

# アメリカにおける

## インサイダー取引規制の現状と問題点

栗 山 修

- I はじめに
- II インサイダー取引の定義と規制の是非
- III インサイダー取引規制に関する諸規定
- IV インサイダーの範囲とその該当基準
- V インサイダーにたいするサンクション
- VI おわりに

### I は じ め に

証券の価値に影響をおよぼす重要で未開示の情報（以下、内部情報という）にもとづき証券取引をして利益を得ることは、その情報を知らずに取引した相手方に不測の損害をもたらす。インサイダー取引 (insider trading) とよばれるこのような取引は、法的に規制されるべき不公正な証券取引である。周知のように、アメリカにおいては早くか

らその規制の発展がみられる。そして最近においても、一九八四年インサイダー取引制裁法<sup>(1)</sup> (Insider Trading Sanctions Act of 1984. 以下、制裁法という) や一九八八年インサイダー取引および証券詐欺規制法<sup>(2)</sup> (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988. 以下、証券詐欺規制法という) が制定されている。このことから、インサイダー取引にたいするアメリカの厳しい姿勢がうかがえるといえよう。

本稿は、アメリカにおけるインサイダー取引規制のこれまでの経緯<sup>(3)</sup>をふまえて、インサイダー取引の定義と規制の是非(後記Ⅱ)、インサイダー取引規制に関する諸規定(後記Ⅲ)、インサイダーの範囲とその該当基準(後記Ⅳ)、さらにはインサイダーにたいするサンクション(後記Ⅴ)を概観しその問題点を明らかにすることにより、アメリカにおけるインサイダー取引規制の現状と問題点について検討する。

- (1) 制裁法については、拙稿「一九八四年内部者取引制裁法と三倍賠償」神戸外大論叢三七卷一・二・三合併号二四九頁以下(昭和六一年)を、その内容については瀬谷ゆり子「米国における一九八四年内部者取引制裁法」国際商事法務一四卷一号一一頁以下(昭和六一年)参照。

- (2) 証券詐欺規制法については、岸田雅雄「米国の内部者取引及び証券詐欺規制法」商事法務一一七〇号二三頁以下(平成元年)、堀口勝「内部者取引および証券詐欺規制法」日本大学大学院法学研究年報二二号三二七頁以下(平成三年)参照。

- (3) アメリカにおけるインサイダー取引規制のこれまでの経緯については、中村信男「アメリカの内部者取引規制に関する日本語主要文献リスト」商事法務一一九〇号九〇頁以下(平成元年)および本稿で引用する文献を参照。

## Ⅱ インサイダー取引の定義と規制の是非

一 インサイダー取引について定義をする規定は、存在しない。しかしこれまでに、インサイダー取引について定義規定を設けようという動きがなかったわけではない。たとえば、アメリカ法律協会（ALI）による連邦証券法典案（Federal Securities Code）は、その一六〇三条<sup>(4)</sup>でインサイダーの定義規定を置いている。そして、ウォール街を揺るがした一連の証券スキャンダル<sup>(5)</sup>の直後に、Riegel、D'Amato、両上院議員がインサイダー取引の定義規定を含む「インサイダー取引禁止法（Insider Trading Proscriptions Act of 1987）」案を一九八七年六月一七日に提出した。<sup>(6)</sup>これに呼応して、当初は定義規定を設けることに消極的であったSEC（連邦証券取引委員会）は、同年八月三日に「インサイダー取引法（Insider Trading Act of 1987）」案を発表した。<sup>(8)</sup>ニューヨーク証券取引所の法務に関する諮問委員会（New York Stock Exchange Legal Advisory Committee）も同年八月七日にインサイダー取引を定義する規定を設けるべきであるとして、その試案<sup>(10)</sup>を発表した。その後「インサイダー取引禁止法」案は証券関係法を専門とする実務家から成る委員会<sup>(11)</sup>で検討され、同年十一月一九日に提出された。一九三四年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）以下、取引所法<sup>(11)</sup>とこう）一六条のあとに、同法一六条Aとして新たに規定を付加するという右法案の内容は、公開買付けおよびその他の企業買収に関する情報の部分を除いて、原案とほぼ同様のものではなかった。<sup>(12)</sup>しかし、規則10b-5を中心とする諸規定に関する判例法が確立されているのでこれを参考に規制をすればよく、わざわざインサイダー取引の定義規定を設ける必要はない。定義規定を設けた場合、これに該当しなければインサイ

ダー取引にならないのであるから、新種の詐欺的取引には適用されない可能性もでてくる。このような理由から、「インサイダー取引禁止法」は最終的には成立せず、廃案となった。

二 インサイダー取引は、すでにみたようにその定義が必ずしも明らかでないが、法的に規制されるべきものであると一般に考えられている。その理由として、①インサイダー取引は不正な証券取引であり、資本市場にたいする一般大衆の信頼を損なうことになる、<sup>(13)</sup>②会社経営者は右取引により利益を得ることになるが、それは不当である、<sup>(14)</sup>③右取引の容認は、内部情報の開示を遅らせることになる、<sup>(15)</sup>等があげられる。これにたいし、経済学者の一部の者はインサイダー取引の規制に反対し、これを容認すべきであると主張する。すなわち、①右取引による利益は会社経営者の報酬として考えられるべきものであり、不当な利得ではない、<sup>(16)</sup>②右取引が規制されるべきものであればそれを容認することは会社にとってマイナスになるから、会社は右取引を禁止する旨の条項を定款に設けるはずであるが、そのような状況はない、<sup>(17)</sup>等がその理由である。いわゆるシカゴ学派に属する一部の経済学者はこのように主張するが、<sup>(18)</sup>その際にインサイダー取引の定義について法律学でのそれと異なることに留意する必要がある。<sup>(20)</sup>

(4) つぎのように規定する。

(a) GENERAL. — It is unlawful for an insider to sell or buy a security of the issuer, if he knows a fact of special significance with respect to the issuer or the security that is not generally available, unless (1) the insider reasonably believes that the fact is generally available, or (2) the identity of the other party to the transaction (or his agent) is known to the insider and (A) the insider reasonably believes that that party (or his agent) knows the fact, or (B) that party (or his agent) knows the fact from the insider or otherwise.

