慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	内部者取引規制の拡大に向けて：内部者取引規制と信任義務
Sub Title	For extending the province of insider trading regulation
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1992
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.65, No.8 (1992. 8) ,p.1- 22
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19920828-0001

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

内部者取引規制の拡大に向けて

——内部者取引規制と信任義務——

並木和夫

序　論
第一章、アメリカにおける内部者取引についての判例理論の推移
一、情報所持論（possession theory）から信任義務論（fiduciary theory）へ
1　Chiarella v. United States 事件
2　SEC v. Dirks 事件
二、不正流用論（misappropriation theory）
1　SEC v. Materia 事件
2　United States v. Winans 事件
三、小　括
第二章、不正流用論に対する批判の検討
第三章、日本法における内部者取引規制の拡大に向けて

序論

昭和六三年五月三一日の証券取引法の改正によって、我が国においても本格的な内部者取引の規制が行われるようになったが、改正証券取引法の規制対象とされる行為主体は、株価に大きな影響を与える情報を保有する①情報保有者と、情報保有者から直接に情報の提供を受けた②第一次情報受領者とに、限定されている。

ところで、アメリカ合衆国においては、Chiarella 事件[1]が存在し、情報の保有者からの提供によらずして、情報を入手した者について、一九三四年証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五違反の責任が問題とされている。

筆者は、拙稿「内部者取引規制の法理[2]」において、アメリカにおける学説が、内部者取引規制の基礎であるとする「fairness（公正性）」は、①忠実性の要請としての公正性、②情報上の平等の要請としての公正性、並びに③加害禁止の要請としての公正性、の三要素から成っていることを明らかにした上で、これらの三要素は、いずれも日本法においても認められることを指摘した[3]。

そこで、本稿においては、これら三要素……とりわけ忠実性の要請……を我が国における内部者取引規制の根拠である「公正性」の内容として認めることは、将来、我が国の証券取引法を改正して、Chiarella 事件の如き事案をも、内部者取引規制の射程範囲に置くものとする場合の理論的根拠を提供することを指摘する。

第一章、アメリカにおける内部者取引についての判例理論の推移

一、情報所持論（possession theory）から信任義務論（fiduciary theory）へ

1 Chiarella v. United States 事件[4]

Chiarella は、ニューヨークに本店を置いて、金融関係の文書の印刷を業とする株式会社である Pandic Press の写植室（composing room）において、割付作業を担当する従業員（markup man）であり、会社が受注した印刷原稿は、まず Chiarella の手に渡されていた。会社が受注した印刷原稿の中には、五件の企業買収の告知のための原稿が含まれていた。この原稿が Chiarella の手に渡された時点には、企業買収の対象会社の名称は、ブランクまたは偽名とすることによって秘匿されており、現実の会社名は、印刷の直前に Pandic Press に対して知らされることになっていた。

ところが、Chiarella は、企業買収の告知のための原稿の、対象会社の名称以外の記載部分から推察して、現実の会社名を正確に判読した上で、対象会社の株式を買付け、企業買収の開示がなされた後に、これを売却し、三万ドルの利益を挙げた。

そこで、Chiarella が内部情報に基づいて行った株式の取得は、規則一〇b―五によって禁止される内部者取引に該当するとして、SECが告発し、第一審は、Chiarella を有罪とし、控訴審たる連邦第二巡回裁判所[5]は、「会社の内部者であろうと否と、……重要な非公開の情報を適式に入手する（receive）者が、当該情報を用いて株式の取引を行うに際しては、常に当該情報を開示すべき義務が発生する。[6]」と判示して、判旨が「開示または断念の原則」を採り、重要な非公開情報の単なる所持から、開示または断念の義務が生じることを、明らかにした上で、第一審を支持して控

訴を棄却したので、Chiarella が連邦最高裁判所に上告したのが本件である。

Powell 判事による連邦最高裁判所の多数意見は、

「本件では、上告人が沈黙したことより生じた法律効果が問題となっている。地方裁判所の判決は、上告人が、将来起こるべき企業買収によって被買収会社の株式の価格が上昇することを認識して、被買収会社の株式の売主に対して、故意に情報の開示を懈怠したとして、陪審員が上告人を有罪と判断するのを許容した。しかし、かかる状況の下において、沈黙が証券取引法第一〇条b項に違反することになるかどうかを判断するためには、証券取引法第一〇条b項の用語法および立法の経緯を検討することが、SECや連邦裁判所の解釈と同様に重要である。……第一〇条b項は、詐欺的悪習（practices）を阻止するために設けられた包括規定（catchall clause）であるが、……立法の経緯も、また法律自身も、この問題の解決に対する何らの指針をも示してはいない。……証券取引委員会は、Cady, Roberts 事件において、株式の発行会社の取締役であって、かつ証券会社の代表を兼ねる者から、未公開の情報を入手して株式を売却した仲買人（broaker-dealer）と彼が所属する会社を、証券取引法第一〇条b項違反と判示することによって、証券取引法第一〇条b項の発展に関する重要な一歩を歩み出した。[7]……しかし、ある者が、取引を行うについて、事前の重要情報の開示の懈怠を理由として詐欺をなしたものとされるのは、彼が開示すべき義務を負っている場合に限られる。そして、開示すべき義務が発生するためには、取引の一方の当事者が受任者（fiduciary）であるが故に、または、それに類似した信頼関係（relationship of trust and confidence）にあるが故に、情報を保有している場合に限られる。Cady, Roberts 事件の審決に際して、SECは、会社における職位の存在の故に秘密情報（confidential information）を入手した内部者と当該会社の株主との間における信頼関係（relationship of trust and confidence）の存在の認定を行っており、この関係こそが、情報を有しない株主に対して会社内部者が不公正にも優位に立つことを防止するという理由の故に、開示義務を発生させるのである。[8]……かくて、株式の取得または売却に際して沈黙を守ること（不開示）が適法である

