

未公開情報に基づく取引と規制

小 杉 亮一朗

一 はじめに

米国では、証券詐欺を対象とする1934年証券取引所法10条(b)項を、いわゆるインサイダー取引規制の主要な規制手段としている⁽¹⁾。本稿では、まず、重要な未公開情報に基づき、証券取引をする者が、信認義務等を負わない事例では⁽²⁾、インサイダー取引の責任は成立せず、同条同項を適用する余地はないのかという問題を考察する⁽³⁾。たとえば、信認義務を負うことのないハッカーが、会社のコンピューターから不正に情報を入手した場合、インサイダー取引や同条同項に基づく証券詐欺は、成立しないのであろうか。本稿では、このような問題を考察する際に参考となるであろうSEC v. Dorozhko事件の概要を紹介する。次に、株式市場以外の市場においても、インサイダー取引を制限すべきか否かについて、考察する。具体的には、CDS市場の特徴や、CDS市場の他市場への影響を手がかりに、CDS取引の規制や制限の可否に関し、若干の検討をおこなう。

(1) たとえば、以下の文献を参照。黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』157頁(弘文堂、第二版、2005)。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』461頁以下(レクシスネクシス・ジャパン、2008)。萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』109頁(弘文堂、2011)では、「米国は、インサイダー取引規制を、わが国のように個別具体的な条文を制定することではなく、従来から存在していた詐欺を禁ずる一般条項を使うことで対処した」と説明する。

(2) 黒沼・前掲注(1)63頁では、Chiarella事件判決(445 U.S. 222 (1980))について、情報の平等理論を退け、開示義務を負うのは信認義務を負っている場合に限られることにしたと解説する。そして、Dirks事件最高裁判決(463 U.S. 646 (1983))で、信認義務理論が再確認されたとする。同書の166頁では、アメリカの判例は開示義務を生じる根拠として信認義務理論をとったが、インサイダーの範囲が狭すぎ、これを拡大する場合に情報の平等理論のように無限定に広がることのないよう、情報源に対する開示義務違反を基準とせざるをえなかったのではないかと推測する。萬澤・前掲注(1)271頁では、「責任成立に特定の主体に対する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は、コモン・ローを基礎に詐欺を禁ずる10b-5によってインサイダー取引の責任を課そうとする以上、必然ともいえる帰結であった」と説明されている。Dirks事件判決について、同書の89頁では、Chiarella判決とともに信認義務理論を採用することにより、インサイダー取引責任の法理を明確化したと説明する。

規則10b5-2やレギュレーションFDは、信認義務要件を緩和し、情報に対する平等なアクセスを促進するものではなかろうかとの見方がある。See Yesha Yadav, *Insider Trading in the Derivatives Market (and What it Means for Everyone Else)* 15 – 16, 30, 43 (Vand. L. Rev. Law & Economics, Working Paper No. 13 – 24, 2013), available at <http://ssrn.com/abstract=2317318>.

(3) 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160 – 162頁(2009)。

二 SEC v. Dorozhko⁽⁴⁾

2007年の10月の初めに、Oleksandr Dorozhkoは、Interactive Brokers LLCのオンライン口座を開設し、4万2500ドルを入金した。ほぼ同時期に、IMS Health社は、2007年10月17日の午後5時（ニューヨーク証券取引所の取引終了後）に予定されているアナリスト向け報告で、第3四半期の収益を公表する予定であることを明らかにした。IMS社は、投資家向け広報活動とIMS社の収益報告書のオンライン・リリースの運営を含むウェブ・ホスティング・サービスを提供するために、Thomson Financial社を利用した。

10月17日の午前8時6分と、午前と午後の早い時間帯にかけて、収益報告書の公表前に、コンピューター・ハッカーが、Thomson社のセキュア・サーバーを、連続して、数回にわたってハッキングすることにより、IMS社の収益報告書の閲覧をこころみた。Thomson社がIMS社の情報を実際に受領した直後である午後2時15分に、本件ハッカーは、Thomson社のサーバーから、IMS社の情報を巧みに探し出し、ダウンロードした。

午後2時52分から、Interactive Brokers社の取引口座を、それまで、利用したことのないDorozhkoは、2007年10月25日と30日に失効するIMS社の4万1670ドル90セント相当のプット・オプションを、購入した。本件購入は、10月17日に先立つ6週のIMS社株の「プット」オプションの全購入の約90%に相当した。SECが「非常に危険」と評していたこれらのオプションを購入するにあたり、Dorozhkoは、IMS社の株価が急激かつ大幅に下落することに賭けていた。

アナリスト向け報告の少し前の午後4時33分に、IMS社は、同社の一株当たり利益が、「ストリート」の予測、すなわち、ウォール街の多くのアナリストの予想を、下回ったと発表した。翌朝の市場取引開始時（10月18日の午前9時30分）に、IMS社の株価は、一株あたり29ドル56セントから21ドル20セントへと、約28%下落した。市場取引開始後、6分もたたないうちに、Dorozhkoは、IMS社のオプションを全て売却し、一夜にして28万6456ドル59セントの利益を収めた。

Interactive Brokers社は、不正な取引に気づき、事件をSECに委ねた。2007年10月29日に、SECは、Dorozhkoが証券取引口座に保有する「プット」オプション取引の売却代金を凍結する一方的緊急差止命令を、ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所に求め、これが受け入れられた。地方裁判所は、この件に関し、2007年11月28日に、暫定的差止命令の審理を開催し、証言を聞き、様々な宣誓供述書を検討した。

2008年1月8日、思慮深く綿密な意見の中で、地方裁判所は、SECの暫定的差止命令に関する請求を拒否した。特に、地方裁判所は、コンピューター・ハッキングは、最高裁が明らかにしたような10条(b)項の意味の範囲内で「欺瞞的」なものではないとした。地方裁判所によると、「開示の信認義務違反は、10b条の下での「欺瞞的」策略に必要な要素である」。地方裁判所は、Dorozhkoは、IMS社やThomson社と特別な関係にない会社外部者であるため、いずれに対しても信認義務を負うことはないという理由づけた。コンピューター・ハッカーは、詐欺的であり、いくつかの連邦と州の刑事法規に違反するかもしれないが、この行為は、付随する信認義務違反がなく、10条(b)項に違反しないと、地方裁判所は結論した。

(4) SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42 (2d Cir. 2009).

