インサイダー取引規制および法執行に関する日米比較

山本雅道

本日は、お忙しい中、お集まりいただきありがとうございます。

早速ですが、九一七六と五八六、これは何の数字でしょうか。有名な数字ではないので、すぐにはイメージが湧かないかと思いますが、今日のメインテーマにつながる数字です。単位は文字とLetters（文字数）で、九一七六は日本、五八六はアメリカと言えば、少しお察しがつくのではないでしょうか。

日本におけるインサイダー取引規制の中心となる金商法（金融商品取引法）一六六条は、非常に長い条文です。そもそも金商法は長い条文が多いのですが、その中でも最も長いと言っていい条文の一つで、九一七六文字あります。これは金商法だけの文字数で、さらに施行令（金融商品取引法施行令）、内閣府令（金融商品取引業等に関する内閣府令）などが加わると、もっと膨大な数になります。他方で五八六文字は、アメリカで主に使われているRule-10b-5というインサイダー取引規制の中心となる条文です。数字を一つとっても、長く精密に規制する日本法と、ある程度漠然と短く規制するアメリカ法の違いが如実に表れていま

す。

さて、本日は、大きく三つのトピックについてお話します。

一つ目のトピックは規制の日米比較です。日本のインサイダー取引規制の中心となる金商法一六六条は、明確・詳細に定義づけられ、要件も細かく決まっています。一方でアメリカは、直接的にインサイダー取引を禁止する制定法はありません。確かにRule-10b-5は制定法の一つですが、インサイダー取引、未公表の事実といったことは全く書かれていません。あくまで一般的な証券に関する不公正な行為を禁止する非常に短い条文です。そのような中、Rule-10b-5をどのように法執行で使うのか。これを基にしてアメリカのＳＥＣ(Security and Exchange Commission　連邦証券取引委員会）が裁判を起こし、裁判所が判決を出した判例法、判断を積み重ねて、インサイダー取引の定義づけ、要件が整備されてきた歴史があります。

二つ目は、その規制を使って実際の法執行はどのように行われているのかということです。日本では刑事手続と課徴金手続があり、アメリカの場合は刑事手続、民事手続、行政手続があります。アメリカにおける法執行の特徴として、まず、民事手続は日本にないもので、法執行機関であるＳＥＣが行為者に対して裁判を起こす手続で、オプションが一つ多い。そして、行政手続は、課徴金手続と似ているところもありますが、ＳＥＣの中で行う手続です。さらに、民事制裁金という特徴ある救済手段があって、民事手続、行政手続で行為者に対してペナルティを科すことができます。

三つ目のトピックとして、近年の、特にアメリカにおける法執行に関する重要論点を三つ紹介します。

一つは、アメリカの場合、法執行が和解という結果に終わることが約九割と非常に多いのですが、そこにおけるポリシーについて最近少し変更がございます。二つ目は、去年、アメリカの行政手続で民事制裁金を科すのは憲法違反であるという画期的な最高裁判決が、特にＳＥＣの法執行に影響を与えたことを紹介します。三つ目は、アメリカにおけるインサイダー取引規制の範囲を広げる可能性のある去年の裁判所の判断です。これはまだ地裁のレベルの判断であるものの、新しい理論を使ったインサイダー取引規制につながる話を最後に紹介したいと思います。

なお、本日は、私の意見めいたことも多少申し上げることになるかと思いますが、あくまで私の個人的見解です。また、私はニューヨーク州弁護士の資格を継続しておりますが、本日はあくまで一般的な情報ということで、決して法的なアドバイスの提供ではありませんので、御注意ください。

一、インサイダー取引規制の日米比較

はじめに、日本法から紹介します。金商法一六六条は九〇〇〇字を越えますので、簡単に一覧表にまとめました（図表１）。

何を要件とするかは多少議論のあるところですが、一六六条一項は「会社関係者」を対象に、「会社関係者であって、重要事実を職務等に関し知った者は、当該重要事実の公表後でなければ、有価証券等の売買をしてはならない」旨を定めています。

また、一六六条三項では一次情報受領者を対象としています。「一次」というのが一つのポイン

図表１

１①　日本法(1)

【金融商品取引法166条】

	会社関係者（166条1項）	一次情報受領者（166条3項）
①	会社関係者であって	－
②	重要事実を	
③	職務等に関し知った者は	会社関係者から伝達された者は
④	当該重要事実の公表後でなければ	
⑤	有価証券等の売買をしてはならない	

- 金商法・政令（金商法施行令）・府令（課徴金に関する内閣府令）などで詳細な規定
- 罪刑法定主義の要請

トで、日本の場合はあくまで一次（最初）の情報受領者が規制対象となり、「重要事実を会社関係者から伝達された者は、当該重要事実の公表後でなければ、有価証券等の売買をしてはならない」旨を定めています。

