大証金融商品取引法研究会

アメリカの空売り規制・規則１０ｂ－５規制の最近の状況

平成 25 年 6 月 28 日（金）15:02～16:56　　大阪証券取引所５階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田　秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

石田　眞得　関西学院大学法学部教授

伊藤　靖史　同志社大学法学部教授

川口　恭弘　同志社大学法学部教授

北村　雅史　京都大学大学院法学研究科教授

近藤　光男　神戸大学大学院法学研究科教授

龍田　　節　京都大学名誉教授・弁護士

舩津　浩司　同志社大学法学部准教授

前田　雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

松尾　健一　大阪大学大学院法学研究科准教授

森田　　章　同志社大学大学院司法研究科教授

山下　友信　東京大学大学院法学政治学研究科教授

行澤　一人　神戸大学大学院法学研究科教授

○近藤　　それでは，時間になりましたので，大証金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は，関西学院大学の石田先生より「アメリカの空売り規制・規則１０ｂ－５規制の最近の状況」についてご報告いただきます。

なお，本日をもちまして，大証金融商品取引法研究会としての研究会の開催は最後となります。次回以降の研究会の運営に関しましては，本日の最後に私のほうから簡単にご案内いたします。

それでは，石田先生，よろしくお願いいたします。

～～～

ついて（案）」が公表されまして，その主な内容として，価格規制については，ティック方式からサーキットブレーカー方式への転換やNakedの空売り禁止の規制を恒久化するといった，アメリカと方向性を同じくする改正がなされる見込みであると報道されています。

１．概要

（１）空売りの定義

現在，short sale あるいは short selling と呼ばれる空売りに関する連邦法の主な規制は，参考資料で付けております連邦規制集（ＣＦＲ）の１７巻，パート２４２の規則２００条から２０４条によって行われています。この２００条から２０４条までの５カ条を合わせてレギュレーションＳＨＯと呼んでいます。

その２００条(a)では，空売りについて，「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」と定義されています。この定義をベースにして，大きく分けると，空売りには，価格規制，空売り明示規制，確認義務，そして清算義務という主に４つの規制がかかってきます。

ところで，空売りを行う者は，後に売付けのために借りた証券を返さなければならないため，通常は市場で同じ証券を買い付けて，これを貸し主に返すことになります。このときに，買付けの価格が空売りの価格より安ければ，その差額が空売りを行った者の利益となります。これをヘッジとして利用することも多いようです。

空売りには，売りと買いの一時的な不均衡を埋めて市場取引の流動性を高めるという効果があると言われます。また，割高株を空売りすることによって，価格決定の効率性に役立つとも言われています。これらのプラス作用は，ＳＥＣも認めるところです。

（２）空売り規制の導入

一方，空売りに対する批判も少なくありません。空売り規制導入のきっかけとなったのは，１９２９年の株価大暴落の際に，bear raider による売り崩しがあったのではないかという疑いが生じたことです。このあたりの評価として，連邦議会がどのように白黒をつけたのか，資料からは読み取れませんでした。レジュメの脚注１に引用していますように，「銀行及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のうち，空売りほど意見が大きく分かれるものとして特徴を持つものはほとんどないと指摘していまして，

また Loss 教授の解説によると，議会は，空売りに対する肯定的，否定的見解が述べられる中，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述べられています。

そこで，連邦議会によって制定されたのが１９３４年証券取引所法１０条(a)項です。この規定は，現在も存置されています。特徴的な点は，規制の具体的中身をＳＥＣの定める規則，レギュレーションに委任しているということです。その後しばらくＳＥＣの規則は定められなかったのですが，１９３７年の株価下落を受けて，ＳＥＣが調査を実施した結果，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，そして下落相場では，空売りが著しく市場の安定性を害するという結論に至りまして，１９３８年に，３４年法規則３ｂ－３，１０ａ－１，１０ａ－２を制定したというわけです。

ＳＥＣは，この新規則について，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と述べていました。このルールの中心は，具体的には，直近価格以下で空売りを行うことを禁じるものでありました。

なお，Advanced Magnetics,Inc.v.Bayfront Partners,Inc.事件というのを挙げています。どういう点で規則１０ａ－１違反があったのかは判決文を読んでも明らかではありませんでしたが，原告の主張は，原告の行った公募に関して被告が公募価格を下げるような方法で空売りを行ったというものでした。ニューヨーク南部地区裁判所は，規定の文言からは明らかではないものの，立法背景を見ると，ＳＥＣは，規則１０ａ－１の目的を，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置いていたと説明をして，３４年法１０条(a)項及び規則１０ａ－１の違反には，私的訴権が認められないという判断を下しています。

（３）ＳＥＣの空売り規制の目的

話を戻しまして，アメリカでは，この規則１０ａ－１による規制が約６０年余り続くことになります。その間，ＳＥＣが表明してきた空売り規制の目的，ポリシーは，

①市場の上昇局面では，空売りを制限しない。

②連続した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こと。

③空売りを行う者が，一つの価格帯のすべての呼び値を使い去って，その後 long（実売り）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，市場の下落

を加速させることを防止すること。

というように唱えられてきました。

２．規制の概要

（１）価格規制

適用対象となるのは，レギュレーションＮＭＳの規則６００条(b)(47)に定められた証券です。これらの証券は，全国市場システムによって取引報告や最良ビッドの情報が統合されているものでありまして，取引所やＯＴＣ市場取引されるオプション以外のすべてのエクイティ証券です。これら対象証券について，常時すべてに価格規制がかかるというのではなく，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って，価格規制が発動されます。これをサーキットブレーカー方式と呼んでいまして，レギュレーションＳＨＯの規則２０１条に規定されています。

価格規制の内容は，当日の残りの取引時間及び翌日の間，当該銘柄について直近の最良の買い気配値，すなわち最も高い買い気配値以下での空売りが禁止されるというものです。そして，規則２０１条(b)(1)(ｉ)(ⅱ)では，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などから成るトレーディングセンターは，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・手続を定めなければならないと規定されています。

従来の規制は具体的にどうだったのかといいますと，ア)にありますように，国法証券取引所上場証券については，直近価格より安い価格での空売り注文が禁止されるというアップスティック・ルール，そして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というゼロ・アップスティック・ルールが適用されてきました（注７）。

また，ＮＡＳＤＡＱのＮＭＳ銘柄については，取引価格ではなく，最良買い気配値より安い価格での空売り注文を禁止するというビッド・テストが用いられてきました。つまり，繰り返しになりますが，大きな変更としては，全銘柄に常に価格規制を及ぼすものであったのが，前日終値から１０％以上下落したものに限り価格規制が及ぶことになった点，及び価格規制で基準とされる価格が直近の取引価格ではなく，ベストビッドとされ，それ以下での注文が禁止されることとなった点です。

話が何度も前後して申しわけありませんが，ＳＥＣは，２００５年5月２日から２００７年８月６日まで，空売りに対する価格規制の影響を検討する狙いから，一定の対象銘柄について価格規制を一時停止するという市場実験を行いました。同じように，１９７６年にも価格規制を一時停止するという市場実験の提案がなされましたが，このときは，市場や上場会社からの消極的意見によって，実験は実現しませんでした。

イ）ですが，２００５年から約２年余りかけた実験の結果として，ＳＥＣの経済分析局スタッフによる結果報告の草案及び最終報告が公表され，この実験が管理された状況のもとで行われたものであって，すべての株式について恒久的に価格規制を撤廃することの証明とは必ずしもなり得ないかもしれないと述べつつ，この間に，対象証券について流動性や市場の質に悪影響をもたらしたとする結果は得られなかったと結論づけました。

