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

Title	証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究
Sub Title	A Study on the Rationale of §190-2 of the Securities and Exchange Law
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1993
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.66, No.1 (1993. 1) ,p.119- 142
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	米津昭子教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19930128-0119

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.

証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究

並木和夫

序　論
一、「証券市場の公正性と健全性」と「取引の公正性」
二、取引の公正性
三、アメリカ合衆国における内部者取引規制の発展
1　コモン・ロー時代
2　証券取引法規則一〇b―五の制定後の時代
3　Chiarella v. United States 事件以降
四、証券取引法第一九〇条の二の理論的再構成
1　証券取引法第一九〇条の二と民法第九六条（詐欺についての規定）との関係
2　証券取引法第一九〇条の二と証券取引法第五八条一号との関係
3　不正流用論と会社による許諾
結　語

序　論

わが国においては、証券取引審議会による報告書、「内部者取引の規制の在り方について」[1]に基づいて昭和六三年に、証券取引法の一部改正（以下、「今回の改正」と呼ぶ。）が行われ、初めて本格的な内部者取引規制が行われることとなったが、これは内部者取引の刑事制裁について規定するに過ぎず、内部者取引の民事救済については何ら規定していない。

この点について、同報告書は、Ⅲ内部者取引の規制の在り方、の4内部者取引に対する刑事罰則の整備、の(3)民事賠償の項において、「内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような処置を講ずべきであるが、取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中期的な課題として取り組む必要がある。」としている。

かくて、内部者取引の民事救済の問題は、当面、民法の一般の規定によって解決されなければならない。

ところで、内部者取引規制の問題は、平成二年の私法学会における商法部会のシンポジームのテーマとされたが、その基礎報告において、江頭教授が、「今この問題を学会で議論する意義は、どこにあるのだろうか。……インサイダー取引に対する規制のあり方について、まだ学会で十分議論がされつくしたとは言えない……。」[2]と指摘され、また森田教授が、「インサイダー取引が……なぜ悪いのかということをもっと突き詰めていくという作業が学者の側で必要ではないか。」[3]と指摘されているように、未だその構成をどのように理解すべきかという点が不明確である。かくて、内部者取引の民事救済の問題を検討するには、その前提として、証券取引法第一九〇条の二の性質を正しく把握することが不可欠である。そこで、本稿においては、証券取引法第一九〇条の二の性質の再検討を行う。

一、「証券市場の公正性と健全性」と「取引の公正性」

証券取引法第一九〇条の二第一項は次のように規定している。

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な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または譲受け（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って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者についても、同様とする。〔以下略〕

この条文の趣旨について、その根拠を「証券市場の公正性と健全性」であるとする見解が一般的である。(4) ここでは、「公正性」と「健全性」とが挙げられているが、市場が公正であることによって健全な市場がもたらされるものと把握することができるから、「証券市場の公正性と健全性」とは「証券市場の公正性」を指すものと理解される。

ところで、「相場操縦(証取法第一二五条)」の規制に際しても、「証券市場の公正性」がその根拠とされているが、(5) 市場の公正性の害され方の態様は、相場操縦規制の場合と内部者取引規制の場合とではかなり異なっている。証券取引法第一二五条は、以下のように規定する。

第一項は、

何人も、他人をして証券取引所に上場する有価証券、有価証券指数又はオプションについて、有価証券の売買取引等が繁盛に行われていると誤解される等当該有価証券の売買取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的をもって、次に掲げる行為をしてはならない。

と規定し、一号以下において、仮装取引などを挙げており、第二項は、

何人も、証券取引所に上場する有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的をもって、次に掲げる行為をしてはならない。

と規定して一号は、

単独で又は他人と共同して、当該有価証券の売買取引等が繁盛であると誤解させ、又は当該有価証券等の相場を変動させるべき一連の有価証券の売買取引等又はその委託または受託をすること。

と規定し、二号は、

当該有価証券等の相場が自己又は他人の市場操作によって変動するべき旨を流布すること。

と規定している。〔以下略〕

これから判ることは、内部者取引の場合においては、内部取引者（本稿では、内部者取引の行為主体のことを「内部取引者」と呼ぶ。）と内部者取引の相手方となる第三者との間における証券の取引によって、相手方において損害の発生という不公正が発生し、その結果「証券市場の公正性」が阻害されたことになるのに対して、相場操縦の場合においては、誤解を誘引する仮装取引、または誤解もしくは相場の変動をもたらす取引行為（一号の場合）・情報の流布行為（二号の場合）によって、直ちに「証券市場の公正性」が阻害されるのであって、同じ「証券市場の公正性」を根拠としながらも、「証券市場の公正性」の阻害され方の態様において、内部者取引の場合と相場操縦の場合とでは異なることである。

