

証券取引法制の日米相違について

萬 澤 陽 子

一、はじめに

萬澤と申します。本日は、雨の中おいでくださり、まことにありがとうございます。

レジュメがお手元にあるかと存じます（巻末レジュメ参照）。そのレジュメに沿ってお話をさせていただきます。

レジュメの一番上に書かれておりますとおり、本日は「証券取引法制の日米相違について」というテーマでお話をさせていただきます。

全体の流れですけれども、まず「I. はじめに」というところで二つの疑問を提起して、その疑問に対する答えを、アメリカ法の発展の検討を通じて模索していくというふうにさせていただきます。うと思っております。

(一) 二つの疑問

それでは、早速本題に入らせていただきます。「はじめに」の1.をごらんください。二つの疑問を提起しております。

(1) 「なぜアメリカでは内部者取引責任を課すために義務違反が要求されるのか。」これは、日本とアメリカの内部者取引規制の相違に関する疑問です。

(2) 「なぜ金融商品取引法一五七条は利用されないのか。」これは、金商法一五七条とSEC規則の10b-5の相違に関する疑問です。

(1) **なぜアメリカでは内部者取引責任を課すために義務違反が要求されるのか**

まず、(1)のほうから説明させていただきますが、これについて説明する前に、日本の内部者取引責任の規定について少し確認をさせていただきますと思います。

資料をごらんください（巻末資料参照）。

資料の一ページ目真ん中あたりに、金商法一六六条があります。これは「会社関係者の禁止行

為」に関する規定で、「次の各号に掲げる者……であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実……を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買……をしてはならない」と書かれています。これが我が国の内部者取引を禁止する一つ目の条文です。

これを読むと、内部者取引の責任を課するための条件として二つあることがわかります。一つは、次の各号に掲げられた者であること、もう一つは、各号に定めるところにより情報を得たことです。すなわち、「次の各号に掲げる者」でない者は、仮に内部情報をもつて取引をしたとしても、内部者取引責任が課せられませんし、「次の各号に掲げる者」であっても、そこに書かれている方法で情報を得ていない場合には、責任は課せ

られないのです。

では、どんな人が「次の各号に掲げる者」に該当するかというと、例えば、一号では、当該上場会社等の役員等、二号では、当該上場会社等の会社法第四三三条第一項に定める権利を有する株主等、三号では、当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者となっています。

そして、それぞれどういうときに内部者取引の責任が課せられるかというと、一号で、当該上場会社等の役員等は「その者の職務に関し知つたとき」とされ、二号で株主等は「当該権利の行使に関し知つたとき」とされ、三号で法令に基づく権限を有する者は「当該権限の行使に関し知つたとき」とされています。これが一六六条。

もう一つの条文が、次のページの真ん中あたりに記載しました一六七条です。これは、「公開買付者等関係者の禁止行為」と書かれているとお

り、公開買付けに関する内部者取引を禁止する条文です。「次の各号に掲げる者……であつて……公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を当該各号に定めるところにより知つたものは……事実の公表がされた後でなければ」、買付け等あるいは売付け等をしてはならないというふうになっていて、構造上は一六六条と同じであることがわかります。ここでも、「次の各号に掲げる者」でなければ責任を課せられませんし、掲げられた者であっても、定められた方法によって情報を得た場合でなければ責任は問われないというふうになっています。

日本では、このように一六六条、一六七条で内部者取引が禁止されているのですけれども、アメリカではどうなっているのだろうかというところで、アメリカの説明をさせていただきたいのですが、レジユメの三ページ目をご覧ください。

三ページ目の②のところで、「信認義務違反理論」と書かれています。アメリカでは、信認義務違反理論と③の不正流用理論が、内部者取引規制を行ってきました。条文でこういうものが存在してきたわけではなくて、判例法上発展してきました。

信認義務違反理論というのはどのようなものかというところ、信認義務とは、fiduciary duty の日本語訳で、レジュメに書かれている通り、「相手からの信頼を受けた当事者の一方が、もっぱら相手方の利益をはかるために最高度の信義誠実を尽して行動、助言しなければならない義務」というもので、これに違反したことをもって内部者取引責任を課するという理論です。信認義務は、例えば、会社では取締役と株主の間で認められます。

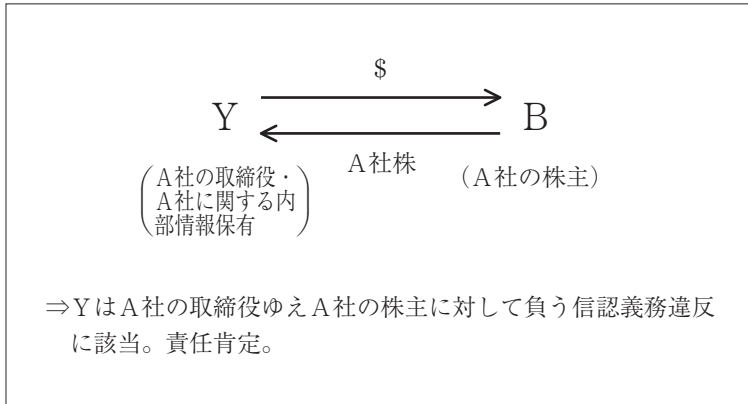
具体的に、ホワイトボードを使って説明させていただきます（以下の図1から12は、ホワイト

ボードへの板書を転記したものである）。

（図1）例えば、A社の取締役であるYが、A社に関する、今後有望な、株価が上がりそうな情報をもって株を買おうとします。そうすると、その取引相手になるBは必ずA社の株主です。この人（Y）は、この内部情報をもって、これからA社の株が恐らく上がるだろうと予測して、Bから株を買う。ということは、内部者取引に該当しますが、YはA社の取締役で、BはA社の株主ですから、この間には信認関係が認められて、信認義務が認められます。よって、ここでは責任があるとなります。

具体的に先ほどの信認義務の定義に基づいて説明しますと、Yが信認義務違反になるのは、「相手からの信頼を受けた当事者の一方」、すなわちYが、「もっぱら相手方（ここではB）の利益をはかるために最高度の信義誠実を尽して行動、助

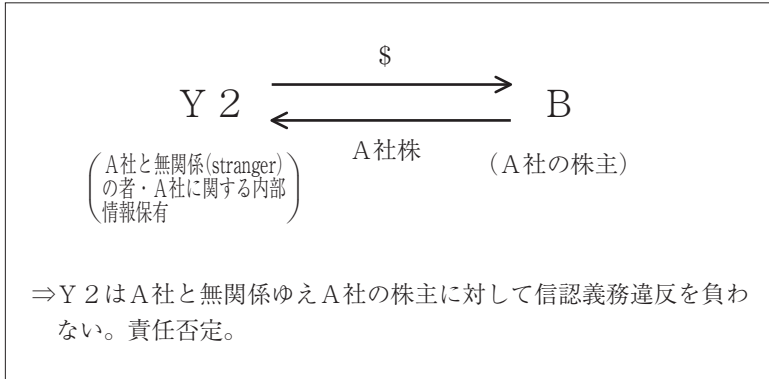
図 1



言しなければならない」のにもかかわらず、A社の内部情報を持って自己の利益のために使おうとして、その有望な情報をBに隠していたということが信認義務違反になるというふうに説明されます。

(図2) このYが、ここでY2にしますけれども、A社とは全く無関係な第三者の場合で、たまたま何らかの方法で内部情報を得て、同じようにBから株を買おうとしたときには、同じ内部情報を持っていても責任は問われません。なぜなら、この人(Y2)はA社の株主と何の関係もないからです。この人がYのように取締役だったら、株主と信認関係に立ち、信認義務が課されますが、この人は第三者なので、何の義務も課されないのです。よって、Yと同じことをやっても、Y2には、信認義務違反理論のもとでは責任が課せられないとなります。このように、信認義務違反理論

図2

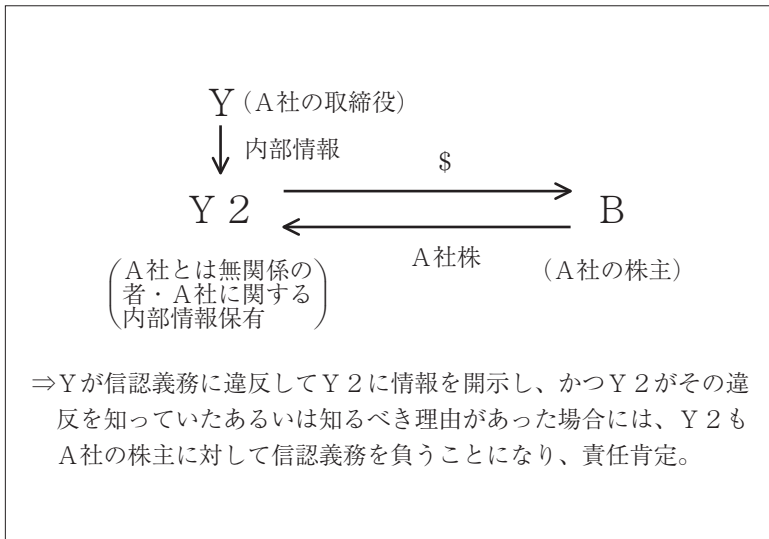


は、取締役あるいは取締役等に準ずる者だけに責任を課す、内部者取引責任を問うものとなっています。

(図3) しかしこの第三者が、Yから情報を得た者だったかどうか。こちら(図2)ではY2はYと何の関係もなく、たまたま内部情報を得た者でしたが、もしA社の取締役であるYから内報を付与されていたら——これは“tip”といひ、付された人は“tippee”といいます——、すなわち、このY2が単なる第三者ではなくてtippeeだったら、どうでしょうか。その場合には、単なる第三者であれば免れた責任を、tippeeは免れることはできません。