か、それとも違法であるかについて、制定法の文言や立法の経緯は、何らの指針をも与えていないが、証券取引法第一〇条b項に基づく詐欺（fraud）の訴えの基礎を構成する詐欺に基づく責任は、……取引の当事者間における信頼関係（relationship of trust and confidence）を前提とするものであることは、既に確立されており[9]、……上告人の有罪を認めた第一審を所持論を用いて支持した原審を破棄する[10]」

と判示した。

すなわち、Chiarella 事件においては、第二審が、証券の取引の一方当事者が、証券の価格に影響を与える未公開の重要情報を有する場合に、未公開情報の単なる所持から、開示または断念の義務が生じ、これを開示しないで証券の取引を行うことは、証券の取引に際して詐欺をはたらいたものとして、証券取引法第一〇条b項が規定する詐欺違反の責任を発生させるとする「所持論」を採用して第一審を支持したのに対して、上告審は、「所持論」を否定して、証券の取引の一方当事者が、証券の価格に影響を与える重要な未公開情報を有する場合に、取引の当事者間における信頼関係（relationship of trust and confidence）の存在から、開示または断念の義務が生じ、これを開示しないで証券の取引を行うことは、証券の取引に際して詐欺をはたらいたものとして、証券取引法第一〇条b項が規定する詐欺違反の責任を発生させるとする立場を採って、本件 Chiarella の場合は、彼は、株式の取引を行った相手方たる企業買収の対象会社の株主ないし将来の株主に対して、何ら信頼関係にあるわけでもないのであるから、開示義務を負う由もなく、したがって規則一〇b－五の責任を負うものでもないことを理由として、上告を容れ、原審を破棄した。

2　SEC v. Dirks 事件[11]

Dirks は、保険会社の証券の投資分析に基づく投資情報を機関投資家に提供することを業とする、ニューヨークに所在する証券会社の役員であった。

Dirksは、一九七三年の三月六日にEquity Funding of Americaの前役員であったSecristから、調査の依頼を受けた。その内容は、生命保険と相互基金の販売を業とするEquity Funding of Americaの資産は、会社における詐欺的な会計慣行の結果、極度に過大評価されており、これを調査・確認して、その内容を公表して欲しいというものであった。Dirksは、ニューヨークに所在するEquity Funding of Americaを訪れ、役員や従業員に面接する方法で、調査を行い、その結果、従業員の証言によって、詐欺的な会計慣行の存在を確認した。調査の間、Dirksは多くの顧客や投資家に対して、Equity Funding of Americaにおける詐欺的な会計慣行の事実を伝達したが、これら顧客や投資家中、数名がこの情報に基づいて手持ちのEquity Funding of Americaの株式を売却し、このうち投資顧問業を営む者五名にいたっては、一千六百万ドルにものぼる売却を行った。

Dirksは、Secristからの依頼の通り、調査結果を公表すべく、ロサンジェルス在住の頃から親交のあったウォール・ストリート・ジャーナル紙のロサンジェルス支局責任者であるBlundellに対して、Equity Funding of Americaにおける詐欺的な会計慣行の存在を記事にするように要請したが、Blundellは、これを信ぜず、また仮にこれを信用するとしても、単なる伝聞証拠に頼って記事を書くことは名誉棄損となる虞もあるとして、これを拒んだので、記事にさせることには失敗した。

Dirksによる調査は、結局、二週間をもって終わりを告げたが、その間、Equity Funding of Americaの株価は、二六ドルであったものが、一六ドルに急落し、ニューヨーク証券取引所での取引は停止されることとなり、その後、キャリフォルニア州の保険当局によって、Equity Funding of Americaの記録が押収されるに至り、詐欺的会計慣行の証拠が明らかにされた。

ここに至って、SECは、Dirksに対する懲戒手続（disciplinary proceedings）を開示し、Dirksの行為は証券法第一七条a項、証券取引法第一〇条b項、並びに規則一〇b—五違反の幇助に該当するとの判断を下した。そこでDirks

