

『内部者取引における「内部者」の範囲について — アメリカ法を中心として —』

芳 賀 良

目次

序

第1章 規制の歴史

第1節 SEC規則10b-5制定までの経緯

第2節 内部者取引規制の展開

第2章 判例及び学説の検討

第1節 信認義務を根拠とする説

第2節 不正流用理論を根拠とする説

第3節 市場内部者の理論を根拠とする説

第4節 市場均等主義を根拠とする説

第5節 不正流用行為自体が fraud に該当すると解する説

結語（— 日本法への示唆 —）

序

我が国の証券取引法の母法の一つである米国1934年証券取引所法 (the Securities Exchange Act of 1934) 11A条(a)項1号において、証券市場は保持されかつ強化されるべき重要な国家財産であることを議会は確認する旨規定されている⁽¹⁾。この規定は、資本主義経済体制にとって、証券市場が非常に重要な役割を果たしていることを端的に表すものである⁽²⁾。

ところで、市場における不正取引として内部者取引 (insider trading) があげられる。内部者取引とは、「内部者」(insider) が投資判断に影響を及ぼす重要な事実に関する未公開情報に基づいて、証券取引を行なうことをいう⁽³⁾。それでは、ここにいる「内部者」には、いかなる者が該当するのであろうか。

米国における内部者取引規制の実質上の根拠条文である連邦証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) 規則10b-5は、「いかなる者も…… (any person…)」と規定し⁽⁴⁾、内部者取引の主体としての「内部者」の範囲について何の限定もなされていない。従って、上記のように、証券市場を国家の重要な財産と把握する場合には、内部者取引における「内部者」の範囲は、無制限に拡張される可能性すらある。しかしながら、他方において、内部者取引における「内部者」の範囲の拡張に関する理論的根拠が明かにされなければ、市場における予測可能性は確保されず、投資家は市場から離脱してゆくであろう。

そこで、本論文では、内部者取引について規制の進んでいる米国の判例及び学説を検討し、内部者取引における「内部者」の範囲について考察を加えることとする。

[註]

(1) 15 U. S. C. A. § 78k-1 (1981).

(2) 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法〔新版〕』, 有斐閣, 1984年, 10頁。

(3) 「重要な未公開情報」に関する議論は重要な問題であるが、議論の展開上、本論文では詳論しない。

(4) 17 C. F. R. § 240. 10b-5 (1988).

第1章 規制の歴史

本章では、米国における内部者取引に関する規制の歴史を、「内部者」の範囲を中心に概観することとする。米国では、内部者取引規制については、1934年証券取引所法10条b項⁽¹⁾及びSEC規則10b-5⁽²⁾が中心的役割を果たしている。そこで、第1節において、SEC規則10b-5が制定されるまでの経緯を概観する。そして、第2節においてSEC規則10b-5に関する判例及び審決例の展開を概観する。

第1節 SEC規則10b-5制定までの経緯

コモン・ローの時代においては、役員 (officer) や取締役 (director) が会社の株式を株主から購入する際に要求される開示義務について、裁判所の見解は次のように分かれていた⁽³⁾。

即ち、コモン・ローにおける内部者取引⁽⁴⁾に対する考え方は、内部者取引は信託義務違反を構成しないとする Majority Rule, 右の原則を維持しつつも、何らかの特別な事実又は状況が存在する場合には内部者取引は信託義務に違反するとする Special Facts Rule (又は Special Circumstances Rule), いかなる状況においても内部者取引は信託義務に違反するとする Minority Rule の3つに大別されることになる。そして、この3つの見解の関係が問題となるが⁽⁵⁾, いずれにしても、コモン・ローにおいては、内部者と同じように、重要な未公開情報を利用して投資決定をなしうる平等な機会を株主に対して確保しようとする立場が確立されていたのである⁽⁶⁾。もっとも、内部者取引規制に対するコモン・ローの役割は、次に述べるSEC規則10b-5によって取って代わられることになる⁽⁷⁾。

1929年の大恐慌による市場の壊滅 (the market crash of 1929) を契機として、1933年証券法 (the Securities Act of 1933) 及び1934年証券取引所法が制定されたが⁽⁸⁾, 内部者取引を規制するために定められた最初の規定は、1934年証券取引所法16条b項であった⁽⁹⁾。この規定は、Chase National Bank 取締役会長 (chairman of the board) である Albert Wiggin が当該銀行の業務に関する内部情報に基づいて、当該銀行の株式を取引するために3つの会社を設立し、1927年から1932年の間に当該3社が約1千万ドルの利益をあげた事件を契機と

するものであるとされている⁽¹⁰⁾。

このような立法経緯のために、1934年証券取引所法16条b項は、内部情報を有すると否にかかわらず同法12条によって登録されている持分証券 (equity security)⁽¹¹⁾の10%を超えて所有する受益的所有者 (beneficial owner)、発行者の役員又は取締役が、6ヶ月に満たない期間中になした購入及び売却又は売却及び購入による利益について、発行者又は株主は発行者に返還するように請求しようと定めている。ここにおいては、「内部者」の範囲は、持分証券の10%を超えて所有している者、会社の役員及び取締役に限定されることになる。

しかしながら、内部情報を有していないにもかかわらず、「内部者」が16条b項に該当する行為によって得た利益を発行者に返還しなければならないとするのは、明らかに行き過ぎであろう。また、内部情報を有している者が16条b項を潜脱する方法が存在しており⁽¹²⁾、内部者取引という不公正取引を市場から排除するためには16条b項のみでは不十分であった⁽¹³⁾。つまり、16条b項の有する射程では、重要な未公開情報に基づく不公正取引の全てを捕捉しえないという欠点があったのである。

上記のような背景から、現在米国の内部者取引規制において中心的役割を果たしているのが、SEC規則10b-5である。SECは、他の法規では規制できなかった fraud を規制すべく、違法行為の内容をSEC規則に委任している1934年証券取引所法10条b項に着目し、SEC規則10b-5 (以下、規則10b-5という) を制定した⁽¹⁴⁾。

