

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— (四)

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/20.500.12000/2266

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 — (四)

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

(2) 特色と限界

(3) Goodwin v. Agassiz ケース（以上第二号）

(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の項およびRule 10b-5 と黙示の私訴権 (implied private right of action)
 - (二) 一〇条の項および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(以上前号)
- 三 市場取引と民事責任(1) — 判例

(一) 緒言

(1) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974)

(1) 事実の概要

(2) 判旨

(2) 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(以上本号)

四 市場取引と民事責任(2) — 判例および学説の検討

結論

三 市場取引と民事責任(1) — 判例

(一) 緒言

証券取引所法一〇条の項およびRule 10b-5の下における内部者取引の規制は、黙示の私訴権(implied private right of action)が裁判所によって認められ、テキサス・ガルフ・サルファ判決によっていわゆる「開示または断念」の原則("disclose or abstain" rule)が確立されることによって著しく強化されることになった。私

訴権が認められるということは、内部者取引に対して、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、行政上の規制のほかに、強力な抑止的機能を有する私人による規制が加えられることを意味したし、それは同時に、内部者取引の犠牲者たる投資者に対して直接的救済手段を提供することでもあった。⁽¹⁾ 開示または断念⁽²⁾の原則は、証券取引所法がまさに規制の対象とした公開市場における内部者取引の違法性を明確にすることによって、Rule 10b-5 が本来機能すべき場、すなわち公開市場において、公正な取引を確保する手段として機能する基盤を確立するものであった。したがって、⁽³⁾ 開示または断念⁽⁴⁾の原則が、私人による損害賠償請求の場合にも採用しうる法理であるとすれば、公開市場における公正な取引の確保と投資者保護という証券取引所法の目的を達成する有力な手段を Rule 10b-5 が提供することになり、その意義はきわめて大きなものとなる。ただ、前述の通り、⁽¹⁾ 黙示の私訴権を認める法理が公開市場における取引、すなわち、非個性的性質を有する取引についてどこまで妥当するかについては、法理上多くの解決困難な問題がある。テキサス・ガルフ・サルファ判決が残した問題、ある意味ではそれが提起した問題はこのことであつた。なかでも、非個性的市場における内部者取引について損害賠償請求を考へる場合にもっとも問題となるのは、内部者の違法行為によって損害を蒙る相手方は誰であるか、損害賠償請求をなす者は、内部者の何に信頼して取引をした結果損害を蒙ったというべきか、その意味で、内部者の違法行為と相手方の損害との間に因果関係が認められるのかということである。テキサス・ガルフ・サルファ判決以後、これらの問題をめぐる議論が生じ、⁽²⁾ 判例も数多く出された。ここでは、これらの議論を集約したともいふべき二つの判例を紹介することによって問題の所在を明らかにしたい。

[1] Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974) ⁽³⁾

(1) 事実の概要 ⁽⁴⁾ Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. (Merrill Lynch) と 495 Merrill Lynch の

役員、取締役および使用人の幾人かは (individual defendants)、Merrill Lynch が Douglas 社の新たな社債募集の幹事会社 (managing underwriter) という地位にあったがために、Douglas 社の経営者から、① Douglas 社は、一九六六会計年度の前半六ヶ月間の利益について、同社が前半五ヶ月間の利益について先に発表したものよりも大幅に低い数字を発表するであろうこと、②同社は、一九六六会計年度全体の利益予想額を大幅に減少させ、現在、一九六六会計年度の利益はほとんどないかあるいは全くないということも予想していること、③同社は一九六七会計年度の利益計画を大幅に縮小していること、を内容とする Douglas 社の利益に関する内部情報を知らされた。Merrill Lynch および情報を得た役員等は、この情報が未だ公表されていないことを知っていたか、あるいは知るべき状態にあったにもかかわらず、この機密情報を主として機関投資家からなる顧客の幾人か (selling defendants) に知らせ、これらの顧客は、相当量の Douglas 社の株式を売却または空売りした。顧客によるこの売付けは、Douglas 社によって問題の利益の変更に関する情報が公表される以前になされたものであり、売付けた顧客は、その情報がまだ公表されていないことを知りまたは知り得べきでありながら、その情報を相手方たる一般投資者 (原告もその一人である) に開示することなく売付けたものであった。この売付けの結果、Merrill Lynch および情報を提供した役員等は顧客の売注文の実行に伴う手数料等を取得し、顧客は Douglas 社の株価の下落による損失を免れた。

