

# 大証金融商品取引法研究会

## アメリカの相場操縦規制

平成 25 年 5 月 24 日（金） 15:00～16:59 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  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
洲崎 博史 京都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  
船津 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、時間が参りましたので、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、神戸大学の飯田先生より米国の相場操縦規制についてご報告いただきます。また、研究会終了後、7月以降の当研究会の運営につきまして事務局より説明がありますので、研究会終了後もしばらくお残りいただきますようお願いいたします。

それでは、飯田先生、よろしく願いいたします。

~~~~~

【報　告】

## アメリカの相場操縦規制

神戸大学大学院法学研究科

准教授　飯　田　秀　総

神戸大学の飯田でございます。よろしく願いいたします。

本日は、「アメリカの相場操縦規制」について報告いたします。レジュメが1部と英語の条文の資料がございますが、レジュメのほうには日本語訳をつけています。

### 1. はじめに

#### 1.1 アメリカの相場操縦規制の簡単な経緯

1934年取引所法制定前のことから簡単に経緯をさかのぼっておきますが、相場操縦行為は詐欺（Fraud）に該当するという判例がかつてありました。また、連邦法では、郵便詐欺法が適用されてもいました。取引所法制定前の考え方というのは、市場株価というものは当該株価の価値を正しく示すものであるべきなのに、相場操縦はこれをゆがめて投資者に不利益を与えるものという評価ができると言われていました。

33年証券法及び34年取引所法は、1929年の大暴落を受けて、プールによる相場操縦などに対応するために規制を用意して市場の安定を図るという目的によって立法されたというのが一般的な理解です。すなわち、プールが仮装売買や虚偽の情報、うわさを流して市場株価をつり上げ、ほかの投資家を市場に誘い込み、そして市場株価が上昇傾向に

あるというふうに誤解させ、その後プールのメンバーたちは高値で売り抜けて、その後の株価の下落を眺めていた。そして、仮装売買においてしばしば用いられたのがオプションであり、さらにその後の株価の下落の局面では空売りが活用されたと言われています。

このような経緯から、現在の取引所法9条において、相場操縦の禁止が規定されています。(a)項(1)号では仮装売買及び馴れ合い取引、(2)号では現実取引による相場操縦、(4)号では表示による相場操縦が禁止されていますが、こういう相場操縦の禁止規定のみならず、9条においては、オプションについての規定である(b)項、(c)項があります。空売りについては、9条(d)項、そして10条(a)項があります。9条(d)項はドッド=フランク法(Dod-Frank Act)によって挿入されたものですが、これらがまとまって近いところに規定されているというのは、以上のような経緯に由来するのだと説明されています。

また、相場操縦に関して適用される条文は、取引所法9条のみならず、10条(b)項及びRule 10b-5もあることは周知のとおりです。

## 1.2 報告の対象と構成

本日の報告では、仮装売買、馴れ合い取引、現実取引による相場操縦について、9条と10条(b)項及びRule 10b-5を中心に概観することにしたいと思います。なお、空売り規制については報告の対象外としていまして、次回の石田教授の報告で取り上げられると伺っています。

以下では、まず流通市場における相場操縦について概観しまして、その後に、レジユメの11ページからですが、発行時の相場操縦、安定操作等について概観したいと思います。その後に、自己株式取得についてのセーフハーバーについて簡単に取り上げ、その後、公開買付けに関する相場操縦規制の14条(e)項について幾つかトピックスを紹介したいと思います。最後に、簡単にエンフォースメントについてデータの紹介のみを行います。

## 2. 相場操縦規制

### 2.1 取引所法9条(a)項(1)号：仮装売買・馴れ合い売買

本号で禁止されている行為の要件は2つに分けられます。①仮装売買・馴れ合い売買の行為と②目的要件ということになります。

この目的については、条文を読みますと、「証券の売買が活発に行われているとの虚偽

もしくは誤解を生じさせる外観を作出し、または当該証券の市場に関し虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的」というふうに規定されています。

概念の観点から見ますと、この目的の要件とサイエンターは別のものであり、本号違反を理由に損害賠償請求を行う場合、つまり9条(f)項(昔の(e)項)に基づく請求の場合には、②の目的とは別の要件として、サイエンターの存在も必要となります。

なお、従来、取引所法9条は、国法証券取引所に上場する証券を対象としてきました。そのため、例えばNASDAQ上場株式についての相場操縦については、9条は適用の対象とはならないという判例もあります。しかし、2010年のドッド=フランク法(929L条)によってその制限が削除され、現在のような規定になっています。

## 2.2 取引所法9条(a)項(2)号：現実取引による相場操縦

本号は、条文を飛ばしながら読みますと、「他人による売買を誘引する目的で、単独でまたは他人と共同して、政府証券以外の証券の」、「実際上もしくは外観上活発な取引を作出し、または当該証券の価格を騰貴または下落させるような一連の取引を行うこと」となっています。つまり、要件は、①実際上もしくは外観上活発な取引を作出し、または当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引と、②他人による売買を誘引する目的、誘引目的ということになります。

前者の一連の取引に関しては、3回の取引であっても一連の取引に当たる、また、売買が完了している必要はなく、呼び値(bid)の提出も含まれるというのがSECの見解です。

後者の誘引目的については、概念としては、これも同じくサイエンターとは区別されています。そして、誘引目的は、状況証拠から推認して認定するのが通常であると言われていています。例えば第1に、1948年のThornton & Co.事件は、仮装売買も行いつつ、一連の現実取引によって株式を取得して市場株価をつり上げ、その後高値で売り抜けたという場合には、市場株価は相場操縦目的でつり上げられたと推認できるとしています。さらにほかの事情として、従来は1つのブローカーを通じて1万550株を購入してきた人が、問題となっている時期には6つのブローカーを通じて4,900株を購入していたことや、仮装売買も行っているといったその他の間接事実、状況証拠を指摘して、結論としては、9条(a)項(2)号の誘引目的があったと認定されたというものです。

第2の例として、1973年のSEC v. Resch-Cassin 判決ですけれども——なお、レ

ジュメの判決の記述についての3行目の後ろのほうに、「および、高値で売り抜けて個人的な利益を得たこと」と書いてあるのは削除してください。——本判決は、誘引目的の認定の根拠として次の点を指摘しています。

まず、被告は株式の引受人として株式の分売を行っており、他人による証券の購入を誘引する目的を持っていたことは明らかであると言っています。また、分売を促進したり、その収益を増やしたりする目的で市場株価に人為的な影響を与えるインセンティブを被告らが持っていたことも明らかだと指摘しています。これも、間接事実から誘引目的が認定されたと言えます。

第3の例として、1969年の *Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co.* 判決についてですけれども、この事案は、敵対的買収者による公開買付期間の最終日に、ホワイトナイトが市場で株式を大量に買い集めて敵対的公開買付けを失敗させようとしたというものです。この事件について、第2巡回区控訴裁判所は、提案されている公開買付けの成否について重要かつ直接的、金銭的な利害関係を有する者（すなわちホワイトナイト）が証券市場価格を騰貴させる積極的な行為をとった場合、相場操縦目的は一応の証明がなされたと言えるとして、最終的に9条(a)項(2)号違反が認定されています。

このように、誘引目的については、状況証拠から推認して認定するということが行われていますが、以上については、伝統的な解釈についての確認にとどまります。

次に、最近の問題としまして、いわゆる高頻度取引（high frequency trading）による見せ玉（layering; spoofing）の事例について紹介したいと思います。

高頻度取引は、マーケットにおける注文件数、取引高の視点から見るとかなりのシェアを現在では占めており、アメリカでは取引高の73%が高頻度取引によって行われているという推計もあるようです。

さて、この高頻度取引について9条(a)項(2)号が適用されたのが、*Hold Brothers Online Investment Services* 事件です。これは排除措置手続の事件ですけれども、*W.W.Grainger* 社（ニューヨーク証券取引所上場）の株式をめぐる相場操縦の事案ということになります。その一つの例として、2010年7月4日午前11時8分55.333秒に1株101.34ドルで1,000株を売り、その後、11時9分0.97秒に1株101.30ドルで1,000株買って、差額の約40ドルの利益を数秒のうちに得たと認定されています。詳細はレジュメに書いてあるとおりなので省略しますが、売り注文を出した後の0.012秒後に、その売りの価格である101.34ドルに近づけるように買い注

文をし、同じプログラムが101.27ドルから101.33ドルの間で11個の買いの見せ玉を立てて、意図したとおりの価格につり上げて、それで売る。その5秒後に全く同様のことを売りと買いを入れ換えて行って、意図したとおりの価格に引き下げて、それで買うことに成功したということです。

このような取引を繰り返し行って800万以上の見せ玉、そして32万5,000回以上の取引を行って、合計で約180万ドルの利益を得たと認定されています。SECは、このような取引が取引所法9条(a)項(2)号に違反すると判断しています。

なお、同様の見せ玉が行われた事件として、Biremis Corp.事件というのがあります。これも排除措置手続の事件ですけれども、本件の手法は、高頻度取引というわけではなく、頻度がもう少し低いのだと思いますが、アルゴリズム取引と呼ばれるものです。本件はこれを使って2分35秒で266ドルの利益を得たという事案で、主観的要件について、SECは、取引の発注の仕方と見せ玉の直後の取消しといったことから明らかに認定できるとしています。すなわち、他人に不利益な価格で取引をさせる意図は、価格をつり上げる注文を繰り返し提出していたこと、見せ玉によって自分に有利に株価を変動させた後に反対側で機会主義的な執行を行ったこと、そして、見せ玉が執行される前に素早くその見せ玉の注文を取り消していたことから明らかである。アルゴリズムのプラットフォームを使う市場参加者を引き込む意図は、アルゴリズム取引を用いて呼び値の変化や流動性のアンバランスに注目する者たちによる売買を引き込む、誘引する目的で、呼び値から数セント違う価格でかなりの数の株式の注文を出して圧力をかけるということで、100株ごとの注文をたくさん出していたという事実からも明らかであると認定しています。

このように、SECは、取引所法9条(a)項(2)号の主観的要件について、従来の伝統的な手法による場合と同様の方法で解釈及び事実認定をしているように思われます。なお、裁判所によって高頻度取引・アルゴリズム取引による現実取引による相場操縦といったものについて判断が示された例は、探した限りでは見当たりませんでした。

