

米国証券取引上の違反行為に対するエンフォースメント

Law Enforcement against Violations in United States Securities Trading

千代島 道生*

要約

第1章においては、今日の米国における証券規制は、州証券諸法であるブルー・スカイ・ローと1933年法および1934年法（SEC Rule 10-5を含む）を中心とした連邦証券諸法が根拠法として併存しながら、二重構造の下において適用されていることを明らかにしている。とりわけ、今日の連邦全体にわたる証券規制においては、1933年法および1934年法（SEC Rule 10-5を含む）が極めて重要な支配的地位を占めていることも併せて明らかにしている。また、各州の証券規制においてはブルー・スカイ・ローの貢献によるものが大であり、その後、ブルー・スカイ・ローの欠陥があることが判明したことで、1933年法および1934年法（SEC Rule 10b-5を含む）が創設されるに至ったことを明らかにしている。

第2章においては、米国の証券規制法がインサイダー取引を中心とした違反行為とともに発展してきたことを明らかにしている。米国における証券規制は、わが国と違い（わが国は、インサイダー取引の定義を規定し、法の適用は個別規定を適用）、詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止規定）を適用し、判例を蓄積しながらの裁判所による判例法を発展させてきていることを明らかにしている。

第3章においては、SECが連邦証券規制諸法違反に対して、如何なるエンフォースメンを執行することができるのかを、行政手続、刑事手続および民事手続に分類して明らかにしている。なお、わが国における金融商品取引法の前身である証券取引法（昭和23年5月6日施行）は米国の1933年法および1934年法を継受したものであるから、エンフォースメントに関しては総論的には大体同様なものであるといえる。各論的には、わが国の課徴金制度というものは米国にはないが、内容的に類似するものとしては、民事手続上の民事制裁金（civil penalty）が該当しよう。また、わが国は、米国とは違い、投資家保護基金は創設されていない。

【目次】

はじめに

第1章 証券規制

第1節 州証券諸法（Blue Sky Laws）の誕生

第2節 連邦法（Federal Laws）としての連邦証券諸法（Federal Securities Laws）の制定

第3節 SEC Rule 10b-5の制定および発展

第2章 インサイダー取引を中心とした違反行為

第1節 インサイダー取引規制の変遷（法の発展）

1. 初期のインサイダー取引責任の法理（詐欺の法の発展の基礎、1932年以前）

* ビジネス法務専攻博士後期課程院生。

2. 連邦証券諸法の制定（1933 年以降）
3. SEC Rule 10b-5 の適用（SEC Rule 10b-5 の発展の基礎、1961 年以降）
4. 連邦証券諸法下のインサイダー取引責任の法理の拡大化（判例法の発展、1968 年以降）
5. 本格的なインサイダー取引規制（1984 年以降）

第2節 インサイダー取引規制の解釈上の代表的理論

1. 情報平等理論（parity of information theory）
2. 信託義務理論（breach of fiduciary duty theory）
3. 不正流用理論（misappropriation theory）

第3節 わが国と米国におけるインサイダー取引規制に対する基本的な考え方

1. わが国の基本的立場
2. 米国におけるインサイダー取引規制の法的根拠

第3章 SEC による違反行為に対する制裁

第1節 行政手続（administrative procedure）

1. 排除命令（cease and desist order）

第2節 刑事手続（criminal procedure）

1. 刑事訴追（criminal prosecution）
2. 郵便詐欺法（mail fraud statute）・通信詐欺法（wire fraud statute）

第3節 民事手続（civil procedure）

1. 差止命令（injunction）
2. 民事制裁金（civil penalty）

おわりに

はじめに

今日、米国における証券規制（Securities Regulation）は、1929 年 10 月 24 日に発生した株の大暴落後のニュー・ディール期において制定された 1933 年証券法（Securities Act of 1933：以下「1933 年法」という。）および 1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934：以下「1934 年法」という。）を中心とした連邦証券諸法（Federal Securities Laws）¹⁾ と州証券諸法（Blue Sky Laws：以下「ブルー・スカイ・ロー」という。）が根拠法として存在している。すなわち、1933 年法および 1934 年法等の連邦証券諸法とブルー・スカイ・ローの二つの法が併存しながら、二重構造の下において、これらが適用されてきている。そして、もっとも代表的な証券規制法が 1933 年法と 1934 年法で

1) 1933 年法および 1934 年法以外の連邦証券諸法として、1935 年公益事業持株会社法（Public Utility Holding Company Act of 1935）、1939 年信託証券法（Trust Indenture Act of 1939）、1940 年投資会社法（Investment Advisers Act of 1940）、1940 年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）、1970 年証券投資者保護法（Securities Investor Protection Act of 1970）、2002 年上場企業会計改革・投資者保護法、（Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002）がある（1934 年法 3 条 (a) 項 (47) 号、王子田誠訳『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、平成 20 年）105～106 頁）。

ある。

20 世紀になってからの米国における本格的な証券規制は、1911 年制定のカンザス州証券法を中心としたブルー・スカイ・ローによって始まったが、その後の 1929 年の株の大暴落ではじまった大恐慌により、州際を超えて郵便による州際通商 (interstate commerce) の手段を使用して行われていた証券詐欺に対しては、ブルー・スカイ・ローは無効であることがわかり²⁾、ニュー・ディール政策 (New Deal) の一環として、ブルー・スカイ・ローの諸問題を克服するために、新たに登場したのが国家的連邦証券規制法としての性格を有する連邦証券諸法の 1933 年法および 1934 年法である。

1933 年法および 1934 年法は、投資家保護を主たる目的としているため、情報開示および不正取引禁止に重点をおいた規定となっている。1933 年法の基本的な目的は、公募が行われる証券に関し、信頼できる情報が十分に与えられることを確保することであり、すなわち証券に関する十分な情報が提供されない限り、証券の公募が行われなくようにすることである³⁾。

一方、1934 年法の基本的な目的は、公開企業に関する適切な情報を広く公衆が利用できる状態を確保することである⁴⁾。とりわけ、SEC Rule 10b-5 の根拠法は 1934 年法 10 条 (b) 項であり、1934 年法は極めて重要な法である。また、1934 年法は、1933 年法とは違って、条文も多く、広範囲にわたった規定内容となっており、そして多くの改正がなされ、とりわけ 1968 年改正、1970 年改正、1975 年改正、1977 年改正、1984 年改正、1988 年改正、1995 年改正、2002 年改正においては、非常に重要な改正がなされている⁵⁾。

米国における証券規制は、1934 年法 4 条に基づき設置された Securities and Exchange Commission (以下「SEC」という。) が実施している⁶⁾。SEC は、連邦証券規制の執行を担当するとともに、規則制定権限および準司法的権限を有する独立行政委員会として設置された⁷⁾。SEC が設立されたことにより、1933 年法上の監督権限は SEC に移管されること

2) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第 2 版〕』(弘文堂、平成 16 年) 3 頁。

3) 1933 年法の目的は、「本法は、州際通商および国際通商において、ならびに郵便を通じて、売り付けられる証券の性格について十分かつ公正な開示を行うため、ならびにその売買の場合における詐欺行為の防止等の目的のために制定されたものである」と規定する (王子田・前掲注 1) 2 頁)。

4) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン (神崎克郎・川口恭弘監訳) (野村證券法務部訳)『〔最新〕米国証券規制法概説』(商事法務、2003 年) 83 頁。1934 年法の目的は、「本法は、州際通商および国際通商において、ならびに郵便を通じて業務を行う証券取引所および店頭市場を規制し、当該取引所および市場において不公平および不公正な慣習を防止する等の目的のために制定されたものである」と規定する (王子田・前掲注 3) 75 頁)。

5) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 31、40、79、83 頁、黒沼・前掲注 2) 6～7 頁。1968 年改正では、株式の公開買付けを規制するための連邦法として、ウィリアムズ法 (Williams Act) が制定されている。

6) SEC は、大統領が上院の勧告および同意に基づいて任命する 5 名の委員から構成され、任期は 5 年とされている。委員はその職務のほか、いかなる営業、職業もしくは職務にも従事してはならず、かつ、株式市場での活動または取引に関して、SEC の規制を受ける性格をもつものに対しては、直接または間接を問わず関与してはならない (1934 年法 4 条 (a) 項、王子田・前掲注 1) 117 頁)。

7) 黒沼・前掲注 2) 9～10 頁。これらの権限を有するということは、SEC 自らが政策目標等を掲げることが可能となり、そのことを規則に具体化し、自ら執行できることを意味する。

となった。

連邦証券諸法は、連邦議会の州際通商規制権限に基づいているため、一般的には「州際通商における輸送または通信の手段もしくは郵便を利用する」取引のみに適用されている。一方、州証券諸法はブルー・スカイ・ロー⁸⁾として広く知られており、規定内容は、ブローカー・ディーラーの登録、州内で募集されまたは取引される証券の登録届出および詐欺的行為に対する制裁等である⁹⁾。

また、1933年法は、証券の公募に関する規制を規定し（1933年法「法の目的」）、SECに届出していない証券の募集と売付も禁止しているが（1933年法6条(a)項）、一定の取引に関しては適用除外としている（1933年法4条）。さらに、いかなる証券の募集と売付に関しても、詐欺的あるいは欺罔的手段を禁じている（1933年法17条(a)項(1)(2)(3)号）。その後の1934年法の導入により、連邦証券規制の適用範囲が拡大され、既発行証券の流通市場（secondary markets）における取引が規制されることとなった。1933年法の証券規制に関する条文は17条のみであったが、1934年法の証券規制は内容が異なる条文によって構成されている（1934年法9条・10条）。しかしながら、米国におけるインサイダー取引に関しては、わが国とは違い、インサイダー取引の定義についても存在していないし、もっぱらSEC Rule 10b-5の詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）を適用しながら、判例を蓄積している。

したがって、本稿の目的は、SEC Rule 10b-5の詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺を禁じているのは文章から理解はできるが、SEC Rule 10b-5がいうところの詐欺とは、具体的に何を意味しているのかが不明）における詐欺という不法行為、すなわち「詐欺の法」の発展¹⁰⁾、そして裁判所による判例法の発展を考察することによって、米国における証券規制に対する考え方を紐解いていきたいと考えている。

第1章 証券規制

米国における証券規制に関しては、連邦証券諸法による証券規制が開始される前に各州が独自に制定したブルー・スカイ・ローと連邦証券諸法との二元的法制度¹¹⁾が今日まで併存している。すなわち、米国における証券取引は、連邦証券諸法とブルー・スカイ・ローの規制を受けているということである。筆者は、米国の証券規制は二元的法制度というよりも、むしろ「二重構造の法制度」と考えるのが妥当であり、この「二重構造の法制度」

8) ブルー・スカイ・ローの名称は、州証券取引規制の法律の目的に関して、裁判所が「どこまでも広がる青空のように何ら根拠のない投機的な計略を防止することである」と述べたことに由来している（D. L. ラトナー＝T. L. ハーゼン・前掲注4）257頁）。

9) D. L. ラトナー＝T. L. ハーゼン・前掲注4）8頁。

10) 萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂、平成23年）11頁。

11) 加賀譲治「ブルースカイローの生成・発展とアメリカ連邦証券諸法の理念」創価法学21巻4号（1992年）3頁。

のままでは、今後において、多くの弊害が発生するのではと危惧している。したがって、将来的には、証券規制に関しての法制度は連邦証券諸法のみで規制すべきものと考えている。ただし、筆者は、ブルー・スカイ・ローは、初期の目的を十全に達成し、それなりの評価をしている。ブルー・スカイ・ローそのものは欠陥があったものの、この欠陥があったことにより、1933 年法および 1934 年法が制定されたのであるから、その功績は大であらう。

ブルー・スカイ・ローは、連邦証券諸法が創設される以前に、一般投資家に対する証券発行の調整を目的に、各州レベルで 1850 年代（1852 年マサチューセッツ州証券法の制定）に始まり¹²⁾、1930 年頃までには広く各州に行きわたっていたとされている¹³⁾。本格的な最初の証券規制として制定され、しかもブルー・スカイ・ローという名称がはじめて使用されたのが 1911 年制定のカンザス州の制定法である州証券法であり¹⁴⁾、1911 年に建築用地の永代賃借権（bel simple）を、詐欺的証券の売出しを禁止する目的として立法化された制定法の名称であった¹⁵⁾。

第 1 節 州証券諸法（Blue Sky Laws）の誕生

では、ブルー・スカイ・ローはどのようにして誕生したのであろうか。もとより、連邦証券諸法が創設されまでは、米国における州内証券規制は各州が独自に制定したブルー・スカイ・ローによって行われてきた。連邦証券諸法が創設されまでは、郵便による州際通商の手段を使用して行われていた、いわゆる州際証券取引の証券詐欺に対しては、州証券諸法は州内証券取引が規制の対象であったことから無力であった。前述の通り、ブルー・スカイ・ローは、一般的には、ブローカー・ディーラーの登録、州内で募集されまたは取引される証券の登録届出および詐欺的行為に対する制裁等について規定している。ただし、詳細については後述するが、ブルー・スカイ・ローは用語においては統一されていなく、また解釈もまちまちであったといわれていた¹⁶⁾。

十分な威力をもった最初の本格的な証券規制としての制定法であるブルー・スカイ・

12) 加賀譲治「ブルー・スカイ・ローに関する一考察 ―アメリカ合衆国における証券規制の歴史的展開を中心に―」創価大学大学院紀要第 6 集（昭 59 年）84 頁。マサチューセッツ州は、米国でもっとも早く鉄道建設が行われた州の一つであったが、鉄道建設には多額の資金が必要であったため、鉄道会社の財政的基盤が十全に確立されないまま、工事に着手することがしばしばあったとされている。したがって、同州法が、他州に先駆けて運送企業の株式・社債の発行を規制したのは、このような事態から生じる弊害を排除することにあったとされている。

