

大証金融商品取引法研究会

アメリカのインサイダー取引規制

平成 24 年 10 月 26 日（金） 15:00～17:04 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞得 関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授
川口 恭弘 同志社大学法学部教授
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司 同志社大学法学部准教授
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信 東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森本　それでは、定刻になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

夏休み前までは森田先生を中心に判例の研究をしてきましたが、今回からは、比較法的観点も踏まえて、内部者取引規制について研究をしようと考えております。

本日は、御案内のとおり、日本証券経済研究所の主任研究員の萬澤先生に、アメリカのインサイダー取引規制と題して研究報告をしていただくことになっています。

萬澤先生は、「アメリカのインサイダー取引と法」という書物を 2011 年に刊行され、東京大学で博士号をとられました。もともとは基礎法専攻で、樋口先生のご指導を受けながらアメリカ法などの基礎的研究をされていましたが、神田先生の下でインサイダー取引を勉強されたということです。この書物は理論的な書物ですが、今回は高度な理論的なものよりも、実際面を中心にお話しいただくことになっています。

それから、今後の予定を申しておきますと、来月は北村先生にイギリスのインサイダー取引規制についてご報告いただき、12 月には舩津先生にドイツと EU についてご報告いただき、そして本来 9 月に報告していただく予定だった証券業協会等からの日本の状況の説明を 1 月にさせていただくこととしています。当初の予定では、その後総括をする予定でしたが、時間が足りなくなりましたので、3 月以降は次のセッションにバトンタッチをしたいと考えておりますので、よろしく願いいたします。

