

論文の内容の要旨

論文題目 アメリカ合衆国における内部者取引責任の法的基礎

氏 名 萬澤 陽子

アメリカ合衆国（以下アメリカ）では、内部者取引が規制される根拠を、取引される証券発行会社の株主や取引者に情報のアクセスを許可した情報源に対して負っている義務に違反したことに置く。このような立場は、取引相手も含む投資者一般あるいは市場との関係で不正であるから内部者取引が規制されることを当然の前提として考えていた我が国にとって、異質で不可解なものであり、さまざまな批判が加えられてきた。もっとも強い批判は次の二点である——内部者取引責任の成立に義務違反を要求すること、および情報源への義務違反が証券詐欺になるとすること——。言い換えれば、前者は、なぜ内部情報を得て取引したという行為だけでは責任は生じないのか、後者は、なぜ証券詐欺の相手が市場や取引相手ではなく情報源となるのか、という批判である。しかし興味深いことに、同じような批判はアメリカでもなされていた。アメリカにおいても、自分たちの採った制度は違和感を覚えざるを得ないものであったのである。

本稿は、このようにアメリカでも強い批判を浴びせられるような内部者取引規制がなぜ採用されることになったかについて、コモン・ローの発展という観点から検討し、一つのあり得べき解釈を提示することを試みる。これまでアメリカの内部者取引制度について論じた日米における先行業績は膨大な数にのぼるが、それらの多くは制度を批判あるいは擁護する、あるいはより優れた制度を提案するものであり、なぜ当該制度が採られたかを深

く追求したものは多くなく、特に、19世紀後半から存在していた内部者取引に対する法から1933年に制定された連邦証券取引諸法のルールに至るまでの発展を連続的包括的に捉え、現行法の意義を探ろうとしたものは——ルールの解釈の基礎となるコモン・ローの発展の重要性にもかかわらず——なかったように思われるからである。

本稿は、まず日本における内部者取引規制の全体像——条文およびそれに関する判例の変遷、そしてその背後にある考え方——を確認した（第一章）後、現在のアメリカの内部者取引規制に関する判例の流れを紹介し、内部者取引責任の法がどのように発展してきたか、それは法に携わる者にどう理解され論じられてきたかを概観し、これらを通じて、アメリカの内部者取引規制が日本と比較してどんな特殊性を有しているのかを明らかにする（第二章）。続いて、なぜそのような特殊性を備えることになったのかの検討に移るが、その検討にあたっては、まず連邦政府による制定法が成立する1933年34年以前の内部者取引をめぐるコモン・ローの発展を分析する（第三章）。1933年34年以前のコモン・ローの発展の分析からはじめるのは、そこでの発展が制定法の解釈に重要な影響を与えるからである。すなわち、内部者取引について明文の禁止条項を有し、何が内部者取引行為に該当するかの大枠が明らかとなっている日本とは異なり、内部者取引に関する定義もそれを具体的に禁ずる条項も存在しない、存在するのは連邦証券取引諸法の包括的な詐欺禁止条項とそれに基づいた判例の蓄積、およびそれ以前のコモン・ローの発展だけというアメリカにおいては、内部者取引の事案でどのような行為を規制するのかは一定の範囲内で裁判所に任されており、そこでの解釈はコモン・ローが基礎となるのである。

1933年以前の内部者取引責任に関するコモン・ロー上の対応については、従来も検討が多くなされてきた。よって、連邦証券取引法制確立前の内部者取引の事案とは、取締役が職務上知れた情報を開示しないで個々の株主から株を購入したという形態（以下、伝統的内部者取引の事案）を採り、それに対して裁判所は、取締役による株式購入が当該株主に対する信認義務違反となるか否かを判断することで責任を決めたこと、初期の事例では信認義務違反が認められなかったが、最高裁で述べられた「特別な事実理論」をきっかけに、同義務違反を認めるようになったことは、すでに通説のようなものになっている。連邦政府による証券規制立法がなされた後も信認義務違反で責任が判断されたため、これで内部者取引に関するコモン・ローの検討が十分なされたかのようなのだが、実際はまだ反面しか扱われていない。本稿は、もう半面も検討することで内部者取引の法の発展を総合的に捉えることを試みる。もう半面とは何か——「詐欺」の法である。

確かに、伝統的内部者取引の事案では詐欺の法は発展しなかった。それは、裁判所は詐欺を基礎にした訴えであっても信認義務違反で責任を判断する傾向があったからであり、そこでは信認義務違反と詐欺の関係はほとんど言及されなかった。連邦証券取引法制が創設され10b-5で内部者取引責任の有無の判断がなされることになった後もこの傾向は踏襲され、伝統的内部者取引が10b-5上問題となった初期の事例では、信認義務違反を基礎に34年法10条(b)項および10b-5責任が課せられたが、なぜ同義務違反が「相場操縦的ある