は、連邦コロンビア特別地区巡回控訴裁判所に控訴したものの、控訴審は、Dirks の有罪を認め、控訴を却下したため、Dirks が上告したのが、本件である。

判旨は、まず、「未公開の市場情報を単に所持するだけでは、証券取引法第一〇条b項の下での開示義務は発生せず[12]、……また内部者は、証券の取引に先立つ重要な未公開情報の開示を怠って秘密利得を挙げた場合にのみ、規則一〇b―五違反の責任を負う[13]。」として、内部者が規則一〇b―五違反として責任を負うための要件を述べ、次いで「情報を情報受領者に打明けることによって、内部者が株主に対して自ら負担する信任義務（fiduciary duty）に違背する場合であって、かつ情報受領者が情報提供者において義務違反が存在することを知り、または知り得べき場合にのみ、情報受領者は、当該情報の対象たる会社の株主に対して、当該情報の対象たる会社の証券の取引を行わないという内容をもつ信任義務（fiduciary duty）を負う[14]。」として情報受領者が規則一〇b―五違反として責任を負うための要件を述べた上で、「本件の状況の下では、Dirks は、彼が入手した内部情報の使用を断念しなければならない義務を負うものではなく、かくて原審の判断を棄却する[15]。」とした。

すなわち、Dirks 事件においても、Chiarella 事件の最高裁判決と同様に、証券の価格に影響を与える未公開の重要情報を有する場合に、未公開情報の単なる所持から、開示または断念の義務が生じ、これを開示しないで証券の取引を行うことは、証券の取引に際して詐欺をはたらいたものとして、証券取引法第一〇条b項が規定する詐欺違反の責任を発生させるとする「所持論」を否定した上で、証券の取引の一方当事者が、証券の価格に影響を与える未公開の重要情報を有する場合に、取引の当事者間における信任義務（fiduciary duty）の存在から、開示または断念の義務が生じ、これを開示しないで証券の取引を行うことは、証券の取引に際して詐欺をはたらいたものとして、証券取引法第一〇条b項が規定する詐欺違反の責任を発生させるとする立場を採って、上告を斥けた。

以上考察して来たように、Chiarella 事件においては、取引の当事者間における「信頼関係（relationship of trust and

confidence)」の存在から、また Dirks 事件においては、取引の当事者間における「信任義務 (fiduciary duty)」の存在から、開示または断念の義務が発生するものとされた訳であるが、信頼関係から発生する義務が信任義務であるので、このように、取引の当事者間における何らかの信頼関係 (relationship of trust and confidence) ないし信任義務 (fiduciary duty) が存在することを要件として、開示または断念の義務を課す立場は、「信任義務論 (fiduciary theory)」と称される。

二、不正流用論 (misappropriation theory)

1 SEC v. Materia 事件[16]

Materia は、財務関係の書類の印刷 (printing of financial document) を専門とする印刷会社 Browne of New York City Inc. に校正助手 (copyholder) として勤務していた。Browne of New York City Inc. が受注する印刷原稿には、公開買付の書類が多かった。企業買収はその兆候が流れただけでも、株価の暴騰を引き起こすので、対象会社の名称を推察し得る情報は、神経質な程にまで秘匿されており、印刷の瞬間まで、印刷原稿の中の対象会社名の欄は暗号が記載されたり、空白とされており、また書類の初期の段階では、誤記が存在することもあり、書類を一瞥しただけでは、対象会社の名称を知ることは困難であった。

Materia は、校正助手として、校正係に対して原稿を音読する役を担当しており、一九八〇年一二月から一九八二年の九月迄の間に、少なくとも五つの会社名を見抜き、それら会社の株式を買付け、公開買付の公表後、これを売却して、多額の利益を挙げた。そこで、Materia がなしたこれらの行為は証券取引法第一〇条b項および規則一〇b―五等に違反するとして、SECが連邦ニューヨーク南部地区地方裁判所に差止と利益の吐出しを求める訴えを提起し、これが容れられたため、Materia が控訴したのが本件である。

連邦第二巡回控訴裁判所の判旨は、「Materia は、最大の信頼 (confidence) をもって自らに任せられた (entrusted) 価値ある未公開情報を窃取 (misappropriate) ――悪くいえば窃盗――した。……かかる行為は、規則一〇b―五が用いる詐欺 (fraud or deceit) にすんなりと当てはまる。」と述べて、原審を支持した。[17]

すなわち、判旨は、証券の価格に影響を与える未公開の重要情報を窃取することによって、雇用主である Browne of New York City Inc. との間における信頼関係 (relationship of trust and confidence) に違反した場合には、開示または断念の義務が発生し、これを開示しないで証券の取引を行うことは、証券の取引に際して詐欺をはたらいたものとして、規則一〇b―五違反の責任を発生させるとする立場を採って、原審を支持した。

