

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 —内部者の
の民事責任を中心として— (五) (完)

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/20.500.12000/2265

アメリカにおける内部者取引規制の法理

—— 内部者の民事責任を中心として —— (五)完

島袋鉄男

序論

一、内部者取引規制の発展

(一) コモン・ロー上の法理の特色と限界

- (1) コモン・ロー上の法理の特色と限界
- (2) 特色と限界

(3) *Goodwin v. Agassiz* ケース (以上第二二号)

(二) 証券取引所法一〇条b項および Rule 10b-5 の下における発展

- (1) 連邦証券諸法の詐欺禁止規定とコモン・ロー上の詐欺との関係
- (2) 証券取引所法一〇条b項および Rule 10b-5 と内部者取引 (以上第二二号)

(三) *Cady, Roberts* および *Texas Gulf Sulphur* ケースの意義

- (1) 事件の概要
- (2) 意義

二、内部者の民事責任

- (一) 証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5と黙示の私訴権(implied private right of action)
 - (二) 一〇条b項およびRule 10b-5の下における私訴権の要件と市場取引における問題点(以上第三号)
- 三 市場取引と民事責任(1)―判例
- (一) 緒言
 - (二) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974)
 - (1) 事実の概要
 - (2) 判旨
 - (三) Fridrich v. Bradford, 542 F. 2d 307 (6th Cir. 1976), cert. denied, 97 S. Ct. 767 (1977).
 - (1) 事実の概要
 - (2) 判旨(以上前号)
- 四 市場取引と民事責任(2)―判例および学説の検討
- (一) 問題の所在
 - (二) 損害賠償責任を否定する見解(No Private Recovery)―立法の必要性
 - (三) 損害賠償責任を肯定する見解
 - (1) その法理と問題点
 - (2) 違法状態の下で取引をした者すべてに全損害の回復を認める方法(Full Recovery to All Traders During Period of Violation)
 - (3) 内部者と当事者関係にある者にのみ損害の回復を認める方法(Recovery to Those in Privity with

the Insider)

(4) すべての取引者に制限的な損害の回復を認める方法 (Limited Recovery for All Traders)

(四) 連邦証券法典案の解決方法

結論 (以上本号、完)

四、市場取引と民事責任(2)―判例および学説の検討

(一) 問題の所在

Shapiro 判決⁽¹⁾および Friedrich 判決⁽²⁾で問題とされたのは、証券取引所のような非個性的市場において内部者取引が行われた場合に、内部者に対して、証券取引所法が明定する証券取引委員会 (SEC) による刑事上、行政上の処分のほかに、証券取引所法一〇条 b 項および Rule 10b-5 の下で裁判所の判決を通して認められてきた私的な損害賠償責任を課することができるかということであった。すでに判例上確立されたといわれる一〇条 b 項および Rule 10b-5 の下における私的損害賠償請求権の成否が、とくに非個性的市場における内部者取引について問題とされるのは、非個性的市場における取引のもつ特殊性とそこにおける内部者取引のもつ特性から、一〇条 b 項および Rule 10b-5 の下で私的損害賠償請求権を認めるについて根拠とされた法理、とくにいわゆる不法行為理論 (tort theory) の適用について、理論上問題が生ずるからである。不法行為理論によって損害賠償請求権が認められるためには、内部者取引が一〇条 b 項および Rule 10b-5 に違反するものであるという要件のほかに、損害の填補が認められるための要件、すなわち、少くとも当事者関係 (priority)、信頼 (reliance) および因果関係 (causation) が立証されなければならない。⁽⁴⁾

内部者取引が一〇条b項および Rule 10b-5 に違反するものであることについては、キャディー・ロバーツ⁽⁵⁾ 審決およびテキサス・ガルフ・サルファ判決⁽⁶⁾で、内部情報の利用そのものもつ違法性が証券取引における情報の均等性という要請によつて基礎づけられ、いわゆる「開示または断念」の原則 (“disclose or abstain” rule) が確立されることによつて、内部者取引が、証券取引所法がまさに規制の対象とした証券取引所や活発な店頭市場のような非個性的市場において行われた場合にも違法であることが明確にされた。⁽⁷⁾ しかしながら、非個性的市場における取引のもつ特殊性、すなわち、大量の取引が証券会社 (Broker-dealer) を通じて継続的、反覆的に行われる証券取引所や店頭市場における取引では、ある取引日に出される特定の証券に対する大量の売注文と買注文をつき合わせ、最終的に売主と買主を特定することは容易なことではなく、ある場合には、ある売主や買主の特定の証券が実際にどの買主や売主に売り、買いされたのかを明示することは不可能な場合さえあり、それがたとえ不可能ではないにしても、取引の相手方が誰であるかを特定することは全く偶然的な性質を有するにすぎず、その取引にとつてあまり重要な意味をもたないという性質からして、非個性的市場における取引においては、相対取引におけると同じ意味で売主、買主間の関係を特定することはできず、したがつて、損害賠償責任の追求に必要な当事者関係 (privity) を嚴格に要求するならば、そこでまず困難な問題が生ずることになる。⁽⁸⁾ さらに、非個性的市場取引においては、投資者は、投資対象会社の公表する資料から得られた当該会社の財産状態や経営の状態に対する彼自身の判断や市場の一般の動向を基礎にし、時には証券会社や証券外務員や投資顧問等の助言や他人からの内報や、場合によつては直観にたよつて投資決定をなすのであつて、相対取引の場合のような取引の相手方を信頼して投資決定をなしたということを問題とする余地は全くないといつてよい。⁽⁹⁾ また、重要な内部情報が開示されなかつたことによつて投資者が損害を蒙る場合があつたとしても、その情報の不開示が証券取

