

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（上）： 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: Japanese 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/20.500.12000/2251

アメリカにおける内部者取引規制の法理再論（上）

— 規制の限界（内部者の範囲）をめぐる最近の動向 —

島袋鉄男

目次

一、序

一、「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) キアレッラ (Chiarella) 控訴審判決 — "market insider"
- (c) ブラドニー (Bradney) 教授の見解（以上本町）
- 二、最高裁キアント判決およびダーカク (Dirks) 判決の意義
- 四、結語 — 内部者取引規制の理念との範囲 — ALI, Federal Securities Code との関連等

一、序

株価に重大な影響を及ぼす情報が未だ公開されない間に、会社の役員、取締役等情報に接しうる地位にあるがためにその情報を得た者が、その情報に基づいて株式を売買することによって利益を得たり、損失を免れたりするこねゆる内部者取引（insider trading）に対する規制がアメリカ合衆国において著しく発展して居ることは、すでに我が国においても衆知のこじであり、アメリカにおいては、内部者取引を禁止すべきだということ自体は裁判所および証券取引委員会（Securities Exchange Commission—のSEC）において法として定着しているといつてよい。⁽¹⁾ アメリカにおいて内部者取引に対する規制は主として連邦証券諸法を根拠に行われてきたが、こねりの制定法に内部者取引自体を明文で禁じた規定があるわけではなく、こねゆる一般的詐欺禁止規定（general anti-fraud provisions）・なかでも証券取引所法（the Securities Exchange Act of 1934）10条b項（以下、単に10条b項といふ）および同条項に基いてSECによって制定された Rule 10b-5 の下で、SECの審決や裁判所の判決において、内部者取引がこれらの規定で禁止せられて居る詐欺的行為に該当すると解されることによつて規制の対象とされた。内部者取引が詐欺的行為と見らるする解釈について法理上の根拠とされたのはコモン・ロー上の詐欺に関する法理（the common law of the tort of deceit）である、閉鎖的会社の役員や取締役あるいは支配株主による内部者取引が問題とされた当初のケースでは、これを詐欺と構成することにとくに問題は生じなかつたが、証券取引所を通じて株式の取引が行われている公開会社について内部者取引が行われた場合には、コモン・ローの法理だけではこれを詐欺だと解するこじにひき難点があつた。この点で、ロサン・ローの法理を發展させ、証券取引所のような非個性的取引市場（impersonal market）における内部者取引をも違法とする法理を明確にしたのはSECのキャディー・ローベーン審決⁽²⁾および合衆国第一

巡回区控訴裁判所のテキサス・ガルフ・サルファ判決⁽⁹⁾であった。これによつて内部者取引規制に関する一般的法理が確立されたといつてよく、この法理に基づいて内部者取引の規制はその後、伝統的に会社内部者（corporate insider）とされる役員、取締役および支配株主は勿論のこと、内部者から内部情報を内密に知られた者（☞ わらわ tippee — 内報受領者）や従来必ずしも内部者とは考へられていなかつた者にまで及んでいた。このようないくつかの内部者の範囲の拡大は、その限界如何について問題を提起することになり、そのことは内部者取引規制の理念にまで遡つてその法理を検討し深化させる契機となつた。

一九八〇年の合衆国最高裁判所のキアレラ（Chiarella）判決⁽¹⁰⁾は、内部者の範囲の限界が問われている中で、キアレラ・ロバーツやテキサス・ガルフ・サルファの法理を基礎として発展してきた内部者取引規制の法理について、真正面からこれをとりあげ、最高裁判所としての判断を示した最初のものとして重要な意義を有するものであつた。⁽¹¹⁾キアレラ判決で示された見解は、続くダークス（Dirks）判決⁽¹²⁾で再確認され、より明確にされた。

キアレラ判決およびダーカス判決によつて、内部者取引について何いかの規制がなされるべきことおよび従来の内部者取引規制の基本的な前提については最高裁判所の承認を得ることになったわけであるが、最高裁判所の見解はその法理を極めて厳格に解するもので、結果的に内部者の範囲を狭めるという効果をもつものである。従つて、その後、そのことが内部者取引規制の理念に照らして妥当なものであるか、キアレラ判決の下で、なお、内部者取引規制を強化するためにどのような法理が可能なのかが議論されている。また、アメリカ法律協会の連邦証券法典（American Law Institute, Federal Securities Code）は内部者取引について特別の規定を設けていく。

本稿では、アメリカでの内部者取引規制における内部者の範囲をめぐる最近の動向を紹介することによつて、

内部者取引規制の基本問題を考察する際の参考に供したこと願ふ。

注

- (一) 竹内昭夫著「内部者取引」証券研究所一巻(昭和50) 111頁以下、龍田節「証券取引の法的規制」現代の経済規制(昭和50) 111頁以下、母崎規矩「証券監視規制の研究」(昭和51) 91頁以下。
 - (2) Donald C. Langevoort, *Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chicarella Restatement*, 70 Calif. L. Rev. 1 (1982) [hereinafter cited as Langevoort]
 - (3) たゞ、証券取引法(the Securities Exchange Act of 1934) 11条の項は取締役等内部者のこねるや短期売買差益の回避義務について規定しているが、その責任は必ずしも内部情報に基づいて取引に限定されず、また、週刊の範囲が狭く、内部者取引規制の手段としては十分なものではない。
 - (4) 1〇條の項は内部者取引規制である。
- It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange:
- (b) To use or employ, in connection with purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.
- 15 U. S. C. §78j (b)(1976).
- (5) Rule 10b-5¹⁾の規制である。

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange,

- (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(2) to make any untrue statement of a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

- (3) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security. 17 C.F.R. § 240. 10b-5 (1980)

(e) 括弧 (ア) (イ) 参照。

(r) ケルドン v. ナショナル・ガypsum Co., 73 F. Supp. 798 (E.D.Pa. 1947) (corporate officers and directors); Speed v. Transamerica Corp., 99 F. Supp. 808 (D.Del. 1951) (controlling shareholders)

(s) In the Matter of Cady, Roberts, & Co., 40 S.E.C. 907 (1961) 本審決は「セイジ・ロバーツ・アンド・カンパニー」の不正行為による証券取引規制の適用に関する大法務第1巡回裁判所の判決。判決は、証券取引規制の適用範囲に該当事務所が含まれるとしている。

(g) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) 本審決は「テキサス・ガルフ・スルファーリン」の不正行為による証券取引規制の適用範囲に該当事務所が含まれるとしている。

(2) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980) 本審決は「チアレラ」として知られる「テキサス・ガルフ・スルファーリン」の不正行為による証券取引規制の適用範囲に該当事務所が含まれるとしている。

(1) Langevoort, *supra* note 2, at 3.