2 United States v. Winans 事件[18]

Winans は、ウォール・ストリート・ジャーナル紙のリポーターであり、かつ「ウォール・ストリート街の話題」というコラム記事の担当記者の一人であって、Carpenter は、同紙のニュース担当の事務員で、Felis と Brant は、株式ブローカーであった。このコラムは、投資家に絶大の人気があり、そこに有利な意見が載った会社の株価が値上がりすることで評判であった。

一九八一年二月以来、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の親会社である Dow Jones は、すべての新入社員に、The Inside Story と題する四〇頁の手引書を配布したが、その七頁は、会社と従業員との間の利益相反に関する会社の方針に関するものであった。

Winans と Carpenter は、いずれも、Dow Jones の方針は、ウォール・ストリート・ジャーナルの従業員が雇用契約の履行に当たって収集したニュースの重要なものは、会社に帰属するものと見做され、従業員が、その秘密遵守義務の対象から知った情報は、公表してはならないことを要求されていることを、知っていた。

この内部規定に違反して、Winansは、次の「ウォール・ストリート街の話題」に採り上げられる情報の内容をBrantに提供することを約束し、この計画には、後から、FelisとCarpenterが参加した。Winansから提供された情報を利用して、BrantとFelisらの二人の株式ブローカーは、そのコラムで取り上げられる見込の株式を、事前に売買し、その回数は一九八三年から一九八四年初頭迄の間に、約二七回にも及び、その間に約六九万ドルの利益を挙げた。そこで、Winans, Carpenter, Felis, 並びにBrantは、共謀並びに証券取引法第一〇条b項・規則一〇b―五、および連邦郵便・通信詐欺法違反、を理由として、連邦ニューヨーク南部地区地方裁判所に起訴された。

第一審の判旨は、まず、

「Winansは、ある種の市場に影響を与える秘密情報、すなわち、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の記事がどのようなものであるかということ、およびその内容が何時に実行されるのかということ、を盗取したとされる。この被買収会社の株式の売買に関して情報を窃取（misappropriation）したことが、ウォール・ストリート・ジャーナルに対する詐欺を構成するとされている。[19]」

と述べて訴の原因を明らかにした後に、

「ここで詐欺を構成する行為は何かというと、Winansは、記事の内容とその時期を漏洩することが禁じられていること、またはこれに関する知識を利用して株式の取引をすることが禁じられていること、を知っており、仮に彼が手引書に記載された会社の方針を知らないとしても、彼は行為基準であるウォール・ストリート・ジャーナルの慣行を知っていたのであり、それ故に、彼がなした行為は明白に信任義務（fiduciary duty）に違反すること、および『ウォール・ストリート街の話題』は、予想の通りに株価に影響を与えることが多いことを知っていたこと、の二つの事実である。[20]」

と述べてWinansとFelisについては、共謀、並びに証券取引法第一〇条b項・規則一〇b―五および連邦郵便・

通信詐欺法違反の責任を認め、Carpenter については証券取引法第一〇条b項・規則一〇b—五並びに連邦郵便・通信詐欺法違反の責任を認めた。[21]

本件の控訴審（第二審）である United States v. Carpenter 事件[22]は、第一審の判示内容をほぼ全面的に認めて、第一審を支持し、上告審である連邦最高裁判所の Carpenter 対 United States 事件[23]においては、規則一〇b—五違反の証券詐欺罪については、裁判官八名中、賛成四名反対四名となり、結論を示さないまま、第二審の判断を維持した。

すなわち、第一審の判旨は、証券の価格に影響を与える未公開の重要情報を窃取することによって、信任義務（fiduciary duty）に違反して入手した場合には、開示または断念の義務が発生し、これを開示しないで証券の取引を行うことは、証券の取引に際して詐欺をはたらいたものとして、規則一〇b—五違反の責任を発生させるとする立場を採り、控訴審の判旨は、これを支持した。

以上、考察して来たように、Materia 事件においては、雇用主である Browne of New York City Inc. との間における「信頼関係（relationship of trust and confidence）」の存在から、また Winans 事件においては、雇用主であるウォール・ストリート・ジャーナルとの間における「信任義務（fiduciary duty）」の存在から、開示または断念の義務が発生するものとされたが、このように、雇用主と使用人との間における「信頼関係（relationship of trust and confidence）」ないし「信任義務（fiduciary duty）」が存在することを要件として開示または断念の義務を課す立場は、「不正流用論」と称される。

三、小　括

以上、明らかにしたように、「不正流用論」においても、「信任義務論」の場合と同じく、何らかの信頼関係ないし信任義務の存在を要件としたが、「信任義務論」における何らかの信頼関係ないし信任義務は、証券の取引の当事者

間におけるそれであったが、これと異なり、「不正流用論」における何らかの信頼関係ないし信任義務は、雇用主と使用人の間におけるそれであることが、両者の差異である。

そこで、不正流用論における信頼関係ないし信任義務の方向が雇用主である点を捕らえて、不正流用論に反対する見解が生じたが、これについては、次に検討する。

第二章、不正流用論に対する批判の検討

裁判所が、雇用主に対する「信任義務」に基礎を置く不正流用論を採用したことに対しては、Winans 事件を題材として、これを批判する見解が存在する。[24] 以下、これを「批判論」と呼ぶ。批判論は、次のように主張する。

