

亜細亜大学博士論文

論文題目（和文）

インサイダー取引規制
——課徴金制度についての考察

（英文）

Insider Trading Regulation
——Considering a system of civil penalties by government

氏 名： 王 為雄

目 次

序章—研究テーマ（問題提起）	1
----------------	---

第1節 問題の所在 (1)

- 一 インサイダー取引規制導入の経緯 (2)
 - 1 日本のインサイダー取引規制の導入経緯 (2)
 - 2 アメリカのインサイダー取引規制等 (3)
 - 3 平成 25 年改正 (4)
- 二 日本のインサイダー取引規制と課題 (6)
 - 1 金商法第 157 条の存在 (6)
 - 2 インサイダー取引規制とペナルティ (7)
 - 3 課徴金制度 (7)
 - 4 課徴金制度等の課題 (8)

第2節 課題論証の方法 (10)

- 一 アメリカにおけるインサイダー取引規制の法的枠組み (10)
- 二 日本のインサイダー取引の取組と運用状況 (12)
- 三 課徴金制度と制裁金（日米比較）(13)
- 四 課徴金と刑事罰の構成要件 (14)

第1章 連邦証券取引法制下のインサイダー取引規制

——情報犯罪 (15)

第1節 ルール 10b-5 とインサイダー取引 (16)

- 一 ルール 10b-5 (16)
- 二 インサイダーの分類 (17)
- 三 公的開示義務違反——インサイダー取引規制の基礎 (18)
 - 1 Cady, Roberts & Co.事件の審決 (18)
 - 2 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.判決 (21)
- 四 インサイダー取引事件の因果関係——「利用 (Use)」対「所有」(Possession) (24)

第2節 インサイダー取引規制の判断基準——コモン・ローの展開 (25)

- 一 情報平等理論 (25)
- 二 信託義務違反理論 (26)
 - 1 Chiarella v. United State 判決 (26)
 - 2 Dirks v. SEC 判決——情報伝達者と情報受領者(Tippers and Tippees) (30)

三	不正流用理論 (misappropriation theory) (33)	
1	United States v. Newman 判決 (34)	
2	Moss v. Morgan Stanley, Inc.判決 (36)	
3	United States v. Materia 判決 (37)	
4	United States v. Carpenter 判決 (38)	
5	United States v. O'Hagan 判決 (39)	
6	SEC v. Rockage 判決 (41)	
7	Santa Fe 事件の問題 (42)	
8	不正流用理論の不明確さから生じる問題点 (46)	
四	インサイダー取引規制の議論 (47)	
1	インサイダー取引規制の賛成論 (47)	
2	インサイダー取引規制に対する議論 (50)	
第3節	公開買付けとインサイダー取引規制	(52)
一	ルール 14e-3 の要件 (54)	
1	ルール 14e-3(a) (54)	
2	情報伝達の禁止規定——ルール 14e-3(d) (55)	
3	ルール 14e-3 の例外規定 (55)	
4	実際に公開買付けを行うことの要否 (56)	
二	ルール 14e-3 の有効性——United States v. Chestman 判決 (56)	
三	ルール 14e-3 下での私的訴権 (58)	
第4節	インサイダー取引規制の責任と SEC の法執行	(59)
一	民事賠償責任 (60)	
1	「同時取引者」の定義 (60)	
2	同時取引者 (60)	
3	伝統的な特別関係内での原告 (63)	
4	インサイダー取引者の取引相手方の黙示の訴権 (67)	
5	不正流用者 (Misappropriators) に対する損害賠償訴訟 (68)	
二	証券取引委員会 SEC の法執行活動 (69)	
1	差止命令 (Injunction) (69)	
2	不正な利益の吐出し及び他の衡平法上の救済 (Disgorgement and Other Equitable Relief) (70)	
3	民事制裁金 (Civil Money Penalties) (71)	
4	SEC の行政上の救済 (73)	
5	Central Bank of Denver 判決と 1995 年私的証券訴訟改革法 (the Private Securities Litigation Reform Act of 1995——PSLRA) (75)	

第5節 会社役員らの短期取引利益の返還義務・・・(76)

- 一 会社役員らの短期売買差益の報告義務 (77)
 - 1 役員・取締役 (77)
 - 2 10%実質的所有者 (Ten Percent Beneficial Owners) (80)
 - 3 持分証券の定義 (Definition of Equity Security) (83)
- 二 短期売買差益の返還義務 (84)
 - 1 対象発行者 (84)
 - 2 訴訟手続の様相 (85)
 - 3 司法管轄権 (85)
 - 4 証券取引所法第16条(b)項の短期売買利益のタイミング (85)
- 三 証券の購入と売買の構成 (86)
- 四 実現利益 (88)

第6節 小括・・・・・・・・・・(89)

第2章 日本のインサイダー取引規制の枠組み・・・・・・・・・・92

第1節 会社関係者とインサイダー取引規制・・・・・・・・・・(94)

- 一 概説 (94)
- 二 金商法第166条の内容 (95)
 - 1 規制対象となる主体 (95)
 - 2 規制対象となる情報——重要事実 (96)
 - 3 重要事実の公表 (金商法第166条4項、金商法施行令30条、取引規制府令第56条) (98)
 - 4 特定有価証券等の売買 (金商法第166条1項前段、金商法第163条1項、金商法施行令第27条の3、金商法施行令第27条の4) (99)
 - 5 適用除外 (100)
- 三 金商法第157条詐欺的取引との関係 (100)
- 四 判例 (101)
 - 1 日新汽船株事件—初のインサイダー取引処罰の事件 (101)
 - 2 マクロス事件 (102)
 - 3 日本商事事件 (104)
 - 4 日本織物加工株式事件 (107)

第2節 公開買付けとインサイダー取引規制 (金商法第167条)・・・・・・・・(109)

- 一 概説 (109)
 - 1 公開買付制度の意義 (109)
 - 2 公開買付制度の沿革 (110)

3	趣旨 (112)	
二	公開買付けとインサイダー取引の関係 (112)	
1	規制対象となる者 (113)	
2	公開買付け等事実 (114)	
3	株券等の買付け等・売付け等 (116)	
4	公開買付け等事実の公表 (117)	
5	禁止される行為 (118)	
6	適用除外 (118)	
三	判例 (119)	
第3節	インサイダー取引の未然防止のための法規制・・・・・・・・ (125)	
一	概説 (125)	
二	特定有価証券等の売買報告書 (126)	
1	報告義務の対象となる売買等 (126)	
2	報告義務を負う者 (127)	
三	役員・主要株主の短期売買利益の提供義務 (127)	
1	金商法第 164 条の立法趣旨 (127)	
2	金商法第 164 条の目的と手段 (128)	
3	規制対象者 (128)	
4	株主代位訴訟 (129)	
5	金商法第 164 条の適用除外 (金商法第 164 条 8 項) (129)	
6	短期売買利益の算定方法 (金商法第 164 条 9 項) (129)	
7	金商法第 164 条の適用の限界 (130)	
四	上場会社等の役員等の禁止行為 (金商法第 165 条) (130)	
1	役員・主要株主による空売りの禁止 (130)	
2	特定組合等の財産に関する特定有価証券等の取扱い (131)	
3	検討 (132)	
第4節	インサイダー取引規制を巡る近時の動向・・・・・・・・ (133)	
一	インサイダー取引規制を巡る近時の法改正と判例の動向 (133)	
1	インサイダー取引規制を巡る近時の法改正の動向 (133)	
2	インサイダー取引規制を巡る近時の判例の動向 (134)	
二	自己株式の取得とインサイダー取引規制 (134)	
1	自己株式の買付けと重要事実 (134)	
2	買付けによる自己株式取得 (136)	
3	その他の重要事実 (137)	
三	不動産投資信託 (REIT) とインサイダー取引規制 (138)	
1	投資信託・投資法人法制の沿革 (139)	

2	REIT の概要 (139)	
3	REIT 及び J-REIT の買収・事業再編とインサイダー取引規制 (140)	
四	公募増資を巡るインサイダー取引の問題と防止策 (142)	
第5節	小括・・・・・・・・・・ (145)	
第3章	インサイダー取引規制のエンフォースメント	
	——課徴金制度・・・・・・・・ 148	
第1節	課徴金制度の概要・・・・・・・・ (150)	
一	概説 (150)	
1	課徴金制度の導入 (150)	
2	課徴金制度の改正 (150)	
二	課徴金の法的性格 (153)	
1	課徴金の水準 (153)	
2	課徴金の適用要件 (155)	
三	課徴金額の算出 (155)	
1	課徴金の納付命令の対象者と計算方法 (155)	
2	課徴金の加算制度と減算制度 (157)	
四	審判手続と課徴金納付命令 (159)	
五	課徴金の納付 (160)	
六	行政訴訟で争う場合 (161)	
七	独占禁止法上の課徴金との比較 (161)	
1	独占禁止法上の課徴金制度の趣旨・目的 (161)	
2	簡明性・迅速性の要請 (162)	
3	課徴金と刑事罰の関係 (162)	
4	課徴金と不当利得返還請求、損害賠償請求 (163)	
5	課徴金と裁量性 (163)	
第2節	課徴金事例の分析・・・・・・・・ (166)	
一	近時のインサイダー取引の状況 (166)	
1	違反行為に係る重要事実 (166)	
2	違反行為者の属性 (168)	
3	インサイダー取引における情報伝達者の属性 (169)	
4	違法行為における借名口座の使用 (170)	
二	事例の分析(証券取引等監視委員会) (171)	
1	会社関係者 (171)	
2	公開買付け等 (172)	

3	情報受領者 (174)
4	バスケット条項の違反 (177)
5	自社株式買い (178)
6	事例分析のまとめ (179)
第3節	課徴金制度と刑事罰・・・・・・・・ (180)
一	概説 (180)
二	インサイダー取引違反の刑事責任 (182)
1	没収・追徴 (182)
2	罪数 (182)
3	既遂 (183)
4	制裁 (184)
三	刑事罰の没収・追徴と課徴金の関係 (184)
四	刑事罰と課徴金の異同 (186)
1	立証の程度 (186)
2	調査の迅速性・手間隙 (187)
3	取締当局の裁量の有無 (187)
4	主観的要件 (故意) の要否 (188)
5	「自己の計算」との要件の有無 (188)
6	課徴金制度と刑事罰のまとめ (189)
第4節	課徴金制度と民事責任・・・・・・・・ (189)
一	概説 (189)
二	金商法上の民事責任規定全体の利用の現状 (191)
1	市場監視機能強化の一環としての民事責任規定の見直し (191)
2	損害額算定の考え方 (191)
3	金商法第21条の2の構造 (192)
三	インサイダー取引規制違反の民事責任 (193)
1	インサイダー取引の民事責任の行為類型 (194)
2	インサイダー取引の救済否定の事例——ジャパンライン事件 (195)
四	課徴金制度と投資者の救済 (197)
1	課徴金の目的と投資者の被害の回復 (198)
2	投資者の損害賠償請求権との関係 (198)
3	課徴金の額 (198)
五	課徴金制度と民事責任のまとめ (199)
第5節	小括・・・・・・・・ (200)

第4章 まとめと提言

―課徴金と刑事罰の構成要件との分離及び投資者の救済―・・・・・・203

第1節 アメリカと日本のインサイダー取引規制の枠組みの比較・・・・・・(206)

- 一 インサイダー取引規制要件の比較 (206)
 - 1 行為主体・インサイダー (取引行為者) (206)
 - 2 重要事実 (未公開の内部情報) (206)
 - 3 情報の公表 (207)
 - 4 対象証券の範囲 (209)
 - 5 禁止行為 (210)
- 二 情報伝達・取引推奨行為の比較 (210)
 - 1 規制の対象者 (210)
 - 2 情報伝達行為 (211)
 - 3 主観的要件 (211)
 - 4 取引要件 (212)
- 三 インサイダー取引規制へのエンフォースメント (212)
 - 1 インサイダー取引の刑事責任 (212)
 - 2 インサイダー取引への行政措置 (212)
 - 3 アメリカの民事制裁金と日本の課徴金 (213)
 - 4 違反の調査 (214)
 - 5 インサイダー取引の損害賠償責任 (215)

第2節 課徴金制度の位置付け・・・・・・(216)

- 一 課徴金制度の性質 (217)
 - 1 課徴金の適用類型 (217)
 - 2 課徴金の手続きについて (218)
 - 3 課徴金の水準 (221)
 - 4 課徴金の算定 (221)
- 二 課徴金制度の位置付け (222)
 - 1 行政上の制裁としての位置付け (222)
 - 2 法定と裁量の併用の計算方法 (222)
 - 3 公益の考慮 (223)
 - 4 投資者の救済 (224)

第3節 課徴金と刑事罰との構成要件の分離・・・・・・(225)

- 一 概説 (225)
 - 1 課徴金と刑事罰との構成要件の斉一性と運用基準 (225)
 - 2 二重処罰の禁止 (226)

二	インサイダー取引の刑事罰の見直し (229)
1	問題点 (229)
2	金商法第 157 条の問題 (230)
三	刑事罰の見直し案 (233)
1	実質犯化 (233)
2	構成要件の見直し案 (234)
3	海外法制の移入 (235)
四	イギリスのインサイダー取引規制 (236)
1	刑事司法法上のインサイダー取引規制 (236)
2	金融サービス市場法上のインサイダー取引規制 (240)
3	日本の刑事罰及び課徴金とイギリスの刑事罰及び課徴金の比較 (242)
五	金商法上の課徴金と刑事罰の構成要件との分離 (245)
第 4 節 民事損害賠償請求権の設定・・・・・・・・・・ (248)	
一	概説 (248)
1	民事責任規定の導入 (248)
2	アメリカにおける民事責任の考え方 (249)
二	1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法の分析 (253)
三	私的訴権 (256)
1	Moss v. Morgan Stanley Inc. 判決と同時取引者 (257)
2	私的訴権の確立 (258)
3	私的吐出し訴訟のメリットの疑わしさ (260)
4	ITSFEA のまとめ (262)
四	金商法上の民事損害賠償請求権の設定 (262)
1	概説 (262)
2	提言 (264)
第 5 節 課徴金による投資者の救済・・・・・・・・・・ (268)	
一	概説 (268)
二	不正利益の吐出し及び他の衡平法上の救済 (269)
三	民事制裁金を課す SEC の権限——救済法 (270)
四	投資者ための公正基金条項 (272)
五	SEC の法執行活動 (275)
1	利益の吐き出し (275)
2	民事制裁金 (277)
3	SOX 第 308 条での SEC の役割の評価 (278)
六	金商法に基づく課徴金の行政制裁としての位置付け及び投資者救済規定の設定 (279)
1	金商法に基づく課徴金の行政制裁としての位置付け (279)

2 課徴金による救済規定の設定 (283)	
第6節 小括・・・・・・・・ (284)	
終章 結語——刑事罰運用の強化と課徴金制度の活用促進など・・・・・・・・	287

序章—研究テーマ（問題提起）

第1節 問題の所在

証券市場における利用者保護を目的とする金融商品取引法（以下「金商法」とする）は、平成 25 年 6 月に直近の改正が行われた。金商法は関連法律が多いため「金商法等の一部改正（平成 25 年法第 45 号）」として公布されている。金商法は、利用者保護を図るため証券会社や銀行などを中心とした登録金融商品取引業者に対する規制を課した業法の性格を持っている。ニューヨーク市場やロンドン・シティのストックマーケットなど証券業界を取り巻く社会経済環境の変化は、先進国を中心として FRB などの金融緩和政策や EU、EPA などの経済共同体をはじめとする広範な商業取引のグローバル化、PC や iPhone を使ったインターネットなどの利用による IT 化技術の夥多な進歩によって、時々刻々ダイナミックな諸相を覗かせている。そのため、証券市場の基本的な法的インフラである金商法はなにがしかの改正が毎年行われている。こうした毎年の改正も、金商法が環境法や消費者保護法などと並ぶ現代法の典型の一つといわれる所以でもある。

そうした微調整的な例年の改正であれば、改正法律の公布後、改正に携わった金融庁の担当者による解説が、雑誌や書籍に早々と掲載されることから、その内容を理解することには特段の問題はないことが多い¹。

ところが、平成 25 年金商法改正では、金商法における行為規制の典型であるインサイダー取引規制について、四半世紀ぶりに本格的な改正が加えられた。改正の内容は、インサイダー取引規制の対象行為を、これまでの株式等の売買行為から未公開の重要な情報の伝達及び取引推奨行為に拡大し、資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引上げ、インサイダー取引規制の対象金融商品を拡大するなど広範に亘るものとなった²。

しかし、平成 25 年の改正内容については、インサイダー取引規制のグローバルスタンダードとなっているアメリカ、イギリスなどでは、自明の理として既に規制をされており、規制は当然のこととされている。そのため、日本の今回の対応は、半周遅れの対応ともいわれるものであった。

そこで、平成 25 年金商法改正を踏まえ、日本におけるインサイダー取引規制の課題を英米法との比較法的検証を中心に行い、具体的にはインサイダー行為に対するペナルティとしての課徴金制度の充実及びインサイダー取引による被害者救済のための民事損害賠償請求権の創設について、提言をすることにしたい。

¹ 例えば、商事法務『逐条解説 金融商品取引法改正（逐条解説シリーズ）』など。

² 松尾直彦『最新インサイダー取引規制——平成 25 年改正金商法のポイント』（金融財政事情研究会、2013）。

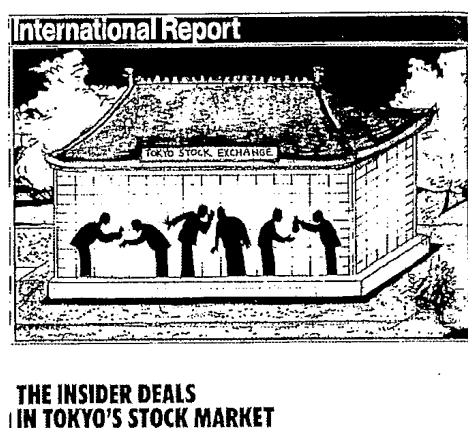
一 インサイダー取引規制導入の経緯

1 日本のインサイダー取引規制の導入経緯

インサイダー取引規制は、インサイダー取引規制が初めて日本に導入された昭和 63 年及び導入後初めての本格的改正となった今回平成 25 年の一部改正とともに、アメリカなどの海外マスコミの批判や、監督当局による要請などの外圧からいずれも導入された経緯がある。

具体的には、平成元年に施行された旧証券取引法第 166 条等のインサイダー取引規制が導入された契機となったのは、アメリカの経済誌である『BUSINESS WEEK』が、日本はインサイダー天国であると痛烈に批判をしたことにある³。その記事には、イラストが載せられ、具体的には東京証券取引所が社寺風に描かれ、建物の障子の裏側で 2 人の人物が秘密話をして、お金を渡している様子が描かれている。記事自体は、日本では証券市場において証券会社が未公開情報を流し、インサイダー取引を行っているとの紹介記事である。

平成元年インサイダー規制の導入
BUSINESS WEEK 1984.10.15
インサイダー天国



平成25年インサイダー規制の改正
FINANCIAL TIMES 2010.10.29
インサイダー取引の暗雲



海外からの批判が強さを増すまでは、金融監督当局である大蔵省のスタンスは、インサイダーを規制し、取り締まりをするには、通常の上場株式の取引が全国各地の証券取引所において不特定な大量売買取引として一定のルールに基づき画一的に処理されるため、インサイダー行為の捕捉や調査分析、摘発する体制及び組織もないとして事実上放置してきたのが現状であった。したがって、金融監督当局が規制をすることより、証券会社や業界の自主規制協会である日本証券業協会なりが事前抑制をし、インサイダー取引を起こさない営業方針や社内体制の確立が重要であるとの方針を示していた。

³ BUSINESS WEEK (1984.10.15)。

ところが海外メディアによる日本証券市場の現状批判やアメリカ等の規制監督当局による要請を中心に、国内でも地方銀行によるインサイダー事件とみられる不公正な国内取引の報道による世論の盛り上がりもあり、規制方針を転換し昭和 63 年に急遽証券取引法の一部を改正し、インサイダー取引規制を導入した。

『BUSINESS WEEK』誌は日本でいえば『週刊ダイヤモンド』『週刊東洋経済』にあたるもので、日本の市場はインサイダー天国であり、ひどいと盛んに書いた。

平成 22 年には英国の経済新聞紙『FINANCIAL TIMES』等にインサイダー取引の暗雲が東京証券取引所に立ちこめているとの記事が掲載された⁴。これは、大型の公募増資に係る不正行為に対する批判であった。やはり、その結果としてインサイダー取引規制が四半世紀を経て 25 年ぶりに大改正されることになった。この 2 度の改正では、海外マスコミが象徴として日本の障子裏の出来事を例に採り、日本の代表である東京証券取引所の不正を非難している。

2 アメリカのインサイダー取引規制等

インサイダー取引規制については、まずアメリカの証券業界に対する監督機関の動きや法制度、裁判所の論理展開を把握する必要がある。詳細は、第 1 章でアメリカ連邦証券取引法制下のインサイダー取引規制で述べるが、日本の金融法制は、基本となる銀行法、金商法がともにアメリカ法の移入となっている。日本の法律全般としては、民法や商法などドイツ法に由来する法律が多いが、金融関係は銀行法も明治期にアメリカの国立銀行制度をモデルにし、金商法は、アメリカ合衆国連邦法である 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法をコピーしている。昭和 23 年、GHQ・占領軍総司令部から日本の金商法案（当時の証券取引法）では、問題が大きい、市場の健全化、効率化に繋がらないのでアメリカの法を入れ込めと指示されている⁵。アメリカの 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法はそれぞれ 1933 年法と 1934 年法と呼ばれている。

1929 年にはニューヨーク、ウォールストリート発の世界大恐慌が起こった。その際、アメリカでは抜本的な対策を取らなくてはいけないということで、ルーズベルト大統領は、ニューディール計画を立案し、テネシー溪谷の開発の他、各種の改革を実践した⁶。金融市場も、その例外ではなく、企業が証券市場から効率的に資金調達ができるように、また投資者が安心して投資ができる環境作りをするために、金融改革も行った。その際、立法されたのが証券法（1933 年法）と証券取引所法（1934 年法）の 2 つとして結実している。ニューディール計画の評価については、様々な見解が述べられているが、唯一積極的な評

⁴ FINANCIAL TIMES (2010.10.29)。

⁵ 河本一郎 大武泰南『金融商品取引法読本（第 2 版）』（有斐閣、2011）8 頁。

⁶ ロンド・キャメロン ラリー・ニール『概説世界経済史Ⅱ』（東洋経済新報社、2013）23 頁以下。

価が与えられているものとしては、この 1933 年法と 1934 年法の金融改革法だけとなっている⁷。

これらの法律で証券市場、金融市場を規制してきたが、アメリカも証券取引所を通じたインサイダー取引については、1960 年代まで証券市場を監督する機関である証券取引委員会（SEC）が何も規制していなかった。放置してきた理由としては、インサイダー情報による証券取引の利得は、会社の内部役員の一種の報酬であるとか、役得であるとの考え方の存在したこと、また 1934 年証券取引所法上の金融監督機関である証券取引員会 SEC の組織として、全国の国法証券取引所で行われる没個性的集団取引を監視する体制が取られていなかったことなどが挙げられている。真偽のほどについては不明である。現在からみるとインサイダー取引、相場操縦、吞行為などの証券詐欺取引が横行していた。

ところが、1961 年に証券市場を監督する機関である SEC が、インサイダー取引は証券取引所法などに違反するとして、登録証券外務員に行政処分を科した。その際、SEC ではそうした重要な情報にアクセスできる環境にあること及びそうした情報を利用することに本質的不正があることを理由に、証券取引所法第 10 条(b)項、同法に基づく制定されたルール 10b-5 違反として摘発した。その後、アメリカでは、インサイダー取引規制の法令根拠である証券取引所法第 10 条(b)項、同法ルール 10b-5 違反の適用法理について変遷はあるものの、インサイダー取引規制が続けられている。また、証券市場の拡大やグローバル化に伴い、インサイダーに対する違反のペナルティとして制裁金や刑罰が加重され、損害賠償の根拠規定も設けられるなど対応措置の充実強化が図られている。さらにアメリカの動きに呼応し、EU 諸国においてもインサイダー取引規制の法整備が続けられ、2 度の EU 規則の改定による加盟各国間のインサイダー取引規制の統一や、刑事罰の導入など処罰等の厳格化の動きが続いている⁸。そうした中で、日本も 1988 年（昭和 63 年）に旧証券取引法を改正し、インサイダー取引を規制する旧証券取引法第 166 条及び旧証券取引法第 167 条として導入している。日本のインサイダー取引規制の特徴としては、次の 3 点を挙げることができる⁹。①罪刑法定主義の見地から客観性・明確性に配慮した詳細かつ具体的な規定が設けられている、②形式基準により実質的に違法か否かを問わず、未公表の重要事実を知り、株式等の取引をすることにより違法となる。従って、情報の利用は問わない。③形式基準による構成要件違反であるため、最も軽微な刑罰規定が定められた。なお、刑罰だけはその後 2 度にわたり、引上げられている。

3 平成 25 年改正

インサイダー取引規制については、平成 16 年に課徴金制度が導入されることになったものの、アメリカが 1934 年証券取引所法の解釈として執行している実質基準の導入などが論

⁷ 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場 2013 年版』（2013）8 頁。

⁸ EU ホームページ参照（europa.eu/index_en.htm）。

⁹ 梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』（商事法務、2009）523 頁。

議されていたにも拘らず、平成 25 年の改正までは、本格的な改正は行われなかった。その様な状況の下で、平成 25 年の改正では、平成 22 年当時に行われた上場大手企業による大型公募増資の際に、上場関係者によって行われた大規模なインサイダー取引が問題となった。証券会社や銀行などの金融のプロが引き起こした事件として、社会問題にもなり、海外マスコミの批判するところになり、急遽改正をすることになったものである¹⁰。

例（表 1 参照）を挙げると、以下の事案①～⑥の事実関係は次のようなものであった。大手上場会社が公募増資するために、引受先である証券会社に話を持ち込んだ。証券会社にはチャイニーズ・ウォールがあり、そういう引受に関する情報は、基本的に社内の引受部門だけで持っているのが正常な処理体制である。

（表 1）最近の公募増資インサイダーの摘発事例¹¹

	課徴金 勧告日	課徴金納 付命令日	対象銘柄	公募増資 公表日	違反行為者	情報伝達 者	課徴金額
事案 ①	平成 24 年 3 月 21 日	平成 24 年 6 月 27 日	国際石油 開発帝石	平成 22 年 7 月 8 日	C 信託銀行	N 証券	5 万円
事案 ②	平成 24 年 5 月 29 日	平成 24 年 6 月 26 日	日本板硝 子	平成 22 年 8 月 24 日	A アセット マネジメン ト	J 証券	13 万円
事案 ③	平成 24 年 5 月 29 日	平成 24 年 6 月 27 日	みずほフ ィナンシ ャルグル ープ	平成 22 年 6 月 25 日	C 信託銀行	N 証券	8 万円
事案 ④	平成 24 年 6 月 8 日	審判手続 終結	東京電力	平成 22 年 9 月 29 日	・ F 証券 ・ 個人	N 証券	・ 1468 万 円 ・ 6 万円
事案 ⑤	平成 24 年 6 月 29 日	平成 25 年 1 月 8 日	日本板硝 子	平成 22 年 8 月 24 日	J 合同会社	D 証券	37 万円
事案 ⑥	平成 24 年 11 月 2 日	平成 25 年 4 月 16 日	エルピー ダメモリ	平成 23 年 7 月 11 日	J 合同会社	N 証券	12 万円

¹⁰ 畠山久志「インサイダー規制の現状と課題—金商法改正を受けて」ディスクロージャー研究第 40 号（プロネクサス総合研究所、2013）10 頁以下。

¹¹ 木目田裕「最近の公募増資インサイダー取引における問題の所在と防止策」金融法務事情 1958 号 6 頁（2012）、金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（平成 25 年 6 月）2 頁、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>）。

ところが証券会社にはセールスをする営業部門の役職員がいて、これらの役職員は取引先顧客から株取引に有利な情報の提供を求められる状況にある。当然のことながら会社の決算情報や噂とか、政府の発表とか、調査機関が出したデータは、業界では周知の事実で誰でも知っていて、無価値な情報であり、営業行為の中で使用価値が本来的にないものである。同一社内では営業部門の役職員の苦勞を引受部門の役職員が知っている。同じ組織で、情が通い、情報が通う格好で情報が渡され、情報が漏れるのが実情となっていた。

今回問題となった野村証券では、弁護士等を使った第三者委員会がそうした状況を報告書として公表している¹²。その報告書では、平成元年からインサイダー取引を規制したはずなのに、証券会社は会社関連情報を出し続けていた。それが実態だと報告されている。これらの報告を受け、金融審議会インサイダー取引規制に関するワーキング・グループでは証券会社を許さない、という雰囲気が強く、インサイダー取引規制が拡充されることになり、本格的な改正に繋がった。インサイダー取引規制の対象として、売買の他、情報の提供、取引の推奨行為が含まれることになり、課徴金の対象者や金額の計算根拠も見直しをされることになった¹³。

二 日本のインサイダー取引規制と課題

1 金商法第 157 条の存在

昭和 63 年改正以前の旧証券取引法においても、アメリカの 1934 年証券取引所法第 10 条(b)項、及び同法の下で制定されたルール 10b-5 を受け入れていたため、有価証券の取引等についての不公正行為を一般に禁止した規定である旧証券取引法第 58 条（現金商法第 157 条に相当、以下同様）があった。しかし、この規定はアメリカではインサイダーを含め、証券詐欺行為には広く適用されていたにも拘わらず、日本ではほとんど使われなかった。その理由は、日本はアメリカ法と異なり、判例法主義国ではなく、制定法を基に裁判所は基本的に法の解釈、適用を行う法治国家である。要は、日本の裁判制度においては、一般的・抽象的な規定の多くは精神規定と解され、裁判所はその創造的な具体的解釈を行わないため、旧証券取引法第 58 条は画餅に帰しペナルティとして金商法の中では、最も重い刑事罰が予定されていながら、適用されたことはなかった。

インサイダー取引とは、上場会社等又は公開買付者等と一定の関係を有する者が、当該上場会社等又は公開買付者等の内部情報を知って、その公表前に当該上場会社等又は公開買付け等の対象会社の株券等の売買等を行うことをいう¹⁴。日本において係るインサイダー取引に対する規制が導入されたのは、後で詳述するが国内的には、昭和 62 年 9 月のタテホ化学工業事件を契機とし、諸外国からのインサイダーへの批判も相俟って、昭和 63 年の旧

¹² 野村証券ホームページ参照（www.nomura.co.jp/）。

¹³ 畠山久志『金融商品取引法』（地域金融研究所、2014）313 頁。

¹⁴ 松本真輔『インサイダー取引規制——解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）2 頁。

証券取引法改正による。昭和 63 年改正法は、一定の重要事実を職務等に関して知った会社関係者等の内部者が、その事実の公表前に、当該会社の株式等の売買等を行うことを禁ずるものである。

2 インサイダー取引規制とペナルティ

日本でのインサイダー取引規制は、金商法第 166 条が会社関係者等によるインサイダー取引の規制を定め、金商法第 167 条は公開買付者等関係者によるインサイダー取引の規制をしている。これらの規制に反した場合、インサイダー取引規制のエンフォースメント（法の執行方法）としては、刑事罰及び行政措置が予定されている。インサイダー取引規制の違反に対して刑事責任を問う場合、金商法第 166 条 1 項若しくは 3 項又は第 167 条 1 項若しくは 3 項に違反した者に対し、5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金に処し、又はこれを併科するとしている（金商法第 197 条の 2 第 13 号）。

インサイダー取引に対する行政措置には、①監督官庁による証券会社等に対する登録の取消しや業務停止等の行政処分（金商法第 52 条）、②内閣総理大臣（及び財務大臣）の申立てにより、裁判所が発出する金商法違反行為の禁止又は停止命令（金商法第 192 条）、③課徴金の賦課（金商法第 175 条）がある。

3 課徴金制度

課徴金は、平成元年に施行されたインサイダー取引規制には導入されていなかったが、平成 15 年金融審議会金融分科会第一部会においてより有効なインサイダー取引規制の対応策が検討された際、同審議会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成 15 年 12 月 24 日）において提言された行政措置である¹⁵。提言の中では、インサイダー取引規制の違反行為に対する金銭的負担として、罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用¹⁶に鑑みれば、証券取引法の不公正取引規制違反などを対象とした新たな課徴金制度を設けるべきであるとして、刑罰の加重ではなく、違反行為に相当性のある課徴金制度の導入が図られたものである。提言を受け平成 16 年の旧証券取引法の一部改正により、平成 17 年から課徴金制度が導入された。行政目的から課徴金の性格として、利得相当額の剥奪を基準として課すことにしており、制裁として位置付けられていないのが特徴となっている（金商法第 175 条）。

¹⁵ 金融審議会金融分科会第一部報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成 15 年 12 月 24 日）、金融庁ホームページ

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf）。

¹⁶ 刑事制裁は謙抑的・補充的に用いられるべきであり、ある行為によって法益に対して侵害又はその危険が及んでも、法的手段としては民事的又は行政的制裁による規制で目的を達成することができる場合には、なるべく刑事制裁の発動は差し控えるべきである。

ところで、導入された課徴金制度は、現時点ではインサイダー取引規制に関するエンフォースメントの中核的手段となっている¹⁷。例えば、インサイダー取引に係る重要事実の違反行為に対する課徴金勧告事案の件数は、平成 17 年 4 月の制度導入以降、平成 24 年 6 月 15 日までに、131 件（納付命令対象者ベース）を数えるが、刑事罰が問われたものは圧倒的に少ない¹⁸。この課徴金制度は、厳格な証明が法廷で要求される刑事罰の適用と比べて、後述するが刑事手続きではないため立証の程度が緩やかになる（「無罪の推定は働かない」）¹⁹。その結果、違反行為の調査が容易となり迅速に行うことが可能となることなどから²⁰、ペナルティとして即応できることになる²¹。

4 課徴金制度等の課題

課徴金制度は、今後インサイダー取引違反の抑止策としてより効果的な運用が期待されるが、以下のように解決すべき大きな課題がある。

（1）刑事罰運用の強化

刑事罰によるエンフォースメントは謙抑性や補充性の問題もあり、十分に機能しないので、それを補うために、課徴金制度が設けられたように理解されている。しかし、課徴金制度自体は、インサイダー取引規制に対する刑事罰規定とは別に、法の実効性を確保する重要な手段として、独自の意義が与えられるべきである²²。自然犯である証券詐欺行為に近い証券取引行為は、必ずしも謙抑性や補充性を必要としないため、刑事罰で処分すべきであり、アメリカやイギリスもこの傾向を強めている²³。

（2）損害賠償請求権の設定

課徴金と刑事罰の罰金をどのように調整するかが問題となる。この関係では、さらに大きな、被害者救済のための損害賠償という課題として出てくる。

アメリカでは、制裁金の一部が被害者救済に回される制度が取られている。日本ではそうした制度がないために、課徴金額にもよるが課徴金が国庫に収納されることにより、投資者の被害救済にマイナスの影響が生じないとも限らない。金商法の目的が投資者の保護にあることから法の窮極の目的との間で緊張を生ずる虞がある。しかし、被害者救済という点においては、開示義務違反の行為である有価証券届出書等の違反行為に対しては無過失責任、因果関係の推定、損害金額などの賠償責任について救済規定（第 17 条等）が設け

¹⁷ 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010）454 頁。

¹⁸ 証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」（平成 24 年 7 月）5 頁。

¹⁹ 証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況」（平成 21 年 8 月）65 頁。

²⁰ 西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・木目田裕監修『インサイダー取引規制の実務』（商事法務、2010）421 頁。

²¹ 主観的要件（故意、過失）が不要とされることを挙げているが、インサイダー取引であるとの認識が不要となるだけで、事実関係の認識は当然必要となる。木目田・前掲注（20）インサイダー取引規制 423 頁。

²² 梅本・前掲注（9）「インサイダー取引規制の再構築」536 頁。

²³ SEC ホームページ（www.sec.gov/）、FCA ホームページ（www.fca.org.uk）。

られており、また不公正行為の一態様である相場操縦行為にも損害賠償責任が認められているにも拘らず（第 160 条）、インサイダー取引に対する民事責任規定は設けられていない。インサイダー取引規制が昭和 63 年に導入された際、民事責任規定の設置について証券取引審議会では、昭和 63 年 2 月 24 日付「内部者取引の規制の在り方について」において、インサイダー取引行為者の相手方に対する損害賠償についてはそれが実効性を持ちうるような措置を講ずるべきであるが、取引所取引に関する損害賠償のあり方については、原告適格・訴訟手続等について慎重な検討が必要であり、中長期的な課題として取り組むものとされた。既に四半世紀経過したが、現在までのところ、金商法上、特別な規定が設けられるに至っていない。投資者の保護等の点からみると、法規制が不十分である。

（3）課徴金対象者の範囲

課徴金は、違反行為者がインサイダー行為によって得た利得に課すものと企画・設計された。従って、この考え方からは、自己の計算でインサイダー取引規制をした場合のみが対象に置かれることになる。しかし、インサイダー取引規制は、インサイダー取引行為自体による利得の発生、帰属を不問としており、計算の結果を自己の計算であるか否かを問わず違法としている。そこで、他人の計算で違法な行為をした場合でも、それを通じて自己の利益を実現していると評価できる場合であれば、課徴金を課すことはインサイダー取引規制の構造から問題がなく、むしろ適切であると考えられる²⁴。

平成 20 年金商法改正では、自己の計算による場合以外の違反行為についても、まず、総株主等の議決権の過半数を保有している会社や生計を一にする者など経済的に同一性があると認められる者の計算で違法行為を行った場合には自己の計算で違法行為を行ったものとテクニカルにみなして課徴金を算出することとし（金商法第 175 条 10 項、11 項）²⁵、また、金融商品取引業者の顧客やファンドの計算による取引の場合は、違反行為により違反者は顧客との契約を維持することができていると考えられることから、業者に支払われる手数料、報酬その他の対価の額を基準として課徴金が課されることに改められた（金商法第 175 条 1 項 3 号、2 項 3 号）²⁶。さらに証券取引等監視委員会の建議²⁷を踏まえて、平成 24 年金商法改正では、課徴金の対象者を金融商品取引業者等以外にも拡大している（金商

²⁴ 山下・神田・前掲注（17）金融商品取引法 449 頁。

²⁵ 山下・神田・前掲注（17）金融商品取引法 449 頁－450 頁。

²⁶ 池田唯一ほか『逐条解説 2008 年金融商品取引法改正』（商事法務、2008）102 頁。

²⁷ 「不公正取引事案の調査において、『金融商品取引業者等』に該当しない者が、顧客等の計算において不公正取引を行った疑いがある事例が認められた。現行の制度では、顧客等の計算において不公正取引を行った者（以下「違反者」という。）に係る課徴金については、課徴金の計算規定の適用が、違反者が金融商品取引法の『金融商品取引業者等』である場合に限定されていることから、違反者が対価を得ているにもかかわらず課徴金を課することができない。したがって、違反行為の抑止の観点から、『金融商品取引業者等』に該当しない者が、他人の計算において不公正取引を行い、対価を得ている場合においても、課徴金を課することができるようにする必要がある。」証券取引等監視委員会「金融庁設置法第 21 条の規定に基づく建議について」（2003 年 12 月 20 日）、証券取引等監視委員会ホームページ

（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2009/2009/20090424-2.htm）。

法第 175 条 1 項 3 号、2 項 3 号)。いずれにしても、違反者の経済的利得の捕捉が予め必要なことは言うまでもない。

そこで、インサイダー取引規制のこれら課徴金制度の問題と損害賠償の課題に絞り、検討を進めて行くことにしたい。これまで、インサイダー取引規制の大きな課題として金融審議会等で意見として出されてきたインサイダー取引規制の形式要件を改正し、アメリカ証券取引所法と同様に一般条項化し、実質要件に改めるとの主張は、平成 25 年改正で情報の提供や取引推奨行為も含まれることになり、その意図が実質的に解消されたこと、また課徴金の対象者も拡大されたこと、さらにインサイダー情報の受領者が法文上は第一次情報受領者に限定されているが（金商法第 166 条 3 項）、運用上等から実質的に拡大されていることもあって²⁸、事実上主張する根拠が喪失したといえる。

第 2 節 課題論証の方法

以上から、拙稿では、①刑事罰運用の強化、②損害賠償請求権の設定、③課徴金の使途に絞り、比較法の手法によって論証をし、提案に結びつけることにしたい。まず、アメリカにおけるインサイダー取引規制の法的枠組み、続いて日本のインサイダー取引の取組と運用状況、最後に課徴金制度を順次検討することとする。各章でそれぞれ詳述するが、序章では、概略を示す。

一 アメリカにおけるインサイダー取引規制の法的枠組み

アメリカでは、1934 年証券取引所法第 10 条(b)項及びそれに基づき制定された SEC ルール 10b-5 により、インサイダー取引規制が展開されている。

証券取引所を利用したインサイダー取引として初めて摘発されたのは、Cady, Roberts & Co. 審決であった。証券市場を監督する証券取引委員会（SEC）が行政処分を 1961 年に行ったもので、同委員会の審決書には、上記禁止ルールが「誰でも」（any person）という言葉で対象を限定していないところから、特別の義務を社内インサイダー、例えば会社の役員や取締役、支配株主に対し、伝統的に要求されているものと指摘し、それらの者に対する法律上の義務の存在を示している。その義務は、二つの要件を満たすものに適用される。一つは、特定不特定を問わず個人的な利益のためではなく、会社のためにだけ利用できるよう企図された情報を直接または間接に、承知できる状況が被審理人に存在していること。二つ目は、取引相手方となる反対側当事者がその情報を利用できないことを承知の上で、被審理人本人がその情報を利用することによって生じる本来的な不公正さの出現が

²⁸ 平成 25 年 9 月、株式の公開買い付けを巡るインサイダー取引事件において、横浜地裁は金商法違反に問われた元 SMBC 日興証券執行役員につき、インサイダー取引の教唆を認定し、有罪判決（懲役 2 年 6 月、執行猶予 4 年、罰金 150 万円）を下した（横浜地裁平成 25 年 9 月 30 日）。

あることである。また、ペナルティを賦課する際の考慮すべき事項として、行為が行われた状況や被審理人の心理状態を考慮すべきである、と述べている²⁹。Cady, Roberts & Co. 事件の審決を巡っては、様々な反響や見解が出されたものの、証券取引所において行われたインサイダー取引規制の基礎となった。

そして、1968年には連邦第二巡回区控訴裁判所で出された Texas Gulf Sulphur 事件の判決では、「重要な内部情報を有している者は、投資者に公表すべきである。また会社の重要な内部情報を保護するために会社内でそれを公表することが許されないとされているか、当該情報を公表しないことに決めている場合には、当該情報に関係ある証券の取引を断念しなければならず、その証券を推奨することも避けるべきである」³⁰と判示をした。Texas Gulf Sulphur 判決は、前述の Cady, Roberts & Co. 審決で述べられた義務の存在を前提にしたいわゆる「情報の平等理論」を司法裁判所として初めて明らかにしたものである。Texas Gulf Sulphur 事件で連邦第二巡回区控訴裁判所は、ルール 10b-5 の取引規制を義務の認められる範囲まで拡大することとしたが、その後規制範囲の拡大による証券市場に対する過剰介入を危惧した立場から問題視され、1980年の連邦最高裁判所 Chiarella 事件の判決³¹および 1983年 Dirks 事件の判決³²では、ルール 10b-5 の取引規制の範囲が制限されることになった。Chiarella 判決は、義務の存在を信認義務関係が認められる関係者に限定する「信認義務理論」を採用した。Chiarella 判決及び Dirks 判決の信認義務理論に基づいて、ルール 10b-5 の取引規制を限定的に適用し、証券市場の効率化、廉潔性を保とうとしたが、結局その適用によっては対応しきれない悪質なインサイダー取引が行われ、連邦最高裁判所は O'Hagan 事件³³で、規制の適用条件である義務を信認義務に限定せず、それに類似する義務も含めることとした。「不正流用理論」と呼ばれる。いずれにしても義務の存在を認めることから、Cady, Roberts & Co. 審決のスタンダードに則っており、ただ義務の程度がコモンロー等による伝統的な性質を持つものを要求し、O'Hagan 事件判決では、その性格を緩和している。なお、O'Hagan 事件は公開買付け案件に係るインサイダー取引であり、その禁止の根拠は、1934年証券取引所法第 14 条(e)項及びそれに基づき制定されたルール 14e-3 である。

アメリカでは、1984年インサイダー取引制裁法 (Insider Trading Sanctions Act of 1984) に基づき、SEC は、証券取引所法又はルールに違反し、重要な未公開情報を有する間に証券の購入又は売却しようとする者に対して、訴訟を提起することができる。1984年インサイダー取引制裁法により強化された制裁は、重要な未公開情報を有しつつ自ら証券取引を行い、同法に違反する者だけでなく、重要な未公開情報に基づいて取引することを容易に

²⁹ In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907, at 4 (1961). 本稿第 18 頁－21 頁参照。

³⁰ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, at 848 (2d Cir.1968). 本稿第 21 頁－23 頁参照。

³¹ Chiarella v. United State, 445 U.S. 222 (1980). 本稿第 26 頁－29 頁参照。

³² Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983). 本稿第 29 頁－33 頁参照。

³³ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997). 本稿第 39 頁－41 頁参照。

するため第三者に当該情報を伝達する者にも適用される。違法なインサイダー取引に対する救済策を強化するためには、利益の吐出しと民事制裁金賦課の双方を備えなければならない。不正な手段で得た利益の吐出しに加えて課すことができる民事制裁金は、被告が「得た利益又は避けることができた損失」の3倍と同程度のものとなる³⁴。民事制裁金は、不法の利得を吐き出させる性質とともに、不当な行為を抑止させるという性質を有している。それだけではなく、サーベンス・オクスリー法第308条(a)項により、被害者救済のために不当利益吐出基金に追加される民事制裁金に基づきSECにより提起された司法上又は行政上の訴訟において、SECが証券諸法又はこれに基づく規則若しくは規制の違反者に対して不当利益の吐出しを要求する命令を得た場合、又は、かかる者が訴訟に関する和解において不当利益の吐出しに合意した場合であって、SECが証券諸法に基づきかかる者に対する民事制裁金も得たときには、当該民事制裁金の金額は、SECの申立又は指揮により、当該違反行為の被害者の利益のために不当利益吐出基金に加えられ、その一部とする³⁵ことになる。すなわち、民事制裁金は、被害者の救済の目的にも供しうるのである。

二 日本のインサイダー取引の取組と運用状況

金商法は、アメリカ連邦の1933年証券法、1934年証券取引所法を参照し、一本化して立法されたものである。金商法の趣旨は、「国民経済の健全な発展と投資者の保護」にある（金商法第1条）。インサイダー取引に対する規制が日本に導入されたのは、日本の証券市場に海外から投資マネーが流れ込んだ時期と重複している。日本市場をターゲットにした海外金融機関などがアメリカと同様な市場ルールを求め、それが日本の証券市場をインサイダー天国として批判を加え、結果として昭和63年の旧証券取引法改正によってインサイダー取引規制が導入された。当時、インサイダー取引規制について明確な法的確信、判断基準がなかったため、形式基準による詳細な枠付けがなされた。ペナルティも軽微な罰則だけであった。実際には、同改正以前の証券取引法においても、アメリカのインサイダー取引規制の根拠としたルール10b-5と同様な規定である旧証券取引法第58条は、存在していた。しかし、旧証券取引法第157条を適用するとした場合、時効にかかるケースは良いとしても、足元で行われていた取引がインサイダー取引規制違反とされることを嫌がった業界側の意向と、旧証券取引法第157条の一般的規定では、刑罰の構成要件としては不明確であったため法務当局からも具体的に構成要件化されたインサイダー取引規制条項を設けることが求められ、立法化された³⁶。しかし、平成4年までは、インサイダー取引規制は存在したが、その執行を行う体制が整えられていなかった。証券不正行為を規制する機関である証券取引等監視委員会が出来たのは、大手証券4社等による損失補てん事

³⁴ THOMAS LEE HAZEN, 3 TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION, 529 (5th ed. 2005).

³⁵ 新外国証券関係法令集『アメリカ (I) サーベンス・オクスリー法』（日本証券経済研究所、2008）61頁。

³⁶ 松尾直彦「法人関係情報」金融商品取引法研究会研究記録第44号42頁（2013）。

件を待たなければならなかった。刑罰は、その後加重されたが、インサイダー事件が多発するため、より有効な抑制ツールとして平成 16 年には課徴金制度が導入された。これら抑制ツールである課徴金と刑事罰との関係について、海外では、補完的・補足的な関係としない動きが続いており、日本についてもその関係を整理することにした。

アメリカでは、インサイダー取引により損害を受けた被害者に救済を与えている。1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)を制定した時、1984 年のインサイダー取引制裁法による救済策を強化している³⁷。同法は、同時取引者の意向により民事請求を行う法的権利を明文で認めた。証券取引所法第 20A 条は、重要な未公開情報を有している間に、証券取引所法又は SEC ルールに違反して取引を行う者は、インサイダー取引者の相手方と取引する同時取引者に対し責任を負わなければならないと規定する³⁸。この点につき、金商法では、何ら手当がされていない。投資者保護について、日米間でダブルスタンダードであることに問題が大きいと考えられるので、立法的救済を提言したい。アメリカにおけるインサイダー取引は、不実表示に適用されるのと同じルール 10b-5 の違反とされている。したがって、日本でも損害賠償請求の主体やその賠償額について、不実表示による民事責任と同様の解釈によればよいとの主張が述べられている³⁹。

三 課徴金制度と制裁金（日米比較）

課徴金制度は、利得相当額の剥奪を基準としており、抑止効を担保する制裁として位置付けられてないのが特徴である。また日本では、インサイダー取引に対する刑事罰と課徴金は、両者の適用要件が基本的に同一であるため、金商法第 166 条のインサイダー取引行為に該当した場合、刑事罰である罰金と課徴金納付命令の双方が適用上可能となる。その結果、インサイダー取引の違反行為に対して刑事罰及び課徴金の双方を科された場合でも、二重処罰の禁止には該当しないと説明されている。しかし、結果として同じ利得を剥奪するとの観点から行われるペナルティであれば、二重処罰であるとみられがちであるし、実際そうしたものになる。

そこでアメリカのような民事制裁金を参考にして課徴金制度を組立て直してはどうか。アメリカのような制裁金制度を課徴金として導入する場合には、アメリカ法から得られる示唆としては、例えば以下の点が指摘されていた⁴⁰。

①課徴金を法人だけでなく、違反者である自然人に対しても課すことができるようにすべきである。対象となる自然人には、行政機関の監督を直接受けている者だけでなく、違

³⁷ HAZEN, *supra* note 34, at 532.

³⁸ *Id.* at 534.

³⁹ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、2006）168 頁。

⁴⁰ 佐伯仁志『制裁論』（有斐閣、2009）275 頁。

反者一般が含まれるべきである（既に含まれている。）。②法制度の設計の面では、アメリカの立法は、制裁を効果的なものとするための実際的な工夫をしている。抑止の観点から見れば、高額な利益が見込まれる犯罪の場合には制裁金の上限を利益額に見合った額に引き上げなければ抑止力が失われる。③行政制裁を積極的に活用していくためには手続面での整備が必要である。④行政制裁が有効に執行されるためには、そのために十分な人員・予算を投入することが不可欠である。⁴¹

四 課徴金と刑事罰の構成要件

ペナルティとして、インサイダー取引に対する刑事罰と課徴金が併存している。傾向として、基本的に課徴金を適用していく方向にある。課徴金は、刑事罰と異なり、証明の程度が軽く、柔軟な対応が可能なことから刑事罰の構成要件と課徴金の適用要件とは分けて対応することが考えられないであろうか。同一の構成要件であるとした場合、証明の程度が不十分であるとして、証券取引等監視委員会が課徴金を勧告した事案について、金融庁の審問で不承認とされた事案⁴²があり、問題となっている。

ところで、既に、刑事罰と課徴金については自己の計算によるか否かで、要件が分かれており、構成要件を分けることは可能である。また、実際に課徴金と刑事罰の構成要件を分けて採用した国として、イギリスがある。イギリスでは、インサイダー取引に対する刑事罰は、1993年刑事司法法により規制されている。インサイダー取引に対する課徴金は、2000年金融サービス・市場法により課される⁴³。別々の法律でそれぞれインサイダー取引を規制するため、手続き的に迅速な対応が可能と考えられる。この方式を、日本でも導入できないかを検討すべきである。

⁴¹ 佐伯・前掲注（40）275頁。

⁴² 平成23年度（判）30「株式会社SJIとの契約締結交渉者からの情報受領者による内部者取引事件に対する違反事実がない旨の決定について」、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20121023-3.html>）。

⁴³ イギリスの2000年金融サービス・市場法（FSMA—Financial Services and Markets Act）及び1993年刑事司法法（Criminal Justice Act）。

第1章 連邦証券取引法制下のインサイダー取引規制

——情報犯罪

アメリカでは、1934年証券取引所法（The Securities Exchange Act of 1934——以下証券取引所法とする）の制定以来、未公開情報又は秘密情報に基づいた有価証券の取引に関わるケースが多数存在している。インサイダー取引の場合での被告人は、社内インサイダーだけではなく、元スポーツ選手、新聞記者、弁護士など広い範囲の人々を含んでいた。そこで、伝統的にインサイダー取引と呼ばれてきている事例を分析すると、多くの事件が、企業内の内部者取引よりも、むしろ部外者取引（outsider trading）に関わるものである。

1

しかし、連邦議会はインサイダー取引を定義していない。当初、証券取引所法は、発行者による開示義務を継続的に課することにより、発行者による情報の完全開示を求め（少しでも有利な情報を利用する機会を減少させることになる）、本法第16条により、インサイダーによる有価証券取引の報告義務を課し、インサイダーに短期売買取引を禁止することによって、この問題に対処しようとした。²

1934年以後、インサイダー取引に対する関心が高まるとともに、これらの濫用への対策として他の手段を用いることができないかという研究が始まったが、法制度の改革には至らなかった³。未公開の重要な情報を有している間に取引を行うことを禁止していることの主な根拠は、SECルール10b-5（以下ルール10b-5とする）である⁴。ルール10b-5は、「証券の購入又は販売」（the purchase or sale of a security）に関する欺罔的行為を禁止するために制定された⁵。

ルール10b-5のような一般的な詐欺禁止規定（antifraud prohibition）は、証券取引規制の最も重要なツールになった。詐欺に関するコモン・ローに基礎を置いて、多くの事件で、社内インサイダーが内部情報を利用することは詐欺であると判示した⁶。ルール10b-5の基本的な考え方は、公開市場でのインサイダー取引をカバーするため2つの画期的な事件で拡張、適用された。その2つの画期的な事件は、Cady, Roberts & Co.事件のSEC審決⁷とTexas Gulf Sulphur事件の第2巡回区控訴裁判所の判決⁸である。両事件の判断は、内部情報へのアクセスを行うことによって利益を得ることを可能にするという不公正さにも詐欺の認定が必要であることを前提としている⁹。この不公正さというのは、Texas Gulf

¹ THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION, 530 (5th ed. 2006).

² JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN, DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES REGULATION—CASE AND MATERIALS, 879 (5th ed. 2006).

³ Id. at 879.

⁴ THOMAS LEE HAZEN, 3 TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION, 492 (5th ed. 2005).

⁵ HAZEN, supra note 4, at 492-493.

⁶ COX, supra note 2, at 879.

⁷ In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

⁸ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

⁹ COX, supra note 2, at 880.

Sulpher Co.事件の第2巡回区控訴裁判所の判決によれば、すべての投資者は重要な内部情報に等しくアクセスすることができるという証券市場での正当な期待（the justifiable expectation）を持っているが、それを失わせるものをいう¹⁰。ルール 10b-5 の責任は、インサイダー自身に限定されることはなく、インサイダーから違法に情報を得た者にも課せられる¹¹。ルール 10b-5 におけるインサイダー取引禁止は、SEC の法執行活動及び刑事訴追のコンテキストの中でも展開された¹²。

本章では、連邦証券法制下のインサイダー取引規制について検討する。

第1節 ルール 10b-5 とインサイダー取引

一 ルール 10b-5

1933 年証券法（以下証券法とする）の詐欺禁止規定は、詐欺による証券の売却を禁止していたが、詐欺による証券の購入については、禁止する規定がなかった。ところが、1942 年、ある会社の社長が会社の株式を購入する際、同社の収益がよいことを知りながら、同社の株主に対して、会社の利益について悲観的に述べたことから、SEC は、その規制のギャップを埋めようとした。SEC は証券取引所法第 10 条(b)項に基づき、詐欺的な手法、相場操縦的な手法による証券の購入と売却に関して、ルール 10b-5¹³を制定し、そのようなギャップを埋めた。¹⁴

¹⁰ Cox, *supra* note 2, at 880.

¹¹ HAZEN, *supra* note 4, at 496.

¹² *Id.* at 497.

¹³ ルール 10b-5 は以下のようなものである。「何人も州際通商の方法、郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の買付けもしくは売付けに関し、直接または間接に以下の行為をなすのは違法である。（1）詐欺的な策略をもちいること。（2）重要な事実を偽って表示することや表示がなされる際の事情に照らして、当該表示が誤解をまねかないために必要な重要事実を示さないこと。（3）人を欺罔するあるいは欺罔するであろう行為、慣行、取引方法をなすこと。」栗山修『証券取引規制の研究—アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開—』（成文堂、1998）91 頁。

Rule 10b-5 :

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,

(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(2) 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,

(3) 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. 17 CFR § 240.10b-5 (1979).

¹⁴ ALAN R. PALMITER, *Securities Regulation*, 305 (3rd ed. 2005).

ルール 10b-5 は、詐欺的行為と同様に、重要な事実を誤って述べることや不作為を禁止しており、広く黙示の私的訴権（implied private right of action）を支えるものである¹⁵。

1960 年代に、連邦裁判所が証券詐欺だけではなく、過失のある証券実務や企業経営の誤りも規制するためにルール 10b-5 を用いたことから、ルール 10b-5 の黙示の私的訴権が大きく育っていった。1970 年代には、最高裁判所は、そのような司法積極主義を採ることをやめ、ルール 10b-5 の黙示の私的訴権を証券取引に関する意図的な欺罔事件に限定して適用した。¹⁶

証券取引所法第 10 条(b)項は、同法の相場操縦や詐欺の禁止条項と異なり、SEC 規則違反に対する民事上の救済を具体的に定めてはいない。こうした救済規定がないにも拘らず、ルール 10b-5 は民事上の訴訟原因を黙示に認めるものである。1946 年 Kardon 事件¹⁷は、ルール 10b-5 の黙示の私的訴権を認めた初めての事件であり、社内インサイダーが実質的な利益を得ようとして証券を売却しようとした場合に、当該会社の経営は売るに値しないものであると虚偽の説明したことにつき、責任があると判断されたものである。その事件以来、私的訴権が認められ、最高裁判所も 1971 年 Superintendent of Insurance 事件判決¹⁸でこれを是認した。¹⁹

ルール 10b-5 は、SEC の法執行の強力なツールでもある。証券取引所法第 21 条は、SEC に広範囲にわたる法執行権を与え、SEC ルールの違反を差止めるため、連邦裁判所に訴えを提起することができるようにした。この権限を行使して、SEC は差止めや他の衡平法上の救済を求めることができる。²⁰

二 インサイダーの分類

ルール 10b-5 のインサイダーの責任の要点は、守秘義務に負う者が託された重要な未公開情報に基づいて取引することである²¹。インサイダーとされる者は、以下のように分類される²²。

1 インサイダー（Insiders）

会社内の地位——取締役、役員、従業員又は支配株主——により、重要な未公開情報を入手している社内インサイダーは、取引してはならないとのルール 10b-5 の明確な義務を負うものである。

¹⁵ HAZEN, *supra* note 1, at 468.

¹⁶ PALMITER, *supra* note 14, at 306.

¹⁷ Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D.Pa.1946), modified on other grounds, 73 F.Supp.798, modified 83 F. Supp. 613 (1947).

¹⁸ Superintendent of Ins. of the State of New York v. Bankers Life and Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

¹⁹ PALMITER, *supra* note 14, at 308.

²⁰ *Id.* at 309.

²¹ *Id.* at 364.

²² *Id.* at 364-365.

2 準（一時）内部者（Constructive or temporary insiders）

会社に一時的に雇用されている準インサイダーであって当該会社の証券を取り扱う者——例えば、会計士、弁護士、投資銀行員のような人——は、社内インサイダーと同じルール 10b-5 の義務があると考えられる。

3 部外者（Outsiders）

当該会社の関係者が、信頼及び信認関係（a duty of trust and confidence）から重要な未公開情報を入手した場合には、情報の開示義務又は取引の断念義務を負うことになる。部外者が情報源たる者に対する信頼関係を破ったときには、この信頼関係の破壊は、その者の証券取引に「関連して」生じた欺罔とみなされる。

4 情報伝達者（Tippers）

守秘義務を負うインサイダー又は部外者が、不適切な情報を意図的に伝達した場合には、違法なインサイダー取引の参加者として責任を負うことになる。情報伝達者が互恵的な関係にある場合、例えば、家族又は友達に情報を売るか又は与えるかした場合には、情報受領者が好意を返すと期待することは不要である。

5 情報受領者（Tippee）

守秘義務のない者が不当な情報伝達の下で故意に取引する場合は、ルール 10b-5 の取引の断念又は情報開示の義務を信認義務者側から引き継ぐことになる。情報受領者は、信認義務に違反した者から伝えられたと知っている又は知るべき理由がある重要な未公開情報を受け取った後に取引を行った場合、それに責任を負う。

6 派生証券での取引者（Trader in derivative securities）

ルール 10b-5 の義務は、オプション取引者まで及ぶ。1984 年インサイダー取引制裁法（Insider Trading Sanctions Act of 1984）は、原証券（underlying securities）²³の取引が不法な場合には、重要な未公開情報を有している間に派生証券の取引をすることを違法とする。

三 公的開示義務違反——インサイダー取引規制の基礎

1 Cady, Roberts & Co. 事件の審決²⁴

(1) 事実の概要

Cady, Roberts 社の登録外務員（registered representative）Cheever Cowdin を含めた Curtiss-Wright 社の取締役が、四半期の配当決定のために参集した。同社は、1959 年の

²³ プット・オプション（Put Option）やコール・オプション（Call Option）が行使されたときに、引き渡されなければならない証券。しかしながら、株価指数オプション（INDEX OPTION）や株価指数先物（Stock Index Futures）は、株価指数を現物として引き渡すことはできないので、現金で決済される。ジョン・ダウンス＝ジョーダン・エリオット・グッドマン編（西村信勝ほか訳）『バロンズ金融用語辞典』（日経 BP、2009）1150 頁。

²⁴ In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

第1回から3回の四半期の各期には、1株につき、6.25ドルの配当を行っていたが、第4回四半期では、1株につき、3.75ドルに減らして、第4四半期の配当を行うことを承認した。

配当が決定された後、Curtiss-Wright社の取締役会は休憩になった。その間に、Cheever Cowdinは、所属事務所に電話をし、配当が削減されたというメッセージを同僚のGintelに伝えた。Gintelが、この情報を受領した後、証券取引所で、顧客のために合わせて7,000のCurtiss-Wright社普通株の売り注文を出した。配当金削減の発表の直後、Curtiss-Wright社株は大量の売り注文が出て、証券取引所での売買が停止された。²⁵

(2) Cary委員長発表による審決意見

本件は、当委員会が連邦証券諸法を実施するに当たっての、先例のない訴訟事件であり、かつ注目すべき重要な事件である。それは、証券取引所において、求められた注文を実行し、売買一任勘定取引(Gintelの妻を含む)のために、売付を行うブローカーに関するものである。重大な問題は、会社の配当決定に関する未公開情報を、同じ証券会社に属する当該会社の取締役から受け取ったブローカーの義務とは何かということである。²⁶

① 詐欺禁止規定の違反

当委員会は、証券の購入及び売却は、投資者の保護のために特別の規制を必要とする分野であることを示した。そのために、証券諸法の主な目的のうちの1つは、証券取引に関する詐欺、相場操縦又は欺罔を防止するということである。この目的に合致するように、証券法第17条(2)項、証券取引所法第10条(b)項及びルール10b-5は、誤解を招くような活動又は欺罔的な活動に適用することを目指した広い救済規定である。なお、これらの規定が、詐欺及び欺罔に対するコモン・ローの訴訟を維持するうえで明確かつ技術的に十分なものであるかどうかは問わない。²⁷

証券法第17条及びルール10b-5は、何人(any person)による証券取引にも適用される。重要な情報を開示する積極的な義務は、特に役員、取締役又は支配株主という企業の「インサイダー」に伝統的に課されてきた。当委員会及び裁判所は、インサイダーそのものが占める会社の地位により、知ることになった重要事実であって、取引をしようとする際、相手方が知らない、又は当該相手方の投資判断に影響を与える重要事実を開示しなければならないと判断してきた。こうした状況の下では、開示を行わないことは、詐欺禁止規定の違反となる。購入又は売却を行う前の開示が不適切又は非現実的であるならば、当委員会は、その際の選択肢は取引を断念することであると考える。²⁸

本件では、違反の構成要件が充たされているので、当委員会は、Gintelが、証券法第17条(a)項、証券取引所法第10条(b)項及びルール10b-5に故意に違反したと判断する。当委員会も、登録者の一員であるGintelが雇用されている間は、Gintelの行為が登録者の行為

²⁵ Id. at 2.

²⁶ Id. at 1.

²⁷ Id. at 3.

²⁸ Id. at 3.

とみなされるのであるから、登録者によって同様の違反が行われたものと認定する。取締役会による四半期配当の削減は、会社の株価に悪影響を及ぼすことになると予期され、重要な事実であることは明らかであった。Gintel は当該情報を受け取るや否や、迅速に行動した、その行為の速さが、彼自身がそのような結論を認識していたことを明かすものである。²⁹

当委員会は、詐欺禁止規定が「何人」という文言で規定されていると指摘し、特別の義務が社内インサイダー(例えば役員、取締役、支配株主)に伝統的に要求されていることを指摘している。しかし、これらの 3 つのグループが、そのような義務がある人の種類を余すところなく述べているわけではない。分析すると、当該義務は 2 つの主要な要素に基づくものである。すなわち、第一に、いずれかの者の個人的な利益のためではなく、会社のためにだけ利用できるよう意図された情報に直接又は間接に、アクセスしうる関係が存在している。第二に、取引の一方当事者が、相手方がその情報を利用できないことを知りながら、その情報を利用する場合に存在している本来的な不公正さである。³⁰

本件の事実からすると、Gintel は、「インサイダー」としての責任を負うものである。Gintel が、Cady, Roberts 社と提携関係にあった Curtiss-Wright 社から、配当減額の情報を公表前に受け取った。Cheever Cowdin の会社との関係からすれば、情報の公表前に、内部情報によって影響を受けて証券を売却することは、Cheever Cowdin には禁じられていた。論理的な結論としては、Cady, Roberts 社の社員である Gintel も、そのような取引を行うことが禁止されるべきである。この禁止は、彼の自己勘定に関してだけでなく、売買一任勘定ための売付並びにその他の注文の勧誘及び実行に対しても及ぶ。当委員会は、インサイダーが未公表の重要な情報を知りながら、かつインサイダーのために証券の取引を執行するブローカー・ディーラーに対し、適切な開示を行うか、又はその取引を断念するかという積極的な義務を課した。³¹

当委員会は、インサイダーの責任が既存の株主に限定され、証券の売却が非株主になされる場合には、インサイダーの特別の義務を負わないという被審理人の主張を認めることはできない。このアプローチは狭すぎる。³²

② 公的利益

Gintel の行為は、自分が何を行っているか知っていたという点で、故意によるものであったことは明らかである。しかし、Cheever Cowdin は配当金が削減されるとの情報をその公表前に「漏らし」、それを利用し、利益をあげることができるようにするという予め熟慮された計画が存在したという証拠はない。当委員会は、Gintel がニューヨーク証券取引所から 20 日間の営業停止処分を受け、Cady, Roberts 社に対し何らの制裁を課さないにし

²⁹ Id. at 4.

³⁰ Id. at 4.

³¹ Id. at 4.

³² Id. at 5.

でも、公益及び投資者の保護は、適切かつ十分に果たされることになる」と結論し、被審人の和解の申出を認める。³³

(3) 検討

本件では Cary 委員長がインサイダーの該当基準を 2 つの主要な要素として挙げていた。第一に、いずれかの者の個人的な利益のためではなく、会社のためにだけ利用できるよう意図された情報に直接又は間接に、アクセスしうる関係の存在である。第二に、取引の一方当事者が、相手方がその情報を利用できないことを知りながら、その情報を利用する場合に関して存在している本来的な不公正さである。

被審人 Gintel が、Curtiss-Wright 社の取締役であり、Cady, Roberts 社の外務員でもある Cheever Cowdin から Curtiss-Wright 社の配当削減についての情報を得た後、顧客のために合わせて同社の 7,000 株の売り注文を出した。SEC が被審人 Gintel 自身は Curtiss-Wright 社とは特別に関係があったわけではないにも拘らず、上記の 2 つの要素を満たすと判断し、インサイダーに当たるとし、懲罰的な制裁を課した。本件では、伝統的にインサイダーに課せられてきた開示義務を情報受領者 Gintel に及ぼし、ルール 10b-5 詐欺禁止条項の情報開示義務の違反を認定したといえる。³⁴

この事件は、情報平等理論の先駆となるものであった。

2 SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.判決³⁵

(1) 事実の概要

本件の訴訟は、東カナダのカナダ楕状地上で 1957 年に始められた Texas Gulf Sulphur 社の探査活動に由来する。1959 年 3 月、被告 A(鉱山技師であり、Texas Gulf Sulphur 社の副社長でもある。)の率いるグループによって、15,000 平方マイル以上のエリアで地質調査が行われた。このグループには、被告 B (Texas Gulf Sulphur 社のチーフ地質学者)、被告 C(地質学者)が入っており、彼らが探査をリードしていた。

その間に、鉱床の発見という噂がカナダ国内に広がった。Texas Gulf Sulphur 社は鉱床の探査をしていることを認めたが、結果はまだ判明していないという情報を公表した。探査活動を終了する際、Texas Gulf Sulphur 社の幹部が最終の情報開示を行った。1963 年 11 月 12 日から 1964 年 4 月 16 日の間に、すなわち、最終の情報開示までの間に、Texas Gulf Sulphur 社の取締役、地質学者、弁護士等は、Texas Gulf Sulphur の株を大量に購入していた。³⁶

(2) Waterman 裁判官執筆の法廷意見

³³ Id. at 7.

³⁴ HAZEN, supra note 4, at 498.

³⁵ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

³⁶ Id.at 844-847. 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、2006）161 頁。

本件は、SEC が証券取引所法第 21 条(e)項に従って、Texas Gulf Sulpher 社及びその取締役並びに従業員に対して、当該行為が証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 違反に該当するとして、ニューヨーク南部地区管轄連邦地方裁判所に訴訟を提起したものである³⁷。

ルール 10b-5 は、議会が証券取引所法第 10 条(b)項によって SEC にルール制定の権限を与えており、SEC がこの権限に基づき公布したものである³⁸。ルール 10b-5 は、証券取引所で取引する投資者が重要な情報に平等にアクセスできるという証券市場の正当な期待に基づく政策を実現しようとしたものである。ルールの趣旨は、ある会社の株式を自己の勘定で取引しようとしている者であって、会社の目的のためにのみ利用することが許されていて、個人的利益のために利用することが許されていない情報に、直接又は間接にアクセスしている者は、自己が取引しようとしている相手には利用できない情報であることを知っていながら、こうした情報から利益を得てはならないということにある。ルール 10b-5 は、取締役や役員といったインサイダーを不公平な取引から排除するものであり、証券取引所法第 16 条(b)項の意味での「インサイダー」に厳密な意味では該当しないが、重要な内部情報を有している者には適用される。従って、重要な内部情報を有している者は、投資者に開示すべきであるか、又は会社の重要な内部情報を保護するためにそれを公表することが許されないとされているか、当該情報を開示しないことに決めている場合には、当該情報に関係ある証券の取引を断念しなければならず、その証券を推奨することも避けるべきである。³⁹

インサイダーは、外部の投資者より所属会社の業務に精通しているからといって、所属会社に対する投資が常に禁じられているということではない。会社が発行する証券に関係する内部情報を公表するか又は会社に投資することを断念するかというインサイダーの義務が生じるのは、通常の義務遂行とは異なった事態が発生し、この事態が公表されれば、会社株価に著しい影響を及ぼすことが確実であるという状況の下でのことである。インサイダーは所属する会社株式の取引を行う前に、一般投資者に重要事実を開示しなければならない。⁴⁰

本件では、K-55-1 鉱床が発見されたという情報は、普通の投資者にとって重要であり、株価に影響を与えるものである。4 月 16 日、Northern Miner——鉱業株スペシャリストの間での広く読まれている業界紙——は、K-55-1 という鉱坑（以下 K-55-1 とする）を「現代に発見された最も印象的な探査坑の 1 つ」と特徴付けた。鉱業証券を専門とした会社のカナダ人ブローカー、Roche は、K-55-1 という鉱坑の発見は当鉱坑に投資した投資者にとって、重要なものであると位置付けた。最後に、K-55-1 の発見が重要事実であるかどうかを判断する際の主要な要因は、探査を知っている人々にとって探査の結果が重要かどうかである。Texas Gulf Sulpher 社に有利に影響を及ぼすと思われる最近の展開を考

³⁷ SEC v. Texas Gulf Sulpher Co., 401 F.2d 839 (2d Cir.1968).

³⁸ Id. at 847.

³⁹ Id. at 848.

⁴⁰ Id. at 848.

慮すると、通常の株式購入プログラムに情報を有している者が加わったり、情報を有している者が、適宜、取引を行えば、K-55-1の発見が重要であるとの推論が支持されることになる。しかし、株式購入のタイミング及び短期コール⁴¹の購入のタイミング、これまでコール又はTexas Gulf Sulpher社株さえ購入したことのなかった個人による購入のタイミングからすると、インサイダーが探査の結果によって影響を受けたと推論せざるを得ない。

42

ルール10b-5の要点は、投資者はすべて証券取引に参加することの報酬に等しくアクセスできるものでなければならないとの連邦議会の意図を実現しようとするにある。すべての投資者が同一の市場リスクを負うべきであるということが、連邦議会の意図であった。この市場のリスクには、市場を評価する個人の能力又は市場に投入できる金額が他の投資者の能力や金額よりも上回っているかどうかというリスクも含まれる。本件では、インサイダーは外部の投資者と対等な立場で取引してはいなかったのである。⁴³

従って、当裁判所は、K-55-1の探査結果を知っていた個人が行ったTexas Gulf Sulpher社株又はコールの取引は、ルール10b-5に違反するものと判断する⁴⁴。

(3) 検討

Cady, Roberts & Co.事件の審決に則って、第2巡回区控訴裁判所は本件について、公表されていなかった情報を有する会社内部者が証券市場で証券の取引をすることは、ルール10b-5の違反になると判断した。理由は、判決で述べられたように、本件について、取引の時点で公表されていない情報が普通の者が投資するか否かに関し、「重要なもの」であったからである。株式及びオプションを購入し始めたという事実から、インサイダーがその情報を重要なものと考えていると強く推論できることになる。この裁判所の理由付けから学べる教訓は、自社の株を購入する場合には、社内インサイダーは株式の購入についての規則的・周期的な計画を採用すべきということである。⁴⁵

この後、幾つかの事件⁴⁶で、裁判所は、内部情報の伝達が市場に対する詐欺であると判断している。⁴⁷

⁴¹ 発行済債権をその予定満期日 (Scheduled Maturity) 前に償還する権利、発行体 (Issuer) が債権を繰上償還 (Call) できる最終の日は、その債権証書 (Indenture) に償還条項が記載されている各債権の目論見書 (Prospectus) に規定されている。西村信勝ほか訳・前掲注 (23) 金融用語辞典 0140 頁。

⁴² SEC v. Texas Gulf Sulpher Co., 401 F.2d 839, at 851 (2d Cir.1968).

⁴³ Id. at 852.

⁴⁴ Id. at 852.

⁴⁵ HAZEN, supra note 4, at 498-499.

⁴⁶ Financial Industrial Fund, Inc, v. McDonnell Douglas Corp., 474 F. 2d 514 (10th Cir.1973), cert.denied, 414 U.S.874, 94 S.Ct.155, 38 L. ED. 2d 114 (1973). Berner v. Lazzaro, 730 F.2d 1319 (9th Cir.1984).

⁴⁷ HAZEN, supra note 4, at 499.

四 インサイダー取引事件の因果関係——「利用 (Use)」対「所有」(Possession)

インサイダー取引の現在の問題は、内部情報が問題となるような取引を現に行ったことをどの程度を立証しなければならないかということである。例えば、取引を行った者が問題となっている情報を現に利用したか否かを立証すべきかどうかという問題である。すなわち、取引を行う者は内部情報がなければ、取引を行わなかったのであろうかということである。⁴⁸

Teicher 事件⁴⁹で第二巡回区控訴裁判所は、内部情報を利用したことを立証する必要はないと判示し、それよりも、信認義務を負っている取引者が重要な未公開情報を有していながら、取引を行ったということを立証すれば十分であるとした。その後の Adler 事件⁵⁰では、第十一巡回区控訴裁判所は、問題となっている取引がなされたときに、被告が内部情報を有していたということを立証するだけでは十分ではなく、情報の利用により、実際に取引が行われたということを立証しなければならないと判示した。第九巡回区控訴裁判所は、Smith 事件⁵¹で情報の利用の基準を採用した。SEC は、利用対所有の問題を明確にするために、ルール制定を行った方がよいと判断した。1999 年、SEC は新しいルール 10b5-1 を提案し、2000 年に採用された。ルール 10b5-1 は、被告が証券取引を行う際に実際に情報を利用したことを要件としている。⁵²

ルール 10b5-1⁵³ は、被告が単に重要な未公開情報を有しているということだけでは、責任を認めることはできないとしたうえで、被告が責任を負うかどうかについての「利用」の判断基準を採用することに加えて、同ルールは重要な未公開情報を有している間に、取引を行った者が取引の時点で当該情報を実際に利用していると推定するものとしている。取引を行うことから当該情報を利用したとする推定を覆すことができるのは、以下の場合である。重要な未公開情報を知ったときよりも前に、①当該証券の売買契約を締結していたこと。②当該証券の売買を第三者に指示していたこと。③当該証券取引を行う計画を書面で認めていたこと。⁵⁴

さらに、ルール 10b5-1(c)は、インサイダーが問題となっている取引を行う際に重要な未公開情報を利用したという推定を打ち破る、2つの積極的抗弁権を確立している。第一に、ルール 10b5-1(c)(1)は、個人及び企業を保護し、取引が既存の契約、指示または計画に従って行われたものであって、重要な未公開情報が取引を行うかどうかの判断の要因ではなかったという場合に適用される⁵⁵。第二に、ルール 10b5-1(c)(2)は、企業が行った取引が

⁴⁸ HAZEN, supra note 4, at 501-502.

⁴⁹ United States v. Teicher, 987 F.2d 112 (2d Cir.1993), cert.denied, 510 U.S 976 (1993).

⁵⁰ SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir.1998).

⁵¹ United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir.1998).

⁵² HAZEN, supra note 4, at 502-503.

⁵³ 17 C.F.R. § 240.10b5-1.

⁵⁴ HAZEN, supra note 4, at 503.

⁵⁵ HAZEN, supra note 4, at 503-504.

重要な未公開情報を利用したものではないことを示すために、以下の2点の立証を求めている⁵⁶。①企業のために投資決定を行った個人が、当該重要情報を知らなかった。②企業のために投資判断を行った者が、インサイダー取引規制に違反していないということを保証するために、当該企業の業務の性質に照らして、合理的な政策及び手続きを確立していること。

この抗弁は、企業のみ行使できるものであり、個人は行使できないことになっている。因果関係に関連する問題は、ルール 10b-5 の「関連」(in connection with) 要件が遵守されているか否かである。ルール 10b-5 の違反を立証するためには、当該違反行為が「証券の購入又は売却に関連」(in connection with the purchase or sale of any security) していなければならないからである。⁵⁷

第2節 インサイダー取引規制の判断基準——コモン・ローの展開

最高裁判所は、3つの判断——Chiarella 事件 (Chiarella v. United State)⁵⁸、Dirks 事件 (Dirks v. SEC)⁵⁹と O'Hagan 事件 (United States v. O'Hagan)⁶⁰——でインサイダー取引禁止の根拠を示してきた。O'Hagan 事件で最高裁判所は、先例の Chiarella 判決及び Dirks 判決を考慮した上で判断したとみられており、最も広い裁量権を SEC に与えている。証券取引所法第 10 条(b)項とルール 10b-5 に基づいて、インサイダー取引が詐欺と見做される理由について2つの理論が存在している。それは、情報平等理論と信託義務違反理論からなる伝統的理論 (classical theory) 及び不正流用理論 (misappropriation theory) である。⁶¹

以下では、上記の理論の下で、インサイダー取引規制の判断基準を検討していく。

一 情報平等理論

Texas Gulf Sulphur Co.事件の判決⁶²にみられるように、初期の連邦裁判所は、あらゆる証券取引者が重要な事実について嘘をついてはならないとの義務を負い、「重要な内部情報を有している」(in possession of material inside information) 者は誰でも投資者に対し情報を開示するか取引を断念するかの義務があると判断した。これが「情報の平等」

⁵⁶ HAZEN, supra note 4, at 504-505.

⁵⁷ Id. at 505.

⁵⁸ Chiarella v. United State, 445 U.S.222 (1980).

⁵⁹ Dirks v. SEC, 463 U.S.646 (1983).

⁶⁰ United States v. O'Hagan, 521 U.S.642 (1997).

⁶¹ STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION, 156 (2008).

⁶² SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

(parity of information) 又は「情報に等しくアクセスすること」 (equal access) を認めるアプローチ、情報の平等理論といえる。⁶³

しかし、「情報の平等」又は「情報に等しくアクセスすること」を認める *Texas Gulf Sulphur Co.* 事件の判決も、そのような絶対的ルールは行き過ぎていると認識している⁶⁴。例えば、重要な未公開情報を有している者に情報の開示義務又は取引の断念義務を課すことになれば、株式市場での取引への熱意を著しくそぐことになるだろう。また、証券市場において投資者が、精神的・肉体的酷使、優れた技量、機敏さ及び直感すら利用して、証券投資を行うことが禁じられたならば、資本形成が害される可能性がある。投資者が、自己の知覚した情報の有利さを利用して証券を転売することができないとすれば、投資者の証券を買う誘因は殆どなくなるだろう。⁶⁵

二 信認義務違反理論

誰がルール 10b-5 の取引規制を受けるのかということが、まず問われた。前述の *Cady, Roberts & Co.* 審決⁶⁶では、SEC は、同ルールの「何人」 (any person) という文言に焦点を当ててその分析⁶⁷を始めた。その後、SEC は同ルールの下での義務を負うものが誰かを判断するための分析上の根拠を設定したが、この根拠は同ルールの発展に伴い殆ど失われてしまった。例えば、最も大きな影響力のある *Texas Gulf Sulphur Co.* 判決⁶⁸では、第二巡回区控訴裁判所は、*Cady, Roberts & Co.* 審決での 2 要素を無視し、ルール 10b-5 の規制を拡大する方向で判示を行った。すなわち、何人も「重要な内部情報を有しているなら誰でも (any person)、投資者に開示するか、又は取引を差し控えなければならない」⁶⁹。ルール 10b-5 の取引に対する規制をできるだけ広く適用しようとする見方⁷⁰については、後述する⁷¹。

1 *Chiarella v. United State* 判決⁷²

(1) 事実の概要

Chiarella は金融関係の印刷工であり、*Pandick Press* のニューヨークの植字室で組み指定工 (markup man) として働いていた。*Chiarella* が扱った書類の中には、企業買付の 5 つの声明書があった。これらの書類が印刷業者に渡された時には、買付会社及び対象会社

⁶³ PALMITER, *supra* note 14, at 360.

⁶⁴ SEC v. *Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

⁶⁵ PALMITER, *supra* note 14, at 360-361.

⁶⁶ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40. S.E.C. 907 (1961).

⁶⁷ 本稿第 18 頁-21 頁参照。

⁶⁸ SEC v. *Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

⁶⁹ *Id.* at 848.

⁷⁰ LARRY D.SODERQUIST & THERESA A.GABALDON, *SECURITIES REGULATION*, 477-478 (6th ed. 2006).

⁷¹ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997). 本稿第 39 頁-41 頁参照。

⁷² *Chiarella v. United State*, 445 U.S. 222 (1980).

の名前は、余白又は偽名によって隠されていた。会社名の入った書類は、最終的な印刷の段階で、印刷業者に送られてきた。

しかし、Chiarella は株取引の経験があったので、これらの書類に含まれていた他の情報から最終印刷の前に対象会社の名前を推論することができた。Chiarella が当該情報を知っていることを開示することなく、対象会社の株を購入し、買収の企てが公表された直後に、当該株を売却した。Chiarella が、この方法を利用して、14 か月の間に、3 万ドルを若干超える利益を獲得した。その後、SEC が Chiarella の取引活動の調査を開始した。Chiarella はその獲得した利益を株式の譲渡人に返還することで SEC と和解した。Chiarella は Pandick Press から解雇された。Chiarella は証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 に違反する 17 の訴因に基づいて起訴された。

最高裁判所は、Chiarella の上告を認めて第二巡回区控訴裁判所の判決を破棄した。⁷³

(2) Powell 裁判官執筆の法廷意見

証券の購入又は売却に関して、沈黙していることが証券取引所法第 10 条(b)項の下で、訴訟の対象である詐欺(fraud)となることがある。これは、重要な未公開情報の未開示が合法であるかどうか具体的に言及している法の文言や立法上の沿革がなくともそうである。しかし、そうした責任は「開示義務」（例えば、会社の内部者が自己の株主に対して負っているように）に基づくものであり、この開示義務は、取引の両当事者の間の信頼、信認関係 (relationship of trust and confidence) から生ずるものである。⁷⁴

本件は、上告人 Chiarella は、公開買付けを行う計画について、情報を開示する積極的な義務を負ってはいない。また、同人は会社の内部者でもなく、対象会社から秘密情報を得たものでもない。さらに、対象会社株の売却人と Chiarella との関係から、上記のような義務が生ずるものでもない。なぜなら、Chiarella は、彼らと取引を行ったことがあるわけでもなく、彼らの代理人でもなく、受託者でもなく、売却人が信頼・信認を置いていたものでもないからである。証券取引所法第 10 条(b)項の下での開示義務は、重要な未公開情報を単に有しているだけでは、生ずるものではない。⁷⁵

政府側は、Chiarella が、印刷業者の従業員としての地位によって入手した情報を用いて取引を行った場合には、Chiarella が当該公開買付会社に対する義務に違反したと主張する。情報開示義務の違反が、公開買付会社及び証券の売付人に対して犯された詐欺として、証券取引所法第 10 条(b)項の下での有罪判決を支持するものであると主張されている。この点は陪審員に提示されなかったため、当裁判所が判断する必要はない。⁷⁶

(3) 検討

⁷³ Id. at 224-225.

⁷⁴ Id. at 222-223.

⁷⁵ Id. at 223.

⁷⁶ Id. at 236.後述の不正流用理論参照。

SEC は、Cady, Roberts & Co.事件で「会社の株主と当該会社内の地位によって秘密情報を得たインサイダーとの間の信頼及び信認関係が存在するもの」⁷⁷と認めた。最高裁判所は、Texas Gulf Sulphur Co.事件での内部情報の開示又は取引の断念義務をインサイダー（秘密の内部情報を単に有しているだけではなく、開示義務に服する者）に限られると説明していた⁷⁸。

Chiarella 事件と Cady, Roberts & Co.事件、Texas Gulf Sulphur Co.事件との事実の相違は、Chiarella 事件が対象会社に属（belonging）する情報ではなく、市場情報に関するものであったことにある。Chiarella 事件での取引は、部外者取引として特徴付けられる。なぜなら、会社のインサイダーではない者が会社の株式価格に影響する情報を利用しているに過ぎないからである。⁷⁹

最高裁判所は、Chiarella は当該取引の前に秘密情報を公開する法的義務を負っていなかったもので、情報の不正伝達又は不正流用が存在せず、ルール 10b-5 違反は生じていなかったと判断した。しかし、最高裁判所は、同社の株の価格に影響を及ぼす未公開情報を単に有していたということによって、対象会社と同様にルール 10b-5 の下での開示義務が生じていたかどうかということが唯一の問題であると指摘した。印刷業者の従業員と買収会社との関係が取引の断念義務を生じるかどうかについては、最高裁判所は判断しなかった。⁸⁰ 本件では、以下のように幾つかの問題点が指摘された。

① 重要な未公開情報

Texas Gulf Sulphur Co.事件では、鉱床発見の強い可能性を示す発掘サンプルが存在することが、豊富な鉱物の発見を示す重要な情報であり、重要な出来事が生ずる蓋然性と実際にそれが生じた場合の衝撃の程度との間のバランスを事実認定者が取るように、求めてもいた。多くの事件では、被告が自ら取引したという事実は、重要性があることを示すものと考えられている。⁸¹

「未公開」の意味についての重要な問題は、すべての投資者が情報に合理的にアクセス可能になるまで、インサイダーは待たなければならないかということである。この点については、例えば、新聞紙上で、又は広く流布したウェブサイト上で公開すれば、それで足りる。⁸²

② 証券の種類

Chiarella 判決では、インサイダーの株主への信認義務が存在することが確立されたので、一般株（common stock）に関して、インサイダーには内部情報の開示又は取引の断念義務があることを明確にした。1984 年以前に、多くの裁判所は、オプション取引者が負うとさ

⁷⁷ Id. at 228.

⁷⁸ Id. at 231.

⁷⁹ HAZEN, supra note 4, at 507.

⁸⁰ Id. at 507-508.

⁸¹ Cox, supra note 2, at 884-885.

⁸² Id. at 885.

れる開示義務を認めなかった。その理由は、オプション取引者は必ずしも株主ではないし、社内インサイダーが負うものとされる信認義務を負うべき受益者ではないからである⁸³。しかし、1984年インサイダー取引制裁法において、議会が証券取引所法第20条(d)項を加えることにより、この潜在的な抜け穴を埋めた。すなわち、重要な未公開情報を有する間に、派生商品(derivative instruments)の原証券の取引が禁止され、派生商品(derivative instruments)の取引も違法となる。⁸⁴

③ 故意

インサイダーが実際に問題となっている情報を用いて利益を得ようとしていることが必要である。すなわち、「情報に基づいて」(on the basis of)取引することである。また、インサイダーが未公開情報を有しており、当該情報が未公開であることを知っていたということを立証すれば十分である。SECは、「所有」(possession)テストを用いることを好み、この見解が裁判所の支持を得ていた。

Adler 事件⁸⁵で、あるインサイダーがその会社の財政状態が悪いとの情報を知りながら、会社の株を2度売却した。同人は、当該株の売却が以前に立案した売却計画のうちの1つと主張し、さらに彼の息子のために18車輪トラックを購入する金を必要としていることも主張していた。地方裁判所は、様々な先例(Chiarella 事件の判旨を含む)を引用して、情報の受領と取引の間に因果関係がない限りは、ルール10b-5の違反はないと判断した。しかし、地方裁判所は、SECが「情報の所有」を立証すれば、因果関係の存在が事実上推定(strong inference)されることから、因果関係がないことを被告が立証しなければならないと判断した。控訴裁判所はこの判断基準を用いて、地方裁判所の正式事実審理を経ないでなされた判決(summary judgment)を破棄し、被告が不正使用の推定を適切に覆したかどうかについては、公判に付すべき事実問題とした。Adler 事件の判決及び Smith 事件の判決⁸⁶に応じて、SECはルール10b5-1⁸⁷を採用した。同ルールは、インサイダー取引者が取引の際に、内部情報に「気づいて」(aware)いたかどうかという文言によって、インサイダー情報に「基づいた」(on the basis of)取引を定義している。しかし、前述のように⁸⁸、拘束力のある契約、特定の指示又は取引を行った者が内部情報に気づく前に、打ち立てられた取引計画書面に従って取引が実行されたことを立証することができる場合には、同ルールは積極的抗弁権の行使を認めている。⁸⁹

⁸³ Leventhall v. General Dynamics Corp., 704 F.2d 407 (8th Cir), cert.denied, 464 U.S. 806 (1983).

⁸⁴ Cox, supra note 2, at 885-886.

⁸⁵ SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir.1998).

⁸⁶ United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir.1998).

⁸⁷ 17 C.F.R § 240.10b5-1.

⁸⁸ 本稿第24頁-25頁参照。

⁸⁹ Cox, supra note 2, at 886.

2 Dirks v. SEC 判決⁹⁰——情報伝達者と情報受領者 (Tippers and Tippees)

Chiarella 事件では、内部情報の開示又は取引の断念義務というルール違反を確立する上で重要なのは、取引者と市場投資者との間の信認関係を認定することだと指摘している。取引者が発行者のために働いていて、秘密情報を委託された場合には、信認関係を認定するのは容易である。しかし、インサイダー自身が取引を行わず、情報を他の人(たとえば、友人又は親族)に伝達して取引が行われる場合には、信認の原則はどのように用いられることになるであろうか⁹¹。Texas Gulf Sulphur Co.事件以後、証券弁護士及び裁判所は、第二巡回区控訴裁判所が Texas Gulf Sulphur Co.事件で行ったと同じように、ルール 10b-5 の取引に対する規制をできるだけ広く適用しようとする見方を採用したのである⁹²。

(1) 事実の概要

Dirks は、ニューヨークのブローカー・ディーラー・ファームの役員で、機関投資家に対し、保険会社の証券の投資分析を提供する業務を行っていた。Dirks は、生命保険とミューチュアル・ファンドの販売会社である Equity Funding 社の元役員である Ronald Secrist (以下 Secrist とする) から、同社の不正行為に関する情報を得た。この元役員は、Dirks に Equity Funding 社の不正行為を立証し、それを公にするよう依頼した。⁹³

Dirks は、その依頼通り、Equity Funding 社の本社を訪れ調査を行った。Dirks は調査の過程で、第三者に対して自分が得た情報を話した(それを聞いた者の中には、1600 万ドル以上同社の株式を売却した 5 人の機関投資家が含まれていた)。その間に、Equity Funding 社の株価は大きく下がり、証券取引所で取引停止になり、結局、Equity Funding 社は倒産処理に入った。SEC は、Dirks に対して、Secrist から受領した内部情報を第三者に繰返し伝えたことが証券法第 17 条(a)項、証券取引所法第 10 条(b)項、ルール 10b-5 違反の教唆・帮助(aid and abet)に該当するとして譴責処分(censure)にした。⁹⁴

(2) Powell 裁判官執筆の法廷意見

Chiarella 事件⁹⁵では、当裁判所は、ルール 10b-5 の違反を立証するために、Cady, Roberts & Co. 審決⁹⁶において掲げられた 2 つの要件を受け入れた。すなわち、①会社目的のためにのみ利用できるように意図された内部情報に接近することを認める関係の存在、②内部情報を開示することなく取引することで当該情報を利用することを会社の内部者に認めることの不公正さである。Chiarella が内部情報の開示又は取引の断念義務を有していたか否かを判断する際に、裁判所は、重要な未公開情報に基づいて取引を行う前には、情報を開示する一般的な義務は存在しないと認定した⁹⁷。裁判所は、内部情報の開示又は取引

⁹⁰ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

⁹¹ Cox, supra note 2, at 900.

⁹² SODERQUIS, supra note 70, at 477-478.

⁹³ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

⁹⁴ Id. at 646.

⁹⁵ Chiarella v. United State, 445 U.S.222 (1980).

⁹⁶ In re Cady,Roberts & Co, 40. S.E.C. 907 (1961).

⁹⁷ Dirks v. SEC, 463 U.S.646, at 653-654 (1983).

の断念義務は、いずれも重要な情報を開示すべきという積極的義務に由来するものであり、伝統的に社内インサイダーである取締役、役員、支配的株主に課せられてきたものとした。

98

情報受領者が内部情報の開示又は取引の断念義務を負っているかどうかを判断する際には、インサイダーが有している情報の提供が、そのインサイダーの信認義務違反を構成するかどうかを判断することが必要である。会社の秘密情報を開示するすべての行為が、インサイダーが株主に負っている義務と矛盾するとは限らない。状況によっては、インサイダーは株主に対する信認義務に常に従って行動していたとしても、その者の情報公表は市場に影響を及ぼすこともある。例えば、会社のインサイダー又は情報受領者であるアナリストにとって、その情報が重要な未公開情報であるかどうかは、明らかではない。会社の役員は、情報が既に開示されているか又は市場に影響を及ぼすほどに重要ではない、と誤って考えるかもしれない。従って、情報を開示したことが、義務違反になるかどうかは、開示目的に大きく依拠している。この基準は、次のように *Cady, Roberts & Co.* 事件の SEC の審決によって確認された。すなわち、証券法の目的は、「個人的な利益のために内部情報を利用すること」を排除することである。従って、ここでの基準は、インサイダーが当該情報の開示から、直接的又は間接的に利益を得るかどうかということである。もし個人的利益がなければ、株主に対する義務違反はない。そして、インサイダーによる違反がなければ、派生的な違反にもならない。⁹⁹

開示そのものが株主を「欺罔し、相場操縦でごまかし、又は詐欺を行う」ものであるかどうかを判断する上で最初に問うべきは、インサイダーによる義務違反があったかどうかということであり、これは、客観的な基準に焦点を当てることを裁判所に求めることである。すなわち、インサイダーが情報の開示によって直接的又は間接的に個人的利益を受けるかどうか、例えば金銭上の利益又は将来の所得に転化しそうな評判上の利益を受けているかどうかを問うことである。そのような推論を正当化する客観的な事実及び状況が存在する。例えば、情報受領者から代償を示唆するような、インサイダーと情報受領者との関係又は特定の受領者に利益を与えるような意図があるような場合がそうである。インサイダーが取引を行う親族又は友人に秘密情報を伝達する場合にも、信認義務及び未公開情報の活用という要件が存在する。¹⁰⁰

上述のインサイダー取引及び内部情報提供のルールの下では、当裁判所は、*Dirks* による義務違反がなかったものと判断する。*Dirks* は、*Equity Funding* 社の株主に対しては信認義務を有しておらず、同社と無関係であったということについては争いがない。*Dirks* は、*Equity Funding* 社の株主又は役員に対し自分を信頼するようにと誘うような行動を直接的にも間接的にも行わなかった。*Dirks* は、*Equity Funding* 社に関する情報を不正流用した

⁹⁸ Id. at 653-654.

⁹⁹ Id. at 661-663.

¹⁰⁰ Id. at 663-664.

のでもなく、また違法に取得したのでもなかった。こうした状況に基づいて、Dirks は、内部情報の利用を断念する義務を有していなかったという結論を下す。¹⁰¹

(3) 検討

本件では、最高裁判所は、問題となっている会社の元従業員 Dirks による義務違反がなかったと判断した。情報受領者に責任があると判断するためには、情報伝達者が情報伝達することによって、情報受領者が情報伝達者に利益を与えることにならなければならない¹⁰²。これらの利益は具体的なものである必要はなく、そして、取引を行う目的で友人又は親族への情報を伝達すれば十分である。情況証拠を根拠として、情報伝達に基づく責任を確立することができる。例えば、内部情報に関する会話のような直接的証拠がなくでも、情況証拠によって有罪判決を支持することができる。¹⁰³

情報受領者の責任を適用するかどうかについては、本来のインサイダーの場合に限定されるものではない。情報受領者及び情報伝達者の責任は、不正流用の場合¹⁰⁴にも適用される。情報受領者の責任を確立するためには、情報伝達者と情報受領者とが連絡を取っていたことを立証すべきである。情報受領者が情報伝達者から情報が違法なものであることを知っているか又は知るべき理由があれば、情報受領者が情報伝達者に信認義務を負っていることを立証する必要はない。¹⁰⁵

情報伝達者と情報受領者の責任については、広狭双方の見解が対立している。例えば、裁判所の中には、「一時インサイダー」(temporary insiders)の概念を創設し、情報受領者の責任に対処したものもある¹⁰⁶。他方、被告が内部情報を伝えた家族の会話を立ち聞きした後に取引を行った場合に、情報伝達者には義務違反はないので、ルール 10b-5 による責任を負うことはなく、情報受領者の派生的責任(derivative liability)もない。逆に、情報伝達者が義務違反を犯し、情報受領者はその違反を知るべき理由がある場合には、情報受領者はルール 10b-5 に違反する行為者として有罪となる。情報が夫から妻に、そして妻から第三者に伝達された場合には、情報伝達者及び情報受領者の双方がインサイダー取引責任を負う¹⁰⁷。¹⁰⁸

本件では、以下の問題点が指摘されている。

① 情報「提供」(Tip)の性質

インサイダーによる情報伝達が、インサイダー自身の利益に資するものであると同時に、情報受領者の取引を容易にすることを意図しているものでなければならないということが、本件の判決から明確になっている。従って、インサイダーの間の会話が、第三者に聞かれ、

¹⁰¹ Id. at 665-666.

¹⁰² Id. at 662.

¹⁰³ HAZEN, supra note 4, at 520.

¹⁰⁴ United States v. Carpenter, 791 F.2d 1024 (2d Cir.1986).

¹⁰⁵ HAZEN, supra note 4, at 520-521.

¹⁰⁶ SEC v. Tome, 833 F.2d 1086 (2d Cir. 1987), affirming, 638 F. Supp. 596 (S.D.N.Y.1986).

¹⁰⁷ SEC v. Yun, 327 F. 3d 1263 (11th Cir. 2003).

¹⁰⁸ HAZEN, supra note 4, at 521.

