

アメリカの空売り規制・規則 10b-5 規制の最近の状況

大証金融商品取引法研究会 2013.6.28

関西学院大学 石田眞得

I. アメリカの空売りの規制

証券取引法研究会での「空売り」をテーマとした検討

- ・「第5章 証券取引所 [31]」[谷川報告] (1965.3.13) インベストメント 19 巻 6 号 (1966 年) 58 頁
- ・「空売り規制について I・II」[大武・大島報告] (2002.6.28、2002.7.26) 別冊商事法務 261 号 (2003 年) 86 頁

1. 概要

(1) 空売りの定義

空売り (short sale, short selling) とは、売り主が証券を所有しないで行う売付け、または、売り主が借り入れた証券もしくは自己の計算で借り入れた証券の引渡しによって完結する売付けをいう。(レギュレーション SHO ルール 200(a))

※空売りを行った者は、通常、市場で同じ証券を買い付けて、借りた証券を返却する。買付けの価格が空売り (売付け) 価格より安ければ、空売りを行った者は利益を得る。

※※空売りのプラス作用

- ・市場に取引の機会を多く作る (売りと買いの一時的不均衡を埋める) ことによって流動性を高める。
- ・割高株を空売りする (将来の株価の評価を市場に伝える) ことで価格決定の効率性に役立つ。

(2) 空売り規制の導入

1929 年株価大暴落を受けて空売りの規制が 1 つの焦点：売り崩し (bear raids) の批判

●1934 年証券取引所法 (以下、「34 年法」) 10 条(a)項

いかなる者も、直接または間接に、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、以下の行為を行うことは違法である。

(a)(1) 公益または投資家保護の目的のため必要な委員会が定める規則またはレギュレーションに違反して、政府証券を除くあらゆる証券の買付けまたは売付けに関連して、空売りを行い、または、逆指し値注文を用いる (to use or employ) こと。

(2) 前号の規定は証券の先物商品には適用しない。

→ 規制の中身は SEC に委任¹

SEC：1937 年の株価下落を受けて調査実施した結果・結論

- ・主要銘柄で、空売りが下落相場での売付けのかなりの部分を占めていた。
- ・下落相場では空売りが著しく市場の安定性を害する。

→ 1938 年に 34 年法規則 3b-3、10a-1、10a-2 を制定²

※直近価格以下で空売りを行うこと (effect a short sale) を禁じた。SEC は、新規則について、

¹ 議会は、空売りに対する肯定的・否定的見解が述べられるなか、真がどこにあるのか見つけ出すのは困難と判断して、空売り規制を SEC の規則制定権限のもとに委ねるにとどめたといわれる (Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation, 3201 (3d ed. 2003))。銀行および通貨に関する上院委員会報告は、「取引所の慣行に関する問題として、空売りほど意見が大きく分かれるものとして特徴をもつものはほとんどない。」と指摘した (Stock Exchange Practice, Report of Senate Comm. on Banking & Currency, S. Rep. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 50 (1934).)。

² SEC, Rel. No. 34-1548 (Jan. 24, 1938), 1938 SEC LEXIS 474. 制定当時は、Rule-X-3b-3, 10A-1, 10A-2。

「空売りの一定の有害な利用を抑えることを意図している³⁾」と述べた。

※※34 年法 10 条(a)項および規則 10a-1 の違反には私的訴権が認められない (Advanced Magnetics, Inc. v. Bayfront Partners, Inc., 1996 U. S. Dist. LEXIS 324 (S.D.N.Y. 1996)等)。

→ 規定の文言からは明かでないが、立法背景をみると、SEC は、規則 10a-1 の目的が個々の投資家の権利を確実にすることよりも、市場の安定性を確保することに向けられたものであると説明している⁴⁾。

(3) SEC の空売り規制の目的

- ①市場の上昇局面では、空売りを制限しない。
- ②連続したより低い価格での空売りを防止し、これにより、市場を下落させる手段としての空売りを排除する。
- ③空売りを行う者が、1つの価格帯のすべての呼び値を使い切り(exhaust)、その後 long の売り主によってより低い価格が設定されるようにさせることで、下落市場を加速させることを防止すること⁵⁾。

2. 規制の概要

(1) 価格規制

適用対象：取引報告等がなされる NMS 証券 (規則 201(a)(1)、レギュレーション NMS 規則 600(b)(47))：国法証券取引所上場 (店頭市場も含む) のエクイティ証券

前日の通常取引時間の終値から 10%以上の株価下落があった銘柄に限る (circuit breaker 型)

価格規制：当日の残りの取引時間および翌日、直近の全米最良 (最も高い) 買い気配値以下での空売りを禁止

→ トレーディング・センター⁶⁾は、上記の空売りの執行または表示を防止するための書面による方針・手続きを定めなければならない (規則 201(b)(1)(i)(ii))。

ア) 従来との規制方法の違い

旧規則 10a-1(a)：国法証券取引所上場証券

- ・直近価格より安い価格での空売り注文を禁止 (アップスティック・ルール)
- ・直近価格と同価格での空売りは、その直前価格がアップスティックであれば可能⁷⁾

※ナスダック NMS 銘柄については、最良買い気配値より安い価格での空売り注文を禁止 (ビッド・テスト) 旧 NASD 規則 3350

³⁾ SEC, Rel. No. 34-1548.

⁴⁾ SEC, Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess. at 251 (1963).

⁵⁾ SEC, Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess., at 251 (1963) : SEC, Notice of Public Fact-Finding Investigation and Rulemaking Proceeding, Release No. 34-13091 (Dec. 21, 1976)

⁶⁾ 国法証券取引所、取引施設を運営する証券業協会、ATS、取引所のマーケット・メーカー、店頭のマーケット・メーカー、その他本人として取引を行いまたは代理人として注文を回送することによって注文を執行するブローカーまたはディーラーをいう (規則 201(a)(9)、600(b)(78))。

⁷⁾ 1939 年の規則改正による。SEC, Short Selling Rules, Release No. 34-2039 (Mar. 10, 1939), 1939 SEC LEXIS 61.

例)	Last	47.00		空売りの可否
	Next	47.04	プラス・ティック	◎
	Next	47.04	ゼロ・プラス・ティック	◎
	Next	47.00	マイナス・ティック	×
	Next	47.00	ゼロ・マイナス・ティック	×

イ) 2004 年制定レギュレーション SHO⁸の規則 202T に基づく市場実験 (pilot program)

- ・ 空売りに対する価格規制の影響を検討するねらい
- ・ 2005/5/2～2007/8/6 まで対象銘柄について価格規制を一時停止
- ・ 対象は、ラッセル 3000 株価指数構成銘柄のうち約 1,000 銘柄

※SEC 経済分析局スタッフによる結果報告草案 (2006/9/14)・最終報告 (2007/2/6) ⁹

ウ) 2007 年 7 月の規則改正¹⁰の内容

- ・ レギュレーション SHO と規則 10a-1 の改正により、アップスティック・ルールを廃止¹¹。
- ・ すべての SRO に価格規制の実施を禁止。

エ) 直接禁止アプローチから、”policies and procedures”アプローチへ

- ① ”policies and procedures” アプローチは、すでにレギュレーション NMS 規則 611(a)で採用されており (取引センターがトレード・スルーを防止するための方針・手続き策定義務)、規則 201 はこれと類似の方法を要求するもの。
- ② ”policies and procedures” アプローチは、許容されない注文をどのように処理するか (拒絶するか or 注文価格の再設定をさせるかなど)、取引センターや顧客に柔軟性を与える。
- ③ 取引センターの方針・手続きについては、SEC や SRO の監視が行われる¹²。

(2) 「証券を所有する」の意義

ア) 次のいずれかの場合 (規則 200(b))

- ① その者またはその者の代理人が当該証券の権原を有する場合。
- ② 当該証券を買い付け、または当事者を拘束する無条件での当該証券の買付契約を締結したが、まだ当該証券を受領していない場合。
- ③ 当該証券に転換または交換できる証券を所有しており、かつ、転換または交換を申し出た場

⁸ SEC, Short Sales (final), Release No. 34-50103 (July 28, 2004).

