

証券詐欺成立の根拠

小杉 亮一朗

一 はじめに

一般に、インサイダー取引とは、証券の価値に影響を及ぼす重要な未公開情報に基づく証券取引をいう⁽¹⁾。米国では、1934年証券取引所法10条(b)項とSEC規則10b-5(以下、「10条(b)項」「規則10b-5」と記すことがある)が、インサイダー取引の法的責任を問う主要な規定として用いられている⁽²⁾。10条(b)項および規則10b-5は包括的詐欺禁止条項⁽³⁾とも称され、その文言から違法なインサイダー取引の成立要件を明確に理解することは必ずしも容易ではない⁽⁴⁾。法的責任の輪郭を推測するためには、多様な争点に対する裁

- (1) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法[第2版]』156頁(弘文堂, 2004)、栗山修「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」同志社法学45巻1・2号203頁(1993)、鳥袋鉄男「アメリカにおける内部者取引規制の法理論(上)－規制の限界(内部者の範囲)をめぐる最近の動向－」流大法学34号72頁(1984)、日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2016年度版』336頁(日本証券経済研究所, 2016)、山本雅道『アメリカ証券取引法入門 基礎から学べるアメリカのビジネス法』124頁(レクシスネクシス・ジャパン, 2015)、吉川達夫ほか『ケースブック アメリカ法概説』131頁(レクシスネクシス・ジャパン, 2007)、ロバート・W・ハミルトン(山本光太郎訳)『アメリカ会社法』460頁・476頁(木鐸社, 2006)を参照。
- (2) 浅野裕司「インサイダー取引をめぐる法規制の問題点」比較法25号25頁(1988)、上田真二「インサイダー取引規制のあり方について」私法69号240頁(2007)、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433頁(2002)、神崎克郎「内部者取引の規制に関する各国法の動向」ジュリスト819号80-82頁(1984)、栗山修「インサイダー取引規制と民事責任」銀行法務21 521号49頁(1996)、栗山修「米国インサイダー取引規制における「インサイダー」の解釈基準」国際商事法務24巻7号738頁(1996)、黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』92頁(神戸大学研究双書刊行会, 2002)、近藤光男「インサイダー取引規制の範囲と理論－O'Hagan事件判決を中心に－」商事法務1473号2頁(1997)、鳥袋鉄男「1988-2」アメリカ法296頁、鳥袋鉄男『インサイダー取引規制－アメリカにおける法理の発展－』22頁(法律文化社, 1994)、龍田節「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145頁(1988)、吉川・前掲注(1)130-131頁、Curtis J. Milhaupt編＝江平亨ほか著『米国会社法 U.S. Corporate Law』266-267頁(有斐閣, 2009)、D.L.ラトナー＝T.L.ハーゼン(神崎克郎＝川口恭弘監訳、野村證券株式会社法務部訳)『[最新]米国証券規制法概説』120頁(商事法務, 2003)、ハミルトン・前掲注(1)297頁・331頁・334-335頁。インサイダー取引に関するその他の規定については、たとえば、瀬谷ゆり子「インサイダー取引規制と課徴金制度－アメリカにおける民事制裁金との比較－」石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念『比較企業法の現在－その理論と課題』396-397頁(成文堂, 2011)を参照。
- (3) ほかに、「包括的(な)条項」(ラトナー＝ハーゼン・前掲注(2)111頁、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』840頁(商事法務研究会, 1989)、「一般詐欺禁止規定」(植田淳『英米法における信認関係の法理－イギリス判例法を中心として－』神戸市外国語大学研究叢書25冊59-60頁(興文社, 1995)等)の表現がみられる。吉川・前掲注(1)127頁は、「詐欺的な取引を取り締まる証券取引所法規則10b-5(以下、「規則10b-5」という)は、その当初の趣旨から拡大して解釈され、証券取引所法に個別に規定されていない事項についても幅広く規制の根拠とされている。」と説明する。
- (4) 近藤・前掲注(2)2頁、鳥袋・前掲注(1)76頁、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』58頁(弘文堂, 2011)を参照。

判所の判断を把握することが重要である⁽⁵⁾。10条(b)項と規則10b-5をめぐる問題は多岐にわたるが、本稿ではSEC v. Cuban事件を題材に、秘密保持の合意の存在が証券詐欺を成立させ得るかという点を考察する。SECによると本件は概ね以下のような事件であった。検索エンジンサービスを営む企業のCEOが、同社のパイプ(PIPE)⁽⁶⁾実施に係る内部情報をCubanに伝達した。SECは、当該情報の公表前に同社株を売却したとしてCubanを提訴した。地方裁判所は、取引を控える合意の存在が主張されておらず、単なる秘密保持の合意はいわゆる開示または断念の義務⁽⁷⁾を発生させるには不十分であるとした。これを受けて、SECは、秘密保持の合意は開示または断念の義務を生ずるとして上訴した。控訴裁判所は、トラストとカンフィデンスの関係に関する法律学が不十分であり、そのような関係から生じる義務の存否が事実問題に根ざすこと等を理由に、本件を差し戻した。

二 SEC v. Cuban⁽⁸⁾

本件は、インサイダー取引の不正流用理論に基づく責任の範囲に一石を投じる。当法廷は訴状記載の主張に対して地方裁判所と異なる見解に至り、本件は連邦民事訴訟規則9条(b)項と12条に基づいて却下されるべきではなく、デイスカバリーに進まなければならないことを受け入れる。

Mark Cubanは有名な企業家であり、Dallas MavericksとLandmark theaters等の現オーナーである。本件CEOとMamma.com社に対する義務に違反して、同社株を売買すること一要素に不正流用理論の責任に基づくインサイダー取引により、Cubanが1933年証券法17条(a)項¹、1934年証券取引所法10条(b)項²および規則10b-5³に違反したとして、SECは同氏を相手どって本件訴訟を提起した。主要な主張は、Cubanが大口の少数派ステークホルダーであるカナダの検索エンジン企業であるMamma.com社のCEOから秘密情報を得て、当該秘密情報を他者に漏らさないことに合意し、当該情報に基づいて取引してはならないことを認識していたということである。パイプに関する内部情報を武器に、Cubanは本件募集が公表された際のMamma.com社の株価の必然的な下落による損失を回避するため、保有する同社株を売却したとSECは主張する。

1 15 U.S.C. § 77q (a).

