

# 米国証券市場の法的問題とSECの取り組み(2)

保坂健志

## 目次

- 一、SECの責任、組織と歴史
  - (1) SECの根拠法と任務・責任
  - (2) 組織構成
  - (3) SECの歴史の概要
- 二、主な法的問題と代表的な判例
  - (1) インサイダー取引
  - (2) 地方債の引受業者による政治家献金規制 (pay-to-play)
  - (3) 英国金融市場の監督改革
- 三、監督体制変更の背景
  - (1) 監督体制変更の背景
  - (2) 変更内容
- 四、総括
  - (1) 強力な監督機関(法的権限とスタッフ)の是非
  - (2) 人事交流の是非(ノウハウの移転)
  - (3) 金融制度の転換期

## 二、主な法的問題と代表的な判例

SECの最近の活動を分析することは、現在の米国証券市場の問題点を知る上で非常に有益である。以下に最近の主な法的問題とその具体的な判例(ケース)をまとめることとする。

### (1) インサイダー取引

証券市場の不正・犯罪の中で最も金額が大きいのが、インサイダー取引であると言われている。出来高の増加や運用競争の激化から、株式市場の効率性が高まるにつれて株式取引による利益を簡単に得られなくなり、インサイダー情報の悪用の誘因が高まったことに加え、前述のように八〇年代当時、ジャンク債の発行急増を背景としたLBOブームがM&A(特に敵対買収)を増加

させ、企業の資本取引が活発となった経緯があり、通常の重要事実(業績異動、配当異動、新製品開発、重要な資産の取得・売却、重要な契約の締結・破棄、その他株価に影響を与えると考えられる情報)以外にも敵対買収自体が株価急騰の材料として一般に認識されるようになった。

このような状況の中、SECは一般的な不正を禁じるSEC規則一〇b-5、一四e-3、三四年証券取引法一〇(b)、一四(e)以外にも、九〇年ペニー・ストック法(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990)、Insider Trading Sanctions Act of 1984及びInsider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988を定め、インサイダー取引規制の準備を整えた。例えば、九〇年ペニー・ストック法により、SECは民事制裁金(civil penalties)に加え、得た利益(また

は免れた損失)の徴収を連邦裁判所に命じること、民事制裁金を課すために民事訴訟 (administrative proceeding) を起すこと、証券法違反に対する業務停止命令 (cease-and-desist order) を発動すること、登録会社の役員員の行為が適切でないと判断された時には、その役員員の業務を停止させることが可能になった。<sup>(28)</sup> なお、SECは一九九七年に五七件(一九九六年は四二件)のインサイダー取引に対して不公正利益に係る罰金 (disgorge illegal profit) と二二四百万ドル(同三二五百万ドル)を、民事制裁金として四九百万ドル(同六七百万ドル)を徴収している。<sup>(29)</sup>

### ①主たる判例とその概要

インサイダー取引を認定する基準は歴史的に変化しており、これまでの判例はその経緯を反映し

たものとなっている。以下は主な判例の概要である。

#### ・Cady Roberts & Co. (1961)

ロビン・ローにおいit trust の立場にあるインサイダーは、当該情報が開示されない限り、当該情報を利用した取引を行うことが禁じられることit "disclosure or abstain rule" (insider operating in a position of trust were under a duty to refrain from trading on inside information unless such information was disclosed) が導入された。

また、会社のインサイダーは、重要な未公開情報を速やかに公開 (disclose) するか、さもなければ当該情報を利用した取引を行うてはならないと解釈された。

#### ・SEC vs Texas Gulf Sulphur (1964)

する忠実義務の有無が争点となったが、Dirks 自身に個人的利得がなく、裁判では忠実義務の存在が否定され、無罪判決となった。

#### ・Carpenter vs United States (1967)

Wall Street Journal のコラム記事を担当していた新聞記者が、その記事の発表前に第三者にその内容を伝え、その第三者がその情報に基づいて売買を行った。被告はこの取引の対象となった会社の株主に忠実義務を負っていないが、当該記事の発表までその記事を洩らすことは新聞社の情報を流用したと解釈され、流用理論 (misappropriation theory) がインサイダー取引認定の有力な基準として導入されるようになった。<sup>(30)</sup>

