証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引（一）

野田博

目次

一 序
二 問題となる状況
三 解釈論上の問題（以上、本号）
四 政策論議
五 結び

一 序

インサイダー取引の概念、とりわけ法規制の対象として抑制されるべきそれは、中核は明確であるとしても、境界のところではっきりしない部分がある。(1) 会社内部者により証券アナリストに対して自発的になされる情報伝達との関係でも、それに伴って生じる情報の偏在ないしは不公正な事態について、どこまで規制すべきか、また、どのように規制すべきか、論争の源となる困難な問題が含まれている。

さて、証券アナリストがその職務遂行の過程で会社の内部情報を得る機会は少なくないものと思われる。もちろん、アナリストが属する組織は様々であり、それら等により内部情報に接する態様も異なってこよう。(2) また、アナリストが行う分析の形は様々で、情報の源泉も多様である。公表された情報を利用することはもちろんのこと、例えば新規に発表された製品の利益可能性を分析しようとする際には、その会社の競争者や消費者と面談することも考えられる。しかし、そのような調査、分析によってもなお埋めるべき空白があるとか、また、それまでに集められた情報の検証の必要があるとかの事情で、

会社役員等に質問をなすべき場合もある。それらの質問は、発行会社の発議によるグループ・ミーティングの席でなされることも、アナリストと会社内部者とが一対一で相対している場において持ち出されることもある。[3] 二でみるStevens事件では、会社内部者から自発的にアナリストに対し電話で内部情報が伝えられた。グループ・ミーティングの場合にはあまり問題にならないが、非公式の個別的な接触の場合、インサイダー取引規制との関連で微妙な問題が生じる傾向があるといわれる。[4]

証券アナリストと会社経営者との間の出会いは、「綱渡りの綱の上で行われるフェンシングの試合」にたとえられることがあるように、[5] 様々な問題を伴いがちである。一対一での非公式のアナリストに対する開示が、市場に対し会社の見通しについての十分な情報を提供することの意味をもつ一方で、それは限られた者への選択的開示であり、重要な未公表の情報を違法に提供するものとして個々の会社内部者、証券アナリスト等に対しインサイダー取引の責任が生じる契機になり得ることもその一つである。[6] 昭和六二年七月二九日制定の日本証券アナリスト協会の「証券アナリスト職業行為基準」[7] は、その3（4）において、「会員は、証券の発行者との信頼関係その他特別の関係に基づき当該発行者に関する重要な未公開情報を入手した場合には、当該発行者に対する信任義務または法令もしくは関係諸規則に違反してこれを証券分析業務[8]に利用し、または他の者に伝えてはならない」とし、また、同（5）では「会員は、証券の発行者と信頼の関係その他特別の関係にある者から当該発行者に関する重要な未公開情報を入手した場合において、その情報が当該関係にある者の信任義務または法令もしくは関係諸規則に違反して自己に伝えられたことを知ったときは、これを証券分析業務に利用し、または他の者に伝えてはならない」とし、上記の問題を重要視する姿勢を示している。また、米国のアナリストの講演のなかでも、次のような例を挙げて、アナリストの活動に対する法制上の制約に注意すべきことが示されている。すなわち、レジャー業界のアナリストの例であるが、その者は長期にわたり投資銀行部門に関連した案件に自らかなり深くかかわっており、その過程でその会社の非公開情報を多く得た。そして、この案件そのものは成立し、制限期間が過ぎたのでその会社の全面的なレポートを出すことが

問題となったが、それに対し、彼が得た知識はまだ非公開のものであるから、それは駄目であるとの結論を出したとのことである。[9]

以上は、情報が市場に反映されることは遅れるとしても、インサイダー取引規制との関係で疑問を残さない姿勢といえる。ただ、証券アナリストに対する情報の開示に関連してインサイダー取引が問題にされた例もみられる。[10] アメリカのものであるが、たとえば、会社経営者が、以前になした収益予測よりも大きく下回ることが明らかになったとき、以前の収益予測を伝えたアナリストにまずその事実を伝えたところ、アナリストがそれを顧客に伝え、伝えられた顧客が事実の公表前に株式を売却したといった例である。この場合に、会社経営者の行為はアナリストに伝達した事情の如何にかかわらずインサイダー取引規制による制裁を受けるべきか、等が問題にされた。これは、特に内部情報を伝達する行為自体を規制の対象として捉えている法制のもとで、より直接に問題になることといえよう。[11] わが国においては、内部情報を伝達する行為自体は規制の対象とされていない。第一次に情報を受領したもののなす取引が違法ととらえられており、情報を提供した内部者については、犯罪の教唆または幇助の規定が適用され共犯となる場合が考えられる。[12]

しかし、情報の伝達行為自体を規制の対象としてとらえる法制のもとでも、特にアメリカにあっては、証券アナリストに対する伝達の事例に関し、規制の適用の当否をめぐって論争がみられる。大きくは、市場の効率性と証券取引の公正確保とが衝突する場合の両者の調整のあり方をめぐる論争という捉え方がなされることもある。[13] なお、インサイダー取引規制自体の是非をめぐっても論争があり、インサイダー取引があるからこそ情報が迅速に伝わっていく等の観点からインサイダー取引規制自体に反対する見解があることは周知のとおりである。[14] その見解をめぐる論争と共通する面は確かにあるが、それよりもここでは、証券アナリストが証券市場の効率性を保つ上で果たす役割に着目し、一般の場合とは同一に扱えない特有の要素があるとの観点（とりわけ、法定開示の不足を補完するという便益への配慮）が示されているように思われる。そして、証券アナリストの役割に重きをおいた顕著な例として三にみる Dirks 事件における連