(b) INSIDER. — For purposes of section 1603, “insider” means (1) the issuer, (2) a director or officer of, or a person controlling, controlled by, or under common control with, the issuer, (3) a person who, by virtue of his relationship or former relationship to the issuer, knows a fact of special significance about the issuer or the security in question that is not generally available, or (4) a person who learns such a fact from a person within section 1603(b) (including a person within section 1603(b)(4)) with knowledge that the person from whom he learns the fact is such a person, unless the Commission or a court finds that it would be inequitable, on consideration of the circumstances and the purposes of this Code (including the deterrent effect of liability), to treat the person within section 1603(b)(4) as if he were within section 1603(b)(1), (2), or (3).

(5) ボウスキー事件をはじめとする一連の証券スキャンダルの詳細は、森田章・投資者保護の法理<sup>三三二</sup>頁以下（平成二年）参照。

(6) 内容については、FLETCHER, MATERIALS ON THE LAW OF INSIDER TRADING 498-500 (1991) 参照。

(7) 制裁法の立法過程における House Report No.98-355 は「インサイダー取引規制に関する判例法は現在ではかなり発展しており、それはインサイダー取引規制を考える際のガイドラインに十分なりうるものである」としている (*Id.* at 494)。

(8) 内容については、FLETCHER, *supra* note (6), at 500-05 参照。

(9) この法案は、Riegel、D'Amato、両上院議員による、インサイダー取引の定義規定を設けるようにとの強い要請 (strong pressure) を受けて発表したものであり、その必要性から SEC が積極的に発表したものではないようである (Phillips & Lavoie, *The SEC's Proposed Insider Trading Legislation: Insider Trading Controls, Corporate Secrecy, and Full Disclosure*, 39 ALA. L. REV. 439, 443 (1988))。

(10) 内容については、FLETCHER, *supra* note (6), at 505-06 参照。これらの法案が提出された背景、経緯、問題点の詳細は、島袋鉄男「アメリカにおけるインサイダー取引規制の法理(下)」*琉大法学*四五号四七頁以下（平成二年）参照。

(11) 内容については、*Id.* at 510-14 参照。

(12) Goelzen & Bernetty, *Insider trading: The Search for Definition*, 39 ALA. L. REV. 491, 493 (1988)。

- (13) たとえば、Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 HARV. L. REV. 322, 343-46 (1979) 参照。
- (14) たとえば、Levmore, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts*, 68 VA. L. REV. 117, 149 (1982) 参照。
- (15) たとえば、Schotland, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, 53 VA. L. REV. 1425, 1440-42 (1967) 参照。
- (16) Manne 教授の主張である。これについての詳細は、龍田節〔一九七一〕アメリカ法二八三頁以下参照。
- (17) Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857, 857 (1983)。これについては、拙稿〔一九八五—二〕アメリカ法二七三頁以下参照。
- (18) 大多数の経済学者および金融の専門家 (financial experts) は、インサイダー取引は証券市場に悪影響をあたえるから、これを容認すべきではないとしている (McLucas & Walsh & Fountain, *Settlement of Insider Trading Cases with the SEC*, 48 BUS. LAW 79, 79n. 2 (1992))。
- (19) このような主張にたいする批判については、松井一郎「アメリカにおける内部者取引擁護論の展開」現代商事法の重要問題四七頁以下 (昭和五九年) 参照。
- (20) 法律学においては、インサイダー取引が違法である (illegal) からこれを規制する——違法でなければ規制の対象とはならない——であり、違法性のない証券取引はインサイダー取引ではない。これにたいし右取引を容認する経済学者は、経済学的見地からのインサイダー取引とは取引当事者が有している情報が同等ではない (asymmetric) 場合の取引すべてをいうのであり、違法性の有無を問はない。また、取引の対象も証券に限られない (Carlton & Fischel, *supra* note (17), at 860-61)。

### Ⅲ インサイダー取引規制に関する諸規定

以下では、これまでにインサイダー取引に適用されてきた諸規定<sup>(21)</sup>と、その問題点について概観する。

#### 一 証券法一七条<sup>(22)</sup>(a)項

一九三三年証券法 (Securities Act of 1933) 一七条<sup>(a)</sup>項は、証券<sup>(23)</sup>の売付けの申し込みまたは売付けに関して詐欺的な取引を禁止するいわゆる詐欺禁止規定 (anti-fraud provision) の一つである。この規定は、その文言からも明らかのように、証券の買付けには適用されない。

合衆国最高裁判所は一九八〇年の Aaron 判決<sup>(24)</sup>で、同項違反を理由に SEC が差止命令 (injunction) を求める場合にはサイエンター (scienter) を立証する必要がある旨判示した。<sup>(25)</sup>同項にもとづく私的訴権については、一九四九年の Osborne 判決<sup>(26)</sup>で合衆国ニューヨーク州南部地区地方裁判所が同項にもとづく私的訴権を認めて以来、下級審裁判所の多くもこれを認めるに至った。<sup>(27)</sup>しかし最近では、同項にもとづく私的訴権は認められないとするのが下級審判例の大勢である。<sup>(28)</sup>

#### 二 規則 14 e-3<sup>(29)</sup>

規則 14 e-3 は、公開買付け (tender offer) に関する内部情報にもとづく対象会社の証券の売買や、内部情報の伝達を禁止する。公開買付けがなされる際に詐欺的な証券取引から投資者を保護するために、SEC は規則制定権を有する旨の規定が一九七〇年の取引所法の改正により同法一四条<sup>(c)</sup>項に新設された。同項にもとづいて一九八〇年に

制定されたのが、右規則である。

いわゆる内部情報所有説（後記Ⅳ・二・（一））にもとづく規定であるとされる規則14e-3は、詐欺禁止規定である取引所法14条(e)項にもとづき制定されたことから、右規則の有効性が問題となる。また、右規則が有効であるとした場合に、右規則が適用されるためには詐欺(fraud)が必要であるかも問題となる。すなわち、一九八〇年のChiarella判決で最高裁判所は、規則10b-5が適用されるためには詐欺の存在が必要である旨判示した。<sup>(30)</sup>これらの問題について判示した判決が、最近だされた。合衆国第二巡回区控訴裁判所によるChestman判決である。<sup>(31)</sup>同判決はつぎのような理由で規則14e-3は有効であり、詐欺の有無にかかわらず右規則は適用されるとした。すなわち、①規則14e-3後段は詐欺的行為を定義すべくSECに規制制定権を付与したのであり、SECが定める要件を充たすものが詐欺的行為となるのであるから、それはコモン・ローにおける詐欺にあたる場合に限られない。②制裁法や証券詐欺規制法の立法過程で、右規則の違反者にもこれらの法律の規定が適用される旨を知らされていたが、合衆国議会はこれに異議を唱えなかった。③規則10b-5は一般的な詐欺禁止規定であるのにたいし、右規則は公開買付けに関する詐欺的取引を禁止する規定であるから、両者はその適用対象を異にする。してみれば、右規則は規則10b-5と同様の解釈をする必要はない。最高裁判所も裁量上訴(certiorari)の申立を却下したことから、規則14e-3の有効性をめぐる論争については一応の決着がついたものといえよう。

