

アメリカのインサイダー取引規制

日本証券経済研究所
萬澤陽子

1. はじめに——報告の概要——

- ・ 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？

2. インサイダー取引規制のルールおよびその背後にある考え

(1) 日本

金融商品取引法 166 条・167 条

←市場に対する投資者の信頼の保持／市場の公正性及び健全性の維持の考え

(2) アメリカ

1934年の証券取引所法 (Securities Exchange Act) 10 条(b)・SEC 規則 10b-5

- これらが禁ずること

- ・ 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

—これらの規定のもとで採用された理論

- ・ 信認義務理論；証券発行会社の株主と信認関係に立つ者は、重要な未公開情報を有して当該証券を取引してはならない
- ・ 不正流用理論；重要な未公開情報へのアクセスを許可した情報源と信認あるいは信頼関係に立つ者は、その情報を有して証券取引を行ってはならない

←特定の主体に対する義務違反の考え

3. アメリカのルール——判例法の発展

Q社

|

O社

P社

A

—

B

—

C

(1) Cady 審決 (40 S.E.C.907(1961))

— ブローケージ・ファーム P のパートナ Y が、O 社の取締役でもあった同僚 A から当該会社で配当を減らす情報を得て、当該情報公表前に同社株式を売却した事案

— 開示義務が課せられる場合を以下の要件を満たす場合に拡大した事案

(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

←それ以前の判例

Oliver v. Oliver 判決 (45 S.E.232(Ga.1903))

Kardon v. National Gypsum Co.判決 (73 F.Supp.798(E.D.Pen.1947))

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

— O 社の取締役等 Y らが、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、当該情報公表前に、同社株式を買い付けた事案

— 平等なアクセスルール——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、その会社の証券を自己の勘定で取引するとき、その取引相手、つまり市場には利用可能ではないと知りながらその情報を利用してはならない——を述べた事案

→同ルールに基づいた判断がなされた事案

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))

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

— 金融関連文書の印刷会社 P の従業員 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、その対象会社が Q 社であることを割り出し、当該情報公表前に同社株式を購入した事案

— 信認義務理論を採用した事案

— ㊸公開買付会社の対する守秘義務から開示義務を認める補足意見、㊹不法な手段で情

報の優位性を得たときに同義務を認める反対意見、©通常得られない情報にアクセス出来る立場にいて、それを知りながら実際アクセスしたときに同義務を認める反対意見がある

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

- ー 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)
- ー 情報受領者の責任に関するルール——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に、責任が肯定される——を述べた事案

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

- ー 法律事務所Pのパートナ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、同社株式を買い付けた事案
- ー 不正流用理論を採用した事案

4. 日本におけるアメリカのルールに対する批判

(1) 二つの不可解性

- ー 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
- ー 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?

- ー 詐欺責任が成立するために必要な要件

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

←インサイダー取引の特殊性：表示がない(不開示である)

不開示で、SEC規則10b-5上「詐欺」と解釈するためには、「開示義務違反」が必要だった?

→アメリカの判例法の発展から再検討

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——

（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

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

－ 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ヶ月で倍近い価格になったことをうけ、Y1（同社の取締役）および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を基礎に訴えた事案。

－ XはYと取引したわけではなく、ただ自分の判断で匿名性の支配する市場で売却をし、売却後に同社の株価が上昇してしまったことから感じる損失の原因を同社の取締役Yによる情報の不開示に帰しているだけで、X-10B-5の要件を満たさない。

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

－ O社取締役Y1および支配株主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Y1Y2に対し10b-5に基づいた訴えを提起した事案。

－（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）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はなく、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、取締役による積極的隠蔽は実際の詐欺と同視できることは先例で確立している。

（2）相場操縦の事案

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

－ 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。

－ 本件での詐欺は、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、そして会社の収益および今後の契約について虚偽表示を行なったことである。ブローカーの買収が詐欺なのは、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である。仮装取引は、買主と売主が公にされた価格で株式を取

引することに同意した事実を、実際はそうしなかったのに公表することから詐欺である。
←SEC v. Torr 判決 (15 F.Supp.315(S.D.N.Y. 1936)) ; United States v. Brown 判決を引用して、株式を購入するようアドバイスをする者が、相手にアドバイスが客観的であると思わせるような状況で、実際は株式の売却を望んでいる者から報酬を得てアドバイスをしている事実を隠していた (suppress) のなら、購入者は欺罔されているといわざるを得ない、として契約の解除を認めた。

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

ー 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およ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契約違反で訴えたという事案。

ー X と顧客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 방법으로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。

(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

←看板理論 (Shingle theory) ;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 審決や判例で発展してきたもの。それぞれの審決・判例ごとに若干定義が異なる場合もあるが、その大枠は、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顧客と取引することを黙示に表明している、とする理論。

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

ー 初めて看板理論が述べられたとされる事案。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。

ー 「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、ディーラーと顧客と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]信頼およ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 (Id, at 388-389)。」

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

- － 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。
 - － 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、市場での価格に合理的に関連した価格を請求しなければならない。顧客の注文の執行および証券の交付を2か月から5か月も遅れて行うことおよ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。
- ←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、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た。

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？
- (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

→このことから見えてくる「詐欺」とは？

Yが「虚偽の外観」を与えるという要素が重視されている

= 「実際と異なる印象」がYによって与えられたことが重要？

→(c)でいう「虚偽の外観」とは？

・ 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))」を引用し、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))。

・ Langevoort 教授は、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る（Donald C. Langevoort, *Fraud and Deception by Securities Professionals*, 61 TEX.L.REV. 1247, 1264-1266 (1983)）。

・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いえるかもしれない、と述べる（3 LOUIS LOSS, *SECURITIES REGULATION*, 1456(2d ed.1961)）。

→連邦最高裁の不開示に関するリーディング・ケースの述べた「詐欺の要にあるもの」とも整合的？（*Stewart v. Wyoming Cattle Rancho Com.*, 128 U.S.383(1888)）

（2）アメリカのインサイダー取引責任法理における「詐欺」

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想定されるが、それとは矛盾する行為——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——によって当該想定を虚偽にしたこと

② 不正流用理論

「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振りをしている（521 U.S. 642, 654.）」こと

（Fiduciary-turned-trader's deception）

7. まとめ