

# 琉球大学学術リポジトリ

## アメリカにおけるインサイダー取引規制の法理： 総論（下）

メタデータ	言語: 出版者: 琉球大学法文学部 公開日: 2007-10-28 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 島袋, 鉄男, Shimabukuro, Tetsuo メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/20.500.12000/2169">http://hdl.handle.net/20.500.12000/2169</a>

アメリカにおけるインサイダー取引規制の  
法理——総論(下)

島袋 鉄男

目次

一、総説

二、Rule 10b-5 における黙示の私訴権(以上、四三三号)

三、インサイダー取引と Rule 10b-5

(一) 適用拡大の時期——チャレラ (Charella) およびタークス (Dirks) 判決前

(二) チャレラおよびタークス判決以後

四、立法案をめぐる最近の動向

(一) 立法案提出の背景

(二) 立法案提案の経緯、内容および基本的問題点

五、結語

### 三 インサイダー取引と Rule 10b-5

(一) 適用拡大の時期—チアレラ (Chiarella) およびタークス (Dirks) 判決前

一、アメリカ合衆国におけるインサイダー取引の規制は、合衆国一九三四年証券取引所法 (the Securities Exchange Act of 1934) 一〇条b項および同条項に基づき、合衆国証券取引委員会 (the Securities Exchange Commission) 以下、SEC(とらう) によって制定された規則一〇b-5 (Rule 10b-5) 以下、一〇条b項を含んで Rule 10b-5(とらう) を根拠として発展したものである。しかし、Rule 10b-5は、インサイダー取引の規制を直接の目的とするものではなく、広く、証券取引における詐欺的行為を規制する、いわゆる一般的詐欺禁止規定 (a general anti-fraud provision) である。したがって、Rule 10b-5が明文でインサイダー取引に言及しているわけではない<sup>(1)(2)</sup>。それが、インサイダー取引規制の根拠とされたのは、インサイダー取引が、Rule 10b-5が禁じている詐欺的行為に当たるとされたからにはほかならない。

インサイダー取引が詐欺的行為に当たるとされたことについては、取締役、役員または支配株主等、伝統的に会社内部者 (corporate insider) とされる者 (以下、会社内部者(とらう) が、自己の会社の株式の価格に影響を及ぼすことが明らかな重要な情報を、その地位にあるが故に入手して、その情報が公表される以前に、その情報に基づいて、自社の株式を買付ける行為が、コモン・ローの詐欺 (fraud or deceit) に当るのではないかとして、問題にされてきたことが背景になっている。

二、取引に関するコモン・ローの法理の基礎にあるのは、買主危険負担 (caueat emptor) の原則である<sup>(3)</sup>。した

が、取引当事者の一方が、その取引に重大な影響を及ぼす情報を知っており、相手方はそれを知らない場合でも、特に虚偽表示等の積極的手段を講じない限り、黙って自己に有利な取引をしても何ら違法とはならない。すなわち、単なる沈黙 (concealment) もしくは、自分の知っていることを開示しなかった (nondisclosure) というだけでは、コモン・ロー上の詐欺にはならないというのが一般原則であった。ただし、この一般原則には、いくつかの例外が認められ、その一つが、例えば、本人と代理人や遺言執行者と受益者の関係のように、当事者間にある種の信任関係 (confidential or fiduciary relation) が存する場合である。この場合には、受任者に、不正な利得をしないための最高の誠実性が要求され、取引に影響する重要な情報を相手方に開示する義務が生ずることになり、沈黙や不開示でも詐欺になるとされる。

伝統的な会社内部者が、重要な未公開情報に基づいて株主から株式を買付ける場合の会社内部者と株主との関係が、右のいわゆる信任関係に当り、したがって、会社内部者がその情報を相手方たる株主に開示しないで取引することは、コモン・ロー上の詐欺になるのではないかということから、会社内部者の株式買付行為が問題とされた。この場合に、会社内部者の側に開示義務が生ずるのかにつき、判例は、開示義務なしとする多数説 (majority rule)、開示義務ありとする少数説 (minority rule) および、折衷説ともいふべき、当該取引および当事者間の特別の事情によって開示義務が生ずるとする特別事情説 (special facts rule) に分れていた。ただし、これらのコモン・ローの法理は、すべて、当事者間にいわゆる privacy がある場合、すなわち、相対取引 (face-to-face negotiation) の場合を前提とするものであって、非個人的な証券取引所市場 (impersonal stock markets) における取引には適用されず、また、会社内部者が、株主以外の第三者に自己の会社の株式を売付ける場合にも適用されないものであった。

コモン・ロー上の右のような状況の下では、事実上、重要な未公開情報の不開示を理由として、株式を買付けた会社内部者の責任を追及する訴を提起することは困難であり、たとえ、少数説あるいは特別事情説を採る州においても、手続上の障害等があつて、勝訴することは稀であつた。<sup>10)</sup>

三、会社内部者の重要な未公開情報に基づく株主の買付行為を詐欺として捉えることについては、コモン・ロー上、右のような制約があつたが、右の行為を、一般的詐欺禁止規定である Rule 10b-5 が禁じている詐欺的行為に当るとして、その行為を Rule 10b-5 の下で問題とするようになったことについては、コモン・ローの存在が直接の背景になつたといえる。<sup>11)</sup> しかも、その行為の規制を、連邦法としての Rule 10b-5 を根拠とすることによって、インサイダー取引の規制は、コモン・ロー上の法理の制約を越えて飛躍的に発展することになった。

まず、会社内部者の、株式買付行為に当つての、重要な未公開情報の開示義務に関しては、右にみたように、コモン・ロー上は判例が分れていたが、この問題が Rule 10b-5 の解釈問題とされることによって、開示義務が肯定され、事実上、コモン・ロー上の少数説が、会社内部者の株式買付行為を規制する合衆国法として定着することになつた。<sup>12)</sup> そのことは、Rule 10b-5 の解釈について、それは連邦法の立場からなされるべきであり、また、Rule 10b-5 がその性質において救済的 (remedial) なものであるから、その解釈も、立法目的に照して柔軟になされるべきであるとする基本原理 (目的論的柔軟解釈) が採られたことによる。<sup>13)</sup>

合衆国においては、会社内部者の権利義務に関しては、会社法としての各州法が規制するものであり、したがつて、会社内部者の株式買付に際しての開示義務の存在を会社法上の問題として処理すべきだとすると、まさに先にみた通り、各州法によって異なることになり、たとえば、連邦裁判所で争われた場合でも、州法に拘束され、どの州法を適用するかによって結果が異なることになる。しかし、それが、連邦法としての Rule 10b-5 の問題だ

とすると、州法に拘束されずに連邦独自の判断が可能になる。この場合には、会社内部者の株式買付行為が Rule 10b-5 でいう詐欺的行為に当るか否かということは、単なる連邦法の解釈問題となるからである。そして、その解釈が会社内部者の開示義務の存否という、本来、会社法で規制すべき会社内部者の権利義務に関わる場合でも、連邦法の解釈ということでは、連邦独自の判断が可能だということになる。その結果、連邦制定法の半影 (a penumbra) と呼ぶ「連邦コモン・ロー」が生成されることになる。そのうえ、Rule 10b-5 の規定が、幅広い解釈の余地を残す一般の詐欺禁止規定であるために、一度、伝統的コモン・ローが、裁判官によって形成された法 (judge-made-law) であったと同じように、Rule 10b-5 の下で、「Rule 10b-5 革命」とでも呼べる、コモン・ローから解放された、統一的連邦コモン・ローが、裁判官によって形成されることになったのである。<sup>(8)</sup>

会社内部者の株式買付行為における開示義務の存否が、Rule 10b-5 の問題となると、何故にコモン・ロー上の少数説の立場、すなわち、開示義務が肯定され、不開示が詐欺となるとされるのか。それは、Rule 10b-5 が、一般投資者の保護を目的とする一九三四年証券取引所法の規定であり、同法の目的の一つが、情報を知らされない一般投資者の犠牲において、会社内部者が自己の利益のために内部情報を利用することを禁ずることにあるとして、その目的を達成するのに必要な柔軟な解釈、すなわち、目的論的柔軟解釈が採られるからである。<sup>(9)</sup>

四、Rule 10b-5 の下で、会社内部者の開示義務を肯定し、重要な未公開情報を開示せずに株式を買付けることを、詐欺的行為に当るとすることは、これを Rule 10b-5 の問題として処理した初期の代表的判決、例えば、Kardon v. National Gypsum Co. や Speed v. Transamerica Corporation の事実関係——閉鎖会社の会社内部者の相対取引による株式買付——に照すと極めて妥当な結論といえる。会社の業務に携っていないがために、

「自己の株式の価値に重大な影響を及ぼす情報を知らなかった少数株主が、業務執行を委ねている会社内部者に、直接に株式を売却したあとで、実は、相手方は会社の業務にタッチしていたがために、その情報を知りながら黙っていたのだということを知った時に、「騙された」と思うのはもつともであろう。この場合に、会社内部者は、会社に対して義務を負っているのであって、株主に対しては信任関係にないとする多数説は、自らが作り出した擬制に拘束されてしまうようなもので妥当でないことは、誰もが認めることであろう。」<sup>18)</sup>

会社内部者の、重要な未公開情報に基づく株式買付が違法(詐欺的行為)だとする右の判断を肯定すると、つきに、会社内部者の株式の売付はどうか、さらには、売買が証券取引所を通じて行われた場合はどうかというところが問題になる。コモン・ローでは、この場合に開示義務を肯定することにつき、法理上の難点があつて、会社内部者の責任を認めることが困難であつた。

しかし、実質的に判断すると、会社内部者は、その売付によって、相手方に対して受任者たる地位につくのであつて、相手方が、いったんその地位(株主たる地位)につくと許されなくなるような、会社内部者の地位利用が、株主たる地位に相手方を誘い込む場合には認められることになるというのは、いかにも不当な区別である。<sup>19)</sup> また、不誠実な会社内部者に、証券取引所という仮面によって、被害者から自分の身元を隠すことによって、応報的正義(retributive justice)から免れる道を認めるのも妥当ではない。<sup>20)</sup> ましてや、証券取引所法の規定によって与えられる保護が、主たる証券取引市場である取引所における取引には与えられないとする<sup>21)</sup>「異常(anomalous)」というほかないということになる。

Rule 10b-5 の下におけるインサイダー取引の規制は、右の実質的判断を出発点として、それを状況に応じて拡大しつつ、その結論をいかに理論づけるかという問題を内包しながら発展してきたものであるといつてよい。

五、会社内部者が、重要な未公開情報に基づいて、相対取引によって、自社の株式を買付ける場合には詐欺となるが、株式の売付や証券取引所を通じての売買は詐欺とはならないとするロモン・ロー上の法理は、実質的に不合理だとする立場から、いずれの場合も、Rule 10b-5 の下で詐欺的行為に当たるとして、その後のインサイダー取引規制の発展の基礎になったのは、合衆国第二巡回控訴裁判所のテキサス・ガルフ・サルファ判決と、この判決に多大な影響を与えたSECのキャティ・ロバーツ判決である。

テキサス・ガルフ判決は、証券取引所法は、相対取引、店頭取引および取引所取引を通じ、一般的に、証券取引における不正で不正 (inequitable and unfair) な慎行を防止し、公正を確保することを目的とするものであり、Rule 10b-5 は、「非個人的な取引所において取引をするすべての投資者は、重要な情報にお互に等しく接しているという証券市場の正当な期待に基礎をおくことを方針とする」ものであるということを描き、Rule 10b-5 の本質は、「自己のために、ある会社の証券の取引をしようとする者が、もっぱら会社の目的のために利用されるべきであって、他のいかなる個人的利益のためにも利用してはならない情報に、直接間接に接した場合には、その情報が取引の相手方、すなわち、一般投資者に、未だ利用できない状態にあることを知らなから、その情報を利用してはならないということにある」とした。したがって、Rule 10b-5 の適用は、伝統的な会社内部者に限定されるべきではなく、「重要な内部情報を有しているすべての者 (anyone in possession of material inside information) は、それを一般投資者に開示 (disclose) するか、もし彼が会社の機密を守るために、それを開示できないか、あるいは、開示しないこととした場合には、その情報が開示されない間は、関係する証券の取引や取引を推奨することを思い止まる (abstain) べきである」として、いわゆる「開示または断念 (disclose or abstain) の原則」を明言した。



キャディー・ロバート審決は、伝統的会社内部者以外の者が開示義務を負うこととなる根拠として、第一に、会社の目的のためにのみ用いられるべきであって、他の如何なる個人的利益のためにも用いてはならない情報に、直接間接に接することとなる関係の存在、第二に、取引当事者の一方が、相手方が右の情報を利用し得ないということを知りながら、自己のためにそれを利用する場合に生ずる生来的不公正 (inherent unfairness) を掲げている。<sup>8)</sup>

テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバートの右の法理は、重要な未公開情報に基づく株式の売買(以下、インサイダー取引という)を Rule 10b-5 という詐欺的行為に該当することについて、基本的には、コモン・ロー上の詐欺の法理によっている。すなわち、不開示が詐欺となるには、開示義務がなければならぬということ为前提にしている。そのうえにたつて、開示義務を生ずるのは、会社内部者と会社ないし株主との間に信任関係が存するからだとする従来のコモン・ローの厳格な解釈を離れて、開示義務を生ずる場合を、取引当事者の一方だけが未公開情報を有しているという情報に対する不平等、その情報を公表に先だつて利用することの不公正といった、より一般的な根拠によって基礎づけたところに、この法理の大きな意義があった。すなわち、この法理が、右のような一般的な根拠によって開示義務を基礎づけたことは、従来のコモン・ローの法理を、とくに、取引所取引に適用する場合に生ずる不合理性を克服し、インサイダー取引を、それが取引所を通して行われた場合であっても(むしろ、その場合にこそ)、不当だとする実質的判断に合致する結論を導き出す法理を提供する画期的なものであった。

六、テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバートの法理に問題がないわけではない。まず、インサイダー取引は不当ないし不公正だとする判断そのものについて異論がある。<sup>9)</sup>

つきに、この法理も、インサイダー取引を一種の詐欺だと捉えているが、もし、これを純粹に契約法的な観点から問題にすると、売買の当事者となることが全くの偶然にしかすぎない非個人的取引所の場合、内部者は、誰との契約によって誰に対して開示義務を負い、また、インサイダー取引によって誰が騙され、その結果、どのような損害を蒙り、内部者はどれだけの賠償責任を負わされるのかということが、理論的には十分に問題になりうる。前述の通り、Rule 10b-5 違反に対しては、私訴権が認められるから、このことは、単なる理論上の問題に止まらず、現実の問題となってくる。

テキサス・ガルフ判決もキャティ・ロバーツ審決も、不開示が詐欺となる前提としての開示義務を生ずる根拠について、少なくとも、契約法的な観点からする限り、論理的に十分な説明をしているとはいえない。その法理は、証券取引所法の目的である投資者保護から導き出される、平等な情報への接近とか、インサイダー取引のもつ生来的不公正とかを開示義務を生ずる根拠として掲げているが、それは、インサイダー取引が、投資者保護の観点から好ましくない取引であるという理由にはなりえても、詐欺の前提としての開示義務を生ずる理由としては十分でない<sup>18)</sup>。この点、この法理は、論点先取 (begging the question) の理論であり、その意味で誤った理論 (fallacy) であるといえる<sup>19)</sup>。ただし、その誤りが、それによって、必然的に、支配的法体系の基礎が浸食されるという程のものではなく、むしろ、SECや裁判所が、重大な取引の濫用と思われる事例に介入する法的手段を提供するのに必要な飛躍 (necessary leap)<sup>20)</sup> であると評価しうるものであったというところに、この法理の特色があるといふべきであろう。

開示義務を Rule 10b-5 の目的論点柔軟解釈によって導き出す右の法理を、インサイダー取引を有効に規制しうる規定が Rule 10b-5 以外に存しない以上、必要な飛躍だとして是認するとしても、インサイダー取引を

詐欺的行為だとする法律構成が、他の面で理論的矛盾 (doctrinal anomalies) を露呈することは避け得ないことであつた<sup>(33)</sup>。それが端的に現れるのが、内部者が負う損害賠償の額である。

非個人的な取引所取引において、インサイダー取引が行われた場合、その取引の相手方を確定することは容易ではなく、仮に、確定しえたとしても、あまり意味のないことである。例えば、たまたま、インサイダー取引の相手方が確定したとしても、その者だけに、内部者に対する損害賠償請求権を認めることは、権利が偶然に転がり込んできたのにすぎず、その者と同じ時期に売買に参加した者にとっては、もし、インサイダー取引によって損害が生じているとすれば、損害を蒙りながら賠償請求権が認められないという結果にもなりうる。何故なら、取引所取引に参加している者にとっては、自らの取引の相手方が誰であるかは、とくに重要な意味を持たないであつて、ましてや、その相手方が、インサイダー取引を行っている会社内部者であるという意識は全くないからである。その意味では、インサイダー取引によって損害を蒙った者がいるとすれば、それは、インサイダー取引が行われた時の売り、買いの反対の側に立つ者全員であるといひうる。そして、インサイダー取引によって生じた損害額は、個人についてみれば、重要な未公開情報を知らずに売買した時の価格とその情報が公表された時の価格との差額だということになると、インサイダー取引によって内部者が負う賠償額は、右の個人々の損害額をインサイダー取引が行われた時の相手方全員について合算した額となるはずである。それは、内部者にとつて厳しすぎる (draconian) 額になる。しかし、インサイダー取引を詐欺だと構成すると、法理論上は、そうならざるを得ない。ところが、裁判所は、そのような結果を認めていない。その代りに、賠償額は、内部者がインサイダー取引によって得た利益を限度とするという、いわゆる利益吐き出し (disgorgement) の方法によつて<sup>(34)</sup>いる。アメリカ法律協会の連邦証券法典も、この方法を提唱している。しかし、インサイダー取引が詐欺だとす

る法律構成とは、その理論を厳格に適用する限り、矛盾するものである<sup>(28)</sup>。

以上のことは、取引所におけるインサイダー取引を純粹に詐欺だと構成することが、理論上難しいということを示すものである。ただ、法理論上、難点がありながらも、それが、一方では、証券取引所法の目的である投資者保護の立場から、インサイダー取引を規制する有効な法的手段を提供するものであり、他方では、その難点も、目的論的柔軟解釈の範囲を越えるほど決定的なものとは言えないというところに、テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバーツの法理が、その後のインサイダー取引規制の発展の基礎的法理となりえた理由があるといえるであろう。

七、重要な未公開情報を入力する者は、取締役、役員および支配株主に限らない。まず、業務遂行の過程で重要な未公開情報に接しうる会社の従業員がいる。つぎに、会社の外部の者でありながら、会社との特別な関係、例えば、顧問契約、株式の募集、売出や引受契約、あるいは、会社への融資契約等があって、その契約遂行の過程で、重要な未公開情報を知りうる者がいる。さらには、重要な未公開情報を有する者の配偶者や近親者をはじめ、未公開情報を内密に知らされた者(情報受領者—tippee)もいる。

テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバーツの法理は、右に掲げた者の行うインサイダー取引をも、Rule 10b-1の違反として規制しうるに十分な広がりをもつものであった。そのため、この法理を基礎にして、インサイダー取引の規制は発展を続け、規制の対象者も拡大した<sup>(29)</sup>。その結果、取引の対象となる株式の発行会社とは何ら関係のない者、その意味でインサイダー(会社内部者)とはいえない外部者(outsider)による、重要な未公開情報に基づく株式取引が、インサイダー取引として問題にされるようになった。

外部者によるインサイダー取引<sup>(30)</sup>という問題は、株式の公開買付(tender offer)に関して、典型的に現れる。

例えば、甲会社の株式に対して、乙会社が公開買付を行おうとする場合に、乙会社の関係者が、そのことを知って、公開買付が公表される前に、甲会社の株式を買付け、公開買付の公表によって甲会社の株価が上がった時点で、買付けた株式を売却して利得したという場合である。乙会社の関係者と甲会社とは、当該株式の買付に至るまでは何の関係もない。したがって、Rule 10b-5の下で、重要な未公開情報の開示義務を負う者を、たとえ、伝統的な会社内部者に限定せず、先に掲げた者をすべて含むと解する場合でも、情報を入手できたのは、当該株式の発行会社と何らかの関係があったためであるという場合に限るということになる。乙会社の関係者は、Rule 10b-5の適用からはずれてしまう。しかし、この場合も、発行会社の株価に関する重要な未公開情報に基づき取引によって利得するという点では同じである。たとえ、発行会社とは何らの関係がなくとも、一般には知り得ない株式に関する重要な情報を、何らかの理由(とくに、自らの情報収集能力以外の理由)によって入手して利得しているという点で、一般投資者の立場から、実質的あるいは直観的(intuitively)に判断すれば、この場合も不当であるといえる。<sup>44)</sup>

発行会社の株価に重要な影響を及ぼす情報は、通常は、発行会社の財産状態や収益力等に関する情報(会社情報—information about a company)であろう。その場合には、情報を公表前に知り得る者も、発行会社と何らかの関係を有する者に限られることになる。しかし、発行会社の株価に重要な影響を及ぼす情報は、会社情報のみに限らない。公開買付に関する右の事例は、そのことを示している。すなわち、この場合の情報は、会社外で存在し、会社外の者によって保持され得るものでありながら、発行会社の株価に影響を及ぼすという点では、会社情報と何ら変らない。<sup>45)</sup>このような情報は、いわば取引市場に関する市場情報(market information)ということができる。

市場情報も、発行会社の株価に与える影響という点では、会社情報と同じだとすれば、その情報が公表される前に、その情報によって利得することが不当であるという判断も同じであってよい。その情報の入手方法が、発行会社と特別な関係にあったか否かにより区別する実質的理由はない。ただし、これは、あくまでも実質的に判断した場合であって、会社外部者によるインサイダー取引をも、Rule 10b-5 に違反する詐欺的行為と看做しうるかという、法理論上の問題となると単純ではない。そのためには、開示義務を生ずる根拠を、発行会社との特別な関係にあるが故に、重要な情報を手に入れたということ以外に求めなければならなくなる。しかし、そのことが、法律上の詐欺概念の範囲で可能かという問題が残る。

八、テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバーツの法理は、外部者によるインサイダー取引をもカバーしうるものである。この点につき、テキサス・ガルフ判決は、前述の通り、Rule 10b-5 は、「非個人的な取引所において取引をするすべての投資者 (all investors) は、重要な情報にお互に等しく接している」という証券市場の正当な期待に基礎をおくものである。「重要な内部情報を有しているいかなる者 (anyone in possession of material inside information)」も、いわゆる開示または断念の原則に従うものであると述べている。<sup>(12)</sup> この文言は、典型的な会社内部者および情報受領者が問題となった判決の文脈の中で理解されるべきであるという指摘もあるが、これを文言通りに読めば、市場における情報に対する平等主義 (market egalitarianism) を表明していると解されないこともない。

公開買付者から、公開買付に関する書類の印刷を頼まれた印刷業者の植字工が、印刷の過程で、暗号化されていた公開買付の対象会社を割出し、公開買付の公表前に、その株式を買付け、公開買付の公表後、株価が値上がりした時点で売却して利得した事件で、第二巡回控訴裁判所は、この植字工の行為を Rule 10b-5 違反とし

た。

この判決(チャレラ—Charalla—控訴審判決)は、植字工は株式の発行会社(公開買付の対象会社)の内部者ではないという抗弁に対して、その通りであるとしたうえで、それにもかかわらず、彼は、「市場内部者(inside the market itself)」であるとした。<sup>(16)</sup> すなわち、印刷業者は証券業界の補助機関として、投資者に対する情報の伝達装置の中心部分を占めるものであり、その意味で、植字工も、また、証券市場機構の内部にある者といふことができる。証券市場が有効に機能するためには、右のような市場機構において戦略上重要な地位を占める者が、その地位にあるが故に得た情報から個人的に利得することを禁ずる必要がある。そのために、この場合にも、開示または断念の原則が適用されるとし、市場内部者か否かの判断は、「重要な未公開情報を定期的に入手する者(any one—who regularly receives material nonpublic information)」という基準によるべきだとした。<sup>(17)</sup>

チャレラ控訴審判決は、証券取引機構の中で、重要な未公開情報に接しうる地位にある者すべてについて、その地位によって得た情報上の優位性に基づいて利得することを規制する法的手段を提供するものであった。その点で、情報に対する平等性に向かつて、従来の判例を前進させるものであった。しかし、そのことが、法理論上、Rule 10b-5の詐欺的行為の解釈の範囲内で可能なのかという問題を現実のものとした。また、情報の優位性に基づく取引といっても、取引当事者間には、常に、情報における種の優劣があるものであり、重要な未公開情報に基づく取引の中にも、むしろ、望ましい経済活動と看做しうるものもあるから、その中から、それを違法なものとして取り出すのか、その場合の基準が、チャレラ控訴審判決の提唱した「市場内部者」の基準で十分なのかという問題も残された。<sup>(18)</sup>

(I) チャレラ (Charella) およびタークス (Dirks) 判決以後

一、合衆国最高裁判所は、チャレラ控訴審判決に対する裁量上訴 (certiorari) を認め、控訴審判決を破棄した。最高裁判所のチャレラ (Charella)<sup>(6)</sup> 判決(以下、単にチャレラ判決という)は、Rule 10b-5 が規制の対象とするのは、すべての不正行為というのではなく、詐欺的行為に限られるのであって、不開示を根拠に詐欺を主張する場合には、開示義務の存在が前提となり、開示義務がない場合は詐欺もありえないとする。<sup>(6)</sup> そのうえで、Rule 10b-5 の下で、不開示による詐欺的取引を認められるためには、取引当事者に、ある種の信任関係 (a relationship of trust and confidence) があって、その関係から生ずる開示義務が前提となるとする。<sup>(7)</sup> その点で、本件の植字工は、本件の取引については、非個性的な市場取引を通して売主と取引をしたにすぎない全くの外來者 (stranger) であって、売主の代理人でも、受任者でも、売主が信頼を寄せた者でもないから、本件の取引につき、右の開示義務を生ずるような関係は存在しないとされた。<sup>(8)</sup>

チャレラ判決は、右のように、Rule 10b-5 の下でインサイダー取引が違法となるのは、取引当事者間に信任関係が存在する場合に限るといふ考え方 (Fiduciary Duty to Shareholder Theory)<sup>(9)</sup> を明確にし、チャレラ控訴審判決が示した、情報に対する平等主義 (Equal Access to Information or Parity-of-information)<sup>(10)</sup> あるいは、重要な未公開情報を有していること自体から開示義務が生ずるとする考え方 (Possession Theory)<sup>(11)</sup> を否定した。<sup>(12)</sup>

二、合衆国最高裁判所のタークス (Dirks) 判決<sup>(13)</sup> (以下、単にタークス判決という)は、チャレラ判決の立場を踏襲したうえで、情報受領者 (tippee) の責任の性質および情報受領者が責任を負う場合について、最高裁判所



の見解を明らかにした。

ダークス判決の事例の特色は、情報を漏らした会社内部者 (tipper) の側に、何ら私的に利得する意思がなく、もっぱら、会社の不正を暴いてもらいたがために、会社の未公開情報を、証券アナリスト (securities analyst) で証券会社の役員である被告に伝えたというところにある。すなわち、ある会社の役員であった者が、その会社に資産の過大評価等の不正であるので、それを調査して公表してくれるよう被告に頼み、被告の調査によって、その不正が明らかにされ、ついに、その会社は財産管理の状態におかれるようになり、その株価も急激に下落した。ところが、調査の過程で、被告が調査の状況を被告の特定の顧客に知らせたために、その顧客は、当該会社の株式をいち早く手離して、株価下落による損害を免れた。そのことについて、SECが、被告に対する懲罰手続を開始し、被告が、会社に不正行為があるという未公表の情報を特定の者に伝え、それによって、特定の者が損害を免れたということが、Rule 10b-5違反を幇助することに当るとした。ただし、会社の不正を明るみに出すことについて、被告の果たした役割を考慮して、SECは、被告を譴責 (censure) 処分にするに止めた。

SECの処分を不服とする被告の申立ては、巡回控訴裁判所によって却下されたが、最高裁判所は、控訴審判決を破棄した。

ダークス判決は、まず、重要な未公開情報を有しているということだけからRule 10b-5に基づき開示義務が生ずるのではなく、開示義務が生ずるためには、信頼関係がなければならぬとするチャレラ判決の法理を確認し、そのうえで、つぎのようにいう。

会社および株主に対して忠実義務を負っている会社内部者と異なり、典型的な情報受領者には、当然には、信頼関係は認められない。<sup>10)</sup> 情報受領者の開示または断念の義務は、会社内部者の信任義務違反に、事実上加担した

者としての役割から生ずるものであり、その意味で、会社内部者の義務から派生する (Derivative) ものである。<sup>(65)</sup>したがって、情報受領者が、会社ないし株主に対する会社内部者の義務を承継することになるのは、単に、内部情報を入手したためではなく、内部情報が会社内部者によって、不当に (Improperly) 情報受領者の利用に供されたからにはかならない。すなわち、情報受領者が、株主に対して、重要な未公開情報に基づいて取引をしてはならないという信任義務を負うのは、会社内部者が、株主に対する信任義務に違反して、当該情報を情報受領者に開示し、情報受領者の方でも、会社内部者の右の義務違反を知り、または、知るべきであったという場合に限られる。<sup>(66)</sup>ところで、会社内部者の会社の機密情報の開示が、すべて、内部者の株主に対する義務に違反するというものではない。その開示が義務違反となるか否かは、多くの場合、開示の目的にかかってくる。その判断は、内部者が、その開示によって、直接、間接に、利益を受けるか否かによるべきで、何らかの個人的利得がない場合には、株主に対する義務違反はなく、会社内部者に違反がない場合には、情報受領者にも、また、義務違反はない。ただし、個人的利得があるか否かは、客観的な基準によるべきである。<sup>(67)</sup>

情報受領者に関する右の法理 (The Tipper-Tippee Theory) を適用して、ダークス判決は、被告と株式発行会社との間には、直接に信任義務を生ずるような関係がなく、また、被告に情報を開示した発行会社の内部者にも、その開示によって個人的に利得したという事情は認められないとして、被告の行為に Rule 10b-5 違反はないとした。<sup>(68)</sup>

三、テキサス・ガルフ判決およびチャレラ控訴審判決によって提唱された、証券市場における情報に対する平等主義の立場は、最高裁判所のチャレラおよびダークスの両判決によって否定され、平等主義の立場から、情報受領者に独自の開示義務を認める立論も、ダークス判決によって退けられた。これによって、インサイダー取引規

制が、厳しく制限されることになることは否定できない。<sup>(8)</sup> しかしながら、規制の理論ではなく、その実際についてみれば、チアレラおよびダークスの両判決が、テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバーツを基礎として発展してきた、それまでのインサイダー取引規制の中核部分を否定するものではなく、むしろ、これに最高裁判所としての承認を与えたとも言えるものであって、チアレラおよびダークスの法理の下においても、相当程度のインサイダー取引が規制の対象になる。

チアレラ判決は、証券の取引に当って、重要な情報の開示義務が生ずるのは、取引当事者間に信任関係 (a relationship of trust and confidence) がある場合に限られるとしたが、どのような場合に信任関係が認められるかについては、必ずしも制限的に解しているわけではない。チアレラ判決が信任関係ありとする場合を、同判決の中から具体的に拾いあげると、つぎの者による取引の場合である。すなわち、取引の相手方の①代理人 (agent)、②受託者 (fiduciary) および③相手方が信頼を寄せる者 (a person in whom the sellers had placed their trust and confidence) の三種にのみ<sup>(9)</sup>。

受託者の中に、発行会社の取締役、役員および支配株主が含まれることに異論はない。<sup>(10)</sup> 代理人の中には、発行会社の従業員 (employee)、代理人としての証券会社等が含まれる。<sup>(11)</sup> 相手方が信頼を寄せる者となると、その解釈次第では、かなりな広がりを持ち得る。チアレラ判決後の下級審判決には、これまでの事例の中で、他に有利な市場のあることを知らせないで株式を賣付けた、当該会社のマーケット・メイカーである銀行の従業員、自己の顧客に、或る株式の買付を推奨する直前に、自己の計算で当該株式を賣付けた投資顧問 (investment adviser) 等がこれに当るとするものがあり、<sup>(12)</sup> 証券取引所、SEC、または、他の規制機関の職員、さらには、株価に影響を与える判決が下されることを知った裁判官や書記官、マーケット・メイカーやスペシャリスト等もこれに

含めることが可能だとする者もある。<sup>⑧</sup> もちろん、これも無制限なものではなく、情報に対する平等主義ほど広くはなり得ないが、証券業界において、専門的業務に従事するために規制の対象とされてきた者は、これに含めることが可能であろう。<sup>⑨</sup>

ダークス判決は、チアレラ判決を踏襲したうえで、会社および株主に対して、独自の信任関係を負う会社内部者と異なり、典型的な情報受領者は、信任関係に立つものではないとした。しかし、他方で、会社内部者か情報受領者かの判断に関し、その業務の過程で、会社と信任的關係 (confidential relationship) に入り、会社の目的のためだけの情報に接する機会を与えられた会社外部者、例えば、或る会社の証券の引受業者、会計士、弁護士、コンサルタント等は、その会社の株主に対する受任者として取扱われるものとしている。<sup>⑩</sup> したがって、これらの、いわゆる準内部者 ("access insiders" or "quasi-insiders") もらうは一時的内部者 (temporary insiders) は、チアレラおよびダークスの法理の下で、先に掲げた、チアレラ判決の内部者のほかに、第四の内部者の種類として、加えることができる。<sup>⑪</sup>

ダークス判決は、情報受領者が開示義務を負うのは、会社内部者が信任義務に違反して、自己の私的利益のために、不当に情報を開示する場合に限られるとした。しかし、この不当な目的の判断は、客観的基準によってなされるべきだとして、開示によって金銭的利益を得たり、将来の利益に還元されるような評判を得たりする場合ももちろん、相手方からの見返りを期待するような場合、特定の受領者だけを利する目的でなす場合、さらには、取引をなす近親者や友人に贈与として情報を提供する場合も、不当な目的を推測させるものだとしている。<sup>⑫</sup> ダークス判決の右の基準によれば、実際には、情報を漏らす場合のほとんどが、不当な目的によるものと看做されることになる。<sup>⑬</sup>

チャレラおよびダークスの法理の下でも、右に見たように、実際には、それまでインサイダー取引として規制の対象とされてきた取引の大部分がカバーされることになる。しかし、この法理によっては、どうしてもカバーし得ないもので、規制しないと不当であるとされる場合がある。その代表的事例が、公開買付に関して行われるインサイダー取引である。チャレラ判決が明らかにしたように、開示義務の前提として、取引当事者間に信任関係がなければならぬとする論理による限り、取引の対象となる株式の発行会社と何らの関係も有しない、いわゆる会社外部者の市場情報に基づくインサイダー取引は、その大部分が、Rule 10b-5 の適用対象から除外されてしまう。

ダークス判決も、また、その法理の適用対象から、証券市場において重要な機能を営む者を除外することになる。例えば、ファイナンシャル・アナリスト (financial analyst) がそうである。何故なら、アナリストに対しては、ダークス判決の言う、友情ないしは個人的利益目的がなく、正当な業務の範囲内で情報が内密に知らされることあるからである。そして、アナリストは、会社から入手した重要でない情報に自己の分析や他から得た情報を加えることによって、重要な情報を創出し、そのことによって、証券市場で有用な機能を営んでいることも確かである。しかし、その機能が有用だからといって、これらの者が、インサイダー取引規制から免除されるものではないことも、また、確かである。その機能が濫用される危険も大きい。同じような地位にある者として、さや取業者 (arbitrageurs) がいるが、その濫用事例は、最近のボウスキー・スキャンダルに典型的に現れている。

四、チャレラおよびダークス判決は、会社外部者のインサイダー取引はRule 10b-5 に違反しないとした。しかし、SECは、その後も、これらの行為に対する規制を弱めることはしなかった。むしろ、その規制を強化す

るため、両判決の範囲内で規制可能な法理を執拗に追求した。その一つが、いわゆる不正流用理論 (Misappropriation Theory) である。

不正流用理論の可能性は、チアレラ判決自身に示されていた。すなわち、バーガー (Burger) 長官は、反対意見の中で、つぎのように述べていた。

普通の商取引においては、取引当事者は、とくに信任関係がない限り、お互に情報を開示する義務はないというのが一般原則であるが、この原則の適用にも限界があるべきで、とくに、情報上の優位性が、経験上の優位性先見性、勤勉性によって得られたものではなく、何らかの違法な手段によって得られたものである場合には、この原則も後退すべきである。コモン・ローにおいても、情報が全くの違法行為によって得られた場合には、その情報を開示する義務があるとされており、Rule 10b-5 も、この原理を含み、このうえに立って解釈されるべきである。すなわち、未公開情報を不正に流用 (misappropriate) する者は、その情報を開示するか、あるいは、取引を断念するか絶対的な義務を負う。すべての者 (any person) によるすべての詐欺的計略 (fraudulent scheme) を禁ずる Rule 10b-5 の文言は、右の解釈を明らかに支持するものである。

バーガー長官の右の見解については、反対意見のブラックマン (Blackman) およびマーシャル (Marshall) 判事、それに、法廷意見の結論を支持したブレナン (Brennan) 判事が賛意を表しており、法廷意見に加わった他の五人の裁判官も、この問題が、陪審員に対する説示の中で提起されていないことを理由に意見を差控えているにすぎない<sup>(註)</sup>。したがって、チアレラ判決は、バーガー長官によって示された不正流用理論を否定したわけではなく、むしろ、ステイブンス (Stevens) 判事が、同意意見で述べているように、その解釈を後日に残したとみることができる。