#### ・United States vs Chestman (1967)

被告はインサイダー情報を家族、親類に漏洩したが、売買を行った家族は当該会社とそ

の CEO は、Texas Gulf Sulphur 社の社員が重要情報(同社による金鉱脈の発見)が公開される前に、当該情報を利用して株式を購入したことを立証した。この裁判により、disclosure or abstain rule の適用範囲は拡大され、trust の立場にあるインサイダーに限らず、売買を行っていない情報提供者も有罪と解釈された。

#### ・United States vs Chiarella (1960)

インサイダー以外の人間が単純に内部情報を利用しただけでは、忠実義務違反にならない限り、インサイダー取引には該当しないとの判断で、最高裁で無罪判決となった。

#### ・Dirks vs SEC (1983)

Dirks は自分が入手した内部情報を自分の顧客に提供し、その顧客がその情報に基づいて売買を行った。Dirks の当該会社に対

の株主に対する忠実義務 (fiduciary duty) がないとの理由で、無罪判決となった。

・ United States vs O'Hagan (1995)

ミネソタ州ミネアポリスの法律事務所 Dorsey & Whitney は、Grand Metropolitan 社による Pillsbury 社への敵対買収 (tender offer) に関する業務を受注していたが、同法律事務所の弁護士である O'Hagan は、英国企業の Pillsbury 社への敵対買収を職務上知り、同社株式とオプションを敵対買収発表前に買い、一日で四・三百万ドルの利益を挙げた。

被告は、三四年法一〇(b)、SEC規則一〇b-5、同規則一四e-3違反を問われて提訴された。

当初 O'Hagan の Pillsbury 社への忠実義務が無いという見解から、流用理論の適用が

却下されたが、最高裁での再審の結果、流用理論に基づき、有罪 (罰金七百万ドル) が宣告されている。

流用理論は、時に裁判所で適用が否定されることがあるが、SECはほとんどの場合流用理論に基づいて訴訟を起こしている。O'Hagan 事件はインサイダー取引における流用理論の効力を再確認するものとなり、現在のところ流用理論が最も重要な考え方となっていると見られる。

### ② インサイダー取引規制の重要性

インサイダー取引の存在は、現代証券投資理論の中で次のような含意を持つと考えられている。まず、投資に関する情報が瞬時に市場に伝達されるため、公表された情報では継続的にインデックス運用 (いわゆるパッシブ運用) を凌駕できない

とらう「効率的市場仮説: Efficient Market Hypothesis」のもとでは、非合法ではあるが「公表されていない重要な情報 (material non-public information)」を活用することが高いリターンを実現する有力な手段となるため、投資家がインサイダー情報を求める誘因をもたらすことである。<sup>(1)</sup> 積極的な銘柄選定を行わないインデックス連動型の投資手法であるパッシブ運用は、効率的な証券市場を前提としており、わずかな例外を除いて継続的にインデックスを凌駕する運用者が少ないことから、現在の投資理論において、<sup>(2)</sup> 市場の効率性はかなり信憑性が高いと言われている。したがって、公表されていない重要な情報を得ることが短期的利益追求の非常に有力な手段となっているため、インサイダー取引を規制当局が規制することが重要になっていると思われる。

### ③ Selective disclosure の問題

効率的市場仮説が受け入れられ、有能なアナリストの情報の入手が重要な投資手段として認識されるようになると、証券アナリストの役割が一層重要視されるようになった。一方、発行会社としても重要事実のタイムリーな開示が求められるようになり、そこでも開示された情報の分析にアナリストが活躍する場面が増えている。

しかし、一部のアナリストだけが選択的に開示対象となるコンファレンス・コールのような selective disclosure が行われることがあり、これを悪用したアナリストによるインサイダー取引が増加しているという懸念が持たれている。ある情報の重要性が高く、情報を開示すべきであると発行企業が判断した場合、発行会社は当該情報を市場全体に伝わるような方法で開示すべきであるが、一部のアナリストだけに伝えられた時には、

当該情報は依然として内部情報 (nonpublic) であり、開示を受けたアナリストがインサイダー取引のリスクに晒されることになる。従って、市場全体に伝えられる前に当該株式を売買するという悪意のケースは勿論のこと、その情報が内部情報であるという認識がない場合にもインサイダー取引のリスクが生じることになると言われる。

