

アメリカにおけるインサイダー取引規制の変遷について

— オヘーガン判決にみるインサイダー取引規制の論理 —

畠山久志

要 旨

最近頻繁にマスコミでインサイダー取引が起訴されたとの報道がなされ(例えば、2005年3月のコクドによる西武鉄道株式の売買)、時事問題になっている。ではインサイダー取引とは何か。違法行為であることが、自明なことに思われる。しかし、かつて株式取引は、早耳を競うものであると言われていたし、役得の世界とも言われた。違法行為とされたのは、比較的最近のことである。

わが国のインサイダー取引規制は、1988年から明確に証券取引法で規制されることとなったが、証券取引法の構成要件である重要事実に係る判断基準などについて訴訟で争われている。また、課徴金の導入に係る金融審議会の報告(2003年)では今後引き続きインサイダー取引規制について検討を行うこととなった。その意味では、この規制は流動的である。

アメリカでは既に1961年に規制されている。そこで、わが国の証券取引法の母国であり、インサイダー取引規制の先駆として最も徹底した法執行を行っているアメリカの取引規制の変遷について、不正流用理論を採用した連邦最高裁判所のオヘーガン判決を中心に検証し、アメリカのインサイダー取引規制の論理と方向性を示すことにしたい。

第1章 インサイダー取引規制の課題

インサイダー取引規制は、わが国では昭和63年の証券取引法改正によって導入された¹⁾。現在法律施行から16年経過しているが、昭和63年の内部者規制導入の経緯や立法過程などの事情からインサイダー取引規定の法的性格・論理付や構成要件である重要事実に係る判断基準、包括条項の運用などについて議論が出されており、訴訟²⁾でも争われている。

1) 昭和63年5月31日法律第75号 平成元年4月1日施行

2) 最判平成11年2月16日刑集53巻2号1頁、同11年6月10日刑集53巻5号415頁

また、平成15年に金融審議会は課徴金制度の導入を検討したが、その際に課徴金の対象となるインサイダー取引規制自体について経済界、証券業界、金融機関等から意見、建議などが出されたため、同年12月に出席した金融審議会の報告³⁾では今後引き続きインサイダー取引規制について検討を行うこととなった。

さらに、平成16年10月にはコクドの西武鉄道株式の売買について上場基準に絡みインサイダー取引の疑いが持たれるとマスコミで大きく取り上げられ、12月には同鉄道株の上場が廃止され、17年3月にはコクド堤前会長がインサイダー取引等で起訴⁴⁾され、社会的な関心事・時事問題となっている。

そこで、わが国の証券取引法の母国⁵⁾(アメリカ証券法および証券取引所法)であり、インサイダー取引規制の先駆として最も徹底した法執行を行っているアメリカのインサイダー取引規制の変遷について、アメリカの司法論理となっている不正流用理論を採用したオヘーガン判決を中心に検証したい。併せてその後の証券取引委員会(SEC)規則の制定にも触れ、アメリカのインサイダー規制の方向性を示したい。

第2章 インサイダー取引規制の要否(「法と経済学」の主張)

1. インサイダー取引規制の根拠

「株取引は早耳情報を競うものである」と長く受け止められていたこともあるが、インサイダー取引規制がそもそも必要かどうかについて議論が分かれている⁶⁾。

(1) 必要論・肯定説

アメリカにおいては、インサイダー取引規制の論理は分かれているが、学会や判例はこれを規制すべきであるという意見でほぼ一致⁷⁾している。法学者だけではなく、経済学者も同様である。法的な規制を必要とする立場の主張を要約すると インサイダー取引は不公平な取引なので、それを認めると資本市場に対する投資家、一般大衆の信頼を損なうことになる。会社経営者は逸早く得た情報を使ってインサイダー取引を行い、利益を得ることが可能である

3) 平成15年12月24日 金融審議会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」

4) 平成17年3月22日 ASAHL.COM トップ<西武鉄道株問題>

5) 平成4年 飯屋広郷「内部者取引規制基礎理論再考」一橋研究第17巻2号68頁

6) 平成11年 藤田友敬「内部者取引規制」ファイナンシャル・レビュー March 大蔵省財政金融研究所

7) 平成3年 デニス・S・カージャラ「アメリカ・セミナー証券法」79頁(商事法務研究会)

が、一般投資家の利益獲得の機会を奪うもので不当である。インサイダー取引の許容は、情報の独占、非公開をもたらすので重要な内部情報の開示を遅らせることになる⁸⁾などである。

単純化すると、法律の観点からはインサイダー取引を認めることは市場参加者間で不公平が生じ、不当である。経済学の観点からは市場機能の喪失につながるので認められない、規制すべきであると主張される⁹⁾。

(2) 不要論・否定説

マン (Manne, Henry G.) によって 1960 年代に主張された擁護論¹⁰⁾ では、経営者が株主の利益のために行動することを担保するには経営者にインサイダー取引を認めるのが適当であるとする。インサイダー取引は経営者に対するインセンティブ報酬となるため、エージェンシー問題を緩和できるとする。また、インサイダー取引を認めることによって株価が上昇し、結果として未公開情報が株価に反映し、市場の効率性を高めるとの主張¹¹⁾もある。要は、インサイダー取引には情報開示の代替性があるとする。しかし、インサイダー取引擁護論は、1980年代に法と経済学の立場から再度強く主張されたが、経済学的アプローチが必要とする明確な実証的研究がない¹²⁾ので、定性的な主張に止まってしまっている。規制肯定説を追いやるどころには至っていない。

第3章 米国判例理論の変遷とその位置付

1. 米国におけるインサイダー取引規制の歴史

米国におけるインサイダー取引規制の歴史は、大きく二つの時代に区分される。

(1) 第1期・是認時代 (1960年以前)

是認・放置されていた時代で、当然のことながら規制の論理はなかった。19世紀には「買主の危険負担」(caveat emptor) という考えの下に大方の州の判例は、情報の格差だけがあるにすぎない場合には、不法行為による損害賠償請求権を認めなかった¹³⁾。その後、閉鎖会社の事件で内部情報を開示せずに重要情報に乗じて取引をした場合にはコモン・ローによる救済

8) 平成10年 栗山修「証券取引規制の研究」159頁(成文堂)

9) 平成10年 太田亘「会社法の経済学」355頁(東大出版会)

10) Manne, Henry G. (1966), In Defense of Insider Trading, nov・dec Harv. Bus. Rev 113

11) Carlton and Fischel (1983), The Regulation of Insider Trading, 35 Stan. L. Rev 857-95

12) 平成3年 黒沼悦郎「インサイダー取引と情報の流通」現代企業と法 372頁(名古屋大学出版会)

13) Thomas E. Geyer (2003), Insider trading: Evolution, Prevailing Theories and Recent Developments, 1 www.baileycavalieri.com

が認められるようになった。

しかし、証券取引委員会 (SEC) 規則 10b-5 の b 項は証券取引所外で行なわれる相対証券取引における詐欺を念頭に置いた規定であったため、証券市場を通じた非相対取引には適用されなかった¹⁴⁾。

(2) 第 2 期・SEC 規則 10b-5 適用時代 (1961 年以降)