引所法をはじめとする情報開示に関する現行法制の下で会社に許された範囲のものであるかぎり、投資者が蒙る損害は投資者が負うべき投資危険だとされるわけで、開示または断念の原則の下でもこの危険性がなくなるわけではない。すなわち、内部者がこの原則を遵守して取引を断念した場合には投資者がこの危険を負担すべきことになり、その意味で、内部者が取引に入ってきたことは投資者の損害の原因ではないのではないか。投資者は内部者取引の有無にかかわらず取引をしたであろうから、はたして、内部者取引と投資者の蒙った損害との間に因果関係を認めることができるかという問題も生じてくる。⁽¹⁰⁾このように、非個性的市場における取引においては、通常、当事者関係は存在せず、信頼を問題とすることも無意味であり、因果関係も不確かであるといえる。⁽¹¹⁾ここに非個性的市場における内部者取引について、内部者の損害賠償責任の存否を問題とする際の法理論上の問題が存在する。

内部者の損害賠償責任を認めることについては、さらに、内部者が負うべき責任の範囲に関して問題が生じてくる。非個性的市場においては、当事者関係を確定することは困難であり、偶然的な性格を有するにすぎないから、内部者が負うべき責任の相手方をどのような基準によつて定めるかについてまず問題が生じ、たとえば、内部者取引が行われた時に取引をした者という基準をとった場合には、内部者が実際に取引をした証券の量をこえる量の証券を売買した者が相手方となり、それらすべての者に対して損害の全額について内部者が責任を負うことになれば、内部者の負う賠償額は非常に莫大なものとなる可能性がある。かといって、内部者が負うべき賠償額を、たとえば、内部者が売買した証券の範囲に限定し、それを権利者間で分配するとすれば、権利者の側からみると損害の全額の回復が認められないことになり、そのような損害の回復方法が、はたして不法行為理論上認められるのかという問題が生じてくる。⁽¹²⁾

Shapiro 判決はこの問題について、非個人的市場における内部者取引の違法性を認めてきたそれまでの判例の法理と不開示 (non-disclosure) の場合の信頼および因果関係に関する *Affiliated Use* ケース⁽¹⁵⁾における連邦最高裁判所の法理を結合せしめて、内部者の損害賠償責任を肯定したもので、判決自身が云っているように、それはそれまでの判例法理の論理的な帰結であるといえる。⁽¹⁵⁾ それに対して *Fritrich* 判決は *Rule 10b-5* の下における損害賠償請求権の要件に関して、伝統的な制限的な解釈を採ることによって、それまでの判例の傾向に否定的な結論を下している。⁽¹⁶⁾ *Fritrich* 判決は、判例としては例外的な少数の立場に立つものであるが、非個人的市場における内部者取引について内部者の損害賠償責任を認めるについては、前述のような法理上の難点が存するところから、*Commentator* の間ではこれを疑問視する見解が数多く表明されており、これらの見解は、開示または断念の原則の下で、非個人的市場における内部者取引が有する特殊性、とくに、相対取引を前提とした従来
 の不法行為理論では十分に規制しえない側面のあることを指摘し、これに対する有効、妥当な規制方法を検討すべきことを主張している。

Shapiro 判決は内部者の損害賠償責任を肯定したが、内部者が負うべき具体的な賠償額については判断せず、その決定を含めて妥当な救済方法を地方裁判所に委ねているが、⁽¹⁷⁾ その際、裁判所としては、内部者の賠償額が莫大なものとなる（いわゆる“*Draconian liability*”）という内部者の主張を留意していないわけではないことを示唆⁽¹⁸⁾ して、この判決が内部者の責任の範囲について何らかの制限が課されることを否定するものではないことを示唆している。このように、非個人的市場取引における内部者の損害賠償責任を認める場合でも、どの範囲でこれを認めるかということについて難しい問題が生じてくる。これについては、後に述べるように、いくつかの方法が考えられるが、これらの方法が不法行為理論をはじめとした既存の法理論で十分に説明しうるものか否か問題と

なる。アメリカ法律協会の連邦証券法典案(ALL, Federal Securities Code, Tentative Draft)は、これについて、賠償額の制限と按分比例(Limitation and proration of recovery) という方法を提示しているが、非個性的市場における内部者取引のもつ性質と関連せしめて、別の方法も Commentator の間で示されている。

(二) 損害賠償責任を否定する見解(No Private Recovery) — 立法の必要性

非個性的市場での内部者取引について内部者の損害賠償責任を認める際に生ずる難点、すなわち、一方では、損害賠償請求権者の確定について必ずしも合理的な基準が存しないこと、他方では、内部者が負うべき損害賠償額についてその算定や範囲に関して不当な結果が生ずることを理由に、非個性的市場における内部者取引に対する規制手段の一つとして損害賠償請求権を認めることの妥当性を疑問視する見解は、内部者取引の違法性が、Rule 10b-5 の下で、証券取引における情報の均等性という法理によって明確にされ、Rule 10b-5 が非個性的市場における内部者取引を規制する根拠として明確に位置づけられた時から Commentator の間で表明されてきた。²⁰ しかしながら、このような見解は論理的には(analytically)説得力があるとしても、この見解を採ると、証券取引所法や Rule 10b-5 がまさに規制の対象とした証券取引所における取引を適用範囲から除外してしまうという皮肉な結果となり、とうてい裁判所が採りうる見解ではないとされている。²¹ その点では Frisrich ケースはきわめて異例のケースといえる。ただ、これらの見解も、もちろん、内部者取引を規制すべきではないというのではなく、非個性的市場における取引のもつ特殊性に鑑みるとき、損害賠償請求権を認めることが、内部者取引規制の手段として有効かつ適切であるかという観点から救済方法としての私訴権の妥当性を問題としているのであり、非個性的市場における内部者取引のもつ違法性的特質を明確にし、これに対する妥当な規制方法について、立法の必要性を含めて問題としたところにその意義を認めることができる。