企業の合併・買収を計画している会社を代理している投資銀行 (investment banking firm) の従業員から、合併・買収に関する情報を知らされた情報受領者 (被告) が、この情報に基づいて、買収の対象となっている会社の株式を買付けた行為について起訴された事件につき、第二巡回区控訴裁判所は、はじめ、不正流用理論に基づいて、Rule 10b-5 違反による刑事責任を認めた。<sup>64)</sup> この判決 (ニューマン判決) は、被告には、証券の売主または買主に対する詐欺行為がないから Rule 10b-5 の違反はないとする地方裁判所の判決を破棄し、被告は、重要な未公開情報を不正に流用することによって、雇主たる投資銀行およびその顧客たる買収会社に対して、丁度、これらの会社から現金や証券を詐取したのと同じような不法行為をなしており、これは Rule 10b-5 に違反するものであるとした。<sup>65)</sup> また、Rule 10b-5 に基づく訴えについて、民事責任の場合は別にして、刑事責任が問題となる場合には、被告の行為が、証券の売主または買主に対する詐欺的行為である必要もないとした。<sup>66)</sup> さらに、もっぱら証券を買付ける目的で、合併・買収に関する情報を不正に入手したということで、不正行為が「証券の売買に関する」ものでなければならぬとする Rule 10b-5 の要件も満たされたとした。<sup>67)</sup> すなわち、重要な未公開情報を不正に流用する者は、その情報の正当な所有者 (情報所有者) に対して詐欺を働くものであり、その情報に基づいて、後に取引をなすことは、その詐欺が証券の売買に関して行われたということになると判示したわけである。<sup>68)</sup>

ニューマン判決に続き、不正流用理論は、情報受領者のオプション取引、チャレラと類似した印刷業者の校正係の未公開情報に基づく取引<sup>69)</sup>、法律事務所長の事務所長から当該法律事務所の顧客の合併・買収に関する情報を知らされた情報受領者の当該情報に基づく株式取引<sup>70)</sup>に適用された。

五、不正流用理論は、テキサス・ガルフおよびキャディー・ロバーツの法理を基礎として発展してきた従来のイ

ンサイダー取引規制の趨勢からして、規制の対象とされるものうち、チアレラおよびダークス判決によって規制対象外とされた取引について、チアレラおよびダークスの法理と抵触せずに、なお、規制を及ぼすための法理として考え出されてきたものである。しかし、不正流用理論には、理論的に、Rule 10b-5 に基づくこれまでのインサイダー取引規制の法理とどうしても整合しない点が含まれている。

不正流用理論の最大の難点は、証券の売主または買主でない者に対する信任義務違反から証券取引における詐欺 (securities fraud) を構成するところにある。<sup>(8)</sup> このことは、まず、証券取引所法が適用されるためには、被害者が証券の売主または買主でなければならないとする従来の判例の線にそわないのではないかという問題を生ずる。<sup>(9)</sup> この点について、不正流用理論の立場からは、Rule 10b-5 に基づく民事責任が問われる場合はともかく、刑事責任については、被害者が証券の売主または買主 (seller or purchaser) である必要はなく、詐欺行為が証券の売買 (purchase or sale) に関するものであれば足りるということになる。<sup>(10)</sup> しかし、それでも、なお、誰に対する詐欺行為か、あるいは、その行為の規制によって誰のどのような利益が保護されるのかという問題は残る。この点をつきつめると、不正流用理論は、証券取引における詐欺 (信任義務違反) というよりも、情報を個人的利益のために使用してはならないということに関する信任義務違反を問題にしているのではないかということになる。<sup>(11)</sup> そうだとすると、この場合の受任者の義務は、情報を開示してはならないという点に重点が置かれるのであって、情報を開示せずに取引することよりも、情報を開示することの方が、情報所有者 (受任者が信任義務を負う者) の蒙る損害は大きくなる。例えば、公開買付の場合に、その情報が未公表のうちに、印刷業者の従業員が黙って取引をしてくれる方が、従業員がその情報を公表してしまうことよりも、公開買付者にとっては、公開買付を予定通りに実行するうえで、被害が少なくすむ。この場合、受任者が情報を開示することは、義務



違反を治癒するどころか、ますます、悪化させるだけである。<sup>(9)</sup> 結局、この場合の受任者の義務の内容は、未公開の情報に基づいて取引をしてもならないし、情報を開示してもならないということである。情報所有者の保護という点からはそれでいいし、いわゆる開示または断念の原則も、実際上は、開示か断念かという二者択一ではなく、取引をしてはならないということにはなる。<sup>(10)</sup> しかし、理論的には、開示も取引もしてはならないという不正流用理論による義務の内容は、Rule 10b-5 違反の主張は詐欺を理由とするものでなければならず、また、詐欺の主張が開示を理由とする場合には、開示義務がなければならぬとする最高裁判所の判例とどうしても合致しない。<sup>(10)</sup> チャレラおよびダークス判決以後の下級審判決による不正流用理論の展開は、両判決の法理の理を尽くした適用 (reasoned application) というよりも、その法理を厳格に適用した場合に生ずる重要な規制上のギャップを裁判所が認識していることを表したにすぎないという見解が生ずる所以である。

不正流用理論によると、Rule 10b-5 違反に対する制裁のうち、刑事責任と民事責任について、規制対象の範囲に違いが生じうることになる。なぜなら、Rule 10b-5 の下で、いわゆる黙示の私訴権が認められるのは、証券の売主または買主に限られるというのが判例であり、<sup>(10)</sup> 不正流用理論によると、違反者は、情報所有者に対する義務に違反しているのであって、証券の売主または買主との間には、義務違反を生ずるような関係がないからである。刑事責任につき不正流用理論を採用する第二巡回控訴裁判所も、不正流用理論に基づく民事責任の主張を退けている。<sup>(10)</sup>

六、チャレラ判決の七カ月後に、SECは、規則一四e-3 (Rule 14e-3) を制定した。これは、不正流用理論と並んで、SECがチャレラ判決にすばやく対応して、同判決によってRule 10b-5 の適用対象外とされた取引について、規制を持続するために採った手段であった。<sup>(10)</sup>

証券取引所法一四条e項は、公開買付に関して詐欺的行為をなすことを違法とすると同時に、SECに対して規則等によって、詐欺的行為を定義し、詐欺的行為を防止するための手段を規定する権限を与えている。<sup>(17)</sup> Rule 14e-3は、この授權に基づいて定められたものである。

Rule 14e-3は、公開買付者によって、いったん、公開買付を開始するための実質的な処置がとられると、当該公開買付に関する情報を有する他のすべての者が、当該情報が未公開であり、かつ、その情報が公開買付者または公開買付の対象会社の内部者から入手されたものであることを知り、または、知るにつき合理的理由を有しながら、対象会社の株式の取引をすることは、一四条e項の詐欺的行為に当るとする。<sup>(18)</sup> また、特定の者が、公開買付に関する重要な未公開情報を他人に伝達することも、その結果、Rule 14e-3違反の取引が行われることが合理的に予測できる状況でなされる場合には違法であるとする。<sup>(19)</sup> ただし、多様な業務を営む金融・証券関係法人および公開買付者に対する売付について例外を認める。<sup>(20)</sup>

Rule 14e-3は、重要な未公開情報に基づく取引を違法とするについて、取引をなす者、あるいは、その情報を漏らす者(tipper)が、会社、株主、あるいは取引の相手方に対して、信任関係にあることを要件としておらず、情報を有していることそのものを根拠としている。その意味で、いわゆる「所有理論(possesion theory)」あるいは「平等理論(egalitarian theory)」に立っていることとなるのである。<sup>(21)</sup> しかして、この理論は、Rule 10b-5の適用に関して、チャレラ判決が明確に否定したものである。証券取引所法一〇条b項と一四条e項とは、前者が証券の取引一般に関するものであり、後者が公開買付に関するものであるという点を除けば、いずれも、詐欺禁止規定であることと同じであり、その文言にもほとんど違いがない。したがって、一〇条b項およびそれに基づいてRule 10b-5の下で、重要な情報を開示せずに取引することが詐欺となるためには、何らかの信任関

係が前提となるとするならば、一四e項の下でも同じことが言えるはずであり、信任関係の存在にかかわらず、重要な未公開情報を有しているということだけを根拠に、取引を禁止する Rule 14e-3 は、一四e項の授權の範囲を越えているのではないかという点で、その有効性が問題となる。

SECは、Rule 14e-3の制定に当って、その有効性の根拠をつぎのように述べている。すなわち、チャレラ判決は、不正に入手した情報に基づく取引の Rule 10b-5 の下における違法性の問題については判断しておらず、さらに、同判決の中には、公開買付に関する重要な未公開情報を有する者の取引を規制するための SEC の一四e項に基づく権限を制限することを示唆するようなところもない。一四e項の立法過程に照らすと、議会が、チャレラ事件にみられるような、公開買付に関する重要な未公開情報に基づく取引を、一四e項の適用範囲と考え、したがって、SECが、その規則によって、これに規制を加えることも十分に考慮されていた。<sup>(11)</sup>

チャレラおよびタークス判決以後も、下級審は、Rule 14e-3の適用を認めており、Rule 14e-3は、一四e項によってSECに与えられた権限を正当に行使したものであるとする。<sup>(12)</sup> また、最高裁判所も、一四e項は、一〇条b項と同じく、詐欺的行為に限定されるとしながら、詐欺的行為を防止するのに合理的に必要な手段として、詐欺的でない行為についても規制をする自由を有していると述べている。<sup>(13)</sup>

Rule 14e-3は、チャレラおよびタークスの法理に合致せず、SECの規則制定権の範囲を越えるとして、その有効性に疑問を呈する見解は少なくない。<sup>(14)</sup> 一四e項によって認められた権限の正当な行使だとする下級審判決も、一四e項は、対象会社の株主と公開買付者間の取引のみ適用されるべきであって、オプション取引には適用されないとする被告の主張に対して答えたものであって、チャレラの法理からして、信任関係のないところで、単なる重要な未公開情報を有しているということだけを根拠にして、一四e項に基づく規制を及ぼし

うるかという問題を真正面から取り上げたものではない。<sup>(16)</sup> また、詐欺的行為を防止するに必要な範囲で、詐欺的でない行為についても規制する自由があるとする点についても、SECは、Rule 14e-3 によって、詐欺的行為を防止するためというよりも、詐欺的でない行為をそれ自身を禁止の対象としており、その意味で、やはり、権限を越えているという批判も成り立ちうる。<sup>(17)</sup>

公開買付の分野ほど、重要な未公開情報に基づく不公正な取引の行われ易い分野はない。したがって、チャレラおよびダークス判決によってもたらされる、この分野でのインサイダー取引規制のギャップを認識し、規制の必要性を認める者からは、Rule 14e-3 に基づくSECの規制は支持されることになる。<sup>(18)</sup> しかし、法理上の整合性については、右にみた通り、多いに疑問の余地を残している。さらに、仮に、その有効性を認めるとしても、Rule 14e-3 は、公開買付に関する詐欺的行為に限定されているため、いわゆる外部者によるインサイダー取引の違法性については、チャレラおよびダークスの法理との関係で、新たな不統一性を生ずることになる。すなわち、公開買付の場合には、信任関係のない外部者による重要な未公開情報に基づく取引が規制の対象となるのに、公開買付以外の分野では、チャレラおよびダークスの法理によって、信任関係のない外部者の取引には規制が及ばないことになるからである。<sup>(19)</sup>

七、SECの強い要請を受けて、<sup>(20)</sup> 議会は、一九八四年に、証券取引所法の一部を改正するインサイダー取引制裁法 (The Insider Trading Sanctions Act of 1984—以下、一九八四年制裁法という) を制定した。

一九八四年制裁法は、流通市場においてインサイダー取引を行う者およびインサイダー取引を特定の方法によって幫助 (aiding and abetting) する者に対して、新たに、民事罰 (civil penalty) を課すことを主たる内容とするものであった。<sup>(21)</sup> すなわち、重要で未公開の情報を有して (in possession of) 証券の売買を行うことによ

て、証券取引所法の規定またはその規定に基づく規則もしくは命令に違反する者、または、未公開情報を漏らすことよってそのような違反を幫助する者 (tipper) に対して、SECは、合衆国裁判所に、民事罰を課すよう求める訴えを提起することができる<sup>(12)</sup>とされた(一九八四年制裁法二条。改正後の証券取引所法二二条(d)項(2))。民事罰の額は、裁判所が事実の状況に照らして決定することになるが、当該違反行為によって得た利益もしくは免れた損失の三倍を越えることはできず、それは、合衆国財務省 (the Treasury of the United States) に納められることになる<sup>(13)</sup>。

インサイダー取引を行った者に対して、新たに民事罰を課すことにしたのは、インサイダー取引が行われる状況が、ますます増大してきたのに比べて、既存の制裁手段だけでは、これに対する抑止力として不十分であると考えられたためである<sup>(14)</sup>。

企業の合併および買収の増加とオプション取引市場の発達は、重要な未公開情報に基づく取引によって不当に利得する機会を増やし、その利得を巨額なものにする可能性をも同時に有しており、この莫大な利益を得る可能性が、インサイダー取引という違法行為をますます魅力的なものにした。この誘惑を断ち切るためには、より強力な抑制手段が必要とされた<sup>(15)</sup>。

インサイダー取引に対しては、まず、SECが、裁判所に差止命令 (injunction) を請求することができ (証券取引所法二二条(d)項(1))、裁判所は、必要があれば、利益の吐き出し (disgorgement) を含む付随的救済 (ancillary relief) を命ずることができ<sup>(16)</sup>。しかし、差止命令は、将来、二度と同じ違法行為を起さないよう命ずるものであり、すでになされた違法行為について、これを罰するというものではない。また、利益の吐き出しという救済方法も、違反者から違反行為の果実を奪うことにはなるが、違反者を違反前の状態に戻すだけであって、

違反行為を罰するという効果はない。その上、インサイダー取引の摘発に対するSECの取引の強化にもかかわらず、インサイダー取引が発覚する可能性は少ないという認識が、まだ一般に残っているとされる。<sup>(127)</sup> そのような状況の下では、差止命令も利益の吐き出しも、巨額の利益を目指し、実際には摘発されないのであろうと期待し、摘発されても元もどかと考える者にとっては、違法行為を抑制する手段にはなり得ない。<sup>(128)</sup>

証券取引所法の規定に故意に違反した者には、刑事罰が科されることになっており(同法三二条(a)項)、インサイダー取引にも、当然刑事罰の適用が考えられるが、刑事罰が適用されるのは比較的少なく、これも抑止力として十分でない。

インサイダー取引に対しては、右の制裁のほか、Rule 10b-5に基づき私訴権、すなわち、私人による損害賠償請求権が認められる。もし、インサイダー取引を行った者に課される損害賠償の額が巨額なものになるとすれば、これがインサイダー取引に対する抑止力となることも十分考えられる。しかし、その可能性も、賠償額がインサイダー取引によって得た利益または免れた損失の額に限定されるという、アメリカ法律協会の連邦証券法典<sup>(129)</sup>および判例<sup>(131)</sup>の出現によって遠のいてしまった。<sup>(130)</sup>

インサイダー取引に対する既存の制裁手段が、右のように、抑止力として不十分であることから、インサイダー取引を行った者に経済的処罰を加えることによって、抑止力を高めようというのが、一九八四年制裁法が民事罰を新設した目的であった。<sup>(132)</sup>

一九八四年制裁法は、民事罰が課される対象となる行為については、重要な未公開情報を有して証券を売買することによって、証券取引所法の規定に違反する者と定めるのみで、それ以上に、インサイダー取引について、定義規定を置くようなことはしていない。それは、この法制定を強く要請したSECおよび立法者が、何がイン

サイダー取引となるかについては、既存の法で十分に指標となりうるかと考えたためである。<sup>(134)</sup> さらに、SECは、その幅広い規則制定権を市場の発展に対応して行使してきており、制定法で定義規定を置くことは、柔軟性を損ない、また、新たな規定は、既存の不明確さを解消することよりも、新たな不確実性を作り出すことにもなりかねないというのも、定義規定を置かなかつた理由である。<sup>(135)</sup>

一九八四年制裁法が、インサイダー取引についての定義規定を置かず、民事罰という新たな制裁手段のみを定めたということは、議会が、SECと裁判所によって形成されてきたインサイダー取引規制に関する既存の法を承認したということを意味する。<sup>(136)</sup> そのことは、まず、インサイダー取引の規制そのものの是非につき、学説上争いがあり、経済学者の意見を反映した反対説も、近時、有力に主張されていることを考えると、インサイダー取引が証券市場の公正、誠実性を害し、投資者の信頼を損なうものであって、厳しく規制されるべきであるということ自体については、議会の全面的支持を得たという意義を有する。<sup>(137)</sup> そして、一九八四年制裁法は、民事罰の対象となるインサイダー取引については、判例法やSECの規則によって、十分に明確にされているという前提に立っている。しかし、一九八四年制裁法が、インサイダー取引規制に関する判例の状況をどのように理解し、それに対して、どのような立場を取っているのかということになると、制裁法の規定および立法過程に照らしてみても、必ずしも明確ではない。

前述の通り、インサイダー取引規制の基本原則については、テキサス・ガルフ判決を出発点とした、いわゆる所有理論ないし情報平等理論と、これに基づく規制拡大に歯止めをかけた、チャレラおよびダークス判決による信任関係理論があり、さらに、いわゆる不正流用理論も抬頭している。SECは、独自にRule 14e-3を制定し、これに基づき、公開買付に関わるインサイダー取引規制を強化している。そして、これらの理論の間には、

最高裁の採る信任関係理論との整合性をめぐって問題があることも前述した。

一九八四年制裁法の立法過程によると、議会は、最高裁のチャレラ・ダークス判決は当然のことながら、テキサス・ガルフや不正流用理論を採る下級審判決、さらに、SECのRule 14e-3に基づき規制をもすべて支持している。<sup>(13)</sup> このことからすると、議会は、インサイダー取引の規制につき、基本的には、結果的に公正性、誠実性に合致しない取引を積極的に排除するという姿勢を支持しており、最高裁の信任関係理論は、形式的に受け入れているにすぎないとみることができ<sup>(13)</sup>る。

一九八四年制裁法五条(改正後の証券取引所法二〇条(d)項)は、オプション取引をも制裁法の適用対象として明定した。これは、制裁法の主たる内容が、インサイダー取引規制法の実質には触れず、単に制裁手段を強化するものにすぎないという中において、実質的な法改正といえるものである。<sup>(14)</sup> 何故なら、重要な未公開情報に基づくオプション取引が、Rule 10b-5の下で詐欺的行為と看做されるかについては、チャレラ・ダークスの信任関係理論、すなわち、信任関係の存在が前提条件だとする立場からは、疑問となる。それにもかかわらず、一九八四年制裁法がオプション取引を明文でもって規制の対象と認めたことは、或る場合には、必ずしも信任関係が先に存在していない場合でも、開示義務が生じうるとするものだからである。<sup>(14)</sup>

重要な未公開情報に基づくオプション取引が、証券そのものの取引と同じく、不当な利得をもたらすことからすると、これを規制の対象とした一九八四年制裁法の立場は、十分に支持される。しかし、その理論上の根拠となると、チャレラ・ダークスの信任関係理論との整合性にどうしても問題が残る。<sup>(12)</sup>

一九八四年制裁法が、オプション取引を明文で規制の対象としたことは、立法過程にみられる、議会のインサイダー取引規制に対する結果優先的(result-oriented)姿勢と相俟って、インサイダー取引規制の法理の発展に、



論理一貫性ではなく、むしろ、混迷をもたらす結果になったといつてよい。<sup>(14)</sup>

〔注〕

(1) 証券取引所法第一〇条b項および Rule 10b-5 はごまかのように定めている。

第一〇条 (相場操縦的および詐欺的策略の使用に関する規制—Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices)

いかなる者も、直接または間接に、州際通商の方法および手段もしくは郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) .....