本件上訴が提起される。上訴審において、SECは、本件詐欺は、様々な不実表示を含み、主張されたDorozhkoのコンピューター・ハッキングを構成すると主張する。SECは、Dorozhkoが策略の一端として信認義務に違反したとは主張していない。当裁判所は、Dorozhko（情報源に対する信認義務を負わない外部者）に対するSECの主張は、一般に受け入れられている二つの内部者取引の理論のいずれに基づくものでもないと認識する。それにもかかわらず、SECの主張は詐欺に基づいており、われわれは、ここでいう詐欺が、10条(b)項の意味の範囲内で「欺瞞的」なものであるか否かに、再び注意を向ける。

われわれは、裁量権の濫用をめぐり、暫定的差止命令を発するか否かにつき検討する。

「10条(b)項は、委員会が定める規則および規制に違反して…証券の買付または売付に関して相場操縦的または欺瞞的戦略もしくは術策を用いることを禁ずる⁽⁵⁾」。本件の「策略」-コンピューター・ハッキング-が「欺瞞的」たり得るか決定することを、本件は、われわれに求めている。

地方裁判所の見解では、本件の「ハッキングと取引」は、条文の意味するところの「策略もしくは術策」であった。さらに、地方裁判所は、取引とハッキングの時間的な近接（全ては、24時間足らずで発生した）と策略の一体性（取引口座の開設、入手可能性が生じた直後の秘密情報の盗取、翌日の株式取引開始の鐘の数分以内での秘密情報に基づく取引）は、Thomson社に対するハッキングが、証券詐欺を構成する単一の策略の一部であったことを示唆するものであるから、本件策略は、証券の買付や売付「に関する」ものであるとした。地方裁判所は、最高裁判所が、相場操縦的という言葉は、「人為的に影響を及ぼす市場活動により、投資家の判断を誤らさせることを意図した」行為を、もっぱら対象とすることを明らかにしたので、主張されたハッキングは「相場操縦的」ではないとも結論づけた。当事者は、本件上訴で、これらの結論について、争わなかった。

連邦法の文言を解釈する際に、われわれは、まず、不明瞭な文言に明確な解釈を提供する中間上訴裁判所としてのわれわれを拘束する先例（-すなわち、最高裁判所とその前の合議体-）について考察する。これらの先例が不明瞭性を解決しない限りにおいて、われわれは、それらの通常の意味と文脈の有り様に照らして諸規定を解釈し、条文そのものの文言を検討する。条文の文言に不明瞭性が残る場合、「われわれは解釈原則を頼り、それでも意味が不明瞭である場合には、立法経過に依拠する。」

地方裁判所は、最高裁判所が、10条(b)項の「欺瞞的」要素に、信認義務違反を要求するものと解釈してきたとした。地方裁判所は、主にChiarella v. United States事件⁽⁶⁾、United States v. O'Hagan事件⁽⁷⁾、SEC v. Zandford事件⁽⁸⁾の三つの最高裁判所の意見に依拠し、この結論に達した。地方裁判所の見解では、本件のハッキングと取引は、条文の意味するところの「策略もしくは術策」に相当する。われわれは、これらの各事件を、順に、検討する。

Chiarella事件で、Chiarellaは、金融関係の印刷会社に雇われており、買収側の企業と対象会社が申込む証券を取引するため、自社を通して得た情報を利用した。刑事訴追におい

(5) 邦訳について、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)を参照。

(6) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980) .

(7) United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997) .

(8) SEC v. Zandford, 535 U.S. 813 (2002) .

て、Chiarellaは重要な未公開情報を市場に開示しなかったことにより、詐欺を犯したと、政府は、主張した。最高裁判所は、Chiarellaが内部情報を開示する義務を負わないので、「沈黙」や不開示は詐欺ではないとした。詐欺の主張が開示に基づく場合、話す義務がない限り、詐欺は存在し得ない。当裁判所は、10条(b)項下の開示義務は、単なる未公開情報の所持からは生じないものとする。Marshall裁判官とともに、Blackmun裁判官が反対意見を述べた。両裁判官の見解は、雇用者から情報を盗むことは、本条が未知のリスクから投資家を保護するための「包括」規定として、設けられたものであるので、10条(b)項の意味の範囲内で、詐欺的であるというものであった。Blackmun裁判官によると、多数派は、「制定法が、開示するか、重要な未公開情報に基づく取引を断念する義務を生み出す前に、信認義務に似た「特別な関係」の要件を課すことにより」、詐欺の意味を「限定した」。

本件の地方裁判所は、「信認義務違反は、10条(b)項の下で有罪を支持するために、求められるべきでない」ことを示唆するものと、Blackmun裁判官の反対意見を解釈したが、われわれは、積極的不実表示ではなく、不開示に基づく詐欺を検討しただけのChiarella事件の状況に照らし、反対意見を解釈する。

O'Hagan事件で、O'Haganは、自身の所属する事務所のクライアントに関する重要な未公開情報に基づき、証券を取引した弁護士であった。O'Haganは情報に基づいて、自身が取引するであろうことを、情報源に開示する義務を負うので、「沈黙」によって詐欺を犯したと、政府は、Chiarella事件と同じように、主張した。最高裁判所は、不開示による詐欺は、政府が認めるように求める責任の法理の中核を成すと述べて、これを認めた。受認者が未公開情報に基づいて取引する計画を情報源に開示する場合、受認者であったトレーダーは、忠実義務違反により、州法に基づく法的責任を依然として負う可能性はあるが、「欺瞞的戦略」は存在せず、それゆえに、10条(b)項違反も存在しない。

Zandford事件において、Zandfordは、顧客の口座を使って取引し、自身の口座にその収益を移転した証券ブローカーであった。第四巡回区は、Zandfordの詐欺は、真の証券詐欺というわけではなく、証券に関係して生じた単なる盗罪であったので、証券の売買に「関する」ものではないとした。最高裁判所は、全員一致の意見で、10条(b)項は、その救済目的を達するために、技術的で制約的に解釈されるべきではなく、柔軟に解釈されるべきであるとして、これを覆した。裁判所は、「たまたま、証券と関係して生じる全てのコモンスロー上の詐欺が10条(b)項に違反する」わけではなく、Zandfordの戦略が、一連の独立した詐欺というよりは、欺くための一塊の計画であり、それゆえに証券の売買「に関する」と注意を促した。最後の脚注で、裁判所は、次のような見解を示した。ブローカーが、自己の顧客の資産を盗んでいることを、顧客に告げたならば、その信認義務違反は、証券の売却に関するものであるかもしれないが、欺瞞的戦略や詐欺を伴うものではないであろう。本件で、地方裁判所は、Zandford事件判決の脚注を「Zandfordが、顧客の財産を盗むことを計画していることを、Woodに対し開示したならば、10条(b)項に基づいて、Zandfordは有責にならないであろうということの明確な認識」であると解釈した。

地方裁判所は、Chiarella事件、O'Hagan事件、Zandford事件において、最高裁判所が、「欺瞞的戦略」は信認義務違反を要求するという要件を示したと結論づけた。地方裁判所は、本件に、その解釈を当てはめ、Dorozhkoは法に抵触したかもしれないが、情報源や市場で取引した者のいずれに対しても、信認義務やそれに類似する義務を負う者ではないの