先ほど、金商法一六六条は非常に長い条文だと申しました。私もＳＥＳＣ（証券取引等監視委員会）にいる時分には分厚い証券六法と格闘していましたが、金商法だけでは済まず、施行令、課徴金に関する内閣府令（金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令）などを見ないと、規制の全体像は見えてこないのです。

では、なぜここまで詳細に規定されているのでしょうか。一つの大きな理由は罪刑法定主義です。インサイダー取引は課徴金の制度もありますが、刑罰の対象になっています。刑罰が科される場合には、禁止されている行為を法律で明確に定

めなければいけません。例えば殺人罪であれば、どういう行為が犯罪になるかは明らかですから、条文を特別長くする必要はありません。一方、インサイダー取引は経済的に非常に複雑な犯罪ですから、これを条文にすると大変長くなり、かつ、金商法だけでは足りなくなるのです。

重要事実は、金商法と施行令で細かくリストアップされています。アメリカ法にはこういった定義は全くなく、法律で何が重要かも書いてありませんが、日本では重要事実が例示されています。実際に規定されている重要事実としては、次が挙げられます。

① 決定事実（1号）は、増資、M&A、新技術の企業化、業務提携など。

② 発生事実（2号）は、災害、訴訟、免許取消し、手形不渡りなど。

③ 業績修正（3号）は、売上高・経常利益・純利益・配当。

④ バスケット条項（4号）は、①～③を除き、当該会社の運営・業務・財産に関する重要事実で、投資判断に著しい影響を及ぼすもの。これは日本法らしさが無いというか、あまり細かく定義されていないように感じるかもしれません。実は「投資家が重要と考えるものが重要」というアメリカの判例を参考にしているのです。

①、②は投資家への影響を考慮して、影響力の小さいものは重要事実から外すということで、軽微基準が設けられているものもあります。また、実際にあったバスケット条項の適用例としては、薬品の副作用の発生、粉飾決算の発覚、製品の強度試験結果の改竄など、①～③に直接には当てはまらないものでした。

また、二〇一四年、金商法一六七条の二とし

図表２

1①　日本法(3)

【伝達・取引推奨規制（金商法167条の２・1項）】

①	会社関係者であって
②	重要事実を
③	職務等に関し知った者は
④	他人に対し
⑤	公表前に利益を得させる等の目的を持って（目的要件）
⑥	伝達又は取引の推奨をしてはならない

- 公募増資インサイダー事例を受けて、米国のTipping（情報の不正流用）理論をベースに、2014年に新たな規制として導入
- 刑事罰/課徴金は、当該情報伝達・取引推奨を投資判断の要素として売買した場合のみ（取引要件）

て、伝達・取引推奨規制が加わりました。「会社関係者であって、重要事実を職務等に関し知った者は、他人に対し、公表前に利益を得させる等の目的を持って（目的要件）、伝達又は取引の推奨をしてはならない」というものです（図表２）。

二〇一〇年前後は公募増資インサイダーが増えた時期です。公表されていない情報を基に取引をした者は従来のインサイダー取引の枠で捉えられたものの、そもそも問題となるのは情報を出した者ではないか、情報伝達あるいは取引の推奨も取り締まるべきだという声を受けて、二〇一四年にアメリカのTipping（情報の不正流用）の判例理論をベースに新たな規制が導入されました。なお、同条に関連して刑事罰／課徴金の対象となるのは、当該情報伝達・取引推奨を投資判断の要素として売買した場合（取引要件）です。

アメリカはコモンロー（判例法）の国であり判

例の果たす役割は非常に大きく、判例が先例的に後の判断を拘束します。判例法が制定法よりも優先されるという誤解を生む可能性がありますが、コモンローの国であっても、制定法があれば、制定法が優先されます。そこは日本と全く変わりません。ただ、制定法は、Rule-10b-5のように、かなり曖昧に書かれています。そこをどう解釈し、書かれていない部分はどうするかというところで、判例が制定法の解釈あるいは空白部分を補充する形で、一体として法になるのです。

アメリカでは、法令も連邦法と州法の二種類あります。連邦法は連邦議会が制定し、アメリカ全土、あるいはアメリカと海外の取引に適用されます。一方、証券の発行などにおいて、州で完結するような内容に関しては、独立した主権を持つそれぞれの州が、その州独自の法律を制定します。連邦法が規制する部分、州法が規制する部分、重なる部分がありますが、本日のお話は、連邦法の話だと思っていただいて結構です。

アメリカの証券取引法は、主に三つあります。

一つ目は、一九三三年に制定されたSecurities Act（連邦証券法）で、発行市場に関する連邦法です。

二つ目は、一九三四年に制定されたExchange Act（連邦取引所法）で、流通市場に関する連邦法です。非常に古い法律ですが、多くの改正を経て、いまだに効力がある二つのメインの連邦法です。

