

転換期の日本経済と金融規制

糸井重夫

目次

I. はじめに

II. 転換期にある日本経済

1. 競争指向型経済への移行と経済格差
2. 事後規制と金融犯罪

III. 金融自由化に伴う金融犯罪と規制監督の一元化

1. 英国の「ビッグバン」と金融犯罪
2. 英独における単一規制監督機関の設立
 - a. 英国
 - b. ドイツ

IV. 米国におけるインサイダー取引規制の発展

1. 米国インサイダー取引規制の特色
2. インサイダー取引の目的

V. むすび

I. はじめに

21世紀に入って日本経済は、金融システム不安を抱えながらデフレ経済に喘いでいたが、「改革なくして成長なし」のスローガンの下、様々な分野で市場競争原理を導入することで2002年以降は弱々しいながらも景気が回復してきている。しかしながら、今回の景気回復局面では、規制緩和と競争原理の導入が結果的に企業収益の改善を第一として展開されたことにより、雇用情勢の面ではリストラが横行し、高い失業率を維持したままでの景気回復となった。そのため、実感としてはあまり感じない回復となっている。

ところで、今回の景気回復は従来の景気回復とは異なり、ケインズ型の積極的な財政金融政策を用いたものではなく、1980年代のレーガン政権下の米国経済の回復局面で見られたような、市場競争原理を活用して供給サイドの自由な経済活動を促すマネタリズムやサプライサイド・エコノミクス的な政策による景気回復となった。その意味では、小泉政権で展開された経済政策は、1980年代にレーガン政権下の米国やサッチャー政権下の英国、さらには中曽根政権下のわが国で実施されたような、規制緩和や民営化により市場競争を促す政策を踏襲するものであったと言える。

レーガン政権の経済政策である「レーガノミックス」で特徴的だったのは、税制面における高額所得者への減税と課税最低限の引き下げ（事実上低所得者層への増税）と金融面での自由競争の促進であるが、この政策はミクロ経済学的には労働意欲を高め、労働供給量を増加させるので、労働市場における供給サイドの改善としては有効と考えられた¹⁾。そして、その後の金融市場における規制緩和は、米国の金融業の再生と共に米国経済全般の再生に寄与することとなったのである。また、1980年代は英国においてもサッチャー政権の下でマネタリズムに依拠した経済政策が展開されたが、これもケインジアン的な短期の総需要管理政策に代わって、長期的な観点から市場競争原理の導入により供給サイドの改善を意図する政策であった。わが国においても、中曽根政権の下で国鉄、日本専売公社、日本電信電話公社の民営化が実施されたのはこの時期である。

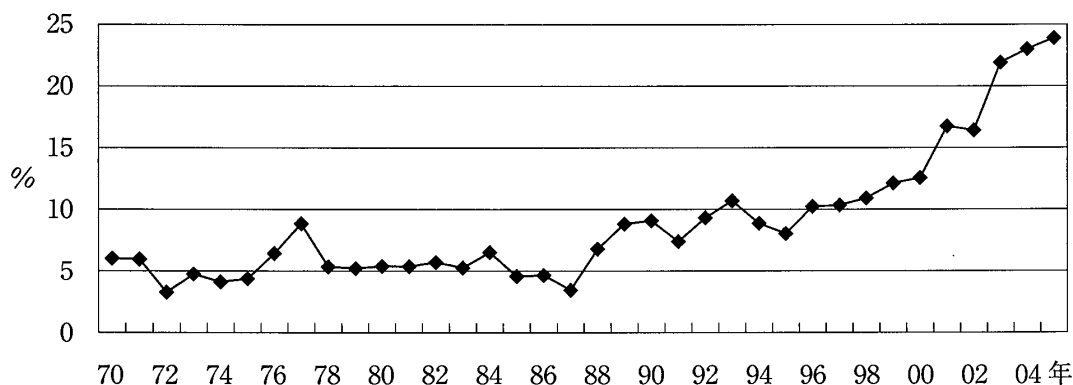
このように、1980年代以降、日米英では、それまでのケインズ経済学に依拠した経済政策からマネタリズムやサプライサイド・エコノミクスに依拠した市場競争重視の経済政策への転換が図られたが、2000年代の小泉政権で実施された政策はこれをさらに推し進め、財政支出の削減や郵政民営化等に見られるように経済に対する政府の介入を極力少なくし、様々な分野で市場競争原理を導入して日本経済の構造を安定指向型から競争指向型へ転換していこうとするものであった。そこで、本稿では、日本経済が競争指向型経済へ転換することよりどのような問題が発生するのかについて、英国の「サッチャリズム」や米国の「レーガノミックス」後の経済状況を参考に、規制緩和後の金融分野での金融犯罪とその規制の面から考察することにしよう。