### 三 取引所法一六条(b)項<sup>(33)</sup>

取引所法一六条(b)項は証券の発行会社の取締役(director)、役員(officer)、主要株主<sup>(34)</sup>(controlling shareholder)



が、自社の証券を買付けまたは売付けてから六ヶ月に満たない期間内に当該証券を売付けまたは買付けて利益を得た場合には、それを発行会社に返還しなければならない旨規定する。発行会社の内部情報を容易に知りうる立場にある取締役等の会社内部者 (corporate insider) が短い期間に得た利益 (short-swing profit) はインサイダー取引による蓋然性がきわめて強いので、内部情報の利用の有無にかかわらず上記の要件を充たしていればこの規定は適用される<sup>(35)</sup>。同項の規定する内容は明確であるが、つぎのような場合には適用されないから、その適用範囲は限られる。①六ヶ月以上の期間内の証券取引である場合、②会社内部者以外の者が証券取引をした場合、③会社内部者が他の会社の取締役等に内部情報を伝達しそれにもとづき証券取引をする場合——たとえば、A社の取締役aとB社の取締役bが互いに自社の内部情報を伝達しあって (mutual back-scratching)、それにもとづきaがB社株を、bがA社株を取引して利益を得る——。

#### 四 郵便電信詐欺法一三四一条<sup>(36)</sup>・同法一三四三条<sup>(37)</sup>

郵便あるいは電信を利用して詐欺的な証券取引をする場合にはこれらの規定が適用され、インサイダーに刑事罰が科せられる。証券関係法が制定されるまでは、これらの規定が詐欺的な証券取引を規制するうえで大きな役割をはたしていた。<sup>(38)</sup> 最高裁判所は Carpenter 判決で、<sup>(39)</sup> 内部情報の伝達行為 (tipping) にこれらの規定の適用がある旨判示した。

#### 五 RICO法一九六四条(c)項<sup>(40)</sup>

マフィアに代表される犯罪組織がおこなう組織犯罪 (organized crime) を取締まるために一九七〇年組織犯罪取締法 (Organized Crime Control Act of 1970) が制定された。<sup>(41)</sup> この法律の第九編にあたる通称RICO法は、ゆすりや

たかり行為 (racketeering activity) をおこなう者の影響をうけ腐敗した組織の根絶を目的として制定された。そのためには、犯罪組織の経済的基盤をぜい弱にする必要がある。これを達成するための一つに、「証券の売付けにおける詐欺 (fraud in the sale of securities)」をした者 (RICO法一九六一条(一)号(D)) にたいし、それが原因で損害を蒙った者は、損害額の三倍および弁護士報酬を含む訴訟費用を請求できる旨の規定がRICO法一九六四条(c)項にある。最近ではこの規定にもとづいて、インサイダーにたいする訴訟が増加している。右条項の解釈上の問題点は種々<sup>(42)</sup>あるが、最近では、原告適格についても問題となっている。<sup>(43)</sup>

#### 六 規則10b-5

すでにみたように、証券法一七条(a)項は詐欺的な証券取引の売付けには適用されるが、買付けには適用されない。詐欺的な証券の買付けにも適用されるように同項改正の試みがなされたが、<sup>(44)</sup>一九四二年にSECが取引所法一〇条(b)項にもとづく規則10b-5を制定して、この問題の解決をはかった。

規則10b-5は、つぎのような規定である。

「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て、直接または間接に左の行為をなすことは違法である。

- (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てらして、当該表示が誤解をまねくことがないようにするために必要な、重要な事実を示すのをおこたること。

(3) 人を欺罔するあるいは欺罔することになるであろう行為、慣行、取引方法をなすこと。<sup>(46)</sup>」

(21) 各州の証券関係法や会社法にも、インサイダー取引規制に関する規定が最近設けられてきているようである (Ash, *State Regulation of Insider Trading A Timely Resurgence*?, 49 OHIO ST. L. J. 393, 410 n. 162 (1988); FLETCHER, *supra* note (6), at 326-29) が、主として連邦法およびそれにもとづく規則によって規制されている。

(22) つぎのように規定する。

(a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, directly or indirectly —

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

(2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser. (下線部は筆者)

(23) 「証券 (security)」については、証券法二条(1)号で定義されている。取引所法二条(a)項(10)号も、「証券」について定義している。「証券」概念の意義および内容については竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」証券取引法大系二九頁以下(昭和六一年)参照。

(24) 446 U. S. 680 (1980).

(25) *Id.*, at 689, 95. 正確には(1)号に違反する場合であり、(2)号および(3)号に違反する場合には被告のサイエンターを立証する必要はない。

(26) Osborne v. Mallory, 86 F. Supp. 869 (S. D. N. Y. 1949).

(27) HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 773 (2d ed. 1990).

(28) *Id.* at 773-74.

(29) 以下のように規定する。

(a) If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from (1) the offering person, (2) the issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or (3) any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.....

(30) 後記Ⅳ・二・(四)参照。

(31) 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991). 本判決については、拙稿「米国における公開買付とインサイダー取引」国際商事法務二二・卷五号五五三頁以下(平成五年)参照。

(32) 112 S. Ct. 1759 (1992).

(33) 以下のよう規定する。

(b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) within any period of less than six months, unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for period exceeding six

months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter ; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection.