⁹ <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf>

¹⁰ SEC, Regulation SHO and Rule 10a-1 (adopting), Release No. 34-55970 (June 28, 2007).

¹¹ その理由として、①取引所上場証券とナスダック証券の異なる基準は、混乱と遵守困難の可能性を有している。ここで注文が執行されるかによって、異なる扱いを受ける。②Nasdaq Capital Market 銘柄、OTCBB 銘柄、ピンクシート銘柄は、空売り規制を受けていない。時価総額や取引量が増えれば相場操縦は困難になると考えれば、取引量の多い銘柄のみ規制をかけ続けるのは異常である。③価格制限によって多様な取引戦略や取引システムに対応できていない。④実験の結果からみて、価格規制を撤廃しても、価格変動性、価格の効率性または流動性に悪影響はなく、市場の質には重大な影響はない。⑤経済分析局の草案によると、価格規制により空売りの取引量が減少することが判明し、価格規制によって空売りの利点が制限されると指摘されている。⑥経済分析局の草案は、市場参加者による価格規制回避を指摘しており、これは規制を敷く取引センターの取引量の減少をもたらす。⑦投資家にとって、どこで注文が執行されることによって、規制の適用が左右される点で、競争上、不利益である。⑧経済分析局の草案では、相場操縦的な空売りの増加はなかったと指摘されている。⑨取引所や他の規制市場の証券取引について高度な透明性と経験豊かな監視により、相場操縦的な空売りの発見と追跡は価格規制がなくても可能である。⑩一般的詐欺禁止規定の適用が不正を禁止することは変わらない。⑪価格規制は、市場参加者に取引にかかる時間と技術の点でコストを強いている。⑫2001 年から 100 分の 1 ドル刻みの注文が可能となっているが、1 ペニーのような少額の価格変更により、当初規則 10a-1 が防止を意図していた市場への影響をもたらすとは考えられない。⑬規制の統一性およびシンプルさを達成するため、SRO に対しても価格規制の撤廃を求める、などが挙げられた。SEC, Amendments to Regulation SHO and Rule 10a-1 (proposing), Release No. 34-54891 (Dec. 7, 2006); SEC, Regulation SHO and Rule 10a-1 (adopting), Release No. 34-55970 (June 28, 2007).

¹² SEC, Amendments to Regulation SHO (Adopting), Release No. 34-61595 (Feb. 26, 2010).

合。

- ④当該証券を購入または取得できるオプションを有しており、かつ、これを行使した場合。
- ⑤当該証券を取得する権利またはワラントを有しており、かつ、これを行使した場合。
- ⑥当該証券を購入する証券先物契約を締結し、かつ、ポジションが証券の現物引渡によって決済され、当該証券の受領につき撤回不能の形で拘束される旨の通知を受けた場合。

イ) ロングのポジションを有するかは差し引き (net long position) で判断 (規則 200(c)) ¹³

※ ブローカー・ディーラーにおいては、独立取引ユニットを定めて、ユニットごとに net long の計算ができる (規則 200(f))。ただし、次の事項を満たす場合に限る。

- ①ブローカー・ディーラーが、各ユニットを特定し、その取引目的を明確にし、かつ、その独立性を保持する、書面による組織プランを有すること。
- ②会社内の各ユニットが、売付けの都度、当該証券のネット・ポジションを判定すること。
- ③1つのユニット内のトレーダー全員が当該ユニットの特定の取引目的または手法のみを実行し、他のユニットと手法を連携させないこと。
- ④各トレーダーはいかなるときも1つのユニットにしか属しないこと。

(3) 空売りの明示義務

ブローカー・ディーラーは、エクイティ証券のすべての売り注文に、「long」「short」または「short exempt」のいずれかの表示をしなければならない (規則 200(g))。

ア) 「long」と表示できる場合 (規則 200(g)(1))

- (i) 上記 (2) ア) ①～⑥のいずれかに該当する場合であって、かつ、
- (ii) ①受渡証券がブローカー・ディーラーに占有され、もしくは、管理されている場合、または、②上記①が合理的に期待される場合のいずれかを満たす場合。

イ) 「short exempt」に該当する場合 (規則 200(g)(2)、201(c)(d))

- ①ブローカー・ディーラーが注文時点で直近の最良気配値を上回っていたことを確認した場合。
- ②ブローカー・ディーラーが以下の事項を信じる合理的根拠を有する場合。
 - (i) 引渡しに関する制限がなくなればすぐに引き渡す意図を有するとき。
 - (ii) マーケットメイカーが顧客の単位未満取引の注文の反対売買等をするとき。
 - (iii) 注文時に所有する証券により売付証券と同種・同数の証券を取得する権利を有するとき。
 - (iv) 外国市場の証券と国内市場の証券との裁定取引を行うとき。
 - (v) 引受等人が証券のオーバーアロットメントに関して証券の分売過程で行うとき。権利または残額引受合意を通じて証券の分売に関連して引受人等が売却する目的で行うとき。
 - (vi) ブローカー・ディーラーが顧客の買付注文につきリスクのない自己売買として執行するとき。
 - (vii) 出来高加重平均価格 (VWAP) での売付けであるとき。

¹³ ブローカーまたはディーラーは、ネットでロングでなくても、次の場合は所有するとみなされる。①ブロック・ポジションナーとして当該証券を取得し、かつ、善意のアービトラージ、リスク・アービトラージまたはヘッジの過程で生じたポジションを相殺するためにショート・ポジションを有する場合 (規則 200(d))。②株式の現物バスケットとショートの指数先物のインデックス・アービトラージのポジションを解消し、善意のアービトラージ、リスク・アービトラージまたはヘッジの過程で生じ保持したポジションを相殺するためにショート・ポジションを有する場合であって、NYSE 総合株価指数が前日終値から 2%以上下落した時点から取引日の終了までの間に売付けをしないとき (規則 200(e))。

(4) 確認・買埋め義務

ア) 確認義務

ブローカー・ディーラーは、①当該証券を借りているか、善意の借株契約を締結しているか、または、②当該証券が受渡日に受け渡しができるよう借入れができると信じるに合理的な根拠を有しており、かつ、③遵守状況が文書化されている場合でないかぎり、空売り注文を受託または自己の勘定で空売りを行ってはならない（規則 203(b)(1)）。

<確認義務の例外>

(i) 上記の義務を負う他のブローカー・ディーラーからの空売り注文の受託をする場合、(ii) ブローカー・ディーラーが、規則 200 に定める所有者から、当該証券の引渡しに関する制限がなくなればすぐに引渡しをする意図であることを知らされていた場合、(iii) マーケット・メーカーの善意の活動、(iv) 証券先物取引。