「不正流用論は雇用主の財産権のみを保護し、証券市場における投資者を保護していないのであるから、証券の取引に際しての投資者の保護を目的とする証券取引法規則一〇b―五でもって不正流用論を根拠付けることは、間違いであるし、通常、窃取行為（misappropriation＝不正流用）は、連邦最高裁判所の Santa Fe Industries v. Green 事件が証券取引法規則一〇b―五の構成要件であるとした欺罔行為（deception）ないし不正行為（manipulation）を伴わない。また証券取引法規則一〇b―五に基づいて欺罔行為（deception）を理由として訴えるには、詐欺行為が証券の売買の意思決定に際してなされたものでなければならない。[25]」と。

ところで、初めて不正流用論を提示したのは、Chiarella 事件に対するアメリカ合衆国連邦最高裁判所の判決[26]における Burger 首席判事の反対意見であるが、Burger 首席判事の反対意見は、後の下級裁判所の判決に多大な影響を及ぼしたと言われている。[27] そこで、Burger 判事の反対意見を見てみることとする。

Burger 判事は、次のように述べる。

「一般原則として、独立した商取引においては、両当事者が何等かの信頼関係または信任関係にある場合を除いて、いずれの当事者も、反対当事者に対して情報を開示する義務を負うものではない。……この原則は、商事に携わる人々に、関連する情報の収集・評価の経験および能力を利用して儲けることを許容している。これによって、困難な仕事、繊細な分析、および明敏な予測を行うことにインセンティヴが与えられる。しかし、上述の原則は政策的に認められるのであるから、それなりの適用の限度が存在する。とりわけ、情報に関する優位が優れた経験、予見力、もしくは勤勉以外の不法な手段によってもたらされた場合には、上述の原則の適用はない。これについては、Keeton 教授がテキサス・ロー・レヴュー一五巻一頁以下の『隠蔽と不開示』と題する論文の二五頁から二六頁で明らかにしている。そこには、以下のように書かれている。『買主が売主に対して秘匿する情報がどの様な方法で入手されたのかということは、非常に大きな意味を有する。その情報は、卓越した知識、知力、技量、あるいは、専門的な判断を用いることによって、初めて入手されたのかもしれない。……情報が不法な行為の結果として入手された場合には、当該情報を開示すべき義務が発生する。』と。私は、証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五は、上記の原則を前提とし、この原則の下に立法されたものと理解する。かくして、未公開情報の盗用者は、開示を行うかあるいは取引を行うのを断念すべき絶対的義務を負う。証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五の文言は、このように解釈することが可能であるし、このように解釈することによって証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五の射程距離は詐欺的な計略を実行する者にまで及ぶこととなる。」[28]と。

Chiarella 事件に対する最高裁判所の判決が下されたのは、一九八〇年であり、Winans 事件の第一審判決が言い渡されたのは、一九八五年であるから、Winans 事件における不正流用論は、Chiarella 事件において、Burger 首席判事が説いた反対意見の影響を受けていると考えるのが、正当である。

果して、Winans 事件の第一審の判決を述べた Stewart 連邦地方判事は、Chiarella 事件における反対意見であっ

た Burger 判事の意見を殊更に引用した[29]後に、

「Chiarella 事件の多数意見が情報接近論、すなわち『取引の相手方としては、合法的には入手できない』情報上の優越的地位にあることを根拠とする立場、をも採用しなかったこととは、一線を画すべきである。我々は、不正流用論に矛盾があるとは思わない。……我々の立場から最重要な問題とすべきことは、被告人が、反対当事者が合法的には獲得できない情報上の優越的地位にあるかどうかということよりも、被告人がどのようにして情報上の優越的地位を獲得したということであり、それは不正手段によるものであった（The Chiarella majority also did not accept the view that an informational advantage which is not "legally available to others" known as the access to information theory, should be the basis for drawing the line.……The focus of the approach before us is not on whether the defendant had a informational advantage that others could not legally obtain, but on how the defendant gained the advantage, which must be fraudulently.）[30]。」

と指摘した上で、

「ここで詐欺を構成する行為は何かというと、Winans は、記事の内容とその時期を漏洩することが禁じられていること、またはこれに関する知識を利用して株式の取引をすることが禁じられていることを知っており、仮に彼が手引書に記載された会社の方針を知らないとしても、彼は行為基準であるウォール・ストリート・ジャーナルの慣行を知っていたのであり、それ故に、彼がなした行為は明白に信任義務（fiduciary duty）に違反すること、および『ウォール・ストリート街の話題』は、予想の通りに株価に影響を与えることが多いことを知っていたこと、の二つの事実である[31]。」