それでは、萬澤先生、よろしく願いいたします。

~~~~~

【報　告】

## アメリカのインサイダー取引規制

日本証券経済研究所主任研究員

萬澤陽子

日本証券経済研究所の萬澤と申します。本日はお招きいただき、まことにありがとうございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

本日の報告テーマですけれども、アメリカのインサイダー取引規制ということでレジュ

メに沿ってお話しさせていただきたいと思います。

## 1. はじめに ー報告の概要ー

まず、報告の概要として、キーワードのようなものを挙げさせていただきました。

- ・アメリカのインサイダー取引規制に関する法の特殊性
- ・判例法の発展からのアプローチ
- ・固有の合理性の存在？

アメリカのインサイダー取引規制が日本やヨーロッパと随分異なっていることは、よく知られていることだと思います。それは、日本のみならず、アメリカにおいてさえも批判されてしまうような、ある意味で非常に特殊なルールになっているわけですが、それを判例法の発展からアプローチすることで、実は固有の合理性があるのではないか、という流れでお話をさせていただければと思っています。

森本先生から、理論的なことのみならず、エンフォースメントのことにも触れるようご教示を賜ったのですけれども、恐縮ですが、私の事前の準備ではそれに触れることができなかったので、できれば質疑応答のときに、わかる範囲で少しお話しさせていただきたいと思います。

## 2. インサイダー取引規制のルール及びその背後にある考え

### (1) 日本

日本では、金融商品取引法 166 条と 167 条でインサイダー取引が規制されています。166 条は、会社関係者が重要事実を規定の方法で知った場合に、当該情報公表前の取引が禁じられる。そして 167 条は、公開買付者と関係者が公開買付け等の実施に関する事実または中止に関する事実を規定の方法で知ったときに、やはり同様に取引が禁じられるというものです。

この条文の趣旨としては、市場に対する投資者の信頼の保持、または市場の公正性及び健全性の維持と説明されていると思われます。

### (2) アメリカ

これに対してアメリカでは、このような個別具体的な条文はありません。あるのは、1934 年の証券取引所法 (Securities Exchange Act) 10 条(b)項、及びそのもとでつくら

れたSEC規則 10b-5 です。これは資料で配付いただいていると思いますので、ちょっとごらんいただけますでしょうか。

“78 j. Manipulative and deceptive devices” というのが 10 条(b)項です。ちょっと読み上げさせていただきます。“It shall be unlawful for person” というところの(b)項です。誰にとっても違法である。何が違法であるかという、(b)項, “to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security” というふうに言って、ちょっと飛んで, “any manipulative or deceptive devices”. すなわち, 証券の取引, 売却あるいは買付けに関連した “manipulative or deceptive devices” を使うことが違法だというふうに言っています。

ただ, その違法の内容というのは, “in contravention of such rules and regulations as Commission may prescribe as necessary or appropriate on the public interest or for the protection of investors.”という条件が付いています。Commission というのはSEC という法の執行機関のことです。執行機関が公益か投資者保護にとって必要または適切だと考えるものとして規定するルールに反した “manipulative or deceptive devices” を使ってはいけないと言っているのが 10 条(b)項です。

それを受けてつくられたのが, 2 ページの 10b-5 というものです。manipulative or deceptive devices は何かということですが、そこに3つ掲げられています。この訳はレジюмеに書いています。

- ・欺罔のための策略・計略を使うこと
  - ・重要な事実の不実表示をすること, あるいは, 言明時の状況に照らして言明を誤導的にさせないために必要な重要な事実を述べないこと
  - ・誰かに対して詐欺となる, あるいはなるであろう行為・慣行・業務に従事すること
- です。

いろいろ書いてありますが, これだけでは, 何が “manipulative or deceptive devices” に当たるのか, あまり明確ではありません。文言から詐欺を禁じているということはわかりますが, ではどういうものが詐欺なのかはよくわからないと思います。このように 10b-5 があいまいな規定になってしまったというのは, この制定過程に理由があります。

というのは, 10b-5 というのは, 1942 年に証券の買主による詐欺に関する事件が起きて, 当時それを禁ずるルールがなくて, 急いで作られたものだったからです。1942 年以前には, 証券取引に関する詐欺を禁じている条文として証券法の 17 条(a)項がありま

したが、それは証券の売却、すなわち証券を有する売主が株価を上げるようないい情報がないのに、あるとうそを言って売り付ける、そういう売主による詐欺を禁ずるものでした。ですから、1942年の証券の買主による詐欺、すなわち買主が株価を上げるようないい情報を隠して、むしろ大変悲観的なことを会社について述べて、株主から株式を安価で手放させるという、買主による詐欺には適用できなかったわけです。そこで、証券法の17条(a)項の文言に、証券取引所法10条(b)項の、“in connection with the purchase or sale of any security”という、「証券の買付けまたは売付けに関連して」という文言を入れてできたのが10b-5だった、大まかにはこういった背景があったと思います。

このように、10b-5は早急に制定されたものだったので、どのようなものをこれで禁ずるかということはほとんど議論されませんでした。その内容の解釈というのは裁判所に委ねられたのです。

インサイダー取引規制においても、このあいまいな詐欺を禁ずるルールである10b-5が使われてきたわけですが、同ルールにはインサイダー取引を禁ずるという文言はないので、裁判所が、同ルールの禁ずる対象にインサイダー取引が入るように解釈しなければなりません。そこで発展させてきた理論というのが、レジュメに書かれています。「信認義務理論」と「不正流用理論」というものでした。これは、次の2つのいずれかの要件に合致する者にインサイダー取引を禁ずるものです。一つは、証券発行会社の株主と信認関係に立つ者、もう一つは、重要な未公開情報へのアクセスを許可した情報源と信任あるいは信頼関係に立つ者です。

### 3. アメリカのルール —判例法の発展—

それでは、これがどのように発展してきたかということ、少し判例法で見ていきたいと思います。ホワイトボードを使わせていただきたいと思います。

#### (1) Cady 審決 (40 S.E.C.907(1961))

まず、Cady 審決ですが、Cady 審決は、インサイダー取引の事案で最初に問題になったリーディングケースと言われるものです。1961年でした。このとき、レジュメの図でいうところのP社のBに当たるのがブローケージ・ファームのパートナーYで、このYがO社の取締役でもあった同僚AからO社が配当を減らす情報を得て、当該情報公表前にO社の株式を売却したという事案です。

これが問題となったときに、SECが問題としたことは、このYは開示義務を負っていたかということでした。開示義務を負っていたのであれば責任を肯定できるという議論の中で、開示義務は次に掲げた2要件を満たしたときに課せられるとしました。

- (i) 誰かの個人的利益のためではなく会社の目的にのみ利用可能とされる情報に直接あるいは間接的にアクセスできる関係が存在する場合
- (ii) その情報が自分の取引する相手に利用可能ではないことを知りながら利用することに内在的不正が存在する場合

なぜインサイダー取引を禁ずる話なのに開示義務が関係あるのだらうと思われるかもしれませんが、それは実はそれ以前の判例法の発展が関係しています。といいますのは、このCady 審決というのは、初めてインサイダー取引がアメリカで問題となった審決だと述べましたが、それ以前にもインサイダー取引に関する事案は実はありました。ただ、それは、市場を通じたインサイダー取引ではなくて、相対のインサイダー取引でした。典型的には、先ほどの買主による詐欺のように、取締役が株価を上げるようないい情報を知っているが、株主にそれを隠して株を安く手放させるといったものです。こういったインサイダー取引が、コモン・ロー上あるいは10b-5上、1961年以前に既に問題となっていました。

こうした相対のインサイダー取引の事案では、この取締役に開示義務があったか、そのいい情報を、株主から株式を買い取る時に株主に対して教えなければいけなかったかということが問題とされました。どういうときにその開示義務が認められたかということ、取締役が株主に対して信認関係に立つときでした。信認関係に立つのなら、信認義務を負うとされ、その情報も開示しなければならなかったと解されたわけです。

両者の間に信認関係を認めるか否かについて、裁判所の判断は分かれました。認めないという立場は、取締役は株主全体に対して信認関係に立つ受託者であるけれども、個々の株主から個々の株式を買い取る時にはそのような受託者の立場にない、ということその理由としていました。認めるという立場は、取締役が個々の株主から株式を買い取る時に受託者の関係に立つとは言えなくても準受託者といえるのではないかと、だから開示義務を肯定してもいいのではないかと理由づけでした。

レジュメに掲げた **Oliver v. Oliver 判決 (45 S.E.232(Ga.1903))** というのは、コモン・ロー上取締役の信認義務、具体的には開示義務ですが、それを認めた判決です。この取締役が株価を上げるようないい情報を知っていて、株主に対して教えなくて株式を買い

取ったことは開示義務違反として、責任ありとしました。

この考えは、10b-5 上の解釈でも引き継がれます。レジюмеに掲げた次の判決、**Kardon v. National Gypsum Co.判決 (73 F.Supp.798(E.D.Pen.1947))** ですが、これは初めて 10b-5 を相対のインサイダー取引の事案に適用して責任を肯定した判決です。ご承知のとおり、これは、私人が 10b-5 を使って訴えることができたとした黙示の訴訟原因というのでしょうか、それを初めて認めた判決としても有名なわけですが、インサイダー取引の責任を 10b-5 上初めて認めた判決ということでも有名です。この **Kardon** 判決でも、株主に対していい情報を隠して株式を買い取った取締役に、その情報を開示する義務があったかということが問題とされ、10b-5 上肯定されました。

ですから、1961 年の **Cady** 審決のときには、既に相対のインサイダー取引の事案は幾つもあって、開示義務を負う者ならインサイダー取引の責任ありという図式が存在していたような状況でありました。**Cady** 審決で、ブローケージ・ファーム P のパートナー Y の開示義務が問題とされたのは、このようなことが背景にあったといえると思います。

開示義務は、それまで原則内部者にしか認められてきませんでした。それまでの相対でのインサイダー取引は、ほとんど例外なく取締役によって行われてきましたので、内部者が開示義務を負うということは既に確立していました。**Cady** 審決では、内部者ではない、ブローケージ・ファームのパートナー Y の開示義務の有無が問題とされ、肯定されました。O 社の内部者じゃないけれども、次の 2 つの要件を満たすなら負うとしたのが **Cady** 審決でした。

それは、(i) 誰かの個人的利益のためではなく会社の目的にのみ利用可能とされる情報に直接あるいは間接にアクセスできる関係が存在する場合と、(ii) その情報が自分の取引する相手に利用可能ではないことを知りながら利用することに内在的不正が存在する場合という要件です。内部者ではなくても開示義務を肯定できるとした点で、**Cady** 審決はすごく画期的だったと言えます。

## (2) **SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.判決 (401 F.2d 833(2nd Cir. 1968))**

それをもっと広げたのが、**Texas Gulf Sulphur Co.判決**です。**Cady** 審決では、内部者ではなくても 2 つの要件を満たしたら開示義務を負うとしたのですが、ただ、**Cady** というのはブローカーでした。ですから、ブローカーだったから開示義務が認められたのではないかと当時考えられ、この要件を満たしたらどんな人でも開示義務を負うとなるのかは

不明確なままとされていました。そこで、Texas Gulf Sulphur Co.判決は、平等なアクセスルールというルールを採用して、「誰かの個人的利益のためではなく、会社の目的のためにのみ利用可能とされている情報に直接的間接的にアクセスできる者は誰でも」、すなわちブローカーだけじゃなく、そういう要件を満たした者は「誰でも」、その情報が市場で利用可能じゃないことを知りながらその情報を使ってはいけない、その情報を開示する義務を負う、としたのです。これも非常に画期的な判決でした。この事案自体は、典型的なインサイダー取引の事案で、レジユメの図のO社のAに当たる人が本件ではTexas社の取締役Yですけれども、この取締役が、銅及び亜鉛について驚くべき高い濃度を検出した地質調査を受けて、まさに今後自分の会社の株価を上げるようないい情報を得て、当該情報公表前に自分の会社の株式を買い付けたということだったので、これまでの伝統的なルール、内部者だけが開示義務を負うというルールによっても責任が課せられるはずだったので、第2巡回区控訴裁判所は、平等なアクセスルールを採用したのです。

そのルールに基づいて判断がなされた事案を、レジユメに3つ挙げています。これは全部、一つ同じインサイダー取引の事件に関して出てきた審決あるいは判決です。

**Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith, Inc.審決 (43 SEC 933(1968))**

**Investors Management Co., Inc.審決 (44 S.E.C.633(1971))**

**Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc (495 F.2d 228 (2nd Cir. 1973))**

これらの事案で、レジユメの図のO社にあたるのがダグラス社という飛行機の製造会社で、P社のBにあたるのがダグラス社の社債のアンダーライターをやっていたメリルリンチ、このBが社債のアンダーライターという立場でダグラス社の収益悪化の情報を得てしまったわけですが、この情報を図のCにあたる顧客のInvestors Management Coに漏らしたというものです。メリルリンチは、取引はしていません。取引はしないで、単にCに知らせただけです。すなわち、情報漏洩者の立場だったわけです。