II. 転換期にある日本経済

1. 競争指向型経済への移行と経済格差

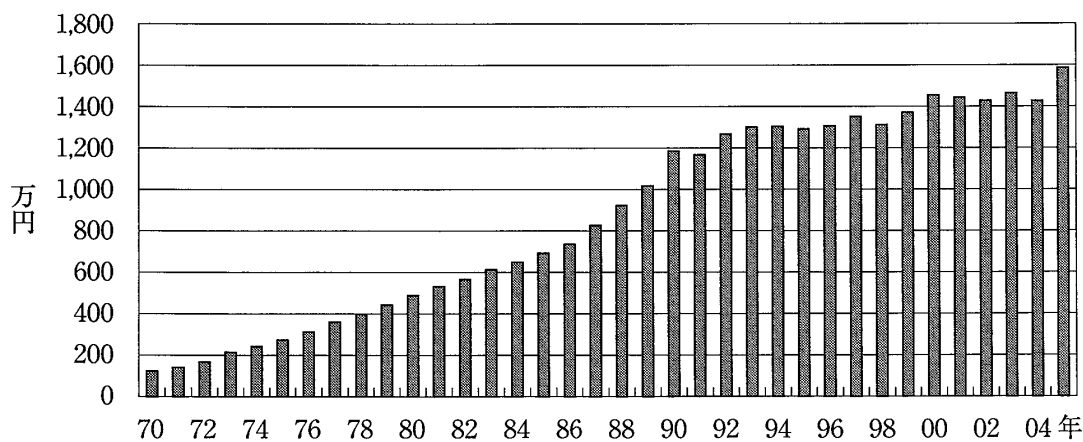
2006年9月の安倍政権発足前後から、競争原理の導入に伴う経済的な格差の問題がクローズアップされてきた。統計的にも図1と図2で示されるように、小泉政権発足後の2002年以降、一方では、無貯蓄世帯の割合が25%前後まで上昇し、4世帯に1世帯が無貯蓄世帯であるのに対して、他方では、貯蓄世帯の平均貯蓄額は順調に増加し、1990年以降その伸び率が低下したとはいえ現在では1世帯平均1,600万円を超える水準にまで達している。また、「ヒルズ族」に代表されるように、情報通信関連（IT）企業の若手経営者が高額所得者として登場し、規制緩和等によって新しい市場が様々な分野で形成されてきている。その意味では、現在の日本経済は、競争制限的な護送船団方式による従来の安定指向型経済から、企業活動の活発化と新市場の創成により経済を成長させようとする競争指向型経済への転換期にあると考えられ、政策の方向性としては日本版「レーガノミックス」と捉えることができる。そして、現在の日本経済の方向性をこのように捉えるなら

図1 無貯蓄世帯の割合



出所) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」より作成

図2 金融資産保有世帯の平均保有額



出所) 金融広報中央委員会「家計の金融資産に関する世論調査」より作成

ば、この競争促進的な規制緩和をさらに進めていけば、米国同様経済的な格差はより拡大していくものと考えられる。

競争指向型経済においては、それまでの安定指向型経済で構築されてきた様々なシステムが見直され、競争促進的なシステムの構築が促される。特に、レーガン政権時に見られたような税制改革や金融市場の規制緩和等のシステムの再構築は、その後の米国経済復活にとって重要な意味を持っていた。たとえば、税制の面からは、累進所得税制よりも比例所得税制の方が労働供給量を増やし、社会的厚生も高いわけであるから、高額所得者への減税と低所得者への増税という政策は競争指向型経済においては望ましい税制といえる。そこで、レーガン政権では累進税率幅を減少させ、高額所得者への減税と低所得者層への事実上の増税を実施したのである。また、金融の側面では、通貨供給量重視の通貨政策と金融分野での規制緩和によって金融システムの再構築を促すとともに、自己資本比率規制（BIS規制）等の国際的統一基準を導入することによって国際金融市場での米銀の地位を回復させたのである。

このように、1980年代後半のレーガン政権第2期には、財政金融の面で競争促進的な改革が断行され、その後の米国経済回復の原動力になったが、他方で、経済的な格差は急速に拡大した。一般的に言って、競争を促進させると経済格差は拡大すると考えられるが、わが国の場合、競争促進的な税制改革や金融分野での規制緩和が、小泉政権の下で顕在化してきた経済格差の拡大傾向下で行われているため、経済的な格差が社会階層の固定化を促すことが懸念される。加えて、金融分野での規制緩和・自由化は、銀行・証券・保険の各分野の業務を横断的に展開する金融グループ（金融コングロマリット）の形成を促すが、これに伴う新商品の開発や新しい取引手法の導入は、貯蓄者や投資者の当該金融商品に対する理解を困難にし、規制監督当局の監視についてもより困難なものにする。そしてこのことは、金融犯罪を引き起こす引き金になると考えられるのである。金融分野での規制緩和後に金融犯罪が頻発する傾向は欧州諸国でも見て取ることができ、後述するように北欧諸国や英国、ドイツにおいても各金融分野を包括的に監視する一元的な単一機関による金融規制監督制度の再構築が進められている。わが国においても1998年以降旧大蔵省の改革が進み、現在では財務省と金融庁に分割され、銀行・証券・保険・その他の金融については金融庁とその下部組織である証券取引等監視委員会が一元的な規制監督を実施している。