(b) 委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則に違反して、国法証券取引所に登録されている証券または登録されていない証券の購入または売却に関して、相場操縦的または詐欺的策略もしくは術策 (contrivance) を用いること。

規則一〇a-5 (Rule 10b-5) (相場操縦的および欺詐的策略の使用—Employment of Manipulative and Deceptive Devices—)

いかなる者も、州際通商の方法もしくは手段、または郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の購入または売却に關して (in connection with the purchase or sale of any security)、直接または間接に、次の各項に掲

ける行為を行うことは違法である。

- (a) 詐欺 (deftraud) を行うための装置 (device) 、計略 (scheme) または技巧 (artifice) を用いること。
- (b) 重要な事項について事実と異なる記載をすること、または、それが作成された当時の状況にかんがみ、記載につき誤解を避けるために必要な重要な事項の記載を省略すること。
- (c) 正確なる者に対し詐欺 (fraud) をし、または欺瞞 (deceit) となり、または、詐欺もしくは欺瞞となるおそれのあること、銀行または業務方法を行うこと。

なお、条文の訳は、日本証券経済研究所・外国証券関係法令集 (アメリカにおよびⅢ) に掲げられている。

- (2) Rule 10b-5 は、合衆国一九三三年証券法 (the Securities Act of 1933) および一九三四年証券取引所法に基づいて規制の中で、他の規定による規制の及ばない分野、すなわち、ブローカー・ディーラー以外の者による証券の買付 (purchase) による詐欺的に行なわれる取引を規制するものと直接の関連がある。L. Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* 708-709 (1988)。なお、拙著「アメリカにおける内部者取引規制の法理」『続大法学第二二一九頁 (一九七七年) 参照。
- (3) Seligman, *The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Nonpublic Information*, 73 *Geo. L. J.* 1038, 1091 (1985)
- (4) *Ibid.*; W. Prosser, *The Law of Torts* 8 101 (3d ed. 1964)
- (5) Prosser, *supra* note 4, at 711-12.
- (6) *Restatement (Second) of Torts* 5 A, Jacobs, *Litigation and Practice Under Rule 10b-5* 82. 01 [b] (2d ed. 1987 Rev.) 参照。また、インサイダー取引を規制するおなじみの法律家のロビン・ローの拙著「検定と取引」 Seligman, *supra* note 3. 'インサイダー取引を規制するおなじみの法律家のロビン・ローの検定と取引' *Comment, Insider Trading at Common Law*, 51 *U. Chi. L. Rev.* 838 (1984) 参照。また、拙著「アメリカにおける内部者取引規制の法理」『続大法学第二二一九頁 (一九七七年) 以下参照。

- (7) Seligman, *supra* note 3, at 1101; 5 A. Jacobs, *supra* note 6, at 1-13; Goodwin v. Agassiz, 283 Mass. 358, 361-64, 186 N.E. 659, 660-61 (1933)
- (8) 5 A. Jacobs, *supra* note 6, at 1-11 n. 5. 拙稿・徳澤邦生『公平買収』
- (9) 5 A. Jacobs, *supra* note 6, at 1-14; Comment, *The Prospects for Rule X10 B-5: An Emerging Remedy for Defrauded Investors*, 59 Yale L. J. 1120, 1126 (1950)
- (10) L. Loss, *supra* note 2, at 712.
- (11) *Ibid.* at 729.
- (12) 5 A. Jacobs, *supra* note 6, at 1-208-211.
- (13) L. Loss, *supra* note 2, at 728. 邦文『Friendly, In Praise of Erie and of the New Federal Common Law, 39 N.Y.U.L.Rev. 383 (1964); Fleischer, "Federal Corporation Law": An Assessment, 78 Harv. L. Rev. 1146 (1965) (矢次博昭・「一九六六年」アメリカ法九頁以下)。拙稿「ふわゆる『連邦会社法 (Federal Corporation Law)』の性格・発端とその限界」インベストメント第三巻六号 (昭和五五年) 二頁以下。邦文『「ふわゆる『Federal Corporation Law』の發端—McCluere v. Borne Chemical Company, 292 F. 2d 824 (1961) を中心にみる』』琉大法學第二八号 (一九八一年) 四〇一頁以下参照。
- (14) L. Loss, *supra* note 2, at 728.
- (15) *Ibid.*
- (16) 5 A. Jacobs, *supra* note 6, at 1-210-211; Speed v. Transamerica, 99 F. Supp. 808, 828-29 (D. Del. 1951)
- (17) 73 F. Supp. 798 (E. D. Pa. 1947) このケースは、原告一人と被告一人の四人で全株式を所有し、四人が取締委員会を構成している閉鎖会社に關するもので、被告が会社の財産を第三者に売却する交渉をしたのち、原告にそのことを知らせざらば、原告の全株式を返付け、そのあとで、右の交渉を成立せしめて利得したことに對して、原告は Rule

10b-5 規定を理由に利益の存在を争ひ続けたものの結果。

- (8) 99 F. Supp. 808 (D. Del. 1951), *reaff'd on later motions*. 100 F. Supp. 461 (D. Del. 1951), 103 F. Supp. 47 (D. Del. 1952), *opinion on damages*. 135 F. Supp. 176 (D. Del. 1955), *modified*, 235 F. 2d 369 (3d Cir. 1956) 本件は、会社の多数株主である被告は、会社の在籍地であるノースカロライナ州の公衆市場に於ける財務報告の不正を隠蔽したためであることに反して、原告は、少数株主に知らされたことがない間に、会社の解散・清算による、在籍地の隠れた価値を利用しようとする意図の下に、右の事実を開示せよと、少数株主(原告)から株式を買付け、利得しようとしたものによる。
- (9) 注17の8参照。なき、原告は、この「被告」(2)に「原告」を参照。
- (10) L. Loss, *supra* note 2, at 728
- (11) Judge Learned Hand, *Gratz v. Claughton*, 187 F. 2d 46, 49 (C.A. 2 1951), *cert. denied*. 341 U.S. 920 (1951)
- (12) Ballantine, *Corporations* 216 (rev. ed. 1946)
- (13) Prof. Cary, In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907, 914 (1961)
- (14) SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*. 394 U.S. 976 (1969).
- (15) In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).
- (16) 401 F. 2d at 848.
- (17) *Ibid.*
- (18) *Ibid.*
- (19) 40 S.E.C. at 912.
- (20) 参照せよ H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market* (1966); Carlton and Fischel, *The Regu-*

*lation of Insider Trading*, 35 Stan. L. Rev. 857 (1983); Note, *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, 29 Stan.L.Rev. 1031 (1977)

- (31) 本稿「琉大法学第四三号(一九八八年)四五頁以下。  
 (32) Langervoort, *Setting the Agenda for Legislative Reform: Some Fallacies, Anomalies, and Other Curiosities in the Prevailing Law of Insider Trading*, 39 Ala.L.Rev. 399, 402 (1988)

- (33) *Ibid.* at 403.  
 (34) *Ibid.* at 402 - 03.

- (35) *Ibid.* at 403.

- (36) *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).

- (37) American Law Institute, *Federal Securities Code* § 1703 (i) and § 1708. なお「詳し」は「拙稿」アメリカにおける内部者取引規制の法理(四)琉大法学第二五号(一九七九年)四五頁以下参照。

- (38) Langervoort, *supra* note 32, at 403.

- (39) 判例によつて規制の対象とされた者およびコメンテーターによつて規制の対象となりうる者とはこの通りである。5 A. A. Jacobs, *Litigation and Practice Under Rule 10b-5* (2d Ed. 1987 Rev.) § 66.02 [a] [ii] 3-436 ~ 442.

- ① 発行会社、取締役、役員、支配株主、主要株主。  
 ② 発行会社の従業員、発行会社の受託者、内部者の代理人。  
 ③ 内部者の家族、公開買付における内部者の補助者、合併および買収のパートナー、商売仲間。  
 ④ 会社と契約関係にある者、引受業者、会計士、弁護士、経営コンサルタント、マーケティング・アドバイザー、広報関係アドバイザー、技術関係アドバイザー、合併について助言する証券アナリスト、銀行および金銭の貸主、機

関投資家、登録または名義替換代理人、試験研究所、競争相手。

⑤ マーケット・メイカー、投資銀行。

⑥ 証券取引所、SECおよび他の規制機関の職員、印刷業者、新聞、ラジオ等報道機関の職員、証券の買付を推奨する新聞記事の執筆者。

(40) 外部者によるインサイダー取引というのは、言葉としては矛盾がある。重要な未公開情報に基づく取引をインサイダー取引 (insider trading) と呼んだのは、その大部分がいわゆる会社内部者による取引であり、会社内部者による取引を規制するところから、規制の法理も発展してきたという点では正しいが、規制の現況を表す呼称としては、また、規制の対象となれる行為を示すという点からも正確ではなからう。このような不正確な表現が使われているところから、この点の法は十分に定着しているところをいふべきであらうと推察される。Am. B. Assn., *Committee on Federal Regulation of Securities, Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading, Part I: Regulation Under the Antifraud Provisions of the Securities Exchange Act of 1934*, 41 Bus. Law. 223, 224 (1985) (hereinafter cited as ABA Report)

(41) L. Loss, *supra* note 2, at 757.

(42) ALI, Federal Securities Code § 1603 Comment (2) (i)

(43) 401F. 2d at 848

(44) L. Loss, *supra* note 2, at 756.

(45) United States v. Chiarella, 588 F. 2d 1358 (2d Cir. 1978), *rev'd*, 445 U.S. 222 (1980)

(46) 588 F. 2d at 1364.

(47) *Ibid.* at 1364-5.

(48) Comment, *The Application of Rule 10b-5 to "Market Insiders"*: United States v. Chiarella, 92 Harv.

L. Rev. 1538 (1979); Comment, *Rationalizing Liability for Nondisclosure Under Rule 10b-5: Equal*

*Access to Information and United States v. Chiarella*, 1980 Wis. L.Rev. 162 405\*

- (94) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)
- (95) *Ibid.* at 235 - 6.
- (15) *Ibid.* at 231.
- (92) *Ibid.* at 232 - 3.
- (95) ABA Report, *supra* note 40, at 233.
- (95) *Ibid.* at 232 - 3.
- (95) *Ibid.* at 233.
- (95) *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983)
- (15) *Ibid.* at 655.
- (95) *Ibid.* at 659.
- (95) *Ibid.* at 659 - 65.
- (95) *Ibid.* at 663.
- (15) *Ibid.* at 665 - 7
- (92) ABA Report, *supra* note 40, at 234.
- (93) 445 U.S. at 232.
- (93) *Ibid.* at 227; 5 A. A. Jacobs, *supra* note 39, § 66.02 [a] [iii] [C] [1] at 3-449.
- (95) 5 A. A. Jacobs, *supra* note 39, at 3 - 451.
- (95) *Affiliated Via Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).
- (95) *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963).
- (93) *Moss v Morgan Stanley Inc.*, 719 F.2d 5, 11 (2d Cir. 1983).

- (66) 5 A. Jacobs, *supra* note 39, at 3—453.
- (67) *Ibid.* at 3—453～454.
- (71) 463 U.S. at 655 n. 14.
- (72) 5 A. Jacobs, *supra* note 39, at 3—480.
- (73) 463 U.S. at 664.
- (74) L. Loss, *supra* note 2, at 768.
- (75) ABA Report, *supra* note 40, at 235; 5 A. Jacobs, *supra* note 39, at 3—451.
- (76) L. Loss, *supra* note 2, at 768.
- (77) *Ibid.*, at 768—9.
- (78) *Ibid.*
- (79) 445 U.S. at 239—40.
- (80) *Ibid.* at 239, 245.
- (81) *Ibid.*, at 236. 証券の買入の判断は、その後の判決の中で、「情報受領者は、もし彼が、その情報を不正に流すに不適当な」わけではなく、単に「違法に」入手したものを譲渡したとしても Bateman Eichlar, Hill Richards, Inc. v. Berner, 472 U.S. 299, 313 n. 22 (1985).
- (82) 445 U.S. at 238.
- (83) United States v. Newman, 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981), *conviction aff'd without published opinion*, 722 F.2d 729 (2d Cir. 1983), *cert. denied*, 464 U.S. 863.
- (84) 664 F. 2d at 17—8.
- (85) *Ibid.* at 16—7.



- (37) *Ibid.* at 18.
- (38) Aldave, *Misappropriation: A General Theory of Liability for Trading on Nonpublic Information*, 13 Hofstra L. Rev. 101, 117 (1984).
- (39) O'Connor & Associates v. Dean Witter Reynolds, Inc. 529 F. Supp. 1179 (S.D.N.Y. 1981).
- (40) SEC v. Materia, 745 F. 2d 197 (2d Cir. 1984) cert. denied, 471 U.S. 1053 (1985)
- (41) SEC v. Musella, 578 F. Supp. 425 (S.D.N.Y. 1984)
- (42) ABA Report, *supra* note 40, at 236.
- (43) ~~See~~ Birnbaum v. Newport Steel Corp. 193 F.2d 461 (2d Cir. 1952), cert. denied, 343 U.S. 956 (1952); Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).
- (44) ABA Report, *supra* note 40, at 236-7.
- (45) United States v. Newman, 664 F. 2d 12, 16-7 (2d Cir. 1981).
- (46) ABA Report, *supra* note 40, at 237.
- (47) *Ibid.* at 237; Phillips and Zutiz, *The Insider Trading Doctrine: A Need for Legislative Repair*, 13 Hofstra L. Rev. 65, 91 (1984).
- (48) L.Loss, *supra* note 2, at 734.
- (49) Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)
- (50) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)
- (51) ABA Report, *supra* note 40, at 237; Phillip and Zutiz, *supra* note 96, at 91.
- (52) ABA Report, *supra* note 40, at 237.
- (53) Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).
- (54) Moss v. Morgan Stanley, Inc., 719 F. 2d 5 (2d Cir. 1983)

(18) ABA Report, *supra* note 40, at 248; Heller, Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks: "Fairness" versus Economic Theory, 37 Bus. Law. 517, 541 (1982).

(19) 証券取引所法一四条e項及びその下位規定を指す。

第一四条(委任状—proxies)

(e) いかなる者も、公開買付 (tender offer) またはそれに対する応募の要請もしくは招請に関連して、あるいは、当該公開買付または要請もしくは招請に反対しまたは賛成するよう証券保有者を勧誘することに関して、重要な事実につき虚偽の記載をなし、または、記載がなされた状況に照らし誤解を招かないために必要な重要な事実の記載を省略し、または、詐欺的 (fraudulent)、欺瞞的 (deceptive) もしくは相場操作的 (manipulative) な行為または慣行を行うことは違法である。委員会は、本項のために、規則または命令 (rules and regulations) で、詐欺的、欺瞞的、相場操作的行為および慣行を定義し、また、そのような行為および慣行を防止するために合理的に考慮された手段を規定しなければならない。

(日本証券経済研究所・外国証券関係法令集・アメリカ一八三頁参照)

(20) Rule 14e-3 (a)

規則一四条e-3条(公開買付に関する重要な未公開情報に基づく証券取引—Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers)

(a) 項 或る者が、公開買付を開始するための実質的な処置もしくは諸処置を取り、または、公開買付を開始した場合には(公開買付者—offering person)、当該公開買付に関する情報を有する他の者が、当該情報が未公開であり、かつ、(1) 公開買付者、(2) 当該公開買付者によって対象とされ、あるいは、対象とされるべき証券の発行者、または、(3) 公開買付者または発行者のために行為する役員、取締役、パートナー、従業員、その他の者から、直接もしくは間接に入手されたものであることを知り、または知るべき理由を有しながら、当該証券、当該証券に転換もしくは交換

しうる証券、または、これらの証券を取得もしくは処分しうる選択権もしくは権利を買付け、もしくは売付け、または、買付けもしくは売付けさせることは、当該買付けもしくは売付け前の合理的時間内に、当該情報およびその情報源が、新聞発表その他によって公開されない限り、本法一四条e項に規定する詐欺的、欺瞞的、相場操縦的行為もしくは慣行を構成することになる。

(107) Rule 14e-3 (d)

規則一四e-3条

(d)項(1)号 本法一四条e項で規定する詐欺的、欺瞞的、相場操縦的行為もしくは慣行を防止するために合理的に考慮された手段の一つとして、本条d項(2)号に規定する者が、他人に、公開買付に関する重要で未公開の情報を伝達 (communicate) することは、当該伝達が、本条違反を生ぜしめるであろうということが合理的に予測できる状況の下でなされる場合には、違法とする。但し、善意でなされるつぎの伝達については、この限りではない。

(i) 公開買付者の役員、取締役、パートナーもしくは従業員、公開買付者のアドバイザー、または、当該公開買付の立案、資金調達、準備もしくは実行に関わったその他の者に対する伝達。

(ii) 当該公開買付の対象とされ、あるいは対象とされるべき証券の発行者、発行者の役員、取締役、従業員もしくはアドバイザー、または、当該公開買付に関する発行者の行為の立案、資金調達、準備もしくは実行に関わったその他の者に対する伝達。

(iii) 制定法または制定法に基づく規則もしくは命令の要求に従ってなす他の者への伝達  
d項(2)号 本条(d)項(1)号で規定する者とはつぎの通り。

(i) 公開買付者、その役員、取締役、パートナー、従業員もしくはアドバイザー

(ii) 当該公開買付の対象とされ、もしくは対象とされるべき証券の発行者、その役員、取締役、パートナー、従業員もしくはアドバイザー。

(iii) (d)項(2)号(i)に規定する者、または、(d)項(2)号(ii)に規定する発行者もしくはその他の者のために行動する者。

- (9) 公開買付に關する種類は種別を有する者及び当該種別を未公開とする、ないし上記の者から、直接かつ又は間接に入手したものをその知り、かつ、或るや否や買付を促す者。
- (10) Rule 14e-3 (b) and (c).
- (11) ABA Report, *supra* note 40, at 250; Phillips and Zutz, *supra* note 96, at 95; Heller, *supra* note 104, at 544.
- (12) 445 U.S. 222, 233, 235.
- (13) SEC Release No. 34-17120 (Sep. 4, 1980), cited in Heller, *supra* note 104, at 541-2 n. 58 and 59.
- (14) SEC v. Mussella, 578 F. Supp. 425, 443-4 (S.D.N.Y. 1984); SEC v. Wallis, [ 1984 Transfer Binder ] Fed. Sec. L.Rep. (CCH) § 91, 562 at 98, 845 (May 31, 1984).
- (15) O'Connor & Assoc. v. Dean Witter Reynolds, Inc., 529 F. Supp. 1179, 1191 (S.D.N.Y. 1981)
- (16) Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1, 11 n. 11 (1985)
- (17) ABA Report, *supra* note 40, at 251-2; Phillips and Zutz, *supra* note 96, at 96; Heller, *supra* note 104, at 542-5; Wang, *Recent Developments in the Federal Law Regulating Stock Market Inside Trading*, 6 Corp. L. Rev. 291, 308 (1983).
- (18) ABA Report, *supra* note 40, at 252.
- (19) *Ibid.*
- (20) *Ibid.* at 248.
- (21) Phillips and Zutz, *supra* note 96, at 96.
- (22) *Ibid.*; 5 A. A. Jacobs, *supra* note 39, at 3-476.
- (23) Insider Trading Sanctions Act of 1984, H.R.Rep.No. 355, 98th Cong., 1st Sess. 8 (1983) [ hereinafter cited as House Report ], reprinted in 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News 2274.

