不正流用論（Misappropriation Theory）の再検討

――内部者取引規制の基礎理論の研究――

並木和夫

序　論
第一　不正流用論とは？
一　Salbu の理解による不正流用論
二　Charella v. United States 事件の連邦最高裁判所の判決
三　Kidd の理解による不正流用論
ア　Kidd による Powell 判事の多数意見の理解
イ　Kidd による Stevens 判事の補足意見の理解
ウ　Kidd による Brennan 判事の補足意見の理解
エ　Kidd による Blackmun 判事の反対意見の理解
オ　Kidd による Burger 首席判事の反対意見の理解
第二　Salbu と Kidd による不正流用論に対する批判
一　Salbu による不正流用論に対する批判
ア　経済学の立場からの批判
イ　法の体系の立場からの批判
二　Kidd による不正流用論に対する批判
第三　不正流用論に対する批判の検討
一　Salbu による批判の検討
ア　経済学の立場からの批判の検討
イ　法の体系の立場からの批判の検討
二　Kidd による不正流用論に対する批判の検討
結　語

序論

アメリカ合衆国における学説上、不正流用論(misappropriation theory)を内部者取引規制の基礎理論とすることについては、これを積極的に肯定するものもあれば[1]、これを否定するものもあるが[2]、近時の文献でこれを否定するもの[3]がある。

筆者は、一九八〇年の連邦最高裁判所の判決であるChiarella v. United States事件[4]において反対意見を述べたBurger首席判事が説く不正流用論は、内部者取引規制の基礎理論として正当であって[5]、わが国においても内部者取引規制の基礎理論として把握されるべきものと理解するが、実はアメリカ合衆国において一体何をもって不正流用論とするかということ自体、学説上、明確ではない。

そこで本稿では、まず不正流用論を内部者取引規制の基礎理論とすることを否定する見解がどのような理解を不正流用論と考えているかを明らかにした後に、それぞれの否定論が説くところが果して正当であるかどうかを検討する。

第一　不正流用論とは?

一　Salbuの理解による不正流用論

Salbuは、不正流用論を初めて適用した判決はChiarella v. United States事件の多数意見であったとして、次のように指摘している[6]。

不正流用論を適用することとなった当初の判決は、内部者取引の責任を追及する事案においては、厳格なコモン・ローの要求にしたがって詐欺の構成要素が全て立証されなければならないものとした。殊に裁判所は不正流用論の適

用に際して、原告に対して開示義務に違反する故意に基づいた虚偽表示の存在と虚偽表示に対して信頼することが相当であったことの立証を要求した。その例としては、Chiarella v. United States 事件が挙げられ、Chiarella v. United States 事件において、連邦最高裁判所は、不開示は開示すべき義務が存在する場合にのみ詐欺を構成するものと判示した。Chiarella は、印刷会社の従業員であって、印刷原稿を読んで、数社の公開買付の対象会社の名称を推知することによって情報を入手した。連邦最高裁判所の判決は、Chiarella は会社の内部者ではなく、また会社と何らかの関係を有していたわけでもないから、情報を開示すべき義務もまた証券の取引を差し控えるべき義務も負うことはないとしたが、この Chiarella v. United States 事件の判決から生じた理論が、その後に不正流用論と呼ばれるようになった。それは、開示または取引を差し控えるべき義務は、取引を行う者が何人かに対して負担する忠実義務に違反する窃盗または不正な流用に基づいて取引が行われるときに発生するからである。

II　Chiarella v. United States 事件の連邦最高裁判所の判決

Chiarella v. United States 事件は次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 社の写植室において、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の中には、五件の企業買収（corporate takeover）の告知書（announcement）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では、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 社に知らされることになっていた。ところが、Chiarella は、公開買付（tender offer）の目論見書の印刷原稿に秘匿されていた五個の公開買付の対象会社の名称を自ら判読した上で、それら会社の株式を事前に買いつけて三万ドルの利益をあげた。