ところで、小泉政権下で断行された競争促進的な諸施策はわが国の経済を安定指向型経済から競争指向型経済への転換を促したが、「レーガノミックス」同様の自由化後の様々な問題を惹起させることが懸念される。すなわち、まず第1に、経済格差の拡大と、これを通じた社会階層の固定化、第2に、欧米での金融自由化後に見られたように、取引の複雑化に対して規制が後手に回ることによって起因した金融犯罪の多発、などである。第1の経済格差の拡大については、図1で示したようにその傾向が表面化し始めてきており、社会階層の固定化についてもその傾向が見られる²⁾。また、第2の金融犯罪については、「ライブドア事件」や「村上ファンド事件」でクローズアップされたように証券市場を舞台とした犯罪が引き起こされている。そこで以下、規制緩和に伴う金融規制監督制度の転換と金融犯罪について考察することにしよう。

2. 事後規制と金融犯罪

戦後のわが国の金融行政は、金融システムの安定が日本経済の持続的な安定成長を可能にするとの観点から、競争制限的な護送船団方式によって運営されてきた。それゆえ、銀証分離規制や信託分離規制、内外市場分断規制や都銀・地銀等のテリトリー制など、競争制限的な事前規制が徹底され、バブルが崩壊するまで金融機関の破綻はなかった。また、純粋持株会社の禁止や株式保有制限等の独占禁止法上の企業結合規制についても厳しく制限され、金融資本による産業資本の支配を抑制したのである。しかしながら、1997年6月の法改正で純粋持株会社が解禁されたのに伴って金融持株会社の設立が可能となり、翌98年4月からは国際統一基準であるBIS規制が前年の金融機関健全性確保法による銀行法改正を契機として早期是正措置に盛り込まれ、金融機関に対する規制監督のあり方が競争制限的な事前規制から競争促進的な事後規制に転換されることになった。

このような金融規制監督システムの転換は、わが国内部の間接金融優位から市場型間接金融への移行という金融構造の転換により促されただけでなく、BIS規制や国際会計基準の導入等の国際的な規制監督システムの統一化・平準化の動向を反映させたものである。すなわち、各国の資本市場が国際競争にさらされつつも統合され、そこでプレーする金融機関は他国の金融機関との競争を有利に展開するために様々なサービスや金融商品を開発するが、そのためには金融機関の組織の多様化と多角化が求められようになる。そして、組織としては多国籍の金融コングロマリットを形成すると共に、金融サービスや金融商品も銀行・証券・保険の各分野にまたがるように展開され、この国際金融市場での開発競争やサービス競争を有利に展開するためには、金融機関が各自の裁量に基づいて経営を展開した方が効率的である。そこで、金融行政のあり方もこれまでの安定指向型の事前規制に代わって、問題が発生した場合に厳しい措置を講じる事後規制が望ましいとされたのである。

図3は金融機関規制を整理したものであるが、競争指向型経済における事後的金融規制の下では、金融機関は、自己資本比率規制やバランスシート規制等の健全性規制を中心として、預金者や投資者に対して彼らが求める情報を積極的に開示することによって市場の信頼を得ることが求められる。また、規制当局は、普段から金融機関や市場を監視し、問題がある金融機関に対しては是正を求め、場合によっては市場からの退出を求める等、強い権限が与えられる。そして、様々な金融商品が開発され、取引自体も複雑化することから、金融機関関係者はもとより、規制当局、さらには預金者や投資者也金融知識の蓄積が求められ、金融知識が不足している場合には金融新商品や新たなサービスの理解が困難になり、金融犯罪の温床になることも懸念される。すなわち、様々な金融商品が開発されるのに伴って、金融機関関係者がこの新商品の仕組みを理解できない場合には、近年話題になった保険金未払い等の問題を引き起こすであろうし、預金者や投資者が新商品のリスクやリターンを理解できない場合には資金の有効活用ができず、金融知識の有無によって資産形成の効率性が損なわれることになろう。またこのことは、健全な金融・資本市場の育成の観点からはマイナスとなる。さらに、規制当局がこれら各金融分野にまたがる新商品について効果的に監視できなければ金融犯罪の拡大を招くことになろう。したがって、金融規制の緩和に伴って、規制・監督体制についても各金融分野を包括的に監視する一元的な単一規制機関の設置が求められ、預金者や投資者に対する金融知識の蓄積や金融教育の