その第三者が取引を行った場合には、このインサイダー間の会話は情報提供と見做されることはない。¹⁰⁹

② 関係の薄い情報受領者 (Remote Tippees)

不正流用事件の多くは、情報受領者による多様な取引に関わるものである。それゆえ、関係の薄い情報受領者が不正流用を知っているか又は知るべき理由があるということが重要である。Musella 事件¹¹⁰では、連邦地方裁判所は、関係の薄い情報受領者の責任を認めた。同事件では、ニューヨーク市の一人警察官が、情報を入手した法律事務所職員から、情報を入手し、それを二人の警察官に伝えた。その二名の警察官は、情報源たる者の身元も知らず、情報提供者が情報を入手した状況も知ることがなかった。裁判所は、被告人が情報伝達者に情報源——その存在が疑しい——を尋ねることがないという意識的な選択をしたことに根拠をおいて責任問題を判断した。上記のような判断で、何も知ることはないとすることが証券詐欺での故意を阻却するという考え方を採ることはできない。もし、故意を阻却すると考えるならば、証券詐欺に関する様々な法を覆すことになる。彼らは、重要な未公開情報に関して信認義務違反があったということを知っているべきであった。¹¹¹

③ 投資アナリストと選択的な開示

投資アナリストの仕事は、具体的な証券に関する情報を収集し、分析することであり、機関投資家やブローカー・ディーラーの調査部門の利益になるか否かはともかく、重要な役割を果たしている。その役割とは、株式発行者と個々のアナリストとの間に恒常的に行われている非公式の情報交換に関するものであり、この役割が社会の効率性に大きく貢献をしているものと認められていることからすると、善意の投資アナリストには、safe harbor ルールを設ける必要があると思われる。¹¹²

三 不正流用理論 (misappropriation theory)

1980 年の Chiarella 事件で Burger 首席裁判官は反対意見で以下のように述べている。

「一般的なルールとして、商業ベースで対等な立場で取引を行う当事者は、信認義務の関係がなければ、いずれも、互いに情報の開示義務を負わない。このルールは、ビジネスマンが、関連する情報を入手し、評価するという自己の経験と技術を利用して投資することを認めるものである」¹¹³。「またこのルールは、困難な作業や、注意深い分析、機敏な予測をすることの誘因になっている。しかし、このルールの基礎となっている政策からする

¹⁰⁹ Cox, *supra* note 2, at 906.

¹¹⁰ SEC v. Musella, 678 F. Supp. 1060 (S.D.N.Y. 1988).

¹¹¹ Cox, *supra* note 2, at 907.

¹¹² *Id.* at 907.

¹¹³ Chiarella v. United State, 445. U.S. 222, at 239-240 (1980).

と、その適用範囲を制限すべきである。とりわけ、情報上有利な立場に立っている者が違法な手段によって当該情報を入手した場合はそうである」¹¹⁴。

1984 年以前に、第二巡回区控訴裁判所は、ルール 10b-5 に関して、幾つかの事件で、例えば、刑事事件、法執行活動、損害賠償請求訴訟などで見解を示した。最初の事件は、Newman 事件¹¹⁵である。それは、投資銀行の従業員が株式公開買付の計画に関連する情報を不正流用し、当該情報を用いて取引を行った刑事事件である。ルール 10b-5 の違反で、被告人の有罪が認められた。類似事件には *Materia* 事件がある。第七巡回区控訴裁判所は、同事件¹¹⁶で委員会により求められた差止命令が適切に発せられたものであるということを認定した。¹¹⁷

しかし、Newman 事件の事実と類似している事実から生じた損害賠償請求事件で、*Chiarella* 判決での論点を裁判所が取り扱う場合は、別の話となる。それが、Moss 事件の判決¹¹⁸である。対象会社の株主(取引禁止期間に株を売却した株主)は、当該株を購入した取引者に対し、集団訴訟(class action)を提起した。地方裁判所は、この請求を棄却した。第二巡回区控訴裁判所は、これを確認し、ルール 10b-5 の損害賠償請求にあつては、原告は、被告が原告に対して負っている義務に反したということを立証しなければならないとした。政府により、国民を保護するために刑事訴追と差止命令が出されているので、原告は、被告が他の者に負っている義務に違反したということを立証すればよいからである。¹¹⁹

Moss 事件以後、Moss 事件の判旨が踏襲されると、インサイダー取引者が民事責任を避けることができるのではないかという問題が生じた。その問題に対応するために、1988 年に、議会が証券取引所法第 20A 条を制定した。同条は、同条の取引のルールに違反した者は、同じ種類の証券を同時に (contemporaneously) 取引したすべての者に責任を負うものだと述べて、Moss 事件の判決の結論をもとに戻した。しかし、「同時取引者」という文言は定義されていなかった。¹²⁰

以下では、不正流用理論の判例を概観する。

1 United States v. Newman 判決¹²¹

(1) 事実の概要

Morgan Stanley 社(以下 Morgan 社とする)と Kuhn Loeb 社(以下 Kuhn 社とする) (Lehman Brothers Kuhn Loeb 社として知られている) は、会社の合併、買収、株式公開買付及び他の企業買収に従事した投資銀行会社である。1972 年から 1975 年まで、Courtois

¹¹⁴ Id. at 240.

¹¹⁵ United States v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).

¹¹⁶ United States v. Materia, 745 F.2d 197 (2d Cir.1986).

¹¹⁷ SODERQUIS, supra note 70, at 480.

¹¹⁸ Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5 (2d Cir.1983).

¹¹⁹ SODERQUIS, supra note 70, at 481.

¹²⁰ Id. at 481.

¹²¹ United States v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).

と Antoniu(共謀者であるが、この事件では起訴されなかった)は Morgan Stanley 社に雇用されていた。1975 年には、Antoniou が Morgan 社から Kuhn 社に転職した。1973 年 1 月 1 日から 1978 年 12 月 31 日までの間で、Courtois と Antoniu は、会社顧客から両人の雇用者たる会社に託された合併計画及び企業買収に関する秘密情報を不正流用した。当該秘密情報は、有価証券トレーダーであり、かつニューヨークの証券会社の店頭取引部のマネージャーである Newman に伝えられた。Newman は当該秘密情報をさらに他の 2 人(共同謀議者)に伝えた。外国の銀行隠し口座や信託銀行などの手段を用いて、3 人の共謀者は、Morgan 社及び Kuhn 社の顧客による合併及び買収の対象会社の株を購入し、当該合併及び買収の情報が公表された後、株価が上昇した際に株を売却し、多大な利益を得た。これらの利益は、Courtois 及び Antoniu にも分配された。Newman は、Morgan 社と Kuhn 社が会社の顧客及び顧客の株主、会社の雇用者及びその株主に対する詐欺に該当するとして、起訴された。¹²²

(2) 判旨

被控訴人の行為は、対象会社の証券の購入者又は販売者(Morgan 社、Kuhn 社及び両社の顧客はいずれも被告人との取引を行ったとしても、その時点では購入者でもなければ、販売者でもなかった)との取引事実がないのであるが、証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 の違反を構成するものと認定する。証券取引所法第 21 条は、違法行為を防ぐために、SEC に広い調査権限を与え、SEC は地方裁判所に差止命令及び職務執行令状を求めることができるものとしている。証券取引所法第 32 条は、法及びルールに故意に違反することに対し、刑罰規定を設けている。立法の沿革からすると、議会はこれ以外の救済を意図していないことが示されている。¹²³

ルール 10b-5 に基づく訴訟が、証券取引所法第 21 条の下で、SEC により開始された場合、又は、同法第 32 条によって検察官により訴訟を提起された場合には、裁判所は、原告の訴訟適格ではなく、当ルールの範囲に関心を寄せなければならない。裁判所は、ルール 10b-5 に基づく訴訟を証券の購入者及び売却者への損害賠償請求に限定してきており、従って、証券の購入者又は売却者に対して行われた詐欺が「証券法の下での必要な要素」であるとの地方裁判所の言明は、法の不正確な要約である。当裁判所や他の控訴裁判所は、ルール 10b-5 に基づく差止めを求めるためには、原告は騙された購入者又は売却者である必要はないと判断している。この判断はルール 10b-5 の文言と一致している。同ルールは、証券の売却者又は購入者に対して詐欺が行われていなければならないという具体的な要件を示してはいないのである。¹²⁴

¹²² Id. at 15. 萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』(弘文堂、2011) 91 頁以下。

¹²³ United States v. Newman, 664 F.2d 16 (1981).

¹²⁴ Id. at 17.

被控訴人が公開買付けに関する秘密情報を不正流用した唯一の目的は、対象会社の株を購入することであり、当裁判所は詐欺と購入の間の関係を被控訴人が否定していたことは意味がないものと判断する。¹²⁵

2 Moss v. Morgan Stanley, Inc.判決¹²⁶

(1) 事実の概要

本件は、1976 年 Warner 社と Deseret 社の間の公開買付議論から始まった。1976 年 11 月 23 日、Warner 社は、Morgan Stanley 社株を保有することになった。

当該訴訟でのある被告 E. Jacques Courtois, Jr(以下 Courtois とする)は、Morgan Stanley 社の合併・買収部門に所属している。Courtois はその立場において、Warner 社が Deseret 社の株を購入する計画についての情報を得ることができた。1976 年 11 月 30 日、Courtois は、公開買付けのことを、被告 Antoniu (Kuhn Loeb 社の従業員)に連絡し、Deseret 社の株を購入するように Antoniu に勧めた。Antoniu は、さらに、その情報を Newman (株式仲買人)に伝えた。Antoniu と Courtois との協議の後、Newman は 1 株当たりおよそ 28 ドルで 11,700 株の Deseret 社株を購入した。

1976 年 11 月 30 日までの間に、Deseret 社の株の取引は相当活発であったため、およそ 143,000 株の取引があった。Moss は、その活発な取引者のうちの 1 人であって、1 株当たり 28 ドルで 5,000 株を売却した。1976 年 12 月 1 日に、ニューヨーク株式取引所は株式公開買付の公表まで、Deseret 社の株の取引を停止させた。当該株の取引が停止された間に、Newman と他の被告は、購入した株を Warner 社に売却し、相当な利益を得た。

1982 年 8 月 5 日、Moss は、1976 年 11 月 30 日に Deseret 社の株を売却した投資者を代表し、被告らが Warner 社の株式の公開買付けの公表前に Deseret 社の株を取引したことは、証券取引所法第 10 条(b)項違反になると主張して訴訟を提起した。¹²⁷

(2) 判旨

証券取引所法第 10 条(b)項下で、新しい種類の「欺罔」を創設することは、開示義務というものが 2 人の当事者間の特別関係から生じるという確立した原則から、逸脱することになるし、また市場取引のすべての参加者間において、重要な未公開情報に基づく行為を差し控えるという一般的な義務を認めることは、それが議会の意図であるとの根拠がない限り受け入れられない。原告が主張した不正流用理論は、単に証券購入者による不法行為をやめさせて、救済を与えることを意図するものである。しかし、最高裁判所は、証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 が欺罔から投資者を保護することを明らかにしたが、証券取引に関わる望ましくない行為をすべて救済するものではない。¹²⁸

¹²⁵ Id. at 18.

¹²⁶ Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F.2d 5 (1983).

¹²⁷ Id. at 8-9.

¹²⁸ Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F.2d 5, at 16 (1983).

被告らは、公開買付けの対象会社ではなく、入札者¹²⁹の代理人であったが、伝統的な発行者のインサイダーではなかった。そして、被告らは株式の発行者又は株式の売り手との間に、信頼及び信認という伝統的な特別関係もなかった。被告らは、Deseret 社の株主とは関係はなく、Deseret 社の株主に対して開示義務を負わない。¹³⁰

3 United States v. Materia 判決¹³¹

(1) 事実の概要

Materia は公開買付け関係の書類を印刷する会社の助手であった。Materia は、校正係に声を出して顧客の書類を読んで聞かせ、そして、校正係は当該書類が顧客から受け取ったコピーと一致したことを順次確かめた。秘密情報を秘密にしておく Bowne 社と顧客の慎重な努力にも拘らず、Materia は、1980 年 12 月から 1982 年 9 月までの間に少なくとも 4 つの株式公開買付けの対象会社の名前を推測することができた。Materia は当該情報を推測した数時間のうちに、対象会社の株を購入し、公開買付けが公表された後に対象会社の株が上昇したところで、対象会社の株を売却し利益を得た。

その直後、SEC は Materia が証券取引所法第 10 条(b)項及び 14 条(e)項に違反したとして、不法行為の差し止め及び不法に得た利益の吐出しを求める訴訟を提起した。¹³²

(2) 判旨

Materia は、他者に漏らしてはならないとして自己に託された情報を、不正に流用した。この行為は、ルール 10b-5 の詐欺 (fraud) 又は欺罔 ((deceit)にあたる。Materia が印刷会社の雇用主と当該会社の顧客に対する信認義務に違反したものであり、Materia は当該義務を承知しており、故意にこの義務に違反したものである。従って、Materia は証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5、ルール 14e-3 に違反したものであり、印刷会社の雇用主及び当該会社の顧客からの秘密情報を不正に流用して証券取引を行ったものとの SEC の差止命令及び不法に得た利益の吐出しの訴えを認める。¹³³

Newman 事件、Moss 事件及び Materia 事件のいずれも、最高裁判所に上告されることはなかったが、その後、不正流用理論に関わるルール 10b-5 の事件では、最高裁判所に上告されるものがあつた。まず、Carpenter 事件の控訴審判決¹³⁴である¹³⁵。そして、1997 年に、最高裁判所は O'Hagan 事件の判決¹³⁶で不正流用理論を認めた¹³⁷。

¹²⁹ 双方向市場 (Two-Sided Market) またはダッチ方式入札 (Dutch Auction) で、特定価格で購入する用意のある買い手。西村信勝ほか訳・前掲注 (23) 金融用語辞典 0094 頁。

¹³⁰ Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F.2d 5, at 11-13 (1983).

¹³¹ United States v. Materia, 745 F.2d 197 (2d Cir.1986).

¹³² Id. at 199.

¹³³ Id. at 200.

¹³⁴ United States v. Carpenter, 791 F.2d 1024 (2d Cir.1986).

¹³⁵ SODERQUIS, supra note 70, at 481.

¹³⁶ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

以下では、Carpenter 事件及び O'Hagan 事件を概観する。

4 United States v. Carpenter 判決

(1) 事実の概要

Winans は、Wall Street Journal 社(以下 Journal 社とする)のハード・コラム「*Heard on the Street*」の執筆者の一人であった。Carpenter は、1981 年 12 月から 1983 年 5 月までの間に、Journal 社の社員として働いていた。Felis は Kidder Peabody という証券会社のブローカーであった。Peter Brant は、Felis の長年の友人であり、この事件で政府側の重要な証人となった。

1981 年 2 月 2 日以後、Journal 社の親会社である Dow Jones 社は、すべての新入社員に「インサイダーストーリー」(insider story) (40 ページのマニュアルであるが、そのうち 7 ページにわたって同会社の利益に反する行為を掲げているものでもある)を配布している。地方裁判所は、Winans と Carpenter は従業員が雇用期間中に入手した未公開情報を他に漏らしてはならないとの守秘義務が課されていることを知っていたと判断した。

上記の会社方針にも拘らず、Winans はハード・コラム (Heard Columns) に公表される予定の証券関連の情報を Peter Brant 及び Felis の 2 人のブローカーに提供するという計画に合意した。その情報に基づいて、2 人は株式の売買を行って利益をあげ、その利益を分配することを計画し、4 カ月余り、27 回のハード・コラムにわたって、同コラムが公表される前に取引を行い、69 万ドルの利益を得た。

Winans 及び Carpenter 等のブローカーが、上述の行為につき、証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 並びに連邦郵便通信詐欺法(The Federal Mail and Wire Fraud Statutes)の違反で刑事訴追された。第 1 審¹³⁷と控訴審では、Newman 判決¹³⁸及び Materia 判決¹³⁹を引用し、Winans と Carpenter に対し、証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 違反で、有罪とした。¹⁴⁰

(2) 第二巡回区控訴審の判旨¹⁴¹

Journal 社の従業員は、会社から、同紙に次の掲載予定の記事の形で公表されることになるはずの、重要な未公開情報を不正流用することを禁じられており、同紙のハード・コラムで近々分析されるか又は論議されるはずの証券の購入と売却の計画に関連して、上記の計画を達成するために経済紙の州際間の郵便と通信の手段を使用することは、刑事責任

¹³⁷ SODERQUIS, supra note 70, at 481.

¹³⁸ United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (S.D.N.Y.1985).

¹³⁹ United States v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).

¹⁴⁰ United States v. Materia, 745 F.2d 197 (2d Cir.1986) .

¹⁴¹ United States v. Carpenter, 791 F.2d 1024, at 1026-1027 (2d Cir.1986). 島袋鉄男『インサイダー取引規制—アメリカにおける法理の発展—』(法律文化社、1994) 64 頁。

¹⁴² United States v. Carpenter, 791 F.2d 1024, at 1026-1033 (2d Cir.1986).

を負わせるための基礎となるものであって、証券取引所法第 10 条(b)項、ルール 10b-5 で禁止され、連邦郵便通信詐欺法による刑事責任を負うものと判断する。¹⁴³

人は技量、先見性、努力等による行動によって、市場における競争上の有利さを得ることができる。このことは独禁法、特許法、商標法、著作権その他の分野と同様に証券取引所法においても当てはまる。しかし、人は雇用者から課せられた信認義務に違反して重要な未公開情報を不正流用するなどの行為によって、市場における競争上の有利さを得ることはできない。そのような行為は詐欺であり、競争ではなく反則行為であって公正な行為ではない。¹⁴⁴

Winans は、雇用者に対して負う守秘義務などを理由に、内部情報の開示又は取引の断念義務を証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 上当然に負うものである。¹⁴⁵

(3) 最高裁判所の判旨¹⁴⁶

Journal 社は、ハード・コラムの執筆のスケジュールとその内容を秘密にし、排他的に利用する財産権 (property right) を有する。上告人の行為は、Journal 社を欺罔する計画を構成している。上告人は、Journal 社の秘密情報を公表しておらず、秘密情報を Wall Street Journal が最初に公表することを妨げるものでもなく、Journal 社に金銭的損失を与えたものでもない。しかし、Journal 社は秘密情報が公表される前に、当該情報を排他的に利用する重要な権利を奪われている。連邦郵便通信詐欺法第 1341 条及び第 1343 条は、欺罔により他の者の財産を奪う計画を射程範囲にしており、他の者から託された財産を横領することをも含んでいる。本件で Winans は、彼の雇用主の秘密情報を自己の個人的利益のために用いて、雇用主の秘密情報を守るべき信認義務に反したのである。¹⁴⁷

本件では、最高裁判所は、不正流用理論を採用するかどうかについては、言及しなかった¹⁴⁸。結局、O'Hagan 事件で不正流用理論を採用した。

5 United States v. O'Hagan 判決¹⁴⁹

(1) 事実の概要

Grand Metropolitan 社(以下 Grand 社とする)は、Pillsbury 社の買収を企て、Dorsey & Whitney 法律事務所(以下 D&W とする)を Grand 社の代理人として依頼したところ、そのパートナーである被告 O'Hagan は、D&W 内では当該代理業務に携わってはいなかったが、Pillsbury 社の株式及び株式オプションを大量に購入した。その後、Grand 社が Pillsbury

¹⁴³ Id. at 1026.

¹⁴⁴ Id. at 1031 (2d Cir.1986). 渡辺征二郎『インサイダー取引』(中央経済社、1989) 24 頁以下。

¹⁴⁵ United States v. Carpenter, 791 F.2d 1024, at 1031-1033 (2d Cir.1986).

¹⁴⁶ United States v. Carpenter, 484 U.S. 19-20 (1987).

¹⁴⁷ Id. at 19-20.

¹⁴⁸ Id. at 24.

¹⁴⁹ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

社に対する公開買付を公表すると Pillsbury 社の株価は急騰し、O'Hagan は普通株式とコール・オプションを売却して 430 万ドル以上の利益を得た。

その後、SEC は O'Hagan を調査し、その結果、O'Hagan は 57 の訴因で大陪審により訴追された。その中で、O'Hagan が重要な未公開情報（Grand 社の公開買付に関する重要な未公開情報）を用いて自身のための取引を行うことは、O'Hagan が彼の法律事務所及び同法律事務所の顧客である Grand 社に対する詐欺を行ったものと主張がなされていた。¹⁵⁰

（2）最高裁判所の判旨

インサイダー取引責任の「伝統的理論」(traditional theory) 又は「古典的な理論」(classical theory)の下では、会社インサイダーが重要な未公開情報に基づいて証券取引を行うことは、証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 の違反になる。¹⁵¹

会社の秘密情報は、企業が排他的に利用できる権利を有している財産として位置付けられている。そのような秘密情報を開示されないまま流用することは横領に類似した詐欺にあたる。不正流用者が企業の秘密情報を欺罔的に用いることが証券の売買に関連しているものでなければならぬとの証券取引所法第 10 条(b)項の要件は、不正流用理論の観点からも充たされる。受託者が不正行為を行ったといえるのは、証券の売買に際して、その秘密情報を利用した場合である。不正流用された未公開情報を根拠として当該情報が開示されないまま、取引を行うことは、その情報の源となっている者を裏切り、一般投資者メンバーに害を与えているものである。被告人は法律事務所（D&W）を代理人とした公開買付けの業務に携さなかったとしても、秘密情報が開示されないまま不正流用し、個人の利益を得ることは、証券取引所法第 10 条(b)項の違反になる。¹⁵²

（3）検討

本件で最高裁判所は、不正流用理論を採用した。最高裁判所は、内部情報の開示又は取引の断念義務は、公開買付に関する秘密情報の不正流用を合理的に予防するようにと工夫されたものであり、証券取引所法第 10 条(b)項に求められている「信認義務の違反を具体的に立証すること」（specific proof of a breach of fiduciary duty）を必要としていないと判断した。¹⁵³

法廷意見は、不正流用された情報に基づく取引が投資者に損害を与えたと判断した。しかし、Chiarella 事件での Stevens 裁判官のアプローチ¹⁵⁴に従って、取引者への開示義務については、主たる取引者に限定するとの立場を取った。それは、Chiarella 事件での Burger 首席裁判官による証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 に関する広い解釈、すなわち、不正流用者の取引相手すべてに開示すべきであるとの立場を取らなかったということである。Chiarella 事件以後、政府側は、このように広く適用するように提唱してはいなか

¹⁵⁰ Id. at 647-648. 黒沼・前掲注（36）証券取引法 165 頁。

¹⁵¹ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, at 651-652 (1997).

¹⁵² Id. at 653-656.

¹⁵³ STEPHEN M. BAINBRIDGE, INSIDER TRADING, 220 (2011).

¹⁵⁴ Chiarella v. United State, 445. U.S. 222, at 237 (1980).

った。不正流用理論をより限定的に解釈して、法廷意見は、不正流用者が責任を回避しようとするれば、信認義務を負っている主たる投資者にのみに情報を開示することが必要であり、取引相手すべてに開示する必要はないと判断した。¹⁵⁵

本件では、さらに、以下のような問題点が指摘されている。

① 不正流用理論の他の使用

O'Hagan 事件と同様に、不正流用に纏わる事件の大部分は、買収しようとする会社のパートナーもしくは従業員、投資銀行、法律事務所、又は合併・買収活動に関係のある情報から利益を得た金融関係の印刷従業員に関するものである。しかし、同理論はビジネス情報を濫用した在り来りの事件以外でも利用されてきた。例えば、前述の **Carpenter** 事件¹⁵⁶では、**Winans** は、**Journal** 社の執筆者の一人であった時に、コラムに公表される予定の証券関連の情報を事前に知り、友人である **Carpenter** などのブローカーに伝え、**Carpenter** が取引した。不正流用理論が適用されるか否かが不確実であることへの対応策として、以下のような場合には、不正流用理論を適用するに値する、信頼及び信認義務関係が存在するものとした。①当事者が情報を秘密とすることに合意している場合、②情報を共有する者が秘密を共有するに至る経緯、パターン又は実務に関わっていて、秘密を保持しようとする期待があることを情報受領者が現に知っているか知るべきである場合、③重要な未公開情報を配偶者、両親、子供又は兄弟から入手した場合であって、情報受領者が特定の家族関係の中で、秘密保持への合理的期待がないということを立証できなかった場合。¹⁵⁷

② 不正流用理論の適用可能性

不正流用理論がこのような形で広く適用されても、**Chiarella** 事件と **Dirks** 事件で定義されるような「古典的な」(classic) インサイダー取引の場合は、信認関係という特別関係(例えば、後述¹⁵⁸の三角関係)があって始めて、不正流用があるといえる。もっとも信認関係がなくても、不正流用理論が適用されるとするならば、不正流用理論の適用があまりにも広く及ぶことになるからである。信認関係が開示義務を生じさせるのであり、これを原則とし、そのうえで文理解釈上、不正流用理論の適用可能範囲を探るべきである。¹⁵⁹

6 SEC v. Rockage 判決¹⁶⁰

O'Hagan 事件以後、**Rockage** 事件では、不正流用理論の明確性が改めて求められている。本件の事実の概要は以下の通りである。

Scott M. Rockage (以下 **Rockage** とする) は、生物学関連会社である **Cubist** 社の会長であり CEO であった。2001 年 12 月 31 日の昼すぎに、**Rockage** は **Cubist** 社の主要薬品

¹⁵⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 153, at 221.

¹⁵⁶ COX, *supra* note 2, at 897.

¹⁵⁷ *Id.* at 897-898.

¹⁵⁸ 本稿第 65 頁—67 頁参照。

¹⁵⁹ COX, *supra* note 2, at 898.

¹⁶⁰ SEC v. Rockage, 470 F. 3d 1 (1st Cir. 2006).

の1つがその臨床試験に失敗したことを聞かされ、彼はそのことをリムジンの車中にいた彼の妻である Patricia B. Rocklage (以下 Patricia とする) に電話で伝えた。Rockage はそれまでも Patricia に対して Cubist 社に関する重要な未公開情報を伝えていたが、Rockage は、二人の間ではそのような情報を秘密のままにして外部には漏らさない約束があり、今回もそうであろうと期待していた。一方、Patricia は弟の Beaver にその情報を伝えた。その後、Beaver はその所有する Cubist 社株のすべてを売却した。にも拘らず、Beaver が Cubist 社の会長、CEO である Rockage の義理の弟であることを知っている Jones にもその情報を伝え、Jones も所有する Cubist 社の株式のすべてを売却した。その後、Cubist 社は薬品の臨床試験の失敗の情報を公表した。それによって、Beaver と Jones は大きな損失を回避できた。SEC は、Patricia、Beaver そして Jones の三名を被告として、証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 により、違法行為の差止め及び制裁金を求める訴訟を提起した。¹⁶¹

第一巡回区控訴裁判所は、不正流用者が「会社の秘密情報を排他的に利用ができる Grand Metropolitan 社を欺罔した」という O'Hagan 事件での最高裁判所の判示が適用される場合であり、Rockage は、Patricia が夫から情報を入手し、それを秘匿すべきであるにも拘らず、弟に伝えたことで Cubist 社の情報の排他的(独占的)利用を失わせたのであり、Patricia の情報の入手は欺罔に当たり、Patricia と弟とその友人の Cubist 社株の売却は証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 違反であると判断した。¹⁶²

本件は、O'Hagan 事件とは異なり、重要な未公開情報を得ていた本人が取引を行ったものではなかった。しかし、第一巡回区控訴裁判所は、不正流用理論に基づいて 3 名の被告が責任を負うと判断した。O'Hagan 事件以後、政府側は不正流用理論により、インサイダー取引規制の対象範囲を拡大するように意図しているが、不正流用理論そのものの明確性及びその適用範囲の明確さが改めて求められている。

7 Santa Fe 事件¹⁶³の問題

最高裁判所が O'Hagan 事件を判断する前に、不正流用理論を適用するうえで、障害となると考えられるものは、Santa Fe 事件での最高裁判所の証券取引所法第 10 条(b)項の解釈だった。¹⁶⁴

同事件の事実の概要は、以下の通りである。

Kirby Lumber 社(以下 Kirby 社とする)の少数株主は、Santa Fe (Kirby 社の親会社)による Kirby 社の少数株主締め出し(freeze-out)合併で Kirby 社株の価値が過小に評価されたと主張した。Santa Fe は、Kirby 社の資産の見積価格を知らながら、Morgan Stanley

¹⁶¹ Id. at 3.

¹⁶² Id. at 8.

¹⁶³ Santa Fe Industries v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

¹⁶⁴ BAINBRIDGE, *supra* note 153, at 222.

社からの Kirby 社の株式について不当に低い見積価格を入手し、Kirby 社の少数株主を宥めるために、1 株につき 25 ドルを上乗せし、購入価格として提示した。少数株主は、その一連の行為は、被告が株式の売買に関し、「人を欺く方策、計画、術策」を用いて、詐欺となる「行為、実務、企業活動」を行ったとして、ルール 10b-5 の違反であると主張した。

165

最高裁判所は、証券取引所法第 10 条(b)項にいう「相場操縦」(manipulative)又は「欺罔」(deceptive)の要件は、単に信認義務の違反ではなく、重要な不実表示があるか又は重要な事実が省略されている場合をいうと判断した¹⁶⁶。Kirby 社の合併は、欺罔(deceptive)でもなければ、相場操縦(manipulative)でもないので、証券取引所法第 10 条(b)項又はルール 10b-5 に違反するものでもない。少数株主は、その所有する株式について、提供された価格を受け入れるか、又は拒絶するかを判断する上で重要な情報はすべて提供されていた。相場操縦は、市場活動に影響を与えることにより、投資者をミスリードするようにと意図された行為に関するものであり、本件は、いずれもそれに当たらない。ルール 10b-5 の下で詐欺に当たるとの申立は、伝統的には州の規制に委ねるものとされている多様な会社の行為を同ルールにより、規制させようとするものである。明確な連邦議会の意図を示すことができなければ、株式の取引に纏わる会社法の重要な部分を連邦法で扱うことを、同法では避けるべきである。¹⁶⁷

O'Hagan 事件で適用された不正流用理論は、Santa Fe 事件で最高裁判所の判断根拠となった証券取引所法第 10 条(b)項の解釈と以下の 3 つの点で矛盾している。①欺罔ではなく、信認義務違反が不正流用理論の中心にある。②信認義務違反理論を展開する上で要件とされている欺罔(deception)は、Santa Fe 事件で述べられた欺罔とは全く異なっている。③「不正流用」理論の下での不正流用は証券取引と全く関係がない。従って、Santa Fe 事件で求められた「欺罔」(deception)は、証券の購入や売却に関連していない。¹⁶⁸

そこで、以下のように幾つかの問題が生じている。

(1) O'Hagan 事件での信認義務要件

信認義務は不正流用理論の下での責任の中核となるものである。判断の分かれ目となるのは、信認関係が存在していて、それが受託者の情報の利用の事実を株式売買を行う主たる者に開示すべき義務を構成しているかどうかである。少なくとも、この問いは、1934 年証券取引所法を制定する際に、「投資者の保護と市場の健全性」という議会の基本的な方針に沿うものである。¹⁶⁹

¹⁶⁵ Santa Fe Industries v. Green. 430 U.S. 462, at 467 (1977).

¹⁶⁶ Id. at 476.

¹⁶⁷ Id. at 478.

¹⁶⁸ BAINBRIDGE, supra note 153, at 222-223.

¹⁶⁹ Id. at 223.

不正流用理論を適用する際には、信認関係がいつから存在するのか、その信認関係に付随する義務が何であるかを判断しなければならない。O'Hagan 事件での最高裁判所は、信託 (trust) と信認 (confidence) の関係という初期判例の文言の利用を避けて、不正流用理論を構成する上で必要な関係を充たしていると言うために、これを受託者 (fiduciary) という文言を用いて、この問いの範囲を限定しているように思われる。適用される基準を限定するように意図しているかどうかは不明確である。¹⁷⁰

さらに、信認関係と他のタイプの関係を区別することに関しては、O'Hagan 事件ではいかなる基準も提供していない。弁護士は、明らかに顧客の受託者である。会計士又は秘密情報を託された金融関係の印刷工も同様である。しかし、O'Hagan 事件は、秘密の情報にアクセスすることができる他の多く人（例えば家族の秘密を打ち明けられる親友、床屋、タクシー運転手、ウェイター又はコンピュータ修理人）が不正流用理論の下での受託者でもあるかどうかを明らかにしていないままである。¹⁷¹

(2) Santa Fe 事件の欺罔の要件

Santa Fe 事件では、最高裁判所は証券取引所法第 10 条(b)項に言う「欺罔」(deceptive)の要件を充たすためには、重大な不実表示 (misrepresentation) 又は重要な事実の開示の懈怠がなければならぬと判断した。Chiarella 事件では、重要な未公開情報を有しているだけでは、開示義務を生じることではなく、従って開示義務がない場合に欺罔の要件を充たすことはないとした。しかし、O'Hagan 事件では、最高裁判所は、証券取引所法第 10 条(b)項の欺罔の要件にあまり関心を寄せていないようである。O'Hagan は、所属事務所の顧客に属している情報を盗用したが、証券取引所法第 10 条(b)項の趣旨からして、これを横領 (conversion)ではなく、欺罔だとする理由はない。¹⁷²

不正流用理論は、Santa Fe 事件の判示と一致するものではない。Santa Fe 事件では、主張されている行為が証券取引所法第 10 条(b)項の意味での相場操縦、又は欺罔と明らかにみてとれる場合にのみ、それがルール 10b-5 の下での訴訟原因を構成すると判示した¹⁷³。

O'Hagan 事件では、最高裁判所は、一旦信認義務違反が認定された場合に、自己の雇用主への開示を懈怠したことが証券取引所法第 10 条(b)項の下での責任を生じさせるのであって、不開示そのものが違反となるのではないということを強調したことで、この異論に直面した。政府側が主張している不正流用理論は、Santa Fe 事件での判決と一致するものである。同判決は、証券取引所法第 10 条(b)項は信認義務違反の禁止に対する万能の策ではなく、相場操縦又は欺罔に関わる行為を規律するものであるということを強調している。本件での政府側の主張とは対照的に、Santa Fe 事件では、すべての関連している事実が証券取引所法第 10 条(b)項とルール 10b-5 に違反したとして訴追された者により、開示され

¹⁷⁰ Id. at 224.

¹⁷¹ Id. at 225.

¹⁷² Id. at 226.

¹⁷³ Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462, at 474 (1977).

ていたので、これらの条項の下での未開示による欺罔はなかったのであり、これらの条項の下での責任も生じない¹⁷⁴。¹⁷⁵

O'Hagan 事件での法廷意見のアプローチの下では、取引そのものが証券取引所法第 10 条(b)項の責任を生じさせるものではない。投資者又は他の市場参加者に対する情報開示の懈怠も存在しない。重要な欺罔行為となるのは、情報源たる者に取引を行ったことを開示しないことである。しかし、最高裁判所は、こうした区別をしなかった。それも何らかの譲歩をしないまま、そうしたのである。第一に、O'Hagan 事件の判決は、受託者が本人の同意を得た上で、重要な未公開情報に基づいて受託者が取引を行うことを許すものである¹⁷⁶。第二に、一旦取引する意図が本人に開示されれば、本人がどれほど激しく反対しても、当該取引は証券取引所法第 10 条(b)項の下で合法である。従って、O'Hagan が取引する前に取引することを法律事務所と顧客に話していたならば、法を犯したことにはならなかっただろう¹⁷⁷。第三に、利用された情報が情報源との信認関係のない者に盗まれたのであったなら違反はなかっただろうと、政府は口頭弁論で認めた。従って、泥棒、産業スパイ、及び不法に情報を得る他の非受託者は、法の規制を受けることはないと思われる。O'Hagan 事件では、明確にこの点を認めてはいないが、不正流用理論は受託者と本人との間の信認関係及び受託者の本人に対する欺罔の双方を要件とすると強調していることからすると、黙示でこのことを認めているといえる。¹⁷⁸

(3) 売買に「関連する」(in connection with) 不正流用

Santa Fe 事件で求められる欺罔は、売買に関連するものでなければならない。O'Hagan の不正流用は、欺罔と言っても、その言葉が以前に最高裁判所に解釈¹⁷⁹されたように、証券の購入又は売却に「関連し」ていなかった。証券取引所法第 10 条(b)項を自然に読めば、同条項は証券市場での相場操縦又は証券市場参加者への欺罔をカバーしている。騙される者がいるといっても、それは、O'Hagan の雇用主と雇用主の顧客であり、O'Hagan が取引したときの証券の購入者又は証券の売却者ではない。¹⁸⁰

O'Hagan 事件では、最高裁判所は前述の Santa Fe 事件での問題に取り組みはしたが、十分な解決に至っていない。O'Hagan 事件での法廷意見は、不正流用理論を欺罔による信認義務違反と両立するものとしている。O'Hagan 事件において、最高裁判所は、Santa Fe 事件で設定されていた要件とかろうじて一致している要因と不正流用理論を関連付けるために、欺罔を不正流用理論から、広範囲にわたる行為（例えば、本人の許可で取引し、市場に情報を開示しない場合、本人に最初に開示した後、本人の許可なしで取引をする場合、本人に信認義務を負っていない者が本人から盗んだ情報に基づいて取引する場合）を

¹⁷⁴ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

¹⁷⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 153, at 226-227.

¹⁷⁶ *Id.* at 227.

¹⁷⁷ *Id.* at 228.

¹⁷⁸ *Id.* at 229.

¹⁷⁹ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

¹⁸⁰ BAINBRIDGE, *supra* note 153, at 229.

除外することによって欺罔を定義した。不正流用理論が適用される取引が一般投資者に害を及ぼすとの主張を最高裁判所が行っていれば、最高裁判所はどのようにしてそうした害を与える行為を不正流用理論の適用範囲から除外することができるのか、理解することは難しい。最後に、最高裁判所は不正流用理論が証券の売買と如何にして関係することになるのか、満足のいく説明をしていない。¹⁸¹

最高裁判所は、**Santa Fe** 事件で提起された問題を解決することができなかった。なぜなら、**Santa Fe** 事件で示された不正流用理論とは、証券取引所法第 10 条(b)項の解釈と矛盾しているからである。不正流用理論で特定された欺罔とは、単に信認義務違反をいうのであり、取引を行っていない者に課されている義務違反又はその者の欺罔でさえも、証券売買に関連して行われたものとはいえないからである。重要な未公開情報を有している会社部外者が当該情報を取引相手に開示する義務がないと一度最高裁判所が判断すれば、証券取引所法第 10 条(b)項の下で、そうした部外者による取引に同条項が適用される論理的道筋を閉ざしたことになる。証券取引所法第 10 条(b)項を論理的に解釈するなら、最高裁判所は、同条項の下での **O'Hagan** の有罪を破棄すべきことになる。恐らく、連邦議会はそうした結論を受け入れないはずである。同条項を改正するかどうかは、連邦議会にかかっていると示唆を付してそうすることになろう。要は、同条項を連邦議会が改正しない限り、論理的には不整合であるとだけ付記をする。¹⁸²

8 不正流用理論の不明確さから生じる問題点

(1) 曖昧な判例法

前述したように、**Chiarella** 事件で最高裁判所は、情報の平等理論を採用することを拒否した。主たる理由は、証券取引所法第 10 条(b)項の文言も、立法の沿革も、共に市場全体に対する広範な義務を課するとの議会の意図があったことを示すものはないからということにある¹⁸³。情報の平等理論は、刑事被告人又は民事事件での被告は、自分たちが違法な活動に従事することになるとの公正な告知が与えられなければならないかどうかという問題を提起することになると、最高裁判所は指摘していた¹⁸⁴。残念なことに、不正流用理論の下での判例法では、こうした問題が多数発生した。¹⁸⁵

Chiarella 事件以来、地方裁判所や控訴裁判所は、不正流用理論について様々な解釈を展開している。しかし、不正流用理論の解釈を行った裁判所は、事件ごとに異なった案件を対象としているので、不正流用理論を曖昧なものとするようになった。罰金、キャリアの喪失、さらには刑期すらも、いつ信認関係が発生したか、こうした信認義務をどの当事者が負っているのかということについての不明確な判断に依拠するしかない。裁判所が証券

¹⁸¹ Id. at 234.

¹⁸² Id. at 235.

¹⁸³ *Chiarella v. United State*, 445 U.S. 222, at 233.

¹⁸⁴ Id. at 235 n. 20.

¹⁸⁵ BAINBRIDGE, *supra* note 153, at 236.

市場の参加者に課されている義務とは殆ど関係のない信認義務違反を対象として不正流用理論を適用することで、この曖昧さは、いっそうひどくなり、証券取引所法第 10 条(b)項の立法趣旨から逸脱していると指摘されている。¹⁸⁶

(2) 刑事責任の基準としての不正流用理論の曖昧さ

O'Hagan 事件で最高裁判所は、O'Hagan が信認義務違反を行っていることを認識しているか否かに焦点を当てた。最高裁判所は、刑罰を規定する制定法は有罪とするための明確な基準を提供すべきだとしていた。曖昧な刑罰規定を嫌う理由は、次の 2 つの考え方に拠っている。第一に、公正であるべきだとの原則からは、刑事責任を科す制定法は十分に定義されていなければならないことが求められる。最高裁判所は、違法行為を定義する法は「一般人に何が禁止されているかを知る合理的な機会を与え、自己の行為は許されていると判断できるものでなければならない」¹⁸⁷と述べている。Chiarella 事件で、「部外者」の取引の問題が最高裁判所に初めて提起された時に、次のように述べている。「明確に定義されていないある種の活動が証券取引所法第 10 条(b)項により、一般的に禁止されていると裁判所が判断するならば、それは刑事被告人又は民事上の被告に、自分たちが違法な活動に従事することになるとの公正な告知を与えられていたか否かという問題を提起することになる」¹⁸⁸。第二に、刑事法の専断的又は差別的な執行を避けるために、法は適用される人々に、明確な基準を与えなければならない。¹⁸⁹

四 インサイダー取引規制の議論

前述のインサイダー取引の禁止根拠については、Texas Gulf Sulphur 判決にみられる情報平等理論と、情報平等理論に拠る規制拡大を抑制した Chiarella 判決及び Dirks 判決による信認関係理論があり、O'Hagan 判決の不正流用理論が現れ、これにより規制範囲が拡大された。不正流用理論によって、インサイダー取引の規制範囲が拡大されることになる一方、不明確な点も多く存在している。インサイダー取引が重要な未公開情報の不開示を 1 つの要件とし、その開示義務の違反からコモン・ロー法上の詐欺を認定することも、この不明確さに対する 1 つの対応であろう。

1 インサイダー取引規制の賛成論

(1) 公正さの議論

1984 年、アメリカ議会はインサイダー取引制裁法を制定する際、証券取引での公平及び公正の重要性を強調した。重要な未公開情報を有している間にインサイダー取引を禁止することを公平・公正という観点から議論することは、投資者の公平・公正への信頼又は市

¹⁸⁶ Id. at 236.

¹⁸⁷ Buckley v. Valeo, 424 U.S. 1, at 77 (1976).

¹⁸⁸ Chiarella v. United State, 445 U.S. 222, at 235 n.20 (1980).

¹⁸⁹ BAINBRIDGE, supra note 153, at 244-245.

市場健全性の理論に依拠している。多くの投資者は、インサイダー取引が許されている市場よりも、それが許されていない市場に投資することになる。このことは、投資者はリスクを嫌い、公正な競争を望む者であるということを前提としている。こうした市場健全性の理論は、州と連邦証券詐欺法の間で重要な分析の相違があることを示している。州法が特定の証券購入者と売却者の間に直接の関係があるかどうかに関心を当てる一方、連邦法は個々の証券詐欺が投資者全般の信頼に与える一般的影響を扱うものである。¹⁹⁰

インサイダー取引によって損害を受けた投資者の数がインサイダー取引の予想外の受益者であるものの数で相殺されるかもしれないことは、決定的なことではない。インサイダー取引は、証券を求める投資者の数を減少させ、新しい証券を売るコストを増加させて、投資者の証券市場に対する信頼を縮小させることになるであろう。市場健全性の理論で取り組むのは、これらの種類の経済効果ということである。この理論の観点から、インサイダー取引の禁止は、個々の投資者に確定した損失を補填するより、一般的経済的な損失を抑止するという点で重要である。¹⁹¹

(2) 配分効率の議論

重要な未公開情報を有している間のインサイダー取引を禁止するための議論の中で、注目すべきなのは、重要な情報の開示を遅らせることとなるインサイダーの誘因を取り除くという考え方である。¹⁹²

重要な情報の迅速な公開は、市場の配分効率を改善することになる。確実な利益を生みそうな会社、又は利益を得る見込みのある会社の情報は、それらの証券の価格を上げる原因になるし、収益の見通しがそれほど見込めない会社の証券の市場価格は下落することになる。この方法では、収益の見込めない会社から離れ、最大収益が目込める投資の方へ、社会はその資源を配分することとなる。資源の配分は、理想的にはパレート最適を達成することになり、達成すると、他の個人に損害を与えることなしには、個人をより良い状態に置くことはできない。この最適な状態は全体的には達成できないという前提に立って、暮らし向きを向上させるような生産性が高いレベルに向上させるように資源を配分することが望ましい。資源を最も生産的な用途に配分するのを支援することによって、重要な情報の迅速な開示は、この経済の目標に貢献することとなる。¹⁹³

重要な未公開情報を有している間の取引を合法と認める問題は、モラル・ハザードである。社内インサイダーは、企業の出来事から多くの利益を得ることになる。未公開情報を有している個人の利益は、本来彼らが奉仕すべき株主の利益から外れることになる。株主はより高い株価を求めるのに対し、インサイダーの利益は乱高下する株価にある。従って、インサイダーには、よい情報か悪い情報かに拘らず、情報の公表を遅らせようとする誘因

¹⁹⁰ LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN, TROY PAREDES, 2 FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, 1270 (6th ed. 2011).

¹⁹¹ Id. at 1270-1271.

¹⁹² Id. at 1271.

¹⁹³ Id. at 1272.

があるかもしれない。経営者は、株価が乱高下していることを目立たせるために、企業のプレス・リリース又は報道関係者に対する口頭発表を操作しようとするかもしれない。¹⁹⁴

重要な未公開情報を有している間は、インサイダー取引を禁止するという効率性に関する議論というのは、以下の2点の留保付きのものである。第一に、インサイダー取引が行われていない場合には、会社が重要な情報の公表を遅らせる正当なビジネス上の理由があるかもしれないこと。第二に、証券アナリストのような部外者に適用された場合には、これらの議論はそれほど説得力がない。インサイダーが内部情報を有している間にインサイダー取引の禁止に服さなくてもよいとすれば、インサイダーはコストをかけずに情報を受領し、公開すべき時期が重要な場合には、重要な情報の公表を遅らせる誘因を有していることもある。¹⁹⁵

(3) 財産権の議論

会社の新製品又は鉱物の発見のような事実といった情報は、会社のビジネス上の財産と考えられる。会社は財産の開発に資源を注ぎ込んでいる。当初、社内インサイダーは契約上の補償を受け取ることができることとされる反面で、会社の財産又は会社の新規発展の機会を利用してはならないと考えられていたことから類推して、インサイダーは内部情報から利益を得る権利がないと議論されるかもしれない。そうでなければ、インサイダーは、株主である本人の財産の利用によって秘密裡に利益を得てはならないとの（インサイダーが代理人である場合）義務に違反し、不正な富を得ることになる。会社が発展するために資源を投入したという情報に関係のある場合には、こうした説明の仕方は説得力がある。例えば、会社の代理人が公開買付けの対象会社の株を相当数購入して、会社の買収コストを増加させると、会社は損害を受けることになる。この場合には、どの会社が公開買付けの対象にふさわしいかを調査すること、及び公開買付けの取引コストを払うことに資源を注ぎ込むことになる。説得力がないのは、次の公開買付けの対象会社の収益報告書を事前に知っていること又は間近に迫った配当決定に財産権理論を適用することである。この場合には、会社の財産の開発につぎ込んだ会社の資源はないし、連邦証券諸法上の政策は迅速な開示を奨励している。ここでは公正さの議論又は効率性に関する議論は、重要な未公開情報を有している間にインサイダー取引のために、より確固とした政策上の根拠を提供することである。多くの例において、インサイダー取引を禁止するための3つの理論（情報平等理論、信認義務違反理論、不正流用理論）は、同じ結果に繋がることになるであろう。例えば、会社の鉱物発見に関する重要な未公開情報を根拠として取引を行うインサイダーは、公正さと配分効率及び財産権の観念と矛盾する行為に従事している。会社部外者（例えば金融印刷業者、新聞記者又は証券アナリスト）に焦点を当てると、公正さ又は配分効

¹⁹⁴ Id. at 1272.

¹⁹⁵ Id. at 1273.

率を考慮することが、部外者が会社の財産を不正流用したという議論と同程度の説得力のある根拠を提供してはいないといえよう。¹⁹⁶

2 インサイダー取引規制に対する議論

(1) インサイダーへの報酬

インサイダー取引からの利益が社内インサイダーへの適切な報酬との主張もある。この議論の難点は、報酬額を予測できない報酬が競争的原理が働く賃金市場でなぜ必要かということである。¹⁹⁷

Manne 教授は、インサイダー取引規制に対して次のように主張している。「すなわち、(1)価値ある情報の利用及び売却は、企業家の才能が米国の企業界に絶え間なく流入することを保証するために、企業家に対する報酬支払の 1 方法として必要なことである。(2)内部者が価値ある情報を市場で売買することによって、実際に損害を被る者はいない。(3)内部者取引の弊害が経済的に立証されていないどころか、それは望ましいことである」¹⁹⁸。

Manne 教授の主張によると、賃金市場は、これらの個人に十分に報酬を与えることができないということである¹⁹⁹。

この主張は、不合理な推論である。確かに、企業家の貢献はユニークであるか、又は非常に価値がある。しかし、賃金市場はユニークな又は価値のある貢献に完全に応えることができる。企業家の働く会社が賃金市場でその人の価値に見合う支払いをする気がないならば、企業家は競争相手の会社にサービスを売り、より大きな報酬を受け取ることができる。²⁰⁰

Manne 教授は、企業家の価値を定めることには不明確さがあると主張している。しかし、現代の商慣習は、ストックオプション、ファントム・ストック (phantom stock)²⁰¹、所謂株式評価益権²⁰² (stock appreciation rights)、会社(又は会社のある部分)利益の割合に基づいたボーナス、又は完全な若しくは実質的な会社支配権を有するほど株式取得といった

¹⁹⁶ Id. at 1273-1274.

¹⁹⁷ Id. at 1274.

¹⁹⁸ ルイ・ロス (日本証券経済研究所訳) 『現代米国証券取引法』 (商事法務研究会、1989) 616 頁。

¹⁹⁹ Loss, *supra* note 190, at 1274.

²⁰⁰ Id. at 1275.

²⁰¹ Phantom Stock Plan——経営者(executives)へのインセンティブ・プランの一つで、あたかも自社株をもっていたかのように、自社株の株価上昇分に等しい金額をボーナスとして受け取ること。経営者に付与される仮定の (つまり架空の) 株数は役員の給与額に比例する。同プランはコール・オプション (Call Option) (一定期限内に一定額で一定株式数を購入する権利) と原則的には同様の仕組みだが、コール・オプションと異なり、オプション料 (Premium) を支払わないので実損は被らない。西村信勝ほか訳・前掲注 (23) 金融用語辞典 0780 頁。

²⁰² 会社役員に対する業績連動型報酬の一形態、SAR と略称される。典型的には、当該権利が与えられた日から将来その権利が行使された日までの株価の値上がり分を報酬として現金で受ける権利。ストック・オプション (Stock Option) と異なり、受領者は払込資金を用意する必要がない。『英米商事法辞典 (新版) 』 (商事法務研究会、1998) 902 頁。

ものを含む幾つかのタイプの条件付き報酬（contingent remuneration）を工夫し、創設している。これらの条件付き報酬は、企業家がその能力を駆使して得る会社の利益又は株式市場での値上がりの全部または一部を前提にしてインサイダーが得る利益と等しいものである。これらの条件付き報酬とインサイダー取引での利益との違いは、企業家の貢献の価値が判明する前に、上述の報酬が交渉されるということである。これらの形の報酬は、企業家貢献の不確実さを考慮するものである。インサイダー取引での利益は、そうする必要はない。重要な偶発的事実の結果が会社内で知られた後に、インサイダー取引が行われるかもしれない。その意味において、インサイダーの利益で企業家に報いることは、不適切な組合せになるかもしれない。企業家貢献の価値は、製品又はサービス市場での将来の成り行きに左右されるものである。そして、企業家貢献が市場価値を持たないこともありえる。しかし、企業家は、Manne 教授のスキームでは、インサイダー取引から利益を得る機会を有していて、常に報いられることになる。従って、幾つかの実例において、Manne 教授の見解は、企業に対して貢献したとはいえない企業家にも、会社にとっての不利益な出来事についての内部情報から利益を受ける機会を認めることに帰着する。²⁰³

Manne 教授の見解によれば、企業家の職務を行っていない多くの人（例えば、メッセンジャー、秘書、簿記係、企業家としての職務を行っていない取締役と社外取締役）には、インサイダー取引は合法とされるか、又は会社自体は、インサイダー取引を適切な企業家に限定するためにしっかりした調査を行うための経費を支払うかいずれかになることは明らかである。²⁰⁴

（2）株価の変動を避けること

Manne 教授のインサイダー取引の正当化理由の第 2 は、インサイダー取引は未公開情報が公に開示された後に生ずる株価の変動を滑らかにするというものである。例えば、有力な納入業者がより高い料金を請求し、その結果、企業収益の劇的な低下を引き起こすことを、マネージャーが最初に知った場合の株式の価格を 28 ドルと仮定し、収益の減少によって 11 ドルに落ち込むものとしよう。インサイダー取引が禁じられているならば、株は、マネージャーが収益が減るとの情報を知った時から当該情報が公表されるまで、およそ 28 ドル前後で取引されるものと考えられ（他の条件が同じものとの前提である）、その後、株価は 11 ドルまで急落することになる。対照的に、彼らが不利な情報を初めて知ったときにインサイダーが株を売ることが認められていれば、その情報が公表される前に、株価が下がり始めると Manne 教授は考えた。会社のマネージャーが不利な情報を知った時からその情報が公表されるまでの間に株を買う新しい購入者は、インサイダー取引が厳しく禁止されているならば、より高い価格でそれを購入することになったであろうから、それよりも小さな損失を被るだけで済むというものである。²⁰⁵

²⁰³ Loss, *supra* note 190, at 1275-1276.

²⁰⁴ *Id.* at 1276.

²⁰⁵ *Id.* at 1276.

この主張に対する答えは、インサイダー取引が市場価格に重要な影響を及ぼさないことを経験上の証拠が示していることである。証券の需要と供給の一時的な不均衡がその価格に短期的に影響を及ぼすかもしれないが、証券の価格についての新しい情報がない場合には、インサイダー取引によって引き起こされたどんな株価変動でも短期間で終えるものである。確かに、株の購入又は売却が事実上、会社に関する新しい情報を伝達するように、市場はインサイダーの大規模な購入又は売却に反応すると考えることもできる。専門家及び他のマーケット・メーカーは取引を行う場合には、インサイダーの身元を推し量るか読み解くことができるかもしれないからである。一般に、SECが証券取引所法第16条(a)項の求めるインサイダー取引報告書を公表する場合にのみ、市場は内部取引者の身元を知ることになるが、こうした公表は会社が新しい情報を開示した後に行われていることが多い。

206

インサイダーの身元を読み解くことを組織的に行うことができるかどうかは疑わしい。しかし、たとえそれが時々行われるとしても、インサイダーの対応は、戦略的に行動してより短い期間で取引を行うか又は仲介者を利用するかのいずれかであろう。この種の戦略的な振る舞いは、配分効率を低下させることになる。さらに、インサイダーは新しい情報と関係が全くない理由から取引を行うかもしれないとの一般的な認識があることから、インサイダー取引から新しい情報を正確に推論するという株式市場の機能を減ずることになる。いずれにせよ、価格から読み解くことが重要な情報を公に開示することに等しいとまじめに考える者はいない。価格を読み解くことは、せいぜい、市場を正しい方向に向かわせることになる程度のことに留まるものである。²⁰⁷

第3節 公開買付けとインサイダー取引規制

公開買付けについては、ウィリアムズ法では公開買付けの定義規定を置いていないため、裁判所とSECは公開買付けという文言を広く解釈し、柔軟な定義を施している²⁰⁸。証券取引所法第14条(d)項の届出要件の適用の有無、同法第14条(e)項の詐欺禁止条項の規定の適用の有無、さらに同法第14条(f)項の新取締役に関する開示要件の適用の有無、といったことを判断する上で、公開買付けという文言の意味が重要となる²⁰⁹。公開買付けを定義する規定がないため、SECは、株式公開買付けが存在するかどうかを判断するために以下のよう²¹⁰に8つの基準を採用した²¹⁰。①株主に対する発行者の株式の積極的かつ広範な勧誘をすること、②発行者の株式の相当な割合に対する勧誘、③市場価格を超えるプレミアム付きの価格で実施される公募であるかどうか、④公募条件は交渉の余地はなく確定しているか

²⁰⁶ Id. at 1276-1277.

²⁰⁷ Id. at 1276-1277.

²⁰⁸ HAZEN, *supra* note 1, at 407.

²⁰⁹ Id. at 407.

²¹⁰ Id. at 407.

どうか、⑤公募が一定数の株式の提供にかかっているかどうか、⑥公募がなされるのは一定期間のみであるかどうか、⑦公募対象となる者が株式の売却の圧力にさらされているかどうか、⑧対象会社に関する購入プログラムの公表が、対象会社の大量の証券の迅速な買い集めに先行するか、又は随伴しているかどうか、である。²¹¹

Chiarella 事件が判断されるまでは、SEC は、公開買付けが直ちに行われるであろうとの知識を持って取引を行うことがインサイダー取引の最も一般的なものであり、収益の多い取引であると判断していた。従って、同事件の判決は、SEC の施行プログラムへの打撃となった。これを受けて、SEC は速やかにルール 14e-3 を制定した。それは、Chiarella が従事していた種類の行為をウィリアムズ法違反とするものであった。²¹²

未公開情報を入手した者が、当該情報が未公開であり、また当該情報を公開買付者、買付け対象会社、又は買付け対象会社もしくは買付け会社のために活動している者から、直接的又は間接的に入手したものであることを、現に知り、又は知るべきであったという場合には、証券取引所法第 14 条(e)項の当該買付けに関する重要な未公開情報を開示するか、又は取引を断念するかという規定を適用することになる。²¹³

重要な未公開情報を単に有しているというだけでは、ルール 10b-5 の開示義務は生じないので、当該未公開情報を開示するか、取引を断念するかという義務を作り上げたのである。情報を有している者が開示することを選択する場合には、その者は株式売買に先行する合理的な期間内に報道関係者に対する発表、またその他の方法で自己が受領した情報及び情報源を公表しなければならない。²¹⁴

ルール 14e-3 は合理的に明確な方法で適用されている。まず、一旦公開買付けへ向けた確実なステップがとられたならば（入札者以外）誰も以下の期間に、対象会社の株式を入手することが禁じられる。以下の期間とは、①株式を入手しようとする者にとって重要な情報が未公開であり、②当該情報が入札者、対象会社又はこれら両者のいずれか一方と関連を有する者から情報が入手されたものであることを、重要な情報を入手している者が現に知り又は知るべき理由がある場合に、当該重要な情報を有している期間のことである。この点に関しては、次のことに注目すべきである。①信認義務の違反への言及がないことである。②内心の状態に関しては、知っているべき理由という表現が強調されていることである²¹⁵。ルール 14e-3 は情報漏洩に関する規定でもあって、公開買付けに関する重要な未公開情報が漏れるなら、違法な株取引が行われるものと合理的に予測される場合に、こうした公開買付けに関する重要な未公開情報を伝達することを禁ずるものである。²¹⁶

²¹¹ Id. at 407-408.

²¹² Cox, *supra* note 2, at 914.

²¹³ WILLIAM K.S.WANG & MARC I.STEINBERG, *INSIDER TRADING*, 713-715 (3rd ed. 2010).

²¹⁴ Id. at 716.

²¹⁵ SEC v. Mayhew, 121 F. 3d 44 (2d Cir. 1997).

²¹⁶ Cox, *supra* note 2, at 914.

同ルールが採用される際、SECは、ウィリアムズ法の立法の沿革に言及して欺罔(fraud)(少なくともインサイダー取引の趣旨での)は、証券取引所法第10条(b)項と比較すると、証券取引所法第14条(e)項下では異なったものと理解されることを支持している。O'Hagan事件では、不正流用理論を適用することを確認することに加えて、最高裁判所は、ルール14e-3を有効であることを支持し、公開買付けを行う上での欺罔を防止するために工夫された手段を定義し、かつそれを実施するよう命ずることは適切な権限の行使であると認めた。²¹⁷

一 ルール14e-3の要件

1 ルール14e-3(a)

(1) 影響を受けた当事者

「開示又は断念」(disclose or abstain)のルールは、公開買付けに関連する重要な情報を有している者に適用される。当該情報を有する者とは、当該情報が未公開であること及び公開買付けに関する確実なステップを踏んだ者又は公開買付けを開始する者から直接的又は間接的に情報を入手した者であることを現に知り又は知るべき理由を有している者でなければならない。同ルールに服する者には以下の者も含まれる。①公開買付けの申込者、②公開買付けの対象会社の役員、取締役、パートナー、従業員又は公開買付け申込者若しくは公開買付けの対象会社のために活動しているすべての者である。SECは、公開買付けに関する社内インサイダー及び証券専門家の責任が大きいことを強調している。²¹⁸

(2) 開示又は断念の義務

ルール14e-3の下での情報の開示又は取引の断念義務が生ずるためには、4つの条件を充たしていなければならない。第一に、申込者が公開買付けの確実なステップを踏んだか、又は開始しているということである。同ルールは、公開買付けが開示される前であれ、開始された後であれ、適用される。公開買付けへの確実なステップが踏まれた場合には、公開買付けが開始されていない場合でもそうである。第二に、同ルールに服する者は、公開買付けに関する重要な情報を入手していなければならない、それも当該情報が未公開であるということを現に知っているか、又は知るべき理由がある者でなければならない。しかし、当該情報が公開買付けに関連するものであることを同ルールに服する者が知っていなければならないかどうかという問題は、未解決のままである。第三に、同ルールに服する者は、申込者、公開買付け証券の発行者、役員、取締役、パートナー、従業員又は会社のために活動しているすべての者から、直接的又は間接的に入手した情報であることを現に知って

²¹⁷ Id. at 914.

²¹⁸ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 717.

いる又は知るべき理由がある者でなければならない。第四に、同ルールに服する者は、公開買付け証券の購入もしくは売却、又は購入もしくは売却を行う者でなければならない。²¹⁹

(3) 同ルールの遵守

ルール 14e-3 が適用される場合には、公開買付けに関連する証券の購入若しくは売却、又は購入若しくは売却を行うことが、当事者には禁じられる。しかし、情報及びその情報源が一般に開示された後の合理的な期間に取引が行われるかもしれない。それにも拘わらず、一般への情報開示が、契約上の義務又は信認義務に違反する場合には、唯一の可能な選択肢は取引（又は情報伝達）を断念することである。²²⁰

2 情報伝達の禁止規定——ルール 14e-3(d)

ルール 14e-3(d)は、公開買付に関連する重要な未公開情報の漏洩の防止を目的としている。同ルールは、具体的に挙げられている者が未公開情報を伝達することがルール 14e-3(a)又はルール 14e-3(d)の違反になることが合理的に予測される状況の下では、当該未公開情報を伝達することが違反であるとしている。SEC が指摘しているように、同ルールは、何気なく無邪気に行われる社会生活上の会話に影響を及ぼすように設計されてはいなかった。さらに、当該情報漏洩の禁止規定は、公開買付けの計画及び実行に関わる他の当事者に善意でなされた情報伝達には適用されない。そうした当事者には、申込者又は公開買付けの計画、準備及び実行に関する対象証券の発行者を補助する立場にある者を含む。ルール 14e-3(d)に服する者には以下のような者を含む。①一定の地位を占める者、例えば申込者、対象会社、又はどちらか一方の会社との密接な関係を有する者又はそれらの者のために活動する者を含む。②上記の範疇の者からの情報受領者。さらに、「情報漏洩の禁止」のルールは、そうした秘密情報に基づいて取引するかどうか拘らず、情報仲介者のレベル(又は遠隔)の情報受領者まで及ぶことになる。²²¹

3 ルール 14e-3 の例外規定

(1) マルチサービス金融機関(Multi-service financial institutions)

ルール 14e-3(b)は、非自然人(non-natural persons)、典型的にはマルチサービス金融機関がそうであるが、非自然人による購入及び売却を以下の場合に例外としている。すなわち企業体(entity)は、投資決定をする個人が未公開情報を知らないことを立証できかつ当該企業体が投資決定を行う個人がルール 14e-3(a)の違反を行うことはないということを保証するために、合理的な政策及び手続きを確立していることを立証できる場合がそうである。この例外を適用するためには、企業体は上記の双方の要件を立証する責任を負わなければならない。可能な手続きは、そのような情報を個人の意思決定者が知り、又は利用

²¹⁹ Id. at 717-721.

²²⁰ Id. at 722-723.

²²¹ Id. at 723-724.

することを防止するように意図されたチャイニーズウォール（Chinese Wall）²²²や制限リスト手続（restricted-list procedures）を含むことになる。²²³

（2）ルール 14e-3(a)が免除される取引

2 つ種類の取引が開示又は断念のルールから免除されている。①公開買付け申込者のために活動するブローカー又は他の代理人が公開買付けで求めている証券の購入であること。

②そうした証券を公開買付け申込者に対して売却すること。²²⁴

4 実際に公開買付けを行うことの要否

ルール 14e-3 を適用するためには、公開買付けを実際に行わなければならない。公開買付けの申込みがなされていない場合には、ルール 14e-3 は適用されない。証券取引所法は公開買付けを定義していない。従って、公開買付けに当たるかどうか微妙な場合には、裁判所はルール 14e-3 に言及する前に、公開買付けが行われていたか否かを最初に判断しなければならない。²²⁵

二 ルール 14e-3 の有効性——United States v. Chestman 判決²²⁶

ルール 14e-3 が有効であるかどうかに関しては、Chestman 判決を検討していく。

（1）事実の概要

1982 年頃に、Great Atlantic 証券会社のブローカーである Chestman は、Keith Loeb(以下 Loeb とする)から自己が所有する株式に関する口座を Great Atlantic 証券会社に一本化したい旨の相談を受けた。その際に Loeb は、所有する株式の多くが Waldbaum 社株であり、妻は Julia Waldbaum（Waldbaum 社の役員会のメンバーであり、同社の創立者の妻である）の孫娘である旨を Chestman に告げた。Julia Waldbaum は、Waldbaum 社の社長兼支配株主である Ira Waldbaum (以下 Ira とする)の母親でもある。1986 年 11 月 21 日に、Ira は Waldbaum 社株を Great Atlantic and Pacific Tea Company（以下 A & P 社とする）に売却することに同意した。Loeb は同月 26 日に、Waldbaum 社株に関連する公開買付けの情報を Chestman に電話で伝えた。これを聞いた Chestman は、同日に 1 万 1000 株を購入した（そのうちの 1000 株については、Loeb のための購入であった）。

1986 年 12 月に、Loeb は司法当局が Waldbaum 社株の取引についての調査を始めたことを知った。1987 年 4 月初旬頃、Loeb は司法当局との間で Waldbaum 社の 1000 株の購

²²² チャイニーズウォール、直訳すれば、万里の長城のことである。この言葉が、インサイダー取引に関して用いられる場合には、情報に関して堅固な障壁を設け、ある分野から情報を隔離するシステムという意味で使用されている。内部者取引規制研究会編『一問一答インサイダー取引規制』（商事法務研究会、1988）202 頁。

²²³ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 724.

²²⁴ *Id.* at 724-725.

²²⁵ *Id.* at 725-726.

²²⁶ United States v. Chestman, 947 F.2d 551 (2d Cir.1990).

入及び売却から得た 25,000 ドルの利益を吐出し (disgorgement of profits)、25,000 ドルの罰金を支払う旨の合意をした。Chestman は、自分は Loeb と話をした覚えもないし、Waldbaum 社株の公開買付けはあくまで調査結果 (product of research) に基づくことを主張した。その後に Chestman は、インサイダー取引と偽証により、大陪審で訴追された。

227

(2) 判旨

証券取引所法第 14 条(e)項の文言及び立法の経緯からすると、議会は、SEC にルールを制定する権限を与えたものと考えられる。証券取引所法第 14 条(e)項は、公開買付けに関する詐欺的、欺罔的、そして相場操縦的な行為又は慣行を禁止するとともに、SEC はそれらの行為又は慣行を防止するために、こうした行為又は慣行を定義し、防止方法を規定するよう求められている。²²⁸

Chestman は、Loeb が Waldbaum ファミリーのメンバーであることを知っており、その公開買付けに関する情報は Waldbaum 社に関連する未公開の営業情報であることも知っていた。さらに、Chestman は、Loeb が述べた情報が正確なものであるとして聞いていた。陪審員は、この情報が Waldbaum 社の内部情報であることを Chestman が最初から知っているとは合理的に推論することができた。²²⁹

適正手続き (due process) の公正な告知(fair notice)の要件の趣旨は、市民にその者が熟考した行為が法により禁止されているという告知を与えることにある。この要件は、本判決では、充たされている。そして、ルール 14e-3(a)は、会社内部に由来する重要な未公開情報を根拠として、取引を行うことを禁止しているのは、明らかである。同ルールの文言は、Chestman が従事している行為が、犯罪であるとの公正な告知を Chestman に対し行っている。²³⁰

上記の理由から、第二巡回区控訴裁判所は、ルール 14(e)-3(a)に違反するものとして有罪と判断した。²³¹

(3) 検討

第二巡回区控訴裁判所は、証券取引所法第 14 条(e)項の立法の経緯を検討し、法の文言通りの解釈を支持し、議会が同条が公開買付けに関しては完全な情報開示を促進させることを意図したものと、判示した。同裁判所は、証券取引を行う者が信認義務に違反しているとの要件を欠いた場合に着目し、立法経緯からすると、証券取引所法第 14 条(e)項の下での広範囲の規則制定権があることを認め、ルール 14e-3 は、公開買付けの脈絡の中で完全な情報開示を義務付ける法の趣旨に合致するものであると結論付けた。²³²

²²⁷ Id. at 555-556.

²²⁸ Id. at 561.

²²⁹ Id. at 563.

²³⁰ Id. at 564.

²³¹ Id. at 554.

²³² WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 727.

第二巡回区控訴裁判所は、議会が 1984 年のインサイダー取引制裁法 (ITSA) ²³³を制定したことが、ルール 14e-3 が有効であることを支持したものと述べている。なぜなら、「重要な未公開情報を有している間に証券の購入又は売却すること」は SEC ルールの違反になるし、ITSA は 3 倍の民事制裁金を課すことになる。第二巡回区控訴裁判所は、「証券取引所法第 14 条(e)項の文言と立法経緯及び SEC がルール 14e-3(a)を公布して以来、議会は、制裁金について何も触れることはないとの事実からすると、議会がコモン・ローを越えて広い範囲にわたるルールを定めるために SEC に権限を付与したという見解を支持する」²³⁴と述べ、ルール 14e-3 の有効性を支持した。²³⁵

第二巡回区控訴裁判所は、証券取引所法第 14 条(e)項の文言及び立法の沿革からすると、議会の意図はコモン・ロー上の欺罔の領域を超えた行為を禁止することにあったと述べた²³⁶。対照的に、Chiarella 事件で最高裁判所は、議会が証券取引所法第 10 条(b)項がコモン・ロー上の欺罔を越えた領域まで適用されるか否かについては言及していないのである。更に、SEC は、ルール 10b-5 を公布する際に、同ルールに関する議論の中で、又はその行政上の解釈を行う中で、コモン・ロー上の欺罔の領域を超えた行為を規制する意図を明確に示してはいなかった。他方で、ルール 14e-3 に関しては、SEC は予め定められた信託義務を欠いている場合にも行われた行為を規制しようとしたことは明らかである。²³⁷

三 ルール 14e-3 下での私的訴権

ルール 14e-3 違反で刑事責任があると判断するためには、被告人が購入した株が公開買付けでの対象会社の株であることを知っていたことを立証しなければならない²³⁸。ルール 14e-3 の違反は、証券取引所法第 20A 条での私的訴権(private right of action)の根拠となる²³⁹。私的訴訟は、違法な証券購入が行われている間に当該証券を売却した同時取引者から提起されるかもしれない²⁴⁰。同時取引者は、ルール 14e-3 の違反者に対して、証券取引所法第 20A 条で明らかに私的訴権を有している²⁴¹。

同時取引者は、証券取引所法又はルール (ルール 14e-3 を含む) に違反している者に対して、証券取引所法第 20A 条の下での損害賠償及び契約を無効とすることを求める明示の訴権を有している。従って、黙示の請求権の存在はそれほど重要ではない。しかし、同時取引者はルール 14e-3 の下で明示の訴訟及び黙示の訴訟の双方で損害賠償を求めるかもし

²³³ 15 U.S.C. § 78u-1.

²³⁴ United States v. Chestman, 947 F.2d 551.at 560 (2d Cir.1990).

²³⁵ Id. at 560.

²³⁶ Id. at 560.

²³⁷ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 729-730.

²³⁸ HAZEN, supra note 4, at 526.

²³⁹ Id. at 526.

²⁴⁰ Id. at 526.

²⁴¹ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 737.

れない。インサイダー取引における相手側の当事者は、同ルールの下で損害賠償請求又は契約無効の黙示の訴訟を提起するかもしれない。²⁴²

第4節 インサイダー取引規制の責任と SEC の法執行

Chiarella 判決及び Dirks 判決への反発が、インサイダー取引に対する制裁を強化するための議会の立法を後押しすることになった。議会の立法(1984 年インサイダー取引制裁法又は ITSA)によって、証券取引所法又はルールに違反して、重要な未公開情報を有する間に証券の購入又は売却しようとする者に対して、SEC は訴訟を提起することができることになった。ITSA により強化された制裁は、重要な未公開情報によって ITSA に違反する者だけでなく、重要な未公開情報に基づいて取引することを容易にするために第三者に当該情報を伝達する者にも適用される。違法なインサイダー取引に対する救済策の強化には、利益の吐出し及び民事制裁の賦課の双方を含むことになる。民事制裁金(不正な手段で得た利益の吐出しに加えて課すことができる)は、被告が獲得した利益又は避けることができた損失の 3 倍と同程度のものとなる。さらに、証券取引所法の 1984 年の改正も、刑罰の罰金を 10,000 ドルから 100,000 ドルに引き上げた。1984 年の改正法の文言からすると、投資者により提起されたルール 10b-5 訴訟、又は Chiarella 判決若しくは Dirks 判決を変更することとはなかった。なぜなら、ルール 10b-5 の訴訟や Chiarella 判決は、法の規定する救済の範囲外に存在する私的救済策に適用されるものだからである。²⁴³

1984 年インサイダー取引制裁法は、利益の吐出し及びインサイダー取引により得た利益(又は避けることができた損失)の 3 倍の制裁金制度を作り上げたので、取引を行っていない情報伝達者は、制裁を受けるものではないようにみえる。しかし、当該救済策に関する適切な解釈は、利益の吐出しを求める訴訟を許すものであり、情報受領者が取引を行って利益を得た場合又は損失を避けることができた場合には、取引を行っていない情報伝達者に対しても制裁を課することが許される。1984 年インサイダー取引制裁法は、法執行のための有効な武器と分かった。民事制裁金(civil penalty)を命じるかどうかの決定は SEC の裁量である。²⁴⁴

議会は、1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988—ITSFEA)を制定した時、1984 年のインサイダー取引制裁法の規定する救済策を強化した。1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法は、特に雇用者及び支配的権限を有する者の責任に具体的に言及している。²⁴⁵

1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法は、同時取引者の意向により民事請求を行う法的権利を明文で認めた。証券取引所法第 20A 条は、重要な未公開情報を有している間

²⁴² Id. at 742.

²⁴³ HAZEN, *supra* note 4, at 529-530.

²⁴⁴ Id. at 531-532.

²⁴⁵ Id. at 532.

に、証券取引所法又は SEC ルールに違反して取引を行う者は、インサイダー取引者の相手方と取引する同時取引者に対し責任を負わなければならないと規定する。²⁴⁶

インサイダー取引に対する刑罰は、20 年以下の自由刑もしくは 500 万ドル以下（法人対しては 2500 万ドル以下）の罰金又はその併科である²⁴⁷。

以下では、インサイダー取引に対する責任及び SEC の法執行を検討していく。

一 民事賠償責任

1 「同時取引者」の定義

証券取引所法又は同法に基づくルールに違反して、インサイダー取引又は情報伝達を行う者がいる場合には、証券取引所法第 20A 条は同時取引者に損害賠償請求訴訟を提起することができる」と明文で規定する。証券取引所法第 20A 条は、同時取引者がインサイダー取引者又は情報伝達者に対する損害賠償請求訴訟を提起する黙示の請求権を行使することを排除するものではない。証券取引所法第 20A 条での明示の訴訟は、被告の取引したものと同一種類の証券の同時取引者に限られている。SEC がインサイダー取引者を訴える場合には、時々「同時」取引者への利益の吐出しを求めることがある。Wilson 事件²⁴⁸では、ルール 10b-5 の下での損害賠償を求める黙示の訴訟で、インサイダー取引者が同時取引者に対する責任を負うと判断している。しかし、同事件の法廷意見は、「同時」を定義しなかった。証券取引所法第 20A 条は同一種類の証券における同時取引者のための明示の請求権を作り出したが、その条項には「同時」を定義していない。²⁴⁹

2 同時取引者

(1) Fridrich v. Bradford 判決²⁵⁰

事実の概要と判旨は以下の通りである。

被告 Bradford は Old Line 社の内部者であり、マーケット・メーカー²⁵¹でもある。被告は、Old Line 社が保険産業の買収をする前に情報を知り、その情報に基づいて同社の株式

²⁴⁶ Id. at 534.

²⁴⁷ 1934 年証券取引所法第 32 条。新外国証券関係法令集『アメリカ (III) 証券法・証券取引所法』（日本証券経済研究所、2008）407 頁－408 頁。

²⁴⁸ Wilson v. Comtech Telecommunications, 648 F.2d 88 (2d Cir. 1981).

²⁴⁹ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 519-520.

²⁵⁰ Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976).

²⁵¹ 特定の株式の確定買い呼び値 (Firm Bid) や売り呼び値 (Firm Offer) を示し、その値でいつでも売買する用意があるディーラー (Dealer) を意味する。ナスダック株式市場 (Nasdaq Stock Market) は中央に集中する形をとっておらず、コンペティティブ・マーケット・メーカー (Registered Competitive Market Maker) 相互間のネットワークで成り立っている。マーケット・メーカーは自社の顧客やナスダック (Nasdaq) のブローカー (Broker) やディーラーのために注文を処理する。すべてのナスダックの株式はマーケット・メーカー経由で売買される。マーケット・メーカーは、会社が株式を売り出すときにも会社から直接株式を買い、自社

を店頭市場で購入し利益を得た。当該情報を知らずに Old Line 社の株を売却した原告 Fridrich 及び Kim は、被告の行為がルール 10b-5 違反に該当するとして損害賠償を求めて訴訟を提起した。²⁵²

第六巡回区控訴裁判所は、被告と第三者の取引は原告が証券市場で受けたと主張している損害との因果関係がなく、他にも被告の違法行為により影響を受けたものがないとして、被告の責任を否定した。²⁵³

しかし、Celebrezze 裁判官はその補足意見の中で、インサイダー取引によって損害を受けた者は、被告が行った取引の相手側として、同時に取引を行った者であると考えた。同裁判官のアプローチの抱えるジレンマは、被告が行う取引によって損害を受けた者は必ずしも同時取引者とは限らないということである。第一に、被告はオプションによって購入するかもしれないので、その場合、損害を受けた者は取引者でもない。第二に、被告の購入は、直接的又は間接的にマーケット・メーカー又は専門家（被告が行う取引より遅い時点で、この減少を補う決定をするかもしれない）の持ち株（inventory）を低下させるかもしれない。例えば、1 週間後に、マーケット・メーカーは彼の小規模な持ち株に反応するかもしれない。購入者を思い留まらせるために、マーケット・メーカーは売るつもりがある証券の価格を上げるかもしれない。売却者を激励するために、マーケット・メーカーは購入するつもりがある証券の価格を上げるかもしれない。こうした上方修正は、多少時間が経過した時点で生ずるかもしれない。事実上、被告が行う取引と情報公開との間の期間を通して、マーケット・メーカーが行った売り買い呼び値（the bid and ask prices）²⁵⁴は、多少高くなるかもしれない。こうした中で損害を受けた者を特定するのは殆ど不可能である。しかし、彼らは同時にインサイダー取引者と取引を行う同時取引者には該当しない。²⁵⁵

補足意見の中で、Celebrezze 裁判官は、取引者ではなく、情報伝達者が「完全な開示によってのみ救済されることになる一連の出来事を誘発した」²⁵⁶と述べた。Celebrezze 裁判官は、法違反の最重要な点が、取引ではなく情報伝達である場合には、情報伝達者は有効な開示が行われるまで、市場に対する責任を負うものであると示唆した。この見解は、情

の顧客や他のブローカー（Broker）やディーラーに販売する。マーケット・メーカーはナスダック株式の取り扱い業者のうち約 10%を占めるが、ナスダックが規定している自己資本基準（Capitalization Standard）を満たしている業者に限られる。西村信勝ほか訳・前掲注（23）金融用語辞典 0623 頁以下。

²⁵² Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307, at 309 (6th Cir. 1976).

²⁵³ Id. at 318-319.

²⁵⁴ 買い呼び値(Bid)とは、買い手が特定証券の取引単位 (Trading Unit) に対してその時点で支払う用意のある最高値をいう。また、売り呼び値 (Asked) とは売り手が売る用意のある最低価格をいう。売り買いの呼び値を合わせて相場 (Quotation) が構成される。両者の価格差をスプレッド(Spread)という。買い呼び値と売り呼び値の間に働く動きはすべての証券取引を通じて共通であるが、bid and asked という表現は、店頭 (Over the Counter) での非上場証券 (Unlisted Securities) 取引で使われることが多い。西村信勝ほか訳・前掲注 (23) 金融用語辞典 0093 頁以下。

²⁵⁵ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 551-553.

²⁵⁶ Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307, at 327 (6th Cir. 1976).

報受領者が取引しなくても、情報伝達者が責任を負うべきであるかどうかという問題には言及していない。²⁵⁷

(2) *Willson v. Comtech Telecommunications Corp.*判決²⁵⁸

事実の概要は以下の通りである。

原告 Wilson は、機関投資家であり、被告 Comtech 社は、通信機器及びシステムを製造し販売する会社である。1976 年 12 月の西部電子機器製造業者協会(WEMA)の年次大会で、被告 Comtech 社の社長が同社の情報に関する質問に答えるために、証券アナリスト、投資者及び資産運用者との一連の会議を行っており、原告も加わった。1977 年 1 月、被告会社が WEMA 会議で計画されたプロジェクトを達成できないことを明らかにした。この影響で、被告会社の収益が減少するにも拘らず、情報の開示を遅らせた。原告は、被告会社及び会社の役員が非公式の財政的な予測の修正を怠ったことがインサイダー取引に関連する開示又は断念ルールに違反するとして、損害賠償を求めて訴訟を提起した。²⁵⁹

第二巡回区控訴裁判所は、以下の判断を行った。

単に開示をしなかったというだけの理由で、インサイダー取引を行った時点を超えてインサイダーが責任を負う期間を延長すれば、インサイダーが世界中の投資者に責任を負わなければならない。当該開示義務はインサイダーと同時に取引する投資者に対してのみ果たされなければならない。「情報の開示か取引の断念か」というルールの下で、非同時取引者が保護を求めることはできない。なぜなら、非同時取引者は、有利な情報にアクセスしている者と取引することの不利益を被るものではないからである。原告は証券が売却された 1 カ月後ではあるが、未公開情報が開示される前に株を購入した。原告には訴訟適格がない。²⁶⁰

上記の法廷意見は、「同時」の意味を具体的に述べていない。インサイダー取引が行われてから 1 カ月という期間は、確かに遅すぎる。インサイダー取引後、1 日又は 1 時間を経過した場合に、これが遅すぎることになるかどうかは不明である。²⁶¹

また、同事件は、情報の未開示が法の違反を構成すると考えていると思われる。被告が取引を行うことによって、一般投資者のすべてに未公開情報を開示する義務を引き起こすならば、当該未公開情報を未公開のままにしておくことの害悪は、当該情報が開示されるまで続くことになる。Wilson 事件の法理の下では、インサイダー取引が引き起こすことになる未公開情報の開示義務は、一般投資者を対象にするのではなく、同時取引者だけに限定されることになる。裁判所がこうした義務を限定することを正当とする理由は、当該開

²⁵⁷ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 553.

²⁵⁸ *Willson v. Comtech Telecommunications Corp.*, 648 F.2d 88 (2d Cir.1981).

²⁵⁹ *Id.* at 89-91.

²⁶⁰ *Id.* at 94-95.

²⁶¹ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 555.

示義務はインサイダーと同時に取引する投資者に対して果たされれば足り、1 カ月後の取引者にはルール 10b-5 の下での保護を与える必要はないからである。なぜなら、非同時取引者は、有利な情報にアクセスしている者と取引することの不利益を被るものではないからである²⁶²。実質的に、原告（当事者関係にはない者、同時取引者を含む）は、未公開情報を有していない人と取引を行うことになる。インサイダーが行った取引の1分後に証券を購入する者は、インサイダー取引が行われた1か月後に(Wilson 事件のように)購入する者と全く異なる者ではない。どちらの購入者も、インサイダー取引者と接触することもなければ、取引することもなかった。被告がある購入者に情報開示をすべき義務があれば、他の購入者に対しても同じ開示義務を負う。²⁶³

司法による解決策として考えられるのは、特別関係を有する当事者が唯一の適切な原告であると判断することである。しかし、当事者を特定することができなければ、権利の回復は、同時取引者ではなくても、当事者関係にあったかもしれないすべての者の間にその関係の濃淡に比例して、広げることになる。ともあれ、Wilson 事件ではこの論理的根拠に言及しなかった。黙示の訴訟原因とは対照的に、こうしたアプローチは証券取引所法第 20A 条の作り出した明文上の請求権の行使にあつては、適切である。同事件で黙示の訴訟原因について、同時取引者としての適格を限定したといえるか否かは疑わしい。²⁶⁴

第二巡回区控訴裁判所は、Moss 事件²⁶⁵では、同事件で示された「同時取引者」の範囲を限定した。Moss 事件では、不正流用理論に基づくならば、重要な未公開情報に基づいて株の取引を行った被告は、市場又は同時取引者に責任を負わないと判示した。Moss 事件では、Wilson 事件が判例としての効力を維持しているか否かについて、疑問を投げかけたとする見解もあるが、同事件に言及しなかった。従って、Moss 事件の適切な理解は、同判決は、Wilson 事件での判示を伝統的な「特別関係」にある被告に、黙示に限定したということである。言い換えれば、同時取引者は、インサイダー取引者に訴訟を提起する適切な集団(class)であり、そのインサイダー取引者の責任は、「特別関係」の理論に基礎を置くものである。

266

3 伝統的な特別関係内での原告

Chiarella 事件で最高裁判所は、初めてルール 10b-5 をインサイダー取引に適用するかどうかという問題に言及した。重要な未公開情報に基づく取引は、それだけで事前に情報を開示する義務を引き起こすものではないと判示した。Chiarella は対象会社の株主との間に特別関係はなかった。従って、Chiarella は証券取引所法第 10 条(b)項とルール 10b-5 に違反したものではなかった。1983 年の Dirks 事件は、最高裁判所が株式市場で起きてい

²⁶² Willson v. Comtech Telecommunications Corp., 648 F.2d 88, at 94-95 (2d Cir.1981).

²⁶³ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 556.

²⁶⁴ Id. at 556.

²⁶⁵ Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5 (2d Cir. 1983), cert. denied, 465 U.S. 1025 (1984).

²⁶⁶ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 556-557.

るインサイダー取引事件を扱った第二のケース²⁶⁷である。Powell 裁判官は、インサイダーから秘密情報と知って受け取るにより、情報受領者がインサイダーの株式発行会社の株主に対する信認関係を受け継ぐことになるという SEC の理論を拒否した。²⁶⁸

Chiarella 事件では、Chiarella は、投資者と取引を行ったことがあるわけではなく、彼らの代理人でもなく、受託者でもなく、売却人が信頼・信認を置いていたものではないので、証券取引所法第 10 条(b)項の下での開示義務は、重要な未公開情報を単に有しているだけでは、生ずるものではない²⁶⁹と判断した。Dirks 事件では、Dirks は、会社の株主に対しては信認義務を有しておらず、同社と無関係であり、会社の株主又は役員に対し自分を信頼するようにと誘うような行動を直接的にも間接的にも行わなかった。Dirks は、内部情報の利用を断念する義務を有していなかったと判断された²⁷⁰。

この両事件の判示からみると、特別関係が契約当事者間に存在する場合には、ルール 10b-5 が証券市場でインサイダー取引を禁止することになる。ルール 10b-5 違反を構成するためには、欺罔が行われていなければならない。インサイダーが情報を未開示のまま取引を行うことは、詐欺に関わることになる。Fridrich 事件と Wilson 事件では、被告インサイダーが株主との特別関係があり、情報の未開示のまま取引を行うことは、詐欺を認定することができる。特別関係があるという点からみると、Chiarella 事件の判決及び Dirks 事件の判決は、Fridrich 判決と Wilson 判決を限定すべきである。Chiarella 事件及び Dirks 事件で Powell 裁判官の 2 つの法廷意見は、取引よりは情報の未開示がルール 10b-5 違反のもっとも重要な要因と見做しているので、Fridrich 判決は限定されるべきである。Santa Fe 事件を引用し、Chiarella 事件で Powell 裁判官は「金銭的な不公正さが存在するすべての事例が、証券取引所法第 10 条(b)項の下での欺罔的な行為を構成するわけではない。沈黙をしていることが欺罔となるとするための要件は開示義務であり、これは、この事案においては、存在していない」²⁷¹と、強調した。その後、Chiarella 事件では、「証券取引所法第 10 条(b)項は、包括条項として適切に規定されているが、当該条項が捉えるべきものは、詐欺でなければならない」²⁷²と繰返し述べた。取引を行うことは損害を引き起こすかもしれないが、取引それ自体が詐欺を構成するものではない。Powell 裁判官の法廷意見によると、インサイダー情報を未開示のままにしていることに加えて話すべき義務がある場合に限り、インサイダー取引が詐欺に関わることになる。²⁷³

Dirks 事件では、この原則を以下のように繰返ししている。

²⁶⁷ 第一のケースは、Chiarella 事件である。

²⁶⁸ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 565-566.

²⁶⁹ Chiarella v. United State, 445 U.S. 222, at 223 (1980).

²⁷⁰ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, at 665-666 (1983).

²⁷¹ Chiarella v. United State, 445 U.S. 222, at 232 (1980).

²⁷² *Id.* at 234-235.

²⁷³ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 567.

必ずしも、「証券取引に関する信認義務の違反のすべて」がルール 10b-5 の適用範囲に入るわけではない。「相場操縦又は欺罔」がなければならない²⁷⁴。

Dirks 事件での法廷意見は、Chiarella 事件において、内部情報に基づいて取引を行った者が、「会社の代理人でもなく、信認義務者でもなく、又は証券売却者が信認しかつ信頼する者でもなかった場合には、開示義務は、全く存在しない」²⁷⁵ということを明らかにしたとした。

その後、Dirks 事件において、Powell 裁判官は以下のように判示した。「ルール 10b-5 違反を構成するためには、欺罔がなければならない。市場価格は変動し、投資者は不完全な、又は誤った情報に従って行動するものであり、常に勝者と敗者がいる。しかし、敗者は必ずしも騙されたわけではない」²⁷⁶。

Wilson 判決は、Chiarella 事件及び Dirks 事件での最高裁判所の法廷意見と一致していないように思われる。Chiarella 事件は、相対取引を判断の基礎として証券市場での取引を考えているように思われる。Powell 裁判官は、株式非公開会社 (closely held corporation) の社長が重要な未公開情報に基づいて、株主から株を購入することができなければ、株式上場会社の社長も同じ理由でそうすることができないと判断した。Chiarella 事件と Dirks 事件ともに、法違反に関する重要な要因 (the gravamen of the offense) は、情報の未開示であり、社長が株主に対して情報を開示すべき信認義務を負っている場合であった。従って、Chiarella 事件で、Powell 裁判官の判断は、相対取引と同様にインサイダーが株式市場でも取引を行っている場合に伝統的な特別関係に基づいて開示義務を負うのは、インサイダー取引者と関係がある当事者に対してのみであると示唆している。Chiarella が上記の開示義務を負わないと判断する中で、Powell 裁判官は、Chiarella が、彼に株を売却した者との特別関係がないことを強調した。²⁷⁷

Chiarella 事件と同様に、Dirks 事件は民事訴訟ではない。それにも拘らず、Dirks 事件では、伝統的な「特別関係」に基づいていた開示義務を、インサイダー取引者と関係がある当事者に対してのみが負うという Chiarella 事件での黙示の示唆を強調している。Dirks 事件において、Powell 裁判官は、以下のように述べていた。

「当裁判所は、Chiarella 事件において、内部情報に基づいて取引を行った者が、会社の代理人でもなく、受託者でもなく、又は証券売却者が信認しかつ信頼する者でもない場合には、開示義務は、全く存在しないということを明らかにした」²⁷⁸。「当裁判所は、そのような信認関係の存在を要件としないならば、それは義務というものが 2 人の当事者間の特別関係から生じるという確立した原則から、根本的に逸脱することになるうし、また市

²⁷⁴ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, at 654 (1983).

²⁷⁵ Id. at 654.

²⁷⁶ Id. at 666-667.

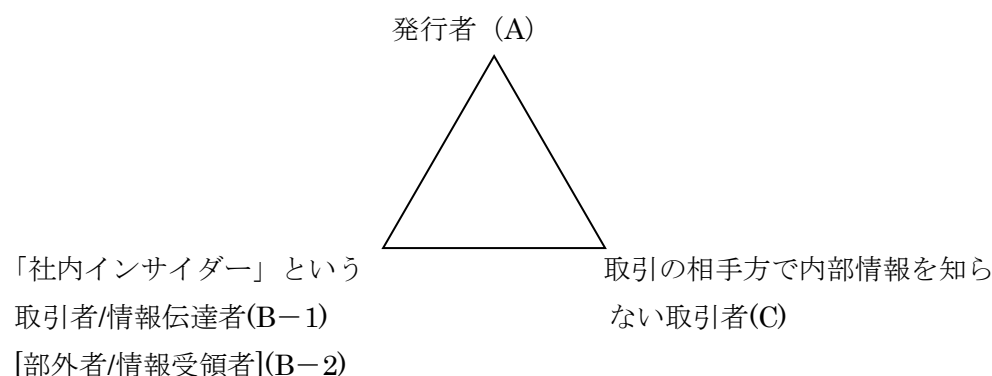
²⁷⁷ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 568-569.

²⁷⁸ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, at 654 (1983).

場取引のすべての参加者間において、重要な未公開情報に基づく行為を差し控えるという一般的な義務を認めることになる」²⁷⁹。

Dirks 事件ではこの後に、「当裁判所は、開示義務というものが 2 人の当事者間の特別関係から生じるということを再確認する」²⁸⁰とした。

前の議論を要約すると、Chiarella 事件及び Dirks 事件で示された「特別関係」というものは下図のような三角関係である。²⁸¹



三角形の頂点は、取引された株の発行者(A)である。三角形の左の底辺では、「社内インサイダー」というインサイダーや情報伝達者(B-1)がいる。三角形の右の底辺では、取引の相手方で内部情報を知らない取引者(C)がいる。「社内インサイダー」という取引者や情報伝達者(B-1)は、通常発行者(A)により、直接に又は間接に雇われる者であるので、三角形の中に入っている。取引の相手方で内部情報を知らない取引者(C)は、発行者(A)の株を所有する者であることから、三角形の中に入っている。発行者(A)への相互関係があるという理由で、「社内インサイダー」というインサイダーや情報伝達者(B-1)及び取引の相手方で内部情報を知らない取引者(C)は、「特別関係」(special relationship)がある。この「特別関係」から開示義務が生じている。「社内インサイダー」や情報伝達者(B-1)は情報を伝達することにより義務に違反し、そして、情報受領者(B-2)はその違反を知っているか、又は知るべきである場合には、部外者や情報受領者(B-2)が三角形に入る。この例では、「社内インサイダー」や情報伝達者(B-1)が取引の相手方で内部情報を知らない取引者(C)への開示義務に違反している場合には、情報受領者(B-2)が当該違反の事実の後に関与することになる。²⁸²

Dirks 判決と Chiarella 判決ともに、インサイダー取引者と対向取引者との間の信認関係を強調しているのである。これは、黙示の私的訴訟 (implied civil action) の行使にあつて

²⁷⁹ Id. at 654-655.

²⁸⁰ Id. at 657-658.

²⁸¹ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 571.

²⁸² Id. at 572.

は、当事者関係があることを要件とすることを示唆する。当事者関係に関する要件は、必ずしも株式市場で行ったインサイダー取引の私的訴訟原因を無効とするものではない。²⁸³

Powell 裁判官は、取引を行うことよりも、情報の未開示に焦点を合わせて、既存の独立開示義務の存在を要件とした。従って、Powell 裁判官は、情報の未開示を Santa Fe 事件²⁸⁴での欺罔の要件の範疇に入れたのである。Powell 裁判官は、ルール 10b-5 の下でインサイダー取引者を訴える時に、因果関係を主張できる原告の範囲を限定してはいない。恐らく、Chiarella 事件及び Dirks 事件では、ルール 10b-5 下での責任が伝統的な特別関係の違反に基づく場合には、関係のある当事者だけが黙示の私的訴権を行使できるということを示唆している。黙示の私的訴権というものは関係のある当事者に限られるかどうか拘らず、1988 年、議会は同時取引者に対して明示の訴訟原因(express cause of action)を作り出した（証券取引所法第 20A 条）。²⁸⁵

4 インサイダー取引者の取引相手方の黙示の訴権

証券取引所法第 20A 条の導入によって、伝統的な特別関係（special relationship）理論の下で責任のある被告に対する現実的損害賠償（actual damages）を求めるインサイダー取引の相手方が黙示の訴訟を提起することができなくなるのかという問題がある。この問題については、被告と原告の双方が伝統的な特別関係理論に関する三角形の中にいると考えてみよう²⁸⁶。インサイダーや情報伝達者が、取引をすること又は情報を伝達することは、インサイダー取引の相手方取引者に対して情報を開示する義務に違反することになる。これらの情報を知らずに取引を行う当事者は、情報が未開示のままであることから損害を受けることになる。被告が情報を開示すれば、相手方取引者は取引をしてなかったであろう。当該被害者は、現実的損害賠償を求めて被告に対するルール 10b-5 の下での黙示の訴訟を提起することになる。証券取引所法第 20A 条は、黙示の訴訟原因を排除するものではない。第一に、証券取引所法第 20A 条(d)項は、黙示の訴訟原因を制限するものと解されてはならないと明文で規定している。第二に、ITSFEA に附随する下院委員会の報告は以下のことに言及する。「原告が被告のインサイダー取引によって欺罔され、被告の行為によって現実的損害を被ったことを原告が立証した場合には、被告が得た利益又は免かれた損失を、同時取引者の提起する訴訟で適用することは適切ではない」²⁸⁷。ここで引用した下院の報告書は、同時取引相手ではない被害者の被害内容に関する議論の中で現われているものだが、この文言が示唆するのは、議会は訴訟原因を明文で規定したからといって、損害を立証できる者なら誰でも黙示の損害賠償請求訴訟を求めることができるとの黙示の権利

²⁸³ Id. at 572.

²⁸⁴ Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

²⁸⁵ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 577.

²⁸⁶ 本稿第 66 頁参照。

²⁸⁷ Report of the House Committee on Energy and Commerce on the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, H.R. Rep. No. 100-910, 100th Cong., 2d Sess. 28 (Sept. 9, 1988).

を妨げることを望んでいないということである。この救済は、同時取引者がそれぞれ現実的損害賠償請求を提起した場合に、厳格な責任（*Draconian liability*）というものを創設するものではない。²⁸⁸

Chiarella 事件での「特別関係」理論を作り出すために、最高裁判所は、相対取引から株式市場での取引までを判断の基礎とした。インサイダー取引者又は情報伝達者という被告がインサイダー取引の相手方に対する義務違反により、ルール 10b-5 に違反することになる場合には、被害者は被告に対する現実的損害賠償の黙示の訴訟原因を有する。²⁸⁹

5 不正流用者（Misappropriators）に対する損害賠償訴訟

ルール 10b-5 での不正流用理論が実行可能であるとすると、不正流用者は誰に対して民事責任を負うだろうかという問題が生ずることになる。不正流用というのは、情報源たる者、一般的には直接的又は間接的な雇用者への義務に違反して、取引を行うか、情報を伝達することに関わるものである。伝統的な「特別関係」理論と対照的に、不正流用理論にあっては、被害者は取引の相手方ではなく情報源たる者である。²⁹⁰

（1）同時取引者による証券取引所法第 20A 条での明示の損害賠償訴訟

証券取引所法第 20A 条は、違法なインサイダー取引又は情報伝達を行った被告に対する私的訴訟原因を、同時取引相手に明文で与えるものである。不正流用理論を支持している法域では、証券取引所法第 20A 条は、同時取引の相手方に対する私的訴訟原因を明文で認め、救済限度を被告の得た利益又は免れた損失の範囲内とする。証券取引所法第 20A 条が、こうした請求を明文で認めたことが 1983 年の Moss 判決²⁹¹の内容を覆す結果となった。²⁹²

（2）Moss 事件の第二巡回区控訴裁判所での判決——同時取引者による黙示の訴訟の拒否

同事件での原告 Moss は、公開買付けに先立って株を売却した。同人は、未公開情報を有している不正流用者（公開買付申込者を代表する投資銀行や当該会社の従業員・情報伝達者、及び従業員たる情報受領者）に対して、ルール 10b-5 による集団訴訟を提起した。Moss 事件での被告は、公開買付けの対象会社ではなく、入札者の代理人であったが、伝統的な発行者のインサイダーではなかった。そして、被告は株式の発行者又は株式の売り手との間に、信頼及び信認という伝統的な特別関係もなかった。しかし、投資銀行の従業員の情報伝達は、自己の直接的な雇用主である投資銀行、及び間接的な雇用主である公開買付入札者への信頼又は信認義務に違反することになった。原告 Moss 及び SEC は、意見書（*amicus brief*）を提出し、情報の不正流用理論が全市場に対して開示義務を引き起こすことになると主張した。この主張は、Chiarella 事件での Burger 首席裁判官の反対意見²⁹³に

²⁸⁸ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 578-579.