### 2.3 取引所法9条(a)項(3)号～(5)号：表示による相場操縦

(3)号、(5)号は省略しまして、(4)号だけ少し見とおきますと、(4)号の要件は、①ブローカー、ディーラーその他の売買、売買の申込みをする者が、②政府証券以外の証券について、③売買を誘引する目的を持っていること。そして、④虚偽・誤解を招く情報を流布すること。⑤それが虚偽、誤解を招くものであることを知っている、または知っている合理

的な根拠があること、となっています。

(4)号については、後ほどまた言及することがありますので、ここでは以上で、先に進みたいと思います。

## 2.4 取引所法10条(b)項／Rule 10b-5

### <取引所法10条(b)項>

この条文については、次回の石田報告で取り上げられる予定ですので、私からは必要最小限の言及にとどめたいと思います。まず、取引所法10条(b)項は、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及び規制に違反して、国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されていない証券または証券派生スワップ契約の買付けまたは売付けに関して相場操縦的または欺瞞的戦略もしくは術策を用いることは違法であるというものです。また、Rule 10b-5の条文等はレジユメの資料にあるとおりです。

### <取引所法10条(b)項の「相場操縦的」(manipulative)の意義>

定義規定は法律には存在しませんので、解釈が必要になると思います。1976年の連邦最高裁判決であるところのErnst & Ernst v. Hochfelder判決は、次のように述べています。すなわち、相場操縦的というのは、「証券の価格を支配し、または人工的に影響を与えて、投資家に対して欺瞞または詐欺(deceive or defraud)を行うための意図的または故意の行動を意味する」と述べています。

ただし、この判例は、Rule 10b-5違反の損害賠償請求の要件として、過失では不十分で、サイエンター(欺罔の意図)が必要である、つまり、過失ではなく、故意が必要であるということを述べる文脈でのmanipulativeとは何かという判示ということになります。そのため、相場操縦的ということの意義が完全に明らかになったとは言えないと思います。例えば、この判決のいうところの「支配」とか「人工的(artificial)」といった言葉が一体何を意味するのかは必ずしも明らかではないわけです。

次に、Santa Fe Industries判決ですが、連邦最高裁は、相場操縦は、「仮装売買、馴れ合い注文、または価格の釘付けのように、市場活動に人為的に影響を及ぼすことによって意図的に投資者に誤解を生じさせる慣行」をいうのだとしました。そして、この事件の事案として、デラウェア州の会社の略式合併(short form merger)の対価が低いという主張に対しては、そのような会社の不正経営というものは本条の対象にはならないと結論

づけたという判決でした。

その後の判例において、相場操縦の意義、10条にいう相場操縦（manipulative）の意義について特に注目すべきものは見当たらず、従来からの状況は余り変わっていないというのが私の理解です。

＜サイエンターと9条の主観的要件の関係＞

次に、取引所法9条と10条の関係という論点の概観に移りたいと思います。

相場操縦について、10条(b)項及び10b-5違反というときに要件となるのがサイエンターということになるわけですが、このサイエンターの要件と9条の主観的要件との関係は、必ずしも明らかではないということは以前より指摘されてきているところです。そして、これから概観しますように、現在においてもその状況は大きく変化していないと思われま

す。ここで見るのは、刑事事件や排除命令が問題になる事案についてでありまして、民事責任との関係については、項を改めて2.5のところで詳しく述べたいと思います。

まず、馴れ合い売買・仮装売買の類型、つまり9条(a)項(1)号のほうの類型について見ていきますと、Rockies Fund, Inc. v. S.E.C.判決というものがあります。これは取引所法10条(b)項、Rule 10b-5の適用が問題となった事案ですが、この事件の両当事者の主張が主観的意図の基準について分かれました。すなわち、SECによって違反者であると認定された者は、特有の故意の基準（specific intent standard）だというふうに主張しました。その理由として、取引所法9条(a)項(1)号は、活発な取引が行われているという虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的を要件としており、これよりも低い基準を10b-5において採用すると、9条(a)項(1)号の特有の故意の基準が傷つけられてしまうからであると主張しました。

これに対してSECは、無謀（recklessness）で十分だというふうに主張しました。

このような両当事者の主張に対して、コロンビア特別区連邦控訴裁判所は、次のように述べました。Rule 10b-5は、一般的に「極端な無謀（extreme recklessness）」のみを要求している。極端な無謀とは、売買を行う者に誤解を与える危険があることを被告が知っているか、またはその危険が余りにも明白であるため、行為者がそれを知っているに違いないことを示すような通常の注意の基準から極端に乖離していることと定義されていますが、Rule 10b-5は、この極端な無謀のみを要求している。極端な無謀は、単純な無謀（simple recklessness）よりも強力な証明を要求するものではあるけれども、特



有の故意のレベルにまで至るものではないと述べています。

ただし、本件では、当てはめとして、SECはいずれの基準のレベルであっても、サイエンターの立証に成功していないことから、当裁判所は、取引所法10条(b)項・Rule 10b-5のもとでの、馴れ合い売買・仮装売買について適用されるべき主観的要件の基準についての結論は示さないと述べています。つまり、本件は、解釈論を最後まで詰めなければならないような限界事例ではなく、裁判所の判断が留保されたということです。

次に、現実売買による相場操縦の類型についてですけれども、*United States v. Mulheren* 判決では、第2巡回控訴裁判所は、次のように述べています。すなわち、政府の主張する証券価格を騰貴させることを唯一の目的として現実売買を行った場合には、Rule 10b-5違反が認定できるという立場、つまり、誘引目的がなくても、違法な相場操縦に該当するという立場に仮に立つとしても、当該事案においては、その目的は合理的な疑いを入れない程度には立証されていないという表現の仕方をしています。

この判決も、最終的な解釈を示したわけではなく、いずれの解釈にしても立証が不十分であるとされたわけです。いずれの解釈に立つのかということについて、裁判所の立場が固まっているのであれば、このような判示の仕方には恐らくならないと思いますので、裁判所の立場が固まっているわけではないと言えるように思われます。その他の判例を探しましても、限界事例のような場合について解釈を示すというものは見当たりませんでした。

なお、レジュメに掲載している *United States v. Hall* 事件は、今検討している論点とは関連性がないので、削除させていただきます。

いずれにしても、サイエンターの内容について、9条の主観的要件と同様なレベルのものを10条でも要求するのかという論点については、刑事、行政の事件については少なくとも余り明確ではないという状況にあるように思われます。

## 2.5 民事責任：取引所法9条(f)項と10条(b)項・Rule 10b-5

民事責任については、9条(f)項に規定があり、「本条(a)項、(b)項又は(c)項に違反する行為または取引に故意に参加した者は、当該行為または取引の影響を受けた価格で証券を購入または売りつけた者に対して責めを負わなければならない、かつ、被害者は、当該行為または取引の結果被った損害を回復するため、管轄裁判所においてコモンローまたはエクイティ上の訴訟を提起することができる。この訴訟において、裁判所は、裁量により、訴訟当事者のいずれか一方に対して当該訴訟費用の支払いを命じ、かつ、相当な弁護士報

酬を含む費用を課することができる。本項に基づき賠償責任を負った者は、原訴訟に参加していた場合には同様の賠償責任を負うべきだった者に対し、契約の場合に準じて分担額を求償することができる。本条に基づいて発生した責任を実現するための訴訟は、違反事実を発見したときから1年以内、かつ当該違反のあったときから3年以内に限り提起することができる」としている。

例としまして、表示による相場操縦の9条(a)項(4)号違反を根拠に、(f)項の民事責任を追及するための要件を見ておきますと、①不実表示・不開示、②①が重要な事実についてであること、③サイエンター、④証券の売買を誘引する目的、⑤①を原告が信頼したこと、⑥①が原告の取引価格に影響したこと、となっています。

次に、Rule 10b-5に基づく損害賠償請求の要件について見ておきます。①損害、②被告の不実表示もしくは重要事実の不開示、または被告による詐欺のためのスキーム、③サイエンター、④証券の売買に関して、⑤郵便または国法証券取引所の施設を利用したこと、⑥信頼（取引因果関係）、⑦因果関係（損害因果関係）ということになります。なお、信頼あるいは取引因果関係の要件については、市場に対する詐欺の理論によって推定されるということです。ただし、その推定がなされるのは、被告による相場操縦行為の後に原告が行った取引についてのみ限定されています。そういう判例があります。

Rule 10b-5の出訴期間については、違反事実を発見したときから2年以内、かつ当該違反のあったときから5年以内に限り提起することができるということがサーベンス・オックスリー法（804条）で規定されています。

9条(f)項の場合は、違反事実を発見してから1年以内、違反があったときから3年以内ということですから、これと比べると、Rule 10b-5のほうが損害賠償請求を起こす場合には有利であると言えます。

そして、従来、取引所法9条よりもRule 10b-5が使われてきたと言われていました。歴史的な経緯としては、9条は上場証券のみに適用されていたことを重要な理由として指摘されています。しかし、先ほども述べましたが、2010年のドッド=フランク法によって、9条についても全ての証券に適用されることになりましたので、この理由は2010年以降は当てはまらなくなると言えます。重要なのは、9条(f)項とRule 10b-5の要件を比較して、Rule 10b-5のほうが立証が容易であると考えられている点にあるように思われます。

レジュメのSEC v. U.S. Environmental, Inc.事件は省略しまして、1982年の第5

巡回区控訴裁判所の *Chemetron Corp. v. Business Funds* 事件を紹介したいと思います。これは、網羅的にいろんなことを比較していますが、まず、表示による相場操縦について 9条(a)項(4)号と Rule 10b-5 を比較して、因果関係、サイエンター、誘引目的の3点において、9条(a)項(4)号のほうが原告の立証責任が重いことを指摘しています。

まず、①因果関係については、9条(a)項(4)号の場合、原告の売買価格が影響を受けていることが要件となります。この影響という言葉は、9条(f)項の要件ということになります。これに対して Rule 10b-5 の場合は、不実表示が投資価値の下落の理由に触れる (touch upon) ものであればよいということです。

②サイエンターについては、Rule 10b-5 の場合は、無謀 (recklessness) でよい。これは恐らく第5巡回区の場合ということだと思いますが、これに対して取引所法9条(a)項(4)号及び(f)項の請求の場合は、無謀ではサイエンターの要件を満たさないこととなります。