(²¹) Dirks v. SEC, Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) Vol. 15, No 26 (Special Supplement) at S-2 (S. Ct., July 1, 1983)

(²²) Langevoort, *supra* note 2, at 3; Richard J. Morgan, *The Insider Trading Rules After Chiarella: Are They Consistent with Statutory Policy?* 33 Hastings L. J. 1407, 1408-1409 (1982)
[hereinafter cited as Morgan]

II ナヤル・マー・ローベー、トキサム・ガルフ・カルフタ以後の発展の問題点

(1) 内部者取引と詐欺的行為および開示義務

内部者取引はそれが連邦証券諸法の一般的詐欺禁止規定といわれる規定に基づいてのものとして制定された規則（その代表的なものが一〇条の項および Rule 10b-5 である）で禁示してある詐欺的行為とは別に、規制の対象とされた、といふ。不実表示やこねる半事実（half-truth）の表示の場合と異なり、内部者取引の場合には行為者の側に相手方を欺罔するよりは積極的な行為があらわればなく、ただ株価の決定に影響を及ぼす重要な未公開情報を知っているながら、そのことを黙って取引をするふうがいふことに特色がある。従つて、内部者取引が詐欺的行為に当るというためには、重要な未公開情報について黙って取引するといふなどわち沈黙（silence）もこの場合には詐欺になるといふことを前提にしなければならない。無論、一〇条の項や Rule 10b-5 などがそのことを明確にしてゐるわけではなく、これらの規定は一般的に詐欺的行為を違法だと定めるだけで、やじでいづ詐欺的行為について独自の概念規定をしてゐるわけでもない。⁽²³⁾ ところがこの規定を執行していく場合やSECの審決あるいは裁判所の判決においては、具体的にどのよつた行為がこの規定でいう詐欺的行為になるかという解釈が重要な問題となるわけであるが、その解釈は当初からコヤン・ローに従つて行われ、内部者

取引が詐欺となるというのも、ある場合には沈黙も詐欺となるとするコモン・ローに依拠するものであつた。⁽¹⁵⁾ すなわち、コモン・ロー上沈黙は詐欺とはならないというのが通常の取引における一般原則であるが、取引当事者間にある種の信任関係（confidential or fiduciary relation）がある場合には、一方が他方に對して自己の知り得た重要な情報を開示すべき義務を負う場合があり、この場合には不開示（沈黙）も詐欺となるとされるといふから、この法理を会社あるいは株主に対して受任者たる地位にある会社の役員、取締役あるいは支配株主の株主を相手とする当該会社の株式取引に適用して内部者取引が詐欺となるとされた。従つてこの法理の特色は、内部者取引が詐欺となる前提条件としての開示義務（duty of disclosure）を生ぜしめる信任関係がまず取引当事者間になければならないとする事であり、当初の審決や判決はその関係の存在を会社と特別の関係にあるといふ役員や取締役等の内部者たる地位（status）に求めた。⁽¹⁶⁾

内部者取引を詐欺禁止規定を根拠に規制の対象とする限り、重要な未公開情報を開示しないで取引することが詐欺となるといわなければならず、そのためには情報を有している者の側にその情報を開示すべき義務があるとすることが前提条件となり、この開示義務を生ぜしめる根拠如何がキー・ポイントになる。コモン・ローによる限り、それは取引当事者間に存する信任関係に求められることになるが、この信任関係の存在を厳格に要求すると、証券取引所のような取引当事者が相対しない非個性的取引市場における内部者取引、なかでも会社の役員や取締役等のいわゆる会社内部者がまだ当該会社の株主となっていない一般投資者に對して株式を売付ける場合を規制しえなくなる。⁽¹⁸⁾ このことは、証券取引所のような市場での取引の規制を目的とする証券諸法の下における規制原理としては致命的な欠陥となる。そこで、このような市場における内部者取引をも規制しうる法理、すなわち開示義務の存在を根拠づける法理が求められることになる。それを提示したのがキャディー・ロバーツ審決および

テキサス・ガルフ・サルファ判決であつた。

(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—

キャディー・ロバーツケースは証券業者 (broker-dealer firm) のパートナーがある会社の減配の決定に関する情報に基づいてその情報が公表される前に顧客のために行った当該会社の株式取引について 10 条の項および Rule 10b-5 違反が問題とされたものであった。その情報は証券業者の代表者が同時に当該会社の取締役でもあることから公表前に代表者から証券業者のパートナーに知らされたもので、問題とされた株式取引が内報受領者 (tippee) の株式取引であること、それが証券取引所を通して行われたもので、しかも株式の売付けであった点で従来のキャン・ローの法理では開示義務を認めるのに困難な事例であった。これについて SEC は 10 条の項および Rule 10b-5 違反を認め、詐欺禁止規定の下で、ある情報を開示せずに取引するなどが詐欺となるための前提としての開示義務を認定する際の基本的な要因についてのよう提示した。

「第一は、会社の目的のためにのみ用いられるべきであつて、他の如何なる個人的利益のためにも用いられてはならない情報に直接・間接に接することができる関係の存在 (the existence of relationship giving access, directly or indirectly, to information...)。第一は、取引当事者の一方が、相手方が右の情報を利用しないことなどを知りながら、[...]のためにそれを利用する場合に生ずる生來的だ不公平 (inherent unfairness)⁽²⁾」。

