

平成 21 年度(2009 年度)

内部者取引規制の判断基準について

- 金融商品取引法第 166 条の見直しに係る比較法的考察 -

一橋大学大学院国際企業戦略研究科

経営法務コース

畠山久志

内部者取引規制の判断基準について

金融商品取引法第 166 条の見直しに係る比較法的一考察

本稿の目的

上場会社等に関する未公開の重要な事実を会社関係者が入手し、事実が公表されるまでの間にその株式を売買するなどの行為は、内部者取引として金融商品取引法第 166 条により禁止されている。この内部者取引規制制度がわが国に導入されたのは約 20 年前の昭和 63 年である。その当時、証券取引市場を取り巻く社会常識として株式取引は早耳が儲けを産む世界であり、一種の役得があって当然であると考えられていた。ところがその社会常識を突如禁止する法律が立法化されることになり、極めて短期間のうちに内部者取引規制が制定されるに至った。

わが国が内部者取引規制制度を導入した経緯としては、タテホ事件と呼ばれる内部者取引と見られる大型の不祥事件が発生したという国内事情もあるが、何よりもわが国の証券市場における取引の拡大と国際化の中で、日本は「インサダー天国」と揶揄され、米国や海外の監督機関等から国際的協調として内部者取引規制の導入が強く求められたことが主な原因であった。そこで法案化が喫緊の課題として俎上に上ったものの、これまでの証券市場慣行に従ってきた一般投資家や未公開の情報を利用する形で営業を進めてきた証券仲介業者、株式の持ち合い体質にあった企業、さらに護送船団方式による業者規制を行ってきた監督官庁までが、内部者取引規制が必要であるとの認識が極めて薄い立法環境にあった。

そのため、内部者取引規制を具体的な条文に取込み、刑罰法規化する過程で禁止行為として構成するに際し、その要件となる会社内部者などの行為主体、未公開の重要事実や株式の売買などの取引行為類型について、法律の本条及び政省令の中に個別的具體化を図り、形式基準を用い詳細に記述した。例えば、法律の本条（旧証券取引法第 190 条の 2）で重要事実の一つである会社の業務執行機関による決定を定めている。その決定事項としては新株発行、合併、解散などを具体的に示すほか、省令（注）で新株発行であっても発行総額が 1 億円未満と見込まれる場合は投資者の判断に与える影響が軽微であるとして除外している。また同様に業績の変動（同項 2 号）については売上高、経常利益、純利益の差異で判断するとしているが、その差異の程度については省令で個別に定めている。売上高についてみると直近に公表された数値と増減 10% 以上の振幅が生じたことを必要とするとして定量基準を採用している。こうした客観的記述的要素として個別具体的に適用基準を定め、予め定められた一定の基準に

該当すれば株式の売買等による利得の結果発生を要求しない形式犯として定立し、それに対する刑事制裁を6カ月以下の懲役または50万円以下の罰金（旧証券取引法第200条6号）とした。この制裁は極めて軽いものであった。

ところで重要事実の中核となる要件である「業務等に係る重要事実」（第166条2項）については、前述のとおり会社の業務執行機関による一定事由の決定や災害によって発生した損害や業績の変動など個別の具体的な重要事実（同項1号から3号）を挙げている。しかしながら、こうした客観的形式基準で詳細に規制しながら、さらに「重要な事実であって投資者の判断に著しい影響を及ぼすもの」（同項4号）として包括的条項を加えている。包括条項は、本来的に個別の条項で漏れたものに投網をかけ、裁判所が具体的事案において法律の趣旨・目的に則し適切な結果を導くことを可能とする根拠を与えるものである。したがって裁判所は然るべき実質基準を造り出し、その基準をもって最終的に判断することになる。そのため、包括条項は実質基準とされ、適用対象の柔軟性はあるがその反面適用の限界が不明確であり、予見可能性は欠けるものである。

わが国では内部者取引規制導入後20年経過しているが規制の枠組みを変えることをせず、内部者取引規制を構成する要件について基本的に形式基準を採用し、重要事実については形式基準に加え実質基準も併用している。しかし、同じく内部者取引規制を定める米国EU等の主な諸外国は重要事実に限らず、内部者取引規制を構成する要件については実質基準を採用しているので、わが国の形式基準方式は法形式として諸外国に見られない極めて特異な存在となっている。現在、経済界では、証券取引を使ったM&Aや自社株購入消却による配当の引上げ、ストックオプション付与などの手法を採ることから、内部者取引規制を構成する要件の判断基準について、法的リスク回避のため予見可能性のある具体的個別化の徹底、形式基準の拡充を要望するとともに事前の十分なリーガルチェック等を必要とする包括条項の削除等を求めている。

しかしながら、内部者取引規制の重要事項について包括条項を削除し、すべての要件を予め個別具体的に詳細化し、形式基準に置き換えて規定することは、金融商品や取引行為が高度複雑化し日々更新される証券市場では立法技術上困難であり、また仮に規定出来たとしても結果的に対象外となる取引行為を明示することになるので市場機能の効率性や投資者の市場に対する信頼感を確保するために未公開情報の利用による内部者取引行為を広く規制すべきであるとの趣旨に反している。現状は形式基準と実質基準の両判断基準が併用されることから訴訟事件判決では法の適用、解釈論として奇異な論理構成が採られるものの、結果的には実質基準で判断されている。この点について経済界からは適用範囲が不明確となるとの強い批判が出されている。また証券取引のグローバル化が進む中で、わが国のみがそうしたユニークな規制基準を持つことは、証券市場制度の不公平性、不透明性を示すものとして海外投資家の国内向け投資活動に障害が出ると指摘が行われている。

こうした論議が、平成 18 年の証券取引法改正に向けて金融審議会で議論されたが、結論が出ず金融審議会の継続的な課題とされている。また、最近の内部者取引規制違反事件に見られるように、社内法令順守体制が比較的高いと思われる情報産業等の職員による違反の続発、金融証券市場のニューフロンティアの旗手として台頭したファンド（ヒルズ族）等の複雑な違反形態について、重要性に係る判断基準や行為主体の範囲など内部者取引規制の論拠に遡る問題が改めて問われている。ごく僅少な利得事案や未公開情報利用の認識のない取引行為に対し、証券取引等監視委員会が形式基準の単純な適用によって課徴金の処分勧告や告発をすることが果たして適切なのか。逆にマスコミ等でその不正が報じられながら、形式基準に該当しないため放置された特殊な事案も出てくるなど、内部者取引規制の構成、枠組みの不備の問題が露呈している。

以上から、本稿では内部者取引規制における金融審議会等の議論について、証券取引等監視委員会等の行政対応や裁判判決から検証するとともに、わが国の証券取引法の母法である米国における内部者取引規制の論議（展開）を中心に EU 指令が採択した内部者取引規制の枠組み等をも踏まえ、立法論として「内部者取引規制を構成する要件の判断基準は実質基準を使用することが適切であり、この視点から内部者取引規制の条項の見直しをすべきである」と提言するとともに、エンフォースメントツールの多様化として見直し条項に内部者取引規制違反者に対する「民事損害賠償」を認めるためことも提言する。これらの見直し・法律改正によって証券取引等監視委員会における効率的な証券監視（監督）行政の実行を期待するものである。

(注) 会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令第 4 条（現有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第 51 条）

(目次)

第1章 金融商品取引法制定と内部者取引規制	
1. 金融商品取引法制定	1 頁
2. 金融商品取引法に係る今後の検討課題	3 頁
3. 内部者取引規制検討の喫緊性	6 頁
4. 小括 内部者取引規制の検討	13 頁
第2章 金融審議会の議論	
1. 経緯等	15 頁
2. 内部者取引規制規定の見直	17 頁
3. エンフォースメント状況等	31 頁
4. 金融審議会論議の小括	33 頁
第3章 わが国の内部者取引規制の経緯等 (内部者取引規制とその執行)	
1. わが国の内部者取引規制の構造等	44 頁
2. 内部者取引規制の執行状況	50 頁
3. 裁判事例	57 頁
(1) 日本商事事件	57 頁
(2) 日本織物加工株事件	61 頁
(3) 日本エム・アイ・シー(株)事件	65 頁
4. 裁判事例の小括	67 頁
第4章 米国に見る内部者取引規制の構造	
1. 米国の法体系	68 頁
2. コモン・ローにおける内部者取引規制	69 頁
(1) 19世紀の証券取引規範	71 頁
(2) 州における(相対取引の)規制時代	88 頁
3. 審決・裁判例(1960年代以降)	91 頁
(1) キャディ・ロバーツ事件	94 頁
(2) テキサス・ガルフ・サルファ事件	105 頁
(3) メリル・リンチ事件	138 頁
(4) チアレラ事件	154 頁
(5) ダークス事件	171 頁
(6) オヘーガン事件	183 頁
4. 審決等の小括	201 頁
第5章 ヨーロッパ(EU)	
1. EUの市場	203 頁
2. EUの内部者取引指令	204 頁
3. 内部者取引指令(DIRECTIVE 89/592/EEC)	204 頁
4. 市場濫用指令(DIRECTIVE 2003/6/EC)	214 頁
5. ヨーロッパの取り組み小括	234 頁
第6章 提言	
1. 内部者取引規制の見直	236 頁
2. 見直の観点・アプローチの手法	245 頁

3 . 論証事項	259 頁
4 . 終わりに	311 頁
資料	313 頁

第1章 金融商品取引法制定と内部者取引規制

1. 金融商品取引法制定

(1) 金融サービス法の検討

昭和23年にGHQ(占領国総司令部)の指示に基づき、アメリカの証券諸法¹を継受し制定された²わが国の証券取引法が約60年を経て大改正された。平成18年6月に国会で「証券取引法等の一部を改正する法律」³が成立し、これまでの法律名も新たな法律の性質に見合わせて「金融商品取引法」と変更⁴され、平成19年9月には全面実施に至った⁵。

立法の沿革としては、平成8年11月に当時の橋本総理大臣が打ち出した金融システム改革政策である所謂「日本版ビックバンの構想」が挙げられる⁶。同構想ではフリー、フェア、グローバルの三つを改革の理念とし、漸進的規制緩和から抜本的市場改革へとの考え方が示されたように規制緩和を通じた競争的環境の整備がより重視されている。日本版ビックバンが提唱された当時の証券取引審議会報告等⁷では、あらゆる市場参加者に横断的なルールを適用する新たな法律立案を検討課題として取り上げ進めるべきであるとされた。これらを受け平成9年に旧大蔵省が設置した「新しい金融の流れに関する懇談会」⁸や金融審議会第一部会⁹において有識者等による検討が進められ、平成12年6月の金融審議会答申において利用者保護と金融商品サービスの促進を図るために日本版金融サービス法の必要性が提言された¹⁰。

しかしながら、そこでは資産の流動化に関する法(SPC法)の改正や投資信託法の改正、金融商品販売法の制定に至る方針が具体的に決定されたに留まった。実質的にその間(平成9年以降)は、三洋証券、北海道拓殖銀行や山一証券、日本長期信用銀行、日本債券銀行など大型金融機関の経営破綻等による金融システム危機が生じたことから政府・行政等の関心は専ら公的資金の導入などに

¹ 1933年証券法、1934年証券取引所法

² 堀口亘『新訂第四版 最新証券取引法』6頁 商事法務(2003)、鈴木竹雄・河本一郎『法律学全集証券取引法』21頁 有斐閣(1968)

³ 平成18年法律第65号66号

⁴ 編集松尾直彦 監修三井秀範=池田唯一『改訂版 一問一答 金融商品取引法』69頁 商事法務(2008)

⁵ 平成19年7月31日閣議決定「証券取引法等の一部を改正する法律の施行日を定める政令(平成19年政令第232号)

⁶ 金融システムが不安定な状況となっている原因である不良債権問題とイギリスのビックバンを凌ぐ金融大改革を一括して取り進め、5年間のうちに改革を終了しようとしたもの。

⁷ 平成9年6月証券取引審議会報告書及び金融制度調査会答申

同懇談会の検討結果は平成10年6月の「論点整理」としてまとめられた。

⁹ 同部会では平成11年7月(第一次中間整理)及び同年12月(第2次中間整理)が行われている。

¹⁰ 平成12年6月27日大蔵省(当時)の金融審議会総会は「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」の答申を宮沢蔵相に提出した(大蔵省最後の金融審議会)。この答申は、将来の金融サービスのあり方を展望する上で、商品販売法に関連する議論を整理したもの。

よる危機対応に終始しており、日本版金融サービス法は本格的な議論として取り上げられることにはならなかった。

その後金融危機も収束に向かい、景気も回復する兆しを見せた平成 14 年から 15 年にかけて投資経験の乏しい者や高齢者をも巻き込んだ外国為替証拠金取引について、縦割り規制のためその規制法律や監督官庁がないことが問題となり、また所謂「ファンド」(集団投資スキーム)¹¹と呼ばれるものについて同じような経済的性質を有しながら、法律構成によって規制や監督官庁が異なるあるいは不明のものが出るなどの問題が生じた¹²。そうした「隙間」法の欠缺については平成 16 年にそれぞれ個別に組合型投資スキーム¹³及び外国為替証拠金¹⁴等の規制対象化が図られた。

(2) 金融投資サービス法の導入

そこで、金融庁の金融審では、これまで投資者保護対策の取られていない詐欺まがいの金融商品・サービスや今後新たに登場を予測される金融投資・取引形態について幅広く投資者保護を図るため新法の制定も含めた必要性の認識を現実のものとして持つに至り、平成 15 年 12 月に多様な金融サービスに対する横断的ルールを導入に向けた検討の必要性を提起し、平成 17 年 7 月の「中間整理」では「投資サービス法(仮称) の制定」が明示され、同 12 月には「投資サービス法(仮称) に向けて」と題する報告を金融担当大臣に提出した¹⁵。その結果、一気呵成に証券取引法、金融先物取引法等によるこれまでの縦割型業者規制法制構造の不備を補正すべく法案提出の準備が行われ¹⁶、ライブドア事件に対する世論の関心¹⁷が法案を後押ししたこともあり、実質的に 1 年間という極めて短期間¹⁸で金融商品取引法が成立した。

同法は横断的包括的投資サービス規制の導入を骨格¹⁹とした金融投資サービス法²⁰の性格を持ち、その第 1 条では 有価証券発行及び金融商品取引等の公正

¹¹ 前掲(注 4)12 頁

¹² 大崎貞和『第 3 版解説金融商品取引法』11 頁(2008)

¹³ 平成 16 年 6 月証券取引法の一部改正

¹⁴ 平成 16 年 2 月金融先物取引法の一部改正

¹⁵ 平成 15 年 12 月金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」

¹⁶ 平成 17 年 6 月 21 日に閣議決定された骨太方針では「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2005」に示された「金融・投資サービスに関する横断的法制としての『投資サービス法』について、金融審議会の『基本的考え方』(平成 17 年 7 月)を踏まえ早期の法制化に取り組む。」とされた。

¹⁷ 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題 [1]」商事法務 1823 号 6 頁(2008)

¹⁸ 前掲(注 17)4・5 頁によると具体的には法案の企画立案に着手した 17 年 8 月から国会に上程された平成 18 年 3 月 13 日までの僅か実質 7 月間で法案の骨格である政策上の論点整理、政策論点に関する方向性の合意形成にかかる経過手続き、合意内容の法案への落とし込み(書き入れ)、法制当局、関係機関等との擦り合わせなどが、極めて短期間おこなわれた。

¹⁹ 金融商品取引法はその目的・趣旨として、「利用者保護と利便性の拡充」、「市場機能の発揮」、「国際化の対応」の三点を挙げている。

²⁰ 金融投資サービス法、金融サービス法

化、有価証券流通の円滑化、資本市場の十全な機能発揮による金融商品等の公正価格形成等を法律の直接の目的としている。金融商品取引法は平成 18 年 6 月 7 日に制定され、その施行は公布の日から 1 年 6 月以内(法附則第 1 条本文)と定められていたが、関係政府令の整備に伴って逐次施行に移され 19 年 9 月 30 日に全面施行となった²¹。

2 . 金融商品取引法に係る今後の検討課題

(1) 調整作業の難航 - 残された課題

今回の立法行程をみると金融審議会で法案定立に向けた方向性が打ち出され、論点整理が開始されその中間報告までの期間が 1 年弱 (16 年 9 月²²から 17 年 7 月) であり、また中間報告から法案作成を提言する最終報告までの助走期間が 6 月間であり、それぞれ短期間に集中した議論・作業が行われた。

構想の胎動までに長い検討期間があったため拙速とまではいえないが、産出される行程は極めて短く、準備、調整に不十分さがあったことは否定できない。例えば、商品先物取引の取扱いについて投資商品としての性格からするとデリバティブ対象となるべきところ、法政策上の重要な論点でありながら高度の政策判断が必要とされる問題であったため金融審議会では、金融商品取引法に取り込めなかった²³。また、投資性の強い預金、保険、信託等について金融商品取引法の行為規制の対象にしようとする案が検討された²⁴が、法律提出の時間的制限のため法制局の方針に従わなければならなかった。内部者取引規制の見直しは議論されたが方向性の合意形成に至らず、改正に盛り込まれなかった。さらにそもそも英国流の預金、保険など一切の投資商品を対象とする金融サービス法制導入が中間論点整理の段階で今後の中長期的課題と位置付けられ今回の改正から除かれていたなど、この金融商品取引法制において今後の検討課題として残されたものは、少なくない²⁵。

国会各院の附帯決議や法律の附則で、これらそれぞれの事項について検討に向けた政府・関係省庁の対応が義務付けられている²⁶。また、今回の改正について金融審議会等で関係を持った有識者からも同様に指摘をされている²⁷。

²¹ 平成 19 年 7 月 31 日閣議決定「証券取引法等の一部を改正する法律の施行期日を定める政令」(平成 19 年政令第 232 号 8 月 3 日公布)

²² 金融審議会金融分科会第 1 部会第 20 回 (平成 16 年 9 月 28 日)

²³ 金融審議会第 23 回会合 16 年 12 月 24 日開催議事録等参照金融庁ホームページ田辺農水省商品取引監理官 (オブザーバー) 発言

²⁴ 金融審議会第 24 回 17 年 1 月 21 日池尾委員発言 25 回 17 年 2 月 8 日大森証券課長説明参照

²⁵ 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題 [3]」商事法務 1825 号 23 頁 (2008)

²⁶ 衆議院財務金融委員会、平成 18 年 5 月 12 日「証券取引法等の一部を改正する法律案」及び「証券取引法等の一部を衆議院改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」に対する附帯決議 参議院財政金融委員会 平成 18 年 6 月 6 日同法案に対する付帯決議 附則平成 18 年 6 月 14 日法律第 65 号抄

²⁷ 監修神田秀樹『Q&A 金融商品取引法の解説』19 頁 金融財政事情研究会 (2007)

(2) 立法担当者による今後の課題 8項目

今回の立法過程を企画・指導した当時の金融庁金融商品取引法令準備室松尾直彦室長は、金融商品取引法の今後の課題として次の8点を挙げている²⁸。

新たな「有価証券概念」について：今回制定された金融商品取引法でも引き続き有価証券概念が維持されているが、権利が紙に化体していることを前提にした有価証券という概念は、ペーパーレス化²⁹やそもそもペーパーを予定していない投資行為が行われる比重が高まっている現状からみてコンセプトとして適切かどうか。新しい基本的な概念についての導入が必要かどうかの検討が求められる。

より包括的な金融サービス法制について：そもそも論として三段跳びに例えた場合、ホップ、ステップ後になるイギリス型の包括的な金融サービス法の導入に向けたジャンプが大きな課題³⁰として残されており、金融商品取引法の附帯決議等となっている。引き続き中長期的に検討されることになっている。

所謂公開会社法構想について³¹：公開会社について会社法の特例を定めるもので、金融商品取引法と会社法の二重規制が整理され、原則として金融商品取引法に一元化されるとするもの。

金融分野における競争政策について：独占禁止等公正取引確保と同様に金融商品取引法制においても自由かつ公正な競争確保という競争政策の観点では重要で、参入規制を登録制に一元化するなど行っているが、今後とも一層進めようとするもの。

苦情あっせん業務の業態横断的な取組みについて：業態の枠を超えた顧客の安心と信頼を確実なものとする ADR³²等の制度対応を求めるもので、法曹関係、業者、各協会が進めている。

不公正取引規制のあり方について：今回の金融商品取引法では、罰則の強化と「見せ玉」の対応は図られたものの、不正取引行為について本質的な見直しは行われていない。インサイダー取引については、これまでも金融審議会で議論されたが、意見の方向性に収斂性がなく、時間の制限もあり論点として取り上げるまでの合意・意見集約ができなかった³³。

市場の相互承認について：証券取引のグローバル化の進展に対応した新たな証券規制の枠組みとして「相互承認アプローチ」が提唱されているが、この枠

²⁸ 前掲(注25)23頁

²⁹ 株券の電子化は、平成21年1月から実施された。金融庁ホームページ参照(www.fsa.go.jp)

³⁰ 渡辺喜美『金融商品取引法』13頁 文春新書(2007)

³¹ 「季刊企業と法創造」紀要10号187頁(2007)2007年10月17日 日本取締役協会は「公開会社法要綱案」(第11案)の概要を公表し、企業社会の根幹を担う公開会社に真に相応しい法制を、従来の通念にとらわれることなく発想し、かつ実現性のあるものとして具体的に提言している。

³² 杉浦宣彦＝徐熙錫＝横井眞美子「金融ADR制度の比較法的考察 - 英国・豪州・韓国の制度を中心に - 」30頁 金融庁金融研究センター(2005)

³³ 前掲(注25)27頁 松尾(前)法令準備室長によると平成16年4月16日第16回金融審議会にて意見対立が大きく加えて外国為替証拠金取引など優先課題があったため、その取扱について先送りと決定された。結果的に金融証券取引法への取り込みが断念されたとする。

組みに対する取組みを進める必要がある³⁴。

金融商品取引法の体系について：将来の課題として新法化³⁵が考えられるが、証券取引法の時代から金融商品に係る取引法は現代法の典型として頻りに時代の要求に応じた改正が行われている。しかし、必ずしも効率的な市場機能を発揮させる観点及び投資者保護の視点から見直しがなされているとはいえない。中長期的課題として今後時間をかけ新法を作る際には、広義の市場法である法の目的・趣旨に整合的な制度、法体系を整備する必要がある。

3．内部者取引規制検討の喫緊性

(1) 課題の検討(行程感)

平成 18 年改正以降、現代法の典型である金商法は取り巻く法環境の変化に応じて毎年改正を加えている。平成 19 年改正では他の法律改正(電子債権記録法)との関係で有価証券の定義規定が一部改正されている。また平成 20 年改正として課徴金の見直し等が行われた³⁶。さらに 21 年改正として信用格付業者に対する公的規制の導入(格付会社の登録制)、指定紛争解決制度の創設(金融 ADR 機関)などが行われた³⁷。

上述した 8 項目の課題のうち、不公正取引規制の在り方を除いた他の課題については苦情あっせん業務の横断的対応が最も活発に動きが出てきている。現在金融商品取引法で新設された苦情相談解決を専担する組織である認定投資者保護団体制度(第 79 条の 7)があるが、金融庁に設けられた金融トラブル連絡調整協議会³⁸の積極的な働きかけもあり、そうした認定投資者保護団体の認定を受ける動き³⁹が出ている(生保協会⁴⁰、損保協会⁴¹、銀行協会⁴²、信託協会⁴³)。また法曹界や各自主規制機関(協会)で ADR の取り組みが進んでいる。さらに金融庁では法制化に向け平成 20 年 10 月から金融審議会第 1 部第 2 部合同部会で審議を進めている⁴⁴。具体的には自主規制の隙間を埋める方策、即ち、自主規制機関がない第 2 種金融商品取引業者の取扱いとして自主規制機関を設立する等

³⁴ 松尾直彦「証券市場のグローバル化への戦略的国際対応～米国、EU、そして日本～」アクセス FSA 19 号 海外最新金融事情コーナー(2004)金融庁のホームページ アクセス FSA バックナンバー参照

³⁵ ホップ、ステップ、ジャンプの三段階の最終を目指すもの。

³⁶ 平成 20 年 6 月 6 日金融商品取引法等の一部を改正する法律成立

³⁷ 平成 21 年 6 月 17 日金融商品取引法等の一部を改正する法律成立

³⁸ 平成 12 年 9 月に設置

³⁹ 金融庁は、金融商品取引法(昭和 23 年法律 25 号)第 79 条の 7 の規定に基づき平成 19 年 9 月 30 日社団法人生命保険協会を最初に認定投資者保護団体として認定を続けている。

⁴⁰ 社団法人生命保険協会は認定第 1 号となった。

⁴¹ 社団法人損害保険協会は平成 20 年 3 月認定を受けた。

⁴² 全国銀行協会は平成 20 年 10 月 1 日認定を受けた。

⁴³ 社団法人信託協会は平成 21 年 4 月 1 日認定を受けた。

⁴⁴ 平成 20 年 12 月 17 日金融審議会第一部会で金融 ADR について報告書が出された。

によって加入させ規制を図る底上げ論と、既に行われている各業態が実施する ADR 制度の質的向上⁴⁵が議論されたが、結局のところその議論を超える形で業態ごとに指定 ADR 機関を設ける形が選択された⁴⁶。

また残りの有価証券概念の見直しや金融サービス法、金融商品取引法の体系、競争政策などはいわば包括的一元的金融法制に係る法制整備の最終段階である、次のジャンプに集約される課題であり、部分的に独立して検討を進めることは困難なものである。跛行性を許さない金融資本市場の構造を根本的に改革するものであり今後ダイナミックな動きが出てくると思われるが、まずは現行の金融商品取引法の定着が優先されていくことになる。公開会社法及び市場の相互承認は、理念的にはそうした方向に進むことになると思われ、海外では具体的な動きが出てきている⁴⁷が、それぞれ他の所管官庁（法務省、経産省、農水省等）の調整等大きな政策論点として中長期的に検討されるとみられる。

（２）課題の喫緊性

内部者取引規制等の不正取引行為の在り方については、特に内部者取引について、金融審議会ですべて平成 15 年以来 5 年間にわたり議論されながら上述のとおり取扱いの方向性が出されない状況にある。現在も同審議会での検討等の強い要望は出されており⁴⁸、同審議会委員の黒沼教授は内部者取引委制度の手直しと実質犯に相応しい構成要件を定める必要があるとする⁴⁹。金融審議会事務局・金融商品取引法の主管官庁である金融庁自体も規定振りの国際的特異性を明確に認識している⁵⁰にも係わらず具体的な検討方針が示されていない⁵¹。

次に見るように村上ファンド事件では、東京地裁の判決を巡り内部者取引規定に係る法的問題点が噴出している。また、連続するマスコミや優良企業、証券会社等の職員による不祥事が連続して発生している折、それらの上場企業等の未然防止に係る内部管理体制は依然稚拙な状況にあると指摘される。さらに、企業の M&A 等による自社株の取扱いによる偶発的ともいえる法令違反が出ているなど、その見直しを求める声は強くなっている。

見直し論は、これまで日本が内部者取引規制導入に際し正面から議論をしなかった内部者取引規制の根拠や内部者取引規制の論理と規定の立て方について好むと好まざるとを問わず避けて通ることが出来ない問題となっている。具体的には、海外の主要証券取引所を有する資本市場先進国が採り入れている実質基準による内部者取引規制とわが国が採る日本法独特の形式犯規定との非斉一

⁴⁵ 平成 20 年 6 月 24 日金融トラブル協議会 座長報告参照

⁴⁶ 前掲(注 37)

⁴⁷ 平成 16 年 5 月 9～11 日第 17 回国際証券業協会会議（ICSA）年次総会について 日証協ホームページ(www.jsda.or.jp)

⁴⁸ 平成 19 年 10 月 3 日第 44 回金融審議会第一部会島崎委員発言 これまで審議会に出された意見書に加え、自社株利用に係るインサイダー取引絡みの問題発生や形骸化した規定の見直し等を要望

⁴⁹ 黒沼悦郎 「座談会金融商品取引法の改正」 商事法務 1840 号 28 頁(2008)

⁵⁰ 松尾直彦 東大公共政策大学院平成 19 年度金融商品取引法講義資料 12 回 3 頁(2007)

⁵¹ 前掲(注 25) 27 頁

性をどのように埋めるのか、即ち、グローバルスタンダードとの親和性の問題がある。問題の切り口を換えると20年前の立法者意思とその後の一般投資家等市場参加者の法規範意識が変遷する中で解釈論として形式基準による客観性（厳格性）と適用結果の実質的妥当性（柔軟性）を調和させることが出来るのか。形式犯方式を採る法の枠組み形式の問題である。経済界の求める規制の透明性、予見可能性の要求は、法の安定性の観点からみると必ずしも経済界の利己的で一方的なものであるとはいえない。個別の裁判事例における解釈適用の拡大、法改正による刑罰の引上げは、もはや単なる道交法違反に対するペナルティの枠を超えており、内部者取引規制を実質犯レベルに引き上げている。また内部者取引行為を審査する調査情報システムの飛躍的向上や課徴金制度の導入などによって告発、課徴金事例が増加しており、安易な先送りは最早許されない状況となっており、検討を直ちに開始すべき現下の課題となっている。

（3）村上ファンド事件

村上ファンド事件は現在⁵²も訴訟係属中であるが、利益至上主義の悪質なファンドが内部者取引を行い、巨額の利益を得たものとしてその経済倫理違反を強く社会に印象付けた。金融審議会が内部者取引規制の見直しを先送りされた直後に起きた事件で、敵対的企業買収（TOB）を使ったニッポン放送株のインサイダー取引事件である。「ものをいう投資家」⁵³として時代の寵児であった村上ファンドの村上世彰元代表がライブドアと行った一連の日本放送株取引について証券取引法に違反するインサイダー取引であるとして逮捕（2006年）され、東京地裁ではその行為を悪質であると厳しく処断する有罪判決⁵⁴が下されるなど大きな社会問題となった。その有罪判決⁵⁵で述べられた村上被告の取引行為について「このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない」等という経済倫理面からの糾弾・批判はマスコミ等からは好評であったが、裁判所の使命・本務である法律解釈、適用の面からは次に紹介するが、判決内容に問題が少なくないとの指摘が多く出されている。

同訴訟で争われた主な法律の争点としては、これまでも内部者取引規制犯事件で争われた概念法学的論点である重要事実に係る「決定する機関」及び「その決定」の解釈に係るものであった。伝達の有無に係る事実認定の争いや内部者取引規定の例外となる「共同買付」への該当性の主張などの論点もあった（同じく、同訴訟で弁護側から主張されなかったが同じく例外となる「応援買い」

⁵² 平成21年7月時点

⁵³ ジェームズ・アルタッチャー（訳船木麻里）『ヘッジファンドの錬金術』第2章 アクティブイズム モノを言う投資家 37頁 パンローリング（2007）

⁵⁴ 平成19年7月19日東京地裁刑事第4部判決（平成18年特（わ）第2832号）96頁 「その他の悪質な情状について」平成19年11月21日金融商品取引法研究会研究記録第21号104頁 日本経済証券研究所（2007） 同地裁判決は公表されていないが、研究記録資料として一部の箇所が掲載されている。

⁵⁵ 前掲（注54）判決97頁「被告人は、本件に係る株取得がインサイダー取引に当たることなど一顧だにせず、『ファンドなのだから、安ければ買うし、高ければ売るのは当たり前』と言うが、このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない」。

へ該当性等⁵⁶。また、本件が内部者取引規制行為ではなく、異なる違法行為類型ではないか、或いは特定の行為類型ではないが悪質な不公正行為になるのではない(第157条)、さらに内部者取引行為の対象を大幅に拡大する米国の情報平等論に至るのではないか、との危惧が示されている。なお、後述するが本件については平成21年2月3日東京高裁で執行猶予を認め量刑を緩和する判決が出されている⁵⁷。

(4) 未公開情報の不正流用による内部者取引の横行

M&Aの進む状況の下において一般投資者に対し資本市場の信頼を揺るがす会社外部者による不正行為が最近続発している⁵⁸。例えば日本経済新聞社員によるインサイダー取引事件(2006年)、宝印刷社員によるインサイダー取引事件(2008年)、NHK記者らによるインサイダー取引事件(2008年)、新日本監査法人所属会計士によるインサイダー取引事件(2008年)、野村証券M&A担当社員によるインサイダー取引事件(2008年)⁵⁹が挙げられる。これらの企業等は、いわば業界のトップであり、格付けも高位であり、企業倫理、職員の能力・資質も一定のレベルを上回っていると評価されている。これらの職員による事件発生で企業リピュテーションが低下したことは間違いない。さらには、証券取引等監視委員会の勧告事案等を見ると、役職員が所属する会社の業績予想等を事前に入手し株取引を行い、利益を上げるなど古典的な事案も後を絶たない⁶⁰。

因みに、これらのトップ企業を含め、全国6証券取引所が2007年2月に全上場会社(調査先数3,915社うち有回答3,317社)を対象に内部者取引防止の取組みを調べるためにアンケート調査「全国上場会社内部者取引管理アンケート」⁶¹を行った。その結果、多くの企業が内部者取引規制の規範性を意識し、内部者取引管理規定の整備などを進めているものの、その具体的取組レベルについて相当の乖離があり、全体的には未然防止に向けた体制が取られているとまでは言い難い実情が判明している⁶²。これらアンケート結果をみると概ね上場会社でありながら、内部者取引規制に対する取組みに主体性・積極性が見られない法務部・コンプライアンス部門担当職員の資質・能力もあるが、そのスタンスの曖

⁵⁶ 前掲(注54)56・57頁

⁵⁷ 太田洋 = 宇野伸太郎「村上ファンド事件東京高裁判決の意義と実務への影響」金融・商事判例1315号 2頁(2009)

⁵⁸ 読売新聞平成20年5月17日朝刊11面「なるほど経済・インサイダー厳格化へ」

⁵⁹ 金融庁と東京証券取引所は2008年4月28日、国内で営業する全証券会社約300社に対し、インサイダー取引の未然防止のため、内部管理を徹底するよう要請した。具体的には(1)法人関係情報を入手できる役職員らの株取引の実態把握(2)情報管理態勢の再検証(3)社内規則の実効性検証(4)法令順守徹底の研修実施(5)類似事案の発生防止のための措置 - の5点を早期に具体化するよう求めた。

⁶⁰ 証券取引等監視委員会各年次報告 同委員会ホームページ参照(勧告実績等)

⁶¹ 全国上場会社内部者取引管理アンケート調査報告(2007年2月実施、同5月21日取りまとめ結果公表)東証のホームページで閲覧可能(www.tse.or.jp)

⁶² 吉松和彦「全国上場会社内部者取引管理アンケート調査報告書で浮かび上がった課題」金融財政事情2751号28頁(2007)

味さなどが露呈する形となっている⁶³。

上場会社でありながら内部者管理規定をまだ定めていない社が5%を超え、内部者管理規定の見直しについて過半の企業が定期的な見直しなどを実行せず、法令の解釈についても、派遣職員との守秘義務契約を締結している社が約60%に留まっている。内部者取引規制の解釈・適用についても、重要事実の決定機関を4割の会社が形式的に取締役会と理解しており、重要事実の事実発生タイミングについて34%が不明とし、約30%が情報管理や自社株売買に関するレベル水準感を持たず、約20%が自社株買い許可の判断基準や重要事実かどうかの判断が明確でないとしている。

個人の投資行動を「貯蓄から投資に」向かう流れに置く中で証券市場が効率的であり、そのため投資家にとって公平で信頼出来る組織となるには企業の役職員等が自ら率先垂範する態勢の構築と、そのためのルール作りが前提として必要である。

こうした会社の役職員ないしは情報受領者が情報を利用し株式の売買取引行為等によって会社自体にもたらすリスクとして対処すべき側面は二つある⁶⁴。一つは自社株の取得等によって会社自身が内部者取引規制に違反するリスクに対するものである。例えば、大塚家具の事例がある。証券取引等監視委員会は大塚家具の役員が、同社が配当予想値の修正を行う事実をその職務により知り得、当該事実が公表される平成18年2月23日以前の同月10日から同月22日の間に、大塚家具の計算において、株券7万9,000株を3億3,295万5千円で買い付けたとして内部者取引に該当すると認め⁶⁵、課徴金を科すよう勧告を出している。ただ、報道によると⁶⁶「同社は、株主に対する利益還元策などの一環として、2004年6月9日より2006年2月22日まで、配当予想の修正とは無関係に計画的、継続的に自己株の市場買付けを行ってきたと主張。今回の勧告では、重要事実の決定について、法律解釈に関する見解の相違があったという。『勧告は真摯（しんし）に受け止め、社内管理体制を見直す』（大塚家具）としている。」と報じられているところから、大塚家具が意図的に安値で買い付けようとしたのではなく、購入をした役員に内部者取引に該当する法令違反の認識がなかったのではないか。

他の一つは会社の役職員が会社の業務を通じて知った重要情報を利用したため内部者取引規制に違反するリスクである。例えば野村證券の中国籍の職員が、社内会議で知ったM&A情報を基に友人と共謀して、臨床検査薬会社「三光純薬」株など2銘柄を購入、友人はさらに飲料メーカー「アサヒ飲料」など2銘柄を買付け、2人の買付けは4銘柄計6万7,500株（約4,175万円）に及び、不正に得

⁶³ 吉松和彦「金融機関には厳格なインサイダー取引防止体制が求められる」金融財政事情 2751号 28頁（2007）

⁶⁴ 竹内辰介「企業内重要情報の管理方法」金融法務 A2Z 2 7号 26頁（2008）

⁶⁵ 平成19年5月8日証券取引等監視委員会発表

⁶⁶ 平成19年5月9日 11時6分 Nittkei BPnet「証券監視委、大塚家具のインサイダー取引で3,044万円の課徴金勧告」

ていた利益は合計約1,300万円以上にのぼると指摘された事件である。平成20年12月25日東京地裁は野村証券の元職員に対し、懲役2年6月、罰金100万円、追徴金約635万円、執行猶予4年（求刑懲役2年6月、罰金100万円、追徴金約635万円）を言い渡した⁶⁷。この問題となっている行為は、直接的には、職員個人による犯罪行為である。しかし、職場で業務上知り得た会社の情報を利用した行為であるため、会社のコンプライアンス体制や情報管理体制の整備状況等を通じ、会社自身の責任が問われる可能性がある。現実に平成20年7月3日金融庁は、本件について野村証券株式会社に対し業務の改善を命じる行政処分を行っている。本事件のように会社の業務関連として行った行為ではなく、個人的な利益獲得を目的に違反行為を承知の上、発覚しないとの判断の上敢えて意図的に、確信犯として行った場合である。

前者の場合には、未然防止のため内部者取引規制の理解、判断に当たり社内のコンプライアンス体制としてどのようなことが必要とされるのかに集約化されるが、後者の場合は確信犯であり、罰則などペナルティの強化・厳格化によって未然防止を徹底することによってこれまで以上の抑止効果は上がるにしても、市場からは一掃することができない⁶⁸性質のものである。

自社株に係る内部者取引規制違反は、二つに大別できる。一つは自社株ないし自社株に関係する権利（スックオプション等）を企業が報酬の一部として役員に与えるとか、企業合併の際に対価として渡すもの、もう一つは総配分性向を高め実質的な株主配当となる自社株買い⁶⁹、社員持ち株会やM&Aに絡み自社株を動かすことでインサイダー絡みの行為が多くなっている。前者については法的に解決がなされているものの、一連の付与手続きに瑕疵がないか、ストックオプションの権利行使をし、株式を取得することは認められるが売却が制限されるなどの問題がある。後者に関しては、企業サイドが違反とならないように企業内外の弁護士や取次ぎをする証券会社と事前相談するなどリーガルチェック、コンプライアンス部門の検証を経ていることが多くなっており、したがって規制内容の判断を誤らなければ未然防止になるものである⁷⁰。

ただ、自社株に係るそうしたすべての取引形態にとって従前から法令、判例、行政の手続き（ノンアクションレター制度）等により規制内容が明らかであるかどうかは、別の検討事項である（後述の経団連の意見参照）。例えば証券取引等監視委員会が18検査年度において勧告した小松製作所の株券に係る内部者取引の調査結果に基づく課徴金納付命令勧告（同製作所の執行役員は、同社の子会社のオランダコマツファイナンス(有)が解散することについて決定した事実

⁶⁷ 産経ニュース平成20年12月25日12時18分「野村証券元社員らに有罪判決 インサイダー事件」

⁶⁸ 日本経済新聞平成20年5月21日朝刊7面「証券は全社員登録」日本証券業協会安東会長は定例記者会見（平成20年5月20日）で、インサイダー取引再発防止策として上場会社の役員に係る「内部者情報データベース」登録システムを説明した後、記者の質問に答えた。

⁶⁹ 日本経済新聞平成20年5月26日朝刊1面「株主配分、利益の5割」

⁷⁰ 東京証券取引所等が内部者取引防止のためのセミナーなどを開催している。東証のホームページ参照

をその職務に関して知り、この事実が公表される平成17年7月13日以前の同月4日から13日までの間、同製作所の計算において、株券合計131万6,000株を1億7,746万1,000円で買い付けた事件)や前述の大塚家具の株券に係る内部者取引の調査結果に基づく課徴金納付命令勧告事件⁷¹などの「うっかり」、あるいは「偶然」ともいい得る内部者取引違反が起こっているのも事実である。

(5) 証券市場ルールの国際化

近年日本の証券市場は外国人投資家のウエイトが高く、その動向が市況に大きな影響を持つ構造になっている。因みに平成20年における投資別部門別株式売買状況(株数・委託分)をみると、主に米国や欧州などの年金や投資信託などを運用する機関投資家である外国人が57%を占めており、次いで個人29%、金融機関7%、投資信託2.4%、事業法人1.5%、証券会社2.7%となっている⁷²。外国人のポジションが売越になっているか買越基調になっているかは外国人投資家による日本経済の評価バロメーターともなっている。20年で見ると売りが206,910,820千株 買いが201,754,404千株となっており、ほんの僅かであるが売越基調であり日本経済については厳しい見方をしていることがわかる。

外国人投資家は、投資戦略の中で当該国の経済パフォーマンスや政治情勢の安定性を評価するほか、エンフォースメントも含め金融資本市場に関する客観的で公正な法制度が取られているか、透明性が高いルールかどうかについて重要視している⁷³。18年度金融商品取引法改正もその大きな視点の一つは国際化であり、国際市場としてのわが国の市場の魅力を高めるための取組みを急ぐ必要があるとされた⁷⁴。最近の一連の紙上を賑わしているこれらわが国の証券市場を巡る不祥事件は、当然そうした視点で注目され、何らかの影響が出てくることが予測される。特に日本の内部者取引規定が昭和63年の導入時における法務省の意向を反映し、他の資本市場先進国にはない形式基準と実質基準のダブルスタンダードになっている⁷⁵等、ユニークな規制枠組みを引続き採用しており、米国やEU諸外国が採用している国際的基準との親和性があるのかという観点は日本の証券市場の信認が得られるかどうかのキー・ポイントになっている⁷⁶。

そうしたこともあり、外国のマスコミヤマン⁷⁷、ベインブリッジ⁷⁸等の著名な証券取引法学者が最近の日本証券市場について発言しているものを見ると、「内部者取引規制法制は導入されたものの、それに基づくエンフォースメントが全

⁷¹ いずれの事件も証券取引等監視委員会 18年度年次報告・勧告事案参照

⁷² 東京証券取引所グループホームページ(統計資料投・資部門別売買状況)

⁷³ 平成16年4月16日第16回金融審議会議 東京証券取引所専務吉野貞雄発言

⁷⁴ 金融庁パンフレット『新しい金融商品法制について』1頁(2006)

⁷⁵ 岸田雅雄 『第2版証券取引法』 267頁(2004)「我が国では罪刑法定主義を強調しインサイダー取引が犯罪となる構成要件を極めて詳細に定めていることがある。」指摘する。

⁷⁶ 平成16年4月16日第16回金融審議会 大森課長、吉野貞雄委員(東証専務)黒沼悦郎委員(神戸大学教授)発言

⁷⁷ Radio Talk Program Legalize Insider Trading by Larry Elder to Professor Manne (September 24, 2004)

⁷⁸ Stephen M. Brainbridge Securities Law Insider Trading Second Edition 153頁 Foundation Press (2007)

く行われず、放置されている」と揶揄しており、特にベインブリッジは日本と香港の証券監督の放任度は同じ程度と指摘している。こうした偏見(?)の解消に向けても、今後日本市場が国際化に後れを取らないために真摯に検討する必要性⁷⁹が出てきている。

4 . 小括 内部者取引規制の検討

上述のように特異な村上ファンド事件をはじめとして、頻繁に内部者取引規制犯事件が発生しており⁸⁰、一方その事件に対する法規適用の困難さ、不当利得を認める制裁規定等に疑問点や不十分さを指摘する声が少なくない。「市場犯罪に対する社会の目が厳しくなる中、インサイダー取引の規定について、議論を始める時期に来ているのではないか。⁸¹」「まず一つには、インサイダー取引がなぜ悪いかにつき共通認識を改めて醸成することである。⁸²」「時代の変化とその後の厳罰化を勘案すれば、規定の見直しは不可避といえる。⁸³」「制定当時の立法担当者の解説どおりやると間違える状況なのに、相変わらず昔風の解説を振り回す専門家が多すぎる。⁸⁴」等である。具体的には、単なる規定の解釈論に留まらず内部者取引規制の在り方(根拠、論理)について規定そのものの見直し等の法的整備が喫緊の課題となっており、具体的な対応策や検討の必要性⁸⁵が切迫してきている⁸⁶。そこで、改めて内部者取引規制について平成 18 年証券取引法改正時に行われた金融審議会の議論から検証を進めたい。

⁷⁹ 証券監督者国際機構・IOSCO「証券規制の目的と原則」原則 28 不公正取引の禁止 (2004)

⁸⁰ 証券取引等監視委員会年報 平成 20 年 8 月 51 頁 (2008)

⁸¹ 読売新聞記事平成 20 年 6 月 4 日朝刊 13 面「野村インサイダー事件」

⁸² スクランブル「相次ぐインサイダー取引事件と抑制措置の強化」商事法務 1834 号 50 頁 (2008)

⁸³ 日本経済新聞平成 20 年 9 月 4 日夕刊 9 面「十字路・インサイダー規制の見直し不可避」

⁸⁴ 日本経済新聞平成 20 年 9 月 6 日朝刊 19 面「インサイダー取引を巡る混迷」

⁸⁵ 朝日新聞平成 20 年 6 月 6 日朝刊 7 面「インサイダー業界を超えた防止策が必要」

⁸⁶ 清水章雄「米国の証券取引規制と国際法 - 1934 年証券取引所法 10 条(b)項および証券取引委員会規則 10b-5 の域外適用 - 」早稲田法学会誌第 30 巻 205 頁 (1980) では証券取引所法 10 条(b)項の域外適用の問題は、内部者取引規定の国際化によって現在議論が殆ど行われていないと指摘する。

第1章 金融商品取引法制定と内部者取引規制

1. 金融商品取引法制定

(1) 金融サービス法の検討

昭和23年にGHQ(占領国総司令部)の指示に基づき、アメリカの証券諸法⁸⁷を継受し制定された⁸⁸わが国の証券取引法が約60年を経て大改正された。平成18年6月に国会で「証券取引法等の一部を改正する法律」⁸⁹が成立し、これまでの法律名も新たな法律の性質に見合わせて「金融商品取引法」と変更⁹⁰され、平成19年9月には全面実施に至った⁹¹。

立法の沿革としては、平成8年11月に当時の橋本総理大臣が打ち出した金融システム改革政策である所謂「日本版ビックバンの構想」が挙げられる⁹²。同構想ではフリー、フェア、グローバルの三つを改革の理念とし、漸進的規制緩和から抜本的市場改革へとの考え方が示されたように規制緩和を通じた競争的環境の整備がより重視されている。日本版ビックバンが提唱された当時の証券取引審議会報告等⁹³では、あらゆる市場参加者に横断的なルールを適用する新たな法律立案を検討課題として取り上げ進めるべきであるとされた。これらを受け平成9年に旧大蔵省が設置した「新しい金融の流れに関する懇談会」⁹⁴や金融審議会第一部会⁹⁵において有識者等による検討が進められ、平成12年6月の金融審議会答申において利用者保護と金融商品サービスの促進を図るために日本版金融サービス法の必要性が提言された⁹⁶。

しかしながら、そこでは資産の流動化に関する法(SPC法)の改正や投資信託法の改正、金融商品販売法の制定に至る方針が具体的に決定されたに留まった。実質的にその間(平成9年以降)は、三洋証券、北海道拓殖銀行や山一証券、日本長期信用銀行、日本債券銀行など大型金融機関の経営破綻等による金融システム危機が生じたことから政府・行政等の関心は専ら公的資金の導入などに

⁸⁷ 1933年証券法、1934年証券取引所法

⁸⁸ 堀口巨『新訂第四版 最新証券取引法』6頁 商事法務(2003)、鈴木竹雄・河本一郎『法律学全集証券取引法』21頁 有斐閣(1968)

⁸⁹ 平成18年法律第65号66号

⁹⁰ 編集松尾直彦 監修三井秀範=池田唯一『改訂版 一問一答 金融商品取引法』69頁 商事法務(2008)

⁹¹ 平成19年7月31日閣議決定「証券取引法等の一部を改正する法律の施行日を定める政令(平成19年政令第232号)」

⁹² 金融システムが不安定な状況となっている原因である不良債権問題とイギリスのビックバンを凌ぐ金融大改革を一括して取り進め、5年間のうちに改革を終了しようとしたもの。

⁹³ 平成9年6月証券取引審議会報告書及び金融制度調査会答申

同懇談会の検討結果は平成10年6月の「論点整理」としてまとめられた。

⁹⁵ 同部会では平成11年7月(第一次中間整理)及び同年12月(第2次中間整理)が行われている。

⁹⁶ 平成12年6月27日大蔵省(当時)の金融審議会総会は「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」の答申を宮沢蔵相に提出した(大蔵省最後の金融審議会)。この答申は、将来の金融サービスのあり方を展望する上で、商品販売法に関連する議論を整理したもの。

よる危機対応に終始しており、日本版金融サービス法は本格的な議論として取り上げられることにはならなかった。

その後金融危機も収束に向かい、景気も回復する兆しを見せた平成 14 年から 15 年にかけて投資経験の乏しい者や高齢者をも巻き込んだ外国為替証拠金取引について、縦割り規制のためその規制法律や監督官庁がないことが問題となり、また所謂「ファンド」(集団投資スキーム)⁹⁷と呼ばれるものについて同じような経済的性質を有しながら、法律構成によって規制や監督官庁が異なるあるいは不明のものが出るなどの問題が生じた⁹⁸。そうした「隙間」法の欠缺については平成 16 年にそれぞれ個別に組合型投資スキーム⁹⁹及び外国為替証拠金¹⁰⁰等の規制対象化が図られた。

(2) 金融投資サービス法の導入

そこで、金融庁の金融審では、これまで投資者保護対策の取られていない詐欺まがいの金融商品・サービスや今後新たに登場を予測される金融投資・取引形態について幅広く投資者保護を図るため新法の制定も含めた必要性の認識を現実のものとして持つに至り、平成 15 年 12 月に多様な金融サービスに対する横断的ルールを導入に向けた検討の必要性を提起し、平成 17 年 7 月の「中間整理」では「投資サービス法(仮称) の制定」が明示され、同 12 月には「投資サービス法(仮称) に向けて」と題する報告を金融担当大臣に提出した¹⁰¹。その結果、一気呵成に証券取引法、金融先物取引法等によるこれまでの縦割型業者規制法制構造の不備を補正すべく法案提出の準備が行われ¹⁰²、ライブドア事件に対する世論の関心¹⁰³が法案を後押ししたこともあり、実質的に 1 年間という極めて短期間¹⁰⁴で金融商品取引法が成立した。

同法は横断的包括的投資サービス規制の導入を骨格¹⁰⁵とした金融投資サービス法¹⁰⁶の性格を持ち、その第 1 条では 有価証券発行及び金融商品取引等の公正

⁹⁷ 前掲(注 4)12 頁

⁹⁸ 大崎貞和『第 3 版解説金融商品取引法』11 頁(2008)

⁹⁹ 平成 16 年 6 月証券取引法の一部改正

¹⁰⁰ 平成 16 年 2 月金融先物取引法の一部改正

¹⁰¹ 平成 15 年 12 月金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」

¹⁰² 平成 17 年 6 月 21 日に閣議決定された骨太方針では「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2005」に示された「金融・投資サービスに関する横断的法制としての『投資サービス法』について、金融審議会の『基本的考え方』(平成 17 年 7 月)を踏まえ早期の法制化に取り組む。」とされた。

¹⁰³ 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題 [1]」商事法務 1823 号 6 頁(2008)

¹⁰⁴ 前掲(注 17)4・5 頁によると具体的には法案の企画立案に着手した 17 年 8 月から国会に上程された平成 18 年 3 月 13 日までの僅か実質 7 月間で法案の骨格である政策上の論点整理、政策論点に関する方向性の合意形成にかかる経過手続き、合意内容の法案への落とし込み(書き入れ)、法制当局、関係機関等との擦り合わせなどが、極めて短期間おこなわれた。

¹⁰⁵ 金融商品取引法はその目的・趣旨として、「利用者保護と利便性の拡充」、「市場機能の発揮」、「国際化の対応」の三点を挙げている。

¹⁰⁶ 金融投資サービス法、金融サービス法

化、有価証券流通の円滑化、資本市場の十全な機能発揮による金融商品等の公正価格形成等を法律の直接の目的としている。金融商品取引法は平成 18 年 6 月 7 日に制定され、その施行は公布の日から 1 年 6 月以内(法附則第 1 条本文)と定められていたが、関係政府令の整備に伴って逐次施行に移され 19 年 9 月 30 日に全面施行となった¹⁰⁷。

2. 金融商品取引法に係る今後の検討課題

(1) 調整作業の難航 - 残された課題

今回の立法行程をみると金融審議会で法案定立に向けた方向性が打ち出され、論点整理が開始されその中間報告までの期間が 1 年弱(16 年 9 月¹⁰⁸から 17 年 7 月)であり、また中間報告から法案作成を提言する最終報告までの助走期間が 6 月間であり、それぞれ短期間に集中した議論・作業が行われた。

構想の胎動までに長い検討期間があったため拙速とまではいえないが、産出される行程は極めて短く、準備、調整に不十分さがあったことは否定できない。例えば、商品先物取引の取扱いについて投資商品としての性格からするとデリバティブ対象となるべきところ、法政策上の重要な論点でありながら高度の政策判断が必要とされる問題であったため金融審議会では、金融商品取引法に取り込めなかった¹⁰⁹。また、投資性の強い預金、保険、信託等について金融商品取引法の行為規制の対象にしようとする案が検討された¹¹⁰が、法律提出の時間的制限のため法制局の方針に従わなければならなかった。内部者取引規制の見直しは議論されたが方向性の合意形成に至らず、改正に盛り込まれなかった。さらにそもそも英国流の預金、保険など一切の投資商品を対象とする金融サービス法制導入が中間論点整理の段階で今後の中長期的課題と位置付けられ今回の改正から除かれていたなど、この金融商品取引法制において今後の検討課題として残されたものは、少なくない¹¹¹。

国会各院の附帯決議や法律の附則で、これらそれぞれの事項について検討に向けた政府・関係省庁の対応が義務付けられている¹¹²。また、今回の改正について金融審議会等で関係を持った有識者からも同様に指摘をされている¹¹³。

¹⁰⁷ 平成 19 年 7 月 31 日閣議決定「証券取引法等の一部を改正する法律の施行期日を定める政令」(平成 19 年政令第 232 号 8 月 3 日公布)

¹⁰⁸ 金融審議会金融分科会第 1 部会第 20 回(平成 16 年 9 月 28 日)

¹⁰⁹ 金融審議会第 23 回会合 16 年 12 月 24 日開催議事録等参照金融庁ホームページ田辺農水省商品取引監理官(オブザーバー)発言

¹¹⁰ 金融審議会第 24 回 17 年 1 月 21 日池尾委員発言 25 回 17 年 2 月 8 日大森証券課長説明参照

¹¹¹ 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題[3]」商事法務 1825 号 23 頁(2008)

¹¹² 衆議院財務金融委員会、平成 18 年 5 月 12 日「証券取引法等の一部を改正する法律案」及び「証券取引法等の一部を衆議院改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」に対する附帯決議 参議院財政金融委員会 平成 18 年 6 月 6 日同法案に対する付帯決議 附則平成 18 年 6 月 14 日法律第 65 号抄

¹¹³ 監修神田秀樹『Q&A 金融商品取引法の解説』19 頁 金融財政事情研究会(2007)

(2) 立法担当者による今後の課題 8項目

今回の立法過程を企画・指導した当時の金融庁金融商品取引法令準備室松尾直彦室長は、金融商品取引法の今後の課題として次の8点を挙げている¹¹⁴。

新たな「有価証券概念」について：今回制定された金融商品取引法でも引き続き有価証券概念が維持されているが、権利が紙に化体していることを前提にした有価証券という概念は、ペーパーレス化¹¹⁵やそもそもペーパーを予定していない投資行為が行われる比重が高まっている現状からみてコンセプトとして適切かどうか。新しい基本的な概念についての導入が必要かどうかの検討が求められる。

より包括的な金融サービス法制について：そもそも論として三段跳びに例えた場合、ホップ、ステップ後になるイギリス型の包括的な金融サービス法の導入に向けたジャンプが大きな課題¹¹⁶として残されており、金融商品取引法の附帯決議等となっている。引き続き中長期的に検討されることになっている。

所謂公開会社法構想について¹¹⁷：公開会社について会社法の特例を定めるもので、金融商品取引法と会社法の二重規制が整理され、原則として金融商品取引法に一元化されるとするもの。

金融分野における競争政策について：独占禁止等公正取引確保と同様に金融商品取引法制においても自由かつ公正な競争確保という競争政策の観点では重要で、参入規制を登録制に一元化するなど行っているが、今後とも一層進めようとするもの。

苦情あっせん業務の業態横断的な取組みについて：業態の枠を超えた顧客の安心と信頼を確実なものとする ADR¹¹⁸等の制度対応を求めるもので、法曹関係、業者、各協会が進めている。

不公正取引規制のあり方について：今回の金融商品取引法では、罰則の強化と「見せ玉」の対応は図られたものの、不正取引行為について本質的な見直しは行われていない。インサイダー取引については、これまでも金融審議会で議論されたが、意見の方向性に収斂性がなく、時間の制限もあり論点として取り上げるまでの合意・意見集約ができなかった¹¹⁹。

市場の相互承認について：証券取引のグローバル化の進展に対応した新たな証券規制の枠組みとして「相互承認アプローチ」が提唱されているが、この枠

¹¹⁴ 前掲(注25)23頁

¹¹⁵ 株券の電子化は、平成21年1月から実施された。金融庁ホームページ参照(www.fsa.go.jp)

¹¹⁶ 渡辺喜美『金融商品取引法』13頁 文春新書(2007)

¹¹⁷ 「季刊企業と法創造」紀要10号187頁(2007)2007年10月17日 日本取締役協会は「公開会社法要綱案」(第11案)の概要を公表し、企業社会の根幹を担う公開会社に真に相応しい法制を、従来の通念にとらわれることなく発想し、かつ実現性のあるものとして具体的に提言している。

¹¹⁸ 杉浦宣彦=徐熙錫=横井眞美子「金融ADR制度の比較法的考察-英国・豪州・韓国の制度を中心に-」30頁 金融庁金融研究センター(2005)

¹¹⁹ 前掲(注25)27頁 松尾(前)法令準備室長によると平成16年4月16日第16回金融審議会にて意見対立が大きく加えて外国為替証拠金取引など優先課題があったため、その取扱について先送りと決定された。結果的に金融証券取引法への取り込みが断念されたとする。

組みに対する取組みを進める必要がある¹²⁰。

金融商品取引法の体系について：将来の課題として新法化¹²¹が考えられるが、証券取引法の時代から金融商品に係る取引法は現代法の典型として頻りに時代の要求に応じた改正が行われている。しかし、必ずしも効率的な市場機能を発揮させる観点及び投資者保護の視点から見直しがなされているとはいえない。中長期的課題として今後時間をかけ新法を作る際には、広義の市場法である法の目的・趣旨に整合的な制度、法体系を整備する必要がある。

3．内部者取引規制検討の喫緊性

(1) 課題の検討(行程感)

平成 18 年改正以降、現代法の典型である金商法は取り巻く法環境の変化に応じて毎年改正を加えている。平成 19 年改正では他の法律改正(電子債権記録法)との関係で有価証券の定義規定が一部改正されている。また平成 20 年改正として課徴金の見直し等が行われた¹²²。さらに 21 年改正として信用格付業者に対する公的規制の導入(格付会社の登録制)、指定紛争解決制度の創設(金融 ADR 機関)などが行われた¹²³。

上述した 8 項目の課題のうち、不公正取引規制の在り方を除いた他の課題については苦情あっせん業務の横断的対応が最も活発に動きが出てきている。現在金融商品取引法で新設された苦情相談解決を専担する組織である認定投資者保護団体制度(第 79 条の 7)があるが、金融庁に設けられた金融トラブル連絡調整協議会¹²⁴の積極的な働きかけもあり、そうした認定投資者保護団体の認定を受ける動き¹²⁵が出ている(生保協会¹²⁶、損保協会¹²⁷、銀行協会¹²⁸、信託協会¹²⁹)。また法曹界や各自主規制機関(協会)で ADR の取り組みが進んでいる。さらに金融庁では法制化に向け平成 20 年 10 月から金融審議会第 1 部第 2 部合同部会で審議を進めている¹³⁰。具体的には自主規制の隙間を埋める方策、即ち、自主規制機関がない第 2 種金融商品取引業者の取扱いとして自主規制機関を設立する

¹²⁰ 松尾直彦「証券市場のグローバル化への戦略的国際対応～米国、EU、そして日本～」アクセス FSA 19 号 海外最新金融事情コーナー(2004)金融庁のホームページ アクセス FSA バックナンバー参照

¹²¹ ホップ、ステップ、ジャンプの三段階の最終を目指すもの。

¹²² 平成 20 年 6 月 6 日金融商品取引法等の一部を改正する法律成立

¹²³ 平成 21 年 6 月 17 日金融商品取引法等の一部を改正する法律成立

¹²⁴ 平成 12 年 9 月に設置

¹²⁵ 金融庁は、金融商品取引法(昭和 23 年法律 25 号)第 79 条の 7 の規定に基づき平成 19 年 9 月 30 日社団法人生命保険協会を最初に認定投資者保護団体として認定を続けている。

¹²⁶ 社団法人生命保険協会は認定第 1 号となった。

¹²⁷ 社団法人損害保険協会は平成 20 年 3 月認定を受けた。

¹²⁸ 全国銀行協会は平成 20 年 10 月 1 日認定を受けた。

¹²⁹ 社団法人信託協会は平成 21 年 4 月 1 日認定を受けた。

¹³⁰ 平成 20 年 12 月 17 日金融審議会第一部会で金融 ADR について報告書が出された。

等によって加入させ規制を図る底上げ論と、既に行われている各業態が実施する ADR 制度の質的向上¹³¹が議論されたが、結局のところその議論を超える形で業態ごとに指定 ADR 機関を設ける形が選択された¹³²。

また残りの有価証券概念の見直しや金融サービス法、金融商品取引法の体系、競争政策などはいわば包括的一元的金融法制に係る法制整備の最終段階である、次のジャンプに集約される課題であり、部分的に独立して検討を進めることは困難なものである。跛行性を許さない金融資本市場の構造を根本的に改革するものであり今後ダイナミックな動きが出てくると思われるが、まずは現行の金融商品取引法の定着が優先されていくことになる。公開会社法及び市場の相互承認は、理念的にはそうした方向に進むことになると思われ、海外では具体的な動きが出てきている¹³³が、それぞれ他の所管官庁（法務省、経産省、農水省等）の調整等大きな政策論点として中長期的に検討されるとみられる。

（２）課題の喫緊性

内部者取引規制等の不正取引行為の在り方については、特に内部者取引について、金融審議会これまで平成 15 年以来 5 年間にわたり議論されながら上述のとおり取扱いの方向性が出されない状況にある。現在も同審議会での検討等の強い要望は出されており¹³⁴、同審議会委員の黒沼教授は内部者取引委制度の手直しと実質犯に相応しい構成要件を定める必要があるとする¹³⁵。金融審議会事務局・金融商品取引法の主管官庁である金融庁自体も規定振りの国際的特異性を明確に認識している¹³⁶にも係わらず具体的な検討方針が示されていない¹³⁷。

次に見るように村上ファンド事件では、東京地裁の判決を巡り内部者取引規定に係る法的問題点が噴出している。また、連続するマスコミや優良企業、証券会社等の職員による不祥事が連続して発生している折、それらの上場企業等の未然防止に係る内部管理体制は依然稚拙な状況にあると指摘される。さらに、企業の M&A 等による自社株の取扱いによる偶発的ともいえる法令違反が出ているなど、その見直しを求める声は強くなっている。

見直し論は、これまで日本が内部者取引規制導入に際し正面から議論をしなかった内部者取引規制の根拠や内部者取引規制の論理と規定の立て方について好むと好まざるとを問わず避けて通ることが出来ない問題となっている。具体的には、海外の主要証券取引所を有する資本市場先進国が採り入れている実質基準による内部者取引規制とわが国が採る日本法独特の形式犯規定との非斉一

¹³¹ 平成 20 年 6 月 24 日金融トラブル協議会 座長報告参照

¹³² 前掲(注 37)

¹³³ 平成 16 年 5 月 9～11 日第 17 回国際証券業協会会議 (ICSA) 年次総会について 日証協ホームページ(www.jsda.or.jp)

¹³⁴ 平成 19 年 10 月 3 日第 44 回金融審議会第一部会島崎委員発言 これまで審議会に出された意見書に加え、自社株利用に係るインサイダー取引絡みの問題発生や形骸化した規定の見直し等を要望

¹³⁵ 黒沼悦郎 「座談会金融商品取引法の改正」 商事法務 1840 号 28 頁(2008)

¹³⁶ 松尾直彦 東大公共政策大学院平成 19 年度金融商品取引法講義資料 12 回 3 頁 (2007)

¹³⁷ 前掲(注 25) 27 頁

性をどのように埋めるのか、即ち、グローバルスタンダードとの親和性の問題がある。問題の切り口を換えると20年前の立法者意思とその後の一般投資家等市場参加者の法規範意識が変遷する中で解釈論として形式基準による客観性（厳格性）と適用結果の実質的妥当性（柔軟性）を調和させることが出来るのか。形式犯方式を採る法の枠組み形式の問題である。経済界の求める規制の透明性、予見可能性の要求は、法の安定性の観点からみると必ずしも経済界の利己的で一方的なものであるとはいえない。個別の裁判事例における解釈適用の拡大、法改正による刑罰の引上げは、もはや単なる道交法違反に対するペナルティの枠を超えており、内部者取引規制を実質犯レベルに引き上げている。また内部者取引行為を審査する調査情報システムの飛躍的向上や課徴金制度の導入などによって告発、課徴金事例が増加しており、安易な先送りは最早許されない状況となっており、検討を直ちに開始すべき現下の課題となっている。

（3）村上ファンド事件

村上ファンド事件は現在¹³⁸も訴訟係属中であるが、利益至上主義の悪質なファンドが内部者取引を行い、巨額の利益を得たものとしてその経済倫理違反を強く社会に印象付けた。金融審議会が内部者取引規制の見直しを先送りされた直後に起きた事件で、敵対的企業買収（TOB）を使ったニッポン放送株のインサイダー取引事件である。「ものをいう投資家」¹³⁹として時代の寵児であった村上ファンドの村上世彰元代表がライブドアと行った一連の日本放送株取引について証券取引法に違反するインサイダー取引であるとして逮捕（2006年）され、東京地裁ではその行為を悪質であると厳しく処断する有罪判決¹⁴⁰が下されるなど大きな社会問題となった。その有罪判決¹⁴¹で述べられた村上被告の取引行為について「このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない」等という経済倫理面からの糾弾・批判はマスコミ等からは好評であったが、裁判所の使命・本務である法律解釈、適用の面からは次に紹介するが、判決内容に問題が少なくないとの指摘が多く出されている。

同訴訟で争われた主な法律の争点としては、これまでも内部者取引規制犯事件で争われた概念法学的論点である重要事実に係る「決定する機関」及び「その決定」の解釈に係るものであった。伝達の有無に係る事実認定の争いや内部者取引規定の例外となる「共同買付」への該当性の主張などの論点もあった（同じく、同訴訟で弁護側から主張されなかったが同じく例外となる「応援買い」

¹³⁸ 平成21年7月時点

¹³⁹ ジェームズ・アルタッチャー（訳船木麻里）『ヘッジファンドの錬金術』第2章 アクティブズム モノを言う投資家 37頁 パンローリング（2007）

¹⁴⁰ 平成19年7月19日東京地裁刑事第4部判決（平成18年特（わ）第2832号）96頁 「その他の悪質な情状について」平成19年11月21日金融商品取引法研究会研究記録第21号104頁 日本経済証券研究所（2007） 同地裁判決は公表されていないが、研究記録資料として一部の箇所が掲載されている。

¹⁴¹ 前掲（注54）判決97頁「被告人は、本件に係る株取得がインサイダー取引に当たることなど一顧だにせず、『ファンドなのだから、安ければ買うし、高ければ売るのは当たり前』と言うが、このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない」。

へ該当性等¹⁴²。また、本件が内部者取引規制行為ではなく、異なる違法行為類型ではないか、或いは特定の行為類型ではないが悪質な不公正行為になるのではない(第157条)、さらに内部者取引行為の対象を大幅に拡大する米国の情報平等論に至るのではないか、との危惧が示されている。なお、後述するが本件については平成21年2月3日東京高裁で執行猶予を認め量刑を緩和する判決が出されている¹⁴³。

(4) 未公開情報の不正流用による内部者取引の横行

M&Aの進む状況の下において一般投資者に対し資本市場の信頼を揺るがす会社外部者による不正行為が最近続発している¹⁴⁴。例えば日本経済新聞社員によるインサイダー取引事件(2006年)、宝印刷社員によるインサイダー取引事件(2008年)、NHK記者らによるインサイダー取引事件(2008年)、新日本監査法人所属会計士によるインサイダー取引事件(2008年)、野村証券M&A担当社員によるインサイダー取引事件(2008年)¹⁴⁵が挙げられる。これらの企業等は、いわば業界のトップであり、格付けも高位であり、企業倫理、職員の能力・資質も一定のレベルを上回っていると評価されている。これらの職員による事件発生で企業リピュテーションが低下したことは間違いない。さらには、証券取引等監視委員会の勧告事案等を見ると、役職員が所属する会社の業績予想等を事前に入手し株取引を行い、利益を上げるなど古典的な事案も後を絶たない¹⁴⁶。

因みに、これらのトップ企業を含め、全国6証券取引所が2007年2月に全上場会社(調査先数3,915社うち有回答3,317社)を対象に内部者取引防止の取組みを調べるためにアンケート調査「全国上場会社内部者取引管理アンケート」¹⁴⁷を行った。その結果、多くの企業が内部者取引規制の規範性を意識し、内部者取引管理規定の整備などを進めているものの、その具体的取組レベルについて相当の乖離があり、全体的には未然防止に向けた体制が取られているとまでは言い難い実情が判明している¹⁴⁸。これらアンケート結果をみると概ね上場会社でありながら、内部者取引規制に対する取組みに主体性・積極性が見られない法務部・コンプライアンス部門担当職員の資質・能力もあるが、そのスタンスの曖

¹⁴² 前掲(注54)56・57頁

¹⁴³ 太田洋=宇野伸太郎「村上ファンド事件東京高裁判決の意義と実務への影響」金融・商事判例1315号2頁(2009)

¹⁴⁴ 読売新聞平成20年5月17日朝刊11面「なるほど経済・インサイダー厳格化へ」

¹⁴⁵ 金融庁と東京証券取引所は2008年4月28日、国内で営業する全証券会社約300社に対し、インサイダー取引の未然防止のため、内部管理を徹底するよう要請した。具体的には(1)法人関係情報を入手できる役職員らの株取引の実態把握(2)情報管理態勢の再検証(3)社内規則の実効性検証(4)法令順守徹底の研修実施(5)類似事案の発生防止のための措置-の5点を早期に具体化するよう求めた。

¹⁴⁶ 証券取引等監視委員会各年次報告 同委員会ホームページ参照(勧告実績等)

¹⁴⁷ 全国上場会社内部者取引管理アンケート調査報告(2007年2月実施、同5月21日取りまとめ結果公表)東証のホームページで閲覧可能(www.tse.or.jp)

¹⁴⁸ 吉松和彦「全国上場会社内部者取引管理アンケート調査報告書で浮かび上がった課題」金融財政事情2751号28頁(2007)

味さなどが露呈する形となっている¹⁴⁹。

上場会社でありながら内部者管理規定をまだ定めていない社が5%を超え、内部者管理規定の見直しについて過半の企業が定期的な見直しなどを実行せず、法令の解釈についても、派遣職員との守秘義務契約を締結している社が約60%に留まっている。内部者取引規制の解釈・適用についても、重要事実の決定機関を4割の会社が形式的に取締役会と理解しており、重要事実の事実発生タイミングについて34%が不明とし、約30%が情報管理や自社株売買に関するレベル水準感を持たず、約20%が自社株買い許可の判断基準や重要事実かどうかの判断が明確でないとしている。

個人の投資行動を「貯蓄から投資に」向かう流れに置く中で証券市場が効率的であり、そのため投資家にとって公平で信頼出来る組織となるには企業の役職員等が自ら率先垂範する態勢の構築と、そのためのルール作りが前提として必要である。

こうした会社の役職員ないしは情報受領者が情報を利用し株式の売買取引行為等によって会社自体にもたらすリスクとして対処すべき側面は二つある¹⁵⁰。一つは自社株の取得等によって会社自身が内部者取引規制に違反するリスクに対するものである。例えば、大塚家具の事例がある。証券取引等監視委員会は大塚家具の役員が、同社が配当予想値の修正を行う事実をその職務により知り得、当該事実が公表される平成18年2月23日以前の同月10日から同月22日の間に、大塚家具の計算において、株券7万9,000株を3億3,295万5千円で買い付けたとして内部者取引に該当すると認め¹⁵¹、課徴金を科すよう勧告を出している。ただ、報道によると¹⁵²「同社は、株主に対する利益還元策などの一環として、2004年6月9日より2006年2月22日まで、配当予想の修正とは無関係に計画的、継続的に自己株の市場買付けを行ってきたと主張。今回の勧告では、重要事実の決定について、法律解釈に関する見解の相違があったという。『勧告は真摯（しんし）に受け止め、社内管理体制を見直す』（大塚家具）としている。」と報じられているところから、大塚家具が意図的に安値で買い付けようとしたのではなく、購入をした役員に内部者取引に該当する法令違反の認識がなかったのではないか。

他の一つは会社の役職員が会社の業務を通じて知った重要情報を利用したため内部者取引規制に違反するリスクである。例えば野村證券の中国籍の職員が、社内会議で知ったM&A情報を基に友人と共謀して、臨床検査薬会社「三光純薬」株など2銘柄を購入、友人はさらに飲料メーカー「アサヒ飲料」など2銘柄を買付け、2人の買付けは4銘柄計6万7,500株（約4,175万円）に及び、不正に得

¹⁴⁹ 吉松和彦 「金融機関には厳格なインサイダー取引防止体制が求められる」 金融財政事情 2751号 28頁（2007）

¹⁵⁰ 竹内辰介 「企業内重要情報の管理方法」 金融法務 A2Z 2 7号 26頁（2008）

¹⁵¹ 平成19年5月8日証券取引等監視委員会発表

¹⁵² 平成19年5月9日11時6分 Nittkei Bpnet 「証券監視委、大塚家具のインサイダー取引で3,044万円の課徴金勧告」

ていた利益は合計約1,300万円以上にのぼると指摘された事件である。平成20年12月25日東京地裁は野村証券の元職員に対し、懲役2年6月、罰金100万円、追徴金約635万円、執行猶予4年（求刑懲役2年6月、罰金100万円、追徴金約635万円）を言い渡した¹⁵³。この問題となっている行為は、直接的には、職員個人による犯罪行為である。しかし、職場で業務上知り得た会社の情報を利用した行為であるため、会社のコンプライアンス体制や情報管理体制の整備状況等を通じ、会社自身の責任が問われる可能性がある。現実に平成20年7月3日金融庁は、本件について野村証券株式会社に対し業務の改善を命じる行政処分を行っている。本事件のように会社の業務関連として行った行為ではなく、個人的な利益獲得を目的に違反行為を承知の上、発覚しないとの判断の上敢えて意図的に、確信犯として行った場合である。

前者の場合には、未然防止のため内部者取引規制の理解、判断に当たり社内のコンプライアンス体制としてどのようなことが必要とされるのかに集約化されるが、後者の場合は確信犯であり、罰則などペナルティの強化・厳格化によって未然防止を徹底することによってこれまで以上の抑止効果は上がるにしても、市場からは一掃することができない¹⁵⁴性質のものである。

自社株に係る内部者取引規制違反は、二つに大別できる。一つは自社株ないし自社株に係る権利（スックオプション等）を企業が報酬の一部として役員に与えるとか、企業合併の際に対価として渡すもの、もう一つは総配分性向を高め実質的な株主配当となる自社株買い¹⁵⁵、社員持ち株会やM&Aに絡み自社株を動かすことでインサイダー絡みの行為が多くなっている。前者については法的に解決がなされているものの、一連の付与手続きに瑕疵がないか、ストックオプションの権利行使をし、株式を取得することは認められるが売却が制限されるなどの問題がある。後者に関しては、企業サイドが違反とならないように企業内外の弁護士や取次ぎをする証券会社と事前相談するなどリーガルチェック、コンプライアンス部門の検証を経ていることが多くなっており、したがって規制内容の判断を誤らなければ未然防止になるものである¹⁵⁶。

ただ、自社株に係るそうしたすべての取引形態にとって従前から法令、判例、行政の手続き（ノンアクションレター制度）等により規制内容が明らかであるかどうかは、別の検討事項である（後述の経団連の意見参照）。例えば証券取引等監視委員会が18検査年度において勧告した小松製作所の株券に係る内部者取引の調査結果に基づく課徴金納付命令勧告（同製作所の執行役員は、同社の子会社のオランダコマツファイナンス(有)が解散することについて決定した事実

¹⁵³ 産経ニュース平成20年12月25日12時18分「野村証券元社員らに有罪判決 インサイダー事件」

¹⁵⁴ 日本経済新聞平成20年5月21日朝刊7面「証券は全社員登録」日本証券業協会安東会長は定例記者会見（平成20年5月20日）で、インサイダー取引再発防止策として上場会社の役員に係る「内部者情報データベース」登録システムを説明した後、記者の質問に答えた。

¹⁵⁵ 日本経済新聞平成20年5月26日朝刊1面「株主配分、利益の5割」

¹⁵⁶ 東京証券取引所等が内部者取引防止のためのセミナーなどを開催している。東証のホームページ参照

をその職務に関して知り、この事実が公表される平成17年7月13日以前の同月4日から13日までの間、同製作所の計算において、株券合計131万6,000株を1億7,746万1,000円で買い付けた事件)や前述の大塚家具の株券に係る内部者取引の調査結果に基づく課徴金納付命令勧告事件¹⁵⁷などの「うっかり」、あるいは「偶然」ともいい得る内部者取引違反が起こっているのも事実である。

(5) 証券市場ルールの国際化

近年日本の証券市場は外国人投資家のウエイトが高く、その動向が市況に大きな影響を持つ構造になっている。因みに平成20年における投資別部門別株式売買状況(株数・委託分)をみると、主に米国や欧州などの年金や投資信託などを運用する機関投資家である外国人が57%を占めており、次いで個人29%、金融機関7%、投資信託2.4%、事業法人1.5%、証券会社2.7%となっている¹⁵⁸。外国人のポジションが売越になっているか買越基調になっているかは外国人投資家による日本経済の評価バロメーターともなっている。20年で見ると売りが206,910,820千株 買いが201,754,404千株となっており、ほんの僅かであるが売越基調であり日本経済については厳しい見方をしていることがわかる。

外国人投資家は、投資戦略の中で当該国の経済パフォーマンスや政治情勢の安定性を評価するほか、エンフォースメントも含め金融資本市場に関する客観的で公正な法制度が取られているか、透明性が高いルールかどうかについて重要視している¹⁵⁹。18年度金融商品取引法改正もその大きな視点の一つは国際化であり、国際市場としてのわが国の市場の魅力を高めるための取組みを急ぐ必要があるとされた¹⁶⁰。最近の一連の紙上を賑わしているこれらわが国の証券市場を巡る不祥事件は、当然そうした視点で注目され、何らかの影響が出てくることが予測される。特に日本の内部者取引規定が昭和63年の導入時における法務省の意向を反映し、他の資本市場先進国にはない形式基準と実質基準のダブルスタンダードになっている¹⁶¹等、ユニークな規制枠組みを引続き採用しており、米国やEU諸外国が採用している国際的基準との親和性があるのかという観点は日本の証券市場の信認が得られるかどうかのキー・ポイントになっている¹⁶²。

そうしたこともあり、外国のマスコミヤマン¹⁶³、ベインブリッジ¹⁶⁴等の著名な証券取引法学者が最近の日本証券市場について発言しているものを見ると、「内部者取引規制法制は導入されたものの、それに基づくエンフォースメントが全

¹⁵⁷ いずれの事件も証券取引等監視委員会 18年度年次報告・勧告事案参照

¹⁵⁸ 東京証券取引所グループホームページ(統計資料投・資部門別売買状況)

¹⁵⁹ 平成16年4月16日第16回金融審議会議 東京証券取引所専務吉野貞雄発言

¹⁶⁰ 金融庁パンフレット『新しい金融商品法制について』1頁(2006)

¹⁶¹ 岸田雅雄 『第2版証券取引法』 267頁(2004)「我が国では罪法定主義を強調しインサイダー取引が犯罪となる構成要件を極めて詳細に定めていることがある。」指摘する。

¹⁶² 平成16年4月16日第16回金融審議会 大森課長、吉野貞雄委員(東証専務)黒沼悦郎委員(神戸大学教授)発言

¹⁶³ Radio Talk Program Legalize Insider Trading by Larry Elder to Professor Manne (September 24, 2004)

¹⁶⁴ Stephen M. Brainbridge Securities Law Insider Trading Second Edition 153頁 Foundation Press (2007)

く行われず、放置されている」と揶揄しており、特にベインブリッジは日本と香港の証券監督の放任度は同じ程度と指摘している。こうした偏見(?)の解消に向けても、今後日本市場が国際化に後れを取らないために真摯に検討する必要性¹⁶⁵が出てきている。

4 . 小括 内部者取引規制の検討

上述のように特異な村上ファンド事件をはじめとして、頻繁に内部者取引規制犯事件が発生しており¹⁶⁶、一方その事件に対する法規適用の困難さ、不当利得を認める制裁規定等に疑問点や不十分さを指摘する声が少なくない。「市場犯罪に対する社会の目が厳しくなる中、インサイダー取引の規定について、議論を始める時期に来ているのではないか。¹⁶⁷」「まず一つには、インサイダー取引がなぜ悪いかにつき共通認識を改めて醸成することである。¹⁶⁸」「時代の変化とその後の厳罰化を勘案すれば、規定の見直しは不可避といえる。¹⁶⁹」「制定当時の立法担当者の解説どおりやると間違える状況なのに、相変わらず昔風の解説を振り回す専門家が多すぎる。¹⁷⁰」等である。具体的には、単なる規定の解釈論に留まらず内部者取引規制の在り方(根拠、論理)について規定そのものの見直し等の法的整備が喫緊の課題となっており、具体的な対応策や検討の必要性¹⁷¹が切迫してきている¹⁷²。そこで、改めて内部者取引規制について平成 18 年証券取引法改正時に行われた金融審議会の議論から検証を進めたい。

¹⁶⁵ 証券監督者国際機構・IOSCO「証券規制の目的と原則」原則 28 不公正取引の禁止 (2004)

¹⁶⁶ 証券取引等監視委員会年報 平成 20 年 8 月 51 頁 (2008)

¹⁶⁷ 読売新聞記事平成 20 年 6 月 4 日朝刊 13 面「野村インサイダー事件」

¹⁶⁸ スクランプル「相次ぐインサイダー取引事件と抑制措置の強化」商事法務 1834 号 50 頁(2008)

¹⁶⁹ 日本経済新聞平成 20 年 9 月 4 日夕刊 9 面「十字路・インサイダー規制の見直し不可避」

¹⁷⁰ 日本経済新聞平成 20 年 9 月 6 日朝刊 19 面「インサイダー取引を巡る混迷」

¹⁷¹ 朝日新聞平成 20 年 6 月 6 日朝刊 7 面「インサイダー業界を超えた防止策が必要」

¹⁷² 清水章雄「米国の証券取引規制と国際法 - 1934 年証券取引所法 10 条(b)項および証券取引委員会規則 10b-5 の域外適用 - 」早稲田法学会誌第 30 巻 205 頁 (1980) では証券取引所法 10 条(b)項の域外適用の問題は、内部者取引規定の国際化によって現在議論が殆ど行われていないと指摘する。

第3章 わが国の内部者取引規制の経緯等 (内部者取引規制とその執行)

1. わが国の内部者取引規制の構造等

次にわが国の内部者取引規制の現状と課題は何かを特定するために、まずわが国の内部者取引規制の導入経緯及びその構造を俯瞰することにした。

(1) 導入の経緯

わが国の内部者取引規制は、昭和63年の証券取引法の一部改正によって導入された(昭和63年5月31日法律第75号。平成元年4月1日施行)。もちろん63年以前に内部者取引規制が米国等の資本市場の先進国において立法、施行されていることは研究者、監督当局等で承知されており、同様な規制が国際化をめざすわが国の証券市場においても必要であるとの認識は十分にあった¹⁷³。しかし、昭和51年に提出された証券取引審議会の答申・報告書¹⁷⁴にも見られるように、証券取引法の改正による内部者取引規定の制定までには至らなかった。同報告書では「内部者取引が悪であるという認識は、近年米国を中心として欧州各国にまで広まっており、わが国においてもこのような考え方を一般的に定着させる必要がある。」しかし、制定には内部者の特定等困難な問題があり、また米国の内部者取引規定に相当する証券取引法第58条があるからといって、これまで何も触れてこなかった内部者取引へ性急に直接の適用を認めることは限界があるとして「内部者取引が何より道義に反する行為であることを関係者に十分認識させ、さらにその認識が実践にまで高められるように努めることが実践的である。」と結論付けている。要は、米国等が導入しているそうした内部者取引規制の趣旨を法改正ではなく実行上の措置として普遍化し、制度の周知を図るよう行政当局、取引所、証券業者¹⁷⁵がそれぞれ進めていくこととされた。この報告に基づきそれぞれの機関が通達・規則等¹⁷⁶を作り規制を進めたが、違反があっても極端な案件のみが対象とされ、対象とされてもその結果は法の執行という形式を取らないため各機関の内部的対応、措置等¹⁷⁷に留まり、外部からはエンフォースメントが何も行われていないとみられる状況¹⁷⁸が続いていた。

ところが例えば、昭和62年に阪神相互銀行(当時)がその融資先であるタテホ化学工業による大規模損失の情報を察知し、同化学工業が損失の公表前に、同工業株の売り抜け¹⁷⁹をし、マスコミを賑わす事件(「タテホ・ショック」)が起こったが、結局大蔵省と証券取引所の調査等が進まず、そのままに放置されたことや取引のボーダレス化によりアメリカを

¹⁷³ 神崎克郎『証券取引規制の研究』92頁 有斐閣(1968)

鈴木竹雄 河本一郎『法律学全集証券取引法』15頁 有斐閣(1968)

¹⁷⁴ 証券取引審議会報告(昭和51年5月11日)「株主構成の変化と資本市場の在り方について」
3. 不公正取引規制の在り方

¹⁷⁵ 座談会「インサイダー取引の規制」水口弘一野村総合研究所社長発言 ジュリスト 908号 5頁(1988)

¹⁷⁶ 大蔵省証券局通達(昭和46年2月24日)「事故防止等について」(内部者取引の受注について)東京証券取引所会員通知(昭和47年11月17日)「上場会社の関係者による自社株の売買取引について」等

¹⁷⁷ 大蔵省証券局検査課引継資料等(1992)監視委員会保存 証券取引等監視員会設立以前の状況を総括

¹⁷⁸ 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化[上]」商事法務 1142号 3頁(1988)

¹⁷⁹ グループNE『インサイダー取引の内幕』32頁 オーエス出版(1988)

中心とする諸外国、国際監督機関から証券取引規制ルールに対する国際的協調の要求の一つとして内部者取引規制が強く求められたこと¹⁸⁰、さらに日本市場の特殊性に対する海外マスコミの批判等が起こり立法化に向けた契機となり、証券取引審議会で検討が重ねられた¹⁸¹。最終的に出された証券取引審議会報告書（昭和 63 年 2 月）「内部者取引の規制の在り方について」では、「個人投資を含め証券市場の機能を発揮させるために、国がなすべき、またなし得るものとして内部者取引のような不正或は不公正取引を防止して、投資家にとって安全なマーケットを提供するということなので、市場に対する信頼を確保するには内部者取引を止めさせなければならない」とし、「内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきである」と結論付けられた¹⁸²。

同報告書では、未然防止体制の整備と法制の適用・整備が必要であるが、何よりも未然防止に重点を置くべきであり、法制も基本的には一般予防を図る形とすべきであり、未然防止に繋がる必要があるとする¹⁸³。未然防止体制の整備については、当該有価証券の発行会社、証券取引所、銀行・保険会社などの金融機関等に分けられ何をすべきであるかが明らかにされ、また発行会社に対する報告命令権の付与等による行政的監督の強化が挙げられている。同年の証券取引法改正により、内部者取引規制が導入された¹⁸⁴。

前述のとおり証券取引法は戦後アメリカの証券諸法を母法として制定されており、アメリカが内部者取引規制の根拠としている法文・連邦証券取引委員会規則10b-5（以下では連邦証券取引委員会を「SEC」と略記する。）の引き写し¹⁸⁵と紹介されている条項（証券取引法58条・当時）も存在していた。それにも拘わらず敢えて証券取引法を改正¹⁸⁶し、司法当局の強い意向のもと罪刑法定主義の観点から明確性を重視し¹⁸⁷、取引行為者がインサイダー情報を利用して意図して利益を上げることが要素とせず、単に職務上会社の内部情報である重要事実¹⁸⁸を知り、その公表前に当該会社の株式等の取引をすることはルール違反であると定めた。行為者や重要事実等を具体的詳細にかつ網羅的に構成要件要素として法律本文及び政省令に組み入れた内部者取引規制条項（190条の2他 昭和63年当時）を制定した。形式犯¹⁸⁹として違反行為を定め、ここに処罰の根拠を置く。したがって罰則である法定刑も6カ月以下の懲役または50万円以下の罰金とし、不公正取引一般を規制する157条と比べ軽く、また刑法の罰条と比較すると他人の葉書を隠すことが罪とされている親告罪である信書隠匿罪（刑法263条）と自由刑の期間が同じであり、その有責性の位置付けが極めて軽微なことが窺える。その後現在まで運用等に伴い適用要件の明確化や追加が行われ、罰則の強化や規制

¹⁸⁰ ほぼ同時期（昭和 62 年）に導入された制度として大量保有報告（5%ルール）がある。

¹⁸¹ 座談会「インサイダー取引の規制」ジュリスト 908 号 4 頁（1988）

¹⁸² 小林滋「内部者取引の規制の在り方について」商事法務 1141 号 13 頁（1988）

¹⁸³ 前掲(注 3)6 頁 竹内教授発言「内部者取引の規制には刑事罰に頼るのみではなく、むしろその事前のところで十分これを防止する体制がないことには、刑事罰そのものが十分機能しない、という考えで最終的にまともな体制ができていないと思います。」

¹⁸⁴ 証券取引審議会報告書（昭和 63 年 2 月 24 日）「内部者取引の規制の在り方について」

¹⁸⁵ 並木俊守「内部者取引の規制」124 頁 日本法令（1988）

¹⁸⁶ 前掲(注 6)12 頁では、これまで当該条項で不問にしていたものを急に捕えとした場合、不満を抱くことになる。「そのためにはやはり法律を一度オーバーホールして過去の経験に捉われず新しい法律を適用することが必要であるとする」と内部者取引規制規定の新設を説明する。

¹⁸⁷ 証券取引審議会報告書報告書内 4.内部者取引に対する刑事罰則の整備（1）基本的考え方 八．構成要件が明確であり、投資家にとって取引を行う時点において、その処罰されるものか否かが明確に判断できるようなものとする。

¹⁸⁸ 平成 20 年 6 月証券取引等監視委員会公表の「金融所品取引法における事例集」に重要事実の事例・類型別紹介がなされている。

¹⁸⁹ 編集平野龍一「注解特別刑法補巻（2）」253 頁 青林書院（1996）

ツールの多様化などの改正¹⁹⁰が繰り返されている。こうした刑罰の引き上げについては、「部
者取引規制の条文そのものが本質的な改正がなされていないままに、違反の性制は強化さ
れている。この点で、証券取引法における形式基準と刑事罰の整合性（軽い法定刑）はす
でに崩れているといえる」として世論に押された安易な罰則の引き上げは、規制要件基準
の見直しが必要であると批判¹⁹¹されている。

（２）不公正取引規制における位置付け等

不公正取引規制における位置付け

金融商品取引法第 6 章・有価証券の取引等に関する規制には、証券取引の不公正行為を
禁止する規定が設けられている。一般的な不公正行為の禁止規定（第 157 条¹⁹²）と個別の具
体的な証券取引行為を禁止するものがある。内部者取引規制も個別禁止規定の一つである。
主な個別の具体的禁止規定としては、風説の流布・偽計取引等の禁止（第 158 条）、相
場操縦行為等の禁止（第 159 条）、会社関係者等による内部者取引の禁止（第 166 条）、
公開買付者等関係者の内部取引の禁止（第 167 条）、虚偽相場の公示等の禁止（第 168
条）などが挙げられる。

広義の内部者取引規制

未公開の内部情報の利用による有価証券市場の公平性及び健全性を確保するため、広義¹⁹³
の内部者取引規制として 会社内部者の持株の売買についての報告義務（第 163 条）、会
社内部者による短期売買差益の返還制度¹⁹⁴（第 164 条）、会社内部者による自社株の空売
り禁止（第 165 条）、会社関係者等による特定有価証券等取引の規制（第 166 条）及び 公
開買付者等関係者による株券等の取引規制禁止（第 167 条）が設けられているが、後二者の
みが狭義の内部者取引規制であり、直接的に内部者取引を禁止している。

狭義の内部者取引規制

狭義の内部者取引規制は、会社の役職員や株主といった証券の発行会社と特別の関係に
ある者が公表されればその証券の価格に影響を及ぼすような重要な未公開の会社情報を得
てその公表前に行う証券の売買等を禁止するものと定義が出来る。その行為は証券取引の
公平性を害するものとされ、罰則、課徴金をもって糾弾される（金融商品取引法 166 条、167
条、197 条の 2 第 13 号、207 条 1 項 2 号 175 条）。

（３）内部者取引規制の構造

金融商品取引法第 166 条で定める内部者取引規制の構造は、第 1 項及び第 3 項で取引
を禁止される主体の身分である「会社関係者」、第 1 項で違法行為類型である「禁止対象
取引行為」、第 2 項で客観的構成要件要素として投資者の投資判断に重大な影響を与える
とみられる会社情報を「重要事実」として「具体的制限列举」するとともに「包括条項」

¹⁹⁰ 東京証券取引所自主規制法人『インサード取引規制 Q&A』170 頁（2008）

¹⁹¹ 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』922 頁 青林書院（2006）

¹⁹² 並木和夫「不正な証券取引の禁止 証券取引法157条1号（旧58条1号）の意義と展開」法学
研究73巻12号50頁（2000）

¹⁹³ 松井秀樹「インサード取引規制の変遷と現行制度の概要」商事法務 1679 号 4 頁（2003）

¹⁹⁴ 明田川昌幸「内部者取引と利益相反 証券取引法 163 条と 164 条の短期売買差益提供規制を
中心として」『商事法への提言』835 頁（2004） 会社内部者の持株の売買についての報告
義務（第 163 条）及び会社内部者による短期売買差益の返還制度（第 164 条）について、単
なる内部者取引の予防を目的とした規制ではなくアメリカ法律家協会の連邦証券規制につい
ての委員会報告の議論等を基に「会社内部者が会社経営に際して有する権限を悪用し、会
社の経営事項を操作して自ら内部情報を作り出しそれによって自社証券の取引を行うとい
う、より悪質な内部者取引の防止を目的として立法されたものであると考える」とし、その射程
の大きさ、有効性を主張するもの。

を組み合わせ、さらに適用が見送られる数量等による「軽微基準」を内閣府令に委任している。重要事実は株式の募集等の決定事実、業務遂行過程で生じた損害などの決算事実、売上高等の決算情報、その他の事実（包括条項）子会社に係る事実に分かれている。第4項で（消極的）客観的要素として「公表」の方法、第6項でそれらの状況にあっても適用されない「適用の例外」を定める。なお、重要情報の利用及び取引による利益の有無は要件とされていない。また公開買付者等関係者の内部者取引禁止は「公開買付者等」関係者、「公開買付等」事実と限定が加わるものの、基本的に166条の会社関係者等による内部者取引規制と構造は同じである。

要は、一定の身分者が基本的に個別列挙された株価等に重大な影響を与える未公表の重要事実を知りながら、その公表前に株等の取引を行う行為を禁止するものである。また一方で、軽微基準も含めその適用除外の場合が定量的基準等で詳細（政府令）に定められているのが特徴である。

（４）形式犯として規定された背景

海外の内部者取引制度

このような形式犯として要件が詳細網羅的に定められた背景として、一つには立法当時海外の内部者取引規制に係る法制度を参考にしていることが挙げられる。当時の証券取引審議会第1回特別部会（昭和62年10月30日）では諸外国の内部者取引規制の状況について事務局から報告をされている。米国は証券取引所法第10条(b)項とSEC規則10b-5のキャッチ・オール条項を基にSECの審決や裁判所の判決で規制の具体的根拠と基準を示していること。その規制は1960年代に本格化した。1980年代に入り規制を更に強化する動きがでており、ボイスキー事件¹⁹⁵等大型の事件摘発が続いている。議会では民事制裁金制度の導入を行い、さらに内部者取引規制の定義を明確にする法案¹⁹⁶も出されていること等である。英国の状況としては1985年会社証券法による規制が金融サービス法により修正され一層強化（1986年）されていることが報告されている。EU諸国では英国法が米国のように審決や判例で具体的事案について適用基準を明らかにしていく方式ではなく、予め法律で内部者、情報受領者、重要情報、禁止行為、例外規定などを定めていることを紹介している。その他フランス等の内部者取引規定も説明されている。

