

「法人関係情報」の範囲及び管理について（下）

—アメリカ合衆国における法制度との比較を通じた一考察—

小 林 史 治
萬 澤 陽 子

要 旨

「法人関係情報」（金融商品取引業等に関する内閣府令1条4項14号）等の管理に関する規定（金融商品取引法40条2号，同府令123条1項5号）に相当するものとして，アメリカでは，「重要な未公開情報」の不正利用防止のため，ブローカー・ディーラーに対し，書面化された「方針・手続」の「制定・保持・執行」を要求する規定（証券取引所法15条(g)）が存在する。当該規定が具体的に何を求めているかについて，「重要な未公開情報」の範囲と，当該情報の不正利用を防止するための「方針・手続」に係る「制定・保持・執行」に焦点を当て，いくつかの具体的事例を通じて考察した上で，日本の「法人関係情報」の範囲及び当該情報に関する管理等に係る「必要かつ適切な措置」との比較検討を行う。

まず，アメリカにおける「重要な未公開情報」の範囲については，具体的事例の中で問題となったことはないと思われる。これは，おそらく「重要」な情報の意味が判例法上すでに明らかとなっている，言い換えれば事実・情報の「重要性（materiality）」の基準は，証券取引に関する法全体として同一のものが適用されるため，当該基準が取引所法15条(g)にも妥当すると一般に理解されているものと思われる。これに対して，日本の「法人関係情報」の範囲は，インサイダー取引規制の対象となる「重要事実」よりも一般に広く捉えられているとされているが，両者の範囲を違うものとすることの合理性について，規制の趣旨等から考察を行う。

次に，「方針・手続」の「制定・保持・執行」については，日本の管理の「必要かつ適切な措置」と比較して一見相当部分が重なるように見えながらも，不公正取引・情報の不正利用防止のための方策，想定される不公正取引の主体，そして規制内容について相違があると思われる。これらの相違がなぜ生じるのかの検討を通じて，日米それぞれで採られてきた制度の特徴を浮き彫りにすることを試みる。

目次

<p>I. はじめに</p> <p>1. 問題の所在</p> <p>2. 法人関係情報に関する法令等における規律</p> <p>3. 検討の意義</p> <p>II. 法人関係情報の範囲について — インサイダー取引規制における重要事実との相違について —</p> <p>1. 総論</p> <p>2. インサイダー取引規制との相違</p> <p>III. 法人関係情報の適切な管理について — 本邦における法人関係情報に関しての行政処分事例を通じて —</p>	<p>1. 具体的事例</p> <p>2. 事例を通じての考察</p> <p style="text-align: right;">【以上、前号】</p> <p>IV. アメリカ合衆国における規制について</p> <p>1. 規制の概要</p> <p>2. 具体的事例</p> <p>3. 事例を通じての考察</p> <p>V. 検討</p> <p>1. 法人関係情報の範囲に関して</p> <p>2. 法人関係情報の管理に関する「必要かつ適切な措置」について</p> <p>3. むすびに代えて</p>
---	--

IV. アメリカ合衆国における規制について

1. 規制の概要

日本の「法人関係情報」(金融商品取引業等に関する内閣府令(以下「金商業等府令」という。))1条4項14号)等の管理に関する規定(金融商品取引法(以下「金商法」という。))40条2号、同府令123条1項5号)に相当するものとして、アメリカ合衆国(以下「アメリカ」という。))では、「重要な未公開情報」の不正利用の防止、すなわちインサイダー取引の防止のために、ブローカー・ディーラーに、書面化された「方針・手続」を「制定・保持・執行」することを要求する規定である証券取引所法(Securities Exchange Act、以下「取引所法」という。))15条(g)が存在する。以下では、アメリカのインサイダー取引規制一般について言及した後、取引所法15条(g)の制定された背景的事情、その内容、意義、及びその実効性確保の方

法等について論ずる。

(1) アメリカにおけるインサイダー取引規制と取引所法15条(g)

アメリカでは、日本より早い時期にインサイダー取引が法的に問題となったが、それに対処したのは既存の制定法の規定と当該規定に関する判例法であった。すなわち、1960年代に初めてインサイダー取引が問題となった審決で責任を肯定するために使われた条文は、従来から存在した詐欺を禁ずる一般条項である取引所法10条(b)¹⁾であり、その後議会がインサイダー取引を規制する個別具体的な条文を制定しなかったため、インサイダー取引規制は同条項をめぐる判例法で発展することになった²⁾。

それでも、その規制を実効的にするための補助的なルールはいくつか制定されており³⁾、その一つが取引所法15条(g)⁴⁾であった⁵⁾。この規定は、ブローカー・ディーラー⁶⁾が、重要な未公開情報(material, nonpublic information)を不正に利用しないようにするために、書面化された(written)方針(policies)と手続

(procedures) を制定 (establish)・保持し (maintain), 執行する (enforce) ことを要求する⁷⁾。これは、日本の証券会社に相当するブローカー・ディーラーに違法なインサイダー取引の未然防止のための内部体制の確立を要求している点で、本稿で論じてきた法人関係情報等の管理に関する規定に相当するものといえる。そこで、以下では、アメリカで不正利用が禁じられる「重要な未公開情報」が日本の法人関係情報と比較して、また「書面化」された「方針・手続」の「制定・保持・執行」が日本の管理の「必要かつ適切な措置」と比較して、それぞれどう理解されるのかを考察するために、アメリカにおける、「重要な未公開情報」が不正利用されないようにするための「書面化」された「方針・手続」の「制定・保持・執行（以下、三者を区別する必要がない場合には「制定等」という。）」について検討する。

（２）取引所法15条(g)導入の経緯⁸⁾

取引所法15条(g)が導入されたのは、1988年の内部者取引・証券詐欺規制法 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act, 以下“ITSFEA”という。)によってである。同法は、違法なインサイダー取引防止のために支配者（雇用者）の役割を強化するものであった⁹⁾。なぜなら、取引所法15条(g)はブローカー・ディーラーの組織（雇用者）に対して、（被用者による）重要な未公開情報の不正利用を防ぐための方針・手続を制定等する積極的義務を課し、その違反を後述する懲戒手続 (disciplinary proceeding) の対象にするのみならず、支配者 (controlling person) としての責任（以下「支配者責任」という。）の対象にしたからである（取引所法21A条(b)(1)(B)¹⁰⁾。

支配者責任の規定として、これ以前にも取引所法20条(a)¹¹⁾が存在したが¹²⁾、同法21A条(b)(1)(B)は少なくとも次の2点で大きく異なるものであった。まず1つはその制裁であり、前者が支配者に法令違反者と連帯して責任を負わせるのに対し、後者は支配者に100万ドル、又は違反行為の結果得られた利益あるいは避けられた損失の3倍を超えない金額に相当する民事制裁金¹³⁾ (civil penalty) を課し得るとしていた¹⁴⁾。もう一つはその適用対象であり、前者が取引所法違反の者を支配していた者一般と広いのに対し、後者が同15条(g)違反の支配者のみとしていた。すなわち、取引所法21A条(b)(1)(B)は、被用者による違法なインサイダー取引が行われた時に支配者（雇用者）が当該積極的義務を悪意または無思慮に (knowingly or recklessly) 怠っていた場合（同法15条(g)違反）、支配者（雇用者）に特別に厳しい制裁を課す規定である。これは、「[支配者（雇用者）に]被用者を熱心に監視監督するインセンティブを増加させる」¹⁵⁾のために設けられた制度で、ITSFEA制定の主要な意義の一つとされている。

（３）取引所法15条(g)の実効性確保の方法

取引所法15条(g)は、他の条項と同じように、当該条項を実効的にするために、アメリカの証券取引法制における執行機関である Securities and Exchange Commission（以下“SEC”という。）に対して規則制定権限を付与していた¹⁶⁾。これに基づいて、SECはブローカー・ディーラーによるチャイニーズ・ウォールに関する方針・手続について包括的な調査を行い、さらに、国法証券取引所 (National Securities Exchanges) 等の自主規制機関による、その会員のチャイニーズ・ウォールへの取り組みに関す

