

米国における利益相反に対する法的アプローチについて

萬澤陽子

I. はじめに——SECのGSに 対する訴え、そして和解

二〇一〇年七月一五日、SECは、ゴールドマン・サックス（以下GS）がSECによるサブプライム関連の債務担保証券（Collateralized Debt Obligation, 以下CDO）をめぐる訴えに対し五億五〇〇〇万ドルを支払うことで和解した、と公表した。この訴えは、GSが組成・販売した、あるシンセティックCDOに関して重大な誤導的言

明および不開示があったことが連邦証券法（Securities Act of 1933）一七条a項および証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）一〇条b項ならびにSEC規則一〇b—5違反に該当するとして、同年四月一六日に提起されたものである。重大な誤導的言明および不開示とは、当該商品の組成に大きく関わったとされるAが投資者とは相反する利害関係を有していたことに関するものであった。すなわち、シンセティックCDO取引組成にはロング・ポジションを取る者とショート・ポジションを取る者が必要となるが、

Aは実はショート・ポジションを取っていた（まさに投資者と対立する利益を有していた）にもかかわらず、そのことを投資者に開示しなかった、およびそれとは異なることを誤導する言明を行ったことが問題とされたのである。

この訴えに対して、GSはプレスリリースを出し、次の四点について反論した。第一点は、GSは当該取引をめぐって一五〇〇万ドルの手数料を得たがそれをはるかに越える九〇〇〇万ドル以上の損失を被っていること（GSは、当該取引で自らロング・ポジションを保有して多額の損失を負っており、当該商品がAに不当に有利な内容となっていたわけでは決していないことが示唆された）。第二点は、GSは投資者に対する詳細な情報開示を行っていたこと（GSは、当該取引の募集の際にすべての参照資産についての情報開示をしており、また当該商品に投資したのは豊富な経

験を有する機関投資家がこの証券に関するリスクは十分に承知していたと主張している）。第三点は、当該シンセティックCDOの組成は、Aだけによって行われたわけではなく、GSによって起用された選定代理人Bによって最終判断が下されたこと（当該商品は住宅ローン担保証券（*high-denial mortgage-backed securities*、以下RMB S）を参照資産とするクレジット・デリバティブを原資産としており、Aが選定した一二三本のRMB Sの候補リストを、GSによって起用された選定代理人Bに提示し、BがどのRMB Sを組み入れるかを最終決定することで組成された（Aによって提示された候補はその半分程度が組み入れられた）とされている）。第四点は、GSがBに対してAがロング・ポジションを保有する予定がある（これは事実と異なるゆえ不実表示になりうる）ということを示唆したことはないこと（これ

は、選定代理人であると同時に当該商品の投資者であったBに対して、GSの従業員Yは組成に関わったAがBと同じ利益を有することになると誤信させたとのSECによる主張に対する反論である)。

このようなプレスリリースを出したGSは、当初徹底的に争う姿勢を見せていたが、その約三ヶ月後に和解に応じて、当該取引で得た手数料の額に相当する一五〇〇万ドルの利益の吐き出し(disgorgement)と、五億三五〇〇万ドルにのぼる民事制裁金(civil penalty)の支払い(これは記録的な金額であると報じられている)等に同意し、また、GSは当該取引の販売資料には不十分な情報(incomplete information)が含まれていたことを認め、特に、当該シンセティックCDOの参照資産の選定がBによって行われたとして、Aも選定に関与していたことおよびAの利益は当

該商品の購入者と相反していたことを開示しなかったことは誤り(mistake)だったと認めたのである。

このことは、日本において、少なからず驚きを持って受け止められたのではないかと思われる。なぜなら、GSに対するSECの訴えを巡っては、さまざまな疑問が投げかけられており、特になぜAの存在を開示しなければならなかったのかについては、理解困難な点として受け止められていたところ、GS自身がAの関与およびAの有する利益を開示すべきであったことを自ら認めたからである。日本で提起されていたAの存在の開示に関する疑問とは、おおよそ以下のような内容であったと思われる——Aは投資者にとっては取引の反対当事者であり、また同時に当該商品の組成に関与した者でもあったが、いずれの立場も投資者に対する開示が要求されることに合理性はな