邦最高裁判決があり、そこでは「証券アナリストの活動によって会社の情報が投資家に伝達されることが、インサイダー取引規制によって阻害されないよう配慮する」立場が示されている。[15] これに対し、近時において、今度は情報の対等性、公正性を重視し、Dirks判決を実質的に否定する立場を採ることをSECが示したものとして注目されるのが二でみるStevens事件であり、この事件をめぐってCoffeeとHilerとの間で興味深い論争がなされている。

Dirks判決が示す、アナリストの活動をインサイダー取引規制が阻害しないようにとの配慮について、「わが国のインサイダー取引規制の上で参考になる点である」との指摘がみられる。[16] このような政策の当否についてはアメリカでも論争の的にされているところであり、本稿はこの点を考察の中心とするものである。なお、証券アナリストと会社経営者との出会いが前述のように「綱渡りの綱の上でなされるフェンシングの試合」にたとえられる際、その意味内容には、インサイダー取引規制に抵触する恐れがあることとの関連以外にも、一般に会社のなす声明を規制する法ルールとの関連で会社経営者が以下のような点で困惑する状態におかれることが含まれている。その一つは、アナリストに開示された情報が、開示の時点では正確であると思われ、また発行会社の株式の価格に重大な影響をもたないと思われたが、事後的にみて、それが実質的に事実に反し、誤解を招くものとみられ、その結果証券諸法の反詐欺規定のもとで責任を生じるかもしれないことであり、いま一つは、アナリストへの重要情報の開示が発行会社の側に煩わしい情報更新義務を負わせる引き金になるかもしれないことである。[17] これらの点についての近時の注目すべき動向として、アメリカの一九九五年証券民事責任訴訟改革法がある。[18] ただ、本稿では、主にインサイダー取引規制に関連する側面に焦点を合わせることとし、以下のような順序で考察する。まず二において、証券アナリストに対する選択的開示の模範事例ともいうべきStevens事件を概観し、問題の所在を明らかにする。そのStevens事件をめぐる学説上の議論においては、Dirks判決が提示するルールの解釈論上の問題および法政策上の問題が提起されている。三において、Dirks判決の解釈論上の問題をとりあげ、四においては、法政策上の問題を様々な角度から

検討することとし、五を結びとする。

二 問題となる状況

～SEC v. Phillip J. Stevens 事件を手掛かりに

（一） はじめに

SEC v. Phillip J. Stevens 事件[19]に含まれている状況は、まさしくDirks事件判決において連邦最高裁が証券アナリストの活動を阻害しないとの観点からその保護ないしは責任基準の明確化をはかろうとした種類の状況に属するものであり、その意味でここで取り扱っている問題の模範的な事例を提供するものとされる。[20] Dirks判決において示されたルールの当否を検討する上でも念頭に置いておくことが適切な事例ということができ、三、四での検討に先立ち、ここでその事例を取り上げる。

（二） 事件の概要

Phillip J. Stevens（以下、S氏と呼ぶ）はUltrasystems株式会社（以下、U社と呼ぶ）～同社はカリフォルニア州に本拠を置き、その株式がアメリカン証券取引所で取引される小規模な株式会社である～の主席執行役員（chief executive officer）であり、取締役会長であった。この事件で直接問題とされるS氏の行為は一九八七年以降のものであるが、その背景を理解するうえで無視できない出来事が一九八四年にみられる。SECの訴状によれば、一九八四年に予期せぬ四半期収益の低下の声明が発せられた結果、U社を担当していた証券アナリストが同社の担当を続けることを拒絶し、そしてS氏による会社の財務状態を示す数値の説明を公然と非難するという事態が生じた。SECによると、S氏は、かかる攻撃を受けたことが、彼の職業上の評判に有害であり、また主席執行役員等として継続的に収入を得ていくことを危うくするものと知覚していたとされる。

さて、場面を一九八七年に移すと、その年の二月終わり頃にU社は当該会計年度につき二億ドルの年度総収入を予測する記者発表をなし、そして同年一月から三月二〇日の間にS氏はアナリストとの一連の会合を催し、そこでその予測された収入を基礎に一株当たり一・一〇ドルから一・二五ドルの間の利益の予想がなされた。U社の株価は、その年度当初の九・八七五ドルから同年四月初めまでに一四・七五ドルにまで上昇した。

しかしながら、実際には、同年四月までにU社の収益性は、建設工事の遅延および子会社（Defense and Power subsidiaries）における事業上の後退の結果として、低下し始めていた。一九八七年五月一四日になってS氏はだいたい一〇時三分頃からU社を担当していた複数の証券アナリストに対し連続して後に問題にされる電話を自発的にかけた。SECは、その訴状においてそれらの行為が会社経営者としてのS氏の地位に直接有形の利益をもたらすということを申し立てる。すなわち、「S氏がこれらの電話をかけたのは…彼自身の評判を守り、そして高めるためであった」としている。さらに、SECは、それらの通話においてS氏がU社の上記子会社における最初の四半期の事業の反転状態を詳細に述べ、そしてその最初の四半期の収入は彼の先の予測よりもはるかに低くなるだろうということを知らせたとし、S氏が未公表のU社にかかわる重要な情報をそれらのアナリストにきわめて軽率に（recklessly）開示したと申し立てている。S氏が電話をかけたアナリストのうち二名の者はその顧客に対しS氏からの情報を伝え、それらの顧客は五月一五日遅くにその事実が公表される前の五月一四日および一五日両日にU社の普通株式一三万八百株を売却した。

右の行為のほとんど四年後の一九九一年になって、その行為を理由として、SECはS氏に対し、一九三三年証券法一七条（a）項ならびに一九三四年証券取引所法一〇条（b）項およびそのもとでのルール一〇b-五に違反することを永久に禁ぜられること、および顧客がU社の株式を売却することによって回避した損失の額に相当する一二万六千四百五十五ドルの支払いを求めてニュー・ヨーク南地区連邦地方裁判所に訴を提起した。