内部者取引が、直接には、何ら「証券市場の公正性」を阻害するものではないことは、内部者取引肯定論者が次のような議論によって、これを論証するところである。

株式について適確な値づけがなされることによって社会的利益が生ずることは、内部者取引肯定論者もまた内部者取引批判論者

も、これを承認するところである。

内部者取引肯定者である Calton および Fischel は、市場が効率的であることによって社会的利益がもたらされる、と指摘し、また内部者取引批判論者である Wang は、情報を開発した者が株式の取引を行うことを許容されたものの、株式の取引を行わず、当該情報の開示を待つ場合においても、内部者取引は株価をより適確なものとすることによって、効率的な市場を実現させる、と指摘している。株式の正確な価格とは、当該株式に関するあらゆる情報が公開された場合に、市場において決定される価格のことを指すが、適確な値付けがなされることによって、資本投資の配分が改善され、また急激な株価の変動が減少するので、社会的利益が生ずる。

株価の急激な変動が減少する結果、急激な株価の変動に乗じて利得することが不可能となり、かくてリスクを嫌う投資家にとって、株式市場への魅力が増大する。

さらに、適確な値付けがなされることによって、投資家にとって、不安が減少し、また経営者の効率性が増進させられるので、個々の会社は利益を享受するほか、投資家としては、その投資の完全な回収をすることができる。(6)

かくして、相場操縦規制の場合には、「証券市場の公正性」は正に「証券市場の公正性」として具体化するが、内部者取引規制における「証券市場の公正性」は、証券取引の当事者における「公正性」が確保されることの結果として、もたらされるのであるから、内部者取引規制については、「取引の公正性」がその規制が行われる根拠として把握されなければならない。(7)

そこで次に問題とされるべきことは、「取引の公正性」とは何を意味するかということである。

二、取引の公正性

証券取引法第一九〇条の二は、上場会社の内部者もしくは準内部者がその地位により当該会社の運営、業務または財産に関する重要な事実を知りまたは情報受領者が内部者もしくは準内部者からそれらの者がその地位により知った

当該会社の運営、業務または財産に関する重要な事実の伝達を受けた場合、それらの者は、その事実が公表されるまで、当該会社の有価証券についての取引を原則として行ってはならないものとしており[8]、有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な情報の発生に関与しまたはそれに容易に接近できる特別の立場にある者が、その特別の立場の故に重要な情報を知った場合に、その情報にかかる有価証券の取引を行うことを禁止する[9]。

そこで、特別の立場にある者が、その立場の故に知った重要情報を用いて証券の取引を行うことが、なぜ「取引の公正性」に反する不公正なものとされ、禁止されるのであろうか、ということが問題となる。それは、証券の取引を行う当事者間において、情報上のアンバランス（不公平）が存在するから不公正なものとして禁じられるのであろうか、それとも、特別の立場のあるが故に入手できた情報を用いて行われた証券の取引であるが故に、不公正なものとして、禁じられるのであろうか。

ところで、アメリカ合衆国においては、内部者取引は、当初コモン・ローの詐欺（fraud）を根拠として、そして証券取引法第一〇条b項並びに証券取引法規則一〇b―五の制定後は、これらに基づき、詐欺的なものとして規制されており、その根拠は、我が国の内部者取引規制の場合と同じく、「証券市場の公正性」であるとされている。そこで、アメリカ合衆国における内部者取引規制を概観することは、我が国の証券取引法第一九〇条の二の構成を理解するのに役立つ。

三、アメリカ合衆国における内部者取引規制の発展

アメリカ合衆国における内部者取引規制の発展の歴史は、コモン・ロー時代と、証券取引法規則一〇b―五制定後の時代とに区分される。そこで、以下、この順で、説くこととする。

1　コモン・ロー時代

コモン・ロー上、内部者取引に対する民事救済の起源となったのは、詐欺の概念であって、それは、虚偽表示を理由とする不法行為に始まり、後には、取引に際しての不開示にも適用されることになった。ここにおいて、救済の対象（保護利益）とされるのは、証券を売却あるいは購入するに際しての虚偽表示または非開示によって、譲受人または譲渡人が被った損害であった。

虚偽表示は、コモン・ロー上、長期にわたって、内部者取引における民事救済を認める根拠とされてきた。これは「虚偽表示理論」とよばれるが、取引を行うに際して、当事者が、単に沈黙を守ったに過ぎない場合には、「特別事情の原則」を根拠として、民事救済が認められた。[10]

「特別事情の原則」は、一九〇九年の Strong v. Rapide 事件[11]において、初めて連邦裁判所で認められた原則であり、一九三二年の Hochkiss v. Fischer 事件[12]は、この立場を承継している。