その後，この実験結果をもとに，２００７年７月に規則改正を行い，従来の規則１０ａ－１を廃止し，価格規制を撤廃しました。あわせて，すべての自主規制機関に対して価格規制の実施を禁止しました。

この２００７年の規則改正で空売りの価格規制が撤廃されたのですが，その後，２００８年の金融危機に際して，３４年法１２条(k)項２号に基づく緊急命令をＳＥＣが発出しまして，２００８年7月２１日から２９日まで，金融機関１９社の株式の Naked の空売りを禁止し，さらに２００８年9月１９日から同年１０月２日まで，全銘柄の Naked の空売りを禁止するとともに，金融機関７９９社の株式の空売りを禁止しました。その後，価格規制は現行のように再び改正されることとなったわけです。

レジュメのウ）とエ）の間で説明が不足していて申しわけありませんが，２００９年４月に価格規制の復活を提案するＳＥＣのリリースが公表されまして，これが２０１０年２月に採択され，現行規定に至っています。

ところで，このときのＳＥＣの説明は次のように述べています。提案リリースでは，「我々は空売りの価格規制の廃止が合衆国市場の不安定性増大の一因となったという明確な実証的証拠は認識していないが，多くの国民は現在，旧規則１０ａ－１の廃止を最近の不安定さと関連づけている」と述べ，また２０１０年の採択リリースにおいては，「市場状況が悪くなるにつれ投資家の信頼は低下し，そして委員会は，投資家の信頼回復に役立つであろうという考えに一部基づいて空売りに制限を課すことを検討するよう求める多数の要求を国民から受け取った」「委員会は，規則２０１条が空売りが下落市場を激化させる手段として利用されることを防ぐことに資すると考える」と述べています。

先ほど，現行の価格規制は旧規則１０ａ－１に比べてサーキットブレーカー方式を採用している点，及びビッド基準を採用している点が異なると指摘しましたが，現行規制はこのほか，エ）にありますように，規制の名宛てが「何人も」から「取引センターへ」と変わっています。

（２）「証券を所有する」の意義

ア）レギュレーションＳＨＯの規則２００条(b)では，

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き渡しによって決済され，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。

が証券を所有する場合であると規定されています。

もっとも，イ）にありますように，投資家の中には，long と short のポジションが混在しているものもあります。そこで，そのような場合はネットでポジションを判断することになっています。

さらに，ブローカー・ディーラーにあっては，例えばディーリング部門と投資・銀行部門というような取引ユニットを設定して，そのユニットごとにネットで long か否かを判断することが認められています。

（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りません。

ア）「long」と表示できる場合（規則２００条(g)）

（ｉ）先ほど（２）のア）で挙げた①から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前述の①が合理的に期待される場合のいずれかを満たす場合，に限られます。
イ）「short exempt」に該当する場合（規則２００条(g)(1)）

従来，売り注文の表示は，long と short だけでしたが，２００４年の規則改正で short exempt（免除）というのが追加されました。形式的には short に当たるとしても，一定の場合に該当すれば，空売り規制を免除するというものです。

ＳＥＣの説明によりますと，①は，ある証券に対してサーキットブレーカーが発動された後に，ブローカー・ディーラーが当該証券の空売り注文を取引センターに提出した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です。

次に，②として(ｉ)から(ⅶ)まで挙げてありますが，これらの事項を信じる合理的根拠をブローカー・ディーラーが有する場合です。これらは，旧規則１０ａ－１において空売り規制の適用除外とされてきた事項でありまして，これを引き継いだ規定となっています。例えば(ｉ)では，転換証券やオプションなどを所有していて，決済日までに対象証券をブローカー・ディーラーに引き渡しができそうにない場合であっても，引き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は short 免除をするというものです。

また，(ⅱ)は，ブローカー・ディーラーがマーケットメーカーとして顧客の odd lot（単位未満）取引の注文の反対売買をするときです。このような取引は，取引のサイズから見ても，特定の証券の価格を下落方向へ導くものではないと考えられるため，空売り規制の目的に抵触しないとして short 免除されているというものです。

そのほか，short 免除に当たるようなものとして，(ⅲ)から(ⅶ)に挙げるような場合が定められています。これらについては，「short exempt」の表示をしなければならないことになっています。

（４）確認・買埋め義務

まず，ブローカー・ディーラーは，①当該証券を顧客が借りているのか，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り入れができると信じる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限り，空売り注文を受託または自己の勘定で行ってはならないとされています。これは，いわゆる Naked の空売り注文を防止するために，空売りの手当てができているか，ブロー

カー・ディーラーに確認をさせる制度です。この例外として，レジュメの(ｉ)から(ⅳ)までが定められています。

そして，２００４年の規則改正で継続的に受け渡しができていない状態，フェイルとなっている証券，これを要注意証券（threshold securities）と呼んでいるようですが，これについては，強制買い戻し制度というのが設けられました。すなわち，ブローカー・ディーラーは，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，１万株以上で発行済み株式の０．５％以上に相当する証券がフェイルとなっている要注意証券については，それが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 close-out（清算・解消）しなければならないこととなっています。

ブローカー・ディーラーは，この清算をしない間は，借入れまたは借入契約の締結をしないで，要注意証券について他の者からの空売りの注文を受託し，または自己の勘定で空売りを行うことが禁止されます。

（５）清算（close-out）義務

また，２００７年から暫定的に導入されて，２００９年に恒久化されたのが清算義務です。これは，（４）のイ）との違いがわかりにくいところですが，ＳＥＣの説明によると，先ほど述べた強制買い戻し制度は，要注意証券にしか適用されないということで，フェイルをより広く防止するという観点から規制を設けたと述べられています。

その内容は，規則２０４条に定められていまして，まず，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 long または short の売付けについて，清算機関に証券を引き渡さなければならない。その上で，ブローカー・ディーラーは，エクイティ証券の long または short の取引に関して，清算機関で引き渡しができないポジションを持つときは，決済日に次ぐ決済事業日の通常の取引時間の開始前までに同種・同数の証券を借り入れ，または購入して直ちにフェイルのポジションを解消・清算しなければならないこととされています。これが規則２０４条(a)です。これについても，レジュメに記載のような例外があるところです。

イ）にありますように，この清算義務に応じない場合，規則２０４条(b)によって，ブローカー・ディーラーは，先に証券を借り入れ，または借入契約の締結をしないで，他の者からの空売りの注文を受託することや自己の勘定で空売りを行うことが禁止されます。

（６）募集に関連した空売りーレギュレーションM規制１０５

以上が，レギュレーションＳＨＯによる空売り規制の概要ですが，それ以外の関連する規制として，まず，レギュレーションMの規則１０５条があります。これは，１９９６年１２月に改正される前の３４年法規則１０ｂ－２１を引き継いだ規定です。

規制の内容は，登録届出書または Form１－Ａもしくは Form１－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，一定の例外を除いて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というものです。

ここにいう制限期間については，６ページの３行目にありますように，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，または登録届出書または通知書の最初の届け出から価格決定までの期間のうち，いずれか短いほうとされています。

ＳＥＣは，規則旧１０ｂ－２１の最初の規則制定以前から，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は，相場操縦禁止規定に違反するという立場をとってきました。募集の場合は，発行価格が決定されると，空売りを行う者にとっては，反対売買となる買付けの価格が固定されるために，それだけ取引リスクが小さくなります。一方，発行者は，募集前の空売りによって募集価格が押し下げられ，手取り金が減少するという不利益を受けるわけですが，ＳＥＣは，このような発行者の不利益を防ぐことを直接的には述べていなくて，規制の目的は，募集前の相場操縦的な空売りを防止することにあると述べています。