そのときにどういうふうに理論構成するかという、レジュメに書かれている通り「内報受領者(tippee)の場合、内部者が信認義務に違反して……内報受領者に情報を開示し、かつ内報受領者

図3

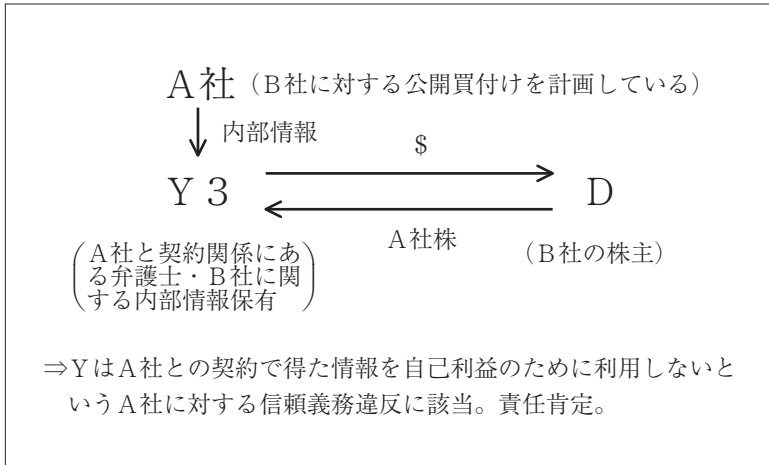


がその違反を知っていたあるいは知るべき理由があった場合には、内報受領者も重要な未公開情報に基づいて取引してはならない信認義務を取引相手に対して負うことになり、そして、それによって責任が肯定されるとなります。

この事案に即して説明しますと、内部者であるYが信認義務に違反して、具体的には、個人的な利益を直接あるいは間接的に得るために内報を付与して——例えばY 2に、何らかの見返りにこの情報を与えて——、かつそのことをY 2が知っていた、あるいは知るべき理由があったときには、このY 2にもYが負っていた同じ義務が課されるとなって、責任が認められるとなります。これが信認義務違反理論です。

でも、これでは責任を課せられる範囲が狭いのではないかというので出てきたのが、「不正流用理論」です。不正流用理論というのは、レジュメ

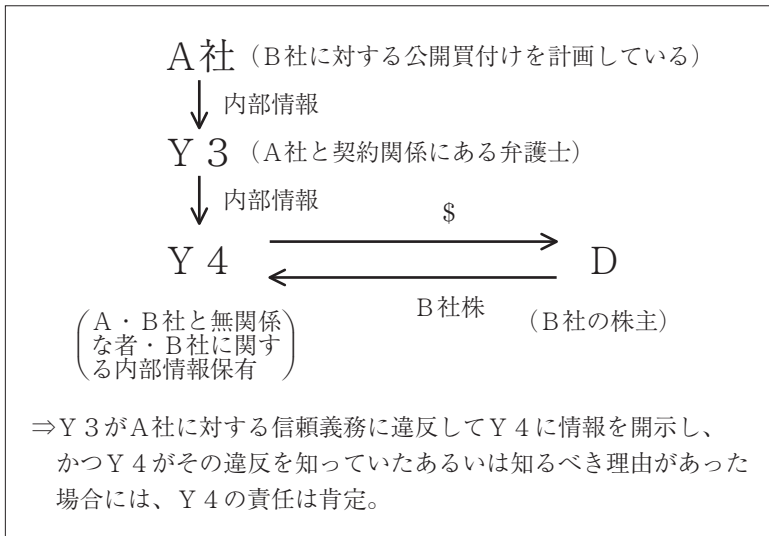
図 4



に書かれているとおり、「内部者取引責任の基礎に情報源に対する信託あるいは信託義務違反を置く理論」というものです。(図4) 例えばこの人(Y3)を、A社がB社に対して公開買付けを行うにあたって、A社に雇われた弁護士とします。A社が職務上Y3に対して、A社のB社に対する公開買付けに関する情報を与えます。そして、それをもって、Y3がB社の株主Dとの間で株の売買をする、B社の株が上がると思って、Y3がDからB社の株を買うという事案を考えてみたいと思います。

この場合、Y3はB社と何の関係がありませんから、先ほどの信託義務違反理論では責任は課せません。そこで責任を肯定するために、Y3が、自分に情報を与えてくれたA社に対して義務違反があったと構成します。すなわち、A社はY3を信託してB社に対する公開買付け情報を与えたの

図5



にもかかわらず、Y 3はその信頼を裏切って、B社の株を買って自己利益を得ようとした、そのことが義務違反に当たる、とするのです。ここでは信頼義務違反となっていますが、信頼義務というのは信託義務よりはゆるい基準が課せられます。いずれにしても、信託義務あるいは信頼義務という義務違反によって内部者取引責任が決められるということが、アメリカの特徴だと言えます。

(図5) B社ともA社とも無関係というY 4が取引した場合、内部情報をもっていたとしても、何の責任ありません。Dに対する信託義務も、Aに対する信託義務も負っていないからです。ただ、もしも、Y 4がY 3から内報を受領した場合には、この人にも同じ義務が課されます。その場合Y 4は内報受領者 (tippee) であり、レジメに書かれている通り、「内報付与者が情報源に対する信託あるいは信託義務に違反して内報付与を

し、それを内報受領者が知っていたあるいは知るべき理由があった場合」には、責任は肯定されるのです。ここで言えば、内報付与者はY3ですから、この人が情報源に対する信認あるいは信託義務に違反してY4に内報を付与し、Y4がそれを知っていた、義務違反をしてしまったということを知っていた、あるいは知るべき理由があった場合には責任が肯定されるとなります。

それでは、レジユメの最初に戻っていただきたい、このようにアメリカでは内部者取引責任を課すために義務違反が要求されるとなっていますが、これはなぜだろうということが一つの疑問です。

日本では、義務違反が要求されるわけでは全くありません。先ほど制定法を見たとおり、何の義務違反という言葉も出てきません。でも、アメリカではこのように信託義務あるいは信託義務の違

反によって責任が課せられるというふうになっている。なぜだろう。同じ分野を規制しているのに、しかも、その規制の範囲がほとんど同じであるのに、なぜこのようにアプローチが違うのだろうということが一つの疑問です。

(2) なぜ金融商品取引法一五七条は利用されないのか

二つ目の「なぜ金融商品取引法一五七条は利用されないのか」ということですけれども、資料の一ページ目をご覧ください。

真ん中より上ぐらいに「不正行為の禁止 第一五七条」と書かれているところがあると思います。

一五七条は以下のように定めます——「何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

一 有価証券の売買その他の取引又はデリバ

タイプ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。

二 ……重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。

三 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもつて、虚偽の相場を利用すること。」

このうち、二号と三号は比較的明らかなようになっ
ていますけれども、一号の「不正の手段、計画又は技巧」というのは包括的な概念で、さまざま
なものが解釈によって読み込めるように見えます。
す。すなわち、不正取引一般の禁止条項と言える
と思います。それにもかかわらず、この条文はほ
んど使われてきませんでした。

この条文は証券取引法時代から、当初は証券取引法五八条として存在していたのですが、訴訟当事者も裁判所もほとんど使ってこなかったのです。これはなぜなのか疑問が生じます。この疑問は、当該条文がアメリカの SEC 規則である 10b-5 を主なモデルとして制定されたという事実によってさらに深まります。10b-5 というのは、後に詳しく説明させていただきますが、証券法・証券取引所法の中で最も援用される条文の一つだからです。

少し 10b-5 を見てみましょう。資料の四ページ目に原文を載せています。

10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices
「It shall be unlawful for any person」から始まります。「どの人にとっても違法である」。何が違法かというのが (a) (b) (c) で定められています。一五七条と規定の

仕方が非常に似ています。

アメリカでは、1095は、当事者によって援用され、裁判所によっても積極的に解釈され、問題解決に役立てられてきたという歴史があります。同じような条文が、一方の国ではほとんど使われず、もう一方の国では物すごく使われているというのはなぜだろう、というのが、二つ目の疑問です。