い。なぜなら、通常の業務慣行においては、取引の反対当事者が誰であるかは開示しないし、その必要性もないであろう。また、当該シンセティックCDOは、当時のサブプライムローン市場に対して悲観的な見方をとっていたAが、自らの投資戦略に沿った投資をするためにGSに持ちかけて組成・販売されたものだが、それ自体はまったく問題がないし、Aが組成に関与したといっても最終的な判断はAとは独立した主体のBによって下されているのだから、適切な過程を経て組成されたといえる。さらにAは、当該取引で利益を得るために、違法なことを行った（例えば、RMBBSの価格を下落させるために意図的に何かを行ったり、インサイダー情報を得ていた等）わけではないのである。当該シンセティックCDOに投資した投資者は、同様の取引を何度も行ったことがある者で商品内容について熟知していたのである。

それにもかかわらず、なぜAの存在を開示しなければならぬのだろうか――。

本稿は、このようなSECの訴えに関する大きな疑問である、なぜSECは開示を要求したのか、SECの主張の合理性は何に求められるかについて、米国の法の発展の観点から検討するものである。具体的には、利益相反に関する法の発展に焦点を当てる。米国では、日本と異なる利益相反に対する考え方および法的アプローチが採られていることから、本稿ではまず、米国における利益相反に関する法の歴史的な発展を確認し、証券取引法制のもとで利益相反に対しどのような立場が取られたのかを概観する。そして、日本との比較を通じて、米国における利益相反の考え方および法的アプローチの特殊性を抽出し、最後にGSに対するSECの主張の合理性について若干考察することにする。

II. 米国における利益相反に関する法

(1) 歴史的発展

利益相反は判例法上古くから論じられてきており、一八四六年には利益相反 (conflict of interest) という用語が米国の連邦最高裁判所の判例に出てきている。同判例は、遺言執行者が第三者を介在させて遺産を自分で購入したという、いわゆる自己取引が問題となった事例であった。裁判所は以下のように述べる——遺言執行者が当該財産を取得するために名目的な購入者を使って購入することは、それ自体詐欺で無効である。受託者あるいは代理人による財産の購入は、彼らがそれに利益を有しているといまいと、誰かを介在させようとさせまいと、明らかに詐欺なのである。

このルールは、自己利益と誠実性の間の葛藤を通常もたらず場面に自分自身を置くことを禁ずる道徳的義務に基づいている。利益相反の場面に法は介入する。そのような場面では、その者の負う義務が自己利益の誘惑に打ち勝つ場合もあるかもしれないが、多くの場合、その誘惑が支配的な影響力を有し当該義務を打ち負かしてしまうからである——。

遺言執行者とは遺言者から遺産管理を任された者である。遺言執行者は遺言者の指示に従って遺産を処分しなければならない。本事案では、ある受遺者のために売却するよう指示されていた資産について遺言執行者自身が（第三者を名目的な購入者として介在させて）購入したが、これはその受遺者のために売却しなければならない立場と自己の利益に有利なように購入したい立場を一人の人間が兼ねてしまっていると、それ自体詐欺

で無効とされたのである。それ自体詐欺とは、さらなる調査の必要なく (without any further inquiry) という意味で、その事実が認められた時点で詐欺で無効とされるということである。これは、遺言執行者にとっては大変厳しいルールである。通常の対等な当事者間における契約において詐欺が認められるためには、被告が欺罔の意図を有して事実と異なる言明をしたことよって原告が取引をした結果損害を被ったということを、原告が立証しなければならず、容易に成立が認められるものではないからである。

本件のような遺言執行者と受遺者の間では、なぜ受遺者に大変有利なルールが適用されるのであろうか。それは、遺言執行者は信頼されて遺産の執行を任された者だからである。英米では伝統的に、ある者から信頼を受けて何かを任されてそのための権限が与えられた者——本件で言えば、遺

