

米国におけるインサイダー取引規制改革論議について

浅倉 真理
鶴 ゆかり

一、はじめに

米国では、法令においてインサイダー取引を禁止する明確な規定はない。現在まで、インサイダー取引規制は、個別事案に対する裁判所による証券法の一般詐欺禁止条文の解釈の積み重ねにより発展してきたことから、インサイダー取引規制を簡素化、明確化、近代化する改革が必要であるとされてきた。そのような問題意識のもと、二〇一八年十一月、インサイダー取引規制に関するタ

スクフォース（座長：Preet Bharara氏）が設立され、インサイダー取引規制の問題を議論し、改善に向けた提案が検討され、二〇二〇年一月に本タスクフォースの報告書（Report of the Bharara Task Force on Insider Trading）が公表された。本稿は、本報告書にて紹介されている米国におけるインサイダー取引規制の変遷を概説した後、二〇一九年十二月に下院を通過したインサイダー取引禁止法案（The Insider Trading Prohibition Act）、通称「ハイズ法案」を紹介する。

なお、本稿の意見にわたる部分は筆者らの個人

の見解であり、日本証券業協会又は証券業界としての見解を示すものではないことを申し添える。

二、米国におけるインサイダー取引規制の歴史

(1) 一九三四年証券取引所法及びSEC規則

一九三四年証券取引所法では、インサイダー取引を禁止する明確な規定は存在せず、同法第一〇条(b)項では、「証券の買付又は売付に關して相場操縱的 (manipulative) 若しくは詐欺的 (deceptive) な策略若しくは術策を用いること」の禁止を規定している。また、これに基づくSEC規則10b-5においても、「何人も、直接的又は間接的に州際通商の手段を利用して以下の行為を行つてはならない。(a)詐欺を行うための策略、計略又は技巧を用いること、(b)重要な事実について

不実表示をすること、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、(c)詐欺若しくは欺罔となる又はそのおそれのある行為、慣行若しくは業務を行うこと」と規定されているが、インサイダー取引を禁止する明確な規定はない。米国では、これらの法規制について、判例により、インサイダー取引規制が発展したとされる。

報告書は、「インサイダー取引が禁止される理論的根拠は、証券市場の公正さと規律を守り、不届き者に責任を問うことであり、他者が知りえない企業の機密情報入手し、他の市場参加者の損失を元に利益を得ることは、基本的にどこか不公平だということは多くの者が感じることはあるが、判例の積み重ねによって作り上げられてきた米国のインサイダー取引規制は、証券取引における「公正性」の観念を中心に構築されていない。」

と指摘している。また最高裁判決でも、取引相手方に企業の内部者が知っている全ての情報を知る権利を認める「情報の対称性のルール」は否定されている。

続いて、これまで米国で積み重ねられてきたインサイダー取引規制に関する主な理論的展開について、紹介する。

(2) 「開示又は断念」の原則及び「平等なアクセス」の原則

SECが一九六一年、Cady, Roberts & Coに對して行った行政処分では、証券取引所法第一〇条(b)項の詐欺防止規定は、企業の内部者が重要な未公開情報に基づく売買を控えなければならぬという一般的な義務を定めていとされた。本行政処分は、重要な未公開情報を有している企業の内部者に対して、内部情報を有する者は相手方に

その事実を開示して取引を行うか、開示することが適切ではない場合は取引を断念しなくてはならないとする「開示又は断念 (disclose or abstain)」の原則を明確にした。なお、本原則は、後に説明するChirarella判決で是認される。

一九六八年のSEC v. Texas Gulf Sulphurの事案において、第二巡回控訴裁判所では、企業の内部者だけでなく、「重要な内部情報を有するいかなる者も、投資家 (investing public) に開示する必要がある… (中略) …又は、そのような内部情報が公開されていない場合、関係している証券についての取引は控える必要があるとされている。」という情報への「平等なアクセス (equal access)」の原則が議論され、取引に参加する全ての投資家が重要な情報に対して平等にアクセスできるという期待が保護されなければならないとされた。また、これによりインサイダー取引規制