(二) 日本法とアメリカ法の基本的な相違

続いて、「2. 日本法とアメリカ法の基本的な相違」に移らせていただきます。

検討に移る前に、基本的な相違を確認させていただきます。これについて私が今までやってきたことを少し絡めながらお話しさせていただきます。

と思います。

私の専門は英米法です。特にアメリカ法を専門としています。今まで証券取引法制と不法行為法の関係のようなものを勉強してきました。不法行為法というのは、日本で言うところの民法の一部です。とすると、私は、証券取引法と民法の関係を勉強してきたということになります。日本では、証券取引法を研究するのは商法の専門家であることが一般的ですので、何で民法と証券取引法の関係を研究してきたのかということを不思議に思われる方もいらっしゃるかもしれません。これはアメリカ法と日本法の相違に由来します。

英米法とは何だろうということから、少しお話をしたいと思います。英米法とは、英国法と米国の法を指すと思われる方もいらっしゃるかもしれませんが、これは正確ではありません。もちろん英国の法も米国の法も英米法の中の一つです。

けれども、実はカナダやオーストラリア、シンガポールも英米法の仲間です。すなわち場所で区切られるものではありません。

英米法というのは、いろいろな解釈があります。まず、大陸法と対比される概念ということがいえます。大陸法というのは、日本、ドイツ、フランス等の国で採られている法体系で、大陸法とは異なる法体系が英米法です。

レジュメに「成文法主義」と「判例法主義」と書かれていると思いますが、これが大陸法と英米法の一つの違いです。成文法主義というのは、大陸法系で採られていて、法が文書の形で存在していることをいいます。そうすると、英米法系で採られている判例法主義は法がすべて判例の形で存在しているとなりそうですが、そういうわけでもありません。ただ、言えることは、重要な基本的な法はすべて判例で規定されているということ

す。

先ほど、私は不法行為法と証券取引法制の関係を研究してきたと言いました。不法行為法は、日本では民法七〇九条が挙げられます。民法七〇九条は、資料のページ目の一番上のところに載せていますが、「故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う」というものです。これが日本では不法行為責任を規定した条文ですが、こういう条文はアメリカの制定法のどこを見てもありません。判例法で定められているからです。

とはいっても、アメリカにも多くの制定法があります。日本に匹敵するぐらいの数の制定法があります。ただ、それはすべて部分的なもので、すべてをカバーするものではありません。この関係は海と島の関係に例えられます。海が判例法で

す。判例法では対処できないなと思つたところに、議会が制定法をつくります。これが島です。

このように基本は判例法なんだけれども、それで対処できないとき制定法をつくる。でも、制定法は部分的であつて、制定法があるところは確かに制定法のほうが優越するけれども、基本は判例法で、制定法は極めて限定的に解釈されるというのが、判例法主義を採っている英米法諸国の特徴と言えます。

このように、アメリカにおいて、我が国の民法や商法に当たるような分野というのは、判例法で規定されてきました。日本のように、ここまでは民法、これが商法という形で存在してきたわけはありません。ほとんど区別がなされずに、判例法の中に混在してきたということがあります。私が証券取引法と不法行為法の関係を研究してきたというのは、こういうことが背景にあります。

二、アメリカの証券取引法制の発展

では、「アメリカの証券取引法制の発展」に移りたいと思います。

連邦政府によつて、一九三三年の証券法・三四年の証券取引所法が規定されるまでの流れ、歴史的な背景を、レジュメに沿つて説明したいと思います。

「一九世紀中頃から株や社債などの証券が流通し始める」ですが、これ以前は、法人格を得ることは特権でした。チャーター(charter)という特許状が発行されて初めて法人格が認められるというものでした。東インド会社は国王からチャーターが発行されて、会社がつくられた例の一つです。当時は会社の数が多くありませんでした。

法人の準則主義が認められて、少しずつ会社がふえてきて、一七九一年にニューヨーク証券取引所が設立されて、一八一〇年代に運河会社に対する投資が活発になり、一八三〇年代に、今度は鉄道に対する投資が加熱して、証券取引に対する関心が高まってきました。そして、社債や株が流通し始める一八五〇年代になると、鉄道が発達して、電信の発明の実用化が実現して、急行便・運送会社の出現というものがあって、市場が格段に拡大したとされています。

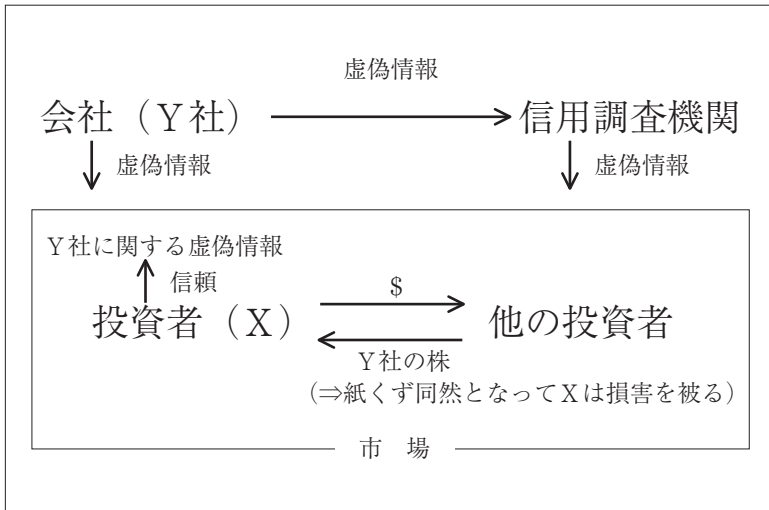
鉄道が発達したことは、人や物の流通の促進に貢献しましたし、電信の発明の実用化で株価の情報の伝達に役に立った。また、運送会社の出現で、株を配達することが実現して、証券取引の量も飛躍的に増大したとされています。

株や債券、企業の信用情報に関する情報を供給する会社が出現したのもこのころです。例えば、

スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、ダン社とブラッドストリート社が挙げられます。今はダンアンドブラッドストリート社になっていると思うのですが、当時はダン社とブラッドストリート社はライバル会社でした。

そして、一九世紀終わりあたりから、証券取引に関する問題が顕在化し始めました。(図6) 会社が市場に直接虚偽情報 (false information) を流す、あるいは信用調査機関、例えば、ダン社やブラッドストリート社に対して、虚偽情報を与え、それらが当該虚偽情報を公にする。その虚偽情報を信頼した投資家が、Y社がいい会社だと思って、市場でY社の株を購入する。そして、Y社の株が紙くず同然になって損害を被る、という問題です。

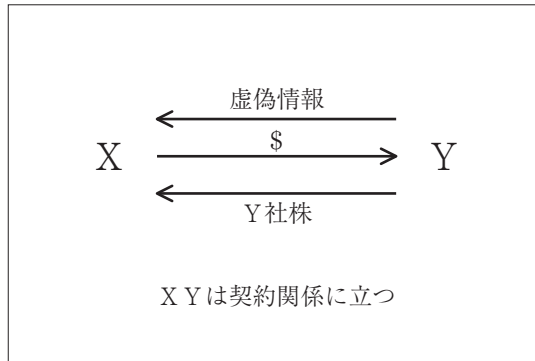
図6



これに対して、裁判所は問題解決のために何を
したかという、不法行為法上の詐欺を發展させ
ました。先ほど申し上げたとおり、判例法主義を
とる英米法諸国では、基本は判例法ですので、ま
ず判例法の中で使える法理がないかを探します。
日本で、もしこの問題が起きたならば、おそらく
新しい条文を制定するのではないかと思うのです
が、アメリカでは、判例法の中で対処しようとし
ました。それが不法行為法上の詐欺の發展でし
た。しかし、当時の詐欺というのは、現在の詐欺
とは異なるものであったので、そのままでは問題解
決に役立ちませんでした。

現在の詐欺とは、レジメに書かれている通
り、「①表示が重要な事実について虚偽であるこ
と」、「②被告が虚偽であることを知りながら、原
告の行為に影響を与えるようにしたこと」、「③実
際原告がその表示を信頼し契約を締結する等行為

図7



し、その結果損害を被ったこと」が満たされれば責任が肯定されます。

例えば、この事例（図6）で言えば、Yの流した情報が、重要な事実について虚偽であれば、①の条件は満たされます。また、Yが情報の虚偽性に気づいていて、Xの行為に影響を与えるように情報を流したのであれば、②の要件は満たされます。そして、Xがこの虚偽情報を信頼してY社の株を購入し、その結果損害を被ったのであれば③も満たされ、詐欺は認められるとなります。

しかし、当時の詐欺というのは、これとは異なっており、契約関係を前提としたものでした。（図7）契約関係のある当事者の間で、Yが自社の株を買ってもらうために、Xに対して虚偽情報を述べ、それを信頼したXがY社株を購入し、Yにお金を払うというような事実で、当時の詐欺は認められていたのです。そこでの責任の基礎は、Yが