（７）役員等の自社株売り

また，３４年法１６条(c)項 1 号では，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ています。Hazen 教授のテキストによりますと，これは実取引の短期売買の利益を制限する３４年法１６条(b)項とパラレルの関係になっていて，内部情報にアクセスを有する役員等が実売りではなく，空売りによって濫用的な取引を行うことをも防止するために規定されたものであると説明されています。

（８）Naked への対応

実際に借入れの手当てのできていない空売りである Naked short sale への対応についてです。Naked が問題視されるのは，そもそも借株をしていないし，するつもりもないので，フェイルを起こしやすいということです。こういった決済制度への支障だけでなく，借株を用意していなくても構わないということになると，空売り注文を増加させて，強い株価下落の圧力を生じさせる懸念があるということが挙げられます。なお，ＩＯＳＣＯのテクニカル・コミッティーによる「空売りに関する最終報告」においても，Naked によるフェイルへの対応が推奨・勧告されています。

Naked に関しては，先ほどのブローカー・ディーラーの確認・買埋め義務，清算義務といった制度が順次導入されたことに加えて，２００８年に３４年法規則１０ｂ－２１が制定されたという動きがありました。その内容は，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け注文を出すことは，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」に当たるというものです。

もっとも，レジュメで挙げましたＵ．Ｓ．V. Naftalin の最高裁判決では，意図的な Naked は，証券詐欺を構成すると考えられているようです。そうであるならば，なぜこの規定が設けられたのか気になるところですが，ＳＥＣの解説によると，この規定の意義は，Naked による濫用的な行為を明確にした点にあるとされています。また，１０ｂ－２１違反となるためには，受渡しの意図や可能性について，他人を欺くだけでは足りず，フェイルが必要であると。そして，この規定に，私的訴権は認めないという立場のようです。

規則１０ｂ－２１の前注では，「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」としていますが，規則１０ｂ－５との関係が必ずしも明らかではないように思われます。

５．空売りと不公正行為の規制

ＳＥＣはこれまで，濫用的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見解を繰り返し述べてきました。あるいは，「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持つものとみなされ得る」とか，「空売りに関連する売り崩しや相場操縦的行為は違法である」といった具体的な記述も見受けられます。そこで，具体的にどのような行為が濫用的または相場操縦的な空売り

として争われてきたのか，幾つかの事件を見てみようと思います。網羅的ではないと思いますが，その点，どうかお許しください。

（１）虚偽の情報の流布と空売り

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

まず，１件目は，虚偽の情報の流布と空売りが問題となった事件です。空売りの後，虚偽のマイナス情報を流布して，下落した価格で買付けを行ったり，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て，市場が真実を認識した時点で買付けを行うといった行為は，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言えるから，規則１０ｂ－５違反になるという見解があります。

そのような事件として，ＳＥＣの排除措置命令の事件ですが，ＳＥＣ v. Paul S Berliner 事件があります。これはBlackstone社によるＡＤＳ社株式の取得に関して，意図的に虚偽のうわさ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 に対して，３３年法１７条(a)項，３４年法９条(a)項４号，１０号(a)項及び規則１０ｂ－５違反があったとしてＳＥＣが利益の吐き出し等を求めた事件でした。

Berlinerは，Blackstone社がＡＤＳ社株を１株について８１．５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１株７０ドルで取得する旨を新たな提案について検討しているという虚偽のうわさを証券会社やヘッジファンドに伝えて，ニュース媒体にもこれが取り上げられて，３０分間でＡＤＳ社の株式は１７％下落したというものでした。Berliner は，虚偽のうわさの流布と同時に空売りを行って，虚偽のうわさがＡＤＳ社の株価を下落させたときに買い戻しをして，２万５，０００ドルの利益を得たということです。

（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.)

２件目と３件目は転換証券に関する空売りの事例で，２件目はＳＥＣの排除措置命令の事件ですが，Sedona 社が発行した転換型社債を顧客のために購入した Rhino の行為が問題となりました。この転換社債は，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となっていました。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のですが，これに違反して，Rhino は顧客にかわって Sedona 社株式の空売りを行って，同社株価を下落させました。結局，Rhino の顧客は，転換権を行使してより多くの Sedona 社株式を取得しました。Rhino は，空売りの株式の買戻しのために仮装取引や馴れ合い取引を行って，顧客の関与を秘匿した。そこで，Sedona 社株式について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)項や３４年法１０条(a)項及び規則１０ｂ－５違反に当たるとして，ＳＥＣから民事制裁金の支払い等を求める訴えが提起されたというものです。

（３）Convertible 証券に関する空売り

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

３件目も転換証券に関する事件です。この事件は，ＡＴＳＩという原告が権利行使により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ていました。一般にこのような転換証券は，toxic 転換証券または death spiral 転換証券と呼ばれているようでありまして，権利行使時の株価によって取得株数が変動するという点で，伝統的な転換証券と異なるものです。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・ポジションの穴埋めをした点で，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わけです。

巡回区の上訴裁判所は，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格の評価に関して，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」と述べました。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転換証券の購入は，本質的には相場操縦的ではない」と判断しています。

（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

これはＳＥＣがリリースでよく引用する事件です。相場操縦と関連する空売りの事件ですが，要するに，Russo らは，ＩＰＯの引受けを行った会社の株価が下がらないように，①訴外会社の株式を顧客に無断で口座に付け替えたり，②１～２週間後の高値の買取りを約束して，顧客に訴外会社株式を保有させる――パーキングという手法らしいですが――といったことをやったということです。さらに，Russo らは，空売りを行って，その収入を株価維持のためのスキームに必要となる訴外会社株式の取得代金等に充てました。そこで，政府が Russo らに対して相場操縦の違反をもとに訴えを提起したのですが，①②に加えて空売りも相場操縦だという主張が含まれていたので，空売りは相場操縦ではないというような反論をした，その点についての判断です。

第２巡回区上訴裁判所は，「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，及び市場の実体から価格を遮断することを可能にした。空売りを通じた資金がなければ，Russo らは訴外会社の大量の株式が市場に出回らないようにしたり，買い集めスキームの資金をつくったりして，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」と述べたわけです。

この事件は，空売りが一連の相場操縦スキームのなかで行われたもので，空売りと相場操縦的行為の関連が認められたケースです。

（５）株式への交換証券の付された貸付けと空売り

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

これも転換証券とよく似ていますので，事実の概要のところは省略します。裁判所は，「空売りは適法であり，ＳＥＣの規則及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」と判示しました。Colkitt は Russo 事件等との類似性を主張しましたが，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詐欺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，主張を退けています。

これらの限られた事件から明らかな共通項を見出すのは難しいですが，相場操縦的であるというためには，空売りによって市場の需給関係に影響があったこと，そしてそれが当事者に誤った印象を与えたといった，一般に規則１０ｂ－５違反となる相場操縦に必要とされる立証がここでも要求されているように思われます。

floorless の転換証券などは，典型的に狙われやすいケースかと思いますが，これも規則１０ｂ－５違反として立証することは容易でないようです。

６．Dodd-frank 法９２９Ｘ条

最後に，空売り規制に関して，Dodd-frank 法９２９Ｘ条による新たな立法の動きを簡単に見ておきます。

① ３４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ず，ＳＥＣは，この開示に関する規則を制定することとされています。かつて，旧規則１０ａ－３Ｔによって，暫定的措置として２００８年９月から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りませんでした。この延長にあるものと思われます。

② ３４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及び救済が利用し得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されています。

どのような意図でこの規定を設けたのかは明らかではありませんが，濫用的な，あるいは相場操縦的な空売りというのは，価格規制で防止するというのではなくて，あるいは価格規制で防止し切れない部分があるというので，こういった詐欺禁止規定で正面から捉えていこうという趣旨なのかもわかりません。

