

1 はじめに

1.1 アメリカの相場操縦規制の簡単な経緯

1933年証券法・1934年取引所法制定前: 詐欺(Fraud)¹、郵便詐欺法²

証券法・取引所法: 1929年の大暴落・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³、というのが一般的な理解⁴:

偽装売買や虚偽の情報・噂を流して市場株価をつり上げ (オプションの活用)

→他の投資家を市場に誘い込み、市場株価が上昇傾向にあると誤解させる

→高値で売り抜け (空売りの利用)

取引所法 9条・10条の構造⁵:

相場操縦の禁止規定((a)項(1)号が偽装売買・馴れ合い取引、(2)号が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。)

オプションについての規定((b)項・(c)項)

空売りについての規定(d)項及び10条(a)項

さらに、取引所法 10条(b)項・Rule 10b-5

1.2 報告の対象と構成

取引所法 9条と10条(b)項・Rule 10b-5の相場操縦規制

安定操作

公開買付けの相場操縦

なお、空売り規制は対象外

¹ たとえば、Willcox v. Harriman Sec. Corp., 10 F. Supp. 532 (S.D.N.Y. 1933)

² たとえば、United States v. Brown, 79 F.2d 321 (2d Cir. 1935)

³ See DONNA M. NAGY ET AL., SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT, CASES AND MATERIALS 615 (3D ED. 2012).

⁴ ただし、プールが相場操縦的であったという認識は間違っているという実証研究がある。Paul G. Mahoney, *The Stock Pools and the Securities Exchange Act*, 51 J. FIN. ECON. 343 (1999); Guolin Jiang et al., *Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools*, 77 J. FIN. ECON. 147 (2005)

⁵ JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION CASES AND MATERIALS 733-34 (2009).

2 相場操縦規制

2.1 取引所法 9 条(a)項(1)号：仮装売買・馴合売買

「(a) いかなる者も、直接又は間接を問わず、郵便、州際通商の方法若しくは手段または国法証券取引所の施設を利用して次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。

(1) 政府証券以外の証券の売買が活発に行われているとの虚偽若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を持って、次に掲げる行為を行うこと。

(A) 当該証券の実質的な所有権に何らの変更を伴わない取引を行うこと；

(B) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一の若しくは異なる当事者により又は当該当事者のために、当該証券の売付け注文が行われていること又は行われることをあらかじめ承知の上、当該証券の買い付け注文を行うこと；または

(C) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一の若しくは異なる当事者により又は当該当事者のために、当該証券の買付注文が行われていること又は行われることをあらかじめ承知の上、当該証券の売付け注文を行うこと」⁶

①仮装売買・馴合売買

②目的要件：サイエンターとは区別されるもの。なお、9 条(f)項に基づく損害賠償請求を行う場合には、サイエンターの存在も必要⁷

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た

2010 年のドッド=フランク法 929L 条によって、その制限が削除⁸

2010 年以前の訴訟では、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されていた⁹

2.2 取引所法 9 条(a)項(2)号：現実取引による相場操縦

「(2)他人による売買を誘引する目的で、単独で又は他人と共同して、政府証券以外の証券のまたはそのように登録されていない証券の、または当該証券に関する証券を原資産とする証券派生スワップ若しくは証券派生スワップ契約に関連した、実際上若しくは外観上活発な取引を作出し又は当該証券の価格を騰貴若しくは下落させるような一連の取引を行うこと。」

⁶ 条文の翻訳は、財団法人日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集アメリカ(Ⅲ)証券法、証券取引所法』145 頁(財団法人日本証券経済研究所、2008)に基づく(ただし、同書刊行後に改正された箇所についてはこの限りではない。以下、同様である。)

⁷ Chemetron Corp. v. Business Funds, Inc., 682 F.2d 1149, 1163-64 (5th Cir. 1982).

⁸ 具体的には、”registered on a national securities exchange”という文言が”other than a government security”に置き換えられた。

⁹ Fezzani v. Bear, Stearns & Co., 384 F. Supp. 2d 618, 641 (S.D.N.Y. 2004).

①実際上若しくは外観上活発な取引を作出し又は当該証券の価格を騰貴若しくは下落させるような一連の取引

②他人による売買を誘引する目的

「一連の取引」:

取引 3 回でもあたる¹⁰

呼び値(bid)の提出も規制の対象に含まれる¹¹

「目的」:

サイエンターとは区別されるもの

状況証拠から推認して認定するのが通常¹²

・Thornton & Co., 28 SEC 208, 223 (July 14, 1948): 仮装売買も行いつつ、一連の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事案において、説得的な説明がないときには、市場株価は相場操縦目的でつり上げられたと推認するとした

・SEC v. Resch-Cassin & Co., 362 F.Supp. 964, 977-78 (S.D.N.Y. 1973): 「目的」を満たすという認定の根拠として、「引受人が売出しを促進する目的やその収益を増やす目的で、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、および、高値で売り抜けて個人的な利益を得たこと」を指摘。

・Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F.2d 787, 795 (2d Cir. 1969): 敵対的買収者による公開買付けの最終日に、ホワイトナイトが市場で株式を大量に買い集め、敵対的公開買付けを失敗させようとした事案で、現実取引による相場操縦が認定された。

高頻度取引(high frequency trading)による見せ玉(layering; spoofing)の事例:

・In the Matter of Hold Brothers On-Line Investment Services et al., SEC Release No. 34-67924, at 6 (Sept. 25, 2012)

W.W.Grainger 社(ニューヨーク証券取引所上場)の株式が舞台。2010年7月4日に1株101.34ドルで1000株売り、1株101.30ドルで1000株買い、差額の約40ドルの利益を得た

< 売り >

午前 11:08:55.152 A が 1 株 101.34ドルで 1000 株の売り注文。直前の最も高い買い呼び値(inside bid)は 101.27ドル、最も低い売り呼び値(inside ask)は 101.37ドルだった。A の売り注文によって売り呼び値は 101.34ドルになった。

午前 11:08:55.164~11:08:55.323 A が合計で2600株の11個の買い注文。注文価格は101.29ドルから101.33ドル。これによって買い呼び値が101.27ドルから101.33ドルに上昇した。

¹⁰ Kidder Peabody & Co., 18 SEC 559, 568 (1945).