²⁸⁹ *Id.* at 582.

²⁹⁰ *Id.* at 584-585.

²⁹¹ Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F.2d 5, 10-13, 15-16 (2d Cir. 1983), cert. denied, 465 U.S. 1025 (1984).

²⁹² WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 585.

²⁹³ Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, at 243 n.4 (1980).

依拠するものであるが、情報の不正流用が取引の相手方当事者に、とりわけ大口取引者には、事前に開示すべき義務を生じさせることになる、ということを示唆するものであった。

294

しかし、第二巡回区控訴裁判所は、上記の義務が *Chiarella* 事件での *Powell* 裁判官執筆の法廷意見、これは当事者間での「特別関係」を強調したものであるが、これと矛盾するものとの見解を有していた。「特別関係」がなければ、開示義務がないことになり、開示義務がなければ、欺罔がないことになる。ルール 10b-5 は詐欺行為を禁じて投資者を保護するものであり、証券に関わる望ましくない行為をすべて救済するわけではない。²⁹⁵

第二巡回区控訴裁判所は、*Chiarella* 事件は、重要な未公開情報に基づいて取引すれば、それだけで開示義務が生ずるとの見方を拒否したものと指摘した。*Moss* 事件では、原告は、不正流用された情報に基づいて取引を行うことが、取引者に開示義務を生じさせると主張している。同裁判所は、怪しげな前提から立証されていない結論を引き出すような形で (bootstrap) 義務を生じさせることは、*Chiarella* 事件及び *Dirks* 事件と一致しないとの結論を下した。*Moss* 事件は、インサイダー取引者が同時取引者に対して責任を負うとの *Wilson* 事件での判示を制限することになる。議会にとっては、*Moss* 事件での判決の結果は、受け入れにくいものであった。*ITSFEA* の立法経緯によれば、証券取引所法第 20A 条の制定によって、同時取引者のための訴訟を明文で認めることになるが、これは、黙示の訴訟原因を認めないという *Moss* 判決の結果を覆すよう意図されたものである。証券取引所法第 20A 条の下では、同時取引者は不正流用者に対して明示の請求権を有することになるが、回復することができる額は被告の得た利益の範囲内とされる。²⁹⁶

二 証券取引委員会 SEC の法執行活動

インサイダー取引に対する「戦い」(war)を進めるに当たって、SEC は、法執行権限を行使した。SEC の権限には、差止命令、不正利益の吐出し、民事制裁金、排除命令及び停止命令が挙げられる。²⁹⁷

1 差止命令 (Injunction)

インサイダー取引違反を主張して、連邦裁判所に求められた SEC の法執行活動では、差止めによる救済が一般的である。これらの執行活動では、SEC は、不正利益の吐出し及び民事制裁金を含む他の救済を施すことが多い。SEC の執行手続きがすべてそうであるように、これらの活動は、同意手続きによって解決されるのが通常である。この同意手続きにあっては、被告は委員会の求める救済に同意するだけであり、SEC の申立ての中でなされ

²⁹⁴ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 585-586.

²⁹⁵ *Moss v. Morgan Stanley, Inc.*, 719 F. 2d 5, at 16 (2d Cir. 1983).

²⁹⁶ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 587-588.

²⁹⁷ *Id.* at 639-640.

ている主張を認めたり、否定したりすることはない。終局的差止命令が求められる他の事例では、被告が連邦証券諸法に違反したからと言って、それだけでは、SECが差止命令を得るには十分ではない²⁹⁸。連邦裁判所では、差止命令を得ることができるか否かの基準は、被告が法に違反する行為に再び携わる合理的な可能性（reasonable likelihood）があるかどうかである。Universal Major 社事件²⁹⁹では、「将来の違反に関する合理的な可能性」の論拠となる関連要因を特定する際には、「関連する故意の程度、将来も違反することがないとの被告の保証の程度がどれほど誠実なものか、違反が一回限りのものか、又は再発する可能性があるのか、被告が自己の行為が違法なものと認識しているか否か、そして、被告の職業の専門性からも将来違反が生じるかもしれない可能性」³⁰⁰といった要素を、第二巡回区控訴裁判所は指摘した。Aaron 事件³⁰¹において、最高裁判所は、この問題に焦点を当てている。証券取引所法第 10 条(b)項や、同条項下で公布されたルール 10b-5 下での違法行為、及び証券法第 17 条(a)項(1)号の下での違法行為を禁ずるためには、SECは民事の執行活動を求める訴訟では、被告が故意に行ったことを立証しなければならないと、最高裁判所は判示した³⁰²。³⁰³

裁判所が終局的差止命令を出した場合には、被告は法により禁止された活動に携わることが常に禁じられている。裁判所の命令に故意に（knowing）違反する場合は、刑事的裁判所侮辱罪（criminal contempt of court）で有罪判決とされることがあり得る。差止命令は副次的な影響が重大なので、差止命令を受けた当事者は、一定の期間を経過後、差止命令の解除を求めること又は変更を求めることができる。³⁰⁴

2 不正な利益の吐出し及び他の衡平法上の救済（Disgorgement and Other Equitable Relief）

インサイダー取引に対する法執行を求めて連邦裁判所に提起された訴訟では、SECは、被告に不正な手段で得た利益の吐出しを命じる判断を得てきており、従って、連邦証券諸法では、利益の吐出しに関する明文の規定を置いていないが、証券諸法に違反して違法に得られた利益の吐出しを命じる連邦裁判所の権限は、判例により確立されている³⁰⁵。Texas Gulf Sulphur Co.事件で第二巡回区控訴裁判所は、ルール 10b-5 の違反者が違法に得た利益を保持することを認めれば、証券取引所法の趣旨をひどく損なうことになると述べた³⁰⁶。たとえ SEC が差止めによる救済を得ることができないとしても、裁判所は違反者に対

²⁹⁸ SEC v. Arthur Young & Co., 590 F.2d 785, at 787 (9th Cir. 1979).

²⁹⁹ SEC v. Universal Major Indus. Corp., 546 F.2d 1044 (2d Cir. 1976).

³⁰⁰ Id. at 1048.

³⁰¹ Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980).

³⁰² Id. at 689-697.

³⁰³ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 640-643.

³⁰⁴ Id. at 652.

³⁰⁵ Id. at 653.

³⁰⁶ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

して違法に得た利益の吐出しを命じるかもしれない。インサイダー取引の法執行活動では、利益の吐出しの適切な基準は、たとえ帳簿上の利益（**paper profit**）が実際の利益を超えたとしても、情報が公表され、それが一般に知れ渡った後に生じる帳簿上の利益である³⁰⁷。

利益の吐出しに関する最近の裁判所の判決は、この衡平法上の救済に関係のある多くの問題を解決してきている。例えば、①不正に得た利益の吐出しを求める SEC の訴訟における被告は、陪審裁判を受ける権利がない³⁰⁸。②民事及び刑事で金銭制裁として支払われるべき金銭額と不正に得た利益の吐出しとは両建てとなり、減額することはできない³⁰⁹。また、③裁判官は、不正に得た利益の吐出し命令で、吐き出すべき金額について判決前利息（**prejudgment interest**）を課すことを命じる裁量権を有していると判示している³¹⁰。³¹¹

3 民事制裁金（Civil Money Penalties）

インサイダー取引に対する有効な抑止力を提供するために、議会は、1984年にインサイダー取引制裁法（ITSA）を制定し、また1988年にインサイダー取引・証券詐欺執行法（ITSFEA）を成立させた。上記2つの法は、責任のある違反者に対して違法に得た利益又は違法にインサイダー取引を行う間に免れた損失の額の3倍の額を民事制裁金として、SECが裁判所の命令を求める権限を認めることにより、既発行証券市場（**secondary trading markets**）でインサイダー取引者に対する制裁措置を設けた³¹²。多数の当事者は、上記の法の下での様々な制裁金に服する場合がある。そのような当事者には、実際の取引者、当該取引者への情報伝達者が含まれ、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーも同様である。重要なことは、ブローカー・ディーラー及び投資アドバイザーがインサイダー取引の違反を防止するために適切な手段を取らないか、又はそのような取引の発生を防止するように設計された合理的な方針と手続きを遵守しないときには、違反者の「支配者」として3倍の制裁金に服することになる³¹³。

課されるかもしれない「ペナルティ」は、以下のようなことを含む。①不正に得られた利益（又は免かれた損失）の吐出し、②個人を対象とする場合には、最大500万ドルの罰金若しくは20年の懲役又はこの併科³¹⁴、③裁判所の裁量権の範囲内では、不正に得られた利益又は免かれた損失の3倍を、アメリカ財務省に支払うように命じること。これら「ペナルティ」は、刑罰の賦課及び民事の損害賠償金の適用と共に、インサイダー取引を防止することを目的としている。SECは、不正な利益から吐き出された額又は制裁金の額の10%

³⁰⁷ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 659.

³⁰⁸ SEC v. Rind, 991 F.2d 1486, 1493 (9th Cir. 1993); SEC v. Commonwealth Chem. Sec., Inc., 574 F.2d 90, at 95-96 (2d Cir. 1978).

³⁰⁹ SEC v. Shah, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 98,374 (S.D.N.Y. 1993).

³¹⁰ SEC v. O' Hagan, 901 F. Supp. 1461, at 1473 (D. Minn. 1995).

³¹¹ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 662.

³¹² *Id.* at 664.

³¹³ *Id.* at 667.

³¹⁴ 1934年証券取引所法第32条。新外国証券関係法令集・前掲注（247）証券法・証券取引所法407頁－408頁。

以内の額で、インサイダー取引に違反していることに関連する情報を提供する人に「報奨金」を与えることができる。³¹⁵

しかし、その後制定された 1990 年の証券執行救済・低額株改革法（the Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Act of 1990）では、同法に定められた裁判所が課す民事制裁金（judicial civil penalties）から、証券取引所法 21A 条の制裁に服するインサイダー取引を除外している³¹⁶。

「インサイダー取引」を適切に定義することが困難であるため、議会はこの文言についての解釈を将来の司法による解決に委ねることにした。しかし、証券取引所法第 21A 条は、デリバティブ証券に関連する情報の伝達、又は取引を行うことが原証券に関連する情報の伝達若しくは取引を行うことと同じ程度に違法であることを明確にしている。同条はさらに 5 年の出訴期限を規定している。ITSA 及び ITSFEA の立法趣旨からすると、証券取引所法第 21A 条の民事制裁金、「得られた利得」又は「免かれた損失」というものは、当該証券の購入又は売却の価格と、当該未公開情報の投資者への情報提供後相当期間経過後の当該証券の売買価格によって測られる当該証券の価値との差額とするものである。³¹⁷

証券取引所法下での制裁金の額は、各事件の「事実と状況」に照らして決められるが、得られた利得又は免かれた損失の額の 3 倍を超えることができないと規定している。しかし、それはどのような事実と状況を考慮すべきかについてのガイダンスを提供していない。多くの裁判所は、次の 3 要素³¹⁸を挙げている。すなわち、①違反の悪質性、②違反が一回限りのものかどうか、③関連する故意の程度。³¹⁹

重要なことは、証券取引所法第 21A 条(b)項（1988 年の立法も含む）によれば、支配的立場の者は、支配されていた者が違反となるような行為を行いそうであるという事実を知っていたか、又は無謀（recklessly）に無視したうえで、当該行為の発生する前にそのような行為を防止する適切な手段をとらなかった場合には、支配者は 3 倍の制裁金に服することになる。さらに、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者(支配者と見做される関係者も同様である)は、従業員がインサイダー取引の違反を犯すことがないように工夫された適切な施策及び手続きを遵守することを故意に怠るか、又は無謀に無視した場合には、証券取引所法第 21A 条(b)項の下で、3 倍の制裁金に服することになる。インサイダー取引制裁法及びインサイダー取引・証券詐欺執行法では、証券取引所法第 20 条(a)項についての「善意」（good faith）の抗弁は、証券取引所法第 21A 条(b)項の下での「利益の 3 倍」の制裁には、適用されないことを明確にしている。³²⁰

³¹⁵ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 667-668.

³¹⁶ *Id.* at 669.

³¹⁷ *Id.* at 670.

³¹⁸ SEC v. Youmans, 729 F. 2d 413, at 415 (6th Cir.), cert. denied, 469 U.S. 1034 (1984).

³¹⁹ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 670.

³²⁰ *Id.* at 673-674.

4 SECの行政上の救済

インサイダー取引違反の主張に基づいてSECの法執行活動を求める訴えが提起された場合には、SECは、行政上の救済を求めるかもしれない。SECは、事件の証拠上の状況によって以下の救済を選ぶかもしれない。①排除命令、②ブローカー・ディーラー、投資アドバイザー、投資会社及びそれらの関係者に対する懲戒処分、③利益償還及び吐出し（また、不正利得を清算したうえでの償還）、④制裁金、等。³²¹

(1) 排除命令(Cease and desist orders)

1990年の立法により、SECは行政上の排除命令を求める権限を有している。この救済は、証券諸法の違反を行った者に対して求めることができる。この排除命令は、当該違反の原因と考えられる行為を行った者に課し得るが、これらの者が自らの行為又は不作為が当該違反の一助となることを知っていたか、又は知るべきであった場合でなければならない³²²。

この排除命令を得るには、SECは、根拠となる証券諸法条項の違反が行われたことを立証しなければならない。例えば、違法なインサイダー取引に携わることによって、被告が証券取引所法第10条(b)項の違反を行ったということを立証しなければならない。しかし、排除命令は、差止命令より救済の目的を容易に遂げることは明らかである。排除命令を求める行政手続きでは、SECは被告が違法な行為に携わったことのみを立証することを求める裁判例³²³が存在する。³²⁴

他方、SECは、差止命令を求める訴訟では、差止命令がなければ、被告が再び証券諸法に違反する合理的な可能性が存在していることを立証しなければならない。この排除命令は、被告が違法な行為を止めるだけでなく、それ以上のことを求めることができる。このような排除命令は、また、SECが具体的に定めている条件と一定の期間内に、対象となっている当事者が証券法規を遵守することを求めることができる。SECは、緊急時に暫定的排除命令を発するかもしれない。申し立てられた違反又は差し迫った違反が「資産の重要な散逸もしくは転換、投資者に対する重要な損害、又は公益への重大な損害をもたらす可能性」³²⁵がある場合には、SECはこの救済を求めさえすればよい。この種類の命令は規制対象たる企業体に対して不利益に課されるかもしれない。SECは命令を発する前の告知及び聴聞が実行不可能又は公益に反すると判断する場合には、事前告知なくして、緊急命令を発することができる。³²⁶

(2) ブローカー・ディーラー、投資アドバイザー、投資会社及びそれらの関係者に対する懲戒処分

³²¹ Id. at 678-679.

³²² Id. at 679.

³²³ Precious Metals Assoc. Inc. v. CFTC, 620 F. 2d 900 (1st Cir. 1980).

³²⁴ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 679-680.

³²⁵ 1933年証券法 8A条(c)項。新外国証券関係法令集・前掲注(247)証券法・証券取引所法 24頁。

³²⁶ WANG & STEINBERG, supra note 213, at 681-682.

SEC には、ブローカー・ディーラー、投資アドバイザー、投資会社及びそれらの関係者に対する行政上の懲戒処分を行う権限がある³²⁷。1988 年に制定されたインサイダー取引・証券詐欺執行法に従って、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーは、インサイダー取引を防ぐ適切な手続きを維持する積極的な義務を負っており、この義務を怠った場合には、制裁に服するものとされ、かつ、この義務の履行の懈怠がインサイダー取引違反の一因となるか、又は当該違反の発生を許容した場合には、特別の民事制裁金に服するものとなる。³²⁸

(3) 利益償還 (Accounting) 及び吐出し

証券法の下での制裁金又は排除命令を含む行政手続きでは、SEC は、利益償還及び吐出し(合理的な利息を含む)を求める権限がある³²⁹。証券取引所法では、SEC は、投資者に対する支払い、利率、利息の発生期間及び同法を実施するために適当と見做す他の事項に関する規則、規制及び命令を採択する権限が与えられる³³⁰。³³¹

(4) 行政制裁金

その他の救済に加えて、SEC は、特定の「規制された」者（例えばブローカー・ディーラー、投資アドバイザー、そしてブローカー・ディーラー、投資アドバイザー及び投資会社と関連する個人）に対する行政手続きにおいて、制裁金を課することができる。そのような行政による制裁金は、インサイダー取引の違反に限られない。そのような制裁を命じるためには、SEC は、当該制裁が公益に適うものであることを認定しなければならず、さらに被告が、故意に連邦証券諸法又は同証券諸法に基づくルールに違反したか、又は他人による当該違反を故意に幫助、教唆し、又は SEC（もしくは他の主管機関）に届け出ることが必要とされる登録申請もしくは報告において、重要な事実に関して虚偽もしくは誤解を生じさせる記載を故意に行い、もしくは行わせ、又は自己の監督下にある者で、当該違反を行った者を合理的に監督することを怠ったことを認定しなければならない³³²。³³³

制裁が「公益」に適うか否かを検討する際には、SEC は以下の事項を考慮することができる。

「(1) 当該制裁が評価される行為又は不作為が詐欺、欺罔、相場操縦、又は規制要件の計画的又は無謀な無視に関連するか否か；

³²⁷ 1934 年証券取引所法 15 条(b)項(4)号、15 条(b)項(6)号。新外国証券関係法令集・前掲注(247) 証券法・証券取引所法 215 頁、218 頁。

³²⁸ 1934 年証券取引所法 15 条(f)項、21 条 A 条(b)項(1)号(B)。新外国証券関係法令集・前掲注(247) 証券法・証券取引所法 228 頁、351 頁。

³²⁹ 1933 年証券法 8A 条(e)項。新外国証券関係法令集・前掲注(247) 証券法・証券取引所法 26 頁。

³³⁰ 1934 年証券取引所法 21B 条(e)項。新外国証券関係法令集・前掲注(247) 証券法・証券取引所法 355 頁。

³³¹ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 686.

³³² 1934 年証券取引所法 21B 条。新外国証券関係法令集・前掲注(247) 証券法・証券取引所法 353 頁以下。

³³³ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 686.

- (2) 当該行為又は不作為から直接又は間接を問わず生ずる他人への損害；
- (3) 被害者への原状回復を考慮したうえである者が不正に利益を受ける程度；
- (4) その者が、委員会、別の主管機関もしくは自主機関による連邦証券諸法、州証券諸法、又は自主機関の規則に違反したと過去に認定されたか、管轄裁判所により当該法律もしくは規則違反を禁止され、又は管轄裁判権を有する裁判所により当該法律もしくは本法第 15 条(b)項(4)号(B)に定められる重罪もしくは軽罪の違反とされたか否か；
- (5) その者及び他の者が当該行為又は不作為を遂行するのを抑止する必要性；及び
- (6) 正義の観点から求められるその他の事項」³³⁴。

1990 年の行政による制裁金条項を制定して以来、SEC は何回にも渡ってこの救済を求めた。利益の償還及び吐出しのように、SEC がインサイダー取引の事例に対する制裁金条項に適用する範囲は、まだ明確にされていないままである。³³⁵

5 Central Bank of Denver 判決³³⁶と 1995 年私的証券訴訟改革法 (the Private Securities Litigation Reform Act of 1995—PSLRA)

事実の概要は以下の通りである。Stetson Hills 事業会社は、計画された居住地域及び商業地域の開発のために、2600 万ドルの担保付社債を発行した。Central Bank は同事業会社が発行を予定している担保付社債の信託証書の受託者(indenture trustee)であった。Central Bank は、主な証券引受人から締結書面を受け取った後、同社債を担保する土地の価値が下落していると気が付いたが、同社債の発行が完了するまでに適切な措置を取らなかった。社債発行後にデフォルトに陥り、社債の所有者が事業会社、証券引受人、信託証書の受託者に対してルール 10b-5 に基づく責任を求めた。³³⁷

同判決で最高裁判所は、私的訴訟 (private action) において、証券取引所法第 10 条(b)項又はルール 10b-5 の下での教唆・幫助責任を課すことはできないと判示した³³⁸。

Central Bank of Denver 判決での厳格な制定法上の理論は、他のコモン・ロー上の責任理論まで及ぶことになるだろう。これらの理論は、共謀及び使用者責任を含むこととなる。Stevens 裁判官が反対意見で指摘するように、共謀及び使用者責任に基づく責任を認めていた地方裁判所の判決は、最高裁判所の判決により、生き延びることは難しいと思われる³³⁹。しかし、同判決は、情報伝達者又は情報受領者の責任に影響を及ぼすべきではない。また、同判決は、制定法が明文で規定していない限りは、SEC が幫助者・教唆者責任を前提としていた被害者救済を求める訴訟を提起することはできないことを意味する。さらに、同事

³³⁴ 1934 年証券取引所法 21B 条(c)項。新外国証券関係法令集・前掲注 (247) 証券法・証券取引所法 354 頁。

³³⁵ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 687.

³³⁶ Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).

³³⁷ *Id.* at 168.

³³⁸ *Id.* at 191.

³³⁹ *Id.* at 200 n.12.

件で SEC に対する影響を限定するために、1995 年の私的証券訴訟改革法第 104 条は、証券取引所法に新しい第 20 条(e)項を加えることになった。³⁴⁰

証券取引所法第 21 条(d)項(1)号では、裁判所に差止命令及び他の衡平法上の救済（吐出しを含む）を求める権限を、SEC に与えている。証券取引所法第 21 条(d)項(3)号では、インサイダー取引のための民事制裁に関連することを除いて、民事訴訟において裁判所に制裁金を求める権限を SEC に与えている。³⁴¹

従って、1995 年の私的証券訴訟改革法は、証券取引所法の下でインサイダー取引の故意の教唆者及び幫助者に対する差止命令や、利益の吐出し及び他の衡平法上の救済を、司法手続きの下で求める権限を SEC に与えているのである。しかし、証券取引所法第 20 条(e)項の文理解釈の下では、SEC はそのような教唆者及び幫助者に対して、裁判所命令によるインサイダー取引のための民事制裁金を求めることはできない。1995 年の私的証券訴訟改革法に加えて、SEC は他の法執行権限を有している。例えば、SEC は、投資顧問法に違反となる教唆及び幫助行為を行った者に対して、差止命令を求めることができる³⁴²。さらに、SEC は、違反と主張される行為の「原因」となった者に対して、行政上の排除命令手続きを求めることができる。この執行活動は、自らの行為がそうした違反に「一助となるであろう」（would contribute）ことを「知っているべき」（should have known）者も含まれることとなる。さらに、証券取引所法第 15 条(b)項(4)号(E)及び同法第 15 条(b)項(6)号(A)では、証券諸法違反のブローカー・ディーラー(及び関係者)の教唆及び幫助の行為に対して、明文で制定法上の訴訟手続きを執る権限を SEC に与えている³⁴³。³⁴⁴

要するに、1995 年の私的証券訴訟改革法は、Central Bank of Denver 判決の SEC に対する影響を限定したのである。³⁴⁵

第 5 節 会社役員らの短期取引利益の返還義務

証券取引所法第 16 条(b)項は、内部情報の不正な利用を未然に防止するために設けられたものである。内部情報の不正利用の領域は、ルール 10b-5 によって規制されているが、2 つの条項のそれぞれの規制の範囲は異なるものである。³⁴⁶

証券取引所法第 16 条(b)項の下で生じている一般的な問題は、次のテーマの内の 1 つのものとしてグループ化できる。①責任がある者は誰か、②購入又は販売を構成するのか、③購入又は販売の時期、④訴訟の適格性、及び⑤利益の計算の 5 つである。³⁴⁷

³⁴⁰ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 688-689.

³⁴¹ *Id.* at 689.

³⁴² 15 U.S.C. §80b-9(d).

³⁴³ 15 U.S.C. §§78o(b)(4)(E), 78o(b)(6)(A)(i).

³⁴⁴ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 691-692.

³⁴⁵ *Id.* at 693.

³⁴⁶ SODERQUIS, *supra* note 70, at 519.

³⁴⁷ *Id.* at 520-521.

一 会社役員らの短期売買差益の報告義務

証券取引所法第 16 条(a)項は、同法第 12 条によって登録されている持分証券（適用除外証券を除く）のいずれかの種類の 10%を超える直接若しくは間接の実質的所有者又は当該証券の発行者の取締役もしくは役員であるすべての者が、本項により、報告書を委員会に提出しなければならないとする³⁴⁸。報告の提出期限は、2002 年サーベンス・オックスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）第 403 条が、証券取引所法第 16 条(a)項を改正した。重要なことは、所有権の変更の場合、取引があった月末後 10 日以内とされていたが、この報告の提出期間を 2 営業日以内に短縮したことである³⁴⁹。改正された証券取引所法第 16 条(a)項は、この要件を遵守することが不可能な場合、2 営業日の報告要件を延長する権限を委員会に与えている。³⁵⁰

証券取引所法第 16 条(b)項は、6 カ月以内の期間内の売買によって取得したすべての利益は発行者に返還されるものとし、その要件を以下のように規定している。①すべての利益であること、②証券取引所法第 16 条(a)項の報告要件に服する人によるものであること、③購入と売却、又は売却と購入から得られる利益であること、④6 カ月未満の期間内であること、⑤証券取引所法の下で登録されている発行者の所有する持分証券であって、免除対象となっていない持分証券から得られた利益であること。³⁵¹

当該利益を返還するための訴訟は、コモン・ロー又はエクイティに基づき、管轄裁判所において、発行者により、又は発行者が当該訴訟をその要求が行われた後 60 日以内に提起することを怠り若しくは拒絶した場合もしくは当該期限以後も忠実に訴追することを怠った場合には、当該発行者の証券の所有者により、発行者の名においてかつ発行者に代わって、これを提起することができる³⁵²。ただし、当該訴訟は、当該利益が取得された時から 2 年以上を経過した場合には提起することができない³⁵³。

1 役員・取締役

証券取引所法第 16 条については、役員であるかどうかに関する訴訟が数多く存在した。改正ルールは、同法第 16 条が単に名義人でしかない個人には適用されるべきではないとの立場を採用した。改正ルールは、同法第 16 条の責任を負うべき役員が誰であるかを判断する際に、必ずしも明確でない問題点が残されている。³⁵⁴

(1) 取締役

① 定義

³⁴⁸ 新外国証券関係法令集・前掲注（247）証券法・証券取引所法 287 頁。

³⁴⁹ SODERQUIS, *supra* note 70, at 521.

³⁵⁰ *Id.* at 521.

³⁵¹ *Id.* at 521.

³⁵² 新外国証券関係法令集・前掲注（247）証券法・証券取引所法 289 頁。

³⁵³ 新外国証券関係法令集・前掲注（247）証券法・証券取引所法 289 頁。

³⁵⁴ HAZEN, *supra* note 1, at 576.

証券取引所法第3条(a)項(7)で「取締役」の定義を行っている。「取締役」とは、株式会社の取締役又は法人格をもつか否かを問わず組織に関してこれと同様の職務を行う者をいう³⁵⁵。

② 代理 (deputization)

「代理」の文言は、証券取引所法第16条(b)項で使用されたものであり、会社に対して利益を有している人又は会社を証券取引所法第16条(b)項の適用範囲に入れるために、用いる概念である³⁵⁶。この場面における主要な争点は、ある事業体がその他の組織の取締役会に代表を送ることによって、前者が後者の取締役と見做されるかどうかである³⁵⁷。

代理という文言は、1952年の *Rattner* 事件³⁵⁸での *Learned Hand* 裁判官の補足意見に由来するものである。*Lehman Brothers* 投資銀行は、*Lehman* のパートナーの1人が *Consolidated Vultee* 航空会社の役員として、*Consolidated Vultee* 航空会社の株式取引を行い、短期売買の利益を得た。こうした関係の下で、*Lehman Brothers* は、その利益を吐き出すべきかどうか争われた。

Learned Hand 裁判官はその補足意見で、以下のように述べた。

「証券取引所法第16条(b)項はそこまで言及していない。会社がパートナーを役員として、他社の取締役会に送り込み、自社の利益を代弁させたとしても、他のパートナーには責任がないかどうかについて、語るべきことはない。成程、彼らは正式な役員ではなかったが、彼らが役員であると考え得る。現にコモン・ローは会社を法人として扱っているからである」³⁵⁹。

10年後、最高裁判所は、代理の主張に関する証券取引所法第16条(b)項の事件についての審理を行った。それは、*Blau* 事件³⁶⁰である。同事件の事実は以下の通りである。

Lehman のパートナーの一人を *Tide Water Associated Oil* の取締役会に役員を送り込み、*Lehman Brothers* の利益を代弁させた。この役員が *Tide Water* の業務に関するインサイダーの情報を知り、被告 *Lehman Brothers* にアドバイスをし、*Tide Water* 社の5000株を購入し売却したことで、被告 *Lehman Brothers* が利益を得た。地方裁判所は、原告の代理権付与の問題に関し、原告に不利な認定を行い、そして、*Lehman Brothers* が *Tide Water* の公表した事実のみに基づいて取引を行ったものと判断した。控訴裁判所及び最高裁判所は共に地方裁判所の判断を確認した。³⁶¹

最高裁判所は、代理理論に関しては、以下のように判示した。

³⁵⁵ 新外国証券関係法令集・前掲注(247)証券法・証券取引所法87頁。

³⁵⁶ *SODERQUIS*, supra note 70, at 522.

³⁵⁷ マーク・I・スタインバーグ(小川宏幸訳)『アメリカ証券法』(LexisNexis、2008)481頁。

³⁵⁸ *Rattner v. Lehman*, 193 F.2d 564 (2d Cir.1952).

³⁵⁹ *Id.* at 567.

³⁶⁰ *Blau v. Lehman*, 368 U.S. 403 (1962).

³⁶¹ *SODERQUIS*, supra note 70, at 522.

Lehman Brothers は、パートナーシップであるが、証券取引所法第 16 条の「取締役」の趣旨に照らせば、Tide Water の取締役になることができたし、代理人を通して活動することもできた。証券取引所法第 3 条(a)項(9)の「者」(person)とは、パートナーシップも含まれるものであり、同法第 3 条(a)項(7)の「取締役」(director)とは、会社を指導する者を意味し、若しくは会社側に立つ者を意味するものであり、又は何らかの組織に関して同様の役割を行うものを意味する者である。結局、Lehman Brothers はパートナーを通して活動していた。Lehman Brothers のパートナーは、Lehman Brothers によって代理権を与えられており、自分自身のためではなく、Lehman Brothers のために取締役として職務を遂行していたとすれば、Lehman Brothers は Tide Water の取締役であったといえる。しかし、連邦地方裁判所と連邦控訴裁判所は、いずれも、こうした判断をしていないし、それを当法廷も受け入れるものである。³⁶²

(2) 役員

ルール 16a-1 (f)は、「役員」(officer)についての規定を置き、その者が政策決定に関して重要な役割を果たしているか否かに焦点を当てている³⁶³。

ルール 16a-1(f)の役員とは、社長、主要な財務関係の役員、主要な会計役員及び副社長をいう。ここにいう副社長とは、主要なビジネス部局（例えば、業務管理、財務）に責任を負うものであり、会社の政策決定の役割を遂行する他の役員又は発行者のため、同様な政策決定を果たしている者も役員とされる。さらに、発行者の親会社と子会社の役員は、発行者の政策決定の役割を遂行するものであり、証券取引所法第 16 条の趣旨から発行者の役員と見做される。発行者が合資会社 (limited partnership) か信託会社であるならば、上述のような義務に類似する義務を遂行する無限責任社員 (general partner)、受託者の役員又は被用者が、発行者の役員である。SEC は、会社の顧問、退職した職員、名誉役員は規制に服するべき役員としては扱わないと公表した。³⁶⁴

これらの定義は、取締役と役員についての州法の概念から始まるが、これらの概念は転換していく。会社にのみ焦点を合わせると、これらの定義が州法の概念より広いのは、理解できることである。なぜなら、これらの定義は、取締役又は名義上の役員が果たす職責と同様の職責を果たしつつも、異なった名称で呼ばれる者、職責に程度の違いがある者を含めているからである。同時に、ルール 16a-1 の役員の定義は、州法より狭いものである。会社は、典型的な州の会社法令の下では、自由に事務所を創設し、権限を付与することができるのだが、ここにいう定義では一定の地位を占めており、政策決定の職責を果たす人を指しているからである。³⁶⁵

³⁶² Blau v. Lehman, 368 U.S. 403, at 409-410 (1962).

³⁶³ マーク・前掲注 (357) 証券法 481 頁。

³⁶⁴ THOMAS HAZEN, 4 TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION, 8 (5th ed. 2005).

³⁶⁵ SODERQUIS, *supra* note 70, at 521-522.

2 10%実質的所有者 (Ten Percent Beneficial Owners)

実質的所有者であることにより課せられる報告義務については、1991年の証券取引所法第16条の改正は、ウィリアムズ法第13条(d)項に適用されるルール (Rule) と平行なものである。SECは、証券取引所法第16条は10%の実質的所有者に適用されるが、同条を内部情報者にアクセスできると考えられる者にも適用されるようにと意図されたものと指摘している。なぜなら、実質的所有者は、持分証券を所有していることから発行者に影響を与えることができるし、支配することもできるからである。証券取引所法第16条の下で、実質的所有者であるか否かを判断する際には、議決権を有しない証券は除外され、派生的証券は、それが転換できる証券であるか又は60日以内に行使できる証券であれば、普通株式に算入されることになる。SECが、証券取引所法第16条の実質的所有者の定義とウィリアムズ法第13条の実質的所有者の定義とを同じものにしようとしていることは明らかである。ウィリアムズ法第13条の実質的所有者の定義はその大部分を証券取引所法第16条に移されており、ある者が実質的所有者であるか否かを判断するためにのみ用いられているのである。³⁶⁶

ただし、証券取引所法第16条(b)項の文言において帰属と実質的所有の概念に関して生じる重大な問題は、当該証券が他の者、団体、又は組織により保有されているときに、会社内部者は短期売買利益に対して責任があるのか否か、そしてどの程度の責任があるのかを決定する場合に生ずる³⁶⁷。株主が10%という最初の要件に達したかどうか又は何時達したかを決定するのは、簡単ではない。例えば、定期的に株を買い戻す発行者の場合では、持ち株の数は「動く標的」 (moving target) であるかもしれない。³⁶⁸

内部者と配偶者の間における実質的所有者の認定は、難しい問題である。例えば、禁じられている短期売買の利益の回復を求める証券取引所法第16条(b)項の訴訟の中では、妻の証券の売却は、彼女の夫と委託売買業務の口座 (brokerage account) を別々に有しておりながら、ある共同計画に従事している場合には、妻の証券の売却は夫に帰するものと判断されている。³⁶⁹

10%の実質的所有者となる時期の点については、Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.判決³⁷⁰と Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.判決³⁷¹がある。以下では、この2つの判決をみていく。

A Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.判決

(1) 事実の概要

³⁶⁶ HAZEN, *supra* note 364, at 9.

³⁶⁷ マーク・前掲注 (357) 証券法 479 頁。

³⁶⁸ HAZEN, *supra* note 364, at 10.

³⁶⁹ HAZEN, *supra* note 1, at 579.

³⁷⁰ Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972).

³⁷¹ Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co., 423 U.S. 232 (1976).

1967年6月16日被告 Emerson Electric 社(以下 Emerson 社とする)は公開買付により、Dodge Manufacturing 社(以下 Dodge 社とする)の発行済株式数の 13.2%を購入した。これに対して、Dodge 社は、Reliance Electric 社(以下 Reliance 社とする)との防衛的合併を決定した。

そこで Emerson 社は法律顧問と協議し、証券取引所法第 16 条(b)項の責任を回避する目的で Dodge 社株を 2 回にわたって処分した。すなわち、8 月 28 日に Dodge 社株 37,000 株を 1 株 68 ドルで売却し、これにより持ち株の比率は 9.96%まで下げた。9 月 11 日、残株は 1 株 69 ドルで売却した。いずれも 6 カ月以内の売却であり、Reliance 社は Emerson 社に対し、上記株の売買で得た利益の提供を求めた。しかし、Emerson 社は 8 月 28 日の 37,000 株売却による利益のみが提供の対象となるべきだと主張した。何故なら、8 月 28 日の売却により 10%以下の株主となったのであり、それゆえ、9 月 11 日の売却の時点では実質的所有者ではなくっており、規制の対象外であると主張したのである。³⁷²

(2) 最高裁判所の判旨

証券取引所法第 16 条(b)項は、10%の実質的所有者が 6 カ月以内に証券の購入と売却によって取得したすべての利益に対し、10%実質的所有者が「購入と売却の時点」で 10%以上の株を所有したならば、会社が利益を取り戻すことができると規定している。本件では、被上訴人が、会社の 13.2%の株の所有者であり、2 つの売却（購入と売却の両時点）によってすべての持ち株を処分した。最初の売却は、被上訴人の持ち株を 9.96%まで下げた、そして、残株を 2 次の売却により処分した。問題は、2 次の売却から得られた利益に対し、会社が証券取引所法第 16 条(b)項の下で取り戻すことが可能であるかどうかということである。当裁判所は、取り戻すことができないと判断する。³⁷³

証券取引所法第 16 条(b)項の立法趣旨は、1934 年に制定されて以来、連邦裁判所によって、数回にわたり、徹底的に審理されてきた。それらの裁判所は、インサイダー取引の弊害を抑制するうえで、有効であると議会が考えた唯一の方法は、濫用の可能性が著しい種類の取引から利益を取り上げるという簡明なルールだと認めている³⁷⁴。従って、議会は投資者が実際に内部情報を利用する取引をすべて対象にしているというわけではない。被告は、制定法上「インサイダー」の定義に該当しないか、又は購入した株を購入後 6 カ月を超えて売却した場合は、責任を免れる。投資者が取引を行う際、証券取引所法第 16 条(b)項の責任を免れる意図をもって取引を行ったのであれば、責任を課すことはできない。問題は、むしろ責任を回避するために用いられる方法が、証券取引所法第 16 条(b)項によって許されるか否かである。³⁷⁵

³⁷² Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972). 渡辺・前掲注 (144) インサイダー取引 126 頁以下。

³⁷³ Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418, at 419 (1972).

³⁷⁴ Id. at 422.

³⁷⁵ Id. at 422.

証券取引所法第 16 条(b)項の客観的基準は、10%の実質的所有者を「購入と売却の両時点」で要件とする。文言通りに理解すれば、この文言は、インサイダーは、株を売却して、自己の所有株を 10%以下にすることができ、その後、売却の 6 カ月以内に、さらに、株を売却する場合には、同法の下での責任を逃れることができることを予想しているのは明らかである。地方裁判所は、Emerson 社の 2 回目の売却により得られた利益は、第一、第二の売却が、1 つの計画として相互に関連を有する 2 つの部分である場合には、免責されることはないとした。しかし、売却が 6 カ月経過後に行われた場合には、その計画が売却を購入後 6 カ月以内に行うことを想定していたとしても、その計画は証券取引所法第 16 条(b)項には該当しない。6 カ月の期間の制限ではなく、10%の要件が関係する場合には、同条は、これと異なる結論を導く根拠はない。³⁷⁶

B Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.判決

(1) 事実の概要

Provident Securities 社（以下 Provident 社とする）は 1968 年に解散することとなり、代理人に買主を探すよう依頼した。その結果、買主として Foremost-McKesson 社（以下 Foremost 社とする）が浮上し交渉がもたれた。1969 年 9 月 25 日売買契約が成立した。Foremost 社は、Provident 社の資産の 3 分 2 を 425 万ドルの現金と Foremost 社の 4,975 万ドルの転換社債を発行し買うことになった。交付された転換社債のうち額面 2,500 万ドルは Provident 社が証券会社（underwriter）を通じて一般に売り出すこととした。同年 10 月 15 日、Foremost 社は、Provident 社に現金 425 万ドル、額面 4,000 万ドルの転換社債を交付した。この転換社債は直ぐに額面 2,500 万ドルと 1,500 万ドルの 2 つに分割された。

更に Foremost 社は、Provident 社のために 250 万ドルの転換社債を証券受託者（escrow agent）に交付した。10 月 20 日、Foremost 社は残りの 725 万ドルの転換社債を交付した。これらの転換社債は直ちに Foremost 社の 10%以上の普通株に転換可能であった。従って Provident 社は、この時点で実質株主となった（株式に転換可能な転換社債も持分証券として証券取引所法第 16 条(b)項の対象となる。この点は事件の論点とは関係ない）。10 月 24 日、Provident 社は自社の株主に合計 2,225 万ドルの転換社債を分配し、この時点で Provident 社は Foremost 社の 10%株主という潜在的地位を解消した。

10 月 28 日、Provident 社は 2,500 万ドルの転換社債を証券会社を通じて一般に売り、対価として約 2,536 万ドルを受け取った。

10 月 29 日、この現金を株主に支払った。翌 1970 年 8 月 31 日、Provident 社は解散した。Provident 社は、10 月 28 日に引受人に転換社債を売却して得た利益について証券取引

³⁷⁶ Id. at 423.

所法第 16 条(b)項によって Foremost 社から返還を求められる可能性が存在したため、その責任がないことの確認を求める訴えを起こした。³⁷⁷

(2) 最高裁判所の判旨

証券取引所法第 16 条(b)項は、会社の取締役、役員又は 10%以上の実質的所有者が内部情報に基づいて証券短期売買を通して不正な利益を得ることを防ぐために設計されている。しかし、証券取引所法第 16 条(b)項の最後の文言は、10%の以上実質的所有者が証券の売買の両時期において実質的所有者でなかった場合には、当該取引は当条項の目的の範囲外にあるものとして除外している。本件の問題点は、ある人が株を購入して 10%の実質的所有者になった者が、6 カ月以内に証券の売却により得られた利益を吐き出させることになるかどうかということである。³⁷⁸

証券取引所法第 16 条(b)項の除外規定は、証券の購入前に実質的所有者としての要件を満たしているようにと意図されたものである。証券の売買にあつては、実質的所有者は証券を購入する前に実質的所有者である場合にのみ得た利益について責任を負う。³⁷⁹

当裁判所の解釈は、単なる株主による短期取引と取締役や役員による短期取引との区別を議会が認識していたことによっても支持される。取締役及び役員の短期取引は、会社経営に深く関わっていることから濫用されると議会は考えた。証券取引所法第 16 条(b)項の範囲は、インサイダー情報の濫用に対する他の制裁が存在するかどうかによっては影響を受けない。³⁸⁰

上記の両判決に従って、一般に取引とはされないもの (unorthodox transaction)³⁸¹については、インサイダー情報利用の客観的可能性を判断して証券取引所法第 16 条(b)項により判断することができる。10%以上の実質的所有者という要件の存在を必要とする時期に関しては、買う前後に関係なく、10%以上の実質的所有者になればよいわけである。

3 持分証券の定義 (Definition of Equity Security)

証券取引所法第 3 条(a)項(11)とルール 3a11-1 は、対価の有無に拘らず、持分証券に転換できる証券をすべて含むものと定義する³⁸²。本条項は、実質的に、株式又は（転換その他の方法で）株式を取得する権利を表示する証券、及び SEC がルール制定権に基づき「同様な性質」を有するものとして付け加える証券をいうものと定義している³⁸³。

³⁷⁷ Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co., 423 U.S. 232, at 235-237 (1976). 渡辺・前掲注 (144) インサイダー取引 131 頁。

³⁷⁸ Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co., 423 U.S. 232, at 234-235 (1976).

³⁷⁹ Id. at 244-245.

³⁸⁰ Id. at 253-254.

³⁸¹ 萬澤陽子氏に倣って、この表記を使う。萬澤・前掲注 (122) インサイダー取引と法 55 頁。

³⁸² HAZEN, *supra* note 1, at 579.

³⁸³ ルイ・ロス・前掲注 (198) 証券取引法 657 頁。

このルール以前においても、10%の持分証券の計算に関しては、すべての持分証券を含むことが求められていた。それは、所有者が株式買取権証券、転換権などの権利を行使することによって、獲得できることによる³⁸⁴。

二 短期売買差益の返還義務

証券取引所法第 16 条(b)項は、10%超の持分証券の実質的所有者、発行者の取締役・役員が発行者との関係によって取得した情報を不正に利用することを防止するため、これらのインサイダーが 6 カ月間に行った購入と売却又は売却と購入により取得した利益を発行者に返還しなければならない旨を定める³⁸⁵。証券取引所法第 16 条(b)項は、条文上、インサイダー情報の不正利用を防止するとの目的が掲げられているが、インサイダー情報を不正に利用して取引したことは返還義務の要件とされているわけではないし、さらに、返還義務は、ルール 10b-5 によるインサイダー取引の成否とは無関係に成立するので、証券取引所法第 16 条の返還義務を果たした者がルール 10b-5 のインサイダーとして訴追され、利益の吐出しを求められることもあり得る³⁸⁶。

証券取引所法第 16 条(b)項は、補償的救済を意図したものではない。証券取引所法第 16 条(b)項は、実質的所有者、取締役、役員が発行者との関係によって入手しているかもしれない内部情報の不正な利用を防ぐ目的で、民事責任が課されることを示している。立法経緯からすると、厳格責任の賦課を保証するために、内部情報の濫用の危険性が高いことを議会が認識していたことは明らかである。証券取引所法第 16 条(b)項は、一般的条項(*crude rule of thumb*)であり、法人の内部情報の悪辣な利用を防ぐ客観的手段として理解されている。それゆえ、広範囲に救済しようとする目的に照らして、証券取引所法第 16 条(b)項は、違法行為がなされていない場合でも、インサイダー取引による短期売買利益の吐出しを求めている。課された責任は、その性質上予防的な措置として言及されることが多い。従って、証券取引所法第 16 条(b)項は、道德上の区分けをしておらず、純粋な心を持った者の技術的な違反を罰しながら、証券取引所法第 16 条(b)項の禁止文言を回避した内部者を罰せずに済ますこともある。³⁸⁷

1 対象発行者

証券取引所法第 16 条(b)項が適用されるかどうかは、証券取引所法第 16 条(a)項の報告要件を参照して決定される。そこで、取締役、役員、及び 10%以上の実質的所有者が報告要件を免除されている外国法人証券は証券取引所法第 16 条の責任条項の適用を受けない³⁸⁸。

³⁸⁴ HAZEN, *supra* note 364, at 13.

³⁸⁵ 黒沼・前掲注(36)証券取引法 175 頁。

³⁸⁶ 黒沼・前掲注(36)証券取引法 175 頁。

³⁸⁷ HAZEN, *supra* note 364, at 19.

³⁸⁸ *Id.* at 21.

それゆえ、証券取引所法第 16 条(b)項の責任は、取締役、役員、又は証券取引所法第 12 条の下で登録されている持分証券の 10%の実質的所有者に課されることになる。³⁸⁹

2 訴訟手続の様相

証券取引所法第 16 条(b)項での訴訟適格は、3つの基礎的な要件を備えていなければならない。第一に、原告は、本法第 16 条の適用される持分証券の実質的所有者でなければならない、第二に、所有されている有価証券は、証券取引所法第 16 条(b)項の訴訟の被告が取引したのと同じ種類の有価証券でなければならない、第三に、原告は、証券取引所法第 16 条(b)項の訴訟が提起されるときに、上記証券を所有していなければならない。³⁹⁰

証券取引所法第 16 条(b)項での訴訟は、コモン・ロー上の訴訟、又は衡平法上の訴訟の形で提起される。原告が陪審裁判を求めなかったことで、その訴訟を衡平法上の訴訟とし、それゆえ、被告に選択権を否定することになると判示した例もある³⁹¹。しかし、すべての裁判所がこれに賛成しているものではない。原告が利益の吐出しが主として衡平法上のものなので、被告には陪審裁判を受ける権利がないと主張したが、裁判所は原告の主張を退けて、陪審裁判を受けることを被告に認めた例もある³⁹²。³⁹³

証券取引所法第 16 条(b)項は、出訴期間を 2 年とし、この出訴期間は、証券取引所法第 16 条(a)項の報告書が、期間内に提出されていなかった場合には、当該報告内容が合理的に開示されるときまで延長することができる³⁹⁴。

3 司法管轄権

証券取引所法第 16 条(b)項の訴訟での管轄権は、連邦裁判所の専属管轄権である。民事的損害が発生した場合といえども、証券取引所法第 16 条(b)項の違反が、刑事制裁を発動させることにはならないし、又、SEC が執行活動を行ったり、委員会の手続を開始することにもならない。対照的に、証券取引所法第 16 条(a)項の報告要件の違反は、刑事制裁や SEC の法執行活動を引き起こすことになるかもしれない³⁹⁵。

4 証券取引所法第 16 条(b)項の短期売買利益のタイミング

証券取引所法第 16 条(b)項は、文言通りに適用されるよう意図されたものであり、そして、健全な計画を立てる上で必要な予測可能性を提供するものである。しかし、特定の人が、証券取引所法第 16 条(b)項の規制を受けるかどうかは必ずしも明らかではない。売買が行われるかどうか又は何時行われるかを判断するのは、困難であることが多い。6 カ月の期間の

³⁸⁹ HAZEN, *supra* note 1, at 582.

³⁹⁰ *Id.* at 582.

³⁹¹ *Arbetman v. Playford*, 83 F. Supp.335 (S.D.N.Y.1949).

³⁹² *Morales v. Mapco, Inc.*, 66 F.R.D. 99 (N.D.Okla.1974).

³⁹³ HAZEN, *supra* note 364, at 28.

³⁹⁴ HAZEN, *supra* note 1, at 583-584.

³⁹⁵ *Id.* at 584.

計算は、裁判所の精査を免かれるものではない。証券取引所法第 16 条(b)項の禁止は、特定の取引が行われた日の前後 6 カ月の期間に適用される。そして、その場合には、インサイダーの地位を備えたものと考えられる。証券取引所法第 16 条(b)項は「6 カ月未満の期間」という文言を使って表現している。従って、その期間内には、取引は禁止されており、そして、売買という取引がちょうど 6 カ月目に生じているという場合には、証券取引所法第 16 条(b)項に服することはない。³⁹⁶

三 証券の購入と売買の構成

証券法第 2 条(a)項(3)の売却 (sale) の定義と同じパターンに従い、証券取引所法第 3 条(a)項(13)は、購入 (purchase) を定義して、それぞれ買付、購入その他の方法による取得のすべての契約を含むと規定している³⁹⁷。

何が購入又は売却を構成するかを決定するのは通常の文脈では簡単であるが、しかし、一般に取引とはされないもの (unorthodox transaction) に関わるときには、この判断は難しいものとなる³⁹⁸。例えば、ストックオプションや転換権の行使、合併に伴う株式交換に証券取引所法第 16 条(b)項が適用されるか否か、裁判所が判断せざるを得ない。初期の証券取引所法第 16 条(b)項に関する事件³⁹⁹では、株式の転換が新たな証券の購入を構成するか又は転換証券の売却を構成するかという問題を提起した。株式の転換の事情から、証券取引所法第 16 条(b)項が予防するよう意図していた投機の濫用の可能性を作出していない限り、裁判所は売却又は購入を認定しないことが多かったが、裁判所の判断は証券取引所法第 16 条(b)項の適用を認めるものとそうでないものとに分かれた⁴⁰⁰。

証券取引所法第 16 条(b)項に関する初期の判例では、株式の転換は、新しい株の購入か転換証券の売却かどちらであるのかという問題を提起してきた。下級審の先例は分かれており、購入とするものがあればそうでないものもある。リーディング・ケースとなった Kern County Land Co. 判決⁴⁰¹を見ておこう。

(1) 事実の概要

1967 年 5 月 8 日 Occidental 石油会社 (以下 Occidental 社とする) は、Kern County land 社 (以下旧 Kern 社とする) に対する公開買付けを発表した。

ところが旧 Kern 社経営者はこの公開買付けに対し、反対の方針をとり、石油会社の Tenneco 社に協力を求めた。その結果、Tenneco 社の子会社である Tenneco Corp. が Kern County land 会社という子会社 (新 Kern 社) を設立し、この会社に旧 Kern 社の全資産と

³⁹⁶ HAZEN, *supra* note 364, at 29-30.

³⁹⁷ HAZEN, *supra* note 1, at 596.

³⁹⁸ SODERQUIS, *supra* note 70, at 528.

³⁹⁹ E.g. *Heli-Coil Corp. v. Webster*, 352 F.2d 156(3d Cir.1965) ; *Petteys v. Butler*, 367 F.2d 528 (8th Cir.1966).

⁴⁰⁰ HAZEN, *supra* note 1, at 597.

⁴⁰¹ *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, 411 U.S. 582 (1973).

事業を承継させ、旧 Kern 社を解散し、旧 Kern 社株主に対しては旧 Kern 社の株式と引換えに Tenneco 社の優先株を与えることで合意した。

Occidental 社はこれに対して形勢不利と判断し買付は断念し、上記計画が実行された場合には Occidental 社が取得している旧 Kern 社株との交換で引渡される Tenneco 社の優先株を買い付けることができるオプションを Tenneco Corp.に付与するというオプション付与の申込みを合意に至った。Tenneco Corp.は、Occidental 社が 10%を超える実質株主となって 6 カ月以内である同年 6 月 2 日に、上記オプション（Tenneco 社の優先株は 1 株を 105 ドルと評価したもの）を取得した。オプションに対するプレミアムとして、1 株につき 10 ドル相当とし合計 8,866,230 ドルが Tenneco Corp.から Occidental 社に支払われた。同年 12 月 11 日 Tenneco Corp.は上記オプションを行使した。

Occidental 社は旧 Kern 社の 887,549 株を所定の交換比率で Tenneco 社の優先株と交換した。優先株はオプションを行使した Tenneco Corp.へ渡され、Tenneco Corp.は 84,229,185 ドルの対価を支払った。これにオプションのプレミアムや旧 Kern 社の配当金を含めて Occidental 社は 19,506,419.22 ドルの利益を得た。問題は、証券取引所法第 16 条(b)項によってこの利益を新 Kern 社に返還しなければならないかどうかである。⁴⁰²

(2) 最高裁判所の判旨

証券取引所法第 16 条(b)項は、会社の役員、取締役及び上場株式の 10%を超えて所有する者は、6 カ月以内になされた株式の購入及び売却、又は売却及び購入から得たすべての利益について会社に対して責任を負うべきであると規定している。ある会社が他の会社の支配権を取得するために、その会社の株主に対して行った公開買付を通じて、その会社の 10%以上の株式を取得した場合には、法律が対象としている 1 回又はそれ以上の購入が行われたことになることは疑いないことである。しかし、公開買付の対象会社が第三者の会社へ吸収合併されることによって自己防衛をしたために、公開買付者はその株式を存続会社の株式と交換し、さらに、交換された株式について、法定の 6 カ月以内には行使することができないコール・オプションを付与したという場合には、証券取引所法第 16 条(b)項にいう「売却」があることになるであろうか。これが、本件で当裁判所に提示された問題である。

403

6 カ月以内での購入及び売却、又は売却及び購入となる伝統的な現金による株式取引は明らかに証券取引所法第 16 条(b)項の適用範囲内にあるが、裁判所は、一般に取引とはされないもの（unorthodox transaction）を含めるべきか、又は除外すべきかという問題と取り組んできた。証券取引所法第 16 条(b)項は、内部者たる短期売買取引者に対して、実際に内部情報を濫用したという証明やそのような情報に基づいて利得するという意図があったという証明なしに、特定された期間内でのすべての「購入」及び「売却」によって得たすべて

⁴⁰² Id. at 584-591. 渡辺・前掲注（144）インサイダー取引 117 頁。

⁴⁰³ Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582, at 593 (1973). ルイ・ロス・前掲注（198）証券取引法 621 頁。

の利益を吐き出すよう命じている。本件において、Occidental 社が、公開買付によって、旧 Kern 社の発行済株式の 10%を超えて「購入した」ときに、証券取引所法第 16 条(b)項の文言の範囲内における「実質的所有者」となったことは当然のことである。⁴⁰⁴

(3) 検討

この判決の結論は妥当だと思われるが、短期売買差益の返還請求について、事案の特殊性から証券取引所法第 16 条(b)項が抑止しようとしていた内部情報の濫用はおよそ問題にならないとの抗弁を主張する機会を被告に与えたものとの指摘がある⁴⁰⁵。形式適用を回避し、実質的に判断したもので適切な解決を図っている。

四 実現利益

返還手続きに関しては、短期取引による利益を会社に返還させるといっても取締役等がそのような取引を行ったことを如何にして知り得るかという問題があり、証券取引所法第 16 条(a)項には、取締役等に持株の異動を翌月の 10 日までに SEC に報告するように義務付けている⁴⁰⁶。

返還すべき利益の算定方法に関しては、以下の 4 つがある。①6 カ月以内の買いと売りを証券ごとに対応させていく方法。②先買ったものを先に売ったものとして時間的に対応させる方法。③買いの平均価格と売りの平均価格との差で計算する方法。④一番安い買い価格と一番高い売り価格と対応させ、二番目に安い買値と二番目に高く売ったものと対応させるという方法で計算する方法。これらは、会計原則の原価計算方式に対応するものである。⁴⁰⁷

この問題を議論し上記の算定方法②をとらずに④の方法を採用したリーディング・ケースとして 1943 年の Smolowe 事件の第二巡回控訴裁判所の判決⁴⁰⁸がある⁴⁰⁹。

(1) 事実の概要

Delendo 会社の株主である原告は証券取引所法第 16 条(b)項に基づき、会社、社長及び副社長を被告として、6 カ月未満の取引により入手した利益を返還するよう求めて、訴訟を提起した。連邦地方裁判所は、6 カ月未満の間に私的な取引又は場外市場での取引により、被告は Delendo 会社の証券売買を行っており、これによって入手した利益のすべてに責任があると判示した。しかし、利益の計算する方法については「最高利益 (highest profit)」を

⁴⁰⁴ Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582, at 593-595 (1973).
ルイ・ロス・前掲注 (198) 証券取引法 624 頁。

⁴⁰⁵ 黒沼悦郎『金融商品取引法入門 (第 2 版)』(日経文庫、2007) 178 頁。

⁴⁰⁶ 渡辺・前掲注 (144) インサイダー取引 139 頁。

⁴⁰⁷ 渡辺・前掲注 (144) インサイダー取引 141 頁。

⁴⁰⁸ Smolowe v. Delendo Corp., 136 F.2d 231 (1943).

⁴⁰⁹ 渡辺・前掲注 (144) インサイダー取引 141 頁。

被告の利益だとしたので、被告兩名と会社が控訴したものである。これらは、原価計算式に対応するものである。⁴¹⁰

(2) Clark 裁判官の法廷意見

被告の主張する「先入先出法」(first in, first out)のルールは、所得税法上のルールであり、実際に取引された株式を特定できない場合にも使われるものであるが、現実には購入又は売却された株式がどれであるか特定することができない場合には、価格の如何にかかわらず、先入先出法によるしかないということである。しかし、所得税法上「先入先出法」のルールが適用されると証券取引所法は殆ど無効にならざるを得ないということになる。株券の同一性を確認するという基本的なルールの下では、殆どの場合には、役員又は取締役でもある大株主は、株式を蓄え、その中から売却によって引き渡す株券を注意深く選ぶというだけで、株を実物売りに投機することができる。さらに、すべての売付に続く購入から得られた利益も、事実上、禁じられることになるであろう。なぜなら、同一性確認の原理においては、この類型の取引について関連性を認めるために主観的な意図——常に漠然とした——を証明するということなくしては、利益は認められないからである。その結果、当該制定法は実質上、効力を弱められることになる。⁴¹¹

当裁判所は、証券取引所法第 16 条(b)項が宣言している目的と合致しない意味を同条に見出すことはできない。⁴¹²

本条は広く救済的な規定である。回復は株主に対してではなく会社に対してなされる。当裁判所は、証券取引所法第 16 条(b)項の趣旨がより十分に理解され、株取引から生ずる利益を同項の趣旨に乗っ取って吐き出させることにより、役員、取締役、株主の利己的な利益と彼らの忠実な業務執行義務との間の衝突をも防ぐ高い基準を確立することが求められている。すべての利益を確実に回復する唯一の方法は、地方裁判所で適用されたように、6 カ月間における最低価格と最高価格を対応させる方法 (lowest price in, highest price out) である (④方式になる)。⁴¹³

第 6 節 小括

本章においては、連邦証券取引法制下でのアメリカのインサイダー取引規制の枠組みを検討した。アメリカでは、インサイダーが、他の市場関係者より事前に重要な未公開情報を知って取引を行うことは、刑罰の適用の対象となり、情報犯罪と言える。本章では、以下のような内容を検討した。

公的開示義務に違反した Cady, Roberts & Co. 審決及び Texas Gulf Sulphur Co. 判決は、インサイダー取引規制の基礎となった。加えて連邦最高裁判所は、Chiarella 事件や Dirks

⁴¹⁰ Smolowe v. Delendo Corp., 136 F.2d 231, at 234 (1943).

⁴¹¹ Id. at 238. ルイ・ロス・前掲注 (198) 証券取引法 640 頁。

⁴¹² Smolowe v. Delendo Corp., 136 F.2d 231, at 238 (1943).

⁴¹³ Id. at 239.

事件、及び O'Hagan 事件の判断でインサイダー取引禁止の根拠を示してきた。証券取引所法第 10 条(b)項とルール 10b-5 に基づいて、インサイダー取引が詐欺と見做される理由について 2 つの理論が存在している。それは、当初 SEC 審決等で示された情報平等理論の他、伝統的理論である信認義務違反理論と不正流用理論である。インサイダー取引規制の根拠である信認義務違反理論と不正流用理論は、現在主流となっていると言える。最高裁判所は、O'Hagan 事件で証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 に基づく不正流用理論を採用したが、情報源に対する義務のため、規制拡大の懸念が払拭できない。そもそも、インサイダー取引を規制するかどうか当初、議論が分かれた。反対論拠としては、Manne 教授等の主張がある。ただし、現在では、この主張は法と経済学観点からみると、さほど意味のあるものではない。これに対して、連邦証券取引法制下でのアメリカのインサイダー取引規制を支持する見解⁴¹⁴は、公正さ、配分効率性、財産権を根拠として挙げている。

Chiarella 事件が判断されるまでには、SEC は、公開買付けが一定の手順に則って行われることを見込んで取引を行うことがインサイダー取引の最も一般的なものであり、不適切な収益の多い取引であると判断していた。従って、信認義務等を要件とする最高裁判所の判決は、SEC の施行プログラムへの相当な打撃となった。これを受けて、SEC は速やかに信認義務や情報の不正流用を要件としないルール 14e-3 を制定した。ルール 14e-3 は、公開買付けの脈絡の中でのインサイダー取引規制の根拠となった。ルール 14e-3 が有効であるかどうかについては、Chestman 事件で第二巡回区控訴裁判所は有効と判断した。

インサイダー取引規制の民事賠償責任については、1984 年インサイダー取引制裁法は、利益の吐出し及びインサイダー取引により得た利益(又は避けることができた損失)の 3 倍の制裁金制度を設けた。従って、情報受領者が取引を行って利益を得た場合又は損失を避けることができた場合には、取引を行っていない情報伝達者に対しても制裁を課することができる。同法は、SEC の法執行のための有効なツールであり、民事制裁金 (civil penalty) を命じるかどうかの決定は同委員会の裁量による。同法は、証券取引所法第 10 条(b)項又はルール 10b-5 に違反して、重要な未公開情報を有する間に証券の購入又は売却しようとする者に対して、SEC は訴訟を提起することができる。1984 年インサイダー取引制裁法による違法なインサイダー取引に対する制裁措置は、利益の吐出し及び民事制裁の賦課の双方を含むことである。

1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法は、特に雇用者及び支配的権限を有する者を具体的に言及している。同法は、同時取引者の意向により民事請求を行う訴権を法的権利として明文で認めた。証券取引所法第 20A 条は、重要な未公開情報を有している間に、証券取引所法又は SEC ルールに違反して取引を行う者は、インサイダー取引者の相手方と取引する同時取引者に対し責任を負わなければならないと規定する。証券取引所法第 20A 条により、インサイダー取引の損害を受けた被害者を特定することができるし、被害者の救済も行うことができる。なぜインサイダーが同時取引者に民事賠償責任を負うのかは、

⁴¹⁴ Loss, *supra* note 190, at 1270-1274.

Chiarella 事件及び Dirks 事件で示された三角関係という「特別関係」に拠ることになる⁴¹⁵。この「特別関係」により、インサイダー取引者は証券売買を行うとき、相手に対して信託義務を負っているとした。

証券取引所法第 16 条(b)項（会社役員らの短期取引利益の返還義務）は、内部情報の不正な利用を最小にすることを目的として、規定されたものである。同条項は、インサイダー取引に対する予防条項でもある。証券取引所法第 16 条(b)項の規制の範囲は、ルール 10b-5 によって規制されるところもあるが、これら 2 つは条項のそれぞれの規制の範囲が基本的に異なる。同規定によると、10%超の持分証券の実質的所有者、発行者の取締役・役員が発行者との関係によって取得した情報を不正に利用することを防止するため、これらのインサイダーが 6 カ月以内に行った購入と売却又は売却と購入により取得した利益を発行者に返還しなければならない旨を定める。同条項による返還すべき利益（実現利益）の算定方法については、1943 年の Smolowe 対 Delendo 会社の第二巡回区控訴裁判所の判決が、算定方法の問題を扱ったリーディング・ケースとなったものである。

日本での金融商品取引法はアメリカの証券取引諸法を母法とし、立法された。次章において、日本のインサイダー取引の枠組みを検討していく。

⁴¹⁵ WANG & STEINBERG, *supra* note 213, at 471. 本稿第 65 頁—67 頁参照。

第2章 日本のインサイダー取引規制の枠組み

前章まで、アメリカ証券規制の枠組みについて検討した。前述の通り、日本の証券取引法は、アメリカの証券諸法を参照したうえ、立法されたものである。アメリカ証券取引所法は、インサイダー取引に対して、証券取引所法第10条(b)項及びSECルール10b-5により、第1章で取り上げた幾つかの理論、例えば、情報平等理論、信認義務理論、不正流用理論に基づき、コモン・ロー上展開したものである。日本では、インサイダー取引は、金商法そのものに基づく規制とされており、いわゆる形式犯として位置付けられる。会社関係者及び公開買付関係者等は、投資者の投資判断に影響を及ぼす情報を容易に知りうる特別の立場にある。これらの者がそのような未公表の会社の重要な内部情報を知って当該会社の証券の取引を行ったとするならば、その情報を知らない一般投資者との間で不公平を生じ、証券市場に対する公正性と透明性を著しく害することになる¹。

日本では、証券市場の国際化に伴いインサイダー取引規制の世界的な潮流と足並みを揃えていく必要があること、昭和62年に起きた一企業（タテホ化学工業）の財テク失敗をめぐる事件を契機にインサイダー取引に対する社会的関心が高まってきたこと等を背景として²、昭和63年2月に、証券取引審議会不公正取引特別部会は「内部者取引の規制の在り方について」の報告書を取りまとめた。その中では、典型的なインサイダー取引（内部者取引）を、「有価証券の発行会社の役員等は、投資者の投資判断に影響を及ぼす情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものと知りながら行う有価証券にかかわる取引」と定義し、「こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般投資者と比べて著しく有利となり、きわめて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資者の信頼を失うことになる」とした³。この報告書に従って、昭和63年証券取引法（現金商法に相当）改正をし、インサイダー取引規制が導入された。

なお、平成16年の証券取引法改正により、取扱有価証券（グリーンシート銘柄）が定められ（証券取引法第40条1項1号）、取扱有価証券の発行会社の会社関係者もインサイダー取引の規制対象とされることとなった⁴。

金商法上規制としてのインサイダー取引規制は、大きく3つに分類することができる⁵。
①会社関係者等によるインサイダー取引の規制、②公開買付者等関係者等によるインサイ

¹ 河本一郎・関要 監修『逐条解説・証券取引法（3訂版）』（商事法務、2008）1329頁以下。

² 河本・関・前掲注（1）証券取引法1330頁。

³ 同志社大学監査制度研究会と関西支部監査実務研究会との共同研究会『企業情報の開示制度について』（日本監査役協会、2009）15頁。

⁴ 河本・関・前掲注（1）証券取引法1330頁。

ダー取引の規制、③役員・主要株主の自社株等売買に関する規制である⁶。しかし、インサイダー取引に対する法規制だけではなく、金融商品取引所や認可自主機関による自主規制もある。この自主規制は法改正により、インサイダー取引に対する法令による規制の基盤は出来上がってはいるが、金融商品取引のような専門技術的な分野の規制は監督官庁による法令だけでは不十分で、それを効果的に補うものである⁷。そこで、自主規制としてのインサイダー取引規制は、①自主規制機関として、証券取引所における各種ルールや適時開示規制、株式売買を受注する立場にある証券会社の自主規制機関によるルール、②会社が自主的に制定するインサイダー取引を防止する措置などが大きな役割を果たしている⁸。これによって、インサイダー取引が起こってから罰するのではなく、起きる前に、予防できることになる⁹。内部者取引が行われた後の事後措置も事前予防に非常に重要であるが、自主規制は事前予防が中心になっている。法令による規制の特徴は、その構成要件の細目が基本的に法令で明確かつ具体的に規定されていることである¹⁰。これは、「具体的構成要件方式」又は「形式主義」と呼ばれる¹¹。これに対し、第1章で検討したアメリカのインサイダー取引規制(証券取引所法第10条(b)項及び第14条(e)項並びにSECルール10b-5及び14e-3)では構成要件を抽象的に規定するとどめ、行政措置や裁判を通じてその解釈を明らかにする立法形式と法運用が行われている¹²。これは、「抽象的構成要件方式」又は「実質主義」と呼ばれる¹³。

また、昭和63年の証券取引法(第166条、第167条等)の改正は、インサイダー取引に対して実効性のある規制を行うため、「不正の手段、計画又は技巧」を伴う取引であるがゆえに処罰するという当時の証券取引法第58条(現行金商法第157条に相当)とは別に、端的に証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するという観点から規制を必要とする取引の範囲を画して、いわば形式的に、発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の事実を知った場合に、これが公表される前に一定の有価証券の取引を行う行為それ自体を処罰することに限定したものである¹⁴。本条違反に対しては罰則の制裁がある(金商法第197条)。ただし、第157条等は、被害者のための民事救済のための直接の根拠規定とはならず、民法第709条を充足する不法行為となる場合に損害賠償義務を生じさせるにとどまる¹⁵。この点につき、第1章で検討したように、アメリカにおいては、本条と

⁵ 西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・木目田裕監修『インサイダー取引規制の実務』(商事法務、2010) 10 頁。

⁶ 木目田・前掲注(5) インサイダー取引規制 10 頁。

⁷ 河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本(第2版)』(有斐閣、2011) 461 頁。

⁸ 木目田・前掲注(5) インサイダー取引規制 11 頁。

⁹ 河本・大武・前掲注(7) 金融商品取引法読本 461 頁。

¹⁰ 松尾直彦『金融商品取引法(第3版)』(商事法務、2013) 549 頁。

¹¹ 松尾・前掲注(10) 金融商品取引法 549 頁。

¹² 松尾・前掲注(10) 金融商品取引法 549 頁。

¹³ 松尾・前掲注(10) 金融商品取引法 549 頁。

¹⁴ 横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』(商事法務研究会、1989) 15 頁。

¹⁵ 河本・関・前掲注(1) 証券取引法 1265 頁-1266 頁。

同様の規定として証券取引所法第10条(b)項及びそれに基づくSECルール10b-5がある。アメリカでは、ルール10b-5による黙示の訴権の他、民事救済を認めている。

本章においては、インサイダー取引規制の枠組み、すなわち会社関係者等によるインサイダー取引の規制や公開買付者等関係者等によるインサイダー取引の規制、また役員・主要株主の自社株式等売買に関する規制等について検討していく。

第1節 会社関係者とインサイダー取引規制

一 概説

会社関係者であって、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ったものは、当該業務等に関する重要事実の公表がな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店頭デリバティブ取引をしてはならない（金商法第166条1項）。

発行会社および発行会社の親会社又は子会社の役員等、会社と一定の関係にある者は、発行会社内部にある投資判断に影響を及ぼすべき事実について、その発生に自ら関与し、又は容易に知りうる特別な立場にあり、当該事実を知ってその公表前に当該会社の有価証券の取引を行うならば、一般の投資者と比べて極めて有利である¹⁶。証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するという観点から、旧証券取引法も会社関係者がインサイダー取引を行うことを禁止していたのである¹⁷。

日本では、内部者取引が規制されたのは、昭和63(1988)年のことであり、このことは、内部者取引の保護法益や違法性について、わずか20数年前までは全くコンセンサスが形成されていなかったことの現れであるとされる¹⁸。もっとも、内部者取引規制の母国であるアメリカにおいてすら、前述のように、内部者取引規制の根拠については、幾つかの議論がなされていた。そこで、立法論において、日本法における内部者取引規制のあり方は、規制に過不足が生ずる上、比較法的にも特異であるとして、実務界・学界からは批判が強い¹⁹。また、経済界からも短期的に形式犯の要件を明確化し、長期的には形式犯的な禁止ではな

¹⁶ 河本・関・前掲注(1)証券取引法1331頁。

¹⁷ 河本・関・前掲注(1)証券取引法1331頁。

¹⁸ 神田秀樹ほか『金融商品取引法コンメンタール4—不公正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務、2011）112頁[神作裕之]。

¹⁹ 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務1907号25頁以下(2010)、黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題」竹内昭夫先生追悼論文集『商事法の展望』607頁—609頁、神田・前掲注(18)金融商品取引法コンメンタール113頁[神作裕之]。

く実質犯化すること、重要事実に係るバスケット条項は削除すること、当局による事前相談制度を創設することなど、内部者取引規制とその運用の見直しが提言されている²⁰。

金商法第 166 条は、会社関係者および重要事実を定義した上で、重要事実と取引の間には因果関係は要求せず、未公開の重要情報の取得と無関係に取引を行った場合であり、また利益の獲得がないような場合であっても、適用除外事由に該当しない限りは内部者取引に該当すると構成されている。このように、内部者取引規制は形式的な禁止であると解されている²¹。

二 金商法第 166 条の内容

1 規制対象となる主体

(1) 会社関係者

会社関係者とは、金商法第 166 条 1 項 1 号ないし 5 号に掲げている者である²²。当該上場会社等と一定の関係を有し、その地位や職務等により発行会社の内部にある未公表の情報で投資判断に影響を及ぼすものを知りうる立場にあると考えられる者である²³。ただし、この会社関係者は直ちに禁止行為規制の対象となるのではなく、その対象となるか否かは、問題となる情報を如何なる経緯で知ったのかによる²⁴。なお、会社関係者でなくなった後 1 年以内の者も、規制対象とされる（金商法第 166 条 1 項本文）²⁵。

(2) 情報受領者

会社関係者から当該会社関係者がその職務などによって知った業務等に関する重要事実の伝達を受けた者、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って、その者の職務に関し当該業務等に関する重要事実を知った者は、当該業務等に関する重要事実の公表がなされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等²⁶に係る売買等をしてはならない（金商法第 166 条 3 項）。

会社関係者から重要事実の伝達を受ける情報受領者は、通常、会社関係者との間で何らかの特別の関係があるものと考えられるため、かかる情報受領者によるインサイダー取引についても規制の対象とすることにより、会社関係者に対するインサイダー取引規制の潜

²⁰ 日本経済団体連合会「インサイダー取引規制の明確化に関する提言——公正で、安心して投資できる市場を目指して（平成 15 年 12 月 16 日）」商事法務 1687 号 37 頁以下収録（2004）、神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 113 頁以下〔神作裕之〕。

²¹ 神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 114 頁〔神作裕之〕。

²² 共同研究会・前掲注（3）企業情報の開示制度について 43 頁〔森田章〕。

²³ 河本・関・前掲注（1）証券取引法 1331 頁。

²⁴ 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010）291 頁。

²⁵ 山下・神田・前掲注（24）金融商品取引法 291 頁。

²⁶ 「特定有価証券」とは、①上場会社等の社債券、②優先出資法に定める優先出資証券、③株券・新株予約権証券（外国法人の発行する証券又は証書のうちこれらの有価証券の性質を有するもので、かつ証券取引所の上場されており、又は店頭売買有価証券もしくは取扱有価証券に該当するもの）をいう。河本・関・前掲注（1）証券取引法 1305 頁。

脱を防ぎ、当該規制を補完することを目的としたのである²⁷。第 166 条 3 項は、情報受領者から重要事実の伝達を受けた者であるいわゆる第二次情報受領者については、会社関係者との間で特別の関係があるとは限らないこと、また、第二次情報受領者まで処罰の対象とした場合には、処罰範囲が不明確となることなどから、情報受領者が法人に所属している場合で職務上重要事実の伝達を受けた場合を除き、規制の対象となっていない²⁸。理由は、昭和 63 年の立法当時、そこまで拡大しては無用の社会的混乱を生ずるだろうと懸念されたためである²⁹。もっとも、第一次情報受領者は、必ずしも会社関係者又は元会社関係者から、物理的な意味で直接に、重要事実を聞かされた者等に限られないことから、一見第二次情報受領者に見える者でも情報受領者に当たる場合が有り得る³⁰。

前述のように、アメリカでは、信認義務を負っていない者でも不当な情報伝達の下で故意に取引する場合は、ルール 10b-5 の取引の中止又は断念の義務を信認義務者側から引き継ぐことになり、違反となる。この関係は転々と続く。この考え方からみると、第 166 条 3 項の規制範囲はアメリカ法より狭いと考える。

2 規制対象となる情報——重要事実

インサイダー取引が成立するためには、行為者の入手した情報が投資者の投資判断にとって重要な事実である必要がある³¹。投資者の投資判断にとって重要な事実とは、発行会社の運営、業務又は財産に関する重要事実で、株価に影響を及ぼす事実・情報のことであり、投資者の投資判断に影響を及ぼす事実である³²。そのような重要事実は、①決定事実、②発生事実、③決算情報、④包括条項、⑤子会社の重要情報に分けて定義されている（金商法第 166 条 2 項）³³。

（1）決定事実（金商法第 166 条 2 項 1 号）

決定事実とは、会社が一定の事項を行うことについて決定したこと、又は、一度行くと決定し、その後公表した事項を行わないと決定したことである³⁴。いわゆる、会社の意思決定に係る事実である³⁵。例えば、株式・転換社債等の発行、新株発行、合併、業務上の提携、新規事業の開始等について、会社が意思決定したことがこれに当たる³⁶。すなわち、①募集株式等の発行又は募集新株予約権の発行、②資本金の額の減少、③資本準備金又は利益準

²⁷ 長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法』（商事法務、2009）880 頁。

²⁸ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 880 頁。

²⁹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 69 頁。横畠・前掲注（14）インサイダー取引規制と罰則 122 頁。

³⁰ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 69 頁。

³¹ 神山敏雄ほか『新経済刑法入門』（成文堂、2008）180 頁。

³² 芝原邦爾『経済刑法研究（下）』（有斐閣、2005）662 頁。

³³ 神山・前掲注（31）経済刑法入門 180 頁、長島・前掲注（27）金融商品取引法 880 頁。

³⁴ 神山・前掲注（31）経済刑法入門 180 頁。

³⁵ 芝原・前掲注（32）経済刑法研究 662 頁。

³⁶ 神山・前掲注（31）経済刑法入門 180 頁。

備金の額の減少、④自己株式取得、⑤株式無償割当て、⑥株式分割、⑦剰余金の配当、⑧株式交換、⑨株式移転、⑩合併、⑪会社分割、⑫事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け、⑬解散、⑭新製品又は新技術の企業化、および⑮業務上の提携その他政令で定める事項の15項目である³⁷。

なお、決定事実でいう「業務執行を決定する機関」とは、日本織物加工株式事件³⁸で最高裁は、取締役会などの会社法上の機関に限らず、実質的会社の意思決定とみなされるような意思決定を行うことができる機関（例えば、代表取締役）であれば足りると判断されており、また「行うことについての決定をしたこと」とは、会社が行う決定ではなく、その前段階の事前の準備や作業等を会社の業務として行う旨を決定した場合も含まれると判示した。

（2）発生事実（金商法第166条2項2号）

発生事実とは、当該上場会社等に金商法第166条2項2号に掲げる事実が発生したと規定されている³⁹。すなわち、①災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害、②主要株主の移動、③特定有価証券又はそのオプションの上場廃止又は登録取消しの原因となる事実、および④その他政令で定める事実の4項目である⁴⁰。

（3）決算情報（金商法第166条2項3号）

決算情報とは、当該上場会社等の売上高、経常利益若しくは純利益（以下この条において「売上高等」という。）若しくは剰余金の配当又は当該上場会社等の属する企業集団の売上高等について、公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）に比較して当該上場会社等が新たに算出した予想値又は当事業年度の決算において差異（投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限る。）が生じたことと定められている。

（4）バスケット条項（金商法第166条2項4号）

バスケット条項とは、決定事実、発生事実及び決算情報により投資判断に重要な影響を与える具体的な重要事実のすべてをあらかじめ網羅的に列举することは困難であるため、「前3号に掲げる事実を除き」、すなわち上場会社の決定事実、発生事実及び決算情報以外の事実で、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」（金商法第166条2項4号）を重要事実として包括的に定めるものである⁴¹。

（5）子会社の重要事実（金商法第166条2項5号・金商法施行令第29条）

³⁷ 川村正幸『金融商品取引法（第4版）』（中央経済社、2009）572頁。

³⁸ 最小判平成11・6・10刑集第53巻5号415頁。

³⁹ 清水豊ほか『Q&A 情報開示・インサイダー取引規制の実務』（金融財政事情研究会、2009）204頁。

⁴⁰ 川村・前掲注（37）金融商品取引法573頁。

⁴¹ 長島・前掲注（27）金融商品取引法892頁。

上場会社等の子会社の決定事実とは、上場会社等の子会社の業務執行を決定する機関が、金商法第 166 条 2 項 5 号及び金商法施行令第 29 条に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと、又は当該機関が当該決定（公表がされたものに限る）にかかる事項を行わないことを決定したことである⁴²。平成 13 年の証券取引法改正により、子会社連動株式（特定の子会社の利益の配当又は金銭の分配に基づき配当が決定される株式）にかかる当該連動子会社の利益の配当又は金銭の分配の決定が加えられて、子会社の決定にかかる重要事実とした（金商法施行令第 29 条 8 号）⁴³。有価証券報告書等の記載内容は、平成 11 年より連結情報が主で、個別情報が従となっていること、独禁法の改正によって会社法上の純粋持株会社が解禁され、上場会社の中に純粋持株会社が現れるようになると、上場会社である持株会社に係る情報のみでは不十分であるなどの理由から、子会社の情報をインサイダー取引の重要事実とし、子会社に係る未公表の重要事実を知って親会社株式等を取引することもインサイダー取引として規制することとしたものである⁴⁴。

そこで、上場会社等の子会社の決定事実においては、上場会社等の決定事実と異なり、株式・新株予約権の募集、資本金の額の減少、資本準備金又は利益準備金の額の減少、自己株式の取得、株式無償割当て、株式の分割、剰余金の配当、上場廃止申請、店頭登録取消申請、取扱有価証券としての指定取消申請、防戦買いの要請は重要事実とされていないが、本号に該当する可能性があるとは指摘する見解もある⁴⁵。

上場会社等の子会社の発生事実とは、上場会社等の子会社に、金商法第 166 条 2 項 6 号及び金商法施行令第 29 条の 2 に掲げる事実が発生したことである⁴⁶。

3 重要事実の公表（金商法第 166 条 4 項、金商法施行令第 30 条、取引規制府令第 56 条）

公表は、法で定義された概念であり、日常用語での意味で用いられるものではない。重要事実が公表されると、前述の会社関係者等による取引の規制が解除されるため、公表されたか否かは、取引規制の解除の有無を判断する基準として重要となる⁴⁷。

政令で定める措置には 2 つがある。①重要事実等を 2 以上の報道機関に公開して 12 時間が経過したことである（12 時間ルール）。②金融商品取引所や認可金融商品取引業協会の

⁴² 河本・関・前掲注（1）証券取引法 1348 頁。

⁴³ 河本・関・前掲注（1）証券取引法 1348 頁。

⁴⁴ 小谷融『インサイダー取引・相場操縦・虚偽記載規制のすべて』（中央経済社、2009）98 頁。

⁴⁵ 松本真輔『インサイダー取引規制——解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）173 頁、黒沼悦郎「インサイダー取引規制に関する証券取引法の改正と問題点」月刊監査役 436 号 21 頁（2000）。

⁴⁶ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 900 頁。

⁴⁷ 中曽根玲子ほか『金融商品取引法実務ハンドブック』（財経詳報社、2009）346 頁。

規則に従って、重要事実等を当該金融商品取引所等に通知し、そこから電磁的方法により公衆の縦覧に供されたことである⁴⁸。

上場会社等は、企業の秘密を除く重要事実をできるだけ早く投資者に開示する継続開示の義務（臨時報告書）（金商法第 24 条 1 項、第 24 条の 5）を負っている。証券取引所の定める適時開示規則は、内部者取引規制による重要事実を実質的に取り込んだ開示を要請している（適時開示規則第 2 条）。そのため、上場会社等は、企業秘密を有することはできるが、例えば、合併情報がマスコミから報じられる等のインサイダー取引が生じる状況が出てくると取引所からの問い合わせ等によってその開示を迫られることとなる⁴⁹。

4 特定有価証券等の売買（金商法第 166 条 1 項前段、金商法第 163 条 1 項、金商法施行令第 27 条の 3、金商法施行令第 27 条の 4）

インサイダー取引の対象となる有価証券は、上場会社等が発行する「特定有価証券等」に限定されている。規制の対象となる行為は、上場会社等の「特定有価証券等」に係る「売買等」である。「特定有価証券等」とは、「特定有価証券」及び「関連有価証券」である。

「特定有価証券」とは、上場会社等が発行する以下のものを指す。①社債券、優先出資証券、株券又は新株予約権証券、②外国の者の発行する①の性質を有する証券又は証書で、上場有価証券、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するもの、③外国の者の発行する①の性質を有する証券又は証書（②を除く）のうち、当該有価証券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券（いわゆる JDR）で、金融商品取引所に上場されており、又は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、④外国の者の発行する①の性質を有する証券又は証書（②・③を除く）で、当該有価証券に係る権利を表示する預託証券が、上場有価証券、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するもの。⁵⁰

次に、「関連有価証券」とは、①当該上場会社等の特定有価証券のみで運用する投資信託・外国投資信託の受益証券又は投資法人・外国投資法人の投資証券・投資法人債券・外国投資証券、②当該上場会社等の特定有価証券に係るオプション、③当該上場会社等の特定有価証券に係る預託証券、④有価証券信託受益証券で、当該上場会社等の特定有価証券を受託有価証券とするもの、⑤当該上場会社等以外の会社の発行する社債券（新株予約権付社債券を除く。）で、当該上場会社等の特定有価証券により償還することができる旨の特約が付されているもの（社債券を保有する者が当該社債券の発行会社に対し、特定有価証券による償還をさせることができる権利を有しているものに限る。）、⑥外国の者が発行する証券・証書で⑤の性質を有するものをいう。⁵¹

⁴⁸ 川村・前掲注（37）金融商品取引法 576 頁、松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 186 頁以下。

⁴⁹ 共同研究会・前掲注（3）企業情報の開示制度について 45 頁[森田章]。

⁵⁰ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 905 頁以下。

⁵¹ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 906 頁。

また、「売買等」とは、売買その他の有償の譲渡若しくは譲り受け又はデリバティブ取引をいう（金商法第 166 条 1 項前段）。「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け」には、有償の所有権の移転を広く含み、交換、代物弁済、現物出資、金融商品取引所外での相対取引を含むが、担保権の設定は含まない。上場会社等による株式の新規発行は、「売買等」には含まれないと解されている。他方で、上場会社等の株式の売出し（自己株式の処分を含む）は、「売買等」に含まれる。「売買」とは、売買等により権利義務の帰属主体となることに限られず、他人に売買等の委託・指図をすることや、他人のために売買等の行為を行うことを含むと解される。売買代金の支払い時や株式の譲渡時ではなく、売買契約が成立した時点で「売買等」が既遂となると解されている。⁵²

5 適用除外

前述の要件を満たす場合は原則としてインサイダー取引規制の対象となるが、未公表の重要事実を知って取引をした場合でも、一定の取引については、証券市場の健全性・公正性を害さないものとして、インサイダー取引規制の適用が除外されている（金商法第 166 条 6 項各号）⁵³。すなわち、①株式の割当てを受ける権利および新株予約権の行使による株券の取得、②オプションの行使による特定有価証券等の売買等、③株式買取請求等に基づく売買等、④公開買付け等に対する防戦買い、⑤公表された総会決議に基づく自己株式取得、⑥安定操作取引、⑦普通社債券の売買等、⑧会社関係者等同士の間での相対取引及び⑨重要事実を知る前に締結された契約の履行又は決定された計画の実行による売買等で、内閣府令で定めるもの等は禁止の対象から除外される⁵⁴。しかし、例えば、重要事実の発表前にストックオプションを行使し、安値で取得し、発表後高値で売却することは、認められない⁵⁵。

三 金商法第 157 条詐欺的取引との関係

インサイダー取引罪は、会社関係者等が、職務に関して内部情報である重要事実を知り、その公表前に当該会社の株式等の取引をすることにより成立するものであり、積極的に欺罔やその不正の手段を弄すること、又は内部情報を利用して利益を得ることも成立要件とされていないと思われる⁵⁶。

インサイダー取引に金商法第 157 条 1 号違反罪の成立を認めることができるかどうかの問題とされていた⁵⁷。金商法第 157 条 1 号は、「不正の手段、計画又は技巧」という用語は

⁵² 長島・前掲注（27）金融商品取引法 906 頁以下。

⁵³ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 20 頁。

⁵⁴ 川村・前掲注（37）金融商品取引法 577 頁以下。

⁵⁵ 東京証券取引所のインサイダー取引に関するよくあるご質問、東京証券取引所ホームページ（<http://www.tse.or.jp/sr/faq/index.html>）。

⁵⁶ 野村稔『経済刑法の論点』（現代法律出版、2002）76 頁。

⁵⁷ 野村・前掲注（56）経済刑法 76 頁。

抽象的であるが、有価証券取引につき他人を欺罔して錯誤に陥れる態様の行為を行うことであり、社会通念上不正と認められる一切の行為を含むと解すべきである⁵⁸。本号は、証券取引を通ずる詐欺的行為、方法を包括的に禁止して取引の公正を確保しようとする一般条項的規定と捉えられている⁵⁹。それに従って、理論的には詐欺的手段を用いるなど悪質なインサイダー取引には適用が認められ、その場合には両者は法条競合であり、金商法第 157 条 1 号違反の罪で処断されるが、通常の場合には、適用は無理であると思われる⁶⁰。その理由は、以下のような適用に消極的な見解による。第一に、罪刑法定主義からの疑問である。同条は、抽象的な文言によって定められているにも拘らず、法令適用の形式的明確性が重視される傾向にある日本の法文化の下では、その違反に対して刑事罰を課することができるかどうかという疑問が生じるからである⁶¹。第二に、同条は犯罪構成要件としては抽象的であることからすると、事件を訴追する検察官が、金商法第 166 条等他の不公正取引の禁止規定の適用により訴追目的をおおむね達成することができるならば、前例に乏しい金商法第 157 条の適用をわざわざ求めることに慎重であることは、実務的には理解できるからである⁶²。第三に、アメリカ SEC ルールの射程範囲が判例の積み重ねを通じて拡大されてきたのは、1933 年以前から発展していた民事上の「詐欺 (fraud)」の概念が基礎とされたものであり、日本ではそのような基礎が存在しなかったことからである⁶³。

四 判例

以下では、これまでの判例をみることにしたい。

1 日新汽船株事件⁶⁴—初のインサイダー取引処罰の事件

(1) 事実の概要

千代田ファイナンス株式会社の代表取締役 A が、日新汽船株式会社（現シーコム）の取締役会長 B から、同人の使者 C を介し、「オーストラリアの某ホテルを買収することになり、その買収資金のうち 256 億円を第三者割当増資によって調達することを決定した。千代田ファイナンスでも 35 万株を引受けてもらいたい」旨依頼され、その事実の公表前に、同会社の株式を買い付けたというものである。⁶⁵

(2) 略式命令の要旨

⁵⁸ 河本・関・前掲注 (1) 証券取引法 1264 頁。

⁵⁹ 河本・関・前掲注 (1) 証券取引法 1264 頁。

⁶⁰ 野村・前掲注 (56) 経済刑法 76 頁。

⁶¹ 松尾・前掲注 (10) 金融商品取引法 519 頁。

⁶² 松尾・前掲注 (10) 金融商品取引法 519 頁。

⁶³ 松尾・前掲注 (10) 金融商品取引法 519 頁。

⁶⁴ 東京簡裁略式命令平成 2・9・26。

⁶⁵ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 663 頁。

東京簡易裁判所は、平成 2 年 9 月 26 日、同日東京地検から日新汽船の資金調達に絡みインサイダー取引を行なったとして証券取引法違反の疑いで略式起訴された千代田ファナンスの元社長に対して、罰金 20 万円の略式命令を下した⁶⁶。

(3) 検討

本件の詳細な事実関係は、それが略式命令によることもあって、判決文上明らかでないが、本件のような事案では、以下の幾つかの点が解釈上問題となりうる。

まず、当該事実が「重要事実」といえるためには、それが「業務執行決定機関」により決定されていなければならないが、本件で何が「業務執行機関」であるかが問題となる⁶⁷。

本件では、問題となっている株式取引は増資を決定した取締役会の公表日の前日に行われている。もし本件で取締役会を「業務執行決定機関」と解すると、取引当時この事実は「重要事実」になっていないことになるが、会社による増資の決定がより限られた役員等によってそれ以前に実質的になされたと認定できれば、その時点で業務執行機関の決定があったものとみることができる⁶⁸。

また、本件では、当該情報は B から C を介し A に伝達されている。もしこれが B から C に伝達され、C が第一次情報受領者とされると、A は第二次情報受領者となり、処罰されないことになる。C が A か B の秘書のような場合は、C は単なる伝達の道具とみなされ、A が第一次情報受領者ということになる。この認定に当たっては、客観的な伝達の状況や B が誰に当該情報を伝達する意思でこれを伝えたか等を総合して、実質的に判断されることになる。⁶⁹

ただ、本件では、A が割当てについての打診を受けた段階では、果たして「業務等に関する重要事実」があったといえるのかどうかの疑問が生じていると指摘されている。⁷⁰

2 マクロス事件⁷¹

(1) 事実の概要

東証二部上場会社マクロス（旧谷藤機械工業）の専務取締役 A は、同社の臨時取締役会で、代表取締役社長 B から、電子機器部門の約 40 億円の売上げが架空のものであったこと、そのため当面約 30 億円の営業資金不足が生じること、これを担当していた常務取締役 C の所在が分からないため今後の営業活動にも重大な支障が生じるであろうこと等の報告を受けた。これらの事実が公表されれば同社の株式の価格が下落するものと考えた A は、予想される損失を未然に防ごうと企て、この重要事実の公表前に自己および妻名義の同社の株式を売却した。証券取引法第 190 条の 2 第 2 項 3 号(当時)（現金商法第 166 条 2 項 3 号に

⁶⁶ 資料版商事法務 81 号 35 頁(1990)。

⁶⁷ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 663 頁以下。

⁶⁸ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 664 頁。

⁶⁹ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 664 頁。

⁷⁰ 堀口亘「マクロスのインサイダー取引事件」金融・商事判例 911 号 46 頁(1993)。

⁷¹ 東京地裁平成 4・9・25 刑事第 6 部判決。平成 3 年特（わ）第 1504 号証券取引法違反。

相当、以下同じ)は、「重要事実」のうちの「決算情報」として、会社の売上高、経常利益又は純利益について、公表がされた直近の予想値に比較して会社が新たに算出した予想値又は当事業年度の決算において差異が生じたことをあげている。売上高については、省令によって10%以上の変動のあるとき重要事実となるとされている。⁷²

(2) 判旨 (東京地裁)

取締役会は、この決議によって最終的に公表数値が具体的に確定しなければ、算出とされたことにはならないとの主張については、最終的な数値の決定がなされるまでの過程において、取締役会で取締役等が予め修正公表が必要であることやその概ねの数値を知ることが少ないにも拘わらず、取締役会で最終的に公表数値の決定がなされるまでの間においては、これらの者がその会社の株式の売買をすることが可能になってしまうので、立法趣旨に照らせばこのような解釈はとりえず、取締役会において予想値の修正公表が避けられない事態に立ち至っていることについての報告がなされてそれが承認されたことをもって、証券取引法第190条の2にいう数値の「算出」がなされたものと解するのが相当である。⁷³

予定していた約40億円の売掛金の入金がなくなったことによって、今後約30億円の営業資金不足が生じ、今後約30億円もの資金繰りを必要とするという事態を招いているのであって、公表されていた売上高の予想値に大幅な架空売上が含まれていた事実、及びその結果現に売掛金の入金がなくなり、巨額の資金手当てを必要とする事態を招いた事実は、まさに投資者の投資判断に著しい影響を与える事実といわなければならない。すなわち、この事実は、証券取引法第190条の2第2項3号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており(通常、3号の事実は、景気の変動や商品の売れ行きの変動が生じた場合の業績予想値の変動を念頭に置いたものと解される。)、かつ、同項1号の事実に該当しないことは明らかであるうえ、性質上は2号に類する事実といえるが、同号及びその関係省令等を調べても、同号の事実に該当しないものと認められる。⁷⁴

加えて、年間の売上高の見込みが230ないし290億円で、経常利益の見込みが20億円という谷藤の会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさにおいても、証券取引法第190条の2第2項1ないし3号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は同条2項4号(バスケット条項)に該当するものと解するのが相当である。⁷⁵

(3) 検討

⁷² 芝原・前掲注(32) 経済刑法研究 665 頁。

⁷³ 編集部「マクロスのインサイダー取引事件判決」商事法務 1306 号 29 頁(1992)。

⁷⁴ 編集部・前掲注(73) 「インサイダー取引事件」 29 頁。

⁷⁵ 編集部・前掲注(73) 「インサイダー取引事件」 29 頁。

本件においては、これを証券取引法第 190 条 2 項 3 号の重要事実に関するものとする主位的訴因および第一次予備的訴因は退けられ、結局、証券取引法第 190 条 2 項 4 号に該当するものとする第二次予備的訴因が認められた⁷⁶。

① 売上高等予測値が算出された時期の認定

証券取引法第 190 条 2 項 3 号の適用においては、まず、本件では、会社が新たに算出した予想値」の算出主体は取締役会であるとしている。次に、本判決は、新たな予想値が算出されたことになる時期は、それ以前の取締役会において予想値の修正公表が避けられない事態の報告がなされてそれが承認された時点と解したことである。⁷⁷

② 証券取引法第 190 条の 2 第 2 項 4 号の適用

証券取引法第 190 条の 2 第 2 項 4 号の「重要事実」の具体的内容を定めた証券取引法第 190 条の 2 第 2 項の規定のうち、第 4 号は「前 3 号に掲げる事実を除き、当該会社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とだけ規定し、何ら具体的概念が示されていない⁷⁸。バスケット条項は、第 1 号から第 3 号までに規定した事項について、実質的な洩れを防止するために立法技術上の必要から設けられたもので、要件が包括的であるために、これを実際に適用し、規制することに困難が生じると考えられていたが、本件で初めて適用された⁷⁹。

3 日本商事事件

(1) 事実の概要

皮膚科病院の院長である被告人は、平成 5 年 10 月 12 日午後 1 時ころ、主として医薬品の卸販売を業とし、かつ、大阪証券取引所の開設する有価証券市場に株式を上場している日本商事株式会社（以下「日本商事」とする）と医薬品の販売取引契約を締結している A 薬品株式会社 B から薬の副作用の情報を得た。同人が同契約の履行に関して入手した、ユースビル錠とフルオロウラシル系薬剤との併用投与による副作用症例が発生したなどの趣旨が記載された文書を B から手交された。これにより、日本商事が実質上初めて開発して同年 9 月 3 日発売を開始し、同社の株価上昇のもとになっていた帯状ほう疹の新薬ユースビル錠について、発売直後、これを投与された患者につき、死亡例が発生したとの同社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要事実の伝達を受けた被告人は、同重要事実の公表により同社の株価が確実に下落するものと予想し、信用取引を利用して同社の株式を高値で売り付けた上、株価の下落後に反対売買を行って利益を得ようと決意し、法定除外事由がないのに、同重要事実の公表前である同年 10 月 12 日午後 1 時 50 分ころ、大阪証券取引所において、日本商事の株式を売り

⁷⁶ 芝原・前掲注（32）経済刑法研究 666 頁。

⁷⁷ 芝原・前掲注（32）経済刑法研究 666 頁。

⁷⁸ 編集部・前掲注（73）「インサイダー取引事件」29 頁。

⁷⁹ 編集部・前掲注（73）「インサイダー取引事件」29 頁。

付け、もって、同社の業務等に関する重要事実の公表がされる前に、同社の上場株券の売買を行った。

第一審の大阪地裁は、上記副作用の発生が証券取引法第 166 条 2 項 4 号にいう「前 3 号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」に該当すると判断した上、被告人に同条 3 項違反の犯罪の成立を認めたが、高裁では、第 1 審判決には、前記証券取引法の関係規定の解釈適用の誤りがあるとし、これを破棄して本件を第 1 審に差し戻す判断をした。⁸⁰