この事件は同意判決（consent decree）により決着をみた。すなわち、S氏は、原告の最初の訴答と同時に、かつ訴状に含まれている主張を認めること否認することいずれもなしに、上記の法規定および規則に違反することを禁じる本案的差止命令（Permanent Injunction）およびその他の衡平的救済（Equitable Relief）の終局判決登録に同意した。

（三）　問題の所在

1　まず、S氏が未公表の情報を公表するに先立って

証券アナリストに伝えた行為をどう評価するかの問題がある。右にみたように、SECは、それをS氏個人の将来の利益につながる評判上の利益のためのものとみている。これは、後述するDirks事件の連邦最高裁判決に示された基準(個人的利益基準)を意識したものと思われる。しかし、これと対立する捉え方もみられる。S氏の行為はU社の評判を維持するためになされたもので、株主に対する忠実義務に違反するものというよりは、むしろ株主も望んだであろうものであるという捉え方である[21]。後者の立場においては、次のような理由が挙げられる。第一に、一九八四年の出来事に照らしてのS氏の行為の見方である。一九八四年の出来事をSECが自らの捉え方を正当化する要素としてあげるのに対し、後者の立場は、S氏およびU社がアナリスト界の中でそれらの信頼性(credibility)に配慮しなければならない最大限の理由があることを示すものと捉える。もし、もう一度その予測が外れアナリストに不意打ちになるという事態が生じるならば、U社の評判に長期的に傷がつくということにもなろう。会社が一九八七年に当初なしていた予測が善意のものであったということは、SECの主張からも窺える。一九八四年の出来事を背景に、S氏がアナリストに対し一九八七年の当初の予測が誤っていたことを説明し正当化しようとしたことは理解でき、またU社の株主もS氏にそうすることを望んだであろうとされるわけである。なお、株主もS氏のなした行為を望んだであろうとみる点については、論理的にみて、株主は脅かされる会社の評判を維持することに共通の利害関係を有しているためS氏の行為は株主の利益に合致していることのほか、このケースに固有の理由として、S氏のU社における地位に着目すると、会社の信用を維持することについて他の株主と同様の利害関係をもつといえることをその見方を補強するものとしてあげている[22]。

以上のS氏の行為についての評価の相違は、とりわけ、Stevens事件におけるSECの立場がなおDirks判決の示す基準の枠内にあるか等、両者の関係をどうみるかともかかわっている。

2 また、Stevens事件に含まれる状況は、会社によるアナリストに対する情報伝達の実際のある一端を示している点でも注目すべきものとされる。すなわち、U社のように相対的に小規模な会社は、しばしば市場の注目

を得ることにおいてかなりの困難に直面している。アナリストの数は限られており、アナリストの担当を得ていない会社も少なくない。[23] そのような、いわば孤児たる会社の大部分は、資本額の低い、投機的範疇に属する会社である。U社は幸い担当するアナリストを得ていたが、彼らから会社の予測を当てにし得るという信頼が失われるなら、U社も右のような会社の部類に陥る恐れがある。そうなると、会社はより広範な投資家層に業績予測等その情報を伝えることはできず、その結果、とりわけ、アナリストに依存する機関投資家によってその株式の処分がなされ、株価が低下することも考えられる。

相対的に小規模な会社の場合、担当アナリストとの関係を繋ぎ止める必要が特に大きいという右の現実に照らして、アナリストの信頼を維持しようとする会社の試みを、アナリストへの選択的開示といった方策も含め、正当化することはできるか。とりわけ、U社の場合のように、発行会社が以前に誤った情報を伝えていた場合には、その同じアナリストに情報の公表前にそれを伝える論拠も強くあるように思われるが、どう考えるべきか。[24] しかし、信頼を維持することが重要だとしても、U社は以前開示したのと反対のニュースをまず一般的に開示し、すぐその後でアナリストに対しU社が結果的に誤った情報を伝えることになったことが不実表示に当たらないということを説明しようとすることも可能ではないかという反論ももちろん考えられる。ただし、その反論の基礎にある情報への平等なアクセスという考え方については、次にみる情報伝播の性質から、その実行可能性についての問題も指摘されている。また、S氏の行為はやはり問題があるとされるとしても、それをインサイダー取引の典型的な場合と同列に扱うことが妥当といえるかの議論の余地も出てこよう。

3　さらに、情報の伝播は徐々にであるという性質が、少なくとも規模の相対的に小さな、それほど綿密に追跡されているのでない会社の情報について妥当し、それはStevens事件にもあらわれているとの指摘がある。次のような調査結果が報告されている。すなわち、U社が一九八七年五月一五日金曜日の午後に予期される収益の低下を公表したとき市場は反応せず、当日取引所が閉じるまでに八分の一ポイントだけ下落した。実際、ダウ・ジョーンズのニュース・サービスはその日にU社の記者発

表を伝えていなかった。そして五月一八日月曜日になって株式は、金曜日の記者発表に基づき月曜日に発せられたU社についてのウォール・ストリート・ジャーナルの記事に反応する前に八分の一ポイント上昇して始まった。当日の株価は、上昇に転ずる場面もあり、取引所が閉じるまでに四分の一ポイントのみ下落し、その後になって相当に下落するという値動きをした。[25]