2 15 U.S.C. § 78j (b).

神崎・前掲注(2)81頁、神崎克郎『証券取引の法理』521-522頁(商事法務研究会, 1987)は、判例と審決の積み重ねにより、具体的かつ詳細なルールが形成されていると説明する。

(5) 神崎・前掲注(2)81頁、神崎・前掲注(4)521-522頁を参照。また、吉川・前掲注(1)131頁を参照。

(6) ハリー・チェンドロフスキーほか(若杉敬明監訳)『プライベート・エクイティ』3頁(中央経済社, 2011)は、PIPEを「上場株への私募投資」と簡潔に説明する。ほかに、杉浦慶一「日本におけるPIPEs (private investment equities)の特徴(1)一市場の動向と案件の類型化」月刊資本市場244号21頁(2005)を参照。

(7) ジョイント・マーケット・プラクティス・フォーラム(ISDA訳)、「クレジット市場参加者による重要な非公開情報の取扱に関する原則と勧告に関する報告書」6頁、http://www.isda.org/c_and_a/pdf/JMPF_Statement-translation.pdf。(2016. 11. 14)。山本・前掲注(1)125頁。

(8) SEC v. Cuban, 620 F. 3d 551 (2010)。本件の解説として、栗山修「米国連邦インサイダー取引規制とSEC規則10b5-2」国際商事法務39巻4号613頁(2011)を参照した。

3 17 C.F.R. § 240.10b-5.

Cuban は、規則9条(b)項と規則12条(b)(6)項に基づき、本件訴訟を却下するよう申し立てた。地方裁判所は、訴状において、せいぜい本件情報を秘密にするという合意は主張されていたが、取引をしないという合意は含まれていなかったとした。単純な秘密保持の合意は、証券諸法に基づく開示するか取引を断念する義務を生ずるのに不十分であるとして、裁判所は訴えを却下すべきだという Cuban の申し立てを認めた。訴状の中で主張された秘密保持の合意が本件情報に基づいて取引をしない合意をも含み、そのような合意がそのような義務を生ずるか否かに関わらず、秘密保持の合意は開示するかあるいは断念する義務を生ずると主張して、SECは上訴する。

当法廷は、請求の不記載を理由とした規則12条(b)(6)項に基づく地方裁判所の却下について、あらためて審査する⁴。当法廷は、『原告に最も有利な観点からそれらを検討し、すべての十分に陳述された事実を真実として』受け入れる⁵。『訴状は「文面上明らかに妥当な救済請求を述べる」真実と認められる十分な事実的事項を含むものでなければならない』⁶。『「事実の主張は、(たとえ実際には疑わしくとも)訴状中のすべての主張が真実であるという想定のもと、推測の域を超えた救済を得る権利をもたらすに足りる程度のものである必要がある』⁷。

4 *Flaherty & Crumrine Preferred Income Fund, Inc. v. TXU Corp.*, 565 F.3d 200, 206 (5th Cir. 2009). (地方裁判所が言及したように、規則9条(b)項に基づく Cuban の主張は同氏の12条(b)(6)項の主張と異なるという限りでは、訴状は十分に「詳細」な諸事実を申し立てており、規則9条(b)項に違反しない (*See id.*)。)

5 *In re Katrina Canal Breaches Litig.*, 495 F.3d 191, 205 (5th Cir. 2007).

6 *Gonzalez v. Kay*, 577 F.3d 600, 603 (5th Cir. 2009) (quoting *Ashcroft v. Iqbal*, 129 S.Ct. 1937, 1949, 173 L. Ed. 2d 868 (2009)).

7 *In re Katrina Canal Breaches Litig.*, 495 F.3d at 205, (quoting *Bell Atl. Corp. v. Twombly*, 550 U.S. 544, 555, 127 S. Ct. 1955, 167 L. Ed. 2d 929 (2007)).

SECは、Cubanの取引はインサイダー取引に相当し、証券取引所法10条(b)項に抵触したと主張する⁸。10条(b)項は、証券の買付または売付に関して、委員会が公益または投資家保護のために必要または適当と認めて定めた規則に違反して、人が…州際通商の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、…相場操縦的または欺瞞的戦略もしくは術策を…直接または間接に利用し、あるいは用いること…を違法とする⁹。

本条により、SECは(a)詐欺を行うための策略、計略または技巧を用いること、(b)重要事実について真実でない記載を行うこと、またはそれが作成された状況に鑑み文書が誤解を招くものとならないための重要事実の記載を怠ること、(c)いずれかの者に対して詐欺もしくは欺罔となる、あるいはなりうる行為、慣行または業務を行うことを違法なものとする規則10b-5を公布した。

最高裁判所は、『伝統的理論』と『不正流用理論』という二つの補足的理論に基づき、10条(b)項がインサイダー取引を禁ずるものと解釈してきた¹⁰。

8 当事者は、証券法17条(a)項に基づく主張は、10条(b)項の主張と同じ法的基準に基づいて審査されることに合意する。

9 15 U.S.C. § 78j.

10 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 652, 117 S. Ct. 2199, 138 L. Ed. 2d 724 (1997).

インサイダー取引の伝統的理論は、『コーポレート・インサイダー』が情報を開示することなく、当該法人における地位によって取得した重要な未公開情報に基づいて取引することを禁ずる。この理論によると、『会社の株主と当該会社における自身の地位ゆえに秘密情報を得たこれらのインサイダーとの間にはトラストとカンフィデンスの関係』が存在する¹¹。そのような秘密情報に基づいて取引することは、自身の個人的な利益のために当該情報を利用することによって、当該コーポレート・インサイダーが株主に対する義務に違反することになるので、10条(b)項の下での「欺瞞的策略」に該当する¹²。コーポレート・インサイダーは、『開示するかまたは断念する』義務を負っている¹³ - 彼は、株主に自身の有する情報と取引する意思を伝えるか、あるいは取引を完全に慎まねばならない。

11 *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 228, 100 S. Ct. 1108, 63 L. Ed. 2d 348 (1980).