合衆国第一巡回区控訴裁判所のテキサス・ガルフ・サルファ判決は、キャディー・ロバーツ審決の右の原則を全面的に受け入れ、これをより一般的に発展させ、いわゆる “disclose or abstain” ルールとして知られるものがなつた法理をつくるように述べた。

「ルの法律（証券取引所法）によると議会は、相対取引、店頭取引および取引所取引を通じ、不公正(inequitable and unfair)な慣行や臨土」、一般的な証券取引における公正性(fairness)を確保すべしと規定した。……

伝統的な取扱いの概念(fiduciary concept)に基づいていたが、……あることは特別事情原則("special fact" doctrine)に基づいていたが、……この規則(Rule 10b-5)は、政策的には、非個性的取引所による取引をもたらすべく、すべての投資者は、重要な情報に均等に接する機会(all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information)証券市場の出現な期待に基礎をおくものである。……

この規則の本質は、団体のためである会社の証券の取引をする者たちが、もっぱら会社の目的のために利用されるべきである。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りながら、その情報を利用してはならないということにある。……

取締役や役員のような内部者がそのような取引をするのは当然の規則により排除されることになるが、この規則はまだ、証券取引所法一六条の項の意味する内部者とは厳密にはいえない者や右のような情報をもつている者にも適用されるものである。……

従って、重要な内部情報を持つてゐるべくの者(any person in possession of material 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とした場合は、その情報が開示されない状態である間は、彼は関係する証券の取引や取

「否を推奨する」ことを思ふ上から (abstain) ブラビーノ⁽²⁰⁾」

(3)

キャディー・ロバーツ審決およびテキサス・ガルフ・サルファ判決で示された右の法理はロマン・ロードより

「(3) キャディー・ロバーツ審決における内部者取引市場における内部者取引の違法性を「情報に直接、

間接に接する」ことによる特別な関係 (special relationship) の存在」、「情報の一方的な利用に伴う生来的不

公正 (inherent unfairness)」、「証券取引における公正 (fairness) の確保」、「重要な情報への平等な接近

(equal access to material information)」といった一般的な目的によって根拠づけたものであった。そ

れだけに、開示義務ある内部者とついても会社の役員や取締役あるいは支配株主といった伝統

的に会社内部者 (corporate insider) がわた者の範囲をこえて、いわゆる内報受領者 (tippee) や現代の

証券取引機構の中でその職種上未公開情報を知りうる地位にある者すべてを規制の対象にとり込む可能性を内包

したものであった。キャディー・ロバーツ自身、情報の内報を受けた証券業者のパートナーの内部者取引

を問題としたものであったし、テキサス・ガルフ・サルファケースは会社の鉱床の発見という未公開情報に基づ

いて同該会社の株式の買付けをした会社の取締役の行為と同時に取締役がその情報を近親者に内報 (tipping) す

ることの具体性をも問題としたものであった。その後のSECの審決や裁判所の判決は、10条9項および Rule

10b-5の下で内部者取引規制の対象とされる者の範囲を内報受領者は勿論、証券業者 (broker-dealer) やもひ

「(3) 証券取扱業者 (underwriter)」、「マーケット・メイカー (market maker)」、ある会社との交渉の過程で重要な

未公開情報を得た者、証券関係の印刷業者の従業員、経済新聞のコラムリスト等にまで拡大していくた。

内部者の範囲を会社の情報に接する地位にある会社内部者に限定し、開示義務の根拠を受任者の義務に求め

る場合でも、その規制をこれらの者がその情報を近親者に内報することおよび内報受領者がその情報に基づいて取引をすることにまで及ぼすことは必然且つ必要なことで、法理上も可能なことであるといふ。何故なら、そうでなければ、会社内部者はその情報を内報することによって実質上容易に規制を回避しうることになるからである。⁽²⁸⁾ 但し、その場合に内報受領者の取引が違法とされるのは、会社内部者から内報を受けたという点で会社内部者と特別の関係にあるということが重視されるからであつて、その意味では会社内部者と同視しうる場合であり、会社内部者の概念の範疇に属する者とみるか、あるいは内部者の忠実義務違反に関与した者(participant)という理論構成が可能である。⁽²⁹⁾ しかしながら、このように会社内部者との特別の関係に違法性の根拠を求めるという方法は、内報受領者からさうに内報を受けた者(tippees of tippers)とさういうように内報受領者が拡がつていく場合には特別の関係がそれだけ薄れていき、受任者の義務に根拠を求めるに疑問が生じてくる。⁽³⁰⁾ それにもかかわらず、なお、これらの者の取引を違法行為として規制の対象とすべきだということであれば、違法性の根拠を会社内部者との特別の関係をこえたより一般的な原理に求めることが妥当であり、取引所取引の場合にその必要性はとくに痛感されることになる。

会社内部者がその地位にあるが故に内部情報を知ることができ、その情報に基づいて当該会社の株式取引をすることによって利益を得たり損失を免れたりすることは会社および株主に対する忠実義務違反であることは勿論であるが、その取引が証券市場を通して行われた場合には、むしろ、そのことによつて一般投資者が蒙る損害あるいは証券市場に対する一般投資者の信頼が損われるといつてその行為を一〇条六項および Rule 10b-5 の下で違法とする本来の理由があるのであり、その場合の違法性の本質は、重要な未公開情報の一方的な利用とう、情報における不均衡にあると考えるならば、内報受領者をも、会社内部者と特別な関係にあるという地位を離

れて独自の違反者として規制の対象とすることが可能となる。キャディー・ロバーツ審決およびテキサス・ガルフ・サルファ判決はまさにそのような可能性を示唆するものであった。そして、一旦そのような考え方が明示されると、現在の証券取引市場において重要な未公開情報に接する地位にある者は会社内部者やこれから内の報受領者に限られるものではないから、内部者の範囲が、前述の審決や判決にみられるように、証券取引機構の中で右のような地位にある者にまで拡大し、その結果、会社内部者とはいえない外部者（outsiders）にまで規制が及んでいくことになるのは必然のことであつたといつてよい。