わが国の内部者取引規制の規定振りをみると結果的に英国法が参考にされたことが理解できる¹⁹⁷。各禁止行為の列挙、情報受領者の取扱いなどにその特徴は見られる。内部者取引規制の歴史が長い米国型の規定振りが採用されなかった理由としては当時米国においても定義規定等の法制化の動き（1988年法案¹⁹⁸）が出ていたものの成立せず、また連邦最高裁判所における規制根拠論議（チラレア判決等）が決着せず、流動的であったことが挙げられている¹⁹⁹。

¹⁹⁵ 日本経済新聞社編「SECの素顔」48頁（1989）

¹⁹⁶ 1984年、1988年改正

¹⁹⁷ 関根攻『インサイダー取引規制の総合解説』123頁（1989）

松川隆志「インサイダー規制政省令が出揃って」商事法務1172号3頁（1989）では、「英国の規制法は、ある程度具体的に内部者取引の行為等について規定していますが、それでも今回のわが国の規制に比べまして抽象的な規定の仕方になっております。これは、フランス、スイス等においても同様です。そういう意味で、わが国の190条の2、190条の3については、世界でも他に類例のないような具体的に構成要件を規定する方式をとっているわけです。」と日本の規定振りの独自性を強調している。しかし、米国の判例方式に比べ英国法の法典化との類似性が見えることから参考にしたことは否定できないと思われる。

¹⁹⁸ 島袋鉄男「インサイダー取引規制 アメリカにおける法理の発展」86頁法律文化社（1994）

¹⁹⁹ 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化[下]」商事法務1144号12頁（1988）

証券業界等の反応

加えて米国流の規則 10b-5 類似の一般的な不公正行為の禁止規定である第 157 条を内部者取引規制の根拠条文と位置付けせず、新たに詳細かつ網羅的規定を導入したのは、証券業界から新たな規制であることを明確にしてほしいとの強い要望があったことが背景²⁰⁰となっている。証券業界では証券取引審議会の立法化に向けた動きに対し、米国のインサイダー取引に対する強い関心や国際取引、証券会社の海外進出などからインサイダー取引の規制の導入について必要性は認めながら、第 58 条で取り締まるのは、これまでの取扱いと根本的に異なるので従来の者が何も問題とされず、これからの者のみを取り締まられるのでは不公平になる。第 157 条でこれまでよいとされた取引行為が急に規制されるのは合理性がない、説明できないというものである。したがって、新規立法・証券取引法改正によって開始すべきであるとの対応であった。

刑罰の謙抑性や罪刑法定主義による明確性

さらに刑罰の謙抑性や罪刑法定主義による明確性の議論があった。当時の研究家の意見をみると、インサイダー取引に対する世間の規範意識の変化に先行し、研究者の間において立法試案などが出されている²⁰¹。証券取引審議会ではそれらの意向も踏まえ審議が行われている。審議会においては三度にわたりインサイダー取引規制の基本的な考え方について検討会が開かれている。米国同様第 58 条の適用で対応しようとする意見や包括条項で進もうとする考え、現行の第 58 条に加え、更にインサイダー取引だけを狙った規定を設けようとするもの等が主張された²⁰²。

しかし、法務省の意向は、現時点（検討時）においてインサイダー取引について違法であるとの認識が社会一般に低い。したがって何が違法行為なのかは明確にされなければならない。また刑罰は抑止手段として謙抑的であるべきである。法律の規定が抽象的では、経済犯罪一般に言えることだが訴訟追行が困難、特に証券市場を通じたものについては証拠の確保等が困難である。捜査には証券取引と企業財務に通じた専門知識及び経験を有する調査人員が相当数必要となるが、現在そのような体制にない、等の理由で内部者取引規制の導入に関しては取締りを必要とする違法行為を明確にしなければならないと主張し、具体的かつ客観的に規定することを要求した²⁰³。こうしたこともあり当時証券取引審議会特別部会座長であった竹内昭夫教授は、監督官庁側で当初用意した実質基準による規制規定案を法務省が合意しなかった状況を吐露し、詳細かつ網羅的に規定した形式犯スタイルが妥協的産物であることを遠隔的に述べている²⁰⁴。

最終的に内部者規制立法の仕方としては、会社の役員・従業員等の内部者、会社の取引

²⁰⁰ 前掲(注 6)6 頁では証券仲介業者の意見を代弁し「最初に適用された者としては、いままで何十年も不問に付しておいて、なぜ自分だけ捕まえるのか、という不満を抱くのは自然である。もちろん、法律に違反した者にそんな抗弁を主張する権利はない。自動車のスピード違反をした者が、「前の車も違反しているのに自分だけ捕まえるのは不当だ」と言っても、現にスピード違反をしている限り仕方がない。しかし不公平だという不満を抱くのは自然であろう。そうすると、法律を適用する者としては、そういう不満が残らないように法律を運用することが望ましい、ということになるのは当然のことである。」と言及されている。

²⁰¹ 籠田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」企業法の研究 701 頁 (1977)

²⁰² 河本一郎「法律改正に到る経緯」金融・商事判例806号101頁(1988)

²⁰³ 前掲(注 27) 17 頁

前掲(注 17) 253 頁

²⁰⁴ 未確認であるが、当時立法に携わった旧大蔵省証券局の担当者から聞いたところでは、法務省内で包括基準案を省内トップに挙げたところ、その最終権限者が「それで裁判に勝てるのか」と一喝し、採用が見送られたとの由。

先等の準内部者、及びこれら会社の関係者から会社に係る情報の伝達を受けた第一次情報受領者が、一定の重要情報を知って、当該情報が公表されるより以前に当該会社発行株式の取引を禁止するとの立場をとった（第190条の2、現行法第166条）。また、発行会社の外部で発生する情報については、規制の対象となる情報を公開買い付けと株式買い集めに限るものに限定したうえで、情報源の内部者、取引先及び第一次情報受領者を規制の対象とすること（第167条）になった。

2. 内部者取引規制の執行状況

（1）監視委員会の設立等

平成元年に内部者取引規制が施行されたが、他方これらの規定を実質的に執行する専門機関が求められていた²⁰⁵にも拘らず、その設立の動きが見えないでいた。また内部者取引規制が導入されて検査監督関係で付与されたのは、証券取引所の業務に関し必要に応じ行政当局が上場会社から報告書の提出を求める権限だけであった（証券取引法第154条）。平成4年に監視委員会が立ち上がるまでに摘発されたのは次の2件に留まった。

1件目は日新汽船株事件で、当時の大蔵省及び東京証券取引所が調査したが内部者取引違反であると特定できなかった。第三者増資発表前日に情報を得た千代田ファイナンス社長三登啓伯が知人の女性名義で日新汽船株を7,000株購入した事件²⁰⁶について、警視庁捜査2課が調査し東京地検に告発したもので、同社長は平成2年9月21日に東京簡易裁判所から罰金20万円の有罪判決を受けた（最初の摘発事件）。本件は、内部者取引規制が導入されたものの、その規制が実際に発動されるかどうかについて甘い予断があった証券業界に改めて警鐘を鳴らす効果があったといわれている²⁰⁷。

日新汽船株事件の反省からその後大蔵省証券局に取引審査室（平成2年6月）が設置され、法務省から出向検事を受け入れ、組織体制を整え、平成3年4月21日には2件目の摘発を行った。谷藤機械工業株式会社の臨時取締役会報告で架空の大量売上げが行われており、今後の営業活動に重要な影響が生じるとの情報を得た同社専務上条福雄が妻名義及び本人名義で2万2千株を売却し、約1,800万円の損失を免れた行為を告発し、平成4年9月25日東京地裁が罰金50万円を科したマクロス事件²⁰⁸（第2の摘発事件）である。後述の日本商事事件と同様にマクロス事件では、臨時取締役会における報告が第166条2項の重要事実²⁰⁹に該当するかどうかについて、主位的訴因、第一次予備的訴因、二次予備的訴因の3個の訴因が出され、結局判決では二次予備的訴因である第166条2項4号の包括条項が適用されている。内部者取引規制導入後2年を経ても違反行為に係る構成要件の適用について検察側で訴因の特定が出来ず、混乱した状況が窺える事件で、今回の課題もそこに原点があると思われる。

ところが、平成3年には大手証券会社による特定顧客への損失補填が社会問題となり、国会に特別委員会が設けられ事件の究明と行政の対応について調査・審議が続けられた。その結果、大蔵省証券局（当時）から検査部門を中心に分離し、独立性を高めた専門の強制

33

²⁰⁶ 日新汽船事件（東京簡易裁判所判決・平成2年9月26日）商事法務81号35頁（1990）

1990年6月15日に代田ファイナンスの社長が知人名義で日新汽船株を7千株購入

²⁰⁷ 金融・証券取引研究会「インサイダー取引について 事例集」49頁（2003）

²⁰⁸ 黒沼悦郎「架空売上の形状とインサイダー取引財の重要事実」商事法務1420号31頁（1996）
なお、告発直前藤谷機械工業株式会社から（株）マクロスへ商号変更している。

²⁰⁹ 本件における情報が投資者の投資判断に影響を及ぼした（重要事実）とする実証的検証を行ったものとして仮屋広郷「インサイダー取引規制 証券投資論と重要事実」一橋論叢第114巻1号116頁（1995）

調査権²¹⁰をもつ委員会組織を作ることとなり、平成4年7月20日に監視委員会²¹¹が設立された。内部者取引規制の法執行は、名実共にこの時点から開始されたといえる。

なお、インサイダー取引規制法である金融商品取引法第166条他の監視執行については、監視委員会が専担し対応している。平成12年7月の金融庁発足に伴い、従来の体制のまま金融庁に移管され、平成13年1月の中央省庁改革後も総理府の外局として設置された金融庁に置かれている²¹²。その法的な位置付けとして、より独立性を高め、権限強化等を図るべきであるであるとの議論・要望は設立以来続いている²¹³。

監視委員会の調査や検査結果等に基づき違反行為を捕捉認定したときには金融庁長官に対し処分勧告や建議がなされ、犯則の心証を得た場合には検察庁に対し告発を行うシステムになっている。平成17年4月からはエンフォースメントツールの多様化の一つとして非刑罰化ツールである課徴金制度も導入され、さらに20年改正では違反行為の禁止・停止の裁判所に対する申立てに係る金融庁長官の権限が監視委員会に委任されることとなり、証券取引監視委員会が直接、裁判所に対して違反行為について禁止等を申し立てることが可能となった²¹⁴。その結果米国SECの手法であるインジェクション制度と類似の権限を持つことになった。なお、その他法律上の規制組織として間接的に証券取引所や日本証券業協会などの自主規制機関があり、自主規則を定め間接的な法執行機関として機能している²¹⁵。

(2) 執行の実績

内部者取引を規制する法律が制定され、また監視委員会が執行を専担するなど組織体制が整えられ、その法令執行の具体的手段・ツールとしては刑事罰の手法及び行政的手法が用意されている。上述のとおりわが国では監視委員会が執行機関として毎年度の執行実績について年報を出し公表している。その年報から執行の実績を見ることにしたい。

証券検査（法59条第1項～3項）

行政的手法の典型は、証券検査である²¹⁶。証券会社をはじめとする検査対象について金融商品取引法等の遵守状況及び財務状況の健全性について主として臨店し、検査を行っている。検査の方針及び検査計画は毎年前年度末に立案され実行に移されている。証券検査は毎年国内証券会社を中心に100社前後実施しており（平成17年度以降証券会社に関しては全面的に監視委員会が検査を担当することになった²¹⁷）。不正取引に関する問題点が認められた会社の数は、17年度18社、18年度20社、19年度11社となっている。検査対象取引等が複雑高度化していることから専門知識が要求されるため、中途採用などにより職員資質の向上に努めている。検査結果については、勧告等に至ったものが公表されている。勧告

²¹⁰ 前掲(注9)14頁では大蔵省の調査権について当時の免許行政下における限界に触れている。国税犯則取締法の様な法律を求めている。平成3年秋に筆者が証券局検査課総括補佐の職にあった際、法務省特捜部岩村 修二検事（現東京地検検事正）に強制調査権限付与の可能性について打診を行っている。

²¹¹ 梶朋美「証券取引等監視委員会」調査と情報545号 1頁（2006）

²¹² 証券取引等監視委員会の組織変遷については、委員会ホームページ参照

²¹³ 大崎貞和「証券市場監督体制のあるべき姿」資本市場クォーターリー5巻2号2頁（2001）

²¹⁴ （金融商品取引法第194条の7第4項2号）金融商品取引法等に違反する行為を行い、又は行おうとする者に対する禁止又は停止の命令に係る裁判所への申立て（金融商品取引法第192条第1項）の権限について、証券取引等監視委員会に委任することとする

²¹⁵ 金融商品取引法第4章第67条以下

²¹⁶ 参考 証券取引監視委員会の事務処理状況の公表について 監視委員会年報 18年度

²¹⁷ 参考 証券取引監視委員会の事務処理状況の公表について 監視委員会年報 7年度

された内部者取引は最近では 11 年度に 1 件あるのみである。

証券検査自体については、問題が生じていないが、その効率的実施について受検機関、金融証券業界から改善に向けた要望が出されている。

課徴金(第 172 条)

平成 17 年(2005 年)度に課徴金制度が導入されたが、導入初年度に不正取引行為により課徴金をかけられたのは内部者取引規制違反が 9 件であり、平成 20 年度は 15 件となっている²¹⁸(表 1)。監視委員会からは 20 年 5 月に第 1 回目の課徴金事例集が公表²¹⁹され、事例参考に供されており、21 年 6 月にはその後の事例を加えた更新版が出されている。内部者取引規制違反の事例は全部で 33 例 50 件挙げられている。その内訳としては、業績及び配当予測値の下方修正や業務提携・合併、新株発行、社債募集などとなっている。これらいずれの案件も違法行為者である被審理人から事実関係を認める答弁書の提出があったため審判廷における審理は行われていない。ちなみに、平成 20 年改正によって監視委員会自ら法令違反行為の禁止・停止命令の申立てが出来るようになったのは前述のとおりであるが、適用事例はまだない。

課徴金については、その株価の評価時点について改善が求められており、20 年 6 月 6 日には金融商品取引法の一部改正の中で手当てがされたところである。

表 1 課徴金納付命令勧告件数

課 徴 金	平成 17 年度	平成 18 年度	平成 19 年度	平成 20 年度	合 計
勧告件数	9	14	21	32	76
うち内部者取引規制	9	9	21	15	54

刑事告発

刑事罰的手法では刑事告発された事案をみると監視委員会が設立された平成 4 年度から 20 年度まで(7 月～6 月ベース)の 16 年間で総告発件数は 108 件行われており、うち 49 件が内部者取引規制違反で告発されている(表 2)。その 49 件の重要事実別内訳をみると「公開買い付け」(第 167 条第 1 項)が一番多く 11 件であり、続いて「株式分割」(第 166 条 1 項)が 8 件、民事再生法の申請(第 166 条 1 項 1 号)6 件などとなっている。特徴としては平成 14 年からの経済回復基調に合わせ公開買い付け等を手法とした M&A が積極的に用いられ、その過程で情報を入手した会社内部者によるインサイダー事件が多くなっている。

表 2 刑事告発件数(注 平成 20 年度分はまだ公表されていない)

告 発	平成 16 年度	平成 17 年度	平成 18 年度	平成 19 年度	合 計
告発件数	11	11	13	10	108
うち内部者取引規制	6	5	9	2	49

無罪とされたケースはないが、有罪宣告されても懲役と罰金、追徴が科せられても元々の法定刑が低く、また経済犯罪ということもあり、概ね 1 年 2 カ月～6 カ月程度の刑期となっており、しかも殆どのケースに執行猶予が付いている。これまで執行猶予が付かなかったケースの一つはメディア・リンクス事件で株価を高騰させるため

²¹⁸ 証券会社の検査項目中財務状況について、監視委員会立ち上げの際、登録金融機関に対する監督権限の浸食を嫌った大蔵省銀行局が、行為規制と財務状況は別であると主張(証券取引審議会委員 長岡東証理事長が代弁)したため、証券会社に対する検査が 2 分されてしまった。

²¹⁹ 証券取引等監視委員会 20 年 6 月公表金融商品取引法における課徴金事例集 (2008)

虚偽の事実公表等を行っており極めて悪質な事件²²⁰である。ちなみに、判決に不服で上訴されるケースも例外的な案件を除き見られず、大概のケースが争われることなく地裁レベルで結審している²²¹。こうした観点から見ると、科刑による抑制の有効性について疑問なしとはいえない。

殆どのケースで情状酌量事由があることから執行猶予が付いている。そのことが即不適切であるということではないが、膨大な調査時間・人員、経費の投下のもと執行猶予に留まるのでは、刑事政策上及び規制行政の効率性から適切とは云えないのではないかと。結果的に執行猶予が付いたのは、被告人本人の改善のためには刑務所内更生よりも外部による自律的矯正に委ねた方が適当とする判断が下されたもので、この判断は構造的に内部者取引規制が自由刑によって予防されるべき性格の犯罪ではないとの証左になるのではないかと。平成16年まで規制違反に対する制裁措置が唯一刑罰権の発動に限られていたことが、結果的に執行猶予付きの有罪判決の量産の大きな原因であることは止むを得ないことである。むしろそうした観点からは、刑事罰ではなく規制手段として執行猶予と同程度の抑制効果を持つ、ペナルティであれば足りるのではないかと²²²。大型の内部者取引規制違反事件が起こるたびに法定刑の引上げが叫ばれ、重罰化に向けた改正が行われている。わが国内部者取引規制は導入当初の明確性の観点から道路交通法規違反と同様な形式犯として定立され、刑罰も形式犯に均衡する軽い自由刑等が定められたが、数度にわたり上げられた法定刑の観点からはもはや、形式犯と言える程度を超え、実質犯化しておりそうした構成要件と法定刑、罪刑の不均衡が指摘出来る。

刑事告発と課徴金の関係では、課徴金は事案認定された場合必ず課徴金を科す制度になっており²²³、刑事告発（起訴便宜主義）とはその取扱いが異なっている。ちなみに後述するが英国では、課徴金も裁量的に取り扱われている。したがって、課徴金の導入により、課徴金事例にさらに刑事罰を加えることはペナルティの目的が異なるので制度上問題はないものの、監視委員会は運用として悪質なものは刑事告発し、それに至らないものは課徴金で対応することにしている。そこで、両処分を合算すると当該年度の総内部者取引違反事件となる。告発が16年平均で3件、課徴金が導入後の4年平均で約14件であるので、単純合算し平均すると年平均17件程度となる。行政当局の説明からは、これが内部者取引規制の実態であるとし、エンフォースメントとして事件のすべてに対応出来ているとする。

取引審査状況

更に、これら告発事件の基礎資料を固める取引審査状況をみると平成19年度は総件数1,098件、うち内部者取引に関する事案が951件となっており、不正取引行為の中で内部者取引の占める割合は約86%に上り、また増加傾向にあることが読み取れる。なお、平成4年度から16年間の内部者取引規制の総平均割合も約79%と高い。取引審査については、インターネット、電話等による情報、内部告発が端緒になるものが多い状況である（表3）。告発をするためには案件にも拠るが、起訴、訴訟維持のための裏付け調査などで1年近くかかる案件もあり、専門的な調査員の投入による潜行調査に相当の時間が必要になっている²²⁴（表

²²⁰ 証券取引監視委員会年報資料編参照

²²¹ この他例外的に2件のみが実刑となっている（トア・スチール事件東京地裁1999年判決）、日本エム・アイ・シー事件（2000年東京地裁判決）三宅伸吾『法と市場 いま何が起きているのか』43頁 日経B P社（2007）証券取引等監視委員会告発事件の概要一覧表（http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/koku_gaiyou.htm）

²²² 神山敏雄『日本の証券犯罪』79頁 日本評論社（1999）

²²³ 金商法第172条

²²⁴ 告発までの平均事務量（金融審議会第一部会資料）

調査の端緒把握から刑事告発等まで一連の事務量として平均では内部者取引は約7カ月を要

4)。

表3 不正取引（注 平成20年度分はまだ公表されていない）

取引審査状況	平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度
総件数 A	687	674	875	1,039	1,098
うち内部者取引 B	500	506	693	884	951

表4 証券取引法の犯則事件処理に関する事務量等

区分	相場操縦	有価証券虚偽記載	内部者取引
調査期間（月数）	約10.5	約11.0	約7.0
調査従事人員（人）	11	12	10
証拠物件（点）	527	702	93
調査・報告書等（通）	533	682	130

コンプライアンスWAN（広域通信網）の利用開始²²⁵

監視委員会・財務局では、証券会社等から有価証券の取引実績の報告を受け市場監視（取引審査）を日々行っている。その際具体的には取引審査に要する売買情報の授受を、必要に応じ証券監視委員会・財務局から各証券会社に売買情報の提出依頼をFAX等で行い、証券会社からは電子メールやフロッピーディスクや書類の郵送等によりその売買情報が提出されていた。これらの媒体を用いた場合、個人情報の紛失・漏洩リスクがあり、また発送手続に係る諸作業の事務負担が高く、効率性が低いなどの声が関係者から多く出されていた。

そこでこれらの要望に対し、「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会（金融庁監督局に設置）」の論点整理（平成18年6月）に基づき、具体的な検討が進められた結果、平成21年4月から全国の証券会社と全国の取引所、証券業協会、証券監視委員会等との間を専用線によるネットワークで結び、売買情報の授受を電子的、一元的に処理する新システム「コンプライアンスWAN」が導入され、全面稼働している。その結果売買情報の授受時の個人情報漏洩リスク等が低減と証券会社の売買情報提出時のコスト削減に繋がるが、最大の効果は売買情報の徵求依頼・受領処理に要する時間が短縮されるため取引審査事務の大幅な効率化が図られるものと期待され²²⁶、現実的にそうした評価が出ている²²⁷。

民事的責任

民事的手法については、米国が厳しく民事的責任を問うのに対して、わが国はこの点異なっており法律による手当が全く行われておらず、行政としても何らツールを持っていない。また、一般投資者による損害賠償も民法上の不法行為責任となるため、その論理構成も含め内部者取引の抑制効果を発揮させる立法的措置が求められている²²⁸。

金庫株とインサイダー取引

ところで平成13年の商法改正で自社株の購入が原則として認められることになった。所謂金庫株の解禁である。金庫株については、インサイダー取引違反の増大の懸念が常に指

している。しかし、他の不正行為に比べれば事務負担は軽い。

²²⁵ 平成21年1月26日証券取引等監視委員会「コンプライアンスWAN」の利用開始について

²²⁶ 平成21年1月27日東京証券取引所「コンプライアンスWANの稼働について」

²²⁷ Business media 誠 bizmakoto.jp/makoto/articles/0904/06/news070.html

²²⁸ 黒沼悦郎『第3版金融商品取引法入門』141頁 日本経済新聞社（2009）

摘されていた²²⁹。では自社株買いが認められたことで、インサイダー違反の増加が監視委員会の報告書から認められるであろうか。

金庫株の解禁とインサイダー取引の相関関係について、一つの研究結果²³⁰が出されている。平成13年10月からの金庫株解禁と取引等監視委員会における審査件数、告発件数を検証し、数量的な相関関係が認められる（取引審査件数及び告発件数も一斉に増加している）が、会社そのものによるインサイダー取引は捕捉されていないとして質的な関係はないとする。しかし、そもそもわが国の内部者取引規定では会社そのものの内部者取引行為の主体性を認めていないところから、報告書に会社の責任が問われていないのはごく当然な結論であり、また前述したとおり、13年度以降の件数増加は景気の回復過程の中で取られた企業戦略として行われたM&Aに係るものと見るべきではないか。

（３）小括

監視委員会の活動状況等²³¹をみると、組織人体制（20年度末 640名）を毎年拡充するとともに取引の多様化複雑化にあわせ専門家有資格者などの中途採用、職員研修の実施などによって職員資質の向上に努めるとともに国際監視機関、海外監督当局との提携等を進めている。

なお、これまで海外投資家の注文については本邦以外の証券会社を通じた注文となるため、その注文を受けた国内の証券会社からは、発注者の属性は、取り次いだ海外証券会社の注文である以外の情報はないため重要事実に関係するとみられた取引であっても内部者取引規定違反とする行為者の特定は、困難であった。この点は監視委員会設立以前から、いわゆるクロスボーダー取引についてはお手上げ状態であり、大きな課題であった。

ところが新聞報道によるとインサイダー取引で東証 2 部上場の投資会社ジェイ・ブリッジ（東京都墨田区）元会長が起訴された。具体的には業績悪化の未公開情報を利用して自社株を売り損失を回避したとして、東京地検特捜部は 28 日、投資会社「ジェイ・ブリッジ」元会長の野田英孝容疑者を証券取引法違反（インサイダー取引）で起訴した。海外から注文を出す「クロスボーダー取引」を巡る起訴は初めてのもので野田被告は起訴内容を認めているという。起訴状によると、野田被告は平成 18 年 4 月 20 日～5 月 2 日の間に同年 3 月期の連結経常利益が下方修正されるとの情報を入手し、公表前の 5 月 8～11 日にかけて、シンガポールの投資ファンド名義の口座で自社株 7 万株を売り抜けたとされている²³²。これまでも海外監督当局との調査協力はなされていたが、今回はシンガポール金融通貨庁（MAS）との協定に基づく、情報交換が功を奏したものと思われる²³³。

監視委員会組織の長が基本的に歴代検察出身者であることは執行機関の独立性、積極的監視態勢に有効である²³⁴。これまでは、内部者取引に対し刑事罰という制裁として最も厳し

²²⁹ 近藤光男「第 3 版最新株式会社法」81 頁 中央経済新社（2006）

²³⁰ 櫻井隆「自己株式の取得とインサイダー取引違反」経営論集第 17 巻第 1 号 151 頁 文京学院大学経営学部紀要（2007）

²³¹ 監視委員会活会報告（<http://www.fsa.go.jp>）

²³² 毎日新聞平成 21 年 4 月 23 日朝刊 25 面「インサイダー取引の男 起訴」

²³³ 朝日新聞平成 21 年 4 月 29 日朝刊 2 面「複雑な手口、多国間協定による監視網が有効だ」

²³⁴ 西村尚剛 PRI Discussion Paper Series (No.02A - 05)「わが国証券市場におけるエンフォーースメントとその課題」(2002)では「監視委員会創設時に『自ら行政処分もできないような機関では十分な機能が発揮できない。』との批判があった。しかし 9 年間の監視委員会の活動からしてこのような批判は実務的には必ずしも当たらないと思われる。むしろ自らこそが、分離・独立のメリットである。そしてその実効性は検察庁や金融庁といった行政庁が監視委員会の考え方を尊重して具体的な行動を取ってくれるか否かに懸かっているものである。9 年間の実績を見るとその全ての案件について行政庁は何らかの行政処分等行政処分を行わな

いツールしか持たなかったが、課徴金制度等が加わり、さらに取引所等の自主規制機関との連携が強化されるなど執行態勢は前進している。

3．裁判事例（最高裁判所）

前述のとおり法第 166 条等の立法過程において、一般投資者にとってその適用基準が明確で予測可能なように、政省令により用意周到に詳細網羅的に規定された²³⁵。しかし、既に当初から第 166 条の各項号等の個別事由内容についてその該当性や定量基準について疑問点等が指摘され、また商法会社法等で使用されている法令用語、例えば「会社の機関」や「決定」などを構成要件要素として採用していても、証券取引法の趣旨からは透明性や形式性を重視する会社法とは同じ解釈はできないものがあり、更に同条 2 項 4 号は 1 号決定事実、2 号発生事実、3 号決算情報のような単なる具体的基準ではなく、「前三号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」と規定され、一般投資家にとって投資行動を左右する実質的な情報であることを判断基準とする包括的なバスケット条項も含んでいた。そこで例外的ではあるが、証券取引法の法令解釈について、これまでに最高裁判所まで争われた 3 件の事案²³⁶について検証することが内部者取引規制適用の理解及びその解釈の方針を知るのに重要である。

（1）日本商事事件（最判平成 11 年 2 月 26 日刑集 53 巻 2 号 1 頁）

監視委員会設立 2 年目にあたり、本格的に不公正取引が追及された時期に行われた事件で、ユースビル錠（新薬ソリブジン）の副作用に係る「日本商事²³⁷（インサイダー）事件」である。監視委員会の告発は平成 6 年 10 月 14 日になされている。要は新薬の副作用が公表される前に副作用症例を知らされた開業医等がその新薬の製薬会社の株を空売りし、利益を上げたことが、内部者取引規制違反とされたもので、被告人である開業医が情報受領者に該当するか等の事実認定上の問題はあったものの、最高裁における争点は第 166 条 2 項 4 号の包括条項の適用が問題となったものである（同条第 2 項の重要事実について、第 1 号から 3 号までの具体的客観的事由に該当性を有する事実が、更に 4 号の包括条項に該当すると認定出来るかどうかの問題となった）。

本件で認定された事実は、概ね以下のとおりである。

被告人（瀧澤和彦）は、千葉市中央区所在の和光皮膚科院長であった。東邦薬品株式会社は、大阪証券取引所 2 部上場会社で薬品製造も手掛けているものの、主に医薬品の卸販売を営んでいる日本商事株式会社（以下「日本商事」という。）と医薬品の販売取引契約を締結していた。平成 5 年 10 月 12 日、東邦薬品株式会社の千葉支店第 1 営業部海保次長は、日本商事から出された副作用情報、ユースビル錠とフルオロウラシル系薬剤との併用投与による死亡例を含む重篤な副作用症例が発生した等のファックスを会社千葉支店で入手し、その情報を被告人へ伝えるとともにファックスした。また、同皮膚科を改めて訪れ被告人

いが故に組織としては純粋に行為の違法性等に特化できる面があり、それを行っており、実効性は担保されてきていると思われる。」と評価している。その評価は妥当である。

²³⁵ 法律・政省令の作成をした当時の証券局流通市場課堀本補佐によると、「毎日大手証券会社と膝詰めでご重要事項等についてどこまでなら規制を飲むか、規制を受け入れるかを決めた」とのこと。

²³⁶ 日本商事事件、日本織物加工株事件等

²³⁷ 判例時報 1671 号 45 頁（1999）

にファックスを見せ説明した。

これにより同皮膚科医は、日本商事が実質上初めて開発して同年9月3日発売を開始し、同社の株価上昇のもとになっていた帯状ほう疹の新薬コースビル錠について、発売直後、同錠を投与された患者に、フルオロウラシル系薬剤との併用に起因した相互作用に基づく副作用とみられる死亡例が発生したとの同社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であり投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要事実の伝達を受けた者となった。同医師はその情報である重要事実の公表により同社の株価が確実に下落するものと予想し、信用取引を利用して同社の株式を高値で売り付けた上、株価の下落後に反対売買を行って利益を得ようと決意し、法定の除外事由がないのに、同重要事実の公表前である同年10月12日午後1時50分頃、山一証券株式会社千葉支店を介し、大阪証券取引所において日本商事の株式1万株を空売りし、その後公表後されたので翌日買戻し470万円の利益を得た。

第1審等の判決によると、薬の副作用については昭和54年ヤマサ醤油が「ソリブジン」を合成し、昭和60年から日本商事が共同開発を進め、平成5年9月3日、抗ウイルス剤の商品コースビル錠を発売開始したが、発売直後に抗癌剤との併用で重篤な副作用が発生している。10月2日には副作用があり、そのうち3人が死亡と公表されている。翌3日には、大阪証券記者クラブにて副作用の事実と製品の一時出荷停止を公表し、代理店に対して一時出荷停止を指示している。他方、10月8日に中央薬事審議会が開催され、旧厚生省から医療機関に対する情報提供の指示が出され、11月1日から薬品の自主回収が実施されたが、結局23例で副作用を発現し、死亡例は14例となった。第一審大阪地裁は、本件副作用症例の発生について、まず第166条2項2号イ「災害に又は業務起因する損害」の該当性を検討し、右副作用症例の発生による損失が軽微基準（同項所定の旧大蔵省令である会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令）を上回ると証拠上断定できないので該当性が認められないとした上で、同条2項4号の包括条項は1号から3号までと4号との配列の仕方や同条の立法趣旨に照らし1号から3号に準じる程度のもものとみて該当性を更に検討してこれを肯定した。

これに対し大阪高裁は、法第166条2項4号の趣旨は今後の経済、証券市場の発展、変化に対応してすべての事項をあらかじめ列記することが困難なため、将来の抜け穴に対応すべく設けられたもので、内部者取引規制の構成要件は可能な限り客観的かつ明確に規定するという大きな枠組の中で（例外的に）設けられたものであくまで補充的補助的なものである。したがって、同項1号から3号までに掲げられた業務等に関する重要事実以外の事実についての規定であり、1号から3号までの事実に対応する事実ではあるが、同時に又は選択的に、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして4号に該当するというようなことはないとする。

最高裁判所は、「副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、これについて同項4号の該当性を問題にすることができるといわなければならない。このように、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのために同項4号に該当する余地がなくなるものではない」として、大阪高裁の判決を破棄差し戻している。

この第1審と上訴審、さらに上告審の判断の差は、1号から3号までと4号の法形式と立法趣旨の捉え方の違いである。比喩的にいうと地裁と高裁は同じ事実について適用を考えている。地裁は法形式から各号は並列であり、ある事実が特定の号に該当しなければ他の号の競合的適用を認める。これに対し高裁は立法趣旨から1号から3号と4号は性格が異なり、4号は予定されていない事項に対する補充的補完的規定であり、1号から3号が予定する同一対象事実を4号で重疊的に評価することは認めないとする。これらに対して

最高裁判所は、単に同じ事実について評価できる側面が複数あり得ることを理由に、1号から3号までと4号の競合的適用を認めるとする。

これらの見解²³⁸について、大別するといわば二つあり、一つは独立的構成要件並列説ともいべき大阪高裁の見解である（4号だけについて言えば立法指針説・精神規定説とでもいえる）。法第166条2項の1号ないし3号と4号の関係についてそれぞれが独立の構成要件を定めたものであり、したがって4号はその文言（前3項を除き）からも1号ないし3号の事実以外に適用される補充的・補助的規定であると主張する立場²³⁹である。その理由としては、構成要件の明確化に適うように立法時点では詳細網羅的に投網をかけたが、今後の経済、証券市場の発展や変化に応じてすべての事項をあらかじめ列挙することは極めて困難であることから、将来、内部者取引規制に抜け穴が生じないとも限らない。したがってそのようなときの万が一に備えた規定であり、恒常的に適用が考慮されるものではないとの見解²⁴⁰である。立法当時の法令所管官庁の見解で端的には「使うものではない」と明言している。本来的にはそうした事態が想定される状況に至ったときにはむしろ立法手続きを採ることを想定したものである

もう一つの立場は、例示的構成要件説²⁴¹ともいべきもので、最高裁判所の見解である（4号についてだけ言えば、演繹包括適用説、効力規定説とでもいえる。）立法当時明確性の観点から詳細網羅的に重要事実を規定したものの、定量的に列挙できる事実は限られており、内部者取引規制を実効的にするために、具体化されていない他の事実を包摂するものとして規定したとする。1号ないし3号は包括条項である4号の具体的例示であり、4号は1号から3号と同じ重要事項であるが、定量的にその基準が個別に示されているか定性的なものに留めているかだけの違いであり、一般の投資家の投資行動に重大な影響を与える事実を規定している点において違いがないとする。したがって、そのような重要性が認められるのであれば、仮に1号から3号に該当性が見られても、結果的に適用がなければ、「前3号に掲げる事実を除き」との文言からも4号の適用が認められるとする立場である。定性的基準であるため同じ事実についても別な評価が可能である。この立場に対しては、4号がすべてを包括し実質的に判断出来るとすると1号から3号までの規定した意味がなくなる。4号だけ規定をすれば足りるのではないかとの批判があるが、反論として少なくとも1号から3号によって重要性の具体的基準は明らかになっており、投資家にとって予見可能性が確保されているといえる。

この点に関して当時の立法担当者は、法務省との調整の過程で1号から3号までの個別規定で読めないものを対象に包括条項を発動しないことを前提に明確原則の例外として念のために加えたものと発言しており、言わば天下の宝刀として一罰百戒的に入れられていて²⁴²、大阪高裁の判決と同様である。最高裁判所に至っては言わばアクロバットの²⁴³に、機動的実質的に包括条項の適用を認めており、1号から3号までは存在の意義を失い単なる例示規定となってしまうとの指摘がある。この点について私見であるが、一つの実事関係が損害賠償を構成することもあれば、営業の損失となることもあり、大きくは企業の存続である合併や解散に繋がることもある。事実関係の評価、またその連鎖の限界をどこまで

²³⁸ 芝原邦爾『経済法刑法の研究 下』673頁（2005）

²³⁹ 『逐条解説 証券取引法』760頁 証券法制研究会（1999） 神崎克郎「日本商事事件の法的検討」商事法務1444号7頁（1996）

²⁴⁰ 証券法制研究会『逐条解説 証券取引法』760頁（1999）

²⁴¹ 土持敏裕＝榊原一夫「証券取引法」注解特別刑法補巻（2）254頁（1996）

²⁴² 座談会談「内部者取引規制に関する政省令を巡る諸問題」資本市場44号16頁（1989）

²⁴³ 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事項の定義の問題点」商事法務1687号41頁（2004）

認めるか、断ち切るのかは困難な問題であり、むしろ一つの事象に一つの評価しかしないとする法律の解釈は、必ずしも適切ではない。刑法では、一つの行為を複数の構成要件に該当するものと見るのは、通常のことである。1号から3号は単に形式的定量的に決められており、その対象とされた物事には多面性があることから、形式的定量的に合致しても他の評価が容易に出来る。したがって、必ずしも立法者趣旨に捉われることなく、法規制のあるべき適用、その時代等の状況に合わせ法的安定性を考慮しながら1号から4号までの間で選択的適用を認める解釈をすべきものともいえる。

しかしながら現在の個別網羅主義を採る法形式ではこうした詳細な本条、政府令の存在意義や規範性を喪失させることになり、結果の妥当性は認められるものの、解釈論としては類推解釈の虞があり適切性を欠くと考える。第1号から3号までの各号に該当性が形式的にみられたが、最終的に構成要件を充足しないのであれば、適用がないとする大阪高裁の立場が、解釈論とすれば適当である。平成4年に判決が出されたマクロス事件でも包括条項の適用が問題とされ、本件最高裁判決と同旨の結論が出されている。

なお、最近の事例で包括条項が適用されたものとして新潟県長岡市の工作機械メーカー「プロデュース」(ジャスダック上場廃止)の粉飾決算事件がある。同社の元常務五十嵐被告は、会社が監視委員会による強制調査を受けたことを社員から電話(平成20年9月18日)で知らされ、公表される前(同19日)に保有していた株236株を計78,884千円で売却した。さいたま地裁は金商法第166条2項4号の内部者取引規制違反として平成21年5月27日被告人に対し、懲役3年執行猶予4年、罰金500万円、追徴金78,884千円の判決を言い渡した。執行猶予の理由として伝田喜久裁判官は「一般投資家を欺いて売り抜けた金額は高額で、経済の健全な発展をないがしろにした悪質な事案」と指摘したが「ストックオプション(自社株購入権)により保有していた株で、計画性はない」と報じられている²⁴⁴。

(2) 日本織物加工株事件・弁護士インサイダー事件(最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁)²⁴⁵

合併交渉を担当していた合併会社(吸収側)株式会社ユニマットの監査役である弁護士(真田幸彦)が、被合併会社(合併対象)である日本織物加工株式会社の社長が合併計画の実施事項である会社支配権移動の手段として第三者割当増資の決定をしたことを知り、公表前に監査役の知人名義等で日本織物加工株式会社株式を買付け、利益を上げたものである。本件では第166条2項1号イについて第三者割当増資業務の決定をする「機関」及び増資を行うことについての「決定」の意義(「決定事実に係る情報が重要事実となる時期」)の該当性が問題となったものである。

本件で認定された事実は以下のとおりである。

日本織物加工株式会社の親会社の一つで業績支援を担当していた東海染工株式会社が、営業経営状況の改善しない子会社の日本織物加工株式会社を切り離すため、平成5年3月頃「M & A」の仲介斡旋業者である株式会社レコフに対しM&Aの仲介を依頼した。翌年3月には紹介があり、紹介先である株式会社ユニマットとのM&Aを成立させるための交渉が開始され、ユニマットと日本織物加工株式会

²⁴⁴ 平成21年5月27日産経新聞ニュース
(www.iza.ne.jp/news/newsarticle/event/trial/258870)

²⁴⁵ 判例時報1679号 11頁(1999)

社間で合併に向けた交渉について3年間は秘密保持をする有効期間付の契約を6月15日に締結した。被告人は、ユニマットの監査役兼顧問弁護士であったところ、平成6年5月頃、同社代表取締役社長高橋から、日本織物加工株式会社を対象とするM&Aについての交渉の一切を委任された。被告人は日本織物加工株式会社がユニマットに第三者割当増資を行うとともに、東海染工及びユニチカが各保有する日本織物加工株式会社の株式をユニマットに売却することなどを内容とするM&Aの枠組み案を作成し、これを東海染工側に提示した。

しかし、ユニマットを相手とするM & A交渉は、資本支援をしていた同じく親会社の一つであるユニチカ株式会社が消極的で難航していた。平成6年末になり交渉再開の動きが生じ、翌平成7年1月11日には東海染工株式会社常務取締役湯浅が再開に向けたよい感触振りを日本織物加工株式会社刈谷社長に伝えたところ、それを受けて刈谷社長は湯浅常務に「今回は是非実現したいので、よろしく願います。」などの依頼をしている。被告人は、仲介会社のレフコ副社長から平成7年1月13日、日本織物加工株式会社の業務執行を決定する機関である刈谷敏社長が懸案のユニチカの保有株の問題に決着がつけば、同契約の履行に関し、ユニマット及びその関連会社に対して第三者割当増資を実施するために新株発行を行う、との決定をしたことを伝えられた。さらに、同年2月9日頃、右懸案の問題が決着したことも聞かされ、日本織物加工株式会社の業務等に関する重要事実を知ったが、法定の除外事由がないのに、右重要事実の公表前である同月16日から同月27日までの間、知人名義を使用して日本織物加工株式会社の株式合計11万3,000株を合計18,289,000円で買付け、日本織物加工株式会社の業務等に関する重要事実の公表前に同社の株券の売買をした、とされる。

第1審²⁴⁶は、日本織物加工株の刈谷社長は実質的決定権限を有しているので業務執行を決定する「機関」に該当し、「決定」については法166条2項1号柱書前段が「行うことの決定」ではなく、「行うことについての決定」と規定されているので決定には新株発行を行うことのみでの決定だけでは限定されず、発行決定に向けたそれ以前の行程を決める会社の何らかの意思決定があったと見られる場合も含まれ、法律上の発行決定とならなくても、事実上の決定も含まれるとする。「今回は是非実現したいので宜しくお願いします。」という発言で第三者割当て増資を実施するための新株発行を行うことを東海染工の常務に対し表明する形で「決定」していたと判断し、さらに懸案のユニチカの問題が決着したことを知ることにより、日本織物加工の業務等に関する重要事実を知ったと認定した。

これに対して、控訴審判決²⁴⁷では、子会社である日本織物加工株式会社刈谷敏

²⁴⁶ 第一審判決関係

第一審 東京地判平成9年7月28日判時1618号33頁、判夕950号294頁、
上村達男「日本織物加工株式インサイダー取引事件の法的検討」商事法務1476号 2頁（1997）

²⁴⁷ 第二審判決関係

第二審 東京高判平成10年9月21日商事法務1514号106頁
近藤光男「インサイダー取引における重要事実」商事1521号4頁（1999）、丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる重要事実の発生と認定」金融法務1545号21頁（1999）、芝原邦爾「日本織物加工株式

社長が両親会社の了解を得て決定する限り、他の取締役から異議が出ることはないので、会社としての意思決定とみなされる実態にあったから「業務執行を決定する機関」に該当する。しかし、同条2項1号にいう「決定」といえるには一般投資家の投資判断に著しい影響を与える重要事実²⁴⁸に該当する決定が必要であるので当該決定に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つ必要がある。一審判決が株式の発行を決定したと認定した時点(平成7年1月11日)では、本件M&Aの成立は予断を許さない段階であったから、いまだ「決定」があったとはいえないとした。ユニチカが平成7年2月8日に直接取引に応じる意向を示した時点で本件M&Aが事実上妥結するとみられる状態になったものであり、それ以後に刈谷敏社長のする決定が重要事実となり得るとしている。

最高裁判所²⁴⁸は証券取引法166条2項1号にいう「業務執行を決定する機関」は、商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りる、と解されるとする。刈谷敏社長は、日本織物加工株式会社の代表取締役として、第三者割当増資を実施するための新株発行について商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実質的な決定を行う権限を付与されていたものと認められるので、「業務執行を決定する機関」に該当するものということが出来る。

しかしながら、「株式の発行」を行うことについての「決定」をしたと認定できるのは、実質的権限を有する機関において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないとする。そこで本件において、M&Aの対象である会社の最高責任者の刈谷敏社長は、同社の方針として第三者割当増資を行う旨の決定をし、これを東海染工の常務に言明(平成7年1月11日)することによって外部的に明らかにしたものであるから、その当時、ユニチカの保有株式の譲渡方法に関する問題が最終決着をみていなかった(2月14日確認書に正式調印)としても、株式の発行を行うことについて決定したというに妨げなく、刈谷敏社長の決定は、証券取引法166条2項1号にいう「決定」に該当すると認めるのが相当であるとしている。その理由としては、「そのような決定の事実、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知ってする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、証券市場の公正性、健全性に対する

インサイダー控訴審判決の検討」商事法務1526号32頁(1999)、野田博「日本織物加工株式のインサイダー取引事件控訴審判決」金融判例1067号53頁(1999)

²⁴⁸ 最高裁判決関係

池田修=三好幹夫「時の判例(刑事)」ジュリスト1164号131頁(1999)、丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる『重要事実の認定』再論」金融法務1553号30頁(1999)、中村直人「最近のインサイダー取引に関する判決と実務の対応について」代行レポート124号25頁(1999)、野田博「インサイダー取引規制における『重要事実』についての一考察 日本織物加工株式事件で提起された問題を出发点として」『現代企業・金融法の課題(下)』683頁(2001)

一般投資家の信頼を確保するという法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである。」とし、証券取引法166条2項1号にいう「決定」に該当するためには、当該「決定」に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つものでなければならないとする見解は取れないとする。

要するに、機関と言えるには、実質的権限があれば足り、決定と言えるには正式に法的効果を持つ確実なものでなくてもよく、可能性があれば足りるとする。証券取引法の目的・趣旨に副って、実質的にかつ一般投資者にとって与える影響度合いから判断すべきで、会社法の機関性、決定の解釈とは異なり機関を限定せず、対象とされた事項の実施可能性があれば足り、実施が法的に確実でなくてよいとする。

「機関性」について学説は最高裁判所判決同様、商法の規定とはこだわりなく会社の意思決定の実情に応じ実質的に判断してよいとしており、したがって実質的に業務遂行を決定できる権限があると見られれば機関性を肯定している。会社法の観点は会社におけるガバナンス等から業務遂行に関する意思決定手続きの適正を確保する観点から化解釈されており、インサイダー取引の規制という株価に影響を与える情報の価値というものが問題とされるので、そのような権限を実質的に具有していたかどうか判断すれば足りる²⁴⁹。「決定性」についても学説²⁵⁰は最高裁判決同様本件の重要事項であった基本合意内容として合併それ自体でなく、広く具体的に特定された合併の実施に向けての調査や準備、交渉等の諸活動も合併を行うことも決定といえと解釈している。その結果合併スキームの具体的手段である第三者割当増資が確実に実行される予測が成り立つことは必要としないとする。いずれも証券取引法の趣旨である証券市場の公平性と健全性に対する投資家の信頼確保の理念を貫徹しようとするもので支持できる。

なお、本件は本来M&Aに係るもので、その一環として日本織物加工が第三者割当増資をしようとするもので、そもそもM & Aが合意できなければ新株発行もあり得ないが、166条2項1号に掲げる事項にM & Aが含まれていないため、第三者割当増資に着目し、あえて「株式の発行についての決定」に該当性を求めている²⁵¹。内部者取引規制が規制構成要件の明確性を強調される中で立法したため、立法当時想定される経済活動・事象でなければ個別具体的な条項として規定されなかった。こうした隙間が適用すべき事件で直截な法適用に支障を及ぼしている。

(3) 日本エム・アイ・シー(株)事件(最決平成15年12月3日;平13(あ)12号裁判集刑事登載予定)

本件では、法第166条1項4号の「当該契約の履行に関し知ったとき」の当該契約とは

²⁴⁹ 判例時報 1679号 12頁(1999)

²⁵⁰ 横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」53頁(1988)、榊原一夫「証券取引法」『注解特別刑法補巻(2)』221頁(1996)

²⁵¹ 判例時報 1679号 12頁(1999)

重要事実を対象として締結される契約に限定されるものかどうか最高裁で争われた。具体的には「当該契約」が限定されるとして独占販売権を許諾した基本合意が重要事実である合併を視野に入れたものであるかどうか、が問題となった。

本件で認定された事実は以下のとおりである。

平成7年日本エム・アイ・シー(株)は韓国企業が開発した非接触型ICカードの日本における独占販売権を所有していたが、情報システム開発等を手掛けるベンチャー企業のインテック(株)会社にその販売権の売却を持ちかけたところ、両社が共同してICカードの事業化を進めることになり、インテック(株)に独占販売権を許諾し、許諾の対価は協議の上別途契約することとした基本合意を結び、契約成立のために交渉を進めた。その交渉を重ねる中で、日本エム・アイ・シー(株) 江藤忠士代表取締役専務はインテック(株)会社社長が日本エム・アイ・シー(株)による吸収合併を決意したとの重要事実を知り、公表前に日栄証券の職員長南淳と共謀の上、3つの仮名口座を用いて店頭売買有価証券であるインテック(株)会社の株式合計105,000株を価格合計10,789,700円で買い付けたもの。告発は平成10年10月30日になされている。

第一審判決は、被告人がインテック(株)会社の株式を買い付ける前に同会社の代表取締役社長が合併を決定した事実を知ったと認定した上で、「本件基本合意は、インテック(株)会社が最終的に営業譲受、買収、合併等のうちのいかなる法的手段によりその独占的販売権を取得するかに関して、更に両会社間で協議ないし交渉することを予定していたものであると解するのが相当である。そうであるならば、被告人が関わった本件の合併交渉は、インテック(株)会社とその独占的販売権を取得するために行われた正に本件基本合意が後に予定していた交渉というべきであるから、被告人は、本件基本合意の目的である TIC カードの共同事業化の一環として両会社の合併交渉に従事中、すなわち、本件基本合意の履行に関しインテック(株)会社の代表取締役社長が前記の決定したことを知ったものといえることができる。」と判示し、基本合意が当該契約であり、その契約には重要事実そのものの契約に限られず、契約対象の中に包含されるものであれば足りるとしている。要は契約のスコープ内に収まる可能性がある事項を意味し、限定的判断を採用しなかった。

控訴審では、「インテック(株)会社の代表取締役社長、オーナーや日本エム・アイ・シー(株)会社の代表取締役社長、被告人ら(合意関係者)は、いずれも当初から両者の合併を選択肢の1つとして視野に入れた交渉を行い、この交渉の大きな流れの過程で、両会社の今後の事業展開に関する指針ともいえる本件基本合意が成立したものであることは明らかである。したがって、被告人が関わった本件の合併交渉は、本件基本合意が予定していた交渉というべきであるから、被告人は、本件基本合意の目的である IC カードの共同事業化の一環として両会社の合併交渉に従事中、すなわち、本件基本合意の履行に関し、インテック(株)会社の代表取締役社長において両会社の合併を行うことについての決定をした事実を知ったといえることができる。」と判示し、地裁と同じ判断を下している。上告審で弁護人は、これまで同様に「当該契約」は、重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである。基本合意が「当該契約」に当たるとした二審判決は憲法 31 条に違反する、本件基本合意と両会社の合併とは内容が異なり無関係なものであるから、本件基本合意の履行に関し、被告人において合併が決定された事実を知ったことはないと主張した。

最高裁はその決定で職権により、被告人が本件合併の決定という重要事実を知ったことが「当該契約の履行に関し知ったとき」に当たるか否かについて、「以上の事実関係によれば、日本エム・アイ・シー(株)会社の代表取締役専務であった被告人は、本件基本合意を締結したことによって、合併の決定等のインテック(株)会社への投資判断に影響を及ぼす情報を知り得る立場に立ったものであり、本件基本合意で予定されていたというべき独占的販売権を取得させる方法に関するインテック(株)会社側との交渉を行う過程で、インテ

ック(株)会社の代表取締役社長が両会社を合併する旨決定したという重要事実を知ったと認められるから、被告において上記重要事実に関する情報を得たことが法 166 条 1 項 4 号にいう『当該契約の履行に関し知った時に』に当たるのは明らかである。」とし、「法 166 条 1 項 4 号にいう『当該契約』は重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである旨主張するが、そのように解すべき根拠はない。」と判示した。

この「当該契約」の解釈に関し学説の一部には契約の中に当該企業の未公開重要事実を取得しうることを内容とすると限定的に考える立場²⁵²もあるが、多くは、その契約の内容・種類、形式を問わず、発行会社の内部情報を知ることを内容とする契約に限られないとの立場²⁵³をとっている。その理由とすれば、広く捉える方が法の趣旨に適うこと、また「履行に関し」との範囲について絞りがあがるため無制限になる危惧はないとする。さらに「履行に関し」については、当該契約の締結又は履行に密接に関連する行為により知った行為も含まれると一般的²⁵⁴に解されている。これらの考え方も証券取引法の趣旨を貫徹するものとして支持できる。

4. 裁判事例の小括

これら 3 件の最高裁判例を収斂すると、昭和 63 年に内部者取引規制を導入する際、法第 166 条等を構成する要件について予見可能性、客観性の観点から当時予想される経済行為や事象等を個別具体的に明定したはずであったが、結果的に詳細網羅的規定として法令に盛り込んだ事由が発生した事案とマッチングせず、通常の文理・文言解釈では取り込めない局面が生じてきている。その点について裁判所は、いずれも証券取引法の適用及びその解釈にあたり形式的文言的解釈は採らず、該当適用法文の工夫をしながら、実質的に規定文言を解釈し適用させている。またこうした規定文言の実質解釈でも対応できない事件については、内部者取引の立法者意思として包括条項は適用しないとの方針を退け、或いは立法者意思を超えてまで、証券取引法の趣旨である証券市場の公平性と健全性に対する投資家の信頼確保の理念を貫徹しようとしている。

内部者取引規制は実質基準で判断するとの所作であれば法創造であり、一つの解釈方向ではあるが、そうではなく形式基準を残したままこのような傾向が進むとなれば、他の重要事実事項である形式的条項が単なる例示規定となり存在意義がなくなってしまう、法文そのものについて疑義が出てくる²⁵⁵状況となっているのではないかと。

²⁵² 野村證券会社編著『新版事例インサイダー取引』165 頁(1990)

²⁵³ 横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』41 頁(1989)、土持敏裕=榊原一夫「証券取引法」『注解特別刑法補巻(2)』213 頁(1996)、関根攻『インサイダー取引規制の総合解説』123 頁(1989)、監修河本一郎=関要『逐条解説証券取引法』999 頁(2002)、神田秀樹監修『注解証券取引法』1201 頁(1997)、中西敏和「逐条・証券取引法 判例と学説」『神崎克郎先生還暦記念』54 頁(1999)

²⁵⁴ 前掲神田秀樹監修「注解証券取引法」1200 頁(1997)監修河本一郎=関要『逐条解説証券取引法』1001 頁(2002)、横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』42 頁(1989)

²⁵⁵ 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」商事法務 1687 号 40 頁(2004)

第4章 米国に見る内部者取引規制の構造

1. 米国の法体系

米国の連邦を形成する各州政府は、その統治形態である合衆国制度に基づき通貨発行と外国との条約を締結するなどの外交関係を持つ以外は、原則としてどのような分野の法律をも定立し、その行政が行える²⁵⁶。具体的には規制の根拠となる法律を州議会でそれぞれ制定することになる。米国の法体系として、いわば連邦法と州法のダブルスタンダードが採られ、連邦と各州の法律が専占（PREEMPT）する、あるいは競合する関係にある。裁判所の管轄権でいえば連邦と50州、更にワシントンD.C.の合計52の法域があり、建前としてそれぞれ異なった法律が適用され、法律関係が形成決定されている²⁵⁷。例えば、商業分野で基幹となる会社法は基本的に各州の州法で規定されており、各州がそれぞれ法制度上の特徴と相違を持っている。そのため、企業は経営戦略上優位な法規制を求め設立するので州法間で競争原理が働く。その中で実際にデラウェア州の会社法は際立つ存在となっている²⁵⁸。他州の会社法に比べ、会社の設立と解散の手続きにかかる費用の低廉性と簡便性、税制優遇制度などがあり、また会社法に関する多くの裁判例が出されているため、司法インフラの透明性・予見可能性が高く企業経営者に利便性が高いものとなっている²⁵⁹。デラウェア州は米国北東部大西洋岸に面し、州の面積が50州中で最後から2番目に小さく、人口が僅か約76万人に過ぎないにもかかわらず、敢えて多国籍企業も含め同州に登記上の本社（ペーパーカンパニー）を置くことが多い。ニューヨーク証券取引所等の上場会社の過半はデラウェア州の会社法準拠会社といわれる²⁶⁰。

こうした状況の中で証券諸法にも同様に投資者や発行者、証券業者の選択機能を認め、法環境の提供者間（州政府間）で他州より効率的で自由度が高い市場を設計する競争原理が働くようにすべきであり、連邦が何でも画一的に規制するのは制度の改善、取引の多様化にとって妥当ではない、連邦法優先主義は排除しなければならないとの強い主張がなされている²⁶¹。証券取引に関しては連

²⁵⁶ 丸山英二「第2版入門アメリカ法」47頁(2009)

²⁵⁷ 福田守利「アメリカ法入門」6頁(2005)

²⁵⁸ 玉井利幸「会社法立法の日米比較(1) 行政主導モデルと司法依存モデル」商学討究第58巻第1号59頁から89頁(2007)ではデラウェア州会社法の特徴を「自己抑制的な立法と司法への依存である。」であると指摘し、その原因の詳細な分析をしている。

²⁵⁹ 前掲(注3)66頁では同州に多くの裁判例があることを「司法に対しても自己抑制的である。裁判所による法創造を重視し、司法による法創造を妨げないように、立法すること自体をできるだけ控えている」結果であるとする。

²⁶⁰ デラウェア州政府のホームページ(STATE of DELAWARE・Updated: Wednesday, 21-Jan-2009) Why Corporations Choose Delaware Almost a million business entities have their legal home in Delaware including more than 50% of all U.S. publicly-traded companies and 60% of the Fortune 500. Businesses choose Delaware because we provide a complete package of incorporation services including modern and flexible corporate laws, our highly-respected Court of Chancery, a business-friendly State Government, and the customer service oriented Staff of the Delaware Division of Corporations.

²⁶¹ Roberta Romano The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation

邦と各州とで規制法が制定されている²⁶²。連邦証券諸法である 1933 年証券法、1934 年証券取引所法等は、米国合衆国連邦憲法が認めた連邦議会の州際通商規制権限（合衆国憲法第 1 条 8 節（3））に根拠を置く。州法は、青空まで区画販売しようとしたと揶揄され、ブルー・スカイ法（blue sky laws）²⁶³と呼ばれる。

証券取引に対する連邦法と州法の関係は、SEC と州政府の権限・管轄争いともいわれ、今回取り上げる内部者取引規制については類似内容の規定が置かれている。ほぼ同じ内容の証券取引規制違反行為があった場合、連邦が取り上げたり、又は州の事件となったりするのは、そのせいである²⁶⁴。1996 年には州規制のかなりの部分を連邦規制に劣後させる立法を制定した²⁶⁵。

2 . コモン・ローにおける内部者取引規制

1933、34 年法以前の裁判所の考え方を大まかに整理する²⁶⁶。連邦諸法制定以前の状況下では証券取引規制だけを目的とした法律がなかったため、コモン・ローの不法行為として相対で行われた不正取引の責任を追及していこうとした論理構成である。

一般的な考え方は三つに分かれる²⁶⁷。会社役員、取締役が自社株を購入する場合について多数説（狭義ルール）は *Carpenter v. Danforth* 52 Barb. 581 (N.Y. Sup. Ct 1868) ²⁶⁸ *The Board of Commissioners of Tippecanoe Country v. Reynolds* Supreme court of Indiana 44 Ind. 509; 1873 等の各判決に見られるもので、不法行為が成立するには、ただ単に売買行為の当事者間に会社の役員等と株主との関係が存在することだけでは私的義務・信認義務違反を認めず、通常の事件と同じく会社役員に積極的行為・虚偽表示が必要であるとする。し

P5(2002)

²⁶² 小立敬「米国における金融規制のあり方とプリンシプルの議論」野村資本市場クォーターリー 2008 年 SPRING 号 83 頁 金融機関が単一の規制当局を選択できる免許（チャーター）の創設などの動き紹介するもの

²⁶³ Thomas Lee Hazen David L. Ratner *Securities Regulation* (9th ED) P10 (2006)

²⁶⁴ 金融審議会第 1 部会第 22 回会合（平成 16 年 12 月 1 日）事務局大森市場課長「連邦法の不正取引規制といっても、相場操縦と詐欺的なことをするなとしか書いていないので、州法の一般的刑罰規定とそんなに違わないことが、そのスピッツァー（州司法長官・後にニューヨーク州知事に就任するが、女性問題のスキャンダルで辞任している）活躍の余地を与えているようです。彼によると、市場の唯一のルールメーカーは SEC だが、SEC のルール執行の空白を州当局が埋めているということだそうで、実際にもスピッツァーが一暴れした後、その分野の規則を SEC が後追いでつくりとくとか、民事救済は SEC と州当局が共同で行うといった関係にございます。こうした関係をスピッツァーはニューフェデラリズムと呼んでいる」と紹介している。

²⁶⁵ 前掲（注 8）P9

²⁶⁶ Louis Loss = Joel Seligman *Fundamentals of Securities Regulation* (5th ED) P927(2004)

²⁶⁷ 北山茂 「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」企業法研究12号92頁（2000）

²⁶⁸ 被告ダンフォースは銀行の取締役、受託者の一人であったが、その銀行株 166 株を原告カーペンターから購入した。原告は、当該売買を無効とし、詐欺やそれらの影響により売買が行われなければ保持していたはずの権利や配当を回復することを訴えた。判決は、そのような委託者と受託者の関係はないとするものであった。

たがって積極的行為が見られない限り、保有していた株式を売却した者が会社役員の責任を問うのは困難となる。信認義務については、一般的に認められるのではなく会社役員が行う自社との取引及び自社のための取引において自社及び株主に対して信認義務があるとする。即ち、会社役員は会社の財産に関する行為、経営に係る事項は株主に対して信認義務を負う。株式の購入については、購入した結果について会社の財産に係る行為として株主から信認義務違反行為の責任を問われることがあるが、自社株の株主から株式を購入する場合には、株主には会社役員に対し、他の商品同様に売却するか否かの選択権があり、単に株式が取引の対象となっていることだけで 2 者の間に信認義務が存在することはないとする。要は、不実記載、積極的な隠匿がなければ責任なしとする立場である。

少数説(信認義務者ルール)は *Oliver v. Oliver* 118 Ga. 362 ; 45 S. E. 232 (1903) 等に見られる立場で、会社役員の不作为・沈黙²⁶⁹でも株主に対し不法行為が成立するとする立場である。会社の内部者である役員には株主との関係について、単純に土地などの商品とは異なり、株式についてはその価格資産価格について会社役員の役割、行為が重要な影響を与えるものであり、したがって厳密な意味での信認義務関係はないが、それに類する義務関係が認められ、株価に影響が出るすべての重要事項について開示する責任ありとする。

更に両説の中間ともいべき折衷説(特別事実理論・SPECIAL CIRCUMSTANCES DOCTRINE) *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909); 29 S. Ct 521; 53 L. Ed. 853; U.S. (1883) *Fox v. Cosgriff*, 66 Idaho 371, 159 P2d 958, 969-70 (S.C. Cal 1945)²⁷⁰がある。一定の特別の状況があれば、不作为・沈黙でも義務違反が成立するとの立場である。具体的には内部者が会社内におけるその地位にいることから、取得した会社に関する特別な情報が考慮される場合に開示の義務があるとする立場である。

(1) 19 世紀の証券取引規範

「買主、注意をせよ」 多数説

一般的に 19 世紀の商業取引における当事者間に適用される法規範として、「買主、注意をせよ」(CAVEAT EMPTOR) という考えの下に、州の判例の大部分は情報の格差だけでは不法行為による損害賠償請求権を認めなかった²⁷¹。取締役、役員等の会社内部者が重要な未公開情報を利用して個人的な利益を得ることを禁止する義務は課せられておらず、当時の通念(CONVENTIONAL WISDOM)ではそうした利益は“役得”であり「通常の報酬」(NORMAL EMOLUMENT)²⁷²といわれていた²⁷³。

²⁶⁹ 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1 15巻3号324頁(1998)

²⁷⁰ 前掲(注12)93頁

²⁷¹ デニス S. カージャラ「セミナー・アメリカ証券法」80頁 商事法務研究会(1991)

²⁷² Thomas E. Geyer *Insider trading: Evolution, Prevailing Theories and Recent Developments* P1 (2003) (www.baileycalieri.com)

²⁷³ ローランド・シュミット(訳)二本柳誠「ヨーロッパにおける資本市場の刑法的保護」『季刊企業と

当時の多数説を採る判決の代表例であるティペカヌ郡委員会对レイモンド事件²⁷⁴を見ることにする。原告のティペカヌ郡委員会は、1865年6月24日所有していたファイエット・インディアナポリ鉄道会社の株式一株額面50ドル、570株分総額28,500ドルを額面より10%安の総額25,650ドルで同社レイモンド社長に売却した。ところで同社の鉄道事業の初期投資は、主に社債の発行によって営まれ、業績は好調でその利益によって社債は既に償還されており、借入金の返済も遅延はなかった。しかしながら、レイモンド社長は個人的にティペカヌ郡委員会からその株式を購入するに際し、こうした会社の財務状況等を同委員会に対し明確にしなかった。加えて同鉄道会社は、無配が続いており、株価も額面割れしていた。その結果、レイモンド社長は1865年6月24日に当時の時価（額面より10%安）と考えられた25,650ドルで購入できたものである。実際には、同社の資産は、負債の11倍にも積み上がっており、実勢価格は、342,000ドルになっていた。結局、レイモンド社長は当時売却交渉をしていたインディアナポリス・シンシナシティ鉄道会社に鉄道事業を2,500,000ドルで売却²⁷⁵した²⁷⁶。そこで原告は、会社の役員が会社の財務状況等を隠して取引を行ったことは、株主に対する信認義務に反するとして実勢価格との差額315,300ドル²⁷⁷の賠償を求めたものである²⁷⁸。

インディアナ州最高裁判所は、詐欺行為はなかったとする。会社の役員は一般的に株主に対し信認義務を負うが、それは会社の事業や財産の処分、会社の利益のために取引を行った場合に限られる。単に株主から株式を購入する場合には、当該株主に対し信認義務を負わない。取引の相手方がその会社の株主で当該会社の株が取引の対象となっても、他の商品と同様に株主は売却の自由を有しており、役員は統制を及ぼさない。したがって、株価に影響を及ぼす情報等の告知義務はなく、責任を負わないとするものであった。

以下当該判決文をみる。

「弁護人の主な主張から我々は次の疑問が生じる²⁷⁹。即ち、被告人が会社の取締役、社長だからといって受任者として、その株主に対し会社との関係やその関係で得た情報を有利に利用することをしないにも関わらず原告が入手していない株価に影響を与えるすべての重要事実を開示し、公正かつ適正な価格でそ

法

創造』紀要8号51頁（2006）では約500年前（1474年）に出版されたANTONIUS FLORENTINUSの手引き書では、ベネチアの商人が為替相場操縦とインサード取引を行うことは、罪（SUNDE）であるとされていたとの解説もある。

²⁷⁴ The Board of Commissioners of Tippecanoe County v. Reynolds. Supreme court of Indiana 44 Ind. 509;1873 Ind

²⁷⁵ 売買の法的性格は第1順位抵当権付信託受益権販売と見られる。

²⁷⁶ Id.at510

²⁷⁷ 差し引き賠償額は342,000ドル - 25,650ドル = 315,300ドルではないか。1,000ドルの差がある。

²⁷⁸ Id.at511

²⁷⁹ Id.at513

の株式を購入する義務を負う必要があるのだろうか。…当法廷はこれまでの判例に従い、本件において信認義務関係は認められないと判示する。多くの判決で示されているが、会社の取締役は株主の信認義務者であり、両者の間には信認義務者と委託者の関係があるとされる。しかし、注意すべきは適用が認められて然るべき関係があった事件について述べられたものであり、決してすべての訴訟事件について適用されるものではないことである。会社やその事業経営によって所持される土地や現金、有価証券、株などの会社資産に関する場合には取締役が株主の受託者になることは明らかである。会社の財産に関する会社の取締役の行為は程度の差はあるが会社の株主一般に影響を与えることになる。そのような場合においてこれまでの裁判で信認義務関係があると判示されてきている。」

「個人によって所持されている会社の株式はその個人自身の私的財産であり、個人の判断により売却や処分が出来る。その際、会社や会社の役員の如何なる制約も受けない。株式は日常取引される何処にでもある商品であり、市場で取引される他の商品と同様に売買されるものである。取締役は、株式の処分を勝手に制約したり規制したりすることはできないし、売却や移転行為を取消す義務を負っていない。このような理解からは訴訟提起は認められない。個人の株主はその株式を土地や他の資産と同じく当該会社の取締役の制約や規制を受けことなく、所有することが可能である。²⁸⁰」と判示した。

要は会社の取締役として会社財産等の責任を株主に対し取締役は負っている。しかし、自社株の所有者から購入する際、購入すれば所有者は何ら会社財産とは関係がなくなるのでそうした株主に対し信認義務を負うことはないとする。したがって株式も他の商品と同様、取引における駆け引きは通常認められ、重要事実の開示や公正適切な価格で購入する義務はないとする。

一律に会社役員は株主に信認義務を負う 少数説

他方、上記見解と異なる立場を採る少数の例外的判決がある。具体的には1903年のジョージア州最高裁判所が下した判決で、オリバー対オリバー事件²⁸¹と呼ばれている。本件では同族経営会社の株式譲渡に関し、情報の秘匿が問題にされた。事実関係としてジョンとフレッドのオリバー兄弟は、共同でジョージア州の各地に複数の会社を設立し、長年に亘り経営を行ってきた。兄弟の間では会社支配に対する関係は対等とすることになっていた。兄弟の一人ジョン・オリバーは、そのうちの一つの会社について経営を任されていたが、今後こうした綿実油絞り機プラントで利益を出すことは困難であると判断し、適正な価格(一株110ドル)で売却する機会があれば速やかに実行に移せるようにするため、他の株主(フェッド・オリバー)から持分を譲り受けておく必要があると考えた。1901年6月にその旨フェッド・オリバーに申し入れ、一株110ドルで株式を購入したものである。その後、同社は同年8月にバージニア・カリフォルニア化

²⁸⁰ Id.at515

²⁸¹ Oliver v.Oliver 118Ga.362 ; 45 S.E.232(1903)

学会社に譲渡されたが、ジョン・オリバーがフェッド・オリバーに購入の申し入れする際、既にバージニア・カリフォルニア化学会社と譲渡交渉が始められていたことを知らせてなかった。こうした工場全体を売却する事情があれば、その株式の一株当りの時価は原告によれば 180 ドルであったと主張され、被告も 140 ドルであったことを認めている。

判決では、両当事者が情報源に対し等しい近接状況にあれば、敢えて当事者に全面的な開示を求めさせ、優れた判断や卓越した技能及び価値ある情報を失わせることは出来ないし、どこまで情報等の諸事情を承知の上契約に応じたかを詮索することも困難であるとしながら、売却された品物の品質や価値に関し一方の当事者が重要な事実を隠し、他方の当事者が、通常持つべき慎重さと注意を払ってもその事実を見分けられなければ売却行為は無効として差し支えないとする。このルールは、信認関係が認められる場合には個別に適用が出来、具体的にはそれは会社の役員がその業務や経営、管理について任意の方法で資産の購入をする場合である。そして取締役は、厳密な意味で信認義務者でなくても、取締役は株主の持ち分に関し実質的な信認義務を負う。なぜならば株式は、会社資産に対する権利を表し、株式の購入は紙片を取得するだけでなく、会社資産に対する株主の権利が取締役の責務として託されることなるからである。したがって、会社財産に対する取締役の責務として取締役は株主に対し信認義務関係に置かれる。役員が株主から株式を購入する際に、パートナー、代理人、他の信認義務関係と同じ状況に置かれる。情報源に対する近接可能性が両当事者間に差異がある場合には、株主の知不知に拘わらず役員はその管理下にある資産の価格に関するすべて重要事実を全面的に開示しなければならないとし、本件について他の株主にその売却を無効にする権利を与えるか、他の適切な救済を与えると判示した。

本判決は、20 世紀になり内部者取引規制理論が盛んに議論される萌芽となった。具体的に判決文を見ることにする。

「裁判所は民事契約の実行性を担保するために存在しているのであって、単に値段が安いというだけで取引された契約を無効とするには民事法によって救済する規定が特別に定められていなければ裁判所は対応することが出来ない。そのため、契約当事者は当然のことであるが一般の取引慣行に則っていかねばならない²⁸²。即ち、契約当事者が対等の立場にあることは現実にはない、ということである。取引相手方からその卓越した判断や優れた技能、大きな情報網が可能とする利点を奪い去ることは出来ないものである。取引当事者は、お互いに作物の状態、取引の条件、宣戦布告、平和条約の締結、あらゆる投機的事象や不特定の外部の事実、特別な知識を共に有した上で取引が成り立つものと想定してはいけない。」

「それゆえ、(過去の事件で)裁判所は、たばこの購入者は買い手に対し、商品の価格に重要な影響を与える米英戦争の終結宣言が行われた事実を開示する

²⁸² Id.at366

必要はない、と判示した²⁸³。当事者間の情報手段において優劣がなければ、一定の適切な制限を課して通常とは異なる原則を適用することは困難である、とそこでは述べられている。例えば、売買の対象となった土地に価値のある鉱山が含まれていた。民法典では外部要因や内部要因の事実を明確に認識しながら取扱いについては区別をしていない。取引当事者間で開示をすべき義務が売手の方に生じることがなければ、取引対象の土地に価値のある鉱山が含まれていることについて売主自身が認識しておらず、またその存在を知っている買主が告知しなくても売却は無効とされないとしている。」

「当法廷は取締役と個々の株主関係について検討をしなければならない立場にある。すべての裁判例は、取締役は会社の信認義務者であるとする。取締役は、可能な限りすべての株主及び個々の株主に対してもその利益のために働かなければならないとする。しかし通常役員が会社に損害を与えても株主から取締役自身が訴えられることはないとしている。」「取締役が個々の株主に対して義務を負っているのではなく、全体の信認義務者であることはこれまでの判決において何ら変わりがない。取締役が会社に忠実に仕えなければならないということは、取締役にとって取締役が管理することになっている会社財産に対する個々の株主の純粋な利害に関し積極的かつ攻撃的な反対者となる根拠とはならない。」

「いかなる論法や議論の帰結においても取締役は、最も重要なかつ正当な意味で株主の信認義務者であるという事実は捨象することはできない。取締役は、株主に対し法的名宛人にならないため厳密な意味で信認義務者ではない。即ち、委託者と受託者が当事者同士として取引をすることが現実に禁止される厳密な意味での信認義務者でなくとも、取締役は株主の株に対して準信認義務者である。」

「もし、株の市場価格または契約価格が、帳簿価格と異なっていたとしても、取締役はその事実について株主に特別な関心を持たせる法的義務を負うことはない²⁸⁴。取締役は会社に対し義務として秘守することが要求される情報を所有している。即ち、守秘義務があるから株主に対してもその事実を開示することは許されない。会社に対する責務は個人株主に優先する。しかし、取締役が開示できない事実を知っていても取締役は自分自身の利益のために使用することはできないし、また第三者に対し不利益に利用することも認められない。取締役はその事実が開示できない事実あれば、そのことを知らない相手方を当事者として取引をすることが出来ない。またその事実が重要事実に関する情報であることを認識させることが出来ない場合も同様である。」

²⁸³ Id.at367

²⁸⁴ Id.at368

「しかしながら、取締役が持つ情報が販売価格に影響を与え得る性質のものであり、かつ会社の利益を損なうことなく株主に告知が出来るものであれば、取締役は購入契約前に株主に対し全面開示をしなければならない。ある意味で情報は会社の準財産である。株主は会社の財産として規則によって登録された他のものと同様に株式も資産の一種として権利を持つ。もし役員が会社に帰属する有価資産の存在に関し株主に対し意図的に隠蔽をしたならば、かつこの隠蔽を利用していれば、売却行為は無効とされなければならない。」

「取締役が自分の職務上の立場から株価に影響を与える情報を得た場合、その情報を得る地位に任命した人々の利益のために情報を預かることになる。よい見込みがあれば第一に会社のために利用し、最終的には会社の真の所有者のために用いなければならない。」「取締役は、会社に対し意図的に損害を与えるためにこの情報を利用してはいけなく、いかなる健全な原則からみても、現実の利益に関係している人々に対し利益を損なう方向で使うことは許されない。この点に関する根拠法はいくつか存在する。一つはコモン・ローであり、一つはエクイティ（衡平法）である。」「判決は積極的詐欺行為要件の認定に基づいている。ここで見られるような異議のケースではないが、当該判決では我々が判決で下した結論と反対である²⁸⁵。取締役には株主に対する責任を認めなかった。しかし、その判決に対し裁判長は反対意見を述べた。取締役は信認関係があるとして、価格に影響を与える情報の開示なく株式の取得をすることは積極的に詐欺行為をしたとして有罪であると認定をした。」

「本法廷の多数意見の採る概念を拡張すれば、ほとんどすべての詐欺事件に対し制裁を科すことが出来る。また株主に対し犯した不正義を正すことが出来る。その考え方は、取締役は会社の信認義務者だけでなく、株式を保有する株主に対し準信認義務者又は類似の立場に立つものであるということを示している。信認義務者及び類似の者は、財産が彼らに信託されていると同様にその関係で義務と制約に従う必要がある。株式は株主が取締役の管理下にある財産を所有していることの権利を真に証明する証書である。売却に際し、株主は券面を処分するだけでなく、所有している資産を処分するのである。取締役がある株主から株式の購入をする場合、取締役は単に紙を買うのではなく取締役が管理し、委託及び制約されることが義務付けされる財産について不可分で実質的な権利を実際に購入することになる。衡平法は、単なる名目を退け、実質を重んじる法である。」

「会社はパートナーシップや経営のパートナーの拡大、増幅した形式として扱われようとなかろうと、取締役が株主によって選任された代理人又は信認義務者として経営に係ることを行えば、取締役は本質的に株主の代理人、弁護士、信認義務者であり、株式の市場価格が上下するのは、有形資産の増減だけでな

²⁸⁵ Id.at369

く経営に携わる取締役が実行に移したのや企画された行為の結果であることは、周知の事実である。即ち、株式配当の有無や予測が立たない契約をすることや財産の得失が見込めない売却や賃貸借契約である。」

「取締役が株価をコントロール可能な地位にいるかまたは左右する事実を最初に知り得る立場に立っているときには、全面開示することなくまた株主に対しその事実について等しい情報を与えることなしに売り買いを直接申し込むことによって利益を得ることが可能となる。しかし、それは不誠実な沈黙に対し割増金を与え、真実を抑圧することに対し報酬を与えることになる。話す義務があるものが隠蔽をした、不正行為によって利益を得ることを認めることになる。それは法廷の正義に劣るものである。」「取締役がその占める地位によって会社や総株主の出費で個人的利益を得ることは禁止される。取締役は各株主に対しては消極的でよい。取締役が個々の株主の信認義務者ではないことから、次の結論を導くことになる。取締役は、株主全体に忠実に仕えなければならないが、個々の株主を敵に回してもよい。即ち、取締役は会社の役員であり、一方それぞれの株主に対しては敵対視してよい、それがルールである。」

「取締役が株式を取引する際に負う誠実義務は個人株主が自分自身の名宛で確保される権利の一つである。いくつかの他の例を除き、会社は専ら取締役の信認関係から生じる義務の遂行を受けるものである。株式に関する契約に関し株主は準信認関係から生じる権利を行使できる。決定ではないが取締役と取引する株主は取締役が情報の獲得に優位性があることを認識すべきであるし、それゆえ特別な注意を払うべきであることを判示すものがある。」²⁸⁶。

「信認義務関係では反対の取扱いを認めるものである。信認義務関係があれば少なくとも受任者は取締役が言及したことや取締役が重要なことは何も言われなかったものと想定し、緊張感を持たずに沈黙を信頼してよい。会社の経営について取締役は明確に信認義務を負うが、取締役が自分の株式を売る際には、いきなりその内情を完全に明らかにすることは要求されていない。取締役は、要は一般的に義務を課せられていると認識し、行動している。これらの受託者の特殊な権限と特別の機会は、開示を要求する規則による制限よりむしろ拡大を要求する。取締役の職務上の義務は取締役に一般原則に内在する特別な義務を課す。それは重要な事実の隠蔽は詐欺になり得るということである。なり得る場合とは、ある理由から取引相手方が完全な情報の提供を期待してもよいとする権利を持つときや相手方が売却財産について誤解しているにも拘らず沈黙を守っているときである。真実を語らず押し黙るのは、欺瞞行為に等しい。売り手が誠実義務から開示しなければならない重要な事実を隠蔽したり、開示を止めた場合、これは虚偽表示の証拠でありかつそのものに等しい。」当法廷は本件が兄弟の間に起こったことを考慮しない、としている。

²⁸⁶ Id.at371

この判決では、取締役は、本来的に会社に対し信認義務を負っており、会社株主にはない。しかし、会社の株式については取締役の行為により価格が左右されまた会社の資産そのものであるから信認義務類似の関係が認められる。そこで会社株式の売買について取締役は、そうした信認義務類似の義務を会社株主に負うことになり、会社に不利となり、且つ秘匿すべき情報は除き情報を提供すべきであるとする。株価に影響を与える情報の告知を義務付けている。

特別の事実理論

これらを折衷するものとして1909年のストロング対レピデ事件連邦最高裁判決がある。通常は会社の取締役は株主と取引をする際に、重要な非公開情報の開示の義務を負わないが、株価に劇的な影響を与える事実などの特別の事情があれば義務が生じることになるとした判決が出された。本判断は特別事実理論(“special fact” doctrine)といわれる。この理論は、1934年取引所法10条(b)項に基づき規則10b-5が働くようになるとこの規則の解釈原理として取り込まれ、制定法上の実質的根拠として主張されるようになった。

特別の事実理論が用いられたストロング対レピデ事件²⁸⁷を見ることにする。同事件は米国最高裁判所法廷(フィリピン島の最高裁判所判決に対する上訴)において、1909年3月10日、11日両日の審理を経て、1909年5月3日に判決が下されたものである。本訴訟は、元々上訴人エリナー・エリカ・ストロング夫人及び夫のリチャードP.ストロングが被告レピデに対し、1904年1月12日にフィリピン島マニラ市の第一審裁判所に訴訟提起し、開始されたものである。上訴人原告のエリナー・エリカ・ストロング夫人及び夫のリチャードP.ストロングが、被告レピデに対し夫人が所有していたフィリピン砂糖栽培地開発株式会社の株式800株の返還を求めたもの(被上訴人は既に会社が発行した42,030株のうち30,400株を所有していた)。

請求の原因としては、上訴人の代理人から、被上訴人に株式が売却され、引渡されていたが、上訴人の承諾がなかったこと、加えて被上訴人が上訴人の代理人F.スチュアート・ジョーンズ(F. Stuart Jones)に詐欺的な隠蔽をしたことである。隠されたのは売却・引渡された株式の価格に影響する事実であった。株式は一株当たり100メキシコドルであった。上訴人自身は、株式の譲渡について一切売却の交渉をしたことがなく、また売却後少々時間が経過してから初めて代理人間の交渉事実と被上訴人の代理人の名前が分かった。被上訴人が会社の株式のほぼ4分の3を所有していることに加え、会社の5人の取締役の一人であった。取締役会によって会社の代理人に選任され、また会社の事業一般について包括的な権限を有する総支配人に選ばれている。被上訴人は上訴人の代理人が本人の承諾を受けていないことを持ち出し、すべての不正行為(FRAUD)を否定し、以下のことを強く主張した。上訴人の代理人から株式を購入したが、

²⁸⁷ STRONG v. REPIDE 213 US419; 29 S.Ct521;53 L.Ed.853; 1909 U.S1883

その株式は持参人払い式であり、取得（権利移転）可能なものであった。被上訴人の代理人アルベルト・カウフマンが購入し、その後被上訴人に売り渡した。

被上訴人は、既に株式をスペインに居住する民間人ルイス・グティレッツ（Luis Gutierrez；ルイスは被上訴人の兄弟であった。）に売却、移転、引渡ししており、今回の訴訟の開始及び訴訟上の如何なる上訴人の要求にも優先すると主張した。1904年4月、第一審裁判所で審理が開始、4月29日に遅延なく判決され、事実認定が述べられた。法廷の意見と判決の基になった一定の事実、それは論点となっていたものであるが、上訴人の代理人が本人の承諾なく株式を売却し、移転してしまったこと、また加えて被上訴人の代理人に株式を引渡すことになった取引は詐欺的行為であったことである。詐欺的行為とは、被上訴人は上訴人の代理人に対し株式の価値に影響する事実を明らかにする誠実義務を負っているにも拘らず、隠蔽していたことである。

被上訴人に対する株式の売却総額は16,000メキシコドルにすぎなかったが、僅か2か月半でそれらの株は76,256アメリカドルの価値を持つことになった。事実認定に基づいて裁判所は、被上訴人に対し一定の金額を返還するように命じた。判決は夫人が800株の株式を引渡したと認定された時点の株価に見合うものである。その金額は13,8352.71フィリピンドル（16,000メキシコドルを控除した後で）と訴訟費用を含むものである。判決では、夫人が800株の株式を譲渡するに当たり受け取った16,000メキシコドルないしはそれに相当するフィリピンドルを支払うことも判示している。他の事項は判決に述べられたとおりである。

1904年5月3日、やり直し審理の請求が被上訴人によってなされたが、1904年5月9日却下された。その後、正式異議案が提出され、上訴（覆審）が受理された。1906年1月18日、フィリピン最高裁判所で同事件は十分に審理され、1906年4月28日に判決が出された。第一審が判断の根拠とした同じ理由に基づき、上訴人の代理人はストロング夫人の株式を売却し、引渡す権限を有しなかったと判示した。第一審判決の二番目の根拠であった上訴人の代理人が株式を売却したのは、被上訴人側の代理人の詐欺によるものとした点は支持しなかった。判決が確定後被上訴人は自分の弁護士を通じて新証拠の発見を根拠に基づくやり直し審理の申し立てを行った。新証拠は、代理人の権限に関するものでこれまで権限がないとされたため判決を誤審させてしまっていたが、判決の後に新たに発見されたものである。それによるとスチュワート・ジョーンズ氏やロバート・H・ウッド氏は、兩名または単独で上訴人の資産を売却するか信託するかを選択出来る代理権限を持っていたことを内容とするものであった。

この申し立てに対し異論が出されたが裁判所は申し立てを認めた。控訴人がその代理人であるジョーンズ氏に与えていた代理する権限の性格に関し当事者は新証拠に従うよう命じ、代理人の新たに発見された権限が証拠として採用された。その証拠によって法廷は、ジョーンズ氏の代理権限を十分に認め、その

文書は本訴訟の争点の絶対的な決定打となると判示した。法廷は第一審の判決を見直し変更し、訴えは本案判決で棄却された。判決を変更され、棄却された控訴人は、当裁判所に下級審判決の審査を求めて上訴した。

係争事実の主な内容は以下のとおりである。1902年当時、「フィリピンの国」と呼ばれたフィリピンで土地所有権の安全を確保することはアメリカ合衆国政府にとって重要であると考えられた。そこでその目的のために、すべてのフィリピン島で土地所有権を取得する可能性とその費用に関し、時ある毎に様々な調査を政府が行った²⁸⁸。その土地は個人所有ではなかったものの、数人によって分割所有されていた。フィリピン砂糖栽培地開発株式会社は「ドミニコ修道士」の島と特別に記述されるこれらの土地を所有し、「全修道士の国」のほぼ2分の1を持っているとみられていた。1903年7月5日、フィリピン政府を代表してフィリピン島の民政長官が、個々の所有から全島を買い上げるため、総額6,043,219.47ドル(金)で購入することを申し出た。被上訴人の会社が所有していた土地に関する申し出について被上訴人は、大株主としての法的立場から他の株主に何らの協議もせず拒否した。被上訴人の会社を含むすべての土地の個々の所有者の代表は、上記の申し出に対し、すべての土地の売値を13,700,000ドルと決めた。交渉を余儀なくされ、暫く交渉を継続していたが、1903年10月終わり頃に民政長官から7,535,000ドルとする最終提案が出された。

被上訴人が代表する会社を除いた他の土地所有者はこの申し出を歓迎し、その価格で土地を譲渡することを切望した。そして被上訴人に対し、政府の申し入れを受けようとして説得したが、被上訴人だけは上乗せを要求し、更に他の所有者に対し彼らの土地の売却代金から被上訴人の会社へ335,000ドルを払うことを要求し、かつ政府が被上訴人の会社の土地のうち1千haを売却対象外とすることに合意するまで拒否を続けた。売却の契約は、漸く1903年12月21日に被上訴人が被上訴人の会社の代理人として実際に締結された。

被上訴人は、交渉の過程の中で決定権が自分の掌中にあることを法律上当然のことと承知していた。被上訴人が政府の最終提案の受け入れを決断すれば、被上訴人は会社の株式の4分の3を有していたので会社の決断となるはずであり、また交渉は被上訴人を除いた他の所有者すべてが要望するようになるはずであった。売却をすることができず、放置されれば会社の土地や株式もただ同然になることも承知していた。被上訴人自身が会社の保有する土地について語っている。政府は大規模農園に完璧な補償をしなかったため、大規模農主は結局600万ドル相当の金を貰えなかった。しかし、もし政府が統治に失敗し大農

²⁸⁸ 1898年アメリカとスペインはパリ条約を締結し、アメリカはフィリピンを2千万ドルで購入したが、1898年フィリピン第一共和国が発足しアメリカのフィリピン領有にフィリピン側は抵抗し、米比戦争が勃発する。1902年にルーズベルト大統領がフィリピン平定宣言を出したが、その後もゲリラ活動が続いた。

園主を救出することになった場合、農地は無価値になり、保障は貰えないことになる。現状会社には何の価値もないのに債務だけがある。加えて会社は、配当金を全く支払ったこともなく、持っている債権だけで生き延びており、しかも税金さえ支払わなかった。会社は、これらの土地以外に実質的な価値のある他の財産を有していなかった。土地が唯一の資産だった。こんな状況があるにも拘らず、民政長官によって最終提案がなされる以前の段階では被上訴人はより高い対価を要求していた。

そのような状況で 1903 年の 9 月の中旬か下旬頃になり、ストロング夫人所有の被上訴人の会社の自社株を 800 株購入した。被上訴人はその株は F. スチュワート・ジョーンズが夫人の代理人として保有していることを知っていた。被上訴人は、これらの株式を取得することを決め、隣室であるジョーンズ氏の事務所を訪ねることをせず、カウフマンが使っているブローカーで少し離れたところに事務所を持っているスローン (Sloan) に、自分自身の株式取得にもかかわらず彼の妻の家族のために購入すると話を持ちかけた。そこでスローンはストロング夫人の夫と連絡を取り、ストロング夫人は所有する株を売却したがっているか、と尋ねた。夫は、ジョーンズが株を所持しており、ジョーンズと相談するように指示した。スローンは誰が株を欲しいのか知らなかったし、ジョーンズも話が来た時点ではもちろん承知していなかった。ジョーンズは、被上訴人が購入したがっていることを知っていればその値段では売らなかった。何故ならば被控訴人は価格が上がる気配が出るまでは、株を買い増ししようなどとの動きを見せないの、動きに出たとすれば株価の上昇を示唆することになるからだと語った。会社定款規則の第 20 条によって大規模農園の一つ以上を売る際には株主総会の決議を必要とした。そのような総会はジョーンズが株式を売却する時点では開催されなかった。そこでジョーンズが、土地の売却がすぐに行われるという急な見込みがあるとは思わなかったのは尤もなことであった。

他方同時期に被上訴人はそれらの可能性に係る情報を持っていた。それは彼が、すべての株主の代理人として譲渡交渉のやり取りのなかで得たものであり、その行為は、特に全株主と彼自身のために行われたものである。交渉の結果、ジョーンズは 1903 年 10 月 10 日頃に譲渡する権限を持っているふりをしながら、ストロング夫人に相談せず、800 株を 16,000 メキシコドルで売却し、スローンの事務所内でカウフマンに渡した。被上訴人はルエダ・ハーマンス (Rueda Hermanos) の小切手で 18,000 ドルを払ったが、そのうち 2,000 ドルの上乗せ額は手数料分で、被上訴人からカウフマンに対しコミッションとして 1,800 ドルが支払われた。被上訴人は、16,000 ドルで 800 株を得たが、その価格は 2~3 カ月後に土地の売却が行われたときの株価の十分の一過ぎなかった。夫人の代理人ジョーンズを通じた株式売買のすべての交渉において、この株式の価格に影響する事実は被上訴人の代理人から一言も知らされておらず、それどころか完全に隠蔽された。政府との交渉の実態については言及されていないし、まして土地の譲渡話をまとめるか否かは被上訴人の決断にかかっていたことは述べられていない。

ごく近い将来におけるほぼ確実な株価の上昇は、被上訴人を除き誰もわからなかったし、上訴人の代理人は被上訴人が株を購入したがつている人物本人であることについての認識や疑念を持っていなかった。代理人は売却したことについて証言しているが、売却の理由としては配当金が支払われるような類の資産に投資をする金が欲しかったし、またこの会社からは、何も得るものを期待できなかったことを挙げている。土地の売却交渉は長期化しているし、とにかくそれほどの時間をかけずに売却話が纏まるかどうか、について何の見通しもなかった。フィリピン国の土地の販売話がこのすべての期間に亘り、頻繁に話の種として取り上げられていたし、またその販売の見込みについては街頭の話題となっていた。そのような世間話は交渉の条件に関する噂とゴシップに基づいて行われた。新聞はあまり頻繁には取り上げなかったが、交渉の実状や譲渡の実現の可能性は確かなものになってきていた。被上訴人の権限と影響力を持つ特別な地位は、上訴人の株式を購入するときの交渉において有利であり、上訴人の代理人又は交渉に利害を有している外部の者の誰一人にも正確に知られることはなかった。

ペッカム判事の法廷意見は次のとおりである。マニラの第一審裁判所はその判決の中で審理された二つの争点について原告側を支持した。一つは売却が原告の代理人によって締結されているが、代理人には売却の権限がなかったので被上訴人の代理人に引渡したことは違法となること。もう一つは、被上訴人は株の譲渡が締結されたときに株価に影響を与えるいくつかの事実を譲渡人に隠蔽したために、詐欺の責任を負うことになることであった。フィリピン最高裁への上訴には、第一審裁判所の判決が売却をした原告の代理人の売却権限の欠如を肯定している点が不服と申し立てられたが、被上訴人側の詐欺があったと認定された点については、申し立てがなされなかった。最高裁の判事のうち2名は判決に反対した。2名の判事は詐欺がなかったとの多数意見に賛成しながらも代理人には譲渡をする権限があったことを理由としている。多数意見のうち一名は譲渡の権限がないとするだけでなく、欺罔がないとする。それ故原告勝訴の判決を確認することにのみ同意をしている。

続いて当時復代理人が譲渡権限を持っていたとする新証拠の発見を理由として再審理の申し出が認められた際、裁判所の多数意見は、夫人を代理し譲渡をする権限が上訴人の代理人に十分認められると判示した。また本ケースには如何なる欺罔もないと判示し、原告勝訴の判決は見直され、訴えは棄却された。なおジョンソン判事は、多数意見に賛成せず、第一審が二つの根拠で認めた判決を支持し、反対意見を述べている。

判決は次のとおりである。

「我々は今原告の申し立てを棄却しようとしているフィリピン最高裁判所判

決の見直しを求められている²⁸⁹。被上訴人が株式を購入する際被上訴人の代理人に詐欺や策略があれば、原告の代理人が株式売却の権限を有しているか否かを調査することは意味がない。詐欺や策略があれば譲渡は無効である。それ故我々は、売却の無効に繋がる詐欺や策略の有無を明らかにする証拠を見極めなければならない。第一審では厳密な事実認定はされていないが、その判決の中で第一審判決の基礎になった事実関係を述べており、また事実がどのようなものであったかを確定する目的に言及している。」「フィリピン最高裁判決に対する誤審令状によって当法廷は、その事実認定（下級審と異なる）を1902年7月1日法の第10条に従って審査することとする。

その証拠を慎重に精査したところ我々は、フィリピン島の準拠法に基づき第一審の判決を支持することが適切であるとの結論に至った。²⁹⁰」民法典の法域で契約の要件を定めた第1261条の以下の規定では、「契約当事者の合意を第1265条で次のとおりと定める」としている。即ち、「誤解や暴力、脅迫又は、策略によって同意したときは、無効とする。」1266条から1268条では、1265条で用いられている文言の意味の解説も含むが、暴力や脅迫による錯誤となる場合が規定されている。第1269条では「契約の一方当事者が言語や狡猾な陰謀を用いたとき、そうした言動が行われなかったならば他方当事者が締結するはずがない契約を締結してしまった場合には策略に該当する」と定めている。「狡猾な陰謀」との語句の意味は策略的計画又は邪悪な計画を伴う陰謀、言い換えれば詐欺的目的を伴うものである。このように契約を無効とする策略は、言語による不実表示の手段によるものである必要はない。一方の当事者が契約の合意を得るために、欺く意図をもって隠蔽や省略の手段を用い、他方当事者がそうした省略や隠蔽に乗せられ、するはずもない同意をしてしまった場合には策略が認められる。

これは、コモン・ローのルールでもある。コモン・ローであろうとなかろうとすべての訴訟においてはこの命題に基礎を置いているもので、信義誠実に行動し、隠蔽しているものを開示することは合意を得るための当事者の義務である。本件は、アメリカ民法典が採用される以前のスペイン法が適用されていたが同じである。そのようなケースでは隠蔽は不実表示に等しい。したがってこの訴訟における問題は、上述された状況の下で被上訴人が誠実義務に則って原告の代理人に対し、株価に関係する、或いは影響をもたらす事実を開示する義務があるかどうかである²⁹¹。弁論の目的のため仮に譲歩したとしても、事業会社において取締役と株主の通常の関係には、取締役が株主から株式をいくらか購入する前に株主が会社の株式の価値に関する一般的な情報を持てるよう取締役が開示を義務付けるような信認義務の関係はみられない。

²⁸⁹ Id.at429

²⁹⁰ Id.at430

²⁹¹ Id.at431

しかしながら、特別な事実の理由のためそのような義務が存在する訴訟が認められる。カンザス、及びジョージアの最高裁判所は、以前の訴訟で一般的なルールから特別事実を取り出し、特別事実を理由に信認義務関係がその事件に存在すると判決した。私どもが取扱っている訴訟は、一連の訴訟と同じ一般的な性質のものである。他方では、テッパーカニオ地域対レイモンドの事件があり、そこでは事業会社の取締役と株主の間には信認義務の関係はないと判示された（後述する）。他の訴訟では被上訴人の弁護士によってその効力が引き合いに出されている。これらの訴訟は、取締役と株主の間の単純な関係のみを含んでいる。ここでは取締役としての身分にあることから単に単純に認められるのではなく、被上訴人の行動によって責任が出ると考える。何故ならば詳細に存在するすべての状況を考慮し、誠実義務に則り購入前に事実を開示することを被上訴人の義務とするからである。被上訴人は事業会社の取締役であったことは、責任を追及する根拠である事実関係の一つでしか過ぎない。組合せのようなものを形成している付け足されたすべてのものの存在が被上訴人には明白な義務があるといわせている。

被上訴人は単なる取締役であるのみではなく、会社の株式の4分の3をも所有しており、株式を購入したときには、会社の総支配人として大きな権限を持っており、会社の土地（他のすべてのフィリピンの土地と一緒に）を政府に売却する価格を最終的に決める交渉に従事していた²⁹²。その価格は、株価を大きく引き上げることになった。被上訴人はすべての土地の売却について枢要の交渉担当者であった。会社の株式シェアの太宗を所有しており、また他のすべての株主が黙認し、さらに交渉は会社の総資産の売却になるため会社の株主の代理人として実質的に振舞っていた。所有権と支配力のため、被上訴人の参画は交渉において所有者、代理人として進められた。この交渉について正確な条件を知っているのは被上訴人だけであった。土地が政府のものになる可能性は被上訴人だけが承知していた。土地の取得価格が凡そどのぐらいになるかも被上訴人だけが知っていた。

土地は会社が所有する唯一の価値のある資産であった。これらの状況の下でまた、販売の交渉が終わる前に、被上訴人は株式を購入するため代理人を雇った。そして被上訴人は株主の代理人として知られており、また代理人としての活動から得たたくさんの情報を持っているため、上訴人の代理人に自分の身元や交渉の状況に係る情報、交渉の成り行きを隠蔽した。推論は不可避であるが、その時に、被上訴人は土地の売却を成功裡に終わらせるため交渉に圧力を加えることを止めた。

なぜ被上訴人は株の買い増しを図ったのか。被上訴人の意見としては、政府が土地所有者の土地を適切に保護することに失敗すれば土地が売れなくなり、無価値になってしまうということであった。上訴人の代理人は、土地の売却交

²⁹² Id.at432

渉の状況を認識していなかった。その交渉や予測される結論は会社の株式価格に最も実質的な影響を与えるものである。上诉人の代理人は、土地の売却に関して実際の交渉状況や被上诉人が株式を欲しがっていることを知ることができたなら、決して株式をそんな価格では売らなかった。代理人を立てて株式の購入を進め、自分の身元を隠蔽したことは、被上诉人側で詐欺を行った強い証拠になる²⁹³。隣の事務所にいるジョーンズを訪ねたとしたらどうか。ジョーンズは売ったのではないか。

しかし、身元を隠すことによって土地の売却交渉や起こりうる結果に関する質問を簡単にかわすことが出来た。加えてその問題についてあらゆる実際の不実表示を避けることが出来た。本訴訟では被上诉人が工夫を凝らしたことは詐欺を構成することになる。購入代金を第三者名義の小切手にするなどして可能な限り隠蔽を続けた。被上诉人が第三者名義にした小切手を支払いに充てようとしたところ、その小切手を支払の証拠とする場合、他人名義なため成立した契約の履行として支払ったことを証明することは出来ないと反対された。しかし、敢えて第三者名義としたのは契約の成立を証明することが目的ではなく、他に目的があったからだ。法律上当然のこととして、小切手を与えるだけでは合意による契約の成立を証明することには出来ない。むしろ第三者名義の小切手は他のことを証明する適切な証拠になる。第三者名義の小切手による身元の隠蔽は、単純な偶然ではなく、交渉の状況や見通しの如何なる情報も与えることなく株を低価格で取得、購入する策略的陰謀であることを裏付ける。

株式の購入の後にも被上诉人は土地の譲渡交渉を続けていた。最終的に株主の特別議決のもとに会社の総支配人として、また事実上の代理人として 1903 年 12 月 21 日譲渡契約を締結した。被上诉人はすべての取引交渉の過程で大株主として、他の株主の代理人として圧倒的な影響力を持っており、終始最終的完遂権限があったことは明白であった。これら全ての事実関係の下で、譲渡を拒めず売渡した上诉人が損害賠償を請求できないようであれば、法はその存在意義を失うことになる。フィリピン島の最高裁判所は、購入に当たり如何なる欺罔はないと判決した²⁹⁴。個別の株主に対する会社の取締役の責任は、取締役の支配下にある現実的な会社財産を上回ることはない。取締役は取締役自身の保有する株（会社の自己株以外）に関し他の株主に対し何ら義務を負うことはない。仮に異常なやり方で株式を購入する場合であってもそれが禁止されるような義務を負うことはない。しかし、上述の事実状況において我々は、それが本訴訟において正しい法廷意見を述べることにはならないと考える。一般的にこれが条理なのである。

フィリピン島の商法典では、共同体の委任事項であると宣言している。スペインの民法典の 1459 条では、公共競売や司法競売によってさえ購入することが

²⁹³ Id.at433

²⁹⁴ Id.at434

禁じられている。財産の管理や売却は取締役任に任されている。そしてこれは禁止事項の限界である。この規定は、会社の役員が、他社が持っている自社株をここにあるような状況下で自分自身のために購入することに言及していない。我々の取扱っているこのような複雑な状況の下における訴訟では、被上訴人の側に情報開示をする法的義務があると判決をせざるを得ないと考える。しかしながら、ストロング夫人は株式の譲渡を代理人に認めたことは決してなかったと言っている。彼女の提出した証拠ではいかなる同意も出されていなかった。まったく同意はされていなかったのであるから、詐欺によるかどうかでないと同意は得られていないことになる。この異議について異存はない。ストロング夫人は、この株を売ることについて代理人に承認を与えたことはなかった主張した。上訴人の代理人から株式を購入する前に、すでに言及した事実の開示を行う義務が被上訴人にはあった。そしてもしその不履行のために上訴人の代理人から購入することが詐欺として有罪になるのであれば、被上訴人は上訴人に対して法的責任があり詐欺となる。仮に、上訴人が上訴人の代理人に対し売却を認めていないことを主張していたとしてもである。法廷は上訴人の請求を正当と認めた。その結果もし被上訴人が行った詐欺によって上訴人が売却したのならば、上訴人は詐欺によって損害を被り、法的責任を負うことになる²⁹⁵。法的にみれば、上訴人の同意は、詐欺によって得られたことになる。我々は、第一審裁判所における判決の形式に関して行われた異議を見過ごしたわけではなかった。しかし、その異議は実体にかかるものでないという意見であり、我々は本件訴訟で下級審が実施した経過を検証するために配置されている。被上訴人の弁護士から出された他の異議を調査してみた。しかし、問題となるものはなかった。それ故我々は、最高裁判決を破棄し、申し立てを棄却し、第一審判決を支持する。そのように判示する。

(2) 州における(相対取引の)規制時代

その後特別の事実理論が次第に認められてきて、州のレベルでは閉鎖会社において内部情報を開示しないで重要情報に乗じて取引をした場合、コモン・ローによる救済が認められるようになった。しかし、コモン・ロー上の解決は、開示義務を生じる特別の事実の有無を取引の当事者間(privity)に限定するという最大の難点があった。また、1942年に社長が自社の財務状況を不実記載し、株主から安価に自社株を購入する事件²⁹⁶に対しては既存の33年証券法17条(a)項では対応できないため、急遽SEC規則10b-5(1934年取引所法に基づく)が規定され、規則10b-5が直接に不実表示及び生半可な表示の上でなされた証券取引を詐欺として違法とし、連邦法レベルでの救済方法が確立したものの、適用は相対取引に限られていた。

売主買主の直接の当事者がいるので個別に損害賠償請求の根拠が明定されていないにも拘わらず請求を認める黙示の私的訴権が閉鎖会社の株式取引にも適用されることになり、損害の発生、因果関係などが認められれば損害賠償の請

²⁹⁵ Id.at435

²⁹⁶ 前掲(注11) P903

求が可能であった。しかし、規則 10 b -5 の b 項は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。市場を通じた取引では売り手と買い手の間に直接の交渉がなく、不実な記載もないので、適用が困難であった。したがって、1942 年に規則が制定されてから次に紹介するキャディ・ロバーツ審決で SEC が適用を宣言するまで 19 年を要した。

証券取引所法 10 条 (b) 項は、次のように規定されている。

何人も直接又は間接に、州際通商の手段若しくは方法、通信又は公認証券取引所の施設を利用して、次の各号の一つに掲げる行為をなすことは違法である。

(b) 公認証券取引所に登録された証券、若しくはその登録がされていない証券の売買、または証券に基づくスワップ取引の合意 (グラム = リーチ = ブライリー法 206B 条に規定されたもの) に関して、公益のため又は投資家の保護のために証券取引委員会が認められた権限により必要又は相応しいものとして定めた法令及び規則に反するような、あらゆる相場操縦的か詐欺的な策略又は計略を用い、利用すること

Section 10 -- Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

b . To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

委員会規則 10 b -5 は、次のように規定されている。

証券の売買行為において何人も直接又は間接に、州際通商の手段若しくは方法、通信又は公認証券取引所の施設を利用して、次の各号の一つに掲げる行為をなすことは違法である。

(a) 詐欺を行うための策略、計略または技巧を用いること

(b) 重要事実について不実記載をすること、または書類を作成する過程で誤解を生ぜしめないために、必要な重要事実の記載を省略すること

(c) 何人に対しても詐欺か欺罔行為となり、またはなる行為や慣行、営業活動を行うこと

Rule 10 b -5 -- Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security."