これらの見解は、不法行為理論の下で損害賠償請求権が認められるための要件のそれぞれについて、非個性的市場における内部者取引の場合にはつぎのような難点があることを指摘する。まず当事者関係に関しては、非個性的市場取引においては取引当事者が直接に相對せず、最終的に特定される売主、買主という関係もその取引にとっては偶然的な性質を有するにすぎないから、内部者が取引をしたと同じ時期に、同じ証券を売買した者の中から、たまたま内部者の相手方となった者（いわゆる *drivily* の認められる者）を特定し、その者にだけ損害の回復を認めることは、相手方となったこと自体が偶然的な結果である以上、その者に思わぬ利得（windfall）を与えることになって不当である。²² 信頼に関しては、取引に当って投資者（当事者）は与えられた状況の下で自己の判断に基づいて投資決定（取引をするか否か）をするのであって、取引の相手方の存在もしくはその行為を投資決定の過程に關連せしめる要素は全くなく、相手方の表示もしくは沈黙（non-disclosure）に対する信頼を問題とする余地がない。もし、内部者取引のような不正な行為は行われていないという前提の下に取引をしたという意味で信頼を問題とするならば、少くとも、内部者取引が行われた時に取引に参加した者すべてが信頼しており、これらすべての者が内部者取引によつて損害を蒙つたというべく、すべての者に損害の回復が認められなければならないということになる。²³ 因果関係についても疑問が生ずる。投資者は一般的に利用しうる情報に基づいて投資決定をなすのであるが、会社に情報の不開示が許されているかぎりで投資者の利用しうる情報は必ずしも完全なものとはいえず、不完全な情報の下で投資決定をしなければならぬという一種の投資危険をすべての投資者は覚悟しなければならぬ。違法な内部者取引が介在したということは右のような状態に何ら変化をもたらしものではない。内部者取引の如何にかかわらず投資者はある投資決定をなしたはずであり、投資決定の過程によつて内部者取引そのものは全く無関係である。情報が開示されることによつて当該証券の価格に変動が生じ、

その結果が投資者に損害をもたらすことになるが、情報の開示が遅れることによって蒙るこのような投資者の損害は内部者取引の存在如何にかかわらず生ずるのであるから、投資者の損害の原因となつたのは、情報の開示（あるいは不開示）そのものであり、内部者取引ではないということが出来る。その意味で、内部者取引と損害との間に因果関係ありとすることはできないのではないか。⁽²⁴⁾ もし、かりに、Shapiro 判決のように、内部者が情報を開示しておれば別の投資決定をしたであろうという意味で因果関係ありと考えるならば、実際に証券の売買をした者にかぎらず、情報開示がなかったために取引を思い止まった者も同じように内部者取引によって損害を蒙つたということになるのではないか。何故なら、例えば、価値の下つた証券を売却せずに持つておくという決定をすることは、その証券を買付ける決定をすることと潜在的危険性においては同じだと考えられるからである。⁽²⁵⁾

右のような分析の結果から、これらの見解は、非個性的市場において内部者取引が行われた場合に、内部者に対して、他の一般投資者と区別して特別に内部者取引によって損害を蒙つたとして賠償請求をなしうる者を特定することはできず、⁽²⁶⁾ この場合には、すべての投資者が正当な利害関係を有しているというべく、⁽²⁷⁾ 損害を蒙つたとすれば投資者が全体として (as a class) 損害を蒙つたというべきで、⁽²⁸⁾ その意味では、内部者取引は証券市場組織に対する侵害 (injury to securities market system) ⁽²⁹⁾ であり、⁽³⁰⁾ 市場の完全性 (the integrity of the market) に対する侵害行為であるとす。内部者が内部者取引によって利得するのは、特定の者の不当な犠牲によってというよりも、連邦法の下で連邦機関によって規制されている公の市場を不正に使用することによって利得したものである⁽³¹⁾、この利得はもちろん剝奪されなければならないが、その方法として、通常の市場危険 (normal market risk) に帰せられる損害以上のものとはいえない損害しか蒙っていない取引者の中の特定の者に対して損害の回復を認めることは必ずしも妥当ではないとする。⁽³²⁾ 私訴権を認めることが証券取引所法一〇条

b項およびRule 10b-5の目的を遂行し、違反行為を抑止する最も効果のある方法であることは確かであるが、私訴権を認めることについて法理上の難点があり、それが損害の填補をこえて違反者に対する懲罰的な性格を有する負担を課す可能性が存する場合には、法の有効な執行のためのより直接的な、明確な方法を立法等を含めて考えるべきで、このような場合にまで私訴権を認めることは妥当ではないとする⁽³³⁾。結局、これらの見解は、非個性的市場における内部者取引を、既存の法理では処理しえない、新しい救済方法を必要とする新しい問題だと捉えているといつてよい⁽³⁴⁾。

(三) 損害賠償責任を肯定する見解

(1) その法理と問題点 非個性的市場における内部者取引について内部者の損害賠償責任を肯定するために、Rule 10b-5の下で私訴権を認める根拠とされた、いわゆる不法行為理論上要求される要件を立証しなければならぬが、なかでも、信頼および因果関係の要件は、非個性的市場取引の特質を考えると、その立証は極めて困難である。内部者取引の場合には内部者の不開示 (non-disclosure) が問題となるから、この場合には不開示に対する信頼が立証されなければならないことになるが、当事者が相対しない非個性的市場取引の場合には、この立証は不可能に近い。Shapiro 判決は、Affiliated Use ケースの法理、すなわち、重要性 (materiality) から信頼を推定するということによってこの問題を解決した⁽³⁵⁾。しかしながら、この法理による場合には、これによって必然的に損害賠償請求をなす者の範囲が拡大され、実際には信頼しなかった者までが損害の回復を認められるという危険性が残されることになる。これについては、信頼の立証が困難な非個性的市場取引において、その立証を厳格に要求することによって生ずる過少な損害填補の危険性 (risk of undercompensation) よりも、推定によって生ずる過大な損害填補の危険性 (risk of overcompensation) の方がより問題が少ないというこ

と、および、損害の回復をひろく認めることが私訴権のもつ抑止的目的を果すために必要であると判断がその前提になっていることができる。⁽³⁶⁾

さらに、重要性から信頼を推定することは、内部者取引(法違反)が相手方の取引の原因 (causation of transaction) となったことを立証することにはなるが、それが相手方の経済的損失の原因 (causation of the economic loss) となったということを当然に証明することにはならないという問題も残されることになる。⁽³⁷⁾