で、10条(b)項に基づく民事上の訴えにおいて、有責でないとした。そして、少なくとも、われわれの姉妹巡回区の一つは、同じ先例に依拠して、同様の所見を述べているとした。

数名の論者は、地方裁判所の結論は、受認者以外の会社内部者が、10条(b)項は、「開示または断念」の要件にのみ及ぶという限られた解釈に縛られるよう、余儀なくされるであろうと、しぶしぶ認めてきた。

われわれの認識では、地方裁判所が依拠する、どの最高裁判所の意見—ましてや三つの意見の概要—も、あらゆる10条(b)項違反の要素として、信認義務を確立したものではない。Chiarella事件、O'Hagan事件、Zandford事件においては、詐欺の理屈は、積極的不実表示ではなく、沈黙や不開示であった。最高裁判所は、話さずにいることは、信認関係から生ずる話す義務が存在する場合のみ、訴訟を基礎づけるに足りるとした。Chiarella事件で、最高裁判所は、話す義務がなかったが故に、従業員の沈黙に詐欺は存在しないとした。O'Hagan事件で、クライアントの秘密に基づいて取引した弁護士は、秘密情報に基づいて取引していることを、自身の所属する事務所に知らせる信認義務を負っていた。欺瞞的策略が証券の売買「に関して」用いられる必要があるという制定法上の要件を主に扱ったZandford事件においても、Zandfordの詐欺は、口座から資産を盗んでいたことを—Zandfordが信認義務を負った—Zandfordの仲介業者の顧客に伝えないことで構成された。

Chiarella事件、O'Hagan事件、Zandford事件のいずれも、信認義務に違反した不開示は、「欺瞞的策略や術策という…10条(b)項の要件を満たす」との判断を支持している。しかしながら、十分であるということは、常に必要であるということではなく、地方裁判所によって検討されたいずれの最高裁判所の意見も、10条(b)項に基づく訴訟を基礎づける証券の申立ての要素として、信認関係を要求するものではない。Chiarella事件、O'Hagan事件、Zandford事件は、いずれも沈黙としての詐欺を扱ったが、積極的不実表示は別の種類の詐欺である。開示もしくは取引を断念すべき信認義務を負わない場合であっても、人の判断を誤らせてはならない商取引における積極的義務が存在する。

本件で、SECは、「開示するか」取引を「断念する」義務があるにもかかわらず、Drozhkoが、不正に沈黙していたとは主張しなかった。むしろ、SECは、Dorozhkoが、取引をするために用いた重要な未公開情報にアクセスするために、自身に関し、積極的に不実表示をしていたと主張する。われわれは、SECのわかりやすい詐欺の理論を排除し、あるいはこれを妨げる最高裁判所やわれわれの先例を知らない。「欺瞞的」という文言が、通常の意味よりも狭い意味を有するとする支配的先例はなく、新たな要件を推測することにより、10条(b)項のエンフォースメントを複雑にする理由はない。このような結論に至る際に、われわれは、10条(b)項は、「技術的で制約的に解釈すべきではなく、その救済目的を達するために、柔軟に解釈されるべきである」という最高裁判所のしばしば繰り返される説明に注意をする。従って、われわれは、SECのChiarella事件の説明とその結論を採用する。すなわち「不実表示は詐欺的である…しかし、沈黙は、開示義務が存在する場合のみ詐欺的である。」

地方裁判所は、「伝統的な盗罪(たとえば、投資銀行に侵入し、文書を盗むこと)は、さほど新しい現象ではなく、われわれのここでの分析の狙いに類似する要素を含む」にもかかわらず、1934年証券取引所法の制定から70年もの間、「どの連邦裁判所も、重要な未公開情報を盗み、それに基づいて取引する者が10条(b)項に違反する」と、これまで、考えて

こなかったことは、「注目に値する」とした。地方裁判所は、「ハッキングと取引」の策略は、民事エンフォースメント・アクションよりむしろ、「多くの連邦および/または州の刑事法」に基づき訴訟を提起されてきたし、そうすべきであったとした。暫定的差止命令における審理で、地方裁判所は、本件が、連邦の犯罪訴追ではなく、「非常に困惑させられ」と述べている。当裁判所は、この問題に関して何らの見解をもほめかすものではない。われわれは、示された諸事実を扱うと述べるだけで十分であり、われわれの見解では、民事エンフォースメントを請求するに足りる。

さらに、われわれは、10条(b)項の責任に信認義務要件を課すことを議会が意図したのであれば、そのように述べたであろうと、50年以上前に理由付けた Augustus N. Hand 裁判官の見解から助言を受ける。

われわれは、本件で、SECは買い手でもなく、また、売り手でもないが、「公正な証券市場を確立し…投資家の信頼を高める」ために、SECの監督当局としての立場で、本件訴えを提起するものと認める。

地方裁判所は、Chiarella事件の系譜の内部者取引の諸事例から生じる信認義務要件に基づき、Dorozhkoの取引口座を凍結するための暫定的差止命令に係るSECの申立てを拒否したので、「欺瞞的」という文言の通常の意味が、本件のハッキングに及ぶか、あるいは、実に、本件のコンピューター・ハッキングが、不実表示を伴うのか、全く判断していない。Dorozhkoは、双方の問題を差戻すよう、われわれに求めるので、地方裁判所が、第一審で決定する可能性がある。

通常の意味において、「欺瞞的」という文言は、偽りや嘘を伴う取引に関する広範な行為に及ぶ。この通常の意味に照らすと、規則10b-5が「deceit」と「fraud」を同等とみなすことは、何ら驚くべきことではない。実際、われわれは、10条(b)項と規則10b-5により禁止される行為は、「被害者に誤解を与えるいくつかの行為を必ず伴う」ことに、かつて注目した。

SECの主張をまとめ、地方裁判所は、本件コンピューター・ハッキングを、「コンピューター・システム、ネットワーク、情報へ不正にアクセスし、そのようなデータを盗むために、コンピューターのセキュリティーをだまし、回避し、すり抜けるための電子的方法を講じること」であると説明した。上訴審で、SECは、一般に、『コンピューター・ハッカーは、(1)「虚偽の身分証明をおこない、他のユーザーになりすます」か…あるいは(2)「当該ユーザーに対し、さらなる特権を与えるように、プログラムに誤作動をもたらすよう、プログラムの電子コードの脆弱性につけ込む』と、さらに説明を加える。われわれの見解では、使用を禁止されている情報にアクセスするために、身分を偽り、その情報を盗むことは、文言の通常の意味の範囲内で、明らかに「欺瞞的」である。しかしながら、不正にアクセスするために、電子コードの脆弱性につけ込むことが、単なる盗罪というよりはむしろ、「欺瞞的」であるかは不確かである。従って、ハッカーがどのようにアクセスしたかにより、定義上、コンピューター・ハッキングが10条(b)項と規則10b-5によって禁じられる「欺瞞的戦略もしくは術策」に相当し得ることも、全く可能なことのように思われる。