インサイダー取引が違法であり、証券取引所取引も規制すべきであるとなったのは 20 世紀後半になってからである。1942 年に SEC 規則 10b-5 が制定されたが、規則 10b-5 の b 項は証券取引における売主、買主間の詐欺を対象とすると規定されていたため、その文言の壁を超え、証券取引委員会がキャディ・ロバーツ審決¹⁵⁾ で証券取引所取引に同規則の適用を宣言するまでには 19 年を要した¹⁶⁾。キャディ・ロバーツ事件審決以降インサイダー取引の規制論理が本格的に争われた。

2. インサイダー取引規制の代表的 3 論理

SEC 規則 10b-5 が証券取引所の取引に適用されることになり、その適用の根拠として主張された論理はかなりの数になるが、以下の 3 論理¹⁷⁾ に集約される。

(1) 情報平等理論¹⁸⁾

情報平等理論は、証券取引所の取引に SEC 規則 10b-5 が適用されることを改めて明らかにし、未公開の重要情報を有するすべての者は、非相対取引も含め取引の相手方に対し「開示又は取引断念の義務」を負うとするものである。義務違反者には同規則が適用される。

1961 年のキャディ・ロバーツ事件審決及び 1968 年のテキサス・ガルフ・サルファ第 2 巡回区裁判所判決¹⁹⁾ で示された論理であり、市場参加者が他の参加者に比べ取引に関する情報に優位性があれば不平等なので参加者には情報の開示をする法律上の義務「開示又は取引断念の義務」を課し、義務を怠れば違法であるとの結論に至る。

この立場に対しては、一般的開示義務を未公開の重要情報の所有者に一律に課するのは広範に過ぎて不相当である等の批判がある。

14) 平成元年 中曽根玲子「規則 10b-5 への期待」商事法務 No. 1180 20 頁

15) In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961)

16) 平成 12 年 北山茂「インサイダー取引と法の論理」企業法研究 12 号 98 頁

17) 平成 8 年 並木和夫「内部者取引の研究」77 頁 (慶応義塾大学法学研究会叢書)

18) 平成 10 年 栗山修「証券取引規制の研究」(成文堂) 情報平等理論を内部情報所有説として紹介している。

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

(2) 信認義務理論²⁰⁾

信認義務理論はSEC規則10b-5を立法者意図に則り、文言に忠実に詐欺禁止規定と認識し、コモン・ローの詐欺概念を導入する。インサイダー取引の場合通常その情報を秘密にするため外部表示の行為はないので「詐欺の行為」に代えて取引当事者間の「信認義務違反」を問おうとするもの。情報を有するだけでは違法とされず、加えて信認義務違反がなければ規制違反と認められないとするもの。1980年のチアレラ事件²¹⁾、1983年のダークス事件²²⁾が採用する論理である。

情報平等理論の過大な射程を限界付けようとしたものであるが、信認義務の拡大(信託及び信頼の関係)を認めるため情報平等理論とその適用範囲が変わらないのではないかと批判される。この点は、結局事例の積上げによって明確になるとする。また、取引の相手方へ重要情報を開示し又は同意を得て売買を行えば信認義務違反とならないとするので、他の市場参加者にとって取引の不公平さは何もし正されないのではないかと、との批判も加えられている。この点については、規則10b-5は取引の公平を目的としてはおらず、不公正な取引行為の抑制を狙ったものだと反論する。

(3) 不正流用理論²³⁾

不正流用理論はチアレラ事件判決でバーガ首席裁判官が述べた反対意見が同論理の最初のものであった。1997年のオヘーガン事件判決で連邦最高裁の法廷意見となった論理であり、それまでの判例を収斂したもので現時点における司法当局のインサイダー取引規制の論理となっている。信認義務理論では取締りが出来ない外部者のインサイダー取引に対応するため考案されたもので、情報を不正に利用した者の情報源への義務違反を問う。

信認義務理論とは、共存する補完理論であるとし、信認義務理論同様の「開示又は取引断念義務」及び信認義務の拡大を認め、信認義務違反と取引行為の関連性要件の緩和を図っている。本論理の主張は、チアレラ事件以降最高裁判所等²⁴⁾で採用の可否について議論され、終には下記のオヘーガン事件においてアメリカ連邦最高裁判所で受け入れられたものである。したがって、本論理の構成を承知するには同訴訟を理解する必要がある。

20) 平成10年 品谷篤哉「内部者取引規制」名城法学 47巻4号 20頁

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

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

23) 平成10年 品谷篤哉「内部者取引規制」名城法学 47巻4号 10頁

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

第4章 オヘーガン判決 (United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199, 138 L.Ed.2d 724 (1997)²⁵⁾)

現在アメリカの司法論理とされている不正流用理論は、1997年6月25日に合衆国対オヘーガン判決で示されたものである。論理や適用基準の不明確性があるものの、その後の証券取引委員会の通達等で補足され、今日でも判例として拘束力を有しているので、判決文²⁶⁾をみることにしたい。

オヘーガン判決では、第一に情報源に対する信認義務に違反して不正流用された秘密情報を使って、個人的利益を目的として証券取引を行った者は、1934年証券取引所法10条(b)及び規則10b-5の違反となるのか。第二に証券取引委員会は開示義務の存在しない場合においても、公開買付けの状況下で未開示情報に基づく取引を禁止する規則14e-3(a)を制定しているが、この規則は、1934年証券取引法14条(e)によって同委員会が与えられている規則制定権限の逸脱になるのか²⁷⁾、の2点について争われている。両論点ともインサイダー理論に係る問題点であるが、前者がいわゆるインサイダー取引規制の理論であるので以下の判決文については、前者のみを記述²⁸⁾する。

1. 判決文

ギンズバーグ判事が当裁判所の意見を述べた²⁹⁾。

本件は、1934年証券取引法10条(b)・14条(e)及びこれらの条項に基づき制定された証券取引委員会規則10b-5・14e-3(a)の解釈と執行に関するものである。主に2つの問題が提起されている。一つは、重要な非公開情報を利用した証券取引の不正に関するものであり、他は公開買付けに際し行われた詐欺に係わるものである。

25) United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642-701, 117 S.Ct. 2199-2231

本判決を簡便に参照する場合 <http://news.findlaw.com> の U.S. Supreme Court 集などのサイト利用をお勧めする。

26) 本判決文については、これまで刊行された紹介論文(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法理」法学協会雑誌115巻3号、松井一郎「判例研究「UNITED STATES v. O'HAGAN」清和法学研究6巻2号他」)や専門の方々から有益な示唆を頂いた。訳文については、仮訳であり、ご指摘を頂きたい。

27) United States v. O'Hagan, 521 U.S. 647

28) 判決文中の脚注や引用判例等は論旨上特に必要な場合は原則省略している。二つ目の主要論点である公開買付部分およびScalia判事らの反対意見等は省いた(Id. at 666-701)。

29) Id. at 646 本判決は、Ginsburg判事が多数意見(6名)を代表して述べている。

アメリカにおけるインサイダー取引規制の変遷について

当裁判所は、特に次の争点を取上げ判示するものである。即ち、(1) 情報源に対する信託義務に違反して不正流用された秘密情報を使って、個人的利益を目的として証券取引を行った者は、証券取引法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 の違反となるのか。(2) 証券取引委員会は開示義務の存在しない場合においても、公開買付けの状況下で未開示情報に基づく取引を禁止する規則 14e-3 (a) を制定しているが、この規則は同委員会が与えられている規則制定権限を逸脱しているものなのか、である。