右の調査結果から汲み取るべき要点は、記者発表の後でさえ、情報の伝播にはタイム・ラグがあり、会社から記者発表に先立ち情報の提供を受けたアナリストの顧客は完全な価格の下落以前に売却することができるであろうことである。記者発表の後に設けられた待機期間はこれに配慮するものであるが、[26]いずれにせよ現在の、会社収益予測を最新のものにしようとするいかなる開示制度のもとにおいても、その過程でタイム・ラグが生じ、機密に近づける人たちのところに利得が生じることは避けがたいという認識がもたれる。[27]なお、取引高が少ない株式について重要な情報がゆっくり伝播して行く傾向があることは、効率的市場仮説と一致していないように思われる。「相対的に小規模な、NASDAQ銘柄の会社およびアメリカン証券取引所上場の会社に対する効率的市場仮説の適用可能性は明らかにされていない」。[28]効率的市場仮説に依拠する見解について、その妥当する範囲、限界に配慮する必要があると思われる。

4 最後に、Stevens事件の場合、アナリストに電話で内部情報が伝えられたのは、情報の公表の前日であった。特定のアナリストに向けて開示がなされることは、そのように、情報の公表の数日前ないし数時間前になってやっと起こることが多いといわれる。[29]事実としてそのような傾向があることは、アナリストと会社とのコミュニケーションを冷やすべきでないという観点からの議論にとっていかなる意味を有するであろうか。

三 解釈論上の問題
～Dirks判決に示されたルールの捉え方

(一) はじめに

二でみたStevens事件は、Dirks v. SEC事件判決[30]に示された特定のアナリストに向けての開示に関するルールをどのように捉えるかをめぐって再び議論を生じさせた。この節では、Dirks判決の概要を示した後、Ste-

vens事件に照らしてDirks判決をどう捉えるかを主な検討の対象とするが、その前に、ごく簡単にではあるが、Dirks判決に至るまでの経緯をここでみておきたい。

いうまでもなく、アメリカにおいてインサイダー取引の抑制に大きな役割を果たしてきたのは、一九三四年証券取引所法の一〇条（b）項およびそのもとでのルール一〇b－五であるが[31]、その理論的発展の比較的早い段階で、会社内部者が個々のアナリストに重要な未公表の情報を伝え、その後アナリストが顧客に対し、顧客が一般投資家の犠牲において不公正な利益を得ることを認識しつつ、その情報を伝える状況に関し、特定のアナリストに向けての開示はインサイダー取引の一類型と捉えられてきたとされる。右の状況で、アナリストに責任が生じるばかりでなく、会社内部者も内報提供者として責任を問われることとなる[32]。

一九三〇年代から一九七〇年代を通して、立法上、解釈上ともに拡張期であったといわれるが、一九八〇年代に入ってその傾向に歯止めをかける連邦最高裁判決が現れるに至った[33]。まず、Chiarella v. United Stetesであり、未公表の重要な情報を得た印刷会社従業員がそれを開示せずに取引をした事案に関し、一般に利用できない情報に基づく取引がルール一〇b－五のもとで禁ぜられるのは、取引を行う者が会社との間にある信任関係から生じる開示義務に違反する場合であるとされ、未公表の重要情報に基づく取引それだけではルール一〇b－五のもとで責任を問うのに十分でないとされた。そして、この判決に引き続いて、その方向をさらに推し進めたとされるのが、Dirks判決である。Dirks判決は、証券アナリストの関与する事案を取り扱うものであり、裁判所の焦点が、それまで伝達される情報の性質に向けられていたのに対し、ここではアナリストに情報伝達する内部者の動機に向けられている点に顕著な特徴が認められる。

（二）Dirks v. SEC事件判決の概要

本件上訴人Dirks（以下、D氏と呼ぶ）はニュー・ヨークの証券会社の役員で、機関投資家に対し保険会社の証券についての投資分析を提供することを専門にしていた者であるが、一九七三年三月六日に、主として生命保険とミューチュアル・ファンドの販売を営む保険会社（Equity Funding社、以下E社と呼ぶ）の元役員から

同社の資産が詐欺的な行為によって過大に評価されているとの情報を得た。D氏は、調査を開始し、同社の従業員から、元役員による不正の告発についての事実を確認する証言を得るに至った。D氏も彼が所属する会社もE社の株式を所有しておらず、また取引もなかったが、D氏は自己の顧客にその情報を知らせ、その内の何人かは直ちにその保有するE社の株式を売却し、それにより、E社で行われている大規模な詐欺が公にされたときに被ったであろう相当の損失を回避した。なお、E社の株価は、D氏が調査に乗り出し、その過程で元役員の告発の言葉を広めることになった二週間の間に二六ドルから一五ドルを下回るまでに下落した。このように、D氏は特定の顧客に情報を漏らしたけれども、他方では、ウォール・ストリート・ジャーナル誌の記者に依頼して記事になることを試みるなど（これは、結果的には成功しなかった）、事実を公にする努力をしている。そして、D氏は、E社のスキャンダルを明るみに出す上で重要な役割を演じたと、しだいに認識されるようになってきた。

本件は、以上のような事実関係のもとでSECがD氏に対して下した譴責処分（censure）～SECは、D氏の行為がとりわけ証券取引所法一〇条（b）項およびルール一〇b－五違反を幇助するものと認定した～に対し、D氏がその取消を求めたものである。ところで、SECの判断の基礎には、自己が内部者から重要な未公表の情報を受領したと知り、または知るべきであった者は、その情報を開示するか、または取引を断念するかの内部者の義務を承継する（assume）との考え方がある。SECは、この考え方のもとで、内報受領者が自ら取引するか、またはその情報に基づいて取引することが合理的に予想される者に内報提供する場合、内報受領者は内部者から承継した義務に違反するとした。SECの立場はコロンビア地区巡回区控訴裁判所では支持されたが、連邦最高裁はD氏の上告受理の申立を認め、審理の結果、原判決を破棄し、原審に差し戻した。

この判決において連邦最高裁は、内報受領者の責任につき、ルール一〇b－五のもとでの開示義務は当事者間の関係から生じるもので単に市場におけるその者の地位のゆえ未公表の情報を獲得できることだけで生じるものではないとして、Chiarella 判決を確認するとともに、内部者＝内報提供者が内部情報を伝達することによって