の対象となる内部者を企業の内部者に限らず、「重要な内部情報を有するいかなる者」と拡大した。

(3) 信認義務理論

一九八一年の *Chirarella* 判決を紹介する。機密文書を印刷する会社に勤めていた *Chirarella* 氏は、会社に送られてきた文書の中から公開買付に関する情報を発見し、当該情報に基づいて、情報開示前に取引を行った。本事案において、最高裁判所では、「平等なアクセス (equal access)」の原則を否定するとともに、内部情報に関する「開示又は断念」の原則は、取引をする者と相手方との間でフィデューシャリー関係又はその他の信頼関係 (relationship of trust and confidence) があり、取引をする者が内部情報を有していることを知る権利が相手方にある場合にのみ適用されると

し、証券取引所法第一〇条(b)項に基づく開示義務は、未公開情報の単なる所有から生じるものではないとした。つまり、*Chirarella* 氏は、当該株式の発行会社とフィデューシャリーの関係はないため、インサイダー取引規制違反は問われなかったのである。これにより、インサイダー取引の根拠は、情報の平等性の問題ではなく、企業の内部者が企業の株主に対して負っている信頼関係に係る義務の違反によるものであるとする「信認義務理論」が発生した。

その後、時間が経つにつれ、インサイダー取引規制違反に新たな理論として不正流用理論が登場した。

(4) 不正流用理論

裁判所は以下の判決により、企業の内部関係者が株主に負う義務ではなく、情報源に対する義務

違反による責任があるとする「不正流用理論」を採用した。不正流用理論は信認義務理論と同様に、フィデューシャリーによる、未公開である情報の利己的な利用 (self-serving use of a principal's information) は詐欺やごまかし (fraud or deception) にあたるとすることを根拠としている。

一九八七年の Carpenter 判決は、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の株式欄の担当者である Carpenter 氏が、未発表記事の内容に基づいて株式を売買し、利益を得たという事案であった。本紙の株式欄は市場に与える影響が大きいため、社内ではその内容は紙面発刊まで極秘情報として取扱うことが定められており、Carpenter 氏もその旨を理解していた。

本事案に対し、控訴裁は、Carpenter 氏が故意に守秘義務に反して株式の売買を行ったことは新

聞社を欺いたものであるとして不正流用理論を適用した。一方、最高裁判所では、原審の判断を支持したものの、不正流用理論に関する部分の評決は四一四の可否同数であり、不正流用理論に対する最高裁の見解は不明確なままであったが、次に紹介する O'Hagan 判決において、最高裁判所は初めて不正流用理論を認める判決を下した。

一九九七年の O'Hagan 判決は、Grand Metropolitan 社の公開買付代理人である法律事務所のパートナーである O'Hagan 氏が、Grand Metropolitan 社の Pillsbury 社に対する公開買付の計画に先立って Pillsbury 社株式を取引したという事案であった。

第八巡回控訴裁判所では、証券取引所法第一〇条(b)項及び SEC 規則 10b-5 違反は、不正流用理論に基づいて判断されてはならないとし、信認義務理論を適用したうえで、O'Hagan 氏は Pillsbury

社の株主に対する責任を負わないとした。一方、最高裁判所では、インサイダー取引に係る責任は企業内部者の株主に対する義務に基づくものではないとして信認義務理論ではなく、OHagan氏の未公開情報に基づいて行った取引に対する責任を認め、株主だけでなく情報源に対して負っている信認義務の違反として、「不正流用理論」を採用した。また、インサイダー取引における「内部者」の範囲を、未公開情報を基に取引を行った、株主に責任を負わない「外部者 (outsider)」にまで、大幅に拡大した。

(5) 個人的利益基準

一九八三年の *Dirks v. SEC* の事案では、証券会社役員で証券アナリストである *Dirks* 氏が、生命保険会社勤務の *Secrist* 氏から *Equity* 社の内部不正に関する内部情報を得て、当該情報を顧客