第 1 の争点に対する当裁判所の結論は肯定であり、第 2 の争点に対する結論は、本件の状況に鑑みると、否定である³⁰⁾。

I

被上訴人であるジェームズ・ハーマン・オヘーガンは、ミネソタ州ミネアポリスのドーシー & ホイトニー法律事務所のパートナーであった。1988 年 7 月、英国ロンドンを本拠とする会社、グランド・メットは、ミネアポリスに本社を置くピルズベリー・カンパニーの普通株式の公開買付けの可能性に関して自社を代理する現地顧問としてドーシー & ホイトニー法律事務所を抱えた。グランド・メットとドーシー & ホイトニー法律事務所の両者とも、グランド・メットによる公開買付け計画の秘密保持のための対策を講じていた。オヘーガンは、グランド・メットを代理していた案件に携わってはいなかった。ドーシー & ホイトニー法律事務所は、1988 年 9 月 9 日にグランド・メットの代理を辞任した。それから 1 か月も経たない 1988 年 10 月 4 日、グランド・メットはピルズベリー社の株式の公開買付けを公表した。

ドーシー & ホイトニー法律事務所が依然としてグランド・メットの法律顧問を務めていた 1988 年 8 月 18 日に、オヘーガンはピルズベリー社株式のコール・オプションの購入を開始した。同人は、1988 年 9 月の指定期日までに各オプションにピルズベリー社の株式をそれぞれ 100 株購入する権利を得た。8 月下旬及び 9 月において、オヘーガンは、ピルズベリー社のコール・オプションを追加購入した。9 月末までには、同人は、他のどの個人投資家よりも明らかに多いピルズベリー社の 2,500 口の未行使オプションを有していた。オヘーガンはまた、1988 年 9 月に、1 株 39 ドル弱の価格でピルズベリー普通株式を約 5,000 株購入している。グランド・メットが 10 月に公開買付けを発表したときには、ピルズベリー社株の価格は、1 株 60 ドル近くまで上昇していた。オヘーガンはその時点で自らのピルズベリー社のコール・オプショ

30) Id. at 647

ン及び普通株式を売却し、4.3 百万ドル超の利益を得た。

証券取引委員会は、オヘーガンが係わった取引の調査を開始し、57 個の訴因について起訴をするに至った。起訴状では、オヘーガンは、グランド・メットにより計画されていた公開買付けに関する重要な非公開の情報を自らの取引目的に利用することにより、自らの法律事務所及びその顧客であるグランド・メットに対する詐欺を行ったと主張されている。

起訴状によれば、オヘーガンは、本件とは無関係である顧客の信託口座の資金から着服や横領をしていたが、その事実を隠蔽するために今回の取引により得た利益を用いて穴埋めしている。オヘーガンに対する起訴は、郵便詐欺につき 20 訴因、1934 年証券取引所法 10 条 (b) 及び証券取引委員会規則 10b-5 の違反となる証券詐欺につき 17 訴因、証券取引所法 14 条 (e) 及び証券取引委員会規則 14e-3 (a) の違反となる公開買付けに係る詐欺的取引につき 17 訴因、並びに連邦資金洗浄防止法令の違反につき 3 訴因であった。陪審は、全 57 個の訴因につきオヘーガンを有罪とし、41 ヶ月の禁固刑が課された。

意見が分かれた第 8 巡回控訴裁判所法廷は、オヘーガンの有罪判決の全てを破棄した。同控訴裁判所は、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に基づく責任は、検察側が依拠する証券詐欺の「不正流用論」を根拠として問うことはできないと判示した。

同控訴裁判所はまた、公開買付けに関連する重要な未公開情報を有している期間の取引を禁止する規則 14e-3 (a) は、同規則が信認義務違反となる場合の要件を規定していないため、SEC の法 14 条 (e) に基づく規則制定権限を逸脱するものであるとした。更に、同控訴裁判所は、オヘーガンの郵便詐欺及び資金洗浄の有罪判決は、証券法令の違反に基づいており、証券詐欺の有罪判決が破棄された以上、維持し得ないという結論を下している。ファッグ裁判官は、反対意見を出しており、その中で不正流用論を認めこれを執行すること及び SEC が信認義務違反の立証を要件とすることなく規則 14e-3 (a) を採択しても SEC の規則制定権限を逸脱してはいないと考え、と述べている。

控訴裁判所の判断は、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に基づく不正流用論の妥当性並びに法 14 条 (e) に基づく規則 14e-3 (a) の合法性に反するものである。当裁判所は、裁量上訴を認め、ここに第 8 巡回控訴裁判所の判決を破棄する³¹⁾。

31) Id. at 649

II

当裁判所はまず、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に係るオヘーガンの有罪判決を控訴裁判所が破棄したことを取り上げる。第 4 巡回控訴裁判所の先例に従い、第 8 巡回控訴裁判所は、法 10 条 (b) に基づく責任の根拠として不正流用論を否定した。当裁判所は、他のいくつかの控訴裁判所と意見が一致し、法 10 条 (b) に基づく刑事責任は、不正流用論を根拠とすることが可能と判示する。

A

証券取引所法 10 条 (b) は、関連部分において、以下のとおり規定している。

「何人も、直接又は間接的に、州際通商の方法及び手段若しくは郵便又は連邦証券取引所の施設を利用し、次に掲げる行為を行うことは違法である。

．．．

(b) 証券取引委員会が、公益又は投資家保護のため必要又は適当と認めて定める規則及び細則に違反して連邦証券取引所の登録証券又は未登録証券の売買に関して、相場操縦的、欺罔的な手段若しくは術策を用いること。」

即ち、証券取引所法は証券取引委員会が定める規則に違反し、(2) 証券の売買に関して (1) 欺罔的な手段の行使をすることを禁止している。当該規定は、文言のとおり、その範囲を証券の買主または売主の欺罔に限定しておらず、むしろ同取引所法は、「証券の売買に関して」行使される欺罔的な手段に及んでいる。

証券取引所法 10 条 (b) によって任された規則制定権限に基づいて委員会は規則 10b-5 を制定した。規則は次の通り規定されている。即ち、

「何人も、直接又は間接的に、州際通商の方法若しくは手段又は郵便或いは連邦証券取引所の施設を利用し、証券の購入又は売却に関して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) 詐取を行うための手段、計略、または技巧を用いること、また

．．．．

(c) 他者に対して詐欺若しくは欺罔となり又は詐欺若しくは欺罔となる虞のある行為、慣行又は業務方法を行うこと

当法廷はこれまで判決で示してきたが、規則 10b-5 に関する責任は法 10 条 (b) が禁止の対象として内包している行為を上回ることはない。

内部者取引責任の「伝統的」または「古典的理論」の下では、会社の内部者が、重要な未公開情報に基づいて自らの会社の証券を取引したときに、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 の違反とされる。「ある会社の株主と、当該会社における自らの立場上秘密情報を取得した内部者との間には信頼と信認の関係が存在する」から、当該情報に基づいて取引を行うことは法 10 条 (b) に基づく「欺罔的な手段」に該当すると、当裁判所は既に認めている (チアレラ判決)。

