

琉球大学学術リポジトリ

アメリカにおける内部者取引規制の法理再論（下）：
規制の限界（内部者の範囲）をめぐる最近の動向

メタデータ	言語: 出版者: 琉球大学法文学部 公開日: 2007-10-30 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	http://hdl.handle.net/20.500.12000/2250

アメリカにおける内部者取引規制の法理再論(下)

島袋鉄男

目次

一、序

二、キャディー・ロバーツ、テキサス・ガルフ・サルファ以後の発展と問題点

(1) 内部者取引と詐欺的行為および開示義務

(2) キャディー・ロバーツ審決およびテキサス・ガルフ・サルファ判決の法理——“disclose or abstain” rule

(3) キャディー・ロバーツ、テキサス・ガルフ・サルファ以後の発展と問題点

(4) 規制の範囲をめぐる提言

(a) ABA, Comment Letter

(b) キアレラ (Chiarella) 控訴審判決——“market insider”

(c) ブラドニー (Brudney) 教授の見解(以上坩大法学第三四号)

三、最高裁キアレラ判決およびダークス (Dicks) 判決

(1) キアレラ判決

(2) ダークス判決

(3) 両判決の意義

四、結論 — 内部者取引規制の理念とその範囲 — ALI, Federal Securities Code との関連性

- (1) 非個人的証券取引市場における内部者取引規制の基本問題
- (2) ALI 連邦証券法典の規制方法
- (3) 内部者取引規制の理念とその範囲 — アメリカにおける内部者取引規制の法理の特質

三 最高裁キアララ判決およびダークス判決の意義

(1) キアララ判決 — Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980) — 株式公開買付に関する書類を印刷する過程で、特定の会社の株式に対して公開買付が行われることを知り、それが公表される前に当該株式を買付け、公表後に売付けることによって利益を得た印刷会社の植字工キアララ (Chiarella) に対し、連邦証券取引所法 (the Securities Exchange Act of 1934) 一〇条⁽¹⁾項 (以下一〇条⁽¹⁾項とす) および同条項に基づいて連邦証券取引委員会 (Securities Exchange Commission — SEC) により制定された Rule 10b-5⁽²⁾ 違反で有罪とすることを支持した合衆国第二巡回区控訴裁判所の判決を破棄し、合衆国最高裁判所はつぎのように判示している。

(a) 法廷意見⁽⁴⁾ ①⁽⁵⁾ 一〇条⁽¹⁾項は沈黙 (silence) が詐欺的行為 (a manipulative or deceptive device) を構成するか否かについては何も述べておらず、証券取引所法自体や同法の立法経過の中にも、本件の解釈について特に指標となるものは見当たらない。しかしながら、コモン・ローにおいては、一定の場合に、情報の開示を

怠ることが詐欺となるとされる場合があり、SECや合衆国裁判所も、会社内部者等が未公開の情報を自己の利益のために利用する場合について一〇条b項違反を認めてきている。ただし、これらの場合には、取引当事者の特別の関係から、一方に開示義務があることが前提となっており、内部者でも受任者でもないために、相手方に対して何らの義務を負わない者は、重要な事実を開示する義務はないものとされている。

「このように、不開示 (nondisclosure) の適法性について特に言及した法典の文言や制定に関する資料がないにもかかわらず、証券の売買に関し、沈黙が一〇条b項の下で訴えることのできる詐欺 (fraud) として作用する場合があるとする解釈が、行政上、司法上の解釈として確立している。しかしながら、そのような責任は、取引当事者間の信任関係 (a relationship of trust and confidence) から生ずる開示義務を前提とするものである。」

② 申立人 (petitioner) キアララの情報の利用は、彼が取引前にその情報を開示する積極的義務に服する者でないかぎり、一〇条b項の下で詐欺とはならない。本件において、陪審員に対する説示は、そのような義務について明確には述べていない。控訴裁判所は、会社内部者であると否とにかかわりなく、定期的に重要な未公開情報を入力する者は、積極的開示義務を負うことなしには、証券の取引にその情報を利用することはできないとして有罪判決を支持している。控訴裁判所は、右の基準は、定期的に重要な未公開情報を入力する者のみを包含するにすぎないといっているが、そのように限定する理由が開示義務の存在とは無関係なものとなっている。控訴裁判所は、義務を生ぜしめることになる申立人と売主間の特別な関係を特定することに失敗している。申立人は、実際、非個性的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来者 (stranger) である。

「我々は、市場取引に参加するすべての者の間に、重要な未公開情報に基づいて行動することは慎むべきであ

るとする一般的義務があることを承認するのでないかぎり、申立人に対する有罪判決を支持することはできない。義務は、二当事者間の特別の関係から生ずるとする確立された原則から根本的に逸脱することになる右のような広い義務を認めることは、議会の意向を示す明白な証拠がないかぎり、やってはならないことである。

前にみた通り、そのような証拠は、法典の文言の中にも、制定に関する資料の中にも現われてこない。そのうえ、議会もSECもいまだかつて、情報平等の原則 (a parity-of-information rule) を採用したことはない。⁽⁸⁾

「一〇条b項は、あらゆるものを包含する規定 (catchall provision) であるといわれるが、この規定が捕えようとしているのは、詐欺 (fraud) でなければならぬ。詐欺の主張が開示を根拠にする場合には、表示の義務がないかぎり、詐欺もありえない。我々は、一〇条b項の下における開示義務は、単に未公開の市場情報を有しているということだから生じない⁽⁹⁾と考える。」⁽¹⁰⁾

③ 申立人は、公開買付会社に対する義務に違反しており、そのことは一〇条b項の下における有罪判決を根拠づけるものであるという主張がなされているが、その主張の当否については、その問題が陪審員に対して提起されていなかったと考えるので判断しない。

(b) バーガー長官の反対意見 ⁽¹¹⁾ 通常の取引において当事者は、何らかの信任関係に立たない以上、相手方に対して情報を開示する義務を負うもので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。とくに、情報における優位性が、経験や洞察力や努力の優位性から得られたものではなく、ある違法な手段によって得られたものである場合には、右の原則は適用されるべきではない。情報が違法な手段によって取得された場合には常に、その情報を開示する義務が課されるべきであるといわれているが、一〇条b項およびRule 10b-5もこの原理を前提として解釈されるべきであると考ええる。すなわち、「未公開情報を悪用する (misappropriate)

者は、その情報を開示するか、取引を思い止まるべきかの絶対的義務を負う⁽¹²⁾

右の原則は、一〇条b項および Rule 10b-5の文言やそれらの制定経過によっても支持されるものであるし、また、とくに目新しいものでもなく、キャディー・ロバーツ審決においてSECの述べた法原則から当然に導かれるものである。そして、このことによって、合法的な事業活動が脅かされることにはならないということは強調されなければならない。

②⁽¹³⁾ 陪審員に対する説示についての法廷意見の解釈はあまりにも制限的すぎる。審理の状況に照らして全体的に解釈すれば、説示は、陪審員に対して、キアラが彼の使用者の顧客(公開買付会社)の財産を悪用(misappropriating)することによって取引上の優位性を得たのではないかどうかについて確かめることを要求している。

(c) ブラックマン判事の反対意見⁽¹⁴⁾ ①⁽¹⁵⁾ パーガー長官の意見に異論はないが、申立人の有罪を基礎づけるために misappropriation theory による必要はない。