13) 鈴木薫「アメリカにおける証券規制（I）―Blue Sky Laws の展開―」亜細亜法学 5 巻 1 号（1969 年）73 頁。なお、加賀譲治氏は、本格的な証券規制制定法、すなわち特別法たる地位を有する州証券法が出現したのは、20 世紀に入ってからと指摘する（加賀・前掲注 12）84 頁）。

14) カンザス州証券法の起草者である同州銀行局長官 J. N. ドリー（Joseph N. Dolly）の最大の関心事は、他州における詐欺的会社から、自州の株主保護にあったとされている（加賀・前掲注 12）85 頁）。

15) 鈴木・前掲注 13）73 頁。

16) D. L. ラトナー＝ T. L. ハーゼン・前掲注 4）8 頁。

ローはカンザス州証券法とされているが¹⁷⁾、実は、カンサス州証券法制定前年の1910年に、ロード・アイランド州において、投資家保護のための一切の会社証券の発行を規制し、会社の発起人の詐欺的行為の禁止およびその登録を要求するブルー・スカイ・ローが制定されている¹⁸⁾。ロード・アイランド州証券法の影響により、カンザス州がブルー・スカイ・ローの名称を使用してカンザス州証券法を制定した¹⁹⁾。そして、ブルー・スカイ・ローの主たる法目的が投資家保護に資するための詐欺的行為を禁止することにあった。

各州の州内証券規制のうちで、もっとも著名で、その後各州の証券法立法化に強い影響を与え、各州のモデルとされたのは登録・免許主義を採用したカンサス州証券法であったとされている²⁰⁾。カンザス州証券法は、州外の会社がカンザス州において資金を調達することを規制することにあった。そもそも、ブルー・スカイ・ローは、一般的には州内証券取引を規制するものと理解されていたことから、カンザス州証券法の証券規制がカンザス州外の会社を対象としていたことは注意を要する²¹⁾。

次に、ブルー・スカイ・ローは、どのように変遷していったのであろうか。1933年までに47州とハワイで、現在では全50州、コロンビア特別区およびグアム、プエルトリコにおいてブルー・スカイ・ローが制定されている²²⁾。もとより、カンサス州証券法の特徴は、①各州における会社の状況に関する報告制度、②当該報告制度の違反した場合の刑事訴追、③証券の登録と免許制度の採用等の極めて厳格な規制法であったため、州銀行局長の許可なしでは会社は証券を発行することができなかった。このようなことから、会社の証券発行が減少したといわれている²³⁾。そこで、各州証券法の規制内容等は如何なるものを中心としていたのかについては、主たるものは、①詐欺防止法、②公開法であり、その他③証券業規制法、④実質的規制型の4つの類型に区分されている²⁴⁾。

詐欺防止法（Anti-Fraud Laws）は、証券売買に関する規制であり、登録または免許を付与するというものではなく（登録・免許主義不採用）、単に証券に関する資料提供を命ずるとともに、州法務長官に対して、審査、刑事訴追および差止命令等により証券売買に関する詐欺的行為を防止する権限を付与している。この類型の代表的州証券法は、1921年制定のマーチン法（Martin Act）として有名なニューヨーク州証券法であり、その他には、デラウェア州証券法（1931年制定）、ニュージャージー州証券法（1937年制定）等

17) ルイ・ロス（日本証券経済研究所証券取引法研究会訳）『現代米国証券取引法』（商事法務、平成元年）9頁、加賀・前掲注12）84頁。

18) 加賀・前掲注11）8頁。なお、加賀譲治氏は、最初の州証券法は、厳密に言えば、1910年制定のロード・アイランド州法であると指摘する。しかしながら、同法は、単に登録と届出を明示するのみであり、積極的な要求はほとんどなく、したがって、包括的証券法には程遠く、最初の投資家保護法たる榮譽を与えられるものではないとする（加賀・前掲注12）84頁）。

19) ルイ・ロス・前掲注17）9、13頁、加賀・前掲注12）85頁。

20) 鈴木・前掲注13）76頁。

21) 加賀・前掲注12）85頁。

22) 加賀・前掲注12）85頁。

23) 鈴木・前掲注13）76～77頁、黒沼・前掲注2）2頁。

24) 加賀・前掲注11）8～9頁。

がある²⁵⁾。

マーチン法は、登録・免許主義を採用していない詐欺防止法であり、州法務長官に対して、詐欺的行為を調査し、審査、刑事訴追、差止命令等の方法により証券売買に関する詐欺的行為を防止する権限を付与している。しかしながら、マーチン法は証券の登録制度がなく、単に「詐欺または詐欺として作用する法律違反は詐欺的行為である」と規定するのみで、規制の主要な部分を詐欺の禁止に重点を置いているため、規制の実効性の確保の観点からは、効果的な詐欺防止法ではなかったといわれている²⁶⁾。本質的な詐欺防止法の利点は、射程範囲が広いことであり、すなわち登録・免許などは関係なく、遺漏なく詐欺的行為全般にわたって適用されることである。したがって、ニューヨーク州における判例は、マーチン法上の詐欺とは、「本来の詐欺のみならず、公正に見て買主または売主に開示すべき重要な事実の脱漏・隠蔽（the omission or concealment of material facts）をも包含すると解釈し、および、同法の目的は公衆が詐欺的に詐取される一切の無内容、空中樓閣的な計画を打破する」と判示し、マーチン法の趣旨に沿った判決を下している²⁷⁾。これらに対して、批判がなかった訳ではない。つまり、マーチン法は、詐欺的行為を行おうとする者に対しての未然防止策が全く明らかにされていないという指摘である²⁸⁾。

次に、公開法（Disclosure Laws）とは、「公募前に将来の買主に交付する目論見書において完全な開示を強制することにより詐欺を防止するという観点に立ち、証券の登録または資格付与を要求するものである。いわば事前的取締型である。従来悪質な発起人がしばしば利用する手口が、投資者に一攫千金の夢を抱かせる不実の目論見書の作成・交付であったが、この点に着目して、証券の主要事実を明らかにすることにより投資者の判断に資することを意図したものである。多くの州によってこの方式を採用しているが、証券の登録にも、「届出のみの登録」と「審査を要する登録」の二種類がある。前者は、一定期間すでに営業を行い、一定の収益をあげ、一定の会社財産をもついわゆるゴーイング・コンサーンの証券に限定される。後者は、新設会社の発行する証券または投機性の強い証券に要求される」²⁹⁾ というものである。この類型に属する州証券法は、ジョージア州証券法（1933年制定）、モンタナ州証券法（1935年制定）、アイオワ州証券法（1939年制定）、ルイジアナ州証券法（1940年制定）、フロリダ州証券法（1941年制定）、ミシシッピ州証券法（1941年制定）、ミネソタ州証券法（1941年制定）、インディアナ州証券法（1941年制定）、ワシントン州証券法（1943年制定）、ウエストバージニア州証券法（1943年制定）、イリノイ州証券法（1943年制定）、ハワイ州証券法（1945年制定）等がある³⁰⁾。

また、ブルー・スカイ・ローの諸問題として、①前述の4つの類型化、すなわち多種多

25) 加賀・前掲注11) 8頁。

26) 加賀・前掲注11) 8頁、黒沼・前掲注2) 2頁、加賀・前掲注12) 89頁。

27) 加賀・前掲注12) 89頁。

28) 加賀・前掲注12) 89頁、加賀・前掲注11) 8頁、ルイ・ロス・前掲注17) 15頁。

29) 加賀・前掲注11) 9頁。

30) 加賀・前掲注11) 9頁。

様の類型であったこと、②適用除外証券の種類があまりにも多かったことにより、規制の実効性があがらなかったこと、③証券業者において、許可の意味を悪用するものが多く、行政機関による許可をあたかもそのことによって証券価値が承認されているかのような印象を一般大衆に抱かせるような手口を使用していたこと、④州内証券規制のみであったこと、⑤証券に関する行政監督が十分に行われていなかった等をあげることができる³¹⁾。とりわけ、⑤については、多くの州が、州内証券規制という複雑で困難な任務に対して、既存の行政機関のみで対処していたのが実状であり、また証券の分析、調査および規制を担当する独立した委員会を常設していた州は僅か8州のみであり、担当者も証券行政の専門家ではなかったといわれている³²⁾。

なお、1933年以降の連邦証券諸法制定後においても、証券の発行と流通が州内取引である限りにおいては、ブルー・スカイ・ローが適用されている³³⁾。ブルー・スカイ・ローに関する裁判においても、1917年の連邦最高裁は、「これらの州の多くが合衆国憲法修正第14条（元奴隷の市民権の保護）に違反していないし、かつ州際通商を不当に阻害しているものではない」と判示している³⁴⁾。

以上の通り、カンザス州証券法を中心としたブルー・スカイ・ローの誕生は、投資家保護に資することを太宗とし、各州証券法における規定内容、目的、手段および効果等において相違があったものの、証券詐欺行為から自州内の投資家を保護すべきとの認識はまぎれもなく事実であったことは否定することはできないし、また当時の時代等を勘案しても評価に値するものと考えている。

第2節 連邦法(Federal Laws)としての連邦証券諸法(Federal Securities Laws)の制定

前節において、州レベルで発展してきたカンザス州証券法を中心としたブルー・スカイ・ローの成立過程および内容、すなわち誕生および変遷に関して概観してきたところであるが、ブルー・スカイ・ローの欠陥を十分に熟知した上で、これらの欠陥を克服するために登場したのが、まさに米国の国家的連邦証券規制法としての性格を有する連邦証券諸法の1933年法と1934年法の創設である。

1929年の株大暴落後の大恐慌の影響を受けて制定された連邦証券諸法としての1933年法および1934年法は、今日に至るまで連邦全体にわたる証券規制において極めて強力な地位を占めてきている。

1933年法および1934年法の立法化された背景としては、一つ目が、ブルー・スカイ・ローの欠陥の一つでもあった州内証券取引に限定されていたので、ちょうどその頃、州際証券取引の証券詐欺行為が活発に行われていたが、州際証券取引の証券詐欺には無力で対

31) 加賀・前掲注11) 11～12頁、加賀・前掲注12) 87～90頁。

32) 加賀・前掲注12) 89～90頁。

33) 黒沼・前掲注2) 2頁。

34) ルイ・ロス・前掲注17) 9、13頁。

処することができなかったことである。二つ目が、当時の国内外の経済的要因である。すなわち、国内要因として、1920年代の米国の経済的発展は著しく、このような経済発展を支えていたのは自動車工業の発達とそれに伴う道路敷設事業の急激な増大があった。一方、国外要因として、第一次世界大戦後の欧州の復興による貿易収支の拡大、欧州・南米に対する民間による有利な貸付等が盛んに行われていた。このような国内外の経済的要因があったことにより、証券投資全般にわたって一般投資家等の関心が急激に高まることになり、米国の株価は異常なまでの高騰となり、米国証券業界は空前の好況を呈する時代になっていたものの、極めて危険な要素が内含されていたことである³⁵⁾。

しかしながら、このような証券業界の空前の好況および一般投資家等の投資加熱に水を差したのが、1929年株大暴落である（世界大恐慌へ発展）³⁶⁾。1933年法および1934年法の創設は、大恐慌からの経済の回復の阻害要因であった証券市場に対する投資家の信頼を、早く回復することであったことにある。したがって、このような環境下において創設された1933年法および1934年法は、大恐慌に対する対応策であるニュー・ディール政策の一環であったと考えることができよう³⁷⁾。

また、1933年法および1934年法の創設にあたっては、1895年のデヴィー（Davey）卿委員会の報告書で指摘された投資家保護制度の一環としての目論見書の重要性、すなわち「証券の引受を勧誘する目論見書は単に不実表示を含まないだけでなく、高い誠実性の基準を満たすものでなければならないという情報開示の理念」が大きな影響を及ぼしたといわれている³⁸⁾。

このように、1933年法は、当時深刻な問題であった株の大暴落を食い止め、公正性・健全性の確保が必須の証券市場を創設することを目的として、当時のルーズベルト大統領（Franklin D. Roosevelt）³⁹⁾の強いリーダーシップのもと、連邦政府によるはじめての連邦証券法として制定された。1933年法の趣旨は、情報開示の哲学を理念とし、証券に関する徹底した情報提供義務を負わせ、当該義務に違反した場合、また情報が誤っていた場合には法的責任を課すという、情報開示義務と詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）によって証券市場（securities market）における諸問題に対処しようとするものであった⁴⁰⁾。

35) 加賀・前掲注11) 12頁。

36) かかる好景気に極めて危険な要素があったと指摘されていた。すなわち、①好況のなかにも低迷が続いていた企業があったこと、②ヨーロッパ経済に経済不安が内在していたこと、③国民総所得のうちで賃金の占める割合が次第に下落していて、企業利潤だけが極度に増大してきていたことで、失業率の増加を生む傾向にあったということである。1933年には、工業株は6分の1、公益事業株も6分の1、鉄道株は7分の1にまで下落したといわれている（加賀・前掲注11) 12～13頁）。

37) 黒沼・前掲注2) 4頁。

38) 黒沼・前掲注2) 2頁、加賀・前掲注11) 5頁。

39) ルーズベルト大統領は、1933年法の制定に関して、「私は、議会に対し、州際取引における投資証券取引の連邦的監督に関する立法を勧告するものである」とし、証券規制における道徳性の重視、および立法化に対する期待をはっきりと明示している（加賀・前掲注12) 91頁）。