¹¹ Kidder Peabody & Co., 18 SEC 559, 569-70 (1945).

¹² Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F.2d 787, 794 (2d Cir. 1969).

午前 11:08:55.333 A の上記 1000 株の売り注文が成立し、執行された。

午前 11:08:55.932 A は上記の買い注文を全て取り消した。

午前 11:08:55.991 買い呼び値は 101.27ドル、売り呼び値は 101.37ドルにそれぞれ戻った
<買い>

午前 11:09:00.881 A が 1 株 101.30ドルで 1000 株の買い注文。買い呼び値は 101.30ドルになった。

午前 11:09:00.929～11:09:01.060 A が合計で 2600 株の 11 個の売り注文。注文価格は 101.35ドルから 101.31ドル。売り呼び値は 101.37ドルから 101.31ドルに下落。

午前 11:09:00.977 A の上記 1000 株の買い注文が成立し、執行された。

午前 11:09:01.662 上記売り注文を全て取り消した。

午前 11:09:01.792 買い呼び値は 101.24ドル、売り呼び値は 101.37ドルにそれぞれ戻った。

A はこのような取引を繰り返し行い、800 万以上の見せ玉・32 万 5000 回以上の取引を行い、約 180 万ドルの利益を得た。SEC は、取引所法 9 条(a)項(2)号に違反すると判断した。

・In the Matter of Biremis Corp. et al., SEC Release No. 34-68456 (Dec. 18, 2012)

アルゴリズム取引を使って 2 分 35 秒で 266ドルの利益を得たという事案

SEC は、主観的要件は、取引の発注の仕方と、見せ玉の直後の取消とから、明らかであるとした。すなわち、「A の、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だして圧力をかける 100 株ごとの注文を使用していたことから明らかである。」

※ 裁判になった事例は見当たらない

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:「ディーラー、ブローカー、証券派生スワップのディーラー、証券派生スワップの主たる参加者またはその他の者が証券、証券派生スワップもしくは当該証券を原資産とする証券派生スワップ契約の売付け若しくは売付けの申込み又は買付若しくは買付の申込みを行うに際し、政府証券以外の証券、そのように登録されていない証券、証券派生スワップ、又は当該証券を原資産とする証券派生契約の価格を騰貴させ又は下落させる目的で 1 名若しくは 2 名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しもしくは下落するかまたはその可能性がある旨の

情報を通常の業務過程において流布または広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。」

- 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売買を誘引すること
- ④市場操作による株価の変動予想の情報を流布すること
- ⑤株価変動の目的をもっていること

・(4)号:「ディーラー、ブローカー、証券派生スワップのディーラー、証券派生スワップの主たる参加者またはその他の者が証券、証券派生スワップもしくは当該証券を原資産とする証券派生スワップ契約の売付け若しくは売付けの申込み又は買付若しくは買付の申込みを行うに際し、政府証券以外の証券、そのように登録されていない証券、証券派生スワップ、又は当該証券を原資産とする証券派生スワップ契約の売買を誘引する目的で、その時において、その状況に照らし、重要事項に関して虚偽又は誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽若しくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠を持っていたこと。」

- 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
- 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又は知っている合理的な根拠があること

・(5)号:「政府証券以外の証券、そのように登録されていない証券、証券派生スワップもしくは当該証券を原資産とする証券派生スワップ契約の売付け若しくは売付けの申込み又は買付若しくは買付の申込みを行うブローカー、ディーラー、証券派生スワップのディーラー、証券派生スワップの主たる参加者またはその他の者から、直接又は間接を問わず、報酬を受けて、当該証券の価格を騰貴させ又は下落させる目的で1名又は2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴し又は下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布し若しくは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。」

- 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から対価を受けて
- ②政府証券以外の証券について
- ③売買を誘引すること
- ④市場操作による株価の変動予想の情報を流布すること

⑤株価変動の目的をもっていること

2.4 取引所法 10 条(b)項／Rule 10b-5

< 取引所法 10 条(b)項 >

「いかなる者も、直接又は間接を問わず、州際通商の方法若しくは手段、郵便又は国法証券取引所の施設を利用して」

「(b)委員会が公益又は投資者保護のため必要又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又は売付に関して相場操縦的又は欺瞞的策略若しくは術策を用いること」を「行うことは違法である。」

①詐欺行為

②証券の売買に関して

③州際通商の方法等の利用

④サイエンター¹³

< Rule10b-5 >

「いかなる者も、直接又は間接を問わず、州際通商の方法若しくは手段、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、証券の買付又は売付に関して行うことは違法である。

(a) 詐欺のための策略、仕組みまたは技巧を使うこと

(b) 重要な事項についての虚偽の表示、表示がなされた状況に照らして誤解を生じさせないようにするために必要な重要な事実の表示を怠ること

(c) 詐欺又は欺瞞として機能する又は機能するだろう行為、慣行又は業務の過程を行うこと」

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

・定義規定はない。

・Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 199 (1976): 相場操縦的(manipulative)とは、「証券の価格を支配し又は人工的に影響を与えて、投資家に対して欺瞞又は詐欺(deceive or defraud)を行うための意図的又は故意の行動を意味する」。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)が必要であるということを示す文脈での言及である。また、この定義のいう「支配」や「人工的」がいったい何を意味するのかは明らかではない¹⁴。

¹³ SEC v. Graystone Nash, Inc., 820 F.Supp. 863, 870-71 (D.N.J. 1993).