内部者の損害賠償責任が肯定されるとした場合でも、誰に対して、どの範囲で責任を負うべきかということについて、つぎのような方法が考えられるが、それぞれが實際上、理論上の問題を含んでいる。

- (2) 違法状態の下で取引をした者すべてに全損害の回復を認める方法 (Full Recovery to All Traders During Period of Violation)⁽³⁸⁾ 非個性的市場での内部者取引における信頼および因果関係の問題を情報の重要性から推定していくという Shapiro 判決の立場にたてば、内部者の違法行為が存する期間、具体的には内部者が取引に参加した時点から内部情報が公開される時点までの間に内部情報を知らずに取引をした者はすべて内部者の行為(内部者取引)によって損害を蒙ったというべきであろうから、これらの者すべてに、蒙った全損害について内部者に対する責任追求を認める方法がまず考えられる。この方法は、内部情報を知らずに非個性的市場において取引をした者の中で、事実上たまたまその取引が内部者の取引とマッチした者とそうでない者とを区別することなく、すべての者に等しく損害の回復を認めることになり、非個性的市場での内部者取引における信頼および因果関係に関する法理との関連からしてももつとも論理的であり、内部者の負う賠償額も内部者が内部者取引によって得た利益よりもはるかに大きくなるであろうから、内部者取引に対する抑止的效果の点でも強力な手段を提供するという利点をもつ。⁽³⁹⁾ しかしながら、内部者に対してこのような厳しい責任が課されるということ

は、その実際のな効果の点で、取締役や役員等が自己の会社の株式を取得する際に、このような責任を課される危険性が増大することを意味し、そのことが、これらの者が自己の会社の株式を取得することをためらわせることになるという点で、これらの者が会社の株式を取得することは奨励されるべきであるという立場からは、このような損害回復の方法を認めることを否定する理由となる。さらにより根本的な理論上の問題としては、そのような莫大な損害賠償責任を認めることは、救済を目的とした立法 (Legislation that is intended to be remedial) の下では不当であり、相対取引について裁判所が一貫してとってきた解釈に反して、Rule 10b-5 を懲罰的規定 (punitive rule) としてしまうことにならないかという問題がある。⁽⁴⁰⁾

(3) 内部者と当事者関係にある者にのみ損害の回復を認める方法 (Recovery to Those in Privity with the Insider)⁽⁴¹⁾ 内部者取引によって損害を蒙ったとして内部者に対して損害の賠償を求めうるのは、実際に内部者と取引した者でなければならぬという要件を非個性的市場での内部者取引にも要求すること、すなわち、内部者と当事者関係 (privity) にある者についてのみ損害賠償請求を認めるという方法は、内部者の損害賠償責任をいわゆる不法行為理論によつて根拠づける場合に、法理論としては、もつとも伝統的な法技術的な解釈から導き出されるものであり、それは、不法行為理論の下で要求される他の要件、すなわち、信頼や因果関係の証明についても、特別な法理に依拠することなく既存の法理の範囲内で対処しうる基礎を提供することにもなるという意味で、法理論上も十分に支持されうる方法であるばかりでなく、この方法によるときは、内部者の賠償額も或る一定の合理的な範囲内に抑えられることになり、内部者の責任額が莫大なものとなり、その性質が懲罰的なものとなるのではないかという懸念も生じない。⁽⁴²⁾ ただ、この方法のもつ最大の問題点は、当事者関係が非個性的市場取引において、損害の回復が認められる者と認められない者とを区別する基準としてそれほど重要な意味をもつ

のかという点にある。確かに、内部者は内部者取引によって利益を得たり、損失を免れたりするのであるから、その取引の相手方、すなわち、内部者の取引と市場において結果的にマッチすることになった相手方は、内部者が利得することになった取引の相手方という意味で他の取引者と区別されるのであるが、その場合に取引の相手方となったというときはきわめて形式的、法技術的意味しか有しておらず、これだけの違いが、それだけで、他の者に損害の回復が認められない場合になお、その者にだけそれを認める十分な根拠になりうるかという問題がある。非個性的市場においては、或る取引の当事者は、集团的に行われるその取引に参加した結果、たまたま、お互いがその取引の当事者となったというにすぎなく、いかなる意味においても、当事者間でいわゆる取引 (deal) をしたということではない。このように、当事者が個人的に取引をする意図がなく、相手方が誰であるかさえ知らないような場合には、当事者関係というものは、Rule 10b-5 の下で責任を課す基準としては不適切であり、不十分である。⁽⁴³⁾ 右のような理論上の難点に加えて、実際には、非個性的市場における取引の相手方を確定することは不可能ではないにしても、きわめて困難であり、当事者関係を責任の基準とすることの大きな障害となることも無視できない。⁽⁴⁴⁾

(4) すべての取引者に制限的な損害の回復を認める方法 (Limited Recovery for All Traders) 当事者関係を基準とすることは、非個性的市場取引の性質からみて不合理であり、そこでの内部者取引について損害賠償請求権を認めるとするならば、内部者が取引を始めた時から内部情報が開示されるまでの間に内部情報を知らずに取引をした者すべてに認める方がより合理的であろう。ただその場合には内部者に課される賠償額の問題をどう処理するのかという問題が残る。これは理論的には解決困難な問題である。しかしながら、実際には、内部者の負うべき責任の範囲を、損害賠償を求める取引者の蒙った損害額ではなく、内部者が得た利益の範囲に限

定することによつて解決がはかられており、テキサス・ガルフ・サルファケースの救済方法に関する判決でとられたのもこの方法であつた。⁽⁴⁵⁾ この方法によれば、損害賠償を求めうる取引者の間に無意味な区別をする必要がなく、また、内部者を破滅せしめるような過重な責任を課すことをも回避することができるわけで、この方法は、内部者に対して莫大な額の賠償責任を課すことにためらいを感じる反面、内部者取引の規制において、私的訴権は欠くことのできない規制手段だと考える裁判所にとつては、現在とりうる唯一の方法であろうとされている。⁽⁴⁶⁾