や投資家に話し、その顧客等が *Equity* 社の株式を売却したという事例であった。

最高裁判所では、ティップー（情報受領者、tippee）の法的責任は、ティッパー（情報伝達者、tipper）の法的責任から派生するものであるとし、情報伝達者である内部者が信認義務違反をし、かつそれが義務違反にあたることをティップーが知っていた、又は知るべきであった場合にティップーも責任を負うものとされた。また、企業において事業の目的で使用される内部者情報のやり取りと、インサイダー取引と見なされ違法となる私的な取引を区別する必要があるとされた。

なお、内部者によるインサイダー情報の配布 (dissemination) が証券取引所法第一〇条(b)項の違反に該当するか評価するには、「客観的な基準、つまり内部者が情報から直接的又は間接的に個人的利益を受け取ったか否かに焦点を合わせ

る」必要があるとし、情報伝達が違法とならない類型として、Dicks氏のように、ティッパーが個人的利益を得ていなかった場合があるとする個人的利益基準²⁾を示した。ただし、例外的に、重要な内部情報が親戚や友人に対して贈与される場合は、ティッパーが直接、明示的に、当該情報に対する対価として個人的な利益を得ていなかった場合であっても違反とされた。本判決以降、数十年に渡り、個人的利益基準が適用されている。

関連する判例を紹介する。二〇一四年のNewman判決では、ヘッジファンドのポートフォリオマネージャーである被告のNewman氏は、会社の内部者から発信された重要な未公開情報を、情報網(tipping chain)を通じて受け取った遠隔情報受領者(remote tippee)であり、当該情報を利用して多額の利益を得た。

第二巡回控訴裁判所は、法理論の大幅な変更を

示すと思われる文言を用いて、「個人的利益」基準の内容を明確に述べた。それは、①陪審説示(jury instruction)において、被告にティッパーの義務違反に係る認識があったかは求められなかった、②情報と引き換えにティッパーが得た「個人的利益」を確証するには不十分であったことから、被告は責任に問われなかった。なお、「個人的利益」を確立するには、「客観的、必然的な交換であり、かつ金銭的又は類似する価値のある性質のもの潜在的な獲得を少なくとも表すこと」の証明が必要であるとともに、偶然知り合った人(casual acquaintance)というだけでは、個人的利益が認められず、友人や親戚が「有意に親密(meaningfully close)」でなければならぬとされている。これは「個人的利益」の基準を大幅に狭めるように見え、Dicks判決で認められた「取引関係者や友人への機密情報の贈与」が利益

とみなされる可能性を実質的に排除したとも考えられた。

次に、二〇一六年の *Salman* 判決では、投資銀行勤務のAは、顧客企業の合併買収についてインサイダー情報を保有していた。Aは兄Bに当該情報を提供し、兄Bの証券取引を補助していた。兄BはAに秘密でAの義理の兄弟C (*Salman* 氏) とその情報を共有していた。Cのための取引を親戚Dの口座で行い、Cと親戚Dは利益を分配していた。本件の被告Cは *Newman* の判決から、個人的利益の要件が満たされていなかったという理由で異議を唱え、Aが兄Bに情報を提供したとき、「金銭的又は類似する価値のある性質」との交換はなされなかったと主張した。最高裁判所は、ティッピーの責任はティッパーが信認義務に違反して情報を開示したかによるとし、ティッパーは、情報開示によって個人的な利益を得る場

合には信認義務に違反するとされた。また、個人的利益は、ティッパーが情報伝達に関して①金銭的又は類似した価値のある性質のものを受け取る、②証券取引を行う親戚や友人に対して秘密情報を贈与することでもなされうるとした。つまり、最高裁は *Newman* 判決を否定し、情報と金銭的又は類似する価値のある性質のものとの交換がなされていない場合であっても、内部者とティッピーが近い親族関係である場合は、*Dicks* 判決における個人的利益の要件を満たしており、インサイダー取引違反に該当するとした。

三、議会の対応

前述したように、米国におけるインサイダー取引規制は、裁判を通じて解釈がなされてきたが、議会においてもインサイダー取引を体系化し、犯

罪の実質的な要素を改正又は明確化する努力が行われてきた。

Chiarella 及び Dicks の最高裁判決に続き、議会は一九八三年、インサイダー取引制裁法 (ITSA: Insider Trading Sanctions Act) により、証券法違反に対してより強い罰則を科すこととした。本法により、証券法違反に対して課される民事制裁金 (civil penalties) を強化するため、取引所法が改正され、「不当な売買の結果として、得られた利益又は回避できた損失の三倍」までの民事制裁金が課されるとともに、取引所法違反に対する刑事罰は、最大罰金額が一万ドルから一〇万ドルに引き上げられた。