¹⁴ DONNA M. NAGY ET AL., SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT, CASES AND MATERIALS 615 (3D ED. 2012).

・Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 476-77 (1977): 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」をいい、会社の不正経営(デラウェア州の会社の略式合併の対価が低いという主張だった。)は含まれないとした。

<サイエンターと9条の主観的要件の関係>

馴れ合い売買・仮装売買について取引所法 10 条(b)項・Rule 10b-5 が問題となった事案

・Rockies Fund, Inc. v. S.E.C. 428 F.3d 1088 (D.C. Cir. 2005):

違反者の主張: 特有の故意の基準(specific intent standard)。なぜなら、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若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 Rule 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。

SEC の主張: 無謀 (recklessness) で十分。

判旨: Rule 10b-5 は一般的に、「極端な無謀(extreme recklessness)」¹⁵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が、特有の目的のレベルにまでいたるものではない。ただし、本件では、SEC はいずれの基準であれ、サイエンターの立証に成功していないから、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(at 1093)

現実売買による相場操縦について取引所法 10 条(b)項・Rule 10b-5 が問題となった事案

・United States v. Mulheren, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991): 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政府の主張する立場(つまり、他人による当該証券の売買を誘引する目的がなくても違法な相場操縦に該当するという立場)を前提にしても、当該事案において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

・United States v. Hall, 48 F. Supp. 2d 386 (S.D.N.Y. 1999): たとえ被告の相場操縦の目的が、真の価値から乖離している市場株価を正しい株価に修正する目的であったとしても、Rule 10b-5 違反にあたる。

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

取引所法 9 条(f)項: 「本条(a)項、(b)項又は(c)項に違反する行為又は取引に故意に参加した者は、当該行為又は取引の影響を受けた価格で証券を購入し又は売りつけた者に対して責めを

¹⁵ 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又はその危険があま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の極端に乖離していること。

負わなければならない、かつ、被害者は、当該行為又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又はエクイティ上の訴訟を提起することが出来る。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出来る。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出来る。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、提起することが出来る。」

・例:表示による相場操縦の場合:取引所法9条(a)項(4)号違反→(f)項の民事責任

- 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¹⁶
- 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¹⁷。

・Rule 10b-5(a)(c)に基づく損害賠償請求

- ①損害
- ②被告の不実表示若しくは重要事実の不開示又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郵便又は国法証券取引所の施設を利用したこと¹⁸
- ⑥信頼(取引因果関係)
- ⑦因果関係(損害因果関係)

※ 取引因果関係:市場による信頼の理論によって推定されるが、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であり、相場操縦前については推定されない¹⁹。

¹⁶ 取引所法9条(a)項(4)号は、「その表示が虚偽若しくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠を持っていたこと」と規定し、同条(f)項は、「故意」と規定する。両者をあわせると、サイエンターになる。すなわち、その表示が虚偽若しくは誤解を生じさせるようなものであることを知っており、かつ、それが故意になされたという場合は、明らかにサイエンターの要件を満たす。その表示が虚偽若しくは誤解を生じさせるようなものであることを知るに足りる十分な根拠を持っていて、かつ、それが故意になされたという場合も、サイエンターに該当する。Chemetron Corp. v. Business Funds, 682 F.2d 1149, 1161 n.18 (5th Cir. 1982).

¹⁷ Chemetron Corp. v. Business Funds, 682 F.2d 1149, 1161-62 (5th Cir. 1982).

¹⁸ Dietrich v. Bauer, 76 F.Supp.2d 312, 338 (S.D.N.Y. 1999).

¹⁹ Dietrich v. Bauer, 76 F.Supp.2d 312, 341 (S.D.N.Y. 1999).

・Rule10b-5 の出訴期間:

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、提起することが出来る(サーベンス・オックスリー法 804 条、 28 USC § 1658)。

・従来、取引所法 9 条よりも Rule10b-5 が使われてきた

歴史的な経緯:9 条は上場証券のみに適用されていた

ただし、2010 年の Dod-Frank Act により、この制限は廃止された²⁰

<9 条(f)項と Rule 10b-5 の要件の比較>Rule 10b-5 の方が立証が容易

・SEC v. U.S. Environmental, Inc., 155 F.3d 107, 112 (2d Cir. 1998):

仮装取引などによって相場操縦を行う者の指示に従って、ブローカーが当該取引を行った場合、当該ブローカーに市場株価を騰貴させる相場操縦的な目的がなくても、当該ブローカーが当該取引が相場操縦であることを知っているか、または、無謀に(reckless)知らなかった場合にはサイエンターが認められるので、当該ブローカーは 10 条(b)項に違反したことになる。

・Chemetron Corp. v. Business Funds, 682 F.2d 1149, 1162 (5th Cir. 1982) :

9 条(a)項(4)号と Rule10b-5(b)の比較→因果関係・サイエンター・誘因目的の 3 点において 9 条(a)項(4)号の方が、原告の立証責任が重い

①因果関係: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。Rule 10b-5 の場合、不実表示が投資価値の下落の理由に触れるものであればよい。

②サイエンター:Rule 10b-5 の場合、無謀(recklessness)でよい、9 条(a)項(4)号・(f)項の場合は無謀ではサイエンターの要件を満たさない。

③誘引目的:詐欺的行為を意図することによって Rule10b-5 のサイエンターの要件を満たすことはある。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。

9 条(a)項(1)号・(2)号と Rule10b-5(a)(c)の比較→9 条の方が、原告の立証責任が重い

Rule10b-5(a)(c)違反の要件:

①詐欺のための、又は業務の過程で詐欺として機能する策略、仕組みまたは技巧を用いること

②サイエンター

③①を原告が信頼すること

④①が損害の近接的な因果関係があること

9 条(a)項(1)号・(f)項の要件:

²⁰ DONNA M. NAGY ET AL., SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT, CASES AND MATERIALS 621 (3D ED. 2012).