(2) 最高裁判所の判旨

第一審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、証券取引法第 166 条 2 項 2 号イにいう「災害又は業務に起因する損害」が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、第一審判決の認定によると、前記ユースビル錠は、従来医薬品の卸販売では高い業績を挙げていたものの製薬業者としての評価が低かった日本商事が、多額の資金を投じて準備した上、実質上初めて開発し、その有力製品として期待していた新薬であり、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであったところ、前記のように、その発売直後、同錠を投与された患者らに、死亡例も含む同錠の副作用によるとみられる重篤な症例が発生したというのである。これらの事情を始め、日本商事の規模・営業状況、同社におけるユースビル錠の売上げ目標の大きさ等、第一審判決が認定したその他の事情にも照らすと、副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬ユースビル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るという面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価され得ない性質の事実であるといわなければならない。⁸¹

原審としては、諸事情に関する第一審判決の認定の当否について審理を遂げて、本件副作用症例の発生が同項 4 号所定の業務等に関する重要事実にあつたか否かにつき判断すべきであつたといわなければならない。したがって、これと異なり、本件副作用症例の発生が同項 2 号イ所定の損害の発生にあつたか否かにつき判断する余地がある以上同項 4 号所定の重要事実には当たらないとの見解の下に、前記のように判断して、第一審判決を破棄した原判決には、同号の解釈適用を誤った違法があり、この違法が判決に影響することは明らかであつて、原判決を破棄しなければ著しく正義に反するものと認める。⁸²

(3) 検討

⁸⁰ 最小判平成 11・2・16 刑集第 53 卷 2 号 5 頁以下。

⁸¹ 最小判平成 11・2・16・前掲注 (80) 7 頁。

⁸² 最小判平成 11・2・16・前掲注 (80) 8 頁。

本判決のもっとも重要な論点は、証券取引法第 166 条 2 項 1 号ないし 3 号と 4 号との関係、すなわち 1 号ないし 3 号に当たる事実について、それが 1 号ないし 3 号に規定する事実とは異なる側面で、4 号にいう「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」に該当する場合には、なお 4 号の適用を認めてよいか、あるいは 1 号ないし 3 号に該当する事実であれば、それがたとえこれとは異なる側面で 4 号に該当すると考えられる場合でも、4 号の適用は排除されるのかである。⁸³

第一審判決は、2 号イと 4 号の関係については、本件における損害が 2 号イに当たると解されるとしても、「軽微基準」を上回るものとわかに断定することができないから、2 号イに該当の重要事実は認められないとし、その後に 4 号該当の有無を判断していた。⁸⁴

控訴審判決は、被告人の院長が出入りの薬品卸販売会社の担当者から副作用情報を知って日本商事の株式を売買したとの第一審判決の事実認定を是認しつつも、インサイダー取引規制に関する証券取引法第 166 条 2 項 1 号ないし 4 号の関係につき、4 号の規定の趣旨は、今後の経済の発展、証券市場の発展や変化に応じてインサイダー取引の規制に抜け穴が生じないようにするための補足的・補助的規定であり、4 号は 1 号ないし 3 号までに掲げられた重要事実以外の事実についての規定であって、1 号ないし 3 号に相応する事実ではあるが、同時に又は選択的に、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして 4 号に該当するというようなことはないと解するべきであると判示して、大蔵省令に規定する軽微基準を超えるかどうか、したがって、2 号イに規定する損害の発生に該当するかどうかの判断をさらに尽くさせるため原判決を破棄して本件を大阪地裁に差し戻した。⁸⁵

最高裁は、被告の入手した副作用情報について「個別規定に挙げられている『損害の発生』に当てはまる面があるとしても、それだけの理由で包括規定に該当する余地がなくなるものではない」としつつ、本件ソリブジンは「多額の資金を投じて準備し、新製品として期待していた新薬で、株価の高値維持にも寄与していた」のであり、「新薬の副作用情報は製薬業者としての信用をさらに低下させ、今後の業務展開、財産状態に重要な影響を及ぼすことを予測させた」ものであり、「副作用の発生は災害・業務に起因する損害として評価される面とは別の重要な面を有しているのであり、包括規定の該当性について判断すべきであった」とした。しかし、1 号ないし 3 号に当たる事実がその性質上量的観点だけでは評価しきれない事項をも含むことはむしろ通常のことといえるが、最高裁のこの判断を前提としても、そのような場合にすべての事実で 4 号の適用の可能性が考えられるわけではない。⁸⁶

⁸³ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 677 頁。

⁸⁴ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 680 頁。

⁸⁵ 野村・前掲注 (56) 経済刑法 74 頁。

⁸⁶ 芝原・前掲注 (32) 経済刑法研究 681 頁。

今後、単に将来の経済、証券市場の変化によって新しく生じることがあるかもしれない事態に対処するために、4号による柔軟な法適用を期待していると考えられる⁸⁷。証券取引等監視委員会の運用もこの考え方に則っている。

4 日本織物加工株式事件

(1) 事実の概要

A 織物加工株式会社（以下 A 社とする）は、平成 6 年当時、その発行済み株式総数の過半数の株式を B 染工株式会社と C 株式会社（以下それぞれを「B 社」「C 社」とし、両者を併せて「各親会社」とする）がおおよそ 2 対 1 の割合で保有していた。B 社は、平成 4 年 6 月、経営再建を目的として F を A 社に派遣し、F がその A 社の社長に就任したものの、経営状態が好転しなかった。

A 社の経営がむしろ悪化したことから B 社は A 社の M&A を模索し、A 社の M&A の相手として株式会社ユニマット（以下 D 社とする）を仲介業者から紹介され、平成 6 年 3 月頃から D 社との間で M&A 交渉を開始した。そして、同月 15 日、D 社、B 社及び A 社との間で有効期間を 3 年とする秘密保持契約を締結した。

D 社の監査役及び顧問弁護士であり、M&A の専門家として被告人は、本件秘密保持契約書を D 社の社長から事前に見せられてその内容を確認したりしていたが、平成 6 年 5 月頃には同社長から具体的な交渉や事務手続を含む本件 M&A 交渉の一切を委任された。

被告人は、同年 5 月 18 日ころ、A 社が第三者割当増資を行うとともに、B 社及び C 社が各保有する A 社の株式を D 社に売却することなどを内容とする M&A の枠組み案を作成し、そのころ、これを B 社側に提示した。平成 7 年 3 月 3 日、D 社と各親会社は、本件 M&A についての本契約を締結し、F 社長は、A 社の取締役会で第三者割当増資の議題を提出して説明し、承認決議を得た。引き続き、同日、記者発表が行われて、第三者割当増資を含む本件 M&A が公表された。被告人は、同年 2 月 16 日から同月 27 日までの間、知人名義を使用し、A 社の株式 113,000 株を合計 18,289,000 円で買い付けた。⁸⁸

(2) 最高裁判所の判旨

証券取引法第 166 条 2 項 1 号にいう「業務執行を決定する機関」は、商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りると解されるところ、F 社長は、A 社の代表取締役として、第三者割当増資を実施するための新株発行について商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実質的な決定を行う権限を付与されていた者と認められるから、「業務執行を決定する機関」に該当するものといえることができる。従って、原判決この点についての判断は正当である。しかしながら、証券取引法第 166 条第 2 項 1 号にいう「株式の発行」を行うことについての「決定」をしたとは、上記のような機関において、株式の発

⁸⁷ 野村・前掲注（56）経済刑法 75 頁。

⁸⁸ 最小判 11・6・10 刑集第 53 卷 5 号 422 頁。

行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、上記決定をしたというためには上記機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である。⁸⁹

本件において、M&Aの対象である会社の最高責任者のF社長は、同社の方針として第三者割当増資を行う旨の決定をし、これをL常務に言明することによって外部的に明らかにしたものであるから、その当時、Cの保有株式の譲渡方法に関する問題が最終決着をみていなかったとしても、株式の発行を行うことについて決定したというに妨げなく、F社長の決定は、証券取引法第166条2項1号にいう「決定」に該当すると認めるのが相当である。⁹⁰

(3) 検討

本判決は、証券取引法第166条2項1号の「業務執行を決定する機関」は、商法所定の権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りると解された。最高裁は、「業務執行を決定する機関」の「機関」性についての解釈を示したものである。⁹¹

証券取引法第166条2項1号の「業務執行を決定する機関」の意義については、重要事実に係る事項について実質的に決定を行う経営会議、経営委員会、常務会、専務会等の合議体や当該事項について決定することについて取締役会から委任を受けた1人の取締役等も機関に該当すること、商法第260条2項にいう「重要ナル業務執行」に該当する事項であって⁹²、取締役会に委任することができないものであっても、当該会社において取締役会の委任を受けて取締役が実質的に決定しているのであれば機関の決定に該当することを認めており⁹³、一般論として、本号の「業務執行を決定する機関」は、取締役会に限定されるものではなく、投資判断に影響を及ぼす事実について実質的な決定を行いうる者を本号の機関と解する点は妥当である⁹⁴。本判決は、F社長は、A社の代表取締役として、第三者割当増資を実施するための新株発行について商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実質的な決定を行う権限を付与されていた者と判断された点からみると、上記の意義に一致することを明らかにしたと言える。

本判決は、証券取引法第166条2項1号にいう「決定」に該当するためには、当該「決定」に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つことは要しないとした。すなわち、本判決は、証券取引法が業務執行決定機関の決定をもって重要事実とし、その

⁸⁹ 最小判11・6・10・前掲注(88)422頁。

⁹⁰ 最小判11・6・10・前掲注(88)423頁。

⁹¹ 池田修・三好幹夫「(1)証券取引法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』の意義、(2)証券取引法166条2項1号にいう株式の発行を行うことについての『決定』の意義」ジュリスト1164号133頁(1999)。

⁹² 池田・三好・前掲注(91)「証券取引法166条2項1号」133頁。

⁹³ 池田・三好・前掲注(91)「証券取引法166条2項1号」133頁。

⁹⁴ 芳賀良「日本織物加工株式のインサイダー取引事件上告審判決」金融・商事判例1090号57頁(2000)。

決定に係る事実が実現するか否か等は問題にしていない⁹⁵。本判決では、M&Aの対象である会社の最高責任者のF社長は、同社の方針として第三者割当増資を行う旨の決定をした。その当時、Cの保有株式の譲渡方法に関する問題が最終決着をみていなかったとしても、株式の発行を行うことについて決定したというに妨げなく、F社長の決定は、証券取引法第166条2項1号にいう「決定」に該当すると認めるのが相当である⁹⁶と判断した。この判決は、妥当であり、正当であるとする。理由は、株式の発行を行うことについての決定は、その文言から、株式の発行に向けた作業が投資者の判断に影響を及ぼすことになると考えられたもので、確実なものになるかどうかと関係なく、会社の業務として行うことの決定をも含むと考えることができるからである。

第2節 公開買付けとインサイダー取引規制（金商法第167条）

一 概説

1 公開買付制度の意義

公開買付けとは、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行い、金融商品取引所の外で株券等の買付け等を行うことである⁹⁷（金商法第27条の2第6項）。公開買付けとは、一般には、①株式の買付けであり、②株主と公開買付者をその当事者とし、③市場外で行う株券の買付けであって、④公開買付者は支配権の取得・経営権の獲得を目指し、⑤短期間で大量の株式取得を行うものである⁹⁸。

公開買付けは、その買付者に買付け等にかかる買付期間、買付数量、買付価格等の情報を開示することを義務付け、他方、株主に対する平等扱いを保証することにより投資者を保護し、株券等の取引の円滑化を図ろうとする制度である⁹⁹。買付けを行うことによって、買付者は効率的に多量の株券等の買付けが可能になり、投資者の側も売付けの機会を得ることができる¹⁰⁰。対象的に、合併では、合併契約の締結が必要であり（会社法第748条）、相手方の会社の経営陣がこれに賛成するものでなければ実現不可能となるのに対し、敵対的公開買付は対象会社の経営陣が反対する場合でも、企業買収を成功させることが可能である¹⁰¹。有価証券報告書を提出しなければならない会社の発行する株券等を証券取引所の外で買付ける場合には、原則として、公開買付けによらなければならない（金商法第27条

⁹⁵ 池田・三好・前掲注（91）「証券取引法166条2項1号」135頁。

⁹⁶ 最小判11・6・10・前掲注（88）423頁。

⁹⁷ 長島・前掲注（27）金融商品取引法364頁。

⁹⁸ 清原健『詳解公開買付けの実務』（中央経済社、2009）5頁。

⁹⁹ 小谷・前掲注（44）インサイダー取引36頁。

¹⁰⁰ 中村直人『M&A取引等のための金融商品取引法』（商事法務、2008）57頁。

¹⁰¹ 共同研究会・前掲注（3）企業情報の開示制度について82頁[川口恭弘]。

の2第1項)。発行済株式の5%を超えない株券等を所有するに留まる場合には、公開買付けは不要である¹⁰²。

公開買付けには、発行者以外の者が行う場合のほか、発行者が行う場合(MBO)がある¹⁰³。

発行者による上場株券等の公開買付けは、上場会社が市場外で自社株の有償取得をする一定の場合に義務付けられる¹⁰⁴。発行者以外の者による公開買付けには、典型的には、市場外で他社の株式を買い付けることにより企業買収を行う取引に利用される¹⁰⁵。金商法は、公開買付けによって株券等の買付けを行わなければならない者に対して、買付け等の価格、買付予定の株券等の数、及び買付け等の期間等を公告すると共に、これらの事項を記載した公開買付届出書を提出しなければならないと規定する等、公開買付けに関する事項を規定している¹⁰⁶。

株券等について有価証券報告書を提出しなければならない発行者等(以下「発行者」とする)の株券等を、発行者以外の者が、短期間に大量に買付ける等の場合には、原則として、公開買付けによらなければならない(金商法第27条の2第1項)。その理由は以下の点にある。金商法は、「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的」としている(金商法第1条)ところ、発行者の支配権又は経営権に重大な影響を与え、また発行者の株式その他の有価証券の価格形成に重大な影響を与える株券の買付け等について、取引当事者間の自由な合意に基づく取引を無制限に許容すると、①株主・投資者間の情報の偏在、②発行者の支配権又は経営権を取得することにより生じる上乗せ価値の分配の不公平、③株主・投資者間に対して付与される売却機会の不平等により、公正な価格形成、円滑な流通、及び株主・投資者間の平等が確保されないという問題が生じ得る。¹⁰⁷

公開買付制度を設けることで、一定の有価証券の買付け等について公開買付けによらなければならないとし、公開買付けによって株券等の買付けを行わなければならない者に対し、発行者の支配・経営権の移転等に関する情報を開示させ、株主・投資者に対して、平等に株券等の売却機会を付与することで、金商法の目的である投資者の保護を図ることができるからである¹⁰⁸。

2 公開買付制度の沿革

¹⁰² 共同研究会・前掲注(3) 企業情報の開示制度について 82 頁[川口恭弘]。

¹⁰³ アンダーソン・毛利・友常法律事務所編『Analysis 公開買付け』(商事法務、2009) 2 頁。

¹⁰⁴ 長島・前掲注(27) 金融商品取引法 365 頁。

¹⁰⁵ 長島・前掲注(27) 金融商品取引法 364 頁。

¹⁰⁶ アンダーソン・前掲注(103) 公開買付け 2 頁。

¹⁰⁷ アンダーソン・前掲注(103) 公開買付け 3 頁。

¹⁰⁸ アンダーソン・前掲注(103) 公開買付け 3 頁。

公開買付制度については、アメリカでは 1968 年のウィリアムズ法¹⁰⁹等で定められている。日本の法整備はそれを受け、1971 年の証券取引法の改正で、公開買付けの制度が初めて規定された¹¹⁰。

日本の証券市場は、その後急成長を遂げ、昭和の終わり頃には、時価総額で東京証券取引所がニューヨーク市場を上回るような状況を迎えたため、市場の法整備も急務となっていた¹¹¹。昭和 63 年の証券取引法改正ではインサイダー取引規制が導入され、平成 2 年の改正では 5%ルールでの大量保有報告制度が導入されることとなった¹¹²。大量保有報告制度の導入を機に、公開買付制度も大幅な改正をすることとなった¹¹³。その改正の直接の契機は、大量報告制度で 5%以上の保有に対して開示義務が導入されるのに合わせて、公開買付けも、従来 10%以上の株式の取得の場合に適用される制度であったものを 5%に引き下げることになった¹¹⁴。アメリカでは、5%ルールと公開買付とは本来同じルールのものであった¹¹⁵。

金融・証券市場の変化と共に、公開買付制度も幾つかの点で改正された。例えば、1990 年には、市場外における著しく少数の者からの買付けであっても、買付け後の所有割合が発行済株式の 3 分の 1 を超える買付けは、公開買付によることが義務付けられることとなった¹¹⁶。

平成 6 年改正では、自己株式の取得を緩和する商法改正に伴って、発行者による自社株式公開買付制度も新設された。その後、事業再編の迅速化、手続の簡素化の観点から適用除外事由を拡大したり、取引所市場内の立会外取引を公開買付規制の対象とするなどの改正が行われた（平成 15 年改正、平成 16 年改正、平成 17 年改正）。平成 18 年改正では、企業買収の手段としての公開買付けの件数増加、脱法的な態様による取引の出現（村上ファンド事件）、敵対的買収防衛策をめぐる動き、会社法の施行などを踏まえて、3 分の 1 ルールに関する脱法的な態様の取引への対応（急速な買付けに係る規制）、株主・投資者への情報提供の充実、買付条件の変更・撤回の柔軟化、全部買付義務の一部導入、買付け等が競合する場合の公開買付けの義務付けなどの大規模な改正が行われた¹¹⁷。さらに、平成 20 年改正では、公開買付規制の実効性担保のため、公開買付けに係る開示書類の虚偽記載や強制公開買付規制違反についても課徴金制度の対象とされるなどの改正が行われた。ま

¹⁰⁹ アメリカ 1934 年証券取引所法第 13 条(d)項・(e)項、14 条(d)項・(e)項・(f)項。

¹¹⁰ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 57 頁、清原・前掲注（98）公開買付けの実務 32 頁。

¹¹¹ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 57 頁以下。

¹¹² 中村・前掲注（100）金融商品取引法 58 頁。

¹¹³ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 58 頁。

¹¹⁴ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 58 頁、清原・前掲注（98）公開買付けの実務 35 頁。

¹¹⁵ アメリカ 1934 年証券取引所法第 14 条(d)項。

¹¹⁶ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 365 頁。

¹¹⁷ 金融庁「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成 18 年法律第 65 号）、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/164/>）。

た、プロ向けの取引市場の創設に伴い、プロ向けの取引市場¹¹⁸のみに上場している株券等も公開買付規制の適用範囲とされた。¹¹⁹

3 趣旨

本条の立案担当者は、そのような取引は、当該買付者・買集め者の利益を害するのみならず、そのような事案を知らない一般投資者と比較して著しく不公平であり、証券市場の公正さと健全性に対する投資者の信頼を損ねるため、これを禁止したものであると説明している¹²⁰。

二 公開買付けとインサイダー取引の関係

アメリカでは、企業買収にかかわる内部情報を利用した取引が問題となった。発行会社の役員等でない者の取引は第1章で論述した不正流用理論で規制されるようになり、会社関係者による取引の禁止と、公開買付関係者による取引の禁止という2本立てのルールとなった¹²¹。日本では、その当時のアメリカ法を参照して立法され、会社関係者と公開買付関係者という2本立てのまま受け入れたものと考えられている¹²²。金商法第167条は、証券市場の公正性、健全性に対する投資者の信頼を確保するため、公開買付関係者が、未公表の公開買付け等に関する情報を利用して一定の有価証券の買付け等又は売付け等を行うことを禁止している¹²³。公開買付者等本人は届出をしており、規制の対象とならないと解されている¹²⁴。アメリカ法に習って立法された当時はM&Aが少なかったため、本条はあまり注目されていなかったが、最近では、M&Aが増加し、本条に違反する事例の摘発も増

¹¹⁸ 金融に関する知識を有する特定の投資者に参加者を限定した市場（いわゆるプロ向け市場）金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案要綱」、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/169/01/youkou.pdf>）。

¹¹⁹ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 366 頁。

¹²⁰ 横畠・前掲注（14）インサイダー取引規制と罰則 177 頁、神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 162 頁[神作裕之]。

¹²¹ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 251 頁。

¹²² 中村・前掲注（100）金融商品取引法 251 頁。

¹²³ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 331 頁。

¹²⁴ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 332 頁。

加している¹²⁵。例えば、（株）光通信事件¹²⁶（東京地裁平成 15 年 2 月 28 日判決）、村上ファンド事件など。

金商法第 167 条 1 項は、公開買付けをする者、すなわち、上場会社等の株券等の公開買付け等の関係者が、それぞれの職務等に関して、当該公開買付け等の公開買付け等の実施又は中止に関する事実を知った場合は、その事実が公表された後でなければ、当該公開買付け等に係る上場株券等の発行者である会社の発行する株券等の買付け等、売付け等がインサイダー取引規制の対象となり、禁止される¹²⁷。また、金商法第 167 条 3 項は、公開買付け等関係者以外の者が、公開買付け等関係者から未公表の公開買付け等の実施又は中止に関する事実の伝達を受けたとき、情報受領者として規制の対象となる¹²⁸。金商法第 166 条のインサイダー取引については、上場会社等に係る業務等に関する重要事実、当該上場会社の株価に影響する等、株主・投資者の投資判断に影響を及ぼすものであることから、会社関係者であって上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知ったものは、当該業務等に関する重要事実の公表前に、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と規定し、上場会社等の重要事実をインサイダー取引規制の対象としている¹²⁹。

1 規制対象となる者

（1）公開買付け等関係者と元公開買付け等関係者

「公開買付け等関係者」は、金商法第 27 条の 2 第 1 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の同項

¹²⁵ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 251 頁。

¹²⁶ 被告人は、株式会社 A 資産管理部に所属し、同会社の資産管理等の業務に従事していたものであるが、平成 13 年 7 月 10 日ころ、その職務に関し、同会社の業務執行を決定する機関が東京証券取引所マザーズ市場に上場されている株式会社 B の株券の公開買付けを行うことについて決定した旨の株式会社 A の公開買付けの実施に関する事実を知り、同事実の公表前にあらかじめ株式会社 B の株券を買い付け、同事実の公表後に同株券を売り抜けて利益を得ようと企て、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前である同年 8 月 17 日から同月 30 日までの間、東京都（以下略）所在の C 証券株式会社を介し、（略）所在の東京証券取引所において、自己又は自己の義母 D 名義で、上記 B の株券合計 15 株を、買付価格合計 746 万 7000 円で買い付けたというものである。被告人は、その職務に関し、会社が B の株券を公開買付けすることを知り、公表前に B の株券を買付けた理由で、金商法 167 条 1 項 1 号を違反となり、有罪とされた。平成 15・2・28 東京地判、裁判所ホームページ（http://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/703/005703_hanrei.pdf）。

¹²⁷ 原義則ほか『実務金融商品取引法』（商事法務、2008）453 頁、中曽根・前掲注（47）金融商品取引法実務 348 頁。

¹²⁸ 原・前掲注（127）金融商品取引法 453 頁。

¹²⁹ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 331 頁。

に規定する公開買付け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金商法第 27 条の 22 の 2 第 1 項に規定する公開買付けをする者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ったものは、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、株券の買付けをしてはならず、公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあっ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。当該公開買付け等の実施に関する事実を知った公開買付者等関係者は、公開買付け者等関係者でなくなった後 1 年以内の者についても、同様とする（金商法第 167 条 1 項）。

公開買付け等の役職員に該当する公開買付者等関係者については、その関係が解消されたとしても、関係解消から 1 年以内は、金商法第 167 条の規制に服する¹³⁰。これは、会社関係者によるインサイダー取引規制における規制対象者とパラレルな規定となっている¹³¹。

（2）情報受領者

公開買付者等関係者又は元公開買付者等関係者から公開買付け等の実施又は中止に関する事実の伝達を受けた者は、その事実の公表前に当該公開買付け等に係る株券等の売買等を行うことが禁止される（金商法第 167 条 3 項前段）¹³²。また、情報受領者がその職務上公開買付け等事実の伝達を受けた場合には、当該情報受領者が所属する法人の他の役員等であって、その職務に関し当該公開買付け等事実を知ったものもインサイダー取引規制の対象となる（金商法第 167 条 3 項後段）¹³³。これは、第 1 次情報受領者を規制するものであり、第 2 次情報受領者は規制の対象とされていない¹³⁴。

2 公開買付け等事実

金商法第 167 条によるインサイダー取引において規制対象となるインサイダー情報は、公開買付け等の実施又は中止に関する事実である¹³⁵。金商法第 167 条 2 項によると、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とは、公開買付者等（当該公開買付者等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう。）がそれぞれ公開買付け等を行うことについての決定をしたこと又は公開買付者等が当該決定（公表がなされたものに限る。）に係る公開買付け等を行わないことを決定したことをいう。ただし、投資者の投資判断に及ばず影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。軽微基準¹³⁶というものは、各年において買い集める株券等の数が、議決権総数の 2.5%未満である場合は、公開買付け等の事実該当しないことをいう¹³⁷。

¹³⁰ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 360 頁。

¹³¹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 360 頁。

¹³² 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 360 頁以下。

¹³³ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 235 頁。

¹³⁴ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 361 頁。

¹³⁵ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 334 頁以下。

¹³⁶ 公開買付け等事実に係る軽微基準—

(1) 業務執行決定機関の意義

金商法第 167 条における「業務執行を決定する機関」は、前述の金商法第 166 条における議論と同じ議論が当てはまり、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことができる機関を意味するとみられる¹³⁸。しかし、同じく「決定」を要素とする金商法第 166 条 2 項 1 号と金商法第 167 条 2 項においては、以下 2 つの点で、大きな違いがあるものと思われる¹³⁹。

まず、金商法第 166 条 2 項 1 号の決定「主体」においては、本条 2 項 1 号が規定する決定事実、既存の上場会社での事実であって、上場会社という「基軸」を変更することは困難であり、当該上場会社においての決定が問題となるとと思われる¹⁴⁰。

次に、金商法第 167 条 2 項の決定「主体」においては、本条 2 項における公開買付け等では、既存の会社が公開買付者となる場合もある一方、実質的に公開買付け等を企図した者と、形式的な公開買付者とが一致しないことも生じ得るとと思われる¹⁴¹。

(2) 実施の決定

金商法第 167 条 2 項における公開買付け等の実施に関する事実とは、公開買付け等を行うことについての決定をしたことをいい、公開買付け・買集めを「行うことについての決定」とは、その対象会社が具体的に明確になっていることを必要とするが、その行為の条件・方法が具体的に決まっていることまでは必要がないと考えられる¹⁴²。

(3) 中止の決定

金商法第 167 条 2 項における公開買付け等の中止に関する事実とは、その実施決定が公表された公開買付け等を行わないことを決定したことをいう¹⁴³。買い集めについては、市場動向を見ながら売買を繰り返すような場合には、いつ中止を決定したかと評価するのが難しい場合があると考えられる¹⁴⁴。

金融商品取引法第 167 条第 2 項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準は、公開買付け等事実（同条第 3 項に規定する公開買付け等事実をいう。次条第 1 項において同じ。）のうち令第 31 条に規定する買集め行為に係るものであって、当該買集め行為により各年において買い集める株券等（同条に規定する株券等をいう。）の数が当該株券等の発行者である会社の総株主等の議決権の 2.5%未満であるものに係るものとする（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第 62 条・平成 19 年 8 月 8 日内閣府令第 59 号）。

¹³⁷ 中村・前掲注（100）金融商品取引法 254 頁。

¹³⁸ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 364 頁。

¹³⁹ 小林史治「インサイダー取引規制における『公開買付者』の検討——『設立中の会社』概念の再考の必要性——」商事法務 1958 号 32 頁（2012）。

¹⁴⁰ 小林・前掲注（139）「公開買付者の検討」32 頁。

¹⁴¹ 小林・前掲注（139）「公開買付者の検討」32 頁。

¹⁴² 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 364 頁。

¹⁴³ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 364 頁。

¹⁴⁴ 「例えば、10%の取得を予定している者が、途中で株価が高値となったので一部を売却したような場合、その後に株価が安値となった段階で再び買い進めるつもりであれば中止したとはいえないが、全部を段階的に売り抜けるつもりであれば買集めを中止したことになる。しかし、買集め自身も、一部売却した時点では買い進めるか売り抜けるかについては市場の動向次第で

(4) 軽微基準

前述のように、金商法第 167 条 2 項は、投資者の投資判断に及ばず影響が軽微なものとして内閣府令に定める基準に該当するものを公開買付け等事実から除外する¹⁴⁵。当該行為が投資者の投資判断に及ばず影響が軽微であるとして、買集行為により暦年ベースで各年において買い集める株券等の数が当該株券等の発行者である会社の総株主等の議決権の 2.5%未満である場合には、公開買付け等の事実とはならない（金商法第 167 条 2 項、取引規制府令第 62 条）¹⁴⁶。

「各年」とは各暦年（カレンダーイヤー）であることをいう¹⁴⁷。

「総株主の議決権」とは、金商法第 32 条 5 項に規定する議決権をいい、株主総会決議事項の全部につき議決権を行使できない株式（完全無議決権株式）の議決権を除き、会社法第 879 条 3 項により議決権を有するとみなされる株式（相互保有株式）の議決権を含むものである¹⁴⁸。この 2.5%未満という基準は、①なだらかに行われる政策投資等については、通常、各年（暦年）2.5%の枠があれば十分であると考えられること、②たとえ 2 年に及んでも、各年（暦年）2.5%未満の買集め行為では、合計 5%未満の取得しかできず、上記の法の趣旨の潜脱を防止できることが根拠となっている¹⁴⁹。

3 株券等の買付け等・売付け等

金商法第 167 条 1 項・3 項は、公開買付者等関係者等が、公開買付け等の実施に関する事実を知った場合には、対象株券等の買付け等を禁止する¹⁵⁰。それは、公開買付け等の実施により、通常、対象株券の株価は上昇することから、公開買付者等の関係者が公開買付け等の実施に関する事実を知り、その公表前に当該株券を買付け、公表後に株価が上昇した段階で売り抜けて利益を得る取引を規制する必要があるからである¹⁵¹。

また、金商法第 167 条 1 項・3 項は、公開買付者等関係者等が、公開買付け等の中止に関する事実を知った場合には、対象株券等の売付け等を禁止する¹⁵²。それは、公開買付け等の実施が公表され、対象株券の株価が上昇した後に、当該公開買付け等の中止が公表さ

決めるということもあり、将来どうするかわかっていないことも十分ありうる。このような場合には、結局、中止決定の有無の判断は、当初の買付目標値・売却直前の保有高・売却した株数・最後の買付けから売却までの期間・買付けおよび売却の各態様などから、買集めの中止の有無を推認することにならざるをえないであろう。」木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 365 頁、三浦州夫・吉川純「株式の公開買付け・買集めとインサイダー取引規制（上）」商事法務 1718 号 30 頁以下(2004)。

¹⁴⁵ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 237 頁。

¹⁴⁶ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 365 頁、神田・前掲注（18）金融商品取引法コメンタール 168 頁[神作裕之]。

¹⁴⁷ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 238 頁。

¹⁴⁸ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 238 頁。

¹⁴⁹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 365 頁。

¹⁵⁰ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 239 頁。

¹⁵¹ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 239 頁。

¹⁵² 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 239 頁。

れば、通常、対象株券の株価は下落することから、公開買付者等の関係者が、公開買付け等の中止に関する事実を知り、その公表前に当該株券を売り抜けることにより損失を回避し、又は信用取引で売り抜けて、公表後に株価が下落した段階で買い戻して決済することにより利益を得る取引を規制する必要があるからである¹⁵³。

4 公開買付け等事実の公表

公開買付者等関係者等が、当該公開買付け等に係る発行者の株券等の買付け等又は売付け等の公開買付け等事実を知った場合、公開買付け等事実が公表された後でなければ株券等の売買を行うことができない¹⁵⁴。この公開買付け等事実の公表とは、金商法上、公開買付け等事実について、以下のいずれかに該当することをいう（金商法第 167 条 4 項、金商法施行令第 30 条）。①公開買付者等により多数の者が知りうる状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと、②公開買付開始公告又は公開買付けの撤回等の公告もしくは公表がされたこと、③公開買付届出書の公衆縦覧に供されたこと¹⁵⁵。自己の株式の公開買付けには、金融商品取引所に通知し、それが電磁的方法により公衆縦覧に供されれば、公表と認められる¹⁵⁶。これは、公開買付けについて投資者の投資判断に必要な情報の開示を義務付けるものであり、投資者に公平・平等に情報が開示されたものといえることから、公開買付け等事実の公表方法として規定されたものである¹⁵⁷。

これに対し、買集めについての決定の公表に関しては、買集めによって株券等保有割合が 5%を超過した場合には大量保有報告書の提出義務が発生するものの、実際に 5%超の買集めが実施されて大量保有報告書が公衆縦覧に供されても、当該公衆縦覧は文理上公開の手段に含まれていない¹⁵⁸。だが、買集者が上記①の公表措置をとらない限り、買集者から買集めについての決定の伝達を受けた者は金商法第 167 条のインサイダー取引規制の対象となり、かかる伝達を受けると発行会社が自己株式の取得も行えなくなる点で不都合であると指摘されてきた¹⁵⁹。2013 年の施行令の改正では、この点については改正され、公開買付者が金融商品取引所に通知し、TDnet（Timely Disclosure network：適時開示情報伝達システム）の公開で足りることになった（金商法施行令第 30 条 1 項 2 号）。

また、公開買付けに準ずる行為に係る決定に関しては、どの程度の内容が開示されれば金商法第 167 条 4 項の「公表」の効力が生じるかという点が問題となり、特定の発行会社の株券等につき金商法施行令第 31 条所定の公開買付けに準ずる行為を行う趣旨、あるいは行った趣旨のみで足りるとの見解もあるが、買集めにより取得する、あるいは取得した議

¹⁵³ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 239 頁。

¹⁵⁴ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 336 頁。

¹⁵⁵ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 336 頁。

¹⁵⁶ 小谷・前掲注（44）規制のすべて 125 頁。

¹⁵⁷ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 250 頁。

¹⁵⁸ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 366 頁。

¹⁵⁹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 366 頁以下。

決権数やその時期等、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすものについては、ある程度具体的な内容まで開示される必要があるのではないかと思われる¹⁶⁰。

5 禁止される行為

当該公開買付け等に係る発行者の発行する株券等の買付け等（公開買付け等の実施の事実を知った場合）又は売付け等（中止の事実を知った場合）である行為は、金商法第 167 条により禁止される（金商法第 167 条 1 項）¹⁶¹。

（1）公開買付け等規制対象となる取引に関して、規制の対象となる有価証券は、「特定株券等」と「関連株券等」であり、金商法第 167 条では、これらをあわせて「株券等」と総称している¹⁶²。「特定株券等」とは、金商法施行令第 33 条により、金商法第 167 条第 1 項に規定する上場等株券又は上場株券等の発行者である会社の発行する株券も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をいうと規定されている。「関連株券等」とは「当該特定株券等に係るオプションを表示する有価証券その他の政令で定める有価証券」をいうと規定されている（金商法施行令第 33 条の 2）¹⁶³。

（2）株券等の「買付け等」とは、特定株券等又は関連株券等の買付けその他の有償の譲受け等取引であることをいう（金商法施行令第 33 条の 3）。また、「売付け等」とは、特定株券等又は関連株券等の売付けその他の有償の譲渡等取引であることをいう（金商法施行令第 33 条の 4）。

6 適用除外

株券等の取引の形態は複雑多岐であり、公開買付け等事実の存在と無関係に行われる取引であることが外形上明らかであるものなど、証券市場の健全性、公正性が害されないような取引については、インサイダー取引規制の適用が除外される場合を具体的に列挙している¹⁶⁴。金商法第 166 条 6 項と同様の趣旨である¹⁶⁵。金商法第 167 条 5 項の適用除外には、以下のようなものがある。

①株式の割当てを受ける権利の行使による株券の取得（1 号）、②新株予約権の行使による株券の取得（2 号）、③オプションの行使による株券等に係る買付け等又は売付け等（2 号の 2）、④株式買取請求権の行使等の法令上の義務に基づく買付け等又は売付け等（3 号）、⑤応援買い（4 号）、⑥防戦買い（5 号）、⑦安定操作取引（6 号）、⑧知る者同士の市場によらない相対取引（7 号）、⑨公開買付け等事実を知る前に締結された契約の履行又は公開買付け等事実を知る前に決定された計画の実行として買付け等又は売付け等をする場合

¹⁶⁰ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 250 頁。

¹⁶¹ アンダーソン・前掲注（103）公開買付け 337 頁。

¹⁶² 清原・前掲注（98）公開買付けの実務 329 頁。

¹⁶³ 清原・前掲注（98）公開買付けの実務 329 頁。

¹⁶⁴ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 368 頁以下。

¹⁶⁵ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 369 頁。

その他これに準ずる特別の事情に基づく買付け等又は売付け等であることが明らかな買付け等又は売付け等をする場合（8号）。¹⁶⁶

以下では、応援買いと防戦買いについて検討していく。

（1）応援買い

公開買付者等の要請（当該公開買付け者等が会社である場合には、その取締役会が決定したもの（委員会設置会社にあつては、執行役の決定したものを含む。）に限る。）に基づいて当該公開買付け等に係る上場等株券等（上場等株券等の売買に係るオプションを含む。）の買付け等をする場合（当該公開買付者等に当該上場等株券等の売付け等をする目的をもって当該上場等株券等の売付け等をする目的をもって当該上場等株券等の買付け等をする場合に限る。）には、金商法第167条1項・3項のインサイダー取引規制の適用が除外される（金商法第167条5項4号）¹⁶⁷。

公開買付者等自身による買付け等は、金商法第167条1項・3項のインサイダー取引規制の対象とされていないが、公開買付者等自身による買付け等と同視しうる「応援買い」についてインサイダー取引規制の適用除外としたものである¹⁶⁸。

（2）防戦買い

公開買付け等に対抗するため、当該公開買付け等に係る上場等株券等の発行会社の取締役会又は執行役が決定した要請に基づき、当該上場等株券等（上場等株券等の売買に係るオプションを含む）の買付け等をする場合（いわゆる「防戦買い」をする場合）は、金商法第167条1項・3項のインサイダー取引規制の適用除外とされる（金商法第167条5項5号）¹⁶⁹。そこで、取締役会の決定を経ないで、例えば、代表取締役が、取引先に事実上の防戦買いを求めることも違法ではなく、適用除外が認められないに過ぎない¹⁷⁰。したがって、公開買付け等事実との関係では、未公表の公開買付け等事実が生じていない場合には、あえて法定の防戦買いの要請の手続きを踏む必要はなく、事実上の防戦買いの要請で足りると思われる¹⁷¹。

三 判例

以下では、村上ファンド事件の判決を見ておこう。

（1）事実の概要

被告人株式会社 MAC アセットマネジメント（以下被告会社とする）は、投資顧問業者として関東財務局長の登録を受けるとともに、内閣総理大臣から投資一任契約に係る業務を

¹⁶⁶ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 369 頁以下。

¹⁶⁷ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 371 頁。

¹⁶⁸ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 371 頁。

¹⁶⁹ 長島・前掲注（27）金融商品取引法 930 頁。

¹⁷⁰ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 373 頁。

¹⁷¹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 373 頁。

行うことの認可を受けて投資事業組合等と投資一任契約を締結して同契約に係る業務を行っていたもの、被告人 B（以下被告人とする）は、被告会社の取締役であり実質的経営者であったものであるが、被告人は、被告会社の業務及び財産に関し、平成 16 年 11 月 8 日ころ、株式会社ライブドア（以下 F とする）代表取締役兼最高経営責任者であった E および取締役兼最高財務責任者 G らから、同人らがその者の職務に関し知った、同社の業務執行を決定する機関が、同社において東京証券取引所市場第 2 部に上場されていた株式会社ニッポン放送（以下 C とする）の総株主の議決権数の 100 分の 5 以上の株券等を買集めることについての決定をした旨の公開買付けに準ずる行為の実施に関する事実の伝達を受けた。同事実の公表前に同株券を買付けて利益を得ようと企て、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前である同年 11 月 9 日から平成 17 年 1 月 26 日までの間、クレディスイスファーストボストン証券会社等を介するなどして、東京都中央区日本橋兜町〈番地略〉所在の東京証券取引所市場第 2 部等において、C の株券合計 193 万 3100 株を価格合計 99 億 5216 万 2084 円で買付けた。¹⁷²

東京地裁の一審判決は、上記の事実を認定し被告人を有罪とした。

（2）判旨（控訴審）

公開買付け等を行おうとする者が行った当該「決定」が証券取引法第 167 条 2 項にいう「決定」に該当するか否かは、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を確保するというインサイダー取引規制の理念に沿って、当該「決定」が、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否かを、その者の当該「決定」に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況、対象企業の特定状況、対象企業の財務内容等の調査状況、公開買付け等実施のための内部の計画状況と対外的な交渉状況などを総合的に検討して個別具体的に判断すべきであり、「決定」の実現可能性の有無と程度という点も、こうした総合判断の中で検討していくべきものである。¹⁷³

証券取引法第 167 条 2 項の「決定」に該当するといえるためには、決定に係る内容（公開買付け等、本件でいえば、大量株券買集め行為）が確実に行われるという予測が成り立つことまでは要しないが、その決定にはそれ相応の実現可能性が必要であると解される¹⁷⁴。すなわち、主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて、証券取引法第 167 条 2 項の「決定」に該当するといえることができるのである¹⁷⁵。

（3）決定（最高裁）

¹⁷² 東京高判平成 21・2・3 判例タイムズ 1299 号 102 頁（2009）。

¹⁷³ 東京高判平成 21・2・3・前掲注（172）102 頁以下。

¹⁷⁴ 東京高判平成 21・2・3・前掲注（172）103 頁。

¹⁷⁵ 東京高判平成 21・2・3・前掲注（172）103 頁。

最高裁は以下のような判断で、上告を棄却した¹⁷⁶。

F内におけるE及びGの立場等に加え、記録によれば、E及びG以外のFの取締役2名は、いずれも非常勤であり、E及びGに対し、その経営判断を信頼して、企業買収に向けた資金調達等の作業の遂行を委ねていたと認められることに鑑みると、両名は、C株の5%以上の買集めを行うことについて実質的にFの意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関、すなわち証券取引法第167条2項にいう「業務執行を決定する機関」に該当するものということができ、この点に関する原判断は正当である。¹⁷⁷

証券取引法第167条1項（ただし、平成16年法律第97号による改正前のもの。以下同項につき同じ。）は、同条にいう「公開買付け等」の意義を定め、同条2項は、法人の業務執行を決定する機関が公開買付け等の決定をしたことが同条1項にいう「公開買付け等の実施に関する事実」に当たることを定めるとともに、ただし書において、投資者の投資に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除くものとしている。同条は、禁止される範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条2項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。したがって、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記「決定」をしたというためには、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務等として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しないと解する¹⁷⁸のが相当である。¹⁷⁹

これを本件についてみると、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在しないという状況でなかったことは明らかであって、上記「決定」があったと認めるに十分である。そうすると、原判決が、主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性があることを上記「決定」該当性の要件としたことは相当でないが、本件決定が同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するとした結論は正当である。¹⁸⁰

（4）検討

① 決定の判断基準と実現可能性

¹⁷⁶ 最小判平成23・6・6刑集第65巻4号385頁、裁判所ホームページ掲載（<http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20110608110039.pdf>）。

¹⁷⁷ 最小判平成23・6・6・前掲注（176）385頁。

¹⁷⁸ 最小判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁。

¹⁷⁹ 最小判平成23・6・6・前掲注（176）385頁。

¹⁸⁰ 最小判平成23・6・6・前掲注（176）385頁。

金商法第 166 条・第 167 条の「決定事実」に該当するか否かは、その処罰根拠が一般投資者の証券市場の公正性・健全性に対する信頼を保護することにあることから考えれば、当該「決定事実」を知れば一般人の投資判断に影響を与えるか否かによって判断されるべきである¹⁸¹。

しかし、問題は、どのような状況で行われた「決定事実」が投資判断に影響を与えるかである¹⁸²。控訴審判決では、「公開買付け等を行うことについての決定」がなされた時期が争点となった¹⁸³。一審判決は「決定」について、「当該公開買付け等が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である」¹⁸⁴とし、「実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題とならない」¹⁸⁵と判示した。控訴審判決の内容は、①内部的に（主観的に）、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定のできる機関において、それ相応の根拠を持って実現可能性のあるものと判断していること、②投資者の投資判断に影響を及ぼすものであるか否かという観点から、第三者の目から見ても（客観的にも）、実現可能性があるとイえること、という 2 つの要件を同時に充たすことを求めている¹⁸⁶。しかし、「決定事実」の実現可能性などは、通常、一般人には判断できないのであるから、類型的に投資判断に影響を与えうる「決定事実」であれば、その実現可能性は原則的には問題とする必要はない¹⁸⁷。

そこで、「決定事項の実現可能性を問うとすると、決定に関与した者以外の者にとって実現可能性の高低がわかりづらいので、規制範囲が不明確になると考えたのかもしれない、しかし、実現可能性が高いのにそれを低いと信じて取引をした者は、構成要件に該当する事実の認識を欠き故意がないので、実現可能性を要求しても行為者が予測に反して処罰されることはない。また、客観的に一定の実現可能性があれば、その行為は構成要件に該当しているので、規制範囲が不明確になることもない。反対に、実現可能性が低いのにそれを高いと信じて取引をした者は、構成要件に該当する行為をしていないので不可罰であり、行為者としては予測に反して処罰されなかったとしても問題にするに足りない。」¹⁸⁸との見解がある。

最高裁のこのような形式的判断手法は、正当な取引や企業活動を萎縮させるという強い批判がある¹⁸⁹。「なぜなら、実現を意図してそれに向けた作業等を会社の業務として行うなど、ある程度具体的内容を持っていなければ『決定』の段階にまで到達し難いのである。

¹⁸¹ 西田典之「村上ファンド事件最高裁決定について」刑事法ジャーナル 33 号 62 頁（2012）。

¹⁸² 西田・前掲注（181）「村上ファンド事件最高裁決定」62 頁。

¹⁸³ 芳賀良「村上ファンド・インサイダー取引事件控訴審判決（商法 10）」法学教室 354 号判例セレクト 25 頁（2009）。

¹⁸⁴ 東京高判平成 21・2・3・前掲注（172）102 頁。

¹⁸⁵ 東京高判平成 21・2・3・前掲注（172）102 頁。

¹⁸⁶ 芳賀・前掲注（183）「村上ファンド・インサイダー取引事件」25 頁。

¹⁸⁷ 西田・前掲注（181）「村上ファンド事件最高裁決定」62 頁。

¹⁸⁸ 黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」商事法務 1945 号 9 頁（2011）。

¹⁸⁹ 西田・前掲注（181）「村上ファンド事件最高裁決定」62 頁。

また、いわゆるチャイニーズウォール（情報遮断壁）を構築するなど適切な情報管理措置を講じたり、信託を利用すれば通常は除去できると考えられる半面、賞罰基準を不明確にすれば、正当な取引までも広汎に萎縮させることになり、弊害が大きくなると考えられる」¹⁹⁰。

② 故意について

「『決定』に関しては、客観的構成要件としての『決定』の存在に加えて、主観的構成要件としての『故意』を満たすために、被告人が、『決定』がなされたことを認識していることが必要となる（刑法第38条1項）」¹⁹¹。この点、「控訴審判決のように、様々な事情を総合考慮して『決定』の有無を検討するという立場を採る場合、被告人が『決定』の判断に際して考慮されるそれぞれの事情を認識していたのかという点が、故意の成否との関係で問題となる。また、控訴審判決は『相応の実現可能性』が存することの認識を故意の要素と解し、故意を認めている」¹⁹²。

この点について、当該行為者の当該決定についての認識のレベルにより、実現可能性の判断は異なるはずであり、第三者の目からみれば（客観的にみれば）、実現可能性がないか又は実現可能性の認識すら想起し得ない場合には客観的構成要件が欠けるが、経験のある、プロの投資者が実現可能性があると認識して取引を行ったとしても、インサイダー取引には該当しないという不都合が発生するリスクが生じ、当該決定を認識した行為者の「故意」を認定する上で、妥当か否か、疑問が残ると指摘されている¹⁹³。

③ 被告人の違法性の認識についての推認

控訴審判決は、「決定」および「伝達」についての「故意」は認定したものの、犯罪事実そのものについての「故意」の明確な認定を行っていない¹⁹⁴。もっぱら、量刑の判断事情として、証拠に基づかないで、被告人の行為にかかる違法性の認識の有無を推認しただけであり、被告人の罪となるべき行為の範囲も明確に認定していないといえる¹⁹⁵。刑法学説上、「罪となるべき行為の違法性について、行為者の責任要件を構成する、行為者の主観的な『故意』とは切り離して、客観的な違法性があれば足りるとする。したがって、行為者の違法性の認識の有無、程度により、罪となるべき行為の範囲を認定する考え方は妥当とはいえない。また、犯罪を成立させる責任要件として「故意」を認定するためには、認識・予見の対象となる、行為の違法性を基礎付ける犯罪事実についての認定が必要とな

¹⁹⁰ 神田秀樹ほか編『金商法実務ケースブック＝I判例編』（商事法務、2008）385頁。

¹⁹¹ 太田洋「村上ファンド事件の検討—大量買集めに関するインサイダー取引規制と金商法157条1号の適用可能性」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本証券経済研究所、2010）289頁以下。

¹⁹² 太田・前掲注（191）「村上ファンド事件の検討」290頁。

¹⁹³ 丹羽繁夫「ニッポン放送株式インサイダー取引事件控訴審判決の批判的検討」NBL913号58頁（2009）。

¹⁹⁴ 丹羽・前掲注（193）「ニッポン放送株式インサイダー取引事件」59頁。

¹⁹⁵ 丹羽・前掲注（193）「ニッポン放送株式インサイダー取引事件」59頁。

る」¹⁹⁶。本判決には、被告人の自らの行為の違法性の認識については、本来、量刑事情の判断の中ではなく、被告人の罪となるべき行為についての「故意」を認定する中で行うべきではなかったか、との指摘もある¹⁹⁷。

(5) 本判決の影響

本件の控訴審判決の示した判断基準が、日本織物加工事件最高裁判決の判断基準を実質化したものにすぎないのか、それとも同最高裁判決で示された判断基準を変容させるものなのか、については、議論の余地がある¹⁹⁸。また、本件の最高裁決定は、インサイダー取引の処罰範囲を不当に拡張するものであるため、正当な証券取引までも広範囲に阻害するおそれがあると指摘がなされている¹⁹⁹。本決定の解釈は証券取引法第 166 条 2 項 1 号・5 号の決定事実にも及ぶと解されるので、その弊害は大きいと批判的な意見も出されている²⁰⁰。

しかし、実務上は、決定自体の具体性や決定に係る事項の実現に向けての意図を認定するための要素として、本判決で指摘されたような、「決定」に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況、対象企業の特定状況、対象企業の財務内容の調査状況、公開買付け等実施のための内部の計画状況と対外的な交渉状況について捜査を尽くした上で、決定に係る事柄の実現可能性について可能な限り立証に努めるから、本判決が判示した程度の実現可能性を立証することは、実務上それほど困難でもないと思われる²⁰¹。証券取引法第 166 条 2 項 1 号や第 166 条 2 項所定の「決定」の意義について、第一審判決のように、「実現可能性の高低を問わない」とした場合、インサイダー取引規制違反の成立範囲が著しく広がりがねないのではないかと危惧されたところであった²⁰²。

本件の最高裁決定が、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められるまでは要しないとしたことから判断すると、最高裁は、日本の証券市場の投機的な性格から、一般投資者の投資判断に心理的影響を与えうる類型的事実があれば決定事実該当性を肯定し、インサイダー取引規制の範囲をかなり広げることにより、その規制の実効性を意図していると思われる。そして、そのような判断枠組みは基本的には妥当なものと思われるのである。²⁰³

¹⁹⁶ 丹羽・前掲注(193)「ニッポン放送株式インサイダー取引事件」59頁。

¹⁹⁷ 丹羽・前掲注(193)「ニッポン放送株式インサイダー取引事件」59頁。

¹⁹⁸ 山下貴司「インサイダー取引規制における『公開買付け等を行うことについての決定』の意義：いわゆる『村上ファンドインサイダー取引事件』控訴審判決の検討」研修 732 号 25 頁(2009)。

¹⁹⁹ 黒沼・前掲注(188)「村上ファンド事件最高裁決定」11頁。

²⁰⁰ 黒沼・前掲注(188)「村上ファンド事件最高裁決定」11頁。

²⁰¹ 山下・前掲注(198)「『村上ファンドインサイダー取引事件』控訴審判決の検討」26頁。

²⁰² 太田・前掲注(191)「村上ファンド事件の検討」311頁。

²⁰³ 西田・前掲注(181)「村上ファンド事件最高裁決定」62頁。

しかし、最高裁決定を前提に、公開買付けの実施可能性が低い場合でも投資判断に影響を及ぼし得る類型をより明確化することが、1つの課題となる²⁰⁴。今後、判例の集積等により明確化すべきである。

第3節 インサイダー取引の未然防止のための法規制

一 概説

インサイダー取引を防止するための補完的な制度として、上場会社等の役員・主要株主の売買報告書の提出義務および短期売買利益の提供義務が規定されている（金商法第164条）²⁰⁵。この短期売買利益の提供制度は、インサイダー取引を防止するために昭和23年制定当時の証券取引法に規定が置かれたもので、昭和63年のインサイダー取引禁止立法後も生き残った²⁰⁶。金商法第164条1項の趣旨は、インサイダー情報等、内部者であるが故に取得できた情報に基づく取引の防止である²⁰⁷。

判例・通説とも、金商法第164条1項の成立には、実際に役員、主要株主が秘密を利用したことは要件ではなく、これらの者が短期売買によって利益を獲得した場合に、「一律にその利益を会社に提供させる趣旨の規定」と解している²⁰⁸。

例えば、平成4年5月27日東京高裁判決²⁰⁹では、①証券取引法第189条1項（現金商法第164条1項）の会社の役員又は主要株主の秘密の不当利用防止規定は、同条の立法趣旨を明確にしたものにすぎず、秘密の不当利用が同条の請求権の要件ではないと解すべきである、②証券取引法第189条1項による会社の役員又は主要株主の利益金提供義務は証券取引法により創設された特別の義務であって民法の損害賠償義務とは制度的に異なる以上、株式発行会社の損害の発生は同条の要件ではないと解すべきである、③インサイダー取引を間接的に防止するために定められた証券取引法第189条1項の趣旨・目的から、同条は憲法第29条1項に違反しないと判断した。

また、平成14年2月13日最高裁大法廷判決²¹⁰は、金商法第164条1項は、客観的な適用要件を定めて上場会社等の役員又は主要株主による秘密の不当利用を一般的に予防しようとする規定であって、上場会社等の役員又は主要株主が同項所定の有価証券等の短期売買取引をして利益を得た場合には、前記の除外例に該当しない限り、当該取引においてその者が秘密を不当に利用したか否か、その取引によって一般投資者の利益が現実に損なわ

²⁰⁴ 芳賀良「公開買付け等の実施に関する事実」の決定時期——最一決平成23年・6・6の意義——]金融・商事判例1371号1頁（2011）。

²⁰⁵ 長島・前掲注（27）金融商品取引法937頁。

²⁰⁶ 黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第2版）』（日本経済新聞出版社、2007）140頁。

²⁰⁷ 三浦章生『一問一答金融商品取引法の実務』（経済法令研究会、2008）488頁。

²⁰⁸ 三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務489頁。

²⁰⁹ 東京高判平成4・5・27金融・商事判例904号8頁〔養命酒事件〕。

²¹⁰ 最大判平成14・2・13民集56巻2号331頁。

れたか否かを問うことなく、当該上場会社等はその利益を提供すべきことを当該役員又は主要株主に対して請求することができるものとした規定であるとしている。最高裁大法廷判決²¹¹の理由は、上場会社等の役員・主要株主は、当該上場会社等の未公表の重要な情報を容易に知ることができる特別の立場にあることから、未公表の重要事実を知っていたか否かに拘らず、当該役員・主要株主が当該上場会社等の株主の6カ月以内の売買により利益を得た場合には、当該利益を当該上場会社等に提供しなければならないこととして、当該役員・主要株主による内部者取引規制違反の取引の防止を図っている²¹²。

インサイダー取引の法理はアメリカの連邦裁判所とSECによって、発展させられ、日本の金商法第166条及び同法第167条はアメリカのそれを導入したものである²¹³。会社の重要な内部情報は、会社の財産であり、それを勝手に利用して個人的に利益を得ることは不正取引だと考える。この考え方の基礎にはインサイダーが情報の不当利用で得た利益は本来的には会社に帰属するのであって、インサイダーはこれを会社に返還すべきであるという思想が存在していると思われる²¹⁴。この考え方は役員等の売買による利益の返還義務を定めたアメリカ証券取引所法第16条(b)項及びそれを取り入れた日本の旧証券取引法第189条を最もよく説明しうる²¹⁵。

二 特定有価証券等の売買報告書

金商法第163条1項は、上場会社等の役員および主要株主は、自己の計算において、当該上場会社等の特定有価証券又は関連有価証券（特定有価証券等）に係る買付け等又は売付け等をした場合、内閣府令で定めるところにより、その売買等に関する報告書を売買等があった日の属する月の翌月15日までに、内閣総理大臣に提出しなければならない旨を定めている（金商法第163条第1項）²¹⁶。これは、後述の役員・主要株主の短期売買利益の提供義務の実効性を担保するために設けられている²¹⁷。

1 報告義務の対象となる売買等

「上場会社等」とは、金商法第2条1項5号・7号又は9号に掲げる有価証券（社債券、優先出資証券、株券、新株予約権証券。ただし、金商法政令で定めるものを除く）で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものその他の政令（金商法施行令第27の2）で定める有価証券の発行者をいう²¹⁸。

²¹¹ 最大判平成14・2・13・前掲注（210）。

²¹² 長島・前掲注（27）金融商品取引法937頁。

²¹³ 渡辺征二郎『インサイダー取引』（中央経済社、1989）まえがき。

²¹⁴ 渡辺・前掲注（213）インサイダー取引109頁。

²¹⁵ 渡辺・前掲注（213）インサイダー取引109頁。

²¹⁶ 三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務480頁。

²¹⁷ 長島・前掲注（27）金融商品取引法938頁。

²¹⁸ 神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール71頁[中東正文]。

買付け等又は売付け等には、当該役員又は主要株主が委託者又は受益者である信託の受託者が当該上場会社等の特定有価証券等にかかる買付け等又は売付け等をする場合であつて、内閣府令で定める場合が含まれ、役員又は主要株主が受益者である運用方法が特定された信託について、当該上場会社等の役員又は主要株主の指図に基づき受託者が当該上場会社等の特定有価証券等に係る買付け等又は売付け等をする場合であると定められている（取引規制府令第 28 条）。実質的には、役員又は主要株主が自己の計算において売買を行うことと同視されるからである²¹⁹。

2 報告義務を負う者

「主要株主」とは、自己又は他人名義をもって総株主等の議決権の 10%以上の議決権を有している株主をいい（金商法第 163 条 1 項）²²⁰、「総株主等の議決権」とは、総株主、総社員、総会員、総組合員又は総出資者の議決権をいい、株式会社にあつては、株主総会において決議をすることができる事項の全部につき議決権を行使することができない株式についての議決権を除き、会社法第 879 条 3 項の規定により議決権を有するものとみなされる株式についての議決権を含むとされる（金商法第 29 条の 4 第 2 項）²²¹。なお、①信託業者が信託財産として所有する株式、②有価証券関連業を行う者が引受け又は売出しを行う業務により取得した株式、③証券金融会社がその業務として所有する株式に係る議決権については、保有の対象から除外される（取引規制府令第 24 条）²²²。

三 役員・主要株主の短期売買利益の提供義務

1 金商法第 164 条の立法趣旨

金商法第 164 条 1 項は、上場会社等の役員又は主要株主が 6 カ月以内の短期売買を行った結果、利益を得た場合には、当該上場会社等は、短期売買により得た利益を提供するよう当該役員又は主要株主に対して請求することができると定めている²²³。内部者がどのような情報を有していたか、内部者の主観的意図がどのようなものであったか、情報が公開されていたか否かということは要件とされないため、インサイダー取引とは無関係な取引を行った者についても、本条 1 項により、利益の提供が求められる²²⁴。そこで、本条 1 項は、間接的にインサイダー取引の防止を図ったものとされている²²⁵。会社が提供請求を懈怠する場合には、金商法第 164 条 2 項では、株主代表訴訟類似の制度を定め、発行会社の

²¹⁹ 河本・関・前掲注（1）証券取引法 1308 頁、神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 71 頁[中東正文]。

²²⁰ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 435 頁。

²²¹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 435 頁。

²²² 長島・前掲注（27）金融商品取引法 938 頁。

²²³ 河本・関・前掲注（1）証券取引法 1312 頁。

²²⁴ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 434 頁。

²²⁵ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 434 頁。

株主が発行会社に代位して請求し得る旨を規定する²²⁶。ただし、同項による短期売買差益の提供義務は、金商法により定められた特別の義務であり、民法第 709 条の損害賠償義務とは制度的にも異なるものと解されている²²⁷。

2 金商法第 164 条の目的と手段

金商法第 164 条 1 項は冒頭に、「上場会社等の役員又は主要株主が、その職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」と定めている²²⁸。この規定については、秘密の不当利用を提供請求に際しての要件事実とすべき否かについて議論がある。文言を眺める限りでは要件事実となるようだが、多数説によれば、要件事実とすべきではないと解されている。²²⁹

その理由は、要件事実とした場合の立証の困難さである。また、被告が秘密を不当利用しなかった旨を立証すれば金商法第 164 条の適用を免れるか否かも問題となるが、これは、理由の有無は問わないとされていることから、多数説によれば免れないと解されている。同条 1 項冒頭の文言は、短期売買差益提供制度を設ける理由を明らかにするために定められているに過ぎない。²³⁰

3 規制対象者

金商法第 164 条 1 項の規定により、「上場会社等の役員又は主要株主」が請求対象者となる²³¹。金商法第 21 条 1 項 1 号は「役員」について、「取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれらに準ずる者をいう。金商法第 163 条から第 167 条までを除き、以下同じ」とするが、金商法第 163 条から 167 条の「役員」についての定義規定は設けられておらず、解釈に委ねられている²³²。この点に関し、株式会社については、役員とは取締役、会計参与、監査役又は執行役をいい、会社法上の役員に該当しない執行役員や顧問・相談役などは含まれないものと解されている²³³。

「主要株主」とは、自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもって総株主等の議決権の百分の十以上の議決権（取得又は保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。）を保有している株主をいう（金商法第 163 条 1 項）。「総株主等の議決権」とは、総株主、総社員、総会員、総組合員又は総出資者の議決権をいう²³⁴（金商法第 29 条の 4 第 2 項）。なお、①信託業者が信託財産として所有する株式、②有価証券関連業者（金

²²⁶ 川村・前掲注（37）金融商品取引法 582 頁。

²²⁷ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 434 頁。

²²⁸ 川村・前掲注（37）金融商品取引法 583 頁。

²²⁹ 川村・前掲注（37）金融商品取引法 583 頁。

²³⁰ 川村・前掲注（37）金融商品取引法 583 頁。

²³¹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 435 頁。

²³² 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 44 頁。

²³³ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 435 頁。

²³⁴ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 435 頁。

商法第 28 条 8 項) が有価証券の引き受け (金商法第 2 条 8 項 6 号) 又は売出し若しくは特定投資者向け売付け勧誘を行う業務により取得した株式、③証券金融会社 (金商法第 156 条の 24 第 1 項に規定する業務を行う者) がその業務として所有する株式については、取得又は保有の態様その他の事業を勘案して株主が保有している株式から除外される (金商法第 163 条 1 項、取引規制府令第 24 条) ²³⁵。

4 株主代位訴訟

株主が、上場会社等に対して利益返還請求を行うよう要求した日の後 60 日以内に請求が行われない場合、当該株主は、上場会社等に代位してその請求を行うことができる (金商法第 164 条 2 項) ²³⁶。

5 金商法第 164 条の適用除外 (金商法第 164 条 8 項)

短期売買利益の返還請求は、主要株主の買付け等又は売付け等において、最初の買付け等又は売付け等と、その反対行為の売付け等又は買付け等のいずれか一方の時期において、その者が主要株主でなかった場合 (役員については、このような適用除外がなく、買付け等又は売付け等のいずれか一方の時期において役員であれば、短期売買利益の提供の規定の適用を受ける)、又は、買付け又は売付け等の態様その他の事情を勘案して、適用除外が定められている。

6 短期売買利益の算定方法 (金商法第 164 条 9 項)

(1) 6 か月以内に買付け等および売付け等が 1 回ずつ行われた場合 (取引規制府令第 34 条 1 項)

売付け等の単価から買付け等の単価を控除した額に売買合致数量を乗じて算出した金額のうち、当該売買合致数量の部分にかかる手数料 (消費税を含む) に相当する額を控除したものが利益の額と算定される ²³⁷。

(2) 6 か月以内に買付け等および売付け等が複数回行われた場合 (取引規制府令第 34 条 2 項)

最も早い時期に行われた買付けと最も早い時期に行われた売付けとを順番に組み合わせ、同一日においては、買付けについては最も単価の低いものから、売付けについては最も高いものから順に行われたものとみなし、それぞれ売買の数量が合致する部分について順次組み合わせを行い、組み合せた残余の部分をさらに組合せの対象として、上記 (1) の方法により利益の算定を行う ²³⁸。

²³⁵ 木目田・前掲注 (5) インサイダー取引規制 435 頁以下、横畠・前掲注 (14) インサイダー取引規制と罰則 220 頁。

²³⁶ 三浦・前掲注 (207) 金融商品取引法の実務 489 頁。

²³⁷ 河本・関・前掲注 (1) 証券取引法 1317 頁。

²³⁸ 河本・関・前掲注 (1) 証券取引法 1317 頁以下。

7 金商法第 164 条の適用の限界

本条は、その文言から明らかなように、アメリカの 1934 年証券取引所法第 16 条(b)項に由来するものである²³⁹。本条の規定によると、役員や主要株主は、自分は内部情報を不正に使用したのではないことをいくら証明しても無駄であり、この規定の適用を逃れることはできない。この規定は、一定の内部者による株式売買の利益返還を請求するのに、内部情報の不正利用を証明する必要がない点で、一見強力にみえるが、実際はインサイダー取引の規制のためには殆ど実効性がなかったと指摘されている²⁴⁰。

まず、本規定は、役員又は主要株主の行った株式の売買についてだけ適用があるが、会社の使用人や一般の株主について適用がないことはもちろん、役員や主要株主から内部情報を受領し、その情報に基づいて株式の売買を行い、利益を得た者についても適用はないといわざるを得ない²⁴¹。なお、金商法第 166 条の適用は別である。

また、会社の役員や主要株主は、会社と利害を共通にしているから、通常会社から役員や主要株主に対して短期売買差益の返還を請求することを期待することはできない。そのような場合を予想して、株主が会社に代わってそれらの者に短期売買差益の会社への返還を請求できることになっているが、本規定は、短期売買差益の返還先を会社としているので、一般の株主にとっては自分自身へのメリットが少ないので、有効なインセンティブとなることはなく、その結果この請求がされることは殆どない²⁴²。これは、象徴的に李下の冠を正さずのような精神的規定に過ぎない²⁴³。

四 上場会社等の役員等の禁止行為（金商法第 165 条）

1 役員・主要株主による空売りの禁止

金商法第 165 条は、上場会社等の役員又は主要株主は、保有している額、数量を超えて当該上場会社等の特定有価証券等の売付け等をしてはならないと定めている²⁴⁴。要は、上場会社等の役員・主要株主の「空売り」を禁止するものである²⁴⁵。

インサイダー取引を間接的に防止することを目的とする規定といえ、役員や主要株主等、会社と密接な関係を有している者が、（単に会社との関係を切りたいのであれば、保有分まで売ればよいのに）保有分を超えてまで会社株式を売却する場合には、株価下落要因と

²³⁹ 関根攻編『インサイダー取引規制の総合解説』（日本経済新聞社、1989）80 頁。

²⁴⁰ 関根・前掲注（239）インサイダー取引規制 80 頁以下。

²⁴¹ 関根・前掲注（239）インサイダー取引規制 81 頁。

²⁴² 関根・前掲注（239）インサイダー取引規制 82 頁以下。

²⁴³ 河本・大武・前掲注（7）金融商品取引法読本 469 頁。

²⁴⁴ 三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務 491 頁。

²⁴⁵ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 308 頁。

なる特別な情報を得ている可能性が高いので、自己が属する会社の空売りをしてはならないとするのである²⁴⁶。具体的には以下の行為が禁止されている。

上場会社等の役員・主要株主は、①当該上場会社等の特定有価証券等の特定取引²⁴⁷で、当該特定取引に係る特定有価証券の額（特定有価証券の売付けについてはその売付けに係る特定有価証券の額、その他の取引については取引規制府令第 36 条で定める額）が、その者が有する当該上場会社等の同種の特定有価証券の額を超えるもの、②当該上場会社等の特定有価証券等に係る売付け等（特定取引を除く）で、その売付け等において授受される金銭の額を算出する基礎となる特定有価証券の数量として取引規制府令第 38 条で定める数量が、その者が有する当該上場会社等の同種の特定有価証券の数量として取引規制府令第 39 条で定める数量を超えるものを行うことが禁止される（金商法第 165 条）²⁴⁸。

2 特定組合等の財産に関する特定有価証券等の取扱い

金商法第 165 条の 2 の規定は、平成 18 年改正により、新たに特定組合等の財産に関する特定有価証券の取扱いについての規定が設けられた²⁴⁹。所謂「ファンド」であって法人格を持たないもの（民法上の組合や投資事業組合、有限責任事業組合など）が保有する株式については、議決権などの株主としての権利をファンドの意思で行使するにも拘らず、株主名簿上は法人格がないため株主となっていないから、保有株式の割合が 10%以上となっても主要株主には該当せず、従って金商法第 163 条から第 165 条の対象となっていなかった²⁵⁰。ただし、「組合等の財産に属する上場会社等の特定有価証券等の議決権は各組合員が共有持分に応じて保有しているものと解されており、組合等の財産に総株主等の議決権の 10%以上が属していたとしても、組合等自体には主要株主の規制は及ばない。そこで、組合等の財産に総株主等の議決権の 10%以上が属している場合には、主要株主と同様の規制を及ぼすこととしたものである」²⁵¹。

特定組合等（民法上の組合（民法第 667 条 1 項）、投資事業有限責任組合、有限責任事業組合等のうち、その組合等の財産に属する株式に係る議決権が上場会社等の総株主等の議決権に占める割合が 10%以上のもの）の組合員は、特定組合等の財産に関して上場会社等の特定有価証券等に係る売買等を行った場合には、その売買等に関する報告書を翌月 15

²⁴⁶ 三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務 491 頁、河本・関・前掲注（1）証券取引法 1318 頁以下。

²⁴⁷ 「特定取引」とは、施行令 27 条の 7・27 条の 6 第 1 号－3 号（特定有価証券の売付け、関連有価証券の売付け、特定有価証券の売買に係るオプションを表示する関連有価証券の買付けで当該オプションの行使により行使者が売主の地位を取得するもの）、上場会社証券売買府令 6 条の 2 に掲げるものをいう。松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 308 頁以下。

²⁴⁸ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 308 頁。

²⁴⁹ 三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務 492 頁、松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 311 頁。

²⁵⁰ 三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務 492 頁。

²⁵¹ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 311 頁、三浦・前掲注（207）金融商品取引法の実務 492 頁以下。

日までに内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法第 165 条の 2 第 1 項）²⁵²。その売買等が金融商品取引業者等、取引所取引許可業者に委託等することにより行われた場合には、これらの業者を経由してその売買等に関する報告書を提出する（金商法第 165 条の 2 第 2 項）²⁵³。

特定組合等の組合員がその地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、当該特定組合等の財産に関し、その者が当該上場会社等の特定有価証券等について、それに係る買付け等をした後 6 カ月以内に売付け等をし、又は売付け等をした後 6 カ月以内に買付け等をして当該特定組合等の財産について利益を生じた場合においては、当該上場会社等は、当該特定組合等の財産をもってその利益を当該上場会社等に提供すべきことを請求することができる（金商法第 165 条の 2 第 3 項）。

3 検討

金商法第 165 条の規定に関しては、金商法第 162 条に一般的な規制があるにも拘らず、別にインサイダー取引規制としての空売り禁止規制の条文が置かれたのは、組合員が空売りを行う場合、未公表の不利益情報をもっている蓋然性が高いことによるものである²⁵⁴。この空売り禁止規制は、未公表情報の利用も要件としない規制であり、短期売買利益返還規制の場合と同様、インサイダー取引を間接的に防止するための規制である²⁵⁵。

アメリカ 1934 年証券取引所法第 16 条(a)項および同条(b)項の規定を参考にしたという沿革を有する金商法第 163 条および金商法第 164 条と同様に、金商法第 165 条はアメリカ証券取引所法第 16 条(c)項の規定を参考にしたものとみられる²⁵⁶。アメリカ 1934 年証券取引所法第 16 条(c)項の規定を設けた趣旨は、会社の内部情報へのアクセスを通例有する内部者が、重要な内部情報に基づき株価の下落を見越して空売りを行うことを禁じること等にあったが、その立法過程では、内部者を含めた投資プールで所謂ベア・レイド²⁵⁷ (Bear Raid) に相当する投資手法が採られていたとの認識に基づき、空売りが相場操縦的な効果を有す

²⁵² 原・前掲注 (127) 金融商品取引法 457 頁、三浦・前掲注 (207) 金融商品取引法の実務 493 頁以下。

²⁵³ 原・前掲注 (127) 金融商品取引法 457 頁、三浦・前掲注 (207) 金融商品取引法の実務 493 頁以下。

²⁵⁴ 山下・神田・前掲注 (24) 金融商品取引法概説 317 頁。

²⁵⁵ 山下・神田・前掲注 (24) 金融商品取引法概説 317 頁。

²⁵⁶ 証券取引法制研究会編『逐条解説証券取引法』（商事法務研究会、1975）740 頁、神田・前掲注 (18) 金融商品取引法コンメンタール 85 頁[戸田曉]。

²⁵⁷ 大量の株式を空売り (Selling Short) して株価を操作しようとする。株価操作 (Manipulation) によって、当初の価格と操作後の下落した価格との差益を得る。ジョン・ダウNZ=ジョーダン・エリオット・グッドマン編（西村信勝ほか訳）『バロンズ金融用語辞典』（日経 BP、2009）0088 頁。

ることが懸念され、また、内部者が自社の株価下落で利益を上げるようなポジションをとるという行動自体に対する違和感²⁵⁸が指摘されている。

第4節 インサイダー取引規制を巡る近時の動向

一 インサイダー取引規制を巡る近時の法改正と判例の動向

インサイダー取引規制を巡る法改正に関しては、金商法改正を通じ、課徴金制度の導入、法定刑の引上げ、課徴金水準の実質的な引き上げおよび規制対象の拡大等が行われ、規制の強化が図られている²⁵⁹。

1 インサイダー取引規制を巡る近時の法改正の動向

(1) 平成19年9月施行の証券取引法改正（金商法の施行に伴う改正）

① インサイダー取引規制の適用除外には、重要事実を知る前に締結された契約の履行として売買等をする場合があったが、本改正では、その場合の具体的内容として、重要事実を知る前にクレジット・デリバティブ取引に関し契約を締結した者が、当該契約の履行として、当事者間において金銭の授受、有価証券の移転を行う場合、および取引先持株会により定時・定額の買付けをする場合が加わるようになった²⁶⁰。

② 従前の証券取引法では、インサイダー取引を間接的に防止するため、上場会社等の役員および主要株主（10%以上の議決権を保有している株主）による株式等の売買について、売買報告書の提出を義務付けるとともに6カ月以内に売買等を行うことにより得た利益の上場会社等への提供を義務付けていたが、本改正では、前述の通り民法上の組合等が上場会社等の議決権の10%以上を有する場合、当該組合等も、主要株主と同様、前記の義務を負うことになった（金商法第165条の2）²⁶¹。

(2) 平成20年12月施行の金商法改正

① インサイダー取引に関する課徴金の金額水準は、「重要事実公表日翌日終値」を基準としていたが、株価動向の推移から「重要事実公表後2週間の最高値・最安値」が基準となり、金額水準の実質的な引き上げが図られた²⁶²。

② インサイダー取引を含めた不公正取引に係る課徴金は、自己の計算において違反行為が行われた場合に限り賦課されていたが、他人の計算による違反行為の中には、違反者

²⁵⁸ SEC, Exchange Act Release No.26333, Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Stockholders (proposed rules) (December 2, 1988)参照、神田・前掲注(18) 金融商品取引法コンメンタール 85 頁[戸田曉]。

²⁵⁹ 清水・前掲注(39) インサイダー取引の実務 231 頁。

²⁶⁰ 清水・前掲注(39) インサイダー取引の実務 232 頁。

²⁶¹ 清水・前掲注(39) インサイダー取引の実務 232 頁。

²⁶² 清水・前掲注(39) インサイダー取引の実務 232 頁。

が自己の計算による違反と同様に、違反行為を通じて自己の利益を実現していると評価できるものがあつた²⁶³。そのため、経済的同一性があると認められる者、具体的には、a、違反者がその総株主等の議決権の過半数を保有している会社その他の違反者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者、b、違反者と生計を一にする者その他の違反者と特殊の関係にある者として内閣府令で定める者の計算において違反行為を行った場合は、違反者が自己の計算において違反行為を行ったものとみなして課徴金を算出することになり、また、金融商品取引業者等が、顧客の計算において違反行為を行った場合には、手数料、報酬等に相当する額が課徴金の対象となることになった²⁶⁴。

③ 課徴金の減算制度が導入された。それは、証券取引等委員会等による調査の前に、違反者が、自己株式の取得に係るインサイダー取引規制等の違反行為を報告した場合には、課徴金が半額に減算されることとされた（金商法第 185 条の 7 第 12 項）²⁶⁵。

2 インサイダー取引規制を巡る近時の判例の動向

近年、村上ファンド事件のような社会の耳目を集めた刑事事件が発生し、また、大手証券会社社員や放送局・監査法人職員によるインサイダー取引も大きな注目を集めた²⁶⁶。インサイダー取引規制は、形式犯とされているため、金商法が定めた一定類型に該当すれば、会社関係者等の取得したインサイダー情報の使用に関する利得目的、当該取引による利益取得、当該インサイダー情報の取得と利益の取得との因果関係等を考慮されることなく違反とされる点に特徴がある²⁶⁷。インサイダー取引の条文の解釈に関して、近年最高裁の判断²⁶⁸が示されるようになり、また、量刑に関しては、法定刑が 3 年以下の懲役もしくは 300 万円以下の罰金又はその併科から 5 年以下の懲役もしくは 500 万円以下の罰金又はその併科に引き上げられたこともあり、重罰化の傾向にある²⁶⁹。

二 自己株式の取得とインサイダー取引規制

上場会社は、通常、多くの未公表の重要事実を抱えており、また、情報管理態勢も徹底されていないことが多いため、自己株式の取得については、インサイダー取引規制違反は発生しやすいと思われる²⁷⁰。

1 自己株式の買付けと重要事実

²⁶³ 清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 232 頁。

²⁶⁴ 清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 233 頁。

²⁶⁵ 西村あさひ法律事務所『最新金融レギュレーション』（商事法務、2009）386 頁。

²⁶⁶ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 468 頁。

²⁶⁷ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 395 頁。

²⁶⁸ 最小判平成 23・6・6・前掲注（176）385 頁。

²⁶⁹ 松本・前掲注（45）インサイダー取引規制 6 頁以下。

²⁷⁰ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 389 頁以下。

(1) 重要事実への該当性

商法による自己株式の取得規定が緩和されるに際して、証券取引法を強化して、インサイダー取引を規制する必要性が指摘された²⁷¹。証券取引審議会公正取引特別部会報告では、「自己株式取得は、会社の役職員が、会社の計算で、会社が保有する情報に基づいて行い得る取引であることに鑑みると、内部者取引規制の重要性は一層高まるものと考えられる。すなわち、会社の内部情報を用いて会社の計算で自己株式取得を行う、あるいは、会社関係者等が会社による自己株式取得に関する情報を知って自己の計算で当該会社の株式の取得を行う場合には、情報を的確に知り得ない一般の投資者は著しく不利な立場に置かれることになり、これが放置されれば証券市場に対する投資者の信頼が大きく損なわれることになりかねない」²⁷²と述べている。

その上で、「自己株式取得の決定が会社の財産に関するものであって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものであり、また、すでに現行法上、新株等の発行、資本の減少、利益の配当等の決定が重要事実として明記されていることを勘案すると、この決定は内部者取引規制上の重要事実として考えることが適当であり、今般の商法改正案に対応し、法令により、これを重要事実として規定すべきである」とされ、上記のことを背景にし、証券取引法において、自己株式取得についての決定が「重要事実」と規定されることになった²⁷³。

自己株式取得の主な手法としては、①会社法第 156 条に基づく株主総会決議を行った後、同法第 157 条の取締役会決議に基づき、買付け担当者が具体的な取得を行うもの、②定款の定めに基づく市場からの取得又は金商法第 27 条の 2 第 6 項に規定する公開買付けの手法による取得の取締役決議（会社法第 155 条、第 156 条）により、買付け担当者が具体的な取得を行うものがある。上記①および②の機関決定は授權枠を定めるものであり、実際の取得は、担当者（例えば代表取締役）が市場の状況等を勘案しながら具体条件を定めて取得を行うことを決定した事実も、自己株式取得についての決定の一部であり、本来であれば重要事実に該当することであり、当該担当者による当該決定自体を公表しないで取得を行うとインサイダー取引に該当したが、担当者が具体的な買付けを実施する都度に公表措置を行わなければならないとすると煩雑であるため、①の株主総会決議、②の取締役会決議を公表すれば、その後の担当者の具体的な取得についての決定を公表せず取得を行ったとしても、インサイダー取引には該当しないこととされている（金商法第 166 条 6 項 4 号の 2）²⁷⁴。

(2) 公表すべき内容

自己株式を取得する際、当該上場会社は、①株主総会決議あるいは取締役会決議により、総枠を予め定める（会社法第 156 条 1 項）ほか、②その後実際に自己株式を取得する際に、

²⁷¹ 「金庫株と証券取引法改正——インサイダー取引規制」別冊商事法務 251 号 72 頁（2002）。

²⁷² 前掲注（271）「金庫株と証券取引法改正」72 頁。

²⁷³ 前掲注（271）「金庫株と証券取引法改正」72 頁。

²⁷⁴ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 388 頁。

取締役会決議等により、個別具体的に、取得する株式の数、1株当りに交付する金銭の内容等、交付する金銭の総額、株式の譲渡の申込みの期日を定めなければならないが、これら①および②の各事実はいずれも金商法第166条2項1号二の「重要事実」に該当する²⁷⁵。従って、自己株式の取得の決定を公表しなければ具体的な自己株式の取得は内部者取引の禁止に該当するところ、金商法第166条6項4号の2により、自己株式取得の決定という重要事実との関係についてのみ、自己株式の取得が例外とされている²⁷⁶。

その理由については、①および②のいずれの事実についても、事前に公表されるべきところであるが、②の具体的な取得予定日、取得予定数等を事前に公表すると、株価が上昇して当該上場会社が円滑に自己株式の取得をすることが困難になるため、金商法は、①について公表がなされれば、その後、当該上場会社が当該株主総会決議あるいは取締役会決議に基づいて自己株式を取得する場合は、②の公表がなくてもインサイダー取引規制の適用がない旨を定めている（金商法第166条6項4号の2）²⁷⁷。自己株式の取得決定の実現が困難になる蓋然性に着目した政策的な適用除外規定であり、基本的には上記①の公表方式が妥当であるとの見解²⁷⁸が示されている。

2 買付けによる自己株式取得

(1) 市場内買付けによる自己株式取得

自己株式取得の際に、自己株式取得の決定以外の未公表の重要事実があれば、インサイダー取引規制に該当することとなるが、刑事罰の要件としてのインサイダー取引規制は、行為者個人ベースで判断する以上、自己株式の取得を具体的に決定する役員との間にチャイニーズウォールを設定していれば、インサイダー取引規制違反には問われないという²⁷⁹。

ただし、通常自己株式取得を具体的に決定する役員が、自己株式の取得の決定以外の重要事実を知らないのは稀であるから、現実的には、チャイニーズウォールを敷く方法による規制適用回避は難しいと指摘されている²⁸⁰。

(2) 公開買付けによる自己株式取得

平成6年証券取引法改正により、自己株式公開買付制度（発行者による公開買付制度）が設けられた。

重要事実を知った時点が公開買付届出書の提出前に、発行会社が重要事実を知っていながら、これを公表せずに公開買付けを実施した場合はインサイダー取引規制の違反になる

²⁷⁵ 清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 324 頁。

²⁷⁶ 証券取引審議会公正取引特別部会報告「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」（平成6年2月7日）、神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 145 頁以下[神作裕之]。

²⁷⁷ 清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 324 頁。

²⁷⁸ 神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 146 頁[神作裕之]。

²⁷⁹ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 389 頁。

²⁸⁰ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 391 頁。

といえる²⁸¹。この場合、インサイダー取引規制違反の買付けを行った者は、懲役 5 年以下もしくは 500 万円以下の罰金に処せられ、又はこれが併科される（金商法第 197 条の 2 第 13 号）²⁸²。

公開買付け届出書の提出後に重要事実を知った場合には、公開買付けにおける買付けは、上場会社等の業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等の計画の実行として売買等をする場合その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合として内閣府令で定めるものとして、インサイダー取引規制の適用除外に該当し、金商法第 166 条 1 項の違反とはならない（金商法第 166 条 6 項 8 号）²⁸³。すなわち、公開買付け届出書の提出後に重要事実が生ずる場合は、直ちに公表措置を講じるのであれば、当該公表後に公開買付けに応募する株主との関係では、買付ける発行会社にインサイダー取引の問題が生じることはない²⁸⁴。

未公表の重要事実がある状況で公開買付け届出書を提出した場合は、仮に株主の公開買付けへの応募をもって売買等に該当するとされると、当該重要事実が公表されるまでの間になされた応募については、発行会社がインサイダー取引規制違反とされることになる²⁸⁵。この点、金商法第 27 条の 12 第 1 項は、応募について「買付け等の申込みに対する承諾」又は「売付け等の申込み」と定めているが、公開買付け者のする売付け等の申込みの勧誘は、実質的には買付け等の申込みと同様に解されるとの説もあり、公開買付けへの応募が「買付け等の申込みに対する承諾」に当たり、応募の時点で売買が成立し、発行会社がインサイダー取引規制違反とされるおそれを完全には否定しきれない²⁸⁶。そこで、解釈論としては、応募株主が応募を撤回することが可能である以上は応募の時点で売買が成立すると解すべき必要性はないこと、応募の総数が買付予定株数を超える場合には原則として応募の一部についてしか売買等が成立しないこと等から、少なくとも応募につき撤回可能である限り、公開買付けはあくまで売付け等の申込みの勧誘であって、応募は売付け等の申込みにとどまり、応募をもって売買等が成立することはないと解するのが適切である²⁸⁷。

3 その他の重要事実

(1) 規制適用除外

前述の通り、自己株式の取得に関するインサイダー取引規制の適用除外を受けるには、上記 1 (2) の①事実の公表をする以外に、自己株式取得の決定以外の「重要事実」（金商法第 166 条 1 項）についても公表されている必要がある（金商法第 166 条 6 項 4 号の 2 か

²⁸¹ 清原・前掲注（98）公開買付けの実務 345 頁。

²⁸² 清原・前掲注（98）公開買付けの実務 345 頁。

²⁸³ 清原・前掲注（98）公開買付けの実務 346 頁。

²⁸⁴ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 394 頁。

²⁸⁵ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 394 頁以下。

²⁸⁶ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 395 頁。

²⁸⁷ 木目田・前掲注（5）インサイダー取引規制 395 頁。

っこ書)²⁸⁸。従って、当該上場会社において自己株式の取得の決定、手続に関与する役員あるいは従業員等が自己株式取得の決定以外の「重要事実」を知って、当該「重要事実」が未公表の間に当該上場会社の計算で自己株式を取得した場合は、インサイダー取引規制に違反することとなる²⁸⁹。

(2) 違反を避ける手段

自己株式取得がインサイダー取引規制に抵触しないようにするために、方法としては、当該上場会社が「重要事実」を知る前に、信託方式（信託銀行等に対し信託契約に基づき自己株式の取得を委託する方式）や、投資一任方式（投資運用業者に対し投資一任契約に基づき自己株式の取得を委託する方式）が採用されることがある²⁹⁰。もっとも、未公表の重要事実を認識しながら自己株式の取得を委託する場合は、インサイダー取引規制違反となるのは否定できないと考えられる²⁹¹。また、自己株式の取得を委託した時点では未公表の重要事実を認識していなかったものの、自己株式の取得を委託した後に、当該上場会社の役員等が未公表の重要事実を知った場合には、買付けを中止させずに、その後も信託銀行等や投資運用業者による買付けを放置したときは、当該上場会社の役員等についてインサイダー取引規制に違反することとならないか（インサイダー取引規制に関する不真正不作為犯が成立するのではないか）が問題となり得る²⁹²。

上記の点については、金融庁および証券取引等監視委員会から、「①信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、②a.当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、又は、b.当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合においては、一般に、会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられる」²⁹³、との見解が示されている²⁹⁴。

三 不動産投資信託（REIT）とインサイダー取引規制

²⁸⁸ 清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 325 頁。

²⁸⁹ 清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 325 頁。

²⁹⁰ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 390 頁、清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 325 頁。

²⁹¹ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 390 頁。

²⁹² 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 390 頁。

²⁹³ 証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関する Q&A」（平成 20 年 11 月 25 日）、証券取引委員会ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20081125-1/01.pdf>）。

²⁹⁴ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 390 頁以下。清水・前掲注（39）インサイダー取引の実務 325 頁以下。

1 投資信託・投資法人法制の沿革

投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）は、昭和 26 年に多数の投資者の資金を集めて有価証券に投資する仕組みを定めた「証券投資信託法」として制定された。その後、昭和 42 年の委託者の受益者に対する忠実義務の創設、平成 10 年のファンド設定における個別約款承認制から届出制への変更や投資法人制度の創設といった改正が行われた²⁹⁵。現行の法律名となった平成 12 年改正では、主たる投資対象を不動産等にも拡大し、不動産投資法人（J-REIT）を創設することが可能とされた²⁹⁶。

その後、抜本的な改正は行われていなかったが、平成 22 年 6 月の「新成長戦略」の閣議決定、平成 22 年に公表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」、平成 24 年 7 月の「日本再生戦略」の閣議決定において、投資信託・投資法人法制を見直しすることとされ、平成 25 年法律改正によって取り込まれた²⁹⁷。今回の投資信託・投資法人法制を見直しの目的は、「様々な主体に対して適切な投資機会を提供するため、それぞれの資産規模や知識に応じ、国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備を図ることが重要である。また、資産運用業は、今後の金融・資本市場の発展や個人金融資産の拡大を担う中核的な業務の一つとして位置付けられるものであり、運用会社には、その運用力を強化し、顧客に適切な運用サービスを提供していくことが強く求められる。」²⁹⁸ということである。

2 REIT の概要

不動産投資信託（REIT）とは、Real Estate Investment Trust の略称であり、各国の法律制度等によりその形態は異なるものの、投資信託又は会社等の形態を用いて、不動産および不動産信託受益権等を主たる投資対象として、投資者から集めた資金を運用する不動産投資ファンドをいう²⁹⁹。J-REIT は、日本の不動産バブル崩壊以降、不良債権問題等で流動性に欠け、低迷していた不動産市場の活性化を主たる目的として、2000 年 11 月の投資信託及び投資法人に関する法律の改正により組成が可能となり、以降 10 年を経過し、不動産を用いた資産運用型の金融商品として定着しており、投信法に基づいて組成される投資信託又は投資法人を用いた REIT のことを意味する³⁰⁰。他方、J-REIT の投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際

²⁹⁵ 金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ——最終報告」（平成 25 年 12 月 7 日）1 頁、金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf）。

²⁹⁶ 金融審議会・前掲注（295）「最終報告」1 頁。

²⁹⁷ 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（平成 25 年 6 月）17 頁、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>）。

²⁹⁸ 金融審議会・前掲注（295）「最終報告」1 頁。

²⁹⁹ 新家寛・上野元 編『REIT のすべて』（民事法研究会、2012）2 頁。

³⁰⁰ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 2 頁。

には、金融・資本市場の影響を大きく受けていると指摘されている³⁰¹。また、J-REIT の投資口は、投資法人の運営を見ると、人員・ノウハウ、投資対象物件の提供等の面で、資産運用会社の親会社等（以下スポンサー企業とする）が大きな役割を果たしているが、スポンサー企業への依存については、信用補完といったメリットがあるものの、スポンサー企業と投資主との利益が必ずしも一致しないとの懸念も指摘されている³⁰²。投資法人制度に対する投資者の信頼性を更に向上させるため、こういった利益相反に対する適切な規律を含め、投資法人の運営や取引の透明性を確保する取組を講じる必要があるとの対応の方向性が示されている³⁰³。これらの懸念事項については、平成 25 年法律改正で改められている。利益の不一致防止について同意を求めることとされた（改正投信法第 201 条の 2 第 1 項）。

3 REIT 及び J-REIT の買収・事業再編とインサイダー取引規制

内部者取引の対象は、特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け、又は、特定有価証券等に係るデリバティブ取引であり、「特定有価証券等に係る」取引である³⁰⁴。特定有価証券とは、①上場会社等の社債券、②優先出資法に定める優先出資証券、③株券又は新株予約権証券（政令で定めるものを除く）その他政令で定める有価証券をいう（金商法第 163 条 1 項）³⁰⁵。関連有価証券も含まれる³⁰⁶。

従来、会社等関係者に関するインサイダー取引規制となるのは、特定有価証券および関連有価証券であるが（金商法第 163 条 1 項・166 条 1 項）、不動産投資法人である J-REIT の投資証券は、これらのいずれにも該当しないと考えられていた³⁰⁷。特定有価証券の定義に投資証券は含まれておらず、関連有価証券については、金商法施行令第 27 条の 4 第 2 号で、「資産を当該上場会社等の特定有価証券のみに対する投資として運用することを規約に定めた投資法人」の投資証券が定められているが、主として不動産に投資することを目的としている J-REIT の投資証券はこれに該当しない³⁰⁸。

また、金商法第 167 条の公開買付関係者等に関するインサイダー取引規制については、規制の対象となる特定株券等（「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」）に投資証券が該当しないため（金商法施行令第 33 条参照）、J-REIT の投資証券は、公開買付関係者等に関するインサイダー取引規制の対象ともされていないと一般的に

³⁰¹ 金融審議会・前掲注（295）「最終報告」10 頁。

³⁰² 金融審議会・前掲注（295）「最終報告」10 頁。

³⁰³ 金融審議会・前掲注（295）「最終報告」10 頁以下。

³⁰⁴ 神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 120 頁[神作裕之]。

³⁰⁵ 神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 121 頁[神作裕之]。

³⁰⁶ 神田・前掲注（18）金融商品取引法コンメンタール 120 頁[神作裕之]。

³⁰⁷ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 390 頁。

³⁰⁸ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 390 頁。

解釈されている³⁰⁹。例えば、上場株式会社の買収の相当な注意（due diligence）を払っていく過程で以下のように未公表の重要事実が発見された場合には、①買収実行の前に買収対象会社に当該事実を公表すること、②インサイダー同士（重要事実を知っている者同士）の取引に関する除外規定（金商法第 166 条 6 項 7 号）を利用すること³¹⁰、③ ①又は②の方法がとれない場合には、インサイダー取引規制違反のリスクを負いながら買収を実行するか、買収を断念する、のいずれかの対応をとる必要があり、インサイダー取引規制が存在することにより難しい対応を迫られることもあるが、投資証券には会社関係者の禁止行為としてのインサイダー取引規制はないことから、J-REIT の買収にあたっては、上場株式の買収におけるような問題は生じないこととなる³¹¹。

しかし、REIT に関する有価証券報告書等の開示書類では、一般に、インサイダー取引規制等に係る法令上の禁止規定が存在しないことによるリスクとして、投資法人や資産運用会社の役員等がインサイダー取引に類似の取引を行った場合には、投資証券に対する一般の信頼を侵害し、市場価格の下落や投資証券の流動性の低下等の悪影響をもたらす可能性がある旨の記載がなされている³¹²。もっとも、REIT であっても、投資判断に影響を及ぼす重要な情報に接近できる立場にある者が、その立場ゆえに、一般投資者の知らない内部の特別の情報を知りながら、公表される前に取引を行えば、市場に対する信頼は著しく損なわれかねない³¹³。なお、現行の金商法下では、投資口がインサイダー取引規制に該当しないとしても、不正取引行為の禁止（同法第 157 条）に抵触する可能性はあることに留意すべきである³¹⁴。

インサイダー取引に対する規制手段として、金商法第 157 条 1 号（当時は、証券取引法第 58 条 1 号）を活用することが議論されていたことを考えると、インサイダー取引規制の対象とならない投資口にかかる売買についても、取引態様によっては、同条の適用対象とされる可能性があるのではないかとも思われる³¹⁵。なお、投資口の売買がインサイダー取引規制の対象とならないということは、投資法人の関係者が投資法人の資産運用業務の過程で入手した当該投資法人の内部情報を利用して、当該投資法人の投資証券の取引を行って利益を得ることも、金商法上禁止されていないことを意味するが、かかる行為が金商法第 157 条違反の行為であるとされる可能性は否定できないため、投資法人の関係者による

³⁰⁹ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 390 頁。

³¹⁰ 「第 1 項に規定する業務等に関する重要事実を知った者が当該業務等に関する重要事実を知っている者との間において」平成 25 年改正金商法第 166 条第 6 項 7 号。

³¹¹ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 600 頁。

³¹² 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 393 頁。

³¹³ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 393 頁。

³¹⁴ 西村あさひ法律事務所・前掲注（265）最新金融レギュレーション 393 頁、新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 390 頁。

³¹⁵ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 392 頁。

インサイダー取引類似行為により、投資法人の関係者と一般投資者との間で、投資証券の取引に関し、不公平な状態が生じる可能性がある³¹⁶。

上記の現状を踏まえ、投資法人特有の事情を考慮しつつ、投資者からより信頼されるための運営や取引の透明性を確保するために、上場投資法人に係る投資証券の取引をインサイダー取引の対象とすることが適当であると指摘されていた³¹⁷。そこで、平成 25 年法律改正では、インサイダー取引の対象とされた（改正金商法第 166 条 1 項、2 項等）³¹⁸。

四 公募増資を巡るインサイダー取引の問題と防止策

リーマン・ショック後の金融機関に対する自己資本比率規制強化の流れ等を受けて、平成 21 年から平成 22 年にかけて、金融機関等を中心に公募増資が相次いで行われた³¹⁹。

企業が公募増資前に、株価が下落する現象がみられ³²⁰、上記公募増資ラッシュの中で、平成 22 年夏ないし秋頃から新聞各紙等で公募増資を巡るインサイダー取引の疑惑が取り上げられるに至った³²¹。平成 24 年の 3 月から 6 月に、証券取引等監視委員会は、この件を調査し、かつ公募増資に係る 6 件の取引について課徴金納付命令の勧告を行った³²²。この件の摘発を受けて、証券業界は対応を行っている。金融審議会では、情報伝達それ自体の処罰化・課徴金化等が検討され、日本証券業協会では、主幹事証券会社が割当先を発行会社に明らかにし、発行会社が割当先として短期売買をしない投資者を指定できるようにすること等が検討され³²³、東京証券取引所では、公募増資関係の不公正取引のチェックに特化した公募増資審査室が立ち上げられる等、当局・関係機関・業界を挙げて、公募増資関係の不公正取引の未然防止のための取組みが進められている³²⁴。上記の摘発の 6 件においては、いずれも、主幹事証券会社の社内で公募増資の引受部門からチャイニーズ・ウォールを超えて営業部門に伝達された未公表の公募増資情報につき、営業担当者が運用会社のファンドマレージャー等に当該情報を伝達し、当該ファンドマレージャー等がインサイダー取引を行ったとされた事案であるとみられる³²⁵。そこで、証券会社サイドから以下のよう

³¹⁶ 新家・上野・前掲注（299）REIT のすべて 392 頁。

³¹⁷ 金融審議会・前掲注（295）「最終報告」12 頁。

³¹⁸ 金融財政事情研究会『金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要』（金融財政事情研究会、2014）160 頁。

³¹⁹ 木目田裕「最近の公募増資インサイダー取引における問題の所在と防止策」金融法務事情 1958 号 6 頁（2012）。

³²⁰ 黒沼悦郎「増資インサイダー取引とその対応策」金融法務事情 1949 号 1 頁（2012）。

³²¹ 木目田・前掲注（319）「インサイダー取引における問題の所在と防止策」6 頁。

³²² 黒沼・前掲注（320）「増資インサイダー取引とその対応策」1 頁。公募増資に巡るインサイダー取引の 6 件については、本稿第 5 頁参照する。

³²³ 平成 25 年 4 月 6 日日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則の一部改正」が行なわれた。

³²⁴ 木目田・前掲注（319）「インサイダー取引における問題の所在と防止策」7 頁。

³²⁵ 木目田・前掲注（319）「インサイダー取引における問題の所在と防止策」7 頁。

に、幾つかの問題点が指摘された³²⁶。①収益至上主義、早耳情報に依存した営業姿勢のこと。②チャイニーズ・ウォールにおける技術的な穴のこと。③営業部門・引受部門の双方におけるインサイダー情報に関する意識の低さのこと。④モニタリングを含む管理体制・人事体制の上の問題点である。以上の問題点に対して、その防止体制上の着眼点³²⁷は、①トップの明確なメッセージ等を通じて改めて再確認して役職員に徹底するとともに、採用・人事評価・処遇等にも反映していくことが必要である。②重要なのは、性悪説に立った牽制機能の確保である。