イ) 買埋め義務

ブローカー・ディーラーは、要注意証券（継続開示会社のエクイティ証券であって、連続する 5 営業日間、10,000 株以上で発行済株式の 0.5%以上に相当する証券がフェイルとなっているもの。規則 203(c)(6)）につき、13 日間フェイルとなっている場合、同種・同数の証券を購入して直ちにフェイルのポジションを解消しなければならない（規則 203(b)(3)）。

ブローカー・ディーラーは、上記の解消をしない間、借入れまたは借入契約の締結をしないで、要注意証券につき、他の者から空売りの注文を受託し、または、自己の勘定で空売りをおこなってはならない（規則 203(b)(3)(iv)）。

(5) 清算(close-out)義務

ブローカー・ディーラーは、決済日までに、エクイティ証券のロングまたはショートの売付けにつき、清算機関に証券を引き渡さなければならない。

ア) ブローカー・ディーラーは、エクイティ証券のロングまたはショートの取引に関し、清算機関で引渡しができないポジションをもつときは、決済日に次ぐ決済事業日の通常取引時間の開始前までに、同種・同数の証券を借入れまたは購入して直ちにフェイルのポジションを解消しなければならない（規則 204(a)）。

<例外> (i) long の売付けの場合、決済日に次ぐ連続する決済事業日の 3 日目の取引時間の開始前まで、(ii) 規則 200 に定める所有者が引渡しに関する制限がなくなればすぐに引渡しをする意図を有する場合、決済日から 35 日目の通常取引時間の開始前まで、(iii) マーケット・メーカーの善意の活動による場合、決済日に次ぐ連続する決済事業日の 3 日目の取引時間の開始前まで。（規則 204(a)(1)~(3)）

イ) ブローカー・ディーラーは、上記ア) に従いフェイルの解消をしない場合、同種・同数の証券を購入し、それが決済され、フェイルのポジションを解消するまで、先に証券を借入れまたは借入契約の締結をしないで、他の者から空売りの注文を受託し、または、自己の勘定で空売りを行ってはならない（規則 204(b)）。

(6) 募集に関連した空売りレギュレーション M 規則 105

(1996 年 12 月前の 34 年法規則旧 10b-21 を引き継いだ規定)

<規制内容>

登録届出書または Form 1-A もしくは Form 1-E の通知書に従って行われる現金でのエクイティ証券の募集に関連して、いかなる者も、当該募集の対象とされている証券を一定の制限期間内に空売りし、かつ、引受人または当該募集に参加するブローカー・ディーラーから当該証券を取

得してはならない¹⁴。ただし、善意の買付け、別勘定の買付け、および投資会社については、例外あり。

※ 制限期間

①募集証券の価格決定の 5 営業日前から価格決定までの期間、または、②登録届出書または通知書の最初の提出から価格決定までの期間のうち、短い方の期間

<規制の目的>

募集前の相場操縦的な空売りを防止すること。募集前の空売りは、募集価格を押し下げ、発行者の手取金を減少させる¹⁵。空売りをを行う者は、市場リスクを回避できる。

cf. 規則旧 10b-21 の最初の規則制定以前から、SEC は、募集前の空売りが、より安い価格でショート・ポジションをカバーするため証券の市場価格を下落させる意図でなされる場合、相場操縦禁止規定に違反すると判断していた¹⁶。SEC の審決例として、たとえば、34 年法 10 条 (b)項および規則 10b-5 等の違反が認められた、In the Matter of A.P. Montgomery & Co., Inc., Release No. 10909 (July 9, 1974)、In the Matter of J.A.B. Securities Co., Inc., Release No. 15948 (June 25, 1979)。

(7) 役員等の自社株売り

会社の役員、取締役、10%以上の実質的所有者は、当該会社のエクイティ証券を所有しないで売付けを行うことが禁止される (34 年法 16 条(c)項 1 号)。

(8) Naked への対応

借入れの手当てのない空売り

- ・決済日 (T+3) までに受渡しができない (フェイルの) 可能性が大きい。
- ・売り圧力を加速させる¹⁷。

IOSCO (2009 年) 金融危機に対応：空売り規制の強化に関する原則・基準を推奨¹⁸

→ 完全な空売りの禁止やアップティック・ルールへの政治圧力を制限しようとした。

推奨の中心は、Naked によるフェイルへの対応¹⁹

ア) ブローカー・ディーラーの確認・買埋め義務、清算義務

イ) 規則 10b-21 の制定 (2008 年)²⁰

決済日までに引渡しを行う意図または可能性について、ブローカーもしくはディーラー、登録清算機関の参加者、または買い主を欺き、かつ、決済日までに当該証券の引渡しをしない場合、エクイティ証券の売付注文を出すことは、34 年法 10 条(b)項において用いられる「相場操縦的または詐欺的策略もしくは術策」に当たる。

¹⁴ 2007 年改正前の規則 105 は、it shall be unlawful for any person to cover a short sale with offered securities purchased from an underwriter と規定して、募集で取得した証券で空売りのカバーをすることを禁止していたが、同改正で、現行の通り改められた。

¹⁵ SEC, Anti-manipulation Rules Concerning Securities Offerings, Release No. 34-38067 (Dec. 20, 1996).

¹⁶ SEC, Short Sales in Connection with a Public Offering, Release No. 34-26028 (Aug. 25, 1988).

¹⁷ Douglas M. Branson, Nibbling at the Edge – Regulation of Short Selling: Policing Fails to Deliver and Restoration of an Upstick Rule, 65 Bus. Law. 67, 68 (2009).

¹⁸ Technical Committee of the IOSCO, Final Report on Regulation of Short Selling, (June, 2009).

¹⁹ Roberta S. Karmel, IOSCO's Response to the Financial Crisis, 37 J. Corp. L. 849, 880 (2012).

²⁰ SEC, "Naked" Short Selling Antifraud Rule, Release No. 34-58774 (Oct. 14, 2008).

- ・受け渡しの意図や可能性について他人を欺くだけでは足りない。フェイルが必要。
- ・サイエンターが必要
- ・私的訴権は認めない。規則 10b-5 を用いればよい。

規定の<前注>は、「10 条(b)項や規則 10b-5 のような一般的詐欺禁止規定の適用を制限するものではない。」とするが、規則 10b-5 との関係は必ずしも明らかでない。

※ 意図的な Naked は証券詐欺を構成すると考えられているのに (Naftalin 判決)、なぜ規則 10b-21 を新設したのか²¹？

cf. U.S. v. Naftalin, 441 U. S. 768 (1979)

登録ブローカー・ディーラーの社長であった Naftalin は、現在が株価のピークであると考える銘柄を選び、ブローカー 5 社に対して、売却すべき株式を所有していないにも拘わらず、売付の注文を出した。Naftalin は、現物を所有していないことをブローカーが知れば、注文を受け付けないと考えて、ブローカー 5 社に対し、当該株式を所有していると虚偽の表示をした。当初、引渡前に、より安価で当該株式を買い付けるつもりであったが、当該株式の価格は急速に上昇した。結局、Naftalin はカバーができなかったため、ブローカー 5 社は他社から当該株式を借り入れて、後に市場で買い入れた株式をもって返済に充てた。投資家には被害は出なかったが、ブローカー 5 社に損失が生じた。Naftalin は、証券の売付けにおいて詐欺のスキームまたは技巧を用いたとして、33 年法 17 条(a)項 1 号違反を理由に起訴された。

