

## カナダのインサイダー取引規制 (3)

木村真生子

- I. 問題の所在
- II. 規制の背景
- III. 規制の構造 (以上、筑波・ロー・ジャーナル12号)
- IV. 合法的なインサイダー取引とその規制
  - 1. 序論
  - 2. 制度創設の経緯
  - 3. 現行制度の枠組み (以上、筑波・ロー・ジャーナル13号)
  - 4. 制度の実効性に対する評価
  - 5. 小括
- V. 違法なインサイダー取引
  - 1. 概要 (以上、本号)
  - 2. 証券法上の規制
  - 3. 会社法上の規制
  - 4. 刑法上の規制
  - 5. 小括
- VI. エンフォースメント
- VII. 結語

### IV. 合法的なインサイダー取引とその規制

#### 4. 制度の実効性に対する評価

内部者取引報告書は報告発行会社の未開示情報が内部者により不適切に利用されていないかどうかを事前に探知し、またその利用を防ぐための規制手段であると解されてきた。その実効性を確かめるために、次のようないくつかの実証研究がなされている。

##### (1) McNally と Smith による実証研究

McNally と Smith は、2003年に内部者取引報告書と実際の行われた取引の

対応関係から内部者取引報告書の正確性を検証した<sup>1)</sup>。具体的には、1987年から2000年に公表されたTSX（トロント証券取引所）に提出されたNIBCs（株の買戻しプログラム）に関する報告書のデータとOSC（オンタリオ証券委員会）に提出された内部者取引報告書のデータ、全1,812件を突き合わせ、データ間の齟齬を調べている。そして、調査の結果、3分の2を超えるデータが一致せず、そのうちTSXのデータがOSCのデータを上回ったものの大半が（1,211件のうち869件）、OSC側にそもそもデータの存在しない取引であることが分かった。つまり、データの齟齬は、内部者取引報告書の提出義務が内部者によって履行されていなかったことを示したことになる。

McNallyらの分析によれば、規則違反の効果の差から報告義務の懈怠が生じたという<sup>2)</sup>。すなわち、取引所規則の違反は上場廃止につながるおそれがあるため報告書を提出するインセンティブが高まるが、NIBCsに関する報告書の不提出があっても、OSCは提出者を規則違反で処罰することがない。規制違反による不利益が小さいことが、規制を順守する意識を低めたということデータをからは読み取れるという。

もっとも、2010年にMcNallyらが改めて実施した内部者取引報告書の正確性と適時性に関する調査によれば<sup>3)</sup>、報告書の記載不備は1988年には40%を超えていたが、2006年では10%を上回る程度にまで激減したことも分かっている。この減少は、報告書の提出期限の短縮と電子開示システム（SEDI）を導入したことによる影響が大きいとされている<sup>4)</sup>。

---

1) McNally, W. J. and Smith, B. F., “*Do Insiders Play by the Rules?*”, 29 Canadian Public Policy no.2 (2003), at 129-133.

2) McNally and Smith, *supra* note (1) at 130.

3) McNally, W. J. and Smith, B. F., “*The Effect of Transparency on Insider Trading Disclosure*”, 36 Canadian Public Policy, Number 3 (September, 2010), at 345-358. SEDIとMicro mediaのデータベースから取り出した1988年1月1日から2006年12月31日までの210万件以上の内部者取引報告書を対象に調査を行っている。

4) SEDIを通じた内部者取引報告書の提出は2003年6月9日から行われていることからすれば、電子開示による報告書のエラーの減縮効果はかなり大きいと推測できる。

## (2) Tedds らによる実証研究

McNally らの調査は、内部者取引報告書の実効性を NIBCs に係るデータのみによって検証したに過ぎないが、Tedds ら<sup>5)</sup>はストック・オプションの付与に関する内部者取引報告書の実効性について検証を行うことで、内部者取引報告書の提出義務がある全ての場合について、提出懈怠や提出不備等の同様の問題が起きている可能性を示唆した。

なお、Tedds らの研究は、McNally らの研究で観察された報告書のエラーが、故意になされたものかどうかは判然としないことに問題があるとし、公的な情報だけでなく第三者情報も分析対象とすることにした<sup>6)</sup>。具体的には、内部者が個別に提供した情報を検証して、報告書のエラーの理由を解明し、内部者の開示に関するコンプライアンス上の問題についても検討を行った。