図3 金融規則の分類

目的	手段	金融機関行動規制		制度的措置	監督機関
	独占禁止規制	競争制限的規制	健全性規制		
金融システムの安全維持		価格規制 業務分野規制 参入規制 内外市場分断規制	自己資本比率規制 バランスシート規制	各種のセーフティーネット	金融庁 業界団体 (国際会計基準委員会)
システムの効率性促進	合併規則 株式保有制限				公正取引委員会
経済的公平性の確保と市場の育成(市場規律)			情報開示		金融庁 証券取引等監視委員会 業界団体 (国際会計基準委員会)
利用者(預金者・投資家)保護			情報開示	預金保険制度最後の貸手	預金保険機構 日本銀行

出所) 福光寛著『銀行政策論』(同文館、1994年)を参考に著者作成

展開が必要となってくるのである。

このように金融規制が事後規制に転換されたことにより、原則として各金融機関は自分の裁量に従って様々な金融商品や金融サービスを開発するようになる。その結果、預金者や投資者が市場を活用する直接金融についての知識に乏しく、金融教育についても始まったばかりである現状を考慮すると、様々な金融トラブルや金融犯罪の多発が懸念される。また、その規制についても、規制当局は先進各国の状況を参考としつつ展開していくことになる。そこで、以下では、英国における規制緩和後の金融犯罪について、また単一規制監督機関を設置した英国とドイツの状況、並びに米国におけるインサイダー取引規制の発展について考察することにしよう。

Ⅲ. 金融自由化に伴う金融犯罪と規制監督の一元化

1. 英国の「ビッグバン」と金融犯罪

1980年代の英国の「ビッグバン」はその後の金融自由化を促したが、それに伴って金融犯罪も頻発するようになる。特に、金融機関活動の多国籍化と金融商品や金融サービスの多様化は、金融犯罪の複雑化と規制の難しさを露呈させることになった³⁾。英国の金融犯罪の中で多国籍銀行による金融犯罪で問題になった事件としては、バンク・オブ・クレジット・アンド・コマーシヤル・インターナショナル(Bank of Credit and Commerce International: BCCI) 事件とベアリング事件が特に重要である。また、金融の自由化に伴って、90年代には年金不正流用事件や年金不正販売事件が多発するようになる。以下では、簡単にこれらの事件について整理しておくことにしよう³⁾。

BCCI はパキスタン人の実業家が1972年に設立した銀行である。親会社である持株会社はルクセンブルクで登録されたが、その営業拠点はロンドンであり、ロンドンを拠点として業務を拡大していった。多国籍銀行である同行は、オイル・マネーや政府資金の預託などの政治絡みの営業により急成長をとげると共に、国際的テロ組織や麻薬密売組織のマネー・ロンダリング（資金洗浄）、不正な武器取引や銀行買収などによって巨額の利益を得ていたが、20年あまりの間その犯罪行為が明るみに出ることはなかった。しかしながら、80年代の石油価格の暴落に伴う赤字経営と金融取引の失敗から経営不振に陥り、1990年には米国でのマネー・ロンダリング等の金融犯罪や米国銀行の不正取得等の犯罪行為により同行の経営幹部が有罪判決を受けた。こうした中、ロンドンでも国際テロリストの口座発覚など、同行による数々の金融犯罪の実態が内部告発等によって明らかとなり、イングランド銀行が1991年7月に閉鎖命令を同行に下したのが BCCI 事件である。

当時、イングランド銀行の対応が後手に回ったことから厳しい非難を浴び、同行はこのような金融犯罪の防止策として金融グループへの立ち入り調査を実施すると共に、多国籍銀行に対しては経営報告を義務付けるなど規制・監督体制の強化を図ることとした。この事件では以下のことが問題となった。第1に、規制監督機関であるイングランド銀行は BCCI が20年もの間犯罪行為を行っていたのに何故把握できなかったのか、第2に、登録がルクセンブルクで活動の拠点はロンドンであった同行に対する規制・監督権限はそもそもルクセンブルクと英国のどちらにあるのか、第3に、多国籍銀行に対する規制・監督のあり方はどうあるべきなのか、などの問題である。いずれにしても、多国籍銀行や国際的な金融コングロマリットに対する規制・監督が極めて困難であるということを露呈した事件であった。