12 *Id.* at 227.

13 *Id.*

内部者取引の伝統的理論には少なくとも二つの重要なバリエーションがある。一つ目は、伝統的内部者に該当しない者でさえ、『企業の事業を進める上で特別な信頼関係に』入ることにより、『[彼らが]企業の諸目的のためだけに情報へのアクセスを与えられる場合』、『一時的内部者』となる可能性があるということである¹⁴。

従って、引受人、会計士、弁護士、あるいはコンサルタントは、当該法人との職務上の関係で、彼らが秘密情報へのアクセスを与えられる場合、完全にコーポレート・インサイダーであると考えられる¹⁵。

もう一つのバリエーションは、コーポレート・インサイダーから情報を得る者は、常にはないが情報受領者として当該情報に基づいて取引することを禁じられる可能性があるということである。『開示するかもしくは断念する情報受領者の義務は、インサイダーの同様の義務から派生した義務であり』、情報受領者の義務は『インサイダーの信認義務違反の後の関与者としての情報受領者の役割から』生ずる¹⁶。重要なことは、『インサイダーが情報受領者に情報を漏らすことによって株主に対する自身の信認義務に違反し、当該情報受領者が違反が存在していたことを知っているかあるいは知っているはずである時に限り、情報受領者は、重要な未公開情報に基づいて取引してはならない会社の株主に対する信認義務を負う』¹⁷。インサイダーは『漏洩によって、自身が直接的または間接的な個人的利益

を』得る場合に、自身の信認義務に違反する¹⁸。

14 *Dirks v SEC*, 463 U.S. 646, 655 n.14, 103 S. Ct. 3255, 77 L. Ed. 2d 911 (1983).

15 *Id.*

16 *Id.* at 659 (internal quotation marks omitted).

17 *Id.* at 660.

18 *Id.* at 663.

伝統的理論にひねりをくわえる一時的内部者と情報受領者は、開示するかもしくは断念する義務が株主に対するコーポレート・インサイダーの義務から派生するという基本原則を維持する。不正流用理論は、この義務に基礎を置いていない。むしろ、不正流用理論は『人が情報源に対して負う義務に違反して、証券取引の目的で、秘密情報を不正流用する場合には』、人は10条(b)項に違反すると考える¹⁹。最高裁判所は、*United States v. O'Hagan* 事件でこの理論を初めて採用した²⁰。当該事件では、クライアントが買収の対象にしていた企業の証券を、弁護士が取引した。O'Haganは、対象会社の株主に対して何ら義務を負わなかったため、伝統的理論に基づくと、有責足り得なかった。それにもかかわらず、裁判所はO'Haganが10条(b)項に違反したとした。裁判所は、対象会社の証券を取引する際に、O'Haganは自身が法律事務所に負った『トラストとカンフィデンスの義務』に違反し、予定された企業買収に関する秘密情報を不正流用したとした²¹。そのような情報に基づく取引は『情報源に対する見せかけの忠実を伴うので、10条(b)項で定められている「欺瞞的策略」を用いる』²²。裁判所は、『重要な未公開情報に基づく活動を慎む市場取引におけるすべての参加者間の一般的義務は』存在し『ない』が、情報源に対する義務違反はインサイダー取引の責任を問うのに足りると述べた²³。

19 *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 652, 117 S. Ct. 2199, 138 L. Ed. 2d 724 (1997).

20 *Id.* at 650.

21 *Id.* at 653.

22 *Id.* at 660.

23 *Id.* at 662. 義務は株主ではなく情報源に向かうので、『受認者が、未公開情報に基づいて取引するつもりであることを情報源に明らかにするならば、「欺瞞的策略」は存在しないので、10条(b)項違反は存在しない』(*O'Hagan*, 521 U.S. at 655.)

O'Hagan事件判決は、開示するかまたは断念する義務と不正流用の責任をもたらす『信任と信頼』の関係の輪郭を確定しなかったが、当法廷は、CubanがMamma.comとそのような関係にあったか否か決定する任務を負う。SECは、人が『情報を秘密にすることに合意する』時、不正流用責任上、『トラストとカンフィデンスの義務』を負うとする規則10b5-2(b)を拠り所にしようとする²⁴。本件を却下するにあたり、地方裁判所は、Cubanはいかなる秘密情報をも漏洩しないことに合意したが、取引をしないことには合意しておら

ず、そのような秘密保持の合意は不正流用理論の下で開示するか取引を断念する義務を生じさせるには不十分であり、規則10b5-2(b)(1)の公布に関して、SECは10条(b)項に基づく権限を超越したと主張するものと本件訴状を理解した。訴状の理解において、当裁判所は地方裁判所と異なり、後者の争点を検討する必要はない。

24 17 C.F.R. § 240.10b5-2(b)(1).

訴状は、2004年3月に、CubanがMamma.com社株60万株、6.3%の株を取得したとする。その春の後、Mamma.com社はMerriman Curhan Ford & Co.投資銀行の助言により、パイプによって資本を調達することにした。6月末に、Merrimanの勧めで、Mamma.com社はパイプに参加するようCubanを勧誘することにした。『CEOは、Cubanが情報を秘密にせざるを得なくなることを—当該情報がCubanに伝達される前に—Cubanに理解してもらうために、CEOがCubanに伝える秘密情報を有することをCubanに知らせることにより、Cubanと連絡をとって会話を始めるよう指示を受けた²⁵。』

25 Compl. at P 12.

6月28日にCubanと連絡をとった後、Mamma.com社のCEOは、自身がCubanのための秘密情報を有するとCubanに告げ、CubanはCEOが共有するいかなる情報も秘密にすることに合意した。次に、CEOはCubanに本件パイプについて語った。Cubanは非常に憤慨し、『そして、何よりも、パイプは既存株主を希薄化するので、パイプは気に入らないと言った』²⁶。『電話の最後で、Cubanは「さて、困ったな。私は売却することができない。」とCEOに言った』²⁷。