#### ④インサイダー取引の考え方の新潮流

上記の United States vs O'Hagan (1995) において、SECが最終的に勝訴したことにより、流用理論の適用が確立したと一般に言われているが、一方でこの理論に反対する考え方も登場してきた。<sup>(33)</sup>

通常、SECにより用いられるインサイダー取引の基準は、当該インサイダーが内部情報を知りながら取引を行ったという、いわゆる「knowing-

possession test」であるが、一九八九年と一九九二年に起こった Comptonix 社のインサイダー取引事件 (SEC vs Adler、現在係争中) においては、SECの起訴に対し、裁判所がインサイダー取引の成立を認めず、棄却している。裁判所の判断は、「当該インサイダーが内部情報を保有しているだけではなく、その情報を利用したことが立証されなければならない = use test」としており、内部情報を保有するインサイダーが取引を行うことがインサイダー取引の疑惑を生じることとは認めながらも、情報の利用の立証を要求している点で、より厳格な要件であるため、この考え方が今後SECによる起訴を困難にする可能性が生じると見られている。

一九八九年に Comptonix 社の設立者である Harvey Peagram 氏は、同社の主要顧客からの発注が当初の見込みを下回るという開示の前に二

万株を売却し、推定一七、六二五ドルの損失を回避したとされた。SECはこの売却により、同氏のインサイダー取引として起訴したが、同氏によると、同氏の売却株数は保有株式総数(八六九、八九七株)の一部に過ぎず、同社がIPOを実施したことによる保有制限期間 (look-up period) が終了した段階で一部を売却する予定であったという、「予定 (pre-existing plan) の取引」と主張し、内部情報の利用を否定した。

さらに、同社の役員である Richard Adler 氏は、一九九二年に同社の役員が職務上の不正を行っている疑いがあると、Harvey Peagram 氏に報告していたが、この件に関する捜査が公表される前に、Harvey Peagram 氏は一五万株を売却し、二三〇万ドルの損失を回避したとして、SECに起訴された。また、同氏は他の役員である Philip Choy 氏と Domer Ishler 氏との情報

を提供し、この二名も保有株を売却しており、SECは Richard Adler 氏、Philip Choy 氏および Domer Ishler 氏についても起訴している。これに対し、Harvey Peagram 氏の株式売却は同氏の保有株の一部を配偶者に分散して保有すべきであるという証券外務員の提案に基づいて行った「予定の取引」であり、一九九〇年の六万株、一九九一年の三八万株の売却に照らして、この売却も整合性がとれているものであると、同氏は主張している。

この訴訟は現在も係争中であるが、法律の専門家においても見解が分かれている。ある弁護士は、単純に内部情報を保有しているだけでインサイダー取引として認識されることは、証券法が禁じている「不正行為を行う意図 (fraudulent activity involving an intent to do something improper)」があつたとは言えなかつて述べる。

加えて、そのようなインサイダーは取引を行うべき正当な理由がなくなり、一切取引できないことになってしまうと、SECの基準の欠陥を指摘している。一方、会社の内部情報をもつインサイダーは、その情報を保有しない一般投資家および株主に対し、いわゆる忠実義務を負っており、当該インサイダーが取引を行うことは一般投資家と株主に対する忠実義務違反であるという、従来の見解を支持する専門家もいる。

現在、SECは今後も従来の基準によって起訴を行っていくとコメントしており、今後の裁判の行方が注目される。

## (2) 地方債の引受業者による政治家献金規制 (pay-to-play)

近年、地方債（地方公共団体や郡が発行する債券）の引受業務の受注を狙った地方の政治家や公

共同体幹部への贈賄（これを pay-to-play と呼ぶ）が問題視されるようになっていた。カリフォルニア州オレンジ郡の証券投資に関する訴訟（メリル・リンチ、クレディ・スイス・ファースト・ポストンが推奨した証券に関するリスク開示が不十分であるとして、オレンジ郡が損害賠償を求めていた。クレディ・スイス・ファースト・ポストンから五二百万ドル、メリルから四三七百万ドル、会計事務所の KPMG Peat Marwick から七五百万ドルの賠償金を支払うことで九八年五月～六月に合意済み。他に複数の証券会社は合意に達していない。また、メリルは別途 SEC による捜査を受けることになっている。）は、地方債の引受に関するものではないものの、証券会社が地方公共団体を大手の顧客としている一例である。比較的先端的な証券投資の知識を持たないと言われる地方公共団体を相手とした取引は、これまで