しかしながら、われわれは、「-コンピューター・ハッキング一般と比べ-本件におけるコンピューター・ハッキングが、「欺瞞的」であったか否かに関する地方裁判所の見解のないまま、この一般的原理から具体的適用へと進むことをためらう。われわれの注意は、とりわけ、数あるテーマの中で、Thomson社のセキュア・サーバーにどのように侵入したの

かという点を扱った、暫定的差止命令の審理における証人からの証言の聴取等、地方裁判所が、本件で、これまで費やしてきた相当かつ入念な取り組みにより、もたらされるものである。SECは信託義務違反を立証する必要がないことを確認したので、われわれは、第一審で、本件におけるコンピューター・ハッキングが、10条(b)項の通常の意味の範囲内で、「欺瞞的」な悪意の不実表示を伴ったか否かを検討するよう、地方裁判所に差戻す。地方裁判所は十分な情報を得た上で、自己の裁量で、これまでの記録に基づき、新たな命令を登録するか、あるいは、状況に鑑みて、ふさわしいと判断し、この具体的事例におけるハッキングの性質に関するそのような追加証言を検討するため、暫定的差止命令の審理を再開して差し支えない。

※本稿では、原典中の[]等はずし、また、紙幅の都合上、若干の脚注等、原典の一部を省いて、その概要を紹介した。本件については、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所法一〇条(b)項の「欺瞞的戦略の意義」商事法務1910号55-59頁(2010)が参考となる。差止に関しては、小原喜雄ほか「アメリカにおける集団的消費者被害の回復制度等に関する調査報告」消費者庁ホームページ19-26頁(<http://www.caa.go.jp/planning/21torimatome/3-01-01-01-usa.pdf>, 2015年3月13日最終閲覧)、田中英夫『英米法辞典』(東京大学出版会, 1991)、吉垣実「アメリカ会社訴訟における中間的差止命令手続」の機能と展開(1) - 予備的差止命令と仮禁止命令の紛争解決機能 - 大阪経大論集62巻4号45-69頁(2011)等を参考にした。

三 CDSとインサイダー取引規制

CDS(Credit Default Swap)⁽⁹⁾は、信用リスクの売り手と買い手が、価格に基づいて、「参照組織」の信用リスクを移転する取引である。たとえば、参照組織や参照資産がデフォルトを起こした場合に、補償するための手段として利用される⁽¹⁰⁾。プロテクションの買い手が、プロテクションの売り手に対し⁽¹¹⁾、参照組織の信用リスクを移転し、対価としてプレ

(9) CDSの説明に用いられる語句は、まちまちである。CDSの説明や用語については、たとえば、以下の文献を参照されたい。足立光生『テキストブック 資本市場』145頁(東洋経済新報社, 2010)。渥美坂井法律事務所・外国法共同事業編『最新 シンジケート・ローン契約書作成マニュアル-国内・海外協調融資の実務』447-449頁(中央経済社, 2012)。石山嘉英=野崎浩成『グローバル金融システムの苦悩と挑戦-新規制は危機を抑制できるか』123-142頁(金融財政事情, 2014)。大橋英敏『クレジット投資のすべて』267-302頁(金融財政事情研究会, 第二版, 2014)。鹿野嘉昭『日本の金融制度』42-43頁, 345-346頁(東洋経済新報社, 第三版, 2013)。河合祐子=糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて』(財経詳報社, 第二版, 2008)。木野勇人=糸田真吾『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』9-10頁(財経詳報社, 2010)。後藤文人『日本クレジット市場の特徴と投資分析』260-274頁(中央経済社, 2014)。ジョージ・チャッコほか著(中川秀敏監訳)『クレジットデリバティブ 信用リスク商品ハンドブック』160-161頁(ピアソン・エデュケーション, 2008)。永野良佑『いますぐ実践できる コーポレートファイナンスの教科書』72-76頁(秀和システム, 2012)。本多俊毅=上村昌司『クレジットリスク-評価・計測・管理-』(共立出版, 2009)。矢島剛『CDSのすべて-信用度評価の基準指標として-』31-40頁(きんざい, 2013)。

(10) デフォルト発生原因、信用イベント、参照組織等については、チャッコほか・前掲注(9)17-18頁, 48頁, 160-161頁を参照。また、河合=糸田・前掲注(9)9頁も参照。

(11) プロテクションの「売り」と「買い」に関する注意点として、木野=糸田・前掲注(9)11頁を参照。

ミアムを支払うこととなる⁽¹²⁾。クレジット・デリバティブは、貸し手が、信用リスクを管理するに際して、役立つといわれている。

資金の貸し手が、貸付業務を通じて、借り手である企業の活力に関する詳細な情報入手することが可能である場合、当該情報は、リスク管理やプロテクションの購入時期の決定等に役立つとされている⁽¹³⁾。貸し手が、借り手のいわゆるインサイダー情報を知りつつ、秘密情報を開示せずに、プロテクションを取引することがあるとすれば、そのような取引は、どのように評価され得るのであろうか。このような状況では、貸し手は、融資に関するプロテクション購入の決定において、有利な立場にあるように思われる。

貸し手がCDSを利用することで、借り手である会社の株主には何かしらの利益が生じ得るのであろうか。CDSを利用して、貸し手がリスクをヘッジすることを認めれば、借り手である会社への資金供給量が増加し得るので、借り手である会社の株主にも利益が生じ得ると指摘されている⁽¹⁴⁾。企業は、低コストで信用を利用することが可能になる。貸し手がCDSを利用することができる場合、貸し手は、リスクの高い借り手に対しても、金銭を貸す傾向にあるようである⁽¹⁵⁾。

一方で、貸し手がCDSによって保護されている場合⁽¹⁶⁾や、融資の継続・回収等から得る利益よりもCDSによる支払いに魅力を感じる場合、借り手の経営状態に対する貸し手の関心が薄れる可能性がある。このような状況では、債権者による借り手の再建支援の拒否や、株式の空売り等が行われることもあるのではないかと、懸念されている⁽¹⁷⁾。また、貸し

(12) 信用リスクについては、矢島・前掲注(9)15-17頁を、プレミアムについては、同書の134-138頁を参照されたい。

(13) See *Yadav, supra note 2, at 19*. たとえば、債務不履行となる可能性が高い貸付に関するプロテクションの購入や、債務不履行となる可能性の低い債務に関するプロテクションの売却等に、利用されるのではないかと考えられている。

(14) See *Id.* at 18.