26 Compl. at P 14.

27 *Id.*

CEOは、Cubanとの対話に関して同社のエグゼクティブ・チェアマンに伝えた。エグゼクティブ・チェアマンは、同社の他の役員に、本件パイプに関する最新情報を教えるEメールを送信した。エグゼクティブ・チェアマンは、以下のように記載した。

本日、議論を重ねた後、[CEOは]本件増資およびMark Cubanが参加を希望するか否かに関し、Cubanと話しをした。案の定、彼は当初「自制心を失い」、われわれが本件増資を公表するまで、彼は何もできないことを知りながら、彼は自身の有する株式を売却したいと言ったが、その後、彼がこれまでに取引したことのあるとある参加投資グループから取得するよう、当社が彼のために調整した取引条件を見たいと言った。

その後、CEOは『もしあなたが本件私募に関してより詳しく知りたいのであれば、…[Merriman]…に連絡してください』と記したフォローアップのメールを、Cubanに送信

した²⁸。

28 Compl. at P 16 (alteration in original) .

Cuban は、Merrimian の担当者に電話し、8分間会話をした。『通話中に、担当者は本件パイプに関するさらに詳しい秘密情報を Cuban に提供した。Cuban の質問に答え、担当者は、本件パイプは市場割引価格で売られ、本件募集は本件パイプ投資家向けの他の刺激策を盛り込むものであると彼に告げた』²⁹。Cuban が自身と他のパイプ参加者向けの市場外価格を知ったということは、妥当な推論である。

29 Compl. at P 17.

当該情報を得て、Merrimian の担当者と話してすぐに、Cuban は自身のブローカーに電話し、自己の所有する同社の全保有株を売却するよう指示した。Cuban は、2004年6月28日の夜間に1万株を、残りを翌日の通常取引の間に売却した。

その日、エグゼクティブ・チェアマンは、彼らに前日の Cuban との話し合いに関する最新情報を報告するため、Cuban が自身の利益を維持する程度の参加に関心があるかどうかを確認するために、『われわれは Mark Cuban と確かに話をした ([CEO] 続いて当社の投資銀行)。彼の回答は：彼は出資するつもりはなく、同社が買収することを望まず、彼はわが社が公表するまで売却不可能な自身の保有株を売却するつもりであるというものであった。』³⁰と記載したもう一通のEメールを、役員会に送信した。

30 Compl. at P 20 (alteration in original) .

6月29日に市場が取引を終えた後、Mamma.com 社は本件パイプを公表した。翌日、Mamma.com 社の株価は8.5%下落し、翌週にわたって下落を続け、6月29日の終値から最終的に39%下落して終えた。Cuban は株を売却した際、株売却によって、75万ドル超の損失を回避した。Cuban は同社株を売却したと SEC に知らせ、『割引市場価格で株式を発行し、Cuban の所有者の地位を弱めたであろうパイプを Mamma.com 社が実施する予定であった』ため、Cuban は自身の所有する株式を売却したと公言した³¹。

31 Compl. at P 25.

秘密保持の合意のみを主張する訴状を解釈する際に、裁判所は、『売却することが[できない]』ので『困った』という Cuban の発言は、少なくともその時は、CEO が与えた情報に基づいて自身が所有する Mamma.com 社株を Cuban が売却することは違法となるという、自身の確信を示すものであるとした³²。しかし、この発言は『当該情報に基づいて売却することはないという合意であると、合理的に理解することはできない』と裁判所は述べた³³。裁判所は、『ただ単に秘密を守る合意とは別に、CEO が情報に基づいて取引することを控える合意を Cuban から得ようとしていたことを合理的に示す諸事実を、本件訴状は主張し

ていない。』とした³⁴。最後に、裁判所は『Cubanは売らないであろうというCEOの期待も』さらなるいかなる合意を主張するのにも『十分でない』と述べた³⁵。

32 *SEC v. Cuban*, 634 F. Supp. 2d 713, 728 (N.D. Tex. 2009).

33 *Id.*

34 *Id.*

35 *Id.*

SECに最も有利な観点から訴状を理解すると、当法廷は異なった結論に達する。分離すると、「さて、困ったな。私は売却することができない。」という発言は、そうしない合意を表明するものではないが、本件パイプに関する秘密を知ったことは、本件募集の前に彼が所有する株式の売却を禁じられたというCubanの見解を述べるものと、一応解釈され得る。

しかしながら、Cubanは、CEOに対して自身は売却することができないという見解を示した後、本件のパイプによる募集の秘密を利用した。役員会宛のエグゼクティブ・チェアマンのEメールに関する訴状の事実の記載によれば、本件の計画されたパイプに関するCEOとの短い会話の間に、Cubanは本件募集の諸条件を要求した。この要求を受けて、CEOはMerrimanの連絡先を教えるフォローアップのEメールを送信した。Cubanは担当者に電話すると、『本件パイプは市場割引価格で売られ、本件募集は本件パイプ投資家向けの他の刺激策を盛り込むものである』と伝えられた³⁶。Cubanが自身が売却することができないという自身の認識にかかる発言の後、追加情報を得るために接触して初めて、Cubanは自身のブローカーに連絡して同社株を売却した。

36 *Compl.* at P 17.