40) 萬澤・前掲注10) 44頁。

しかしながら、1933 年法は、証券の発行および販売の規制を目的としていたこともあり（発行市場への規制のみ）、証券取引所における取引は規制の対象外とされていた（流通市場への規制は対象外）。また、制定当初から、情報開示だけでは投資家保護に不十分であるとの指摘がなされ、より実体的な規制が必要との有力な批判のもと、また証券規制に関する政府の調査等においても、投機的な相場操縦等の諸問題に対処する規制が要請されていたことから、これらの諸問題に対応するために 1934 年法が制定されたのである⁴¹⁾。1934 年法は、発行市場を規制の対象としていた 1933 年法とは異なり、流通市場における諸問題に対処するために制定されたもので、1933 年法のような情報開示的アプローチのみならず、実体的規制アプローチが採用されている。すなわち、発行者に対して、1934 年法 4 条 (a) 項に基づいて設立された SEC に証券の登録と継続的情報開示の義務等を課すだけではなく、証券取引所、ブローカー・ディーラー等の証券市場参加者の活動および証券市場での信用取引の規制といった実体的規制に関する規定が盛り込まれている。このように、1934 年法が 1933 年法の情報開示アプローチと実体的アプローチを採用した直接の理由は、1934 年法の主たる関心が 1934 年法 2 条（規則の必要性）で規定されている「証券の価格形成の重要性」にあるからであったとされている⁴²⁾。このため、すべての投資家に対して可能な限り正確な情報に基づいた価値判断が株価に反映されるべき、1934 年法には証券市場における証券評価に影響を与えることが想定される要素が盛り込まれ、証券評価に影響する行動が全て規制され、その手段として有効であるのであれば情報開示的アプローチはもとより、実体的規制アプローチも採用されたということである⁴³⁾。

前述の通り、連邦証券諸法は、連邦議会の州際通商規制権限に基づいているため、一般的には「州際通商における輸送または通信の手段もしくは郵便を利用する取引」にのみ適用されることになるが、しかしながら、実態的には、裁判所は、疑わしい状況がある場合には、要件となる州際通商手段の利用を容易に認定していることである。具体的には、販売後の支払いや確認のように、取引の一部を行うために郵便を使用する場合においても、連邦証券諸法の管轄権があると拡大解釈し、認定している⁴⁴⁾。さらに、裁判所が、州内の電話通話による場合においても、州際通商の手段の利用であると判示したケースもある⁴⁵⁾。1933 年法の登録条項では、ほとんどの法は、規則、フォームおよび SEC の政策に関する文書の形式になっており、判例の形になっているものはほとんどない。しかしながら、その他の分野、とりわけ 1934 年法の詐欺禁止条項に関しては、正式な形態の規則はほとんどなく、伝統的なコモン・ローの形態で発展し、裁判所および SEC が先例に基づき判決・審決を下してきた⁴⁶⁾。

41) 萬澤・前掲注 10) 46 頁。

42) 萬澤・前掲注 10) 42 ～ 48 頁。

43) 萬澤・前掲注 10) 48 頁。

44) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 8 頁。

45) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 8 頁。

46) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 15 頁。

1966年以前は、ブルー・スカイ・ローが連邦証券諸法と抵触しない限りにおいて、連邦証券諸法は、証券取引および証券業者の規制権限を州委員会に明示的に認めていたが、1966年連邦証券諸法が改正され、連邦証券諸法が何種類かの州証券諸法に優先されることとなった。その後、1996年に連邦議会は従来の連邦証券諸法と併存していたブルー・スカイ・ローのかなりの部分を連邦証券諸法に劣後させる立法を制定した⁴⁷⁾。

このように、2001年のエンロン、ワールドコム、タイコ、アデルフィアおよびグローバル・クロッシング等の破綻で表面化した不正会計事件が発生するまでは、連邦証券諸法は極めて強力な投資家保護法制度であったが、エンロン等の不正会計事件の発生は、米国証券市場に対する投資家の信頼を大きく失墜させる原因ともなった。とりわけ、エンロン事件は、その後の2002年制定のサーベンス・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002：以下「SOX法」という。）に大きな影響を与えたといわれている。SOX法は、不正会計に対応して、連邦議会が2002年に制定した公開企業会計改革・投資者保護法（public Company Accounting Reform and Investor Protection Act）として制定したものであり、1933年法および1934年法を改正するとともに、公開会社のコーポレート・ガバナンスを強化するための多くの規定が盛り込まれている⁴⁸⁾。

SOX法の主たる内容は、①会計制度の改革、②コーポレート・ガバナンスへの介入、③ディスクロージャーの強化、④法執行の強化である。具体的には、「①会計制度の改革とは、公認会計士を監督し、監督基準を策定する自主規制機関として、公開企業会計監督委員会（Public Company Accounting Oversight Board）⁴⁹⁾を創設し、公開企業の監査証明を行なう会計事務所が、監査対象会社に非監査業務を提供すること等を禁止した。②コーポレート・ガバナンスへの介入とは、公開会社（SECによる開示規制に服する会社をいう）の監査委員会が独立取締役のみから成ること等を求め、監査委員会の権限と責任を強化した。公開会社がその取締役・役員に貸付を行なうことを禁止し、また会社の利益が修正された場合に、業績連動型報酬や株式取引による利得を会社に返還するよう役員に義務づけた⁵⁰⁾。③ディスクロージャーの強化とは、公開会社のCEO（最高経営責任者）ら

47) D. L. ラトナー＝T. L. ハーゼン・前掲注4) 8頁。

48) 黒沼・前掲注2) 7～9頁。なお、SOX法の原文と翻訳については、柿崎環＝河村賢治訳『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、平成19年）参照。

49) 従来、公認会計士の業務の監督は、SECとアメリカ公認会計士協会が行なってきた。SOX法は、公認会計士以外の者が委員の過半数を占める公開企業会計監督委員会を創設し、①発行者・継続開示会社の監査報告を作成する会計事務所の登録、②発行者・継続開示会社の監査報告書の作成に関する監査基準の策定、③登録会計事務所の監督に関する諸権限を付与した（SOX法101～109条の公開会社会計審査会規定）（黒沼・前掲注2) 106頁、柿崎＝河村・前掲注48) 11～48頁）。

50) 連邦証券規制は、連邦と州の権限の分配に配慮して、会社法に属する領域には規制をしてこなかった。ただし、証券取引所は、コーポレート・ガバナンスに関する上場基準を設け、上場会社にその遵守を求めてきた。SOX法は、コーポレート・ガバナンスの改革なしには会計不祥事は防止できないと考え、会社法の領域に踏み込んだ規制をした。その手法は、①会社とその役員との関係を直接に規制すること、②SECが取引所等の上場規制を認可する権限を有していることに着目し、SECに特定の規則の制定を命令すること、③特定の事項を達成したか否かの開示を求め、達成できない場合にはその理由を開示させることにより、達成を促すこと（黒沼・前掲注2) 107～108頁）。

にディスクロージャーの真实性を担保させ、罰則も強化、オフバランス取引の開示、内部統制報告書の提出を求める等の方策をとった。④法執行の強化とは、証券諸法違反の出訴期限の延長、違反行為通告者の保護、発行者の代理人となる弁護士にも違反行為通報義務を課すこと（SOX 法 307 条）を通じ、証券諸法違反のエンフォースメントを強化したこと」である⁵¹⁾。

以上の通り、米国における連邦証券諸法の重要な発展は、連邦証券諸法に規定されている「詐欺禁止条項」から成し遂げられてきた⁵²⁾。具体的な詐欺禁止条項として、1933 年法では、①詐取する (defraud) ため策略、計略または技巧を用いること（同法 17 条 (a) 項 (1) 号）、②詐欺 (fraud) もしくは欺瞞 (deceit) となりまたはなると思われる取引、慣行または業務過程に従事すること（同法 17 条 (a) 項 (3) 号）を禁止している。1934 年法では、相場操縦的 (manipulative) または欺瞞的 (deceptive) 策略もしくは術策を用いることを禁止している（同法 10 条 (b) 項）。これら以外の連邦証券諸法の詐欺禁止条項として、1934 年法 14 条 (e) 項・15 条 (c) 項 (1) 号 (A)、1940 年投資顧問法 206 条がある。

そもそも、インサイダー取引規制が本格化したのは、1984 年以降からであり、規制の根拠となっている法律は 1934 年法 10 条 (b) 項であった。その頃、1980 年の Chiarella v. United States 事件連邦最高裁判決（以下「Chiarella 事件連邦最高裁判決」という。）⁵³⁾ を契機としてインサイダー取引の定義を明確にすべきとの意見が出ていた。米国では、わが国と違い、インサイダー取引に関しての法的な定義はない。1984 年の内部者取引制裁法 (Insider Trading Sanctions Act) 案の審議の際にも、定義化が議論されたが見送られている。その後、1988 年成立のインサイダー取引・証券詐欺摘発法 (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act) 案を審議した下院議会のエネルギー・商業委員会でもこのことが取り上げられたものの、ここでも見送られている。その理由として、①大部分の伝統的なインサイダー取引のケースに関して明確な基準が確立されていること、②法律上の定義は基本的に狭くなりがちであり、意図していなかった方法で法律が回避される危険性があり得ること、③インサイダー取引の定義の適切な記述に関する合意がなくても、この法律の執行の障害になるとは考えられないこと、④インサイダー取引の基本的法理は十分に確立しており、普遍的なものになっていること等をあげている⁵⁴⁾。

その後、SEC は、2000 年 8 月 10 日、既存のインサイダー取引規制の意味を明確にするための二つの新規則「SEC Rule 10b-5-1、10b-5-2」を採択している。新規則を採択した背景は、インサイダー取引規制が歴史的に連邦証券諸法の既存の規定をもとに発展してきた

51) 黒沼・前掲注 2) 9 頁。

52) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 105 頁。

53) Chiarella v. United States, 445 U. S. 222 (1980). ルイ・ロス・前掲注 17) 876 ~ 893 頁。当該事件は、印刷会社の社員 (Chiarella 氏) が、会社へ送付されてきた書類の中から、公開買付に関する情報を知り、ターゲットとなる会社の株式を売買し、利益を得たというものである。

54) 渡辺征二郎『インサイダー取引』（中央経済社、1989 年）39 頁、二川一男 = 守屋学『内部者取引の規制の整備について』（大蔵省証券局、1988 年）1、6 頁。

こと（判例法の発展）、また各裁判所が異なる判断を示すような問題等があったことから、これらを早急に解決することが喫緊の課題であったからである⁵⁵⁾。SEC Rule 10b-5-1 は、インサイダー取引の定義に関する解釈を明確化しようとしたものであり、すなわち取引者が購入もしくは売却の時点において重要な未公開の内部情報（material non-public information：以下「内部情報」という。）を「知っていた」場合には、内部情報に基づいて取引したことになるとしている。一方、SEC Rule 10b-5-2 は、1997 年 6 月 25 日の United States v. O' Hagan 事件連邦最高裁判決（以下「O' Hagan 事件連邦最高裁判決」という。）⁵⁶⁾で支持された不正流用理論の適用範囲を明確化しようとしたものである⁵⁷⁾。すなわち、一定のもとで内部情報を受け取った者は、受託者責任もしくは守秘義務を負うことになり、それゆえ不正流用理論の下で責任が問われることになるとしている。

このように、SEC Rule 10b-5-1 および 10b-5-2 の採択は、O' Hagan 事件連邦最高裁判決以降においても明確化されることがなかった諸問題について、一定の基準を設けようとしたものであるといえよう。

第3節 SEC Rule 10b-5 の制定および発展

SEC が、相対取引ではなく証券取引所取引に対して、SEC Rule 10b-5 をはじめて本格的に適用し、規制の実効性をあげたものが1961年のSEC v. Cady, Roberts 事件（SEC 審決：以下「Cady, Roberts 事件審決」という。）⁵⁸⁾である。当該事件は裁判所の判決ではなく、SEC 審決に過ぎなかったものの、その後のインサイダー取引規制の支配的地位を占めていくことになる。当該 SEC 審決のポイントは、評価に関しては後述するが、①伝統的に内部者とみられてきた会社の取締役、役員および大株主以外の者に対しても、インサイダー取引責任を課す途を開いたこと、②投資家保護を十全に図るため、相対取引同様に、証券取引所取引においても、インサイダー取引責任を課したことである⁵⁹⁾。

前述の通り、当時深刻な問題であった株の大暴落を食い止め、公正性・健全性の確保が必須の証券市場を創設することを目的として、連邦政府によるはじめての連邦証券規制法

55) 吉川満「米国の新しい公正開示規則とインサイダー取引禁止規則〔上〕」商事法務 1571 号（2000 年）11～13 頁。

56) United States v. O' Hagan, 521 U.S. 642 (1997). マーク・I・スタインバーグ（小川宏幸訳）『アメリカ証券法』（雄松堂出版、平成 20 年）461～462 頁、萬澤・前掲注 10）96～104 頁。

57) 大崎貞和・平松那須加「米国における選択的情報開示規制の強化」野村資本市場研究所資本市場クォーターリー〔秋号〕（2000 年）8 頁。

58) In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907 (1961). ルイ・ロス・前掲注 17) 853～863 頁。当該事件は、社外取締役が、取締役会が行った減配決議が公表されるまでの間に、当該会社の株式を勤務先の証券会社（Cady, Roberts 社）を通じて売却したというものである。