本来、売買に関するコモン・ローによれば、買主または売主は、売買に際して、自らが知っている情報を開示する義務を負わないが、Strong v. Rapide 事件によれば、内部取引者と相手方との間に特別事情が存在する場合には、買主または売り主は、自らが知っている情報を開示しなければならないものとされる。これが「特別事情の原則」と呼ばれるものであり、Hochkiss v. Fischer 事件においては、Hochkiss が Fischer に対して配当の有無の問合わせを行ったという、「特別の事情」が存在したため、取締役に開示義務が認められ、これを尽くさなかったために、詐欺に該当するものとされた。

そこで、コモン・ロー上、虚偽表示事例と不開示事例との詐欺の適用に際しての差は、虚偽表示事例の場合は、虚偽表示に対して、直ちに詐欺が適用されるのに対して、不開示事例の場合には、内部取引者と相手方との間における特別事情の存在によって、初めて開示義務が発生し、開示義務に違反して行われた取引について詐欺が適用されるこ

とにある。

また、相対取引もしくはこれに類した形態で取引が行われた場合には、さらに衡平法上の不当利得または現状回復の法理の適用もみられた。[13]

このように、コモン・ロー上、内部者取引に対する民事救済の根拠は、種々存在したが、実は、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―五の制定後の内部者取引が問題とされた裁判において、最も広く引用されたのは、虚偽表示理論と不当利得理論であった。[14]

2　証券取引法規則一〇b―五の制定後の時代

(1)　証券取引法第一〇条b項および証取法規則一〇b―五

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、証券の取引に際しての詐欺的行為の禁止規定であるが、それらは、以下のように規定している。

(ア)　証券取引法第一〇条

何人も州際通商の方法もしくは手段、または郵便もしくは全国証券取引所の施設を利用して、以下に掲げる行為を行うことは、違法である。

(a)　略

(b)　全国証券取引所における登録の有無にかかわらず、委員会が公益または投資者保護のために必要もしくは適当と認めて定める規則に違反して、証券の買付もしくは売却に際し、相場操縦または詐欺的策略もしくは術策を行うこと。

(イ)　証券取引法規則一〇b―五

何人も、州際通商の方法もしくは手段、または郵便もしくは全国証券取引所の施設を利用して、証券の買付もしくは売却に際して、直接または間接に、次の各号に掲げる行為をすることは、違法である。

(1) 詐欺を行うために策略、計略または術策を用いること。

(2) 重要な事項につき、事実と異なる記載をすることにより、またはそれが作成された時の状況に鑑み記載につき誤解を避けるために必要な重要事項の記載を省略すること。

(3) 何人に対しても、詐欺または欺罔となるか、なる虞がある行為、慣行または実務方法に従うこと。

(2) Cady, Roberts & Co. 事件[15]

コモン・ローの時代においては、内部者取引をなすについて、積極的に虚偽表示がなされた場合には、詐欺の理論によって処理し、また単なる不開示の場合には、特別事情の原則に基づいて開示義務を認めた上で、詐欺の理論によって処理してきたが、証券取引法規則一〇b—五の制定後の Cady, Roberts & Co. 事件は、特別事情の原則を採用せず、①個人的な利益のためでなく、会社の目的のためにのみが利用されるべき情報、に対して接近できるような立場を生じしめる何らかの関係が存在すること、②かかる情報を用いて取引することにより発生する不公正が存在すること、の二要件の充足を前提として、内部者取引を行う者に開示または断念の義務を認め、この開示または断念の義務に違反した者に、証券取引法規則一〇b—五違反の責任を認めることによって、詐欺の責任を認めた。この Cady, Roberts & Co. 事件の立場を承継して、開示または断念の義務をコモン・ローの原則として確立したのが、Texas Gulf Sulphur Co. 事件である。

(3) Texas Gulf Sulphur Co. 事件[16]

Texas Gulf Sulphur Co. 事件の判決は、基本的には、Cady, Roberts & Co. 事件の立場を再述したに過ぎず、むしろ Cady, Roberts & Co. 事件の判決が、未公開の重要な内部情報に接近し得る立場にある内部者による、情報の

不当使用と、これより生ずる不公正、に重点を置いていたのに対して、Texas Gulf Sulphur Co. 事件の判決は、情報の単なる所持から開示または断念の義務が発生するものとし、「所持」に重点をおいた点で、「情報所持理論」を述べたものとして評価され、「情報所持理論」は、Chiarella v. United States 事件の控訴審判決がこれを採用することとなった。

(4) Chiarella v. United States 事件[17]

Chiarella v. United States 事件の連邦最高裁判所の多数意見を述べた Powell 判事は、証券取引法第一〇条b項に基づく訴を構成する、詐欺に基づく責任は、取引の当事者間における信頼関係を前提とするものであるとして、「情報所持理論」を否定して、開示または断念の義務は、証券の取引の当事者間における信頼関係の存在から生ずるとする「信任義務論」を採用したが、これに対する反対意見を述べた Burger 判事は、「不正流用論」を提示して、これに反対した。Burger 判事が述べた意見は、次のようなものであった。