ところで、規則10b-5は、fraudをなす主体については、「いかなる者も (any person)」と定め、その範囲を限定していない。従って、規則10b-5に基づいて内部者取引を規制する場合には、理論的には「内部者」の範囲は無限に拡張される可能性がある。もっとも近時の判例は、後述するようにある一定の限界を設定し、「内部者」の範囲を1934年証券取引所法16条b項における「内部者」の範囲に近づけている。

第2節 内部者取引規制の展開

前述のように1934年証券取引所法16条b項による内部者取引規制には限界があるので、判例や審決例は、規則10b-5に基づく内部者取引規制を是認している。ところで、規則10b-5は fraud を禁止する規定であるから、判例や審決例は「内部者」が重要な未公開情報を開示する義務を有するにもかかわらず、開

示せずに証券取引をなしたことが fraud に該当すると解している⁽¹⁵⁾。つまり、重要な未公開情報を開示する義務を有する者が、内部者取引における「内部者」に該当するものと解するのである。そこで、以下において「内部者」の範囲に関する判例及び審決例を概観する。

証券市場における内部者取引についても規則10b-5が適用されるとする審決例が登場したのは、1961年の Cady, Roberts & Co. 事件⁽¹⁶⁾である。この事件は、Curtiss-Wright 社の減配決定に関する情報を当該会社の取締役の Cowdin が、証券業者 (Cady, Roberts & Co.) のパートナーたる Gintel にその公表前に知らせ、Gintel が当該情報が開示される前に、市場において、Curtiss-Wright 社の証券を売却及び空売していたものであった。この審決において、まず、内部者には、投資判断に影響を及ぼす情報を開示する義務があることを確認した上で、当該情報を開示しえない場合には、当該情報に基づく取引を差し控えるべきであるとした⁽¹⁷⁾。このような考え方は、「開示又は断念」の原則 (“disclose or abstain” rule) と呼ばれるものである。そして、規則10b-5は、「いかなる者も」という文語を使用していることを指摘した上で、開示義務を負う内部者の範囲を定める2つの要件として「第1に、個人的利益のためではなく会社のためにのみ利用されるように意図されている情報に直接又は間接に接近できる関係の存在であり、第2に取引の一方当事者が、相手方が当該情報を利用しえないことを知りながらその情報を利用して利益を得るという点における本質的不公正さである」とする⁽¹⁸⁾。

その後、会社の役員、取締役及び従業員等が鉱床発見という会社の未公開情報を利用して当該会社の証券を購入し、当該情報が公表され価格が上昇した後それを売却したことなどが問題となった SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 事件⁽¹⁹⁾において、上記審決例の法理が裁判所によって是認された。同判決は、「重要な内部情報を有する者は、当該情報を全ての投資家に対して開示しなければならず、会社の秘密を守るために開示できない場合又は開示をしない場合には、当該情報が開示されるまで当該証券に関して取引を行ない又は推奨をなすことを断念しなければならない」とした⁽²⁰⁾。

重要な未公開情報を有する者は、当該情報を開示してから取引を行なわなければならない、開示しない場合には取引等を断念しなければならないとする「開示又は断念」の原則が確立したのである。

上記の法理に対して、一定の制約を加えたのが、*Chiarella v. United States* 事件である⁽²¹⁾。本件の事案は、職務の過程で公開買付けに関する書類を扱った印刷会社の従業員が、当該公開買付けの対象会社を割出し、このことを開示せずに対象会社の証券を購入し、価格上昇後売却することによって、利益を得たというものである。本判決の多数意見は、規則10b-5に違反する fraud の前提たる開示義務について、取引の相手方との間に何らかの信託義務 (fiduciary duty) が存在する場合のみ、開示義務が発生するとした⁽²²⁾。これに対して、Burger 首席判事の少数意見は、違法行為によって印刷会社から公開買付けの情報を不正流用したことにより開示義務が発生するとする不正流用理論 (misappropriation theory) を支持した⁽²³⁾。

また、Blackmun 判事の少数意見によれば、構造的情報上の優位を有する者がこれを自己の為に利用することは、規則10b-5によって禁止されるとする⁽²⁴⁾。以上のように、多数意見に従えば、「内部者」とは取引の相手方との間に何らかの信託義務を有する者となる⁽²⁵⁾。なお、以上の諸説に対する検討は次章で行なうこととする。

その後、投資銀行の従業員から同社の顧客のなす合併及び買収の情報を入手した者が、当該情報に基づいて証券取引をなしたことが問題になった *United States v. Newman* 事件⁽²⁶⁾及び上記 *Chiarella v. United States* 事件と類似の事案である *SEC v. Materia* 事件⁽²⁷⁾において、信託義務の存在を前提とする不正流用理論を採用している。

一方、内報受領者に関する責任を限定する判例が *Dirks v. SEC* 事件⁽²⁸⁾である。本件の事案は、投資分析を専門とする *Dirks* が、*Equity Funding of America* の前役員である者から、同社の資産は、詐欺的な会社慣行の結果過大評価されているので、これを調査し公表するように依頼されたところ、*Dirks* は、その調査において知り得た同社の不正行為に関して多くの顧客や投資家と討論したため、これらの者の中に、この情報に基づいて当該会社の証券を売却した者がいたというものである。本判決の多数意見は、内報受領者が会社の株主に対する信託義務を負う要件として「内部者が、内報受領者に対して当該情報を開示することによって、株主に対する信託義務に違反し、且つ内報受領者が当該違反があったことを知り又は知りうべきであったこと」が必要であるとしている⁽²⁹⁾。また、第1の要件である内部者の信託義務違反が生ずる場合について、