株主に対する信任義務に違反することになったときで、かつ内報受領者が内部者は当該情報伝達により個人的利益（personal benefit）を得るであろうことを知り、または知るべきであった場合にのみ、内報受領者に対する責任が生じるとした。このように、ルール一〇b－五のもとで、内報受領者の責任は内報提供者の株主に対する義務の違反に基づいているとされ（派生理論）、そして、内報提供者＝内部者の株主に対する義務違反は、「内部者が、直接・間接にその開示から個人的に利得しようとしているか否かによって判断されねばならない」とされている。

なお、この判決では、上記Chiarella判決を確認する部分に続いて、Loss教授が「アナリストに対する賛美の歌（paean to the analyst）」と呼んだ[34]ものを述べている。すなわち、「ある者が内部者から未公表の重要な情報を、そのことを認識したうえ、手に入れ、それに基づいて取引するというだけの理由で、開示か、それとも取引を断念するかの義務を負わせることは、市場アナリストの役割～SEC自身、その役割が健全な市場の維持に必要なことを認めている～に対する妨害的影響を及ぼしうるであろう。アナリストが情報を捜し出し、それを分析することはごくごくありふれた事柄であり、また、このことはしばしば会社役員その他の内部者と会い、質問することによってなされる。そして、アナリストが入手する情報は、通常、会社証券の市場価値についての判断の基礎をなすと思われる。この関係で、アナリストの判断はマーケット・レターその他において顧客に利用できるようにされることが考えられる。そのような情報が会社株主の全員にまたは投資公衆一般に同時に利用できるようにされ得ないことは、この型の情報に本来的に備わった性質であり、それどころか実は市場の本質なのである[35]」と。

以上に紹介したところからも明らかなように、Dirks判決において連邦最高裁は、証券アナリストその他の市場専門家の活動を通じての市場の効率性の促進を企図し、またこの関係で、アナリストや会社内部者につきルール一〇b－五のもとでの責任の予測可能性を高めようとしたものと考えられる[36]。しかし他方で、それは、連邦証券所法の反詐欺規定の解釈においてChiarella判決およびDirks判決が出される以前になされていた利益衡量を大

きく変更することを意味する。すなわち、内部者および内部者から情報の伝達を受けた者すべてに対し、未公表の会社情報を一般に利用できるようにすることなしに利用することを厳格に制限することを通して市場の高潔性(integrity)および投資家の保護を確保することに重きをおくものから、市場の価格機能における効率性を重視して市場専門家に対する情報の選択的かつシステマティックな分散を一定程度許容するものに振れることとなった。[37] このような変更に対しては、当然批判も出てこよう。[38] しかし、その議論は四の政策論で採り上げることとし、以下では、Dirks判決が責任の基準としてあげる「個人的利益」基準の内容をめぐる議論を採り上げることとしたい。まず、その基準にいう「個人的利益」がDirks判決から一義的に明らかにしうるかという点である。この点における解釈の余地が広いとすれば、それぞれの拠って立つ政策的考慮から「個人的利益」を厳格に解するか、緩やかに解するかの対立があらゆるケースで生じることも考えられる。それに続いて、内報提供に種々の動機が混在する場合の問題について検討を加える。

(二) 「個人的利益」基準の内容をめぐる議論

1 「個人的利益」は一義的に明確にされうるか

Dirks判決は、内部者が内報提供により直接・間接に個人的利益を得たかどうかの基準を提示し、一定の個人的利益が存在しない場合株主に対する義務違反は存しないとしたわけであるが、そこで義務違反を基礎づける利益に関しては、それがどのような利益であってもよいというわけではないことを強調している。そして連邦最高裁は、下級裁判所に向けて、義務違反の存否の判断に当たっては「客観的な基準、すなわち、内部者が開示から金銭的利益または将来の収益につながる評判上の利益(reputational benefit)のごとき、直接・間接の個人的利益を受け取ったかどうかに焦点を合わせること」を要求している。[39]

連邦最高裁が下級裁判所に注意を喚起する右の一文を判決の中でどう位置づけるかとも関係し、何が内部者＝内報提供者の違法な「個人的利益」を構成するかをめぐってCoffeeとHilerとの間で論争がみられる。[40] Coffeeは、右の一文を根拠に、「個人的利益」基準のもとでの利益は「金銭的利益」を意味すると解されるべきであり、

また、そこでの連邦最高裁の意図をその基準の射程から特に明記していない型の利益を取り除こうとするところに見出す。そして、Stevens事件においてSECが採った立場に対し、委員会のスタッフは明らかに「評判上の利益」という語句に飛びつきその中身を膨らませるもので、それの用いられた文脈を無視するやり方である、との批判を加えている。

これに対しHilerは、Stevens事件におけるSECの立場を擁護する見地から、Coffeeのように解することに疑問を呈している。すなわち、Coffeeが依拠している一文は、「情報が適正な目的のために伝えられたがそれが取引に利用された場合に、仮にインサイダー取引の責任が問題にならないとすれば、当事者が情報を伝えることについてある表向き適法な事業上の正当化根拠を挙げ得ないような状況はまれにしか考えられない」とSECが論じることに応答する箇所におかれている。このSECの懸念を和らげる観点から連邦最高裁は、「ある特定の開示をなすことにおける内部者の目的が詐欺的(fraudulent)であるかどうかの判断に際し、SECおよび裁判所は当事者の心の中を探索することは要求されない」とするとともに右の一文を述べているのであり、それは、裁判所が内報提供についての動機を判断することのできる「客観的基準」の例を提供するものである。このように捉えてHilerは、Coffeeのように解することは、一つの文にそれが担うとは思われないほどに重きを置きすぎることになるとする。