調査の結果、内部者の大半が正確に内部者取引報告書を提出していることが明らかになった。しかし一方で、不開示、開示遅延、虚偽記載の場合も少数とはいえ無視できない数に上っていた。これは、最新の内部者取引報告書の規制にまだ何らかの不備があることを示唆した。

## 5. 小括

カナダでは、秘匿情報に接しやすい内部者の取引であっても一定の条件の下では当該取引における利得が認められており<sup>7)</sup>、これを違法なインサイダー取引と区別している。すなわち、制定法上のインサイダー取引とは、内部者が秘匿情報を得てから5日以内（オンタリオ証券法では10日以内）に電子開示シス

5) Tedds, L. M., Compton, R., Morrison, C., Nicholls, C. and Sandler, D., *“Leaning to Play by the Disclosure Rules: Accuracy of Insider Reports in Canada, 1996–2010”*, MPRA Paper No. 39793 (2012).

6) 具体的には、1996年から2010年までに委任状に記載された役員らのストック・オプション報酬の情報を第二次情報として用い、それらと実際のストック・オプション付与のデータとの間に齟齬がないかを調べている。

7) See, e.g., O.S.A. Part XXI, ss. 106–121.1; R.R.O.1990, Reg. 1015, s. 173–174.

テム（SEDI）を通じて内部者取引報告書を提出したものに認められる、市場での自由な取引のことをいう。そして、開示された内部者取引情報は一般投資者がインターネット上においていつでも閲覧できるようになっており、投資情報の指標の一つとして機能している<sup>8)</sup>。これに対して、わが国は、金融商品取引法第163条において内部者に自社株の事後的な売買報告書の提出を義務づけている点で、カナダの内部者取引報告制度とは異なるものである。

他方で、カナダの内部者取引報告書の提出免除要件は比較的広い。内部者に該当する者が重要な未公開情報にアクセスしている場合でも、現在、内部者取引報告書の提出を義務づけられる内部者は、発行者に対して相当な権限や影響力を持つ者に限られるとされている<sup>9)</sup>。

なお、10余年前になされた McNally らの実証研究では、内部者取引報告書制度の実効性に対して疑問が持たれていたが、Tedds らの最新の研究では、報告書の提出時期の短縮化や電子化による報告手段の改善によって、当該制度には一定の合理性があることが明らかになっている。内部者に報告書の作成義務を課すことは、内部者自身に違法なインサイダー取引への心理的な歯止めをかけさせる効果があるものと思われる<sup>10)</sup>。

---

8) 内部者取引の情報はトロント証券取引所のホームページ“Insider Trade Summaries”などでも確認することができる

(<http://www.tmxmoney.com/TMX/HttpController?GetPage=InsiderTradeMarker&Language=en>を参照)。

9) 拙稿「カナダのインサイダー取引規制(2)」筑波ロー・ジャーナル13号18-20頁(2013)を参照。

10) なお、今後カナダではOSCの保有情報と取引所の情報をリンクさせること、すなわち、取引所TMXグループの監視システムであるSTAMP(Security Trading Access Message Protocol)とSEDIを連携させて、内部者取引の透明性を高めていくことが課題だと指摘されている(McNally and Smith, *supra* note (3) at 356-357)。

わが国でも日本証券業協会がJ-IRISSというシステム(平成21年5月より稼働)を用いて、上場会社に役員情報を任意に登録させることで、証券会社各社にその有する顧客情報(役員情報)を照合させることにより、顧客本人が意図せずに行うインサイダー取引を未然に防止することに努めている。

## V. 違法なインサイダー取引

### 1. 概要

わが国では、インサイダー取引に関する制定法上の規定は金融商品取引法の「不公正取引の禁止」に関する第6章（「有価証券の取引等に関する規制」）に収められている。これに対して、カナダでは、インサイダー取引の禁止規定は証券法の開示規制の中にあり、また会社法においても規制される。さらに、2004年からは法執行を確実にするために、刑法典にも同様の規定が設けられている。

#### (1) 証券法の規制枠組み

インサイダー取引の禁止規定は「継続開示」について定める章の中にあり、適時開示 (timely disclosure) に係る規定を補完するものとして位置づけられている<sup>11)</sup>。例えば、オンタリオ証券法では、パート18「継続開示」の第75条に適時開示の規定が置かれ、第1項において、「報告発行会社 (reporting issuer) について重要な変更 (material change) が生じた場合、幹部職員の許可を得て、報告発行会社は速やかに当該変更の本質と要点を開示する新聞報道を行い、またこれを届け出なければならない」こととされている<sup>12)</sup>。

