

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

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（以上本号）

三、最高裁キアレラ判決およびダークス (Dirks) 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 —

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いわゆる内部者取引 (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いることはすでにわが国においても衆知のことであり、⁽¹⁾ 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 - SEC) において法として定着しているといつてよい。⁽²⁾ 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、これら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、⁽³⁾ いわゆる一般的詐欺禁止規定 (general anti-fraud provisions)、⁽⁴⁾ なかでも証券取引所法 (the Securities Exchange Act of 1934) 一〇条b項⁽⁵⁾ (以下、単に一〇条b項という) および同条項に基づいてSECによって制定された Rule 10b-5⁽⁶⁾ 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されている詐欺的行為に該当すると解されることによって規制の対象とされてきた。内部者取引が詐欺的行為に当ると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) であり、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、⁽⁷⁾ これを詐欺と構成することとくに問題は生じなかったが、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とにつき難点があった。この点で、コモン・ローの法理を進展させ、証券取引所のような非個人的取引市場 (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・ロバーツ審決⁽⁸⁾ および合衆国第二

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。これによっ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された者（いわゆる tippee — 内報受領者）や従来必ずしも内部者とは考えられていなかった者にまで及んでいた。このような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ってその法理を検討し深化させる契機となった。

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、キヤディー・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、真正面からこれを取りあげ、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った。⁽¹¹⁾キアレラ判決で示された見解は、続くダークス（Dicks）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クス判決によって、内部者取引について何らかの規制がなされるべきことおよび従来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、⁽¹³⁾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。従って、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る。

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って、

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いと思う。

注

- (1) 竹内昭夫他「内部者取引」証券研究四一巻(昭和五〇)一三三頁以下、龍田節「証券取引の法的規制」現代の経済構造と法(昭和五〇)五二七頁以下、神崎克郎・証券取引規制の研究(昭和四三)九一頁以下。
 - (2) Donald C. Langevoort, *Insider Trading and the Fiduciary Principle: A Post-Chiarella Restatement*, 70 Calif. L. Rev. 1 (1982) [hereinafter cited as Langevoort].
 - (3) ただし、証券取引所法 (the Securities Exchange Act of 1934) 一六条ロ項は取締役等内部者のいわゆる短期売買差益の返還義務について定めており、内部者取引禁止の明文規定とみることも出来るが、その責任は必ずしも内部情報に基づく取引に限定をれておらず、また、適用の範囲が狭く、内部者取引規制の手段としては十分なものではない。
 - (4) 一〇条ロ項は「次のとおり定めよう」。
- 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-5 及び 10b-5 規則を指す。

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 or to omit to state 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)

(6) 注(4)(5)参照。

(7) 例として Kardon v. National Gypsum 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)

(8) In the Matter of Cady, Roberts, & Co., 40 S.E.C. 907 (1961) 本審決については、神崎・前掲書一〇九頁以下、抽稿「アメリカにおける内部者取引規制の法理(三) 疏大法学第三三三頁以下参照。

(9) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) 本判決については、龍田(一九九〇—一)「アメリカ法一〇〇頁以下」抽稿前掲注81頁以下を参照。

(10) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980) 本判決については、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—二)「アメリカ法二五六頁以下参照。

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

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

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

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

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これらの規定に基づいてSECによって制定された規則(その代表的なものが一〇条b項およびRule 10b-5である)で禁止している詐欺的行為に当るとして規制の対象とされてきた。ところで、不実表示やいわゆる半事実(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うな積極的な行為があるわけではなく、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というところに特色がある。従って、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こと、すなわち沈黙(silence)もこの場合には詐欺になるということを前提にしなければならない。無論、一〇条b項やRule 10b-5などがそのことを明言しているわけではなく、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、そこでいう詐欺的行為について独自の概念規定をしているわけでもない。⁽¹⁴⁾そこでSEC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、具体的にどのような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モン・ローに従って行われ、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った。⁽¹⁶⁾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、一方が他方に対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ころから、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。従っ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ことであり、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う役員や取締役等の内部者たる地位（status）に求めた。⁽¹⁷⁾

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ない、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人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対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・サルファ判決であった。

(2) キャディ・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・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一〇条b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った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コモン・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、一〇条b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こと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つぎのように提示した。