- ① 仮装売買・馴れ合い注文
- ② サイエーター
- ③ 売買が活発に行われているとの虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出する目的
- ④ 信頼
- ⑤ 原告の売買価格が影響を受けたこと

9条(a)項(2)号・(f)項の要件:

- ① 實際上若しくは外観上活発な取引を作出し又は当該証券の価格を騰貴若しくは下落させる一連の取引
- ② サイエーター
- ③ 他人による証券の売買の誘因目的
- ④ 原告による信頼
- ⑤ 原告の売買価格への影響

因果関係・サイエーターの要件:9条の方が立証が困難

信頼の要件:Rule10b-5(a)(c)の場合には反証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はたらかない。

誘因目的:9条(a)項(2)号では必要。Rule10b-5(a)(c)ではこれは要件ではない。

<補足:Rule 10b-5の信頼の要件について>

・Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972)の推定:不開示が問題となる場合には、開示義務と、重要事実の不開示が立証されれば、信頼の要件は推定される

・Desai v. Deutsche Bank Sec., Ltd., 573 F.3d 931, 941 (9th Cir. 2009):この推定はRule10b-5における相場操縦の主張については適用されない。「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、そうなる何が相場操縦的行為かと言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。」

・なお、Wilson v. Merrill Lynch & Co., 671 F.3d 120 (2d Cir. 2011):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:「相場操縦の最重要点は、投資者たちが、相場操縦者によって固定されていない、需要と供給の自然な相互作用によって決定された価格で売買していると信じさせる欺瞞(Deception)であることにある。」「需要と供給の自然な相互作用から外れる行動であるかどうかを認定する際には、裁判所は、市場に対して価格についての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。」「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。」「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。」

・Basic Inc. v. Levinson, 488 U.S. 224 (1988): 市場に対する詐欺の理論

・不実開示・不開示を問わずに適用される

・しかし、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となる場所、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、その場合には市場に対する詐欺の理論を適用できないという指摘がある²¹

・Fezzani v. Bear, Stearns & Co., 2013 U.S. App. LEXIS 9237, at *5 n.2 (2d Cir. May 7, 2013) :

相場操縦について Rule 10b-5 に基づく損害賠償請求。ブローカー・ディーラーの被告は、原告に対して、小規模でよく知られていない会社の株式を IPO において購入するように勧誘し、被告は当該株式が活発でかつ上昇傾向にある相場であると欺し、原告らが支払った価格が独立当事者間取引の価格であると信じ込ませるようなものだった。しかし、実際は、虚偽の取引量の外観と株価を騰貴させる目的で被告が計画した一連の相場操縦による市場であり、Pump-and-dump のスキームだった。

原告は、当該証券の市場が効率的だったと主張しているのではなく、被告らによる相場操縦が行われていた市場しか存在しなかったと主張。つまり、原告が信頼した欺瞞(deception)は、真実は被告らによる相場操縦が行われている市場であるにもかかわらず、公開市場で決められた価格で原告らが購入していると思わされたという点である。

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は、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(caused by reliance on an assumption of an efficient market free of manipulation)、④サイエンター、⑤証券の売買に関して、⑥郵便又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、であるとした²²。

そして、③の要件は、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(at *9 n.3)。

「本件のようなスキームにおいては信頼の要件については、深刻な問題は生じないが、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」(at *5 n.2)。

3 発行時の相場操縦・安定操作

< 安定操作 >

²¹ Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, 52 WM. & MARY L. REV. 1111 (2011).

²² この要件は、ATSI Commc'ns, Inc. v. Shaar Fund, Ltd., 493 F.3d 87, 101 (2d Cir. 2007)が示していたものである。この要件を引用する例として、Cellular South Inc. v. Merrill Lynch, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P97,331, 2013 U.S. App. LEXIS 5356, at *7 (2d Cir. March 19, 2013).

・取引所法 9 条(a)項(6)号:「委員会が公益又は投資者保護のため必要又は適当と認めて定める規則及び規制に違反して、単独で又は他人と共同して、政府証券以外の証券の価格を釘付け、固定しまたは安定させるため、当該証券の買付け又は売付けの一連の取引を行うこと。」

安定操作:ルールに従って行われれば認められる

cf. 現実取引による相場操縦→禁止

・レギュレーション M Rule 104 条

(a)項:「いかなる者も、本条の規定に違反して、証券の売付け申込み(Offering)に関して、直接又は間接に、安定操作、シンジケートの買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、証券諸法若しくは証券諸法に基づくいかなる規則若しくは規制における詐欺的、相場操縦的若しくは欺瞞的な行為の結果であると知り又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。」

(b)項:安定操作は、証券の市場価格の下落を防止する又は遅らせる目的である場合のみ許される。

・本条に従わない安定操作は違法

・安定操作:「証券価格を釘付けにし、固定し、又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の実行」(Rule 100(b))