これを受けて、第76条第1項では「変更が未公開の場合の売買」を規定する。すなわち、「報告発行会社と特別な関係にある者は、当該報告発行会社に関する未公表の訴因となる事実 (material fact) または重大な変更を知った上で当該報告発行会社の証券を購入または売却してはならない」こととされ<sup>13)</sup>、これがいわゆる「違法なインサイダー取引」を規律する条文として機能している。また、同条第2項は「訴因となる事実等の違法な伝達 (Tipping)」の場合を規定し<sup>14)</sup>、両規定によって違法なインサイダー取引の中核的な部分が定められている。継続開示規定とともにインサイダー取引の禁止規定が置かれた理由は、

11) Alboini, V. P., *Ontario Securities Law* (Toronto: Richard De Boo Limited, 1980) at 547.

おそらく、違法な取引を抑止する観点からすれば従来の開示規制だけでは不十分であり、違法なインサイダー取引を行った者から生じた利得を回復するために、より実効的な手続きを定めなければならないとする立案者意思<sup>15)</sup>を表している。

他方で、第76条第1項に相当する規定は民事責任を定めるパート23第134条にも存在する。すなわち、第134条第1項は、報告発行会社に関する未公開の訴因となる事実又は重要な変更を知った上で、報告発行会社の証券を売買した報告発行会社と特別な関係を有する者又は法人はいずれも、当該事実等が未公開であることについて取引者が善意の場合または取引相手方が悪意の場合を除き、当該売買の結果生じた損害について当該証券の売主又は買主に対して損害を賠償する義務を負うとする<sup>16)</sup>。第134条はインサイダー取引規制が導入される以前から証券法に存在する規定であり、取引当事者を特定することができる相対取引の場合の被害者救済を目的としている<sup>17)</sup>。

---

12) O.S.A. Part XXI, s. 75 (1). 継続開示規定は、中間及び年次報告書の提出を求める継続開示 (periodic disclosure) と適時開示 (timely disclosure) からなる。オンタリオ証券法第75条第1項は、報告発行会社に迅速な公表を求める一方で、同条第3項は、重要な変更を公表することで当該会社の利益に深刻な影響を生じる場合、及び重要な変更が取締役会の決定に関わると考えられる場合又は当該変更が当該会社の証券等の売買と無関係であると合理的に考えられる場合は、公表を行わず、当局への速やかな報告に代えることができるとする (O.S.A. Part XXI, s. 75 (3); National Policy 51-201 Disclosure Standards (hereinafter referred to as the "NP51-201"), (2002) 25 OSCB 4492, at 4493-4494, part II, 2.2)。なお、報告発行会社の継続開示は証券法の規定に従うほか、州会社法 (オンタリオ州については、Ontario Business Corporations Act [OBCA], R.S.O. 1990, s. 154)、連邦会社法 (Canada Business Corporations Act [CBCA], s. 155)、及びカナダ証券取引委員会 (CSA) の NP51-102 などでも規定されている。

13) O.S.A. Part XXI, s. 76 (1). なお、ケベック州以外のカナダ諸州は、オンタリオ州と同様の規定を有している。

14) O.S.A. Part XXI, s. 76 (2).

15) *Report of the Attorney General Committee on Securities Legislation in Ontario* (Toronto: Queen's Printer, 1965) (Kimber Report) at para.2.04.

16) O.S.A. Part XXI, s. 134(1).

17) See, Alboini, *supra* note (11) at 553.

## (2) 証券法と会社法の関係

ところで、インサイダー取引に関する民事責任を定める規定は、違法なインサイダー取引が証券法上で1966年に明示的に禁止される以前から会社法上の領域に存在していた。すなわち信頼の義務 (trust obligation) に反する会社役員の利益相反取引はコモン・ロー上の犯罪として処罰されるという論理を背景にして<sup>18)</sup>、1935年にカナダ自治領会社法 (Dominion Companies Act: 以下、「1935年法」) に初めて規定されて以来、現在のカナダ事業会社法 (CBCA) や各州の会社法に引き継がれている<sup>19)</sup>。しかしこの制定法の規定をみるためには、まずコモン・ロー上の法理を克服しなければならなかった。