Stevens事件においてSECが採った立場はおそらくDirks判決を受け入れないということであろう。[41] しかし、Dirks判決それ自体からその基準の内容を一義的に確定しうるかについては右のように異論があり、解釈の余地を残す。さらに、仮にCoffeeがいうように、Dirks判決が潜在的な金銭的利益を要求しているとの結論を是認するとしても、その基準にはなお、以下にみるような扱いにくい問題が残されていると思われる。

2　動機の混在の問題

Coffeeの考え方は、評判上の利益をDirks判決のいう「将来の収益」につながるものとそうでないものとに分けることになる。[42] ただ、Stevens事件についてみると、Coffeeは必ずしもこの分析を展開しておらず、SECがS氏につき「信頼に値する経営者としての個人的な評

判」が帰属すると主張するものを、次のような仕方で個人的利益分析から取り除いている。すなわち、Coffeeは、U社の評判はS氏の以前の不正確な予測によって害されると考えられるところ、それを修正する情報の伝達の結果として生じたある評判上の利益は、実際のところ、会社およびその株主に帰属するのであり、したがってDirks判決の真の目的とするところからみて「個人的利益」に該当するとすべきでない旨の主張をなす。(43)

右は、S氏の個人的な評判と会社の評判とが一致しているとみなすものであろう。確かにこのように捉えれば、個人的利益をめぐる分析の困難な問題は出てこない。しかし、その捉え方の本質は、Hilerによれば結局は、内報提供がなされた場合にある個人的利益がそこに伴っていたとしても、その内報提供についてのありうる適切な動機またはその行為から発行会社に有益な利益が帰属するという事実が、その個人に固有の、そして不適切な利益を乗り越えうるということを認めることにあるとされる。(44) そして、この結論を認めるとすれば、いわば適正な動機と個人としての評判や当該会社の株式の保有等に関連しての個人的な動機とが混在しているとみられうる状況が問題になる場合に、複雑な分析ないし利益衡量が求められることになる。すなわち、内部者＝内報提供者に生じる利益がどの程度であれば個人的利益基準を満たすことになるか、また、どのような場合に、内部者にある利益が生じても、発行会社または株主に帰属する利益により、その内報提供が許容されることになるか、等の分析である。

さて、Dirks判決では問題にならなかったが、(45) 右のように、内報提供について、それが会社の職務の一環としてなされたというように、ある表向きの正当化根拠があるが、他方で内報提供者にある型または程度の利益の生じることの考えられる場合の問題が取り扱われたケースとして、State Teachers Retirement Board v. Fluor Corporation(46)事件がある。この事件で、原告たる公的年金基金は、訴訟原因の一つに、Fluor社（以下、F社とよぶ）がその役員を通じて不当に会社の評価にとってプラスの未公表情報を銀行の投資アナリストに提供したという、内報提供に基づく証券取引法違反をあげている。その訴え提起に対し、被告たるF社および信託会社は正式事実審理を経ないでなされる判決（summary judg-

ment）を求める申立てを行ったが、ニュー・ヨーク南地区連邦地方裁判所は、次のようにしてその申立てを拒んだ。

まず、申立てを拒むに際し裁判所は、内報提供者の一人であって、内報提供の時点でF社の広報担当役員であったEtterという者（以下、E氏。彼は問題の内報提供の二年後にはvice-presidentに昇進した）のありうる評判上の利益、およびF社のvice-chairmanでかつE氏と同様アナリストと会談をもったTappan（以下、T氏とよぶ）という者およびその息子の所有株式の価値のありうる増加、という原告が主張するものに着目した。そして裁判所は、これらがDirks判決の個人的ないし評判上の利益を構成するかどうかに関する対立の一部は、予測可能性（例えば、任務として割り当てられた仕事を履行することは評判上の利益にはなりえないとすること）の要請と、個々のケースをそのケース固有の事実（例えば、もしあるとすれば、E氏の昇進と彼と信託会社の関係との間のつながり）との間で生じる緊張関係に起因するものであることを指摘するとともに、「動機が問題である場合、事実審理はとりわけ重要である」との第二巡回区控訴裁判所が陪審に対してなした注意を引用し[47]、「原告は、現在彼がE氏およびT氏両名の不当な動機および信託会社の欺罔する意図（scienter）の推論のため追求している事実を陪審に提出する権利を与えられている」と結論づけた。さらにF社が、内報提供に対する代位責任（vicarious liability）を負うことはありえないということに基づいて正式事実審理を経ないでなされる判決を求めたのに対し、裁判所は、それを否定した。Dirks判決のルールによって決せられる訴訟において、内報提供者の個人的利得の要件のゆえ、代位責任の認められる場合はそれほどないであろうが[48]、このケースにおいては、内報提供が雇用の範囲内でなされ、かつ被用者に評判上の利益を与えたと陪審が推論することの基礎となる特別の事実が主張されることも考え得ることを根拠とする。E氏が信託会社の投資アナリスト（内報受領者）と会ったのは、自身の広報担当役員としての資格においてであり、また、F社の正規のインベスター・リレーションズ・プログラムの一環としてのものであって、F社もそれを認識し、権能付与をなしていたが、他方、E氏は内報提供が株式価格の上昇に寄与することを期待

していたと考えられるとの主張もなされており、特定の者への選択的開示の方策がその主張通りの働きをしたかは明らかではないが、そのような主張は代位責任の問題に関係する要素を示唆するものとされた。

