

内部者取引の規制法理（3・完）

品 谷 篤 哉

第1章 問題の所在

第2章 内部者取引規制の沿革

第1節 コモン・ローによる規制

- (1) 多数原則
- (2) 少数原則
- (3) 特別事実原則

(以上第16巻第1号)

第2節 その後の展開

- (1) コモン・ローによる規制の展開
- (2) Rule 10b-5 の展開

第3章 現在の規制法理

第1節 キャディ・ロバーツ事件審決およびテキサス・ゴルフ・サルファー 事件判決の意義

第2節 Rule 10b-5 の下での規制法理

- (1) 情報平等理論
- (2) 信認義務理論
- (3) 不正流用理論

(以上第16巻第2号)

第4章 検討

(以上本号)

(2) 信認義務理論

1968年のテキサス・ガルフ・サルファー判決により判例法としての地位を得た情報平等理論は、その後1980年のチアレラ事件判決⁽¹⁾で法廷意見が信認義務理論を判示したため後退を余儀なくされる。もっとも、この判決では反対意見が後述の不正流用理論を述べている。また、Rule 10b-5による内部者取引規制として後退したものの、公開買付における内部者取引を規制するために1980年に制定されたSEC規制14e-3は、所有の基準を明示し情報平等理論を成文化する。かかる状況からすれば、アメリカ法における内部者取引規制の中で1980年がひとつのエポックを形成しているとも考えられよう。以下ではチアレラ判決を素材に信認義務理論の検討を試みるが、それが3理論の交錯する時期の判決であることに注意を払う必要がある。

チアレラ事件の事実の概要は次のとおりである。印刷会社の印刷工であったチアレラは、従業員服務規則に違反して公開買付に関する情報を入手する。彼はその情報から標的会社を捜し当て、標的会社株式を買付ける。その後公開買付が公表され株価が上昇すると、彼は自己の購入した株式を売却し利益を得る。このような事実に基づきチアレラに対し刑事責任が問われた。

原審の第二巡回区裁判所はチアレラを有罪とした⁽²⁾。それは次のような判示である。「証券諸法を制定する際、議会は証券諸法を役員や取締役の使いこみから株主を保護することに限定した訳ではない。詐欺禁止規定の主たる目的は証券取引が行われる市場の完全性を保護することにあった。会社内部者であれそれ以外の者であれ、重要かつ非公開の情報を通常受領するいかなる者も、証券取引のために積極的開示義務を負担することなく当該情報を利用することはできない。そして、もし彼が開示できないならば、彼は売買を断念しなければならない⁽³⁾。」

すでに見たようにアメリカ法は、内部者取引規制に際して「規制法理の適用→開示もしくは断念の原則の違反→(欺罔)→詐欺→Rule 10b-5違反」という法律構成を採用する。問題となるのは開示もしくは断念の原則が課される根拠であるが、原審判決は、重要かつ非公開の情報を有する者は開示もしくは断念の義務を負うと判断した。かかる判示が情報平等理論に依拠していることは明白であろう。それにも増して注目すべきは、市場の完全性という概念である。情報平等理論が基本的に政策的考慮に基づいていることはすでに見たが、それ

がいかなる考慮かという点につき、本判決は市場の完全性保護を唱えた訳である。この概念については後に検討を試みる。ここでは、連邦最高裁で信認義務理論が判示される直前、情報平等理論の基礎となる政策的考慮が、市場の完全性保護という点に求められていたことに留意しておこう。

このような原審判決に対し、連邦最高裁の法廷意見は次のように判示してチアレラの有罪を破棄した。「本件の状況において沈黙が1934年証券取引所法10条(b)項に違反するか否かを判断するには、SECおよび連邦裁判所による解釈のみならず、制定法の文言および立法の経緯を検討する必要がある。けれども同条の立法過程および文言は、いずれも本件解決の指針を与えない。1942年にSECが規則10b-5を制定した際も、情報の不提供が10条(b)項に違反するか否かについてSECは議論していない。しかしながらキャディ・ロバーツ事件で、SECは10条(b)項の解釈について重要な方策を講じた。自己の認識するすべての重要な内部情報を最初に開示した場合を除き、会社内部者は当該会社の株式取引を断念しなければならないと判断したのである。このような開示もしくは断念の義務は、会社内部者と当該会社の株主間の関係から生ずる。もっともこれはコモン・ローの奇抜な曲解ではない。コモン・ローにおいては、虚偽の陳述への信頼を生ぜしめる目的でなされた不実表示は詐欺的とされている。けれども取引前の情報不開示が詐欺となるのは、その者が開示もしくは断念の義務を負っている場合に限られる。そしてその義務が課されるのは、当事者間に存在する信認関係ならびにそれに類似する信託および信頼の関係 (relation of trust and confidence) のゆえに、相手方が当該情報を知り得べき場合に限られるのである。経済的に不公正なすべての事例が10条(b)項の詐欺的行為を構成するとは限らない。標的会社証券の売主と告人間の関係からは、いかなる義務も生じない。なぜなら告人はそれ以前に売主と何ら取引していなかったからである。告人は売主の代理人でない。受認者でもない。売主が自己の信託および信頼を置いた者でもない。単に匿名の取引所取引を経て売主と取引した全くの他人にすぎない。重要かつ非公開の情報に基づく行為を禁止するには、取引所取引のすべての参加者間において一般的義務を承認する必要がある。けれども、義務は両当事者間の特別な関係に起因するという確立された原理から過度に遊離したこのような広汎な義務は、議会の意図が明白な証拠のない限り課されるべきではない。10条(b)項は包括的規定として適切に規定されているが、

同条が適用される事柄は詐欺でなければならない。詐欺の申立が開示に基づく場合、開示すべき義務なくして詐欺は存在しない。我々は、10条(b)項に基づく開示義務は単なる重要かつ非公開の情報の所有からは生じないと判断する⁽⁴⁾。』

以上の判示について分析・検討を加えてみよう。情報平等理論と信認義務理論の相違は開示もしくは断念の原則が課される根拠の相違であるが、本判決は取引当事者間に存在する信認関係にその根拠を求めた。会社内部者と株主間に信認関係を認め、それを理由として開示もしくは断念の義務を内部者に課する訳である。判示はチアレラと取引相手方間に信認関係が存在しないことからチアレラの有罪を破棄したが、本判決の及ぼした影響は単に原審判決を覆したことに止どまらない。開示もしくは断念の原則の適用が当事者間に信認関係の存在する場合に限られる以上、情報の重要性や非公開性、内部者が当該情報を有していたかなどの事柄は問題とならない。当然のことながら開示もしくは断念の原則の適用領域は、情報平等理論と比較した場合、著しく制限されざるを得ない。それゆえ内部者取引規制の及ぶ範囲も縮小を免れない。市場の完全性保護を根拠に政策的見地から情報平等理論を採用した原審判決と比較した場合、本判決は規制領域自体の変更をもたらしている。その意味で両判決の相違は著しく、それはすなわち、両理論の相違の大きさとみなし得る。

もっとも、本判決は開示もしくは断念の原則が適用される場合を、厳密な信認関係に限定していない。信認関係のほかに、それに類似する信託および信頼の関係が当事者間に存在するならば、開示もしくは断念の原則が適用されると判示している。そこで、信託および信頼の関係がいかなる当事者関係を意味するのかが問題となろう。この点については、通常、次のように理解されている。すなわち、信認関係は後見人と被後見人、遺産管理人と法定相続人、本人と代理人などの法律関係に適用される。そこではもっぱら受益者の利益を図るべき高度の忠実義務が受認者に課される。これに対し信頼関係 (confidential relation) は法的関係に限定されず、信頼が適法に置かれ権限が行使される他のあらゆる関係を包含する。そして、医者と患者の関係のように、相手方のことを十分考えることは要求されるが、自分のことも考えてよい関係と解されている⁽⁵⁾。以上の理解からすれば、本判決が示した信託および信頼の関係については、広く当事者間で信認の授受が存在する関係を意味するものと考えられよう。それ