これに対してSECは何と言ったかという、Merrill Lynchには開示義務があったでしょう、その情報が市場で利用可能じゃないことを知りながら、それを顧客に知らせてしまった、それは平等なアクセスルールに基づいた開示義務違反ですと言って、責任を認めます。Investors Management Co.の責任も同じように認められます。ダグラス社の収益悪化の情報というのは、不適切に得られていることを知っていたでしょう、それを知っていながらそれを使って取引するというのは、平等なアクセスルールに基づいた開示義務が



認められます，と。これらが，メリルリンチ審決と Investors Management Co.審決です。

その下の Shapiro v. Merrill Lynch というのは，ダグラス社の株式を Investors Management Co.が売却しているときに，対向取引というか，購入している立場にいた人が Shapiro という人です。Shapiro は Investors Management Co.と取引したわけではありません。それは立証されていません。そうじゃなくて，同時期にダグラス社の株式を買っていただけなのですが，メリルリンチと Investors Management Co.を訴えました。

裁判所は，Shapiro に対する，メリルリンチと Investors Management Co.の平等なアクセスルールに基づく開示義務違反を認めました。それらは開示義務を負っていたのに開示しないで，メリルリンチは顧客にのみ情報を知らせ，その顧客である Investors Management Co.は取引をして損失を免れたとして損害賠償を認めたのが，Shapiro 判決です。この判断は Draconian liability と言われ，ちょっと厳し過ぎると批判されていたようです。

この平等なアクセスルールが，ついに，連邦最高裁で判断される事件が起きました。Chiarella 判決です。

### (3) Chiarella v. United States 判決 (445 U.S. 222(1980))

Chiarella 判決は，レジユメの図のBに当たる人が印刷会社P社の従業員Yで，Y が職務中に目にしたO社の公開買付けに関する文書から，対象会社が Q 社ということ，そこにはQ社と書かれていなかったのだけれども割り出して，当該情報公表前にQ社の株式を買ったという事案でした。これは，平等なアクセスルールに基づけば責任が認められた，というか，それでしか責任が認められないような事案でした。でも，最高裁は平等なアクセスルールは採用せずに，信認義務理論を採用しました。

最高裁判所は，Y，すなわち Chiarella は，Q社の株主に対して信認義務を負っていたかと問います。そして，負っていないと言います。Chiarella はQ社の株主と法的に全くのストレンジャーで関係ないのだから，別にQ社の株式を売買したって責任はないと。これが Chiarella 判決です。

ただ，この Chiarella 判決には，3つの強力な補足意見あるいは反対意見がありました。補足意見・反対意見は，法廷意見のいう信認関係があるときに開示義務が生じるという立場は否定しないが，それ以外でもYの責任が生じるときがあるのではないかというものです。具体的には，

- ③公開買付会社に対する守秘義務からYの責任を認めることを示唆する補足意見
- ④不法な手段で情報の優位性を得たときにYに開示義務を認める反対意見
- ⑤通常得られない情報にアクセスできる立場にいて、それを知りながら実際アクセスしたときにYに開示義務を認める反対意見  
です。

③の補足意見は、公開買付会社に対する守秘義務からYの責任が認められるのではないかという立場をとります。すなわち、Chiarella は公開買付けをするO社、彼の雇用者である印刷会社に情報を託した O 社に対して守秘義務を負っていたのに、それに反することをしたら、O 社に対する詐欺として責任を肯定できるのではないかということを行ったのが補足意見です。これは、後の O'Hagan 判決でとられる不正流用理論につながる意見になります。

④は、普通、対等な当事者関係で開示義務を認めないのは、情報を収集して分析力を磨くインセンティブを与えるためなのだから、それが妥当しないときには開示義務が認められるべきという立場です。不当な手段で情報の優位性を得たときに開示義務を課しても、情報を収集するインセンティブを削ぐことにはならないのだから、本件では開示義務を認めるべきとしました。

⑤は、平等なアクセスルールと同視できるものです。

こうした補足意見、反対意見はあったわけですが、最高裁判所としては、取引された証券の発行会社の株主に信認義務を負う者だけが開示義務を負う、よってインサイダー取引規制にかかるのはそういった信認義務を負う者だけ、としたのが Chiarella 判決だったのです。

#### (4) Dirks v. SEC 判決 (463 U.S.646(1983))

これは、信認義務理論をとることを確認した判決です。P社のBに当たるブローカー・ディーラーYが、生命保険とミューチュアル・ファンドの販売会社であるO社の元オフィサーAから得た同社に関する巨額の詐欺の情報を、顧客Cに知らせた事案（CはO社の株式を売却）です。

このYはAから得た情報を提供した者なので、先ほどご紹介したメリルリンチ審決や Investors Management Co.審決におけるメリルリンチと立場的に似ているのですけれども、メリルリンチ審決では情報を顧客に与えた者としての Tipper 責任が問われていたの

に対し、本件では、情報を A から付与された者としての **Tippee** 責任として論じられています。すなわち、情報受領者が責任を負うのは、内部者が信認義務に違反して（個人的な利益を直接あるいは間接的に得る目的で）情報を付与して、かつ情報受領者がその違反を知っていたか知るべきであった場合と述べます。

では、本件で、内部者による信認義務違反があったのだろうか。すなわち O 社の元オフィサーである A ですけれども、A には信認義務違反があったかという、なかった、と。なぜなら、A が Y に付与した巨額の詐欺の情報というのは、Y から何か個人的な利益を得たくて与えたのではなくて、O 社の詐欺を暴いてほしいという目的だったのだから、それは信認義務違反には該当しない、と。それがない以上、Y が顧客の C に対して情報を与えたとしても、そしてこの C がその株式を売却したとしても、責任なし、と。こう述べたのが、**Dirks** 判決です。

このように、**Dirks** 判決でも信認義務理論を採ることが明らかにされたわけですが、この理論ではその対象となる者があまりにも狭過ぎるのではないか、という批判が、**Chiarella** 判決直後から言われていました。そこで出てきたのが不正流用理論です。下級審では、**Chiarella** 判決が出された直後からいくつかの巡回区で採用されてきておりまして、それがやっと連邦最高裁判所で認められたのが 1997 年の **United States v. O' Hagan** 判決においてでした。

#### **(5) United States v. O'Hagan 判決 (521 U.S. 642(1997))**

この判決の事実は、先ほどの **Chiarella** 判決と少し似ています。P の B に当たる法律事務所のパートナー Y が、O 社の Q 社に対する公開買付けの情報を職務上得て、Q 社株式を買い付けたというものです。**Chiarella** 判決では、Y のような立場の者は Q 社の株主に信認義務を負っていないのだから責任なしとされたのですけれども、本件では責任ありとされました。その根拠は、O 社に対する義務違反でした。Y は、P 法律事務所あるいは P 法律事務所に公開買付けに関する情報を託した O 社に対する信認義務、守秘義務があったのに、それに違反したということで、責任が肯定されるとしたのが、**O'Hagan** 判決でした。

### 4. 日本におけるアメリカのルールに対する批判

#### (1) 2つの不可解性

このように、アメリカでは信認義務理論及び不正流用理論が採られるようになったわけですが、日本において、これらは次の2点で批判というか、不可解と言われてきたと思います。

- ・ 責任の成立に特定の主体に対する義務違反を要求すること
- ・ 情報源に対する義務違反が証券詐欺と解釈されていること

## (2) なぜアメリカでこのようなルールが採用されたのか？

なぜこのような不可解なルールが採用されたかということについて、従来は、インサイダー取引について詐欺と解釈するためには、開示義務違反が必要だからというふうに理解されてきたと思います。コモン・ロー上、詐欺責任が成立するための必要な要件として、次のようなものが挙げられます。

表示が重要な事実について虚偽であり、虚偽であることを被告が知っており、原告の行為に影響を与えるようになされ、原告が実際その表示を信頼し契約を締結する等行為し、その結果損害を被ること。

これらがそろったとき、詐欺責任が認められるわけですが、インサイダー取引には、最初に挙げられている「表示」というものはありません。特に何か虚偽の情報を述べるわけではなく、ただ取引するだけですから、不開示なわけです。不開示は、アメリカでは責任なしというのが大原則です。ただ、例外的に開示義務違反があるときには、不開示でも責任が認められるとコモン・ロー上発展してきました。そこで、インサイダー取引のような不開示の事案で、10b-5 上責任が認められるために、開示義務違反を責任の基礎とする信認義務理論や不正流用理論がとられてきたのだと理解されてきたと思います。

ただ、これには一つの疑問が浮かびます。開示義務違反で責任が認められるというのは詐欺責任が認められることと同義なのか、ということです。開示義務違反が詐欺責任を肯定する基礎になることはありますが、少なくとも、1961年以前から存在した相対のインサイダー取引の事案において、責任の基礎となった「開示義務違反」は詐欺責任とはされていません。あくまでも信認義務違反です。とすれば、信認義務理論や不正流用理論でいうところの開示義務違反と詐欺の関係はどのようなものなのでしょうか。それが信認義務違反なら、どうすれば詐欺と解釈されるのでしょうか。それを探るために、不開示の(積極的不実表示が存在しない)事案における判例法の発展を検討しました。

## 5. アメリカにおける「詐欺」の法 —不開示の事案（積極的不実表示が存在しない事案）での詐欺責任の検討—

詐欺責任は、先ほどの要件で明確なように、「表示」があるときには比較的明確に、体系的にどのような場合に認められるかということが論じられてきたのですけれども、「表示」がないときについては、どのような場合に詐欺責任が認められるか、そもそも詐欺が認められるのか自体について、あまり論じられてこなかったように思います。そこで、私は、インサイダー取引のような積極的な不実表示が存在しない事案で詐欺がどのように認められてきたのか、認められてこなかったのかということ調べました。

### （1）内部者と直接取引をしていない私人が内部者を提訴した事案

内部者と直接取引をしていれば、内部者の開示義務違反が比較的容易に認められて責任ありとされたわけですが、内部者と直接取引をしていない私人が内部者を提訴した事案が2つあります。

#### ① **Donovan v. Taylor** 判決（136 F.Supp.552(N.D.Cal.1955)）

これは、O社の新製品の開発などの情報を知らず同社の株式を売却したXが、当該株式が4カ月で倍近い価格になったことを受け、Y1（O社の取締役）とY2（ブローカー）に対して、当該情報を開示せずに詐欺的にXの株を取得したあるいは取得しようとしたことから損害を被ったとして、X-10b-5——昔の10b-5ですが——を基礎に訴えた1955年の事案でした。

これは、取締役とかブローカーがXに株式を売却するよう働きかけたわけでも何でもなくて、単にXが自分の判断でO社の株式を売却し、後で株価がすごく上がってしまったことから取締役やブローカーを訴えてみたのだけれども、法的には全く意味ある主張ではないということで棄却されています。

#### ② **Cochran v. Channing** 判決（211 F.Supp.239(S.D.N.Y.1962)）

これに対して②の事案では、Yの積極的な行為が少しあります。O社取締役Y1及び支配株主Y2は、同社の株式をさらに安価で買い増すために、他の株主に子会社の株式と交換するよう勧め、配当を減らし株価を操り、また誰が株式の購入主体かを株主に開示しないなどによって株式を手放すよう働きかけたことから、Xは同社株式を売却したとして、Y1、Y2に対して10b-5に基づいた訴えを提起したというものです。

これについて、裁判所は次のように言います——YらのXに対する言葉による虚偽表示がないことから同条違反にならないとのYらの主張に対しては、Yらが虚偽の言明をしていないこと自体はXの救済を否定するものではない。Xが主張するように、Yらには積極的行為が存在するのである。Yらは、購入主体を隠していただけでなく、A社の株式を買い増すために、配当を減らして同社の株価を下落させたのであるから。これは株主に会社が財務的に困難であると信じ込ませ、株式を売却させるための積極的隠蔽（active concealment）に当たり、先例から取締役による積極的隠蔽は実際の詐欺と同視できると。

このような積極的不実表示が存在しない事案でどのような場合に責任が認められたかということ、後に詳細に取り上げるつもりですが、6ページの、「6. 検討」の「(1) 不開示の事案（積極的不実表示が存在しない事案）の責任の根拠とは？」というところで、(a), (b), (c)を挙げておきまして、このCochran v. Channing判決というのは(a)に当たるものだと思います。行為自体で虚偽の外観を構成するというアプローチで責任が認められたと思うからです。

すなわち、Y1, Y2らには、特に言明による虚偽の表示というのはなかったわけですが、配当を減らすという行為はありました。その行為で会社が経済的に困難であるという虚偽の外観をつくった、だから責任が認められた、というアプローチがとられたという点で、この(a)を採用していると思います。

## (2) 相場操縦の事案

### ① United States v. Brown 判決 (79 F. 2d 321(2nd Cir. 1935))

これは、ニューヨーク証券取引所に上場していたO社のプレジデントで同社株式を大量に購入していたYが、同社株式の仮装取引を行った上に、ブローカーを買収して当該株式の購入を勧めるよう依頼し、さらに同社の収益等に関する虚偽の情報を流通させたことが10b-5に違反するとされた事案です。

本件での詐欺は何かということですが、Yが証券を顧客に販売するブローカーを買収したことと仮装取引、そして会社の収益及び今後の契約について虚偽表示を行ったことだと。なぜ詐欺かというと、ブローカーの買収については、ブローカーの意見は当然個人的利益から自由であることが想定されている状況の下、ブローカーの不正なアドバイスは不正ではない、と不実表示するよう贈賄することを意味するから、と述べています。

ちょっとわかりにくくて申しわけないのですが、このブローカーの意見の詐欺性というのは、先ほどの「6. 検討」の責任の根拠で言うと、(b)の関係性から生じる想定・表示が行為によって虚偽にされるとするアプローチで肯定されると考えます。なぜなら、ブローカーと顧客の関係では、ブローカーの意見は当然個人的利益から自由であるという想定がある。その想定があるのに、実は自由ではないわけです。何しろ賄賂を受け取って特定の株式を勧めていたわけですから。ですから、想定と矛盾するような行為をしていることでその想定が虚偽になるから詐欺が認められるという理論構成をとる点で、(b)だと思っからです。

続いて、仮装取引は、6の「検討」の(a)によって詐欺性が認められていると思います。すなわち、行為自体で虚偽の外観を構成する、というものです。なぜなら、仮装取引というのは、取引という行為自体で虚偽の外観、すなわち売主と買主が公にされた価格で株式を取引することに同意しているという外観があるのだけれども、実はそれは嘘なわけです。このように述べて詐欺性を肯定したのが、この *United States v. Brown* 判決だっと思っています。