これらの証券取引所法および委員会規則は、次の 4 つの基本的要件に分けられる。重要事実の不開示・省略、証券の売買行為との関連性、被告の事実不開示・省略の意図・認識の存在、被告の事実不開示・省略の意図・認識

の存在である。内部者取引規制違反を問うにはこれら 4 要件のすべてが証明されることが必要とされる²⁹⁷。

以上の基本的要件について検証される内容は次のとおりである。

重要事実の不開示・省略については、取引の動因となった未公開の情報を内部者が取引に際しては開示をする義務を負っており、開示が出来なければ取引を断念すべきであったことを示すことが必要である。

証券の売買行為との関連性については、欺罔行為が証券の売買取引と関連性を有していることが求められる。したがって、内部者は証券の取引において、秘密情報を有している者が提供された情報を有している者かのいずれかである。第三者に対し情報を遺漏し、その情報受領者が当該その情報に基づいて売買しなければ責任を追及されることはない。

被告の事実不開示・省略の意図・認識の存在については、被告人の意図・認識や主観的要素には、詐欺の意思や欺瞞の認知、ときには未必の認知概念が含まれる。もし内部者が情報の秘匿性と取引または第三者の個人的利得のために情報を提供することを回避すべき義務があることを自覚・認識していたと証明するに至らなければ、責任を問うことは出来ない。同様に情報受領者は情報提供者が不適切に行った行為によって責任を負うことになることを認めるか、認める義務がある場合でなければならない。

被告の事実不開示・省略の意図・認識の存在については、情報が重要性を有するときのみ公開をする義務が生じる。情報の重要性は訴えられた投資決定に対し有意性を持ち、かつ開示されれば証券の市場価格に重大な影響を持つかどうかによって決定される。最もそうした認識ないしは認識の可能性を行為者が持っていることは最低限要求される。

以上を満たした時に内部者取引の違反となるが、では内部者となるのは誰なのかが問題となる。義務の存在について、その義務の発生をどのようなものに求めるかで大きく違いが出る。秘密情報を入手した者すべてであれば、会社関係者に限らず、いわば外部者も当然含まれることになる。売買取引との関連性については、義務違反行為と取引行為がいわば一体不可分の行為連環の中にあると評価できるかどうかの問題となる。後述するが不正流用理論ではこの点が大きな問題となる。これに対し 認識の問題について情報提供者、情報受領者ともに不正の認識が必要であり、 の重要性については、情報自体の客観的性質によるものであり、行為の主体を決定する要素からは除いてよい。したがって、内部者を決定する内部者の定義・範囲について、特に会社関係者以外の外部者については の義務の発生を何に求めるか、切り口を変えると誰が義務を負うのかが争われることになった。

3 . 審決・裁判例（1960 年代以降）

次に非相対取引である証券取引所を利用した証券取引行為に対する具体的な

²⁹⁷ Elizabeth Szockyj The Law and Insider Trading: In Serch of A level Playing Field P4 (1993)

審判及び訴訟事件を見ることにしたい。その論理は代表的 3 論理²⁹⁸にほぼ集約される。

情報平等理論²⁹⁹

情報平等理論は、証券取引所の取引に SEC 規則 10 b -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「開示又は取引断念の義務」をどのように位置付けるかで後述の信認義務理論との関連、連続性の有無が判断される。

この立場に村しては、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のは広範に過ぎて不相当である等の批判がある³⁰⁰。

信認義務理論³⁰¹

信認義務理論は SEC 規則 10 b -5 を立法者意図に則り、また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³⁰²。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。後述の 1980 年のチアレラ事件、1983 年のダークス事件が採用する論理である³⁰³。

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、結果的に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是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 10 b -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。

不正流用理論³⁰⁴

²⁹⁸ マーク・I. スタインバーク『アメリカ証券法』461頁 レクシスネクシス・ジャパン(2008)

²⁹⁹ 黒沼悦郎『第2版アメリカ証券取引法』161頁 弘文堂(2006)

³⁰⁰ Stephen M. Bainbridge Securities Law Insider Trading Second Edition P49 (2007)

³⁰¹ 黒沼悦郎『第2版アメリカ証券取引法』162頁(2006)

³⁰² 品谷篤哉「内部者取引規制 - 不正流用理論の行方」(1) 20頁(2000)

³⁰³ 前掲(注47) P50

³⁰⁴ 前掲(注48) 164頁

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³⁰⁵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会社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。不正流用理論に対しては様々な疑問が出されているが、その主な批判としては、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) 項の文言「証券の売買行為において (売買との関連性)」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一方的に組み立てている。更に、同法 10 条 (b) 項によってすべての内部者取引が罰せられるべきではない等である。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賴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。言い換えると本来的に詐欺の構成を取る規則 10 b -5 の下で信認義務があるから違反が生じると構成しながら、直接の信認義務が認められない証券取引をしない、いわば間接的な者との関係で、信認義務類似の関係から違反を認めることは論理構成として飛躍しすぎであり、別な論理立て・根拠が必要ではないかと非難されている³⁰⁶。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、信賴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。例えば家族関係には、通常契約当事者に存在する信認関係はないが、信賴関係は生じうる。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。この点については 2000 年に規則 10 b -5 - 2 が付け加えられている。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³⁰⁷。内部情報を開示すれば「開示又は取引断念の義務」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を承諾すれば、州法に基づく忠実義務違反も問題とされないであろう³⁰⁸。何の制裁もなく利得を得ることが出来ることになる。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

³⁰⁵ 前掲 (注47) P99

³⁰⁶ 北山茂 「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」企業法研究13号90頁 (2001) 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1 15巻3号327頁 (1998)

³⁰⁷ 前掲 (注45) P121

³⁰⁸ 渡辺征二郎「インサイダー取引」26 頁 中央経済社 (1989)

る³⁰⁹、と疑問視される。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の論理となっている。

なお、“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³¹⁰。アメリカにおいては、後述のようにインサイダー取引規制の論理は分かれている。しかし、学会や判例はこれを規制すべきであるという意見ではほぼ一致している³¹¹。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。

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の信頼を失わせ、延いては市場の機能を低下させることに繋がる。

会社経営者はいち早く得た情報によってインサイダー取引を行い、利益を上げることが可能であるが、一般投資家の犠牲により利益獲得の機会を得るもので不当である。

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³¹²。

これらの主張を単純化すると、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を認められない、規制すべきであると主張する³¹³。

これに対し不要論・否定説が、1960年代にマン(Manne, Henry G.)によって主張された。その内部者取引の擁護論³¹⁴では、例えば、後述するキャディ・ロバーツ審決が出た1961年当時見られたものとして、公表されていない企業合併の情報を利用し株取引を行う³¹⁵などこれまでのビジネス業界の慣行を背景に、会社役員やビジネス業界の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会社役員や経営者にそうした自社株の取引を、即ち、インサイダー取引を認めるのが適当であるとする。またインサイダー取引は経営者に村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。さらに、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³¹⁶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。インサイダー取引擁護論は、1980年代に再度内部者取引規制強化の動きにアンチ・テーゼとしてシカゴ学派「法と経済学」の立場から強く主張されたが、経済学的アプローチを必要とする明

³⁰⁹ 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(1998)

³¹⁰ 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(1999)

³¹¹ デニス・S・カージャラ「セミナー・アメリカ証券法」79 頁 商事法務研究会(1991)

³¹² 栗山修「証券取引規制の研究」159 頁弘文堂(1998)

³¹³ 太田亘「会社法の経済学」355 頁(東大出版会)(1998)

³¹⁴ Manne, Henry G In Defense of Insider Trading, Nov・Dec Harv. Bus. Rev. 13(1966)

³¹⁵ Elizabeth szockyj the law and insider trading: In Serch of A level Playing Field P5(1993)

³¹⁶ Carlton and Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stan. L. Rev. 857 - 95(1983)

確な実証的研究がない³¹⁷ので、定性的な主張³¹⁸に止まってしまっている。

(1) キャディ・ロバーツ事件³¹⁹SEC 審決(情報平等理論)

まずは、その嚆矢となったキャディ・ロバーツ事件³²⁰をみる。本件は証券及び SEC の第 28 回 1961 年度年報(7~6 月ベース)に掲載されている。年報は通常当該年度における SEC の調査や処分等を実行した事件について、その事件名等を簡記掲載し、報告しているに留まる。しかしながら、本件に関しては特別にページを割き、当事者が 20 日間の NY 証券取引所(以下 NYSE とする)の会員資格の停止処分に至る経緯と審決の内容について 2 ページ(P68・69)にわたり詳細に取上げ報告している³²¹。このことからみても本件処理の意義や重要性、SEC の積極的な取組姿勢が窺われる³²²。

SEC 審決(情報平等理論)

本件は司法裁判所の判決ではなく、SEC が行政上の審問手続によって取引業者に 20 日間の取引所の取引停止処分を命じた審決である³²³。そこで、本件につき SEC のリリースを注視することにしたい。

証券業者に対する審問手続き
公認証券取引所会員資格停止処分の根拠
減配に関する内部情報の利用

証券会社の共同経営者が同僚から情報を入手したが、その同僚が上場証券の発行会社の役員であり、また配当の件に携わっているとき、そしてその減額の情報を公開されていないのにも拘らず、入手して、減額情報の公表や公開され

³¹⁷ 平成 4 年仮屋広郷「内部者取引規制基礎理論再考」一橋研究第 17 巻 2 号 68 頁(1992)

³¹⁸ 黒沼悦郎「インサイダー取引と情報の流通」『証券市場の機能と不公正取引の規制』72 頁

³¹⁹ In re Cady, Roberts & Co Securities Exchange Act release No.6668 (Nov.8.961) 40S.E.C. 907(1961)

³²⁰ 以下の記載は、LEXSEE 40 SEC 907 に拠る。仮訳(完訳スタイル)である。

³²¹ 第 28 回 SEC1961 年度年報(7~6 月ベース) 参照 SEC のホームページ

³²² 北山茂「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」企業法研究12号98頁(2000)

³²³ この点に関して神崎克郎「証券取引の法理 P113 注 23(1987)では司法判断に委ねる機会を失ったと指摘する。「ただこの審決は、カウディンが会社の利益配当削減の事前情報をもらし、ギンテルが一般公表前にこの情報をその利益のために利用しようとの事前の計画はなく、ギンテルの行為は、利益配当のニュースに接しての自動的な反応であって、証券会社による検討あるいはギンテル自身証券関係立法の下での責任を熟考するいとまを与えないような瞬間的なものであったことを認め、ギンテルがニューヨーク証券取引所から 3000 ドルの過剰金を課されていること、この審決の発表そのことによってギンテル及びキャディ・ロバーツ会社が制裁を受け、本件のような問題については今後詐欺禁止規定の要件をより注意深く遵守するであろうことを考慮して、ギンテルが 20 日間ニューヨーク証券取引所での営業を停止され、キャディ・ロバーツ会社は何らの制裁をもうけないことが公益及び投資者の保護に相当であるとして、ギンテルのニューヨーク証券取引所での営業停止についての被審人の申出条項を採用した(accept respondents offer of settlement)。このような事件の解決は、結局のところ、かかる事案についての証券取引委員会の規則 10 b -5 の運用の裁判所による司法審査を奪うこととなった。」

ることを待つことなく一任勘定顧客のために株の売り注文を取引所に出す証券会社及び共同経営者による証券の詐欺禁止規定の意図的な違反であると考えられる。またすべての状況からみて取引所の取引を停止させることは公共的利益に適うことである。

事実関係及び委員会の審決意見³²⁴

ケアリー（CARY）委員長によるもの

この事件は、連邦証券法を掌る我々にとって初めてのケースであり、また同時に重要な意味を指し示すものの一つであった。

そこには株の販売ブローカーが、依頼された注文を実行し、（自分の妻を含む）一任口座のために取引所に買い注文を入れたことが含まれている。重大な問題は同じ証券仲介会社に雇われている者が、ある会社の役員をしておりその役員から会社の配当に関する未公開情報を受け取った仲介人の義務が如何なるものであるか、ということである。

この審問手続きは、キャディ・ロバーツ社（登録人）ロバート M. ギンテル、販売担当の仲介人で登録人の共同経営者が 1934 年証券取引法第 10 条（b）項、同法に基づく規則 10b-5 そして 1933 年証券法第 17 条（a）項に故意に違反しているかどうかを見極めるために開始された。もし違反しているなら、どのような処罰が公共の利益として必要かまた適当であるのかが検証される。被審人らは和解の申し出をしてきた。申し出は被審人らが本件の事実関係を明記したもので、詐欺禁止条項に意図的に違反したことを決定し、適切な処分を課す目的で行われる審問手続きを記録するに不可欠なものである。ただ、申し出の中で、NYSE の 20 日間の取引停止以外の制裁は課されないことを和解の条件としていた³²⁵。和解の申し出は、行政手続法第 5 条（b）項、及び実施規則第 8 条に従ってなされる。付け加えれば、登録人は審判官の聴聞とその結果判断を経ず、SEC 取引市場部が予め準備した事実認定と意見を認めることに同意した。

事実関係は以下のとおりである。

1959 年 11 月上旬にカーチス・ライト社（Curtiss-Wright）のロイ・ハーリー会長兼社長（Roy T. Hurley）は、自社開発している新タイプの内燃機関を 11 月 23 日にお披露目をするため、マスコミや軍、金融、ビジネス界の代表 2,000 名に招待の連絡をした。翌日の主な新聞にはこの新エンジンが取り上げられた。24 日のニューヨーク証券取引所では最も積極的な取引があった銘柄の一つになり 88,700 株が買いされ、大引け時には 35.25 ドルになり、結局 3.25 ドル上昇した。ギンテルは、11 月 6 日から 24 日までの間に約 30 の一任口座登録顧客のためカーチス・ライト社の 11,000 株を購入していた。24 日には株価が上昇したためギンテルは、上記顧客のためにカーチス・ライト社株の売出しを開始し、その日のうちに取引所で合計 2,200 株を売却した。翌朝、11 月 25 日も取引所で

³²⁴ Id.at435

³²⁵ Id.at908

はカーチス・ライト社株の商いの勢いが止まらず、40.75 ドルになり、本年の最高値を付けた。ギンテルは一任口座のための商いを続け、寄付きから 11 時まで間に 4,300 株を売払った³²⁶。

11 月 25 日の朝カーチス・ライト社では登録証券外務員であるカウディン (J.Cheever Cowdin) を含む取締役が集まり四半期の配当やその他諸々について検討した。1959 年の第 3 四半期までの各四半期では利益が出ていないにも拘らず、それぞれ一株あたり、0.625 ドルの配当を行っていた。取締役会では、前各 3 期と同額の配当の公表を望んだハーリーの反対を押し切り、第 4 四半期も配当はするものの、0.375 ドルに減額した。(カウディン氏は、1960 年に死亡しているが、1956 年 7 月から 1960 年 3 月まで登録証券外務員であり、1929 年に選任されて以来カーチス・ライト社の取締役でもあった。)

午前 11 時頃取締役会は、この決議の情報を電報でニューヨーク証券取引所に伝えることにした。カーチス・ライト会社の秘書役は伝達の手配のために取締役会を直ちに中座した。しかし、タイプ打刻の問題のため電報送信がほんの少し遅れてしまい、11 時 12 分にはウエストユニオン社(電報会社)に送信されたものの、取引所への配送が 12 時 29 分までには間に合わなかった。また、カーチス・ライト会社は、配当の決議についてはすべてダウジョーンズ社にも連絡するのが通例であった。しかしながら、どうやら間違いや不注意のためウォール・ストリート・ジャーナル紙には 11 時 45 分までニュースが伝わらず、また 11 時 48 分までダウジョーンズのチックタイプでその発表が打刻されることはなかった³²⁷。

取締役会で配当の決定がなされた後、間もなく休憩時間となり、その間を利用してカウディンは自分が証券外務員をしている証券会社に電話をし、配当が引下げられたことをギンテルに連絡してくれるように伝言を依頼した。この情報入手したギンテルは、取引所に対し買い注文を二つ入れた。一つは 10 口座のためにカーチス・ライト社株 2,000 株の売り、もう一つは 11 口座のために 5,000 株を空売りした。5,000 株のうち 400 株はカウディンの 3 人の顧客のため売却された。カウディンによると、顧客からの指示を従ってカーチス・ライト社株の株が値上がりしたら利益確保のため 400 株の利食いをして欲しいとカウディン自身がギンテルに指図していた。この注文は 11 時 15 分と 11 時 18 分に行われ、それぞれ 40.25 ドル、40.375 ドルになった。(5,000 株の売りの中には、ギンテルの指示によりギンテルのグループのための 1,000 の売りも含まれていた。)

配当についてギンテルはどのような情報も与えていないとギンテル自身及びアナリストの両者が述べた。アナリストは、証券会社(事務所)から電話をし、ファンドの運用担当者にカーチス・ライト社株を売却するように勧めた。ファ

³²⁶ Id.at909

³²⁷ Id.at910

ンドはこれまでギンテルに如何なる取引も取り扱わせたことがなかったのに、ギンテルに 2,000 株の売却を任せた分も含め、約 11,300 株の売却を指示した。11 時 48 分にダウジョーンズのテープにカーチス・ライト社株の配当通知が出されると、売り注文が重なったため取引所は取扱いを停止せざるを得なかった。1 時 59 分に取引が再開されたときには 36.50 ドルになっていた。25 日の値動きの幅は、34.375 ドルから 37 ドルで、大引け時では 34.875 ドルになった。

詐欺防止条項違反

例を引くまでもなく頻繁に、我々は、証券の売買については、投資家の保護を図るために規制をかける特別な必要性が認められる分野であると指摘してきた。投資者保護のため証券法等の主要な課題の一つは証券取引における詐欺、相場操縦、策略を防ぐことである。その防止のため証券法 17 条(a)項、取引所法 10 条 (b) 項及び同条に基づく SEC 規則 10 b -5 は、詐欺や策略に対するコモン・ローによる訴訟の維持に適切かつ専門的に十分であるかどうかは別にして誤解や策略的活動を対象とし、その救済を目的とした規定である。

実のところ、Erie R.Co.v.Tompkins 事件の結果から“連邦規制”の重要性が低下したにも拘らず、証券法はまったく新しい、射程距離の長い連邦会社法を生み出しているということが出来る。

McClure v. Borne Chemical Co., Inc., 292 F. 2d 824, 834 (C.A. 3, 1961) 事件では次のように述べられている。即ち、本件では 1934 年の取引所法の二つの条項 (10 条、29 条) を解釈する。この法律は投資家、特に株主の保護を図るものである。コモン・ローでは知られてなかった多くの経営上の義務と責任を定立している。これまで専ら各州の管轄事項とされて来たものであるが、経営者と株主の関係について連邦的利害が表明されている。第 10 条は取締役会に会社と個人株主に対する向けた経営上の信認義務を課している。規則 10 b -5、29 条(b)項、10 条 (b) 項によって課されたものは多くの信認義務の実行に対し強力な武器となっている。証券取引所法、特にその 10 条 (b) 項、29 条(b)項は連邦の会社法に実質的に喰い込んでいる。

17 条(a)項と規則 10 b -5 は殆ど同じ記述である。同法は、いかなる者も州際通商の手段、又は郵便あるいは公認証券取引所の施設を利用して、証券の購入又は売却に関して、直接間接に次の各号に掲げる行為を行うことは違法である³²⁸。

- (1) 詐取を行うための策略、計略又は技巧を用いること
- (2) 重要な事実と異なる記載を行うことにより、又はそれが作成された当時の状況にかんがみ記載につき誤解を避けるため必要な重要事項の記載を省略することにより、金銭や財産を得ること
- (3) いずれかの者に対して詐欺若しくは欺瞞となり又は詐欺しくは欺瞞とな

³²⁸ 訳については「何人も直接・間接を問わず、郵便や州内商業施設を使い、その施設には国法証券取引所を含むが、全ての証券の売買に関して禁止された以下の類型の行為を行った場合には違法となる。」と訳す方がイメージが出てきそうな気がする。

るおそれのある行為、慣行又は業務方法を行うこと³²⁹

規則 10 b -5 の用語は、17 条(a)項より商用範囲が広がっている。具体的には 17 条(a)項は、証券の買付け又は売却における詐欺的、欺瞞的行為を禁止しているが、規則 10 b -5 は、すべての証券の売買に関する行為を禁じている。17 条 (a) 項は虚偽又は誤解を生じさせる記載により金銭や財産を獲得することを違法とし、規則 10 b -5 は、すべてのそのような記載を作るとして違法としている。規則 10 b -5 は、特別に公認証券取引の利用に言及しているが、17 条 (a) 項はそのよう文言を含んでいない。しかしながら、公認証券取引所は、州内通商施設の一つである。詐欺については、時代によって少なくなることもないし、商用の可能性を狭めることでもない。これらの詐欺防止条項は、詐欺となる特定の行動又は慣行を詳細に限定列挙するために意図されたものではなく、むしろ、それにより、投資家及びその他の者を不当に欺くことにより利益を得ようとする非限定の多様な策略をすべて包括することが意図されている。17 条 (a) 項と規則 10 b -5 は「何人」による証券取引に適用される。不実表示はそれらの条項の範囲に含まれ、誰が表示行為を行ったかは問題ではない。

重要な情報の積極的開示義務は伝統的に企業内部者、特に役員や取締役、支配株主に課されてきた。我々及び裁判所は、首尾一貫して、内部者がその地位のために知ることが出来たが、内部者の取引する相手が承知しておらず、仮に相手が知るところになれば投資判断影響を与える重要な事実は開示をしなければならない、と判示してきた。これらの状況において、開示を行うことを怠ることは、詐欺防止条項違反となる。他方、もし購入又は売却を実行する以前に開示をすることが状況によっては不相当であり、現実的ではないとすれば、我々が採り得る選択肢としては、取引を断念することしかないと確信する。

各州の規則の「太宗」は明白に証券取引の際に積極的開示義務を内部者に課していないにも拘らず、訴訟事件が増えてくると内部者は証券取引に関し一般的に信認義務を負うという論理かまたは特別の事実関係からそうなるとする理論のいずれかによって責任が課されと判示された。構成要件は充足されている。それゆえ我々は、ギンテルが故意に、法第 17 条 (a) 項と法第 10 条(b)項と規則 10 b -5 に違反したということを認定する。当法廷は、登録者による類似の違反も認定した。何故ならば登録者であるギンテルの行為には、雇用関係にある者の行為もギンテル自身の行為とみなされるからである。役員会で決定した四半期の配当の縮減は、会社の株式価格を動かす悪影響力を持つので重要な事実となるのは明白である。情報を受領し、それに基づきギンテルが取った素早い行動は、ギンテル自身にその結論の認識があったことを確信させる³³⁰。

当法廷では、すでに詐欺防止条項が「何人も」と規定されており、また特別

³²⁹ Id.at911

³³⁰ Id.at912

な義務は伝統的に企業の内部者、例えば役員や取締役、支配株主に課せられていることを示してきた。しかしながら、これら役員や取締役、支配株主の三つのグループがそのような義務のかかる人々のすべてを蓋い尽くしてはいない分析すると、この義務は二つの主要な要因によって生じる。第一は、特定の人物の個人的利益ではなく、会社の目的にのみに利用すべく意図された情報に直接的間接的に近接（アクセス）出来る関係の存在である。（証券取引法の重要な目的は個人の利益のために内部情報を使うことが会社の通常の報酬であるとの考えを排除することにある。）第二は、取引の相手方が利用できない情報を入手した当事者が有利に取引を行うことによる本来的な不公正さである。

詐欺防止条項の広義な用語のもとで上述の要因を考慮するためには、当法廷が明確な区分や厳格な分類を用いて枠を設けるべきではない。そこでここに於ける我々の任務は、それらの人物が会社と特別な関係にあり、加えて内部事情に関係していることを確認することである。それによって証券取引に於ける相応する義務を負うことになる。もし情報を持たない者が食い物にされるならば、その情報は利用を制限される。本件に於けるこの事実関係から、一般的に「内部者」としての責任をギンテルに課すものである。ギンテルは、登録者の共同経営者である取締役のクリス・ライト、カウディンから情報公開に先立ち情報を入手していた。カウディンのカーチス・ライト社における立場では情報開示なくしてその情報を用いてカウディンが証券取引をすることは明らかに禁止されていた。

法的帰結として登録者の共同経営者ギンテルは制限を受ける。カウディンが登録証券会社の事務所に電話を掛けたときに利益配当の情報が開示されたということを感じてよい理由があったが、ギンテルは自分が取締役カウディンから受け取った情報がまだ公開されていないことを承知していたことに疑いはなかった。この規制はギンテル自身の口座だけでなく、一任勘定口座の売却や他の取次ぎ、実行も含まれる。やや似た状況下に於いて当法廷は、証券会社が内部者のために証券取引をし、又は証券取引を止めるか適切な情報開示をしなければならぬ義務がある未公開の重要な情報を所有していることを承知しているときには告発をしている³³¹。

法第 17 条の 3 つの項と規則 10 b -5 は相互に排除するのではなく、相互に補完し合う関係にあると解釈されてきた。そこで開示義務違反は、策略か計略、不実表示を含む行為や実行、これらの三つのすべての項に違反すると看做された。被審人は、第 3 項のみが本件では適用可能であると主張した。当法廷は、この状況下におけるギンテルの行動は購入者に対する詐欺か策略として機能した実行行為であり、少なくとも第 3 項に違反すると判示した。それ故我々は、1 項と 2 項の範疇を定める必要がなかった。当法廷は、インサイダーの責任が既存の株主に制限されて、証券の販売がこれから株主になろうとする者になされ

³³¹ Id.at913

る場合には、売主に特別な義務はないという被審人の主張を受け入れることは出来ない。

法律も規則 10b-5 も、責任に対する区別は設けない。証券法 17 条は、証券の買付や販売において一定の規定された行為を行った者は何人も違法であるとしている。この方法はあまりに狭義であり、受け入れられない。それは、特別な情報の誤用からまったく無防備な一般投資家の苦境を無視する。規則 10b-5 の主要な機能は詐取された売主に救済策を施すことであつたが、法廷と SEC はさらに、それが詐取された買主にも適用可能であると判決を下した。役員や取締役が既存株主から株を購入する場合には信認義務が認められるが、新規株主に株を売却する場合には信認義務が認められないとする見地に立つコモン・ローに基づく区別があるにしても、証券諸法で具体的に規定され、広く適用される詐欺防止概念の中に既存株主と新規購入者で取扱いを異にする区別を入れ込むことが適当でないことは明らかである³³²。

被審人は、如何なる明示的な提案・表示をしておらず、市場において相場操縦も行っていないと強く断言し、「相対」取引で従わなければならない義務が非相対取引である取引所の取引にも負荷される義務はない、と主張した。当審判所は、この主張を拒否した。詐欺防止条項による保護が、証券取引の主要市場である取引所における取引に適用されないとするならば、その意義を失うことになる。もし取引所で購入者が、内部者である売手によって告知された重要な情報を利用することが出来るのであれば、当審理法廷は、購入者の投資判断に影響が出て購入するかどうかの判断が結果的に修正されると想定することが出来る。

以上から、インサイダーは如何なる売却も情報の開示を待たなければならない。被審人はこれまでの訴訟事件で、取引所における取引の買受人や販売人に対する救済を否定した判決を引用する。本件訴訟は、当委員会が始めたもので、個人によるものではない。引用された事件は、詐欺防止規定違反によりインサイダーに対してなされた私人訴訟に関係している。買主又は売主がインサイダーから買ったか、売ったことが示されなかったので「当事者関係の類似性」を欠くことになり、原告が救済を受けられなかったことを示している。それらの事件はインサイダーに対して買主か売主の救済に関するもので本件とは関連性がない³³³。当事者関係の欠如のために私人訴訟による救済策が認められないとしても、インサイダーが行った詐欺的行為に対する責任を放免したことにはならない。

被審人は、取引所で取引を仲介する証券会社に対し、会社自らの分析によつ

³³² Id.at914

³³³ Id.at915

て明らかになった株取引に関する不利な情報を開示することを要求することは、証券会社とその顧客が関心を持つ会社に関する情報を恒常的に入手し、分析する会社の義務について、どうすべきか不明瞭で、混乱を招きかねない、と主張した。加えて本当のところの実行上の困難さは、情報開示の方法に関して見られる、と主張している。しかし、本件で提示された事実について判断が迷うことは一切ないはずである。

ところで会社の中にはその事実関係について具体性及び重要性と特別な状況の下で会社の情報開示をする必要性に関して疑問が生じるかもしれない。しかし、本事件については該当しない。本件に含まれる類の企業の配当行動は、有価証券の市場価格と投資家の判断に直接的な効果があることを明白である。さらに、この行動は、公知の事実に対する精査された分析の結果に基づいてはいない。むしろ被審人は発行者の取締役会が情報を一般的に利用可能とする手順にあったことを承知しなければならない段階で取締役（及び共同経営者）から入手したものであった。

さらにまた、NYSE は、特別な配当行動を含む企業の重要な活動を迅速に開示することは株主や投資家の利益にとって不可欠なものと認識しており、また取引所に上場されている証券の発行者が配当情報を速やかに公表する手続きを明確に要件付けし、その手続きに入ることを推奨している。実行上の問題は、本件と同じくどの場合でも証券取引所における取引に関し適正な開示を被審人に着き付けることによって簡単に回避できると思われる。それはすべての登録証券会社が行うべきことで、開示の実現に先立ち又は開示の実現を止めさせて取り急ぎ取引を実行してしまうのではなく、情報開示の確立された手続きが取られる段階に至るまでは取引所に注文を出さないことである。

最後に当法廷はギンテルが単に一任勘定口座で預かっている益出しの計画 - この計画は配当情報を受け取る以前に決定、組み込まれていたもの - を単に実行したにすぎない、との主張を受け入れるわけにはいかない³³⁴。この関係では、被審人はさらに、それらの口座で売却を継続する信認義務があり、それは取引所で取引する一般購入者に対するすべての義務に優先するものである、と主張した。

しかし、記録からはこの主張は認められなかった。ギンテルの売却は単に彼の従前からの益出し計画を継続していたにすぎなかった。公表されていない減配の情報を受取ったギンテルは一任勘定口座に残っていたカーチス・ライト社株のすべてをこれまでの価格より安い指値を入れて開示の発表以前に売り急いだ。そうした売却行為の中には、妻の口座や面識のない顧客、これまで取引のなかった顧客の空売りも含まれていた。加えてギンテルは自分の顧客に対する信認義務関係を疑いもなく履行していたが、この関係は法に反するギンテルの

³³⁴ Id.at916

行為を正当化することは到底出来ない。仮に当法廷が矛盾する信認義務の存在を想定しても、本事件で最重要なものはどちらであるか疑う余地もない。これらの事実から見て、顧客は一般投資家に損失を負わせてまで仲介者の内部情報による利益を期待してはならない。被告によって引用された Van Alstyne, Noel & Co 社の事件は、それらの見解を支持しないだけでなく、反対に信認義務は他のものを欺く義務の根拠とすることは出来ない、との見解を示している。その場合、当法廷は不実表示や重要な事実を開示することなく顧客に対し会社の株式を証券会社が譲渡することは詐欺防止条項違反になると判示してきたにも拘らず、証券会社は投資家に隠した情報は会社から秘密裏に入手したものであるから開示が出来なかったと主張している³³⁵。

公共の利益

すべての状況や参加者の心理状況から、本件で課せられるべき相当な制裁がどのようなものであるべきか検討する。ギンテルの行動は、ギンテル自身が行っているのかを認識していたので故意が認められる。しかしながら、カウディンが配当の減少を伝える未公表の情報を「漏らした」時点においては予め準備された計画の存在を示す証拠はなかった。したがってギンテルは、開示の前にその情報を有利に使用することが出来た。それどころか、証拠は次の結論を示唆する。おそらくカウディンは、配当の動きがすでに開示されており、さらに登録者の事務所に電話し配当のニュースが市場に与えた影響をも調べていることから未公開の情報の利用を考へることがなかった、と想定される。記録からすると一層ハッキリするのは、ギンテルが取った行動は配当のニュースに自然と反応したもので、キャディ・ロバーツ社の既存顧客の利益を重視し、そして、ギンテルが衝動的に行動し、キャディ・ロバーツ社による見直し及び証券諸法下におけるギンテルの責任を自分自身で負担の軽減を図るため素早く対応し、回避している。

ギンテルは、その取引について NYSE から 3,000 ドルの罰金を科された。この見解の公表は、それ自体でさらに、ギンテルとキャディ・ロバーツ社に重い制裁として厳しいものとなった。またこの分野における詐欺防止条項の要件をより注意深く遵守させることとなった。またキャディ・ロバーツ社はギンテルの自発的な取引を防ぐことが出来なかった。加えて取扱っている口座の手続きが適切な基準に合っていないことを主張することも出来なかった。すべての状況の下で、当法廷は公共の利益と投資家保護のため NYSE がギンテルに対し NYSE での取引を 20 日間停止し、キャディ・ロバーツ社には何も制裁を課さなくても、相当でありかつ適切であると結論付ける。したがって、当法廷は被審人の和解の申し入れを受け入れることになった³³⁶。

Frear 委員は一部について反対である（下記参照）。

³³⁵ Id.at917

³³⁶ Id.at918

私は、証券諸法の詐欺防止条項に故意に違反をしたことを示す和解の申入れに関し、提出された記録から明らかになった事実と同意する。また、委員会の事実認定に関する見解と違反の取扱いに賛成する。しかしながら、これらの事実と違反について私の意見は、和解の申し立てで上限とされたNYSE 会員資格停止 20 日間を上回る制裁をギンテルに課すことを要求する。

以上が審決である。ギンテルには証券取引所法 10(b)及び SEC 規則 10 b -5 違反が認定されたが、審決から次の 2 点が導き出せる。

まず第一点は、これまで取締役や役員・主要株主といった会社内部関係者に限られた義務を 会社のために利用されるべき情報に直接間接的に接することが出来る関係が存在し、かつ 取引の相手方がそのような情報を入手出来ないと知りながら情報を利用し取引をした者には本来的不公正さがあるので義務が及ぶとした。言い方を変えれば、会社関係者以外の会社外部者でも情報に直接、間接に近接できる関係があり、その情報が非公開であれば、適用されるとした。情報受領者であっても適用されたくなければ、公開をする必要がある。

もう一点は、証券取引所法 10 条(b)項及び SEC 規則 10 b -5 は当事者同士の相対取引以外のケースである証券取引所取引のケースにも適用できるとしたことである。ただ、関係者が典型的な市場関係者である証券業者であったため、非市場関係者である一般投資家に適用されるものとは受け取られなかった。

そこでこの事件は、取引所の内外を問わず重要な非公開情報を持つ内部者に「情報を開示するか取引を断念するか(開示又は断念)の義務を負わせたもの(キャディ・ロバーツ原則 (Cady, Roberts Rule) と理解されている。ただ、ギンテルはライツ社とは特別な関係があったことはないのもむしろ区分としては情報受領者になる。いかなる理由で被審人がインサイダーに該当したのか明らかではないが、ギンテルのような立場の者にもインサイダー規制の対象に入ることが明らかにされた。

(2) テキサス・ガルフ・サルファ事件³³⁷ (情報平等理論)³³⁸

キャディ・ロバーツ原則が、独立行政機関である SEC による審決という頸木から解放され司法判断に取り込まれ拡張されたのは 1968 年のテキサス・ガルフ・サルファ事件³³⁹である。

事実関係としては鉱山会社のテキサス・ガルフ・サルファ社は 1953 年 3 月に東カナダ地域で広範な地球物理学的調査を実施した。その結果多くの反応が見られたものの中にオンタリオ州キッド 55 と呼ばれる地域があった。しばらく試

³³⁷ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833(2d Cir.1968)

³³⁸ 龍田節 インサイダー取引(1)新証券・商品取引判例百選 別冊ジュリスト 146 頁 有斐閣(1988)

³³⁹ 北山茂 「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける 」企業法研究13号59頁(2001)

掘は放置されていたが、1963年11月8日にキッド55の試掘が再開され、反応の最も強かった部分から出た塊を目視鑑定した。その結果同地域の残りの土地を買収した方が良いとの結論が出た。その後化学分析したところ銅、亜鉛、銀の含有量の高い、これまでにない最高の鉱脈であることがわかった。

テキサス・ガルフ・サルファ社の社長スティーブンは、調査団の中心メンバーである電気技師で地球物理学者のクレイトンらに対し、調査団の他のメンバー、同社の取締役、役員、従業員にはその結論を明らかにしないよう緘口令を引いた。1964年2月20日クレイトンを含む5人の関係者にコール・オプションが付与されたが、ストック・オプション委員会は鉱石の分析結果を知らされていなかった。1964年3月31日に試掘が再開され、加えて同年4月までにさらに4カ所の試掘がなされた。その間に大規模な鉱石の主脈が発見されたとの噂が広まり、新聞(4月11日付)に発見の可能性が高い旨の記事が掲載された。ここに至り同社社長のスティーブンは、噂を否定する談話を12日に出した。その談話は、翌日の新聞に掲載された。その後鉱山専門業界誌が発見の記事を掲載したので、スティーブンは16日に鉱脈発見の公式の発表を行った。発表は直ぐにダウ・ジョーンズによって公表された。同社の株価は試掘時点(1963年11月)から発見否定の会見時で約2倍(17ドルから30ドル)、発見を認めた談話をした翌月(1964年5月)にはほぼ3倍(58ドル)に上昇している。

本件は、発見の情報が公表される前に、社長、鉱山開発グループの従業員の一部、上級副社長、法律顧問等、さらに会社関係者から情報を得た者が、同社の株とコール・オプションを買った典型的な内部者取引である。株式の購入は証券取引所を通じて行われている。

裁判所はキャディ・ロバーツ事件審決を引用して「個人ではなく会社の利益のためにのみ利用されるように意図された情報に直接又は間接に近接可能な関係が存在している者は、このような情報で個人の利益を得てはならず、自分の取引に利用してはならない。」つまり一般投資をしてはならない。したがって、「重要な内部情報を有するすべての者は、それを一般投資家に開示するか、若しくは会社の機密事項を守るために内部情報を開示できないか又は開示しないことを選択したのであれば、その情報が開示されるまでは取引を断念しなければならない。」と判示した。

この判決は、証券取引所の取引に規則10b-5が適用されること、重要な内部情報を持つすべての者を対象にする情報平等理論に立つこと、更に「開示又は断念」の原則を提示しており、極めて画期的判決である³⁴⁰。詳しく見ることにしたい³⁴¹。

³⁴⁰ 北山茂「インサイダー取引と法の論理(2)」企業法研究13号61頁(2001)

³⁴¹ 当時本件は大きな話題性を醸し出し、その間の様子は1972年「10億ドルの株価騒動」

テキサス・ガルフ株不正事件 日本経済社(THE BILLION DOLLAR WINDFALL by Morton Shulma (1969)) 詳細に紹介されている。

テキサス・ガルフ・サルファ事件高裁判決³⁴²は 1967 年 3 月 20 日に審理が開始され、1968 年 5 月 2 日全員法廷へ移行、1968 年 8 月 13 日に判決が出された。

SEC は、合衆国ニューヨーク南部地区地方裁判所に証券取引所法第 21 条 (e) 項に基づいて、テキサス・ガルフ・サルファ社 及び 13 名の個人被告に対してこれら 14 名の者が 1934 年証券取引所法 10 条(b)項及びそれに基づく規則 10 b -5 に違反した容疑で訴訟を提起した。

裏話として紹介されている話だが、本件 SEC の告訴の音頭を取ったのは誰かという点について、「内部関係者のワシントン」と題された新聞記事では、その黒幕が当時のジョンソン大統領で実業家への警告として行かせたと紹介されている³⁴³。

原審のボンソル判事は、個人被告クレイトン及びクロフォードの両名は、証券取引所法 10 条(b)項及び同法に基づく規則 10 b -5 に違反したとの判決を下したが、その他の者に対する原告 SEC の申立ては棄却した。

控訴は、SEC 並びにクレイトン及びクロフォードによってなされた。13 名の原審個人被告のうちの 11 名及び会社が本件控訴の当事者である。

本件控訴は、ウォーターマン、ムーア及びヘイズら 3 名の裁判官によって構成された法廷で審理が行われ、彼等の手で作成された意見書が当裁判所の他の裁判官に回付された際、本事件は、それ以上審理を続けなくて、その記録及び当事者が提出した準備書面及び審理裁判官によって作成され配布された意見書をもとにして全員法廷（判例変更が見込まれる）で検討されるべきであるという命令が 1968 年 5 月 2 日に出された。全員法廷で検討の後、以下に示すような意見が作成された。裁判長のウォーターマン裁判官によって得られた結論としては 被控訴人コーツ及び控訴人クレイトン、クロフォードに関しては全員の意見が一致し、他の係争者については、反対意見が出されたものの多数意見で取り纏まったものであった。

控訴人クレイトン及びクロフォードについては、原審の決定が確認され、被控訴人の 1 人であるマリーについても、原審の決定が確認された。他の個人被控訴人及び会社については、告訴棄却の判決が破棄され、原審が当裁判所の意見に従ってさらに訴訟手続をとるよう差し戻された。

巡回裁判所裁判官ウォーターマンに対し本件訴訟では、合衆国ニューヨーク南部地区地方裁判所で SEC により、1934 年証券取引所法第 21 条(e)項に基づいてテキサス・ガルフ・サルファ社とその役員、取締役及び従業員の若干名を相手に開始され、法 10 条(b)項及び規則 10 b -5 に違反したテキサス・ガルフ・サルファ社及び個人被告に一定の行為の禁止及び証券取引所法に違反して行われた証券取引個人被告による取消しが求められた³⁴⁴。

³⁴² 本判決を論評するものとしては、滝田節 新証券・商品取引判例百選 別冊ジュリスト 146 頁有斐閣 (1988) 渡辺征二郎 インサイダー取引 P83 (1967) インベストメント 23 巻 1 号 海外証券関係判決・審決 P169 がある。

³⁴³ 「10 億ドルの株価騒動」P236 参照

³⁴⁴ Id.at839

起訴状では、次のように述べられている。

(1)被告フォガティ、モリソン、ダーク、マリー、ハンティントン、オニール、クレイトン、クロフォード及びコートツは自ら又は若しくは代理人を通じて、1963年12月12日から1964年4月16日までの間に、オンタリオ州のチミンズにおけるテキサス・ガルフ・サルファ社の試掘結果に関する重要な内部情報に基づいて、その情報が、一般投資者や特定の売主に開示されていない間に、テキサス・ガルフ・サルファ社の株式及びコール・オプションを買い付けた。

(2)被告ダーク及びコートツは、他の者に対して、テキサス・ガルフ・サルファ社の株式やコールの買付けに利用するために、重要な内部情報を漏らし、又は、その情報が一般投資家若しくは売手に公表されていない間にその買付けを推奨した。

(3)被告スティーブン、フォガティ、モリソン、ホリー及びクラインは、試掘計画に関する重要な情報を株式買付選択権委員会若しくはテキサス・ガルフ・サルファ社の取締役会に開示することなく、1964年2月20日にテキサス・ガルフ・サルファ社株式買付けの選択権を取得した。

(4)テキサス・ガルフ・サルファ社は、1964年4月12日に詐欺的な新聞発表を行った。

この事件は、ニューヨーク南部地区地方裁判所のボンソル判事のもとで非陪審により審理された。ボンソル判事は、詳細な意見の中で、1964年4月9日以前のインサイダーの行動は、試掘結果がその時点までは“重要なもの”でなかったため違法ではない。クレイトン及びクロフォードはその日以後に取引を行っているため違法取引をしたことになる。コートツは、この件が開示される前には取引を行っていないので、違法行為を犯していない。新聞発表は、会社に利益をもたらす目的でなされたものでもないし、いずれのインサイダーも、その記事を個人的利益のために利用した証拠もないし、またそれは当時知られていた事実をもとに判断すると誤解を生ぜしめるものでも又は欺罔的なものでもなかったため違法ではない、と判示した。被告人クレイトン及びクロフォードは10条(b)項及び規則10b-5に違反したとする原審判決を不服として控訴し、SECは、被告テキサス・ガルフ・サルファ社、フォガティ、モリソン、ホリー、ダーク、スティーブン、クライン、マリー及びコートツに対する訴えを棄却する原審判決を不服として控訴した。

以下の理由に基づき、申し立てられた訴因について次のように判決する。

(1)1964年4月15日及び16日に株式の買付けを行ったクレイトン及びクロフォードについては、彼らが10条(b)項及び規則10b-5に違反したとの認定を確認し、当事者全員の合意に基づき、適切な救済措置を決定するよう事件を差し戻す。

(2)マリーについては、訴えの棄却を確認する。

(3)株式コール・オプションの取得者であるモリソン及びホリーについては、訴の棄却を確認する。

(4)株式コール・オプションの取得者であるスティーブン及びフォガティにつ

いては、訴を棄却した原判決を破棄し、原審の裁量によって、差止命令が発出すべきかどうかの決定を行うよう事件を差し戻す。

(5) 株式コール・オプションの取得者であるクラインについては、訴えを棄却した原判決を破棄し、株式コール・オプションの解除命令を発するよう指示するとともに、それに関する他の適切な救済措置を決定するよう事件を差し戻す。

(6) 1963年11月12日から1964年4月9日までの間に株式及びコールの買付けを行ったフォガティ、モリソン、ホリー、ダーク及びハンティントンについては、訴を棄却した原判決を破棄し、彼らが10条(b)及び規則10b-5に違反したことを認定し、当事者すべての合意に基づき適切な救済措置を決定するよう事件を差し戻す。

(7) クレイトンについては、地裁判事は、クレイトンの1964年4月9日以前のテキサス・ガルフ・サルファ社株式の買付けに関する訴えが棄却されるべきことを明確にしていなくても、棄却が行われることは、同様の行為をした個人被上告人についての地裁判事の取扱いから明らかである。したがって、クレイトンは、控訴人としてのみ名を挙げられているけれども、我々の判決では、K-55-1についての情報の重要性に関して彼を被控訴人として取扱うことが必要である³⁴⁵。

そこで、クレイトンについては、1963年11月12日から1964年4月9日までの間に株式を買付けた1人として、我々は、訴えの却下を破棄し、クレイトンが10条(b)項及び規則10b-5に違反したことを認定し、当事者すべての合意に基づき、適切な救済措置を決定するよう事件を差し戻す。

(8) 情報受領者に情報を流した1人であるデュークについては、訴棄却の原判決を破棄し、当事者すべての合意に基づき、適切な救済措置を決定するよう事件を差し戻す。

(9) 4月16日株式を買付けたブローカーのコーツは自分の養子とその顧客に情報を流して株式を買付けさせていたが、訴棄却の原判決を破棄し、コーツが10条(b)及び規則10b-5に違反したことを認定し、当事者全員の合意に基づいて、適切な救済措置を決定するよう事件を差し戻す。

(10) テキサス・ガルフ・サルファ社については訴棄却の原判決を破棄し、本判決の意見に示された方法に照らして地裁判事が改めて判決するよう事件を差し戻す。

本件訴訟の事実関係については、原審の意見が詳細に説明しているところであるが、当裁判所では、それに拘ることなく当裁判所に対する控訴により提起された問題を明らかにするために十分なところまで認定を行うこととした。以下で明らかにする。

事実認定

本件訴訟は、東部カナダのカナデアン・シールドにおいて1957年に開始されたテキサス・ガルフ・サルファ社の探索活動に端を発している。1959年3月、鉦山技術者である被告モリソンならびにテキサス・ガルフ・サルファ社の副社長

³⁴⁵ Id.at843

に率いられたチームの手で、この地域の 15,000 平方マイル以上にわたる地球物理学的な調査が行われた。このチームには、テキサス・ガルフ・サルファ社社の主任地質学者である被告ホリー、電気技師でかつ地球物理学者の被告クレイトン及び地質学者の被告ダークが加わっていた。調査によって多数の変位点、即ち、母岩の電気伝導度の異常な変動が探知されたが、その母岩の 1 つは、オンクリオ州のチミンズ近くに位置するキッド 55 号地区（ミュレイ・ヘンドリー地所のこと）にあった。1963 年 10 月 29 日 30 日に、クレイトンは、キッド 55 号地区の北東部で地上での地球物理学的調査を行ない、変位点の存在を確認し、さらに詳細な鑑定のためにダイヤモンド・ビットを使用した試掘が必要であることを指摘した。変動の最も強い地点である最初の坑 K-55-1 の試掘は、11 月 8 日に開始され、655 フィートの深さに達して、11 月 12 日に完了した。ホリーが行った K-55-1 の試料塊の目視鑑識によって、599 フィート以上にわたって平均 1.15% の銅が含まれ、そして平均 8.64% の亜鉛が含まれていることが指摘された。

この目視鑑識の結果、テキサス・ガルフ・サルファ社はキッド 55 地区の残りの土地を買収することが望ましいと確信し、その買収を容易にするために、テキサス・ガルフ・サルファ社の社長スティーブンは探索隊に対して K-55-1 の試掘結果を機密とし、テキサス・ガルフ・サルファ社の他の役員、取締役及び従業員に対してさえもこのことを明らかにしてはならないと命じた。その試掘坑は隠蔽され、異常な変動を示した地域以外で、意図的に無用な試料塊の試掘が行われた。この間 K-55-1 の試料塊は、化学分析のために、ユタへ運ばれ、結果が 12 月初旬に届いたときには、6,027 フィートの距離にわたって、トン当たり、銅 1.18%、錫 8.26% 及び銀 3.94% が含まれていることが明らかになった。

これらの結果は、経験豊かな地球物理学者であるクレイトンにとっても、他の 4 人のテキサス・ガルフ・サルファ社のベテランの鑑定人にとっても、地中の金属鉱床を探す最初の探索試掘坑でありながら、今までこれと比較しうるものを見たことがないほど良質のものであった。そこで、事実審裁判所は、K-55-1 の試料塊は、異常なほどすばらしいものであり、それを知る人の関心と投機心を沸き立たせたことは間違いないと推断した³⁴⁶。1964 年 3 月 27 日までにテキサス・ガルフ・サルファ社は、土地の買収計画が探索を再開してもよい段階まで進んだと判断し、掘削調査の指示が出され 3 月 31 日に再開された。

K-55-1 の試掘が完了した 1963 年 11 月 12 日から、掘削調査が再開された 1964 年 3 月 31 日までの期間に何人かの個人被告及び彼らから“内部通報”を受けたといわれている者らは、テキサス・ガルフ・サルファ社の株式及びコールを買付けた。その取引以前には、これらの者は、テキサス・ガルフ・サルファ社株式を 1,135 株保有し、コールは保有していなかった。この取引後、彼らは、8,235 株の株式と 12,300 株のコールを保有することになった。また、この期間中の 1964 年 2 月 20 日に、テキサス・ガルフ・サルファ社は、その役員及び給料が一定額

³⁴⁶ Id.at844

以上の従業員計 26 名に株式コール・オプションを与えたが、そのうちの 5 名に個人被告スティーブン、フォガティ、モリソン、ホリー及びクラインが含まれていた。彼らのうちクラインだけは、K-55-1 についての詳細な証言結果を知らなかったが、彼もまた、銅や亜鉛の有望な鉱体のある坑がチミンズにおいて掘削調査されたことを知っていた。この時点において、情報の機密保持を必要とした不動産買収計画が未解決であったためか、テキサス・ガルフ・サルファ社の株式コール・オプション委員会も、また取締役会も K-55-1 の試掘結果を知らされていなかった。前記被告の全員が彼らに認められた株式コール・オプションを取得した。

3 月 31 に、掘削調査が再開されたときに K-55-3 坑が K-55-1 の西 510 フィートの地点で試掘が開始され、K-55-1 と垂直面で交差するように 45 度の角度で東向きに掘削された。K-55-3 及びそれ以後の掘削の作業日報がホリー及びモリソンによって、被告スティーブン(テキサス・ガルフ・サルファ社社長)及びフォガティ(同社執行取締役副社長)のところへ送付された。K-55-3 の目視鑑識によって坑の全長 876 フィートのうちの 641 フィートにわたって銅 1.12%、亜鉛 7.93%の鎔物の平均含有量が明らかになった。4 月 7 日に第 3 番目の坑 K-55-4 の試掘が K-55-1 の南 200 フィートの地点で、これに平行して西向きに 45 度の角度で開始され、全長 579 フィートのうち 366 フィートにわたって鉱化部分が発見された。目視鑑識では、銅 1.14%、亜鉛 8.24%の平均含有量が指摘された。K-55-1 と同様に K-55-3、K-55-4 で電気伝導変位部の東端に相当量の銅の鉱化部分があることが明らかにされた。上述のような試掘結果に関する認定に基づいて、事実審裁判所は、K-55-1 と K-69-3 の切断面がなす垂直面は、少なくとも 350 フィートの幅で、深さ 500 フィートあり、K-55-4 となす断面の方へ南向きに 200 フィート延びており“採掘しても採算の見合う鉱体が存在していることを示す物的証拠が存在した、と結論付けた。

4 月 8 日にテキサス・ガルフ・サルファ社は、他の坑を掘削調査するために 2 台目の掘削機械を用いて、K-55-1 の東方 300 フィートの地点で K-55-6 の掘削調査を開始した。その坑は西の方向へ 60 度の角度で掘削され、K-55-1 の真下にある鉱化部分の掘削が企図された。試料塊の目視鑑識がすぐに可能ではなかったが、4 月 10 日の夕方までに、全長 569 フィートのうち最後の 127 フィートにわたって有効な銅の鉱化部分に出くわしたことが明らかになった。4 月 10 日は、3 台目の掘削機械がさらに他の坑、即ち、K-55-1 の北 200 フィートの地点でそれに平行して西向きに 45 度の傾斜で K-55-5 を掘削し始めた。4 月 10 日の夕方まで同坑で、全長 97 フィートのうちの最後の 427 フィートにわたって有効な銅の鉱化部分に再び出くわした。

そうしている間に、大規模な鉱脈の発見の噂がカナダ中に行き渡った。4 月 11 日の土曜日の朝、スティーブンスは、ニューヨーク・ヘラルド・トリビューン紙ならびにニューヨーク・タイムズ紙で、試料塊が化学分析のために合衆国へ送付されたという事実から、テキサス・ガルフ・サルファ社の試掘では、豊富な鉱床が発見されたいという未確認情報が掲載されているのを読んだ。

スティーブンは、直ちにニューヨーク州ライの自宅にいるフォガティに連絡し、次にフォガティがモリソンに電話をして、その日遅く試掘の推移についての近況報告とその評価を聞くためにグリニッジのモリソンの自宅を訪れた³⁴⁷。

翌日曜日の朝フォガティは、再びモリソンに電話をして、彼がさらに情報を得たかどうかを尋ね、“事態にそって”出来るだけ早く、テキサス・ガルフ・サルファ社の主任地質学者であるホリーを伴ってチミンズへ戻るように命じた。フォガティは、広報コンサルタントであるキャロルの助けを借りて、噂を鎮めるべく新聞発表のドラフトを作成した。このドラフトは、スティーブンとテキサス・ガルフ・サルファ社の弁護士であるハンティントンのチェックを経た後、4月12日の日曜日の午後3時に発表され、4月13日の月曜日に一般配布の朝刊に発表された。それに関する部分は下記のとおりである。

ニューヨーク、4月12日 本日、テキサス・サルファ・ガルフ社の執行取締役副社長フォガティ氏によって、カナダのオンタリオ州チミンズ付近における同社の試掘作業に関する下記のような掲載された。フォガティ氏の発言内容は以下のとおりである。

「過去数日間、オンタリオ州チミンズ地区におけるテキサス・サルファ・ガルフ社の探索活動が、そこでの相当量の鉱石発見の噂を伴って新聞に大きく報道された。これらの報道は、探索活動の規模を誇張しており、言及された計画や鉱石の量及び品質の統計数値が事実に基づかずかつテキサス・ガルフ・サルファ社と無関係の者の思惑に基づいていることが明らかである。

事実は次のとおりである。テキサス・ガルフ・サルファ社はカナダ及びその他の地域における種々の鉱物、即ち、鉛、銅、亜鉛等の総合的調査の一環として6年間にわたってチミンズ地区における探索を行って来た。東部カナダ同様チミンズにおけるこの作業については、テキサス・ガルフ・サルファ社以外の参加を求めずもっぱら自前で探索を行って来た。多数の探鉱有望地が地球物理学的方法によって調査され、選りすぐられた多数の地区について坑の試掘が行われた。これらの試料塊は、いつもどおり、専門のカナダ人弁護人の助言に従って、分析と詳しい検査を行うために合衆国へ送付された。この作業では、品質については何等の結論も出されていない。

ほとんどの東部カナダにおける掘削地域では、取るに足らない黄鉄鉱あるいは価値のない黒鉛が発見され、わずかな地域では少量の硫化鉱石の鉱床が発見された。チミンズ近くのある地区での最近の試掘ではその有望性の正確な評価をするために、それ以上の掘削調査が必要であるという予備的な兆候が明らかになった。今日までになされた掘削調査では、確定的なことはいえないが、多くの部外者による所説は信じ難いものであり、それは、テキサス・ガルフ・サルファ社が入手していない情報及び数字を含むものであった。

今日までなされた作業では、決定的な結論を得るには不十分であり、鉱石の量及び品質についてのいかなる発表も、それは時期尚早であり、多分に誤解をもたらすものである。我々が合理的かつ論理的な結論を得られる時点に到達し

³⁴⁷ Id.at845

た時には、テキサス・ガルフ・サルファ社はチミンズでの作業を明らかにするために、株主ならびに一般投資家に確定的な情報を公表するつもりである。」

この発表は、4月12日の発表日現在のチミンズにおける試掘結果を伝えようとするものがあった。しかし、口頭尋問においてSECに対し証言した専門家の結論によると、フォガティは、モリソンから上記で述べられたように詳細に4月10日午後7時までの進行状況及びその時まで判明した、トン当たり26ドルから29ドルの総評価価値があり確定鉱量620万トンから830万トンという驚くべき発見があったことを既にテキサス・ガルフ・サルファ社が報告を受けていると聞かされていた³⁴⁸。一方、テキサス・ガルフ・サルファ社の専門家は、口頭尋問において、鉱化部分が連続して存在しているという確証がその時点ではなかったという理由で、確定鉱量あるいは推定鉱量が、4月11日若しくは12日には算定されたはずであるという推認を否定した。

新聞発表が与えた一般投資者への影響に関する証拠は、あいまいで、かつそれほど多くなかった。4月13日にニューヨーク・ヘラルド・トリビューン紙は、“影をひそめた銅の噂”という見出し記事で4月12日のテキサス・ガルフ・サルファ社の発表を引用し、大発見を報じた最初の4月11日の報道を修正したが、それにも拘わらず、テキサス・ガルフ・サルファ社の新聞発表から「オンタリオ州チミンズ近くで行われた最近の探索活動から見ると、更に掘削作業を進めるに足る十分な良い兆候を示している」と推論している。

口頭尋問で証言した何人かの証人は、その新聞発表は刺激的なものであると認めると述べた。他方、カナダの鉱山株の専門家ロシュは「週の始め(4月16日)以前に、我々は、ダク・ジョクンズ社が、彼等(テキサス・ガルフ・サルファ社)は何等の根拠もないと言っているのを知った」と述べ、またミッドクエスト株式取引所を代表するテキサス・ガルフ・サルファ社株式の専門家は、その新聞記事を読んだ後、自らの買建てについて懸念を抱くようになった。事実審裁判所は「頻みるに、新聞発表は、悲観的な、あるいは不備なものに見えるとはいえ、当時知られていた事実から勘案すると、それは誤解を生ぜしめる又は欺罔的なものであるとは言えない。」とのみ述べた。

一方、掘削作業は引続き行われた。4月13日までに第5番目の試掘坑であるK-55-5では、585フィートの地点で有望な銅の鉱化部分が発見され、その坑は続いて757フィートの深さまで掘削されたがそれ以上の結果は得られなかった。目視鑑識では、525フィートに亘って、平均して0.82%の銅、4.2%の亜鉛の含有が明らかとなった。また、4月13日の午前7時までにK-55-6の946フィートの地点で鉱化部分が発見された。4月12日に4台目の掘削機械が、K-55-7の掘削調査を開始し、変位点の東端で45度の傾斜をつけて西向きに進み、翌朝137フィートの地点に到達した。15フィートに亘る鉱化部分の発見である。4月15

³⁴⁸ Id.at846

日の午後7時まで、その坑は707フィートのところで掘削調査を完了したが、425フィートの地点から451フィートの地点までの26フィートに亘って鉱化部分を発見したに過ぎなかった。粉碎テスト坑であるK-55-8も掘削調査され、4月13日の夕刻までに完了したが、そこでの鉱化部分に関しては、4月16日まで報告されなかった。K-55-10の試掘は4月14日に着手され、西方へ45度の角度で掘られ、4月15日の夕刻までにその全長249フィートのうち231フィートに亘って鉱化部分を発見した。それもまた、変位点の東端で掘削されたものであった。

試掘活動が次々に完了して行く間に、テキサス・ガルフ・サルファ社の役員は、その発見の最終的な開示をする方向へ踏出した。4月13日に、前もって招待されていたカナダの鉱山業界紙であるノーザンマイナー紙(The Northern Miner)の記者が採掘現場を訪れ、モリソン、ホリー及びダークと会見し、1,000万トンにのぼる鉱石発見の確認記事を作成した。この記事はモリソンのもとへ送付された後、無修正で4月15日当該記者の下へ返送され、4月16日付の新聞に発表された。モリソンによって出された発見の規模に関する重要な部分の声明が、カナダの報道機関に発表するためオンタリオ鉱山局へ渡された。モリソンとホリーは、それが4月15日の午後11時に無線で発表されることを期待していたが、何らかの理由によって、16日の午前9時40分まで発表されなかった。

上記のような試掘データに基づいて、少なくとも25,000万トンの鉱石の発見を報ずる詳細な公式の声明がアメリカの金融機関の代表の前で4月16日午前10時から10時10分ないし10時15分まで読み上げられ、それが午前10時29分にメリル・リンチ社の私設の電話に入り、予想より少し遅れて、午前10時45分にダウ・ジョウンズ社のチックー・テープに流された³⁴⁹。

最初の新聞発表がなされた4月12日から、4月16日朝のテキサス・ガルフ・サルファ社の公式発表までの間に、売買契約を締結したのは、控訴被告のうちクレイトン、クローフォード及びテキサス・ガルフ・サルファ社取締役のコーツだけであった。クレイトンは、テキサス・ガルフ・サルファ社株式200株の買付けをカナダのプロ・カ - を通じて注文し、その注文は、ミッドウェスト株式取引所でその日に執行された。クローフォードは、15日の夜中に300株、その翌日の午前8時30分にさらに300株の注文を出し、それはシカゴのミッドウェスト株式取引所において4月16日の寄付で執行された。テキサス・ガルフ・サルファ社の記者会見を抜け出したコーツは、16日の午前10時20分少し前に彼の養子でブローカーのHaemiseggerを呼び、テキサス・ガルフ・サルファ社株式2,000株を家族の信託勘定で注文した。Haemiseggerは、この注文をニューヨーク及びミッドウェストの両取引所に出し、彼と彼の顧客もさらに15,000株を買付けた。

³⁴⁹ Id.at847

チミンズでの試掘期間中にテキサス・ガルフ・サルファ社株式の市場価格は変動を示しながらも全体的には着実に上昇した。試掘が開始された11月8日の金曜日には、その株価の終値は17.3/8ドルであり、K-55-1の掘削調査が完了した11月15日の金曜日には、その終値は18ドルであった。11月22日の金曜日までに16.3/8ドルと少し下げた後、K-55-1の化学分析の結果が出された11月13日までに株価は20.7/8ドルに上昇し、株式コールプッシュが発行された21日の火曜日には24.1/3ドルの高値で引けた。土地買収計画が完了し、掘削調査が再開された3月31日には26ドルになり、続いて、4月12日の新聞発表の準備のために4月10日までの掘削進行状況の評価がなされた。その4月10日の終値では30.1/8ドルに上昇した。4月12日の新聞発表が行われた4月13日には、テキサス・ガルフ・サルファ社株は30.1/8ドルで寄り付き、間もなく32ドルの高値に上昇し、徐々に下げて30.7/8ドルで引けた。翌日は30.1/4ドルで、4月15日は29.3/8ドルで引けた。チミンズの発見に関する公式発表のなされた4月16日は37ドルの高値に上昇し、36.3/8ドルで引けた。5月15日にはテキサス・ガルフ・サルファ社株は58.1/4ドルで売買された。

個人被告

A 序 論

本件訴訟がその根拠としている規則10b-5は次のように規定する。即ち、何人も、直接又は間接に、州際通商の手段若しくは方法、通信又は公認証券取引所の施設を利用して、次の各号の一つに掲げる行為をなすことは違法である。証券取引所の施設を利用して、有価証券の買付け又は先付けに関し、次の各号の一つに掲げる行為をなすことは違法である。

- (1) 詐欺を行うために、何らかの手段、計略又は技巧を用いること
- (2) 重要な事実につき不実の表示をなし、あるいは表示がなされた際の事情に照らして誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実の表示を怠ること
- (3) 人を欺罔し、あるいは欺罔することとなる行為、慣行あるいは取引方法に従うこと

規則10b-5は、1934年証券取引所法10条(b)項において議会によりSECに付与された権限に基づいて制定されたものであった³⁵⁰。この証券取引所法によって議会は、相対取引、店頭取引、取引所取引のいずれを問わず、証券取引における不公正、不公平な慣行を防止し、公平を保障することを提議した。この証券取引所法及び規則は、そのすべてが取引所で締結された本件取引に適用される。伝統的な信託の概念に基づこうと、「特別の事実」説に基づこうと、この規則は、政策上、非相対取引市場で取引するすべての投資家は、重要な情報にほぼ等しく近接することが出来るとする証券取引市場の本来の機能に基づいている。この規則の真髄は、ある会社が自己の勘定で証券の取引に際し、直接又は間接に、なんびとの個人的利益のためでなく、会社の目的のためだけに利用されるべき情報に接するすべての者は、その情報を自分の取引の相手方、即ち、

³⁵⁰ Id.at848

一般投資者が入手出来ないということを知ってこの種の情報を利用してはならないということである。取締役若しくは管理役員としての内部者は、当然、この規則により不公正な取引を禁止されているが、この規則はまた、法 16 条 (b) 項の意味での「内部者」としては厳密には定義されないかもしれない情報の保有者にも適用される。

このように、重要な内部情報を握っているすべての者は、それを一般投資家に開示するか、あるいは、会社の秘密を守るためにそれを開示することが不可能な場合、あるいは開示しないことを選ぶ場合はこの種の内部情報が明示されない間、当該証券の取引若しくは推奨を差し控えなければならない。したがって、本件において探索地域の周囲の土地を買い付けるオプションを取得するという合法的か会社の目的によって開示は禁止されていたとするインサイダーの行為に弁明の余地はない。即ち、この情報、SEC の主張するように重要なものであれば、それを保有している者は、開示が行われるまで、市場で取引をすることは認められない。

B 重要な内部情報

もちろん、インサイダーは、単に外部の投資家よりも会社業務に精通しているというだけで、自社に投資することを妨げられるものではない。インサイダーが情報を開示する義務又は自社株の取引を差し控える義務が生ずるのは、「性質からみて本質的に異常な状態であり、もし、(この異常な状態が) 開示されれば、証券の相場に相当の影響を及ぼすことが客観的にみて確実なとき」だけである。また、インサイダーは、高度の推測や予測を開示することにより、そのすぐれた財務上の又はその他の専門的分析の利益を外部の投資家に分け与える責任も負わされていない。本規則の唯一の目的は、重要な情報への接近は同等であるべきだということである。この目的は、会社関係者以外の外部者が自己の投資決定に到達するに際し、インサイダーと同等の情報を得て、それを自分の知識で評価し投資判断が出来るようにしようとするもので、インサイダーに基本的事実を開示すること以上のものを要求はしていない³⁵¹。

しかしながら、このことは、事実の重要性はその事実についての知識が賢明で保守的な投資家に与えるであろう影響を測定することによってのみ評価されるという意味において、事実審裁判所が示唆した「とりわけ、10 条 (b) 項に基づく訴訟の多くが結果に基づいて提起されていることからみて、重要性の判断は必然的に保守的なものであるべきである」ということを示すものではない。「重要性についての基本的な判断は・ ・ ・ 思慮分別のあるものが、当該取引につき、その行為の選択を決定するに際し、.....重要性を付加するかどうかである。」もちろん、このことは「合理的かつ客観的に考えて当該会社の株式若しくは証券の価値に影響を与える可能性のある」すべての事実を包含する。こういった事実は重要な事実であり、その会社の株式のインサイダー取引開始に先立

³⁵¹ Id.at849

ち、一般投資者に適切に開示されなければならない。ウォール街やベイ街の投機家や野線屋も、保守的なトレーダーに与えられるのと同等の法的保護を与えられるべき「思慮分別のある」投資家である。かくして、重要な事実は、会社の収益やその配分を開示する情報だけでなく、会社の近い将来に影響を与える事実及び投資家はその会社の証券を買付け、売付け又は保有しようとの意欲に影響を与える事実をも含むものである。

次に、個々のケースにおいて、事実が特定の出来事に関するものであり、かつ、そのことを知っている者によって開示されていない場合に、その事実が規則 10b-5 が規定する重要性に該当するかどうかは、どの時点においても、その出来事が起こるであろうと示された蓋然性と会社活動全体に照らしたその出来事の予測される規模との比較検討にかかっている。ここにおいて、最初の K-55-1 の試料塊の結果は、相場に何らかの重要な影響を及ぼす、即ち、重要であるとみなすには...あまりにも「漠然」としたものであったとする事実審の結論にもかかわらず、強い変位部（豊富な鉱床を示唆している）内の比較的地表に近いところにある（より安価なオープン・ピット工法による採掘が可能であることを示唆している）非常に豊かな試料塊によって示される大規模な鉱床存在の可能性について確実に限界的以上のものであったとする認識は、テキサス・ガルフ・サルファ社の株価に十分影響を及ぼしたであろうし、また、思慮分別のある投資家が、たとえ投機的であっても、買い付けるべきか、売り付けるべきか、又は保持すべきかを決定するに際して重大な事実であったであろうことは確実である。要するに、最初の試料塊は「信じ難いほど良質なものであり、それを知った者の関心と投機心を沸き立たせたのであった。」

本争点についての地方裁判所裁判官と我々の見解の相違は、それについて「明らかに誤った」規則が適用されるという基本的な事実認定にわたるものではなく、それらに適用される法基準の解釈についてである。下級審において認定された事実についての我々の調査では、発見坑 K-55-1 の調査結果の知識は、思慮文別分別のある投資家にとり重大であり、株式の価格に影響を及ぼしたであろうことを明確に証明する。4月16日、鉱山株の専門家の間に広く配付されている業界誌「ノーザンマイナー」(The Northern Miner) は発見坑 K-55-1 を「最近行われた最も印象的なボーリング坑の一つ」として評価した。鉱山証券を専門に取り扱っているカナダ商社のブローカー ロシュは、投資家に対し、K-55-1 の調査結果の重要性を特筆した³⁵²。彼は「600 フィートのボーリング試料を有する最初のボーリング坑の完了はまことにもって有意なものであり、...200 フィートを超えればすべてが極めて意義深いものと思われ、600 フィートを超えれば、最も大胆な想像すらさえ超えるものである」と述べている。しかし、「一度最初のボーリング試料が与えられれば、さらに多くの株式を買付けるのも当然のことである」とつけ加えている。その後の証言によれば、あまり多角化されていない規模の小さな会社であっても、すばらしい変位の発見だけによって、

³⁵² Id.at851

あるいは単にその会社の土地が潜在的に重要な鉱脈に近いということだけで、株価がかなり大幅に値上がりしたことが明らかとなった。

最後に、K-55-1 の発見が重要な事実かどうかを決定する主要な要素は、ボーリング結果を知った者がその結果を重く受け止めたかどうかによる。テキサス・ガルフ・サルファ社に好影響を与えている最近の進展とは別の観点からみれば、情報通による定期的な株式買付計画への参加はもちろん、偶発的な取引でさえも、K-55-1 発見の重要性を単に推測させるすぎないが、しかし、それを知った者による株式や短期のコールの買付けの時期（ある場合には、これまでコールはもちろんテキサス・ガルフ・サルファ社株すら買い付けたことのない個人による買付けは）はインサイダーがボーリングの結果によって影響されたと実質的に推測せざるを得ない。このインサイダーの取引活動は、K-55-1 発見の重要性についての極めて適切な証拠となるものであり、かつ、唯一の客観的な証拠となるものであるが、被告側の専門家証人が「僅か一つのボーリング試料では、鉱床はもちろんのこと鉱体の存在すら明らかにするものではない」という証言を採用した下級審によって、すべての取引活動が明白に無視された。

しかし、重要なことは、下級審が、被告のインサイダーらは、K-55-1 の発見がテキサス・ガルフ・サルファ社にもたらす価値については結局考えなかったとする被告側専門家の証言を採用し、1963年11月12日から1964年4月6日までの間にフォガティ、マリー、ホリー及びダークは、テキサス・ガルフ・サルファ社株式及びそのコールの買付けに100,000ドル以上を使ったと認定しながら、インサイダーらが株式やコールを買付けた際に異常なK-55-1の発見以外の要素によって動かされたとは認定しなかったことである。仮に、投資の投機的風潮をより良く理解しかつ、通常利益が見込める投機資金を潤沢に持っている本件関係者以外の投資家であれば、K-55-1の発見について本件インサイダーの投資家と同じことを知ったとしても、その受ける影響は小さく、同じような投資の刺戟を受けなかったとする理由はおそらくない。

事実審裁判所が重要性について狭い定義をすることによって外部の投資家に与えられた限定的な保護を拡張することになる我々の判決は、インサイダー取引の利益の排除は、会社の有能な経営者がその職を引き受ける報奨を奪い去ることによって、その地位を枯渇させるであろうとの懸念によってはまったく影響されない。この種の利益は、本質的に、会社の秘密報酬の形式であり、未知の一般投資家の犠牲によって引き出されるものであり、インサイダー報奨からすべての利益を受ける会社の犠牲から成り立つものではない。さらに、会社役員に対する適切な報奨は、現に数多く存在している適正に管理された株式選択権及び従業員株式買付計画によって提供されることができる。要するに株式所有によって促がされる正常な動機、即ち個人と会社の発展の同一性はここに起こったような種類の投機的なインサイダー活動を許すことによって、逆方向に肋長されるのである。例えば、同社株式の一部が、その株式についての短期のコールを買付けるために成行きで売却されたが、そのコールが行使されてテキ

サス・ガルフ・サルファ社の株主持分を増加させるということは、テキサス・ガルフ・サルファ社株が急騰しない限り、決してないであろう。

規則 10 b -5 の核心は、すべての投資家は証券取引へ参加する利益を平等に保証されるとの立法目的を遂行することにある³⁵³。議会が意図したのは、一般投資家はすべて同一の市場リスクの影響を受けるべきだということであった。もちろん、この市場リスクはその人の評価能力又はリスク対応可能資金が、他の者の能力又は資金を上回るかもしれないとのリスクを含む。本件におけるインサイダーは、外部の投資家と同等のリングに上らなかった。インサイダーだけが、当初から重要な鉱脈であると思われたものを見込みと規模を評価できたのであり、彼らだけが、もしこの種の重要な鉱脈が具体化すれば、テキサス・ガルフ・サルファ社株の株価はかなり大幅に値上がりするであろうし、またもし、失敗に帰したとしても、最初から有利な見込みを知らない一般投資家は、また同様に、非生産的な探索についても知らないであろうし、かつ、探索に要した追加費用はテキサス・ガルフ・サルファ社株の相場に重要な影響を与えないであろうから、ほとんど値下がりしないであろうとの確実な期待のもとに安全に投資できたのであった。

知識への不公平な接近に基づくこの種の不公平は、我々の生活においては不可逆のことであるとして見過ごさるべきものではないし、また、この分野についての議会の懸念に照らした場合、正されないままに放置されるべきものでもない。故に我々は K-55-1 のボーリングの結果を知った個人によるテキサス・ガルフ・サルファ社株式若しくはコール取引は、すべて、規則 10 b -5 に違反したものと判断する。

当該ボーリング坑の観察結果（化学分析に比べれば、概して、正確性を欠くが、信頼すべき推測である）は重要な情報を構成するが故に、観察結果を知らされた者は、化学分析について知らされた者と同様に、証券取引所法に違反しても取引した。地質学者ダークは、未開示の重要な情報を持ったまま、テキサス・ガルフ・サルファ社株式の取引を行った。故に我々は、彼及び彼の個人的な取引に対する訴訟の却下を破棄する。事実審裁判所は、また、ダークは K-55-1 のボーリングが完了した後、その調査結果についての詳しい情報を持って、一部外部の個人に、テキサス・ガルフ・サルファ社は「絶好の買物だ」と語ったことを認定した。それらの外部者は、その後、テキサス・ガルフ・サルファ社株式やコールを収得した。事実審裁判所はまた、その後、1964年3月30日現在において、ダークが重要な情報を自分の買付けのために利用したのみならず、同日、これら外部の個人によって相当数量のテキサス・ガルフ・サルファ社株式やコールが買付けられたことは、「ダークが、キッド 55 地区のボーリングが再開されようとしていると 1 人又はそれ以上の“情報受領者”に漏らしたに違いない」という強力な状況証拠であると認定した。明らかに、もし、この種の

³⁵³ Id.at852

再開情報が当該“情報受領者”に何らかの意味を持ったとすれば、彼らはそれ以前に K-55-1 について知らされていたに違いなかったものと思われる。

しかしながら、不幸にもこれらの前提に基づくダークの責任について、下級審の明確な決定はなかった。というのは事実審裁判所が彼に対して、他のすべての個人被告に対するのと同様に、この未公開の情報が重要になったのは、4月9日になってからであったと判示したからである。K-55-1 のボーリングの後に取得した情報は重要なものであったというのが我々の決定であるため、事実審裁判所がすでに明示している本争点に関する直接及び情況証拠の認定に基づき、我々は、ダークが「情報提供すること」によって規則 10b-5(3)及び 10 条(b)項に違反したと判決し、当事者間の合意に基づき、適切な救済措置の決定のために差し戻す。ダークが流した情報の受領者は本件訴訟における被告でないため、たとえ彼らがこの重要な情報が未公開であるということの実際の若しくは推定の知識でもって行動したとしても、それは同様に非難すべきであると考えるが、彼らの行為が、彼らの内部者情報源の行為と同様に規則違反であるかどうかを決定する必要はない³⁵⁴。

ハンティントンに関し、事実審裁判所は、彼はキッド-55 地区の作業についての詳しい情報を持っていなかったと認定した。しかしながら、証拠によると、彼が K-55-1 のボーリングの結果に基づくテキサス・ガルフ・サルファ社の土地取得計画について知っており、かつ、それに参加したこと、及び 1964 年 2 月 26 日にテキサス・ガルフ・サルファ社株式 50 株を買付けたことが明らかである。その後、3月16日、彼はテキサス・ガルフ・サルファ社が K-55-1 の近くの土地を相当大規模に買いに出たとのホリー博士の署名による文書の作成を手伝い、かつ、同じ日にこれまでいずれの株式のコールも買ったことのない彼が、テキサス・ガルフ・サルファ社株 100 株を買付けるコールを買付けた。キッド鉦区における予備作業が極めて有望なものであると容易に推測が出来、確信に至ったことを考え合わせれば、2月及び3月のこの買付けは、ハンティントンが彼の買付けを本規則及び本証券取引所法に違反するものにするような重荷な内部情報を握っていたことを示すものであると我々は確信する。

テキサス・ガルフの被告側の専門家の証人ベルモア(Bellemore)博士は次のように書いている。「賢明な投機家は、完全な分析のために事実が入手できると仮定する。次いで投機家は、現在のリスクの発見、評価のために事実を調べる。そして彼は、これらのリスクと、キャピタル・ゲインを得るための外見上の機会と比較検討し、それに基づいて決定を行う。彼は、力の及ぶ限り、計算されたリスクを引き受けているのである。

しかしながら、我々が意図するのは、このように重要な事実のニュースを差し控えることによって会社の目的が叶えられる場合には、そうすることによって会社の信任に忠実に応えようとする者は、未公開の期間、当該会社証券を個

³⁵⁴ Id.at853

人的に取引したり、若しくは、会社のすべての株主及び広く一般に利用できない秘密情報を外部の者に与えてはならないということを知らせることである。

C いつインサイダーは行動することが出来るのか

テキサス・ガルフ・サルファ社の4月16日の公式発表の直前にテキサス・ガルフ・サルファ社株式の買付けを命じた上訴人クロフォード及び、テキサス・ガルフ・サルファ社の求めた記者会見の席上で公式発表が読み上げられた直後にブローカーに注文を出し、このニュースを伝えた被告人コーツは、重要な情報を握っていたことを認めている。しかし、彼は、その買付けはニュースがすでに有効に開示されていたため、禁止される買付けではなかったと主張する。しかし、我々は同意しない。クロフォードは、彼のシカゴのブローカーに、4月15日の深夜に、そして再度4月16日の朝8時30分に、同日のミッドウエスト株式取引所での始値で買付けるよう電話で注文した。彼が、「このニュースを出し抜こう」とし、事実そうした、とする事実審の判示は、記録により十分に証明される。既に、カナダ及び程度の差はあったがニューヨークに流されていた重要な原鉱脈の噂は、4月12日のテキサス・ガルフ・サルファ社の新聞発表によって打ち消されていたが、このことは、可能性が現実のものとなったとき、公式の詳しい発表があることを一般投資家に暗に約束したものであった。16日午前9時40分のカナダ鉱業相によるカナダ紙への略式発表及びノーザンマイナー(The Northern Miner)誌掲載の記事は、その一部はニューヨークの2、3の投資会社に、カナダの関係会社を通じ断片的に届いたが、10時を過ぎるまでアメリカの金融関係紙に発表されなかった10～15分間程度の公式発表と同等の内容でないことは明確である³⁵⁵。クロフォードの注文はその前に出されたものであった。インサイダーが重要な情報に基づいて行動することが許される前に、この種の情報は、それを一般投資家が利用し得ることを十分に保証し得る方法で、適切に開示されなければならない。

特に、本件のように、金融ニュース・メディア全体に対する公式発表をすることが、予告されそれ以前の公表で約束されていた場合においては、すべてのインサイダーの活動は、約束された公式発表の伝播を待つべきである。コーツは、彼の電話による注文は、4月16日午前10時20分すぎに出されたものであり、これは、例え、そのニュースを既に一般投資家が知ったと考えられなくても、発表が行われた後であるとして、下級審により責任がないものとされた。この結果は、キャディ・ロバーツ事件における傍論の誤った解釈に基づいてなされたもののようには思える。キャディ・ロバーツ事件においてSECは、インサイダーに対し、「発表に先立って、また発表の目的の達成を不能にするような形において、注文の執行を急ぐのではなく、情報が一般投資家に発表されるための確立された過程が遂行されるまで市場から遠ざかる」よう指導した。コーツを行動に駆り立てたニュース発表の読みあげは、すべての投資家に、事情を知ったうえでの投資判断のための同等の機会を与えるとの立法目的に従うために要求される伝播の過程の第1段階にすぎない。

³⁵⁵ Id.at854

公式発表の内容が、瞬時に行動を伴い得るものであったとしても、コートツは、少なくとも、自分自身及び義理の息子である彼のブローカーの利益を確保することを急がずにこのニュースが最も広い範囲にわたる伝播のメディアである、ダウジョーンズのブロード・テープに現われることが合理的に予期されるまで、待つべきであった。インサイダーが重要な情報の事前通知を利用することから一般投資家を有効に保護するためには、注文が最終的に執行される時よりも、むしろ、インサイダーが注文を出す時が規則 10b-5 の目的にとって決定的であることが要請される。さもなければ、インサイダーは重要なニュース発表の伝播の直後で、外部者がこの発表に基づいて行動しうる前に注文が執行されるべく、前もって要求することによって「ニュースに先回りする」ことができる。したがって、クローフォードの注文の執行が、カナダでの発表（4月16日午前9時40分）若しくは合衆国での発表（午前10時）の前か後か、またコートツの注文の執行が、このニュースがメリノレ・リンチ（午前10時29分）ないし、ダウ・ジョーンズ（午前10時54分）の通信線に現われる前か後かは重要でない。

D インサイダーの善意は 10b-5 に基づく抗弁となるか

ニュースが開示されたとみなされる得る前にコートツ、クローフォード及びクレイトンは、買付注文を行ったにも拘わらず、ニュースは注文を出した時に公になっていたと心から信じていたために、彼らの行為は正当化されると主張する。しかしながら、我々が審理中の本件が、SEC の強制的訴訟手続としてだけ取り扱われようと、あるいは私的な訴訟として取り扱われようと、具体的な詐欺の意図を証明することは不必要である。コモン・ロー上のないしは予防的な救済を求める強制的訴訟手続において、欺罔的な行為についてのコモン・ロー上の基準は、インサイダーの怠慢な行為が違法となるよう、一般投資者をより広範に保護する線に沿って修正されている³⁵⁶。

同様の基準は私的訴訟において採用されており、それは、「〔証券〕取引において、公平かつ誠実な市場の維持を図るという広範な議会の意図と完全に合致するように思える政策的な理由による。

特定の詐欺の意図を証明することを要求する趣旨を明確に指すものがない場合、証券関係法は、議会の広範な救済の意図を実行するためにも、また、施行の統一を図るためにも、コモン・ローの拡張として解釈されるべきである。

さらに加えて、規則 10b-5 が基づいたと思われる法の他の条文を検討すると、積極的な不正だけでなく、不作為・怠慢も行為に包含する基準の実施が本規則の基礎となる行政上及び立法上の目的に合致することが明らかとなる。最後に、この立場は、被告らが主張しているような、当巡回裁判所のこれまでの文言と矛盾するものではないということを書いておく。というのは、「ある種の形式の伝統的な故意要件、時として「不正」と定義されるものは残されているからである。この要件は、それが誠実性の欠如、法定詐欺しくは不合理な、または過

³⁵⁶ Id.at855

失の行為と定義されようとも、この基準、即ち、本規則の防止の目的を促進する基準の中に潜在的に含まれているのである。

かくして、彼らが買付け注文を出した時には原鉱脈のニュースが十分に明らかになっていたとのコートツ、クローフォード及びクレイトンの確信は、もし、それがその状況のもとにおいて合理的でなかったならば、意味を持たない³⁵⁷。クローフォードは、4月15日より前のある程度の期間にわたり流れていた試堀についての散発的なうわさ、4月16日発行のノーザンマイナー誌(The Northern Miner)への4月15日の情報発表、概略申告の発表についてのテキサス・ガルフ・サルファ社とオンタリオ州鉱山相との間の15日夕方の取決め(発表がなされたのは、4月16日午前9時40分になってからであった)及び、16日午前10時の会社の公式発表(これらすべては、4月15日、ミッドクエスト取引所における取引終了後彼によって出された買付け注文の執行が予想されるより以前に知れわたっていた)について言及する。

しかしながら、カナダ筋を通じたうわさや偶発的な開示について、4月12日にそのうわさを打ち消し、今後公式な発表を確約した、悲観的ないしは不完全な発表からみて、クローフォードの買付けによって影響を受けるアメリカの取引所におけるトレーダーに十分伝えられていたということはまずなかった。さらに加えて、クローフォードが、彼の注文が執行されると期待したにちがいない4月16日午前の取引所の売買開始時間までに、公式発表が行なわれることを合理的に予測できなかった。

テキサス・ガルフ・サルファ社が行うことになっていた4月16日のディスクロージャーの発表を知らなかったとするクレイトンが頼りにできるのは、この好ましいニュースが明らかになっていたとする彼の主張を支持した場合、うわさ及び彼が注文を出す前にこのニュースの話ないしはうわさを聞いたと思われる者からのテキサス・ガルフ・サルファ社への電話があったからである。彼が4月12日の発表の内容を知っていたということは、ニュースが実際に明らかになっていたと信じていたとするいかなる主張さえ、不合理なものにする。最後にコートツは、すでに示したように、彼が直ちに執行するよう10時20分限前に注文を出したとき、公式発表が伝播されていたことを合理的に期待することはできず、また、クローフォードの頼ったカナダでのディスクロージャーもこの状況のもとにおいてコートツの行為を許されるべきものにするに足るものでなかった。