産を受遺者のために売却することを任されその売却権限が与えられた遺言執行者——には、通常契約では認められない信託義務 (Fiduciary duty) が課せられるという法が発展してきた (この「信頼を受けて何かを任されてそのための権限が与えられた」という要素は契約には存在しない。契約は、自分の利益のみを考えて行動することが前提とされた制度だからである)。

ここで言う信託義務とは、受益者 (本件では受遺者) の利益を第一に考え行動しなければならぬという義務である。利益相反の禁止はこの義務の中心に据えられる。利益相反とは、「一人の人間が個人として有する利益と、その者が公職者または fiduciary (受託者) として追求すべき公益または受益者等の利益とが衝突すること」と一般に定義される。利益相反が禁止されるのは、この「追求したい利益」と「追求すべき利益」が対立

する状況では、人間の弱さを前提にすると、どうしても前者を優先する誘惑が強く、後者（受益者の利益）を図ることが極めて困難になり、信認義務が履行されにくくなると考えられてきたからである。本件のような自己取引の場合は、特にその危険性が高まる。そこで、法は、自己取引を通常の利益相反以上に特に厳しく禁じてきた。特に厳しく、というのは、自己取引する立場に置くこと自体を絶対的に禁ずるという意味である。すなわち、受益者に十分な情報を開示して承諾を得ていなければ、取引自体がいくら公正だったとしても、また信認義務を負う者が受益者の利益になるといくら誠実に信じて行ったとしても、さらに、実際当該取引が受益者に利益をもたらしていたとしても、自己取引は詐欺として禁じられる、という徹底した受益者本位のルールが適用されてきたのである。

取引が公正で受益者に利益をもたらすのならば、受益者の利益を第一に考えて行動すること要求する信認義務は履行されているのではないか、と思われるかもしれないが、法はそうはみない。なぜなら、当該取引は受益者に利益をもたらしている（「追求すべき利益」が図られている）かもしれないが、同時に信認義務を負う者にも利益をもたらしている（すなわち、「追求したい利益」も図られている）かもしれないからである。法が厳しく禁じているのは、この受益者に内緒で得る利得（「追求したい利益」）である。信認義務を負う者が受益者のために何か任されたことを行うとき、その対価としての報酬を得る以外に、利得を得ることは厳格に禁じられる。しかし、信認義務を負う者がそのような利得を得ているか否かの立証はしばしば困難である。そこで、それを疑わせる行為——ここでは、受益者の同意

を得ないで取引をしてしまうこと——を法は一律に禁じたのである。禁じられた行為によって得られた利得が信認義務を負う者に生じているのなら、受益者に損害が生じていなくても、利益の吐き出しが命じられることになるのである。

信認関係は、遺言執行者と受遺者の関係のみならず、「信賴を受けて何かを任されてそのための権限が与えられた」関係——例えば、信託制度における受託者と受益者、代理人と本人、後見人と被後見人、取締役と会社等の関係——においても認められ、同様のルールが適用されてきた（そもそも信認義務は信託制度をめぐって形成されてきたもので、信託財産を受益者のために管理・運用・処分するよう託され、そのための権限を与えられた受託者に、もっぱら受益者の利益のために行動する義務を課し、その義務違反には厳しい制裁を加えるように発展してきたものである）が、

そのルールの内容は同一ではない（またすでに述べたとおり、自己取引の事案と自己取引以外の利益相反の事案でも異なる）。しかし、その背後にある考えは同じで、信賴を受けて権限を与えられた信認義務を負う者がその権限を濫用した場合に、それに依存するゆえ大きな影響を被る受益者を保護しなければならない、ということである。信認義務を負う者に対する受益者の信賴度・依存度が高く、信認義務を負う者の権限濫用の危険性が高まるほど、受益者保護の必要性が生じ、法は介入することになるのである。