②⁽¹⁶⁾ 申立人の行為は、たとえ、申立人が暴利をもたらす計画に着手する前に、申立人の使用者に印刷を委託した者(公開買付会社)からその計画について承認を得ていたとしても、一〇条b項および Rule 10b-5でいう詐欺的行為に該当すると考える。

最高裁は、最近の判決において、包括的な規定である一〇条b項を制限的に解してきている。本件においても、開示義務の前提として信任関係に類する特別な関係を要件とすることによってそのような制限をしている。裁判所自体、そのような結論が法典の文言や制定経過の中で命ぜられているものではないことを認めている。それにもかかわらず、その決定を証券法の目的に照らして正当化し、あるいは、連邦証券法は、狭く技術的な解釈ではなく、柔軟に解釈せられるべきであるという長年続いてきた原理と一致させようとはしていない。

信任関係が一〇条b項および Rule 10b-5の下で、開示義務をもたらし得るものであるということには同意するが、そのような関係から生ずる義務に違反した場合にのみ、開示をしないことが一〇条b項および Rule 10b-5違反となることには同意できない。このケースにみられるように、「裁判所の問題の取りあげ方は、誠実な投資者がいかに努力しても、合法的に入手できない機密情報を申立人が利用しうる機会をもつということの重要性を不当に過少評価するものである」⁽¹⁷⁾

裁判所の判決は、詐欺に関するコモン・ローの発展とも完全には一致しないし、Rule 10b-5の行政上、司法上の適用状況とも完全には調和しない。

コモン・ローにおいても、「重要な事実について、一方の当事者がより多く知っているということが、開示せずに取引することを本質的に不正なものとするところでは、幅広い状況の中で特別事情原則("special facts doctrine")を適用するという方向に進んできている」⁽¹⁸⁾が、一〇条b項や Rule 10b-5の目的は、むしろ「コモン・ローの保護だけでは不十分であるところの非個性的な証券市場の、公正で誠実な機能を確保することにある」⁽¹⁹⁾のである。

「実際、特別な事実(special facts)を知る機会をもつということの重要性が、行政上、司法上、Rule 10b-5を内部者取引に適用する場合において繰り返し返されてきた主題であった。SECも裁判所も、内部者が機密情報を利用するところに違法行為の最重要点があることを強調してきた。当裁判所は、先例のこの側面を不当に過少評価しているように思われる」⁽²⁰⁾「SECは、このように、主として、未公開情報を知り得る機会を持つという観点から内部者関係(inside relationship)をみたのであって、単に、コモン・ローの忠実義務あるいは類似の義務という観点からみたのではない」⁽²¹⁾「abstain or discloseの義務は、単に、受任者責任に付随するものと

してではなく、機密情報を個人的利益のために利用することの本質的な不正から生じたものである。⁽²²⁾

控訴裁判所の市場内部者 (market insider) という範疇を完全に受け入れるかどうかは別として、「一般的に、他人が合法的に利用しえない重要な機密情報を知る機会をもつ者は、情報面での構造的優位性 (structural informational advantage) を、(その情報によって) 影響を受ける証券の取引を通して、自己の利益のために利用する計画に関与することを」 Rule 10b-5 によって禁ぜられると考える。⁽²³⁾

(2) ダークス判決 — *Dirks v. S. E. C.*, 103 S. Ct 3255 (1983) 申立人 (petitioner) ダークス (Dirks) は、機関投資家のために保険会社の株式の投資分析を行なうことを専門とする証券会社 (broker-dealer) の役員で、いわゆる証券アナリスト (securities analyst) であった。ある時、主として生命保険業および投資信託業を営む Equity Funding 社 (以下、E・F社という) のかつての役員であった者から、E・F社の資産は、会社の虚偽的業務行為の結果、過大評価されているので、その真偽を確かめて公表してくれるよう懇請された。ダークスはその告発の真偽を調査することにし、E・F社の役員や従業員にインタビューなどをした結果、役員は会社の不正行為を否定したが、或る従業員からは、告発の真実性を裏付ける証言を得た。

ダークスも彼の会社も E・F社の株式を所有したり、取引したりはしなかったが、彼が E・F社の調査をしている間に、特定の顧客と彼が得た情報について話合ったために、その顧客の多くが E・F社の株式を手離した。ダークスは彼自身調査を進める一方で、ウォールストリート・ジャーナルの記者に会って、告発のあったことを記事にするよう頼んだりもした。

ダークスが調査をしている二週間の間に、E・F社の株価は、二六弗から一五弗に下落し、ついに、ニューヨーク証券取引所が取引を停止するにいたった。その後、保険業の監督機関が E・F社の書類を押収し、虚偽的業

務行為の証拠が暴露された。そのときになって、SECはE・F社に対する訴を提起し、ウォールストリート・ジャーナルもダークスによって収集された情報をもとに一面でこの事件をとりあげた。E・F社は間もなく財産管理の状態におかれた。

SECは、この事件に関して、ダークスに対する懲罰手続を開始し、ダークスがE・F社の不正行為について告発があったことを投資業界の特定の者に伝え、その結果、これら特定の者がE・F社の株式を売却することになったということが、一〇条b項およびRule10b-5違反を幫助することに当るとした。ただし、E・F社の虚偽的業務行為を明るみに出すことについてダークスが果たした重要な役割に鑑み、ダークスを譴責(censure)処分にするに止めた。

これに対し、ダークスは再審理を求めたが、コロンビア地区巡回区控訴裁判所は、その申立を却下した⁽²⁶⁾。合衆国最高裁判所は、このケースが提起した問題がSECおよび証券業界にとって重要であるとして裁量上訴を認め、巡回区控訴裁判所の判決を破棄した。

(a) 法廷意見⁽²⁶⁾ ①キアラ判決において当裁判所は、重要な未公開情報に基づいて取引をする場合には、まず、開示しなければならないという一般的義務(general duty)があるわけではなく、未公開の市場情報を有しているということだけからは、一〇条b項の下における開示義務は生ぜず、そのような義務は、むしろ、信任関係(fiduciary relationship)が存在することから生ずるものであるとした。他方、証券取引に関連した忠実義務違反のすべてがRule10b-5の適用範囲に入ってくるものでもない。そのためには、詐欺的行為(manipulation or deception)がなければならぬ。内部者取引の場合、この詐欺的要素は、会社の目的のためにのみ利用されるべきで、個人的利益のために利用されてはならない情報を個人が利用する場合に内在する生来的不公正(inherent

unfairness)から生ずるものである。すなわち、「内部者は、重要な未公開情報を開示せず、それによって、秘密の利益(secret profits)を得た場合にのみ、Rule 10b-5の下で責任を負うことになるのである」⁽²⁸⁾

②⁽²⁹⁾ 特別な関係(special relationship)が要件とされることが、SECや裁判所が内報受領者(tippee)が内部情報に基づいて取引をする場合を規制しようとする際に困難な問題を提起することになる。SECは、内報受領者は内部者から内部情報を得た場合にはつねに、キャディー・ロバーツ審決によって課された株主に対する義務を承継することになるという見解をとっているが、これは、キアラ判決において示された原則、すなわち、或る特定の者(some persons)のみが、ある状況の下で、重要な未公開情報を有している間は取引をしてはならないとされるという原則と相反するものである。「我々は、開示義務は、当事者間の関係(the relationship between parties)から生ずるのであって、或る者が市場における地位の故に情報を得る能力があるということだけから生ずるものではないということを再確認する」⁽³⁰⁾