以上にみたところから、次のような点をFluor事件における裁判所の立場として汲み取ることができる。すなわち、①内部者＝内報提供者個人の評判と発行会社の評判は区別され、また会社に対し内部者＝内報提供者がもつ経済的利益と他のすべての株主のそれも同様区別されうるものであり、また②すでに手中に収まっている金銭と異なり、ある間接的な、潜在化している将来の利益は、内報提供をなす役員がそれに際し会社の業務を果たしているときでも、Dirks判決の個人的利益基準のもとで審理すべき対象となりうるものであり、そして③Dirks判決のもとでの分析の要素には、内報提供がある「不当な動機」の結果であったかどうかの点が本質的に含まれている、といった点である。(49)

Dirks判決の事案は、記録のうえからは、不当な目的を示唆する事実を全く欠くものである。しかし、動機が混在することを指し示す証拠が存在するというケースが出てくることは、右の事件にみるように、大いに考えられるところである。その場合、Dirks判決が必ずしも想定していない上述のような分析が必要になる。Dirks判決の一側面に、重要な内部情報の開示に携わる内部者および証券アナリストに対しその責任の明確なルールを提供しようとするところがあると考えられるが、解釈論の問題との関連では（政策論上の論議は四で取り扱う）、上記の分析の必要になることが別の不明確さを生み出すことに留意する必要があるといえよう。

（未完）

（1） 昭和六三年の証券取引法改正で、刑事上の制裁につき具体的で明確な形式的要件を定めた規定が追加され、これにより、誰がみても不当な、少なくとも内部者取引として異論のありようのない中核部分は、明確な形で規定されたと評されている。龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情一一九一号（一九八八）三九頁、四三頁。ただし、そうしたアプローチを採ったわが国の規制のもとでも、たとえば重要事実について、証取法一六六条（平成四年改正前証取法一九〇条の二）二項四号の包括条項を用い、「法令により重要事実を網羅的に列挙したとの立法時の前提が崩れた」と評される（黒沼悦郎「判例研

究」商事法務一四二〇号（一九九六）三一頁、三五頁）判決も存する。東京地判平成四・九・二五金商判九一一号（一九九三）三五頁。本判決については、堀口亘「判例批評」金商判九一一号四二頁も参照。

（2）証券アナリストは、「証券の分析・評価および投資決定、資金運用に関する業務に携わる人」をさし（若杉啓明他『証券アナリスト～制度と役割～』（一九八七年）二頁以下）、証券会社の調査部、系列の研究所、投資信託を運用している運用会社、投資顧問会社、銀行、保険会社などに属しているとされる。塩野谷祐一・北村一男「職業倫理の基本理念確立のために」証券アナリストジャーナル一九九二年五月号八頁、二一頁（北村発言）。なお、内部情報に接する態様に対応して、後述の「証券アナリスト職業行為基準」の3（4）および（5）に書き分けられている。

（3）Langevoort, Investment Analysts and the Law of Insider Trading, 76 Va L. Rev. 1026 (1990). また、アルフレッド・C・モーレー「アメリカの証券アナリスト」『証券アナリスト』（青山護・井出正介編、一九九〇）七五頁、八五頁以下も参照。

（4）Langevoort, supra note 3, at 1026.

（5）SEC v. Bausch & Lomb, Inc., 565 F. 2d 8, 9 (2d Cir. 1977)

（6）Note, Rule 10b-5 and Voluntary Corporate Disclosures to Securities Analysts, 92 Colum. L. Rev. 1517, 1520 (1992)

（7）証券アナリストジャーナル一九九五年一月号五〇頁以下参照。なお、「この基準は、会員の所属する業界のいかんにかかわらず、証券分析に関するすべての職務に共通する基準として、自主的に遵守すべきものである」とされている。

（8）「証券分析業務」とは、証券投資に関する諸情報の分析と投資価値の評価ならびにこれらに基づく投資情報の提供、投資推奨または投資管理をいう。

（9）Stuart M. Robbins「米国におけるリサーチ・アナリストの歴史と展望」証券アナリストジャーナル一九九一年一二月号四九頁、五五頁。

（10）後に検討するDirks事件、Stevens事件等である。

（11）情報伝達行為自体を規制の対象としてとらえる規制例は少なくない。たとえば、本稿で主な検討の対象とするアメリカにおいて、ルール一〇b-五は、その理論的発展の比較的早い段階で、未公表の重要事実の特定の者に限っての開示を禁じるものと理解されていた。Langevoort, supra note 3, at 1027. ただ、その情報を受領した者（tippee）が取引しなかった場合、内報提供者（tipper）の責任は必ずしもはっきりしないが、そのような場合であっても、内報提供者が責任を負うとされる場合があり得ることを示唆するものとして、Loss & Seligman, Fundamentals of Securities Regulation (3d ed. 1995) 821. ただし、Wang, Recent Developments in the Federal Law Regulating Stock Market Inside Trading, in: Con-

temporary Issues in Securities Regulation 59, 65-66 (Steinberg eds. 1988) も参照のこと。Dirks 判決後については、後述するところを参照。いずれにせよ、内報提供者の責任も第一次的(primary)なものととらえられる。また、公開買付にかかわるルール一四e-三も内報提供を禁ずる条項を含んでいる。さらに、一九八八年の「インサイダー取引および証券詐欺規制法(ITSFEA)」も情報伝達それ自体が証券取引所法違反であるということ、および内報提供者は教唆および幇助(aiding and abetting)の要件すべてが立証されるか否かにかかわらず責任を負うということを明らかにする。Kaswell, An Insider's View of the Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, 45 Bus. Law. 145, 162 (1989). なお、アメリカ以外でも、たとえば、内部者取引に関する諸規定の調整のための一九八九年一一月一三日ヨーロッパ共同体委員会指令(89/592/EWG)三条は伝達行為を禁止している。Lutter, Europäisches Unternehmensrecht 4. Aufl., S. 602. ドイツ証券取引法(一九九四年七月三〇日公布)一四条一項は、それを国内法化したものである。早川勝「ドイツ証券取引法」同志社法学四七巻二号二三三頁、二四二頁以下、神作裕之「ドイツ第二次資本市場振興法案の概略(上)」商事法務一三四八号(一九九四)一三頁、一七頁。

(12) 横畠裕介『インサイダー取引規制と罰則』(一九八九)一二七頁、二一一頁。

(13) たとえば、Note, supra note 6, at 1531-1549.