- (34) 証券法、取引所法をモデルとして制定されたわが国の証券取引法にも、取引所法一六条(b)項と同様の規定が同法一六四条一項に存在する。しかし、取引所法一六条(b)項と証券取引法一六四条一項とは、主要株主についてつぎのような差異がある。すなわち、前者は登録されている持分証券の一〇パーセントを越えて (more than 10 per centum) 証券を所有している者であるのにたいし、後者は発行済株式総数の一〇パーセント以上を所有する者がこれに該当する。また前者は、会社内部者が六ヶ月に満たない (less than six months) 期間内の証券取引に適用されるのにたいし、後者は六ヶ月以内のそれに適用される。

- (35) この規定の趣旨につき、最高裁判所は *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.*, 404 U. S. 418 422 (1972) ぶつぎのよう  
に判示している。「取引所法一六条(b)項は、自己の有する権利を濫用する蓋然性がきわめて高いと考えられる者が証券取引により得た利益は、他の要件を充たす必要はなくそれだけで当該利益ははく奪されるとする規定 (flat rule) である。」

- (36) つぎのように規定する。

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, or to sell, dispose of, loan, exchange, alter, give away, distribute, supply, or furnish or procure for unlawful use any counterfeit or spurious coin, obligation, security, or other article, or anything represented to be or intimated or held out to be such counterfeit or spurious article, for the purpose of executing

such scheme or artifice or attempting so to do, places in any post office or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by the Postal Service, or takes or receives therefrom, any such matter or thing, or knowingly causes to be delivered by mail according to the direction thereon, or at the place at which it is directed to be delivered by the person to whom it is addressed, any such matter or thing, shall be fined not more than \$1,000 or imprisoned not more than five years, or both. If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$1,000,000 or imprisoned not more than 20 years, or both.

(37) この条の規定する。

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, transmits or causes to be transmitted by means of wire, radio, or television communication in interstate or foreign commerce, any writings, signs, signals, pictures, or sounds for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined not more than \$1,000 or imprisoned not more than five years, or both. If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$1,000,000 or imprisoned not more than 20 years, or both.

(38) LOSS. FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 699 (2d ed. 1988).

(39) 後掲注(62)。

(40) この条の規定する。

(c) Any person injured in his business or property by reason of a violation of section 1962 of this chapter may sue therefor in any appropriate United States district court and shall recover threefold the damages he sustains and the cost of the suit, including a reasonable attorney's fee.

(41) 正式名称は「Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act」である。RICO法については、拙稿「RICO法と公正な証券取引の規制」神戸外大論叢三八巻四号一頁以下(昭和六二年)、佐伯仁志「アメリカ合衆国RICO法について

(上)(下)」商事法務一二二二号九頁以下、同一二二二二三頁以下(平成二年)参照。

(42) 詳細は、拙稿・前掲注(41)一一頁以下参照。

(43) 詳細は、拙稿「RICO法による不公正な証券取引規制の新展開」神戸市外国語大学外国学研究二七号一〇三頁以下(平成四年)参照。

(44) Loss, *supra* note (38), at 726.

(45) 制定の経緯については、Am. B. Assn. Committee on Federal Regulation of Securities, *Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading, Part I: Regulation Under the Antifraud Provisions of the Securities Exchange Act of 1934*, 31 BUL. LAW 223, 225 (1986) 参照。

(46) 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.

#### IV インサイダーの範囲とその該当基準

一 裁判所はこれまで、取引の際に内部情報を開示する義務がある者をインサイダーとしてきている<sup>(47)</sup>。そして、そのような開示義務の有無が検討されてきたケースの多くは、規則10b-5のもとであった。同規則は規定のしかた

が抽象的で訴訟手続上もこれを利用しやすいことから、不公正な証券取引規制の中心的な規定として判例によりその内容が著しい発展をとげている。<sup>(48)</sup>このことから、右規則の適用のある者がインサイダーに該当するといいうる。<sup>(49)</sup>判例によりインサイダーにあたるとされた者は、大別して三つに分類しうる。

(一) 取引所法一六条(b)項の適用主体である取締役、役員、主要株主といった会社内部者は早くからインサイダーであるとされた。証券の発行会社も、同様である。

(二) 公認会計士が会計監査をおこなう際に知りえた内部情報を利用して証券取引をした場合、当該会計士はインサイダーに該当する。すなわち、会計士は会計監査契約を会社と締結することにより、一時的に<sup>(50)</sup>（temporarily）、当該会社のインサイダーとなる。<sup>(51)</sup>してみれば、その際に右のような取引をして利益を得ることは、インサイダー取引にあたる。<sup>(52)</sup>会計士以外に、弁護士、アンダーライターといった者も、一時的に、会社のインサイダーになりうる。これらの者は一般に、準内部者（quasi-insider）とよばれる。

(三) インサイダーから内部情報の伝達をうけてそれにもとづき取引をして利益を得た者は、つぎの要件を充たせばインサイダーに該当する。①情報提供者（tipper）であるインサイダーが、内部情報を伝達することが信託義務に違反すること、②上記①の事実を情報を受領した者が知っている、あるいは知りうべき場合であること。なお、信託義務違反の有無を判断する基準は、情報提供者が右情報を伝達することによって直接または間接に個人的利益（personal gain）を得たか否かにあるとされる。<sup>(53)</sup>この要件を充たしインサイダーに該当する者は一般に、情報受領者（tippee）とよばれる。



以上から、証券の発行会社および会社内部者を狭義のインサイダーであるとすれば、準内部者、あるいは情報受領者は広義のインサイダーといえるであろう。<sup>(54)</sup>

二 判例はこれまでのところ、インサイダーに該当するか否かについて、大別して三つの基準を採用してきた。以下では、これらの基準の内容およびその問題点について検討する。

(一) 内部情報所有説 (possession theory)<sup>(55)</sup>

第二巡回区控訴裁判所が、一九六八年の Texas Gulf Sulphur 判決<sup>(56)</sup>で示した基準である。これは、内部情報を知っている者はそれが開示されるまで証券取引をしてはならないとする。すなわち、取引の相手方に負う信認義務や雇用者との取り決めの有無とは無関係に、重要な未開示の情報を有している者 (anyone in possession of material nonpublic information) はインサイダーとしての責任を負う。この基準は、規則 10 b-5 を公正な証券取引を確保させるための規定 (fairness statute) とみる。すなわち、取引当事者の一方は内部情報を有しているが相手方はそれを有していない場合には、そのような取引は不公正であるから規制されるべきであるとする。

(二) 信認義務説 (fiduciary duty theory)

最高裁判所が、一九八〇年の Chiarella 判決<sup>(57)</sup>で示した基準であり、一九八三年の Dirks 判決<sup>(58)</sup>でもこれを維持した。この基準は、内部情報の不開示は詐欺となるが、その場合取引当事者間に信認関係 (fiduciary relationship) の存在することが必要であるとする。すなわち、規則 10 b-5 はいわゆる詐欺禁止規定であるから、詐欺的な証券取引を規制することにその制定目的があり (fraud statute)、取引当事者が有している情報が同等でないことから生じる不公正