一九八八年のインサイダー取引・証券詐欺執行法 (ITSEFA: Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act) の制定にあたっては、インサイダー取引の定義を法令に定めるか否かに

ついて議論されたが、下院は、①インサイダー取引について裁判所が定めたパラメーターが従来のインサイダー取引事例の大部分について明確なガイドラインを確立しており、法律により定義することにより、これが潜在的に狭まる可能性があることにより、意図せず法を回避するスキームを促進する可能性がある、②インサイダー取引の定義について適切な説明 (delineation) に関するコンセンサスの欠如が、本法に含まれている執行に係る改革の進展を妨げるとは考えられないという理由から、インサイダー取引の定義はなされなかった。また、ITSEFAでは、最大刑罰を懲役五年から一〇年に、最大罰金額を一〇〇万ドルに引き上げるとともに、SECはそのような刑罰を科すことにつながる情報を提供した内部告発者に、制裁金の最大一〇%を与えることとなった。

ITSEFAが下院に提出されたと同時に、一

九八七年、上院は新たにインサイダー取引禁止法案 (Insider Trading Proscriptions Act) の検討を開始した。本法案は、インサイダー取引の定義を試みたという点で、ITSA及びITSEAより一步踏み込んでゐる。証券取引所法を改正し、取引にかかる情報が「不当に (wrongfully)」取得されたものであると知つてゐる場合、又は意図的に無視 (reckless) してゐる場合に、重要な未公開情報に基づく取引を禁止するとともに、「不当」を「盗難、横領、不正流用又は信任義務、契約、雇用、信頼と信認に関する個人的な又はその他の関係の違反」と定義してゐた。しかしながら、本法案は、上院で紹介された後、その先には進まず、法律として制定されることはなかった。

二〇〇〇年代に入ると、発行体又は発行体を代表する者が重要な未公開情報を外部者であるブ

ローカー・ディーラーなど証券市場の専門家等に開示する場合には、同時に (simultaneously) その情報を公開しなければならないとする Reg FD (Regulation Fair Disclosure) が制定された。また、二〇一二年には、ストップ法 (Stop Trading On Congressional Knowledge Act) が制定され、議員等が公職の地位により得られた未公開情報から私的利益を上げることが禁止、議員等は証券取引法 (取引所法及び規則10b-5を含む。) における義務の免除を受けることはなく、議会、米国民府、米国民との信頼関係から生じる義務を負つてゐるとされた。

四、ハイムズ法案の紹介

Newman 判決をきっかけに、議員により、インサイダー取引の定義や法改正を求める法案が提

出されるようになった。そのうちの 하나가、民主党議員 Jim Himes 氏によつて二〇一九年に提案された「The Insider Trading Prohibition Act」、通称 Himes Bill（以下、「ハイムズ法案」という。）である。

本法案は二〇一九年九月二七日に下院金融サービス委員会を通過し、二〇一九年二月五日に四一〇―一三という圧倒的な多数により下院を通過した。この超党派的な投票によるハイムズ法案の可決は、インサイダー取引法を明確にし、近代化する必要性に係るコンセンサスを反映しているといえる。

本法案では、現在の取引所法第一六条（取締役・役員及び主要株主）に続くものとして、新たに第一六A条（インサイダー取引の禁止）の新設を提案し、重要な未公開情報を知っている者による、他者との関連するコミュニケーションや証券

取引の禁止について定めている。一九八七年のインサイダー取引禁止法で提案された基準と同様に、「不当に（wrongfully）」取得された情報であるという基準が含まれている。これは、詐欺（fraud、deception）の概念に完全に依存するのではなく、「不当に」取得された情報に焦点をシフトし、現在のコモロンローでは曖昧になっている部分を明確にするものである。