(2) 証券取引に関する利益相反

証券取引に関する利益相反においては、受益者の同意よりむしろ開示に焦点が当てられ、開示がなければ責任を課せられるというルールが適用されてきた。といっても、その旨の規定が、連邦政

府によって制定された証券法・証券取引所法に用い
意されているわけではない。それは、主に、GS
に對する訴えでも援用された包括的な条文である
証券取引所法一〇条b項およびその下で制定され
たSEC規則一〇b-5の「詐欺」の解釈とし
て、読み込まれてきたのである。以下、具体的に
判例・審決を取り上げて紹介する。

(i) Duker & Duker 審決 (6 S. E. C. 386(1939))

Duker & Duker 審決は、ディーラーが、顧客
に對して自分の有していた社債を市場での価格を
はるかに超えた高値で売却したが、その際、顧客
が市場の価格を知らないことに気づいていたにも
かわらず、その情報を開示しなかったという事
案である。SECは次のように述べて同ディー
ラーの登録を取消す判断を下した——ディーラー
は、公平にそして専門家としての基準に従って顧

客と取引しなければならぬ。本件で問題となつ
ている、顧客に正確な情報が与えられたなら支
払ったであろうよりもはるかに高い値で取引する
という、顧客の信頼および無知を利用して利益を
得る行為は、公平でも専門家としての基準に従つ
てもなく、詐欺となる。この詐欺の成立は、市場
での価格と合理的関連性のある価格を請求する
か、情報を顧客に開示して取引をするか否かにつ
いて熟慮に基づいた判断をさせるようにすること
によつてのみ、避けられる。信託法の大家が述べ
るように、「信認関係および信頼関係には、全体
的に適切な情報開示をする義務と誠意を十分尽く
す義務が染み込んでいる。それは、受託者と受益
者、遺言執行者と受遺者、近親者と遺産管理人、
後見人と被後見人、代理人と本人、弁護士と顧
客、会社のオフィサーあるいは発起人と会社、そ
して『信認関係』にあるとされる、さまざまな関

係にある者に適用されるのである。」——。

この事案で当該ディーラーは、社債をできるだけ安値で購入したい顧客の利益（「追求すべき利益」）と、できるだけ高値で売却したい自己利益（「追求したい利益」）という対立した利益を有していたが、裁判所は、当該ディーラーに対し、市場価格に関する情報、および当該取引からディーラーがどれだけの利益を受け取れるのか等（「追求したい利益」）を顧客に開示した上で、ディーラーとの取引をするか否かを決定させる機会を与えなければならないとしたのである。

(ii) *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* (406 U.S.128 (1972))

次に、連邦最高裁の *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* を取り上げる。この事案は、ある証券の名義書換代理人に任命された銀行

およびその従業員（被告）が、当該証券の所有者（原告）に証券の売却を誘引する一方で、それ以外の者に当該証券の購入を継続的に勧めて取引させ（また自己勘定でも購入して）、当該証券の取引を促進していたが、購入者が被告に支払う価格（原告が被告に売却する価格より数百ドル高く、その差額は被告が利益として得ていた）について原告に開示しなかったことが問題となったものである。最高裁判所は以下のように述べて被告の責任を肯定した——被告が単に名義書換代理人として機能しているのなら開示義務を負わないが、彼らは当該証券の売却と購入を同時に懇願し受け入れることで当該証券の取引市場を積極的に促進していた者である。この行為はまぎれもなくマーケット・メイカーであり、開示義務が肯定される。この市場の発展のおかげで、被告に預けられる資金量は増加し、被告はそれとは別に手数料と

チップも得ていたのである。被告はこの市場について常に熟知しており、原告は被告らを株式市場に精通している者と考え、信頼して自分達の有する証券を売却したのである。被告は、原告に対して、当該取引から自分たちが経済的利益を得る立場にあり、原告が売却した株はより高い値で他の者によって購入されることを開示する義務があったのである——。本件で株の売却にあたって原告から信頼を受けていた被告は、できるだけ高値で売却したい原告の利益（「追求すべき利益」とでしかるだけ安値で購入したい自己利益（「追求したい利益」）という利益が対立する状況、すなわち利益相反の立場にいたといえ、連邦最高裁判所は、当該立場の開示義務を認めたのである。

