

# 債権者委員会と未公開情報

小 杉 亮一朗

## (目次)

- 一 はじめに
- 二 Blue River Capital LLC 事件
- 三 Barclays Bank PLC 事件
- 四 おわりに

### 一 はじめに

本稿では、第11章事件の下で設けられた債権者委員会等が、証券取引に利用されたのではないかと疑われた諸事例の検討をおこなう<sup>(1)</sup>。第11章事件において、債権者委員会は、重要な役割を果たし、その活動過程において、証券の価格に影響を及ぼし得る、種々の重要な未公開情報を入手することがある。債権者委員会の構成員は、全ての無担保債権者を、公正に代表することを期待されており、委員会で得た情報の利用の在り方が、時として批判の対象となることがある。以下では、SEC のリリース等を参考に、若干の事例について検討をおこなう。

### 二 Blue River Capital LLC 事件

ブローカー・ディーラーが、情報障壁に関して、SEC から問題を指摘されることがある。以下では、主として、In re Van D. Greenfield and Blue River Capital LLC, Exchange Act Release No. 34-52744; File No. 3-12098 (Nov. 7, 2005) をてがかりに、債権者委員会等の説明を付しつつ、本件の概要を紹介する<sup>(2)</sup>。同リリースによると、Blue

(1) 本稿では、ヘッジファンド等をめぐる諸事例を検討するが、以下の諸研究において、様々な問題が指摘されている。たとえば、神作裕之「ヘッジファンド等の規制上の論点」神作裕之、財団法人資本市場研究会編『ファンド法制－ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題－』38頁～39頁（財経詳報社、2008）では、問題視されているヘッジファンドにおいては、通常、ファンド・マネージャーによる法令違反行為もあるとの指摘が紹介されている。そして、「現に最近のSEC等によるヘッジファンド等の処分事例は、内部者取引、株価操作、詐欺、不実表示、登録義務違反、利益相反、資産の不正流用などありとあらゆる証券規制違反に及んでいる。」としている。同書では、上場株式に対して投資をおこない、株主積極主義に基づいて行動するヘッジファンドも少なくないため、市場許害行為や不正行為等のおそれ、深刻化し得ると懸念されている。ほかに、具体的な事例を紹介する文献として、杉浦彦彦ほか『金融犯罪対策の手引き－最前線の取組みと今後の展望』116頁～117頁（社団法人財政事情研究会、2010）も参照されたい。

(2) 本件に関して解説をおこなう、Barry W. Rashkover & Laurin Blumenthal Kleiman, SEC Enforcement and Examinations Concerning Hedge Funds, 52 N. Y. L. Sch. L. Rev. 599 (2007-2008) 等も参考とさせていただきます。

River Capital LLC は、Globalstar, Adelphia, WorldCom 等の債権者委員会や持分権者委員会の構成員をつとめ、各委員会の地位を通して、重要な未公開情報を所有するに至った<sup>(3)</sup>。Van D. Greenfield (以下「Greenfield」と記す) は、Blue River Capital LLC のマネージャー兼コンプライアンス・オフィサーであり、Blue River Capital LLC の投資に関して、相当の裁量を有していた。John Edwin Reybold (以下「Reybold」と記す) は、1995年には Blue River Capital LLC の主要な証券トレーダーとなっていた。2001年10月31日、Blue River Capital LLC は、Globalstar, L. P.の非公式の債権者委員会の構成員となり、Greenfield は、Globalstar, L. P.との秘密保持契約にサインした。2002年2月15日、Globalstar, L. P. は、第11章による保護を申し立てた。連邦管財官は、Blue River Capital LLC を、Globalstar, L. P.の無担保債権者委員会に選任した<sup>(4)</sup>。

連邦倒産法 (the U.S. Bankruptcy Code) 第11章 (いわゆる「チャプター・イレブン」。以下、単に「第11章」と記す。) は、倒産会社の再建 (Reorganization) 手続き等について、諸規定を設けている<sup>(5)</sup>。第11章事件では、特別の場合を除いて<sup>(6)</sup>、旧経営陣が継続して再建にあたることとなる。占有を継続する債務者 (debtor in possession) (以下「DIP」と記す) は、同法1107条 (a) 項に規定する権利、権能を有し、義務を負担することになるようである。第11章事件が開始された場合、原則として無担保債権者委員会 (unsecured creditors' committee) が組織されることとなる。一般に、無担保債権者の数は多く、また個々の有する債権額は大きくはないようである。そして、担保付債権者のような交渉力を有していないと指摘されている<sup>(7)</sup>。個々の無担保債権者が、個別に DIP と再建計画につき交渉することは、双方にとって、経済的理由や実行可能性等の面から、多くの困難が予想されている<sup>(8)</sup>。このような諸事情に鑑み、無担保債権者委員会は、DIP を監視し、DIP と再建計画の交渉をおこない、全ての無担保債権者の利益を代表して、