[判旨]

- ・ 17 条(a)項 1 号は、投資家への詐欺だけでなく、ブローカーへの詐欺についても適用される。投資家への詐欺の影響は立証しなくてよい。
- ・ 同号は、発行市場取引だけでなく、通常の市場取引の過程における売付けについても適用される。

5. 空売りと不公正行為の規制

SEC：濫用的(abusive)または相場操縦的な空売りは、連邦証券諸法の詐欺禁止規定に違反するという立場。

cf. 「証券価格を下落させる空売りを行う者は、他の者による証券の売買を誘引する目的をもつとみなされうる。」「空売りに関連する売り崩し(bear raids)や相場操縦的行為は、違法である。²²」

→ どのような行為が「濫用的」「相場操縦的」に該当するのか？

(1) 虚偽の情報の流布と空売り

空売りをした後、虚偽のマイナス情報を流布して、下落した価格で買付け。または、虚偽のプラス情報を流布した後、高騰した価格で空売りをし、市場が真実を認識した段階で買付け。

→ 規則 10b-5 違反になるとの見解「証券の買付けまたは売付けに関連して、重要な事実について不実の表示」を行ったといえる²³。

ex. SEC v. Paul S. Berliner, (SEC, Lit. Release No. 20537) (Apr. 24, 2008) (Civil Action No. 08-CV-3859 (JES) (S.D.N.Y.)

²¹ Donna M. Nagy, Richard W. Painter, Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 642 (3d ed. 2011).

²² SEC, Notice of Public Fact-Finding Investigation and Rulemaking Proceeding, Release No. 34-13091 (Dec. 21, 1976).

²³ Meritt B. Fox, et. al., Short Selling and the News: A Preliminary Report on an Empirical Study, 54 N.Y.L.Sch. L.Rev. 645, 656 (2009-2010).

Blackstone 社による ADS 社株式の取得に関し、意図的に虚偽の噂を流布するとともに、空売りを行ったウォール街のトレーダー Berliner に対し、33 年法 17 条(a)、34 年法 9 条(a)項 4 号、10 条(a)および規則 10b-5 違反があったとして、SEC が利益吐き出しや民事制裁金の支払い等を求めた。

Berliner は、Blackstone 社が ADS 株式を 1 株につき 81.75 ドルで取得する合意をしていたところ、ADS 社の取締役会が Blackstone 社からの 1 株 70 ドルで取得する旨の新たな提案について検討しているという虚偽の噂を証券会社やヘッジファンドに伝え、ニュース媒体もこれを取り上げた。30 分間で ADS 株式は 17%下落した。Berliner は、虚偽の噂の流布と同時に空売りを行い、虚偽の噂が ADS の株価を下落させた時に買い戻しをして、25,000 ドルの利益を得た。

(2) Convertible 証券に関する空売り

SEC v. Rhino Advisors, Inc. and Thomas Badian (SEC, Lit. Release No. 18003) (Feb. 27, 2003) (Civ. Action No. 03 civ. 1310 (RO))(S.D.N.Y.)

Sedona 社株式につき一連の相場操縦的な空売りを行ったことが、33 年法 17 条(a)、34 年法 10 条(a)および規則 10b-5 違反に当たるとして、投資顧問 Rhino 社と社長 Badian に対し、SEC が差止命令と 100 万ドルの民事制裁金の支払いを求めた。

Rhino は、Sedona 社が発行した転換型社債(debenture)を顧客のために購入。当該転換社債は、権利行使前 5 日間の市場価格からディスカウントされた価格で、Sedona 社普通株式に転換可能。社債契約では、当該転換社債が社外にある間は、Rhino の顧客は Sedona 株式の空売りを禁止されていたが、これに違反して、Rhino は顧客に代わり Sedona 社株式の空売りを行い、同社株価を下落させた。Rhino の顧客は、転換権を行使して、より多くの Sedona 株式を取得した。Rhino は空売り株の買い戻しのため、仮装取引および馴れ合い取引を行い、顧客の関与を秘匿した。

(3) Convertible 証券に関する空売り

(ATSI Comm. Inc. v. Shaar Fund Ltd., (2d Cir. 2007))

上訴人(原告) ATSI は、権利行使による取得する普通株式の数に上限がない floorless タイプの転換優先株式を発行した。ATSI は、転換優先株式を取得した被告らが、ATSI の普通株式を空売りし、価格を下げた後、転換権を行使し、割安に取得したより多くの普通株式でショート・ポジションの埋め合わせをした点で、規則 10b-5 に違反する相場操縦の責任を負うとして、損害賠償を求めた。

巡回区上訴裁判所は、一般論として、相場操縦の立証には、「他の市場参加者による当該証券の価値の評価に関して、投資家を欺く目的で行動すること」が必要であり、「欺瞞は、証券の売買価格が、相場操縦者に操作されたものではなく、自然の需給関係によって決まっていると投資者が誤って信じるような事実から生じる」と述べた。さらに、「空売りそれ自体は、大量であっても、相場操縦的ではない」、「空売りが相場操縦的であるとして訴えの対象となるには、市場参加者に証券の価値の評価について誤った印象を与えるようなさらなる何かと意図的に結びつけられていなければならない」、「下限のない転換証券の購入それ自体または空売り」と結びついたら転換証券の購入は、本質的には相場操縦的ではない」と判示した。

ATSI は、①大量の株式の下落が株価の下落と一致する、②転換時期前後の被告らの取引パターン、③プラス情報に対する ATSI 株式の消極的反応、④ ATSI 株式が一時取引停止になる前の一定期間における決済量を上回る取引増加があったこと、を主張したが、裁判所は、ATSI が、通常の相場操縦的行為のタイプを述べるだけでなく、被告が何をしたのか、その行為が ATSI 株式の市場

にどのように影響したのか、明確に主張しておらず、また、欺罔の意図を強く推論させる事実を訴答していないとして、被告の却下申立を認容した原審の判断を支持した。

さらに、被告らは ATSI との間で、クロージングまでは ATSI 株式の空売りをしない約束をしていたことから、ATSI は被告らが 34 年法 10 条(b)項および規則 10b-5 に違反して不実表示を行ったと主張した。裁判所は、契約違反には該当するかもしれないが、約束がされた当時、被告らが秘密裏に約束を果たさない意図を有していたか、約束を果たせないことを知っていたという事情がない限り、詐欺を構成しないと判示した。

cf. Toxic (death spiral) の場合、権利行使による取得株式数は、定められていない。一般に資金調達最後の手段 (last-resort) として利用され、権利行使時の株価によって取得数が変動する点で、伝統的な転換証券と異なる。主な買い手は、ヘッジファンドやベンチャーキャピタル²⁴。