CDSは、既存のエクスポージャーのヘッジを行い、あるいは事前にプロテクションを購入し、新たな与信を行うことを可能にする信用供与力創出機能があると説明されている。矢島・前掲注(9)53頁を参照。

(15) CDSには、借り手にとっても有益な機能があるため、借り手である会社の株主は、貸し手がCDS取引にインサイダー情報を利用し、自社の債務のCDS取引を促す動機を有するとの見方がある。See *Id.* at 6.

(16) See *Id.* at 7.

(17) Adam Reiser, *Sould Insider Trading in Credit Default Swap Markets be Regulated? The Landmark Significance of SEC v. Rorech*, 9 DEPAUL BUS. & COM. L. J., 537-38, 548 (2011).

もっとも、CDSに関する説明ではないが、宍戸善一『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度論』186-187頁(有斐閣, 2008)では、日本の銀行の場合、大口債権者であると同時に株主であることが多く、債務者企業との関係を断つコストは大きいと説明されている。そして、中長期的観点から、将来における取引量の拡大と、元利金の確実な回収、株主としての利益の増大が、銀行の利益になると指摘されている。

関連して以下の資料も参照。株式会社東京証券取引所ほか「平成25年度株式分布状況調査結果の概要」2014年10月3日([http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/report\(2013\).pdf](http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/report(2013).pdf), 2015年3月2日最終閲覧)。野村敦子「銀行の出資規制緩和を巡る議論」JRIレビュー 2013年2巻3号2-28頁(2013) (<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/6575.pdf>, 2015年3月2日最終閲覧)。

渥美坂井法律事務所・外国法共同事業編・前掲注(9)448-449頁では、プロテクションの買い手である銀行が、クレジット・デリバティブの参照組織に対して、恣意的に債権放棄等を行い、CDSによって損失の補填を受けるリスクとその対応につき、解説がなされている。

手が、借り手である企業の経営不振を知った場合、実際のエクスポージャーを超えて、過剰にプロテクションを購入し、借り手の債務不履行時に保護されるとともに、追加的支払を受けて利得することもあり得ると指摘されている⁽¹⁸⁾。さらに、借り手の経営状態が悪化していないにも関わらず、貸し手が企業の悪材料を示唆することを目的に、CDS取引を利用する可能性があることも懸念されている。たとえば、企業が、財政難に陥っているようにみせかけるために、必要以上に、プロテクションを購入するようなケースである。他の債権者がこれに反応すれば、市場に不確実性をもたらす、債務者が金利上昇に直面する可能性があるといわれている⁽¹⁹⁾。

このような取引のCDS市場や株式市場への影響を考慮すると、CDS市場におけるインサイダー取引規制の要否につき、一層の考察が求められそうである。CDS市場は、一般的な市場と比べると、デフォルトの発生可能性に対し、敏感に反応し得ることが指摘されている⁽²⁰⁾。CDS市場のこのような特徴は、市場を不安定にし、投資家は相場操縦的行為の影響を受けやすくなるようである⁽²¹⁾。CDS市場は、CDS市場の利用者によって重視される情報に強く反応する傾向にあり、信用リスクの価格発見機能があると指摘されている⁽²²⁾。換言すると、CDS市場はデフォルト発生の可能性等の悲観的な情報を、効率的に処理する可能性がある。そして、CDS市場で生じた情報は、エクイティ市場等に、影響し得るようである⁽²³⁾。このようなCDS市場の性質を考慮する立場からは、悲観的な情報が、貸し手のCDS取引に役立つ側面がある一方で、市場全体には悪影響をもたらす可能性を否定できないとする。トレーダーが悲観的な情報を積極的に調査し、迅速に対応することができる場合、悲観的な情報の影響が増幅する可能性もある⁽²⁴⁾。つまり、CDS市場は、実際の重要性

あくまでも、ソブリンCDSの転売に関する解説ではあるが、倫理的問題を指摘したものとして、豊島逸夫「金を通して世界を語る 安全資産神話の崩壊を導いたギリシャ財政危機」日経マネー 2010年5月号21頁がある。

- (18) 参照組織とプロテクションの買い手との間に、具体的な取引が存在しているか否かは問われず、買い手が参照組織を債務者とする債券や融資の債権者でなくとも、CDSプロテクションを買うことが可能であるようである。また、トレーディング目的等、自己保有の信用リスクをヘッジする目的以外で、プロテクションを買う取引は多いといわれている。河合=糸田・前掲注(9)9頁、10頁、45頁を参照。木野=糸田・前掲注(9)35頁も参照されたい。

木野=糸田・前掲注(9)90-91頁では、国債に関する記述ではあるが、プロテクション購入側の動機に注目し、保有する信用リスクのヘッジ目的以外で、プロテクションを取引することを、ネイキッドCDSということが多いと説明している。

エクスポージャーに関する説明については、本多=上村・前掲注(9)300-312頁等を参照。

See also Yadav, *supra* note 2, at 22.

- (19) See *Id.* at 7, 38.
(20) See *Id.* at 7-8.
(21) See *Id.* at 8.
(22) たとえば、木野=糸田・前掲注(9)32-33頁を参照。
(23) See Yadav, *supra* note 2, at 41-42.
(24) 同様の視点で、エクイティ市場を分析する立場は、役員等による内部情報の利用は、役員等が重視する情報に関して、エクイティ市場を効率化することを示唆する。過剰な反応が予想される情報としては、債務市場においては債務不履行の可能性が示されているが、エクイティ市場では、より多様な情報に及ぶと予想されている。過剰反応や過小反応は、エクイティ市場を不安定にし得ると懸念されている。See *Id.* at 46.

