



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	インサイダー取引規制に関する研究（2）：日本・アメリカ・中国の比較を通じて
Author(s)	葛，愛軍
Description	論説
Citation	北大法学論集，59(5)，462[121]-410[173]
Issue Date	2009-01-30
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/35645
Type	departmental bulletin paper
File Information	59-5_p462-410.pdf



インサイダー取引規制に関する研究(2)

—— 日本・アメリカ・中国の比較を通じて ——

葛 愛 軍

第一章 はじめに

第一節 問題の所在

第二節 研究の方法

第二章 日本におけるインサイダー取引規制

第一節 インサイダー取引規制の歴史的展開

第一款 証券取引法の制定

第二款 インサイダー取引規制の導入背景および強化

第一項 導入の背景

第二項 規制強化

第三款 小括

第二節 インサイダー取引の規制目的

第一款 証券取引法の目的規定

第二款 判例の処罰根拠

第三款 保護法益論の諸説

第四款 検討

第五款 小括

第三節 インサイダー取引の法的規制の現状

第一款 インサイダーの定義

第二款 情報等の定義

第一項 内部情報

第二項 情報公開

第三款 禁止行為

第四款 小括

第四節 インサイダー取引の制裁体系

第一款 民事規制

第二款 行政規制

第一項 証取委

第二項 行政処分

第三款 刑事規制

第四款 小括 (以上、59巻4号)

第三章 アメリカにおけるインサイダー取引規制

第一節 インサイダー取引規制の歴史的展開

第一款 社会背景

第二款 成文法の制定

第三款 小括

第二節 インサイダー取引の規制目的

第一款 伝統的コモン・ローの理論＝「*caveat emptor*」

第二款 インサイダー取引を規制する三つの理論

第一項 情報の平等理論 (equality of information theory)

第二項 信任義務理論 (fiduciary duty theory)

第三項 不正流用理論 (misappropriation theory)

第三款 小括

第三節 インサイダー取引の法的規制の現状

第一款 インサイダーの定義

第二款 情報等の定義

第一項 内部情報

第二項 情報公開

第三款 禁止行為

第四款 小括

第四節 インサイダー取引の制裁体系

第一款 民事規制

第二款 行政規制

第一項 SEC

第二項 行政制裁

第三款 刑事規制

第四款 小括 (以上、本号)

第四章 中国におけるインサイダー取引規制

第五章 検討

第六章 おわりに

参考資料

第三章 アメリカにおけるインサイダー取引規制

アメリカ法において、インサイダー取引に対する規制は、もっぱら判例理論を中心としており、判例理論の不備を補うために、成文法的手段が用いられている。

アメリカの証券法制は、理論の豊かさや重罰的な制裁体系で名を馳せているだけではなく、その複雑さでも有名である。それについて、Larry D. Soderquist は、賢い弁護士が、成文法や規則若しくは判例を通じて、独力でたやすく学べるような法律があるが、連邦証券法規の場合はそうはいかない。もし、連邦証券法に接したこともなく、勉強意欲が強く賢い弁護士に、証券法（1933）およびその規則または判例を与え、何週間か勉強させたとしても、この人がこの分野について沢山知ることになるかもしれないが、要領を得ることができないのであろう。正解らしきものが何通りもあるようであるが、正解が一つしかないパズルのようなものであると、アメリカの証券法制の複雑さを強調している¹。

第一節 インサイダー取引規制の歴史的展開

第一款 社会背景

投資ブームの1920年代では、州による「ブルー・スカイ法」があったが、連邦レベルでの証券諸法がなかった¹。不正行為もかなり横行していたものの、法的には、問題視されることはなかった。

しかし、大恐慌（1929年～1933年）になると、Franklin Delano Roosevelt 元大統領（1933年～1945年）は、金融・証券の改革を含むニュー・ディール

¹ Larry D. Soderquist, *Understanding the Securities Laws*, 4rd ed, (Practising Law Institute, 2005), p.1-1.

¹ 連邦立法が遅れた原因について、州による「ブルー・スカイ法」の早期施行は、結果的には、むしろ連邦証券立法を阻害したといわれている（Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 5th ed, (St. Paul, Minn. 2005), p.20）。

政策 (New Deal) を実施し、証券取引に関する法整備も積極的に行った²。着手の第一歩として、1932年3月に、「証券取引所で行われた空売りなどの種々の行為を徹底的に調査し、それらが銀行システムおよび連邦準備制度の運営に与えた影響を明らかにする」(第72回アメリカ議会) ために、上院通貨委員会内に小委員会が設置され、翌年1月、上院議員の Ferdinand Pecora が同委員会の責任者となり (以下「ペコラ委員会」という)、証券取引のみならず、銀行や証券に係わるあらゆる業務およびその政策決定に関係した政策・立法責任者などを含む幅広い調査が行われた。この調査が1934年6月まで続けられた。

その後、ペコラ委員会は、1920年代におけるウォール街を舞台とする不正な取引を究明し、かつての時代の寵児たちが如何にして不当な利益を得ていたかを公表した。この調査報告書 (以下「ペコラ報告」という)³によって、有権者の関心および証券市場改革の機運が高まり、また、ルーズベルト元大統領による政策転換との相乗効果によって、証券法 (1933) を皮切りに、証券取引所法などが立法された。証券取引所法は、すでに発行された証券の売買を規制し、利益要求、価格の不正操作または欺罔といった投機的取引の問題に対処している。

さらに、1934年、公正な証券取引の維持、投資家の保護を任務とする広範な権限を持つ監督機関として、証券取引所法によって、SEC がア

² 証券法規の整備が積極的に行われた背景には、政治的な駆け引きが見え隠れする。それは、民主党の Franklin Delano Roosevelt 元大統領が、早くも「一九三二年の大統領選挙戦に於て、一九二九年の株式恐慌に處せるフーヴァ政権 [共和党、Herbert Clark Hoover、1929年～1933年—筆者注] の無能を屢々痛罵し、有價証券取引の聯邦政府取締を力説した」(帝國生命保險株式會社調査課『米國聯邦有價證券法』(帝國生命保險株式會社調査課、1934) 1頁) ことから読み取られる。

³ 正式名称が、「証券取引の実態——米国上院銀行・通貨委員会公聴会。上院議決第84回に関する第72回議會第1会期。上場証券の売買と貸借・それら証券の価値・取引の帰結に関して株取引を周到に調査するための議決」とする長大なものであった。

のちに、Duncan Fletcher が議長となり、その名から「フレッチャー報告」とも呼ばれた。

メリカ政府の独立機関として創設された。

そして、1968年、証券法規が多数存在するという混乱状態を改善するために、アメリカ法律協会（American Law Institute、略称 ALI）による連邦証券法典案（Federal Securities Code）⁴の起草作業が行われ、統一的な証券法制を試みた。

第二款 成文法の制定

大恐慌の発生は、文字通りアメリカ社会に大きな混乱をもたらした。それに対して、アメリカ議会は、証券法（1933）の立法で対応した。本法は、新たに株式の発行を計画する会社に対して、SEC への登録の届出を要求している。このように届出を要求することを通して、会社が、目論見書に含まれる明確な情報を潜在的な投資者に与えることになる。本法の目的には、投資者の保護、無価値な証券の売却を介する一般大衆による利己的利用の防止、経済の改善、および公共投資における信頼の回復が含まれる⁵。証券法（1933）に証券詐欺を取り締まるもっとも原始的な規定（17条）⁶が設けられたいが、なぜか使われる形跡はなかった。

立法化されるまで、インサイダー取引について、「買主をして注意せしめよう」（*caveat emptor*）というコモン・ローの法理が用いられ、すなわち、

⁴ 本法典案が、1968年の暮から、SEC およびアメリカ法曹協会（American Bar Association、略称 ABA）からの非公式な協力を得て、散在する諸証券法規の錯綜状態を見直し、全米の証券市場を対象とする統一的かつ専門的な証券法典の創設のために、アメリカ法律協会によって起草作業が進められた。法典案の試案は全部で六つ（第1号～第6号）あって、最終提出草案（Proposed Final Draft）が、1978年5月のアメリカ法律協会の年次総会において承認されたが、のちに修正が加えられ公式提出草案（Proposed Official Draft）となった。

本法典案を紹介した日本語の文献として、河本一郎「アメリカ連邦証券法典案の概要について」証券経済時報19巻8号（1979）1～34頁がある。

⁵ Mark Dallas, “United States v. O’Hagan: A Failed Attempt to Protect Public Policies Underlying the Securities Laws”, in *U.C. Davis Law Review*, Vol.32, No.4, (1999), p.1111.

⁶ 本条について、参考資料を参照されたい。

買主自身が商品を調査・判定・テストしなければならないのである。その後、この理論が使われなくなり、代わりに、包括規定 (catchall clause) の取引所法10(b) [操作的または欺罔的な手段]⁷、および同条項に基づき、1942年に、SECによって新設された規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用]⁸ が用いられ、それらに違反する行為に対し、証券取引所法32 [罰則] (a) [故意な違反、虚偽および誤導的な不実開示] (以下「取引所法32(a)」という)⁹に基づく刑罰が科される。中でも、規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] が主要な役割を果たしてきた。本項が、証券の買い付けまたは売り付けの際において、詐欺的な計画、誤解を招くような記載および省略、または不正直な策略を用いることを禁ずる。現在、規則10b-5が採択されてから数十年も経つものの、依然としてインサイダー取引に対する重要な武器となっている¹⁰。

2000年8月24日、SECは、規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] を改正し枝番号をつけて、重要な未公表情報「に基づく取引」を定義する規則10b5-1、および不正流用理論における受託者責任若しくは守秘義務を有することを定義する規則10b5-2を打ち出した。

第三款 小括

経済犯罪につき、社会的に容認しうるか否かを目安として、その程度を超えてから初めて規制に踏み切るのは一般的であるが、アメリカの場合、大恐慌の発生ならびにウォール街を舞台とする不正な取引の多発が政争にも利用されたことは、規制を加速させたと見受けられる。しかし、コモン・ローの法文化では、成文法の効力は限定的で、判例理論による解釈ないし昇華は欠かせなかった。

第二節 インサイダー取引の規制目的

⁷ 前掲【第二章】注(2)。

⁸ 前掲【第二章】注(3)。

⁹ 条文について、本章第四節第三款を参照されたい。

¹⁰ *Supra* note 5, pp.1111-1112.

インサイダー取引規制が大恐慌や金融不祥事の対策として講じられたと巨視できるが、具体的には、如何なる目的を持っているかについて、必ずしも明らかではない。以下では、諸判例理論から、規制目的論を考查することにする。

第一款 伝統的コモン・ローの理論＝「*caveat emptor*」

従来では、インサイダー取引の問題について、もっぱらコモン・ロー理論の「*caveat emptor*」＝「買主をして注意せしめよう」(let the buyer beware)¹を基礎とする修正適用、つまり、いままで買主に課せられた注意義務が撤廃され、売主に信認義務に基づく義務要求を課すように修正された。

この法理の適用について、鳥袋鉄男は、「取引当事者の一方が、その取引に重大な影響を及ぼす情報を知っており、相手方はそれを知らない場合でも、とくに虚偽表示等の積極的手段を講じない限り、黙って自己に有利な取引をしても何ら違法とはならない。すなわち、単なる沈黙 (concealment)、もしくは、自分の知っていることを開示しなかった (nondisclosure) というだけでは、コモン・ロー上の詐欺にはならないというのが一般原則であった。ただし、この原則には、いくつかの例外が認められ、その一つが、本人と代理人や遺言執行者と受益者の関係のように、当事者間にある種の信任関係 (confidential or fiduciary relation) が存する場合である。この場合には、受任者に、不正な利得をしないための最高の誠実性が要求され、取引に影響する重要な情報を相手方に開示する義務が生じることになり、沈黙や不開示でも詐欺になるとされる」²と

¹ Black's Law Dictionary, (6th ed. 1990) , p.222.