「一般原則として、独立した商取引においては、両当事者が何ら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、商事に携わる人人に、関連する情報の収集・評価の経験及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、予見力また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もどのような方法で入手されたのかということは、非常に大きな意義を有する。

その情報は、卓越した知識、知力、技量、または専門的な判断を用いることによって、初めて入手されたものかも知れないし、あるいは単に偶然に入手した場合もあろうし、さらには何らかの不法な行為を行うことによって、初めて入手されたのかも知れない。……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。』

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、開示をするか取引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。[18]」

すなわち、Burger 判事による不正流用論は、証券の取引の当事者間において情報上の不平等が存在する場合に、情報上の優越的地位にある当事者が用いる情報が、違法または不法な手段によって獲得されたものであって、取引の相手方としては、これを合法的には獲得できないときは、開示または断念の義務が発生し、これに違反して証券の取引を行うことが欺罔行為を構成して、詐欺の責任が発生する、とするものであり、Burger 判事の反対意見は、その後の下級裁判所における判決に多大な影響を及ぼしたと言われている。[19]

3 Chiarella v. United States 事件以降

(1) SEC v. Dirks 事件[20]

Chiarella v. United States 事件後の一九八三年の SEC v. Dirks 事件においては、Chiarella v. United States 事件の連邦最高裁判所判決と同様に、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の存在から、開示義務が生じ、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 v. United States 事件においては、取引の当事者間における「信頼関係」の存在から、また SEC v. Dirks 事件においては、取引の当事者間における「信任義務」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、信頼関係を前提として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ないし信任義務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」と称される。

(2) 不正流用論（misappropriation theory）

ア SEC v. Materia 事件[21]

SEC v. Materia 事件の控訴審である連邦第二巡回控訴裁判所の判旨は、使用人が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（misappropriate）ことによって、雇用主との間における信頼関係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、証券取引法規則一〇b－五違反の責任を負うものとした。

イ United States v. Winans 事件[22]

第一審の判旨は、使用人は雇用主に帰属する市場に影響を与える秘密情報を盗取した……使用人は、雇用主たる会

社が設定した行為基準である雇用主における慣行を知っていたのであり、それ故に、使用人がなした行為は明白に信任義務に違反する、として使用人に証券取引法規則一〇b—五の違反の責任を認めた。控訴審である United States v. Carpenter 事件[23]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 v. United States 事件[24]においては、証券取引法規則一〇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、第二審判決の結論を維持した。

以上、考察して来たように、SEC v. Materia 事件においては、雇用主と使用人との間における信頼関係（relationship of trust and confidence）の存在から、また United States v. Winans 事件においては、雇用主と使用人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を課したが、雇用主と使用人との間における何らかの信頼関係または信任関係が存在することを要件として、証券取引法規則一〇b—五違反の責任を課す立場は、「不正流用論」と称される（なお、信任義務は、信頼関係が存在する当事者の間において生ずるものであるから、敢えて SEC v. Materia 事件と United States v. Winans 事件とを区別する必要は全く存在しない。）。

なお、SEC v. Materia 事件並びに United States v. Winans 事件において採られた「不正流用論」は、Chiarella v. United States 事件の上告審において Burger 判事が述べた「不正流用論」に従うものであることについては、拙稿「内部者取引の拡大に向けて」において、明らかにした。[25] また、SEC v. Materia 事件における「不正流用論」も、また United States v. Winans 事件における「不正流用論」も、その適用の前提要件として信任義務違反（具体的には、SEC v. Materia 事件においては信頼関係違反、また United States v. Winans 事件においては信任義務違反）を必要としたが、両事件が Burger 判事が述べた「不正流用論」に従うものである以上、「不正流用論」は、その適用の前提要件として、常に「信任義務違反」を必要とするものではない。

すなわち、Burger 判事による不正流用論は、証券の取引の当事者間において情報上の不平等が存在する場合に、

情報上の優越的地位にある当事者が用いる情報が、不法または違法な手段によって獲得されたものであるときは、開示または断念の義務が発生し、これに違反して証券の取引を行うことが欺罔行為を構成し、詐欺の責任が発生するものであり、SEC v. Materia 事件並びに United States v. Winans 事件においては、不法または違法であることの一発現形式としての「信任義務違反」が、不正流用論の適用のための一要件とされたに過ぎないからである。