また、CDSインデックスを中心とした記述ではあるが、「経済揺らすデリバティブ サブプライムの激震で市場膨張」Nikkei Business 2008年8月25日号76頁では、「個別企業の信用力、あるいは欧米経済の実際の変動よりも市場の見方が悲観的になり、保証料が跳ね上がって、仕組み債の損失につながっている。」との解説

に関わりなく、ある種類の情報に関しては「過剰に効率的」であり、他の情報に関しては「非効率的」な性質を備えている可能性がある。企業のプラス情報がマイナス情報と同等の影響力をもたない場合、CDS市場における評価は、企業全体の価値や健全性を不完全に反映する可能性がある⁽²⁵⁾。CDS市場が発する情報は、会社の株式やその他の証券の価値を下落させ、他市場が、悪材料の影響を受けやすい状態をもたらし得る。このような意味で、CDS市場は、他の市場や証券の取引価格に影響を与え得る⁽²⁶⁾。

一方で、CDSは、タイムリーかつ正確に、法人借り主のクレジットの価値に関する警告を市場に提供するので、現代において不可欠な役割を果たすとの見解も見受けられる。CDSの機能は、証券を発行している企業の価値を、エクイティ市場が過大評価している場合に、特に有効であるともいわれている。さらに、CDSは、クレジット・イベントの発生前に、CDS市場に情報で裏付けられた取引を普及させ得るとし、このような性質を利点ととらえる見解もある。このような立場からは、エクイティ証券とエクイティ証券市場、CDS取引とCDS市場との重要な相違点を考慮すべきであることが示唆されている⁽²⁷⁾。

現実には、CDS市場が、このような性質を備えているのであるならば、CDS市場における、インサイダー取引規制の要否や制限の方法（法令、貸し手・借り手間の交渉等）を検討する際に、考慮すべき要素となりそうである⁽²⁸⁾。たとえば、貸し手が、借り手の同意を得ることができたならば、貸し手に、借り手の債務に関するCDS取引を認めることには、問題はないのであろうか。株式市場等におけるインサイダー取引の交渉による制限については、「会社ごとにインサイダー取引を禁止する交渉をすることには実際上取引コストが存在すること、契約締結の交渉を行うインセンティブを株主がほとんど有さないこと、契約履行を実現させるためのコストを会社が負担したがいらないため契約の実効性がないこと⁽²⁹⁾」が指摘されている。借り手に関する情報に裏付けられた貸し手によるCDS取引が、借り手の資金調達増をもたらし得るとの分析が確かであれば、CDS市場においては、借り手の株主が交渉によりインサイダー取引の制限の要否やその内容を検討するインセンティブをもち得るのであろうか。貸し手は借り手に対し、交渉の際に、優位な立場にあることが少なくないことを考慮すべきとの指摘がある。借り手は、貸し手と比較すると立場が弱く、インサイダー取引の制限の要否を貸し手との交渉に委ねた場合、貸し手の意向を拒むことが難しいのではないかと懸念されている⁽³⁰⁾。以上のように、株主と貸し手とを対比させた検討

がある。

(25) 一般的な株式市場を前提とした解説であると思われるが、太田亘「インサイダー取引規制」三輪芳朗ほか『会社法の経済学』352頁（東京大学出版会、1998）では、株価の変化を観察する際に、一般投資家が、その原因を正しく推測できることが重要であるが、インサイダー取引による情報伝達はノイズを含んでおり、市場に情報を適切に伝えられない可能性があるとして指摘している。そして、インサイダー取引に対し、市場が過剰に反応すれば、情報が正しく伝達されない可能性があるとしている。一般的なインサイダー取引における、情報に基づいた市場価格の形成については、黒沼・前掲注(1)159-160頁を参照されたい。

(26) See Yadav, *supra* note 2, at 41-42.

(27) See Douglas B. Levene, *Credit Default Swaps and Insider Trading*, 7 VA. L. & BUS. REV. 231 (2012).

(28) 規則10b5-1と規則10b5-2は、当事者間で契約を結ぶ余地を残しているとの指摘がある。See Yadav, *supra* note 2, at 43. また、萬澤・前掲注(1)38-40頁も参照。

(29) 萬澤・前掲注(1)39-40頁を参照。

(30) See Yadav, *supra* note 2, at 32, 44.

また、CDS市場の不透明性と複雑性が、貸し手の行動の追跡を困難なものとし、監視の実効性を低下させ

がなされる一方で、両者が、本人・代理人関係にないことを理由に、詳細な考察をおこなわない立場も見受けられる⁽³¹⁾。

貸し手が、借り手である企業の窮状を知って、当該企業に関連するCDSプロテクションを購入することが許される場合、借り手と同じ業界の他社のCDSプロテクションを購入することも認められるのであろうか。借り手の資金調達難から、同業他社の窮状を推測可能な場合もあり得ることが案じられている⁽³²⁾。

得ることも懸念されている。木野＝糸田・前掲注(9)30頁では「債務者に通知せずに信用リスクを移転できるCDSの秘匿性によって、銀行や証券会社は取引先企業との関係を損ねることなく、リスクを軽減することが可能となる。」と記載されている。矢島・前掲注(9)52頁では、この匿名性は重要なメリットであるとする。

市場の透明性に係る他の解説について、神田秀樹ほか編著『金融法講義』319－320頁(岩波書店、2013)等を参照。株式市場等における一般的なインサイダー取引における株主、経営者間の契約と両者の立場に関する説明については、黒沼・前掲注(1)159頁を参照。

(31) See Reiser, *supra* note 17, at 544－46. たとえば、貸し手が借り手のガバナンスに積極的に参加するような場合を除き、裁判所は、両者の間に、信認関係を認めることに躊躇してきたとの解説がある。このような裁判所の姿勢を考慮すると、伝統的内部者取引の責任に基づき、貸し手の借り手に対する信認義務を認めることは容易ではないとされている。See Yadav, *supra* note 2, at 29－30. 一方で、貸し手・借り手間で、融資の際に機密保持を約するのであれば、規則10b5-2を参考に、当事者の機密保持の同意や秘密情報を共有する習慣を根拠に、秘密情報に基づく取引を制限し得るとの見解もある。See Yadav, *supra* note 2, at 30－31. 不正流用理論や情報源の許諾についても、検討がなされている。借り手は、貸し手に対し立場が弱いことが多く、とりわけ、クレジットを必要とする時は、未公開情報に基づく取引を認めることがあるのではないかと指摘されている。他方で、現状よりも、債務者の経営が悪化していることを示唆するような、貸し手によるクレジット・プロテクションの大量購入のごとき、自社に悪影響を及ぼし得る取引については、同意しないであろうとも予測されている。借り手は、貸し手が損失回避目的という限られた目的のみ、情報を利用することに合意し、貸し手の行動を制限し、会社のマイナス情報の過剰な強調の抑止をこころみる旨の提案もなされている。See Yadav, *supra* note 2, at 44. また、このような提案についても、CDS市場の不透明性と複雑さを背景とした、貸し手によるCDS取引追跡の難しさに起因するコスト、借り手による貸し手の合意軽視の責任追及に係る意思やその影響力の程度等につき、懸念が示されている。

(32) See Yadav, *supra* note 2, at 32. このような取引を、不正流用理論で規制し得るか否か、借り手と何かしらの関連がある企業のCDS取引を、契約によって制限し得るのかという問題も提起されている。