③取引所法9条の誘引目的については、Rule 10b-5 のサイエンターの要件とは区別される要件である。詐欺的行為を意図することによって Rule 10b-5 のサイエンターの要件を満たすことはあるけれども、その詐欺的行為によって売買を誘引するという意図はこれとは区別される別の要件である。したがって、誘引目的の要件は、Rule 10b-5 の場合よりも取引所法9条のほうが原告の立証責任をより重くしているということを言っています。

次に、9条(a)項(1)号、(2)号と Rule 10b-5 を比較して、次のように述べています。レジュメの10ページです。因果関係とサイエンターの要件については、9条のほうが立証が困難であるということは、9条(a)項(4)号の場合と同様です。信賴の要件については、Rule 10b-5 の場合には、参照の余地のある形で推定されるのに対して、9条の場合にはそのような推定は働かない。さらに、9条(a)項(2)号の場合には誘引目的が要求されるのに対して、Rule 10b-5 の場合はこれは要件ではない。したがって、9条のほうが立証は困難であるということです。

ここで、信賴 (reliance) の要件について補足しておきたいと思います。Rule 10b-5 の信賴の要件の推定として、周知のとおり、*Affiliated Ute Citizens v. United States* の事件があるわけです。これは、不開示が問題となる場合には、開示義務の存在と重要事実の不開示が立証されれば、信賴の要件は推定されるというものです。

この *Affiliated Ute* 事件の推定が Rule 10b-5 における相場操縦の主張については

適用されないと解したのが、2009年の第9巡回控訴裁判所の *Desai v. Deutsche Bank Sec* 判決です。判旨は次のように述べています。すなわち、相場操縦は、そのスキームを公衆に対して開示せずに行われるのが通常であり、相場操縦を、もしも訴訟原因を構成する不開示として扱ってしまうと、全ての相場操縦が不開示の事件となってしまう。しかし、そうなると、何が相場操縦的行為かということについての最高裁の判例が単なる余分なものとなってしまうので、そのような解釈は採用しない。*Affiliated Ute* 事件の推定は、不開示の事案にのみ適用され、不実開示及び相場操縦が主張される場合には適用されないと述べています。

なお、*Affiliated Ute* 事件の推定が働く不開示の種類の事件であるかどうかということと、Rule 10b-5に基づく相場操縦の主張が認められるための要件として不開示とか不実開示が必要かということは、どうも違う問題として位置づけられているように思われます。すなわち、2011年の第2巡回区控訴裁判所の判決の *Wilson v. Merrill Lynch & Co.*判決では、「ある市場活動が相場操縦的であるというためには、当該活動には不実開示または不開示がなければならない」と述べています。これは、連邦最高裁の *Santa Fe Industries* 事件の引用ですけれども、全ての事実が開示されているような場合には、価格について虚偽のシグナルを送ったことにはならないので、Rule 10b-5 違反にはならない類型であると述べた、そういう事件です。

また、信頼の推定の話に戻りますけれども、*Affiliated Ute* 事件の推定と並んで、市場に対する詐欺の理論による推定があるということで、*Basic Inc. v. Levinson* 事件判決で認められたと解されている市場に対する詐欺の理論というのは、不実開示、不開示を問わずに適用されるということです。

しかし、相場操縦との関係では問題があります。すなわち、市場に対する詐欺の理論の適用の前提として、市場の効率性が必要であると一般的には解されてきました。しかしながら、相場操縦は非効率的な市場で起こりやすいにもかかわらず、そうなると、市場に対する詐欺の理論を適用できないことになりかねず、これは問題ではないかというのが、レジュメ注21の *Korsmo* 論文の問題提起です。

この問題について、本日の約2週間前の5月7日に判決が出たばかりの第2巡回控訴裁判所の *Fezzani v. Bear, Stearns* 事件では、この論文に言及しながら次のように述べています。判旨は、取引所法10条(b)項に基づいて相場操縦について損害賠償請求する要件として、次の5つを挙げています。①相場操縦的な行為 (manipulative acts) , ②損害,

③相場操縦がなされていない効率的な市場であるという前提での信頼によって引き起こされた、④サイエンター、⑤証券の売買に関して、⑥郵便または国法証券取引所の施設を利用することによって行われた、ということです。

本件は、IPOに関して、原告は被告から直接に不実開示を受けたという事案です。つまり、真実は被告らによる相場操縦によって操作されている市場なのに、そのような操作が行われていないというふうにだまされたという主張の事案でありまして、この意味では、信頼の要件を満たすことは明らかであって、本件では推定を持ち出す必要はないような事案でした。

しかし、第2巡回区控訴裁判所は、③の要件について、リアルタイムに取引価格が公表される流動的で効率的な市場という意味ではなく、相場操縦が行われていない真正な市場（bona fide market）を意味すると述べています。これは、市場に対する詐欺の理論の推定の要件、市場は効率的であるという前提要件を修正することを意図しているように読めます。

第2巡回区控訴裁判所は、本件においては、信頼の要件を立証するに当たっては深刻な問題は生じないけれども、将来、相場操縦の事件における信頼の推定について修正することによってメリットがあるかもしれないので、将来の合議体の判断に委ねるとともに、読者の注意を引いておきたいということもわざわざ述べています。

つまり、この論点についての本判決の紹介した判旨は、全くの傍論にすぎないわけですが、しかしながら、相場操縦について Rule 10b-5 の信頼の要件について市場に対する詐欺の理論を修正しようとする動きがあるということです。わかりやすく言えば、クラスアクションを起こしやすくする動きと言えますが、そういう動きが見られるという意味で興味深く思いました。

### 3. 発行時の相場操縦・安定操作

#### <安定操作>

安定操作についての規定ですけれども、現実取引による相場操縦のように禁止するというのはなくて、安定操作については、一定のルールに従って行われれば認められると定めています。そして、関連するのが、レギュレーションMの Rule 104条ということになります。

(a)項だけ読み上げますと、「いかなる者も、本条の規定に違反して、証券の売り付け

申込み (Offering) に関して直接または間接に安定操作, シンジケートの買い戻し取引を行うこと, またはペナルティ・ビッドを課すことは違法である。安定操作を行う者が本条に違反している, または証券諸法もしくは証券諸法に基づくいかなる規則もしくは規制における詐欺的, 相場操縦的もしくは欺瞞的な行為の結果であると知り, または知る理由がある価格では, 安定操作を行ってはならない」と書いてあります。

そして, 本条に従わない安定操作は違法ということになります。裏を返しますと, 本条に従えば安定操作が認められるということです。

安定操作の定義は, Rule 100条の(b)項にありまして, 証券価格を釘付けにし, 固定し, または維持するために行われる買い呼び値の提示または買付けの実行となっています。

安定操作について, SECは次のような立場をとっています。すなわち, 「安定操作は, 価格に影響を与える行動によって売り付け申込みをされた証券を他人に購入するように誘導するものである一方で, 適切に規制されていれば, 証券の秩序だった分売を促進する有効なメカニズムであるし, 株主, 引受人, 発行者の利益を促進する」というものです。

レジュメには, (c)項, (d)項, (e)項もありますけれども, 条文の紹介ですので省略しまして, 価格規制の(f)項のみ取り上げたいと思います。(f)項は安定操作価格の規制ということですが, 安定操作の買い呼び値の上限価格についてのルールがあります。次の2つの価格のうちの低いほうが上限価格となります。第1が売り付け申込価格 (offering price), 第2が主たる市場における当該証券の安定操作の買い呼び値ということです。ここでいうところの売り付け申込価格というのは, 証券が分売される予定またはされている価格というふうに定義されています。

この(f)項は日本と何が違うかという点, 発行価格や売り出し価格を上回るような価格で安定操作をすることができないとなっている点で日本法とは異なります。

その他, たくさん規定はありますがけれども, その辺は省略したいと思います。

<シンジケートの買い戻し取引・ペナルティ・ビッド>

むしろ, (a)項に出てきました安定操作以外の概念について見ておきたいのですが, シンジケートの買い戻し取引 (syndicate covering transaction) とペナルティ・ビッドとはどういったもので, 実際どのように行われているかということを以下でご紹介したいと思います。

まず, シンジケートの買い戻し取引ですが, これは定義によると, 「売り付け申込みに関して生じたショート・ポジションを減らすために, 分売者または引き受けシンジケート

もしくはグループを代表して行う買い呼び値の提示または買付けの実行」(Rule 100(b)) となっています。

これを行うためには、自主規制機関への事前の通知を行った場合には記録保持義務がかわってくるようになります。ただし、価格規制はありません。

次に、ペナルティ・ビッドですが、これはシンジケートのメンバーによって販売された証券がシンジケートの買い戻し取引において取得されるときには、幹事引受人が売り付け申込みに関してシンジケートのメンバーから販売手数料の返還を要求することを認める合意ということです。これも価格規制はないけれども、自主規制機関への事前通知と記録保持義務がかかってくるようになっていきます。

これを少しご紹介しますと、買い戻し取引というのは、次のような慣行のことを指しているそうです。すなわち、引受人は、まず最初に発行量を上回る株式を売却し、売り付け申込みの際に引受人はショート・ポジションをとります。このショート・ポジションは、2つの方法でカバーされます。一つは、オーバーアロットメント・オプションを行使すること、もう一つがアフターマーケットで買い戻し取引を行うことです。それで、ほとんどのIPOでオーバーアロットメント・オプションが発行され、これを行使すれば、引受人は発行量の15%に相当する株式を取得できるそうです。そして、IPO後の流通市場の株価が下落したときは、アフターマーケットで株式を購入することでショート・ポジションをカバーするのが合理的ということになります。逆に株価が上昇したときは、オーバーアロットメント・オプションを行使することによって、ショート・ポジションをカバーするのが合理的な行動ということになると思います。

つまり、買い戻し取引は、IPO後の流通市場の株価が下落したときに引受人が市場で買い注文を出し、買い支えることとなります。そのため、市場株価に対する機能としては、株価を上昇させるという意味で、安定操作と類似するようなところがあると言えます。

また、ペナルティ・ビッドも似たようなものですが、シンジケートの構成員の顧客がアフターマーケットでIPOで取得した株を直ちに売却(flipping)するときに、シンジケートの構成員に販売手数料を返還させる。販売手数料というのは、シンジケートの構成員は株式を販売すると販売手数料を受け取れるわけですが、売却されたときにはペナルティとして返せと言えるわけです。このことによって、IPO株が直ちに売られることを防止するものであると説明されています。

これも同様に、IPO直後の市場に売りに出される株式の量を少なくすることによって、

株価を支える効果を持つことがあるということです。

なお、IPO株を直ちに売却したかどうかということについては、DTC (Depository Trust Company) 社の IPO Tracking System によって調査することができるそうです。