59) SEC Rule 10b-5 が制定されたのが 1942 年であるが、Cady, Roberts 事件審決前において適用されなかった背景は、SEC Rule 10b-5 が証券取引所取引に適用されるかどうかが明確ではなかったことである。SEC Rule 10b-5 の条の文言からして、取引の相手方の誤信、取引の際の欺罔を規制しており、このため、コモン・ローの詐欺の解釈が大きく影響したため、取引所取引のような個性のない売主・買主間の証券取引において適用されるかどうかは疑問であったとされている（関根攻『インサイダー取引規制の総合解説』（日本経済新聞社、1989 年）34 頁。

である 1933 年法が制定された。この法律は、証券取引に関して徹底した情報提供義務を負わせ、当該義務に違反した場合や情報が誤っていた場合には責任を課するという、すなわち、情報開示と詐欺禁止条項によって証券市場における諸問題に対処しようとするものであった。1 年後に 1934 年法が制定され、この 1934 年法により執行機関としての SEC が創設され、そして 1942 年に SEC Rule 10b-5 が制定されたことで、現在の米国における連邦証券規制の根幹が構築されたのである。当初、1933 年法の運用は連邦取引委員会 (Federal Trade Commission) の所管であったが、1934 年法により SEC が創設されたことで、1933 年法の運用も SEC に委託されることとなった。

1934 年法 10 条 (b) 項は、SEC が公益または投資家保護のために必要または適切であると規定する規則に違反して、相場操縦的または詐欺的戦略もしくは術策を証券取引に用いることを違法とし、SEC Rule 10b-5 の要件は、コモン・ロー (common law)⁶⁰⁾ 上の詐欺 (fraud) の要件⁶¹⁾ を参考にして判例上形成されてきており、不実表示またはそれに相当するような詐欺が行われることが必要とされている⁶²⁾。その一方で、SEC Rule 10b-5 は、詐欺的な戦略・技巧の利用、不実開示・不開示、詐欺的業務を違法とし、他の規定よりも適用範囲が極めて広いものとなっているため、連邦証券諸法の影を薄くする規定であるといわれている⁶³⁾。

そもそも、1934 年法は、インサイダー取引規制に限定することなく、投資者保護に資するため、より広範囲にわたって、相場操縦的 (manipulative) 欺瞞的 (deceptive) 戦略もしくは術策を用いた証券規制を制定しており (1934 年法 10 条 (b) 項)⁶⁴⁾、インサイダー取引に関する規定としては 1934 年法 16 条 (b) 項だけである。しかも、当該規定は、「それらの実質所有者、取締役または役員が、その発行者との関係によって取得した情報を不公正に利用することを防止するため、～ (中略) ～」⁶⁵⁾ とし、インサイダー取引規制を目的としているものの、当該規定は「売買によって取得したすべての利益は、～ (中略) ～、発行者に帰属するもとし」⁶⁶⁾ としているだけで、条文の文脈からして不正利得の返還規定に過ぎない。刑事罰としての罰金規定もなく、行政上の金銭的処分も規定されていないこ

60) コモン・ローは、20 世紀はじめから不法行為法 (tort) の理論を使用し、相対取引で行われる不正取引全般にわたって対処してきた (黒沼・前掲注 2) 156 頁)。レイ・ロス教授は、コモン・ローに関して、「時々一特に、たまたま難解な連邦法を論じている場合に—我々の母法であるコモン・ロー (the Common Law) に帰することは賢明なことである。何故なら、その母なる法は、非常に弾力性を有していることがわかるからである」と評価する (レイ・ロス・前掲注 17) 667 頁)。

61) コモン・ロー上の詐欺の成立要件は、①被告が過去または現在の事実に関して虚偽の表示をすること、②それが虚偽であることを知り他人を欺く意図をもっていること、③それにより他人の信頼を誘引すること、④他人が本権または占有を移転すること、⑤他人が損害を被ることとされている (渡辺・前掲注 54) 11 頁)。

62) 黒沼・前掲注 2) 116 頁。

63) 近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察 —証券取引法 157 条と規則 10b-5 の比較—」河本一郎先生古希祝賀『現代企業と有価証券の法理』(有斐閣、1994 年) 172、175 頁。

64) 王子田誠・前掲注 1) 149 頁。

65) 王子田誠・前掲注 1) 288 頁。

66) 王子田誠・前掲注 1) 289 頁。

とから、1934 年法によるインサイダー取引規制としては、規制実効性の確保・抑止力としては不十分であろう。

その後、Cady, Roberts 事件審決において、SEC は 1934 年法 16 条 (b) 項ではなく、SEC が 1942 年に制定した SEC Rule 10b-5 を用いて、証券市場を通じてなされたインサイダー取引規制に本格的に乗り出している。Cady, Roberts 事件審決は、裁判所の判決ではなく、SEC の審決に過ぎなかったが、インサイダー取引規制に対して SEC Rule 10b-5 のはじめての適用であり、その後の裁判において適用される契機となった。しかしながら、SEC Rule 10b-5 がはじめて適用され、規制の実効性をあげるのに、制定後約 20 年要したということである。

何故、SEC Rule 10b-5 の適用が Cady, Roberts 事件審決までなのか、疑問に思える。その背景として、前述の通り、SEC Rule 10b-5 が証券取引所取引に適用されるかどうか不明でなかったとされている⁶⁷⁾。相対取引のインサイダー取引規制に関しては、Cady, Roberts 事件審決がなされる以前からすでに SEC Rule 10b-5 上問題があるとされていたが⁶⁸⁾、証券取引所取引に対しては懐疑的であった。Cady, Roberts 事件審決後、Cady, Roberts 事件審決とほぼ同様な裁判所によるはじめての判決が、1968 年 SEC v. Texas Gulf Sulphur 事件連邦控訴裁判決（連邦第 2 巡回区控訴裁、以下「Texas Gulf Sulphur 事件連邦控訴裁判決」という。）⁶⁹⁾ である。

このように、SEC Rule 10b-5 の発展の基礎は、Cady, Roberts 事件審決および Texas Gulf Sulphur 事件連邦控訴裁判決が築いたことになり、その後 Chiarella 事件連邦最高裁判決で軌道修正されるまで、「情報平等理論」に基づいた内部者の範囲の拡大路線が踏襲されてきた。Chiarella 事件連邦最高裁判決は「信認義務理論」を採用し、「情報平等理論」採用の流れにブレーキをかけ、当該判決により、それまでの判例理論が大きな転換点を迎えることとなった⁷⁰⁾。

1933 年 Goodwin v. Agassiz 事件マサチューセッツ州最高裁判決⁷¹⁾において、内部者と株主が証券取引所取引をした場合は、相対取引とは異なり、両者に売買契約当事者の関係があったとしても、信認関係は認められないとして、被告のインサイダー取引責任を否定したインサイダー取引の法理が、裁判所の判決ではないものの、28 年後の Cady, Roberts 事件審決においてひっくり返されたことになる⁷²⁾。

しかしながら、裁判所によってインサイダー取引規制に対応できるように発展してきた信認義務違反のアプローチは、O' Hagan 事件連邦最高裁判決が出るまでは、その後に制定された連邦政府による詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）である 1934 年

67) 関根・前掲注 59) 34 頁。

68) 萬澤・前掲注 10) 61 頁。

69) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968). 萬澤・前掲注 10) 64～68 頁。

70) 関根・前掲注 59) 50 頁。

71) Goodwin v. Agassiz, 283 Mass. 358, 186 N.E. 659 (1933). 萬澤・前掲注 10) 143～146 頁。

72) 萬澤・前掲注 10) 62、143～146 頁。

法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 に長い間にわたり組み込まれ、すなわちインサイダー取引に適用される法制度は、O'Hagan 事件連邦最高裁判決が出るまでは、信認義務違反を基礎としていたのである⁷³⁾。

Cady, Roberts 事件審決においてはじめて適用された SEC Rule 10b-5 は、米国におけるインサイダー取引規制の根拠規定となり、今日に至っている。

第2章 インサイダー取引を中心とした違反行為

米国における証券犯罪の中核をなしてきたのは、重要な未公開の会社情報（内部情報）を利用した相対取引および証券取引所取引のインサイダー取引である。当初のインサイダー取引規制は相対取引が対象とされているだけで、証券取引所取引がインサイダー取引規制の対象外とされていたことは理解し難いところであった。

第1節 インサイダー取引規制の変遷（法の発展）

米国においてインサイダー取引が問題となったのは、Cady, Roberts 事件審決より以前の 1933 年法および 1934 年法の連邦証券諸法が制定される以前においてである。1933 年以前のインサイダー取引は相対取引上の問題であったが⁷⁴⁾、当時の米国においては、コモン・ローが極めて重要な支配的地位を占めており、すなわち会社の取締役、役員または使用人等の内部者が、重要な未公開の会社情報（内部情報）を利用して、自社株の売買をすることは、取締役等の会社に対する信認義務違反にはならないものとされていた。

前述の通り、米国におけるインサイダー取引規制は、1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 が積極的に活用されている。インサイダー取引規制の歴史的変遷は、①初期のインサイダー取引責任の法理（詐欺の法の発展の基礎、1932 年以前）、②連邦証券諸法の制定（1933 年以降）、③ SEC Rule 10b-5 の適用（SEC Rule 10b-5 の発展の基礎、1961 年以降）、④連邦証券諸法下のインサイダー取引責任の法理の拡大化（判例法の発展、1968 年以降）、⑤本格的なインサイダー取引規制（1984 年以降）の 5 つの時代に区分的に分けることができる。

1. 初期のインサイダー取引責任の法理（詐欺の法の発展の基礎、1932 年以前）

— ブルー・スカイ・ロー時代 —

米国における最初の証券規制は各州におけるブルー・スカイ・ローにはじまった。各州は、公共運送業者の株式発行および社債発行を規制しはじめ、規制の対象は公益事業会社

73) 萬澤・前掲注 10) 146 頁。

74) 萬澤・前掲注 10) 110、152 頁。

に拡大され、その後一般事業会社まで拡大されることになった⁷⁵⁾。当初、証券取引に関連する不正行為は、コモン・ロー上の詐欺として理論構成されていたが、コモン・ローの詐欺の法理は、インサイダー取引に適用するには致命的な欠陥があったといわれている。一つは、取引の際に単に自分に不利益な重要事実を述べないというだけでは取引の相手方を欺罔したことにはならないことである⁷⁶⁾。詐欺が成立するためには、積極的に虚偽の事実を明示する必要がある。自分に不利益な事実を明示しないことが詐欺となるためには、詐欺者と相手方に特別の関係があって、詐欺者が相手方に事実を開示する義務を負っていることが必要であるとされた。したがって、コモン・ローの詐欺の法理がインサイダー取引に適用されるのはごく限られたものでしかなかったといわれている⁷⁷⁾。

もう一つが、コモン・ローの詐欺の法理が、証券取引所取引に対しては適用することができなかったことである。証券取引所取引は、ブローカー・ディーラーを通じてなされるため、取引当事者が誰であるかを特定することは極めて困難であり、証券が誰に対してどの程度取引されたかを特定することは事実上不可能に近く、またコモン・ローの詐欺の法理は不法行為法に基づく損害賠償請求なので、原告となる者が被告および損害額を立証する必要がある、訴訟は事実上困難であったといわれている。したがって、証券取引所取引にコモン・ローの詐欺の法理を適用した判例はないようである⁷⁸⁾。

この時代の米国における投資家保護の立法としては、1909年に制定された連邦郵便通信詐欺法や各州におけるブルー・スカイ・ローがあった。前述の通り、ブルー・スカイ・ローは、州内証券取引を規制することはできたが、州際証券取引を規制することができなかった。また、後述する通り、連邦郵便・通信詐欺法は、詐欺者を起訴するため被害者の告訴を待たなければならず、また詐欺を未然に防止することは困難であった。

2. 連邦証券諸法の制定（1933年以降）

—相対取引を対象としたインサイダー取引規制—

前述のような背景から、1933年法が制定されることとなった。その後、1933年法に規定された1933年法2条(a)項(1)号以外の証券を用い、取締りから逃れようとする者が出てくるようになり、1933年法の立法趣旨である一般投資家保護が懸念されるような事態が発生することになった。

そこで、証券の一般的概念を含め、あらゆる証券が含まれるように修正した1934年法が制定された（1934年法3条(a)項10号）。ただし、1933年法および1934年法は、州際発行市場（primary market）および流通市場に関する規制を連邦事項とし、これらの

75) 黒沼・前掲注2) 2頁、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—〔初版〕』（成分堂、1998年）1頁。

76) 栗山・前掲注75) 155頁。コモン・ローでは、内部情報の不開示は問題とされず、当事者間に信認関係がある場合にのみ詐欺となる。

77) 関根・前掲注59) 32頁。

78) 関根・前掲注59) 33頁。

取引に関する詐欺禁止条項を有していたが、ブローカー・ディーラー以外の者の証券の買付、ブローカー・ディーラーの証券取引所取引に対しての救済措置がなく、規制上の不備があった。したがって、1933年法および1934年法の欠陥を克服するために制定されたのが、SEC Rule 10b-5ということになる⁷⁹⁾。また、SEC Rule 10b-5にも問題があり、証券取引所以外で行われる相対取引における詐欺を年頭に置いた規定であったため、前述の通り、Cady, Roberts事件審決以前までは証券取引所取引に対しては適用されてこなかった⁸⁰⁾。このようなことから、1960年以前までは、インサイダー取引規制は事実上放置されていたというべき時代であり、規制しようという思想はなかったものと考えている。