ここで留意すべき点は、被告は銀行およびその従業員であり、マーケット・メイカーとして行為していた者ではまったくなかった（両者の間にそ

のような合意はなされていなかった）ことである。それにもかかわらず、被告の行為はマーケット・メイカーそのものとして開示義務が課せられた。すなわち、信認関係および信託義務は、当事者間の合意とはまったく関係なく認められるものである。形式ではなく、実体を見ることでの法を適用するかが判断されたのである。

(iii) それ以外の事例——フィナンシャル・コラムニスト

厳密には利益相反とはいえないような事例でも開示が命じられている。例えば、*Zwing v. The Hearst Corp.* (594 F.2d 1261 (9th Cir. 1979)) は、週に四、五個の株に関するコラムを執筆していたフィナンシャル・コラムニスト（以下、FC）が、しばしば好意的にコラムを書くつもりで会社の株式を事前に購入し、コラムが公にされた直後

に売却し利益を得ていたことが問題となった事案である。これを利益相反と構成するとしたら、客観的なデータに基づいてFCが有望と信じる証券に関する情報を得ることを望んでいる購読者の利益（「追求すべき利益」と、FC自身の利益（「追求したい利益」）の対立といえよう。そこでFCが実際収集した情報から有望と判断する会社についてコラムを書き当該会社の株を事前に購入しコラムを公にした後に売却すれば、「追求すべき利益」も「追求したい利益」も満たされ、利益の対立がないといえるかもしれない（もともと、購読者の中にはFCが当該証券を売却する相手になる者もいるかもしれないが、その点で両者の利益が相反するといえるかもしれないが）。しかし、裁判所は以下のように述べてFCの「追求したい利益」の開示義務を認めた——本件で、FCが購読者である投資者に開示しなかったのは、購読者が

自分の助言に従ってくればFC自身が個人的に利益を得られるということである。この情報は会社の価値に直接関係しないが、FCはコラムを信頼する自分の購読者を誤導させない必要がある。なぜなら、FCは購読者から利益を得て情報・アドバイスの提供を引き受け、購読者はコラムを信頼していることから、信頼関係に類似した関係に両者は立つからである——。

このように、信頼を受けて何かを任せられ、それを引き受けたような者は、「追求すべき利益」を負うことになり、それを遂行するために相手方に十分な情報を開示する義務が課せられてきた（なお、この「信頼」は存在したと看做され、受益者たちが実際に信頼したことを立証する必要はない）。特に「追求したい利益」の開示はその情報開示義務の中心として徹底的に要求されてきたのである。

Ⅲ. SECによるGSに対する訴えの検討——米国の判例法の発展の視点から

(1) 米国の利益相反の法に関する特徴——日本との比較から

これまで述べてきた米国の利益相反の法について、日本と比較すると、大きく分けて二つの特徴が浮かび上がってくると思われる。

一つは、米国の利益相反に関する法は、歴史的にさまざまな分野における「信頼を受けて何かを任されてそのための権限が与えられる」関係——信託の受託者と受益者、代理人と本人のみならず、取締役と会社、ディーラーと投資者、弁護士と顧客、医師と患者等——で、判例法によって発展してきたことである。これにより、利益相反は

禁じられるあるいは制限されるべきものであるという共通の認識が判例法全体に染み込んでおり、特に個別具体的な禁止規定がなかったとしても、法は積極的に介入できたのである。また、その範囲は、厳密には利益相反といえないようなものも含んでおり、広いといえる。

これに対して、我が国においては、それぞれの法で個別具体的な規定が設けられている。例えば、民法（一〇八、八二六、八六〇）、一般社団法人及び一般財団法人に関する法律（八四）、会社法（三五六、三六五、五九五）、金融商品取引法（三一条の四、三八条六号、四四条の三）等に利益相反に関する条文が存在し、それぞれ規定されている。すなわち、原則として個々の条文が規定する利益相反のみが禁止・制限されるのである。