として、Winans の責任を認めたことは、「信任経務」違反が存在するにもかかわらず情報の開示を行わずに取引を行ったことが、直接に詐欺を構成し、その結果 Winans の責任が認められた、と理解されるべきではなく、Burger

判事の見解を通してこれを眺めれば、「信任義務」違反という違法または不法な手段によって情報を入手し、違法または不法な手段によって、情報上優越的な地位に立ったにもかかわらず、情報を開示せずに取引をしたことが、詐欺を構成し、その結果、Winans の責任が認められた、と理解されるべきである。

本件の第二審である United States v. Carpenter 事件[32]は、

「単に反対当事者にとって入手不可能であるか、または接近が不可能である情報を用いることは、規則一〇b—五違反を生じしめるわけではない。……競争市場においては、技量・先見性もしくは勤勉な努力、またはこれに類似した手段を用いて市場に立ち、利を収めることが認められている。これは独占禁止法・特許権法・商標著作権法等の分野だけでなく、証券に関する法の下においても同様に認められるが、雇用関係上の秘密を遵守すべき信任義務に違反して、本人に秘密裡に (secreting)、もしくは盗取 (stealing or purloining) することによって、またはその他の悪事 (misappropriating) によって、入手した重要な未公開情報を用いて利することは認められない。このような行為は競争ではなく騙取に相当するのであって、狡いやり方 (foul play) であり、公正なやり方 (fair play) ではない。証券取引法第一〇条b項および証券に関する法の基礎となっているのは、高度な倫理基準である。[33] ……情報受領者 (tippee) としての Felis の責任は、Winans の責任を基礎として発生するのであって、しかも Felis が証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b—五が規定する「何人かに対する詐欺 (fraud and deceit)」をはたらいたことには疑いの余地がなく…… (Felis の責任を論じるに際しては…筆者注) Winans が雇用主に対して不正手段 (fraud) を弄したことを認定すれば足りる (Felis' liability as a tippee derives from Winans' liability……Nor is there any doubt that this "fraud and deceit" was perpetrated "upon any person" under section 10 (b) and Rule 10 b-5. It is sufficient that the fraud was committed upon Winans' employer.)[34]。Winans は、ウォール・ストリート・ジャーナルに対して負担する秘密遵守義務に違反し、また Felis と Carpenter は事情を知りながら Winans の計画に参画したのであるから、彼らは、証券取引法第一〇条b

項および証券取引法規則一〇b—五から派生する、盗用した情報を用いた証券の取引を差し控えるべき義務ないし盗用した情報を用いた証券を取引する際に開示をなすべき義務を負っていたのにも拘わらず、これに違反したのである（Thus, because of his duty of confidentiality to the Journal, defendant Winans—and Felis and Carpenter, who knowingly participated with him—had a corollary duty, which they breached, under section 10(b) and Rule 10 b-5, to abstain from trading in securities on the basis of the misappropriated information or to do so only upon making adequate disclosure to those with whom they traded.）[35]。……」

と述べて、Winans についての共謀罪を否定した他は、第一審の結論を支持した。

控訴審は、第一審の基礎となった Burger 判事が述べた理論を、言い方を代えて表現した上で判断を下したのであって、第一審が採った見解を、ほぼそのまま採用したものと理解され、第一審と同様に、「信任義務」違反は、これを用いて行われた取引を、直ちに詐欺に該当するものとして行為者に責任を課すものではなく、「信任義務」に違反して情報を入手したことが、取引に際して用いられる情報の入手手段を違法または不法なものとし、違法または不法な手段により、情報上の優越的地位に立って取引を行うことを、詐欺を構成するものと評価させるに過ぎないのである。

ところで、批判論者の批判の要点は、

第一に、不正流用論が雇用主に対する信任義務をその構成において用いる点を捉えて、不正流用論における信任義務違反は、雇用主と使用人との間において、発生するものであるから、不正流用論における信任義務の機能は、雇用主の財産権を保護することにあるのに過ぎず、投資者を保護する機能をもつものではないこと、および

第二に、不正流用論の構成には、証券の売買の意思決定についての詐欺が包含されていないこと、の二点であった。

しかし、不正流用論が、私が、今、明らかにした通りのものであるならば、批判論者の主張には、疑問がある。

すなわち、不正流用論者における信任義務違反は、これに違反して情報を入手したことを、取引に際して用いられ

る情報の入手手段を違法または不法なものとし、違法または不法な手段により、情報上の優越的地位に立って取引を行うことを、詐欺を構成するものと評価するものであるから、第一に、不正流用論が、雇用主の財産権を保護するとしても、それは、副次的な効果に過ぎず、不正流用論の本来の機能は、証券取引における投資者の保護にあり、第二に、不正流用論は、取引の反対当事者としては適法に入手できない証券の価格に影響を与える未公開の重要情報を、信任義務に違反して、違法ないし不法に入手した者が、これを開示せずに証券の取引を行うことを詐欺と評価するものであるから、不正流用論の構成には、証券の売買の意思決定についての詐欺が包含されている。