(3) In re Van D. Greenfield, Exchange Act Release No. 52744, 2005 SEC LEXIS 2892 (Nov. 7, 2005). 本件における Offers of Settlement の提出について、同資料の II を参照されたい。

(4) 連邦倒産法1102条 (b) 項 (1) 号によると、第11章手続きが開始される前に、債権者委員会が構成されており、当該債権者委員会が公正に選任され、各種の債権者を代表していると認められる場合には、当該債権者委員会の委員が、第11章手続の下での債権者委員会の委員に選任されることも、あるようである。福岡真之介『アメリカ連邦倒産法概説』263頁 (商事法務, 2008) を参照。

(5) 米国の債権者委員会や、チャプター11に関しては、主として、以下の諸研究を参考にさせていただいた。川畑正文「アメリカ合衆国における倒産手続の実務 (1) 一章手続および一三章手続を中心に」NBL708号12頁～18頁 (2001)、川畑正文「アメリカ合衆国における倒産手続の実務 (2) 一章手続および一三章手続を中心に」NBL709号31頁～37頁 (2001)、川畑正文「アメリカ合衆国における倒産手続の実務 (3) 一章手続および一三章手続を中心に」NBL710号46頁～54頁 (2001)、高木新二郎「アメリカ合衆国における会社再建手続の実際－アメリカで倒産に巻き込まれた場合に備えて」判例タイムズ628号43頁～66頁 (1987)、高木新二郎『アメリカ連邦破産法』313頁～399頁 (商事法務研究会, 1996)、福岡・前掲 (注4) 76頁～77頁・249頁～309頁、渡邊光誠『最新・アメリカ倒産法の実務』 (商事法務研究会, 1997)。

また、伊藤眞ほか「民事再生法－立法・解釈・運用－」ジュリスト1189号78頁～97頁 (2000)、中島弘雅、村田典子「アメリカのプレパッケージ型倒産手続について」国際商事法務33巻1号9頁～17頁 (2005)、長谷川俊明『法律英語と紛争処理－民事訴訟手続、ADR、倒産手続 他－』319頁～331頁 (レクシスネクシス・ジャパン株式会社, 2007) 等も参照。

(6) 特別の場合については、渡邊・前掲 (注5) 7頁等を参照されたい。

(7) 担保付債権者や無担保債権者の交渉力について、渡邊・前掲 (注5) 7頁、43頁を参照。

(8) 福岡・前掲 (注4) 76頁、渡邊・前掲 (注5) 43頁。

有利な再建計画案を引き出すことを、期待されているようである。係争中に、DIPの幹部が、債権者委員会の委員長と会見をおこなったり、債権者委員会の会議において、説明をおこなうこともあるようである<sup>(9)</sup>。また、利害関係人より申立があり、裁判所が必要と考えた場合には、追加の債権者委員会や、持分権者委員会（equity security holders' committee）が、設置されることもある<sup>(10)</sup>。これらの委員会の委員は、連邦管財官（United States Trustee）によって、選任されることとなる。同法1102条（b）項（1）号と同条同項（2）号により、通常は、委員会の構成員となることを望む、上位7位の大口債権者または上位7位の株主が、委員に選任されることとなるようである<sup>(11)</sup>。第11章事件において、債権者委員会の果たす役割は、非常に大きなものとなる。本稿の検討対象である証券取引との関係でみると、債権者委員会の構成員は、証券の価格に少なからず影響を及ぼし得る情報を、同委員会の活動過程において、入手し得るという点が重要である。同委員会で得た情報が、証券取引に不正利用されることのないような体制が、十分に整備されていない場合には、批判を受ける可能性がある。

さて、2002年6月25日になると、Adelphia Communications Corporation（以下「Adelphia」と記す）が、第11章による保護を申し立てた。連邦管財官は、Blue River Capital LLCをAdelphiaの持分権者委員会に選任し、Greenfieldは、同委員会の委員長となった。同年7月21日には、WorldCom, Inc.（以下「WorldCom」と記す）も、第11章の申し立てをおこなった。7月29日、連邦管財官は、Blue River Capital LLCを、WorldComの無担保債権者委員会に選任し、Greenfieldが、その委員長となっている。