三つ目は、ＳＥＣ規則で、法執行の中心となるＳＥＣが作った規則です。イメージとしては日本の施行令に近いかもしれません。ＳＥＣが作った規則も、米国証券取引法の重要な一部になっています。これから説明するRule-10b-5はＳＥＣ規則の一つです。

図表３

１②　米国法(3)

操縦的及び欺罔的手段の使用

何人も、直接的又は間接的に、あらゆる証券の売買に関して、州際通商 (interstate commerce) の手段を用いて又は国法証券取引所の施設を利用して、以下の行為を行ってはならない。

1.詐欺を行うための策略、計略又は技巧を用いること
2.重要な事実について虚偽記載をすること、又は、状況に照らして、誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること
3.詐欺若しくは欺罔となる、又は、そのおそれのある行為、慣行又は業務を行うこと

これは、冒頭で五八六文字と言ったRule-10b-5の原文です。非常に短く、インサイダー取引や未公表の事実といったことは一切書かれていません。これを翻訳したものがこちらです（図表３）。

日本語に訳すと、証券に関して何か不正・不公正な取引をすることだろうなと推測できますが、これで何が規制されるのか、具体的に何が当てはまるのか、全くイメージが湧かないと思います。金商法のように「重要な事実」という言葉が使われているものの、これが何を示すか全く書かれておらず、対象となるものがリスト化されていることもありません。

実はRule-10b-5は、あらゆる証券に関する不公正取引に適用可能であり、実際に適用されています。インサイダー取引に関して、アメリカでは直接規制する条文はありません。相場操縦に関しては別の条文もありますが、実際にはRule-10b-5が

多く使われています。さらには、証券募集や売買における虚偽記載、例えば粉飾決算などもRule-10b-5の範疇になります。さらには、ponzi schemeなど証券に関する詐欺もRule-10b-5の違反になります。

SECがホームページで発表している法執行事例には、どのような案件でも間違いなくRule-10b-5違反が入っています。さらに裁判例も多いので、Rule-10b-5に関して、どう解釈するか、空白を埋めるような判例理論は非常に充実しています。アメリカの証券法専門の弁護士で、Rule-10b-5ばかり扱っている人もいるぐらい、使用頻度が高い条文です。

さらに、Rule-10b-5は全世界に適用されます。ただし、SECあるいは刑事事件を取り扱うDOJ（米司法省）がRule-10b-5を使うのは、アメリカの投資家や市場に何か影響があったり、米国内で一定の行為があったりした場合です。Rule-10b-5は、一般投資家が相手方や証券会社を訴えるためにもよく使われますが、その場合にはアメリカで上場、売買などの積極的な取引がないと使えません。このようになったのは、二〇一〇年のモリソン判決とその後の法改正によるものです。

モリソン事件は、基本的にオーストラリアの取引所で取引されているオーストラリアの会社の証券の虚偽記載について、オーストラリアの投資家が訴えたものであり、アメリカとはほとんど関係ありません。ですが、Rule-10b-5は使いやすいので、アメリカ外の投資家や弁護士がよく使って、アメリカで裁判が非常に増えてしまった。少し制限すべきだということで、Rule-10b-5の域外適用を制限するモリソン判決が下されたのです。それでも、Rule-10b-5はいまだに法執行や投資家による訴訟で頻繁に使われています。

そのほか、日本に関する事案に適用された例もあります。アメリカで上場している会社の日本にある子会社の虚偽記載がアメリカの証券に影響を与えたとしてRule-10b-5が適用されました。

実は日本にもRule-10b-5のような条文があります。それは金商法一五七条で、「何人も、次に掲げる行為をしてはならない」と、証券に関する不正、不公正な取引に広く適用できる条文になっています。これはかなり古い条文ですが、Rule-10b-5をモデルとして、あらゆる詐欺的行為を禁止しようという趣旨で制定されました。

ところが、Rule-10b-5とは異なり、私の知る限り、金商法一五七条が法執行で使われたことはありません。裁判例も、昭和四〇年の裁判など数件しかなく、ほとんど使われない条文になっています。

日本の法執行では、虚偽記載、相場操縦、インサイダー取引など、それぞれの個別規定が使われています。この違いについて、一つは、日本はシビルロー（制定法）の国なので、制定法にしっかり書かれたものでないと使いにくい事情があります。金商法一五七条違反は刑罰の対象になりますが、罪刑法定主義の観点からは、禁止行為の対象が明確とはいえません。一方、アメリカはコモンローの国なので、裁判で「これが法だ」と示すことで、曖昧な制定法の解釈を判例に委ねて規制を作ることができるのです。

Rule-10b-5には、もう一つ特徴があります。それは、Rule-10b-5は多くの事例に適用できますので、他の条文の違反があった場合に、排他的にどちらかしか適用できないのではなくて、重ねてRule-10b-5違反を問うことができ、その分、制裁金も増えることです。後でお話ししますが、民事制裁金は一つの違反ごとに科すことができます。