参照組織との関連性については、本稿の本文記載の問題とは異なり、プロテクションの売り手との関係に係る問題も指摘されている。すなわち、プロテクションの売り手と参照組織の信用リスクが同質であったり、相互に影響し合う場合、プロテクションの効果が期待したほど得られないこともあるようである。具体的には、プロテクションの売り手と参照組織間に資本関係がある場合、プロテクションの売り手が、参照組織と同じ企業グループである場合や、同業種である場合等、共通の属性がある場合に、プロテクションの実効性の有無に注意を要するとされている。このような共通の属性について、取引相手がどれほどこだわるかは、市場参加者の方針により様々であり、相関度合いを価格に反映させることで取引に応じる参加者もいるようである。河合＝糸田・前掲注(9)60－61頁を参照。

四 おわりに

本稿は、在外研究の成果の一部をまとめたものである。米国滞在中、証券規制をめぐる関心は多岐に及んだが⁽³³⁾、本稿では、①信託義務等を負わない外部者と1934年証券取引所法10条(b)項の関係、②CDS市場とインサイダー取引に関する諸問題という、二つの課題を扱った。前者は、在外研究以前より筆者が抱いていた問題意識であり、後者は在外研究を経て得た研究課題である。

沈黙が証券詐欺として扱われるためには、信託義務違反等の有無が重視され得る一方で、問題視された行為が、積極的不実表示と評価され得る場合には、信託義務等の存在の立証が不要とされ得ることがあることが明らかになった。証券の価格に影響を及ぼす重要な未公開情報の使用という現象を、積極的不実開示とみなすアプローチを採用することができるケースでは、不開示に関するケースとみなした場合とは、結論が異なり得ることを裁判所が示した点は興味深い。わが国の上場企業が、アクセス制限のない自社のウェブサイト、いわゆるインサイダー情報を移転・保存しておいたところ、アドレスを類推した投資家が、外部からネット経由で当該情報を閲覧し、公表前に、有価証券を取引したとされる事例が紹介された⁽³⁴⁾。この事件は、本稿で取り上げた米国のDorozko事件とは、情報へのアクセスに制限が設けられていたか否かという点が異なる。ハッキングその他の不正な手段により、企業のインサイダー情報を入手し、証券等を売買した事例として、Blue Bottle事件が紹介されている⁽³⁵⁾。わが国で、Blue Bottle事件と同様の事件が生じたならば、金融商品取引法157条1号を積極的に適用すべきとの主張がある⁽³⁶⁾。

デリバティブの重要性と、その制限の要否やあり方が注目されている⁽³⁷⁾。CDS市場が、株式市場とは異なる性質を有することを考慮する必要がある。規制を設ける場合には、その根拠が求められるが、特殊な市場⁽³⁸⁾であるCDS市場において、インサイダー取引を放置した場合には、証券市場にも影響が及ぶ可能性がある点を、指摘することができるかもしれない。CDS市場におけるインサイダー取引の貸し手・借り手間の交渉による制限については、貸し手優位の状況がもたらす影響を考慮する必要があるかもしれない。そして、借り手の株主が利益を得る場合があったとしても、他方で市場が不利益を被る可能性があることにも配慮する必要があるだろう。CDS市場についての理解を深めることは、一般投資家が

(33) テネシー州ナッシュビルやヴァンダービルト大学、同大学における研究活動の紹介については、拙稿「ヴァンダービルト大学における在外研究」きずな8号54頁(2012)、拙稿「証券規制と会社法の日米比較研究」CUC View & Vision 36号69-73頁(2013)を参照されたい。

(34) たとえば、匿名記事「公表前決算情報の不正ネット流出事件と今後の課題」商事法務1995号66頁(2013)を参照。

(35) 事件の概要とその評価については、前掲注(34)66頁を参照されたい。

(36) 前掲注(34)66頁。

(37) たとえば、中村信行ほか「金融法制に関する近似の動向と今後の展望」金融法務事情1943号16-33頁(2012)を参照。33頁では、AIGの子会社のCDS取引と、保険会社のグループの監督に係る動向についての記載がある。ほかに、「ソロス氏が読み解く危機の歴史」NIKKEI BUSINESS 2010年5月10日号100頁等も参照。

(38) 矢島・前掲注(9)6頁では、CDSは、主に金融機関同士が、相対で取引をしていると説明されている。同書の49頁では、銀行、証券、保険会社、ヘッジファンド等が直接的に取引しているが、CDSを組み込んだ商品を通じて、間接的に市場参加者となっている投資家も多く、地方金融機関、運用会社、事業法人、政府機関、個人投資家等がかかわっているとされている。

参加する市場において、インサイダー取引規制を撤廃した場合に、どのような影響が生じ得るか、推測する手がかりを与え得る。CDSの長所と短所を把握した上で、この市場における未公開情報の利用制限の要否・範囲・影響等を考察する必要がある⁽³⁹⁾。また、CDS取引におけるインサイダー取引の制限のあり方によっては、債権者が債務者の企業価値を毀損する動機を失わせ、債務者の企業再生を支援する建設的な役割を担うことが期待されている⁽⁴⁰⁾。

紙幅の都合上、本稿では、十分に解説することができなかったが、外部者による未公開情報に基づく証券取引に関しては、以下にまとめるように様々な見解が示されている。まず、規則10b-5は、欺瞞的不実表示により取得した重要な未公開情報に基づく証券取引に、適用可能であるとする見解がある⁽⁴¹⁾。そして、第二巡回区の判断は、ハッキングの関与する事件を規制対象とする理論に扉を開いたとの評価がある⁽⁴²⁾。コードの脆弱性の不正利

(39) 矢島・前掲注(9)184頁では、CDSが投機に利用された側面はあるが、CDSが投機の主な原因になったというのは原因と結果を取り違えた誤解であるとする。

ハイブリッドな金融モデルに関する発言ではあるが、「産業金融モデルの長所であった伝統的な銀行と企業とのリレーションのメリットを享受しつつ、市場と結びつくことで産業金融モデルでは限界のあったリスクテイクがより容易になったという長所」があるとの分析がある。他方で、銀行が必ずしもリスクの最終負担者でなくなったことで、銀行の企業に対するスクリーニングやモニタリングが甘くなる可能性もあると懸念されている。さらに、リスクは消滅したわけではなく、投資家にばらまかれることが短所であるとされている。大森泰人ほか「金融・資本市場の展開と法的論点—連載「霞ヶ関から眺める証券市場の風景」からの示唆」金融法務事情1933号39頁〔小出発言〕(2011)。40頁では、金融システムのリスクは、分散させるよりも、集中させるほうが、深刻になりがちであると指摘されている〔大森発言〕。

規制に関しては、証券市場に関する分析ではあるが、証券取引法は、強行法規的アプローチによって上場企業に一律の規制を行い、証券市場全体の信頼性を高めようとしているとの解説がある。物的資本の拠出者には投資家も含まれ、投資家の不安を軽減できなければ、証券市場の発展は望まず、効率的な企業活動も望み得ない」と指摘されている。ゆえに、強行法規による規制が不可欠であるとする議論が有力であるが、どのような法制度が必要なのかという点については、見解が分かれているとのことである。宍戸・前掲注(17)311-312頁、406頁。