この方法については、実際の観点からしても難点がないわけではないが、⁽⁴⁷⁾ 最大の問題は、これを法理論上どう説明するかということである。内部者の賠償額を内部者が得た利益の限度に制限することは Restitution の法理によつて説明しうる。すなわち、内部者は Rule 10b-5 に違反して不当に利得したのであるから、その利益は吐き出させる (disgorge) べきであるということになる。しかしながら、内部者からその得た利益を剝奪することとは Restitution によつて説明しえても、それだけでは、その利益をすべての取引者の間で分割することを説明することにはならない。もし、取引者に分割することが取引者が蒙つた損害の回復だといふのであれば、それが内部者の得た利益の範囲に限定され、個々の取引者は必ずしも全損害の回復を認められるとは限らないということの理論上の根拠がなくなる。損害賠償請求権を肯定しながら、その額があまりに莫大なものになるとこれに制限を加えるということは、請求権者には特別の損害が生じたのだとする主張を放棄する結果になる。結局、この方法を支持する最後の根拠は、私訴権が Rule 10b-5 の下における内部者取引の規制手段として最も有効なものであるということになるのであるが、そのような理由づけは、Rule 10b-5 の下で黙示の私訴権を認めたいわゆる不法行為理論とはかけ離れたものになつてしまふ。⁽⁴⁸⁾

(四) 連邦証券法典案の解決方法

アメリカ法律協会の連邦証券法典案 (ALI Federal Securities Code) は、まず、内部者取引の違法性を明文で規定したうえで (§ 1303 (a))、内部者の民事責任について、市場取引と相対取引について別々に規定し、市場取引の場合には、内部者は内部者が最初に違法な売付け、または買付けをした日と重要な事実が一般に利用されうる状態になった日との間に買付けまたは売付けをした者に対して損害賠償の責任があるとしている (§ 1402 (c))⁽⁵¹⁾。内部者取引の場合のみに限らず、違法な証券取引が行われた場合の違反者の民事責任について、相対取引と市場取引を区別し (face-to-face versus market transaction)、異った責任要件を定めたのは連邦証券法典案の基本的特色の一つであり⁽⁵²⁾、それは、組織化された市場における取引は相対取引と異った取扱いをしなければならぬという基本的認識のうえにたつて、市場取引において売主、買主の関係を特定することが全く偶然的な意味しかなく、責任要件としては無意味であるとして、違法行為が行われている間に取引をした者すべてを等しく取扱うという立場から、違反者はこれらすべての者に対して民事責任を負うべきものとしたものである⁽⁵³⁾。すなわち、当事者関係 (privily) を責任要件とはしていないといつてよい⁽⁵⁴⁾。それによって内部者に対して損害賠償を請求しうる者の範囲が拡張されることになるが、そこからつぎのような問題が生じてくる。一つは、内部者取引に関連していえば、重要な事実が開示されなかったために取引をしなかった者、例えば、もしその事実を知っておれば手持ちの証券を売却することによって損害を免れたであろうと主張する者、いわゆる non-trader に対する責任の問題、すなわち Birnbaum Doctrine として論じられている問題である。法典案は違法要件の中では、証券を売付けることおよび買付けることと並んで証券を保有し続けることを勧誘すること (to induce the holding of a security) をも違法としてゐるが (§ 1301 (a) (1), § 1303 (a))、民事責任については、違反者

が責任を負う相手方は売主または買主であることを明示している⁽⁵⁵⁾。したがって、法典案は Birnbaum の要件を法典化しているとみることが出来る⁽⁵⁶⁾。しかしながら法典案は、非取引者に対する救済の可能性を全く否定しているものではない。法典案自身が裁判所に対して黙示の私訴権を認める権限を残しており (§ 1423 (a))、非取引者に対する責任の問題も裁判所の裁量に委ねられたものといえる⁽⁵⁷⁾。

他の問題は、違反者（内部者）が負うべき責任の範囲である。法典案は内部者が負う損害賠償額を内部者が売買した証券の範囲に限定し（§ 1402 (4)）、⁽⁵⁸⁾それを権利者の間で按分比例で分配することにしていてる（§ 1409）。

このように、市場取引における損害賠償額の制限と按分比例（limitation and proration of recovery in market transaction）という方法をとったことも法典案の特色の一つであり、賠償額の制限は、違反者は市場取引に関して、相对取引以上の責任を負わされるべきではないという基本的立場から認められたものであり、その結果、按分比例によって個々の権利者についてはわざわざかばかりの損害の回復しか認められない場合が生ずることについても、この場合の損害の回復は本質的には違法行為に対する抑制手段（deterrent）として認められるものであって、損害補償（compensation）を目的とするものではなく、その意味では、一種の僥倖（windfall）であると解する立場に立っている⁽⁵⁹⁾。

注

(1) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974) 本稿三〇琉大法学二四号（一九七八）二九頁以下参照。

(2) Fridrich v. Bradford, 542 F. 2d 307 (6th Cir. 1976), cert. denied, 97 S. Ct. 767 (1977) 本稿三〇琉大法学二四

- 号（一九七八）三六頁以下参照。
- (3) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185, 96 S. Ct. 1375, 1382 (1976) 本誌二〇種大法学三三卷（一九七八）一五頁以下参照。
- (4) 3 L. Loss, Securities Regulation (hereinafter cited as Loss) 1763-1771 (1961), 6 Loss 3869-3897 (1969) ; 3 A. Bromberg, Securities Law: Fraud; SEC Rule 10b-5 (hereinafter cited as Bromberg), § 8. 1 at 195 (1977).
- (5) In the Matter of Cady, Roberts, & Co., 40 S. E. C. 907 (1961)
- (6) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968)
- (7) 本誌一〇種大法学三三卷（一九七八）二頁以下参照。
- (8) 6 Loss at 3574 (Supp. 1969) ; 2 Bromberg § 7. 1 at 142. 1 (1977) ; W. Painter, Federal Regulation of Insider Trading (hereinafter cited as Painter) 112 (1968) ; Comment, *Civil Liability under Section 10B and Rule 10b-5 : a Suggestion for Replacing the Doctrine of Privity*, 74 Yale L. J. 658, 662 (1965).
- (9) 2 Bromberg § 7. 1 at 142. 1 ; Painter at 109.
- (10) 3 Bromberg § 8. 7 (2) at 217; Comment, *supra* note 8 at 675.
- (11) 3 Bromberg § 8. 1 at 195.
- (12) Painter at 111-112, 125; Note, 83 Harv. L. Rev. 1421, 1423-1424 (1970) ; Knauss, *Disclosure Requirements-Changing Concepts of Liability*, 24 Bus. Law., 43, 54-55 (1968)
- (13) *Affiliated Use Citizens of Utah v. United States*, 406 U. S. 128, 92 S. Ct. 1456 (1972) 本誌二〇種大法学三三卷（一九七八）四六頁参照。