² 鳥袋鉄男『インサイダー取引規制——アメリカにおける法理の発展——』(法律文化社、1994) 23頁。

また、柏木昇「オヘーガン事件とアメリカにおける重要非公開情報の秘匿による内部者取引禁止の理論」法学協会雑誌115巻3号(1998) 326頁は、「そもそも、コモン・ロー上は、取引当事者は、原則として取引の事情説明の義務を負わない。不作為によって不実表示による詐欺が成立するのは、取引当事者に事情の説明義務が認められる場合に限られる。取引上の詐欺は、例外的に事情説明義務を負う場合に、その義務に違反して、情報を秘匿し相手を欺罔した場

説示している。社会的効果として、「*caveat emptor*」の法理が、大いに大量生産大量消費時代の生産者や販売者にとって有利なものであった³が、射程は相対取引（face-to-face negotiation）に限られており、非個人的な証券取引所取引に適さない。

アメリカ法律史では、その時代その時代の発展状況や需要に相応する法理論を迅速に採られていることが特徴として捉えられる。もし、法と社会の需要の距離が大きくなれば、立法者や裁判官・弁護士たちが新たな法理論を打ち出して、その距離の縮小に努める⁴。いうまでもなく、インサイダー取引に対する規制も同様であり、伝統的コモン・ロー理論に続く新しい法理が次々と打ち出され、時代や社会の需要に応えようとした。

第二款 インサイダー取引を規制する三つの理論

1933年5月、連邦政府による初の証券立法である証券法（1933）が成立した。本法を境に、従来の「買主をして注意せしめよう」（let the buyer beware）という伝統的な法理が、「売主をして注意せしめよう」（let the seller beware）という新しい法理に変更され、すなわち、発行者・内部者などの情報上の優位者に、当該証券に関する情報の提供義務を負わせ、義務違反した場合、デスクロージャーや詐欺禁止条項による規制を受けるとする新たな法理が確立されたのである。

新生三理論に先立ち、「開示または取引断念義務」（duty to disclose or abstain）の法理は、Cady, Roberts & Co. 事件審決⁵で初めて適用された規

合に詐欺が成立する。情報提供義務発生の一の根拠が、信認義務またはそれに類する関係である」と、伝統的コモン・ローの修正適用について解説している。

³ 村井藤十郎「*caveat emptor* の崩壊」名城法學7巻2号（1957）1頁は、「買主にこの義務〔注意義務を指す一筆者注〕を負担させることは、売主にとって有利であり、ことに大量の物質を能率的に売りさばく商人ないし生産者には便宜な原則として尊重されてきたのである」とする。

⁴ Bernard Schwartz, *The Law in American: a history*, (New York, 1974), p. xi - xii.

⁵ Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] から導き出され、その後の三理論の解釈にも用いられた。本審決では、インサイダーまたは情報受領者 (tippee) は、当該情報が公開される前に、関係する取引を行うことの固有の不公平さ (inherent unfairness) が重視され、当該取引を行うにあたって、当該情報を公開するか、あるいは公開せずに当該取引を控えるかのいずれかをしなければ、当該取引が規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] に違反する行為であるとした。

「開示または取引断念義務」の法理が、のちの SEC v. Texas Gulf Sulphur 巡回区控訴審判決で確立された。

第一項 情報の平等理論 (equality of information theory)⁶

インサイダー取引規制の基礎を作ったのは、SEC v. Texas Gulf Sulphur 巡回区控訴審判決⁷であった。

【事実概要】ある発行会社の取締役会の休憩中に、自分が外務員として所属している証券会社 (Cady Roberts) のブローカーの仲間に、決まったばかりの減配決議 (重要な未公開内部情報) を知らせ、その決定事実が公表される前に、当該発行会社の株式を公開市場において売却させた。

本件について、参考できる日本語の文献として、島袋鉄男「アメリカにおける内部者取引規制の法理——内部者の民事責任を中心として—— (二)」*琉大法學*22号 (1977) 2～3頁、並木和夫『会社法・証券取引法の研究——アメリカ法を中心に——』(中央経済社、1991) 260～263頁、並木俊守『日米インサイダー取引法と企業買収法』(中央経済社、1998) 113～116頁、栗山修『証券取引規制の研究——アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開——』(成文堂、1998) 161～162頁、柏木・前掲注 (2) 311～312頁がある。

⁶ 学者によって、情報所持の理論 (possession theory) または内部情報所有説 (possession theory) とも呼ばれている。例えば、大崎貞和「米国インサイダー取引規制の新展開——不正流用理論を認めた O'Hagan 判決——」*資本市場クォーターリー* 1 巻 1 号 (1997)、栗山・前掲注 (5) がある。以下、筆者が執筆する部分は「情報の平等理論」を用いる。

⁷ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968)。

本件について、参考できる日本語の文献として、龍田節「SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968)——未公開の重要な会社情報に

鉾山会社 (Texas Gulf Sulphur) の役員および従業員数名らは、同社が新しい鉾脈を発見したことに関する公表の前⁸に、同社株式を購入していた。

これに対して、第二巡回裁判所は、重要な内部情報を所有しているすべての者が、当該情報を一般投資者に対して開示せよ、もし法人に対する信用から情報開示する権限がない、あるいはそうしないことを選択した場合、内部情報が公開されていない間では、当該証券の取引または推奨を控えなければならないと判示し⁹、「開示または取引断念義務」を再確認した。

本判決では、インサイダーおよび情報受領者のみならず、未公開の重要内部情報にアクセスしうるすべての者に開示義務があるとし、Cady, Roberts & Co. 事件審決よりも広い行為主体範囲が示された。これに対し、その範囲が広すぎるのではないかという批判もあった。

そして、1980年代に入ると、連邦最高裁は、次第に情報の平等理論を否定するようになり、新たな判例理論を打ち出した。

第二項 信任¹⁰義務理論 (fiduciary duty theory)

(1) 初となった刑事訴追事件の Chiarella v. United States 連邦最高裁判決¹¹で、情報の平等理論が否定された。

基づいて内部者が株式を売買することは違法である」アメリカ法1970-1 (1970) 100～105頁、島袋・前掲注(5) 3～5頁、並木(和)・前掲注(5) 263～265頁、並木(俊)・前掲注(5) 64～66頁、栗山・前掲注(5) 165頁、柏木・前掲注(2) 312～313頁、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第2版、2004) 160～161頁がある。

⁸ 実際、当該未公開情報がメディアに公開されてから20分後に、行為者らが自社株を購入し始めたが、その時点では、当該情報がまだニュースとなって報道されていなかった。

⁹ *Supra* note 7, 848.

¹⁰ 学者によって、「信託」とも用いられている。例えば、柏木・前掲注(2)、栗山・前掲注(5)、大崎・前掲注(6)がある。以下、筆者が執筆する部分は「信託」を用いる。

¹¹ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

株式公開買付などする際に、SECに提出しなければならない書類の印刷を専門にしている印刷会社の植字室の従業員である Chiarella は、取り扱っている書類の中から、顧客（買付会社）が行う公開買付の対象会社の名前を推測し、公開買付が公表される前に、対象会社の株式を購入していた。

本件のポイントは、i) 公開買付といった情報が、当該株式の発行人＝対象会社から由来したものではなく、買付会社から得たことと、ii) Chiarella が、市場内部者 (inside the market itself) であることの二点がある。問題は、ii) のような者にも、i) の情報を知った場合、「開示または取引断念義務」を負うかどうかであった。

連邦最高裁は、仮に、Chiarella が買付会社の従業員であっても、対象会社との間に信認関係 (fiduciary relationship) がなく、対象会社の株式を購入しても、対象会社に対する信認義務に違反することにならないとし、よって、Chiarella が会社内部者に含まれず、「開示または取引断念義務」を負わないと判示した。要するに、情報の平等理論では、重要な未公開情報を知っているだけで「開示または取引断念義務」を負うのに対し、本判決では、主体範囲が限定され、「開示または取引断念義務」を負うのは、証券の発行会社に対して信認義務を負っている者に限られるという。整理してみると、① Chiarella と自社（印刷会社）の関係、② Chiarella と買付会社の関係、③ Chiarella と対象会社（ないしその株主）の関係のうち、①において、Chiarella には忠実義務ないし信認義務があり、Chiarella が取引を行えば、故意にそれに違反したことになるが、②および③において、Chiarella には何の義務もないため、Chiarella が買付会社の内部情報を無断で私用し、対象会社の株式を買い付けたとしても、何の義務違反にもならない、ということである。

本件について、参考できる日本語の文献として、小林成光「Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108 (1980)——印刷作業中に公開買付の諸事実を知った者に対する刑事罰」アメリカ法1982-2 (1982) 256～260頁、並木（和）・前掲注（5）265～268頁、並木（俊）・前掲注（5）68～72頁、栗山・前掲注（5）165～169頁、柏木・前掲注（2）313～314頁、黒沼・前掲注（7）162～163頁がある。

(2) このように、信託義務理論を採れば、公開買付の場合における外部情報に基づく取引を規制とすることはできない。

企業買収ブームに絡んで頻発するインサイダー取引の問題に対処するため、1980年 SEC は、公開買付に係わる詐欺的行為を取り締まるため、証券取引所法14(e) [公開買付] (以下「取引所法14(e)」という)¹²に規定されている権限に基づき、証券取引所法規則14e-3 (以下「規則14e-3」という) を新設し、本条 a 項¹³で規定を設けた。本項は、公開買付が具体的な準備段階

¹² Section 14 — Proxies

(e) Untrue statement of material fact or omission of fact with respect to tender offer 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 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 tender, 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 manipulative.

取引所法14 [代理] (e) [公開買付における重要事実の虚偽記載あるいは事実の省略] : 「いかなる者も、公開買付申込またはそれに対する応募の要請もしくは招請に関連して、あるいは当該買付申込または要請もしくは招請に反対しまたは賛成してなす証券保有者の勧誘に関連して、重要な事実につき虚偽の記載をなし、または記載がなされた時の状況に照らし誤解を招かないために必要な重要な事実の記載を省略し、または欺瞞的、詐欺的もしくは相場操縦的な行為または慣習を行うことは違法である。委員会は、本条の目的のため、規則により、欺瞞的、詐欺的、もしくは相場操縦的な行為または慣行を防止するために合理的に設けられる手段を定義し、規定しなければならない」(資本市場研究会編『内部者取引の規制の在り方について——証券取引審議会報告——』(資本市場研究会、1988) 28~29頁)。

¹³ Rule 14e-3 -- Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers

a. If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has

に入ってから、買付者以外の者が買付者などを情報源とする重要な未公開内部情報を知り、対象会社の株式を取引した場合、その行為者と対象

commenced, a tender offer (the “offering person”) , it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from:

1. the offering person,
2. the issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or
3. any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.

規則14e-3 [未公開情報と公開買付との関連における重要情報に基づく証券取引] (a): 「ある者が公開買付を開始するための具体的な準備に入ったか、あるいは公開買付を開始した場合、その公開買付に関する重用な情報を有している者が、その情報が非公開であることを知っているか又は知っていて然るべきであり、かつ、その情報が(1)公開買付を申込んでいる者（公開買付人）、(2)公開買付の対象となった又はなるべき証券の発行者、(3)公開買付を申込んでいる者又はそのような発行者のために行動する役員、取締役、パートナー、従業員あるいはその他の者から直接又は間接に取得されたものであることを知っているかもしくは知っていて然るべきである場合に、当該証券又は当該証券に転換あるいは交換することができる証券もしくは当該証券を取得又は処分するオプション又は権利を、売買すること又は売買させることは、その売買が、その情報又は情報源が新聞報道その他により公表されてから合理的な時間が経過した後に行われたものでない限り、1934年証券取引所法14条(e)項の規定する欺瞞的、詐欺的もしくは相場操縦的な行為又は慣行に該当する」(資本市場編・前掲注(12) 29頁)。

会社との間に信認義務違反の有無を問わず禁止するものであった。すなわち、規則14e-3の適用には、信認義務の違反を要件としない¹⁴。

(3) それでも、なお問題となったのは、情報受領者の義務であった。

Dirks v. SEC 連邦最高裁判決¹⁵において、信認義務の中に情報受領者

¹⁴ 「規則14e-3の適用には、信任義務の違反を要件としない」ことの合法性について、規則14e-3を採用した O'Hagan 事件の判旨において、政策的な意図から、信認義務の違反を要件としない規則14e-3の適用の合法性を肯定している。

参考できる日本語の文献として、以下のものがある。「問題とされる取引が信任義務の違反を伴うことの立証を要求しない規則一四 e-三を採用したことは、一四条(e)項のもとでの SEC の規則制定権限を逸脱したものではなかった。規則一四 e-三 (a) は、それが公開買付の事例に適用される場合、詐欺的取引を抑止するために合理的に設計された方策という一四条(e)項の要件を満たしている。予防的な方策が、禁止されるべき核となる行為よりも広い範囲に及ぶのは当然である。一四条(e)項のもとで SEC は、禁止が詐欺的な行為や慣行を抑止するために合理的に設計されたものである限り、コモン・ローまたは一〇条(b)項のもとではそれ自体詐欺的でないような行為をも禁止することができる。裁判所はこの点に関する SEC の判断を、それが恣意的であったり、制定法に明らかに反することのない限り、尊重しなければならない。本件の場合、SEC の判断は恣意的または制定法に明らかに反することは認められない。重要な未公開情報に基づく取引は買付者、対象会社、またはそれらの代理人に対する秘密保持義務の違反を伴うことが多いと仮定するのは妥当なことである。SEC は洗練された者が責任を免れることを可能にするような立証問題を認識しつつ、信任義務違反の特別の立証を要しない『開示または取引断念』命令を規則一四 e-三に設けたのである。オヘーガンが問われているようなタイプの不正流用行為を抑止するのに役立つ限りにおいて、本規則は一四条(e)項のもとでの SEC の予防権限の適切な行使であるといえる」(黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』(有斐閣、2002) 95～96頁)。

しかし、同判決における Thomas 判事の反対意見は、「被告人は横領した情報を証券取引以外の方法で、たとえば新聞社に情報を売ることによって換金することもできたのであるから、証券取引は情報の横領の不可欠の要素ではなく、したがって証券の取引に関して詐欺が行われたとはいえないとする。また、許可を得た未公開情報の利用も、情報の不正流用も、市場に対するインパクトは同じはずである、したがって後者によってのみ一般投資家が害されるというのはおかしいと、多数意見を鋭く批判している」(同前、96頁)。

¹⁵ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983) .