内部者の個人的利益が存在しなければ株主に対する違反はなく、内部者の違反がない場合には内報受領者の派生的責任もないとした⁽³⁰⁾。

その後、Dirks v. SEC 事件判決の注14で示された理論を継承する判決が、SEC v. Lund 事件⁽³¹⁾において下された。本件の事案は、Lund が、P & F Industries, Inc. の会長である友人から同社のなす合併事業の計画に関する情報を入手した後、この計画が開示される前に同社の証券を購入し、開示により価格が上昇した後に売却したことが問題となったものである。本判決は、外部者であっても、ある状況下では当該会社の株主に対して信認義務を負うとする前述の Dirks 事件の判決の注14を引用した後、「伝統的な『内部者』ではないにもかかわらず、会社及びその株主の受認者となる者は、一時的内部者 (temporary insider) と称される」とした⁽³²⁾。一時的内部者の理論は、前述の Dirks 事件の判決が内部者の内報行為が信認義務に違反する要件として要求する「個人的利益を得る目的」が存在しない事例において、その真価を発揮する理論であり、Dirks 事件判決が確立した基準の間隙を補充する理論と評価しうる。

以上のように、内部者取引における「内部者」の範囲に関する判例及び審判例の変遷を概観したが、これらの理論的当否については次章において検討することとする。

[註]

- (1) 15 U.S.C.A. § 78j (1981).
- (2) 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1988).
- (3) Loss, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION, 723 (2nd ed. 1988). なお、本書の 1st ed. 及びその Supplement の邦訳として、日本証券経済研究所・証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』、商事法務研究会、1989年、がある。
- (4) ここでは、役員又は取締役が内部情報に基づいて証券の取引をなした場合に限定した意味で用いることとする。
- (5) この点に関して、Loss 教授は、「現実の結果として、伝統的な“Majority” Rule は実質的な“Special Circumstances” Doctrine に埋没してしまった。それはまた、いわゆる Minority Rule とほとんど区別できない」としている。Loss, *Supra* (3), at 725.
- (6) Langevoort, *Insider Trading and the Fiduciary Principle: A post-Chiarella Restatement*, 70 Cal. L. Rev. 1, 5 (1982). なお、近藤光男「内部者取引」『証券取引法体系』(河本一郎先生還暦記念)、商事法務研究会、

1986年, 507—508頁参照。

- (7) Loss, *supra* (3), at 725. なお, コモン・ローの詳細については「内部者の範囲」に直接の関連性がないのでここではふれなかった。
- (8) Crane, *An Analysis of Causation Under Rule 10b-5*, 9 Sec. Reg. L. J. 99, 116 (1981).
- (9) 15 U.S.C.A. § 78p (1981).
- (10) 1 Loss and Seligman, *SECURITIES REGULATION*, 204-205 (3rd ed. 1989).
- (11) 持分証券とは, 株券又はそれに類似する証券等をいう。なお, 詳細は, 15 U.S.C.A. § 78c (1981)を参照。
- (12) その方法については, Loss, *Supra* (3), at 549.
- (13) Morgan, *The Insider Trading Rules After Chiarella: Are They Consistent with Statutory Policy?*, 33 Hastings L. J. 1407, 1409 (1982).
- (14) 当然のことながら, 規則10b-5に違反する行為は1934年証券取引所法10条b項にも違反する。ただ, 10条b項の具体的内容を規則10b-5に委ねているので, 以下においては, 規則10b-5に違反するという表現は, 1934年証券取引所法10条b項違反も含めた意味で使用する。
- (15) Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom under SEC Rule 10b-5?*, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1248 (1981).
- (16) 40 SEC 907 (1961).
- (17) *Id.* at 911.
- (18) *Id.* at 912. なお, 神崎克郎『証券取引規制の研究』, 有斐閣, 1968年, 110—111頁。
- (19) 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968).
- (20) *Id.* at 848.
- (21) 445 U.S. 222 (1980).
- (22) *Id.* at 230.
- (23) *Id.* at 239-245.
- (24) *Id.* at 245-252. なお, Marshall 判事も, これに同調している。
- (25) なお, 同判決後, SECは公開買付けにおける内部者取引を規制する規則14e-3を制定した。同規則によると, 未公開であることを知っているか又は知るべき公開買付けに関する重要な情報を有し, 且つ①公開買付け者, ②公開買付けの対象となる若しくはなるべき証券の発行者, 又は, ③上記①②のために行動する役員, 取締役, パートナー, 従業員若しくはその他の者から, 当該情報を得たことを知り又は知るべき者が, 内部者取引における「内部者」となる。詳細は, 17 C.F.R. § 240.14e-3 (1988)を参照。
- (26) 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981).

- (27) 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).
- (28) 463 U.S. 646 (1983).
- (29) Id. at 660. なお、少数意見も存在するが、詳論しない。
- (30) Id. at 662.
- (31) 570 F. Supp. 1397 (C.D. Cal. 1983).
- (32) Id. at 1403.

第2章 判例及び学説の検討

前章で検討したように、判例は、内部者取引に対して、規則10b-5に基づいて規制する方向にある。ところで、規則10b-5は、anti-fraud規定であり、それは、fraudに適用されるものである。従って、規則10b-5が適用されるためには、何らかのfraudが存在する必要がある⁽¹⁾。しかし、内部者取引の事例においては、当該証券の価値に関する情報を表示する行為⁽²⁾は通常は存在せず、あえて内部者取引を特徴づける事実があるとすれば、それは当該証券の価値を開示しなかったという事実だけである。従って、規則10b-5によって内部者取引を規制するためには、そのような情報を開示しなかったという事実がfraudに該当するという法律構成をとらなければならないことになる。

この点について、開示義務が存在するにもかかわらず、開示しないで取引を行なったことがfraudに該当すると解する説がある。しかし、この説にあっても、その前提としての開示義務の根拠については以下のように根拠を異にしている。

- ・信認義務を根拠とする説（第1節）
- ・不正流用理論を根拠とする説（第2節）
- ・市場内部者（market insider）の理論を根拠とする説（第3節）
- ・市場均等主義（market egalitarianism）を根拠とする説（第4節）

そして、これらの説は、それぞれの説から導き出される「内部者」に対して、Cady, Roberts & Co. 事件⁽³⁾においてSECにより示された「開示又は断念」の原則を課することになる。