内部者の範囲の拡大によって一〇条⑥項および Rule 10b-5 の下位の内部者取引規制が強化されるなかで、内部者の概念と並んでその適用拡大の要因となつたのに情報そのものの内容の面における拡大があつた。すなわち、従来、会社内部者が知り得た未公開情報とされたのは、会社の減配の決定に関するものや会社の鉱床の発見といった当該会社の財産状態や収益力に関する会社情報（information about a company）であつた。一般投資者の投資決定に影響を及ぼす情報としてこれらの会社情報が重要なものであることは確かであるが、現在の取引市場において投資者の投資決定に重要な関係を有する情報は必ずしも会社情報に限られるものではない。例えば、ある者がある会社の株式について日々公開買付を開始するという情報は公開買付の対象とされる会社（対象会社）の財産状態や収益力と直接、関係を有するものではないが、このことを公開買付者から内密に知らされた者は公開買付前に対象会社の株式を買付けることによって利益を得ることが可能である。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）といつても、この情報は会社外で存在し、会社の外部者によって機密情報として保持されうるものである。その上、会社情報が投資決定に重要な影響を及ぼすのと同じく、場合によってはそれ以上に市場情報も重要な影響を及ぼるものであつて、会社内部者が会社情報に基づいて

てなす内部者取引が不公正であるとするならば、未公開の市場情報に基づく取引によって特定の者だけが利益を得たり損失を免れたりすることも証券取引一般の公正確保という点からは同じく不公正とされてよい性質のものである。⁽³³⁾ 市場情報はしばしば会社外の情報源から生ずるいわゆる外部情報（outside information）であり、会社外部者によって利用されるものであるが、一方で内部者の範囲が会社外部者にまで拡大されてしまうと、これらの者が市場情報に基づいて行う取引にまで規制の対象を拡げることが可能になる。キャディー・ロバーツ審決やテキサス・ガルフ・サルファ判決の原則はそのような適用拡大をも基礎づけただけの柔軟性をもつものであった。

一〇条より項および Rule 10b-5 のトにおける内部者取引規制の拡大は、規制の理念の面から根拠づけられるだけでなく、これらの規定の文言どもその根拠となりうる要素があった。すなわち、これらの規定がすべての人（any person）の詐欺的行為を禁止している点は、むしろ、会社内部者に限らず外部者をも規制の対象にするものであることを示すものと解されること、および、積極的な不実表示の場合には、内部者、外部者を問わず、さらには、会社情報、市場情報を問わず当然にこれらの規定でいう詐欺的行為となると考えられるということである。⁽³⁴⁾ ことからすると、規定の上からは内部者の範囲を拡大することが証券取引法の目的に合致するといえよう。このことである。問題は、会社内部者のみならず会社外部者の未公開情報に基づく取引までが詐欺的行為に当るといえるか否かということであり、その理論構成、すなわち開示義務の根拠づけが根本的な問題であるということがある。

内部者取引に対する規制が内部者の範囲および情報の内容の両面で拡大されることは、コモン・ローの受任者の概念に依拠する場合に生ずる不合理な区別をなくし、会社内部者に限定されずに、重要な未公開情報の一方的

利用から生ずる不公正な結果を取引市場全体から排除するという効果をもつものであった。しかしながら、このように規制の範囲が拡大したのは、規制の法理の面でみれば、規制の範囲を画する基準がより一般的、抽象的な準則に求められたためでもあった。したがって、その場合にキャディー・ロバーツ審決やテキサス・ガルフ・サルファ判決が基本的な法理を述べたものとして常に根拠とされたということは、その法理がそのことを可能にする無限性をもつものであったともいいう。例えば、テキサス・ガルフ・サルファ判決は、内部者取引の違法性の根拠として、それが「⁽³⁵⁾非個性的取引所で取引をするすべての投資者は重要な情報をお互に等しく接している」という証券市場の正当な期待」に反するからであるとしているが、この文言は、この部分だけを独立して解釈すれば、証券取引における情報の完全な平等（a parity of information）を目的とすると解されないこともない。⁽³⁶⁾ 同様に、キャディー・ロバーツ審決が掲げる不公正（unfairness）とこう要件もそれだけを重視すればその外延は無限である。しかしながら、一〇条b項や Rule 10b-5 が情報面におけるすべての不平等を排除することを目的とするものとは到底考えられず、むしろ、当事者の知識や能力や洞察力の違いによって、情報面で取引当事者間に優劣が生ずるのは現在の証券取引社会の大前提であるといつてもよく、情報を探し出しそれを市場に反映せしめるることは市場の効率化という点からも奨励されるべきであるとされる。⁽³⁷⁾ それならば一〇条b項および Rule 10b-5 の下で、重要な未公開情報を有する者の取引に対する規制はどこにその限界を求めるべきか。キャディー・ロバーツおよびテキサス・ガルフ・サルファを基礎とした内部者取引規制の法理は、その目覚しい発展の故に、右のような問題に直面することになった。

テキサス・ガルフ・サルファ判決後間もなく出された判決の中でも、同じ合衆国第一巡回区控訴裁判所はつぎのように述べている。

「内部者（insider）である、売主は契約して信任関係（fiduciary relation）をもつて株式の買主が、売主の要求（seller's demand）を高め、その結果売買を途中で止めるやむを得ない事情を明るかにする義務を負ってこそいい法理が、現時点では適用されてもいいことを我々は知らねえ。⁽⁴¹⁾」

「内部者（insiders）や証券業者（broker dealers）へ限られ、証券の売主もしくは買主と特別の関係（special relationship）をなすた者に対して積極的な開示義務（an affirmative duty of disclosure）を課すためのレギュレーションとしてRule 10b-5を解釈するにあたって、新しい領域をもといお（occupying new ground）⁽⁴²⁾」