Y社の株がいかに優れたものであるかを述べたこと、それを保証したことに置かれていました。しかし、さきほど述べた証券取引で顕在化した問題には、X・Y間の契約関係が存在しないため、当時の詐欺のままで、責任を課せませんでした。具体的には、次の二つの点が問題となりました。

一つは、原告に虚偽情報を与える者と原告が証券を取引する相手は同じではないということ。契約関係が前提の当時の詐欺では、Xに虚偽情報を与える者とXが証券を取引する相手は同一でした。しかしここで（図6で）は、Yは虚偽情報を与えますが、Xが株を購入する相手はYではなく、他の投資者です。

もう一つは、虚偽情報が原告に特定されないで与えられること。当時の詐欺では、X・Y間に契約関係がありましたから、Yは必ずXに特定して虚偽情報を与えていました。しかし、証券市場にお

いては、YがXに特定して虚偽表示することは稀で、市場全体に対して——Xに特定しないで——虚偽情報を流すことの方が一般的です。このような点で、証券市場で生じた問題は、当時の詐欺の法が対処できるものではなかったのです。しかし、裁判所がこれに対応できるようにしたのです。

まず、一つ目の、虚偽情報を与える者と証券を取引する相手は常に同一であるとは限らないという問題を解決しようとした判例として、例えば *Warfield v. Clark* が挙げられます。この事案は、この図（図6）をご覧頂くとわかりやすいと思うのですが、Yは火災保険会社で、資産と負債に関する報告書を開示しなければいけないという制定法上の義務に従って州に情報を開示したのですが、それが虚偽で、州がその虚偽情報をそのまま公に流し、当該虚偽情報を信頼して、Yの株を

買ったのがXで、損害を被り、Yを提訴したというものです。

この事案では、Yはただ虚偽の情報を流しただけで、Xはそれを信頼して、他の投資者からY社の株を買ったので、Xに虚偽の情報を与えた者とXが証券を取引した相手が異なっていました。すなわち当時の詐欺では解決できないような事案でした。

しかし、裁判所はYの責任を認めました。どのようにかというと、Yが流した虚偽情報というのは、市場の投資者に信頼できるものとして参照されることがわかっていたのだから、Yには欺罔の意図があったとして、責任を肯定したのです。XがYから株を買っていないこと——虚偽情報を与える者と証券を取引する相手が異なること——は、責任を肯定する上で重要ではないとされたのです。裁判所は、契約関係がなくても欺罔の意図

を基礎に詐欺の責任を肯定できるとしたのです。

次に、もう一つの、虚偽情報が原告に特定されないで与えられるという問題を裁判所がどういうふうに解決したかを、*Morse v. Swits* を具体的に挙げて説明します。この判例は一八六〇年のニューヨーク第一審裁判所で出されたものです——ちょっと脱線しますけれども、*Supreme Court* というのは、普通、最高裁判所を意味しますが、ニューヨーク州に限っては第一審裁判所です。

Morse v. Swits & Warfield 判決と似たような事業で、Y（A銀行の頭取）が、A銀行に関する虚偽の情報を市場に流し、それを信頼したXが市場でA銀行の株を買った、そして損害を被ったというものです。

この事案で裁判所は、Yは確かにXに特定して虚偽の情報を流したわけではないけれども、Yが

提供した虚偽の情報が公に広く一般に向けられていて、損害をこうむった当事者の耳に何らかの方法で入る可能性があったのなら、詐欺の訴えは成立するとしました。ここでもやはり欺罔の意図、だまそうとする意図を基礎にして、その責任を認めたといえます。このようにさまざまな判例で、裁判所は欺罔の意図を基礎に詐欺が認められるようにして、証券市場で生起する問題解決に取り組んでいったのです。そして、このように裁判所によって発展した詐欺の法は、一九三三年の証券法、一九三四年の証券取引所法で採用されることになります。

まず、一九三三年の証券法で、市場に対する情報開示を要求して、それが虚偽であったときに責任を課するという体制が確立されました。同法は、ディスクロージャーと詐欺禁止条項の二つの柱で支えられていると言われており、これはまさに判

例法上の詐欺の法の発展を採用して、証券取引の健全性を守ろうとしたものといえます。

そして、そのすこし後になりますけれども、一九三四年の証券取引所法の一〇条(b)項のもとで、10b-5という規則が制定されます。裁判所は10b-5の解釈・発展にも詐欺の法を採用しました。その原文について、資料の三ページ目をご覧ください。三ページ目の下のところで、*“Securities Exchange Act of 1934”*と書かれていると思うのですが、これの一〇条で、*“Manipulative and deceptive devices”*となっていて、*“It shall be unlawful for any person (だれにとつても違法である)”*、そしてその(b)項、*“To use or employ... any manipulative or deceptive device or contrivance (いかなる相場操縦的、詐欺的策略を使うこと)”*として、何人もいかなる相場操縦的、詐欺的策略を使うことは違法であると規定さ

れています。そしてその条件として、「SECが公益あるいは投資者保護のために必要あるいは適切と定めた規則に違反して」と書かれています。すなわち、一〇条(b)項がどのようなものを相場操縦的あるいは詐欺的な策略として禁じているのかは、SECの規則によって変わってくるということとです。このように、議会はSECにその内容を規定することを委任して、SECは10b-5でそれを明らかにしました。10b-5は“Employment of manipulative and deceptive devices.”というタイトルのもと、“It shall be unlawful”から始まっています。はじめの方の文言は一〇条(b)項と同じです。どの人にとっても違法なのが何かと言うと、(a)(b)(c)以下です。(a)項は、“To employ any device, scheme, or artifice to defraud”とラテン語で「レジュメに記載した通り」、「欺罔のための策略・計略を使うこと」、(b)項は、「重要な事実の不実表示

をすること、あるいは重要な事実を述べずに言明を誤導的にすること」、(c)項は、「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」と規定されています。これらの文言の解釈の基礎として裁判所は判例法上の詐欺の法を採用したのです。

このように、一九三三年、三四年の制定法に至るまでの過程をここで述べさせていただきます。そこでは、判例法上詐欺が発展して、それがそのまま一九三三年、三四年の制定法に採用されたということをご理解いただければありがたいと思います。

三、内部者取引法制に関する日米相違

(一) 日本

「内部者取引法制に関する日米相違」に移りたいと思います。まず、日本では、先ほど述べたとおり金商法一六六条、一六七条が、内部者取引を禁止する条文として存在します。その内容は先ほど触れたので、ここでは割愛させて頂きます。

(二) アメリカ

(1) 法の内容

① 制定法上の規定——証券取引所法一六条(a)項(b)項

次に、アメリカですが、先ほどアメリカでは、証券法・証券取引所法の中には内部者取引を禁止する条文はないと申し上げましたが、正確にはあるんですね。あるのですけれども、不十分です。それは証券取引所法一六条(a)項(b)項なのですが、これらはどのような条文かというと、(a)項は「同法一二条のもとSECに登録されている証券の一〇%を超える実質的所有者、および当該証券発行者の取締役あるいはオフィサーに、SECに当該証券の保有数量を報告する義務を課している」というものです。報告義務を一〇%を超える実質的

所有者、オフィサー、取締役に課しています。

続いて(b)項ですが、これがまさに内部者取引を防止しようとした条文なのですが、(a)項で掲げられた三者——一〇%を超える実質的所有者、オフィサーそして取締役——については、「六ヶ月という期間内に当該会社の証券等の売買の両方を行って得た利益はすべて、発行者によって吐出しの要求ができる」と規定しています。これの目的は、「そのような実質的所有者や取締役、およびオフィサーがその発行者との関係が理由で得られたかもしれない情報の不正な利用を防止すること」と同項で明記されています。

この条文が内部者取引規制を行うのに不十分だということとは、ご覧いただければすぐにわかると思います。ここでは、三つ指摘させていただきま

す。

一つは、一六条がオフィサー、取締役、一〇%

以上の実質的所有者という三者に適用範囲を限っていることで、これら以外の者による内部者取引に対して全く無力であるということです。これら三者のいずれかから情報を受領した、先ほどのtippeeと呼ばれる人であっても、規制を及ぼすことができません。

二つ目は、この(b)項ができることは、発行者の要求によって利益を会社に戻させるということだけです。すなわち、内部者取引を行った者と取引をした投資者を救済できるものではないのです。

三つ目は、これら三者が六ヶ月という期間内に当該会社の証券の購入と売却の両方を行えば規制を及ぼせますが、一日でも超えてしまうと——例えば買ってから六ヶ月と一日後に売却した場合には——及ぼせなくなります。このような点において、一六条(b)項は、内部者取引を規制するには不十分なものでした。