「第一は、会社の目的のためにのみ用いられるべきであって、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・間接に接することとなる関係の存在 (the existence of relationship giving access, directly or indirectly, to information...)。第二は、取引当事者の一方が、相手方が右の情報を利用しえ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な不公正 (inherent unfairness) である」。

合衆国第二巡回控訴裁判所のテキサス・ガルフ・サルファ判決は、キャディ・ロバーツ審決の右の原則を全面的に受入れ、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ようになった法理をつぎのように述べた。

「その法律（証券取引所法）によって議会は、相対取引、店頭取引および取引所取引を通じ、不正（inequitable and unfair）な慣行を防止し、一般的に証券取引における公正（fairness）を確保することを目的とした……」

伝統的な受任者の概念（fiduciary concept）に基づくにせよ……あるいは特別事情原則（“special fact” doctrine）に基づくにせよ……この規則（Rule 10b-5）は、政策的には、非個人的取引所において取引をするすべての投資者は、重要な情報に相互に等しく接しているという（all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information）証券市場の正当な期待に基礎をおくものである。……

この規則の本質は、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ことは当然この規則によって排除されることになるが、この規則はまた、証券取引所法一六条b項の意味する内部者とは厳密にはいえない者で右のような情報をもっ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っているすべての者（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ことにした場合には、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

引を推奨することを思い止まる (abstain) べきである。⁽²⁰⁾

(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

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「情報に直接、間接に接することとなる特別な関係 (special relationship) の存在」、「情報の一方的な利用に伴う生来的な公正 (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、開示義務ありとされるいわゆる内部者に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) とされ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・ロバーツケース自体、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当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) すること自体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、一〇条b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) および証券引受業者 (underwriter)⁽²²⁾、マーケット・メイカー (market maker)⁽²³⁾、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、経済新聞のコラムニスト等⁽²⁶⁾にまで拡大していった。

内部者の範囲を会社の情報に接しう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⁽²⁸⁾で、法理上も可能なことであるという。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って、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、内報受領者からさらに内報を受けた者（tippees of tippees）というように内報受領者が拡がっ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と疑問が生じてくる⁽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、そのことによっ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う点にその行為を一〇条b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いう、情報における不均衡にあると考えるならば⁽³¹⁾、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しうる地位にある者は会社内部者やこれらからの内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的なことであつたといふことができる⁽³²⁾。

内部者の範囲の拡大によって一〇条b項および Rule 10b-5 の下で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近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) といつてよく、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与えるものであつて、会社内部者が会社情報に基づい

てなす内部者取引が不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、⁽³⁴⁾ 一方で内部者の範囲が会社外部者にまで拡大されてくると、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うるだけの柔軟性をもつものであった。

一〇条b項および Rule 10b-5 の下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に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。⁽³⁵⁾ このことからすると、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さえ云いうるのである。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た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になる。

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えたのは、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うる。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「非個人的取引所で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⁽³⁶⁾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に解釈すれば、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⁽³⁷⁾。同様に、キャディー・ロバーツ審決が掲げる不正 (unfairness) とい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ってもよく、⁽³⁸⁾ 情報を探り出しそれを市場に反映せしめ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⁽³⁹⁾。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、同じ合衆国第二巡回区控訴裁判所はつぎのように述べている。

「内部者（insider）でもなく、売主に対して信任関係（fiduciary relation）にあるわけでもない株式の買主が、売主の要求（seller's demand）を高め、その結果売買を途中で止めさせることになるかもしれない事情を明らかにする義務を負っているという法理が、現時点で適用されていることを我々は知らない。」⁽⁴¹⁾

「内部者（insiders）や証券業者（broker dealers）と異なり、証券の売主もしくは買主と特別の関係（special relationship）になかった者に対して積極的な開示義務（an affirmative duty of disclosure）を課すものであるというふうに Rule 10b-5 を解釈することは、新しい領域にふみこむ（occupying new ground）ということになり、もっとも注意深い考慮を必要とするものになろう。」⁽⁴²⁾

これらの判決からもわかるように、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、コモン・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⁾ もっとも、この方法によっても、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の程度達成できる。⁽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、これらの概念ではどうしても捉えられない事例が生じてくる。すなわち、取引の対象となってい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、ある事情によって、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b項および Rule 10b-5 に基づいた規制がこの場合にまで及ぶとすれば、⁽⁴⁵⁾ 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も