以上のことを踏まえた上で、証券会社などを対象に教育研修などの防止策³²⁸を取ることが必要だと思われるが、役職員個人による意図的なインサイダー情報の漏洩を完全に防止することは困難である。その意味では、情報漏洩者に対する制裁規定を設けることが欠かせない³²⁹。また、今回の一連の公募増資を巡るインサイダーの事件における引受会社に対して、証券会社の内部管理態勢の不備を理由に行政処分（業務の一部の停止等）を下せば、証券会社には莫大な営業上の損失が生じるのであるから、まずは、行政規制の厳格な運用によって抑止効果を発揮させることが望まれる³³⁰。

これらの事情を踏まえ、平成 25 年 4 月 16 日、金融庁は第 183 国会に「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」を提出し、6 月 12 日に成立した。本法案の提出理由は、「金融システムの信頼性及び安定性を高めるため、情報伝達行為に対する規制の導入等のインサイダー取引規制の強化、投資一任業者等による運用報告書等の虚偽記載等に係る制裁の強化、投資法人の資本政策手段の多様化、大口信用供与等規制の強化、金融危機に際して金融機関等の資産及び負債の秩序ある処理を行う措置の創設等の措置を講ずる必要がある」³³¹とされている。本法案及び制度改正の主なポイントは、公募増資を巡るインサイダー取引事案等を踏まえた対応や AIJ 問題を踏まえた資産運用規制の見直し、また金融機関の秩序ある処理の枠組み、銀行等による資本金の供給強化等また投資法人の資金調達・資本政策手段多様化等の内容を踏まえている。そこで、昨年問題となった公募増資を巡るインサイダー取引事案等を踏まえた対応については、①情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入（改正金商法第 167 条の 2 の規定）、②資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げ（改正金商法第 175 条の規定）、③近年の金融・実務を踏まえたインサイダー取引規制の見直しの法改正を行った（改正金商法第 166 条 6 項 7 号、第 167 条 5 項 8 号、第 167 条 5 項 9 号）。

³²⁶ 木目田・前掲注（319）「インサイダー取引における問題の所在と防止策」12 頁－17 頁。

³²⁷ 木目田・前掲注（319）「インサイダー取引における問題の所在と防止策」18 頁以下。

³²⁸ 木目田・前掲注（319）「インサイダー取引における問題の所在と防止策」7 頁。

³²⁹ 黒沼・前掲注（320）「増資インサイダー取引とその対応策」1 頁。

³³⁰ 黒沼・前掲注（320）「増資インサイダー取引とその対応策」1 頁。

³³¹ 内閣法制局「「金融商品取引法等の一部を改正する法律案の提出理由」、内閣法制局ホームページ（http://www.clb.go.jp/contents/diet_183/reason/183_law_059.html）。

情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入については、今回の法改正による規制の理由は、「情報受領者によるインサイダー取引を防止するためには、不正な情報漏えいをいかに抑止するかが重要」³³²であると考え、「企業の通常の業務・活動に支障が生じないよう配慮しつつ、取引に結びつく不正な情報漏えいを規制」³³³することである。その規制内容は、未公表の重要事実を知っている会社関係者（上場会社や主幹事証券会社の役職員など）が、当該重要事実の公表前に取引させることにより利益を得させる目的をもって、当該重要事実を伝達し、又は取引を勧めてはならないというものである。また、公開買付者等関係者であって公開買付け等事実を知ったものについても、同様の規制を設けた（改正金商法第 167 条の 2）。

当該行為により公表前の取引が行われた場合には、違反者に対して以下の計算方法により課徴金を課すこととする。①仲介関連業務に関し違反行為をした場合には、当該違反行為をした日の属する月における情報受領者等からの仲介関連業務の対価に相当する額に 3 を乗じて得た額である。②募集等業務に関し違反行為をした場合には、①の計算方法によって得た額及び募集等業務等の対価に相当する額に 2 分の 1 を乗じて得た額の合計額である。③ ①及び②以外の場合には、違反行為により情報受領者等が行った取引によって得た利得相当額に 2 分の 1 を乗じて得た額である（改正金商法第 175 条の 2）。当該違反により伝達等を受けた者が公表前に取引をした場合、違反者を 5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金に処し、又はこれを併科することとともに、法人に対して 5 億円以下の罰金刑を科することとする（改正金商法第 197 条の 2、第 207 条）。³³⁴

資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げについては、運用対象財産の運用として、自己以外の者の計算において不公正取引をした者について、当該取引をした日の属する月における運用対象財産の運用の対価に相当する額に 3 を乗じて得た額の課徴金を課すことである（改正金商法第 173 条から第 175 条）³³⁵。今回の法改正では、「他人の計算」による違反行為に対する課徴金を引上げるものである。

近年の金融・実務を踏まえたインサイダー取引規制の見直しについては、①インサイダー取引規制の対象者の見直し、②重要事実を知っている者同士の取引の適用除外、③公開買付け情報の伝達を受けた者の適用除外という問題点が指摘されていた。上記①については、今回の法改正前の金商法では、被買付企業は公開買付者との間で特段の契約がない場合には、「内部者」に該当しない。しかし、今回の法改正では、被買付企業は、公開買付者との契約がなくとも、「内部者」に該当することを明確化した。これは、被買付企業は、公開買付者からの事前告知により、予め公開買付け情報を知っていることが一般的との考え方に拠るものである。上記②については、改正前の金商法では、重要事実を知っている

³³² 金融庁・前掲注（297）「改正する法律案に係る説明資料」3 頁

³³³ 金融庁・前掲注（297）「改正する法律案に係る説明資料」3 頁。

³³⁴ 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案要綱」（平成 25 年 6 月）、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>）。

³³⁵ 金融庁・前掲注（297）「改正する法律案に係る説明資料」5 頁。

者同士の取引であっても、「会社関係者」と「第一次情報受領者」との取引は適用除外の対象となっているが、「第一次情報受領者」と「第二次情報受領者」との取引は、インサイダー取引規制の適用除外の対象となっていなかった。しかし、「第一次情報受領者」が保有株式を売却する際に実務上の支障³³⁶が生じると考え、「第一次情報受領者」と「第二次情報受領者」との取引は、インサイダー取引規制の適用除外の対象とされた。上記③については、改正前の金商法では、公開買付け情報の伝達を受けた情報受領者による被買付企業の株式の買付けは禁止されていた。しかし、公開買付者が競合相手による買付けを阻止するために情報を伝達するなど、公正な競争・取引の円滑に支障が生じると考え、今回の法改正では、情報受領者が自ら公開買付けを行う際に「公開買付届出書」等に伝達を受けた情報を記載した場合及び情報受領者が伝達を受けてから 6 カ月を経過した場合には、情報受領者による買付けを可能とした。³³⁷

アメリカ証券取引所法第 10 条(b)項およびルール 10b-5 で情報伝達行為に対して、情報受領者が取引を行った場合に限り、20 年以下の自由刑等の刑事罰を科するだけでなく、取引自体の利得の最大 3 倍の民事制裁金を課すことができる。日本では、今回の法改正により、初めて情報伝達・取引推奨行為に対する規制を導入した。法の抑止等の点から考えると、法制度が前進したことは評価できる。一方、今回の一連の公募増資を巡るインサイダー取引における引受会社に対して、証券会社の内部管理態勢の不備を理由に行政処分（業務の一部の停止等）を下せば、証券会社には莫大な営業上の損失が生じるのであるから、まずは、行政規制の厳格な運用によって抑止効果を発揮させることが望まれる³³⁸。そして、もし証券会社が営業政策として情報を伝達していたのであれば、金商法第 157 条(不公正取引)又は金商法第 158 条（偽計）の適用を視野に入れれば³³⁹、より効果的な防止効果を発揮できるのではなかろうか。

第 5 節 小括

本章において、日本のインサイダー取引の枠組みを検討した。周知の通り、金商法は、アメリカ証券取引諸法を参照し、会社関係者と公開買付関係者という 2 本立ての制度として構成されているが、当時日本の特殊の事情が加味されて日本の特有の法制度が形成されてきた。金商法上インサイダー取引規制は、会社関係者等によるインサイダー取引の規制

³³⁶ 「上場会社の買収の実施を決定した者が他の潜在的な買収者に対して未公表の公開買付け等事実を伝達した場合には、当該他の買収者による買付けを妨げることができるなどの支障が生じていることが指摘されている」。インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成 24 年 12 月 25 日）、金融庁ホームページ

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121225/01.pdf）。

³³⁷ 金融庁・前掲注（297）「改正する法律案に係る説明資料」6 頁。

³³⁸ 黒沼・前掲注（320）「増資インサイダー取引とその対応策」1 頁。

³³⁹ 黒沼・前掲注（320）「増資インサイダー取引とその対応策」1 頁。

や公開買付者等関係者等によるインサイダー取引の規制、また役員・主要株主の自社株等売買に関する規制である。そこで、以下のような内容を検討した。

まず、会社関係者及び公開買付者等関係者以外の者が、その職務などによって知った業務等に関する重要事実の伝達を受けた者、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って、その者の職務に関し当該業務等に関する重要事実を知った者は、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(金商法第 166 条 3 項、第 167 条第 3 項)。すなわち、金商法第 166 条 3 項及び第 167 条 3 項の規定は、情報受領者のインサイダー取引の禁止規定である。平成 25 年金商法の改正では、昨年(平成 24 年)問題となった公募増資を巡るインサイダー取引事案等を踏まえた法改正であり、情報伝達・取引推奨行為に対する規制を導入するものである。その規制内容は、未公表の重要事実を知っている会社関係者(上場会社や主幹事証券会社の役職員など)が、当該重要事実の公表前に取引させることにより利益を得させる目的をもって、当該重要事実を伝達し、又は取引を勧めてはならない(金商法第 167 条の 2 第 1 項)。また、公開買付者等関係者であって公開買付け等事実を知ったものについても、同様の規制を設けることである(金商法第 167 条の 2 第 2 項)。法のギャップを埋めることができるので、評価できる改正である。

金商法第 166 条に違反するこれまでの判例は、日新汽船株事件やマクロス事件、また日本商事株事件及び日本織物加工事件があった。一方、金商法第 167 条に違反するこれまでの判例は、代表的なものは村上ファンド事件であった。同事件は、「決定事項の実現可能性を問うとすると、決定に関与した者以外の者にとって実現可能性の高低がわかりづらいので、規制範囲が不明確になると考えたのかもしれない、しかし、実現可能性が高いのにそれを低いと信じて取引をした者は、構成要件に該当する事実の認識を欠き故意がないので、実現可能性を要求しても行為者が予測に反して処罰されることはない。また、客観的に一定の実現可能性があれば、その行為は構成要件に該当しているので、規制範囲が不明確になることもない。反対に、実現可能性が低いのにそれを高いと信じて取引をした者は、構成要件に該当する行為をしていないので不可罰であり、行為者としては予測に反して処罰されなかったとしても問題にするに足りない」³⁴⁰との見解がある。この点につき、日本織物加工事件最高裁判決は、「決定」について、当該会社の業務執行を決定する機関がその実現を意図して決定を行ったことだけで足り、実現予測は不要としている。

日本織物加工事件の判決及び村上ファンド事件の判決は、金商法上業務執行決定機関の決定をもって重要事実とし、その決定に係る事実が実現不可能な場合は別にして実現するか否か等は全く問題にしていない。これでは、株式の発行に向けた作業が投資者の判断に影響を及ぼすものと考えられる。インサイダー取引は経済犯罪であり、構成要件は明確でなければならない。この点、条文上より明確化する必要があると考える。

³⁴⁰ 黒沼・前掲注(188)「村上ファンド事件最高裁決定」9 頁。

また、上場会社等の役員又は主要株主が6カ月以内の短期売買を行った結果、利益を得た場合には、当該上場会社等は、短期売買により得た利益を提供するよう当該役員又は主要株主に対して請求することができる（金商法第164条）。本条は、その文言から明らかなように、第1章で検討したアメリカの1934年証券取引所法第16条(b)項に類似する規定である。この規定は、一定の内部者による株式売買の利益返還を請求するのに、内部情報の不正利用を証明する必要がある点で、一見強力にみえるが、実際はインサイダー取引の規制のためには殆ど実効性がなかったとの見方³⁴¹が強い。

金商法第164条の見直しも必要なのではないか。もし、本条項において、新たに刑罰規定を設ければ、役員、主要株主に対し、不正な手段を用いて入手した経済的利益が会社に返還され、しかも、刑が科されるのであるから、存在する意義付けが出来また一罰百戒の抑止効果が十分期待できる。

本章では、インサイダー取引規制に巡る法改正の動向も検討した。金商法改正を通じ、課徴金制度の導入、法定刑の引上げ、課徴金水準の実質的な引き上げ及び規制対象の拡大等が行われ、規制の強化が図られていることを挙げている。

金商法上のインサイダー取引規制は、アメリカ法を参照し、立法された。その規制は、施行以来、何回にも渡って改正されてきたが、インサイダー取引規制に関連する法制度の抜本的見直しが必要ではなかろうか。

³⁴¹ 関根・前掲注（239）総合解説 80 頁以下。

第3章 インサイダー取引規制のエンフォースメント

——課徴金制度

前章まで、日本のインサイダー取引規制の枠組みについて検討した。金商法は、国民経済の健全な発展と投資者の保護という法の目的（金商法第1条）に沿って定められた様々な規制の実効性を確保する手段として、刑罰を規定しており、行政処分及び民事措置も置かれている。そこで、刑罰規定は、違反者の行為に対し、違反者の自由を拘束し、その財産を奪うという強い制裁を加えるものであるもので、特に違反を抑止する必要性の高い規制の違反についてのみ規定されている¹。行政処分としては、金融庁は、証券会社が関与した場合の業務停止命令等、証券外務員が関与した場合の資格停止くらいしかなく、その他の違反者に対しては何の制裁も課すことができない²。しかし、上記の規定のうち、裁判所による差止命令の制度は法改正により行使が容易となったが、インサイダー取引事件については、まだ行使されておらず、また、インサイダー取引の違反に損害を受けた投資者による損害賠償請求（民法第709条）は、投資者にとって因果関係の立証が困難であり、現実には用いられていない³。

課徴金制度が導入される以前には、証券取引法違反の領域では、刑事罰のみがペナルティであったが、刑事罰の発動は対象者に与える影響が極めて大きいため謙抑的にならざるを得ず、また高度な立証が求められるために適用が難しく、そのため刑事罰を科すに至らない程度の違反行為は結果として放置されるという問題があった⁴。一方、違反行為を行った証券会社などに対する業務停止や登録抹消などの行政処分も、違反行為と無関係の顧客の利便性を損なうという問題もあった⁵。そこで、総合規制改革会議第二次答申⁶及びこれを

¹ 神田秀樹ほか『金融商品取引法コンメンタール 4—不公正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務、2011）570 頁[黒沼悦郎]。

² 佐伯仁志『制裁論』（有斐閣、2009）275 頁。

³ 松本真輔『インサイダー取引規制——解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）281 頁—282 頁。

⁴ 金融審議会金融分科会第一部報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成 15 年 12 月 24 日）14 頁、金融庁ホームページ

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf）。

神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 203 頁[石田眞得]。

⁵ 金融審議会金融分科会第一部報告・前掲注（4）14 頁、神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 203 頁[石田眞得]。

⁶ 「一般投資家の市場に対する信頼感を醸成するためには、ルールの一層の整備が必要であるとともに、ルールに違反した者にきちんとペナルティを課せられることが最低限必要であり、また、法益の増大にかんがみると、そのペナルティも強化される必要がある。これらの点を踏まえ、証券取引分野においても、証券市場監視を強化する観点からのエンフォースメント手段の強化・拡充及び複線化、並びに罰則規定の見直し等が必要である。また、資本市場の健全性と公正性をより一層確保できるよう、市場の監視取締体制について、十分な人員及び予算を確保

受けた規制改革推進三か年計画（再改定）⁷が、平成 16 年の法改正により課徴金制度新設に向けた立法作業の出発点となった⁸。

その後、規制の実効性を担保し、違反行為の抑止を目的として規制違反に対し金銭的負担を課す行政措置として、平成 16 年証券取引法を改正し、平成 17 年 4 月に導入されたのが課徴金制度である。金商法上課徴金の対象は、発行開示違反、継続開示違反、インサイダー取引等である。証券取引等監視委員会は、インサイダー取引違反者に対して、①内閣総理大臣及び金融庁長官に対し課徴金納付命令を求める勧告や、②検察官に対して刑事訴追を求める告発を行うことができる（金融庁設置法第 20 条 1 項、金商法第 226 条 1 項）。インサイダー取引の違反行為については、課徴金の要件にあたる事実が行政審判の場で立証され、課徴金納付命令が行われる。課徴金制度は、刑事罰にみられる謙抑性・補充性の原則から離れ、個別の違法行為に対応しつつ効果的な法執行を担保する手段として有力である一方、通常の行政処分（不利益処分）との関係で、適正手続原理を担保するための行政手続としてこの審判手続が設けられた⁹。

これに対し、アメリカでは、証券諸法のエンフォースメントの手段として、SEC 請求のよる司法手続——司法的執行（民事制裁を含む）を基軸とし、SEC が行政手続によって行政命令を下す仕組みになっている¹⁰。すなわち、SEC のエンフォースメントの手段では、単に行政罰の性質を有するだけではなく、投資者を保護するための民事救済の性質も有している。一方、日本では、金商法の趣旨は、「国民経済の健全な発展」及び「投資者の保護」（金商法第 1 条）にあるものの、アメリカと異なり民事救済の性質は希薄であり、課徴金は国庫に納める構造になっている。そこで、「投資者の保護」の観点から、アメリカのように投資者に対する補償も含めた民事制裁金制度を日本に導入することができるかどうかである。最近、インサイダー取引違反の事件では、違反者に対して、課徴金で済ませることが多く、告発された刑事事件になっても、実際には執行猶予が付く判決が殆どとなっている。そこで、インサイダー取引に対する抑止策として、刑事罰と課徴金の制度をどう見直したらよいだろうか。

することが必要である。また、行政上の制裁措置等や、不公正取引、ディスクロージャー等に係る資本市場の監視取締に必要な規則の制定については、市場により近い証券取引等監視委員会が一層重要な役割を果たすことが肝要であり、そうした方向性に沿って、更なる独立性向上の必要性も含め、市場の監視取締体制の在り方について検討を行い、結論を得るべきである」総合規制改革会議「第 2 次答申—経済活性化のために重点的に推進すべき規制改革—」（平成 14 年 12 月 12 日）第 80 頁、内閣府ホームページ

（<http://www8.cao.go.jp/kisei/siryo/021212/2-1.pdf>）。

⁷ 総合規制改革会議「規制改革推進三か年計画（再改定）」（平成 14 年 3 月 29 日）、内閣府ホームページ（<http://www8.cao.go.jp/kisei/siryo/030328/>）。

⁸ 橋本博之「改正証券取引法の理論的研究（1）証券取引法における課徴金制度の導入」商事法務 1707 号 4 頁（2004）。

⁹ 橋本・前掲注（8）「証券取引法における課徴金制度の導入」5 頁。

¹⁰ 橋本・前掲注（8）「証券取引法における課徴金制度の導入」4 頁。

本章においては、課徴金制度の概要を始め、課徴金の事例を分析したうえ、課徴金制度と刑事罰の関係及び課徴金制度と民事賠償責任の関係について検討していく。

第1節 課徴金制度の概要

一 概説

1 課徴金制度の導入

旧証券取引法のもとでは一定の違反行為には刑事罰の規定が設けられていたが、ひと口に違反行為といっても、実際には違法行為の度合いは千差万別であるため、会社関係者による違反行為のペナルティとしては酷な面があるため抑制的に運用する必要があり、その結果、刑事罰を科すに至らない程度の違反行為は何らの処分もなく放置されるという問題が指摘されていた¹¹。一方、証券会社などに対する業務停止などの行政処分も違反行為に無関係な顧客の利便性を損うという問題があつて、行政処分に値する違反行為に限定すべきだが、行政処分しかツールがないために、違反行為の実情に見合った抑止力として不十分と感じさせるケースもみられることもあったと伝えられている¹²。様々な違反行為の程度や態様に応じ、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするためには、金銭的負担を課す制度や違反行為そのものへの差止・是正命令など、ツールの多様化を図る必要がある¹³との考えもあつて、金融審議会金融分科会第一部会の報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）は、違反行為に対する金銭的負担として、罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用に鑑みれば、むしろ旧証券取引法の不公正取引規制違反、ディスクロージャー規制違反、証券会社などの行為規制違反を対象とした新たな課徴金制度を設けるべきである¹⁴と提言し、これを受けて、平成16年6月に成立した旧証券取引法等の一部を改正した法律（平成16年法律第97号）により、インサイダー取引等に対する制裁として課徴金制度が導入された¹⁵。

2 課徴金制度の改正

平成16年改正時の課徴金制度（導入当初の課徴金）の対象範囲は、①有価証券の募集・売出し時の開示書類への虚偽記載（発行開示違反）、②風説の流布・偽計、③相場操縦行為、④インサイダー取引に限定されていた¹⁶。これらの4つの違反行為は、いずれも証券市

¹¹ 金融審議会金融分科会第一部報告・前掲注（4）14頁。

¹² 金融審議会金融分科会第一部報告・前掲注（4）14頁。

¹³ 金融審議会金融分科会第一部報告・前掲注（4）14頁。

¹⁴ 金融審議会金融分科会第一部報告・前掲注（4）15頁以下。

¹⁵ 長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法』（商事法務、2009）1005頁。

¹⁶ 長島・前掲注（15）金融商品取引法1005頁。

場の公正性と投資者による信頼を直接的に害するという意味で旧証券取引法違反の中でも特に悪質であり、その抑止の必要性が特別に高いものとして、課徴金制度を導入するに当たって対象とされたものである¹⁷。これらの違反行為については、課徴金制度が導入される前には、刑事罰の対象とされているが、課徴金は、刑事罰とは趣旨目的・効果などを異にする制度であることから、刑事罰が科されるか否かに拘らず、課徴金の要件に当たる事実が行政審判の場で十分に立証された場合には課徴金納付命令が行われることになる¹⁸。しかし、これらの違反行為に対しては、課徴金に加え刑事罰の規定が置かれているため、課徴金制度が憲法第 39 条に定める二重処罰の禁止に違反しないかが問題となる。この点に関しては、課徴金は行政処分なので行為の反社会性や反道徳性に着目して課される制裁という性格を有するものではなく、刑事罰とはその趣旨・目的、性質、内容等を異にするものであることから、二重処罰の禁止には該当しないとの見解¹⁹が示されている。

更に、平成 16 年 10 月以降に、証券取引法上のディスクロージャーをめぐる不適正な事例が相次いで判明したことを受けて、金融審議会金融分科会第一部会報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」では、継続開示義務違反に対する課徴金制度を導入すべきである旨の提言がなされた²⁰が、違反行為により得られた経済的利得の内容及び算定方法、課徴金と刑罰規定との関係など、検討をすべき課題が少なくないことから、国会に提出された平成 17 年改正の当初案にその内容は盛り込まれなかった²¹。しかし、継続開示義

¹⁷ 岡田大ほか「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説―課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し―」商事法務 1705 号 45 頁 (2004)。

¹⁸ 三井秀範ほか『課徴金制度と民事賠償責任——条解証券取引法』(金融財政事情研究会、2006) 13 頁。

¹⁹ 長島・前掲注 (15) 金融商品取引法 1005 頁、高橋康文編『平成 16 年証券取引法改正のすべて』(第一法規、2005) 24 頁。

²⁰ 「最近のディスクロージャーをめぐる不適正な事例の多くはいずれも継続開示に関するものであり、また、発行市場と流通市場における取引数量や取引金額等を比較すれば、継続開示義務違反を抑止する必要性は、発行開示義務違反に比べても劣るものではないと考えられる。継続開示義務に違反した会社は、①上場の維持等を通じて、当該会社の有価証券について価格水準や流動性の確保が可能となる他、②財務状況が実際より健全に見えることによるレピュテーションの上昇及びそれに伴う取引拡大、人材確保の容易化、③会社の格付等の上昇による借入金等のスプレッド改善等、様々な形で利得を得ているのであり、発行開示義務違反の場合とバランスのとれた形で適切な金銭的な負担を課すことなしに、違反行為を的確に抑止することは困難であるといえることができる。国際的にみても、米国、英国、ドイツ、フランス等主要な証券市場においては、発行開示義務違反、継続開示義務違反のいずれもが課徴金制度の対象とされており、発行開示義務違反のみが課徴金制度の対象とされている例はない。これらの点を踏まえれば、我が国においても継続開示義務違反を課徴金制度の対象とすべきことは明白であり、このための法制面の詰めが早急に進められるべきである。」金融審議会金融分科会第一部会の報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」3 頁、金融庁ホームページ (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20041224_sir/00.pdf)。

²¹ 第 162 回国会衆議院財務金融委員会第 20 号 (平成 17 年 4 月 20 日) 会議録 (伊藤達也国務大臣 (当時) の答弁)、ホームページ

(http://www.shugiin.go.jp/itdb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/009516220050420020.htm)。神田・前掲注 (1) 金融商品取引法コンメンタール 204 頁 [石田真得]。

務違反に対する課徴金制度の導入の必要性が高く、国会の審議過程で衆議院における修正（第162回国会衆議院財務金融委員会第21号（平成17年4月26日））を受けて導入されたものである²²。それだけではなく、この改正では、継続開示義務にかかる同一の違反行為について刑事罰と課徴金がともに発動された場合における調整規定が設けられた²³。その後、平成18年6月に成立した旧証券取引法等の一部を改正する法律（平成18年法律第65号）では、平成17年11月29日に証券取引等監視委員会が出した、いわゆる「見せ玉」を課徴金の対象とすること等を内容とする金融庁長官に対する建議²⁴を踏まえ、顧客による「見せ玉」等売買の申込み行為による相場操縦行為が課徴金の対象とされることだけではなく、証券会社の自己の計算における「見せ玉」等売買の申込み行為による相場操縦行為も課徴金の対象とされた（金商法第174条1項）²⁵。

平成17年の証券取引法改正の附則において、「政府は、おおむね二年を目途として、この法律による改正後の課徴金に係る制度の実施状況、社会経済情勢の変化等を勘案し、課徴金の額の算定方法、その水準及び違反行為の監視のための方策を含め、課徴金に係る制度の在り方等について検討を加え、その結果に基づいて所要の措置を講ずるものとする。」とされていた。また、金融審議会第一部会「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」中間論点整理（平成19年6月13日とりまとめ）や「経済財政政策の基本方針2007について」（平成19年6月19日閣議決定）においても、課徴金制度の見直しについて提言がなされていた²⁶。このような状況の下で、金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告「課徴金制度のあり方について」を踏まえて、同部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」（平成19年12月18日）は、「違反抑止の実効性を一層確保する観点から、当部会の下に設置された法制ワーキング・グループがとりまとめた報告「課徴金制度のあり方について」を踏まえ、課徴金の金額水準、対象範囲、除斥期間等につき、所要の見直しを行うことが適当である。」²⁷と提言した。平成20年金

²² 吉田尚弘「継続開示義務違反に対する課徴金制度の概要——証券取引法の一部改正に係る衆議院修正——」JICPA ジャーナル 17 巻 9 号 39 頁（2005）、神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 204 頁[石田眞得]。

²³ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 204 頁[石田眞得]。

²⁴ 「顧客による「見せ玉」等売買の申込み行為による相場操縦を課徴金の対象とすること等についての建議」（平成17年11月29日）、証券取引等監視委員会ホームページ（http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/kengi_02.htm）。

²⁵ 河本一朗・龍田節編集『別冊金融・商事判例—金融商品取引法の理論と実務』（経済法令研究会、2007）150 頁。

²⁶ 金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告「課徴金制度のあり方について」（平成19年12月18日）1 頁、金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/02.pdf）。

²⁷ 金融審議会金融分科会第一部会報告「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」（平成19年12月18日）16 頁、金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf）。

商法等改正法(平成 20 年法律第 65 号)は、この提言に沿う形で行われた²⁸。そこで、課徴金制度について改正された点のうち、インサイダー取引に関連する部分についてみても、①課徴金の対象範囲の拡大(金商法第 175 条 1 項 3 号・2 項 3 号・10 項・11 項)、②課徴金額の水準の引上げ(同項 1 号・2 号・2 項 1 号・2 号・5 項—8 項)、③自主申告に伴う課徴金減算制度の導入(金商法第 185 条の 7 第 12 項)、④再度の違反による課徴金加算制度の導入(同条 13 項)、⑤除斥期間の延長(金商法第 178 条 26 項・27 項)、⑥課徴金手続の合理化、資料の事前閲覧等(課徴金府令第 30 条 4 項)といった重要な改正が行われた²⁹。

違反抑止の実効性を一層図る観点から、課徴金制度の見直しについては、利得相当額の複数倍の課徴金額の導入³⁰、一定額と経済的利得の併用制の導入³¹や課徴金の裁量運用制度の導入³²などの意見もある³³。

この点につき、アメリカでは、インサイダー取引に対する有効な抑止力を提供するために、SEC の行政執行による救済は、差止命令、不正利益の吐出し、制裁金、排除命令及び停止命令、警告書発出などを含んでいる。そのうち、民事制裁金については、責任のある違反者に対して違法に得た利益又は違法にインサイダー取引を行う間に免れた損失の額の 3 倍の額を民事制裁金として、SEC が裁判所の命令を求める権限を認めることにより、既発行証券市場 (secondary trading markets) でインサイダー取引者に対する制裁措置を設けた。多数の当事者は、上記の法の下での様々な制裁金に服する場合がある。そのような当事者には、実際の取引者、当該取引者への情報伝達者が含まれ、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーも同様である。重要なことは、ブローカー・ディーラー及び投資アドバイザーがインサイダー取引の違反を防止するために適切な手段を取らないか、又はそのような取引の発生を防止するように設計された合理的な方針と手続きを遵守しないときには、違反者の「支配者」として 3 倍の制裁金に服することになる。³⁴

二 課徴金の法的性格

1 課徴金の水準

課徴金は、違法な行為に関して国が国庫への金銭の支払を強制する制度であるから、刑事罰としての罰金と一見類似する制度であるため、憲法第 39 条による二重処罰の禁止に反

²⁸ 池田ほか『逐条解説 2008 年金融商品取引法改正』(商事法務、2008) 99 頁、神田・前掲注 (1) 金融商品取引法コンメンタール 206 頁[石田眞得]。

²⁹ 西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・木目田裕監修『インサイダー取引規制の実務』(商事法務、2010) 407 頁。

³⁰ 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務 1907 号 25 頁 (2010)。

³¹ 梅本剛正「課徴金制度の改正について——ワーキング・グループ報告の検討を中心に」証研レポート 1646 号 8 頁。

³² 川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリスト 1390 号 53 頁 (2009)。

³³ 松尾直彦「不公正取引規制の施行 5 年の軌跡と展望」ジュリスト 1444 号 44 頁 (2012)。

³⁴ WILLIAM K.S. WANG & MARC I. STEINBERG, Insider Trading, 664-667 (3rd ed. 2010)。

するのではないかが問題となる³⁵。この点に関しては、上述のように、課徴金は行為の反社会や反道徳性に着目して課される制裁という性格を有するものではなく、刑事罰とはその趣旨・目的、性質、内容等を異にするものであることから、二重処罰の禁止には該当しないと説明されている。その根拠としては、昭和 33 年の最高裁大法廷判決³⁶がある。当該判決は、法人税の遁脱犯に対する罰金と追徴税との関係について、以下のように述べていた。

「法³⁷48 条一項の遁脱犯に対する刑罰が『詐欺その他不正の行為により云々』の文字からも窺われるように、脱税者の不正行為の反社会性ないし反道徳性に着目し、これに対する制裁として科せられるものであるに反し、法 43 条の追徴税は、単に過少申告・不申告による納税義務違反の事実があれば、同条所定の已むを得ない事由のない限り、その違反の法人に対し課せられるものであり、これによって、過少申告・不申告による納税義務違反の発生を防止し、以って納税の実を挙げんとする趣旨に出でた行政上の措置であると解すべきである」³⁸。また、「追徴税のかような性質にかんがみれば、憲法 39 条の規定は、刑罰たる罰金と追徴税とを併科することを禁止する趣旨を含むものでないと解するのが相当であるから所論違憲の主張は採用し得ない」³⁹。すなわち、当判例により、違法行為抑止を目的とする行政上の金銭的不利益処分は、制裁的意義を有することを否定し得ないとしても、違反行為の反社会性ないし反道徳性に着目してこれに対する制裁として課される刑事罰とは法的性格が異なるものであり、刑事罰と併科しても、二重処罰の禁止に違反しないことが確立されたのである⁴⁰。

また、同判決を引用した平成 10 年の最高裁判決⁴¹、独占禁止法上の罰金刑と課徴金との併科が二重処罰に違反しないと判示した。そこで、平成 10 年の最高裁判決も、行政上の不利益処分に利得吐出しという性格付けをしないことからすると、必ずしも課徴金の水準を利得相当額に留める必要はない。しかし、違反行為前よりも違反者を不利益な状況に置かないようにして、制裁にすら当たらないような制度設計とすることで、二重処罰の疑念が生じることをより確実に回避しようという配慮があったのかもしれないとの見解⁴²が示されている。

金商法の課徴金についても平成 20 年改正に際しては、利益の額にとらわれるべきでないとする点については議論されたが、「違反行為が『やり得』とならないよう、利得相当額が課徴金の水準とされた。この点について、規制の実効性を一層確保する観点からは、当然のことながら、利得に必ずしもとらわれる必要はないのではないか、との指摘があった。

³⁵ 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010）446 頁。

³⁶ 最大判昭和 33・4・30 民集 12 巻 6 号 938 頁。

³⁷ 法人税法 48 条。

³⁸ 最大判昭和 33・4・30・前掲注（36）938 頁。

³⁹ 最大判昭和 33・4・30・前掲注（36）938 頁。

⁴⁰ 松尾直彦『金融商品取引法（第 3 版）』（商事法務、2014）644 頁。

⁴¹ 最判平 10・10・13 判例時報 1662 号 83 頁（1999）。

⁴² 川口恭弘「金融商品取引法上の課徴金制度」同志社法学 61 巻 2 号 281 頁－282 頁（2009）、神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 208 頁[石田眞得]。

一方で、課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない以上、利得から完全に離れるべきでない、との指摘もあり、さらなる議論が期待される。」⁴³として、結論は出ず、結局利益の額を基本とする考え方は維持しつつ、算出方法を見直し、課徴金の額の水準が実質的に引き上げられるにとどめられた⁴⁴。その結果、課徴金は、利得を吐き出させることによって違反行為の抑止を図るという当初の基本的性格に加え、制裁的要素も併せ持つものとなっていると思われる⁴⁵。

2 課徴金の適用要件

課徴金の要件については、形式的に定められている。第一に、課徴金の水準について、違反行為の種類ごとに、一般的・抽象的に想定し得る経済的利得相当額を基準としつつ、具体的な算定方法が法定されている。第二に、対象となる違反行為は、類型的に違反行為による経済的利得相当額を算定できるものに限定されている。第三に、対象となる違反行為類型の要件については、違反行為による経済的利得相当額を算定する観点から、刑罰法規の構成要件該当行為に加えて、違反者が一定の行為を行う要件が追加されているものがある（金商法第 172 条他）。第四に、対象となる違反者についても、違反行為を行うことが定型的に想定され、かつ、違反行為により経済的利得を得る立場にある者に限定されている。⁴⁶

三 課徴金額の算出

1 課徴金の納付命令の対象者と計算方法

(1) 概要

課徴金納付命令の対象者は、金商法第 166 条 1 項又は 3 項の規定に違反して、金商法第 166 条 1 項に規定する売買等をした者であり、また、金商法第 167 条 1 項又は 3 項の規定に違反して、金商法第 167 条 1 項に規定する特定株券若しくは関連株券等に係る買付け等又は 1 項に規定する株券等に係る売付け等をした者である。これらの規定に違反して行われた取引は、業務等に関する重要事実又は公開買付け等の実施に関する事実若しくは公開買付け等の中止に関する事実の公表日以前 6 カ月以内のものに限定されている（金商法第 175 条 1 項、2 項）。⁴⁷

(2) 納付命令の対象者

インサイダー取引など不公正取引にかかる課徴金は、この制度の導入から、自己の計算において違反行為が行われた場合に限り課されるものとされていたが、この不公正取引の

⁴³ 金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告・前掲注（26）2 頁。

⁴⁴ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 448 頁。

⁴⁵ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 208 頁[石田真得]。

⁴⁶ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 645 頁以下。

⁴⁷ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 602 頁。

禁止規定自体は、自己の計算であるか否かを問わず違法としており、他人の計算で違法な行為をした場合でも、それを通じて自己の利益を実現していると評価できる場合であれば、課徴金を課すことが合理的である⁴⁸。平成 20 年金商法改正では、違法行為の抑止の観点からは厳密な意味で自己の計算による場合以外の違法行為についても広く自己の計算と見なすことにより課徴金の対象とした⁴⁹。そこで、平成 20 年金商法改正では、自己の計算による場合以外の違法行為についても、まず、総株主等の議決権の過半数を保有している会社や生計を一にする者など経済的に同一性があると認められる者の計算で違法行為を行った場合には自己の計算で違法行為を行ったものとみなして課徴金を算出し（例えば、インサイダー取引に関しては、金商法第 175 条 10 項・11 項）⁵⁰、また、金融商品取引業者の顧客やファンドの計算による取引の場合は、違反行為により違反者は顧客との契約を維持することができていると考えられることから、業者に支払われる手数料、報酬その他の対価の額を基準として課徴金が課されることとされた（金商法第 175 条 1 項 3 号・2 項 3 号）⁵¹。そこで、このように他人の得た利益からの派生的利得を課徴金の額とすることは合理性があるとはいえ、自己の得た利益でない利得まで課徴金が賦課されるのは課徴金の趣旨に反しないか否かが問題となりうるとの指摘⁵²もあった。この点につき、上記の違法行為の抑止の観点から、経済的同一性があると認められる者及び金融商品取引業者又は登録金融機関に限定をしていることからすると、課徴金の趣旨に反しないと考えられた。

そこで、平成 23 年 12 月 20 日、証券取引等監視委員会の建議⁵³を踏まえて、平成 24 年金商法改正により、金融商品取引業者等に限定されることなく「自己以外の者の計算」（他人の計算）において違反行為をした場合について、課徴金納付命令の対象とされている（金商法第 175 条 1 項 3 号・2 項 3 号）。すなわち、平成 24 年金商法改正では、金融商品取引業者等以外の者が、他人の計算で行ったインサイダーなど不公正取引について課徴金の対象を拡大した。さらに、平成 25 年改正では、他人の計算による課徴金を引き上げている（金商法第 173 条～第 175 条）。

（3）課徴金の計算方法

⁴⁸ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 449 頁。

⁴⁹ 池田唯一ほか『逐条解説 2008 年金融商品取引法改正』（商事法務、2008）101 頁。

⁵⁰ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 449 頁～450 頁。

⁵¹ 池田・前掲注（49）金融商品取引法改正 102 頁。

⁵² 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 449 頁。

⁵³ 「不公正取引事案の調査において、『金融商品取引業者等』に該当しない者が、顧客等の計算において不公正取引を行った疑いがある事例が認められた。現行の制度では、顧客等の計算において不公正取引を行った者（以下「違反者」という。）に係る課徴金については、課徴金の計算規定の適用が、違反者が金融商品取引法の「金融商品取引業者等」である場合に限定されていることから、違反者が対価を得ているにもかかわらず課徴金を課することができない。したがって、違反行為の抑止の観点から、『金融商品取引業者等』に該当しない者が、他人の計算において不公正取引を行い、対価を得ている場合においても、課徴金を課することができるようにする必要がある。」証券取引等監視委員会「金融庁設置法第 21 条の規定に基づく建議について」（2003 年 12 月 20 日）、証券取引等監視委員会ホームページ（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2009/2009/20090424-2.htm）。

平成 16 年証券取引法改正により導入時の課徴金の計算方法は、「重要事実などの公表前 6 カ月以内の売付け等・買付け等の価額と重要事実などの公表日翌日の最終価格による価額との差額」とされていた⁵⁴。しかし、実際の利得額が課徴金を上回る事例があることから、平成 20 年金商法改正により、「重要事実などの公表前 6 カ月以内の売付け等（買付け等）の価額と重要事実などの公表後 2 週間における最安値（最高値）の価額との差額」とされた（金商法第 175 条 1 項 1 号・2 号、2 項 1 号・2 号）⁵⁵。

しかし、インサイダー取引規制の違反による課徴金の計算方法に基づいて、重要事実公表後 2 週間の期間内の最も利益が大きくなる日の相場を基準に課徴金の額が算出されるため、違法行為者が実際に得た利益よりも課徴金の額が大きくなることも有り得ることから、課徴金が得た利益の剥奪であるという考え方を逸脱していないかが問題となる⁵⁶との指摘もある。この点につき、アメリカでは、インサイダー取引の違反者に対し、利得の 3 倍の民事制裁金が取られる制度が存在しており、日本でも抑止の観点から考えると、この程度の差異は利益の剥奪であるという考え方を逸脱してはいないと考え⁵⁷。

2 課徴金の加算制度と減算制度

(1) 加算制度

金商法が定める規制に違反したとして課徴金の納付命令の対象とされる者が、以前課徴金納付命令を受けたにも拘らず再度違反行為を行った場合、一回目に課した課徴金の水準では当該違反者の抑止には不十分だったのではないかと考慮されるので、より強い抑止力が必要と考えられる⁵⁸。そこで、平成 20 年の金商法改正により、違反行為を繰り返した者に対して課徴金を加算する制度を新たに設けている（金商法第 185 条の 7 第 13 項）⁵⁹。すなわち、違反者が、過去 5 年以内に課徴金納付命令を受けたことがある場合には、課徴金の額は法定金額の 1.5 倍とされることとなった⁶⁰。

なお、平成 17 年の独占禁止法の改正により、定められている課徴金の加算制度では、過去に課徴金納付命令を受けたことのある者に対して、同様の課徴金の納付を再び命じる場合は、売上高・購入額に乗ずる一定率の 5 割増額がされる⁶¹。金商法上の課徴金の加算制度における加算割合は、独占禁止法上の制度を参考にしたものである⁶²。

⁵⁴ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 604 頁。

⁵⁵ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 604 頁。

⁵⁶ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 449 頁。

⁵⁷ WANG & STEINBERG, *supra* note 34, at 664.

⁵⁸ 大来志朗・鈴木謙輔「課徴金制度の見直し」商事法務 1840 号 38 頁(2005)。

⁵⁹ 大来・前掲注（58）「課徴金制度の見直し」38 頁。

⁶⁰ 川村正幸『金融商品取引法（第 4 版）』（中央経済社、2009）688 頁。

⁶¹ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 408 頁[川口恭弘]。

⁶² 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 654 頁。

「繰返し」と認定されるのは、過去 5 年以内に課徴金納付命令等を受けたことがあることをいう⁶³。これは、以下のような点を考慮したものである。第一に、違反後 5 年以内に再度違反を犯すものは、類型的に見て、継続して違反行為を行っている蓋然性が高く、外形上常習性が認められると考えられること⁶⁴。第二に、金商法上、例えば、金融商品取引業の登録拒否要件（金商法第 29 条の 4 第 1 項 1 号、2 号）や外務員の登録取消処分等（金商法第 64 条の 5 第 1 項 1 号、3 号）において過去の違反歴を考慮する場合、遡る期間が 5 年間であること⁶⁵。なお、独占禁止法では、その遡る期間が 10 年間である。

（2）減算制度

課徴金の賦課される行為が発覚する前に自発的に当局に申告した場合には、制裁を軽くすべく課徴金の額を免除又は減算するということも考えられるが、平成 20 年金商法改正により設けられた課徴金の減算制度では、開示書類等における虚偽記載、自己株式にかかるインサイダー取引等に関し課徴金の額を 50%に減算するものとしている（金商法第 185 条の 7 第 12 号）⁶⁶。その理由は、上場会社等による自己株式の取得に際しては、ひとたびこれらの違反行為がなされると、継続的に違反が繰り返される可能性が高いこと等から、早期発見がなされることの公益性が強く、課徴金額を減じてもなお早期発見のインセンティブを与えることが必要とされるからである⁶⁷。

独占禁止法の課徴金減免制度は、減免によって違反事業者が自ら公取委員会に申告するインセンティブを高め、違反行為の発見及び事案の解明を図ることによって、将来に向けた違法状態の解消及び違反行為の抑止を図ろうとする制度である⁶⁸。価格協定や入札談合の場合は、違法行為の隠ぺいが巧妙になされることが多いため、違反者が自ら違反事実を申告する動機を与え、違反行為の探知や調査を容易にするために課徴金の減免制度が創設された⁶⁹。これに対して、金商法上の課徴金の減算制度は、同法の規制対象となる行為については、独占禁止法と同様の事情は見当たらないが、企業自身が自律的に違反行為の発生を防止し、仮に違反行為が行われた場合には早期に発見できるようなコンプライアンス体制を構築する動機を与えるために創設されている⁷⁰。すなわち、企業自ら社内の違反行為を発見してその内容を公表した場合に、証券取引等監視委員会が違反行為を発見した場合と同じ課徴金が賦課されるのであれば、企業としてコンプライアンス体制を積極的に構築する動きが減殺される⁷¹。このため、自社株式取得に係るインサイダー取引等の違反行為につい

⁶³ 池田・前掲注（49）金融商品取引法改正 403 頁。

⁶⁴ 池田・前掲注（49）金融商品取引法改正 403 頁。

⁶⁵ 池田・前掲注（49）金融商品取引法改正 403 頁。

⁶⁶ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 450 頁。

⁶⁷ 大来・前掲注（58）「課徴金制度の見直し」37 頁。

⁶⁸ 根岸哲『注釈独占禁止法』（有斐閣、2009）183 頁。

⁶⁹ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 409 頁[川口恭弘]。

⁷⁰ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 409 頁[川口恭弘]。

⁷¹ 池田・前掲注（49）金融商品取引法改正 111 頁。

て、証券取引等監視委員会が調査に着手する前に、企業自らが違反行為を金融庁に報告した場合には課徴金の額を減算する仕組みが設けられたところである⁷²。

四 審判手続と課徴金納付命令

審判手続と課徴金納付命令までの手続は、次のように進められる。⁷³

(1) 調査勧告

証券取引等監視委員会が調査を行い（金商法第 26 条、第 177 条）、課徴金の対象となる法令違反行為があると認める場合には、内閣総理大臣及び金融庁長官に対し勧告を行う（金融庁設置法第 20 条）。

証券取引等監視委員会は、金融庁の下に設置されている（金融庁設置法第 6 条）。証券取引等監視委員会は、委員長及び委員 2 人をもって組織する（同法第 10 条）。委員長及び委員は、衆参両議院の同意を得て、内閣総理大臣が任命する（同法第 12 条 1 項）。証券取引等監視委員会は、「金融商品取引法」「投資信託及び投資法人に関する法律」「社債、株式等の振替に関する法律」、及び「犯罪による収益の移転防止に関する法律」の規定によりその権限に属させられた事項を処理する（同法第 8 条）。これらの法律の規定により、証券取引等監視委員会は、検査、報告若しくは資料の提出の命令、質問若しくは意見の徴取又は犯則事件の調査を行った場合において、必要があると認めるときは、その結果に基づき、金融商品取引の公正を確保するため、又は投資者の保護その他の公益を確保するため行うべき行政処分その他の措置について内閣総理大臣及び長官に勧告することができる（同法第 20 条 1 項）。証券取引等監視委員会は、証券取引検査等の結果に基づき、必要があると認めるときは、金融商品取引の公正を確保するため、又は投資者の保護その他の公益を確保するために必要と認められる施策について内閣総理大臣、金融庁長官又は財務大臣に建議することができる（同法第 21 条）。

(2) 審判手続

指定職員の指定等を行う（金商法第 180 条 2 項、3 項、第 181 条 2 項）。審判手続開始決定書の謄本を被審人に送達し、審判手続が開始する（金商法第 179 条 3 項）。その審判手続開始の決定書には、審判の期日及び場所、違反の事実並びに納付すべき課徴金の額及びその計算の基礎が記載されなければならない（金商法第 179 条 2 項）。被審人が違反事実及び課徴金の額を認める旨の答弁書を提出した場合には、審判期日を開くことを要しない（金商法第 183 条 2 項）。審判手続では、被審人は、上記の審判手続開始決定書の謄本の送達を受けたときは、これに対する答弁書を提出しなければならず（金商法第 183 条 1 項）、被審人又はその代理人が、期日に出頭し、意見の陳述及び各種証拠調べの申立て（参

⁷² 池田・前掲注（49）金融商品取引法改正 111 頁。

⁷³ 金融庁「課徴金制度に係る手続き等の流れ」、金融庁ホームページ（http://www.cao.go.jp/consumer/kabusoshiki/kachoukin/doc/140311_shiryou3.pdf）。

考人審問、鑑定、審判官による立入検査、証拠書類・物件の提出）を行うことができる（金商法第 181 条 1 項・184 条 1 項・185 条 1 項・185 条の 3）⁷⁴。

（3）審判官による決定案作成、納付命令決定

審判官は、審判手続を経た後、審判事件についての決定案を作成し、内閣総理大臣に提出しなければならない（金商法第 185 条の 6）。内閣総理大臣は、決定案に基づき、違反事実があると判断するときは課徴金の納付を命ずる旨の課徴金納付命令を行わなければならない（金商法第 185 条の 7 第 1 項・5 項）。

（4）違反事実がない旨の決定

内閣総理大臣は、審判手続を経た後、違反事実がないと認めるときは、その旨を明らかにする決定をしなければならない（金商法第 185 条の 7 第 16 号）。平成 24 年 10 月 23 日、金融庁は、株式会社 SJI との契約締結交渉者からの情報受領者による内部者取引事件に対する違反事実がない旨の決定をした⁷⁵。証券取引等監視委員会の勧告が審判で争われる事案は散見されるが、今までのところ、インサイダー取引規制違反で違反事実なしと認定されたのはこの事件だけである。

五 課徴金の納付

内閣総理大臣が課徴金の納付命令にかかる決定書の謄本を発した日から 2 カ月を経過した日が納付期間となる（金商法第 185 条の 7 第 19 項）。内閣総理大臣は、課徴金をその納付期間までに納付しない者があるときは、督促状により期限を指定してその納付を督促しなければならない（金商法第 185 条の 14 第 1 項）。

金商法第 185 条の 14 第 1 項の規定により督促を受けた者がその指定する期限までにその納付をしないときは、内閣総理大臣の命令で、その決定を執行する（金商法第 185 条の 15 第 1 項）。課徴金納付命令の執行は、民事執行法（昭和 54 年法律第 4 号）その他強制執行の手続に関する法令の規定に従ってする（金商法第 185 条の 15 第 2 項）。この限りにおいて、課徴金の納付命令の執行は私法上の債権に準じた取扱いを受けることとなる。なお、このことにより課徴金が公法上の債権たる性格を失い私法上の債権となるものではなく、民事執行法等の規定が全て適用されることに否定的な見解もみられる⁷⁶。

なお、倒産手続における課徴金請求権の取扱いについては、破産法等の適用との関係では、過料の請求権とみなされ（金商法第 185 条の 16）、劣後的取扱いを受ける請求権とさ

⁷⁴ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 79 頁。

⁷⁵ 平成 23 年度（判）30「株式会社 SJI との契約締結交渉者からの情報受領者による内部者取引事件に対する違反事実がない旨の決定について」、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20121023-3.html>）。

⁷⁶ 河本一郎・関要 監修『逐条解説・証券取引法（3 訂版）』（商事法務、2008）1417 頁、神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 439 頁[加藤貴仁]。

れる⁷⁷。このような倒産手続における取扱い、違反行為の抑止を図るという課徴金の賦課徴収にあたり、有価証券届出書の虚偽記載等に対する投資者の損害賠償請求権などに配慮したものである⁷⁸。

六 行政訴訟で争う場合

課徴金納付命令の決定に対し不服がある場合には、被審人は納付を命じる決定の取消しの訴えを提起できる。これは平成 16 年改正証券取引法により課徴金が導入された際に、新たに設けられた規定である（金商法第 185 条の 18）⁷⁹。この訴えは、処分のあったことを知った日から 30 日以内に提出しなければならない、この 30 日は不変期間であり原則として延長又は短縮されない（金商法第 185 条の 18 第 2 項）⁸⁰。

課徴金納付命令の取消の訴えは、行政事件訴訟法上の処分の取消の訴え（行政事件訴訟法第 3 条第 2 項）に当たるものであり、処分の取消の訴えは、行政事件訴訟法上、処分があったことを知った日から 6 カ月以内に提起しなければならないのが原則であるが、行政事件訴訟法の特例として、その期間を短縮している⁸¹。

期間を短縮する理由は、立法担当者によると、第一に、課徴金納付命令は、通常の処分の手続より慎重な手続で行われるものであるため、処分を受けた者が訴えを提起できるか否かを短期間で判断できると考えられる⁸²。第二に、違反事実の有無を早期に確定させ、法的安定性を確保することが、証券市場の信頼性の確保のために必要があるためと説明されている⁸³。

七 独占禁止法上の課徴金との比較

1 独占禁止法上の課徴金制度の趣旨・目的

独占禁止法上の課徴金は、違反行為者に金銭的不利益を課すことによって、違反行為の抑止を図ることを目的とする行政上の措置である⁸⁴。「平成 17 年同法改正の課徴金は、行政上の措置であるとともに、カルテルによる不当利得を上回る金員の納付を命じるものであって、制裁としての性格をもつ行政上の制裁（行政制裁金）である」⁸⁵。従来、同法の立

⁷⁷ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 145 頁。

⁷⁸ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 441 頁[加藤貴仁]。

⁷⁹ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 443 頁[神作裕之]。

⁸⁰ 十市崇ほか『金融商品取引法違反への実務対応—虚偽記載・インサイダー取引を中心として』（商事法務、2011）132 頁。

⁸¹ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 147 頁。

⁸² 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 147 頁。

⁸³ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 147 頁。

⁸⁴ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 149 頁。

⁸⁵ 村上政博『独占禁止法（第 5 版）』（弘文堂、2012）399 頁。

法・改正時に課徴金の算定基準を設定するに当たっては、違反行為者が当該行為によって得た不当利得ないし経済的利得の水準の如何が、その重要な手掛りとされてきた⁸⁶。この点から考えると、同法の課徴金の目的は、不当利得の剥奪又は経済的利得の剥奪を目的とする制度であると考えられる⁸⁷。

これに対し、平成 17 年 4 月 1 日に導入されたこの金商法上の課徴金制度では、上述のように違反類型ごとに一般的・抽象的に想定しうる経済的利得相当額を基準としている⁸⁸。

2 簡明性・迅速性の要請

独占禁止法上の課徴金制度は、行政措置である。同法上の課徴金制度は、「簡明かつ迅速な処理を指向するという基本姿勢に立ち、その算定はある程度定型的な基準で行うことが予定されている」⁸⁹。これは、課徴金制度の積極的かつ効率的な運営により抑止の効果を確保するためには、算定基準を明確なものとするのが望ましいとの考え方である⁹⁰。同法下での課徴金の対象となる違反行為については、違反事業者ごとに始期と終期を認定し、「違反行為の対象となった関連商品の継続期間中の売上額に、違反行為ごとに定められた法定の算定率を乗じて得た額を課徴金額として算出する」⁹¹。

この点、平成 16 年に導入された金商法上の課徴金制度は、独占禁止法上の課徴金と同じ行政措置であり、金商法上の課徴金の算定方法は基本的に独占禁止法と同じである⁹²。

3 課徴金と刑事罰の関係

独占禁止法上の課徴金制度は、金商法上の課徴金制度と同様、違反行為の抑止を目的とする行政措置である。この点、カルテルの反社会性ないし反道徳性に着目した刑事罰とは、その趣旨、目的、手続等を異にするため、課徴金と刑事罰（罰金）を併科しても、憲法第 39 条の禁止する二重処罰には当たらないとされる⁹³。

従来、課徴金制度は、憲法上の二重処罰禁止に違反するのではないかと疑念を生じさせたが、制裁的效果を有する場合でも、故意を要件とせず、また応報を目的としていないなど、行為の反社会性ないし反道徳性に着目するものではないから、刑事罰とは制裁の趣旨・目的が異なっている⁹⁴。もっとも、課徴金と刑事罰の双方が科される場合には、罪刑均衡だけでなく行政処分として比例原則の観点から、それが制裁として過大にならないかという

⁸⁶ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 149 頁以下。

⁸⁷ 村上・前掲注（85）独占禁止法 399 頁。

⁸⁸ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 204 頁[石田眞得]

⁸⁹ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 150 頁。

⁹⁰ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 150 頁。

⁹¹ 村上・前掲注（85）独占禁止法 400 頁。

⁹² 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 447 頁。

⁹³ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 150 頁。

⁹⁴ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 150 頁以下。

“制裁の程度”の問題は生じる⁹⁵。平成 17 年同法の改正に、この点を考慮し、刑事の罰金額の 2 分の 1 の額を控除することを内容とする調整規定が設けられた⁹⁶。

金商法上の課徴金と刑事罰の関係については、第 3 節で詳述する。その調整関係については、同一事件で罰金又は没収・追徴がある場合に課徴金額が変更される。罰金の額が課徴金より少ないときには、課徴金は罰金額の分が控除される（金商法第 185 条の 8 第 6 項）。同様に没収・追徴が命じられている場合は、当初算出された課徴金の額から当該没収・追徴相当額を控除する調整（金商法第 185 条の 8 第 7 項）が行われている⁹⁷。しかし、独占禁止法と異なり、刑事の罰金額の 2 分の 1 の額を控除することを内容とする調整規定は設けられていない⁹⁸。

4 課徴金と不当利得返還請求、損害賠償請求

課徴金制度は、行政措置で違反行為者を対象に一定額の金銭を国庫に納付する制度である。一方、不法行為に基づく損害賠償請求は、違反行為によって生じた損害の填補ないし被害者の救済を目的とする制度である⁹⁹。両者は、その趣旨・目的、要件・効果が異なっている。従って、「被害者によって損害賠償請求訴訟が提起されたり、入札談合の場合に発注者により損害賠償額の予定としての違約金の請求がなされたりしても、これらと課徴金との重複が問題になることはない」¹⁰⁰。両者間の調整規定が設けられていないことは明らかである。

金商法上の課徴金制度と民事賠償責任については、第 4 節で詳述する。金商法は、金融商品取引の損害を受けた投資者に幾つかの損害賠償責任規定を置いている。しかし、独占禁止法と同様、課徴金と民事賠償責任の調整規定が設けられていない¹⁰¹。

5 課徴金と裁量性

独占禁止法上の課徴金の算定や賦課については、原則として公正取引委員会による裁量は認められていない¹⁰²。すなわち、課徴金の算定や賦課は原則的に行政裁量を排除するものである。その理由は、行政庁に裁量を認めることになると、刑事罰との区別がつかなくなり憲法上の二重処罰の疑念が生じるし、また事実認定や立証の負担が大きくなり課徴金制度の機動性が損なわれて抑止目的を達成することが困難となるのではないかの懸念を生じることにある¹⁰³。

⁹⁵ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 151 頁。

⁹⁶ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 151 頁。

⁹⁷ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 419 頁[川口恭弘]

⁹⁸ 白石忠志『独占禁止法（第 2 版）』（有斐閣、2009）582 頁。

⁹⁹ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 151 頁。

¹⁰⁰ 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 152 頁。

¹⁰¹ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 211 頁[石田眞得]。

¹⁰² 根岸・前掲注（68）注釈独占禁止法 152 頁。

¹⁰³ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 210 頁[石田眞得]。

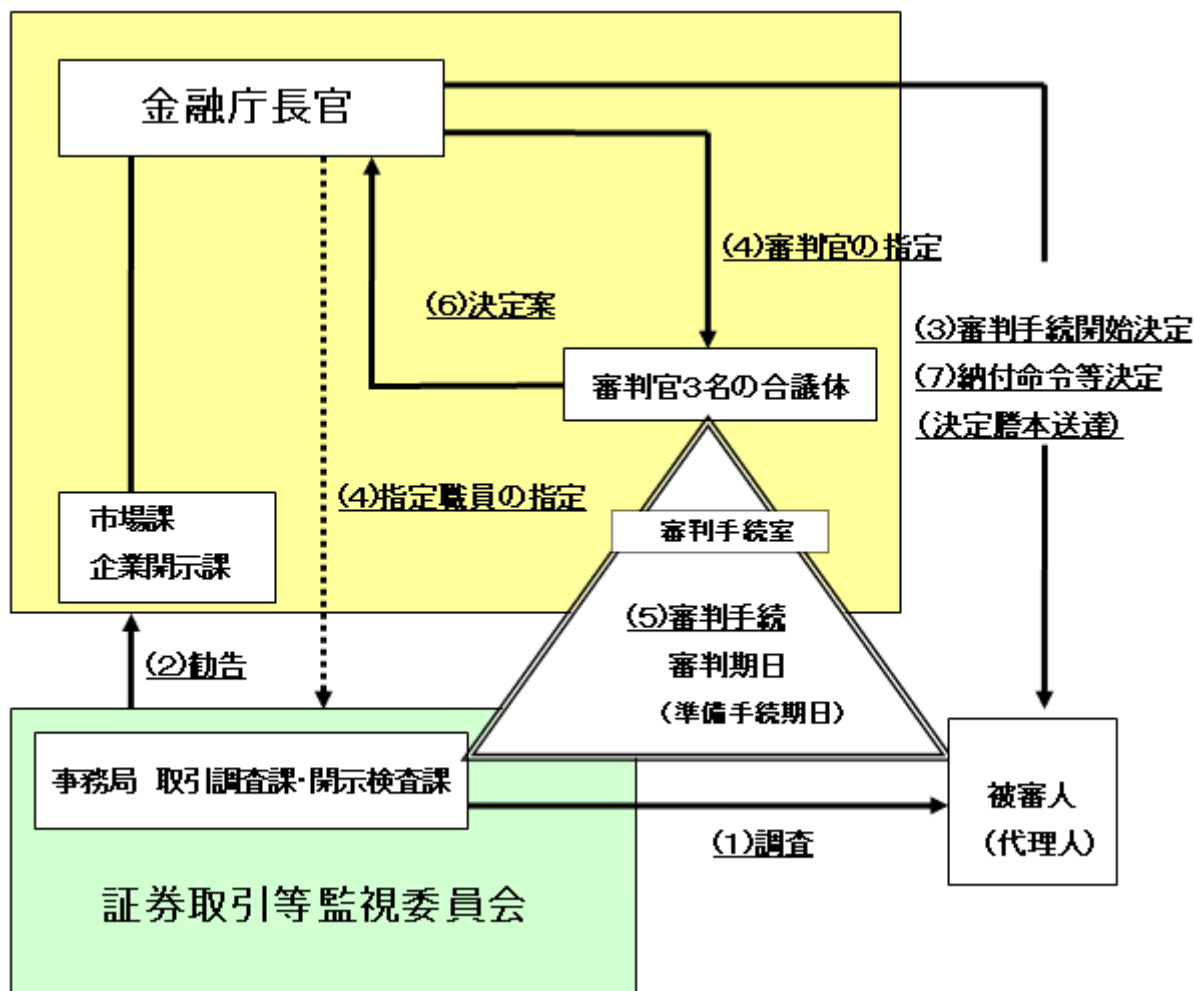
金商法上の課徴金の算定や賦課についても、独占禁止法上と同様に、原則として行政庁による裁量は認められていない。理由も、同じである¹⁰⁴。こうした行政の裁量はないという運用の結果、例えばインサイダー取引で摘発される案件の中には、課徴金がたったの数万円、数十万円というケースも多い¹⁰⁵。一方、この程度の金額の課徴金を取るために、行政当局は案件によっては、半年から長く 2 年程度の間も人員を費やして調査をするなどしている点から考えると、行政局の調査のキャパシティが低下するのではないかの懸念を生じている¹⁰⁶。

¹⁰⁴ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 647 頁。

¹⁰⁵ 証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集」（平成 24 年 7 月）、金融庁ホームページ
（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130808-2/01.pdf）。

¹⁰⁶ 西村高等法務研究所編『金融商品取引法と企業戦略——資本市場との対話と実務対応』（商事法務、2008）255 頁。

「調査から課徴金納付命令までの流れ」（金融庁資料）



(注) 指定職員は、審判手続で違反事実等の存在を主張・立証する者として金融庁長官により職員の中から指定され、準備書面の提出や証拠の申出等を行います。

※公認会計士法違反及び金融商品取引法違反の一部については、企業開示課が必要な調査を行い、証券取引等監視委員会による調査・勧告は行われません(この場合の指定職員は、金融庁職員から指定されます。)

(出所) 金融庁「課徴金制度について」、金融庁ホームページ
(<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/02.html>)。

第2節 課徴金事例の分析

課徴金制度は、2005年度から施行されたが、課徴金の対象を拡大する2008年改正法の施行前でも着実に賦課事例が増加し、その後も増え、平成24年度は37件、平成25年度は46件となっている¹⁰⁷。現在、金商法に関するエンフォースメントの中核的手段となっている¹⁰⁸。以下では、近時のインサイダー取引の状況を踏まえ、課徴金事例を分析していく。

一 近時のインサイダー取引の状況

1 違反行為に係る重要事実

インサイダー取引に係る重要事実の違反行為に対する課徴金勧告事案の年度別の件数は、課徴金納付命令勧告時点において集計したものが表1となっている。インサイダー取引行為に対する課徴金勧告の件数は、平成17年4月の制度導入以降、平成24年6月15日まで、131件（納付命令対象者ベース）となっている¹⁰⁹。

重要事実の違反行為の年度別傾向には、以下のような特徴が指摘されている。

① 違反行為に係る重要事実の多様化と公開買付け等の事実に係るインサイダー取引が増加してきている。例えば、平成23年度においては、以前、新株等の発行や業務提携、決算情報を重要事実とする内部者取引が見受けられたが、制度導入以来、一度も勧告を行っていなかった重要事実（剰余金の配当・損害の発生）について勧告を行った事案が見られた。¹¹⁰

② 公開買付け等の事実に係るインサイダー取引に対する勧告事案については、平成23年度は7件と最も多かった。¹¹¹

公開買付けに係るインサイダー取引が近年増加している。その背景としては、企業の再編手段として、公開買付けを利用しやすくなっていること、また、企業の公開買付けには、その検討初期の段階から買付企業の内外に渡って関与する者が多いこと、さらに、公開買付価格は、その検討時点の株価を上回る価格に設定されることが通常で、情報を得た者が買付けを行い、利得を得ようとするインセンティブを持ちやすいとの見解がある¹¹²。

¹⁰⁷ 金融庁「年度別課徴金納付命令等一覧」金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/24.html>）。

¹⁰⁸ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 644 頁。

¹⁰⁹ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」5 頁。

¹¹⁰ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」5 頁。

¹¹¹ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」5 頁。

¹¹² 島影正樹「課徴金事例集の公表とインサイダー取引の傾向について」会計・監査ジャーナル 663 号 101 頁（2010）。

証券取引等監視委員会は、公開買付けとインサイダー取引のリスクの所在を踏まえ、そのリスクを軽減するために、未然防止策として、以下のような点を検討することが有益であると提言している¹¹³。

- ①ファイナンシャル・アドバイザーの注意喚起等の役割
- ②情報伝達範囲・内容の限定
- ③情報管理態勢の強化
- ④守秘義務契約締結の奨励
- ⑤経緯報告書の内容の充実

(表 1) 重要事実別勧告状況

年 度	17	18	19	20	21	22	23	24	計
新株等発行	2	3	3	1	4	6	3	4	26
自己株式取得	0	0	0	0	0	1	0	0	1
株式分割	0	2	0	0	0	0	0	0	2
剰余金の配当	0	0	0	0	0	0	1	0	1
株式交換	0	0	0	2	2	2	0	0	6
合併	0	0	2	1	0	0	0	0	3
業務提携・解消	3	0	5	8	0	3	2	0	21
子会社異動を伴う株式譲渡等	0	0	0	0	0	1	0	0	1
民事再生・会社更生	1	0	0	0	8	2	0	0	11
新たな事業の開始	0	0	0	0	0	0	0	1	1
損害の発生	0	0	0	0	0	0	1	0	1
行政処分の発生	0	0	0	0	2	0	0	0	2
決算情報	0	5	3	3	2	1	2	2	18
バスケット条項	0	0	0	0	4	3	1	0	8
子会社の重要事実	0	1	0	0	3	0	2	0	6
公開買付け	0	0	3	3	13	2	7	3	31
うち公開買付けに準ずるもの	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(1)	(0)	(2)
合計	6	11	16	18	38	21	19	10	139
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	20	15	10	131

(注) 1 年度とは、当年4月～翌年3月をいう。ただし、平成24年度は6月15日まで。

2 件数は、納付命令対象者ベースで計上している。

(以上、(表2)(表3)(表4)において同じ)

3 異なる種類の重要事実を知って違反行為を行った者については、重要事実ごとに重複計上しているため、年度ごとの合計数と年度別勧告件数は一致しないものがある。

(出所) 証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」(平成24年7月) 5頁、金融庁ホームページ

(http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130808-2/01.pdf)。

¹¹³ 小谷融ほか『金融商品取引法における課徴金事例の分析——I インサイダー取引編』(商事法務、2012) 41頁以下。

2 違反行為者の属性

インサイダー取引を行った違反行為者は、会社関係者及び公開買付者等関係者と、関係者から重要事実の伝達を受けた第一次情報受領者である¹¹⁴。違反行為者属性の年度別勧告状況は、表2に示す通りである。

平成20年度までの各年度においては、関係者が行った事案の件数が、平成21年以降は情報受領者が関係者を上回っている。平成23年度においては、関係者が行った事案は3件（会社関係者2件、公開買付者等関係者1件）であるが、情報受領者が行った事案は12件であり、勧告事案全体に占める情報受領者の割合は8割と大きい。¹¹⁵

上記のことについては、以下のような指摘¹¹⁶がある。

① インサイダー取引違反に対する告発・課徴金勧告件数が増加し、上場会社等における情報管理等の内部管理体制の整備が進みつつあること等を背景に、会社の内部情報に触れることのできる者が自らインサイダー取引を行うことに対する規律付けが徐々に浸透してきていること。

② その一方で、内部情報を得た者が不用意に他社にその情報を漏らすケースが増加していること。

（表2）行為者属性（適用条項）別勧告状況

年 度	17	18	19	20	21	22	23	24	計
会社関係者 (166 条)	4	8	9	14	13	8	2	2	60
発行会社役員 (1 項 1 号)	0	1	1	2	4	1	0	0	9
発行会社社員 (1 項 1 号)	4	3	3	4	7	2	1	1	25
発行会社 (175 条 9 項による準用)	0	2	1	0	0	0	0	0	3
契約締結者等 (1 項 4 号・5 号)	0	2	4	8	2	5	1	1	23
公開買付者等関係者 (167 条)	0	0	0	1	4	0	1	0	6
買付者役員 (1 項 1 号)	0	0	0	1	0	0	0	0	1
買付者社員 (1 項 1 号)	0	0	0	0	1	0	0	0	1
買付者との契約締結者等 (1 項 4 号・5 号)	0	0	0	0	3	0	1	0	4
第一次情報受領者	0	3	7	4	21	12	12	8	67
会社の重要事実 (166 条 3 項)	0	3	4	2	12	10	6	5	42
公開買付け事実 (167 条 3 項)	0	0	3	2	9	2	6	3	25
合計	4	11	16	19	38	20	15	10	133
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	20	15	10	131

（注）違反行為者が複数の違反行為を行った結果、属性（適用条項）を重複して計上しているものがある。このため、年度ごとの合計数と年度別勧告件数欄数は一致しないものがある。

¹¹⁴ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」6 頁。

¹¹⁵ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」6 頁。

¹¹⁶ 小谷・前掲注（113）課徴金事例の分析 43 頁以下。

(出所) 証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」(平成 24 年 7 月) 6 頁、金融庁ホームページ
(http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130808-2/01.pdf)。

3 インサイダー取引における情報伝達者の属性

平成 23 年では、インサイダー取引防止に向け、内部管理態勢の構築を積極的に推進すべき立場にある上場会社等の役員や当該会社の業務における重要な事項を職務上知り得る立場にある職員(部長クラス等)が、不用意に自社の内部情報を社外の者に伝達することにより、内部者取引が行われた事例が見受けられた¹¹⁷。情報伝達者の属性別勧告状況は、表 3 に示す通りである。

その背景としては、日本では、平成 25 年金商法の改正前まで、情報伝達者に対しては、アメリカのような証券取引所法第 10 条(b)項及びルール 10b-5 に基づく刑事罰規定が設けられていなかった。課徴金は主に違反行為者に課すため、情報伝達者に係るインサイダー取引が近年増加しているものと考えられると分析されている。

(表 3) 情報伝達者の属性(適用条項)別勧告状況

年 度	18	19	20	21	22	23	24	計
会社重要事実の伝達(166 条)	3	4	2	12	10	6	5	42
発行会社役員(1 項 1 号)	2	0	1	4	1	2	0	10
発行会社社員(1 項 1 号)	0	1	0	5	1	0	1	8
発行会社の業務従事者(1 項 1 号)	0	0	0	0	1	0	0	1
契約締結者等(1 項 4 号・5 号)	1	3	1	3	7	4	4	23
公開買付け事実の伝達(167 条)	0	3	2	9	2	6	3	25
買付者役員(1 項 1 号)	0	0	0	0	1	0	1	2
買付者社員(1 項 1 号)	0	0	0	1	0	2	0	3
買付者の業務従事者(1 項 1 号)	0	1	0	1	0	0	0	2
買付者との契約締結者等 (1 項 4 号・5 号)	0	2	2	7	1	4	2	18
うち 買付対象者役員・社員	0	0	2	3	1	3	2	11

(注) 同一の違反行為者について、異なる種類の重要事実について複数の伝達者からの伝達を受けているものを重複して計上している。

(出所) 証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」(平成 24 年 7 月) 7 頁、金融庁ホームページ
(http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130808-2/01.pdf)。

¹¹⁷ 証券取引等監視委員会・前掲注(105)「課徴金事例集」6 頁。

4 違法行為における借名口座の使用

重要事実が公表された日（金商法第 166 条第 1 項・第 3 項）又は公開買付け等の実施若しくは中止に関する事実の公表日（金商法第 167 条第 1 項・第 3 項）以前 6 カ月以内に、一般に「自己の計算」でインサイダー取引を行った者があるときは、その者に対して課徴金が課される（金商法第 175 条第 1 項・第 2 項）¹¹⁸。借名取引によるインサイダー取引の年度別勧告状況は、表 4 に示す通りである。下記表 4 のデータによると、違反行為に借名口座が使用された件数は、131 件中 33 件であって、勧告事案全体に占める割合は 4 割と大きい。その背景としては、会社関係者、公開買付者やこれらの者からの情報受領者がインサイダー取引を行う場合は、インサイダー取引が違反であることを認識しているので、敢えて禁止されている借名口座を使うという悪意のケースが多いとみられている¹¹⁹。当該取引は、自分名義の口座でインサイダー取引の発覚を免れるため、親族や知人などから、既設の口座を借り受けて行われることが多いが、違反行為者がインサイダー取引を行うため、知人に指示して証券口座を新規開設させたケースもみうけられた¹²⁰。

（表 4）違反行為に使用された証券口座（借名取引の状況）

年 度	17	18	19	20	21	22	23	24	計
自己名義口座	4	8	13	9	28	17	10	9	98
借名口座	0	3	2	7	7	2	5	1	27
自己名義口座と借名口座の両方を使用	0	0	1	1	3	1	0	0	6
合計	4	11	16	17	38	20	15	10	131

（出所）証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」（平成 24 年 7 月）7 頁、金融庁ホームページ

（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130808-2/01.pdf）。

なお、前述のように、平成 20 年金商法改正では、違反行為の抑止の観点からは自己の計算による場合以外の違反行為（例えば、近親者等の計算による売買）についても課徴金の対象とした（金商法第 175 条第 10 項、第 11 項）。この規定が最初に適用された事例は、平成 22（判）「株式会社アルファクス・フード・システム役員からの情報受領者によるインサイダー取引に対する課徴金納付命令の決定について」（平成 22 年 11 月 16 日）である¹²¹。

¹¹⁸ 小谷・前掲注（113）課徴金事例の分析 45 頁。

¹¹⁹ 小谷・前掲注（113）課徴金事例の分析 45 頁。

¹²⁰ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」7 頁。

¹²¹ 小谷・前掲注（113）課徴金事例の分析 46 頁。

二 事例の分析(証券取引等監視委員会)

1 会社関係者

株式会社ジアース役員による内部者取引

(1) 事実の概要

被審人は、その発行する株式が東京証券取引所マザーズ市場に上場されている(株)ジアース(以下「ジアース」とする)の役員として勤務していたものであるが、その職務に関し、①平成21年8月5日、ジアースの業務執行を決定する機関が、グーグル・アイルランド・リミテッド及びその関連者(以下「グーグル」とする)と業務上の提携を行うことについての決定をした旨の事実を知りながら、法定の除外事由がないのに、その事実が公表された平成22年8月12日より前の同年7月28日に、自己の計算において、ジアースの株式合計183株を買付価額合計238万9480円で買い付けたものである。②平成23年1月26日、ジアースにおいて、グーグルから、両社間の業務提携に係る不動産検索サービスの提供を停止するとの一方的な通告を受けた。ジアースの運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実を知りながら、法定の除外事由がないのに、その事実が公表された同年1月27日午後10時ころより前の同日午前9時ころ、自己の計算において、ジアースの株式合計183株を売付価額合計106万5060円で売り付けたものである。¹²²

(2) 金融庁の課徴金納付命令決定¹²³

本件では、金融庁長官は、被審人に対して納付すべき課徴金の金額134万円を命じた。その課徴金の計算の基礎となる事実は、以下の通りである。

上記①に掲げる事実に係る課徴金の額

(ア) 金商法第175条1項2号の規定により、当該有価証券の買付けについて、業務等に関する重要事実の公表がされた後2週間における最も高い価格に当該有価証券の買付けの数量を乗じて得た額から当該有価証券の買付けをした価格にその数量を乗じて得た額を控除した額である。

$(18,190 \text{ 円} \times 183 \text{ 株}) - (12,880 \text{ 円} \times 4 \text{ 株} + 13,000 \text{ 円} \times 3 \text{ 株} + 13,010 \text{ 円} \times 21 \text{ 株} + 13,050 \text{ 円} \times 5 \text{ 株} + 13,070 \text{ 円} \times 150 \text{ 株}) = 939,290 \text{ 円}$

(イ) 金商法第176条2項の規定により、上記①で計算した額の1万円未満の端数を切捨て、930,000円となる。

上記②に掲げる事実に係る課徴金の額

(ア) 金商法第175条1項1号の規定により、当該有価証券の売付けについて、当該有価証券の売付けをした価格にその数量を乗じて得た額から業務等に関する重要事実の公表が

¹²² 平成24年(判)19「株式会社ジアース役員による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ

(<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20120914-1.html>)。

¹²³ 平成24年(判)19・前掲注(122)「株式会社ジアース役員による内部者取引」。

された後 2 週間における最も低い価格に当該有価証券の売付けの数量を乗じて得た額を控除した額である。

(5,820 円×183 株)－(3,530 円×183 株)＝419,070 円

(イ) 金商法第 176 条 2 項の規定により、上記(ア)で計算した額の 1 万円未満の端数を切捨て、410,000 円となる。

(3) 検討

本件の違反行為者は、会社の経営に関わる重要な内部情報に接する立場にあった会社の役員である。上場会社等の役員が未公表の重要な事実を知り当該上場会社の有価証券等を売買することは、一般の投資者に比べて著しく有利で極めて不公平である¹²⁴。本来、当該違反行為は、金商法第 166 条の違反になり、刑事罰が訴追されるべきである。しかし、刑事罰の発動については、そもそも刑事法における謙抑主義の考え方があり、また検察官が起訴便宜主義に従い、起訴するか否かを裁量的に決定することになり、罪状があまり重くない場合には起訴されないまま終わることもある¹²⁵。それだけではなく、刑事手続法上、犯罪行為の厳格な証明が求められることから、証拠の収集が困難であったり、あるいはそのための労力が著しく過大なものとなり、相当の疑惑はあっても刑事罰の発動が断念されることもある¹²⁶。本件の違反行為については、そうした考慮から課徴金が選択され、課徴金が勧告されたと思われる。そこで、課徴金の要件にあたる事実が行政審判の場合で十分に立証され、課徴金納付命令が行われた。

これ以外、悪質な案件として高木証券株式会社顧問による内部者取引等の会社関係者違反の事例¹²⁷もある。

2 公開買付け等

都築電気株式会社社員からの情報受領者による内部者取引

(1) 事実の概要

被審人は、平成 22 年 6 月中旬ころ、都築電気株式会社（以下「都築電気」とする）の社員である B から、同人がその職務に関し知った、都築電気の業務執行を決定する機関が、東京都港区西新橋二丁目 5 番 3 号に本店を置き、半導体素子、集積回路及び電子部品並びにモータ及び制御機器の製造、販売等を目的とし、その発行する株式が東京証券取引所市場第二部に上場されていた（平成 22 年 11 月 26 日上場廃止）都築電産株式会社（以下「都築電産」とする）の株式の公開買付けを行うことについての決定をした旨の公開買付けの実施に関する事実の伝達を受けながら、法定の除外事由がないのに、上記事実の公表がされた平成 22 年 7 月 17 日より前の同月 13 日、C 証券株式会社 D 支店を介し、東京証券取

¹²⁴ 神田・前掲注 (1) 金融商品取引法コンメンタール 112 頁[神作裕之]。

¹²⁵ 山下・神田・前掲注 (35) 金融商品取引法 445 頁。

¹²⁶ 山下・神田・前掲注 (35) 金融商品取引法 445 頁。

¹²⁷ 平成 23 (判) 28 「高木証券株式会社顧問による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120402-5.html>)。

引所において、E の名義(借名口座)で、自己及び親族（実姉）である E の計算において、都築電産の株式合計 9000 株を買付価額 221 万 6700 円で買い付けたものである。¹²⁸

（2）金融庁の課徴金納付命令決定¹²⁹

本件では、金融庁長官は、被審人対して納付すべき課徴金の金額 141 万円を命じた。

その課徴金の計算の基礎については、以下の通りである。

① 金商法第 175 条第 2 項 2 号の規定により、当該有価証券の買付けについて、公開買付けの実施に関する事実の公表がされた後 2 週間における最も高い価格に当該有価証券の買付けの数量を乗じて得た額から当該有価証券の買付けをした価格にその数量を乗じて得た額を控除した額である。

$(403 \text{ 円} \times 9,000 \text{ 株}) - (244 \text{ 円} \times 1,900 \text{ 株} + 245 \text{ 円} \times 300 \text{ 株} + 247 \text{ 円} \times 6,800 \text{ 株}) = 1,410,300 \text{ 円}$

② 金商法第 176 条第 2 項の規定により、上記①で計算した額の 1 万円未満の端数を切捨て。

（3）検討

平成 20 年金商法改正では、違反行為の抑止の観点からは自己の計算による場合以外の違反行為（例えば、近親者等の計算による売買）についても課徴金の対象とした。本件は、違反行為者が、親族の証券口座を使用して、自己及び親族の資金で共同して都築電産の株式を買い付けたものであって、適用対象となった。

その判断の理由としては、「違反行為者は、親族に対し本件公開買付けの実施という事実を伝え、資金を出し合って都築電産の株式を買い付けようと誘った。違法行為者は、買付けのタイミング、買付株数、買付単価等を親族に伝え、親族はそれに従って親族名義の証券口座で本件買付けに及んだ。このように、違反行為者と親族はお互いの行為を利用し合って両者が共同して本件買付行為をしたものと評価できるから、親族の資金による買付けも、違反行為者が行ったもの」¹³⁰と認定された。

また、金商法により、違反行為者本人の「自己の計算における売買」が課徴金を課す上での要件であるが、金商法第 175 条第 11 項第 2 号及び課徴金府令第 1 条の 23 第 4 項第 1 号の規定により、親族の計算による売買も、違反行為者本人の計算において行った売買とみなされる。¹³¹

¹²⁸ 平成 23 (判) 11 「都築電気株式会社社員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ

(<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20110729-2.html>)。

¹²⁹ 平成 23 (判) 11・前掲注(128)「都築電気株式会社社員からの情報受領者による内部者取引」。

¹³⁰ 証券取引等監視委員会・前掲注(105)「課徴金事例集」23 頁。

¹³¹ 証券取引等監視委員会・前掲注(105)「課徴金事例集」23 頁。

以上を踏まえ、「本件の場合、親族の資金による買付けを含めて、全て違反行為者の計算における取引となることから、本件の買付けに対応する課徴金の全てを違反行為者に課すこととしたもの」¹³²と判断され、上記の金額の課徴金が課された。

これ以外、パナソニック電工株式会社社員による内部者取引等の公開買付け等関係者違反の事例もある¹³³。

3 情報受領者

エルピーダメモリ株式会社の契約締結交渉先の社員からの情報受領者による内部者取引

(1) 事実の概要

被審人ジャパン・アドバイザリー合同会社（以下被審人とする）は、投資助言・代理業を行うことにつき、内閣総理大臣の登録を受けていたもので、A ファンド及び B ファンド（以下、両者を併せて「本件ファンド」とする）等の資産を運用していたものであるが、被審人の運用担当者である C1 において、平成 23 年 7 月 5 日、D 証券株式会社のリサーチ部門のアナリストであった D1 から、同社の引受部門に所属する D2 らが、同社とエルピーダメモリ株式会社（エルピーダ。その発行する株式は、本件当時、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。）との間の引受契約の締結の交渉に関して知り、その後 D1 がその職務に関して知った、エルピーダの業務執行を決定する機関が株式及び転換社債型新株予約権付社債（以下 CB とする）の募集を行うことについての決定をした旨の事実（本件重要事実）の伝達を受けながら、法定の除外事由がないのに、本件重要事実が平成 23 年 7 月 11 日に公表される前の同月 6 日、本件ファンドの資産の運用として、東京都中央区日本橋兜町 2 番 1 号所在の株式会社東京証券取引所において、E 証券株式会社を介し、被審人の顧客である本件ファンドの計算において、エルピーダの株式合計 3 万 2600 株を売付価額合計 3041 万 4986 円で売り付けたものである。¹³⁴

(2) 金融庁の判断¹³⁵

① 被審人においては、本件ランチミーティング以前に開催された、D1 が参加したランチミーティングにおいても、担当する銘柄の株価指標等が記載された外交資料が配布されており、かつ、その資料中にはエルピーダの記載が存在していたにもかかわらず、本件外交資料からはエルピーダの記載が削除されていたのであり、現に、本件ランチミーティングでは、被審人側の出席者から、その旨の指摘がなされたのであるから、本件ランチミー

¹³² 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」23 頁。

¹³³ 平成 23 年度（判）12 「パナソニック電工株式会社社員による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ
(<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20110809-4.html>)。

¹³⁴ 平成 24（判）29 「エルピーダメモリ株式会社の契約締結交渉先の社員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」2 頁、金融庁ホームページ
(<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2013/02.pdf>)。

¹³⁵ 平成 24（判）29・前掲注（134）「情報受領者による内部者取引」14 頁—16 頁。

ティングに出席した C1 も、本件外交資料からエルピーダの記載が削除されていることを認識したものと認められる。

② 本件当時、証券会社の担当者だけでなく、被審人における C1 の同僚であった C4、C5 も、このようなりサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度の存在やその内容を認識していたのである。C1 は、本件当時、20 年近くにわたり、複数の証券会社等においてアナリストやファンドマネージャーを務めた経歴を有し、J 社（リサーチ・ブラックアウト制度と同様の制度を運用した）で勤務したこともあるのであるから、このような制度の存在やその内容を当然認識していたはずである。これに反する C1 の供述は採用できない。

③ 本件は、当時エルピーダが、エクイティ・ファイナンスを必要としている状況にあり、過去にエクイティ・ファイナンスを繰り返していることも踏まえれば、C1 は、本件ランチミーティングにおいて、本件外交資料からエルピーダの記載が削除されていること (Black Out)を確認したことにより、エルピーダが近日中にエクイティ・ファイナンスを実施する可能性が高いことを認識したものと見える。現に、本件取引以前は、C1 を助言の担当者とするエルピーダ株の取引の頻度や取引量は、それほど多くなかったことがわかるのに、本件ランチミーティングの翌日には、C1 を助言の担当者として、本件ファンドの保有するエルピーダ株が、全て売却されている。これは、まさに、エクイティ・ファイナンスの実施による株価の値下がりリスクを回避したものとみるのが合理的であり、上記 C1 の認識を裏付けるものである。

④ さらに、D1 は、被審人側の本件ランチミーティングの出席者に、エルピーダによるエクイティ・ファイナンスの実施の確率が高いことを伝達することになると認識し、かつこれを認容しつつ、本件外交資料を配布したものであるから、D1 に、そのような情報を伝達する意図があったものといえることができる。

⑤ 本件では、ランチミーティングによる本件外交資料の配布により、D1 から C1 に対して、エルピーダが近日中にエクイティ・ファイナンスを実施する可能性が高いことが伝達されたものと見える。

金融庁は、上記の事実に基づいて、C1 が D1 から本件重要事実を受けたことを判断した。

(3) 金融庁の課徴金納付命令決定

本件では、金融庁長官は、被審人に対して納付すべき課徴金の金額 12 万円を命じた。

① A ファンドの運用財産について¹³⁶

金商法第 175 条 1 項 3 号及び課徴金府令第 1 条の 21 第 1 項 1 号の規定により、アに掲げる額にイに掲げる額を乗じた額をウに掲げる額で除して得た額 8 万 6625 円である。

ア 運用財産の運用として算定対象取引が行われた月について違反者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、又は支払われるべき運用報酬の価額の総額（課徴金府令第 1 条の 21 第 1 項 1 号） 6207 万 3784 円である。

¹³⁶ 平成 24 (判) 29・前掲注 (134) 「情報受領者による内部者取引」 22 頁。

イ 算定対象取引が行われた日から算定対象取引が行われた月の末日（以下「基準日」という。）までの間の当該運用財産である算定対象取引の銘柄の総額のうち最も高い額（課徴金府令第1条の21第1項1号）8214万6900円である。

ウ 基準日における当該運用財産の総額（課徴金府令第1条の21第1項1号）588億6479万6167円である。

② Bファンドの運用財産について¹³⁷

金商法第175条1項3号及び課徴金府令第1条の21第1項1号の規定により、アに掲げる額にイに掲げる額を乗じた額をウに掲げる額で除して得た額3万5650円である。

ア 運用財産の運用として算定対象取引が行われた月について違反者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、又は支払われるべき運用報酬の価額の総額（課徴金府令第1条の21第1項1号）3313万2481円である。

イ 算定対象取引が行われた日から基準日までの間の当該運用財産である算定対象取引の銘柄の総額のうち最も高い額（課徴金府令第1条の21第1項1号）2352万7900円である。

ウ 基準日における当該運用財産の総額（課徴金府令第1条の21第1項1号）218億6602万5539円である。

③ 課徴金の計算の基礎¹³⁸

被審人の違反行為に係る納付すべき課徴金の額は、Aファンド及びBファンドの各運用財産の運用としてなされた売買ごとに次の計算をして得られた額を合計した金額の、1万円未満を切り捨てた12万円である（金商法第175条1項3号、金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金府令第1条の21第1項1号、金商法第167条2項）。

（運用財産の運用として当該売買が行われた月について当該売買をした者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、又は支払われるべき金銭その他の財産の価額の総額）×
（当該売買が行われた日から当該売買が行われた月の末日までの間の当該運用財産である当該売買の銘柄の総額のうち最も高い額）÷（当該売買が行われた月の末日における当該運用財産の総額）

Aファンドの運用財産につき

6207万3784円×8214万6900円÷588億6479万6167円＝8万6625円

Bファンドの運用財産につき

3313万2481円×2352万7900円÷218億6602万5539円＝3万5650円

合計

8万6625円＋3万5650円＝12万2275円

¹³⁷ 平成24（判）29・前掲注（134）「情報受領者による内部者取引」22頁以下。

¹³⁸ 平成24（判）29「エルピーダメモリ株式会社の契約締結交渉先の社員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130419-2.html>）。

(3) 検討

会社関係者から重要事実の伝達を受けた情報受領者は、金商法第 167 条によりインサイダー取引の規制対象となる。情報受領者に関して、インサイダー取引規制の対象となるのは、会社関係者からの第一次情報受領者に限定されている¹³⁹。しかし、第一次情報受領者が法人に所属する場合には、その法人に所属する他の役職員は第一次情報受領者でなくても、「その職務に関し重要事実を知った」場合には規制の対象とされる¹⁴⁰。

本件の情報受領者は、ジャパン・アドバイザーズ合同会社自身であり、第二次情報受領者ではない。同社は、運用担当者 C1 などを介して重要事実の伝達を受けた場合には、形式的には第二次情報受領者であっても、実質的には第一次情報受領者として規制の対象となった。本件は、金融業者として極めて悪質な単純案件である。

4 バスケット条項の違反

日本風力開発株式会社役員からの情報受領者による内部者取引

(1) 事実の概要

被審人は、平成 22 年 6 月 6 日ころ、日本風力開発株式会社（以下「日本風力開発」とする）の役員である B から、同人がその職務に関し知った、同社の会計監査人の異動、それに伴い平成 22 年 3 月期の有価証券報告書の提出が遅延し、同社株式が監理銘柄に指定される見込みとなった旨の、日本風力開発の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実の伝達を受けながら、法定の除外事由がないのに、上記事実の公表がされた平成 22 年 6 月 14 日より前の同月 8 日、C 証券株式会社 D 支店を介し、東京証券取引所において、自己の計算において、日本風力開発の株式合計 50 株を売付価額合計 918 万 7900 円で売り付けたものである。¹⁴¹

(2) 金融庁の課徴金納付命令決定¹⁴²

本件では、被審人に対して納付すべき課徴金の金額 653 万円を命じた。

その課徴金の計算の基礎については、以下の通りである。

① 金商法第 175 条 1 項 1 号の規定により、当該有価証券の売付けについて、当該有価証券の売付けをした価格にその数量を乗じて得た額から業務等に関する重要事実の公表がされた後 2 週間における最も低い価格に当該有価証券の売付けの数量を乗じて得た額を控除した額である。

¹³⁹ 木目田・前掲注 (29) インサイダー取引規制 13 頁。

¹⁴⁰ 木目田・前掲注 (29) インサイダー取引規制 13 頁。

¹⁴¹ 平成 23 (判) 27 「日本風力開発株式会社役員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120305-3.html>)。

¹⁴² 平成 23 (判) 27・前掲注 (141) 「日本風力開発株式会社役員からの情報受領者による内部者取引」。

(183,600 円×33 株+183,700 円×1 株+183,800 円×5 株+184,000 円×3 株+184,100 円×4 株+184,500 円×4 株)－(53,000 円×50 株)＝6,537,900

② 金商法第 176 条 2 項の規定により、上記(1)で計算した額の 1 万円未満の端数を切捨て、6,530,000 円となる。

(3) 検討

本件では、会社の会計監査人の解任に伴い、有価証券報告書の提出が遅れたため、同社株式が監理銘柄に指定される見込みとなったことは、会社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実となった。通常の投資者であれば、上記の事実を知った場合には、同社株式は「売り」の判断を行うことになる¹⁴³。金融庁は、上記事実が金商法第 166 条第 2 項 4 号に規定する「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要事実」で「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」であったと判断し、いわゆるバスケット条項を適用したものである。

上場会社等の重要事実については、金商法第 166 条 2 項 1 号ないし 3 号において具体的に定めている。しかし、複雑多岐にわたる経済活動を遂行している企業のインサイダー情報をあらかじめ網羅的に定めることは困難であることから、金商法第 166 条 2 項 1 号ないし 3 号において定められている以外の事実であって、実際に投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものを同条 2 項 4 号では重要事実としたものである¹⁴⁴。人事に関する重要な事実は、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要事実」に含まれるものと解される¹⁴⁵。従って、本件には、同条 2 項 4 号のバスケット条項を適用したのは適切である。

5 自社株式買い

株式会社小松製作所の株券に係る内部者取引

(1) 事実の概要

被審人は、建設機械、その他各種機械器具並びにその部品の製造、修理及び売買等を目的とする上場会社である。被審人の執行役員である A は、その職務に関し、平成 17 年 6 月 23 日ころ、被審人の子会社のオランダコマツファイナンス有限会社（以下「KFN」とする）の業務執行を決定する機関が KFN の解散を行うことについての決定をした重要事実を知りながら、被審人と B 信託銀行株式会社（以下「B 信託銀行」とする）間の平成 17 年 7 月 4 日付け「自己株式の取得のための金銭の信託」契約に基づき、B 信託銀行をして、法定の除外事由がないのに、当該重要事実の公表前の平成 17 年 7 月 4 日から同月 13 日の間、東京都所在の C 証券株式会社及び D 証券株式会社を介し、東京証券取引所において、被審人

¹⁴³ 証券取引等監視委員会・前掲注 (105) 「課徴金事例集」19 頁。

¹⁴⁴ 松本・前掲注 (3) インサイダー取引規制 139 頁。

¹⁴⁵ 松本・前掲注 (3) インサイダー取引規制 141 頁。

の計算において、被審人の株券合計 131 万 6000 株を買付価額 11 億 7746 万 1000 円で買い付けたものである。¹⁴⁶

(2) 金融庁の課徴金納付命令決定¹⁴⁷

本件では、被審人に対して納付すべき課徴金の金額 43,787,000 円を命じた。

(3) 検討

上場会社等の子会社の業務執行決定期間が当該子会社について解散などを行うことについての決定をしたこと又は当該決定（公表されたものに限る）に係る事項を行わないことを決定したことは重要事実となる（金商法第 166 条 2 項 5 号）。

新聞報道¹⁴⁸によれば、執行役員である A は、子会社が休眠状態で、その解散による製作所の業績への影響もなかったため、子会社の解散が重要事実には該当しないとうっかり思い込んで株を買い付けた。しかし、インサイダー取引に該当するのは、ある事実が金商法上の「重要事実」という法的概念に該当することを認識している必要がないため¹⁴⁹、本件の被審人の執行役員である A は、「うっかりインサイダー取引」を行ったものである。本件については、気の毒なケースとして同情する声が多く、取引規制府令が改正された（取引規制府令第 52 条 1 項 5 号の 2）

6 事例分析のまとめ

金商法の課徴金制度は、前述のように、インサイダー取引等の違反行為を抑止するために、違反行為者に一定の額の金銭的負担を課し、規制の実効性を確保するという行政措置である。上記の各事例には、違反行為者が重要事実を知り、上記 5 の小松製作所に係る内部者取引の案件を除き、それを利用して利益を得る目的で、その重要事実を公表する前に証券の売買等を行うものである。こうした行為は、インサイダー取引に当たり、金商法違反の犯罪行為でもある。これらの違反行為については、課徴金制度が導入される前には、刑事罰の対象とされている。刑事罰の対象となる場合には、刑事訴訟法により検察官が訴追することになる。

課徴金は、刑事罰が科されるか否かに拘らず、その要件に当たる事実が行政審判の場で立証された場合には、課徴金納付命令により課されることになる¹⁵⁰。すなわち課徴金は違反行為の故意・過失を問わずに、課することができる¹⁵¹。これによって、規制の実効性を確保することができる。上記各事例は、それを反映しているものと考えられる。

¹⁴⁶ 平成 18（判）9「株式会社小松製作所の株券に係る証券取引法違反に対する課徴金納付命令の決定について」、金融庁ホームページ

(<http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20070330-7.html>)。

¹⁴⁷ 平成 18（判）9・前掲注（146）「株式会社小松製作所の株券に係る証券取引法違反」。

¹⁴⁸ 平成 19 年 5 月 28 日日本経済新聞朝刊 19 頁。

¹⁴⁹ 東崎賢治「課徴金事例集が教える重要事実の範囲と決定時期」ビジネス法務 8 巻 10 号 36 頁（2008）。

¹⁵⁰ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 13 頁。

¹⁵¹ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 656 頁。

上記の各事例の分析によると、違反行為者が違法行為を認めた場合は、当局に課徴金額の裁量がなく、法令に形式的に従って課徴金額が算出されるという特徴¹⁵²が浮かび上がってくる。規制の実効性を確保するために、違反行為者が行う買付けと売付けを別個独立に評価し、利益を確定した部分は課徴金が課される。一方、このように課徴金が課される問題は、一般的に重要事実公表前に買付け又は売付けが実行され、重要事実公表後 2 週間内に株価が乱高下した場合に生じうる現象であり、形式的に課徴金を算出しなければならない法解釈上はやむをえないが、算定方式については立法論として議論の余地があるとの指摘¹⁵³がなされている。

第 3 節 課徴金制度と刑事罰

一 概説

刑法の主要な機能は法益保護にある。ある行為によって法益に対して侵害又はその危険が及んでも、法的手段としては民事的及び行政的手段等である制裁手段による規制で目的を達成するときはなるべく刑事制裁の発動は差し控えるべきである（比例原則）¹⁵⁴。悪質性の低いインサイダー取引を刑事事件として取り扱った場合は、刑法の適用に係る謙抑性の原則に反するものであると考えるが、当該違反行為を放置したとすれば、インサイダー取引による利得が違反者の手元に残ったままとなり、やり得である不公正な状態が放置されることになる¹⁵⁵。

そこで、前述のように、金融審議会金融分科会第一部会の報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」は、違反行為に対する金銭的負担として、懲役ではなく罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用に鑑みれば、罰金の引き上げにより証券取引法の不公正取引規制違反などを対象とした新たな課徴金制度を設けるべきであるとの提言を行い、これを受けて、平成 16 年の証券取引法の改正により、課徴金制度が導入された。

インサイダー取引の監視を目的として証券取引等監視委員会によって日常的に取引審査がなされており、証券取引等監視委員会は、取引審査や一般から提供された情報に基づきインサイダー取引の疑いを抱いた場合、証券会社等の検査等（金商法第 177 条）や犯則事件の調査（金商法第 210 条以下）を行う¹⁵⁶。証券取引等監視委員会は、その違反行為を受けてかかる検査・調査の結果、インサイダー取引の存在を把握した際には、①内閣総理大臣及び金融庁長官に対し課徴金納付命令を求める勧告（金融庁設置法第 20 条 1 項）や、②