その関係により、「『会社の内部者、・・・情報を持たない株主から・・・不公正な利得を得るのを防ぐ必要性』から、情報の開示義務 (あるいは取引を断念する義務) を生じさせる」ことを当裁判所は認めている。この古典的理論は、会社の役員、取締役その他の恒久的内部者だけでなく、一時的に会社の受任者となる弁護士、会計士、コンサルタントその他の者にも適用される (ダークス判決)。

「不正流用論」では、ある者が、情報源に対して負う義務に違反して証券取引を目的として秘密情報を不正流用したときに、証券取引に「関して」詐欺を働き、それにより法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に違反したこととなるとされる。

この理論の下では、受任者が証券の売買を行うために、忠実義務と守秘義務に違反して開示せず本人の情報を利己的に利用することは、本人から当該情報の独占的使用権を詐取することになる。不正流用論では、会社の内部者と当該企業の株式の買主もしくは売主との間の信認関係を責任の根拠とするのではなく、取引者となった受任者による、同人に秘密情報へのアクセスを委ねた者に向けられた欺罔を責任の根拠としている。

両論は補完的であり、それぞれ証券の売買を通じて未公開情報に付込もうとする企みを問題としている。古典的理論は、会社の内部者が取引をした相手方である株主に対する義務違反を対象としており、不正流用論は、取引相手方ではなく、情報源に対する義務に違反して、会社の外部者が未公開情報に基づく取引を行うことを違法とするものである。従って、不正流用論は「漏洩されれば企業の証券価格に影響を及ぼす秘密情報にアクセスを有するが、当該企業の株主に対して信認義務その他の義務を負わない外部者による当該企業に対する悪用から証券市場の健全性を保護する」ことを目的としている。

本件では、起訴状において、オヘーガンが自らの法律事務所であるドーシー & ホイットニー

アメリカにおけるインサイダー取引規制の変遷について

及びその顧客であるグランド・メットに対して自らが負う信頼と信認の義務に違反して、グランド・メットが予定していたピルズベリー普通株式の公開買付けに関する未公開情報に基づき取引を行ったとされている。この行為は、証券の売買に関連した欺罔的な手段に該当すると政府側は告発している³²⁾。

B

当裁判所は、上記に定義した不正流用が処罰対象となる行為は、証券の売買に「関して」使用される「欺罔的な手段または術策を用い」という法 10 条 (b) の要件を充足するという点で政府側と同意見である。

まず当裁判所は、政府側が言うところの不正流用者が欺罔により取引を行っていることを認める。「密かに本人の情報を個人的な利得に転用しながら本人に対する忠誠を装う」受任者は本人を「欺いている」か、詐欺を働いている。

当裁判所は、「カーペンター対合衆国」事件において同種の詐欺を扱っているが、同事件は、郵便詐欺法令による「詐欺を働く企みまたは手段」の禁止に関わるものであった。同法令に基づく有罪の判決を肯定し、カーペンター事件において当裁判所は、自らの雇用主の秘密情報を漏洩しないという従業員の約束は、取引による利得を得ようとする企みにおいて、従業員が当該情報を自らの共謀者に提供した時点で「ごまかしとなった」旨、述べている。当裁判所はカーペンター事件で、ある会社の秘密情報は、当該会社が独占的使用権を有する財産に当たると認めている。信認義務に違反してなされる当該情報の開示なき不正流用は、横領に近い詐欺、即ち、「『一方の者に他方の者から管理を委ねられた金銭または物品を自らが利用するための詐欺的不正流用』」を構成する、と当裁判所はカーペンター事件で述べている。カーペンター事件における秘密情報の詐欺的悪用の考察は、「本件において特に手引きとして適切なものであり、それは [郵便詐欺法令] が (法 10 条 (b) のように) 長きに亘り、単なる信認義務違反だけでなく、欺罔も要件としてきたためである」と政府側は述べている。

開示の懈怠による欺罔は、政府側が認めさせようとしている責任理論において中核をなす。政府側の弁護士が口頭弁論における当該理論の説明に際して述べたように、「受託者は自らに託された財産を使用してはならないというコモン・ローの定めを満たすには、本人の同意がなければならない。欺罔があってはならないという証券法の要件を満たすためには、開示があり

32) Id. at 653

さえすればよい。」

政府側が主張する不正流用論は、法 10 条 (b) は信認義務違反のすべてを定めたものではなく、むしろ、相場操縦もしくは欺罔を伴う行為に照準を合わせたものであると強調したサンタフェ・インダストリーズ・インク対グリーン事件³³⁾における判決と一貫している。本件における政府側の主張とは対照的に、サンタフェ・インダストリーズ事件においては、あらゆる関連の事実が法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 の違反を問われた者により開示されていて、それらの規定に基づく責任が課せられるような開示の懈怠による欺罔はなかった。同様に、完全な開示により不正流用論に基づく責任は免れることとなる。すなわち、不正流用論の重要な要素である欺罔は、情報源に対して忠実を装うことを伴うものであるから、受任者が、非開示情報に基づいて取引を行う予定であることを情報源に対して開示していれば、「欺罔的な手段」は存在しておらず、よって法 10 条 (b) 違反も存在しない。但し、取引者となった受任者は、忠実義務の違反について州の法律に基づく責任を依然として負う可能性はある。

当裁判所は次に、不正流用者による情報の欺罔的使用が「証券の売買に関して」いるという法 10 条 (b) の要件を取り上げる。この要件は、受任者が秘密情報を取得した時点ではなく、本人に開示することなく証券の売買に当該情報を使用した時点で受任者による詐欺が完了することにより満たされる。従って、証券取引と義務違反は同時に行われている。これは、騙された者もしくは会社が、取引の相手方当事者でなく、代わりに未公開情報の情報源である場合にも当てはまることである。重要な未公開情報に基づき取引を行う不正流用者は、要するに、欺罔により市場における有利な立場を獲得しており、情報源を騙し、同時に一般の投資家に害を及ぼしている。

不正流用論は、不正流用者が証券の売買を通じてリスクを伴わない利益を得るために通常使用する類いの情報を対象とする。不正流用者が、他の目的でその情報を使用したのであれば、当該規定による禁止は関係しない。不正流用論は、秘密情報に関する考えられるあらゆる形態の詐欺を捉える訳ではなく、むしろ、証券取引を通じた当該情報利用の詐欺的手段を捉えたものである。

政府側は、法 10 条 (b) における詐欺の形態に別の限界があることにも言及している。即ち、「不正流用論は、...ある者が銀行を騙して自分に対して融資を行わせたり、他者から金銭を横

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

領したりして、不正行為により得た金銭を証券の購入に用いた場合には適用されない」として
いる。このような場合「その金銭は、当該行為者に対し、証券取引における利用とは別に価値
を持つものであり、詐欺は、当該金銭が取得されると直ちに完成している」と政府側は述べて
いる。即ち、金銭をもってすれば、全てとは言わないまでも多くの物を買求めることが可能
であり、従って、その不正流用は、後の証券取引とは牽連性がないとみなすことができ、法 10
条 (b) の「関連性の」要件は充足されなくなる。

トーマス判事は、情報が金銭と同様に多くの用途に用いることができるため、不正流用論は
論理一貫しないという反対意見を述べているが、その主張は、的外れである。証券取引所法は、
「公正かつ誠実な市場の維持を保障すること」を目的の一つとして制定されており、詐欺が証
券取引に「関して」いる場合、秘密情報の詐欺的利用が法 10 条 (b) による禁止に該当するこ
とは疑いない。一定の種類の情報に係る詐欺的利用に対して適正に適用される規則が、金銭の詐
欺的利用に適用される場合には、不合理に拡大されることとなるというのは、当然のことであ
る。