Greenfieldは、Globalstar, L. P.とAdelphia, WorldComの委員会構成員として、取得した情報の秘密保持を強いられていた。また、Greenfieldは、各委員会の構成員として、Globalstar, L. P.とWorldComの無担保債権者、Adelphiaの持分権者に対し、受託者義務と忠実義務を負っていた<sup>(12)</sup>。WorldComとAdelphiaの委員会は、選任後すぐに、発行体の証券を取引する委員会構成員のためのセーフ・ハーバーを設ける、裁判所による命令を求め、これを得ることとなった。当該命令は、自己勘定や他者の勘定で証券取引をおこなう委員会構成員が、委員会構成員としての受託者義務<sup>(13)</sup>に違反することなく、各発行体の証券の取引を続けるためには、委員会構成員の代表と、その構成員の取引担当者との間に、

---

(9) 渡邊・前掲（注5）47頁。

(10) 無担保債権者委員会以外の委員会が設置された例については、渡邊・前掲（注5）44頁で紹介されている。しかしながら、同書の43頁によると、その運営や維持のための費用が、相当に必要とされるため、このようなケースは、それほど多くないようである。

(11) 一般に、無担保債権者の有する債権額の規模と、債権者委員会の構成員として活動する意欲には、関連性があるようである。しかしながら、委員会の構成員の構成が、全ての無担保債権者を公正に代表しているのであれば、1102条の規定にかかわらず、その構成は自由なものと考えられているようである。渡邊・前掲（注5）44頁を参照。

(12) 債権者委員会と委員会の構成員が、代表している集団の構成員全員に対する、債権者委員会と委員会構成員の受託者責任や忠実義務については、福岡・前掲（注4）77頁、264頁を参照。同書の264頁では、Citicorp Venture Capital, Ltd. v. Comm. of Creditors, 160 F.3d 982 (3d Cir. 1998) や Westmoreland Human Opportunities, Inc. v. Walsh, 327 B. R. 561 (W. D. Pa. 2005) を引用し、「債権者委員会等の委員は、債務者の財務状況の調査や再建計画の作成に参加する過程で、債務者の秘密情報を入手することができるが、このような秘密情報を利用して、個人的な利益を図る行為は忠実義務の違反になるとされている」と解説する。

有効な情報障壁を設ける必要がある旨を示していた。また、証券取引の前に、情報障壁手続の遵守に関する宣誓供述書 (an affidavit)<sup>(14)</sup>を、提出するよう要求されていた。Blue River Capital LLC と Greenfield は、WorldCom や Adelphia の事例において、この宣誓供述書を提出していなかったようである。各委員会で活動する間に、Greenfield は、発行体の重要な未公開情報に、接近することが可能となった。Greenfield が入手した、重要な未公開情報の不正利用を防止するための、書面によるガイドラインや諸手続きを、Blue River Capital LLC は、備えていなかったようである。また、Greenfield が、重要な未公開情報を有する間に、Blue River Capital LLC が、各発行体の証券を取引することを、制限していなかったようである。そして、Blue River Capital LLC による各発行体の証券取引の状況を監視せず、Reybold の調査も不十分であったとの指摘がなされている。Greenfield が各委員会で活動していた間に、Reybold は、Blue River Capital LLC の自己勘定で、各発行体の証券を活発に取引し、利益を得るに至ったとされている。

Blue River Capital LLC は、連邦管財官に対し、WorldCom 証券の保有高を不実表示することにより、WorldCom の債権者委員会の構成員の地位を得たのではないかと疑われた。WorldCom の倒産による保護の申立日に、Blue River Capital LLC は、支払期日を2011年とする額面価額600万ドル分の WorldCom の無担保のノートと、支払期日を2003年とする同社の額面価額50万ドル分のノートを所有していた。2002年7月25日、Greenfield は、本件ノートの額面価額40万ドルの空売りを、Blue River Capital LLC の自己勘定で実行する一方で、額面価額40万ドル分の購入を、Blue River Capital LLC の自己勘定で実行したようである。さらに、当該取引を、申立日前の最後の営業日である7月19日現在になされたものとして、双方の取引を処理するよう、Reybold に指示したとされる。実際には、Blue River Capital LLC は、7月19日に、WorldCom 証券を取引していなかったとのことである。7月26日、Greenfield は、前日の取引をキャンセルし、同年7月19日現在の、本件ノートの額面価額4億ドルの空売りと同額の購入をおこなうよう、Reybold に指示した。同日、Greenfield は、連邦管財官に対して、Blue River Capital LLC を WorldCom の無担保債権者委員会に選任するよう求めたとされる。その際に、送付した書状には、Blue River Capital LLC が、WorldCom に対して4億ドルの無担保債権を有していると表記されていたようである。当該文書には、先に述べたショート・ポジションや、申立日後の購入と遡及日付等については、開示されていなかったとのことである<sup>(15)</sup>。4億ドルの無担保債権は、WorldCom の上位20位の無担保債権者の中の一つに、Blue River Capital LLC を位置づけるものであったと思われる<sup>(16)</sup>。7月29日、連邦管財官は、WorldCom の無担保債権者委員会に、Blue River Capital LLC を選任し、