「レギュレーションなどなら、もう少しの注意深い考慮を必要とするものにならう。」

これらの判決からわからぬように、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は、ロサン・ローの法理に拘束されずに内部者取引規則を拡大していくことを可能にする、より一般的な原理を内包するものであったが、実際の判例法理の進展においては飛躍があるものではなく、内部者や信任関係や取引相手方との特別な関係という概念の解釈を通して適用範囲を拡大していくという方法がとられた。⁽⁴³⁾ もつとも、この方法によつても、重要な未公開情報の一方的な利用から生ずる不公正な結果を排除するという目的はかなりな程度達成できる。⁽⁴⁴⁾ しかしながら、未公開の市場情報の一方的利用の規制ということになると、これらの概念ではじかしても捉えられない事例が生じてくる。すなわち、取引の対象となつてゐる株式の発行会社とも取引の相手方とも何ら特別の関係を有しない外部者による取引がそれであり、具体的には、公開買付に関して、対象会社とも公開買付者とも何ら特別の関係を有しない者が、ある事情によつて、公開買付の情報を得て、その情報が公開される前に対象会社の株式を買付ける場合である。一〇条〇項およびRule 10b-5に基づいていた規制がこの場合にまで及ぶとすれば、それはもはや内部者や信任関係や相手方との特別の関係という概念をこえた基礎をもつむ。

のといわなければならず、そのための新しい法理が求められることになる。更に、市場情報の規制については、それが市場機能の効率化に及ぼす影響との関係で特別の考慮を払わなければいけないという要素が加わることによつて、規制の基準設定をますます難しいものにする。⁽⁴⁵⁾

(4) 規制の範囲をめぐる提議

(a) ABA, Comment Letter

の例⁽⁴⁶⁾は一九七二年八月一日付の通牒(release)において、内部情報の利用についてガイドラインを示すべ
きかとこう問題に關連して、内部情報の利用に関する基本的な問題点について広く意見を徵する旨を明らかにし、
その中で、他の事項と並んで、重要な未公開情報の利用を禁止される者の範囲を明示することについてガイドラ
インを設定しつぶかとこうとした。未公開のいわゆる市場情報を利用することの妥当性について意見を求めた。
アメリカ法曹協会(American Bar Association)はいよいよ答えて、同協会の連邦証券規制委員会の小委員会
(a subcommittee of the American Bar Association's Committee on Federal Regulation of
Securities)がもじめた意見を非公式ながら公表した。これがいんじや紹介するABA, Comment Letterである。
未公開情報の利用を禁止される者の範囲を定める基準について、おとおつた見解が示されてくる。

がむ、具体的提言の前提問題として、重要な未公開情報の利用に関する法の発展段階と基本原理および政策に
対する委員会の見解についてのようく述べてこら。

証券の発行会社自体による重要な未公開情報の利用に関して始まつたのがこの規制は、キャドリー・ロバーツによつて、会社関係者(corporate personnel)がその地位にあるがために得た情報をその情報が未公開の間に
個人的な取引において利用してはならないことの段階にまで進展したが、その原則は、会社および会社役員によ

る開示の促進と一般投資者の証券市場の公正さに対する信頼に貢献するという相互に関連した社会にとって望ましい結果をもたらすものである。

会社および会社関係者による重要な未公開情報の利用を禁ずる法原則は、論理必然的に、情報の内報者および内報受領者との情報を合法的・目的のために会社から機密情報として知らされた会社関係者以外の者を内部者（non-inside “insider”）とみなす方向へと拡大していくことになる。ただし、この拡大を正当化する理由は、このことが開示の促進および投資者の証券市場に対する信頼を高めることになるというよりも、むしろ、もつと伝統的な義務と期待を強化すること、すなわち、証券発行会社との業務上あるいは専門家としての関係から生ずる機密保持義務、あるいはそれに対する正当な期待に反することを、そのような地位にある者の取引を禁止することによって、市場一般についてとくに悪い結果をもたらすことなく、防止することができるという点にある。

そして、そのような目的のために詐欺禁止規則の適用を拡大することは妥当なことである。⁽⁵⁾

以上のことから、この法原理の基本にある政策として委員会が考へているのは、会社開示を最大限に拡大強化すること、投資者の期待を実現すること、機密情報の処理に関する義務あるいは期待にすでに違反するといわれている行為を禁止することの三つである。

判決の中には、この分野における法が、投資者のために究極的な情報の平等（ultimate equality of information）（情報への接近における平等—equal access to information—と区別された）を達成することを目的としたものであるということを暗示するものがあるが、SECがそのような考え方を支持してきたとは思わないし、また、支持すべきだとも思わない。反対に、すべての利害関係者によってすべての重要な情報が同時に受け取られることを保証する有効な手段が考案されるまでは、強力で健全な資本市場は、専門的投資家や証券

アナリストや投資顧問達が証券の発行会社およびその証券に関するあらゆる情報を探し出し、分析し、その意味を読み取る努力を続け、この面での彼等の活力と資力と能力から正当な利潤を得ることに依存し続けることになるであらうと考える。そのような情報を探索することを奨励するのが公の政策であるべきである。したがって、先に述べた三つの政策と調和しうる限り、⁽⁵³⁾ 詐欺禁示規則の法的強制は、誠実且つ精力的な探索に対する経済的な誘因を排除することに用いられるべきではない。

右のような基本的立場から、重要な未公開情報の利用を禁止されるいわゆる内部者に命ぜられるのは、つまる範疇に属する者であるとする。ただし、これは、特定の組織機構図や特定の職務上の地位あるいは関係に基づく区分ではなく、その機能に基づく区分 (functional distinction) やあり、また、内報受領者については考慮していな⁽⁵⁴⁾。

(A) もぐらの会社関係者 (corporate personnel) やよび会社情報の特定の事項の準備 (preparation)、
評価 (evaluation) やよび流布 (dissemination) といった補佐する会社外の助言者 (extra-corporate advisers)
(弁護士、会計士、public relations counsellors 等)

(B) 発行会社と業務上または専門家としての関係を有するがために、重要で未公開の会社情報を得ることになる者。ただし、この者が情報は未だ公開されていないと思う理由を有している以上、やはり、この者と発行会社との関係が信任的性質を有するか、あることは、機密保持についての正当な期待が、発行会社に対して、彼は会社の機密情報を開示したりはしないということを期待する理由を与へるような特別な関係である⁽⁵⁵⁾。