本件の主張を一体として解釈すると、CEOとCubanとの間の認識は、Cubanは取引をするつもりがなく、単に秘密保持の取り決めにとどまらなかったとする非常に真実味のある根拠を提供する。価格設定情報を把握するために担当者と連絡をとることにより、Cubanはパイプによる本件募集に参加するかそれとも見合わせるかという自身の決定について潜在的な損益を見積もることができた。たとえそれとなくではあっても、Mamma.com社はCubanが本件募集に参加するかどうか判断するために本件の募集条件をCubanに提供するだけで、Cubanが自身の個人的な利益のために本件情報を使用することはできないと各当事者が認識していたとすることは、少なくとも真実味がある³⁷。当法廷が、当事者はこの共通認識とどう違っていないかと結論するためには、未だ当法廷に提出されていない追加事実が必要となるであろう。Cubanの見解によると、—事実上、重要な未公開情報に基づいて取引する独占的な権利を彼に与えるので—Cubanは本件情報に基づいて取引することを許容されたが、他者に告げることは禁じられた。おそらくこれが認識であったか、ことによるとCubanが本件パイプの詳細を秘密裏に知るために、自身の売却の時期に関してCEOに誤解を与えたかもしれない。

その一方で、この事実に関する希薄な証拠に基づき、全ての当事者が本件パイプの前に取引がなされるべきでないことを認識していたということも、少なくとも真実味があるとだけ

当法廷は述べる³⁸。Cubanは取引してはならないという考えをCubanとCEOの双方が示したということは、この解釈の妥当性を強固にするように思われる³⁹。

37 当事者はCubanへの情報提供に関するMamma.com社の動機について争う。Cubanは、本件募集はすでに募集額を超えて申込みがなされており、このことは、電話の唯一の目的は、本件申込みの前に、Cubanが取引できないようにすることであったことを明らかにすると主張する。Cubanの主張するこの事実に関する争いやありうる推測が真実であったとしても、当法廷は、それらに関して何ら見解を示さない。却下の申立ての段階にあっては、当法廷は、すべての事実についてSECに最も有利な見方をせねばならず、Mamma.com社はCubanと接触するもつともな理由があったと推測する。

38 そのような決着は、曖昧な情報提供者と情報受領者の責任の深刻な懸念をもたらすであろう。もし、Cubanが当該情報に基づいて取引することができるように、CEOがCubanに重要な未公開情報を故意に教えて手はずを整えたのであれば、裁判所が、何らかの個人的な利益—たとえば、裕福な投資家と大口の少数派ステークホルダーからの信用のような—のために、そうしたに違いないと推論することは難しくなろう。『将来の利益につながる評判上の利益や見返り、あるいは取引仲間や親類に対する贈り物はみな、情報提供者が個人的に利益を得たことを証明するのに足り得る』。SEC v. Yun, 327 F.3d 1263, 1277 (11th Cir. 2003)。これは、もちろん、何らかのそのような不正が生じたことを示唆するものでなく、むしろ、本件合意が取引をしないというCubanによる合意を含んでいたという認識を証明するものであると主張された諸事実の解釈の妥当性を、ただ補強するものである。

39 Compl. at PP 14 & 20.

何が『トラストとカンフィデンス』の関係を構成するのかという問題に関する法律学の不十分さと、そのような義務が存在するの否かを決定するという本質的に事実にとらわれた性質を踏まえると、当法廷は、その有無に関する地方裁判所の判断に関して、まず当法廷が判断し、あるいは影響力を行使することを控え、あるいは規則10b5-2(b)(1)の効力など、それがもたらすかもしれない責任の輪郭をただちに描くことを差し控える⁴⁰。むしろ、当法廷は、本件を却下する判決を破棄し、ディスカバリー、サマリ・ジャッジメントの検討、そしてもし達したならばトライアルなど、後の手続のため、第一審裁判所に差し戻すものとする。

40 当法廷は、規則10b5-2(b)(1)の効力についても判断を下す必要はない。

※本件を紹介するにあたり、1934年証券取引所法の邦訳については日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集 アメリカ(Ⅲ)証券法、証券取引所法』149-150頁(日本証券経済研究所、2008)、D.L.ラトナー=T.L.ハーゼン(神崎克郎=川口恭弘監訳、野村證券株式会社法務部訳)『[最新]米国証券規制法概説』111頁(商事法務、2003)、ルイ・ロス(日本証券

経済研究所証券取引法研究会)『現代米国証券取引法』815頁(商事法務研究会, 1989)を、SEC規則10b-5の邦訳については日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場 2016年度版』336頁(日本証券経済研究所, 2016), D.L. ラトナー = T.L. ハーゼン(神崎克郎 = 川口恭弘監訳, 野村證券株式会社法務部訳)『最新』米国証券規制法概説』111頁・113頁(商事法務, 2003)を参照した。

そのほか、浅香吉幹『アメリカ民事手続法[第3版]』4-5・7・73-74・78-79・81-97・107・109-151・153・155頁(弘文堂, 2016), 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法[第2版]』115・156-157・160-167・172-173頁(弘文堂, 2004), 渡辺惺之ほか編訳『英和対訳アメリカ民事訴訟規則(2004-05 Edition)』32-33・40-41頁(レクシスネクシス・ジャパン, 2005)を参照した。

三 おわりに

インサイダー取引は、一般に有価証券の価格に影響をあたえうる情報の不正使用に対する責任追及を意識して提訴される。法的には証券詐欺禁止条項と称される10条(b)項が主要な規定として用いられている⁽⁹⁾。したがって、情報の非対称性が存在するものの、一見すると欺瞞の存在を認めることが難しい場合に、政策や倫理的観点から妥当な結論を導き得るのかということが問題となる。判例は同条に基づく責任の制限や拡大をこころみてきたが、裁判所の理論構成には批判もある⁽¹⁰⁾。

連邦最高裁判所は、10条(b)項と規則10b-5の適用が問題となった事例において、信認義務違反等に注目して欺瞞の有無を判断することが少なくなかった⁽¹¹⁾。取締役等の受認

(9) 前掲注(2)記載の諸文献を参照。取引所におけるインサイダー取引を、理論上、純粋に詐欺と構成することが難しいとする見解として、鳥袋・前掲注(2)法理の発展30頁がある。

(10) 本稿で触れる問題に限定すると、たとえば、重要な未公開情報をの不正流用をこころみる者が情報源にその旨を告げた場合の懸念について、Saikrishna Prakash, *Our Dysfunctional Insider Trading Regime*, 99 COLM. L. REV. 1491 (1999)を参照されたい。また、重要な未公開情報を漏洩した者の責任を認めるための要件に関する懸念として、David T. Cohen, *Old Rule, New Theory: Revising the Personal Benefit Requirement for Tippee/Tippee Liability under the Misappropriation Theory of Insider Trading*, 47 B.C.L. REV. 547 (2006)を参照されたい。