E インサイダーは重要な情報を発行者に開示することなく、株式選択権を受けてよいか

1964年2月20日、被告スティーブンス、フォガティ、モリソン、ホリー及びクラインは、彼ら及び他の多数のテキサス・ガルフ・サルファ社の幹部役員に発行された株式選択権を受けたが、彼らのうち誰も、取締役会の株式選択権委員会ないしは取締役会に対し当時重要であったと我々が認定している情報であ

³⁵⁷ Id.at856

る K-55-1 の調査結果を知らせていなかった。SEC はこれらの選択権の取消しを求めた。事実審は、K-55 の試掘の結果の知識は重要でないとの認定に加え、クラインはボーリングの進捗状態について詳細な情報を有しておらず、また、ホリー及びモリソンは、彼らの上司で、会社の取締役であったスティーブンス及びフォガティが、それが必要であるならば、その結果を報告しているであろうと当然に推測し得た。事実、全従業員が、土地取得計画が完了するまでこの情報を公表しないよう指示されていた、と判示した。

このため、下級審はトップ・マネージメントである取締役のスティーブンス及びフォガティだけが、情報開示を行わずに株式選択権を受ければ、規則に違反したことになると結論付けたが、彼らの握っていた情報は重要でなかったため、不適當に行動したものではなかったと判示した。

重要性について我々の結論に照らし合せ、我々はスティーブンス及びフォガティは選択権を受けたことにより規則に違反したと判定する。しかしながら、彼らは選択権を放棄し、会社がそれを取り消しているので、要請されている差止命令が実際に出されることを命ずる必要はないと判示する³⁵⁸。しかし、SEC が本件訴訟を手がけた後でのこれら選択権の放棄は、SEC の主張を満足させるものでなく、将来における規制条項違反を防止するために スティーブンス及びフォガティに対し差止命令を出すことが適当かどうかについての決定は、事実審による自由裁量の行使のために差し戻されることを指示する。

クラインは、彼に申し出られた株式選択権を受ける前にキッド計画についての知識を開示する義務を有していなかったとの事実審の見解とは逆に、我々は、現在副社長の地位にある。彼が選択権委員会にこの種の情報を公開しなかったために彼の受けた選択権の撤回を指示する。クラインは 1964 年 1 月テキサス・ガルフ・サルファ社の主任法律顧問となったが、1961 年 1 月以来同社の秘書役であり、選択権が認められた当時もその地位にあった。選択権の発行及び受諾組織の責任者であった彼は、トップ・マネージメントの一員であり、自己の選択権を受ける前に、握っていたかもしれない一切の重要な情報を公開する義務を有していたものと考え。ホリー及びモリソンについて、SEC は、彼らは当時トップ・マネージメントの一員ではなかった（モリソンは副社長であったが）ために、選択権を受ける前に探索についての彼らの情報を公開する義務がなかったとの下級審の判決について控訴していない。故に、受けることで使らるが法に違反したかどうかの争点は、我々の関知するところではなく、下級審の判決は変更されない。

法人被告

A 序論

1964 年 4 月 12 日、午後 3 時、チミンズ計画に関するうわさについてコメントすることが望ましいと考えて、テキサス・ガルフ・サルファ社は、本テキスト

³⁵⁸ Id.at857

の関連個所に引用した新聞発表を行った。SEC は、この発表が、発表時におけるボーリングの進行状況についての誤解を与えかつ詐欺的な事情を表示したものであって、規則 10b-5(2) に違反すると下級審で論じ、かつ本件控訴において主張している³⁵⁹。

テキサス・ガルフ・サルファ社は次のような下級審の判決、即ち、「この発表は、相場に何らの異常も与えなかった」及び、「4月12日の新聞発表の目的が、テキサス・ガルフ・サルファ社ないしそのインサイダーにとって有利になるようテキサス・ガルフ・サルファ社株の市場価格に影響を及ぼすことにあった、との主張はなされておらず、この新聞発表は、それが「証券の買付け若しくは売付けに関して」なされていないため、また、例え4月12日の発表が、証券の買付け若しくは買付けに関してなされたことが立証されたとしても、委員会はそれが虚偽で誤解を与え若しくは詐欺的なものであることを論証しない限り、10条(b)項ないし規則10b-5の違反を構成しない」との判決をより根拠としている³⁶⁰。

本件についての詳しい論議に先立ち、SEC がその訴状において主張していること及び求めていることを正確に記述することが望ましいと思われる。

訴状における具体的な SEC の申立ては、この4月12日の新聞発表が「……著しく虚偽でかつ誤解を与えるものであり、被告フォガティ、モリソン、ホリー、ダーク及びクレイトンを含む被告テキサス・ガルフの一部役員及び従業員によって、著しく虚偽でかつ誤解を与えるものであることが知られていた」というものである。SEC の求めている具体的な救済は、1934年証券取引所法21条(e)、15 U.S.C. §78u(e)に基づき、著しく虚偽で誤解を与える一般向けの情報記事のそれ以後の発表を差し止める永久差止命令である。

B 「……に関して」という要件

この語句の本件に対する関係について決定をするに当たり、下級審は1934年証券取引所法の通過を促がした議会の目的を反映しない基準を用いたように思える。

1934年証券取引所法の基礎となっている議会の主要な狙いは、自由かつ公開された公の証券市場を推進し、取引において不公平を被ること、とりわけ、虚偽若しくは誤解を与える会社情報の発表によって扇動される取引から生ずる不公平を被ることから一般投資者を保護することであった。下院法案(H. R. 9323)この法案は、両院協議会が、同様の上院の法案(S. 3420)と最終的に調整を行ない、両院を通過し、1934年証券取引所法となったものである。

そのディスクロージャーの目的について法案が審議された下院の委員会では

³⁵⁹ Id.at858

³⁶⁰ Id.at858

次のように述べている。自由かつ公開された公の市場の概念は、証券の公正な価格について買手と売手の競合する判断によって、市場価格ができるだけ正しい価格を反映するような状態が作り出されるとの理論の上に組み立てられている。人為的な相場操縦が公開市場の真の機能を覆しがちであるのと同様に、重要な特報を隠したり秘密にすることは、真実価値の指標として機能すべき市場の運営を妨げる。

正直な公表なくして正直な市場はあり得ない。相場操縦及び市場の不誠実な慣行が神秘と秘密をはびこらす³⁶¹。投資家にとって非常に重要な情報の開示は、直ちに市場価値に反映されないかもしれないが、証券価値の複雑さにもかかわらず、真実は、市場において比較的早く受け入れられる。このことが、多くの場合、真実が慎重に見守られている理由である。時期の遅れた、不正確かつ誤解を与える報告は、非良心的な株価操作を行う者や、内部情報に基づいて投機を行う卑怯な会社当局者の道具である。利害の衝突や各種著名団体からの圧力にもかかわらず、主要取引所の責任ある当局者は、公の取引所が適切に機能するための基本的な歯車として、真実かつ正確な会社報告が極めて重要なことを、少なくとも理論上は無条件に認めている。

より適切かつ迅速に公表させようとする彼らの努力は、法的権限の欠如により、また、一部金融及び実業グループが一般投資家から資金を集める事業というものが、小さな個人企業と同じような秘密を持つ権利を持っていて良いとされることではないと理解しないことにより、妨げられてきた。わずか数十年前まで、人は貸借対照表の開示は取引の秘密の開示であると信じていた。今日、貸借対照表を開示することなく一般から資金を集める権利が会社にあることを認める人はほとんどいないであろう。

本法 10 条 (b) 項は、両院協議会により、上院法案 S. 3420 の 10 条 (b) 項から取られたものであり、かつ、ここに関連する部分に関しては逐語的にとられたものであった。両院協議会によってなされた唯一の修正は、当初の S. 3420 の 10 条 (b) 項の最後の文言「委員会が投資家の利益にとって好ましくない」と表明する」を現行の 10 条 (b) 項の最後の文言「委員会が公益保護のために必要若しくは適当と認めて制定する規則に違反して…」に代えたことであった。上院法案 S. 3420 を上院に提出した上院委員会の報告書は 10 条 (b) 項を次のように要約した。(b) 項は、投資家の利益にとって好ましくないと考える他の一切の相場操縦的、詐欺的な慣行を使用することを規則によって禁止若しくは規制する権限を委員会に付与するものである。事実、そもそもの発端から、10 条 (b) 項及びそのもととなった H.R. 1383 及び S3420 の条文は、常に包括的であると理解されてきた。

下院法案に関する下院委員会での公聴会において、復興金融公社の相談役で、ルーズベルト政府のスポークスマンであったトーマスは、S. 3420 の 10 条 (b)

³⁶¹ Id.at859

項に該当し、そして最終的には本法の 10 条 b 項に該当する 9 条(c)項に含まれる広範な禁止を説明して次のように述べた。(c) 項は、「なんじ他の一切の狡猾な方策を講ずることなかれ」と言っている。もちろん、c 項は相場操縦的な方策を防止するための包括的条項である。この種の条項に反対があるとは私は考えない。委員会は、新しい相場操縦的な方策に対処する権限を持つべきである。他の幾人かの証人は、トーマスが支持した禁止案の範囲に反対したが、施行された条文は、「に関して」の語句の広い範囲を何ら制限するものでなかった。

このように、10 条(b) 項の立法経緯は、議会が意図したのは、事実審によって採用された「に関して」の語句の限定解釈であったというテキサス・ガルフ・サルファ社が我々に主張する立場を支持するものではない³⁶²。加えて、10 条(b) 項を 1933 年証券法の不正防止条項 (§ 12(2), 15U.S.C. § 77L (a)、[...の手段によって証券の〔売付けの申込み若しくは〕売付けにおいて...]、§ 17(a)、15U.S.C. § 77q(a) [...の手段により金銭若しくは財産を取得するための証券の〔売付けの申込み若しくは〕売付けにおいて...] [1954 年改正によって追加分]) 及び、1934 年証券取引所法 15 条の 1936 年の不正防止を目的とした改正 (§ 15(c)(1)、15U.S.C. § 780(c)(1)「...有価証券につき何らかの取引を行い、若しくは、買付けもしくは売付けを誘引し又は誘引しようとするために...」)と比較した場合、議会が違反の前提条件として証券取引への参加が必要であると考えていた場合には、その意図を明確にする方法を知っていたということが明らかである。

したがって、議会が本法において表明した立法目的及び 10 条(b)項の立法経緯からみて、「証券の買付け若しくは売付けに関して」の語句を用いた場合、議会が意図したのは、単に、用いられる術策はそれがいかなるものであれ、合理的な投資家にそれを信頼させるような、そして、それに関連して、そう信頼することによって彼らにある会社の証券を買付けもしくは売付けさせるような種類のものであるということに過ぎなかったことは明らかなようである。誤解を与える声明の発表に責任のある会社及び個人は、それに関係する証券取引に従事するか、あるいは、悪意のある動機をもって行動しないかぎり、本条項に違反しないということを議会が意図したという何の徴候もない。事実、一般投資者を保護し、証券市場における公正な取引を確保するとい本法の明白な目的は、制定法の文言にこの種の解釈を当てはめることにより著しく阻害される。インサイダーによる証券取引がなければ、不正な目的が誤解を与える声明の発表を引き出したことを立証することはほとんど不可能である。

インサイダーが証券取引に従事しなかったという単なる事実は、不正な目的の可能性を否定するものではない。即ち、市場が、予測されたほどには誤解を与える声明に反応を示さなかったか、また、おそらくは、不正な目的がより安い値段での買付け又はより高い値段での売付けという欲望以外の何かであった

³⁶² Id.at860

であろう。投資者を保護するという議会の目的により大きく関連することは、一般投資者は、過失による不正確な誤解を与える声明によっても、不正な目的をもって故意に発表された誤解を与える声明によっても、同様に損害を蒙るといふ事実である。

我々は、誤解を与える声明を発表した者が、同時にそれに関連した証券取引に参加しなければ、あるいは声明の発表が、お人好しの一般投資者を犠牲にして会社又は自己に利益をもたらす計画によって促がされたことが立証されなければ、本法の禁止に抵触しないと議会在意図したとは考えない。また、規則 10 b-5 には、SEC が本規則によって 10 条 (b) 項の基礎にある議会の目的を完全に遂行しようとしなかったことを示す何ものもない。確かに、本規則の制定に伴う SEC の公式発表は、この規則のインサイダー取引の局面、とりわけ、インサイダーによる買付けの禁止を強調しているが、しかし、これは「証券の買付けに際しての不正を防止するこれまでの規則は、ブローカー及びディーラーにのみ適用された」ため強調されたのであり、委員会は、本規則がとりわけ、明確にこの抜け穴をふさぐものになるように特に力を入れて規定した。

以上の論議は、議会在、取引所における買付けもしくは売付けに関して、インサイダーがそれと同時に当該会社の証券の取引をする、しないにかかわらず、また、会社若しくはその経営陣が公式の一般発表を行うについて隠れた目的を持つ、持たないにかかわらず、会社のために、若しくは会社に代わって発表された誤解を与える声明により、一般投資者が誤解することを防止することを意図したことを示す³⁶³。事実、委員会は、議会在により、会社の設立趣意書に含まれるものから、会社の解散ないし他との合併の必要性ないし妥当性に関する株主への通知状に含まれるものまで、すべての誤解を与える会社情報を規制する責任を負わされている。

制定法上の文言に、公衆が発表によって誤解したということだけでなく、責任ある者が、その発表を行ったときに不正な目的によって促がされたことをも立証する必要性を挿入することは議会的目的を喪失させ、委員会の業務を不当に妨げるものである。我々は、議会的制定法に盛られた語句の解釈に関し、コーレイ事件でのラウンド裁判官の賢明な語句を心に留めるべきである。即ち、「彼らがそれを明示的に禁止しないのであれば、制定法の条文の目的は、選択された用言の意味の最良の試金石である。我々は、可能なかぎり、その語句を用いた立法府の立場から、起こっている事態が、立法府ならばカバーすべきであると考えるものの中に含まれるかどうかで語句を決定する。事実、時として目的は、用いられている明示的な語句をも覆すほど明白であるかも知れない。

事実審によって指摘されたように、1934 年証券取引所法の目的は、不正からの投資者の保護である。このため、合理的にみて、投資者に詐欺的な損害を与

³⁶³ Id.at861

えると思われる会社の慣行を防止するよう経営陣を規制する義務を委員会が持つことは当然のことであると思える。そして、もちろん、既に強調してきたように、会社の誤解を与える重要な声明は会社自身若しくは経営者としての個人が、同時にその会社の株式を買付けあるいは売付けるかどうかに関係なく、投資者に損害を与えるであろう。故に、著しく誤解を与える会社の声明若しくは詐欺的なインサイダーの活動が発見されれば、裁判所は、当然のこととして、「証券の買付け若しくは買付けに関して」の制定床上の語句を広く解釈している。

下級審は、「テキサス・ガルフ・サルファ社が新聞発表から直接の利益を得たことも、またその作成に携わったいずれの被告も、それを個人的な利益のために利用したという証拠はない」と認定した。その発表が不当な目的によって促がされないかぎり、声明は誤解を与えるものとみなされないとの要件は、誤解を与える声明の発表者に対し、利益を追求し、もしその利益が予測した程度に具体化しないか、あるいは、示され得ないならば、責任を回避することが出来るとの影響を持つことが考えられる。しかし、より重要なことは、あえて繰り返すが、一般投資家は、その発表の基礎にある目的の如何にかかわらず、虚偽若しくは詐欺的な声明にさらされることにより、損害を受けるとの認識である。

会社の経営陣に対し、会社が、株主ないしは一般投資者全体に明らかにする発表の一切の声明の真実を確認する義務を課すことが、不公平であるとは思われない³⁶⁴。故に、我々は、本件の場合のように、企業情報のリリースが一般投資者に影響を及ぼすべく合理的に計算された方法、例えば、金融メディアを使って、行われる場合には、発表が不正な目的のために会社当局者により促がされると否とに関係なく、当該企業情報のリリースが虚偽若しくは誤解を与えるものであり、あるいは、誤解を与えるほど不十分なものであれば、規則 10 b -5 が犯されたもの判示する。しかしながら、もし会社の経営陣が、その公表した情報が全くの真実であることを確認するのに注意を払ったこと、及びこの種の注意深く取得された情報が誠実に伝播されたことを示せば、規則 10 b -5 が犯されたことにはならないであろうことは明白なように思われる。

C 4月12日の新聞公表文の交付は規則 10 b -5 に違反したか

最初に、この発表が誤解を与えるものであったかどうか。即ち、その発表がなされた時点におけるボーリングの状況につき虚偽の印象を一般投資家に与えたかどうかの問題について、我々は、まず、事実審がこの問題を実際に決定しなかったことに注目する「委員会は、それが虚偽で、誤解を与え、若しくは詐欺的であることを立証しなかった」との事実審の結論は、「被告らは、4月12日の発表がなされた時点において彼らに知らされていた事実に基づいて判断されるべきである。」

起草者は、「その事情を基に合理的な事業判断を行使した」、及びこの発表は、

³⁶⁴ Id.at862

「当時知らされていた事実に基づいた場合、誤解を与えるものないし詐欺的なものでなかった。」との事実審の見解から引き出されたもので、合理的な投資家に対するこの声明の意味及びその真実との関係についての適切な基本的調査から引き出されたものではないように思える。「ふり返ってみた場合、新聞発表は悲観的ないし不完全なもののように思える。」の見解には確かに同意するが、我々は、現在の記録からは、議会の意図した基準を適用することによって、それが合理的な投資家に対し、詐欺的若しくは誤解を与えるものであった、ないしは、投資家はそれによって誤解したと明確に結論を下すことはできない。

この発表についての一部の新聞記事は、この発表を好ましい事態があることをとりあえず確認したものとみなしており、そしてこの楽観的見解は一部ブローカーによって支持されている³⁶⁵。このため、合理的な投資者が、我々には結論のはっきりしない否定的な声明であると思える記事の言外の意味を読みとり、4月12日現在のキッド鉱区の実情を推測し得たとも考えられる。

これに対し、テキサス・ガルフ・サルファ社株の株価が発表の伝播された4月13日朝の高値32から4月15日の終値29.3/8に下がったこと、及びこの発表が他のブローカーに与えた反響からみれば、この発表が一般的に考えてみて非常に有望な報告として解釈されたとは到底いい得ないだけでなく、そもそも有望なものとして解釈されたともいえない。故に、我々は、合理的な投資者が十分の注意を行使する中で、それによって誤解を受けたかどうかの基準を採用することにより、この発表がなされた時に存在した事実を照らして発表の性格を決定するために、証言を取り、証人の喚問を行った地方裁判所に本争点を差し戻す。

この声明が合理的な投資者を誤解させるものであったと判示されれば、その時点において、その発表が十分の注意の欠如によるものかどうかを決定することが必要になる。委員会が会社を相手として求めている唯一の救済措置は差止命令であり、したがって、我々は、悪意についての立証がない場合、テキサス・ガルフ・サルファ社側の十分な注意の欠如だけによって会社が損害賠償の責を負うかどうかを決定する必要性があるとは考えない。我々は、最近、損害賠償と差止命令を求めた規則10b-5に基づく私的訴訟にかかる事件において次のように述べている。「コモン・ロー上のないし予防的な救済を求める訴訟においては、金銭的な損害賠償を求める訴訟で、要求されるすべてを確立することは必要でない。」

我々は、仮に差止めの救済を求める訴訟において、誤解を与える声明が、テキサス・ガルフ・サルファ社側の十分な注意の欠如に起因したものであれば、地方裁判所が規則10b-5及び、10条(b)項に基づく裁量権を有しているとのみ判示する。事実審は、テキサス・ガルフ・サルファ社がこの種の注意を行使

³⁶⁵ Id.at863

したかどうかを決定することを必要と考えなかったし、未だこの争点を解決することを試みていない。事実審は、テキサス・ガルフ・サルファ社は「その状況のもとにおける合理的な事業判断」を行使した、と結論付けしたが、それは、テキサス・ガルフ・サルファ社が、その作成時に作成者に知らされていた事実に基づいて、4月12日の発表をすべきであったかどうかを評価するうえで、及びチミンズの情勢についての完全な基礎事実の開示は、不明確と申し立てられている概略説明に代わるに足るものではなかったと推測するうえで、誤まった法的基準を覗かせた。

現在の記録からは、作成者が、SECの示唆しているように、4月10～12日の週末におけるボーリングの進行状況についての最新の報告を容易に入手できたかは確かではないが、もし、そうすることが可能であれば、彼らは確実にその報告を入手すべきであった。しかし、例え、4月12日における発表の作成に間に合わせて最新のデータを評価し、伝達することが不可能であったとしても、テキサス・ガルフ・サルファ社は、急速に変化しつつある事態の正確な報告が可能になるまで少しの間作成を遅らすことができたと思われる。また、少なくとも、テキサス・ガルフ・サルファ社が、目を見張らせる試掘についてのうわさの流布に対処しなければならなかったと感じたのであれば「現在までの」進行状況を報告するというのではなく、事態は流動的であり、この発表は4月10日現在の時報により作成されたものであるとした方が、より正確なものとなっただであろう³⁶⁶。加えて、基本的な事実を述べることにより4月10日現在でわかっているボーリングの進捗状況を具体的に説明する方がよかったことは明らかである。この種の明示的な開示によって、一般投資家は、有望なことを取り合えず示している。それ自身控え目な表現である、と欄外から読みとって理解しなくともチミンズにおける鉱脈の見込みを評価できたであろう。

具体的な事実の要約でなく、あいまいな概略説明を選んだことは、主張されているような緊急性によっては合理的に正当化されえない。チミンズ計画が失敗に帰した場合（4月12、13日現在、極めて発生の蓋然性が低い出来事であった）の不実表示についての責任を回避するには、最終的には成功を収めるとまでいう必要は当然ないが、詳細な結果を正確にかつ真実を包み隠さず開示することをしなかった。また、この種の真実について明示的に開示をした場合、「鎮静しようとしていたうわさの種を助長することになる」ということも何ら正当化されない。

そこで、我々は、この発表がテキサス・ガルフ・サルファ社株の相場に影響を及ぼすために、また、一般投資家に影響を与えるために、合理的に計算された方法で発表されたと確証し、この発表が合理的な投資家を誤解させるものであったかどうか、そしてもし誤解を与えるものであったと判定した場合、裁判所がその裁量によりSECの求める差止命令を出すべきかどうかを決定するため

³⁶⁶ Id.at864

に、地方裁判所に差し戻すこととなる。振り返って調べた場合、この発表の作成時におけるチミンズの状況は、楽観的となる十分の理由を提供すると思われる。発表文の作成者は4月10日金曜日午後7時までの試掘につき完全な情報を有していた。その時点で4月16日の「有力な原鉱脈」発表文が作成されるまでに最終的に存在が確認された鉱石の約2/3が、大規模な変位点内に、鉱化部分が連続していることを示すように配管された5つの坑より試掘されていた。

その時現在において、SECの専門家は、トン当たり26ドル以上の総評価価値（経費を除く）を有する800万トン以上の鉱石が埋蔵しているものと推定した。テキサス・ガルフ・サルファ社の専門家ワイリー(Wiles)の95.2%は経費によって喰われるとの保守的見解を認めても、当時における最終利益は、14,000,000ドル以上と見込めることができた。テキサス・ガルフ・サルファ社の専門家は、これより低い評価価値を有する卑金属鉱山の名をほとんど挙げることはできなかった。裁判所ははるかに低い評価価値の鉱体が商業的に採掘されているとした。鉱山株の専門家であるロシュは、ここでの場合よりもはるかに銅の含有率が低く、亜鉛や銀を含まない鉱山が有利に運営されていると付け加えた。さらにその後の約1/3のデータに基づき、かつ、あらゆる記録が示すように、推定経費に関する追加数字を出すことなく、テキサス・ガルフ・サルファ社は、4月16日、2,500万トン以上の鉱石を有する有力な原鉱脈について発表した。事実審は、4月9日木曜日午後7時現在において、「商業的に採掘することのできる鉱体が存在するかもしれないとの確実な証拠があった」と認定した。そして、この発表が新聞に対しなされる8時間前の4月12日日曜日午前7時までに、鉱化部分の77.9%のボーリングが完了し、同日午後7時までには84.4%、4月13日午前7時までには90.2%が完了していた。この発表文が広く一般に発行されている多くの新聞に載ったのは、13日月曜日の朝も遅くになってからであった。

この発表は、まず、同社が大規模な銅の試掘を行っているとのうわさの報告に触れ、続けて次のようにいっている。「これらの報告は探索活動の規模を誇張したものであり、そこでいわれている計画や鉱石の規模や品質に関する数字は何ら事実に基づくものでなく、明らかに、テキサス・ガルフ・サルファ社に関係のない者の思惑によるものである。次いで、同発表は、うわさに反駁して真実を述べる」と称して、次のように述べている。「事実は次のとおりである。」即ち、「チミンズ近くのある地区での最近のボ-リングでは、その有望性を適確に評価するために、さらにボーリングをする必要のあることが、とりあえず明らかとなった。今日までに行われたボ-リングでは確定的なことはいえないが、多くの部外者による声明は信憑性のないものである。」同発表は、その発表された4月12日現在において、「...鉱石の規模及び品質に関するいかなる声明も早きに失し、多分に誤解を与えるものとなろう。」そして、「明らかにするため」の確定的な声明の発表が、約束された。

結 論

以上から、我々は、上訴人リチャード H.クレイトン及びデビット M.クロー

フォードが 10 条 (b) に違反したとの下級審の認定を確認し、被上訴人チャールズ F. フォガティ、リチャード H. クレイトン、リチャード D. モリソン、ウォーターホリック、キース H. ダーク、L. ハンティントン伯爵及びフランシスコ G. コーツに対する訴を棄却した下級審の判決命令は、彼らが 10 条 (b) 及び規則 10b-5 に違反したものと我々が認定したことによりこれを破棄する。これら 8 人の個人については、当事者間の合意に基づき、彼等に対し、相当とする救済方法を決定するために、委員会が下級審における審理を通知できるよう、事件を差し戻す。

また、我々は、株式選択権の取得者であるクロード O. スティーブン、チャールズ F. フォガティ及びハロルド B. クラインに対する訴を棄却した判決命令を破棄し、地方裁判所に対し、その裁量によってステファン及びフォガティに対し、差止命令を発すべきか否かを決定し、クラインに認められた選択権の解除命令を発し、かつ現状回復命令の方法によって適切と考えられる他の救済措置が彼に適用されるべきことを指示する。

そして、テキサス・ガルフ・サルファ社に対する訴棄却の判決を破棄し、我々が上述した見解において明らかにした方法に照らし、下級審が、その裁量を行って委員会が求めている差止命令が発せられるべきか否かを決定するために本件を差し戻す。本件は、基本的にキャディ・ロバーツ審決と同じ情報の平等理論に立つものであるが、非相対取引について 10b-5 適用を裁判所で認めた初めてのケースであり、その意味は大きい。

次に、インサイダーの範囲を考える上で参考になるメリル・リンチ事件³⁶⁷をみることにしたい。航空機メーカーが社債の発行を計画していたところ、その引受け幹事会社を勤めるブローカーが収益予想の下回り情報を入手し、その情報を社内および顧客に伝え、顧客は大量の株式を売り抜けたもの。

(3) メリル・リンチ事件³⁶⁸

訴訟

非公表情報の使用

被審人は証券会社から未公開情報を入手した投資顧問業者、投資信託及び投資組合であるが、その情報は、証券会社が社債引受幹事候補会社であったため社債発行会社から受けていた債券発行会社の業績の急速な落ち込み及び業績下落の将来予測を内容とするものであった。

情報を得た被審人は社債発行会社の株式の現物売りと空売りを行ったため、被審人は証券諸法の詐欺防止条項に違反したと判示された。証券諸法違反として示された該当事実、即ち、重要かつ非公表情報の取得であった。受領者に

³⁶⁷ 渡辺征二郎「米国の証券・先物取引判例撰」9頁 中央経済社(1999)

³⁶⁸ In re Investors Management Co., 44 S.E.C. 633 (1971)

荒谷裕子 インサイダー取引(2)新証券・商品取引判例百選 別冊ジュリスト 148頁(1988)

は情報が非公開であることについて故意又は過失がある。またその情報を選択的開示ないしはその他の方法によって不適正に入手しており、さらにその情報は取引をする決め手となったものである。聴聞した審判官は被審人の違反を肯定した。

一般投資家が情報を利用出来るような方法で公知されていなければ証券又はその発行者に関する情報は非公表のものであり、また詐欺防止条項で言われる重要性とは、証券の価値に関する投資家の判断に影響を与え、また一般に知られるとその証券の市場価格に重大な影響を与えると合理的に考えられることを意味している。情報が重要なものか否かを判断する際に考慮する要因の中には、その具体性の程度、これまで公知されていた情報との相違点及び情報の性質、情報源、情報を受け取った状況に於ける信頼性がある。重要な未公開情報の受領者が、公知が図られる以前には情報によって示唆される類の証券取引が一般には行われなことを認識しているか、認識しているはずであれば、当該状況からみて情報が取引を行う決定的要因となったことを推論させる。

事実認定、意見と命令³⁶⁹

序

これは、証券取引所法「証券取引法」の条項、及び 1940 年投資顧問法の第 203(e)15 条(b)項を適用する過程で聴聞した審判官が出した第 1 次審決に対する我々が下した見解である。

審判官は、ダグラス航空機会社株式の売買において、同社社債発行の引受主幹事候補であるメリルリンチ、ピアス、フェナー&スミス社(「メリルリンチ社」)がダグラス社の業績減少に関する重要情報を購入者に開示しなかったため上記の被審人が証券法の条項、及び証券取引所法及び規則 10b-5、10(b)17(a)に故意に違反したか又は共犯として違反したと認定した。審判官はそれらの被審人を譴責すべきである、との判示をした。メリルリンチ社と 14 人の役員、従業員は被審人として名前を連ねている。彼らは和解の申立てに応じ、またそれに加えて我々が認定した詐欺防止条項違反とその制裁を受けることについても同意した。メリルリンチ、ピアス、フェナー&スミス、社(以下メリルリンチとする。)

どの被審人による審判官の決定に対する再審査の申し出は受理しない。我々の見解では、我々自身による審判官の事実認定や推論、審判官が認定した被審人の違反に対する譴責による制裁の適切性や他の 3 社に対する手続を中断、棄却すべきであるとする決定を再審理するには、十分な理由がないと考える。しかしながら、非公開の企業情報を受取った者(時々「情報受領者」と呼ばれるが)は会社の内部者以外で証券業界や一般投資家にとって重要な関連を有することになるのでその個人の義務に関する法的問題が生じると考えている。そこでこれらの問題を検討し、我々の見解を表明するが適切であると判断した。

³⁶⁹ Id.at634

被審人

審判官は手続きにおいて命じられている違反がないことを認め、投資顧問会社の手続きを棄却した。譴責された被審人に対し支配的な関係をそれぞれ持っていたとする以外の問題になんら関係を見出せなかったとして 2 社に対する手続きも停止した。

事実関係

以下では、審判官によって認定され、審判官の一次審決で詳細に記述された主な事実を要約する。

1966 年には、ダグラス社は商業用輸送機の主要な製造会社であった。また、その普通株は、ニューヨーク証券取引所及び太平洋岸証券取引所で積極的に取引された。下記に述べられた出来事の直前までは、多くのアナリストがダグラス社の業績予想を好ましいものとして意見を出していた。また、会社自ら、一株当たりの利益が 1966 年には 4 ドルから 4.50 ドル、1967 年には 8 ドルから 12 ドルになるだろうと推測していた。1966 年 6 月 20 日ダグラス社が計画していた社債発行の引受けを担当していたメリルリンチ社の副社長にダグラス社は同社の利益及び利益見込みが酷く減少することを連絡した³⁷⁰。その内容は、5 月にはロスが発生し、1966 年の前半 6 ヶ月間の利益が 1 株当たり僅か 49 セントと見積もられるということを知らせるものであった(1966 年通年では、利益がなく、1967 年の利益はわずか 5 ドルから 6 ドルになると予測している)。

翌日(6 月 21 日)、この情報はメリルリンチ社の上級航空宇宙アナリストに伝達された。同アナリストはその情報をメリルリンチ社ニューヨーク営業所の 2 人のセールスマンに連絡した。後者は 3 人の他のメリルリンチ社の職員に通知した。そしてこの 5 人の職員は、被審人の個人的投資決定をするためにその情報を知らせ始めた。連絡先は、投資会社あるいは合名組合又はそのような利益目的組織の投資顧問か営業担当者であった。被審人はすべて、メリルリンチ社がダグラス社の公募社債の引受幹事になることを知っていた。また、それらのうちの何社かは、既にメリルリンチ社社債の買付に対し興味を示していた。被審人の殆どは、少し前にダグラス社の株式を購入した。ダグラス社の思わしくない業績情報を得て 6 月 21 日と 6 月 23 日の間に被審人は、長期保有していたダグラス社の株式の合計 133,400 株を売却し、それらは所有していたダグラス社株式の事実上すべてであり、また総額で 13,300,000 ドル以上になる 21,100 株を空売りした。ダグラス社株式の価格は、6 月 21 日に 90 ドルに上昇していたが、明らかに航空宇宙産業の楽観的な新聞記事のために翌日には 90 ドル 50 セント 2 ドルまで上昇し、ダグラスが 6 月 24 日に期待を裏切る業績数字を公表した時には、76 ドルまで下落した。次の取引日、数字が広く知れ渡ったときにはダグラス社の株価は 69 ドルに下落し、結果的に 1966 年 10 月には 30 ドルにまで下落した。

³⁷⁰ Id.at636

以下で述べられるように、様々な被審人がメリルリンチの情報を受取り、ダグラス株を売却した状況は、訴訟の中で異なった側面がみられたものの、それらの本質的な様相においては類似していた。

被審人のマディソン基金(投資会社)は、ダグラス社の第2・四半期、及び1966年通年の利益が期待できるとの評価に基づいて1966年6月の初めに6,000株のダグラスの株式を購入し、6月13日には、今後見込まれるダグラス社社債の公開買付けの購入に関心があることをメリルリンチ社に伝えている。しかしながら、6月21日に、メリルリンチ社の職員の1人からダグラス社の業績数値が下がることを聞き、その15分以内に、メリルリンチ社に対しすべてのダグラス社株式の売り注文を出し、その日に実行された³⁷¹。被審人インベスターズ・マネージメント会社(「IMC」)は何社かの投資信託の投資顧問であるが、そのうち2社が、同社の推奨によって1966年1月から4月の間に、ダグラス社の株式を100,000及び21,000株をそれぞれ購入した。

6月21日の午前及び午後、6月22日の午前にメリルリンチ社のセールスマンの一人がIMCの複数の副会長に電話を掛けてきた。副会長らは二つのファンドのファンド・マネージャであるが、ダグラス社の業績が前半は期待はずれであり、1966年通年でも利益が見込めないだろうと伝えた。メリルリンチ社のアナリストによる情報を確認することが不首尾に終わった後、IMCは二つのファンドに対し、彼らが所有しているすべてのダグラス株を売ることを推奨した。株の一部は6月22日に売りに出されたが、次の3日営業日まで持越しされた。

被審人バン・ストラム&タウン社は、チャーニング・グロース・ファンドの投資顧問会社だったが、やはりダグラス社株式を6月20日という遅い時期に買うべきであると考え、結局ファンドに1,500株を購入させた。6月22日プロの投資家を対象とした昼食会に出席した際、同社の社長はダグラス社が利得をあげないことを示唆する発言を立ち聞きした。探りを入れるとすぐに、大きなファンドのポートフォリオ・マネージャがメリルリンチ社から同様の情報を得た、と聞くに及びメリルリンチ社の職員に電話をし、ダグラス社の新しい業績の数値を知った。彼は早速その日のうちに1,500株のダグラス社株式を売却した。

被審人のウィリアム・A.M.バーデン社、ファミリー投資組合及びバーデン・インベスターズサービス社は、バーデンファミリーの他のメンバーに対する投資顧問会社であるが、証券会社の勧誘に従って6月21日の朝に合計11,000株のダグラス社株式を購入した。その日の午後、メリルリンチ社のセールスマンの1人が、バーデン社の共同経営者のトップにダグラス社の5月の業績が非常に失望的で、その四半期業績が下がるとみられ、また、1966年の業績は「利益が出ない」ことになると知らせた。プロの投資家向けの6月22日の昼食会で、バーデン社の共同経営者はダグラス社の業績が非常に失望させるものになると

³⁷¹ Id.at637

の噂を聞いたが、3人のアナリストに調査させても情報の検証は得られなかった。6月23日午前、ダグラス株式を勧めて購入させたその証券会社は、ダグラス社の状況に関して注意勧告を受けている旨報告し、その株式の売却を勧めた。売却はその日の午後成立した³⁷²。

被審人 フレッシュャー・ベッカー・アソシエーツは、ヘッジファンドとして1966年4月に組成された一族の投資組合であるが、6月の初めに次回の募集される社債の購入に対し、関心があることをメリルリンチ社に通知していた。

6月21日メリルリンチ社・セールスマンの1人は、ダグラス社の業績が期待できず、5月には損失を出すと被審人に連絡をくれた。翌朝被審人が楽観的な航空宇宙記事を読んだときに、もしダグラス社の株価が上昇すれば空売りしようとして決意した。6月22日前場の寄り付きで株価は反発したので被審人はその日に5,000株、翌日に3,500株を空売りした。被審人 S.A.W. ジョーンズ社及び A.W. ジョーンズ・アソシエーツはヘッジファンドの同じ代表共同経営者として協調関係にあった。6月21日の午後に、業務執行社員は、ダグラス社の業績が失望的で1966年5月には損失を出すとになるとメリルリンチ社のセールスマンによって通知された。翌日、共同経営者は、それぞれの協同組合を代表して2,000株の空売りを実施した。

被審人 J.M.Hartwell 社は、200の個人及び法人の証券ポートフォリオについて一任方式で運用していた。Hartwell やキャンベル基金社や A.W. ジョーンズ社のポートフォリオのうち2,000,000ドル相当の部分も含まれていた。

1966年6月初旬ダグラス社株総額1,600株を運用していたポートフォリオのために購入した。これらの株は、6月21日にメリルリンチ社のセールスマンの一人がダグラス社の第2四半期の業績がおそらく損を出し、1966年通年でも「利益が見込めない」と助言をしてきたとき直ちに売られた。翌日楽観的な航空宇宙産業に関する新聞記事が掲載されると、Hartwell アソシエーツ、ウェストレーク・アソシエーツ及び A.W. ジョーンズ社を代理して2,500、1,500及び2,000株をそれぞれ空売りをした。

被審人フェアフィールド・パートナーは、ヘッジファンドであり、約31,000,000ドルを運用していたが、ダグラス社の業績改善の可能性については懐疑的で、1966年6月2日までに7,100株の空売りのポジションを持った。6月21日メリルリンチ社のセールスマンが共同経営者の一人に電話を掛けてきて、ダグラス社が5月にロスを出すことになることを報告してきた。会社は直ちに900株の追加空売りをした³⁷³。

適用される詐欺防止法則

有価証券市場の公平性と誠実性の維持とそのような市場の不公平で不正な取引の防止は連邦証券法の基本的な目的である。議会は、証券会社が完全な情報

³⁷² Id.at638

³⁷³ Id.at639

を提供することについて本質的な重要性があることを認識した。

即ち、「有価証券のための自由な公開市場の概念は、公正価格を構成するものに関して、証券会社が啓発された判断に基づき、その実践として行動することを必然的に要請している。その判断が、企業に関し誤りがあり、また正確な需給の通常な状況を反映しないことになる。」

また、最高裁判所は、証券諸法について議論する際に、次のように述べた。即ち、「これらの制定法に共通の基本的目的は、買い手危険負担の哲学の代わりに完全開示の哲学を用いて、証券業界の中でビジネス倫理の高い基準を達成することだった。『それは、正しい認識のみを要求する。米国が1920年代と1930年に偶然に体験したことは、最も高度な倫理的基準』を証券業のあらゆる側面に普遍化させることが、本質的に不可欠であるということ強く認識させた。」連邦証券法は、証券取引に関して、詐欺的、欺瞞的行為が行動を特に禁止する条項を含んでいる。そしてこれら条項を施行する様々な規則を採用している。詐欺防止条項は、当該条項の目的に照らし不適切であると判断された広範多様な証券行為を取扱う行政、司法手続きにおいて適用、施行されてきた。多くの事件では非公開情報に接触することを発行者が認めているという特別な関係を有する者の取引を詐欺防止条項が包含することを確立しただけではなく、ある状況の下で選択的開示の結果そのような情報を入手した第三者による取引にも拡充することを明確にした。キャディ・ロバーツ社事件では、その会社の役員で証券会社のセールスマンである者から証券会社が株式配当縮小の情報を得た。そのような情報が公になる前に、証券会社は、その株が上場されている取引所で彼の顧客と妻のために、会社の株式を売った³⁷⁴。

我々は証券会社が、次のような場合は詐欺防止条項に違反すると判示した。何人も会社の目的にのみ利用が限られている重要情報へ直接又は間接に近接できる関係を与えられている状況において、もしそうした情報を有し、取引の相手には利用できないことを知っていながら、その情報を相手に開示することなく証券取引を行えばこれらの条項に違反する。キャディ・ロバーツ事件以前にも幾つかの訴訟で、我々は非公開情報を得た後に取引を行った者が詐欺防止条項違反となったことを確認した。初期の事件では、低迷するファンドの債券を所持する第三者がその債券を売却するとの秘密情報を証券会社が債券を管理している信託会社の職員から入手し、その情報を有利に使い債券を購入し、高い価格で首尾よくその債券をファンドに買い取らせた。別の事件では、投資顧問業者は、発行人の取締役から販売と利益が急上昇との情報を得た後債券を購入した。三番目は証券会社が株式の引受けに関し発行者から得た同様の情報で、共同経営者と従業員と一緒に自らと顧客のために発行者の債券を買っているというものであった。別の事件は、連邦準備銀行の職員から新しい政府証券の発行条件に関する早期情報を受け取った証券会社が政府証券を取引したケースも含む。

³⁷⁴ Id.at640

キャディ・ロバーツの法則は法廷で認められ、この分野における指導的司法判断である SEC 対テキサス・ガルフ・サルファ社事件に適用されている。会社による主な鉱石発見に関する非公表の情報を得て会社の株式を市場で購入した会社関連の者は 10 条(b)項及び規則 10 b -5 に違反すると判示された。裁判所は、その規則が「...証券市場における正当と認められる期待に基づく政策に根拠を有し、全ての投資家が非相対市場で取引をする場合に重要な情報については相対的に等しいアクセスを有しており、それはこれまでの伝統的な会社内部者に限られない、」と述べている³⁷⁵。

当該ケースでは、情報を得た者がその後、さらに第三者にその情報を伝え、結局第三者が株式を購入している。後のケースの場合、第三者が具体的なその事件の被審人ではなく、また法廷はその第三者が違反を犯したかどうかの決定は明らかに差し控えたにも拘らず、彼らの行為が非公開の重要情報に基づくのであれば「確かに、等しく非難すべきものであった。」と意見を述べた。

キャディ・ロバーツ原則は、他のケースについても言及している。それは規則 10 b -5 違反として法的責任を負わせる根拠となるもので、証券の購入者が発行者の役員や取締役と親しい友人関係にあり、彼らから株の利益率を調整するために高い値段で発行者が買受けを提案するという非公開情報を入手した事件である。

裁判所は、問題の被審人がこのような状況の下においては「内部取引者」に該当すると考える。もし彼らが内部取引者でないとするならば、「情報受領者」に該当し、「内部取引者と同じ義務に従う。」と言及した。前述の原則に照らして、本訴訟における被審人の行為がこの範囲内にあり、証券諸法に於ける詐欺防止条項違反となることは、明らかである。責任を問う構成要件要素の全ては審判官によって認定された事実として提出されている。我々はこれらの要件要素が問題の重要かつ未公開の情報で、即ち、情報受領者が、情報を直接又は間接的に入手したかどうか、情報が非公開であることを知っているか又は過失があるか、また選択的開示か他の方法により不適當に入手されたのか、及びその情報が取引をするための決定的要因であるかについていずれもあると思料する。我々の公式見解では、情報の受取人が産業スパイ活動、商業贈賄あるいはその他同種のものによって情報が得られたことを知っていたか知らないことに過失があれば、そのような状況においては責任が明白に認められることになる。

我々は当事者から提出された主張を基に順次証券法の下で適切な考察によってこれらの要件要素を議論する。

情報を有しない者が、当該情報が秘密にされていることを過失によって知らずに入手し使用した場合に、我々は特別な事実や状況を評価することにより潜在的な責任が認められるのではないとも考える。我々の審査基準では、一般的な観察や分析によって得られる情報に関し責任を認めることはない。

³⁷⁵ Id.at641

重要性に関して、我々は、この手続きにおいてメリルリンチ社がダグラス社の業績に関し漏洩した情報が重要事項になると認定した³⁷⁶。その理由は、当該情報があれば通常ダグラス社の株式を売買するか、所持するかの判断に影響を与え、かつ株式の市場価格に重大な影響をもたらすと考えられる意義があるからだ。この審査基準の下で情報が重要なものであるか否かを決定する要素の中には、明確に公知された情報とは異なる範疇として、当該情報が持つ具体性の程度があり、また情報の性質や出所、当該情報を受取った状況を勘案することによる情報の信頼度がある。審査には会社営業の仔細な側面又は日常のこまごました事に関する情報は含まれないが、メリルリンチ社から受け取った情報では急激に悪化するダグラス社の業績実績と予測が報告されており、したがって極めて重要なものであった。

すべての被審人が同一の情報を得たわけではないが、伝えられた情報のそれぞれの内容は、具体的であり、また業績の展開が悪化していることとその意味するところを明確にしていた。そのような異例な情報はほとんど役にたたないが、合理的な投資家がダグラス社株式を買うか、売るか、保有すべきかどうかを決定する際には重要なものであった。その情報の意味するものは、一目瞭然であった。それは何時も流される一連の分析的な情報ではなかった。業績が大幅に悪化するという事実が強烈に示されている、確度の高い情報は被審人全員が知ることとなったが、今後ダグラス社が公募するファンドの引受主幹事候補として活動していた会社が情報提供者であった。通常その時期はむしろダグラス社及び引受幹事会社としては、良好な業績見込みを描けるよう注力するものである。

航空宇宙産業においてそのような予測は、不確かであるという業績見通しに関する被審人の主張は認められなかった。ダグラス社は、歴史のある評価の高い会社であり、業績の悪化見通しは短期間を対象にしているものに過ぎないが、投資家が同社の株式の売買や保有するかの判断に必ず影響を与える特別な意味を持つ重要なものである。

被審人がその情報を受け取った後素早く直ちに売りや空売りを実行したことからその事実関係それ自体が重要性の証拠である。未公表の情報が漏らされたという要件は、ここでまた充足された³⁷⁷。情報は、一般投資家が利用可能な形で公知をされていなければ、公表されたことにならない。1966年上半期では航空宇宙産業のアナリストは、ダグラス社の業績見通しについて楽観的であったにも拘らず、6月21日22日23日には金融業界では業績悪化の噂が駆け巡った。メリルリンチ社が個人的に被審人に伝えてきた情報は、アナリストたちによって明確に知らされていたはずの情報や一般的に承知されていたはずの情報よりもはるかに具体的で信頼性の高いものであった。6月22日の昼食会にはプ

³⁷⁶ Id.at642

³⁷⁷ Id.at643

口の投資家の代表者約 50 人が参加したが、そこではダグラス社の業績が悲観的であり、製造問題を引起し、配当時期には回復が間に合わないとする噂は広まった。しかし、被審人はメリルリンチ社により業績情報が公表されたので周知の情報に対応したものであるとまでは主張しなかった。

その情報と異なり、噂は、業績の実績及び予測の具体的数字を含んでおらず、情報筋が企業であるのかわからなかった。さらに、仮に噂がより具体的な数値を含んでいたとしても、昼食会に出席している特定の投資家間の伝達であり、他の投資家に対し市場参加において対等な地位を保障するに足る情報開示といえるものの類にはおよそ入らないものである。暫く後でダグラス社が公表して漸く、業績情報を一般投資家が利用可能となった。即ち、「内部者は、重要情報に基づき取引する前に、そのような情報を一般投資家の利用を保障するのに十分な方法で効果的に開示しなければならない。」被審人に対し伝達されたダグラス社の業績に係る具体的情報は、このように詐欺防止規定が適用される重要性和非公表の性質を有するので、我々は違反を確定するために必要な被審人の認識の問題に取りかかった。

指摘されてきているが、我々の意見ではその問題に関する適切な審査は受領者が、その情報が非公表で、かつ入手した経緯が選択的な開示などによる不適正なものであることについて故意があるか過失なのかである。我々は、被審人によって出された主張を却下する。その主張は、受領者人自身が会社筋の非公開情報を入手可能とする発行者や会社の内部者と特別な関係あることを示されるか又は情報を漏らさないとの信認義務に違反し開示された情報を実際に入手したが、そのような特別な関係がない場合には違反は認められない、とするものである。

我々は、ある者が重要な非公開企業情報を手に入れば、その者は情報が会社筋から出てきたものであるとわかるはずであると考え³⁷⁸。それ自体でその者は他の投資家に比べて優位な立場に立つことになる。したがって詐欺防止条項の趣旨や規制がその情報との関連性を要求しているのである。キャディ・ロバーツ事件で示された両要素がここに認められる。会社情報の受領者が、その情報が非公表であることに故意又は過失がある場合、受領者自身の利益のためにその情報を会社の証券を取引する際に使わなければ、受領者の行為が、詐欺防止条項の如何なる解釈や適用において責任を逃れることができるのだとは我々はとても考えられない。公正と効率的な施行の両面を勘案すると、証拠によって充足される主観的要件の基準が求められる。受領者がその情報が非公開のものであることを過失によって知らなくてもよく、被審人によって触発された信認義務違反の事実を現実認識している必要はまったくない。

³⁷⁸ Id.at644

違反行為の決定的要因について過失があった場合にその責任を賦課することは証券諸法の広範な救済構想と調和している。また、詐欺防止条項と同様にその他の規定も適用されている。その基準は、被審人が重要な非公開情報を入手し、使用したことを示しているような状況下では確かに適切である。そのような状況で、受取人に要件である「過失」が認められるか否かの問題については、全ての状況を審査し適切に判断することが出来る。その状況には情報の性質、時機、情報を得た手段、情報提供者に関する事実、及び情報提供者の仕事等に係る被審人との関係情報提供人の情報源との関係、及び情報受領者の洗練度合いと事実関係の知識を含む。行為基準として故意と過失の場合も包含されるものと考えられ、そう考えることが同規則の持つ監督的及び立法的目的に合致する。同判決では、このような基準は、立法の趣旨を具体化し、詐欺の概念に相応しいものである。それが注意義務の欠如、推定詐欺、又は不合理ないし注意散漫な行為と言われようがなかろうが、いずれにしてもこの基準に潜在的に含まれているものである。同基準によって規則の目的である抑制が一層効くことになる、と言及されている。本訴訟では、被審人が規則 10 b -5 違反を認定するための認識要件 (knowledge requisite) を持っていたことは明白である³⁷⁹。

審人はダグラス社の情報を、同社の引受幹事であるメリルリンチ社から得ていたことを知っていた。証券業界のプロであれば、引受幹事が慣習的に公募の申し出について経営判断をするために発行者から非公開の情報を受取ることを承知している。そのような情報は開示されていないにも拘らず、正当な企業の目的のため発行者は引受幹事に対して渡すことが出来る。しかしながら、かつて我々が明確に判示したように引受幹事は適切に開示しなければその目的以外に情報を使用することは出来ない。そのような状況下で、被審人は全員がメリルリンチ社のかなり大口の既存顧客か潜在的顧客であったが、メリルリンチ社からダグラス社の非公開情報を選択的に受取っていることについて故意又は過失があったことは確かなことである。ある状況の中で非公開の情報であることについて情報受領者に故意か過失か認められるか否かに関する事実認定は、その情報受領者が懇願していたかどうかによって影響がでるものの、本訴訟の事実関係にはそうした懇願はないと審判官が判示している。被審人らは、「内部情報受領者」のメリルリンチ社のセールスマンから情報を得たので自分らは「遠隔の内部情報受領者」に過ぎない。したがって、詐欺防止条項における被審人の義務は、少しは緩和されると主張するが、そのようなことは認められない。

会社の内部者の立場は、メリルリンチ社がダグラス社の企業融資機能を補佐する役割を事実上果たしているときには、ダグラス社の情報を入手し伝達する者は、引受部門に限られず、メリルリンチ社にいる何人でも誰でも含まれる。

しかしながら、被審人がダグラス社情報の間接的受取人として考えられるにしても、被審人による詐欺防止条項違反の事実認定には同じ基準が厳密に適用される。そのような間接的受取人の事件では、加えて(情報の認識面における)

³⁷⁹ Id.at645

主観的要件について事実に基づく証明が出来るのかとの疑問が提起されているが、内部情報受領者問題に係るこれらの条項による規制の必要性に影響はない。伝統的会社内部者による取引に対する幾つかの明白な制限がある。例えば、取引所法における短期売買取引の禁止や証券発行者が売却を希望し、発行者から受取った証券の証券諸法に基づく登録の要求などがある。非公開情報を受取り、それに基づき行動する他の人間には適用されることはない³⁸⁰。

さらに、会社内部者が非公開情報による利益を享受するために行い得る法的能力は、会社内の地位及び自分の個人資産によって制限されることになる。しかしながら、他の者は、本件の被審人のように特別に証券営業専門業者に従事し、大手の投資基金と触接や助言的機能を有するばかりか市場に対する情報の影響を押し量り、投資する洗練性を有する優れた能力を持つ者もいる。当該訴訟は情報受領者による取引が持つ潜在的な影響度合いの大きさに係る実例である。上述の通り、審判官が被審人の違反を認定したように、ダグラス社の業績内容の変化に関する情報によって、被審人はダグラス社株を販売し、13.3 百万ドル以上の価値を下落させた。

我々は、金融界の全体にわたる情報の自由な流れを促進する必要性に関して言及された点を評価する。我々は、一般投資家や一般投資家の金融顧問業者に対し投資を決定するための最も正確で完全な情報を提供する目的で、一貫して企業情報を可能な限り最も広範に開示するよう要求するとともに奨励をしていた。加えて我々は、企業経営者とアナリスト集団間の議論は、分析上の隙間を埋めるため（資料に書かれていない情報を入手し）、また経営者の資質の直接的な影響を考えるため、さらに公開されている情報の意味を確かめるための公開討論の場を提供するので、価値があるものと認識している。しかしながら、少数の事件では、企業に重要情報を開示しない正当な理由が認められるものもある。そのような理由がある場合、我々は、債券発行者が開示をすることを控えても詐欺防止条項に違反するとは通常考えはしない。同時に我々は、企業目的以外に非公開情報を不適切に使用すべきでないことを確実にすることが必要であると確信している。

受取った情報が投資決定の要因となっているという要件を次に考えた場合、開示されるに先立ち情報受領者によって伝えられた情報により指示を受けた取引の類（例えば、不利な情報による売りや空売り）が行われれば、情報がそのような要因であったとの推理が成り立つというのが我々の考えである。情報の受取人は、もちろん反対の証拠によってそのような推定を覆すことは可能である³⁸¹。被審人は、本審判では、そうした負担に反駁しなかった。審判官は、被審人の数人がダグラス社の株式を売却したのはメリルリンチ社の情報以外の裏付けによって動機付けられた、とする主張を却下した。

³⁸⁰ Id.at646

³⁸¹ Id.at647

フォン・ストラム(Van Strum)はダグラス社株の購入の二日後に売却することを決めていたが、それは未確認の噂に基づいており、その噂とは、株式の購入を決定した根拠となる前提に疑いを抱かせるものであった、と主張した。被審人ジョーンズは、1966年6月22日の空売りが「ダグラス社に対する何年にも亘る入念に徹底した分析」に拠るものであると主張した。フレッシュャ ベッカーは、ダグラス社株の悲観的情報が拡散したことで生産問題がダグラス社の業績に悪影響をもたらすとの情報分析からダグラス株の空売りをしたのだ、と主張をした。また、バーデン被審人は、情報を得た後数日間は何の行動も取らなかったし、加えて元々ダグラス社株の購入を勧めた取次業者によって売れと助言されるまで取引はしなかったと強調した。他方では、大手投資ファンドの顧問である被審人の一人について審判手続きを棄却する際、審判官はその抗弁を受け容れた。具体的には下級アナリストがメリルリンチ社の情報を得て、その結果彼の上司に全てのダグラス社保有株式を売却するように進言し、上司はファンドのために売ることを決意したが、そのような情報を得たことを上司には報告しなかったことと他の理由からファンドが売却することになったためである。

今後発生する事件では、重要な非公開情報についてその情報源である証券会社の役員間又はその情報を受け取った他の投資組織の内部で、情報の遣り取りがなかったとの抗弁が出されても、その情報によって示唆される類の取引が間髪を容れず、直ちに実施された場合には、我々はその抗弁について疑念を持って検証を進めなければならず、またそうすることが適切であると考え。情報が公開される時間より前にそのような情報の受領及び取引行為があれば、それ自体が取引を行った者や会社に情報の認識があったことを示す強力な証拠になる。

我々は、ファンドの運用を任されている者がダグラス社の業績悪化を知った場合には、そのファンドのためにファンドの保有していたダグラス社株を売却すべき信認義務を負い、もし仮に売却をしなければ信認義務違反の責任を負うことになったのだ、という被審人の主張に説得力を見出せない。信認義務は違法行為の遂行を含まない。もし被審人がダグラス社による情報の公表を確認さえしていれば、合法的な方法で被審人がダグラス株を売却出来たはずであるが、そうではなかったため売却は違法となった。また、信認義務者はそれが未公開情報であると信じて入手したなら取引を控えるが、もし後の展開によって、実際にはその情報を基に合法的に取引できたものであれば、職務怠慢と訴訟で糾弾される、との主張には如何なる根拠もない。もしその意見に合理性があれば、信認義務者の不作為を不相当であると判示すべきではない。

結 論

我々は、各被審人が譴責をされるべきである、とした審判官の結論を妨げる理由を見出せなかった。本件における事実関係の一部にはこれまでに見られな

ったものがあるが、違反の事実認定において被審人が主張した受容困難な適用を認める新基準を表明などは出さない。詐欺防止条項の適用範囲は、詐欺的行為の無限の変化を取り込むため、必然的に広範なものとなっている³⁸²。内部情報筋から被審人に伝えられた非公開情報に基づく被審人が行った取引の本来固有の不公正さは、被審人にとって明らかである。

以上から、上記の頭書における被審人に対し、聴聞した審判官が譴責による制裁を科することをこれにより確認するものである。

本決定は委員会(ケーシー議長及びオーエンズ、ハーラン、ニーダム各委員)、結論に同意するスミス委員によって行われた。

結論に賛成するスミス委員

本委員会は、要するに規則 10b-5 を内部者情報による取引の事件に適用可能かどうかを決定するため問われる 4 つの問題について実際に詳細に説明をしている。

即ち、第 1 重要情報であったか、第 2 当該情報は公開されていたか、第 3 内部者又はそうでなければ「情報受領者」として取引を行った者がその情報が非公開のもので選択的開示等により不適切に入手したことを知っていたか、又は過失によって知らなかったか、第 4 その情報は当該個人が取引をすることを決定的に決める要因であったのか。

私は、表現にいくつかの明白な矛盾があり、この明確な公式から外れていながら違反の要件事実を認定する多数意見・後掲概要を理解することが出来ない。私は、この事件の事実について規則 10b-5 違反として認定するための要求に対し多数意見が明確にした一連の要件と被審人の行為が規則に違反をしたという結論に概ね賛成する。しかしながら、私は第 3 番目と第 4 番目の要件を別のものに公式化した。私は、このようなタイプの事件では内部者と彼らが行ったものをむしろ取り締まることに重点を置くことが重要であり、実行不可能と思われる情報自体やその所持を取り締まるよりも、適切であると考え。私は、証券取引所法においては企業内部者や当事者間の相互関係の行動を規制していくべきものであると思っている。それはストロング対レピデ事件からキャディ・ロバーツ、テキサス・ガルフ、メリルリンチ社訴訟で使われたもので、市場における情報の持つ比較優位の概念より適当である。私には比較優位の概念は曖昧すぎて一貫して適用することが出来ない。

この事件の意義は、大手機関投資家はその投資能力とビジネス顧客としての魅力によって内部情報を別なやり方で間接的に受取ることがあるかもしれないので大手投資家に対する規制を意識したものであることには疑いが無い³⁸³。一方、問題は全ての事件が単純に多数意見に包含されるものではないが、受益者に対

³⁸² Id.at648

³⁸³ Id.at649

し信認義務を負っている機関がその主張を盾にして権力を濫用するようなことは許されない。多数意見としては、内部情報を「調査」又は「分析」として胡麻化することを許さない

しかしながら、規則 10 b -5 の目的を遂行するためには、過剰に一般化せず、そのために刑罰を課さないことやアナリストや調査担当者による新しい情報を求めることを妨げないことが重要である。

調査は、業務の活動状況を開示させるため企業経営者に対し現実的な圧力をかけ続け、より多くの情報に基づく投資をさせることに価値のある貢献をし、結果的に市場価格をより正確なものにする。

多数意見が確定したように、規則 10 b -5 の目的のために重要性を比較的高い基準とすることとアナリストの役割の明快な認識は、この点に関し一定の距離が置かれる。当然認識されているところだが、投資家は飛躍的な情報上の優位を得るため、自ら行わずに、積極的に調査と分析を依頼し、行わせる。しかし、私が知っている限り、...多数意見は保留しているが、一方の取引によって不適切に入手された情報で、相手方には開示されず、大衆に周知されていないものでも、特別異常な情報でなければ、お互いの 2 つ取引行為が証券諸法に違反することはない。この保留に関し、その意味で本事件では、重要な非公開情報をメリルリンチ社が被審人に開示することは不適切である。被審人が知ることになったその情報は発行会社の目的のために引受け幹事候補会社としての役割の範囲で発行者から手に入れたものである。私は同意する。

しかし、私は情報源についてメリルリンチ社、ダグラス社と被審人間に於ける情報の特別な関連性の絆が本事件の本質であると考え。発行者と特別な関係を持っている内部者や他の人による義務違反が明らかに少ない他の事件について不適切であるかどうかをここで決める必要性はない。

確かに、この点に関しブレア主任審判官が適切性の試験を採用したが、その点を議論する必要はない。テキサス・ガルフ事件で示されたもので、情報受領者は「その会社が情報提供者の情報源」であることに故意又は過失がなければならぬとするもの。企業情報筋は内部情報を作り、また、特別な関連(取締役、従業員、コンサルタント、予期される引受幹事等)は、義務を創生する。情報提供者に義務を負わせたのは、証券詐欺に関する連邦規則の変遷の一部であり、情報提供者がこの情報を持っているとの要件を省いてはならない³⁸⁴。したがって、私は、被審人の故意か過失の条件面について第 3 番目の判断基準を組み立てることにした。それは、重要な非公開情報は会社の目的以外に開示又は利用をしないという会社に対する義務に違反することによって要件として有効になるということである。情報受領者が受取った情報を基に取引行動をしたときに義務違反となり、情報受領者は実際に参加者となる。私は、多数意見が「不適切な(情報の)入手」を意味することを望みたい。

³⁸⁴ Id.at650

この意見は多数意見を鑑みれば、本件には含まれない状況をカバーすると私は考える。企業情報を盗んだ者若しくは盗まれた情報と知りながら受取った者又は資料が秘密扱いで企業のものであることを示す状況下で紛失していた内部情報を含む資料を偶然に見つけた者である。

盗みをしない義務、盗まれた品物を知っていて受取らない義務、他人が所有者と承知している品物に手を出さないことは特別な関係なしで企業に対して存在する。私は、未公開情報であることを実際に認識していたか又は推定的な認識を持っていたかについて証拠を要求することの重要性が理解できない。非公開の状況は客観的である。主観的ではない。丁度物体であるような事実。また加えて「選択的開示」であるとは思っていない。選択的開示(私は情報提供者よると思うが)の範囲は、いまだ未公開の情報をとこと構わず手当たり次第に話をするようなものも含むような単純なものではなく、会社に対して負っている義務に違反することによってのみ不適切になる。

情報提供者が A にのみ話したのであって B にではないという事実は情報提供者又は情報受領者のどちらが責任を負うのかという密接な関係があるようには思えない。もしメリルリンチ社がダグラス社の情報を無差別に流した場合、メリルリンチ社又は被審人の誰かが何もしなかったであろうか。例えあったとしても、開示はどの時点で選択的でなくなるのか。そして公示に何か不足があり選択的開示になってしまった場合、そのときは単純に非公開を意味する。

さらに、私は、因果関係を判断する基準の表現に苦勞する。本件やキャディ・ロバーツ事件及びテキサス・ガルフ事件の委員会職員は内部者情報が動機付けの要因であることを証明する責任を負ったが、取引を行うことを決定する要因ではなかった。その責任はこれらの事件で各々果たされた。また、それらにはあまり難しいことはまったくなく、内部情報によって指示された類の取引がその情報を受取った後比較的短期間に実行された典型的なよくある事件である。そして情報が実質的に情報受領者の売買の決定に寄与していると(私が適切であると考え)推論がある³⁸⁵。

多数意見は、因果関係の従来概念を不当に改変するように思える。しかし、私は情報が「要因」なのだとする多数意見の要件が理解できない。例えば、会社の投資決定が情報の受領以前になされたことが明らかな場合や投資決定において情報が実質的役割を果たさなかった場合などの状況が含まれることになる。

要するに、私は、情報受領者の責任が以下の必要な事実認定によって内部者の責任に起因すると認められなければならないと考える。具体的には、情報を開示しない発行者と特別な関係を持っている者の義務違反行為によって情報受領者が情報を知り、その情報は重要な未公開のものであるのみならず、実行された取引を実質的に進言するものとの内容である。

³⁸⁵ Id.at651

本判決に、情報受領者についての責任に言及していることに意味がある。情報の連鎖の中にどれだけ第三者が入ろうと、間接的な「情報受領者」には責任があることが認められた。

(4) チアレラ事件³⁸⁶ (信認義務理論³⁸⁷)

事実関係として日本でも証券関係の提出資料等の印刷を専門に行っている印刷会社がある³⁸⁸が、ヴィンセント・チアレラはニューヨークにあるそうした財務関係の印刷業者であるパンディク・プレス社 (Pandick Press) で写植室の組指定工 (markupman) として1975年から76年にかけて勤務していた。パンディク・プレス社は、公開買付を計画した会社からその公開買付書類の印刷の注文を受けた。注文原稿には買付会社及び買収対象会社名は空欄又は偽名になって隠されていた。それらの名前は最終的に印刷される夜に注文先から印刷会社に連絡されることとなっていた。当然のことながらヴィンセント・チアレラが作業工程で取扱った段階では、5つの声明書とも買付会社及び買収対象会社名は空欄又は偽名になって隠されていた。しかし株取引を行っていたチアレラは書類に含まれていた他の情報からその買収目標会社を推察することが出来た。チアレラは5回に亘って公表前の情報に基づいて株を購入し、公開買付の企画が公表されると直ちに売却することによって3万ドル以上の利益をあげた。

チアレラ事件は連邦最高裁判所まで争われ、パウエル判事が連邦最高裁判所の法廷意見を述べている。印刷会社の組指定工であるチアレラには買収対象会社の株主に対する信認義務はなく、したがって、証券取引に関連して詐欺的行為を行ったとはいえない、としてチアレラの有罪判決は破棄された。

法廷意見では、控訴裁判所の有罪認定の判決についてまず見解の違いを明確にしている。「控訴裁判所は『定例的に重大な未公表の情報を受領するいかなる者も(会社の内部者であるかどうかにかかわらず)積極的な開示義務を負うことなく、証券取引を行うために当該情報を用いてはならない。』という理由で責任を認めているが、我々は、本件においてそのような新しく、かつ異なった責任理論を適用する根拠を見出してはいない。我々が以前強調したように、1934年法は当該制定法の文言及びその立法計画が合理的に認める以上に、拡大して解釈されることは出来ない。第10条(b)項は適切に包括条項として規定されている。しかし、当該条項が捉える者は、詐欺でなければならない。詐欺の主張が開示に基づくときは、事実を伝える義務が存在していなければ、詐欺は存在し得ない。我々は10条(b)項の下での開示義務が、未公表の市場情報の単なる所有からは

³⁸⁶ Chiarella v. United States, 445 U.S.222(1980)

³⁸⁷ 北山茂 「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」 企業法研究13号62頁(2001)

³⁸⁸ 日本では最近有価証券関係印刷会社の大手2社職員(プロネクサス(旧亜証券細亜印刷) 宝印刷)は事実上2社の寡占であるといわれている)によるインサイダー事件(勧告・2007年6月7日プロネクサス、2008年1月25日宝印刷)が相次いでいる。株券の電子化により受注減で士気が低下しているのかこれでは業界の信用がなくなってしまう虞がある。

生じないということを判示する。」として控訴審の判断を覆している。法廷意見は、単なる重要非公開情報を利用した取引がすべて詐欺的となる訳ではないことを確認し、さらに「他人が合法的には取得できない秘密の重要情報にアクセスを有する者は、一般的に関連のある証券の取引を通じて構造的な情報上の優位な立場を利用することを禁止される。」と主張する情報平等論を否定する。

この法廷意見に対しバーガ最高裁判所長官がその後の不正流用論の大きな影響を与えた反対意見を述べている。まず、バーガ長官は「一般的なルールとして対等の当事者間では、もし両当事者が何らかの信任の厚い関係又は信認義務関係に立脚していなければ相互に情報を開示する必要はないとする。…しかし、…特に情報の有利さが優れた経験、予測又は勤勉さによってではなく、ある種の違法な手段で得られた場合には当該ルールは適用すべきではなく回避されなければならない。」とする。そして、不法行為法の権威であるキートン(Keeton)教授の説を引用し「情報が違法な行為によって入手された時はいつでもその情報を開示する義務が存在すべきであると思われる。」とする。そして、「私は、証券取引所法10条(b)項及びSEC規則10b-5がこの原則を取り込んでおり、かつ当該原則を基準にしていると解釈する。即ち、私は非公開情報を不正流用した者は当該情報を開示するか取引を断念するかを絶対的義務を負っているということを意味していると解釈する。」「チアレラは当該情報を盗み出し、その違法に獲得した情報上の有利さを利己的に利用した。…そのような行為は明らかに証券取引所法10条(b)項、SEC規則10b-5に違反する。」しかしバーガ判事は、誰に対して情報開示義務を負うのか明らかにしていない。文脈からは不正に入手した重要非公開情報を証券取引の相手方に公開せず取引を行った場合には、証券取引の相手方に対する詐欺が成立する、と主張しているように思われる。いずれにしても、このバーガ長官の意見は、その後の不正流用論の元祖として現在に至っている。

ブレナン判事、バーガ判事は不正流用論に賛成の意見を述べるが、本件ではチアレラによる情報の横領又は不正流用論が陪審に説示されていなかったために、結論としては多数意見に賛成せざるをえないとしている。本件は最近起こった日本の印刷関係職員の内部者取引規制に参考になると思われる。具体的に見てみることにする。

パウエル判事発表による当法廷意見³⁸⁹

本件における問題とは、会社が他の会社を確実に支配しようとする計画を練っていることを会社の秘密扱いの書類から知った者は、もし買付の標的となっている会社株式の売買取引を行う前には、公開買付が実施されることを開示しなければ、1934年証券取引所法第10条(b)項に違反するか否かということである。

上訴人の職業は、印刷工である。上訴人は、1975年及び1976年に、財務関係の印刷業者であるパンディック・プレスのニューヨークの植字室で「組み指定

³⁸⁹ Id.at224

工」として働いていた。上訴人が取扱った書類の中に会社の公開買付に関する5つの声明書があった。

これらの書類が当該印刷業者に渡されたときには、買付会社及び標的会社の名前は、空白又は虚偽の名前によって、隠されていた。真実の名前は、最終的に印刷される夜に、当該印刷業者に送付された。しかしながら、上訴人は、書類に含まれた他の情報から、最終的に印刷される前に標的会社の名前を確認することができた。上訴人は、当該情報を知っていることを開示することなく、標的会社の株式を買付け、かつ公開買付の企画が公表された後、直ちに当該株式を売却した。上訴人は、この方法によって、14 ヶ月の間に3万ドルを若干超える利益を獲得した。その結果、SEC は、上訴人の取引行動の調査を開始した。上訴人は、1977年5月にその利得を株式の売付人に返還することに同意するSECとの同意判決（CONSENT DECREE）を登録した。同日、上訴人は、パンディック・プレスによって直ちに解雇された。

上訴人は、1978年1月に1934年証券取引所法第10条(b)項及びSEC規則10b-5条に違反するとして17の訴因に基づいて、起訴された³⁹⁰。上訴人は、起訴の却下を申し立てたが、不首尾に終わった。上訴人は、その後、各訴因について審議され、かつすべての訴因について有罪判決を下された。

第2巡回報判所は、上訴人に対する有罪判決を認容したが、我々は、裁量上訴を認めた。我々は、今、原審の判決を破棄する。

本件は、上訴人が取引に際し、情報を開示せず黙示をしたことの法律の効果に関係している。地方裁判所の説示では、もし、次のことが陪審により認定されるならば、上訴人に有罪判決を下すことを陪審に対し認めるとしている。即ち、上訴人は、標的会社の株式が今後行われる公開買付けによって株価が上昇することを承知しているにも拘わらず標的会社株式の売却者に通知することを故意に行わなかったということである。そのような状況における黙示が第10条(b)項に違反するか否かを決定するためには、SEC及び連邦裁判所による当該法律の解釈ばかりでなく、当該法律の文言及び立法の歴史を審理することが必要である。第10条(b)項は、詐欺的な慣行を防止するための包括条項として、企図されたものであった³⁹¹。しかし、立法の歴史及び当該制定法それ自体のいずれも、本件の解決のために特別の指針を提供していない。規則10b-5が1942年に公布されたとき、SECは、情報の提供を怠ることが、第10条(b)項に抵触するかもしれないという可能性について、なんら論じていなかった。

SECは、第10条(b)項の適用の展開において次のような審決を下した際に、重要な前進を行ったのであった。即ち、証券業者及び業者の経営する証券会社は、当該証券会社の登録代理人でもある(ある証券発行会社の)取締役から取得した未公表情報に基づき、証券を売付けることにより、第10条(b)項に違反したと

³⁹⁰ Id.at225

³⁹¹ Id.at226

いうものであった。キャディ・ロバーツ事件において、SEC は次のような審決を下した³⁹²。即ち、会社の内部者は、もし当該内部者が自己の知るすべての重大な内部情報を最初に開示しないならば、当該内部者は会社株式の取引を断念しなければならないというものであった。

この開示又は断念の義務は、重要な情報の開示に対する積極的義務から導かれるものである。この義務は伝統的に会社の内部者、特に役員や取締役、支配株主に課せられたものである。我々、裁判所は一貫して内部者に対し、取引の相手方がもし知ることになれば投資判断に影響を与える重要な事実をその会社の地位によって知ることになった場合には開示をしなければならい、と判示している。SEC は、次のことを強調した。即ち、その義務は、() 利用が会社の目的に限られた内部情報に近接可能な関係が存在すること、及び() 会社内部者が、開示することなく当該情報を利用した取引を認めることの本来的不公正さの2点から生じたということであった。

会社の内部者と当該内部者の会社株主との間の関係が開示義務を生ぜしめるということは、証券取引所法が逸脱した予想外の発展というわけではない。コモン・ロー上、虚偽の陳述に依存するように勧誘する目的で行われた不実表示は、詐欺的なものである。しかし、取引の完了前までに重大な情報の開示を怠る者、開示する義務を負っている場合に限り、詐欺を犯したことになる。そして、「他方の[当事者]が、当事者間の信任義務者関係又はその他の類似の信託及び信賴の関係³⁹³の故に、知る資格がある情報を一方の当事者が有している場合に、開示義務は発生する。キャディ・ロバーツ事件の審決において、SEC は、ある会社の株主と当該会社におけるその者の地位により秘密の情報を取得した当該会社の内部者の間において、信託及び信賴の関係が存在することを認めた。³⁹⁴ この関係は、「会社の内部者が情報を知らされていない少数株主に対し不正に優越することを...防止する必要のために」、開示義務を生ぜしめている³⁹⁵。

連邦裁判所は、会社の内部者が自分自身の利益のために未公表の情報を用いた場合に、第10条(b)項の違反を認定した。それらの判決は、また、「市場情報の開示を怠っているということにより責任を負わされる当事者は、当該情報を開示する義務を負う者でなければならない。」ということコモン・ローのルールに従って強調している。それ故に、内部者及び受任義務者のいずれでもないが故に、予定の売付人に対して何の義務も負っていない株式の買付人は、重大な事実を開示するという義務を全く有していないと判示された。

当裁判所は、Affiliatedute Citizens v、 United States] 406 U. S パ L28 (1972)] の場合において同一のアプローチ手法を採った。アメリカ・イン

³⁹² Id.at227

³⁹³ 植田淳 英米法における信認の法理 P17 晃洋書房 信認関係理論(1997)

³⁹⁴ SEC Release No.34-6668 Nov. 8, 1961

³⁹⁵ Id.at229

デ・アンの某グループが、同族の保有地に由来する共同資産を運用するために或る会社を設立した。当該会社は、インディアン人の会社株主に株式を発行し、かつ某地方銀行を当該会社の名義書換代理人として選任した。会社資産が投機的性格を持つものであること及びそのため株式の真正な価値を確定することが困難なために当該会社は、某地方銀行に対しインディアン人株主に株式を保持することの重要性を強調するように依頼した。某銀行の副支配人のうちの2人は、株主に対して、株式の譲渡を唆した。

副支配人は、株式が二タイプの市場で取引されていることを知っていた。一つはインディアン人が某銀行を通してインディアンではない者に売付ける発行市場的な市場、もう一つは非インディアン人から構成されている転売市場である³⁹⁶。インディアン人で株式を売付た者は、副支配人がその株式がより高い価格で取引されている転売市場におい取扱われていることを自分達に通知することを怠ったことにより、第10条(b)項及び規則10b-5に違反したと告発した。裁判所は、もし、その銀行が、単に名義書換代理人として行動したのであれば、開示の義務は存在しないであろうということを認めた。

しかし、某銀行は、また、インディアン人株主の利益のために行動するという義務を引き受けていた。さらに、インディアン人で売付した者は、某銀行の職員を信頼していた。銀行のこれらの役員は当該株主に対して責任を負っていたのであるから、当該役員は、インディアン人ではない者からなる、より有利な流通市場の存在を開示することなく、インディアン達に対し、当該インディアン達の株式の売付勧誘を行うマーケット・メーカーとして活動することは出来ないはずであった。

このように、不開示の合法性について行政解釈及び司法解釈とも証券の買付又は売付に関係する沈黙が、証券取引所法の文言又は立法の歴史が存在していないにもかかわらず、第10条(b)項の下で訴えられうる詐欺としての効果を持ちうるということを確認している。しかし、そのような責任は、取引の当事者間における信託及び信頼の関係から生じる開示義務を前提としている。取引の前に開示を行うという義務の適用は、自分自身の繁栄よりも株主の繁栄を優先する義務を負う会社の内部者が、重要な、かつ未公表の情報の詐欺的な使用により、個人的に利益を得ることはあり得ないことを保証するものである³⁹⁷。

この事件では、上訴人は、会社の内部者でもなく、かつ標的公司から秘密の情報を得たわけでもなかったが、第10条(b)項違反の有罪宣告を受けた³⁹⁸。さらに、上訴人が依存した「市場の情報」は標的公司の利益の獲得能力又は経営

³⁹⁶ Id.at230

³⁹⁷ Stephen M.Bainbridge insider Trading Regulation:The Path Dependent Choice Between Property Right AND Securities Fraud SMU Law Review52巻4号143頁

³⁹⁸ Id.at231

に関係しておらず、ただ、買付会社の計画だけに関係していたのであった。当該情報の上訴人による使用は、もし、上訴人が取引前に当該情報を開示する積極的な義務に服していなかったならば、第10条(b)項の下での詐欺ではなかった。本事案では、陪審への説示においてそのような義務は明記されていなかった。

結局、事実審の裁判所は、上訴人がすべての者に対して、即ち、すべての売付人に対して、かつ実際には、全体としての市場に対して、義務を負っていると陪審に説示したのであった。陪審は、単に次のことを確定するように説示された。即ち、上訴人は、「上訴人が証券市場において取引を行う他の人々が、重大な未公表の情報に対して近接する方法を有していなかったということを認識していながら」、当該情報を用いたのか否かということである。

控訴裁判所は、次のように判示し、有罪判決を認容した。即ち、「恒常的に重大な未公表の情報を受領するいかなる者も（会社の内部者が否かに拠らず）積極的な開示義務を果たすことなく、証券取引を行うために当該情報を用いてはならない」ということである。同裁判所は、当該テストが、恒常的に重大な未公表の情報を受領する者だけを含むと判示はしたけれども、当該制限の理論的根拠は、開示義務の存在とは無関係である³⁹⁹。控訴裁判所は、事実審の裁判所と同様に、開示義務を生ぜしめることが可能な、上訴人と売付人との間の関係を確認することは不可能だった。

このように当該判決は、連邦証券諸法が、「合理的かつ賢明な投資決定にとって必要な情報に平等に近接する方法を提供するシステムを創設した」というその確信に専ら依存するものであった。この理論は次のことを示唆している。即ち、いかなる者も、一般的には利用できない重大な情報を用いることは詐欺的である。理由は、当該情報は、情報をあまり持たない買付人及び売付人にとっては不公正であるような有利さを、特定の買付人又は売付人に対し与えているためである⁴⁰⁰。この理由付けは、2つの欠点を有している。第1に、財務上の不公正が存在するすべての場合が、必ずしも、第10条(b)項の下での詐欺的活動を構成するわけではない。第2に沈黙をして詐欺的なものにならしめるために要求される要件（開示義務）は、この事業においては、存在していない。上訴人は、標的会社の証券の売付人と以前にいかなる取引も行っていなかったために、上訴人と当該売付人との関係からは、いかなる義務も生じる可能性はなかった。上訴人は、当該売付人の代理人ではなかった。上訴人は、信任義務者ではなかった。上訴人は、当該売付人が信託し、かつ信頼した者ではなかった。事実、上訴人は、非個人的な市場取引によってのみ当該売付人と取引を行ったところの完全な他人であった⁴⁰¹。

³⁹⁹ 品谷篤哉（1998）「内部者取引規制」名城法学 47 卷 4 号 7 頁（1998）理論学説を3分類、2分類する立場があり、後者は不正流用論と他の論理との違いを強調するもの

⁴⁰⁰ Id.at232

⁴⁰¹ Id.at233

我々は、市場取引におけるすべての参加者間において、重大な、未公表の情報に基づく行動を控えるという一般的な義務が存在するということを認めない限り、上訴人の有罪判決を認容するということとはできない。開示義務が、2人の当事者間の特別の関係から生じるものであるという確立された原則（特別の事実理論）から、完全に逸脱するそのような広い義務の公式化は、立法府である議会の何らかの意思の明示的な証拠が存在していなければ、企てられるべきではない。我々が今まで、見てきたように、そのような証拠は、第10条(b)項の文言又は立法の歴史には、全く現われていない。更に、議会及びSECのいずれも、情報の均等性ルール（parity-of-information rule）を採択してきていない。その代わりに、市場情報の不正使用によって引き起こされた諸問題についてどういう場合に市場情報の使用が証券市場の機能を傷つけるのか、又はしないのかを識別した上で詳細かつ洗練された規則によって、処理されている。例えば、ウィリアムズ法では、公開買付者が公開買付の公表前に標的会社の株式を買付けることを制限しているだけにすぎず、必ずしも買付を完全に禁止しているわけではない。

この公開買付分野及び他の分野における議会の注意深い行動は、我々が、この事案において採択するように要請されている拡充された責任のルールとは対照的であるのみならず、むしろそれに対し一種の緊張関係にある⁴⁰²。実際、上訴人が有罪判決を宣告された理論というのは、上訴人の買付の場合と同一の効果を売付人に対して与える行動に適用される第10条(b)項に関するSECの見解と矛盾している。ある会社が、自ら行う公開買付の公表前にかつ株価の上昇前に標的会社の株式を購入しうる能力を有する機関投資家に対し、その公開買付を推進する意思を前もって、通知する場合には、「玉仕込み」（「Warehousing」）が生ずる。

この事案では、「玉仕込み」の場合のように証券の買付人は、売付人には知られていない市場情報に基づいて、標的会社の株式を買い付けている。これらの両方の状況において、もし、売付人が未公表の当該情報を有したのであれば、売付人の行動は、おそらく変更されたであろう。しかしながら、SECは、第10条(b)項の下での訴訟が、内部者取引を詐欺的な行為として規制するために以前に用いられた理論とは、「若干、違った理論」に基づくであろうということを経験した後、公開買付を規制する権限の下で、意識的に「玉仕込み」を禁止するための行動をとった。

我々は、この事案において、そのような新しく、かつ違った責任理論を適用する根拠を見出していない。我々が、以前に強調したように、1934年法は、当該制定法の文言及びその立法計画が合理的に認める以上により、拡大して解釈することはできない。第10条(b)項は、適切に包括条項として表現されている⁴⁰³。

⁴⁰² Id.at234

⁴⁰³ Id.at235

しかし、当該条項がとらえるものは、詐欺でなければならない。詐欺の主張が開示に基づく場合は、事実を伝える義務が存在していなければ、詐欺は認められない。我々は、第 10 条(b)項の下での開示義務が、未公表の市場情報の単なる所有からは生じないということを判示する。反対の結論は、第 10 条(b)項の立法の歴史において支持を得ておらず、かつ議会が証券市場の規制のために制定した包括的な法律とも矛盾するものである。

当裁判所に対する準備書面において、合衆国は、上訴人の有罪判決を支持する別の理論を提供している。合衆国は、上訴人が買収を行う会社によって契約された印刷業者の従業員としての地位で取得した情報に基づいて行動した時、当該買収会社に対する義務に違反したと主張する。当該義務の違反は、買収会社及び売付人の双方に対して犯された詐欺として、第 10 条 (b) 項の下での有罪判決を支持するものであると主張されている⁴⁰⁴。

この理論は陪審に提出されなかったために、当該理論が訴訟における実体上の事項を有するか否かを決定することは我々には必要でない。陪審に対しては、次のように述べられた。即ち、規則 10b-5 の文言において、もし、上訴人が、() 詐取する策略、計略若しくは術策を用い、又は() 或る者に対する詐欺もしくは欺瞞として効果を有し、若しくは有すであろう行為、慣行又は営業活動に従事したという結論を陪審が下した場合、陪審は、上訴人に対し有罪の評決を下すことができるということであった。事実審の裁判官は、「詐取する計略」とは、ごまかし又は欺瞞によって金銭を獲得する計略であること、そして「株式の買付に関連して重大な、未公表の情報を開示することを怠ったことは、欺瞞を構成するであろう」と判示した。それ故に、陪審に対しては、もし、上訴人が「株式の買付に関連して、重要な、未公表の情報を...開示しなかったとすれば」、上訴人は詐取する計略を用いたことになる旨が説示された。

陪審は、二者択一的に、次のように説示された。即ち、もし、「重大な、未公表の情報を開示することなく証券を買付けたと申し立てられている行為が、売付人に対する詐欺として、効果を有し、又は有したのであるならば」、陪審は、有罪の評決を下すことができるということであった。裁判官は、判決のそれより前の部分で、次のように判示した。即ち、詐欺は、「虚偽の不実表示、虚偽の示唆又は真実の隠蔽によって、他人に対して有利さを獲得するために、能力を駆使して考案しうるもので、かつ一人の個人によって用いられうるすべての手段を包括する」ということであった。

陪審への説示では、上訴人は、単に彼が標的会社の株式を買付けた相手方である売付人に対して、重要な、未公表の情報を開示することを怠ったために、有罪の評決が下されたのであるということを論証している。陪審に対しては、

⁴⁰⁴ Id.at236

上訴人が売付人以外の何者かに対して、負っている義務の要件の性質については、説示されなかった。我々は、陪審に提出されていない理論に基づいて、刑事上の有罪判決を認容することはできないために、そのような義務の有無、あった場合にはそのような義務の違反があったかどうか、またはそのような違反が第10条(b)項の違反を構成するか否かという点については審理しない⁴⁰⁵。控訴判決を破棄する。

スティーブン判事の賛成意見

規則10-b違反として民事刑事の責任を課す前に、上訴人が義務違反をしたことを明らかにする必要がある。議論はあるものの公開市場で証券を購入すれば、目標会社株式の売主に対する開示義務や買収を行っている会社に対し沈黙する義務に違反する。私は、次のような当法廷の判決に同意する。即ち、上訴人は、売付人に対して、開示義務を負っていなかったのであり、かつ上訴人の有罪判決は、上訴人がそのような義務を負っていたという誤った前提に依存していたということ、それゆえに、控訴裁判所の判決は破棄されなければならない、というものである。裁判所は、二番目の問題に正確に答えていない⁴⁰⁶。

私は、単に、次のような事実を強調するために意見を述べているにすぎない。即ち、我々は、必ずしもこの上訴人が行ったことに対し、何らかの承認のスタンプを押したわけでもなく、かつ類似の行為が将来において、合法であるとみなされなければならないということを判示したわけでもない。むしろ我々は、単に次のように判示したにすぎない。即ち、上訴人の刑事上の有罪判決は、上訴人が、自らが負っていなかった義務に違反したという理論に基づくことはできないということであった。

私は、当法廷の意見に賛成する。

ブレナン判事は、本判決に賛成している。

本法廷は「非公開市場情報を所持しているだけでは10(b)条による開示の義務を負わないという」私の意見を正確に判示した⁴⁰⁷。ブレナン判事は、首席判事の次のような趣旨の反対意見の一部に対して賛成した。即ち、「或る者が、未公表の情報を不正に取得し、又は自己の利益のために横領し、かつその後、証券の売付又は購入に関連して、当該情報を用いた場合には、いつでも、その者は第10条(b)項に違反している」というものである。しかし、ブレナン判事は、当法廷の判決に同意した。なぜならば、「訴因の一つ要件が、当該未公表情報の横領（conversion）又は不正流用（misappropriation）であるということを示唆する陪審への説示あったことを認定」することが出来なかったためであった。

バーガ主席判事の反対意見

⁴⁰⁵ Id.at237

⁴⁰⁶ Id.at238

⁴⁰⁷ Id.at239

私は、本案の陪審説示が、適切に第 10 条(b)項及び規則 10 b -5 違反の告発を行ったと確信している。そこで、私は、有罪判決の宣告を認容する。一般的なルールとしては、対等の営業取引の当事者は、もし、両当事者が、何らかの信任の厚い関係又は信任義務関係に立っていないならば、お互いに情報を開示するという義務を負うものではない⁴⁰⁸。当該ルールは、ビジネスマンに対して、関連する情報を獲得し、かつ評価するに当たって、自分自身の経験及び熟練を利用することを認めている。即ち、当該ルールは、激しい労働、注意深い分析及び機敏な予測に対し、刺激となる報奨を与えるものである。しかし、当該ルールの基礎にある政策は、また、その範囲を限定すべきである。特に、情報の有利さが、優れた経験、予測又は勤勉さによってではなく、或る種の違法な手段によって獲得された場合、当該ルールの適用は避けられなければならない。

某注釈者は、次のように述べている。即ち、買付人が、売付人に隠している情報を当該買付人が獲得した方法というのが、重大な問題である。当該情報は、買付人が優れた知識、知能、熟練又は技術的な判断を集中した結果として獲得されたのかもしれない。またはその情報を単なる偶然によって入手したのかもしれない。又は、当該情報は、買付人側の或る種の不法行為によって獲得されたのかもしれない。...情報が違法な行為によって獲得された時は、いつでも、当該情報を開示する義務が存在すべきであるように思われる。私は、第 10 条(b)項及び規則 10 b -5 が、この原則を取り込んでおり、かつ当該原則を基準にしていると解釈する。即ち、私は、未公表の情報を不正流用した者が、当該情報を開示するか、又は取引を断念するという絶対的な義務を負っているということの意味している、と解釈する。第 10 条 (b) 項及び規則 10 b -5 の文言は、明白に、そのような解釈を支持している。これらの規定は、その用語により、何らかの詐欺的な計略を行ういかなる者に対しても適用される。この広い文言は、議会の関心が、「会社の内部者」による取引又は「会社の情報」に係る欺瞞的な取引行為だけに対し限定されていた、とする示唆を否定するものである。

議会はホワイトカラーとブルーカラーの内部者に対しそれぞれ別な基準を立てることは出来ない⁴⁰⁹。第 10 条 (b) 項及び規則 10 b -5 の文言は、「何人ともいう用語を繰り返し使うことによって、明白に包含されていることを意味している」。証券取引所法及び規則の歴史もまた、この解釈を支持する。詐欺禁止規定は、大体において、「証券取引が公正にかつ投資者間に不当な優先又は有利さがなく、行われることを保証するために」企図された。これらの規定は、「有益な役割を果たしていないことが立証されてきた相場操縦的及び欺瞞的な慣行」を禁上する [S. Rep. NO. 792, 73d Cong., 2d Sess., 6 (1934)]。不正流用された未公表情報に基づいて、証券を購入する投資家は、まさしく、そのような「不当な」取引上の有利さを保有している。即ち、その者の行為には、他人を犠牲にして、私腹を肥やすこと以外に、実際、何の有益な役割も果たしていな

⁴⁰⁸ Id.at240

⁴⁰⁹ Id.at241

いことは明白である。

第 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 のこの解釈は、決して珍奇なものではない。この解釈は、端緒となったキャディ・ロバーツ審決 [40 S. E. C. 907 (1961)] の中で、SEC により発表された法原則から、当然に、生じてくるものである。ここでは、SEC は、会社の内部者に開示義務を課すために、次のような 2 つの要因に依拠した。即ち、(1) いずれかの者の個人的な利益のためでなく、会社の目的のためにのみ利用しうる情報が意図された情報に... 近接出来ること... 及び (2) 情報が、取引相手には人手することが不可能なものである場合に、当該情報に基づいて取引を行うことに本来的に存在する不公正の 2 要因である。

或る当事者が違法な手段によって、情報の有利さを獲得する場合には、いつでもこれら両方の要因が存在する⁴¹⁰。実際に、In re Blyth & Co. において、SEC は、まさしく、そのような文脈において、キャディー・ロバーツ審決を適用した。当該事件において、或るブローカー・ディーラーは、連邦準備銀行の職員から得た財務省の秘密情報に基づいて、政府証券の取引を行った。SEC は、当該取引が、第 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 に違反する「内部情報の不正な使用」であるという審決を下した。SEC は、政府の内部者からの「情報受領者」に及ぶようにするために、キャディー・ロバーツ審決を拡張することに躊躇しなかった。

最後に SEC は、第 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 のこのような解釈は、合法的な営業活動に脅威を与えるものではないということを強調する。そのように、解釈すれば、詐欺禁止規定は、(公開買付者が標的会社の株式の完全な 5% を購入する以前の) いわゆる「水質検査を行う」(tests the water) 期間において、買付計画の開示義務を当該買付者に課すものであるということにはならないであろうし、また、それは、「玉仕込み」を禁じているということにもならないであろう。

同様に、市場の専門家は、その日常の市場機能の遂行に当たって、開示するか又は断念するかという要件には従わないであろう⁴¹¹。これらの各場合において、取引は、重要な未公表の情報に基づいて行われている。しかし、その情報は、違法に個人的な利益のために横領されているものではない。

私の解釈によれば、当法廷の見解 [多数意見] は、第 10 条 (b) 項及び規則 10b-5 が不正流用された未公表の情報に基づく取引を禁止しているか否かという問題については未解決のままに残している。その代わりに、当法廷は、明らかにこのような判例理論が本事案の陪審に提出されなかったという結論を下している。当法廷の見解では、陪審に与えられた説示は、次のような、誤った考

⁴¹⁰ Id. at 242

⁴¹¹ Id. at 243

えを前提とするものであった。即ち、それは、たとえどのようにして取得されたものであったとしても、未公表の情報を開示することを怠ったということは、それだけで欺瞞的慣行になるという考えであったとする。そして、この前提のゆえに、チアレラが 買収を行う会社に対して負っていた自身の義務に違反することによって 情報上の有利さを得たところの手段が、訴因の1つの要件であるということは、陪審には説示されていなかったとする。

地方裁判所の有罪判決についての当法廷の解釈は、不当に制限的である⁴¹²。事実審の文脈において、かつ全体として、公正に解釈されれば、当該説示は、陪審に対してチアレラが、彼の雇用主の顧客の財産を不正に流用することによって、彼の取引上の有利さを獲得したということを認定することを求めている。とにかく、たとえ当該説示が、必ずしも十分正確に、不正流用 (misappropriation) を告発しなかったということにおいて欠陥があったと仮定しても、この記録におけるいかなる間違いも実害のないものであることは、まったく疑う余地はない。本事案においては、チアレラ自身が、自分が雇用主の顧客により雇用主に預けられた秘密の資料を解読することにより、情報上の有利さを獲得したということを証言している⁴¹³。

要約すれば、証拠は、まったく、疑う余地なく、次のことを証明している。即ち、文字どおり印刷所の警告標示のお膝元で働いていたチアレラは、最大限に信頼され、チアレラに委ねられた価値のある未公表の情報を不正に流用した (大胆に、当該情報を用いるために盗み出した) ということである。その後、チアレラは、市場において証券を購入することにより、その違法に獲得した情報上の有利さを利己的に利用した。私の見解では、そのような行為は、明らかに第10条(b)項及び規則10b-5に違反する。したがって、私は、控訴裁判所の判決を認容する。

ブラックマン判事 (マーシャル判事同調) の反対意見

私は、主席判事の反対意見の一部で述べられたことの多くには賛成するが、私は、別個に意見を述べておく。理由は、私の見解では、上訴人の有罪宣告を「不正流用」の理論に基づかせることは、必要ではないためである。

上訴人のチアレラが、切迫した公開買付に関する情報を盗み取った、あるいは主席判事の言葉を借りれば、「窃盗」という事実は、上訴人が詐欺のかどで有罪であるということの最も劇的な証拠である⁴¹⁴。チアレラはそれが不正なことだと認めている。印刷会社ではチアレラ及び同僚も雇い主からそうした行為が不適切で許されないものであると特別に警告されていた。しかし、私はまた、例えば、上訴人が暴利獲得の計略に着手の前に、上訴人の雇用主である社長の了解