最後に、市場情報については、それが詐欺禁止規則の適用外にあると考えるべきではなく、投資決定について重要な情報であることは認めなければならないことしながらも、その公開前における利用を制限したり、認可した

りすることの妥当性について最終的決定を下す際に、なお、考慮しなければならない事柄があるとして、つぎのことあげている。

(a) 市場情報は会社を情報源として生じるものではなく、責任ある会社関係者によってコントロールするものでもない。詐欺禁止規則の基本的な目的が、信頼しうる情報がタイムリーに市場に流れることについて発行会社の管理者が責任を負うことを奨励することにあるという点に関する限り、市場情報の利用を規制することによって、この目的が促進されるものではない。

(b) 重要な情報の開示を怠ることすべてが詐欺禁止規則違反を構成するものではなく、そのためには詐欺的要素が伴わなければならない。この詐欺的要素は、しばしば、詐欺禁止規則以外のところで生じた開示義務を遂行する点における怠慢に由来するものである。

(c) 市場情報は市場それ自体の機能に関わるものが多いので、通常の開示機構(disclosure mechanisms)をどのように方法でどの範囲までこの分野において利用しうるかに開しては特異な問題が生じてくる。例えば、ある種の市場専門家達は一般投資者よりも多くの市場情報を有するものであるが、この分野における政策は、彼等の情報面における優位性（それは彼等の市場における機能そのものに由来するものである）を排除することにあるというよりも、むしろ、彼等の機能の遂行を規制することにあつたのである。彼等の情報面における優位性を排除することは、それによって、市場機構の機能に対しても彼等が貢献することを、一般大衆に対して拒む結果になる。⁽⁵⁷⁾

(b) キヤレラ (Chiarella) 控訴審判決—market insider—⁽⁵⁸⁾

会社外部者による未公開の市場情報の利用が問題とされた事例に、財務関係の印刷業者およ

びその従業員が重要な情報を含んだ証券関係の書類を印刷する過程で得た情報をもとに証券取引をする場合があった。なかでも、株式公開買付に関して、公開買付者のために必要書類の印刷を受けた業者の従業員が印刷中に得た情報に基づき、公開買付の公表前に対象会社の株式を買付ける場合は、まさに、外部者による未公開の市場情報の利用の是非が問われる事例であった。⁽⁵⁾ SECは、これら業者および従業員の職務上得た機密情報に基づく証券取引を防止するためのキャンペー⁽⁶⁾ンを始めたが、その結果、最も注目を集め、後に最高裁判所において争われることになったのがキアレラ事件である。

キアレラは財務関係の印刷会社の植字室で働く従業員であったが、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。このことが一〇条⁽⁷⁾項および Rule 10b-5 に違反するとして起訴され、第一審で有罪とされたことに對してキアレラが控訴し、事実とテキサス・カルフ・サルフト判決の “disclose or abstain” rule の存在を認めたりえで、キアレラは公開買付対象会社の内部者 (insider) ではない、従って、公開買付の公開前に株式を売った対象会社の株主に対しても忠実義務を負うものではないから、“disclose or abstain” rule に服するものではないと主張した。

キヤノンの右の主張に対し、合衆国第一巡回区控訴裁判所は、「申立人は、彼が取りした証券の発行会社の内部者ではない」というのは事実である。しかしながら、そのことは関係のない (irrelevant) ことである。」⁽⁸⁾ といふ。彼のような印刷工は、まあど、「市場そのものの内部にある者 (inside the market itself)」⁽⁹⁾ であるとする。すなわち、財務関係の印刷業者の業務は株式公開買付を成功裡に行つたるの前提条件であり、証券業者の補助者ともいふべきこれらの印刷業者は、投資者に対する情報の重要な伝達装置の中心部分を占めるものである。

そのような印刷業者の植字屋で働く者としてキアレラは、証券市場機構の内部にある者というべく、証券金融界でも「じも機密とされる情報に定期的に接するものである。⁽⁶⁾

キアレラを右のように市場内部者（market insider）と位置づけた上で、判決は、「証券市場が正常に機能するためには、市場機構の中やそのように重要な地位を占める者は、⁽³⁾その地位にあるがために得た情報から個人的な利益を得ることを禁ぜられるところが絶対に必要なことである」 ⁽³⁾ とする。Rule 10b-5 は会社内部者（corporate insider）が未公開の会社情報（corporate information）に基づいて取引をしないことを禁じているが、それは、会社内部者が会社の詳しい事情を知る機会が多く、そのため取引の相手方に對して不當に有利な立場に立つことになるからである。しかしながら、いかなる役員や取締役といえども、市場内部者たるキアレラが彼の自由になる市場情報（market information）の故に得たものよりも大きな利益獲得の機会をもつといふことは稀である。そのいからゆゑど、テキサス・ガルフ・サルファに内在する原理は、キアレラが主張するような狭いものではないと思われる。証券関係法を制定するに当りて議会は、役員や取締役の使い込み（peculations）からの株主や投資家自身を限定したわけではない。詐欺禁止規定の主たる目的は、証券取引市場の完全性（integrity）を保つことにあつた。以上のような理由によつて判決は、“disclose or abstain” ruleを敷衍し、⁽⁶⁾ そのように提言している。

「会社内部者であるか否かを問わず、重要な未公開情報を定期的に（regularly）受取る者は何人といえども、積極的な開示義務を負うことなく、その情報を証券取引において利用してはならない。そして、もし彼が開示することができないものであれば、彼は買付もしくは売付をすることを止めるべきである。」

右の見解に対しても、本判決の少数意見でメスキル（meskill）判事が、この判決は一〇条七項を極端に

(drastically) 拡大するのではなく、しかし、先例の中では、このことが 10 条の項の司法的発展の過程において、必然的な段階であると言つていいが明示あるものがなほのにかかわらず拡大するものであると批判してゐる。メスカル判事は、キアレラに対して開示義務を課すのが証券取引法の目的を促進するにとどまることとは認めながらも、それは立法論であら、10 条の項および Rule 10b-5 の詐欺 (fraud) の解釈をそこまで拡げるとは解釈論の限界をいへぬものであるとする。⁽⁸⁾