内部情報の受領者は、つねに開示義務を負うことになるのではないという結論は、内報受領者は、いつでも、その情報に基づいて取引をすることができるということを意味するものではない。或る種の内報受領者の取引を禁止する必要のあることは明らかである。内報受領者の開示義務は内部者の義務から派生するものである。内報受領者の義務は、内部者の忠実義務違反に事実上関与した者(a participant after the fact)としての彼の役割から生ずると看做されてきた。従って、「内報受領者が株主に対する内部者の義務を引受けなければならぬのは、彼等が内部情報を得たがためではなく、情報が彼等に不当に(improperly)利用せられたためなのである」⁽³¹⁾。そして、Rule 10b-5に関してみると、内部者の情報開示は、それがキャディー・ロバーツ審決によって課された義務に違反する場合にのみ不当だということになる。従って、「内報受領者が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株主に対する義務を負うことになるのは、内部者が情報を内報受領者に開示することが株主に対する内部者の忠実義務違反となり、内報受領者がその違反の事実を知っていたか、あるいは知るべきであったという場合のみである⁽³²⁾」

③ 「機密情報を開示することすべてが、内部者が株主に対して負っている義務に反することになるというものではない。……開示が義務違反となるのか否かは、大部分、開示の目的によることになる。……そこで問題は、内部者が、直接間接に、その開示から個人的に利益を得るか否かということにかかってくる。個人的利得がない場合には、株主に対する義務もないものとされており、内部者による違反がない場合には、派生的な違反もないことになる⁽³³⁾」

④ ⁽³⁴⁾「⁽³⁵⁾ダークス自身、E・F社にとって外来者であり、E・F社の株主に対して忠実義務を負う関係になかったこと、ダークスに告発をした者も、その告発によって、キャディー・ロバーツによって課された株主に対する義務に違反することになるものではないことは明らかであるから、前述の内部者取引および内報受領者に関する原則の下では、ダークスによる何らの法違反も認められない。」

(b) ブラックマン判事の反対意見 ①⁽³⁶⁾ 本件でとられた方策は、忠実義務の法理に特別な動機上の要件 (special motivational requirement) をつけ足すものであり、これによると、個人的に利得する動機から内部者が行動したのではないかぎり、株主に対する内部者の義務に意識的に違反することも許されることになる。しかしながら、たとえ、本件の特別な事実関係を前提としても、そのような新機軸の採用は正当化されるものではない。

②⁽³⁷⁾ ダークスがE・F社の役員であった⁽³⁸⁾から得た情報を特定の顧客に伝えたということがもたらした結果は、E・F社の虚偽的業務行為によって、当該顧客が必然的に蒙ったはずの損失を、情報を知らされなかつ

た市場参加者に転嫁することができたということであった。

③³⁸ Secretist 自身は、内部情報に基づいて、情報を知らされていない株主や株式の買手の不利益において取引をすることができないということについては疑問の余地がない。また、自らなすことを禁ぜられている行為は、勿論、代理人によってなすこともできない。本件において secretist がなしたことは、まさにそのようなことであった。Secretist は、ダークスを使って情報をダークスの顧客に流し、その顧客は、情報を知らない買主に株式を転嫁した。このようにして、Secretist は、ダークスをして、Secretist が開示義務を負っている E・F 社の株式の買主に損害を生ぜしめたのである。それにもかかわらず、裁判所は、個人的利得を目的としなかったことを理由に、Secretist は義務に違反したことはならず、したがって、ダークスにも責任はないとした。そうすることに よって、裁判所は、内部者が株主に対して負っている義務の範囲について、新しい、主観的要件による制限を設けたわけである。しかしながら、この新しい制限は、それを支持する根拠が判決自身の中でさえ示されていないほど新奇なものである。内部者の義務は、直接、株主に対して負っているものであり、それは、内部者と株主の間の信任関係 (relationship of trust and confidence) に基くものである。そして、「そのような信任関係は、株主に対して、内部者は株主を不当に害するような行為はしないということを保証するものである。」³⁹

「内部者自身は義務違反から利益を得ていないということは、株主が損害を蒙ったということ打消すことにはならない。……会社内部者が取引から個人的利益を得たかとか、それを意図したかとかによって、株主にとって何らの相違もきたさない。内部者が未公開情報を濫用したことによって、株主は依然として損害を蒙ることになる。義務は内部者の動機に向けられたものではなく、内部者の行為とそれが株主に与える影響に向けられたものである。個人的利得はこの義務違反の要素ではない。」⁴⁰

(41) 不正な動機を要件とすることは、法的根拠をもたないばかりではなく、政策的見地からも是認できない。

裁判所が *Secrist* や *ダークス* の行為を正当化するのは、*Secrist* の株主に対する義務違反から受ける一般的利益 (general benefit) の方が、これらの株主が蒙る損害よりも大きいということを理由とする。換言すれば、目的が手段を正当化するということである。「このような見解の下では、*Secrist* や *ダークス* の行為によって社会に与えられる利益に対しては、*ダークス* の顧客と取引をした株主が損害を蒙むという代償が支払われることになる。……*E・F* 社の虚偽的行為を摘発するという *Secrist* の一般的な動機は賞賛に値するものであったが、彼が選んだ手段はそうではなかった。さらに、かりに、*ダークス* が虚偽的行為の摘発に重要な役割を演じたものだとしても、彼や彼の顧客は、*Secrist* から得た情報から利益を得るべきではなかった。……市民の一人として、*ダークス* は、少くとも、その情報を適当な機関に通知すべき倫理上の義務を負っていた。本判決は、このような倫理上の規範から法規範を創造していないからというのではなく、本判決が、事実上、*ダークス* に対して、彼の法違反幫助に報酬を与えることになるという点で、政策的に不適當であるというべきである。」(42)

(3) 両判決の意義

一〇条 b 項および *Rule 10b-5* の下で *SEC* や合衆国下級審裁判所によって形成されてきた内部者取引規制の法理は、*キアレラ* 判決においてはじめて、証券市場における内部者取引がいかなる場合に、いかなる法理によって法違反とされるのかという、この法理の核心部分について、合衆国最高裁判所の判断をおおぐことになった。(43)

一〇条 b 項および *Rule 10b-5* の解釈が問題とされた合衆国最高裁判所の判決はこれまでにも存在したが、これらはすべて他の要件に關することであって、(44) 内部者取引がいかなる法理によって一〇条 b 項および *Rule 10b-5* の下で違法となるかということそのものを争点としたものではなかった。*キアレラ* 判決は、まさにそのことを問

題としたものであるところに第一の意義があった。キャディー・ロバーツ審決およびテキサス・ガルフ・サルファ判決を基礎として発展してきた法理そのものの当否が問われることになったわけである。

キアレラ判決によって、内部者取引規制の法理は、その基本的部分につき合衆国最高裁判所の確認を得ることになった。⁽⁴⁵⁾しかしながら、キアレラ判決が、内部者が責任を負うためには取引当事者間に信任関係が存在し、その関係から生ずる開示義務が内部者の側にあることが前提となるとして、信任関係の存在をその法理の絶対的な要件としたこと (requirement of a relationship of trust and confidence) は、信任関係の法理を前提としながらも、むしろ、それを発展させるといふ方向で形成されてきたこれまでのこの法理の趨勢にとって、強い歯止めをかけられるという効果を有する点で、きわめて重要な意義を有するものであった。

ダークス判決は、キアレラ判決の法理を再確認したうえで、内報受領者の責任につき、さらに制限的な基準を示したものであり⁽⁴⁶⁾、これによって、合衆国最高裁判所が内部者の責任を認めるについて、伝統的な忠実義務の法理に固執するものである (fiduciary duty approach) ことが明らかになった。