③ ３４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，全額支払い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と規定されています。

現在のところ，ＳＥＣのホームページで確認しましたところ，これらの規定に基づくＳＥＣの規則制定はペンディング・アクションとなっていまして，具体的な中身は明らかでありません。

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

時間の都合で，かなり駆け足となりますが，最近，規則１０ｂ－５に関する重要な最高裁判決が相次いで出されています。それらのうち，私的訴訟に関する責任主体の範囲が厳格化されているという最近の判例傾向に絞ってご紹介します。

３４年法１０条(b)項は，ＳＥＣの定める規則に違反して，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を用いることを禁止しています。これを受けて，ＳＥＣ規則の１０ｂ－５は，「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」として，レジュメに書いてあります(a)から(c) を規定しています。

違反に対しては，故意に違反した場合には①刑事罰がありますし，裁判上の救済や行政上の手続といった②のＳＥＣによる法執行の手続もあり，さらに，③民事責任ですが，判例法上，黙示の民事訴権が認められてきたところです。

２．規則１０ｂ－５の主な適用事例

規則１０ｂ－５は，よく言われますように，包括的詐欺禁止規定（catch-all provision）として機能していまして，インサイダー取引や前回飯田先生からご報告がありました相場操縦，それから看板理論や適合性原則，過当取引といったブローカー・ディーラーによる不当勧誘，開示書類や口頭表示等における不実開示などについて適用されてきました。

３．規則１０ｂ－５の要件

規則１０ｂ－５のうち(b)は，重要な不実表示または省略に関する規定です。これに対して，(a)と(c)は，詐欺を行うスキームや詐欺となる行為等を禁止するものです。１０ｂ－５(b)の不実表示でなくても，欺瞞（deception）は生じ得るために，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と説明されます。しかし，従来主に利用されてきたのは(b)でありまして，民事訴訟における教唆・幇助責任を否定したセントラルバンク判決以降，(a)(c)が注目されるようになったと言われています。

ただ，（１）のイ）に書いていますように，どのような行為類型が(a)(c)に該当するのか，判例法上ほとんど明らかでないとも指摘されています。

規則１０ｂ－５の要件としては，「に関連して」というもの，さらに「欺罔の意図」というものがあります。「に関連して」という要件は，判例では比較的広く捉えられているようです。主観的意図に関しては，判例法上，negligence では不十分であって，「欺罔の意図」が必要であるとされてきました。レジュメの（３）のところです。

欺罔の意図に無思慮（reckless）が含まれるのか，今のところ，最高裁の判断は出ていません。会社を被告とする場合には，会社の欺罔の意図の立証が問題となりますが，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ようです。

この主観的意図については，１９９５年の私的証券訴訟改革法によって，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しなければならないとされまして，その後最高裁で，合理的または許容し得る程度ではなくて，合理的な者が見て欺罔の意図の推定が非常に強力であることを要するという判断が出されています。

私的訴訟の場合には，さらに，原告は，証券の売買に際して被告の詐欺行為を信頼したという信頼の要件に加えて，（５）の損害及び損害因果関係の立証が必要となります。損害因果関係については，１９９５年の改革法によって，原告は，被告の行為により損害が生じたことの立証責任を負うことが明示され，最高裁は，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，訴答要件は満たさない，不実表示と損失の近因の証明が必要であると判断しています。

次の（６）は省略させていただきます。

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

従来は，会社の虚偽記載があった場合，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があった場合，①１０条(b)項の一次違反があること，②一次違反の存在に関して，教唆・幇助者の無思慮（reckless）があること，③教唆・幇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・幇助責任が認められてきました。しかし，最高裁は，１９９４年のセントラルバンク判決において，３４年法１０条(b)項の私的訴訟における教唆・幇助責任を否定しました。

もっとも，ＳＥＣによる教唆・幇助責任の追及は，①一次行為者による証券諸法の違反，②教唆・幇助者が違反を知っていること，③実質的に一次違反者の違反を援助したことの要件を満たせば認められることには，変更はありません。

（２）その後の判例の展開

その後，二次的行為者を一次的違反者と捉えるための判例が積み重ねられてきました。大別すると，書類の作成に実質的に参加した，深く関与したことをもって一次違反者とする①実質的関与基準，それから，虚偽記載の作出に加わったことをもって一次違反者とする②作出者基準，そして最後は，最も厳格な，投資者に行為者が特定されるような場合，例えば書類への署名がある場合に一次違反者とする③記載者特定基準というように判例が展開されてきました。

その後，粉飾決算に加担した取引会社を規則１０ｂ－５の詐欺のスキームを用いたものとして責任追及したのが Stoneridge 事件ですが，最高裁は，主に，取引先の詐欺行為が投資家との間で信頼の要件を満たさないという理由で，取引先のスキーム責任を否定しています。

（３）Janus 判決

さらに，その後２０１１年には，ミューチアル・ファンドを運用する投資顧問の親会社の投資家が，当該ミューチアル・ファンドの目論見書の虚偽記載について，親会社の収入が減少したとして，当該投資顧問及び親会社に対して損害賠償を請求した Janus 判決が最高裁によって下されました。この事件では，規則１０ｂ－５(b)の不実表示を行う（make）の意義が争点となったわけですが，裁判所は，記載を行う者とは，その内容並び

にそれを伝達するか否か，及びどのように伝達するか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と判示して，責任を負うべき者はミューチアル・ファンドであって，投資会社や親会社ではないとの判断を示しました。

その後，下級審では，例えばイ)の①にありますように，不実表示へのスキームに関して，規則１０ｂ－５(a)(c)に基づく第一次責任を許容することは，不実表示を行っていない，つまり make していない被告に責任を認めるものであって，Janus 判決でも述べられたルールを意味のないものにしてしまうとして，Janus 判決の影響を受けて，スキーム責任に消極的な見解を示す判断も出てきています。

以上，簡単にまとめますと，セントラルバンク判決以降，立法，そしてサイエンターの訴答基準や損害因果関係，それからスキーム責任に関する一連の最高裁判決，さらに make の意義に関し最終的権限基準を採用した Janus 判決をみると，私的訴訟はかなり制限的に解される傾向にあると言えます。

そして，二次的行為者の規制は，民事責任ではなく，ＳＥＣの法執行に委ねる方針がとられているということも特徴的です。

最後に，Janus 判決の射程はまだ明らかでない部分が多いですが，その基準は，異なる法人間での問題を言っているのか，それとも会社内部での最終的権限のことも言っているのか，最終的な権限基準は従来の記載者特定基準とどれぐらい違うのか，広くなるのか，狭くなるのか，さらに，最終的な権限基準は，本件は私的訴訟でしたけれども，それ以外にも適用されるのかといった疑問も出てきています。

甚だ理解の浅い検討で申しわけありませんが，ご教授のほど，どうぞよろしくお願いいたします。

報告は以上です。

～～～

ればと思いますが，いかがでしょうか。

Ⅰ　空売りの規制について

１．空売りに対する価格規制

○前田　　価格規制のところですが，アメリカでは，日本法のもとになった形の価格規制は廃止されたけれども，少し姿を変えてまた価格規制が復活したということでした。結局，現在のアメリカにおける考え方としては，価格規制が本当に空売り規制として意味のある規制なのかどうかについて，考え方は一致していないということでしょうか。

○石田　　はい。そうだと思います。

○前田　　市場実験をした結果としては，どうもあまり意味はなさそうだと。しかし，一般投資者の信頼確保のためには，やはり必要かもしれないということで復活したということですね。