(c) ブラドニー (Bradney) 教授の見解

トキサス・ガルフ・チャーチ判決以来 “disclose or abstain” rule は、連邦証券法において確立された法理となつてゐるが、このルールの適用範囲、もくじにわかる外部者への適用については、まだ体系化がなされていないとして、これについての原理を探るなどを目的とした論文の中で、ブラドニー教授は興味ある見解を提示している。

内部者取引を詐欺禁止規定の上で違法とする際で最も問題となるのは、沈黙が何故に詐欺となるかといふことであるが、“disclose or abstain” rule は詐欺的行為を行つてはならざりしこう命題を開示義務に転換することによりて、不開示を詐欺と同視しないことを可能にしたので、ロサンゼルスの信託関係の法理にその理論的根拠をもつものであった。これに対しても、ブラドニー教授は、ロサンゼルスの法理とともに、公開会社の株式が取引される市場の状況 (market context) は、機能的に、開示義務と不実表示をしてはならざりしこう義務も同様化され (an assimilation of a disclosure obligation to a duty to refrain from misrepresenting) ものであると主張する。すなわち、会社からの継続的に提供される情報 (この中には、投資家へ提供を命ぜられたものやあわせて開示的なものもある) によって、投資決定に必要な会社に対する特定の印象 (impression) が

形成されている現在の状況の下では、このようにして形成された印象を実質的に間違ったものにするような新しい事態が生じた場合、その事態を知らせるこことを怠ることは、外部者に對して、その事態が生じる以前の情報開示が依然として真実を反映するものであるということを表示したのと同じ効果をもつことになる。従って、その新しい事態を開示しないということは、まさに、詐欺禁止規定にいう、表示したことが誤解を招く結果にならないために必要な重要な事実の開示を怠ること（例えれば Rule 10b-5, (2)）に該当することになるとする。この場合、重要な事態が会社に関するものである限り、これに関して開示義務を負わされる者は、右のような意味での虚偽の印象を生じさせた者ないしはその情報を有している者としての会社ないしは会社内部者とするのが最も合理的である。このようにして、会社ないしは会社内部者の開示義務は、コモン・ローに依ることなく根拠づけ⁽¹⁾ ることができるとする。

投資決定に必要な証券の印象を形成しているものとしては、会社情報のほかに市場情報がある。株価に与える影響の点では市場情報も会社情報と変りはないし、詐欺禁止規定は、その文言および制定の歴史からみるかぎり、会社情報と非会社情報（市場情報）を区別していないし、会社内部者と外部者という區別もしていない。従って、市場情報に関する不開示が詐欺禁止規定の下で詐欺とみなされるという事情は会社情報の場合と変わらない。ただ、市場情報は、証券に関する印象を創り出したことについて責任のある者以外の者によって保持されるものであるから、会社情報の不開示に関する理論を類推するだけでは不完全である。市場情報については、誰がどのように状況の下で市場情報の開示を怠ることが詐欺となるかについて吟味する必要が生じてくる。

ブランドニー教授は、それまでの判例を検討した結果、一方の極には、私人による情報収集を奨励する必要から、詐欺禁止規定の開示義務に服する者を制限しなければならないということがあり、他方の極には、会社内部者お

「おもふの従属(satellite)者たるに顧客の取引をする場合の証券専門家(securities professionals)が“disclose or abstain” rule に服したむればならないこと」があつた。問題は、この「なぜ」と「誰を」「いつのまに」とある。ある者が取引の相手方よりも情報の面で優位にある場合に、その相手方との取引においてその優位性を利用してはならないとする命題を生ずる。本質的な要素は、その努力や資力の如何にかかわらず、相手方はその者の優位性を合法的に克服する(overcome)ことができないという点にある。⁽¹²⁾ もののむか基本原理として適用の範囲はない。⁽¹³⁾ いわゆる「規制」ではない。

「disclose or abstain rule の論理は、一般大衆にとって合法的に克服もしつづけ難殺かねんのやあだ」と、情報における優位性を個人的な利益のために利用することを排除するのやあれ(the logic of the disclose-or-abstain rule precludes exploitation of an informational advantage that the public is unable lawfully to overcome or offset)。趣旨的では、許収禁止規定は、通常の取引と被ること、会社内部者や市場専門家(やこくせんもんしゃ)が有するといはれる優先性(やうせいけい)のやあだ(underable)遺漏における優位性に反してのみ向かはれたものであるかもしないが、むしろ命まれてゐる原理は、そのような情報における優位性を有するすべての者による取引から一般投資者を保護するにまで拡大してしまふのである。⁽¹⁴⁾

右の原則は、個々の投資者の力、富、努力もしくは知性の違いによつて情報への合法的な接近において体系的な不平等(systematic inequality of lawful access to information)が生じることを否定するものではなく、また、情報における優位性が、一般投資者が合法的に利用しうる情報を収集して得た結果そのものである場合にまでその優位性の利用を否定するものでもない。ただし、後者の場合、優位性を利用して居る者からの情

報を得た者もやが当然にその優位性を利用しないといけないなこのやうで、例えは、株式公開買付者は「公開買付に当りて、事前に公開買付の意図を公表する必要は必要がある」が、公開買付者がいつか内報された者が、当然にその情報を利用しないといけないとせなひだらうやう。