3. SEC Rule 10b-5の適用（SEC Rule 10b-5の発展の基礎、1961年以降）

インサイダー取引が違法であり、証券取引所取引も規制すべきであるとされたのは20世紀後半になってからである。1942年にSEC Rule 10b-5が制定されたにもかかわらず、SEC Rule 10b-5が適用され規制の実効性をあげたのはCady, Roberts事件審決を待たなければならなかった。その理由は、前述の通り、SEC Rule 10b-5が証券取引所取引に適用されるかどうか明らかでなかったことにある。つまり、SEC Rule 10b-5は、売主・買主間の詐欺を対象とする詐欺禁止条項であったため、証券取引所取引において適用されるかどうかは疑問だったのである。SECは、Cady, Roberts事件審決において、①重要な内部情報を有する者は、その情報を公開するか、そうでなければ、その情報を利用して取引をすることを断念しなければならないという原則（開示または断念の原則：disclose or abstain rule）を確認し、②証券の売買の当事者が相互によくわかっている相対取引だけでなく、それがまったくわからない証券取引所における取引においても、SEC Rule 10b-5の適用対象となることを明らかにし、③開示または断念の原則が適用される内部者は、伝統的な内部者である取締役、役員または支配株主に限定されることなく、内部者から情報の伝達を受けた者⁸¹⁾についても、取引の相手方に対して、情報開示義務を負うこと明らかにされたことである⁸²⁾。そして、Cady, Roberts事件審決以降、インサイダー取引の規制論理が本格的に争われることになった。

Cady, Roberts事件審決は、インサイダー取引の法理が飛躍的に発展するにあたっての

79) 中曽根玲子「規則 10b - 5 への期待（詐欺の被害者たる投資家のための救済として）」商事法務 1180 号（1989 年）20 頁。

80) 中曽根・前掲注 79) 20 頁。

81) SEC の Cary 委員長は、伝統的に内部者にのみ課せられていた信託義務（信託関係）の適用では無理があったため、内部者として内部情報の開示が要求されるのは、①内部者が、個人的な利益のためではなく、会社のためにだけ利用可能とされる情報に、直接または間接的にアクセスできる関係が存在する場合、②その情報が、取引の相手方には入手できないことを知りながら、内部者がその情報を利用できるという不正が存在する場合とした。したがって、これらの二つの要件を満たす者は、伝統的な内部者以外でも開示義務を負うこととした（並木俊守『内部者取引の規制』（日本法令、昭和 63 年）76 頁、萬澤・前掲注 10) 63 頁）。

82) 並木・前掲注 81) 75 頁。なお、わが国においては、米国とは違い、第 1 次情報受領者までがインサイダー取引規制の対象となり、第 2 次情報受領者については規制の対象外となっている。

重要なステップとなったと評価されている。とりわけ、インサイダーの範囲を取引の相手方に対して信認義務を負っている者、すなわち積極的に内部情報を開示する義務を負っている者に必ずしも限定されるものではないとした点においては、インサイダー取引規制の規制対象者を拡大するための法的根拠を与えたものとして評価されている。また、インサイダー取引規制の対象となる取引を相対取引だけでなく、証券取引所取引にまで拡大したのは画期的なことであった⁸³⁾。1961年以降におけるSEC Rule 10b-5は、相対取引から証券取引所取引へとその射程範囲を拡大し、SEC Rule 10b-5は着実に画期的な展開をしていくことになる⁸⁴⁾。

4. 連邦証券諸法下のインサイダー取引責任の法理の拡大化（判例法の発展、1968年以降）

裁判所において、SEC Rule 10b-5がはじめて適用された1968年Texas Gulf Sulphur事件連邦控訴裁判決である。しかも、当該判決は証券取引所を通じてなされたインサイダー取引に対して、SEC Rule 10b-5をはじめて適用した判決である。Cady, Roberts事件審決は、開示義務を負う主体が伝統的な内部者であることは要件としないという一般的な基準を明らかにしたが、インサイダー取引責任の射程範囲を拡大解釈したのが当該判決であった。

当該判決は、インサイダー取引責任の基礎として、伝統的な内部者や信認義務という要件を大きく後退させ、証券取引行為の非難可能性に焦点をあてたものであった⁸⁵⁾。これらの点から、当該判決は、インサイダー取引規制のもっとも重要な基礎となったものと評価することができよう⁸⁶⁾。当該判決において、①重要な内部情報を所有している者は、それを一般投資家に開示するか、開示することができなければ、当該情報を利用して当該会社の証券の売買をすることを差し控えなければならないと判示し（開示・取引断念義務：duty to disclose or abstain）⁸⁷⁾、②SEC Rule 10b-5の中核にあるものは、すべての投資家は証券取引参加の利益に対するアクセスを平等に享受すべきだとする議会の目的を実現することにあり、したがって、SEC Rule 10b-5は匿名性の証券取引所取引におけるすべての投資家が重要な情報に相対的に等しくアクセスできることを証券市場の当然の前提とする政策に基づいていることを明確にしたものといえる⁸⁸⁾。

なお、1968年～1997年までの重要な判決は、以下の通りである。

・1968年Texas Gulf Sulphur事件連邦控訴裁判決（インサイダー取引規制の基礎）

83) 関根・前掲注59) 36～37頁。

84) 中曽根・前掲注79) 20頁。

85) 萬澤・前掲注10) 64頁。

86) 黒沼・前掲注2) 160～161頁。黒沼教授は、Texas Gulf Sulphur事件連邦控訴裁判決を、米国におけるインサイダー取引を規制する論理を明確にした著名な判決と評している。

87) 黒沼・前掲注2) 161頁、並木・前掲注81) 78頁。

88) 萬澤・前掲注10) 65～66頁。

- ・ 1980 年 Chiarella 事件連邦最高裁判決（信認義務理論）
- ・ 1983 年 Dirks 事件連邦最高裁判決（情報受領者の責任、不正流用理論の登場）⁸⁹⁾
- ・ 1987 年 Carpenter 事件連邦最高裁判決（不正流用理論の限界）⁹⁰⁾
- ・ 1997 年 O' Hagan 事件連邦最高裁判決（不正流用理論の決着）

5. 本格的なインサイダー取引規制（1984 年以降）

1984 年に違反者に対する民事制裁金を規定する内部者取引制裁法が制定され、また 1988 年には不正取引の捜査に関する SEC の国際協力権限や罰金額の上限の引上げなどを盛り込んだインサイダー取引・証券詐欺摘発法が制定されている。その後、1990 年には証券執行救済・低額株改革法（詳細は後述）、1995 年には私的証券訴訟改革法、1998 年には証券訴訟統一基準法、そして、2002 年には、エンロン、ワールドコムなどの公開企業が粉飾決算を続け破綻した不正会計スキャンダルに対応した公開企業会計改革・投資者保護法（SOX 法）が制定されている。SOX 法は、1933 年法および 1934 年法を改正するとともに、公開会社のコーポレート・ガバナンスを強化するための多くの規定があり、米国の会社法としては、連邦証券諸法の導入以来の大改革であると評価されている⁹¹⁾。

第 2 節 インサイダー取引規制の解釈上の代表的理論

前述の通り、米国のインサイダー取引規制は、1933 年法および 1934 年法等に代表される政府規制と、証券取引所による自主規制がある。政府規制においても、連邦証券規制である 1933 年法および 1934 年法と、各州におけるブルー・スカイ・ローおよびコモン・ローに分けることができる。1933 年法および 1934 年法制定後は、1933 年法および 1934 年法は、ブルー・スカイ・ローおよびコモン・ローに比べて、米国における証券規制において支配的地位を占めてきている。

そして、米国の連邦最高裁は、インサイダー取引に関して三つの大きな判決を下してきた。すなわち、Chiarella 事件連邦最高裁判決、Dirks 事件連邦最高裁判決および O' Hagan 事件連邦最高裁判決である。Chiarella 事件連邦最高裁判決は、「重要な非公開情報に基づいて取引を行ったことに対して 1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule の責任を果たすには、開示義務の存在が前提でなければならない」と判示した⁹²⁾。Dirks 事件連邦最高裁判決は、1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 下における、“開示するか、でなければ取引を断念するという“情報受領者－情報提供者の義務は、「内部者（情報提供者）が、個人的に直接または間接に、その開示によって利益を得ているかどうか（例えば、

89) Dirks v. SEC, 463 U. S. 646 (1983). 萬澤・前掲注 10) 83～90 頁。当該事件は、証券アナリスト Dirks が、会社の元役員から、当該会社の資産が詐欺的な行為によって過大評価されているという内部情報を入手し、顧客にこの事実を漏らし、顧客は損失を回避したというものである。

90) Carpenter v. United States, 484 U. S. 19 (1987). 萬澤・前掲注 10) 94～95 頁。

91) 黒沼・前掲注 2) 9 頁。

92) マーク・I・スタインバーグ・前掲注 56) 461 頁。

金銭的利益の收受または将来の収益となるような評判の向上)」に依拠しており、「個人的な利益がなければ、株主に対する義務の違反はなく、そして、内部者による違反がなければ、(情報受領者による)派生的な違反もない」と判示した⁹³⁾。O' Hagan 事件連邦最高裁判決は、SEC Rule 14e-3 および不正流用理論の有効性を支持した⁹⁴⁾。

米国では、証券の買付または売付に関して相場操縦的または詐欺的策略もしくは術策を用いることを禁止している 1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 が投資家保護の重要問題のほとんどに適用されており、SEC Rule 10b-5 に関する判例が証券取引法の大部分を占めているということができる。具体的には、証券発行者の情報開示違反のほか、相場操縦、インサイダー取引、企業買収、証券業者の行為規制(適合性原則の違反、過当取引の規制等)にまで、SEC Rule 10b-5 が適用されている⁹⁵⁾。米国では、インサイダー取引を規制するための根拠として、情報平等理論 (parity of information theory)、信託義務理論 (breach of fiduciary duty theory) および不正流用理論 (misappropriation theory) が主張されてきた。これら理論の違いにより、規制対象者の範囲において大きな違いが出ている。端的に言えば、情報平等理論では、規制対象者は典型的な内部者(役員・使用人・大株主)以外に、役員から情報を入手した者まで広範囲におよんでいる。すなわち、情報平等理論は、内部情報に基づき取引した者はすべてインサイダーとなるものであり、3 理論の中では適用範囲がもっとも広範囲である。一方、信託義務理論では、規制対象者は典型的な内部者のほか、顧問弁護士・顧問会計士に限定している。情報平等理論と信託義務理論の中間に位置するのが不正流用理論であろう。何れにしても、米国では、インサイダー取引規制そのものを、半ば強引に詐欺を禁ずる一般的包括的条項(詐欺禁止条項)に組み込んでいるような側面が感じられることである。

そこで、米国におけるインサイダー取引規制に関して、代表的理論の内容および問題点等を若干概観していくこととする。

1. 情報平等理論 (parity of information theory)

情報平等理論は、別名「開示または断念の原則」(disclose or abstain rule)ともいわれ、証券取引における情報は、当事者間に平等に分配されなければならないという理論である⁹⁶⁾。したがって、内部情報を有している者は、その会社の株式の取得にあたって、その情報を開示しなければならないとされる。情報平等理論は、典型的なインサイダー取引事件といわれた Cady, Roberts 事件審決において、SEC の審決により初めて示されたインサイダー取引の解釈基準である。前述の通り、当時の SEC Cary 委員長は、インサイダー取引の解釈基準として、従来の会社の役員・使用人・大株主といった典型的な内部者だけ

93) マーク・I・スタインバーグ・前掲注 56) 461 頁。

94) マーク・I・スタインバーグ・前掲注 56) 461 頁。

95) 黒沼・前掲注 2) はしがき 1～2 頁。

96) 岸田雅雄『証券取引法〔第2版〕』(新世社、2004 年) 265～266 頁。

でなく、「内部情報に直接または間接に近づく関係の存在」を基準とし、このような関係があれば 1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 は適用されるとしたのである⁹⁷⁾。また、SEC Rule 10b-5 は、証券取引における相対取引の詐欺を対象とした規定であったので、証券取引所取引は適用外であったが、Cady, Roberts 事件審決を契機に、SEC Rule 10b-5 を証券取引所取引まで適用することを、SEC は明言したのである。

情報平等理論は、Texas Gulf Sulphur 事件連邦控訴裁判決でも採用され、当該裁判所は、「重要な内部情報を知っている者は、何人も当該情報を一般投資者に開示して証券取引をしなければならない。会社の機密事項を守るために内部情報を開示できないまたは開示しないことを選択したのであれば、当該情報が開示されるまで取引を差し控えなければならない」と判示し、開示または取引断念の義務を課したのである⁹⁸⁾。Cady, Roberts 事件審決同様、インサイダー取引規制の対象となるインサイダーの範囲を非常に広く解釈している。すなわち、取引の相手方に負う信認義務の有無にかかわらず、内部情報に基づき取引した者は、すべてインサイダーになるということである。何れにしても、これらの判示は、証券取引所のような非個人的な市場においては、取引に参加するすべての投資家が、内部情報に対して相対的に平等に接近できるという期待が保護されなければならないという考え方に基づいているといえる⁹⁹⁾。その後、下級審においては、1960 年頃から 1970 年代前半頃まで、情報平等理論に基づいてインサイダーの範囲を広く認めてきた¹⁰⁰⁾。

2. 信認義務理論 (breach of fiduciary duty theory)