この安定操作と買い戻し取引とペナルティ・ビッドが実際にどのように使われているかということについて、手がかりとして、1997年5月から7月のIPOについて実証研究を行っている Aggarwal の The Journal of Finance の実証研究を紹介したいと思います。

これは Rule 104 ができた直後の1997年の5月から7月にかけて行われた114件のIPOがサンプルとなっています。その結果の特徴を見ますと、第1に、このサンプルにおいては1件も安定操作は行われていなかったということです。第2に、買い戻し取引は114件中61件で行われていたそうです。また、IPO後の初日のリターンが低いケースではアフターマーケットでの買い戻し取引が行われ、初日のリターンが高いケースではオーバーアロットメント・オプションが行使されて、これは先ほどこういう行動が合理的だろうと言ったとおりの行動が行われていたということです。その関係については、レジュメ16ページの図にあるとおりです。

そして、買い戻し取引は、大抵は10～15日間程度で終了しますが、1カ月にも及んで続けられているケースも見られるということで、これについてはレジュメ17ページの Table IV にあります。

第3に、ペナルティ・ビッドの契約がなされていたのは、114件中54件でありまして、実際にペナルティが課されたのは28件です。そして、ペナルティ・ビッドの契約がなされているケースでは、初日の取引高、ターンオーバーの割合が56.14%であるのに対して、ペナルティ・ビッド契約をしていないケースの初日の取引高は67.59%であって、ペナルティ・ビッドの契約は、IPO株を直ちに売却する行動を抑止する効果が予想どおりあると見るができるということです。

このデータがおもしろいと思いましたが、安定操作の規制については、価格規制の点でアメリカのルールの方がより厳格な内容となっていると思われませんが、実際には、安定操作以外のルートで結果的には株価の維持を図るような仕組みが使われていたという点です。もちろん、この Aggarwal 論文は1997年のわずか数カ月のみをサンプルとしているものにすぎないので、現在の状況と一致している保証は全くないわけですが、ただ、このレギュレーションMが規定された直後にこのような実務がとられたということ自体が



興味深いと思いました。

<抱き合わせ契約 (tie-in agreements) >

Billing v. Credit Suisse First Boston Ltd.事件がこの抱き合わせ契約について詳しく述べていますので、これを紹介していきたいと思います。

tie-in agreements とは何かということですが、SECによって規制される違法な相場操縦的行為の一つとして、引受人と将来の購入者との間の tie-ins と呼ばれる関係の категорияがある。証券発行の文脈における抱き合わせ契約とは、売付け申込みされる株式の割当てを受けるために、所定の売り付け申込価格に加えて、ほかの対価を顧客に支払わせるように黙示または明示的に要求することを意味するということです。

抱き合わせ契約の中には、IPOで提供された同じ証券についてアフターマーケットで顧客が買い注文を出すように要求するものがあり、これは人工的な需要を作出するものと言える。これによって、アフターマーケットの株価が上げることができる。

さらに、その一つの変種として、ラダーリング (laddering) という契約がある。ラダーリングとは、IPOの割当てを受けるのと交換に、事前に取り決められた、株価を上げるような価格で、アフターマーケットで株式を注文するように約束しておくということです。

さて、この事件は、IPOで割当てを受けた株主及びアフターマーケットで株式を購入した投資家が、引受人らの行為がシャーマン法違反などの独禁法違反に該当すると主張して提訴したものです。被告は、IPOの抱き合わせ契約についてはSECに規制権限があり、独禁法上の責任は免責されるのだと主張して、訴訟却下の申立てをしました。結論としては、第2巡回区控訴裁判所は、訴訟却下の申立てを認めず、抱き合わせ契約については独禁法の規制も及ぶのだと述べています。

それでは、証券取引所法が適用されるのかということですが、明文の規定は特にありません。歴史的な経緯としては、1974年に、SECは、アフターマーケットの抱き合わせ契約を明文で禁止する規則を提案していたそうですが、これが撤回されています。その理由は、抱き合わせ契約は、既に存在する反詐欺・反相場操縦条項によって禁止されているからだということでした。

というわけで、さまざまな形で株価をIPO後に維持する方策というのがいろいろ練り出されているということです。

#### 4. Rule 10b-18 : 発行者による自己株式の取得のセーフハーバー

本条は、発行者及びその関係取得者 (affiliated purchaser) にとって、取引所法 9 条 (a) 項(2)号、現実取引による相場操縦と Rule 10b-5 における相場操縦の責任についてのセーフハーバー規定ということになっています。

時間の都合上、細かい要件は省略しまして、(b) 項でセーフハーバーの規定が及ぶ要件として次の 4 つを挙げています。第 1 に、一つのブローカー・ディーラーを通じて行うこと、第 2 が、取得の時期——時間帯と言ったほうがいいかもしれませんが——についてのルール。第 3 に取得の価格について、第 4 が取引量ということですが、詳細は省略します。

SEC v. Competitive Technologies の 2005 年の事件がありますが、これは次のように述べた事件です。セーフハーバーの要件を満たしていても、当然ですが、取引所法 9 条 (a) 項(1)号の免責にはならないし、さらに同項(2)号や同法 10 条(b) 項についても、前述の 4 つの要件以外の理由で相場操縦に当たるときには免責にはならないということを述べています。

さらに、Rule 10b-18 の Preliminary Note 1 では、「本条に技術的に従っていたとしても、連邦証券法を回避するための計画・スキームの一部である購入については適用されない」と書いてありまして、ルール自体がセーフハーバーの要件を満たしながら、同時に 9 条(a) 項や 10 条(b) 項に違反することがあり得ることを予定しているということです。

この意味で、セーフハーバーではありますが、必ずしも安心というわけではないということのようです。それがあらわれたのが、SEC が金融危機の際に、2008 年 9 月 18 日から 10 月 17 日まで、Rule 10b-18 の(b) 項(2)号(i)(ii)(iii)、すなわち取得の時期の制限を停止し、さらに、(b) 項(4)号の取引量の規制について 1 日平均取引量の基準である 25% を 100% に変更するという緊急命令を出しました。

その中で、SEC は、「歴史的に、発行者は、一般的に、その自己株式の取得がセーフハーバーに入っていることについての確信がなければ、自己株式の取得をやりたがらない。一時的に、セーフハーバーの時期と量の条件を変更することによって、現在の市況において自己株式の取得の実行を検討している発行者に対して柔軟性と確実性を追加的にもたらすことになるだろう」と述べていまして、セーフハーバーではあるけれども、必ずしも確実性が高いわけではないということが、この緊急命令からも読み取れます。

## 5. 公開買付けに関する相場操縦：取引所法 14 条(e) 項

条文についてはレジュメに記載のとおりですが、14 条(e)項について、連邦最高裁は次のように判示しています。Schreiber v. Burlington Northern 事件ですが、不実表示または不開示がなければ 14 条(e)項の違反には当たらず、不実開示、不開示または欺瞞がない公開買付けの撤回は「相場操縦的」ではないとしました。

ご存じのとおり、我が国では公開買付けの撤回は原則として禁止され、法定の事項以外は認めないことになっているわけですが、その理由は、株価操作に使われることを防止するためであると説明されています。つまり、アメリカと日本とで、同じ目的ではありますが、規制の仕方としては差があるということです。

また、1999年に制定された Rule 14 e-8 があります。これは、どういう場合が相場操縦的な行為や慣行に当たるかということを規定しているわけですが、その中の(c)で、その者が買付けを完了するために証券を購入する手段があることについて合理的な信念を持っていない場合には、いまだ開始されていない公開買付けを行う予定があることを公に発表することは、取引所法 14 条(e)項の意味における詐欺的、欺瞞的もしくは相場操縦的な行為もしくは慣行に当たると規定しています。

この(c)の合理的な信念に関して、SEC は次のように述べたことがあります。「必須というわけではないが、コミットメントレターその他の資金調達能力の証拠（例えば手持ちの資金または既存の信用枠など）があれば、多くの場合に、公開買付者は取得しようとした証券を購入することができることについて合理的な信念を持っていたことという本条の要件を満たすだろう」と。

そして、判例の中にも、SEC は、完全に約束された融資約束までは必ずしも必要ない、そういう状態で公開買付けに関する発表が行われることを予定しているのだということを述べた事件もあります。

Rule 14 e-8 に違反するとされた事件として、SEC v. Weintraub という 2011 年の事件があります。事案は、Y が Kodak の株式を 46% のプレミアムで全株取得する（総額約 13 億ドル）ことを提案するという手紙を Kodak の取締役、執行役等と一緒に、Dow Jones 等のメディアにも送り、さらに、Kodak の大株主の機関投資家にもオファー・レターを送った。同時に、Y は、アメリカン・エアラインズの親会社である AMR に対しても、48% のプレミアムで全株取得する（総額約 32.5 億ドル）ことを提案する手紙を送っていました。これらの手紙を送る前に、Citi, UBS, Wells Fargo 等

の地元の支店に入って、30億ドル、35億ドル、13億ドルの融資をそれぞれ申し入れたけれども拒否されたという経緯もありました。Yは、クレジット・レターや融資契約を入手したことは一度もありませんでした。

このような事案において、判旨は、特に資産もなく、手持ちの資金もなく、その他の資金調達もなかったことからすると、Yは公開買付けを完了する意図はなく、あるいは公開買付けを完了することができるという合理的な信念を持っていなかったと言えるので、Rule 14 e-8に違反すると述べています。

なお、前回の研究会で少し話題になりました強圧的な二段階公開買付けについてですが、取引所法14条(e)項にいう相場操縦的には該当しないという判例があります。1982年の *Radol v. Thomas* 事件ですけれども、その理由として、①公開買付けには一般的に強圧性の要素があるが、立法府は公開買付けを禁止するのではなく、開示規制によって規制するにとどめているからだということと、②Rule 13 e-3、これはゴーイングプライベートの場合のルールですけれども、二段階目の取引が1年以内に行われる場合で、かつ公開買付けと同額以上の対価が支払われる場合には適用を免除することを規定しているわけですから、これは消極的に、強圧的な二段階買付が行われることがあることを前提としているからということを指摘しています。

## 6. エンフォースメント

レジュメにある表はSECのホームページにあった表でして、Market Manipulationに関するエンフォースメントは、最近で言うと大体30件から40件前後で推移しているということです。これが多いのか、少ないのかは全くわからないわけですし、すなわち、相場操縦が市場でどのくらい行われているかということについての確たるデータがないわけですから、エンフォースメントの数が30ないし40件というのが多いのか、少ないのかは全く評価できないということです。

なお、その他相場操縦については特有のルールがありませんので、レジュメの最後には、念のため、インジャンクションとか排除命令、民事制裁金、刑事罰がありますということが書いてありますけれども、一般の規定があるということを紹介しているにとどめていきますので、省略したいと思います。

以上で私からの報告を終わります。