トーマス判事は、政府側が誇張し過ぎであるとしている。金員は、あらゆる目的及び購入に
用いることができると述べながら、政府側は問題となっている種類の秘密情報の価値は、証券
取引における利用から「のみ」発生すると強く主張している。「のみ」という語を「通常」と
いう語に置き換えれば、政府側の主張は正確になる。

当裁判所の認識としては、政府の「のみ」が誇張し過ぎであるのは、反対派に「新理論」を
要求するよう挑発したことにある。トーマス判事が依拠しているいずれの訴訟もその訴えの極
みである。

当裁判所は、ステイト・ファーム事件で、根拠条文に基づき定められた証券取引委員会の解
除権に係る規則が、解除の判断をまるで専横的で気まぐれなような基準によって行うこととし
ていたので審査をした。最終的に、証券取引委員会が規制される行為を適切に説明していなかつ
たと結論付けた。「審査の法廷では、その不完全性を償うようなことを試みてはいけない。」と
注意をした。ここで対照してみると規則 10b-5 の定立はなんら疑問を持たれていない。当裁
判所は政府が告発しているオヘーガンの欺罔的行為が禁止条項である法 10 条 (b) と規則に該当
するのは当然であると考えている。このような状況において当裁判所は明快に気が付いたのだ
が、本法廷における法律と規則に対する政府の解釈の正当化に関し、政府の法律家が余りにも
杓子定規な主張を押し付け過ぎる。法律家とか時には裁判官さえもそうしがちである。

不正流用論は、法 10 条 (b) の文言と適合しており、同条項は、特定可能な買主または売主の欺罔ではなく、「証券の売買に関した」欺罔を要件としている。当該理論は、証券取引所法の目的、即ち、誠実な証券市場を保障し、それにより投資家の信用を推進するという目的にも合致している。

情報の偏在は、証券市場において避けられないが、不正流用された未公開情報に基づいた取引が法律により抑制されない市場に対して、投資家は自らの資本を投じることを躊躇するであろう。重要な未公開情報を有する不正流用者と比べ一般投資家の情報上の劣後は、偶然ではなく術策から生じるものであり、調査や技能により克服できる劣後ではない。要するに、不正流用された情報に基づく取引が市場に介入することを防ぐ効果、及び法 10 条 (b) の基礎にある立法者の意図を考慮すると、オヘーガンのような弁護士が公開買付けの対象会社を代理する法律事務所に勤務している場合ならば、同人を法 10 条 (b) 違反者とするには問題がないが、同人が買付申込者を代理する法律事務所に勤務している場合は、そうではない。当該法令の文言は、そのような場合を内包していない。ここで問題となる不正流用は、証券取引に「関して」「欺罔的」行為があったという制定法上の要件を充足することから、適正に法 10 条 (b) による責任の対象とされている³⁴⁾。

C

控訴裁判所は、主として二つの根拠に基づいて不正流用論を否定した。第一に、第 8 巡回控訴裁判所が当該理論を理解するところによれば、当該理論は、不実表示も開示の懈怠も要件としないという。しかし、当裁判所が上記に説明したように、欺罔的な開示の懈怠は、問題の法 10 条 (b) に基づく責任の中心的要素である。具体的には、本件では「オヘーガンの行為を法 10 条 (b) の意味するところにおいて「欺罔的」とするのは、オヘーガンが自らの義務に違反して、グランド・メット及びドーシー法律事務所に対する自らの個人的な取引の開示を怠ったことである」。第二に、控訴裁判所は、「より明白」なこととして、不正流用論は、「詐欺が『証券の売買に関連して』いた」という法 10 条 (b) の要件と関連付けられていない、と述べている。

第 8 巡回控訴裁判所によれば、当裁判所による 3 件の判決により、法 10 条 (b) に基づく責任については、未公開情報の情報源に対して負う義務をその根拠とすることができないことが明らかにされているという。即ち、チアレラ事件、ダークス事件及びセントラル・バンク事件³⁵⁾

34) Id. at 659

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

アメリカにおけるインサイダー取引規制の変遷について

である。控訴裁判所は、「証券取引の当事者に対する義務違反、または(拡大解釈しても)せいぜい投資家のような他の市場参加者に対する義務違反だけが、法 10 条 (b) に基づく責任を生じさせるのに足りる」という結論を下している。当裁判所は、当該規定及び当裁判所の判例について、これとは異なる解釈を取るものであり、法 10 条 (b) が、特定可能な証券の買主または売主ではなく「証券の売買」に言及していることに再度注目を促すものである。

チアレラ事件は、企業株式公開買付けを発表する書類を印刷した工場で雇われていた印刷工による証券取引に関わるものであった。印刷工は、自らが取り扱った書類から対象会社の名称を推定し、公開買付け発表直前に対象会社の株を買ひ、発表後に株価が上昇するのを(的確に)予測した。これらの取引において、印刷工は、自らの取引の基とした未公開情報を証券の売主(対象会社の株主)に開示していなかった。印刷工は、この取引に関して法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 違反で有罪となった。当裁判所は、有罪判決を維持した控訴裁判所の判決を覆している。

チアレラ事件の陪審は、被告が、株式公開買付け対象会社証券の売主に対し、その保有株式の価値を上昇させることになる株式公開買付けについて自らが知っていることを故意に伝えなかった場合には、被告を有罪にできるという指示を受けていた。当裁判所は、印刷工が、代理人その他の信認関係を売主との間に有していなかったことを強調し、そのように広範囲な理論に基づいて責任を課すことはできないという判決を下した。法 10 条 (b) の下では「全ての市場取引参加者の間に、重要な未公開情報に基づく行為を控える一般的義務」が存在する訳ではないと、当裁判所は説明している。既に確立された原則に基づき、開示又は取引断念の義務は、「両当事者間に特有の関係から生じるものである」と、当裁判所は述べた。

当裁判所は、チアレラ事件において、非開示の情報に基づく取引に対する責任を引き起す唯一の関係は、企業の内部者と株主との関係であるという判決は下していない。この点は、(買収会社に対して負う秘密保持義務に違反した)印刷工が雇用主から得た情報を証券取引のために不正流用したことは、証券の売買に関連した詐欺に該当していたものであり、よって法 10 条 (b) の条件を満たしていたであろうという、当裁判所に対する政府側の弁論への当裁判所の返答から明らかである。当裁判所は、当該理論が陪審に対して説示されていなかったため、印刷工の責任について可能性のある根拠にまで立ち入るのを控えたにすぎないのである。しかし、4名の最高裁判事がこれに論拠を見出している(ブレンナン判事、パーガ首席判事、ブラックマン判事、マーシャル判事)。また、当裁判所は「この問題の解決を賢明にも後日へと委ねてい