(4) 相場操縦と関連する空売りの 34 年法 10 条(b) 項、規則 10b-5 違反

(U.S. v. Russo, 74 F. 3d 1383 (2d Cir. 1996)) 刑事事件／有罪

Russo ら上訴人(被告人) 3 名は、ブローカー K&C の社長・ブローカー。K&C は、訴外会社の IPO を引受け、引受手数料と同社のワラントを受領した。Evans 社は、清算ブローカーであり、K&C の自己勘定および顧客口座の管理をしていた。訴外会社の株価が下がり、投資家から売り注文が増加したが、K&C は資本脆弱のため、買い取ると、最低資本金額を満たさなくなる。Russo らは、訴外会社の株式が市場に出回らないようにして、株価下落を防ぐため、①訴外会社の株式を顧客に無断で口座に付け替え、②1～2 週間後の高値での買取を約束して、顧客に訴外会社株式を保有させるなどした。K&C は、Evans から誤って認められた空売り用の口座を利用して(空売りの収入は通常カバーされるまで凍結されるが、この口座には制限がなかった)、空売りをを行い、その収入をスキームに要する訴外会社の株式取得の代金等の支払いに充てた。

政府は、34 年法 10 条(b)項および規則 10b-5 違反となる相場操縦の 3 つタイプとして、上記①②および空売りを挙げた。巡回区上訴裁判所で、Russo らは、空売りそのものでは Evans を欺いたが、訴外会社の株式取引では欺いておらず、規則 10b-5 の相場操縦的手段に当たらないと主張した。

「Russo らは、市場が活発という外観を作り出すために、口座から口座へと株式を移転する方法で、株式買い集め(kiting)スキームに従事した。本件空売りは、訴外会社の株式の市場に影響を与えなかったが、それは、株式の需要について誤った印象を作出すること、および、市場の実体から価格を遮断することを可能にした。空売りを通じて得た資金がなければ、Russo らは、訴外会社の大量の株式を市場に近づけないようにしたり、買い集めスキームの資金を作ったりして、訴外会社の株式の価値に関して公衆を誤導することもできなかったであろう。」「我々は、株式買い集めスキームに資金を作る明白な目的で行われた、Russo らの詐欺的な空売りが、訴外会社の株式について市場に対する詐欺となったと結論づける。それゆえ、本件空売りは、10 条(b)項および規則 10b-5 違反を構成するには十分に相場操縦スキームに関連していたと判断する。」

cf. 本件裁判所は、規則 10b-5 の ”in connection with” につき、Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6, 12-13 (1971) を引用して、「欺瞞的行為が証券の売付けに触れている(touch)」という基準で判断するとした。

²⁴ Zachary T. Knepper, Future-Priced Convertible Securities and The Outlook for “Death Spiral” Securities Fraud Litigation, 26 Whittier L. Rev. 359, 362, 364-5 (2004).

(5) 株式への交換条件の付された貸付けと空売り

GFL Advantage Fund Ltd. v. Colkitt, 272 F. 3d 189 (3d Cir. 2001)

原告・被上訴人 GFL は、訴外 N 社と E 社の創業者であり大株主である Colkitt (被告・上訴人) との間で、N 社へ 300 万ドルおよび E 社へ 1,000 万ドルの融資契約を締結した。ノート(note)の条件によると、GFL は、N への融資につき、未払元本額のうち 150 万ドルまでを、Colkitt 保有の N 株式と時価の 82% で交換できる権利を有し、E への融資につき、未払元本額のうち 500 万ドルまでを、E 株式と時価の 83% で交換できる権利を有した。GFL は、N 株 (9/13/96~1/7/97 まで 6 回)、E 株 (11/27/96・1/3/97) への交換権利を行使した。加えて、GFL は、9/13/96 から N 株につき、11/8/96 から E 株につき、それぞれ複数回の空売りを開始した。

Colkitt は、GFL が意図的に N と E の株価を下げて、同額でより多くの株式を取得するために空売りを行ったと主張し、1/3/97 の N 株への交換請求に応じなかった。Colkitt は、未返済金の支払いを GFL に通知したが、GFL は返済額について異議を唱えた。GFL は、N と E のノートに関し Colkitt に義務違反があったとして提訴し、有利な略式判決を得た。Colkitt は上訴して、GFL に連邦証券法違反 (相場操縦による 34 年 10 条(b)および規則 10b-5 違反) があったとして、34 年法 29 条(b)項に基づきノートの無効を主張した。

巡回区上訴裁判所は、GFL の空売りがノートにとって付随的またはほぼ無関係(collateral or tangential)でしかないとして、29 条(b)項の無効主張を認めなかった。(続いて、裁判所は、Colkitt の反訴請求の却下に対する上訴を斥けた結論に関係するとして、相場操縦と証券詐欺についても判断を示した。) 裁判所は、「Colkitt は、GFL が市場に虚偽の不正確な情報を流布し、株式の需給に誤った印象を作出したことにより、欺瞞的または相場操縦的行為に携わったことを主張していない」、「空売りは適法であり、SEC の規則およびレギュレーションに従って行われる場合、それがたとえ大量であっても、欺瞞的または相場操縦的とはならない」と判示した。Colkitt は、Russo 事件 (上記 (4) 事件) 等との類似性を主張したが、裁判所は、同事件では「市場に不正確な情報を流布し、または人為的に価格に影響を与える、何らかの他の欺瞞的行為と関連して空売りが行われた」という違いを指摘して、主張を斥けた。

6. Dodd-Frank 法 929X 条

→ SEC は現在のところ Pending Action

①34 年法 13 条(f)項 2 号

機関投資家は、空売りした証券の発行者の名称、権限、種類、証券の識別番号、総数等を、月次に、開示しなければならない。SEC はこの開示に関する規則を制定すること。

cf. 旧規則 10a-3T により、2008 年 9 月~2009 年 8 月まで、機関投資家の運用者は、毎週、SEC に対し、執行した空売りのポジションを Form SH で報告しなければならなかった²⁵。なお、Dodd-Frank 417 条で要求されている、取引所および OTC 市場での空売りに関する研究報告、空売りポジションのリアルタイム報告のコスト・ベネフィットに関する研究報告は、まだ提出されていない。

②34 年法 9 条(d)項

いかなる者も、直接または間接に、郵便もしくは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、単独でまたは他の者と共同して、証券の相場操縦的な空売りを行うこ

²⁵ SEC, Disclosure of Short Sales and Short Positions by Institutional Investment Managers, Release No. 34-58785 (Oct. 15, 2008).

とは違法である。国法証券取引所の会員が、単独でまたは他の者と共同して、証券の相場操縦的な空売りを行うことは違法である。

SEC は、公益または投資者保護のため、本項の違反に対し、適当な法執行の選択および救済が利用しうることを確保するため必要または適当な規則を定めることとする。

③34 年法 15 条(e)項

登録を受けたブローカー・ディーラーは、顧客に対し、全額支払済みの証券が空売りに関連して使用されないことを選択できる旨を通知しなければならない。ブローカー・ディーラーは、顧客の証券を空売りに関連して使用する場合、顧客の証券の貸付けに関連して、報酬を受領することができる旨を顧客に通知しなければならない。

SEC は、通知の様式や時期などに関する規則を定めることができる。

II. 規則 10b-5 規制の最近の状況

1. 34 年法 10 条 (b) 項と規則 10b-5 の規定

【10 条】 何人も、直接または間接に、州際通商の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為をしてはならない。

【(b) 項】 「委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則およびレギュレーションに違反して、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証券を原資産とするスワップ契約の買付けまたは売付けに関連して、相場操縦的または欺瞞的な策略もしくは術策(manipulative or deceptive device or contrivance)を用いる(use or employ)こと。」

→ 10 条(b)項は違反行為の内容を SEC 規則に委任

【規則 10b-5】 何人も、証券の買付けまたは売付けに関連して、直接または間接に、州際通商の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為をしてはならない。