違反が増えれば増えるほど制裁金などが増えていくことになり、別の条文の違反プラス、Rule-10b-5違反という法執行が非常に多くなります。

続いて、インサイダー取引における Rule-10b-5 の適用例について、三つの有名な判例とともにご紹介します。

一つ目は、一九六八年の Texas Gulf Sulphur 事件で、インサイダー取引規制がアメリカで広く行われるようになるきっかけとなった事件です。鉱山会社が新しい鉱脈を発見したことを公表する前に、その会社に勤める人や、会社が雇ったコンサルタントなど、様々な人が株の取引を行ったことで問題になりました。高等裁判所では「重要な内部情報を有する者が証券の取引をする場合には、情報を開示するか取引を断念しなくてはならない」という開示・取引断念義務が示されました。Rule-10b-5をインサイダー取引の文脈で理解するとこうなるということが初めて明確に示された判決ですが、重要な内部情報を持っていたら、すぐ情報開示しない限り取引をしてはいけないというのは、規制の対象が広過ぎる、抑止効果が強過ぎるという批判が出ました。

次に紹介する判例は、一九八〇年の Chiarella 事件の最高裁判決です。ここでは、「証券の発行会社や株主に対して信認義務を負っている者が開示・取引断念義務を負う」とする、信認義務理論が示されて、開示・取引断念義務を負う者の範囲が明確化されました。

本件は公開買付に関する事案で、対象会社を公開買付によって買収しようとした会社は、投資家に開示文書を配るため印刷会社に印刷を依頼しました。そのとき、印刷会社の従業員（Chiarella）が情報を知って、公表前に対象会社の株を買い付けたのです。しかし、裁判所が示した信認義務理

論では、インサイダー取引をしたことにはなりません。なぜなら、この従業員は印刷会社あるいは買収しようとした会社に対しては何らかの義務を負っているが、対象会社に対しては特に何も負っていない。つまり、Chiarella は裁判所が示した狭い基準では対象にはならないということです。ですが、こういった取引を許していいのか、規制を狭くし過ぎたのではないかという批判があがりました。

そして、一九九七年に三番目の、O'Hagan 事件の判決が出ます。この判決によりアメリカのインサイダー取引の枠組みがかなり明らかになりました。判決では、ある者が情報源に対して負う信認義務に違反して、証券取引の目的で機密情報を不正流用した場合には、Rule-10b-5違反の詐欺を行ったことになるという不正流用理論が採用されました。

これも企業買収の案件で、取引をした人は、買収する側の代理人弁護士の O'Hagan です。同氏は対象会社の株が上がるということで、買収の発表前に株を買い付けましたが、対象会社には義務を負っていません。こういう人を許していいのかということで、不正流用理論が採用されました。O'Hagan が信認義務を負うのはあくまで買収者に対してです。しかし、その信認義務にも違反したら、これはインサイダー取引だということで、もともと非常に広かったインサイダー取引の概念が狭くなって、また少しより戻した形です。

いろいろな判例も加えて現在のインサイダー取引の枠組みをまとめますと、まず、自ら機密情報を得て取引をした場合、信認義務理論として、発行体や株主に対して信認義務を負っていればインサイダー取引になり、情報開示か取引を断念しなければなりません。一方、情報源に対して信認義

務を負い、当該情報を不正流用した者も、違反となります。

情報伝達（Tipping）の文脈で整理すると、まず、情報提供者（Tipper）が信認義務に違反して、個人的便益を受けられることを知って情報を提供した場合は、インサイダー取引、Rule-10b-5違反になります。一方、情報受領者（Tippee）は、最初の情報提供者が信認義務に違反していることを知って、あるいは知るべき立場にあって取引をした場合も、Rule-10b-5違反になります。日本のインサイダー取引規制では、一次情報提供者までが規制の対象ですが、アメリカの場合は、Tipper・Tippeeの関係がつながっていれば、二次、三次、四次と、芋づる式に法執行の対象になります。過去には、インサイダー取引の法執行事例として十数人が違反の対象になったこともあります。

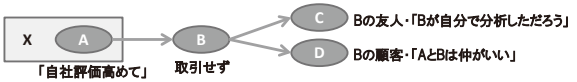
最後に、仮の事例を用いて日本法とアメリカ法の適用について検討したいと思います。

発行体Xの社長Aが、自社に対する評価を高めてもらおうと、証券アナリストB（発行体との契約関係なし）限りで、未公表の重要事実を伝えたとします。Bは自分で取引を行いませんでしたが、友人Cと自分のクライアントDに情報を伝え、CとDは重要事実公表の前にX株の取引を行い、BはCから金銭を受け取りました。また、Cは、Bが自ら分析した情報を教えてもらったと考えた一方、Dは、AとBが緊密な関係にあることを知っていたので、この情報はAから来たと薄々感づいていたというケースです。このような状況で、日本法とアメリカ法で、A、B、C、Dはそれぞれインサイダー取引規制違反となるでしょうか。