る」と、5人目の判事が述べている(スティーブズ判事、補足意見)。

従って、チアレラ事件は、不正流用論を今日の当裁判所の判断に明示的に委ねている。しかしながら、チアレラ事件における判示内容の一部に従って第8巡回控訴裁判所は、まさに本件において、法10条(b)に基づく責任は、証券の買主または売主に対して負う義務違反のみに左右されると結論付けるに至っている。チアレラ事件において、当裁判所は「法10条(b)に基づく責任は、取引の当事者間の信頼と信認の関係から生じる開示義務をその根拠とする」と述べており、当該事件における印刷工場の従業員である被告は、「売主が信頼と信認を託した者ではなかった」とした。これらの判示内容により、法10条(b)が「全ての市場取引参加者の間に、重要な未公開情報に基づく行為を控える一般的義務」にまで及ぶという概念が否定されており、当裁判所は当該判示内容をそのような状況に制限するものである。要するに、第8巡回控訴裁判所が強調する判示内容は、不正流用論の法的有効性を慎重に将来において解決されるよう託しているものであり、そのため、当該理論を排除するものと解釈することはできない。

ダークス事件もまた、当裁判所が直面しているような事件における不正流用論の適用について余地を残している。ダークス事件は、投資アナリストに関するものであるが、同アナリスト自身は何の関係も有さない企業の元内部者から情報を得た。その情報は、当該企業が大掛かりな詐欺に関与していることを示していた。アナリストは、この詐欺を調査し、当該企業の従業員から裏付け情報を得た。アナリストは、調査中に自らの調査結果について顧客や投資家と話し、それらの者の一部が、アナリストが大規模な不正行為を疑っていた会社に係る保有分を売却した。

証券取引委員会は、特に、当該アナリストが伝えた未公開情報に基づいて保有分を売却した顧客及び投資家による法10条(b)及び規則10b-5の違反を幫助したことにつき当該アナリストを譴責処分とした。証券取引委員会の見解では、当該投資家は、企業内部者の「情報受領者」として、法10条(b)及び規則10b-5に基づき、未公開情報を利用し取引を実行する可能性のある者に伝達するのを自制する義務を有していたとされる。当裁判所は、当該義務を認めず、チアレラ事件における要点を繰り返した。「全ての市場取引参加者の間に、重要な未公開情報に基づく行為を断念する一般的義務」が存在する訳ではない³⁶⁾。

ダークス事件において、「情報提供者」が自らの前雇用主に関する未公開情報をアナリスト

36) Id. at 663

に開示したことにより何らかの義務に違反していたということは示されていない。内部者は、個人的利得のためにはなく、企業内の大掛かりな詐欺を暴露するために行動を起こしている。情報提供者による違反がなければ、情報受領者の派生的責任も存在し得ない。本件にとって最も重要なのは、当裁判所がダークス事件において「[アナリストの]情報源には、自らの情報の秘密が守られるはずだという期待がなかった。また、[アナリストは]当該情報を不正に取得または不適法に入手した訳ではない」としていることである。従って、信認義務に違反した不正流用により未公開情報を取得した者が、情報源に知らせることなく当該情報に基づき取引を行ったとしても、法 10 条 (b) に基づく責任を免れるということについては、ダークス事件は一切示唆していない。

第 8 巡回裁判所が不正流用論を認めていないとした³判決のうち最後の事件であるセントラル・バンク事件では、「原告は、法 10 条 (b) に基づく幫助の訴えを維持することはできない」との判決が下された。当裁判所は、セントラル・バンク事件において、証券市場の二次的関係者は、時として証券法に基づき責任を負わされ得る旨、間髪入れず注意を促している。即ち、「操作的手段を用い、あるいは証券の買主若しくは売主が依存するような重大な虚偽表示（若しくは不作為）をなした、弁護士、会計士あるいは銀行を含む、いずれかの者または事業体に対しては、規則 10b-5 に基づく一次的な責任の要件が満たされている場合には、規則 10b-5 に基づく主たる違反者として責任を負わせることができる」としている。

第 8 巡回裁判所は、上記に引用した当該判示内容のみを切離し、そこから法 10 条 (b) は、買主もしくは売主、あるいは他の市場参加者が依存する欺罔的表示または不作為のみに適用されるという結論を導いた。しかしながら、当裁判所は、上記に引用された箇所において、セントラル・バンク事件において提起された争点について、二次的関係者が幫助の責任の対象とはならないものの、一定の行為について法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に基づく一次的責任の対象となることがあることを明確にしようとしていただけであることは明らかである。しかも、セントラル・バンク判決における判示は、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に基づく私法上の民事訴訟にのみ関わるもので、刑事責任に関するものではなかった。

セントラル・バンク判決における証券の買主または売主への言及は、私法上の法 10 条 (b) 訴訟に対する長年の制限に照らして解釈されなければならない。ブルー・チップ・スタンプス対マナー・ドラッグ・ストアーズ事件³⁷⁾において、当裁判所は、証券の実際の買主または売主

37) Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)

のみが、法 10 条 (b) もしくは規則 10b-5 に基づく私法上の民事訴訟を提起することができる旨の判決を下した。当裁判所は、このように「政策上の考慮」を理由として法 10 条 (b) に基づく私法上の訴権を限定している。特に、ブルー・チップ・スタンプ判決においては、購入も売却もしていないが、他者による詐欺的行為がなければ取引をしていたはずだと主張する投資家による訴訟に特有な濫用の可能性と証拠の問題が認識された。刑事告発においては、当裁判所がブルー・チップ・スタンプ事件で取り上げた危険性は生じず、よって当該決定は、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 の違反に係る起訴には「適用不能」である。

要するに、当裁判所が本意見において検証し、説明してきたように不正流用論は、制定法にも当裁判所の判例にも一貫しているものである。不正流用論に基づき刑事責任を問うことができるという当裁判所の決定にとって極めて重要なのは、連邦議会が、故意について提示した二つの頑強なセーフガードであると、当裁判所は強調したい。規則 10b-5 の刑事上の違反を確立するために、政府側は、ある者が「故意に」当該規定に違反したことを証明しなければならない。更に、被告が当該規則について不知であったことを証明すれば、当該被告に規則 10b-5 違反で懲役刑を課すことができない。従って、不正流用論はあまりにも不明確でありそれにより刑事責任を課すことはできないというオヘーガンの主張が失当なのは、当該理論の適用が、認められた義務に違反した者だけに制限されているという理由だけではない。加えて、制定法上「犯罪の必要な要素として犯罪の意図の存在の要件」が課されていることは、オヘーガンのような状況に「[同規定を] 適用するのは」公平さを欠くという「主張の説得力を崩壊させるものである」。

第 8 巡回裁判所が、不正流用論は法 10 条 (b) と一貫しないとしたのは誤りである。差戻しにより、同控訴裁判所は、法 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に基づくオヘーガンの有罪判決に対する同人の他の異議申立てについても審理することができるものとする³⁸⁾。

2. 判決に対する批判

以上、要するに本判決は、信任義務の法理を前提に 会社の内部者と会社の株主に義務を負わない外部者が、 情報源に対し負う開示又は取引断念の義務に違反し、 証券取引の目的で秘密情報を証券市場で不正に使用した時には「証券取引に関し」詐欺を行ったことになるとして不正流用理論を採ったものである。6 名の裁判官がこの立場を取り、3 名の裁判官は反