・安定操作についての SEC の態度:「安定操作は、価格に影響を与える行動によって売付け申込みされた証券を他人に購入させ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。」²³

(c)項:安定操作が行われる市場が認め又は要求とする限りにおいて、安定操作を行う者は、独立した買い呼び値が提示された時点での当該買い呼び値の数量にかかわらず、同額の独立した買い呼び値を優先させなければならない。

(d)項:証券の価格の安定操作を行う分売者または引受シンジケート若しくはグループ、又はそのシンジケート若しくはグループのメンバーは、同時に同一の価格で 1 つの市場において 1 つを超える安定操作の買い呼び値を維持してはならない。

(e)項:変動価格による売付け申込み(at-the market offering)²⁴における安定操作は禁止される。

(f)項:安定操作価格の規制

(1):安定操作の買い呼び値の上限価格

²³ SEC, Anti-Manipulation Rules Concerning Securities Offerings, 34-38067, at 81.

²⁴ 固定価格ではない証券の売付け申込み(Rule 100(b))

Min{売付け申込価格(offering price)²⁵、主たる市場²⁶における当該証券の安定操作の買い呼び値(ただし、主たる市場が閉じている場合には、主たる市場の直前の終値)}

→発行価格・売出価格を上回ることが出来ないとする点で、日本法とは異なる。

(2):安定操作の開始

(i) 主たる市場が開いているときの安定操作の開始:主たる市場の最終の独立した取引価格を超える価格で安定操作を開始してはならない

(ii) 主たる市場が閉じているときの安定操作の開始:

(A)安定操作を開始する市場において証券の相場の開始の直前の場合には、安定操作は次のうち低い方の価格を上回らない価格で開始することができる。

(1)直前の終値において当該証券の主たる市場において安定操作を開始することが出来ていたならば行われていたであろう価格

(2)どの市場においてであっても、当該証券の独立した取引が行われた直近の価格。ただし、安定操作を行う者が当該取引を知っているか又は知っている理由がある場合に限る。

(以下、略)

(3):(2)で開始した安定操作の維持:独立した買い呼び値又は取引価格の変化にかかわらず、安定操作を維持又は別の市場に持ち越してもよい。

(4):安定操作の買い呼び値は、主たる市場の独立した最高価格の買い呼び値よりも高くない価格に引き上げることが出来る。安定操作の価格を引き下げることが出来る。

(以下、略)

<シンジケートの買戻し取引(syndicate covering transaction)・ペナルティ・ビッド>

シンジケートの買戻し取引:「売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、分売者または引受シンジケート若しくはグループを代表して行う買い呼び値の提示又は買付の実行」(Rule 100(b))

↓

・自主規制機関への事前の通知 (Rule 104(h)(2))

²⁵ 「証券が分売される予定の又はされている価格」(Rule 100(b))

²⁶ 「登録書類を提出する直前12か月間で当該証券の種類について報告された取引量の総計が最も大きい1つの市場。ただし、登録書類がない場合または分売が§ 230.415にしたがって遅れて証券の売却が行われる場合には、売付け申込価格の決定から直前12か月間とする。証券の取引量の総計を決定するにあたり、当該証券を示す預託証券の取引量は含めなければならない。かつ、当該預託証券によって示される証券の倍数又は割合を乗じなければならない。本項の適用にあたり、預託証券とは、受託証券に預託された、預託証券によって証明される、他の証券又はその倍数若しくは割合を示す証券をいう。」(Rule 100(b))

- ・記録保持義務(Rule 104(i))
- ・ただし、価格規制等はない

ペナルティ・ビッド:「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」(Rule 100(b))

↓

- ・自主規制機関への事前の通知(Rule104(h)(2))
- ・記録保持義務(Rule104(i))
- ・ただし、価格規制等はない

・買い戻し取引について:

引受人は、最初に、発行量を上回る株式を売却し、売付け申込みの際に引受人はショート・ポジションを取る。このショート・ポジションは、オーバーアロットメント・オプションを行使するか、アフターマーケットで買い戻し取引を行うことによってカバーされる。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。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で、ショート・ポジションをカバーする²⁷。

↓

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すということであり、買い支えるということになる。

・ペナルティ・ビッドについて:

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 株を直ちに売却(flipping)したときに、シンジケートの構成員に販売手数料²⁸を返還させることによって、IPO 株が直ちに売られることを防止する。

↓

つまり、売りに出される株式の量を少なくさせることによって、株価を支える効果を持ち得る²⁹
なお、IPO を直ちに売却したかどうかは、DTC(Depository Trust Company)社の IPO Tracking System³⁰によって調査出来る。

²⁷ Reena Aggarwal, Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, 55 J. Fin. 1075 (2000)

²⁸ 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。

²⁹ Shayne & Soderquist, *Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings*, 48 Vand. L. Rev. 965, 984 (1995).

³⁰ <http://www.dtcc.com/products/asset/underwriting/underwriting.php>

<1997年5月～7月のIPOの実証研究 Aggarwal (2000)³¹の紹介>

サンプル:レギュレーションMが施行された直後の1997年5月から7月にかけて行われた114件のIPO(記述統計はTable 1参照)。

Table 1
Descriptive Statistics on All Offerings

The sample consists of 114 IPOs during the period May to July 1997. In 61 offerings the lead underwriter conducted short covering transactions in the aftermarket and in 53 offerings no such transactions are done. *N* is the number of observations; first-day return is the percentage difference between the closing price on day 1 and the offer price; market-adjusted return is the raw return adjusted for changes in the S&P 500; underwriter spread is the gross spread in percentage terms; size of syndicate is the total number of investment bankers forming the syndicate; total short position is the short position of the syndicate at the time of the initial IPO allocation as a percentage of the total number of shares offered; overallotment shares exercised is the number of overallotment shares exercised as a percentage of the total number of shares offered; and shares short covered is the total number of shares short covered in the aftermarket as a percentage of the total number of shares offered. If no overallotment shares are exercised, then zero is used to calculate the mean and median.