## ② *Ridgely v. Keene* 判決 (134 A.D.647(Sup.Ct.1909))

これは、ニューヨーク証券取引所に上場されている証券について顧客に定期的に情報及びアドバイスを提供するフィナンシャル・アドバイザーであったXが、Y（ブローカー）との間で一定の報酬を受け取って、自分の顧客に対して特定の株式を購入するよう影響を与えるという契約を締結し履行したが、Yが報酬を支払わなかったために契約違反で訴えたという事案です。

ここで、原告の請求は棄却されています。すなわち、契約違反の救済は得られなかった。その理由として、裁判所は次のように述べます——Xというフィナンシャル・アドバイザーと顧客との関係は信託の一つであった。顧客が証券の売買に際してXのアドバイスを信頼することをXは予測でき、たとえ明示的な表示がなくても、Xには第三者から支払いを受けて特定の方法で顧客にアドバイスをしないという黙示の義務を負っていた、と。もし第三者からの支払いを受けてアドバイスするのであればその旨の開示義務を負うのに、開示していないとして、責任が認められたというものです。

ですから、*Ridgely v. Keene* 判決というのは、「6. 検討」の不開示の事案の責任の根拠としては、(c)に当たると思います。地位から生じる開示義務に違反しているという

アプローチです。ここでは、フィナンシャル・アドバイザーという地位からある一定の義務を課せられるのに、その義務に違反したことで責任が認められると解釈されたと思います。

### **(3) ブローカー・ディーラーが法外に高い値で顧客に株式を売却した、合理的根拠がないのに顧客に取引の推薦を行った等の事案**

ここで挙げる事案の責任の基礎は、いわゆる看板理論 (Shingle theory) として発展してきたものに置かれています。看板理論というのは、ブローカー・ディーラーによる違法行為の責任に関して SEC 審決や判例で採用され、その内容はそれぞれの審決や判例ごとに若干異なる場合もありますが、大枠は、ブローカー・ディーラーが事業に従事する、すなわちその看板を掲げる (“hanging out its professional shingle”) とき、顧客と公正に専門家としての基準に従って取引することを黙示に表明している、とする理論といえます。

#### **① Duker & Duker 審決 (6 S.E.C. 386(1939))**

これは、看板理論が初めて認められたとされる 1939 年の審決です。ディーラーが、顧客に対して自分の有していた社債を市場価格よりはるかに高値で売却したわけですが、その際、顧客が市場価格を知らないことに気づいていたにもかかわらず、それを知らせなかった、すなわち、ディーラーが自分の得る利ざや (markup) について開示しなかったことが問題となった事案でした。

これに対して SEC は以下のように言いました。「ディーラーは顧客と公平にそして専門家としての基準に従って取引するという極めて重要な表示が、ディーラーと顧客の間の関係に内在している。情報が与えられた顧客から得られたであろうよりもはるかに多くの利益のために [顧客の] 信頼及び無知を利用することは、公平な取引でも専門家としての基準に従ったものでもない。[ディーラーと顧客] の関係を基礎としている表示が虚偽となることを知りながら、証券の売買を通じて利益を無理取りすることは詐欺である。この詐欺は、市場での価格と合理的関連性のある価格を請求するか、顧客に取引をするか否かについて情報に基づいた判断をさせるよう情報を開示することによってのみ、避けられる。」

これのどこが詐欺とされたかという点、6 の「検討」のところの (b) によってだと思



ます。関係性から生じる想定・表示が行為によって虚偽とされるアプローチです。すなわち、ブローカー・ディーラーと顧客の間では、ある一定の想定というか表示が存在しているとするのが看板理論です。ブローカー・ディーラーは顧客と公正に専門家としての基準に従って行為するという想定・表示です。それを行為によって虚偽にする。この事案でいえば、自分が持っている社債を市場価格よりはるかに高い値で売却するというのは、専門家としての基準に従ったものでも何でもないので、当該ディーラーと顧客の関係性から生じる想定・表示をその行為によって虚偽にしているとして、詐欺が認められるのです。

次の Carl J. Bliedung 審決でも同じようなことが言われています。

## ② Carl J. Bliedung 審決 (38 SEC 518(1958))

これは、顧客からの注文が迅速に執行されなかったことが問題となった事案です。そこで、SECは次のように述べて、ディーラーの責任を認めています。

ディーラーと顧客の関係には、顧客が業界の基準に従った公正な方法で取引できるという黙示の表示が内在している。それと矛盾する明確な理解がない限り、ディーラーは顧客との取引を迅速に始めなければならないし、市場価格に合理的に関連した価格を顧客に請求しなければならない。顧客の注文の執行及び証券の交付を2ヶ月から5ヶ月も遅れて行うこと、及び市場の価格をはるかに超えた価格を請求することは不合理で取引の慣行に従っておらず、また公正な取引に関する黙示の表示に違反する、と。

これ以外にも、合理的な根拠なく証券の購入を勧めたことが問題となった事案ですとか、顧客から権限を与えられていない取引を行ったことが問題となった事案、市場における証券の価格を操作していたことが問題となった事案などで、看板理論は採用されました。そこでの詐欺性というのは、これらの事案同様、ブローカー・ディーラーの専門性と矛盾するようなことをブローカー・ディーラーがすることによって、顧客との関係性から想定される表示や想定が虚偽になることと解釈されたのです。

## 6. 検討

### (1) 不開示の事案（積極的不実表示が存在しない事案）の責任の根拠とは？

不開示の事案、すなわち積極的不実表示が存在しない事案でどのような場合に詐欺が認められてきたかということで、既に触れましたように、次の3つのアプローチがあったと思います。

- (a) 行為自体で虚偽の外観を構成するというアプローチ
- (b) 関係性から生じる想定・表示が行為によって虚偽にされるとするアプローチ
- (c) 地位から生じる開示義務に違反しているというアプローチ

です。そして、「これらのことから見えてくる『詐欺』とは？」ということですが、少なくとも(a), (b)については、Yが「虚偽の外観」を与えるという要素が重要視されていると思いました。口頭で何かうそを言うということではなくても、行為によって虚偽の外観がつくられる、あるいは関係性からある想定をして、それと矛盾するような行為することで虚偽の外観ができてしまうという要素が、詐欺責任を認めるにあたって非常に重要視されているのではないかと思います。

このことは、「実際と異なる印象」がYによって与えられたことが重要と考えられていることを意味するのではないかと思います。すなわち、口頭による不実表示があるときは、実際と異なる印象を、うそを言うことでまさに与えるわけですが、それと同様に、そういう積極的な不実表示がないようなときでさえも、実際と異なる印象が何らかの形でYによって与えられているということが、詐欺の法の発展では重要視されてきたのではないかと思います。

ただ、そういうふうに解釈すると、問題が一つ生じます。(c)はどうかだろうか、ということですが。(c)は、開示義務違反で責任を認めるので、虚偽の外観があるとか、実際と異なる印象がYによって与えられたことが重要などということは、一見解釈できそうにありません。しかし、(c)も詐欺責任として理解する以上、そう考えることが最も自然なのではないかと私は思いました。

すなわち、Ridgely v. Keene 判決は(c)のアプローチをとった、すなわち、フィナンシャル・アドバイザーは開示義務違反で責任が肯定されたわけですが、この判決をほかの判決との整合性も考えて詐欺と解釈しようとするならば、ここのフィナンシャル・アドバイザーは、単に顧客に情報を開示しなかったから責任が認められたのではなく、顧客との関係においてある想定、すなわち自分の顧客に対して報酬を受け取って特定の株式を購入するよう勧めないという想定があるのに、それとは矛盾する行為をすることによってそれを虚偽にしたことから責任が認められたのではないかと、と思います。この意味では、(c)は(b)にすごく類似したアプローチになると思うのですが、こう解釈することが、詐欺の法の発展と最も整合的に理解できるのではないかと思います。

そして、「(c)でいう「虚偽の外観」とは？」というところですが、このような解釈、

すなわち、開示義務違反を不実表示と結びつけて考えることは、何人かの学者によっても論じられているところです。ちょっと紹介させていただきます。

Aldave 教授は、「立場や関係は法が開示義務を一方に課すといった性質のものかもしれない。この場合には沈黙は不実表示に該当し得るのである（1 F.HARPER & F.JAMES, JR., THE LAW OF TORTS § 7.14, at 588(1956)）」という説を引用して、取引の一方当事者は他方当事者に情報を開示する義務を負わないのが原則だが、一方が他方の受託者のときは異なること、その理由として、受託者が自分に依存する理由のある者に対して重要な事実を開示しないことは、それらの事実が存在しないと黙示に表示していることを述べる（Barbara Bader Aldave, Misappropriation : A General Theory of Liability for Trading on Non Public Information, 13 HOFSTRA L.REV. 101, 116 (1984)）としています。開示義務違反というのは、実は不実表示に当たる、何も言っていないけれども、何も言わないということは、（本当は存在する）その事実が存在しないと表示していると解釈されるから、と述べています。

次に、Langevoort 教授も、似たようなことを言っていると思います。定義上いかなる信認義務違反も黙示の表示の違反であること、信認関係あるいは信頼関係の義務違反における詐欺性は受託者が受益者の利益に誠実で忠実であると継続的に表示していることに求められるとする法理論は、郵便を使った詐欺（例えば United States v. Proctor&Gamble Co., 47 F.Supp.676 (D.Mass.1942)）でも採用され発展してきたことを述べています（Donald C. Langevoort, Fraud and Deception by Securities Professionals, 61 TEX.L.REV. 1247, 1264-1266 (1983)）。信認義務に基づいた開示義務違反は、不実表示を構成するから詐欺が肯定されるということだと思います。

Loss 教授は、内部者の負う信認義務等から生じる、内部者は自分の義務を遂行し、いかなる重要な内部情報も差し控えませんという黙示の表示があると言えるかもしれないと述べていて（3 LOUIS LOSS, SECURITIES REGULATION, 1456(2d ed.1961)）、信認義務違反と不実表示というものをつなげて考えています。

レジュメのその下の、連邦最高裁の不開示に関するリーディングケースである 1888 年の Stewart 判決（Stewart v. Wyoming Cattle Rancho Com., 128 U.S.383(1888)）ですけれども、ここで述べられた「詐欺の要にあるもの」とは、実際と異なる印象が Y によって与えられたということとされており、詐欺責任の成立には、Y によって「実際と異なる印象」が与えられたことがその中核にあると、まさに述べられていると思います。

## (2) アメリカのインサイダー取引責任法理における「詐欺」

それで、やっとアメリカのインサイダー取引責任法理における「詐欺」を考えると、ここに来たわけですが、信認義務理論と不正流用理論のどこが詐欺なのかということ、ここで確認してみたいと思います。

### ① 信認義務理論

取締役（信認義務を負う者）という地位から、株主（受益者）の利益のために行為するという想定が生まれます。しかし、それとは矛盾する行為、すなわちここでは、受益者以外の利益のために情報を利用する行為によって、株主の利益のために行為するという想定が虚偽にされたということが、信認義務理論のいう詐欺なのではないかと私は考えます。

### ② 不正流用理論

不正流用理論の詐欺というのは、実は O'Hagan 判決で最高裁が明示的に述べています。「受託者は義務を負う相手の情報を自己利益に密かに転換する一方で、義務を負う相手に忠誠を誓っているふりをしている (521 U.S. 642, 654.)」ことが詐欺なのだ。これを最高裁は、Fiduciary-turned-trader's deception と表現しています。受託者が取引者にかかわることが詐欺ということ。すなわち、受託者と受益者の関係では、相手に対して忠誠です、私はあなたの利益を第一に考えて行動していますと言いながら、実はそうではなく、自己利益を図って取引していたという、受託者が受益者に対して与えた実際と異なる印象が詐欺なのだというふうに言っているのだと思います。

## 7. まとめ

この報告の目標は、最初のほうに申し上げたレジュメ 3 ページ目の「4. 日本におけるアメリカのルールに対する批判」で挙げられていた 2 つの不可解性、すなわち、責任の成立に特定の主体に対して義務違反を要求することと、情報源に対する義務違反が証券詐欺と解釈されていることについて、これまでと異なった解釈を提示することでした。言い換えれば、日本は、対市場との関係で不公正だからインサイダー取引を規制する立場を取っている、なぜアメリカではそういった立場が取られないのかについて、その理由を示すことでした。

ここでの報告から、なぜアメリカが日本のように対市場との関係で不公正としてインサイダー取引を禁ずることができないのかは、明らかになったと思います。それは、市場と

の関係では、インサイダー取引の行為は詐欺になり得ないからです。最初に申し上げたとおり、アメリカでは、インサイダー取引について、個別具体的な条文ではなく詐欺を禁ずる一般条項で規制されてきました。ですから、このルールによって禁ずるためには、インサイダー取引を詐欺と解釈する必要があったわけです。でも、市場との関係では、インサイダー取引は詐欺ではないのです。詐欺責任の中核にあると思われる、Yによって与えられた「実際と異なる印象」がないからです。

確かに、市場で取引する他の投資者は、インサイダー取引を行っている者がいるとは思わなかった、と主張すれば、そこに、対市場との関係で「実際と異なる印象」があったと言えるかもしれません。でも、それはYによって与えられたものではありません。投資者が勝手に持った印象というか想定です。ですので、いずれにしても、インサイダー取引は、対市場との関係では、詐欺責任の肯定に必要な、Yによって与えられた「実際と異なる印象」が見出せないのです。

では、どうすれば、その存在が見いだせるか。詐欺の相手を、株主あるいは情報源とすればいい、というかそれしかないのです。その結果、生み出されたのが、信認義務理論と不正流用理論ということだと思います。

情報源に対する義務違反が証券詐欺と解釈されることは、証券取引法制の範囲内なのか、先例との整合性が保てるのかという点、それはちょっとなかなか難しいのかもしれませんが、しかし、日本のように金商法 166 条、167 条のような個別具体的な条文をつくらずに、10b-5 という詐欺を禁ずる条項でインサイダー取引を規制しようとした以上、しようがない帰結だったのではないかと思います。

大変雑駁な報告で恐縮ですけれども、ご指導、ご鞭撻、よろしくお願い申し上げます。ご清聴ありがとうございました。