(13) 福岡・前掲(注4)77頁、264頁も参照 (Westmoreland Human Opportunities, Inc. v. Walsh, 327 B. R. 561 (W. D. Pa. 2005) や Official Comm. of Unsecured Creditors v. Asea Brown Boveri, Inc., 313 B. R. 219 (N. D. Ohio 2004) を引用している)。

(14) 宣誓供述書のコンプライアンスの証明としての働きについて、たとえば、以下の文献を参照。See Michael P. Richman & Jonathan E. Aberman, Creditors' Committees under the Microscope: Recent Developments Highlight Hazards of Self-Dealing, 26-7 ABIJ 22.61-63.

(15) 遡及日付と1934年証券取引所法17条(a)項、規則17a-3との関係については、紙幅の関係上、省略する。

(16) 福岡・前掲(注4)253頁によると、債務者は、申立時に、内部者を除いた上位20位の無担保債権者の名前、住所、債権額を記載したリストを、申立書とともに提出しなければならない。

Greenfield は、同委員会の委員長をつとめることとなった。7月30日頃、Greenfield は、Reybold に、650万ドルのポジションだけを残し、当該ノート4億ドル分の空売りとこれに関連する購入をキャンセルするよう指示した。Greenfield は、WorldCom 証券の実際の保有高を、連邦管財官に不実表示し、WorldCom の債権者委員会の構成員としての地位を得るため、Blue River Capital LLC が本件ノート4億ドル分の日付を遡った空売りと購入をおこなうように指示したものと指摘された。委員会の共同委員長として、Greenfield は、重要な役割を担っていた。Greenfield は、ビジネス界において影響力ある人物へ接近する機会等<sup>(17)</sup>、WorldCom の債権者委員会に選任されなかったならば、おそらく得ることのできなかった個人的な利益をも享受した。Greenfield は、証券の売買に関連して、連邦管財官を欺く一連の諸行為をおこなったのではないかと疑われた。Greenfield は、申立日の前に購入日を遡ぼらせ、WorldCom の債権者委員会への選任後すぐに、Blue River Capital LLC に当該取引をキャンセルさせた疑いがある。また、Greenfield は、実際には、この保有高がBlue River Capital LLC のショート・ポジションによって、相殺されていたにもかかわらず、額面4億ドル分の本件ノートを所有するものと、連邦管財官に不実表示をしたのではないかと指摘されている。ロング・ポジションが、ショート・ポジションによって相殺されていたのであれば、Blue River Capital LLC は、WorldCom に対して、わずかに650万ドル分の請求権を、有するにすぎなかったのではないかということである。連邦管財官が、Blue River Capital LLC の請求権は4億ドルではなく、実質的には650万ドルであったと知っていたならば、Blue River Capital LLC は、WorldCom の債権者委員会に選任されなかったのではないかとの見方もある。それゆえに、Greenfield は、保有するWorldCom 証券の規模を不実表示し、WorldCom の債権者委員会の構成員の地位を取得したことにより、WorldCom の再建手続に不当な影響を与えたとも考えられた。また、Greenfield の行為は、他の債権者が、WorldCom の債権者委員会の地位を取得する機会を奪う結果となったと指摘された。連邦管財官を欺く行為は、一連の証券取引に関連するものであると考えられた。Blue River Capital LLC と Greenfield は、1934年証券取引所法10条（b）項（以下、単に「10条（b）項」と記す。）とSEC規則10b-5（以下、単に「規則10b-5」と記す。）の責任を問われることとなった。以上が、本件の概要であるが、あくまで冒頭でかかげたりリースを参考にしつつ、若干の解説を加えたことを、ここで重ねてふれておく。