そこで、SEC規則10b-5によって内部者取引が規制されることになりました。しかし、これには少し問題がありました。何かというと、10b-5は、詐欺を禁ずるという立法の理念が最も具現化されているのですが、内部者取引が詐欺に該当するとは簡単には言えなかったからです。なぜかというと、詐欺には虚偽の情報を与えることが必要ですが、内部者取引は虚偽の情報を与える必要がなかったからです。ただ情報を隠して取引するだけです。それがどうして詐欺と解釈できるのか、というわけです。

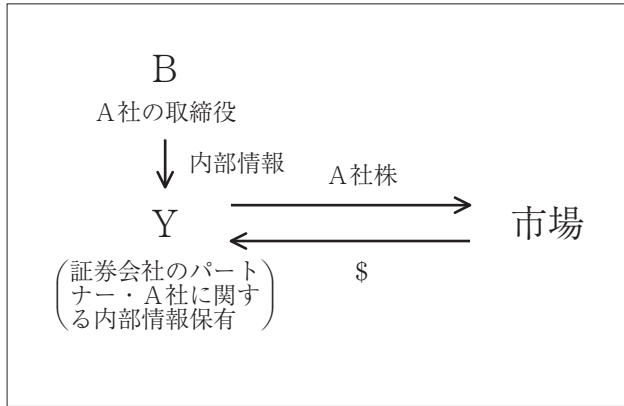
しかし、情報を隠しているだけなら責任は課せられないという判例法上の立場にも、いくつか例外がありました。そのうちのひとつとして、開示義務を負っているのに開示しなかった場合があります。その場合には、仮に情報を隠していただけであっても、開示義務違反として責任は肯定され

るとされてきたのです。裁判所はこれを基礎に内部者取引の規制を行おうとしました。問題は、何を根拠に開示義務を課するかということでした。

② 信認義務違反理論と不正流用理論

そこで発展させられたのが、先ほど申し上げた信認義務違反理論と不正流用理論です。信認義務違反理論は、取締役と株主の間の信認関係から生じる信認義務によって開示義務を課せると解釈しました。不正流用理論は、自分に情報を与えてくれた情報源との間の信認関係から生ずる信認義務によって開示義務が課せられると解釈されたのです。

図8 (Cady 事件)



(2) 具体的な判例の発展

- ① In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907 (1961).

具体的な判例の発展を少し確認したいと思います。

まず、In the Matter of Cady, Roberts & Co. ですが、これはSECの審決で判決ではなかったのですが、これが内部者取引の先駆的事例として一般的に扱われているので、ここから始めたいと思います。

(図8) どのような事案かと言うと、証券会社のパートナーであるYが、その同僚でA社の取締役でもあるBから、A社の配当金削減の情報を得て、A社の株を売却しました。そして、損失を免れたというものでした。この人(Y)は tippee で、A社とは何の関係もない人でした。

この事案が問題となったとき、SECは何が詐

欺に該当するといえるのか、解釈に悩んだと言われている。いろいろ勘案した結果、次のような判断を下しました——以下の二つの主要な要素を満たす場合には、開示をしないのなら取引を断念する義務が課せられる。まず一つは、「誰かの個人の利益のためではなく会社のため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」。もう一つは、「その情報が自分が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」。これら二つの条件が満たされれば、YがA社と無関係であっても開示義務が課せられることになり、責任を肯定できる。

- ② SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F2d 833 (2nd Cir. 1968) .

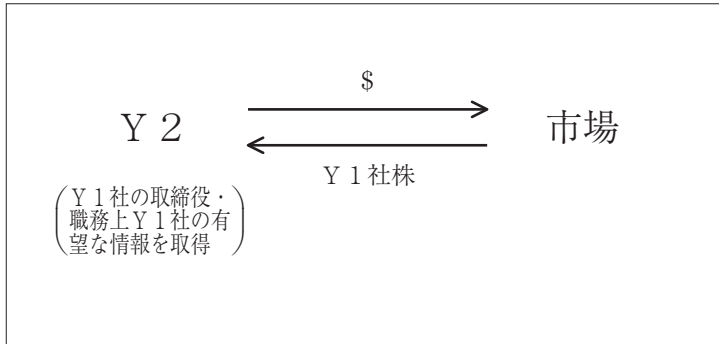
Cady 審決の判断を一步進めたのが、SEC v.

Texas Gulf Sulphur Co. です。

これは第二巡回区控訴裁判所の判決です。(図9) Y1社が、銅、亜鉛等の資源が大量に含まれる土地を発見して、同社の取締役Y2らが、当該情報が公にされる前に同社の株を購入した事例です。これは典型的な内部者取引の事例です。Y1社の取締役が職務上得た情報に基づいてY1の株を買ったのです。

取締役が株主に対して信認義務を負うことは遙か以前から確立していたので、それを基礎に責任を肯定することもできたと思われるのですが、第二巡回区控訴裁判所は思いきったルールを述べました。それは、Equal Access Rule といい、「匿名性の取引所で取引するすべての投資者が重要な情報に相対的に等しくアクセスできることが証券市場の当然の前提であるとするルール」というものです。「同ルールの核は、誰かの個人的利

図9 (Texas Gulf Sulphur 事件)

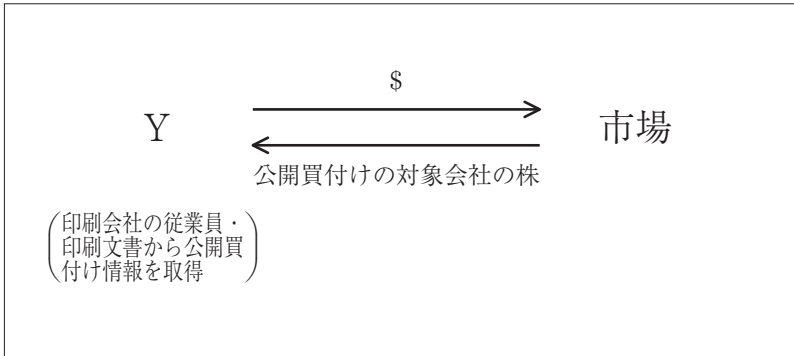


益のためではなく会社の目的のためにのみ利用可能とされている情報に直接的間接的にアクセスできる者は誰でも、その会社の証券を自己の勘定で取引するとき、その取引相手には利用可能ではないと知りながらその情報を利用してはならない」と述べられ、これにより、すべての市場参加者に開示義務が課せられたといえます。しかし、この、証券発行人会社との関係を問うことなく全ての市場参加者に当該義務を課すルールは、後の最高裁で否定されてしまいました。それが、次の Chiarella 事件です。これは最高裁が初めて内部者取引について扱った事件です。

③ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 S.Ct. 1108 (1980).

(図10) これは金融関係の印刷会社の従業員 Y が、印刷文書の中に含まれていた公開買付けに関

図10 (Chiarella 事件)

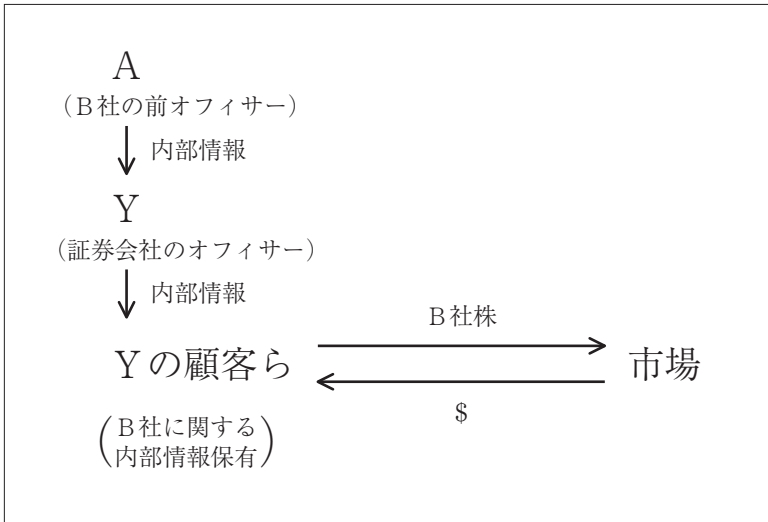


する情報をもとに、対象会社を割り出し当該会社の株を購入して、公開買付けの情報が公になった直後に売却したという事案です。Yは公開買付けの対象会社とは何の関係ありません。よってその株主に対しても何の義務も負いません。最高裁は、その点を基礎に責任を否定しました。これが先ほど説明した信認義務理論です。Yは対象会社にとって第三者であり、その株主に対して信認義務を負わないから責任は認められない、ということです。この事案は、第二巡回区控訴裁判所によって述べられたEqual Access Rule によれば責任を課すことができたと思うのですが、最高裁は同ルールを明確に否定しました。

- (iv) *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646; 103 S.Ct. 3255 (1983).