○石田　　はい。市場実験のときは大きな相場下落はなかったのですが，価格規制の撤廃後の金融危機で大幅な下落相場を経験して，市場の不安定さに投資家が動揺した。そのことが大きかったようです。

○前田　　それと，価格規制がいったんは廃止された背景として，価格規制が空売りの弊害を抑えるために実効的かという問題と別に，そもそもその規制の方法，つまり価格そのものについてまで直接に法的規制をかけるようなやり方について，行き過ぎではないかという考え方が基礎にあるのでしょうか。

○石田　　従来から，空売りには経済的なプラス効果というのがあって，アップティック・テストが市場の効率性を低下させているといった，経済学者からの随分と強い主張がありましたし，市場実験の結果をみても，対象銘柄について，フェイルが増加しなかったとか，ベアレイドが増えなかったといった分析結果が得られたことから，価格規制をなくしてもよいのではないかという意見が強かったように理解しています。さらに，価格規制撤廃の規則提案リリースでは，市場取引に対する監視が高度化されたことから，相場操縦的あるいは濫用的な空売りは，価格規制がなくても，追跡・発見可能であるともＳＥＣは述べています。

○川口　　もっとも，現在でも価格規制は存在していますよね。アップスティック・ルールは残っているんですよね。

○石田　　ええ，サーキットブレーカー方式でのアップスティックが……。

○川口　　１０％を超えた価格引き下げのものは禁止されるのでしょう。

○石田　　そうです。ただ，１０％を超えるまでは禁止されないから，連日７，８％ずつ下落しても，価格規制は発動されないことになります。急な価格下落が発生した後の，さらなる急な価格下落を防ぐことしかできないといった批判はあります。

○川口　　日本も同じようなルールを今入れようとしているようですね。

○石田　　ええ，サーキットブレーカー方式への転換ですね。

２．Naked に関する虚偽の表示

○行澤　　レジュメ７ページの※のところで，石田先生は，「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），なぜ規則を新設したのか」という疑問を提起されて，論文を引用されていますけれども，Naftalin ケースというのは，実際に Naked であることについて意図していれば，証券詐欺を構成するという判断をくだした判決なのですか。

○石田　　ブローカー・ディーラーに対して，Naked であるということを隠して，現物の手当てがあるという虚偽の表示をして，注文を出したことが詐欺だとされたわけです。

○行澤　　すると Naked であったとしても，例えば貸株なんかを使う場合等に，それ自体が証券詐欺を構成するわけではないのですね。

○石田　　虚偽の表示をしないのであれば，ないと思います。

○行澤　　そうすると，空売りに対して相場操縦規制あるいは１０ｂ－５等が適用される場合に，Naked であるということはどんな影響を与えると考えるべきなのでしょうか。つまり，新しい１０ｂ－２１というのは，実はフェイルをしていなければならない。でも，１０ｂ－５との関係で言うと，フェイルしたかどうかということは本質的ではない。そうすると，Naked であるということが，具体的に１０ｂ－５の判断にどういう影響を与えると考えられますか。

○石田　　規則１０ｂ－２１は，まさに，Naked がフェイルを発生させる危険が高くて，予期せぬフェイルの発生は，売買の相手方やブローカー・ディーラーに不利益をもたらすにもかかわらず，自分の注文が Naked であることを隠していた。そして，実際にフェイルが発生した。そのような場合を詐欺的だとする規定です。それと，少ない件数ですが，私が見た範囲では，一般に相場操縦的であると言うためには，やはりマーケットに

誤ったメッセージを送った，それが相場操縦的だということのようなので，Naked であったかどうか，そして，そこにフェイルがあったかどうかというのは，必ずしも本質的ではないと思います。

○行澤　　わかりました。

３．相場操縦的な空売りとは

○近藤　　ということは，単なる空売りを相場操縦的空売りと言えるようになるためには，何が重要となるのでしょうか。

○石田　　まさに相場操縦的あるいは欺瞞的な空売りとは，市場の需給関係について誤った判断を投資家に与えるような行為だと思いますけれども。

○川口　　でも，空売りの場合は，一遍にぼんと売るだけなんですよね。

○石田　　そうですね。

○川口　　それで買い戻すわけですよね。それが誤った投資者判断を呼ぶというのは，どういうことになりますか。

○石田　　つまり，ファンダメンタルに応じて価格が下がっていっているというような誤ったメッセージを市場に伝えてしまう，そういう理解ではちょっと狭過ぎるでしょうか。

○松尾　　その理解だと，きょうご紹介いただいた Convertible 証券に関する空売りのところがうまく説明できないのではないかと思います。これは要するに，Convertible 証券のほうでもうけを得るために対象株式の価格を下げた事案ですね。今の先生のお話だと，ファンダメンタルを反映した下落ではなくて，むしろ価格を下げて転換比率を有利にするための下落ですけれども，ＳＥＣは，どうもそのことのみでは相場操縦には当たらないと考えているようです。きょうご紹介いただいた（３）と（５）は，まさに別のところで利益を得るために株式の価格を下げる意図で空売りをした事案だと思うのですけれども，こういう空売りも自然の需給だというふうにＳＥＣは考えているのかしらと思いたくなるようなことを言っているように思うのですが，需給についての誤った印象というのは，何を意味するのでしょう。

○石田　　（３）のＡＴＳＩの事件は，裁判所は，欺瞞に当たるためには，証券の価格が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が必要だと，（５）のＧＦＬの事件でも，市場に虚偽の情報を流布し，株式の需給に誤った印象を作出したことが必要だと，こういうふうに述べているから，やはり相場操縦的な空売りと

いうのは，その辺から離れないのかなと。

○松尾　　自然の需給関係というのは，一体何を意味するのでしょうか。別の証券でもうけられるから株価を下げたいというのは，企業に対する評価ではないですけれども，需要，ニーズとしてはあるわけですよね。

○石田　　はい。

○近藤　　ただ，（２）と（３）では，（２）はＳＥＣが民事制裁金の支払いを求めた事案で，（３）は投資家が損害賠償を求めた事案ということで，その差異から裁判所の対応が若干違うということではないのでしょうか。

○石田　　それはあると思います。（２）のほうは，これ以上詳しい事実関係がわかりませんでしたけど。

○松尾　　（２）は，仮装取引とか馴合取引もやっているということで，純粋に空売りだけで下げたというものではなさそうですね。

○石田　　そうですね。

○北村　　空売りが相場操縦的なものかどうかについて，７ページから１０ページにかけて５つの判例が挙がっていまして，この中で明らかに詐欺的とされたのは（１）と，（２）が若干微妙ですが，あと（４）ですか。

○石田　　はい。

○北村　　これらはそれぞれ，市場に対して，空売りとともに虚偽の情報を流布したということが前提になっています。どのような方法の取引でも，虚偽の情報を流布して取引をやれば相場操縦あるいは詐欺になるわけですよね。

○石田　　はい。

○北村　　そうすると，空売りというのは，証券を持っていないのに大量に売りに出すという点で，相場操縦が起こりやすい要因にすぎないのか，あるいは空売りが相場操縦の本質的要素と考えられるのか，どちらなのですかね。

○石田　　これだけの事件しか調べられませんでしたけれども，本質的要素となっているとは言えないですね。

○北村　　これらのケースでは，空売りをした行為者がそれにプラスして何らかの行為をしたことによって，相場に影響が出たということですね。その前に出てきた Naftalin 判決では，相場には影響は出なかったけれども，ブローカーが損失を被ったようですが。

○石田　　ブローカーと顧客との関係で，詐欺が認められた事件です。

○北村　　ほかのケースでは，相場に影響が出たようですね。だから，空売りは，相場に影響を与える一つの要因にすぎない，と整理できるのかなと思ったわけです。

○石田　　裁判所は，どれだけの大量の空売りをしても，ＳＥＣのルールに則って行っているかぎり，空売りは相場操縦にはならないんだというようなことを述べる裁判例もあります。単なる空売りというのは，やはりそういうものなのでしょうかね。