この最高裁判所の法理は、それが形式的に適用されるならば、内部者取引の規制について、一〇条b項の適用範囲を著しく制限する結果になるものである。例えば、或る会社の株式について、公開買付を開始しようとしている会社の役員がそのことを友人に内報し、友人が公開買付公表前に対象会社の株式を買付け、公表後に売却することによって利得した場合に、会社の役員 (insider) や友人 (insider) の責任を問うるかということについても、取引当事者間に信任関係が存在することがまず必要だとすれば、公開買付会社の役員と対象会社の株主との間には、少くともコモン・ロー上の信任関係を認めることは無理であるから、買付会社の役員に責任はなく、したがって、役員から内報を受けた友人の責任も否定されるということになりかねない。⁽⁴⁷⁾あるいは、この場合に役

員や友人の責任を認めようとすれば、まず特別な理由づけによって役員と対象会社の株主との間に信任関係を認定し、この役員⁽⁴⁸⁾の義務違反の共同行為者 (co-conspirator) あるいは幫助者 (aider or abettor) という理論を用いて友人の行為の違法性を認定するという方法をとることになる。しかしながら、これらの理論は、相手方が空売をしたもの (short seller) であったり、取引の対象が株式買付選択権 (options) や社債 (bonds) のような普通株以外のものであったり、内報受領者から更に情報を内報された者 (tipped tippee or second-generation tippee) が取引をした場合であった場合には、その適用のうえですます無理を生ずることになる⁽⁴⁹⁾。さらに、ダークス判決が内報受領者の違法性の認定に内報者の私利利得の意図の有無という主観的要件を追加したことは、内報者が善意であるかぎり悪意の内報受領者の責任をも免除してしまうという結果を生じ、偶然に内部情報を取得した者や情報が公知のものと誤認した内部者から当該未公開情報を取得した者のその情報に基づく取引につき責任を問い得ないことになってしまうおそれを生ずる⁽⁵⁰⁾。

しかしながら、内部者取引は、それによって利得することが不公正 (unfair) だと感じられ、そのことが一般投資者の証券市場に対する信頼を失わせるところにそれを規制すべき真の理由があるとする立場 (ethical approach) ⁽⁵¹⁾からは、右の事例で内報者や内報受領者の責任を認めるべきだということになる。SEC や合衆国下級審裁判所によって形成されてきたこれまでの法理は、このような立場を指向するものであったし、これはまた学説の多くが支持するものでもあった⁽⁵²⁾。それにもかかわらず、合衆国最高裁判所は、あえて、この動きに歯止めをかける措置に出たということが出来る。合衆国最高裁判所は、一九七〇年代になって、連邦証券諸法の解釈について、厳格で且つその適用を限定する方法をとるようになって⁽⁵³⁾いる。キアララおよびダークス判決は、二〇条 b 項および Rule 10b-5 の下における内部者取引規制の法理の核心部分についてもこの態度を持続したわけで

ある。そこで、最高裁判所がこのような制限的解釈、すなわち、内部者取引に關していえば、その取引が一〇条b項および Rule 10b-5 違反となるのは、取引当事者間に信任關係が存在する場合に限るといふ解釈をとる法理上および実質上の理由が何かが問われることになる。

一〇条b項および Rule 10b-5 の下で内部者取引に対する規制を強化し、その適用を拡大していくことについては、基本的政策面と法解釈上の両面について問題が提起されてきた。まず、基本的政策の面では、内部者取引はむしろ利益をもたらすものであるとするマニー (manne) 教授をはじめとして⁽⁵⁴⁾ 経済的効率性 (economic efficiency) の観点から、disclose or abstain rule が実際には情報の流れを阻害し、市場の効率性を妨げるものであるとして、内部者取引の規制そのものに反対し、あるいは、その適用拡大に消極的な姿勢をとる立場と市場における誠実・公正 (integrity and fairness) の確保という観点から、内部者取引規制の強化と適用拡大を支持する立場との対立がある⁽⁵⁵⁾。また、一〇条b項の解釈については、同条項の定める詐欺的行為 (deceptive device) という文言の中にどの範囲までの内部者取引をとり込みうるかという問題がある。

キアレラおよびダークス判決は、右の基本的政策の問題についてはとくに触れることなく、問題をもっぱら一〇条b項の解釈の問題として捉え、しかも、その解釈をコモン・ローの法理に依ってなすことで止まってしまう⁽⁵⁶⁾。結果的には、内部者取引規制について合衆国最高裁判所が、制限的、消極的姿勢をとることを明らかにしたものである⁽⁵⁷⁾ということが出来る。

キアレラ判決に対しては、それは、何故に内部者の責任がコモン・ローの法理によって制限されなければならぬかを明確にすることなく、ただ、責任を制限するためにコモン・ローと取組んでいるにすぎないという批判⁽⁵⁸⁾がある。キアレラおよびダークス判決によって、内部者取引規制の法理そのものについて合衆国最高裁判所の判

断が示され、しかもそれが、コモン・ローの忠実義務の法理を堅く守るものであることが明確になったことによって、忠実義務を中心にした立論の仕方そのものの当否および内部者取引の理念をふまえた有効な規制方法如何ということが、立法論を含めて、解決を要する現実の問題となってきたといえることができる。⁽⁵⁹⁾

注

- (1) 本判決の紹介、栗山修「アメリカにおける内部者取引規制」同志社法学第一七六号八七頁以下。小林成光・「一九八二—」アメリカ法二五六頁以下。アメリカにおおても、勿論、多くの Commentator によって取り上げられているが、本稿では「主として」こゝの文献を参照した。Donald C. Langevoort, *Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chiarella Restatement*, 70 Calif. L. Rev. 1 (1982) [hereinafter cited as Langevoort]; William K. S. Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom under SEC Rule 10b-5?*, 54 Southern Calif. L. Rev. 1217 (1981) [herein after cited as Wang]; Richard J. Morgan, *The Insider Trading Rules After Chiarella: Are They Consistent with Statutory Policy?*, 33 Hastings L. J. 1407 (1982); Harry Heller, *Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks: "Fairness" versus Economic Theory*, 37 Bus. Law. 517 (1982)
- (2) 一〇条b項および Rule 10b-5 については、本稿(上)「珞大法学三四号七四頁—七五頁参照。
- (3) 本稿(上)「珞大法学三四号八九頁以下参照。
- (4) 法廷意見はパウエル判事が述べており、これに、スチュワート、ホワイト、リーンクェスト判事が加わり、ステイブンス判事も結論として同意している。ブレナン判事は、巡回控訴審の判決を破棄した結論に賛成するが、実質的にはパーカー長官の意見に賛意を表している。

- (5) 455 U.S. 222, 226-231
- (6) *Id.* at 231
- (7) *Id.* at 232-236
- (8) *Id.* at 234
- (9) *Id.* at 235-236
- (10) *Id.* at 236-238
- (11) *Id.* at 240-244
- (12) *Id.* at 241
- (13) *Id.* at 244-246
- (14) 下記の脚注にトーマス・マクニッシュ博士のコメントを参照。
- (15) 445 U.S. 222, 246
- (16) *Id.* at 246-253
- (17) *Id.* at 248
- (18) *Id.* at 249
- (19) *Ibid.*
- (20) *Id.* at 249-250
- (21) *Id.* at 250
- (22) *Ibid.*
- (23) *Id.* at 252