~~~~~

【討 論】

○森本 どうもありがとうございました。久しぶりに本格的な講義を聞いた気がいたしますが、ご報告について自由にご質問、ご意見をお願いしたいと思います。

最初に1つだけ確認させていただきます。アメリカのインサイダー取引規制に関する

理論として信認義務理論と不正流用理論があるということですが、それと6ページの6の検討の(1)の(a), (b), (c)の関係はどうなりますか。

○萬澤 信認義務理論は、株主に対する開示義務違反があるときにインサイダー取引違反があるというものなので、(c)に当たるのではないかと思います。これに対して、不正流用理論のほうは(b)に当たるのではないかと思います。最高裁判所が言っているように、関係性から生じる想定・表示が行為によって虚偽にされるとされているからです。

○森本 (a)に当たるものは、インサイダー取引のときに独自には言われていないということですか。

○萬澤 言われていません。

○森本 ダイレクトな詐欺になるから、そっちのほうでいくのかもわかりませんが。わかりました。ありがとうございます。

ちょっと司会者が出しゃばりましたが、どうぞ自由にご質問、ご意見を伺いたと思います。

1. 扱っている事案で問われた責任——刑事、行政、民事——

○近藤 多数のアメリカの判例を詳細に紹介していただきまして、ありがとうございました。これらはインサイダー取引あるいは詐欺の責任が認められたということですが、損害賠償責任の事例なのか、あるいはそうでないのかということをお教えいただけませんか。というのは、日本の166条、167条というのは損害賠償請求を前提にしているわけではないので、そこでちょっと議論がずれていないのかということが気になりまして、ご紹介された判例は民事損害賠償の事例かどうかという点を確認したいのですが。

○萬澤 それはレジュメの4ページの判例のことをおっしゃってくださっているのでしょうか。それとも、最初のほうのCady 審決以降のところでしょうか。

○近藤 一般的に、今日ご紹介の判例は、損害賠償の事件を対象としているというわけではないのでしょうか……。

○萬澤 申しわけありません、そこは統一しておりませんで、United States で始まる判例というのは、刑事事件になります。例えば4ページのUnited States v. Brown 判決は刑事事件で、その上のCochran v. Channing 判決というのは、民事で損害賠償請求だったのではないかと思います。審決は、SECによる行政処分の手続きですので、

またこれはまた損害賠償請求と違ったものになっております。

2 ページ目のほうでも、損害賠償請求は一つもなく、Cady 審決は行政手続きですし、SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.判決は、インジャンクションなどを求めた事案だと思います。Chiarella v. United States 判決は、刑事事件です。United States v. O'Hagan 判決も刑事事件です。Dirks v. SEC 判決というのは、Dirks に課せられた行政処分を Dirks が争った事案だったと思います。このように、いろんな訴訟をごちゃ混ぜにしたものでございます。

○近藤 ありがとうございます。

○森本 近藤さんの説明にもありましたが、アメリカでは、刑事事件、民事事件の損害賠償請求事件、それから行政処分事件についても、こういう理論については特にバリアを設けずに、統一的に議論されているという理解なのですね。

○萬澤 と私は理解しています。

2. インサイダー取引の民事責任（1）

○河本 あなたが今までご講演なさったのを拝見しても、アメリカでは、単に「行為を禁ずる」という条文だけで、救済はできると書いていなくても、裁判所は極力救済のほうの議論を展開しているというようなことをお書きになっていますね。

○萬澤 はい。

○河本 きょうお聞きしたかったのは、我々は、市場取引で売却したインサイダー側の人間について、その損害賠償を認めるのには非常に苦勞をしているわけです。

実は、私がここでお聞きしたいと思ったのは、大阪で起こった事件で日本商事の事件があったわけです。これは、もちろんご存じでしょうが、日本のインサイダー事件としては大事件で、刑事事件になりましたが、大部分は略式裁判で終わり、1 件だけ頑張った医者がおって、包括事項を適用されて有罪になりましたね。実は、その後で、大阪の弁護士で三木俊博さんが、弁護士を集めて民事責任を迫及したわけです。

この民事責任は和解してしまいましたので、どうということをお互いに主張したかということは表に出ていない。ただ、彼らが、その後「日本商事 インサイダー取引と被害の救済、民事責任迫及の記録」というのを出してまして、あるいは既にご承知かもしれませんが、この中に双方の準備書面を全部収録してあるわけです。

そのとこに彼らが使った戦法がきょうの Donovan の判決と似ていると思う。つま

り、発行会社の取締役としてあの事件を早く公表すべきであったのに公表しなかったという、当時の商法 266 条の 3、今の会社法 429 条、つまり取締役の第三者に対する責任の規定を使いたいと。つまり、重要なことを公表しななければならないのに、公表せずにおいて、多くの投資家が損害を被った。その責任を当時の商法 266 条の 3、今の会社法 429 条取締役の責任を追及できるもではないかということ考えたのです。

結局は和解しましたから、裁判所での結論は出なかった。

そこでお聞きしたいのだけれども、Donovan の事件というのは、取締役 Y による情報の不開示……。

○萬澤 はい、情報の不開示を争ったわけです。

○河本 ちょっと今の話と似てますでしょう。

○萬澤 そうですね。

○河本 しかし、この考え方というのは、株式を売ったということが原因じゃなくて、開示していなかったと。

○萬澤 はい、取締役の義務として開示していなかったことを争ったわけですがけれども。

○河本 それで、認めなかったのですね。

○萬澤 認めなかったんです。

○河本 その次のは……。

○萬澤 その次のは、もうちょっと積極的な虚偽の表示をしたような事案で、株式を買い増すために配当を減らして、同社の株価を下落させたと。配当を減らすことで、この会社はもう今後だめなんだろうというふうにみんなに思わせて株を売却させ、株価が下がったところで取締役が買ったという事案だったので、取締役が意図的に株価を操ったというものがありません。しかし、Donovan のほうは単に開示しなかったというだけだったので、この開示しなかったというのはアメリカでも何件か争われてはいたのですけれども、情報開示の時期というのは取締役が選べるということで、やはりほとんどの事案で請求は棄却されています。

○河本 それも 10b-5 へ持ってくるんですか。

○萬澤 それが 10b-5 だったか、コモン・ロー上の信託義務違反だったか、申しわけありません、ちょっと私も記憶が定かではないのですけれども、おそらく両方あったはずですが、いずれの場合も、取締役はもっと早くに開示すべきだったと主張されましたが、そこで開示すべきだったと裁判所は認めませんでした。

- 森本 Donovan は 10b-5 事件ですね。
- 萬澤 そうですね。ここで扱っているものは、すべて 10b-5 の事案ばかりです。
- 河本 今、一体アメリカでは、市場でインサイダー取引をしたという場合に、その売った者自体の損害賠償を認めるという明確な判例はあるのですか。
- 萬澤 Donovan のような判決事例で認めたということでしょうか。
- 河本 それは結局、売り買いによるんじゃないんですね。売ったからというのではないんですね。そうすると、取締役以外の者はひっかからないね。取締役が、さっきの日本商事の場合のように人が薬の副作用で死んだというようなことを黙っていたというのと、積極的に要らんことを言ったという Donovan のケースと、積極的と消極的の差はあるけれども、とにかく取締役として開示すべき義務を開示しなかったことによる損害賠償ですか。
- 萬澤 そうです。Donovan はそれを使ったのだと思います。
- 森本 Donovan 事件は 1955 年ですね。それに対して、きょうのご報告では、1961 年の Cady 審決から判例法理が発展したというご説明でしたね。
- 萬澤 はい。
- 森本 だから、信認義務理論や不正流用理論が展開した後の現時点でのアメリカの判例法理としては、Donovan のような状況だけでも責任を認められることになる可能性もあるのではないですか、少なくとも、取締役というか、オフィサーの場合ですね。
- 萬澤 それは、取締役が取引をして……
- 森本 もちろん取引をしたが、積極的な意図的行為はしていない。
- 萬澤 ただ、情報を開示しない段階で市場で売買したと。
- 森本 日本では、それは刑事事件にはなるのですね。河本先生は、民事については、会社法 429 条の可能性がないわけではないけれども、通常厳しいと言われていました。この状況を前提に、アメリカでもそうなのかどうなのか、1955 年段階と、信認義務理論や不正流用理論が展開された後の現時点でどうなのかというご質問だと思います。
- 萬澤 民事訴訟については、先ほどの平等なアクセスルールのもとでは Shapiro 判決というものがあって、そこでは、平等なアクセスルールに違反して内部者取引をした者は誰でも、損害賠償をしなければならないというようなことが言われたわけですが、そのルールは結局否定されました。今の信認義務理論と不正流用理論のもとで民事訴訟が起こされた場合、どういう状況で責任が認められるのかというのは、制定法に

よる手当てがなされてしまったこともあって、あまり問題とまらないのではないかと思います。

制定法の手当てというのは、34年法の20A条というものだったと思いますけれども、同時期に取引をした者はインサイダーを行った者に対して損害賠償を請求できるというもので恐らく対処されているのではないかと思います。

- 森本 現在のアメリカでは、刑事事件はこの理論でいっているわけですね。
- 萬澤 刑事事件とか行政処分はこの理論でいくと思うのですけれども、民事事件のときには……
- 森本 たしか大事件の後、民事について特別法ができたのですね。過去10年ぐらいの間でしたっけ、その20A条というのは。
- 萬澤 20A条はもうちょっと前だったのではないかと思います。
- 森本 それの要件をちょっとご紹介いただくとありがたいのですが。
- 萬澤 34年法のsection 20Aというのは、Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading、つまり、内部者取引のための同時期に取引した者に対する責任ということで、この(a)のサブタイトルで Private rights of action based on contemporaneous trading となっていますので、同時期に取引したことを基礎にした訴訟の私的訴権を定めており、重要な未公開情報を持ちながら証券を売買することによって、この34年法のルールに違反した者は誰でも、同時期に同じクラスの証券を売買、対向取引した者に対して shall be liable、責任ありとなっています。
- 森本 そうすると、この法律の規定に違反するのだから、結局、10b-5に違反しないといけないのかな。
- 萬澤 そうです、そうです。
- 森本 10b-5に違反するとなると、この信認義務理論とか不正流用理論に……
- 萬澤 それらの理論に違反しなければだめだという。
- 行澤 20Aでは、市場取引は排除されるということですか。同時期ということは、相対取引のイメージですが……
- 萬澤 市場で相対取引のように相手を特定するというのはなかなか難しい。だから、Contemporaneous としたという……。
- 河本 その点でね、取引所の皆さんに聞きたいのだけれども、今、注文な高速でひっつけてるでしょう。あれはどうも聞くところによると、もちろん証券会社の名前になる

のだけれども、もう瞬時に相手の取引とひつつくんだというようなことで、そうすると、記録を見れば、これとこれとはひつついているということはわかるのと違うの。

従来、市場の取引は、「売りの一団と買いの一団」とがぶつかりあっているのだといわれてきたのではないですか。今はそうではなくて、瞬時に売り注文と買い注文がひつつくんだということを聞くのだけれども、これは誰が売って誰が買ったということは、記録をとればわかるんじゃないの。

○森本 金田さん、わかりませんか。

○金田監査役 調査すればわかります。

○森本 調べれば、この人の100株がAさんに30株、Bさんに70株というのは、説明可能ですね。ただ、これは偶然で、意図的でないことは確かですが。

○河本 いまは、とにかく取引所は機械を貸しているだけだと。(笑)だから、客の注文は自動的に瞬時にひつつくんだということを聞いている。だから、そのときに「おれの売ったのをあいつが買った」というのは、わかるんじゃないのですか。

○森本 双方の意図的なくっつきではないのですね、偶然の買い取りという。

○河本 そうすると、法律上の因果関係ではないわけですね、それは。

3. 開示義務と詐欺の関係

○北村 非常に緻密なご報告をいただきありがとうございます。聞いていて少しわからないところがありましたので、その内容の確認をさせていただきます。

最初に森本先生がおっしゃった点と関係するのですが、6ページの検討の(1)で責任の根拠を(a), (b), (c)に分けられていますね。ご説明では、(b)の事例は、例えばブローカーが顧客に対してアドバイスをした場合であり、(c)の事例は、たとえばフィナンシャル・アドバイザーがアドバイスした場合ということでしたが、この2つを区別して、(b)は不正流用論、(c)は信認義務理論を根拠とするというふうに分けるといふことの意味がよくわからなかったのですが。

○萬澤 フィナンシャル・アドバイザーだから(c)の開示義務違反で責任が認められたというよりも、Ridgely v. Keene 判決が、たまたまフィナンシャル・アドバイザーが出てきた事案で、そこで詐欺を認めた理由が開示義務違反だったというだけで、フィナンシャル・アドバイザーだったから(c)がとられたという、そこに必然性はございません。ご質問のご趣旨を勘違いしていたら、申し訳ありません...