⁴¹² Id.at244

⁴¹³ Id.at245

⁴¹⁴ Id.at246

を得ていたとしても、上訴人の行為は、証券取引所法 10 条(b)項、規則 10 b -5 の意味において詐欺的であると認定する。実際、私は、そのような承認があると否とにかかわらず、相場操縦的取引という上訴人の汚名は、証券諸法が、禁止することを意図したものの核心に近いところにあると考える。

当法廷は、特定の最近の判例において作られた海図を追い続けている。当該海図とは、第 10 条(b)項が意図的に融通性を付与されている「包括」条項として十分に知識を有しない投資家が行った比較的軽微で不用意な証券投資行為を過度に不必要なまでに違法となる危険なビジネスにしているため、不正行為をみだりに捕捉することがないような条項へと変形させようとするものである。今、そのような制限は、この事案においても、当該制定法が開示するか又は重大な未公表の情報に基づく取引を断念するかという義務を生ぜしめる以前において、信任義務に類似する「特別の関係」(special relationship) という要件を課すことによって達成される。当法廷は、制定法の文言又はその立法の歴史において、この結論を命じる根拠が全く見出されていないということを確認している。

しかし、当法廷は、証券諸法の目的という点に照らして、その判決を正当化するという試みさえも行っていない。かつ、当法廷は、連邦証券諸法が、狭く技術的に解釈されるというよりも、むしろ柔軟に解釈されるべきであるという、古くから確立され、かつ現在ではかなり濫用されているほどの原則に、その判決を適合させるということも行っていない。もちろん、私は、信託の関係が第 10 条(b)項及び規則 10 b -5 の下で開示する義務を確立しようということについては、当法廷に賛成する。しかし、私は、そのような種類の関係による責任が違反された時においてのみ、開示をしなかったことが当該規則に違反するということについては、賛成しない。

この事件に適用されたように、当法廷のアプローチは、誠実な投資家が、たとえ、どんなに勤勉に試みたとしても、合法的には取得することができないような秘密の情報に対し上訴人が近接することができたということの重要性を不当に極小化している。そのような解釈をとることにより、当法廷のアプローチは、第 10 条(b)項及び規則 10 b -5 の含意に関する十分な理解を欠いたまま放置する解釈をさらに助長している。当法廷は、特定の先例からその立場の支持を引き出している。しかし、私は、本件判決が詐欺に関するコモン・ロー上の発展と、必ずしも十分には首尾一貫しておらず、かつ行政庁及び裁判所による規則 10 b -5 の「内部者」取引への適用に対しても必ずしも十分には歩調を合わせていないと考える。

訴を提起しうる不実表示に関するコモン・ローは、長い間、「特別の事実」(“ special facts ”) の保有を開示義務の重要な要件として取扱ってきた。伝統的に、この要件は、一方の当事者が劣った情報しか有しておらず、かつ当事者が公正な取扱いに依存しているということが証券取引所法上の定義に関する重要

な問題となるような信頼関係又は信任義務関係に関する事件において顕著である。また、他方の当事者が「重要な事実に関し、誤った信念の下で、行動している」ということを一方の当事者が認識している事件においても、同様に顕著であった。しかしながら、コモン・ローにおいてさえ、「買主、注意せよ」("caveat emptor")という苛酷な格言に厳格に固執することから離れて、開示義務をより柔軟に、かつあまり形式的にはなく理解するという方向へ進む傾向がある。一方の当事者が基本的な事実を優越して知っていることが、開示のない取引をして本来的に不公正なものにならしめるというようなより広い文脈においては、「特別の事実」の原則を適用するという処理が取られてきた。

当法廷は、第 10 条 (b) 項及び規則 10 b -5 を狭く解釈することにより、連邦証券諸法をこの動きを抑制的にし、証券諸法が制定されたときに議会が期待したものと対立する立場に立っている。私は、規則と証券取引所法をそのように限定することに同意できない。当法廷は証券諸法が信認義務法に回帰する意図はないと考えている。それらの目的はコモン・ローによる保護が不十分である非相対市場取引所の透明で公平な機能を確保することにある。議会自身も認めているように証券取引の透明性を保障し、出資者間の不適切な好みや利益を排除するためにこの目的は高潔である。

実際、「特別の事実理論」への接近の重要性は、行政庁及び裁判所による内部者取引へ規則 10 b -5 条の適用に当たって、回帰的なテーマであった。SEC 及び裁判所の両方とも、内部者による秘密の知識の不正使用を違法な行為の重要な要素として強調してきた。私は、最高裁判所が、従前の判決のこの側面を不当に極小化していると考える。最高裁判所はキャディ・ロバーツ原則の射程を議論してきた。その事件で委員会はインサイダーの範疇を二つの要素によることとした。一つは、直接間接に会社の目的で、自己の利益ではなく情報にアクセスし、利用できる関係の存在である。もう一つは他人が利用できない情報を有利に使う本来的不公平さである。委員会は、このように第一に未公開情報に対する内部者の近接という関係と捉えた。単なるコモン・ローの義務のようなものの存在ではなかった。この考え方はエクイティ法で明らかにされているような明確な区分や厳格な分類によって規定されるべきではない反詐欺条項の広義な用語を適用し続けていくことに目的が置かれている。

その開示取りやめ原則は、信認義務の条件ではなくて、秘密情報を個人的利益に用いる本来的不公正さの結果である。この規則 10 b -5 の理解は、インベスターマネージメント事件で明確になっている。起訴された違反者と内部者情報源との間の特別な関係は、責任を負わせる必要な要件であるとの論議をはっきりと拒否している。

同様の考え方は法廷によって次に示されている。テキサス・ガルフ・サルファ事件ほか、その中で法廷はコモン・ローの特別の事実理論は規則 10 b -5 の一つの根拠であると述べ、規則が非相対で行われる取引所取引においてすべての

投資家が情報に比較的等しい近接を図れることを正当化する期待に基づく政策に根拠を置いている。私は、確かだと思っているが、規則 10 b -5 の基本における開示義務がこのように広く解されるのは Affiliated Ute Citizen 事件である⁴¹⁵。その事件では、ユタインディアン開発公社の株式取り扱いをした銀行の代理人が混血のインディアン人に対し、その販売人は気づいていないが非インディアン市場でその株の価格が高くなるということを告知する義務があった。その法廷は、証券取引所法及び規則であらゆる用語を使い、繰り返し明らかに含まれるといわれていると法廷は認めた。

代理人とインディアンの売主の間には信認義務があったにも拘らず、法廷は加えて明確にしているが、銀行とその代理人は規則 10 b -5 の規制に従わなければならない。理由は市場における戦略姿勢である。対照的に銀行の代理人は、非インディアン市場で積極的に活動し、代理人も銀行も利益を得ていた。このような状況で法廷は銀行とその代理人に対してインディアン人の売り主に対して市場情報を開示する積極的義務を有していると判示した。またインディアン人にはほかの市場（流通市場）で高く売れることを知る権利があった。

私には法廷がユタ市民に対し不当な狭い解釈をしたように思われる。私は今そのときの私の意見を読み直している。重要な情報に対し近接する際の構造的な格差は、情報を開示する義務及び取引を断念する義務を課す規則 10 b -5 の重要な問題であり、その原則を意見で強く支持した。その事実関係からしてみると、そのような構造的格差は取引をする当事者間に信認関係がなくても開示義務を維持するかどうかの問題を解決する必要などなかった。それにも拘らず私にはその問題に対する積極的解答としてユタ市民事件判決が示したものが合理的であったと考えている。控訴審の創造された「市場における内部者」というカテゴリーを完全に認めるということに必ずしも確信を持っているわけではない。

しかし、私は、一般的に他の人々には合法的に利用ができない重要な秘密情報に近接しうる人々は、影響を被る証券の取引を通じて、それらの人々の構造的な情報上の有利さを利己的に利用しようとする計略に従事することを規則 10 b -5 によって禁止されている、と考える。別に考えるとそれは、相場操縦や詐欺的行為を広範に認めることに私には思える⁴¹⁶。今まで広く情報の観点から内部者を認定してきたが、10 b -5 の本来的機能である詐欺的行為の制限、取引当事者間の関係に重点を置き、制限をかけた論理である。

（５）ダークス事件⁴¹⁷

連邦最高裁判所判決 信認義務理論⁴¹⁸

⁴¹⁵ Id.at247

⁴¹⁶ Id.at252

⁴¹⁷ Dirk v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)

次に、ダークス事件を取り上げる。証券アナリストが会社の取材調査⁴¹⁹で把握した事実関係の情報を契約先の顧客等との面談の際に提供したが、その提供された情報を基に証券取引が行われるとともに結局調査先の会社が破産に追い込まれた事件である。切り口を変えてみると不正を正そうとした一種の内部告発事件であり、内部告発に対し奨励と保護のために法的保証が与えられる最近の法制⁴²⁰の下ではまったく違った法的展開がなされたのかも知れない。そうした行為は、結果的に情報を利用した形で証券取引が行われているが、日本でも当該情報の提供については違法性を阻却する正当業務行為（刑法第35条）に当たるのではないだろうか。

事実関係として、ダークスはニューヨークの証券会社に勤務し、機関投資家相手に保険会社の証券について投資分析の提供を専担する役員であったが、1973年3月にエクイティ・ファンディング社の元役員であったロナルド・セクリストから調査を依頼された。依頼の内容は、エクイティ・ファンディング社は生命保険・投資信託業を主要業務とし、その他金融コングリマリットとして多角的に事業を営んでいたが、その資産は詐欺的な会計手法によって評価され過大計上されている。従業員の告発によって監督行政機関も調査をしているが、現在までのところ真偽の程は明らかになっていない。そこでダークスに改めて資産内容を調査して欲しいというものであった。

ダークスは調査するためロサンゼルスに所在するエクイティ・ファンディング本社を訪問し、何人かの役員と従業員にも面談を行った。従業員の多くはそのような事実がない旨返答した。しかし、一部には過大計上を裏つける証拠を示して事実であることを回答する者もいた。ダークスはこの面談結果等を自分の顧客や少数の投資家に情報として提供した。ダークスからその話題を聞いた顧客等の中には情報を得た直後に慌てて同社株を売却した者もいた。その総額は1,600万ドルを超えた。ダークス自身は、同社の株を保有していなかったこともあり、何ら取引行為をしていない。

ダークスは、ロサンゼルス滞在中にウォール・ストリート・ジャーナルのロサンゼルス支局長に過大計上であることを掲載して欲しいと懇願した。しかし、

⁴¹⁸ 北山茂 「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」 企業法研究13号73頁（2001）ウォール・ストリート・ジャーナル紙の記者（ワイナンス事件）が担当しているコラムに載せる内容を事前に漏らし、インサイダー取引を行った事件がある。上村達男 インサイダー取引（3）carpenter v. united states, 108S . Ct . 316（1987）新証券・商品取引判例百選別冊ジュリスト146頁 有斐閣（1988）北山茂 「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」企業法研究13号83頁（2001）

⁴²⁰ 1989年米国で公益分野ではあるが内部告発を保護する法律(Whistleblower Protection Act)が制定されている。米国ではその後さらに対象分野が広がっている（2000年 Aviation Investment and Reform act for 21st Century ）（2002年 Corporate and Criminal Fraud Accountability Act ） 日本でも公益通報者保護法が2006年4月1日から施行されている。

支局長は大規模な詐欺的手法が露見しないことはあり得ないし、また証拠に乏しい記事を書いた場合名誉毀損で提訴される虞があるとして受け入れなかった。ダークスが追跡調査した2週間の間に株価は1株あたり26ドルから14ドル台まで急落した。そこでニューヨーク証券取引所は同社株の取引を停止した。

その後、まもなくカリフォルニア州保険庁は同社の詐欺的な業務の記録を押し、詐欺の証拠を摘発した。SECも調査を開始し、同社に対する訴えを受理した。4月にウォール・ストリート・ジャーナルはダークスの情報を基礎にした記事を掲載した。同社は直ぐに倒産手続きに入った。SECは、ダークスが投資家に詐欺の話をしたのは規則10b-5の幫助教唆になると捉えたが大掛かりな詐欺を明らかにしたダークスの役割を斟酌し、行政処分の中で軽微な譴責処分とした。しかし、ダークスはこの処分を不服として審理を求めた。

この判決はチアレラ事件と同じ信認義務理論を採る。信認義務によって情報提供者の責任成立の範囲を決定しようとする。情報提供者の責任について情報提供が信認義務に違反し、さらにその違反が個人的な利得のために情報を利用するという目的・主観的要件に当たる場合に成立するとする。利得については、友人や親戚に贈り物として情報を提供することや、情報を提供することによって名声を得ることも含まれると広く理解する。さらに情報受領者の責任については内部者の義務から派生するので、情報を提供した内部者に義務違反がなければ成立しないとする。情報提供者の義務違反と連鎖することが必要であるとするとする。

本訴訟ではチアレラ判決理論が情報受領者に適用されており、情報受領者の責任に関する連邦最高裁のリーディングケースとなっている⁴²¹。これらの情報受領者の責任の範囲については、後述するが日本法と大きく異なるところである。詳細を見ることにしたい。

パウエル判事による法廷意見

上訴人であるレイモンド・ダークス (Raymond Dirks) は、自身がまったく関係を有していなかった某会社の「内部者」から重大な未公表の情報を入手した。ダークスは複数の投資家にその情報を伝えところ、投資家たちは情報を基に当該会社株式の取引を行った。問題は、ダークスが、この情報提供によって、連邦証券諸法の詐欺禁止規定に違反したか否かということである。

1973年、ダークスは、ニューヨークの証券会社で機関投資家に対し、保険会社が発行した証券の投資分析を提供することを専門にする役員であった⁴²²。同年3月6日、ダークスは、エクイティ・ファンディング社 (Equity Funding of America) の前役員であるロナルド・セクリスト (Ronald Secrist) から、ある

⁴²¹ 渡辺征二郎 『インサイダー取引』94頁 中央経済社 (1989)

⁴²² Id.at649

情報を得た。セクリストは生命保険販売と投資信託販売を主要な事業として多角化経営している会社であるエクイティ・ファイディング社の資産は、同社の詐欺的な活動によって、非常に誇張されていると強調した。また、セクリストは、種々の監督規制機関が、エクイティ・ファイディングの従業員によって行われた類似の告発に基づいて行動することを怠っていると不満を述べた。セクリストは、ダークスが同社による詐欺を検証し、かつ当該詐欺を公表するように勧めた。

ダークスは、その主張を調査することを決定した。ダークスは、ロサンゼルスエクイティ・ファイディング社の本店を訪問し、かつ同社の幾名かの役員及び従業員に聞き取りを行った。経営陣の幹部は、いかなる違法行為もないと否定したが、同社の数名の従業員は、詐欺の告発を補強する証言をした。ダークスと自身が所属する会社のいずれも、エクイティ・ファイディング社の株式を全く保有せず、また当該株式の取引を行わなかった。ダークスは、徹底的に調査し、そこで得た情報を包み隠さず多くの顧客や投資家に提供した。

情報の提供を受けたこれらの者のうち、何人かは、所有していたエクイティ・ファイディング社株を売却した。その中には、1,600万ドル以上の株を売却した5名の投資顧問業者が含まれていた。ダークスが、ロサンゼルスに出張した際、ウォール・ストリート・ジャーナルのロサンゼルス支局長であるウィリアム・ブランデル(William Blundell)と定期的に面談した。その中でダークスは、ブランデルに対し当該詐欺の容疑について取上げて記事するように要求した。しかしながら、ブランデルはそのような大掛かりな詐欺が秘密裏に継続可能であるとは信じられないとして、記事にすることを拒絶した。ブランデルは、そのような会社に損害を与える噂を記事にすると、中傷・加害行為になるかもしれないということを危惧した⁴²³。

ダークスが調査を続行し、かつセクリストの告発内容を情報提供していた2週間の間に、エクイティ・ファイディング社の株価は、1株26ドルから15ドル足らずへ大きく落ち込んだ。このことが切っ掛けとなって、ニューヨーク証券取引所が3月27日に同社株の取引を停止することになった。その後、間もなく、カリフォルニア州保険庁は、エクイティ・ファイディング社の記録を押収しかつ詐欺の証拠を公表した。その後遅まきながら漸くSECが、エクイティ・ファイディング社に対する訴えを受理した。ついに4月2日になり初めてウォール・ストリート・ジャーナルが第1面にダークスによって収集された情報を殆どそのまま使った記事を書いた。エクイティ・ファイディング社は、直ちに倒産手続きに入った。

SECは、詐欺の容疑を告発したダークスの役割について調査を開始した。行政審判官による聴取の後、SECは、「ダークスから情報を入手した」投資会社の会

⁴²³ Id.at650

員などが所有するエクイティ・ファインディング社の株式を売却したことを捉え、投資団体の会員などに対し詐欺の容疑を情報提供し続けたとしてダークスが1933年証券法第17条(a)項と10条(b)項及び規則10b-5の違反を教唆幫助したと認定した⁴²⁴。

SECは、次のような結論を下した。即ち、情報受領者が、その動機又は業務が何であるかに関わらず当該情報受領者自身が秘密であることを知り、かつ会社の内部者から漏れたということを知り又は知るべきであるところの重大な情報を保有する場合、当該情報受領者は、当該情報を公表するか、又は取引を断念しなければならないということであった。

しかしながら、SECは、ダークスが「エクイティ・ファインディング社の大がかりな詐欺を明るみに出すことに重要な役割を演じた」ことを認めてダークスに対しては、鑑責処分のみを行った⁴²⁵。

ダークスは、コロンビア地区控訴裁判所に再審理を求めた。裁判所は、「SECがその審決の中で述べた理由に基づき」、ダークスに対する不利な判決を下した。当該法廷の構成員であるライト(Wright)判事が意見を述べた。ロップ(Robb)判事は、判決の結論に同意したが、タム(Tamm)判事は、反対した。この両者とも、その別々の意見を記録に留めなかった。ライト判事は「会社の受任者の義務は、情報が広く一般投資家に開示される前に開示を受けた総ての者に移る」と言明した。そして証券会社の従業員として、ダークスは情報を受取った結果として「彼が負うあらゆる義務から完全に独立したSECと一般投資家に対する義務」に違反したと結論付けた。この事件によって提起された問題がSEC及び証券業界に対し、有する重要性を考慮して、我々は、裁量上訴を認める。我々は、ここに原判決を破棄する⁴²⁶。

キャディ・ロバーツ事件という先駆的な事件において、SECは、次のことを確認した。即ち、若干の司法管轄区におけるコモン・ローは「証券の取引時において、特に役員、取締役又は支配株主という『会社の内部者』に対し、開示を行う積極的な義務」を課しているということである。SECは、次のことを認定した。即ち、このコモン・ロー上の義務違反が、また、規則10b-5違反の要件を確証するばかりでなく、会社の内部者以外の個人も、取引を行う前に重要な未公表情報を開示するか、又はまったく、取引を断念するかのいずれかを義務づけられることかありうるということである。

チアレラ事件で我々はキャディ・ロバーツ審決が、規則10b-5条違反を確証するために、同審決において掲げられた次の2つの要件を受け容れた。即ち、

⁴²⁴ Id.at651

⁴²⁵ Id.at652

⁴²⁶ Id.at653

「()会社の目的のためにのみ利用されることが意図された内部情報に接近することを認める関係の存在、及び、()開示することなく取引することにより、当該情報を利用することを会社の内部者に認めることの不公正さ」である⁴²⁷。

チアレラが開示か断念かという義務を有していたか否かを審査するに当たり、裁判所は、重要な、未公表の情報に基づいて取引を行う前に開示を行う一般的な義務は存在しないということを認定した。そして、裁判所は、第 10 条(b)項の下で「開示を行う義務は、未公表の市場情報の単なる保有からは、生じない」と判示した。そのような義務は、むしろ、信任義務関係の存在から生じる。

必ずしも、「証券取引に関するすべての信任義務の違反」が、規則 10b-5 の適用範囲に含まれるわけではない。しかし「相場操縦又は詐欺」が、また、存在していなければならない。内部者取引の事件において、この詐欺は、「人が、誰かの個人的な利益のためではなく、会社の目的のためにのみ利用されることが意図された情報を利用するという場合に含まれる固有の不公正さ」に由来する。

このように、内部者は、次のような場合においてのみ、内部者取引に関して、規則 10b-5 条の下で責任を負うであろう。即ち、内部者が、重要な、未公表の情報に基づいて取引を行う以前に、当該情報を開示することを怠り、かつ、かくして、「秘密の利得」を得るという場合である。

我々は、チアレラ判決において、内部情報に基づいて取引を行った者が、「[会社の] 代理人でもなく、...信任義務者でもなく、又は証券の売付人が信託しかつ信頼するところの者でもなかった」場合、開示義務は、全く、存在し得ないということを明白に判示した。我々は、そのような信任義務関係の存在を要件としないということは、「義務というものが 2 人の当事者間の特別の関係から生じるという確立した原則から、根本的に逸脱することになろうし、また市場取引のすべての参加者間において、重要な、未公表の情報に基づく行為を断念するという一般的な義務を認めること」になるであろうということを認めた。

株主と内部情報に基づき取引を行う個人との間の特別の関係の存在というこの要件は、内部情報に基づいて取引を行う情報受領者を規制するに当たって、SEC 及び裁判所に対して、分析上の困難さを創り出した⁴²⁸。会社及び当該会社の株主の双方に対し、独立した信任義務を有する内部者とは異なり、典型的な情報受領者は、そのような関係を有していない。この関係が存在しないことに照らしてみれば、なぜ情報受領者が内部情報に基づいて取引を行うことを断念しなければならないかというキャディ・ロバーツ審決の義務を有するに至るのか

⁴²⁷ Id.at654

⁴²⁸ Id.at655

が、不明確であった。

本事案における SEC の意見の中で述べられた SEC の立場は、次のようなものである。即ち、情報受領者は、当該情報受領者が内部者から、内部情報を取得するときはいつでも、キャディ・ロバーツ審決にいうところの株主に対する義務を受け継ぐというものである。即ち、ダークスは、潜在的な取引者に内部通報するに当たって、ダークスがエクイティ・ファンディング社の内部者から、承知の上で、秘密の情報を取得した結果として、引き受けた義務に違反した。未公表の重要な情報を内部者から取得するダークスのような情報受領者は、当該「内部者と同一の義務に服する」ようになる⁴²⁹。

そのような情報受領者は、次のような場合に、内部者から引き受ける信任義務に違反する。即ち、当該情報受領者が、その情報に基づいて、おそらく、取引を行うであろう第三者に当該情報を故意に伝える場合である。多分、ダークスへの通報者は、エクイティ・ファインディング社の詐欺を暴露し、かつ当該詐欺者を法に照らして処断せしめるために、当該詐欺を開示する資格を有していた。しかしながら、ダークスが当該情報を取引者に伝えたとき、彼は、当該通報者の立場に立ちながら彼が当該通報者と接触するに当たって引き受けた信任義務の違反行為を行った。

この見解は、我々がチアレラ判決において議会の意思に矛盾するものとして拒絶した見解とほとんど変わらない。当該事件において、控訴裁判所は、SEC に賛成し、かつ次のように判示し、チアレラの有罪宣告を認容した。即ち、「重要な、未公表の情報を定常的に受領するいかなる者も、（会社の内部者であるか否かにかかわらず）積極的な開示義務がなくとも、証券を取引するために当該情報を用いてはならない」ということである。当該事案において、SEC は、次のように主張している。即ち、故意に、内部者から未公表の重大な情報を受領するいかなる者も、取引を行う前に開示を行うという信任義務を負うということである⁴³⁰。

結局、両方の事案における情報受領者の責任に関する SEC の理論は、次のような考え方に根差しているように思われる。即ち、詐欺禁止規定が、すべての取引者間において、等しい情報を要求しているというものである。これは、チアレラ判決で述べられた次のような原則と矛盾する。即ち、重要な、未公表の情報を保有している間、取引を行うことが禁止されるのは、或る状況の下における或る人々だけに限られる、というものである。ライト判事は、次のように述べて、すべての取引者が取引の前に等しい情報を共有しなければならないといういかなる考え方も拒絶するものとして、チアレラ判決における我々の意見を正確に解釈した。

⁴²⁹ Id.at656

⁴³⁰ Id.at657

「当該『情報』理論は、拒絶される。開示か取引断念かという義務が、特別なものであるために、当該義務は、当事者が、連邦証券諸法における一般的な詐欺禁止規定に単に従うという義務以外の証券取引所法上の義務を有する場合においてのみ、課せられる」「我々は、本日開示を行う義務が、当事者間の関係から生じるのであって、...単に市場におけるある者の地位のゆえに情報を得ることができるのではなくまた、その者の能力からも生じない」ということを再確認する⁴³¹。

単に、人が故意に内部者から重要な未公表の情報を受領し、かつ当該情報に基づいて取引を行うことにより、開示か断念かという義務を課すことは、SEC 自身が健全な市場の維持のために必要であると認めるところの市場アナリストの役割に抑制的な影響を与えるであろう。アナリストが「情報を探索し、かつ分析することは」ありふれたことであり、加えて、このことは、しばしば、内部者である会社役員及びその他の者と面会し、かつ質問することによって行われる。そして、アナリストが正常に取得する情報が、ある会社の証券の市場価値に関する判断の基礎となりうる⁴³²。

この点に関するアナリストの判断は、当該アナリスト業者の顧客が、マーケット・レター (market letters) 又はその他の方法で、利用可能となる。そのような情報が、会社のすべての株主又は大衆一般に同時に利用可能なものにすることが不可能であるということは、この種の情報の本質であり、かつ実際、市場白身の本質である。

B

内部情報の受領者が、必ずしも、常に、開示か断念かという義務を負っていないという結論は、そのような情報受領者が、常に自由に、当該情報に基づいて、取引を行い得るということを意味するものではない。情報受領者の或る種の取引の禁止の必要性は、明白である。内部者は、その信任義務関係により、個人的に未公表の会社情報を当該内部者に有利に利用することを禁止されるばかりでなく、そのような情報を外部者の個人的な利益のために利用するという同じ不正な目的のためにその情報を当該外部者に提供してはならない [参照証券取引所法第 20 条 (b) 項(連邦証券諸法によって違法とされたいかなる行為も「いずれかの他の者によって」間接的に行うことを違法とする)] 同様にそのような違反に信任義務者とともに故意に参加する者らの取引は、「信認義務者自身のための」取引と同様に「禁止される」取引である。

このように開示か断念かという情報受領者の義務は、内部者の義務から派生

⁴³¹ Id.at658

⁴³² Id.at659

するものである。我々がチアレラ判決において注意したように、「情報受領者の義務は、内部者の信任義務の違反の事実の後、参加者としての情報受領者の役割から生ずるものとしてみられてきた」⁴³³。

このように、或る種の情報受領者らは、彼らが内部情報を受領することによってではなく、むしろ、当該内部情報が彼等に不当に利用可能とされたということによって、株主に対し、内部者の義務を負わなければならない。そして、規則 10b-5 の目的にとって、内部者の開示が不当なものとなるのは、当該開示が内部者のチアレラ判決上の義務に違反することになるであろう場合においてのみである。

このように、情報受領者は、次のような場合においてのみ、重要な、未公表の情報に基づいて取引を行わないという、会社の株主に対する信任義務を負う。即ち、内部者が情報受領者に対し、情報を開示することにより、株主に対する信任義務に違反し、かつ情報受領者が、違反があったことを知り、又は知るべきであった場合である。

スミス委員は、メリルリンチ審決において、洞察力を持って、「情報受領者の責任は、次のような必要とされる事実認定によって、内部者の責任に遡って、関係付けられなければならないと言明した⁴³⁴。即ち、情報受領者が、当該情報が、発行者と特別の関係を有する者により、それを開示してはならないという義務に違反して、当該情報受領者に提供されたことを知っていたということである...」(結論には賛成意見)。このように、内部情報提供行為というものは、本来、キャディ・ロバーツ審決で示された開示をするか取引を断念するかというルールに間接的に違反する手段としてのみ、考えられるものである。

C

情報受領者が開示か断念かという義務を負っているか否かを決定するに当たっては、このように、内部者の「内部情報提供」が内部者の信任義務の違反を構成するか否かを決定することが必要である。会社の秘密の情報のすべての開示が、内部者が株主に対し負っている義務と矛盾するとは必ずしも限らない。この特別の事実とは対照的に、開示が内部者のキャディ・ロバーツ審決上の義務に違反するか否かの問題が存在するところの、より典型的な状況というのは、内部者がアナリストに情報を開示するという場合である⁴³⁵。

特定の状況において内部者は、株主に対する内部者としての信任義務と矛盾することなく行動しても、それは情報の公表は市場に影響を与えるかもしれな

⁴³³ Id.at660

⁴³⁴ Id.at661

⁴³⁵ Id.at662

い。例えば、情報が重要な未公表の情報として見られるか否か、(会社の内部者又は受領者であるアナリストにとって)明白でないかもしれない。会社の役員は、情報がすでに開示されており、又は当該情報が市場に影響を与えるほどに重要ではないと誤って考えるかもしれない。

それ故に、開示が信任義務違反であるかないかは、大部分、開示の目的に依存する。この基準は、次のように、キャディ・ロバーツ 事件において、SEC 自身によって確認された。即ち、それは証券諸法の目的は、「個人的な利益のための内部情報の使用」を排除することにあるということである。それゆえ、ここでのテストは、内部者が、当該囲みの中にあるということに焦点を合わせるべきである」と述べている⁴³⁶。

SEC は、もし情報が適切な目的のために伝えられたが、取引のために用いられているという場合に、内部者取引の義務責任が存在しないならば、当事者が当該情報を伝えるための、何か表向きの合法的な営業上の正当化理由を作り上げることができないというのは希な状況でしかなくなってしまうと主張する。我々は、それは SEC のこだわりすぎと考える。特定の開示を行うに当たっての内部者の目的が詐欺的であるか否かを決定する場合、SEC 及び裁判所は当事者の心を読むことを要求されない。

いくつかの事件におけるサイエンター (scienter) は、内報提供者がチラレア判決上の義務に違反したか否かを決定する場合に関係する。しかし、開示それ自体が、株主を「欺瞞し、相場操縦でごまかし、又は詐取する」ものであるか否かを決定するうえで、第一の問題は、内部者による義務違反があったか否かということである。このことは、裁判所に対し、客観的な基準、即ち、内部者が、金銭上の利益又は将来の利得に転化するであろう名声上の利益のような、開示からの直接又は間接の個人的な利益を受領するか否かということに焦点を当てることを要求する⁴³⁷。

(その理論というのは、...内部者が、選択的に情報を提供することにより、結局、当該情報を、その受領者に対し、現金、代償的な情報又は当該内部者にとって価値のある物を見返りとして、売り付けているというものである...)しばしば、そのような推測を正当化する客観的な事実及び状況が存在する。例えば、受領者からの代償物を示唆する内部者・受領者間の関係又は特定の受領者に利益を与える意図が存在するかもしれない。内部者が取引を行う親戚又は友人に秘密の情報を提供する時においても、また、信任義務及び未公表情報の利己的利用の要件が存在する。当該内報及び取引は、内部者自身による取引の後でこれに続いて受領者に対し利益の贈与が行われるのに似ている。内部者が特定の開示から個人的に利益を得ているか否かを決定するという、事実に関する問題

⁴³⁶ Id.at663

⁴³⁷ Id.at664

は、必ずしも常に裁判所にとって容易であるとは限らない。しかし、我々は、その毎日の活動が SEC の内部者取引のルールによって制限され、かつ指導されなければならない人々のための指導的な原則を有することが、必須であると考ええる。

そして、我々は、情報受領者が開示か断念かという義務を受け継ぐ前に内部者の信任義務の違反が存在しなければならないと確信する。対照的にこの事案において、SEC によって採用されたルールというのは、まったく、制限的な原則を有していない⁴³⁸。

上述された内部者取引及び内報提供に関するルールの下において、我々は、訴えを提起しうるダークスによる違反は存在していなかったということを認定する。ダークス自身が、エクイティ・ファイディング社の株主に対しては、事前に存在する信任義務を有しておらず、同社とは無関係の者であったということについては争いが無い。ダークスは、エクイティ・ファイディング社の株主又は役員に対し勧誘する行動を、直接又は間接に行わなかった。

ダークスが、当該情報を秘密にしておくという期待は、彼の情報源である人々は、もっていなかった。ダークスは、エクイティ・ファイディング社に関する情報を不正流用したのでもなく、また、違法に取得したのでもなかった。もし、内部者が未公表の情報をダークスに開示するに当たって、株主に対するチアレラ判決上の義務に違反していなければ、ダークスは彼が、当該情報をウォール・ストリート・ジャーナルばかりでなく投資家に対して伝えたときにおいて、いかなる義務にも違反してはいなかった⁴³⁹。

セクリスト及びエクイティ・ファイディング社の他の従業員のいずれも、ダークスに対し、情報を提供することによって、会社の株主に対するチアレラ判決上の義務に違反していなかったということは明白である。内報提供者は、エクイティ・ファイディング社の秘密を漏らすことに対し、いかなる金銭上の、又は個人的な利益を受領しておらず、また、内報提供者の目的は、ダークスに対し、価値のある情報を提供するということでもなかった。この事案の事実が明白に示唆しているように、内報提供者は、詐欺を暴露するという願望によって、動機付けられていた⁴⁴⁰。内部者による株主に対する義務の違反が存在していなければ、ダークスによる派生的な違反はなかったそれゆえに、ダークスは、「内部者による信任義務違反という事実が発生した後の参加者」ではありえなかった。

⁴³⁸ Id.at665

⁴³⁹ Id.at666

⁴⁴⁰ Id.at667

我々は、この事実の状況において、ダークスが、彼の取得した内部情報の使用を断念する義務を有していなかったという結論を下す。それゆえに控訴裁判所の判決は、破棄される。本判決は信任義務を前提に、内報提供者にそうした違反がなければ情報受領者には違反と認めないとしたものである。

(6) オヘーガン事件⁴⁴¹ 連邦最高裁判所判決（不正流用論理）

チアレラ事件、ダークス事件に係る連邦最高裁の見解は証券市場の公平性確保の観点から SEC にとっては不十分で納得できないものであった。そこで信認義務理論を克服するものとして不正流用理論が主張された⁴⁴²。

その後下級審では SEC によって不正流用論が主張され、争われていった。その中で、不正流用理論の問題点は、情報源に対する信認義務違反がなぜ投資家との関係で詐欺とされるのかが明らかにされないことであった。

即ち、規則 10b-5 は詐欺が証券取引に行われるとの構成をとっているため情報源に対する信認義務違反が、証券取引に関する詐欺といえるのかが争点となった。この点に関し不正流用理論を採ると明確に述べたのが次のオヘーガン判決である⁴⁴³。

事実関係は次のとおりである。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＆ホイッ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、グラント・メトロポリタン PLC（グラント・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＆ホイットニー法律事務所を抱えた。グラント・メットとドーシー＆ホイットニー法律事務所の両者とも、グラント・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、グラント・メットを代理していた件に携わってはいなかった。ドーシー＆ホイットニー法律事務所は、1988年9月9日にグラント・メットの代理を辞任した。それから1カ月も経たない1988年10月4日、グラント・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。

⁴⁴¹ United States v O Hagan 521 U.S. 642(1997)

⁴⁴² 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 15 巻 3 号 331 頁（1998）松井一郎判例研究「UNITED STATES v . O , HAGAN」清和法学研究 6 巻 2 号 293 頁（1999）

⁴⁴³ 北山茂「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」企業法研究13号86頁（2001）

ドーシー & ホイトニー法律事務所が依然としてグラント・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毎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⁴⁴⁴。

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。グラント・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・オプション及び普通株式を売却し、4.3 百万ドル超の利益を得た。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を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。

起訴状では、オヘーガンは、グラント・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ト・メットに対する詐欺を行ったと主張されている。陪審は、全部の訴因につきオヘーガンを有罪とし、同人には 41 カ月の禁固刑が課された⁴⁴⁵。

法廷意見ではこれまでの内部者取引に係る各判決を引用し、総括する形で意見を述べている。ポイントは、以下のとおりである。

これまでの伝統的理論である信認義務理論に言及するとともに不正流用説を述べる。信認義務説と不正流用説とは相互補完的關係で、前者は会社内部者を対象にし、後者は外部者を対象とする。情報源に対する不正流用は証券取引所法 10 条 b 項、規則 10 b -5 違反の構成要件である「証券の売買に関して」行われた「欺罔的策略又は詐術」（詐欺的行為）とする関連性を充足する。即ち、内部情報はそれを所有する者が独占的に利用できる財産と同様に考えられたため所有者に開示することなく当該情報を利用して「証券取引において」利益を得ることは横領と類似し、詐欺になる。したがって、内部情報の所有者に当該情報の利用につき開示して取引すれば規則 10 b -5 に違反せず、刑事罰は科せられない。不正流用理論は、これまでの当裁判所の判例にも矛盾せず、一貫している。

不正流用理論を採用することを連邦最高裁判所として明確に述べており、現在の司法当局の見解であるので詳細に見ることにする。

ギンズバーグ判事の法廷意見

⁴⁴⁴ Id.at648

⁴⁴⁵ Id.at649

(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、法 10b 及び規則 10b-5 の違反となるのか。) 当裁判所はまず、法 10b 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。⁴⁴⁶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 10b 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できるものと判示する。

A

証券取引所法第 10 条(b)項は、...SEC が定める規則に違反し、証券の売買に関して欺罔的な手段の行使をすることを禁止している⁴⁴⁷。当該規定は、文言のとおり、その範囲を証券の買い手又は売り手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。

内部者取引責任の「伝統的」又は「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、法第 10 条(b)項及び規則 10b-5 の違反とされる⁴⁴⁸。「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第 10 条(b)項に基づく「欺罔的な手段」に該当する、と当裁判所は既に認めている。

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(あるいは取引を控える義務)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、一時的に会社の受認者となる弁護士、会計士、コンサルタントその他の者にも適用される。

「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 10b 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、受認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若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、取引者となった受認者による、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け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

⁴⁴⁶ Id.at650

⁴⁴⁷ Id.at651

⁴⁴⁸ Id.at652

く取引を行うことを違法とするものである⁴⁴⁹。したがって、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。

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「欺罔的な手段又は術策を伴う」という法第 10 条(b)項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、政府側がい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」受認者は、本人を「欺いている」か、詐欺を働いている。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、開示がありさえすればよい。」

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、受認者が、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、よって法第 10 条(b)項違反も存在しない。但し、取引者となった受認者は、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。

B

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」という法第 10 条(b)項の要件を取り上げる。この要素は、受認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認者による詐欺が完了することにより満たされる。したがって、証券取引と義務違反は同時に行われている。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⁴⁵⁰。

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。不正流用理論は、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)項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

⁴⁴⁹ Id.at653

⁴⁵⁰ Id.at654

わせたり、他者から金銭を横領したりして、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やいなや完成している」と政府側は述べている。即ち、金員をもってすれば、すべてとは言わないまでも多くのものを買い求めることが可能であり、したがって、その不正流用は、爾後の証券取引とは十分に切り離されるとみなすことができ、法 10 条(b)項の「関連性の」要件は充足されなくなる⁴⁵¹。

情報は、金銭と同様、多くの用途に用いることができるため、不正流用論は一貫しないという反対意見の説明は、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第 10 条(b)項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になるとするのは、当然のことである⁴⁵²。反対意見では、政府側は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⁴⁵³。

不正流用論は、法 10 条(b)項の文言と適合しており、同条項は、特定可能な買主又は売主の欺罔ではなく、「証券の売買に関する」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に比して一般投資家の情報上の不利益は、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不利益ではない⁴⁵⁴。

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、及び法第 10 条(b)項の基礎にある連邦議会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、同人を法第 10 条(b)項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

⁴⁵¹ Id.at656

⁴⁵² Id.at657

⁴⁵³ Id.at658

⁴⁵⁴ Id.at659

することから、適正に法第 10 条(b)項による問責の対象とされている⁴⁵⁵。

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、問題の法第 10 条(b)項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第 10 条(b)項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」という法第 10 条(b)項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、法第 10 条(b)項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、チアレラ対合衆国事件である。控訴裁判所は、「証券取引の当事者に対する義務違反、又は（拡大しても）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、法第 10 条(b)項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とるものであり、法第 10 条(b)項が、特定可能な証券の買主若しくは売主ではなく「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、自らが取扱った書類から対象会社の名称を推定し、公開買付発表されるのに先立って対象会社の株を買い、発表後に株価が上昇するのを予測した。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⁴⁵⁶。印刷工は、この取引に関して法第 10 条(b)項及び規則 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

⁴⁵⁵ Id.at660

⁴⁵⁶ Id.at661

ことはできないという判決を下した。法第 10 条(b)項の下では「すべ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、開示又は取引自製の義務は、「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の証券取引のための不正流用は、証券の売買に関連した詐欺にあっていたものであり、よって法第 10 条(b)項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((ブレナン判事; 判決に対する補足意見)(バーガ者席判事; 反対意見)(ブラックマン判事、マーシャル判事とともに反対意見)を参照のこと)。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(スティーンズ判事; 補足意見)。

したがって、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⁴⁵⁷。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、法第 10 条(b)項に基づく責任は、証券の買主又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「法第 10 条(b)項に基づく責任は、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、法第 10 条(b)項が「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效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、当該企業が重大な詐欺に参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

⁴⁵⁷ Id.at662

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⁴⁵⁸。

SEC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第10条(b)項及び規則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。SEC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、法第10条(b)項及び規則10b-5に基づき、未公開情報をそれに基づき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。「すべ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。

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、個人的利得のためではなく、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。情報提供者らによる違反がなければ、情報受領者の派生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又は不適法に入手した訳ではない」としていることである。したがって、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、法第10条(b)項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件の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、法第10条(b)項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⁴⁵⁹。当裁判所は、セントラル・バンク事件において、証券市場の二次的關係者は、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、あるいは証券の買手若しくは売手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、いずれかの者又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、そこから法第

⁴⁵⁸ Id.at663

⁴⁵⁹ Id.at664

10条(b)項は、買手若しくは売手、あるいは他の市場参加者が依存する欺罔的表示又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第10条(b)項及び規則10b-5に基づく一次的責任の対象とな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。⁴⁶⁰しかも、セントラル・バンク判決における判示は、法第10条(b)項及び規則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。

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。

第8巡回裁判所が、不正流用論は法第10条(b)項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、法第10条(b)項及び規則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。

内部者取引に関する新規則

内部者取引規制の論理のうち不正流用論については、判例の中で議論されているように外部者をどの切り口で義務者とするか明確でない部分がある。そこに批判が出されているところであったが、これらの批判を踏まえ2000年8月SECにより新規則が発せられた。この新規則(規則10b5-1、規則10b5-2)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線を設けようとするものである。新規則が対象とする事項以外は全て、従来のまま維持されると明言されている。

(1) 規則10b5-1

オヘーガン判決では触れられていないが、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、裁判所の間で意見が一致していなかった。新規則では、取引者が購入若しくは売却の時点において重要な未公開情報を「知っていた」場合でも、規制の趣旨から広範に対象とするため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。しかし、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。例えば、事前に存在していた投資計画、事前の契約、事前の指示による取引などである。したがって、実質的には使用したことが要件となる。

(2) 規則10b5-2 信認義務の明確化

前述のとお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。この説は、前述のとおり会社関係の会計士・弁護士、会社と従業員などのビジネス関係の場合

⁴⁶⁰ Id.at665

には、明確であるが、内部者取引でよく見られる親族・友人関係等については適用されるのか、不明瞭であった。SECは、これら特定の非ビジネス関係に対して不正流用論が適用されるのかどうかを明らかにするために、規則 10b5-2 を採択した。新規則では、以下のような状況のなかで非公開の秘密情報を受け取った者は、信認義務を負うことになっているとしている。なお、内部者取引規制は州会社法を連邦法に取り上げたといわれているが、今回の規則 10b-5-2 制定によって事実上州家族法を連邦管轄にした）ともいわれている。

(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、若しくは兄弟などの特定の家族関係にあること

(参 考) 新規則による家族関係の規定 10b-5-2(b)(3)

ある者が重要な非公開情報を配偶者、両親、子供、兄弟から受取り又は取得した場合はつねに信託及び信頼の義務を負う。ただし、情報の受領者又は取得者が、これまでの両者の関係、慣行や秘密情報を共有してきた慣習からその情報を秘密にしておくとはわからずにいたこと、またわからなかったことが尤もであることを証明すれば、信託及び信頼の義務は免責される。

次に同じオヘーガン判決でもう一つの主要な問題であった公開買付けの状況における詐欺的行為に関する部分を紹介したい。公開買付は最近企業戦略として積極的に使われており、今回問題提起のテーマである村上ファンド案件がこれに当たるものである。

オヘーガン事件のもう一つの問題点

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、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、この規則が証券取引所法によって同委員会に与えられた規則制定権限を逸脱しているのかという点である。連邦最高裁判所は、逸脱を否定し権限内のものと判断した。以下でギンズバーグ判事による最高裁判所の判決文をみることにする。

(判決文)

次に、当裁判所は、公開買付に関連する証券取引所法 14 条 (e) 項及び SEC 規則 14e-3(a)に違反した詐欺的取引に係るオヘーガンの複数の有罪判決を控訴裁判所が破棄した根拠を検討する。ただ一つの争点があるが、これらの有罪判決に関して当裁判所に対して提起されている。果たして控訴裁判所が判決を下したように、委員会が問題の取引が信認義務違反を伴っていたことの立証を要求する

ことなく規則 14e-3(a)を採択したことは、法 14 条 (e) 項に基づくその規則制定権限を逸脱していたか否かである。当裁判所は、委員会がこの点に関し、本件に係る範囲においてその権限を逸脱していなかったと判示するものである⁴⁶¹。

問題を左右する制定法上の規定である証券取引所法 14 条 (e) 項は、関連部分において以下のとおり規定している。

「いかなる者であっても、公開買付けに関連して詐欺的、欺罔的又は操作的行為若しくは業務を行うことを違法とする。…SEC は、本項の目的のため、詐欺的、欺罔的又は操作的とされる行為若しくは業務を、規則及び規定をもって定義し、これを防止するために合理的に策定される手段を定めるものとする。」

法 14 条 (e) の第一文は、公開買付けに関連した詐欺的行為を禁止している。この直接効力を有する禁止規定は、ウィリアムズ法により 1968 年に証券取引所法に追加されたいくつかの条項の一つである。同項の第二文は、定義及び予防のための規則制定の権限を委員会に委任している。連邦議会は、ウィリアムズ法に対する 1970 年の改正の際に、法 14 条 (e) 項にこの規則制定権限委任を追加した。

法 14 条 (e) 項及びウィリアムズ法の開示に関するその他の条項を通じて、連邦議会は、「自らの株式について現金による公開買付に直面した」株主が「十分な情報なく対応を強いられることのない」ようにすることを狙いとしていた⁴⁶²。(全員一致判決) (ウィリアムズ法の「まさにこれという目的・真意」は「十分な情報を得た上での株主による意思決定」であった。)) シュライバー対バーリントン・ノーザン・インク事件において当裁判所が認めているように、連邦議会は、ウィリアムズ法によって、「開示を、裁判所が課す『公平さ』や『人為性』の原則ではなくむしろ、… 市場規制の好ましい方法とする」ことを意図していたのである。法 14 条 (e) 項は、「10 条 (b) の要求するところに比べ公開買付けについては更に明確な開示を要求する一方で、ウィリアムズ法の他の箇所に見られる更に厳密な開示規定を補うものである」と当裁判所は説明している。

法 14 条 (e) 項の規則制定権限に依拠し、委員会は 1980 年に規則 14e-3(a) を公布した。当該規則は、以下のとおり規定している。

「(a) いずれかの者が公開買付けを開始するための実質的な措置を講じるか、公開買付けを開始した (買付申込者) 場合、当該公開買付けに関連する重要な情報を保有するその他の者が、当該情報が未公開であることを知っていたか、知っていたはずであり、かつ当該情報が、(1) 買付申込者、(2) 当該公開買付の対象となったか、対象となる予定の証券の発行者、あるいは(3) 買付申込者若しくは当該発行者を代理している役員、取締役、パートナー、従業員又はその他

⁴⁶¹ Id.at667

⁴⁶² Id.at668

の者から直接若しくは間接に取得されたことを知っているか、知っていたはずである状況において、かかる他の者が、当該証券か、当該証券に転換可能若しくは交換可能な証券か、又は前述の証券のいずれかを取得若しくは処分するオプションや権利のいずれかを売買するか、売買させることは、証券取引所法14条(e)が定義するところの詐欺的、欺罔的又は操作的行為若しくは業務にあたるものとする。但し、売買に先立つ合理的な時間内に、当該情報及びその情報源が、報道発表その他の方法により公的に開示されている場合は、これに限らない。」⁴⁶³

委員会は、規則 14e-3(a)が「開示か取引自制か」を命令・義務付けるものと述べている。第2巡回控訴裁判所は、同規則の要点を簡潔にまとめている。

「実行以前の公開買付に関する重大な未公開情報に基づいて取引を行った者は、その情報が公開買付申込者若しくは発行者の内部者、又は前記の者を代理している何者から『直接又は間接に』取得されたと知っているか、知っているはずの当該情報に基づき取引を行った場合に、規則 14e-3(a)に違反したこととなる。規則 14e-3(a)は、開示規定である。これにより、同規定の範囲に収まる取引者に対して、当該取引者が情報の秘密保持を遵守する既存の信認義務を負うか否かに関係なく、自制又は開示する義務が生じることとなる。」SEC 対マイオ事件では「規則 14e-3 により、重要な未公開情報を開示するか、将来起こり得る公開買付けに係る株式の取引を自制する義務は、当該情報が信認義務違反により取得されたか否かに関係なく、生じる。」とする。

第8巡回裁判所の見解によれば、規則 14e-3(a)は、問題の取引が信認義務に違反したか否かを問わず適用されるため、当該規定はSECの法14条(e)に基づく規則制定権限を逸脱するという。

第8巡回裁判所は、法14条(e)項の規則制定権限の本質に的を絞っている。即ち、「当該規定は、『詐欺的』な『行為及び業務』を『定義』し、これを『防止するために合理的に策定される手段を定める』権限をSECに対して与えるものである。」即ち、第8巡回裁判所は単純に、これは単にSECが、当該法律が既に「詐欺的」と定義する「行為及び業務」を公開買付けの状況において「特定かつ規制」することができることのみを意味するものであって、SECは「詐欺を自ら定義する」ことはできないというのである⁴⁶⁴。

シュライバー事件において、法14条(e)項の「詐欺的、欺罔的又は操作的行為若しくは業務」という語句における「操作的」の語は、同語が10条(b)において意味するところを単に意味する旨、当裁判所が判示していると、第8巡回裁判所は指摘している。不実表示又は開示の懈怠なしに、ある行為を操作的とすることはできない。法10条(b)項の解釈により法14条(e)の解釈が導かれ

⁴⁶³ Id.at669

⁴⁶⁴ Id.at670

ると、第8巡回裁判所は付け加えている。シュライバー事件において当裁判所が法14条(e)による「『詐欺防止のための広範な禁止』は法10条(b)項及び規則10b-5の詐欺防止規定に倣ったものである。」

法10条(b)における「詐欺的」の意味については、第8巡回裁判所はチアレラ事件に依拠している。第8巡回裁判所は、同事件において当裁判所が、「信認上又はそれに類する信頼と信認の関係」から生じる、話す義務のあった場合にのみ、情報開示の懈怠が法10条(b)項における「詐欺的」であり得るとしたと述べている。法10条(b)項「が信認義務違反の立証を要求しているように、当該違反は法14条(e)違反を結論付けるためにも必要であると、第8巡回裁判所は結論付けている⁴⁶⁵。

詐欺的行為を「防止するために合理的に策定される手段を定める」法14条(e)に基づく委員会の権限については、第8巡回裁判所は以下のとおり述べている。即ち、「適正な解釈として、本規定は単に、SECが公開買付けの分野において広範な規制上の権限を有していることを意味してはいるが、当該規定の用語は確定した意味を有しており、SECが行政規則により変更することのできないものである。」

合衆国側は、第8巡回裁判所による法14条(e)の解釈は、詐欺的行為を定義する委員会の権限と当該行為を防止する委員会の権能の双方を誤解したものであると主張している。合衆国側は、「『定義の権限』は、SECがコモン・ロー上の詐欺（それ自体、法14条(e)項の直接効力を有する[self-operative]第一文において別途禁じられている）を超えることを許されていなければ、実質無意味なものとなってしまふ」と主張している。

合衆国側は、法14条(e)項に基づき詐欺的行為を定義する委員会の権能が、10条(b)に基づく規則制定権限より広範であることを主張するにあたり、控訴裁判所によるシュライバー事件の解釈を問題にしている。合衆国側は付足的に、シュライバー事件の裁判所が取り上げた用語は「操作的」であったと言及している。「詐欺的」の語とは異なり、「『操作的』は、証券市場に関して用いられる場合には、実質的に専門用語である」と合衆国側は述べている。更に、シュライバー事件は、10条(b)項に類する文言を含む文である法14条(e)項の第一文中の直接効力を有する規定の違反とされる行為に関するものにすぎない、と合衆国側は主張する。他方、規則制定権限委任を含む法14条(e)項の第二文については10条(b)項に追随するものではない、と合衆国側は指摘している⁴⁶⁶。10条(b)は、単に「操縦的若しくは欺罔的な手段又は計略」を禁止する権限をSECに与えているだけである。むしろ、法14条(e)項の規則制定の規定は、証券取引所法15条(c)(2)(D)である。1938年以降ね15条(c)(2)により、委員会に対して「詐欺的、欺罔的又は操作的とされる[ブローカー・ディーラーの]行

⁴⁶⁵ Id.at671

⁴⁶⁶ Id.at672

為若しくは業務を定義し、これを防止するために合理的に策定される手段を定める」権限が与えられていた。連邦議会がこの同じ規則制定に関する文言を1970年に法14条(e)項に追加した時点で、委員会は15条(c)項(2)に基づく権限を、コモン・ロー上の詐欺の領域を超えるために既に用いていたと、政府側は述べている。

当裁判所は、本件において、「詐欺的とされる行為及び業務を…定義する」委員会の法14条(e)項に基づく権限が、法10条(b)項に基づき詐欺を定義する委員会の権限より広範なものであるか否かを決定することを要しない。というのは、規則14e-3(a)が、この類いの事件に適用される場合、公開買付けの状況において重要な未公開情報に基づく詐欺的取引を「防止するために合理的に策定される手段」として法14条(e)に基づき適切であるという点で、当裁判所は合衆国側と同意見であるからである⁴⁶⁷。予防的措置は、その使命が防止にあるため、その対象は概して、禁止される中核的行動以上のものを網羅することになる。

当裁判所が、シュライバー判決において言及しているように、法14条(e)の規則制定権限により、「操作的」のような専門用語の場合であっても、「『操作的』という語自体の意味の変化を示唆することなく、操作的行為を防止するための『合理的に策定された』手段として非欺罔的行動を規制する」「裁量の幅」を、委員会は与えられている。したがって当裁判所は、法14条(e)項に基づいて委員会は、行為自体がコモン・ロー又は10条(b)項の下で詐欺的ではなくとも、その禁止が「詐欺的とされる行為若しくは業務を…防止するために合理的に策定されて」いる場合には、当該行為を禁止することができるものと判断する。

連邦議会により法14条(e)項において委員会は準立法である規則を定める権限を与えられているため、当裁判所は、委員会の判断に対して「単なる尊重又は重視を超えるもの」を負っている。そのため、規則14e-3(a)の「開示か取引自制か」の命令が、詐欺的行為を防止するために合理的に策定されたものであるか否かを判断するにあたり、当裁判所は委員会の判断が「恣意的か、気まぐれであるか、又は明らかに当該法律に反していない限り、委員会に秤量の判定権限を与えなければならない。この場合、委員会の判断はこれらのいずれにも当たらない、というのが当裁判所の結論である⁴⁶⁸。

「開示か取引断念」義務の規則を採用するにあたり、委員会は以下のように説明している。即ち、「当委員会は、公開買付に関する重要な未公開情報を有する者による取引についての深刻な懸念を過去にも表明しており、今後もそのような懸念を持ち続けるものである。前記のような取引により、市場情報の不公平な偏在や市場の混乱が生じる。かかる者との間で売買を行う証券保有者は、開示の恩恵やウィリアムズ法による実質的な保護を事実上奪われることになる。

⁴⁶⁷ Id.at673

⁴⁶⁸ Id.at674

当該情報を提供されれば、これらの証券保有者は、情報を得た上で投資判断を下すことができるはずであり、かかる投資判断により、重要な情報が周知されるか、公開買付が開始あるいは終結するまでの間証券の売買を延期するということもあり得る。」このように委員会は、規則 14e-3(a)をウィリアムズ法による保護の効果を確保するために必要かつ適正な手段として正当化している。

合衆国側は、規則 14e-3(a)が「義務違反である可能性があるが、その証明が困難な」取引に及ぶと強調している。第 10 巡回控訴裁判所が認めているように、「特に公開買付の状況においては、秘密情報を有する相当に広範囲な集団が存在する」ものであり、取引の設定に関わった弁護士、投資銀行家及び会計士がその顕著な例である⁴⁶⁹。当該情報の利用可能な状況は濫用に繋がる可能性があり、それは「公開買付が行われるというほのめかしでさえ、対象会社の株価を急騰させる可能性がある」からである。未公開情報を託された個人は、特に当該個人が発行者に対して長期に亘る忠実義務を負わない場合において、「[自らに]もたらされる可能性のある巨額の短期的利得」に照らし、当該情報に基づき取引を行う誘惑に抵抗できない可能性がある。

「ある者が[重要な未公開情報に基づいて取引した]ということを経況的に証明するのは可能かもしれないが、取引者が、自ら又は最終的な内部者たる情報源の者が負う信認義務に違反して当該情報を取得したことを証明することは、ほとんど不可能である。」内部者から受取った情報に基づき取引を行う「情報受領者」の例が、この問題を例示している。

規則 10b-5の下では、「情報受領者は、内部者が当該情報受領者に情報を開示したことによって会社の株主に対するその信認義務に違反し、かつ当該情報受領者の違反があったことを知った、又は知るべきであった場合にのみ、重要な未公開情報を利用して利益を得てはならない、との会社の株主に対する信認上の義務を負う。」公開買付けに関する未公開情報に基づいて取引を行った情報受領者が信認義務に違反したことを示すためには、内部者たる情報源の者が信認義務に違反したという証拠だけでなく、情報受領者がそのような違反を知っていたか、知っているはずであったという証拠を要することとなる。「それでも、大抵の場合において、情報転送の当事者となるのは、内部者と情報受領者とされる者のみである。」⁴⁷⁰

要するに、重要な未公開情報に基づく取引が、買付申込者若しくは対象会社又はそれらの代表者に対する秘密保持義務の違反をしばしば伴うということは、想起できる。委員会は、巧妙な取引者が責任を免れ得るという証明の問題点を認識しているので、信認義務違反に関する特定の証拠を要求しない「開示か取引自制か」という定めを規則 14e-3(a)に設けた。当該規定は、本件に適用した場合、公開買付の状況における重要な未公開情報に基づく詐欺的取引を「防す

⁴⁶⁹ Id.at675

⁴⁷⁰ Id.at676

るために合理的に策定される手段」にあたると、当裁判所は確信する。したがって、オヘーガンが告発された類の不正流用を防ぐ役目を果たしている限り、規則 14e-3(a)は法 14 条 (e) 項に基づく委員会における予防上の権限の適正な行使である。

オヘーガンは、第 8 巡回裁判所の判決を肯定する別の根拠として、法 14 条(e) 項は「公開買付に関連した」詐欺的行為を禁止するものであるにもかかわらず、規則 14e-3(a)が、公開買付を「開始するための... 実質的な手続」が行われた場合、即ち、当該公開買付に先立つ取引を禁止しているため、無効であると主張している。オヘーガンは更に、公開買付け前の行為を対象としているため、規則 14e-3(a)が「二つのレベルにおいて適正手続に適合しない」と主張している⁴⁷¹。

即ち、当該規則は「公開買付に先立つ何時に法 14 条 (e) 項違反が発生するかについて公平な警告を果たしておらず」、また「故意の要件を必要としていない」としている。控訴裁判所は、これらの議論を取り上げておらず、オヘーガンは、当該裁判所に提出された準備書面においてこの適正手続の問題点を提起していなかった。当裁判所は、初めて提起されたこれらの論点については検討しない。当該控訴裁判所は、差戻しにあたりオヘーガンが維持する論点を取り上げることが出来るものとする。

4. 審決等の小括

一世紀にわたる米国の内部者取引規制に係る裁判所の判決等をみてきた。連邦裁判所の立場は、判例主義、先例主義をとる司法制度の下で情報の平等理論から信認義務理論へと大きく方向を変えたと前述のとおり指摘されている。不正流用理論は信認義務理論の派生、接ぎ木であるともいわれ、大きくは信認義務理論に含まれるものと見て良い。しかし、判例をよく読むと一貫して信認義務理論が基本にあり、開示か取引断念義務にそれが反映しているとも読みとれる。判例論理が変更したと説明されても、終始各判決の中で開示か取引断念義務が連続性を持って強調され説明されいる点にその側面が見える。

個別事案の対象事実関係から判決をどのように読むかによって解釈の違う立場もありうる。今回はそうした観点で詳細に判決を検証した。判決文言は連鎖しており、継続している。確かにこれまで見てきた各判決の論理に明確な矛盾はない。情報への近接性から他の一般投資者との間に不平等である場合には、市場に対する信頼が損なわれる、市場が機能を失うことになるので、開示するか断念するかの一時的義務が生じ、開示を怠れば、内部者取引行為になるとしたのに対し、そうした義務は信認義務があるから生じるのとして無制限には認められないと枠をはめながら、拡充しているのが実態ではないか。米国連邦最高裁判所の立場は、SEC の規則 10b-5 という詐欺防止の包括条項を実質的に当事者間の問題から市場全般に及ぼし、基本的に未公開情報を得て証券取引を市場の内外で行う者は会社内部者であろうと外部者であろうと信認義務等の特別

⁴⁷¹ Id.at677

な関係があればその信認義務者等に対し開示責任を課し、開示するか取引を断念するかを選択を強いることとする。義務に違反すれば内部者取引違反となる。米国では、内部者取引規制について実質基準を持ち出し、不正流用論を採って取っているが、これは信認義務論とも矛盾せず、相互補完的であるとする。会社内部者と株主のような場合には信認義務関係で律し、外部者との関係については情報源との信認義務類似の関係で不正流用を律するとする。信認義務ないしこれに類する関係から内部者の範囲等を画していくことにしている。

わが国にとって参考になるのは、第一に信認義務ないし類似の関係をもって規制の対象者等を明確に規律しており、この義務を淵源に内部者の範囲、情報受領者の責任を判断している。要は米国では包括条項である規則 10 b -5 をもって内部者取引規制を施行しており、その法的フレームとして、証券取引に詐欺等がみられた場合にコモン・ローによる不法行為責任として積極的救済を図った信認義務論理を規則 10 b -5 に導入拡充し、規制している。第二に参考となるのは、内部者取引の定義を法案化しようとする動きがあったものの、弊害が出ることから結局見送られ、包括条項である規則 10 b -5 の実質基準を英米法のエクイティの中で従来より用いられてきた伝統のある信認義務関係を拡充することで対応する不正流用理論が司法判断として確定していることである。そして不正流用理論で不明確な部分は証券取引委員会の新規則、通牒の形で逐次補充されている。

要は、実質基準条項の中で信認義務関係による基準を持ち込んで判断し、解釈の不足部分は新規則等で規律する立場に立っているということである。信認義務関係は英米法の重要な法制度・概念として定着しており、したがってその運用も英米では予測可能なものである。米国では証券取引委員会のエンフォースメントは確かに証券取引における不公正行為の抑制であるが、本来的に刑事罰権の発動を目的としない行政手続き、民事手続きを主眼とした組織であり、権限としても刑事処分を目的とした強制的権限はない。そうしたことから SEC による内部者取引規制の執行は、刑事手続きに係る証拠の採取等について困難な状況がある。英米法では司法取引制度があるため行政、民事手続きの過程で不公正があったかどうかの確定は別にして和解が行われることが多いので、要件の厳密な該当性を求められない。さらに内部者取引規制の意義として市場ルールを破るものに不当な利益を取得させないとの観点からは、利得の吐出し等が抑制手法として最適であり、効率的であるとしている。

以上から、内部者取引規制に係る米国判例の変遷を見たが、判決はその時々々の証券取引を取り巻く社会経済環境に適合させ、元々の取引所法、委員会規則が何も書いていない実質基準の包括条項であるため、ともすると過度な適用になりがちな傾向にあるところを抑制するため、開示取引断念原則と信認義務という法原則を組み合わせ、適切な結論を導き出しているといえる。しかし、結果的には信認義務をその論理に含ませない、純化した情報の平等理論が対象とする範囲とほぼ変わらないものとなっていることも指摘したい。

第5章 ヨーロッパ（EU）の内部者取引規制

1. EUの市場

スペイン、ポルトガル、オランダなど海洋ヨーロッパ諸国を中心に展開した16世紀後半の大航海時代には商業活動の中心が地中海から大西洋に移るとともに商業資本が急速に発展し、商業革命と呼ばれる時代を迎えた⁴⁷²。その貿易業者や生産業者への資金供給等のため自然発生的⁴⁷³に各地域、各国でそれぞれ証券市場が設立され、その取引所に関係する者、証券仲介業者などによって自発的自主的な取組として彼らが開設した市場における証券取引規制を定めてきた。その初期段階においては債権や有価証券の取引、その価格の値決め等について独自のルールや規制を決め、運営をした。その後証券市場は国内経済に占める割合、影響の大きさから徐々に国家の関与を受けることになった。20世紀になり本格的に国家関与・監督のもと有価証券と発行や売買、情報開示の法律、規則等が定められた⁴⁷⁴。そこで国家による証券監督機関が誕生したが、その機関及び規制根拠については、各国固有の歴史が見られる⁴⁷⁵。

近年ヨーロッパ諸国は、ヨーロッパ連合⁴⁷⁶として経済・通貨統合の実現、共通外交安全保障政策の設定、国家主権の一部制限等を行いながら地域統合を図り、域内市場統合を進め、一層の整備を図るため証券関係法の全面的な見直しに着手した。金融サービス部門の全分野を対象に、残存する障害に焦点を置き、その最終的な除去を目標とした「投資サービス・規制市場指令」の具体化を最大の課題として地域統合を促進した結果、2004年4月には「金融商品市場指令」（MiFID）⁴⁷⁷が採択・導入されることになった⁴⁷⁸。

またこの一環として、特に内部者取引について共通の規制を制定し、証券取引に透明性と客観性を採り込み健全化を図るとともに投資者の信頼獲得による

⁴⁷² 浜島書店編集部『プロムナード世界史』86頁（1997）

⁴⁷³ 日本証券業協会証券教育広報センター、高橋文郎良編『新証券市場2008』19頁（2008）
アムステルダム証券取引所は世界で最古の証券取引所。1602年にオランダ東インド会社によって、株券や債券を売買するために設立されている。

⁴⁷⁴ Mathias M. Siems The Foundations of Securities Law P6（10 September 2008 *European Business Law Review* Vol. 20, 2009 141-171）

⁴⁷⁵ 参考図書『図説ヨーロッパの証券市場2009年版』、『図説イギリスの証券市場2009年度版』（財）日本証券経済研究所（2008）、NIAMH MOLONEY『EC SECURITIES REGULATION Second Edition』OXFORD UNIVERSITY PRESS（2008）MOLONEYの著書はヨーロッパの証券規制を有価証券と投資サービスシステムについて検証したもの

⁴⁷⁶ 1992年2月7日マーストリヒト条約調印、翌年11月1日欧州連合発足。

⁴⁷⁷ MiFID（金融商品市場指令）「DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004, on market in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC」同指令の概要としては大橋善晃 EU金融商品市場指令[MiFID]証券レビュー第47巻11号40頁（2007）参照

⁴⁷⁸ Niamh Moloney EC Securities Regulation Second Edition（2008）ECの証券と投資サービス規制を包括的に説明するもの

証券市場機能の効率化を深耕し金融資本市場の活性化を企図することにした。

証券市場の活性化において市場機能の発揮できる法環境の整備が必要であることは当然のことであるが、市場先進国では、物理的な取引所といった囲まれた場所である注文を受け、板寄せし、商いを成立させる空間、かつては数多くの場立ちさんが身振り手振りで賑わいを呈した体育館のような建物と音をカチカチと音を出す電信であったり、ベルが鳴る電話であったりする情報伝達手段の整備が進められた。

2 . EU の内部者取引規制

EU はこうしたグローバルな金融商品取引規制に係る行為規制として、具体的にその規制インフラを整えるべく 1989 年には内部者取引に係る共通規則として DIRECTIVE 89/592/EEC 指令（以下「内部者取引指令」とする）を発出し、2003 年にはスコープを広げ内部者取引と相場操縦（市場濫用）に係る DIRECTIVE 2003/6/EC（以下「市場濫用指令」とする）を改めて追加している（手続的には前指令を廃止し後指令を新設した形式を取る）。こうした指令を出し、その規定の加盟国法への移入を指示し、このように域内諸国の規制内容の統一化を進めており、その着実な展開が示されている⁴⁷⁹。第一弾の内部者取引指令は、大枠を定めるものであり、移入も加盟国の自主性に任せていたが、第 2 弾の市場濫用指令は加盟国間の統一を図るべく詳細に規定している。

3 . 内部者取引指令（DIRECTIVE 89/592/EEC）

1989 年の内部者取引指令は、それまで加盟各国でそれぞれの取引規制に係る方針のもと独自採用されてきた内部者取引規制を調整するため 1989 年 11 月 13 日に発出（指令第 15 条）された。実行に移すまでの経過期間が設けられ、施行時期は 1992 年 6 月 1 日と定められた。加盟各国ではその期間までに国内法化され施行される（指令第 14 条）ことになっていたが、英国は必要な修正が間に合わず翌年に持ち越し、ドイツは更に時間を要し、1994 年ようやく施行されるに至った⁴⁸⁰。

（1）内部者取引に関する定義

内部情報

まず、第 1 条第 1 項で「『内部情報』とは、発行体（単複）又はその発行体によって出された有価証券（単複）に関する確実性を有する未公表の情報で、もしそれが公表されたならば当該有価証券の価格に重要な影響を与える虞のあるものをいう。」とし、内部情報について有価証券の発行会社またはその有価証券に関する情報で、その情報の性質が確実性を持ち、また公表された場合に

⁴⁷⁹ COMPARATIVE IMPLEMENTATION OF EU DIRECTIVES(1)P5 The British Institute of International and Comparative law city research series number eight (2005) (www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch)

⁴⁸⁰ 前掲（注 8）P9

は価格に対する重要な影響を与える虞を有し、取引の時点では未公表の状態にあるものと定義されている。

Article 1

1. 'inside information' shall mean information which has not been made public of a precise nature relating to one or several issuers of transferable securities or to one or several transferable securities, which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of the transferable security or securities in question:

前述したが米国の規則 10b-5 では内部情報の定義すらなく、その点については前述のとおり連邦議会では 1980 年代（84 年 88 年）に何度か法律による定義を試みる立法化の動きがあったものの結局、立法による弊害が大きいとして見送られている。しかし EU では、EU 加盟国間の統一規則を作るためには共通する標準形式が不可欠であるとして内部情報を定義付けている。

○内部情報の範囲

この定義で特徴的なのは、発行体（単複）又はその発行体によって出された有価証券（単複）に関する確実性を有する未公表の情報として、まず「情報」の範囲を所謂「発行体」の情報だけでなく「発行された有価証券」に関する情報として広範に認めていることである。

情報には大きく分けて 3 形体があるとされる。例えば、会社内部情報・資本額の減少など会社経営そのものから生じてくる情報で発行体情報と呼ばれるものである。会社外部情報・例えば競合路線地域内で他の鉄道会社や航空機関が路線開業の免許を得た場合など、会社の経営自体から発出したものではなく外部からの要因が直接、または間接的に会社の経営に影響の出るもので証券情報と呼ばれるものである。外部情報・同じく外部からの要因だが、例えば金利や為替政策に係る審議会でのこれまでの方針が変更されたことによって輸出産業や金融機関の融資姿勢などの経営環境が変化し会社発行の有価証券の価格に影響の出るものなどである⁴⁸¹。これも証券情報である。

会社の経営そのものから生じるものは発行体情報であり、後の 2 つは証券情報に区分される。このいずれのタイプの情報を含むが、本指令においては、第 2 条第 4 号で加盟国による金融政策等の情報は、適用除外とされている。わが国の内部者取引規制規定では、会社の経営自体から発出した発行体情報のみが対象となっており限定的であり⁴⁸²、検討を求める意見が出されているのは前述のとおりである⁴⁸³。

⁴⁸¹ 川口恭弘＝前田雅弘＝川演昇＝洲崎博史＝山田純子＝黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌 125 巻 4・5 号 445 頁（2002）

⁴⁸² 川村正幸編『金融商品取引法』473 頁中央経済社（2008）ただ、第 166 条 2 項 2 号が会社外部の事情が当該会社発行の有価証券価格に影響を与える事項を定めているとの説明（近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂第二版〕』商事法務（2003）もあるが、同号イが「災害に起因する損害」として定めており、株価に対する影響を発生事実としては規定していないので、分類上無理があるのではないかと。

⁴⁸³ 黒沼悦郎「内部者取引の立法論的課題 - 内部情報及び内部者の定義を中心として」『証券市場の機能と不公正取引の規制』79 頁 有斐閣（2002）

なお、アナリスト情報の取り扱いについては、特定ツールから入手した情報は別として通常の活動の中で作成されたアナリストの評価は除かれることになっている。評価が除かれるのであって、アナリストが取材等で得た会社経営者の発言などを消化せず、発言そのもの・生の情報の提供は当然該当する。

情報の確実性

次に情報について確実性(precise nature)を要求していることである。この確実性という要件は、米国証券取引所法及びSEC規則にはなく、またわが国の法令にもそのよう要件は規定されていない。情報の確実性を要求することで、単なる憶測や見解、噂を外す趣旨である。しかしながら、噂が市場で価格に取り込まれたような場合、例えばブローカーが噂を有価証券の発注価格に織り込むと、これは市場の価格形成に十分な影響を与えており、具体的な情報と云えなくはないが、この点について条文では触れられていない⁴⁸⁴。

重要性

重要性の定義については、「当該有価証券の価格に重要な影響を与える虞のあるもの(would be likely to have a significant effect on the price of the transferable security or securities in question)」と規定している。加盟国の多数はそのまま移入している。しかし、単に影響を与える可能性に留まらず重要な影響を与える虞とするならば具体的にどの程度のものを示すのか、または取引行為者の主観的立場か一般人の客観的な立場で判断するのか、さては合理的投資者について判断するのかなど具体性がなく不明であり、疑問がすぐに生じる⁴⁸⁵と指摘をされている。移入した加盟国の中では下落幅を規定している国⁴⁸⁶もある。また結果的に影響の虞の有無については行為者が主観的に判断するものと一般的に捉えられているが、開示との絡みで実際の取引時の虞なのか取引を動機付けられた時の虞なのかがやはり不明である。しかし、通常こうした取引行為は情報入手後短時間で行われるのでどちらでも差異がないといわれている⁴⁸⁷。要は、価格に重要な影響を与えるおそれのあるものとして、文字通り実質基準で判断するものとされている。

公表

公表の概念は、投資家に情報を開示することであり、そのこと自体は明確であるが次にどのような手段を取った場合に公表(made public)されたことになるのかについては、規定されておらず結局解釈に委ねられることになった。そのため加盟国ではこの点の移入定義が全く異なり二グループに分かれることになったと指摘されている⁴⁸⁸。市場のプロに対する開示でも足りるとする国(英国等)

⁴⁸⁴ Niamh Moloney EC Securities Regulation P753 (2002)

⁴⁸⁵ R.C.H.Alexander Insider Dealing and Money Laundering in the EU:Law and Regulation P84 (2008)

⁴⁸⁶ 前掲(注14)スウェーデンでは、10%の下落率を規定した。

⁴⁸⁷ 前掲(注14)P84

⁴⁸⁸ 前掲(注8)P10

とより広範な伝達を要求している加盟国(フランス等)とに分かれている。情報開示のもつ有意性が、本来の市場参加者であるプロ・仲介業者に限られるのか、より広範な一般投資家を睨んだものかの違いにあるのではないか。確かに市場のプロに伝達された場合直ちに市場価格に織り込まれることになり(効率的市場仮説)情報の開示性を満たすことになると考えることも可能である。

対象証券の範囲(有価証券の範囲)

次に有価証券の範囲については、第1条第2項「『有価証券』は以下のものとする。(a)株式および債券、株式と債券に準ずるもの。(b)(a)の売買予約契約、権利。(c)(a)の先物契約。(d)(a)の指数契約。ただし、当局による認可を受けた機関が規制・監督し、定期的に運営され、かつ一般投資家が直接・間接的に利用できる市場で取引が認められている場合に限る。」とその規制の趣旨から広く認めることが出来るように定められている。

結局、株式や債券、株式や債券に類似、準ずるものの他、これらの派生証券を列挙している。ただし、無制限に認めるわけではなく加盟国の市場において取引が認められるものか、発行登録され監督対象とされているものに限定している。言い換えれば、流動性に欠け市場で取り扱わないもの、登録されていないものは対象外となるが、第6条においては第2条の有価証券の対象範囲を拡大する権限を加盟国に与えており、オランダなどにおいては登録、非登録を問わず対象に加えている⁴⁸⁹。

2. 'transferable securities' shall mean:

(a) shares and debt securities, as well as securities equivalent to shares and debt securities;

(b) contracts or rights to subscribe for, acquire or dispose of securities referred to in (a);

(c) futures contracts, options and financial futures in respect of securities referred to in (a);

(d) index contracts in respect of securities referred to in (a),

when admitted to trading on a market which is regulated and supervised by authorities recognized by public bodies, operates regularly and is accessible directly or indirectly to the public.

内部者

内部者3類型

内部者の定義については、第2条第1項で具体的に「加盟国は、有価証券又は発行者に関する内部情報を直接または間接に入手し、状況を把握の上その情報を利用して自己または第三者の計算で有価証券の売買をしようとする以下に掲げる者の行為を禁止する。」「発行会社の管理機関、経営機関、または監督機

⁴⁸⁹ R.C.H.Alexander Insider Dealing and Money Laundering in the EU:Law and Regulation P85 (2008)

オランダ ART46(2) ASST 1995

Het is een ieder verboden om, beschikkende over voorwetenschap, in of vanuit Nederland een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in:

a. effecten die zijn genoteerd aan een op grond van artikel 22 erkende effectenbeurs dan wel aan een buiten Nederland gevestigde en van overheidswege toegelaten effectenbeurs of effecten waarvan aannemelijk is dat deze spoedig aan een zodanige beurs zullen worden genoteerd;

関の構成員」「発行会社の資産に持分を有する者」「雇用関係や職務、義務の履行に基づいて当該情報に近接できる者」と3類型を挙げている。

具体的には 発行会社の役員等を挙げ、続いて 株主を表示し、 会社の一般職員や監査人、弁護士、仕入れ先、顧客などを規定している。古典的意味における会社と何らかの信認関係のある者が対象とされている。この立場はアメリカ法では、信認義務理論に相当する。

Article 2

1. Each Member State shall prohibit any person who:

- by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer,

- by virtue of his holding in the capital of the issuer, or

- because he has access to such information by virtue of the exercise of his employment, profession or duties, possesses inside information from taking advantage of that information with full knowledge of the facts by acquiring or disposing of for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, transferable securities of the issuer or issuers to which that information relates.

法人の取扱い

内部者については第2条第2項で「第1項の中で引用された者が会社あるいは他の形態の法人である場合、第1項の禁止は、当該法人の計算で売買を実行する決定に参画した自然人に適用される。」とし、内部者が法人の場合、その人格は擬制されているので対象としても実効性がないので、規制は会議等で取引実行の意思決定を行った個人に向けられている。

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a company or other type of legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.

相対取引の適用除外

第2条第3項前段では、「第1項の禁止は、証券仲介業者を通じた取引であれば取引所取引、店頭取引の何れにも適用される。」として証券仲介業者を通じた取引については一律に証券市場、即ち、オークション方式で取引をする取引所だけでなく、業者が取引所を通さず行う取引、店頭取引も規制対象とする。同項後段では「各加盟国は、証券仲介業者が介在しない相対取引について要は第1条2項で定義された有価証券の取引禁止規定を適用しないものとするのが可能である。」各加盟国は、証券仲介業者が介在しない当事者間だけで行う相対取引について規定を適用しない例外規定を設けることを認めている。

3. The prohibition laid down in paragraph 1 shall apply to any acquisition or disposal of transferable securities effected through a professional intermediary.

Each Member State may provide that this prohibition shall not apply to acquisitions or disposals of transferable securities effected without the involvement of a professional intermediary outside a market as defined in Article 1 (2) in fine.

国策関連情報の除外

第2条第4項では国策として行われる金融政策、為替レート、公債管理政策による取引については有価証券に影響を与える外部情報であるが「この指令は、各加盟国がその中央銀行又は加盟国が指定した他の組織、さらにそれらの代理人による金融政策、為替管理や公債管理の方針により行なわれた取引には適用しないものとする。加盟国は、公債の管理に関する州（国）や地方自治体に対してもこの免除を拡大できる。」として指令の適用対象外ととしている。

この点は、規定がないアメリカ及び対象としていないわが国でも同じ結論となる。

4. This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-rate or public debt management policies by a sovereign State, by its central bank or any other body designated to that effect by the State, or by any person acting on their behalf.

Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt.

禁止行為（売買、提供、推奨・勧誘）

第3条では「各加盟国は、第2条で規制された内部情報を有している者の行為を禁止する。」「(a)雇用、職業、義務関係による一般的手続きで開示されない情報を第三者に開示すること。(b)その内部情報に基づいて、第1条(2)に規定する有価証券の売買を第三者に推奨、勧誘すること」とし、禁止行為として第2条に規定された有価証券の売買行為に加え、第三者に対し得た情報を提供することやその情報を使用して有価証券売買の推奨及び勧誘行為を行うことを禁止している。禁止行為を情報の使用による単なる売買に限らず、情報自体の使用も制限しようとするもので、情報の流布・拡散による2次的な証券市場機能への影響を防ごうとしたものである。対照的にわが国では、前述したように売買等の行為に狭く限定されている（第166条1項）。なお、この規定は次に述べる4条の情報受領者には原則として適用が予定されていない。

Article 3

Each Member State shall prohibit any person subject to the prohibition laid down in Article 2 who possesses inside information from

(a) disclosing that inside information to any third party unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;

(b) recommending or procuring a third party, on the basis of that inside information, to acquire or dispose of transferable securities admitted to trading on its securities markets as referred to in Article 1 (2) in fine.

情報受領者

情報受領者について第4条では「加盟国は第2条に該当する者から直接または間接的に内部情報を得て、状況を十分に把握している第三者に対しても第2条に規定する行為を禁止するものとする。」として第三者に情報受領者になることを禁止している。第2条の内部者から何らかのルートで情報を入手し、その状況を把握した情報受領者の売買行為を禁止する。要は内部者に対し第3条では情報提供者になることを禁じている。

Article 4

Each Member State shall also impose the prohibition provided for in Article 2 on any person other than those referred to in that Article who with full knowledge of the facts possesses inside information, the direct or indirect source of which could not be other than a person referred to in Article 2.

情報受領者の禁止行為

第6条では「加盟国は一律に適用するのであれば、本指令又は規則を上回るうえに元しい規則を導入することが出来る。特に第2条が規定する内部者の範囲を拡張し、また第3条で規定する禁止行為を第4条の禁止される者に課することが可能である。」とし、内部者の範囲の拡大と原則として内部者だけに課されていた情報の提供、推奨・勧誘行為の禁止を情報受領者にも適用するかどうかは加盟国が判断してもよいとして委ねている。したがって原則的に情報受領者には情報提供、推奨・勧誘行為の禁止は課されないこととなり、内部者と情報受領者の禁止行為の態様は取扱いを異にしている。

Article 6

Each Member State may adopt provisions more stringent than those laid down by this Directive or additional provisions, provided that such provisions are applied generally. In particular it may extend the scope of the prohibition laid down in Article 2 and impose on persons referred to in Article 4 the prohibitions laid down in Article 3.

裁判管轄権の拡大

裁判管轄について、第5条では「各加盟国は、他の加盟国市場において取引が認められている有価証券についてその領土内で取引がなされた場合拡大し最低でも第2条3条4条の禁止条項を適用するものとする。」「如何なる訴訟においても、他の加盟国領内の市場で第1条第2項の有価証券として位置付けられ流通するものの取引行為は各加盟国において自国領内で実行された取引行為とみなすものとする。」として内部者取引の禁止行為は、当該加盟国の取引所に上場登録されていないが、他の加盟国において取引がなされている有価証券に係る行為については、当該加盟国の領土内の行為とみなして裁判所に管轄権の属地主義を拡大し指令の適用を認めている。わが国においては、金融取引法に同様な規定は置かれていない。

Article 5

Each Member State shall apply the prohibitions provided for in Articles 2, 3 and 4, at least to actions undertaken within its territory to the extent that the transferable securities concerned are admitted to trading on a market of a Member State. In any event, each Member State shall regard a transaction as carried out within its territory if it is carried out on a market, as defined in Article 1 (2) in fine, situated or operating within that territory.

加盟国監督機関間の連携

国際協調

本指令の実行を期するために第8条では第1項で「本指令の規則を確実に実施するために他国の監督機関との協調を必要とする場合、各加盟国はそれぞれ

監督機関、所管当局を明示するものとする。その情報は委員会に伝えられ、委員会から他の加盟国に伝えるものとする。」また第2項「所管当局は、他国の当局と共同して実施する活動に必要なかつ十分な、すべての監視・調査権限を与えられなければならない。」として各加盟国が他国の監督機関との協調を必要とする場合の手続き及び実効性を担保するその監督機関の権限を定めている

Article 8

1. Each Member State shall designate the administrative authority or authorities competent, if necessary in collaboration with other authorities to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied. It shall so inform the Commission which shall transmit that information to all Member States.
2. The competent authorities must be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of their functions, where appropriate in collaboration with other authorities.

守秘義務

内部者取引に係る業務に携わる所管当局職員に対し、第9条で「各加盟国は所管当局の職員及び職員であった者について、第8条の業務に関し職務上の守秘義務を規則により賦課しなければならない。職務上の守秘義務の対象となる情報は、本法の規定による例外を除き、何人または当局に対しても開示されることはない。」として当然であるがその守秘義務を定めている。

Article 9

Each Member State shall provide that all persons employed or formerly employed by the competent authorities referred to in Article 8 shall be bound by professional secrecy. Information covered by professional secrecy may not be divulged to any person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

守秘義務の例外

第10条では9条に定める守秘義務の例外等を定めている。具体的には第10条第1項「すべての加盟国の監督当局は、第8条第2項に言及されていた権限を行使し義務を実行する目的のため必要な時はいつでも相互協力をしなければならない。この趣旨に沿うため、特定の加盟国が協力を要請した場合に限り第9条は適用されず、禁止行為に係る情報を含む、第5条によって各加盟国に与えられた選択権や第6条第2柱書によってその目的に必要などんな情報も交換するものとする。情報を交換によって取得した監督当局の職員及び職員であった者は、交換によって取得した情報を秘守する義務を負う。」

第2項「権限ある当局は、以下の情報提供を拒むことが出来る。(a)情報の交換が当該加盟国の主権やその安全あるいは公共政策に悪影響を及ぼすそのある場合(b)二重手続きの場合 同一訴訟、同一人に対する手続きが既に開始されているか既に終了している場合」

第3項「刑事手続きにおける権利を侵害することがなければ、監督当局は第1項で受け取った情報を第8条第1項の手段及び行政及び司法の手続きによって特別に取得し、使うことが出来る。しかし情報を交換する監督当局は同意がなければ受け取った情報を他の目的や他国の監督機関に使用させることはできない。」と定め、個人の基本的な人権に深くかかわる刑事手続きに係る情報については制限を課し、取得目的外使用を禁じている。

国際協調に基づく所管当局同士の情報提供は例外として認められる。その場合でも所管当局の職員等は守秘義務を負うことが確認されている。また国際協調の場合であっても国家の安全保障に係るなどの場合には情報の交換が拒否できること、また交換された情報は目的外使用が認められないなどが定められている。

Article 10

1. The competent authorities in the Member States shall cooperate with each other whenever necessary for the purpose of carrying out their duties, making use of the powers mentioned in Article 8 (2). To this end, and notwithstanding Article 9, they shall exchange any information required for that purpose, including information relating to actions prohibited, under the options given to Member States by Article 5 and by the second sentence of Article 6, only by the Member State requesting cooperation. Information thus exchanged shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.

2. The competent authorities may refuse to act on a request for information:

(a) where communication of the information might adversely affect the sovereignty, security or public policy of the State addressed;

(b) where judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and against the same persons before the authorities of the State addressed or where final judgment has already been passed on such persons for the same actions by the competent authorities of the State addressed.

3. Without prejudice to the obligations to which they are subject in judicial proceedings under criminal law, the authorities which receive information pursuant to paragraph 1 may use it only for the exercise of their functions within the meaning of Article 8 (1) and in the context of administrative or judicial proceedings specifically relating to the exercise of those functions. However, where the competent authority communicating information consents thereto, the authority receiving the information may use it for other purposes or forward it to other States' competent authorities.

非加盟国との協定

第 11 条で「EU 共同体は、条約の形で、この指令によって決められた事柄を非加盟と協定を締結することが出来る。」として周辺未加盟国との連携を促している。

Article 11

The Community may, in conformity with the Treaty, conclude agreements with non-member countries on the matters governed by this Directive.

違反に対する制裁

禁止行為が行われた場合の制裁措置を第 13 条で定めている。第 13 条は「各加盟国はこの指令を遂行するための手段として適用される制裁を定めなければならない。その制裁は法令遵守を図るのに十分な内容でなければならない。」とし、内部者取引規制の実効性を担保するために適切な制裁手段を設けることを要求している。

しかし、その制裁措置の内容については法令順守に適う十分なものとする以外は定められていない。加盟国が国内法の移入に際し制裁措置としてどのようなものにするかについては触れていないため、どのような処分を選択指向するか

は、各加盟国に委ねられている。その結果、行政処分はともかく刑事罰則の導入が遅れたとの指摘がある⁴⁹⁰。

Article 13

Each Member State shall determine the penalties to be applied for infringement of the measures taken pursuant to this Directive. The penalties shall be sufficient to promote compliance with those measures.

施行時期

法令の移入時期について第 14 条第 1 項は「加盟国は、本委員会の指令を国内法に移入したときにはその法律を委員会に連絡しなければならない。」第 2 項「各加盟国は 1992 年 6 月 1 日より前にこの指令に対応する必要な措置を講じることとする。各加盟国は対応が終了後直ちにその旨委員会に通知するものとする。」

として国内法に移入する施行時期を 1992 年 6 月 1 日と定めている。しかし前述したように英国は必要な修正が間に合わず翌年に持ち越し、ドイツは更に時間を要し、1994 年にようやく施行されるに至っている。時期を定め、第 2 項で報告義務を定めている

。

Article 14

1. Member States shall take the measures necessary to comply with this Directive before 1 June 1992. They shall forthwith inform the Commission thereof.

2. Member States shall communicate to the Commission the provisions of national law which they adopt in the field governed by this Directive.

4 . 市場濫用指令 (DIRECTIVE 2003/6/EC)

内部者取引指令が導入されほぼ 10 年が経過した時点で EU は再度規制の対象を内部者取引行為だけではなく、相場操縦行為を加えて規制する市場濫用指令を発出した。

市場濫用指令の前文には、導入に至った経緯が詳しく述べられている。EU は欧州地域内に置ける金融市場の国際化ならびにその統合の方向性を強め、2000 年 3 月 24 日リスボンの欧州理事会で 2005 年までにヨーロッパの金融市場を統合するという目標を設定し、続く 2001 年 3 月 23・24 日ストックホルム会合では、金融サービスアクションプラン (FSAP) の重点事項とされた統合された金融市場の創設を 2003 年末までに行うべきであるとする具体的行程表が検討された⁴⁹¹。またラムファルシー (lamfalussy) 報告書⁴⁹²に基づき証券市場には透明性

⁴⁹⁰ ローランド・シュミッツ (二本柳誠訳)「ヨーロッパにおける資本市場の刑罰的保護」企業と法創造 紀要 8 号 56 頁 (2006)

⁴⁹¹ Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse)P3 2001.5.30 ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm(2009.6.13)

⁴⁹² Emiliios Avgouleas The Mechanics and Regulation of Market Abuse A Legal and Economic AnalysisP249(2007)

と法令の客観性を確保するため新たな市場規則と新規のシステムを採用することとされた⁴⁹³。地域内における統合された単一な金融市場の創設によって、資本調達コストの低下や多様な金融商品の提供によって企業の資本取得効率や投資者・消費者利便の向上が図られるが、他方こうした効率性・利便性は、適切な行為規制やその検査監督体制が採られて初めて有効になり、担保されることになる。

そこでこれらの目標を具体化する措置として、2001年5月30日に欧州委員会により、いわゆる内部者取引及び相場操縦規制である市場濫用指令案が提示された。内部者取引が改正されるとともに相場操縦行為が加えられた理由⁴⁹⁴としては、それまで約10年に亘り実施されてきた内部者取引規制指令は相場操縦行為を含まないため、市場の濫用行為全体に対しては不完全であること。また各加盟国では相場操縦行為を含む市場濫用行為に対して異なったシステムと監督当局によって規制をしている。したがってこのような加盟国別の市場濫用行為の抑止制度における規制要件や賦課される制裁、対象者のダブルスタンダードは当然こととして域内における司法判断が統一されず、この領域においては刑罰にも幅があり、民事制裁金も殆ど機能することがなかったことを挙げている。

委員会は市場参加者が各市場における要件や定義、監督が異なる問題に直面していること、さらに新たな商品の登場やシステムの取り組みが進むことによって、市場参加者の増大やEU域内取引がこれまで以上に国際化しているためそうした相違・乖離が市場の効率性、利便さを失わせていることを憂慮したことが今回の指令発出の原因としている⁴⁹⁵。

指令案の提示後2001年9月11日のNY国際貿易センタービルに対する攻撃が起ったが、その攻撃が金融市場に影響を与えたことから、市場濫用指令がテロリスト抑止対策の一環となる側面もあることが明らかになった。その後各委員会等の手続きの過程を経て、2003年1月28日に制定されたのが今回のいわゆる市場濫用指令(DIRECTIVE 2003/6/EC)である。

市場濫用指令は内部者取引と相場操縦行為に関し2003年1月28日に発出⁴⁹⁶さ

⁴⁹³ Press release Financial services: Commission proposes Directive on insider dealing and market manipulation P1 2001.5.30
Europa Activities of the European Union Summaries of legislation Market abuse
http://europa.eu/scadplus/images/banner_en.jpg (2009.06.08)

⁴⁹⁴ Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse) P5 2001.5.30
ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm (2009.6.13)

⁴⁹⁵ UK Implementation of the EU Market Abuse Directive (Directive 2003/6/EC) A consultation document June 2004 P5 <http://www.hm-treasury.gov.uk/consultmarket/index.htm> (2009/06/08)

⁴⁹⁶ この指令は、制度の基本原則規則(Framework principles)であり、更により具体的な実施細則を定めた規則(Implementing measures)、基本原則の協調連携規則(Regulatory co-operation)、検査監督を定めた規則(Enforcement)の4レベルからなる。具体的には 委員会指令 2003/124/EC 2003年12月22日(内部者情報と公表の定義と相場操縦の定義に関する指令 2003/6/ECの実施規則指令) 委員会指令 2003/125/EC 2003年12

れ、実行に移す期限は、2004年の12月12日までとされた（同指令第18条）。しかし、期限まで間に合わない加盟国があり、オランダは2005年10月まで国内法制化に時間を要した。

英国国際比較法研究所は、欧州連合指令の実施状況の国際比較として内部者取引指令と市場濫用指令について各加盟国の調査を行い、国内法への移入状況を取り纏め、その結果を2005年12月に公表⁴⁹⁷をしている。

その要約は次のとおりである。「内部者取引指令が適用される以前のメンバー国の内部者取引規制の状況は、大きく乖離していた。例えば、フランスはEUでは最初となる1967年に立法し、規制を実施していたが、ドイツでは1994年まで自主規制に任せていた。内部者取引指令の実施に当たっては、その指令が初めての資本市場規制であったため、各国の立場を尊重し最低限だけを定める極めてルーズなものであった。したがって、各国が取り込んだ規制基準が大きく異なるものになったが、それは予測の範囲内であった。内部者取引指令ではその大きな相違点は、内部者の定義である。スペインやオランダなどは、誰でも内部情報を有する者が内部者であるが、その他の国々では、会社や発行者との間に信認又は信頼の関係のある者が内部者とされた。内部情報についても異なる定義が導入された。内部者取引指令では、何時を公表と見るかについては何らの基準も示されなかった。内部情報を入手し、取引するだけで違法とされる立場と、内部情報を利用し取引することが必要とする立場があった。

市場濫用指令を各加盟国で国内法化した結果、現在加盟各国の国内法は類似している。しかし、各加盟国で規定をすべて同じように解釈、実行しているとは限らない。」とする。

（1）内部者取引に関する定義

内部情報

まず第1条1号で内部情報の定義が述べられている。これまでの古典的な定義である「内部情報」とは…確実な未公表の情報であり、もしそれが公表されたならば当該金融商品の価格及びその金融商品に関連する金融派生商品の価格に重要な影響を与える虞のあるものと規定し、対象商品について有価証券から金融商品に変更があるものの、情報の確実性や重要な影響を与える虞といった基本的なコンセプトについての差異はない。前文第16条でも内部情報の定義に触れているが、同様公開市場で価格形成に影響を及ぼす虞のあるものと述べられている。なお、コモディティに係る派生商品などが加えられている。

具体的には第1条「本指令においては次の通りとする。1項前段「内部情報」とは、発行体（単複）又はその発行体によって出された金融商品（単複）に直接または間接に関係する確実な未公表の情報であり、もしそれが公表され

月22日（投資推奨の公正な提案と利益相反の開示に関する2003/6/ECの実施規則指令） 委員会規則（EC）No.2273/2003 2003年12月22日（買戻しプログラムの解除と金融商品の安定に関する2003/6/ECの実施規則） 委員会指令2004/72/EC 2004年4月29日（受容慣習規則、派生商品に関する内部情報の定義、内部者のリストの追加、管財人取引の届出と疑わしい取引の届出に関する2003/6/ECの実施指令）が出されている。

⁴⁹⁷ 前掲（注8）P6

たならば当該金融商品の価格及びその金融商品に関連する金融派生商品の価格に重要な影響を与える虞のあるものをいう。同項中段 コモディティに係る派生商品の「内部情報」とは、派生商品（単複）に直接または間接に関係する確実（性）な未公表の情報で、金融市場において市場参加者が市場慣習規則⁴⁹⁸に則り取引で使用するものをいう。同項後段 金融商品仲介業者の「内部情報」には、発行体（単複）又はその発行体によって出された金融商品（単複）について顧客の出した注文や検討中の注文による直接または間接に関係する確実（性）な未公表の情報であり、もしそれが公表されたならば当該金融商品の価格及びその金融商品に関連する金融派生商品の価格に重要な影響を与える虞のあるものも含む。」と規定する。

情報の確実性

この場合の確実な情報とは、EU 議会草案によれば、具体的な個々の事象かまたは将来に発生する蓋然性の高い事件を指すので（議会草案 1 条 1 号（b））正確性とは、事実の特定性と蓋然性であることが明らかにされている。この組合せは米国法が重要性を判断する基準である規模と蓋然性の組合せと同一であり類似しており、共通な判断基準である。

Article 1

For the purposes of this Directive:

1. "Inside information" shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.