法的ルールの存在意義や、米国の内部者取引規制に関する議論については、柳川範之=藤田友敬「序章 会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪ほか・前掲注(25)24-26頁、28-29頁を参照。

前述のネイキッドCDSを規制する場合、規制範囲によっては、基本的な市場機能が損なわれる可能性がある」と指摘されている。たとえば、一切エクスポージャーを持たない投機的目的の売買であっても、売買の需要が市場に厚みをもたらす、実需に基づく取引を円滑なものにするとの見解が紹介されている。木野=糸田・前掲注(9)90-91頁を参照。

インサイダー取引規制とは異なる問題であるが、木野=糸田・前掲注(9)31-32頁では、第三者への信用リスクの移転が容易になった結果、移転を前提とした信用リスクの創出が増加し、当初の貸し手が信用リスクを負担しないことから貸出審査が甘くなり、返済能力がない債務者への貸出が行われる事例が見られ、貸出規律の緩みが批判の対象となったとしている。このような事態を受け、証券化商品においては、オリジネーターにトランシェの一部の保有を義務付ける規制の導入の是非が議論されたとのことである。そして、信用リスクの移転を全面的に否定した場合、貸し手において一部債務者のリスクが偏在化すると予想している。信用リスクを移転する手段をもたない場合、銀行は債務者の信用力審査をより厳格に行い、クレジットの相対的に低い主体への貸出の減少や貸出金利の上昇が生じる可能性があるとする。そして、社会や時代の要請に合った規律を設けた上で、信用リスクを柔軟に移転する手段を確保することが望まれると主張する。

(40) See Reiser *supra* note 17, at 547-48.

(41) See Thomas Lee Hazen, *Identifying the Duty Prohibiting Outsider Trading on Material Nonpublic Information*, 61 HASTINGS L. J. 881, 897 (2010).

(42) See James A. Jones II, *Outsider Hacking and Insider Trading: The Expanding of Liability Absent a*

用に関し、欺瞞の不存在を示唆する見解⁽⁴³⁾、パスワードの推測と同様に、策略によりコンピューターを誤作動させ、その影響もほぼ同じことから、法的に同等に扱うべきとする見解⁽⁴⁴⁾がある。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であれば、欺瞞は存在しないとする見解⁽⁴⁵⁾、技術的区分で責任を課すこと不安定性を指摘する見解⁽⁴⁶⁾、ハッキングを対象としたSEC規則の制定、不法に取得された情報に基づく取引を全て欺瞞的とする理論の採用、証券取引所法改正の必要性を強調する見解⁽⁴⁷⁾、積極的不実表示がなくとも、欺瞞を10条(b)項違反とするSEC規則の制定に触れた見解⁽⁴⁸⁾、既存の法理から大きく乖離することのない擬制違反理論を根拠に、情報取得手段が不正である場合、擬制信託により信認関係を認める見解⁽⁴⁹⁾、かつては人がオフラインで会社情報を管理せざるを得なかったため、欺瞞の矛先がコンピューターか人かで、責任に差異を生じさせるべきではないとする見解⁽⁵⁰⁾も見受けられる。法廷で争われる事実のどこかに、何人かによる何らかの重要事実や信頼が存在するだけでは不十分で、ハッキングの際の不実表示は投資家の意思決定に影響しないため、伝統的な積極的不実表示の概念にうまく収まらないのであれば、裁判所は、証券取引に関してなされるあらゆる重要な不実表示を包含する必要があるとの懸念も示されている⁽⁵¹⁾。また、サイバー・スペースにおける行為は、現実世界における行為と異なり、詐欺と窃盗との間に合理的区分はないとの主張もある⁽⁵²⁾。財産がネットワーク上の情報である場合、多くのハッカーは、コンピューターから情報を奪うことを目的としておらず、情報の消去や他のコンピューターへの移転等がない限り、財産の喪失を特徴とする伝統的な窃盗概念にもあてはまらないとの指摘がある⁽⁵³⁾。今後、同様の問題を考察する機会を得ることができたならば、以上のような研究成果も参考になるものと思われる。

Fiduciary Duty, 6 WASH. J. L. TECH. & ARTS 111, 121 (2010).

- (43) コードの脆弱性やループホールを不正利用する者との類似性を指摘し、合法的にオフィスに滞在し、違法に情報を取得する者の積極的不実表示と欺瞞の不存在を示唆する見解として、次の文献を参照。Adam R Nelson, *Extending Outsider Trading Liability to Thieves*, 80 FORDHAM L. REV. 2157, 2194 (2012).
- (44) See 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, 976 (2010).
- (45) See Brian A. Karol, *Deception Absent Duty: Computer Hackers & Section 10 (b) Liability*, 19 U. MIAMI BUS. L. REV. 185, 214 (2011).
- (46) See Nelson, *supra* note 43, at 2195.
- (47) See Denny, *supra* note 44, at 981 – 182.
- (48) See John C. Coffee, Jr., *Mapping the Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 281, 317 (2013).
- (49) See 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, 618, 620 (2012) 擬制信託については、たとえば、樋口範雄『フィデューシャリー [信認]の時代』48頁, 144 – 148頁(有斐閣, 1999)を参照。同様に、樋口範雄『アメリカ代理法』133頁(弘文堂, 2002)も参照。
- (50) See 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, 1330 – 31 (2011).
- (51) See *Id.* at 1334 – 35.
- (52) See Denny, *supra* note 44, at 973.
- (53) See Hagar Cohen, *Cracking Hacking: Expanding Insider Trading Liability in the Digital Age*, 17 SW. J. INT'L L. 259, 270 (2011).

この論文は、平成23年度在外研究員として研究した成果の一部について、とりまとめたものである。

研究期間 平成23年3月29日～平成24年3月31日

研究課題 インサイダー取引規制

研究先 ヴァンダービルト大学

(2014.2.3 受稿, 2015.3.18 受理)

〔抄 録〕

本稿では、ハッカー等の会社外部者による未公開情報に基づく証券取引と、債権者による未公開情報に基づくCDS取引に関して検討する。前者で主に問題になるのは、外部者が信認義務を負う者でない場合、1934年証券取引所法10条(b)項を適用し得るケースが存在するのかという点にある。この点に関し、Dorozhko事件で、第二巡回区が興味深い見解を示している。後者に関しては、CDS市場が、株式市場とは異なる性質を備えている点や、CDS市場が株式市場にもたらす影響等を踏まえつつ、CDS市場におけるインサイダー取引規制について、考察する。