る監督状況も調査したが¹⁷⁾、その結果、規則を制定しないという結論に達した¹⁸⁾。なぜなら、調査の結果、すでにブローカー・ディーラーによりチャイニーズ・ウォールに関する一定の手続が採られており、それにSECが介入することは、業務内容、人数、規模などが異なる組織で採られるべき「方針・手続」を不必要に固定化してしまうことを懸念したからとされている¹⁹⁾。

そもそも、チャイニーズ・ウォールとはITSFEAによる取引所法改正以前から存在する概念であった²⁰⁾。1961年のCady 審決²¹⁾で、あるブローケージ・ファームのパートナーは、同僚で他の会社の取締役でもあるBから当該会社の配当金削減の情報を得て、同情報公表前に同社の株式を売却したことにつき、ブローケージ・ファームとともに責任が課せられたが、SECは、当該審決後、さまざまな業務を行うブローカー・ディーラーの異なった部門間で未公開情報が流れることを防止する目的で、チャイニーズ・ウォールを構築するよう働きかけたとされる²²⁾。この背景には、Cady 審決で単に自分の有する情報を取引前に開示しなかったブローカーに10b-5上責任が初めて認められ²³⁾、ブローカー・ディーラーが相反し得る義務を同時に負うことになるかもしれない可能性が示されたことがあったと思われる²⁴⁾。

このように、チャイニーズ・ウォールは、法令によって採用されるようになったわけではなく、また、取引所法15条(g)でSECに規則制定権限が認められた後も、規則によって規定されることにはならなかった。しかし、このことはSECがチャイニーズ・ウォールの維持・運営について何も関与しなかったことを意味しない。なぜなら、SECは前述の調査の後、その

質の向上が必要であると強調し、必要な最低基準 (minimum standard) を定立したからである。ただし、当該基準の実現は、(必要があれば自主規制機関による関与を伴った)ブローカー・ディーラー自身による試行錯誤のプロセスを通じてなされるべきとして、SECは自主規制機関と協力して問題点に対処することに焦点を当て、また、その実効性を確保するために、ブローカー・ディーラーを規制する自主規制機関を監督するとの立場をとったのである。

(4) 取引所法15条(g)のための最低基準

(i) SECが定立した最低基準

SECが定立したチャイニーズ・ウォールに関する最低基準とは、①被用者による取引及び自己勘定取引に対する監視 (review of employee and proprietary trading)、②コンプライアンス部門のチャイニーズ・ウォールの運営における役割の増大と部門間の接触に対する実質的監視 (substantive supervision of interdepartmental communication by the firm's compliance department)、③手続の書面化・記録化 (memorialization and documentation of firm procedures)、④重要な未公開情報を有する時の自己勘定取引に関する手続の採用 (procedures concerning proprietary trading when the firm is in possession of material, nonpublic information) である²⁵⁾。

まず、①について、SECはウォッチ・リストまたは取引制限銘柄リスト²⁶⁾を使用し、被用者による取引及び自己勘定取引を監視することが必要と述べ、同旨を規定したニューヨーク証券取引所 (New York Securities Exchange, 以下“NYSE”という。)のルールに言及してい

る²⁷⁾。当該ルールは後述する。

次に、②について、SECは、チャイニーズ・ウォールの運営手続を組織化し書面として提出する必要があると述べている。すなわち、当該手続が内部のメモの寄せ集めのもの、被用者マニュアルの抜粋、又は一枚の文書ではなく、組織化され書面化されることが要求されるというのである²⁸⁾。特に、部門間の情報の流通や取引の監視・分析、及び調査手続が、ITSFEAを遵守する形で整備・明確化される必要性が強調され、SEC及び自主規制機関はその明確化された手続をもって当該組織における手続の十分性を判断するとされる²⁹⁾。また、コンプライアンス部門がチャイニーズ・ウォール運営の中心となり、情報を一元化して記録化し、ウォッチ・リスト及び取引制限銘柄リストの管理をするのみならず、被用者の取引を監視するべきであり、それ以外のリストの内容や全体の状況を把握できていない者によって監視されても不十分と述べている。

③について、SECは、手続は書面化されるだけではなく記録化されるべきと述べている。多くのブローカー・ディーラーは、部門間の交流や毎日の取引の監視に関する十分な記録を持たないが、このことは手続や遵守状況の十分性の審査・判断を極めて困難にするとして、記録化するよう説く³⁰⁾。ただし、記録化の義務は一律に課せられるべきではなく、組織の規模の大きさや業務内容によることから、それは自主規制機関が基準を打ち立てるべきとする³¹⁾。

④について、SECは、組織として重要な未公開情報を保有しながら自己勘定で当該会社の株式を売買することに関する制限は必要ではあるが、一律に禁ずることは適当ではないとする³²⁾。

(ii) SECの最低基準の意義

このように、定立された最低基準は様々なことを述べているが、次のように要約できるものと思われる。まず、組織の中のコンプライアンス部門³³⁾が当該チャイニーズ・ウォールの運営の中心となること、及びその手続は基本的に書面化・記録化され明確な形で存在するようにする必要があることを前提として、情報を一元化して記録すること、ウォッチ・リストや取引制限銘柄リストの作成・使用・管理すること、部門間の情報の流通を監視・分析すること、そして被用者による取引・自己勘定取引の禁止又は制限に関する手続を採用してそれに基づいて監視することが要求されるということである。すなわち、重要で未公開の可能性のある情報が集められたコンプライアンス部門が主体となって、ウォッチ・リスト及び取引制限銘柄リストを作成・管理し（前述のSECによる最低基準の①・②に該当。以下同じ。）、重要な未公開情報を定期的を受領する部門や当該情報を管理するコンプライアンス部門から情報が流れないように監視・記録するとともに（②・③）、ウォッチ・リストや取引制限銘柄リストに掲載された証券の、被用者によるあるいは自己勘定での取引について手続を採用し監視・記録する（①・③・④）ことが、SECが取引所法15条(g)を遵守するといえるための満たすべき要件であると思われる。

この最低基準の定立を受けて、全米証券業協会（National Association of Securities Dealer, 以下“NASD”という³⁴⁾。）及びNYSEは、1991年6月に、ITSFEAの要件に従った十分なチャイニーズ・ウォールの方針及び手続に関する最低要件についての覚書を公表した³⁵⁾。それは、上述のSECによって定立された最低基準

を具現化し、自主規制機関の会員がそのために満たすべき指針を提供するものであった。

例えば、①及び④については、取引制限銘柄リスト及びウォッチ・リストに関する運営の(例えば、当該リストに記載される又は外される)要件・手続を明確化・書面化することを要求する。さらに、当該リストに基づいた自己勘定取引又は被用者による取引の監視については、NYSEのルール³⁶⁾342.21と351が規定する。すなわち、自己勘定取引・被用者による取引は、取引所法その他違法なインサイダー取引を禁ずるルール違反の審査対象となり(342.21(a))、審査を行った者の氏名を記載して、その審査結果を四半期に一度取引所に書面で提出することを要求する(351(e))。また、もし審査で疑わしい取引が明らかになった場合に迅速に内部調査が行われなければならないと規定する(342.21(b))。

また、②については、取引及び販売部門から未公開情報を定期的に受領する部門を物理的に隔離すること、及び未公開情報を取扱う部門の記録を他の部門と分けることにより情報アクセスに対する制限を設けること、部門間の情報流通について監視することなどを要求する。情報の流通について留意すべき点は、当該情報の内容が明確な形で流れなくても、例えば、インベストメントバンキング部門の者が調査部門にただ情報を求めた場合など、それ自体が未公開情報を付与したと同様の意味を持つといえるようなとき、情報の流通が肯定されることである。この場合、当該調査部門の者は壁を越えた者(over the wall)としてコンプライアンス部門及び(又は)法務部に報告するよう求められるのである。

③について、手続の書面化は、例えば

NASDのルール3010(b)で、職務の監督に関する書面化した手続を制定等することが要求されている。

このように、SECによって定立された最低基準は、自主規制機関の覚書やそのルールによって具現化されている。自主規制機関のルール及び当該覚書³⁷⁾に違反した場合、当該自主規制機関による制裁が課せられるが³⁸⁾、SECによっても取引所法15条(g)違反として懲戒手続(disciplinary proceeding)が開始され得る。以下、具体的事例を紹介する。