	Full Sample (<i>N</i> = 114)		Short Covering in Aftermarket (<i>N</i> = 61)		No Short Covering in Aftermarket (<i>N</i> = 53)		Difference in Means <i>t</i> -statistic
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	
Offer price (\$)	13.14	12.75	12.68	13.00	13.66	13.00	0.97
Issue size (millions of \$)	96.21	45.15	81.74	43.10	112.87	48.30	1.04
First-day return (%)	16.22*	10.67	9.28*	5.00	24.22*	20.31	3.73*
Market-adjusted initial return (%)	15.82*	10.44	8.87*	5.01	23.82*	20.00	3.72*
Underwriter spread (%)	6.95	7.00	7.01	7.00	6.88	7.00	-1.10
Size of syndicate	20.73	19.50	21.00	20.00	20.42	19.00	-0.30
Total short position (%)	17.08	15.00	20.34	17.71	13.44	15.00	-4.49*
Overallotment shares exercised (%)	11.48	15.00	9.77	14.98	13.44	15.00	3.56*
Shares short covered in aftermarket (%)	—	—	10.75	10.31	—	—	—

* indicates significant difference from zero at the 5 percent level, assuming normality and independence.

(出典:Reena Aggarwal, *Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings*, 55 J. FIN. 1075, 1084 (2000))

- 1件も安定操作は行われていない(at 1082)
- 買い戻し取引は114件中61件で行われていた。また、IPO後の初日のリターン³²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るという関係にある(Figure 1参照)。そして、買い戻し取引は、たいていは10～15日間程度で終了するが、1か月に及ぶものもある(Table IV参照)。

³¹ Reena Aggarwal, *Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings*, 55 J. Fin. 1075 (2000)

³² 計算方法は、(初日の終値—公募価格)÷公募価格。

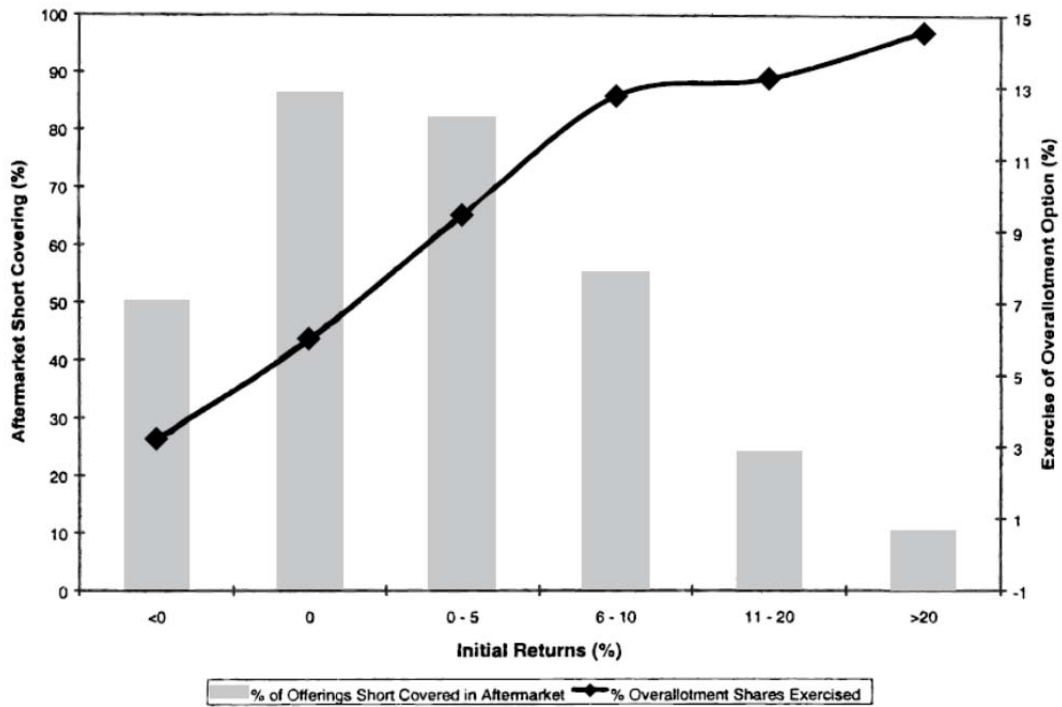


Figure 1. Aftermarket short covering and exercise of overallotment option. The short position can be covered in the aftermarket and/or by exercise of the overallotment option. The relationship between initial returns and the percentage of offerings short covered in the aftermarket versus the exercise of the overallotment option is shown. If initial returns are low then a large proportion of offerings are short covered in the aftermarket and the overallotment option is exercised much less.

(出典: Reena Aggarwal, *Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings*, 55 J. FIN. 1075, 1087 (2000))

Table IV

Frequency of Aftermarket Short Covering after the Offering Date

The table shows the percentage of offerings for which short positions are covered in the aftermarket on each trading day after the offering day. For the total of 114 IPOs, some short covering is done in the aftermarket in 61 offerings (53.51 percent of the offerings).