2281; Langewort, *The Insider Trading Sanctions Act of 1984 and Its Effect on Existing Law*, 37 Vand. L. Rev. 1273 (1984)

(12) 一九八四年制裁法は、民事罰の新設のほか、証券取引所法一四条に違反した者に対して、SECが、遵守命令等の行政手続をとり得ることとするための同法一五条(9)項(4)の改正および同法違反者に対する刑事罰としての罰金の最高額を一万ドルから一〇万ドルに引き上げるための同法三二条の改正を目的とするものであった。Hous Report, *supra* note 121, at 1, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News at 2274.

(13) 改正後の証券取引所法二二条(9)項(9)号は、つぎのように規定してゐる。

(A) 委員会は、いずれかの者が、(i) 国法証券取引所の施設における、もしくは、施設を通じた取引、または、ブローカーもしくはディーラーからの、または、ブローカーもしくはディーラーを通じた取引で、かつ、(ii) 標準化されたオプション (standardized options) 以外の証券の発行者による公募の一部でない取引において、重要で未公開の情報を有して (in possession of) 証券を買付け、もしくは、売付けることによつて、本法の規定、または、本法の規定に基づく規則もしくは命令に違反したと認めるときは、その者、または、その者の当該違反を教唆、補助する者によつて支払われるべき民事罰 (civil penalty) を求めて、合衆国地方裁判所に訴えを提起することができる。当該裁判所は民事罰を課す権限を有するものとする。民事罰の額は、事実と情況に照らして、裁判所によつて決められるが、当該違法売買によつて得た利益もしくは免れた損失の三倍を超えることはできず、その額は、合衆国財務省 (the Treasury of the United States) に支払われる。……略……。

(9) いかなる者も、重要で未公開の情報を伝達する (communicating) こと以外の方法によつて、本項(2)号(A)の適用を受ける取引を教唆・補助したといふことだけを理由に、本項(2)号(A)に基づく制裁を課されることはない。本法一〇条(a)項の規定は、本号に基づく訴えについては適用しない。いかなる者も、本号に基づく責任を負う者を雇用しているというだけの理由によつて、本号に基づく責任を負わされることはない。

- ……………  
 ○ ……………  
 ① ……………
- (21) House Report, *supra* note 121, at 8, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2281.
  - (22) House Report, *supra* note 121, at 5, 21, 23, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2278, 2293, 2295
  - (23) L.Loss, *supra* note 2, at 1006.
  - (24) House Report, *supra* note 121, at 6, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2279.
  - (25) House Report, *supra* note 121, at 5-8, 24, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2278-81, 2296.
  - (26) Langewoort, *supra* note 121, at 1275.
  - (27) All, Fed. Sec. Code §1708 (a) & (b) (1980)
  - (28) Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980)
  - (29) Langewoort, *supra* note 121, at 1276.
  - (30) House Report, *supra* note 121, at 8, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2281.
  - (31) House Report, *supra* note 121, at 13, 27, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2286, 2300.
  - (32) House Report, *supra* note 121, at 13, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2286.
  - (33) Langewoort, *supra* note 121, at 1274.
  - (34) *Ibid.* at 1275.
  - (35) House Report, *supra* note 121, at 13, 1984 U.S. Code Cong. & Ad. News, at 2286.
  - (36) Langewoort, *supra* note 121, at 1274-5.
  - (37) *Ibid.* at 1290. なお、改訂後の証券取引法第10条(四)項で「この章に於ては」の語句は削除される。
- 第10条(本配を訂正する旨の修正)

(四) 重要な未公開情報を伝達し、または、重要な未公開情報を有して、証券を買付け、もしくは売付けるときは、本法

の規定、または、本法の規定に基づく規則もしくは命令に違反し、または、当該規定の下で当該証券の買主もしくは売主に対する責任を生ずる場合には、当該証券または当該証券を含むグループもしくは指数 (a group or index) に関するプット (put) / コール (call) / ストラドル (straddle) / オプション (option) もしくは特権 (privilege) に関する当該行為、また、当該規定、規則もしくは命令に違反し、また、当該規定の下で当該証券の買主または売主に対する責任を生ずる者とする。

(141) Langervoort, *supra* note 121, at 1290.

(142) *Ibid.*

(143) *Ibid.* at 1275.

#### 四 立法案をめぐる最近の動向

##### (一) 立法案提出の背景

一、インサイダー取引の規制について、証券取引所法一〇条b項および Rule 10b-5 以外に、規制の根拠となるべき特別の規定を法定すべきかという問題は、かなり早くから提起されてきた。

重要な未公開情報に基づく取引が Rule 10b-5 に違反するとされる者の範囲が、テキサス・ガルフ判決やキャディー・ロバーツ審決の法理を基礎として、伝統的な会社内部者以外の者にまで拡大され、さらに、いわゆる会社情報のみならず、いわゆる市場情報に基づく場合にまで拡大されてくると、どこで限界を設けるべきかということが問題となる。とくに、市場情報の場合には、未公開情報を入手しうる者が、必ずしも、会社内部者や証券の発行会社と特別の関係にある者に限らないという点で、発行会社ないしは発行会社の株主に対する義務違反を Rule 10b-5 違反(詐欺)の根拠とすることができないという法理上の問題と、未公開の市場情報を入手しうる者が、しばしば、証券市場が効率的に機能するうえで重要な役割を有する者であり、すべての未公開情報に基づく取引を禁止することが必ずしも得策ではないという政策上の問題があり、これについては、十分に議論を尽くしたうえで、その適用範囲を明確にする必要があるという事情がある。そのためには、Rule 10b-5 の下で発展してきた判例を整理し、誰のどのような情報に基づく取引が禁止されるのかを明文ではっきりさせる必要があるということになる。SECが、Rule 10b-5 の適用につき、ガイド・ラインが設定可能かについて意見を求めたこと<sup>(14)</sup>に対して、アメリカ法曹協会(ABA)の小委員会が表明した意見<sup>(15)</sup>や、アメリカ法律協会(ALI)の連邦証券法典のインサイダー取引に関する特別の規定(第一六〇三条)<sup>(16)</sup>は、この段階における立法案の具体例



とみることができると。

合衆国最高裁判所のチャレラおよびダークス判決は、インサイダー取引が Rule 10b-5 の下で違法とされる理由につき、はじめて、最高裁判所としての見解を明確にした。しかし、その法理は、テキサス・ガルフ判決やキャディー・ロバーツ審決を基礎として発展してきたそれまでの下級審判決の法理とは、究極において相いれないものであり、従来の判例による規制の範囲を制限するものであった。したがって、チャレラおよびダークス判決以後においても、従来の規制の方向が維持されるべきだとすれば、両判決の法理によって制限された Rule 10b-5 では不十分であり、新たな立法による以外にないという主張は、両判決の直後からあった。<sup>(17)</sup> すなわち、チャレラおよびダークス判決自身のなかに、立法の動きへの萌芽が含まれていたわけである。

チャレラおよびダークス判決以後も、SECは、従来の規制拡大の方向にそって規制を強化し、下級審判例もその立場を支持した。ただし、その法理は、チャレラおよびダークス判決の法理と明らかに矛盾するものであってはならず、少なくとも、解釈上、両判決の法理の範囲内のものである必要があった。下級審判決のいわゆる不正流用理論やSECの証券取引所法一四条e項に基づく Rule 140e がそれである。<sup>(18)</sup> しかし、これらの理論や規則が、インサイダー取引規制の目的やチャレラおよびダークス判決の法理と十分に整合性をもちうるもののかについては、大いに疑問のあるところであった。<sup>(19)</sup> これらの理論や規則による規制は、規制の必要性に迫られて考え出された、つぎはぎの体系 (patchwork system) の観は否めず、<sup>(20)</sup> チャレラおよびダークス判決以後のインサイダー取引規制には、首尾一貫した理論がないと評されている。<sup>(21)</sup> そして、法理の混迷を招いている最大の原因が、インサイダー取引を Rule 10b-5 の詐欺概念の下で規制しようとするところにあるということも指摘された。<sup>(22)</sup> そこから、詐欺概念によらずに、端的にインサイダー取引それ自体を違法とする立場に立って、論理

一貫した規制をなすべきであるという立法論が生じてくる。ABAのインサイダー取引規制特別調査委員会の報告がその一つである<sup>(15)</sup>。

チャレラおよびダークス判決以後、下級審判例やSECの規則の下で形成されたインサイダー取引規制の法理に、理論上の一貫性がなく、適用の限界が曖昧だということは、弁護士にとっては、インサイダー取引に関する相談について、的確な助言が出来ないということになるし、証券取引に参加する者にとっては、事前に自己の行為準則を明確に知り得ないということになって不都合である。そこからも、新たな規定によって、インサイダー取引について明確なガイド・ラインを設定すべきだとする要請が生じてくる<sup>(16)</sup>。このガイド・ライン設定の必要性は、SECがインサイダー取引について刑事罰を求める事例が多くなり、一九八四年制裁法で民事罰が新設され、刑事罰も強化されて、インサイダー取引に対する制裁が厳しくなったことによって、切実なものとなった<sup>(16)</sup>。

立法の機運を盛り上げた直接の要因は、SECがインサイダー取引として摘発した大型の不正事件につき、最高裁判所が同じように断罪するだろうかという懸念であった。チャレラおよびダークス判決で明らかにされた最高裁判所のインサイダー取引に関する法理は、いわゆる信任義務論を墨守するものであり、これに嚴格に従うかぎり、外部者による市場情報に基づくインサイダー取引には規制が及び得ないおそれがあった。ところが、ボウスキー・スキヤンダルに代表される一連の大型不正事件は、外部者によるインサイダー取引に関するものであり、これを取締るべきだとすることに、ほとんど異論はなかった。そのため、チャレラおよびダークス判決の法理によるかぎり、規制すべき取引を規制できないという規制上のギャップを生ずるおそれがあった<sup>(17)</sup>。勿論、不正流用理論やRule 14e-3による規制の可能性はあるわけだが、これらによっても、規制上のギャップは完全に埋めることは出来ないということが懸念された<sup>(18)</sup>。このことが現実の問題として提起されたのが、いわゆるワ

イナンス事件であった。

二、ワイナンス (Winans) は、ウォール・ストリート・ジャーナルのコラム「ハード・オン・ザ・ストリート (Heard on the Street)」の執筆者の一人であった。このコラムは、特定の株を取り上げ、それについて積極、消極の情報を提供し、その株式への投資に関する意見を表明するものであった。ワイナンスは、このコラムで取り上げる株式について予測をたてるために、会社の経営者に定期的にインタビューをしていたが、問題となったコラムに関する限り、インタビューで得た情報には、会社の内部情報は含まれていなかった。しかし、このコラムは、一般に、質が高く、誠実であるとされていたため、コラムがそこで取り上げる株式の価格に影響を及ぼす可能性があった。

ウォール・ストリート・ジャーナルの政策および慣行では、このコラムの内容は、公表されるまでは会社の機密情報だとされていた。ワイナンスは、そのことを承知のうえで、証券ブローカーと共謀し、ワイナンスがコラムの内容と発表の時期を事前にブローカーに知らせ、ブローカーは、コラムが市場に及ぼすであろう影響を基に、株式の売買を行って利益をあげ、その利益を分配することを計画し、四ヶ月余にわたって、二七回のコラムについてその計画を実行し、六九万ドルの利益をあげた。

ワイナンスおよび彼の友人カーペンター (Carpenter)、それにブローカーが、右の行為につき、証券取引所法一〇条b項および Rule 10b-5 並びに連邦郵便通信詐欺法 (the federal mail and wire fraud statutes) 違反で刑事訴追された。

合衆国ニューヨーク地方裁判所<sup>(15)</sup>も合衆国第二巡回区控訴裁判所もワイナンス等の法違反を認めた。ワイナンスが、業務上知り得たコラムの内容と発表の時期を、事前に他人に知らせることは、守秘義務違反であり、証券

諸法および郵便通信詐欺法上の詐欺の基礎にあるのは、まさに、このような機密情報の流用であるとする。<sup>(161)</sup> Rule 10b-5 に関しては、ワイナンスの守秘義務違反と計画の秘匿は、ウォール・ストリート・ジャーナルに対する詐欺に当たり、たとえ、詐欺の被害者(ジャーナル)が、証券の売主または買主ではなく、さらには、証券市場への参加者でなくとも、詐欺は、Rule 10b-5 でいう証券の売買に関するものであると見做すことができる。何故なら、ワイナンス等の計画の唯一の目的が、コラムの内容に関する事前情報に基づく証券の売買によって利得することにあるからであるとした。<sup>(162)</sup> すなわち、いわゆる不正流用理論によって、ワイナンス等の Rule 10b-5 違反を認めなければならぬ。

合衆国最高裁判所は、右の巡回控訴審判決に対するサーシオレイライ(Certiorari)を認めた。<sup>(163)</sup> これによって、不正流用理論に対して、最高裁判所が態度を明確にすることが期待された。もっとも、不正流用理論には、前述の通り、法理上の問題があるうえに、ワイナンス・ケースの事実関係が極めて特異であること、すなわち、詐欺の被害者が証券の売主や買主でなく、証券市場への参加者でもないということ、それに、最高裁判所が信任関係理論を堅持していることを考え合わせると、この事件で、最高裁判所が巡回控訴審判決の不正流用理論を支持することにについては、悲観的な見方も少なくなかった。<sup>(164)</sup> 最高裁判所が不正流用理論を採らないのではないかという危惧が、この際、この問題を立法によって解決し、インサイダー取引規制に明確な基準を設定しようとする動きを加速させたといえる。<sup>(165)</sup>

最高裁判所の判決<sup>(166)</sup>(以下、カーペンター判決という)は、証券取引所法の下で有罪となるかという点については、裁判官の見解が四対四と分れたために見解を示さず、この点に関する控訴審の判決を結果的に支持するに止まった。<sup>(167)</sup> ただし、郵便通信詐欺法上の詐欺については全員一致でこれを認め、<sup>(168)</sup> 結論として、控訴審判決を認

容した。

カーペンター判決によって、チアレラおよびダークス判決に続き、SECや国の規制当局が最高裁判所で三度敗れるのではないかという懸念は杞憂に終わった。むしろ、検察当局が、インサイダー取引を連邦通信詐欺法に基づいて刑事訴追することについては、最高裁判所の全面的支持を得たのであるから、インサイダー取引の規制強化という点では、完全勝利であるという見解さえある<sup>(16)</sup>。問題は、証券取引所法の下で、いわゆる不正流用理論によって規制が可能かという点についての最高裁判所の見解如何である。

ファイナンスの行為が、機密情報の不正流用として、ウォール・ストリート・ジャーナルに対する詐欺になり、これが、郵便通信詐欺法上の詐欺に当たるとすることについては、最高裁判所において異論がなく、郵便通信詐欺法と証券取引所法の詐欺の規定の文言からすると、その適用範囲に大きな違いはないと考えられることからすると、機密情報の不正流用が情報所有者に対する詐欺に当たるといふ点については、証券取引所法の解釈としても同じであると考えられる<sup>(17)</sup>。それにもかかわらず、それが証券取引所法違反となるか否かについて、裁判官の意見が分れたということは、ファイナンスの行為が詐欺に当たるか否かという点ではなく、その行為(詐欺)が、証券の売主でも買主でもなく、証券市場への参加者でもない者に対して行われたという点で、Rule 10b-5の適用範囲内か否かという点について意見が分れたためだと解される<sup>(18)</sup>。そうだとすれば、詐欺の被害者が、何らかの形で証券取引に関係する者である場合には、未公開(機密)情報の不正流用をRule 10b-5違反とすることについて、最高裁判所も支持するであろうという推測が可能である。この限りで、カーペンター判決は、不正流用理論を支持するものであるとする見解は少なくない<sup>(19)</sup>。

カーペンター判決が、Rule 10b-5の下における不正流用理論については明確にできなかったにしても、結果

的に、不正流用理論を採る控訴審判決を支持したこと、郵便通信詐欺法に関しては、機密情報の不正流用が詐欺に当たったこと、それに、判決理由からすると、前述の通り、典型的事例については、不正流用理論を支持するであろうと解されることよって、不正流用理論によらないと、規制すべきインサイダー取引を規制できないことになるという懸念から、立法による解決を主張した人達にとつては、当面、その緊急な必要性はなくなったことになる<sup>(17)</sup>。しかし、これよって立法の必要性が全くなかったわけではない。規制の基準を明確にするという点でみる限り、カーペンター判決は、何ら状況を改善していない。不正流用理論のもつ法理上の難点から生ずる問題も依然残されたままと<sup>(17)</sup>。ただし、最高裁判所がワイナンス等の行為を断罪しないのではないかと懸念から盛り上がった立法への動きは、カーペンター判決よって失速した感がある<sup>(17)</sup>。その意味では、議会が、インサイダー取引規制の基準を明確にするための立法を、十分に時間をかけて準備できる状況になったということが<sup>(17)</sup>できる。

### (二) 立法案提案の経緯、内容および基本的問題点

一、ALIの連邦証券法典は、最高裁判所のチャレラ判決が出される以前に、それまでに証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5の下で、判例よって形成されてきたインサイダー取引規制に関する法理を集成する形で、実質的に一〇条b項に相当する規定(法典第一六〇二条)とは別に、特にインサイダー取引の規制を目的とした規定を新設することとしている(法典第一六〇三条)。その規定は、インサイダーが、証券またはその証券の発行会社に関し、一般に知られていない重要な事実を知って、その証券の売買をすることは違法だとしたうえで(法典第一六〇三条a項)、インサイダーについて定義し、インサイダーとは、(1)発行会社、(2)発行会社の取

締役、役員または発行会社を支配する者もしくは発行会社に支配される者、(3)発行会社と関係があるか、または、関係があったがために (by virtue of his relationship or former relationship of the issuer) 重要な事実を知っている者、それに、(4)以上の者から重要な事実を知らされた者(その者から、さらに知らされた者を含む)を言うものとしている(法典第一六〇三条(b)項)。これは、発行会社の伝統的な会社内部者および発行会社と特別の関係を有する者、並びにこれらの者からの情報受領者のみをインサイダーとするものであって、発行会社と何らの関係も有しない、いわゆる外部者(outsider)を除外している。外部者については、右の(3)のカテゴリによって処理するか、それが不可能な場合は、特に悪質(egregious, shocking or offensive)な場合について、より一般的な詐欺禁止規定である第一六〇二条によって規制することを考えており、これについては、判例に委ねることにしている<sup>(17)</sup>。

連邦証券法典によって、判例に委ねるとされた外部者によるインサイダー取引は、その後、企業の合併、買収が盛んになることによって、インサイダー取引の規制にとって、重要かつ現実の問題となった。それに関して、チアレラ判決が出されたわけだが、それは、これまでの法理に根本的な問題提起をなすものであって、一方で、不正流用理論のような新しい法理を生み出すと同時に、他方で、証券取引所法一〇条b項に基づく「詐欺」概念の範囲内での規制の限界を露呈した。