○行澤　　市場に影響を与えたかどうかということについて，正常な需給であると思わせたことが重要だと言うのですが，実は,手段の違法性というか，目的というか，つまり，空売りによって私的利益を実現しようとしたということを重視していると読む可能性はないですか。つまり，市場に影響を与えるという点で，どれだけ大量の空売りをしても，空売り自体は違法ではないが，自然な需給関係だと認識させたことが違法の本質だと言われても，ちょっとわかりにくいのですけれどね。

○近藤　　それとの関係で気になるのが，空買いといって，お金の手当てがないのに買い注文を出していくという行為についてです。これについては，どのような位置づけをすべきことになるのかよくわからないところです。

○石田　　空買いも，価格の上昇を激化させるということはあり得ると見ていいのでしょうね。

○行澤　　あるんじゃないですかね。

○近藤　　それでは，同じような規制のもとに置かれるべきなのですか。

○松尾　　Naked かどうか，確認しようがない。

○石田　　それは難しいですね。

○行澤　　不当に利得させるとか，非常に偽計的であるとか，それこそ不正とかということになるのかもしれませんが，そちらの要素にポイントがあって，相場操縦という言葉を使ってはいるけれども，判断のポイントは実はそこにはないと見たほうが自然に理解しやすいのですけれどね。

○石田　　目的のほうで判断する考え方ですね。

○行澤　　はい。違法な方法でね，偽計とか，不正とか。

○石田　　空買いでも，自然の需給に手を加えて，投資家を誤解させている場合は，相場操縦的といえないか，ひっかかりますが……。

○松尾　　おっしゃっている自然の需給というのは，発行体のファンダメンタルに対する評価に基づく需給という，そういう意味ですか。株価が上下したらほかでもうかるから，

私は買うんだ，売るんだという需給というのは，それは自然ではないと，そういうことですかね。

○石田　　やはり，それらを含めて自然の需給というのでしょうか。

○森田　　マーケットは２つの要因，つまり業績と需給とがあるわけだから，需給の問題としての話なんでしょう。

○石田　　はい。

○森田　　だから，ちょっと考えにくいのは，もちろん，信用買いはできますが，通常は５日以内に払いなさいというふうになっていますね。それをめちゃくちゃな金額で買うとか売るときは，受け付けてくれないのと違いますか。

　それともう一つは，その日の取引とおっしゃったけれども，ストップ高とかストップ安という制度があって，一回とまりますね，どうしたって。そんなに売り浴びせるとかは……

○川口　　値幅制限がありますね。

○森田　　値幅制限があるでしょう。ですから，あんまり日本ではそういう規制がぴんと来ないのですけれどね。アメリカは，やはりそういうことをもっと自由にやっているのですかね。

○石田　　すみません，値幅制限については調べておりません。

○森田　　日本も１０％でしたかね，ストップは。

○松尾　　価格帯によって違いますね。

○森田　　だから，もう一つ何かよくわかりませんな。ただ，お聞きしていて，需給関係はほっておいてもいいんじゃないかというところがアメリカらしいし，非常におもしろかったけれども，その後がちょっとわかりませんね。

４．金融危機下での空売りの規制

○森田　　要するに，需給関係はもう「神の手」だから，全部それは市場だとも言えますね。アメリカの空売り規制は「神の手」だから廃止したと報告されました。ところが，２００８年に金融機関株が問題になったのですか。

○石田　　はい。２００８年７月に，まず１９社の Naked 空売りを禁止しました。

○森田　　その１９社は金融機関だったわけですね。

○石田　　そうです。

○森田　　だから，そこら辺が，つまり金融機関であれば，信用秩序というか，国民経済とか，証券市場そのものじゃないようなナショナルなマーケット全体の景気とか，何かそういう信用不安とか，金融全般に大きな影響を与えているというようなことがあるのかもしれません。とにかくそのような可能性があって，そこでは緊急停止命令でやったといわれましたね。国民経済全体によからぬ影響が出てくると，アメリカでも「神の手」だと言っておれなくなる。

○石田　　空売り規制を政府が緊急措置として取り入れたことに対して，一部では，それが市場の質を低下させたといった批判もあるようですが，２００８年７月のＳＥＣの緊急措置命令は，金融機関１９社の信用不安がかなり悪化していて，価格下落が Naked で随分と加速されていると見られたことから，Naked を停止するという趣旨でした。

○森田　　それはある種わかるんですよね，たまたまそういうことがあり得ると。それは本当にアメリカの経済にとって大変なことになるからというようなことはわかるのですけれども，いわゆる投資家の固有の利益じゃないともおっしゃったわけです。

○松尾　　確かに，価格の変動に悪影響を与えるとか，株価を下げる方向に相場操縦的に利用されるといった観点からの空売り規制は緩んでいるように思うのですけれども，一方で，ＩＯＳＣＯの推奨でしたか，これが端的に言っていますが，空売りはフェイルの可能性を高める，とりわけ２００８年の金融危機の辺では，金融機関，証券取引にもシステミックリスクというのがあり得るのだと，カウンターパーティーを通してどんどん広がっていくのだというようなことが認識されて，その観点からは空売り規制を強化しようという方向にあると思うのですね。それで，確認義務ですとか買埋め義務，清算義務といったものでフェイルを発生させないようにしているのだと思います。その観点からは，Naked のものはやはり少し問題があるとみられる，これに対する規制は強化されているのかなという感じがして，今森田先生がおっしゃった金融機関への緊急の命令はどちらのほうかはわかりませんけれども，一応システミックリスクが起こらない，フェイルさせて……

○森田　　システミックリスクだったら市場の問題ですから，特に金融機関である必要はないね。

○松尾　　そうですね。取引に参加して，フェイルがどこかに発生して，それが連鎖するというようなことに規制の目が向けられているのかなというふうに思いました。そういう意味では，確認義務，買埋め義務等とも連続性を有するのかなというふうに理解した

のですけれども。

○森田　　フェイルの問題だったら，それはわかるのです。ただ，フェイルの問題自体は，注文の仕方で制約しておけば，そんなむちゃくちゃなことはできないでしょう。僕らが何か株の売買するときに，全く持っていない株を売りに行くということはできないのと違いますか。証券会社は受け付けてくれないじゃないですか。そういうことを，アメリカでは平気で受け付けているのですかね。

○行澤　　だから，そこをだましたら，それこそ先ほどの Naftalin 判決が当てはまって，相場操縦になりますよと。それに，確認義務が課せられますよね，short では。

○森田　　先物取引だったらわかりますけれども，それはまた違うマーケットでしょう。このマーケットのときには空売りをやると問題になる。

○石田　　その点に関してですが，今回の空売り規制の対象となるのはエクイティ証券です。ＳＥＣが規則をつくったときに寄せられたコメントでは，それだけではやはり不十分だと。結局，short sale で発生するようなリスクというのは，エクイティ証券の取引だけではなくて，先物とか，ＣＤＳといった取引でも同じように発生するから，そこは網羅的にやらないと意味がないというようなコメントレターがあったそうですけれども，ＳＥＣは，それを一気に網羅的にやるルールというのは複雑であるということで，今回は見合わせたということのようです。

○舩津　　話を聞いていて何となくの印象ですが，２００７年に価格規制を撤廃したから下落相場の加速というのが起こったのではないかという気がしているのですけれども，そのあたりはどうなんでしょうか。