他方、上記の諸説とは異なり、不正流用理論を基調としながらも開示義務に拘泥せずに不正流用行為自体がfraudに該当するとする説もある（第5節）。

本章では、これらの諸説を比較検討し、内部者取引を規制する上でどのよう

な考え方が最も妥当かという点を明らかにする。

第1節 信認義務を根拠とする説

この説は、信認義務を根拠として「内部者」に開示義務を課する説である。前章で概観したように、信認義務という概念は、コモン・ローの時代から、内部者取引規制の一翼を担ってきたと言えるのであって、この説もその立場に立つものである。

信認義務を根拠とする場合、会社の資産や収益力などの発行者たる会社の固有の価値に関する未公開の内部情報⁽⁴⁾に基づいて、会社の役員や取締役等が会社の証券を取引するような事例においては、妥当な結論を導き出すことができる。なぜなら、会社の役員や取締役等は会社の固有の価値に関する情報を入手しやすい立場にあり、当該会社の相手方である株主に対する信認義務が認識されうるからである。従って、当該取引をなした会社の役員や取締役等は、取引の相手方に対する信認義務によって当該未公開情報を開示すべき義務を負っているにもかかわらず、開示しなかったという事実が、規則10b-5の fraud に該当すると構成できよう⁽⁵⁾。

しかしながら、役員や取締役等が当該会社の固有の価値に関する情報を社外の者（例えば、家族や友人等）に内報した場合、内報受領者は信認義務を負うのであろうか。更に、ある会社に対する公開買付けに関する情報や特定の証券の推奨に関する情報などの市場情報が問題となる場合には、状況はより複雑となる。市場情報とは、「特定の証券における供給と需要に関する情報」⁽⁶⁾であるが、会社の固有の価値に関する情報の場合と異なり、必ずしも、当該証券を発行している会社の役員や取締役等が当該市場情報を知り且つ利用しうる地位にいるわけではない。むしろ、*Chiarella v. United States* 事件のように、当該証券を発行している会社とは何も関係のないいわば完全な外部者が当該市場情報を入手し、それに基づいて取引をなすような事例が一般的であると言えよう。このような場合に、市場情報を有する者が信認義務を負うのであろうか。

以上のような点から、内部者取引規制においていかなる範囲の者が信認義務を負うのが問題となる。まず、判例の見解を概観してみよう。

Chiarella v. United States 事件判決の多数意見は、印刷会社の従業員がその職務上知った公開買付けの情報に基づいて公開買付けの対象会社の証券を取得

した事案について、当該従業員は公開買付けの対象会社の株主に対して信託義務を負わないとした。また、Dirks v. SEC 事件判決の多数意見は、上記の多数意見を踏襲しつつ、内報受領者が信託義務を負う要件として、①内部者が重要な未公開情報を内報受領者に対して内報することが、信託義務に違反したこと、②内報受領者が、内部者の信託義務違反が存在するを知り又は知りうべき場合であったこと、の2つをあげている。しかも、要件①に関しては、内部者が内報を為すことによって個人的利益を得る目的で内報行為をなした場合のみ、内部者は信託義務に違反することになるものとしている。

このように、判例は非常に限定された者のみ信託義務を課すだけであり、判例の立場によると、内部者取引の主体たる「内部者」の範囲が極めて限定されることになる。

それでは、上記の判例理論を検討してみよう。

第1に、Chiarella v. United States 事件のように、公開買付けの当事者でない者が、公開買付けの対象会社の証券を当該公開買付けに関する未公開情報に基づいて取引するケースに対して、上記の判例理論は、対象会社の証券を購入した者は対象会社の株主に対して信託義務を負わないとして、上記取引を容認することになる。しかしながら、そのような取引を内部者取引として規制しなければ、市場のインテグリティ（integrity）を害することになる。証券市場は、全ての投資家が投資判断に影響を及ぼす重要な情報を利用する機会を平等に有しているという前提の下に機能し得るのであって⁽⁷⁾、ある者が重要な情報が開示されない間に、当該情報に基づいて証券を売却したり購入したりすることは、そのような前提を損なうものである。もっとも、判例の見解に立っても、公開買付けに関する内部者取引に対しては、規則14e-3によって対処し得るので、このような批判は妥当しないとする主張もあろう。しかし、同規則のみに基づいて公開買付けに関する内部者取引を規制する判例は、稀であり、これは、規則14e-3自体の有効性が疑問視されていることを示すものである⁽⁸⁾。そして、Chiarella v. United States 事件後、下級審は不正流用理論を採用している⁽⁹⁾。このことは、Chiarella 判決の基準を適用した場合に、実際上不当な結論に至ることを示すものであろう。

第2に、内報受領者が、重要な未公開情報に基づいて証券の取引をなしたにもかかわらず、内報者たる内部者が個人的利益を得る目的を有しない場合には、

公開買付けをなす者の内部者が当該情報を内報し、内報受領者がそれに基づいて取引をなした場合を除いて⁽¹⁰⁾、判例理論によれば、このような取引も容認せざるを得ないことになる。しかしながら、前述のように、このような取引を是認することも、市場のインテグリティを害し、投資家を証券市場から離脱せしむることになろう。この点に関連して、Dirks v. SEC 事件の判決注22は、第三者におけるのと同様な交渉において内報した情報であれば、当該情報が重要な未公開情報であってもその内報行為は信認義務に違反しないとするが⁽¹¹⁾、このようなことを是認すれば、情報交換を正当化し、事実上内報受領者による重要な未公開情報に基づく証券の取引を容認することになり、妥当でない⁽¹²⁾。

第3に、判例理論によれば、スキヤルピング (scalping) の事例に対応しえない。スキヤルピングとは、買付け又は売付けの推奨を公表する前に、当該証券の購入又は売却をなす行為をいうが⁽¹³⁾、このような行為は、投資家の投資判断に影響を与える未公開情報に対する利用機会の平等性という市場の前提条件⁽¹⁴⁾を破壊する行為であるにもかかわらず、判例理論によれば、スキヤルピングをなす者と投資家との間には信認義務が存在しないので、これを容認せざるを得ないことになる。しかし、この結論は不当であろう。