が含まれるとする拡大解釈がなされた。本判決は、事実上信認義務理論に対する再確認であった。

証券アナリストの Dirks は、生命保険会社の元役員から、同社が不正行為（粉飾計算という詐欺的会計）を行っているとの情報を無償でもらい、それを十分に調査したうえで、第三者に当該情報を教え、第三者が当該情報を利用して取引をしたため、Dirks が市場でのプレーヤー（インサイダー取引の行為者）としてではなく、情報伝達者（tipper）としての責任が問われた。

本件最大の焦点は、Dirks が元役員から情報をもらったこと自体が、インサイダーとしての義務違反に該当するかどうかであった。なぜなら、もし、Dirks が情報受領者（tippee）としての義務違反がなければ、情報伝達者、つまり、調査過程で当該情報を第三者に教えた者としての責任違反もないからである。

幸い、Dirks が当該生命保険会社の株式を所有しておらず、また、Dirks が生命保険会社の社員に対して実施した調査の過程において、情報提供をした社員に見返りが渡っていなかったことや、社員による情報提供の目的がもっぱら自社の不正行為の暴露、すなわち、株主に対する信認義務を果たすためであったため、いずれにしても、Dirks まで信認義務が派生し得なかった。

第三項 不正流用理論 (misappropriation theory)

Chiarella と Dirks 両判例から窺えるように、信認義務理論の射程が、インサイダーの取引まで及ぶものの、アウトサイダーの取引まで及ばない。つまり、範囲が狭いということである。そして、Chiarella 判決で、

本件について、参考できる日本語の文献として、荒谷裕子「Dirks v. SEC, 103 S. Ct. 3255 (1983)——詐欺を暴く動機から内部情報を漏らし、なんらの金銭利得を得ていない情報提供者から情報を得た内報受領者が、それを更に内報しても、1934年証券取引所法10条(b)項および Rule 10-5には違反しない」アメリカ法1985-1 (1985) 140～146頁、並木(和)・前掲注(5) 269～271頁、並木(俊)・前掲注(5) 72～77頁、柏木・前掲注(2) 316～317頁、黒沼・前掲注(7) 163頁がある。

Burger 主席判事の反対意見として唱えられた不正流用理論が、新たな法理の幕開けとなった¹⁶。

Burger 判事は、①行為者が、未公開情報を不正に流用した場合、たとえその当事者間に信認義務がなくても、「開示または取引断念義務」を負うべき、②行為者が、努力や能力などによらない方法で情報上の優位 (advantage) に立った場合、その優位が違法を意味するとして、信認義務がない理由による「開示または取引断念義務」適用の排斥について、反論した。

このように、不正流用理論では、情報源に対して負う信認義務に違反し、情報源からの未公開情報を取引に不正に流用した場合、証券取引詐欺が構成される。この理論によれば、如何なる者も、窃盗あるいは機密性保持義務違反などの不正行為により未公開情報を得て、そして、それに基づく証券取引をすれば、違法となる。

(1) とはいえ、当初は、不正流用理論の枠組みに関する明確な提示がなく、United States v. Newman 巡回区控訴審判決¹⁷で初めて示された。

株式の公開買付などを代理する投資銀行の銀行員二名は、顧客が行う公開買付に関する秘密情報を証券会社の Newman に伝え、Newman は、当該未公開情報を利用して、予め対象会社の株式を買い付け、当該重要情報が公開された後に売り付けて、三人で利益を得ていた。

第二巡回裁判所は、①銀行員らが銀行の情報を不正に流用したため、当該銀行に対する詐欺にあたる、②規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] において、株式の売主または買主に対して行われることを詐欺の要件としていないことから、銀行員らの行為が同条に規定する詐欺に該当すると判示した。

要するに、不正流用理論の枠組みでは、未公開情報を利用した取引は、単なる特定のトレーダーが情報上有利な立場に立ったにすぎず、詐欺的

¹⁶ 不正流用を詳しく分析した日本語の文献として、品谷篤哉「内部者取引規制——不正流用理論の行方（一～三・完）——」名城法学47巻4号（1998）、49巻2号（1999）、49巻4号（2000）がある。

¹⁷ United States v. Newman, 664 F.2d 12 (2d Cir.1981)。

本件について、参考できる日本語の文献として、並木（和）・前掲注（5）274～275頁、柏木・前掲注（2）315～316頁がある。

ではない。当該トレーダーが、立場の乱用または信託の違反若しくは信頼の裏切りを通じて情報上有利な立場を確保した場合に、それによる取引は詐欺的なものとなるということである¹⁸。

(2) しかし、*Carpenter v. United States* 連邦最高裁判決¹⁹の限界事例では、不正流用理論を採用するべきか否かに関して連邦最高裁の意見が分かれた。

Wall Street Journal のコラムニストである Winans は、自分が執筆する有力なコラム (“Heard on the Street”) で取り上げる予定の銘柄の株式に関する記事が掲載される前に、その掲載内容に関する情報を職場の友人 (Carpenter) を介して、証券会社のトレーダー (Feri) らに提供し株取引に利用させ、約69万ドルの利益を得させていた。

そこで、Winans に対して、もし信認義務理論を採れば、彼が当該証券の発行会社 (対象会社) との間に信認関係がないから、責任がなく、取引を行っても不可罰である。一方、不正流用理論を採れば、Winans が Wall Street Journal を刊行する会社の従業員として、職務上に知った同社の未公開情報 (特定の銘柄の株式を評論する未掲載の記事) を不正に流用したのであるから、詐欺による問罪が可能である。しかし、不正流用理論の採用について、連邦最高裁での評決が 4 対 4 となり、埒が明かなかった²⁰。

本件以降、不正流用理論を採用するかどうかについて、裁判所の判断が分かれ、しばらく混乱状態が続いた。

(3) それから10年も経ち、*United States v. O'Hagan* 連邦最高裁判決²¹

¹⁸ Barbara Bader Aldave, “Misappropriation: A General Theory of Liability for Trading on Nonpublic Information”, in *Hofstra Law Review*, Vol.13, No.1, (1984), p.121.

¹⁹ *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987).

本件について、参考できる日本語の文献として、神崎克郎「*Carpenter v. United States*——U.S. ——, 108 S. Ct. 316 (1987) ——新聞記者が発表前の新聞のコラム記事に関しインサイダー取引の責任を問われた事例」アメリカ法 1988-2 (1988) 348～355頁、並木 (和) ・前掲注 (5) 277～279頁、柏木・前掲注 (2) 317～318頁、黒沼・前掲注 (7) 164～165頁がある。

²⁰ 多数決に至らなかったため、原審の有罪判決が維持された。

²¹ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

で、ようやく不正流用理論の問題に決着がつけられ、連邦最高裁は不正流用理論の適用を全面的に認めた。本件におけるアメリカ合衆国の上告理由は、内部情報の不正流用を食い止められなければ、証券市場への投資者の信頼が損なわれるというものであった。

公開買付の代理人を務める法律事務所に勤務する O'Hagan は、本件公開買付を担当する弁護団に加わっておらず、代理業務にも関わらなかったが、同僚から内部情報を聞き出し、予め対象会社の株式およびコール・オプションを大量購入し、当該公開買付計画の発表後に売却し、430万ドルあまりを利得していた。

SEC は、O'Hagan が重要な未公開内部情報を自己の取引に不正に流用したことにより、自己の勤務先である法律事務所およびその顧客である本件買付会社を欺いたことを理由に、取引所法10(b) [操作的または欺罔的な手段] および規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] に違反したとして、刑事告発をした。

しかし、O'Hagan が、上記 Carpenter 事件での Winans と同様な位置にあり、つまり、当該内部情報が対象会社（発行会社）から入手したものではなく、しかも、対象会社との間には、いっさい信認関係を有しなかった。

連邦最高裁は、①不正流用をする者と一般投資者との間に、情報上の不平等が存在し、そのような一方的な優位の状況が研究や調査などによるものではなく、一般投資者がそれに対して為す術もない、②確かに、信認義務理論を忠実に解釈すれば、O'Hagan を有罪にすることができないが、無罪となれば、一般投資者の信頼という証券法制的趣旨・目的からかけ離れることになるとして、6対3で不正流用理論の採用を認めた。

第三款 小括

(1) 法理が、「let the buyer beware」から「let the seller beware」へ

本件について、参考できる日本語の文献として、柏木・前掲注(2) 320～322頁、黒沼・前掲注(7) 165～167頁がある。

と修正されたことで、売る側に義務が移された。情報の平等理論・信託義務理論・不正流用理論においても、情報を有する側に義務が課されている。三つの理論について、行為主体の範囲の観点から、①未公開内部情報を有する者について、当該情報が公開されていない段階で、その利用を禁ずる、主体範囲が未公開内部情報を有するすべての者である、②単に未公開内部情報を有しているだけでは、主体範囲に含まれず、さらに、発行者・株主との間に信託関係を有する必要がある（信託関係で①の主体範囲を縮小した）、③未公開情報の取得方法が一般投資者と比べて対等ではない場合、その優位自体が違法性を帯び、そうした優位な立場を利用した取引をすれば、仮に発行者や株主に対する義務違反がなくても、情報源に対する義務違反があれば足りる（不正な流用という物差しで②の主体範囲を拡大した）と、客観的構成要件要素の一つである主体に基軸が置かれ、そこから法理が発展されてきたように見受けられる。しかし、詐欺罪は身分犯ではなく、情報の平等理論および信託義務理論の下で、詐欺罪を構成させることは必ずしも道理に適っていないかもしれない。行為者が情報上の優位に立ったのは不正によるものであれば、その違法性がのちの取引行為と関連して、詐欺が構成されるという不正流用理論のほうが、詐欺という理論構成に適していると思われる。

他方、不正流用理論が採用されたことによって、インサイダーかまたはアウトサイダーかを問わずに、規制対象に取り込めた点がメリットであるといえよう。包括的な規制が可能である点に着目すれば、「インサイダー取引」という呼び方が必ずしも相応しくなく、むしろ「不正取引」と呼んだほうが名実通りかもしれない。

(2) ところで、不正流用理論の妥当性について、疑問がないわけではない。もとより、「実はアメリカ合衆国において一体何をもって不正流用論とするかということ自体、学説上、明確ではな」²²かった。

United States v. O'Hagan 連邦最高裁判決で連邦最高裁は、不正流用説が、取引[所法10(b) [操作的または欺罔的な手段] に要求される証券取引]に関連する (in connection with) 詐欺的 (deceptive) 行為の要件に適合している。

²² 並木和夫「不正流出論 (Misappropriation Theory) の再検討——内部者取引規制の基礎理論の研究——」法學研究68巻4号 (1995) 2頁。

不正流用の手段による欺罔について、誠実さを装う受任者が、本人に密かに情報を自分の利益のために流用することは、会社を騙しまたは詐欺することになる。会社の秘密の情報に関して、会社が排他的利用権利を固有し、開示しないままでの情報の流用は詐欺を構成し、横領と類似する。不正流用理論の中には、開示しないことによる欺罔行為は主な責任であると、不正流用理論を是認した²³。

つまり、「内部情報の不正流用が当該情報の所有者 (source of information) に対して負っている信認義務に違反すれば、当該情報に基づく証券取引は当該情報の所有者を詐欺 (deception) することになり1934年連邦証券取引所法10条(b)項・Rule 10b-5(以下、Rule) に違反し刑事罰が科せられる」²⁴。ここで注意を要するのは、行為者の取引行為が当該情報の所有者に対して詐欺が成立する点である。

O'Hagan 事件では、情報の真の所有者といえ、買付会社に他ならないが、O'Hagan との間には信認関係が有しない。このような意外の関係は、インサイダー取引規制の要件である信任義務の変更をもたらし、すなわち、本来では、発行会社(情報源)に対する信任義務が、自己の所属会社に対する(従業員としての)信任義務のほうに変更されたのである²⁵。確かに、インサイダー取引の規制の軌跡をみれば、信任義務違反が必要不可欠であるが、しかしなぜ何の関係も持たない他社に対する取引行為では、自社に対する信任義務違反を理由に、その責任が問われるのかについては、明らかではない。「また、なぜ、証券取引法で、情報源の情報に対する支配権を保護しなければならないか、説明ができない」²⁶との指摘もある。

他の批判²⁷も含め、不正流用理論の法理には、なお理論的な不備が多

²³ *Supra* note 21, 643.