¹⁵² 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 194 頁。

¹⁵³ 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 194 頁。

¹⁵⁴ 芝原邦爾『経済刑法研究（下）』（有斐閣、2005）726 頁。

¹⁵⁵ 東崎・前掲注（149）「重要事実の範囲と決定時期」35 頁。

¹⁵⁶ 伊佐次啓二『ケースでわかる金融商品取引法』（自由国民社、2009）257 頁。

検察官に対して刑事訴追を求める告発（金商法第 226 条 1 項）を行うこととなる¹⁵⁷。平成 25 事務年度における告発件数は、下記表（5）に示す通り、インサイダー取引が 3 件となっている。

刑事訴追を求める犯罪行為の告発があった場合には、起訴の権限を持つ検察官は、公訴を行う（起訴独占主義、刑事訴訟法第 247 条）。しかし、検察官には、刑事訴訟法第 248 条により起訴便宜主義が認められ、「犯人の性格、年齢及び境遇、犯罪の軽重及び情状並びに犯罪後の状況により訴追を必要としないときは、公訴を提起しないことができる」。そのため、証券取引等監視委員会の告発を受けて検察官がインサイダー取引で公訴し、有罪と認められれば、懲役刑か罰金刑、あるいはその双方に処せられることとなる¹⁵⁸。

（表 5）証券監視委は金商法等に基づき、犯則事件の調査の結果、犯則の心証を得たときは、検察官に対して告発を行う。

年度	4 ～17	18	19	20	21	22	23	24	25
合計	85	13	10	13 (4)	17	8	15	7	3
有価証券報告書等の虚偽 記載等	21	1	2	4 (2)	4	2	4	0	0
風説の流布・偽計	9	0	2	2 (0)	3	1	4	1	0
相場操縦・相場固定	10	3	4	0	3	1	1	0	1
インサイダー取引	38	9	2	7 (2)	7	4	6	2	2
その他	7	0	0	0	0	0	0	4	0

- 単位：件
- 年度：平成 20 年度まで「事務年度ベース」7 月～翌年 6 月、平成 21 年度から「会計年度ベース」4 月～翌年 3 月
- ※平成 20 年度()内書きは「会計年度ベース」への移行のための平成 21 年度との重複期間

¹⁵⁷ 伊佐次・前掲注（156）金融商品取引法 257 頁。

¹⁵⁸ 東崎・前掲注（149）「重要事実の範囲と決定時期」35 頁。

(出所) 証券取引等監視委員会編『証券取引等監視委員会の活動状況(平成25年)』(財団法人大蔵財務協会)

二 インサイダー取引違反の刑事責任

インサイダー取引規制違反の刑事責任の場合は、金商法第166条1項若しくは3項又は金商法第167条1項若しくは3項に違反した者に対し、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、又はこれを併科するとしている(金商法第197条の2第13号)。また、法人の代表者又は法人若しくは人の代理人、使用人その他の従業者が、その法人又は人の業務又は財産に関し、上記の規定に違反する行為をした者は、当該行為者のほか、当該法人に対しては5億円以下の罰金刑が科される(金商法第207条1項2号)¹⁵⁹。いわゆる両罰規定といわれる¹⁶⁰。

1 没収・追徴

インサイダー取引により得た財産、当該財産の対価として得た財産又は当該財産がオプションその他の権利である場合における当該権利の行使により得た財産は、原則として没収される(金商法第198条の2第1項)¹⁶¹。本条の趣旨は、内部者取引規制違反等の犯罪により得た利益を犯罪者に保持させることは正義に反し、また、かかる利益を保持させないことで、かかる行為の意味を実質的に失わせることによる犯罪の抑止効果を期待できると考えられている¹⁶²。ただし、その取得の状況、損害賠償の履行の状況その他の事情に照らし、当該財産の全部又は一部を没収することが相当でないときは、これを没収しないことができる¹⁶³。没収すべき財産が売却・費消等されたために没収できないときは、その価額が追徴されることとなる(金商法第198条の2第2項)。しかし、インサイダー取引規制導入当初は特別な没収・追徴規定は設けられておらず、刑法総則の任意的没収・追徴規定によっていたが、平成10年の証券取引法の改正により金商法第198条の2が新設された¹⁶⁴。

2 罪数

インサイダー取引規制違反の罪数は、1回の取引ごと(1つの違反行為)に犯罪が成立し、複数回の取引(複数の違反行為)が行われた場合には併合罪(刑法第45条前段)となるの

¹⁵⁹ 西村あさひ法律事務所編『最新金融レギュレーション』(商事法務、2009)380頁。

¹⁶⁰ 河本一朗・大武泰南『金融商品取引法読本(第2版)』(有斐閣、2008)474頁。

¹⁶¹ 松本・前掲注(3)インサイダー取引規制265頁。

¹⁶² 河本・関・前掲注(76)証券取引法1524頁。

¹⁶³ 松本・前掲注(3)インサイダー取引規制265頁。

¹⁶⁴ 松本・前掲注(3)インサイダー取引規制265頁。

が原則である¹⁶⁵。しかし、複数回の取引であっても、日時・場所の近接、方法の類似、機会の同一、意思の継続その他各取引の間における密接な関係から、包括一罪として1個の犯罪が成立するものと解される¹⁶⁶。インサイダー取引規制違反の罪には、過失犯を処罰する特別の規定はなく、故意犯であると考えられる(刑法第38条1項)¹⁶⁷。刑法上の故意は、犯罪要件に該当する具体的事実を認識・認容すれば足り、未必的認識であってもよいとする¹⁶⁸。もっとも、裁判例には犯罪事実を認識予見してあえてその行為を行う場合に故意があるとするものが多いが、判例解釈として、実質上犯罪事実についての認容が必要であるとする認容説に立つものと分析する見解¹⁶⁹がある。評価は分かれる(認容説か認識説)。

金商法第166条1項の会社関係者によるインサイダー取引規制に違反する罪についていえば、①自己が同項各号に例挙された会社関係者であること、②その職務等に関し重要事実を知ったものであること、③当該重要事実が、法令に定められた方法で公表されていないことをそれぞれ認識・認容して、④当該会社の発行する有価証券の売買等を行うことを要する¹⁷⁰。金商法第166条3項の情報受領者によるインサイダー取引規制に違反する罪についていえば、a 自己が会社関係者から重要事実の伝達を受けたものであること、b 当該重要事実が、当該会社関係者がその職務等に関し知ったものであること、c 当該重要事実が法令に定める方法で公表されていないことをそれぞれ認識・認容して、d 当該会社の発行する有価証券の売買等を行うことを要する¹⁷¹。

3 既遂

インサイダー取引規制違反は、重要事実を知ってその公表前に売買等を行うことで既遂となり、当該取引の結果利益が生じたかは犯罪の成否を左右しない¹⁷²。他方で、重要事実を知って売買等の注文をして約定に至らない場合、売買等の取引ではないので未遂と評価されることになるが、未遂を処罰する規定がないため、注文したものの約定に至らなかった場合は処罰の対象とならない(刑法第44条参照)¹⁷³。インサイダー取引規制違反の罪に

¹⁶⁵ 松本・前掲注(3) インサイダー取引規制 262 頁。

¹⁶⁶ 松本・前掲注(3) インサイダー取引規制 262 頁。

¹⁶⁷ 木目田・前掲注(29) インサイダー取引規制 401 頁、松本・前掲注(3) インサイダー取引規制 267 頁、横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』(商事法務研究会、1989) 206 頁。

¹⁶⁸ 荒木友雄『アウトライン刑法総論』(不磨書房、2004) 34 頁。

¹⁶⁹ 松本・前掲注(3) インサイダー取引規制 267 頁。

¹⁷⁰ 木目田・前掲注(29) インサイダー取引規制 401 頁、松本・前掲注(3) インサイダー取引規制 267 頁。

¹⁷¹ 木目田・前掲注(29) インサイダー取引規制 401 頁、松本・前掲注(3) インサイダー取引規制 267 頁。

¹⁷² 清水豊ほか『情報開示・インサイダー取引規制の実務』(金融財政事情研究会、2010) 226 頁、横畠・前掲注(167) インサイダー取引規制と罰則 210 頁。

¹⁷³ 清水・前掲注(172) 情報開示・インサイダー取引規制 226 頁、横畠・前掲注(167) インサイダー取引規制と罰則 210 頁、服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』(商事法務研究会、2001) 299 頁。

において、特定有価証券等に係る売買等（金商法第 166 条 1 項・3 項の場合）又は株券等に
係る買付け等・売付け等（金商法第 167 条 1 項・3 項の場合）が実行行為であるが、これ
が既遂となるのは、売買等の契約が成立した時点であると解される¹⁷⁴。

4 制裁

インサイダー取引規制に違反する罪は、金商法第 166 条 1 項若しくは 3 項又は金商法第
167 条 1 項若しくは 3 項に規定された会社関係者等又は公開買付等関係者等といった一種
の「身分犯」であるため、前記身分にある者でなければ、インサイダー取引規制に違反す
る罪の正犯にはなりえないが、共犯と規定の適用はあるので（刑法第 60 条～62 条）、前記
身分にない者であっても、基本的に前記身分にある者との共犯として処罰されうることと
なる¹⁷⁵。

だが、金商法第 157 条の不正取引行為の禁止違反や、金商法第 159 条の相場操縦等の禁
止違反の場合の 10 年以下の懲役又は 1000 万円以下の罰金（金商法第 197 条 1 項 5 号）に
比べて量刑が軽くなっているのは、インサイダー取引規制に対する違反の場合、規制の実
効性確保の見地から、行為の形式的違反の次元で刑罰を科すこととした立法判断による¹⁷⁶。
すなわち、刑を重くするとそれだけ適用範囲を厳しくしなければならないが、インサイダー
取引のように複雑で多様な要件が交錯していると、解釈によって実質的に適用範囲を明確
にする可能性が狭まってしまうからである¹⁷⁷。ただし、それが金商法第 157 条等にも実質
的に違反する場合には、それらの違反と観念的に競合することになり、より重い罰が科さ
れることになる¹⁷⁸。

三 刑事罰の没収・追徴と課徴金の関係

刑法第 19 条は、以下に掲げる物、①犯罪行為を組成した物、②犯罪行為の用に供し、又
は供しようとした物、③犯罪行為によって生じ、若しくはこれによって得た物又は犯罪行
為の報酬として得た物、④前号に掲げる物の対価として得た物、を没収することができる
とする（刑法第 19 条 1 項）。また、刑法第 19 条 1 項第 3 号又は第 4 号に掲げる物の全部
又は一部を没収することができないときは、その価額を追徴できると規定され

¹⁷⁴ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 268 頁、横畠・前掲注（167）インサイダー取引規
制と罰則 210 頁。

¹⁷⁵ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 404 頁、横畠・前掲注（167）インサイダー取
引規制と罰則 210 頁以下、平成 25 年改正では、情報提供者もインサイダーの対象となったが、
その趣旨については、共犯なのか、独立した主犯なのか、確立していない。

¹⁷⁶ 河本・大武・前掲注（160）金融商品取引法 473 頁。

¹⁷⁷ 河本・大武・前掲注（160）金融商品取引法 473 頁。

¹⁷⁸ 河本・大武・前掲注（160）金融商品取引法 473 頁、法条競合とする考え方もある。鈴木竹
雄、河本一郎『証券取引法（新版）』（有斐閣、1984）527 頁

ている（刑法第 19 条の 2）。そこで、刑法第 19 条 1 項及び第 19 条の 2 は、犯人が犯罪行為によって得た物を没収・追徴の対象とする。

インサイダー取引により得た財産又は当該財産がオプションその他の権利である場合における当該権利の行使により得た財産は、原則として没収される（金商法第 198 条の 2）。刑法第 19 条は任意的没収の規定であるに対し、本条は必要的没収とされている点でも特則を成している。インサイダー取引において、株式を売却する行為が構成要件に該当するときは、当該取引の犯罪行為により得た財産に当たる。犯罪行為によって得た財産を売却処分する行為が犯罪を構成しないときは、当該売却によって得た財産が当該取引の犯罪行為により得た財産の対価に該当する。当該取引の違反行為により得たオプションその他の権利を行使して得た財産については、オプション等の行使の際に権利者が払い込むべき金銭（オプションプレミアム）があったとしても、権利行使によって得た財産（例えば有価証券）の全部が没収の対象となる。¹⁷⁹

課徴金納付命令の時点で、既に刑事裁判が確定し、没収・追徴相当額が確定している場合には、当該没収・追徴相当額を控除した額の課徴金納付命令を行う（金商法第 185 条の 7 第 5 項）¹⁸⁰。

課徴金納付命令の決定の時に、公訴が提起され当該事件が係属中の場合には、裁判確定時から納付命令の効力が発生するが、裁判で没収・追徴が命じられたときは、不公正取引による不正な利得は没収・追徴により剥奪されるので、重ねて課徴金を課す必要はないという考えに従い、課徴金の額が変更され（金商法第 185 条の 8 第 7 項）、その変更の処分にかかる文書が送達されたときに効力が生ずる（金商法第 185 条の 7 第 22 項）。¹⁸¹

課徴金納付命令の決定の後、当該決定にかかる納付期限前に同一事件について当該決定を受けた者に対し公訴の提起があった場合には、内閣総理大臣は、当該事件についての裁判が確定するまでの間、決定の効力を停止しなければならない（金商法第 185 条の 8 第 1 項本文）¹⁸²。その上で、裁判で没収・追徴が命じられ確定したときは、上記の考え方により課徴金の額を変更することとなる¹⁸³。

ただし、公訴されるまでの間に既に命じられた課徴金を全部納付している場合は、仮に、納付された課徴金を一度返還し、その後納付額の確定後に改めて納付させることとすると、行政事務がかえって煩雑化することから、公訴時点では課徴金納付命令の効力は停止しないこととされている（金商法第 185 条の 8 第 1 項ただし書）¹⁸⁴。この場合は、事後に刑事裁判が確定し、課徴金の額が変更されるのであればそれが還付される¹⁸⁵。

¹⁷⁹ 神田・前掲注（1）金融商品取引法コンメンタール 587 頁－589 頁[黒沼悦郎]。

¹⁸⁰ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 277 頁。

¹⁸¹ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 452 頁。

¹⁸² 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 452 頁。

¹⁸³ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 453 頁。

¹⁸⁴ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 278 頁。

¹⁸⁵ 山下・神田・前掲注（35）金融商品取引法 453 頁。

四 刑事罰と課徴金の異同

刑事罰と課徴金は、両者の要件がほぼ同じであるため、理論上はインサイダー取引が成立する多くの場合において刑事罰及び課徴金納付命令双方が適用可能である¹⁸⁶。実務においては、証券取引等監視委員会の運用では原則として刑事訴追と課徴金の賦課は択一的に発動されている¹⁸⁷。以下にみるように、刑事罰と課徴金はそれぞれの特徴を有する。

1 立証の程度

刑事裁判においては、厳格な証明（証拠能力を有し、適切な証拠調べを経た証拠による証明方式）により（刑事訴訟法第 317 条）、裁判官において違反行為に係る事実の存在につき合理的な疑いを入れない程度に確信を抱きうる程度の立証が必要である¹⁸⁸。

これに対し、課徴金を賦課するための審判手続に対して、証券取引等監視委員会は、「課徴金制度は、法令違反行為に対して審判手続という裁判に似た手続を経て、行政処分として課徴金を課すものであり、刑事裁判に比べれば立証の程度が少なく済む」¹⁸⁹と解説する。すなわち、課徴金納付命令は行政処分であることから、行政訴訟で必要とされる立証の程度が必要と解されている¹⁹⁰。課徴金を賦課するための審判手続は、民事裁判で必要とされる立証の程度でもあるため、刑事裁判で求められる立証の程度である「合理的な疑いを超えて事実が証明される程度」に比して相当低い程度とされている¹⁹¹。理由は、「そもそも刑事手続では違反行為者に刑罰という重大な不利益処分（自由権の制限）を行うので、有罪にするためには高度の立証が求められるところ、行政処分である課徴金は重大な不利益処分とはいえない点にある」¹⁹²からである。

しかし、課徴金納付命令を受けた違反行為者も課徴金が賦課される不利益を被るだけではなく、その勤務先の法人の名称が公表された場合にはそのレピュテーションの低下、違反行為者の社内規定違反による懲戒解雇など関係者に重大な影響を与え得るものであり、通常の私人間の民事訴訟に比して影響は極めて大きい。そこで無辜の者に対し課徴金納付命令の勧告や審判手続開始決定が行われるような事態があってはならず、証拠の検討はやはり慎重に行われる必要性が高いと考えられる。¹⁹³

¹⁸⁶ 伊佐次・前掲注（156）金融商品取引法 258 頁。

¹⁸⁷ 伊佐次・前掲注（156）金融商品取引法 258 頁。オリンパス株式会社に対する有価証券報告書等の虚偽記載については、刑事犯と課徴金が併科されている。金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20120306-1.htm）及び（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130905-1.html>）。

¹⁸⁸ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 420 頁。

¹⁸⁹ 証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況」（平成 21 年 8 月）65 頁。

¹⁹⁰ 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 195 頁。

¹⁹¹ 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 195 頁以下。

¹⁹² 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 196 頁。

¹⁹³ 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 196 頁。

2 調査の迅速性・手間隙

上述の刑事裁判手続において求められる証明の程度の相違は、証券取引等監視委員会による、犯則調査と課徴金調査における迅速性及び手間隙に影響を及ぼすことになると思われる¹⁹⁴。

犯則調査は、犯則が存在する嫌疑を抱く場合に、刑事告発を目標にして、犯則嫌疑者に対する証拠を収集する一種の捜査手続（行政手続）であって実質的に刑事手続の一部という性格を有するという¹⁹⁵。これは、刑事告発から刑事捜査、刑事裁判へと続く刑事手続の一角を実質的に占めるものである以上、刑事裁判における精密司法を意識せざるをえず、刑事捜査と同様、犯則調査においても、必然的に、事案の細部に至るまで十分な証拠で固めるような極めて高度な緻密さが求められることになる¹⁹⁶。そのため、証券取引等監視委員会では、事案の複雑さ等にもよるものの、一般に、犯則調査には相当期間が費やされ、慎重に証拠収集が図られることとなり、その分、迅速性を欠き、一件を立件するのに要する手間隙が大きいものとなる¹⁹⁷。

これに対し、課徴金調査の場合には、比較的簡易な証拠収集で足りるため、犯則調査に比べれば、迅速性が高く、1件の立件に要する手間隙も少ないもので済むと解されている¹⁹⁸。

3 取締当局の裁量の有無

証券取引等監視委員会が処理するインサイダー取引規制違反事案には、告発事案と課徴金事案がある¹⁹⁹。

刑事罰を科すことの重大性や公判維持のためのコストに鑑み²⁰⁰、さらには刑事罰の謙抑性・補充性の原則を踏まえて、検察官は、事案の悪質性・重大性が高いために起訴価値があると認められ、かつ、有罪立証に足る十分な証拠が揃った事件を選別して、立件・起訴することとなる²⁰¹。

これに対し、課徴金制度においては、証券取引等監視委員会は課徴金調査の結果インサイダー取引があると認めたときは、事案の悪質性の程度等にも拘らず、基本的に必ず内閣総理大臣及び金融庁長官に対して課徴金納付命令を発するよう勧告するとの立場をとっている²⁰²。証券取引等監視委員会は、自らの裁量権を事実上否定する立場に立っているよう

¹⁹⁴ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 420 頁。

¹⁹⁵ 村上・前掲注（85）独占禁止法 493 頁。

¹⁹⁶ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 421 頁。

¹⁹⁷ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 421 頁。

¹⁹⁸ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 421 頁。

¹⁹⁹ 佐々木清隆「証券取引等監視委員会に聞くインサイダー取引規制において企業に求められること」ビジネス法務 8 巻 10 号 16 頁（2008）。

²⁰⁰ 伊佐次・前掲注（156）金融商品取引法 258 頁。

²⁰¹ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 421 頁。

²⁰² 伊佐次・前掲注（156）金融商品取引法 258 頁。

である（裁量自己否定運用）²⁰³。そのため、インサイダー取引規制の理解不足から未公表の重要事実等があるにも拘らず自己株式取得を行ってしまった不注意事案（いわゆる「うっかりインサイダー」）²⁰⁴や利得僅少な軽微事案など悪質性の程度の低い事案でも網羅的に課徴金納付命令の勧告の対象とされ、その結果として課徴金納付命令が発せられている²⁰⁵。現在は、こうした運用は抑止機能や制裁機能を弱める可能性があることを考慮し、裁量型の運用が行われていると指摘されている²⁰⁶。

4 主観的要件（故意）の要否

インサイダー取引規制違反の罪は、故意犯である。すなわち、違反行為者が故意にインサイダー取引を行うことが必要である（刑法第 38 条 1 項）。

これに対し、課徴金をはじめとする行政処分の場合、一般に、刑事罰とは異なり、故意、過失に関係なく、主観的要件は不要であるとされる²⁰⁷。「ただし、理論的には刑事罰の場合と課徴金の場合とで主観的要件になお差異が生じる場合もありうる。例えば、適用除外事由が存在するものと認識していたところ、実際にはこれが存在していなかった場合が考えられる。適用除外事由は、単なる構成要件該当性阻却事由ではなく、その不存在が積極的な構成要件要素となるのではないかと考えられ、適用除外事由の不存在を認識していない限り、インサイダー取引の故意は認められないと思われるが、その場合でも未公表の重要事実等を『知って』いることには変わりないから、課徴金賦課のための成立要件は充たしうる」²⁰⁸として、刑事罰と課徴金では、主観的構成要素を分けて考える立場もある。

5 「自己の計算」との要件の有無

金商法の規定においては、「自己の計算」であるか否かを問わず、インサイダー取引の禁止要件に違反すれば、刑事罰の対象となる²⁰⁹。

これに対し、課徴金制度においては、前述のように、平成 20 年金商法改正では、違反行為の抑止の観点からは自己の計算による場合以外の違反行為についても課徴金の対象とした。課徴金の賦課要件は、基本的に、「自己の計算」でインサイダー取引を行うことが前提とされており、「他人の計算」でインサイダー取引が行われた場合には、当該「他人」が、密接関係者・特殊関係者に該当する場合や、金融商品取引業者等からみた顧客又は権

²⁰³ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 422 頁。

²⁰⁴ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 422 頁。

²⁰⁵ 伊佐次・前掲注（156）金融商品取引法 258 頁。

²⁰⁶ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 37 頁。

²⁰⁷ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 423 頁。

²⁰⁸ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 423 頁。

²⁰⁹ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 424 頁。

利者（金商法第 175 条 1 項 3 号・2 項 3 号）に該当する場合でない限り、課徴金の対象とはならない²¹⁰。

6 課徴金制度と刑事罰のまとめ

証券取引等監視委員会は、インサイダー取引の違反行為を受けてかかる検査・調査の結果、インサイダー取引の存在を把握した際には、課徴金納付命令の勧告の対象とするか、刑事告発の対象とするかは、二者択一とされている。事案によっては、悪質性・重大性が低く、又は証拠が脆弱である場合には、刑事告発が難しく、かつ「他人の計算」によるものであるため、課徴金の要件を充たさず、結局、いずれの制裁も課し得ないといった場合が理論的にはありうることとなる²¹¹。

インサイダー取引規制違反の罰則は、平成 9 年と平成 18 年に法定刑が引き上げられている。それに伴い、裁判所の量刑は重罰化がみられている²¹²が、平成 25 年には告発の件数は 3 件しかなかった。一方、上記のように、平成 24 年 6 月 15 日までに、課徴金納付命令は 131 件となった²¹³。証券監視委員会が公表している近時のインサイダー取引規制違反の処分例²¹⁴をみると、告発件数は少なく、結果も執行猶予付きの判決であり、また課徴金で済む事件が多くなっている。それは、違法行為の程度や証券市場に対する影響が低いことを考慮する結果ではないかと考えることができる。

事件の悪質性・重大性は抽象的な概念であり、恐らく市場関係者等においても共通の見解が存在していないと言えるだろう。「裁判所は、量刑を行うに当たって、一般的に、犯罪の動機、方法及び態様、犯罪結果の大小・程度、被告人の性格、被告人の一身上の事情、被告人の前科・前歴、余罪の有無、被告人の反省、損害賠償、自白・否認、社会の処罰感情、社会的影響、社会的制裁等の量刑事情を考慮に入れると指摘されており、これらの量刑事情の多くは、基本的に、裁判所がインサイダー取引規制違反の事例において量刑を行う際にも当てはまるものである」といわれている²¹⁵。証券取引等監視委員会は、事件の悪質性・重大性についての判断する際には、恐らく、上記の諸要素も考慮するのではなかろうか。

第 4 節 課徴金制度と民事責任

一 概説

²¹⁰ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 424 頁。

²¹¹ 木目田・前掲注（29）インサイダー取引規制 424 頁。

²¹² 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 208 頁。

²¹³ 証券取引等監視委員会・前掲注（105）「課徴金事例集」5 頁。

²¹⁴ 証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」、証券取引等監視委員会ホームページ（http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/koku_gaiyou.htm）。

²¹⁵ 十市・前掲注（80）金融商品取引法違反への実務対応 209 頁。

金融商品にはリスクがあり、価格変動が不可避であるから、投資者が、金融商品を取引する際に市場動向により経済的損失を被ったとしても、それは価格変動の必然的結果にすぎないのであって、被害・損害とはいえない²¹⁶。それだけではなく、金融商品取引には「自己責任の原則」があるから、情報開示が十分に果たされていれば、損失を損害として金融商品業者へ損害請求することはできない²¹⁷。

しかし、「自己責任の原則」²¹⁸があるとはいえ、金融商品取引業者が知識・経験が不十分な投資者に十分な理解を得ないまま、明示・黙示の欺瞞的説明などの行為を行って、金融商品取引に係る被害の事例が多く発生している。このような場合は、投資者が金融商品の内容や危険性をよく理解して自主的判断に基づいて取引を行っているものではなく、かえって金融商品取引業者が積極的にこれを歪めているのであるから、自己責任の原則の働く余地がないと思われる。²¹⁹

従って、金商法は、ディスクロージャーの不備による被害を救済するために、不実の開示書類に関し、民事手続による違反行為者に対する責任追及の方法として、目論見書の未交付等の違反者に対する賠償責任（金商法第 16 条）、不実の目論見書の使用者の責任（金商法第 17 条）、不実の有価証券届出書の届出者の責任等（金商法第 18 条から第 20 条）、不実の届出書等の関係者の発行市場における責任、流通市場における責任（金商法第 21 条、第 22 条）、不実の有価証券報告書の提出の関係者の責任（金商法第 24 条の 4）、不実の公開買付開始公告をした者等の責任（金商法第 27 条の 20 及び第 27 条の 21）などの損害賠償責任規定を置いている²²⁰。それは、投資者が、金融商品取引において金融商品取引業者の違法不当な勧誘・業務行為のために被害・損害を被った場合には、損害賠償を金融商品取引業者に請求しうることは、民事法制上、当然に認められた権利だからである²²¹。この点につき、アメリカでは、インサイダー取引では同時取引者に対する損害賠償責任規定だけ設けてあるが、それ以外の規定が存在しておらず、この違法行為は誰に対していくらの損害賠償責任を負うべきかについて、明確な判例理論は形成されていない²²²。アメリカ

²¹⁶ 日本弁護士連合会消費者問題対策委員会編『金融商品取引被害救済の手引(第 5 版)』（民法研究会、2008）3 頁。

²¹⁷ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 3 頁。

²¹⁸ 「金融商品取引における『自己責任の原則』とは、金融商品には価格変動がつきものであるから（いい換えると金融商品取引とは『リスクを取る』行為であるから）、一般市民（消費者）はこのことをよく理解したうえで、自主的判断に基づいて取引を行うべきである、またそのようにして取引を行った以上、たとえ損失を被ったとしてもそれは一般市民（消費者）自身の負担に属するとの考え方である。」 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 3 頁。

²¹⁹ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 3 頁以下。

²²⁰ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 30 頁。

²²¹ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 4 頁。

²²² 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、2006）168 頁。

においてインサイダー取引は、不実表示に適用されるのと同じルール 10b-5 の違反と捉えられているので、不実の表示による民事責任と同様の解釈によればよいとの見解²²³がある。

インサイダー取引規制違反の民事責任については、金商法上、特別な規定が設けられていないため、民法等の一般法により規律されることになるが、実際には民法第 709 条の民事賠償責任を追及することは難しい。日本では、インサイダー取引の民事責任規定が設けられていない現状においては、課徴金を被害者救済に役立てるために法整備が必要であるとの見解²²⁴がある。

二 金商法上の民事責任規定全体の利用の現状

1 市場監視機能強化の一環としての民事責任規定の見直し

金商法上の民事責任規定が設けられている不実開示の違反行為は、開示義務違反である。金商法は、不実開示に関するこれらの民事責任規定を通じて、不実開示を抑止するという立法趣旨の実現を企図している²²⁵。しかし、これらの民事責任規定は、立証が困難であることから、法の趣旨が実現されているとはいえないのが現状である。金商法違反行為に対する民事手続を通じた責任追及が行われていない理由として、①そもそも不実開示などの違反行為が発見されにくいことに加え、②原告による損害額の立証、とりわけ不実開示と因果関係のある損害及びその額の立証が困難であること、③日本にはクラスアクション制度がないことが原因と考えられる²²⁶。

そこで、平成 15 年 12 月、金融審議会金融分科会第一部報告書では、市場監視機能強化の一環としての民事責任規定の見直しを提言し、それを受け、不実開示に関する流通市場における発行会社の責任規定が設けられた（金商法第 21 条の 2）²²⁷。この改正は、①流通市場における発行会社の責任規定の創設、②無過失責任（金商法第 21 条の 2）、③因果関係及び損害額の推定を、規定したものである²²⁸。

2 損害額算定の考え方

発行市場において不実開示があった場合には、投資者は発行者に対し契約を取り消して現状を回復することができる²²⁹。他方、流通市場において不実開示があった場合

²²³ 黒沼・前掲注（222）証券取引法 168 頁。

²²⁴ 黒沼悦郎「投資者保護のための法執行」商事法務 1907 号 44 頁（2010）。

²²⁵ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 31 頁。

²²⁶ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 31 頁。

²²⁷ 岡田・前掲注（17）「証券取引法改正の解説」50 頁。

²²⁸ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 32 頁以下。

²²⁹ 今川嘉文『投資取引訴訟の理論と実務』（中央経済社、2011）312 頁。

は、投資者に対する損害の救済に関する考え方として、取得時差額説²³⁰や、市場下落説²³¹又は取得自体損害説²³²がある²³³。

民法第 709 条は、故意又は過失により他人の権利を侵害した者は、これにより生じた損害を賠償する責任を負うと規定している。すなわち、被告の不法行為の成立には、被告の行為と原告の損害との間に相当因果関係が必要である。民法第 709 条に基づく損害賠償を請求する場合には、原告は、加害者の故意・過失、加害行為と損害との間の因果関係（相当因果関係）、損害及び損害の額を主張すべきである²³⁴。ここでいう損害のとらえ方は、不実開示の加害行為がなかったと仮定した場合の財産状態と現実の財産状態の差額である²³⁵。すなわち、上記の差額説によることになる。不実開示の加害行為における損害の認定に差額説が採用される以上、証券取引であろうとなかろうと、一定の仮説を立てて損害額を把握せざるを得ず、そこにはある種の不確実性が付き纏うことは否定できないだけでなく、不実開示に基づき証券の取得者が被害を被ったと主張する場合には、因果関係の有無や損害額を想定することは極めて難しいと指摘されている²³⁶。

3 金商法第 21 条の 2 の構造

上述のように、不実開示に基づき証券の取得者が被害を被ったと主張する場合には、因果関係の立証や損害額を算定することは難しい。そこで、金商法第 21 条の 2 第 2 項は、被害者の損害額及び因果関係の要件の原告による立証を、一定要件の下で免除するものである²³⁷。本条項に基づく因果関係及び損害額の推定は、法律上の事実推定であって、本来原告が負うべき立証責任を被告に転換するものである²³⁸。投資者は、会社の不実開示によって、より高い価格で株式を購入させられたことによって、損害が発生するのである。こうした不実開示によって、市場に不当な株価が形成されていた事実があれば、当該有価証券の取得と損害との間に一定の因果関係が認められるからである²³⁹。

金商法は、「重要な事項について」「虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」に民事責任を負うと規定している（金商法第 21 条の 2 第 1 項）²⁴⁰。しかし、流通市場においては、何

²³⁰ 「不実開示がなかったら取引時に市場で形成されていたであろう価格」と「現実の取引価格」との差額を損害とする。今川・前掲注（229）投資取引訴訟 312 頁以下。

²³¹ 「不実開示の発覚による市場価格の下落分を損害とする」。今川・前掲注（229）投資取引訴訟 313 頁。

²³² 「取得したこと自体を損害とする」。今川・前掲注（229）投資取引訴訟 313 頁。

²³³ 今川・前掲注（229）投資取引訴訟 312 頁。

²³⁴ 岡田・前掲注（17）「証券取引法改正の解説」52 頁。

²³⁵ 岡田・前掲注（17）「証券取引法改正の解説」52 頁。

²³⁶ 岡田・前掲注（17）「証券取引法改正の解説」52 頁。

²³⁷ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 36 頁。

²³⁸ 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 37 頁。

²³⁹ 今川・前掲注（229）投資取引訴訟 314 頁。

²⁴⁰ 森・濱田松本法律事務所『金融商品取引法－資本市場と開示編』（商事法務、2008）536 頁。

が重要事項についての虚偽の記載か、又は何が重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実であるかが問題となる²⁴¹。不実開示とは、「有価証券の発行者自らが、投資者の投資判断に影響を与える企業開示情報に虚偽の記載をすることによって、公正な市場価格の形成を阻害するものであって、証券市場の仕組みそのものを歪めるもの」²⁴²をいう。従って、「重要事項について」の該当性の判断をするためには、「当該不実記載の客観的内容に基づく判定が行われることは当然として、不実記載の実行又は発覚による現実の有価証券価格の変動の存在及び程度も、重要性の認定要素として、投資者の投資判断への影響を判定するための現実に即した事実関係として参酌されるべきと解される」²⁴³。この不実記載の客観的内容に基づく重要性の判断の具体的指針の1つとして、インサイダー取引規制における「重要事実」の判定基準が参考となる²⁴⁴。インサイダー取引規制の重要事実とは、どのような情報が有価証券価格に影響を与える事実かという観点から考えれば、上記「重要事項」の判断指針と共通性を有するからである²⁴⁵。

三 インサイダー取引規制違反の民事責任

インサイダー取引に基づく民事責任に関する議論は、一般的には、金商法第166条及び第167条は形式的な処罰規定であり、この規定に違反したからといって、直ちに民事責任が生じることはなく、また、不公正取引一般を禁止する金商法第157条は、アメリカのSECのルール10b-5を翻訳した規定であるが、被害者の民事救済のための直接の根拠規定とはならないとされた²⁴⁶。ただし、金商法第157条に違反する行為が、一般不法行為ないし取締役の対第三者責任規定の要件を充たす場合に損害賠償責任が生じると解され、金商法第157条に違反する行為は、通常は民法第709条の違法性の要件を満たし、このような行為によって利益を侵害された投資者（インサイダー取引の被害者）は、不法行為に基づいて、損害賠償を請求できるとするのが商法学界における通説的見解²⁴⁷である²⁴⁸。

インサイダー取引に基づく民事責任を考える場合には、金商法第157条に違反したことに基づく民法第709条の不法行為責任が成立するか否かが問題とならざるを得ないが、この場合は、被害者側で、インサイダーの故意又は過失、損害及び両者間の因果関係を主張・立証することが必要となるため、相対取引の場合には不法行為の成立を肯定するが、取引

²⁴¹ 今川・前掲注（229）投資取引訴訟 315 頁。

²⁴² 三井・前掲注（18）課徴金制度と民事賠償責任 30 頁。

²⁴³ 森・濱田・前掲注（240）金融商品取引法 536 頁。

²⁴⁴ 森・濱田・前掲注（240）金融商品取引法 536 頁。

²⁴⁵ 森・濱田・前掲注（240）金融商品取引法 536 頁。

²⁴⁶ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 316 頁。

²⁴⁷ 近藤光男ほか『証券取引法入門（第2版）』（商事法務、2003）260 頁。

²⁴⁸ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 316 頁。

所取引では、売買の当事者を特定できず、かつ価格形成が複雑な要因により決定されるので、当事者間における因果関係の立証がほとんど不可能であると考えられる²⁴⁹。

これに対し、日本においては、インサイダー取引規制の導入に先立つ、証券取引審議会が昭和 63 年 2 月 24 日に取りまとめた「内部者取引の規制の在り方について」と題する報告書において、「内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような措置を講ずるべきであるが、取引所取引に関する損害賠償のあり方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り組む必要がある」と提言されている²⁵⁰。その後、現在までのところ、金商法上に他の投資者に対する民事責任に関する特則は設けられていない²⁵¹。従って、インサイダー取引行為者の他の投資者に対する責任については、民法等の一般法により規律されることになる²⁵²。立法論としては、内部者取引を定義してそれを禁止し、違反した内部者及び内部情報受領者に損害賠償義務を負わせ、挙証責任を転換するとともに、賠償額の推定規定ならびに時効に関する規定を設けるのが適当であるとの見解²⁵³が示されている。

1 インサイダー取引の民事責任の行為類型

(1) インサイダー行為者の他の投資者に対する責任

インサイダー取引規制違反の民事責任については、金商法上特別の規定はなく、民法等の一般法により規律されることになる²⁵⁴。そこで、インサイダー取引が市場外の相対取引で行われた場合で、かつ、インサイダー取引行為者に信義則上、重要事実等の告知義務が認められるような場合には、当該取引の相手方は、債務不履行に基づく損害賠償請求（民法第 415 条）だけでなく、不法行為に基づく損害賠償請求（民法第 709 条）ができる可能性はあると考えられる²⁵⁵。

(2) インサイダー取引行為者の上場会社等に対する責任

会社と役員及び会計監査人の関係は、委任に関する規定が適用される（会社法第 330 条）。従って、取締役及びこれらの者は、会社に対し、受任者として善良なる管理者の注意をもって業務を執行する義務（善管注意義務）を負う（民法第 644 条）²⁵⁶。また、取締役は、株式会社に対し、法令及び定款並びに株主総会決議を遵守し、会社のために忠実にその職

²⁴⁹ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引 316 頁以下。

²⁵⁰ 小谷融『インサイダー取引・相場操縦・虚偽記載規制のすべて』（中央経済社、2009）193 頁。

²⁵¹ 小谷・前掲注（250）相場操縦・虚偽記載規制のすべて 193 頁。

²⁵² 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 281 頁。

²⁵³ ルイ・ロス・矢澤惇一監修『アメリカと日本の証券取引法（下巻）』（商事法務研究会、1975）571 頁。

²⁵⁴ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 281 頁。

²⁵⁵ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 281 頁以下。

²⁵⁶ 石山卓磨『最新判例にみる会社役員の義務と責任』（中央経済社、2010）57 頁。

務を行うべき義務（忠実義務）を負う（会社法第 355 条）。取締役らの善管注意義務の意義は必ずしも明確ではないが、一般に、当該取締役らの地位に就いた場合に、果たすべきことが期待される客観的な注意深さをもって、当該職務を遂行すべき義務であり、この注意を欠いた場合に抽象的過失があるものと評価されている²⁵⁷。

そこで、役員が単に個人的にインサイダー取引を行ったというだけでは、直接会社に損害を与えるわけではないので、善管注意義務・忠実義務違反による責任を負うことはないと考えられる²⁵⁸。しかし、役員が会社の業務又は財産に関しインサイダー取引を行ったことにより、会社に罰金が科されたような場合には、善管注意義務・忠実義務違反として会社に損害賠償責任を負う場合もありうる²⁵⁹。

（3）上場会社等の投資者に対する責任

公表は、情報提供を主たる目的として行われるものもあるが、違反行為に対する制裁として公表を行うことによって、間接的に違反行為を抑止しようとする場合も存在すると思われる²⁶⁰。上場会社等は不法行為が成立するためには、重要事実等の公表を怠ったことが違法である必要があるが、重要事実等の公表は、証券取引所の規則等に基づき行われている（適時開示）に過ぎず、その遅滞をもって直ちに違法と評価することが難しいように思われる²⁶¹。もっとも、例えば、会社情報開示の責任者である代表取締役社長にその保有株式を売り抜けさせるために、取締役全員でデフォルト情報の開示を故意に遅延させた場合等、悪性と考えることができ、違法と評価される場合もありうる²⁶²。

2 インサイダー取引の救済否定の事例——ジャパンライン事件²⁶³

同事件の事実の概要は以下の通りである。

繊維製品の製品販売及証券の売買を業とする会社である原告 A は、昭和 63 年 12 月 19 日、東京証券取引所において、証券会社を通じて、ジャパンライン株式会社の株式 49 万 4000 株を、代金 3 億 298 万 2000 円で購入した。同月 23 日、ジャパンライン株式会社と山下新日本汽船株式会社は、両社が対等合併する旨を発表した。同時に、本件合併に当たってジャパンラインは 8 割、山下新日本汽船は 5 割の割合で大幅に減資することも発表した。その後、ジャパンライン株式会社の株価が値下がり続けた。

ジャパンライン株を購入した原告 A は、次のように主張した。

損害保険を業とする B は、ジャパンライン株式会社の大株主であった。会社の合併及び資本の減少は、共に株主総会の特別決議を要する事項であり、通常は事前に大株主らと相

²⁵⁷ 石山・前掲注（256）会社役員の義務と責任 57 頁。

²⁵⁸ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 282 頁。

²⁵⁹ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 282 頁。

²⁶⁰ 宇賀克也「規制緩和社会における制裁の役割 II 制裁の在り方——行政制裁」ジュリスト 1228 号 60 頁（2002）。

²⁶¹ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 283 頁以下。

²⁶² 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 284 頁。

²⁶³ 東京地判平成 3・10・29 金融法務事情 1321 号 23 頁（1992）。

談してその了解を取ったうえで発表されるはずである。また、Bが昭和59年11月11日に新株券を取得してから一度も売却することなく保有していたのに、合併発表のわずか4日前になって突然売却したなど理由から、この合併の情報はBがジャパンライン株式会社の大株主という地位によって知りえたいいわゆるインサイダー情報に当たる。

従って、Bはこの合併の情報を事前に知って、その情報が発表される前に損害を被るのを避けるため、合併発表の4日前に保有するジャパンライン株式会社の株を高値で売却して、合併発表後安値で買戻すことにし、上記株式を買い受けた一般投資者が株価の暴落による損害を被ることを認識しながら売却した故意の不法行為（インサイダー取引）を行った。そこで、Aは、このため現在の株価と購入価格との差額相当の損害を被ったとして、Bに対し損害賠償を求めた。²⁶⁴

東京地裁は、原告Aが証券会社からジャパンライン株券を取得した事実から、被告Bの売り注文と原告Aの買い注文とが証券取引所において現実に結び付けられて売買が成立したことを推認することはできない²⁶⁵として、原告が求める損害賠償請求を棄却した。

本判決の論理では、インサイダー取引によって損害を被った投資者が、その違法行為をした内部者から損害賠償を求めるのは困難である。証券取引所での取引は大量没個性的に行われるので、被告の売却と原告の損害との間の因果関係の立証が困難だからである。そこで、前述の日本商事株事件においては、平成7年4月、本件のインサイダー取引で損害を被った投資者が同社の社長が重要事実を公表しなかったことは取締役の職務執行について悪意又は重過失があったとして、商法第266条ノ3（当時）によって社長に対して損害賠償を請求した結末に興味のある訴えがなされたが、和解によって終結したため、結局不明である²⁶⁶。本判例に対する批判的見解は、公開市場を通じてインサイダー取引が行われた場合も、アメリカの判例と同様に、「同時取引者」に救済を与えるべきとの見解²⁶⁷や、インサイダー取引は不作為による不法行為の一類型であるとして、市場取引の場合でも、インサイダーの作為義務の内容である作為（情報の開示）があったならば、「権利侵害」の結果は発生しなかったという意味で因果関係が認められるとする見解²⁶⁸がある。²⁶⁹

上場会社等が重要事実等の公表を怠ったことが違法である必要があるが、重要事実等の公表は、証券取引所の規則等（適時開示）に基づき行われているに過ぎず、規則等違反の遅滞をもって直ちに違法と評価することは難しいのであって、それにより損害を被った投

²⁶⁴ 東京地判平成3・10・29・前掲注（263）24頁以下。

²⁶⁵ 東京地判平成3・10・29・前掲注（263）27頁。

²⁶⁶ 河本・大武・前掲注（160）金融商品取引法475頁、「日本商事株価下落損害賠償請求事件」資料版商事法務135号93頁（1995）。

²⁶⁷ 松井一郎「証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする損害賠償請求が因果関係がないとして棄却された事例」金融・商事判例902号45頁以下。

²⁶⁸ 牛丸興志夫「判批」私法判例リマックス（下）99頁以下（1993）。

²⁶⁹ 消費者問題対策委員会・前掲注（216）被害救済の手引317頁。

資者が、当該上場会社等に対して不法行為に基づく損害賠償請求をすることは一般的に困難であると思われる²⁷⁰。

四 課徴金制度と投資者の救済

前述のように、金商法上の課徴金は、基本的に違法行為によって経済的利得の剥奪の範囲に限定されており、それに加えて刑事罰等の他の制裁を加えることは、そのことのみで直ちに罪刑均衡の原則に反して憲法の違反ということにはならない²⁷¹。

金商法上インサイダー取引の不法行為の民事責任規定が設けられていない現状においては、民事責任の追及は不可能といえよう。課徴金制度は、民事責任とは制度の趣旨・目的が異なる行政上の義務履行確保であるという「割り切り」がなされたものであるが、金商法の法目的が「投資者の保護」にあるとすると、課徴金の国庫への収納が、投資者にマイナスの影響を及ぼすことになるのではないかと指摘された²⁷²。この点に対し、日本の課徴金制度のモデルの1つである連邦証券取引法制下でのアメリカにおける民事制裁金は、従来、国庫に納められていたが、サーベンス・オクスリー法²⁷³による改正で、民事制裁金を吐出基金（disgorgement fund）に加えて、被害者に分配できるようにした²⁷⁴。これは、投資者の被害の回復に役に立っている。

金商法上の課徴金は違法行為によって得た経済的利得の剥奪として性格付けられる²⁷⁵のに対し、損害賠償の目的は、被害者に生じた損害の填補であり、損害を公平に加害者・被害者間で分配することにある²⁷⁶。しかし、現在の課徴金制度においては、実際に損失者に不当利得が返還されている場合には、課徴金額についての調整規定が存在していないため、課徴金額を調整することのできる制度とすべきだとの考え方²⁷⁷もある。逆に、もし、かかる調整を否定するのであれば、課徴金を違法に得た利益の剥奪として構成するのではなく、アメリカの民事制裁金と同様、制裁的性格の濃厚な金銭的負担として位置付けるべきであるとの考え方²⁷⁸もある。

²⁷⁰ 松本・前掲注（3）インサイダー取引規制 283 頁以下。

²⁷¹ 宇賀・前掲注（260）「規制緩和 society における制裁の役割」59 頁。

²⁷² 橋本・前掲注（8）「証券取引法における課徴金制度の導入」10 頁。

²⁷³ サーベンス・オクスリー法 308 条「投資家のための公正基金」（Fair Funds For Investors）。新外国証券関係法令集『アメリカ（I）サーベンス・オクスリー法』（日本証券経済研究所、2008）61 頁。

²⁷⁴ 黒沼・前掲注（224）「投資者保護のための法執行」45 頁。

²⁷⁵ 宇賀・前掲注（260）「規制緩和 society における制裁の役割」59 頁。

²⁷⁶ 窪田充見「「規制緩和 society における制裁の役割 II 制裁の在り方——賠償責任」ジュリスト 1228 号 63 頁（2002）。

²⁷⁷ 宇賀・前掲注（260）「規制緩和 society における制裁の役割」59 頁。

²⁷⁸ 宇賀・前掲注（260）「規制緩和 society における制裁の役割」59 頁。

以下では、日本でも、民事法の賠償金と課徴金の調整システムや、収納した課徴金を被害者に分配するシステムの構築が必要であるとの視点から、課徴金制度と投資者の救済について検討していく。

1 課徴金の目的と投資者の被害の回復

課徴金は市場の公正確保などの公的な目的のために導入されたものであるから、公的な法執行で投資者の被害の回復という私的な目的のために用いてよいかどうかという問題が指摘されている²⁷⁹。しかし、金商法は相場操縦行為や風説の流布、インサイダー取引などの不公正取引を禁止・制限し、その違反行為については、課徴金の賦課や罰則を適用することによって、市場の公正さを保護するとともに、投資者の利益の保護を目的としているのである²⁸⁰。課徴金を国庫に納めることにせず、被害者に分配することは、金商法の目的に反しないと思われる²⁸¹。その理由としては、課徴金は違法行為によって得た利益の剥奪を課すことにより違反行為を抑止することを目的とするが、集めた課徴金の使途如何はこの抑止効果を減殺しないので、課徴金を被害者救済に用いることができると考える²⁸²。

2 投資者の損害賠償請求権との関係

課徴金の対象範囲は、有価証券の募集・売出し時の開示書類への虚偽記載（発行開示違反）や風説の流布・偽計、又は相場操縦及びインサイダー取引等としている。そのうち、投資者の損害賠償請求権については金商法上明文の規定を置いているものもあるが（法定開示書類の虚偽記載等）、明文の規定がなく民事責任の要件・効果について議論が殆ど尽くされていないもの（インサイダー取引等）もある²⁸³。金商法上インサイダー取引の民事責任規定が設けられていない現状においては、証券取引所を通してなされたインサイダー取引は被害者の特定はやはり困難といえよう。連邦証券取引法制の下でのアメリカでは、1988年内部者取引・証券詐欺執行法は、因果関係等の問題は捨象し政策として同時取引者の救済を認めた。日本では現状の問題を解決するために、不法行為責任を解釈論ではなく、アメリカに倣った立法による解決が一番望ましい。

3 課徴金の額

前述のように、現行の課徴金制度は、課徴金の計算方法の基本的な考え方は、対象者が違法行為により得た利益の額ということになるが、そうはいつでも機械的に計算ができるわけではなく、基本的な考え方に沿った計算方法がそれぞれ法定されている。ただし、平成20年金商法の改正により、課徴金の額は、違法行為者が実際に得た額というよりも得る

²⁷⁹ 黒沼・前掲注（224）「投資者保護のための法執行」46頁。

²⁸⁰ 吉田修『証券コンプライアンスと金融商品取引法』（商事法務、2007）219頁。

²⁸¹ 黒沼・前掲注（224）「投資者保護のための法執行」47頁。

²⁸² 黒沼・前掲注（224）「投資者保護のための法執行」47頁。

²⁸³ 黒沼・前掲注（224）「投資者保護のための法執行」47頁。

ことができたであろう額を規準に算定されるようになった²⁸⁴。そこで、課徴金制度の見直しを求める意見は、利得相当額の複数倍の課徴金額を導入する等の見解がある²⁸⁵。他方で、金商法上の課徴金はアメリカの民事制裁金に相当するのに、その額は「利益の吐出し」的に構成されているため、課徴金以外の制裁金を新たに課して分配額を増加させることは難しいとの見解²⁸⁶も示されている。

五 課徴金制度と民事責任のまとめ

上記の検討の結果、インサイダー取引による民事法上の損害賠償責任に関する特別の規定が設けられていないため、その民事上の不法行為責任については、民法の原則に則り、被害者側で、取引の相手方の故意・過失、損害及び両者の間の因果関係の存在などを主張・立証することが必要であると解されている。昭和 63 年におけるインサイダー取引規制導入時に中長期課題とされながら、事実上放置されてきた。放置された一因としては、インサイダー取引が形式犯と規定されているため、損害の発生が要件とされていないことや、形式犯の場合には、故意、過失を如何に問わず成立することが挙げられる。これに対し、アメリカの証券市場の詐欺理論は、コモン・ロー上では重要情報の不開示によって証券の市場価格が歪められ、投資者が行う取引によって受ける損害との因果関係があると認められる²⁸⁷。アメリカにおいては、上記詐欺理論に基づく、被告の民事責任が課されるわけである²⁸⁸。この点で、日本では、特別規定を設けることで、インサイダー取引の民事責任に関する問題を解決できる。また、現在、証券市場はグローバル化が進んでおり、インサイダー取引が行われた場合には、少なくとも立法上「同時取引者」の救済を認めるのが、時代に合うものと言える。

また、前章で検討したアメリカ証券諸法の違反についての民事制裁金は、被害者のための基金に組み込まれて被害者に分配される仕組みになっている²⁸⁹。日本での課徴金と刑事罰はその趣旨・目的、性質、内容等を異にするものであることから、抑止力をもたらすために課徴金を増額し、被害者救済に充てることができるように制度を再設計すべきである。

²⁸⁴ 黒沼・前掲注(224)「投資者保護のための法執行」47頁。

²⁸⁵ 松尾直彦「不公正取引規制の施行5年の軌跡と展望」ジュリスト1444号44頁(2012)。

²⁸⁶ 黒沼・前掲注(224)「投資者保護のための法執行」47頁。

²⁸⁷ 今川・前掲注(229)投資取引訴訟315頁。

²⁸⁸ 今川・前掲注(229)投資取引訴訟315頁。

²⁸⁹ 森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務1736号18頁(2005)。

第5節 小括

本章では、金商法上の課徴金制度を考察した。金商法上の課徴金制度は、規制の実効性を担保し、違反行為の抑止を目的として規制違反に対し金銭的負担を課す行政措置として平成16年証券取引法を改正し、平成17年4月に導入された。本章での考察の要点は、以下の通りである。

一 課徴金制度は、以下の通りである。

① 金商法上課徴金の対象は、発行開示違反、継続開示違反、インサイダー取引等の違反行為である。前述のように、証券取引等監視委員会は、その違反行為を受けてかかる検査・調査の結果、インサイダー取引の存在を把握した際には、a 内閣総理大臣及び金融庁長官に対し課徴金納付命令を求める勧告（金融庁設置法第20条1項）や、b 検察官に対して刑事訴追を求める告発（金商法第226条1項）を行うこととなる。金商法第157条の不正取引行為の禁止違反の場合の10年以下の懲役又は1000万円以下の罰金（金商法第197条1項5号）に比べて量刑が軽くなっているのは、インサイダー取引規制に対する違反の場合、規制の実効性確保の見地から、行為の形式的違反の次元で刑罰を科することによる。²⁹⁰

② インサイダー取引規制違反による課徴金納付命令の対象者は、金商法第166条1項又は3項の規定に違反して、金商法第166条1項に規定する売買等をした者であり、又は金商法第167条1項又は3項の規定に違反して、金商法第167条1項に規定する特定株券若しくは関連株券等に係る買付け等又は1項に規定する株券等に係る売付け等をした者である。これらの規定に違反して行われた取引は、業務等に関する重要事実又は公開買付け等の実施に関する事実若しくは公開買付け等の中止に関する事実の公表日以前6カ月以内のものに限定されている。²⁹¹

③ 課徴金の審判手続については、まず、証券取引等監視委員会が調査を行い（金商法第26条、第177条）、課徴金の対象となる法令違反行為があると認める場合には、内閣総理大臣及び金融庁長官に対し勧告を行う（金融庁設置法第20条）。第二、これを受け、内閣総理大臣は、審判手続開始決定をし（金商法第178条）、審判官・指定職員の指定を行う（金商法第180条2項、3項、第181条2項）。審判手続開始決定書の謄本を被審人に送達し、審判手続が開始する（金商法第179条3項）。その審判手続開始の決定書には、審判の期日及び場所、違反の事実並びに納付すべき課徴金の額及びその計算の基礎が記載されなければならない（金商法第179条2項）。被審人は違反事実及び課徴金の額を認める旨の答弁書を提出した場合には、審判期日を開くことを要しない（金商法第183条2項）。第三、審判官は、決定案を作成し、内閣総理大臣に提出する（金商法第185条の6）。内閣総理大臣が審判官作成の決定案に基づき課徴金納付命令等を決定する（金商法第185条の6）。

²⁹⁰ 河本・大武・前掲注（160）金融商品取引法 473 頁。

²⁹¹ 松尾・前掲注（40）金融商品取引法 602 頁。

二 課徴金の事例を分析した結果によると、違反行為者が違法行為を認めた場合に当局に課徴金額の裁量がなく、法令に形式的に従って課徴金額が算出されるという特徴がある。規制の実効性を確保するために、違反行為者が行う買付けと売付けを別個独立に評価し、確定した利益に課徴金が課される（金商法第 175 条 1 項）。現にインサイダー取引に対するエンフォースメントの手段としては、刑事罰や課徴金（又は差止命令及び停止命令）などを用いている。課徴金制度は、平成 17 年度から施行されて以来、賦課事例が着実に増加しており、法のエンフォースメントの中核的手段となっているものである。課徴金のような行政制裁が重要な手段となる傾向は、アメリカやイギリスの証券取引規制でもみられるといわれ、刑事罰と比較して発動する要件が軽減され、証券規制当局の判断で迅速に処理でき、実効性を確保できるわけである²⁹²。証券取引等監視委員会の告発事案は、減少しつつある一方、課徴金の勧告事案が増えているが、改めてエンフォースメントの手段である刑事罰と課徴金の機能を再検討すべきである。

三 インサイダー取引規制違反の刑事責任については、金商法第 166 条 1 項若しくは 3 項又は金商法第 167 条 1 項若しくは 3 項に違反した者に対し、5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金に処し、又はこれを併科するとしている（金商法第 197 条の 2 第 13 号）。インサイダー取引規制違反の罪は、1 回の取引ごと（1 つの違反行為）に犯罪が成立し、複数回の取引（複数の違反行為）が行われた場合には併合罪（刑法第 45 条前段）となるのが原則である²⁹³。刑事罰の没収・追徴と課徴金の関係については、課徴金納付命令時点で、すでに刑事裁判が確定し、没収・追徴相当額が確定している場合には、当該没収・追徴相当額を控除した額の課徴金納付命令を行う（金商法第 185 条の 7 第 5 項）。刑事罰と課徴金は、立証の程度や調査の迅速性・手間隙、又は取締当局の裁量の有無及び主観的要件（故意）の要否、「自己の計算」の要件の有無等、異なる部分がある。

四 課徴金制度と民事責任については、インサイダー取引行為者の他の投資者に対する責任については、民法等の一般法により規律されるのが現状である。平成 20 年金商法等改正法により、課徴金制度については、課徴金の金額水準の引上げ、課徴金の対象範囲等について見直しが行われた。インサイダー取引規制に関連するものとしては、課徴金の金額水準の引上げや課徴金の減算制度、「自己の計算において」の要件の見直し等の改正が行われた。平成 20 年金商法の改正により、課徴金制度が前進するように見えるが、課徴金の額の算出方法が違法に得た経済的利得の剥奪にとどまるという現行の制度は、制裁として極めて不十分と言える。金商法の趣旨は、「国民経済の健全な発展」及び「投資者の保護」にある（金商法第 1 条）。この観点から、課徴金は単に国庫に納付されることだけでなく、課徴金は損害を被った投資者の損害の補償に充てるという制度設計も十分考えることができる。前述のようにアメリカでは利益の吐出し命令や民事制裁金を投資者に対する救済のための基金とするようなシステムがとられており、このシステムを導入した方がよい。

²⁹² 山下・神田・前掲注 (35) 金融商品取引法 454 頁。

²⁹³ 松本・前掲注 (3) インサイダー取引規制 262 頁。

金商法上の課徴金は国庫に収納されるため、「投資者の保護」という法趣旨から考えると、投資者にマイナスの影響を及ぼすことになる。この点に対し、日本の課徴金制度のモデルの1つであるアメリカにおける民事制裁金は、従来、国庫に納められていたが、サーベンス・オクスリー法²⁹⁴による改正で、民事制裁金を吐出基金（disgorgement fund）に加えて、被害者に分配できるようにした²⁹⁵。こうしたことは、投資者の被害の回復に役に立つものである。日本でも、民事法上賠償金と課徴金の調整システムや、収納した課徴金を被害者に分配するシステムの構築が必要であるのではないか。

²⁹⁴ サーベンス・オクスリー法第 308 条「投資家のための公正基金」(Fair Funds For Investors)。

²⁹⁵ 黒沼・前掲注（224）「投資者保護のための法執行」45 頁。

第4章 まとめと提言

―課徴金と刑事罰の構成要件との分離及び投資者の救済―

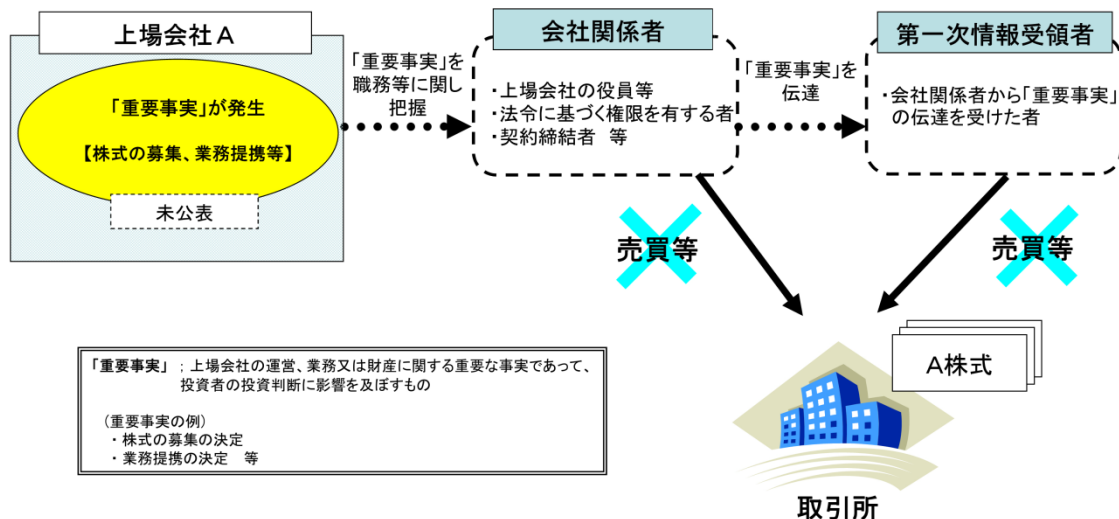
序論で提起した現行金商法上の課徴金制度の問題、具体的には①刑事罰運用の強化と課徴金制度の活用促進、②損害賠償請求権の設定、③課徴金の使途について提言をするために、第1章から第3章まで三章において以下の検討を行った。

第1章では、日本が昭和23年に旧証券取引法を制定する際、参照されたアメリカ連邦証券諸法のうち、インサイダー取引規制の根拠とされているキャッチオール（catchall）規定である証券取引所法第10条(b)項、およびそれに基づいて制定された証券取引委員会（SEC）ルール10b-5の解釈・適用状況をSECの審決や、アメリカ連邦裁判所判決などに分析を加え、インサイダー取引を禁止する実態的な根拠についても学説等を基に賛否両論を検討した。さらにインサイダー取引に対するSECの法執行と民事責任の対応措置、広義のインサイダー取引規制である、上場会社の会社役員らによる短期取引利益の返還義務などを検討した。

第2章では、日本のインサイダー取引規制の枠組みについて検討した。まず平成元年から施行されたインサイダー取引規制の導入経緯、規制要件の内容、特に最高裁判所を中心に争われた要件事実に係る判例の動きを分析した。代表的判例である、医者が被告人となった日本商事事件、弁護士インサイダー事件と呼ばれる日本織物加工事件についてその争点を考察した。前者では、重要事実が、具体的に法文化されていないバスケット条項に係る判断が争われたもので、テクニカルな判断が示されている。アクロバティックな解釈ともいわれる。もともとバスケット条項は対象を包括的に盛り込むものであるが、具体的な重要事項に該当したとされる情報までもバスケット条項に読み込むなど、結論ありきの解釈ともみられるものであった。他の見方からすると要件事実を実質化した創造的解釈であり、アメリカ連邦証券諸法及びそのルール10b-5に近付けた運用解釈となったものとも言える。その他、公開買付の際に予想されるインサイダー取引を規制するための金商法第167条の要件事実、さらに金融業界に新風を送り込んだ象徴的事件である日本放送株を巡る村上ファンドの各審級判決も、日本織物加工事件で問題となった「決定の程度」に係る解釈の一環として検討した。さらにインサイダー取引の未然防止や最近の話題にも言及したところである。

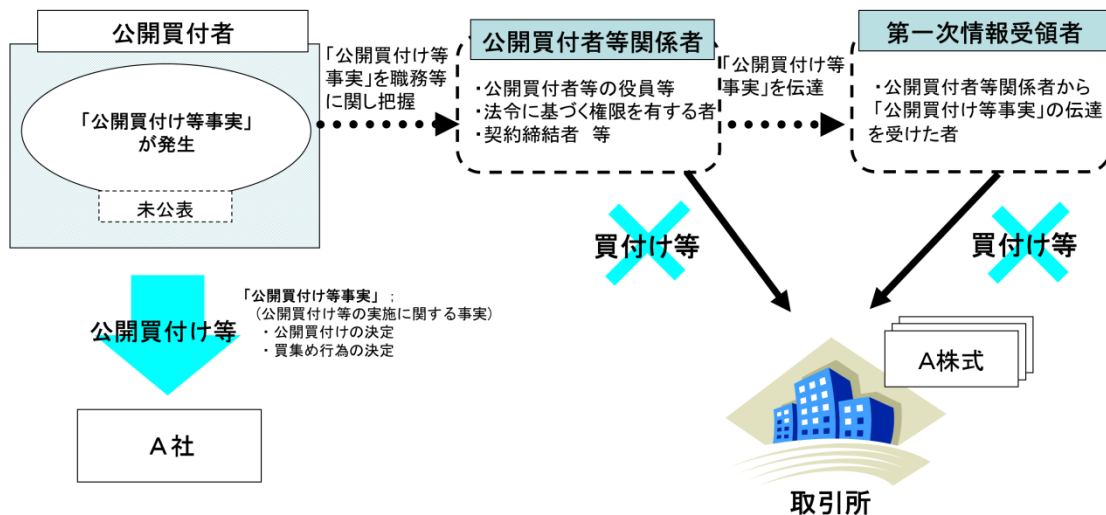
会社関係者のインサイダー取引規制(166条)

「会社関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「重要事実」を(職務等に関し)知りながら、その公表前に、当該会社の株式の売買等を行ってはならない。



公開買付者等関係者のインサイダー取引規制(167条)

「公開買付者等関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「公開買付け等事実」を(職務等に関し)知りながら、その公表前に、当該会社の株式の買付け等を行ってはならない。



(出所) 金融庁総務企画局市場課「事務局説明資料」6頁(平成24年7月31日)、金融庁ホームページ

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20120731/03.pdf)。

第3章では、課徴金制度を取上げた。インサイダー取引規制の後、平成3年改正で証券の不正取引行為に対し監視を行う検査機構として証券取引等監視委員会が設けられ、体制が整備されてきた。しかし、ペナルティとしては刑事罰しかないために、必ずしも刑事処分に相応しくない少額の違反事件や違法性の低いケースについては、十分に対処できない障害があった。そこで平成17年から導入されたインサイダー取引への対策としてのもう一つのペナルティ・ツールである課徴金制度が導入され、行政処分として迅速・効率的な対応が図られた。ここでは導入経緯や課徴金制度の概要を検討した。課徴金の事例分析からインサイダーとして規制すべき事例を類型化し、課徴金と刑事罰の関係、課徴金と民事責任の対応について検討した。

本章においては、第1章から第3章において検討したアメリカ連邦証券取引法制下でのインサイダー取引規制の枠組みと日本のインサイダー取引規制の枠組みを比較・検討した上で、現行金商法下でのインサイダー取引について、序章で提起した問題について具体的に提言していくこととする。

インサイダー取引に係る規制の比較

	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ
規制対象					
インサイダー取引	○	○	○	○	○
情報伝達行為	×	○ (注1) ※情報受領者が取引を行った場合に限り	○ (注2)	○ (注2) ※情報受領者が取引を行った場合に限り執行例有り	○ (注3) ※情報受領者が取引を行った場合に限り執行例有り
取引推奨行為	×	△ (注4)	○	○ ※被推奨者が取引を行った場合に限り執行例有り	○ ※被推奨者が取引を行った場合に限り執行例有り
課徴金等	○	○	○	○	△ (注5)
「他人の計算」の場合の課徴金額等	報酬額	取引自体の利得の最大3倍	報酬額+制裁	1億ユーロ or 報酬額の10倍以下	(課徴金等なし)
刑事罰	○ (5年以下の懲役等)	○ (20年以下の自由刑等)	○ (7年以下の自由刑等)	○ (2年以下の自由刑等)	○ (5年以下の自由刑等)

(注1) 発行者若しくは株主に対する信託義務又は情報源等に対する信頼義務に違反して他の者に情報伝達した場合に限る。

(注2) 雇用関係、役職、専門的職務上の役割の適切な遂行等として行う場合を除く。

(注3) 権限なく行う場合に限る。

(注4) 法令上明確には規制対象とされていないが、被推奨者による取引が行われた場合には、法令違反になり得る。

(注5) 情報伝達・取引推奨を行った者に対する行政上の措置(過料)のみ。

(出所) 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」(第3回) 参考資料7頁(平成24年10月16日)、金融庁ホームページ
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20121016/02.pdf)。

第1節 アメリカと日本のインサイダー取引規制の枠組みの比較

一 インサイダー取引規制要件の比較

1 行為主体・インサイダー（取引行為者）

行為主体としては、重要な未公開内部情報を使用できる地位にある会社役職員などの会社関係者が通常予定される。

アメリカでは、ルール 10b-5 が規制対象とする行為主体・インサイダーは、SEC の法執行や裁判所判決によって特定されている。具体的には①インサイダー、②準（一時）内部者、③部外者、④情報伝達者、⑤情報受領者などが行為主体となっている。

特に情報伝達者については、守秘義務を負うインサイダー又は部外者が、不適切な情報を意図的に伝達した場合には、違法なインサイダー取引の参加者として責任を負うことになる。情報伝達者による不適切な例としては、情報伝達者が情報を提供することで当事者がお互いに特別な利益関係を享受できるような場合を指すとされている¹。要は、家族又は友達に情報を与えとか、情報を流すことで内部情報受領者が何らかの好意を返してくれると期待できるような状況下にあることを意味する。

平成 25 年改正以前の日本では、インサイダーとされる者は、金商法第 166 条 1 項及び金商法第 167 条 1 項でそれぞれ具体的に定められているものに限られていた。会社関係者や公開買付者等関係者、または第一次情報受領者が挙げられていたが、アメリカで行為主体とされている情報伝達者が欠落していた。平成 25 年の金商法改正により、情報の提供者と取引推奨者も対象者として加えられた²。日本ではインサイダー取引者は、基本的に身分犯の一種と考えられている。

2 重要事実（未公開の内部情報）

アメリカでは、ルール 10b-5 による規制の範囲としては、証券の購入と売却に関連する詐欺的行為を禁止している。インサイダー取引に限定せず、包括的に不公正な証券取引行為を規制する、いわばキャッチオール規定である。例えば、証券会社の外務員が、メガ投資信託会社では翌日重要な買収計画を実行することになっているとウソの情報をを用いて、会社証券の購入を勧誘することは、ルール 10b-5 の違反になる。³

その詐欺的取引行為の一態様としてインサイダー取引行為があり、ルール 10b-5 によって、証券売買に関し重要な未公開情報を利用した取引行為であると位置付けられている。重要な未公開情報とは、投資判断に影響を与えるものが一般的に想定されるが、同ルールでは具体的に規定されていない。日本では、インサイダー取引の内部情報については、重

¹ ALAN R. PALMITER, *Securities Regulation*, 365 (3rd ed. 2005). 本稿第 18 頁参照。

² 国会提出法案の状況、金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>)。

³ STEPHEN M. BAINBRIDGE, *INSIDER TRADING*, 30 (2011).

要事実として具体的に金商法第 166 条 2 項で規定されている。インサイダー取引が成立するためには、行為者の入手した情報が投資者の投資判断にとって重要な事実であることが予定されている。

そこで、投資者の投資判断にとって重要な事実とは、発行会社の運営、業務又は財産に関する重要事実で、株価に影響を及ぼす事実・情報のことであり、投資者の投資判断に影響を及ぼす事実である。そのような重要事実は、①決定事実、②発生事実、③決算情報、④包括条項、⑤子会社の重要情報として、詳細に定義されている（金商法第 166 条 2 項 1 号～3 号、5 号、6 号）⁴。

3 情報の公表

(1) 情報の公表を巡る日米の差

情報の公表については、アメリカでは、ルール 10b-5 で公表の方法を定めていない⁵。未公表であるか否かについて、個別に裁判所で判断されているに留まっている。日本では、金商法第 166 条 4 項重要事実の公表（金商法施行令第 30 条、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第 56 条）については、重要事実が公表されると、前述の会社関係者等による取引の規制が解除されるため、公表されたか否かは、取引規制の解除の有無を判断する基準として重要となるので⁶、具体的に公表される形式が定められている。要は、アメリカでは、実質的に公表とは何か、日本では、形式基準に該当するかどうかで、判断される。

(2) 公表を巡る日本の規制態様

ところで、この公表（金商法第 166 条）と広義の内部者取引規制の一態様である上場会社の役員等による株式等の取得規制に係るその取得報告書の提出（金商法第 163 条）に係る公表（金商業府令第 1 条 4 項 14 号）が同一のものであるかどうか議論されている⁷。いずれも、インサイダー取引の規制が目的であるが、前者は法律の名宛人がインサイダー取引者であり、当然インサイダー取引自体に係るものであるのに対し、後者は証券会社等が、上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められる法人関係情報を使い上場会社の役員等に投資勧誘をする、また自己売買することが禁止されている。法令において（金商業府令第 1 条 4 項 14 号）、法人関係情報に基づく自己売買や法人関係情報を提供した勧誘を禁止しているほか、認可法人である日本証券業協会の自主規制規則法人（関係情報規則第 2 条）⁸において、法人関係情報の管理態勢等の整備を図ることを求めている。

⁴ 神山敏雄ほか『新経済刑法入門』（成文堂、2008）180 頁、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法』880 頁（商事法務、2009）。

⁵ 畠山久志「ヨーロッパ（EU）における内部者取引規制について——内部者取引規制の見直し論議の方法論序説——」青山法学論集第 51 巻第 1・2 号合併号 461 頁（2009）。

⁶ 本稿第 98 頁～99 頁参照。

⁷ 金融商品取引法研究会『法人関係情報』研究記録第 44 号 2 頁（2013）。

⁸ 法人関係情報管理規程

（http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/101_kanri/files/101_c033-01.pdf）。

「法人関係情報」の意義について、金融商品取引業等に関する内閣府令第1条4項14号では「法163条1項に規定する上場会社等の運営、業務または財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるものならびに法27条の2第1項に規定する公開買付けの実施または中止の決定に係る公表されていない情報をいう」と規定されている。この条文は、金商法第166条では詳細に要件が定められているのに対し、むしろアメリカのルール10b-5は抽象的に書かれている。

インサイダーそのものを規制する金商法第166条4項では、公表の意義として次の二つの場合を指している（金商法施行令第30条）。①多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと及び②開示書類（金商法第25条1項）が公衆縦覧に供されることを挙げている。多数の者の知り得る状態に置く措置は同法施行令第30条では、②2以上の報道機関に対する公開（周知のための期間経過（12時間ルール⁹））、③金融商品取引所における公衆縦覧（適時開示）を定める。いずれの措置も投資者間の情報の非対称性がフラット化し、取引の公正性が確保されることになると考えられている。形式的には、これらのいずれかの手続きが行われる必要があるが、殆どの場合は③の取引所に対する適時開示をもって公表手続きが行われている。

しかし、こうした形式的な手続きが行われなくとも、情報が社会に拡散することは稀有なことではない。新聞・テレビなどの旧マスメディアもあるし、ネットやTwitter（ツイッター）などの新メディアにあふれるばかりの観測情報や噂やデマが飛びかっている。また、捜査機関などの権力行政を担う公的機関から捜査情報や企業の不正税務行為、行政指導などの情報も出てくるところである。では、これらの情報によって、国民大衆にとって周知の情報となったものを知って証券取引を行った場合、インサイダー情報によるインサイダー取引となるだろうか。インサイダー取引規制は、形式的に適用を判断されると本論第2章で触れた。したがって、その情報が重要情報に該当し、定められた公表手続きが採られていなければ、インサイダー取引となる。他方で、金商法第163条の法人関係情報は、要件が実質的に定められているため、①投資判断に影響を及ぼさない、誰でも知っていることだから、したがって公表も既になされていると解釈される。結果的に、証券会社などの金融商品取引業者は、投資勧誘をこの情報を持ってできるのに勧誘を受けた会社役職員は取引をすると金商法第166条のインサイダーになる。極めて矛盾することになる。

経済産業省審議官によるインサイダー取引事件では、この点が争点の一つとなった。DRAMの開発・設計・製造・販売などを手掛けるエルピーダメモリ株式会社は経営が悪化していたが、2009年2月4日に改正産業活力再生法の適用申請を検討中であると新聞報道された。2009年6月30日には経済産業省より産業活力再生法の適用が発表され、エルピーダメモリは一般企業に公的資金を注入する第1号案件となった。この間被告人である経済産業省大臣官房審議官は、所管の事業であったその情報を基に同社の株式を取引し利益を上げた。

⁹ 明確な規定はないが、商事法務編集部資料版商事第59号72頁（1989）の解説において言及されている。

その行為は極めて悪質で妻の名義を使い、審議官室から注文を出していたこともあった。検察側は、重要事実の公表は法令に則りあくまで正式発表として適時開示したときになる、と追求したのに対し、被告人側は、適用申請が新聞報道され、エルピーダが同法の申請を検討したいと発表したので、実質的に重要事実が公表されたことになる、と主張し、さらに被告人は同社の取締役会で活用を正式に決定した後にエルピーダ株を購入しているところから、違反はしていないと反論した。東京地方裁判所の判決では、検察の主張に則り有罪を認定し、被告人を懲役1年6月（執行猶予3年）及び罰金100万円、追徴金1,031万9500円を命じた。¹⁰

被告人側は、金商法第166条の公表を法人関係情報の公表と同一に捉え、実質的な情報の片面性がなくなれば、インサイダーとにならないと考えるのに対し、東京地裁は、金商法第166条の重要情報と法人関係情報を基本的には情報の非対称性を問題とするものの、昭和63年の改正時に一括して規定された経緯（立法趣旨）から、重要事実が投資判断に著しい影響を及ぼすものなので、投資者の間には著しい不公平があり、違反した場合には、証券会社および取引行為者に刑事罰が適用されるものとなっているとした。法人関係情報は、刑事罰を科すほどのものではないので、自主規制機関のお咎めに任せている。したがって公表の概念も別でよいと考えていると推測される¹¹。

この問題について、川口恭弘教授は、「実際のところ適時開示の問題では、発行会社として悩ましいところもあります。M&Aの話を始めている例などでは、何らかのリーク記事が出て、会社としては否定をせざるを得ないタイミングなので否定をした。水面下では話し合いが進行しているが、会社としては公表したくない、あるいは正式な機関決定がされていないときにどうすべきか、という問題です。」「『確実に実行されると予測が成り立つことを要しない』と言われてしまうと、全てが含まれてしまう。そうすると、買収や資金調達のアドバイザーを務める業者では『こういう噂話が報道に出ていましたけど、どうでしょうか』とセールス担当者が言うと、それもいけない、というのが、今の実務の保守的な認識になっています。」と問題状況を指摘している¹²。

4 対象証券の範囲

アメリカでは、SECルール10b-5ではすべての証券（any security）と規定され、実質基準を採用している¹³。日本では、インサイダー取引の対象となる有価証券は、上場会社等が

¹⁰ 2013年6月28日朝日新聞夕刊等。

¹¹ 法人関係情報の提供による勧誘の禁止規定についての金融庁のパブリックコメントに対する回答「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」。

¹² 金融商品取引法研究会『法人関係情報』研究記録第44号2頁(2013)。

¹³ 畠山・前掲注(5)「ヨーロッパ(EU)における内部者取引規制について」463頁。

発行する「特定有価証券等」に限定されている（金商法第 166 条 1 項前段、第 163 条 1 項、金商法施行令第 27 条の 3）。

5 禁止行為

禁止行為としては、Texas Gulf Sulphur 事件の判決では、取引行為の禁止と情報提供や推奨行為も含むと判示されている。「重要な内部情報を有している者は、投資者に公表すべきである。また会社の重要な内部情報を保護するために会社内でそれを公表することが許されないとされているか、当該情報を公表しないことに決めている場合には、当該情報に関係ある証券の取引を断念しなければならず、その証券を推奨することも避けるべきである」¹⁴と判示され、広範囲にわたって禁止行為が認められている。

日本では、規制の対象となる行為は、上場会社等の「特定有価証券等」に係る「売買等」に限定されてきたが（金商法第 166 条 1 項）、平成 25 年改正により情報提供、推奨行為も禁止行為とされたことは、前述したところである。

二 情報伝達・取引推奨行為の比較

平成 25 年金商法の改正では、問題となった公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応として、情報伝達・取引推奨行為に対する規制を導入した。この規制の導入については、今回の法改正による規制の理由は、「情報受領者によるインサイダー取引を防止するためには、不正な情報漏えいをいかに抑止するかが重要」¹⁵であり、「企業の通常の業務・活動に支障が生じないように配慮しつつ、取引に結びつく不正な情報漏えいを規制」¹⁶するためであると説明されている。

改正金商法第 167 条の 2 の規制内容は、未公表の重要事実を知っている会社関係者（上場会社や主幹事証券会社の役職員など）が、当該重要事実の公表前に会社の有価証券を取引させることにより利益を得させる目的をもって、当該重要事実を伝達し、又は取引を勧めてはならないと規定されている。これまでの公開買付に係るインサイダー取引規制は、買付をする会社関係者に規制を掛けていたが、平成 25 年の改正では公開買付される会社の関係者であって公開買付けに係る事実を知った者についても、同様の規制を設けた。

以下では、アメリカの情報伝達・取引推奨行為と比較していく。

1 規制の対象者

アメリカでは、前述のとおり会社の役職員に限らず、情報伝達者も規制に服することになる。日本では、改正金商法第 167 条の 2 の規制対象者に関する規定は、現行の第一次情報受領者への情報伝達者に関する規定と基本的に同じ規定振りであり、日本法の中では整

¹⁴ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co, 401 F.2d 833, at 848 (2d Cir.1968).

¹⁵ 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（2013、3）、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>）。

¹⁶ 金融庁・前掲注（15）「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」。

合的なものとなっていると考えられる¹⁷。会社関係者（元会社関係者）、公開買付者（元公開買付者）が同条項の適用対象者となるが、第一次情報受領者（金商法第 167 条第 3 項）は、同条項の適用対象とならない¹⁸。そこで、断ち切られることになる。日本においては、インサイダーは身分犯であって、情報伝達行為・取引推奨行為との関係では、基本的には会社の役職員、関係者のみが規制の対象者となる。

2 情報伝達行為

金商法第 167 条の 2 の下で規制の対象となる情報伝達行為は、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失を回避させる目的をもって、当該業務等に関する重要事実を伝達し、又は当該売買等を推奨することである。

アメリカでは、情報受領者が受領した情報の開示又は断念義務を負っているかどうかを判断する際には、Dirks 事件で判示されたように情報伝達者であるインサイダーが信認義務をそもそも負っているかどうかによる。Dirks が会社役員から聞いた話を投資者に伝えることが情報提供になるかどうかは、会社役員自体が信認義務を負い、違反していることが必要とされた。いわば義務とその違反が伝承・連鎖することが求められている¹⁹。情報伝達や取引推奨行為も同様に義務違反が認められる限りにおいて、ルール 10b-5 に基づくインサイダー取引が認められる。日本が身分により限界付けられているのに対し、義務の連鎖があれば限界がない。しかし、日本では、第 1 次情報受領者が広く認められており、運用上の差は少ないとみられる。

3 主観的要件

改正金商法第 167 条の 2 第 1 項では、重要事実の公表がされる前に上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をさせることにより、当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的という主観的要件が設けられている。

アメリカでは、やはり Dirks 判決では、「情報の開示によって直接的又は間接的に個人として利益を受けるかどうか、例えば金銭上の利益又は将来の所得に転化する評判上の利益を問うことである」²⁰と述べ、情報受領者に責任があると判断するためには、情報伝達者が情報伝達することによって、情報受領者が情報伝達者に何らかの利益を与えなければならない²¹と判示している。日本は主観的要件としているが、アメリカでは、何らかの利得と

¹⁷ 松尾直彦『最新インサイダー取引規制——平成 25 年改正金商法のポイント』（金融財政事情研究会、2013）18 頁。

¹⁸ 松尾・前掲注（17）平成 25 年改正金商法のポイント 18 頁－20 頁。

¹⁹ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, at 661-663 (1983). 本稿第 29 頁－33 頁参照。

²⁰ Id. at 663-664.

²¹ Id. at 662.

して客観的要件にしているが、日本も利得は客観化せざるを得ないので、実際の要件認定においては殆んど違いが出ないのではないか。

4 取引要件

金商法第 175 条の 2 及び同法第 197 の 2 第 14 号・15 号により、取引をすることが客観的処罰要件とされている。取引をすることが課徴金納付命令及び刑事罰の客観的な処罰要件とされている²²。不正な情報伝達・取引推奨行為の禁止規定自体では（改正金商法第 167 条の 2）、取引要件も客観的な相当因果関係の要件も定められていないため、情報受領者による取引が行われなくても改正金商法第 167 条の 2 違反のインサイダー取引規制違反行為となる²³。

このようにインサイダーの要件からアメリカと日本とを比較した場合、実質的に差がないことがわかる。要は、昭和 63 年に導入されたインサイダー取引規制は、当初の形式基準からスタートしたが、その後の改正や、運用・解釈において殆ど差がなくなっているとも評価できる。

三 インサイダー取引規制へのエンフォースメント

1 インサイダー取引の刑事責任

日本では、インサイダー取引規制違反の刑事責任の場合は、金商法第 166 条 1 項もしくは 3 項又は金商法第 167 条 1 項もしくは 3 項に違反した者に対し、5 年以下の懲役もしくは 500 万円以下の罰金に処し、またはこれを併科するとしている（金商法第 197 条の 2 第 13 号）。アメリカでは、インサイダー取引に対する刑事罰は、20 年以下の自由刑もしくは 500 万ドル以下（法人対しては 2500 万ドル以下）の罰金又はその併科となっている²⁴。インサイダー取引規制の刑事責任は、法定刑からみると、両国間でインサイダー取引に対する自由刑では 4 倍の格差があり、特に罰金では百倍の相違がある。自由な競争による資本主義社会を建国の精神とするアメリカでは、自由な競争を阻害する経済犯罪に対し厳しく規制が行われている。

2 インサイダー取引への行政措置

アメリカも日本も基本的に、行政監督機関として執る措置は、①業者や外務員の登録の取り消しや業務停止などの行政処分や、②裁判所に対する違法な取引行為の差止め命令又は停止命令の申し立てなど同様なものとなっている。

²² 松尾・前掲注（17）平成 25 年改正金商法のポイント 44 頁。

²³ 松尾・前掲注（17）平成 25 年改正金商法のポイント 44 頁。

²⁴ 1934 年証券取引所法第 32 条。新外国証券関係法令集『アメリカ（III）証券法・証券取引所法』（日本証券経済研究所、2008）407 頁－408 頁。

アメリカではこれに加えて、不正利益の吐出し、制裁金などがある。また、将来にわたる上場会社役員就任の禁止など、アメリカではより細かく行政措置が定められている。これに対し、日本では、課徴金（金商法第 175 条）がある。不正利益の吐出しは、違法行為によって得た利益を剥奪するという行政命令なので、日本の課徴金も利益剥奪であることから見ると同様のペナルティとなる。

3 アメリカの民事制裁金と日本の課徴金

インサイダー取引に対する有効な抑止力を提供するために、アメリカ連邦議会は、1984 年インサイダー取引制裁法（ITSA）を制定し、また 1988 年にはインサイダー取引・証券詐欺執行法（ITSFEA）を成立させた。これら 2 つの法律によってインサイダー取引規制の違反者に対して違法に得た利益又は違法にインサイダー取引を行う間に免れた損失額について 3 倍までの金額を民事制裁金として、SEC が裁判所の命令を求める権限を認めた。この法律は、既発行証券市場（secondary trading markets）に於けるインサイダー取引者に対する特別の制裁措置となった²⁵。民事制裁金は当然であるが、刑事手続きではないために刑事手続きで求められる人権保障の観点から求められる証拠ルールや推定原則などは不要となる。行政行為の合法性の推定も働くことから、効率的に制裁金を科すことができている。

日本では、金商法上の課徴金制度は、規制の実効性を担保し、違反行為の抑止を目的として規制違反に対し金銭的負担を課す行政措置として、平成 16 年旧証券取引法を改正し、平成 17 年 4 月に導入された。課徴金の対象は、発行開示違反、継続開示違反、インサイダー取引等である。本来、インサイダー取引の違反行為は、金商法第 166 条の違反として、刑事訴追される構造となっている。しかし、刑事罰の発動については、そもそも刑事法における謙抑主義の考え方があり、また起訴便宜主義に従い検察官が起訴するか否かを裁量的に決定することになるため、罪状があまり重くない場合や刑事制裁が相応しくないような場合には起訴をされないことになる²⁶。それだけではなく、刑事手続法上、証拠能力を有し（刑事訴訟法第 319 条—328 条）、かつ公判廷における適式な証拠調べ手続（同法第 304 条—307 条）を経た証拠による証明である、厳格な証明が求められる（同法第 317 条）。裁判では、犯罪行為の厳格な証明が求められるが、証券取引は電話等の手段を使い、最近ではネット取引が多いことから、立証が困難であり、そのための捜査や証拠収集が著しく過大なものとなり、相当の疑惑はあっても公判維持の観点から刑事罰の発動が断念されることもある。従って、インサイダー取引の違反行為については、課徴金を課すことが容易であり、迅速に対処できることから、課徴金制度が導入された以降は、積極的に適用され、金融庁から課徴金納付命令が出されている。²⁷

²⁵ WILLIAM K.S.WANG & MARC I. STEINBERG, INSIDER TRADING, 664-667 (3rd ed. 2010). 本稿第 71 頁参照。

²⁶ 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣、2010）445 頁。

²⁷ 山下・神田・前掲注（26）金融商品取引法 445 頁。

○ 取引審査の実施状況（平成25年12月末現在）

	H21	H22	H23	H24	H25
価格形成	94	54	73	84	57
内部者取引	649	613	819	875	697
その他	6	24	21	14	11
合計	749	691	913	973	765
（証券監視委）	319	224	396	400	303
（財務局等）	430	467	517	573	462

（注）25年度は12月末現在

（出所）証券取引等監視委員会特別調査課長其田修一「インサイダー取引に対する当局の取組」（平成25年2月7日）19頁、金融庁ホームページ
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/24/20130207-1.pdf>）。

○ インサイダー取引規制違反に係る課徴金勧告・告発状況

区分	年度	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24	H25	合計
インサイダー取引に係る課徴金納付命令勧告		4	11	16	17	38	20	15 (1)	19 (6)	19 (4)	159 (11)

区分	年度	H4	H5	H6	H7	H8	H9	H10	H11	H12	H13
インサイダー取引に係る告発		0	0	2	0	1	2	5	0	3	1
		H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23
		6	5	7	4	8	4	6	7	4	6
		H24	H25	合計							
		2	1	74							

（注1）年度は、当年4月から翌年3月まで。ただし、25年度は12月末まで。
（注2）（ ）内は、大型公募増資事業に係る件数。

（出所）証券取引等監視委員会特別調査課長其田修一「インサイダー取引に対する当局の取組」（平成25年2月7日）20頁、金融庁ホームページ
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/24/20130207-1.pdf>）。

4 違反の調査

（1）アメリカの違反調査

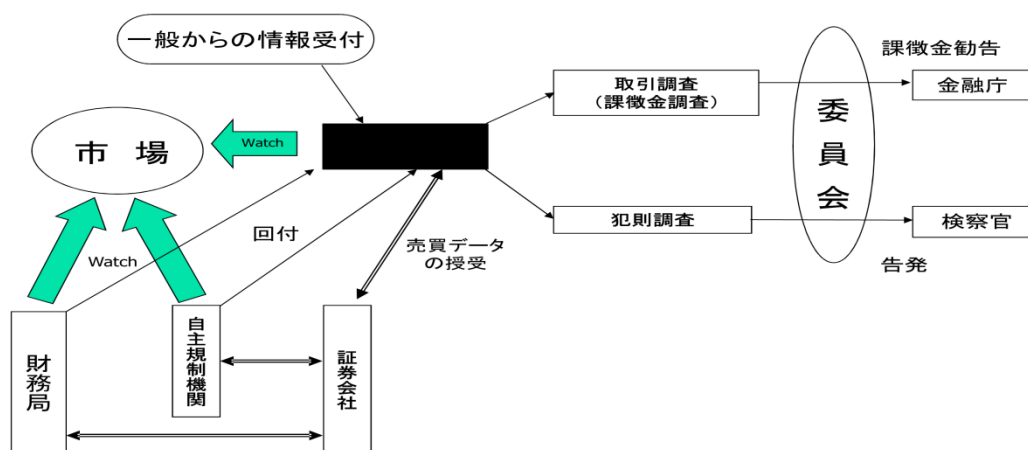
アメリカでは、行政機関は、違反行為の調査のために、一般に罰則付召喚令状（subpoena）、罰則付文書提出命令状（subpoena duces tecum）を発する権限が与えられている。行政機関が行政調査に基づいて違反事実を認定した場合で、行政機関自身が行政制裁の賦課権限を有している場合は、違反者に対して違反事実と行政制裁の内容を通告する。この通告を受けた者は、ヒアリングを請求することになる。当該ヒアリングは、行政機関が自ら行うことができるが、行政機関の指示によって行政法審判官（administrative law judge）によって行われるのが一般的である。制裁金の賦課命令が確定した後、違反者が裁判所の命令に従わない場合には、裁判所は民事的裁判所侮辱罪（civil contempt of court）として違反者が裁判所の命令に従うまで罰金を科すことができるものとなっている。²⁸

（2）日本の違反調査

²⁸ 佐伯仁志『制裁論』（有斐閣、2009）262頁－266頁。

日本では、証券取引等監視委員会は、その違反行為の端緒となる情報を入手すると、まずは委員会の調査、検査部門が内偵に係る。調査などの結果、インサイダー取引規制違反の取引行為を捕捉し、証拠固めが十分に行われると証券取引等監視委員会は①内閣総理大臣及び金融庁長官に対し課徴金納付命令を求める勧告（金融庁設置法第 20 条 1 項）や、悪質な場合には②検察官に対して刑事訴追を求める告発（金商法第 226 条 1 項）を行うこととなる。

○ インサイダー取引監視の業務フロー



（出所）証券取引等監視委員会特別調査課長其田修一「インサイダー取引に対する当局の取組」（平成 25 年 2 月 7 日）18 頁、金融庁ホームページ
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/24/20130207-1.pdf>）。

5 インサイダー取引の損害賠償責任

インサイダー取引による被害者については、切り口により多角的になる²⁹。

① 証券市場に対する信頼を毀損したものであると考えれば、市場そのものが被害者でありそれは特定の個人の被害とは別のものである。抽象的な危険犯ともいうべきであり、民事上の具体的被害に集約できない。インサイダー取引が被害者のない犯罪であるという所以である。そこで、他の法益侵害として刑罰、行政秩序違反として行政処分によるペナルティを科すことになる。

② 未公開の情報を使用したことが問題であると考えれば、アメリカでは未公開情報の帰属主に対する信認義務違反となり、秘匿義務契約の違反、日本であれば善管注意義務・

²⁹ 以下の記述は、畠山久志「インサイダー取引規制の現状と課題について——平成 25 年金融商品取引法の改正——」平成 25 年 7 月ディスクロージャー研究会、日本経営分析学会共催の講演内容（「ディスクロージャー研究（2013 年）1 頁－18 頁」）を参照している。

忠実義務であると構成が可能である。この場合被害の主体は、会社情報であれば、会社そのものでありまたは株主になる。

③ 未公開の情報を用いた詐欺であるとの構成をすれば、取引の相手方に対する通常の欺罔行為による詐欺であり、アメリカではルール 10b-5 違反、日本では民法第 709 条の民事上の不法行為責任の追及が構成として可能である。

④ では、証券市場の中で、仲介人である証券会社を使い取引所取引の結果、有価証券を売買した場合はどうか。情報を有している者がその情報を公表せずに売買行為をした場合、証券会社にその情報の存在を明示しないことが違法行為となるか、市場で反対行為をしたものに因果関係のある被害があると云えるのか。この点について、アメリカと日本の考え方は異なっている。

アメリカ証券取引所法第 20A 条は、重要な未公開情報を開示することなく、ルール 10b-5 に違反して取引を行う者は、インサイダーが取引行為を行ったと同時に取引者に対し責任を負わなければならないと規定する。アメリカにおいてインサイダー取引は、不実表示に適用されるのと同じルール 10b-5 の違反と捉えられているため、不実の表示による民事責任と同様の解釈によればよいとの見解³⁰がある。黙示の訴権を解釈で認める立場である。

日本では、インサイダー行為違反者に対し、他の投資者が民事責任を問う際に、不法行為責任追及の要件を緩和する金商法上の特則は一切定められていない。英米法のように一般論理により訴権を認める伝統は日本にないため、訴権行使には制定法上の根拠が必要である。金商法では、不法行為請求の特例を認める相場操縦取引（金商法第 159 条、金商法第 160 条）と同じく不公正取引行為の一態様であるにも拘らず、インサイダー取引については定められておらず、従って、インサイダー取引行為者の他の投資者に対する責任については、不法行為責任を定めた民法（第 709 条）等の一般法により規律されることになる。不法行為責任を追及するには、①加害者の責任能力があること。この点は、ほとんど問題になることはない。②故意または過失によること。③被害者の権利または法的利益を侵害したこと。④損害（額）の発生。⑤行為と損害との間の因果関係があることが求められる。いずれもこの立証責任は、原則として被害者にある。インサイダーにおいては、④と⑤の証明が事実上、困難である。

第 2 節 課徴金制度の位置付け

金融審議会金融分科会第一部会の報告「市場機能の中核とする金融システムに向けて」（平成 15 年 12 月 24 日）は、違反行為に対する金銭的負担として、罰金額を大幅に引き上げるという考え方もあるが、他の刑事罰との均衡を考慮する必要性や、刑事罰そのものの謙抑主義的運用にかんがみれば、むしろ証券取引法の不公正取引規制違反、ディスクロージ

³⁰ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、2006）168 頁。

ヤー規制違反、証券会社などの行為規制違反を対象とした新たな課徴金制度を設けるべきであると提言をした。これを受けて、平成 16 年の旧証券取引法の改正により、平成 17 年 4 月 1 日を施行日として、インサイダー取引等に対する制裁として課徴金制度が導入された³¹。同制度は、インサイダー取引等の違反行為を抑止するために、違反行為者に一定の額の金銭的負担を課し、規制の実効性を確保するという行政措置である。

平成 17 年から、平成 25 年 5 月まで 144 件がインサイダー取引規制違反行為により課徴金の勧告が出されている。分析したインサイダーを理由とする課徴金の各事例を見ると、違反行為者が重要事実を知り、それを利用して利益を得る目的で、その重要事実を公表する前に証券の売買等を行うものである。当然のことながらこれらの違反行為については、課徴金制度が導入される前には、もっぱら刑事罰の対象とされていたものである。同制度は、刑事罰規定の構成要件と基本的に同じものである。金商法第 166 条、金商法第 167 条、金商法第 167 条の 2 をそれぞれ構成要件とする。

以下では、課徴金制度の性質を検討した上、課徴金制度の問題点と見直しの方向について示していく。

一 課徴金制度の性質

金商法上の課徴金は、インサイダー取引等の違反行為者に対し、経済的利得相当額を剥奪するものである。

1 課徴金の適用類型³²

課徴金は、特徴としてそれぞれ形式的に定められている³³。裁量的運用の余地がないと云われることは、ここから導かれる。具体的には課徴金の適用類型は、3 つに分かれている。

第 1 類型 類型的に違反行為による経済的利得相当額を算定できるものに限定されているもの。例えば、公開買付届出書の虚偽記載（金商法第 27 条の 19、第 172 条の 6 第 1 項）の課徴金額は、公開買付開始公告前日の「当該公開買付けに係る株券等」または「上場株券等」の終値に、買付け数を乗じた額の 25% としている。その根拠は、買付者が虚偽の情報を提供することによって有利な条件で株券等を買付けることができたと考え、公開買付手続不実施の場合と同額の課徴金を課すことにしている。

第 2 類型 対象となる違反行為類型の要件について、違反行為による経済的利得相当額を算定する観点から、要件該当行為に加えて、違反者が一定の行為を行う要件が追加されているもの。例えば、平成 25 年度改正で加えられたもので、インサイダー取引の取引推奨、

³¹ 金融審議会金融分科会第一部報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成 15 年 12 月 24 日）14 頁－15 頁、金融庁ホームページ

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1f-20031224_sir/02.pdf）。

³² 松尾直彦『金融商品取引法（第 3 版）』（商事法務、2013）645 頁以下。

³³ 松尾・前掲注（32）金融商品取引法 645 頁以下。

教唆について、推奨等により被推奨者が株式の取引を行った場合に課徴金が課せられる（金商法第 167 条の 2、第 175 条の 2）

第 3 類型 違反行為を行うことが定型的に想定され、かつ、違反行為により経済的利得を得る立場にある者に限定されているもの。例えば、インサイダー取引（金商法第 166 条、第 175 条）では、構成要件は、取引による利益を予定していないが、通常利益が予想される。取引の結果によってインサイダーの売買価額と重要事実の公表日から公表による株価の影響が翌日以降に続くこともあるので 2 週間の最高値（インサイダーの取引が売却の場合は、最安値）との差に相当する額としている。売付けと買い付けのそれぞれから課徴金が算出される。³⁴