そこで、Chiarellaが内部情報に基づいて行った株式の取得は、証券取引法規則10b-5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、控訴審である連邦第二巡回控訴裁判所は、「会社の内部者であろうと否と、……重要な未公開情報を適式に入手する者が、当該情報を利用し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。」と判示して、判旨が、「開示または断念の原則」を採用して、重要な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ず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の多数意見は、「本件では、上告人が沈黙したことに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。……一〇条b項は、詐欺的な悪習を阻止するために設けられた包括規定であるが、……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り、かつ証券会社の代表者を兼ねる者から、未公開情報を入手して株式を売却した仲買人と、彼が所属する会社を、証券取引法一〇条b項違反と判示することによって、証券取引法一〇条b項の発展に関する重要な第一歩を歩み出した。しかし、ある者が、取引を行うに際して、事前の重要情報の開示の懈怠を理由として詐欺をはたらいたとされるのは、彼が受任者であるが故に、またはそれに類似した信頼関係にあるが故に、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。……かくて、株式の取得または売却に際して沈黙を守ることが適法であるか、それとも違法であるについて、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、証券取引法一〇条b項に基づく詐欺の訴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を前提とするものであることは、既に確立されており、……上告人の有罪を認めた第一審を、所持理論を用いて支持した原審を破棄する。」と述べた。(7)

三　Kiddの理解による不正流用論

前掲一九九三年ノートの著者であるKiddは、Chiarella v. United States事件の連邦最高裁判所の判決において首席裁判官を務めたBurger首席判事が反対意見の中で表明した見解が不正流用論であるとするが、Kiddは、議論の前提として、Chiarella v. United States事件における各裁判官の意見を基礎として内部者取引規制を根拠づける理論を採り上げて検討した上で、Burger首席判事の反対意見を挙げ、Burger首席判事が不正流用論を示しているものと把握している。そこで、まず、Kiddによる各裁判官の意見の理解から見ていく。

ア　KiddによるPowell判事の多数意見の理解

Kiddは、「重要な未公開情報に接触しているが、株主または会社に対して何ら信頼関係（relationship of trust）にはない者が、［証券の］取引に際して開示または断念の義務を負うかどうかは、明白ではない。……連邦最高裁判所は、Chiarella v. United States事件において、重要な未公開情報の開示を行わなかった者について、開示の根拠となる信頼関係が存在しなかったとして、証券取引法規則10b-5違反の責任を否定した。……［また］連邦最高裁判所は、開示義務は未公開情報の単なる所持からは発生せず、開示義務が発生するためには、何らかの信頼関係が存在しなければ

ならないものとした。[8]」

と指摘した上で、Chiarella v. United States 事件の多数意見は、取引の当事者は平等に情報を保有すべきであるとする情報均等論(parity of information theory)を否定しており、多数意見が情報均等論を否定する理由としては、(1)連邦議会の意思は、このような理論の基礎を何ら提供していないこと、および(2)一般的に取引の当事者に情報の開示の義務を認める理論は、開示の義務は取引の当事者間における特別の関係の存在を根拠として生ずるとする伝統的な理解に反すること、の二点を挙げている。[9]

イ Kidd による Stevens 判事の補足意見の理解

Kidd は、Stevens 判事による補足意見は、Chiarella v. United States 事件の多数意見に加わった者の中、唯一当事者適格(standing to sue)の問題として、内部者取引の相手方となった者について、何人かに対する義務の違反を問う訴の当事者適格を認めるものであって、これによれば、内部者取引の責任を追及するに際しては、秘密情報の不正な入手が行われた旨を主張することができ、このような主張は、証券取引法規則10b-5が言う「証券の買付または売却に関しての情報の所有者に対する「詐欺または欺罔」の存在を主張するものと解釈される。秘密情報が不法に獲得されることが内部者取引規制違反の責任が成立するための要件であり、不法に入手した情報を証券の取引に際して利用することが、証券取引法規則10b-5に言う情報の所有者に対する「証券の買付または売却に関しての詐欺または欺罔(fraud or deceit)」を構成することになるとするが、Stevens 判事自身、内部者取引の相手方となった者について、何人かに対する義務の違反を問う訴の当事者適格を認めたとしても、情報の本来の所有者は取引の対象とされた証券の購入者でもまた売却者でもないため、損害を回復できないことになってしまうという問題があることを、自ら認めている。[10]