しかしながら、内部情報に基づいた取引を全面的に違法とするような情報平等理論は、「相場操縦的または詐欺的策略もしくは術策を用いることを禁止する」という 1934 年法 10 条 (b) 項の条文内容から大きく乖離することになる。そこで、連邦最高裁は、Chiarella 事件連邦最高裁判決において、内部情報を有していることだけで規制されることはあり得ないとして、情報平等理論を否定した判決を下している。ここで登場してきたのが信認義務理論である。信認義務理論は、内部情報を発生させる会社の株主とそのインサイダーとの間には信認義務があるため、その内部情報を一部の者だけが利用することは、会社あるいはその株主に対する信認義務に違反するというものである¹⁰¹⁾。すなわち、取引当事者間に信認関係がある場合に、内部情報を開示せずに取引した者はインサイダーになるとし、詐欺行為に代えて取引当事者間の信認義務違反を問うとするものである。したがって、信認義務理論は、インサイダーと株主との信認関係に注目し、情報を有するだけでは違法とさ

97) 栗山修「米国における不公正な証券取引規制に関する一考察 ―インサイダーの解釈基準とその変遷―」同志社法学 53 巻 9 号 (2002 年) 103 頁。

98) 栗山・前掲注 97) 104 ~ 107 頁。

99) 大崎貞和「米国インサイダー取引規制の新展開 ―不正流用理論を認めた O' Hagan 判決―」野村資本市場研究所資本市場クォーターリー〔夏号〕(1997 年) 4 頁。

100) 栗山・前掲注 75) 171 頁。

101) 岸田・前掲注 96) 266 頁。

れず、加えて信認義務違反がなければ規制違反と認められないとするものである。信認義務理論は、その後の Dirks 事件連邦最高裁判決においても採用されている。Chiarella 事件連邦最高裁判決は、アウトサイダーによるアウトサイダー情報の利用に関するもので、内容は単純なものであったが、連邦最高裁は、開示義務の根拠を信認義務に求める判決を下し、大きな論争を引き起こした。この判決は、その後の米国におけるインサイダー取引の法的性格の理解に大きな影響をもたらした。また、Dirks 事件連邦最高裁判決は、Chiarella 事件連邦最高裁判決の信認義務理論が情報受領者に適用された事件であり、情報受領者の責任に関する連邦最高裁判決のリーディングケースといわれている。

ただし、信認義務理論の問題点は、証券取引の相手方（取引の対象となる会社の株主）に対する義務違反に注目するため、すなわちインサイダーと株主との信認関係に注目するため、会社の役員・使用人・大株主による典型的なインサイダー取引には有効であるが、会社と直接関係のないアウトサイダーが、内部情報に基づいて取引することに対しては十分に規制することができなかったことである。

3. 不正流用理論 (misappropriation theory)

そこで、信認義務理論の問題を解決するために考え出されたのが不正流用理論である。不正流用理論は、信認義務理論とは違い、内部情報を委ねた者（会社）と受領した者（使用人）との信認関係に注目し、内部情報を不正に流用してはならない義務があるとして、違反する場合にはすべてを規制しようとする理論である。すなわち、不正流用理論では、内部情報所有者に対する不正流用者の信認義務違反を根拠としている。したがって、適法に入手した情報を個人的利益に転換してはならないという信認義務を他人に対して負う者が、その情報に基づき証券取引をしたときは詐欺を行ったとされ、1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 に違反するとされるものである。ただ、不正流用理論によれば、内部情報所有者がインサイダー取引を認めていたのであれば違反とはならないことになる。しかしながら、許可を得た内部情報の利用も、情報の不正流用も、市場に対するインパクトは同様であり、情報の不正流用によってのみ投資家が害されるとは理解しがたいといわざるを得ない¹⁰²⁾。

不正流用理論は、Chiarella 事件連邦最高裁判決におけるバーガー首席裁判官の反対意見の中で初めて示され、1981 年の United States v. Newman 事件連邦控訴裁判決（連邦第 2 巡回区控訴裁：以下「Newman 事件連邦控訴裁判決」という。）¹⁰³⁾ において実際に適用されたものである。そして、O' Hagan 事件連邦最高裁判決において、インサイダー取引の処罰根拠を不正流用理論によって説明をし、不正流用理論を肯定する判決が下された。

102) 黒沼・前期注 2) 165～167 頁。

103) United States v. Newman, 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981). 当該事件は、証券会社の店頭市場部主任 Newman が、他の証券会社の社員から、取引先が或る会社の買収を計画しているという内部情報入手し、ターゲットとなっている当該会社の株式を売買し、利益を得たというものである。

判示内容は次の通りである¹⁰⁴⁾。①内部情報の不正流用は、当該情報の所有者に対する信認義務に違反し、SEC Rule 10b-5 に違反する。②不正流用理論の①のような解釈基準は、証券取引の相手方ではなく内部情報所有に対する信認義務違反を根拠とする。③不正流用理論は、証券取引に関し、詐欺的行為のあることを要求する 1934 年法 10 条 (b) 項に合致する。すなわち、内部情報はそれを所有するも者が独占的に利用できる財産と同様に考えられ、所有者に開示せずに当該情報を利用して利益を得ることは横領と類似し、詐欺になる。したがって、内部情報の所有者に当該情報の利用につき開示して取引を行えば 1934 年法 10 条 (b)) 項に違反はしない。この判決により、不正流用理論の問題は一応決着がつけられたことになるといえよう。現在、不正流用理論は、司法当局のインサイダー取引規制における理論となっている。

ここで示された不正流用理論を若干検討することにする。不正流用理論は、信認義務理論では取締りができない外部者のインサイダー取引に対応するため考案されたものであり、情報を不正に利用した者の情報源への義務違反を問うものである。信認義務理論とは共存する補完理論であるとされ、信認義務理論同様の「開示または断念の原則」および「信認義務の拡大」を認め、信認義務違反と取引行為の関連性要件の緩和を図っている。不正流用理論は、Chiarella 事件連邦最高裁判決以降最高裁等で認否の可否について議論され¹⁰⁵⁾、最終的には O' Hagan 事件連邦最高裁判決において、連邦最高裁で受け入れられたことになる。ただし、不正流用理論は信認義務違反を根拠にしているが、信認義務理論は信認義務の対象を取引の相手としており、不正流用理論では内部情報の所有者を信認義務の対象としていることである。

したがって、不正流用理論では、情報源に対して負う義務に違反し証券取引を目的として内部情報を不正流用したときに、証券取引に関して詐欺を働いたことになることである。そして、この判決に対する評価は次の通りである¹⁰⁶⁾。①インサイダー取引に関する伝統的な理論である信認義務理論の枠組みを基本的に維持し、典型的な内部者以外の者によるインサイダー取引の違法性を正面から認めた。② Chiarella 事件連邦最高裁判決が歯止めをかけようとしたインサイダーの範囲の無制限な拡大にも一応の制約を残し、1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 の条文から大きくかけ離れた解釈を回避した。③信認義務理論だけではインサイダーの範囲が狭すぎるので、開示義務を生じる根拠として、情報源に対する開示義務違反を基準とし、インサイダーの範囲を拡大した。

104) 栗山・前掲注 97) 103、130～131 頁、栗山・前掲注 75) 223～225 頁。

105) 不正流用理論の裁判所での認否は次の通り。1981 年 Newman 事件連邦控訴裁判決（連邦第 2 巡回区控訴裁判決）で不正流用理論承認、1984 年 Materia 事件連邦控訴裁判決（連邦第 2 巡回区控訴裁判決：SEC v. Materia. 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).) で不正流用理論承認、1991 年 Cherif 事件連邦控訴裁判決（連邦第 7 巡回区控訴裁判決：SEC v. Cherif. 933F. 2d 403 (7th Cir. 1991).) で不正流用理論承認、1995 年 Bryan 事件連邦控訴裁判決（連邦第 4 巡回区控訴裁判決：United States v. Bryan 58F. 3d 933 (4th Cir. 1995).) で不正流用理論否認、1996 年 O' Hagan 事件連邦控訴裁判決（連邦第 8 巡回区控訴裁判決：United States v. O'Hagan, 92F. 3d612 (8th Cir. 1996).) で不正流用理論否認。

106) 大崎・前掲注 99) 9 頁、黒沼・前掲注 2)166 頁。

なお、この判決の問題点は、不正流用した情報の所有者に当該情報に基づき取引することを開示すれば、1934年法10条(b)項違反にならないとしていることである（Thomas裁判官をはじめとする3人の裁判官の反対意見でも指摘されている）¹⁰⁷⁾。

1984年内部者取引制裁法、1988年内部者取引・証券詐欺執行法がそれぞれ制定されたが、当該制定法はともにインサイダー取引に対する制裁および執行の強化を目的としたものであり、もとより内部者の範囲を広げたり明確化したりするものではなかった。そこで、これらの問題を解決すべき登場してきたのが不正流用理論である¹⁰⁸⁾。

第3節 わが国と米国におけるインサイダー取引規制に対する基本的な考え方

前述の通り、米国におけるインサイダー取引規制は、裁判においても、インサイダーの範囲について、長い歴史において相当に変化してきていることがわかる。また、違法であるとする法的根拠にしても決して統一されたものではなく、それぞれ明快な法理が判示されているとはいい難い。わが国のインサイダー取引規制は個別規定で対応し、一方、米国では詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）であるがゆえに、このような形になってきているものと考えられる。

1. わが国の基本的立場

わが国のインサイダー取引規制の主要な目的は、金商法1条に規定している通り、証券市場の公正性・健全性の確保と投資家保護に重点を置いている。したがって、インサイダー取引は、証券市場および善良な一般投資家に対する裏切り行為であり、まさに不正行為であるとの位置付けである。わが国のインサイダー取引規制は、昭和63（1988）年の証取法改正により導入され、形式犯としての構成であり、導入当初の刑事罰は軽いものであったが¹⁰⁹⁾、次第にインサイダー取引の反社会性が注目されてきて刑事罰は重罰化されてきている。このことは、立法当時から26年以上経過し、間違いなくインサイダー取引に対する国民の意識も大きく変化してきていることも事実であり、刑事罰の重罰化は自然の流れであろう。

現在の規制枠組みの最大の特徴も、インサイダー取引の成立要件の明確性が重要視されてきたこともあり、金商法においても引き続き形式的・具体的な規制の構造となっている。例外措置として、これらの規制から除外される軽微基準を設け、規制の根幹をなす重要事実についても詳細に規定している。わが国のインサイダー取引規制は、証券市場における公正性・健全性の確保および証券市場に対する一般投資家を含めたすべての投資家の信頼

107) 栗山・前掲注97) 134～135頁。

108) 萬澤・前掲注10) 90頁。

109) 導入時の刑事罰は、形式的に一定の行為を処罰する規定として作られ、6月以下の懲役・50万円以下の罰金とされ、同種の規定（証取法200条2号の2、同202条）との均衡を図ったためとされている（龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号（1990年）157頁）。

確保を図ることを目的としていることから、インサイダー取引は「不公正な取引」すなわち反社会的違反行為として位置付けされ、厳格な運用・規制が行われているとよいであろう¹¹⁰⁾。

しかしながら、インサイダー取引規制の導入直後から、規制の構造が複雑で硬直的な基準であるとの指摘がなされていた¹¹¹⁾。導入直後の諸外国の立法例においても、刑事罰を科す場合にもこれほどの複雑ではないとの指摘である¹¹²⁾。

したがって、未公開情報に関与する者、または未公開情報に容易にアクセスできる立場にいる者による取引を禁じるという構成となっているので、これらに該当する者であれば、取引相手に対する開示義務の有無に関係なく、取引をした責任が課せられることになる。

わが国におけるインサイダー取引規制のあり方としては、「本来規制されるべき対象を過不足なくカバーしながら（適用範囲の必要十分性）、投資家にとって規制対象が明確で予想がつきやすく（規制の予測可能性）、かつ規制する者にとって執行が容易であるもの（規制の運用可能性）が望ましい。」¹¹³⁾

具体的には、内部情報に関するインサイダー取引規制（金商法 166 条）と外部情報に関するインサイダー取引規制（金商法 167 条）とがあり、金商法 166 条の成立要件として、①重要事実（決定事実、発生事実、決算変動、包括条項、子会社の重要事実）、②会社関係者、③情報受領者（第一次受領者）、④当該事実の公表前に、⑤当該証券の売買を行うことである。

一方、各国のインサイダー取引規制に関する法制度は様々である。イギリス・フランスにおいては刑事罰を科しているが、ドイツにおいては自主規制、イタリア・アイルランドにおいては法制度も設けていない¹¹⁴⁾。イギリスにおいては、2000 年金融サービス・市場法（Financial Services Act : 1986 年制定）改正により、包括的規制当局として FSA（Financial Services Authority）が設置され、金融サービス業者および金融サービス市場

110) 龍田教授も、インサイダー取引は、証券市場の公正性と健全性を害する悪性の行為であり、証券市場に対する投資家の信頼を損なう有害な行為であると指摘する。また、インサイダー取引規制の目的は、投資家が信頼できる公正な証券市場を維持することであると指摘する（龍田・前掲注 109）157 頁）。また、前田教授も、インサイダー取引が規制を要する悪性の強い行為であることは今日では異論はなく、インサイダー取引を禁止することにおいても異論はない。そして、インサイダー取引規制のあるべき姿を考える際に、考慮すべき要素が如何なるものであるかについても異論はないと指摘する。考慮すべき要件が如何なるものであるかについては、①要件の面では、規制されるべき取引が過不足なくカバーされ（適用範囲の必要十分性）、投資家側にとってある取引が規制の対象かどうか明確に判断でき（規制の予測可能性）、かつ、規制を行う側にとって規制が運用可能であること（規制の運用可能性）である。②効果の面では、規制の違反があった場合に、十分な抑止力を働かせることができるだけの制裁が課され、かつ、被害者救済が図られることである。これらの要素を兼ね備えた規制が実現可能であれば、規制の理想の姿であるとする（前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務 1907 号（2010 年）26 頁）。