二、一九八四年制裁法制定の過程において、ダマト(D. Amato)上院議員によって、インサイダー取引を定義づける立法草案(draft bill)が提出された<sup>(18)</sup>。この草案は、ミルトン・フリーマン(Milton E. Freeman)弁護士の意見に基づくものであって、未公開情報に基づく取引は、たとえ詐欺に該当しなくても、不正なものであって、その情報が会社情報であるか、市場情報であるかを問わず、また、株主が騙されたか否かにかかわらずな

く、違法とされるべきであるとする立場から、新たに、インサイダー取引を定義づけようとするものであった<sup>(18)</sup>。それは、たとえ、チャレラおよびダークス判決以後において、不正流用理論によって規制が可能だとしても、外部者の行為を詐欺概念に無理に当てはめることで、結果的に不確実性を生ずるだけであって、外部者の取引については、直接にそれ自体を対象とした立法によるのが簡便な方法であるとするものである<sup>(19)</sup>。

インサイダー取引について定義規定を置くことについては、下院の委員会は、すでに反対を表明していた。その理由は、インサイダー取引に関する判例法は、何がインサイダー取引かについて、十分な指標を呈示しうるまでに発展しており、SECも市場の発達に対応して広範な規則制定権を行使してきていること、また、定義規定を置くことは、柔軟性を損ない、新たな定義が新たな多義性を生み出し、それが、不明確性を減じるところか、逆に、それを増大しかねないというものであった<sup>(20)</sup>。SECも、また、定義規定の新設に消極的であった<sup>(21)</sup>。ダマト上院議員の草案は、結局、上院でも採択されず、一九八四年制裁法は、何がインサイダー取引かという問題には触れず、これに対する制裁手段のみを強化するだけのものになった<sup>(22)</sup>。

三、ABAのインサイダー取引規制特別調査委員会は、チャレラおよびダークス判決以後の法の混迷を打破するため、詐欺概念に因われず、インサイダー取引それ自体を違法とする立場に立って、選択的に二つの案を呈示している<sup>(23)</sup>。一つ(A案—後掲資料1)は、連邦証券法典に倣い、それ以後の判例の発展、特に、不正流用理論をとり入れて、意味の明確性と結果の予測可能性をもたらすように、判例をより体系的に整理したものである<sup>(24)</sup>。他の一つ(B案—後掲資料2)は、詐欺とかインサイダーとか不正流用といった概念に頼らずに、市場における情報の優位性を、それが自らの努力によって得られたものでない限り、不正に利用することを、すべての者について、簡潔、単純かつ明確に禁止しようとするものである<sup>(25)</sup>。



四、一九八七年になって、立法の動きが活発化した。上院の銀行、住宅および都市問題委員会の証券小委員会 (the Subcommittee on Securities of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs) で、インサイダー取引を定義つける試みが集中して行われた。同小委員会のリーグル (Donald Riegler) 委員長およびダマト上院議員は、SECが、従来、立法化に反対の立場をとってきたことに鑑み、証券関係の法曹を幅広く代表する弁護士からなるグループを指名し (いわゆる Ad Hoc Committee — 以下、特別委員会という) 、これに、一般の同意が得られるような、平易な言葉でインサイダー取引を定義つける立法案の作成を命じた<sup>(88)</sup>。この特別委員会の作成した立法案が、一九八七年八月十七日に、リーグル、ダマト両議員によって提案された S. 1380 (Insider Proscriptions Act of 1987 — 後掲資料 3) である<sup>(89)</sup>。時を同じくして、ニューヨーク証券取引所法律顧問委員会も、インサイダー取引の定義を含む立法案<sup>(90)</sup> (以下、LAC提案という — 後掲資料 4) を公表し、このLAC提案も右の上院小委員会に提出された<sup>(91)</sup>。

SECは、従来、インサイダー取引を定義つける立法には消極的であったが、リーグル、ダマト両議員からの、SECが受け入れ可能な代替案を示せという強い圧力を受けて、一九八七年八月七日にSEC独自の案 (The Insider Trading Act of 1987 — 後掲資料 5) を提出した<sup>(92)</sup>。このSECの案と S. 1380 には、規制の仕方に違いがあったため、リーグル、ダマト両議員の要請で、特別委員会とSECのそれぞれの代表者の間で調整が行われた。その結果、SECは、一九八七年一月二十八日に、当初の案を撤回し、その改訂案 (The Insider Trading Proscriptions Act of 1987 — 後掲資料 6) を提案し、翌日、特別委員会も S. 1380 の調整案 (以下、S. 1380 調整案という — 後掲資料 7) を提出した<sup>(93)</sup>。

五、一九八七年に上院の証券小委員会に提出された S. 1380、LAC提案およびSECの提案は、具体的な規

制の方法には違いがみられるが、いずれも、既存の判例法を是認し、これを前提としたうえで、その欠点、あるいは、判例が未解決のまま残した問題を立法によって解決しようとするものである点で同じである<sup>(18)</sup>。したがって、立法案で取り上げている項目も、基本的には同じである。

まず、インサイダー取引そのものを規制の対象とする独立の規定を設けるということは、立法案が提出された経緯から当然だといえるが、インサイダー取引を規制する目的、あるいは規制の理由、さらには、規制の対象を明文化する必要性を条文の中ではっきりとさせることにしている (Findings の部分<sup>(19)</sup>)。

何がインサイダー取引に当たるといふ中核部分については、いずれも、いわゆる不正流用理論によって違法とされる行為をも取り込んだうえで、どのような場合に違法となるかを明確にしようとしている。ここでは、カーペンター判決によっても、結局、決着がつかなかった不正流用理論の採用の可否を立法によって解決し、カーペンター判決において、裁判官の見解が分れる理由となったと思われる、不正流用理論の範囲、すなわち、証券取引との係わりの程度について存する不明確性をどのように解決するかが問題となる。

重要な未公開情報に基づく取引を違法とする場合、具体的な規制方法として、或る者が重要な未公開情報を有して (in possession) いる状態で取引をすれば、すべて、未公開情報に基づいて取引をしたものと看做して違法とするか、あるいは、相手方に、自己の取引が重要な未公開情報に基づくものではないという抗弁を認めるべきかという問題がある。このことは、自然人についても問題となりうるが、自然人以外の法人等の場合にとくに問題となる。すなわち、例えば、銀行や投資信託会社や証券会社のように、一方で、その業務遂行上、重要な未公開情報に接する機会が多いと同時に、他方で、その情報の関係する証券の売買にも携るといふ場合には、その情報が濫用される危機が大きい反面、危険性があるからといって、その情報を有している場合であれば、すべて

関係する証券の売買を禁止するというのも、これらの機関が果している有用な機能を減殺してしまうことになる。そこで、同一の法人の中で、未公開情報を入力する部門と証券の売買を行う部門との間に、情報が伝わらないような工夫がなされ、それが守られている場合には、未公開情報を有してはいたが、証券の売買はその情報に基づくものではないという抗弁を認めてよいのではないかという問題が生ずる。いわゆる、チャイニーズ・ウォール (Chinese Wall) の問題である。誰について、どのような条件で抗弁を認めるかについては、若干の違いがあるが、いずれの提案も、この問題を取り上げている<sup>(18)</sup>。なお、企業については、重要な未公開情報を入力した従業員が行ったインサイダー取引について、使用者がどの範囲で責任を負うかという、いわゆる派生的責任 (Derivative Liability) の問題もある<sup>(19)</sup>。

いわゆる情報受領者 (tippee) の当該情報に基づく取引の規制についても、ダークス判決で問題が解決されたとは言い難い。むしろ、情報受領者の責任の性質、すなわち、その責任は、専ら情報提供者の違法行為に加担する者としての派生的なものにすぎないのかという問題や、情報受領者が責任を負う前提となる情報提供者の情報提供の違法性の要件等につき、ダークス判決は問題を残したとも言い得る。後者の問題は、未公開情報の提供者 (tipper) の規制と関係してくる。そして、この情報提供者と情報受領者の規制は、証券アナリスト等、証券情報の収集、分析、提供で有用な機能を果している者に対する規制と絡んでくるだけに、解決困難な問題を含んでいる。いずれの提案も、それぞれの仕方でのこの問題に対処している<sup>(20)</sup>。

インサイダー取引の規制に不正流用理論を取入れる場合、行為者の刑事責任を追求する場合ならともかく、民事責任となると、誰に対して、どのような責任をどの範囲で負うのかが問題となる。下級審判決には、この場合の民事責任を否定したものが<sup>(20)</sup>ある。したがって、この場合にも、なお、民事責任を認める必要があるとすれば、

これもまた、立法によって、その存否、要件、範囲等につき明確にすべき問題となる。<sup>(20)</sup>

公開買付等の企業の合併、買収に絡むインサイダー取引については、特別の規制が必要かという問題もある。公開買付については、現在、SECの Rule 14e-3 があって、特別な規制の根拠となっている。インサイダー取引それ自体を規制の対象とする規定を新たに設けるに当たって、公開買付等をも包摂した一元的な規定によるか、これについては別個の条文を設ける必要があるかという問題がある。別個の規定によるとする場合、それは、単に、立法技術上の理由によるか、あるいは、規制の実質にも違いがあるためかということも問題となる。これにつき、S. 1380、LAC提案およびSEC提案は、二者二様の方法によっている。<sup>(21)</sup>

六、S. 1380、LAC提案およびSEC提案のいずれも、不正流用理論を含む判例法を明文化し、規制の基準を明確にしようとしている。しかし、既存の判例法は、チャレラおよびダークス判決で、それまでの規制の法理と究極において相容れない法理が示されることによって、規制の基本理念について統一されないうまま、規制の必要性に迫られて発展してきたという性質を否定し得ず、そのために、その法理に論理一貫性がないとも評される。<sup>(22)</sup> 判例法のこの弱点は、不正流用理論の適用において表面化する。

不正流用理論の最大の難点は、インサイダー取引の違法性の根拠を、重要な未公開情報を、その情報に対する正当な権利者(情報所有者)の意に反して不正に使用(流用あるいは横領)することに求めることである。そのため、インサイダー取引を規制する理由が、情報所有者の権利の保護ということになってしまい、証券市場の公正、誠実性に対する一般投資者の信頼の確保という観点からインサイダー取引は規制されなければならないとする理念と、どのように関係づけられるのかという問題を残すことになる。<sup>(23)</sup> 不正流用理論の根底にあるのは、信任義務違反であり、信任義務違反を持ち出す必要があるのは、インサイダー取引を証券取引所法一〇条b項お

よび Rule 10b-5 の詐欺の範疇で捉え、これに拘束されるからである。この詐欺概念の拘束から離れ、規制の基本理念に立返って新たな規定を設けようというのが、立法案が提出された理由の一つである。したがって、例えば、新たな規定において、チアレラ事件の被告の行為を規制の対象とする場合でも、その理由は、情報所有者に対する信任義務違反である必要はなく、証券市場に対する投資者の信頼の確保という基本理念から導き出されるものであればよい。この場合に、信任義務違反に固執することは、規制の基本理念を不明確にし、規制の混乱を招くことにもなりかねない。判例法が、まさに、そのような混乱に陥っていると云ってよい。

提出された立法案が、現在の判例法を正確に明文化し、判例法上の不明確な部分に一定の基準を与えるということになっておれば、それだけでも、立法案提出の目的はある程度達成されたことになる。しかし、判例法を正確に明文化しただけでは、判例法に内在する基本理念に関する相対立する見解や、そこから生ずる論理上の混乱を解決したことはない。それぞれの立法案は、重要な未公開情報の不正使用をインサイダー取引の違法性の本質と捉えようと、未公開情報に基づく証券の売買が不正使用になる場合について定めているが、その場合の手法は、判例法の不正流用理論からぬけきっておらず、依然として、情報所有者に対する権利侵害や契約上の信任義務違反に違法性の根拠を求めている。この点で、基本理念において、詐欺概念からぬけきれておらず、証券取引所法に基づく規制、すなわち、証券市場の公正確保という視点からの規制としては、不十分であるという批判がある<sup>(56)</sup>。

インサイダー取引を、証券市場の公正、誠実性に対する一般投資者の信頼を損うものとして規制の対象とする考え方は、テキサス・ガルフ判決やキャディー・ロバーツ審決を基礎とし、チアレラ判決以前の下級審判決や学説の主流を占めるものであった。この立場からは、重要な未公開情報の使用が不正使用となるのは、その情報が、

その情報に接し得る特別の地位にあるが故に得られたものであり、そのために、取引当事者の間に情報上の優劣が生ずることになるが、情報を有する者の優位性を、相手方たる一般投資者は、その能力、努力の如何にかかわらず、合法的に克服できず、そのような状況の下で、情報が一方の利益のために使用されることになるからである。<sup>(20)</sup>したがって、規制の対象となる者を明確にする手法としては、まず、重要な情報を有することになる個人または機関を特定し、そのような者と一定の関係を有する者を対象者とするという方法が、より規制の理念にそった方法ということになる。<sup>(21)</sup>

七、提案された立法案には、論理上の一貫性がないという批判は、チアレラおよびダークス判決の法理を積極的に支持する立場からもなされる。<sup>(22)</sup>この見解は、インサイダー取引規制に関する判例法の発展は、当初の莫然とした、論理一貫しない「公正の原理」(「fairness principles」)から、契約法および現代の公開会社を契約主義の立場から解する見解 (contractarian ideas) を基礎とした、明確で論理一貫した理論によって根拠づける方向へ変化してきたものだという理解を前提にする。<sup>(23)</sup>この立場によると、インサイダー取引規制の真の問題は、いかにして、関係者間に情報を最も適正に配分するかということであり、そのためには、情報を排他的に使用することが財産的価値を有する(財産権としての情報専用権)ことを明確に認識したうえで、インサイダー取引の問題を契約関係の中で概念構成することが必要で、この財産権的分析の理論的根拠と情報の使用をめぐる争っている関係者間に、この権利をいかに適正に配分すべきかという方法を明確にすることこそが必要なことだとされる。<sup>(24)</sup>

右の見地からすると、情報の専用権者に対する信任義務関係を強調することによって、最高裁判所は、ようやく、インサイダー取引の問題が、本当は、個人によって所有された価値ある情報の適正な使用に関する問題であ

ることを理解し始めたということになる。<sup>(21)</sup> その意味で、チャレラ判決は、それ以前の、混沌とした法の状態に代えて、財産権の概念に基づく新しい理論を提示したものであり、チャレラおよびダークス判決の法理は、簡潔で論理的に一貫し、経済的にも合理的なものであると評価される。<sup>(22)</sup> したがって、チャレラおよびダークス判決によって、明瞭性に向かって正しく動きだした方向を、再度転換させようとする者の意図は、法を明確にすることに以外にあるとしかいえないということになる。<sup>(23)</sup>

SEC改訂案に代表される立法案は、最高裁判所によって明確に表現された現行判例法と微妙ではあるが重要な意味を有する相違点を含んでおり、もし、この変更が実現されると、現行法の範囲が拡げられるばかりではなく、その適用が、現行法よりも、より不明確なものになるであろうと評される。<sup>(24)</sup>

八、SECの改訂案に代表される立法案は、また、判例の不正流用理論を支持し、これを積極的に理論づけようとする立場<sup>(25)</sup>からも、判例を越えて不正取引の概念を拡げ、従来の原理を覆して、不明確性を生み出し、私人に対して、その価値が問われる救済を認めるものだと批判される。<sup>(26)</sup>

この見解は、不正流用理論によって不正取引とされるのは、その行為が、単に違法 (wrongful) な行為というだけでなく、詐欺的 (fraudulent) な行為であるからであり、詐欺的な行為となるのは、その行為が、行為者に対して情報を託した者を騙すことになるからであるとする。<sup>(27)</sup> ただし、情報を不正に流用した者は、その者に情報を託した者を騙したことになるが、その行為によって最終的に損害を蒙るのは、一般投資者であるとする。<sup>(28)</sup> この理論は、インサイダー取引の詐欺的要素を、取引当事者の一方が、相手方に未公開情報を開示しなかったという点に求める代わりに、合法的に第三者に属する情報を詐取する点に求める。すなわち、未公開情報に基づく取引が違法となるのは、当事者の一方が、単に、情報上の優位性を有しているためではなく、情報上の優位性を、

地位の濫用や信託違反、あるいは、秘密の暴露によって有することになるからであるとする<sup>(219)</sup>。

この理論によると、未公開情報に基づく取引のすべてが禁止されるのではなく、未公開情報の使用を許された者、一般に知られていない情報を偶然に知った者、さらには、その情報を全く関係のない者から窃取した者も、規制の対象から除かれることになる<sup>(220)</sup>。また、この論者は、不正行為によって、最終的に損害を蒙るのは、一般投資者だとしながら、その不正行為が、非個人的な証券取引市場を通して行われる場合には、被害者を特定することが、理論的にも実際的にも困難なことから、この場合には、私訴権を認めるべきではなく、この場合の規制は、SECや司法当局の他の制裁手段によるべきであるとする<sup>(221)</sup>。

右のような見解からすると、立法案が、他人から窃取した未公開情報や偶然に立ち聞きした情報に基づく取引をも規制の対象としていることや、理論的に問題のある私訴権を法定している点で、現行判例法を越え、新たな不確実性を招来することになると評される<sup>(222)</sup>。

〔注〕

(144) SEC Release No. 34-10316 (Aug. 1, 1973) reprinted in I Sec. Reg. L. J. 329 (1973).