次に、*Dirks* 判決ですが、これは先ほど申し上げ

図11 (Dirks 事件)

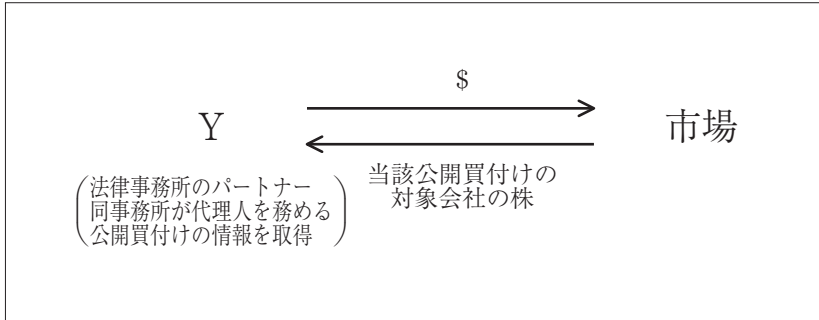


げた tippee のルールを述べた判決です。済みません、時間の関係でちょっと割愛をさせていただきます(筆者注・図11をご参照下さい)。同判決は、Chiarella 判決で述べられた信認義務違反理論の tippee のルールを明らかにしました。株主と第三者の関係にある者であっても、内部者から情報が伝達された場合には、内部者と同じように信認義務が課せられその違反をもって責任が肯定される場合がありますよと言ったのです。

⑤ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199(1997).

(図12) 次に、O'Hagan 判決ですが、これは、法律事務所のパートナーであるYが同事務所が代理人を務める公開買付けの対象会社の株とコール・オプションを購入し、公開買付けの情報が公になった後に売却して利益を得た事案です。この

図12 (O'Hagan 事件)



事案でもYは、Chiarella 事件同様に、証券発行会社とは何の関係もないので、取引相手に対しては何の義務も負っていませんでした。しかし、最高裁は、Chiarella 判決のように、被告人の責任を否定しませんでした。取引相手ではなく、情報源に対する義務に着目し、情報源に対する信頼義務違反をもって責任を課したのです。すなわち、先程述べた不正流用理論が採用されたのです。

このようにアメリカでは、信頼義務違反あるいは信頼義務違反を基礎に、内部者取引責任が認められてきました。これは、先ほども申し上げたとおり、内部者取引を規制する10b-5が詐欺を禁ずるものだったからです。すなわち、内部者取引は、基本的には虚偽の情報を相手に与えるというのではなく、不開示で取引をするというものですから、そのままでは詐欺に該当せず、詐欺というためには開示義務違反があったといえることが

要求されました。そのために、信託義務あるいは信託義務違反が必要だったのです。他方、日本では制定法によって規制されたため、義務違反に訴える必要がありませんでした。このように、同じ内部者取引規制といっても、その根拠が異なるのは、規制に至った過程の相違に求められると思います。

四、一般条項に関する日米相違 ——金融商品取引法一五七条と SEC規則10b-5

次の「一般条項に関する日米相違」で、金融商品取引法一五七条とSEC規則10b-5の比較をしたいと思います。

(一) 金商法一五七条「不正の手段」

先ほど申し上げたとおり、金商法一五七条は「不正の手段」という包括的概念で規定されているにもかかわらず、ほとんど機能してきませんでした。しかし、全く使われなかったわけではなく、昭和四〇年に最高裁によって判断されたことがあります。それが、那須硫黄礦業株式事件です。そこで最高裁は、五八条一号の言う「不正の手段」とは「有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段」である旨を明らかにしました。

このように、最高裁は「不正の手段」を広く解釈したのです。しかし、それにもかかわらず、当時の五八条一号、後の一五七条一号を援用する当事者は少なかった上に、援用したとしても、裁判

所はそれを取り上げることに変消極的だったために、一五七条の解釈について扱ったものはほとんどありませんでした。

一五七条が使いにくい理由としては、文言が抽象的過ぎること、しかも、とても厳しい罰則が用意されていることで検察官が利用しにくかったことが挙げられています。また、立法院も、新しい問題が生じると、そのたびに新しい条文を制定してきたので、一五七条を使おうということにはなりませんでした。一五七条が使われなくても対処できるように法が発展してきたのです。

(1) SEC規則“Manipulative and deceptive”

これに対して、SEC規則の“Manipulative and deceptive”すなわち、一五七条の「不正」

に該当にするような部分ですが、この内容が明らかにされてきたことは、今まで見てきたとおりです。一〇条(b)項で禁じられる“Manipulative and deceptive”の内容を、SEC規則10b-5が明確化し、それを裁判所が解釈するのですが、その際判例法上発展してきた詐欺の法を基礎にしたので、比較的容易に明らかにできたのです。

このように、一般条項がアメリカでは使われて、日本では使われなかったのは、包括的概念であるアメリカの“Manipulative and deceptive”、日本の「不正」の明確性に違いがあったからではないかと思います。日本では不明確のままでしたけれども、アメリカでは明確になりました。これがそれぞれの一般条項の発展に関係したのではないかと思います。

(三) 金商法一五七条を活用させるために？

そこで、「金商法一五七条を活用させるために？」というように書きましたけれども、日本もアメリカのように一般条項の内容を明らかにするならば、すなわち、SEC規則で一〇条(b)項の「Manipulative and deceptive」を明確化したように、日本の一五七条の「不正」の中身も、例えば政令や内閣府令によって明らかにすれば、少なくとも今よりは使いやすくなるのではないかと考えます。

ただ、これをほかの場所で話したら、ある先生から、そういうふうに明確化しても、そこから漏れる行為は必ず存在して、そこに網をかけることこそが、一五七条の本来の趣旨なのではない

かという、もつともなご批判をいただきましたので、ここでは金融審議会で出された報告書を紹介するにとどめたいと思います。

CU.というところですが、金融審議会の報告書が平成二一年六月一七日に出されました。これは金商法一五七条の積極的な活用的重要性について指摘し、刑事罰のみならず課徴金の対象にすることで、同条の有効な活用を実現することを示唆しています。このような意見が政府から出るというのは、とても興味深いと思います。

五、結びにかえて

「結びにかえて」というところに移らせていただきますけれども、証券取引法制が日米で異なっている理由としては、創設された歴史や理念に関する両国の違いが大きいと思います。アメリカで

は、「詐欺だから禁止する」という理念でした。

そして、判例法で発展してきたものを基礎に法制度が成り立っています。これに対して日本は、むしろ「不正だから禁ずる」という考えがあったと思います。そして、判例法の発展ではなくて、制定法で規定してきたということがあります。

初めに提起した二つの疑問に対する私なりの答えをまとめさせて頂いて終わりにしたいと思います。

一つ目の「なぜアメリカでは内部者取引責任を課するために義務違反が要求されるのか」ということですが、内部者取引で義務違反を要求するのは、内部者取引を禁ずる「*inside*」が詐欺を禁じようとしているからです。詐欺に該当しなければ規制できないということです。内部者取引は、積極的な不実表示を行うわけではなく、基本的に不開示なので、詐欺に該当するとするためには、義務違

反がどうしても必要だったということがあります。これに対して、日本は制定法で初めから禁止したので、このような理論構成は必要ありませんでした。

二つ目の「なぜ金融商品取引法一五七条は利用されないのか」ですが、それよりも、なぜ「*inside*」があれば利用されているのか、ということから申し上げます、それは、判例法の詐欺の発展から、詐欺がいかなるものであるか明確であった、「*inside*」の禁止しようとしている詐欺というのは、既に判例法上発展してきたものの延長線上にあったために、判例法をとくに少し修正することで対応することができた、条文の解釈が容易だったということがあります。これに対して、日本の一五七条は、文言の抽象性、漠然性ゆえに、罪刑法定主義の観点から問題のあることは従来指摘されてきましたが、それに加えて、アメリカと異なっ

て、「不正の手段」の内容が、判例法上も制定法上も明らかにされてこなかったことが関係していると思われます。

御清聴ありがとうございました。（拍手）

若林常務理事 萬澤さん、どうもありがとうございました。
いました。

それでは、時間もございますので、ここで皆様方から御意見、御質問等お受けしたいと思います
が、いかがでございましょうか。

質問者 大変詳細で、ファクトに基づいた説明で、ありがとうございます。

こういう問題は、私も個人的にずっと悩みつつ考えてきておりまして、非常に具体的なお話をいただいて参考になったんですけれども、私の漠然とした頭の中を言いますと、アメリカの証券法とか証取法というのは、州際取引を規制するために

つくられた。

ここから先は私も不勉強なんです、州際取引を規制するときに、要するに委員会形式ですから、そちらのほうはアメリカの司法上やりやすかったのも、多分民事責任の追及のほうからSECの仕事は始まってきた。他方、日本は、残念ながら大陸法系で、戦後アメリカの証取法を一〇日間ぐらいで翻訳してつくったんだそうですけれども、日本はやっぱり厳密な罪刑法定主義ですから、もともと接合性がなかったところに、無理やりポーンと証取法を入れたわけですね。我が国の昔からの罪刑法定主義でいきますと、検察官とか役人の立場で言えば、一五七条というのはとても使えない。そういう条文だと思っんですね。だから、アメリカは民事責任からスタートして延々と発展させてきたということ、日本はどうしても罪刑法定主義から始まった。