(14) Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966), Carton=Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stan. L. Rev. 857 (1983). 等。

(15) 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(竹内還暦)』(一九九〇)所収五一一頁、五二一頁。

(16) 関・前掲論文五二一頁。

(17) Note, supra note 6, at 1520.

(18) 中村聡「米国証券民事責任改革法の概要(上)(中)(下)」商事法務一四一四号二頁、一四一五号一二頁、一四一六号三三頁(一九九六)、山下朝陽「米国における証券民事訴訟の現状・背景と一九九五年証券民事訴訟改革法の要点」国際商事法務二四巻五号(一九九六)四八六頁、参照。

(19) 48 SEC DOCKET 739.

(20) Coffee, Jr., Insider Trading versus Selective Disclosure: Distinguishing Fraud from Favoritism, in: Modernizing U. S. Securities Regulation 139, 146. (kenneth Lehn and Robert W. Kamphuis, Jr. eds. 1992).

(21) Coffee, Jr., The SEC and the Securities Analyst, New York L. J. (May 30, 1991) 5-6.

(22) Ibid.

(23) Ibid. なお、一九八四年の時点でニューヨーク証券取引所に上場されている会社のうち定期的にアナリストの

担当を受けているのは、全体の一〇パーセントだけであったとされる。また、一九八七年のクラッシュと一九九一年五月の間に上級アナリストの数は一七パーセント低下したとされる。Note, supra note 6, at 1539.

(24) Coffee は、ありうる論拠として、以前に誤った情報を伝えたアナリストに最初に伝えようという衝動は通常の人間の行動として理解できること、および訂正義務との関係での根拠づけを示唆する。Coffee, supra note 21, at 6.

(25) Ibid.

(26) わが国の証券取引法施行令三〇条二項は、報道機関のうち少なくとも二つの報道機関に対して公開したときから一二時間が周知のために必要な期間としている。

(27) 座談会「証券アナリストの職業倫理と行為基準について」証券アナリストジャーナル一九九五年一月号九頁、二六頁（岩原発言）。Coffee, supra note 21, at 6.

(28) Ibid.

(29) Coffee, supra note 20, at151.

(30) 463 US 646 (1983).

(31) なお、インサイダー取引に向けての本格的な立法がなされる以前の一九三〇年代初頭において、コモン・ローが、証券市場における詐欺的取引を禁じていた。大恐慌以前には、インサイダー取引に対する訴訟はまれであった。Salbu, Regulation of Insider Trading in A Global Marketplace: A Uniform Statutory Approach, 66 Tulane L. Rev. 837, 840 (1992).

(32) Langevoort, supra note 3, at 1027.

(33) 445 US 222 (1980).

(34) Loss & Seligman, supra note11, at 823.

(35) 463 US, at 658.

(36) Hiler, Dirks v. SEC—A Study in Cause and Effect, 43 Maryland L. Rev. 292, 297 (1984).

(37) Ibid.

(38) Powell 判事執筆による法廷意見に対し、Blackmun 判事が反対意見を述べており、それに Brennan、Marshall 両判事が同調している。463 US, at 667-679. また、荒谷裕子・「判例紹介」アメリカ法一九八五年一号一四〇頁、一四四頁以下に問題点が簡潔に整理されている。

(39) 加えて、裁判所は、取引を行う親戚または友人に対する機密の情報の贈与も必要な個人的利益を満たしうるとしている。463 US, at 664. こうして、連邦最高裁は、内部者にもたらされ得る個人的利益として少なくとも三つの類型のものを述べていると整理されうる。すなわち、①金銭的な利得、②将来の収益につながる評判上の利益、または、③取引を行う親戚または友人に対する機密の情報の贈与、である。他方で、裁判所は、外部者に対する内報提供が会社の目的のために合法的になされることも考えられるということを認めた。Loss & Seligman, supra note 11, at 823.

(40) 以下、よりわけ、Coffee, supra note 21. と Hiler, The SEC and the Insider/Tipper, N. Y. L. J. (August

29, 1991) 5. 参照。

(41) Coffee, supra note 21, at 6.

(42) Hiler, supra note 40, at 6.

(43) Coffee, supra note 21, at 6.

(44) Hiler, supra note 40, at 6.

(45) Dirks 事件の事実関係において、D氏自身はE社との関係を有せず、E社の株主に対し信任義務を負う関係にはなかった。また、D氏に情報を伝えた元役員や他のE社の従業員もE社の秘密を明かすことにおいて金銭上その他の個人的利益をなんら受けていない。これらから、連邦最高裁は、内報提供者が不正行為を明るみに出すという願望に動機づけられて行動したことは明らかであるとしている。463 US, at 665-667.

(46) 576 F. Supp. 1116 (S. D. N. Y. Dec. 12, 1983).

(47) Robertson v. Seidman & Seidman, 609 F. 2d 583, 591 (2d. Cir. 1979). 等である。

(48) 代位責任のコモン・ローの原則のもとで、使用者が被用者の行為に対して責任を負うのは、被用者がその雇用の範囲内でなした行為に関わるが、この関係で重要な要素としては、その行為が使用者の施設で生じたかどうか、被用者と交渉をもつ者がその行為につき使用者が権限を与えた、被用者の通常の任務であると考えることができたであろうかどうか、そして被用者の行為が個人的な利得への願望によって動機づけられているかどうか、があるとされている。576 F. Supp., at 1121.

(49) Hiler, supra note 40, at 6.

(一橋大学助教授)