### a. インサイダー取引とコモン・ロー

英国の1902年のPercival判決<sup>20)</sup>を踏襲したカナダでは、コモン・ロー上、インサイダー取引は法律上の問題ではないという考え方が支配的であった。Percival事件は、非公開会社において、株主 (原告 X) が取締役ら (被告 Y) に対して株式を譲渡した際の、取締役の情報開示義務が争点となった事案である。Xは、他の取引相手と価格交渉をしていたという情報 (その後交渉は決裂した) を伏して Y が X と交渉していたことを、Y と譲渡契約を締結した後で知り、Y に安値で買い叩かれたと考えたことから、Y を提訴し、Y のコモン・ロー

18) 会社にとって、取締役は、隠れ利益 (secret profit) については厳格な意味で会社の受託者であり、当該取引がなされた結果、会社の財務に悪影響を及ぼさない場合でもこれを返還しなければならないとされる (例えば、*Ruethel Mining Co. v. Thorpe* (1976) 9 O.W.R. 942)。また、取締役が株主の費用で隠れ利益を得ることは信任関係の破壊であると判示する例もある (例えば、*Gadsden v. Bennetto* (1913), 9 D.L.R. 719 (Man. C. A.), *Crawford v. Bathurst Land & Development Co.* (1916) 37 O.L.R. 611, (1918) 42 O.S.R. 256 など。ただし、*Fullerton v. Crawford* (1919) 59 S.C.R. 314, *Zwicker et al. v. Stanbury et al.* [1953] 2 S.C.R. 438 などでは、Gadsden 判決等とは反対の考え方が示されている (See, Stewart, J. L. and Palmer, M. L., *Company Law of Canada*, 5<sup>th</sup> ed. (Toronto: Carswell, 1962) at 592-593)。

19) Rockwell, K. D. and Johnston, D., *Canadian Securities Regulation* (Markham: Butterworths, 2006) at 256.

20) *Percival v. Wright*, [1902] 2 Ch. 421 (Eng. Ch. Div.).

上及びエクイティ上の信任義務違反を争った。つまり、本件は、内部者である取締役が秘匿情報を用いて当該会社の株式を売買し、取引の相手方（株主）に損害を与えたというインサイダー取引の事例であった。判旨は、結論として、取締役は株主に対して信任義務を負わず、また株主個人に対する情報開示義務もないとして、わが国でいうところの取締役の対第三者責任の論理を説いて請求を棄却した。

もっとも、その後、特殊事情の法理（special facts doctrine）により Percival 判決を修正した米国の *Strong v. Repide*<sup>21)</sup> を支持する *Allen v. Hyatt*<sup>22)</sup> 判決が 1914 年にオンタリオ州で出たことにより、特段の事情がある場合、取締役は株主に対して責任を負うとの考え方も示された。しかし、Allen 判決の射程は、取締役と株主個人の間にも実際上の代理関係が形成されていた場合に限定される。このため、1913 年にマニトバ州の *Gadsden* 判決<sup>23)</sup> で特殊事情の法理が採用されたことを除いては、カナダでは Percival 判決の考え方、すなわちインサイダー取引は法律上の問題ではなく、取締役が株主に対してコモン・ロー上及びエクイティ上の責任を負う場合は特段の事情がある場合に限られるという考え方が支配的になった<sup>24)</sup>。

---

21) *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909). *Strong* 事件は、会社の経営者及び主要株主が原告の株式を 2 種類の方法で買い付けたために、その不当性を問題にした株主が経営者らを提起した事件である。裁判所は、取締役は通常株主に対してのみ責任を負うが、一般的に理解されている会社の価値とその実価の間に相当な格差が表れている場合（special fact）、株主が株式を購入する前に、係る事実を株主に開示する信任義務を負うとした。

22) *Allen v. Hyatt*, (1914), 17 D.L.R. 7 (P.C.). *See, also Hyatt v. Allen* (1912), 8 D.L.R. 79 (Ont. C.A.). 本件は、合併前の会社の旧株主が前経営陣に対して起こした集団訴訟である。被告は原告らの株式を買うためにオプションを入手していたが、被告が原告らから株式を買い付ける際、株式の売却益の計算方法について不明瞭な説明を行っていた。判旨は、取締役らが隠し収益について株主に対して釈明する信任義務を負うのは、それが単に合併だからという理由ではなく、取締役らが株主合理的に信じるような説明を行うことで、合併について株主の代理人としての性質を取締役が帯びるからであると述べた。

23) *Gadsden*, *supra* note (18).