まず日本法の場合は、一次情報受領者までが規

図表４

1③　比較事例(2)



	日本法	米国法
A	× 情報伝達者だが、**目的要件**を満たさない	○ 情報伝達者。Aは発行体Xに**信認義務**を有する。**便益**は金銭に限られない。
B	× **二次**情報伝達者	○ 情報伝達者。BはAに対して**信認義務**を負う。Cからは金銭、Dからは将来のビジネスという便益。
C	× **二次**情報受領者	× 情報受領者であるが、Aが信認義務に違反していることを**知らない**。
D		○ 情報受領者。Aが信認義務に違反していることを**知っている**（受領者側は便益の有無関係なし）。

- ただし、事実認定により、結論が異なるケースもあり得る
  （例：Aに利益を得させる目的、Bは会社関係者）

制対象となります。Aは情報伝達者ですが、日本法では利益を得させる目的が必要ですので、評価の仕方にもよるものの、目的要件を満たさないのでAは違反にはならないことが考えられます。Bは自分自身では取引をしておらず、二次情報伝達者でもあるので違反に該当しなさそうです。CとDは取引をしていますが、二次情報受領者であるため違反にはなりません。つまり、日本法では、その明確性によって、全員違反に該当しないことが考えられます（図表４）。

ただし、事実認定によって異なる結論となることもあり得るでしょう。実際には利益を得させる目的がAにあったとか、「自社評価を高めて」が何か利益を得させる目的につながるとか、そういった認定ができれば、Aは情報伝達の規制違反になり得ます。あるいは、X社とBの間に何か契約関係があって、そのもとで情報が伝わったとい

うことであれば、Bは会社関係者になるので、一次情報伝達者として違反になり得ます。

一方、アメリカの場合は、まず、発行体Xに対して信認義務を有するAは、情報の伝達者として違反になり得ます。さらに、便益には金銭に限らず自社評価を高めることも含まれるので、AはRule-10b-5違反、つまりインサイダー取引規制違反になり得ます。

Bは、自分では取引をしておらず、情報伝達者としてAに対して信認義務を負うかどうかという議論はあるかもしれませんが、Cからは金銭を受け取っていますし、Dからは将来的にビジネスにつながる便益を受けたことになり、Bは情報伝達者としてRule-10b-5違反になり得ます。

Cは情報受領者ですが、B自身の分析の情報だと信じたのであれば、Aの信認義務違反を知らないことになり、規制の枠を外れます。Dについては、もともとAの信認義務違反があったからこそ、自分が情報を受けていることはわかるのではないかということでRule-10b-5違反になります。なお、情報受領者について、特に便益は問われません。

このような事例では、日本法の場合はインサイダー取引にならない、アメリカ法の場合はインサイダー取引になり得るという非常に明確な差が表れることがあります。

二、インサイダー取引に対する法執行の日米比較

私が所属していたSESCは、一九九二年、金融庁の一部として、金商法の執行機関という位置付けで設置されました。

SESCによる法執行手段の一つとして、課徴

金調査があります。違反行為の抑止と規制の実効性確保を目的としたもので、課徴金は、経済的な利得相当額が基準になっていることが一つのポイントです。もう一つのポイントは、行為ごとに具体的な算出方法が決まっていて、「この行為の場合は課徴金○○円」と算出できるようになっていることです。例えば、インサイダー取引の場合は、公表後二週間以内に最良の価格で売買できたという想定のもとに利益を計算し、金融庁内の審判手続を通じて納付命令が発出されます。対象者に不服がある場合には、行政裁判に訴えることも可能です。

もう一つは犯則調査です。罰則による市場の公正・健全性確保を目的としたもので、犯則の心証を得たとき、検察に告発します。インサイダー取引における刑事罰は、五年以下の懲役もしくは五○○万円以下の罰金、またはその併科となります。相場操縦や発行開示における虚偽記載は一○年以下の懲役もしくは一○○○万円以下の罰金またはその併科です。インサイダー取引はいわゆる形式犯で、形式的に要件を満たせば動機などは問わず違反になるということで、上限が異なっています。