なお、ハイムズ法案の最初のバージョンでは、インサイダー取引の定義に個人的利益の要件は含まれていなかったが、下院での投票直前に個人的利益の要件に係る文言が追加された。現在、混乱と曖昧さが多く残る個人的利益基準の再導入は、ハイムズ法案が達成しようとしているインサイダー取引規制の明確化や簡素化を損なうことに繋がると考えられている。

なお、本法案は、二〇一九年二月九日に上院

に送られ、今後、上院銀行住宅都市委員会で審議される予定である。

五、おわりに

長年に渡り法令の解釈により発展し、その定義が不明確であった米国におけるインサイダー取引規制について、ハイムズ法案はその定義の明確化を試みるものとして起草されたものであり、これが成立すれば米国のインサイダー取引規制における一つのポイントとなるであろう。

一方、冒頭紹介したBharara氏を座長とするインサイダー取引規制に関するタスクフォース報告書の提言では、これまでの歴史の変遷を振り返ったうえで、インサイダー取引規制について、①法令の文言及び構造が明確化、単純化されること、②詐欺 (deception, fraud) の概念だけに留

まらず、重要な未公開情報を「不当に (wrongfully)」利用すること」に焦点を当てること、③個人的利益の要件を排除すること、④ティップリーの認識要件と同様に、刑事・民事のインサイダー取引の心的状態の要件を定義すること、が求められている。ハイムズ法案は米国のインサイダー取引規制において、大きな進展の一つと考えられるものの、これら四つの論点に照らせば不十分であるとも指摘されている。一方で、個人的利益を得ていなくともティッパーが責任を問われることに対しては、多くの市場関係者が、過剰規制であり市場の自由な機能を妨げる可能性があると懸念を示している。タスクフォースが掲げるこれらの論点が法令に組み込まれる可能性は低いとの報道もあるが、これらの論点についても法案の審議の行方とともに、今後の議論が注目される。

Insider Trading Prohibition Act (2019年12月9日版)

ハイムズ法案 (仮訳)

※本仮訳は、筆者らが作成したものであり、法令の解釈については原文を参照されたい。

証券取引所法第16A条 インサイダー取引の禁止 (新設)

(a)重要な未公開情報と認識した上での証券取引の禁止

いかなる者も、当該未公開情報が不当に取得されたこと又は当該売買が当該情報の不当な利用であることを、知っている場合又は意図的に無視している (recklessly disregards) 場合、いかなる情報源からであっても、当該有価証券、有価証券関連スワップ若しくは有価証券関連スワップ契約に関連する重要な未公開情報であること、又は当該有価証券、有価証券関連スワップ若しくは有価証券関連スワップ契約の市場価格に重大な影響があること若しくは合理的にあると予想される未公開情報であることを認識しながら、直接的又は間接的に、有価証券、有価証券関連スワップ又は有価証券関連スワップ契約の売買、契約の締結又は売買若しくは契約を生じさせることは違法である。

(b)特定の重要な未公開情報の不正な伝達の禁止

次の(1)及び(2)の全てに該当する場合、自身で有価証券若しくは有価証券関連スワップを売買すること又は有価証券関連スワップ契約を締結することが(a)項に違反する者が、いかなる情報源から得たものでであっても、有価証券、有価証券関連スワップ若しくは有価証券関連スワップ契約に関連する重要な未公開情報、又は当該有価証券、有価証券関連スワップ若しくは有価証券関連スワップ契約の市場価格に重要な影響がある、若しくは合理的にあると予想される未公開情報を、不当に他者に伝達することは違法である。

(1) 他者が次のいずれかの場合

(A) 当該コミュニケーションに関連する有価証券又は有価証券関連スワップを売買する若しくは売買を生じさせる場合、又は有価証券関連スワップ契約を締結する若しくは契約を生じさせる場合

(B) 当該情報を認識しながら、売買又は契約を、締結する又は生じさせる別の者に情報を伝達する場合

(2) 当該情報を認識しながら、当該売買又は契約の締結が、合理的に予見可能である場合。

(c) 基準及び認識に係る要件

(1) 基準

本条項においては、(a)項に定める重要な未公開情報を認識した上での取引、又は(b)項に定める重要な未公開情報の伝達は、直接的又は間接的に、次に掲げるいずれかの方法によって当該情報が取得された場合、又はその情報の伝達若しくは利用が次のいずれかに該当する場合にのみ、違法となる。