(11) 上田・前掲注(2)241頁, 上田真二「インサイダー取引における「開示または断念」の原則について—アメリカ法を参考として—」彦根論叢340・341号167頁(2001), 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」資本市場クォーターリー1巻1号2-10頁(1997), 葛愛軍「インサイダー取引規制に関する研究(2)—日本・アメリカ・中国の比較を通じて—」北大法学論集59巻5号130-145頁(2009), 川口ほか・前掲注(2)433頁・502-505頁, 栗山修「米国連邦インサイダー取引規制における「信認義務」の検討」神戸市外国語大学外国学研究80巻90頁(2012), 黒沼・前掲注(1)164-166頁, 黒沼・前掲注(2)92-97頁, 近藤・前掲注(2)2頁, 近藤光男「企業買収の情報とインサイダー取引」商事法務1319号37頁(1993), 鳥袋・前掲注(1)76-77頁, 鳥袋・前掲注(2)法理の発展23頁, 徐治文「内部者取引規制の意義と機能—「法と経済学」の法理論を手掛かりに—」法政研究67巻3号613-614頁(2001), ジョイント・マーケット・プラクティス・フォーラム・前掲注(7)5頁, 並木和夫「アメリカにおける内部者取引規制の法理—ChiarellaおよびDirks両事件まで—」法学研究62巻12号220-221頁(1989)。信任関係に対する評価について、たとえば、荒谷裕子「インサイダー取引(2)」別冊ジュリスト100号149頁(1988)を参照。

もっとも、Texas Gulf Sulphur事件, Cady Roberts事件, 公開買付けについて、鳥袋・前掲注(2)法理の発展26-34頁・43-46頁, ハミルトン・前掲注(1)337-342頁, 山本・前掲注(1)126-127頁・130頁, ラトナー

者は、信認関係上の義務を負担すると考えられている⁽¹²⁾。受認者は忠実義務を負い、自身の利益を図ることなく、受益者のためだけに行動せねばならないとされる⁽¹³⁾。内部者のみならず外部者も訴訟の対象になってくると、外部者が負担する義務の要否やその性質、外部者が誰に対して義務を負うのかという点も議論されるようになった⁽¹⁴⁾。論点は多岐にわたるが、本稿では裁判所がCuban事件で言及した秘密保持の合意と情報漏洩に係る議論を踏まえながら、若干の解説をおこなう。

第一に、秘密保持の合意違反は信頼義務違反となり、10条(b)項違反を成立させようか議論がある。信頼義務は、一定の状況に限って発生しうる点で信認関係と異なると考えられている⁽¹⁵⁾。SECは、不正流用理論の適用が問題となる事案で、トラストやカンフィデンスの義務が発生する状況を規則10b5-2で例示した⁽¹⁶⁾。この規則によると、秘密保持の合

=ハーゼン・前掲注(2)115頁・120-126頁を参照。

不正流用理論について、上村達男「インサイダー取引(3)」別冊ジュリスト100号150-152頁(1988)、鳥袋・前掲注(2)法理の発展40-43頁、萬澤・前掲注(4)4頁を参照。また、鳥袋・前掲注(2)法理の発展49-50頁、鳥袋鉄男「インサイダー(内部者)取引について」比較法研究50巻101頁(1988)、並木和夫「不正流用理論(Misappropriation Theory)の再検討-内部者取引規制の基礎理論の研究-」法学研究68巻4号1-18頁(1995)、並木俊守「アメリカのインサイダー取引」企業会計40巻11号104-105頁(1988)、島山久志「アメリカにおけるインサイダー取引規制の変遷について」熊本学園大学経済論集12巻1・2合併号53-69頁(2005)も参照。

ほかに、ドナルド・C・ランゲポートほか(瀬谷ゆり子訳)「米国の証券規制における詐欺行為および内部者取引-グローバル市場におけるその適用範囲と理念-」日本法学60巻2号241-243頁(1996)、Milhaupt・前掲注(2)266-276頁を参照。

ハミルトン・前掲注(1)460頁の「内部者取引(INSIDER TRADING)」の項目は、「取引をする者自身が、会社と雇用関係、他の信託関係又は信認関係にある内部者である場合が通常である。」と説明する。

- (12) 神崎・前掲注(2)81頁、樋口範雄『フィデューシャリー[信認]の時代』37頁(有斐閣, 2000)、ハミルトン・前掲注(1)295頁を参照。吉川・前掲注(1)67頁は、「各取締役は、会社経営の意思決定を行うという広範な権能を有することから、会社に対する信認義務(fiduciary duty)を負うとされている。信認義務は、コモン・ローを起源とし、州会社法の規定、また連邦法である連邦証券法、連邦証券規則10b-5に基づくインサイダー取引規制などによって確立されてきた概念である。」と解説する。また、イギリスにおける信認関係の類型について、植田・前掲注(3)2頁を参照。ほかに、齊藤壽彦『信頼・信認・信用の構造-金融核心論-(第3版)』48-49頁(泉文堂, 2013)も参照。
- (13) 樋口・前掲注(12)39頁・241頁。吉川・前掲注(1)67-69頁は、「信認義務の内容としては、…②会社に対する忠誠義務(duty of loyalty)…がある。…次に、②忠実義務とは、取締役は会社の利益のために行動しなければならないという義務であり、自己取引の禁止や利益相反取引の禁止をも含むものである。」と説明する。取締役の忠実義務につき、ハミルトン・前掲注(1)311-316頁を参照。
- (14) 吉川・前掲注(1)131頁は「インサイダー取引が禁止される者は、会社の役員や取締役、主要株主のみならず、会社に対して「信頼義務」を負う情報受領者などとされ、もしこれらの者が内部情報を得た場合には、その情報が開示されるまで取引を行ってはならないとされている。」と解説する。なお、外部者も責任追及の射程に入ることがあるため、インサイダー取引という呼び方は正確ではないとの指摘もなされている。ハミルトン・前掲注(1)460頁は、「内部者(INSIDER)」を「適用範囲が不明確な用語」と評価する。
- (15) 栗山・前掲注(8)612頁。田中英夫編『英米法辞典』180頁(東京大学出版会, 2004)、田中英夫編『BASIC英米法辞典』38-39頁(東京大学出版会, 2010)も参照。
- (16) 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」資本市場クォーターリー2000年秋8頁、黒沼・前掲注(1)173頁、島山・前掲注(11)71-72頁、萬澤・前掲注(4)58頁、山本・前掲注(1)129頁、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12-13頁・15頁(2000)を参照。なお、ラトナー=ハーゼン・前掲注(2)125頁は「…規則10b5-2は、情報受領者が信認義務を負っているかどうか判定するための3つの基準を例示列挙している。」と説明する。