以上のように、Chiarella v. United States 事件及び Dirks v. SEC 事件によって確立された判例理論は支持しえないことになる。また、これらの判例理論に関係するが、Dirks 判決の注14の見解を継承した SEC v. Lund 事件判決が採用する一時的内部者の理論にも同様の批判が妥当しよう。なぜなら、一時的内部者という概念は、会社及び株主の受認者であるにもかかわらず伝統的内部者に該当しない者を取り込もうとするものである以上、やはり信認義務の呪縛から解放されていないからである。

ところで、信認義務を開示義務の根拠としつつも、信認義務の柔軟性によって、上記の欠点を克服し、不正取引に対処しようとする説がある⁽¹⁵⁾。この見解によれば、信認義務があると認定されるかぎり、内部者取引規制における「内部者」の範囲は拡大される可能性がある。確かに、「信認」という概念は、信託の概念を類推することによって、新しい義務や拡張された義務の発展を促すための有益な法的擬制 (legal fiction) であるが⁽¹⁶⁾、相対取引の事例ならともかく、証券市場のような非個人的市場における内部者取引を取引当事者間の義務の間

題として処理する信認義務という概念は、取引主体の個性が喪失されている市場取引の性質に適合しないものと考えられる⁽¹⁷⁾。

第2節 不正流用理論を根拠とする説

不正流用理論は、その理論構成により以下のように2つに分けられる。第1は、Chiarella v. United States 事件における Burger 首席判事の少数意見で述べられたもので、何らかの違法行為によって重要な未公開情報を不正流用した者は、「開示又は断念」の原則の適用を受けるとする見解である。第2は、信認義務に違反して重要な未公開情報を不正流用した者は、「開示又は断念」の原則の適用を受けるとする見解である⁽¹⁸⁾。

後者の信認義務を前提とする不正流用理論は、信認義務を開示義務の根拠とする説への批判（第1節参照）が妥当する。また、不正流用理論の本質は、情報源たる者に対する信認義務違反又は違法行為にあるが、情報源たる者が当該証券の購入又は売却をなさない場合、情報源たる者が当該情報によって影響を受ける証券の取引をなしていない以上証券の購入又は売却に関する fraud を禁止する規則10b-5は適用されないはずである。故に、不正流用理論を採用すれば、規則10b-5は適用が不可能なはずである⁽¹⁹⁾。

しかも、前述のように、この理論は情報源たる者に対する信認義務違反又は違法行為に基礎付けられるため、情報源たる者が当該情報の使用を許可した場合には不当な結論になってしまう⁽²⁰⁾。まず、Chiarella v. United States 事件を例にとれば、不正流用理論を採用しても、印刷会社が Chiarella に対して当該公開買付けに関する情報の使用を許可した場合には、Chiarella が当該情報に基づいて対象会社の証券を取引することが適法行為となってしまうのである。これでは、会社ぐるみの組織的な内部者取引を奨励するようなものである⁽²¹⁾。また、情報源たる者が当該情報の使用を許可した場合、不正流用理論によってもスキヤルピングに対処し得ないであろう。なぜなら、証券の推奨に関する未公開情報の使用を情報源たる者が許可すれば、当該情報に基づく証券取引は適法とならざるを得ないからである。しかし、このような行為を是認することは、市場のインテグリティを害することになり妥当でない。このような欠点を不正流用理論が有するのは、そもそもこの理論が市場のインテグリティの確保という観点から出発していないからである。

いずれにしても、不正流用理論は支持し得ないものである。

第3節 市場内部者の理論を根拠とする説

市場内部者の理論は、Chiarella v. United States 事件の控訴審判決が採用したものである。これによると、「会社の内部者であると否にかかわらず、定期的に重要な未公開情報を受領する者は、積極的な開示をなさずに証券取引を行なうために当該情報を用いてはならない」とされる⁽²²⁾。つまり、定期的に重要な未公開情報を受領する者を市場内部者として把握し、その者に開示義務を課すのである。そして、その根拠として、証券諸法の起草者が「合理的且つ知的な投資決定にとって必要な情報の平等な利用を提供するシステムを創設した」ことをあげている⁽²³⁾。これに対して、本件に関する連邦最高裁判所の多数意見は、まず「財務上の不公正が存在する全ての事例が10条b項に該当する詐欺的行為を構成するわけではない」と批判する⁽²⁴⁾。しかし、財務上の不公正、言い換えれば、重要な未公開情報の利用機会の不平等が存在するにもかかわらず、当該情報に基づく証券取引を是認することは、市場のインティグリティを害することになる。よって、この批判は妥当でない。

次に多数意見は「沈黙が詐欺的になるために要求される要件である開示義務は、本件においては存在しない」と批判する⁽²⁵⁾。この批判は、内部者取引規制の根拠を信認義務違反に求める見解を前提としてなされている。しかし、前述のように、非個性的な市場取引に対して、取引当事者間の信認義務を適用することによって開示義務の根拠たらしめようとする見解自体、相対取引が主流であった時代の発想から抜け出ておらず、市場取引における内部者取引規制になじむものではない。故に、この批判も妥当ではない。従って、市場内部者の理論は、市場を中心に把握しようとする試みのものであり、核心の部分は正当であると評価しえよう。しかしながら、定期的に情報を受領する者の意味するところが明かではない。つまり、「定期的」という要件が曖昧であり、何回当該情報を受領したら「定期的」になるのかが不明である点が最大の欠点であると言えよう。