- (17) 495 F. 2d 228, 240 (2d Cir. 1974)
- (18) Note, *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.—Tipper and Tippee Liability Under Rule 10b-5*, 29 Sw. L. J. 469, 475 (1975)
- (19) Note, *Securities Law—Securities Fraud—Proof of Causation in 10b-5 Nondisclosure Cases Involving Trading on Impersonal Markets*, 30 Vand. L. Rev. 122, 128 (1977).
- (20) 495 F. 2d 228, 242 (2d Cir. 1974)
- (21) *Ibid.*
- (22) Comment, *Damages to Uninformed Traders for Insider Trading on Impersonal Exchange*, 74 Colum. L. Rev. 299, 309 (1974)
- (23) Comment, *Recent Judicial Extensions of SEC Rule 10b-5*, 63 Colum. L. Rev. 934, 942 (1963); Comment, *supra* note 8, at 676; Painter, at 103-125; Comment, *SEC Enforcement of the Rule 10b-5 Duty to Disclose Material Information—Remedies and the Texas Gulf Sulphur Case*, 65 Mich. L. Rev. 944, 960 (1967); Knauss, *supra* note 12, at 57; Comment, *Fashioning a Lid for Pandora's Box: A Legitimate Role for Rule 10b-5 in Private Actions against Insider Trading on a National Stock Exchange*, 16 UCLA L. Rev. 405, 410 (1969); Note, *A Suggested Locus of Recovery in National Exchange Violations of Rule 10b-5*, 54 Cornell L. Rev. 306, 307-309 (1969); Comment, *Insiders' Liability Under Rule 10b-5 for the Illegal Purchase of Actively Traded Securities*, 78 Yale L. J. 864, 873 (1969); Note, *supra* note 12 at 1423-1424; Comment, *supra* note 19, at 316; Note, *Limiting the Plaintiff Class: Rule 10b-5 and the Federal Securities Code*, 72 Mich. L. Rev. 1398, 1429-1431 (1974); Ratner, *Federal and State Roles in the Regulation of*

- Insider Trading*, 31 Bus. Law. 947, 960 (1976)
- (12) 3 Bromberg, § 8 (7) (2) at 217 (1977); Comment, *supra* note 19, at 310.
- (22) Painter, at 122
- (23) Painter, at 109-110; Comment, *supra* note 20, 63 Colum. L. Rev. 934, 941 (1963); Note, *supra* note 12, at 1423 n. 14.
- (24) Painter, at 109; Comment, *supra* note 8, at 675-676; Comment, *supra* note 20, 16 UCLA L. Rev. 405, 409-410 (1969); Note, *supra* note 12, at 1423 n. 14.
- (25) Painter, at 284; Knauss, *supra* note 12, at 56; Note, *supra* note 12, at 1424 n. 14; Note, *supra* note 20, 72 Mich. L. Rev. 1398, 1412-1413 (1974).
- (26) Comment, *supra* note 20, 78 Yale L. J. 864, 872.
- (27) Knauss, *supra* note 12, at 55.
- (28) Comment, *supra* note 20, 78 Yale L. J. 864, 872.
- (29) Comment, *Insider Trading without Disclosure — Theory of Liability*, 28 Ohio State L. J. 472, 477 (1967).
- (30) Comment, *supra* note 19, at 317.
- (31) Ratner, *supra* note 20, at 954.
- (32) Comment, *supra* note 19, at 317.
- (33) Comment, *supra* note 19, at 316.
- (34) Ratner, *supra* note 20, at 954.

(35) 本稿三〇琉大法学二四号(一九七八)三五頁。なお、不開示および非個性的市場での欺罔行為についてとくに信頼の推定が必強でなければならないことを強調するものとして、*Note, The Reliance Requirement in Private Actions under SEC Rule 10b-5*, 88 Harv. L. Rev. 584 (1975)。

(36) *Note, supra* note 35, at 590-591.

(37) 3 Bromberg, § 8.7 (1) at 215-216, § 8.7 (2) at 217.

(38) *Comment, supra* note 19, at 307.

(39) *Ibid.*, at 308.

(40) *Ibid.*

(41) *Ibid.*, at 311.

(42) *Ibid.*, at 311-312.

(43) *Ibid.*, at 312; Painter, at 122.

(44) *Ibid.*, at 312; Painter, at 112.

(45) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 312 F. Supp. 77, 93-94 (1970).

(46) *Comment, supra* note 19, at 314.

(47) *Ibid.*

(48) *Ibid.*, at 315.

(49) Sec. 1303 [Insiders' duty to disclose when trading]

(a) [General] It is unlawful for an insider to sell, buy, or induce the holding of a security of the issuer,

- (56) Note, *supra* note 54, at 1416.
- (57) ALI Code, *supra* note 52, Introductory Memorandum, at xxi, § 1402 Comment (3) at 79; Note, *supra* note 54, at 1416-1417.
- (58) Sec. 1402 (f) [Measure of damages]
- (2) For purpose of section 1402 (b), the measure of damages as defined in paragraph (1) is
- (B) Limited (.....) to the extent of the securities that the defendant sold or bought.
- (59) ALI Code, *supra* note 53, Introductory Memorandum, at xxiv, § 1409, Comment (5) (a).

