-11611636278> (last updated Jan. 31, 2021).

99 See Karl Russell, *Behind the Stock Market's Wild Ride This Week*, *N.Y. Times* (Jan. 29, 2021), <https://www.nytimes.com/interactive/2021/01/29/business/stock-market-gamestop-amc.html>; Dunn, *supra* note 57, at 1.

による最近の投資をポジティブなものとして指摘している。2019年、Michael Burryは、割安だと考えていたGameStopの株式を購入した¹⁰¹。BurryはGameStopに対して、同社の業績を好転させる方法を繰り返し突きつけた¹⁰²。そして2020年8月、Chewyの前CEOであるRyan CohenがGameStopの株式を13%購入した¹⁰³。CohenはGameStopを再生させるプランを武器に、2021年1月上旬に取締役役に就任した¹⁰⁴。以上のことから規制当局もオブザーバーも、Gillの取引行為がそれ自体が本質的に違法または悪質であることをまだ特定していないため、追加的違法行為アプローチによるGillの公開相場操縦の証明も困難であろう¹⁰⁵。

これに対し、欺瞞的行為なしに行行為者の意図のみで公開市場の相場操縦を認める見地から、GameStopのGillをはじめとするRedditの行為（株式の購入も

100 See e.g., *See Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide: Hearing Before the H. Comm. on Fin. Servs., 117th Cong. 4 (2021)*; Emily Stewart, *The GameStop stock frenzy, explained*, Vox (Jan. 29, 2021), <https://www.vox.com/the-goods/22249458/gamestop-stock-wallstreetbets-reddit-citron>. もっとも、Redditユーザーの中には明らかにトレーダーを煽り、後に株を購入して価格を上昇させ、空売りポジションを持っている人に不利益を与える動機を有する者もいたと報告されている。See [u/Player896, Bankrupting Institutional Investors for Dummies, ft GameStop](https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/comments/ivs6dw/bankrupting_institutional_investors_for_dummies/), Reddit: wallstreetbets (Sept. 19, 2020, 6:03 AM), https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/comments/ivs6dw/bankrupting_institutional_investors_for_dummies/.

101 Theron Mohamed, *'Big Short' investor Michael Burry paved the way for the GameStop frenzy when he bought a stake in 2019. Here's the story of Burry's game-changing bet*, Markets Insider (Feb. 6, 2021), <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/big-short-investor-michael-burry-scion-gamestop-stock-price-frenzy-2021-2-1030050393>.

102 *Id.*

103 Callum S. Morris, *Market Manipulation and Its Band of (Not So) Angry Men: The Fallout From the Robinhood Trading Freeze*, Ohio St. Bar Ass'n (Feb. 16, 2021), <https://www.ohiobar.org/member-tools-benefits/practice-resources/practice-library-search/practice-library/market-manipulation-robinhood/>.

104 *Id*; *GameStop Announces Additional Board Refreshment to Accelerate Transformation*, GameStop (Jan. 11, 2021) <https://news.gamestop.com/news-releases/news-release-details/gamestop-announces-additional-board-refreshment-accelerate#> (discussing Cohen's appointment to the board).

含む)は取引所法規則10b-5に違反すると構成する見解もないわけではない¹⁰⁶。しかしながら、意図の要素だけで相場操縦を認定する立場に対しては反対論も有力である。第一に、責任を負うに十分な影響力を持つ者と単に親しい友人が参加するグループ・テキスト・メッセージに株のヒントを入れている者との間に線を引くことは困難である¹⁰⁷。第二に、ソーシャルメディア上の個人投資家は、実際に市場を操作しているわけではない。自由に証券を購入し、ソーシャルメディア上でそれを共有する個人投資家は、市場の勢力として行動している。したがって、ソーシャルメディアのメンバーは、市場参加者である。このように、他の個人投資家の間で投資のアイデアやヒントを共有することは、相場操縦には当たらないし、そのヒントを共有することによって生じる価値の増大は、投資家が自由に証券を購入することを選択するため、人為的なものではない¹⁰⁸。

また、Reddit効果に対処するための規制手段として相場操縦を拡大することは、軽率で近視眼的だとする見解もある¹⁰⁹。相場操縦の範囲を拡大することは、

105 Emily Kelly, *Market Manipulation: Close but No Cigar*, 49 No. 3 Securities Regulation Law Journal ART161, 174 (2021). Gillは登録証券ブローカーであり、MassMutual社と雇用関係にあったことはほとんど知られていないが、オンライン活動への監督不履行および同社の承認を得ずに取引行っていたことに基づきMassMutual社はマサチューセッツ州規制当局に400万ドルの罰金を支払うことで和解している。Matt Phillips, Ex-Employer of GameStop Trader ‘Roaring Kitty’ Fined for Lack of Oversight The NY Times (Feb. 4, 2021), <https://www.nytimes.com/2021/02/04/business/gamestop-stock.html>.

106 Epstein, *supra* note 8. このような集団は自分たちの利益のために、そしてその反動を恐れることなく、結託して市場を操作し続ける。株価のノイズを増大させること、市場の公正性に対する信頼を損なうことも根拠にあげている。GameStopに関するソーシャルメディアの活動とGameStopの価格への影響との間に相関関係があることを実証する学説もある。James J. Angel, *GameStonk: What Happened and What to Do About It* 32 (Georgetown Univ. McDonough Sch. of Bus., Research Paper No. 3782195, 2021), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3782195.