アメリカのＳＥＣの法執行はこの後ご説明しますが、日本の法執行において異なる点としては、

① 日本ではＳＥＳＣが自ら原告となって裁判を起こすことはないこと。

② 調査を途中でやめることは当然あり得ますが、正式に和解をして法執行を行わないという選択肢が無いこと。

③ 課徴金は罰則・制裁ではなく、あくまで経済的利得相当額を剝奪するものであること。

などが挙げられます。

続いて、アメリカのＳＥＣによる法執行です。

SECは、正式には「証券及び取引所委員会」であり、一九三四年に連邦取引所法が制定された際に設立された、連邦証券取引法の執行機関です。

SECが有する権限として、行政権、立法権、司法権があります。行政権については、広範な調査権と行政・民事・刑事手続を通じて法執行を行うことができ、立法権はRule-10b-5などの規則を作れます。また、法そのものではありませんが、ガイドラインやノーアクションレターが法的な機能を果たすことがあります。ノーアクションレターとは、法的に白黒判断することが難しい取引を行いたい場合、その取引が問題ないかどうかをSECに文書で照会すると、それが問題ない取引で提案どおり行われた場合には、SECは法執行を行わない旨を回答し、それを公表する、というものです。ノーアクションレターによって、SECの法令解釈の立場が明らかになります。私が弁護士事務所に在籍していたときに、顧客の取引が法令違反のリスクがあるのでSECに問い合わせて、ノーアクションレターを返してもらった経験があります。司法権については、自ら行政手続を行うこともできますし、自主規制機関の処分の審査も行います。つまり、エンフォースメント、ルールメイキング、ジャッジメント、全ての権限を有し、さらには、作られた規則が非常に広く使われているということで、日本のSESCと比べると権限が広いと考えられます。

続いて、SECによる法執行の手段です。大きく三つ挙げることができます。

一つは行政手続きで、最近少し問題になっているところですが、SECが任命して雇用する行政法判事が裁判のような手続を行って処分を決めることができます。SEC内で完結する手続です。

2つ目は民事手続で、SECが原告となって連

邦地裁に民事訴訟を提起することができます。一点目の行政手続きとあわせて、どちらにおいても行為の差し止め、不当利得の吐き出し、そしてペナルティの意味合いのある民事制裁金を科すといったことができます。あるいは取引停止、役職員からの排除などを求めることができます。インサイダー取引の場合、民事制裁金は不当利得の三倍が上限となっています。

３つ目は刑事手続です。事案の性質により、連邦地方検事に事案を送付します。インサイダー取引の刑事罰は、二〇年以下の懲役もしくは五〇〇万ドル以下の罰金、または併科です。

アメリカの特徴として特に紹介したいのが民事制裁金です。ＳＥＣは設立から約五〇年間、制裁を科すにはまず刑事手続を使わなくてはなりませんでした。ところが、インサイダー取引等の不公正取引が横行して、ＳＥＣの権力をもう少し高める必要があるということで、一九八四年にインサイダー取引制裁法が制定されました。日本の課徴金はあくまで経済的な利得を剝奪するものですが、アメリカでは、裁判を起こせば、ペナルティの意味合いがある民事制裁金を請求することができるようになりました。

その後、二〇一〇年のドッド・フランク法にまつわる改正を含む三回の改正が行われ、民事制裁金の対象範囲が徐々に拡大していきました。民事制裁金を請求できる対象は、当初インサイダー取引のみであったものの、それ以外の証券法違反にも広がり、さらには、裁判を起こさなくても、ＳＥＣ内で完結する行政手続で民事制裁金を科すことが可能になりました。

インサイダー取引の場合には、民事制裁金は不当利得の三倍という上限がありますが、他の違反の場合、自然人か法人か、過失か故意かなど、違

反行為の態様に応じて上限額が決まっていて、その上限の中であれば、裁量的に金額を決めることができます。

また、違反の数え方にもSECに大きな裁量があります。インサイダー取引のときはそれほどではありませんが、ほかの不公正取引は違反行為「ごと」に何度もカウントすれば、それに従って民事制裁金もどんどん大きくなっていき、一件で一億ドルを超えるようなケースもあります。ちなみに二〇二三年のデータでは、SECが科した民事制裁金の合計額は約一六億ドルでした。

民事手続は裁判なので公平感がありますが、行政手続はSEC内の案件なので、ほとんどSECが勝ってきました。その中でこのように大きなペナルティを科していいのか、多くの議論がありました。

三、米国の法執行に関する近年の重要論点

本日の講演の最後のトピックとして、米国の法執行に関する近年の重要論点を何点か紹介します。

一点目は和解ポリシーの変更です。SECの行政手続・民事手続が実際に終結まで行きつくことは少なく、大部分は被告と和解しています。そして、和解案には「違法行為を否定も肯定もしない」という特徴的な文言が必ず入っています。アメリカの場合、法執行の対象になると、一般投資家が裁判を起こしたり、別の法執行機関からも法執行を受けたりと、裁判が頻発します。ですから、もし違法行為をしたと認めると、それがほかの裁判に大きな影響を与えることから、この文言

を入れることによって和解させやすくしています。

ＳＥＣの扱う案件は多く、途中で和解すればコストが削減できます。いわゆる回転ドアと言いますが、ＳＥＣ、投資家、証券会社はお互いに行き来があるので、深刻な対立を避けるために和解をすることもあります。被告側からすると、早めに終結できるメリットがありますし、裁判になって情報が公開されることは避けたい。あるいは、違法行為を認めなくてもよいのでここで和解をしたほうが得策ということで、多くの法執行案件は和解に終わっています。