(a) 詐欺を行うために策略、スキームまたは技巧を用いること。

(b) 重要事実について不実表示をすること、または、表示がなされた状況に照らして、当該表示が誤解を生じさせないようにするために必要な重要事実の表示を省略すること。

(c) 他人に対し詐欺もしくは欺瞞となり、またはそのおそれのある行為、慣行もしくは業務を行うこと。

◆エンフォース

①刑事罰 (34 年法 32 条(a)項)

<故意に(willfully)²⁶違反した場合>

- ・自然人 500 万ドル以下の罰金 (or/and) 20 年以下の禁錮/SOX 法前 100 万ドル・10 年以下
- ・自然人以外 2,500 万ドル以下の罰金/SOX 法前 250 万ドル

②SEC の法執行

(i) 裁判上の救済

²⁶ 「故意に」の定義規定は存在しないが、「行為者が不正であると知りつつ意図的に行為をすることであって、特に当該行為が違法であることを知っていることは要求されない」とする裁判例がある(U. S. v. Tarallo, 380 F. 3d 1174 (9th Cir. 2004))。

差止命令 (34 年法 21 条(d)項 1 号)、公開会社の役員・取締役の職務禁止命令 (同項 2 号)、民事制裁金の支払命令 (同項 3 号)、利益吐出し命令 (同項 5 号)、公開会社の役員等への支払凍結命令 (21C 条(c)項) 等

(ii) 行政上の手続き

終局的排除命令 (21C 条(a)項)、利益吐出し命令 (同条(e)項)、手続終了まで公開会社の役員・取締役の職務禁止命令 (同条(f)項)、民事制裁金の支払命令 (同条(g)項 1 号: Dodd-Frank 法 929P 条による新設) 等

③民事責任

判例法上、黙示の民事訴権が認められている (Superintendent of Insurance v. Bankers Life and Casualty Co., 404 U. S. 6, 13 n.9 (1971))。

2. 規則 10b-5 の主な適用事例

包括的詐欺禁止規定 (catch-all provision)

(1) インサイダー取引

- ・信託義務理論 (発行会社およびその株主との間で信託関係 (信託類似の関係) を有する役員・取締役等が、取引前に、株主への開示義務を怠った場合に、欺瞞的戦略となる (Chiarella v. U. S., 445 U. S. 222 (1980) ; Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983))。→ 買収対象会社株式の売買につき、1980 年に SEC は 34 年法規則 14e-3 制定
- ・不正流用理論 (情報源である者との間で信託関係 (信託類似の関係) を有する者が、情報源に対する忠実・信頼の義務に違反して、情報源から得た情報を自己のために利用することを情報源に開示しないで取引を行うことは、欺瞞的戦略となる (U. S. v. O'Hagan, 521 U. S. 642 (1997))。→ SEC は 2000 年に規則 10b5-2 を制定して、信託関係を例示列挙²⁷

(2) 相場操縦

規則 10b-5 では、売買の誘因目的 (34 年法 9 条(a)項 2 号、3 号～5 号) の立証が不要。民事責任でも、規則 10b-5 の方が原告に有利。【2013/5 飯田先生の報告参照】

(3) 投資勧誘

- ・看板理論 ex. Hanly v. SEC, 415 F. 2d 589 (2d Cir. 1969) 外務員は、推奨について、十分かつ合理的な根拠がなければ証券を推奨してはならない。外務員は知っている事実および合理的に確認できる事実を開示しなければならない。
- ・適合性原則 ex. Clark v. John Lamula Investors, Inc., 583 F. 2d 594 (2d Cir. 1978) 外務員は、顧客の必要性に照らして不適当な証券であることを知りつつ推奨し、かつ、当該証券に関する格付けの方法等の重要事項を告げなかった点で、詐欺または欺瞞となる業務を行った。
- ・過当取引 ex. Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co., 709 F. 2d 1413 (11th Cir. 1983) 過当取引は、詐欺を行うために策略、スキームまたは技巧に該当する²⁸。

(4) 開示書類・口頭表示等の不実開示

継続開示書類の虚偽記載—34 年法 18 条(a)項) はほとんど使われない。①虚偽記載への信頼、②虚偽記載により

²⁷ O'Hagan 判決は「信託義務」「信用および信頼の義務」が具体的にどのような場合に認められるか明示しなかった。同判決の前後を通じて、開示または断念の義務を生じさせる関係とは何か、議論の対象とされ、取引行為者の予測可能性が高いとはいえない状況だった。現在も下級審で争われている。

²⁸ 過当取引では、ミスリーディングな推奨は問題とされず、行為そのものが詐欺的であると、多くの裁判所は述べている (James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials, 1059 (7th ed. 2013))。たとえば、Armstrong v. McAlpin, 699 F. 2d 79, 91 (2d Cir., 1983)。

影響を受けた価格で売買したことの立証困難²⁹。重畳適用は妨げられない (Ross v. A. H. Robbin Co., 607 F. 2d 545 (2d Cir. 1979))。

3. 規則 10b-5 の要件

(1) 詐欺、重要な不実表示

ア) 重要な不実表示または省略 (10b-5(b))

※重要性・・・合理的な投資家が、投資判断に際し、それを重要と考える実質的な可能性があること。省略された事実が開示されていたら、合理的な投資家にとって利用しうる情報の総体を著しく変更させる実質的な可能性があること³⁰

・製薬会社が、主力薬品につき有害事象報告や研究者からの問題指摘、FDA からの警告があったにもかかわらず、これを開示せず、収益と商品の安全性について不実表示を行った。最高裁は、統計上有意でなくても、情報の総体で判断すべきとして従来立場を維持した³¹。

イ) 詐欺を行うスキーム、詐欺となる行為等 (10b-5(a)(c))

- ・10b-5(b)の不実表示でなくても、欺瞞(deception)は生じうるため、10b-5(a)(c)は幅広い行為を捉えられるように規定している³²。
- ・会社経営上の不正、信託義務違反については、規制対象としない基本的立場をとる³³。
- ・(a)と(c)とを明確に使い分けている例は見当たらなかった。
- ・従来は(b)が多く使われてきたが、民事訴訟における教唆・幫助責任を否定したセントラルバンク判決³⁴以降、(a)(c)が注目されるようになったといわれる³⁵。どのような行為類型が該当するのか、判例法上、ほとんど明かではない³⁶。
- ・後述のスキーム責任。

(2) 証券の買付けまたは売付け「に関連して」

不正行為者が売主または買主である必要はなく、被告の詐欺と原告の買付けまたは売付けとの関連を問題にする³⁷。

※原告適格（民事）・・・実際に証券の買付けまたは売付けを行った者に限る。

cf. 反トラスト法違反の和解条件に基づき、株主を広く募集することが求められたが、それを好まなかったため、虚偽のマイナス情報を記載した目論見書を投資家に交付した。

裁判所は、被告会社の株式を取得しなかった投資家は原告適格なしと判断 (Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723 (1975))。

※関連性（民事）・・・詐欺が原告の売付けまたは買付けに触れている(touching)こと

²⁹ James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials, 586-587 (7th ed. 2013).

³⁰ TSC Industries Inc. v. Northway Inc., 426 U. S. 438 (1976) ; Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

³¹ Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, et. al. 131 S. Ct. 1309 (2011).