~~~~~

【討 論】

○近藤 ありがとうございます。ただいまの飯田先生からのご報告につきましてご質問、ご意見をお願いいたします。

1 高頻度取引を使った相場操縦

○岸田 まず故意（サイエンター）は、2000分の1秒での取引、すなわち超高速で1分間に何万件という取引が成立する場合には存在しない、少なくとも本来の意味での主観的要件、普通の取引だと、この株を買おう、あるいは売ろうとする意思が存在するはずですが、2000分の1秒の取引ではそういう意思は存在しないと思われます。すると、アルゴリズムといったソフトをつくって使うこと自体が主観的要件になるのかどうかをお伺いしたいと思います。普通の取引だと、一つずつの取引で取引についての意思が発生しますが、そういうことはこういう機械的な取引ではあり得ないと思います。そこではアルゴリズムのコンピューターソフトで自動的に売買するわけですから、その自動的に売買するコンピューターソフトを使うこと自体が、故意（サイエンター）になるのであれば、その故意の存在は、状況証拠というか、そういうことをやっているらしいということで証明されるのでしょうか。お伺いしたいのは、もともとの通常取引、昔の取引でいう故意（サイエンター）の意味と、この場合の故意の意味は全く違うのではないかと思います。つまり、そういうソフトを使うこと自体がサイエンターというふうに呼んでよろしいのでしょうか。

高頻度取引は、取引全体に占める割合が、アメリカで70%、日本で50%ぐらいあると言われており日本でも今後恐らくどんどん増えていくと思いますが、そういう場合に、故意の存在は普通は把握できないので、これまでの取引と同じように考えてよろしいのか、従来の意味と変わったのかということをお教えください。

○飯田 レジュメ3ページのSECのリリースの中では、主観的要件については特に論じていません。ですので、読み方として、どういう趣旨で認定したのかよくわからないところでして、一つの読み方としては、先生がおっしゃったように、高頻度取引を使うこと自体が違法だということで解釈を変えたのではないかと読みます。

ただ、レジュメ4ページのBiremis事件では、要するに呼び値の変化等に注目して

いるプログラムの注文を引き出すためにそういう取引をやっているのです、だから、スピードが昔と全然違うのですけれども、同じような枠組みで判断しているのがこの事案だろうと思われまので……

○岸田 1秒間に1万件の取引をするということは、まず普通の頭では絶対把握できないので、もうかろうが、損しようが、とにかく自動的にアルゴリズムの取引をやれば、もうそれで操作になるという、そういうことなのでしょう。

○飯田 多分そういう意味ではないはずでして、むしろあるプログラムが抱えている欠陥のようなものについて、こういう注文を出すと、このプログラムは間違っ引き込まれて注文を出して、それにつけ込んで株価を動かしておいて、また別のやり方でその穴をついて、だまされるというか、欠陥を抱えているプログラムが同じように引き込まれてしまうのだと思います。そういう目的でつくっているから、それがサイエンターというか、この事件でいくと誘引目的に当たるということなので、結局、プログラムをつくった人たちがどういう意図だったのかで最終的には判断するということなのではないでしょうか。

○岸田 プログラムを使って注文するわけですよね。

○飯田 ですから、自分たちはほかのプログラムの取引を誘引する目的でこういうプログラムを書いたのだというふう構成すれば、従来と同じようなことが一応は言えるのだらうとは思いますが。ただ、いずれにしても非常に違和感があるのはおっしゃるとおりで、1930年ごろの枠組みで今の動きを規制するということが自体がやや無理があるというのは、私もこれを読んでいて思いました。いずれにしても、これは裁判所の判断ではなく、SECが述べたものにすぎないわけです。

○岸田 つまり、取引所の取引の6～7割とか90%ぐらいをもし超高速でやるとすれば、取り締まりの方法も、従来のような主観的要件では絶対取り締まれないと思います。だから、こういう取り締まりのほうがいいとすれば、やはり法律を変えるか解釈を変えないと、そういう操作を取り締まることはできないのではないかと思うのですけれども、最後にちょっとご意見をお伺いしたいと思います。

○飯田 法律を変えなくて何とか適用しているというのがこの2件だと思うのですけれども、逆に言うと、データベースでキーワード検索した結果としてこの2件以外出てこなかったもので、SECもなかなか把握できていないのだらうなということがうかがわれますが、それ以上のことはよくわかりません。

## 2 取引所法9条と Rule 10b-5の比較

- 前田 取引所法9条と Rule 10b-5とを比較いたしますと、いろいろ分析くださった要素を見る限りでは、主観的要件などあらゆる点で Rule 10b-5のほうが9条よりも使いやすい規定のように見えるのですけれども、なお9条を使うことに意味のある場合は存在するのでしょうか。
- 飯田 全部が10b-5でいけるのではないかというご質問ですか。
- 前田 はい。
- 飯田 多分、そのとおりだとは思いますが。
- 前田 比較的最近に9条の適用範囲を広げる改正もなされたということですので、なお9条も実用性のある規定だと考えられているのかなとも思ったのですが、両方を比べると、Rule 10b-5のほうがあらゆる面で使いやすくなっているように見えますね。
- 行澤 今の前田先生がお話くださった9条と10b-5の比較ですが、レジュメの9ページの Chemetron Corp 事件の③で示されているところによれば、詐欺的意図があれば、10b-5のサイエンターを満たすことはあるのだが、いわゆる誘引目的はこれとは別なので、10b-5のほうがよいと、こういうことですね。ところで、最初にご報告いただいたレジュメの3ページで、誘引目的については状況証拠を推認して認定するのが通常であるということで、かなり具体的な事例を挙げていただいたのですけれども、今お聞きした限りでは、状況証拠から推認するときに、いわゆる欺罔行為によって売買を誘引することを指示するというよりも、やはりその手段、方法が非常に人為的であったり、意図的であったりということにもとづいて推認をはたらかせていくのだなと承りました。もしそうだとすると、果たして誘引目的とサイエンターとの間ではっきりとした区別をつけられるのだろうかという点について教えていただければと思います。
- 飯田 おっしゃるとおりでありまして、要件としては付加的なものが9条のほうはくつついてくる。けれども、実際の認定においては、9条の誘引目的については状況証拠から推認していくという手法でいくので、認定においては大差はないだろうという理解が多いように思います。
- 行澤 なるほど、わかりました。
- 近藤 民事責任の場合とそうでない場合とでは区別はあるのでしょうか。
- 飯田 民事責任の場合のほうがそういうことを議論しやすいというところですよ。すな

わち、刑事の場合のサイエンターの意味がどうなのかというようなこととかが必ずしも明らかでないと言いましたが、そういうことも含めまして、誘引目的についてのいずれの主観的要件についても、刑事責任の場合の解釈論が必ずしも明らかでないという意味からすると、議論されにくいところではないかなと思います。調べた限り、その点についての議論をあまり見かけなかったということです。今申し上げたことは、昔の9条(e)項、今の9条(f)項の民事責任の規定がなぜ使われないかという理由として、Rule 10b-5のほうが使いやすいからだという文脈で議論されることがむしろ多いということです。

○行澤　　いわゆる日本法の解釈あるいは立法で誘引目的をどう扱うかという点については既にご報告があったとおりでありますが、こういった母法における解釈動向、すなわち、誘引目的の希薄化と言っているのだとすると、それは、飯田先生の個人的なご意見では、日本法においてどう応接すればよいとお考えでしょうか。

○飯田　　難問で答えられませんが、日本法はやはり刑事事件を前提に考えていますし、アメリカのこの議論は、今も言ったように民事事件でのものですから、参照するといっても、やや難しいところがあるのかなと思います。ただ、いずれにしろ、状況証拠から推認していくというその認定の手法それ自体は参考にはなると思いますし、たくさんいろんな事件がアメリカにはありますから、そういう意味でも参照はできると思います。