²⁴ IBL 情報「米国インサイダー取引規制における『不正流用説』の問題点」国際商事法務27巻9号(1999)1134頁。

²⁵ 並木(俊)・前掲注(5)158頁。

²⁶ 柏木・前掲注(2)332頁。

²⁷ 例えば、①行為者は、情報源に内部情報を利用する旨さえに告知すれば、違反ではなくなるのか、②「信認義務」の内容は明らかではない、③にもかかわらず、それが処罰根拠とされているなどの問題点が挙げられている

い²⁸。

(3) 多くの理論に内在する信託義務について、アメリカ信託法に法源を持つとされる²⁹が、信託行為と証券取引行為（とりわけ、信託行為とインサイダー取引行為）との間に、如何なる類似性を有するのであろうか。以下では、Texas Gulf Sulphur 事件（内部情報が好材料な場合）のような典型的なインサイダー取引行為を念頭に、それらの行為における構造面での比較検証を試みる。

「信託は、財産権を有する者（委託者）が自己または他人（受益者）の利益のために当該財産権を管理者（受託者）に管理させる制度である」³⁰。「信託は、受益者のために存在するものであり」³¹、「受託者が受益者に対して負う義務を総称して、信託義務（fiduciary duty）と呼び³²、その関係は信託関係（fiduciary relation）³³という。

（Stephen M. Bainbridge, *Securities Law: Insider Trading*, (New York, 1999), pp.112-118）。

²⁸ アメリカにおける法理の展開について、品谷篤哉は、「情報平等理論から不正流用理論に至る解釈論の展開は、従前の問題点への対処と新たな問題点の浮上の反復である」（品谷篤哉「インサイダー取引の規制根拠——日米比較を通じて」上田寛ほか『国際組織犯罪の現段階：世界と日本』（日本評論社、2007）141頁）という。

²⁹ 郭丹青（Donald C. Clarke）. 一個并不圓の外国月亮——美国反内幕交易法律制度 [J]. 洪範評論, 2005, 第2巻第1輯: 232. 品谷・前掲注 (28) 142頁。

³⁰ 新井誠『信託法』（有斐閣、第2版、2005）2頁。

³¹ 大塚正民ほか『現代アメリカ信託法』（有信堂、2002）165頁 [樋口範雄]。

³² 大塚ほか・前掲注 (31) 139頁 [樋口範雄]。

³³ 「信託関係」の概念について、「わが国では安易に用いられる傾向にあるが、英米信託法ではきわめて厳格な狭義に意識される。すなわち、寄託（bailment）、代理（agency）、後見（guardianship）を含む広義の信託関係とは区別され、また、親と子、医者と患者、聖職者と信者など当事者間の法律関係から当然に認められる信任関係（confidential relation）とも異なるきわめて高次の忠実義務を負う関係を意味する」（海原文雄『英米信託法概論』（有信堂、1998）4頁）ものであるとされている。

なぜ、アメリカでは、このように高度な忠実義務が要求されているのかについて、委託者と受託者の関係に着眼しなければならない。アメリカ信託法では、「第三者の利益のための契約は信託ではない」（*Restatement of the Law, Second*,

信託には、二つの類型がある。委託者・受託者・受益者がそれぞれ異なる場合は、他益信託型といい、これと違って、三者のうち、委託者と受益者が同一の場合は、自益信託型という。

合法的な証券取引の構造³⁴は、自益信託型をさらに究極化したバージョンにあたる。つまり、投資者がある会社の株式を購入することで(委託)、株主＝主人となり(受託)、さらに、当該会社の利益の一部を受け取る(受益)という構造は、自益信託型と酷似する。このときの特徴は、投資者が委託者であり受託者であり、さらに受益者でもある。投資者の主人的地位(受託者)に関して、実際には、経営参加する機会が極めて少ないかもしれないが、株式会社の法的構造からすれば、ある会社の株式を持っている以上、株主総会を通じた当該会社への経営参加が可能であり、ひいては主人としての地位に付けられる。

典型的なインサイダー取引行為の構造も上記の分析に当てはまるが、問題は、自身のための利得行為が他者に対する信託義務を破壊する点にある。委託者(投資を行うインサイダー&他の投資者)・受託者(投資を行うインサイダー&他の投資者&他の内部者)・受益者(投資を行うインサイダー&他の投資者)という構図³⁵の中に、三者が同時にインサイダーであるという当事者関係

Trusts 2d: as adopted and promulgated, Vol. 1, (The American Law Institute, 1959), p. 46.)と明言されており、そのため、受益者の権利を守るには、受託者に高度な義務要求を課す必要がある。一方、日本では、「信託行為の支配的形態は、わが国では、信託契約である」(四宮和夫『信託法』(有斐閣、新版、1989) 85頁)と観念されている。受益者の権利が契約によって保証されるため、仮に、アメリカ信託法のような高度な義務要求を受託者に課さなくても、受益権が守られる。

³⁴ 長期投資の目的で行われる証券取引の場合を念頭に考えて頂きたい。デイトレードのような短期投機の場合には、その日その日、あるいはそのときそのときの株価の変動に高度に依存しており、配当を受ける前にすでに当社の株式を転売し、短期間で、株主の地位を放棄している場合が殆どで、信託の構造で分析しにくい。

³⁵ 構図の中に、委託者として法人および受託者としての法人ならびに受益者としての法人は存在しない理由について、まず、①委託者の観点から、株式発行して通融資を募ることは法人が自ら投資(委託)していないことを意味する、したがって、法人は委託者ではない、一方、②受益者の観点から、株式制を採っ

が、インサイダー取引行為によって形成されてしまう。ここには、二通りの信認関係が存在する。その一、受託者としてのインサイダーが他の受益者（他の投資者＝株主）に対して負う信認義務である。すなわち、本来、他の投資者の利益のために行動すべきにもかかわらず、それに背き、まったく利己的に走った（内部情報が悪材料な場合、自ら売り抜けたことで損失の危険から脱出したが、他の投資者を損失の危険に置き去りにしたことになる）。その二、見方によって、受託者としてのインサイダーによる受益者としての自分に対しての信認義務もあり得るが、自分自身に対して信認義務を負うという構図自体は、特に意味をなさない。判例でいう信認義務、すなわち、受託者としてのインサイダー受益者としての法人の関係自体は、実際、信託の構図には存在しない。いわゆるそのような義務は、おそらく、就業規則などによる忠実義務の転用であろう。

第三節 インサイダー取引の法的規制の現状

インサイダーや内部情報および禁止行為などの概念について、明確な規定がなく、それらの定義については、条項や判例理論ないし学説を総合して析出する必要がある。

以下では、内部者・内部情報・禁止行為などの基本概念について、概観する。

第一款 インサイダーの定義

インサイダー取引規制に用いられてきた取引所法10(b) [操作的または欺罔的な手段] や規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] には、行為主体について、「如何なる者・何人」(any person) という包括的な概念でしか規定されていない。

ている以上、会社自体が株主のものであるといえるため、法人の利益も株主（受益者）利益である、③そうであれば、受託者としての法人も実在せず、委託者が自分や他の投資者に委託して、受託して、受益している、との結論が導かれる。

(1) 自然人主体として、①取締役などの典型的な会社内部者 (corporate insider)、②証券の発行会社と監査契約を締結している会計士や弁護士などの準内部者 (quasi-insider; temporary insider)¹、③インサイダーから未公開内部情報の伝達を受けた情報受領者 (tippee)²がある。また、④不正流用理論によれば、アウトサイダーであっても、情報源に対する信認義務に違反し、取引に未公開の内部情報を不正に流用した場合、詐欺が構成されることから、未公開内部情報の不正流用者がインサイダー取引の自然人主体に該当することが分かる。

(2) 証券発行会社 (issuer) が株主に対して、信認義務を負っていないことを理由に、法人の行為主体性を否定する判決もあるが、多くの判決・学説または SEC は肯定的である。もし、インサイダー取引行為が行わ

¹ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 655 n.14 (1983).

「会社情報が会社業務のため、合法的に証券引受業者、会計士、弁護士およびコンサルタントに知らされた場合、それらのアウトサイダーが株主の受任者となりうる。信認義務の判断基準が、単純に彼らが未公開の内部情報を得たことではなく、むしろ仕事柄や会社の目的のために情報にアクセスすることによって、彼らが特別な信頼関係に加わったことにある」と、準内部者の主体性を信認義務の観点から肯定している。

² *Id.* p.660.

「情報受領者らが株主に対して、インサイダーとしての義務を負わなければならない。それは彼らが内部情報を受け取ったからではなく、内部情報を不適切に入手したためである」と、情報受領者がインサイダー取引の行為主体として、責任が問われることを判示している。

具体的には、内部情報受領者が以下の条件が満たされた場合に責任があるとされている。

Nic Heuer, Les Reese, Winston Sale, "Securities Fraud", in *American Criminal Law Review*, Vol.44, No.2, (2007), p.987.

「もし、i) 情報伝達者が持つ会社情報が重要な未公開情報であり、ii) 情報伝達者が情報受領者に情報を公開し、iii) 情報受領者が情報伝達者から未公開情報をもって、当該会社の株式取引を行い、iv) 情報受領者にして、情報伝達者が当該情報を伝達することが信頼関係に反することを知ったかあるいは知るべきであった、または、v) 情報伝達者が情報受領者から報酬を受け取ったのであれば、情報受領者に取引所法10(b)が適用され、インサイダー取引の責任を負う」。

れた際、会社の帳簿や口座が介された場合、被代理者である法人 (corporate entities) は、代理人であるインサイダーが行った違法な取引について、責任を負うことになる。

もとより、「如何なる者・何人」(any person) という規定上の文言に対する単純な文理解釈からも、法人がインサイダー取引の主体に含まれることが窺える。

第二款 情報等の定義

第一項 内部情報

(1) 取引の際、ある情報を反対側の取引相手に開示しないで取引を行うことが、取引相手に対する信認義務の違反であると評価されるような情報は、内部情報となる。内部情報には、秘密性 (confidentiality) および重要性 (materiality)³が必要である。

まず、秘密性とは、当該情報はまだ一般投資者に知られておらず、正式に公開される前の内密性という。秘密性の終了時点について、判例などによれば、公開後一定の時間が経過された時点をいい、内部情報が公開された時点ではない。要するに、公開された直後では、形式的に秘密保持状態が解かれたが、まだ一般投資者に知れ渡っておらず、公開された情報が市場に消化されてから初めて、情報が公開されたと認められる。

次に、重要性について、Mills v. Electric Auto-Lite Co. 連邦最高裁判決 (委任状勧誘のケース) では、傍論ではあるが、「material」の意義について、理性的な株主 (reasonable shareholder) がした決定には、如何に決定するか の最終段階において、決意するにいたって、疑う余地もなく取り入れるなら、それは重要であると判示され⁴、また、TSC Industries, Inc. v.

³ 「materiality」について、日本では、「重要性」と訳されているのに対し、中国では、「実質性」と訳される場合がある。例えば、[美] 托馬ス・李・哈森 (Thomas Lee Hazen). 証券法 [M]. 張学安等訳. 北京：中国政法大学出版社, 2003がある。

⁴ Mills v. Electric Auto-Lite Co., 396 U.S. 375, 384 (1970) .

Northway, Inc. 連邦最高裁判決(委任状勧誘のケース)では、もし、最終的に、理性のある株主が如何に決定するかに関して、重要であると考慮する可能性があれば、省略されたその事実は重要である⁵と、重要性の基準が確立された。その後、Basic Inc. v. Levinson 連邦最高裁判決(クラス・アクションのケース)では、もし、理性のある投資者にして、その開示が重要であると考慮したのであろうとする実質的な見込みがあれば、省略されたその事実は重要であり、これが取引所法10(b)および規則10b-5の文脈にも取り入られていることは明らかである⁶と判示され、重要性の認定には、蓋然性⁷があれば足りるとされた。

ところで、重要な情報であるかどうかの判断は、完全に理性的な投資者の主観に委ねられており、アメリカ法では、具体的な条項を列挙する体裁を採っていない(これを「主観基準」と呼ぶことができよう)。

(2) 公開買付における市場情報(market information)については、いわゆる内部情報のカテゴリーに帰属できるとの見方もあるが、実質的には、外部情報にあたる。

第二項 情報公開

公開後でも、一定の時間的経過＝「合理的な待ち期間」(reasonable waiting period)を必要とする見解は、早くもSEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 巡回区控訴審判決において示された。判決では、インサイダーにして、情報が散布されたとはいえ、すぐさまに投資行動に移るという早まる機会の利用はしてはならない⁸と判示されたが、情報の消化に必要とされる期間について、明示がなかった。インサイダーとしては、少なくとも、情報公開直後の利用ができず、一定の時間的経過が必要である。

他方、連邦証券法典案の第2号試案(Tentative Draft No.2)⁹1303条(d)項¹⁰

⁵ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 439 (1976) .