また上記の考え方を敷衍するものとして、構造的内部者(structural insider)の理論がある。この理論によれば、証券市場システムにおいて又は証券市場に一定の影響をもたらす活動をなす組織において標準的な役割 (standardized

role)を有する者を、構造的内部者として把握する⁽²⁶⁾。その例としては、以下の者が挙げられる。即ち、Chiarellaのような財務関係の印刷工、ファイリングに関する書類を受領するSEC職員、公開買付けにおける買付け者たる会社の会計士及び弁護士並びに労働組合がある会社にストライキをなすであろうこと及びこのことが当該会社の株価に影響するであろうことに関する有利な知識を有する労働組合の役員のような者である⁽²⁷⁾。そして、構造的内部者に上記の役割をとおして得た重要な未公開情報に基づく取引を禁止するのである⁽²⁸⁾。このように、構造的内部者の理論も、市場を中心に把握しようとする試みのものであり、上記のような構造的内部者を内部者として把握するので、核心の部分は正当であると評価しえよう。しかし、この理論も「標準的な役割」という概念が曖昧であり、いかなる立場の者が「標準的な役割」を有する者であるのか明確でない。その意味で、この理論も支持しえない。

第4節 市場均等主義を根拠とする説

この考え方は、そもそも連邦法における内部者取引規制自体を導き出した見解であるとされており⁽²⁹⁾、重要な未公開情報を有した者は「開示又は断念」の原則の適用を受けるとするSEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 事件の判例のように、「内部者」の範囲を拡張する判例や審決例に影響を与えている。そして、この見解の究極の目的は、市場のインテグリティの確保である⁽³⁰⁾。そのために、重要な未公開情報の利用機会の平等を政策的に図り、取引主体の市場における平等性を実現しようとする。従って、重要な未公開情報であれば、会社情報と市場情報の区別なく、利用機会の平等を図ることになる。故に、重要な未公開情報を有する者が当該情報に基づいて市場において取引をなすことは、この重要情報の利用機会の均等から逸脱するものであって許されないことになり、重要な未公開情報を有する者は「開示又は断念」の原則の適用を受けることになる⁽³¹⁾。この点は、Blackmun 判事により、「一般的に他の人々が合法的に利用できない重要な機密情報を利用しよう者は、規則10b-5によって、そのような構造的な情報上の優位さを利己的に利用する計画に従事することを禁止されている」と表現されている⁽³²⁾。

内部者取引は投資判断に影響を及ぼす未公開情報に基づく取引であり、これを是認すれば、情報の利用機会の平等が損なわれる。そして、このことは、市

場における他の投資家が当該情報を利用できないということを意味するから、その情報によって価格に影響を受ける証券が正当に評価されないことになる。つまり、市場の取引主体がその情報に基づいて取引をなすことができないため、当該情報の影響を受ける証券に対する公正な市場価格が形成されないことになる。このことは、市場のインテグリティを阻害するものであり、延いては投資家を市場から離脱せしめることになる。

ところで、市場のインテグリティ確保手段の1つである情報開示制度から見ても、この理論は正当化される。つまり、情報開示がどんなに適時に行なわれていても、換言すれば適時開示制度 (timely disclosure) が完備されていても、開示対象たる事実よりも開示が先になされることはありえないから、情報開示には機能的限界がある⁽³³⁾。このような事実の発生とその情報開示との間隙を埋めるのが内部者取引規制である。

この点について、上村教授は、「開示規制がこうした限界に達したとき、開示規制は『開示するまでは行為をしてはならない (開示又は断念ルール disclose or abstain rule)』との行為規制に転化する」と指摘される⁽³⁴⁾。故に、この理論によれば、少なくとも規則10b-5の下においては、重要な未公開情報を有する者は「開示又は断念」の原則の適用を受け、当該情報を開示せずに取引をなす場合には、当該行為は fraud に該当し規則10b-5に違反することになる。従って、重要な未公開情報を有する者が、内部者取引における「内部者」に該当する。

市場均等主義に対しては、社会的に価値ある取引情報の生産及び公開を抑制するおそれがあるという批判がある⁽³⁵⁾。この批判の骨子は、市場均等主義を採用すると、「開示又は断念」の原則が適用される者が拡大され、事実上情報の不開示が促進し市場価格に情報が反映されないというものであろう。しかしながら、重要情報の不開示という問題は、「開示又は断念」の原則を採用する限り生じる問題である⁽³⁶⁾。なぜならば、「開示又は断念」の原則の下では、重要な未公開情報に基づく取引を断念すれば、当該情報を開示する義務は生じないからである。

ところで、市場均等主義によれば、重要事実の発生とその開示との間に生じる間隙を埋めるのが内部者取引規制であるから、内部者取引規制は、重要な情報の開示があるまで当該情報に基づく取引を規制する役割しか有していない。

なぜなら、内部者取引規制は開示制度の機能的限界を補うことによって、市場のインテグリティを確保する制度であり、重要情報の開示はそのことを任務とする開示制度によってなされるべきであるからである。つまり、市場価格に影響を与える重要情報を開示させ、市場価格に反映させることによって市場のインテグリティを確保するのは、開示制度の役割であるのであって内部者取引規制ではない。故に、上記の批判は一面的であり、妥当でないと考える。

それでは、市場均等主義に基づく内部者取引規制を具体的に検討してみよう。まず、重要な未公開情報によって影響を受ける証券を発行している会社も、当該情報を有した段階で「開示又は断念」の原則の適用を受ける⁽³⁷⁾。また、内報受領者は1次的内報受領者であろうと2次的内報受領者であろうと、重要な未公開情報を有した段階で「開示又は断念」の原則の適用を受け、これに反して取引を行なえば内部者取引となり、規則10b-5に違反することになる。次に、A会社の社長が、A会社が業務上使用する機械をそれまでその社長とは何の関係もないB会社に対して大量に注文することを決定した後に、B会社の証券を買付けたという事例においても⁽³⁸⁾、その社長には、取引先の会社への機械の大量発注の決定を知った時から「開示又は断念」の原則が適用されることになるから、規則10b-5に違反することになる。また、最高裁判所の事務官が、ある会社に対する反トラスト法に基づく分割を命じない判決が1週間以内に下されることを知りながらその会社の証券を買付けた事例も同様に⁽³⁹⁾、その事務官の行為は規則10b-5に違反することになる。そして、印刷会社の従業員が、当該会社の顧客がなす公開買付けに関する情報を知り、それに基づいて対象会社の証券を買付けた事例においては⁽⁴⁰⁾、たとえば、印刷会社がその従業員に対して当該情報の使用を許可した場合であっても、その従業員には当該情報を知ったときから「開示又は断念」の原則が適用され、その証券取引は規則10b-5に違反する。また、スキャルピングの事例についても、推奨に関する未公開情報を有する者には、「開示又は断念」の原則が適用されるので、当該情報が開示される前にその情報に基づいて証券取引をなせば、規則10b-5に違反することになる。このように、市場均等主義に基づく内部者取引規制を行なえば、妥当な結論を導き出すことができる。