○川口　　先ほど、9条と10b-5の使い分けで、9条が使われてこなかったのは守備範囲が非常に狭かったからというお話でした。今回、ドッド=フランク法で改正されて、それが広がったのですね。9条については、NASDAQとかの店頭市場の証券が入っていないことがよく問題視されました。もし、この点が問題であれば、それを入れる改正で良いのですね。例えば日本のように取引所有価証券、そして店頭市場有価証券についての相場操縦を禁止するというやり方があったと思うのです。しかし、ドッド=フランク法では、政府証券以外の証券についての相場操縦の禁止というふうに改正されました。なぜこういう改正になったのですか。

○飯田　　すみません、条文上こうなったということ以上のことは調べてきておりませんので、わかりません。

○川口　　相場操縦規制は相場の存在が前提というのは当然ですが、政府証券でも上場されているものがあるのではないですか。ETFなんかでも、公共債に関するものがあり



得ると思いますが、そういうものがここでは外れてしまうのでしょうか。なぜこうなるかなあと考えて……。

○飯田 ドッド＝フランク法についての準備を、全く油断しておりました。改正の経緯はよくわかりません。

### 3 取引量についての詐欺

○森田 最初におっしゃった相場操縦規制というのは、証券の市場価格がちゃんとしたものだということを保護するところから出発したといわれました。そうすると、例えば取引でこれだけの買いがあった、これだけの売りがあったというような数量、市場の厚みとか、そういう問題になるのですけれども、そういうのは、この9条関係では全然保護対象にはなっていないのですか。

○飯田 いや、9条でもそれは入ってくるのではないのでしょうか。

○森田 価格と関係していなくてもということですか。

○飯田 価格を変更させる目的とか、そういう取引というときであれば、それは入らないだろうと思いますが、ただ、活発な取引が行われている外観を作出するというときには、これは取引量の概念が入ってくるはずですね。

○森田 それは片方ずつでもいけるのかどうかということを知りたいわけです。つまり、価格と関係なくても、取引量が多いということだけでも……。

○飯田 9条(a)項(2)号の現実取引による相場操縦でいくと、or で結ばれている要件ですから、外観上活発な取引を作出するというのもいいですし、価格を騰貴もしくは下落させるようなものということも……

○森田 だから、例えば仮装売買とか何とかは、それ自体を捕まえるような気がするけれども、10b-5だと、そんなものは捕まえたりできますかね。

○飯田 私が見た限りでは、そういう事件にお目にかかったことがないので、ちょっと何とも言いにくいところですが。

○森田 10b-5との違いとかを考えたときには、片方は詐欺的要件というのが絡んでいるから、量だけでは、単なる表示の問題だというふうになるかもしれんけれども、9条だったら、表示の問題が問題だということになれば、そこに違いがあるのかなと。

○飯田 その可能性もありますけれども、10b-5でもいけるような気もしないところだと思います。つまり、活発な取引が行われているという表示をしておきながら、

しかし本当はそういう実情は全くないところであったと。そういう意味でだましたという言い方もあるのかもしれないのではないのでしょうか。ちょっとこれは、今は単なる思いつきなので、すみません、それ以上のことは言えません。

#### 4 相場操縦と不開示・不実開示の関係

○黒沼 レジュメの10ページ一番下の2011年の裁判例を紹介しているところで、Rule 10b-5における相場操縦と不開示・不実開示の関係についてご紹介がありました。 「裁判所は、市場に対して価格について虚偽のシグナルを当該取引が送っているかどうかを調べるのが通常である」、そして「全ての事実が開示されている場合には価格について虚偽のシグナルを送ったことにはならない」という裁判例なのですね。

協同飼料事件の最高裁決定は、人為的に価格を操作しているのに、それが自然の需給であるかのように思わせるところに誘引目的があるのだというような判示をしているのですけれども、これは最高裁決定と似たことを言っているのか、違うことを言っているのか、理解がしにくかったです。同じことのようにも読めますし、反面、全ての事実が開示されている場合には、価格について虚偽のシグナルを送ったことにはならないというのであれば、現実取引による相場操縦だと、全ての注文が表示されていますよね。そうすると、そこには不実開示はないのだというふうにも読めるのです。この点はどう考えたらいいのでしょうか。

○飯田 これは恐らくそういう高尚な議論ではなくて、そもそもこの事件は、相場操縦的な行為がおよそなかったのではないかという事案で、誘引目的があるかどうかというようなところでは全くないところでした、そもそも **manipulative** に当たるような事件の類型というものは、こういう需給の自然の相互作用に関して欺瞞があるようなときなのだということを言っておきまして、この事件の証券については全てのディスクロージャーがなされていてという、そういう事件であったと記憶しております。ここで引用したのは、その意味では適切ではないのですけれども、言いたかったことは、相場操縦的だというときには、何らかの不開示の要素が必要だということを、どうも第2巡回区は一応維持している立場だということです。

現実取引の場合には、これも全ての情報が開示されてはいるのですけれども、ただ一点、相場操縦の目的で行われている取引であるということが開示されていないので、その意味で、これは不開示に当たるという整理がされていると思います。

## 5 レギュレーション M について

- 北村 相場操縦が取引所法9条と規則10b-5で規制されていることとの関係で、レジュメの11ページ以下に説明されている安定操作について、規制の例外がレギュレーションM Rule 104条で定められているということですが、これは9条の例外なのか、10条(b)項の例外なのか、どちらなのでしょう。
- 飯田 レギュレーションMに従っていれば、少なくとも9条(a)項(6)号には違反しないことになり、10b-5にも違反しないことになるだろうと一般に解釈されているだろうと思います。
- 北村 ということは、どちらか一方の例外ではないということですね。
- 飯田 はい。
- 北村 つまり、全体として両方が相場操縦規制であるという前提で例外のルールができたということですか。
- 飯田 ただ、解釈論としてそう言われているのにとどまりますので、本当にそう言えるかどうかよくわからないところも若干あるのですが、でも、あまり争いのない解釈ではないかと思います。
- 近藤 9条と10条(b)項との関係ですが、6ページに、10条(b)項の「相場操縦的」(manipulative)の意義と書かれています。この「相場操縦的」というのは、「相場操縦」とイコールと考えてよいものなのでしょうか。つまり、10条(b)項は相場操縦的、欺瞞的と並べているので、何か相場操縦そのもの以上のものを含んでいるという意味なのか、それとも相場操縦行為を「相場操縦的」と言っているだけなのか、どちらなのでしょう。
- 飯田 それがまさに明らかではないというところですが、「相場操縦的」or「deceptive」とか、いろいろorで並んでいますが、その意味がよくわからないということで、いろいろ解釈とか意見が分かれているのだらうと思います。それで、判例の立場を見る限りでは、9条のことを典型的な場合とイメージしつつも、それよりも広い概念として使おうとしているのではないかというように理解できるのではないかと思います。すなわち、不開示とか詐欺的な要素とかが10条のほうでは割と出てくるように思います。
- 近藤 先ほどの北村先生の質問で、12ページの規則で安定操作というのはどちらが

外れるかという点については、Rule 104条の(a)項のところの文言を見ると、詐欺的、相場操縦的または欺瞞的な行為の結果にならないという趣旨かなというふうに思ってお聞きしたのですけれども。

○飯田 Rule 104の(a)項にある、今先生に読んでいただいた第2文のところは、相場操縦等あるいは欺瞞的な行為がされているような価格で安定操作をしてはならないということで、その市場がちゃんと公正な市場であるというときにしか安定操作をしてはいけないのだということを言っていますので、今の点は必ずしも10条だけを考えているわけではないということだと思います。

○行澤 12ページ以降のレギュレーションMに関する解説の中で、特にシンジケートによる買い戻し取引やペナルティ・ビッドに関する規制を紹介されまして、結局、シンジケートの取引やペナルティ・ビッドそれ自体は一定の合理性があって、自主規制機関への事前通知や記録保持等の義務を履行していれば、それは合理的な慣習として容認するのだという理解でよろしいのでしょうか。

○飯田 そこは非常に難しいところでして、たしか1999年のときに初めてこの2つが明文で入ってきたということになっていまして、そのときに、SECの中でも意見が分かれていたと思います。安定操作については価格規制をかけているにもかかわらず、その他はかかわっていないというのは、SECの立場がやや中間的なところにあったのだらうということだと思います。とりあえず開示というか、記録保持等から入ろうということだらうと思います。

○行澤 ということは、ちょっと考えにくいのですけれども、非常に極端なシンジケートによる買い戻し取引であるとか、ペナルティ・ビッドについては、開示義務を履行してはいるけれども、場合によっては相場操縦の規制に当たらないという、そういう判断の余地を残しているのでしょうか。

○飯田 可能性としては、そうですね。安定操作については9条(a)項(6)号で明示的に書いていますけれども、その他のことですから、可能性としてはあり得るということですね。

## 6 自己株式取得のセーフハーバーについて

○行澤 それとの関係で、自己株式取得のセーフハーバーについても一点だけお聞きしたいのですけれども、セーフハーバーと言いながら、場合によっては相場操縦によって

規制される可能性があるというご指摘でした。ということは、18ページに記載された要件を一応満たすことによってどういうメリットを与えるのか。つまり、セーフハーバーの要件を満たすということが具体的な免責を必ずしも意味しないというのであれば、それは例えば誘引目的がないことが推定されるというように、立証責任を緩和するような仕方で機能するということでしょうか。

○飯田 本来的に、セーフハーバーは免責の効果があるものなので、原則はもちろん免責です。しかし、脱法目的でやっているスキームの一部で形式的にこの要件を満たしているようなときは、恐らくごく例外的に、違法であるというふうに評価される場合があり得るということなのだろうと思います。

ただ、SECの2008年のときのコメントを見る限りでは、そういうセーフハーバーがあっても、なお慎重を期する、つまり違反であると言われるリスクをなるべくとりたがらないという行動も一方ではあるということだと思います。具体的にどういう要件に変わってくるかということについては、あまり判例とかがあるわけでもなかったので、よくわからないところです。