ゆえ内部者取引の規制領域については、典型的な信認関係に限定される訳ではなく、当事者間に信認の授受が存在する場合には広く規制が及ぶことになる。もっとも信認の授受が要求される以上、情報平等理論と比較した場合、信認義務理論の規制領域が制限的であることには変わらない。

ただし、ここで注意を要するのは、本判決が脚注で「取締役または役員はまさにその売却により、買主に対する信認関係を引き受ける」と述べていることである⁽⁶⁾。会社法の原理・原則論から言えば、取締役は会社に対してのみ信認義務を負うにすぎない。すでに見た少数原則の立場でも、取締役の信認義務は株主にまで拡大されるものの、非株主にまで及ぶことはない。これに対し本判決は、取締役が非株主に対しても信認義務を負うと解する。取締役と非株主間に信認関係は通常認められないにもかかわらず、非株主に対する取締役の信認義務を認める訳である。それが認められる理由について、本判決は明らかにしていない。株主と非株主で差異を設けることが粗雑な区別であると述べるにすぎない⁽⁷⁾。したがって本判決は、一方で信認関係ならびに信託および信頼の関係を判示し、当事者間における信認の授受を要求しながら、他方で信認の授受を不要と解していることになろう。

さらに本判決は、重要かつ非公開の情報を有することのみでは開示もしくは断念の義務を負わないと判示するが、このことは必ずしも情報平等理論の放棄を意味しない。それは次の理由による。開示もしくは断念の義務が信認関係ならびに信託および信頼の關係に由来すると述べる際、本判決は脚注で不法行為法リステイメントを引用する⁽⁸⁾。けれども同リステイメントでは、開示義務が課される場合として、信認關係の存在以外にも多くの場合が挙げられている。そしてその一つに、両当事者間の關係、取引の慣習またはその他の客觀的事情のゆえに、一方の当事者が当該事實の開示を合理的に期待するような場合も数えられている⁽⁹⁾。この場合にも開示義務を負うと解するならば、本件の事案について被告チアレラが開示もしくは断念の義務を負っていたと判断することは不可能でない。のみならず多くの州裁判所は、従来から開示義務を負担すべき状況を拡大してきた。それは、誠実性およびフェア・プレーの基本的原理により、開示義務を負担すべきことが示唆されるべき状況にまで及んでいる。特に被告が情報への排他的アクセスを有する場合には、被告は開示義務を負うと判断されている⁽¹⁰⁾。このような判例の趨勢を顧慮すれば、情報平等理論について、

所有の基準は採り得ずともアクセスの基準を採用することは十分可能であろう。それゆえ本件においても、アクセスの基準を採用し、情報平等理論に従って立論することは不可能でない。したがって、本判決が信認義務理論を判示したことは事実であるが、情報平等理論を破棄したと解することは早計であろう。そして本判決が情報平等理論を破棄していないとすれば、1980年の時点で Rule 10b-5 に基づく内部者取引の規制法理は、情報平等理論と信認義務理論が併存するに至ったと言えよう。

以上のように本判決は信認義務理論を判示したものの、厳密な信認関係にとられず、規制の及ぶ範囲を可能な限り拡大している。信託および信頼の関係を信認関係と同一に扱うのみならず、非株主に対しても信認義務を負うことを肯定し、情報平等理論を破棄しない等の方法を駆使することで規制領域を広げた訳である。法廷意見が払ったこのような配慮は、それ以前の情報平等理論と比較した場合、可能な限り従来の規制領域を縮小しない努力と言えよう。すると、反対の努力を払ってまで信認義務理論を判示しなければならなかった理由は何かが問題となろう。規制領域の妥当性を重視した訳ではない。なぜなら、所有の基準に代えてアクセスの基準を採用すれば、信認義務理論を判示しなくとも情報平等理論のまま規制領域の調整が可能だからである。また、情報平等理論において乏しかった理論的根拠を重視したことは事実であるが、そのみで本判決の態度が説明される訳でもない。なぜなら非株主に対しても信認義務を負うと判断されているからである。これら以外に信認義務理論を判示した理由を求めようとすれば、結局、本件が刑事事件で、罪刑法定主義の要請から Rule 10b-5 を拡張解釈し得なかったからに過ぎないのではなかろうか⁽¹¹⁾。

いずれにせよ、本判決が信認義務理論を判示したことは事実である。また、情報平等理論が破棄されていないことも事実である。情報平等理論が唯一の理論であった本判決以前の状況と比較すれば、内部者取引規制の問題は混迷を深めたと解されよう⁽¹²⁾。もっとも信認義務理論は突然変異的に生じた訳ではない。なぜならコモン・ローによる規制が存在するからである。1961年のキャディ・ロバーツ審決以前は、コモン・ローを内部者取引規制の主要な法源としていた。同審決により主たる法源はコモン・ローから Rule 10b-5 へと移行するが、チアレラ判決当時もコモン・ローの法源性は失われていない。そしてコモン・ローによる内部者取引規制は、詐欺の枠組みの下に信認義務の問題として

扱われることで今日まで一貫している。かかる事実を鑑みた場合、本判決については、1961年以前への回帰であり、コモン・ローへの回帰として理解することも可能であろう。

ところで、信認義務理論が本判決で判示されたことにより、情報平等理論ではあまり重視されなかった問題が新たに浮上する。それは情報受領者による内部者取引をいかにして規制するかという問題である。情報平等理論においては、基本的に重要かつ非公開の情報を有するのみで開示もしくは断念の義務を課することができた。この要件は情報受領者についても異なるところはない。それゆえ情報受領者によってなされた内部者取引を規制する際にも困難を来すことがなかった。けれども信認義務理論に基づく場合、内部者による取引が規制されても、情報受領者によるそれが当然に規制されるとは限らない。なぜなら、内部者と取引相手方間に信認関係が存在する場合でも、情報受領者と取引相手方にそれが存在するとは限らないからである。そのため、情報受領者によってなされた内部者取引をいかに規制するか、具体的にどのような要件が充たされた場合に規制対象となるかが問題となった。1983年のダークス判決⁽¹³⁾はこの点について判断したものである。

事案は次の通りである。著名な投資顧問であった原告ダークスは依頼人から情報を得る。依頼人はエクイティ・ファンディング社の元従業員で、当該会社でなされた詐欺を暴露するために、会社の経営が詐欺的になされ、会社資産が過大評価されているという情報を原告に伝えたのである。詳細な調査の後、原告はその情報を公表し詐欺を暴露することに成功する。けれども情報を公表する前に原告は当該情報を自己の顧客に伝え、顧客は情報の公表前にエクイティ・ファンディング社の株式を売り抜けた。このような原告の行為に対してSECが譴責処分を課した。本件はその取消を求めて提起された訴訟である。

連邦最高裁は以下のように判示し、処分の取消を認めた。「内部情報の受領者が常に開示もしくは断念の義務を負うとは限らないとの結論は、彼が当該情報に基づいていつでも自由に取引し得ることを意味するものではない。情報受領者の取引に関して何らかの禁止が必要なことは明白である。内部者が自己の利益のために非公開の会社情報を使用することは信認関係のゆえに禁止されるが、それと同様に、個人的利益のために情報を利用するという不適正な目的で外部者に当該情報を与えることも禁止される。また、受認者とともにそのよう