2. 具体的事例

取引所法15条(g)違反の懲戒手続は、同条(b)(4)³⁹⁾及び21C条⁴⁰⁾に基づいて、15条(g)の要求する、重要な未公開情報を不正に利用しないようにするための「書面化」された「方針・手続」が、当該ブローカー・ディーラーで「制定等」されていないとSECが判断する時、当該ブローカー・ディーラーに対して開始される⁴¹⁾。具体的事案では、上述したSECの定立した最低基準の「制定等」が問題とされたが、特に次の3点について議論が集中したように思われる。それは、(a)重要な未公開情報のある部門が一元的に管理すること、(b)重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視すること、そして(c)自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること、である。これらについてSECがどのような問題点を指摘したのかについて、以下検討する(なお、以下事例では、便宜上、各ブローカー・ディーラーをすべてYとする)⁴²⁾。

(a) 重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること

重要な未公開情報がある部門が一元的に管理するためには、当該部門にそういった情報がすべて集められる必要がある。これにつき、手続きが不十分とされた事例として、例えば Gabelli & Com., Inc. 審決⁴³⁾がある。この事案で Y は、(i)重要で未公開情報の可能性のある情報を保有しているとき顧問弁護士 (counsel) に報告することを各被用者に要求すること、(ii)法務部（又はコンプライアンス部門）によって取引制限銘柄リストが作成・運営されること等についての方針・手続をとっていたが、SEC は、これらの方針・手続が取引所法15条(g)の要件を満たさないとした。なぜなら、(i)の報告義務は自己申告制 (self-reporting) であり、情報が重要で未公開であるか否かについての判断を各人に任せることになるが、それでは実効性がないからであり、第三者による客観的なチェックが行われるべきとされた。また、同様の事案として Certain Market Making Activities on NASDAQ 審決⁴⁴⁾でも、報告義務について、情報が重要であるか否かの判断を取引者本人に委ねているが、その者には法的知識がなく、取引者が未公開情報を取得した場合に当該証券について取引を続行することができるか否かを適切に判断できないことが問題点として指摘されている。これらとは少し事案が異なるものであるが、Morgan Stanley & Com., Inc. 審決⁴⁵⁾でも、報告義務及びその履行に基づいたウォッチ・リストの作成について、これらの手続が適切に踏まれているかを監視する制度が定められていない上に、すべての重要な未公開情報が統括部に集められるようにするための制度もないことが不十分とされている。

ここで留意すべきことは、重要な未公開情報を一元的に管理する部門に報告義務を課すだけでは、取引所法15条(g)を満たすのに不十分とされていることである。なぜなら、情報の重要性（及び未公開性）の判断を情報受領した者に委ねているからであり、これには少なくとも二点問題があると指摘されている。1つは、情報が重要であるか否かを判断できるだけの知識を有していないと思われること、もう1つは報告の実効性に疑問があることである。両者のいずれを欠いても、情報の一元的管理は実現しないということである。

(b) 重要な未公開情報に日常的に接する部分と他の部門の間の交流を監視すること

重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視するとは、重要な未公開情報が一元的な管理部門以外の部門に流れないようにする、及び流れた場合（壁を越えた場合）にはそれを監視するということである。例えば、Banc of America Securities LLC 審決⁴⁶⁾では、調査部からの格付け情報等の十分な管理が執行されていなかったこと、当該情報を公表前に会社の取引者が入手し使用することについて制限する有効な方針が書面化されていなかったこと、及び調査部門と販売部門の連絡役を担っていた部長の有する公表前の調査部の情報へのアクセスについて方針・手続が定められていなかったことから取引所法15条(g)違反が認められる、とされた。すなわち、情報が一元的な管理部門以外の者に流れないようにするための方針・手続が実効的に規定されていなかったことが問題となったのである。また、Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith Inc. 審決⁴⁷⁾でも、Y の採用していた方針には、インサイ

ダー取引違反には刑事責任及び民事責任がかけられる程度のことしか規定しておらず、Y内部で顧客の注文も含めた情報が集められる場所へのアクセスの制限・監視の仕方を規定していない点から方針・手続が不十分とされ、Y内部の事情に応じた情報流出防止のための合理的な方針・手続が採られていないことが問題とされた⁴⁸⁾。

(c) 自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること

自己勘定取引及び被用者による取引を監視するとは、重要な未公開情報に基づいた取引をしていないかを、それに接することの可能な者について監視するということである。これは、ウォッチ・リストや取引制限銘柄リストの作成を通してなされるが、適切に執行されていなかったことが問題となった事例が何件か存在する。例えば、Fox-Pitt, Kelton, Inc. 審決⁴⁹⁾及び Morgan Stanley & Com., Inc. 審決⁵⁰⁾では、ウォッチ・リスト掲載の証券に関する取引が監視されていなかったことが問題とされた。また、すべての被用者に対して取引のための口座はYに開設するよう要求していたが、外部に口座を持つことが實際上多く認められており、その結果ウォッチ・リストに掲載されている証券取引について十分監視がなされていなかった Janney Montgomery Scott LLC 審決⁵¹⁾もある。

さらに、Guy P. Wyser-Pratte, Wyser-Pratte Management Co., Inc. 審決⁵²⁾では、Yの自己勘定取引で実質的に取引をする者が重要な未公開情報を定期的に受領する場合には、情報が重要及び未公開であるかを自分で判断し、そうであるなら取引が禁じられるという一般的な要求とは異なる、より厳格な要求が規定され

るべきとされており、⁵³⁾実情に沿った形で取引の監視が行われるための個別具体的な「方針・手続」も要求されていると思われる。

3. 事例を通じての考察

以上、アメリカにおける具体的な事案をいくつか紹介してきた。これらから、取引所法15条(g)は何を意味するといえるであろうか。本稿におけるテーマである、不正利用が禁じられる「重要な未公開情報」と、「書面化」された「方針・手続」の「制定等」に焦点を当てて検討する。

まず、「重要な未公開情報」の範囲については、これらの事案で論じられていない⁵⁴⁾。これは、情報の重要性 (materiality) が何を意味するのかは、判例法上すでに決着がついており、それが取引所法15条(g)にも妥当すると考えられていることに基づくものと思われる。すなわち、連邦最高裁判例である TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.⁵⁵⁾は、重要な事実 (material fact) につき虚偽又は誤導的な言明を含んだ委任状勧誘を禁じている SEC ルール14a-9について、当該事実の「重要」性とは「合理的な株主が議決権行使の判断に当たって重要と考えるであろう可能性が実質的にある」⁵⁶⁾とときに認められると判示したところ、この基準は、同じく連邦最高裁判例である Basic Inc. v. Levinson⁵⁷⁾で、取引所法10条(b)及び SEC ルール10b-5の重要性についても妥当するとされ⁵⁸⁾、この重要性 (materiality) の判断基準として確立するにいたった⁵⁹⁾。当該基準の適用範囲は、SEC ルール14a-9及び10b-5のみならず、他の重要性が問題となる条文も含むとされ、証券取引に関する法全体として重要性の基準は同一のものが適用されると理解されているものと

思われる⁶⁰。

次に、「書面化」された「方針・手続」の「制定等」については、具体的事例において何が求められていたといえるであろうか。この点につき、これらの事例で求められていたのは、①実情に応じた「方針・手続」の採用及び②当該「方針・手続」の「執行」を担保する制度の確立であったと思われる。

①については、例えば、Guy P. Wyser-Pratte, Wyser-Pratte Management Co., Inc. 審決で、自己勘定取引について実質的な判断権を有する者が重要な未公開情報を定期的に受領する場合には、それ以外の職員とは別の、当該情報の不正利用を防止するのに有効な方針・手続が採用されるべきとされていたし、Banc of America Securities LLC 審決で、調査部門と販売部門の連絡役を担っていた者についても、それに応じた手続が定められていなかったことが問題視された。すなわち、各ブローカー・ディーラーが重要な未公開情報にどのように関わるかによって、採用されるべき「方針・手続」が変わってくるのであり、それぞれの実情に沿う形でそれらが採用されるべきである、との立場が採られているということである。