もう一つは、米国、特に証券取引に関する利益

相反の法の核心は、利益相反自体の禁止ではなく、その開示であるということである。厳格なルールの下では歴史的に、開示がなければ、仮に信認義務を負う者が受益者に利益になると思っ取引したとしても、そして実際利益が受益者に生じていたとしても、有効とはされてこなかった。

人間の弱さを前提にすると、受益者に開示しないで取引すること自体、受益者の利益（「追求すべき利益」）を第一に考えて行動する義務に違反している疑いを生じさせるとされたからである（しかしこのことは、開示さえあれば、信認義務を負う者が利益を得てもまったく構わないということの意味する）。この考えは、主に包括的規定であるSEC規則10b-5に読み込まれて、適用されてきた。

これに対して日本の証券取引法制のもとでは、利益相反を開示するというより、利益相反が生じ

ない体制を創設することに主眼が置かれていると思われる。例えば、最近の議論で言えば、平成二〇年の金融商品取引法改正で、金融グループとしての総合的なサービスの提供を可能とするため銀行・証券・保険間のファイアー・ウォール規制が見直されたが、その際に利益相反に関しては、それによって「顧客の利益が不当に害されることがないように、適正な情報の管理と適切な内部管理体制を整備する」ことが義務付けられたと説明されている。

(2) GSに対するSECの訴えは合理性を欠くものだったか

このような米国の利益相反に関する法の発展の観点から、SECがGSに対して提起した訴訟の主張内容について少し考えてみたい。すでに述べたとおり、SECがGSの取引で問題としたの

は、当該シンセティックCDOの組成に関わったAが実は投資者とは対立する利害を有していたことであった。これを、これまでの事例同様、利益相反あるいはそれに準ずるものとして考えると、Aについて、中立的な立場で当該商品の組成に関与していることを前提としている投資者の利益（「追求すべき利益」）と、投資者の取引の相手方としての自己利益（「追求したい利益」）が対立しているのとひとまず解釈できよう。

ただし、本件はこれまで紹介したような事例とはいくつかの点で異なっている。

まず、本件におけるAはこれまで紹介した事例のような意味での、自己利益を図りやすい立場にいたわけではないことである。本件で最終的に商品組成したのはBであり、Aが自分の思い通りに商品の中身を選定できたわけではないからである。

次に、A自身は投資者と直に接する立場にいたわけではない、すなわちこれまで紹介した事例と異なり、本件では利益相反的行為をした者が投資者に情報開示する立場にはいなかったことである。そのような立場にいたのは、ブローカー・ディーラーであるGSであった。だからこそSE Cは、GSが投資者の利益と相反する行為——本件で言えば、投資者の取引相手となりながら、商品組成した行為——を自ら行ったわけではなくても、投資者に販売する商品にAの利益相反的行為が関係していることを知る立場にいた以上は、そのAの利益相反的行為と利益相反的行為が含まれる当該商品を投資者に販売することでGSが得られる利益（「追求したい利益」）を投資者に開示しなければならなかった、と主張したのである。

本件で訴えの対象となったのがGSおよびその従業員Y（当該商品の組成・販売を主導したとされ

る者) だけで A が含まれていないのは、上述のように A は開示する立場にいなかったからである。すなわち、法は、利益相反行為自体を禁ずるわけではなく、それを相手に開示しないことの責任を問うことから、利益相反的行為をした A は、この点につき何の違法性も帯びないのであり、責められるべきは、投資者に適切に開示すべき立場にいたのにそれを怠った G S およびその従業員 Y だったということなのである。吐き出されるべき利益が、A が得た一〇億ドル (A は当該取引から最終的に一〇億ドルの利益を得た一方で、投資者は一〇億ドル以上の損失を被っている) ではなく、G S が当該取引から得た手数料一五〇〇万ドルだったのも、G S が「追求したい利益」を開示しないことによって得たものが、手数料だったからである。