○北村　ご説明によりますと、どうも(c)は(b)にかなり類似したものの印象を持ちましたので……。

○萬澤　類似しているんじゃないかと私は思っています。今回は(c)の事案を1個しか挙げていなかったのですが、(c)のような事案はほかにも多くあって、でも、開示義務違反と詐欺の関係を、明確に論じているものはあまり見当たらないのです。それらを区別したり、同じだと論じたりすることをしていなくて、責任を肯定する理由を、詐欺としているのか、開示義務（信認義務）違反としているのか、明らかではないものが結構あります。

この事案も、詐欺を認めながら、結局誰の誰に対する詐欺かよくわからなくて、開示義務違反があったと言っているだけです。こういった、不開示の事案で詐欺を認めると言いながら、根拠になったのは開示義務違反だけだったという事案が、ほかにも幾つかあったわけですが、これを詐欺と解釈するためには(b)のように解釈するしかないのではないかというのが、私の解釈です。

○北村　ありがとうございます。そしてもう一点ですが、ご報告中、開示義務違反という言葉が何度も出てきましたね。ということは、開示義務を果たせば詐欺にはならないということですね。

○萬澤　はい。

○北村　例えば相対取引であればわかりやすいですね。株主に株式を手放させる場合も、全体の株主ではなくて、特定の株主に信認義務違反があるのだということですね。しかしながら、不正流用理論というのは、情報源に対する義務と構成します。それなら、情報源に対して開示すれば取引してもいいということになるのですか。

○萬澤　それは本当におかしな話だと思うのですが、その通りだと実際に最高裁も言っています。情報源に対して、私はあなたの情報を自分のために使うけれどもいいかと聞いて、いいよと言ったらいいわけです、不正流用理論上は。ほかの違反になるかもしれないけれども、少なくとも不正流用理論からは、それはもうセーフだと。アメリカで、開示義務違反で責任を認める事案はよく出てきますが、実は開示する主体がどこを向いているのかがよくわからない場合が多い。市場に対して開示するのか、株主に対して開示するのか、情報源に対して開示するのか、ちゃんと論じていないものが多いのです。

不正流用理論は、見ている方向が情報源なので、情報源に開示したってしょうがないことは、判例の幾つかで指摘されていたのですけれども、結局、そこにしか向けられな

いでしょうということで、最高裁はそれを認めています。だから、情報源が情報を使っていいと言ったら、もうそこで不正流用理論上は責任なしと、10b-5 上の責任はないということになってしまう。

- 北村 理論上そうですけれども、実際にそれでセーフになった事例というのものあるのですか。
- 萬澤 なかなかないと思いますけれども。
- 北村 ありがとうございます。

4. インサイダー取引責任の根拠としての「詐欺」

- 伊藤 2つ伺いたいことがあるのですが、まず、6ページから7ページにかけて、ご研究の結論がまとめられているわけですが、要するに、アメリカのルールで特定の主体への義務違反が要求されているのは、そういったものを詐欺にするために必要だからだということがまず結論だということですね。
- 萬澤 その通りです。
- 伊藤 そして、では、なぜ詐欺であることが必要なのかということ、それは34年法の10条(b)項であるとか、ルール10b-5の文言から詐欺であることが必要だからなのだろうというふうに考えられます。そうだとすると、それは、歴史的、沿革的な事情で、いわば偶然なのですね。

私はちょっとその先を考えたいのですけれども、例えばアメリカでは、詐欺にこだわらずにインサイダー取引を規制すべきだという議論というのはないのでしょうか。いろいろ挙げられている考え方では、平等なアクセスルールというのが一番広く責任を認める方向であって、割とそういう方向の議論なのかとも思うのですね。そうだとすると、平等なアクセスルールの場合、開示義務の根拠がどこにあるのかはよくわからないのですけれど。あるいは、むしろアメリカでは、逆に詐欺というものは必要だと考えられているのでしょうか。それこそがインサイダー取引を規制する根拠だとされているのか、そこがまず気になります。

なぜそういうことが気になるのかということ、日本の場合は、最初にご紹介があるように、投資家の信頼とか市場の公正性の維持というところからインサイダー取引規制を置いたというふうに説明されています。しかしながら、それは規制の根拠としては一般的過ぎて、内容がないのではないかとというふうに常々私は思っています。そういうことか

ら逆に、アメリカで、そもそも詐欺が必要とされることの意味を知りたいわけです。そもそも詐欺が必要であることは、アメリカでは一般的にどう評価されているのか、それがむしろポジティブに評価されているのかということを知りたいなど。

○萬澤 アメリカにおける詐欺は、10b-5 以外でも、さっき出てきた郵便詐欺法というものもあったり、いろんな法律で禁じられるべきものとしてよく出てくる概念であるということがいえると思います。その背後には、コモン・ロー上の判例法理として、詐欺というのは比較的厚い発展があったということがあると思います。1933 年以前の話で、18 世紀末から 19 世紀、20 世紀にかけてですけれども、証券取引に関する争いを解決していこうとするときに使われたのが詐欺だったので、詐欺の法というものが既に随分積み上げられていて、詐欺を禁ずるとすれば、その判例を通じて発展した法を使えるという点では、非常に使われやすい概念ではあったと思います。

ただ、先生が今おっしゃったとおり、平等なアクセスルールみたいなもののほうが、むしろ直感的になじむというか、日本のように、市場に対して不正なんじゃないかというふうにして金商法 166 条、167 条のような個別具体的な条文を制定すれば、判例法の法理とは全く切り離して機能するはずで、つくればよかったのに、というご意見ももっともだと思います。なぜそれをやらなかったのかは、明確にはわかりません。やはり、詐欺の判例の蓄積が厚く、それである程度は対応できたということと、あと、どういう形で条文をつくるかというのでもめて、うまくいかなかったということなのではないかと考えています。

○伊藤 インサイダー取引規制の理論的な根拠についての議論と、この辺はどう関係しているのでしょうか。

○萬澤 理論的にどんな趣旨でそれを禁じられるべきかという話は、確かに別にあるとは思いますが、でも、それを禁ずる根拠として使えるのが詐欺であれば、それと整合する形でやっていくしかなかったとは思いますが。

○伊藤 現状はそれでよいという議論というのは存在するのですか。むしろ積極的に、これは詐欺だからこそ規制をすべきものだという議論はないのでしょうか。

○萬澤 何だかちゃんとしたお答えになっていないかもしれないけれども、申しわけありませんが、印象としては、現状でよいか否かという議論というより、規制すべきという考えがあって、そのためにどれを使うかというのに詐欺を持ってきて、それに合致するように解釈するという、ベストではないかもしれないけれど、次善の策という感じだと思います。

ます。ただ、初めからそれが支持されてきたわけではないと思うんですね。その証拠に——証拠にならないかもしれませんが、平等なアクセスルールが出たときに、それを支持する論文などもずいぶん出されて、審決や判決でも、肯定的にとらえられたんです。もっとも、ちょっと行き過ぎじゃないかという批判もあったわけですけども。それなりに機能しそうだったのに、最高裁が Chiarella 判決でこのルールは採用できないと言ってしまった。でも、Chiarella 判決で、前述のように補足意見とか反対意見が、信認義務理論を採用することに躊躇していたように、平等なアクセスルールより信認義務理論の方が優れていて、大賛成で採用されたというわけでは決してなかったのだと思います。

先生がさっきおっしゃってくださったとおり、歴史的なつながりの中でやむを得ないという、とりあえず今は日本と同じぐらいの規制を一応かぶせられるからいいとするかというような感じで、あと小さなルールの改正もありますけれども、そういう状況なのではないかと思います。

○伊藤 平等なアクセスルールの場合に開示義務を課される根拠となるのは、誰でもこのような開示義務が課されるというわけですから、むしろそれは、情報がこういう情報だからというのが根拠になっているというふうに考えておけばいいのですか。

○萬澤 はい、それを知っているという……。

○伊藤 情報の性質から来ると。

○萬澤 そうです。

○河本 私が答えることは要らんけれども（笑）、大体詐欺なんかないんですよ、インサイダー取引には。とにかく悪いのは、経営者がこういう事件が起こっているのに公表しないのが原因なんです。インサイダー事実を知って売った者以外にも市場で売った者はたくさんいて、それを買った人が損をしているわけです。こんなところに詐欺なんかがあるはずがないじゃありませんか。

結局はやっぱり、市場の信用を落とすと。そんなことをやっておところではまとも証券取引ができないと言ってみんなが不信感を持つのを防ぐということしかないのですよ。

○伊藤 ただ、それで損をしているというふうに捉えるかどうか、考えが分かるところだと思ふのですよ。

○森本 結局は、日本の場合にも、証券市場の公正さを確保するために、構成要件を明

確にして、まず届出義務違反の軽い刑罰規定で市場の健全性を何とか維持したいということで、166条ができたわけです。もっとも、抜かすの宝刀と思われていた一般条項がこのごろ使われてますが、そういうのが日本の歴史なのですね。

これに対してアメリカの場合は、損害賠償にも配慮してこういう詐欺の概念ができたから、やっぱり要件が厳しくなっているのかなあという気がします。日本の現在の166条とか167条は相当重い刑罰規定になっていますけれども、昔は、届出義務違反という、不注意に対する刑罰であったということも念頭に置きながら、アメリカと日本の状況の比較をしなければいけないという感じがします。