な義務違反にかかわる者の取引も、受認者自身の取引と同様に禁止される。情報受領者が負う開示もしくは断念の義務は、このように内部者が負う開示もしくは断念の義務から派生するものである。チアレラ判決で述べたように、我々は、情報受領者の義務は内部者の信認義務違反の事実以後の参加者としての役割に由来すると考える。それゆえ情報受領者は次の場合に、当該情報に基づいて取引しない信認義務を負う。すなわち、重要かつ非公開の情報を情報受領者に伝えることで内部者が株主に対する信認義務に違反し、かつ、内部者による義務違反の存在を情報受領者が知りまたは知り得べき場合である。情報受領者の悪意の認定が要求される以上、情報受領者の責任は内部者の責任にさかのぼって関連づけられる必要がある⁽¹⁴⁾。」

以上の判示によれば、情報受領者による内部者取引が規制されるのは次の要件を充たす場合となる。すなわち、内部者の信認義務違反およびそれに関する情報受領者の悪意という2つの要件である。この2つの要件が課された場合、情報受領者による内部者取引の規制領域は、従来と比較して著しく狭められることになろう。ただし、情報受領者に関するこのような制限的判断は本判決が初めてではない。1971年のインベスターズ・マネージメント事件審決では、補足意見が同旨の見解を述べている⁽¹⁵⁾。それゆえ従来の情報平等理論においても、規制範囲が広汎すぎる点はすでに認識されていたと言えよう。

もっともチアレラ判決で見たように、内部者の信認義務違反を問う点はそれほど制限的な訳ではない。なぜなら信託および信賴の関係も信認関係と同一視し得るからである。加えて、本判決では信認義務違反の認定について広汎な基準を採用した。すなわち、単なる内報行為は信認義務違反に当たらないが、その内報行為から内部者が直接的または間接的に個人的利益を受領する場合には、信認義務違反が存すると述べる。そして個人的利益については、将来の収益に転換し得る金銭的利益および評判上の利益も含まれると判示したのである⁽¹⁶⁾。したがって本判決は、内部者の信認義務違反の認定について、内部者の利得の有無を問うものと言えよう。さらに、当該利益が内部者に帰属していない場合にも、信認義務違反の認定される可能性が示唆されている点を見逃すことはできない⁽¹⁷⁾。それは次のような擬制を用いることで可能となる。すなわち、内報行為から受領した内部者の個人的利益が、内部者から情報受領者へ再度贈与されたという擬制である。かかる擬制を駆使した場合、現実には内報行為か

ら内部者が利益を得ていない場合であっても、内部者に信認義務違反ありと判断されることになろう⁽¹⁸⁾。信認義務の法理の基本的機能が、受認者と受益者間における利益相反の規律であることはすでに見た。けれども本判決は、受益者の損害を問わないのみならず、受認者の利益も重視しない態度を示唆しているのである。

以上のように本判決は、一方で信認義務理論に従いながらも、他方で信認義務違反の認定については広汎な基準を採用し、情報受領者も可能な限り規制の範囲に含めようとする。本判決のこのような態度は、チアレラ判決のそれとほぼ等しいものと考えられよう。すなわち、2つの判決はいずれも信認義務理論を判示し、内部者取引規制の根拠を政策的考慮以外に求めようとしながらも、それによって生ずる規制領域の縮小をできるだけ防ごうとしたのである。もっとも従前の情報平等理論と比較した場合、内部者取引規制の後退は否定し得ない。そのため、その後の判例は必ずしも両判決に従っていない。

チアレラ＝ダークス以後の展開は3つに大別される。第一は両判決に先例としての意義を認め、その枠組みに従いながらも、そこから生ずる制約の回避に努めるものである。その事例として Rund 事件判決⁽¹⁹⁾が挙げられよう。本件の事実関係は次の通りである。被告の友人で旧来からの事業仲間であった発行会社の社長が被告を訪ねた。彼は被告に、発行会社が共同事業を計画している旨を伝え、被告の会社がこの計画への資本参加に関心があるか否かを尋ねる。これに対し被告は、資本参加しなかったものの、伝えられた情報に基づいて発行会社株式を購入した。

以上の事実関係によれば被告は情報受領者と考えられよう。ところが判決は被告を発行会社の一時的内部者(temporary insider)と判断した。その理由については、本件で問題となった情報が、秘密を維持し続けられるべきことを黙示して、唯一発行会社のために事業情報が被告に利用され得ようになったと述べている⁽²⁰⁾。ここで言う一時的内部者とは準内部者と同義である。けれども、すでに見たように準内部者とは、法令または契約上の関係等により会社の内部情報に容易に接近し得る者を意味するにすぎない。そして、そこで問題となる情報は、法令または契約上の関係ゆえに容易に接近し得る情報である。かかる理解からすれば、本件の被告と発行会社間に法令または契約上の関係等が存在しない以上、被告は情報受領者であり、準内部者ではない。それにもかかわら

ず、本判決が被告を一時的内部者と認定した理由については、次のように考えられよう。すなわち、信認義務理論に従った場合、信認義務違反が認定されれば一時的内部者は内部者取引規制の範囲に含まれる。けれども情報受領者については、内部者の信認義務違反に加えて当該違反についての情報受領者の悪意が要求される。かかる要求を免れるため、本判決は被告を一時的内部者と認定したのではあるまいか。つまり、情報受領者の悪意という要件から逃れるために情報受領者である被告を一時的内部者と擬制したのではあるまいか。このように擬制すれば、悪意を認定せずとも被告を内部者取引規制に服せしめることが可能である。したがって本判決は、チアレラ＝ダークスの両判決が示した枠組みを受容しながらも、事実認定に当たって擬制を用いることで、そこから生ずる制約を回避したものと解されよう。

第二は情報平等理論の堅持である。すでに見たようにSEC規則14e-3, 1934年証券取引所法21条(d)(2)(A)および同法21A条(a)(1)は、いずれも情報平等理論を採用したものと解し得る⁽²¹⁾。そのほか注目すべき規定として、1984年のいわゆる内部者取引制裁法の制定に際して新設された1934年証券取引所法20条(d)項がある。この規定は情報平等理論を採用したのみならず、それがオプション取引に適用される点で注目される。株式取引と異なり、オプション取引の当事者間に信認関係は認められない。そのためオプション取引でなされる内部者取引について、信認義務理論は適用し得ない。このような問題点を解決したのが20条(d)項なのである。ただし、同条はオプション取引に適用されるにすぎない。これに対し詐欺禁止規定が適用される証券は、株式やオプション以外にも存在する⁽²²⁾。そのため同条の制定は、オプション取引の規制を可能にした反面、株式やオプション以外の証券についてなされる内部者取引をいかにして規制するかという問題を新たに提起することとなった。

第三は不正流用理論の採用である。チアレラ判決の法廷意見は陪審に適切に説示されていないとの理由でこの理論を採用しなかった⁽²³⁾。この論法によれば、適切な説示があればRule 10b-5に基づく内部者取引の規制法理として不正流用理論を採用してもかまわないことになろう。この点をとらえて、下級審レベルで本理論を採用した判決が相次ぐ⁽²⁴⁾。その際、先例的意義を有するものとして機能したのは、チアレラ判決におけるバーガー長官の反対意見である。以下ではこの反対意見を嚆矢とする不正流用理論の展開について検討を試み