United States v. Winans 事件の上告審において、裁判官の間において不正流用論についての評価が分かれたことについては、次のような事情があったものと推察される。それは、第一に、Chiarella v. United States 事件の最高裁判所判決の多数意見が採用した「信任義務論」と「不正流用論」との適用の結果における差異として、「不正流用論」が適用された場合は、「信任義務論」が適用された場合と比較して、内部者取引規制の規制対象たる行為主体の範囲が、大幅に拡大されることと、第二に、「不正流用論」に対しては、批判が存在したこと、が挙げられる。その批判とは、次のような指摘であった。

「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詐欺から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. Grenn 事件の判決が、証券取引法規則一〇b―五の適用の構成要件である、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を理由として訴えるには、欺罔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。」[26] しかし、私が拙稿「内部者取引規制の拡大に向けて」[27] において明らかにしたように、このような指摘は、誤解に基づくものである。

かくして、「不正流用論」は、アメリカ合衆国において維持されて行くべきものであるし、また、次に考察するように、我が国においても、内部者取引規制の基礎理論として理解されるべきである。

四、証券取引法第一九〇条の二の理論的再構成

アメリカ合衆国においては、詐欺的行為の禁止規定である証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五の下で、不正流用論が発達したのであるが、我が国における内部者取引規制の基礎理論として不正流用論を位置づけようとする場合に問題とされるべきことは、第一に、内部者取引を規制する証券取引法第一九〇の二の規定は、詐欺を伴う証券の取引について定めるものであると解釈することができるかという問題であり、第二に、我が国の証券取引法第一九〇条の二の規定が、証券取引の一態様である内部者取引について、詐欺に基づく規制を行っているものと理解するとして、証券の詐欺的な取引を規制する証券取引法第五八条第一号の規定と証券取引法第一九〇条の二の規定とは、どのような関係にあるかという問題であり、第三に不正流用論と会社による許諾の問題である。

そこで、以下においては、これら三つの問題点について検討を加える。

1　証券取引法第一九〇条の二と民法第九六条（詐欺についての規定）との関係

我が国において、内部者取引規制の基礎として、民法の詐欺の規定（民法第九六条）の適用を考察されたのは、龍田教授である。教授は、その著「内部者取引の効果に関する立法論的考察」[28]において、「内部者取引が詐欺（民法第九六条）に当たるとする構成をとれば、第三者の詐欺は相手方が知っている場合にだけ取り消すことができ、また善意の第三者には取消をもって対抗できないから錯誤について述べたような不都合はない。すなわち内部者が相手方である場合にだけ取消すことができる。

では、内部者取引が詐欺だといえるか。法律上または信義則上、真実を告げることが要求される場合には、相手方の不知を利用し、沈黙によって錯誤に陥れることは詐欺になる。」と指摘された後に、詐欺の構成を用いることについ

ての難点を指摘され、「しかし自分で原因を作ったことについての黙秘は原則として詐欺になるが、原因たる事実に関係のない者が相手方の不知を利用しても、一般に詐欺にはならないとされている。したがって、内部者取引のうちごく限られたもの以外は、詐欺としてとらえることは困難である。すなわち、鉱床の探査とか新製品の開発など当該事項の担当者は、自己の所管業務について生じた事実で証券の価値に重要な影響を及ぼすべきものを、取引相手に告げなければ詐欺になるといえるかもしれない。これに対し、直接の担当者以外はたとい内部者であっても、自ら原因を作ったものでないから、黙秘しても詐欺にはならないとされそうである。」と述べられる。

このように、教授は、内部者取引規制の基礎を詐欺の規定に求めることについては、内部者取引に用いられる情報は、必ずしも内部取引者自身が開発した情報ではない点に難点が存在することを指摘される。

第三者が開発した情報を知る者が、それを秘匿して取引を行うことが詐欺に該当するかどうかという問題は、民法上、違法性の問題として、次のように論じられている。すなわち、我妻博士は、詐欺の構成要件の一つとして違法性を挙げられ、以下のように指摘される。「違法性のあるもの、すなわち、信義の原則に反するものでなければ、詐欺ではない。社会生活上、多少の欺罔行為は、放任されるべきだからである。ドイツ民法（ド民一二三条）に arglistige Täuschung（悪為の欺罔）というのは、善意に対する悪意というだけでなく、倫理的な意義を含むものと解されている（Oertman. 1 b zu § 123）。この意味で、沈黙・意見の陳述などは、詐欺とならない場合が多いのである。例えば自分の不動産に自分で抵当権を設定したのにこれを秘して、相手方の不知に乗じて高価に売る行為や、第三者から民事訴訟を提起されて係争中であることを秘し、何等苦情無く伐採することができるものとして山林を売る行為のように、自分で原因を作ったことについての黙秘は詐欺となるのが原則であろう。これに反し、土地所有者がその地に遊廓地の認許があったのを知らないでいる場合に、これを利用して廉価に買い受ける行為のように、原因たる事実に関係のない者が相手方の不知を利用しても、一般に詐欺にならないであろう。[29]」と指摘される。しかし、この指摘が、内部者取