のといわなければならない⁽⁴⁶⁾、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ならないという要素が加わることによって、規制の基準設定をますます難しいものにする⁽⁴⁷⁾。

(4) 規制の範囲をめぐる提言

(a) ABA, Comment Letter

SECは一九七三年八月一日付の通牒⁽⁴⁸⁾ (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いう問題に関連して、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徴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うるかということと、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⁽⁴⁹⁾。アメリカ法曹協会 (American Bar Association) はこれに答えて、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) がまとめた意見を非公式ながら公表した。これがここで紹介するABA, Comment Letter⁽⁵⁰⁾であり、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、まとまった見解が示されている。

まず、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つぎのように述べている。

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ったSECの規制は、キャディー・ロバーツによって、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という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そ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報者（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、もっ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。⁽⁹⁾

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えているのは、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されている行為を禁止することの三つである。⁽¹⁰⁾

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採り出し、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ろうと考える。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、詐欺禁止規則の法的強制は、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。⁽⁸⁵⁾

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含まれるのは、つぎの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) であり、⁽⁸⁶⁾ また、内報受領者については考慮していない。⁽⁸⁶⁾

(A) すべての会社関係者 (corporate personnel) および会社情報の特定の事項の準備 (preparation)、評価 (evaluation) および流布 (dissemination) について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こと、および、この者と発行会社との関係が信任的性質を有するか、あるいは、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えるような特別な関係であること。⁽⁸⁶⁾

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、つぎのことをあげている。

(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さ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限る限り、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) をどのような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示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。⁽⁸⁷⁾

(b) キャレラ (Chiarella) 控訴審判決 — market insider — ⁽⁸⁸⁾

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るなかで注目された事例に、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引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。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b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対してキアレラが控訴し、事実とテキサス・ガルフ・サルファ判決の "disclose or abstain" rule の存在を認めたくえで、キアレラは公開買付対象会社の内部者 (insider) ではなく、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。⁽⁶⁰⁾

キアレラの右の主張に対して、合衆国第二巡回控訴裁判所は、「申立人は、彼が取引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。」⁽⁶¹⁾ という。彼のような印刷工は、まさに、「市場そのものの内部にある者 (inside the market itself)」⁽⁶²⁾ 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うための前提条件であって、証券業の補助者ともいふべきこれら印刷業者は、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室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、証券金融界でもっとも機密とされる情報に定期的に接するものである。⁽⁶⁵⁾

キアレラを右のように市場内部者 (market insider) と位置づけたうえで、判決は、「証券市場が正常に機能するためには、市場機構の中でそのように重要な地位を占める者は、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いうことが絶対に必要なことである」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) に基づく取引をする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、そのために取引の相手方に対して不当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うことは稀であろう。そのことからすると、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たって議会は、役員や取締役の使い込み (peculations) から株主を守ることにそれ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) を守ることにあった。⁽⁶⁶⁾ 以上のような理由によって判決は、「disclose or abstain」ruleを敷衍して、つぎ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思い止まるべきである。」⁽⁶⁶⁾

右の見解に対しては、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b項を極端に

(drastically) 拡大するものであり、しかも、先例の中に、このことが一〇条b項の司法的発展の道程においてつぎの必然的な段階であるということを示明するものがないのかかわらず拡大するものであると批判している。⁽⁸⁷⁾ メスキル判事は、キアレラに対して開示義務を課することが証券取引法の目的を促進することになることは認めながらも、それは立法論であり、一〇条b項および Rule 10b-5 の詐欺 (fraud) の解釈をそこまで広げることとは解釈論の限界をこえるものであるとする。⁽⁸⁸⁾

(c) ブラドニー (Brudney) 教授の見解

テキサス・ガルフ・サルファ判決以来 “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、とくにいわゆ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ことを目的とした論文の中で、⁽⁸⁹⁾ 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下で違法とする際に最も問題となるのは、沈黙が何故に詐欺となるかということであるが、“disclose or abstain” rule は詐欺的行為を行つてはならないという命題を開示義務に転換することによつて、不開示を詐欺と同視することを可能にしたもので、⁽⁹⁰⁾ コモン・ローの信任関係の法理にその理論的根拠をもつものであった。これに対してブラドニー教授は、コモン・ローに依らずとも、公開会社の株式が取引されている市場の状況 (market context) は、機能的に、開示義務と不実表示をしてはならないという義務とを同一化する (an assimilation of a disclosure obligation to a duty to refrain from misrepresenting) ものであると主張する。⁽⁹¹⁾ すなわち、会社から継続的に提供される情報 (その中には、法によつて提供を命ぜられてゐるものもあれば自発的なものもある) によつて、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え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とを怠ることは、外部者に対して、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ることができる。⁽¹¹⁾