2 課徴金の手続きについて

課徴金対象事案について、その調査から課徴金納付命令までの手続きを解説する（下記金融庁資料参照「課徴金制度に係る手続等の流れ」）³⁵。

金商法上の課徴金に係る不公正取引の調査・開示検査（金商法第 26 条、177 条）は、金融庁に設置された証券取引等監視委員会において実施される。証券取引等監視委員会の調査の結果、課徴金賦課が必要と判断された場合に、内閣総理大臣及び金融庁長官に処分勧告が行われ（金融庁設置法第 20 条）、その違反事実があると認めるときに、審判手続開始決定がなされる（金商法第 178 条）。

開始決定と同時に、審判官と指定職員が指定される（金商法第 180 条 2 項、3 項、第 181 条 2 項）。審判手続については、基本的に 3 人の審判官で構成する合議体で行われる。法令により当該事件調査に当初関与したことがある者は、審判官として指定できないこととなっており、手続の公正性・中立性を確保している。また、審判官の合議は過半数で決し、審判官には、法曹の有資格者を原則として充てている。検察官、弁護士、または弁護士となる資格を有する者を加えることとされているので、現在の審判官は法曹で構成されている。なお、審判官の行う審判手続の補助機関として、審判手続室というものが設置されている。

指定職員とは、当庁の職員で指定する者を審判手続に参加させることができるようにしたもので、審判官は裁判官同様予断を持たない形となっているため、審判手続開始前には事件についての知識を持たない。そこで、円滑かつ迅速な審判手続の運営を可能にするために、被審人（刑事事件では被告人）が違法事実の不存在を主張・立証する（弁護・抗弁）

³⁴ 松尾・前掲注（32）金融商品取引法 645 頁以下。

³⁵ 以下の記述は、2014 年 3 月 11 日（火）消費者委員会第 146 回本会議・第 4 回景品表示法における不当表示に係る課徴金制度等に関する専門調査会 合同会議 議事録を参照している。内閣府ホームページ

（<http://www.cao.go.jp/consumer/kabusoshiki/kachoukin/senmon/004/gijiroku/index.html#container>）。

のに対し、手続で違法事実の存在を主張・立証する者（検察官役）を指定できるとしている。

次に、審判手続開始決定書には、審判期日、場所、課徴金に係る違反事実、課徴金額及びその計算の基礎が記載され、被審人に送達され、審判が開始される（金商法第 179 条 3 項）。被審人による答弁書提出が求められるが、被審人から違反事実及び課徴金の額を認める旨の答弁書、応諾の答弁書が提出された場合には、審判期日を開くことを要せず、審判官による決定案が作成され、内閣総理大臣への提出がなされることになる。他方で、被審人から違反事実及び課徴金の額を認める答弁書が提出されない場合、すなわち否認の答弁書が提出されたり、答弁書自体を提出しない場合には、審判期日の開催に向け、手続が進められる。

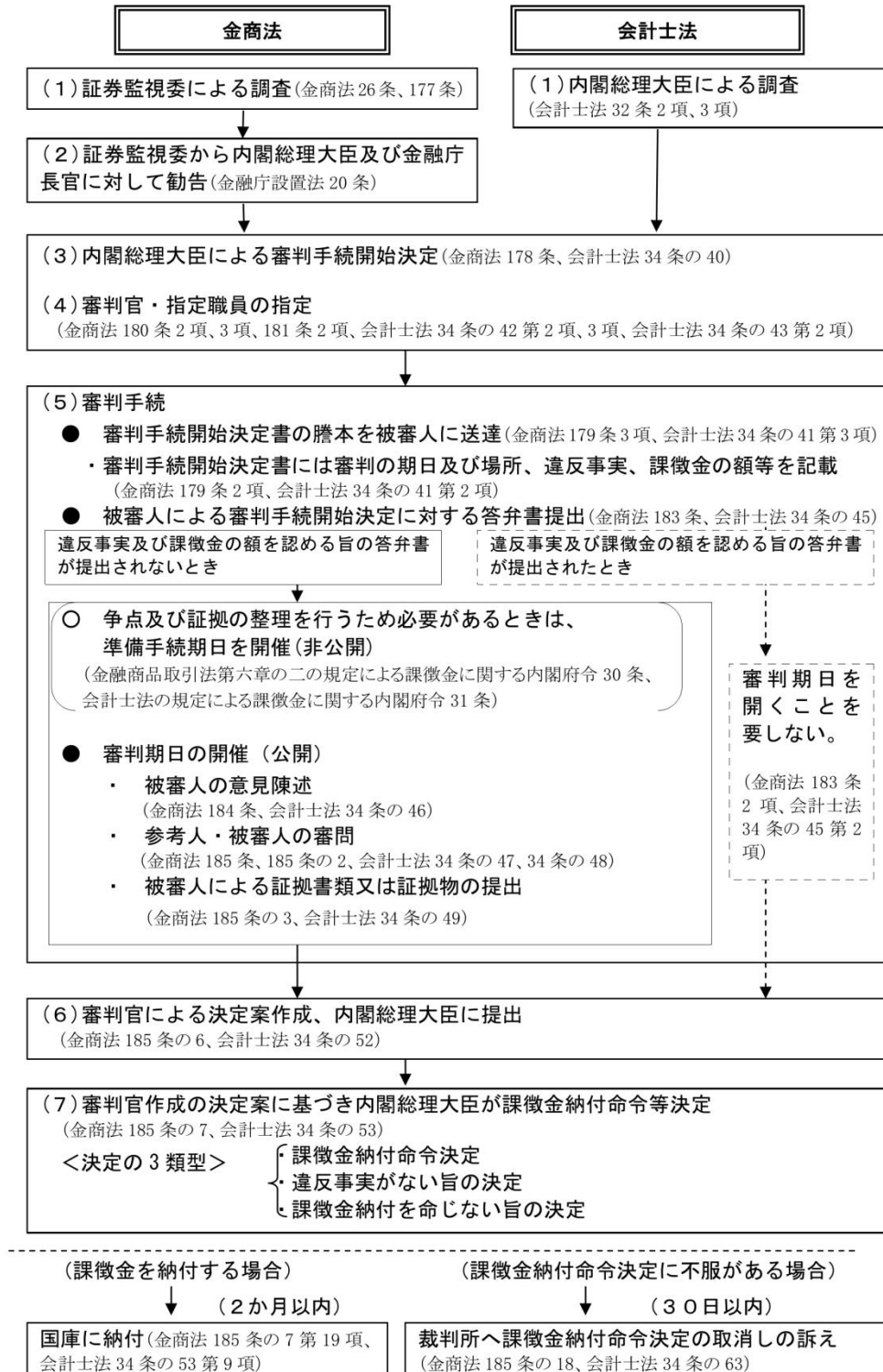
原則公開の審判期日の前に、争点及び証拠の整理を行う必要があるときは、準備手続期日を非公開で開催する（金商法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令第 30 条）。ここでは、民事手続と似ているが、指定職員、被審人、代理人を選定する場合には代理人が出席し、整理をする。また、第 1 回の審判期日前に、被審人またはその代理人の申立てにより、資料の閲覧または謄写を行う場合もある。そして、必要に応じ、双方から準備書面や証拠書類を求め、争点が明確になった段階で、公開で行う審判期日に審判を開催する。

証拠書類は、何が争点となるかにもよるが、指定職員には、法令の当てはめに充足するものを用意してもらう。例えばインサイダー取引であれば、会社関係者であって、上場会社の業務等に関する重要事実を職務に関して知った者は、その重要事実が公表された後でなければ株券等の売買はできないという規定について、重要事実の決定時期や伝達の状況についての聴取結果や株式の売買状況などが考えられ、被審人からは事実関係が相違することについて証拠が提出されることになる。なお、審判手続における主張は、書面で準備が必要となる。審判期日では、被審人の意見陳述、参考人・被審人の審問、被審人による証拠書類又は証拠物の提出などが行われる（金商法第 184 条、第 185 条、185 条の 2、185 条の 3）。最近の例では、準備手続を複数回行った上で、審判期日は 1 回で終結というケースが多くなっている。なお、宣誓した参考人等が虚偽の陳述をしたときなどは罰則が設けられ、真実性が担保されるようになっている。その後審判官による決定案作成、内閣総理大臣への提出がなされ、審判官作成の決定案に基づき内閣総理大臣が課徴金納付命令等の決定を行うことになる（金商法第 185 条の 7）。

決定の 3 類型には、①課徴金納付命令決定、②違反事実がない旨の決定、③課徴金納付を命じない旨の決定がある。なお、決定後、納付命令決定に不服がある場合、出訴期間が設けられていて 30 日以内に地裁に取消訴訟を行う必要がある。

また課徴金を納付する場合、2 カ月以内の国庫納付が求められる（金商法第 185 条の 7 第 19 項）。納付期限内に未納となった場合には督促し、年 14.5%の延滞金がかかる。

課徴金制度に係る手続等の流れ



※内閣総理大臣の権限は金融庁長官に委任されている(金商法 194 条の 7、会計士法 49 条の 4)
※金商法は金融商品取引法、会計士法は公認会計士法の略

(出所) 金融庁「課徴金制度について」、金融庁ホームページ
(<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/02.html>)。

3 課徴金の水準

課徴金の水準については、平成 20 年改正に際しては、利益の額にとらわれるべきではないとする見解も述べられたが、結論は出ず、結局利益の額を基本とする考え方は維持しつつ、算出方法を見直し、課徴金の額的水準が実質的に引き上げられるに止められた。その結果、課徴金は、利得を吐き出させることによって違反行為の抑止を図るという当初の目的に加え、制裁的要素を併せ持つものとなっていると一般的に理解されるようになっていく³⁶。要は、課徴金は、行政措置ではあるものの、部分的にアメリカのような民事制裁金の性質を帯有しているのではないかと考えられるようになった³⁷。

およそ制裁について、識者は「制裁とは、『社会規範の違反に対して、その行為を否認したり思いとどまらせたりする意図でもって行われる反作用であり、一定の価値・利益の剥奪ないし一定の反価値・不利益の賦課をその内容とするもの』と定義することができる。制裁は、国家が主体で法制度として組織化されている法的制裁と、それ以外の社会的制裁に分けることができる」³⁸という。金商法上の課徴金制度は、違反者の不正利得を剥奪することだけではなく、違反者の名前も公表していた³⁹。こうしたことから考えると、違反行為者が単に法的制裁を受けるだけではなく、社会的制裁も受けているとみることができる。なお、昭和 33 年の最高裁大法廷判決⁴⁰と平成 10 年の最高裁判決⁴¹は、課徴金が憲法上の二重処罰の禁止（憲法第 39 条）に違反しないと判断した。この点については、後述する⁴²。

4 課徴金の算定

現行の金商法の下では、課徴金は、「重要事実などの公表前 6 カ月以内の売付け等（買付け等）の価額と重要事実などの公表後 2 週間における最安値（最高値）の価額との差額」とされ、その買付け等（又は売付け等）は、「自己の計算において」なされたものに限られる（金商法第 175 条 1 項 1 号・2 号、2 項 1 号・2 号）。

課徴金制度については、経済的利得相当額の賦課をもってしてはインサイダー取引等の規制の実効性には限界があり、規制効果、違反抑止力をさらに高めるためには経済的利得相当額に制裁金の性格を加えて、複数倍額の課徴金を可能とすべきではないかとの意見が出されている。課徴金制度が導入された後、平成 20 年改正法の施行前でも着実に課徴金賦

³⁶ 本稿第 153 頁－155 頁参照。

³⁷ 松尾・前掲注 (32) 金融商品取引法 645 頁。

³⁸ 佐伯・前掲注 (28) 制裁論 8 頁。

³⁹ 平成 25 年改正によって会社名に加え個人名も一定の場合（悪質）、公表が可能となった（金商法第 192 条の 2）。

⁴⁰ 最大判昭和 33・4・30 民集 12 卷 6 号 938 頁。

⁴¹ 最小判平 10・10・13 判例時報 1662 号 83 頁。

⁴² 本稿第 226 頁－228 頁参照。

課事例が増加しており、課徴金賦課の対象行為が大幅に拡大された平成 20 年改正法の施行後も年度による差異があるものの、相当数の事例がみられる（平成 20 年 17 件、21 年 38 件、22 年 20 件、23 年 15 件、24 年 19 件）⁴³。刑事罰の告発に比べ、件数的にみて実質的に法に関するエンフォースメントの中核的手段となっている⁴⁴。そこで、課徴金を制裁金としての性格を強め、アメリカのように民事救済の目的にも資するようにした方が望ましいと考える。

二 課徴金制度の位置付け

課徴金制度は、以下のように位置付けてはどうか。現行の課徴金制度は、刑事罰規定とともに、法の実効性を担保する重要な手段となっている。実質的に法に関するエンフォースメントの中核的手段となっているので、それにふさわしい体系付けが必要であり、また他人の計算で不正な利得を判明できない場合の対応策や、さらには課徴金額による投資者の救済が図ることができるからである。

1 行政上の制裁としての位置付け

金商法上の課徴金制度の目的は、利得相当額の剥奪とし、それ以上のマイナス、制裁を与えることにはなっていない。しかし、平成 20 年金商法の改正により課徴金の額が実質的に引き上げられた。これは、課徴金に制裁性を加えるものであった。また、日本での課徴金制度は、行政審判手続を経て、課徴金の納付命令が決定される点からみると、手続き面は裁判に準じており、制裁を科しても制度手続き上問題はない。これらの点からみると、現状においては、日本の課徴金制度を、アメリカの制裁金の性質を取り込む形に、変更し位置付けることが可能である。

2 法定と裁量の併用の計算方法

金商法上の課徴金の算定方法は、「重要事実などの公表前 6 カ月以内の売付け等（買付け等）の価額と重要事実などの公表後 2 週間における最安値（最高値）の価額との差額」としている（金商法第 175 条 1 項 1 号・2 号、2 項 1 号・2 号）。しかし、この計算方法は、違反者の経済的利得が判明しない場合は、違反者に対し、何も課することができないのが問題となる。平成 25 年金商法改正では、この問題も提起された。すなわち、違反行為を行った者の利得の計算方法については、違反行為者が違反行為を行った事実は明らかであっても、課徴金額の計算ができず、課徴金を課することができないこととなれば、違反行為の抑

⁴³ 証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集」（平成 25 年 8 月）1 頁、金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2013/2013/20130808-2/01.pdf）。

⁴⁴ 証券取引等監視委員会・前掲注（43）「金融商品取引法における課徴金事例集」1 頁。

止を十分に図ることができないし、課徴金調査を逃れるための潜脱的なスキーム作りが行われるおそれがある⁴⁵。しかし、改正法自体には盛り込まれなかった。

課徴金の計算方法は、利益の剥奪とし、具体的な算定方法が法定されているのではあるが、不正利得を確定できない場合には、行政裁量の中で運用できるとすべきではないか。

3 公益の考慮

公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応として、今回法改正により、情報伝達・取引推奨行為に対する規制を導入した。これらの行為の違反の抑止策として、刑事罰、課徴金及び注意喚起のための氏名公表の手段が取られた(金商法第 192 条の 2)。証券会社等がこれらの違反行為を行った場合には、5 年以下の懲役又は 500 万円以下の罰金(法人 5 億円)の刑事罰を科すことができるし、取引を行った者に仲介手数料(3 カ月分)の課徴金を課すことができる。証券会社以外の違反の場合には、取引を行った者の利得の 2 分の 1 の額を課すことができる。また、資産運用業者に対しては、これらの行為違反の場合には、「3 カ月分の運用報酬全体」を基準として課徴金を課すことができる。すなわち、資産運用業者のこれらの違反行為に対して、課徴金を引き上げることになった。それだけでなく、違反行為を反復して行った者及び取引上の立場を利用して重要事実を要求するなどにより違反行為を行った者に対し、「自己の計算」で違反行為を行った場合と同様に、注意喚起のために氏名を公表する行政措置も取られた。⁴⁶

アメリカでは、SEC は、特定の「規制された」者(例えばブローカー・ディーラー、投資アドバイザー、及びブローカー・ディーラー、投資アドバイザー又は投資会社と関連した個人)に対する行政手続きにおいて、取引により得た上限利得 3 倍の制裁金を課すことができる。SEC がそのような制裁を命じるためには、被告が、故意に連邦証券諸法もしくは同諸法に基づくルールに違反したか、他人による当該違反を故意に幫助、教唆したか、SEC (もしくは他の主管機関)に届出ることが必要とされる登録申請・報告について、重要な事実に関し虚偽・誤解を生じさせる記載を故意に行いもしくは行わせ、又は自己の監督下であり、当該違反を行った者を合理的に監督することを怠った場合であり、かつ、当該制裁が公益にかなう場合でなければならないと規定している。制裁が「公益」に適うか否かを検討する際には、SEC は、証券取引所法第 21B 条に基づいて考慮すべきとされている。⁴⁷

⁴⁵ インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」(平成 24 年 12 月 25 日)7 頁、金融庁ホームページ

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20121225/01.pdf)。

⁴⁶ 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成 25 年法律第 45 号)に係る説明資料」(平成 25 年 6 月)金融庁ホームページ(<http://www.fsa.go.jp/common/diet/183/setsumei.pdf>)。

⁴⁷ ①当該制裁が評価される行為又は不作為が詐欺、欺瞞、相場操縦、又は規制要件の計画的又は無謀な無視に関連するか否か；

②当該行為又は不作為から直接又は間接を問わず生ずる他人への損害；

③被害者への原状回復を考慮したうえで、ある者が不正に利益を受ける程度；

1990年の行政による制裁金の条項を制定して以来、SECは何回にもわたってこの制裁を科すことを裁判所に求めているが、この制裁金の適用範囲は、まだ明らかになっていない⁴⁸。

この点につき、日本では平成25年商法改正において、仲介業者の役割の重要性等を考慮し、情報伝達・取引推奨の違反行為に対する抑止策として、上記の刑事罰、課徴金及び注意喚起のための氏名公表の手段が新たに取られた。氏名の公表は抑止策であると同時に社会に公表されることにより十分な制裁としての意義を有する。資産運用業者の課徴金を引き上げること、違反行為を反復して行った者及び取引上の立場を利用して重要事実を要求するなどにより違反行為を行った者に対して注意喚起のために氏名を公表することなどの点から見ると、課徴金は、単に利得の剥奪に止まらず、既に制裁としての性質を有しているものといえる。課徴金制度は、独占禁止法上の課徴金と同様に「行政上の制裁」と位置付け、違反の態様に応じて、「公益」に適うか否かを考慮し、裁量によって課徴金額を引き上げる制度とすることはできないか。

4 投資者の救済

課徴金は、インサイダー取引などの違法な行為者に金銭の支払いを強制する制度である。現在の課徴金制度においては、インサイダー取引などの違反により損失を受けていた投資者に不当利得が返還されるシステムとはなっていない。そこで、制裁金としての性格を持たせ、課徴金額を調整することのできる制度とし、損失を被った投資者に返還することは考えられないか。現行の課徴金制度を前提に、かかる調整を否定するのであれば、課徴金を違法に得た利益の剥奪として構成するのではなく、アメリカの民事制裁金と同様、制裁的性格の濃厚な金銭的負担として再構築すべきであるとの考え方⁴⁹も述べられている。

アメリカの民事制裁金は、SECの法執行活動において、裁判所の裁量権の範囲内で不正に得た利益又は免かれた損失の3倍までを、アメリカ財務省に払うものである。この民事制裁金は、刑罰の賦課および民事の損害賠償金の適用と共に、インサイダー取引を防止することを目的としている。SECは、不正な利益から吐き出された額又は金銭罰の額の10%以内の額で、インサイダー取引に違反していることに関連する情報を提供する人に「報奨金」を与えることができる。また、前述のように、アメリカでは、サーベンス・オクスリー法

④その者が、SEC、別の主管機関もしくは自主機関による連邦証券諸法、州証券諸法、又は自主機関の規則に違反したと過去に認定されたか、管轄裁判所により当該法律もしくは規則違反を禁止され、又は管轄裁判権を有する裁判所により当該法律もしくは本法第15条(b)項(4)号(B)に定められる重罪もしくは軽罪の違反とされたか否か；

⑤その者および他の者が当該行為又は不作為を遂行するのを抑止する必要性；および

⑥正義の観点から求められるその他の事項。1934年証券取引所法第21B条。新外国証券関係法令集・前掲注(24)証券法・証券取引所法353頁以下。

⁴⁸ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 599-601.

⁴⁹ 宇賀克也「規制緩和社会における制裁の役割 II 制裁の在り方——行政制裁」ジュリスト1228号59頁(2002)。

第 308 条は、「投資者のための公正基金」 (Fair Funds For Investors) という規定も設けている。

日本では、違反行為の抑止策として導入された課徴金制度は、アメリカと同様にもっと投資者救済の目的に資する制度に改めることが考えられる。

上記の見直しの方角に従って、①課徴金と刑事罰の構成要件の分離、②損害賠償請求権の設定、③課徴金による投資者の救済を提言する。

第 3 節 課徴金と刑事罰との構成要件の分離

一 概説

1 課徴金と刑事罰との構成要件の斉一性と運用基準

現行金商法の下では、刑事制裁の対象となるインサイダー取引がそのまま課徴金の対象となる構造になっている。金商法第 166 条を課徴金の根拠規定である金商法第 175 条が引用している。インサイダー取引の 1 つの違反行為は、インサイダー取引の刑事罰に関する構成要件 (金商法第 166 条) をそのまま課徴金制度 (同法第 175 条) でも引用しているので、証券取引等監視委員会は、構成要件が同じであるが、罰則に当たる部分が二つに分かれているため、競合し基本的に課徴金と刑事罰双方の適用対象となり、双方を適用することができる構造になっている。証券取引等監視委員会は、金商法第 166 条、第 167 条の同一の構成要件に基づいて、手短に言えば、インサイダー取引等の事案の重大性 (利得額) と悪質性によって刑事罰を科すか課徴金を課すかを判断することになる。

刑事告発処理と課徴金処理との判断基準としては、証券取引等監視委員会大森事務局長は、「利得額の規模と職業、立場、情報伝達のスチューエーションなどの悪質性を総合勘案し、割り振りする。」⁵⁰と説明している。これまでの証券取引等監視委員会の勧告事例等摘発例に照らすと、具体的には、こうした重大性・悪質性の判断要素としては、例えば、得た利得の額、社会的影響、違反行為者の社会的な属性、常習性・反復性の有無、売買手法等の売買の態様、反省の有無、関係者の処分・責任追及や再発防止策の実施等の自浄能力の有無等が挙げられている⁵¹。証券取引等監視委員会は、実務上、刑事告発を行うに先立ち、検察庁との間で刑事告発に向けた事前協議を行うのを慣例としている⁵²。

なお、証券取引等監視委員会佐々木総務課長は、この線引きについて「ケース・バイ・ケースです。ただ、利得の金額や関係している当事者の社会的な属性、行為全体を見た

⁵⁰ 金融庁資料、2011 年 10 月 28 日経営法友会講演ペーパー。

⁵¹ 西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・木目田裕監修『インサイダー取引規制の実務』(商事法務、2010) 425 頁。

⁵² 畠山久志『インサイダー規制の現状と課題——金商法改正を受けて』講演デスクロージャー研究第 40 号 12 頁 (2013)。

きの悪質性等、様々な観点を総合的に検討することは言えるでしょう」「また告発という非常に重たい刑事手続で行くか、あるいは、課徴金調査という行政手続で行くか、そこはSESC⁵³にとってもコストが違いますし、当然対象企業にとってのコスト・影響も相当差があるわけですから、証券市場の不正取引に対して、SESC、対象企業、市場全体にとってどちらが効果的かという総合的観点から判断する必要があります。」と述べている。⁵⁴

しかし、インサイダー取引に係る構成要件自体には、上記の判断要因は全く含まれていない。形式犯であることから当然である。結局、証券取引等監視委員会が、一般的に違反の動機や、方法および態様又は違反者の一身上の事情などの要素を考慮し、総合的に判断することとなる。これでは、罪刑法定主義の観点から、恣意的に構成要件が解釈されるかもしれない、会社関係者が取引行為を行うに際し、予見可能性を奪いかねない。また、構成要件があまりにも形式化している反面、重要事項のバスケット条項など実質化している要件もある。更に個別の要件、例えば、会社の決定機関や決定の程度などについても、日本商事事件や日本織物加工事件に観るように、会社法のような形式解釈ではなく、実質的に解釈されている。

課徴金制度においては、証券取引等監視委員会は、ある事案を判断する際、自らの裁量権を事実上否定する立場に立っていた（裁量運用の否定）⁵⁵。しかし、それでは余りにも形式的画一的取扱になり、例えば、4万円程度の課徴金のために膨大な時間と金額を費やしてよいかどうかとの、執行の効率性の問題も出てくる。証券取引等監視委員会幹部の発言では、最近はそのような画一的な取り扱いは改め、裁量的に運用しているとの情報もある⁵⁶。インサイダー取引違反行為については、刑事罰の対象とされているが、課徴金は、刑事罰とは趣旨・目的・効果などを異にする制度であることから、刑事罰が科されるか否かに拘らず、課徴金の要件に当たる事実が行政審判の場で十分に立証された場合には課徴金納付命令が行われることになる⁵⁷。

2 二重処罰の禁止

課徴金制度が憲法第39条に定める二重処罰の禁止に違反しないかどうかについては、課徴金は行為の反社会性や反道徳性に着目して課される制裁という性格を有するものではなく、刑事罰とはその趣旨・目的、性質、内容等を異にするものであることから、二重処罰

⁵³ 証券取引等監視委員会（Securities and Exchange Surveillance Commission）。

⁵⁴ 「特集・究めるインサイダー規制」ビジネス法務 10月号（2008）16頁、証券取引等監視委員会事務局総務課長佐々木清隆氏へのインタビュー時における発言内容。

⁵⁵ 木目田・前掲注（51）インサイダー取引規制 422頁。

⁵⁶ 大森 泰人 証券取引等監視委員会事務局次長「市場監視の実際（インサイダー取引を中心に）」大証金融商品取引研究会平成 22 年 3 月 26 日（金）議事録 9 頁（2010）。

「課徴金のケースについては、単に形式的に該当しているから納めてもらいますというような運用は避けなければならない」。松尾・前掲注（32）金融商品取引法 37 頁。

⁵⁷ 三井秀範ほか『課徴金制度と民事賠償責任——条解証券取引法』（金融財政事情研究会、2006）13 頁。

の禁止には該当しないとの見解⁵⁸が示されている。なお、昭和 33 年の最高裁大法廷判決⁵⁹と平成 10 年の最高裁判決⁶⁰は、課徴金が憲法上の二重処罰の禁止（憲法第 39 条）に違反しないと判断した。憲法第 39 条では、「何人も、実行の時に適法であつた行為又は既に無罪とされた行為については、刑事上の責任を問はれない。又、同一の犯罪については、重ねて刑事上の責任を問はれない。」と規定している。

昭和 33 年の最高裁判所判決⁶¹は、法人税法第 43 条の追徴税と罰金とを併科することが憲法第 39 条に違反するかが争われた事例である。最高裁判所は、「法人税法第 43 条の追徴税は、申告納税の実を挙げるために、本来の租税に附加して租税の形式により賦課せられるものであつて、これを課することが申告納税を怠ったものに対し制裁的意義を有することは否定し得ないところであるが、詐欺その他不正の行為により法人税を免れた場合に、その違反行為者および法人に科せられる同法 48 条 1 項および 51 条の罰金とは、その性質を異にするものと解すべきである。すなわち、法 48 条 1 項の逋脱犯に対する刑罰が『詐欺その他不正の行為により云々』の文字からも窺われるように、脱税者の不正行為の反社会性ないし反道義性に着目し、これに対する制裁として科せられるものであるに反し、法 43 条の追徴税は、単に過少申告・不申告による納税義務違反の事実があれば、同条所定の已むを得ない事由のない限り、その違反の法人に対し課せられるものであり、これによって、過少申告・不申告による納税義務違反の発生を防止し、以つて納税の実を挙げんとする趣旨に出でた行政上の措置であると解すべきである。」⁶²

「法が追徴税を行政機関の行政手続により租税の形式により課すべきものとしたことは追徴税を課せられるべき納税義務違反者の行為を犯罪とし、これに対する刑罰として、これを課する趣旨でないこと明らかである。追徴税のかような性質にかんがみれば、憲法 39 条の規定は刑罰たる罰金と追徴税とを併科することを禁止する趣旨を含むものでないと解するのが相当である。」とする。⁶³

平成 10 年 10 月 13 日の最高裁判決⁶⁴は、社会保険庁が発注する物品公共調達に係る入札談合事件について、既に刑事罰が確定し、かつ当該違反事実を原因として国から不当利得の返還を請求されている法人事業者に対し、公正取引委員会が、同一の事実に係る課徴金の納付を命じる審決をしたことについて争われた。刑事罰が科され、不当利得返還請求がなされている場合に、さらに課徴金が課されることになれば課徴金の賦課は、その実体に変質し、明らかに、二重処罰を禁止する憲法 39 条に違反するとともに、実質的に法の適正手続を保障する憲法 31 条および財産権を保障する憲法 29 条の趣旨にもとるとして上告さ

⁵⁸ 高橋康文編著『平成 16 年証券取引法改正のすべて』（第一法規、2005）24 頁。

⁵⁹ 最大判昭和 33・4・30 民集 12 卷 6 号 938 頁。

⁶⁰ 最小判平 10・10・13 判例時報 1662 号 83 頁。

⁶¹ 最大判昭和 33・4・30・前掲注（59）938 頁。

⁶² 最大判昭和 33・4・30・前掲注（59）940 頁—941 頁。

⁶³ 最大判昭和 33・4・30・前掲注（59）941 頁。

⁶⁴ 最小判平 10・10・13・前掲注（60）83 頁。

れた。本件カルテル行為について、最高裁判所は、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律違反被告事件において上告人に対する罰金刑が確定し、かつ、国から上告人に対し不当利得の返還を求める民事訴訟が提起されている場合において、本件カルテル行為を理由に上告人に対し同法 7 条の 2 第 1 項の規定に基づき課徴金の納付を命ずることが、憲法 39 条、29 条、31 条に違反しないことは、最高裁昭和 33 年 4 月 30 日大法廷判決・民集 12 卷 6 号 938 頁の趣旨に徴して明らかであると判示した。⁶⁵

この 2 つの判例から見ると二重処罰にならない理由は、課徴金は行為の反社会性や反道徳性に着目して課される制裁という性格を有するものではなく、刑事罰とはその趣旨・目的、性質、内容等を異にするものであることから、二重処罰の禁止には該当しないと説明されている。また、金商法上の課徴金と刑事罰の関係については、金商法上の犯罪行為による経済的利得を包含する財産が没収・追徴されている場合にまで経済的利得相当額の課徴金を全額課す必要はないとの政策的観点から、課徴金の額の算定に当たっては、課徴金事件と同一の事件についての確定した刑事裁判で没収・追徴が命じられている場合は、当初算出された課徴金の額から当該没収・追徴相当額を控除する調整（金商法第 185 条の 8 第 7 号）が行われている⁶⁶。学説上では、「行政制裁と刑事罰の併科については、…併科が立法者の意図である限り、その制約は、二重処罰の禁止ではなく、罪刑均衡の原則からなされるべきである」といった考え方⁶⁷や、「二重処罰の問題は当該不利益が実質的にも刑罰に当たる程度のものであるかどうかという観点からも考慮する必要がある」といった考え方などが主張されている⁶⁸。

⁶⁵ 最小判平 10・10・13・前掲注（60）83 頁。

⁶⁶ 松本真輔『インサイダー取引規制——解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）277 頁。

⁶⁷ 佐伯・前掲注（28）制裁論 95 頁。

⁶⁸ 塩野宏『行政法 I 行政法総論（第 5 版）』（有斐閣、2013）245 頁。

金融商品取引法における課徴金額と刑事罰の調整規定について

課徴金対象行為		不正取引					継続開示書類の 虚偽記載・不提出	発行開示書類 の虚偽記載・ 不提出	公開買付届 出書等の虚 偽記載・不 提出	大量保有報告書の 虚偽記載・不提出
		インサイダー取引	相場 操縦	偽装・馴 合売買	安定操 作取引	風説の流 布・偽計				
課徴金額の算定 方式		例）（重要事実公表後 2 週間以内の最高値－購入価格） × 購入株数					例）600 万円 or 時価総額の 10 万 分の 6 のいずれ か高い方	例）募集・売 出し総額の 2. 25%（株式等 の場合は 4. 5%）	例）買付け 総額の 25%	例）対象株券等の 発行者の時価総額 の 10 万分の 1
罰則	法人	5 億円以下の罰金		7 億円以下の罰金			5 億円以下の罰金			
	個人	5 年以下の懲役若し くは 500 万円以下の罰 金又はこの併科		10 年以下の懲役若しくは 1000 万円以下 の罰金又はこの併科			5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又はこの併科			
没収・追徴		不正取引により得た財産等を没収・追徴					—			
課徴金と刑事罰 等との調整規定		没収・追徴額相当額を課徴金より控除（※）					虚偽記載の場合、 罰金相当額を課 徴金より控除 （※）	—		

（※）① 課徴金納付命令時に罰金等の刑事判決が確定している場合…当該金額相当額を控除した額の課徴金納付命令

② 課徴金納付命令時に刑事裁判が係属している場合…判決確定まで納付命令の効力停止。判決確定後に罰金額等と調整し、納付命令の変更又は取消し

③ 課徴金納付後に起訴された場合…判決確定後、納付済みの課徴金と罰金額等を調整し、納付命令変更し、還付

（出所）内閣府国民生活局「集团的消費者被害回復制度等に関する研究会報告書」（平成21年8月）、ホームページ（<http://www.caa.go.jp/planning/pdf/torimatome.pdf>）。

二 インサイダー取引の刑事罰の見直し

1 問題点

インサイダー取引規制は、昭和63年に制定されて以来、26年を迎える。その間にインサイダー取引規制は幾つかの改正が行われた。刑事罰関連の改正は、平成9年と平成18年の改正がある。平成9年の旧証券取引法改正では、罰則が、6月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金又はこれらの併科から、3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金又はその併科に引き上げられた。平成18年の旧証券取引法改正では、罰則が3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金又はその併科（法人両罰3億円以下）から5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金又はその併科（法人両罰5億円以下）に引き上げられた。

インサイダー取引は他の市場参加者や経済全体そしてコミュニティーに対する道德違反の、不公平な行為であり、市場に対する害悪と受け止められている⁶⁹。悪質なインサイダー取引について刑罰を適用することは世界の流れである。SECや英国の金融監督機関であるFCA(Financial Conduct Authority)のホームページでは、これらの告発状況を見ることができる。アメリカでは、厳しい刑事罰が規定されており、実際にも活発に適用されている

⁶⁹ IWONA SEREDYNSKA, INSIDER DEALING AND CRIMINAL LAW—DANGEROUS LIAISONS, 229 (2012) .

が、犯罪行為に当たる行為がすべて訴追され、刑事罰が科されているわけではなく、悪質でない違反行為はむしろ行政制裁によって処理されていると言われている⁷⁰。現在までのところ、日本とアメリカとの最も大きな違いは、インサイダー取引等の経済犯罪の分野で、アメリカのように抑止刑論に正面から依拠した立法や量刑が日本では行われていないことであるとの見解⁷¹が示されている。そこで、インサイダー取引行為には、刑事罰で厳しくペナルティをかけるべきである悪質な形態と市場に与える影響が少なく課徴金で止めるのが適当な違反形態があるので、類型分けし、本来的に悪質な違反行為については、刑事罰の運用を強化し、そこまで至らない通常の証券取引業界違反行為については課徴金制度の活用促進を図ることを提案したい。

平成 25 年金商法改正では、インサイダー取引規制に関するワーキング・グループで刑事罰については、以下のような議論⁷²が行われた。第一に、日本のインサイダー取引の罰金刑は、アメリカに比べると低い状況になっている。そこで、罰金刑を引き上げる余地がある。第二に、罰金の額はまだ引き上げる余地があると考えられるが、経済的ペナルティとしては、課徴金や過怠金、又は追徴金などのものを合わせた総額を考えて、本当に今の罰金が妥当かどうかという議論をする必要がある。第三に、罰金を引き上げれば抑止力が高まるということはないと考えられる。ほかの経済事犯でもそうであるが、やはり一番効くのは実刑としての懲役刑である。しかし、平成 25 年金商法改正では、刑事罰の法定刑と罰金刑の引き上げが見送られているが、なぜ、刑事罰の法定刑と罰金刑の引き上げが見送られているか、明らかにしてはいない。日本のインサイダー取引規制が形式犯規制であるために、罰則を重くすると論理上罪刑が不均衡となる。実際に刑事罰が科された案件も、実刑はほとんどなく執行猶予であり、言い渡される懲役刑も 1 年程度と極めて軽くなっていることが背景にあるのではないかと思われる。抑止を強く図る観点からは、インサイダー取引の刑事罰を強化することが重要である。一方、金商法第 157 条を適用した方がよいと考えるかもしれない。金商法第 157 条をインサイダー取引に適用するかどうかの問題については、以下検討する。

2 金商法第 157 条の問題

(1) 不正の手段等

金商法第 157 条 1 号は、「不正の手段、計画又は技巧」という用語は抽象的であるが、有価証券取引につき他人を欺罔して錯誤に陥れる態様のいずれかの行為を行うことであり、社会通念上不正と認められる一切の行為を含むと解されている。「不正」の意義については、見解が分かれている。学説では、これを詐欺的または欺瞞的な態様の行為に限定する

⁷⁰ 佐伯・前掲注 (28) 制裁論 268 頁。

⁷¹ 佐伯・前掲注 (28) 制裁論 289 頁。

⁷² 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ議事録（第 3 回）」金融庁ホームページ

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20121016.html)。

見解が有力である⁷³。最高裁では、「『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をいうのであって、文理上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる」と判示し、文理上の問題はないと判断し、詐欺的行為に限定することなく広く解している⁷⁴。また野村証券損失補てん株主代表訴訟事件における東京地裁判決でも旧証券取引法の「目的に照らして社会通念上正当とはいえない一切の態様のものをいうものと解される」と判示している⁷⁵。

(2) 伝家の宝刀

金商法第 157 条 1 号は、証券取引を通ずる詐欺的行為、方法を包括的に禁止して取引の公正を確保しようとする一般条項の規定である。しかし、通常の場合には、適用は困難であり、現在まで具体的事件で適用されていない。いわば、伝家の宝刀である。その理由は、適用に消極的な見解があるからである⁷⁶。第一に、罪刑法定主義からの疑問である。同条は、抽象的な文言によって定められているにも拘らず、法令適用の形式的明確性が重視される傾向にある日本の法文化の下では、その違反に対して刑事罰を課することができるかどうかという疑問が生じる。第二に、同条は犯罪構成要件としての抽象性の点からみると、事件を訴追する検察官が、他の不公正取引の禁止規定の適用により訴追目的をおおむね達成することができるならば、前例に乏しい金商法第 157 条の適用をわざわざ求めることに慎重であることは、実務的には理解できる。第三に、アメリカで SEC ルールの射程範囲が判例の積み重ねを通じて拡大されてきたのは、1933 年以前から発展していた民事上の「詐欺 (fraud)」の概念が基礎とされたものであり、日本ではそのような基礎が存在しなかった。

77

(3) 講学事例

インサイダー取引禁止規定など個別規定にも該当するが、証券市場の公正性・健全性確保の観点から悪質性が高いと考えられるため、個別規定と金商法第 157 条 1 号とが観念的競合の関係になり、結果として重い刑罰を定める金商法第 157 条 1 号によって処罰すべきものとされる講学上取り上げられた事例としては、以下のものがある。

① 重要事実の公表を故意に遅らせ、利益の山分けを共謀するなど、計画的で規模の大きいインサイダー取引について、ほんの出来心で僅かの株式を売買するのと違って詐欺的であり、旧証券取引法第 190 条の 2（現金商法第 166 条に相当、以下同じ）だけでなく旧

⁷³ 松尾・前掲注 (32) 金融商品取引法 521 頁。

⁷⁴ 最小判昭和 40 年 5 月 25 日刑集 155 号 831 頁。

⁷⁵ 東京地判平成 10 年 5 月 14 日判時 1650 号 145 頁。

⁷⁶ 松尾・前掲注 (32) 金融商品取引法 519 頁。

⁷⁷ 松尾・前掲注 (32) 金融商品取引法 519 頁。

証券取引法第 58 条 1 号（現金商法第 157 条 1 号に相当、以下同じ）にも該当し、観念的競合（刑法 54 条 1 項後段）として後者で処断されるべきであると主張されている⁷⁸。

② 上場会社の役員が会社更生の申立てを決定したことの公表を故意に遅らせ、取引銀行等が当該事実の公表により損失を被ることを回避するため、保有株式の売却の機会を与えるような内部者取引につき、金商法第 166 条違反に加え、第 157 条違反も成立し、両者は観念的競合の関係に立つことから重い金商法第 157 条違反の刑で処断されることになる⁷⁹と主張されている。

③ 会社が取引の失敗によって巨額の損失を出す虞が生じたことを知った、その会社の大量の株式を所有する取締役が、嚴重にその事実を秘匿しながら、殊更に、業績好調の虚偽の事実を公表して、自己の大量の株式を売却したような場合に特に悪質の程度が高く違法性が大きいとして、同様に観念的競合となり金商法第 157 条で処断されるべきと主張されている⁸⁰。

ところで、金商法第 157 条は、アメリカの証券取引所法第 10 条 (b) 項及びそれに基づき制定された SEC ルール 10b-5 を参照し、制定された規定である。アメリカでは、不正流用理論を証券取引所法第 10 条 (b) 項に基づく SEC ルール 10b-5 に採用する際に、刑事責任の基準としての不正流用理論の曖昧さという 2 つの問題⁸¹が指摘された。第一に、公正であるべきだとの原則からは、刑事責任を科す制定法は十分に定義されていなければならないことが求められる。しかし、抽象的である。第二に、刑事法の専断的裁量又は差別的な執行を避けるために、法は適用する人々に、明確な基準を与えなければならない。すなわち、アメリカでは、インサイダー取引規制は一般的・抽象的構成要件であり、事件ごとに裁判所の判断に委ねるのが特徴である。この一般的・抽象的構成要件は、経済犯罪に対する対応が迅速にできるが、規制拡大の懸念が生じているのも事実である。

日本では、結局金商法第 157 条は、同法第 166 条以下のインサイダー取引規制の適用がある取引でかつ、悪性の特に強い取引（村上ファンド事件など）であっても第 157 条と第 166 条は重ねて適用されていない。その理由としては金商法第 166 条以下の規定では規制漏れとなる取引のうち特に悪性の強いものはやはり金商法第 157 条が適用され得るとの見解⁸²がある。要するに構成要件が違うという立場である。類似しているが、同一ではないとする。しかし、一般的にインサイダーの一個の違反行為には、金商法第 157 条の不正行為罪（金商法第 197 条 1 項 5 号）と金商法第 166 条違反のインサイダー取引罪（金商法第 197 条の 2 第 13 号）が重疊的に該当する。一個の犯罪行為は、二罪を成立させることができるが、金

⁷⁸ 龍川節「証券取引法 58 条 1 号にいう『不正の手段』の意義」別冊ジュリスト 100 号（新証券・商品取引判例百選）145 頁（1988）。

⁷⁹ 松本・前掲注（66）インサイダー取引規制 13 頁。

⁸⁰ 並木和夫「不正な証券取引の禁止」法学研究第 73 巻 12 号 53 頁（2000）。

⁸¹ BAINBRIDGE, *supra* note 3, at 220.

⁸² 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務 1907 号 27 頁（2010）。

商法第 157 条と金商法第 166 条以下の規定との関係については、通説は観念的競合⁸³と解している。なお、少数説として法条競合としてもっぱら特別規定である金商法第 166 条等の個別規定のみで処断すべきとする立場もある⁸⁴。通説では、もっとも重い刑によって処断されるのが原則である。

しかし、この点について私見としてはアメリカのインサイダー取引規制は、刑法でいうところの詐欺、証券詐欺の場合を想定しており、日本では旧証券取引法第 157 条は、この証券詐欺を移入したものであるにも拘らず、これまで同法第 157 条がありながらインサイダー取引規制を行ってこなかったこともあり、改めて昭和 63 年旧証券取引法改正によって旧証券取引法第 166 条を加えた。要は、金商法第 166 条は、一定の身分者による重要な情報に基づく特定の行為を違反とする形式犯であり、アメリカのように証券詐欺を規定していないため、保護法益が異なり重畳することではなく、その結果、金商法第 166 条のインサイダー行為には金商法第 157 条は適用されないと考える。金商法第 157 条は、侵害犯・実質犯であり、金商法第 166 条は形式犯でありその犯罪の性格が全く異なるものである。

三 刑事罰の見直し案

1 実質犯化

インサイダー取引が市場の公正性・健全性を害するものであるため、証券市場における規制として金商法第 166 条、第 167 条が昭和 63 年に規定されたところである。しかし、金商法第 166 条、金商法第 167 条のインサイダー取引規制はそうした市場の公平性や健全性を要件としない、単なる形式犯の構成要件である。「形式犯」の場合は、構成要件上、保護法益に対する侵害や危険発生を必要としないものである⁸⁵。これと対比して、「侵害犯」（例えば、殺人罪、窃盗犯）とは、現に保護法益を侵害することが構成要件となっているものである⁸⁶。これに対し、「危険犯」（例えば、通貨偽造罪）とは、法益侵害の危険性があれば犯罪が成立するとされるものがある⁸⁷。侵害犯と危険犯は、実質犯と呼ばれている。

⁸³ 科刑上一罪とする根拠である。「『一個の行為』とは、二罪を成立させる行為がありながら、それらが一回の犯罪行為と認めることができるからであって、単に二罪を成立させる行為がどこかの部分で重なり合っているからではないことになる。つまり、実行行為に重なり合いがあれば、行為を一回すなわち一個と認めるのに役立つが、重なり合いがあるからといって直ちに行為が一回すなわち一個になるわけではなく、逆に実行行為に重なり合いがなくても、二罪を成立させる行為が一回すなわち一個の犯罪行為であると認め得る場合があることになる。」香城敏磨『刑法と行政刑法』（信山社、2005）153 頁。

⁸⁴ [神崎克郎発言] この類型に属する行為は専ら法条競合として個別規定のみで処断すべきであるとする（少数説）も存する。河本一郎ほか「証券取引をめぐる不公正取引の検討(一)」旬刊商事法務 1160 号 14 頁（1988）。

⁸⁵ 荒木友雄『アウトライン刑法総論』（不磨書房、2004）36 頁。

⁸⁶ 荒木・前掲注（85）刑法総論 35 頁。

⁸⁷ 荒木・前掲注（85）刑法総論 35 頁。

実質犯とする理由としては、主に以下の3点があると考える。第一には、悪質なインサイダー行為に、抑止力として重罪化する場合、形式犯では罪刑の均衡性から限界がある。刑罰は、昭和63年当初から約10倍（6か月から5年に引上げ）となっており、既に形式犯としての上限にきている。第二に形式犯としているために、違法性が極めて薄い取引を処罰することになる。実質犯ではないため、基本的に裁量の余地はない。たとえば、2007年3月に課徴金命令を受けた上場会社コマツの「うっかりインサイダー」の事例⁸⁸がある。コマツは実質的に閉鎖状態であった子会社を解散したが、その事実を公表するまでの間に自社株買いを行ったことがインサイダーに当たるとされた。これでは、徹底したコンプライアンス体制が採られた会社でない限り、投資活動ができなくなり市場の委縮につながりかねない。第三に投資者救済などの点から考慮すると、被害を補てんする損害賠償について行為と損害の間に因果関係が求められるが、単なる形式犯では、そもそも損害の発生は要求されないため、民事において不法行為の要件である損害との因果関係を認めることは極めて困難である。さらに付け加えると、昭和63年にインサイダー取引規定を導入する時点では、インサイダーとして規制すべき行為対象を実質犯規定方式で構成要件化することはできないなどの事情があった。

2 構成要件の見直し案

インサイダー取引に対する形式犯の構成要件はすでに現状に適合しないので、保護法益を侵害することを構成要件に加え実質犯とすることで刑罰を加重してはどうか。インサイダー取引の刑事罰の強化問題について、実質犯の構成要件をも含めて見直した方が良いと提唱されている⁸⁹。

その一つの見直し方向として、立法論上インサイダー取引に対する刑事規制モデルが示されている。これまでのインサイダー事例について分析し、①低い法定刑が用意された形式的な犯罪としてのインサイダー取引罪、②重い法定刑が用意された実質的な犯罪としてのインサイダー取引罪、③より重い法定刑が用意された詐欺的な犯罪（金商法第157条1号又は158条の罪）という三段階に、課徴金制度も併用される形が望ましいとの見解⁹⁰が示されている。上記①が、現行金商法上のインサイダー取引罪の特徴を成している。上記②インサイダー取引は、実質犯である。そうすると、インサイダー取引は、保護法益を侵害することが構成要件となっていなければならない。上記③悪質なインサイダー取引犯罪に対しては、より重い法定刑が科される。上記の刑事規制モデルの提言理由は、インサイ

⁸⁸ 平成18年(判)9「株式会社小松製作所の株券に係る証券取引法違反に対する課徴金納付命令の決定について」金融庁ホームページ
(<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2006/09.pdf>)。

⁸⁹ 川崎友巳「インサイダー取引罪」刑法雑誌第51(1)91頁(2011)。

⁹⁰ 川崎・前掲注(89)「インサイダー取引罪」91頁。

ダー取引罪の立法当初に留意されていた「①規制の実効性を確保するための形式的な犯罪としての把握と②低く抑制された法定刑という整合性をすでに失っている」⁹¹ことにある。

しかし、インサイダー取引に対する上記の刑事規制モデルに従って、刑事罰を見直した場合は、課徴金と切り離して考えることはできない。インサイダー取引に対する刑事罰は罪質を実質犯とし、課徴金は行政上の制裁金に位置付けることとした場合は、インサイダー取引に対する刑事罰と課徴金の要件は、どう構成したらよいだろうか。

アメリカでは、証券諸法の刑事規定は、その立法趣旨から必要があれば迅速にどのような事例にも対応が可能なように一般的・抽象的な規定であり、これをそのまま日本に導入することは、刑事罰に明確な基準を求めている日本では、金商法第 157 条の伝家の宝刀化の事情もあり、困難といえる。

3 海外法制の移入

金融経済法関係について新たな立法を考える際、比較法的な方法を採用が、刑事罰と課徴金の要件の構成は、これまで述べたようにアメリカ証券諸法の規定が独特な、看板理論 (Shingle Theory) や信認義務などから導かれる証券詐欺理論を用いた判例によって形成されてきており、日本の実定法理論に基づく法理論と大きく異なるため、比較的近接した立法を採用している国を選ぶ方が立法政策として適切である。そこで、EU 諸国の中で比較的早くからインサイダー取引規制を導入したイギリスの立法例を参照することにしたい⁹²。

特にイギリスの 2000 年金融サービス市場法 (FSMA—Financial Services and Markets Act) は、日本で「貯蓄から投資へ」の大きな目的のもと、包括、横断的投資者保護を図るため旧証券取引法を全面改正し、金商法として施行した際、大いに参考とされた法律である⁹³。

1980 年にイギリスにおいて最初のインサイダー取引規制が導入されて以来、同国のインサイダー取引規制には、国内の政策や EU 法の発展に伴い様々な改正が加えられてきた⁹⁴。

⁹¹ 川崎・前掲注 (89) インサイダー取引罪」91 頁。

⁹² CITY OF LONDON REPORT Comparative implementation of EU directives (I) – insider dealing and market abuse 13 December 2005.

⁹³ 2000 年金融サービス・市場法 (FSMA) は、「金融市場の整備・効率化を目的としており、業種別の縦割り規制から一元的かつ包括的な規制への移行を可能とし、銀行、証券等の伝統的金融商品のほか幅広い投資商品、年金、保険等も対象とする FSA (金融サービス機構) を中心とした一元的規制・監督体制を整備したものである。2007 年春に顕在化したサブプライムローン問題、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破たん等続く未曾有の国際金融、世界経済の混乱を経て、このような危機の再発を防止するために金融監督・規制の強化が主要国の共通の課題として認識され、わが国では、金融商品取引法の改正等の形で進められ、米国ではいわゆる『ドット・フランク法』が 2010 年に成立、EU においては監督体制の整備等幅広い改革が進行中である。英国の『2010 年金融サービス法』は、こうした流れの中、金融危機後の金融システムの再構築のための包括プログラム (いわゆる「ターナー・レビュー」2009 年 3 月) の実施の一環として 2010 年 4 月に成立したものである。FSA の権限強化、金融機関経営陣の報酬報告義務、金融機関の再建・破たん処理計画の作成義務、消費者保護等幅広い改革が規定されている」。新外国証券関係法令集『イギリス金融サービス市場法、金融サービス法』(日本証券経済研究所、2011) はしがき。

イギリスでは、インサイダー取引に対する刑事罰は、1993 年刑事司法法 (Criminal Justice Act) により規制されている。インサイダー取引に対する制裁金である課徴金は、2000 年金融サービス市場法 (FSMA) により課される。すなわち、イギリスでは、インサイダー取引に対し、刑事罰と課徴金の要件を別々に構成している。この刑事罰と課徴金の要件を別々に構成することが、日本に適合するか否かについては、以下でイギリスのインサイダー取引規制を紹介し、それを参照して、今後インサイダー取引に対する課徴金と刑事罰の構築の見直しについての具体的提言を行っていく。

四 イギリスのインサイダー取引規制

イギリスでは、内部情報に基づき証券売買を行うという典型的なインサイダー取引を禁止するだけでなく、市場の公正を歪めるおそれのある活動を広範に規制している⁹⁵。現在のイギリス法は、インサイダー取引及び市場阻害行為に関して、以下のように 3 つの規制体系を有している⁹⁶。①2000 年金融サービス市場法が規制する「市場阻害行為」 (market abuse) である。②1993 年刑事司法法が規制する刑事上のインサイダー取引である。③2012 年金融サービス法により、他人を証券取引に誘引すること又は利益を得たり損害を被らせることを意図してミスリーディングな発言等をしたり、相場操縦を行うことが禁止されている⁹⁷。2000 年金融サービス市場法でも相場操縦は規制されていたが、2012 年法では、構成要件を一部変えるとともに、悪質な行為については 7 年以下の有期刑を含む刑罰とした。

1 刑事司法法上のインサイダー取引規制

(1) インサイダー

刑事司法法第 57 条では、「内部者として情報を有している者」は、問題となっている情報が内部情報であり、それが内部情報であることを認識し、かつ、それが内部の情報源から得られたものであることをも認識している行為者である。

上記の内部の情報源より得られたものというときの内部の情報源とは、証券発行者の取締役であること、従業員であること、又は株主であることを通じて、もしくはその者の雇用、役職、職務によって当該情報にアクセスできる者である。

情報を入手している者の情報源、直接的又は間接的な情報源が上記の者である場合には、情報の伝達を受けた者もインサイダーである。⁹⁸

⁹⁴ 鈴木克昌ほか「情報伝達・取引推奨行為規制に対する米英からの示唆(中)」商事法務 2003 号 22 頁 (2013)。

⁹⁵ 鈴木・前掲注 (94) 「情報伝達・取引推奨行為規制」 22 頁。

⁹⁶ 鈴木・前掲注 (94) 「情報伝達・取引推奨行為規制」 22 頁。

⁹⁷ Financial Services Act 2012

PART 7 Offences Relating to Financial Services .

Legislation.gov.uk (<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/introduction/enacted>).

⁹⁸ Criminal Justice Act 1993

(2) 内部情報

刑事司法法第 56 条にいう内部情報とは、(a) 特定の証券又は特定の証券発行者に関する情報である。それらの情報は、証券一般又は証券発行者一般に関するものではない。(b) 具体的(specific)又は正確な (precise)ものである。(c) 未公開である。(d) 当該情報が公開されたとすれば、証券の価格に重大な影響(significant effect)を及ぼすとされるものである。⁹⁹

(3) インサイダー取引の違法行為

刑事司法法第 52 条では、以下のような行為が刑事上のインサイダー取引として禁止されている。

①「取引行為」

インサイダーとして情報を有する個人が、当該内部情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を行うことである。

②「推奨行為」

インサイダーとして情報を有する個人が、当該内部情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を他人に推奨を行うことである。

57 “Insiders”.

(1) For the purposes of this Part, a person has information as an insider if and only if—

(a) it is, and he knows that it is, inside information, and

(b) he has it, and knows that he has it, from an inside source.

(2) For the purposes of subsection (1), a person has information from an inside source if and only if—

(a) he has it through—

(i) being a director, employee or shareholder of an issuer of securities; or

(ii) having access to the information by virtue of his employment, office or profession;

or

(b) the direct or indirect source of his information is a person within paragraph (a).

Legislation.gov.uk (<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/57>).

⁹⁹ Criminal Justice Act 1993

56 “Inside information”, etc.

(1) For the purposes of this section and section 57, “inside information” means information which—

(a) relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally;

(b) is specific or precise;

(c) has not been made public; and

(d) if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities.

(2) For the purposes of this Part, securities are “price-affected securities” in relation to inside information, and inside information is “price-sensitive information” in relation to securities, if and only if the information would, if made public, be likely to have a significant effect on the price of the securities.

(3) For the purposes of this section “price” includes value.

Legislation.gov.uk(<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/56>).

③「情報の開示行為」

インサイダーとして情報を有する個人 (individual) が、雇用、役職又は職務に係る行為の適切な履行ではない場合に、当該内部情報を他人に開示することである。

しかし、上記の違反行為は、刑事司法法第 52 条 3 項に定められた状況において上記の取引ないし取引の推奨等であることが前提となる。それらの状況に関しては、同項は、問題となる取引が、規制市場 (regulated market) で行われる場合、又は取引者が職業的仲介者に依存しているか、若しくは取引者自身が職業的仲介者である場合を指すと定めている。

100

(4) 抗弁事由

刑事司法法第 53 条は、証券の取引行為及び証券の推奨行為によるインサイダー取引規制違反に対する抗弁事由を以下のように定めている。

① 違反者が、問題となる行為の時点で、当該情報が当該証券に関連して価格に影響を及ぼす情報であるという事実に戻せしめるべき利益をその取引がもたらすと期待していなかったことである。

② 違反者が、取引行為又は推奨行為の時点で、当該情報が公表には至っていないものの、当該取引の参加者が情報を有していないことによって損害を被らないと言える程度に情報が広く開示されていたと信じる合理的な理由がある場合である。

③ 違反者が、たとえ当該内部情報を有していなかったとしても、当該取引又は推奨行為を行ったであろう場合である。¹⁰¹

¹⁰⁰ Criminal Justice Act 1993

52 The offence.

(1) An individual who has information as an insider is guilty of insider dealing if, in the circumstances mentioned in subsection (3), he deals in securities that are price-affected securities in relation to the information.

(2) An individual who has information as an insider is also guilty of insider dealing if—

(a) he encourages another person to deal in securities that are (whether or not that other knows it) price-affected securities in relation to the information, knowing or having reasonable cause to believe that the dealing would take place in the circumstances mentioned in subsection (3); or

(b) he discloses the information, otherwise than in the proper performance of the functions of his employment, office or profession, to another person.

(3) The circumstances referred to above are that the acquisition or disposal in question occurs on a regulated market, or that the person dealing relies on a professional intermediary or is himself acting as a professional intermediary.

(4) This section has effect subject to section 53.

Legislation.gov.uk(<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/52>).

¹⁰¹ Criminal Justice Act 1993

53 Defences.

(1) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in securities if he shows—

(a) that he did not at the time expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information in question was price-sensitive information in relation to the securities, or

(5) 刑事罰

イギリスでは、インサイダー取引に対する刑事罰は、1993 年刑事司法法の下で、すべてのインサイダー犯罪に対し、最高 7 年の禁固刑を科することができる。略式起訴により起訴して治安判事裁判所の審理を受ける場合は、6 カ月の禁固刑又は、最高 5000 ポンドの罰金が科されることとなる¹⁰²。¹⁰³

-
- (b) that at the time he believed on reasonable grounds that the information had been disclosed widely enough to ensure that none of those taking part in the dealing would be prejudiced by not having the information, or
 - (c) that he would have done what he did even if he had not had the information.
 - (2) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of encouraging another person to deal in securities if he shows—
 - (a) that he did not at the time expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information in question was price-sensitive information in relation to the securities, or
 - (b) that at the time he believed on reasonable grounds that the information had been or would be disclosed widely enough to ensure that none of those taking part in the dealing would be prejudiced by not having the information, or
 - (c) that he would have done what he did even if he had not had the information.
 - (3) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of a disclosure of information if he shows—
 - (a) that he did not at the time expect any person, because of the disclosure, to deal in securities in the circumstances mentioned in subsection (3) of section 52; or
 - (b) that, although he had such an expectation at the time, he did not expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information was price-sensitive information in relation to the securities.
 - (4) Schedule 1 (special defences) shall have effect.
 - (5) The Treasury may by order amend Schedule 1.
 - (6) In this section references to a profit include references to the avoidance of a loss.
- Legislation.gov.uk(<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/53>).

¹⁰² R.C.H. ALEXANDER, INSIDER DEALING AND MONEY LAUNDERING IN THE EU: LAW AND REGULATION, 132 (2007).

¹⁰³ Criminal Justice Act 1993

61 Penalties and prosecution.

- (1) An individual guilty of insider dealing shall be liable—
 - (a) on summary conviction, to a fine not exceeding the statutory maximum or imprisonment for a term not exceeding six months or to both; or
 - (b) on conviction on indictment, to a fine or imprisonment for a term not exceeding seven years or to both.
 - (2) Proceedings for offences under this Part shall not be instituted in England and Wales except by or with the consent of—
 - (a) the Secretary of State; or
 - (b) the Director of Public Prosecutions.
 - (3) In relation to proceedings in Northern Ireland for offences under this Part, subsection (2) shall have effect as if the reference to the Director of Public Prosecutions were a reference to the Director of Public Prosecutions for Northern Ireland.
- Legislation.gov.uk(<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/section/61>).

2 金融サービス市場法上のインサイダー取引規制

刑事司法法とは、異なり詳細に踏み込んだ形式的な規定振りとなっている。従前は、インサイダー取引には刑事罰で対処するというルールで規制してきたが、刑事法による規制は十分に機能してきたとは言い難いものであった。2007年から2008年の金融危機の後になってようやくFSA(Financial Services Agency)は多くの事例を告発するに至ったが、それでも、2010年から2011年にかけて、わずか5件がインサイダー取引で有罪とされただけである。2012年は12件となっている¹⁰⁴。刑事司法法で有罪にするためには、故意(mens rea)の証明と高度の証拠が必要であることがその理由である。

(1) インサイダー

金融サービス市場法第118B条により、「インサイダー」とは、次に掲げる方法により入手した内部情報を有する者をいう¹⁰⁵。

- (a) 適格投資物件の発行者を管理(administrative)、経営(management)、若しくは諮問(supervisory)機関の構成員であることにより得たもの
- (b) 適格投資物件の発行者の資本を所有していることにより得たもの
- (c) 職務、専門的職務若しくは義務の遂行を通じて当該情報を入手できることにより得たもの
- (d) 犯罪行為により得たもの、又は
- (e) その他の手段により得たもので、当該行為者が、それが内部情報であることを知っている若しくは知っているとは合理的に期待しうるもの

刑事司法法第57条2項により、証券発行者の取締役であること、従業員であること、若しくは株主であることを通じて、又はその者の雇用、役職、職務によって、当該情報にアクセスできる者は、内部の情報源より情報を得た者である。上記の(d)は、もし発行者の取締役や従業員、又は株主が行う場合は、刑事司法法第57条2項と同じと考えることができる。また、上記(d)は、刑事司法法にはこうした規定が置かれていないので、それを明らかにしている。

(2) 内部情報

金融サービス市場法第118C条により、内部情報は以下のように定められている。同条2項は、商品デリバティブではない適格投資物件又は関連投資物件に関して、内部情報とは以下に掲げる条件を充たす正確な情報をいう¹⁰⁶。

- (a) 一般に利用可能ではないもの
- (b) 適格投資物件の1つ若しくは複数の発行者、又は1つ若しくは複数の適格投資物件に直接又は間接に関連するもの、かつ

¹⁰⁴ FCA ANNUAL REPORT 2013/14.

¹⁰⁵ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 165 頁－166 頁。

¹⁰⁶ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 166 頁。

(c) 一般に利用可能であったならば、適格投資物件の価格又は関連投資物件の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもの

上記の(a)の一般に利用可能ではないものとは、本条第8項によると、市場利用者によって若しくはそれらの者に代わって行われる調査又は分析によって得られた情報は、一般に利用可能なものとみなすこととする¹⁰⁷。

(3) 規制対象行為

金融サービス市場法第118条の「市場阻害行為」とは、次に掲げる行為(1人の者単独で、又は2人以上の者が共同若しくは協調して行うかに拘らず)をいう¹⁰⁸。

(a) 以下に関連して発生する行為

(i) 所定の市場において取引が承認されている適格投資物件

(ii) 係る市場での取引に対する承認が要請されている適格投資物件、又は

(iii) 第(2)項若しくは第(3)項に関する行為の場合は、係る適格投資物件に関連した投資物件となる投資物件、及び

(b) 第(2)項乃至第(8)項に定める行為のタイプのいずれか1つ又は複数に該当する行為

インサイダー取引に関するものは、同条第(2)項から(4)項に以下のように定めている。①問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、適格投資物件若しくは関連投資物件を内部者が取引する又は取引しようとする場合である。②内部者がその職務、専門的職務又は義務の適正な遂行の過程によらずして別の者に内部者情報を開示する場合である。③上記の①又は②に該当しておらず、次に掲げる行為がある場合である。(a)市場を利用する者には一般に利用可能ではないが、通常の市場の利用者に利用可能であったならば、適格投資物件の取引に影響を与えていたはずの条件を決定するときに、その者が重要であるとみなすか又はその可能性がある情報に基づいたもの、及び(b)市場に関わる立場にある者に合理的に期待される行為基準を当該者が遵守していないと、通常の市場の利用者がみなしている可能性があるもの。¹⁰⁹

(4) 課徴金

インサイダー取引と市場阻害行為に関する主な規制当局はいずれもFCAである¹¹⁰。FCA(Financial Conduct Authority)は、2013年4月1日より英国・金融サービス機構(FSA-Financial Services Agency)の後継機関として設立された規制機関であり、市場阻害行為に対する制裁、インサイダー取引等の違反の訴追活動等を担当している(金融サービス市場法第402条)¹¹¹。この点につき、前述のように、日本では、証券取引等監視委員会は、インサイダー取引違反者に対して、①内閣総理大臣及び金融庁長官に対し課徴金納付命令

¹⁰⁷ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 167 頁。

¹⁰⁸ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 162 頁。

¹⁰⁹ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 162 頁－163 頁。

¹¹⁰ 鈴木・前掲注(94) 「情報伝達・取引推奨行為規制」 23 頁。

¹¹¹ 鈴木・前掲注(94) 「情報伝達・取引推奨行為規制」 23 頁。

を求める勧告や、②検察官に対して刑事訴追を求める告発を行うことができる（金融庁設置法第 20 条 1 項、金商法第 226 条 1 項）¹¹²。従って、証券取引等監視委員会は、インサイダー取引等の違反の訴追活動等を担当していないとの特徴がある。

FCA は、ある者(A)が、(a)市場阻害行為に従事しているか、又は従事したと判断した場合、又は(b) A が関与した場合には、市場における市場阻害行為につながったであろう行為を他の者、又は他の者たちに強要(require)又は助長(encourage)する行動をとった場合、若しくは必要な行動をとらなかった場合には、適当と認める課徴金を課すことができる（金融サービス市場法第 123 条 1 項）¹¹³。また、課徴金を課すことに代えて、当該者が市場における市場阻害行為に従事した旨のステートメントを公表することができる（金融サービス市場法第 123 条 2 項）¹¹⁴。ただし、FCA は、警告通知に対する申立を考慮した結果、当該行為者が、十分な根拠の下に、上記(a)号又は(b)号に該当しないと信じていた、又は当該行為が上記の(a)号又は(b)号に該当しないよう、全ての十分な予防措置を講じ、全ての注意義務を行っていたことと認める十分な根拠がある場合には、課徴金を課さないことができる¹¹⁵。

課徴金を課す手続きには、FCA が、金融サービス市場法第 123 条に該当する違反者に対し、課徴金の額を明示する警告通知(warning notice)を出さなければならない（金融サービス市場法第 126 条）。この警告通知を受けた違反者は、審判所への不服申立の権利を有する（金融サービス市場法第 127 条）。¹¹⁶

3 日本の刑事罰及び課徴金とイギリスの刑事罰及び課徴金の比較

(1) 刑事罰の比較

イギリスでは、金融サービス市場法上の市場阻害行為規制と刑事法上のインサイダー取引規制・不公正取引規制には重複する部分がある¹¹⁷。別々の法律でインサイダー取引を規制するため、その取引行為の悪性、規模の軽重、影響の範囲などに応じたペナルティの対応により、予防的にも制裁としても十分な抑止力が行使できるとみられている。

刑事司法及び金融サービス法に基づく刑事上のインサイダー取引及び相場操縦・不公正取引については、訴追者が、当該違反につき合理的な疑いを超える程度(beyond reasonable doubt)の証明を行うことが求められる¹¹⁸ため、立証が難しいと考えることができる。これに対し、金融サービス市場法に基づく行政規制違反としての市場阻害行為の訴追においては、立証の程度が低く、当該行為の蓋然性の立証のみで足りるとされているた

¹¹² 本稿第 149 頁参照。

¹¹³ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 171 頁。

¹¹⁴ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 171 頁。

¹¹⁵ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 171 頁。

¹¹⁶ 新外国証券関係法令集・前掲注(93) 金融サービス市場法・金融サービス法 173 頁－174 頁。

¹¹⁷ 鈴木・前掲注(94)「情報伝達・取引推奨行為規制」23 頁。

¹¹⁸ 鈴木・前掲注(94)「情報伝達・取引推奨行為規制」23 頁。

め、インサイダー取引の大半が同法上の市場阻害行為違反として訴追されている¹¹⁹。近時、FCA がインサイダー取引規制に重点を置いているため、インサイダー取引に対する刑事訴追も頻繁に行われている状況になっている¹²⁰。

日本では、刑事裁判においては、厳格な証明（証拠能力を有し、適切な証拠調べを経た証拠による証明方式）により（刑事訴訟法第 317 条）、裁判官において違反行為に係る事実の存在につき合理的な疑いを入れない程度に確信を抱きうる程度の立証が必要である¹²¹。要するに疑いの真っ黒の心証形成が必要である。これに対し、課徴金を賦課するための審判手続は、民事裁判で必要とされる立証の程度で足りるため、刑事裁判で求められる立証の程度である「合理的な疑いを超えて事実が証明される程度」に比して相当低い程度とされている¹²²。刑事罰の立証程度と課徴金の立証程度を比較してみると、日本は、イギリスと同様の考え方であるといえる。現在日本では、インサイダー取引に対する刑事訴追は少なくなる状況である。また、刑事訴追が行われていても、執行猶予付きであることが多い。

（2）課徴金の比較

イギリスでは、インサイダー取引の違反者に対し、課徴金を課すかどうかについては、FCA が行政裁量により判断する。この課徴金の性質は、制裁の性質を有している。

日本では、インサイダー取引の違反者に対し、課徴金を課すかどうかについては、証券取引等監視委員会が行政裁量で判断することではなく、同委員会が処分勧告をし、金融庁で課徴金の審判手続を経て、金融庁の担当大臣である内閣総理大臣が審判官作成の決定案に基づき課徴金納付命令等を決定する形式を取っている。

日本の課徴金の性質は、前述したように制裁の性質も有している。課徴金制度では、違反類型（金商法第 172 条―第 175 条）ごとに一般的に想定しうる経済的利得相当額を基準としつつ、具体的な算定方法が法定されている点からみると、課徴金額について裁量行為に任されているイギリスとは対照的な形態となっている。

以上に検討したように、イギリスの刑事罰と課徴金の構成要件は、アメリカのような一般的・抽象的規定ではなく、日本のような形式犯の規定でもなく、別々に構成されている。この構造は、日本の現状に適合的である。イギリスと同様に、刑事罰と課徴金の構成要件を別々に規定し、課徴金については行政裁量に拠るものとすることを提言したい。その理由は、以下の通りである。

① 違反行為の違い

¹¹⁹ 鈴木・前掲注（94）「情報伝達・取引推奨行為規制」23 頁。

¹²⁰ “On the criminal side we concluded four trials, resulting in 13 criminal convictions – 12 for insider dealing and one related to unauthorized business.”
(<http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2013/006.shtml>).

¹²¹ 木目田・前掲注（51）インサイダー取引規制 420 頁。

¹²² 十市崇ほか『金融商品取引法違反への実務対応―虚偽記載・インサイダー取引を中心として』（商事法務、2011）195 頁以下。

課徴金と刑事罰は、その違反者の行為の軽さと重さによって判断できる。例えば、同じ暴行を対象としながら、被害の程度で分けている暴行と傷害のようなものである。このことを、一番よく説明できるのは、金商法第 207 条と金商法第 208 条の規定である。金商法第 207 条は、金商法第 197 条 1 項に規定する有価証券届出書・訂正届出書、発行登録書とその添付書類等に関する重要事実の公表等・特定証券情報等に関し、重要事項について虚偽の記載を行い、又は重要な事項等について虚偽の公表等をした者の法人等に対しては、7 億円以下の罰金刑が科せられる。一方、金商法第 208 条は、届出・登記の懈怠その他手続き違反等に対する過料である。

イギリスの刑事罰と課徴金の構成要件からみると、両者の構造は根本的に違うものである。しかし、刑事罰と課徴金の立証の程度については、日本とイギリスは考え方が同じである。

② 択一的処理

本論第 3 章において、既に幾つかの課徴金の事例を検討したが、課徴金が課せられた事例をみていくと、刑事罰に値しないものである。金商法の課徴金制度は、インサイダー取引等の違反行為を抑止するために、違反行為者に一定の額の金銭的負担を課し、規制の実効性を確保するという行政措置である。分析した課徴金の各事例は、違反行為者が重要事実を知り、それを利用して利益を得る目的で、その重要事実を公表する前に証券の売買等を行うものばかりである。こうした行為は、インサイダー取引に当たり、金商法違反の犯罪行為でもある。これらの違反行為については、課徴金制度が導入される前には、刑事罰の対象とされるのみであった。インサイダー取引事件については、課徴金と刑事罰とを二重に科された事例はないというのが現状である。インサイダー取引に対して、抑止の点からみると、刑事罰の構成要件と課徴金の要件は、イギリスと同様に両者を別個に置き、制裁を科した方がよいと考える。

[悪質で刑事告発された主な事例]¹²³

A 日本織物加工事件¹²⁴

会社の監査役である顧問弁護士が、他社が同社への第三者割当増資にともなう新株の発行をするという重要事実を知り、その公表前に、知人名義でその他社の株式を買ったという事案 懲役 6 月、執行猶予 3 年、追徴金 2621 万円。¹²⁵

B 日本商事事件¹²⁶

薬の副作用ソリブジンによる死者発生という情報を知った製薬メーカーの社員と取引先等が、その事実が公表される前に当該製薬メーカーの株式を売却したという事案、旧証券取引

¹²³ 加藤佐千夫「インサイダー取引の刑事法的規制—裁判例の検討を中心として—」中京法学第 47 巻 3・4 号 121 頁—144 頁 (2013)。

¹²⁴ 最小判平成 11・6・10 刑集第 53 巻 5 号 415 頁。

¹²⁵ 本稿第 107 頁—109 頁参照。

¹²⁶ 最小判平成 11・2・16 刑集第 53 巻 2 号 5 頁。

法第 166 条のバスケット条項を適用し、略式命令で罰金 20 万～50 万円となり、又、皮膚科医師も情報受領者として処罰される。¹²⁷

C 村上ファンド事件¹²⁸

平成 16 年には、TOB 情報を入手してその公表前に同社株を買い付けた事案 懲役 2 年、執行猶予 3 年罰金 300 万円、追徴金約 11 億 4900 万円。¹²⁹

③ 刑罰と課徴金の分離

既に日本でも他人の計算でインサイダー取引を行う場合には、刑罰としての構成要件は充足するものの、原則として課徴金については課することができないことになっており、日本でも課徴金の構成要件と刑事罰の構成要件の適用は、明確に分けられている（金商法第 175 条 1 項 2 号）。構成要件が一致している必然性は、形式犯主義を採る日本でもないことが分かる。

イギリスでは、日本と同様にインサイダー取引に対する刑事法上の立証程度の事情があり、インサイダー取引等の市場阻害行為の訴追においては、金融サービス市場法に基づいて訴追を行う。その理由は、行政規制違反としての立証の程度が低く、当該行為の蓋然性の立証のみで足りるとされているからである。

五 金商法上の課徴金と刑事罰の構成要件との分離

日本の運用実態からイギリスと同様である以上、刑事罰と課徴金の構成要件も別々に構成し、悪質で影響の大きな行為には通常の刑法と同様に各構成要件要素を実質的に解釈し適用が可能なものとし、通常行われる証券取引の中でルール違反としてファウルになるような、金融サービス市場法に基づく行政規制違反的な非倫理的、非破廉恥ないわば商業道徳違反行為については形式的・網羅的に再構成をすることを提言したい。金商法の罪としての構成要件は以下のように提言する。金商法第 166 条及び第 197 条の 2 第 13 号を改正し、構成要件を実質犯化とし、法益侵害結果の有無で判断できるように見直しをする。

第 1 案（イギリス型を直移入する場合）

以下では、イギリスの司法法を参照した上、以下のような条文を置くべきだと考える。なぜなら、上記検討した結果に基づいて、金商法は、刑事制裁の対象となるインサイダー取引がそのまま課徴金の対象となる構造になっているが、課徴金の対象となるインサイダ

¹²⁷ 本稿第 104 頁－107 頁参照。

¹²⁸ 東京高判平成 21・2・3 判例タイムズ 1299 号 102 頁（2009）。

¹²⁹ 本稿第 119 頁－125 頁参照。

一取引は、刑事制裁の対象となる取引とは別の取引類型として具体的に規定を設けた方が現状に適切である。

(1) 内部者として未公開情報を有する者が、当該情報が規制市場で価格に影響を及ぼす証券の取引を行うこと、当該情報が価格に影響を及ぼすことを知りながら証券の取引を他人に推奨すること、および他人にその情報を開示することを、インサイダー取引とする。

(2) インサイダーとは、インサイダーとして未公開情報を有しており、当該情報が内部情報であることを認識し、かつ、それが内部の情報源より得られたものであることを認識している行為者である。

上記のインサイダーには、証券発行者の取締役であること、従業員であること、又は株主であることを通じて、もしくはその者の雇用、役職、職務によって当該情報にアクセスできる者も含まれる。

直接的又は間接的に内部の情報源から情報の伝達を受けた者もインサイダーである。

(3) 内部情報とは、以下のようなものをいう。

(a) 特定の証券又は特定の証券発行者に関する情報であって、証券一般又は証券発行者一般に関するものではないもの、

(b) 具体的又は正確なものであって、

(c) 未公開であり、かつ

(d) 当該情報が公開されたとすれば、証券の価格に重大な影響を及ぼすとされるもの。

(4) 規制の対象行為は、以下のようなものである。

(a) 「取引行為」

インサイダーとして情報を有する個人が、当該内部情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を行うことである。

(b) 「推奨行為」

インサイダーとして情報を有する個人が、当該内部情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を他人に推奨することである。

(c) 「情報の開示行為」

インサイダーとして情報を有する個人が、自己の雇用、役職又は職務に係る適切な履行行為と認められないにも拘らず、当該内部情報を他人に伝達することである。

(5) 抗弁事由(但書とする)

違反者は、以下の事由がある場合、抗弁権を有する。

(a) 違反者が、問題となる行為の時点で、当該情報が当該証券に関連して価格に影響を及ぼす情報であるという事実に戻せしめるべき利益をその取引がもたらすと期待していなかった場合。

(b) 違反者が、取引行為又は推奨行為の時点で、当該情報が公表には至っていないものの、当該取引の参加者が情報を有していないことによって損害を被らないと言える程度に情報が広く開示されていたと信じる合理的な理由がある場合。

- (c) 違反者が、たとえ当該内部情報を有していなかったとしても、当該取引又は推奨行為を行ったであろう場合。

第2案（現在の定め方を一部承継する場合）

第166条 次の各号に掲げる有価証券（以下「特定有価証券等」とする。）の発行者である会社の役員、代理人、使用人その他の従業者若しくは株主（その者が法人その他の団体であるときは、その代表者、役員、代理人、使用人その他の従業者をいう。以下この条及び次条において同じ。又は過去一年以内にこれらの地位にあった者（以下この条において「発行会社役員等」とする。）は、当該会社の有価証券等（当該会社の株券の売買取引に係る契約締結等を含む。以下この条において同じ。）の相場の変動により自己若しくは他人の利益を図り又は当該会社の特定有価証券等の相場の変動による自己若しくは他人の損失を免れる目的をもって、その地位、職務又は業務に関し取得した当該会社の経営、財務又は業務に関する未公開の情報であって当該特定有価証券等の相場に著しい影響を及ぼすべき事実に関するもの（以下この条において「未公開内部情報」という。）を利用して当該会社の特定有価証券等の売買その他の取引をしてはならない。

ただし、売買その他の取引の相手方が当該未公開内部情報を知っているときは、この限りでない。

- 一 第二条第一項第五号、第七号、第九号又は第十一号に掲げる有価証券その他政令で定める有価証券であって、金融商品取引所に上場されているもの
- 二 流通状況が前号に掲げる有価証券に準ずるものとして政令で定める有価証券

2 前項に規定する会社と、その未公開内部情報を取得することができる法令上、契約上又は当該会社の業務上の関係を有する者（その者が法人その他の団体であるときは、その代表者、役員、代理人、使用人その他の従業者をいう。）又は過去一年以内にこれらの者であった者（以下この条において「発行会社業務関係者等」とする。）は、前項に規定する目的をもって、その地位、職務又は業務に関し取得した当該会社の未公開内部情報を利用して当該会社の特定有価証券等の売買その他の取引をしてはならない。この場合においては、前項ただし書の規定を準用する。

3 発行会社役員等又は発行会社業務関係者等は、他人が第一項に規定する目的をもって当該会社の未公開内部情報を利用して当該未公開内部情報を知らない者と当該会社の特定有価証券等の売買その他の取引をすることを知りながら、その地位、職務又は業務に関し取得した未公開内部情報を当該他人に不当に提供してはならない。

4 発行会社役員等又は発行会社業務関係者等からその地位、職務又は業務に関し取得した当該会社の未公開内部情報の提供を受けた者は、第一項に規定する目的をもって当該未公開内部情報を利用して当該会社の特定有価証券等の売買その他の取引をしてはならない。この場合においては、第一項ただし書の規定を準用する。

第4節 民事損害賠償請求権の設定

一 概説

1 民事責任規定の導入

現行の日本のインサイダー取引規制は、海外からの要請によって、特にアメリカの意向を受けて、それを反映したものであるが、前述のとおり規制の枠組み・構成は比較法的にみて独特のものである。しかし、そうした構成要件に係る独自性の他にアメリカ法が導入している民事責任規定を取り込んでいない。そのためインサイダー取引に関係する取引で損害を被った投資者等は、結局一般原則である民法第709条の不法行為責任による損害賠償請求によらざるを得ないことになる。

そもそも、インサイダー取引規制を導入すると決めた昭和63年2月24日の金融審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」では、「内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような措置を講ずべきであるが、取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り組む必要がある。」とし民事責任については当時の拙速的な行程の中に取り込まず、民事賠償責任の取込は慎重に時間を掛け検討することとされた。その後本課題については、認識はされているものの、その後25年以上事実上何も検討がされていない状態が続いている。その理由の一つには課題の複雑さ、具体的には、元々インサイダー取引は被害者のいない犯罪といわれること、行為と損害の因果関係が特定出来るか、被害の範囲などの問題があり、また他の優先課題があったためである。

金商法は現代法の典型のひとつとしてその趣旨を果たすためあらゆるツールが採られるべきものとされている。平成15年12月4日に出された金融審議会金融分科会第一部報告「——市場機能を中核とする金融システムに向けて——」では市場監視機能について次のように述べており、基本認識として「米国SECに比べると摘発件数には顕著な差がある。また、日本では、証券取引法違反に対する民事訴訟による責任追及もあまり行われず、証券取引法の民事責任に関する規定もほとんど利用されていない」¹³⁰。「ひと口に違反行為と

¹³⁰ 金融審議会金融分科会第一部報告「——市場機能を中核とする金融システムに向けて——」（平成15年12月4日）14頁、ホームページ
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir/02.pdf)。

いっても、現実には悪質性の度合いは千差万別である。刑事罰は対象者に与える影響が極めて大きいため抑制的に運用する必要がある、刑事罰を科すに至らない程度の違反行為は、結果として放置されることになってしまう。一方、証券会社などに対する業務停止などの行政処分も違反行為に無関係な顧客の利便性を損なう面があり、行政処分に値する違反行為に限定すべきだが、行政処分しかツールがないために、違反行為の実情に見合った抑止力として不十分と感じさせるケースもみられる。」¹³¹としてそれまでの規制ツールの脆弱性に触れている。

続けて「さまざまな違反行為の程度や態様に応じ、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするためには、金銭的負担を課す制度や違反そのものへの差止・是正命令など、ツールの多様化を図る必要がある。」¹³²として金融商品、取引行為等に応じた他の効果的なツールの採用を勧める。「米国 SEC が連日のように、さまざまなツールを活用して摘発している事態につき、米国民は違反の多さに愛想を尽かすというより、ルール破りは割に合わないという規律を感じ、むしろ市場への信頼の源泉となっている。」¹³³とする。その報告を受けすでに平成 17 年には課徴金制度が導入されているところである。しかし、その後も民事責任については検討されていない。

インサイダー取引規制が導入されてから、取引所取引について不法行為責任を追及した事件は少ない。ジャパンライン事件¹³⁴では証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする不法行為を理由とする損害賠償請求について因果関係がないとして棄却された。

2 アメリカにおける民事責任の考え方

インサイダー取引規制は、アメリカの証券取引所法第 10 条(b)項、ルール 10b-5 の判例展開で見られたように、本来情報の非対称性を補うために、開示義務を課したものである。情報が一般投資者に対し機会均等な接触状況に置かれるならば、例え企業機密であっても市場に情報が出回ることについては当該企業にとって戦略上の痛手になったとしても、市場参加者にとっては基本的に何ら問題がなく、むしろ市場取引が効率的に行われるための前提条件となり、推奨されるものである。ただし、公表した役職員が職務上の善管注意義務や忠実義務などに基づく守秘義務違反の問題は対会社関係で生じることになるが、それはインサイダーとは別の問題である。

¹³¹ 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注(130)「一市場機能の中核とする金融システムに向けて―」14 頁。

¹³² 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注(130)「一市場機能の中核とする金融システムに向けて―」14 頁。

¹³³ 金融審議会金融分科会第一部会報告・前掲注(130)「一市場機能の中核とする金融システムに向けて―」14 頁。

¹³⁴ 東京地裁平成 3・10・29 金融法務事情 1321 号 23 頁(1992)。

そこで公表前に情報を秘匿し、一般の投資者に比べ優位な立場に立ち取引に利用することは、一般投資者に対し市場に対する信用を失墜させ、延いては市場機能を萎縮させるものとして禁止し、開示を義務付けている。では結局、開示が行われずインサイダー取引者が利得した場合にその利得は、どのように措置すべきであろうか。それが民事責任の問題となる。

(1) SEC による請求

インサイダー取引者に対する民事責任の追及の仕方としては、SEC や州の監督当局による執行がある。ここでは州政府監督機関の執行は捨象する。勿論、民事責任なので刑事罰である罰金も除く。

① 吐出し方式

SEC によるインサイダー取引取締の手段は、現在とは異なり 1984 年の法改正までは権限が限定されていた。SEC は裁判所に対し違反行為の差止命令(injunction)と、それに付随する付随的救済命令(ancillary relief)として利益の吐出し(disgorgement)を申し立て、当該インサイダーの得た利益を吐き出させていたに止まっていた。その吐き出させた利益は、裁判所の監督のもとで、被害を受けた投資者に分配されることになる。¹³⁵

② 民事制裁金

ところが吐出しでは、インサイダー取引者は違反が発覚したときにその利益を放棄すれば免責されることになり、結局インサイダー取引は「やり得」になってしまう。そこで連邦議会は、1984 年になりインサイダー取引制裁法(Insider Trading Sanction Act)を制定し、インサイダー取引の違反者に対し、得た利益等の 3 倍までの範囲内で民事制裁金を課す制度を設けた。具体的には証券取引所法第 21A 条で、インサイダー取引の違反者および違反者を支配する者(会社など)に対し SEC が民事制裁金を求める訴訟を連邦地方裁判所に提起できる旨を定めた。民事制裁金の額は、3 倍額と云われ違反行為により得られた利益または回避された損害の額の 3 倍以内の範囲で裁判所が定めることとなった。違反者を支配する者に対する民事制裁金制度は、その者の責任規定(証券取引所法第 20 条(a)項)とともに 1988 年改正により加わったものである。民事制裁金は、吐出し利益に加えて請求・徴収される。¹³⁶

(2) 私人による請求

① インサイダー取引の被害者

インサイダー取引による被害者について、候補を挙げてみる。要は、民事責任の原告適格の問題である。A インサイダー取引の相手方となった者(相対取引者)、B インサイダーと同時期に公開市場でインサイダーと対向する取引を行った者、C 同時期に同方向で取引を行なった者、D インサイダー取引から同時期を除き情報が開示されるまでの間に対向する取

¹³⁵ 黒沼・前掲注(30)証券取引法 167 頁。

¹³⁶ 黒沼・前掲注(30)証券取引法 167 頁。

引を行なった者の4タイプが考えられる。しかし、Cの同方向の取引者は、インサイダー取引がなければ市場価格が変動しなかったことを根拠としており、むしろ相場操縦における損害賠償として位置付けることができるので除外する。¹³⁷

インサイダー取引者は、後で述べる同時の対向する取引者の場合も含めて誰に対していくらの損害賠償責任を負うべきかについて、明確な判例理論は形成されていない。アメリカにおいてインサイダー取引は、不実表示に適用されるのと同じルール 10b-5 の違反と捉えられているのであるから、不実表示による民事責任と同様の解釈によればよいとも考えられる。¹³⁸

② 損害賠償額の算定方式

不実表示によって損害を被った投資者に与えられるべき損害賠償の額については、4つの方式がある。A 現実損害賠償方式(out of pocket measure)、B 原状回復方式(rescissory damage measure)、C 不当利得返還方式(windfall measure of damages)、D 取引利益賠償方式(benefit of bargain measure)の4タイプが基本的に考えられ、判例で用いられている。これらの中で、市場取引である原告被告間に契約関係等の特別の関係のない没個性的取引の場合は、Bの現実損害賠償方式が基本となると考えられている。¹³⁹

日本でも、現実的損害賠償方式が開示行為について虚偽があった場合に採用されている(金商法第18条、第19条)。この方式を適用した場合インサイダーの義務は開示・取引断念義務であるから、インサイダーは取引を開始したときから、未公開情報が開示されるときまで継続して開示義務に違反していると解すれば、インサイダーはその間に市場でインサイダーと対向する取引をした者に対し、情報が開示されていたならば証券が有していたであろう価格と実際の取引価格との差額を賠償する責任を負うことになる。¹⁴⁰

この方式の場合、時間の経過により損害額の拡大が考えられる。インサイダーが取引を行った時点と未公開の情報が開示された時点との間が僅かであれば、その価格変化は小規模で収まることが通常である。しかし、時間の経過によって情報が浸透し株価は上下何れの方にも加速度が付き、大きく変化する。不実表示などの場合に比べて大きい。そうなると、インサイダーの損害賠償額は莫大な額になる可能性が高い。会社による不実表示や不開示の場合と異なり、インサイダー取引は一般的に会社に対し潜行して行われるので、インサイダー自身が開示することは予想できず、市場が気付く、又は会社が開示を行うのには、時間がかかるものである。従って、現実損害賠償方式による投資者の損害の総計は、インサイダー自身が取引によって得た金額を大幅に超えることになる。¹⁴¹

③ Elkind v. Liggett & Myers, Inc. 判決¹⁴²

¹³⁷ 黒沼・前掲注(30) 証券取引法 170 頁-171 頁。

¹³⁸ 黒沼・前掲注(30) 証券取引法 168 頁。

¹³⁹ 黒沼・前掲注(30) 証券取引法 168 頁。

¹⁴⁰ 黒沼・前掲注(30) 証券取引法 168 頁。

¹⁴¹ 黒沼・前掲注(30) 証券取引法 168 頁。

¹⁴² Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir.1980).

連邦裁判所は、現実損害賠償方式であるにしても損害賠償額を制限する理論を試みている。代表的なものは Elkind 事件である。Elkind 事件では Liggett 社の役員が株価を押し下げるような重要情報をアナリストに伝達し、その情報に基づいて情報受領者 (tippee) による株式の売却が行われたことについて、発行会社の損害賠償責任が追及された。連邦地方裁判所は、最初の情報伝達から情報の開示までの間に Liggett 社の株式を購入した者は、支払った価格と情報開示後の価格との差額について損害賠償を請求できると判示した¹⁴³。要は制限なく、インサイダーの違反（この場合は情報伝達）から情報開示までの間に取引をした投資者に対して現実損害賠償方式による損害賠償を与えた。これに対し第 2 巡回区控訴裁判所は、各方式を仔細に検討した結果、損害賠償額を情報受領者が得た利益の額に限定した。

Elkind 判決では、次の理由で限定をした。

第一の現実損害賠償方式は重要な不実表示や不開示によって取引に誘い込まれた投資者の損害を算定するために用いられてきた方式である。当然のことながら、証券取引所で取引する投資者は、没个性的取引であって情報提供者や情報受領者の売買取引によって取引するよう誘い込まれたわけではない。また、何も知らない会社の株主の犠牲において、インサイダーの行為と情報開示との中間にいるすべての投資者に損害賠償を付与することは、犯した行為に比べて法外に苛酷な責任を課すことになる可能性があることも、合理的ではない。第二の方式は、インサイダー取引当時またはそれ以前に市場で株式を買い付けた者が、インサイダーの取引によって引き起こされた株価の下落分の損害を被ったと解し、その賠償を得させることである。しかし、このようなインサイダー取引は原告の株式購入に「関して」行われたものとはいえないからルール 10b-5 の要件を満たさないため、損害賠償を請求することができない。第三の選択肢として、①もし当該情報を知らされていたら取引を遅らせていたか、取引を行わなかったであろう投資者に対し、当該情報の知得または当該情報の公開後合理的な時期までの、購入後の株価の下落を回復させるが、②投資者の回復額は、情報受領者が取引により得た利益の額に制限することが考えられる。この吐出し方式によるときは、利益を剥奪するからインサイダー取引に対する一応の抑止効果が認められ、現実損害賠償方式によるときの賠償額の算定の困難を回避することができる。この吐出し方式が最も衡平な解決をもたらすものと考えられる、とする。¹⁴⁴

本判決は、インサイダー取引の民事責任についてのリーディング・ケースとなり、その考え方は同時取引者による請求を認めた証券取引所法の 1988 年改正に取り入れられた¹⁴⁵。

後述するが、金商法によって投資者の救済を図るとした場合、まずインサイダー取引の損害賠償請求権を優先して認めるべきである。救済を民法の不法行為による請求として構

¹⁴³ 黒沼・前掲注（30）証券取引法 169 頁。

¹⁴⁴ 黒沼・前掲注（30）証券取引法 170 頁。

¹⁴⁵ 黒沼・前掲注（30）証券取引法 170 頁。

成する場合には、没個性的な集団的取引である証券取引所取引には損害との因果関係は、およそ認め難いものがある。損害賠償請求権がなければ、被害者を特定することも無意味である。

上記の点につき、アメリカでは、証券取引所法第 20A 条に基づいて、インサイダー取引行為者と同時に取引を行った投資者は、インサイダー取引者に対する損害賠償請求訴訟を提起することができる。その理論は、Chiarella 判決¹⁴⁶および Dirks 判決¹⁴⁷によるものであり、それは、開示義務というものが 2 人の当事者間の特別の関係から生じるものであって、当該義務に違反するインサイダー取引者は同時取引者に民事責任を負うべきであるというものである。「特別関係」とは、Chiarella 判決および Dirks 判決で示された三角関係であり、両判決はともに、インサイダー取引者と対向取引者との間の信認関係を強調しているのである。この考え方は、黙示の私的訴権の行使にあつては、当事者関係があることを要件とすることを示唆している¹⁴⁸。当事者関係に関する要件は、必ずしも株式市場で行ったインサイダー取引の私的訴訟原因を無効とするものではない。Chiarella 判決および Dirks 判決は、ルール 10b-5 下での責任が伝統的な特別関係の違反に基づく場合には、関係のある当事者だけが黙示の私的訴権を行使できるということを示唆している¹⁴⁹。黙示の私的訴権の行使が関係当事者に限られるかどうかはさて置き、1988 年、議会は「同時」取引者に対して明示の訴訟原因 (express cause of action) を定めた (証券取引所法第 20A 条)¹⁵⁰。しかし、なぜ、アメリカでは上記の理論を形成できたのか。以下では、それを検討していく。

二 1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法の分析

1988 年、アメリカ下院は全会一致で H. R. 5133¹⁵¹ (1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法 (ITSFEA)) を通過させた¹⁵²。下院委員会は、H. R. 5133 には政府が違法な取引スキームを調査し捜査するのに役立つようにと工夫された条項を含んでいると強調した。証券取引所法の新しい 21A 条の一部は、インサイダー取引に対する民事制裁の賦課に結びつく情報を提供する人への報奨金を付与する権限を、SEC に認めている。しかし ITSFEA は、違法なインサイダー取引の立法上の定義がなされていないことで批判されることになる。¹⁵³

¹⁴⁶ Chiarella v. United State, 445 U.S. 222 (1980). 本稿第 26 頁－29 頁参照。

¹⁴⁷ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, at 654 (1983). 本稿第 29 頁－33 頁参照。

¹⁴⁸ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 572.

¹⁴⁹ *Id.* at 577.

¹⁵⁰ *Id.* at 577.

¹⁵¹ 100th Cong., 2d Sess., 134 CONG. REC. H7570 (daily ed. Sept. 14, 1988).

¹⁵² Barbara Bader Aldave, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988: An Analysis and Appraisal*, 52 Alb. L. Rev. 893 (1988).

¹⁵³ Aldave, *supra* note 152, at 895-896.

1984年インサイダー取引制裁法は、証券取引所法(1934年)に第21条(d)項(2)号を加えた¹⁵⁴。同項は、ある者が国法証券取引所の施設を通じて、又はブローカー若しくはディーラーを通じて、重要な未公開情報を有する間に証券を売買すること、又はそのような情報を有する間に情報を他人に伝達してその他人が取引を行うことにより、証券取引所法に違反する場合には、SECは民事制裁金を課するとの裁判所の命令を求めることができる。この民事制裁金は、アメリカ財務省へ支払うこととなるが、その額は不法取引の結果として得られた利得又は免かれた損失額の3倍を超えることはできない。¹⁵⁵

1988年、ITSFEAは証券取引所法第21条(d)項(2)号を廃止し、それに代えて証券取引所法の21A条を設けた。証券取引所法第21A条は、重要な未公開情報を有する間に取引を行うこと、又はそのような情報を有する間に情報を他人に伝達して他人が取引を行うことにより証券取引所法に違反する者に対して民事制裁金を賦課することを認めるだけでなく、当該違反時にその違反を犯した者を直接に又は間接に支配していた者にも民事制裁金を賦課することができる。¹⁵⁶

ITSFEAは、インサイダー取引者及び情報伝達者をカバーするだけでなく、その従業員によってインサイダー取引又は情報伝達のような行為を防止する適当な手段をとらなかった支配者もカバーするために、1984年インサイダー取引制裁法の民事制裁金条項を拡張した¹⁵⁷。下院委員会は、ITSFEAによって民事制裁金の責任を拡張する理由を以下のように述べている。

「委員会の意図は、支配者が負うべき民事制裁金を拡張することにより、支配者が熱心に従業員を監督するようにと、経済的インセンティブを増加させることになる。証券会社が従業員と代理人を効果的に監督することは、投資者保護という連邦の規制スキームの基礎となっている。」¹⁵⁸

「支配者」の定義については、ITSFEAに関する下院委員会報告書で以下のように要約されている。¹⁵⁹

「『支配者』とは、雇用者だけでなく、他の者に対する指揮、管理、方針若しくは活動に影響を及ぼす、又は支配する権限を有する者を含む。『支配』とは、それが行使されるか否かを問わず、そのような権限を有することから判断される。委員会は、個別情報に応

¹⁵⁴ Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984) (codified at 15 U.S.C. § 78u(d)(2) (Supp. V 1987)).

¹⁵⁵ Aldave, *supra* note 152, at 905.

¹⁵⁶ *Id.* at 905-906.

¹⁵⁷ Section 20(a) of the Exchange Act of 1934.

¹⁵⁸ H.R.Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 17, reprinted in 1988 U.S.Code Cong. & Admin. News 6043, at 6054.

¹⁵⁹ Howard M. Friedman, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 68 N.C.L. Rev.465, at 477 (1990).