る。ただしチアレラ判決以後の内部者取引の規制法理が、3理論の混在する状況であることに注意を払う必要がある。すなわち、チアレラ判決により情報平等理論と信認義務理論が混在するに至ったのであるが、その後さらに不正流用理論が下級審で採用されることにより、3理論の混在へと展開したのである。

（3）不正流用理論

不正流用理論の嚆矢はチアレラ判決におけるパーガー長官の反対意見である。本理論を検討するに当たって、はじめにこの反対意見を見ることにしよう⁽²⁵⁾。長官は次のように述べている。「一般原則によれば、信認関係または信頼関係が存在しない場合、独立当事者間（at arm's-length）⁽²⁶⁾でなされる事業取引の当事者は相手方に対して情報開示義務を負担しない。けれども本原則の根底をなす政策は、本原則の適用範囲もまた限定すべきである。とりわけ情報に関する利益がすぐれた経験、予測または勤勉さによってでなく、何らかの合法的でない手段により獲得される場合、一般原則は後退すべきである。情報は単なる偶然によって得られることもあれば、不法行為（tortious action）によって得られることもある。しかしながら違法行為によって情報が獲得された場合は、常に当該情報の開示義務が存在すべきと考えられる。1934年証券取引所法10条(b)項および規則10b-5は、このような原理を包含するものと解釈されよう。すなわち、非公開の情報を不正流用する者は、開示または断念の絶対的義務を負担するのである。かかる解釈が Rule 10b-5 の文言により支持されることは疑いない。なぜなら Rule 10b-5 は、何らかの詐害的計略に携わるすべての者に適用されるからである。したがって次のような示唆は否定されなければならない。すなわち、議会の関心は“会社内部者”による取引または“会社の情報”に関連する詐欺的慣行のみに向けられていたという示唆である。さらに、上述の解釈は Rule 10b-5 の立法経緯からも肯定されよう。なぜなら詐欺禁止規定は、包括的文言を規定することで、投資者間の不当な優越性および利益を排除し、証券取引の公正さが確保されることを目的とするからである。非公開情報を不正流用することで証券取引を行う投資家は、取引上のまさに不当な利益を有する。彼の行為は他人の出捐で利得することを除き、何ら有益な機能を提供しない。Rule 10b-5 のこのような解釈は奇抜なものではない。それはキャディ・ロバーツ審決でSECが明言した法原理から当然に生ずる解釈であ

る⁽²⁷⁾。」このように述べた後、陪審へ適切に説示しなかったと判断した法廷意見は誤りで、たとえ説示が不適切であっても、その点は無害な過誤であると結論した。

以上の反対意見について分析・検討を加えてみよう。反対意見は独立当事者間の取引に関するものであり、取引当事者間に信認関係または信頼関係が存在しない場合を問う。すなわち信認義務理論が適用され得ない当事者関係を問題としている訳である。この点で不正流用理論は、狭隘な適用領域という信認義務理論が抱えた問題点の克服を指向する理論と言えよう。Rule 10b-5を法源とする内部者取引規制は開示もしくは断念の原則を適用することから始まるが、信認義務理論においては、取引当事者間に信認関係の存在する場合にのみ本原則が適用されるにすぎない。これに対し不正流用理論においては、独立当事者間の取引すべてに対してこの原則が適用される訳である。そして、すべての取引に対して適用可能性が認められる以上、不正流用理論による規制領域は情報平等理論によるそれと同一と解し得る。なぜなら、情報平等理論は基本的に情報の重要性および非公開性ならびに当該情報の所有の3要件を問うにとどまり、取引当事者間にいかなる法律関係が存在するかは問題とならないからである。それゆえ Rule 10b-5に基づく内部者取引の規制法理は、3理論のうち情報平等理論と不正流用理論が等しい規制領域を有し、信認義務理論のみが他と比較して狭隘なそれを有していることになろう。

もっとも、開示もしくは断念の原則の及ぶ範囲が同一であるとは言え、情報平等理論と不正流用理論の相違は著しい。それは次の2点に要約されよう。第一は、いかなる理由に基づいて開示もしくは断念の原則が適用されるのかという点である。その理由について、情報平等理論は市場の完全性保護という政策的考慮に求めた。これに対し本件の反対意見は、Rule 10b-5の文言および立法の沿革に根拠を求める。さらに、Keetonの論文を引用して⁽²⁸⁾不法行為のコモン・ローにも求めている。すなわち、コモン・ローの法準則が開示もしくは断念の原則を適用する根拠なのである。この点は情報平等理論と不正流用理論の相違と考えられよう。前者が政策的考慮を重視するのに対し、後者は理論的根拠を重視するからである。そして、理論的根拠を重視する限りで、不正流用理論と信認義務理論の類似性が認められよう。

第二は、開示もしくは断念の原則が適用される以上のような理由、すなわち、

内部者取引が規制されるべき理由が、いかなる法律関係に求められるかという点である。情報平等理論は売買当事者間に存在する情報の格差を問う。そして、政策的見地からこの格差が無視し得ないことを規制の根拠とする。したがって、内部者取引が規制されるべき理由は、売買当事者間の法律関係に求められていることになる。この点は売買当事者間の信認関係を問う信認義務理論も異ならない。これに対し、不正流用理論は情報が獲得された経緯を問う。チアレラ事件に関して具体的に言えば、チアレラの行った株式取引が内部者取引として規制対象となるのであるが、規制されるべき理由は彼の従業員服務規則違反に求められている。したがって本理論においては、売買関係以外の法律関係に規制されるべき理由が求められていることになろう。すなわち、規制の対象となる法律関係は売買関係であるが、規制されるべき理由については売買関係以外の法律関係に求められているのである。それゆえ不正流用理論においては、規制の根拠が求められる法律関係と、内部者取引として規制されるべきそれが別個であり、この2つの法律関係が本理論によって架橋されていることになろう。開示もしくは断念の原則を適用させるのみならず、2つの法律関係を架橋する機能も有していることは、本理論の検討に当たって見逃すことができない。

以上のように不正流用理論は、規制領域について信認義務理論と異なり、開示もしくは断念の原則が適用される根拠について情報平等理論と相違する。また、規制されるべき理由が求められる法律関係について、他の2つの理論と相違する。この3点で不正流用理論は、他と異なる規制法理としての独自性を有すると言えよう。もっとも、このような独自性が、同時に本理論の問題点でもある。まず第一の規制領域については、信認義務理論と異なるものの情報平等理論と同一である以上、規制の範囲が広汎すぎるという情報平等理論への批判が不正流用理論に対しても加えられることになろう。

次に第二の開示もしくは断念の原則が適用される根拠について考えてみよう。バーガー長官の反対意見では、コモン・ローの不法行為法の準則、条文の文言および立法経緯の3点に根拠が求められている。このうちコモン・ローの不法行為法の準則に根拠を求めた場合、それは Rule 10b-5 における内部者取引規制の根拠をコモン・ローに求めることを意味しよう。けれども、コモン・ローと連邦法が別個の法体系である以上、連邦法の解釈へコモン・ローのそれを採用することに問題がない訳ではない。そこで、連邦議会が立法当時いかな

る意図を有していたかを問う必要が生ずることになる⁽²⁹⁾。すなわち、立法当時、連邦議会が Rule 10b-5 の解釈にコモン・ローのそれを採り入れる意図を有していたか否かという問題である。しかしながら議会は、Rule 10b-5 の解釈にコモン・ローの解釈を導入することの可否のみならず、Rule 10b-5 が内部者取引規制に適用されること自体、そもそも念頭に置いていなかったのである⁽³⁰⁾。このように考えると、コモン・ローの不法行為の準則および Rule 10b-5 の立法経緯に根拠を求めることは、いずれも無理があるのではなからうか。