⁶ Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 224 (1988) .

⁷ 中国では、「可能性」を用いる学者もいる。例えば、顧肖榮、股票内幕交易認定中若干爭議問題 [J]. 政治与法律, 1994, 第2期がある。

⁸ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 854 (2d Cir.1968) .

⁹ 第2号試案について、単行本が発行されている。FEDERAL SECURITIES

において、公開に関する「1週間の原則」が立案されていた。要するに、情報が公開された後、「1週間」を経過させることによって、その情報が「一般に知られている」(generally available)状態に達し、実質的に、市場において消化されたと考えられている(このような公開は「実質的公開」と呼ぶことができる)。もし、情報を知っているインサイダーは、「1週間以内」において取引を行う必要がある場合、公開された当該情報が、すでに「一般に知られている」こと、すなわち、すでに市場において消化されたことを証明しなければならない。

第三款 禁止行為

インサイダー取引の概念が明らかではないため、行為類型の概念もはっきりせず、いわゆるインサイダー取引のような行為について、取引所法10(b) [操作的または欺罔的な手段] や規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使

CODE: Tentative Draft No.2. (1973), The American Law Institute.

¹⁰ Section 1303. [Insider's duty to disclose when trading.]

(d) ["Generally available."] A fact is generally available when (1) it is contained in a filing or is otherwise disclosed by means of a press release or other form of publicity reasonably designed to bring the fact to the attention of the investing public, and (2) one week or any other period that the Commission prescribes by rule has expired since the filing or other disclosure. When these conditions are not satisfied, the burden of proving that a fact is generally available is on the person who so asserts.

第1303条 [取引の際の内部者の開示義務] : 「(d)「一般に知られている」次の場合にその事実は一般に知られている。(1)届出書類に当該事実が記載されているか、または新聞発表その他投資大衆の注意を当該事実に向けさせることを合理的に意図した公示形式により、当該事実が開示されているときであって、かつ、(2)当該届出その他の開示以後、1週間もしくは委員会が規則により定める期間が経過しているとき。これらの要件が充たされていない場合には、ある事実が一般に知られていることの立証責任は、それを主張する者が負担する」(証券取引研究会「米国連邦証券法典案の研究[5]——内部者取引(5)——」インベストメント28巻6号(1975)37～38頁[龍田節報告])。

用に基づく詐欺行為として捉えられている。

しかし、ここでいう詐欺とは、いったい如何なる行為を指すのだろうか。もとより、コモン・ロー上の詐欺については、開示に対する信頼が要件となっている。しかし、非個性的な証券取引所取引では、行為者がした不実表示 (misrepresentation)¹¹を直に信頼して取引を行ったという投資者側の証明は極めて難しく、そのため、行為者がした不実表示により歪められた市場価格に対する間接的信頼が証明されれば足りるとされている。理由は、歪められた市場価格に対する信頼が証明されれば、行為者がした不実な表示に信頼したことが推定されるからである。間接的な信頼を生み出す理論は市場における詐欺理論 (fraud-on-the-market theory)¹²である。直接的信頼と間接的信頼は構造上以下の差異が見られる。伝統的な規則10b-5に該当する行為における因果のつながりを推理すれば、以下のように辿られる。つまり、a) 被告が不実表示あるいは省略をし、b) 原告がそれ読みまたは聞き、c) そして、その情報に基づいて証券売買の決定をし、d) よって、損害を被る。対照的に、市場における詐欺理論における因果のつながりを推理すれば、このように辿られる。つまり、①被告が不実表示あるいは省略をし、②原告以外の投資者がそれを読みまたは聞き、③そして、その情報に基づいて証券売買の決定をし、

¹¹ 不実表示には、不開示 (non-disclosure) が含まれるとされる (黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第2版、2004) 124頁)。

¹² この理論が Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 224 (1988) . 判決で、初めて連邦最高裁に採用された。

学者によって、「市場に対する詐欺理論」とも呼ばれている。例えば、並木和夫『内部者取引の研究』(慶應義塾大学法学研究会刊、1996)、石田真得「コモン・ローの詐欺における信頼の要素と市場に対する詐欺理論」商事法務、1621号 (2002)、梅津昭彦「『市場に対する詐欺理論』における効率的市場要件」商事法務1780号 (2006) がある。以下、筆者が執筆する部分は「市場における詐欺理論」を用いる。

その区別について、近藤弘二は、『『市場に対する詐欺』と訳したのは、市場に対する働きかけを重視したからであるが、詐欺の相手方は投資家であるから、一面的たるを免れない。市場を通じての間接的な詐欺の意味で、『市場における詐欺』が適当であろう (近藤弘二「市場に対する詐欺」江頭憲治郎ほか『八十年代商事法の諸相：鴻常夫先生還暦記念』(有斐閣、1985) 380頁) という。

④したがって、証券の市場価格が上下させられる、⑤ここで、原告がこの歪められた価格 (distorted price) に基づいて証券売買の決定をし、⑥よって、損害を被る¹³。市場における詐欺理論では、投資者を誤導するような行為は市場における詐欺として評価される。

市場における詐欺理論は、経済学者の Eugene F. Fama が立てた効率的資本市場仮説 (efficient-capital-market hypothesis、略称 ECMH) を基礎としている。いわゆる効率的資本市場とは、効率的に情報処理する市場のことをいう。如何なる時点においても、観察された証券の価格は、その時点で利用可能なすべての情報の正確な (correct) 評価に基づいている。効率的な市場では、価格が利用できる情報を十分に反映する (fully reflect) のである¹⁴。この仮説について、Basic Inc. v. Levinson 連邦最高裁判決では、下級審の判決文を引用し、市場における詐欺理論は、公開かつ発達した証券市場では、会社とその経営における利用可能な重要情報が必ず株価に表われるとする仮説を基礎にしている¹⁵と是認している。

市場における詐欺理論が効率的な市場を基礎としていることにかんがみれば、適用範囲は非効率的な市場まで及ばないと解される。しかし、その線引きは必ずしも容易ではない。例えば、店頭取引の場合、証券取引所取引より効率性が劣るものの、完全な閉鎖した市場ではない。

投資者の間接的信頼の有無について、理性的な投資者が投資決定する際、不実表示や不開示により隠匿されたその情報を重要視するであろう (内部情報の重要性) との推定により認定される。信頼が妥当か否かを決定するすべての要素は以下の通りである。(1)原告の金融および証券業における経験と専門知識、(2)長期の商業あるいは個人的な信頼関係の存在、(3)関連情報へのアクセス、(4)信託関係の存在、(5)詐欺の隠蔽、(6)詐欺を察知する機会、(7)原告は株取引を開始したか、または取引の加速を求め

¹³ Michael A. Lynn, "Fraud-on-the-Market: An Emerging Theory of Recovery Under SEC Rule 10b-5", in *The George Washington Law Review*, Vol.50, No.4, (1982), p.637 n.54.

¹⁴ Eugene F. Fama, *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*, (New York, 1976), p.133.

¹⁵ *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1160 (3rd Cir. 1986).

たか、(8)不実開示の一般性または特殊性¹⁶というものである。

信頼があったことは認定されれば、取引の因果関係も肯定される¹⁷。被告にとって、因果関係を否定するには、二通りの方法がある。①重要であったことに対して反証をする、または、重要であったにもかかわらず、価格上昇に至らせるほどの十分な数の取引者がいなかったことを証明するか、②各々の原告が、虚偽の表示であったことを認識しながら敢えて購入し、または、知っていたとしても、やはり購入したのであろうことを証明するか¹⁸、である。

ところで、市場における詐欺理論を採れば、投資者がもとより不実表示を読んでいない場合は問題となる。要するに、連邦証券関係法は、他人に開示義務を負わせ、その開示を信じる投資者らの自己判断に任せるという構図を意図している。このシステムは、それ以上の金銭的救済を許さないように投資者らを見張っている。原告は、被告がした公開を読まずに、したがって、信頼がなくても、ある場合において救済されうるのであれば、誰もが開示された情報に注意しなくなる (Shores v. Sklar 巡回裁判所判決の少数意見)¹⁹。本判例では、「市場価格に対する信頼」の要件が「市場の健全性 (integrity) に対する信頼」に変更され、すなわち、「市場における詐欺理論」の修正適用が行われた。その意図は、「市場の健全性に対する信頼」の本質が、市場の反応に基づく理論ではなく、どちらかという、一般的公平 (general fairness) の議論に基づいており、つまり、仮に誰かが開示された情報を読まなかったとしても、最低限の保護が与えられるべきである²⁰とされている。

以上のように、不実表示を原点に発展してきた市場における詐欺理論

¹⁶ Zobrist v. Coal-X, Inc., 708 F.2d 1511, 1516 (10th Cir. 1983).

¹⁷ Wilson v. Ruffa & Hanover, P.C., 844 F.2d 81, 86 (2d Cir. 1988).

「取引の因果関係とは、当然、単なる信頼を意味する」。

¹⁸ Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 906 (9th Cir. 1975).

¹⁹ Shores v. Sklar, 647 F.2d 462, 483 (5th Cir. 1981).

本判決が、発行市場における不実開示のケースである。実際、中間に債券の引受業者が介在していたため、発行市場か流通市場かは微妙な例であった。

²⁰ Note, "The Fraud-on-the-Market Theory", in *Harvard Law Review*, Vol.95, No.5, (1982), p.1161.

でインサイダー取引を解析すれば、すなわち、本来証券市場に供給されるべき情報がインサイダーの不開示により遮断され、そのため、不完全な情報の下で第三者らによる市場取引が進められた結果、歪んだ市場価格が形成され、このとき、投資者が行った取引は、この歪められた株価に基づいてなされた、ということになる。しかし、この論理では、インサイダーと同じ銘柄の株式を取引した最初の取引相手との間では、いわゆる「歪められた市場価格」に基づく市場における詐欺理論による説明は成り立たない。つまり、不完全な情報の下での第三者らの市場取引がある程度進行した場面ではなく、投資者がインサイダーの最初の取引相手で、参考にした株価がその時点でまだ歪められていない場合、市場における詐欺理論による説明には困難が予想される（発行市場の場合も同様）。可能な弁明としては、①本来証券市場に供給されるべき情報がインサイダーの不開示により遮断され、そのため、本来すべての情報が反映されて形成されるべき真正な市場株価が形成されずに、現状の市場株価のままで投資者の面前に現れるため、投資者が参考にしたその株価が、やはり「歪められた」ものであるといえよう、というものになろう。しかしながら、i) 情報公開の前の段階において、行為者には、当該情報を公開して市場価格に反映させる権限が必ずしも有さず、また、ii) 効率的な市場において、未公開情報を株価に反映させるべき時点といえば、公開時にほかならず、公開前に行為者に当該情報を公開させ、市場に反映させることは、「効率的資本市場仮説」の論理に適合するかもしれないが、公開の時期を決定した当該会社の決議に反する。②あるいは、「市場の健全性に対する信頼」という修正適用が考えられよう。

上記の理論を踏まえ、不正流用理論に基づき禁止行為類型を析出すれば、以下のようなものとなろう。

証券の発行または取引において、重要な未公開情報の情報源に対して信託義務を負う者が、当該重要な未公開情報を保有認知している場合、それが公開されてから十分に市場に消化されるまで、それに基づく取引をしてはならない。違反は詐欺を構成する。

第四款 小括

(1) 行為主体の範囲は、正当な理由をもって重要な未公開情報を知った者はもちろん、不正に重要な未公開情報を得た者も含まれる。それらの者が発行者との間に信託義務がなくてもよい。実質的には、インサイダーでもアウトサイダーでも構わない。

情報は、内部情報か外部情報かを問わず対象となり、それらの情報が如何なるものを指しているかに関して、具体的な列挙はない。情報に秘密性と重要性があれば認められる。重要性の判断について、理性的な投資者の主観が基準である。

情報の公開制度に関して、一定の時間的制約を置くことによって、一般投資者との間における情報上の不平等の是正が図られるが、実務では、制約期間が一律ではない。

インサイダー取引行為を詐欺行為として捉えられているが、市場における詐欺理論や効率的資本市場仮説による内実の解明は必ずしもうまくいかない。

(2) ところで、規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] がインサイダー取引行為に適用されているが、本条の要素(例えば、欺く、信頼、意図)が、不実表示およびそれと類似する詐欺の訴訟を満足させることに適するものであって、いずれ不実表示や不公開と関係を持ち、それらを支えるものである。一般大衆に秘したことは判断を誤らせることを意味せず、そのような適用は妥当ではない。開かれた市場におけるインサイダー取引の欺罔(deceptive)が、不公平と対立する(opposed to unfair)ののだろうか。インサイダーが自己の主要な義務として素直に取引を自制しても、やはりその他の者が当該取引を行っていたのであろうと推定できる。公正を基礎とする理論に対する広範な禁止と厳密な制定法の構造との間の符合しない産物として、インサイダー取引を規制する法律の中には多くの不一致の考え方があり、したがって、常に議論をしなければならない²¹。このように、規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] の本来の適用場面とインサイダー取引が整合しないことが指摘されている。

²¹ James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Langevoort, *Securities Regulation: Cases and Materials*, 5th ed, (New York, 2006), p.880.