ウ Kidd による Brennan 判事の補足意見の理解

Kidd は、Brennan 判事の補足意見を要約して、Brennan 判事は、何人も、証券の取得または売却に際して、未公開情報を不当に入手し、または自己の利益のために利用することは、証券取引法一〇条b項に違反するものと述べている、と指摘した上で、Brennan 判事は多数意見に賛同するものの、Brennan 判事の見解は、Stevens 判事が述べた見解よりも、より射程範囲を広げる見解である、と理解する。(11)

エ Kidd による Blackmun 判事の反対意見の理解

Blackmun 判事の意見には、Marshall 判事が共同参加しているが、Kidd は、「取引の反対当事者としては合法的には入手できない未公開の秘密情報に接触している（access）者が、当該情報によって影響を受ける証券を、情報上の優越的地位を利用して取引をすることによって利益を図ることは、証券取引法規則 10b-5 によって禁じられる。」とした Blackmun 判事の意見を引用した後に、Blackmun 判事が採用する基準は、Brundney 教授によって提唱されている情報接触論（access to information theory）と同一であって、Kidd 自身これを採ることを明らかにした上で、情報接触論こそが、Chiarella 事件の最高裁判所の判決において示された各裁判官の見解の中で最も広範囲な射程距離をもつものであって、これによれば、内部取引者が情報を入手するに際して不法な行為を行ったことは、内部取引者の責任が発生するための要件とはされず、未公開の情報を利用して証券市場において証券の取引を行うことが不法とされるのは、内部取引者が、反対当事者としては合法的には当該情報を入手できないことを知っている場合に限られる、とする。(12)

オ Kidd による Burger 首席判事の反対意見の理解

Kidd は、Burger 首席判事が、「未公開の情報を不正流用（misappropriation）した者は、当該情報を開示するか取引を断念すべき絶対的な義務を負担する。」と述べたことは、違法な手段によって入手した情報は、それに先行する義務の存在の有無を問題とすることなく、開示されなければならないことになるのであるが、更に Burger 首席判事が、

「Chiarellaの行動は、正に印刷会社の注意書にも拘わらず、彼に対して最大の信頼をもって託された価値ある未公開情報の文字通りの不正流用――遠慮なく言うと盗取――である。[13]」と述べていることから、Burger首席判事の見解が不正流用論であると理解する。

第二　Salbu とKiddによる不正流用論に対する批判

一　Salbu による不正流用論に対する批判

Salbuは、不正流用論をまず経済学の立場から批判し、次いで法の体系の立場から批判する。そこで、まず経済学の立場からする批判からSalbuによる批判を明らかにしていく。

ア　経済学の立場からの批判

Salbuは、以下のように批判する。

不正流用論は、証券取引法規則10b-5が有する経済的な機能、すなわち市場の無欠性(integrity of market)の維持、に対しては不十分に作用するに過ぎない。不正流用論は、その規制を不正流用された未公開情報に基づいて行われた証券の取引に限定しているため、不正流用論は不均衡な市場取引の中の一類型を禁止するに過ぎない。不正流用論によれば、取引の当事者が情報について異なった接近の程度にある場合であって、情報上の優位が適法に獲得されたものであるときは、情報上の優位を利用して取引を行うことが許容される。しかし、経済学の理論によれば、このような情報上の地位の相違を認めること自体が非効率的であって、これを認めることは、市場の欠陥(market failures)を許容することになるし、不正流用論が特定の取引に注目することは、情報上の不均衡という問題を無視するものであり、市場の構造中に存在する不完全性によって、効率的な市場の実現は阻害されてしまう。