SEC は、本件委員会の解散後、Blue River Capital LLC や Greenfield を含む11のWorldCom 委員会の構成員に対し、インサイダー取引の発生の有無に関して調査を開始し、両者に対しては、関連文書等を要求する召喚状を発したようである<sup>(18)</sup>。しかしながら、最終的には、インサイダー取引そのものというよりはむしろ、各委員会において受領した、未公開情報の悪用を防止するための情報障壁の不備を、より問題視したとの指摘もある<sup>(19)</sup>。本件では、①Greenfield が、トレーディング・ルームのスタッフに対して、Adelphia と WorldCom に関して質問をし続けたこと、②Globalstar について分析をしていた証券アナリストと、同社に関して議論をし続けたこと、③Globalstar, Adelphia, WorldCom の証券に関する Blue River Capital LLC の取引活動を反映した報告を受け続けたこと等が、問題とされたようである。そして、Blue River Capital LLC に関しても、①Greenfield

(17) 渡邊・前掲（注5）47頁も参照されたい。

の得た重要な未公開情報の Blue River Capital LLC による悪用を防止するための、書面による政策や諸手続が存在しないこと、②Blue River Capital LLC による Adelphia, WorldCom, Globalstar の取引を制限していなかったこと等が指摘されたようである。Adelphia, WorldCom, Globalstar の Blue River Capital LLC による取引を、何ら監視していなかったとの批判もある。債権者委員会に代表される各種の委員会は、その活動の過程で、証券の価格に影響を及ぼし得る重要な情報を入手することがある。膨大な情報へのアクセスとともに、支配的な感覚を覚えることもあるようであるが、同時に、倫理的ともいわれる諸問題をも抱えることとなるようである<sup>(20)</sup>。重要な未公開情報を有する一方で、情報障壁の機能不全が懸念される場合には、制限リスト (a restricted list) を利用することが、適切な措置となり得ると、しばしば指摘される<sup>(21)</sup>。債権者委員会の一構成員による不適切な取引は、第11章手続きや関連する債権者にとって、非常に有害なものとなり得る。本件もまた、債権者達が、個人的利益のために、委員会における構成員としての地位を利用したものにとらえる見方がある<sup>(22)</sup>。債権者委員会において活動するか否か検討する債権者は、受託者義務の性質と範囲を検討する必要があるようである<sup>(23)</sup>。

### 三 Barclays Bank PLC 事件

SEC は、Barclays Bank PLC とそのトレーダーであった Steven J. Landzberg (以下「Landzberg」と記す) の責任を追及したようである。以下では、主として、SEC v. Barclays Bank PLC, No. 07 CV 04427 (S.D.N.Y. May 30, 2007)<sup>(24)</sup>を参考に、本件の概

(18) See Richman & Aberman, supra note 14. 召喚状や罰則付召喚令状については、たとえば黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』227頁(弘文堂、第二版、2004)を参照。SEC スタッフが、任意の調査によって、違反がおこなわれたことの合理的理由について、委員を説得することができた場合には、委員による正式調査の許可が下されるようである。同書では、SEC のスタッフは、調査対象に対し、召喚状や罰則付召喚令状を発することができる」と説明されている。また、マーク・I・スタインバーグ(小川宏幸訳)『アメリカ証券法 Understanding Securities Law』556頁(雄松堂出版、2008)によると、SEC による公式の調査には、委員会の許可と、場合によっては、裁判所による強制力が必要とされるとある。SEC は、提出を命じられている書類や証人が重要なものであると判断した場合に、召喚状を発行することができるようである。召喚状を発行された当事者が、自主的に要求された情報を提出することを拒んだ場合、連邦地区裁判所に対し、委員会は召喚状の遵守を強制する命令を求め提訴し、裁判所はしばしばその執行を命じているようである。

(19) See supra note 3. 本件における、1934年証券取引所法15条(b)項(7)号と15条(f)項、規則15b7-1に関する、本文中の以下の諸問題を指摘する論稿として、Richman & Aberman, supra note 14を参照。

(20) See Richman & Aberman, supra note 14.

(21) See Rashkover & Kleiman, supra note 2.