第四節 インサイダー取引の制裁体系

典型的なインサイダー取引の規制では、もっともパワフルな一般規定は、いうまでもなく規則10b-5〔操作的または欺罔的な手段の使用〕（現在、規則10b5-1・規則10b5-2）である。本条は、インサイダー取引という特定な行為類型を対象とした独自の規定ではなく、州際間における不公正な証券取引を禁ずるものである。インサイダー取引を取り巻く民事規制・行政規制・刑事規制が共通する法理に基づいており、いずれの規制の発動においても、まず詐欺的行為に該当する必要がある。

ところで、公開買付に係わる *Chiarella v. United States* 連邦最高裁判決¹では、対象会社に対する信認義務という要件が満たされていなかったため、「開示または取引断念義務」の適用が不調に終わり、結局、*Chiarella* の取引行為について、何も打つ手はなかった。企業買収に絡むインサイダー取引の問題に対処するために、取引所法14(e)²により与えられた権限に基づき、SECは1980年9月12日に、公開買付における詐欺的、欺瞞的などの策略を用いることを規制対象とする規則14e-3を新設し、本条a項³に規定を設けた。すなわち、典型的なインサイダー取引の場合と公開買付に係わるインサイダー取引の場合が区別されて、個別の規定が設けられたわけである。

本条は、行為者の身分を問わず、情報の源および不開示に重点が置かれている⁴。

第一款 民事規制

(1) 非個人的という特質を持つ証券取引所取引におけるインサイダー取引に対する損害賠償請求が容易ではなく、相対取引の場合に機能して

¹ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

² 前掲【本章第二節】注(12)。

³ 前掲【本章第二節】注(13)。

⁴ 郭丹青 (Donald C. Clarke). 一個并不圓の外国月亮——美国反内幕交易法律制度 [J]. 洪範評論, 2005, 第2卷第1輯: 229.

いったコモン・ローの法理の限界⁵も明らかになっている。そうした状況でも、インサイダー取引に対する私訴権の有無について、連邦最高裁によって判示⁶されるまで、すでに実務において是認されていた。

規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] が救済にも広く用いられており⁷、本条による主張について、原告は、(2)誰が、(5)どの証券の、(4)売買、(3)に関して、(1)詐欺あるいは欺瞞をしたか、とする五つの主要要素を立証しなければならない。さらに、本条がその母体となった条項と同様、欺瞞あるいは詐欺が求められ、コモン・ローにおける詐欺的要素、例えば、重要性、信頼、因果関係および損害、といったものが求められる必然の構成要素になっている⁸。

因果関係について、多くの裁判所では、因果関係を取引の因果関係 (transaction causation) と損害の因果関係 (loss causation) に分けられている。取引の因果関係について、もしこのような違法な事柄によらなければ、この取引が発生しなかった (少なくとも、そのような形で発生しなかった) ことを証明する必要がある、一方、損害の因果関係について、原告の損失と当該取引との間における因果的結び付きを証明する必要があるとされてい

⁵ 参考できる日本語の文献として、以下のものがある。鳥袋鉄男「アメリカにおける内部者取引規制の法理——内部者の民事責任を中心として——(一)」*琉大法學*21号(1977)74～75頁は、「内部者取引が不法行為法上の詐欺の問題とされた点では、実際に相手方が内部者の民事責任を追及していく際には、詐欺訴権の要件を立証しなければならないという問題があった。詐欺訴権の要件については、コモン・ローにおいても新しい事態に対処するための法理の発展がみられたが、証券取引、なかでも、証券取引所における取引のような非個人的取引における内部者取引について、詐欺訴権の要件をすべて立証することは困難であり、ここにも、コモン・ロー上の法理の限界が存在した。結局、コモン・ロー上の法理は、内部者と相手方との当事者関係 (privity) が明確であるいわゆる相対取引の場合には、内部者取引を規制するものとして有効に機能しえたが、集団的、非個人的性質のゆえに当事者関係の確定が困難な取引所取引の場合には適用されないという欠陥を有する」とする。

⁶ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976)。

⁷ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 5th ed, (St. Paul, Minn. 2005), p.468.

⁸ *Id.* p.469.

る⁹。規則10b-5（ないし取引所法10(b)）に基づく損害賠償請求では、取引の因果関係について、前述市場における詐欺理論における信頼の推定というプロセスで立証することができる。

ところで、Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 が立法されたことによって、証券取引所法に第20A 条〔インサイダー取引における同時期のトレーダーの責任〕が新設され、原告にしては、インサイダーと同時期に取引を行ったことが立証できれば、インサイダーに賠償責任を負わせることができる。すなわち、本条が取引の因果関係および損害の因果関係を不要にし、ダイレクトに同時期のインサイダーの賠償責任を認めている。

他方、同時取引説が原告適格者の選定にも役立つ。が、いわゆる「同時期の取引者」に関する定義がないため、その判断が裁判所に委ねられているのが現状である。実際のところ、インサイダーと反対の取引を同時期に行った者であれば、誰でも原告になりうる。

取引所法20A〔インサイダー取引における同時期のトレーダーの責任〕

(a) 〔同時期の取引に基づく私訴権〕：何人も、重要かつ未公開の情報を保有して証券の購入あるいは売却を行うことにより、本編の規定や規則・レギュレーションに違反した場合、管轄権が及ぶ裁判所において提起された訴訟について、その違法とされる証券取引と同時に、同種の証券を購入（当該違反が証券の売却に基づく場合）または売却（当該違反が証券の購入に基づく場合）した者に対して、責任を負わなければならない。

(b) 〔責任の制限〕

(1) 〔得られた利益または回避された損失に限定される同時期取引の訴訟〕：(a)項に基づいて請求される賠償の総額は、違反とされた取引により得られた利益または回避された損失の総額を超えてはならない。

(2) 〔吐き出しによる責任の相殺〕：(a)項に基づいて請求される賠償の総額は、本法21(d)に違反するとして SEC が提起した訴訟で、

⁹ *Id.* p.471.

裁判所が吐き出しを命じた場合、その吐き出し額が減額される。

- (3) [支配的地位にある者の責任] : 何人も、本条に基づく責任を負うべき者を雇用しているという理由のみで、その責任を負わせることができない。但し、支配的地位にある者の責任については、本法20(a)の規定が適用される。
- (4) [出訴期限] : 違反とされた最後の取引日から5年が経過すれば、本条による提訴ができない。
- (c) [伝達行為による連帯責任] : 何人も、重要かつ未公開の情報を伝達することにより、本編の規定や規則・レギュレーションに違反した場合、本条(a)に基づく責任を負う者と連帯して、同等程度の責任を負わなければならない。
- (d) [他の明示若しくは黙示の訴権を制限しない権限] : 本条の定める要件または本条の規定に基づく黙示の私訴権を主張する訴訟を提起する権利について、本条の規定に基づく私訴権を制限若しくはこれに条件をつけるように解釈されてはならない。
- (e) [公訴に影響しない諸規定] : 本条を、SEC若しくは司法長官が本編の規定に基づいて訴訟を提起することについて、如何なる方法による禁止または制限することができるかと解釈されてはならない。また、制裁金の徴収若しくは制裁金に関する他の命令を求める訴訟について、如何なる方法による禁止または制限をしてはならない¹⁰。

¹⁰ 本条の翻訳は、栗山修「米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる最近の動向(1)」神戸外大論集53巻4号(2002)59～60頁の邦訳を参考にした。

Section 20A -- Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading

a. Private rights of action based on contemporaneous trading

Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, nonpublic information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of secur-

ities) securities of the same class.

b. Limitations on liability

1. Contemporaneous trading actions limited to profit gained or loss avoided

The total amount of damages imposed under subsection (a) of this section shall not exceed the profit gained or loss avoided in the transaction or transactions that are the subject of the violation.

2. Offsetting disgorgements against liability

The total amount of damages imposed against any person under subsection (a) of this section shall be diminished by the amounts, if any, that such person may be required to disgorge, pursuant to a court order obtained at the instance of the Commission, in a proceeding brought under section 21(d) relating to the same transaction or transactions.

3. Controlling person liability

No person shall be liable under this section solely by reason of employing another person who is liable under this section, but the liability of a controlling person under this section shall be subject to section 20(a).

4. Statute of limitations

No action may be brought under this section more than 5 years after the date of the last transaction that is the subject of the violation.

c. Joint and several liability for communicating

Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by communicating material, nonpublic information shall be jointly and severally liable under subsection (a) of this section with, and to the same extent as, any person or persons liable under subsection (a) of this section to whom the communication was directed.

d. Authority not to restrict other express or implied rights of action

Nothing in this section shall be construed to limit or condition the right of any person to bring an action to enforce a requirement of this title or the availability of any cause of action implied from a provision of this title.

e. Provisions not to affect public prosecutions

This section shall not be construed to bar or limit in any manner any action by the Commission or the Attorney General under any other provision of this title, nor shall it bar or limit in any manner any action to recover penalties, or to seek any other order regarding penalties.

(2) 取引所法20A では、インサイダーの取引に応募した同時期の者の私訴権(同条(a))を認め、5年の時効内(同条(b)(4))に、違法取引により得られた利益または回避された損失の額を限度額とする損害賠償請求(同条(b)(1))ができる。

懲罰的損害賠償(punitive damages)の適用が否定されている(取引所法20A(b)(1))から、被害者にとって、損害額以上の賠償金が望めない。そればかりか、賠償の総額から、SECによる吐き出しの分も控除される(取引所法20A(b)(2))ため、必ずしも損害額いっぱいの賠償金が私訴で得ることができない。けれども、付随的救済命令(行政規制)により吐き出される不法な利得が被害者に返還されることになっていることを考えれば、被害者にして損害回復の達成には、特に問題がない。したがって、損害賠償の総額から吐き出しの額を控除することに関しては、特に異論を差し挟む余地がないように思われる。もし、吐き出しにより返還された額が、被害者の損害額とさほど変わらないなら、あるいは被害者にとって満足できる額なら、損害賠償請求を提起することの実質的な意味は、訴訟経済の観点からすれば、殆どないように思われる。

(3) 取引所法20A では、インサイダー取引における同時期のトレーダーの民事責任が明確に規定された。必然的に、こうした明示の私訴権が規則10b-5ないし取引所法10(b)に基づく黙示の私訴権と競合する。この問題について、判例が分かれた。

その一、両者の選択適用を判示した例として、T. Rowe Price New Horizons Fund, Inc. v. Preletz 地裁判決がある。すなわち、積み重ねてきた連邦証券諸法の下での救済は排他的(exclusive)なものではなく、原告にしては、規則10b-5または取引所法20Aを選択することができる。そのうえ、取引所法20Aと規則10b-5の間の相互関係について、裁判所は原告に対し選択を強制することができないという¹¹。他の根拠として、取引所法20A(d)も挙げられる。本項では、他の明示若しくは黙示の私訴権を制限しないと明確に規定されており、取引所法20Aのみを根拠とし、他の法源に基づく私訴権の適用を排除するような解釈ができない。要す

¹¹ T. Rowe Price New Horizons Fund, Inc. v. Preletz, 749 F.Supp. 705, 709 (D.Md. 1990)。

るに、原告に選択の余地を残したのである。しかし一方、規則10b-5・取引所法10(b)には、同様な規定がない。

その二、両者の重複適用を示した例として、*Alfus v. Pyramid Technology Corp.* 地裁判決がある。本判決では、傍論ではあるが、取引所法20Aは、すでに存在する救済方法に先んずる (preempt preexisting) ものではないと判示された¹²。また、*Neubronner v. Milken* および *In re Worlds of Wonder Securities Litigation* 両巡回区控訴審判決においても、同じく傍論で、取引所法20Aは、明らかに既存の救済方法に先んずるものではなく、黙示の私訴が制定法に基づいて利用できることに含まれると判示され¹³、さらに、インサイダーと同時期に取引をした者は、取引所法10(b)に基づくインサイダー取引訴訟の私的権利を有すると判示された¹⁴。

以上のように、私訴権の選択適用若しくは重複適用のいずれも可能であるが、実務上、取引所法20Aを選択したほうが便宜であろう。

ところで、取引所法10(b)や規則10b-5を根拠とする証券詐欺訴訟が頻発し、濫訴の弊害は著しく、特にクラス・アクションは、巨大企業ではない被告企業を和解に強いられている。こうした状況に対して、連邦議会は次第に原告に有利な法適用を制限するような立法を始めた。最近の統計では、2005年に証券詐欺に対して提起されたクラス・アクションの件数は176件、2004年(213件)を17パーセントあまり下回った。この数字は、1996年から2004年の間に提起された過去の平均数(195件)と比べても、10パーセント近く下回るものであった¹⁵。

(4) 他方、インサイダー取引行為のほか、重要な未公開情報を伝達することにより、証券取引所法を違反した者について、インサイダー取引を行った者に連帯して責任を負う(取引所法20A(c))。

¹² *Alfus v. Pyramid Technology Corp.*, 745 F.Supp. 1511, 1522 (N.D.Cal. 1990).