また、条文の文言に根拠を求めた場合、かえって次のような問題が生ずることになる。それは、Rule 10b-5 が証券の売買に関連した詐欺でなければならぬと規定されていることである。条文の文言を重視する以上、「証券の売買に関連して」という Rule 10b-5 が明文で規定する要件を無視することはできない。けれども不正流用理論においては、規制されるべき理由を売買関係以外の法律関係に求める以上、証券の売買に関連して詐欺がなされたとは考え難い。具体的に言えば、バーガー長官の反対意見ではチアレラの服務規則違反が規制の理由と解されている訳であるが、それが証券の売買に関連した詐欺であると言い得るのであろうか。つまり条文の文言を重視した場合、証券の売買に関連して詐欺がなされることと、売買関係以外の法律関係に規制されるべき理由を求めることは、相互に矛盾することになるのではあるまいか。それゆえ、開示もしくは断念の原則が適用される根拠を条文の文言に求めた場合、規制されるべき理由をいかなる法律関係に求めるかという点とも関連して、無視し難い問題点が残るように思われる。

以上のように、不正流用理論については多くの問題点が存在する。そして、それが Rule 10b-5 に規定されている文言との矛盾を招きかねない以上、本理論の抱える問題点は無視し難いと言わざるを得ない。もっとも下級審レベルではあるが、今日も Rule 10b-5 における内部者取引の規制法理として本理論が採用されていることは事実である⁽³¹⁾。けれども、そこで展開されている不正流用理論はバーガー長官の述べたそれと必ずしも同一ではない。相違点として注目されるのは、開示もしくは断念の原則が適用される理由である。すでに見たように、この理由は売買関係以外の法律関係に存在する。そして長官の反対意見では、チアレラと使用者間の法律関係にその理由が求められている。具体的に言えば、使用者に対するチアレラの不法行為が開示もしくは断念の原則の適

用される根拠なのである。これに対しチアレラ判決以後の下級審判決では、売買関係以外の法律関係において信認義務違反が認定されている。売買関係以外の法律関係に開示もしくは断念の原則が適用される根拠を求めている点は長官の反対意見と異ならないが、その法律関係において、不法行為ではなく信認義務違反が認定されているのである⁽³²⁾。

このことは次の2点で注目に値する。一つは、不正流用理論による内部者取引規制の可否が信認義務違反の認定にかかっていることである。とりわけ、厳格な信認関係に限定するのではなく、信託および信頼の関係を認定することで、信認義務に類似の義務違反を認定していることは注目されよう。このような判例の態度は、すでに見たチアレラ判決の法廷意見のそれと類似する。すなわち、基本的に信認義務違反を要求しながらも、それを柔軟に解釈することで、規制の及ぶ範囲を拡大しようとする態度がうかがわれるのである⁽³³⁾。

ただし、信認義務違反を認定する必要があることから、次のような問題が生ずる。それは信認関係の当事者間で承認があった場合である。具体的には、チアレラ事件のような事案において、被用者の行為が使用者が承認した場合である。この場合、使用者の承認がある以上、使用者に対する被用者の信認義務違反を認定することはできない。それゆえ、当該売買を内部者取引として規制することは不可能とならざるを得ない。のみならず、被用者とともにも使用者も内部者取引を行っていた場合、使用者の承認の存否を問うまでもなく、当該取引を内部者取引として規制し得ないことになる。つまり、被用者が服務規則に違反して行う取引は規制の対象となるが、使用者も内部者取引を行う場合、すなわち会社ぐるみで内部者取引を行う場合、当該取引は規制の対象とならないのである。

もう一つは、信認義務の法理を包含している点で、不正流用理論は情報平等理論および信認義務理論と共通することである。すでに見たように情報平等理論については、政策的考慮が重視されているものの、信認義務の法理が潜んでいる点を無視することはできない。また、売買当事者間に存在する信認関係を問題にする点で、信認義務理論は信認義務の法理そのものにほかならない。これに対し、バーガー長官の反対意見では信認義務の法理に関する言及は見当たらない。けれども、現実の本理論を採用した下級審判例は、いずれも当該取引が規制されるべき理由として信認義務違反を挙げていることを見逃すことがで

きない。したがって他の2つの理論と同様に、不正流用理論も信認義務の法理を包含しているのである。このように3つの理論がいずれも信認義務の法理を包含していることからすれば、内部者取引規制として機能する Rule 10b-5 の法理は、信認義務の法理を必要条件として包含していることになる。それゆえ Rule 10b-5 による内部者取引の規制法理は、その嚆矢となった1961年のキャディ・ロバーツ審決以来、一貫して信認義務の法理を包含していることになる。

Rule 10b-5 を法源とする内部者取引規制についての分析・検討は以上である。次章では、すでに見たコモン・ローを法源とする内部者取引規制とあわせて、アメリカ法における内部者取引規制を総括し、さらに検討を加えることとしたい。

第4章 検討

本稿ではコモン・ローによる内部者取引規制に考察の出発点を求め、現在の主流である Rule 10b-5 を法源とした規制を概観してきた。その結果、次の示唆が得られる。

それは、コモン・ローにおける3原則および Rule 10b-5 における3理論が、いずれも現在のアメリカ法における内部者取引の規制法理として機能していることである。アメリカ法における規制の主流は、現在、Rule 10b-5 を法源としている。けれども、コモン・ローの法源性が失われた訳ではない。そして、コモン・ローの3原則は今日も規制法理としての意義を失っていない。判例における考察の出発点としての意義が多数原則には認められ、また、取締役と株主間における内部者取引の規制法理として、少数原則および特別事実原則は今日も機能し得る。それゆえ、歴史的には多数原則→少数原則→特別事実原則の順で規制法理が展開されたものの、現在のコモン・ローにおける規制法理については、これら3原則が混在するものとして認識しなければならない。

Rule 10b-5 についても同様のことが言えよう。1961年のキャディ・ロバーツ審決で情報平等理論が述べられて以来、Rule 10b-5 を法源とする規制法理は、その後、信認義務理論および不正流用理論へと展開した。けれども、この3理論はいずれも Rule 10b-5 における規制法理として現在も機能し得る。チアレラ判決により後退を余儀なくされたものの、その判示を詳細に検討すれば、今

日も情報平等理論を適用することは論理的に不可能でない。信認義務理論については、チアレラ判決で判示されて以来、ワイナンス判決で破棄されていない以上⁽³⁴⁾、現在も連邦最高裁の立場と解さなければならない。またチアレラ判決以後の下級審判例で現実に採用されている以上、不正流用理論についても現在機能し得る規制法理としての意義を認めざるを得ない。したがって、このように3理論がいずれも規制法理として機能し得る以上、現在の Rule 10b-5 における内部者取引の規制法理については、これら3理論が混在するものとして認識しなければならない。

このような認識からすれば、アメリカ法における現在の内部者取引規制は、6つの規制法理が混在していることになる。したがって、日本法がアメリカ法から示唆を得ようとする場合、6つの中のいずれかの規制法理から示唆を得たとしても、それはアメリカ法から示唆を得たことにはならない。のみならず、アメリカ法についての認識自体に問題を残すことにもなりかねない。アメリカ法の現状が6法理混在と解される以上、6法理全体から示唆を得ることに努めなければならないのである。すると問題は、6法理のいずれもが包含する規制根拠は何かということになる。つまり、6法理のいわば公約数は何かという問題である。この公約数に該当するものとして、次の2点が挙げられる。