○行澤 そうすると、例えば19ページの最初のSEC v. Competitive Technologies 事件などの場合に、セーフハーバーの要件を満たしていても取引所法9条(a)項(1)号の免責にならないというのは、ちょっと言い過ぎというふうに評価していいのでしょうか。

○飯田 Rule 10b-18は、何のセーフハーバーかというところ、取引所法9条(a)項2号の現実取引のほうの免責規定で、1号のほうはおおよそ関係ないので、そういう主張をしているけれども、これは関係ないんだというふうにしているということだと思います。

○行澤 了解しました。

## 7 市場に対する詐欺の理論について

○石田 11ページの、かなり最近の判例をご紹介いただいた *Fezzani v. Bear* 事件のところですけども、ここでは、信頼の要件というのは、市場に対する詐欺の理論とは完全に違うもの、*bona fide market* というんですか、これはもう全く違うものを立てようという動きがあるという、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○飯田 つまり、不実表示・不開示の事件での、いわゆるマーケットに開示された情報が織り込まれているからというのとは違うものを要件としてつくったほうがいいのではないかというニュアンスの傍論を述べているところだと思います。

○石田　　そうすると、今までは市場が効率的だということを前提にして信頼の要件を主張すると、相手方、被告の側で市場は効率的でないという反論をよく出されていましたが、もうそういう話にはならなくて、全く別の信頼の要件として立てようという、そういう話ですか。

○飯田　　そうです。全く新しい類型として、相場操縦については違う要件としてつくっていったらどうかという議論が、さっきの論文の問題提起であり、それに乗っかっているのがこの判決だということです。

○石田　　ありがとうございます。

## 8 公開買付けと相場操縦について

○近藤　　20ページから21ページにかけてのところですが、この考え方から言うと、資金調達について確固たるものを持っていないで公開買付けをすると、相場操縦の疑いを持たれるという、そういう理解なのでしょうか。

○飯田　　そういうことですよね。要するに、お金もないのに威勢のいいことばかり言って、40%のプレミアムで公開買付けを始めますよというのは、相場操縦的、14条(e)項違反に当たってくるということです。

○近藤　　その場合の資金調達については、確固たる確信がないといけないという、その者の信念の問題になるのですかね。

○飯田　　そこは調達できるだろうという合理的な信念があればいいということで、その限界事例みたいなものはまだ見当たらなかったのですけれども、完全なかない約束、**firm commitment** までは要らないというのは、言われているところのようです。

○船津　　今のところに関して事案の確認といえますか、**SEC v. Weintraub** の事案でレターを送った人というのはどういう人なのか、要するに何が一番知りたいかというところ、ちょっとおかしな人なのか、それともまじめな人なのかというところです。変なことを言っても、そもそも株価が動かない大言壮語もあると思うのですが、この事案はどういうものだったのかというのが知りたいのですけれども。

○飯田　　直ちに思い出せないのですけれども、たしか前科があった人だというふうに記憶しております。それで、非常に理論的に重要なのは、公開買付けをしますよという情報によって相場を動かそうと思っても、相場を動かすには、その情報源が信頼できるというふうに信じられないと、およそ価格は動かないということが予想されます。そうい

う意味では、この案件の株価の動きをチェックしてこなかったのだからわかりませんが、そういう前科があるということが有名な人であれば、実害はもしかしたらなかったかもしれません。ただ、その話と Rule 14 e-8 あるいは 14 条(e)項の話とは、若干ここにはギャップがあって、情報源を信頼できるかどうかというようなことは特に要件になっていません。その意味では、やや予防的に広く規制が及んでいるということだと思います。

○船津 日本で一時期、トヨタとかソニーを大量に買い付けたという報告を出されたりしたことがあったのですが、そういう場合であっても、日本でひょっとしたら相場操縦的なことに当たるかもしれないということなのではないでしょうか。大量保有報告かどうかは別としてですけども。

○飯田 これから公開買付けを始めるんだということをあまり信憑性のない人たちが言っているという局面でも、これは相場操縦的な行為に当たることになると思います。

○船津 ありがとうございます。

## 9 相場操縦の保護法益

○森田 これは結局、本当に難しく困ってるんですけども、保護法益は何なんでしょうね。つまり、投資家を詐欺から守ってあげるのか。例えば日本でよく言われるのは、証券市場の公正性に対する信頼とかいって、行政法規的なそういう保護法益なのか。あなたは、保護法益としては何をお考えですか。

○飯田 アメリカのこの議論を見る限りは、証券詐欺の文脈で議論されているように思います。もちろん、価格形成の公正性とか効率性を害するようなそのものであるとか、そういう意見もありますが、ただ、相場操縦があることによって、例えば実際の会社が何か判断がゆがめられるといったことがどのくらいあるのかとか、そういうことについては全く未解明であるというのが、ファイナンス系の学者たちの議論の中には出てきて、本当にこれが一体何のために規制されているのかというのは、必ずしもアメリカでも明らかではないのだろうなという感想を持ちました。

○森田 おっしゃるように、そういう証券詐欺規制的な位置づけだとすれば、なぜセーフハーバーがあるのかも一つよくわからないし、それから、価格それ自体を動かしたというのは、証券市場に対する信頼性に対しての違法性はあるでしょう。そこで、実際にだまされたら詐欺になっていくけれども、絡み合っているんですよね。

どうですかね、日本のインサイダー取引なんかも証券詐欺に持っていくべきだと私は思っているのですが、これ、どっちに持っていったって同じようなものですかね。とにかくケースケースで、典型的にこういう場合はあかんとかというようなことをはっきりさせていくほうが大事ですかねえ。

○飯田　　そうだと思いますね。要するに、今日の報告でも、規制はもちろんのこととして、それに加えてペナルティ・ビッドの慣行等もいろいろ紹介したのですけれども、株価を動かすような、あるいは維持するような手法はたくさんあるのだろーと思います。類型ごとにどういう方向がいいだろうかという規制のほうが、より将来的にはいいのかもしれない。つまり、高頻度取引が出てきたときに、従来の枠組みでいくのかというと、もうなかなかわからないようなことですから、そういうことも踏まえていくと、違う規制のあり方もあるのかもしれないなと思ったところです。

○森田　　そのときに、公的規制ならすぐ動けるけれども、民事的にこれが詐欺になっているというふうなことの証明というのは、誰もイニシアチブをとってくれないでしょう。だから、その辺が難しいかなと思うのですがね。

## 10 プールについて

○龍田　　証券に関する連邦の33年法・34年法ができる前の状況でベースになったものといえば、議会のペコラ委員会の報告だったと思います。そこではプールというのが非常に困った存在だということを繰り返し言っていたのではないのでしょうか。しかし、今日のご報告によりますと、それに対する反省というのか、そうとばかりは言えないということを行っている人が最近いるようですね。私はそれを読んでいませんが、どういふ点でプールによい面があったと言っているのでしょうか。

○飯田　　恐らく先生のおっしゃっているのは、注4の実証研究でしょうか。これはプールがよかったということを行っているわけではなくて、相場操縦として行われていたというよりは、むしろ情報に基づく取引、インサイダー取引の可能性があるということを目指していたと思います。すなわち、株価の動きを見ていくと、プールだと認定された銘柄の動きとその他を比べてみて、もし相場操縦的につり上げられていたのであれば、その後大きく下落していただろうということが仮説として立てられるのだけれども、実際のデータを見る限りはむしろ逆で、プールだったところは株価を割と高いところで維持していくというようなことが言われていたりして、だからこれは相場操縦をしてい



たというよりは、情報を早く入手して取引をしていた、しかもそれは会社の内部者が関与していたので、むしろインサイダー取引が主たるプールの悪い点だったのではないかとということが議論されていると思います。

○龍田 よからぬものであったということには変わりはないわけですね。

○飯田 そうですね。

## 1 1 高頻度取引について

○龍田 高頻度取引（HFT）に関連しまして、最近証券取引のテクニックが随分進んでいるので、相場操縦やインサイダー取引などの規制も、従来どおりやっていたのでは十分に抑え切れないということ、SECでも、IOSCOでもよく言っているようですが、具体的にどこがどう違っているのでしょうか。高頻度取引だからといって直ちに問題になるわけではなさそうですし、アルゴリズムも、前に取引所のほうからご報告いただいたことがあり、それ自体に問題があるということではないように思いますが、何か観点を改めて考えなければいけないところがあるのでしょうか。

○飯田 要するに、引き込む相手、誘引する相手もプログラムなので、だからプログラム対プログラムの対決のような状況ですることになる。つまり、今日ご紹介した案件で見ても、引き込まれたのはプログラムで、ほかのプログラムが間違っって注文を出してしまったということですから、そこに人の判断というのが本当にあったのか。人がだまされるという状況とはやや違うのではないかとというのが直感的に思うところでありまして、その点で、従来の枠組みで果たしていいのかしらという疑問が残るところです。

○龍田 もう一つよく……。

○飯田 買っているという行為とか売っているという行為自体は全く従来どおりですし、それが単にスピードが速くなったというだけだということもおっしゃるとおりで、その意味では従来の取引の態様と連続性があります。違いがあるのは、やはりプログラムが勝手に状況を判断して注文を出したり取り消したりということをやっているというところが、従来の人間による取引とは違うところではないかと思えます。

○龍田 本来違法で抑えるべきものが抑えられずに放置されたという問題があるのでしょうか。あるいは、事前に差し止めることができたはずの行為で、スピードに追いつかず勝手に行われてしまうというようなことがあったのでしょうか。

○飯田 SECは、高頻度取引自体がいけないという立場は必ずしもとっていないのだ

ろうと思います。ただ、問題なのは、実際に何が行われているかがSECも含めてよくわからない。プログラムを提出してもらったこともあったようですが、果たして理解できたかどうかという批評が加えられるぐらい、外部からはうかがい知れないことをやられている可能性はある。しかし、実際に見過ごしてきたのかと言われると、そういう証拠はほぼ見つかっていないと思います。今まで見かけてこなかった、我々の常識ではよくわからないことを高頻度取引が行っている可能性はあるけれども、本当にそれはいけないかという、そうとまでは言えないのではないかという状況だと思います。