結論

当初、コモン・ローにおける不法行為法上の詐欺の法理に依拠してはじめられた内部者取引に対する規制は、証券取引所法一〇条b項および Rule 10b-5 の下で、コモン・ロー上の法理の限界をこえて著しく拡大、強化された。まず、内部者取引を違法だとする違法要件に関する法理の面では、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の解釈は、買主注意せよの原理 (philosophy of covariate emptor) に代えて完全開示の原理 (philosophy of full disclosure) を基礎として、法技術的、制限的ではなく、投資者保護という法の第一義的目的に照して緩やかになされるべきだという指導理念によって、取引地位の対等化 (equalization of bargaining power) という観点から内部者取引の違法性が基礎づけられ、コモン・ロー上の信任関係 (fiduciary relation) の法理のもつ限界をこえて、ひろく内部者取引を規制する道が開かれた。⁽⁶⁰⁾そして、キャディー・ロバートン審決⁽⁶¹⁾およびテキサス・ガルフ・サルファ判決⁽⁶²⁾によって、自由、公開市場の確保と投資者保護という証券取引所法の基本理念から、Rule 10b-5 の核心は、情報および投資に対する報酬の対等化 (equalization of information and access to

investment reward)⁽⁸³⁾にあり、内部者取引はまさにそのような観点から違法であることが明確にされ、証券取引所法が本来その規制の対象とする証券取引所や活発な店頭市場における内部者取引を規制するための法理が、いわゆる開示または断念の原則（“disclose or abstain” rule）という形で確立されることになった。

違法要件の面におけるこのような法理の発展のうえで重要な役割を担ったのが連邦証券取引委員会（SEC）の審決やSECが差止め命令を求めた事件にかかる判決であったことは注目に価する。なぜなら、これらの判決が詐欺禁止規定の解釈について、コモン・ローの詐欺の要件に拘束されることなく、法の目的に照して緩やかな解釈をとるべきだとしたことについては、そこで求められている救済が、衡平法上の、あるいは予防的な救済（equitable or prophylactic relief）であったことが重要な意味をもっていたと思われるからである。ただ、これらの判決によっていったん内部者取引の違法性が新しい原理によって確立されてしまうと、それは違法行為に対する救済（remedy）の面で、私人による訴えを否定する作用をするのではなく、逆に、私人による訴えを助成し、この私訴がさらに内部者取引の規制を強化し、その法理の発展をもたらす契機となったということも、アメリカにおける内部者取引規制の発展における特色として指摘しなければならない。内部者取引の規制において、私人による訴えが規制手段としていかに重視されてきたかは、証券取引所法一〇条b項が民事責任に関する明文の規定をおいていないばかりでなく、同条項の制定過程に照らしてみても、議会がその制定に際して同条項に基づく私訴権について考慮した形跡はなく、同様に、SECがRule 10b-5を制定した際にこの規則に基づく私訴権を考えていたことを示す証拠もないとされながらも、判例によっていわゆる黙示の私訴権（implied private right of action）が認められ、現在では、連邦最高裁判所の判決の中でそれは確立されたものとされている⁽⁸⁴⁾ことに明確に現われている。

黙示の私訴権を認める際に根拠とされたのは、コモン・ローの不法行為に関するルールであり(いわゆる不法行為理論—*tort theory*)、内部者取引によって蒙った損害の賠償請求という形で私訴権が認められることになった。したがって、損害の填補を受けるに必要とされるコモン・ロー上の要件に做った要件を立証することが必要だと考えられた。この要件の立証に関しては、相対取引については特別の問題は生じないが、証券取引所や活発な店頭市場のような非個人的(*impersonal*)市場における取引については、理論上解決困難な問題が内包されていた。テキサス・ガルフ・サルファ判決は、違法要件に関して画期的な意義を有するばかりでなく、救済方法の面においても、非個人的市場における内部者取引について、内部者に損害賠償責任を課すことができるかという問題を現実の問題として提起する契機となった。ある論者は、テキサス・ガルフ・サルファ事件を、それが Rule 10b-5の司法的拡大の終りの始まり(*the beginning of the end of judicial expansion of rule 10b-5*)を上げる合図であるかもしれないといい、もし、不開示に対する救済が国法証券取引所(*national exchange*)における取引について個人的な損害の回復を与えるところまで拡大されるならば、その結果生ずる司法上、行政上の混乱(*judicial and administrative chaos*)は、議会の Rule 10b-5に対する再検討をもたらすことになるかもしれないと評したが、非個人的市場において内部者取引が行われた場合の内部者の民事責任について Commentator の間で多くの議論が生じ、非個人的市場における内部者取引の本質とこれに対する有効、妥当な救済方法如何が問題とされた。その結果、非個人的市場における内部者取引に関して内部者の民事責任を認めるについては、損害賠償請求権の要件の立証の点で多くの論理上の難点があることが指摘され、非個人的市場における内部者取引は、いわば、証券市場組織全体に対する侵害行為であり、内部者取引によって特定の者が損害を蒙るというよりも、内部者が連邦法の下で連邦機関によって規制されている公の市場を不正に使用することによって不

当な利益を得るところに内部者取引の違法性の本質があるのであり、内部者が得た利益は当然剝奪されなければならぬが、その方法として個々人に損害の回復を認めることは不適當であるとする見解は Commentator の間で多くの支持を得ているといつてよい。⁽⁶⁵⁾ しかしながら、この見解は論理的 (analytically) には説得力をもつものとされながらも、その結果は、証券取引所法が本来規制の対象とする証券取引所や店頭市場における内部者取引に対する重要な規制手段を失うことになるところから、⁽⁶⁶⁾ ほとんどの裁判所のとるところとならなかつたということもまた、アメリカにおける内部者取引規制の発展における大きな特色として指摘しなければならない。