(24) 本判決に「*is not*」*The Supreme Court, 1982 Term, 97 Harv. L. Rev. 70, 286 (1983)*; William K.S. Wang, *Recent Developments in the Federal Law Regulating Stock Market Inside Trading*, 6 Corp. L. Rev. 291, 327 (1983) 参照。

(25) *Dirks v. SEC*, 681 F.2d 824 (1982) キアラ判決を根拠に、ダークスは、まずダークスに情報を開示した会社内部者が一〇条b項およびRule10b-5に違反していないかぎり、ダークスの行為が同条項および規則違反となるはずはなく、忠実義務に関する州法によれば、本件において会社内部者がダークスに情報を開示したことは忠実義務違反にはならないから、会社内部者が一〇条b項およびRule10b-5に違反したことはならず、ダークスもまた同様であると主張した。これに対して、コロンビア地区巡回控訴裁判所は、情報が会社の犯した犯罪や詐欺的行為に関するものである場合には、州法上、従業員に課される会社情報の機密保持義務が免除されるということを認めたとうえで、「たとえ、ダークスへの通報者がE・F社の虚偽の保険計画について彼等が知っていることをダークスに開示することが忠実義務に違反するものではない場合であっても、Rule10b-5は、ダークスおよび彼の顧客が、詐欺が公に露見する前に、彼等が知り得たことを基に利得することを禁止することがある。……キアラの法廷意見は、*disclose-or-refrain*の義務に加えて、前提要件としての一連の忠実義務の存在に焦点をあてているが、それは、Rule10b-5を成るケースに適用するためには忠実義務違反が必要とされるとも、忠実義務に関する州法が*disclose-or-refrain*の義務の唯一の根源であるともいっているわけではない。ダークスへの通報者達はカリフォルニア州法の下で彼等の忠実義務に違反したことはないというところは、連邦政府は、彼等が証券市場において、E・F社が公衆を騙しているという事実を知っていることを基にして、そのことを知らされていない投資者から利益を得ることを容認すべきだという理由にはならない。……会社の受任者の義務は、情報が広く一般に流布される前に、受任者が当該情報を開示したすべての者に受継がれることになる」(*Id.* at 838-839)と述べ、SECが認定した通り、本件は「*disclose-or-refrain*」ルールの適用範囲内にあるとしている。

なお、ダークスケースのSEC審決およびロンビア地区巡回控訴裁判所の判決については、Haller, *supra* note 1, 37 Bus. Law. at 546-555; Wang, *supra* note 24, 6 Corp. L. Rev. at 298-301 参照。

(26) キアレン判決と同様、パウエル判事が法廷意見を述べ、これに、バーガー長官、ホワイト、リーンクェスト、スチーブンス、オコーナーの各判事が同意している。

(27) 103 S. Ct. 3255, 3260-3261

(28) *Id.* at 3261

(29) *Id.* at 3261-3264

(30) *Id.* at 3263

(31) *Id.* at 3264

(32) *Ibid.*

(33) *Id.* at 3265

(34) *Id.* at 3266-3268

(35) ブレンナンおよびマーシャル判事がこれに加わっている。

(36) 103 S. Ct. at 3268

(37) *Id.* at 3268-3269

(38) *Id.* at 3269-3272

(39) *Id.* at 3270

(40) *Id.* at 3271

(41) *Id.* at 3272-3274

- (37) *Id.* at 3273
- (38) Langevoort, *supra* note 1, at 3; Wang, *supra* note 1 at 1269
- (39) Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972) (reliance); Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971) (in connection with); Blue Chips Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975) (purchaser-seller requirement); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976) (scienter); Santa Fe Indust. v. Green, 430 U.S. 462 (1977) (only manipulative and deceptive conduct covered by §10b and Rule 10b-5); Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980) (scienter).
- (40) Langevoort, *supra* note 1 at 3.
- (41) Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 287; Wang, *supra* note 24, 6 Corp. L. Rev. at 328.
- (42) Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 293
- (43) Wang, *supra* note 24, 6 Corp. L. Rev. at 297
- (44) *Id.* at 296-297
- (45) *Id.* at 328
- (46) Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 293
- (47) *Id.* at 291
- (48) וְעַל־כֵּן לְפָנֵי לֵוִי ד. לוֹוֶנְפֵּלְס, *Recent Supreme Court Decisions Under the Federal Securities Laws: The Pendulum Swings*, 65 Geo. L. J. 891 (1977)
- (49) H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market* (1966)

- (58) この両立場の争点をこうして簡潔に紹介したものと同一の Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 290-292 参照。
- (59) *Id.* at 292
- (60) Heller, *supra* note 1, 37 Bus. Law. 517 (1982) は「キントラ判決は、情報平等の理論 (theory of egalitarian information) を拒否し、未公開情報の利用の禁止を信任関係のある者のみに限定することによって、証券の取引および処分における市場情報の利用を事実上自由にしたものであって、最高裁判所が証券市場の効率的運用の面で大きく前進したのと同一の評価にすぎない。 *Id.* at 532, 557 ならびに Heller 論文は、いわゆる "Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH)" の理論に反対し、ECMH について Note, *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, 29 Stan. L. Rev. 1031 (1977) 参照。
- (61) Anderson, *Fraud, Fiduciaries, and Insider Trading*, 10 Hofstra L. Rev. 341, 376 (1982) cited in Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* 870 (1983)
- (62) 立法の必要性を指摘するのと同一の Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 294; Wang, *supra* note 1 at 1321; Dennis J. Block and Nancy E. Barton, *Insider Trading—The Need for Legislation*, 10 Sec. Reg. L. J. 350, 373 (1983)

四 結論

(1) 非個性的証券取引市場における内部者取引規制の基本問題

SECや合衆国下級審裁判所によって内部者取引の規制が強化され、その法理が形成されてくる過程で、取

引当事者が直接相対するのではなく、証券業者 (broker-dealer) やスペシャリスト (specialist) あるいはマーケット・メイカー (market maker) を通して取引が行われる、いわゆる非個性的証券取引市場 (imperial stock market) における内部者取引の特質が次第に明らかにされてきた。

その中でとくに問題とされたのは、内部者取引によって、誰にどのような損害が生ずるのか、あるいは、内部者は誰のどのような損失において利得したといえるのかということであった。このことは、内部者取引について内部者に特定の者に対する損害賠償責任を認めることができるのかということによって基本的な問題であり、二〇条 b 項および Rule 10b-5 の下で内部者取引が違法とされるのは、重要な情報を開示しないこと (沈黙) が同条項にいう詐欺的行為に当るとされるからで、沈黙が詐欺となるという法理の根拠とされたのがコモン・ロー上の詐欺の法理 (fraud) であっただけに、損害賠償責任の成否は内部者取引規制の根幹にかかわる問題であった。

この点については、まず、証券市場取引に参加する者は、一般的には、内部者取引によって損害を蒙ったとはいえないという指摘がなされて⁽⁶⁰⁾いる。これは、“disclose or abstain” rule も内部者に絶対的な開示義務を課すものではなく、開示するか取引を断念するか⁽⁶¹⁾の二者択一の義務を課すにすぎないもので、情報を何時開示するかについて、会社にある程度の自由裁量が認められている以上、会社が情報を開示しないの間内部者に認められる合法的な行為は取引を断念すること、すなわち、情報を開示しないことであるから、一般投資者は、自己の取引の対象である証券の価値にとって、有利あるいは不利な情報が開示されていないかもしれないという、ある程度の危険を覚悟で取引に参加しているということを前提とするものである。このことを前提とするならば、市場取引においては、内部者はとくに取引の誘引をしたり、虚偽の表示をしたわけではなく、内部者取引がなくとも、同じように取引は行われたはずであるから、内部者取引と取引参加者の損害との間に因果関係を認めるこ