111) 龍田・前掲注 109）156～157 頁、前田・前掲注 110）26 頁。

112) 龍田・前掲注 109）156 頁。

113) 萬澤・前掲注 10）2 頁、前田・前掲注 110）25～26 頁。

114) 川口恭弘ほか「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌 125 巻 4・5 号（2002 年）428 頁。

の監督・規制等を担当することとなった。インサイダー取引に関連して、同法によって、市場濫用と呼ぶ行為について新たな規制体系が導入され、市場濫用はインサイダー取引や相場操縦を含む規制概念である。違反行為に対する制裁として、刑事制裁以外の課徴金（civil penalty）および被害者への原状回復命令の規制手法が新たに導入されている。新たな規制手法が導入された背景は、従前の刑事制裁のみでは、インサイダー取引等に対する抑止力としては十分でなかったからとされている¹¹⁵⁾。

欧米諸国との比較においては、わが国のインサイダー取引規制が相当の特異な規制であることの指摘がなされている¹¹⁶⁾。わが国のインサイダー取引規制は複雑な条文構成となっているが、内部情報の範囲についてのわが国と欧米諸国の最大の相違は、EU 諸国においては会社外部で発生する情報を規制対象としており、また米国においても、不正流用理論が採用されてからは、外部情報一般が規制の対象となっている。一方、わが国においては株式売買・公開買付情報以外の外部情報を規制の対象としてこなかったことである¹¹⁷⁾。また、内部者の範囲についても、わが国においては限定的なものになっているが、米国においては、不正流用理論が採用されてからは、職務上情報へのアクセスを有する者がそれにより取得した情報を証券取引に利用することは、多くの場合、情報の不正利用に該当し禁止されることとなった¹¹⁸⁾。

2. 米国におけるインサイダー取引規制の法的根拠

一方、米国のインサイダー取引規制は、わが国とは違い明確な個別規定は存在しない¹¹⁹⁾。SEC がインサイダー取引規制の法的根拠として一般的に適用・運用しているのは、詐欺禁止条項である 1934 年法 10 条 (b) 項およびこれに基づく SEC Rule 10b-5 であり、これに基づき判例を積み上げてきた。1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 は、詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）の規制方法であり、「適用範囲の必要十分性」の要素が重要視され、連邦政府による 1934 年法 10 条 (b) 項に基づき制定された SEC

115) 川口ほか・前掲注 114) 428～431 頁。

116) 前田・前掲注 110) 26 頁。

117) 川口ほか・前掲注 114) 544 頁。

118) 川口ほか・前掲注 114) 546 頁。

119) 1980 年代に大規模な内部者取引事件が相次いでいたので、規制強化が図られた時期に、前述の通り、併せて内部者取引の定義するための複数の法案が提案されたが、実現されることなく今日に至っている（川口ほか・前掲注 114) 433 頁。なお、SEC が、1987 年に連邦議会に提案した内部者取引の定義は、「いかなる者も、証券に関する重要な未公開情報を保有しつつ、当該証券を直接的もしくは間接的に売買し、または売買させることは、当該情報が不法に（wrongfully）に取得されたこと、もしくは当該売買がその情報の不法な使用にあたることを、知っているか無謀にも無視したときには、違法である。本条において、重要な未公開情報を保有しつつする取引は、直接的または間接的に、当該情報が（A）窃盗（theft）、賄賂（bribery）、不実表示（misrepresentation）、スパイ（espionage）、または（B）横領（conversion）、不正流用（misappropriation）、信任義務の違反、個人的その他の信頼関係の違反、契約関係・雇用関係の違反の行為により取得され、またはそれらの行為を構成する場合に限って、不法である」としている（川口ほか・前掲注 114) 436 頁）。

Rule 10b-5 に基づいて規制されてきた¹²⁰⁾。したがって、米国においては、インサイダー取引は 1934 年法 10 条 (b) 項および SEC Rule 10b-5 違反として捉えられている¹²¹⁾。具体的には、SEC Rule 10b-5 に基づき、裁判所がインサイダー取引の規制すべき範囲等の基準を構築し、そこでの、公正に対する考え方はわが国とは大きく異なる¹²²⁾。SEC Rule 10b-5 は、インサイダー取引問題が顕在化したとされる 1960 年代以前の 1942 年に制定された詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）であり、どのようなインサイダー取引が禁止されるのかは明らかにしていない。明らかにしてきたのは裁判所による判例の蓄積である¹²³⁾。

今日において、SEC Rule 10b-5 を利用した内部者取引を規制する場合の判例理論としては、信認義務理論と不正流用理論とが存在し、何れかが提供されている。信認義務理論は、内部者取引の規制根拠を、取引当事者間の信頼関係から生じる信認義務に求めている。当該理論からすれば、証券発行会社に対して信認義務を負うものはすべて規制の対象となる。したがって、当該理論からすれば、当該情報を開示せずに証券取引をすることが取引の相手方に対する信認義務違反と評価されるような情報が内部情報と捉えられることになるので、内部情報の範囲は、原則として証券発行会社に由来する情報に限定されることになる¹²⁴⁾。

一方、不正流用理論は、ある者が情報源に対する忠実・信頼義務に違反して、証券取引の目的で機密情報を不正流用することは内部者取引に該当するといものである。当該理論からすれば、証券発行会社以外の情報源から発信された情報に基づく内部者取引は広く規制されるということになる¹²⁵⁾。したがって、企業買収情報のような社外で発生した外部情報も内部情報の範囲に含まれることとなった¹²⁶⁾。

もとより、米国のインサイダー取引規制は、①証券市場に対する一般的な義務違反ではなく、特定の主体に対する義務違反を要求している点、②証券取引には関係ないと思われる情報源に対する義務違反が証券詐欺と解釈されている点である。すなわち、インサイダー取引が不正なのは証券市場に対してではないということである¹²⁷⁾。わが国においては、証券市場に対する投資家の信頼保持をインサイダー取引規制の主要な目的とし、インサイダー取引は、一般投資家との関係で不正であり禁止されているが、米国においては、わが国とは違い、インサイダー取引が不正なのは証券市場に対してではないことである。すなわち、インサイダー取引は証券市場に対する一般的な義務違反ということでは捉えられて

120) 萬澤・前掲注 10) 4 頁。

121) 川口ほか・前掲注 114) 33 頁。

122) 萬澤・前掲注 10) はしがき 1 頁。

123) 萬澤・前掲注 10) 4 頁。

124) 川口ほか・前掲注 114) 477 頁。

125) 川口ほか・前掲注 114) 433 ～ 434 頁。

126) 川口ほか・前掲注 114) 477 頁。

127) 萬澤・前掲注 10) 5 頁。

いないということであり、また不正流用理論の採用により、証券取引に直接的または間接的にも関係がないと思われる情報源までもが証券詐欺と解釈されているということである¹²⁸⁾。

米国において、歴史的にこのような理解し難い法理が適用されてきた背景は、わが国と違って、インサイダー取引規制のための新たに個別規定が制定されることなく、既に存在していた一般的包括的条項である 1934 年法下で 1942 年に制定された SEC Rule 10b-5 の詐欺禁止条項でのみ対処せざるを得なかったことにつきるであろう¹²⁹⁾。なお、SEC Rule 10b-5 に関する判例においては、証券取引に関する重要な未公開情報を規制対象としており、これら以外については何ら制限を設けていない¹³⁰⁾。

第3章 SEC による違反行為に対する制裁

連邦議会は、投資家および証券市場の公正性・健全性を確保する目的のもとに、連邦証券諸法を制定している。連邦議会は連邦証券諸法の目的が達成できるように、SEC に対して広範な調査権および法執行権を付与している。SEC には連邦証券諸法違反の有無を判断するための調査を実施する権限が明文化されており、SEC の調査の結果、連邦証券諸法違反の証拠が出てきた場合には、SEC は当該違反に関する責任を判断し、制裁を課すための行政上の審問手続を命じることができる。

第1節 行政手続 (administrative procedure)

SEC が法執行の一環として、1933 年法における違反者に対して訴えることが可能であるが、この場合の救済手段としては、行政手続、刑事手続および民事手続とがある。1933 年法 8A 条および 1934 年法 21C 条において、SEC が行政手続により排除命令を発することができる」と規定している。

1933 年法および 1934 年法上における排除命令と差止命令はともに違反行為を中止させるための命令であるが、排除命令は行政手続（命令）として行われ、SEC 単独で命令を発することができる（1933 年法 8A 条 (a) 項、1934 年法 21C 条 (a) 項）。しかしながら、差止命令は SEC の訴訟提起に基づき連邦地裁により命令が発せられる（1933 年法 20 条 (b) 項、1934 年法 21 条 (d) 項 (1) 号）。

その他の行政手続に関しての 1933 年法上および 1934 年法上における SEC の権限は、1933 年法上においては、虚偽記載等の登録届出書に対する効力停止命令があり（8 条 (d) 項）、また 1934 年法上においては、① 15 条 (b) 項 (4) 号・(6) 号、15A 条 (h) 項 (3) 号および 19 条 (h) 項 (1) 号の懲戒処分等、② 15 条 (c) 項 (4) 号に基づく 1934 年法 12 条～15 条 (d)

128) 萬澤・前掲注 10) 5 頁。

129) 萬澤・前掲注 10) 7 頁。

130) 川口ほか・前掲注 114) 477 頁。

項等の違反者に対しての行政手続がある¹³¹⁾。

SEC の行政手続は、SEC 職員である行政法判事の前で行われる擬似裁判手続であるといわれている。ここでは、SEC は立法者、検察官および裁判官を兼務していることから、行政手続の公正性および適正手続上において問題があるものといえよう¹³²⁾。また、行政手続は、行政手続法 (Administrative Procedure Act) に基づいて行われ、判断は証拠の優越に従っておこなわれることになる¹³³⁾。ただし、SEC の命令により不利益を受ける者は、自己が居住もしくは主たる営業の所在地である連邦控訴裁に控訴することができる。なお、連邦控訴裁の判決は最終的なものとなっている (1933 年法 9 条 (a) 項、1934 年法 25 条 (a) 項 (1) 号)¹³⁴⁾。

1. 排除命令 (cease and desist order)

1933 年法 8A 条 (a) 項および 1934 年法 21C 条 (a) 項は、行政手続により SEC が排除命令を発令ができることを規定している。

排除命令は、1990 年の証券執行救済・低額株改革法 (Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act: 以下「1990 年法」という。)¹³⁵⁾ によって導入されたものであり、連邦議会が連邦証券諸法違反者に関わる行政上の排除命令の権限を SEC に対して付与したもので¹³⁶⁾、実際、1990 年法は、SEC の権限を大きく拡大し、当該排除命令、他の行政手続においての制裁金 (fines) および利益の吐出し (disgorgement of profits) を命じることを可能とした。1990 年法制定前は、SEC は非登録者に関しては、裁判所へ救済を求めるしかなかった¹³⁷⁾。現在、SEC がもっとも頻繁に使用している法の執行手段となっている¹³⁸⁾。

排除命令は、1933 年法とこれに基づく規則等に違反するいかなる連邦証券諸法違反者に対して発せられる、告知と SEC のスタッフである行政法判事 (administrative law judge) による聴聞が用意されている終局的排除命令 (1933 年法 8A 条 (a) 項、1934 年法 21C 条 (a) 項) と、ブローカー・ディーラー、投資顧問、投資会社その他の証券業者等に

131) 王子田・前掲注 1) 23、215 ~ 218、218 ~ 219、223 ~ 226、234 ~ 245、321 ~ 335 頁。

132) 黒沼・前掲注 2) 230 頁。

133) 黒沼・前掲注 2) 230 頁。

134) ただし、合衆国法律集第 28 編 1254 条の規定による裁量上訴または意見確認に基づいて行われる連邦最高裁判所による審査に服するものとなっている (1933 年法 9 条) (王子田・前掲注 1) 27 頁)。

135) 低額株の定義等については 1934 年法 3 条 (a) 項 (51)(A) 号に規定しているが、具体的には、小規模会社が発行し、取引所や NASDAQ で相場が形成されていない未公開株であり、株価が低く流動性も低い株式をいう。また、低額株の公募は、多くの場合、事業内容や公募の目的を白紙にして行われるため、極めて投機的な取引となり得るとされ、低額株市場における慣行は詐欺的であり、無益な投資誘発するとともに、投資家の証券市場に対する信頼を破壊するものとして受け止められていた。そこで、連邦議会は当該 1990 年法を制定し、1934 年法に 15 条 (g) 項を追加し、低額株の取引について広範な開示を要求する等の規制を加えることにした (黒沼・前掲注 2) 217 頁)。