(A) 窃盗、贈収賄、不実表示、スパイ行為（電子的手段又はその他の手段による）

(B) コンピューターデータ、知的財産権又はコンピューターユーザーのプライバシーを保護する連邦法の違反

(C) 転換（conversion）、不正流用（misappropriation）又はその他の権限外で欺罔的（deceptive）な情報の取得

(D) 直接的又は間接的な個人的利益（金銭的利益、評判上の利益、取引関係者又は友人への機密情報の贈物を含む）のための、フィデューシャリー・デューティー違反、守秘義務違反、契約違反、行動規範若しくは倫理ポリシー違反、又はその他の個人的若しくは他の関係における信頼（trust and confidence）関係の違反

(2) 認識に係る要件

当該情報を認識して取引をしている者又は伝達している者が、当該情報が不当に取得、不適切に使用又は誤って伝達されたことを、認識している、意識的に避けている、又は意図的に（recklessly）無視している限り、((a)項に掲げる) 当該情報を認識しながら取引する者又は ((b)項に掲げる) 伝達する者は、伝達チェーン内のいかなる者によって又はいかなる者に対して個人的な利益の支払い若しくは約束がなされたか否か、又は当該情報が如何に取得若しくは伝達されたかについての具体的な手段を、知っている必要はない。

(d)派生的な責任

何人も、第20条(a)項に規定されている場合を除き、本条項に違反した者を管理している者又は雇用者が本条項の違反を構成する行為に参加しなかった場合、又は直接的、間接的にも誘導しなかった場合には、本条項に違反した者を管理又は雇用しているという事実のみを理由に、本条項の責任を負うことはない。

(e)積極的抗弁 (Affirmative defenses)

(1) 一般

SEC は、規則又は命令により、本条項の一部又は全ての条項から、本章の目的を促進するために必要又は適切と思われる条件に基づいて、あらゆる人物・証券・取引、又はあらゆる種類の人物・証券・取引を免除することができる。

(2) 指示された取引

本条項の禁止事項は、特定の指示に従って、証券取引又は重要な未公開情報の伝達が本条項において合法である他者の勘定のために行動する者には適用されないものとする。

(3) 規則10b-5-1に準拠した取引

本条項の禁止事項は、規則10b-5-1 (17 CFR 240.10b5-1) の要件を満たす取引、又は後継規制には適用されない。

(注)

(1) 本タスクフォース (The Bharara Task Force on Insider Trading) は、元司法省、元SECコミッショナーをはじめ、学術、実務、司法の分野からインサイダー取引規制の専門家によって構成されている。二〇一八年一月から七回会合(電話、対面含む)が行われ、法曹界、刑事事件の専門家グループ、自主規制機関・業界団体(FINRAなど)などの団体からのヒアリングを実施した。

(2) 本邦では、平成二五年金融商品取引法改正により、上場会社等の重要事実を職務に關し知った会社関係者が、「他人」に対し、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させ、又は他人の損失を回避させる目的」をもって情報伝達・取引推奨を行うことは、禁止されることとなった(金融商品取引法一六七条の二)。

(参考文献)

- ・The Bharara Task Force on Insider Trading (二〇二〇年)
- ・H.R.2534—Insider Trading Prohibition Act (二〇一九—二〇二〇年)
- ・湯原心一『遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引』成蹊法学八七号(二〇一七年)
- ・「新外国証券関連法令集 アメリカ(Ⅲ)」財団法人日本証

券経済研究所(二〇〇八年)

- ・大崎貞和『米国インサイダー取引規制の新展開』資本市場クォーターリー一九九七年夏号(一九九七年)
- ・Lawyers push to toughen new US insider trading law, Financial Times (二〇二〇年)
- ・US law covering insider trading is ripe for reform, Financial Times (二〇二〇年)

(あざくら まり・日本証券業協会
国際規制調査室長)

(じる ゆかり・上席調査役)