BCCI 事件から4年した1995年1月、英国の名門マーチャント・バンクの1つであったベアリング社が破綻する。ベアリング・グループはシンガポールに現地法人ベアリングズ・フューチャーズを保有していたが、同社はシンガポール市場に上場されている日経平均先物取引でのデリバティブ取引を、英国本店指揮下の一人のトレーダーにまかせていた。その結果、当該トレーダーは損失を埋め合わせるために投機的なデリバティブ取引を拡大させ、巨額の損失が発覚したときにはベアリング社は債務超過に陥っていたというのがベアリング事件である。イングランド銀行は、同社の経営破綻が国際的な金融不安を引き起こす可能性があるとして救済も模索したが、最終的にはモラル・ハザードの問題や、流動性不足が解消すれば経営再建が可能な銀行にはあたらないと判断して同社の救済を見送った。その後、ベアリング社は、オランダの金融・保険会社 ING に買収されることになる。

この事件の際もイングランド銀行は厳しく非難されたが、この事件は多国籍金融機関に対する規制・監督の問題と共に、国際取引や複雑なデリバティブ取引を行う個々の金融機関に対する内部監査制度やリスク管理のあり方を問う事件でもあった。そして、この事件後、複雑なデリバティブ取引に対する情報公開が促進されるとともに、金融グループの全リスクが考慮されるように連結ベースでの評価やリスク計算方法の改訂など、金融機関の健全経営を促す健全性規制を強化する契機となった。それゆえ、健全性規制の一つの柱である自己資本比率規制が、複雑な金融取引の拡大に伴うリスクの増大に対応してその後は漸次改善されることになったのである。

さらにこの時期、1992年のマックスウェル事件（年金資金不正流用事件）や翌年の年金不正販売事件など、金融分野での規制緩和に伴う犯罪が多発するようになる。これは、金融の自由化に伴って分野別・機能別の規制・監督制度の問題点を浮き彫りにする事件であった。

マックスウェル事件は、退職者に支払われるべき年金資金を会社の所有者であったロバート・マックスウェル氏が流用したことで、退職者に対する年金が支払不能に陥った事件である。この事件で明らかになったことは、第1に、年金基金の受託者責任および権限が不明確であること、第2に、証券の保管・管理等の分別管理が不徹底であったこと、第3に、制度として年金監督機関や補償制度が存在しないことなど、金融自由化に対応した法的・制度的整備が構築されていないということであった。

また、年金不正販売事件は、80年代のサッチャー政権が確定拠出型個人年金を奨励したことから、銀行はグループの生保子会社などを通じて年金や生命保険、投資信託といった金融商品の販売を拡大させていったが、90年代になると十分な説明も行わずに企業年金から個人年金に切り替えさせて投資家に不当な損害を与えたケースが頻発するようになる。本来、年金や保険商品、投資信託等の専門知識を要する金融商品については、金融業者が投資者に適切なアドバイスを行う義務を負っているはずであり、当該金融商品のメリットとデメリット、リターンとリスク等についても適切に指摘することが求められている。しかしながら、1991年頃から93年にかけての時期は、情報公開（ディスクロージャー）に対する制度的不備も手伝って、この説明義務や適正なアドバイス義務を怠って個人年金を不正に販売するケースが多発し、英国史上最大の年金不祥事に発展していったのである⁴⁾。

2. 英独における単一規制監督機関の設立

a. 英国

上記のように、サッチャー政権崩壊からブレア政権が発足するまでの時期は、1986年の金融サービス法⁵⁾によって構築された金融規制監督システムの問題点が表面化してくる時期であり、同システムの抜本的な改革の必要性が認識された時期でもあった。そして、このような金融自由化に伴う金融犯罪に対して、金融機関に対する規制・監督を包括的に行う単一規制監督組織の要請の高まりを受けて、1997年、ブレア政権の下で単一規制機関である「金融サービス機構（Financial Services Authorities : FSA）」が設置されることになったのである。

ところで、英国におけるオイルショック以後の金融規制監督制度の歴史は、自主規制から法規制への歴史、業務分野規制から一元的単一規制への歴史、そして金融政策と金融機関規制の分離の歴史、の3点で整理することができるが、その背景としては以下の点を指摘することができる⁶⁾。

まず第1に、金融分野の規制緩和や金融自由化が進展したことにより、金融機関は銀行・証券・保険の各分野にまたがる金融コングロマリットを形成し、ハイブリッド型の新商品の開発や新たな取引手法を多用するようになったが、このことは、一方では金融知識が乏しい預金者や投資者が不利益を被る金融事件を多発させ、他方では従来の分野ごとの縦割りの規制・監督では対応が困難な状況を作り出すことになった。それゆえ、金融技術

革新に対応して金融コングロマリット全体を把握し、預金者と投資者を保護する観点から一元的な規制・監督体制の整備が求められることになったのである。第2に、金融コングロマリットの活動が多国籍化し、一国では国外での金融機関活動まで規制・監督するのが事実上困難であるため、金融コングロマリットの活動について国家間の規制・監督機関同士の連携と協力が不可欠になってきており、そのためには分野ごとに分かれた複数の規制体系ではなく単一規制機関による一元的な規制・監督体系の方が効率的であった。そして、第3に、単一市場の形成や単一通貨の導入等の欧州連合の動きを考慮すると、金融政策と金融規制の分離や法規制は不可欠であり、ブレア政権が通貨統合に前向きな姿勢を示したことからイングランド銀行による金融政策と金融サービス機構による法規制の分離の方向が明確になったのである。