制限リストに関して、たとえばマーク・I・スタインバーグ(小川宏幸訳)『アメリカ証券法 Understanding Securities Law』505頁(雄松堂出版、2009)を参照。金融機関に関する記述のようであるが、同書の512頁では、「投資銀行取引が(委員会への提出その他により)「公」(“public”)になると、金融機関は当該発行者の証券を全社的に従業員がアクセス可能な「制限」リストへ付け加える。一旦これがなされると、すべてではないが大部分の資本勘定および従業員勘定による取引が一定期間禁止される。」とある。

SEC は、ブローカー・ディーラーの制限リストとポリシーに注目したが、直接にヘッジファンドを問題としたようには思われなとも指摘されている。See Rashkover, supra note 2. また、後述する Barclays Bank PLC 事件についても参照されたい。

(22) See Richman & Aberman, supra note 14.

(23) Id.

要を紹介する。Barclays Bank PLCとLandzbergは、複数の債権者委員会を通して、重要な未公開情報を受領したことを認識しながら、証券取引をおこなったものと疑われる。Landzbergは、債権者委員会においてBarclays Bank PLCの代表をつとめることとなったが、Barclays Bank PLCのトレーダーでもあった。Landzbergは、Barclays Bank PLCのために秘密保持契約と委員会の規約にサインし、発行体の財務状態とその見通し、最近の事業計画や詳細な経営計画、再建計画案等に関する重要な未公開情報を受領したようである。2002年3月から2003年9月にかけて、Barclays Bank PLCとLandzbergによって繰り返された取引は、受託者義務<sup>(25)</sup>とその他の信託と信頼の義務に違反するものであったとも指摘された。Barclays Bank PLCとLandzbergは、債権者委員会や発行体、その他の情報源に対して、自己の取引を開示することを怠ったことにより、重要な未公開情報を不正流用したものとみなされた。Landzbergは、Barclays Bank PLCが、重要な未公開情報を所有していた可能性があるとして、自己の証券取引の相手方に告げる「ビッグ・ボーイ・レター」を利用した。しかしながら、Barclays Bank PLCやLandzbergは、自己の証券取引の相手方に対して、債権者委員会から受領した重要な未公開情報を、開示することはなかったようである。いくつかの委員会は、連邦破産裁判所の保護の下で、連邦管財官によって選任された、無担保債権者委員会であった。Barclays Bank PLCは、若干の委員会において委員長をつとめていた。さらに、債権者委員会で活動していた間に、Barclays Bank PLCのシニア・マネジメントは、Barclays Bank PLCの計算で証券を購入し、売却することを、Landzbergに認めていたとされた。Barclays Bank PLCのコンプライアンス担当者は、トレーディング・デスクが、未公開情報を有しており、取引を制限されるべきであったという認識をもちながら、問題とされた証券取引の発生の防止をおこなった疑いがあると指摘されたようである。以上が本件の概要であるが、あくまで、SEC v. Barclays Bank PLC, No. 07 CV 4427 (S.D.N.Y. May 30, 2007)を参考にした上での紹介であることを、ここで重ねてふれておく。

ヘッジファンドは、未公開情報を開示するか、あるいは取引を断念することを要求される一方で、すでに見たように、秘密保持契約によって、重要な内部情報の開示を禁止される可能性がある。Barclays Bank PLC事件において、ヘッジファンドが採用した戦略は、トレーダーが、重要な内部情報を証券取引の相手方に開示するのではなく、開示することが不可能であることを単に警告することにより、自身の開示義務と守秘義務の双方を充足することをこころみるものであったように思われる。このような戦略は、「ビッグ・ボーイ・レター」として知られている。未公開情報を有するトレーダーは、以下の諸要素を含むレターによって、取引の相手方のサインと合意を得る。レターは、取引の相手方による、自身が金融に関して洗練されている（「ビッグ・ボーイ」である）旨の表明と、トレーダーの知る重要な未公開情報に関知していないであろうという、取引の相手方による認識によって構成される。McCormick 事件判決<sup>(26)</sup>を参照するならば、ビッグ・ボーイ・レターにより、トレーダーの取引相手は、自身が知らないことを知っていたので、不作為に関する誤解は存在しなかったと、トレーダーが主張することを認め得る可能性があった。また、証

(24) SEC v. Barclays Bank PLC, Litigation Release No. 20132.

(25) Id.

(26) 26 F.3d 869 (9th Cir. 1994).