引について妥当するかどうかは、疑問である。なぜなら、ある地に遊廓地の認許があったという情報は、何人であっても、努力することによって、これを合法的に入手することが可能な情報であり、うっかりしてこれを知らなかった者に落度がある、と責められても仕方のない種類の情報であるのに対して、会社の内部情報は、会社外部者としては、これを合法的には入手することが不可能な情報であり、これを知らなかったとしても、何ら責められるいわれはない種類の情報だからである。また学説上も、我妻博士の指摘に対しては、さらに細かい分析が必要であるとの批判もなされており、[30] さらに、近時の学説は、「『だます』の意味は、社会的に是認されないような行為、いわゆる違法な行為であることを必要とするということがわかるであろう。そうすると、まず取引の種類によってかなり変わってくるが、……錯誤者の職業・地位からして彼に要求される注意のていども問題になる。つまり買う人がその商品についての玄人であるならば、間違う方がわるいのだが、素人であるならば、あるていど間違ってもやむを得ない。この両者を相関的に考えた上で……欺罔行為になるか否かを判断（すべきである。）[31]」と指摘している。

かくして、内部者が、当該内部者以外の者によって開発された情報についての相手方の不知を利用して、内部者取引を行った場合にも、詐欺について規定する民法第九六条が適用されることには問題がなく、証券取引法第一九〇条の二の規定は、詐欺を伴う証券の取引について定めるものであると解釈することには、何ら問題はない。

2　証券取引法第一九〇条の二と証券取引法第五八条一号との関係

証券取引法第一九〇条の二が、詐欺的な証券の取引を禁止する規定であると解釈する場合には、同じく、詐欺的な証券の取引を禁止する証券取引法第五八条一号との関係が問題となる。証券取引法第五八条一号は次のように規定する。

何人も、次の各号の一に掲げる行為をしてはならない。

一　有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引等について、不正の手段、計画又は技巧をなすこと。

ところで、証券取引法第一九〇条の二違反の行為の法定刑は、六か月以下の懲役または五〇万円以下の罰金であり（証取法第二〇〇条四号）、他方、証券取引法第五八条一号違反の行為の法定刑は、三年以下の懲役または三〇〇万円以下の罰金である。

そこで、第一に、第一九〇条の二は、軽微な詐欺を伴う証券取引についての規定であって、証券取引法第五八条一号は重大な詐欺が伴う証券取引についての規定である点で、第一九〇条の二と第五八条一号は区別され、第二に、第一九〇条の二は、特定の行為主体を規制の対象にしているのに対して、第五八条一号は、広く一般の行為主体を規制している点で、第一九〇条の二と第五八条一号は異なる、と解釈される。

3　不正流用論と会社による許諾

我が国において不正流用論を証券取引法第一九〇条の二の基礎に置くことに対しては、アメリカ合衆国の判例上、不正流用論の適用の前提要件として、信任義務違反が必要とされている点を捕らえて、「上場会社において、従業員に対する報酬の一態様として、従業員がその職務に関し会社の運営、業務または財産に関する重要な事実を知ったときはそれをもとに会社の有価証券について取引することを許容している場合、従業員がその職務に関し会社の運営、業務または財産に関し重要な事実を知り、その公表前に会社の有価証券について取引しても、それは、会社の財産である重要な情報の不正の流用に当たらない……。」[32]として、これに反対する見解がある。しかし、この見解の論拠には疑問がある。それは、第一に、なぜ従業員に対する報酬の一態様として、内部者取引を許容するのかという疑問であり、第二に、従業員に対する報酬の一態様として、従業員に内部者取引を許容するとして、果たして、これは適切な

報酬の与え方であろうかという疑問であり、第三に、従業員に対する報酬の一態様として、従業員に内部者取引を許容することについても、不正流用論の適用があるのではなかろうかという疑問である。そこで以下、これらの疑問点について述べる。

(1) なぜ、報酬として、内部者取引を許容するのか。

従業員に対する報酬として、内部者取引を許容するという議論は、内部者取引肯定論者である Manne が論じた議論[33]と酷似する。Manne の議論は、会社経営者に対して報酬として、内部者取引を許容するというものであった。Manne は、会社経営者に対して報酬として内部者取引を許容する合理性は、企業経営者が果たす会社への貢献の程度は、予めこれを予測することができず、また企業経営者についての労働市場というものは存在するわけではないから、企業経営者に対して適正な報酬を与えることは、困難であり、また報酬の額が少ないと、企業経営者の企業経営に対するインセンティヴを欠くことになってしまうので、企業経営者に対して報酬として、内部者取引を許容することは適切な報酬を与える方法となることにある、と主張する。このように、Manne は、企業経営者が会社に対して果たす貢献の程度は予測困難であることと、企業経営者についての労働市場が存在しないこと、をその主張の根拠としている。