24) *Allen*, *supra* note (22) at 12.



## b. 会社法によるインサイダー取引規制

1934年、「価格スプレッドに関する王立委員会 (the Royal Commission on Price Spreads)」(以下、「価格委員会」)は、所有と経営の分離が進む企業で顕著に表れている経営者支配と株主の地位の弱体化の問題を議論した。そして価格委員会は、「法の全体動向としては、経営者及び取締役は全株主との関係において受託者の立場に立たなければならない」という規範を示した<sup>25)</sup>。すなわち、(1)取締役が会社の株式に「投機する (speculate)」ことは禁じられるべきであり、(2)取締役は、当該会社の株式を直接又は間接に売買したことの詳細を、毎年株主に開示すべきことが提言された。これらの提言はいずれも1935年法に盛り込まれた<sup>26)</sup>。

1935年法は、第1に、連邦公開会社は、年次株主総会で、株主のための情報として供するために、取締役が個人勘定で売買した前12か月間の会社の証券について詳細に記した報告書を毎年大臣に提供しなければならないこと(第96A条(1))、第2に、取締役は個人勘定で会社の証券に投機してはならないこと(第96A条(2))、第3に、これら2つの規定に違反した場合はいずれも罰金1000ドル又は6年間の禁固又はその併科に処せられることが定められた(第96A条(3)(4))。

しかしながら、1935年法には次のような問題点が残された<sup>27)</sup>。第1に、取締役の個人勘定での取引のみを規制していること、第2に、条文の文言が曖昧であることである。後者についてより具体的にいえば、取締役以外の内部者(幹部職員や支配株主など)が除外され、また、「投機する」の具体的な定義が示されていなかった。すなわち、起草者は「投機する」という文言に、取締役が

25) *Report of the Royal Commission on Price Spreads* (Ottawa: J.O. Patenaude I.S.O., 1935) at 45.

26) Companies Act Amendment Act, 1935, Stats. Can., 1935, c. 55, s. 15, adding Companies Act, 1934, ss. 96A (1)-96A (4).

27) Anisman, P., "Insider Trading under the Canada Business Corporations Act" in *Meredith Memorial Lecture 1975* (Toronto: Richard De Boo Limited, 1975) at 151, at 174-175.

秘匿情報を基にして売買する場合も含めて、市場で株価が上下動することにより短期的利益を上げるという意味を持たせたかったと推測できるが<sup>28)</sup>、実際には明示的な意義は記されなかった。

他方で、第96A条(1)項の届出要件についても、取締役によるすべての売買が対象とされたことで、取締役の内部者取引には投機取引でないものも多く含まれていることが示唆された。その結果、第96A(2)項に該当するような違法性の高い取引の存在が埋没し、開示情報としての明確さに欠けることにつながった。実際、同規定は会社の株式を1%以上保有する株主が年次株主総会で情報開示を請求したときにかぎり情報開示が行われることになっており、この規定の存在が周知されていなかったことも影響して、違法な取引の発見にはつながりにくかった<sup>29)</sup>。つまり、1935年法の新規定はそれまで報告されてきたような違法なインサイダー取引事例を対象とすることができず、結果として実効性を欠くことになった<sup>30)</sup>。

1964年、「銀行及び金融に関する王立委員会（the Royal Committee on Banking and Finance）」によりカナダ資本市場規制のレビューが行われると、カナダの証券市場法制が米国に比して柔軟性及び機能性に欠け、証券市場の秩序が維持されていないことが明らかにされた。再び1935年法の瑕疵に焦点が当てられ<sup>31)</sup>、同委員会は各州の証券委員会に積極的な法執行を求めるとともに、インサイダー取引規制の改正を議会に迫った。その結果、1965年、会社法（Canadian Companies Act）<sup>32)</sup>が改正されるに至った。すなわち、内部者に幹部職員（officer）及び当該会社の株式を10%超保有する支配株主が加えられ

---

28) Oxford English Dictionary (<http://www.oed.com>) によれば、speculate は spy out（探り出す）というラテン語を語源とし、“to engage in the buying and selling of commodities or effects in order to profit by a rise or fall in their market value; to undertake, to take part or invest in, a business enterprise or transaction of a risky nature in the expectation of considerable gain.” という意味がある。

29) *Report of the Royal Commission on Banking and Finance* (Toronto: 1964) at 350.