一つは詐欺の法理である。コモン・ローにおける内部者取引規制は詐欺の法理を枠組みとして展開されてきた。また Rule 10b-5 についても、それが一般的詐欺禁止規定と解されている以上、内部者取引の規制に際しては当該取引が詐欺であると法律構成しなければならない。もともとこの両者は、いずれも詐欺という法律構成を経由する点で違いはないが、その内容、すなわち、詐欺の具体的内容については必ずしも同一とは解されない。コモン・ローにおいては、欺罔の意図と欺罔のための行為が存在することで詐欺が成立する。けれども Rule 10b-5 については、バーンバウム判決からシェーンバウム判決を経てサンタフェ判決に至る経緯で見たように、詐欺の具体的内容が必ずしも明らかでない。それゆえ、コモン・ローと Rule 10b-5 で詐欺の具体的内容が同一か否かという問題については、解答を見出し難く、また無理に解答を与えるべきでもなからう。ここでは、内部者取引規制として法律構成する際、コモン・ローと Rule 10b-5 の両者は、いずれも枠組みとして詐欺という法律構成を採用していたと指摘するに止どめる。

もう一つは信認義務の法理である。コモン・ローの3原則は、詐欺の枠組みの下で信認義務の法理を軸に議論が展開されてきた。Rule 10b-5の3理論についても、程度の差はあるが、信認義務の法理を包含している。したがってコモン・ローおよびRule 10b-5における6つの規制法理は、いずれも信認義務の法理を包含していることになる。

なお、詐欺および信認義務の法理以外にも、内部者取引の規制根拠は存在する。それは政策的考慮である。Rule 10b-5における情報平等理論については、信認義務の法理が潜んでいるとはいえ、基本的には政策的考慮が内部者取引規制としての機能を与えていると言わざるを得ない。それゆえ、政策的考慮が内部者取引の規制根拠となっていることも事実である。けれども、政策的考慮は6つの規制法理のすべてが共有する訳ではない。たとえばコモン・ローの多数原則については、すでに会社法の原理・原則論として確立されている以上、会社法の理論そのものとして理解すれば十分であろう。それゆえ、多数原則の説明に当たっては理論的根拠を挙げれば足りることとなり、それ以外に政策的考慮を示す必要はない。したがって、6つの規制法理のすべてが包含している訳ではない以上、政策的考慮は公約数たり得ないこととなる。

また、たとえ公約数となり得ない点を無視したとしても、内部者取引規制の根拠として政策的考慮を是認することには問題があろう。なぜなら、政策的考慮の具体的内容が必ずしも明らかでないためである。その内容について、証券市場への信頼保護や、あるいは証券市場の完全性保護といった説明のなされることが多い。けれども、本稿のはじめに述べたように、このような説明では相対取引でなされる内部者取引について、規制を及ぼす必要がないという結論になってしまう。もっとも公約数となり得ないことを前提として立論するならば、相対取引と取引所取引で別個の規制根拠を求める方法も否定すべきではなからう。そして、このように考えた場合、少なくとも市場で行われる内部者取引を規制する根拠として、市場への信頼保護あるいは市場の完全性保護などの説明が妥当すると考えられるかも知れない。けれども、この場合には次のような問題が浮かび上がってくるのではなからうか。

信頼保護および完全性保護を内部者取引規制の根拠とする場合、現実の市場をどのように認識するかが問題となる。つまり、現実の市場が完全で国民からの信頼を得ていると認識するか、あるいは不完全で信頼を得ていないと認識す

るかの問題である。前者であれば、もはや内部者取引を規制する必要はないことになろう。後者であれば規制を加える必要が生ずる。したがって信頼保護および完全性保護を理由に内部者取引規制を加える場合、その前提として、現実の市場が不完全で国民からの信頼を得ていないとの認識が存在していることになる。そして、このように現実の市場が不完全だと解した場合、そこで形成される株価についても完全とは言い難いことになろう。けれども、かかる理解によれば、およそ公正な価格で行われる時価発行増資などはあり得ないことになるのではあるまいか。なぜなら、一方で市場が不完全だと解しておきながら、他方で当該市場で形成される価格が公正だと解することは、互いに矛盾することになるからである。矛盾がないと言うためには、不完全な市場から公正な価格が形成され、信頼に値しない市場から信頼に値する公正な価格が形成されることを説明しなければなるまい。けれども、この点に関する説明は未だなされていないのではなかろうか。仮にそうだとすれば、内部者取引規制の根拠として述べられる信頼保護および完全性保護という文言は、少なくともそれ自体では何ら意味を持たないのではあるまいか。そして、その限りで、これらの文言は内容白地と言わざるを得ないのではあるまいか⁽³⁵⁾。

以上のように、規制の根拠を政策的考慮に求めることは、無視することのできない問題点を提起する。したがってアメリカ法における内部者取引の規制根拠については、詐欺と信認義務の両法理を指摘するに止どめざるを得ない。そこで、以下ではこの2つの法理について、日本法との比較を中心に再度検討を加えることにする。

はじめに詐欺の法理について検討を試みる。すでに見たようにコモン・ローと Rule 10b-5 の両者は、いずれも内部者取引規制に際して当該取引を詐欺と構成する。けれども、詐欺の具体的内容について、両者は同一でない。したがってアメリカ法の内部者取引規制の中で占める詐欺の法理の位置づけとしては、それが法律構成の際に用いられていると言い得るにすぎない。つまり、日本法と比較する場合、比較の対象となり得るのは法律構成として採用されている点に限定され、具体的内容は対象となり得ない訳である。このことからすれば、詐欺の法理について日本法とアメリカ法を比較する場合、次の点について検討すれば十分ということになる。すなわち、内部者取引規制に際して、詐欺という法律構成を経由することの要否である。

そこで日本法を振り返ってみれば、日本法においても内部者取引規制に当たって詐欺という法律構成を経由することは十分考えられよう。それは証券取引法58条が存在するからである。本稿のはじめに見たように、昭和63年の証券取引法改正以後、わが国における内部者取引規制の主要な法源は、改正により新設された同法190条の2と、従来から存在する同法58条の両規定である。このうち前者については、その適用を容易ならしめるため形式的かつ個別具体的に要件が規定されており、詐欺として法律構成する必要はない。これに対し後者については、一般的詐欺禁止規定と解される点で争いが無い以上、58条を適用して内部者取引を規制する場合、詐欺として法律構成しなければ同条違反は成立しないことになろう。それゆえ、日本法においても証券取引法58条を法源として内部者取引規制を行う場合、詐欺という法律構成を経由しなければならない。このようにわが国においても内部者取引の規制に際して詐欺という法律構成を経由する必要が認められる以上、この点について日米両国に差異はない。

次に信認義務の法理について検討を加えることにしよう。内部者取引規制に際してアメリカ法は、コモン・ローと Rule 10b-5 のいずれを法源とするにせよ、またそこで展開されているいかなる原則・理論によるにせよ、すべて信認義務の法理を包含している。しかも、そこで展開されている信認義務の法理は、典型的な信認関係に限定されるものではない。信託および信頼の関係という信認関係に類似の法律関係を認定することで、広汎な適用領域を有する。のみならず、信認義務の法理が適用されることから生ずる効果も限定的なものではない。一方で損害の有無を問題とする判例もあれば、他方でそれを問わない判例もある。さらに、法定信託を設定して利得の提供を命ずる判例もあれば、利得が現実化していなくとも回避し得た損害を会社へ提供するように命ずる判例もある。したがってアメリカ法では、内部者取引の規制に際して、信認義務の法理が柔軟に解釈されているといえよう。