このように、英国においては、金融分野での規制緩和後の金融事件や金融コングロマリットの形成、並びに欧州連合の動向を睨みながら単一規制機関による一元的な規制体系が確立してきたが、単一機関による金融規制監督制度の再構築の動きは1980年代からすでに北欧諸国で見られていた。すなわち、1986年にはノルウェー、1988年にはデンマーク、1991年にはスウェーデン、そして1993年からはフィンランドでも銀行・証券・保険の各業務を一元的に規制・監督するアルフィナンツ監督⁷⁾が実施されていたのである。そして、英国には遅れるがドイツにおいても従来の分野別監督を見直し、2002年には一元的な単一規制監督機関として「連邦金融サービス監督庁 (Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin)」が設立されている。

b. ドイツ

ドイツにおいて単一機関による一元的な規制・監督が展開さえるようになった背景には、英国同様国際金融市場の変容、すなわち規制緩和により金融機関活動が多様化し、多国籍で活動する金融コングロマリットの急成長があった。欧州連合における市場の単一化と、それに対応した単一規制機関設置の流れ以外のドイツ独自の事情を整理すると、次の4点に整理できる⁸⁾。

まず第1に、規制・監督当局としては、金融システム安定化の観点から、金融コングロマリット内の資本結合や相互の連携行為によって発生するリスクを適切に把握する必要がある。第2に、分野ごとの、また国ごとの会計基準や自己資本比率規制の相違は競争を歪める可能性があるが、これについては国際会計基準の導入や国際決済銀行による自己資本比率規制の統一化 (BIS 規制) によって平準化の方向にある。しかしながら、増加する資本市場の統合は、多様な組織に対応した分野横断的なアルフィナンツ監督という視点を必要としたのである。また、第3に、銀行・証券・保険の各分野に棲み分けられた金融グループは、グループ内でも類似商品や同様の金融商品で貯蓄資金を奪い合うということが頻繁に行われ、これが預金者や投資者を惑わすという状況が表面化し、預金者や投資者を保護する観点から包括的な規制・監督の必要性が生じてきていたのである。そして、第4に、2001年9月11日の同時多発テロによって、マネー・ロンダリングやテロ資金に対する監視が特別な意味を持つようになり、これを効率的に監視する観点からも全ての金融分野に目配せが効く一元的な単一機関の設立が求められたのである。

以上のように、欧州においては、国際金融市場での金融機関のコングロマリット化や金

融規制の緩和に伴って多発する金融犯罪に対処するために、金融分野を一元的に監視する単一規制監督機関の設立が1980年代以降顕著になる。わが国においても財政と金融の両者を司ってきた大蔵省が財務省と金融庁に解体され、金融政策についても新日本銀行法が施行されたことによって、財政と金融の分離、金融政策と金融規制監督が分離されることとなった。そして現在では、財政政策は財務省、金融政策は日本銀行、金融機関規制は金融庁並びにその下に設置された証券取引等監視委員会が明確な目的の下に業務を展開している。特に、金融庁と証券取引等監視委員会は規制体系が事前規制から事後規制に転換したのに伴って、預金者・投資者保護と金融機関の健全経営の観点から人員を質的にも量的にも増強し、日常の監視体制を強化してきている。

ところで、英国の金融犯罪で考察したように、金融犯罪には大きく BCCI 事件やベアリング事件のような金融機関による犯罪と、年金不正販売事件のような金融商品に関する犯罪に分けることができようが、間接金融から直接金融への転換や金融の自由化に伴って、わが国においては証券投資に不慣れな人々がリスクのある金融商品を売買することが多くなり、金融商品に関する犯罪が多発する可能性が高い。すでに、「ライブドア事件」や「村上ファンド事件」等、金融規制の緩和に伴って金融商品に関する犯罪が起きており、商品先物や消費者金融に関係した事件も頻繁に起きている。そこで、以下では、今後わが国でも多発する可能性の高いインサイダー取引規制について、米国の発展を整理することにしよう⁹⁾。

Ⅳ. 米国におけるインサイダー取引規制の発展

1. 米国インサイダー取引規制の特色

米国におけるインサイダー取引規制は市場参加者に対する詐欺行為と考えられ、1934年の「証券取引所法 (the Securities Exchange Act of 1934)」第10条と、同条に基づき制定された規則第10 b-5 (以下、Rule 10 b-5) を根拠として判例を積み重ねて発展してきた。また、合衆国証券取引委員会 (the Securities and Exchange Commission—以下 SEC) が規制に当たっている。