○伊藤 それは重々承知しているのですけれども、インサイダー取引規制の適用対象を広げようとか、そんな議論がされている時期ですから、インサイダー取引がア prioriに悪いとか、そういう前提で話をしてもしょうがないと思うのですね。むしろ、なぜこのインサイダー取引が悪いのかということをもう一回考えなきゃいけないかなというふうに考えました。

○森本 ラジカルには、早耳情報は役得ということで。(笑)

○伊藤 ラジカルには、内部者取引規制適法論はアメリカでもありますので、ちょっとそういうことを考えたのです。

○河本 それはあの法律をつくるときに、前にも言いましたけれども、最初はもっとざくっとした法律だったわけです。ところが、それが検察の首脳部のところに行ったら、こんなもので人を捕まえられると思っておるのかとって、作り直しを命じられた。大体当時は、まだインサイダー取引が悪いという観念がまだ行渡っていなかったのですよ。

○伊藤 ただ、やっぱりその説明は要りますよね。何が悪いんやという。

○河本 みんながそんなことをしていたら、証券市場というのはそういうところなのかということで、誰も信用しなくなりますからね。

○伊藤 結局そうなるのですかね。

5. 2つの理論における「詐欺」について

○森本 それで、2番目の質問は。

○伊藤 もうちょっとご説明内容を理解したいのという質問なのですけれども、3ページから6ページにかけて議論をされているところの意味をもう一回確かめさせていただきたいのです。

まず、詐欺というのは、一般的には表示が虚偽であることというふうに定義されているということはわかるのですが、表示というのは、ここでは積極的な表出行為を指すという意味なのですか。

○萬澤　そうですね。

○伊藤　沈黙は表示には当たらないということですから、積極的な表出行為が表示なのであると。

○萬澤　はい。

○伊藤　インサイダー取引の場合はそれが無いから、別に考えなければいけないという話ですよ。

○萬澤　はい。

○伊藤　最後の6ページあたりまで来たところの萬澤先生の分析というのは、表出行為はないけれども、何らかの外観があるというときに、それに加えて、もしも信認関係が存在すれば、虚偽の外観というのは基本的には訂正しなければいけない。それなのに、それを訂正せずに、つまり開示義務に違反して取引をすれば、それが詐欺になるということなのですかね。

○萬澤　はい。

○伊藤　そうだとすると、従来の説明との大きな違いは、結局どの辺になるのでしょうか。

従来の説明というのは、開示義務違反が必要だったことから信認関係を要求していたという説明だったと思うのですが、そのような説明と大きく違ってくるのはどこなのですか。むしろ、端的に信認義務違反がないと詐欺にならないという説明になるのですか、開示義務違反云々ではなくて。ちょっとその関係がわからなかったんで……。

○萬澤　従来だと、インサイダー取引は不開示で表出行為がないから、開示義務違反がなければ責任が認められないことを前提に、信認義務理論と不正流用理論で何らかの開示義務違反をとにかく見出したということですが、私は、その開示義務違反の有無が重要なのではなくて、実際とは異なる印象をYが与えたことがこの理論を生み出したことになるのではないかと考えています。開示義務違反自体は、詐欺と常に直接関係あるものではなく、詐欺にするために何らかの虚偽の外観をつくり出したということが、この2つの理論を生み出したのではないかと。

○伊藤　2つの虚偽の外観というのが、すなわち信認義務の関係がある場合にしかない

ものということなのですか。

○萬澤 行為で虚偽の外観ができる場合以外だと、信認関係に立たなければ、虚偽の外観が見いだせないと思います。その関係があってはじめて、インサイダー取引をする者について何らかの想定とか表示が存在するとされますので。すなわち、その関係があつて、看板理論などによって、あなたに忠誠を誓っているという表示が認められ、それとは矛盾する行為をすることでその表示がうそになると。それが詐欺を認めるために必要で、これが2つの理論を生み出したものなのではないかと思います。

○森本 萬澤さんとしては、アメリカの判例法理を素直に伝統的な意味における詐欺概念から整理するところなるから、開示、不開示ということじゃなくて、もう少しプラスアルファをつけろというのが最後のところと。

○萬澤 はい。

6. 不正流用理論について——刑事責任の視点から——

○飯田 その詐欺の理論から説明するというのは、非常にわかりやすくおもしろいのですが、相対取引でやっている場合は説明が非常にうまくいくけれども、市場で売買しているというときに、レジュメ3ページで言うと、詐欺責任が成立するために必要な要件というところで、例えば原告が実際にその表示を信頼しているとか、そういう因果の流れというようなものが当然要件になっているはずで、その辺は、この詐欺の理論からインサイダー取引のさまざまな理論を説明できるというふうにお考えなのかということをお教え下さい。

それに関連して、信認義務理論に関しては、詐欺の理論というので恐らく説明がつきそうだと思うのですが、不正流用理論に関しても同じように説明がつくというふうにお考えなのでしょうか。というのは、実際と異なる印象をYがつくったというのはそのとおりなのかもしれませんが、取引をした人との関係、それが実際と異なる印象だったのかというのは明らかではないように思われるので、そこの説明がつくのかということについてお考えをお聞かせください。

○萬澤 おっしゃるとおりで、さっき森本先生もおっしゃいましたけれども、市場における取引で原告が内部者取引をした人を詐欺で訴えてうまくいくとは、私も思っていない。先生がおっしゃる通り、信頼などの他の要件を満たさない。だから、先ほどの制定法上の手当てがなされたと思います。

そして、不正流用理論は、取引した人との関係では、実際と異なる印象はないので、これを使って訴えられるのは情報源ということになると思います。でも、情報源は、取引も何もしていないわけですから、訴えないですよ。ですので、仮に不正流用理論でインサイダー取引をした人に刑事責任が科せられたとしても、民事責任は課せられないとは思いますが。

○飯田 私の質問の趣旨は、むしろ刑事責任の説明のときに、詐欺の行為の発展だという位置づけが果たして可能なかというところに疑問を持ったのですが。つまり、不正流用理論でいった場合に民事責任を追及することは考えにくいというのはおっしゃっておりなのですが、刑事責任が認められるという根拠となる理論であるということは、この詐欺の理論から説明がつくということなののでしょうか。

○萬澤 不正流用理論に違反したから 10b-5 違反で刑事責任が科せられるということがあるときに、詐欺の理論からそれを正当化できるのかということでしょうか。

○飯田 そうです。

○行澤 つまり、刑事法的には保護法益がまずあって、その保護法益に対する違法行為が刑事責任として問われるのですけれども、不正流用理論の場合は、刑事法的に詐欺と捉えると（例えば O' Hagan 事件だと印刷所の利益なんだということ）、保護法益とずれが生じてくるので、詐欺理論として本当に説明ができるかということは、私も疑問だと思います。

○萬澤 信認義務理論は、刑事責任の場合でも一応説明がつくと。

○行澤 はい。

○萬澤 でも、不正流用理論の場合は、ちょっと違う保護法益……

○行澤 保護法益と行為の対応関係がずれてしまっている。

○萬澤 ずれてますね、確かに。

○行澤 これで刑事責任が問えるのかという正当性の問題はありますよね。

○萬澤 なるほど、おっしゃるとおりだと思います。おっしゃるとおりだと思いますけれども……

○近藤 詐欺の理論というのですが、詐欺というと、日本の詐欺とちょっと違うのではないかという感じもしているのですけれども、いかがでしょうか。アメリカの詐欺の理論の詐欺の意味というものが、果たして日本語の詐欺に匹敵するものかどうかというのがちょっと気になるわけです。10b-5 でも、deceit という言葉と fraud という言葉の両

方を使っていますね。deceit というのは、いかにもだましてやるという感じがするのですけれども、詐欺の理論というのは、結局どのようなものを詐欺と考えているのでしょうか。何かだましてやるというよりも、もうちょっと広い概念というふうに理解してよいのでしょうか。

- 萬澤 申しわけありません、広い概念というのは……。
- 近藤 日本で言ういわゆる詐欺という概念は、ある程度狭いものではないかと思うのです。
- 萬澤 なるほど。
- 近藤 詐欺理論、詐欺理論と言っているけれども、日本の詐欺の概念からちょっとはみ出したものを言っているのではないかと。
- 萬澤 行為がなくても詐欺が成立するのではないかとか、そういう……。
- 近藤 いや、ここで問題になるのは、対象の範囲の広さですね。
- 行澤 私たちはどうしても日本の刑事法の発想で考えるので、当然保護法益があって、構成要件はその法益侵害と直接的に対応していなければならない。同時に行為の社会相当性違反ということも違法性の観点において考慮される。でも、アメリカの刑事法においては、そこまで厳密な大陸法的発想に立っていないのではないかと。

近藤先生がおっしゃったように、民事的な詐欺の場合は、因果関係が損害とリンクしないといけないのでわかりやすいのですが、刑事法の場合、行為と保護法益との関係をそこまで厳密に求めているのではないかという印象があるのです。そこを教えていただけると……。

- 萬澤 先生のご質問にお答えするだけの知識は持ち合わせていませんが、やはり O'Hagan ですか、そういうところで刑事責任が認められる場合にも、その話が出てきていないのは確かですよ。
- 行澤 そうなんですよ。印象としては、日本の刑事法のような厳密な論理構造とは根本的に発想が違っているという感じです。

7. 信認義務理論における株主と一般投資家との関係

- 前田 不正流用理論は、今議論があったようにいろいろ問題があると思うのですが、義務の相手方は、情報源として具体的に特定していると思います。それに対して信認義務理論の場合は、先ほども議論がありましたように、義務を負う相手方は、株主とは言

っても、結局は一般投資家ということになると思うのですね。つまり同時期に逆向きの取引をした者としてたまたま特定はできても、それは偶然であって、相手方は一般投資家と見てよいと思うのです。

そうしますと、株主に対する義務に違反したかどうか、すなわち投資者一般に対して実際と異なる印象を与えたかどうかという基準は、結局は市場に対してそういう実際と異なる印象を与えたかどうかということと極めて近接してきて、結局のところ、日本とかEU諸国で言われる規制根拠、すなわち市場に対する投資者の信頼を破壊するということと、実質的にはかなり近いという印象を持ちました。このような見方については、どのようにお考えでしょうか。

○萬澤 確かに、信認義務の義務を負う相手方である株主は、これからその取引で株主になろうとする者も、それによって株主でなくなる者も含むので、ポテンシャルとしては広いのかもしれませんが。でも、その株式を取引しない者はそれには含まれず、その点で一般投資家よりは少ないと思うのです。特定される必要はなく、誰でもいいのですけれども、取引をして株主になった、あるいは株主ではなくなった人に対してだけ信認義務を負うという点で、一般投資家よりはちょっと狭いのかなというふうに思ったのですけれども。