意をした者は、同規則の (b) 項 (1) 号により、不正流用理論に基づく責任を問われる可能性がある⁽¹⁷⁾。Cuban 事件で、控訴裁判所は、同規則に深く踏み込んで判断を示すことはなかった。U. S. v Kim 事件でも、秘密保持の合意が証券詐欺を成立させるか否かが問われた⁽¹⁸⁾。Kim 事件は概ね以下のような事件であった。50歳未満の社長によって構成される YPO という組織の会員であった Kim は、コンピューター記憶装置を製造する上場会社の CEO が、合併交渉のためにコロラド州での静養に参加することができないことを、フォーラムの議長から伝えられた。YPO は、会員規約等を通して、フォーラムに関する事柄を秘密にするよう求めていた。本件情報に基づき、同社の株式を購入して利益を得た疑いで、Kim は証券詐欺等の責任を追及された。裁判所は、Kim と会員との間に、優位性・支配・管理等の信認関係特有の性質が存在しないため、トラストとカンフィデンスの類似する関係の存在を認めなかった。守秘義務違反を 10 条 (b) 項違反の根拠とし得るか否か、研究者の見解も様々である⁽¹⁹⁾。Kim 事件における裁判所の判断によると、秘密保持の合意が存在すれば、SEC 規則 10b5-2 を根拠として無条件に証券詐欺が成立するわけでもなさそうである。

信認義務違反や信頼義務違反は、10 条 (b) 項違反の成立に常に必要な要素であろうか。秘密保持の合意が存在した事例ではないが、ハッキングによって知った企業の重要な未公開情報に基づいてオプションを取引したハッカーの責任が問われた SEC v. Dorozhko 事件が興味深い。ハッカーが信認義務を負わないことを理由に 10 条 (b) 項違反を不成立とした地方裁判所に対し、控訴裁判所はハッカーがコンピューターを欺いた可能性を否定せず、

O'Hagan 事件連邦最高裁判決は、いわゆる不正流用理論を支持し、インサイダー情報の情報源への義務違反を認めたとされている。同事件で、連邦最高裁判所は、求められる義務の内容を明らかにしていないといわれている。SEC 規則 10b5-2 は、このような不正流用理論の適用範囲にかかる不明瞭性を緩和するために採用されたとされる。大崎・前掲注 (11) 8 頁、栗山・前掲注 (8) 612 頁を参照。また、品谷篤哉「セントラル・バンク判決－連邦最高裁による Rule10b-5 の解釈に関する覚書－」久保欣哉先生古稀記念論文集『市場経済と法』219 頁 (中央経済社、2000) も参照。

U.S. v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 (1997)。O'Hagan 事件判決を解説する邦語文献として、たとえば以下に掲げる論文等を参照。近藤・前掲注 (2) 2-9 頁 (1997)、近藤光男「U.S. v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 (1997) インサイダー取引規制の範囲」近藤光男 = 志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究』276-283 頁 (商事法務、2007)。

- (17) 大崎・前掲注 (11) 8 頁、黒沼・前掲注 (1) 172-173 頁、ジョイント・マーケット・プラクティス・フォーラム・前掲注 (7) 7 頁、ラトナー = ハーゼン・前掲注 (2) 125 頁。萬澤・前掲注 (4) 58 頁を参照。
- (18) 184 F. Supp. 2d 1006。栗山修「米国連邦インサイダー取引規制における「信認義務」の検討」神戸市外国語大学外国学研究 80 巻 95-96 頁 (2012)、栗山・前掲注 (8) 613 頁、拙稿「秘密保持の合意と証券詐欺」東洋法学 59 巻 3 号 319-338 頁 (2016) を参照。また、拙稿「秘密保持の合意と証券詐欺」東洋法学 59 巻 3 号 319 頁以下 (2016) を参照。
- (19) See Harry S. Gerla, *Confidentiality Agreements and the Misappropriation Theory of Insider Trading: Avoiding the Fiduciary Duty Fetish*, 39 DAYTON L. REV. 331 (2015). See also Tyler J. Bexley, *Reining in Maverick Traders: Rule 10b5-2 and Confidentiality Agreements*, 88 TEX. L. REV. 195 (2009). また、栗山・前掲注 (8) 613 頁を参照。萬澤・前掲注 (4) 253 頁は、雇用契約等の契約で守秘義務が明示的あるいは黙示的に課せられている場合には、信認義務が認められると解説する。同書によると、不正流用理論で責任が肯定された事案の多くで、情報源と情報を得た者との間にこのような契約関係があり、与えられた情報を流用しない義務が明示的あるいは黙示的に課せられていたにもかかわらず、当該義務に違反したとして責任が肯定されたようである。

本件を差し戻している⁽²⁰⁾。

第二に、情報提供者による情報漏洩の責任をめぐる議論がある。裁判所は、不正流用理論に基づいて提訴された事例で、情報提供者・情報受領者の責任を追及すべきことを示唆することがある⁽²¹⁾。このような場合、情報提供者の心理状態を立証できないが故に、不正流用理論を用いて責任を追及しているのではないかと裁判所は推測している。これは、情報提供者が情報漏洩に際して個人的に利得するつもりがなければ、情報提供者の責任を認めることができず、情報提供者から派生して責任を負担する情報受領者の責任も認められないとする先例を踏まえた指摘であると思われる⁽²²⁾。興味深い情報漏洩の事件として SEC v. Maxwell 事件がある⁽²³⁾。裁判所によると、本件は概ね次のような事例であった。K