注

- (14) 拙 (^ア) (15) 参照。
- (15) ハサハ・ローの指摘によつて補足法が立法され、したがつて補足法が新しくしておる場合、その解釈はアリハサハ・ローのトド記載された裁判官や法律家、ハサハ・ローの日本における判例のものである。
- III Louis Loss, *Securities Regulation* 1430 (2d ed. 1961)
- (16) W. Prosser, *The Law of Torts* §106 (4th ed. 1971); Restatement (Second) of Torts §551 (1977)
- (17) ハセダヒヤ難いへば、拙稿「アメリカにおける内部者取引規制の法理」¹¹¹印大法學会刊印に付參照。
- (18) やはり、まだ株主ではないところに質主と壳主たる取締役等の間には個別關係が存しなくなつた。
- (19) 40 S.E.C., at 912.
- (20) 401 F. 2d, at 847-48.
- (21) In the Matter of Investors Management Co., 44 S.E.C. 633 (1971) ¹¹²拙稿「證券の譲渡」 龍田 (一九七一年) ハセダヒヤ | 九九頁迄。
- (22) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974)
- (23) 本稿参考にしたが、拙稿「米國証券法における證券取引規制の問題」此題送雜誌に登載され、アリバード・アソシエイツ・アンド・カンパニーに付參照。
- (23) Chasin v. Smith, Barney & Co., 438 F. 2d 1167 (2d Cir. 1970); Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972)

- (24) Crane Co. v. Westinghous Air Brake Co., 419 F.2d 787 (2d Cir. 1969), cert. denied, 440 U.S. 822 (1970)
- (25) SEC v. Manderano, [1978 Transfer Binder] Fed. L. Rep. (CCH) 96, 357 (D.N.J. 1978)
- (26) Zweig v. Hearst Corp. 594 F. 2d 1261 (1979)
- (27) Comment, *Rationalizing Liability for Nondisclosure Under 10b-5: Equal Access to Information and United States v. Chiarelle*, 1980 Wis. L. Rev. 162, 171.
- (28) *Id.*; III Loss, *supra* note 15, at 1450.
- (29) Author Fleischer, Jr., Robert H. Mundheim, John C. Murphy, Jr., *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, 121 U. Pa. L. Rev. 798, 818 n. 76 (1973) [hereinafter cited as Fleischer, Mundheim & Murphy].
本編の訳文は、筆者（江口正臣）による。
- (30) Langevoort, *supra* note 2, at 10.
- (31) *Id.*
- (32) *Insider Trading: Some Questions and Some Answers*, 1 Sec. Reg. L. J. 328, 333-34 (1974) (reprinting Comment Letter from the Subcommittee on Broker-Dealer Matters and Subcommittee on Rule 10b-5 of the Committee on Federal Regulation of Securities of the Section of Corporation Banking and Business Law of the American Bar Association (Oct. 15, 1973) [hereinafter cited as ABA Comment Letter])
- (33) Fleischer, Mundheim & Murphy, *supra* note 29, at 798-809.
- (34) *Id.* at 807
- (35) *Id.* at 802

- (36) 401 F. 2d at 848.
- (37) Victor Budney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322, 339 (1979) [hereinafter cited as Budney]
- (38) *Id.* at 340; ABA Comment Letter, *supra* note 32, at 335.
- (39) Fleischer, Mundheim & Murphy, *supra* note 29, at 817; ABA Comment Letter, *supra* note 32, at 335.
- (40) Budney, *supra* note 37, at 341.
- (41) General Time Corp. v. Talley Industries, 403 F. 2d 159, 164 (2d Cir. 1968), cert. denied, 395 U.S. 920 (1969)
- (42) SEC v. Great American Industries, 407 F. 2d 453, 460 (2d Cir. 1968), cert. denied, 395 U.S. 920 (1969).
- (43) Morgan, *supra* note 13, at 1418.
- (44) 証券取引規制の内規の開示義務と内部者取引規制との関連性について、主として證券取引規制の発展をめぐる議論を記す。以下、同様の構成で記述する。 Brudney, *supra* note 37, at 355 n. 110; Langevoort, *supra* note 2, at 50.
- (45) Fleischer, Mundheim & Murphy, *supra* note 29, at 815-17; SEC v. Great America Industries, *supra* note 42, at 460.
- (46) ABA Comment Letter, *supra* note 32, at 349-50 本稿「証券取引規制の内規の開示義務と内部者取引規制との関連性について」の注釈2に記載する。以下、同様の構成で記述する。 John F. Barry III, *The Economics of Outside Information and Rule 10b-5*, 129 U. Pa. L. Rev. 1307 (1981)
- (47) Fleischer, Mundheim & Murphy 著 (訳) 『証券取引規制の内規の開示義務と内部者取引規制との関連性について』(訳註付) Rule 10b-5 に関する規制が証券取引規制

- (48) SEC Release No. 34-10316, Aug. 1, 1973, reprinted in 1 Sec. Reg. L.J. 329 (1974).
- (49) *Id.* at 330.
- (50) 拙 (33) 稿。
- (51) ABA Comment Letter, *supra* note 32, at 333-35.
- (52) *Id.* at 335.
- (53) *Id.*
- (54) *Id.* at 347-48.
- (55) *Id.* at 348.
- (56) *Id.* at 347.
- (57) *Id.* at 349-50.
- (58) United States v. Chiarella, 588 F. 2d 1358 (1978) 米利坚合众国司法部对证券交易委员会的上诉. Note & Comment 与之俱来 Comment, *The Application of Rule 10b-5 to "Market Insiders": United States v. Chiarella*, 92 Harv. L. Rev. 1538 (1979); Note, 47 Geo. Wash. L. Rev. 965 (1979); Comment, *supra* note 27.
- (59) マーケットインサーズ Morgan, *supra* note 13, at 1418 n. 59.
- (60) 588 F. 2d at 1364.
- (61) *Id.*
- (62) *Id.*
- (63) *Id.* at 1364-65.
- (64) *Id.* at 1365.
- (65) *Id.*

- (66) *Id.*
(67) *Id.* at 1373.
(68) *Id.* at 1373-75.
(69) 灰 (55) 線題。
(70) *Brudney, supra* note 37, at 326.
(71) *Id.* at 326-27.
(72) *Id.* at 329-33.
(73) *Id.* at 339-53.
(74) *Id.* at 353-54.
(75) *Id.* at 360.
(76) *Id.*
(77) *Id.* at 361.
(78) *Id.* at 363.