米国証券会社にとって収益性の高い業務の一つとされていたようであるが、地方公共団体の資金調達に納税者への公共サービスの充実に目的とし、証券会社に支払われる手数料が納税者の税金から充当される点を考慮し、一九九四年のオレンジ郡の破産（損失金額一六億ドル）以降、規制当局は地方債市場の不正調査を進めてきた。

例えば、九八年五月のニューヨーク州の Long Island Power Authority が発行した三四億ドルの債券発行（発行目的は同社が計画する買収資金調達）に関し、ベア・スターンズ、ソロモン・スミス・バーニー、モルガン・スタンレー、ディーン・ウィッター、リーマン・ブラザーズの四社が引受業者選定に影響力のある政治家に献金を行ったとされている。

また、このような献金の禁止を受け、証券会社からは外部のコンサルタントを雇い、コンサルタ

ントから政治家に献金することは違法かどうかという議論も浮上してきた。一九九四年に米国地方債の自主規制団体である Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) は、引受業者を選定する発行体の幹部に対する証券会社とその従業員による献金を禁じたが、証券会社自身と従業員以外の外部コンサルタントを利用するという、法の抜け穴を探る動きが強まっており、これを受けて MSRB はコンサルタントを利用した献金の開示規制を SEC に申請した。

(注)

⑧ “Securities Crimes”, Marvin G. Pickholz 第二章 参照。

⑨ インサイダー取引件数と罰金、民事制裁金については、SEC の九六年度リアル・レポートの一ページと一七ページ、九七年度の一ページと九ページを参照。SEC の活発な活動が明らかであろう。

一方、日本の証券取引等監視委員会は、平成九年七月で

発足以来五年を経過し、同委員会が行った告発は相場操縦一件、虚偽記載のある有価証券報告書提出件、内部者取引五件、風説の流布二件、及び損失補填二件(平成九年七月現在)であるが、その後告発は増加している。(証券取引等監視委員会の活動状況・平成九年<sup>1)</sup>に基づく。)

なお、六月二二日より、金融監督庁が発足し、検査官の不足を補うため、当国民間の公認会計士や金融界・法曹界からの中途採用を行うことが報道されている。(98/6/16日 経金融新聞)

③ 流用理論とは、忠実義務に違反して入手したインサイダー情報に基づき取引した場合、その情報を受けた者が当該情報の流用と忠実義務違反を認識していれば、有罪となるといふ考え方。

④ 「公表されていない重要な情報 (material nonpublic information)」の定義は、投資家の投資行動と証券の価格に大きな影響を与えると思われる未公表の情報のこと。なお、効率的市場仮説については、過去の公表された情報を全て織り込んでいふ weak form hypothesis<sup>2)</sup>、現在の公表された情報を織り込んでいふ semi-strong form hypothesis<sup>3)</sup>、公表されていない情報までも織り込んでいふ strong form hypothesis<sup>4)</sup>に分けられるところの定説となっており、これまでの実証研究によつて semi strong form hypothesis までの妥当性はかなり高いと見られ、有能なアナリストの分析による情報

の利用価値は高いというのが一般の見解であると言われている。

⑤ かつてのフィデリティのマゼラン・ファンダ(ポーター・リンチ氏の運用)はその典型と言われる。

⑥ Securities Regulation & Law Report (98/4/3<sup>5)</sup> 98/4/24) 447 Wall Street Journal (98/4/2) 248。

⑦ オレンジ郡は全米で五番目に大きな郡である。メリルは四三十七万ドルを支払うことになった。この金額は、保険の不当販売に伴うブルバッシュンシャル保険の和解金に次ぐ二番目の規模と言われる。Wall Street Journal(98/6/3<sup>6)</sup> 6/4<sup>7)</sup> New York Times (98/6/3<sup>8)</sup> 6/4) を参照。

⑧ New York Times (98/6/3) 248。

⑨ Dow Jones Online News (98/5/22) 248。

⑩ Wall Street Journal (98/5/22) 248。

⑪ "Amendments Filed with SEC to Require Dealers to Report Their Consultant's Political Contributions and Payments to Political Parties (MSRB Rule G37 と G38 の改正)" 248。MSRB のインターネット・ホームページ参照。

(ほろか たけし・ニューヨーク事務所研究員)