前述のように、市場均等主義に基づく内部者取引規制においては、市場のインテグリティを確保することを前提とするから、「内部者」の範囲を重要な

未公開情報を有する者と解することになる。このことは、そもそも市場均等主義が市場に影響のある情報を適時且つ適正に開示すること及び開示されていない上記の情報に基づく取引を禁止すること、の2つを要求すること⁽⁴¹⁾、即ち開示制度と内部者取引規制とを不可分一体に捉えることから正当化されよう。

第5節 不正流用行為自体がfraud 該当すると解する説

前述のように、規則10b-5に該当するfraudを開示義務違反として基礎付けようとする見解とは異なる理論構成によって内部者取引は規則10b-5に違反するとする見解がある。不正流用理論の支持者であるAldave教授は、第三者に適法に属する情報を取引の当事者が詐欺的に自己のために利用することがfraudに該当するとしている⁽⁴²⁾。つまり、情報源たる者に対する当該情報の不正流用行為がfraudに該当するものと解するのである⁽⁴³⁾。

しかしながら、前述のように、規則10b-5は、証券の購入又は売却に関してのfraudにのみ適用されるから、この問題を解決する必要がある。そこで、同教授は、「ある者が機密情報を不正流用し、当該情報を証券取引に利用した場合、情報の適法な所有者又は所持人を欺く(deceive)だけでなく、他の投資家に経済的危害を引き起こす」とした上で⁽⁴⁴⁾、証券の購入又は売却に関して当該情報を不正流用者又は内報受領者が利用すれば、損害が発生し規則10b-5に違反するとしている⁽⁴⁵⁾。しかしながら、このような解釈はあまりに技巧的にすぎ、しかも、前述の通り不正流用理論自体が妥当でないとして解されているので、この見解には賛成できない。

[註]

- (1) Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom under SEC Rule 10b-5?*, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1248 (1981).
- (2) 例えば、真実は証券の価値が高騰することを知っていたにもかかわらず、「この証券の価値は下落するから今なら買い取りましょう。」と相手方に表示する場合などがこの場合に該当する。しかしながら、証券市場における取引のように、非個人的な市場取引においては、このような表示行為を観念しえないであろう。この点について、Wang教授は、「株式市場における内部者取引という行為によって何人かが害されるということについては疑いはないが、内部者取引をなした者は、被害者と接触し

- ていない]とする。Id.
- (3) 40 SEC 907 (1961).
 - (4) このような情報は、会社情報 (“corporate” information) と称されている。Langevoort, *Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chiarella Restatement*, 70 Cal. L. Rev. 1, 42 (1982).
 - (5) ただ、当該会社の役員や取締役等が重要な未公開情報に基づいて、当該会社の証券を有していない者、つまり株主でない者に対して当該証券を売却した場合においては、そもそも信認義務が発生していないのではないかという疑問が生じる。なぜなら、役員や取締役等と取引する相手方は、取引後に初めて株主になるのであって、取引前においては株主でないからである。
 - (6) Jennings and Marsh, *SECURITIES REGULATION; CASES AND MATERIALS*, 1049 (6th ed. 1987). なお、Fleischer, Mundheim and Murphy, *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, 121 U. Pa. L. Rev. 798, 799 (1973)参照。
 - (7) Seligman, *The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Nonpublic Information*, 73 Geo. L. J. 1083, 1115-1120 (1985).
上村達男「投資者保護概念の再検討——自己責任原則の成立根拠——」
専修法学論集第42号, 1985年, 12頁参照。
 - (8) The Committee on Federal Regulation of Securities, *Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading*, 41 Bus. Law. 223, 251-252 (1985). また、加藤信「米国の内部者取引制裁法」証券研究80号, 1987年, 251頁。
 - (9) *United States v. Newman*, 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981), *SEC v. Materia*, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).
 - (10) この場合には、規則14e-3によって規制することができる。17 C.F.R. § 240. 14e-3 (1988).
 - (11) 463 U.S. 662, n. 22.
 - (12) Seligman, *Supra* (7), at 1133.
 - (13) Id. at 1124. なお、1940年投資顧問法 (the Investment Advisers Act of 1940) の適用を受ける投資顧問のなすスキュルピングについては、*SEC v. Capital Gains Research Bureau Inc.*, 375 U.S. 180 (1963) を参照。また、*Wall Street Journal* の記者等がなしたスキュルピングについては、*Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987) を参照。もっとも、本判決は、規則10b-5に関する不正流用理論の採用については、連邦最高裁としての見解を述べていないので、ここでは詳論しないこととする。
 - (14) 上村・前掲 (7) 12頁参照。
 - (15) *Langervoort, Supra* (4), at 53.