それから、もう一つ、多分意識しておられると思いますが、大昔私が英米法を大学で習ったときに、コモン・ローとエクイティ・ローという言葉聞いたことがあって、エクイティ・ローの中に信託絡みの信認義務の大きな考え方があって、これも非常にアメリカの特色であって、営々と養われてきた概念ですね。そのところは、日本には信認義務という感覚はほとんどない。制定法上信認義務的な部分は、民法でも双方代理の禁止とか、そういうのがあるんですが、一般的には信認義務という考え方は、私法上、日本にはもともとないわけですね。その差が非常に大きくて、だから、最近の改正で利益相反の禁止規定を金融庁が非常に苦労してつくったんだけど、結局、日本には信認義務の考え方がないものだから、ベースがない。したがって、金融機関とか業者の自主的な改善を待つという感じでつくられている

のが、今の金商法の利益相反防止規定ですね。これはやっぱり日本の司法上、信認義務違反という概念が成熟していないものだから、アメリカみたいなことはできませんよということできそうだった。

多分随分研究しておられるから、意識は十分お持ちなんでしょうけど、私の言い方で整理すれば、アメリカは、SECなんかは民事責任から入っていった。それから、もう一つの大きな差が、信認義務に関する概念とか、日本には充実したものがない。その二つが、私の感想として。御参考までに。

萬澤 ありがとうございます。

質問者 大変わかりやすい話をありがとうございます。
ました。

ちよっと気になっているのは、10b-5の判例が、どうも最近のものが余りないですね。つまり、二〇〇〇年以降の判例というのは余り見たこ

とがない。SECが今10b-5を使っているのかどうか。どうも途中でごちゃごちゃとなっちゃって、裁判所に行っていないんじゃないのかというような気がして、ちよつと心配なんですよ。

つまり、判例は過去にはいろいろありますから、その中で十分間に合うということで、裁判所まで行かないうちに終わっちゃっているのかという気もするんですけども、世の中変わっていつてますから、もう少し二〇〇〇年以降の判例があってもいいような気がするんですが、今日のレジュメも全部九〇年代以前ですよ。だから、そこはどうかですか。ちよつとよくわからないんですけど。

萬澤 それは内部者取引に限らず、いろんな面で10b-5が……。

質問者 10b-5全体が。

萬澤 裁判所というのは、最高裁ですか、それと

も……。

質問者 いや、普通の裁判所でもいいんですけども、サーキットでもいいんですが。

萬澤 減っているとしたら、手続的に裁判所の審理にいく要件を厳しくしたことが影響していることが考えられます。不合理な訴えが多すぎるものが問題となつて、それに対する対応として、原告の主張に特定化、明確化が要求されるようになりました。それが関係して、近年数が減っているかもしれません。それでも、幾つかはちゃんと上がつていて、最高裁の判決も出ています。今回は扱いませんでしたけれども、内部者取引で。

質問者 ここに大体過去に出ている、これは内部者取引だけですけれども、そういうものに積み重ねるような新しい角度のものというのは余りないんですか。ということは、引用されないから、結局新しいものがつけ加わっていないというふうに考

えられるのかどうかなんですけど。

萬澤 新しいものというのは、新しい法、分野

……。

質問者 新しい角度とか、新しい見方とか、新しい理論とか。

萬澤 済みません、そこは不勉強でちゃんと調べてはいないのですが、106-5に基づいた主張がなされて裁判所が審理・判断すれば、何らかの新しいさは付け加わると思うのですが、その数は少なくなってきたるかもしれません。

若林常務理事 よろしゅうございますか。ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーは閉会とさせていただきますと思います。

萬澤さん、どうも御苦労さまでした。（拍手）

（まんざわ ようこ・当研究所研究員）

（この講演は、平成二十一年一〇月七日に開催されました。）

【レジュメ】

証券セミナー

「証券取引法制の日米相違について」

2009年10月7日

日本証券経済研究所

萬澤 陽子

I. はじめに

1. 二つの疑問

(1) なぜアメリカでは内部者取引責任を課すために義務違反が要求されるのか

→日本とアメリカの内部者取引規制の相違

(2) なぜ金融商品取引法 157 条は利用されないのか

→金商法 157 条と SEC 規則 10b-5 の相違

2. 日本法とアメリカ法の基本的な相違

- ・ 成文法主義と判例法主義

II. アメリカの証券取引法制の発展

- ・ 19 世紀中頃から株や社債などの証券が流通し始める
- ・ 19 世紀終わりあたりから証券取引に関する問題が顕在化し始める
- ・ 裁判所は問題解決のために不法行為法上の詐欺を発展させていった
- ・ 当時の詐欺は現在の詐欺とは異なるものだった
現在の詐欺の要件は、
 - ① 表示が重要な事実について虚偽であること
 - ② 被告が虚偽であることを知りながら、原告の行為に影響を与えるようにしたこと
 - ③ 実際原告がその表示を信頼し契約を締結する等行為し、その結果損害を被ったことが満たされれば責任は肯定される。

証券取引法制の日米相違について

- 当時の詐欺を証券取引市場で生起する問題に対応できるようにするための二つの問題
 - (a) 虚偽の情報を与える者と証券を取引する相手は常に同一であるとは限らないこと
 - (b) 虚偽情報が原告に特定されないで与えられること
 - 裁判所の対応
 - (a) に対して、例えば、*Warfield v. Clark*, 91 N.E. 833, 118 Iowa 69 (Iowa, 1902).
 - (b) に対して、例えば、*Morse v. Swits*, 19 How. Pr. 275 (N.Y. Sup. Ct. 1860).
 - この詐欺の発展は 1933 年の証券法 (*Securities Act of 1933*)、1934 年の証券取引所法 (*Securities Exchange Act of 1934*) で採用
 - 証券取引所法 10 条(b)項「相場操縦的および詐欺的策略」
 - 「SEC が公益あるいは投資者保護のために必要あるいは適切と定めた規則に違反して」証券の売買に関連した相場操縦的あるいは詐欺的策略あるいは計略の使用を禁じている
 - SEC 規則 10b-5「相場操縦的および詐欺的策略の使用」
 - 証券の売買に関連して次の三つのことを違法としている
- (a) 欺罔のための策略・計略を使うこと
 - (b) 重要な事実の不実表示をすること、あるいは重要な事実を述べずに言明を誤導的にすること
 - (c) 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

III. 内部者取引法制に関する日米相違

1. 日本

金商法 166 条・167 条

2. アメリカ

(1) 法の内容

① 制定法上の規定—証券取引所法 16 条(a)項(b)項

16 条(a)項：同法 12 条のもと SEC に登録されている証券の 10%を超える実質的所有者、および当該証券発行者の取締役あるいはオフィサーに、SEC に当該証券の保有数量を報告する義務を課している

16 条(b)項：6 ヶ月という期間内に当該会社の証券等の売買の両方を行って得た利益はすべて、発

行者によって吐出しの要求ができる←「そのような実質的所有者や取締役、およびオフィサーがその発行者との関係が理由で得られたかもしれない情報の不正な利用を防止すること」を目的としていると規定

② 信託義務 (fiduciary duty : 相手からの信頼を受けた当事者の一方が、もっぱら相手方の利益をはかるために最高度の信義誠実を尽して行動、助言しなければならない義務) 違反理論

内部者取引責任の基礎に取引相手に対する信託義務違反を置く理論

→取引相手に対して信託義務を負っているか否か、で判断され、負っているなら責任肯定

→内報受領者 (tippee) の場合、内部者が信託義務に違反して——具体的には、個人的な利益を直接あるいは間接的に得るために内報を付与して——内報受領者に情報を開示し、かつ内報受領者がその違反を知っていたあるいは知るべき理由があった場合には、内報受領者も重要な未公開情報に基づいて取引してはならない信託義務を取引相手に対して負うことになり、責任肯定

③ 不正流用 (misappropriation) 理論

内部者取引責任の基礎に情報源に対する信託あるいは信頼義務 (相手からの信頼を受けた当事者の一方が、その者の利益を念頭において行動・助言しなければならない義務) 違反を置く理論

→情報源に対して信託あるいは信頼義務を負っているか否か、で判断され、負っているなら責任肯定

→内報受領者の場合、内報付与者が情報源に対する信託あるいは信頼義務に違反して内報付与をし、それを内報受領者が知っていたあるいは知るべき理由があった場合には、責任肯定

(2) 具体的な判例の発展

① In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C.907(1961).