たしかに、企業経営者が会社に対して果たす貢献の程度は予測困難であり、また企業経営者についての労働市場というものは、存在しない。

これに対して、単なる従業員の場合を考えてみると、従業員は、企業経営者の指揮・命令に従って、覊束的な行為をするにすぎず、したがって、従業員が会社に対して果たす貢献の程度は、ある程度予測可能であり、しかも従業員に対する給与は、通常、同業を営む他の会社との比較に過去の労働実績を加味することによって決定できる、という意味で、これについての労働市場が存在する。

そこで、企業経営者に対する報酬として、内部者取引を許容することには、ある程度の合理性があるとしても、従業員に対する報酬として、内部者取引を許容することには、殆ど合理性がない。

(2) 従業員に内部者取引を許容することは、適切な報酬の与え方か。

内部者取引によって従業員が得る利益は、当該従業員が、どれだけの数の証券を売買するかによって、その多寡が決定される。従って、極論すれば、全く資産を持たぬ従業員の場合には、全く報酬を受けることができず、また大きな資産を持つ従業員の場合には、あり余る報酬を受けることができるので、従業員に内部者取引を許容することは、適切な報酬の与え方ではない。

(3) 従業員に対する報酬の一態様とし、従業員に内部者取引を許容することについても、不正流用論の適用があるか。

従業員が内部者取引に際して利用する情報の内容が、当該A会社はその事業の拡大による利益を図る目的で、同種の営業を営むB会社を合併するというものであったとしてみよう。この場合、従業員が内部情報に基づいてB会社が発行する株式を買付始めると、B会社の株式の価格は徐々に上昇し、A会社としては、合併を成功させるために、予定した額をはるかに超える額を用いなければならないこととなるか、または合併を諦めなければならなくなってしまい、会社としては、多大な積極的または消極的な損害を被る。

この場合、従業員に内部者取引を許諾した取締役としては、善良なる管理者の注意義務（商法第二五四条三項・民法六四四条）ないし忠実義務（商法第二五四条ノ三）に違反して、会社に損害を与えたものとして、会社に対する損害賠償責任（商法第二六六条一項五号）を負う。

このように、従業員が内部者取引を行うに際して用いた情報について、これを従業員が用いることの許容をするに際しては、取締役の任務違反の責任が生ずるのであるから、当該従業員が内部者取引をするについての許容は、情報

を違法に従業員に与えるものであり、結局、当該従業員が、不法な入手手段によって獲得した内部情報を用いて、これを開示せずに、株式の取引を行ったことになるので、当該株式の取引には、不正流用論の適用がある。[34]

結　語

以上において、我が国の証券取引法第一九〇条の二の規定の基礎に不正流用論が置かれているものと解釈することができることを明らかにした。

ところで、証券取引法第一九〇条の二の規定が、証券の取引に際しての詐欺について規定しているとすると、内部者取引の民事救済に際しては、民法の詐欺についての規定（民法第九六条）が適用されることとなるが、内部者取引の民事救済を考えるに際して問題とすべきことは、表意者の欺罔行為への信頼の要件をどのようにして充足させ得るかという点である。蓋し、民法第九六条が適用されるためには、①詐欺者の故意、②欺罔行為、③表意者が欺罔行為を信頼して錯誤に陥ったこと、④錯誤に基づいて意思表示をしたこと、の四要件が充足されなければならないが、現代の証券の取引は、証券取引所を通した集団取引によって行われており、相対取引の場合には、表意者が反対当事者がなした欺罔行為に信頼して錯誤に陥ったと言い易いが、集団取引の場合は、表意者が、他の当事者がなした欺罔行為に信頼して錯誤に陥ったとは言い難いからである。