○前田 義務の相手方は、一般投資家よりは少し狭いのですかね。ありがとうございました。

8. アメリカのインサイダー取引規制に関する他のルール

○松尾 先ほどの伊藤先生の1点目の質問のときに申し上げればよかったのですが、短期売買差益の返還義務については、34年法の制定当時からあって、その制定時の議論なんかを見ると、やっぱり内部者取引というのは公平じゃないといったことが随分言われていました。しかも短期売買差益のところは、実際に内部情報を利用したことまでは要件にしないということで、非常に厳格なルールが置かれるほど、当時は禁止をしようという意識が強かったと思うのですね。それだけ悪性があると見られていたと思うのです。それにもかかわらず、それを一般的に禁止する規定を置かずに、詐欺の法理でいこうとなったのは、やはり何か理由があるのかしらと思うのです。短期売買差益に関するルールについては、先生のご見解からするとどう評価されるのでしょうか。

○萬澤 34年法の16条のことですね。16条の(b)項だったと思いますが、10b-5制定前からあるもので、当初はこれでインサイダー取引規制を行おうとしていたのだと思います。でも、今先生がおっしゃったとおり、情報を使ったことは要件とされていない一方で、6カ月内に内部者が購入と売却を行わなければ規制を及ぼせないと規定されていて、1日でも過ぎたら利益をはき出させることはできないとなっていた。その上、制裁が不十分というか、会社に対して利益を戻させるということだけなので、インサイダー取引を十分規制できず、10b-5でいったのではないかというふうに思っております。

○松尾 そのときに、どうしてインサイダー取引を一般的に禁止するという方法ではなくて……

○萬澤 166条みたいな形でということですよ。

○松尾 ええ。短期売買差益に関する規定は、インサイダー取引だけを抽出して悪性があると評価しているように思うのですけれども。

○萬澤 そうですね。さっきの伊藤先生に対することと同じなのですからけれども、近藤先生のお話とも重なるかもしれませんが、やっぱり詐欺を規制することは、アメリカでは比較的慣れているというか、使いたがるというか、持っていくやすいというか、そういうことがあって、10b-5が、インサイダー取引規制にかかわらず、いろんなところで使われている中で、インサイダー取引規制にも使うことになってしまったのかなというふうに思います。

9. インサイダー取引の民事責任（2）——不正流用理論に関して

○洲崎 不正流用理論について確認をしたいのですが、もともとは、O'Hagan事件という刑事事件で初めて採用されたということですね。

○萬澤 そうです。

○洲崎 詐欺になるかどうかを不正流用理論で判断するとすると、民事事件にも一応適用はできるのかなと思うのです。ただ、不正流用理論のもとで義務を負っている相手方は情報源で、しかし実際に損害を被るのは買う人ですよ。つまり、義務を負っている相手方と損害賠償責任を負うべき相手方とは全くずれていると思うのですが、そのずれというのは、先ほどの20A条ですか、これで強引に一致させるというか、そういう形で損害賠償責任を負わせる。つまり、情報源に対して義務違反があれば、それと同時に売買して損害を被った人に対して民事責任を負うということになるのでしょうか。

- 萬澤 確かに、不正流用理論で違反があったと認められたら、その同時期に買った人あるいは売った人というのは、この 20A 条でインサイダー取引を行った者に対して損害賠償請求はできるので、その点では、今洲崎先生がおっしゃったとおりだと思います。
- 森本 しかし、それを認めた例はないわけですね。
- 萬澤 申しわけありません、否定した判決があるのは知っているのですが、肯定した判決は調べきれいていません。
- 洲崎 誰に対して義務を負っているのかと損害を生ずる人の関係からすると、我々が普通に考える法律論からすると、これで責任を問うのは非常に難しいのかなと思ったのですが、特別法でそれが可能になっているのかなと思ったものですから伺ったのですが、それでも。

10. 信認義務理論がエンフォースしようとするもの

- 船津 今のお話と関係するかもしれませんが、洲崎先生のお話を聞いていて、ひょっとしてそういうのは、義務の私人によるエンフォースというような形で正当化したりするのかどうなのかと、若干そういった印象を持っているのですけれども、現時点において不正流用あるいは信認義務違反でしかインサイダーを問わないということについては、何をエンフォースさせるものであると萬澤さんご自身お考えなのかをお伺いしたいと思います。

投資家に対する義務ではなくて、もう少し狭い義務が信認義務理論だとすれば、恐らくそのような信認義務についてのエンフォースをするのがインサイダー取引規制だというふうに考えるのが自然なのかなという気がしておるのですけれども、そうではなくて、むしろ、前田先生がおっしゃったように、市場の正しさというものをエンフォースするために、信認義務を不正流用しているのだということなのか、(笑) どちらだとお考えなのかということをお聞きしたいと思います。

- 萬澤 私は後者なのではないかというふうに思います。理論的には、詐欺だから信認義務理論とか不正流用理論を使わざるを得なかったのだけれども、そこでエンフォースしているものというのは、やはり日本とあまり変わらなくて、市場における公正性なのではないかと。信認義務をエンフォースするのは、やはり州だと思うのですよ。だから、連邦の証券取引所法を使って、2つの理論でエンフォースされるべきなのは、信認義務ではなく、先生が後者でおっしゃったものなのではないかと思います。

1 1 . 情報提供者 (tipper) 責任

○川口 先ほど少し出ましたけれども、今日本で、インサイダー取引について、萬澤さんもよくご存じのように改正の議論がありまして、情報提供者を規制するかどうか、そして提供だけでなく、取引をした場合に捕まえるのかという議論があるのですが、アメリカでは、取引をした場合に情報提供者を罰するという事になっていると思うのです。それは条文が **in connection with the purchase and sale** に関して情報提供したと、だから売買がなされないと罰せられないのだということになるのだらうと思うのですが、きょうご紹介になった信認義務理論とか不正流用理論の観点から考えますと、個人目的で情報を流したというだけで別に取引がなくても、そこでアウトというようなことがすごく言いやすいようにも思います。アメリカでは、そのような、つまり情報提供行為だけでアウトというような議論はないのかどうか。

その取引とセットとなっているというところとも関連するのですが、萬澤さんのいわゆる開示義務の観点で言うと、情報提供者の義務といいますか、それについてはどのように説明をされるのかということをお教えいただけますか。

○萬澤 情報提供行為がかかわっているインサイダー取引の事案はレジュメにもいくつか掲げていて、情報受領者の責任が問題となった事案としては、**Dirks v. SEC** 判決があります。情報提供者の責任が問題となったのは、2 ページ目のメリルリンチ審決です。この事案で、メリルリンチは、ただ情報提供しただけで、その後情報受領者の顧客は取引したわけですが、平等なアクセスルールに基づいて責任が課せられました。

不正流用理論や信認義務理論に基づいた情報提供者の責任は、ちょっとここでは扱っていないのですが、先生のおっしゃる通り、必ずしも責任の肯定に取引が必要とは言えないのではないかと。必要なのは、内部者が信認義務に違反したこと、あるいは情報源に対する信認義務あるいは信頼義務に違反したことであって、取引の有無は直接は関係ないのではないかと。思うのです。

でも、残念ながらそれをちゃんと論じている判例というのがあまりなくて。情報提供者の責任に取引したことが必要とされていることがどうしてなのか、いまいまいちよくわかりません。

○川口 それは、条文上に「売買に関して」というのがあからなのですね。

○萬澤 ええ、「売買に関して」なのですからけれども……

○川口 理論的には、別に取引がなくても情報提供者の責任を問えるという考え方もあり得るということですね。

○萬澤 はい。判例で、審決でもいいのですが、義務違反があっただけで認めてもいいのではないかという話もあっていいと思うのですよ。取引が責任肯定に必要だというふうにされているというのは、信認義務理論や不正流用理論との関係で、何だか納得いかないところではあります。でも、情報提供者の責任がなかなか問題にならないので、これに対する明確な答えというのは出てこないのかもしれないのですけれども。

○川口 開示義務とか、そういう詐欺の話をされていたので、それとの関係はどうなりますか。

○萬澤 さっきのメルリンチのような審決で、ダグラス社から来た情報を顧客に対して与えるときに、開示義務が課せられる、すなわち顧客のみならず市場に対してその情報を開示するというのは、現実的ではないですけれども、それに違反して選択的に開示したのなら、責任ありと考えられるのではないかと思います。

○森本 ブローカー・ディーラーだとそれでいけるけれども、それがその後広がったわけですね。その広がったときのことをご質問になっているのだと思うのですが。ブローカー・ディーラーだと、確かにそういう特別の地位にいますと言えますが……

○萬澤 ブローカー・ディーラーじゃなくて、普通の人の場合も、やっぱり不正流用理論で、自分に対して情報を託してくれた人に、自分がそれを自分の利益のために使うときには、情報源に対して開示しなければいけないという義務は課せられて、同じなのではないかなと思います。

○森本 そろそろ時間になりましたが、東京の山下先生、何かございますか。

○山下 インサイダー取引というのは、世の中が知らない情報を持っている人がそれを開示しないで取引をすると、それが違法な行為になるというようなことで取り締まられるわけですが、その根拠が、日本では、先ほどからの議論のように市場の公正とか、割とあいまいな説明をしているのですが、萬澤さんの論文では、アメリカではより一般的な詐欺の概念から説明していく努力がされているということで、そこをおもしろく読みました。

そうしたときに、信認義務理論とか不正流用理論ということで説明されてきたのが、もし一般的な詐欺ということからそういうことが出てくるのであれば、証券市場における内部者取引に限らず、より一般的な、例えば政治家がやったような、国が買収して駆

をつくるようなところの情報を先回りして、その土地を先に買って儲けるというのも等しく禁止されてもいいのかなという気もするのですが、そういうときに、アメリカでは、証券市場における内部者取引を離れて、より一般的に不正流用理論とか信認義務理論が使われる余地があるのかどうか。そこは関心があって、ただ、きょうの議論だと、これはアメリカでは、詐欺とは言いながら、やっぱり証券市場特有の問題で、日本と同じような、暗黙のうちには市場の公正確保というようなところで補われているのかなという、そんな感じで受けとめました。

もし詐欺の理論としてより一般的に展開し得るといっているのであれば、今、日本でも債権法改正作業の中で、不実表示による契約は取り消し得るという規定を設けようとして大議論になっているわけですね。これは、不実表示、すなわち間違っただけを積極的に言ったことを問題としているわけですが、そういう規定をつくれれば、そこから当然に、積極的にうそを言っているわけではないけれども、言うべきことを言っていないのはうそを言うのと同じだという、そういうことが解釈として拡張されてくる可能性もあると思うし、不実表示に限らず、日本でも黙示の詐欺というような、消費者取引なんかで盛んに問題にしているような問題もあって、アメリカの内部者取引の議論はより一般的な契約法の話としても展開できるのかどうかというのが、関心があったところです。

○森本 よろしいですか。

○萬澤 はい、ありがとうございます。

○森本 それでは、時間も過ぎましたので、これで研究会を終わらせていただきます。

萬澤さん、本当に興味深いご報告、ありがとうございました。

次回の研究会についてですが、定例の日は勤労感謝の日になりますので、11月30日にさせていただきます。具体的には、最初に申しましたように、北村先生のイギリス内部者取引規制についてということです。よろしくお願いたします。