さを規制する規定ではないとする。

### (三) 不正流用説 (misappropriation theory)

被用者が職務に関し内部情報を知りそれを利用して証券取引をしたが、そのような行為は雇用者との間の取り決めで禁止されていた。この場合にこの基準によれば、取引当事者間における信認関係の存在の有無にかかわらず、被用者の行為は雇用者に負っている義務に違反することを根拠に、規則 10 b-5 の適用があるとする。内部情報は会社に帰属する財産であり、これを不正に利用することが右規則に違反するという<sup>(59)</sup>の基準は、Chiarella 判決<sup>(60)</sup>におけるバーガ元首席裁判官の反対意見のなかで初めて示された。その後、一九八一年の Newman 判決<sup>(61)</sup>をはじめとしてこの基準を採用する下級審判決も<sup>(62)</sup>だされた。最高裁判所は一九八七年の Carpenter 判決<sup>(62)</sup>で、この基準にもとづき控訴人（被告）を有罪とした原審の判断を支持した。もっともそれは、原審の判断について四人の裁判官が賛成、四人の裁判官が反対したことにより賛否が同数となった結果によるものであった。このことから、最高裁判所は依然として信認義務説を採っているのか、あるいは不正流用説に変更したのか、明らかではない。

三 以上、三つの基準の要点についてみてきたが、つぎのケースをもとにこれらの基準の差異および問題点についてここでまとめておく。

#### (ケース)

A社の被用者Xは、自己の職務に関し内部情報を知った。Xはその情報にもとづいて、A社の発行する証券を内部情報を知らないBから相対で買付け、利益を得た。<sup>(63)</sup>

(一) 規則 10 b-5 は公正な証券取引を確保させるための規定であるとする内部情報所有説によれば、X はインサイダーに該当する。すなわち、X は内部情報を有していたが B はそれを有していなかったのであるから、両当事者が取引上平等な立場にあった (equal access to information) とはいえないからである。規則 10 b-5 は詐欺的な証券取引を規制する規定であるとする信認義務説によれば、B に信認義務を負っている場合にのみ、X はインサイダーに該当する。すなわち、取引当事者間に信認関係が存在する場合にのみ内部情報を開示せずに取引することが詐欺になるからである。規則 10 b-5 は雇用者等に帰属する内部情報を不正流用することを規制する規定であるとする不正流用説によれば、A 社の社内規則等で内部情報の利用が禁止されているにもかかわらずそれに違反して取引をした場合には、X はインサイダーに該当する。

(二) 三つの基準には、それぞれつぎのような問題点がある。すなわち、①適用範囲が広いのは内部情報所有説である。これによれば内部情報を立ち聞きした場合のように右情報を偶然に耳にしそれにもとづき取引をした者もインサイダーに該当しそうであるが、それは妥当であろうか。②信認義務説によれば、取引当事者間に信認関係が存在する場合にのみ内部情報を開示することなく取引をした者がインサイダーになる。このことから適用範囲が限定されるが、それは妥当であろうか。③会社に帰属する内部情報を不正流用することに責任の根拠があるとする不正流用説は、「証券の買付けまたは売付けに関して」違法行為がなされることを禁止する規則 10 b-5 の文言を無視するものではないか。すなわち、A 社は証券取引の当事者ではないから、X が A 社に帰属する内部情報を不正流用することが「証券の買付けまたは売付けに関して」詐欺的行為をしたといいうるであろうか。

- (47) Loss, *supra* note (38), at 738-39.
- (48) Fleischer, "Federal Corporation Law " An Assessment, 78 HARV. L. REV. 1146, 1167-72 (1965) (矢沢惇訳〔一九六六〕アメリカ法三三頁以下) 参照。
- (49) 同の状況は、"judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn" (Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, 737 (1975))と表現されている。
- (50) Fleischer, *Securities Trading and Corporate Information Practices: The Implication of the Texas Gulf Sulphur Proceedings*, 51 VA. L. REV. 1271, 1280 (1965). なお、一九六一年にだされ、今でも影響力をもつキャディ・ロバーツ審決は、①個人ではなく、会社の利益のためにのみ利用されるべき内部情報に、直接、間接に近づくことができる立場にある、②取引の相手方が当該情報を利用できないことを知っている固有の不正さ (inherent unfairness) が存在する、という要件を充たす者はインサイダーに該当するとした (40 SEC. 907, 912 (1961))。
- (51) このような意味から、"temporary insider"ともいわれる。したがって、この者は基本的には会社の外部者 (outsider) である。
- (52) Dicks v. SEC, 463 U. S. 646, 655 n. 14 (1983) はつぎのようについて、「一定の状況において、アンダーライター、会計士、弁護士、コンサルタントといった当該会社のために業務をおこなう者が会社に関する内部情報を合法的に知りえた場合に、これらの外部者は株主にたいし信認義務を負うことになる。この義務は右の者達が、単に未開示の情報を知ったということではなく、業務を遂行するために当該会社と特別の関係を有することで会社の内部情報を知りうる立場にたちえたことから生じたものである。」
- (53) Loss 教授が、名づけ親である (LOSS, SECURITIES REGULATION 1450-51 (2d ed. 1961))。
- (54) このように、インサイダーに該当する者は会社内部者に限られない。ところで、"insider trading"を邦訳すれば「内部者取引」となるが、「内部者」という言葉は会社の内部にいる者と理解するのが一般であろう。そうだとすれば、「内部者」は会社内部者を意味することになる。このことから、「内部者取引」が会社内部者がする取引のみを意味する語感をあたえる

とすれば、右取引は会社内部者がする場合に限られないから、些細なことではあるが、「インサイダー取引」とするほうがよいのではなからうか。以上の理由から、本稿では、「insider trading」を「インサイダー取引」とした。

(55) parity-of-information theory ともいわれる。

(56) 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968).

(57) 445 U. S. 222 (1980).

(58) 463 U. S. 646 (1983).

(59) これについては、拙稿「アメリカにおける内部者取引規制」同志社法学一七六号九〇頁以下（昭和五七年）参照。不正流用説については、関俊彦「アメリカのインサイダー取引における不正流用理論」現代企業法の展開五二頁以下（平成二年）参照。

(60) 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981).

(61) たとえば、SEC v. Musella, 578 F. Supp. 425 (S. D. N. Y. 1984); SEC v. Materia, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984)等を参照。

(62) 484 U. S. 19 (1987).