判例は、非個人的市場における内部者取引に対する場合の損害賠償請求訴権の要件に関して、それなりの法理の展開を試みてきているが、⁽⁷⁰⁾ それらは必ずしも論理的にすべての問題を解決しているとはいえず、このような判例の状態が、一方では、立法による解決の必要性を現実のものとし、具体的にアメリカ法律協会の連邦証券法典案の中で解決策が提示されるまでになっている。⁽⁷¹⁾ 連邦証券法典案でとられている賠償額の制限と按分比例 (Limitation and proration of recovery) という方法によって内部者の民事責任を認めようとする方法は、民事責任を認める場合にとりうるもつとも妥当な方法というべきであろうが、この場合の民事責任を損害賠償責任として捉えらるゝとするならば、損害の填補という観点からはどうしても説明しえない論理上の難点を残すことになる。結局、この場合に民事責任を認めることの最後の論拠とされるのは、それが内部者取引を抑止し、不正に利得することを回避する効果をもつということである。⁽⁷²⁾

アメリカにおける内部者取引規制の発展は、非個人的市場における取引は、相対取引を前提とする既存の法理では処理しえない新しい事態であり、そこにおける内部者取引の規制についても、この新しい事態に即した法理の発展が必要であることを示している。内部者取引によって内部者が得た利益は不法なものであり、当然に剝奪

されなければならないことについてはほとんど異論がないといつてよい。⁽⁷³⁾問題は、この利益を誰がどのような手段によって内部者からとりあげることが、實際上、理論上、最も有効、妥当であるかということである。損害賠償という形で私訴権を認めることを疑問視する見解は、SECの監視、調査権能や差止請求権および行政処分権にまかせる方が妥当であり、⁽⁷⁴⁾内部者が得た利益は会社へ返還させるか、⁽⁷⁵⁾あるいは、内部者取引規制にあてるための特別の基金 (a special insider trading enforcement unit) に帰属させるべきだとしている。⁽⁷⁶⁾

アメリカにおいて、内部者取引に関する判例の発展を支えたものは、相対取引において違法とされる行為が取引所を通してなされることによって違法でなくなり、当事者に責任を負わず道が閉ざされるのは不合理であるという基本的立場と証券取引所法の目的が投資者の保護にある以上、その法違反に対して、まず、投資者に救済手段が与えられなければならないという基本姿勢であるといつてよい。⁽⁷⁷⁾そこから、たとえ損害の填補という点では十分な場合でも、違法行為(内部者取引)を抑制し、不当な利得を奪うことになるならば、個々の投資者に内部者の民事責任を追求する権利を認めようとする判例や連邦証券法典案の考え方が生じてくる。民事責任規定が救済を目的とするよりも予防を目的とするものとして (preventive rather than redressive) 定められているというところが、一九三三年証券法 (the Securities Act of 1933) の民事責任規定の特質として、早くから指摘されていたことも注目に価する。⁽⁷⁸⁾アメリカにおける内部者取引規制の法理の発展は、このような法のエンフォースメントという役割を担った私人による訴えを認めることの有効性と必要性を示す好例であるといえよう。

わが国においても、すでに内部者取引に関する法律私案まで提案されるに至っている。⁽⁸⁰⁾この場合に、市場取引に関して内部者の責任を認め、個々の投資者に何らかの損害の回復を認めるためには、私人による訴訟を単に損害回復の手段としてではなく、同時に法の目的を実現する機能を有するものとして考えるということを前提とし

なければならぬといふべきであらう。⁽⁸¹⁾

注

- (60) 本稿一〇〇疏大法学第二三三号（一九七七）六四頁以下参照。
- (61) *In the Matter of Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961) 本稿一〇三疏大法学第二三三号（一九七八）二頁以下参照。
- (62) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d cir. 1968) 本稿一〇四疏大法学第二三三号（一九七八）二頁以下参照。
- (63) 1 Bromberg, § 3.2 at 66.1
- (64) SEC v. Capital Gains Research Bur., 375 U. S. 180, 193, 84 S. Ct. 275, 283 (1963) ; SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 258 F. Supp. 262, 277 (S. D. New York, 1966)
- (65) 本稿二疏大法学第二三三号（一九七八）一七頁参照。
- (66) Note, *A Suggested Locus of Recovery in National Exchange Violations of Rule 10b-5*, 54 Cornell L. Rev. 306, 313 (1969)
- (67) 本稿四〇〇本誌 四七頁以下参照。
- (68) Comment, *supra* note 19, at 310
- (69) Comment, *supra* note 19, at 310-311 ; 3 Bromberg, § 8.7 (2) at 217 (1977)
- (70) 本稿三〇〇疏大法学第二四四号（一九七八）二九頁以下参照。
- (71) 本稿四〇〇本誌 五五頁以下参照。

- (72) 賠償額の分配について規定した連邦証券法典案第一四〇九条のコメントは、その基本的考え方は“compensation if practical but in any event deterrence and avoidance of unjust enrichment”であるとしてALI Code, *supra* note 53, § 1409, Comment (5) (a)
- (73) 異なる見解をとるものとして、Manne, *Insider Trading and Stock Market*, 1966 がある。本稿序論注(5)琉大法学第一二二号(一九七七)六八頁参照。
- (74) Painter, at 150; Knauss, *supra* note 12, at 57-59.
- (75) Knauss, *supra* note 12, at 58; Comment, *supra* note 20, 16 UCLA L. Rev. 405, 414 (1969).
- (76) Comment, *supra* note 19, at 316; Note, *supra* note 66 at 313.
- (77) Ballantine, *Corporation* (rev. ed. 1946) 216; 3 Loss, at 1456 (1961); In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907, 914 (1961).
- (78) 私人による訴訟が法の執行の面で重要な役割を果すものとして重視されていることがアメリカ法の特色であることはすでに指摘されているところである。田中・竹内「法の実現における私人の役割」法学協会雑誌八八巻五、六号一頁以下、八九巻三号一頁以下、八九巻八号一頁以下、八九巻九号一頁以下。
- (79) Shulman, *Civil Liability and the Securities Act*, 43 Yale L.J. 227 (1933).
- (80) 龍田「内部者取引に関する法律私案と提案趣旨」商事法務研究七四六号二頁。
- (81) 田中、竹内、前掲注78、法協八九巻九号八九頁以下参照。