¹³ *Neubronner v. Milken*, 6 F.3d 666, 669 n.5 (9th Cir. 1993).

¹⁴ *In re Worlds of Wonder Securities Litigation*, 35 F.3d 1407, 1427 (9th Cir. 1994).

¹⁵ *Securities Regulation & law Report*, Vol.38, No.2, (2006), p.56.

第二款 行政規制

SEC には、立法の権限が付与されており、それに基づく立法が、証券行政の重要な部分を構成している。SEC が独立で行える行政制裁として、民事制裁金がもっとも注目される。

第一項 SEC

1934年、(証券取引所法により) 公正な証券取引の維持および投資家の保護を任務とする監督機関である SEC が政府の独立機関として創設されるまでは、連邦取引委員会 (Federal Trade Commission、略称 FTC) が証券法 (1933) の運用などを担っていた。

SEC の活動について、①与えられた権限に基づく規則の制定と、②連邦証券法規などの法執行に大別することができる。特に、②について、SEC が中心的に行われている。

SEC は、当初から行為者を罰するより、業界の意識向上や企業の内部的コントロールなどによる未然の阻止に、期待を寄せていた。しかし、1980年代に入ると、ウォール街を舞台とする大型不祥事 (例えば、1986年の Ivan Boesky 事件、1988年の Michael Milken 事件) などが相継いで起こり、アメリカ証券市場を大きく震撼させた。それを契機に、SEC が特にインサイダー取引に関する規制について、執行可能な各種措置を見直し、厳重な制裁に方針を転換した。

現在、SEC がアメリカ合衆国大統領直属の機関として、3871人¹⁶の人員をも有する FBI 並みの強力な機関となっている。インサイダー取引に対して、SEC が強力な執行手段を持っている。例えば、委員会が司法の場において、役員・取締役などに対し、差止命令や吐き出しのような救済措置、または民事制裁金を請求することができ、必要に応じて、さらに民事や刑事訴訟を起こすこともできる¹⁷。一般的には、SEC の調

¹⁶ 2005年の統計である。

¹⁷ William K.S. Wang, Marc I. Steinberg, *Insider Trading*, 2nd ed, Vol.2, (New York, 2006), p.7-2.

査結果に基づいて、司法省の弁護士による刑事訴追が開始することになるが、裁判所には、SEC に対して潜在的違反行為を調査することを強制する権限を持たない¹⁸。

第二項 行政制裁

(1) SEC によるインサイダー取引に対する取締の手段として、連邦地方裁判所に対して、差止命令 (injunction) と、それに付随する付随的救済命令 (ancillary relief)¹⁹の申立てがある。付随的救済命令により、インサイダーに不法利得の吐き出し (disgorgement) を行わせ、それを裁判所の監督の下で、被害者に分配される。

そのほか、インサイダー取引を対象とする民事制裁金 (civil penalty)²⁰として、取引所法21A [インサイダー取引に対する民事制裁金] (以下「取引所法21A」という) が1984年に導入された。その後、Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990 により、課徴金の対象がすべての証券違反行為まで拡大された。

取引所法21A [インサイダー取引に対する民事制裁金]

(a) [民事制裁金に処する権限]

¹⁸ Nic Heuer, Les Reese, Winston Sale, "Securities Fraud", in *American Criminal Law Review*, Vol.44, No.2, (2007), p.1005.

¹⁹ 付随的救済命令が、主に違反の矯正と再発防止、被害者救済を可能にするために行われる被告の財政状態の維持と被害の回復のために行われるものである。

²⁰ 民事制裁金 (civil penalty) には、字義通りの意味を有せず、実質的な行政罰である。英米法辞典によれば、「民事罰；制裁金；過料□法違反に対し国・州などが課する金銭的制裁で、刑罰的な意味をもたないもの」(田中英夫ほか『英米法辞典』(東京大学出版会、1993) 147頁) と定義されている。したがって、本稿では「行政制裁」として位置づける。

他方、民事制裁金の呼び名について、行政法学者が「民事罰」(宇賀克也「SEC による執行法の改革——1990年法改正を中心として——」ジュリスト990号(1991))と呼んだり、刑法学者が「民事罰金」(佐伯仁志「経済犯罪における重罰化の動向」アメリカ法1998-2(1998))と呼んだりするが、以下、筆者が執筆する部分は「民事制裁金」を用いる。

- (1) [承認された SEC の司法行動] : 時期を問わず、何人も、全国的な証券取引施設において、または当該施設を通じて、ブローカー若しくはディーラーと、またはブローカー若しくはディーラーを通じて、重要かつ未公開の情報と関連する購入あるいは売却 (Gramm-Leach-Bliley 法206B 条の定義と同様) することにより、本編またはその規則若しくは条例に違反し、あるいはそのような情報を伝達することによる如何なる違反について、SEC によって認定され、かつ上記の各取引行為が証券の発行人による公募の一部ではない場合、
- (A) 連邦地方裁判所において、上記違反者に対する民事制裁金の賦課を求めることができ、かつ連邦地方裁判所は民事制裁金を賦課する権限を有する。
- (B) 連邦地方裁判所において、本条 b (1)の下で、上記違反者を直接または間接的に支配する者に対する民事制裁金の賦課を求めることができ、かつ連邦地方裁判所は民事制裁金を賦課する権限を有する。
- (2) [違反者に対する制裁金額] : 上記違反者に課する制裁金の額は、裁判所によりその事実および状況を斟酌して決定される。但し、その額は違法な購入または売却により得られた利益または回避された損失の額の 3 倍を超えてはならない。
- (3) [支配的地位にある者に対する制裁金額] : 上記違反行為時に、直接または間接的に上記違反者を支配する者に対する課徴金は、裁判所によりその事実および状況を斟酌して決定される。但し、その額は100万ドル若しくは違反者の違法行為により支配的地位にある者にもたらされた利益または回避された損失の額の 3 倍を超えてはならない。違反者の違反行為が伝達による場合、本項の目的に照らす限り、その違反行為により得られた利益または回避された損失は、当該違反者の当該伝達行為によりその対象者にもたらされた利益または回避された損失に限定される。

[b 項・c 項を省略する]

(d) [徴収手続き]

- (1) [国庫納付] : 本条により課された民事制裁金は (本条 e 項を除き)

国庫に納め、Sarbanes-Oxley 法 (2002) 308条の場合は除外する。

- (2) 〔追納〕：民事制裁金が課された者は、裁判所の命令書に記載された期日までに納付しなかった場合、SEC が司法長官に当該事実を通知し、司法長官により、適切な地方裁判所に当該民事制裁金の追納を提起する。
- (3) 〔非排他的救済〕：本条により承認された訴訟は、SEC または司法長官が訴追権を有するその他の訴訟に付加して行使することができる。
- (4) 〔裁判管轄権および裁判地〕：本編第27条の目的に照らし、本条の訴訟は本条により生じた責任若しくは義務の履行を求めるための訴訟でなければならない。
- (5) 〔出訴権限〕：購入または売却した日から5年を経過した場合、本条による提訴ができない。本条は、本条の他の規定の下でSEC または司法長官により行われる訴訟を如何なる方法によることを問わず阻止、若しくは制限するものであると解釈されてはならない。さらに、その取引を行ってから5年以内に提起された訴訟により課された民事制裁金の納付を求める訴訟若しくは民事制裁金に関する他の命令を求める訴訟を、如何なる方法による阻止若しくは制限をしてはならない²¹。

[e項・f項・g項を省略する]

²¹ 本条の翻訳は、岸田雅雄「米国の内部者取引及び証券詐欺規制法」商事法務1170号（1989）23～24頁の邦訳を参考にした。

Section 21A -- Civil Penalties for Insider Trading

a. Authority to impose civil penalties

1. Judicial actions by Commission authorized

Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security or security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) while in possession of material, nonpublic information in, or has violated any such provision by communicating such information in connection with, a transaction on or through the facilities of a nation-

-
- al securities exchange or from or through a broker or dealer, and which is not part of a public offering by an issuer of securities other than standardized options or security futures products, the Commission
- A. may bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by the person who committed such violation; and
- B. may, subject to subsection (b)(1) of this section, bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by a person who, at the time of the violation, directly or indirectly controlled the person who committed such violation.

2. Amount of penalty for person who committed violation

The amount of the penalty which may be imposed on the person who committed such violation shall be determined by the court in light of the facts and circumstances, but shall not exceed three times the profit gained or loss avoided as a result of such unlawful purchase, sale, or communication.

3. Amount of penalty for controlling person

The amount of the penalty which may be imposed on any person who, at the time of the violation, directly or indirectly controlled the person who committed such violation, shall be determined by the court in light of the facts and circumstances, but shall not exceed the greater of \$1,000,000, or three times the amount of the profit gained or loss avoided as a result of such controlled person's violation. If such controlled person's violation was a violation by communication, the profit gained or loss avoided as a result of the violation shall, for purposes of this paragraph only, be deemed to be limited to the profit gained or loss avoided by the person or persons to whom the controlled person directed such communication.

[b 項・c 項を省略する]

d. Procedures for collection

1. Payment of penalty to Treasury

A penalty imposed under this section shall (subject to subsection (e) of this section) be payable into the Treasury of the United States, except as otherwise provided in section 308 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.

2. Collection of penalties

SEC が取引所法21A に基づき、インサイダー取引の行為者（同条(a)(2) およびその者を支配する立場にある者（同条(a)(3)）に対し、違反行為により得られた利益または回避された損失の額の3倍を超えない範囲の民事制裁金を、連邦地方裁判所に求める訴訟を提起できる。賦課される民事制裁金が国庫（財務省）に納め（同条(d)(1)）、未納を追納する（同条(d)(2)）。

このように、民事制裁金が紛れもなく SEC の強権ぶりを象徴しており、「吐き出し」に加えて請求される点を考えれば、行為者が多額の負担に強いられることは必至である。

(2) 一方、民事制裁金（civil penalty）につき、5年の時効が設けられているのに対し（取引所法21A(d)(5)）、違反行為の差止命令（injunction）に付随してなされる不法利得の吐き出しなどの付随的救済に関する時効はない。

If a person upon whom such a penalty is imposed shall fail to pay such penalty within the time prescribed in the court's order, the Commission may refer the matter to the Attorney General who shall recover such penalty by action in the appropriate United States district court.

3. Remedy not exclusive

The actions authorized by this section may be brought in addition to any other actions that the Commission or the Attorney General are entitled to bring.

4. Jurisdiction and venue

For purposes of section 27, actions under this section shall be actions to enforce a liability or a duty created by this title.

5. Statute of limitations

No action may be brought under this section more than 5 years after the date of the purchase or sale. This section shall not be construed to bar or limit in any manner any action by the Commission or the Attorney General under any other provision of this title, nor shall it bar or limit in any manner any action to recover penalties, or to seek any other order regarding penalties, imposed in an action commenced within 5 years of such transaction.

[e 項・f 項・g 項を省略する]

この問題について、SEC v. Willis および SEC v. O'Hagan 両地裁判決では、インサイダー取引を規制する諸法に違反する行為に対する差止命令について、出訴期限が特にない。時効規定の欠缺に関して、最終的に、ずっと以前に被告のした違反行為についても、裁判所の考えでは、救済の要請が認められる²²と判示されたほか、多くの裁判所は、SEC が差止命令の救済を提訴しようとするときには、時間的制限がないとしている²³と判示されている。また、SEC v. Rind 巡回区控訴審判決²⁴でも、付随救済の提訴に出訴期限がないと判示され、それについて、証券諸法の法執行における吐き出しの重要性に関して、裁判所は、たとえ吐き出された利得が常に被害者に分配されても、吐き出しの提訴がやはり公共利益を守ることに繋がっていると考えているとされている²⁵。

したがって、SEC が行う法執行に関する出訴期限の有無について、裁判所はまず、この提訴が差止救済の訴訟（付随救済を含む）か、それとも民事制裁金の訴訟かを判定しなければならない²⁶。

第三款 刑事規制

(1) インサイダー取引に対する刑事規制は、証券諸法に基づかれるのが一般的であるが、便宜上、他の法源による場合もある。例えば、Carpenter v. United States 連邦最高裁判決²⁷では、Winans が取引所法10(b) [操作的または欺罔的な手段] および規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] のほかに、郵便詐欺法 (Mail Fraud Statute) 1341条²⁸および通信詐欺法 (Wire Fraud Statute) 1343条²⁹にも違反したとして起訴され、連邦最高裁で

²² SEC v. Willis, 777 F.Supp. 1165, 1174 (S.D.N.Y. 1991).