- (16) Kaplan, *Fiduciary Responsibility in the Management of the Corporation*, 31 Bus. Law. 883, 887 (1976).
- (17) Karsch, *The Insider Trading Sanctions Act: Incorporating A Market Information Definition*, 6 J. Comp. Bus. & Cap. Market L. 283, 292 (1984).
- (18) 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981), 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).
- (19) Kraakman, *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*, Hopt/Wymeersch, EUROPEAN INSIDER DEALING, 46 (1991).
- (20) Chiarella 判決の Blackmun 判事の少数意見は、この点を指摘している。445 U.S. 246 参照。
- (21) 同旨。上村達男「インサイダー取引(3) — 不正流用理論」新証券・商品取引判例百選(別冊ジュリスト第100号), 1988年, 152頁。
- (22) 588 F. 2d 1358, 1365 (2d Cir. 1978).
- (23) Id. at 1362.
- (24) Supra (20), at 232.
- (25) Id.
- (26) Clark, CORPORATE LAW, 355 (1986). また、野田博「インサイダー取引の害悪と規制の整合性について — 民事責任の当否とその在り方の検討を中心として —」法学新報第96巻第6号, 1990年, 136頁参照。
- (27) Id.
- (28) Id.
- (29) 6 Loss, SECURITIES REGULATION, 3556 (2nd ed. Supp. 1969). また、龍田節「委任状規制: 株式公開買付: 内部者取引」『アメリカと日本の証券取引法』(下巻), 商事法務研究会, 1975年, 569頁参照。
- (30) Seligman, Supra (7), at 1115-1120.
- (31) Id. at 1129.
- (32) Supra (20), at 251. なお、Brudney, *Insiders, Outsiders and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322, 360 (1979) を参照。もっとも、同判事は、自己の能力や努力によって得た情報上の優位は例外として利用可能である旨を論じているが、この点は疑問である。なぜなら、このような場合であっても、重要な未公開情報の利用機会の平等が害されるからである。
- (33) 上村・前掲(7) 12頁参照。
- (34) 同上(なお、註を省略して引用した。)。もっとも米国の「開示又は断念」の原則においては、開示主体と取引を断念する主体とが同一であることが前提とされている。その理由は、規則10b-5が fraud を禁止する規定であることにある。従って、市場のインテグリティ確保の手段として内部者取引を把握するならば、規則10b-5のような fraud を禁

止する規定で内部者取引を規制することは、必ずしも妥当な方法とは思われない。なぜなら、市場のインテグリティを確保の観点からは、情報開示主体は、当該情報の発生源であるべきであって、これ以外の者が開示をなせば、市場に無用の混乱を招くからである。このように解すれば、米国流の「開示又は断念」の原則は破棄せざるを得ないから、fraudを禁止する規定で内部者取引を規制すること自体、再考すべきものであると考える。

- (35) Kraakman, *Supra* (19), at 42.
- (36) Scott, *Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy*, 9 J. Legal Stud. 801, 817 (1980).
- (37) 同旨。龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」『企業法の研究』（大隅健一郎先生古稀記念）、有斐閣、1977年、708頁。
- (38) Loss, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION*, 754 (2nd ed. 1988).
- (39) *Id.*
- (40) *Id.* at 755.
- (41) Farrar's *COMPANY LAW*, 366 (2nd ed. 1988).
- (42) Aldave, *Misappropriation: A General Theory of Liability for Trading on Nonpublic Information*, 13 Hofstra L. Rev. 101, 121 (1984).
- (43) *Id.* at 119.
- (44) *Id.* at 120.
- (45) *Id.*

結語（一日本法への示唆一）

以上のように、内部者取引規制は市場のインテグリティを確保する手段であり、その要請に反する重要な未公開情報に基づく証券取引は、内部者取引規制によって市場から排除されなければならない。従って、内部者取引における「内部者」の範囲は、重要な未公開情報を有する者すべてである。その意味で、「内部者」取引という表現は不適切であるとも言えよう。

ところで、日本の証券取引法は、内部者取引における行為主体を列挙して規制する形式を採用している。即ち、同法第190条ノ2は「会社関係者等」の内部者取引を、第190条ノ3は「公開買付者等関係者等」の内部者取引をそれぞれ禁止している。これらが規定する「内部者」は、狭義の内部者、準内部者、情報受領者の3つに分類できる。文言上、情報受領者は、狭義の内部者または準内部者から情報を伝達された者に限定される⁽¹⁾。つまり、日本の証券取引法におい

ては、2次的情報受領者、即ち、情報受領者から会社の業務等に関する重要事実若しくは公開買付けに関する事実を受領した者又はこの者から当該事実を受領した者がなす「内部者」取引を規制しえないということになる。しかし、2次的情報受領者のなす「内部者」取引も、重要な未公開情報に対する利用機会の平等を破壊し、市場のインテグリティを害することには変わりなく、2次的情報受領者に対しても規制を及ぼすべきである。また、内部者又は準内部者からの伝達によらず、たまたま会社の業務等に関する重要事実若しくは公開買付け等に関する事実を知った者は、現行法上、情報受領者とはならない⁽²⁾。なぜなら、伝達という言葉は、伝達しようとする者に、それを伝達しようとする意思がなければならぬと解されるからである⁽³⁾。しかしながら、このような者が当該情報に基づいて株券等の売買等をなすことは、市場のインテグリティを害するので、規制を及ぼすべきである。従って、市場のインテグリティ確保の観点から、2次的情報受領者及びたまたま上記の重要事実を知った者が株券等の売買等をなすことは第58条第1号における「不正の手段」に該当すると考える。なぜなら、同条と類似する米国の規則10b-5に関する解釈として前述のように市場均等主義の理論が可能であるならば、我が国においても可能であるはずだからである。また、スキュルピングをなす者は、スキュルピングが市場のインテグリティを害するにもかかわらず、現行法の定める内部者、準内部者及び情報受領者のいずれにも該当しない。この場合も、第58条に違反すると考える。我が国においては、2次的情報受領者のケースは、2次的情報受領者を1次的情報受領者の従犯又は第190条ノ2若しくは第190条ノ3に違反する行為をなすことについて共同謀議が存在すれば、争いがあるものの、共謀共同正犯に該当すると解することも現行法の解釈として可能であろう。しかしながら、スキュルピングの場合、第190条ノ2若しくは第190条ノ3によっては規制できない。従って、市場のインテグリティ確保の観点から、スキュルピングの場合には第58条の適用がより強く要請されるのである。

以上のように、市場のインテグリティ確保の観点から内部者取引規制における「内部者」の範囲を再検討すべきであろう。

[註]

(1) 堀口亘『最新証券取引法』, 商事法務研究会, 1991年, 451頁。

- (2) 同上。
- (3) 野田博「インサイダー取引の害悪と規制の整合性について——民事責任の当否とその在り方の検討を中心として——」法学新報第96巻第6号, 1990年, 128—129頁。