In relation to derivatives on commodities, "inside information" shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more such derivatives and which users of markets on which such derivatives are traded would expect to receive in accordance with accepted market practices on those markets.

For persons charged with the execution of orders concerning financial instruments, "inside information" shall also mean information conveyed by a client and related to the client's pending orders, which is of a precise nature, which relates directly or indirectly to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.

対象商品の範囲（有価証券の範囲）

第 1 条 3 項で規制の対象となる金融商品の範囲を定めている。第 1 条 3 項では「金融商品とは、次のものをいう。1 号 証券分野の投資サービスに関する 1993 年 5 月 10 日付理事会指令（93/22/EEC）に定義する有価証券⁴⁹⁹ 2 号 集

⁴⁹⁸ 第 1 条 5 項で市場慣習規則（市場で認められた自治慣行）を定めている。「市場慣習規則とは、一つ以上の金融市場で自治慣行なり、且つ第 17 条第 2 項に定める手続きに則り委員会が採択するガイドラインに基づき、所管当局に認可された慣行をいう。」

⁴⁹⁹ 93/22/EEC 第 1 条 4 号に有価証券の定義が述べられている。

4. transferable securities shall mean:

- shares in companies and other securities equivalent to shares in companies,
- bonds and other forms of securitized debt

which are negotiable on the capital market and

- any other securities normally dealt in giving the right to acquire any such

団投資事業者のユニット 3号 短期金融市場商品 4号 金融先物契約、含類似の現金決済商品 5号 先渡し金利契約 6号 金利スワップ、通貨スワップ、エクイティ・スワップ。7号 以上の範囲に登録された商品売買のオプション、含同等の現金決済商品。含特に通貨及び金利に係るオプション 8号 コモディティに係るデリバティブ商品 9号 加盟国の免許市場⁵⁰⁰で取引が認可され又は取引認可が求められる全ての金融商品」とし、金融商品の範囲については、89年当時に存在した有価証券を対象とする内部者取引指令に比べ、その後の金融工学やITの進歩などによる作出された手段、仕組みを取り入れた市場取引の高度複雑化商品・金融サービスに対応するためより広範かつ詳細に類型化されている。

特に第7号では通貨及び金利に係るオプションを含むと規定されているため、対象とされる内部者取引が必ずしもこれまでの証券関連の取引行為の枠内に留まらず、それを越えた金融先物の一種を含む立付けとされている。また第8号では加盟国の規制市場で取引が認可され又は取引認可が要求されるその他一切の金融商品とされている。このようにCATCH ALL CLOUSEが設定され、広範的包括的に対象とすることとされている。要は域内市場の中で金融取引行為として対象とすべき金融関連商品は一切含まれると実質基準を示したものと見られる。

3. "Financial instrument" shall mean:

- transferable securities as defined in Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field(9),
- units in collective investment undertakings,
- money-market instruments,
- financial-futures contracts, including equivalent cash-settled instruments,
- forward interest-rate agreements,
- interest-rate, currency and equity swaps,
- options to acquire or dispose of any instrument falling into these categories, including equivalent cash-settled instruments. This category includes in particular options on currency and on interest rates,
- derivatives on commodities,
- any other instrument admitted to trading on a regulated market in a Member State or for which a request for admission to trading on such a market has been made.

内部者

法人の取扱い（適用の明確化）

内部者取引指令と異なるのは、第1条第6項で「『人』とは、すべての自然人または法人をいう。」とし、前述のとおり内部者取引指令（第2条第2項）が適用を自然人に限っていた点を改めており、その点を強調するため第1条に置かれている。法人は人格擬制であると考えて、自然人に対象を限っていた点を改めて内部者の範囲として、第1条第6項で自然人・個人は当然のこととして法人を含むこととしている。法人が犯罪行為能力を有するかどうかは、議論のあ

transferable securities by subscription or exchange or giving rise to a cash settlement excluding instruments of payment

⁵⁰⁰ 第1条4項で「免許市場とは、93/22/EEC指令第1条13項に定義ずるものをいう」とされている。

るところだが、この点について明確に肯定し、本指令で法人も対象となることを認めるとしている。

6. "Person" shall mean any natural or legal person.

内部者 3 類型の拡大（古典的 3 類型 + テロ行為者）

次に第 2 条 1 項第 2 号で内部者類型を定めている。「第 1 号は、次の事由によって内部情報を有する何人にも適用するものとする。(a)発行者の管理機関または経営機関または監督機関の構成員であるため(b)株主（発行者資本の保有者）であるため(c)雇用、職務または任務の履行を通じ情報に近接するため(d)犯罪行為によるため」とし、内部者の具体的範囲は内部者取引指令で定義された会社役員等、株主、被雇用者の三類型を挙げている。しかし、市場濫用指令では更に加えて情報入手手段がそもそも非違性を有する犯罪行為によるケースも想定されるとしている。これは、2001 年 9 月 11 日のテロ攻撃に関連して、内部者取引がテロリストの領域で生じうることを考慮したものである⁵⁰¹。従来の三類型に加え犯罪行為者類型が内部者類型に含まれることによって、「プライマリー・インサイダー概念の拡張は、単に新たなグループが増えただけのことを意味するに留まらない。従来、プライマリー・インサイダー概念は狭く解釈され、『市場における事象の秩序維持に関する保証人的地位を有する』者しか含まれないものとされていたが、この合理的な試みが、意味を成さなくなったのである。」として資本市場の保護を目的としたはずの本指令がテロ対策及びテロの資金調達もその目的に加えることになり、両立が困難ではないかとの意見⁵⁰²が出されている。視点を変えると信認義務等の関係がなくても市場の信頼を奪い、市場の機能喪失を起こさせる行為者も内部者類型に入ると明示したと言える。

未遂形態の取込

また第 2 条 1 項 1 号は「加盟国は、金融商品に関する内部情報を有する第 2 号に定めるいずれかの者が自己または第三者の計算で直接的または間接的に当該情報を使用し、その関連する金融商品の売買を行い、または売買を行おうとする行為を禁止するものとする。」し金融商品の売買にはその目論み（企画）も含まれるとして、いわば未遂形態も含めるので、既遂のみを対象とした内部者取引指令と異なっている。積極的に内部者取引規制をしていこうとする姿勢が明確にされている。

さらに、同条 2 項で、「前項に掲げた者が法人の場合には、同項に定める禁止は、当該法人の計算で取引を行う決定に参加した自然人にも適用するものとする。」と規定し、法人格は法による人格擬制であるため、実際の行為を行った自然人にも両罰的に適用することにしている。これは、一見、第 1 条第 6 項で「『人』とは、すべての自然人または法人をいう。」とし、内部者取引指令（第 2 条第 2 項）を改めた点と矛盾するようであるが、法人が実在すると考えても自然人の

⁵⁰¹ 前文 14 条(テロリスト)及び 17 条(犯罪行為)

⁵⁰² 前掲(注 19) 62 頁

意思、判断を無視することが出来ないことから認められたもので矛盾はないと考える。

例外として、同条 3 項で「金融商品の売買を義務とする契約の履行として行われる取引であっても当該契約が内部情報を有する以前に締結されていれば、本条を適用しない。」として売買および売買の目論みがなされた場合であっても、既にそうした行為の決定が内部情報の入手前に行われたものは、売買行為に対し入手情報が牽連性・動因性を持たないため当然のことながら適用対象から除外されるとする。しかし、事前に売買等を決定したとの抗弁・拳証が必要となる。「ただし、この法律要件は、内部者取引の禁止行為を行う者を通じて、事後的な『合意』(通謀)が第三者と締結され、かつ相応に日付を遅らせることによって、簡単な方法により濫用されるのではないかとの指摘もある」⁵⁰³。

Article 2

1. Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.

The first subparagraph shall apply to any person who possesses that information:

- (a) by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer; or
- (b) by virtue of his holding in the capital of the issuer; or
- (c) by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties; or
- (d) by virtue of his criminal activities.

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall also apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.

3. This Article shall not apply to transactions conducted in the discharge of an obligation that has become due to acquire or dispose of financial instruments where that obligation results from an agreement concluded before the person concerned possessed inside information.

内部情報の使用（主観的要件）

内部情報の行使について内部者取引規制指令第 2 条 1 項では「状況把握の上その情報を利用（悪用）し（from taking advantage of that information with full knowledge of the facts）」となっておりと内部者の主観的要件を明確に判断基準化している。他方市場濫用指令第 2 条 1 項では単に「その情報を使用し（from using that information）」とされ主観的要件を削除している。この点について後述するが情報受領者について内部情報であることを知り得べきであったとする、過失行為も含まれること及び通常そうした内部情報を用いた有価証券の売買行為はその情報の持つ意味を踏まえて行われるので不法性が認められることから単に規定の簡潔化等のため削除とされたものであり、主観的要件を無視することではない⁵⁰⁴。なお、前文 18 条⁵⁰⁵が情報の使用について「監督

⁵⁰³ 久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大学法学論叢第 48 巻第 3・4 号（平成 16 年 3 月）326 頁（2004）

⁵⁰⁴ この点については久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大学法学論叢第 48 巻第 3・4 号（平

当局がその状況下において経験豊かな一般投資家であれば何を知りまたは何を知り得べかりしであったのかを判断しなければならない」、として客観的に監督当局が当該行為者の認識及びその可能性を判断することから主観的要件を積極的に排除したものではないことは裏付けられる。

禁止行為（売買、情報提供、推奨・勧誘）

第2条第1項1号で売買行為の禁止を定めているが、加えて第3条で「加盟国は、第2条に定める内部者が、次の行為を行うことを禁止するものとする。(a) 第三者に対し内部情報を情報提供すること。ただし、そのような情報提供が、雇用、職務または任務遂行に係る通常の履行過程で行われた場合は、対象としない。(b) 内部情報に基づいて、当該情報が関係する金融資産の売買を他の者に推奨又は勧誘すること。」としてその他の禁止行為を定めている。この点も内部取引規制指令と同じ構成である。いわゆる三態様の開示（第三者に対する情報提供）と推奨・勧誘行為が加えられて禁止行為とされている。売買の場合には目論み（未遂）も含まれていたが、この開示と推奨・勧誘の場合には目論みは含まれず、禁止行為が行われたことを要求している。この点は行為としての完遂による違法行為の明確化を要求している。

なお、第6条第3項では情報提供について一定の公表義務を課すとともにセーフハーバールールを設けている。同項1号「加盟国は、発行者又は証券仲介人が第3条(a)項に規定する雇用関係 職業 任務に基づく通常の業務執行として第三者に対しどのような内部情報を提供する場合であっても、発行者又は証券仲介人に対しその内部情報のすべてを簡明に公表させなければならない。発行者又は証券仲介人が意図的に情報提供する場合には同時に公表し、意図的ではない場合には速やかに公表を行わせなければならない。」として情報提供行為に開示、デスクロージャーを伴わせている。各加盟国はその内部情報の提供をする場合を意図的情報提供と非意図的情報提供とに分け、前者のケースでは発行者や証券仲介人に対し第三者に情報提供すると同時に一般投資家向けに公表をすることを求め、後者では、速やかに公表させるようにすることとし、第三者だけではなく、広く情報のイコールフィティングを保たせるよう配慮されている。

しかしこの点については、第6条3項でその2号で「第1号の規定は、発行者又は証券仲介人が法律、規則、協会規則、契約のいずれかに基づく秘守義務の掛る情報を得た場合には、適用されないものとする。」として

成16年3月) 325頁(2004)では「市場濫用指令における禁止規制では、主観的要素を広く放棄するという欧州委員会の意思と合致するとされる」と指摘されているが、後述するように情報受領者についてさえ故意過失を要求するように主観的要素を放棄しているとは受け取れない。

⁵⁰⁵ (18) Use of inside information can consist in the acquisition or disposal of financial instruments by a person who knows, or ought to have known, that the information possessed is inside information. In this respect, the competent authorities should consider what a normal and reasonable person would know or should have known in the circumstances.

雇用関係等の業務の一環として情報提供が通常予定されている場合には対象とはされないとしてセーフハーバールールを定めている。

Article 3

Member States shall prohibit any person subject to the prohibition laid down in Article 2 from:

- (a) disclosing inside information to any other person unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;
- (b) recommending or inducing another person, on the basis of inside information, to acquire or dispose of financial instruments to which that information relates.

Article 6

3. Member States shall require that, whenever an issuer, or a person acting on his behalf or for his account, discloses any inside information to any third party in the normal exercise of his employment, profession or duties, as referred to in Article 3(a), he must make complete and effective public disclosure of that information, simultaneously in the case of an intentional disclosure and promptly in the case of a non-intentional disclosure. The provisions of the first subparagraph shall not apply if the person receiving the information owes a duty of confidentiality, regardless of whether such duty is based on a law, on regulations, on articles of association or on a contract.

Member States shall require that issuers, or persons acting on their behalf or for their account, draw up a list of those persons working for them, under a contract of employment or otherwise, who have access to inside information. Issuers and persons acting on their behalf or for their account shall regularly update this list and transmit it to the competent authority whenever the latter requests it.

適用除外行為

禁止行為の適用について二つの除外行為を定める。一つは国策関連情報の除外、ソブリン活動に基づく有価証券の取引行為（第7条）であり、他は、企業によって資本効率の改善による株主利益の増強を目指す自社株買や市場価格の安定操作（第8条）である。この点も、活発化した自社株買を除き既に内部者取引指令で規定されていたところである。

・国策関連情報の除外

第7条では「本指令は、加盟国、欧州中央銀行制度、国内中央銀行若しくはその他の公共機関、またはそれら代理人が金融政策、通貨為替政策又は公的債務管理政策のために実施取引には適用しないものとする。加盟国は、その公的債務の管理に関してこの適用除外を自国の連邦国又は類似の地方当局に拡大することができるものとする。」として国家施策に基づく有価証券の取引行為を挙げている。国や中央銀行が行う国債管理施策や金融政策などのため資金調達、市中現金の流動性の調整に係る有価証券の売買等の取引行為については、所謂外部情報の一つではあるが、国家による公共の利益行為であり対象としない。内部者取引指令（第2条4項）でもほぼ同様である。

Article 7

This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-rate or public debt-management policy by a Member State, by the European System of Central Banks, by a national central bank or by any other officially designated body, or by any person acting on their behalf. Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt.

・金庫株 安定操作の除外

次に、第 8 条では「第 17 条第 2 項に定める実施手続きに則って行われた自社株取引による金庫株の取得および金融商品の安定操作の場合には、本指令が定める禁止条項は適用しないものとする。」として発行企業によって株主資本利益率（ROE Return On Equity）を上げるため行われるいわゆる金庫株や、株式等の一時的な大量発行の際に生じる需給の緩みが原因となる価格の低下を防止する市場価格の安定操作を一定の要件手続きの下に認め、適用対象の例外としている。

いずれも既に証券市場における適切行為として慣行上認められてきているものである。

Article 8

The prohibitions provided for in this Directive shall not apply to trading in own shares in "buy-back" programmes or to the stabilisation of a financial instrument provided such trading is carried out in accordance with implementing measures adopted in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).

情報受領者

情報受領者の取扱いについては、第 4 条は「加盟国は、第 2 条及び第 3 条で規定された以外の者にも内部情報であることを知って又は知り得べきでありながら、内部情報を有していれば第 2 条及び第 3 条を適用するようにするものとする。」として内部者取引指令と構成がまったく異にしている。

情報の派生源の不問

具体的には一つは内部者取引指令では、“第 2 条に該当する者から直接または間接的に内部情報を得て、状況を十分把握している第三者”と規定され、内部者である情報提供者から直接または間接にその情報を受け取る者が情報受領者とされていた。これに対し市場濫用指令では情報受領者が有することになる内部情報については、単に“内部情報を有していれば”情報受領者とされ直接的または間接的に内部者から派生することを必要とされていない。したがって、情報の入手源・ルートやその入手手段を問わず結果として内部情報を入手すれば足りるとする。

情報受領者とその過失行為の当否

内部情報受領者に少なくともその情報が内部情報であるとの認識の可能性、即ち、過失が必要とされている。この点について「[欧州委員会の]指令草案が欧州議会の審議を経たところ、過失行為をも禁止の対象とするという見解が示されるに至った。このことだけでも疑わしいが、過失行為の禁止が、よりもよってセカンダリー・インサイダーのみに適用されることになることは、一層不可解である。というのも、セカンダリー・インサイダーは、資本市場内部における自己の地位に由来するチャンスを濫用するのではなく、単なる偶然で得た知識を自己に有利に用いるにすぎないのであって、セカンダリー・インサイ

ダーの所為の不法内容は明らかに小さいからである。」として批判する見解がある⁵⁰⁶。

しかし、次で見るように禁止行為の範囲においてもプライムインサイダーとセカンダリー・インサイダーの取扱いが同一であるので、むしろ本条項は単純に確認規定である理解し、インサイダーには、故意過失を問わず禁止が及ぶものとして平仄を取ったと考えるのが妥当ではないか。またそうしたことがインサイダー行為の非違行為性を明らかにするのではないか。

この情報の伝達ルートが内部者を情報源とする派生・連鎖性を除外し、何人も内部情報を入手さえすれば、広く内部者取引規制の適用が認められるとしている点及び内部情報であることの認識、その可能性を要件とし市場情報の入手その使用による優位性を要求していることは、内部者取引規制の適用を単なる当事者間の信認義務の問題とはしていないものと理解できる⁵⁰⁷のではないか。

禁止行為の拡大

次に内部者取引規制指令と大きく異なる点は情報受領者に売買等に加えて第三者に対する情報提供、推奨又は勧誘の行為が禁止されることである。この点は内部者取引指令が情報受領者の禁止行為を売買に限定していたものを拡大している。前指令と比較していえば情報受領者の責任が強化され、結果的に内部者と情報受領者との差異を設けない、同一の取扱いとしたことになった。

Article 4

Member States shall ensure that Articles 2 and 3 also apply to any person, other than the persons referred to in those Articles, who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information.

裁判管轄権の拡大・相互主義

次に、第9条、第10条は加盟各国間における裁判管轄権の相互主義が定められている。第9条では金融商品に着目し「本指令は、少なくとも一つの加盟国の公認市場で上場、又は登録されている金融商品でさえあれば、如何なる金融商品であっても当該市場で取引が実際に行われているか否かを問わず、適用することとする。ただし、第2条ないし第4条については、加盟国の公設市場では取引が認可されていない金融商品であっても、その価値が第9条前段落に定める金融商品に依拠する全ての金融商品にも適用するものとする。第6条第1項ないし第3項までは、加盟国の規制市場での取引認可が要求も承認もされていない金融商品の発行者には適用しない。」として、特定の加盟国に於ける上場金融商品等であれば基本的に各加盟国に指令の適用、裁判管轄を認める。

EU 域内市場の単一性を図るため特定の加盟国市場で取扱われている商品であれば他の加盟国でも規制の対象とされ、また当該金融商品の価格が市場で取

⁵⁰⁶ 前掲(注19)62頁

⁵⁰⁷ 前掲(注19)62頁

り扱われている他の金融商品の価格に影響される場合も含まれるとし、派生商品などに内部者取引規制の範囲を拡大している。しかし、逆に市場で取引認可・要求等のない金融商品については対象外とされている。この点については内部者取引指令と基本的に同じである。要するに域内加盟国の取引所で取り扱いが可能とされている金融商品であれば規制の対象となり、各加盟国の司法権限が及ぶものとする。

Article 9

This Directive shall apply to any financial instrument admitted to trading on a regulated market in at least one Member State, or for which a request for admission to trading on such a market has been made, irrespective of whether or not the transaction itself actually takes place on that market.

Articles 2, 3 and 4 shall also apply to any financial instrument not admitted to trading on a regulated market in a Member State, but whose value depends on a financial instrument as referred to in paragraph 1.

Article 6(1) to (3) shall not apply to issuers who have not requested or approved admission of their financial instruments to trading on a regulated market in a Member State.

さらに、第 10 条では金融商品に係る行為に着目し、「各加盟国は、以下の行為に対し本指令の禁止規定及び義務条項を適用するものとする。(a) 加盟国の国域に所在し若しくは運営している公認市場で取引が認可されているか、又はそのような市場での取引認可が要求されている金融商品に関して、当該加盟国の国域内外を問わず行われた行為 (b) 自国も含めいずれかの加盟国の公認市場で取引が認可されている、又はそのような市場での取引認可が要求されている金融商品に関して、自国の領土内で行われた行為」として属地主義の例外等を定める。この点も基本的に内部者取引指令と差異はない。

Article 10

Each Member State shall apply the prohibitions and requirements provided for in this Directive to:

(a) actions carried out on its territory or abroad concerning financial instruments that are admitted to trading on a regulated market situated or operating within its territory or for which a request for admission to trading on such market has been made;

(b) actions carried out on its territory concerning financial instruments that are admitted to trading on a regulated market in a Member State or for which a request for admission to trading on such market has been made.

公表

公表ツール等

市場濫用指令第 6 条第 1 項では、前述のとおり内部者取引規制指令がまったく公表について触れていないのとは異なり、内部情報の公開ツール等について詳細に定めている。「加盟国は、金融商品の発行者が、当該発行者に直接関係する内部情報を可及的速やかに公表させるようにするものとする。加盟国が第 1 項前段の規定を順守するために採用するどのような措置も認められるが、加盟国は発行者が公開に付す相当な期間中、公開する必要があるすべての内部情報をそのインターネット・サイトに掲載するものとする。」として新たに内部情報の開示義務（発行人による内部情報の即時開示義務）を課している。内部情報の使用による取引行為を事前防止するために、各加盟国に対し公表に係る利用ツールを指定して可及的速やかに一般投資者に公表されなければならないと義務付けている。

Article 6

1. Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers.

Without prejudice to any measures taken to comply with the provisions of the first subparagraph, Member States shall ensure that issuers, for an appropriate period, post on their Internet sites all inside information that they are required to disclose publicly.

公表の猶予期間

第 6 条第 2 項では「第 1 項に規定する内部情報の可及的速やかな公表をしなくても一般投資家の誤解を招く可能性がなく、かつ発行者が当該情報の秘匿維持しうる場合には、発行者は自己の正当な利益を守るため、前項に定める内部情報の公表を自己の責任で猶予することができる。加盟国は、発行者が内部情報の公表を猶予する決定を監督当局に遅滞なく報告するよう求めることができる。」として一定の場合に公表の猶予期間を認めている。適時開示をしなくても一般投資者に誤解を与えず、また秘匿を維持できる場合には自ら利益のためその責任で公表の先延ばしを認める。

2. An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. Member States may require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information.

会社役員に拠る自己取引の報告義務、報告の開示

さらに第 6 条第 4 項は、「金融商品発行者の経営責任者及役員は、少なくとも、自己勘定で行った自社株や自社株関連の派生商品、同種の金融商品取引行為を監督当局に報告するものとする。また加盟国は少なくともそのような役員による自社株買いに係る個人ベースの取引情報を一般公開するものとする。」として経営者による自社株等の売買報告書の提出義務を課している。

同条第 10 項ではその報告義務を負う者の範囲および報告の技術的方式については、欧州委員会がその実施措置を定めるとする。これは、役員自社株買いが内部者取引の古典的方法であったことから、米国証券取引所法（第 16 条）やわが国の金融商品取引法（第 163 条）に定められているものである。

4. Persons discharging managerial responsibilities within an issuer of financial instruments and, where applicable, persons closely associated with them, shall, at least, notify to the competent authority the existence of transactions conducted on their own account relating to shares of the said issuer, or to derivatives or other financial instruments linked to them. Member States shall ensure that public access to information concerning such transactions, on at least an individual basis, is readily available as soon as possible.

証券投資アナリストの公表義務

内部者取引規制について、大きな課題となっているものの一つが証券投資アナリストによる情報の取り扱いである。証券投資アナリストについては、内部者指令では前文 14 文で「一般投資家が利用可能なデータから作出した評価（予測）は内部情報とは看做されないため、そのような評価（予測）に基づいて行

われた如何なる取引もこの指令ではインサイダー取引とならない。」としてその取扱いの趣旨について前文で言及されているに留まっていたが、本指令では条文そのものに明確に入れ込んである。

第6条5項で「加盟国は、特定の顧客向けまたは一般投資家向けに金融商品若しくは金融商品の発行者に関する調査をし、その結果を提供する者及び投資戦略を推奨または示唆することになる他の情報を調査しその結果を提供する者が、正しく情報を提供するとともにその情報が対象とする金融商品に関し提供者の持つ利害関係を開示し又は利益相反を明示するために十分な対応が図れる適切な規制を整備するようにしなければならない。そのような規制の詳細については、委員会に報告するものとする。」情報分析結果を公正な公表手段で行い、情報提供する金融商品について利益相反が生じる場合には、その事実の公表を義務付け、情報の中立・客観性を担保させようとしている。

5. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that persons who produce or disseminate research concerning financial instruments or issuers of financial instruments and persons who produce or disseminate other information recommending or suggesting investment strategy, intended for distribution channels or for the public, take reasonable care to ensure that such information is fairly presented and disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates. Details of such regulation shall be notified to the Commission.

更に同条第7項は「第1項ないし第5項を順守させるため、監督当局は一般投資家に対し正確に情報を伝えるべく必要なあらゆる措置を講じることが出来るものとする。」第8項では「金融市場に重要な影響を与える虞がある統計を公表している公的機関はその情報を公正に透明性のある方法で公表するものとする。」として一般投資家に対する情報や統計数値の正確さ等を担保するため加盟国の監督当局が各種の措置を講じること及び統計公表機関に対し公表手段の客観性・透明性を義務付けている。

7. With a view to ensuring compliance with paragraphs 1 to 5, the competent authority may take all necessary measures to ensure that the public is correctly informed.

8. Public institutions disseminating statistics liable to have a significant effect on financial markets shall disseminate them in a fair and transparent way.

情報提供義務

更に同指令6条9項は「加盟国は、金融商品に係る取引を専門業者が特定の取引について内部者取引又は相場操縦に該当する可能性が高いと合理的に疑うときには、遅滞なく監督機関に通報するようにさせるものとする。」とし、証券業者に対し業務の中で内部者取引の疑いがあると認められるものがあれば監督当局に対する情報提供義務を課している⁵⁰⁸。

この業者に対する情報提供義務は、非常に有効であると云われている。

⁵⁰⁸ この業者に対する業務提供義務は、未確認であるが、非常に有効であると証券取引等監視委員会では云われている。

9. Member States shall require that any person professionally arranging transactions in financial instruments who reasonably suspects that a transaction might constitute insider dealing or market manipulation shall notify the competent authority without delay.

単一監督機関の設立等

第 11 条、第 12 条では各加盟国は本指令実施のため、単一の監督機関を設立し機能を集約化した組織によって効率的運営を図るものとされている。この点は内部者取引指令になかった規定であり、設立根拠規定のみではなくそのエンフォースメント機関の権限を細かく定めているところに特色がある。

単一監督機関の指定

各加盟国では、第 11 条が「加盟国は当該国の司法当局の権限を留保すると共に、本指令を移入し執行を確実なものとする単一の監督機関を指定するものとする。

今後想起される国内立法の変遷に関して、加盟国は市場参加者と実効性のある諮問協定及び手続きを制定しなければならない。これらの協定は、各監督機関内に諮問委員会を設置することを含むが、その構成員は、市場参加者の多様性をできる限り反映させるものとし、発行者や金融サービス業者、消費者としなければならない。」と規定しているため、それぞれの司法当局の機能権限を認めながら、本指令を実行するための国内で権限を独占集約した組織を指定するものとされている。また法制度は、金科玉条の様に絶対不変のものではないため法環境である市場実態に合わせて調整すべきものであり、そのための諮問委員会の設置などを定める。

Article 11

Without prejudice to the competences of the judicial authorities, each Member State shall designate a single administrative authority competent to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied. Member States shall establish effective consultative arrangements and procedures with market participants concerning possible changes in national legislation. These arrangements may include consultative committees within each competent authority, the membership of which should reflect as far as possible the diversity of market participants, be they issuers, providers of financial services or consumers.

監督当局権限の集中

監督機関に対しては第 12 条で任務遂行に係るすべての監督調査権限が付与され、単一の機関で且つ万能の組織とされた。具体的には同条第 1 項で「監督機関には、その任務の遂行に必要なあらゆる監督及び調査権限を付与されるものとする。権限行使は、次の形態で行なわれるものとする。(a)直接(b)他の当局、市場事業者と協力(c)監督機関の自己責任に基づき、他の当局、市場事業者へ委託、(d)司法当局に申請」及び第 2 項で「第 6 条第 7 項を留保し、前項に掲げる権限は、国内法に則って行使され、少なくとも次の事項を行う権利も含むものとする。(a)形式を問わず、いかなる文書にも近接し、かつその写しを入手すること。(b)取引行為をした本人のみならず、その注文の回付送信又は当該業務の実行に連鎖的に関与した者を含め、あらゆる者から情報を徴求し、必要があれば出頭を命じ聴取すること。(c)立入り検査を実施すること。(d)既存の通話記

録及び既存のデータ通信記録を要求すること。(e)本指令の移入において採択された規定に反するあらゆる業務の中止を要求すること。(f)問題となっている金融商品の取引を一時的に停止すること。(g)資産の凍結及び/又は仮差押えを要求すること。(h)職務活動の一時的禁止を要求すること。

ただし、これらの権限集中があったとしても第3項では「本条は、職業上の守秘に関する国内法上の規定に劣後する。」として劣後性を規定する。

Article 12

1. The competent authority shall be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of its functions. It shall exercise such powers:

- (a) directly; or
- (b) in collaboration with other authorities or with the market undertakings; or
- (c) under its responsibility by delegation to such authorities or to the market undertakings; or
- (d) by application to the competent judicial authorities.

2. Without prejudice to Article 6(7), the powers referred to in paragraph 1 of this Article shall be exercised in conformity with national law and shall include at least the right to:

- (a) have access to any document in any form whatsoever, and to receive a copy of it;
- (b) demand information from any person, including those who are successively involved in the transmission of orders or conduct of the operations concerned, as well as their principals, and if necessary, to summon and hear any such person;
- (c) carry out on-site inspections;
- (d) require existing telephone and existing data traffic records;
- (e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
- (f) suspend trading of the financial instruments concerned;
- (g) request the freezing and/or sequestration of assets;
- (h) request temporary prohibition of professional activity.

3. This Article shall be without prejudice to national legal provisions on professional secrecy.

監督機関職員等の守秘義務

当然のことではあるが、第13条では「監督機関のために、又は、所管当局の指示を受けている監査人及び専門家を含め、監督機関がその権限を委託している当局若しくは市場事業者のために働いている、又は働いたことがある者すべてに対して、職業上の守秘義務を適用するものとする。職業上の守秘に該当する情報は、法律に定める規定に従う場合を除いて、何人にも又はいずれの当局にも開示してはならない。」と規定し情報は秘匿性を有しておりそうした情報の取り扱いについて職員に対し守秘義務を課している。

Article 13

The obligation of professional secrecy shall apply to all persons who work or who have worked for the competent authority or for any authority or market undertaking to whom the competent authority has delegated its powers, including auditors and experts instructed by the competent authority. Information covered by professional secrecy may not be disclosed to any other person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

制 裁

内部者取引に対する制裁については指令第14条で規定されている。同条第1

項では「各加盟国は、刑事制裁を課す権利を留保し、本指令の実施において採択された規定が遵守されていない場合には、国内法に従って適切な行政処分が採られ又は責任者に制裁が科されるようにしなければならないものとする。」として加盟国に対し、違反行為に対する制裁措置が、効果的であり、違反行為に相応・比例しておりかつ予防的なものであるものにしなければならないと限度を定めている。

本項では刑事制裁の移入が義務付けされず、行政処分のみが課されている。違反行為に対しては、刑事制裁は別にして実効性があり、高い抑止効果が期待される行政措置を用いた制裁手段を発動させるべきであるとしている。指令は結果として刑事罰を各加盟国が導入するかどうかについて各加盟国の判断事項となったが、これは行政処分と刑事罰則の重畳適用を回避するためと云われている⁵⁰⁹。しかし、根底には「EU 共同体、欧州委員会が資本市場の保護という領域における一定の犯罪構成要件の強制的基準を設定することに関して、共同体は団体としての権限を、また、欧州委員会は組織としての権限をそもそもどの程度有するか、という問題がそれである。⁵¹⁰」とされ、刑事罰の移入についてそもそも事前に検討課題があることを示している。しかし、一般論として刑事制裁と行政処分はその目的が異なる以上重複適用されても問題はないはずである。加えて実こうした行政処分や制裁の公開を義務付している。

また、そうした制裁を一般予防等に役立たせるため同条で「2項 第17条第2項に定める手続きに則って委員会は、情報として、前項に掲げる行政処分及び制裁の一覧表を作成するものとする。3項 加盟国は、第12条で規定する調査に協力しない場合に適用する制裁を決定しなければならないものとする。4項 加盟国は、監督機関が本指令の実施において採択した規定の違反に対して課されるあらゆる処分又は制裁の公開が金融市場を深刻に脅かし又は関係者に不相当な損害を与えることにならない限り、それらを公開できるよう規定しなければならないものとする。」としてフィードバックする手法等を明示している。

Article 14

1. Without prejudice to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.

2. In accordance with the procedure laid down in Article 17(2), the Commission shall, for information, draw up a list of the administrative measures and sanctions referred to in paragraph 1.

3. Member States shall determine the sanctions to be applied for failure to cooperate in an investigation covered by Article 12.

4. Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public every measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.

⁵⁰⁹ 欧州会議経済通貨問題委員会報告 P45 修正提案 60 号理由書

⁵¹⁰ ローランド・シュミッツ(二本柳誠訳)「ヨーロッパにおける資本市場の刑法的保護」企業と法創造 紀要 8 号 58 頁(2006)

司法手段に拠る救済措置

第 15 条では「加盟国は、監督機関が行った決定に対して裁判所に提訴ができるようにするものとする。」として監督機関の行政処分も裁判所による司法審査の対象となるとして、司法権を排除せず、他の行政機関による制裁と同じく司法的救済を認めることとしている。

Article 15

Member States shall ensure that an appeal may be brought before a court against the decisions taken by the competent authority.

監督機関間の国際協力

内部者取引規制指令でも取り上げられていたが、域内単一市場創設のために監督機関間の相互協力は不可欠であり、第 16 条で「第 1 項 監督機関は、本指令に定めるか国内法に定めるかにかかわらず、その権限を利用しその義務を遂行するために必要な場合には何時においても、相互に協力し合うこととする。監督機関は、他の加盟国の監督機関を支援しなければならない。特に調査活動においては情報を交換し、協力しあわなければならない。第 2 項（以下省略）」と定められている。

Article 16

1. Competent authorities shall cooperate with each other whenever necessary for the purpose of carrying out their duties, making use of their powers whether set out in this Directive or in national law. Competent authorities shall render assistance to competent authorities of other Member States. In particular, they shall exchange information and cooperate in investigation activities.

施行期間

施行期間は第 18 条で「加盟国は、2004 年 10 月 12 日までに、本指令を遵守するために必要な法律、規則及び行政上の規定を施行しなければならない。加盟国は、それを直ちに委員会に報告しなければならない。」とされた。2004 年 10 月 12 日の施行期間が、各加盟国の事情により必ずしも守られなかったのは、前述のとおりである。

Article 18

Member States shall bring into force the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive not later than 12 October 2004. They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt those measures, they shall contain a reference to this Directive or be accompanied by such a reference on the occasion of their official publication. Member States shall determine how such reference is to be made.

5 . ヨーロッパの取り組み小括

ヨーロッパにおける資本市場活動は、他の地域に比べて長い歴を有する。そうした伝統と慣行によって各加盟国は、国内に所在する特定の市場活動の安定性を維持してきた。その特定の市場参加者にとっては、合理性・機能性の有無

は別として、透明で客観的あるものの、国内他地域では別であり、さらにクロスボードの関係が出てくると、その安定性は柔軟性がなく、客観性に欠けるものであることは容易に想定できる。第二次世界大戦後こうした点について早くから EU 諸国では意識が持たれ、その後経済統一、関税の撤廃、共通貨幣の導入など矢継ぎ早に進められている。加盟国が増大し、その管轄地域も拡充されている。

金融サービス部門ではその全分野を対象にサービスの障害事項を取り除く努力が行われ、2004 年 4 月には「金融商品市場指令」(MiFID) が採択・導入されることになったのは前述のとおりである。この中で、特に内部者取引について共通の規制を制定し金融資本市場の活性化を図ることとし 1989 年には内部者取引に係る共通規則として内部者取引指令、2003 年には相場操縦行為を含めて市場濫用指令が発出されている。現在 EU 加盟国では、市場濫用指令が移入され、実行されている。

具体的には市場濫用指令の定着化が図られている。その主なポイントとは次のとおりである。

まず、その内部情報の定義については 89 年の内部者取引規制指令が維持されている。「内部情報」とは... 確実な未公表の情報であり、もしそれが公表されたならば当該金融商品の価格及びその金融商品に関連する金融派生商品の価格に重要な影響を与える虞のあるものと規定されており、情報の確実性や重要な影響を与える虞といった基本的なコンセプトについて約 20 年間に亘りなんら変更はない。

情報の確実性についてはこの場合の確実な情報とは、事実の特定性と蓋然性であることが明かにされている。この組合せは米国法が重要性を判断する前提としている規模と蓋然性の組合せ基準と同一であり、共通な判断基準である。

対象商品の範囲については 89 年当時に比べ、その後の金融工学や IT の進歩などによる作出された手段、仕組みを取り入れた市場取引の高度複雑化商品・金融サービスを含ませるため広範かつ詳細に規定されている。包括条項が設けられるなど結局は金融取引行為として対象とすべき金融関連商品は一切含まれると実質基準を示している。

内部者の範囲については法人にも適用があることが明らかとされ、内部者類型としては内部者取引指令と基本的には同じであり、会社役員等、株主、被雇用者の三類型を挙げているが、加えてテロリスト・犯罪行為が含まれることによって会社関係者であるとした信認関係がない行為者にも適用が認められることが明確とされた。さらに未遂形態も含まれ、積極的に規制をしようとする姿勢が明確にされている。

内部情報の行使についてその主観的要件の取扱いについて、市場濫用指令が単に「その情報を使用し (from using that information)」とされ主観的要件を削除しているように見える。しかし、内部者取引行為の判断基準である、入手した情報と取引行為との牽連性の有無を架橋するのは主観的要素であるその利用意図であり、利用意図がなければ情報が誘因性を持たないので内部者取引として規制する意義を失うので主観的要件を積極的に排除したものではない理解するのが適切である。

禁止行為についても変更がない。売買行為、第三者に対する情報提供と推奨、勧誘行為禁止行為とされている。売買の場合には目論み（未遂）も含まれていたが、情報提供等には禁止行為が行われたことを要求している。

禁止行為の適用について二つの除外行為を定める。一つは国策行為、他は、自社株買いや市場価格の安定操作である。この点も、自社株買いが付け加えられているだけで基本的な変更がない。

情報受領者については、内部者取引指令と乖離がある。一つは、情報受領は結果として情報の入手源・ルートやその入手手段を問わず内部情報を入手すれば足りるとする。次に売買等に加えて第三者に対する情報提供、推奨又は勧誘の行為が情報受領者に禁止されることである。この点は結果的に内部者と情報受領者との差異を設けない、同一の取扱いとしたことになり、前指令と比較していえば情報受領者の責任を一層強化したとも言える。

ペナルティについては、内部者取引規制が相応の制裁を求めているだけであったが、市場濫用指令では刑事処分については含めないものの、行政措置については織り込んでおり、制裁の強化を図っている。

以上から内部者取引指令に比べ、基本は変わらないものの対象者の拡大や情報受領者の禁止行為の見直し等を行い、規制を充実させている。

第6章 提言

1. 内部者取引規制の見直

(1) わが国の内部者取引規制の特徴

内部者取引規制を構成する各要件の該当性を判断する基準について、従来採られてきた手法である個別具体的な形式基準を更に詳細網羅的に徹底することによって市場関係者に対し規制の明確化を図り、予見可能性を高めるようにするのか、逆に内部者取引規制の趣旨を活かす観点から包括条項に一本化し実質基準⁵¹¹に改め、証券市場の効率性、一般投資者の証券市場に対する信頼感の確保しようとするのかを巡り、わが国が昭和63年当時証券取引法に内部者取引規制を新たに導入した経緯、規制の枠組み・論理構成や訴訟における係争事例、執行機関である監視委員会のエンフォースメンズ態勢、加えて内部者取引規制が最も厳格に行われ、グローバル・スタンダードとなっている米国の証券取引所法10条(b)項、SEC規則10b-5及びその裁判例、EUの市場濫用指令等を検証してきた。

第5章までを要約する。

わが国の内部者取引規制は、海外からの要求に応じ昭和63年に急遽導入されたが、当時の証券会社、一般投資家等市場関係者の法意識が極めて希薄なため規制の構成要件として内部者及び情報受領者、重要情報、有価証券、禁止行為、公表等を個別具体化し詳細網羅的に規定し、情報の利用による利得の発生は要件としない行政特別刑法によく見られる形式犯構成になっている。具体的に米国のSEC規則10b-5及びその審判、裁判例、EUの市場濫用指令等と比較する。

内部者（会社関係者）の範囲

わが国では厳格に法第166条1項で具体的に定められている。役職員、株主、法令に基づく権限者、契約者などと規定されている。身分犯構成となっているため、その身分を持つ者以外には基本的に行为主体とはなり得ない。

この点について米国では、第4章68頁以下で見たとおり内部者の範囲については判例の変遷があったところである。キャディ・ロバーツ事件では「当法廷は、すでに詐欺防止条項が『何人も』と規定されており、また特別な義務は伝

⁵¹¹ 神田秀樹「金融商品取引法総論 法の構造と有価証券概念」ジュリスト 1368 9頁(2008)では法の適用対象をどのように定義することが妥当かを考える際に大雑把に整理すると「定義を形式基準で定義が出来るもの、形式基準だけでは定義が困難であった、形式基準と実質基準の両方で定義すべきものと考えられるもの、実質基準でしか定義が出来ないもの、の3つの類型があると考えられる。」と述べ、「最後の定義の仕方は『包括条項』と呼ぶことも可能である。」とし、そして結局定義は法的効果をもたせる技術的概念であるとする。技術的概念である以上、法論理的に統一性があり、体系的であるのは説得的で(学問的に)望ましいが、実際は法の趣旨をよく体現させられる、使いがっての良いものが適当であろう。

統的に企業の内部者、例えば役員や取締役、支配株主に課せられていることを示してきた。しかしながら、これらの三つのグループがそのような義務のかかる人々のすべてを蓋い尽くしてはいない。分析的には、この義務は二つの主要な要因によって生じる。第一は、特定の人物の個人的利益ではなく、会社の目的にのみに利用すべく意図された情報に直接的間接的に近接（アクセス）出来る関係の存在である。（証券取引法の重要な目的は個人の利益のために内部情報を使うことが会社の通常の報酬であるとの考えを排除することにある。）第二は、取引の相手方が利用できない情報を入手した当事者が有利に取引を行うことが持つ本来的な不公正さである。」としてこうした要因を具有している者であれば誰にでも適用があるとされたところであった。

チアレラ事件では「我々は、市場取引におけるすべての参加者間において、重大な、未公表の情報に基づく行動を控えるという一般的な義務が存在するということ認めない限り、上訴人の有罪判決を認容するということとはできない。義務が、2人の当事者間の特別の関係から生じるものであるという確立された原則から、完全に逸脱するそのような広い義務の公式化は、何らかの議会の意思の明示的な証拠が存在していなければ、企てられるべきではない。」として信認義務の介在を要件として要求し、制限したが、現在の定着している判例理論となっているオヘーガン事件では、『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）項及び規則10b-5に違反したこととなるとされる。この理論の下では、受認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に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若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、取引者となった受認者による、同様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。」として内部者の範囲を会社外部者にも拡大している。

EUも前章219頁で見たように市場濫用指令では第2条1項(c)で雇用、職務または任務の履行を通じ情報に近接する者、同(d)で犯罪者までを挙げ拡大している。

情報受領者の取扱い

法第166条3項では処罰範囲の不明確さを避け、法的安定性を確保する観点

から⁵¹²情報受領者を内部者から直接伝達を受けた第一次情報受領者に限っており、その範囲が狭い。

米国では94頁のキャディ・ロバーツ事件では、前述の2要件が具有されるのであれば当然情報受領者にも適用され、転々第2第3の情報受領者も同じである。信認義務を採るダークス事件で、「内部者が情報受領者に対し、情報を開示することにより、株主に対する信任義務に違反し、かつ情報受領者が、違反があったことを知り、又は知るべきであった場合である。」として内部者に信認義務違反があることを前提に責任を認めており、その連鎖が続く限り、第2次受領者にも責任を認める趣旨である。

情報受領者がどのような場合に信認義務を負うのか、違反となるのかについては、不正流用理論を採るオヘーガン判決でも必ずしも明らかにならなかったため第4章 頁で触れたところだが、SECは規則10b5-2を定め、基準として次の3つの例示が示されている。・情報受領者が情報の守秘義務に同意している場合、・守秘義務を合理的に期待できる信頼関係が共有されている場合、・情報提供者が情報受領者の親族である場合。

EUでは市場濫用指令第4条で情報受領者は入手した情報が直接的または間接的に内部者から派生することを必要とされていないので連鎖性を要求されおらず、広く認める趣旨である。

発行体情報と重要情報

法第166条1項では情報を発行体の情報、即ち会社の内部情報に限定しており、会社が発行する有価証券に係る情報である証券情報、会社の外部情報を取り込んでいない。チアレラ事件では未公開の市場情報に基づく取引が規則10b-5に違反するののかという問題が提起され、同事件の最高裁判所判決では否定されたため、SECが急遽規則14e-3を定め信認義務がなくても適用されることになり、外部情報も射程に収めた。最終的には第4章183頁のオヘーガン判決によって規則14e-3が合法と認められている⁵¹³。EUの市場濫用指令では第4条で証券情報も含むとされていたところである。

わが国では発行体に係る重要事実のみが定められ、その重要性について詳細網羅的に規定されているが、重要事実の認定に係る判断基準を定める同条2項が形式基準と包括・実質基準の組合せになっており、結局それらの基準のどちらを重視するかによって過大にも過少にも振れる不安定なものになっているとされる⁵¹⁴。

後述するが米国判例では、委任状勧誘のケース⁵¹⁵で「合理的な株主がどのように投票すべきかを決定するに当たり、重要であると考えらるであろう実質的な可能性がある場合に（重要性が）認められる」とするが、有価証券の売買との関係でこの基準を引き直すと「合理的な投資者が投資判断において重要と考える

⁵¹² 服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』52頁（2001）

⁵¹³ Thomas Lee Hazen David L.Ratner Securities Regulation (9th ED) P171（2006）

⁵¹⁴ 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」商事法務1687号43頁（2004）

⁵¹⁵ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976)

であろう事実が重要な事実ということになる」といわれている⁵¹⁶。しかし、どのように定義してみても、裁判所が具体的な事案において、重要性の要件をどう判断するかを予想し得るほど明確な基準が構築されるわけではないだろうの指摘もある⁵¹⁷。EU では、重要な影響を与える虞のあるものとのみ規定されておりその規定の仕方は、内部者取引指令、市場濫用指令とも同じである。

有価証券

対象となる有価証券についてわが国では、法第 166 条 1 項で上場会社等の特定有価証券等とされており、第 163 条の上場有価証券、店頭売買有価証券、取扱有価証券に該当するもの、グリーン銘柄を指す⁵¹⁸。これに対し、米国ではもともと 33 年証券法（第 2 条(a)項(1)号）及び 34 年証券取引所法（第 3 条(a)項）(10)号）で定義を加えているが、その趣旨から詳細に例示するほか、「一般に証券と云われている権利、または商品（in general, any interest or instrument commonly known as a “security”）」としてバスケット条項を加えるなど証券概念が広く定められている。18 年改正でわが国が有価証券概念に取込んだ集団投資スキーム持分である投資契約などが含まれている。あらゆる有価証券に適用される⁵¹⁹ように規定されている。また、EU では市場濫用指令第 1 条 3 項で市場取引の高度複雑化証券化した商品・金融サービスに対応するため広範かつ詳細に定めている。特に 9 号では「加盟国の免許市場⁵²⁰で取引が認可され又は取引認可が求められる全ての金融商品」と包括条項を加えているところは紹介したところである。

禁止行為

禁止される行為はわが国では法第 166 条 1 項で内部者及び情報受領者とも有価証券の売買等に限定されているが、米国では 171 頁で見たように投資アナリストの情報提供が問題となったダークス事件では判決で「ダークスと自身が所属する会社のいずれも、エクイティ・ファイディング社の株式を全く保有せず、また当該株式の取引を行わなかった。ダークスは、徹底的に調査し、そこで得た情報を包み隠さず多くの顧客や投資家に提供し」た行為が内部者取引行為に該当するかどうか争われ、会社の不正経理についてその情報を投資家に通報・情報を開示した行為が問題とされた。元々アナリストの行為は、情報提供に留まらず、推奨、勧誘が予定されており、同様に取り扱われる。EU では市場濫用指令第 2 条第 3 条で第三者に対する情報提供や取引推奨、勧誘等の行為類型が広く含まれている。

⁵¹⁶ 黒沼悦郎『第 2 版アメリカ証券取引法』119 頁（2006）

⁵¹⁷ 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任（3）」法学協会雑誌 106 巻 2 号 234 頁

⁵¹⁸ 近藤光男 = 吉原和志 = 黒沼悦郎『金融商品取引法入門』295 頁（2009）

⁵¹⁹ Thomas Lee Hazen David L. Ratner Securities Regulation (9th ed) P158 (2006)

⁵²⁰ 第 1 条 4 項で「免許市場とは、93/22/EEC 指令第 1 条 1 3 項に定義するものをいう」とされている。

利得の意思

わが国では形式犯である。形式犯の典型である道路交通法第 95 条免許証の不携帯については運転者に故意過失はもちろん不携帯の事実の認識すら不要としている。同様に内部者取引規制について重要事実該当している認識は不要であり、そうした利得の有無も問題にしていない。米国ではダークス事件で内部者が情報伝達から個人的に「金銭的利益または将来の収益につながる評判上の利益」、または「取引を行う親戚もしくは友人に対して機密情報という贈り物を与える」といった直接的または間接的な利得の意図を有する場合に信認義務違反が生じるとして、信認義務理論に利得基準を採用した。不正流用理論を採る連邦最高裁もオヘーガン事件で信認義務理論を排除しておらず、また利得意思のない行為まで反詐欺条項でカバーする必要性は認められないので利得要件を必要としていると解釈すべきである⁵²¹。EU については、ページで前述したとおり、市場濫用指令第 2 条 1 項で主観的要件を除いたように見えるが、売買行為による利得の獲得を引続き求めており引続き利得の目的、意識を必要としている。内部者には通常利得の意図があることや逆にそうした利得の認識のない行為まで内部者取引規制をかける必要性がなことから主観要素の削除はむしろ条文の記述を簡素化したと解釈すべきである。

公表概念

公表については、法第 166 条 4 項で定められているが平成 15 年改正で従来の 2 方式に加え取引所のホームページ掲載時にも認められるようになってきている。この点については、周知性の問題があると指摘したところである。米国では前述したテキサス・ガルフ・サルファ事件で内部者は会社が情報を公表した時点で取引できるようになるのではなく「当該ニュースが、メディアを通じ広く報道されたとであろうと合理的に考えられるようになるまで」待機しなければならないとされた⁵²²。EU では内部者取引指令が公表ツール等を定めず、加盟国で取扱いが分かれたことを反省し、市場濫用指令第 4 条で発行人の即時開示義務を定めると共に公表ツールについても投資家に明らかにするように義務付けている。

(2) 司法インフラ整備

前述のとおり同審議会の議論では、経済界は、現下の対応として形式主義の徹底を挙げている。その根拠として法執行の前提である司法インフラである証券等監視委員会の体制、企業法務に携わる民間法曹人口整備に問題がある。この点については、第2章で前述したが監視委員会とSECの弁護士、会計士等の専門家数の違いは両監督機関の組織目的、業務内容の違いによって生じるものであり、単純な頭数では評価できないことやわが国の監視委員会が平成4年に設立され単なる行政機関の一つとして内閣府に置かれており、他方SECは約80年の歴史を持ち、独立した行政委員会として位置付けられている違い⁵²³はあるものの、

⁵²¹ 石田真得「不正流用理論における情報伝達者の『利得』要件」商事法務 1714 号 46 頁(2004)

⁵²² 前掲(注3) P168

⁵²³ U.S. S.E.C ホームページ (<http://www.sec.gov> 参照 Creation of the SEC)

監視委員会は平成4年に設立された以降着実に専門家の中途採用等による職員の増加、資質の向上策などを図っていることや司法制度改革による法曹有資格者数の増加、企業法務を担当する弁護士の対応にはすでに触れた。

司法インフラ整備は一定の水準となっており、これ以上は各企業や投資家など証券取引を行っていく当事者の自覚⁵²⁴、体制整備、コンプライアンス体制の充実と未然防止システム確立に拠るのではないか。

なお、未然防止システムについては、全国の証券会社と証券取引所、認定・認可自主規制機関、監視委員会（証券監視委）及び財務局等との間を専用線によるネットワークで結び、売買審査のための取引に係るデータの授受を電子的、一元的に処理するための統合システムである「コンプライアンスWAN」が2009年4月から稼働⁵²⁵しており、投資家個々人の取引内容（銘柄、数量、売買、価格）のほか本人の属性、取引経験などは瞬時に補足可能とされており、高い運用効率が期待されている。

（３）従来の見直し論

瀧田節教授の見直し論

内部者取引の見直しについては経済界も研究者等関係者も行程感（短期と中長期）の違いはあるものの、少なくとも現行の規定の枠組みについて根本的な見直しが必要であるとの認識においては一致⁵²⁶しているが、短期的には大きく意見が割れるところである。

では、どのように見直しをすべきであろうか。これまで何度か内部者取引規制の立法論が唱えられてきている。そのうち代表的なものを次に挙げたい。一つは、瀧田節教授が提唱したものである⁵²⁷。内部者取引を定義して、「内部者が内部情報を利用して行う証券の取引であるといえる。」とする。内部者の範囲については、「その職務また地位により内部情報を取得することが出来る者である。」として一定の立場から情報に近接できる者に限定している。具体的には発行者の取締役や監査役が当たるとする。ここでも地位による取得性、言い換えれば近接性という実質的概念で要件基準としている。内部者から内部情報を教えてもらった者、情報受領者の扱いについては、放任すると内部者が他人を利用し内部者取引と同じ効果を挙げられる。規制しなければ内部者取引規制の効果にならないとする。「内報（情報）受領者も内部者の定義中に加えるべきである」とする。したがって情報に近接可能性があれば情報受領者も内部者になる。また、内部情報を利用することが故意の一部、刑法学の表現では目的犯・主観的構成要件要素とされている。「重要であることとは一般には知られていない」であり、重要性の有無については「会社の収益や配当に関する情報だけでなく、会社の将来に影響を与えそうな事実とか、会社の証券の買付売付、

⁵²⁴ 郷原信郎「ワンポイント・レク 頻発するインサダーの教訓は何ですか」金融財政事情 2008.6.30号 28頁（2008）

⁵²⁵ 東京証券取引所ホームページコンプライアンスWANの稼働について（www.tse.or.jp/news/200901/090127_b.html）

⁵²⁶ 第3章金融審議会論議参照

⁵²⁷ 瀧田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」『企業法の研究』703頁 有斐閣（1977）

保有しようとする投資者の意欲に影響しそうな事実はすべて重要だ」とする。証券の売買動向に関する情報（市場情報、外部情報）を一部の者だけが持つことは不公平なので、内部者取引の規制対象にする。投資者の意欲に影響するような事実を重要事実とし、実質基準で個別に判断しようとしている。未知のものとして一般に知られていないことが必要で、公知となった後はその危険は取引の相手方が負うべきであるとする。「問題はいつ公知となったと見るかである。」この点はすぐれて事後的な判断なので一般的な記者会見で話してもまだ公知と言えない。取引の相手方が知りうる状態に置く必要があり、一般的な指針を示しておく必要があるとする。公知については推定規定を置き、反証を認める。一般的な指針であるため、判断適用は個別のケース毎の実質判断によることになる。そして、「具体的にどのような事実がその基準に該当するのかは、個々の事案ごとに決めるほかない」とする。刑事制裁や行政処分にはある程度の予防効果を期待できるが、救済は司法的効果の形で図るのが通常であろうとする。一般投資家の救済であるが、取引所取引に民事責任を認める根拠として一般の不法行為論理では、困難なので米国の様に特別立法をし、損害賠償だけを認めるようにすべきだとする。大量取引の中で売買は成立しているので解除は出来ないとする。

要は内部者については情報への近接性があれば情報受領者も含めて実質的に判断し、重要事実も公表概念も実質基準で定め、抑制、救済は民事特別立法によるべきであるとする。これまで見てきた米国の考え方がストレートに反映されている。

近藤光男教授の見直し論

近藤光男教授は「現行法（第58条）は内部者取引を念頭に作られた規定ではないので、それらの活用によって対処するには無理がある」ので「立法をすべきである」と主張する⁵²⁸。内部者取引の規制対象として、会社内部者に限られず会社の重要な情報に近接し得る立場にあることから「内部者取引を控える義務が生じる。」準内部者も入るし、内報（情報）受領者も規制を及ぼすべきであるとする。内報（情報）受領者は内部者の義務違反行為に教唆または幫助したことになるし、放置したら内部者が身代わりを使い「規制を無意味にする。」と指摘する。規制対象の情報は、「重要かつ未公開なもの」として、重要性の意味は瀧田説と同様に会社に係る情報に限らず広く認めている。民事賠償については内部者の利得に制限すべきだが、結局これでは個人の賠償額は極めて低くなり、抑止効果が出るかどうか疑問であるとする。またこれまで民事責任を追及された裁判例がほとんどない。「これは証券取得者の無関心、訴訟を提起することを好まないこと等が理由と言われている。」

そこで民事責任に加えて刑事処分や行政処分による制裁も考えられる。しかし、その処分のエンフォースメント機構がわが国にはなく期待もされなかったとする。「投資家を救済するために民事責任を強化すべきではあるが、わが国では内部者取引の違法性についての認識がいまだ不十分であることを考えれば、内部者取引を抑制するために刑事責任をも重視すべきことは否定できな

⁵²⁸ 近藤光男「内部者取引」『証券取引法体系』507頁 商事法務研究会（1986）

いだろう」とする。瀧田説も近藤説も民事救済を内部者取引規制の目的と捉え、内部者、内部情報の定義、重要性、未公開性については実質基準で行うとの同じ考えである。両教授とも内部者取引行為に刑事責任を課すべき規範性、違法性は、基本的には認めていない。ただ、近藤説では、証券取引における規範意識の緊急な育成のために、刑事処分を便宜的に取り込めと主張している点が異なる。

黒沼悦郎教授の見直し論

黒沼悦郎教授は、「比較法的観察だけから内部者取引のあるべきルールについて説得的な答えを導くことはできないと考えている⁵²⁹が、理論的には(信認義務関係といった法論理ではなく)投資者の信頼と市場の機能維持を勘案すべきこと、明解で国際的に統一されたルールが望ましいことを考慮したうえで、比較法的観察からわが法制への次のような示唆⁵³⁰」をしている。特にEUの89年内部者取引指令等が有益な参考であるとの認識のもとに「内部情報(重要事実)は、『有価証券の発行者または有価証券に関する未公開の事実で、公表された場合に当該有価証券の価格に重大な影響を及ぼすおそれのある事実』というように一般的な形で定義すべきである。」として瀧田・近藤教授と同様に発行会社に係る情報に限定せず会社外情報に広げている。また金融審議会の発言でも見られたが、重要事実を包括条項のみで規定すべきであるとして、「投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすおそれのあるもの」とすべきであると提唱⁵³¹している。「第一次内部者は、取引関係等の契約関係を前提とせず、広く内部情報へのアクセスを有する者を含めるように定義すべきである。ただし、証券アナリスト等の行為については、効率性な市場を維持するために、一定の適用除外を設ける。」内部情報へのアクセスがあれば認めるとしているが、明確ではないがそのアクセス関係が職務上の地位等の恒常的なものだけであれば、狭くはないだろうか。「情報の入手経路を問うことなく、内部情報をそれと知って有している者を第二次内部者として規制の対象に含めるべきである。」「第二次内部者による行為を不可罰とするような脱法を防止するために、第一次内部者には、

⁵²⁹ 戸田暁「内部者取引禁止の一機能(一)」法学論叢第163巻第5号15頁(2008)では「米国の判例法における規制根拠論は、我国では、情報均等(平等)理論、信認義務理論および不正流用理論の三分類に従って紹介されるのが一般である。これら諸理論は『わが国でも内部者取引規制をどの範囲で行うべきかを検討するに当たり、きわめて参考になる』ともいわれる。しかし、特に昭和63年改正以後の我国の学説には、信認義務理論を含む諸理論への否定的な言及あるいは無関心が目立つようにも思える。」として、論理的検討が少ないことを指摘する。これまで第166条の内部者取引規制が形式犯規定であるため、そうした論議なく解釈できたところと信認義務論理・信託法理の構成が我が国法制にあまり浸透していないところ等に原因がある考えられる。

国際的な観点から解釈論立法論の展開を主張する立場としては、葛愛軍「インサ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」北大法学論集59巻5号138頁(2009)などがある。

⁵³⁰ 黒沼悦郎「内部者取引の立法論的課題 内部情報及び内部者の定義を中心として -」(平成10年竹内昭夫追悼『商事法の展望』)102頁 有斐閣(2002)

⁵³¹ 前掲(注4)43頁

取引を禁止するほかに、情報伝達および情報に基づく取引勧誘を禁止すべきである。」第二次内部者の情報入手の経緯を問わないので情報の連鎖も要求しないと思われる。そこまで徹底すると市場濫用規制指令と同様に内部者と情報受領者の区別がなくなる。ただし、「内部者取引の規制が証券投資を過度に萎縮させることのないように、第一次内部者、第二次内部者に適用される取引禁止の要件として、情報の取得と行為との間の主観的因果関係を要求すべきである。」主観的因果関係とは、情報の利用、利得の意図を意味する。さらに民事責任については、特別の規定が設けられていないので、投資家は一般不法行為の規定（民法709条）に従って損害賠償を請求することになるが「インサイダーの義務は、取引するなら開示しなければならない義務（「開示しないなら取引してはならない義務」といってもよい）なので」開示義務違反とも取引断念義務違反ともみる」ことが可能である。これを開示義務違反と捉えると、不実の情報開示に基づく責任と同様に、インサイダーの取引時から真の情報が開示された時まで取引をした投資家に対し、インサイダーは莫大な額の賠償責任を負う」ことになりかねず、取引断念義務違反と捉えると、インサイダーが取引をしたことによって投資家が具体的な損害を被っているとは思われないため、投資家は損害賠償を請求できない」ともいえるとする。これまで判例もなく、そこで「インサイダーの民事責任については、インサイダー取引の抑止効果を発揮させるよう立法上の手当て」が望まれるとする。

上記瀧田教授他2教授の主張はほぼ一致している。内部者を情報への近接性で判断し、情報受領者も取組み含める。またいずれも内部情報の範囲に市場情報、外部情報を含ませ、会社の発行する有価証券に影響が出ると考えられる事実を包含し、重要事実を実質基準で考える。行為者の認識の中に、利得の意図を入れるとしている。民事救済が本旨であり、刑事処分は他の手段で代替出来れば、必須ではないとしている⁵³²。内部者取引行為者の民事責任について特別法の手当てが必要であるとする。奇しくもEUの市場濫用指令等とほとんど同じである。瀧田教授の主張は、内部者取引規制が導入される以前に公表されたもので、近藤教授の主張は導入の直後である。こうした主張があったにもかかわらず、当時わが国では内部者取引について証券市場行為として不公正であり、制限されるべき行為であるとの規範意識が形成されておらず⁵³³、直接の被害者がでない、一種の役得であるとの社会風潮⁵³⁴があったことや米国で内部者取引を規制する根拠として使われている規則10b-5と同様な旧証券取引法第58条がありながら抜かずの宝刀であり、裁判例などが殆どなかったため、適用要件等が不明で漠然としていたことから内部者取引には使えない等の理由によって昭和63年に証券取引法が一部改正され重要事実について形式基準が採用されたことは第3章で述べたところである。

その後約20年経過しており、単純にみると基本的に、内部者取引がその枠組みについて法的安定性、予見可能性等の観点から規制の適用要件に係る定義の

⁵³² 神山敏雄『日本の証券犯罪』102頁 日本評論社（1999）

⁵³³ 前掲（注8）291頁

⁵³⁴ 郷原信郎「ワンポイント・レク 頻発するインサイダーの教訓は何ですか」金融財政事情 2008.6.30号 28頁（2008）

判断基準として現行法の形式基準は一見望ましく見えるが、内部者取引については現在証券取引参加者にそうした行為が違法であるとの規範意識が確立してきているのでそうした極端なまでに個別具体的規定は不要ではないか。従って、形式基準で法律を施行していく場合、規制すべき違法行為への柔軟な対応が取れなかったり、例えとしては医薬品の副作用が問題となった日本商事事件が挙げられ、逆に問題にすべきではない取引、例えばコマツが自社株買い中にした休眠中の海外子会社の解散をインサイダー取引として課徴金を4,378万円かけられた事件⁵³⁵など過剰規制のおそれがある。

そこで証券市場取引の多様性、効率性等の観点から柔軟な運用が可能な実質基準が適切ではないか。規制のツールが多様化し、刑事処分が唯一でなくなった現在、刑事法の原則である罪刑法定主義、明確性の原則について内部者規制要件の中に織り込むことはエンフォースメントとしてマストではなくなっているのではないか。また証券市場ルールに於ける国際的統一化⁵³⁶が図られる中、世界の基軸証券市場の一つであるわが国東京市場も一般投資家の利用利便、信頼性確保のため、また規制の透明性・共通性⁵³⁷を高めるためそうした方針に沿って進める必要がある。そこで内部者取引規制に係る今後の見直しは規制の要件である行為者、内部情報・重要事実、禁止行為等の判断基準については実質基準を採用する枠組みで法律改正をすべきであると考ええる。

2. 見直しの観点・アプローチの手法

包括条項の実質基準で規定していくとした場合、その内容は実質基準と言うだけでは具体的な条項は描けない。包括条項である規則10b-5を適用している米国では第4章で述べたようにコモン・ローによる義務違反として不法行為を認める裁判例の基礎があり、さらに取引所法10条(b)項や規則10b-5に係る判例の集積展開によって法論理構成が分かれ、内部者の範囲を画す基準として情報の平等理論、信認義務理論、不正流用理論の3つの立場があった。そのいずれもが、実質基準をそれぞれ論理立てし、言い換えれば悪性のある行為とされる内部者取引を規制する行為者を特定する根拠と利用し、救済のツールとして、民事賠償、行政処分、刑事罰等と結び付けている。これら制裁の論理的根拠を示すものを法論理ではなく、そうした制裁の政策機能的観点で見ると米国の判例・論理は二つの立場に大別できる⁵³⁸。

⁵³⁵ 2005年7月、コマツは自社株買いを行ったが、その期間中にオランダの子会社・休眠会社の解散を発表した。コマツとしては休眠会社を解散しただけなので、株価に影響を与えるものではないと思い込んでいたという。子会社の解散には、「軽微基準」は適用されない。気の毒な例といわれる。

⁵³⁶ OICU - IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation Principal relating to the Regulator P25(2003)

⁵³⁷ 上村直「政府を超えた証券法制の研究」PRI Discussion Paper Series (051-18)10・15頁(2005)

⁵³⁸ 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6頁(1999)では、信認義務的アプローチと市場論的アプローチに分析手法を分け、日本の内部者取引行為規制は

(1) 市場的(信頼感的)アプローチ

一つは、内部者取引規制の論拠を情報の有無、情報の差異による逆選択によって発生する市場における取引量の低減を防止しようとするもの。市場の機能、資金循環・最適配分を担う流動性に与える影響によって捉えようとならえようとする立場、いわば市場(機能重視)的アプローチがある⁵³⁹。内部情報を持つことにより一般の投資家に比べ圧倒的な優位を持つ地位に立つ会社内部者が取引行為をした場合、その優位さが明らかになり、一般の投資家は市場に対する投資家の信頼感が削がれ、逆選択となり市場利用の機会が低下する、市場システムを利用しなくなることから必然的に投資のボリュームが低下し、流動性がなくなって市場の機能が失われるとする。

このアプローチでは証券取引法の目的の一つとされてきた市場の公正性、健全性といった概念の具体的な意味が問われることとなる。3つの理論のうちの情報の平等理論がこれに当たる。第4章で詳述したが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⁵⁴⁰で示された論理であり、後者は会社役員等が優良鉱脈発見という情報を隠して自社株等を購入し、優良鉱脈発見の情報が出されても敢えてそれを打ち消すコメントも出しながらその間も株購入を続け、業界専門誌が発見の記事を掲載するに至り、漸く発見の事実を認め公表をした事件である。有価証券の購入が絡まなければ、そうした鉱山開発会社が調査開発の事実を公表しないことはよくあることで基本的に問題にならなかつたはずである。薬品や家電メーカーでは新製品の開発を競争上秘匿することはままあることである。本件では、有価証券の購入がその会社役員が自ら行ったため典型的な内部者取引事例となってしまった。そこでは会社役員ら市場参加者が他の一般投資家である参加者に比べ取引に関する情報に圧倒的な優位性があり、市場参加者間に不公正、不平等が生じ、逆選択が起こり、市場離れが生じるので参加者には情報の開示をする法律上の義務「開示又は断念義務」を課し、義務を怠れば違法であるとの結論に至る。優位性については、情報へのアクセスが出来たこととそうした情報の利用が根源的(本来的)に不正であるとの基準を示している。

わが国が昭和63年に採用した内部者取引規制はこの市場型アプローチを前提として構成されている。当時の証券取引審議会では「こうした内部者取引が行われれば、そのような立場にあるものは、公開されなければ当該情報を知り得ない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平で...このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投

前者の手法に親近性があると指摘する。

⁵³⁹ 戸田暁「内部者取引禁止の一機能(二)」法学論叢第163巻第6号6頁(2008)では「米国内外で市場的な規制アプローチへの支持が普及して内部者取引禁止における信認義務概念の重要性さえ低下した観を呈する。」と指摘する。

⁵⁴⁰ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833(2d.Cir.1968)

資家の信頼を失うことになる。」としている⁵⁴¹。しかし、市場的（信頼感的）アプローチが審議会では取られ、従って当事者の範囲や重要事実の情報等について、そうした効率性、信頼性の観点を生かした機動的、包括的規定になるべきところ現実には個別具体的に詳細な形式規定が採用されるに至っている。当初審議会の見解に先立ち作成した内部者規制規定案は包括主義規定で実質基準を内容としていたとの情報もあり、また審議会の意見と出来あがった法案は乖離が大きかったコメントがある⁵⁴²ことから合点がいく。

この立場で再度、内部者規定を構成し直すとした場合どうなるのか。情報が非対称な形で取引が行われると逆選択が起こり、流動性が低下することが一般的に認められているので、そうした内部者取引規制による流動性確保に係る実証的研究(法と経済学)により適切な規制基準が導かれる可能性はある。即ち、会社関係者等の一定の地位にある者による取引を認めると、情報が偏在した状態で取引が行われる蓋然性が高まるため、市場の流動性の観点からは好ましくないとと言えるので、インサイダー取引の主体の範囲を画する場合には、いかなる者の取引を内部者として禁止すれば、情報の非対称性のある状況で取引が行われる蓋然性を排除できるかという点を（統計分析によって検証の上を）考慮に入れつつ、判断することが必要となろう⁵⁴³。しかし、そうした実証的研究はまだ行われていない⁵⁴⁴。

そこでむしろそうした結果になるとの認識、信頼を所与のものとして予め設定することが次善の策として適当であるし、一般投資家の確信でもある。したがって市場的アプローチでは市場に対する悪影響の有無を投資家の市場に対する信頼感や公平性の喪失などの抽象的な価値観だけを基準として判断・検討をする枠組みとなる。要は、内部者の範囲、会社外部者（情報受領者）、外部情報、重要性等の問題について抽象的な価値観を実質基準で、ケースバイケースで判断することに帰着する。

（２）契約的アプローチ

もう一つは、行為者と未公開の情報を持つ者との信認義務等に違反した点に規制の根拠をおくもの⁵⁴⁵で、契約（関係重視）的アプローチ⁵⁴⁶と言われる。例えば、会社の役員は、業務執行上当然に会社の重要事実に接することになるし、それが経営判断に直結しており、株主としては当然その利用を認めているが、

⁵⁴¹ 証券取引審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」（1988）

⁵⁴² 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化[下]」商事法務 1144号 17頁（1988）

⁵⁴³ 濱口耕輔「インサイダー取引規制の現状と課題」6頁 東京大学大学院専修コース研究年報（2003）（<http://www.j.u-tokyo.ac.jp/~jjweb/research/index.html>）

⁵⁴⁴ 伊藤邦雄「インサイダー取引規制の経済的検証と問題点」商事法務 1225号 4頁（1990）

⁵⁴⁵ 北山茂「インサイダー取引と法の理論」企業法研究第13号 62頁（2000）

⁵⁴⁶ 仮屋広郷「インサイダー取引規制再考 - 10b-5 解釈の背後にある二つの政策目標そこからの示唆」『会社法の現代的課題』163頁（2004）では「情報に対する財産権保護のアプローチ」として不正流用論により近い表現振りを取っている。

役員が個人的な利得のためにそうした情報の利用を認めていない。それは株主と役員間の信認義務に違反するとの構成である。また印刷会社の職員が株券の印刷過程で仕入れた情報を基に株取引をした場合雇用主との間にその情報を他に使わないとの信認義務類似の関係があり、それに違反すると考える。未公開の重要情報を「開示又は断念の義務」を負うにも関わらず、それを開示せず取引を行うことを「詐欺」と構成する。そして、そのような義務は、取引の相手方、または情報を取り扱わせた者に対する義務違反であると構成する。これらの当事者の間に、信認義務又は類似義務の関係が存在する場合に発生する。従って、会社の内部者は株主に対して信認義務を負っている以上、未公開の情報を開示せず株主と取引を行えば、株主に対する詐欺となるとするもの。

米国の信認義務理論がこの立場である⁵⁴⁷。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・ローの詐欺概念を用いる。インサイダー取引の場合通常その情報を秘匿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う。情報を有するだけでは違法とされず、信認義務によって「開示又は断念の義務」が生じこの義務違反が詐欺になると構成される。1980年のチアレラ事件⁵⁴⁸、1983年のダークス事件⁵⁴⁹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。加えて、不正流用理論⁵⁵⁰も契約的アプローチに属する。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反対意見として述べ、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、信認義務理論では取締りが出来ない会社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ある。情報源から得た情報を不正に自己のために利用した者の情報源への義務違反を問う。オヘーガン判決では信認義務理論と不正流用理論は、共存する補完理論であるとし、信認義務理論と同様に「開示又は断念義務」を課すとともに信認義務関係に類似の義務関係を含ませ、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。やはり信認義務等が介在する当事者間の契約関係に着目したアプローチと言える。

現在の米国はこの契約関係のアプローチを取っているが、その利点は、根拠規定としている10b-5条項に規定する詐欺の要件である「詐欺的手段」、「証券の売買に関して」に適応（該当）性があり、信認義務の伝統的解釈として信認義務者である会社役員に対し、開示義務と秘密情報の自己利用の禁止が認められていた法的効果が伴っていたことが挙げられる。要は内部者の範囲特定、情報受領者の責任等について過去の膨大な判決の中にその根拠を見いだせるものである⁵⁵¹。したがって日本の内部者取引規制を見直す際、この信認義務及び類似の義務関係から構築することで内部者規制の範囲の特定が可能となる。具体的

⁵⁴⁷ 品谷篤哉「内部者取引規制」名城法学 47 巻 4 号 20 頁（2000）

⁵⁴⁸ Chiarella v. United States, 445U.S.222(1980)

⁵⁴⁹ Dirks v. SEC, 463U.S.646(1983)

⁵⁵⁰ 前掲（注 37）10 頁

⁵⁵¹ STEPHEN M.BAINBRIDGE SECURITIES LAW INSIDER TRADING SECOND EDITION P41 FOUNDATION PRESS(2007)

には内部者、情報、情報受領者等について規定することが出来る。

このアプローチは広義のインサイダー取引規制も体系付けて説明出来るメリットがある。例えば、第164条は会社による短期売買差益提供請求制度⁵⁵²を定める。そこでは、会社はその役員又は主要株主が自社株を六ヶ月以内に売り買いを行って得た利益を会社に返還するよう請求することを認めているが、この点について規定が何を目的としたものか議論が分かれており、一つはグリーンメラ対策であるとする立場がある。これは実際にこの規定の使われ方から主張されている。しかし、利用のされ方と本来の規定の趣旨とは違うものであろう。それはやはり情報を得る立場に置いたものに対する信認義務違反があるから返還が認められると考えることが出来る。165条は会社役員の空売りの禁止を定める。この規定の目的も争われている。空売り禁止と内部者取引規制の関連性について明確な説明が出来ないとするものであるが、空売りによって役員が会社経営の不手際による利益損失を免れる後ろめたさを信認義務者として会社にかけているからだ構成できるとする。一般的にはインサイダー取引を間接的に規制しようとするものに位置付けられている。以上から契約関係のアプローチによって、広義の内部者取引規制も含めた内部者取引規制論理の統一的説明が出来るとともに包括条項の実質基準も導かれる⁵⁵³。具体的に、信認義務関係で内部者の定義が出来、情報受領者の責任もそうした信認義務関係の承継関係で判断することになる。

ただ、こうした基準があれば包括規定の採用に法務省検察当局が動くのか。岩原委員の心配はここにあるだろう。糸口は、ここにあると思っている。平成20年改正で課徴金の対象範囲の拡大が検討された際、法務当局は第157条の不正行為規制規定は包括条項であり、内容が不明確なので法令協議に反対した⁵⁵⁴といわれている。一方18年度の改正では有価証券概念について包括化の一環として米国の包括概念である「投資契約」概念を集団投資スキームの持分として有価証券とみなし、規制をかけることにした。この取込の差異を考えると「投資契約」には米国において潤沢に事例判決があることや判例において認定要件として4基準が明示してあることでではないだろうか。要は、指標が確定しているかどうかである。その点契約的アプローチには、判例もそろっており、規則の追加、解釈通牒によって情報の伝達関係なども整理されており、条件は整っているとと思われる。

(3) 市場的(信頼感的)アプローチの妥当性

しかし、大きな問題は信認義務ないし義務類似の関係と云っても、これらは民事責任の構成論理であり、刑事処分や行政手続きの枠を直ちに組み立てることには飛躍があるのではないだろうか。米国では信認義務違反理論は元々民事の救済論理から展開し、洗練された論理として整えられたものが、結局違法

⁵⁵² 堀口亘『新訂第四版最新証券取引法』672頁 商事法務(2003)

⁵⁵³ 藤田友敬「内部者取引規制」 フィナンシャル・レビューMARCH21頁 大蔵省財政金融研究所(1999)

⁵⁵⁴ 梅本剛正「課徴金制度の改正についてーワーキンググループ報告の検討を中心に」証券レポート 1646 9頁(2008)

性の高い事案に対する刑事処分等に謂わば流用されたもので、その論理構成については、第4章で見たとおり、会社外部者にも義務付けを認めるため、信認義務理論に不正流用理論重なったおり、云わば縄で枝を木の幹に縛りつけた接ぎ木状態になっている。論理に整合性がなくオヘーガン判決に対する批判として出されているのは、前述したところである。また日本法の中にはその信認義務理論は必ずしも根付いているとはいえない状況である⁵⁵⁵。最近信託法等で注目を浴びているが、元々民法がドイツ法系を取る日本の法制度の中にこの英米系の法論理⁵⁵⁶はまだ昇華されてはいない。したがって論理構成自体が問題となるだろう。さらに不正流用理論も論理的には、オヘーガン判決に見るように取引行為に関しない、情報源に対する義務違反を問うので、情報源に義務解除を得たとしてもそれが内部者取引にならないと言い切れるのか現実問題・政策論議として大いに障害の出るところであろう⁵⁵⁷。情報を利用し、一般投資者の信頼を棄損したことには間違いはないからである。信認義務だからその義務の提供先にだけ義務を解除してもらえれば、違反にならないのでは他の投資者にとって不公平感、市場に対する信頼感はなくなる。前述の通りEU諸国では2回⁵⁵⁸にわたるEU指令に基づき、各国とも2005年には市場濫用指令のレベルはクリアしており、米国判例と異なり市場の効率性と投資者の市場に対する信頼感の確保を目的に、内部者、情報受領者、重要事実、規制対象取引等の要件について実質基準をもって国内法へ移し込みをしている。加えてEU指令が米国法と違うところは、第5章で言及したとおり、市場濫用指令の中で行為者、重要事実、禁止行為等についてその枠組に言及をしている点である。日本法としてその枠組みの要点的な抽出、利用が可能である。

そこでむしろ端的に証券市場の効率性および一般投資者の市場に対する信頼感確保の観点から見直しをすべきであると考え⁵⁵⁹。

(4) 具体的な提案

現行の法第166条を改正し、構成要件を基本的に実質基準で判断できるよう見直しする。同時に内部者取引を抑制する規制ツールの多様化を進めるため、米国が判例で認めている規則10b-5違反の私的訴権、20条Aをわが国にも導入するため民事責任規定を法第167条に規定する。これまで第167条に定められていた、公開買い付けに係る内部者取引規定は第166条で適用が可能のため同条に一本化することにした。

⁵⁵⁵ 植田淳『英米における信認関係の法理 イギリス判例法を中心として - 』1頁晃洋書房(1997)

⁵⁵⁶ 折原誠「信託業と信託業規制」東京大学信託法講義(2008.11.18)

<http://ocw.u-tokyo.ac.jp/wp-content/uploads/lecture-notes>

⁵⁵⁷ 品谷篤哉「内部者取引規制」名城法学49巻4号62頁(2000)

⁵⁵⁸ 域内経済の一体化を進めるヨーロッパ連合加盟国は、証券取引について共通ルールを定め、透明性と客観性を確保しEU域内の取引の活性化を図るため規制インフラを整えるべく内部者取引規制について1989年11月13日DIRECTIVE 89/592/EECを発出し(実行に移す期限は、1992年6月1日まで)、さらに第2段階として2003年1月28日DIRECTIVE 2003/6/ECを発出している(同2004年12月12日)。

⁵⁵⁹ 前掲(注20)102頁

(内部者取引)

第166条 何人も有価証券の発行者若しくは有価証券に関する未公開の重要な情報を使用し、利得を得、または損失を免れる目的をもってその情報に係る有価証券の実質的権利の帰属を移動させる売買等の行為若しくは第三者に対する情報提供、推奨等の行為をしてはならない。

(内部者取引行為による賠償責任)

第167条 開示をせず前条の規定に違反した者は、同時期に当該違反行為により取引@所金融商品市場及び店頭金融市場における取引行為をした者が受けた損害を賠償する責任を負う。

第2項の賠償の責めに任ずべき額は、第1項の行為者が得た利得、または免れた損失とする。

第3項 前項の規定による賠償の請求権は、請求者が前条の規定に違反する行為があったことを知った時から2年間又は当該行為があった時から3年間これを行わない時には、時効によって消滅する。

内部者の範囲

内部者は情報平等理論で示された基準を採用し、重要な情報に対し近接性を持ち、使用が本来的に不公正とされる者とする。現行規定が「情報受領者」の範囲⁵⁶⁰を第一次情報受領者にかぎっている点については、規制目的との関連から、その合理性に疑問がある。インサイダー取引規制は、一般投資者が情報の不平等を感じ取引所取引に信頼感を喪失しないことおよび情報の格差による逆選択により流動性が低下し取引の活性化が削がれることを防止することにあれば、規制の対象は、自ずと重要情報に恒常的に近接する立場にあり、その情報に基づき行う取引行為が不公正で、他の一般投資家の平等な機会を削ぐことになるすべての者に拡大される。不公正と言う観点からは会社内部者と情報受領者になんら区別は必要なく、本来的に不公正な情報利用があれば内部者として規制

⁵⁶⁰ 平山幹子「インサイダー取引規制と共犯の成立範囲」紀要企業法制と法創造 8号79頁(2006)では立案担当者は、基本的には「情報の伝達を受けた者が取引を行うことを禁止すれ足りる」という立場をとりつつ、「伝達を受けた者が取引を行った場合は、情報の伝達者とその教唆犯または幫助犯として処罰されることがありうる」との考えを示し、同じように共犯としての可罰性を示唆する見解や、かりに情報を伝達した者に本罪の身分がない場合であっても、身分犯と共犯に関する規定である刑法65条1項の適用によって、共犯として処罰する余地が残る、との考えもみられる。しかし、内部情報を有している者がそれを伝達し、伝達を受けた者が取引を行った場合、教唆や幫助の故意など、他の犯罪成立要件に欠けるところがなければ、情報の伝達者は教唆犯または幫助犯として処罰されうるのだろうか。また、「内部者」という一定の身分を持つ者が行うことによりはじめて実現するインサイダー取引犯罪に、外部者、すなわち、非身分者が関与した場合、共犯規定を適用することがはたしてどこまで可能なのだろうか疑問を投げかける。

する⁵⁶¹。したがって、現行の身分犯ではなくなる。情報受領者にも恒常的な近接性が必要なので偶然そうした情報に接しただけでは、対象にならないと考える。確かに他の一般投資家には、利用の機会が削がれるが、職業関係もなく何らかの物理的関係でたまたま情報に接した者に対し、本来的に問題があるとは云えない。前述のとおり、米国とEUも同様である。

会社外部情報（証券情報）の取込

情報は会社情報に限らず、有価証券に影響のある外部情報も含める。金商法第166条及び167条では、内部者取引として規制しようとしている情報は、発行会社の業務等に関する重要事実または、発行証券の公開買付等の実施・中止に関する情報に限られている。しかも、第166条2項では、具体的に問題となる重要事実を列挙している。このことは、たとえ重要であると思える情報であっても、抽象的な情報や実現の可能性の乏しい事実、あるいは曖昧な情報はすべて対象から外されていることを意味している⁵⁶²。第167条は、公開買付け・株式買集めに関する重要事実について、公開買付者・買集め者と一定の関係にある者（公開買付者等関係者）による証券取引を禁止している。

しかし、投資家の投資判断にとって重要な情報には、発行会社以外の事象を発生源とするもの、所謂外部情報もある。そのような外部情報のうち当該情報に近接しうる一定の地位にある者が当該情報を知って証券取引を行うことも、投資家との関係で不公正である。金融商品取引法ではこの点が除かれており、公開買付け・株式買集め以外の外部情報、即ち、有価証券に係る情報に基づく内部者取引は、金融商品取引法では禁止されていないことを意味する⁵⁶³。

例えば、政府・日銀の金利・為替政策、流動性政策等にかかる各審議会、委員会の決定、物価指数・失業率等の政府統計数値公表、日銀の主要（全国）企業短期経済観測調査、沖縄経済特区等、政府による特定産業分野の規制緩和や特定の有害な原材料の使用禁止、企業に対する検察司法当局の調査開始、規制業種における規制の一部解除、鉄道・航空事業で競業他社に対する路線開業免許の付与、証券会社による推奨販売、投資ファンドによる投資資金の回収、引上げなどの情報に基づくインサイダー取引は、規制の対象と想定されていない。からは影響を受ける上場会社にとって、会社の運営、業務等

⁵⁶¹ 信認義務理論からは他の主張も考えられている。第一次内部者は信認義務関係又は類似の関係がある場合に限定する。理由 契約関係があれば、行為者本人に規範順守の意識を持たせる機会がある。明示黙示の契約内容でも当事者関係から規律しやすい。更に現在問題となっている報道機関等の職員にも契約関係が当然あるので、情報持ち出しが義務違反と意識を持たせやすい。証券アナリストや証券広報担当者は義務関係がないので規制は及ばない。証券アナリストについては、市場的アプローチでは、グレーであろう。情報受領者 第1次内部者の違法関係を承継する契約関係が存在する場合に限定する。理由 情報受領者の責任は第1次内部者との一種の共犯関係に限定すべきである。米国の新規則10b-5-2は実質的にこの趣旨で規定されている。連鎖関係を認めないと、理論上無限に追及しなければならなくなる。証拠法的にどちらか当事者に違法行為が成立しない場合に挙証は困難である。

⁵⁶² 前掲（注8）298頁

⁵⁶³ 黒沼悦郎『金融商品取引法入門』136頁 日本経済新聞出版社（2007）

に当たる可能性が十分にあるが、重要事実は会社の運営、業務等の情報を個別形式的に列挙されており、それらは重要事実としては規定列挙されていない(第166条2項)。また情報源との関係で情報を入手しうる地位にある者(監督官庁ではなく情報担当官庁の公務員など)が規制の対象になっていないという問題がある。とのような市場情報は当該有価証券に関する重要事実であって、上場会社の運営・業務等に関する事実とはいえないが、これでは有価証券に係る情報を有利に使える者が放置されることになり、やはり不公正であり、一般投資者の市場に対する信頼を確保できない。情報を有利に使った公務員等が公務員法に基づく守秘義務等の行為規制(公務員法)に違反することは別物である。

重要な情報(重要事実)・実質基準

重要な情報・重要事実とは米国判例は“経験豊かな投資家の投資判断に影響を与える可能性のある情報”⁵⁶⁴とし、EUの指令では第1条で“公開された場合には当該有価証券の価格等に重要な影響を与える虞のある事実”とし、若干の違いはあるものの、その情報が利得や損失の回避に牽連するものを示している。しかし、如何に抽象的に重要な事項の特徴を挙げ規定しても、結局はそうした情報と経済的利得との間に牽連性が認められるものかどうかがキーポイントであり、具体的な事件で判断を要することになる。したがって、法文上は重要な情報と利得、損失の回避をセットで規定していれば足る。実質基準・包括条項で規定する⁵⁶⁵のが適当である。形式基準では起こった結果から推測判断することになり、行為の規範違反は行為時点で判断するとの法適用の原則に反することになる⁵⁶⁶。

禁止行為

法第166条1項では、禁止行為として当該有価証券の売買その他の有償の譲渡・譲受け、デリバティブ取引を規定する(第166条1項)。これらの特定行為に限定すると、信託方式の利用などにより所有権の移転がなくても経済的利得が移動する、事実上の所有権移転行為が他の取引契約手法によって容易に行われる。脱法・法の潜脱の虞がある。また、取引の範囲の拡大は法執行上の負担、証拠資料の収集の問題が生じる。取引所を使った売買であれば、重要事実発生時の取引実績を市場システムから抽出可能であるが、個別の相対的取引について本来的にそうしたシステムに乗らず機械的効率処理が図れないなど費用対効果の問題、実効性の疑問などのハードルがある。しかしながら市場関係者からは内部者取引行為と実態的に変わらないそうした取引行為の問題点を指摘する声⁵⁶⁷が大きく、放置できないものがある。市場で反復的大量に機械処理されると理に比べ店頭取引、相対契約で行われる仕組み商品の取引は規模が比較的大き

⁵⁶⁴ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法第2版』118頁 弘文堂(2006)

⁵⁶⁵ 刑法学的には構成要件の一部だけが刑罰法規に記述され、他の部分は裁判官によって補充されるべき「開かれた構成要件」として位置付けする。

⁵⁶⁶ 前掲(注20)83頁

⁵⁶⁷ 日本証券業協会自主規制会議資料(2008)日商協ホームページ参照

いためプレイヤーも限られることから費用対効果およびその実効性に配慮する必要はいらぬのではないか。

第三者に対する情報伝達や取引勧誘も結果的に市場の効率性を阻害することは売買と何ら差異がなく、内部者取引禁止の趣旨から売買以外の行為も包括的に取り込むべきである。海外法制も同様である。

使用・利得の目的

現在市場取引関係者に内部者取引行為の違法性について規範意識があり、また法定刑の上限が懲役5年と引き上げられ、もはや道路交通法違反程度の軽犯罪ではなくなっているところから使用、利得目的の要件を入れ、市場機能の阻害となる行為に限定する。使用・利得要件があれば、内部者取引規制が実質的に規制すべきではない適用除外取引（第166条6項）類似行為を排除でき、また“うっかりインサイダー”“軽微額事件”などの適用は回避することが出来る。米国及びEUも同様である。

民事責任規定の導入

わが国の内部者取引規制は、海外から要請によって、特に米国の意向を反映したものであるが、前述のとおり規制の枠組み・構成は比較法的にみて独特のものである。そうした構成要件に係る独自性の他に米国法が導入している民事責任規定を取り込んでいない。そのため内部者取引に係る取引で損害をこうむった投資家等は、結局一般原則である民法第709条の不法行為責任による損害賠償請求によらざるを得ないことになる。

そもそも、内部者取引規制を導入するに決めた昭和63年2月24日の金融審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」では、「内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような措置を講ずべきであるが、取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り組む必要がある。」とし民事責任については当時の拙速的な行程の中に取り込まず、民事賠償責任の取込は慎重に時間を掛け検討することとされた⁵⁶⁸。そのご本課題については、認識はされているものの、その後20年間事実上何も検討がされていない状態が続いている。その理由の一つには課題の複雑さ、具体的には、元々内部者取引は被害者にいない犯罪といわれること、行為と損害の因果関係が特定出来るか、被害の範囲などの問題があり、また他の優先課題があったためである。

金融商品取引法は現代法の典型のひとつとしてその趣旨を果たすためあらゆる手段ツールが採られるべきものとされている。平成15年12月4日に出された金融審議会報告「一市場機能を中核とする金融システムに向けて」では市場監視機能について次のように述べられて基本認識として「米国SECに比べる

⁵⁶⁸ 昭和63年2月24日大蔵省証券取引審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」

と摘発件数には顕著な差がある。また、日本では、証券取引法違反に対する民事訴訟による責任追及もあまり行われず、証券取引法の民事責任に関する規定もほとんど利用されていない。」「ひと口に違反行為といっても、現実には悪質性の度合いは千差万別である。刑事罰は対象者に与える影響が極めて大きいいため抑制的に運用する必要がある、刑事罰を科すに至らない程度の違反行為は、結果として放置されることになってしまう。一方、証券会社などに対する業務停止などの行政処分も違反行為に無関係な顧客の利便性を損う面があり、行政処分に値する違反行為に限定すべきだが、行政処分しかツールがないために、違反行為の実情に見合った抑止力として不十分と感じさせるケースもみられる。」としてそれまでの規制ツールの脆弱性に触れている。続けて「さまざまな違反行為の程度や態様に応じ、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするためには、金銭的負担を課す制度や違反そのものへの差止・是正命令など、ツールの多様化を図る必要がある。」として金融商品、取引行為等に応じた他の効果的なツールの採用を勧める。「米国 SEC が連日のように、さまざまなツールを活用して摘発している事態につき、米国民は違反の多さに愛想を尽かすというより、ルール破りは割に合わないという規律を感じ、むしろ市場への信頼の源泉となっている。」とする。その報告を受けすでに平成 17 年には課徴金制度が導入されているところである。しかし、その後も民事責任については検討をされていない。

内部者取引規制が導入されてから、取引所取引について不法行為責任を追及した事件は少ない。判例では証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする不法行為を理由とする損害賠償請求について因果関係がないとして棄却された事例があるだけである⁵⁶⁹。

事実関係は概ね次のとおりである。

本件原告は、昭和 63 年 1 月 19 日、東京証券取引所を通じてジャパンライン株式会社の株式 49 万 4 千株を代金 3 億 298 万 2 千円で買付けたが、合併発表の 4 日後の 23 日、ジャパンライン株式会社が山下新日本汽船株式会社と合併しこれに伴う大幅な減資が発表された。ジャパンライン株式会社の株価は、一株 580 円から 623 円の幅に当時あったが、一挙に値が下がり 180 円にまで下落した。

原告は、ジャパンライン株式会社の大株主である被告からこの株式を買付けていたが、その買付は被告が、この合併、減資の情報を知って、その発表後、保有するジャパンライン(株)の株式の株価が大幅に下落して損害を蒙るのを避けるため、その発表に先立つ四日前に高値で売却したものの一部で、この株式を買受けた原告等の一般投資家が株価の暴落による損害を蒙ることを認識しながら売却した故意による不法行為(いわゆる「インサイダー取引」)を行った。その結果、現在の株価と購入価格との差額相当の損害を蒙ったので、被告に対して 2 億 1,406 万 2 千円の損害賠償を請求した。

これに対して被告は、同月 23 日までは合併の事実を知らなかった。また、原

⁵⁶⁹ 東京地裁・平成 3 年 10 月 29 日民事第二六部判決、平成元年第 5678 号損害賠償請求事件、請求棄却

告が被告の名が記載された株券を取得したのは、原告と被告との間で売買取引がなされたことによるものではなく、株券に個性はないから証券取引所における集団的競争売買および集中決済制度の結果、たまたま被告名義の株券が原告に渡されたにすぎない。また原告は、被告が同社株式を売却するか否かとは関係なく買注文を出したのであり、同月 19 日の同社株式の売買出来高は 1723 万 5 千株もあって、被告が同社株式を売却していなくても原告は本件株式を取得していたはずであるから、原告主張の損害と被告の同社株式の売却との間に因果関係がないと主張した。

東京地裁は判決で「不法行為に因果関係が認められるためには、まず被告の行為と原告の損害との間に条件関係...が認められることが必要である。」とする。「問題は、被告の売却した株式を原告が買い受けたといえるかである。」「それが肯定されれば、被告の売却が違法であれば、被告の売却と原告の損害との間に因果関係がある」とする。

「証券取引所における株式取引では、個々の顧客の委託注文は証券会社を通じて証券取引所に集約され、売注文と買注文が集団的に結び付けられて売買が成立する。したがって、この場合、被告の株式売却と原告の株式買受けとの間に売買が成立したというには、まず、集団競争売買のなかで、被告の売り注文と原告の買い注文とが現実に関係が結び付けられたことが、原告によって主張立証されなければならない。」とする。その場合の立証としてある営業日において特定のある株の商いが売り買いそれぞれ一つしかなく、決済されていれば条件関係が成り立つが、商いが複数ある場合には成り立たないとする。

「東京証券取引所に上場されている株式の取引については、...株券と売買代金の決済は集中決済制度により、株券の受渡しは、株券の振替決済制度によって行われている。そして、株式を買い付けた顧客には、通常株券の保護預り証が渡され、顧客が希望する場合にのみ株券が渡されるが、この場合には、当該証券会社の保護預かり株券、当該証券会社の当日の取引の喰い合い分の株券、日本証券決済の指定した別の証券会社から受け渡された株券というような証券会社の有するさまざまな株券のなかから、銘柄と株数のみによって特定された株券が渡される仕組みになっている。」

「したがって、原告が三木証券株式会社から本件株券を取得した事実から、被告の売り注文と原告の買い注文とが証券取引所において現実に関係が結び付けられて売買が成立したことを推認することはできない。原告は、右事実の他に被告の売り注文と原告の買い注文が現実に関係が結び付けられたことを推認させる事実を主張立証しないし、本件全証拠によってもそのような事実は全くうかがわれない。」「以上によれば、原告の因果関係に関する主張は失当であるから、その余の争点について判断するまでもなく、本訴請求は理由がない。」とする。

「なお、以上のように解すると、証券取引所において株式を購入した者が、特定の売主がインサイダー取引をしたとして損害賠償を請求する場合、証券取引所において、自己の買い注文とインサイダー取引をした相手方の売り注文が結び付けられて売買が成立したことを証明することは相当困難になると考えられる。しかし、現行法上インサイダー取引の不法行為について、因果関係に関する

る推定規定等が設けられていないのであるから、以上のように判断せざるをえない。」

本判決では、因果関係として特定の営業日における売り買いが一つしかなければ物的に特定性があり条件関係があるといいながら、取引所における取引のシステムに着目し、取引所で取り扱われる株式には個性がないとする。そもそも株券には、所有者名を記載することになっているものの、それは株券を特定するものではなく、株主であることを証左するにすぎない。株は元々非個性的なものである。たまたま一對一の付合せとなり取引所市場で取引が成立していても条件関係はないといえる。仮に本地裁の判断に従っても平成 20 年 12 月から株券の電子化が実施されているので、株券の遣り取りが全くなく仮にその日の取引が一對一であろうが、条件関係はなくなる。

判決当時の事例紹介のコメントでは「なお、インサイダー取引にかかる民事上の責任に関して立法的対を行なうことについては、そもそもどのような立場の者がどのような未公表の情報を知って（利用して）取引をした場合に違法性があるのかというインサイダー取引の範囲をめぐる種々の論議がありうるほか、インサイダー取引結果、証券市場の公正性が害されたということを超えて、一定の範囲の市場参加者に具体的損害が発生したと一般的に推定することも困難であることから、今後、各方面から議論の集積を待つ必要がある⁵⁷⁰」述べられ、判例も踏まえこの考え方が先行定着化し、以降取引所取引について内部者取引を理由にした損害賠償請求事件及び公の場での議論は殆ど見られていない。

しかしながら、内部者取引規制は本来開示義務を果たさせるために措かれたものである。情報が一般投資家に対し機会均等な接触状況に置かれるならば、例え企業機密であっても市場に出回ることについては基本的に何ら問題がなく、むしろ取引が効率的に行われるための前提条件である。ただし、公表した役職員が職務上の守秘義務違反の問題は対会社関係で生じることになるが、それは別の問題である。そこで公表前に情報を秘匿し、一般の投資者に比べ優位な立場に立ち取引に利用することは、一般投資家に対し市場に対する信頼感を棄損させ、延いては市場機能を喪失させるものとして禁止し、開示を義務付けている。現在、因果関係を否定した東京地裁判決には疑問が出されている。

そこで民事責任について米国の民事責任規定である証券取引所法 20A 条を参考に考えたい。米国でインサイダーの民事責任について重要な判例はシャピロ判決⁵⁷¹である。損害賠償請求の原告適格の問題であるが、証券会社が仲介し取引所で行った取引について損害賠償を認めた最初のものである⁵⁷²。開示義務は内部者が注文を出し、その取引に付け合わされた一般投資家の注文だけではなく、同時期に当該重要情報を知らずに当該銘柄を注文し、取得したすべての者に対

⁵⁷⁰ 金融法務事情 1321 号 24 頁（1992）

⁵⁷¹ Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974)

⁵⁷² 前掲（注9）P177

しても発生すると判示した。わが国の地裁判決が否定した因果関係について推定方式をとる⁵⁷³。有価証券はいわば個性のない商品の取引のため取得の機会が同時期であれば損害も発生したと見ることが出来る。均一に民事責任の原告適格を広く認める方が、開示義務違反の救済に資するとするものである。これまで、

狭く捉え内部者の取引と相対向かいになった一般投資家、内部者の取引と同時期に取引所市場で取引を行った者、一層広く内部者取引から真の情報が開示されるまでの間に取引所市場で取引をした者とのバラエティがあったが本判決は の立場をとった。

次に損害賠償の範囲であるが、取引時における有価証券に付けられた価格と時価（真価）との差額 内部者取引当時又はそれ以前に有価証券を買い付けた者がその後内部者取引によって引き起こされた下落分を損害とするもの 内部者が得た利得を損害（吐出し）と見るもの等がある。

これらの組合せとしてエルキンド判決⁵⁷⁴は公開後合理的な時期まで対象にし、購入後の株価の下落を回復させるとするが、投資者の回復額は、内部者（情報受領者）が取引により得た利益の額に制限すると判示した。この方式は、利益を剥奪することにより、内部者に違法行為による実利を持たせないとするものである。内部者取引に対する抑止効果が認められるとともに期間を限定することにより賠償額の算定を容易にする方式である。この吐出し方式が最も合理的な解決になるとみられている⁵⁷⁵。本判決は、インサイダー取引の民事責任についての先駆判例となり、その考え方は証券取引所法（1988年改正）に組込まれた。

組み込まれた 20A 条は上記判決を反映し損害賠償額を次の様に定めている。ポイントとして 2 点に要約されている。

同項 1 号 - 賠償額の総額は違反行為により内部者が得た利益または損害を免れた額を上限とする（Elkind 判決の理論）。

同項 2 号 - 賠償額の総額には、SEC による中止命令に伴う利益の吐き出し額の分を除外される。なお、4 号 - 出訴期間は 5 年とされている。

そこでわが国の民事責任の根拠について、基本的に証券取引所法第 20A 条をモデルに新たな規制ツールとして提案することにしたい。

内部者取引は、開示義務違反または取引断念義務違反⁵⁷⁶であり、その義務違反行為（不作為）による損害の賠償責任を負うと不法行為を構成することが可能である。開示義務と構成すると、第 166 条により、証券取引を行うに当たり証券取引所取引であれ、相対取引であれ、内部者は重要情報を開示する義務があることになる。開示しない以上義務違反が生じ、権利の侵害、損害が生じることになる。有価証券は個性がない商品なので同種の有価証券に同時期に取引に

⁵⁷³ 張小寧「インサイダー取引と損害賠償」名城法学 56 巻 3 号 105 頁（2006）

⁵⁷⁴ Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 472 F. Supp. 123 (S. D. N. Y. 1978) Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980)

⁵⁷⁵ 前掲（9）P178、前掲（注63）100頁

⁵⁷⁶ 黒沼悦等『第 3 版金融商品取引法入門』147 頁

参加した一般投資家は等しく損失を被ることになる。

ところが取得する取引断念義務と構成すると、断念義務は内部者が一方的に、或は市場全体に対して負う義務であり、仮に内部者がそれに反し敢えて取引をしたとしても、個別投資家に対する義務違反は生じない。元々取引所に注文を出した投資家はその注文である売り買いの別、銘柄、金額、数量を指示した条件で取引が成立しており、また義務違反の問題は投資家に対し生じないのでこの構成は採用できない。

では、開示義務違反構成を採ると義務違反時から真の情報が開示されるまでの間に下落が続くと膨大な金額の損害が違反者に責任になると認められることになると指摘される⁵⁷⁷。この点については、上記証券取引所法第20A条(b)項1号と同様に賠償の範囲を基本的に内部行為者の利得又は損失を免れた範囲に限定することで対応できるのではないか。一般の契約や取引行為を規制する民法の不法行為規定の解釈でこのような取扱いを証券取引のみに限定的に認めるのは、裁判所の法適用の逸脱、合理性を欠くことになりかねないので、金融商品取引法で改めて民事責任を認め、損害賠償の範囲にキャップをかけるのが適当である。

賠償の請求権は、通常監視委員会の犯則調査が概ね2年以内で終了していることから請求者が前条の規定に違反する行為があったことを知った時から2年間又は当該行為があった時から3年間これを行わない時には、時効によって消滅することが適当である。相場操縦行為に対する請求権は知った時から1年としており、さらに1年長いが、民事責任の訴求に当たり証拠の利用などの観点から通常監視委員会の告発等を見て訴訟提起するものと考えられることから、2年とした。なお、出訴期間は、米国よりは短めとしている。期間が長いと流動性の高い商品であるため、原告の特定が困難になりまた価格のボラティリティから争う評価額の算定について現実性に疑問が出るからである。

3. 論証事項

次に、提案した内部者取引規制の構成要件について論証することにしたい。

規範意識の変化・立法経緯⁵⁷⁸

平成元年4月から施行された内部者取引規制は、第一に内部者取引行為の法規範性についてほとんど認識されていなかった背景がある。そのため一般投資者、市場関係者にどのような行為が内部者取引になるのか、具体的に示すことが必要であった。

ところで最近話題となっているレバレッジを効かせた外国取引証拠金取引（FX取引）について、全米金融先物協会（NFA）が初心者向けに外国為替取引の概要と投資家が抱え込むリスク、取引を適切に仲介する優良業者を選定するた

⁵⁷⁷ 前掲（注66）147頁

⁵⁷⁸ 証券取引審議会報告昭和51年3月18日、63年2月24日、金融審議会金融分科会第一部会報告平成15年12月24日

めのポイントについて示し、加えてゲーム感覚で出来る模擬取引まで取込んだ事前学習プログラムを提供している⁵⁷⁹が、これと同様に一般投資家、関係業者に対し自動車学校における座学で法規と自動車の構造を学習させるとともに実技として生徒にハンドルの握り方から、ブレーキの踏み方まで手取り足とり、具体的に⁵⁸⁰教え込む必要があった。そして慎重に注意深く取引をさせるためには、これは刑罰をもって規制される犯罪であると日常の投資行動等に刷り込む必要があった。要は、規範意識の確立が早急に求められた。投資行動の主観的要件として利得の目的を織り込んだ場合、そもそも内部者取引について違法性の意識の可能性もない以上故意を超える超過的内心傾向と言われる目的要件が備わることはない。売買による利得行為も必要ない、単純な行為責任を問う形となった。昭和63年2月に出された証券取引審議会報告に基づき証券取引法を法改正した際、規定の枠組みとして行為者、内部情報・重要事実等の要件について形式基準を採用するに至ったが、その選択に至った根拠、背景といった法的適用環境に変遷が見られること（規範意識の確立等自己責任）。

規制ツールの多様化

次に、法律改正後約20年間経過し、その間2度の法定刑、罰金の引上げによる強化（平成9年⁵⁸¹18年⁵⁸²）がなされたものの、刑事罰則を唯一の規制ツールとして用いてきた。刑事罰則であれば、透明性、予見可能性が強く求められるのは、罪刑法定主義、明確性の原則から当然でありそうした要望は理解できるところである。しかし、平成17年改正⁵⁸³において従来独占禁止法⁵⁸⁴で採用されてきた課徴金制度（法第172条）が導入され、行政手続きとして裁判所類似の審判手続きが取られ、一定の行程を経て課徴金納付命令の決定が行われる⁵⁸⁵こと

⁵⁷⁹ NFA(NATIONAL FUTURES ASSOCIATION)Forex Online Learning Program

An interactive, self-directed program designed to help individuals understand the retail off-exchange foreign currency (forex) market.