²³ SEC v. O'Hagan, 793 F.Supp. 218, 220 (D.Minn. 1992).

²⁴ SEC v. Rind, 991 F.2d 1486 (9th Cir. 1993).

²⁵ *Supra* note 17, p.7-108.

²⁶ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 4th ed, (St. Paul, Minn. 2002), p.871.

²⁷ Carpenter v. United States, 484 U.S. 19 (1987).

²⁸ 当時の条文について、参考資料を参照されたい。

²⁹ 当時の条文について、参考資料を参照されたい。

は、証券諸法の適用について、4対4の割合で法廷意見が分かれたが、郵便詐欺法および通信詐欺法の適用が認められ、満場一致で有罪となった。

現在、インサイダー取引に対する刑事規制について、2000年8月24日にSECによって新設された重要な未公開情報「に基づく取引」(trading “on the basis of”) について定義する規則10b5-1³⁰、および不正流用理論に基づくケースにおける受託者責任若しくは守秘義務を負う場合について定義する規則10b5-2³¹が用いられ、取引所法32(a)の罰則規定に基づく刑罰が科されている³²。

取引所法32条〔罰則〕 a 項〔故意な違反、虚偽および誤導的な不実開示〕：違反することが違法とされ、または、本編に定める条件に基づき、遵守が要求されている本編または本編に基づく規則（第30A条を除き）に故意に違反した者、または本編若しくは本編に基づく規則または本編第158(d)に定める登録届出書に付された保証書に基づき、あるいは自主規制機関の会員権を持ち若しくはそれに参加し、またはその会員と提携関係を持つ者となるための申請に関して、当該機関により届け出ることが要請される申請書、報告書または文書中の記載について、重要な事実に関し虚偽または誤解を生じさせるものを故意にかつ悪意で作成しまたは作成させた者については、**有罪の決定により、500万ドル以下の罰金、若しくは20年以下の禁固に処し、またはこれを併科する。但し、その者が自然人以外の者である場合には、2500万ドル以下の罰金を科することができる。**また如何なる者も、規則を知らなかったことを立証したときは、当該規則に違反したことによって本条に定める禁固に処せられることはない（ゴシックは筆者）³³。

³⁰ 本条について、参考資料を参照されたい。

³¹ 本条について、参考資料を参照されたい。

³² 他方、証券法（1933）にも、罰則規定としての第24条〔罰則〕があるが、殆ど使われていない模様である。本条について、参考資料を参照されたい。

³³ 本条の翻訳は、資本市場研究会編『内部者取引の規制の在り方について——証券取引審議会報告——』（資本市場研究会、1988）33～34頁の邦訳を参考に

インサイダー取引に対する刑事罰は、1998年の改正により2倍前後に引き上げられ、さらに2002年に、自然人に対する「5年から10年」の懲役刑を「20年以下」に、「100万ドル以下」の罰金刑を「500万ドル以下」に、法人に対する「50万から250万ドル」の罰金刑を「2500万ドル以下」に、大幅に引き上げられた。

本項によれば、所定する違法行為には、行為者が「故意な違反」(willfully violates)したことが必要とされ、故意犯でない者については、適用除外となる³⁴。しかし、本項でいう「違反の故意」が「詐欺の故意」

した。

Section 32 — Penalties

a. Willful violations; false and misleading statements

Any person who willfully violates any provision of this title (other than section 30A), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation.

³⁴ これについて、黒沼悦郎は、「取引所法32条は、いかなる者も規則またはレギュレーションを知らなかったことを立証したときは、禁固刑に処せられることはない」と定めている。取引所法に基づく規則・レギュレーションには、投資者を保護するというよりも公益目的のために業者を規制するものが含まれており、被害者なき犯罪を重く処罰すべきでないとの考えによるものである」(黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第2版、2004) 236頁)と分析してい

として見て良いのかについて、明らかではない。他方、刑事訴訟に求められる「故意」と民事訴訟に求められる「意思」との間に、はっきりした区別がないともいわれている³⁵。

(2) ところで、インサイダー取引を行うにあたり、予め知った未公開の重要情報の利用について、連邦最高裁にしても一貫していなかった。Dirks v. SEC 連邦最高裁判決では、「重要な未公開情報による取引」(trading on material nonpublic information)³⁶の表現を用いられたが、United States v. O'Hagan 連邦最高裁判決では、「重要な未公開情報に基づく取引」(trading on the basis of material nonpublic information)³⁷の表現に変更された。

その後、新設された規則10b5-1では、「重要な未公開情報に基づく取引」(trading "on the basis of" material nonpublic information)と明記されているが、「基づいていた」か否かの認定は、情報の使用基準ではなく、保有認知基準による。保有認知基準とは、取引の意思決定を行う際に、予め知った未公開内部情報を意識 (aware) することをいう。この基準を採用することで、当該情報を使用して取引を行ったという行為者の主観を立証することより、取引時点では、当該情報を知っていたという行為者が置かれた客観的状况に対する立証のほうが格段に容易になる。

下級審でも、判断が分かれていた。United States v. Teicher 巡回区控訴審判決³⁸では、「保有認知基準」("knowing possession" standard) が採用されたのに対し、SEC v. Adler 巡回区控訴審判決³⁹および United States v. Smith 巡回区控訴審判決⁴⁰では、「使用基準」("use" test) が採用された。こうしたダブル・スタンダードについて、保有認知基準が公序良俗の目

る。しかし、法規定を知らずに行った過失行為には、損害を被る者が存在しないとも限らず、故意犯でない者を適用除外とした根本的理由は、過失による詐欺の構成が困難であるからではないかと思われる。

³⁵ Anish Vashista, David R. Johnson, Muhtashem S. Choudhury, "Securities Fraud", in *American Criminal Law Review*, Vol.42, No.2, (2005), p.887.

³⁶ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 654 (1983).

³⁷ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 651-652 (1997).

³⁸ United States v. Teicher, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993).

³⁹ SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998).

⁴⁰ United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998).

的に適うけれども、使用基準のほうがもっと取引所法10(b)の文脈構造に適合する (consistent) であろう⁴¹とされながらも、2000年にSECが高度な立証が必要される使用基準を退け、それより容易に立証できる保有認知基準を採用し、規則10b5-1に規定した。

(3) 一方、未公開情報の伝達行為および取引の勧奨行為に関する刑事責任を問うことができるかについて、明文規定がなく解釈論次第である。まず、情報伝達行為について、情報受領者と関連して見れば、情報伝達者を従犯として捉えることが可能である。しかしその場合、情報受領者による取引行為が行われたことが必要となる。次に、取引勧奨行為について、i) 未公開内部情報の伝達を伴う勧奨の場合、内部情報を外部に漏洩したこと自体が義務違反 (例えば、忠実義務) にあたるため、規制するには十分な理由があろう、対照的に、ii) 未公開情報の伝達を伴わない勧奨の場合、勧奨者による義務違反があったと認定することが困難のため、規制することもできないと考えられる。

(4) ツール別に見れば、刑事規制手続きでの論争は、行政規制および民事規制と比べれば多くない。行政規制との関係で、刑事罰と民事制裁金の併科は憲法上の二重の危険 (double jeopardy) に抵触するか否かの問題について、連邦最高裁は、一定の範囲内での合憲を認めている。

それは、行政規制により徴収される金銭は、不法行為により国が被った損失若しくは事件の捜査訴追に費やした費用に対する補てんでであると理解されるため、その徴収額と国側の損失・諸費用額との間に、著しい不均衡がなければ、その範囲内において、刑罰と民事制裁金の併科は、憲法上の二重の危険に違反しないという⁴²。

⁴¹ Dennis J. Block, Jonathan M. Hoff, "Insider Trading Liability: 'Use v. Possession'", in *New York Law Journal*, (October 29 1998), p.6.

⁴² John Hudson, Larry Baresel and Jack Butler *Rackley v. United States*, 522 U.S. 93 (1997).

参考できる日本語の文献として、佐伯仁志「二重処罰の禁止について」松尾浩也＝芝原邦爾編『刑事法学の現代的状況：内藤謙先生古稀祝賀』（有斐閣、1994）がある。

第四款 小括

インサイダー取引の規制において、「開示または断念の義務」が採用されているが、「それは、内部情報の開示または証券取引の断念を要求するものであり、内部情報の開示を絶対的に要求したり、証券取引を絶対的に禁止するものではな⁴³く、ある者は予め重要な未公開情報を知った場合、当該情報を開示するか、あるいはそれに基づく取引を断念するか、という選択的義務が課されるだけのメカニズムである。

「開示または取引断念義務」は、当事者間では高度な誠実性が要求される場合に適用されるため、開示の義務および取引断念の義務のいずれもが、信認関係に対する関係保全の要素であると解される。要するに、開示あるいは取引断念という行為は、当事者間の信認に対して作用するものであり、いずれかを行えば、信認関係が損なわれないという効果をもたらす。

(1) 規則10b-5〔操作的または欺罔的な手段の使用〕違反と認定されたインサイダー取引に対する私訴につき、違法判断に関わる諸要素（例えば、(2)誰が、(5)どの証券の、(4)売買、(3)に関して、(1)詐欺あるいは欺瞞をしたか）の証明が原告（被害者）の責任となる。かかる証明は過酷にも見えるが、証明程度の軽減によりだいぶ和らげられている。例えば、実際、被告の故意に関する証明は、連邦最高裁による明確な判示がないものの、多くの下級裁判所では、被告の無謀（recklessness）な行為だけでも、十分規則10b-5の要件を満たせる⁴⁴とされている。

原告適格者について、同時期に反対の取引を行ったすべての者がなりうる点では、真正ではない被害者による提訴に対する被告の応訴の負担が大きい。

総じて、インサイダー取引に対する制裁体系は、①民事制裁金が吐き出しに加えて執行される点だけを捉えても、最大不法利得額の4倍額にも上る、②終局的に、行為者に降りかかるすべての法執行が、吐き出し＋民事制裁金＋刑事罰金＋（民事賠償金－吐き出し）となり、重い刑罰

⁴³ 神崎克郎『証券取引法』（青林書院、新版、1987）611頁。

⁴⁴ *Supra* note 7, p.471.

(禁固20年以下)の点も含めて見れば、体系的には、かなり重罰的である。

他方、証券投資者の保護について、投資者保護基金(SECurities Investor Protection Corporation、略称SIPC)があるが、証券会社が破綻など不運な場合に備えるための投資者に対する行政的救済措置であり、インサイダー取引による被害を救済する機関ではない。

(2) 不法に得た利得額および回避された損失額の3倍を超えない範囲の民事制裁金の賦課が、インサイダー取引に対する行政規制の主役である。民事制裁金と刑罰の併科が争点(二重の危険)となりうるが、吐き出しとの間では、そのような問題が生じない。吐き出しがもつばら被害者救済に資するもので、制裁の意味を持たず、制裁である民事制裁金と併用されても、まったく問題にならないからである。

一方、吐き出しと損害賠償の関係について、以下の三点が心得よう。

①吐き出しさえなされれば、被害者の損害が回復されるのではないか。そうであれば、私訴に有利な法整備の必要性が必ずしも有しないことになる。②行政執行によりなされる付随救済のほうが、被害者自身によりなされる私訴より、確実性や省エネの面では遙かに勝っており、したがって、完全に自己責任(時効への注意や立証責任など)で行われる私訴より、行政執行への期待が大きいであろう。③私訴には5年の時効が設けられているのに対し、付随救済(吐き出し)には時効がなく、すなわち、仮り民事手続きによる救済の時期が逸されたとしても、行政上の措置による救済の可能性がまだ残っていると、理論的に言いうる。けれども、その行使が被害者の恣意によらない。

(3) インサイダー取引行為自体が確立された類型ではなく、詐欺の枠組みで刑事規制が行われている。規制の理論的根拠として、不正流用理論が用いられている。この理論の最大の瑕疵は、情報源に対する義務違反が、なぜ第三者に対する取引で問責されるかである。

公開買付の場合におけるアウトサイダーを直視すれば、彼らが実質的にインサイダーと変わらない行為を行っているといえる。不正流用理論を採らなければ、彼らを捉えることができず、多少無理をしてでも不正流用理論を採用したのも、証券法制の趣旨・目的に適えようとしたためであるとされている。

[付記]

本稿は、北海道大学審査博士（法学）学位論文（2008年3月25日授与）
に補筆したものである。