136) 黒沼・前掲注 2) 70 頁、マーク・I・スタインバーグ・前掲注 56) 361 頁。

137) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 16 頁。

138) 黒沼・前掲注 2) 231 頁。

対して発せられる、事前の手續を要しない暫定的排除命令（1933年法 8A 条 (c) 項 (2) 号、1934 年法 21C 条 (c) 項）がある¹³⁹⁾。終局的排除命令の対象者は、業者だけでなく 1933 年法および 1934 年法における違反者はすべてとなっており、被審人には告知がなされ、行政法判事の前で聴聞が行われる。停止命令とともに、利益の吐出し、その他法遵守を確保するための措置を命じることができる。被審人は、排除命令の再審査を SEC に抗告することができ、また連邦地裁に対して訴えを起こすことができる。一方、暫定的排除命令の対象者は、ブローカー・ディーラー、その他 SEC や自主規制機関の規制対象となっている業者に対してのみに発することができ、被審人に対する告知や聴聞は必要とはされていない。被審人は、排除命令の再審査を SEC に抗告することもでき、また連邦地裁に対して訴えを起こすこともできる（1933 年法 8A 条 (d) 項 (2) 号 (B)、1934 年法 21C 条 (d) 項 (2) 号 (B)）¹⁴⁰⁾。

なお、SEC が排除命令を発するためには、SEC 自身により証券諸法に違反している事実を立証し、かつ排除命令を発することの正当性等を十全に説明する義務を負うものとされる¹⁴¹⁾。

第 2 節 刑事手続 (criminal procedure)

1. 刑事訴追 (criminal prosecution)

連邦証券諸法またはこれらに基づいた諸規則等に故意 (willfully) に違反した場合には、罰金刑もしくは禁固刑が処せられる。1933 年法においては、24 条が罰則規定となっており、有罪判決の場合には、1 万ドル以下の罰金もしくは 5 年以下の禁固に処せられ、または併科となっている（1933 年法 24 条）。1934 年法においては、32 条が罰則規定となっており、有罪判決の場合には、500 万ドル以下の罰金もしくは 20 年以下の禁固に処せられ、または併科となっている（1934 年法 32 条 (a) 項）。ここでいう「故意」とは、刑事訴追一般と同様に、被告人が実際に行った行為について、それを遂行する意図を有していたことのみで足り、被告人が連邦証券諸法に違反していることを知っていたという証明は必要としないとされている。また、被告人が、連邦証券諸法の諸規定は、刑事訴追の根拠としては曖昧であり、憲法違反との主張に対しては、裁判所は一貫して棄却してきている¹⁴²⁾。

SEC は、刑事訴追をする権限は有していないが、違反行為の証拠書類等を司法長官に送付することができ、司法長官は、裁量により、刑事手続を開始することができる（1933 年法 20 条 (b) 項、1934 年法 21 条 (d) 項 (1) 号）。

2. 郵便詐欺法 (mail fraud statute) ・ 通信詐欺法 (wire fraud statute)

139) 黒沼・前掲注 2) 70、231 頁。

140) 黒沼・前掲注 2) 231 頁。

141) マーク・I・スタインバーグ・前掲注 56) 562 頁。

142) D. L. ラトナー = T. L. ハーゼン・前掲注 4) 207 頁。

郵便・通信詐欺法は、連邦証券規制の違反行為に対して、犯罪成立の要件が単純なこともあり、便法として適用され、有罪判決が出ている¹⁴³⁾。その端的な例が、1987年のインサイダー取引事件を扱った Winans 事件（Carpenter 事件連邦最高裁判決）¹⁴⁴⁾ である。当該事件においては、連邦最高裁が不正流用理論の射程範囲をどこまで是認するのかが注目された判決である。Winans は、ウォール・ストリート・ジャーナル紙のコラム共同執筆者であったが、このコラムにおける証券関連の内容は、掲載直後に、そこに掲載された会社の株価に重要な影響を及ぼすものとして周知の事実であった。すなわち、Winans は、株式仲買人等と共謀して、自分が推奨する予定の銘柄をあらかじめ購入して、利益を得る仕組み作りあげていた。ウォール・ストリート・ジャーナル紙の使用人は、雇用契約の遂行にあたって収集した重要な情報は会社の財産となるものとし、使用人に対してその機密を遵守することを求め、それを公表・利用してはならないと社内規定に定めていた。信託義務理論によれば、Winans は発行会社との間に信託関係はないので責任は発生しないが、不正流用理論によれば、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の使用人として職務上知った重要な機密情報を不正流用することは、雇用主に対する信託義務に違反することになり、インサイダー取引に該当することになる。連邦最高裁は、不正流用理論採用による SEC Rule 10b-5 違反については 8 人裁判官中 4 人が賛成し、4 人が反対している。そして、不正流用理論についての議論はほとんどなく、連邦証券諸法および郵便詐欺法・通信詐欺法における詐欺に該当するものとして、原審（連邦第 2 巡回区控訴裁判決：SEC Rule 10b-5 違反）の Winans に対する有罪判決を支持したのである。

もとより、郵便詐欺法は、1872 年に金銭または財物の詐取に州際の郵便を利用することを禁止するために制定された連邦法であり、一方、通信詐欺法は、1952 年に郵便詐欺法同様の目的で、州際の電信電話を利用することを禁止するために制定された連邦法である。

郵便・通信詐欺法の要件は、詐欺行為が、欺罔の意図または無謀な法の無視をもって行われ、詐欺の過程で郵便または電信電話が使用されたこととされている。

そもそも、1933 年法制定以前は、連邦政府は、証券詐欺行為に対応する少ない手段の一つが郵便詐欺法だったのである¹⁴⁵⁾。

第 3 節 民事手続 (civil procedure)

1. 差止命令 (injunction)

SEC は、違反者に対して、差止命令を発する権限を有している。ただし、当該差止命令は行政上の排除命令とは違い、違反者は連邦控訴裁に控訴することはできない。SEC が、

143) 黒沼・前掲注 2) 237 頁。

144) 黒沼・前掲注 2) 164～165 頁、並木・前掲注 81) 86～88 頁、D. L. ラトナー＝T. L. ハーゼン・前掲注 4) 148 頁、萬澤・前掲注 10) 94～95 頁、ルイ・ロス・前掲注 17) 1367～1368 頁。

145) ルイ・ロス・前掲注 17) 814 頁。

裁判上の救済措置として、連邦地裁に対して連邦証券規制の違反行為または将来の違反行為の差し止めを請求することを可能とするために¹⁴⁶⁾、1934年法および1934年法に基づく規則もしくは規制等の違反行為に関して、SECに対し管轄の連邦地裁への訴訟提起の権限を付与しているのである（1934年法21条(d)項(1)号）。なお、当該差止命令は、本案判決前に下される暫定的差止命令と本案審理後の判決として下される終局的差止命令があるのである（1934年法21条(d)項(1)号）。なお、当該差止命令の規定は1933年法20条(b)項にも同様の規定が存在している。

差止命令は、差止めすることにより、将来の被害を防止することを目的としており、違反者を処罰することを目的とするものではない¹⁴⁷⁾。したがって、過去において違反行為が行われていたことだけを明らかにするだけでは差止命令を発することはできない。差止命令を発するためには、現在においても違反状態が継続していること、または将来において被告が1934年法21条(d)項(1)号に違反する蓋然性が高いことを明らかにしなければならないとされている¹⁴⁸⁾。

2. 民事制裁金（civil penalty）

SECは違反者に対して民事制裁金を請求する権限を有している。SECによる違反者に対する民事制裁金の請求は、民事裁判として裁判所に対してなされる（制裁金として課された金額は全て国庫に納付される）。当該民事制裁金の裁判所への請求に関しては、1933年法20条(d)項、1934年法21条(d)項(3)号(A)および1934年法21A条(a)項(1)号(A)においてそれぞれ規定している¹⁴⁹⁾。

1933年法20条(d)項は、「委員会は、いかなる者が本法の規定、それに基づく規則もしくは規制、または本法第8条により委員会が発する排除命令に違反したことが明らかである場合、1934年証券取引所法第21C条による制裁に服する違反以外であるときは、当該違反者が支払う民事制裁金を請求するため合衆国地方裁判所に訴訟を提起することができ、訴訟が提起された裁判所は、適切な証明に基づき、民事制裁金を課す権限を有するものとする」と規定している。1934年法21条(d)項(3)号(A)も1933年法20条(d)項とほぼ同様な規定となっている。1933年法20条(d)項、1934年法21条(d)項(3)号(A)における違反者とは、1933年法・1934年法、1933年法・1934年法に基づく規則・規制の違反者およびSECが発する排除命令に関するすべての違反者を指す。なお、2002年制定の連

146) 黒沼・前掲注2) 232頁。なお、わが国においては、金融商品取引法192条1頁（緊急差止命令）が米国の1933年法20条(b)項差止命令に該当する（神田秀樹ほか編『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－』〔藤田友敬〕（商事法務、2011年）475頁）。

147) なお、「SECは、本法または本法に基づく規則もしくは規制に対する違反とみられる当該行為または慣行に関して利用できる証拠を司法長官に送付することができ、司法長官は、その裁量により、本法に基づく必要な刑事手続を開始することができる」としている（1934年法21条(d)項(1)号、王子田・前掲注1) 341頁）。

148) 黒沼・前掲注2) 232頁。

149) 王子田・前掲注1) 49、342、350頁。

邦証券諸法としての SOX 法の登場により、被害を受けた投資家救済の一環として、違反者に対して利益吐出しおよび民事制裁金の発出されたときは、違反行為により受けた損失を埋めるために役立つファンド（フェア・ファンド：Fair Funds）を設立することを、SEC に対して認めている¹⁵⁰⁾。

一方、1934 年法 21A 条 (a) 項 (1) 号 (A) は、内部者取引に関する民事制裁金の規定であるが、制裁金額は、「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」と規定している（1934 年法 21A 条 (a) 項 (2) 号）¹⁵¹⁾。すなわち、3 倍額制裁金（triple penalty）の規定である¹⁵²⁾。

米国における民事制裁金は、わが国の課徴金制度に該当する。課徴金制度も刑事制裁ではなく、あくまでも行政制裁であり、すなわち行政上の金銭的制裁である（行政上の措置）。課徴金も民事制裁金同様、国庫に納付される。ただし、民事制裁金においては、被害を受けた投資家保護基金的なフェア・ファンドの設立が SEC に対して認められているが、わが国の証券取引等監視委員会に対しては、課徴金を投資家保護基金に振り向けることはできない。ただし、わが国においても、投資家保護基金の創設をすべきとの議論はあるが、総論的な趣旨は理解できるが、實際上、投資家が証券投資するにあたっての目的は千差万別であり、中長期保有者および短期保有者等への対応、また被害者救済にあたっての損害額の判定等に対して、ファンドを如何なる方法で分配していくのかが想像を絶するものと考えている。

現在、わが国の課徴金制度は、規制の実効性を確保するという観点からも、抑止力としても、それなりの成果をあげている。米国の民事制裁金も、課徴金同様に刑事制裁でもないので、簡易手続により対処できるものであり、今後期待できるものと考えている。

おわりに

以上の通り、連邦証券諸法の重要な発展は、インサイダー取引を中心とした証券規制に対して、1933 年法および 1934 年法を中心とした連邦証券諸法、1934 年法 10 条 (b) 項を根拠法として制定された SEC Rule 10b-5 による詐欺禁止条項の適用により成し遂げられた。すなわち、これらの詐欺禁止条項は、詐欺を禁ずる一般的包括的条項であるため、適用範囲が広いことが特徴であるため、広範囲にわたって適用されてきたことであろう。今後も、これらの連邦証券諸法が存在する限り、裁判所は判例の蓄積により証券詐欺等に対処しくものと予想される。

150) マーク・I・スタインバーグ・前掲注 56) 198 頁。ワールドコム事件において、SOX 法のフェア・ファンド規定により、7 億 5 千万ドルを、ワールドコムによって被害を受けた投資家に対して分配するという SEC の提案を認めた地区裁判所の判断を、第 2 巡回区控訴裁は是認している。

151) 王子田・前掲注 1) 350 頁。

152) ルイ・ロス・前掲注 17) 1257 頁。

米国における証券規制は、カンザス州証券法を中心としたブルー・スカイ・ローを基礎として発展し、その後、ブルー・スカイ・ローの欠陥を克服するため、1933年法および1934年法を中心とした連邦証券諸法が登場したことで、1933年以降からは証券規制が州レベルの詐欺行為から連邦レベルの詐欺行為に対処していくこととなり、1933年以降の米国の証券規制は急激に拡大し発展していくことになる。前述の通り、証券詐欺の中核であるインサイダー取引についても、わが国と米国とでは、定義（米国においてはインサイダー取引の定義は存在していない）および規定内容も全く相違している（米国においてはSEC Rule 10-5を中心とした詐欺を禁ずる一般的包括的条項（詐欺禁止条項）で対処し、わが国においては一般的包括的条項ではなく、個別規定での対処となっている）。わが国の金融商品取引法の前身である証券取引法（昭和23年5月6日施行）は、米国の1933年法および1934年法を継受して創設されたものであるが、法制定の精神は同様だと考えているが、わが国と米国においては適用・運用等において相違があることも事実である。米国においては、投資家保護に資するため、詐欺行為を拡大解釈し、詐欺行為的なものは如何なる場合でも規制していこうという姿勢が見られる。

何れにしても、連邦証券諸法およびカンザス州証券法を中心としたブルー・スカイ・ローの目的は、投資家保護にあったといえる。前述の通り、アメリカの証券規制は1911年制定のカンザス州証券法によってはじまり、本格的な米国連邦全体にわたる証券規制は1933年以降に急速に発展を遂げてきた。とはいうものの、ブルー・スカイ・ローが未だに現存していることに対して注意すべきことである。

最後に、第2章のインサイダー取引を中心とした違反行為に関しては、拙稿（「日本と米国におけるインサイダー取引規制の考察 ―金融商品取引法157条1号を中心に―」青山社会科学紀要第40巻1号）を参照している。