券取引の相手方が、トレーダーの有する情報に依拠していなかったことを証明し得るのではないかと懸念された。しかしながら、Barclays Bank PLC 事件においては、ビッグ・ボーイ・レターの有効性に対して、疑問が示された。トレーダーは、Barclays Bank PLC が、重要な未公開情報を所有している可能性があるとして、証券取引の相手方に伝達したようであるが、窮状に陥った発行体の債権者委員会から受領した情報を開示することはなかった。ビッグ・ボーイ・レターの利用は、比較的新しい現象のように思われるかもしれないが、類似する問題を指摘し、しかも欺瞞を排除する戦略が法的に認められる余地を残し得るとする見解は、存在しないのであろうか。10条（b）項と規則10b-5により、証券詐欺を規制するためには、欺瞞の存在が必要であるとの見解が有力に主張されており、もし、このような戦略を規制し得ないのであれば、時として望ましい結論を導き出すことができない可能性がある。それでは、Barclays Bank PLC 事件以前に、実際に、欺瞞の欠如が問題とされたことはあるのであろうか。相対取引の事例ではあるが、Jensen 事件判決<sup>(27)</sup>と McCormick 事件判決<sup>(28)</sup>が、かつて注目された。これらの判決によると、内部者が重要な未公開情報を完全に明らかにする意思のないことを開示し、株主が完全な構想を知らないことを認識している場合には、欺瞞の存在を主張し得ないこととなりそうである<sup>(29)</sup>。これは、10条（b）項と規則10b-5によって要求される、欺瞞が存在し得ないと判断される可能性があるためであろう。さらに Jensen 事件判決によると、重要な秘密情報を完全に明らかにすることに対して、内部者が包み隠しなくその不本意を表明した場合、特別事情が存在しない限り、欺瞞を見出すことができなくなる可能性がある<sup>(30)</sup>。このような懸念は、取引所における取引においても問題となり得るのであろうか。また、このような考察は、伝統的理論、不正流用理論のいずれの理論においても、妥当する余地があるのであろうか。たとえば、Prakash は、ともするとビッグ・ボーイ・レターとも関連するのではないかと思われる、欺瞞の要素を排除する取引形態のもたらす弊害をかねてより取り上げ、興味深い理論を紹介していた<sup>(31)</sup>。同氏の主張するところによると、内部者は、重要な未公開情報に基づいて取引する意思を開示するか、そのような取引の承認を求めることにより、他者を欺くことを回避する可能性がある<sup>(32)</sup>。義務違反が開示された場合には、誠実や忠実を装う行為がなくなり、欺瞞が存在しないこととなる<sup>(33)</sup>。それでは、不正流用理論の状況においても、同様の結論を導くことが可能であろうか。もし、これが認められるのであれば、株主や証券市場に対する重要な未公開情報の開示は、要求されないこととなると理解してもよいのであろうか。Prakash は、O'Hagan 事件連邦最高裁判決<sup>(34)</sup>を引用し、先の Jensen, McCormick 両事件で示された原理は、規則10b-5訴訟の下でのいかなる状況においても、あてはまると主張している<sup>(35)</sup>。このような見解によると、重要な未公開情報に

(27) 1 F.3d 1073 (10th Cir. 1993).

(28) 26 F.3d 869 (9th Cir.1994).

(29) See Saikrishna Prakash, Our Dysfunctional Insider Trading Regime, 99 Colum. L. Rev. 1491 (1999).

(30) Id.

(31) Id.

(32) Id.

(33) Id.

(34) 521 U.S. 642 (1997).

(35) See Prakash, *supra* note 29.

基づいて取引する者が、取引計画を開示したか、もしくは本人から許可を得た場合には、欺瞞は存在し得ないこととなりそうである。同氏によると、かような策略は、批難されるべき行為ではあるが、包み隠しなく義務に違反する者は、何人も欺むものではないということになるのかもしれない<sup>(36)</sup>。