次に、②については、例えば、(a)の「重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること」や(c)の「自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること」に関する議論において強く表れていると思われる。具体的に、(a)では、SECは重要な未公開情報を会社の定められたある部門に報告する義務を規定するだけでは不十分で、実際当該情報が報告されるようにするために、例えば情報の重要性・未公開性を、情報を受領した本人ではなく法的知識を有する客観的判断の可能な第三者によって判断される手

続を採用するよう求め、報告義務が適切な形で執行される可能性をより高めるであろう制度的手続を要求していたし、また、(c)でも、取引に対する実質的な監視を実現するために必要と思われる具体的で明確な手続——例えば、適切な手続に則って作成・維持されているウォッチ・リストや取引制限銘柄リストに基づいた監視を適切な知識・権限を有する者にさせること——を求めていた。すなわち、SECは、実情に応じた「方針・手続」は当然「執行」もされなければならないとの立場で、「方針・手続」の採用（取引所法15条(g)の文言を使えば「制定・保持」ともいい得る）のみならず、「執行」を実効的にする制度まで要求していたといえる。これが、アメリカの取引所法15条(g)の求める「方針・手続」の「制定等」と思われる。この点の実質的検討は、日本との比較を通じて行う。

V. 検討

1. 法人関係情報の範囲に関して

(1) 法人関係情報と重要事実とを別異とする合理的理由について

連邦での証券規制全体として、重要性(materiality)の基準が同一のものと理解されると思われるアメリカと違い、日本での法人関係情報の範囲は、重要事実(金商法166条)のそれより広いものと一般に捉えられている⁶¹。

日本では、立法政策として、法人関係情報と重要事実とを別異のものとしている。しかし、以下の各点の考察を通じて、その区別に合理的な理由があるかにつき検討することとしたい。

(2) 規制趣旨について

(i) 規制の経緯

法人関係情報に関し、初めて証券会社（第一種金融商品取引業者）が規制されるようになったのは、インサイダー取引規制が導入された旧証取法昭和63年改正のときと考えられる⁶²⁾。すなわち、当該改正によってインサイダー取引規制が導入されるにともない、当時の証券会社の健全性の準則等に関する省令も改正され、証券会社につき、①禁止行為として、インサイダー取引規制の違反やそのおそれのある、有価証券の売買の受託等が禁じられ（同省令1条8号）、②顧客に対して、法人関係情報を提供して勧誘することや（同条9号）、法人関係情報に基づいて、自己の計算において有価証券の売買をする行為も禁じられた（同条10号）⁶³⁾。また、③是正命令に関連して同省令3条9号が追加され、法人関係情報及び顧客の取引に関する管理の状況が「未公表のインサイダー情報に係る不公正な取引の防止上十分でない」と認められる場合⁶⁴⁾には、是正命令の対象とされた。このように、法人関係情報に関する規定が設けられたのは、インサイダー取引の未然防止が理由と考えられ、平成18年パブコメ⁶⁵⁾においても、法人関係情報に係る「禁止行為」（金商法38条）⁶⁶⁾に関し、「インサイダー取引の未然防止のため」⁶⁷⁾といった文言が使われている。

これに対し、金商法の施行に伴う平成19年パブコメ⁶⁸⁾では、法人関係情報についての金融商品取引業者等に対する規制趣旨に、「市場の公正性」⁶⁹⁾という文言が入った⁷⁰⁾。すなわち、「市場の公正性を確保する観点から、金融商品取引業者等が取り扱う有価証券関連の取引に係る行為規制として、刑事罰の対象となるインサイダー取引規制よりも幅広い取引を規制対象とす

るものです」⁷¹⁾（下線筆者）としている。

しかし、「市場の公正性」の確保という理由によって法人関係情報が重要事実より広いものと捉えることが合理的であるかは検討の余地があると思われる⁷²⁾。そこで、「禁止行為」を例に取り、その合理性について、以下若干の検討を試みたい。

(ii) 禁止行為における「インサイダー取引」と「法人関係情報」

金融商品取引業者等は、顧客の発注がインサイダー取引であるか、そのおそれがあることを知りながら、その受託をすることが禁止されている（金商業等府令117条1項13号）。当該規定は法人関係情報に基づく取引を対象とせず、インサイダー取引だけをその対象としている。しかし、金融商品取引業者等に求められるのは、「顧客の有価証券の売買等について法人関係情報に係る不公正な取引の防止を図る」（同府令123条1項5号）ことも含まれていることにかんがみれば、「市場の公正性」の確保という理由から受託が禁止されるべきものが、インサイダー取引に限られるのか、広く法人関係情報に基づく取引も含まれるべきかは、検討の余地があると思われる。

他方、金融商品取引業者等は、顧客に対する法人関係情報を提供しての勧誘（同府令117条1項14号）、プレ・ヒアリングにあたって所要の措置を講じることなく調査対象者に募集に係る法人関係情報の提供（同項15号）及び法人関係情報に基づく売買（同項16号）も禁じられている。しかし、法人関係情報と重要事実につき、（両者を事実上区別することが可能であるかという点は別として）重要事実とまでは至らない、すなわち投資判断に「著しい」とまではいえない程度の影響を及ぼす情報⁷³⁾を提供して

の勧誘や所要の措置を講じないプレ・ヒアリングが、「市場の公正性」を害するのかは議論の余地はあると思われる。また、法人関係情報に基づく売買についても、刑事罰や課徴金納付命令の対象となるインサイダー取引にまで至らない行為を、金融商品取引業者等に対してのみ禁止することが果たして適切であるのか、例えば、金融商品取引業者等のディーリング（自己売買）部門は、あらゆる情報を分析して取引を行うことからすれば、重要事実に至らない法人関係情報に基づく売買を規制することが過剰な規制ではないかといった観点から検討する必要があると思われる。

受託が禁じられない、顧客による重要事実に至らない法人関係情報に基づく取引が「市場の公正性」を害すことはないのか、逆に、金融商品取引業者等による法人関係情報に基づく売買等は「市場の公正性」を害するのか、過剰な規制ではないのか、そして、規制趣旨としての「市場の公正性」をどう捉えるべきなのか、議論の積み重ねが不可欠のように思えてならない。

（3） 別異のものとするものの理論上・実務上の問題点について

法人関係情報が「公表されていない重要な情報」（金商業等府令1条4項14号）とされ、また、重要事実でも「公表された後でなければ」（金商法166条1項柱書）売買等をしてはならないとされている点に関し、前述のとおり⁷⁴⁾、両者における「公表」の概念は別異に解されている。その結果、理論上は、法人関係情報において「公表」があったとして⁷⁵⁾法人関係情報の定義から外れるものの、まだ金商法166条4項に基づく上場会社等による公表がないとして、い

まだインサイダー取引規制に服するという場合があり得る⁷⁶⁾。また、法人関係情報の対象につき、引用する同法163条1項では上場会社等のものとされているところ、文理解釈上、子会社や企業集団については、その範疇から外れるのではないかといった疑義がある⁷⁷⁾。さらに、金融庁の見解によれば、法人関係情報に軽微基準といった概念はなく⁷⁸⁾、学説もこれに従うものがある一方⁷⁹⁾、軽微基準に該当する場合には法人関係情報に当たらない場合があることを示す考えもあり⁸⁰⁾、この点の議論が不十分であると思われる。

これらは、法人関係情報と重要事実とを別異に扱うことに起因する立法論的な技術上の問題である。現行の体系のまま法人関係情報を重要事実とは違うものとする積極的な理由があるのであれば、これらの点につき何らかの手当てをする必要があるように思われる。

また、インサイダー取引規制における重要事実につき、いわゆるバスケット条項（金商法166条2項4号及び8号）があるため、特に経済界を中心として、予見可能性の観点からその適用範囲の不明確さに対しては批判があるところではあるが⁸¹⁾、それより「広い」とされる法人関係情報については、更にその不明確さが問題となり得る。「法人関係情報の外延は明確でないため、これを過度に広範に解すると、予測可能性を損なって実務に萎縮効果を及ぼすことになる。…インサイダー取引の未然防止の趣旨をふまえた合理的な解釈を行う必要がある」⁸²⁾とも指摘されていることにかんがみれば、インサイダー取引の未然防止のため、そもそも両者を別に規定する必要があるかについては、今一度の検討が必要であろう。