- ・ 証券会社のパートナーである Y は、その同僚で A 社の取締役でもある B から A 社の配当金削減の情報を得て、A 社の株を売却した事案。
- ・ 以下の二つの主要な要素を満たす場合には、開示をしないのなら取引を断念する (disclose or abstain rule) 義務が課せられる——まず、(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) その情報が自分が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。Y の責任肯定。

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

- ・ Y1 社が銅、亜鉛等の資源が大量に含まれる土地を発見、同社の取締役 Y2 らは同情報が公に

される前に同社の株を購入した事例。

- **Equal Access Rule**——匿名性の取引所で取引するすべての投資者が重要な情報に相対的に等しくアクセスできることが証券市場の当然の前提であるとするルール——を採用。同ルールの核は、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(**the investing public**)——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、ということ。取引をした Y2 らの責任肯定。

③ **Chiarella v. United States, 445 U.S. 222; 100 S. Ct. 1108(1980).**

- 金融関係の印刷会社の従業員 Y が、印刷文書の中に含まれていた公開買付けに関する情報から——公開買付者およびその対象会社の名前は伏せられていたが、文書に記載されている他の情報からそれらの名前を割り出して——対象会社の株を購入して、公開買付けの情報が公になった直後に売却し、14 ヶ月間で 30000 ドル以上稼いだ事例。
- 原審・原々審ともに Y の責任を肯定。しかし、連邦最高裁は、責任は取引当事者間の信頼関係から生じる開示義務に基づくとして述べ、控訴審判決を破棄。すなわち、会社の内部者ではない Y は、売主と信認関係に立たないゆえ、得た情報を開示しないまま取引しても責任は問われないとした。Y の責任は否定。

④ **Dirks v. SEC, 463 U.S.646; 103 S.Ct.3255(1983).**

- 証券会社のオフィサーである Y が、A (B 社の前オフィサー) から、B 社の資産が会社の詐欺的行為から相当過大に見積もられているという情報を受領し、それを多くの顧客らに対して伝え、それを聞いた者の何人かが B 社の株を売却した事案。
- 情報を内部者から得た場合には、内部者が信認義務に違反して——具体的には、個人的な利益を直接あるいは間接的に得るために内報を付与して——内報受領者に情報を開示し、かつ内報受領者がその違反を知っていたあるいは知るべき理由があった場合には、内報受領者も重要な未公開情報に基づいて取引してはならないという信認義務を取引相手に対して負うことになり、責任が認められる、とした。本件では、A は、B 社の詐欺の真実を暴き公にすることが目的で Y に情報を伝えたため、個人的利益を得ていないことから A の信認義務違反が認められず、Y の責任は否定された。

⑤ **United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642; 117 S.Ct.2199(1997).**

- 法律事務所のパートナーであった Y が、同事務所が代理人を務める公開買付けの対象会社の株とコール・オプションを購入し、公開買付けの情報が公にされた後に売却し、4300 万ドル以上の利益を得た事案。
- 情報源に対する信認あるいは信頼義務に違反して、情報を利用して取引したなら、責任を負うとする理論 (不正流用理論) を採用し、Y の責任を肯定。

IV. 一般条項に関する日米相違——金融商品取引法 157 条と SEC 規則 10b-5

1. 金商法 157 条「不正の手段」

- ・ 那須硫黄礦業株式事件（最決昭和 40 年 5 月 25 日裁判集刑事 155 号 831 頁）

最高裁は、58 条 1 号のいう「不正の手段」とは、「有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段」である旨明らかにした

2. SEC 規則 “Manipulative and deceptive”

3. 金商法 157 条を活用させるために？

Cf. 「金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」¹（平成 21 年 6 月 17 日公表）

V. 結びにかえて

¹ http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf.

証券取引法制の日米相違について

2009年10月7日
証券セミナー（萬澤）

【資料】

民法

（不法行為による損害賠償）

第七百九条 故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う。

金融商品取引法

（不正行為の禁止）

第二百五十七条 何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。
- 二 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。
- 三 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用すること。

（会社関係者の禁止行為）

第六十六条 次の各号に掲げる者（以下この条において「会社関係者」という。）であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実（当該上場会社等の子会社に係る会社関係者（当該上場会社等に係る会社関係者に該当する者を除く。）については、当該子会社の業務等に関する重要事実であつて、次項第五号から第八号までに規定するものに限る。以下同じ。）を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引（以下この条において「売買等」という。）をしてはならない。当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を次の各号に定めるところにより知つた会社関係者であつて、当該各号に掲げる会社関係者でなくなつた後一年以内のものについても、同様とする。

- 一 当該上場会社等（当該上場会社等の親会社及び子会社を含む。以下この項において同じ。）の役員（会計参与が法人であるときは、その社員）、代理人、使用人その他の従業者（以下この条及び次条において「役員等」という。）その者の職務に関し知つたとき。
- 二 当該上場会社等の**会社法第四百三十三条第一項**に定める権利を有する株主若しくは**優先出資法**に規定する普通出資者のうちこれに類する権利を有するものとして内閣府令で定める者又は**同条第三項**に定める権利を有する社員（これらの株主、普通出資者又は社員が法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む。以下この条及び次条において同じ。）であるときはその役員等を、これらの株主、普通出資者又は社員が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む。）当該権利の行使に関し知つたとき。
- 三 当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者 当該権限の行使に関し知つたとき。

2009年10月7日
証券セミナー（萬澤）

【資料】

- 四 当該上場会社等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外のであるときはその代理人又は使用人を含む。）であつて、当該上場会社等の役員等以外のもの 当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知つたとき。
- 五 第二号又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等（その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号又は前号に定めるところにより当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知つた場合におけるその者に限る。）その者の職務に関し知つたとき。
- 3 会社関係者（第一項後段に規定する者を含む。以下この項において同じ。）から当該会社関係者が第一項各号に定めるところにより知つた同項に規定する業務等に関する重要事実の伝達を受けた者（同項各号に掲げる者であつて、当該各号に定めるところにより当該業務等に関する重要事実を知つたものを除く。）又は職務上当該伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に関し当該業務等に関する重要事実を知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をしてはならない。

（公開買付者等関係者の禁止行為）

第百六十七条 次の各号に掲げる者（以下この条において「公開買付者等関係者」という。）であつて、第二十七条の第二項に規定する株券等で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの（以下この条において「上場等株券等」という。）の同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）若しくはこれに準ずる行為として政令で定めるもの又は上場株券等の第二十七条の二十二の二第一項に規定する公開買付け（以下この条において「公開買付け等」という。）をする者（以下この条において「公開買付者等」という。）の公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実の公表がされた後でなければ、公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の発行する株券若しくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価証券（以下この条において「特定株券等」という。）又は当該特定株券等に係るオプションを表示する第二条第一項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券（以下この項において「関連株券等」という。）に係る買付け等（特定株券等又は関連株券等（以下この条において「株券等」という。）の買付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条において同じ。）をしてはならず、公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等（株券等の売付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条において同じ。）をしてはならない。当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を次の各号に定めるところにより知つた公開買付者等関係者であつて、当該各号に掲げる公開買付者等関係者でなくなつた後一年以内のものについても、同様とする。

証券取引法制の日米相違について

2009 年 10 月 7 日
証券セミナー（萬澤）

【資料】

- 一 当該公開買付者等（その者が法人であるときは、その親会社を含む。以下この項において同じ。）の役員等（当該公開買付者等が法人以外の者であるときは、その代理人又は使用人）その者の職務に関し知つたとき。
 - 二 当該公開買付者等の会社法第四百三十三条第一項 に定める権利を有する株主又は同条第三項 に定める権利を有する社員（当該株主又は社員が法人であるときはその役員等を、当該株主又は社員が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む。）当該権利の行使に関し知つたとき。
 - 三 当該公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者 当該権限の行使に関し知つたとき。
 - 四 当該公開買付者等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む。）であつて、当該公開買付者等が法人であるときはその役員等以外のもの、その者が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人以外のもの 当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知つたとき。
 - 五 第二号又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等（その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号又は前号に定めるところにより当該公開買付者等の公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を知つた場合におけるその者に限る。）その者の職務に関し知つたとき。
- 3 公開買付者等関係者（第一項後段に規定する者を含む。以下この項において同じ。）から当該公開買付者等関係者が第一項各号に定めるところにより知つた同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実（以下この条において「公開買付け等事実」という。）の伝達を受けた者（同項各号に掲げる者であつて、当該各号に定めるところにより当該公開買付け等事実を知つたものを除く。）又は職務上当該伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に関し当該公開買付け等事実を知つたものは、当該公開買付け等事実の公表がされた後でなければ、同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等をしてはならず、同項に規定する公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等をしてはならない。

Securities Exchange Act of 1934

Sec. 10 Manipulative and deceptive devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange--

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap

2009年10月7日
証券セミナー（萬澤）

【資料】

agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
 - (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
 - (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
- in connection with the purchase or sale of any security.

Securities Act of 1933

Sec. 17 Fraudulent interstate transactions

(a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly--

- (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or
- (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or
- (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.