30) Anisman, *supra* note (27) at 174.

31) *Report of the Royal Commission on Banking and Finance* (Toronto: 1964) at 331-355.

(第98条1項)<sup>32)</sup>、同時に、当局への報告頻度が上げられ、関係会社を含む当該会社と内部者との前月1か月間の取引を、政府関係機関に毎月報告することが定められた。また、当該書類は政府関係機関と会社の本店において株主に供され(同条1項)、さらに、年次株主総会での株主に対する取締役の説明義務も定められた(同条2項)。しかしながら、1965年法は旧法と異なり、条項に違反した場合の効果が規定されていなかった。

### c. 証券法規制の登場と会社法の役割の限定化

インサイダー取引に関する会社法改正の議論がなされていた頃と同時期に、カナダと米国の証券市場を跨いで大規模なインサイダー取引事件であるテキサス・ガルフ・サルファー事件が起きた。このため、インサイダー取引に関する証券法の改正が喫緊の課題となり、キンバー委員会が組織され、同委員会が規制の必要性や方向性を議論したのは既述のとおりである<sup>34)</sup>。

上記で述べたように、カナダではインサイダー取引を犯罪として規制するためのコモン・ロー上の根拠が乏しく、取締役に民事責任が生じる場合は株主と取締役との間の特殊な関係が認められる場合に限られていた。しかし、投資者の費用で利得する内部者の取引を規制するためには、規制違反に対する法的効果を定めることが重要である。しかも、インサイダー取引は市場での匿名の相手方に対して行われ、被害者を特定することが難しい。キンバー委員会は、相対取引の場合を想定した民事上の制裁だけでは不十分であるとして、「公益 (Public Interest)」の概念を用い、投資者の保護と市場の公平性を新たに規制目的に掲げ<sup>35)</sup>、行政規制によりインサイダー取引を規制する方向に向かっ

---

32) Canada Corporations Act, R.S.C. 1952, c. 52, s. 98, amended by Stats. Can., 1964-1965.

なお、ドミニオン会社法は Canada Corporations Act の旧法にあたる。

33) 具体的には米国証券取引所法第16(a)条の規定が参照された。

34) キンバー委員会については、拙稿「カナダのインサイダー取引規制(1)」筑波ロー・ジャーナル12号101-105頁(2012)を参照。

35) Kimber Report, *supra* note (15) at para. 2.26.

た<sup>36,37)</sup>。

しかし証券規制の導入によって、従来の会社法との間に規制の重複が生じることになった。また、規制の効率性や透明性の問題が懸念されるようになり、実際に、連邦会社法とオンタリオ州法の重畳適用に関して1980年代初頭に *Multiple Access Ltd. v. McCutcheon* も起きている<sup>38)</sup>。

もっとも、インサイダー取引規制は一般的に州法上の問題として処理されており、報告発行会社に対しては設立準拠法のある州証券法が適用される。つまり、インサイダー取引に関していえば、報告発行会社は会社法の適用を受けないこととなり、証券法の適用がない非公開会社に対してのみ会社法は効力を有することになる<sup>39)</sup>。

（本研究は、JSPS 科研費（課題番号 23530088）及び公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金による研究成果の一部である。）

（きむら・まきこ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻准教授）

---

36) オンタリオ証券法第76条の違反は即決裁判手続き（summary conviction proceedings）の対象となるなど行政処分の効果を生じる（Alboini, *supra* note（11））。

37) キンバー委員会の規制方針はその後のカナダのインサイダー取引規制の骨格を定めることになったが、その方針は理論的な根拠に乏しいため、カナダのインサイダー取引規制は結果的に複雑な規制体系とならざるを得なかったとする見解がある（Welling, B., *Corporate Law in Canada—The Governing Principles*（Toronto: Butterworths, 1991） at 361）。

38) *Multiple Access Ltd. v. McCutcheon*, [1982] 2 S.C.R. 161.

同事件で最高裁は会社法と証券法にはそれぞれ別の規制目的があるため、規制の重複は起きないと判示している。なお、同事件の詳細については、木村・前掲注（34）109頁を参照。

39) Welling, *supra* note（37） at 362-363.