2. 法人関係情報の管理に関する「必要かつ適切な措置」について

日本で要求される、法人関係情報の管理に関する「必要かつ適切な措置」と、アメリカで要求される、重要な未公開情報の不正利用防止のための「書面化」された「方針・手続」の「制定等」は、それぞれの事例から明らかになったところを比較すれば、両国における規定の文言の相違にもかかわらず、相当程度同じことを述べているものと思われる。例えば、金融庁による行政処分で指摘された⁸³⁾、「何が法人関係情報に該当するかを社内での確に把握できるようにすること」⁸⁴⁾、「法人関係情報を取得した者は売買審査室等に報告すること」⁸⁵⁾、「重要事実を含むフォルダに対するアクセス権限を明確化し、ファイル名やパスワードの設定方法についての社内ルールを設定すること」⁸⁶⁾、そして「内部牽制機能を働かせること」⁸⁷⁾、そして「情報に直接関係しない部内者が情報を入手できないシステムを使用すること」⁸⁸⁾は、アメリカでの(a)重要な未公開情報がある部門が一元的に管理することや、部分的に(b)重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門間の交流を監視することに相当するものと思われ、また「自己売買等に対するチェックを行うこと」⁸⁹⁾は(c)自己勘定取引及び被用者による取引を監視することに該当するといえる⁹⁰⁾。

しかし、次の各点が日米での相違点といえるものと思われる。

(1) 不正取引・情報の不正利用防止のための方策

日本でもアメリカでも、法人関係情報（重要な未公開情報）の範囲を明らかにし、組織の一

部門に対してその報告義務を課すこと、及び一元化された情報に対するアクセス制限を求めたりする点では共通する。しかし、それを金融商品取引業者等（ブローカー・ディーラー）に対してどのように執行させるかについての方策は、以下のように異なっている。アメリカでは、報告義務を規定するだけでは適切に履行されるかわからないから不十分として、情報受領した者以外の者で、かつ情報の重要性を判断できる知識を有している者に情報の重要性の判断を委ねなければならないとしている。これに対し、日本では、そういった報告義務等をどう実現するかについてのプロセスまでは要求していない。つまり、アメリカの方が、報告義務の履行を担保するための具体的措置を採ることが執行機関によってより明確に求められているのである。このことは、法人関係情報の入手を制限するシステムの構築や自己売買等に対するチェックについてもあてはまる。

アメリカでこのような方策が採られる背景には、重要な未公開情報の不正利用の禁止を制度的に実現しようとする考えがあると思われる⁹¹⁾。言い換えれば、アメリカにおける重要な未公開情報の不正利用の禁止は当該情報にかなる人が関わろうと達成されるように、明確で具体的で実効的な細かい手続を規定しておくことが要求される、ということである。これに対して、日本では、金融商品取引業者等が確立すべき具体的な内部体制の内容につき、行政処分強制する形では必ずしも求められていないように見受けられる。

また、方策の実行にも両国では違いがみられる。日本では、業務改善命令が課せられ、その多くで、内部管理体制の充実・強化、再発防止策の策定、及び書面での報告等がその内容とし

て要求される。アメリカでも、審決で求められる内容は大きく変わらないが、第三者を使って方策を実行させようとする点で、日本と相当異なっているといえる。具体的には、当該ブローカー・ディーラーは、独立コンサルタント（independent consultant）を雇って、ブローカー・ディーラーの「方針・手続」について包括的な調査・報告をし、コンサルタントが適切と判断する「方針・手続」を採用することがアメリカにおいて求められている。すなわち、当該方策を実行させて15条(g)違反の状態を解消する可能性を高めるとされる命令が発せられるということだと思われる。

（2）想定される不公正取引の主体

次に、アメリカが念頭に置いている不公正な取引の主体とは、重要な未公開情報に接しやすい「被用者」であり、だからこそ、その雇用者であるブローカー・ディーラーの支配者責任を高めることで規制しようとした。他方、日本では、そのように考えられているか明らかではなく、条文上はむしろそれを含まないと思われる。それというのも、法人関係情報の管理に関する「必要かつ適切な措置」を要求する金商業等府令123条1項5号は、法人関係情報の管理のみならず「顧客の有価証券の売買等の管理に係る不公正な取引の防止を図る」ことを要求しており、顧客の取引は念頭に置かれていると思われるが⁹²⁾、被用者についてはまったく言及がない⁹³⁾からである。

ただし、すでに紹介した事例には、被用者による取引が同府令123条1項5号上問題とされているもの⁹⁴⁾が認められた。また、金融庁は、ある証券会社の職員によるインサイダー取引が問題となった直後、金融商品取引業者に対して

「法人関係情報を入手し得る立場にある証券会社の役職員及びその関係者による有価証券等取引の実態の把握」「証券会社内部における情報管理態勢の再検証と必要な整備」など5つの再発防止策のための内部管理等の徹底を要請したが⁹⁵⁾、この要請は同号と関連付けて理解されるべきものとも思われる⁹⁶⁾。

もし同号が被用者の取引を禁止するために態勢を整えることを求めていると解釈されるのであれば、アメリカでは被用者による取引及び自己勘定取引の禁止・制限が念頭に置かれているのに対し、日本では役職員及び顧客による取引及び自己勘定取引がその対象とされており、より広く捉えられているといえる。これに対して、同号での「必要かつ適切な措置」が被用者の取引を禁ずるための態勢を求めているとすれば、日本では顧客による取引及び自己勘定取引がその対象となり、アメリカとは異なる領域について規定していることになる。

（3）規制内容

最後に、具体的な規制内容も日米で異なっていると思われる。日本の事例で法人関係情報の管理に関する「必要かつ適切な措置」として、「社外に漏洩できないようにすること」が指摘されていることはすでに述べたが、アメリカでは、取引所法15条(g)からはそうした要請はないように思われる。また、日本証券業協会（以下「日証協」という。）の「法人関係情報管理規程」モデル（以下、「日証協社内規程モデル」という。）は、法人関係情報の管理についての「必要かつ適切な措置」の表れともいえるが、同モデル11条の法人関係情報の第三者への伝達の禁止⁹⁷⁾や同モデル12条の法人関係情報の管理の解除の確認の義務付けも、アメリカでは言及

されていない。

このような相違が生じる理由について、1つは条文の文言の違いにあると思われる。すなわち、日本では、「その取り扱う法人関係情報に関する管理」について「必要かつ適切な措置」が求められるのに対し、アメリカでは、重要な未公開情報の不正利用防止のための「方針・手続」の「制定等」が要求されている。言い換えれば、日本では情報の「管理」が求められており、情報が第三者に流出したり、法人関係情報の解除を確認することはその「管理」に含まれるが、アメリカでは情報管理が求められていないということである。

しかし、取引所法15条(g)の目的である重要な未公開情報の不正利用防止という観点から、このような情報管理は当然規制の対象とされてもよいと思われ、対象としないのであれば何らかの理由があるものと思われる。

この点については、同法15条(g)の制定された趣旨から説明できると思われる。すなわち、当該規定は、前述のとおり、支配者責任を強化するための規定であり、適切な監督を怠り支配される者が違法行為をしてしまったとき、その責任を支配者に問おうとするものである。ここで、ブローカー・ディーラーにとって支配される者とは、まぎれもなく被用者であり（第三者は当該支配される者ではない）、それゆえ被用者による取引のみがその対象とされているということである。

3. むすびに代えて

本稿では、「法人関係情報」の範囲と、管理に関する「必要かつ適切な措置」に焦点を当て、具体的事例のほか、アメリカの取引所法15条(g)と比較して関連する規定や文理解釈を中心

に検討を行ってきた。

「法人関係情報」の範囲については、アメリカにおける取引所法15条(g)の「重要な未公開情報」がインサイダー取引規制における内部情報と同じ範囲に考えられているのではないかとの認識に至り、その上で、日本における「法人関係情報」がインサイダー取引規制の対象となる「重要事実」よりも一般に広く捉えられていることにつき、両者の範囲を違うものとすることの合理性と問題点について論じた。