競争が完全に行われる場合には、財の価格と供給は自動調節されるが、市場が完全な競争市場であるためには、①市場に対する参加者が多数であること、②各参加者が交渉力を持っていること、③市場を通して完全に市場価格を認識した上での消費者の選択（preference）が行われること、④利益を最大限に増進させることを欲する生産者が、市場価格を認識していること、および⑤平等に市場に接触できること、の五要件が充足されなければならない。……情報上の不均衡（information asymmetry）は、買主と売主との間における交渉力の不均衡をもたらすだけでなく、情報上の不均衡は、市場がもたらす効用（utility function）および消費者行動に対して歪曲効果（warping effect）を与え、情報上劣後する当事者が負担するリスクを増大させるが、このことは一種の市場の欠陥（market failure）となり、証券の供給の効率的な配分を不可能とする。(14)

イ　法の体系の立場からの批判

内部者取引規制の法の体系のあり方としては、これを財産権の保護の問題を基礎として構成する方法と、取引上の地位の保護の問題を基礎として構成する方法とに分けて、前者を財産法の立場、後者を取引法の立場、と呼ぶことができるが、Salbu は、不正流用論は前者の財産法の立場によって基礎づけられているとして、次のように批判する。

経済学上の問題点はさておき、ここでは、不正流用論がその適用の前提とする法の体系上の問題について検討する。内部者取引規制の理論としては、財産権の保護を基礎とする理論（財産法の理論＝property-based theories）と取引の保護を基礎とする理論（取引法の理論＝contract-based theories）とがありうるが、内部者取引の性質からすると、取引の保護を基礎とする体系が採られるべきである。

残念ながら、不正流用論は、財産の保護を基礎とする理論であるため、法の体系と法律上の要請を裏切っている。その結果、不正流用論を採用した裁判所の判決は、非難を浴びているが、法の体系についての観点の相違から生ずる財産法の立場と取引法という二つの基本的な内部者取引規制へのアプローチの方法を明らかにすることによって、裁

判所の支配的な判決の背後に存在する法の体系を検証し、かつその法の体系の構成を伝統的な法概念と結びつけることができる。

財産法の理論は、内部者取引の法体系的な問題、すなわち所与の禁止の妥当性の問題の局面において、権利侵害の要素の分析の局面において、さらには情報の不正流用の性質の議論の局面において、用いられてきたが、これらに対する適用の結果は、内部者取引において最も肝要な点は、個人の間における資産の所有の配分の問題にあるということである(15)……。

二　Kiddによる不正流用論に対する批判

Kiddは、以下のように不正流用論を批判する。

不正流用論は怪しげな法律論に基礎を置くので、これは内部者取引規制の理論としては不適切である。

不正流用論は、信託関係に違反せずに獲得した未公開情報を有する者に、これを利用して市場で証券の取引を行うことを許容する。不正流用論において強調されるのは、情報の入手に際して必然に伴う不法な行為と情報を不法に入手されてしまった当事者である。しかし、強調されるべきは、何処から入手されたかまたどのように入手されたかではなく、未公開情報が不正に利用されたということである。

証券取引法規則10b-5に違反するかどうかの核心は、未公開情報を有する取引の一方当事者が、反対当事者はこの未公開情報を合法的には入手することができないことを認識しているか否かということであり、したがって、同規則違反の責任の発生に必要とされる故意は、証券の売主または買主を騙して、もし取引の当事者が反対当事者が情報を有することを知っていたならば行わなかったであろう行為を行わせるについての故意である。……〔不正流用論と較べて〕より直接的かつ論理的なアプローチは、未公開情報を開示すべき義務を、反対当事者としては発見できない未公

開情報について認める立場である。

これによれば、情報を開示しなかったことや取引を差し控えなかったことは、これらを開示したり差し控えるべき義務に違反したこととなるが、この義務は、取引の反対当事者に対して直接に負うものであって、証券の取引にはまったく関係がない情報の所有者に対して負うものではない。かくして、反対当事者に対する詐欺（fraud）は、証券の買付または売却（purchase or sale）に関して（in connection with）行われたこととなり、証券取引法規則10b-5の要件は完全に充足される。