現在も和解が大部分を占めることに変わりはないのですが、二〇一〇年代半ば、リーマン・ショックの後からは、ＳＥＣがより強い立場を出すために、特に悪質なケースは先ほどご紹介した、必ず入っていた文言がなく、あえて違法行為を認めさせて和解するケースも出てきています。

二点目のトピックは、ＳＥＣの行政手続きに関する去年の最高裁判例です。かつてＳＥＣは行政手続と民事手続をしっかり使い分けていました。行政手続はＳＥＣ内の手続なので、争点が少ない事案や業者対象に限定していたのです。ところが、行政手続の対象範囲が拡大し、裁判を起こさなくてもペナルティを科せるようになったため、特に二〇一〇年以降、行政手続の件数が激増しました。

民事裁判を行うのは中立の立場の裁判官・陪審員であり、どちらかに肩入れすることは建前上ありません。一方、行政手続の判断を行う行政法判事はＳＥＣに雇われていますので、ＳＥＣに不利な判断を下すことは考えにくいのです。実際にＳＥＣは行政手続のほとんどの案件で勝利をおさめてきました。民事裁判であれば理論的には五分五

分ですが、行政手続ではＳＥＣが勝つことがほぼ決まっていて、かつ、民事制裁金というかなり重いペナルティを科せる。それはおかしいということで、訴訟が頻発しました。

その結果、二〇二四年六月、ＳＥＣ対Jarkesyの連邦最高裁判決で、行政手続で民事制裁金を科すことはアメリカの連邦憲法違反であるとの画期的な判断が出ました。これ以降、ＳＥＣが民事制裁金という重い処分を科すには、行政手続ではなく、民事訴訟を提起する必要があるということで、ＳＥＣの法執行のスタンスが大きく方向転換しました。

アメリカは伝統的に行政庁の権限が強く、ＳＥＣに限らず、ＦＴＣ（米連邦取引委員会）などの行政庁は、伝統的に行政庁内の判断で民事制裁金・ペナルティを科してきたのですが、この違憲判決がかなり影響を与えていて、行政庁の権力が弱まる可能性があるだろうというのが今の一つの流れです。

三点目は、インサイダー取引に関する新しい流れ、シャドー・トレーディング理論です。

本日お話ししたように、インサイダー取引規制は、上場会社に関する重要な未公表情報を知って、当該会社の株式などを売買することを禁止するものです。一方、シャドー・トレーディングは、重要な未公表情報を知って、当該会社そのものの株ではなくて、その取引と経済的にリンクしている別の会社の株を売買することです。アメリカではこの行為が非常に増えてきて、規制すべきとの意見が出ていました。そして、二〇二四年四月、地裁判決ではありますが、ＳＥＣ対Panuwatの事件で、シャドー・トレーディング自体もインサイダー取引になるのだという初めての判断が示されました。

この事件は、M社社員のP氏が、M社がファイザーに買収されるという内部情報を入手し、M社の株を買えば当然インサイダー取引になるところ、P氏はM社の株ではなく、同業種・同規模のI社の購入オプションを買い付けたというものです。そして、買収公表後にM社だけでなくI社の株も高騰したことでP氏は利益を得た。これがいわゆるシャドー・トレーディングです。従来のインサイダー取引規制の範囲では規制対象とならなかった事例に対して、SECは、P氏はI社株購入のためにM社の情報を不正流用した、他の会社の株の購入のためにもその情報を使ってはならなかったと主張しました。

それに対して連邦地裁は、これがRule-10b-5違反になると初めて認めました。今後、高裁、最高裁で争われる可能性があり、判決は確定しておりませんが、今後の取引規制の範囲をかなり拡大するおそれのある、非常に重要な判決です。

最後に、本日の説明を振り返ります。

そもそも日本は制定法の国であり、明確性・安定性を重視します。そこで、九一七六文字の金商法一六六条プラス、施行令・内閣府令で細かく定義づけ、要件づけがなされています。

一方、アメリカは判例法の国です。もちろん制定法がないわけではありませんが、柔軟性・機動性を重視するので、短く曖昧なRule-10b-5の条文をあらゆる証券の不公正取引に適用できる。そして、さまざまな判例の積み重ねによって、何がインサイダー取引なのか、何をするとインサイダー取引になるのかということが定まってきました。これはどちらが良い・悪いではなく、考え方の違いだと思います。アメリカのインサイダー取引を研究している学者の中には、アメリカの規制は広過ぎる、取引を抑止する効果が大き過ぎる、明確

に書かれている日本の法律のようにすべきだと主張する方もいます。

法執行の面では、ＳＥＳＣには民事手続や和解のオプションはありません。また、民事制裁金もなく、あくまで行為ごとに経済的利得額を計算して出す課徴金が決まっています。

一方でＳＥＣは、民事手続・行政手続を活用して、その多くで和解を勝ち取ってきました。さらに、多額の民事制裁金を科してきた歴史があります。しかし、先ほど紹介した二〇二四年の連邦最高裁判決でツールの一つを失ったといいますか、行政手続において民事制裁金を請求できない。もし民事制裁金というペナルティを科したいのであれば、民事手続を起こさなければならないということで、方針転換が起こっています。