#### 四 おわりに

破綻企業や破綻懸念の高まった企業の債権（債券）や、株式などに投資する手法は、ディストレスト戦略として紹介されている<sup>(37)</sup>。破綻債権の購入者は、大口の債権者として倒産手続に参加しながら、時間をかけて資金回収をおこなうこともあると説明されている<sup>(38)</sup>。しかしながら、債権者委員会に参加して破綻企業の証券を取引する場合には、本稿で触れたような諸問題をも抱えることとなりそうである。活動過程で得た情報管理には、注意を要するが、情報障壁の機能不全が懸念される場合には、制限リストの利用等、適切な措置とる必要がある。債権者委員会の構成員による不適切な取引は、関連する債権者や、第11章手続きにとって、有害なものとなり得る。ビッグ・ボーイ・レターに潜む問題は、詐欺禁止条項ともいわれる1934年証券取引所法10条（b）項とSEC規則10b-5により規制をおこなう、米国に特有な懸念であるかもしれない。Prakashは、不正流用理論の基礎となる理論は、詐欺的取引理論であると考えている<sup>(39)</sup>。不正流用をして証券取引をする者が、証券市場を蝕むことがあるのであれば、それは重要な未公開情報の利用のためであり、第三者への欺瞞を原因とみることが難しいとする<sup>(40)</sup>。そして、不正流用理論と詐欺的取引理論は、証券取引に関する欺瞞を包含するものではあるが、いずれの場合も、欺瞞は一般に証券市場に対する懸念そのものとはいえないと指摘している<sup>(41)</sup>。同氏によれば、SECは重要な未公開情報の利用を規制することを強く望んでおり、たとえば、インサイダー取引規制について考察するならば、内部者の欺瞞は、SECにとって、情報の平等の促進という目標を達成するための単なる手段にすぎないとしている<sup>(42)</sup>。しかしながら、規則10b-5は、単に不法に獲得された情報の利用を禁止し、あるいは盗罪や契約違反を規制するものではないとの見方もある<sup>(43)</sup>。不公正取引による市場の公正性等への悪影響と、規制をおこなうにあたり、実際に要求されるであろう諸要件との乖離は、少なからぬ論者によって指摘されているところである<sup>(44)</sup>。制定法や規則は、投資家の信頼を促進し、市場の高潔を保護するために設けられたものと考えられることもできよう。しかし、この支持されるべきではあるが漠然とした目的は、制定法と規則の単なる背景として理解されるもので、条文と規則の文言に、とって代わることはできないのではないかと指摘もあることに注意した

<sup>(36)</sup> Id.

<sup>(37)</sup> 寺本名保美『ヘッジファンド運用入門』79頁～81頁、128頁～132頁（財経詳報社、第二版、2008）を参照。

<sup>(38)</sup> 寺本・前掲（注37）80頁。

<sup>(39)</sup> See Prakash, *supra* note 29.

<sup>(40)</sup> Id.

<sup>(41)</sup> Id.

<sup>(42)</sup> Id.

<sup>(43)</sup> Id.

い<sup>(45)</sup>。

- 
- (44) 本稿で取り上げた市場の公正性と欺瞞との関係のほかに、信認義務や情報提供者の利得意思との関係について、たとえば以下の諸研究を参照されたい。Kathleen Coles, *The Dilemma of the Remote Tippee*, 41 *Gonz. L. Rev.* 182 (2005). David T. Cohen, *Old Rule, New Theory: Revising the Personal Benefit Requirement for Tippee/Tipper Liability under the Misappropriation Theory of Insider Trading*, 47 *B. C. L. Rev.* 547 (2006). また、証券市場に対する投資家の信頼の確保、市場の公正さや完全性の確保といった言葉が、どれほど重視されているのかということについて、品谷篤哉「内部者取引規制－不正流用理論の行方（三・完）－」*名城法学*49巻4号69頁，73頁も参照。ほかに、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159頁～169頁。
- (45) Prakash, *supra* note 29. 投資家の信頼や市場の高潔と、10条（b）項と規則10b-5との直接的な関係ではないが、主要な判例が採用してきた諸要件との関係については、前掲（注44）にかかげる諸研究を参照されたい。

## [抄 録]

債権者委員会に代表される各種の委員会は、その活動の過程で、証券の価格に影響を及ぼし得る重要な情報を入手することがある。委員会の構成員は、膨大な情報へのアクセスとともに、支配的な感覚を覚えることもあるようであるが、同時に、倫理的ともいわれる諸問題をも抱えることになるようである。債権者委員会の一構成員による不適切な証券取引は、第11章手続きや関連する債権者にとって、非常に有害なものとなり得る。本稿では、債権者委員会において、未公開情報を取得する一方で、証券取引をおこなったと疑われた諸事例についての研究をおこなう。このような事例では、組織内部の情報管理体制や監視体制、問題となる証券取引を規制する条文や規則と判例により構築された諸要件等をめぐり、若干の問題が認識されている。前者に関しては、未公開情報の悪用を防止するための情報障壁（書面による政策や諸手続を含む）や取引の制限、監視体制、制限リストの利用等があげられる。後者に関しては、詐欺禁止条項で規制する際に、欺瞞を排除するような戦略がとられた場合に、何らかの問題が発生し得るのかということが問題となり得る。