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区別もしていない。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うるものであるから、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、誰がどのような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ある。⁽¹²⁾

ブラドニー教授は、それまでの判例を検討した結果、⁽¹³⁾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

よびその従者(satellite)並びに顧客と取引をする場合の証券専門家(securities professionals)は、"disclose or abstain" rule に服しなければならないということがあるとする。問題は、このうえ更に、誰ぞ、どのような情報につき、どのような原理によって、開示義務を負わされる者の中に加えるかということであるが、教授によると、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とし、⁽¹⁶⁾そのことを基本原理として、適用の範囲につき、つぎのように結論づける。

「disclose or abstain rule の論理は、一般大衆にとって合法的に克服もしくは相殺することできない、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ものである(the logic of the disclose-or-abstain rule precludes exploitation of an informational advantage that the public is unable lawfully to overcome or offset)」。歴史的には、詐欺禁止規定は、通常の取引においても、会社内部者や市場専門家(もしくはregulators)が有することになる浸食することのできない(unerodable)情報における優位性に対してのみ向けられたものであるかもしれないが、そこに含まれている原理は、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ことによって拡大していくものである。⁽¹⁷⁾

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っ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、⁽¹⁸⁾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。⁽¹⁹⁾ただし、後者の場合、優位性を利用しうる者からその情

報を得た者までが当然にその優位性を利用しうることにしないのであって、例えば、株式公開買付者は、公開買付に当って、事前に公開買付の意図を公表する必要は必ずしもないが、公開買付者からそのことを内報された者が、当然にその情報を利用しうるということにはならないとされる。⁽²⁾

注

- (14) 注(4)(5)参照。
- (15) コモン・ローを背景にして制定法が立法され、しかもその制定法が新しいものである場合に、その解釈に当ってコモン・ローの下で訓練された裁判官や法律家が、コモン・ローを手本とするのは当然のことであった。
- 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) この点につき詳しくは、拙稿「アメリカにおける内部者取引規制の法理(二)」*琉大法学*二二号六四頁以下参照。
- (18) すなわち「まだ株主となっていない買主と売主たる取締役等の間には信任関係が存しないからである。」
- (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)本書決の解説、龍田(一九七三)「アメリカ法」二九頁以下。
- (22) *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.*, 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974) 本判決について、神崎「米国における内部者取引規制の展開」*民商法雑誌*七四卷五号七八七頁以下参照。
- (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. Westinghouse 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. Chiarella*, 1980 Wis. L. Rev. 162, 171.
- (28) *Id.*; III Loss, *supra* note 15, at 1450.
- (29) Arthur 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, Mundhim & Murphy] 本論文の図表「神道」(一九七四—一)「メン」カ法三八六頁以下。
- (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 Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322, 339 (1979) [hereinafter cited as Brudney]
- (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) Brudney, *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) 取引当事者の一方に開示義務ありとの見解は「ロサン・ロー自体に発展がなされておらず 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(14)(c)○○○頁参照。また「市場の効率化の観点から」市場情報の開示義務として「制限を加えないことが必要である」として John F. Barry III, *The Economics of Outside Information and Rule 10b-5*, 129 U. Pa. L. Rev. 1307 (1981)
- (47) Fleischer, Mundheim & Murphy 論文(注38)15「○条の両方とも Rule 10b-5 として規制が市場情報に及ぶ場合に生じている事例を分析」検討した注目すべき文献である。

- (48) SEC Release No.34-10316, Aug. 1, 1973, reprinted in 1 Sec. Reg. L.J.329 (1974).
- (49) *Id.* at 330.
- (50) 註(53) 参照。
- (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) 本判決によつては、栗山「内部者取引と内部者の
「内部者」の定義は、*Rule 10b-5* に「*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) 又「内部者」の定義は、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) 同(65) 参照。
- (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.