とは困難であり、損害の原因となったのは、むしろ、情報の開示とそれに対する市場の反応であって、内部者の取引自体ではないとする。取引参加者が蒙った損害の総計は、同じく取引に参加した者が得た利益の総計によって相殺される性質のもので、内部者はたまたまそのような取引に参加した者の一人にすぎないということになる。したがって、内部者取引によって、ある特定の者の損失において内部者が利得したということ関係にはないことになる。⁽⁶¹⁾ただし、そのことは、内部者が証券市場取引から不当に利得したということまで否定するものではなく、ただ、内部者の利得と特定の者の損失とを対応させて、内部者に対する通常の損害賠償責任を認めることが不可能であり、かつ不当であるということを主張しているにすぎないということは注意しておく必要がある。

非個性的市場においては、内部者取引によって損害を受ける者はいないという右の主張に対して、その場合でもやはり損害を蒙るのはいるのであって、ただ、それが誰であるかを具体的に特定することが非個性的市場取引の場合にはほとんど不可能であるにすぎないという主張がある。⁽⁶²⁾これによると、市場で取引される特定の証券の量は一定しているのであるから、内部者が当該証券を取得する(買う)ことは、他の誰かが当該証券を失うことを意味し、内部者が当該証券を手離す(売る)ことは、他の誰かがこの分を取得することを意味する。そこで、例えば、内部者が有利な内部情報に基づいて証券を取得する場合には、他の誰かが得たであろう利益を内部者が取得することになるし、不利な情報に基づいて証券を売付ける場合には、内部者が受けたであろう損害を他の誰かに転嫁するということになる。その誰かを証券市場取引において特定することは不可能であるが、とにかく投資者の誰かが損害を蒙ることになるといふ事実是否定しえない。⁽⁶³⁾市場機構が内部者と投資者との間に介在することは、損失を転嫁することを容易にしているにすぎないともいえる。⁽⁶⁴⁾内部者取引によって、投資者層(investors as a class)として、常に損害を蒙るといふことになる。⁽⁶⁵⁾

内部者取引が市場参加者に損害を与えることになるか否かについては、右のように見解が分れるところであるが、内部者取引の違法性の本質は、前者の立場からは、証券市場の不当な利用にあり⁽⁶⁶⁾、後者の立場からは、「内部者が、必ずしも特定することのできない善意の被害者（投資者）の犠牲において、必ずしも損害を蒙るとは限らない相手方との取引を通して、不正あるいは不当な利益（unfair or improper enrichment）をあげる」⁽⁶⁷⁾ところにあるということになるのであって、いずれも、伝統的な損害賠償法理では対処しえないものであることを認める点においては相違はない。すなわち、内部者取引の違法性の本質は、未公開情報の一方的な利用そのものもつ不正さ（unfairness）にあることが明らかにされたわけである。

このように、非個性的市場における内部者取引の特質が明らかにされると、一方では、内部者取引に対する有効な規制方法如何ということ、なかでも、内部者に対する私的な損害賠償請求権を認めることが可能かつ妥当であるかという問題を生ずると同時に、他方では、未公開情報の一方的利用という観点から規制の対象とされる者の範囲が拡大されることに伴って、これらの者が行う内部者取引が一〇条b項および Rule 10b-5 でいう詐欺的行為となるということの理由づけをどのようにすればよいかという問題を生ずることになる。この後者の問題が、一〇条b項および Rule 10b-5 に基づいて内部者取引を規制する際に、内部者の範囲を決する最も基本的な要素となるものであって、キアララ判決に問われたのは、まさに、これに対する合衆国最高裁判所の判断だったわけである。

一〇条b項および Rule 10b-5 が禁止しているのは、証券取引における不正行為一般というのではなく、詐欺的行為に明確に限定されている以上、内部者取引が未公開情報を一方的に利用するものであって、いかに不正で不当（unfair and impropriety）なものであっても、それが同時に詐欺的行為と解されるのでない限り、一〇

条b項および Rule 10b-5 の下で規制の対象とすることはできないことになる。この点に、一〇条b項および Rule 10b-5 を根拠とする内部者取引規制の解釈論上の基本的で、かつ困難な問題があるのであって、内部者取引の違法性の本質である不公正 (unfair) という要素と一〇条b項および Rule 10b-5 の詐欺的要件 (deceit requirement) の間には、詐欺的要件を強調すると規制の範囲が狭められ、不公正の要素を強調して規制の範囲を拡げていくと詐欺的要件を無視することになるという関係があることは否定できない⁽⁶⁸⁾。

内部者と取引の相手方との間に信頼関係が認められる場合に、その間の内部者取引に詐欺的要素を認定することは容易であり、内部者取引が伝統的に会社内部者とされる取締役や役員と株主との間で行われるものである限り、信頼関係の法理に依拠することで十分に規制しうるし、内部者取引の規制がそのような関係にある者の取引を規制することから始ったことも確かである。しかしながら、そのことは、内部者取引規制の法理が論理必然的に信頼関係の法理によって基礎づけられなければならないことを意味するものではなく、非個性的取引市場における内部者取引の本質が、未公開情報の一方的利用から生ずる不公正、不当性にあるとする立場からは、相対取引を前提としたコモン・ローの信頼関係の法理では、非個性的市場における取引を規制するものとしては不十分不適當であって⁽⁶⁹⁾、内部者取引規制の法理とコモン・ロー上の法理とは必ずしも密接な関係があるわけではないこととなる⁽⁷⁰⁾。

それにもかかわらず、合衆国最高裁判所は信頼関係の存在を絶対的なものとする立場を表明したわけであって、その根拠も、判決文に現われた限りでは文言解釈以上に出していない。そのために、前述の通り、キアレラ判決は、ただ責任を制限するためにコモン・ローを根拠にしているにすぎないという批判が生じてくるわけであるが⁽⁷¹⁾、内部者取引の規制について消極的な立場をとる者からは、合衆国最高裁判所は、キアレラおよびダークス判決によ

って、この消極的な立場を支持することを表明したとも解されている⁽⁷²⁾。しかしながら、内部者取引の規制について消極的な姿勢をとるならばともかく、少くとも、取引市場における内部者取引を未公開情報の一方的利用から生ずる不公正を是正するために必要なものであるとする立場に立つかぎり、合衆国最高裁判所の見解が内部者取引規制の範囲を不当に制限するもので、とうてい是認できないものであることは確かであろう。ただ、そのような立場から規制の範囲を拡げていく際に問題となるのが、最高裁判所が強調する詐欺的要件との関係をどう説明するかということになってくる。

或る論者は、最高裁のコモン・ロー上の法理を前提としても、コモン・ロー上の忠実義務 (fiduciary duty) のもつ柔軟性、発展性から適用拡大を根拠づけようと主張し⁽⁷³⁾、キアレラ控訴審判決は市場内部者 (market insider) という概念をもち出したが⁽⁷⁴⁾、これは最高裁によってはっきり拒絶されたわけである。ブラドニー教授の見解は⁽⁷⁵⁾、証券市場機構を考慮に入れた新しい詐欺概念の提唱であったが、キアレラ判決の少数意見によって賛意を表されただけで⁽⁷⁶⁾、最高裁多数意見のとりどころとはならなかった。SECや合衆国下級審裁判所ならびに学説の内部者取引規制の適用拡大に対する根強い志向にもかかわらず、キアレラ判決に続いてダークス判決によって、合衆国最高裁判所は、伝統的な忠実義務の存在を要件とする立場を堅持することを明らかにしたわけであって、もはや、これに解決を与えうるのは議会だけであり⁽⁷⁷⁾、立法の時期は熟しているといわれるゆえんである⁽⁷⁸⁾。