(145) Comment Letter from the Subcommittee on Broker-Dealer Matters and Subcommittee on Rule 10 b-5 of the Committee on Federal Regulation of Securities of the Section of Corporation, Banking and Business Law of American Bar Association (Oct. 15, 1973), reprinted in I Sec. Reg. L. J. 331 (1973) じわじわじわじわ「拙稿「アメリカにおける内部者取引規制の法理再論上」」殊大法学第三四号(一九八四)八六頁以下参照。





- Exchange Legal Advisory Committee — Proposed Statutory Definition of Insider Trading, reprinted in PLI, 19 th Annual Institute on Securities Regulation (hereinafter cited as NYSE Report) 77, 85 (1987).
- (87) NYSE Report, *supra* note 157, at 89.
- (88) United States v. Winans, 612 F. Supp. 827 (S.D.N.Y. 1985).
- (89) United States v. Carpenter, 791 F. 2d 1024 (2d Cir. 1986).
- (90) 791 F. 2d at 1031.
- (91) *Ibid.* at 1033.
- (92) 107 S. Ct. 666 (1986).
- (93) Pitt and Shapiro, *supra* note 151, at 429; Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 440, 441; Goelzer and Bernetty, *Insider Trading: The Search for a Definition*, 39 Ala. L. Rev. 491, 501-02 (1988).
- (94) Pitt and Shapiro, *supra* note 151, at 418-19; Goelzer and Bernetty, *supra* note 164, at 494.
- (95) Carpenter v. United States, 108 S. Ct. 316 (1987). 本判決の被告「近藤光男・商事法務一三三三号(昭和六三年)七十五頁以下」神崎克郎・(一九八八年)アメリカ法三四八頁以下、上村達男・新証券・商品取引判例百選(一九八八)一五〇頁以下。
- (96) 108 S. Ct. at 320.
- (97) 問題のなごり排他権(秘密情報)の規定(18 U.S.C. 88 1341, 1343)が「詐欺的手段によつて」(金銭または財産 (money or property))を取持する行為を禁じていることと「シヤナルの業務上の機密情報 (confidential business information) とする無形の性質も、右の規定によつて保護される「財産」としての性質を有するもの」とは、発表前のロジックの内容と発表の時期については「シヤナルが、秘密を保ち、排他的に使用する財産権を有して」

- らるべし (108 S.Ct. at 320-21)、このキャラクターナルの排他的使用権が奪われたらその権利は、財産権の侵害として十分であり (*Ibid.* at 321)、その侵害が詐欺的手段によるという場合も、横領 (embezzlement) となれば、他人によって或る人の管理に委ねられた金銭や財産を、その個人の利益のために不正に流用する (fraudulent appropriation) といふを含むものであることだ (*Ibid.*)
- (169) ABAの連邦証券規制委員会一九八七年大会における Levine, Phillips 各弁護士及び Goelzer, SEC general counsel の講演 19 Sec. Reg. & L. Rep. 1788 (1987)
- (170) Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 453; Goelzer and Bernetty, *supra* note 164, at 502.
- (171) Pitt and Shapiro, *supra* note 151, at 434; Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 453.
- (172) Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 453-54; Goelzer and Bernetty, *supra* note 164, at 504; John Sture (SEC Devsion of Enforcement Associate Director) 及び Joseph Grundfest (SEC Commissioner) の講演 20 Sec. Reg. & L. Rep. 133, 137 (1988).
- (173) Edward I. O'Brien (Securities Industry Association President) の講演 19 Sec. Reg. & L. Rep. 1924 (1987).
- (174) Cox, *supra* note 152, at 382-83; Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 454-57; Goelzer and Bernetty *supra* note 164, at 503-04 後段。
- (175) SECの副委員長、証券関係の弁護士界からの強力な支持ならなくとも、協会内での優先順位、および、シラス・クレーナル法 (Glass-Steagall Act) の改正問題との関係で、一九八八年内に立法が成立する見込みはなかつたといふ見解 *supra* note 20 Sec. Reg. & L. Rep. 323 (1988).
- (176) Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 457.
- (177) 2 Code, *supra* note 146, §1603, Comment (3) (d) at 663-4.
- (178) *Draft of legislation proposed by Senator D'Amato: Hearing before the Subcommittee on Securities*

- of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 98th Cong., 2d Sess. 8-10 (Aug. 3, 1984) (hereinafter cited as *Aug. Senate Hearing*).
- (62) *Opening Statement of Senator D'Amato; Aug. Senate Hearing, supra* note 178, at 1.
- (63) Freeman, *The Insider Trading Sanction Bill — A Neglected Opportunity*, 4 *Face L. Rev.* 222, reprinted in *Aug. Senate Hearing, supra* note 178, at 72-73.
- (64) *Aug. Senate Hearing, supra* note 178, at 79.
- (65) House Report, *supra* note 121, at 2286.
- (66) *Floor Statement by Senator D'Amato to Accompany S 910 When Passed by Senate, June 29, 1984*, reprinted in *PLI, Trading on Inside Information — Problems of Defining, Detecting, Prosecuting, and Defending Insider Trading Cases, 279-280 (1984)*.
- (67) *Ibid.* at 279-280.
- (68) ABA Report, *supra* note 40, at 259-264.
- (69) *Ibid.* at 254, 256.
- (70) *Ibid.* at 256, 257.
- (71) Phillips and Lavoie, *supra* 157, at 442.
- (72) *Ibid.*; Goelzer and Bernuefy, *supra* note 164 at 493.
- (73) New York Stock Exchange Legal Advisory Committee Proposed Statutory Definition of Insider Trading (June 30, 1987) (hereinafter cited as *LAC Proposal*), reprinted in *PLI, 19th Annual Institute on Securities Regulation, Vol. 1. 77 (1987)*.
- (74) Goelzer and Bernuefy, *supra* note 164, at 493.
- (75) Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 443.

- (81) *Ibid.*; Goelzer and Bernetty, *supra* note 164, at 493.
- (82) Goelzer and Bernetty, *supra* note 164, at 493.
- (83) S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A (a); 14C 提案 Sec. 16 A (a); 15A 提案 Sec. 2.
- (84) S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A(b); 14C 提案 Sec. 16 A(b); 15A 提案 Sec. 3, Sec. 16 A(a).
- (85) S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A(b); 14C 提案 Sec. 16 A(b); 15A 提案 Sec. 3, Sec. 16 A(a).
- (86) S. 1380 以下の15A 提案は「自然人以外の者がこの州の抗弁を問題としうるな (S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A (b) (2)); 15A 提案 Sec. 3, 16 A(d) (2))、14C 提案は「自然人がこの州の抗弁を認める (14C 提案 Sec. 16 A(b) (3))」。
- (87) S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A(d); 14C 提案 Sec. 16 A(c). だが 15A 提案では「州が」の語は頭から規定は加えられていないが、15A 改正案は挿入された (15A 改正案 Sec. 2, Sec. 16 A(e))
- (88) S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A(c) (1); 14C 提案 Sec. 16 A(b) (1) (ii); 15A 提案 Sec. 3, Sec. 16 A(b), (d) (3), (4) and (5).
- (89) Moss v. Morgan Stanley, Inc., 553 F. Supp. 1347 (S.D.N.Y.), *aff'd*, 719 F. 2d 5 (2d Cir. 1983).
- (90) S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A(f); 15A 提案 Sec. 3, Sec. 16 A(e).
- (91) 14C 提案は特別の規定を設けようとする。15A 提案は「公開買付 (tender offer) としての特別の規定」 (Sec. 3, Sec. 16 A(c))、S. 1380 は「たゞ」ある者が「他の会社やその株式または資産の重要部分を取得または処分しようとする場合」にこの特別の規定が適用される (S. 1380 Sec. 2, Sec. 16 A(c) (2))。
- (92) Langvoort, *supra* note 32, at 399; Cox, *supra* note 152, at 381.
- (93) Cox, *supra* note 152, at 381-82, 389.
- (94) *Ibid.* at 382; Langvoort, *supra* note 32, at 410; Goelzer and Bernetty, *supra* note 164, at 518.
- (95) Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322, 360 (1974).

- (207) Langvoort, *supra* note 32, at 411.
- (208) Macey, *From Judicial Solutions to Political Solutions: The New, New Direction of the Rules Against Insider Trading*, 39 Ala. L. Rev 355 (1988).
- (209) *Ibid.*, at 358.
- (210) Macey, *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, 13 Hofstra L. Rev. 9, 10-11 (1984).
- (211) *Ibid.*, at 29.
- (212) Macey, *supra* note 208, at 360, 363.
- (213) *Ibid.*, at 363.
- (214) *Ibid.*, at 365.
- (215) Aldave, *supra* note 87.
- (216) Aldave, *The Misappropriation Theory: Carpenter and Its Aftermath*, 49 Ohio St. L.J. 373, 391 (1988).
- (217) Aldave, *supra* note 87, at 118.
- (218) *Ibid.*, at 119-20.
- (219) *Ibid.*, at 121.
- (220) *Ibid.*, at 122.
- (221) *Ibid.*, at 123-24.
- (222) Aldave, *supra* note 216, at 387, 391.

五 結 語

一、アメリカ合衆国におけるインサイダー取引の規制が、証券取引所法一〇条b項の下でのいわゆる黙示の私訴権に基づき、インサイダー取引を行った者に対する民事責任の追及と言う形で始ったことは、裁判所の積極的創造機能に支えられて、規制の法理の目覚しい発展をもたらすことになったが、そのことが同時に、その法理を拘束する原因にもなった。すなわち、インサイダー取引の違法性を *Rule 10b-5* という「詐欺」概念によって根拠づけなければならないということである。そのことは、インサイダー取引が非個人的な証券市場を通して行われる場合に、理論上解決困難な問題を提起することになった。この場合の基本的な問題点は、相対取引においては明らかに違法（詐欺）だとされる取引が、非個人的市場を通じた場合には、そうではなくなるのかということである。そんなはずはない、あるいは、そうであってはならないという直観的判断が、その後の法理を生み出したといつてよいであろう。

テキサス・ガルフ判決とキャディー・ロバーツ審決の「公正 (fairness) 原理」に基づく「開示または断念の原則」は、相対取引における違法性の原理を市場取引に適合させるために考え出されたものであるといつてよい。これによって、インサイダー取引が、市場の公正、誠実性に対する一般投資者の信頼を損なう不公正なものとして位置づけられた。しかし、重要な未公開情報に基づく取引であれば、誰のどのような取引であっても、不公正なものだとされるのかという問題が残された。取引当事者の地位、職業、能力、知識、経験等によって、知り得る情報に優劣が生ずるのは当然であって、一方が他方より、より多くの情報を有していたとしても、それを相手方に開示しないで取引することが当然に不公正だとされるものではない。どのような場合に、一般投資者は、一般

に知られていない情報に基づく取引を不公正だと感ずるのであろうか。

合衆国最高裁判所のチアレラおよびダークス判決は、不公正だとされる基準を、ある意味で明確に示した。しかし、それは、理論的には、詐欺概念に縛られた、あまりに契約法的なものであり、それとして支持する見解もあるが、少なくとも、旧来の契約法の原則を修正するものとして制定された証券取引所法の一般投資者の保護の観点から問題を残しており、多くの支持を得るには至っていない。また、実際上にも、規制の範囲を制限するおそれがあり、規制を拡大強化すべきであるとする一般の趨勢を押し止めることは出来なかった。

不正流用理論は、チアレラおよびダークス判決の右のような欠点を補うものとして考え出されたものである。しかし、これもまた、一方では、違法行為(詐欺)の被害者が同時に証券取引による被害者ではないという点で、Rule 10b-5 の下での「証券取引に関する詐欺」の要件に関し疑問を残し、そのために、Rule 10b-5 に基づく規制の限界を表面化させ、新たな立法への動きを加速させることになり、他方では、情報の不正使用(流用)の概念を拡大させる契機になった。一九八七年に上院の証券小委員会に提出された立法案に、この不正使用の拡大事例を見ることが出来る。

二、一九八八年一月に、インサイダー取引の規制に関する新たな法律が成立した。Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988<sup>(22)</sup>である。この法律は、インサイダー取引の規制を強化するため、既存の制裁手段の強化、明文化、適用範囲の拡大、さらには、国際的不正取引に対処するための規定の新設等を主な内容とするものであるが、今回もまた、インサイダー取引を定義づけることは見送られた。

インサイダー取引を定義づけることについては根強い反対がある<sup>(23)</sup>。インサイダー取引が、一種の詐欺まがいの行為である以上、この世の中で考え出される詐欺行為が細かく定義できないのと同様、定義に適さないという



ことと、これを定義づけると、直ちにこれを回避する手段が考案され、かえって規制の効果をなくしてしまおうというのがその理由である。<sup>(28)</sup> 確かに、この反対には、インサイダー取引の本質に根ざした理由がある。したがって、仮に、明文の規定を設けるにしても、このような批判に耐え得る工夫が必要である。この問題は、インサイダー取引を不公正という観点から捉える場合でも、増幅こそすれ、減少するものではない。A B Aの選択肢 B (資料2) の定義づけは、この点では、あらゆるインサイダー取引に対処しうるものであるといえる。しかし、それは、当然のことながら、具体性、正確性に欠けることになる。行為準則の明確化、罰則の対象としての行為の明文化という観点からは、より正確な類型化が求められることになる。

上院の証券小委員会に提出された立法案は、判例の積重ねを背景に類型化による定義づけを試みたものである。しかし、基本的な問題として、前述のように、これらの立法案が、どのような基本理念に立っているのかについて明確でないということのほか、規制の手法が適切なものかということ、すなわち、それが、インサイダー取引規制の目的を越えて、他の利益を侵害する結果になっていないかということをめぐる、立法案相互の間に立場の違いがみられる。

インサイダー取引規制の法理が、皆を満足させるものでもなく、論理一貫したものにもなっていない大きな原因は、効率 (efficiency) と公平 (equity) という価値をめぐる相克にまだ決着がつかないからだと<sup>(29)</sup> いわれる。公正の確保のために、インサイダー取引の規制が、絶えず会社等の情報源から情報を収集し、これを分析し、その結果を一般に提供することによって、証券市場の運用に有用な役割を果たしている者 (例えば、証券アナリスト) にまで拡大されてくると、効率性の問題ととともに衝突することになる。

インサイダー取引を定義づける立法案がそれぞれ前提としていることは、インサイダー取引の規制を有効に執

行するという必要性と、それと同じく重要な必要性をもつ、投資に必要な情報の市場への自由な流入ということの調整を是らなければならぬことである。<sup>(22)</sup> だが、具体的にどのような方法によって、その調整をなすかをめぐって、立法案の間で違いがみられる。

「公正」の観点からインサイダー取引を規制するという基本理念は、アメリカにおける判例、学説の主流をなし、立法案の基本理念ともなっているといつてよい。ただし、「公正」概念のもつ広がり故に、何を基準に公正か否かを判断するかという尺度を明確にしないと、その判断が恣意的なものになるおそれがある。その際、注意しなければならないのは、証券取引所法に基づく規制としての基準であるということである。そのためには、現代の非個性的証券市場の仕組を説明し、そのうえで、そこで行われる未公開情報に基づく取引が、何故に、そして、どのような場合に「不正」と一般に認識されるのかということを明確にする必要がある。非個性的証券市場で行われる取引をどのように法律構成するかという問題は、インサイダー取引の定義に必要であると同時に、それに対する有効な規制手段を考える場合にも欠かせないことである。インサイダー取引に対する民事責任も、そのうえで解決されるべき問題である。

〔注〕

(22) この法律の制定の経緯については、20 S.R. & L.R. 1235, 1263, 1292, 1623, 1797 (1988) 参照。なお、条文の邦訳、商事法務一七〇号二三頁以下。

(24) 同法の要点につき、商事法務一七〇号二七頁以下参照。

(25) 例えば、上院証券小委員会の公聴会における Jacobs および Fedders の発言 *The Insider Trading Sanctions*

*Act of 1983: Hearing Before the Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 98th Cong., 2d Sess. 36-37, 99-101 (1984).*

(22) *Ibid.*

(27) Langvoort, *supra* note 32, at 399.

(28) Phillips and Lavoie, *supra* note 157, at 457.

(29) 高橋洋一「日本の証券市場と証券法」『証券法』1984年10月号、157頁以下。

[ 雑案一 ]

ABA's Legislative Proposals

PROPOSED SECTION 16A - ALTERNATIVE A

SUBSECTION (a). UNLAWFUL CONDUCT. It shall be unlawful, by use of any means or instrumentalities of interstate commerce, or of the mails, or any facility of any national securities exchange:

(1) *Insiders* - For an insider to sell or buy a security if he knows a fact that is material and nonpublic concerning the issuer or the security;

(2) *Misappropriators* - For any person to sell or buy any security if he knows a fact that is material and nonpublic concerning the issuer or the security, and he misappropriates such fact;

(3) *Tippers* - For a person to sell or buy a security if he learns a fact that he knows is material and nonpublic concerning the issuer or the security from an insider, fiduciary, or a direct or indirect tippee of an insider or fiduciary with the knowledge that the person from whom he learns the fact is an insider, fiduciary, or a direct or indirect tippee of an insider or fiduciary;

(4) *Tippees* - For any insider, fiduciary, or tippee of an insider or fiduciary to communicate to any other person a fact that is material and nonpublic concerning the issuer or the security, knowing that such communication is likely to result in trading on the basis of material, nonpublic information;

provided, however, that this subsection shall not apply to a communication made in good faith: (A) to any person in connection with the performance by such person of his duties or obligations to the issuer; or (B) to any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.

SUBSECTION (b). AFFIRMATIVE DEFENSES - No person who purchases or sells a security ("trading person") shall be liable for violation of this Section if he sustains the burden that:

- (1) *Knowledge of the Trading Person or Other Party* - - - - -
- (2) *Institutional Traders* - - - - -
- (3) *Supervening Cause* - - - - -

SUBSECTION (c). DEFINITIONS. For purposes of this section:

(1) "Insider" means the issuer, a director or officer of or a person controlling, controlled by, or under common control with, the issuer; a person who by virtue of his relationship or former relationship of trust or confidence to the issuer knows a material fact about the issuer or the security that is not generally available.

(2) "Misappropriate" means (A) to obtain material, nonpublic information by unlawful means, or (B) to appropriate material, nonpublic information to one's own use or benefit, or to the use or

benefit of another person where, because of a fiduciary, contractual, employee, or other relationship, one is under a duty not so to appropriate it.

(3) A fact is "material" if - - - - -

(4) A fact is "generally available" when - - - - -

(5) A "fact" includes - - - - -

(6) "Knowledge," "knows," "knowing" and "knowingly" include - - - - -

SUBSECTION (D) CONTROLLING PERSON LIABILITY - - - - -

- - - - -  
- - - - -

SUBSECTION (n) EXCLUSIVITY - - - - -

[經改訂]

ABA's Legislative Proposals

PROPOSED SECTION 16A - ALTERNATIVE B

Section 16A: Unlawful Trading on Material Nonpublic Information

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of any means or instrumentalities of interstate commerce, or any facility of any national securities exchange, to trade in securities on the basis of material, nonpublic information or selectively to disclose such information in a manner reasonably likely to lead to trading; provided that no person shall be liable under this section unless it is proved by a preponderance of the evidence that such person knew (or was reckless in not knowing) that the information was material and nonpublic and, in the case of selective disclosure, knew (or was reckless in not knowing) that the disclosure of the information was likely to lead to trading; and further provided that no person shall be liable under this section for trading on the basis of, or selectively disclosing, information obtained primarily by that person's or any other person's efforts unless the plaintiff proves that person knew (or was reckless in not knowing) that the information was provided to him or obtained by him through a breach of a contractual, fiduciary, or other legal duty, or proves that the information was used by that person in knowing (or reckless) breach of such

a duty.

[ 附 録 ]

S .1380

100th Congress, 1st Session

June 17, 1987

SECTION 1. SHORT TITLE.

This Act may be cited as "The Insider Trading Proscriptions Act of 1987."

SECTION 2. INSTDER TRADING PROSCRIPTIONS.

Chapter 78 of Title 15, United States Code, is amended, by adding at the end of 78p the following:

"Sec.16A.(a) Findings. ---

"(1) The fairness, honesty and integrity of the nation's securities market are impaired when corporate insiders and other persons who obtain material, nonpublic information relating to a particular



security or group of securities (or the market for such security or group of securities) wrongfully use that information, or wrongfully communicate that information to others who misuse it, in connection with the purchase or sale of any security.

"(2) Effective prohibitions against trading by persons who wrongfully use material, nonpublic information, and wrongfully communicate that information to others who misuse it, are necessary to preserve the integrity of our markets and their ability to serve important national and international economic functions, including capital formation.

"(3) There is an important public interest in the prompt, unfettered flow to the securities markets of information.

"(4) The specific delineation of what constitutes the wrongful use or wrongful communication of material, nonpublic information provided herein is necessary to promote greater clarity in the law.