一方、管理に関しては、具体的事例の検討の結果、日米で一見相当部分が重なるように見えながらも、①不公正取引・情報の不正利用防止のための方策、②想定される不公正取引の主体、そして③規制内容については、異なっているのではないかとの結論に達した。これらの相違点が生じる理由につき、後二者は本稿での議論から次のように説明できると考えられる。すなわち、日本では顧客の取引まで含めて念頭に置かれ、第三者に対する情報の漏えいが禁じられているのに対し、アメリカでは顧客の取引や情報漏えいが規制されていないのは、取引所法15条(g)自体は支配者責任の規定ゆえに、被用者による取引防止にのみ関心があるためと思われる。

これに対し、1つ目の相違点については、他の2つとは異なる違いがあるように思われる。すなわち、アメリカで具体的な手続が明確に執行機関によって要求されるのが、重要な未公開情報の不正利用の禁止を制度的に実現しようとする考え、あるいは「方針・手続」の「制定・保持・執行」のうち、「執行」も重視されることの表れであると思われる一方、なぜ同様の義務の履行や禁止が求められる日本において、その「執行」の可能性を高める具体的な手続まで

が明示的に要求されないのかは、単なる規定の文言や趣旨の相違といった形式的な理由だけではない、両国における法律に対する考え方の違いに起因するようにも思われる。

この相違を解き明かすには、証券法制の枠を超えた他の法分野までも考察する必要があるように思えてならない。後日の研究を期したい。

注

- 1) 15 U.S.C. § 78j (b) (2010).
- 2) 萬澤 [2011], 44頁以下。
- 3) 例えば, 15 U.S.C. § 78t-1, 78u-1 (2010).
- 4) 15 U.S.C. § 78o (g) (2010).
- 5) 投資顧問 (investment advisors) については, 投資顧問法 (Investment Advisers Act) 204A 条 (15 U.S.C. § 80b-4a (2010)) で同様の義務が課せられている。
- 6) ブローカーとは他人の勘定で証券取引を行うことを業とする者, ディーラーとは自己の勘定で証券の売買を行うことを業とする者で, 日本で言う金融商品取引業者に相当する者である。15 U.S.C. § 78c (a) (4) (2010).
- 7) 同条は以下のように規定する。"Every registered broker or dealer shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of such broker's or dealer's business, to prevent the misuse in violation of this title, or the rules and regulations thereunder, of material, nonpublic information by such broker or dealer..."
- 8) ここでの記述は, Steinberg & Fletcher [1994] にその多くを負っている。ITSFEA に関する他の文献として, 例えば Friedman [1990]; Aldave [1988] 等参照。なお, 当時は取引所法15条(f)として規定されており, 2010年の改正で15条(g)となった。特に明示しない限り, 本稿の議論は, 各条項に等しく妥当するものとして述べることにする。
- 9) See also, 4 Hazen [2009], at 397.
- 10) 15 U.S.C. § 78u-1(b)(1)(B) (2010).
- 11) 15 U.S.C. § 78t (a) (2010). 取引所法20条(a)責任の肯定のために, 原告は, 被告が違法行為者 (支配された者) に対して実際の権限または影響を行使したこと, 及び被告が違法行為を誘引した, 又は参加したことを証明する必要があるとされている。4 Hazen [2009], at 481. ただし, 善意 (good faith) で違法行為を直接あるいは間接的に誘引していないのなら免責される。また, 取引所法10条(b)及びルール10b-5, 又はコモン・ロー上の使用者責任 (respondeat superior) の法理によっても責任は課せられ得る。支配者責任一般については, 例えば, 5 Hazen [2009], at 602-615 参照。なお, 証券法 (Securities Act of 1933) にも取引所法20条(a)に匹敵する支配者責任の規定15条 (15 U.S.C. § 77o (2010)) が

- 存在し, 同条と同様に解釈されている。2 Hazen [2009], at 343.
- 12) 支配者責任の考えは, かつて日本にも証券法22条 (支配者の連帯賠償責任) の中に存在したが, 昭和28年改正で削除された。証券取引法研究会 [1969], 44頁参照。
- 13) 民事制裁金は, 通常国庫に納められるが, Sarbanes-Oxley 法308条 (いわゆる "the Fair Funds provision") で, SEC は違反行為の被害者の利益のための「吐出し」基金にそれを加える権限が付与された。6 Hazen [2009], at 203.
- 14) 15 U.S.C. § 78u-1(a)(1)(B), (a)(3) (2010). 民事制裁金を求める権限は, 前者の規定により SEC に与えられている。ただし, 同条に従って15条(g)違反の支配者に民事制裁金が課せられた事例は, 筆者が見た限りでは存在しなかった。民事制裁金は, ITSFEA より少し前に制定された内部取引制裁法 (Insider Trading Sanction Act of 1984, 以下 "ITSA" という。) で違反者自身 (取引者および情報付与者) に課せられるようになったものである。15 U.S.C. § 78u-1(a)(1)(A), (a)(2) (2010). これにより, SEC は違法な取引の結果得た利益または避けられた損失の3倍を超えない価格に相当する額を課すことが求められるようになった。ITSA については, 例えば, Langevoort [1984] 等参照。しかし, その後も違法なインサイダー取引が後を絶たなかったため, より強い抑止のために, ITSFEA で適用範囲を違反者に支配を及ぼす者にまで広げられた。なお, この制裁金は, 後に述べる取引所法20条(a)およびコモン・ロー上の「使用者責任」の法理には適用されない。See 15 U.S.C. § 78u-1 (b)(2) (2010); Langevoort [1984], at 1282-1283.
- 15) Steinberg & Fletcher [1994], at 1788.
- 16) 15 U.S.C. § 78o (g) (2010).
- 17) SEC は, ブローカー・ディーラーによって採用される, 取扱に注意を要する情報の流れを分断する方針・手続を総称してチャイニーズ・ウォールと呼ぶとしている。Securities and Exchange Commission [1990], at 5, note 5.
- 18) *Id.*, at 26.
- 19) *Id.*
- 20) ダグラス・エアクラフト社のインサイダー取引事件 (同社の収益悪化の未公開情報が引受部門からリテール部門に流れ取引に使われた) を巡って起こされた1968年の Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith, Inc. (43 SEC 933 (1968)) 審決で, Merrill 社が SEC に提出した和解案 (offer of settlement) に含まれていた, 引受部門で入手した機密情報が他の部門に流れないようにするための新しい手続が後に「チャイニーズ・ウォール」と呼ばれるものの最初であったようである。See 5 Hazen [2009], at 359; Varn [1984], at 218-219.
- 21) In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C.907 (1961).
- 22) Poser [1988], at 93. これが, 単なる予防策ではなく, 法的な意味を与えられたのが1980年に作られた取引所法14e-3(b) (17 C.F.R. § 240.14e-3 (2010)) であった。同14e-3(a)は, 公開買付者, 対象会社, および両者のために行うためのオフィサー, 取締役等に対して, 公開買付け