相対取引において米国のコモン・ローの基礎にある原則は「買主危険負担 (caveat emptor) の原理」であり、単なる沈黙や情報の不開示だけでは詐欺には当たらないとされる。しかしながら、当事者間に何らかの信任関係 (confidential or fiduciary relation) が存在する場合には、取引に重大な影響を与える情報は取引相手への開示が義務づけられることになる。この「信任義務理論」に従えば、証券取引市場における取引については相手が特定される相対取引でないため、これを規制するには限界があった。このような状況を打破し、その後のインサイダー取引規制に大きな影響を与えた判例としては、1960年代の SEC による Cady, Roberts 事件における審決と合衆国第2巡回区控訴裁判所の Texas Gulf Sulphur 事件がある。

この Cady, Roberts 事件で SEC が下した処分は、内部者が重要情報を入手した場合には、その重要情報を開示して取引するか、重要情報を開示せずに取引を断念するかという判断を求め、重要情報を開示せずに取引を行うことはインサイダー取引に当たるとするも

ので、「開示または断念」の原則を示したものであるが、この原則は重要情報の所持者が取引を行うためには迅速な情報の開示を要求していることから、この処分以降 Rule10 b-5 は詐欺禁止規定としてよりも情報開示の促進に寄与することになる。また、Texas Gulf Sulphur 事件は、Cady, Roberts 事件で示された「開示または断念」の原則をコモン・ローの原則として確立し、明確に相対取引とは言えない証券取引市場で行われる取引であっても Rule10 b-5違反となることを明確にした事件である。さらに、同事件の判決では、取引当事者の情報の不平等、取引の公正性の確保ということに根拠をおいて重要情報の開示義務を指摘したが、このことは、その後のインサイダー取引規制にとってきわめて重要な意味をもつものであった。

1980年の Chiarella 事件の最高裁判決では、従来の「信任義務理論」と共に「不正流用理論」が示され、後のインサイダー取引規制にとって重要な理論となった。

この事件は、金融関係の書類の印刷を行う会社に印刷工として勤務していた被告人が、企業買収に関する公開買付の印刷原稿からその対象会社を割り出し、公開買付の情報が公表される前に当該会社の株式を買い付け、企業買収の情報が公開された後にこの株式を売却して利得したという事件である。この事件では、印刷工がインサイダー（内部者）に当たるかについても議論され、控訴審判決では印刷工が当該企業の内部者ではないとしながらも、市場内部者であるとして「開示または断念」の原則が適用されるとしたが、最高裁判決では「信任義務理論」に従い、被告人と公開買付対象会社の株主との間には何らの信任関係も存在していないのであるから、情報の不開示を詐欺的なものとする要件である開示義務自体も存在しない、と判示して控訴審判決を破棄した。しかしながら、反対意見として、売買当事者間の信任関係の存在を前提とする開示義務違反だけではなく、違法な手段により重要情報を入手した場合、売買当事者でない者に対する信任義務違反も Rule10 b-5違反になるとして「不正流用理論」が展開され、後のインサイダー取引規制に大きな影響を与えることになったのである。その後の事件としては、「信任義務理論」を再確認した1983年の Dirks 事件の最高裁判決や、「不正流用理論」を採用した O'Hagan 事件の最高裁判決がある。

このように、米国のインサイダー取引規制は、当初からインサイダー取引に対して明確な規制理念があったわけではなく、判例を積み重ねながら確立してきたものである。また、制度的に私訴権（implied private right of action for damages）、すなわち私人による損害賠償請求権を認め、3倍額までの制裁金制度を確立しながら徐々にインサイダー取引規制を強化すると共に、積極的な情報の開示を促してきたのである。さらに、80年代の企業買収ブームに伴うインサイダー取引の増加に対応して、1988年、内部者取引・証券詐欺執行法（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act）を制定し、インサイダーと同時期に取引を行った投資家にインサイダーに対する損害賠償請求権を与え、インサイダー取引の抑制を図ったのである。

2. インサイダー取引の目的

ところで、インサイダー取引規制の目的についてはどのように考えればよいのであろうか。一般的には、第1に市場の健全性や公平性の確保、第2に重要事項の早期開示促進、第3にインサイダー取引による不当利得の防止、第4に違反者に対する処罰、そして第5

に被害者の救済、等が挙げられる。

米国においては、「開示または断念」の原則が判例上確立して以来、Rule10 b-5を適用させることで未公開情報の早期の開示が促され、これによって市場の透明性や公正性の確保が保持されている。従って、上記の1と2の目的はある程度達成されている。今後の課題としては、インサイダー（内部者）の範囲、取引行為者の行為が違法か合法かを判断するための重要情報の定義、規制対象となる範囲の確定等の予見可能性の確保、などを明確にしていくべきであろう。また、3と4の不当利得の防止と処罰については、SECによる差止命令や刑事罰、3倍額賠償等の制度が整備されている。しかしながら、被害者の救済については、市場での取引相手の確定が困難であるため、実質的な救済制度は確立していない。