107 Jack Ruello, *Insurgent Intentions: Are Retail Investors on Social Media Subject to Federal Market Manipulation Laws?* 83 La. L. Rev. 1017, 1053 (2023).

108 *Id.*

109 See e.g., Benjamin Sauter et al., *Regulating GameStop’s ‘Market Manipulation’ Could Harm Crypto*, YahooFinance (Mar. 2, 2021), <https://finance.yahoo.com/news/regulating-gamestop-market-manipulation-could-193048614.html>.

単なる証券市場の規制にとどまらず、暗号通貨やデジタル通貨の市場、さらにはソーシャル・ネットワーク・サービスへの投稿などの行為にまで及ぶ可能性も指摘されている¹¹⁰。

このような相場操縦の解釈を前提にすると、ソーシャルメディア側からのコンテンツに関する監視において意図の要素が重視される相場操縦の認定は困難が予想される。こうした類型では意図の要素については政府機関による認定などで補完せざるを得ないが¹¹¹、この点は前述のSECの執行部門がプラットフォームを定期的に監視する責任を負うとする立場からすればあまり問題はないかもしれない。また、パンプアンドパンプのように過去の事例の集積から具体的行為を客観的に認定できるものにおいては、事前に指針を示しておく余地もありうるであろう。

五 むすびにかえて

米国ではソーシャルメディア・プラットフォーム規制について活発に議論されているが、ソーシャルメディアにかかわる情報が広範なため改革案として集約されるには至っていない。もっとも、本稿で焦点を合わせたミーム株取引に関連したソーシャルメディア・プラットフォーム規制については政府が違法性をプラットフォームに通知する責任を負う一方、プラットフォームがタイムリーに対応できなかった場合民事責任の免責が与えられないという立場を紹介した。この見解は政府とプラットフォームの責任分担も明確であり、この枠組みの下でプラットフォームの実効性のあるモデレーションも可能ということができる。

そこで次にプラットフォーム上の投稿が証券諸法に違反するかどうか相場操縦規制の観点から事例を検討した。その際GameStopにおいて問題とされた本

¹¹⁰ *Id.*

¹¹¹ 2018年ではSECの職員は約4200名とされている。*SEC Employees*, U.S. Sec. and Exch. Comm'n, <https://www.sec.gov/spotlight/sec-employees.shtml> (Aug. 28, 2018). これに対し2021年6月現在、WSBのページの会員数は1,000万人を超えている。Justin Hartwig, *Reddit's Top Investing and Trading Communities*, Investopedia (June 17, 2021), <https://www.investopedia.com/reddit-top-investing-and-trading-communities-5189322>.

稿で検討した投稿については、相場操縦としての違法性は一般的には否定されている。そして、ソーシャルメディアに起因する価格操作という現象はGameStop以降も発生しているといわれている¹¹²。ウォール街がRedditやTwitterのようなソーシャルメディアサイトの誤情報を監視・除去すべきだという意見もある¹¹³。このような見解に対しては個人投資家の間でウォール街に対する不信感が強く、それがReddit効果を部分的に助長したことを考えると、ウォール街がオンラインフォーラムを監視することは、おそらく成功しないとみられている¹¹⁴。

こうした類型を規制する必要性の見地からは相場操縦とは別の法律構成の整備も考えられる。この点ソーシャルメディア上のインフルエンサーの影響に依拠して広い意味で投資行動を煽る者に対する法的規制も考えられるが¹¹⁵、このようなアプローチに関する詳細については今後の検討に委ねたい。

わが国ではソーシャルメディアの投稿に関するプラットフォームの責任については「特定電気通信役務提供者の損害賠償責任の制限及び発信者情報の開示に関する法律」（いわゆる「プロバイダ責任制限法」）が民事責任を免除している。もっとも、米国のような幅広く民事責任を追及する手段を欠くために、同法の対象とする偽情報類型としてはほとんど議論の対象となっていない¹¹⁶。しかしこれでは情報の流通においてプラットフォームの自主規制と政府機関の監視とが分断されてしまう。プラットフォームによるモデレーションの実効性を確保する見地からは本稿で論じたような政府機関とプラットフォームの間でそれぞれの役割分担を法的に明確にする必要があろう。また、情報の流通におけるプラットフォームの自主規制についても実態すら明らかではない。このような枠組みにおいては過剰規制・過少規制のいずれの可能性もありうる。

112 Bailey Lipschultz, *Meme We Go Again! Wall Street Pros Fuel Latest Meme-Stock Rally*, Al Jazeera (Aug. 25, 2021), <https://www.aljazeera.com/economy/2021/8/25/meme-we-go-again-wall-street-pros-fuel-latest-meme-stock-rally>.

113 Dunn, *supra* note 57.

114 Kelly, *supra* note 105, at 178.

115 See, e.g., Mia A. Stefanou, *Finfluencers in the Wild: A Call for Regulation Addressing the Growth of Online Investment Advice*, 88 Brook. L. Rev. 959 (2023).

116 「プラットフォームサービスに関する研究会中間とりまとめ」2022.9総務省ウェブサイト https://www.soumu.go.jp/main_content/000769270.pdf

さらに、プラットフォームは情報流通における重要や役割を果たしているにもかかわらず違法行為に対して民事責任を負わない点についても疑問があるといえよう。

また、わが国においてソーシャルメディア上の投稿によって市場価格が操作された事例（証券関係を中心として）に関する検証も今後の課題としたい。