38) Id. at 666

対している。トーマス判事は詳細な反論³⁹⁾を述べており、前述の通り多数意見の中にも言及されている。

以上の本判決に対する批判は様々なものがある。

主な批判としては、判決の中で反対意見として述べられていたが、証券取引所法 10 条 (b) の文言を広く解釈しすぎており、情報の横領と証券取引行為との関連性が明確ではないのに敢えて結びつきを認めている。また、原告である証券取引委員会が主張しなかった新しい論理を最高裁判所が組み立てている。さらに、同法 10 条 (b) によって全ての内部者取引が罰せられるべきではないなどである。しかし、より重要なのは以下の三点である。

信認関係と類似する信頼の関係でも義務違反によって刑事罰が科されるかどうかである。信認関係とは当事者が一定の関係にあれば通常生じる弁護士と顧客との関係のようなものであるが、信頼の関係はある限られた状況下のみで当事者間に法的義務が生じるとされる。家族関係には、通常契約当事者に存在する信認関係はないが、信頼関係は生じうる。判決では信認義務の内容が明確になっていない。そうした不明確さがあると後出しで刑事罰を科される危険性があり、予見可能性がないと批判される。今後明確にすべきであると要求されている。

判決理論として採用した不正流用理論が不正利益の吐き出しや差止め命令、私的訴権を主張する根拠となるかどうかをやはり明らかにしていない。

内部情報を開示すれば「開示または取引断念」のルールに違反しないとされるが、内部情報の所有者が開示に対し承諾すれば、州法に基づく忠実義務違反も問題とされないであろう。このような結果は、市場参加者にとって不公正な取引がまかり通ることになり、証券市場の健全性維持に反しないだろうかとの懸念が生じる⁴⁰⁾、とされる。

第 5 章 オヘーガン判決論理と我が国の内部者取引規制

(1) オヘーガン判決論理が示す司法の姿勢

これら批判はあるものの、オヘーガン判決の示す不正流用理論は、現在のアメリカ司法当局

39) Supra note 23, at 680–701

40) 平成 10 年 栗山修「米国における不公正な証券取引に関する一考察」同志社法学 53 巻 9 号 134 頁

の判断論理として確立されている。この判例理論から導かれるインサイダー取引に対する司法の姿勢は以下の3点に集約される。

証券取引委員会規則 10b-5 の包括規定化 (合切袋)⁴¹⁾

規則 10b-5 はもともとインサイダー取引規制を目的として規定されたわけではない (インサイダーに係る文言は一切記載されていない) ので、その解釈に当り市場の公平性の確保ために規定の文言・要件を緩和する。コモン・ローの信認義務違反を「詐欺行為」として認定し、また信認義務を「信託および信頼の関係」に拡大するなど。

その結果、規則 10b-5 は、「噴水のようなもの」、「裁判所によって証券取引所法の目標と相容れない手段を禁止する合切袋」と比喻されるよう裁判所が内部者規制の論理を事件に即して展開・発展をさせた。その過程がラジカルに適用拡大を図る証券取引委員会と適用論理の厳格性 (コンサバ) を尊ぶ裁判所との攻守に分かれた壮烈な戦いでもある。それが、連邦法と州法との適用領域の争い、証券取引委員会の権限拡大の動きとも評される⁴²⁾。

判例主義の徹底 (青空法の回避)⁴³⁾

アメリカ議会では内部者取引について議会に法律案を出し、その中で内部者取引行為を客観的形式的に定義し、法的安定性を求めようとしたが、結局議会では事件毎に柔軟に対応した方が実質的に望ましいとして裁判所にインサイダー取引規制の一種の法創造を任せている。判例主義の英米は、裁判によって法をプラグマティックに具体化していくが、内部者取引規制もそのドグマから抜け出すことは出来なかった。要は、市場参加者に対し予見性を持たせ、その結果として抜け穴を作らせ、市場の完全性に疑問をもたれるより、一般的に睨みを効かせた方が適切と判断したものである⁴⁴⁾。

判断基準の信認義務依拠 (一般法理の適用)⁴⁵⁾

判例論理としては信認義務理論と不正流用理論の相互補完・併用で対処する。しかし、前述したように不正流用理論は信認義務理論をオーバーラップするもので、会社株主との関係以外で不正流用理論はその射程が拡大されているに過ぎない。情報平等理論では、適用の範囲に限界がないため、証券取引委員会が裁判官との妥協の産物として少なくとも信認義務により境界線を定めようとした。信認義務理論および不正流用理論は共に信認義務ないしそれを緩和した

41) 平成 12 年 北山茂「インサイダー取引の法と論理」企業法研究第 12 号 94 頁

42) Stephn M. Bainbridge (1999), Insider Trading Regulation: The Path Dependet Choice Between Property Right AND Securities Fraud, 10 Feb 23

43) 平成 12 年 品谷篤哉「内部者取引規制」名城法学 49 卷 4 号 71 頁

44) 平成 10 年 栗山修「証券取引規制の研究」157 頁 (成文堂)

45) 平成 12 年 品谷篤哉「内部者取引規制」名城法学 49 卷 4 号 68 頁

「信託および信頼の関係」を要求している。従って、内部者の範囲は信託義務に類する何らかの義務関係で画される。

(2) 我が国の内部者取引規制への受容

解釈論

わが国では、戦後アメリカ法に則った証券取引法が導入されていたことから、アメリカの SEC 規則 10b-5 と文言がほぼ同じ条文(当時証券取引法第 58 条)があった(アメリカの SEC 規則 10b-5 の翻訳と云われる⁴⁶⁾)。しかし、昭和の時代にはインサイダー取引がこの条文を根拠として規制されることは、なかったといわれる。事実上はともかく、訴訟に持ち込まれることはなかった。日本の証券市場の規模拡大と有価証券取引のグローバル化によって海外投資家の関心が我が国に向けられ、その結果内外から我が国証券市場における内部者取引の存在について「日本はインサイダー天国」⁴⁷⁾などの批判を受けた⁴⁸⁾。

そこで、昭和 63 年証券取引法を改正し、これまでインサイダー規制にかかる規定と解釈されてきた条項(現行法 157 条)⁴⁹⁾とは別に新たな条項を設け、明確に内部者取引の規制を行うこととした。

アメリカとは異なる判断・立法政策を選択し、立法に際しては罪刑法定主義および司法当局の行政効率等の観点から規制内容を法律および政省令のレベルで詳細に規定し、その客観性・明確化を図っている⁵⁰⁾。

したがって、規制に対する法政策、沿革等の相違から我が国の内部者取引規制の規定を裁判所が解釈によって包括化し、アメリカ法的に縦横無碍な対応を取ることは、法的安定性を図る観点からも困難である。

ただし、自然犯を対象とした一般刑法と異なり、一定の政策考慮により有価証券市場の安定を目的とする制度である証券取引法という特別刑法においてはより柔軟な対応、一種の法創造によって行政目的を達成することも許されるのではないかと考える立場もある。しかし、如何に柔軟に対応するにしても罰罰という厳格な制裁の発動はデュー・プロセスや訴訟追行の観点から手続き上一定の負担があり機能的ではなく、また抑止効果も充分とは言い難い。

46) 平成 12 年 並木和夫「不正な証券取引の禁止」法学研究 73 巻 12 号 43 頁

47) BUSINESSWEEK (1984), The insider deals in Tokyo's stock market, 44 Oct 15

48) 昭和 63 年 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化 [上] 商事法務 No.1142 2 頁