³² Donna M. Nagy, Richard W. Painter, Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 29 (3d ed. 2011).

³³ Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U. S. 462 (1977).

³⁴ Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U. S. 164 (1994).

³⁵ In re Parmalat Sec. Litig., 376 F. Supp. 2d 472, 497 (S.D.N.Y. 2005).

³⁶ In re National Century Financial Enterprises, Inc., 553 F. Supp. 2d 902,908 (2008).

³⁷ James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials, 697 (7th ed. 2013)

cf. 保険会社の支配権を取得した者が、当該会社の保有する国債を処分させ、その代金を不正流用したために、当該会社は処分代金を回収できなくなった。裁判所は、保険会社の国債売却に触れている(touching)被告の詐欺の結果、原告は損害を被ったとして、救済を認めた(Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U. S. 6 (1971))。

(3) 欺罔の意図

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185 (1976) (私的訴訟)

→ ネグリジェンスでなく、欺罔の意図(scienter)を要求する

刑事訴追、SEC の法執行³⁸でも、同様に解されている³⁹。

※ネグリジェンスは否定されたが、無思慮(reckless)が、欺罔の意図を構成するか、最高裁の判断は出していない。

※会社を被告とする場合の欺罔の意図

- ・ほとんどの裁判所は、不実表示を行った個人の欺罔の意図があれば、会社の欺罔の意図も満たされると解している⁴⁰。不実表示を行った者の認識ではなく、複数の個人(役員や従業員)の認識を総合して、会社の欺罔の意図を導く裁判例や、会社の中核業務に決定的に重要であった事実はから会社の欺罔の意図が導かれるとする裁判例も少ないが存在する⁴¹。

※原告は心理的状態の強い推定が認められる事実を特定して主張することが必要(34 年法 21D 条(b)項 2 号: 1995 年改革法による規定)

→ 合理的(reasonable)または認めうる(permissible)程度でなく、合理的な者がみて、欺罔の意図の推定が非常に強力であることを要する (Tellabs, Inc., v. Makor Issues & Rights Ltd., 551 U. S. 308 (2007))。

※詐欺を行う動機と機会に加え、状況証拠により、欺罔の意図の強い推定が満たされる⁴²。

(4) 信頼 <私的訴訟の場合>

- ・原告は、証券の売買に際して、被告の詐欺行為(不実表示等)を信頼したこと(取引因果関係)の立証が必要⁴³
- ・不開示の場合は、開示義務の存在と開示されなかった事実の重要性を立証することで代えられる⁴⁴。
- ・公開会社の不実表示については、市場に対する詐欺理論が用いられる⁴⁵。

(5) 損害および損害因果関係 <私的訴訟の場合>

※損害因果関係は、不実表示によって高騰した価格で購入したことだけを主張しても、訴答要

³⁸ Aaron v. SEC, 446 U. S. 680 (1980).

³⁹ Donna M. Nagy, Richard W. Painter, Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 115 (3d ed. 2011).

⁴⁰ Donna M. Nagy, Richard W. Painter, Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 118 (3d ed. 2011).

⁴¹ Thomas L. Hazen, The law of Securities Regulation, Vol.4, 43-46 (6th ed. 2009).

⁴² Thomas L. Hazen, The law of Securities Regulation, Vol.4, 32-36 (6th ed. 2009).

⁴³ Donna M. Nagy, Richard W. Painter, Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 149 (3d ed. 2011).

⁴⁴ Affiliate Ute Citizens v. U. S., 406 U. S. 128 (1972).

⁴⁵ Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988).

件を満たさない。不実表示と損失の近因の証明が必要⁴⁶。原告は、被告の行為により原告に損害が生じたことの証明責任を負う(34 年法 21D 条(b)項 4 号:1995 年改革法による規定)。

(6) 規則 10b-5 の私的訴訟の出訴期限

ア) SOX 法による伸長

従来：違反行為を構成する事実の発見から 1 年 ・違反行為の時から 3 年

2002 年 SOX 法 804 条 (合衆国法律集 28 巻 1658 条(b)項として規定)

→ 被害者救済に短すぎるため伸長 (証券詐欺の仕組みが複雑化・1995 年私的証券訴訟改革法での高度な訴答基準の導入等の影響)

法律で別段の定めがある場合 (ex. 登録届出書の虚偽記載責任を定める 33 年法 11 条や虚偽の目論見書・口頭表示の責任を定める 12 条(a)項の出訴期限は 13 条に規定あり。継続開示書類等の虚偽記載責任を定める 34 年法 18 条(a)項の出訴期限は同条(c)項に規定あり。)を除き、

- ・違反行為を構成する事実の発見から 2 年 (1658 条(b)項 1 号)
 - ・違反行為から 5 年 (同項 2 号)
- のいずれか早い時期まで提訴可

イ) 「違反行為を構成する事実の発見」の意義

Merck & Co., Inc. v. Reynolds, 130 S. Ct. 1784 (2010)

被告製薬会社が製品の服用に伴う心臓発作の発症リスクについて虚偽の発表をしたとして、投資家が株価下落相当分の損害賠償を 10b-5 に基づき請求。被告は 28 U.S.C. 1658(b)(1)の出訴期限を理由に却下申立て。1658 条(b)項 1 号の意義が争点。

- 「違反行為を構成する事実」には欺罔の意図にかかる事実も含まれる。
- 「発見」とは、現実の発見だけでなく、合理的に注意深い原告であれば事実を知り得たであろう場合も含む。

ウ) SEC の民事制裁訴訟と私的訴訟との始期の違い

合衆国法律集 28 巻 2462 条⁴⁷

法律に別段の定めがない限り、民事制裁金、ペナルティ、没収もしくは金銭上その他の執行を求める行為、訴訟または手続きは、請求権が最初に生じた日から (from the date when the claim first accrued) 5 年以内に開始されなければならない。

Gabelli, et.al. v. SEC, (133 S. Ct. 1216 (2013))

マーケット・タイミング行為 (1940 年投資顧問法 206 条 1 号・2 号) の教唆・幫助をしたとして、SEC は同法 209 条に基づきファンドの役員等に対し民事制裁金の支払いを求める訴え提起。被告は、28 U.S.C. 2462 条の期間経過を理由に却下申立て。SEC は「生じた」につき発見基準の適用を主張。原審の第 2 巡回区 (653 F.3d 49 (2011)) は発見基準を採用。

- 詐欺の被害者は自分が欺されたことを知らないことがある。何ら落ち度なく、詐欺に気づいていない場合、出訴期限は進行し始めない。(=発見ルール)
- 原告が詐欺の被害者でない場合は、発見ルールは適用されない。
- SEC の目的は、詐欺の根絶であり、そのための手段を持っている。罰を加えられ、不

⁴⁶ Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U. S. 336 (2005).

⁴⁷ 34 年法 21A 条(d)5 号 (内部者取引の違反者に対する民事制裁金：5 年以内)を除いて、33 年法・34 年法には、SEC の法執行訴訟の提訴期限は規定されていない。

正行為者のレッテルを貼られる被告は長期間、不安定な状態に置かれる。行政機関の誰の認識をもって発見したとするのか、行政機関における順位付けや資源の制約から合理的にみて知るべきであった時期を特定するのは困難など。

※刑事責任

33 年法・34 年法に提訴期限の規定なし

→ 合衆国法律集 18 卷 3282 条（犯罪が行われたときから 5 年以内）が適用される⁴⁸。

4. 民事訴訟における責任主体の範囲

（1）セントラルバンク判決

Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A., 511 U. S. 164 (1994).