- に関するインサイダー取引を禁ずるが、同14e-3(b)(2)は、ブローカー・ディーラーにつき、一定の合理的な方針及び手続を採用していた場合には、免責されると規定する。すなわち、たとえブローカー・ディーラーのある部門で当該公開買付けに関する重要な未公開情報を受領していたとしても、当該取引者にそれが流れないための体制が整えられているのであれば、組織としての責任は問われないということである。5 Hazen [2009], at 360-361.
- 23) それ以前は、不開示について10b-5上責任が問われるのは内部者のみであった。萬澤 [2011], 63頁。
- 24) See Daum & Phillips [1962], at 942; Varn [1984], at 204-211, 216. 相反し得る義務とは、たとえば、取引するなら情報開示しなければならないという、いわば市場一般に対する義務と、提供された情報の秘密性を保持しなければならないという、インベストメント業務の顧客に対する義務、あるいは、顧客の利益のために行為しなければならないという、取次業務の顧客に対する義務等である。
- 25) Securities and Exchange Commission [1990], at Executive Summary.
- 26) ウォッチ・リストとは、取引制限は掛けられていないが、その取引は組織コンプライアンス部及び(又は)法務部によって詳細な審査を受ける証券のリストであり、取引制限銘柄リストとは、自己勘定取引、被用者及び一定の顧客による取引が制限される、又は禁じられる証券のリストをいう。NASD & NYSE [1991].
- 27) Securities and Exchange Commission [1990], at 20.
- 28) *Id.*
- 29) *Id.*, at 20-21.
- 30) *Id.*, at 21.
- 31) *Id.*
- 32) *Id.*
- 33) コンプライアンス部門が責任者になるのは、法的知識を十分に有する者が相当数いる部門という趣旨だと思われる。後に紹介する具体的事例でも、判断する権限を与えられた者や監視者がその職務を遂行するだけの十分な能力と知識を有している必要があることが強調されている。
- 34) 2007年にNASDの規制部門はNYSEの規制部門と統合して、Financial Industrial Regulatory Authority (以下“FINRA”という。)となっている。See 1 Hazen [2009], at 21.
- 35) NASD & NYSE [1991].
- 36) FINRA Manual 中の Incorporated NYSE Rules を指す。Available at http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=6461.
- 37) FINRA は、当該覚書違反を直接の根拠に制裁を加えている。例えば、Dep. of Enforcement v. Midtown Partners & Co., LLC, (CRD No. 104223), FINRA Disciplinary Proceeding No. 2008012242901 (June 28, 2011), available at <http://disciplinaryactions.finra.org/viewDocument.aspx?DocNb=18248>.
- 38) 制裁として、譴責 (censure), 過怠金 (fine), 会員権の停止・剥奪, 暫定的・終局的排除命令 (temporary or permanent cease and desist order) が認められている (FINRA 8310(a)).
- 39) 15 U.S.C. § 78o(b)(4)(2010). SEC が告知と聴聞の手続後に公益に合致すると認めた時には、ブローカー・ディーラーを譴責する、又は活動・機能又は業務を制限する、12ヶ月を超えない期間停止する、又は登録を抹消することができる旨の規定である。
- 40) 15 U.S.C. § 78u-3 (2010). SEC は告知と聴聞の手続後、法令違反があると判断した時には、それを公表し、違反に対する排除命令を発することができる旨の規定である。
- 41) 投資顧問の場合には、取引所法15条(b)(4)及び21C条と同旨の投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) 203条(e)及び(k)が適用される。
- 42) これらについてきちんと手続が定められていないことが問題とされた事例 (例えば、In the Matter of Fox-Pitt, Kelton, Inc., 1996 SEC LEXIS 3219 (1996) [Y は、調査部門と取引部門の間の情報交流を監視する手続、重要な未公開情報の適切な取扱いに関する被用者に対する正式なトレーニング、そして取引制限銘柄リスト及びウォッチ・リストに関する十分な書面化された手続を有していなかったとされた]) と、手続が採用されているが不十分・機能していない事例があるが、15条(g)が何を要求しているのかを検討する上では、後者における議論が有用であると思われることから、それらを検討する。
- 43) 1994 SEC LEXIS 3744 (1994).
- 44) 1999 SEC LEXIS 59 (1999).
- 45) SEC Release No. 34-54047, 40-2526 (2006).
- 46) SEC Release No. 34-55466(2007).
- 47) SEC Release No. 34-59555, 40-2851 (2009).
- 48) 他に本文の(b)の要件について問題となったものとして、In the Matter of the Buckingham Research Group, Inc., 2010 SEC LEXIS 3830 (2010) [Y の調査部門と自己勘定取引部門は役員が兼務しているのみならず物理的にも隣接しているが、重要な未公開情報の不正利用を防ぐために合理的な方針・手続が確立していなかった。そのための手続は書面化されていたものの、その執行のための手続は規定されておらず、実際執行されていなかった。さらに被用者が取引前に許可を得る手続きは、あまりに不明確でわかりにくく遵守されていなかった。]; In the Matter of Janney Montgomery Scott LLC [Y は、インベストメントバンキング部門と調査部門の間の接触を監視していなかった] がある。
- 49) 1996 SEC LEXIS 3219 (1996). Fox-Pitt, Kelton, Inc. 審決では、ウォッチ・リスト及び取引制限銘柄リストも適切に作成・保持されていなかったし、そのための書面化された手続も規定されていなかった。
- 50) SEC Release No. 34-54047, 40-2526 (2006).
- 51) SEC Release No. 34-64855 (2011). Janney Montgomery Scott LLC 審決では、取引の情報を入手できる者がウォッチ・リストにアクセスできない者であり、不正な取引が行われているか判断できなかったことも問題とされた。
- 52) 55 S.E.C. 104 (2001).

- 53) 類似の事案として、In the Matter of Gintel Asset Management (GAM), Inc., 2002 SEC LEXIS 2868 (2002) [Yの手続が不十分であるのは、重要な未公開情報を受領し、自己勘定取引について事実上決定していた者に当該情報に基づいた取引を行うことを禁ずることができていないから、すなわち彼が服していたのは、すべての被用者に適用される手続——重要及び未公開であるか否かの判断を自分で行い、もしそう考えるならコンプライアンス部門に知らせ、取引が禁じられる——のみだったことが問題と指摘された]、In the Matter of Goldman, Sachs & Cop., SEC Release No. 34-48436 (2003) [Yの経理部は、定期的に何人かの顧問コンサルタントと接触し、重要な未公開情報を取得していた可能性が高いのに、当該状況を対処するべく手続は定められていなかったことが問題と指摘された]がある。また、組織全体として PIPE (Private Investment in Public Equity Offering)の代理人をしていたにもかかわらず、それに対応した「方針・手続」が採られていなかった（その結果、自己勘定取引で代理人として入手し得た重要な未公開情報を使われたとされている）ことが問題とされ、連邦地裁に提訴された SEC v. Friedman, SEC Release No. LR-19950もある。
- 54) 「重要な未公開情報」の範囲について論じる具体的事案は、本文で取り上げた以外でも、筆者らが調べた限りで存在しなかった。
- 55) 426 U.S. 438 (1976).
- 56) *Id.*, at 449.
- 57) 485 U.S.224 (1988).
- 58) *Id.*, at 232.
- 59) 3 Hazen [2009], at 100-116; 4 *Id.*, at 58-60.
- 60) 例えば、証券法 (Securities Act of 1933) は11条、12条(a)(2)、17条(a)、ルール405で、取引所法は10b-5、12条、13条、14a-9、14条(e)、15条(d)で (12条、13条、15条(d)については、ルール12b-2参照)、「重要性」(materiality)が問題となるが、すべて、TSC判決で述べられた、合理的な投資家が投資判断をする上で重要と考えるであろうか否かが基準とされている。1 Hazen [2009], at 320-323; 2 *Id.*, 210-215, 273-274, 486-488; 3 *Id.*, 93-95, 100-116, 377-380; 4 *Id.*, 48-116.そして、いずれも、重要性は入手可能な情報の全体の総体 (total mix)として判断すべきで、各事案の事実によって決まるもの (highly factual) であるとされている。取引所法15条(b)で問題となるのはその規定振りから「重要な情報」である一方で、SECルール14a-9及び10b-5で問題となるのは「重要な事実」であるという相違点はあるが、日本で「重要な事実」(金商法166条2項4号又は8号)と「重要な情報」(金商法等府令1条4項14号)との差異を見出すのと違い (本稿(上)II.2.(1)参照)、アメリカにおいてはかかる差異は重視されていないものと思われる。
- 61) 本稿(上)I.1.及びII.2.参照。
- 62) 岸田監修 [2009], 335頁, 381頁。
- 63) 三國谷 [1990], 181頁参照。なお、同論稿は当時の証券会社の健全性の準則等に関する省令1条9号や同条10号が規定上「法人関係情報」という文言を使っているに