(2) A L I 連邦証券法典の規制方法

アメリカ法律協会の連邦証券法典 (American Law Institute - ALI, Federal Securities Code) 中、一般的詐欺禁止規定 (Id. § 1602(a)) のほかに、とくに内部者取引を禁止する規定を設けている (Id. § 1603)。これによると、まず、内部者 (insider) が証券の発行者あるいは証券そのものに関して重要な意味を有する、一般

に入手できない事実を知っていながら、当該証券を売買することは違法であるとする(*Id.* § 1603(a))。すなわち、会社情報および市場情報を問わず(*Id.* § 1603 Comment(2)(j))、その情報が未公開の間にその情報に基づいて内部者が証券の取引をすることを明文で禁じたわけである。そのうえで、この規制を受ける内部者の意義についても条文で明確にすることとし、しきの者を内部者だと定めつつある(*Id.* § 1603(b))。

- (1) the issuer
 - (2) a director or officer of, or a person controlling, controlled by, or under common control with, the issuer
 - (3) a person who, by virtue of his relationship or former relationship to the issuer, knows a fact of special significance about the issuer or the security in question that is not generally available.
 - (4) a person who learns such a fact from a person within section 1603(b) (including a person within section 1603(b)(4)) with knowledge that the person from whom he learns the fact is such a person,
- 右の(1)(2)は、伝統的に会社内部者とされる者であり、(3)には、退任した取締役や役員のほか、未公開情報に接しうる地位にある使用人が含まれる(*Id.* § 1603 Comment(7))。(4)には、いわゆる内報受領者(tippee)が含まれることになるが、内部者から直接に情報を内報された者はもちろん、その者から更に情報を知らされた者も含まれ、カッコ内の文言によって、直接、間接を問わず、一応、すべての内報受領者が規制の対象とされることになっっている(*Id.* § 1603 Comment(3)(e))。更に、(4)の規定は、盗聴や産業スパイおよび内部者の機密書類を不法

な手段で入手したか、あるいは、単にそれを見つけた結果、重要な事実を知った者をも規制の対象としうるものとされている (*Id.* §1603 Comment(7))。その結果、SEC や合衆国下級審裁判所によって内部者取引の規制の対象とされてきた者の中のかなりの部分が、右の規定の内部者の中に含まれることになるが、内報受領者の範囲に含まれない外部者、例えば、公表前の判決文に含まれている情報に基づいて取引をした判事のクラーク (Clerk) マージン・レートの変更が間もなく行われるということを知って取引をした連邦準備銀行の職員、あるいは、公開買付に関する書類の印刷者で対象会社の株式を買付けた者などは、この規定では、当然には規制の対象とはなれない。同法典のコメントによると、これらの者を規制するための準内部者 (quasi-insider) という新しい範疇を設けることが適当であるかもしれないとしながらも、これを抽象的に規定することが困難であるため、これについては一般的詐欺禁止規定 (*Id.* §1602(a)(1)) を含めた新しい法の枠組の下での司法的發展に委ねる方が得策だとしている (*Id.* §1603 Comment(3)(d))。

連邦証券法典が内部者取引に関して、独立した規定を設け、規定のうえでは、とくに忠実義務の存在を前提とすることなく、重要な未公開情報に基づく取引を自己を禁じている点は、情報の一方的利用に内部者取引の違法性の本質を求める立場に添うものであるといえることができる。⁽⁷⁹⁾ しかしながら、内部者の定義については、忠実義務の法理から完全にはぬけきっていないように思われる。すなわち、同法典が内部者としているのは、会社の従業員を含めた会社内部者とこれらの者からの内報受領者であって、⁽⁸⁰⁾ 会社内部者でない者 (noninsider) に関しては、これらの者の未公開情報に基づく行為をそれ自体として禁止することはせず、その行為が極端に違法性を帯びる場合に (sufficiently egregious or shocking or offensive) '一般的詐欺禁止規定' (*Id.* §1602(a)(1)) によって規制しうる余地があることを示唆するところである (*Id.* at §1603 Comment(3)(d))。一般的詐

欺禁止規定による場合は、ふたたび詐欺(a fraudulent act)の解釈が問題となるのであって、いわゆる会社外部者の市場情報に基づく取引については未解決のまま残しているといつてよい。⁽⁸¹⁾

(3) 内部者取引規制の理念とその範囲—アメリカにおける内部者取引規制の法理の特質

SECや合衆国下級審裁判所によって内部者取引規制の法理が形成、展開される過程で、非個人的証券取引市場における内部者取引の特質が明らかにされ、一方では、これを規制する法理として、伝統的な忠実義務に基礎をおく不法行為理論によるものが不十分あるいは不適当であり、場合によっては不当でさえあることが指摘されると同時に⁽⁸²⁾、他方では、内部者取引の違法性の本質が、或る特定の者に対して損害を与えることにあるのではなく、それが証券市場の不当利用による利得あるいは損失の転嫁を可能にし、証券市場の公正・誠実(fairness and integrity)を害し、ひいては、一般投資者の証券市場に対する信頼を失わせることにあることが明確にされた。⁽⁸³⁾ 内部者取引の違法性の本質を右のように捉える立場からは、かりに、非個人的市場における内部者取引が決して特定の者に対して損害を与えるものではないとしても、それは、内部者取引を伝統的な損害賠償法理によって規制することが不適當であり、したがって、別のより有効な規制方法を考えなければならないという理由にはなっても⁽⁸⁴⁾、内部者取引の規制そのものを否定する理由にはなりえない。⁽⁸⁵⁾ むしろ、市場取引において未公開情報の一方的な利用が不正だと判断されるのは、必ずしも、伝統的に会社内部者とされる者が内部者取引を行った場合に限られるものではなく、とくに、いわゆる市場情報に関してみられるように、会社内部者以外の者の未公開情報の利用が不正だとされるのも十分にありうることであって、内部者取引規制の対象が会社内部者の範囲をこえて拡大していくのは必然的なことだということになる。

しかしながら、内部者取引の規制が決してあらゆる場合の情報の平等(equality of information)を目的と

するものではない以上⁽⁸⁶⁾、情報の一方的利用が不正だとされる者の範囲にも自ら限界があるのもまた当然のことであって、SECや合衆国下級審裁判所および学説によって掲げられた不正という概念が、この範囲を画する基準として、必ずしも明確なものではないことも否定しえない。内部者取引を不正だとする者の多くが、何故に不正なのかを説明しておらず、その説明なしには、この法理の適用範囲がどこまで及ぶのかを明確にすることはできないという批判がある⁽⁸⁷⁾のも故なしとしない。とくに、内部者の範囲が会社内部者以外の者にまで及ぶとすれば、どのような場合に不正という判断がなされるのかという実質的な根拠が明確にされなければならないことになろう。そのこと自体容易なことではないうえに、はたして、あらゆる場合に妥当する明確な基準を設けることが可能かつ適当であるのかという問題もあるように思われる。ALIの連邦証券法典が、内部者の範囲を明文で定めただうで、それ以外の者については、今後の判例の発展にまつという態度をとっているのは、内部者取引の規制については、従来の一般的詐欺禁止規定では不十分であって、それ自体を明確に違法とする規定を設ける必要のあることを示していると同時に、内部者取引の違法性の本質からして、立法的にすべてをカバーし尽せるものではないことを示しているといつてよいであろう。