○松尾 それはそうだと思うのですけれども、ただ、一方でアルゴリズムとか高頻度でやる人たちにとっては、株式の投資上の価値とかは全く関係ないのですね。むしろ値動きだけに着目して、こういうふうに動いたらこういう売買をしよう、何%下がったらとか、あるいは呼び値の売りと買いの差が広がったらどうしようとか、まさに価格にしか着目していないので、そういう意味では、人為的に価格を変動させることを前提に組まれた売買だとも思うのです。その点では、証券の価値に及ぼす重大な情報などは、それが虚偽であっても真実であっても、彼らにとってはむしろノイズであって、そういうものはないほうがいいのだと思うのですけれども、その点はいかがでしょうか、規制の趣旨というか、規制の観点を変えなくていいのでしょうか。

○飯田 おっしゃることはよくわかります。ただ、チャート分析をする投資一般におかしいのではないかということにつながってくると思いますので、それはそこまで言えるかというのはやや疑問ですから、アルゴリズム自体がいけないとは言えないのではないかと思います。

○松尾 私もアルゴリズム取引自体がいけないとはいえないのだらうと思います。4ページのところでご紹介いただいたSECのエンフォースメントの例で、SECが主観的要件を認定する根拠は、取引の発注の仕方と見せ玉の直後の取り消しとなっていますので、やはり、アルゴリズムそのものを出せとか、プログラムそのものを見せろとかと、そこまで調査する権限はSECも持っていないということですね。

○飯田 そうですね。特にこの手の事案は、海外のトレーダーが出して、それを放置していたブローカー・ディーラーを一挙に捕まえるという事件のようですので、海外の投資家が実際にどういうプログラムを使ったかは調査できていないのだらうと推測しています。

○船津 先ほど、だますのが相手方のプログラムだという話をされたと思うのですけれ

ども、そういった点についての何かアメリカでの議論というものはあるのでしょうか。例えば詐欺概念に当たるのかどうかというあたりで、日本だったら、たしか電算機使用詐欺か何かで別に条文を立てないとだめだというような話があったと思うのですけれども、そのあたりはどうなのかなと思ったのですが。

○飯田 幾つか高頻度取引の論文その他も調べましたけれども、そういう議論はあまり詰まっていなくて、どういう現象が起きているかというところにとどまっているような印象です。こういう事件が出てきたということをフォローしているロー・レビューもあまり見たことがなくて、これはファイナンス系のもので紹介されていたので、たまたま私も気がついたということです。

おっしゃるとおり、詐欺の概念が本当に同じ概念でいけるのかというようなことは、もしかしたらこれから問題になってくるかもしれないところだろうと思います。

○船津 この規律された場合の9条(a)項(2)号というのは、特にそういった相手方の主観等というのは問題にならないのですね。

○飯田 ならないです。

○伊藤 素朴に考えますと、だます相手がたとえプログラムであったとしても、結局そのプログラムというのは、人間のために株式を売り買いするためのプログラムですから、詐欺と言っておかしくないのではないのでしょうか。あるいは、売買誘引目的があるということもできるように思うのですけれど。

○飯田 そうですね。確かに9条(a)項(2)号の誘引する目的というのはまさにある。そういうためのプログラムをつくってやっているのです、そこはおっしゃるとおりだと思います。むしろ10b-5でいくときに、詐欺の要件がどうなのかといったときに、プログラムをつくった人たちをだます意図だったのだということではいけるのであれば、詐欺に当たるのではないかと直感的には思っています。ただ、プログラムの内容が本当にどういうものなのか、その全貌が全くつかめないのです、本当にそう言っているのかはよくわからないというところです。

○岸田 最初に私が申し上げたところですが、それを使ったからといって、当然にもうかるわけじゃないですね。つまり、損失を最小にしようというプログラムを組んで、さっきおっしゃったように、1%上がったらすぐ売ると決めていたとかしていても、結果として損することもあり得るわけですから、初めから、プログラムをつくったときからだますということはちょっと難しいですよ。

- 飯田 それはそのとおりですね。
- 岸田 私が申し上げたのは、それでだましたとどこで言えるのか。たまたま結果としてもうかったからといって、それは悪いこととは言えないのではないかと思います。
- 飯田 それはそうですね。だから、例えば見せ玉を立てて取り消すとかというのあらかじめプログラムに組み込んでいるのが今日ご紹介したような例で、そういうときは明らかだと言っていいのだらうと思います。他方で、普通に注文を出して、その後寄っつかないから取り消してというようなことを繰り返していたというぐらいでは、これはなかなか詐欺、誘引目的があるとは言にくいのではないかと思います。
- 岸田 そういうプログラムをつくったこと自体は、詐欺とは言えないわけでしょう。
- 飯田 一般論として、こういうプログラムをつくったこと自体は詐欺ではないはずで
- す。
- 岸田 そうですね。結果としてそうかもしれないけれども、やるほうは単に損失が少なければいいという感じで、必ずしももうかるとは限らないわけです。
- 飯田 ですから、結局、昔ながらの相場操縦と同じで、相場操縦しようと思ってプログラムをつくった人たちが捕まるということで、そこで区別されるのではないかと思います。

## 1 2 自己株式取得のセーフハーバーについて

- 川口 セーフハーバーの話ですが、要件を満たして安全な港に入ったつもりだったのが、実はほかの要因があって捕まりますよというのは、セーフハーバーでも何でも
- ないような気がするのですね。

それで、ここに挙げられている **Preliminary Note** で言われているものについて、脱法的なものであれば、そのようなものが安全港に入っても、捕まる、決して安全ではないというのはわかるのですけれども、セーフハーバーの要件を満たしているが、プラスアルファの部分があるので、それは相場操縦だと言われてしまうと、セーフハーバーの意味がなくなるようにも思います。

ここで判例を挙げられていますけれども、「セーフハーバーの要件を満たしているも」という部分で、「時期・価格・量・購入方法以外に基づく相場操縦についての免責にはならない」というのは、この下に言われている脱法行為のことと同じことを言っているのでしょうか。あるいは、この時期・価格・量・購入方法以外の他の要素によって

も相場操縦になるということでしょうか。後者であるとする、どのようなものがあり得るのでしょうか？ 現在のルールでセーフハーバーとして安全とされているもので、どのような要素があれば、相場操縦になるのでしょうかね。この事件自体で、それが具体的に示されているのか教えていただければと思います。

○飯田 おっしゃるとおりのことだと思います。すなわち、時期・価格・量・購入方法以外のものというのがあり得て、それとは別に、さらに脱法的なスキームというものもあって、それも相場操縦に当たるだろうし、そういう脱法的なものでなくても、時期・価格・量・購入方法以外の形で相場操縦の要件を満たしてくるのであれば、それは相場操縦に当たるのだということをこの判決では言っています。それでは、具体的にどういう場合なのかはよくわからないところです。

○川口 なぜ、判決でこの説示があるわけですか。この事件の事実で、どのような要素があれば相場操縦になり得るのかということを知りたかったのですが。いずれにせよ、プラスアルファの要素を見つけてきて、これにひっかかるからアウトだと言っている判決ではないわけですね。

○飯田 そうですね。この事件は、被告が Rule 10b-18 にしたがって行動したのだから、相場操縦には該当しないと主張して、訴訟却下の申立てをしたところ、裁判所が被告の主張を退けたというものです。本件を紹介したのは、Rule 10b-18 に言及している判例が極めて少なく、たまたま最近のものを見つけたので、これを紹介したということです。

○森田 僕も昔に調べただけやけれども、セーフハーバーって、もともと絶対安全ですという規定ではないですね。安全な場面というのはこういう場面ですと書いてあるだけやね。

○川口 それ、安全って言うんですか（笑）。

○森田 だから、絶対安全というふうなことは言ってないと思いますよ。

### 13 民事責任についての日本法への示唆

○山下 今日のご報告では、34年法の9条と10b-5の両方の可能性があるということでしたが、従来、日本で相場操縦について金商法160条の損害賠償を請求しようとする、これはハードルが非常に高いということになっています。しかし、日本の場合、不法行為でいけば、これは非常に柔軟なので、あるいは最近の開示書類における不

実表示についての損害賠償請求のように、不法行為で集団的に請求する例が結構あるわけですが、この相場操縦についても場合によっては同様のことが考えられるということなのではないでしょうか。

○飯田 Rule 10b-5と取引所法9条の関係で、民事責任はRule 10b-5で行われているという状況は、日本でも同じように導入してもおかしくないと思います。そうだとすれば、日本でも民法709条で認めていくという方向は十分あるところだろうと思います。金商法160条が死文化しているというのは、まさに9条(f)項が死文化したというのも同じような状況ですから、あり得る話ではあると思います。

○近藤 ほかにいかがでしょうか。

#### 1.4 強圧的な二段階公開買付けについて

○行澤 最後に一点だけ、前回私が報告させていただいたときに、松尾先生が黒沼先生のご意見だったかもしれないということで、21ページの強圧的な二段階公開買付けについて、前回は不正の手段に当たるのではないかということについてのご議論だったので、黒沼先生のご見解をお聞きできればと思います。

○黒沼 アメリカは全て開示違反で捉えるのですね、詐欺を。だから、相場操縦的といっても、不実開示がなければ相場操縦的にならない、そういう解釈なんです。日本の157条は、不正の手段とかいろんな用語が使われていますから、アメリカ法と全く同じに解釈する必要はないので、少し広く詐欺を捉えられるのではないかと私自身は思っています。

○飯田 先生にそうおっしゃっていただければ、非常に心強いです。私は、強圧性を公開買付け規制の中で中心的に対応すべきだと考えております。現状で日本の公開買付け規制で対応していないのであれば、金商法157条を使うというのはあり得るような気がします。他方、157条を持ち出すと、刑事罰が重くかかってくる点に問題があるという気がします。

○近藤 よろしいでしょうか。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。

次回の研究会ですが、6月28日（金曜日）に、石田先生よりアメリカ法における不公正取引一般についてご報告いただきます。