(20) SEC v. Dorozhko, 574 F. 3d 42 (2d Cir. 2009)。Dorozhko 事件で、裁判所は、投資者に対する直接の虚偽表示は見出しにくいものの、ハッキングをこころみた際に ID 等の不実表示があった場合には、ハッカーがコンピューターを欺いた余地があることに言及した。しかしながら、ハッキングがロックされた書棚から鍵を盗むことと同様の行為であれば、欺瞞は存在しないという主張もなされるかもしれない。See Brian A. Karol, *Deception Absent Duty: Computer Hackers & Section 10(b) Liability*, 19 U. MIAMI BUS. L. REV. 185 (2011)。

次の諸文献も参照されたい。James A. Jones II, *Outsider Hacking and Insider Trading: The expanding of Liability Absent a Fiduciary Duty*, 6 WASH. J. L. TECH. & ARTS 111 (2010)。Adam R. Nelson, *Extending Outsider Trading Liability to Thieves*, 80 FORDHAM L. REV. 2157 (2012)。Robert T. Denny, *Beyond Mere Theft: Why Computer Hackers Trading on Wrongfully Acquired Information Should Be Held Accountable Under the Securities Exchange Act*, 2010 UTAH L. REV. 963 (2010)。John C. Coffee Jr., *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps and Strategies*, 2013 COLUM BUS. L. REV. 281 (2013)。Mark F. DiGiovanni, *Weeding Out a New Theory of Insider Trading Liability and Cultivating an Heirloom Variety*, *A Proposed Response to SEC v. Dorozhko*, 19 GEO. MASON. L. REV. 593 (2012)。Elizabeth A. Odian, *SEC v. Dorozhko's Affirmative Misrepresentation Theory of Insider Trading: An Improper Means to a Proper End*, 94 MARQ. L. REV. 1313 (2011)。Hagar Cohen, *Cracking Hacking: Expanding Insider Trading Liability in the Digital Age*, 17 SW.J. INTL. L. 259 (2011)。

Dorozhko 事件について、拙稿「未公開情報に基づく取引と規制」千葉商大論叢 52 巻 2 号 52 - 57 頁 (2015)、藤林大地「盗取した未公開情報に基づく証券取引と証券取引法一〇条 (b) 項の「欺瞞的策略の意義」商事法務 1910 号 55 - 59 頁 (2010) を参照。

(21) U.S. v. Kim, 184 F. Supp. 2d 1006。Kim 事件で、裁判所は、情報共有に責任を課すことによって、法は無用な未公開情報の共有を抑制すべきであると述べた。政府側が不正流用理論に依拠し、情報漏洩事件として責任を追及しなかった理由は、情報提供者側の心理状態の証明が困難であったからではないかと、裁判所は推測する。情報漏洩の責任を追及する場合、情報提供者も責任追及の対象となりうる。

(22) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983)。川口ほか・前掲注 (2) 503 - 504 頁、日本証券経済研究所・前掲注 (1) 337 頁、野田博「証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引 (1)」一橋論叢 117 巻 1 号 116 - 123 頁 (1997)、野田博「証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引 (2・完)」一橋論叢 118 巻 1 号 39 - 40 頁 (1997)、ハミルトン・前掲注 (1) 340 - 341 頁、ラトナー=ハーゼン・前掲注 (2) 124 - 125 頁、ロス・前掲注 (3) 894 - 895 頁・907 - 908 頁を参照。

(23) SEC v. Maxwell, 341 F. Supp. 2d 941 (2004)。Maxwell 事件の解説として、Cohen, *supra* note 10, 川口恭弘「内部者取引における情報伝達者の責任」商事法務 1997 号 61 - 65 頁 (2013)、拙稿「情報提供者と情報受領者の責任に関する小論」千葉商大論叢 47 巻 1 号 163 - 168 頁 (2009) がある。

対照的な事例として、SEC v. Yun, 327 F. 3d 1263 (11th Cir. 2003) を参照。Yun 事件の解説として、石田真得「不正流用理論における情報伝達者の「利得」要件」商事法務 1714 号 44 - 46 頁 (2004)、M. Anne Kaufold, *Defining Misappropriation Theory: The Spousal Duty of Loyalty and the Expectation of Benefit*, 55 MERCER L. REV. 1489 (2004) がある。

両事件について、拙稿「証券規制と会社法の日米比較研究」CUC View & Vision 36 号 71 頁 (2013)、萬澤陽子「米国における情報伝達者 (tipper) 責任」証券レビュー 53 巻 2 号 116 - 133 頁 (2013) を参照。

社が食料品を製造する W 社との企業結合を検討していた。W 社の取締役である Maxwell は、W 社の CEO から当該情報を伝えられた。Maxwell は、当該情報をさらに理容師に伝えた。理容師はこの未公開情報に基づいて W 社の株式とオプションを購入した。当該情報が公表されて W 社の株価が上昇すると、理容師は株式とオプションを売却して利益をあげた。SEC は情報提供者・情報受領者の事例として提訴したが、裁判所は情報提供から Maxwell が個人的な利益を得たと認めることができないとした。Maxwell 事件を踏まえて、いわゆる情報提供者の個人的な利益要件に対し、批判がなされている⁽²⁴⁾。

(2016.11.15 受稿, 2017.3.1 受理)

(24) Cohen, *supra* note 10.

〔抄 録〕

本稿は、米国における、株価等に変動をもたらす重要な未公開情報に基づく外部者取引の規制について解説するものである。米国における重要な論点は、純粋な内部者によるインサイダー取引から、会社外部者によるアウトサイダー取引へと広がりを見せている。本稿では、SEC v. Cuban 事件をとりあげ、未公開情報の秘密を保持することについて合意が存在した場合に、これを証券詐欺成立の根拠とし得るかという問題を扱う。また、本件で裁判所が触れた情報提供者・受領者の問題に触れるとともに、信認義務を負うことのないアウトサイダーの責任についても解説する。