49) 昭和 63 年 江頭憲治郎「インサイダー取引の規制について」監査役 No. 254 7 頁

50) 平成 9 年 大崎貞和「米国インサイダー取引規制の新展開」資本市場クォーターリー 97 年夏号 9 頁 (野村資本市場研究所)

むしろ今回の証券取引法の改正によって課徴金制度が導入されたが、インサイダー規制は市場参加者間の公平性の確保・利害調整であるとの観点からすると単純に不当な利益を上げたインサイダーからその利益を吐き出させることにより、抑止の効果が図れるのではないか。刑罰という司法手段による抑制よりも、機動的に運用可能な課徴金制度が出来たことによって、法律の範囲内でとの制限があるにしても行政による運用面での柔軟な対応が今後期待出来るのではないか。

なお、我が国の現行法においても一部包括条項として適用可能な条文(166条2項4号)があり、適用の幅を持たされているとも解釈できる余地があり、そうした解釈を示す判決もある⁵¹⁾が、法的安定性の観点から批判が強く出されている⁵²⁾。

また我が国では、立法の沿革もあるが、信託義務理論と不正流用理論などこうしたアメリカにおける内部者取引規制の組み立て論理について解釈論として議論されておらず、法と経済学の立場から規制の分析基準として僅かに用いられたことがある程度⁵³⁾に留まっている。

さらに、一般法理である信任義務について信託法を除き法体系に組み込まれていないので、最近の会社法での議論を除き馴染みがなく、解釈論として証券法理にそのまま導入することは、仮に持ち込むとしても定着には経過期間が相当必要と思われる。殊に一般法理であるため解釈法理としては、最後の割切りの論理であるため説得力に欠け、障碍があると思われる。したがって、この点も現行法の解釈には組み入れられない。要すれば、解釈論として我が国の証券取引法に直接影響をもたらすものはみられない。

立法論

一方、立法論としてはどうか。今後の金融審議会で議論を予定されている内部者取引規制のあり方を検討するに当たっては非常に有益で、参考になる⁵⁴⁾。立法に際し、担当省庁では通常「海を渡る」(海外の規制の実情を参考にする)、「河を上る」(規制の歴史を辿る)という二つの作業行程を経る。こうした行程では規制の先進国であり、最も有価証券市場規模が大きいアメリカの司法論理の理解は不可欠である。現行の166条、167条以外の取引類型を厳格に規制する必要性⁵⁵⁾を議論する際などにオヘーガン判決などから受容するものが多いと思われる。

ちなみに金融審議会では内部者取引規制のあり方の他 重要事項等の明確化、 包括条項

51) 最判平成11年2月6日刑集53巻2号1頁 日本商事事件

52) 平成15年 松井秀樹「インサイダー取引規制の変遷と現行制度の概要」商事法務No.1679 4頁

53) 平成11年 藤田友敬「内部者取引規制」ファイナンシャル・レビュー1999年3月号

54) 平成15年 近藤光男「証券取引法入門」246頁(商事法務)

55) 平成10年 神崎克郎「証券取引と法」49頁(現代の法7・企業法)

の法的性質の確定、事前相談制度の整備、適用の例外拡大などがこれまで検討の俎上に載せられている。

ただ、立法論としても我が国にアメリカの不正流用論を導入するには、オヘーガン判決で反対意見が示したように信任義務を前提とするので情報源が取引を許容すると違反ではなくなる等の観点から慎重な検討が求められている⁵⁶⁾。

第6章 内部者取引に関する新規則 (65 Fed. Reg. 51715-51740 (Aug. 24, 2000))

オヘーガン判決以降の動きを補足し、今後のアメリカ証券取引規制の方向を提示することで終りとする。

不正流用理論の補強として2000年8月証券取引委員会から新規則が発せられた。この新規則(規則10(b)5-1, 規則10(b)5-2)は、オヘーガン判決以降も明確とならなかった点について一定の基準を設けようとするものである。より一層の公平性を確保し、証券市場の完全性の毀損を防ごうとする証券取引委員会の強い姿勢の現れである⁵⁷⁾。

(1) 規則10(b)5-1

内部者取引違反の責任を問うためには、重要な未公開情報を「知っていた」状態にあることで足りるのか、さらにその情報を取引に「使用した」証拠までを求めるのかについて、新規則では、「知っていた」場合は、重要な非公開情報に基づいて取引したことになるとするが、状況に応じて責任の軽減が図られる例外が定められている⁵⁸⁾。

(2) 規則10(b)5-2

前述の通りオヘーガン事件において示された不正流用理論においては、信認義務に反した者が内部者取引規制の責任を負うことになる。しかし、前述したように会社関係の会計士・弁護士、会社と従業員などのビジネス関係の場合には、明確であるが、非ビジネス関係の内部者取引で頻繁に見られる親族・友人関係等については適用されるのか、不明瞭であった。これら特定の非ビジネス関係に対しても不正流用論が適用されるのかどうかについて、原則として及び

56) 平成9年 近藤光男「インサイダー規制の範囲と論理」商事法務 No.1473 8頁

57) 平成15年 アーサー・レビット「ウォール街の大罪」119頁(日経新聞社)

58) 平成12年 吉川満「米国の新しい公正開示規則とインサイダー取引禁止規則[上]」商事法務 No.1571号11頁

ことを明らかにしたものである。これを評して「ついに家族法までを連邦 (SEC) が手に入れた」と批評する立場もある⁵⁹⁾。

(信認義務を負うケース)

情報を秘守することの約束・同意がある。

情報伝達の両当事者間で、秘守をする経緯や慣行、習慣を持っており、その結果、秘密保持について合理的に期待できる関係にあること

情報提供者が、情報受領者の配偶者、両親、子供、もしくは兄弟などの特定の家族関係にあること

(以 上)

59) John C. Coffee, Jr (2003), Securities Regulation Ninth Edition 1116 Foundation Press

Summary

The Evolution of The Insider Trading Regulations in US
— Focus on the Logic of the O’Hagan Decision Theory —

Nowadays we have often been getting news through mass media that someone was charged with violation of the insider trading regulation (For example, Kokudo sold Seibu railroad’s stock, Mar, 2005), and it has become a current issue.

However we should look at this cautiously. What is this “insider trading”? These activities seem to be illegal. In fact only a limited time has passed since insider trading was regulated. A few decades ago, it had been said that profit of stock trading depended on the competition with sharp hearing, in addition on executives’ perquisites.

In our country, Japan, the Diet enacted the Securities Exchange Law in 1988 to control against these practices. Yet there is no sufficient understanding of the meaning of “important facts” as a regulated composition requirement, such as causing the cases to take place for the judgment standard etc. Moreover, we can see through the report regarding the process of enactment of surcharges (2003) in the Financial System Council of governmental Financial Service Agency, the fact that it has already decided to examine the insider trading restrictions continuously. In this context the insider trading restrictions do not have a secure position.

Yet on the other hand, insider trading was regulated in the United States in 1961. Furthermore it is the native country of Securities and Exchange Law to our country, and has been enforcing the regulation strictly as pioneering the insider trading restrictions. For that reason, I would like to review the development of the insider trading regulations, especially centering on the effect of the O’Hagan Decision of the Federal Supreme Court which adopted “misappropriation theory”, and point out logic and course of their evolutions for the sake of Japanese development on securities trading.