(63) 実際に問題となるケースの多くは取引所取引による場合であろうが、三つの基準の差異を明らかにするために、取引当事者が確定している相対取引を例にあげた。

## V インサイダーにたいするサンクション

インサイダー取引は証券市場の公正性と健全性を損なう不公正な取引であるから、インサイダーには一定のサンクションが課せられる。以下では、規則10b-5違反の取引をしたインサイダーにたいするサンクションを、差止命令、課徴金、刑事罰、民事責任、にわけて考察する。<sup>(64)</sup>

## 一 差止命令

取引所法二一条(d)項は、インサイダーにたいし差止命令を発することを求める権限をSECに与えている。この規定にもとづきSECは、インサイダー取引がなされるおそれがある場合はもちろんのこと、右取引がおこなわれた後であつても差止命令を発するように裁判所に請求することができる。<sup>(65)</sup> SECは、差止命令以外にもこれに付随して、不正に得た利益を吐き出させ (disgorgement of profits) それを被害者である投資者に返還させる、<sup>(66)</sup>あるいは終局判決がなされるまでの間もしくは右判決にもとづいて係争物ないし吐き出された利益を保全するために、それを管理する者を指名する (appointment of a receiver) 等の措置——これを付随的救済<sup>(67)</sup> (ancillary relief) という——を裁判所に求めうることが判例によつて認められている。

## 二 課徴金

一九八四年の制裁法は、その二条で<sup>(68)</sup>インサイダー取引が取引所を通してなされた場合には、インサイダーは得た利益または免れた損失の三倍 (treble damages) を上限とする額をSECの請求により合衆国財務省 (Treasury of the United States) に支払わなければならない旨規定する。これは、インサイダー取引の抑止を目的とするものである。反トラスト法の一つであるクレイトン法四条や、すでにみたRICO法一九六四条(c)項 (前記Ⅲ・五) も三倍賠償につき規定している。これらの規定にもとづき賠償を請求できる者は法が禁止している行為により損害を受けた者すべて (any person) であるが、制裁法二条はSECにのみ原格適格をあたえており、支払われた賠償金も国庫に帰属するといった点で異なる。

### 三 刑事罰

取引所法三二条(a)項は、同法の規定や規則、レギュレーションに故意に違反した者に刑事罰が科せられる旨規定する。すなわち、インサイダーが自然人である場合には一〇〇万ドル以下の罰金または一〇年以下の懲役、禁錮、もしくはその併科、インサイダーが自然人以外の場合には二五〇万ドルの罰金が科せられる<sup>(70)</sup>。

### 四 民事責任

規則10 b-5は、インサイダーにたいする民事責任の追及の可否について明定していない。しかし、同規則制定後まもなくして、ペンシルバニア東部地区地方裁判所が一九四六年のKardon判決<sup>(71)</sup>で黙示の私的訴権(implied private right of action)を認めて以来、下級審裁判所はこれを是認し、最高裁判所も一九七一年のSuperintendent判決<sup>(72)</sup>でこれを確認した<sup>(73)</sup>。このことから、規則10 b-5にもとづきインサイダーに民事救済を求めうることは判例法上確立したが、それに伴い私的訴権の成立要件が問題となる<sup>(74)</sup>。

成立要件の一つに、未開示の情報が重要であること(materiality)——以下では、「重要性」という——があげられる。「重要性」の解釈基準としては、つぎの二つのものが一般的である。すなわち、Texas Gulf Sulphur判決で第二巡回区控訴裁判所が判示した「ある時点でそれが重要であるか否かは、事件(event)の発生を予測できる可能性と会社の営業活動全体を考慮して事件が発生すると予測できる可能性の両者を比較対照して決定される<sup>(75)</sup>」とする基準、規則14 a-9に違反する委任状の勧誘に関する一九七六年のTSC Industries判決<sup>(76)</sup>で最高裁判所が判示した「議決権の行使に際して未開示の事実が一般投資者にとって重要なものであるとの相当の可能性(substantial likelihood)があ

れば、その事実重要である」とする基準である。なお、成立要件の一つに因果関係を定立するための概念である信頼 (reliance) があるが、未開示の情報が「重要性」に該当する場合には信頼があったと解される。<sup>(76)</sup>

インサイダー取引が取引所を通してなされた場合における、原格適格や賠償額の算定方法も問題となる。<sup>(77)</sup> 前者の問題については、規則 10 b - 5 を制限的に解釈した判決の一つであるとされる一九七五年の *Blue Chip* 判決<sup>(78)</sup>で、最高裁判所は同規則にもとづく民事救済を受けられる者は実際に証券を売買した者に限られる (purchaser-seller requirement) と判示した。このことから、内部情報を不正に流用することが規則 10 b - 5 の適用が認められるための要件であるとする不正流用説 (前記 IV・(三)) にたてば、不正流用された内部情報の所有者が取引当事者でない場合にはインサイダーに民事責任を追及することはできない。また、取引当事者間に信認関係が存在しないことを理由に、私的訴権の主張を認めない判決も<sup>(79)</sup> だされた。後者の問題については、一九八〇年の *Elkind* 判決<sup>(80)</sup>で第二巡回区控訴裁判所はつぎのように判示した。「①一般通常の投資者 (reasonable investors) が知っていたならば株式の買付けを遅らすか、あるいは絶対に買付けをしなかったであろうような内部情報を知らされていない投資者は、買付け後に内部情報を知り、あるいは内部情報が開示されてから後の相当期間 (reasonable time) 内に下がった株式の市場価格 (any post-purchase decline in market value of his shares) について賠償を請求することができる。②しかし、その額は内部情報が開示される以前に情報受領者が株式を売付けたことにより得た利益の範囲内に限定される。<sup>(81)</sup> この算定方法は、得た利益の範囲内でインサイダーに責任を負わせることによってインサイダー取引を抑止する一方、その額の範囲を限定することにより思わぬ利益 (windfall) を得る者がないようにすることを考慮したものであるとい