○石田　　投資家の受け止め方は，関連性があると。しかし，ＳＥＣは，原因となった確たる証拠は認識していないと言っていますね。

○舩津　　そのあたりに関して，ＳＥＣは，恐らくそういうことは口がさけても言わないと思いますけれども，あれが間違いでしたというような話とか，あるいはそういった評価，批評というようなことは特にはないのですかね。

○石田　　すみません，そこまで調べ切れていません。

５．Naked を規制する理由

○舩津　　確認なんですけれども，２００８年に金融機関で空売りが停止ということになったのは，これは Naked が停止されたということで，その前の段階で２００５年から２

００７年の実験を経て，２００７年に価格規制は撤廃されていて，すなわち，２００８年の段階では，価格規制はなく，かつ Naked もオーケーだったものを，Naked だけを禁止するというか停止するというような規制が設けられたということでいいですね。

○石田　　そうです。ただ，Naked かどうかの確認義務などは，２００４年の規則改正によって導入されていました。

○舩津　　この場合の Naked の禁止の意図がどこにあるのかというところ，先ほど来お話があったとは思うのですが，果たしてフェイルの話なのか，それとも下落をとめるという話なのかというところにかかってくると思うのですけれども，ＳＥＣとしてはどこにあったのでしょうか。

○石田　　両方が理由に挙げられています。一つは，決済の問題が発生すると。それは買い方の株主となるべき者に不利益をもたらすおそれがある行為だということ。それから，決済制度の信用が損なわれるということ。それだけではなくて，Naked というのは，本来自分が借株できる量など考えずに，とにかく売るのみだから，下落を加速させる行為として危ないということのようですね。

６．再び，相場操縦的な空売りについて

○川口　　先ほど松尾さんが言われた，ファンダメンタルを反映したものだけが公正な価格かという話ですが，よく美人コンテストの投票で，Ａさんが一番美人だと思うのだけれども，他の人が別の人，たとえばＢさんを選ぶであろうと考えたとき，一番になる人を当てた場合に商品が出るという場合は，Ｂさんに投票するといった話がありますよね。適切な例ではないかもしれませんが，この点で，必ずしもファンダメンタルではなくて，相場の状況をにらんだような注文も公正な注文，すなわち，市場価格が反映されたものだと言えませんか。松尾さんも多分そういうことが言いたかったのではないかという気もしまして，やはりそれもあり得ることではないでしょうか。

○石田　　なるほど。自然の需給関係はファンダメンタルだけではないと。

○行澤　　そういうふうに理解すると，結局，空売りは適法なのだから，いくら大量に出そうが全く問題ないということになって，空売り自体はまさに適法なんだということになってくるわけですね。ただ，決済の関係では少し規制しようと，こういうことなんですかね。

○松尾　　ただ，私も先生のお考えが全くおかしいと思っているわけではなくて，金商法

の規制のもう一本の柱である情報開示，ディスクロージャーというのは，まさに企業のファンダメンタルが市場に反映されるように，それが市場の効率性だよというのを前提にしていると思うのです。

○川口　　でも，５％ルールなんかは，市場の動向に関する規制なんじゃないですか。金商法でも，両面の規制があるのではないでしょうか。

○森田　　そうでしょうね。２つで成り立っていると思います。

○飯田　　自然の需給関係という話ですけれども，自然の需給関係という言葉は，アメリカの判例の言い方からすると，空売りかどうかに特に注目した考え方というよりは，むしろ相場操縦的な行動が行われていないということを意味しているにすぎないのではないかという気もします。つまり，現実取引による相場操縦の局面でも同じような言い方をするのではないかと思います。アメリカの判例法においてはどこに着目して相場操縦の有無を判断していくのでしょうか。自然な需給関係かどうかということをメルクマールとして相場操縦かどうかを判断しているのかというと，むしろそうではないのではないかという疑問をもったのですが，いかがでしょうか。

○石田　　責任が認められているのが，相場操縦に関連した空売りの事案なので，先ほどの答えと重複するのですけれども，他方で行われている行為によって市場の需給関係がもう壊されている，それに空売りが関係していたという，そういうケースで責任が認められているようです。つまり，単に大量の空売りがあったというだけでは足りないと考えられているようですね。

○飯田　　例えば虚偽の表示等をして市場価格を引き下げて，それで空売りをしておいてもうけるというようなパターンのときに，そのような行為は相場操縦的であって，自然の需給関係に影響を与えている，というような流れのところで使われる言葉なのではないかという気がしたのです。

○森田　　あなたのおっしゃるシチュエーションでも，そのときの価格操作というのは，マーケット全体に及んでいるのでしょうね。個人の利益のためだけにそこをさわったら，マーケット全体がそうなったから，そういう意味で，正しくないマーケットになったというような言い方になるのですかね。そういう意味では，公益的な目的のマーケットが害されていることになります。

○飯田　　そうですね。

○行澤　　ただ，それは空売り自体によってではなく，虚偽の情報を流布させたとか，表

示したとかというところが捉えられたのではないですか。

○森田　　そうでしょうね。

○松尾　　前回でしたか，前々回でしたかに出ましたけれども，空売りに限らず，例えば買うほうでも，転換社債の転換を促すために株価を上げるとか，そういうのを馴れ合いとか仮装とかでせずに，純粋に現実取引だけで上げたという場合，これもやはり日本では，協同飼料事件の最高裁判決のいう自然の需給関係には含まれないと考えるんじゃないんですかね。

その点からすると，今回の（３）と（５）は，まさにほかでもうけるために株価を下げている事案ですが，必ずしも自然の需給関係を反映しないものとは考えなかったということですね，裁判所は。そこが興味を引かれるなあというところなんですけれども。

○石田　　やはりこういうのは，相場操縦的という構成では捉えにくいということなんですかね。大量の空売りだけでなく，投資家を欺いたことの立証が必要で……。

○行澤　　ですから，１０ｂ－５による規制というのは，もとより相場操縦だけに限られませんので，日本法で少し議論させていただいたように，不正とか，偽計とか，非常に曖昧ではあるけれども，そういうところで違法性を捉えていける可能性があるとすれば，率直に１０ｂ－５による規制を軸としていけばよいのであって，これを相場操縦規制の次元で理解しようとするから，無理が出てくるのはないでしょうか。相場操縦だと，どうしても需給に影響を与えて云々ということが要件になってきますのでね。

７．取引センターの方針・手続き

○行澤　　新しいレギュレーションＳＨＯですが，各トレーディングセンターの受託契約なんかは，これに対応する規定を整備してきているのでしょうか。

○石田　　詳しく調べておりませんが，できていると思います。

○行澤　　それができていれば，想像するに，トレーディングセンターごとの取り扱い，ルールというのがそんなに変わるわけではないと思うのですが，その内容の調整については，ＳＥＣの指導とか，監視に委ねられているということでしょうか。

○石田　　ＳＥＣの採択リリースによると，規則２０１条(b)で，各取引センターは書面による方針・手続を定めなければならないということになっていて，それが規則２０１条違反の空売りを防止するために合理的なものとなっているかどうか，ＳＥＣやＳＲＯが監視を効かせるということです。

○川口　　ご存じだったら教えていただきたいのですが，アメリカはＡＴＳ，ＰＴＳにも適用があると理解してよろしいですか。

○石田　　はい。

○川口　　そのルールは，取引所のルールと同じということなんですか。アップスティック・ルールにしろ何にしろ。例えば２４時間あいているときに，どのようなルール作りが考えられているのでしょうかね。