⁵⁸⁰ 松川隆志「インサダー規制政省令が出揃って」商事法務1172号3頁（1989）では立法担当課松川流通市場課長が「わが国においては、内部者取引について、従来、社会的に必ずしもこれが刑事罰で担保されるような違法な行為であるという認識が確立していたとは言えず、むしろ証券取引というのは、発行会社についての情報を早くキャッチして行われるものではないかというような認識すら一部にはありました。そういう社会風土の中で抽象的な規定の仕方をした場合には、その解釈をめくりかなりの混乱あるいは誤解が生ずる恐れがあり、それは法的安定性といった観点から問題があるのではないかというように考えられます。したがって、できるだけ具体的に構成要件を規定して、証券取引の当事者、発行会社、証券会社、金融機関あるいは一般投資家の人たちが、どういう行為をしてはいけないのかということをはっきり認識していただくということが重要ではないかと考えられたわけです。」と述べている。

⁵⁸¹ 導入当初は6月以下の懲役または50万円以下の罰金であったが、平成9年に罰則整備法3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金または併科と成り、平成18年に5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金または併科に引き上げられている。法令データベース参照

⁵⁸² 平成9年改正 平成18年改正

⁵⁸³ 白石 賢「証券取引法への課徴金導入はわが国の法体系を変えるか 証券取引法・独占禁止法の課徴金を巡る法人処罰に関する意義と問題点」ESRI Discussion Paper Series No.1497 7頁（2005）

⁵⁸⁴ 村上政博「第2版独占禁止法」468頁（2000）

⁵⁸⁵ 金融庁ホームページ参照 課徴金制度

から刑事罰のような厳格な訴訟手続きや合理的な疑いを超える程度の証明を行わなくても規制を担保する行政処分を行うことが出来るようになった⁵⁸⁶。平成20年改正におい課徴金制度の見直し（法第175条）がなされ、加えて、違反行為に対する禁止、停止の申し立て権限が監視委員会に委任される（法第194条の7）など規制ツールの多様化、非刑罰化が進んでいること。

日本の裁判例

第3章で日本の裁判事例を検証したところ、内部者規制の目的とする投資者の不公正感の保護、市場に対する信頼の確保の観点から包括基準・実質的基準を採用しなければ対応しきれない事例（マクロス事件、日本商事事件 プロデュース社粉飾事件⁵⁸⁷（2009））が見られ、そうした実質的判断が下されていること、内部者取引規制の各要素について記述的構成要件要素として形式化し、詳細具体化には限界があるため、規制の要件要素として多くの規範的構成要件要素が組み込まれているので結局最終的には裁判所裁判官の実質的価値判断によること。

米国の規制

米国の規制枠組みを第4章で見たが、米国が判例法の国であり、訴訟の中で法創造がされる固有の構造からダイナミックに実質基準による等適用がなされており、それが金融証券取引の取引規制ルールとして国際的基準となっていること。また、かつて米国で法と経済学の立場から内部者取引の有用性が主張されたが結局、市場分析による証明が出来ず情報の不公正による市場への信頼感を喪失させない要請がより重要であるという立場が、主流を占めていること。

ノーアクションレター制度等

実質基準を採用しても、SECの規則や通牒に見るように具体的基準の追加がなされ、セーフハーバールールとしては完璧ではないものの、ノーアクションレター制度や法令のパブリックコメントなどの便宜的確認手段があり、わが国でも監督指針やQ/A、加えてノーアクションレターなどが採用され、投資家に対する予見可能性客観性は保たれてきている。さらに課徴金事例集（各検査年度末に公表）では個別の違反事件が取り上げられており、参照できるものとなっている。

ベストプラクティス

一方証券取引にはコンプライアンスを順守しなければ法令違反のリスクがあると云った自己責任の下、当事者としての立場・プリンシパル原則により進める必要があり、こうした便宜的確認手段を利用して証券規制について自主規制

⁵⁸⁶ 白石賢＝山下篤史「独禁法・証取法等行政処分の重罰化と立証責任・証明度の在り方について」ESRI Discussion Paper Series No.156 9頁（2006）行政審判等における証明の程度を説明する。23頁では米国における民刑事手続きで採用されている証明度を基に、わが国の課徴金審判手続きの証明度について提言をしている。

⁵⁸⁷ 平成21年5月27日埼玉地裁判決 常務に執行猶予付き有罪判決を下す。ジャスダック上場工作機械メーカー「プロデュース」（新潟県長岡市、上場廃止）の粉飾決算に絡むインサイダー取引事件で、金融商品取引法違反の罪に問われた新潟市の元同社取締役、五十嵐幸男被告（54）の判決公判が開かれた。伝田喜久裁判官は、懲役3年、執行猶予4年、罰金500万円、追徴金約7,888万円を言い渡した（MSN産経新聞ニュース 5月27日）。

機関も含めてルール・ベースからプリンシパル・ベースへの方向転換が取られていることは結果としてベストプラクティスに繋がる等を以て説明することにしたい。

(1) 規範意識の変化・立法経緯（内部者取引の違法意識の覚醒）

立法経緯として過去三回の証券取引に係る審議会報告⁵⁸⁸をみるとその意識の差が明瞭である。昭和51年3月18日にまとめられた証券取引審議会「株主構成の変化と資本市場の在り方について」の報告では「内部者取引（インサイダー・トレーディング）の規制について」「会社及び役員、主要株主等の内部者が、職務上知りえた情報を不当に利用して利益を図ることは、会社に対する忠実義務に反するばかりでなく、このような行為を放置すれば、株式市場に対する一般投資家の信頼を失うこととなる。内部者取引が悪であるという認識は、近年米国を中心として欧州各国にまで広まっており、我が国においてもこのような考え方を一般的に定着させる必要がある。」この記述から当時我が国においては、内部者取引規制の必要性及びその行為の違法性について業界及び一般投資家層において認識がなかったことが吐露されている⁵⁸⁹。

また、答申報告書の中にもあるが米国においては、既に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巡回区裁判所判決で、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判決が出ているが、当時の日本の経済状況がオイルショックや為替変動相場制移行などで景気後退し、株価⁵⁹⁰も低迷しており、企業の資金調達に直接金融に大きく依存した体質⁵⁹¹であり、株式投資は企業や一部富裕層が行っており、個人は貯蓄性向が著しく高く⁵⁹²状況の下、そうした内部者情報の利用についての社会的関心は薄いのが一般的であった。実際にインサイダーが特定のサロンの雰囲気の中で行われていたことは城山三郎の小説『粗にして野だが卑ではない -- 石田禮助の生涯』⁵⁹³にも紹介されており、よく引用されている話である。モデルとされた私欲のない清貧な経済人として尊敬を集め、国鉄総裁を務めた石田翁が特定の会社の有力情報を丸の内に所在する財界人のサロン・日本工業倶楽部で聞きつけ、「おい、きみ、それは本

⁵⁸⁸ 昭和51年、昭和63年、平成15年

⁵⁸⁹ 座談会「証券をめぐる不正取引の検討[1]」商事法務1160号11頁(1988)芝原邦爾教授は「これまで社会一般がインサイダー取引は刑罰によって取り締まらなければならない程悪いものだと考えることは余りなかったかと思います。...58条がインサイダー取引に適用されてこなかったのは、構成要件が包括的であるということもありますが、社会一般がそれが処罰に値する程悪いとは意識していなかったことに原因があると思います。」と述べている。

⁵⁹⁰ 長期間5,000円を下回り推移した。参考 証券取引所 (<http://www.tse.or.jp>) 日経平均プロフィール (<http://www.nikkei.co.jp>) 2008年版図説日本の証券市場8頁 日本証券経済研究所(2008)

⁵⁹¹ 川口恭弘『現代の金融機関と法』16頁 中央経済社(2007)

⁵⁹² 内閣府・旧経済企画庁(資料)国民経済計算年報

⁵⁹³ 文春文庫122頁 (昭和63年6月文芸春秋刊)

当か」と云いながらその会社の株式を電話で注文するため、一瞬席を外すシーンが描かれている。また利殖評論家石井勝利氏は著書の中で⁵⁹⁴「米国やイギリスなどで取り締まられているインサイダー取引にあたる行為というものは、これは証券界においては日常茶飯事のように行なわれていたのが事実であります。例えばどのようなことかと言えば、よく株式の専門紙などを見ると、早耳情報とかウワサとか、あるいはファイナンス含みなどと書かれています。それ自体は会社の経営に関して極めて重要な事実が、直接の担当部署の人から流れてきているのではないか、というようなことが考えられるわけであります。」タテホ事件で問題が今回出たというが、これまでも「例えばある会社がファイナンス、公募増資、あるいは転換社債の発行などをする場合に、証券会社はなるべく有利な値段でファイナンスをしたいということで、そのファイナンスを行なう会社と、それを代行する証券会社との間で、いわば「株価作り」ということが行なわれてきました。そのような場合に、そのファイナンスが実際に行なわれるまでには、会社の意思決定、そして大蔵省の審査、また証券会社との打ち合わせなどの段階で、それに関わる人たちは、その様な情報を手にすることができるわけであります。このようなことから、ファイナンスが行なわれる時点においては相当な値上がりをしてきているというのがこれまでの事実でありました。ということは、それを裏返すなら、重要な事実を知っているいろいろなグループが、その情報をもとにして株を買っていたということが言えるわけであります。」とその実態を赤裸々に述べている。

続いて報告書は「米国においては、我が国の証券取引法第58条（不正取引の禁止）に相当する規定（米国証券取引所法第10条(b)に基づくSEC規則10b-5）を、その後の判例の積重ねにより、内部者取引の規制にまで拡大適用してこの問題に対処していることが注目される。しかし、内部者の範囲を厳密に定めることは難しく、内部者からさらに情報を得た者に対して規制は無理があると言わなければならない。また、証券取引法第58条の適用についても、詐欺的な不正取引を一般的に禁止した立法趣旨から見て、これか直ちに内部者取引にまで広げることには限界がある。したがって、この問題に対処する方策としては、現行法令の適確な運用に加えて、内部者取引が何よりも道義に反する行為であることを関係者に十分認識させ、さらにその認識が実践にまで高められるように努めることが実際的である。」としている。法律のレベルではなく、道義に訴えろとしている。ところで報告書の記述通り当時証券取引法にはその第58条で、米国の内部者取引規制を規制するSECの規則10b-5とほぼ同じ規定があった。証券取引法は米国の証券諸法を引き写したと指摘⁵⁹⁵されることもあり、第58条は制定当初から、広く不正な取引を規制する一般規定が存在した。同条は、「不正取引の禁止」として“不正の手段、計画又は技巧”、“重要な事項についての虚偽の表示あるいは不開示によって金銭その他の財産を取得”、“取引を誘引する目的で虚偽の相場を利用”することの三態様を禁止していた。内部者取引

⁵⁹⁴ 『インサイダー取引規制で株式投資はこう変わる』22頁 海南書房（1988）

⁵⁹⁵ 竹居照芳『インサイダー取引規制—不正はなくなるのか』87頁 教育社（1989）

規制も同条に明定されていないものの、内部者取引行為が同条1号規定の「不正の手段、計画又は技巧をなすこと」に該当すると解釈することは「学説の上では異説を見ないほどになっている」⁵⁹⁶といわば定説化していた⁵⁹⁷。このように旧証券法上に規定がありながら、「必ずしも実効が上がらなかったといわれている内部者取引規制ではある」⁵⁹⁸が、この点第58条が活用されてこなかったのは、答申報告書も述べているが同条の禁ずる「不正取引」(具体的には同条1号の「不正の手段」)にどのようなものが該当するかについて、何の基準も存在しなかったことが大きく関係しているとみられる⁵⁹⁹。

第4章でも言及した通り、米国内部者取引規制法制では⁶⁰⁰内部者取引規制の法文根拠とされる条項は1934年証券取引所法第10条(b)項の証券詐欺に対応するため置かれた包括条項(catch-all provision)であり、同条項は授權規定であり、具体的適用は証券取引委員会(SEC)が定めた規則10b-5によって行われている。制定当時は、通常の良くある相対取引における詐欺的行為に対処するために制定されたこともあるが、規則10b-5には内部者取引を特に規制する文言は何も規定されていない。いわば規則10b-5は何も描かれていない白紙のキャンバスであり、一般投資家による均質な情報取得の可能性を前提に設けられている資金循環・配分システムである証券市場の効率性完全性という本来的機能を果たすために必要な手段を構築する観点からフレーム、構想を次々とチョークでデッサンし、要件や定義として創作しキャンバスを埋めている。このキャンバスにペインティングする作業・裁判を通じた法創造は、英米法の特色であり特に証券取引分野に限ったことではない。証券取引委員会が指導し、裁判所がその解釈の是非、正当性を確認する作業として続けられている。規則10b-5は内部者取引そのものの定義や内部者、準内部者(情報受領者)の範囲、重要な事実の判断基準、開示方法については盛り込まれていない。やはりこうした要件を定義した法律が不可欠であるとする立場から法案⁶⁰¹にまとめられたこともあるが、結局は設けたことによる弊害や機動的柔軟性に欠けると等の観点から成立は見送られている⁶⁰²。米国の80年代に何度か試みはなされたが、それ以降は見

⁵⁹⁶ 鈴木竹雄 = 河本一郎 『(新版)証券取引法』554頁有斐閣(1984)、神崎克郎 『証券取引法(新版)』現代法律学全集(1987)

⁵⁹⁷ 近藤光男 『内部者取引』証券取引体系 518頁 商事法務研究会(1986)しかし、鈴木竹雄 = 河本一郎 『証券取引法』法律学全集昭和43年初版(1968)では58条と内部者取引規制の関係については全く記述がない。

⁵⁹⁸ 河本一郎 = 大武秦南 『金融商品取引法読本』434頁(2008)

⁵⁹⁹ 前掲(注85)90頁 昭和62年タテホ化学工業事件で「大蔵省は阪神相互銀行の告発を検討したことがある。」しかし、このときも8条1号をインサイダー事件に適用することには無理がある、と指摘されていたこともあって、裁判に持ち込んでも勝てると判断し、断念した経緯がある。」

⁶⁰⁰ Stephen M. Bainbridge an overview of us insider trading law : lessons for the eu Research paper No. 05-5 <http://ssrn.com> (2004) 内部者取引規制の米国に於ける展開を概略したもの

⁶⁰¹ 1984年インサイダー取引制裁法、1987年インサイダー取引禁止法 前掲(注85)71頁

⁶⁰² 川口恭弘 = 前田雅弘 = 川演昇 = 洲崎博史 = 山田純子 = 黒沼悦郎 「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌 125巻4・5号 433頁(2002)

ることがなくなっている。最近では、そうした立法的な動きが見られなくなっている。

次に同報告書では「現に、行政当局、取引所及び証券会社においては、監視体制の充実や売買注文受託段階での調査等を通じて、相当の成果をあげている。」「将来の方向」として「内部取引、相場操縦等の不公正取引を法律により厳重に規制することは、立法技術的にもきわめて困難であるし、また、あまり細かく法律で規制すると取引の円滑性を阻害するおそれが生ずるので、慎重な取扱いが必要である。しかし、不公正取引の存在は、たとえそれがわずかなものであっても、一般投資者の資本市場に対する信頼を失わせ、市場からの離散を招くこととなるので、将来は、民事責任、刑事責任等を加えた法制の整備を図ることも考えられる。ただ、そのためには専門的立場から相当の期間にわたる検討が必要であり、同時に、行政当局、証券界及び経済界が相協力して、そのような法制を受け入れる環境作りを進めていかなければならない。」とする。ここからは、基本的に内部者取引規制は道義の問題であり、当時の現行法である58条の適用も、さらに新法を作ることにも範囲や対象者等の絞り込みが難しく困難であるとしている。当時の米国の判例の立場が情報の平等理論であったこともあり、当然のところ範囲等の限定が論理的には無限定となるため、結局は政策的判断によるので課題を将来のもの、中長期課題としている。

これに対し昭和63年2月に出された証券取引審議会報告⁶⁰³では、「内部者取引の規制の在り方」として「内部者取引の規制に関して、我が国の法制は、例えば、昭和51年5月の証券取引審議会報告書において、証券取引法第58条の適用に当たりこれを直ちに内部者取引にまで広げることには限界がある旨述べられていることにみられるように、十分でないのではないか⁶⁰⁴、また、未然防止・

⁶⁰³ 法令所管省の大蔵省事務方ペーパー（昭和63年証券局総務課課長補佐 二川一男 守屋 学 <http://www.mof.go.jp/kankou/hyou/g440/440>）では次のように要約している 基本的考え方として内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を進めるべきである。 未然防止体制の整備等としてイ 発行会社、証券取引所等の対応として例えば証券会社については重要な情報についての管理の徹底及び適時適切な開示をすること、証券取引所では上場会社に対する重要情報の適時適切な開示の要請、重要情報が一部に流布されている場合等における売買取引の機動的、弾力的停止等となっている。ロ 行政の対応として行政当局としても、未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、直接的な規制を適切に行うこととし、そのため、調査機能、監視体制の拡充等を図る。ハ 会社の役員等の自社株売買の把握・管理役員及び主要株主の得た不当利益の返還請求に係る規定（証券取引法第189条）の実効性を確保するため、役員等の自社株売買の報告義務規定を新たに設ける。 刑事罰の整備としてイ 証券取引法第58条第1号とは別に、新たに発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の内部情報を知った場合に、これが公開される前に一定の有価証券の取引を行う行為それ自体を処罰する罰則を設ける。ロ 構成要件が明確であり、投資家にとって取引を行う時点において、その取引が処罰されるものか否かが明確に判断できるようなものにする。

⁶⁰⁴ 前掲（注85）108頁 インサイダー取引を許す土壌としてわが国特有の6つの事情（紀ノ国屋文左衛門、法人営業は内部情報の収集、上場会社と幹事証券会社とのもたれあい関係、役得、利益配当が少ないためキャピタルゲイン狙いの取引になる、監督機関で情報の捕捉等が出来

監視体制についても、昨年の一企業の財テク失敗を巡る一連の事件において十分機能しなかったのではないかと、といった指摘がなされている。」として第 58 条の適用は 51 年の答申で限界があることを触れておきながらやはり不十分と確認し、また直近のタテホ事件だけを機能しなかった例として取り上げるなど唐突感が否定できない。マスコミも挙って取り上げたのは奇異な感じがあり、どこかの力が働いたのではないかと⁶⁰⁵とする見方もある。

続いて「我が国の証券市場に対する投資家の信頼を確保するためには、この際、内部者取引の規制の在り方全般について見直しを行い、適切な対策を講ずる必要があると考える。内部者取引の規制については、まず、その未然防止に万全を期すという考え方をとる必要がある。このため、重要な情報の発生源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所及び有価証券の取引を仲介する証券会社等が適切な未然防止体制を整備するほか、行政当局としても未然防止体制の整備を適切に推尊するとともに、的確な対応を行うことが必要である。それに加えて、適切な刑事罰則を整備し適用すべきである。なお、内部者取引の規制に当たっては、証券市場の国際化の進展にかんがみ、国際的な規制のバランスにも配慮する必要がある。」僅かな事例紹介から急に行政及び自主規制機関に於ける未然防止体制整備と刑事処分が取り上げられている。その中で付け加え的に国際的な規制との均衡をうたっている。確かにこの時期には海外から日本の投資環境を巡り規制緩和の要求⁶⁰⁶が出され、また東京証券市場が国際的にも注目を浴びる規模に拡大してきた時期⁶⁰⁷と重なる。経済成長の続伸する中・バブルではあったが個人も有価証券投資⁶⁰⁸に向かっていた時期でもあった。こうした内外の事情から急激な方向転換が必要とされたことが推測される。

「内部者取引に対する刑事罰則の整備」について「基本的考え方」として「内部者取引が行われた場合について、適切な行政の対応に加え、適切な刑事罰則を整備し適用する必要がある。」として「内部者取引に対する刑事罰則を整備するに当たっては、次の点に留意する必要がある。」その枠組みとして「内部者取引については、その事案により不公正取引を規制している証券取引法第 58 条第 1 号の適用があるものと解されるが、内部者取引に対する規制をより実効性のあるものとするため、より広く証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を確保する観点から、新たに発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の内部情報を知った場合について、これが公開される前に一定の有価証券の取引を行う行為それ自体を処罰する罰則を設けることとすること。通常行われ

ない)が挙げられている。

⁶⁰⁵ 森田章『インサイダー取引』146頁 講談社(1991)「世論操作が行なわれているのではないかと疑いたくなる」

⁶⁰⁶ 橋木俊詔「日本における金融業の規制と規制緩和の経済」フィナンシャル・レビューOctober(1992)

⁶⁰⁷ 高橋文郎『新証券市場 2008』資料編 中央経済社 184頁(2008)株価 1986年初 13,136円、1987年初 18,820円、1988年初 21,217円 日本経済新聞社ホームページ
東京市場時価総額 1986年 17,943億ドル(NY21,993億ドル)1987年 27,264億ドル(NY22,163億ドル)1988年 37,890億ドル(NY24,575億ドル)資料東京証券取引所他

⁶⁰⁸ 金融庁平成13年8月8日「証券市場の構造改革プログラム」の概要～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～

る正当な活動が阻害されることのないよう刑事罰を科すべき行為は合理的かつ妥当な範囲に限定するとの観点から、真に刑事罰に値するものに対し適切な罰則を設けること。構成要件が明確であり、投資家にとって取引を行う時点において、その取引が処罰されるものか否かが明確に判断できるようなものとする。」としている。未然防止体制の整備と違反行為がなされた場合のペナルティを定めることとしているが、米国法の判例が示している内部者取引の規制論理構成については一切触れず、「内部者取引が行われれば一般投資家に比べ著しく有利であり極めて不公正」「放置をすると証券市場の公平性と健全性を損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる。」それが「内部者取引の規制の必要とされる所以である」とするだけである。

当時の報告書を解説したものの中⁶⁰⁹には「立法を行なうことの理由付けとして内部者取引を説明するところから始めている。」しかし公平性、健全性といっても「インサイダー取引がなぜ悪いのか」ということについての説明は、不十分のものとなっている。「なぜ悪いのかに答えたことにならない。」「いずれにしても日本人が急にインサイダー取引の違法性に目覚めたわけでもないことは確か⁶¹⁰である」と批判されている。要はインサイダー取引の違法性についての認識は51年の答申時点と基本的に何ら変化がないが、社会の関心を呼んだタテホ事件と国際的規制の潮流があることが異なっていると。こうした中で具体的考え方として要約すると「内部情報の定義」に関し「取引を規制すべき場合における情報は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき重要で未公開の事実に関する情報と考えられる。」としてまず、重要な事実に関する情報とは、会社の経営、財務又は業務に関する情報であって、投資家の投資判断に影響を及ぼすべきもの、例えば、有価証券の募集・売出し、合併、業績予想の著しい修正、重要な新製品等の開発、資産・負債に著しい変動を与える事実の発生といったものが考えられる。更に、公開買付をしようとする者がある場合においては、公開買付を行うという事実に関する情報が考えられる。これらの場合、投資家が取引を行う時点においてその取引が処罰されるものか否かが判断できなければならぬという観点から、重要な事実に関する情報についてできるだけ客観化、具体化を図り、法令において明確に示す必要がある。

また、未公開性についても、証券取引所において正式に発表する等の具体的な公開方法を定め、その方法に従って行われた場合に公開されたものとするというように、投資家にとって公開、未公開の意識に差異が生じないようにする必要がある。「行為者及び行為」については、処罰の対象になるのは、次の場合である。発行会社又は公開買付をしようとする者の役員、従業員及び株主であってその職務等により内部情報を知った者が、その公開前に取引を行う場合、当該発行会社又は公開買付をしようとする者との間で内部情報に容易に接近できるような法令上、契約上等の関係を有する者、例えば、取引銀行、引受証券会社、公認会計士等であってその職務等により内部情報を知った者が、その公

⁶⁰⁹ 前掲（注95）147頁

⁶¹⁰ 座談会「取引の検討[第1回] - インサイダー取引の諸問題 - 」商事法務1160号7頁（1988）

開前に取引を行う場合で対象となる有価証券は、証券取引所に上場されている株式、転換社債、ワラント債及び普通社債とすることが適当である。法定刑については、証券取引法等における他の罰則とのバランスを考慮し、適切なものとする必要がある」と言及されている。この答申が出た翌月の3月には法案が国会に提案されている。こうした立法改定で時間的余裕がない場合には施行日を十分先延ばし委任法令によってその間に具体的内容を定めようとするが、改正も同様な手法がとられている。罰則については平成元年4月⁶¹¹からとなっている。このような状況の下で法律が作られたが、法律を作り規制する監督官庁及び監督を受ける証券会社等の双方が言わば手探り、膝詰めで法律の内容を固めたのが実情⁶¹²である。

結局昭和63年2月に出された証券取引審議会報告に基づき証券取引法を法改正⁶¹³した際、法律改正によって新たに導入された内部者取引規制では、第166条2項の重要事実⁶¹⁴を1号決定事実 2号発生事実 3号決算情報・業績の変動四号包括条項の4つに分け、前3者の個別条項と包括条項をセットとしたのは司法当局と行政の攻め際で何とか処罰すべきものを処罰できるようにした規定であるとの指摘⁶¹⁵があり、それは当時証券取引審議会の竹内会長⁶¹⁶が発言しているところである。竹内会長は当初実質基準で法案を纏めたが、それを司法当局が呑まなかったと説明している。当時の法令所管省の担当者からの聞き取りも同様であり、当時の法制局（参事官）も法律が現実に動く必要があると強く示

⁶¹¹ 昭和62年10月審議会検討開始、63年2月報告、平成元年4月全面施行

⁶¹² 63年当時の大蔵省担当堀本修補佐談 「大手4社の担当者を次々呼び毎晩膝詰めで、何処までなら飲めるのか決めたと」のこと。堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説〔1〕商事法務1173号11頁（1989）では、「内部者取引規制の本体である 刑事罰則関係は、改正法の委任に基づく政省令の整備がそれぞれ刑事罰則の構成要件の重要な部分に係わるものばかりであったが、昨年来の多数の関係者からのヒアリング等を踏まえ、さる1月31日に「証券取引法施行令の一部を改正する政令（平成元年政令第23号）」が閣議決定され、「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令（平成元年大蔵省令第10号）」と併せて、2月3日に公布された。また、改正証券取引法の刑事罰則関係規定の施行日を平成元年4月1日からとする「証券取引法の一部を改正する法律の一部の施行期日を定める政令（平成元年政令第22号）」も併せて公布され、いよいよ4月1日から、インサイダー取引規制が全面的に施行されることになる。」とこの政省令策定作業過程で膨大な目線合わせの作業を述べている。

⁶¹³ 昭和63年5月に証取法が改正、公布された。改正法のうちの一部（当時の188条〔現163条〕、当時の189条〔現164条〕）は同年10月に施行。インサイダー取引自体の規制部分については、違反者に刑事処分が科せられるため、構成要件の明確化の観点から約1年後の平成元年4月1日に政省令が公布され、刑事罰を定める190条の2、190条の3が施行された。

⁶¹⁴ 重要事実とは、決定事実 当該会社の決定にかかるもの - 業務執行を決定する機関が決定、決定に係る事項を行わないことを決定したこと。発生事実 社外で発生したもの - 当該上場会社等に次に掲げる事実が発生したこと。決算情報・業績の変動 - 売上高、経常利益等について、公表がされた直近の予想値と比較して新たに算出した予想値又は当事業年度の決算において差異が生じたこと。包括条項その他の業務事実 - その他の業務に関する からの事実を除く重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの

⁶¹⁵ 63年当時の大蔵省担当補佐談 大手4社を次々呼び何処までなら飲めるのか決めたとのこと

⁶¹⁶ 前掲（注32）13・17頁（1988）

唆した⁶¹⁷とのことであった。

これらの事情を補足するものとして証券取引審議会の報告書が抽象的なためどのような書き振りにするかについて幅があるとの指摘がある⁶¹⁸。「報告書の文言はかなり抽象的であるため、法案を見てみないとその内容は必ずしも明らかでなく、新聞報道等で伝えられるところがそのまま具体化するのか、相当の含みを持たせたものになるのか、にわかに判定し難い。」とし、続いて行為者等の定義について次のように疑問を提示している。

「第一に、インサイダー取引の行為者とされる、内部者・準内部者・受領者の意義につき、たとえば、発行会社または公開買付をしようとする者の役員、従業員および株主であって、その職務等により内部情報を知った者を内部者とするが、この『等』の中味は明らかでない。準内部者についても、内部情報に容易に接近できるような法令上、契約上等の関係を有する者、となっている。受領者についても同様である。この『等』の部分はいわば内部者取引規制の中核部分であり、あえてこれを明確にしない趣旨であるならば、それはそれで一つの立法態度であるが、この中味によって、改正法の射程は相当に違ってくる。第二に、内部情報の受領者(tippee)については、内部者および準内部者から直接に内部情報をえた者だけが処罰されることになっている。もとより、このこと自体への批判は大いにありうるところとしても、たとえば同居の親族などがいかに扱われるのか不明である。会社の役員の奥さんから聞いた者が常に射程外ではインサイダー取引は犯罪だという認識をまず普及させるという最小限の目標すら達成不能となろう。なお、報告書では内部情報受領の際の受領者の主観的要件も明らかでなく、法案を待つしかない。第三に、情報伝達者(tipper)の責任については、インサイダー取引の関与者は、共犯(教唆犯、幫助犯)として処罰されることかありうるとする。しかし、内部情報伝達行為は情報の不平等を拡散し、インサイダー取引という犯罪行為発生の可能性を増幅する行為であり、これを刑法の共犯理論に委ねるべきではなく、独立の違法行為類型として把握されるべきである。もとより、この場合の伝達者の主観的要件を明確にし、事実上、罰則に差を設けることは可能である。第四に、現行証取法58条との関係がどうなるのか明らかでない。もともと、インサイダー取引は証取法58条に該当する違法行為と考えられてきたが、同条の要件は『何人も』『不正の手段・計画・技巧……』という具合に相当に曖昧であることから、その適用関係を明確化するために法改正が必要とされたわけである。したがって、刑事罰を科するための要件の明確化を目的とする、このたびの改正法の成立により、58条の適用が全面的に排除されるのだとすると、規制は改正前よりもむしろ後退することになる(新聞記者・政治家等の行為につき)、刑事罰以外の民事責任・

⁶¹⁷ 昭和63年当時大蔵省証券局関係者(監視委員会宮保(前)検査課長)談「形式基準を徹底したのは、新たに条文を起こし制定する以上(58条の様なものでなく)使えるものにする必要があるとした法制局の強い指示に従ったと聞いている。」とのこと。前述した法務省幹部の判断と法制局の指示との話を合わせると規範意識のないところで行為者及び法執行者等の関係者に疑問の出ないように明確性の原則を徹底したものと言える。

⁶¹⁸ スクランプル「インサイダー取引規制はどうなるのか」商事法務1138号54頁(1988)

行政処分等との関係では依然としてインサイダー取引一般は58条に違反することになるのか。店頭株や相対取引にするインサイダー取引に対してこのたびの改正法は適用されないが、これらの行為は58条にも反しないのか、民法・刑法上の詐欺にもならないのか。これらの問題を解釈に委ねるのであれば、特に、改正法の刑事罰を58条のそれ(証取法197条2号 - 懲役3年以下または罰金300万円以下)より軽くすることを避けておかないと、これらの行為に58条を適用することは事実上不可能となる。店頭市場でのインサイダー取引にはお墨付きが与えられることになるのだろうか。もともと、市場がらみの違法行為はカルテルでも相場操縦でも要件が一義的に明確ということはいえない。なるべく不出来な(?)法案を作るというのは無理な注文だが、法制局あたりがあまりに有能さを発揮しすぎるのも困りものという見方もありえよう。」
として、過度な形式的基準の取り込みは、かえって法の適用が円滑にいかなくなるとして、法制局の動きをやんわり皮肉る発言をしている。

包括条項では、当然のことながら法律の規定が漠然としているため、平成元年当時では現実問題として基準となる規範、違法性の判断が出来ないため無罪となるケースばかりになるおそれがある。現に昭和62年に大蔵省は債券投資の失敗で巨額の損失を出したタテホ化学工業の株式売却をめぐるインサイダー取引問題で、阪神相互銀行の告発を検討したことがある。しかし、このときも、前述した大蔵省の諮問に対する昭和51年の証取審報告で、証取法第58条1号をインサイダー取引に適用することには無理がある、と指摘されていたこともあって、裁判に持ちこんでも勝てないと判断し、断念したいきさつがある⁶¹⁹。またこの証券取引法第58条が争われた唯一の訴訟那須硫黄礦業(株)事件ではその解釈が分かれている。東京高裁⁶²⁰では、法第58条1号の「不正の手段」とは、「有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとし入れることによって、自ら、または他人の利益を図ろうとすることである」としている。これに対して、最高裁⁶²¹は、「有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいう」のであって、文理上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪構成要件を明らかにしていると判断している。そして学説も58条2号と3号で具体的に掲げる行為がいずれも詐欺的なものであることに照らせば、1号の不正の手段も高裁判決と同様詐欺的行為と捉えるのがよいとして高裁判決の立場を支持する立場⁶²²とそのような限定をする必要はなく法58条は内部者取引規制や相場操縦など不正取引一般を対象とするものとして最高裁判決を支持する立場⁶²³に分かれている。しかし、詐欺的であれば、内部者取引に適用するには内部者取引が米国判例のように詐欺であると構成する必要がある、不正取引一般を対象とするのであれば、少な

⁶¹⁹ 前掲(注85)91頁

⁶²⁰ 東京高判昭和38年7月10日下刑集5巻7・8号651頁

⁶²¹ 最判昭和40年5月25日刑集155号822頁

⁶²² 瀧田節『新証券・商品取引判例百選』145頁(1974)、芝原邦爾『経済刑法の研究上』16頁有斐閣(2005)

⁶²³ 河本一郎=大武秦南『金融商品取引法読本』396頁 有斐閣(2008)

くとも他の個別不正行為との差異等が明らかになる必要がある。結局、抽象的であり、当時日本の刑事司法が厳格に貫こうとした罪刑法定主義から違法行為類型が明らかにされていない限り、適用が困難ではないか⁶²⁴と云われている。

要は、この 2 回の証券取引審議会段階では、誰の如何なる行為が内部者取引として一般投資家の不公平になるのかという違法類型を確立できる実体的法規範がない。そのため一般投資家や上場企業、証券仲介業者等が投資行為を行う際の指針、リーガルチェックをする方策がなく、取引行為を自粛するか、出たところ勝負と決めるほか選択肢はなくなり、自ずと健全な投資行動に繋がるとは思われない。また法律の最終判断権限者である裁判所も判決を下す際のこれまでの法適用行動、要件の解釈適用から、また専門性の観点から適用の是非を判断することが事実上不可能になる⁶²⁵。無罪の判断を下すほかなくなる⁶²⁶。そこでこうした事態を回避するためには結局のところ道路交通法と同様の形式犯として詳細具体的に定めるほかなく⁶²⁷、第 166 条 2 項 4 号の包括条項は、立法当時象徴的な精神規定ないし抜かずの刀で付け加えられたと言われていた⁶²⁸。

その後内部者取引規制が導入され、不正行為を専らの所管する監視委員会が設立され、IT等の進捗によるシステム情報監視体制が取られることによって、内部者取引の告発等が実績⁶²⁹を上げ、また監視委員会にはこうした不正行為の情報が企業等から報告され、処理が間に合わない状況となっている⁶³⁰。15年金融審議会において我が国のマーケットが国際金融市場に相応しいものとなるために市場監視機能に課徴金制度が導入されることになった。その際、こうした規制ツールを拡充する以上、内部者取引規制要件本体の見直しが必要とされ議論が続けられ、平成15年12月24日金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けてー」として出されたその中で「違反行為に

⁶²⁴ 堀口亘『新訂第4版最新証券取引法』596頁 商事法務(2003)

⁶²⁵ 平成3年証券不祥事で大手証券会社による特定大口顧客に対する損失補てんが明らかになった際、その法的評価について東京地裁から照会があり、担当(検査官)が出向き、損失補てんの実態と証券取引法上の取扱い、法的評価について説明を行っている。

⁶²⁶ 前掲(注32)13・17頁

⁶²⁷ 金 尚均 「インサイダー取引に対する刑事制についての一考察」立命館法学 247号 1996年3月号(1996)コネは、社会を機能させる潤滑油の役割をしてきた、またはしているからである。そうであるならば、インサイダー取引が社会にとって有害な行為で絶という規範意識が市民に根づいているかは、未だ判然としない。このような状況下では、刑罰によるインサイダー取引規制は、応報ではなく、市民の規範意識の創出と遵法の訓練という教育的な目的を持つことになる。

⁶²⁸ 座談会「内部者取引規制に関する政省令を巡る諸問題」資本市場 44号 16頁から(1989) 大蔵省三国屋企画官発言(現金融庁監督局長) 証券取引研究会 「証券取引法の改正について(3) - インサイダー取引規制について - 」インベストメント第42巻1号69頁(1989) 研究会で河本教授発言「担当官の話では『これを使うことはまずありえません』というのです。」

⁶²⁹ 監視委員会報告 2008年 185頁参照

⁶³⁰ 監視委員会報告 2008年 11頁では「内部者取引の疑い」に係る情報は19事務年度で558件となっている。

対する金銭的負担として、罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用にかんがみれば、証券取引法の不公正取引規制違反、ディスクロージャー規制違反、証券会社などの行為規制違反を対象とした新たな課徴金制度を設けるべきである」として規制の新しいツールの導入を勧めている。「課徴金の水準としては、ルール破りは割に合わないという規律を確立し、規制の実効性を担保するため、少なくとも違反行為による利得の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることをも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである。」

課徴金の性格については民事的色彩と制裁的色彩のどちらを重んじるか見解の違い⁶³¹があるが、これは刑事処分の罰金・追徴と二重処罰のおそれがあるため利得の範囲として民事的性格を強調している⁶³²。また、現行の裁判所による差止命令制度は、投資家保護のため積極的に活用すべきだが、日本における違反行為の実情を精査しつつ、米国のような行政判断による差止・是正命令制度の導入についても、検討すべきである。新たなエンフォースメント手段の導入に際しては、当然ながら、ルールの適用に関する予見可能性を高めていかなければならない。その一環として、ノーアクションレターの一層の活用を図るべきであるし、行政としても、可能な限り誠実かつ具体的に対応すべきである。また、インサイダー取引規制をはじめとする既存の不公正取引規制そのものについても、時代の変化に対応した見直しが必要であり、引き続き、当審議会で審議していくこととしたい。」とインサイダー規制について今後も審議をするとだけ報告されている。

即ち、現状は、平成元年から内部者取引規制を施行し、専門の監督・監視機関を設け、自主規制機関と連携し告発等を進めた結果⁶³³、一般投資家、証券会社、企業においても内部者取引行為の違法性の認識、法規範性は嫌がおうにも高まってきている⁶³⁴。平成監視委員会による監視体制の強化が刑事告発等の件数⁶³⁵を増やし、公表によるマスコミ報道で頻繁に登場するインサイダー事件の警告的効果がある。また証券会社、上場会社等ではネット取引が普及し、そうした簡便な取引方法を使った投資行為は未然防止が図りづらい構想であることや企業活動の多角化、合理化のため企業戦略としてM&Aが行われてきていることや株主

⁶³¹ 白石賢「証券取引法への課徴金導入はわが国の法体系を変えるか - 証券取引法・独占禁止法の課徴金を巡る法人処罰に関する意義と問題点 - 」ESRI Discussion Paper Series No.149 8頁 (2005)

⁶³² 三井秀範編『課徴金制度と民事賠償責任 条解証券取引法』13頁 金融財政事情研究会 (2005)

⁶³³ 監視委員会報告 2008年版参照

⁶³⁴ 東京証券取引所他(大阪、名古屋、福岡、札幌、ジャスダック)の6つの全国証券取引所は、各取引所に上場する3,915社(平成19年2月1日現在 重複除く)の上場会社を対象に、各社の内部者取引の未然防止に係る取組みを調査するとともに、上場会社各社における内部者取引規制に対する一層の認識の向上や取組みの促進を目的として、「全国上場会社内部者取引管理アンケート」を実施した。

⁶³⁵ 監視委員会平成20年8月「監視委員会の活動状況」185頁(2008)

に対する利益分配率を高め、又は企業防衛のため自己株式取得等を行うなどのコーポレート・アクションの増加によりインサイダーの未然防止が喫緊の重要課題となっている⁶³⁶ことから頷ける。米国で大掛かりなエンロン事件⁶³⁷等インサイダー事件⁶³⁸が起きていることも日本の一般投資家、上場企業における規範意識の覚醒、定着に寄与している。

第1章でも引用したが、平成19年全国証券取引所は、各取引所に上場する3,915社の上場会社を対象に、各社の内部者取引の未然防止に係る取組みを調査するとともに、上場会社各社における内部者取引規制に対する一層の認識の向上や取組みの促進を目的として、「全国上場会社内部者取引管理アンケート」を実施⁶³⁹している。その実施の狙いとして「昨今の証券市場では、個人投資者による証券投資の活発化や、ストック・オプションへの対応、機動的な資本政策といった観点からの自己株取得の増加に伴い、上場会社の役職員による株式売買についても増加の傾向にあります。こうした中、平成17年4月に課徴金制度が導入されて以来、上場会社役職員による自社株売買等に絡む内部者取引が多数摘発されており、また、昨今、全国の証券取引所で行われている売買審査の結果、上場会社において内部者取引の未然防止のための内部管理体制が十分機能していないとして、各取引所から注意喚起がなされるケースも散見されて」いる。このような状況を踏まえ、第1章でも触れたが全国の6つの証券取引所(以下、「全国証券取引所」)では、今般、上場会社における内部者取引の未然防止体制の現状を把握するとともに、上場会社各社に社内体制のセルフチェックを行う機会を提供し、内部者取引に対する法令順守意識の向上を促すことを目的として、全国証券取引所の上場会社を対象として「全国上場会社内部者取引管理アンケート」を実施した」と述べている。アンケート調査からは、総じて多くの上場会社が内部者取引管理規程の整備や役職員に対する注意喚起・啓発などに積極的に努めているなど、役職員による内部者取引の未然防止を図るために様々な対応を講じている状況が伺われる。アンケート結果では、3,317社のうち既に89.8%の上場会社が内部者取引管理規程を設けている。同様の調査は、公正取引員会での行われており、主に独占禁止法関係のコンプライアンス体制の整備であるが、証券取引も含まれている。上場企業約1700社を対象として、アンケート調査を平成18年1月に実施したもので86%の企業がマニュアルを策定するとともに77%の企業がヘルプラインを設置し、また7割の企業がコンプライアンス委員会を設置している。

昭和63年当時竹内座長が期待した「未然防止体制と新設規定の円滑な運用が行われて、内部者取引は悪だ、それはインチキとばくと同じだ」という感覚が浸

⁶³⁶ 吉松和彦「インサイダー取引に対する関係機関の取り組みと未然防止の留意点 上場会社コンプライアンス・フォーラムより」商事法務1848号18頁(2008)

⁶³⁷ エンロン訴訟 www.universityofcalifornia.edu/news/enron

⁶³⁸ ロバート・グロンディン「エンロン事件に学ぶコーポレートガバナンスの課題」独立行政法人経済産業研究所ブレイン・ストーミング最前線(2002年11月号)同研究所ホームページ参照

⁶³⁹ 東京証券取引所他が平成19年2月「全国上場会社内部者取引管理アンケート」を実施した。公正取引委員会平成18年5月24日「企業におけるコンプライアンス体制について 独占禁止法を中心とした整備状況と課題」アンケート調査結果(2006)

透することが望まれる。江戸時代のばくち打ちでもインチキをすれば簞巻きにして川へ放り込むというだけのけじめはつけた。」「昔のばくち打ちが持っていたくらいのけじめの感覚はわれわれも持たなければならぬ。」とユーモアを交えて語った法令規範意識のレベルまでは進んだことを意味する⁶⁴⁰。しかし、「今後とも、経済社会の推移と変化に応じ随時見直しをして、不都合なところは直し、足りないところは補うという努力を続けていくべきであろう。」と述べられた点については今まさに検討されようとしている。

以上から昭和 63 年の立法当時と現在では、大きく内部者取引に係る違法意識の差があり、告発等を受けた事件も被告人等が争うことなく、犯行を認めている⁶⁴¹ことから内部情報の利用の不公平性は十分に周知されているも見てよい。告発等に至った事件をみる⁶⁴²と現状は、法人等の管理上の問題があって会社職員・個人が確信犯的に行うケース（「少額の取引であれば見つからない」（課徴金の最低は 4 万円の事例がある。）と“うっかりインサイダー”具体的にはコマツ製作所事件（2007 年 3 月では海外子会社の解散（子会社が解散を行うことについての決定した事実）、大塚家具事件（2007 年 5 月）では増配（配当予想値の修正を行う事実）という重要事実が未開示の状態以自己株式を取得しており、自己株式の取得について情報開示があっても、それ以外の重要事実があれば、それが公表されるまではインサイダー取引規制をうけるため、インサイダー取引として摘発（コマツ製作所に対しては 4,378 万円⁶⁴³、大塚家具については 3,044 万円の課徴金が課された）が多い。また、利得の意図がない以上、単なる開示義務違反で処理する方法もあったと思われる。これらの被疑者に事件の当事者に情報による利用の意図がないことは明らかである。したがって、法令の誤解はともかく昭和 63 年当時の様に法律の名宛人が違法行為を行うとの自覚を持たないケースは殆どなくなったといつてよい。

そこで内部者取引規制の目的である一般投資者の不公正を保護し、市場に対する信頼感を確保するとの観点から未公開の重要な情報を認識し、それを使用する取引行為を行う者が内部者であると実質的基準を設けることが出来るのではないか。法律違反の認識があること・情報を使用することあるいは利得の意図の存在によって内部取引行為者と認定できるのではないか。この主観的要素の観点からは、会社関係者であるかまたは間接的に情報を入手した者であっても取扱いに差異を設ける必要はない。法執行の面から及び一般投資者、企業、証券仲介者に対して道交法のような徹底した形式基準で詳細に定め、捕捉性、予見可能性を図る必要がなくなってきたと言えるのではないか。まとめると立法から 20 年を経過し、その間の監督執行機関による適切かつ厳格な法適用等によって内部者取引が市場の効率性を害し、投資家の信頼を毀損する不公正

⁶⁴⁰ 平山幹子「インサイダー取引規制と共犯の成立範囲」早稲田大学 21 世紀 COE 《企業法制と法創造》 - A 第 14 回研究会 79 頁（2006）

⁶⁴¹ 監視委員会平成 20 年 8 月「監視委員会の活動状況」69 頁（2008）

⁶⁴² 監視委員会年次報告 69 頁（2008）

⁶⁴³ 大崎貞和『求められる課徴金制度の柔軟化』2007 春号（2007） <http://www.nicmr.com/nicmr>

な行為であるとの社会共通の規範意識が確立していると言えるのではないか。したがって、こうした規範面から具体的個別な形式基準はもはや不要であるし、内部行為者を会社関係者と情報受領者に分け取扱いを異にする必要性はないのではないか。

(2) 規制ツールの多様化・課徴金制度の導入

第4章で触れたが、内部者取引規制の先進国である米国において、証券市場機能の維持、透明性確保し、投資家保護の実現するために米国の連邦証券諸法執行機関であるSEC⁶⁴⁴は様々な手段を有している⁶⁴⁵。大きくは刑事、行政、民事の三態様に区分される。第一の刑事処分手続については、SEC自身が刑事訴追権を持っていない。そもそも活動範囲としては組織本来の独立行政機関として行政目的に限られることから身柄の拘束や資料等の確保のための家宅搜索等の犯罪の捜査は出来ない。従って、具体的には司法当局に刑事訴追を求め、通常の監督業務から得た情報を捜査当局に提供するといった形となる。司法当局はそれを基に訴追するかどうかを判断することになる。次に行政手続きであるがSEC内部の行政審判官(Administrative Law Judge)が担当する処分がある。調査の結果、違法行為の心証が得られた場合、一般の行政手続法に則り事務方の担当者が審判官に処分案を含めて事案を持ち込み、審判官は事実認定と一次審決を出す。具体的にSECにとって利用可能な制裁手段として、排除命令 直接のSECの監督下でない者でも証券法に違反する者であれば、対象となり、不当に得た利益の吐出し・没収(disgorgement)をする権限がある。またこの排除命令に違反すれば、民事制裁金も課すことができる、停止命令、有価証券報告書等の訂正命令、弁護士等に対する所謂お出入り禁止措置であるSEC関連の業務禁止や停止命令がある。なお、この排除命令は、民事手続きにおける差止命令に相当し、裁判手続きを経ずにSEC自身が内部で審判を行うため、法令違反の程度がより軽く、または技術的性格が強い場合言わば、形式義務違反が対象となり、「利益没収」や「業務停止命令」も一緒に出されることがある。民事手続きとしては、差止命令が中心になっている。SECが連邦裁判所に対して回復可能な連邦証券規制の違反・将来の違反行為の差止めを求めて民事訴訟を起こすものである。これは違法行為を止めさせることが目的であり、制裁的意味はない。付随的⁶⁴⁶(Ancillary Relief)に、資産凍結(違法利益の没収のため)、違反にあたる契約の取消命令、研修計画やモニターのためのコンサルタント任命などの命令が併出されることが通例である。裁判所に対し民事制裁金⁶⁴⁷賦課の請求

⁶⁴⁴ Thomas Lee Hazen David L.Ratner Securities Regulation in a Nutshell (6th ed)P124 (2006)、西村尚剛「我が国証券市場におけるエンフォースメントとその課題」PRI Discussion Paper Series No.02A-05 15頁(2002)、西村尚剛「米国の証券市場規制について」PRI Discussion Paper Series No.03A-08 8頁(2003)

⁶⁴⁵ マーク・I・スタインバーク『アメリカ証券法』555頁 レキシスネクシス・ジャパン(2008)、清水葉子「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制」証券レポート1636号46頁(2006) アメリカのSECの組織構成、活動等を中心に、日本の監視委員会との比較を行うもの

⁶⁴⁶ 前掲(注233)233頁

⁶⁴⁷ 野村亜紀子「米国SECの法人に対する民事制裁金の考え方」資金本融市・場証クォーターリー

を行う。この訴えは、直接監督下にある証券会社に加え、証券諸法の違反者なら誰でも対象となる。裁判所に対し業務停止または就業禁止を求めるもの。1990年証券執行救済・低額株価改革法で相手方が争う姿勢をとった場合でも裁判所に停止等を求める権限がある。

なお、SECは以上のような刑事、民事、行政手続きによる法規執行活動の開始前に、非公式調査によって法令違反の感触を得るのが通例である。この非公式調査により資料の収集分析が行われるが、まさにSECによる監督行為の「核心部分」⁶⁴⁸とも言われる重要な役割を果たしている。調査は委員会の承認なく、法規執行局の調査担当職員の独断的判断で開始され、公式調査を開始するかどうかの判断のため事務的に任意で事実確認を行う。その結果公式調査が必要(the grant of formal order of investigation)との判断がなされれば、召喚状(subpoena)を発する権限のある公式調査が開始される。SECは法令違反の公表権を持っており、違反の可能性が公表されると、違反容疑者のビジネスに悪評が立ち打撃になるので、最終的な違法行為の確認に至らない公式調査の段階で和解を選ぶ⁶⁴⁹ことが多いとされる⁶⁵⁰。したがってこうした、和解による金銭的負担の解決という非刑罰化の流れが一般化⁶⁵¹している。

我が国では内部者取引規制が導入された以降、規制の唯一の手段は刑事罰則だけであった。この点については、法制化の際の議論に刑法学の観点からより積極的な姿勢が必要ではなかったかとの反省⁶⁵²が出されている。前述したように一般的に法の実効性担保手段として大きく3つに区分⁶⁵³される。一つは刑事罰である。その対照的なものは民事責任、損害賠償である。その中間的なものとして行政処分・矯正的課税と言われるものである。どの手段を選択するか、或いは組み合わせるかは刑事政策的考慮や経済効率性(経済学的観点)、社会的有意性等との要素から選択をしていくことになる。内部者取引の場合、個人が行う場合や組織として法人として行う場合、また両者が組み合わせる場合を考える必要がある。さらにこうした行為がなされた場合の法益侵害、損害も考慮する必要がある。これまでは刑事処分だけが制裁手段であったため、被疑者の基本的人権に直接かかわることから、慎重な姿勢が求められ、その起訴等のための捜査手続きや公判にお

2006 Spring号 56頁(2006)

⁶⁴⁸ Donna M. Nagy Richard W. Painter Margaret V. Sachs SECURITIES LITIGATION AND ENFORCEMENT P637 AMERICAN CASEBOOK SERIES THOMASON WEST (2008)

⁶⁴⁹ 日本経済新聞社編『SECの素顔』82頁 日本経済新聞社(1989)では「悪いことをしていない」と繰り返してきたドレクセル経営者の和解した状況が記述されている。「検事局が『集団暴力・腐敗組織法の適用を通告したことがとどめを刺した』と指摘されている」。その結果SECとの和解に至っている。元NY市長のジュリアーも同手法を多用している。

⁶⁵⁰ 西村尚剛「我が国証券市場におけるエンフォースメントとその課題」PRI Discussion Paper Series No.02A-05 14頁(2002)、西村尚剛「米国の証券市場規制について」PRI Discussion Paper Series No.03A-08 18頁(2003)

⁶⁵¹ 前掲(注138)P637

⁶⁵² 神山敏雄「日本の証券犯罪」51頁日本評論社(1999)

⁶⁵³ 藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリスト No.1228(2002)抑制的観点からサンクションをみた場合、金融・証券に関する規制が検討分野として適切であるとす。

ける証拠等について規制がかけられてきた⁶⁵⁴。

その重い規制からより迅速効率的に制裁を実行できるよう平成15年12月24日金融審議会金融分科会第一部会報告では、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用にかんがみれば、証券取引法の「不公正取引規制違反、ディスクロージャー規制違反、証券会社などの行為規制違反を対象とした新たな課徴金制度を設けるべきである。課徴金の水準としては、ルール破りは割に合わないという規律を確立し、規制の実効性を担保するため、少なくとも違反行為による利得の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるといふ社会的損失をもたらしていることをも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討すべきである。」とされ、課徴金制度が導入された。ところで日本では一般法としての課徴金を定める行政制裁金法なるものは存在せず、すべて個別法で個別に定められていた。歴史的にみると一番古いものは、明治33年に間接国税通告制度というものが導入されている。例えば密造で酒税を免れるような場合刑事罰が定められているが、自分の伊江部どぶろくを作り自家消費したような場合、刑事手続に入る前に税務署の方で、通告し罰金相当額と没収・追徴する制度を導入している。次は、昭和29年に酒税の場合と同じようなものとして関税法上の通告制度が出来ている。戦後は税の世界では加算税が導入され、新聞報道等で見られる本来は刑事罰であるが重加算税をかける制度がある。昭和42年にやはり交通反則通告制度というものが出来ている。昭和52年には独占禁止法、導入されカルテル等で経済的に不当な利得を得た企業などに対して、それを行政上徴収するという制度⁶⁵⁵があった。要は、厳密には刑罰で処断することになりが、違反が軽微で、違反者の再犯性の低いなどの場合にはそうした経済的負担を掛ける方法である。

具体的に導入された課徴金制度は、金融庁の資料⁶⁵⁶では以下のように言われている。課徴金について1.証券市場への参加者の裾野を広げ、個人投資家を含め、誰もが安心して参加できるものとしていくためには、証券市場の公正性・透明性を確保し、投資家の信頼が得られる市場を確立することが重要。2.このため、証券市場への信頼を害する違法行為に対して、行政として適切な対応を行う観点から、規制の実効性確保のための新たな手段として、平成17年4月から、現行の刑事罰に加え、行政上の措置として違反者に対して金銭的負担を課す課徴金制度を導入。不公正取引・インサイダー取引については課徴金額「重要事実公表日の翌日における株式等の最終価額」から「重要事実公表前に購入した株式等の価額」を控除する方法等により算出する。これら課徴金制度の運用を行うための体制整備として、平成17年4月1日付で審判官を発令するとともに、総務企画局総務課に審判手続室を設置したほか、監視委員会に課徴金調査・有価

⁶⁵⁴ 田宮裕『新版刑事訴訟法』5頁(1997)、『捜査の構造』有斐閣(1971)、『刑事捜査とデュープロセス』有斐閣(1972)

⁶⁵⁵ 平成15年10月17日金融庁金融審議会第一部会資料資料3 市場監視機能強化我が国における行政上の課徴金・制裁金の例

⁶⁵⁶ 金融庁資料平成18年5月19日証券取引法上の課徴金制度について

証券報告書等検査室が設置された。課徴金納付命令までの手続は、監視委員会に設置された課徴金調査・有価証券報告書等検査室が調査を行い、その結果、課徴金の対象となる法令違反行為があると認める場合には、内閣総理大臣及び金融庁長官に対し勧告をする。これを受け、金融庁長官は審判手続開始決定を行い、審判官が審判手続を経たうえで、課徴金納付命令決定案を作成、金融庁長官に提出する。金融庁長官は、決定案に基づき、課徴金納付命令の決定を行う。審判官は、裁判類似手続である行政審判を主宰し、その結果を踏まえて課徴金納付命令の決定案を作成するという、裁判官的な業務を行う。また、審判手続室では、行政審判の期日において審判官を補佐するとともに、審判記録の作成・管理、被審人（課徴金の納付を命じようとする者）や参考人（裁判でいう証人）の出頭の確保といった裁判所書記官的な業務に加え、課徴金納付命令決定後の納付・徴収事務を行う。

17年改正法（17年4月施行）ではその附則の第6条に概ね2年を目途として課徴金に係る制度の在り方等について検討することになっており、その検討が平成19年に行われた。平成19年12月18日金融審議会報告では課徴金制度のあり方について課徴金制度のあり方について 我が国金融・資本市場をさらに魅力あるものとし、『貯蓄から投資へ』の流れを一層確実なものとしていくためには、市場の公正性、透明性を向上させ、我が国市場に対する信頼を確保していくことが重要となる。市場の公正性・透明性の向上には、金融資本市場における違反行為の抑止が十全に図られることが必要である。」と方向感が述べられている。「平成16年の証券取引法改正では、不公正取引及び発行開示書類の虚偽記載に対する課徴金が導入され、平成17年の証券取引法改正では、継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金が導入された。その後の2年余の期間において、課徴金納付命令の実績は29件（インサイダー取引22件、発行開示書類虚偽記載4件、継続開示書類虚偽記載6件）となった。これまでの事案等を通じて、課徴金制度の存在に対する認識も高まっており、制度のさらなる活用を期待する声が強い。また、金融審議会第一部会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」中間論点整理（平成19年6月13日とりまとめ）や「経済財政政策の基本方針2007について」（平成19年6月19日閣議決定）においても、課徴金制度の見直しについて提言がなされている。具体的な課徴金制度の位置付けとして「課徴金は、金融資本市場における違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保していく観点から金銭的な負担を課す行政上の措置として導入された。課徴金は行政処分なので、刑事処分手続きにおける「罪刑法定主義」が厳密には適用されないことから、監視委員会は事実関係確認のための手続過程において機動的、迅速的に対応することが可能である。また不服申立制度として規定されている「課徴金納付に関する審判制度」でも証拠調べにおいて厳格な署名は求められない。また、課徴金納付命令を受ける側もあくまでも未公開情報入手することによって得た個人本人の不当な利得を返還するに留まり、せいぜい多くて百万単位で収まり、少額では数万円になっている。そのために費用をかけて訴訟で本格的に争うインセンティブが起こることは稀で、しかも課徴金納付命令に対して争う覚悟で審判の審議を受ける動きをした場合、背後では刑事処分手続きが控えている事実上の警告・威嚇効果もあり、そうしたリスクを回避

する行動が予想される。実際、これまでに平成17年改正の施行以来、課徴金納付命令が発出された件数は30件を超えているが、いずれの案件も課徴金納付命令をそのまま受け取っている。事実上監視委員会としては、「微妙な解釈問題」が存在するケースでは、課徴金制度を活用する運用が取られており、実例から見て被疑者もその利便性、経済負担を甘受している。

平成17年改正に向けた金融審議会の議論では違反行為が「やり得」とならないよう利得相当額が課徴金の水準とされた。この点について、規制の実効性を一層確保する観点からは利得に必ずしもとられる必要はないのではないか、との指摘があった。刑事罰的な制裁も含めようとする考えであるが、課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない、行政法規違反であると捉えると利得から完全に離れるべきでない、との指摘もあり、さらなる議論が期待され、「課徴金による違反抑止の実効性を一層確保する観点から制度のあり方について所要の見直しを図るとともに課徴金制度の適切な運用に努めていくことが重要と考えられる。」「課徴金の対象範囲と金額水準」について「インサイダー取引に係る課徴金については、過去の違反事案において、実際に違反者が得た利得が課徴金の金額よりも多い事例が見られたこと等を踏まえ、違反抑止の実効性確保の観点からより適切な水準へ引き上げるべきである。例えば、現行の課徴金算定の基準は重要事実公表日の翌日の終値とされているが、翌々日以降の価格動向も反映されるような枠組みを検討すべきである。」とされた。この報告に基づき20年法律改正（第175条他）がなされた。具体的には現行の課徴金の金額水準を引上げが図られ、従来の重要事実の公表日翌日終値を基準としたものから公表後2週間の最高値を基準と出来ることに改められた。課徴金の加算制度として過去5年間に課徴金の対象となった者が再度違反した場合には課徴金の額を1.5倍に加算しまた逆に課徴金の減算制度としてコンプライアンス体制の構築の促進・再発防止の観点から、自己株売買におけるインサイダー取引を当局の調査前に違反行為を報告した場合には課徴金を半額に減算することとなった。

この改正により課徴金についてより柔軟で効率的な運用が図られることになったが、課徴金の額が違反者の経済的利得相当額に限定されているのでは十分な抑止効果が発揮できないことを主張する立場⁶⁵⁷がある。米国型の民事制裁金を求めるものであるが、考慮に値する。その他課徴金の立証・照明度の観点から証券取引等の経済行為は挙証が困難な場合が多いので負担が軽くなる課徴金制度は、規制ツールとして有効であるとの主張⁶⁵⁸がある。この点からは、課徴金に制裁色を強くすると刑事罰的要素が強くなり証拠について厳格な証明が求められることになるので課徴金制度の機動性・利便性を生かせなくなるのではない

⁶⁵⁷ 黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保 民事責任と課徴金」Paper No. 2006-J-2（2006）加えて課徴金と没収・追徴ないし罰金との併科の是非について、二重処罰の禁止との関係で問題がないことや課徴金制度の将来的展望として、クラス・アクション制度が存在せず零細な投資者の保護が十分に図られていないわが国において、課徴金制度に損害補填機能を持たせるよう提案する。

⁶⁵⁸ 白石賢＝山下篤史「独禁法・証券法等行政処分の重罰化と立証責任・証明度のあり方について」ESRI Discussion Paper Series .159 17頁(2006)

かとの疑問の声⁶⁵⁹も出されている更に20年改正では違反行為の禁止・停止の申し立てに関する金融庁長官の権限（金融商品取引法第192条1項）が監視委員会に委任（金融商品取引法第194条の7関係されることになり、機動的な対応が図られることとなった。

このよう米国の SEC に見られる多種多様な規制手段ではないが、課徴金制度の導入は、米国において内部者取引などは取引行為の複雑さから起訴のための証拠が異常に高い立証基準となり、訴訟維持が図れないため刑事手続きへの移行が事実上断念されている代替手段として用いられており、実際に証明度が低くてすむ行政手続きで対応されていることから有効である。こうしたツールによって、実質的に内部者取引行為の淵源、境界面にある行為までも取り込むことが可能となり。形式主義の欠点である何でも書き込まないと本当に規制すべき取引行為を抑止できないとの隙間・弊害を考慮しなくてよくなり、規制の充実に資することになる。

なお、平成19年12月18日に「金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキンググループ報告～課徴金制度のあり方について～」が作成されたが、同報告書、不正取引を禁ずる金商法157条を課徴金の対象とすることは見送られた。現行課徴金制度が違反行為を明確にしたうえで金額の算定方法を定める形を取っているため、要件が不明確な包括規定である157条への適用は難しいことなどが理由とされており、包括規定について米国の判例による法創造のダイナミズムを否定する方向性が相変わらず打ち出されている⁶⁶⁰のが気になる点である。

この点について梅本教授は「大きな問題として、金商法における包括規定と課徴金制度について、今後どのように考えていくべきなのか、という点について述べてみたい。罪刑法定主義の明確性の原則が妥当する刑事罰についてはもちろん、課徴金であっても、市場参加者にとって、事前になにが法に違反する行為で、なにがそうでない行為か、予測可能性が確保されなくてはならないのは確かである。しかし、予測可能性の有無は、法律の規定だけを見て判断すべきではない。法律において要件が明確に定められていなかったとしても、他の方法で予測可能性が確保されることはある。例えば、これから行おうとする行為が、課徴金対象となる法令違反行為に該当するか否かについて、事前に当局の解釈を問い合わせることのできるノーアクションレター制度は、人々の予測可能性を高める。金商法の規制の実効性を確保する手段として、刑事罰から課徴金制度に比重が移ることになれば、課徴金を賦課する主体である行政庁の法令解釈を事前に知ることのできるノーアクションレターは、今後ますます重要な役割を果たすことになろう。」としてノーアクションレター制度の活用を進める。ノーアクションレター制度については後述する。

（ 3 ） 訴訟判決（実質基準で判断）

⁶⁵⁹ 前掲（注121）13頁

⁶⁶⁰ 梅本剛正「課徴金制度の改正について～ワーキンググループ報告の検討を中心に～」証券レポート1646号（2008）

日本商事事件（最判平成11年2月26日刑集53巻2号1頁）

第3章で述べたとおり、内部者取引に係る最高裁判所判決は3件あるのみで、他のほとんどの事件が地裁で判決に執行猶予が付き、被告人側が上訴することなく確定している⁶⁶¹。そこからは適用要件等について基本的な争いがなかったものと推測される。したがって判例集に掲載されてもいない。最高裁まで争われた事件の一つである日本商事事件は、ユースビル錠（新薬ソリブジン）の副作用に係る「日本商事⁶⁶²（インサイダー）事件」は、被告人が最後まで争ったもので、当時の千葉地方検察局検事正は、早く逮捕をしなければこのような事件は供述を取れない」として捜査方法を批判している⁶⁶³。委員会の告発は平成6年10月14日になされている。要は新薬の副作用が公表される前に製薬会社の情報サービスの一環として副作用症例を知らされた開業医等が、その新薬の製薬会社の株を空売りし、利益をあげたことが、内部者取引規制違反とされたもので、被告人が情報受領者に該当するか等の事実認定上の問題はあったものの、最高裁における争点は第166条2項4号の包括条項の適用が問題となったものである。同条第2項の重要事実の解釈適用について、同項第1号から3号までの具体的客観的事由に該当性を有する事実が、更に4号の包括条項に該当すると認定出来るかどうかが問題となった。それまでは「マクロス事件」の判決がバスケット条項に関する唯一の裁判所の判断であったが⁶⁶⁴、最高裁の判断は初めてであった。

本件で認定された事実は、第3章で述べたので省略する。第一審大阪地裁は、本件副作用症例の発生について、まず第166条2項2号イ「災害に又は業務起因する損害」の該当性を検討し、右副作用症例の発生による損失が軽微基準（同項所定の旧大蔵省令である会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令）を上回ると証拠上断定できないので該当性が認められないとした上で、同条2項4号の包括条項は1号から3号までと4号との配列の仕方や同条の立法趣旨に照らし1号から3号に準じる程度のものとみて該当性を更に検討してこれを肯定した。しかし、軽微基準（同項所定の旧大蔵省令である会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令）を上回ると証拠上断定できないとした点については、疑問がある。上回るかどうかは犯罪の成否にかかる問題であり、上回らなければ、無罪であり事実関係を徹底すべきであったが、これらはそもそもいくら詳細に要件が規定してあっても心証形成に至るほどの資料の積み上げが出来ないことを示す具体例ではないか。構成要件が予定する評価的事実と具体的発生事実との結合、擦り合わせの困難さを示しているのではないか。また4号が1号から3号に準じるものであるとした場合、同項1号から3

⁶⁶¹ 監視委員会年次報告 19年度「証券監視委の活動状況」付属資料・告発事件の概要一覧表

⁶⁶² 判例時報 1671号 45頁（1999）

⁶⁶³ 平成6年個別面談の際の発言

⁶⁶⁴ 東京地判平成4年9月25日判例時報 1438号 151頁（1993）。多額の架空売上が発覚したことがバスケット条項に該当するかどうか争われたもの。判決は、具体的重要事実に関する公訴事実が主位的訴因であったため、架空売上の発覚という事実が具体的重要事実には該当しないことを確認の上、予備的訴因であったバスケット条項に関する公訴事実を認定し、バスケット条項を適用している。

号までに掲げられた業務等に関する重要事実以外とする文言（「前3号に掲げる事実を除き」）に直接抵触はしないものの、1号から3号に個別具体的に事実関係を書き込んだとする立法者の趣旨に合致しない。

大阪高裁は第166条2項4号の趣旨は、今後の経済、証券市場の発展、変化に対応してすべての事項をあらかじめ列記することが困難なため、将来の抜け穴に対応すべく設けられたもので、内部者取引規制の構成要件は可能な限り客観的かつ明確に規定するという大きな枠組の中で例外的に設けられたものであくまで補充的補助的なものである。したがって、同項1号から3号までに掲げられた業務等に関する重要事実以外の事実についての規定であり、1号から3号までの事実に対応する事実ではあるが、同時に又は選択的に、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして4号に該当するというようなことはありえないとする。この解釈は、通常の立法構成で用いられるもので、まずは具体的な事項を挙げ、残りに投網をかけるため、バスケット条項を置くものである。

これら下級審の判決に対し最高裁判所は、「第一審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、前記証券取引法166条2項2号イにいう『災害又は業務に起因する損害』が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、右副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬であるユースビル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいては投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るという面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価されない性質の事実であるといわなければならない。もとより、同号イにより包摂・評価される面については、見込まれる損害の額が前記軽微基準を上回ると認められないため結局同号イの該当性が認められないこともあり、その場合には、この面につき更に同項4号の該当性を問題にすることは許されないというべきである。しかしながら、前記のとおり、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、結局これについて同項4号の該当性を問題にすることができるといわなければならない。」「このように、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのために同項4号に該当する余地がなくなるものではないのであるから、これが同号所定の業務等に関する重要事実に当たるとして公訴が提起されている本件の場合、同項2号イの損害の発生としては評価されない面のあることを裏付ける前記諸事情の存在を認めた第一審としては、同項4号の該当性の判断に先立って同項2号イの該当性について審理判断しなければならないものではないというべきである。」として、大阪高裁の判決を破棄差し戻している。

言い換えると具体的な公訴事実について、それが法令に定める具体的重要事実を「はみ出す」ないし「超過する」事実を包含しているときには、かかる「は

み出す」事実についてはバスケット条項の適用がありうるということである⁶⁶⁵。

これらの見解⁶⁶⁶について、大別するといわば独立的構成要件並列説ともいうべき大阪高裁の見解がある(4号だけについていえば立法指針説・精神規定説ともいえる)。もう一つの立場は、例示的構成要件説⁶⁶⁷ともいうべきもので、最高裁判所の見解である(4号だけについて言えば、演繹包括適用説、効力規定説ともいえる。)この点に関して当時の立法担当者は法務省との調整の過程で1号から3号までの個別規定で読めないものを対象に包括条項を発動しないことを前提に明確原則の例外として念のために加えたものと発言しており、言わば天下の宝刀として一罰百戒的に入れられていて⁶⁶⁸、大阪高裁の判決と同様である。最高裁判所に至っては言わばアクロバットの、機動的実質的に包括条項の適用を認めており、この解釈では結局1号から3号までは存在の意義を失い単なる例示規定となってしまう⁶⁶⁹との指摘がある。この点について私見であるが、一つの事実が評価として損害賠償と見られることもあれば、営業の損失と考えられることもあり、その評価によっては連鎖が伸び企業の存続である合併や解散に繋がることもある。事実関係の評価、またその連鎖をどこで断切るか、止めさせるかは困難な問題であり、むしろ一つの事象に一つの評価しかしないとする法律の解釈は、必ずしも適切ではない。1号から3号は単に基本的に個別具体的にまた定量的に決められており、その対象とされた物事には多面性があることから、特定の要件に形式的定量的に合致しても他の評価が容易に出来るものである。法律解釈における事実の評価は、専ら裁判官の当てはめ、法適用そのものの問題であるのでどの切り口の評価事実と見るかは裁判官の恣意に任されていえる。もっとも刑事訴訟法では訴因の変更について公訴事実の範囲を超えられないとの限界はある⁶⁷⁰。解釈は必ずしも立法者趣旨に捉われることなく、類推解釈は認められないが、その時点でのあるべき法規制の姿、法的安定性を考慮しながら1号から4号までの間で選択的適用を認める解釈をすべきものとも云い得る。しかしながら、その解釈手法では現在の個別的具體化し形式的に定めている法形式ではこうした詳細な政府令の存在意義、規範性を喪失させることになり、結果の妥当性は認められるものの、解釈論としてはアクロバットのなり適切性を欠くと考える。第1号から3号までの各号に該当性が形式的にみられたが、最終的に構成要件を充足しないのであれば、4号の適用を考えず、適用がないと徹底する大阪高裁の立場が、現行法の解釈論とすれば適当である。平成4年に判決が出されたマクロス事件でも包括条項の適用が問題とされ、本件判決と同旨の結論が出されている。なお、第3号の業績予測も包括条項である⁶⁷¹との解釈もある。1号から3号までを一つの事実関係グループ、4号は全くこれらとは異なる事実関係と組み立てるもの。1号及び2号と3号が事実関係

⁶⁶⁵ 小林俊夫「内部者取引規制におけるいわゆるバスケット条項について」www.j.u-tokyo.ac.jp

⁶⁶⁶ 芝原邦爾『経済法刑法の研究 下』673頁(2005)

⁶⁶⁷ 土持敏裕=榊原一夫「証券取引法」注解特別刑法補巻(2)254頁(1996)

⁶⁶⁸ 前掲(注118)16頁から

⁶⁶⁹ 前掲(注4)41頁

⁶⁷⁰ 田宮裕『刑事訴訟法[新版]』210頁 有斐閣(1997)

⁶⁷¹ 黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』104頁(2002)

と係数関係で規定されていることに着目し、決算変動は種々雑多な原因によって生じるので、その原因が1号または2号に該当可能な事実の場合、結果的に1号または2号に該当しなくても3号の係数・金額に至ったケースでは3号の適用を可能とするものである。3号を置いた意味は、原因として1号・2号該当の事実がない場合にも3号に当てはまる係数・金額が出れば3号を適用してインサイダー取引を禁止することにあるとする⁶⁷²。包括条項を3号と4号とダブルで認めようとするもので、ここまで包括条項の存在を認めた場合、立法論になるがむしろ事実上包括条項一本で判断解釈されると考えた方が良いのではないか。

なお、この「包摂・評価される面とは異なる別の重要な面」即ち側面事実があるかどうかについては、個別事案ごとに種々の事情を総合判断する必要があるが、概念の外延は明らかでないため、軽微基準に該当する事実や、業績予想の修正に該当し得るが、結果的に重要基準に該当しない事実であったとしても、決定事実・発生事実・業績予想の修正として他の側面事実があるならば、別途バスケット条項に該当し得るということであり、この側面事実に当たるかどうかについては、日本商事事件の判示からも明らかなように個別事案ごとに種々の事情を総合判断する必要があるが、概念の外延は明らかでない。包括条項はもともと投網をかけるために設けられたもので、その規制の趣旨から判断するほかに法律の各本条項から直截に規制対象行為の予測可能性が十分でない以上は、未然防止のためには規制趣旨に基づく合理的な実質的解釈を行う必要がある。このように企業法務の立場からも、内部者取引規制の解釈の実質化は避けられず、そうした面から対応を心掛けなければならない⁶⁷³とし、実務界では重要事実について実質基準であると見て対応が出来るように取り扱われている。

日本織物加工株事件最高裁判決（最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁）⁶⁷⁴

合併交渉を担当していた合併会社（吸収側）株式会社ユニマットの監査役である弁護士（真田幸彦）が、被合併会社（合併対象）である日本織物加工株式会社の社長が合併計画の実施事項である会社支配権移動のツールとして第三者割当増資の決定をしたことを知り、公表前に監査役の知人名義等で日本織物加工株式会社株式を買付け、利益を上げたものであるが、第166条2項1号イについて第三者割当増資業務の決定をする「機関」及び増資を行うことについての「決定」の意義（「決定事実に係る情報が重要事実となる時期」）の該当性が問題とな

⁶⁷² 黒沼教授はブログ（<http://blogs.yahoo.co.jp/mousikos1960/6756393.htm>）で「3号は決算数値に一定の変動が生じたという結果をもって重要事実とするものですから、3号の結果を生じた原因になった事実には4号を適用することはなんら問題がなく（4号の文言にも反せず）ただ、3号の結果を生じた原因となる事実が1号または2号に該当する場合に限って、これに4号を適用することができなくなる（4号の文言より）だけなのです」と事実関係が同一でもいいと言い切っているが、逆にこれでは4号に当たる事実関係が導き出せなくなるのではないかと疑問がある。

⁶⁷³ 木目田裕 = 小林和真呂「規制の概要と法166条の成立要件[中]」商事法務1842号33頁（2008）

⁶⁷⁴ 判例時報1679 11頁（1999）

ったいわゆる弁護士インサイダー事件である。

本件で認定された事実は第3章のとおりであり省略する。第1審⁶⁷⁵は日本織物加工株の刈谷社長は実質的決定権限を有しているので業務執行を決定する「機関」に該当し、「決定」については法166条2項1号柱書前段が「行うことの決定」ではなく、「行うことについての決定」と決定の前段となる間接行為も含まれる規定振りであることから、文言的に広く解釈が可能であり、新株発行を行うことのみでの決定だけには限定されず、発行決定に向けたそれ以前の行程を決める会社の何らかの意思決定があったと見られる場合も含まれ、法律効果が発生する確定的な発行決定とならなくても、事実上の決定も含まれるとする。「今回は是非実現したいので宜しくお願いします。」という発言によって実質的に第3者割当て増資を今回実施する、そのための新株発行を行うことを東海染工の常務に対し表明する形で「決定」していたと判断し、さらに懸案のユニチカの方針決定の問題が決着したことを知ることにより、日本織物加工の業務等に関する重要事実を知ったと認定した。これに対して、控訴審判決⁶⁷⁶では、子会社である日本織物加工株式会社刈谷敏社長が両親会社の了解を得て決定する限り、他の取締役から異議が出ることはないの、会社としての意思決定とみなされる実態にあったから「業務執行を決定する機関」に該当する。しかし、同条2項1号にいう「決定」といえるには一般投資家の投資判断に著しい影響を与える重要事実該当する決定が必要であるので当該決定に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つ必要があるとして、決定事実形式の該当性だけではなく、一定のレベルを設定する。ここで、確実性、正確性と云った米国の判例法理を加えている。そこで第一審判決が株式の発行を決定したと認定した時点（平成7年1月11日）では、本件M&Aの成立は予断を許さない段階であったから、いまだ「決定」があったとはいえないとした。ユニチカが平成7年2月8日に直接取引に応じる意向を示した時点で本件M&Aが事実上妥結するとみられる状態になったものであり、それ以後に刈谷敏社長のする決定が重要事実となり得るとしている。最高裁判所⁶⁷⁷は証券取引法166条2項1号にいう「業務執行を決定する機関」は、商法所

⁶⁷⁵ 本件第一審判決関係

第一審 東京地判平成9年7月28日判時1618号33頁、判夕950号294頁、
上村達男「日本織物加工株式会社インサイダー取引事件の法的検討」商事法務1476号2頁（1997）

⁶⁷⁶ 第二審判決関係

第二審 東京高判平成10年9月21日商事法務1514号106頁）
近藤光男「インサイダー取引における重要事実」商事1521号4頁（1999）、丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる重要事実の発生と認定」金融法務1545号21頁（1999）、芝原邦爾「日本織物加工株式会社インサイダー控訴審判決の検討」商事法務1526号32頁（1999）、野田博「日本織物加工株式のインサイダー取引事件控訴審判決」金融判例1067号53頁（1999）

⁶⁷⁷ 最高裁判決関係

池田修＝三好幹夫「時の判例（刑事）」ジュリスト1164号131頁（1999）、丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる『重要事実の認定』再論」金融法務1553号30頁（1999）、中村直人「最近のインサイダー取引に関する判決と実務の対応について」代行レポート124号25頁（1999）、野田博「インサイダー取引規制における『重要事実』についての一考察 日本織物加工株式会社事件で提起された問題を出発点として」『現代企業・金融法の課題（下）』683頁（2001）

定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りる」、と解されるとする。商法の様に会社機関の適正な手続きを重視する法律との違いを強調し、証券取引法は、形式ではなく実質を重んじているとする。刈谷敏社長は、日本織物加工株式会社の代表取締役として、第三者割当増資を実施するための新株発行について商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実質的な決定を行う権限を付与されていたものと認められるので「業務執行を決定する機関」に該当するものということが出来る。しかしながら、「株式の発行」を行うことについての「決定」をしたと認定できるのは、実質的権限を有する機関において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないとする。ここでは、重要事実「株式を発行」することであるという特定性を重視し、情報の正確性、蓋然性は劣ってよいとする。第5章で述べたが、米国は規模と蓋然性としてこの点から考えており、EUも同様である。最高裁判所は、この点について株式の発行という規模、特定性の着目したものと見られる。

そこで本件において、M & Aの対象である会社の最高責任者の刈谷敏社長は、同社の方針として第三者割当増資を行う旨の決定をし、これを東海染工の常務に言明(平成7年1月11日)することによって外部的に明らかにしたものであるから、その当時、ユニチカの保有株式の譲渡方法に関する問題が最終決着をみていなかった(2月14日確認書に正式調印)としても、株式の発行を行うことについて決定したというに妨げなく、刈谷敏社長の決定は、証券取引法166条2項1号にいう「決定」に該当すると認めるのが相当であるとしている。その理由としては、「そのような決定の事実は、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、」この点はまさに特定性を表すものとして指摘出来る。「その事実を知ってする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである。」とし、証券取引法166条2項1号にいう「決定」に該当するためには、当該「決定」に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つものでなければならぬとする見解は取れないとする。

要するに、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保との市場法的アプローチから機関と言えるには、実質的権限があれば足り、決定と言えるには正式に法的効果を持つ確実なものでなくてもよく、可能性があれば足りるとする。証券取引法の目的・趣旨に副って、実質的にかつ一般投資者にとって与える影響度合いから判断すべきで、会社法の機関性、決定の解釈とは異なり機関を限定せず、対象とされた事項の実施可能性があれば足り、実施が法的に確実でなくてよいとする。「機関性」について学説は最高裁判所判決同様、商法の規定とはこだわりなく会社の意思決定の実情に応じ実質的に判断してよいとしており、したがって実質的に業務遂行を決定できる権限があると見られれば機関性を

肯定している。会社法の観点は会社におけるガバナンス等から業務遂行に関する意思決定手続きの適正を確保する観点から化解釈されており、インサイダー取引の規制という株価に影響を与える情報の価値というものが問題とされるので、そのような権限を実質的に具有していたかどうか判断すれば足りる⁶⁷⁸。「決定性」について学説⁶⁷⁹は最高裁判決同様本件の重要事項であった基本合意内容として合併それ自体でなく、広く具体的に特定された合併の実施に向けての調査や準備、交渉等の諸活動も合併を行うことも決定と言える解釈している。実務界もその解釈を取り入れて未然防止を図ろうとしているが、必ずしもそうした理解が進んでいないのも前述のアンケート調査では見られたところであるが。その結果合併スキームの具体的手段である第三者割当増資が確実に実行される予測が成り立つことは必要としないとする。いずれも証券取引法の趣旨である証券市場の公平性と健全性に対する投資家の信頼確保の理念を貫徹しようとするもので支持できる。なお、本件は本来M&Aに係るもので、その一環として日本織物加工が第三者割当増資をしようとするもので、そもそもM&Aが合意できなければ新株発行もあり得ないが、166条2項1号に掲げる事項にM&Aが含まれていないため、第三者割当増資に着目し、あえて「株式の発行についての決定」に該当性を求めている⁶⁸⁰。規制構成要件の明確性を強調される中で立法したため、ここでも直截な法適用に支障が見えている。

黒沼教授⁶⁸¹は「投資判断に対する決定事実の影響度は、理論的には、決定に係る事項が実現した場合の規模とその実現可能性を掛け合わせたものになるはずであり、重要性の要件はこの影響度が一定以上あることを要求していると考えられる。そして、決定事実に係る事項については、その事項を行うことについて計画が立てられてから当該事項の実現までにさまざまな手続が必要なため、時間の推移につれ実現可能性が徐々に高まっていくのが普通である。さらに、実現可能性が高まり一定のレベルを超えると重要性の要件を満たすことになるが、そのレベルは当該事項が実現した場合の規模によって変わってくるはずである。」とする「たとえば、規模の大きな合併という決定事実は、実現可能性がある程度低くても重要性を獲得し、規模の小さな合併の場合には実現可能性が高くならなければ重要性を獲得しない。したがって、決定事実が重要性の要件を満たすかどうかは、決定がどの段階に至ったかで一律に決められるものではない。」と米国のテキサス・ガルフ・サルファ事件で述べられた判例理論「規模と蓋然性理論」の妥当性を述べる。ただし、このような理論的見地からすると、本件について控訴審判決が「当該決定に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つものでなければならぬ」と判示したことも、上告審判決が「当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」と判示したことも、ともに正しくないとする。特に、上告審判決のように、決定事実の有無の判断に際して重要性の考慮を一切容れず、決定があれば実現可能性がきわめて低くても重要事

⁶⁷⁸ 判例時報 1679号 12頁(1999)

⁶⁷⁹ 横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」53頁(1988)、榊原一夫「証券取引法」『注解特別刑法補巻(2)』221頁(1996)

⁶⁸⁰ 判例時報 1679号 12頁(1999)

⁶⁸¹ 黒沼悦郎「インサイダー取引における重要事実の定義の問題」商事法務 1687号 42頁(2004)