これに対し日本法はどうか。わが国においても信認義務の法理に関する議論は存在する。周知のように、取締役の忠実義務を規定した商法254条ノ3の解釈をめぐる同質説と異質説の対立である。前者は取締役と会社間の法律関係について委任関係のみを認め、忠実義務については善管注意義務を敷衍し注意的に規定したにすぎないと解する⁽³⁶⁾。これに対し後者は、委任関係のほかにも信認関係の存在を肯定し、忠実義務についても善管注意義務とは異なる別個

の義務と解する⁽³⁷⁾。したがって、この議論において異質説を採用したならば、日本法においても信認義務の法理が存在することになる。けれども日本法における信認義務の法理はそれほど柔軟な訳ではない。第一に、取締役と会社間でのみ信認関係が認められるにすぎない。アメリカ法のように、取締役と株主間の信認関係を肯定することはないのである。第二に、信認関係のみが認められるにすぎず、それに類似する信託および信託の関係という法律関係が日本法では観念されない。たとえば使用者と被用者間の法律関係の場合、アメリカ法では信託および信託関係を認定することで、信認義務の法理が適用される。けれども日本法では雇用関係として扱われるのみで、そこに信認義務の法理が適用されることはないのである。第三に、信認義務違反の効果がアメリカ法のように多彩でない。わが国でも昭和56年の山崎製パン事件⁽³⁸⁾を機に、信認義務違反の効果について活発な議論が展開された。その際、異質説の立場から、会社の被った損害の賠償にとどまらず、原状回復や利益提供などの責任を取締役は会社に対して負うと主張された⁽³⁹⁾。けれども、信認義務違反の場合に損害の有無を問わないとする主張は見当たらず、また、信認義務違反の効果として法定信託が設定されるという見解もない。同様に、利得が現実化していなくても回避し得た損害を会社へ提供すべしという主張も見当たらない。したがって、信認義務違反の効果に関していくつかの議論が存在する点を除き、わが国における信認義務の法理は柔軟性に乏しく、厳格に解釈されているといえよう。この点で日米両国の差異は著しい。

そこで次に問題となるのは、このような著しい差異が生ずる原因は何がということであろう。その原因として、次の点を指摘することができるように思われる。すなわち、英米法における信認義務の法理が信託法理に由来し、その信託法理が一般法理として現在も機能しているという点である⁽⁴⁰⁾。この点で英米法における信認義務の法理は、一般法理的性質を有すると言い得る。それゆえ、信認義務の法理を柔軟に解釈することは十分に考えられ得るところであり、むしろ一般法理的性質を有する以上、柔軟な解釈が要請されているとも考えられよう。

これに対しわが国では、信託の設定は契約によって行われる必要があり、一般法理として信託法理が存在している訳ではない。したがって信認義務の法理に一般法理的性質を認めることは困難である。このように一般法理的性質が認

められない以上、信認義務の法理を柔軟に解釈する必要性がそもそも存在しなかったのではなかろうか。そのため日本法における信認義務の法理は柔軟性に乏しく、厳格な解釈に止どまらざるを得なかったのではあるまいか。

以上の考察を要約すると次のようになる。アメリカ法における内部者取引の規制法理は、少なくとも詐欺と信認義務の両法理を包含している。そして、その信認義務の法理は一般法理的性質を有し、柔軟な解釈が可能である。それゆえ、詐欺という法律構成を経由する必要はあるが、内部者取引の規制についても柔軟な対処が可能である。これに対し、わが国における信認義務の法理は取締役と会社間で適用されるにすぎない。それゆえ、内部者取引の規制を根拠づける意義が認められる訳でもない。のみならず一般法理的性質が認められないため、信認義務の法理についての解釈も柔軟性に乏しく、また柔軟性を与えるべき必要性も存在しない。以上のことから、次の結論が得られよう。すなわち、内部者取引規制を柔軟かつ活発にし得るか否かの相違は、一般法理的性質を有する信認義務の法理の有無の相違に帰着するということである。

本稿の目的は、根本的に内部者取引のいかなる点が違法とされるのかという問題について、日本法とアメリカ法を比較・検討することにあつた。その際、制定法の規定および内部者取引が悪いことだという意識については両国で違いがないという前提に立った。そして、アメリカ法がいかなる法理論を用いることで道義に反する内部者取引を法的に違法と構成したのかという問題に焦点を当てて考察を進めてきた。本稿を終えるに当たって、この問題に対する一応の解答を述べておくことにしよう。

考察の結果、道義に反する内部者取引を法的に違法と構成する際、アメリカ法が用いた法理論は信認義務の法理であることが判明した。一般法理的性質を有する信認義務の法理がアメリカ法には存在し、日本法には存在しない。同じ制定法の規定が一方では内部者取引規制のために柔軟かつ活発に適用され、他方ではほとんど適用されないという事態を招いた原因は、一般法理的性質を有する信認義務の法理の存否に起因する。換言すれば、アメリカ法のように柔軟かつ活発に内部者取引を規制しようとしても、日本法にはそれを支える法理論が欠如していたのである。

内部者取引規制に関する日本法とアメリカ法の相違は、一般法理的性質を有する信認義務の法理の有無の相違である。そして、それが一般法理的性質にか

かわるものである以上、両国の相違が容易に解消され得ないものであることは想像に難くない。その意味で両国の相違は、単なる条文の規定の適用に関する相違にとどまらない。規定の適用を支える法理論の相違であり、一般法理の相違なのである。このことは、今後、日本法がアメリカ法と同じ手法で内部者取引を規制しようとしても、一般法理を変更しない限り、徒勞に終わることを意味しよう。アメリカ法における法準則をわが国で立法化しても、その立法にアメリカ法と同じ効果を期待することはできない。なぜなら、その制定法を機能させる法理論がわが国には存在しないからである。同様に、日本版SECを創設するとしても、それがどの程度機能するかについてはすでに現時点で疑問符がつく。なぜなら、日本版SECの活動を支える法理論が日本法にはないからである。このような問題状況を直視するならば、わが国の内部者取引規制に関してアメリカ法を参照する場合、解釈論のみならず立法論としても、限界があることを認識しなければなるまい。その限界はどこか。どの程度までアメリカ法を参照することができるのか。外国法を参照する場合、かかる限界を明らかにする作業は不可欠なものといえよう。もっとも限界を認識することから、日本法研究の深化が促されるとも考えられよう。その意味で、内部者取引規制に関する日本法研究は始まったばかりである。

註

- (1) *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980).
- (2) *United States v. Chiarella*, 588 F. 2d 1358 (1978).
- (3) 588 F. 2d 1358, at 1365.
- (4) 445 U. S. 222, 226-235.
- (5) この点については以下の文献を参照した。Austin W. Scott, "The Fiduciary Principle", 37 Cal. L. Rev. 539 (1949), at 541.; Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation*, N. Y., 1989, at 71.; 田中英夫『英米法のことば』, 有斐閣, 1986年, 126-127頁。鴻常夫=北沢正啓編修『英米商事法辞典』, 商事法務研究会, 1986年, 168, 322頁。
- (6) 445 U. S. 222, at 227 n. 8.
- (7) *id.*
- (8) 445 U. S. 222, at 228 n. 9.
- (9) Restatement (Second) of Torts § 551 (2)(a)(1976).
- (10) Langevoort. *supra* note (5), at 56.; see also W. Page Keeton, "Fraud-Concealment and Non-disclosure"; 15 Tex. L. Rev. 1 (1936),