○石田　　ちょっと私はわかりません。たしかNMSにＡＴＳは接続されていますね。

○川口　　日本でもそうしようということらしいので。

○石田　　ああ，ＰＴＳも含むという話ですね。

○川口　　ええ。どういうルールになっているのか教えていただけたらと思ったんです。

○行澤　　トレーディングセンターごとに，それぞれの個性を活かした規則化とか，手続の差別化というのは，もちろんあり得るわけですね。

○石田　　はい，大きくは変わらないと思いますが，許容されない価格の注文があったときに，注文を拒絶するとか，価格を再設定するとか，注文をどう処理するかについて，取引センターに柔軟性を与えると言っておりますので。

Ⅱ　規則１０ｂ－５の規制について

○近藤　　それでは，後半の１０ｂ－５規制の点についてもご質問，ご意見をお願いいたします。

前々回でしたか，日本の金商法１５７条について論じたときに，１５７条は刑罰規定との関連性がどうかという議論があったと思うのですが，１０ｂ－５は主に刑事罰を考えているのでしょうか。それとも，民事責任を考えているのでしょうか。

○石田　　少なくとも規則制定の当初は，民事責任というのは考えていなかったようです。その後，判例法で私的訴権が認められるようになって，民事責任の追及の場面でかなり幅広く利用されているのですが，刑事，行政，民事のどの責任を主に念頭においているかは，よくわかりません。

○森田　　これはそのときにも議論があったと思うけれども，日本は大変便利な不法行為責任という規定があるから，別にインプライドの私的訴権があるとかないとか言わなくても，いけるんですね。

○石田　　おっしゃるとおりです。二次的行為者も，共同不法行為で対応できる場合があ

るでしょうし……。

○松尾　　日本ですと，オリンパスの事件で不正スキームに関与していたような人がどういう責任を負うかというと，民事，刑事の両方あると思うのですけれども，民事責任は，森田先生のおっしゃるように，比較的追及しやすいのではないでしょうか。循環取引に協力していた取引先とか，そうなってくると微妙なところがあるように思いますけれども，少なくとも何か不正のスキームを使っていて，それを提供した人ですとか，そういうのは十分考えられるのじゃないでしょうかね，責任主体として。

○行澤　　日本の場合は，証券法上の訴訟というよりも，むしろ内部統制構築監視義務違反とかで，会社法上の責任追及ということがあり得るのかなと思いますが。

○石田　　誰に対してですか。

○行澤　　取締役に対してです。もちろん，取引先がどうのこうのということになると，違ってくるのですけれども。アメリカでは，取締役に対する責任追及においても，証券訴訟が使われがちであるということでしょうね。

○石田　　内部統制だと取締役の会社に対する義務違反ということになるのでしょうか。よく調べていませんが，投資家が直接に取締役の責任を追及するケースは，１０ｂ－５に基づくものが多いのではないでしょうか。きょう申し上げましたとおり，それが狭くなってきているということです。

○松尾　　狭くなっているとおっしゃるのは，投資家からの民事責任追及の訴訟ではそうだけれども，最後に書いておられるように，ＳＥＣによる行政処分等については，必ずしもそうとも言えなくて，協力した者等の二次責任というか，二次主体にも相応の処分がされることもあるんですね。

○石田　　そうですね。ゲートキーパーの責任を強く主張するような論者からは，民事責任を外すべきではないと言われています。ただ，ＳＥＣの監視が効くのと，私的訴訟による監視が効くのとで，被害者の救済のほかに，どういう違いがあるのかということも，気になるところですが，まだそこまで研究ができておりません。

○近藤　　ＳＥＣが請求した場合には，二次的行為者の責任を広く認めるが，投資家が責任を追及した場合にはそれほど広く認めてくれないという，そういう意味ですかね。

○石田　　そういうことです。

○近藤　　それは，規定の解釈からそうなるという理解なのですか。

○石田　　セントラルバンク事件で，そもそも条文上，教唆・幇助の民事責任は読み取れ

ないというのが大きな理由であったように記憶しております。ＳＥＣの行政処分については，セントラルバンク判決のすぐ後に，３４年法２０条(e)項が制定されて，教唆・幇助の責任追及ができることが条文で明らかになりました。

その後，特に２００８年の Stoneridge の判決では，二次的行為者の責任を広く認めることがアメリカの資本市場に悪影響を与えるというようなことまで最高裁が述べているところです。

○伊藤　　１０ｂ－５のほうで一つ伺いたいのですが，４で民事訴訟における責任主体の範囲の話をされていました。挙げられている事件の事案は，１２ページに書かれている区別で言うと，大体不実開示の事案だと思います。そうだとすれば，４の責任主体の範囲の話というのは，一般的な形で論じられているのかもしれないけれども，実際上は，不実開示の場合の責任主体をどこまで広げるかという話だというふうに考えておいて大丈夫なのでしょうか。

○石田　　おっしゃるとおりです。

○伊藤　　そうすると，これについて日本法で対応する議論を考えると，金商法の不実表示に基づく損害賠償責任についての規定の解釈論であるとか，立法論で責任主体をどこまで広げるかとか，不法行為責任が追及される場合の共同不法行為者の範囲について，米国の議論を参考にできるのかもしれないという話なのでしょうか。

○石田　　はい。それと，まだ検討できておりませんけれども，継続開示の虚偽記載については，日本の金商法の２４条の４が準用する２２条，そして２１条では，あらかじめ責任主体が定められていて，立証責任の転換された過失責任とされているわけですね。そういう規制のやり方もあるし，アメリカのように，１８条が使いにくいという事情もありますが，本当に悪い，欺罔の意図をもっていた者のみの責任を認めていくという，そういう規制方法もあると。

○北村　　私も伊藤さんと同じような印象を受けました。金商法２１条などでは，単に有価証券届出書等の提出時の役員が責任を負うと定められていますね。ところが，会社法４２９条２項では，「行為をした者」が責任を負うとなっていまして，例えば計算書類に虚偽記載をした者が責任主体になります。そして，「行為をした者」とは具体的に誰を指すのかについて解釈上の問題が生じています。この点に関して，レジュメの１７ページにあるように「最終的な権限を有する者」が責任主体であるとの立場を当てはめますと，計算書類が取締役会の承認を受けて正式なものになるのであれば，虚偽記載を知

って取締役会で賛成した者は会社法４２９条２項の責任主体になるという解釈が導けそうです。このように，金商法上の立法論のほか会社法の解釈論にも参考にすることができそうだと思いました。

○石田　　最終的な権限というのが実際どこまで行くのか。取締役会まで広がるのか，それとも，ＣＦＯやＣＥＯのみのことを言っているのか，まだそこのところも判例の状況が安定していないので，ちょっとつかみ切れておりませんけれども，確かにおっしゃるような視点は参考になります。ありがとうございます。

○山下　　同じく，やはり責任主体の範囲の関係で日本との比較で考えると，アメリカの１０ｂ－５で，個々の取締役等がサイエンターがあって責任を負うということはあるのですが，日本でよく問題となっているような不実の情報開示のようなケースで会社が責任を負うケースはアメリカでも多いというふうに考えていいのでしょうか。

○石田　　はい。多くの場合，役員と会社が被告となっていて，取締役にサイエンターがあって，責任が認められるときは，あまり議論もなく会社の責任も認められているケースが多いようです。

○山下　　金商法では，会社に責任を日本のように課していいかどうか，一つの論点かと思います。アメリカは従来必ずしもはっきりしないと思ったのですが，きょうは，結構会社も責任を負っているということであれば，比較するのはおもしろい対象かなと思った次第です。ありがとうございました。

○石田　　ご指摘ありがとうございます。

○近藤　　ほかにいかがでしょうか。――どうもありがとうございました。それでは，本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

次回，新しい研究会の第１回目となりますが，１０月２５日（金曜日），金融庁の方をお招きして，最近の法令改正の状況についてお話ししていただく予定にしております。