そこで、次稿においては、この問題について研究する。

一九九二年八月一六日　脱稿

(1)　資本市場研究会編「内部者取引の在り方について―証券取引審議会報告―」（一九八八）。

(2)　江頭、日本私法学会商法部会シンポジウム資料、商事法務一二五五・二、三（一九九〇）。

(3) 森田発言、インサイダー取引規制の論理と実際、私法五三・一六七（一九九一）。
(4) 神崎、内部者取引の禁止―その基本的構造―・金判八〇六・一一九・一二二（一九八八）、そもそも、今回の証券取引法の改正の基礎となった証券取引審議会昭和六三年二月二四日報告書「内部者取引の規制の在り方について」は、「証券市場の公正性と健全性」を挙げている〔前記報告書1、はじめに〕。
(5) 神崎、証券取引法〔新版〕五八七（一九八七）は、「公正で自由な市場」を挙げるが、「証券市場の公正性と健全性」と同様の趣旨と理解して差し支えない。
(6) 並木（和）、会社法・証券取引法の研究、二九五～三〇一（一九九一）。
(7) 因みに、上村教授は、学説上、証券取引法の目的論は、次の三つに分類されるとして、①証券取引法の目的を投資者保護におき、その結果として国民の証券取引が盛んになることが国民公益に結びつく、とする「投資者保護論（通説）」、②証券取引法には投資者保護を目的とする商法と同性質の部分と、産業警察的な取締を目的とする業法としての性質の部分とがあり、この意質的なものが統一的一体をなしている、とする神崎教授が唱えられる「二元論」、および③上村教授が唱えられる「市場法論」、の三説を挙げられる。上村、証券取引法における市場法的構成の試み・私法五三・一七九、一八〇（一九九一）。
(8) 神崎、前掲注4、一一九。
(9) 神崎、前掲注4、一二二。
(10) 並木（和）、前掲注6、二五七。
(11) Strong v. Rapide, 213 U.S. 419, 29 S. Ct. 521 (1909).
(12) Hochkiss v. Fischer, 16 P. 2d 531 (1932).
(13) 並木（和）、前掲注6、二五九。
(14) 並木（和）、前掲注6、二六〇。
(15) In Re Cady, Roberta & Co., 40 S.E.C. 912 (1983).
(16) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir., 1968), cert. dnied. sub non. Coiates v. SEC, 349 U.S. 976 (1969).
(17) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 63 L. Ed. 2d 348, 100 S Ct. 118 (1980).
(18) Supra note 17, 63 L. Ed. 2d 346.
(19) Titus & Carroll, Netting the Outsider: The Need for a Broader Restatement of Insider Trading Doctrine, W.E.L.

Rev. 127, 142 (1986).

(20) 463 U.S. 646, 7 L. Ed. 911, 103 S. Ct. 3255 (1983).

(21) SEC v. Materia 745 F. 2d 197 (2d Cir, 1984).

(22) United States v. Winans, 612 F. 2d 827 (D.C.N.Y. 1985).

(23) United States v. Carpenter, 791 F. 2d 1024 (2d Cir., 1986).

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

(25) 並木（和）、「内部者取引規制の拡大に向けて」、『法学研究』第六十五・八・一、一二～一六（一九九二）。

(26) Note, The Inadequacy of Rule 10b-5 to Address Outsider Trading by Reporters, 38 Stan. L. Rev. 1549, 1561 (1986).

(27) 並木（和）、前掲注25、一七。

(28) 龍田、内部者取引の効果に関する立法論的考察・大隅古稀記念企業方の研究六九八、七一四（一九七七）。

(29) 我妻新訂民法総則（民法講義Ⅰ）三一〇（一九七二）。

(30) 下森、注釈民法(3)総則二二六（一九七三）。

(31) 星野、民法概論Ⅰ二〇二（一九八三）。

(32) 神崎、前掲注4、一二四頁の注一二。

(33) 並木（和）、前掲注6、二九九以下、Manne, In Defence of Insider Trading, Harv. Bus. Rev. Nov. —Dec. 1966 at 113.

(34) 不正流用論が、必ずしも信任義務違反を前提要件とするものではないことについては、本稿第三章第2節(4)項本文を参照。

（付記） 平成五年三月三一日をもって、米津昭子先生は、その任期を全うされて、ご退職される。思ってみれば、私が、平成三年度に出版した処女出版である「会社法・証券取引法の研究」を刊行することができたのは、一重に先生のあたたかいご指導の御陰である。先生は、既に、一九七〇年代から証券取引法の研究を始められており、ルイ・ロス並びに矢澤惇監修「アメリカと日本の証券取引法」の基礎となった、Jennings教授によるセミナーにも参加された。

私が、U.C. Berkeley の Boalt Hall に留学し、Jennings 教授の家に招かれた際に、教授は、「慶應大学の人は英語ができるから好きだよ。」とおっしゃられながら、セミナーの際のアルバムを広げて、Jennings教授の隣に座ってい

らっしゃる米津先生のお姿を示してくださった。そんな思い出がある。そのような先生のご退職にあたって、証券取引法についての文章を捧げることができることは、後学として、まことに幸である。

なお、本論文の作成にあたりましては、信託協会のご援助を戴きました。

訂正　証券取引法は平成四年法律第七三号によって改正され、条文番号が変更されたにも拘わらず、拙稿「証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究」（本誌六六巻一号一一九頁以下）並びに「内部者取引の民事救済」（同三号三八頁以下）において、不注意により旧条文番号を用いましたので、これら論文における「第五八条」の表示は、「第一五七条」と、「第一二五条」の表示は、「第一五九条」と、また「第一九〇条の二」の表示は、「第一六六条」と読み替えて戴きたく、ここにお詫び致しますとともに、訂正させて戴きます。

並木和夫