25-26.; W. Prosser & R. Keeton, *Prosser & Keeton on Torts (5th ed.)*, St. Paul, 1984, at 739. ここでは次のように述べられている。

「多くの裁判所では、近年、特性のはっきりしない傾向が存在する。それは、当該不開示の状況が通常の道徳的人物に対して開示すべきとされる基準に反する場合、開示義務を認定するという傾向である。」

- (11) Langevoort, *supra* note (5), at 57.
- (12) Steven Solinga, "A Proposed New Regime of Insider Trading Regulation", 14 *Sec. Reg. L. J.* 99 (1986), at 104.
- (13) *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983).
- (14) 463 U. S. 646, 659-661.
- (15) 当時のSEC委員長であったリチャード・スミスは次のように述べている。「私は、情報受領者が以下のことについて悪意または了知すべき理由を有していたか否かを問う基準を設けたいと思う。それは、重要かつ非公開の情報を会社以外の目的のために開示または利用しないという、内部者が会社に対して負うべき義務に違反した上で、当該情報を自己が利用するに至ったことの悪意を問う基準である。」 *In re Investors Management Co.*, 44 S. E. C. 633, at 650.
- (16) 463 U. S. 646, at 663.
- (17) *id.* at 664.
- (18) あえて法律構成しようとするれば、贈与することにより受認者が精神的満足を得たとし、それを受認者の利益と解することになろうか。
- (19) *SEC v. Lund*, 570 F. Supp. 1397 (C. D. Del. 1983).
- (20) 570 F. Supp. 1397, at 1403.
- (21) すでに見たようにチアレラ判決は必ずしも情報平等理論を破棄していない。したがって現在も Rule 10b-5 に基づく内部者取引の規制法理として情報平等理論を採用することは理論的に不可能でない。けれどもチアレラ判決以後、Rule 10b-5 に関して情報平等理論を採用した判決は見当たらない。それほどまでにチアレラ判決の与えたインパクトが強かったということなのだろうか。
- (22) 連邦法上の証券については、1933年証券法2条(1)号および1934年証券取引所法3条(a)項10号で定義されるが、それは株式やオプションも含めた広汎な概念である。アメリカ証券法制上の証券概念については竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」『証券取引法大系』(河本先生還暦記念)、商事法務研究会、1986年、21頁参照。
- (23) 445 U. S. 222, 236-237.
- (24) 第二巡回区が採用。ただし他の巡回区については態度が明らかでない。唯一、第三巡回区に不正流用理論を好意的に述べる判決がある。 *Rothberg v. Rosenbloom*, 771 F. 2d 818 (3rd Cir. 1985).
- (25) なお、チアレラ判決についてはプレナン判事の賛成意見にも注意する

必要がある。というのは、判事は法廷意見のように信義義務理論を採用した訳ではなく、むしろ長官の述べた不正流用理論に好意的だからである。それゆえ、陪審へ適切に説示されていないことを理由に賛成意見にまわったものの、ブレンナン判事は基本的に不正流用理論を支持していると考えられよう。445 U. S. 222, at 239.

- (26) この訳語については、神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」『八十年代商事法の諸相』（鴻先生選暦記念）、有斐閣、1985年、340—341頁を参照した。
- (27) 445 U. S. 222, 239—241.
- (28) *id.*, at 240. Keeton, *supra* note (10), 25—26.
- (29) David S. Ruder, “Civil Liability under Rule 10b—5: Judicial Revision of Legislative Intent?”, 57 Nw. U. L. Rev. 627 (1962), at 634.
- (30) *see*, “Remarks of Milton Freeman”, 22 Bus. Law. 922 (1967).
- (31) 不正流用理論を採用した下級審判例としては次の4例がある。第一はニューマン事件判決である。この事件では、証券会社の被用者で公開買付の情報を入手した被告が、当該情報の公表前に標的会社株式を買付けたことにつき、刑事責任が問われた。United States v. Newman, 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981). 第二はモス対モルガン・スタンレー会社事件判決で、ニューマン事件と同じ事実に基づく民事訴訟である。Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F. 2d 5 (2d Cir. 1983). 次にチアレラ事件と事実関係が類似するマテリア事件判決がある。印刷会社の被用者が校正作業中に知り得た公開買付に関する情報に基づいて標的会社株式を買付けたことにつき、SECが情報の盗取と当該情報に基づく取引の差止、および不当に得た利益の返還を求めた。S. E. C. v. Materia, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984). 最後はリード事件判決である。会社の合併計画に関する情報を当該会社の取締役である父親から取得した息子が、その情報に基づいて標的会社株式を買付けたことにつき、刑事責任が問われた。United States v. Reed, 601 F. Supp. 685 (S. D. N. Y. 1985). なお、1987年に連邦最高裁は不正流用理論の採否を問われた。いわゆるワイナンス事件判決である。雑誌のコラム担当記者が翌日にどのような記事を書くかについての情報を株式ブローカーに伝え、ブローカーがその情報に基づいて株式取引を行っていたことにつき、刑事責任が問われた。最高裁は郵便電信詐欺法違反を理由として、原告を有罪として原審判決を支持する。けれども、Rule 10b—5による内部者取引の規制法理として本理論を採用するか否かについては意見が可否同数に分かれ、判断が留保されることになった。Carpenter v. United States, 484 U. S. 19, 98 L. Ed. 2d 275, 108 S. Ct. 316 (1987).
- (32) 前注(31)の4つの下級審判例では、リード判決では親子間の信認関係が、他の3つの判例では使用者と被用者間の信認関係が、それぞれ認定され

ている。なお、ワイナンス判決でも使用者と被用者間の信認関係が認定されている。

- (33) なお、信認義務理論と同じく不正流用理論においても、情報受領者による内部者取引をどのように規制するかという問題が生ずる。この点につき前注(31)のモス対モルガン・スタンレー会社判決は、内部者の信認義務違反について情報受領者が認識を有していたか否かを問う。したがって情報受領者による内部者取引を規制する際、内部者の信認義務違反およびそれについての情報受領者の悪意の2つが要件となろう。そして、このように解した場合、情報受領者による内部者取引を規制するための要件は、すでにダークス判決について見たように、信認義務理論と不正流用理論で相違がないことになろう。
- (34) 前注(31)参照。
- (35) この点について、私法第53号、1991年、201頁の森田教授の発言参照。そこでは、マーケットの公正に対する信頼の保護ということ自体が明らかでない旨が述べられている。
- (36) たとえば、森本滋「取締役の善管注意義務と忠実義務」民商法雑誌第81巻第4号、1980年、455頁参照。
- (37) たとえば、赤堀光子「取締役の忠実義務（4・完）」法学協会雑誌第85巻第4号、1968年、529頁参照。
- (38) 東京地判昭和56年3月26日 判例時報第1015号27頁。
- (39) 神崎克郎「山崎製パン事件判決とその意味」商事法務第915号、1981年、2頁。渋谷光子「判例批評」判例時報第1043号、1982年、200頁。加美和照「判例批評」金融商事判例第646号、1982年、48頁。
- (40) この点について、F. H. ローソン著、小堀憲助・真田芳憲・長内了訳『英米法とヨーロッパ大陸法』、日本比較法研究所、1980年、231頁参照。そこでは、「信託はわれわれ英米人にとって至極当り前のことなので、われわれは信託がなぜ大陸法上存在してはいけないのか、容易には理解し難い」と述べられている。