- もかわらず、いずれも「インサイダー」という用語を用いて解説している点が興味深い。
- 64) 三國谷 [1990], 181頁。また、「インサイダー」という用語については前掲63)参照。
- 65) 金融庁「[証券会社の行為規制等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)]に対するパブリックコメントの結果等について」(平成18年10月4日)(以下「平成18年バブコメ」という。)
- 66) 本稿(上)I.2.(1)参照。
- 67) 平成18年バブコメNo.6。
- 68) 金融庁「[金融商品取引法に関する政令案・内閣府令案]に対するパブリックコメントの結果等について」(平成19年7月31日)(以下「平成19年バブコメ」という。)
- 69) 平成19年バブコメ398頁等。
- 70) ただし、その後の当局の説明による規制趣旨について一貫性があるかについては別途検討を要するものと思われる。例えば、平成22年に出された監督指針に関するパブリックコメント金融庁「顧客等に関する情報管理体制に係る監督指針等の一部改正(案)に対するパブリックコメントの結果等について」(平成22年6月4日)においては、監督指針における法人関係情報の規制につき、「インサイダー取引等の不正な取引を防止する観点から実施するもの」(No11)として、「市場の公正性」という規制趣旨に言及されることはなかった。
- 71) 平成19年バブコメ398頁。
- 72) なお、筆者らは、法人関係情報に係る規制の「立法事実」(「適用されるべき法律を成立せしめ、かつその存続を支える事実」。佐藤 [1995], 372頁)の存否についてまで踏み込んで言及することまでは意図していない。しかし、規制当局においても、本文で述べるような過剰な規制(の可能性)によって証券市場の活性化が妨げられることは、必ずしもその本意ではないと思われる。
- 73) 金商法166条2項4号及び8号の重要事実が「顧客の投資判断に著しい影響」を及ぼす事実としているのに対し、法人関係情報は「顧客の投資判断に影響」を及ぼす情報とされている。本稿(上)II.2.(1)(i)参照
- 74) 本稿(上)II.2.参照。
- 75) 例としては、上場会社自身によらない公表であるバンクAIG証券東京支店の事例(本稿(上)II.2.(2)参照)。
- 76) 同様のことは、公開買付けに関するインサイダー取引規制(金商法167条)でも問題となっており、金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」で議論された(同グループ「企業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」(平成23年12月15日)9頁以下)。
- 77) 本稿(上)II.2.(3)参照。
- 78) 平成19年バブコメ399頁。
- 79) 岸田監修 [2009], 339頁。
- 80) 日証協社内規程モデル別紙注記参照。ただし、当該注記が軽微基準に該当することによって当然に法人関係情報に該当しないことまで意図しているかは不明である(本稿(上)注23)参照。
- 81) 例えば、島崎 [2004], 31頁。なお、黒沼 [2004], 40

- 頁以下, 石井 [2011], 13頁以下参照。
- 82) 松尾 [2011], 397頁参照。
- 83) 本稿 (上) III. 参照。
- 84) 金融庁「UBS証券東京支店に対する行政処分について」(平成16年5月28日付け)参照。
- 85) 金融庁「さくらフレンド証券株式会社に対する行政処分について」(平成14年4月26日付け)参照。
- 86) 金融庁「カブドットコム証券株式会社に対する行政処分について」(平成21年7月31日付け)参照。
- 87) 金融庁「カブドットコム証券株式会社に対する行政処分について」(平成21年7月31日付け)参照。
- 88) 金融庁「大和証券SMBCに対する行政処分について」(平成15年6月6日付け)参照。
- 89) 金融庁「さくらフレンド証券株式会社に対する行政処分について」(平成14年4月26日付け)参照。
- 90) これら以外にも, 日本で法人関係情報の管理に関する「必要かつ適切な措置」として, 「違法行為の抑止という観点を入れた法令遵守に関する研修をすること」(金融庁「大和証券SMBCに対する行政処分について」(平成15年6月6日付け)), 「社外に漏洩できないようにすること」(金融庁「東海東京証券株式会社に対する行政処分について」(平成16年7月7日付け))が指摘されている。前者はここでは挙げていないがアメリカでも教育は重要とされておりそれと共通する。後者は後に触れるが, まさにこれを「必要かつ適切な措置」として考えていることが, 日米の相違点を浮き彫りにしていると思われる。
- 91) また, 具体的規定を要求することは, 「方針・手続」について「書面化」が繰り返し要求されてきたことと併せて, 「方針・手続」の「執行」が大変重要視されるという考えの表れとも思われる。「書面化」することで当該方針・手続をさらに明確化し, 執行を容易にし, 執行を必ず確保しようということだと思われる。
- 92) すでに述べたとおり, 日本では「…法人関係情報に関する管理又は顧客の有価証券の売買その他の取引等に関する管理」について法人関係情報に係る不公正な取引の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じていないと認められる状況(金商法等府令123条1項5号)に該当することがないよう, その業務を行わなければならないとされており(金商法40条2号), 法人関係情報の管理のみならず顧客の有価証券の売買等の管理を行うことも要求されている。これに対して, アメリカの取引所法15条(4)で顧客による取引はほとんど考慮されていないのではないと思われる。
- 93) 被用者による法人関係情報に基づいた取引は, 別の条文(金商法38条7号・金商法等府令117条1項16号)で禁じられている。
- 94) 本稿 (上) III. 1. (2) 及び (5) 参照。
- 95) 金融庁監督局長「インサイダー取引防止のための内部管理等の徹底について」(平成20年4月28日付け金監第1248号)。また佐藤金融庁長官記者会見の概要(同日付け)参照。
- 96) 金商法等府令117条1項16号は, 被用者による法人関係情報に基づいた取引を禁ずるが, 内部の管理態勢を求めるものでは(少なくとも文言上は)ないと思われ, 未

しろ, 同府令123条1項5号の「法人関係情報に関する管理」に関連して理解の方が自然であると思われる。

97) 日証協社内規程モデル14条(法人関係情報を提供した勧誘の禁止), 同モデル17条(売買注意銘柄の勧誘の禁止)等も同様である。

参考文献

- 石井輝久 [2011]「インサイダー取引におけるバスケット条項の適用事例と論点-裁判例および課徴金事例の分析」『商事法務』1935号
- 岸田雅雄監修 [2009]『注釈金融商品取引法【第2巻】業者規制』, 金融財政事情研究会
- 黒沼悦郎 [2004]「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
- 佐藤幸治 [1995]『憲法〔第3版〕』, 青林書院
- 島崎憲明 [2004]「インサイダー取引規制の明確化のための日本経団連の提言」『商事法務』1687号
- 証券取引法研究会 [1969]「第2章 有価証券の募集又は売出に関する届出〔10〕」『インベストメント』第23巻6号
- 松尾直彦 [2011]『金融商品取引法』, 商事法務
- 萬澤陽子 [2011]『アメリカのインサイダー取引と法』, 弘文堂
- 三國谷勝範編著 [1990]『インサイダー取引規制詳解』, 資本市場研究会
- 山下友信=神田秀樹編 [2010]『金融商品取引法概説』, 有斐閣
- Aldave, Barbara Bader [1988], "The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988: An Analysis and Appraisal", 52 Alb. L. Rev. 893-921.
- Daum, Arnold F. & Phillips, Howard W. [1962], "The Implications of Cady, Roberts", 17 Bus. Law. 939-959.
- Friedman, Howard M. [1990], "The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988", 68 N.C.L. Rev. 465-494.

Hazen, Thomas Lee [2009], *The Law of Securities Regulation* (6th ed.), West Publishing.

Langevoort, Donald C. [1984], "Commentary: Insider trading Sanctions Act of 1984 and Its Effect on Existing Law", 37 *Vand. L. Rev.* 1273-1298.

NASD & NYSE [1991], 91-45 Joint Memo on Chinese Wall Policies and Procedures, http://finra.complanet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=1182&print=1.

Poser, Noman S. [1988], "Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and

the U.K.", 9 *Mich. YBI Legal Std.*, 91-144.

Securities and Exchange Commission [1990], *A Report by the Division of Market Regulation*.

Steinberg, Marc I. & Fletcher, John [1994], "Compliance Programs for Insider Trading", 47 *SMU L. Rev.* 1783-1835.

Varn, Larry L. [1984], "The Multi-Service Securities Firm and the Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code", 63 *Neb. L. Rev.* 197-287.

小林史治（弁護士・筑波大学大学院
博士後期課程）
萬澤陽子（当研究所研究員）