実になるとすると、投資判断に著しい影響を及ぼすことのない事実、即ち一般投資者の証券市場に対する信頼を棄損しないものをインサイダー取引規制の規制対象に取り込むことになり、過大規制のおそれが生じる。投資判断にとって重要でない事実であっても、当該決定に関与した会社内部の者は関連証券の取引を行うべきでないという議論も成り立ちうるが、重要でない事実に基づく内部者の取引が行われても投資者の信頼を害するとは考えられないだけでなく、それを規制するとかえって会社関係者の証券取引を萎縮させるおそれがあるとする。規模と蓋然性の理論でもどちらかの要素が極端に薄い場合には重要性を認めていないと批判する。また決定事実は、その軽微基準が決定に係る事項が実現したときの規模を基準に定められていることから、決定事実に係るインサイダー取引規制は投資判断にとって重要な事実をピンポイントでとらえることができないのである。」「そして、決定事実をある事項を「行うことについての決定」と定めている現行法の下では、決定事実に係るインサイダー取引規制は過大規制になるおそれを構造的に有しているといえる。決定事実をある事項を「行うことの決定」と定義すると、今度は過小規制のおそれも生じる。」として重要事実の規定自体の問題があるとする。

日本エム・アイ・シー(株)事件(最決平成15年12月3日;平13(あ)12号裁判集刑事登載予定)

事実関係は省略する。本件では法第166条1項4号の「当該契約の履行に関し知つたとき」の当該契約とは今後発生する重要事実を対象として締結される契約に限定されるものかどうか最高裁まで争われたものである。具体的には「当該契約」が限定されるとして独占販売権を許諾した基本合意が重要事実である合併を視野に入れたものであるかどうか、が問題となった。第一審判決は、被告人がインテック(株)会社の株式を買い付ける前に同会社の代表取締役社長が合併を決定した事実を知ったと認定した上で、「本件基本合意は、インテック(株)会社が最終的に営業譲受、買収、合併等のうちのいかなる法的手段により右の独占的販売権を取得するかに関して、更に両会社間で協議ないし交渉することを予定していたものであると解するのが相当である。そうであるならば、被告人が関わった本件の合併交渉は、インテック(株)会社が右の独占的販売権を取得するために行われた正に本件基本合意が後に予定していた交渉というべきであるから、被告人は、本件基本合意の目的であるTICカードの共同事業化の一環として両会社の合併交渉に従事中、すなわち、本件基本合意の履行に関しインテック(株)会社の代表取締役社長が前記の決定したことを知ったものといえることができる。」と判示し、基本合意が当該契約であり、その契約には重要事実そのものの契約に限られず、契約対象の中に包含され得るものであれば足りるとしている。要は契約のスコープ内に収まる可能性がある事項を意味し、限定的判断を採用しなかった。

控訴審では、「インテック(株)会社の代表取締役社長、オーナーや日本エム・アイ・シー(株)会社の代表取締役社長、被告人ら(合意関係者)は、いずれも当初から両者の合併を選択肢の1つとして視野に入れた交渉を行い、この交渉の大きな流れの過程で、両会社の今後の事業展開に関する指針ともいえる本件基本

合意が成立したものであることは明らかである。したがって、被告人が関わった本件の合併交渉は、本件基本合意が予定していた交渉というべきであるから、被告人は、本件基本合意の目的であるICカードの共同事業化の一環として両会社の合併交渉に従事中、すなわち、本件基本合意の履行に関し、インテック（株）会社の代表取締役社長において両会社の合併を行うことについての決定をした事実を知ったということができる。」と判示し、地裁と同じ判断を下している。上告審で弁護人は、これまで同様に「当該契約」は、重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである。この限定をはずした場合には基本合意が「当該契約」に当たるとした二審判決は罪刑法定主義に反し、憲法31条に違反すると主張する、本件基本合意と両会社の合併とは内容が異なり無関係なものであるから、本件基本合意の履行に関し、被告人において合併が決定された事実を知っていることはないと事実関係の否認を主張した。

最高裁はその決定で職権により、被告人が本件合併の決定という重要事実を知ったことが「当該契約の履行に関し知ったとき」に当たるか否かについて、「以上の事実関係によれば、日本エム・アイ・シー（株）会社の代表取締役専務であった被告人は、本件基本合意を締結したことによって、合併の決定等のインテック（株）会社への投資判断に影響を及ぼす情報を知り得る立場に立ったものであり、本件基本合意で予定されていたというべき独占的販売権を取得させる方法に関するインテック（株）会社側との交渉を行う過程で、インテック（株）会社の代表取締役社長が両会社を合併する旨決定したという重要事実を知ったと認められるから、被告人において上記重要事実に関する情報を得たことが法166条1項4号にいう『当該契約の履行に関し知った時に』に当たるのは明らかである。」とし、「法166条1項4号にいう『当該契約』は重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである旨主張するが、そのように解すべき根拠はない。」と判示した。

この「当該契約」の解釈に関し、学説の一部には原告と同様に契約の条項の中に企業の未公開重要事実を取得しうることを内容とすると限定する立場⁶⁸²もあるが、多くは、その契約の内容・種類、形式を問わず、発行会社の内部情報を知りことを内容とする契約に限られないとの立場⁶⁸³をとっている。その理由とすれば、広くとらえる方が法の趣旨に適用すること、また「履行に関し」との範囲について絞りがあるため無制限になる危惧はないとする。さらに「履行に関し」については、当該契約の締結又は履行に密接に関連する行為により知った行為も含まれると一般的⁶⁸⁴に解されている。これら実質的に解釈する考え方は証券取引法の趣旨を貫徹するものとして支持できる。

上記3件の最高裁判決は、条文の適用要件の解釈について文言を証券取引法の趣旨から実質的に解釈しており、仮に個別具体的に詳細な記述されていなくても適用できることを示している。実質的に証券取引社会の規範として不公正に対する制裁と抑止を必要とする趣旨から司法判断をしており、そうした取り

⁶⁸² 野村證券会社編著『新版事例インサイダー取引』165頁(2003)

⁶⁸³ 神田秀樹監修『注解証券取引法』1,201頁 有斐閣(1997)

⁶⁸⁴ 前掲(注173)1,200頁(、河本一郎=関要監修「逐条解説証券取引法」1,001頁、横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」42頁(1988)

組み姿勢が法施行後わずかな期間に整えられたともいうことが出来る。また司法判断当局はわが国の取引慣行についてそうした必要性が生まれていることを認識し、法規範として守るべきレベルを設定できることを意味している。また、業者規制法規である行政法については機動性、目的に合わせた合理的解釈が求められるものであることから、もはや第 166 条 2 項 4 項の包括条項だけでも十分に司法規範として機能できることを意味する。内部者取引規制定時に懸念をした「動くことが可能な法律」にすべきとの観点から詳細具体的に定めることがもはや不要であったことが判明している。

(4) 内部者取引規制条項解釈の実質化(実務界の対応)

最近のマスコミ報道等に見られるように内部者取引に関する関心が高まっている。一般投資家、証券仲介業者は勿論、企業及びその法務に携わる法務部職員や弁護士の間では緊喫の課題となっている。そうした中で、企業法務の立場から「インサイダー取引規制における実務上の諸問題」が商事法務で取り上げられている⁶⁸⁵。そこでは、こうした特集を組んだ趣旨が述べられている。まず監視委員会による摘発が相次いで行われ、村上ファンド事件の第 1 審判決に見られるような実刑等の重い処分が出され、法律改正によって重罰化・厳格化が進み、証券取引所や日本証券業協会のような自主規制機関で上場会社や証券会社に対するインサイダー防止のための管理体制強化(内部者登録制度等)が図られているとの認識のもとに、近時従来にも増して、インサイダー取引を防止することの重要性が強く認識され、企業の内部管理体制の在り方に高い関心が集まるに至っていると現状認識を述べる⁶⁸⁶。

形式犯規定の不都合

第 1 に規制規定が形式犯であることからその規制の趣旨と結果に不都合があることを指摘する。内部者取引規制が形式犯であるため、「形式的に一定の行為類型に該当しさえすれば動機・目的や実害等の有無を問うことなく」、目的や主観的要件を問題にせず適用されるため、ばかげた結論になっていると指摘する。「会社関係者等が未公表の重要事実を知って株券等の売買等をするという法令が定める一定の行為類型に該当すればただちに違反となり、儲けようといった利欲犯的な動機・目的を要しないとされる。また、未公表の重要事実を『知って』株券等の売買等をすれば足り、当該事実を「利用した」ことや当該事実を『基づいた』ことは要しないとされ当該事実を知っているとされる限り、当該事実と一切かわりなく株券等の売買をした場合であってもインサイダー取引となる。」比較法的にみての利用したまでは不要かもしれないが、基づくことや使用してと云った主観的要素の必要性を指摘する。会社役員の自覚責任として

⁶⁸⁵ 木目田裕 = 山田将之「規制の概要と法 166 条の成立要件[上]」商事法務 1840 号 93 頁(2008)、木目田裕 = 小林和真呂「規制の概要と法 166 条の成立要件[中]」商事法務 1842 号 31 頁(2008)、木目田裕 = 上島正道「規制の概要と法 166 条の成立要件[下]」商事法務 1844 号 36 頁(2008)、木目田裕 = 杉原えり「コーポレート業務とインサイダー取引規制」商事法務 1845 号 52 頁(2008)、木目田裕 = 尾崎恒康「エンフォースメント 刑事罰と課徴金」商事法務 1844 号 27 頁(2008)

⁶⁸⁶ 木目田裕 = 山田将之「規制の概要と法 166 条の成立要件[上]」商事法務 1840 号 93 頁(2008)

「たとえば、会社の役職員が当期業績見込みの大幅下方修正という未公表の重要事実を知っていたが、インサイダー取引規制を正確に理解しておらず、『たとえ近いうちに株価が下がるとわかっているとしても、それとは関係なく、株主への責任・会社の応援の気持ちで自分の会社の株式を買おう』と思って当該事実の公表前に会社の株式を買い付けた場合であっても、インサイダー取引として法律違反とされ得る。」この様に現在の形式規定ではインサイダー取引規制の趣旨を曲げる結果になっていると指摘する。いわゆる、交通規則違反と云った形式ミスに対し、法の不知は許さずでは、内部者取引規制の趣旨が曲解されたことに等しいのではないかと示唆をする。しかしそうであるならば、ここではむしろ現在までそうした規定が見直されない状況を改めるようにむしろ端的に批判すべきではないだろうか。

個別的具體化の弊害

次に、規制規定の個別的具體化が過ぎて、法令が難解になり一般投資者の規範水準になり難いことを指摘する。「インサイダー取引規制には法令の規定の複雑・技術性という特徴がある。インサイダー取引の適用範囲を確認するには…政令・内閣府令を合わせ読みする必要がある。法律専門家でない者にとり理解は必ずしも容易でなく、間接金融から直接金融へという流れの中で一般投資家にとっての行為規範として有用性を有しているかどうかには疑問がないではない。」そのため、法令の規定が複雑・技術的なため、本人も気づかないうちにインサイダー取引規制に違反してしまうこともある。「うっかりインサイダー」防止のためには、とりあえずは健全な常識感覚を持って…対応する以外にはない。」しかし、仮に法令の規定を読むよりも常識感覚に依拠したほうが、リスクが小さくなるとしたら、インサイダー取引規制を予測可能性確保のために形式犯として立案したことの意味を再度問い直さざるを得ない。」として実質犯化を提唱する。

「職務に関し」の曖昧さ

第3に会社役員等は“その職務に関し未公表の重要事実を知ったとき”に規制対象となるが、「職務に関し」の意義については見解が分かれている。「いずれの見解も、役員等が職務自体により重要事実を知った場合に限定されず、職務に関連して知った場合も含むと解しており、…「関し」との文言により職務自体で知った場合を超えて規制対象が拡張されているために「関し」の外延が不明確になっている。たとえば、事例集等で紹介されている「上場会社等の各部署に郵便物を配布する業務に従事している職員が、配布途中に社内側を勝手に開封して中身をみて未公表の重要事実を知った場合は「職務に関し」に該当するが（注二八）配布業務中にM&A業務を担当している部署に立ち入り他の職員等の机の上の極秘書類を偶然みて重要事実を知った場合は「職務に関し」に該当しないとされる」また、上場会社等の清掃担当者が、清掃作業中に屑箱の中に廃棄された書類をみて重要事実を知った場合は「職務に関し」に該当するが、清掃作業中に机の上に置かれた書類に関し重要事実を知った者をいう。覗きみて重要事実を知った場合は「職務に関し」に該当しないとされる。

さらに、ある会社で重要事実該当する新規事業の開始が予定されていたところ、それと無関係な営業部員が新商品の広報活動の打合せ等のために広報部

にきた際、広報部員の机の上にある社内報告書を偶然みて新規事業の開始を知った場合は、「職務に関し」に該当しないとされる。他方、社長秘書が、極秘情報が議論されている会議室に社長への連絡のために立ち入って、会議室での議論の内容が耳に入り重要事実を知った場合、「職務に関し」に該当するとされる。以上のいずれの事例も、文理解釈としては職務に「関し」知ったことに該当すると読むことも必ずしも不可能でなく、結局、上場会社等の内部情報を知り得るといふ他の投資家と比べて特権的立場にある者がその立場を利用して行う株式売買等がアンフェアであってこれを許すことが投資家の信頼を書するという規制趣旨に基づいて、合理的な限定解釈をしていく必要があるものと思われるとする。

ここでも「関し」というある一定の状況を示す要件についてもやはり実質的解釈が必要とする。続けてこれまで検討されたケースは、役員等がその職務の内容として内部情報を知り得る立場にあることに直接起因して未公表の重要事実を知った場合は規制対象としてよいが、他の部署や会議室等に立ち入るといった単なる物理的アクセスを通じて他部署の内部情報を知ったにすぎない場合には、規制対象とならないといった物理的ファイアウォールで判断しているだけであってその基準は通信手段、メディア等の進歩の面からもアナログであるといわざるを得ないとして、会社法務の観点から物理的遮断性などで判断して行くことが出来ないとする。

「業務執行を決定する機関」の独り歩き

4番目 また、これまで議論してきた決定事実における「業務執行を決定する機関」による法第166条2項1号の決定事実についても同様に実質解釈がなされているとする。木目田弁護士ほかは、概要次のように述べている。

上場会社等の「業務執行を決定する機関」が増資、自社株買い、合併、会社分割、新製品の企業化、業務提携等を行うことに「ついでに」決定をしたこと、または公表された当該決定に係る事項を行わないことを決定したことをいう。調査・準備・交渉等の諸活動を会社の業務として行うことの決定を含む趣旨であるとされる。東京地判平成19年7月19日判例集未掲載（以下「村上ファンド判決」という）が、法167条の事案につきライブドアによるニッポン放送株式の買集めについての決定という重要事実に関し「実現可能性が全くない場合は除かれるが、実現可能性があれば足り、その高低は問題とならない」と判示した点が反響を呼び、織物加工判決よりも実現可能性の内容について緩やかに解する点で不当である等の批判がなされた。この点に関し平成21年2月3日東京高等裁判所は村上ファンド事件について「決定に係る内容（公開買い付け等、本件でいえば、大量株券買集め行為）が確実に行われるという予測が成り立つことまでは要しないが、その決定はある程度の具体性を持ち、その実現を真摯に意図しているものでなければならぬから、そのためには、その決定にはそれ相応の実現可能性が必要であると解される。その場合、主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持ってそのよう実現可能性があると認められることが必要である。」と判示して、原判決の「実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題にならない。」との判断を改めている。この点は前述の通り地裁判決に対し多くの疑問が出されてきたところなので適当なもの

と思料される。

また、インサイダー取引の成立範囲が著しく広がり M & A 実務が阻害されかねないとの指摘を受け、織物加工判決の判示の「実現を意図して行ったことを要する」に該当するか否かで決定概念を絞る見解もある。問題は両事件の判旨の一般論が事案の具体的内容から離れて一人歩きしてとらえられている点である。確かに両事件の判旨を抽象的に一般化すれば、法 166 条 2 項 1 号の各事項について多少なりとも具体的な作業に着手すれば、実現可能性がきわめて低い場合を除きただちに当該事項に「ついで」決定があるとされるリスクがあるといえるが、インサイダー取引規制が形式犯であるとはいえ、「ついで」との外延不明な文言を法があえて用いて以上は必然的に規制趣旨に遡った実質解釈を容れざるを得なくなる。このことは先ほど検討した会社関係者に係る職務等に「関し」と同様である。たとえ形式的に「ついで」決定に該当し得る場合であっても投資者の投資判断に重要な影響がないのであれば未だ「ついで」決定には該当しないと解することは解釈論として可能なはずである、と主張する。その他規定の中にはこうした要件が散見され、意外にも解釈レベルでは、既に実質化しているのではないかと主張している。これらの内部者取引規定に関する解釈態様をまとめると企業法務を担当する弁護士実務家は実質基準で解釈し、企業の自社株取引等に対応しようとしていると言えるのではないかと。

（５）村上ファンド事件（内部者取引規制の無理な適用）

裁判例の付け加えになり、また極めて特異なケースでもあるが、村上ファンド事件は（2007年7月19日東京地方裁判所刑事第4部）を概略照会すると次のとおりである。裁判所で認定された事実では、被告人株式会社MACアセット・マネジメントは、投資顧問業者の登録し、投資一任契約に係る業務の認可を受け投資事業組合等と投資一任契約を締結し業務を遂行、被告人村上世彰は、被告会社の取締役であり実質的経営者であった。平成16年11月8日頃被告人村上は、株式会社ライブドア代表取締役であった堀江貴文ら同社の業務執行を決定する機関が東証第2部上場の株式会社ニッポン放送の総株主議決権数5/100以上の株券等を買集めることについて決定をした旨の事実の伝達を受領し、事実の公表前に同株券を買付け、利益を得ようと企て、公表前である同年11月9日から17年1月26日までの間、東証第2部等において、ニッポン放送の株券合計1,933,100株を価格合計9,952,162,084円で買付とされる。東京地裁（証取法違反事件平成18年特（わ）第2832号 判例集未掲載）は証券取引法167条第3項等の公開買付者等の関係者による禁止行為違反として被告株式会社MACアセット・マネジメントに対し罰金3億円、被告人村上世彰に対し懲役2年及び罰金300万円並びに追徴1,149,006,326円を科した。本判決後直ちに被告人らは控訴している。

主な争点（3点）に係る判決内容を要約する。決定する機関及びその決定について（平成16年11月8日までに）ライブドアの業務執行を決定する機関が日本放送株の大量買い集めをすることを決定した否か、判決では商法所定の決定権限のある機関に限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような

意思決定を行うことの出来る機関であれば足りる。その決定は公開買付などそれ自体や公開買付に向けた作業を行う旨を決めたことを含み、当該公開買付等が確実に実行されるとの予測が成り立つことは不要で、実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足りその高低は不問とする⁶⁸⁷。重要事実の伝達の有無は被告人に日本放送株の大量買集めに関する事実伝達の有無が認められるかが争われたが、判決は2004年11月8日の会議でライブドア側から同ファンド側に大量取得の意思表示があったのは明らであり、また買付状況からライブドアの大量取得情報が同ファンド側に伝達ありとする。例外である共同買付の成立については本件買付が、証券取引法規制の対象外（証券取引法第167条5項4号）に該当するか、判決では共同買集（証券取引法施行令31条「共同して買い集める」行為）というには、少なくとも応援買いと同程度の一体性が認められることが必要。しかし、村上ファンドに共同で買集めをする意思は見られない。村上ファンド事件判決の反響等についてみると本判決に対する評価は次のようなものである。大方の受け止め方は内部者取引における重要事実の「決定する機関」について、本判決はこれまでの最高裁判決の趣旨に従い、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関の決定であれば足りるとするもの相違はない。「その決定」については「当該公開買付けが確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない…実現の可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題とならない」との見解をとる。この点については、これまでの最高裁判例（後述するが「日本織物加工事件」）と同じである⁶⁸⁸という受止め方とさらに幅を広げたもので、範囲が一層拡大された⁶⁸⁹と見る立場がある。後者からは中小の企業では実質的に経営が出来なくなるなどの批判が出されている⁶⁹⁰。現実可能性の高低は問題ないとすると、虚偽情報が飛び交う中、株の売買は出来なくなる。市場関係者は、実現可能性を見極めて取引をしている。こういう通常取引に影響を及ぼす判決には問題があると主張する⁶⁹¹。

また今回の行為は、投資顧問業法第22条の禁止行為が規制の対象とする「スカルピング」⁶⁹²⁶⁹³であり、問題は、今回の事件を無理やりインサイダー取引と構

⁶⁸⁷ 本件については平成21年2月3日に東京高裁判決が出され執行猶予となったが、不服として上告されている。第1審で問題とされた第167条2項の「決定」について「上記の観点から見ると……「決定」に該当するといえるためには決定に係る内容……が確実に実行されるという予測が成り立つことまでは要しないがその決定にはそれ相応の実現可能性が必要であると解される。」として第1審が「高低は問題にならない。」という点を改めている。

⁶⁸⁸ 金融商品取引法研究会研究記録第21号16頁（2008）

⁶⁸⁹ 前掲（注178）62頁（2008）

⁶⁹⁰ 中央大学大学院教授野村修也、松本真輔弁護士 平成19年8月6日 日本経済新聞朝刊 今回の機関決定に対する解釈では、実務で予見可能性がなくなり、対応が取れなくなるとする。

⁶⁹¹ 松本真輔弁護士は、「社長から『ちょっと検討してくれ』といわれた程度の情報は企業内には多い。たがこうした情報をいちいち公表するのは現実的ではない」と発言する。

⁶⁹² 投資顧問業法22条で禁止されている「スカルピング行為の禁止」とは、投資顧問業者が、客に特定の銘柄を勧めてその客が購入することにより値上がった処を、事前に自分（投資顧問業者）が購入していたその銘柄を売り抜けて利益を得ることをいう。

⁶⁹³ 投資顧問法の禁止行為違反は3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金（第54条）である。村上被告が既に大量に購入していた株式を高値で購入させている・売り抜けていることが

成した検察の主張を「丸呑み」するために、証券取引法の規定の解釈に関して不合理な解釈と認定を重ねたのが今回の判決であるの批判がある⁶⁹⁴。悪質性の著しい不正行為は、日本の証券取引法では法の組立てからみて第 157 条の一般条項で対応する構成となっており、最高裁判所判例（最三小決昭和 40 年 5 月 25 日刑集 155 号 831 頁）でも不正の手段とは、有価証券の取引に限定して、それに関し、「社会観念上不正と認められる一切の手段を言うのであって、文理上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる」ので本件の第 157 条の適用について問題がない⁶⁹⁵とする主張がある。さらに本件は、米国においてインサイダー規制の論理的根拠として唱えられている信認義務違反論理及び不正流用論理のいずれによっても規制の対象になりにくい案件にメスが入った点でも、将来の M&A 実務への潜在的インパクトは大きいとの主張がある。本件はこれまで内部者取引規制が予定されていない行為類型であり、今後実務では増加が見込まれるので、規制の論理を明確にすべきであるとする⁶⁹⁶。本事件を契機として、今後我が国においても、インサイダー規定の処罰根拠について「情報の平等理論」が理論的に台頭してくる可能性がある⁶⁹⁷と主張するもの⁶⁹⁷がある。本件について立法論的意見として個別のケースについて裁判官の法解釈に任せるようにしないと脱法行為がまかり通ることになりかねない。

適用の判断基準を個別具体的に明示せず事件毎に適用を判断することが現実的な対応である。二つの裁判（ブルドックソース事件⁶⁹⁸、村上ファンド事件）は形式重視で法の運用を自ら縛ってきた司法が、実質重視に踏み切ったことを示すもので、一般の刑事事件は「疑わしきは罰せず」だが、先進国では「詐欺行為（黒）はもとより、詐欺的行為（灰色）も許さない」のが証券市場の掟で、日本もそういう時代になったとする意見⁶⁹⁹がある。村上ファンド事件判決の問題点としては要約すると、第 166 条 2 項 1 号イの解釈論として「決定する機関」は別にして「機関の決定」について、その確実性と現実性を具体的にどのように考えるのかが争われているが、これは企業活動そのものに影響する大きな問題である。企業法務担当者のみならず、弁護士等の活動に大きな影響が生じる。後述するが、米国では重要性（materiality）の問題とされており、内部者取引

ら、むしろ米国証券取引所法第 10 条（b）項で禁止するスカルピングに該当する。したがって、米国証券取引所法第 10 条（b）項と構成要件が同じである証取法第 157 条の一般規定を適用する方が刑罰の重さからも適当ではないか。

⁶⁹⁴ 商事法務 1771 号スクランブル（シリアス）62 頁（2007）

⁶⁹⁵ 金融商品取引法研究会研究記録第 21 号 29 頁（2008）

⁶⁹⁶ 前掲（注 184）62 頁、同 1782 号スクランブル（YMY）58 頁（2007）

⁶⁹⁷ 商事法務 1782 号スクランブル（YMY）58 頁（2007）

⁶⁹⁸ 平成 19 年 8 月 7 日最高裁判所特別抗告棄却（事件番号平成 19（許）30 民集搭載予定）株式会社特定株主による株式の公開買付けに対抗して当該株主の持株比率を低下させるためにする新株予約権の無償割当てが、株主平等の原則の趣旨に反せず適法とされた事例（米系投資ファンド、スティール・パートナーズの TOB に対しブルドックソースの買収防衛策を裁判所が認めたもの） 事件の詳細等については三宅伸吾『市場と法 いま何が起きているか』185 頁以下参照 日経 BP 社（2007）

⁶⁹⁹ 平成 20 年 8 月 10 日日本経済新聞朝刊 19 面「灰色禁止が証券市場の掟」

に係る論点の一つである。次にむしろ本件は単純化するとニッポン放送株を大量保有していた村上ファンド側が、ニッポン放送を手に入ればフジテレビを自動的に支配できるとライブドアを煽り、ニッポン放送株の大量取得を仕組み、その結果市場に流通するニッポン放送株の浮動株が極めて少なくなり、当然のごとく高騰したところで巧妙に売り抜けたものである。玉の事前仕込み、煽り、売り抜けのスキームは顧客への忠実義務に違反する、まさに投資顧問会社の村上代表のスカルピング行為であり、むしろ特別法である投資顧問法（金融商品取引法）に該当する。少なくともそうした行為と評価できる側面は否定できない。したがって本来は投資顧問業法違反となるところ検察側⁷⁰⁰が、内部者取引行為と構成し証券取引法違反で起訴したものを裁判所がその窮屈な構成を認めたところに原因があるのではないか。なぜそうした構成をしたのかについては不明であるが、スカルピング行為であるとの認識が訴追側にあったとするとあえて推測するならば内部者取引行為に比べスカルピングは罰則が軽い⁷⁰¹ことが挙げられるのではないか。ここまでの議論からはさらに、不公正行為に係る法の建て方は、最も悪質な不公正行為を規制する 157 条を筆頭に個別の行為類型に応じて各本条で罰則が軽減されている。従って、通常のスカルピングを超えたところに本件村上ファンドによる悪質性を認めるのであれば、むしろ罰則が一番重く行為類型が特定詳細化されていない 157 条を直截に使うべきではないかとも考えられる。これまで使われてこなかった一般条項である 157 条の使い方を検討してもよいのではないかと⁷⁰²。さらに 本件村上被告は、堀江社長と相談や意見交換はしているものの、第 167 条第 1 項が規定する公開買付者等関係者に該当するのか、または端的に大量取得の意向を聞いた⁷⁰³から即ち、情報受領者であると言えるのかが問題となる。情報受領者については、情報受領者とその情報を伝達する行為があれば足りるとするが、果たして何の法的な関係がない者の間に伝達があると認めてよいのか。情報受領者であるとして認めてよいのかその二人の間に義務を発生させる何らかの法的関係が形成されていないことから、公開買付者等関係者と言えるのかどうか疑問がある。言い換えればこの点内部者取引規制の当事者性、内部者になるのかどうかの規制論理の問題である。本件判決について経営陣が「やりたいですね～」「いいですね～」と言い何らかのアクションを起こし、それを聞いた場合はインサイダー取引と認定されてしまうそうした傾向、流れをそのまま受け入れると、ほぼすべての証

⁷⁰⁰ 当時本件がスカルピングに該当する案件であるかどうか、監視委員会、自主規制団体とも承知していた様子は全く伺えない。したがって検察側、裁判所も無理な構成をしても残念ではあるが、不思議ではない。

⁷⁰¹ 内部者取引規制違反の罰則 5 年以下の懲役か 500 万円以下の罰金、または併科。法人両罰規定 5 億円以下の罰金
スカルピング規制違反の罰則 3 年以下の懲役か 300 万円以下の罰金、または併科。法人両罰規定 300 万円以下の罰金

⁷⁰² 神田秀樹金融審議会発言 第 2 章（40 頁）参照

⁷⁰³ 検察は、村上被告が会議でライブドア側にニッポン放送の経営権取得のため 3 分の 1 の株の買い集めに乗り出すよう強く働き掛け、堀江貴文前社長が「ぜひ、やらせてください」と言ったと主張し、裁判所も認定している。平成 19 年 11 月 21 日金融商品取引法研究会研究記録 第 21 号 2 頁 日本経済証券研究所（2007）

券会社、ファンドの行う行為が内部者取引規制に違反する可能性が高いのではないか⁷⁰⁴、との疑問が証券業界関係者の間では言われおり、結局、何がインサイダーで何がインサイダーでないかを明確にする必要がある。証拠から有罪の心証形成が得られなくとも、灰色であれば内部者取引行為は刑罰で罰する必要があるのか、また裁判官が恣意的に法の適用を行ってはならないことは明らかである。これは本質的になぜ内部者取引を規制する必要があるのか内部者取引規制の根拠、論理建てを明確にし、規定の見直しをしなければならない事態に立ち至っていることを示している。

(6) 米国法

第4章では実質基準を執る米国の内部者取引規制をみた。証券取引所を介したインサイダー取引規制の代表的規制理論は情報の平等理論、信認義務論、不正流用理論の3論理に大別されることは前述のとおりである。現在の米国連邦最高裁判所の立場は、不正流用理論であり、SECも理論的な対立はほぼ終息して、基本的な疑問はないとしている⁷⁰⁵。オヘーガン判決が出された当時の批判等は、その後のSEC規則の追加、解釈通牒発出などにより、論理適用の不明な部分の補足が出来たことで論理に対する批判は余り見られなくなっている。SEC規則10b-5という詐欺防止の包括条項を実質的に当事者間の問題から市場全般に及ぼし、基本的に未公開情報を得て証券取引を市場の内外で行う者は会社内部者であろうと外部者であろうと信認義務関係等の特別な関係があればその信認義務者等に対し開示責任を有し、「開示又は断念義務」を負うとする。義務に違反すれば内部者取引違反となる。包括条項は内部行為者について実質基準で判断し不正流用論を取っているが、これは信認義務論とも矛盾せず、相互補完的である主張する⁷⁰⁶。契約的アプローチで会社内部者と株主のような場合には信認義務関係で律し、外部者との関係については情報源との信認義務類似の関係で不正流用を律するとする。信認義務ないしこれに類似する関係から内部者の範囲等を画していくことにしている。即ち、信認義務ないし類似の関係をもって規制の対象者等を明確に規律しており、この義務を淵源に内部者の範囲、情報や重要性、情報受領者の責任を判断している。契約的アプローチはわが国では取れないことは前述したが、EU指令も市場法的(信頼感的)アプローチであり、比較法的に見てアプローチ手法が問題とされることはない。

米国における内部者取引規制の沿革は、英国のエクイティ(equity)における信認関係法法理の展開を反映している。会社の取締役が自社の内部情報に基づいて自社株を売買し、利益を上げる行為は典型的な内部者取引であるが、このような行為を信認関係という一般私法の枠組みの中で見れば、受任者の取締役による受益者である会社に対する信任義務違反行為と捉えることが出来る⁷⁰⁷。

⁷⁰⁴ 平成19年11月21日金融商品取引法研究会研究記録第21号9頁 日本経済証券研究所(2007)

⁷⁰⁵ 平成18年財務省SEC派遣研修生報告書 総合政策研修所(2006)

⁷⁰⁶ United States v O'Hagan 521 U.S. 642(1997)

⁷⁰⁷ 植田淳 英米法における信認関係の法理 イギリス判例法を中心として - 162頁 晃陽書房(1997)

信認法理は英国の裁判所において一般的に信認関係のある者の中で救済が必要な場合積極的に適用されてきており、その救済類型の一つとして受任者による未公開情報 (confidential information) の濫用形態があった。情報を財産の一種と解する立場によると信託財産権の濫用の一種とも捉える事が出来る⁷⁰⁸が、まさに内部者取引は未公開情報の濫用の一形態として信認法理の中にあるとする。しかし、すでに米国では証券諸法により内部者取引については規制を掛けており、信認法理が機能する一般私法の枠組みを大きく超えた独立する法領域を形成している⁷⁰⁹。

内部者の範囲及び情報受領者について、規則 10 b -5 は基本的にいかなる者によるあらゆる証券の買付売付にも適用される⁷¹⁰が、前述したとおり、連邦最高裁判所判決の中で信認法理は情報の不正流用理論の中でも暗然と内部者取引を形成、基準つける骨格論理として用いられている⁷¹¹。当事者の範囲が一番広義に認定した⁷¹²内部者の範囲を判示したキャディ・ロバーツ事件審決では、規則 10 b -5 は 1934 年法 16 条 (b) 項と異なり、業務執行役員、取締役および主要株主だけでなく、会社内部の情報源から情報を受領した者であれば誰に対しても適用されるとされた。テキサス・ガルフ・サルファ事件では、株式の売買を行う者に内部情報を提供した者は、内部情報を自分のために利用した者と同様に、有責であるとされた。売買行為に限らず、情報提供行為さえも含むとした。メリルリンチ事件 (Investors Management) では、情報が第三者を転々とするその連鎖の中にどれだけ第三者が入ろうと、売買をした間接的な「情報受領者 (tippee)」には責任があることが認められた。このように内部者 情報提供者

第 2 次情報受領者と徐々に範囲が拡大した。チアレア事件では、この情報平等理論の拡大を懸念し、法 10 (b) 及び規則 10 b -5 が詐欺を根拠とするものであるとの原点に立ち返る信任義務理論を最高裁は持ち出した。「内部者と会社の株主との間に開示義務が生じることは法律の想定外ではない」として信認関係の存在することを認め「情報を知らされていない少数株主を会社内部者が出し抜くことを防止することの必要性のために開示を行う義務」が生じること、情報受領者の責任も内部者の信認義務関係から生じることを判示した。ダークス事件およびその後の下級裁判所は、情報受領者の責任を一層限定し、情報受領者が責任を問われるのは、情報が情報伝達者 (tipper) の個人的利益のために情報受領者に提供された場合であり、かつ情報伝達者が有責の要件を全て満たしていることを情報受領者が知っていたかまたは知っていて然るべきであった場合に限られる、と判示した。これらの情報受領者関係についてはオヘーガン判決が出た後 2000 年に制定された SEC 規則 10b5- 2 では情報受領者が信認義務を負っているかどうか判定するための 3 つの基準を例示列挙している。第 1 の場合として情報受領者が情報の守秘義務に違反している場合・第 2 はその情報伝

⁷⁰⁸ 前掲 (注 197) 149 頁

⁷⁰⁹ 前掲 (注 197) 147・150 頁

⁷¹⁰ D.L.ラトナー・L.ハーゼン『[最新]米国証券規制法概説』116 頁 商事法務 (2003)

⁷¹¹ 前掲 (注 197) 169 頁

⁷¹² Thomas Lee Hazen David L.Ratner Securities Regulation in a Nutshell (6th ed) P124 (2006)

達に關与する人々の経歴、行動様式、慣行から判断して、守秘義務を合理的に期待できる関係を共有しているとみなされる場合、そして第3は、情報伝達者が情報受領者の配偶者、親、子供、兄弟である場合で事実や家族関係から判断して、守秘義務が合理的に期待できないとの積極的な抗弁がなされる場合を除き該当するとした。こうしてSEC規則10b5-2は、不正流用理論が適用される場合を具体的に3つ列挙したが、他の状況において同理論が適用されるか否かについては、これまでの裁判所の判断に任されたままとされた。チアレラ事件はさらに、未公開の「市場情報(market information)」に基づく取引が規則10b-5の下で責任を問われる可能性があるという問題を提起した。例えば、将来の公開買付に関する情報のように、取引されている株式の発行会社と何ら関係がないところから情報を得たような場合である。SECは公開買付に関し、1934年法規則14e-3を制定し、将来の公開買付について重要な未公開情報を有しており、当該情報の出所が公開買付者、発行者または彼らの代理人であることを知っているか知って然るべき場合に、証券を買い付けまたは売り付けることは違法であると規定した。1934年法規則14e-3違反とされた被告は同規則の有効性、SECの権限を超えるものと争い、1934年法14条e項が禁止しているのは「詐欺、欺罔もしくは相場操縦的」行為のみであり、チアレラ事件の最高裁判決によれば、「詐欺的」ではないと考えられる未公開情報の利用にまで規則14e-3が及んでいると主張した。この問題は前掲のオヘーガン事件で最高裁において審理され、最高裁は規則14e-3の制定について権限逾越を認めずその合法性を認めた。第4章で取り上げたが、その理由は「14条e項により、SECが禁止できる行為は、コモン・ローまたは10条(b)項上の詐欺行為そのものでなくても、その行為を禁止することによって「詐欺的な行為および慣行を合理的に防止できるとみとめられるもの」も含まれるというものであった。

次に規則10(b)-5重要な情報(事実)の定義についてキャディ・パーツ事件における減配の決定情報、メリルリンチ事件における当期配当利益の減少、およびチアレラ事件の公開買付の計画、ダークス事件の資産に係る詐欺活動、オヘーガン事件の公開買付は、時価で株式を売買しようとする投資家の意向に影響を及ぼすという意味で、何ら疑問なく重要情報といえる。ただし、テキサス・ガルフ・サルファ事件では、被告側はさらに試掘を続け、商業的に採掘可能な鉱脈が存在することが証明されるまでは、鉱脈の発見に関する情報は「重要なものにならない」と主張したが、高等裁判所は第1審が提示する事実の重要性は「その事実についての知識が賢明で保守的な投資家に与えるであろう影響を測定することによってのみ評価されるという意味において...、重要性の判断は必然的に保守的なものであるべきである」ということを示唆するものではなく、「重要性についての基本的な判断は...思慮分別のある者が、当該取引につき、その行為の選択を決定するに際し、...重要性を付加するかどうかである。」と述べている。規則10b-5の目的における「重要性」の判断基準は、会社が証券を売付ける場合に、当該情報の開示が認められるかどうかの観点から判断するのではなく、「その会社の株式のインサイダー取引開始に先立ち、一般投資者に適切に開示されなければならない。」「ウォール街やベイ街の投機家や罫線家にも、

保守的なトレーダーに与えられるのと同等の法的保護を与えられるべき“ 思慮分別のある ” 投資家である。かくして、重要な事実は、会社の収益やその配分を開示する情報だけでなく、会社の近い将来に影響を与える事実及び投資家はその会社の証券を買い付け、売り付け又は保有しようとの意欲に影響を与える事実をも含むものである。」と判示した。

「個々のケースにおいて、事実が特定の出来事に関するものであり、かつ、そのことを知っている者によって開示されていない場合に、その事実が規則 10b-5 の意味において重要性を持つかどうかは、どの時点においても、その出来事が起こるであろうと示された蓋然性と会社活動全体に照らしその出来事の予測される規模との比較検討にかかっている。」ここでは蓋然性と規模の判断基準が示されている。この問題に関して、裁判所はこれまで株式や短期のコールの買付けすらしていない者がその株式や短期のコールの買付けをした時期からみて、「インサイダーがボーリングの結果によって影響されたと実質的に推測せざるを得ない。このインサイダーの取引活動は、K-55-1 発見の重要性についての極めて適切な証拠となるものであり、かつ、唯一の客観的な証拠となるものである」と述べた。

ちなみに、証券諸法で、重要性について議論があるが、ティ・エス・シー・インダストリー対ノースウエイ事件がある (TSC Industries, Inc v Northway, Inc, 426 U S 438 (1976)) 本件は株式交換による企業の吸収合併に係る株主総会の決議を行うに際し、合併両社が株主であるノースウエイ社に対し委任状勧誘を行ったが、委任状に重要な事実に係る記載が省略されていると問題になったものである。1969 年 2 月委任状に基づく合併の決議が首尾よく行なわれたが、その後株主のノースウエイ社から委任状の記載についてナショナル産業の社長および上級副社長が、TSC 社の役員になっているなど非好意的であり、ガバナンス関係についての重要事実を省略したという点で証券取引所法 14(a) 条および SEC 規則 14a-9 に違反しており誤解させるものであった、と訴えた。

判決では「それが投票する方法の決定において重要であると経験豊かな株主が考えた根源的な可能性がある場合、省略された事実は重要事実である。そして、省略された事実の開示があれば、経験豊かな投資者にその委任状の投票を変更させた根源的な可能性の証拠までは必要としないが、これらのすべての状況の下では、省略された事実が経験豊かな株主の判断に対し現実に重要な意味を持つことになったはずであった。」と判示し訴えを認めた。重要な事実とは、経験豊かな株主がどのように投票すべきかを決定するにあたり、重要であると考えるであろう実質的な可能性がある場合に認められるとしているので、これは経験豊かな投資者が重要と考えたかもしれないという曖昧さを含むレベルのものでは足りないことを示している⁷¹³。本件は委任状の勧誘のケースであるが、法 10 条 (b) 項等取引所法における重要性の要件一般について判示したものと解されており⁷¹⁴、これを証券の売買との関係で不開示が問題とされる規則 10b

⁷¹³ 前掲 (注 54) 118 頁

⁷¹⁴ 前掲 (注 54) 118 頁

-5 の文脈に引き直せば、経験豊かな投資者が売買の資判断にあたり重要と考えるであろう事実が重要な事実ということになる。

この基準は、基本的にベイシック社対リーボソン事件 (Basic, Inc v Levmsom, 485 U S 224 (1988)) においても引き継がれている。1978 年 12 月にコンバスチョン・エンジニアリング社はベイシック社と合併することになった。その 2 年前から、2 社の代表は様々な会合、および吸収合併の可能性に関する打ち合わせ実施していた。その間、ベイシック社は、噂が株価の上昇を招いても「如何なる吸収合併交渉も行なわれておらず、今後の業務展開の中で多額の株が売却される」ことも否定する声明書を 3 度も出している。その後ベイシック社の株主で合併話が開始してから、合併話が正式に発表されるまでの間にベイシックの株式を譲渡した者が集団訴訟を提起した。ベイシックの声明の内容が誤りだった、または誤解を招きやすいものであったとして証券取引所法 10 条 (b) 項および規則 10 b -5 に違反しており、またその原告はそれらの株を低い価格で売却したことにより損害を被ったと主張した。同訴訟での問題点は交渉中の合併を開示する義務の存否と効率的市場仮説に基づく「市場に対する詐欺理論」を用いることにより、証券取引所でベイシック社株を売却した者すべてをクラスとする訴訟を認可することの是非であった。

これらをまとめると「いくつかの裁判所は、定性的経済的重要性の原則を、叙表的表示および財務的表示の双方の開示に対し適用してきており、厳格な数値の定式化 (例えば 5 %未満) を拒否している。この見解によれば、「本来的に事実志向的な判断、例えば重要性のようなものに関して、常に単一の要因や事象を決定的なものとして指定してしまうアプローチは、必然的に過剰認定または過少認定となるに違いない。) よって、今日では大部分の裁判所は、重要性に関する適切な問いは、定性的かつ定量的なものであると判示して⁷¹⁵」おり、基本的に規模と蓋然性の組合せであるとする。

情報の開示時期についてテキサス・ガルフ・サルファ事件では、内部者は会社が情報を公表した時点で取引できるようになるのではなく、「当該ニュースが、メディアを通じて、広く報道されたであろうと合理的に考えられるようになるまで」待機しなければならないと判示した。情報の浸透時間を考慮したものである。

このように米国では内部者取引規制は規則 10 b -5 の包括条項だけを規定し、具体的には判例をもってその骨格を定めてきた。基本的に伝統論理である信認義務を使うかどうかは別にして実質基準ですべて仕切り、内部者については全ての者に対象性を認め、その限定、範囲付けする論理として前述の 3 理論があり、情報受領者も同じ脈絡で判断している。重要事実については規模と蓋然性の組合せ定量基準と定量基準のセットで判断している⁷¹⁶。こうした基本的な組み立ては EU 指令 (市場濫用指令) も同様である。違法性は高い重罪事件では告発、それ以外は金銭負担による和解といった運用を取っており、基本的に重罪事件

⁷¹⁵ マーク・I・スタインバーグ『アメリカ証券法』180 頁 レキシスネクシス・ジャパン (2008)

⁷¹⁶ 前掲 (注 205) 180 頁

では要件該当性が明確なため争われることはなく、また和解については行政処分であるため内部者取引規制違反の要件について争うことが少ないのが実情となったおり、第4章で述べたが多額の制裁金が収納され成果が上がっている。このことは内部者取引規制の規定が判例論理的に整備されているのと違反事件の発生・抑制とは必ずしも相関関係がなく、違反事件の多さ・処分実績の増加はエンフォースメントの充実を示すこととなっている。

(7) ノーアクションレター制度(事前確認制度)等の活用

ノーアクションレター

米国ではノーアクションレター制度が採用され、行政機関と民間を結ぶツールとして有効に機能している。この制度は行政機関が民間から取引行為の適法性や法令解釈等について非公式に見解を表明するものである⁷¹⁷。SECが最初に民間に対し行ったものだが、現在米国の多くの行政機関に民意の照会を受けるのとして拡大したものである。それらはSECの制度が模されており、SECの制度が手本となっている。SECの制度は一般にノーアクションレターと呼ばれ、その内容により大きく分けて3つの種類がある。最も信頼度の高い重要なものとしてSECの職員が所管の特定規則または法律条文の解釈の関する意見を表明するものがある。続いて特定の事実関係でSECに何らかのACTIONを勧めるか否かについて職員が意見を表明するに留まる一般的なノーアクションレターがあり、これはSECスタッフによる法執行方針の表明であって法令の解釈を示すものではないとされ、その信頼性・重要性はよりは低いものと解されている⁷¹⁸。さらにSEC職員が必ずしも申請者の法律解釈・分析に同意しないことを述べた上で起訴裁量を理由にACTIONを進めないことを結論付けたノーアクションレターがある。

いずれにしても、SECのノーアクションレターは、SECの正式な行政行為ではなく、あくまでSECスタッフの非公式な見解表明に過ぎない。したがって、その内容に法的拘束力はなく、表明された解釈等にSEC自身が拘束されることもない。しかしながら、実際には示された見解は、関連法令について担当し、継続的な検討を行ってきた者の見解なのでSECの担当部の見解であるとほぼ同視され、SECの法執行においても、裁判例においても、これと異なる見解が表明されることは稀であることから、事実上の解釈指針として実務取扱いにおける上の重要性は極めて高いと評価される。

平成15年12月24日金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」では、前述のとおり「新たなエンフォースメント手段の導入に際しては、当然ながら、ルールの適用に関する予見可能性を高めていかなければならない。その一環として、ノーアクションレターの一層の活用を図るべきであるし、行政としても、可能な限り誠実かつ具体的に対応すべきである。」として事前確認制度の整備を提案している。金融庁におけるこ

⁷¹⁷ SECのホームページ No Action Letters から作成 www.sec.gov

⁷¹⁸ 常岡孝好＝藤田浩「アメリカ合衆国における No - Action letter」日弁連法務研究財団紀要第2号(2002) <http://www.jlfr.or.jp/work/studies/studies1.shtml>

うした法令適用事前確認手続は2種類設けられている。金融庁のホームページではその導入等について次の様に紹介されている。

「法令適用事前確認手続とは民間企業等が事業活動を行う上で、新しい商品の販売やサービスの提供を行おうとする際に、その新たなビジネスが法令に違反しないことが事前に明らかにならない場合には、民間企業等としては、折角の有望なビジネスの開始をあきらめてしまうケースも考えられますが、そのビジネスが適法に行い得るものであった場合には、結果として、我が国の社会経済において大きな損失となってしまいます。このような問題に対処するため、政府は、平成12年12月に閣議決定された『経済構造の変革と創造のための行動計画』において、『IT革命の到来等の中で、民間企業の事業活動が迅速かつ公平に行われることを視野に入れて、行政処分を行う行政機関がその行政処分に関する法令解釈を迅速に明確化する手続を、我が国の法令体系に適合した形で導入を図る』こととし、更にこれを踏まえ、平成13年3月27日に『行政機関による法令適用事前確認制度の導入について』を閣議決定しました。」

「当庁は、この閣議決定を受けて、当庁の所管する法令について、『法令適用事前確認手続』を導入すべく、その手続の細則を策定し、平成13年7月16日より手続の運用を開始しています。照会の対象としては、民間企業等が、新規の事業や取引を具体的に計画している場合において、当庁が本手続の対象としてホームページに掲げた所管の法律及びこれに基づく政府令について、以下のような照会を行うことができます。」と述べて同制度を取り入れている。

さらに一般的な法令解釈に係る書面照会手続も併せ設けている。経緯として「金融庁では、金融改革プログラムにおいて、金融行政の透明性・予測可能性の向上に関する取組みの一つとして、「外部からの照会に対する一般的な法令解釈についての考え方の公表」が掲げられていることを踏まえ、ノーアクションレター制度を補完するものとして、各業態の事務ガイドライン及び監督指針（以下、「事務ガイドライン等」という。）における「法令解釈等に係る一般的な照会を受けた場合の対応」のうち、当庁が書面による回答を行い、照会及び回答内容を公表する場合の手続（以下、「本照会手続」という。）等を明確化しました。」として17年4月1日より実施している⁷¹⁹。

すでに、照会回答も事例を重ねており（平成20年12月現在 法令適用事前確認手続33件、一般的な法令解釈に係る書面照会手続2件）、その内容は金融庁のホームページに事案ごと掲載され他の一般投資家も利用できる。また回答期間も標準処理期間が比較的短期間（2カ月）で定められており、緊急の取引実行には間に合わないが、通常法令違反を考慮しなければならない事案については慎重であるべきであり、期間は適切である。

パブリックコメントの利用

この他、事実上の事前確認システムとして法令制定の際、パブリックコメントに当該法令が付されることがある。例えば、平成20年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案等の公表について平成20年9月19日金融庁

⁷¹⁹ 詳細は金融庁のホームページ参照 <http://www.fsa.go.jp>

では、平成 20 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案等を別紙スタイルで公表している。

その中を見ると禁止行為に係るものとして金融商品取引法関連として「会社関係者、公開買付者等関係者の禁止行為(インサイダー取引規制)〔法第 166 条、第 167 条〕有価証券の質権実行、譲渡担保権実行についてインサイダー取引規制を適用するのは不合理である。一方で、質権実行についてインサイダー取引規制の適用を排除すれば、濫用する者が現れる可能性がある。そこで、インサイダー取引の適用除外規定において、質権設定の対抗要件が「売買等」の 1 年以上前に行われたものを除くという内容をいれてほしい。株券電子化に伴い、有価証券の券面が廃止され、上場企業については振替制度が強制されるので、1 年前に対抗要件を備えたかどうかというチェックが容易になっていることから、このような制度を取りうる土壌は形成されていると思う。」との意見に対し、未公表の重要事実を知って行う有価証券の質権実行、譲渡担保権実行は、会社の重要な事実の存在と無関係に行われる取引とはいえないため、これを適用除外とすることは困難であると考えます、と回答が付されている。個別具体性がないと判断できない問題であり、一律に問題なしとの回答は出来ない性質と考えるものである。

また、TOB でまさに問題となるケースについて「公開買付けに応募する場合には、インサイダー取引規制の適用を排除すべきである。インサイダー取引規制は、情報の非対称性が著しい場合に、一般投資家を保護すべく、公平の観点から売買等を禁止しているものと理解しているが、大口投資家の典型とも言える公開買付を行うような者を情報の非対称性を理由に保護する必要はない。また、次のようなケースで極めて不都合である。例えばメインバンクは、重要事実該当するかが判然としない情報(検討中情報)を有しているようなケースが多いが、検討中のものは、適時開示はされない。このような場合、金融機関は守秘義務があるので、公開買付者に当該重要事実(の恐れがある情報)を開示し、いわゆる知る者同士の取引として公開買付けに応募するというのも実務上は不可能である。そのため、条文上は、友好的な公開買付けの場合において、メインバンクが公開買付けに応じられないというようなことが起きうる。この状況では、発行会社、買付者、メインバンク、公開買付が不成立となるリスクを負わされるその他一般投資家のいずれにとってもマイナスになってしまう。このような不合理なことが起こらないためにも適用除外規定をいれてほしい。」との意見について「未公表の重要事実を知って公開買付けに応募する行為は、会社の重要な事実の存在と無関係に行われる取引とはいえないため、これを適用除外とするとは困難であると考えます。なお、インサイダー取引規制は、相手方の保護のみを目的とするものではないと考えます。」と公開買付けに係る内部者取引の本質的質問について回答が個別に出されている。

更に「企業においては、維持更新投資が必ず必要になる。しかし、そのような維持更新投資を行っても固定資産の取得であるため、インサイダー取引規制に形式的にかかってしまう。このようなケースにインサイダー取引規制をかけ

るのは不合理なので、金商法施行令第 28 条第 3 号の「固定資産の取得又は譲渡」は、「固定資産の譲渡又は新製品・新技術の起業化にかかる固定資産の取得」としてほしい。」との要望に対しては「ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、固定資産の取得は、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき性質の事実であることから、重要事実として規定されており、これを適用除外とすることは困難であると考えます。なお、固定資産の取得については、軽微基準が設けられており、固定資産の取得による企業集団の増加額が当該企業集団の最近事業年度の末日における純資産額の 30%未満の場合、インサイダー取引規制から除外されることとなります（取引規制府令第 49 条第 1 項第 12 号口）。」と回答し、基本的には軽微基準を維持する対応を取っている。その 30%の合理性が示されていないのは残念である。開示の問題として「取引規制府令第 58 条では、一部のクレジットイベントについて社債に関する重要事実として扱うことが規定されている。しかし、倒産申立決定上場企業は、倒産申立決定後すぐに公表するし、手形不渡り発生も上場企業はすぐ公表する。これらのことは適時開示規則上も規定されている。そのため、このような問題は実務上では発生しないだが、かかる条文があるため、インサイダー取引を管理する側からは、形式的ではあっても管理対象に加えざるを得ない。条文をおいておく意義がほとんど見いだせないように思われるので、第 58 条は削除してほしい。」と実質基準で判断してほしいとの要望について「インサイダー取引規制は、未公表の重要事実を知った会社関係者や第一次情報受領者（会社関係者から直接情報の伝達を受けた者）が、当該重要事実が公表されるまでの間の取引を規制するものですので、当該重要事実が公表されるまでの期間について、インサイダー取引規制を課す必要があると考えます。」と回答が加えられている。

「重要事実の公表措置について、特定上場有価証券又は特定店頭売買有価証券の発行者が金商法第 27 条の 31 第 1 項又は第 27 条の 32 第 1 項に基づき提供又は公表する「特定証券情報」又は「発行者情報」に重要事実が記載されている場合、当該「特定証券情報」や「発行者情報」の提供又は公表を以って、金商法施行令案第 30 条に規定される公表措置がとられたものとみなしてほしい。」との要望に対し「特定証券情報又は発行者情報の提供又は公表については、現行の公衆縦覧型の開示制度と異なり、取引参加者等に対して広く当該情報が周知されることが制度上必ずしも担保されていないため、「多数の者の知りうる状態に置く措置」（金商法第 166 条第 4 項）として政令指定することは適当でないと考えられます。」とする。会社関係者に対する禁止行為等に違反した者に対する課徴金納付命令〔法第 175 条〕について「金商法第 166 条第 1 項第 4 号は「上場会社等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（その者が法人であるときはその役員等を…含む。）」と規定しているが、法人が金商法第 175 条第 1 項の「第 166 条第 1 項に違反して…売買等をした者」に該当し得るとすると、特定の個人が知って売買したものでなくても他の部門がインサイダー情報を知っていれば課徴金を課されるか。他の部門がインサイダー情報を知っていたとしても特定の個人が知らずに会社のために売買する場合には、金商法第 175 条の課徴金の対象とはならないことを確認したい。」と

実務家がこれまで形式基準を問題にしてきた点を要望したところ「金商法第 166 条第 1 項第 4 号は法人を含むものとして規定されており、法人の役員等が当該法人の計算でインサイダー取引をした場合は、当該法人が「第 166 条第 1 項...に違反して...売買等をした者」に該当し、金商法第 175 条第 1 項の規定による課徴金を課されることとなります。どのような場合に法人に課徴金が課されるかについては個別事例ごとに実態に即して判断されるべきものでありますが、同一法人内の他の部門の従業員がインサイダー情報を知っていたことをもって直ちに当該法人が課徴金を課されるものではありません。一方で、法人内部で当該法人のために株の売買を執行した実務担当者がインサイダー情報を知らなかったからといって、必ずしも当該法人が課徴金の対象外となるわけではなく、例えば、インサイダー情報を知った別の部門からインサイダー情報の報告を受けた役員が法人の計算で株の売買を行うよう当該実務担当者に指示した場合には、当該法人は課徴金の対象となり得ます。」と案件別に実質的に判断すると受け止められる回答をしている。

回答内容はともかく、こうした事前確認制度は、常時行われるノーアクションレターと随時行われるパブリックコメントの 2 重制度によって行なわれており、法的拘束力がないにしても監督官庁の担当者は見解として事実上の拘束力を持ち、実質基準で見直しをしてもこのような制度の照会によって、不透明性、法的安定性は確保できるのではないか。経済界が危惧することは少なくなっているのではないか。

(8) 不適切な取引行為

内部者取引規制は、禁止行為として株式の条等を挙げている。そのため基本的に所有権が移転しない形での株式移動、即ち経済実態のみの移動は対象とならない。大きく世間を揺るがした事件で、本来的に禁止行為として取り締まるべきものの免れていると云われる事件が 2 件ある。

大和 SMBC 事件

一つは、村上ファンド事件絡みのもの・大和 SMBC の信託受益権事件である。2004 年（平成 16 年）5 月 27 日に旧フジサンケイグループオーナーである鹿内宏明の持ち株 2,625,000 株の売買当たり、法的形式としてシティトラスト信託銀行（受託者）と信託契約を締結し、信託受益権の設定方式（信託期間 6 カ月間）をとった。株式の共益権としての議決権は鹿内側（委託者）に残し、自益権である配当や将来的な売却権は、大和 SMBC（受益権者）が取得する。この方式によった場合、所有権は、設定者に残っているため、大量保有報告は必要ないと関東財務局への事実上のノーアクションレター（財務局の担当者から口頭で返事得たものを文書化している⁷²⁰）により確認されているとのこと。信託受益権による方式は、鹿内側から株式の譲渡を打診されたフジテレビ側が鹿内に提案（長島・大野・常松法律事務所が考案）したものでその信託方式の狙いは大量報告逃れであったないしは大鹿靖明（「ヒルズ黙示録」著者 同著 P49）の主張す

⁷²⁰ 平成 20 年 1 月関東財務局に確認したところ、事実関係について否定はなかった。

るフジテレビのニッポン放送株の潜行取得と鹿内一族の内紛対策を図ったものとの主張がある。鹿内側からニッポン放送株が離れる。鹿内一族は譲渡の実態を把握できない。大和のメリットはいずれニッポン放送に再編やM&Aが起り得ると踏んで、利ざやを稼ぐことが容易いで純投資の目的であったという。イグゾット（出口）のタイミングを見図るために半年に設定したが、その後純投資がある一方フジのニッポン放送株TOBの代理人で利益相反問題が生じ、インサイダー疑惑も生じた。

2005年1月には大和SMBCが信託の終了（不祥事件からシティトラスト銀行の日本業務撤退。12月末日に契約終了・更新せず）、1月4日より所有権を取得している。禁止行為は基本的に株式所有権を移転することとなっている。したがって、信託受益販売は、不動産の売買方式の一態様として用いられるが、事実上その行為により経済的な利益が移転してしまうことによって、事実上所有権が移転しても形式的には法的に所有権が残るため、禁止行為には該当しないとされる。しかしこれでは、株式の移転によって企業経営に影響が出るようなケースの場合、その重要情報が開示を免れることになり、結果としてそうした秘匿情報を基に取引が行われ不正な利益が得られるケースとなっている。

アーバンコーポレイト事件

別な事案はアーバンコーポレイト事件でパリバ証券が転換社債の発行のセット契約としてスワップ契約を交わしていたことを公表させなかったこともインサイダーではなかったかと内部検討委員会で報告をされている。平成20年11月11日の外部検討委員会委員長松尾邦弘が公表している。

本委員会の目的は「本年7月11日、株式会社アーバンコーポレイション（以下「アーバン社」という）がBNP PARIBAS S.A.（以下「BNPP S.A.」という）に対し、CB（2010年満期転換社債型新株予約権付社債）を発行した際、BNPP東京支店がアーバン社に対し、各種提案・助言等を行った。その情報開示のあり方について、アーバン社が金融庁から、臨時報告書虚偽記載および有価証券報告書虚偽記載と認定された件に関して事実調査を行い、BNPP東京支店の内部管理態勢や諸規範の順守状況などに問題点があるかを調査し、それに基づいて再発防止に向けた提言をすることにある。金融が間接金融から直接金融に大きく転換した現在、金融市場に対する信頼の確保は格段の重みを持ってきており、また、現在、金融システム全体がかつてないほどの混乱と危機に直面しています。当委員会は、これらの点を合わせ鑑み、単なる法令問題にとどまらず、社会全体の信頼を取り戻すためにBNPP東京支店はいかにあるべきか、という観点から調査と提言を行った。

委員会が調査・検討した事案の概要として公表された内容は次の通り。BNPP東京支店は、アーバン社から資金調達に関する提案の申し入れを受け、「300億円のCB発行」と「二つのスワップ取引」を組み合わせる取引（以下「本件CBスワップ組合せ取引」という）を企画しアーバン社は、本件CBスワップ組合せ取引を行うことを決定し、同日、「CB部分」について公表を行いました。しかし、当該公表にかかるプレス・リリース、臨時報告書、および有価証券報告書には、「スワップ部分」は開示されていない。このようにスワップ部分を全

く開示していないにも関わらず、BNPP東京支店はアーバン社株式の取引を続けていた。インサイダー取引についてBNPP東京支店のトレーディング部門は、6月27日以降、本件取引のスワップ部分が非開示であることを知りながら、アーバン社株の取引を継続していた。本件CBスワップ組合せ取引において、「スワップ部分」はアーバン社の株式に関する投資判断を行う上では重要な情報であると判断している。よって、当該情報を知りながらヘッジ取引を行っていたBNPP東京支店の行為は、インサイダー取引に該当する可能性は否定できないと考えているとの内容であった。

これら何れの案件も金商法の規定する形式的な売買等所有権の移転と言う禁止行為には触れない形となっており、しかしながら不公正な取引、一般投資者の信頼を毀損するとの趣旨、実質的観点からは内部者取引行為として扱うべき性質のものである。デリバティブを組み込んだ取引行為の高度複雑化よりこうした問題が多くなることは容易に想像される。

(9) ベターレギュレーションと自主規制の取組み

近年、ルール・ベースの規制とプリンシプル・ベースの規制という言葉が、ベターレギュレーションとして組み合わせられ、わが国の金融監督庁において監督行政の基本として掲げられている。規制をルール・ベースとするかプリンシプル(あるいはスタンダード)ベースとするかについては、業者監督に限らず、不公正取引の規制も含めて、規制のあり方一般について捉えるもので、米国や英国でも、証券市場の不公正取引を禁ずる根拠規定は、原則として取引所等のプリンシプル・ベースで定められているが、SECの各種規則や判例というルール・ベースで予測可能性が確保されていると云われている⁷²¹。動きの激しい金融商品取引の世界において、効果的に不正な行為を抑止するには、法律で細かく要件を定める以外の規制方法も、検討していくべきであるとされる所以である。

金融庁の掲げる「ベター・レギュレーション」では、より良い規制環境を実現するための金融規制の質的な向上を指す⁷²²としている。「ベター・レギュレーション」では、その第1の柱として、詳細なルールを設定し、それを個別事例に適用していくという「ルール・ベースの監督」と、いくつかの主要な原則を示し、それに沿った金融機関の自主的な取組みを促す「プリンシプル・ベースの監督」とを最適な形で組み合わせ、金融規制の全体としての実効性を確保することを掲げている。そして、金融サービス提供者との間で、プリンシプル・ベース監督の基軸となる14項目の主要な原則(プリンシプル)に合意しこれを共有し実行していくことにしている。その中で第3の柱として金融機関の自助努力尊重と金融機関へのインセンティブの重視、第4の柱として行政対応の透明性・予測可能性の向上を挙げており、この点からすると内部者取引規制にかかわらず金融庁と銀行、証券会社等と事前の基準作り・対話が可能と考える。

⁷²¹ 『イギリスの金融規制 市場と情報の観点から』154頁 日本証券経済研究所(2006)

⁷²² 金融庁ホームページ参照 金融規制の質的向上(ベター・レギュレーション) トップページ

また自主規制機関は18年証券取引法改正においてその位置付けがより明確にされており、また内部者登録制度、取引審査などで実質的に取り組んでおり、内部者取引規制の未然防止体制は整いつつあると云ってよい。

東京証券取引所

具体的には金融サービス業におけるプリンシプルとして内部者取引規制については、行政機関と自主規制機関の取り組み連携が必要とされる。プリンシパル・当事者である自主規制機関の一つ東京証券取引所自主規制法人では、インサイダー取引が行われないように、売買審査部の業務が重点化されている⁷²³。東証では、証券市場の信頼性・公正性を確保するため、東証市場において「インサイダー取引（内部者取引）」などの不公正取引が行われていないか、売買審査部がその内容を審査し、不適切な取引が発見された場合には直ちに是正措置を講じるように証券会社等を指導するなどして、不公正取引の防止を図っている。売買審査部は総勢約50名、3グループから構成され、各業務内容に応じて迅速な売買審査業務に取り組み、売買審査における総合的判断の結果、不公正取引と認められる行為又はそのおそれがあると認められる行為については、当取引所の定款等諸規則の規定に基づき、取引参加者や上場会社に対して、処分や注意喚起などの措置が行われる。例えば、取引参加者に法令等に違反する行為が認められた場合には、当該取引参加者に対して取引参加者規程第34条の規定に基づき、取引資格の停止、売買等の制限、過怠金の賦課、戒告等の処分が行われる。また、法令等の違反のおそれが認められた場合は、当該取引参加者に対して、有価証券の売買等の審査に関する規則第6条に基づき注意喚起を行うとともに、必要に応じて改善報告を求めている。併せて、審査の結果については、すべて監視委員会に報告し、不公正取引解明のために、緊密な連携を維持し逆に、インサイダー取引規制への抵触を懸念し過度に売買を萎縮するようなことがないようにするために、インサイダー取引規制に関する理解の普及に向けて各種活動を行っている。

日本証券業協会

他方、証券業者の協会である日本証券業協会では平成20年5月20日野村証券の職員による内部者取引事件を受けて、以下の項目について更なる対応をすべく検討していることを公表⁷²⁴している。

(1)協会員における法人関係情報の管理態勢

(2)協会員の役職員による株式取引のあり方：このあり方については今回発生しているインサイダー取引の事案において、証券会社の従業員のみならず、業務上、未公表の重要事実に接する機会が多い職種・職責に属する者が違反を犯しているケースが多数見受けられること。上場会社の協力のもと、当該上場会社等の役員に関する情報を登録し、会員が保有する顧客情報と照合するシステムの構築について決定し、現在、当該システムを構築中である。このような未

⁷²³ 東京証券取引所ホームページ 自主規制法人 <http://www.tse.or.jp>

⁷²⁴ 日本証券業協会ホームページ <http://www.jsda.or.jp>

公表の重要事実に接する機会が多い職種・職責に属する者についても同様にデータベース化する。そこで、まずは、業務上、未公表の重要事実を事前に入手しやすい立場にある協会員の役職員については、インサイダー取引が行われることがないよう、各協会員における属性チェックを厳格化する観点から、内部者情報システム等のデータベース（以下、「顧客データベース」）に登録し、会員は、顧客データベースに登録された氏名、勤務先等を自社口座と照合するなどの対応実現に向けた具体的な検討を早急に行うとしている。

(3)インサイダー取引防止のための協会員における売買管理：内部管理態勢については、インサイダー取引の未然防止策に加え、再発防止を強化する観点から、早期発見のための更なる対応を検討する必要がある。最終的な事案の摘発や処分などは行政や司法が行うとしても、会員による早期発見が結果的に再発防止に資することを踏まえれば、会員各社における管理態勢の更なる整備は重要となる。そこで売買管理の充実・強化を中心に検討を行うことにしている。

その他(4)協会員の役職員の倫理意識の向上や(5)違反者に対する処分の厳格化、さらに(6)その他インサイダー取引規制違反者に対する抑制としては、米国等に見られるように、摘発されると経済的に全く引き合わないような厳罰を課すことが効果的と考えられると付言している。以上のように行政は自主規制機関と共同で未然防止に努めており、過剰との声が聞かれるところがあるが抜本的な対応が考えられている。

なお、松尾前室長は行政の立場から18年改正法施行後、全体を総括しその中で内部者取引規制の見直しについては次のように述べている。「同部会会合（平成16年4月16日）内部者取引の見直しについて議論されたが、論点として取り上げることについて合意が形成されなかった」とする。そして「当時、経済界から、重要事実に係るバスケット条項の削除、重要事実に係る軽微基準・個別に列挙された重要事実の改善や適用除外取引の拡充等が提言されていた。これは、わが国インサイダー取引規制の特徴である構成要件の細目主義（ルール・ベース）ないし形式主義の徹底を求める立場といえよう。これに対して、逆に重要事実を包括条項一本で定義すべきとの提案もなされている。これは、いわば原則主義（プリンシプル・ベース）ないし実質主義を採る立場であるといえよう。米国の規制・判例やEU市場濫用指令は、後者に該当するものと考えられる。金商法制は実質主義を志向する法制であり、インサイダー取引規制に即して考えると、後者の立場により親和性があり、将来の課題であると考えられる。」と述べている。

この松尾室長の発言は、行政の立場から望ましい方向感とこうした方向による見直しが行われた場合の行政の課題と責任、即ち実質基準による見直しがもたらす監視委員会の規制対象業務の拡大とその業務の増大に対して果たして監督組織として対応が出来るのか、処理能力の増強が図れるかどうか必ずしも明確ではなくむしろ疑問があるところから将来の課題であると先送りを図っていると思われる。しかし、抜本の見直しによって、包括条項一本化が図られた場

⁷²⁵ 前掲（注92）430頁

合、実質基準の持つ警告的機能が果たす予防性とこれまでの形式条項等や過去事例などが自主規制機関の未然防止システムの構築と相まって有機的に規制対象行為を絞るように機能し、むしろ業務の減少に繋がるのではないかと、松尾前室長のそうした危惧感は杞憂に終わるのではないかと。

4 . 終わりに

以上から、現状では、証券仲介業者、企業、一般投資者等証券取引関係者においては内部者取引の規範性について違法取引であるとの認識は明確になってきており、行為規範化しているため法律の名宛人は誰なのか、当該行為者にとって明確である。したがって内部者については、情報受領者も含め一本化した定義が可能である。別な切り口で見ると行為者にそうした違法であるとの認識、または利得の意図が欠ける、ないしはない場合、法律に則した行為を期待することはできず、過失行為に類似する行為を非難することも不適當である。利得の意図を欠いた場合一般投資者の信頼感を損ねるとも考えられない。

次に内部者による有価証券の売買は、有価証券自体に係る評価による場合も当然起こり得るものであり、それは会社自体に係る情報に限られない。こうした情報を広く認めるのが国際ルールであり、有価証券に影響のある外部情報も含ませることが適切である。また規制のツールは課徴金制度の導入により多様化しており、制裁手段の機能的対応が可能のため、あえて刑事処分を前提にした罪刑法定主義、明確化から要請される重要事実に係る条項の個別的具體化は現状では不要であり、今後は実質基準による包括条項を置けば足りるのではないかと。

訴訟判決及び企業法務では実質基準で重要事実の法律解釈・適用がなされており、そうした解釈が当然の前提として実務対応がなされている。米国判例・EU指令等は実質基準で広く内部者取引の要件を定めており、また課徴金等の処分を優先し、非刑罰化を進めるのが内部者取引規制のグローバルな制裁手段⁷²⁵となっている。金融審議会が懸念する包括基準の客観性、予見可能性の欠如については、既にノーアクション制度など事前の法令照会制度が活用されてきており、有効となってきたことから、包括条項の廃止、形式化徹底の根拠にはならない。

有価証券等の売買等以外の有価証券取引行為について内部者取引規制を潜脱する行為があり、こうした複雑高度化した行為を捕捉するために実質基準が欠かせないこと、証券行政を含めプリンシパル・ベース化が図られているが、そうした市場の効率性、信頼性の確保は、行政監督当局は当然であるが、利用当事者である証券仲介者、一般投資家自身がプリンシパルとして自ら実質的に取り込むべき課題でもあり、そうした取り組みが進められている。他方経済活動の中で情報の偏在は否定しようがなく、そうした情報の利用による不正取引の

許容は、市場効率の悪化、不公平感による市場の信頼性欠如に繋がる。貯蓄から投資へと進もうとしている社会の中でそうした情報を悪用し個人的な利得の確保を図る行為は、的確かつ迅速に対処し抑制していく必要があるので上記実質基準による内部者取引の見直しが待たれるところである。

(以 上)

参考文献

1. 内部者取引規制一般

- 赤堀光子「取締役の忠実義務」法学協会雑誌85巻3号(1969)
- 荒谷裕子「インサイダー取引(2)メリルリンチ事件」新証券・商品取引判例百選」別冊ジュリスト(1988)
- 上村達男「インサイダー取引(3)ワイナンス事件」新証券・商品判例百選」(1988)
- 上村直「政府を超えた証券法政策の研究」PRI Discussion Paper Series(05A-18)(2005)
- 上村達男「インサイダー取引規制の内規事例」別冊商事法務195号(1997)
- 太田亘「証券取引所はインサイダー取引を規制するか?」Japanese journal of Financial Economics(1998)
- 上田真二「インサイダー取引規制のあり方について」私法69号(2007)
- 梅本 剛正「課徴金制度の改正について」ワーキンググループ報告の検討を中心に」証券レポート1646号(2008)
- 梅本 剛正「現代の証券市場と規制」商事法務(2005)
- 梅本 剛正「MSCBと不公正な証券取引」民商法雑誌第134巻6号(2006)
- 江頭憲治郎「わが国におけるインサイダー取引規制」シンポジウムのねらい」商事法務1225号(1990)
- 大来志郎 鈴木謙輔「課徴金の見直し」商事法務1840号(2008)
- 大崎貞和「内外資本市場動向メモ」NO.08-21 野村総合研究所(2008)
- 太田昭和監査法人「インサイダー取引の予防と回避」ぎょうせい(1989)
- 太田亘「インサイダー取引規制」三輪芳朗=神田秀樹=柳川範之編『会社法の経済学』(東京大学出版会)(1998)
- 折原誠「信託業と信託業規制」東京大学信託法講義(2008.11.18)
- <http://ocw.u-tokyo.ac.jp/wp-content/uploads/lecture-notes>
- 柏木敏「インサイダー取引の情報シグナル効果」証券研究108巻(1994)
- 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)
- 梶朋美「証券取引等監視委員会」国立国会図書館ISSUE BRIEF 調査と情報545号(2006)
- 葛愛軍「インサイダー取引規制に関する研究(1)(2)(3):日本・アメリカ・中国の比較を通じて」北大法学論集59巻4(2008)5.6号(2009)
- グループNE「インサイダー取引の内幕」オーエス出版(1988)
- 神山敏雄「日本の証券犯罪」日本評論社論(1999)
- 仮屋広郷「内部者取引基礎理論再考-アメリカ法を中心として」一橋研究17巻2号65頁(1992)
- 仮屋広郷「インサイダー取引規制 証券投資論と重要事実」一橋論叢第114巻1号(1995)
- 仮屋広郷「インサイダー取引規制再考-10b-5解釈の背後にある二つの政策目標そこからの示唆」会社法の現代的課題(2004)
- 川村正幸編『金融商品取引法』中央経済社(2008)

川浜昇「潜在的参加者:コメント」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』（東京大学出版会）（1998）

神崎克郎『証券取引規制の研究』有斐閣（1968）

神崎克郎『証券取引法（新版）』（青林書院）（1987）

神崎克郎『証券取引の法理』商事法務研究会（1987）

神田秀樹＝藤田友敬「株式会社法の特質，多様性，変化」三輪芳朗；神田秀樹＝北山茂「インサイダー取引と法の論理」- アメリカにおける - （1）（2）」企業法研究第12号13号（2000・2001）

栗山修 論文紹介Carole B.Silver, Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984, 1985 Duke L.J.960-1025（アメリカの内部者取引制裁法の制定内容の概観等） アメリカ法387頁（1987）

金融商品取引法研究会「不正行為取引について - 村上ファンド事件を中心に - 」研究記録第21号（2007）

黒沼悦郎「インサイダー取引と情報の流通」『現代企業と法 平出慶道先生還暦記念論文集』（名古屋大学出版会）（1991）

黒沼悦郎「架空売上の計上とインサイダー取引罪の重要事実」商事法務 1420（1996）

黒沼悦郎「証券取引と法」『岩波講座現代の法7』（岩波書店）（1998）

黒沼悦郎「内部者取引の立法論的課題 - 内部情報及び内部者の定義を中心として」『証券市場の機能と不公正取引の規制』有斐閣（2002）

黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」商事法務 1687（2004）

黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保 民事責任と課徴金」Paper No. 2006-J-21（2006）

黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」金融商事法務 1866（2009）

近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎「証券取引法入門〔新訂第二版〕」商事法務（2003）

近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察 - 証券取引法157条と規則10b-5の比較 - 」現代企業と有価証券の法理（1994）

小林俊夫「内部者取引規制におけるいわゆるバスケット条項について」東京大学法科大学院ローレビュー第3巻（2008）

財団法人資本市場研究会「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 -」（1988）

品谷篤哉「内部者取引規制 証券取引法164条に関する考察（1）～（4）」名城法学42巻2号43巻4号44巻3号45巻1号（1992-95）

事例研究座談会「インサイダー取引防止における実務上の留意点と求められる体制整備」金融商事法務1866号（2009）

徐治文「内部者取引規制の意義と機能 - 『法と経済学』の法理論を手掛かりに - 」法制研究67巻3号（2001）

佐々木史朗編「判例刑事法体系第1巻 商法罰則・証券取引法日本評論社（2000）座談会「取引の検討〔第1回〕 - インサイダー取引規制の諸問題 - 」商事法務1160号（1988）

座談会「法務部門・法務担当者の現在そして明日(中) NBL 885(2008)
 島田聡一郎「経済刑法」ジュリスト1348号(2008)
 白石 賢「証券取引法への課徴金導入はわが国の法体系を変えるか 証券取引
 法・独占禁止法の課徴金を巡る法人処罰に関する意義と問題点」ESRI
 Discussion Paper Series No.149(2005)
 白石賢 山下篤史「独禁法・総取法等行政処分の重罰化と立証責任・証明度のあ
 り方について」ESRI Discussion Paper Series No.159(2006)
 芝原邦爾「経済刑法研究上下」有斐閣(2005)
 清水葉子「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制」証券レポート1636
 号(2006)
 清水章雄「米国の証券取引規制と国際法」早稲田法学会誌第30巻(1979)
 杉田浩治「米国『資本市場規制に関する委員会』の第1回報告発表(平成18年12
 月15日)日本経済研究所(2006)
 鈴木竹雄 = 河本一郎『証券取引法(新版)』(有斐閣)(1984)
 関俊彦「アメリカのインサイダー取引における不正流用理論」『現代企業法の
 展開 竹内昭夫先生還暦記念』(有斐閣)(1990)
 高橋文郎『新証券市場2008』中央経済社(2008)
 竹内昭夫「内部者取引」証券研究41巻(竹内昭夫『会社法の理論』(1984
 年,有斐閣)所収)(1975)
 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化[上][下]」商事法務 1142 1144(1988)
 龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」『企業法の研究大隅健一郎
 先生古稀記念』(有斐閣)698頁(1977)
 龍田節「インサイダー取引(1)テキサスガルフサルファ事件」新証券・商品
 取引判例百選 別冊ジュリスト有斐閣(1988)
 龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号(1990),
 龍田節「会社法(第6版)』(有斐閣)(1998)
 龍田節「内部者取引に関する法律私案と提案趣旨」商事法務746号(1974)
 龍田節他編「企業法の研究」有斐閣(1974)
 田中誠二 = 堀口亘『再全訂コンメンタール証券取引法』(勤草書房)(1996)
 戸田暁「内部者取引禁止の一機能(一)(二)」法学論叢第163巻第5号第6号
 (2008)
 並木俊守「内部者取引の規制」日本法令(1988)
 並木和夫「不正な証券取引の禁止 証券取引法157条1号(旧58条1号)の意義と
 展開」法学研究73巻12号33頁(2000)
 中村直人「インサイダー取引規制に関する改正と実務対応」商事法務 1568
 (2000)
 常岡孝好 = 藤田浩「アメリカにおけるNo-Action letter」日弁連法務研究財団
 (1998)
 野村謙券株式会社法務部 = 川村和夫『注解証券取引法』(有斐閣)(1997)
 野山宏「証券取引等監視委員会の活動」金融法務事情1866号(2009)
 橋本俊詔「日本における金融業の規制と規制緩和の経済」フィナンシャル・レ
 ビューOctober(1992)

芳賀良「自己株式買受・処分と内部者取引規制 会社法と証券取引法の相互依存の一断面 - 」山口大学電子図書館サービス (2002)

服部秀一『インサイダー取引のすべて』商事法務研究会 (2001)

濱口耕輔「インサイダー取引規制の現状と課題」東京大学専修コース研究年報 (2002)

平野龍一『注解特別刑法 補巻(2)』青林書院 (1996)

平山幹子「インサイダー取引規制と共犯の成立範囲」早稲田大学21世紀COE第14回研究会報告 (2006)

藤田友敬「内部者取引規制」大蔵省財政金融研究所 フナンシャル・レビュー MARCH (1999)

藤田友敬「サンクションと抑止の法と経済学」ジュリスト 1228 (2002)

堀口亘『新訂第2版最新証券取引法』(商事法務研究会) (1995)

堀口亘『新訂第4版最新証券取引法』(商事法務研究会) (2003)

松井一郎 判例研究「United States v. O'HAGAN」清和法学研究6巻2号(1999)

村上誠「インサイダー取引に関する経団連提言の検討」季刊企業と法創造 紀要4号 (2005)

みずほ総研論集「プリンシプルベース」の監督・規制手法における「もう一つのプリンシプル」2008年1号 (2008)

三井秀範編「課徴金制度と民事賠償責任 条解証券取引法」金融財政事情研究会 (2005)

森田章『インサイダー取引』講談社(1991)

森本滋「取締役の競業避止義務の立法論的検討」法学論叢106巻1号1頁 (1979)

松本真輔『最新インサイダー取引規制』商事法務 (2006)

萬澤陽子「『不正行為』を禁ずる一般規定である金商法157条を考える」証券レビュー48巻12号 (2008)

松井秀樹「インサイダー取引規制の変遷と現行法制度の概要」商事法務 1679 (2003)

松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程に於ける主要論点と今後の課題[1][2][3] 商事法務No.1823.1824.1825(2008)

ラムザイヤー, マーク『法と経済学 日本法の経済分析』(弘文堂) (1990)

柳川範之編『会社法の経済学』(東京大学出版会) (1998)

横畑裕介『インサイダー取引規制と罰則』商事法務研究会 (1989)

渡辺征二郎『米国の証券・先物取引判例撰』中央経済社 (1999)

渡辺征二郎『インサイダー取引』中央経済社 (1989)

2. 比較法関係

荒木 知「資料：不公正証券取引への制裁手続きの国際比較」証券経済研究第51号 (2005) 神崎克郎「内部者取引の規制に関する各国法の動向」ジュリスト 819号 (1984)

上村直「政府を超えた証券法制の研究」PRI Discussion Paper Series (051-18) (2005)

川口恭弘 = 前田雅弘 = 川演昇 = 洲崎博史 = 山田純子 = 黒沼悦郎「インサイダー

取引規制の比較法研究」民商法雑誌125巻4・5号（2002）
Mark Stamp、Tom Jagers International Insider Dealing city & financial publishing(2005)
清水章雄「米国の証券取引規制と国際法1934年証券取引所法10条(b)項および証券取引委員会規則10b-5の域外適用」早稲田法学会誌第30巻（1979）
梅本剛正「現代の証券市場と規制」商事法務（2005）
清水葉子「アメリカ証券取引委員会（SEC）の証券市場規制」証券レポート1636号（2006）

3. 米国法関係

William k.S.Wang Marc I Steinberg Insider Trading little,brown and company（1996）
小立敬「米国における金融規制のあり方とプリンシプルの議論」野村資本市場クォーターリー2008年SPRING号（2008）
近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察 証券取引法157条と規則10b-5の比較 現代企業と有価証券の法理」有斐閣（1994）
近藤光男「内部者取引」証券取引法体系 商事法務研究会（1986）
黒沼悦郎「内部者取引に対する不正流用理論の不適用」商事法務1457号（1997）
島袋鉄男『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）
黒沼悦郎「アメリカ証券取引法」第2版 弘文堂（2006）
神崎克郎 Carpenter v. United States、108S.Ct. 316（1987）（ワイナンス事件）最近の判例 アメリカ法（1998）
西村尚剛「我が国証券市場におけるエンフォースメントとその課題」PRI Discussion Paper Series (No.02A - 05)（2002）
西村尚剛「米国の証券市場規制について」PRI Discussion Paper Series No.03A-08（2003）
野村亜紀子「米国 SECの法人に対する民事制裁金の考え方」資金本融市場証クォーターリー2006 Spring号（2006）
北山茂「インサイダー取引と法の理論 アメリカにおける」企業法研究12号（2000）13号（2001）
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（1989）
君島東彦「現代アメリカの保守主義憲法理論 ボーク判事指名問題を契機に考える」<http://hdl.handle.net/2065/6476>（1991）
日本経済新聞社編『SECの素顔』日本経済新聞社（1989）
マーク・I・スタインバーグ『アメリカ証券法』LexisNexis（2008）

4 . E U 関係

『2009年度版図説ヨーロッパの証券市場』日本証券経済研究所（2008）
1989年EU指令 Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989
2003年指令 Market abuse (Directive 2003/6/EC)Regulations 2005
Statutory Instrument

久保寛展 「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大学法学論叢第48巻第3・4（通巻第168・169号）（2004）

ローランド・シュミット(訳)二本柳 誠「ヨーロッパにおける資本市場の刑罰的保護」「企業と法創造」紀要8号（2006）

岩田健治「EU証券規制の新展開：その背景と現状」証券経済研究38号126頁（2002）

Mathias m.siems European securities Law

http://works.bepress.com/mathias_siems

Jane Welch, Matthias Pannier, Eduardo Barrachino Comparative

Implementation of EU Directives (I) - Insider Dealing & Market Abuse

The British Institute of International and Comparative Law (2005)

5．各国の法制に関して、

・英国

渋谷光子「イギリスにおける内部者取引規制の現状と将来の方向」証券研究41巻（1975）

鈴木薫「イギリスにおける内部者取引規制の動向」亜細亜法学12巻（1978）

越前谷幹夫「イギリスのインサイダー取引規制をめぐる動き」証券経済学会年報15号（1980）

金子勲「イギリスにおける内部者取引規制」大阪経大論集164号（1985）

石山卓磨「英国法における内部者取引規制の現状と問題点〔上〕〔下〕」商事法務1107号 II10号（1987）

青木英夫「諸外国における規制の状況 - イギリス」『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究 - インサイダー取引規制を中心に - 金融・商事判例増刊号806号（1988）

岩崎稜「英国におけるインサイダー取引規制の現状」大阪市立大学証券研究年報3号（1988）

尾澤宏和「英国のインサイダー・ディーリングに関する新立法」国際商事法務22巻3号（1994）

小立敬「ベター・レギュレーション」英仏金融監督当局におけるより良い規制環境の模索 野村資本市場クォーターリー2007・SUMMER号（2007）

林康史「英国の金融サービス法制の展開（抜粋）」（2000）

Public Acts of the UK Parliament 1993 (Office of Public Sector Information)

図説イギリスの証券市場2009年度版 日本証券経済研究所（2008）

イギリス資本市場研究会「イギリスの金融規制」日本証券経済研究所（2006）

・ドイツ、

海外証券市場ハイライト「西ドイツにおけるインサイダー・トレーディングの規制」インベストメント24巻1号（1971）

前田重行「西ドイツにおける内部者取引の規制」証券研究41巻（1975）

前田重行「西ドイツにおける内部者取引の自主規制について－内部者取引に対する自主 規制の意義と限界 - 」鈴木竹雄先生古稀記念唱代商法学の課題(中)』

(1975)

金 尚均「インサイダー取引に対する刑事制についての一考察」立命館法学247号(1996)

前田正美「ドイツの新しい金融監督機関について」レファレンス2004.6(2004)

岸田雅雄 = バウム・ハラルド「西独・EC・スイスにおける内部者取引税軌商事法務1207号(1990)

坂本延夫「諸外国における規制の状況 - ドイツ - 」『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究 - インサイダー取引規制を中心に - 』金融・商事判例増刊号806号78頁(1988)

Heinz Dieter Assmann = (共訳) 篠田四郎 = 佐藤文彦「今後のドイツ・インサイダー法(1)(2)(3)(4)(5・完)」名城法学45巻1号(1995)45巻4号(1996)、46巻3号47巻2号(1997)47巻4号(1998)

篠田四郎 = 佐藤文彦訳「新しいドイツ内部者法」丸山秀平編訳『ドイツ資本市場法の諸問題』(中央大学出版部、2001)

山田剛志「ドイツ」証券市場と証券取引法 金融法研究第20号(2004)

山田剛志「海外金融法の動向 ドイツ」金融法研究第21巻(2005)

山田剛志「海外金融法の動向 ドイツ」金融法研究第24巻(2008)

神作裕之「海外金融法の動向 ドイツ」金融法研究第19号(2003)

神作裕之「海外金融法の動向 ドイツ」金融法研究第18号(2002)

八幡道典「ドイツ金融庁(Bafin)の設立について」アクセスFSA第13号(2003)

・フランス

荒木正孝「フランス法における会社株密関与者の株式取引規制」国際商事法務1巻3号(1973)

江頭憲治郎「フランスにおける内部者取引の規軌証券研究41巻(1975)

荒谷裕子「フランスにおける機密関与者の株式取引の規制(1)(2・完)」法学(東北大学)45巻4号(1981)45巻5号(1982)

井上明「諸外国における規制の状況 - フランス - 」『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究 - インサイダー取引規制を中心に - 金融・商事判例増刊号806号(1988)

芳賀良「フランスにおける内部者取引規制に関する若干の考察 - 特権的情報を中心として - 」山口経済学雑誌47巻2号(1999)

芳賀良「自己株式の買受け・処分と内部者取引規制 会社法と証券取引法の相互依存の一断面」山口経済学雑誌51巻3号(2002)

荒谷裕子「フランスにおける内部者取引の規制 - ECのディレクティブに基づく規制の整備を中心として - (1)(2)」法学志林96巻3・4合併号(1999)98巻3号(2001)

6. 行政資料

平成18年5月19日金融庁「証券取引法上の課徴金制度について」

平成19年12月18日金融庁「課徴金制度の在り方について」平成15年10月17日金

融庁金融審議会第一部会資料資料「市場監視機能強化我が国における行政上の課徴金・制裁金の例」

平成19年12月25日規制改革推進ための第2次答申 規制の集中改革プログラム

平成20年6月証券取引等監視委員会公表「金融所品取引法における課徴金事例集」金融庁のホームページ参照

平成20年11月18日金融庁・証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関するQ&Aの公表」21年6月修正版

平成19年10月12日金融審議会法制WG「主要国の制度について」

平成20年5月19日金融庁公表「ベター・レギュレーションの進捗状況について」
内藤純一証券取引等監視委員会事務局長「金融商品市場・市場監視当局の現状と今後の課題」商事法務 1812 (2007)

7. 裁判例関係

日本商事株事件

最高裁関係

判例タイムズ999号96頁 (1999)

判例時報1671号45頁 (1999)

日本織物加工株式インサイダー取引事件

上村達男「日本織物加工株式インサイダー取引事件の法的検討」商事法務1476号 (1997)

近藤光男「インサイダー取引における重要事実」商事1521号 (1999)

丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる重要事実の発生と認定」金融法務1545号 (1999)

芝原邦爾「日本織物加工株式インサイダー控訴審判決の検討」商事法務1526号 (1999)

野田博「日本織物加工株式のインサイダー取引事件控訴審判決」金融判例1067号 (1999)

池田修 = 三好幹夫「時の判例 (刑事)」ジュリスト1164号131頁 (1999)

丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる『重要事実の認定』再論」金融法務1553号 (1999)

中村直人「最近のインサイダー取引に関する判決と実務の対応について」代行レポート124号 (1999)

野田博「インサイダー取引規制における「重要事実」についての一考察 日本織物加工株式事件で提起された問題を出発点として」現代企業・金融法の課題 (下) (2001)

8. 海外文献

Bernhardt, Dan, Burton Hollifield and Eric Hughson Investment and Insider Trading, Review of Financial Studies,8:501(1995)

Bebchuk, Lucian Arye and Chaim Fershtman The Effects of Insider Trading on Insiders' Effort In Good and Bad Times, European Journal of Political Economy,9:469(1993)

Bebchuk, Lucian Arye and Chaim Fershtman Insider Trading and the Managerial Choice among Risky Projects, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29:1(1994)

Billy kloos, Jacob Alter and Meredith stone securities fraud 43Am.Crim.L.Rev.921(2006)

Carlton, Dennis W. and Daniel R. Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, *Stanford Law Review*, 857-95(1983) 概要の解説 栗山修 論文紹介アメリカ法 (1985)

Clark, Robert Charles, Agency Costs versus Fiduciary Duties, in, John W. Pratt and Richard J. Zeckhauser, *EDS, Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, P.77 (1985)

Clark, Robert Charles *Corporate Law*, Little Brown & Co. (1986)

Donna M. Nagy Richard W. Painter Margaret V. Sachs *Securities Litigation and Enforcement American Casebook Series Thomason West* (2008)

Dooley, Michael Enforcement of Insider Trading Restrictions, *Virginia Law Review*, 66:1 (1980)

Dye, Ronald A., Inside Trading and Incentives, *Journal of Business*, 57:295(1984)

Easterbrook, Frank H. Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information, *Supreme Court Review*, 1981:309 (1981)

Easterbrook, Frank H. Insider Trading as an Agency Problem(1985)

Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press (1991)

Fishman, Michael J. and Kathleen M. Hagerty Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices, *Rand Journal of Economics*, 23:106(1992)

Gilson, Ronald J. and Reinier H. Kraakman The Mechanism of Market Efficiency, *Virginia Law Review*, 70:549(1984)

Glosten, Lawrence R. Insider Trading, Liquidity, and the Role of the Monopolist Specialist, *Journal of Business*, 62:211(1989)

Glosten, Lawrence R. and Lawrence E. Harris Estimating the Components of the Bid Ask Spread, *Journal of Financial Economics*, 21:123(1988)

Glosten, Lawrence R. and Paul R. Milgrom Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, *Journal of Financial Economics*, 14:71(1985)

Hui(Jane)Huang Substitute Trading and Insider Trading Regulations(2004)

Insider Trading Regulations :A Game-Theoretic Approach(2004)

Tow theoretical studies of insider-trading Regulation(2005)

<http://www.victoria.ac.nz>

James D.Cox, Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Cikago School " *Duke Law J.*628-59 (1986) 島袋鉄男 論文紹介アメリカ法 (1988)

Joan Macleod Heminway Materiality Guidance in The Context of Insider Trading : A Call For Action (2003)

John C.Coffee,Jr Securities Regulation Ninth Edition P1116 Foundation Press (2003)

John coffee Jr.Hush criminal status of confidential information sfter mcnally and carpenter and the enduring problem of overcriminakization,26 am.crim.l.rev. 121-54 (1988)山口厚 論文紹介アメリカ法 (1990)

Jonathan R .Macey Insider Trading Economics,Politics,and Policy The AEI Press (1991)

Khanna, Naveen, Steve L. Slezak and Michael Bradley Insider Trading, Outsider Search, and Resource Allocation: Why Firms and Society May Disagree on Insider Trading Restrictions, Review of Financial Studies, 7:575(1994)

Kitch, Edmund M. The Law andEconomics of Rights in Valuable Information, Journal of Legal Studies, 9:683 (1980)

Laffont, Jean-Jacques and Eric S. MaskinThe Efficient Market Hypothesis andInsider Trading on the Stock Market,Journal of Political Economy, 98:70(1990)

Leland, Hayne E. Insider Trading:Should It Be Prohibited?, Journal of PoliticalEconomy, 100:859(1992)

Leland, Hayne E. and David H. Pyle Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, Journal of Finance 32:371

Levmore, Saul (1982), Securities and Secrets:Insider Trading and the Law of Contracts, Virginia Law Review, 68:117(1977)

Levmore, Saul, In Defense of the Regulation of Insider Trading, Harvard (1988)

Laura Nyantung Beny The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement : International Evidence Discussion Paper NO.348 (2002)

LOUIS LOSS.JOEL SELIGMAN fundamentals of securities regulation fifth edition P927(2004)

Macey, Jonathan R. From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading, Hofstra Law Review, 13:9(1984)

Manne, Henry G. Insider trading and The Stock Market, NY : The Free Press(1966)

Mark j.Loewenstein The Supreme Court,Rule10b-5 and the Federalization of Corporate Law 39Ind.L.17 (2005)

Pingel, The EC Directive of 1989, in Gaillard (ed.), Insider Trading—The Laws of Europe, the United States and Japan (1992)

Stephen M.Bainbridge an overview of us insaider trading law :lessons for the EU Research paper No.05-5 <http://ssrn.com> (2004)

Thomas Lee Hazen David L.Ratner Securities Regulation in a Nutshell (6th ED) (2006)

Xueming Jimmy Cheng and Ryan Harrington and Rodolfo A.Ruiz
Securities fraud 41 Am.Cri L.Rev. 1079(2004)

9 . その他

内田文昭 改訂刑法1総論111頁 現代法律学講座 青林書院(1999)

横山三四郎「ロスチャイルド家」ワートルローの大賭博68頁 講談社新書(1995)

東京証券取引所ホームページ 調査報告「平成15年度株式分布状況調査の調査結果について」(平成16年6月17日発表)