える。<sup>(82)</sup>

証券詐欺規制法は、その五条でインサイダーにたいし私的訴権を主張できる旨明定する。<sup>(83)</sup>すなわち、同条は取引所法の規定や規則、レギュレーションに違反した者にたいし、違反者と同時期に（contemporaneously）証券取引をした者は、私的訴権を主張できる旨規定する。<sup>(84)</sup>このことから、判例により認められてきている規則10b-5にもとづく黙示の私的訴権（implied private right of action）との関係が問題になるが、証券詐欺規制法は、取引所法にもとづく明示または黙示の私的訴権（express or implied private right of action）を制限して同法五条を解釈してはならない旨規定する。<sup>(85)</sup>なお、インサイダーが民事責任を負う場合、被害者である投資者は、インサイダーとなんらかの関係を有している者にたいしてもインサイダーと同様の民事責任を追及しうる<sup>(86)</sup>ことが、判例法上、おおむね認められている。

(64) 規則10b-5にもとづくサンクション以外にも、郵便電信詐欺法違反による刑事罰やRICO法にもとづく三倍賠償（前記Ⅲ・四・五）等もインサイダーにたいするサンクションといえることもちろんである。

(65) インサイダー取引を未然に防止するという点に差止命令を発する意味があることから、右取引がすでになされた場合には差止命令を発する意味がないように思われる。しかしアメリカにおいては、そのような場合にも差止命令が発せられることに留意する必要がある（田中英夫『竹内昭夫・法の実現における私人の役割』二〇九頁以下（昭和六二年）参照）。

(66) これは、インサイダーの過去の証券関係法違反の行為を矯正することにその目的があり、被害を受けた投資者に代わってSECが損害額をインサイダーから取り立てることを目的とするものではない。このことはDuglow v. Anderson, 43 F. R. D. 472 (E. D. N. Y. 1968) 事件の amicus brief でSECがつぎのように述べたことから明らかである。「例外もあるが、差止命令に付随して、SECは被告が違法に得た利益を被害者である投資者に返還するよう裁判所に求めてきた。このような場合に、SECは投資者が受けた損害をてん補することを目的とするものではない。SECは違法行為をしても利益にはなら

ないことを知らしめ、違法行為を防止することのみを目的としている(イタリックは原文)。」また、一九七五年の年次報告書(Annual Report to Congress for the year 1975)でも、SECはつぎのように述べている。「SECのはたすべき役割は詐欺をはじめとする違法な行為から投資者を保護することであり、投資者が受けた損害をインサイダーから取り立てることではない。したがって、SECが利益の吐き出しを裁判所に請求するのは、違法な行為により得た利益を被告から奪い取るにより他の者が同様の行為をすることを防止し、投資者を保護する必要があることにもとづく(傍線は筆者)。」

- (67) 付随的救済については、拙稿「米国連邦証券取引委員会と付随的救済」神戸外大論叢三六卷四号一頁以下(昭和六一年)参照。

- (68) 現行、取引所法二二条(d)項(2)号Aである。

- (69) 取引所法三〇A条は除かれている。

- (70) 証券詐欺規制法四条により、罰則の内容が加重されて現行のようになった。

- (71) 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946).

- (72) 404 U. S. 6 (1971).

- (73) *Id.* at 13 n. 9. Kardon 判決で黙示の私的訴権が認められて以来、それを主張するための要件も緩和されてきた。その結果、濫訴傾向を示しはじめたので、一九七〇年代の後半から最高裁判所は規則10b-5を制限的に解釈するに至った。もともと、最高裁判所は一九八三年の *Herman & Maclean* 判決で、証券法一条をはじめとする明文で民事救済を認めている規定がある場合にも右規則にもとづく請求が認められると判示した(拙稿「米国連邦証券関係法における投資者の保護」神戸外大論叢三五卷六号九三頁以下(昭和六〇年)参照)ように、必ずしも制限的解釈傾向が続いているわけではない。

- (74) これについては、山田廣己「米国SEC規則10b-5にもとづく私的訴訟について」(一)「民商法雑誌八〇巻一号一八頁以下、同巻二号一六七頁以下(昭和五四年)参照。

- (75) 426 U. S. 438 (1976).

- (76) 信託の立証につき最高裁判所は、*Affiliated Ute* 判決(406 U. S. 128 (1972))でつぎのように判示してその内容を緩和し

た。「主として不開示が問題となっている本件のような場合には、信頼を積極的に立証すること (positive proof of reliance) は損害を回復するために欠くことのできない要件ではない。必要なことは、不開示の事実を一般通常人 (reasonable man) が投資の決定をするに際して重要であると考えたかもしれないという意味で重要であるということである。……」このような開示義務があり重要な情報を開示しなかったという場合に、事実上の因果関係 (causation-in-fact) がある。」

(77) もっとも、損害賠償金請求訴訟において終局判決までいくものは実際には非常に少なく、それまでに訴訟当事者間で解決されるようである (Note, *Damages for Insider Trading in the Open Market: A new Limitation On Recovery Under Rule 10b-5*, 34 VAND. L. REV. 797, 798 (1981))。

(78) 421 U. S. 723 (1975)。Blue Chip 判決以外にも、規則 10 b-5 を制限的に解釈した判決としてつぎのものがある。原告は被告の過失ではなくサイエンター (scienter) を立証する必要があるとした *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185 (1976); SEC の差止命令請求訴訟の場合も同様に被告の故意が必要であるとした *Aaron v. SEC*, 446 U. S. 680 (1980); 相場操縦、詐欺、不開示の要素が含まれない信託義務違反には規則 10 b-5 の適用がないとした *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U. S. 462 (1977)。

(79) このことを明確に判示する判決として、*Moss v. Morgan Stanley*, 719 F. 2d 5 (2d Cir. 1983) 参照。もっとも、後掲注(84) 参照。

(80) 635 F. 2d 156 (2d Cir. 1980)。

(81) *Id.* at 172. 本件の事案は、開示されれば株価は下がるような内容の内部情報を情報受領者が知って、これが開示される前に株式を売付けて損失を回避したケースであったから、このような判示がなされた。しかし、このことは会社内部者等のインサイダーにも当然に妥当する。この方式によれば、インサイダーが一株につき五〇ドルで五〇〇株を売付けたが、その後株価が内部情報開示後相当の期間内に四〇ドルまで下がった場合、その間に内部情報を知らないで株式を買付けた者（たとえば、一株につき四五ドルで買付けた者）は、買付けた価格と内部情報の開示後相当期間内の市場価格との差額を請求できる。しかし、その額の上限はインサイダーの得た利益である五〇〇〇〇ドル (50040) × 5,000) である。買付けた者の