"(b) Prohibition Against the Use of Material, Nonpublic Information. ---

"(1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to use material, nonpublic information to purchase or sell any security, - - -, if such person knows or is reckless in not knowing that such information has been obtained wrongfully, or if the purchase or sale of such security would constitute a wrongful use of such information. For the purposes of this Section, information shall have

been used or obtained wrongfully only if it has been obtained by or its use would constitute, directly or indirectly, theft, conversion, misappropriation or a breach of any fiduciary, contractual, employment, personal or other relationship of trust and confidence.

“(2) For purposes of subsection (b)(1), any person who purchases or sells a security while in possession of material, nonpublic information relating to that security (or the market therefor) shall be presumed to have used that information in connection with such purchase or sale. Notwithstanding the foregoing, in the case of person other than a natural person, the presumption that such material, nonpublic information in that person’s possession was used in connection with transactions in that security shall be overcome if such person sustains the burden of proving that:

“(A) the purchase or sale of the security was not influenced by such material, nonpublic information; and

“(B) the individual effecting the purchase or sale, or causing to purchase or sale, on behalf of such person, did not know the material, nonpublic information.

In determining whether any person other than a natural person has sustained its burden of proof under this subsection, it shall be relevant whether, and to what extent, such person had implemented and maintained reasonable policies and procedures to prevent violations of this Section by the individuals making or influencing investment decisions on its behalf.

"(c) Prohibitions Against the Wrongful Communication of Certain Material, Nonpublic Information. —

"(1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, wrongfully to communicate material, nonpublic information to another person who, directly or indirectly, purchase or sells any security that is directly or indirectly the subject of the communication, while in possession of such information, if the person making the communication knows (or is reckless in not knowing) that such information would be used for purchase or sale of a security that would violate subsection (b) of this Section.

"(2) It shall be unlawful for any person planning an acquisition or disposition of an issuer, a material block of the issuer's securities or its assets, or any person acting on behalf of such a person (herein the "transacting person"), for the purpose of influencing or encouraging the purchase or sale of the securities of such issuer, to communicate, directly or indirectly, material, nonpublic information concerning such plans to any other person who thereafter purchases or sells the affected securities, unless such other person is acting on behalf of or as part of a group with the transacting person (within the meaning of Section 13(d)(3) of this Title) or the communication of such information has been made in the course of a good faith solicitation of such other person to act on behalf of or as part of a group with the transacting person (within the meaning of Section 13(d)(3) of this

Title) or the securities are acquired directly from or sold directly to the transacting person.

"(d) Derivative Liability - - No person shall be liable under this Section solely by reason of the fact that such person controls or employs a person who has violated this Section, if such controlling person or employer neither participated in, nor directly or indirectly induced the acts constituting the violation of this Section.

"(e) Commission Rulemaking and Orders - - The Commission may, by rules consistent with the provisions of this Section, implement the provisions of this Section. The Commission, by rules, or by order, may exempt any person, security or transaction, or any class or classes of persons, securities or transactions, from any provision or provisions of this Section, if and to the extent that such exemption is consistent with the provisions of this Section.

"(f) Private Rights of Action. - - Any person who is injured by a violation of this Section in connection with the purchase or sale of any security may recover any damages sustained by reason of such violation. For the purpose of this Section, a person shall be deemed to have been injured by a violation of this Section if such person has purchased or sold the affected securities contemporaneously with the transactions in such securities that form the basis of the violation of paragraphs (b) or (c)

of this Section. No person shall be liable in damages in any action under this subsection for an amount in excess of such person's actual profit obtained or loss avoided. Any damages imposed against any person under this subsection shall be diminished by (and, where available, recovered from) the amounts, if any, that such person may be required to disgorge, pursuant to a court order obtained at the instance of the Commission, in a proceeding brought under Section 21(d) of this Title relating to the same a transaction or transactions. Any person who violated subsection (c) of this Section shall be liable, jointly and severally, to the same extent as any persons who obtained profits or avoided losses as a result of such violations of subsection (c). The period of limitations for the commencement of any action under this subsection shall be the same as that provided in Section 21(d)(2)(D) of this Title (the Insider Trading Sanctions Act).

"(g) Exclusivity. - - This section shall provide the exclusive standards by which the wrongful use or wrongful communication of material, nonpublic information in connection with the purchase or sale of a security shall be addressed. This Section shall not, however, affect other prohibitions or requirements of law based, in whole or in part, on conduct other than such wrongful use or wrongful communication of material, nonpublic information.

SEC. 3. EFFECTIVE DATE. - - -

[ 雑案 ← ]

New York Stock Exchange Legal Advisory Committee  
Proposed Statutory Definition of  
Insider Trading

Section 16A. Proscriptions Against The Wrongful Use of Nonpublic Information.

(a) [Congressional Findings]. . . . .

(b) [Prohibitions Against The Wrongful Use of Material, Nonpublic Information].

(1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or any facilities of any national securities exchange, or of any automated quotations system maintained for the trading of securities,

(i) knowingly or recklessly to use material, nonpublic information to purchase or sell any security if such information has been obtained wrongfully, or if the purchase or sale of such security would constitute a wrongful use of such information; or

(ii) to communicate material, nonpublic information for the purpose of assisting another person to wrongfully use such information to purchase or sell any security in violation of this Section.

(2) For the purposes of this Section, information shall be deemed to have been used or obtain-

ed wrongfully only if it has been obtained by, or its use would constitute theft, conversion, or a breach of a fiduciary duty, a personal or other relationship of trust and confidence, or a contractual or employment relationship.

(3) For the purposes of this Section, any person who purchases or sells a security while in possession of material, nonpublic information relating to that security will be presumed to have used that information in connection with such person's purchase or sale of the security, unless that person sustains the burden of proving that ---

(i) the purchase or sale of the security was not influenced by such material, nonpublic information; and

(ii) in the case of a person other than a natural person, individuals participating in the decision to purchase or sell the security on behalf of such person did not know the material, nonpublic information. In determining whether any person other than a natural person has sustained its burden of proof under this subsection, it shall be relevant whether, and to what extent, such person had implemented and maintained reasonable policies and procedures to ensure that the individuals making investment decisions on its behalf would not violate this Section.

(c) [Exemption From Derivative Liability]. - - - - -

(d) [Commission Rulemaking And Orders]. - - - - -

[ 雑案 ]

Securities and Exchange Commission  
Proposed Insider Trading Bill

August 3, 1987

A BILL

SECTION 1. SHORT TITLE

This Act may be cited as "The Insider Trading Act of 1987."

SECTION 2. FINDINGS.

-----

SECTION 3. INSIDER TRADING PROSCRIPTIONS.

Chapter 78 of title 15, United States Code, is amended, by adding at the end of 78p the following new section:

Section 16A. PROHIBITION AGAINST TRADING WHILE IN POSSESSION OF, AND COMMUNICATING, MATERIAL NONPUBLIC INFORMATION



(a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to purchase, sell, or cause the purchase or sale, any security while in possession of material nonpublic information concerning the issuer or its securities, if such person knows or recklessly disregards that such information has been obtained wrongfully or that such purchase or sale would constitute a wrongful use of such information.

For purposes of this Section, information is obtained or used wrongfully if, directly or indirectly, it has been obtained by or as a result of, or its use would constitute:

- (1) theft, bribery, misrepresentation, or espionage through electronic or other means; or
- (2) a breach of a duty to maintain such information in confidence or to refrain from purchasing, selling, or causing the purchase or sale of, the security, which duty arises from any fiduciary, contractual, employment, personal or other relationship with:
  - (A) the issuer of the security or its securityholders,
  - (B) any person planning or engaged in an acquisition or disposition of the issuer's securities or assets,
  - (C) any government, or a political subdivision, agency or instrumentality of a government,
  - (D) any person, or any self-regulatory organization, registered or required to be registered with the Commission under any provision of the federal securities laws (as that term is defined in Section 21(g) of this title),
  - (E) any person engaged in the business of gathering, analyzing, or disseminating informa-

- tion concerning securities, the markets for securities, or the financial condition of issuers, (F) any other person that is a member of a class that the Commission designates, by rule or regulation, where the Commission finds (i) that the activities of the members of such class have a regular nexus to the operation of the nation's securities markets, and (ii) that such designation is necessary or appropriate to effectuate the purposes of this Section, or
- (G) any other person who obtained such information as a result of a direct or indirect confidential relationship with any of the persons or entities referred to in paragraphs (A)-(F) above.
- (b) It shall be unlawful for any person, whose purchase or sale of a security would violate subsection (a) of this Section, to communicate, directly or indirectly, information that such person knows or recklessly disregards is material and nonpublic to any other person who, directly or indirectly, purchases, sells, or causes the purchase or sale of, such security or who communicate the information to another person who makes or causes such a purchase or sale, if such purchase or sale is reasonably foreseeable.
- (c)(1) If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall be unlawful for any other person who is in possession of material nonpublic information relating to such tender offer, which information such other per-

son knows or recklessly disregards has been acquired directly or indirectly from (i) the offering person, (ii) the issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or (iii) any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or sold any security of such issuer, except for sales to the offering person.

(2) (A) It shall be unlawful for any person described in paragraph (2)(B) of this subsection (c) to communicate, directly or indirectly, material nonpublic information relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this Section, except that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith

(i) to the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer,

(ii) to the issuer whose securities are sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer, or

(iii) to any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation prom-

uligated thereunder.

(B) The persons referred to in paragraph (2)(A) of this subsection (c) are:

- (i) the offering person or its officers, directors, partners, employees or advisors;
  - (ii) the issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer or its officers, directors, partners, employees or advisors;
  - (iii) anyone acting on behalf of the persons described in paragraph (2)(B)(i) or (2)(ii) of this subsection, and
  - (iv) any person in possession of information relating to a tender offer which information such person knows or recklessly disregards is material and nonpublic and has been acquired directly or indirectly from any person described in this paragraph (2)(B).
- (d) (1) The Commission, by rule, regulation, or order, may exempt any person, security or transaction, or any class thereof, from any or all of the provisions of this Section, upon such terms and conditions as it deems necessary or appropriate, if the Commission determines, by reason of the nature of such person, security, transaction, or class thereof, or otherwise, that such action is not inconsistent with the purposes of this Section.
- (2) The prohibitions of subsections (a) and (c)(1) of this Section shall not apply to any person who is other than a natural person and who sustains the burden of proving that:
- (A) the individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase

or sell the security, or to cause the purchase or sale of the security by or on behalf of others, did not know the material nonpublic information; and

(B) such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate subsection (a) of this Section, which policies and procedures may include, but are not limited to, (i) those which restrict any purchase, sale and causing any purchase or sale of any such security or (ii) those which prevent such individual(s) from knowing such information.

(3) The prohibition of subsections (b) and (c) of this Section shall not be construed as making unlawful any communication made in a reasonable effort to make the information public.

(4) The prohibition of this Section shall not make unlawful any communication made:

(A) in the ordinary course of business by a person engaged in the business of analyzing and disseminating information concerning securities, the markets for securities, or the financial condition of issuers; or

(B) to a person engaged in the business of analyzing and disseminating information concerning securities, the markets for securities, or the financial condition of issuers, if such communication is not made for the personal benefit of the person making the communication.

(5) The prohibitions of this Section shall not apply to any person who, while in possession of

material nonpublic information, acts on behalf of and with the authorization of another person where the purchase, sale, or communication involved would be lawful if done directly by such other person while in possession of such information.

- (e) (1) Any person who violates subsection (a) or (c)(1) of this Section shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that forms the basis of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.

The total liability of any person under this paragraph (1) shall not exceed the profit gained or loss avoided (within the meaning of Section 21(d)(2)(C) of this title) as a result of such person's violations of this Section.

(2) Any person (other than a person entitled to recovery under paragraph (1) of this subsection) injured by a violation of this Section in connection with such person's purchase or sale of securities may bring an action in any court of competent jurisdiction to seek recovery of any damages caused by such violation, or for appropriate equitable relief, or both.

(3) Any person who violates subsection (b) or (c)(2) of this Section shall be liable, jointly and severally, with and to the same extent as any person who gained profits or avoided losses (within the meaning of Section 21(d)(2)(C) of this title) as a result of such violation of subsection

(b) or (c)(2).

(4) No action may be brought under this subsection more than five years after the date of the purchase or sale of securities that forms the basis of the violation.

SECTION 4. AMENDMENTS TO THE INSIDER TRADING SANCTIONS ACT.

---

SECTION 5. AMENDMENT TO SECTION 20(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT

---

SECTION 6 EFFECTIVE DATE.

---

[ 雑 考 ]

Securities And Exchange Commission  
Proposed Insider Trading Bill

November 18, 1987

SEC. 1. SHORT TITLE.

This Act may be cited as "The Insider Trading Proscriptions Act of 1987".

SEC. 2. INSIDER TRADING PROSCRIPTIONS.

Chapter 78 of Title 15, United States Code, is amended, by adding after section 78p the following.

" § 16A. PROSCRIPTIONS AGAINST WRONGFUL SECURITIES TRADING WHILE IN POSSESSION OF, OR WRONGFUL COMMUNICATION OF, MATERIAL, NONPUBLIC INFORMATION.

(a) (Findings) -----

"(b) (1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to purchase, sell, or cause



the purchase or sale of, any security, while in possession of material, nonpublic information relating thereto, if such person knows or recklessly disregards that such information has been obtained wrongfully, or that such purchase or sale would constitute a wrongful use of such information. For the purposes of this subsection, such trading while in possession of material, nonpublic information is wrongful only if such information has been obtained by, or its use would constitute, directly or indirectly, (A) theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or other means) or (B) conversion, misappropriation, or any other breach of a fiduciary duty, breach of any personal or other relationship of trust and confidence, or breach of any contractual or employment relationship.

"(2) The prohibitions of subsections (b)(1) and (d)(1) of this section shall not apply in the case of a person, other than a natural person, who sustains the burden of proving that:

"(A) no individual involved in making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell the security, or to cause the purchase or sale of the security by or on behalf of others, knew, or was influenced by, the material nonpublic information; and

"(B) such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration, among other things, the nature of the person's business, designed to prevent the individuals making the investment decision involved from possessing the material nonpublic information.

"(C) It shall be unlawful for any person whose own purchase or sale of a security would violate

paragraph (b) of this section, directly or indirectly, wrongfully to communicate information relating thereto that such person knows or recklessly disregards is material and nonpublic to any other person who, while in possession of such information, directly or indirectly, purchases, sells, or causes the purchase or sale of, any security that is the subject of the communication, or who communicates the information to another person who makes or causes such a purchase of sale while in possession of such information, if such purchase or sale is reasonably foreseeable. For purposes of this subsection, information is wrongfully communicated only if the person making the communication knows or recklessly disregards that the information communicated has been obtained by, or its communication would constitute, directly or indirectly, (A) theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or other means) or (B) conversion, misappropriation, or any other breach of a fiduciary duty, breach of any personal or other relationship of trust and confidence, or breach of any contractual or employment relationship.

- (d) (tender offer) \_\_\_\_\_
- (e) (derivative liability) \_\_\_\_\_
- (f) (exemption) \_\_\_\_\_
- (g) (civil liability) \_\_\_\_\_
- (h) (jurisdiction) \_\_\_\_\_

SEC. 3. AMENDMENTS TO THE INSIDER TRADING SANCTIONS ACT.

---

SEC. 4. AMENDMENT TO SECTION 20(D) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT.

---

SEC. 5. EFFECTIVE DATE.

[編入]

Reconciliation Draft of S. 1380

100th Congress, 1st Session

November 19, 1987

SECTION 1. SHORT TITLE.

This Act may be cited as "The Insider Trading Proscriptions Act of 1987".

SEC. 2. INSIDER TRADING PROSCRIPTIONS.

Chapter 78 of Title 15 United States Code, is amended, by adding after section 78p the following:

" § 16A. PROSCRIPTIONS AGAINST WRONGFUL SECURITIES TRADING WHILE IN POSSESSION OF, OR WRONGFUL COMMUNICATION OF, MATERIAL, NONPUBLIC INFORMATION.

"(a) FINDINGS.—

"(b) PROHIBITION AGAINST TRADING SECURITIES WHILE IN POSSESSION OF MATERIAL, NONPUBLIC INFORMATION.—

"(1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to purchase, sell, or cause the purchase or sale of, any security, while in possession of material, nonpublic information relating thereto (or relating to the market therefor), if such person knows (or recklessly disregards) that such information has been obtained wrongfully, or that such purchase or sale would constitute a wrongful use of such information. For the purposes of this subsection, such trading while in possession of material, nonpublic information is wrongful only if such information has been obtained by, or its use would constitute, directly or indirectly, (A) theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or other means) or (B) conversion, misappropriation, a breach of any fiduciary duty, any personal or other relationship of trust and confidence, or any contractual or employment relationship.

"(2) The prohibitions of subsection (b)(1) of this section shall not apply in the case of a person, other than a natural person, who sustains the burden of proving that—

"(A) each individual making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell the security, or to cause the purchase or sale of the security by or on behalf of others, neither knew, nor was influenced by, the material, nonpublic information; and

"(B) such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration, among other things, the nature of the person's business, designed to prevent the individuals making the investment decision involved from possessing the material, nonpublic information.

"(c) PROHIBITIONS AGAINST THE WRONGFUL COMMUNICATION OF CERTAIN MATERIAL,  
NONPUBLIC INFORMATION.—

"(1) It shall be unlawful for any person whose own purchase or sale of a security would violate paragraph (b) of this section, directly or indirectly, wrongfully to communicate information relating thereto (or relating to the market therefor) that such person knows (or recklessly disregards) is material and nonpublic to any other person who, while in possession of such information, directly or indirectly, purchases, sells, or causes the purchase or sale of, any security that is directly or indi-

rectly the subject of the communication, or who communicates the information to another person who makes or causes such a purchase or sale while in possession of such information, if such purchase or sale is reasonably foreseeable. For purposes of this subsection, information is wrongfully communicated only if the person making the communication knows (or recklessly disregards) that the information communicated has been obtained by, or its communication would constitute, directly or indirectly, (A) theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electronic or other means) or (B) conversion, misappropriation, or a breach of any fiduciary duty, any personal or other relationship of trust and confidence, or any contractual or employment relationship.

"(2) It shall be unlawful for any person planning an acquisition or disposition of an issuer, a material portion of the issuer's securities or its assets (herein the 'transacting person'), or any person acting on behalf of such a person, for the purpose of influencing or encouraging the purchase or sale of the securities of such issuer, to communicate, directly or indirectly, material, nonpublic information concerning such plans to any other person who thereafter purchases or sells the affected securities, unless such other person is acting on behalf of or as part of a group (within the meaning of section 13(d)(3) of this title) with the transacting person or the communication of such information has been made in the course of a good faith solicitation of such other person to act on behalf of or as part of a group (within the meaning of section 13(d)(3) of this title) with the transacting person or the securities are acquired directly from or sold directly to the transacting person.

"(d) DERIVATIVE LIABILITY.—

"(e) EXEMPTED TRANSACTIONS.—

"(f) PRIVATE RIGHTS OF ACTION.—

"(g) JURISDICTION.—

SEC. 3. AMENDMENTS TO THE INSIDER TRADING SANCTIONS ACT.

---

SEC. 4. AMENDMENT TO SECTION 20(D) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT.

---

SEC. 5. EFFECTIVE DATE.

---