この理論［情報接触論（access to information theory）］によれば、未公開の秘密情報の流用のみが法の保護の外におかれるので、正当な情報の収集を損ねることはないし、反対当事者としては、いくら研究を行ったとしても当該情報を発見することは不可能なので、情報接触論は、正に伝統的な公正性（fairness）の概念にも適合している(16)。

第三　不正流用論に対する批判の検討

一　Salbuによる批判の検討

Salbuの見解は、Chiarella v. United事件におけるPowell判事の多数意見をもって不正流用論とするものであるが、まず経済学の立場からする批判から、Salbuによる批判を検討し、ついで法の体系からする批判について検討する。

ア　経済学の立場からの批判の検討

Salbuは、不正流用論は、情報上の優位を不正に流用することによって獲得し、これを証券の取引に利用することを禁ずるのみであって、情報上の優位を適法に獲得し、これを証券の取引に利用することを禁じておらず、このことは情報上の不均衡を認めるのであるから、不正流用論は経済学上非効率であって、市場の欠陥となると批判する。こ

の指摘は非常に重要である。それは、わが国において証券取引法の目的論として市場法説の立場を採る上村教授は、「投資家が独自の知識・経験・勤勉さにもとづいて情報格差を形成することは認められ、むしろこうして形成された投資判断が市場に反映されることによりはじめて公正な価格形成が可能となる。このことは逆に言うと、たまたまある地位にいたことによってもたらされる情報格差を利用した投資判断の形成行為は、公正な価格形成に結びつきえない市場阻害行為と評することができる」[17]としているからである。

上村教授が述べる、「投資家が独自の知識・経験・勤勉さにもとづいて形成した情報」も、Salbuが指摘する「情報上の優位を適法に獲得した」場合の一事例に過ぎないのであるから、Salbuによれば、このようにして生ずる情報上の優位を利用して取引を行うことは、経済学上非効率であって、市場の欠陥を構成することになり、かくて禁じられるべきことになってしまう。そこで、Salbuが述べる、「情報上の優位を適法に獲得」した場合とは、会社Aが未公開の重要情報をもち、会社の業務執行の権限を持つ者が、この情報の使用を第三者Bに許可した場合のような限定的な場合のみを指すのであると解するしかなく、許可された情報を利用して証券の取引が行われると、財は情報の本来の帰属者ではない者に配分されることになってしまい、このことは、財の効率的な配分に反するので市場の欠陥となるし、業務執行の権限を持つ者がするこのような許可は、とりもなおさず、会社に帰属する無体財産の第三者に対する無償の供与であるから、このような許可は、多くの場合、業務執行の権限を持つ取締役会の構成員である取締役の善管注意義務または忠実義務違反の責任を惹起させる違法な行為であり、このような情報について「情報上の優位を適法に獲得する」ことはありえない。

要するに、自ら発掘した情報によって情報上優位にある者が、このような情報を持たない情報上劣位にある者との間で証券の取引を行った場合、財は情報を形成した者に配分されることになるが、このこと自体は、正に市場の機能である効率的な財の配分に沿った結果であるので、これが非効率的と称される由もない。

現代における証券取引の多くは、証券取引所を通じて行われる集団取引によって行われるが、市場参加者は市場から大きく疎遠しており、一般の投資家としては、証券を売買すべきかどうかという判断の基礎となる情報の多くを、証券会社や証券アナリストに頼らざるを得ないし、市場と疎遠した投資家が、証券会社や証券アナリストを用いて情報を収集して情報上の優位に立つことを否定することはできない。

それは、第一には、対価を払いさえすれば、この情報は誰でも入手できるのであって、理屈としては全ての投資家が利用可能な情報を入手して情報上の優位に立とうとすることを禁止することは、市場において証券アナリストらが果たすべく期待されている機能を否定し、かえって市場の効率性を失わしめることになってしまうからであり、第二には、人が証券に投資するのは、自分が情報上優越的な地位にあると信ずるからであり、情報上の不均衡をすべて否定することは、市場の存在自体を否定することになってしまうからである。