したがって、批判論の指摘は正当でなく、不正流用論がその理論の基礎として雇用主に対する「信任義務」を用いることは正当であり、その対象が、取引の相手方であろうと（その例は「信任義務論」である。）、はたまた雇用主であろうと（その例は「不正流用論」である。）、「信任義務」に基礎をおいて、内部者取引規制を行うことには、何ら問題は存在しない。

第三章、日本法における内部者取引規制の拡大に向けて

我が国の証券取引法第一九〇条の二第一項は、

「次の各号に掲げる者（以下この条において、「会社関係者」という。）であって、第二条第一項第四号又は第六号に掲げる有価証券で証券取引所に上場されているものその他政令で定める有価証券（以下この条において「上場株券等」という。）の発行者である会社の業務等に関する重要事実を当該各号に定めるところにより知ったものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該会社の上場株券等（上場株券等の売買取引に係るオプションを含む。以下この条において同じ。）の売買（オプションにあっては付与又は取得をいう。）その他の有償の譲渡又は譲受け（以下この条におい

て「売買等」という。）をしてはならない。当該会社の業務等に関する重要事実を次の各号に定めるところにより知った会社関係者であって、当該各号に掲げる会社関係者でなくなった後一年以内のものについても、同様とする。」

と規定した上で、一号は、役員・代理人・および使用人、二号は、帳簿閲覧権を有する株主、三号は、当該会社に対する法令に基づく権限を有する者、四号は、当該会社と契約を締結している者、五号は、第二号または第四号にかかげる者であって法人であるものの役員等、を挙げ、第三項は、会社関係者から直接に重要情報の伝達を受けた者を挙げている。また、証券取引法第一九〇条の三の規制対象者の範囲は、ほぼ、これと同じである。

これを解説して、神崎教授は、

「これらの規定の下での内部者または準内部者は、重要な情報の発生に自ら関与しまたは重要な情報に直接的に容易に接近できる特別の立場にある者である。これらの規定の下での情報受領者は、そのような内部者または準内部者から特別の信頼の故に情報の提供を受けた者であり、重要な情報に、間接的にではあるが、容易に接近できる特別の立場にある者である。しかも、内部者および準内部者は、そのような特別の立場の故に重要な情報を知った場合にのみ、その情報にかかる有価証券の取引を禁止され、情報受領者、内部者または準内部者からその者が特別の立場の故に知った重要な情報の提供を受けた場合にのみ、その情報にかかる有価証券の取引を禁止される。」

と述べられている。[36]

このように、改正証券取引法の内部者取引規制の対象となる行為主体は、内部者・準内部者並びに情報提供者(tipper)たる内部者・準内部者から直接に情報の提供を受けた情報受領者(tippee)に限定されている。

ところで、アメリカ合衆国においては、Chiarella v. United States 事件[37]が存在し、この事件においては内部者または準内部者からの伝達行為を介することなく重要な情報を知った者についても、内部者取引規制違反の責任の有無が問題とされた。

そこで本稿においては、我が国の立法論として、どのような根拠付をすれば証券取引法を改正して、Chiarella 事件と同様なケースをも内部者取引規制の射程範囲に取込むことができるかを明らかにする。

筆者が、「内部者取引規制の法理」[38]において指摘したように、アメリカにおいて学説上、内部者取引規制の基礎とされている「fairness（公正性）」は、①忠実性の要請としての公正性、②情報上の平等の要請としての公正性、ならびに③加害禁止の要請としての公正性、の三要素から成っており、しかもこれら三要素は、いずれも日本法においても認められ得るものである。そこで、我が国の内部者取引の基礎とされている「公正性」の内容として、①忠実性の要請としての公正性、②情報上の要請としての公正性、および③加害禁止の要請としての公正性、の三つが認められるならば、会社内部者と会社内部者からの直接の情報の受領者以外の者、たとえば、Chiarella 事件における Chiarella の如き者をも、我が国の内部者取引規制の対象に含ましめることが可能である。

Chiarella 事件は、以下のような事案であった。

Chiarella は、ニューヨークに本店を置いて、金融関係の文書の印刷を業とする株式会社である Pandic Press の写植室において、割付作業を担当する従業員であり、会社が受注した印刷原稿は、まず Chiarella の手に渡されていた。会社が受注した印刷原稿の中には、五件の企業買収の告知のための原稿が含まれていた。この原稿が Chiarella の手に渡された時点には、企業買収の対象会社の名称は、ブランクまたは偽名とすることによって秘匿されており、現実の会社名は、印刷の直前に Pandic Press に対して知らされることになっていた。

ところが、Chiarella は、企業買収の告知のための原稿の、対象会社の名称以外の記載部分から推察して、現実の会社名を正確に読み取った上で、対象会社の株式を買付け、企業買収の開示がなされた後に、これを売却し、三万ドルの利益を挙げた。