このような相違がある本件に、従来の利益相反

の法を適用するためには、判例法で発展してきたルールの解釈を少し拡大する、あるいはすでに確立した他のルールを併用する必要があったといえるが、これを行うことは、それほど困難ではなかったと思われる。例えば、二つ目の相違に関する、利益相反を自ら行っていないでも開示しなければならぬ、とされた点は、信認義務を負う立場にいる者が自分で行ってはならないことは他人を使っても行うことはできない、という、判例法で繰り返し述べられてきていたルールによって、採用可能であったと思われる。すなわち、G S が自分で行うことが禁じられる行為は A によってもなされ得ず、A がそのような行為をした場合には投資者に開示しなければならぬと解釈され得ると思われる。また、一つ目の相違に関する、A が自己利益を容易に図れる立場にいなかったとしても開示しなければならない、とされた点

は、自己利益を容易に図れる立場にいらなくても、Aによって挙げられた候補の半分程度は組み入れられたとされていることから、当該商品の中身の選定にAが少なからず影響を及ぼしたことは否定できないし、仮に実際影響力を行使したことが認められないとしても、すでに述べたとおり、法は受益者に内緒で得る利得に敏感で、それを疑わせる行為——受益者に十分な情報開示がなされない取引——を厳しく禁じてきた歴史から採用可能であったと思われる。このような法の歴史を背景に、仮に、取引の相手方（A）が一部組成に関与した程度であっても、当該取引が投資者にとって公正であったとしても、また商品として合理的だったとしても、Aが投資者と相反する利益を有して組成に関与したことはGSによって投資者に開示する必要があったと解釈され得ると思われる。

しかし、本件には従来の事例と異なる重要な点がある。従来の事例では、ディーラー、銀行、フィナンシャル・コラムニストといった利益相反的行為をした者は、顧客、購読者といった相手方から信頼を実際受けていた、あるいは信頼を受けるべき立場にいた。前者に開示義務が課せられるのは、信頼を受けて何かを任せられ、それを引き受けたことに求められていた。本件で、前者に当たるのはGS（利益相反行為をしたのはAだがそれを開示すべき立場にいたのはGSであった）であるが、投資者と上記のような関係に立っていたかという点、議論の余地が相当あると思われる。GSが和解に応じてしまい、詳細な事実関係を知らずにはできないが、もしそのような関係に立っていただけのならば、今回のSECの主張の合理性を利益相反あるいはそれに準ずるものの開示を命じ

てきた法に求めることはできない。その場合、開示を要求するための他の法的基礎が求められるが、例外的にしか情報を開示しない行為（不開示）に法的責任を課すことを認めてこなかった米国の法の下では、何に置かれることになるのだろうか。

V. おわりに

GSに対するSECの訴えに対しては、さまざまな意見がある。本稿は、利益相反の法に関する従来の事例と本件の相違点をいくつか指摘し、これまで発展してきた利益相反的行為の徹底した開示を本件で要求することが合理的といえるかについて考察してきた。SECの主張のような立場の合理性の有無については、さらなる慎重な検討が必要になるが、一ついえることは、米国では、

本稿で述べてきたように、利益相反あるいはそれに準ずる行為は禁止・制限されるべきであるという考えが、日本より広く強く共有されており、法もそのように発展してきたということである。今回のSECの主張は、その表れといえ、我が国とは異なる米国の法の発展の中で理解されるべきだと思われる。

(参考文献)

Tamar Frankel [1983], "Fiduciary Law", Cal. L. Rev., vol. 71, pp. 795-836.

樋口範雄「一九九九『フィデュシャリー「信認」の時代』有斐閣

樋口範雄「二〇〇三『アメリカ信託法ノートⅡ』弘文堂

別冊商事法務編集部編「二〇〇八『平成二〇年改正金融商品取引法の解説』商事法務

(まんざわ ようこ・当研究所研究員)