日本の場合は、新しい情報伝達・取引推奨規制を導入しようとすると、明確性・安定性重視の観点から、制定法で明確に定める必要があります。ところがアメリカでは、制定法の Rule-10b-5は全く変わっていません。ただ、判例で新しい判断をすると、それが法になる可能性がある。ですから、シャドー・トレーディングのような新しい形態の取引であっても、従来のインサイダー取引の範囲を広くして規制の中に捉えていくことも、可能性としてはあり得ます。

そろそろお時間になりましたので、ここで一旦終了させていただきます。御清聴ありがとうございました。（拍手）

○森本理事長　山本様、インサイダー取引規制について、日米の違いを規制及び執行面から非常にわかりやすく、明快に説明していただきまして、ありがとうございます。

それでは、皆様から御質問、御意見をいただき

たいと思います。いかがでしょうか。

○質問者　アメリカのＳＥＣのインハウスジャッジ自体は、かつては年に数件あるかないかだったものが増え、今日のお話ですと、ドッド・フランク法の中で適用範囲が広がったということです。ただ、インハウスジャッジの要件について、「こうしなければいけない」という細かい規定はドッド・フランク法の中にもなかったと思います。ＳＥＣがインハウスジャッジを増やすことになった契機は何かあるのでしょうか、さらに、最高裁でインハウスジャッジが否定されたのは大きなニュースになったと思いますが、これはシェブロン法理がひっくり返ったことと関係があるのでしょうか。

　また、これまでは連邦法に明確に書いていなくてもＳＥＣの専門性を重視していたところ、先ほどのモリソン判決のお話のように、最高裁で「やはりこれは連邦法でしっかり書きなさい」という姿勢が示されています。そうすると、同じような論理でシャドー・トレーディングも、連邦法でしっかりと書いていない範囲までＳＥＣが対象を広げたことに関して、今後の裁判で否定的な見解が示されることも考えられるかと思いますが、それについて御意見はいかがでしょうか。

○山本　シェブロン法理は「曖昧な法律の解釈については行政庁の判断が尊重される」という考え方です。伝統的にアメリカは行政庁の権限が強いのですが、その流れが少し変わって、行政庁にそれほど大きな裁量権を与えないという判例が出ました。それとあわせると、行政庁の権限はかつてほど強くない方向に行くと思います。

　ドッド・フランク法はいろいろな改正の中の一つで、行政手続でも一般的に民事制裁金を科すことができるという権限が明確に与えられました。

ただ、先ほどのシェブロン法理の変更もありますし、今回のシャドー・トレーディング自体は、ＳＥＣ内の手続ではなくて、あくまで民事裁判で公平な裁判官がジャッジしたということですが、今回のＳＥＣの主張がどこまで重視されていくか。行政庁の権力を弱めていくような流れで行くと、またひっくり返る可能性もなくはない。そこはまさに御理解のとおりだと思います。

○**森本理事長**　御説明にありますように、同じインサイダー取引規制でも、日米で規制の建てつけや執行の仕方が大きく違い、アメリカのほうがペナルティも重いのですが、その結果、日米のインサイダー取引の抑止にどれだけの違いが生じているのでしょうか。

○**山本**　その点は明確なデータがあるわけではありません。規制の内容や方向性は異なるのですが、だからといってアメリカでインサイダー取引が全くないわけでもないし、日本でインサイダー取引が横行しているわけでもありません。実際にはどちらの方向性も考えられるところであり、結果として実効力を発揮しているのではないでしょうか。法執行をしていた立場で言いますと、アメリカであればこの案件は行けるのに、日本はこう書いてあるから行けないという忸怩たる思いをしたことはありますが、感覚としては実効力にそれほど大きな差はないと思います。

○**森本理事長**　本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきます。

山本様、本当にありがとうございました。（拍手）

（**やまもと　まさみち・名古屋商科大学 教授・ニューヨーク州弁護士**）

（本稿は、令和七年三月二四日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

山　本　雅　道　氏

御　略　歴

（名古屋商科大学経済学部教授・ニューヨーク州弁護士）

1999年慶応義塾大学法学部法律学科卒業。同年東京電力に入社し、2007年Vanderbilt University Law School 卒業（J.D. 法務博士）。

その後 Milbank 法律事務所、Ropes & Gray 法律事務所、Dassault Systems 株式会社、金融庁・証券取引等監視委員会　国際取引等調査室室長補佐、神谷法律事務所顧問、The University of Iowa College of Law 修了（S.J.D. 法学博士）、LINE 株式会社法務部長を経て2022年より現職。慶應義塾大学法科大学院非常勤講師。