このように、Chiarella 事件においては、Chiarella の雇用主であった会社に対してさえも、買付対象会社の名前は

知らされておらず、Chiarella は、企業買収の告知のための原稿の、対象会社の名称以外の記載部分から現実の会社名を推察して、その推察の結果が、たまたま、現実の会社名と一致したのに過ぎないのであるから、これは証券取引法第一九〇条の二および第一九〇条の三が言う「知った」には、該当しないので、Chiarella 事件と同様の事案について、現在の我が国の内部者取引規制では、対応しようもない。

そこで、我が国の内部者取引規制の根拠とされている「公正性」の内容として、①忠実性の要請としての公正性、②情報上の平等の要請としての公正性、並びに③加害禁止の要請としての公正性、の三つを加えることが認められるならば、信任義務違反は信頼関係の破壊を意味し、また民法学説上、雇用関係においても、労務者の付随的義務として、「誠実義務」を認めるのが定説であり、[39] また四宮教授は、これを敷衍して「本条（民法第五七条）も一〇八条も、ともに、他人と信任関係に立って他人の事務を処理する者が通常負う忠実義務に関する規定である。忠実義務は、①本人と利益相反する地位に身を置いてはならない。②本人の不利益において第三者の利益をはかってはならない、③事務処理によって自ら利益を受けてはいけない、の三原則を含む。[40]」としている。このように、名称こそ異なれ、雇用関係においても、信任義務が認められ、Chiarella は、① Pandic Press の従業員としての Pandic Press に対する信任義務に違反して買付対象会社の名称という情報を入手し、違法または不法に入手した情報によって、②情報上不平等な地位にあったのにもかかわらず、これを用いて株式を買付け、かくして③株式の売却人に対して損害を与えたのであるから、これを内部者取引規制の範囲に含ましめることができることとなり、かくして、「公正性」の内容として、①忠実性の要請としての公正性、②情報上の要請としての公正性、および③加害禁止の要請としての公正性、の三つを認めることは、我が国における内部者取引規制を改正して、その範囲を拡大するに際し、その基礎を提供するものとして役立つ。

（一九九一年八月三〇日脱稿）

(1) 控訴審 United States v. Chiarella, 588 F. 2d 1358 (2d Cir. 1988). 上告審 United States v. Chiarella, 445 U. S. 222, 63 L. Ed 2d 348, 100 S. Ct. 118 (1980).

(2) 並木和夫「内部者取引規制の法理」法学研究六四巻三号一頁以下（一九九一）。

(3) 前掲注(1)、一九頁。

(4) Supra note 1.

(5) Supra note 1, United States v. Chiarella, 588 F. 2d 1358.

(6) Supra note 5, at 1365.

(7) Supra note 1, 63 L. Ed. 2d 355-356.

(8) Id. at 356-357.

(9) Id. at 359.

(10) Id. at 362.

(11) SEC v. Dirks, 463 U. S. 646, 77 L. Ed. 2d 911, 103 S. Ct. 3255 (1983).

(12) SEC v. Dirks. 77 L. Ed. 2d, at 921.

(13) Id. at 922.

(14) Id. at 925.

(15) Id. at 930.

(16) SEC v. Mareria, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984).

(17) Id. at 201.

(18) 第一審 United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (D. C. N. Y. 1985)、控訴審 Carpenter v. United States, 791 F. 2d 1026 (1986). 上告審 Carpenter v. United States, 98 L. Ed. 2d 275 (1987).

(19) 612 F. Supp. 840.

(20) Id. at 842.

(21) Id. at 850.

(22) United States v. Carpenter, 791 F. 2d 1026 (1986).

(23) Carpenter v. United States, 98 L. Ed. 2d 275 (1987).

(24) Note, The Inadequacy of Rule 10 b-5 to Address Outsider Trading by Reporters, 38 Stan. L. Rev. 1549 (1986).
(25) Id. at 1561.
(26) Supra note 1, United States v. Chiarella, 100 S. Ct. 1108 (1980).
(27) Titus & Carroll, Netting the Outsider: The Need for a Broader Restatement of Insider Trading Doctrine, W. E. L. Rev. 127, 142 (1986).
(28) Supra note 1, United States v. Chiarella, 100 S. Ct. 118, at 1120–1122.
(29) Supra note 18, United States v. Winance, 612 F. Supp. 827, at 839.
(30) Id. at 842.
(31) Ibid.
(32) Spra note 22, United States v. Carpenter, 791 F. 2d 1026.
(33) Id. at 1031.
(34) Id. at 1032.
(35) Id. at 1034.
(36) 神崎克郎「内部者取引の禁止―その基本的構造―」金融・商事判例八〇六号一一九頁，一二二頁（一九八八）。
(37) Supra note 1, United States v. Chiarella, 445 U. S. 222, 63 L. Ed. 2d 348 (1980).
(38) Supra note 2.
(39) 我妻「民法講義債権各論中巻Ⅱ」五六九～七〇頁（一九六二），幾代「注釈民法(16)」四〇頁（一九六七）。
(40) 四宮和夫民法総則一〇六～七頁（一九九一）。