そこで、Salbu による経済学の立場からする批判は正当ではない。

イ　法の体系の立場からの批判の検討

Salbu の見解は、Chiarella v. United States 事件における Powell 判事の多数意見をもって不正流用論とするものであるが、先に挙げたように Powell 判事は、多数意見において「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。……かくて、株式の取得または売却に際して沈黙を守ることが適法であるか、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、証券取引法一〇条b項に基づく詐欺の訴の基礎を構成する、詐欺に基づく責任が……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ことは、既に確立されて〔いる〕。[18]」と述べていることから明らかなように、Powell 判事が述べた多数意

見の不正流用論とは、未公開情報に携わる者が、信頼関係に違反して重要な未公開情報を自らが行う証券の取引に利用することを禁ずる法理である。そこで、Salbu による法の体系からする批判とは、本来内部者取引規制は、証券の取引に際して発生する不公正の問題であるのにもかかわらず、Powell 判事の多数意見である不正流用論は、会社情報の実質的所有者である株主に対する信任義務という、証券の取引そのものとは全く関係のない財産の管理上の義務の違反を契機として、内部者取引規制の理論を構築している、という批判である。Powell 判事の多数意見をもって不正流用論とするかぎり、Salbu が指摘する法体系上の批判は正当である。

二 Kiddによる不正流用論に対する批判の検討

Kidd は、Salbu とは異なり、Chiarella v. United States 事件における Burger 首席判事が述べた反対意見を不正流用論と解しているが、Kidd の批判の内容は、Salbu が法系上の問題として指摘するところとほぼ同一であって、ただ、これに加えて情報接触論(access to information theory)が採られるべきことを主張するものである。筆者も従来は、Chiarella v. United States 事件における Burger 首席判事が述べた反対意見を不正流用論と呼んできたが、Burger 首席判事が述べたところを詳細に検討すると、Burger 首席判事の不正流用論は、Chiarella v. United States 事件において Powell 判事が述べた不正流用論とはその内容が異なり、むしろ Burger 首席判事が述べた反対意見は、情報均等論(parity of information theory)とも呼ばれるべきものである。すなわち、Burger 首席判事が述べたところは以下の通りである。

「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

予想を行うことにインセンティヴが与えれる。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界が存在する。とりわけ、情報に対する優位が、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、または専門的な判断を用いることによって初めて入手でき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、証券取引法一〇条b項および証券取引法規則 10b-5 は、右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。

証券取引法一〇条b項および証券取引法規則 10b-5 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、証券取引法一〇条b項および証券取引法規則 10b-5 の射程距離が詐欺的な計略を実行する者にまで及ぶことになる。(19)」

Burger 首席判事の反対意見を詳細に検討すると、Burger 首席判事の不正流用論の重要な部分は、傍線部分であり、これは、証券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取引に際して利用す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、優越的地位にある当事者について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詐欺または欺罔を構成し、かくて詐欺の責任が発生するとするものである。

換言すれば、基本的には情報均等論の立場を採り、ただ証券の取引の当事者に、反対当事者としても合法的に入手可能な情報の限度で、情報上の優越的地位を許容するものである。そして当該情報が不法または違法に入手されたものであって、したがって取引の反対当事者としてもこれを合法的には入手することができないものであることの判断

材料として情報の入手が信任義務に違反することによって達成されたかどうかを問うものである。したがって、Salbu や Kidd による批判は、Burger 首席判事による不正流用論には該当しない。

また Burger 首席判事の不正流用論によれば、いわゆる第三者による内部者取引(outsider insider-trading)、たとえば内部者Aが電話で内部情報について会社に報告しているときに、これを盗み聞きしたCが当該情報を利用して証券の取引を行った場合に、Cに内部者取引の責任を問うことができるが、Kidd が主張する情報接触論によれば、Cに内部者取引の責任を問うことができないという欠点があるので、情報接触論を採ることはできない。