数や買付け数によつては、請求額が五〇〇〇〇ドルを超える場合もでてくる。その場合には、按分比例 (pro rata) によつて算定される。

(82) 原告は、つぎのことを立証すればよい。すなわち、①自己の買付け (売付け) た価格およびその数量、②一般通常の投資者が内部情報を知っていた場合に、投資者は証券の買付け (売付け) をしなかったであろうこと、③自己が内部情報を知つた時あるいは当該情報が開示された後の相当期間内に、自己が買付け (売付け) た証券の価額、(Ibid.)。

(83) 現行、取引所法二〇A条である。

(84) この規定は、インサイダーと取引の相手方との間に信認義務が存在したか否かにかかわらず適用される。この規定は、不正流用説にもとづくものであると一般に解されている (H. R. Rep. No. 910, 100th Cong. 2d Sess. 26 (1988))。

(85) 取引所法二〇A条(a)項参照。

(86) インサイダーは第一次違反者 (primary violator) であり、インサイダーとなんらかの関係を有する者を第二次違反者 (secondary violator) という。そして、インサイダーと第二次違反者が負う責任は連带的責任 (joint and several liability) である。第二次違反者が負う責任の類型には、つぎのものがある。幫助責任 (aiding and abetting liability) 共謀責任 (conspiracy liability)、支配をおこなう者の責任 (controlling person liability) エイジェンシー責任 (agency liability)。もっとも、問題となるケースの多くは幫助責任についてである。第二次責任については、拙稿「米国連邦証券関係法における第二次責任について」(一)(二) 神戸外大論叢四一卷三九頁以下 (平成二年)、四二卷六号一頁以下 (平成三年) 参照。幫助責任についての最近の判例の動向の詳細については、中原俊明「証券詐欺の幫助責任をめぐる最近の米国判例」インベストメント四五卷二号二頁以下 (平成四年) 参照。

## VI おわりに

以上、アメリカにおけるインサイダー取引規制の現状と問題点について検討した。わが国においても学説は早くか

ら、インサイダー取引は不公正な証券取引であり、それは証券取引法一五七条<sup>(87)</sup>に違反し、それにより刑事罰が科せられうるのはもちろんのこと、民事責任も追及しうるとしていた<sup>(88)</sup>。しかし実際には、同条にもとづいて刑事罰が科せられたケースはほとんどない。まして民事救済については、これを認める明文規定を欠く同条を根拠に、インサイダーにたいし民事責任を追及しうることを認めたケースは皆無であった。そこで周知のように、昭和六三年の証券取引法の改正により、一六六条<sup>(90)</sup>、一六七条<sup>(91)</sup>を新設してインサイダー取引に該当する行為を明らかにし、そのような取引をした者には刑事罰が科せられうることになった<sup>(92)</sup>。これにより、平成二年九月に当時の日新汽船株の売買をめぐり元金融会社役員が二〇万円の罰金に処せられた。最近では平成四年九月二五日に、当時のマクロス株の売買をめぐり同社の元専務に罰金五〇万円の判決が言い渡された。

民事救済については、これを認めることに消極的な見解もある<sup>(93)</sup>。これにたいし、証券取引法一五七条、同法一六六条あるいは一六七条からインサイダー取引の違法性は明らかであるから、民法七〇九条にもとづき損害賠償を請求しうるとの見解もある<sup>(94)</sup>。右の諸規定を取締法規と解し、取締法規に違反すれば過失および違法性があるとする説<sup>(95)</sup>によっても損害賠償請求が認められるためには、インサイダー取引と生じた損害との間に因果関係の存在が必要であり、原告はこれを立証しなければならぬであろう。インサイダー取引が証券取引所を通してなされた場合に、右因果関係を立証することは相当に困難であろう。東京地判平成三年一〇月二九日判決も、証券取引所を通してなされたインサイダー取引と原告の受けた損害との間に因果関係があるとはいえないとして、民法七〇九条にもとづく原告の請求を棄却した。

取引当事者を確定することが非常に困難であり、またその必要性もない取引所取引において、インサイダーの買い注文（売り注文）と内部情報を知らない投資者の売り注文（買い注文）とが現実に結びつけられて売買が成立したことを立証することは不可能に近い<sup>(97)</sup>ため、現行法のもとでインサイダーの不法行為責任を追及することは、事実上きわめてむづかしいといえる。しかし、インサイダー取引により内部情報を知らないで取引をした投資者が当該取引によつて実際に損害を蒙ることは明らかであるから、インサイダーにたいする損害賠償の請求が認められるべきではなかろうか。インサイダー取引の規制を実効あるものにするためにも、インサイダーにたいする民事責任を現実に追及しうる必要があると思われる。<sup>(98)</sup>このことは、アメリカにおいて規則10b-5にもとづく私的訴権が早くから認められてきたことから明らかであろう。

(87) 平成四年改正で、五八条から条数が繰り上った。

(88) 証券取引法一九七条八号。

(89) たとえば、神崎克郎・証券取引規制の研究一三二頁以下（昭和四三年）参照。

(90) 平成四年の改正で、一九〇条の二から条数が繰り下った。

(91) 平成四年の改正で、一九〇条の三から条数が繰り下った。

(92) 証券取引法二〇〇条六号。

(93) 荒谷裕子「証券取引法の現状と課題」法律時報六四卷七号四六頁（平成四年）参照。

(94) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の在り方」ジュリスト九六四号四八頁（平成二年）。なお、荒谷・前掲注(93)も、被害者たる投資家からの民事責任の追及を全く否定するものではないとされる。

(95) 加藤一郎・不法行為（増補版）七二頁、一三二頁（昭和四九年）。

(96) 金融法務事情一三二二号二三頁(平成四年)。本判決については、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」金融商事判例九〇二号四九頁以下(平成四年)、牛丸與志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為(いわゆる「インサイダー取引」)に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマックス一九九三(下)三頁以下(平成五年)、の評論がある。

(97) 東京地判平成三年判決(前掲注(96))も、このように判示する。

(98) たとえば、因果関係に関する推定規定が設けられれば、不法行為責任の追及は容易になるであろう。東京地判平成三年判決(前掲注(96))もこれを示唆する。また、既存の私法上の救済では限界があるとして、インサイダー取引に関する特別の規定を設けるべきであるとする主張として、龍田「内部者取引の効果に関する立法論的考察」企業法の研究六九八頁以下(昭和五二年)、同「内部者取引に関する法律私案と提案趣旨」商事法務七四六号二頁以下(昭和五一年)参照。

(99) 昭和六三年にだされた、証券取引審議会報告書(内部者取引の規制の在り方について)もつぎのようについて。「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。」