いは詐欺的な策略あるいは計略」を要求する同ルール違反に該当するのか——内部者が株主に負う信認義務に違反したこと自体で足りるのか、あるいは他の要素、例えばその不公正さ等も必要なのか、ここでの解釈はコモン・ローを修正した立場なのか、あるいは整合的であるのか——が議論されないままであった。しかし、1977年の連邦最高裁 Santa Fe 判決で 10b-5 の責任を課すためには詐欺でなければならない——すなわち、信認義務違反だけでは責任を課せない——とした法のもとでは、詐欺の法の発展は無視できないはずであり、現在の内部者取引責任の法を理解する上で不可決と考える。そこで、本稿は、一般的に内部者取引とは捉えられていないが、それと共通する要素を有する事案、具体的には、ある地位に立つ者が積極的な不実表示はしない——全くあるいは一部情報を与えない、あるいは予測や意見を述べる——がその地位を利用する行為によって、その地位の受益者の存在の犠牲の下に利益を得ようとした事案——例えば、相場操縦の事案、市場を通じて取引を行った私人が内部者を提訴した事案、ブローカー・ディーラーが法外に高い値で顧客に株を売却した、合理的根拠がないのに顧客に取引の推薦を行った等の事案等——をめぐって、コモン・ロー上あるいは 10b-5 上詐欺の法がどのように適用されてきたのか、あるいは適用されてこなかったのかを検討する（第三章・第四章）。これらの事案をめぐる詐欺の法の発展を分析することによって、詐欺責任の基礎としてある要素が常に重要視されてきたことを明らかにすることを試みる——その要素とは、事実と異なる理解をさせる表示である。

このように、積極的な不実表示のない内部者取引的事案では、関係性から生じる義務違反（信認義務違反）か、事実と異なる理解をさせる表示（詐欺）がある時、10b-5 責任を肯定するとの立場が採られていた。しかし、1977年の最高裁判決で 10b-5 違反に該当するためには詐欺であることが要求されて以降は、その中核的要素である事実と異なる理解をさせる表示が 10b-5 違反に必要であったと思われる。この観点から、現在の一般的な内部者取引の判例で述べられた法を検討・評価し、従来批判の的となってきた 1997年に述べられた法およびそれに至る過程を検討すると、それらは決して「混迷」でも「彷徨」でもなく、コモン・ローの発展に沿ったきわめて自然な、当然の帰結でさえあったことが明らかになるはずである。

このように、アメリカの内部者取引責任に関する法は、目の前にある不正行為を、コモン・ローと 10b-5 の文言およびその発展と整合性をつけながら、裁判所が何とか規制しようと苦闘した結果の産物であったといえる。このことから我が国が何かを学ぶとしたら、なぜ内部者取引に責任を課すのかを再考することではないかと思われる。確かに我が国では、内部者取引を投資者一般あるいは市場に対して不正ゆえ規制する（市場的アプローチ）ということは自明のこととされ、立場の対立は存在してこなかったとされている。しかし実際はこのアプローチには二つの異なる立場が存在し得るのである。一つは、内部者取引が市場に対して不正である理由として、取引した者が情報にアクセスできる特別な地位にいたことを重視する立場であり、もう一つは取引した者の占めていた地位や有していた特

権を重視しない——未公開情報を利用したことを重視する——立場である。これらは、特別な地位に立たない者——たまたま偶然未公開情報を得てしまった者や意図的に内部情報を盗んだ者——による取引の責任を肯定できるか否かで結論が異なるのに、それぞれの立場の利点や問題点、いずれが優れているかといったことは、ほとんど論じられたことがない。また、アメリカのような、会社やその株主に対して不正ゆえに内部者取引を規制するという立場（関係的アプローチ）からの方が、我が国の内部者取引規制制度をより説得的に説明できるとの鋭い指摘も一部存在しているにもかかわらず、これについてもほとんど議論がなされたことはない。関係的アプローチはなぜ採られないのか、何が問題なのか、また、市場的アプローチならいずれの立場が採られるべきか、それはなぜか等、今一度、内部者取引の法的責任の基礎を再考する必要があると思われる。そのことは、内部者取引規制に伴う不確定性を軽減するとともに、内部者取引にとどまらず証券規制の根源にあるものを問うことにもなり、たとえば村上ファンド事件といった複雑化した不正行為に対して十分対処できていない現状を打開する大きな一歩となること間違いないからである。