アメリカにおける内部者取引規制の法理は、これまでみてきように、SECや合衆国下級審裁判所によって形成され、ALIの連邦証券法典に具体的な素材を提供できるまでに展開されてきたが、その発展の目覚しさが逆に、合衆国最高裁判所をして制限的見解をとらしめる結果になったといつてもよい。ただ、ここで注目すべきことは、合衆国最高裁判所がキアラ判決やダークス判決において、内部者の範囲につき、きわめて制限的な解釈をとったといつても、内部者取引の規制そのものを否定したわけではないのであって、これまでに、SECや合衆国下級審裁判所によって形成、展開されてきた法理の中核部分は、その理論的根拠に問題はあるにせよ、合衆

国最高裁判所の承認を得ることになったということである。しかもその法理は、まったく予期しなかった方法、すなわち、一般的詐欺禁止規定の下で、いわゆる黙示の私訴権を認めるという形で展開された、完全な judge-made law であつたことである。⁽⁸⁸⁾ この黙示の私訴権について、合衆国最高裁判所は、二〇条b項と同趣旨の他の連邦証券諸法の規定については、その存在を否定しながら⁽⁸⁹⁾ 一〇条b項については、その存在につき疑問の余地はない(simply beyond peradventure)といふまでになつており、その理由も、合衆国最高裁判所によれば、理論上のものといふよりも、これを認めてきた判例の存在そのものなのである。⁽⁹⁰⁾ さらに、内部者取引規制の法理そのものについても、例えば、伝統的な不法行為理論による場合は、非個性的市場における取引を規制するについて、理論上の難点があることが指摘されながらも、投資者保護という目的に照して柔軟な解釈・見方によつては、必ずしも理論的ではない解釈をとることによつて、規制を強化する方向で展開されてきたのであつて⁽⁹²⁾、このような裁判所による法の形成を容認する制度の中で、内部者取引規制の法理が形成されてきたということは、アメリカにおけるこの法理の形成・展開を理解するうえで、きわめて重要なことであるように思われる。

注

- (88) Michael P. Dooley, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, 66 Va. L. Rev. 1, 33 (1980); Note, *Damages to Uninformed Traders for Insider Trading on Impersonal Exchange*, 74 Colum. L. Rev. 299, 310 (1974); Note, *Civil Liability under Section 10b and Rule 10b-5: A Suggestion for Replacing the Doctrine of Privity*, 74 Yale L. J. 658, 675-76 (1965) David L. Ratner, *Federal and State Roles in the Regulation of Insider Trading*, 31 Bus. Law. 947, 954-956 (1976)

(89) 前注(88)参照。

(90) 前注(88)参照。

- (62) Wang, *supra* note 1, at 1235; Comment, *Insider Trading Without Disclosure - Theory of Liability*, 28 Ohio St. L. J. 472, 477 (1967); Note, *Insiders' Liability Under Rule 10b-5 for the Illegal Purchase of Actively Traded Securities*, 78 Yale L. J. 864, 872 (1969)
- (63) Wang, *supra* note 1, at 1235-1238
- (64) Comment, *supra* note 62, 28 Ohio St. L. J. at 477
- (65) Note, *supra* note 62, 78 Yale L. J. at 872
- (66) Ratner, *supra* note 60, 31 Bus. Law. at 954; Note, *supra* note 60, 74 Colum. L. Rev. at 316
- (67) Wang, *supra* note 24, 6 Corp. L. Rev. at 305-306
- (68) *Id.* at 306
- (69) Langevoort, *supra* note 1, at 7, 52
- (70) Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 292, 294; Comment, *supra* note 62, Ohio St. L. J. at 477
- (71) 注(58) 参见。
- (72) 注(57) 参见。
- (73) Langevoort, *supra* note 1
- (74) 本稿二(4)(b) • 疏大法学第三四号八九頁以下参照。
- (75) 本稿二(4)(c) • 疏大法学第三四号九二頁以下参照。
- (76) 455 U. S. 222, 252 (1980)
- (77) Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 294
- (78) Block and Barton, *supra* note 59, 10 Sec. Reg. L. J. at 373

- (87) Wang, *supra* note 1, at 1305
- (88) 同法典のコメントによる「職業スパンや職務などによって内部情報を入力した者も規制の対象としうる」となれているが (All Federal Securities Code, § 1603 Comment (7)) については他に法規範によって禁止されていることを行った者を規制の対象とするものではない。内部者取引を禁ずる規定によって、違法行為の新しい範疇を作り出すものではない。なお、このことは ABA の Comment Letter を示唆していることである。本稿二(4)(a)・疏大法学第三四号八六頁以下参照。
- (89) Wang, *supra* note 1, at 1306; Langelvoort, *supra* note 1, at 52 n. 209; Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322, 353 n. 102 (1979)
- (90) 同(8)の文を参照。
- (91) Faberge, Inc., 45 S. E. C. 249, 254 (1973); W. Painter, *The Federal Securities Code and Corporate Disclosure* § 5.10, at 248-250; J. A. C. Hetherington, *Insider Trading and the Logic of the Law*, 1967 Wis. L. Rev. 720, 733; Schotland, *Unsafe at Any Price: A Reply to Mame, Insider Trading and the Stock Market*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1440; Louis Loss, *The Fiduciary Concept as Applied to "Trading by Corporate Insiders" in the United States*, 33 Mod. L. Rev. 34, 36 (1970)
- (92) 本法による有効な規制方法や課題についての Dennis S. Karjara, *Statutory Regulation of Insider Trading in Impersonal Markets*, 1982 Duke. L. J. 627.
- (93) Note, *supra* note 24, 97 Harv. L. Rev. at 292.
- (94) ABA, Comment Letter, 1 Sec. Reg. L. J. 328, 335; Brudney, *supra* note 81, at 340

- (85) Frank H. Easterbrook, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 324
- (86) ハイ・ロス「合衆国における過去および将来の証券規制の概要」ロス=矢沢・アメリカと日本の証券取引法上巻(昭和五〇年)一五頁。
- (87) Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis, 444 U.S. 11 (1979) なお、拙稿「連邦証券諸法の下における Implied Private Rights of Action の存在」(一九八三—)アメリカ法二六頁以下参照。
- (88) Herman & MacLean v. Huddleston, 103 S. Ct. 683, 687 (1983)
- (89) *Ibid.*; Canon v. University of Chicago, 441 U.S. 677, 99 S. Ct. 1946, 1955 n.13 (1979)
- (90) 例えは、非個性的市場における内部者取引について、内部者に対する損害賠償責任を肯定したものと比べて注目される Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974) についても、同判決は、一つの救済方法を準備したけれども、それが解決した問題以上に問題を提起することになったという評価があり (Rahner, *supra* note 60, at 955) あるいは、非個性的市場における内部者取引によって、特定の誰かが損害を蒙るようなことはないという主張は、論理的には説得力があっても、その結果、証券取引所法の目的とする投資者保護を否定するような結果になる論理は、とうとう裁判所の採用するところとはならなうであらうとされる (Note, *supra* note 60, 74 Colum. L. Rev. at 310)

追記 一九八四年八月一〇日、内部者取引に対する制裁を強化するための、一九三四年証券取引所法の改正法 *Insider Trading Sanction Act of 1984* (Public Law 98-376) が制定された。