Day After Offering	IPOs (N = 114)	
	Number Stabilized	Percentage Stabilized
Day 1	61	53.51%
Day 2	41	35.96%
Day 3	38	33.33%
Day 4	35	30.70%
Day 5	35	30.70%
Day 6	35	30.70%
Day 7	33	28.95%
Day 8	32	28.07%
Day 9	29	25.44%
Day 10	26	22.81%
Day 15	22	19.30%
Day 20	18	15.79%
Day 25	11	9.65%
Day 30	7	6.14%
Day 35	7	6.14%
Day 40	7	6.14%

(出典: Reena Aggarwal, *Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings*, 55 J. FIN. 1075, 1092 (2000))

・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、実際にペナルティが課されたのは28件である。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、初日の取引高は56.14%であるのに対して、その契約がないケースの初日の取引高は67.59%であり、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あるとみることができる。

<抱き合わせ契約(tie-in agreements)>

・Billing v. Credit Suisse First Boston Ltd., 426 F.3d 130 (2nd Cir. 2005)

「SECによって規制される違法な相場操縦的行為の1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、黙示又は明示的に、売付け申込みされる株式の割当てを受けるために、所定の売りつけ申込価格に加えて他の対価を顧客に支払わせるように要求することを意味する。(at 141)」

「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る。これは、人工的な需要を作出するものといえる。これによって、アフターマーケットの株価が上がり上げることが出来る。(at 142)」

「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、株価をつり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投資者を誘引することである。(at 142-43)」

IPO で割当てを受けた株主と、アフターマーケットで株式を購入した株主が、引受人らの行為がシャーマン法などの独禁法違反に該当するとして提訴した。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れると主張し、訴訟却下の申立てをした。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独禁法が適用されるとした。

なお、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が、これを撤回した。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だった(at 142 n.10)。

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、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である。

・(b)項: 満たされるべき4条件を規定

・①1ブローカー・ディーラー: 発行者等が自己株式取得をする場合、原則として、1日に1つのブローカー又はディーラーを通じて行わなければならない

・②取得の時期: 次のものであってはならない。(i)統合システムにおいて報告される最初の取得。(ii)1日平均取引量(ADTV)の価値が100万ドル以上で、かつ、1億5000万ドル以上の流動価値を持つ証券については、当該証券の主たる市場における主たる取引セッションの終了予定時刻の10分前、かつ、取得が行われる市場における主たる取引セッションの終了予定時刻の10分前に行うこと。(iii)その他の証券については、当該証券の主たる市場における主たる取引セッションの終了予定時刻の30分前で、かつ、取得が行われる市場における主たる取引セッションの終了予定時刻の30分前に行うこと。もっとも、(iv)次の場合には、主たる取引セッションの終了後、統合システムにおいて最終売買価格が報告される期間が終了するまでの間に行うことが許される。すなわち、当該証券の主たる市場における主たる取引セッションの終値と、より低い買い呼び値のうちの低い方の価格を超えない価格で取得が行われ、かつ、本条の全ての条件が満たされている場合である。ただし、これは主たる取引セッションの終了後のセッションの最初の取引であってはならない。

・③取得の価格: Rule 10b-18 取得が行われる時点における、統合システムにおいて示される又は報告される、独立した最も高い買い呼び値と独立した最終の取引価格の高い方の価格を超えてはならない。統合システムに買い呼び値と取引価格が示される又は報告されない証券その他の証券についても同様の価格規制がある。

・④取引量: 1日における Rule 10b-18 取得の合計量は、当該証券の1日平均取引量の25%を越えてはならない。ただし、週に一度、1日平均取引量の25%以下の取得の代わりに、次の場合

には、1つのブロック³³の取得を行ってもよい。すなわち、(i)他の Rule10b-18 取得がその日に行われず、かつ、(ii)ブロックの取得が、本条に基づく当該証券の4週間の1日平均取引量の計算において含まれない場合である。

・SEC v. Competitive Technologies, Inc., 2005 U.S. Dist. LEXIS 43349 (D. Conn., July 21, 2005):

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)号の免責にはならない。

同項(2)号や同法10条(b)項についても、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。

Rule 10b-18 の Preliminary Note1 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」としており、Rule10b-18 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・10条(b)項に違反する自体があり得ることを予定している。

↓

セーフハーバーではあっても、必ずしも安心できるものとははいえない

・SEC は、金融危機の際に、2008年9月18日から10月17日まで、(b)項(2)号(i)(ii)(iii)の時期の制限を停止し、また、(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、緊急命令を出した³⁴。

SEC の見解:「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。」(at 2)

5 公開買付けに関する相場操縦：取引所法14条(e)項

sec. 14(e): It shall be unlawful for any person to make any untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the

³³ ブロックとは、次のいずれかの証券の量を意味する。(i)20万ドル以上の取得価格のもの、(ii)5000株以上で、かつ、5万ドル以上の取得価格のもの、(iii)20単位株以上で、かつ、当該証券の取引量の150%以上を占めるもの、又は、その取引量のデータが利用できない場合には、20単位株以上で、かつ、関係者が保有する持分を除いて当該証券の発行済株式数の0.1%を占めるもの。

³⁴ Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments, Sec. Ex. Act Rel. No. 34-58588 (Sep. 18, 2008).なお、当初は10月2日までの予定だったが、Order Extending Emergency Order Pursuant To Section 12(K)(2) Of The Securities Exchange Act Of 1934 Taking Temporary Action To Respond To Market Developments, Sec. Ex. Act Rel. No. 34-58703 (Oct. 1, 2008)によって10月17日までに延期された。

circumstances under which they are made, not misleading, or to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders, or any solicitation of security holders in opposition to or in favor of any such offer, request, or invitation. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts and practices as are fraudulent, deceptive, or manipulative³⁵.

•Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1, 6 (1985):

不実表示又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、不開示又は欺瞞がない公開買付けの撤回は「相場操縦的」ではないとした。

•Rule 14e-8: 「いかなる者も、(a) 合理的な期間内に買付を開始し、買付を完了させる意図がないのに、潜在的な公開買付けを公表する、(b) 直接的又は間接的に、その公表によって、買付者又は対象会社の株式の市場価格を相場操縦する意図がある、又は、(c) その者が買付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、未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、欺瞞的若しくは相場操縦的な行為若しくは慣行にあたる。」

(c)の「合理的な信念」について

SEC: 「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(たとえば手持ちの資金又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出来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」³⁶

•Hartmarx Corp. v. Abboud, 326 F.3d 862, 869 (7th Cir. 2003): 「SECは、完全に約束された融資約束まではいかない状態で、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。」

•Rule 14e-8 違反

SEC v. Weintraub, 2011 U.S. Dist. LEXIS 149999 (S.D. Fla. Dec. 30, 2011):

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、執行役等に送るとともに、Dow Jones や Bloomberg にメールを送り、さ

³⁵取引所法 14 条(e)項: 「いかなる者も、公開買付け若しくはそれに対する応募の要請若しくは招請に関連して、または当該買付、要請若しくは招請に反対若しくは賛成して行う証券保有者の勧誘に関連して、重要事実につき不実の記載をし、記載が行われたときの状況に照らし誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載を怠り、または詐欺的、欺瞞的若しくは相場操縦的な行為若しくは慣行を行うことは違法である。委員会は、本稿の適用にあたり、詐欺的、欺瞞的又は相場操縦的な行為又は慣行を規則及び規制により定義し、かつそれらの行為又は慣行を防止するために合理的に勘案された方法を規定しなければならない。」

³⁶ Final Rule: Regulation of Takeovers and Security Holder Communications, Release No. 34-42055, at II.D.1 (Oct. 22, 1999).

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。また、Y は AMR (アメリカン・エアラインズの親会社) 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) ことを提案するという手紙を AMR に送り、複数のメディアにも送付していた。これらの手紙を送る前に、Y は、Citi、UBS、Wells Fargo の地元の支店に入って、30 億ドル、35 億ドル、13 億ドルの融資を申し入れたが、拒否された。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なかった。

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などからすると、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出来るという合理的な信念を持っていなかったといえるので、Rule 14e-8 に違反するとした。

・強圧的な二段階公開買付けは、取引所法 14 条 (e) 項にいう相場操縦的には該当しない

Radol v. Thomas, 534 F.Supp. 1302, 1311-13 (S.D. Ohio, 1982)

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

② Rule 13e-3 は、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免除を規定しており、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

6 エンフォースメント

Year-by-Year SEC Enforcement Statistics

Enforcement Actions by Fiscal Year	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Broker-Dealer	137	140	94	75	89	67	109	70	112	134
Delinquent Filings	n/a	n/a	n/a	91	52	113	92	106	121	127
FCPA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	* 20	15
Financial Fraud/Issuer Disclosure	199	179	185	138	219	154	143	126	** 89	79
Insider Trading	50	42	50	46	47	61	37	53	57	58
Investment Adviser/Investment Co.	72	90	97	87	79	87	76	113	146	147
Market Manipulation	32	39	46	27	36	53	39	34	35	46
Securities Offering	109	99	60	61	68	115	141	144	124	89
Other	80	50	98	49	65	21	27	35	31	39
Total Enforcement Actions	679	639	630	574	655	671	664	681	735	734

(出典: <http://www.sec.gov/news/newsroom/images/enfstats.pdf>)

<相場操縦に特有のルールはない>

・インジャンクション:取引所法 21 条(d)項に基づき、取引所法に違法する行為が将来行われる合理的な見込みがある場合³⁷に認められる。

・排除命令については、取引所法21C 条に基づき、SEC が行政手続により現在又は将来の違反を差し止めることが出来る。例えば、ロースクールの学生が、ウェブサイトを設置し、特定の銘柄を推奨する等して、株価を7倍につり上げたという相場操縦の事案で、排除命令が出されたことがある³⁸。

・民事制裁金は、取引所法21A 条に基づいてSECが民事裁判により請求するものである。例えば、株式を取得した後に、虚偽の情報を流して市場株価をつり上げて、高値で売り抜けたという相場操縦の事案(Rule10b-5 の事件)で、10 万ドルの民事制裁金が課されたことがある³⁹。

・刑事罰については、取引所法 32 条に基づき、500 万ドル以下の罰金又は 10 年以下の禁固(法人の場合は 2500 万ドル以下の罰金)に処せられる

・インターネットを使った相場操縦に対する監視

SECのエンフォースメント部門のディレクター:「インターネットは、相場操縦の手段の選択肢としてボイラールームに取って代わった。その低いコストと、使いやすさは、無垢な投資者の負担で利益を得ようとする新種の者たちを魅了している。」⁴⁰

³⁷ SEC v. United States Envtl., Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P92,471, 2003 U.S. Dist. LEXIS 12580, *66-67 (S.D.N.Y. 2003); SEC v. Globus International, Ltd., 320 F. Supp. 158, 159 (S.D.N.Y. 1970).

³⁸ Douglas W. Colt, Litig. Rel. No. 16,461 (Mar.2, 2000).

³⁹ SEC v. Poirier, 140 F. Supp. 2d 1033, 1048-49 (D.Ariz. 2001).

⁴⁰ SEC News Digest 2000-40 (March 2, 2000).