じてケースバイケースで SEC と裁判所が「支配者」の文言を解釈し続けることを期待している。」¹⁶⁰。

支配者としての責任を負うことになるブローカー・ディーラー又は投資顧問会社に対しては、ITSFEA では義務的なコンプライアンス・プログラムを課している。投資顧問会社は、その会社自体又は会社関係者による重要な未公開情報の不正利用を防止するため、業務の性格を考慮に入れたうえで、合理的に立案された書面による政策及び手続を確立し、維持し、執行しなければならない¹⁶¹。SEC は、ブローカー・ディーラー又は投資顧問会社が証券取引所法第 15 条 (f) 項又は 1940 年投資顧問法第 204A 条により要求される方策又は手続を決定し、維持し又は実現することを承知のうえで又は未必の故意により怠ったものであり、かつその怠慢が実質的に当該違反を構成する行為の発生を促し又は許容したものであることを立証できる場合、ITSFEA ではそれらの会社に対して、支配者責任として民事制裁金を賦課することを認める¹⁶²。

さらに、ITSFEA では、ブローカー・ディーラー又は投資顧問会社に対する具体的なコンプライアンス方針又はそのための手続きを求める規則を公布する権限を SEC に与えている。

163

ブローカー・ディーラーではない支配者又は投資顧問業ではない支配者は、その支配されていた者が違反となるような行為を行いそうであるという事実を知っていた又は無謀に無視したうえで、かつ行為の発生する前にそのような行為を防止する適当な手段をとらなかったことを、SEC が立証する場合には、ITSFEA では SEC がそれらの支配者に対して民事制裁金を課することができるとしている¹⁶⁴。同条項は、雇用者たる会社が、証券の発行者に関する又は証券市場に関する重要な未公開情報を内々に知っている場合には、その雇用者には特別の問題を生じさせたのである。法律事務所、銀行、会計事務所、金融出版社及び発行者自身は、それらの会社が従業員による情報濫用のリスクをコントロールする手段をとらなければ、民事制裁金のリスクに直面する。¹⁶⁵

¹⁶⁰ H.R.Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 17, reprinted in 1988 U.S. Code Cong. & Admin. News 6043, at 6054.

¹⁶¹ The required compliance programs are set out in § 15(f) of the Securities Exchange Act, 15 U.S.C. § 78o (f) (1988), for registered broker-dealers, and in § 204A of the Investment Advisers Act, 15 U.S.C. § 80b-4a (1988 Supp.), for investment advisers. 新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法第 228 頁。

¹⁶² Securities Exchange Act, § 21A(b)(1)(B), 15 U.S.C. § 78u-1(b)(1)(B) (1988 Supp.). 新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 351 頁。

¹⁶³ Securities Exchange Act, § 15(f), 15 U.S.C.A. § 78o(f) (1988 Supp.); Investment Advisers Act, § 204A, 15 U.S.C.A. § 80b-4a (1988 Supp.).

¹⁶⁴ Securities Exchange Act § 21A(b)(1)(A), 15 U.S.C. § 78u-1(b)(1)(A) (1988 Supp.). 新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 351 頁。

¹⁶⁵ Friedman, *supra* note 159, at 478.

ITSFEA の下で支配者に課されるかもしれない制裁金は、その支配されていた者に課される制裁金とは多少異なる。基本的な算定基準は、得られた利得又は免れた損失の額の 3 倍であり、制裁金の額は 100 万ドルを超えることはない。¹⁶⁶

さらに、支配されていた者が情報伝達者であり、第一次情報受領者、第二次情報受領者がいる場合には、その支配者の責任は、支配されていた者が情報を伝えた相手方が得た利得又は免れた損失に基づくものとなる¹⁶⁷。立法の経緯からこの文言が明らかになる。重要な未公開情報を直接に受領した者が取引を行う場合、支配者は第一次情報受領者が得た利得又は免れた損失に基づいて民事制裁金を支払う責任を負う。第一次情報受領者が重要な未公開情報に基づいて取引を行うのではなく、直接的に利益を受けることもなく、むしろ取引を行う他人へのパイプとして、未公開情報を伝えた場合、支配者は、「その情報が公開される前に、その情報に基づいて取引を行うことができる者の循環連鎖 (endless chain) 取引」¹⁶⁸により、得た利得又は免れた損失の制裁金の責任を負わない。支配者は、第一次情報受領者の取引により得られた利得又は免れた損失に基づいた民事制裁金に対してのみ責任を負う。¹⁶⁹

三 私的訴権

ITSFEA は証券取引所法に 20A 条を加えた。それは重要な未公開情報を有する間に、同法に違反して取引を行う者に対し、その者の取引相手となった投資者に明文で訴権を付与するものである。証券取引所法第 20A 条(a)項は以下のように述べている。

「重要な未公開の情報を有しながら証券の購入又は売却を行うことにより証券取引所法又はこれに基づく規則若しくは規制の規定に違反する者は、所轄の裁判所における訴訟において、当該違反の対象となっている売買と同時に同じ種類の証券を購入（証券の売却が違反行為である場合）し又は売却（証券の購入が違反行為である場合）した者に対し責任を負わなければならない」¹⁷⁰。

支配者は、証券取引所法第 20A 条により責任を負う従業員を雇用しているという理由のみで責任を負うことはないが、証券取引所法第 20 条(a)項による責任を負うことになる。証券取引所法第 20A 条の下で提起された訴訟において、証券取引所法に違反して重要な未公開情報を伝達した者は、それらの情報受領者と連帯して責任を負う。証券取引所法第 20A 条に基づく訴訟は、5 年の出訴期限 (statute of limitations) に服するものである。¹⁷¹

¹⁶⁶ Id. at 479.

¹⁶⁷ Securities Exchange Act § 21A(a)(3), 15 U.S.C. § 78u-1(a)(3) (1988 Supp.).

¹⁶⁸ H.R.Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 19, reprinted in 1988 U.S. Code Cong. & Admin. News 6043, at 6053.

¹⁶⁹ Friedman, *supra* note 159, at 479.

¹⁷⁰ 1934 年証券取引所法第 20A 条。新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 338 頁。

¹⁷¹ Aldave, *supra* note 152, at 913-914.

以下では、私的訴権について検討していく。

1 Moss v. Morgan Stanley Inc. 判決¹⁷²と同時取引者

Moss 事件では、第二巡回区控訴裁判所は、同時取引者は、原告にではなく第三者に負うものとされる義務に違反して入手した重要な未公開情報に基づいて取引を行った部外者に対する訴訟原因を有していないと判断した。同事件では、原告の提起した訴訟を地方裁判所が棄却したことを支持した。原告は、被告がその雇用者から不正流用して得た秘密情報に基づいて 11,700 株を購入したのと同じ日に同会社の 5,000 株を売却したものである。第二巡回区控訴裁判所は、被告が負うべき開示義務を原告にも負っていることを立証できなかったため、原告は証券取引所法第 10 条 (b) 項又はルール 10b-5 の下では、損害賠償を請求することができないと判断した¹⁷³。

第二巡回区控訴裁判所は、なぜルール 10b-5 の私的損害賠償請求が不正流用理論の下で認めることができないかということについて、満足のいく説明をしていない。従って、Moss 事件は、損害を受けた株の購入者又は売却者が被告との信認関係の存在を立証することができない場合には、ルール 10b-5 の損害賠償請求訴訟を提起するうえでの障害となった¹⁷⁴。

Chiarella 判決と Dirks 判決の射程範囲を超えて起こる適格の問題が、ルール 10b-5 の訴訟に存在する。発行者の証券を売買した株主がいるとしても、どの株主がルール 10b-5 の下で回復を求めることができるのか。上訴裁判所は、この問題についても意見が分かれた。この点については、裁判所の中には欺瞞的な (fraudulent) 取引に当たる株の購入者又は売却者は訴訟を提起することができると判断するものがあるが、その他の裁判所はインサイダーと直接取引を行った投資者だけが損害を回復することができると判断した。Shapiro 事件¹⁷⁵では、会社の収益が減少するとの報告を開示する前に、株を購入した株主がブローカーとその株を売却した顧客に対する訴訟を提起した。ブローカーは顧客たる会社から情報を得て、機関投資家にその情報を漏らした。それらの投資者は情報が開示される前に、3 日間で約 165,000 株の証券を売却した。ブローカーとその顧客が開示義務を原告株主に負っていたかどうかを判断する際に、第二巡回区控訴裁判所は、「被告によって売却された実際の株の購入者だけではなく、公開市場で同じ期間に重要な未公開情報を知って株を購入したすべての人にも義務を負う」¹⁷⁶と述べた。被告と偶然に取引を行う投資者だけではなく、市場で取引を行うすべての投資者がインサイダー取引によって不利益を受けるので、同裁判所は、ルール 10b-5 私的訴訟の必要条件としての当事者関係を必要としないとした¹⁷⁷。し

¹⁷² Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F.2d 5 (1983). 本稿第 35 頁－36 頁参照。

¹⁷³ Id. at 15.

¹⁷⁴ Peter J. Henning, *Between Chiarella and Congress: A Guide to the Private Cause of Action for Insider Trading Under the Federal Securities Laws*, 39 U. Kan. L. Rev. 1, at 30 (1990).

¹⁷⁵ Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

¹⁷⁶ Id. at 237.

¹⁷⁷ Id. at 239.

かし、同裁判所では、何が当事者の主張での「同じ期間」を構成するかを判断するうえで、適用される限定については論じていない。¹⁷⁸

Fridrich 事件¹⁷⁹では、第六巡回区控訴裁判所は私的インサイダー取引の主張に対して、より限定的な当事者関係の要件を採用した。Fridrich 事件は、株式公開買付け交渉に関する未公開情報を得た被告による購入に関するものである。被告は 1972 年 4 月に株を購入し、その情報は 1972 年 6 月 29 日に開示された。1972 年 5 月、2 人の原告がその株を購入した。その 2 人以外の投資者が 5 年前にその株を購入した¹⁸⁰。同裁判所は、被告と同じ期間に取引を行ったすべての者に回復を許すという Shapiro 事件のアプローチを拒否し、被告は彼らが直接取引を行っていない原告には損害をもたらさなかったと判断した。この判断は、被告が証券市場において取引の相手方となる者のすべてに責任を負うことになるならば直面することになる、圧倒的に大きな損害の問題を避けている。¹⁸¹

Celebrezze 裁判官は、インサイダー取引事件での原告たり得る者を、被告と「同時に」取引を行った者に限定することを提言した。同時取引者が証券市場で取引を行う場合であっても、欺瞞取引によって直接に影響を受けるので、インサイダーは同時取引者の開示義務を負うことになる¹⁸²。¹⁸³

2 私的訴権の確立

証券取引所法の 20A 条は、発行者の株主への開示義務に違反した被告に対する同時取引者による私的訴訟と、第三者への開示義務に違反した被告に対する同時取引者による私的訴訟の区別をしていない。下院エネルギー・通商委員会は、Moss 事件に言及して、証券取引所法第 20A 条は「被告の義務違反が不正流用理論を前提とする場合、原告の損害回復を認めなかった事件を覆すことを目的とする」¹⁸⁴と、報告した。証券取引所法第 20A 条は、どの理論に基づこうとも、重要な未公開情報を有している間に、証券の売買によって同法に違反した者に対して、市場取引の相手方として同時に取引した投資者は、損害賠償請求訴訟を提起することを認めている。¹⁸⁵

¹⁷⁸ Henning, *supra* note 174, at 30-31.

¹⁷⁹ Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 (6th Cir. 1976). 本稿第 60 頁－61 頁参照。

¹⁸⁰ Id. at 309.

¹⁸¹ Henning, *supra* note 174, at 31.

¹⁸² Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 at 326-327 (6th Cir. 1976).

¹⁸³ Henning, *supra* note 174, at 31.

¹⁸⁴ H.R. REP. NO. 910, 100th Cong., 2d Sess. 26, reprinted in 1988 U.S. CODE CONG. &

ADMIN. NEWS 6043, at 6063.

¹⁸⁵ Aldave, *supra* note 152, at 915.

証券取引所法第 20A 条は、インサイダー取引者に対する訴訟原因を明文で認めたが、「同時」の文言を定義していない。下院報告書は、「この法案は、判例法上展開されてきた『同時』の文言を定義していない」¹⁸⁶と述べている。¹⁸⁷

損害賠償請求を行うことになるかもしれない不特定の者のために、連邦議会が創設した私的訴訟原因は、責任の問題に入る前に、誰が訴訟適格を有するかという先決すべき争点 (the preliminary issue) について判断するために、努力することを裁判所に求めている。さらに、連邦議会は、同時取引者を定義する裁量を裁判所に認めているが、このことにより法の趣旨とは一致しない結果が生じることになるかもしれない。厳格な手法を採る裁判所は、「同時」を解釈して、取引が一定時間又は期間が過ぎてから行われた場合——インサイダー取引では、しばしばこういうことが起きるが——に、同一の時間帯又は同一日に取引を行った者に限定されることがあるし、他の裁判所はより拡張的な解釈を採用するかもしれない。¹⁸⁸

連邦議会は、損害賠償の額を被告が得た利得又は避けることができた損失に限定することによって、同時取引者に対して負うことになるかもしれない責任の範囲を限定した。しかし、この損害賠償額の限定は、誰が私的訴権を利用することができるかという問題を解決してはいない。証券取引所法第 20A 条は普通の私人たる当事者が訴訟を提起する誘因を減少させている。その理由は、個人投資者が受けた損害額は同時取引者全体と比較して少額であることによる。従って、証券取引所法第 20A 条の私的訴訟原因を広範囲に渡って与えているようにみえたとしても、それは、限定的に解釈されるかもしれないし、同時取引者が被った損害に比較して、ごくわずかな損害回復を認めるに過ぎない程度の権利である。

189

証券取引所法第 20A 条は、同じ種類の売買者への責任を限定してインサイダー取引により影響を受ける会社に関連するすべての証券——例えば、指数連動型上場投信株 (stock tracked by the index)¹⁹⁰ のバスケット¹⁹¹ の中に売買の対象となった会社を含む市場指数¹⁹²

¹⁸⁶ Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, H.R. Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 27, reprinted in 1988 U.S. Code Cong. & Admin. News 6043, at 6064.

¹⁸⁷ Henning, *supra* note 174, at 32.

¹⁸⁸ *Id.* at 32-33.

¹⁸⁹ *Id.* at 33.

¹⁹⁰ Index Tracking Stock と表記されているが、これは Index Shares と同義とされている。上場投資信託 (Exchange-Traded Funds) には二つのカテゴリーがあるが、その一つ。インデックス・シェアには二つの形態がある。一つはポートフォリオ連動型預託証書 (Portfolio Depositary Receipts) とインデックス・ファンド・シェアである。インデックス・シェアは、ミューチュアル・ファンド (Mutual Fund) あるいは単位型投資信託 (Unit Investment Trust) の所有権を表しているが、これらのファンドや投資信託は、特定の指数 (Index) (マーケット全体、セクター別、国際など) の実績や配当利回りに連動している。一つのインデックス・シェアには株式のポートフォリオ全体が組み込まれているが、投資家はこのインデックス・シェアをあたかも普通株式 (Common Stock) を売買するように売買することができる。ジョン・ダウNZ=ジョーダン・エリオット・グッドマン編 (西村信勝ほか訳) 『バロンズ金融用語辞典』(日経 BP、2009) 0499 頁-0500 頁。

連動証券 (Market Index securities) ——の取引を行う者の主張にまでインサイダーの責任を拡張するものではない。しかし、以前はルール 10b-5 の私的訴訟の対象ではなかった社債のような証券をカバーするために、証券取引所法第 20A 条はインサイダー取引の責任を拡張している¹⁹³。¹⁹⁴

証券取引所法第 20A 条は、裁判所の展開した不正流用理論を是認する。連邦議会は、インサイダー取引の責任に関する法理論を認めたが、ルール 10b-5 が適用されるのは、どのような行為かについては、曖昧に規定するのみである。不正流用理論は義務違反を求めるが、裁判所は、義務違反がなされた場合に、責任の根拠を形成する義務を生じさせる関係を詳細には述べていない。これまでのところ、雇用関係及び家族関係は、ルール 10b-5 訴訟で政府が主張する義務違反の根拠であった。しかし、それは、内部情報を得る際に裏切られるかもしれない信認及び信頼義務についての人間関係の範囲を論じ尽くしてはいない。従って、証券取引所法第 20A 条は、重要な構成要素の一部のみが明確に表現されているだけであった理論に基づいて、私的当事者に損害賠償を求める権利を与えているのである。その結果、連邦議会は証券取引所法第 20A 条の展開のうえで明確なガイドラインを提供することもないまま、生成途中の概念を拡張された民事責任の根拠に上げたのである。¹⁹⁵

3 私的吐出し訴訟のメリットの疑わしさ

下院エネルギー・通商委員会は、同時取引者はインサイダー取引者に対する訴訟原因を明文で認められるべきであると勧告した理由を説明する折に、個人の訴訟が連邦証券法の執行の一助となるという馴染み深い論拠に依拠した。同委員会は、Moss 事件の結論を立法

¹⁹¹ アメリカン証券取引所 (American Stock Exchange Amex) およびフィラデルフィア証券取引所 (Philadelphia Stock Exchange=PHLX) が導入したが、物議をかもした結果 1989 年に撤回した金融商品。index participations または cash index participations(CIPS)などともよばれる。この商品は、小口投資家が個々の株式を買うことなく、ポートフォリオ投資 (S&P 500 種株価指数やダウ・ジョーンズ工業株 30 種平均と歴史的に相関関係にある 25 種株式指数) を可能とした。この商品は、先物 (Futures Contract) やオプション (Option) のような期限がなく、しかも四半期ごとに配当支払いを行うなど、株式所有者としての利点があった。当初、この商品は、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission=SEC) から証券として承認されたが、商品先物取引委員会 (Commodities Futures Trading Commission) から先物取引であるとの申し立てを受けた。連邦政府裁判所が証券取引委員会の敗訴としてので、証券取引所はこの商品の取引を中止した。西村信勝ほか訳・前掲注 (190) 金融用語辞典 0086 頁-0087 頁。

¹⁹² 構成する銘柄の加重価値 (weighted values) を表す数字。例えば株式市場指数 (Stock Market Index) は、各株式の価格と発行済株式数によって加重されている。スタンダード・プアーズの 500 種株価指数 (Standard & Poor's 500 Stock Index) は最も幅広く使用されている指数 (Index) の一つであるが、その他無数の指数がさまざまな業種の株を追跡している。西村信勝ほか訳・前掲注 (190) 金融用語辞典 0622 頁。

¹⁹³ 1934 年証券取引所法 3 条(10)項及び 20A 条(a)項。新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 87 頁-88 頁、338 頁。

¹⁹⁴ Henning, *supra* note 174, at 34.

¹⁹⁵ *Id.* at 34-35.

府が覆した理由を説明する際、Moss 事件の結果は証券取引所法の「救済目的」と矛盾しているという考え方を示した。しかし、証券取引所法第 20A 条を採択する際には、委員会の示した理論的根拠は説得力を欠く。同時取引者が違法に受けた取引上の損害の賠償請求訴訟は、インサイダー取引によって実際に引き起こされた損害を救済できないし、そのような訴訟は証券法の執行の一助ともならない。¹⁹⁶

重要な未公開情報の未開示によって損害を受けた投資者は、誰かに対し損害賠償を請求できるとしても、それは開示義務に違反した人に対する請求である。しかし、重要な未公開情報に基づいて取引を行った者が、必ずしも開示義務に違反した人であるというわけではない。通常の場合、重要な未公開情報に基づいて取引を行う者は、その情報を特定の証券取引者又は一般投資者に当該情報を開示する義務も権利もない。その違反の重要な点は、違反者が取引したということであり、情報を未開示のままにしていたということではない。なぜならば、未公開の重要情報は企業活動をしていっても生じることである。重要情報を開示するかどうかは、企業戦略にとって重要な判断行為である。¹⁹⁷

重要な未公開情報を有する間に取引を行って法に違反した被告に対する私的訴訟原因は、被告の違反行為すなわち取引により損害を受けた個人又は集団が開示の権利を有する場合にのみ、救済の目的を果たすことができる。証券取引所法第 20A 条は、重要な未公開情報に基づいて違法な取引を行った場合の現実の被害者ではあっても、特定できない被害者のための訴訟原因を設けてはいない。むしろ、新しい条項は、偶々被告と同時に取引を行った者に訴訟原因を明文で付与しているが、市場取引で被告の相手側として取引を行った者に限定されている。これらの者は、特定できる者から構成され、被告の違反行為によって現実に損害を受けた者のみに限定されるが、そうした損害を受けたすべての者を含むものではない。¹⁹⁸

証券取引所法第 20A 条は、被告の違法取引によって実際に損害を受けた者以外の者にも訴訟原因を認めるので、それは救済又は補償の手段として正当化されることはない。また、同条項は、証券諸法の執行の一助として正当とされることもない。現実にも、個人投資者又は投資者集団が被告の違法に得た利益から損害を回復するための訴訟を提起することを認めることが、違法な取引を抑止 (detering) し、確知 (detect) し、処罰する上で、政府に多くの支援を与えることはまずないだろう。インサイダー取引を行おうと考えている者は、連邦検察官が訴追するという脅威によっても怯むこともなく、又は SEC がそうした者に対し差し止め命令を求めたり、その者の利益の吐出しを求めたり、及び 3 倍額の賠償の支払いを求めたりするというリスクにも怯むことはないが、同時取引者が利益の吐出しを求める訴訟を提起する可能性があるからということが、インサイダー取引を抑止するかもしれない。原告となるかもしれない者のかなり多くの者が独力でインサイダー取引スキーム

¹⁹⁶ Aldave, *supra* note 152, at 916.

¹⁹⁷ *Id.* at 917.

¹⁹⁸ *Id.* at 917-918.

を発見し、調査して、以前には暴かれていない違法行為の事件を、SEC が気付くようにするということも等しくありそうにはないことである。¹⁹⁹

4 ITSFEA のまとめ

1988 年インサイダー取引・証券詐欺取締法（ITSFEA）は概して良い立法である。ITSFEA の中核たる条項は、支配されていた人がインサイダー取引に従事するかもしれないという徴候を無謀に無視し、支配されていた人が法に違反するのを防ぐために適切な手段を取らなかった支配者に、SEC が民事制裁金を求めることを認めることにある。この条項（現在証券取引所法の新しい 21A 条で具体化された）は、雇用者及び他の支配者が、従業員や代理人によるインサイダー取引を防ぐための努力を強化するように誘うという目的を達成できるだろう。ITSFEA の別の重要な条項は、インサイダー取引に従事した人から不正利得を取り戻すために、同時取引者による私的訴訟を認めることである。²⁰⁰

四 金商法上の民事損害賠償請求権の設定

1 概説

アメリカでは、以下のように被害者を分類している。インサイダー取引と情報の未開示には、それぞれ異なる被害者が生じるものであることから、インサイダー取引やその取引を促した内部情報の未開示から損害を受ける投資者には、2つのタイプがある。すなわちインサイダー取引による被害者としては、不利な取引を説得されて売買を行った取引者、計画を立案して取引を行う者といった被害者が生じ、情報の未開示による被害者としては、インサイダー取引者が情報開示義務を負う取引相手になる。インサイダー取引から生じる被害者は、特定するのが難しい。²⁰¹

情報が未公開であることによる被害者は、現在証券取引所法の 20A 条下で損害賠償請求訴訟を提起することができる。また、本論第 1 章で検討した²⁰²ように、インサイダー取引の現在の問題は、内部情報が問題となるような取引を現に行ったことをどの程度を立証しなければならないかということである。例えば、取引を行った者が問題となっている情報を現に利用したことを立証すべきかどうかという問題である。すなわち、取引を行う者は内部情報がなければ、取引を行わなかったのであろうかということである。要は、アメリカでは、株式市場でインサイダー取引に関する有害な欺罔を認定する際に、実務上の困難及び理論上の問題が存在しているため、裁判所はインサイダー取引がルール 10b-5 及び他の連邦の反詐欺法に違反するとの判断を行っただけである。インサイダー取引の救済の大きな展開点となるのは、1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法の制定である。同法は、同時取引者の意向により民事請求を行う法的権利を明文で認めた。証券取引所法第 20A 条

¹⁹⁹ Id. at 918-919.

²⁰⁰ Id. at 920-921.

²⁰¹ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 42.

²⁰² 本稿第 24 頁-25 頁参照。

は、重要な未公開情報を有している間に、証券取引所法又は SEC ルールに違反して取引を行う者は、インサイダー取引者の相手方と取引する同時取引者に対し責任を負わなければならないと規定する。しかし、インサイダー取引・証券詐欺執行法及び証券取引所法は、「同時」について定義しておらず、これは、法の大きな欠点であり、被害者の損害賠償訴訟に大きな障害になるといえる。しかし、損害賠償請求訴訟を認めたことは、インサイダー取引の抑止の点、証券市場の健全性の確保及び投資者の保護の点からみると評価すべきである。

だが、日本では、金商法上インサイダー取引について、民事損害賠償請求権についての規定が設けられておらず、証券市場の健全性と投資者救済の観点から、これを設けるべきである。その際、インサイダー取引行為によって、実際の被害者がいるかどうかを問うべきである。この点につき、アメリカでは、情報開示義務違反でインサイダー取引者の責任を追及する。重要な未公開情報の未開示によって損害を受けた投資者の、開示義務に違反した人に対する請求である。従って、重要な未公開情報を有する間に、取引を行って法に違反した被告に対する私的訴訟原因は、被告の違反行為即ち取引により損害を受けた個人又は被害者集団を存する場合にのみ救済の目的を果たすことができる。

金商法第 2 章企業内容等の開示では有価証券の発行者その他の者に投資判断に役立つ重要情報を強制的に開示させる制度（ディスクロージャー制度）を定めている。金商法上発行市場での開示制度では、発行（募集又は売出し）に際しては一定の重要事項を記載した有価証券届出書の作成・提出を義務づけ（第 5 条）、公衆縦覧に供し（第 25 条）、広く一般投資者に情報を提供する一方、個別の取得者へは有価証券届出書の内容を記載した目論見書が作成されて（第 13 条）、交付されるように金融商品取引業者に交付義務を課して（第 15 条 2 項）、情報提供を徹底している。流通市場での開示制度では、発行者は事業年度ごとに有価証券報告書の作成・提出が義務付けられ（第 24 条）、それは公衆縦覧に供されて（第 25 条）、有価証券を保有している者、これから保有しようと考えている者への情報提供が保障されている。また、契約締結前書面の交付もなされている（第 37 条）。上記の各開示義務の違反には、金商法上民事・刑事責任及び課徴金を賦課する規定が設けられている。しかし、インサイダー取引には、開示義務があること自体には特に言及していないし、かつその違反に対する民事責任規定は設けられていない。これは、比較法的に見てもインサイダー取引による損害を受けた投資者の保護が不十分といえる。

インサイダー取引に対して不実開示と同じような因果関係の推定や損害金額の見做し規定を置くなどの民事損害賠償責任規定を設けるとした場合、まずインサイダー取引が開示義務違反であるかどうかという問題を解決する必要がある。

平成 25 年金商法の改正では、公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者等について、自ら公開買付けを行う際に公開買付け届出書等に当該伝達を受けた事実の記載等をした場合又は当該伝達を受けた日等から 6 月が経過している場合には、インサイダー取引規制を適用しないこととする（改正金商法第 167 条第 5 項）。すなわち、情報受領者が自ら

公開買付けを行う際に「公開買付届出書」等に伝達を受けた情報を記載した場合は、情報の開示義務を果たしたと考え、インサイダー取引規制を適用しないことになっている。これはアメリカの開示義務理論と同一のものといえるし、かつインサイダー取引に際しての開示義務を認める方向へ動くと考えられる。今後、この点については、一層の法改正を期待している。

2 提言

日本では、開示義務違反及び相場操縦等については、それぞれ無過失責任や挙証責任の転換などによって損害を被った投資者を保護する特別規定が置かれている。この点からは、インサイダー取引が形式犯違反だから損害がないと割り切る論理は、如何にも論理的に過ぎ、証券市場における取引の実態を無視し、被害を被った投資者の切り捨てになるものである。インサイダー取引規制を実質犯化する立法論は別にして、現状では形式犯であるからこそ、立法的に救済を図る必要がある。

インサイダー取引は、日本においても公表を要する情報の開示義務違反または取引断念義務違反であり、その義務違反行為（不作為・作為）による損害の賠償責任を負うと不法行為又は債務不履行を構成することが可能である。金商法第 166 条により重要な情報について開示義務が課せられていて、作為義務があると構成すると、証券取引を行うに当たり、証券取引所取引であれ、相対取引であれ、内部者は重要情報を開示する作為義務があることになる。開示しない以上義務違反が生じ、権利の侵害、損害が生じることになる。有価証券は個性がない商品なので同種の有価証券に同時に取引に参加した一般投資者は等しく損失を被ることになる。

ところが売買の取引断念義務と構成すると、断念義務は内部者が一方的に、又は市場全体に対して負う義務であり、仮に内部者がそれに反し敢えて取引をしたとしても、個別投資者に対する義務違反は生じない。元々取引所に注文を出した投資者は、その注文である売り買いの別、銘柄、金額、数量を指示した条件で取引が成立しており、また義務違反の問題は投資者に対し生じないのでこの構成は採用できない。

次に、開示義務違反構成を採ると義務違反時から真の情報が開示されるまでの間に下落が続き膨大な金額の損害が違反者の責任になるのではないかとの指摘²⁰³については、その指摘の通り、現実損害説の欠点であった。この点については、上記証券取引所法第 20A 条 (b) 項 1 号と同様に賠償の範囲を基本的に内部行為者の利得又は免れた損失の範囲に限定することで対応できるのではないか。一般の契約や取引行為を規制する民法の不法行為規定の解釈でこのような取扱いを証券取引のみに限定的に認めるのは、裁判所の法適用の逸脱の問題もあり、合理性を欠くことにもなりかねないので、金商法を改正し、改めて民事責任を認め、損害賠償の範囲に明確することが適切である。

²⁰³ 黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第 2 版）』（日経文庫、2007）141 頁。

以上、金商法上インサイダー取引に対する民事責任規定が設けられていない現状においては、投資者に対する救済が不十分といえる。金商法上課徴金を投資者の救済に当てるだけでなく、インサイダー及び内部情報受領者に損害賠償義務を負わせ、投資者の損害回復の点から、民事責任規定が設けられるべきである。そこで、「インサイダー取引に基づく民事賠償責任の設定」の提言を行っていく。

アメリカにおいては、1988 年インサイダー取引・証券詐欺執行法²⁰⁴ (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act) 及び証券取引所法は、ともに証券取引所法第 21A 条 (a) 項で、違反者の民事賠償責任について、以下のように規定している。

(1) SEC の訴訟提起の権限

ある者が国法証券取引所の施設により、もしくはそれを通じて、またはブローカーもしくはディーラーから、もしくはそれを通じて行う取引で、かつ標準化されたオプションまたは証券先物商品以外の証券の発行者による証券の公募の一部ではない取引に関する重要な未公開の情報を有しながら証券もしくは証券を原資産とするスワップ契約の購入もしくは売却を行うことにより本法もしくはそれに基づく規則もしくは規制に違反すること、または当該取引に関するそのような情報を伝達することによりこれらの規定に違反することを SEC が察知した場合にはいつでも、SEC は、(A) このような違反を犯した者が民事制裁金 (civil penalty) を支払うことを要求して連邦地方裁判所に訴訟を提起することができ、かつ裁判所は当該制裁金を課する管轄権を有するものとし、および (B) 当該違反時にその違反を犯した者を直接または間接を問わず支配していた者が民事制裁金を支払うことを要求して本条 (b) 項 (1) 号にしたがって連邦地方裁判所に訴訟を提起することができ、かつ裁判所は当該制裁金を課する管轄権を有するものとする。²⁰⁵

(2) 違反者の損害賠償額

このような違反を行った者に課される制裁金の額はその事実および状況に照らして裁判所により決定されるが、それは当該違法な売買または伝達の結果として得られた利得または免れた損失の額の 3 倍を超えることはできない。²⁰⁶

(3) 支配者の損害賠償額

当該違反時にその違反を犯した者を支配していた者に課される制裁金の額は、その事実および状況に照らして裁判所により決定されるが、それは 100 万ドルまたは当該支配されていた者の違反の結果として得られた利得または免れた損失の額の 3 倍のうちいずれか大きい方の額を超えることはできない。当該支配されていた者の違反が伝達による違反である場合には、違反の結果として得られた利得または免れた損失は、本号の適用に限り、当

²⁰⁴ 15 U.S.C.A. § 78u-1. 1934 年証券取引所法第 21A 条。

²⁰⁵ 新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 350 頁。

²⁰⁶ 新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 350 頁。

該支配されていた者がその情報伝達の相手方とした者が得た利得または免れた損失に限定されるものとみなす。²⁰⁷

インサイダーの義務は、取引するなら開示しなければならないという義務であり、又は取引断念義務ともなる。これらを開示義務と広く捉えるとき、不実の情報開示に基づく責任と同様に、インサイダー取引時から真の情報が開示された時まで取引をした投資者に対し、インサイダーは莫大な額の賠償責任を負うことになる²⁰⁸。証券訴訟に限らず、損害賠償請求訴訟においては損害額が争点となるが、損害額についての考え方としては、大別して「現実損害賠償方式」²⁰⁹と「原状回復方式」²¹⁰がある²¹¹。インサイダー取引で受けた損害は重要事実の開示前の証券価格と、開示後の証券価格の差額である。

インサイダー取引によって発生した損害賠償額は、一般の不法行為の考え方によると、損害賠償額の確定は非常に難しいと思われるので、金商法において、特別な規定を設けるべきだと考える。上記の2つの賠償方式を参照した上で、違反者の経済的利得を吐き出させる点に着目すれば、差価法（最低価格と最高価格を対応させる方法）を適用し、損害賠償額を確定していく方がよいと考える。すなわち内部情報を公開する前と後の価格によって、インサイダー取引の被害者が損失を受ける程度を計算していく方法である。

そこで、民事責任規定は、アメリカの1934年証券取引所法第20A条²¹²と21A条を参照した上、金商法第167条の三に以下のような条文を置くべきだと考える。

²⁰⁷ 新外国証券関係法令集・前掲注（24）証券法・証券取引所法 350 頁以下。

²⁰⁸ 黒沼・前掲注（203）金融商品取引法入門 141 頁。

²⁰⁹ 「現実損害賠償方式とは、『加害行為がなかったと仮定した場合の財産状態と加害行為を受けた現実の財産状態との差額』が損害であるという考え方である。証券訴訟に当てはめれば、『加害行為がなかったと仮定した場合の財産状態』とは、不実開示がなかった場合の本来の市場価格で証券を購入し、売却した場合の財産状態であり、『加害行為を受けた現実の財産状態』とは、不実開示の影響を受け吊り上げられた（実際の）価格で証券を購入し、真実情報開示（公表日）後に下落した価格で売却した場合の財産状態ということになる」。NERA エコノミックコンサルティング・池谷誠ほか『証券訴訟の経済分析―日米の事例動向と損害立証アプローチ』（中央経済社、2009）108 頁。

²¹⁰ 契約を取り消して、当事者を不法行為が発生する前の状態に置くのと同じ効果のある損害賠償を与えるべきという考え方である。証券訴訟の文脈では、証券を購入する前の財産状態に戻すために必要な損害が求められることを意味する」。池谷誠ほか・前掲注（209）証券訴訟の経済分析 109 頁。

²¹¹ 池谷誠ほか・前掲注（209）証券訴訟の経済分析 108 頁。

²¹² 「1934 年証券取引所法第 20A 条（内部者取引の同時取引者に対する責任）

- (a) 重要な未公開の情報を占有しながら証券の購入または売却を行うことにより本法またはこれに基づく規則もしくは規制の規定に違反する者は、所轄の裁判所における訴訟において、当該違反の対象となっている売買と同時に同じ種類の証券を購入（証券の売却が違反行為である場合）しまたは売却（証券の購入が違反行為である場合）した者に対し責任を負わなければならない。
- (b) (1) (a)項によりかされる損害賠償の合計は違反の対象である取引により得られた利得または回避された損失を超えてはならない。

第 167 条の三

1 未公開内部情報を利用し特定有価証券等の購入または売却を行うことにより第 166 条又は第 167 条に違反する者は、当該違反の対象となっている売買と同時に同じ種類の特定有価証券等を購入（売却が違反行為である場合）し又は売却（購入が違反行為である場合）した者に対し損害賠償責任を負う。

2 課される損害賠償の合計は違反の対象である取引により得られた利得又は回避された損失を超えてはならない。

3 本条に基づく訴訟は、当該違反行為を知った日から 2 年または当該違反の対象となる最後の取引日後 3 年を超えては提起することができない。

4 未公開内部情報を不当に提供し、第 167 条の二に違反する者は、当該情報の伝達を受けて取引を行い、第 166 条又は 167 条より責任を負う者と各自連帯してかつ同じ範囲において責任を負う。

損害賠償の請求権は、通常証券取引等監視委員会の犯則調査が概ね 2 年以内で終了していることから請求者が前条の規定に違反する行為があったことを知った時から 2 年間又は当該行為があった時から 3 年間これを行わない時には、時効によって消滅するものとするのが適切である。相場操縦行為に対する請求権は知った時から 1 年（金商法第 160 条 2 項）としており、さらに 1 年長い、民事責任の訴求に当たり証拠の利用などの観点から通常証券取引等監視委員会の告発等を見て訴訟提起するものと考えられることから、2 年とした。なお、出訴期間は、米国よりは短めとしている。期間が長いと流動性の高い商品であるため、原告の特定が困難になりまた価格のボラティリティから争う評価額の算定について現実性に疑問が出るからである。

-
- (2) (a)項によりある者に課される損害賠償額の合計は、その者がその同一の取引に関し本法第 21 条(d)項により提起された訴訟手続において委員会が申し立てた事件で勝ち取られた裁判所命令により吐出しを要求されるものがある場合には、その吐出し相当額だけ減額されるものとする。
- (3) いかなる者も単に本条により責任を負う他の者を雇用しているという理由のみにより本条による責任を負うことはないが、本条による支配者の責任は、本法第 20 条(a)項による責任を免れさせるものではない。
- (4) 本条に基づく訴訟は、当該違反の対象となる最後の取引日後 5 年を超えては提起することができない。
- (c) 重要な未公開情報の伝達 (communicate) によって本法またはそれに基づく規則もしくは規制の規定に違反する者は、当該情報の伝達を受けて本条(a)項により責任を負う者と各自連帯してかつ同じ範囲において責任を負うものとする。
- (d) 本条の規定は本法の定める要件を実現するための訴訟を提起する権利または本法の規定によって黙示される訴因を限定しまたは条件づけるものと解してはならない。
- (e) 本条は、委員会または司法長官が本法の他の規定に基づき提起する訴訟をいかなる方法においても禁止しまたは限定するものと解してはならず、また罰金を取り戻すためもしくは罰金に関するその他の命令を求めるための訴訟をいかなる方法においても禁止しまたは限定するものでもない。」新外国証券関係法令集・前掲注 (24) 証券法・証券取引所法 338 頁以下。

第5節 課徴金による投資者の救済

一 概説

本論第1章で検討したように、アメリカでは、インサイダー取引に対するSECのエンフォースメントとしては、差止命令、不正利益の吐出し、民事制裁金、排除命令及び停止命令が挙げられる²¹³。証券諸法のエンフォースメントの手段として、司法手続による司法的執行（民事制裁を含む）を基軸とし、証券取引委員会が行政手続によって行政命令を下す仕組みになっている²¹⁴。この点につき、金商法上の課徴金は、インサイダー取引などの違反行為を抑止することを目的として規制違反に対し金銭的負担を課す行政措置である。課徴金は、インサイダー取引などの違反者から不正利得を吐き出させる機能だけを有し、審判手続及び課徴金の納付手続を経て、内閣総理大臣が審判官作成の決定案に基づき課徴金納付命令等を決定する仕組みになっている。

課徴金は、行政罰の性質を認めるものではなく、民事救済の性質も有してない。この点につき、アメリカでは、サーベンス・オクスリー法(Sarbanes - Oxley Act of 2002—以下SOXと略記する)第308条は、「投資者のための公正基金」(FAIR FUNDS FOR INVESTERS)を定めた規定であり、同条(a)項は、被害者救済のために不当利益吐出基金に追加される民事制裁金を定めている。SECにより提起された司法上又は行政上の訴訟において、SECが証券諸法又はこれに基づく規則もしくは規制の違反者に対して不当利益の吐出しを要求する命令を得た場合、または、違反行為者が当該訴訟に関する和解において当該不当利益の吐出しに合意した場合であって、さらに、SECが証券諸法に基づき違反行為者に対する民事制裁金も得たときには、当該民事制裁金の金額は、SECの申立又は指揮により、当該違反行為の被害者の利益のために不当利益吐出基金に加えられ、その一部となるものとする²¹⁵、としている。すなわち、「投資者のための公正基金」とは、違反者から吐き出させる不正利得と民事制裁金を投資者救済に役立たせるものとしているのである。日本では、このような制度は存在していない。課徴金は、本来であれば投資者が保持すべき利益を奪ったインサイダーからその利益を剥奪するシステムである。本来的に投資者に帰属する利益であれば、投資者救済の観点から考えると、投資者に還流させるのが本来の姿である。

以下では、まず、SECのエンフォースメントの手段である不正利益の吐出し及び民事制裁金を検討し、そして金商法上の課徴金の投資者救済について提言を行っていく。

²¹³ 本稿第69頁－72頁参照。

²¹⁴ 橋本博之「改正証券取引法の理論的研究（1）証券取引法における課徴金制度の導入」商事法務1707号4頁（2004）。

²¹⁵ 新外国証券関係法令集『アメリカ（I）サーベンス・オクスリー法』（日本証券経済研究所、2008）61頁。

二 不正利益の吐出し及び他の衡平法上の救済

1995年私的証券訴訟改革法(PSLRA)は、SECが得た吐出基金から弁護士費用の支払いについて、以下のように限定した。「委員会の申立により裁判所が別段の命令を発した場合または行政行為において委員会が別段の命令を発した場合を除き、連邦裁判所において委員会が提起した訴訟の結果としてまたは委員会の行政行為の結果として吐き出された基金は、その吐出基金の分配を求める私的当事者が負担した弁護士報酬または費用の支払いとして分配されてはならない」²¹⁶。

1995年私的証券訴訟改革法の規定は、SECが証券諸法違反から不正利益の吐出しを得る一般的な実務の在り方を(黙示に)認めた。SOX第305条(b)項は、以下のように規定して証券取引所法第21条(d)項を改正した。「証券諸法の規定に基づき委員会が提起しまたは開始する訴訟または手続においては、投資家の利益のために適切または必要なエクイティ上の救済を委員会は求めることができ、かつ連邦裁判所は付与することができる」²¹⁷。

SOX及び私的証券訴訟改革法が立法される前でさえ、連邦裁判所に提起されたインサイダー取引の法執行訴訟では、SECは、被告から不正利得の吐出しを得ている²¹⁸。従って、連邦証券諸法では、吐出しに関する明文の規定を置いていないが、証券諸法に違反して違法に得られた利益の吐出しを命じる連邦裁判所の権限は、判例²¹⁹により確立されている²²⁰。

SOX第308条は、欺罔された投資者への賠償について、SECに大きな役割を与えている。同条項は、状況によっては、連邦証券諸法に違反するインサイダー取引によって損害を受けた投資者に、通常はアメリカ財務省に支払われる民事制裁金を、分配することを許している。SECは、「投資者を保護するとの使命と一致している場合にはいつでも、SOX第308条を適用する」²²¹と述べ、同条を受け入れた。SECは、被告会社による金融詐欺に関する世界の注目を集めている裁判で公正基金を設立し、投資者への分配のために得た巨額の金銭について誇りを持っている。²²²

²¹⁶ Private Securities Litigation Reform Act 1995, Section 103(b)(2), adding Exchange Act Section 21(d)(4), codified at 15 U.S.C. § 78u(d)(4). 新外国証券関係法令集・前掲注(24)証券法・証券取引所法 343 頁。

²¹⁷ Sarbanes-Oxley Act of 2002, § 305(b), adding Section 21(d)(5) of the Securities Exchange Act of 1934, codified at 15 U.S.C. § 78u(d)(5). 新外国証券関係法令集・前掲注(24)証券法・証券取引所法 343 頁。

²¹⁸ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 652-654.

²¹⁹ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir.1968).

²²⁰ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 655-656.

²²¹ The SEC, in its 2003 Annual Report, notes the SEC's efforts to increase sanctions and, whenever practical, return the recovered funds to investors. See U.S. Sec. & Exch. Comm'n, 2003 Annual Report 24 (2003), <http://www.sec.gov/about/annrep03.shtml>.

²²² Barbara Black, *Should the SEC be a collection agency for defrauded investors?* 63 Bus. Law. 317, at 318 (2008).

ところで、SEC は利益の吐出しと原状回復の間に一線を画して「賠償は投資者を全体として扱うことを意図し、吐出しは違反者から不正利得を奪うのが目的である。」²²³とした。一般に証券諸法に関する判例は、違反者の不正利得として計算される吐出し金を、損害を受けた投資者に分配するための理論的根拠に言及していない。救済の基本的な輪郭は、証券のコンテキストに特有のものではなく、裁判所が長年にわたって様々なコンテキストの中で確立した衡平法上の権限の一部である。²²⁴

吐出し救済は原状回復とは異なるが、吐き出された資金は損害を受けた投資者に分配される。裁判所は、利益の吐出しは利益を奪うことにより違反者の違反行為を抑止することを目的とする、という見解²²⁵を採用した。この理由に基づいて、裁判所は利益の吐出しが適切か否かは、損害を受けた私的当事者の特定又は損害を受けた者への金銭の分配に拠るものではないと判断した²²⁶。²²⁷

証券のコンテキストでは、吐き出された資金の分配は裁判所又は行政機関の裁量であり、どちらの裁量に拠るかは、問題が司法又は行政のいずれの事項であるかに拠る。損害を受けた投資者に分配されない資金は、アメリカ財務省に納入される。SEC は、吐き出された資金の投資者への支払いは「必ずしも、経済的に実現容易 (feasible) とは限らない」²²⁸と指摘している。少額の資金が集められた場合、又は特定可能な投資者の数が集められた資金と比較して多い場合、委員会は裁判所に吐き出された資金を財務省に納入するよう、指示するのか通例であると報告した。²²⁹

利益の吐出しが付随的な救済策として認められるようになるとともに、それは SEC の法執行活動を通じて「原告のための損害回復の重要な源」になった。²³⁰

三 民事制裁金を課す SEC の権限——救済法

1990 年代までに、議会は、利益の吐出し救済がどれくらい違反行為者を抑止できているかという疑問を呈し始めた。それは、利得を吐出しさえすれば、違反者を前の地位に戻す

²²³ SEC v. Huffman, 996 F.2d 800, 802 (5th Cir. 1993) (“[D]isgorgement is not precisely restitution Disgorgement does not aim to compensate the victims of wrongful acts, as restitution does.”); SEC v. Commonwealth Chem. Secs., Inc., 574 F.2d 90, 102 (2d Cir. 1978) (“[T]he primary purpose of disgorgement is not to compensate investors. Unlike damages, it is a method of forcing a defendant to give up the amount by which he was unjustly enriched.”).

²²⁴ Verity Winship, *Fair funds and the SEC's compensation of injured investors*, 60 Fla. L. Rev. 1103, at 1112-1113 (2008).

²²⁵ SEC v. Fischbach Corp., 133 F.3d 170, at 175-176 (2d Cir. 1997).

²²⁶ Id.

²²⁷ Winship, *supra* note 224, at 1113.

²²⁸ Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes Oxley Act of 2002 2, at 14, <http://www.sec.gov/news/studies/sox308creport.pdf>.

²²⁹ Winship, *supra* note 224, at 1113.

²³⁰ Id. at 1114.

ことになる。要はやり得であった。民事制裁金を課す権限は、この限定に対する反応であった。1970年代に、多くの行政機関が民事制裁金を課する権限を得たが、SECはその方向には向かわなかった。SECが民事制裁金を課す広範囲の権限を有したのは1990年のことであり、この年、連邦議会は救済法²³¹を可決した。それ以前には、SECは海外不正防止法(Foreign Corrupt Practices Act)及び1980年代に始まるインサイダー取引事件で、制裁金を課すことができたに過ぎない。²³²

1984年インサイダー取引制裁法は、救済法でより広範囲にわたり、制裁金を課すことにつながるSECの制裁権限の試行として、役立つものであった。インサイダー取引制裁法の立法の沿革によると、SECが違反者に罰金を科すことを認めて、証券諸法の違反を効果的に防止することが必要であることが強調されている²³³。²³⁴

1990年には、救済法がSECの制裁権限を拡大して証券諸法の違反者の大部分に適用することができるものとなった。救済法の立法経緯によると、民事制裁金の主たる目的は、違反者を抑止するための十分強力な手段及び違反に対する救済策を調整できる程の柔軟さを持った手段を、行政機関に与えることにある。救済法は、民事制裁金をアメリカ財務省へ支払うよう命じている。SECは、連邦裁判所に民事制裁金を求めることができるし、ブローカー・ディーラーのような特定の直接管理された企業及び個人又は直接規制された企業及び個人に対する行政手続きで民事制裁金を課することができる。SECが民事制裁金を課することを選んだ場合には、救済法は、責任の度合に応じて制裁金を増すという3段階の制裁の構造を確立している。裁判所は、被告の金銭上の不正利得の総額と同じ額の制裁金を課す選択肢も有している。それは、上院報告書が「被告が法違反の結果として不当に得た額」と定義したものである。従って、連邦裁判所での訴訟において、吐出しの額は民事制裁金の額の判断基準となるかもしれない。この方法は、インサイダー取引制裁法の下での一般的な救済を反映したものである。不当利益の吐出しの総額は、不当利益の吐出し額に取引による利益(免かれた損失)の吐出し額に等しい制裁金を加えたものとなる。²³⁵

救済法の個別規定は、SECがSECの行政手続きを通して一定の企業と個人に対して制裁金を求めることができるものとしている。さらに、救済法は、当該違法行為の非難可能性が高まるにつれ、各々の「作為又は不作為」に対する制裁金の額が増していく形の3段階の構造を確立している。救済法は、制裁金を課することが「公益」を促進するかどうかを6つの要素(後述する)²³⁶を考慮しながら、判断することにより制裁金を課すべきかどうか(課

²³¹ 15 U.S.C. §§ 77t(d)(1), 78u(d)(3)(A), 80a-41(e)(1), 80b-9(e)(1) (2006).

²³² Id. at 1114-1115.

²³³ H.R. Rep. No. 100-910, at 11 (1988), reprinted in 1988 U.S.C.C.A.N. 6043, 6048.

²³⁴ Winship, *supra* note 224, at 1115.

²³⁵ Id. at 1115-1116.

²³⁶ 本稿第277頁-278頁参照。

すとするれば、どのくらい額か) を決定するように行政法審判官 (administrative law judge—ALJ) に命じている。²³⁷

救済法は、投資者への補償を直接に取り扱う規定、又は投資者への補償が SEC の目標であった若しくはそうあるべきだと示唆する規定を含んでいなかった。前述のように、救済法は、制裁金がアメリカ財務省へ支払われることを命じている。さらに、利益の吐出しは投資者への補償として分配する SEC の伝統的な財源であり、これは利用可能なものとして継続しているが、立法の沿革からは、利益の吐出しは、補償ではなく抑止を目的としていることが強調されている。下院報告書は以下のように述べた。「私訴（違反行為により損害を受けた被害者に補償するように工夫されている）で認められた損害賠償とは対照的に、利益の吐出しは被告の不正利得を放棄することを強いる方法である」²³⁸。救済法の下での投資者の損害は、裁判官又は行政機関が、違反の害悪レベル、行為と行為者の有責性、及び抑止される必要のあった社会的損害の評価の一助となる要因であった。従って、例えば、民事制裁金が公益に適うかどうかを判断する場合に、作為か不作為に起因する他者への害悪が行政法審判官が考慮する要素となることもある。SEC が連邦地方裁判所で民事制裁金を求める場合、判例上展開された同様な要因には、「被告の行為が他人に重大な損失又は重大な損失をもたらす危険を生じさせるかどうか」²³⁹ということが含まれている。²⁴⁰

要するに、公正基金条項が成立する前の救済法の下では、民事制裁金はアメリカ財務省へ支払われ、伝統的な抑止の目的に資するものであったとともに、利益の吐出しは、SEC が入手できる投資者への補償の主たる源であった。²⁴¹

四 投資者ための公正基金条項

2002 年に SOX を制定する際に、議会は SEC が投資者に損害を救済するために資金を徴収することを明文で認めた。SOX は、「投資者のために適切又は必要な衡平法上の救済」²⁴²に関する広範囲の権限を授けて、それにより、司法手続きの中での利益の吐出しの有効性についての長年の疑問を取り除くものである。同法は、基金を生み出すために 2 つの要件を設けている。それは、違反者の利益の吐出し及び同一違反者の支払うべき民事制裁金である。こうした状況の下で、同法は、違反により損害を受けた被害者への不正利益の分配のための公正基金に、吐出し額に加えて、民事制裁金も含むものとする権限を SEC に与えている。SOX 第 308 条の由来は、下院の法案に示されており、それは、退職基金の配分上において優先権を有する Enron 社の退職基金の加入者である Enron 社の元従業員とともに、

²³⁷ Winship, *supra* note 224, at 1117.

²³⁸ H.R. Rep. 101-616, at 31 (1990), reprinted in 1990 U.S.C.C.A.N. 1379, 1389.

²³⁹ SEC v. Lybrand, 281 F. Supp. 2d 726, at 730 (S.D.N.Y. 2003).

²⁴⁰ Winship, *supra* note 224, at 1117.

²⁴¹ *Id.* at 1118.

²⁴² SOX § 305(b), 15 U.S.C. § 78u(d)(5).

Enron 社と Arthur Andersen に対する法執行活動の収入からなる基金の創設を認めるものであった。²⁴³

SOX の立法経緯(記録資料)を欠くため、連邦議会がなぜ SEC に欺罔された投資者のために賠償を求めることを明文で授権したのかは、判らない。同一違反者から吐き出された利得を得た場合に、投資者に制裁金を分配する条件を設定することを、連邦議会がなぜ行ったのかも判らない。この判断は、Enron 事件の特有の事実に連邦議会が焦点を当てたことに由来するものであろう。Enron 事件は、社内インサイダーがその所有株を売り、過剰に膨らんだ能力給(performance-based compensations)を受け取ることで、欺罔により個人的な利益を受けている間に、従業員たる投資者(the employee-investors)が証券を購入したというものである。利益の吐出しの要件からすると、無辜の株主に対する企業制裁金の影響を正当とする、無視できない程の不正利得を会社違反者が有していることが確実であると連邦議会は考えたのかもしれない。または、連邦議会は不正利得の分配を原状回復に等しいものと考え、利益の吐出しを投資者への損害補償の代用とみて、投資者への制裁金の分配が棚牡丹回復にならないようにとしたのではないか。いかなる理由であっても、違反者による利益の吐出しは、違反者の制裁金(違反者の制裁金のみ)が公正基金に含まれるとするための条件であった。欺罔を犯した会社が吐き出すべき特定可能な利益を有していない場合には、法は企業制裁金がアメリカ財務省へ払われることを求めている(証券取引所法第 21A 条(d)項)。²⁴⁴

SEC は、投資者に補償するために、制裁金を用いることができるかどうかを裁量により判断する。公正基金条項は、SEC の申立又は指揮により、損失を受けた投資者への分配のために、民事制裁金が吐出基金に加えられると規定する(SOX 第 308 条)。公正基金条項は、命令又は和解で解決されるかどうかにかかわらず、司法上の訴訟又は行政上の法執行活動の中で拠り所とされることが多いので、その適用範囲は相当広い。また、同条項は、個人に対する制裁金と企業に対する制裁金との間の違いを明確にしていない。²⁴⁵

SEC は、損害を受けた投資者の数に比して制裁金が少額である場合には、制裁金をアメリカ財務省に納入するようにと決めるかもしれないが、可能な場合には常に、損害を受けた投資者に制裁金を分配すると発表した²⁴⁶。この政策は、経済的実現可能性に類似する計算に基づいて、吐出し額を損害を受けた投資者に分配するのではなく、アメリカ財務省に支払うよう命令する(direct)との、公正基金が導入される前の実務的処理を継続している。公正基金条項の実際的な影響は、SEC がその裁量をどのように行使するかにかかっている。公正基金条項の下での投資者の救済額は、行政機関によってなされる次の 2 セットの選択に拠る。①制裁金の規模、②救済額は、個人の救済に対して見合の額(offset)とされるか、又は個人の救済額を累加(combine)していくかのいずれかである。損害を受けた投資者に分

²⁴³ Black, *supra* note 222, at 325-326.

²⁴⁴ *Id.* at 327.

²⁴⁵ Winship, *supra* note 224, at 1119.

²⁴⁶ 72 SEC Ann. Rep.6 (2006), 71 SEC Ann. Rep. 4, 58 (2005).

配される場合には、より高い制裁金がより低い制裁金よりも損失を縮小する。さらに、少額の制裁金は、その分配が効率性が良くないので補償に使われない。²⁴⁷

オフセットに関する規則は、実質的に同一の違反に基づいて私的及び公的な訴訟が提起された場合には、投資者が被告からどの程度の金額が補償されるのかを判断するものである。例えば、McAfee 事件²⁴⁸である。McAfee 社はコンピュータ・ソフトウェア会社であるが、同社は卸売業者の過剰な在庫を維持するために、卸売業者に支払いを行い、時には子会社を利用して、卸売業者から過剰な製品を密かに再購入したとの訴えについて、SEC と和解した。McAfee に対する私訴は 7000 万ドルで和解した。また、SEC は 5000 万ドルの制裁金を課し、それを投資者に分配するものと指定した。2つの数字が累加されるかオフセットされるかは、損害を受けた投資者が回復する上で、大きな違いを生ずる。そこで、両者が累加される場合には、損害を受けた投資者が補償される部分は、1 億 2000 万ドルであり、両者がオフセットされる場合には、損害を受けた投資者が補償される部分は 7000 万ドルである。損害を受けた投資者が補償されるのは、1 億 2000 万ドル又は 7000 万ドルのいずれかとなる。

249

公正基金条項の役割、これは SEC が損害を受けた投資者への分配に別のカテゴリーの金銭的救済を利用することを認めるものであるが、法が「被害者の救済」の文言を使っていることが公正基金条項の目的が損害を受けた投資者に補償することにあることを示している。公正基金条項の他の条文は、この目標についてより明確なものとなっている。SOX 第 308 条(c)項(1)号は、被害を受けた投資者の現状を効率的、効果的かつ公正に回復するために利用されるところと思われる領域を認識するために、当該手続きを含む本法制定日前 5 年間にわたる SEC による執行行為について検討及び分析を行うものとするものである²⁵⁰。SOX 第 308 条(c)項(2)号は、必要であればその規則及び規制を改正するために当該調査結果を利用するものとし、かつその調査で確認された問題に対処するために、推奨される又は必要でありうる規制上又は立法上の措置を示唆するように SEC に命じるものである²⁵¹。²⁵²

公正基金プログラムの実施は容易ではなかった。例えば、会計検査院は、公正基金条項の下での資金の分配が制限されていること、SEC の法執行部門が「その監督責任を果たすために適切な組織体制を発展させて来なかったし、データ収集を十分に行って来なかった」²⁵³、

²⁴⁷ Winship, supra note 224, at 1119 -1120.

²⁴⁸ SEC v. McAfee, Inc., SEC Sues McAfee, Inc. for Accounting Fraud, McAfee Agrees to Settle and Pay a \$50 Million Penalty, Litigation Release No. 19,520 (Jan. 4, 2006), <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19520.htm>.

²⁴⁹ Winship, supra note 224, at 1120 -1121.

²⁵⁰ 新外国証券関係法令集・前掲注 (215) サーベンス・オクスリー法 61 頁。

²⁵¹ 新外国証券関係法令集・前掲注 (215) サーベンス・オクスリー法 61 頁。

²⁵² Winship, supra note 224, at 1120 -1121.

²⁵³ The SEC is responsible for monitoring all Fair Funds, regardless of whether they are created through administrative or judicial proceedings. See U.S. Gov't Accountability Office, Rep. No. GAO-07-830, SEC: Additional Actions Needed to Ensure Planned Improvements Address Limitations in Enforcement Division Operations 14 (2007), <http://www.gao.gov/new.items/d07830.pdf>.

と繰り返し報告している。それにも拘らず、公正基金条項は、制裁金ならびに吐き出された利得を投資者補償に用いることを認めて、投資者補償のために、SEC が分配することができる額を増加させている。²⁵⁴

公正基金条項が制定された後、SEC は、損害を受けた投資者に、利益の吐出しか制裁金かに拘らず、集めたお金のすべてを分配することができる。補償が SEC の潜在的に重要な役割だと明らかになるにつれ、私的法務総裁 (private attorney general) 及び公益代表弁護士 (public class counsel) の役割は、ますますオーバーラップしてくる。²⁵⁵

五 SEC の法執行活動

SOX が制定されてから 5 会計年度内に、SEC は、1 年当たり 218～335 件の法執行活動を行った。SEC は、1 年につき約 16 億ドルの不正利益の吐出し、これと別に 1 年につき約 11 億ドルの制裁金を求める命令 (司法手続き及び行政手続きで) を獲得した。重大な若しくは重要な事件として、又は大きな成果として、SEC が強調した訴訟の多くは、金融詐欺事件である。SEC は、会社金融詐欺によって損害を受けた投資者のための相当な規模の分配基金を創設するために、SOX 第 308 条で 2 つの方法を用いた。第一の方法は、会社収益の吐出しをしないまま、伝統的な手法で計算される分配基金を創設することである。第二の方法は、会社の制裁金を増額することである。²⁵⁶

SOX 第 308 条により、SEC は多くの金融・証券詐欺事件に対して利益の吐出し及び制裁金を求めるとの法執行活動を行うことができるが、以下では、インサイダー取引に纏わるある事件を検討していく。

1 利益の吐出し

少なくとも 1 つの裁判所は、意図的に不正行為を行った者ではない当事者に利益の吐出しを命じた。Antar 事件²⁵⁷では、重要な未公開情報を有している間に、被告のうちの 1 人である Eddie Antar は、自己及びその他の者の利益のために、第二次の株式公募を計画した²⁵⁸。SEC は、他の被告はその欺罔に参加したり、又は欺罔に気づいていたとは主張しなかった。しかし、裁判所は、情報を知らない投資者を犠牲にして被告らが不正に利得を得たと認定し、被告らの利益の吐出しを命じた²⁵⁹。

初期の裁判例では、意図的に不正行為を行った者ではない親族の利益のために、Eddie Antar が関与した別のインサイダー取引事件において、別の裁判官は同様の判決を下した。

²⁵⁴ Winship, *supra* note 224, at 1122.

²⁵⁵ *Id.* at 1123.

²⁵⁶ Black, *supra* note 222, at 328.

²⁵⁷ SEC v. Antar, 15 F. Supp. 2d 477 (D.N.J. 1998).

²⁵⁸ *Id.* at 533.

²⁵⁹ *Id.* at 533.

裁判所は、欺罔された一般投資者を犠牲にして彼らが不当利得を得ることを防ぐために、当該親族の利益の吐出しを命じた。²⁶⁰

インサイダー取引の法執行活動では、吐出しのための適切な基準は、たとえ帳簿上の利益 (paper profit) が実際の利益を超えていたとしても、情報が公表され、それが一般に知れ渡った後に生じる帳簿上の利益である²⁶¹。Shapiro 事件²⁶²では、第二巡回区控訴裁判所は、以下のように判断した。

証券諸法の違反者は、未公開情報で取引することにより得られた利益を吐出すべきである。未公開情報の開示がなされ、すべての投資者が対等な立場で取引していれば、違反者は市場自体の危険を引き受けるだけである。これに対する反対する意見は、インサイダー取引を促すことになる重大な変則的な事態を生ずることになるであろうということにある。未公開情報が公開された後に株の価格が下落した場合に実際の利益だけの吐出しを求めることは、「一人勝ち (heads-I-win-tails-you-lose)」という状況を違反者に与えることになるであろう。すなわち、違反者はその後の利益を保つことはできるが、その後の損失を被ることはなかろう²⁶³。²⁶⁴

「一人勝ち」という状況を作り上げようと試みて、SEC は、MacDonald 事件²⁶⁵では、情報が公表され、それが伝播してから相当の期間経過後の株の増加額を示す額での吐出しに限定するのではなく、その後の証券の売却で得られた利益のすべての吐出しを求めたが、成功しなかった。²⁶⁶

第一巡回区控訴裁判所は、SEC が主張した利益の吐出しの算定基準はインサイダー取引を抑止するものであることを認めたが、不公正なものとして、この算定基準を拒否した²⁶⁷。

「当裁判所は、特別な事情がなければ、インサイダーが利益を期待して最初の投資を保持するとの判断とそれを売却し他の何かに投資するとの判断との間に、法律上又は衡平法上の違いはないと判断する。いずれの場合も、その後の利益は全く新しい問題である。Janigan²⁶⁸とは異なり、売却者が救済的訴訟 (remedial action) を提起する機会を有している場合には、いずれの方法でも計算打ち切り日 (cut off date) でなければならない。」²⁶⁹

コロンビア特別区連邦巡回区控訴裁判所は、利益の吐出しは法違反に因果関係を有する利益を合理的に概算したものでなければならないと判断した²⁷⁰。この法廷意見を引用して、

²⁶⁰ SEC v. Antar, 15 F. Supp. 2d 380, at 398-403 (D.N.J.1993).

²⁶¹ WANG & STEINBERG, supra note 25, at 659.

²⁶² SEC v. Shapiro, 494 F. 2d 1301 (2d Cir. 1974).

²⁶³ Id. at 1309.

²⁶⁴ WANG & STEINBERG, supra note 25, at 659.

²⁶⁵ SEC v. MacDonald, 699 F. 2d 47 (1st Cir. 1983).

²⁶⁶ WANG & STEINBERG, supra note 25, at 660.

²⁶⁷ SEC v. MacDonald, 699 F. 2d 47, at 54 (1st Cir. 1983).

²⁶⁸ Janigan v. Taylor, 344 F. 2d 781 (1st Cir. 1965).

²⁶⁹ SEC v. MacDonald, 699 F. 2d 47, at 54 (1st Cir. 1983).

²⁷⁰ SEC v. First City Fin. Corp., ltd., 890 F.2d 1215, at 1231 (D. C. Cir. 1989).

Patel 事件²⁷¹では、第二巡回区控訴裁判所は、利益の吐出しの算定基準はすべて正確ではなく、不確実であるリスクは、その違反行為によりその不確実さを引き起こした違反者が負うべきである²⁷²、と判断した。²⁷³

2 民事制裁金

本論第1章で検討した²⁷⁴ように、証券取引所法下での制裁金の額は、各事件の「事実及び状況」に照らして決められるが、得られた利得又は免かれた損失の額の3倍を超えることができないと規定している。しかし、それはどのような事実及び状況を考慮すべきかについてのガイダンスを提供していないため、多くの裁判所は、①違反の悪質性、②違反が一回限りのものかどうか、③関連する故意の程度という3要素を挙げている。

例えば、Brethen 事件²⁷⁵では、この3要素が適用された。同事件では、会社の役員であった Brethen は、合併計画が取り消されたという事実の公表に先立ち、株を売却したという事件である。裁判所は、被告は明白な故意をもって行動しており、証券取引所法第21A条が抑止効を果たすというなら、本件の事実の下では民事制裁金が課されるべきであると指摘した²⁷⁶。

しかし、Sargent 事件²⁷⁷で、インサイダー取引に民事制裁金を課すかどうかを判断する際に、裁判所が考慮すべき要素として以下6つを挙げた。①違反の悪質性、②違反が一回限りのものか繰り返されたものであるかどうか、③被告の財務状況 (financial worth)、④被告は取引を隠したかどうか、⑤被告の行為の結果として他のどのような制裁が科されるか、及び⑥被告は証券業界に従事しているかどうか²⁷⁸。²⁷⁹

上記の要素を適用し、同事件では、民事制裁金を課さないという地方裁判所の判断を覆すことを拒否した。被告人 Shepherd は一度だけインサイダー情報を伝達したが、取引を行うこともなければ、直接的な利益も得ることもなかった。彼は証券業界と直接的な関わりがなく、当局に協力して違法の真相を告げ、民事制裁金を支払うに足るだけの十分なキャッシュを有していなかった。²⁸⁰

同事件で、被告人 Sargent は、インサイダーではなく、一度限りの株取引を隠そうとしなかった。Sargent の取引は、短期間のうちに同一種類の株の取引に関わるものではあるが、証券取引所法違反の悪質性はないものであった。さらに、被告人は、証券業に従事する者ではなかった。また、被告人は十分なキャッシュを有していたかもしれないが、その

²⁷¹ SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995).

²⁷² Id. at 140.

²⁷³ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 661.

²⁷⁴ 本稿第71頁－72頁参照。

²⁷⁵ [1992-1993] Transfer Binder Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 97210 (S. D. Ohio 1992).

²⁷⁶ Id. 94893.

²⁷⁷ SEC v. Sargent, 329 F. 3d 34 (1st Cir. 2003).

²⁷⁸ Id. at 42.

²⁷⁹ WANG & STEINBERG, *supra* note 25, at 672.

²⁸⁰ Id. at 672.

ことだけで、民事制裁金を課すことを拒否した地方裁判所の判断を覆すに十分なものではない。Sargent は、刑事上有罪と判断され、1 年の保護観察と 5000 ドルの罰金刑を受けており、これ以上の金銭的制裁を課す必要性に乏しいとしたのである²⁸¹。²⁸²

Patel 事件²⁸³では、SEC は、インサイダー取引に違反した被告人に対して差止命令、利益の吐出し、民事制裁金を課す命令、及び役員の就任禁止などの訴訟を提起した。前の刑事訴訟²⁸⁴では、Patel は 25,000 ドルの罰金が科され、27 か月の懲役刑が言い渡された。さらに、彼は約 300 万ドルの価値がある株式の譲渡に関連する民事訴訟で和解をした。これらの要素を考慮し、裁判所は、Patel に 453,203 ドルの利益の吐出し、差止命令、及び役員の就任禁止の命令を下したが、ITSA での民事制裁金の賦課を拒否した。裁判所は、Patel が既に受けている制裁は抑止の目的を十分に促進していると理由付け、ITSA での民事制裁金の賦課を不要とすると判断した²⁸⁵。²⁸⁶

3 SOX 第 308 条での SEC の役割の評価

投資者への補償を得ることは歴史的には SEC の使命ではないのに対し、証券法へのコンプライアンスを実施することにより投資者を保護することは、SEC の使命の重要な部分になっている。さらに、SEC と裁判所はいずれも、証券法の執行と投資者の補償とが抵触する可能性があることを認識してはいない。²⁸⁷

連邦議会は、SEC が SOX の制定に先立つ 5 年間に金銭の徴収に関する執行手続を調査し、その調査結果を報告するという要件を SOX 第 308 条に導入した。連邦議会の関心は、SOX が制定されたと同じ月に表明された会計検査院 (General Accounting Office—GAO) の報告に由来するものであるが、その中で連邦議会は、吐き出された利得を徴収し、分配すると SEC の活動に対する提言を行っている²⁸⁸。SEC はその審査の中では、行動計画の概略を定め、優先順位を設定している。例えば、迅速な執行活動 (即時の執行 (real time enforcement))、一方的緊急差止命令 (temporary restraining order)、資産凍結及び欺罔を絶ち切り、投資者に資金を返還する機会を増加させるために用いられる受領者の指名のような緊急措置が含まれるものである。SEC は、民事制裁金が公正基金に加えられるように利益の吐出しを積極的に主張する必要があるとしているが、法執行と金銭の徴収との間の抵触については、何も触れていなかった。²⁸⁹

²⁸¹ SEC v. Sargent, 329 F. 3d 34 at 42 (1st Cir. 2003).

²⁸² WANG & STEINBERG, supra note 25, at 672.

²⁸³ [1994-1995] Transfer Binder Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶98340 (S.D.N.Y. 1994).

²⁸⁴ SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (2d Cir. 1995).

²⁸⁵ [1994-1995] Transfer Binder Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶90330 (S.D.N.Y. 1994).

²⁸⁶ WANG & STEINBERG, supra note 25, at 673.

²⁸⁷ Black, supra note 222, at 341.

²⁸⁸ U.S. Gen. Accounting office, report to congressional requesters, SEC Enforcement: More Actions Needed to Improve Oversight of Disgorgement Collections (Gao-02-771 (2002)), <http://www.gao.gov/products/GAO-02-771>.

²⁸⁹ Black, supra note 222, at 341-342.

2004-2009 の戦略計画では、SEC は今後 5 年間のビジョン、使命及び戦略のゴールを制定したとき、投資者のために資金を徴収することを重視するのを止めた。その使命については、以下の 3 つの面を有する構成になっている。①投資者の保護、②公正で、健全な、効率的市場の維持、③資本形成の促進。このためには、以下の 4 つの目標を明確にした。それは、①連邦証券諸法の遵守、②効率的かつ柔軟な規制環境の保持、③情報に基づいた投資意思決定の促進、及び④SEC の資源の最大限の活用である。SEC は、その使命又は目標の一部として、欺罔された投資者への金銭補償があることを明確には言及してはいない。むしろ、SEC の伝統的な見解と一致して、欺罔された投資者のために金銭徴収することは、行政機関の副次的な役割に留まるものとしていた。²⁹⁰

何が効果的執行プログラムを構成するのかを決めるには、原則がある。最も基本的なことであるが、SEC は、限られた資源しか有しない機関として、証券諸法を執行するためにその資源の最適活用に関する厳しい選択をしなければならない。SEC は、強い抑止のメッセージを送るために、大きな時価総額を持つ会社に対して注目を集めるような裁判を提起し続けるべきである。SEC は、一般投資者に対する損害を防ぐために、ポンジーシステム (Ponzi)²⁹¹やその他のあくどい欺罔行為をやめさせるうえで、重要な役割を果たしている。これらの事件の多くは、資金を取り戻す可能性が大きくはない。²⁹²

さらに、SEC は、証券諸法に違反している個人に対してより多くの法執行活動を行うべきである。結局、人こそが企業に証券諸法に違反することを行なわせようとするからである。個々の違反者に利益を吐き出させ、制裁金を払うように求めることは、無辜の株主の損害を回避するものであり、私訴により個々の被告から損害賠償を得ることについてのコメンテーターの提言と一致するものである。しかし、個人の責任を追及すると、その結果はより少額の制裁金を得るだけである。会社取締役は資産家であるかもしれないが、彼らの個人資産を会社の富に比肩することはできないし、個々の被告は、会社経営者が会社資産を保つために戦うよりも、彼らの個々の財産を保つためにより熱心に戦うだろう。その結果、個人は公正基金の分配でより少額な金を受け取るしかなく、SEC は投資者の利益のために多額な金を徴収するという「誇り高き権限」 (bragging rights) は先細りとなろう。²⁹³

六 金商法に基づく課徴金の行政制裁としての位置付け及び投資者救済規定の設定

1 金商法に基づく課徴金の行政制裁としての位置付け

金商法上の課徴金は、主にインサイダー取引など違反者の経済的利得相当額を剥奪するものである。一見すると、これはアメリカの利益の吐出しに類似するものである。しかし、

²⁹⁰ Black, *supra* note 222, at 342.

²⁹¹ 利殖性の高い架空の投資対象を考え出し、それに先に投資した人が後から投資する人の投資金によって利を得る方式の詐欺。

²⁹² Black, *supra* note 222, at 343-344.

²⁹³ Black, *supra* note 222, at 344.

アメリカでは、利益の吐出しは明文上の規定はなく、SEC が利益の吐出しの命令を得るかどうかは、裁判所の判断によるものである。

アメリカでは、利益の吐出しの算定基準は、違反者が得た利益のすべてを対象とするものではなく、法違反に因果関係を有する利益を合理的に概算したものである²⁹⁴。この合理的な概算をすることは、公正であるかどうかはともかく、違反者のことを考慮する結果である。

この点につき、金商法上の課徴金の計算方法は、「重要事実などの公表前 6 カ月以内の売付け等（買付け等）の価額と重要事実などの公表後 2 週間における最安値（最高値）の価額との差額」としている（金商法第 175 条 1 項 1 号・2 号、2 項 1 号・2 号）。

金商法上の課徴金は、他人の計算の場合にも徴収することがある²⁹⁵。しかし、他人の計算とすることにより、不正な利得が判明しない場合には、何も課すことがなく、問題である。また、平成 25 年インサイダー取引規制改正のワーキング・グループの報告書は、「最近のインサイダー取引事案をみると、会社関係者等からの情報受領者が違反行為を行っているものが多く、また上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社からの情報漏えいに基づくインサイダー取引事案も生じている状況にある。これらの事案においては、資産運用業者が顧客の計算で違反行為を行った場合の課徴金額が違反抑止の観点から著しく低いとの課題も明らかとなっている」²⁹⁶と述べる。すなわち、課徴金制度はインサイダー取引等の違反行為の抑止を目的とするものであるが、違反者の懐が寂しくなることがない程度の課徴金を課すことが多く、違法行為に対する抑止の目的を達成しているかの疑問を感じる。

この点につき、アメリカでは、証券取引所法第 21A 条により、各事件の「事実及び状況」に照らして得られた利得又は免かれた損失の 3 倍額を超えない民事制裁金を課すことができる。前述のように、アメリカでは、裁判所はインサイダー取引に違反した被告に対して民事制裁金を課すかどうかを判断する際に、6 要素を考慮している²⁹⁷。裁判所は、利益の吐出し、差止命令による救済、及び役員の就任禁止命令などの法執行手段で、インサイダーに対する制裁が法の抑止目的を十分に達する場合、民事制裁金を課さないことが多くなっている。逆に言えば、インサイダーに対する制裁が法の抑止目的を十分に達する場合、民事制裁金を課すことは除かれる。これらの特徴は、金商法の改正によい参考となると考えられる。

また、平成 25 年インサイダー取引規制改正のワーキング・グループの報告書は、「証券市場がその機能を十全に発揮するためには、公正な取引環境が備わり、市場に対する投資家の信頼が確保されていることが不可欠である。上場株券等の仲介業務を担う者（仲介業

²⁹⁴ 本稿第 276 頁参照。

²⁹⁵ 平成 20 年金商法改正により、自己の計算による場合以外の違法行為についても課徴金を課すことがある。本稿第 156 頁参照。

²⁹⁶ インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ・前掲注（45）「インサイダー取引規制をめぐる制度整備について」1 頁。

²⁹⁷ 本稿第 277 頁—278 頁参照。

者)は、証券市場の門番(ゲートキーパー)として公共性の高い役割を担っており、市場の公正性・健全性を保つために、顧客の売買審査を行うなど、不公正取引を防止するための積極的な取組みを行うべき立場にある。仲介業者の役職員が、仮に、その職務に関し、一部の顧客に対し、企業の内部情報の伝達や内部情報に基づく取引の推奨を行った場合には、単に当該業者に対する不信が生じるだけでなく、我が国証券市場全体に対する信認の失墜につながるおそれがあるものと考えられる」²⁹⁸と述べる。仲介業者によるこれらの違反行為に対して、注意喚起のための氏名公表というエンフォースメント手段が設けられた(金商法第192条の2)が、従業員に対する支配者の責任を明確にはしなかった。

この点につき、アメリカでは、ITSFEAは、インサイダー取引者及び情報伝達者をカバーするだけではなく、その従業員によるインサイダー取引又は情報伝達のような行為を防止する適当な手段を取らなかった支配者もカバーするために、1984年インサイダー取引制裁法の民事制裁金条項を拡張した(証券取引所法第20条(a)項)。下院委員会は、ITSFEAによる民事制裁金の責任を拡張する理由について、証券会社が従業員と代理人を効果的に監督することは、投資者保護という連邦の規制スキームの根拠となっている²⁹⁹と述べている。それだけではなく、法の抜け穴を防止するために、下院委員会は、支配者というものを定義したにも拘らず、ケース・バイ・ケースの原則に立ってSECと裁判所が「支配者」の文言を解釈し続けることを期待する³⁰⁰と述べている。また、支配者としての責任を負うことになるブローカー・ディーラー又は投資顧問会社に対しては、潜在的に責任を認めるように、ITSFEAでは義務的なコンプライアンス・プログラムを課し、その具体的なコンプライアンス方針又はそのための手続きを求める規則を公布する権限をSECに与えている。SECは、ブローカー・ディーラーではない支配者又は投資顧問業ではない支配者は、その支配されていた者が違反となるような行為を行いそうであるという事実を知っていたか又は無謀に無視して、かつ行為の発生する前にそのような行為を防止する適当な手段をとらなかったことを、立証した場合には、ITSFEAにより、それらの支配者に対して民事制裁金を課すことができる。支配者の責任を明確にするために、上記のような点は金商法の改正により参考となると考えられる。³⁰¹

上記のような問題を根本的に解決するために、以下のように、金商法の改正をすべきとの提言を行いたい。

課徴金の性格を明確に裁量型の行政制裁金と位置付けて、当局が違反を認知しても、企業の再発防止努力等の事情を斟酌して、課徴金を課さないという裁量を認めるべきだとい

²⁹⁸ インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ・前掲注(45)「インサイダー取引規制をめぐる制度整備について」4頁。

²⁹⁹ H.R.Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 17, reprinted in 1988 U.S.Code Cong. & Admin. News 6043, at 6054.

³⁰⁰ Id. at 6054.

³⁰¹ 本稿第254頁-255頁参照。

うことが指摘されていることもあり³⁰²、まず、課徴金を裁量型の行政制裁金と位置付けることが重要である。現行金商法第 166 条、第 167 条は、同法第 197 条の 2 第 13 項により罰則を科すための規定でもあり、同法第 175 条所定の課徴金賦課の規定ともなっているが、これを課徴金賦課の要件を定めたものとしてのみ活用することとする。しかし、課徴金を行政制裁金と位置付けるとすれば、利得相当額の剥奪を限度とする課徴金の趣旨に反するのではないかと考えられる。平成 20 年金商法の改正により課徴金の額が実質的に引き上げられたので、従来の課徴金に比し、課される金額が増加しており、課徴金制度を単に利益の吐出しに止まるものではなく行政制裁金としての性質を有するものと位置付けることができるようになったと解される。また、課徴金制度は、行政審判手続を経て、課徴金の納付命令が決定される点からみると、手続き面は裁判に準じており、制裁を科しても制度手続き上問題はないと思われる。従って、現状においては、日本の課徴金制度を、アメリカの制裁金の性質を取り込む形に、変更し位置付けることができる。以下では、イギリスの金融サービス市場法及びアメリカの民事制裁金制度を参照した上、金商法第 175 条 1 項、2 項の前段は、以下のように見直すべきである。

(1) 金商法第 175 条 1 項の前段の規定を、「第 166 条第 1 項又は第 3 項の規定に違反して、同条第 1 項に規定する売買等をした者があるときは、内閣総理大臣は、次節に定める手続に従い、その者に対し、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める額（次の各号のうち二以上の号に掲げる場合に該当するときは、当該二以上の号に定める額の合計額）の 3 倍額の課徴金を課することを命じなければならない。」という形に改正すべきである。

(2) 金商法第 175 条 2 項の前段の規定を、「第 167 条第 1 項又は第 3 項の規定に違反して、同条第 1 項に規定する特定株券等若しくは関連株券等に係る買付け等又は同項に規定する株券等に係る売付け等をした者があるときは、内閣総理大臣は、次節に定める手続に従い、その者に対し、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める額（次の各号のうち二以上の号に掲げる場合に該当するときは、当該二以上の号に定める額の合計額）の 3 倍額の課徴金を課することを命じなければならない。」という形に改正すべきである。

上記のような条文に改正されるとしたら、課徴金はアメリカの民事制裁金と同様に、制裁の性質を明文で示し、課徴金の抑止機能がより効果的となると考える。この点は日本の独禁法の課徴金と歩調を合わせたものにもなる。金商法上違反行為を行った者の利得の計算方法については、違反行為者が違反行為を行った事実は明らかであっても、他人の計算で行った場合のように課徴金額の計算ができず、課徴金を課することができないこととなれ

³⁰² 西村高等法務研究所編『金融商品取引法と企業戦略－資本市場との対話と実務対応』（商事法務、2008）259 頁。

ば、違反行為の抑止を十分に図ることができないし、課徴金調査を逃れるための潜脱的なスキーム作りが行われるおそれがある。

この問題に対し、証券取引等監視委員会は、①違反者がインサイダー取引などの違反行為に従事しているか、又は従事したと判断した場合、又は②違反者が関与した場合には、インサイダー取引などの違反行為につながったであろう行為を他の者に強要又は助長する行動をとった場合、又は、防止策など必要な行動をとらなかった場合には、行政裁量により一定額の課徴金を課すことができるとすべきである。また、当該法人（支配する者）はその法人関係者（支配されていた者）が違反となるような行為を行いそうであるという事実を知っていたにも拘らず、その行為の発生前に防止のための適切な手段をとらなかったことを、証券取引等監視委員会が立証した場合には、課徴金を課すことができるとすべきである。

2 課徴金による救済規定の設定

課徴金は、投資者を保護するとの観点からみると、インサイダー取引などの違反行為により損害を受けた投資者に補償することも目的とすべきである。この点につき、前述したように、SOX 第 308 条の「投資者のための公正基金」（Fair Funds For investors）の趣旨は、損害を受けた投資者に対する補償にある。その基金を生み出す方法は、違反者の利益の吐出し及び同一違反者の民事制裁金である。違反者の利益が吐き出された場合には、その額は投資者の補償に用いられるが、制裁金を投資者に補償するのに用いられるかどうか、SEC の裁量で判断する。公正基金条項は、民事制裁金が委員会の申立、又は指揮により当該違反行為の投資者への分配のために、吐出基金に加えられると規定する。SOX 第 308 条は、SEC が投資者への分配に利用できる金銭的救済を認めるものである。従って、金銭上の補償を投資者に与えると同時に、証券諸法への遵守を強化することにより投資者を保護することは、SEC の使命の重要な部分になっている。さらに、SEC と裁判所はいずれも、証券法の執行と投資者の補償との間に矛盾が生ずることを認識してはいない³⁰³。SOX 第 308 条では、投資者の保護という法の趣旨に沿って、SEC は証券法を執行するために限られた資源を活用することができるし、証券市場での資本形成を促進することになる。

日本では、「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的」（金商法第 1 条）とするという法の趣旨に沿って、損害を受けた投資者に救済するためのアメリカのような公正基金条項を設けるべきである。

しかし、本論第 3 章で検討したように、課徴金の使途については、見解が分かれた。ある見解は、課徴金制度は、民事責任とは制度の趣旨・目的が異なる行政上の義務履行確保であるという「割り切り」がなされたものであるが、金商法の目的が「投資者の保護」に

³⁰³ Black, *supra* note 222, at 341. 本稿第 278 頁参照。

あるとすると、課徴金の国庫への収納が、投資者にマイナスの影響を及ぼすことになる³⁰⁴。金商法は、インサイダー取引などの不公正取引を禁止し、その違反行為については、課徴金の賦課や罰則を適用することによって、市場の秩序を保つとともに、課徴金徴収により投資者保護を図ろうとしていると、考えることもできる。他の見解は、課徴金は市場の公正確保などの公的な目的のために導入されたものであるから、公的な法執行で投資者の被害の回復という私的な目的のために用いてよいかどうかは問題になる、とする³⁰⁵。この点につき、前述のように、アメリカでは、公正基金は、SEC と裁判所はいずれも、証券法の執行と投資者の補償との間に矛盾が生ずることを認識してはいない。公正基金は、投資者の被害の回復に役立っている。

金商法は、基本的に投資者保護を趣旨とする以上、民事損害賠償請求権を設けるだけではなく、公正基金条項も設けるべきである。投資者のための公正基金を生み出す方法は、課徴金に限定する。公正基金は救済できる投資者の範囲は、同時取引者に限定するものとする。なぜなら、被告が証券市場において取引の相手方となる者のすべてに責任を負うことになるならば、被告に過大な責任を負わせることになるので、こうした問題を避けるべきである。³⁰⁶

以下では、アメリカの SOX 第 308 条を参照したうえ、金商法第 175 条及び第 185 条の 7 に国庫金の納付を改め、不当利得の吐出基金に納入する制度とする。以下のような趣旨の条文を置くべきだと考える。

被害者救済のための課徴金

証券取引等監視委員会により内閣総理大臣及び金融庁長官に対し課徴金賦課の勧告が提起された審判手続等において、金商法又は内閣府令違反を理由として、特定有価証券等の売買等をした者に対して課徴金の決定がなされた場合、当該課徴金は当該違反行為と同時に取引を行った被害者の利益のための不当利得の吐出基金に参入されるものとする。

第 6 節 小括

本章においては、まず、前 3 章で検討した内容をまとめ、そしてアメリカのインサイダー取引規制の枠組みと日本のインサイダー取引規制の枠組みを比較したうえで、金商法上の課徴金制度の見直し方向を示した。その見直し方向に従って、①課徴金と刑事罰の構

³⁰⁴ 橋本博之「改正証券取引法の理論的研究（1）証券取引法における課徴金制度の導入」商事法務 1707 号 4 頁(2004)。

³⁰⁵ 黒沼悦郎「投資者保護のための法執行」商事法務 1907 号 44 頁（2010）。

³⁰⁶ *Fridrich* 事件では、裁判所は被告と同じ期間に取引を行ったすべての者に回復を許すという *Shapiro* 事件のアプローチを拒否し、被告は彼らが直接取引を行っていない原告には損害をもたらさなかったと判断した。 *Henning*, *supra* note 174, at 31.

成要件の分離、②損害賠償請求権の設定、③課徴金による投資者の救済を以下のように提言を行った。

現行金商法の下では、刑事制裁の対象となるインサイダー取引がそのまま課徴金の対象ともなることになっているため、証券取引等監視委員会は、金商法第 166 条、第 167 条の同一の構成要件に基づいて、インサイダー取引等の事案の悪質性・重大性によって刑事罰を科すか課徴金を課すかを判断するしかないのだが、事案の悪質性・重大性という文言は構成要件自体には取り込まれていないにも拘わらず、一般的に、行政裁量として重大性と悪質性を勘案している。結局、違反の動機、方法、態様及び違反者の一身上の事情などの要素を考慮し、刑事罰を科すか課徴金を課すかを判断することとなる。これでは、恣意的に構成要件が解釈されるかもしれない、会社関係者が取引行為を行うに際し、予見可能性を奪う危険性がある。また、構成要件があまりにも形式化している反面、重要事項のバスケット条項など実質化している要件もある。

上記のような問題を解決するために、金商法第 157 条を適用するかどうかを検討したが、適用することが難しいとの結論に至った。投資者救済などの点から考慮すると、インサイダー取引に対する形式犯の構成要件はすでに現状に適合していない。保護法益を侵害することを構成要件に加え実質犯とすることで刑罰を加重することが肝要である。インサイダー取引規制は、実質犯化して初めて現状に適合する。インサイダー取引に対する刑事制裁は罪質を実質犯化し、課徴金は行政上の制裁金に位置付けることとした。イギリスの 2000 年金融サービス市場法及び 1993 年刑事司法法を参照し、インサイダー取引に対する刑事罰と課徴金の要件を別々の構成にした方がよいとの提言³⁰⁷を行った。

また、金商法上インサイダー取引に対する民事責任規定が設けられていない現状においては、投資者に対する救済が不十分と考え、アメリカの証券取引所法第 20A 条で同時取引者による民事損害賠償の理論を検討した。同理論は、Chiarella 判決及び Dirks 判決によるものであり、それは、開示義務が 2 人の当事者間の特別の関係から生じるものであって、当該義務に違反するインサイダー取引者が同時取引者に民事責任を負うべきであるというものである。アメリカ議会は、1988 年のインサイダー取引・証券詐欺執行法の制定により、同時取引者による民事損害賠償訴訟を明文で定めた。この点につき、金商法は、課徴金を投資者の救済に当てるだけでなく、インサイダー及び内部情報受領者に損害賠償義務を負わせ、投資者の損害回復の点から、民事責任規定が設けられるべきとの提言³⁰⁸を行った。

金商法上の課徴金は、他人の計算の場合にも原則的に徴収している。しかし、他人の計算とすることにより、不正な利得が判明しない場合には、何も課すことがなく、問題である。それだけでなく、課徴金制度はインサイダー取引等の違反行為の抑止を目的とするものであるが、課徴金額は低額であることが多く、違法行為に対する抑止の目的を達成して

³⁰⁷ 本稿第 245 頁－248 頁参照。

³⁰⁸ 本稿第 264 頁－267 頁参照。

いるかの疑問を感じる。この問題を解決するために、アメリカ証券取引所法第 21A 条及び判例を検討し、課徴金を裁量型の行政制裁金と位置付け、金商法の改正の提言³⁰⁹を行った。

金商法上の課徴金は、インサイダー取引などの違反行為を抑止する目的として規制違反に対し金銭的負担を課す行政措置である。課徴金は、国庫に納められ、投資者の救済に資するものではない。投資者救済の観点から考えると、課徴金は投資者救済の目的に資するものとし、かつ証券市場に関連するインフラの整備を果たすものと考え、SOX 第 308 条での「投資者のための公正基金」という条項を考察した。日本では、金商法第 1 条という法の趣旨に沿って、損害を受けた投資者を救済するために、アメリカのような公正基金条項を設けるべきだと考え、アメリカの SOX 第 308 条を参照したうえ、金商法第 175 条及び第 185 条の 7 に被害者救済のための課徴金の条文を置くべきだとの提言³¹⁰を行った。

今後、金商法は刑事罰運用の強化と課徴金制度の活用促進などを通して、証券市場の健全性だけでなく、投資者の保護に資するものとなることを期待している。

³⁰⁹ 本稿第 279 頁－283 頁参照。

³¹⁰ 本稿第 283 頁－284 頁参照。

終章 結語——刑事罰運用の強化と課徴金制度の活用促進など

インサイダーを実質的に定義した場合、重要な未公開情報を基に、情報を知らされていない多くの市場参加者と取引所を通じた取引により利益を得ている者である。争いはあるものの、インサイダー取引は、市場参加者及び経済全体・コミュニティに対して道德および公平に反する行為であると同様に、市場の公正性と健全性を害する本質的に違法な行為である。現行金商法上インサイダー取引に対する法定刑は、既に検討したように極めて軽微であり、その点だけでもインサイダー取引に対する抑止力は不十分だと言わざるを得ない。法定刑の軽重から考えると、一番重い刑罰が予定されている金商法第 157 条を適用した方がよいと考える立場もありうる。しかし、金商法第 197 条の 2 第 13 項は、金商法第 157 条の不正取引行為の禁止違反の場合の 10 年以下の懲役または 1000 万円以下の罰金（金商法第 197 条 1 項 5 号）に比べて量刑が軽くなっているのは、インサイダー取引規制に対する違反の場合、規制の実効性確保の見地から、行為の実質ではなく形式的違反の次元で刑事罰を科すこととしたことに尽きる¹。インサイダー取引に対する軽い法定刑及び形式的な規制枠組みが設けられたのは、インサイダー取引規制の本質や法的確信が不十分であった昭和 63 年当時の状況に拠っている。昭和 63 年に旧証券取引法が改正され、インサイダー取引規制が導入されたが、その以前は、法令上インサイダー取引の範囲を明確にした規定がなく、かつ、社会通念上、インサイダー取引の是非や内容が明確になっているとはいえない状況にあった²。

日本において係るインサイダー取引に対する規制が導入されたのは、昭和 62 年 9 月のタテホ化学工業事件を契機として、インサイダー取引に対する国民の関心が高まり、また、国際的な証券取引が活発化するとともに、東京がニューヨーク・ロンドンと並び世界の三大証券市場の 1 つに数えられるようになり、海外マスコミや英米の監督当局などから出されたインサイダー取引規制の取り込み要望の高まりなどから、昭和 63 年の証券取引法改正に至ったものである³。しかし、昭和 63 年インサイダー取引規制が制定されてから 26 年を経ているにも拘わらず、日本独特のこの形式的な規制枠組みは変わりがなく、基本的にそのままとなっている。インサイダー取引犯罪の要件は詳細かつ技術的で、これを現実に適用する際に、本論文に言及するように、場合によってはかなりの困難を伴うが、要件をより包括的なものに法改正すべきであるという立法提案も引き続きなされている⁴。インサイダー取引の形式的な規制枠組みは、時代に合致しておらず、この枠組みの抜本的な法改正が必要ともいえる。

¹ 河本一朗・大武泰南『金融商品取引法読本』（有斐閣、第 2 版、2008）473 頁。

² 松本真輔『インサイダー取引規制——解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）2 頁。

³ 松本・前掲注（2）インサイダー取引規制 2 頁。

⁴ 芝原邦爾『経済刑法』（岩波新書、2004）118 頁。

平成 16 年金商法改正により、導入した課徴金制度は、行政制裁ではなく、行政措置と位置付けられ、その審判手続きは準司法的性質を有する。アメリカの民事制裁金と比べたら、金商法上の課徴金は、制裁機能を有しておらず、単に違反者からインサイダー取引から経済利得相当額を剥奪するものである。この課徴金は、現行金商法の下では民事救済の目的を果たしておらず、制度の欠陥だともいえる。この課徴金は、他人の計算によって、違反行為者の得た利益を確定できない場合は、基本的に課することができない。今後、この課徴金は、本論で検討したように利得相当額を基準とせず、複数倍の額を基準としたらよい。また、課徴金は、被害者の救済に充てた方よい。今後、課徴金制度は、インサイダー取引に対する抑止策として、活用されるべきであるが、本論第 4 章において課徴金制度の位置付けの方向に従って、課徴金を見直した方がよい。

近年、実効性・迅速性を確保するために、インサイダー取引の違反事件では、課徴金の勧告事案が多い。刑事罰はある程度活用されているが、村上ファンド事件のように社会的影響が大きい事件でも、執行猶予付き判決になってしまっていて、刑事罰による制裁が法の抑止力を十分に果たしていないのではないかと疑念が残る。

今後、インサイダー取引に対する法執行手段として、まず、悪質な事件については刑事罰の運用を強化し、残りの違反行為については課徴金制度の活用を促進することが適切である。しかし、刑法の謙抑性を考慮すれば、いたずらに刑事罰の追及を求めてはならない。インサイダー取引は、経済犯罪であり、刑事罰の追及と実効性の確保の間のバランスにも配慮すべきである。

平成 25 年金商法改正により、情報伝達・取引推奨行為は、インサイダー取引の禁止行為となった。しかし、こうした行為が「企業の通常の業務・活動の中で行われる情報伝達・取引推奨に支障を来たすことなく、他方で、未公表の重要事実に基づく取引を引き起こすおそれの強い不正な情報伝達・取引推奨行為を規制対象とするため、立証可能性にも留意しつつ、『取引を行わせる目的』等の主観的要件を設けることが適当である」⁵との提言がなされた。すなわち、こうした行為の規制は、企業の通常の業務・活動の考慮が必要である。しかし、こうした行為の考慮だけではなく、金融庁、証券取引等監視委員会はコンプライアンス体制を企業の責任の軽減事項として明確化し、企業のコンプライアンスプログラムのチェック機能の第三者委員会を設置するべきである。なぜなら、以下のようなことが考えられるからである。インサイダー取引規制の強化の出発点となったのは昭和 63 年 2 月の証券取引審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」である⁶。そこで内部者取引の規制については、まず、その未然防止に万全を期するという考え方をとる必要がある。このため、重要な情報源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所及び有価

⁵ 金融庁「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」、金融庁ホームページ

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121225/01.pdf)。

⁶ 金融機関コンプライアンス研究会編『金融機関の法令等遵守態勢』（金融財政事情研究会、2009）249 頁。

証券の取引を仲介する証券会社等が未然防止体制を整備するほか、行政当局としても未然防止体制の整備を適切に指導とともに、適切な対応を行うことが必要である」とされている⁷。会社での役職員個人のインサイダー取引違反の場合は、コンプライアンス体制が問われることになると思われる⁸。そこで、①役職員個人による意図的な違反（自社株式売買に当たっての会社への事前承認手続きの無視、売買禁止の無視、第三者名義の利用など）は、いかにコンプライアンス体制を整備しても、防止できないと指摘され、こういう場合は刑事罰しか対応できないと考えられる⁹。②外部者による違反の場合は、その対応の具体策については、本論で言及している。そこで、基本的には、会社の問題が起っていないくとも、会社の未公表の重要事実の伝達、漏れの有無、会社の役職員の共犯者性について調査・検討が進み、問題があれば、社内の情報管理体制の見直しだけではなく、防止規定そのものを見直すべきだと考えられる¹⁰。

現在の証券市場はグローバル化している。インサイダー取引は世界のほとんどの国で禁止されている。世界のほとんどの国は、インサイダー取引に対する厳しい法定刑が設けられている。例えば、アメリカについては、本論で検討した。イギリスは、インサイダー取引に対して EU 加盟国の中で最も厳しい刑事罰を設けている。1993 年刑事司法法の下で、すべてのインサイダー犯罪に対し、最高 7 年の禁固刑又は莫大な罰金を科すことができる。略式起訴により起訴して治安判事裁判所の審理を受ける場合は、6 カ月の禁固刑又は、最高 5000 ポンドの罰金が科されることとなる¹¹。近時、訴追は頻繁に行われている。インサイダー取引に対する厳しい刑事規制は、世界の流れである。日本では、イギリスとアメリカに比し、軽い法定刑が設けられているのが現状であり、特異な状況である。今後、インサイダー取引規制は、法的仕組みを練り直すことが肝要であると考ええる。次に、刑事罰運用の強化と課徴金制度の活用促進などを図ることである。また、企業はグローバル化にしておき、インサイダー取引を有効に対応するために、各国の金融監督機関が、条約か連携協定を結び、より迅速に対応する方がよいと考える。

(以上)

⁷ 金融機関コンプライアンス研究会・前掲注（6）金融機関の法令等遵守態勢 249 頁。

⁸ 西村高等法務研究所編『金融商品取引法と企業戦略－資本市場との対話と実務対応』（商事法務、2008）221 頁。

⁹ 西村高等法務研究所・前掲注（8）金融商品取引法と企業戦略 222 頁。

¹⁰ 西村高等法務研究所・前掲注（8）金融商品取引法と企業戦略 223 頁。

¹¹ R.C.H. ALEXANDER, INSIDER DEALING AND MONEY LAUNDERING IN THE EU: LAW AND REGULATION, 132 (2007).