筆者は、拙著「証券取引法第一九〇条の二〔現行一六六条〕の基礎理論の研究」[20]において、内部者取引規制を規定するわが国の証券取引法一六六条以下の条文の趣旨は、証券市場の公正性の維持にあることを明らかにしたほか[21]、「内部者取引規制の法理」[22]において、公正性の概念は、忠実性の要請としての公正性、情報上の平等の要請としての公正性、ならびに加害禁止の要請としての公正性の三つの公正性の要請によって構成されていることを明らかにした[23]。

Burger 首席判事の不正流用論によればこれら三要素を満足させることができるので、Burger 首席判事による不正流用論はアメリカ合衆国だけでなく、わが国においても、内部者取引の基礎理論として維持されていくべきものと思われる。

結　語

以上、内部者取引の基礎理論として不正流用論をおくことが正当であるかどうかについて、近時の不正流用論に反対する見解を検討してきた。

すなわち、第一に、何をもって不正流用論とするかについて、Chiarella v. United States 事件の判決において Powell

判事が述べた多数意見が示すところが不正流用論であるとする見解と、同事件の判決においてBurger首席判事が述べた反対意見が示すところが不正流用論であるとする見解とに学説上見解が別れていることを明らかにした後に、第二に、それぞれの見解による不正流用論に対する批判を明らかにし、第三に、不正流用論に対する批判が正当であるかを検討した。その結果、不正流用論のうち、Burger首席判事が反対意見において述べた不正流用論は、基本的には情報均等論を採るものであって、これに対する批判は正当でなく、またBurger首席判事による不正流用論によれば第三者による内部者取引（outsider insider-trading）をも内部者取引規制の枠に含ましめることができるのみでなく、わが国の証券取引法一六六条以下の条文の趣旨とされている証券市場の公正性の維持を満足させることができるので、Burger首席判事による不正流用論は今後とも内部者取引規制の基礎理論として維持されるべきことを明らかにした。

[付記] 経済学者は通常「market failures」を「市場の失敗」と訳す。Hypothesis of Efficient Market（効率的市場の仮説）を前提として、あくまでも仮説について論ずるならば、この訳は正しい。しかし、所与の市場（given market）を前提として論ずる場合には、「market failures」は、「市場の欠陥」と訳すのが正当である。そこで、本稿においては、敢えてこれを「市場の欠陥」と訳した。

なお本稿の作成にあたりましては、慶應義塾大学学事振興資金のご援助を頂戴しました。　脱稿・九九五年一月一九日

（1） Aldave, Misappropriation: a General Theory of Liability for Trading on Nonpublic Information, 13 Hofstra L. Rev. 101 (1984).

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

（3） Note, Insider Trading: The Misappropriation Theory versus An "Access to Information" Persupective, 18 Del. J. Corp. L. 101 (1993 by Kidd); Salbu, The Misappropriation of Insider Trading: A legal, Economic, and Ethical Analysis, 15 Harv. J. of Law & Pub. Pol. 223 (1992).

（4） Chiarella v. United States, 455 U. S. 222. (1980).

(5) 並木(和)、内部者取引の拡大に向けて・法研六五・八・一、一七(一九九二)。
(6) Salbu, supra note 3, at 227.
(7) Chiarella v. United States, supra note 4, at 227-238.
(8) Kidd, supra note 3, at 111-112.
(9) Kidd, id. at 114.
(10) Kidd, id. at 112-113.
(11) Kidd, id. at 113.
(12) Kidd, id. at 113-114.
(13) Kidd, id. at 113.
(14) Salbu, supra note 3 at 233-234.
(15) Salbu, id. at 239-240.
(16) Kidd, supra note 3, at 123-125.
(17) 上村達男、インサイダー取引規制と各界の対応・日本私法学会商法部会シンポジウム資料・商事法務一二二五・二、一五(一九九〇)。
(18) Chiarella v. United States, supra note 4, at 229-231.
(19) Chiarella v. United States, id. at 240-242.
(20) 並木(和)、証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究・法研六六・一・一一九(一九九三)。
(21) 並木(和)、前掲注二〇論文一二一頁。
(22) 並木(和)、内部者取引規制の法理・法研六四・三・一(一九九一)。
(23) 並木(和)、前掲注二二論文一六～一七。