以上のように、インサイダー取引を規制すべきであるという観点からの同規制の目的について整理したが、依然としてインサイダー取引を規制すべきではないという主張も存在する。すなわち、インサイダー取引は会社経営者の報酬であり、規制をしない方が経済的な効率は高いという主張、また、インサイダー取引によって重要事項を間接的に、速やかに証券市場に伝えるので、効率的な市場の確保に寄与するという主張、等である。

このように、米国におけるインサイダー取引規制については、その規制目的自体が明確にされているわけではなく、基本的には市場の透明性・公正性の確保を第1の規制目的としていえると考えられる。また、この目的を達成するために、情報の早期開示を促すことが間接的な規制目的であろう。したがって、図3で示したように、米国においても競争促進的な事後規制体系の下で、情報の早期開示を通して金融機関に対して健全経営を促し、これによって市場の透明性や公正性を確保していると考えられる。それゆえ、わが国においても、積極的な情報開示のための仕組み作りや、米国で確立された「開示または断念」の原則や「信任義務理論」、並びに「不正流用理論」の検討は、わが国のインサイダー取引規制のあり方を考える上で重要な意味を持っているのである。

V. むすび

バブル崩壊後の日本経済は、それまでの安定指向型経済から競争指向型経済への転換期にあり、様々な分野で規制緩和と市場競争原理の導入が促されている。それに伴って経済格差が拡大し、それが固定化する可能性が多分にある。また、間接金融優位の金融構造から市場を活用した直接金融（市場型間接金融）への転換を促すために、金融規制の緩和により多くの金融商品が開発されたが、投資信託や確定拠出型年金等、その多くは市場を経由したリスクのある商品である。したがって、今後は金融資産の側面からも経済格差を拡大させるとともに、この個人の金融資産を狙った金融犯罪が引き起こされることが懸念されよう。つまり、競争指向型経済においては規制が金融犯罪の後追いになると予想されるため、普段からの監視・監督と厳しい処罰が求められることになる。その意味では、証券市場に対する規制のあり方や金融機関に対する規制監督制度のあり方について検討することは、競争指向型経済への移行期にあるわが国にとって極めて重要である。

さらに、経済格差の拡大に伴って、弱者や低所得者に対するセーフティーネットの整備

が求められようが、この点についても検討していく必要がある。また、今日の日本の若年労働市場を見ると200万人を超えるフリーターや無業者（非正規雇用者）がおり、今後のわが国の安定的な経済発展にとって大きな問題となっている。この若年労働市場の問題についても、雇用の確保と共に労働力移動の円滑化を図っていくべきであろう。これらの点については今後の課題としたい。

参考文献)

- 1) 貝塚啓明著『財政学』（東京大学出版会、1993年）を参照。
- 2) 拙稿「地域の大学としてのキャリア教育の展開—松本大学松商短期大学部の就職支援活動とその方向性—」（松本大学地域総合研究センター『地域総合研究』第6号、2006年6月、所収）を参照。
- 3) 拙稿「英国における金融規制監督制度の歴史」（中央大学企業研究所『企業研究』第4号、2004年3月、所収）を参照。
- 4) その事件の後、1994年に「企業年金改革白書」が公表され、翌1995年には「1995年年金法」が成立している。
- 5) 同法は、シティーの伝統である自主規制を基本としつつも、政府による日常的な監督権限を民間規制団体に移管し、この団体が、銀行業・証券業・保険業・その他の金融業に対応して直接規制・監督する業務別の公認自主規制機関を監督するという、重層的規制監督制度を構築した法である。
- 6) 前掲稿「英国における金融規制監督制度の歴史」を参照。
- 7) 欧州の大陸諸国の多くは銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサル・バンキングであるが、「アルフィナンツ（Allfinanz）」はこれに保険業務を加えて子会社等を通じて各金融業務を展開する金融機関であり、一般的には金融コングロマリットを形成し多国籍で営業活動を展開する。このようなアルフィナンツを規制・監督することを「アルフィナンツ監督」と呼んでいる。
- 8) 拙稿「ドイツにおける金融規制監督制度の歴史」（中央大学企業研究所『企業研究』第6号、2005年3月、所収）を参照。
- 9) 戦後のわが国のインサイダー取引規制の変遷、および米国のインサイダー取引規制については、拙稿「日米のインサイダー取引規制—金融経済の進展と証券市場規制の再構築—」（松商学園短期大学『松商短大論叢』第49号、2000年9月、所収）を参照。

本稿は、平成17年度松本大学学術研究助成による研究成果の一部である。