（社債発行会社の受託銀行が、発行会社の評価(valuation check)を遅延させたことにより、発行者の開示書類に資産の過大計上がなされたとして、受託銀行が二次的行為者として教唆・幫助責任が問われた。）

→ 34 年法 10 条(b)項の私的訴訟における教唆・幫助責任を否定

ex. 弁護士、会計士、投資銀行等による一次違反者への助言や書類作成の援助など

従来は、①10 条(b)項の一次違反が存在する、②一次違反の存在に関し、教唆・幫助者の無思慮(recklessness)がある、③教唆・幫助者により一次違反者への実質的な援助があったこと、の要件が満たされると、教唆・幫助責任が認められてきた（511 U. S. at 168）。

SEC による教唆・幫助責任の追及の要件（34 年法 20 条(e)項）

①一次行為者による証券諸法の違反

②教唆・幫助者が違反を知っていること

③実質的に一次行為者の違反を援助したこと⁴⁹

cf. 刑事事件の場合、教唆、幫助、助言、指示、誘引、斡旋した者は、本人と同様に罰せられる（合衆国法律集 18 卷 2 条(a)項）

（2）その後の判例の展開

ア) 一次違反の責任基準

①実質的関与基準

書類の作成に実質的に参加した、深く関与したこと

cf. In re Toolworks Inc., 50 F. 3d 615, 627-629 (9th Cir. 1994)

②作出者基準

虚偽記載の作出に加わったこと

cf. In re Enron Corp., 235 F. Supp. 2d 549, 587-591 (S. D. Tex. 2002)

③記載者特定基準

投資者に行為者が特定されること（書類への署名）

⁴⁸ Donna M. Nagy, Richard W. Painter, Margaret V. Sachs, Securities Litigation and Enforcement Cases and Materials, 914 (3d ed. 2011).

⁴⁹ SEC v. Pimco Advisors Fund Mgmt, LLC, 341 F. Supp. 2d 454 (S.D.N.Y. 2004). Dodd-Frank 法 929o 条により、34 年法 20 条(e)項を改正して、他人に対する「実質的援助を故意に(knowingly)」を「故意または無思慮に(recklessly)」に変更した。

cf. In re MTC Elec., 898 F. Supp. 974, 984 (E.D.N.Y. 1995)

イ) スキーム責任の追及

Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., 522 U. S. 148 (2008).

(ケーブルテレビ会社の取引先 2 社が、事情を知りつつ、架空取引に協力したことで、当該会社の財務諸表に収益等が過大計上されたとして、ケーブルテレビ会社の投資家から取引先 2 社が一次違反者としての責任を追及された。)：責任否定

- ・投資家に開示されなかった取引先の（詐欺的）行為は、信頼要件を満たすには離れすぎる。
- ・取引先の行為には、粉飾を行った会社が架空取引を記載するために必要または不可避なものはなかった。
- ・セントラルバンク判決後に、34 年法 20 条(e)を創設した議会の意図に反する。
- ・根拠の弱い請求がなされ、和解を強いられるリスクがある。
- ・1995 年の私的証券訴訟改革法が制定されたとき、議会は、その時に定められていた訴訟原因を受け入れ、さらに拡張することを選ばなかったと推測するのが適当である。

(3) Janus 判決

ア) **Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 131 S. Ct. 2296 (2011)**

(ミューチュアル・ファンドを運用する投資顧問の親会社の投資家が、当該ミューチュアル・ファンドの目論見書の虚偽記載により、当該親会社の収入が減少したとして、当該投資顧問および当該親会社に対し、損害賠償を請求した。)：責任否定

※規則 10b-5(b)の「不実表示を『行う(make)』」の意義が争点となった。

- ・責任を負うべき者はミューチュアル・ファンドである。
- ・記載を行う者とは、その内容ならびにそれを伝達するか否かおよびどのように伝達するのを含む、記載についての「最終的な権限(ultimate authority)」を有する自然人または法主体である。
- ・通常は、記載における帰属(attribution)または周辺状況から黙示される帰属は、その者が記載を行ったことの強力な証拠となる。

イ) Janus 判決の影響 — 下級審の状況

①**SEC v. Kelly, 817 F. Supp. 2d 340 (S.D.N.Y. 2011)**

会計担当の副社長と取締役が違法な循環取引の交渉、設計、文書作成、承認をしていた。

SEC : Janus 判決は、規則 10b-5(b)の責任に関するもの。規則 10b-5(a)(c)のスキーム責任には影響しないと主張。

- 不実表示へのスキームに関し、規則 10b-5(a)(c)に基づく第一次責任を許容することは、不実表示を行って「make」いない被告に責任を認めるものであって、Janus 判決で述べられたルールを意味の無いものにしてしまう⁵⁰。
- Janus 判決は、規則 10b-5 に関する判断である。33 年法 17 条(a)(2)に基づく責任の追及についても、両規定が同様の要件、機能を果たしていることから、一方のみに請求を

⁵⁰ Janus 判決後の事件で、ストックオプションのバックデイトを行い、報酬費用を隠したことが、規則 10b-5(a)(c)の規定に違反するスキーム責任を負うとした下級審判決がある。SEC v. Mercury Interactive, LLC, 2011 WL 5871020 (N. D. Cal.).

認めるのは不当である⁵¹。

②SEC v. Das, 2011 WL 4375787 (D. Neb.)

年次報告書等に重要な虚偽記載があった。SEC が財務担当役員 2 名を提訴した。

被告：Janus 判決を引用して、自らは会社に代わって書類を準備・発表しただけであり、会社自体が「maker」であると主張。

- 書類に署名をし、確認をした財務担当役員として、被告は、書類の内容、伝達するか否か、伝達する方法につき、最終的な権限を有し、支配する者である。

③Hawaii Ironworkers Annuity Trust Fund v. Cole, 2011 WL 3862206 (N.D.Ohio)

被告 3 名（署名はの有無は不明）は、CEO と CFO からの強い圧力のもと指示を受けて、利益率 6% という過度に楽観的な財務情報を公表した。

- 被告は、表示内容に最終的な権限を有しないので、責任を負わない。

ウ) コメント

①セントラル判決以降、私的訴訟は制限的に解される傾向にある。

②二次的行為者の規制を民事責任ではなく SEC による法執行に委ねる方針をとっている⁵²。

③Janus 判決の射程はまだ明らかでない部分が多いが、

- ・異なる法人間での問題か、それとも会社内部の最終的権限も対象になるか
- ・従来の記載者特定基準と違いがあるのか（広くなるのか、狭くなるのか）
- ・最終的権限基準は、私的訴訟以外にも適用されるのか といった疑問がある。

以上

⁵¹ 反対に、33 年法 17 条(a)のもとでは「make」が使用されていないことから、Janus 基準は適用されないとする SEC v. Sells, 2012 WL 3242551 (N.D.Cal.)や、17 条(a)には私的訴権が認められないから、Janus 基準が適用されるとする SEC v. Daifotis, 2011 WL 3295139 (N.D.Cal.)下級審判決として、

⁵² Dodd-Frank 法 929P 条(c)項により、34 年法 20 条(a)項を改正して、支配者についても、SEC に 34 年法 21 条(d) 項 1 号または 3 号の責任追及を認めた。