原告は、Douglas 社の株式をニューヨーク証券取引所において、Douglas 社によって問題の情報が公表された日の前日に買付けた者、および、当該情報の内容が新聞に掲載されたのが同社による新聞発表の日の翌日以後であったために、新聞発表の日に、そのことを知らずに買付けた者であった。Douglas 社の株式の価格は当該情報の公表によって暴落した。

原告は、原告および原告と同じ立場にある者、すなわち、Merrill Lynch および役員等が内部情報を取得し、それを顧客に内報し、顧客がそれに基づいて大量の Douglas 社の株式を売却した期間および Douglas 社によって当該情報が公表された日まで（具体的には一九六六年六月二日から二四日まで）の間に Douglas 社の株式を買付けた者のために、Merrill Lynch、Merrill Lynch の役員等および株式を売却した顧客を相手に本件を提起したが、その理由は、被告らは Douglas 社の利益に関する重要な内部情報を原告を含む一般投資者に対して開示する義務を負っていたが、証券諸法の詐欺禁止規定に違反してその情報を開示しないことによって原告らを欺罔したものであり、原告は、もし被告によって開示されなかった情報を知っていたならば Douglas 社の株式を買付けなかったであろうから、被告の行為によって原告は著しい損害を蒙ったというものであった。もっとも、原告は被告の売却した特定の Douglas 社の株式 (specific shares of Douglas stock) を買付けたという主張をしているのではなかった。原告は本件で、原告が蒙った損害の賠償を求めた。

被告から、原告の最初の訴答 (complaint) は救済 (relief) が認められる権利 (claim) について述べていないということとを理由とした訴答に基づく判決 (judgment on the pleadings) の申立があり、これを却下する連邦地方裁判所の命令が下されたが、この中間命令 (interlocutory order) に対する上訴が認められた。その結果、本件の事実関係の下で、具体的な損害の額であるとか、どのような救済方法が認められるかという問題の前提となるべき問題、すなわち、①ある会社の社債募集の幹事会社および幹事会社の役員等が幹事会社という地位によって得た社債発行会社に関する重要な内部情報を顧客に漏らすことは証券取引所法一〇条 b 項および Rule 10b-5 に違反するか、②情報を知らされた顧客が、その情報を開示せずに社債発行会社の株式を売付けることは同じく一〇条 b 項および Rule 10b-5 に違反するか、③これらの者が証券諸法の詐欺禁止規定に違反する

とした場合に、違反者は、同じ時期 (during the same period) に同じ会社の株式を重要な内部情報を知らずに公開市場において買付けた者に対して損害賠償責任を負うべきかという問題について連邦控訴裁判所の判断が求められることになった。つまり、このケースは、一〇条b項およびRule 10b-5の下における取引をしない内報者 (non-trading tippers) と取引をした内報受領者 (trading tippers) の民事責任の問題を含むものであった。⁽⁵⁾

(2) 判旨 第二巡回区控訴裁判所の判決は、右の問題についてすべて肯定的判断を下した連邦地方裁判所の判決を支持して、その理由をつぎのように述べている。

まず本判決が、証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5の目的は証券市場で取引をするすべての投資者が情報を十分に知らされたうえで投資判断ができるように、内部情報の完全開示を促進することによって一般投資者を保護し、証券市場における公正な取引を確保することにあること、詐欺禁止規定の解釈は法技術的に嚴格になされるべきではなくその目的に照らして暖やかにされるべきであるというテキサス・ガルフ・サルファ判決⁽⁶⁾やCapital Gains判決⁽⁷⁾で示された基本的立場を踏襲するものであることを明確にし、被告の行為が一〇条b項およびRule 10b-5に違反するとする判断の主要な根拠は、本判決と同じく第二巡回区連邦控訴裁判所の判決であるテキサス・ガルフ・サルファ判決で述べられた、「重要な内部情報を有するすべての者は、その情報を一般投資者に開示するか、もしその情報を開示しえないのであれば、その情報が開示されない状態にある間は、関係する証券の取引または取引を推奨することを思い止まるべきである」という、いわゆる「開示または断念」の原則 ("disclose or abstain" rule) にあることを明らかにしている。⁽⁸⁾

これに対して被告は、テキサス・ガルフ・サルファケースはSECの差止請求訴訟 (injunction action) であっ

たこと、Rule 10b-5は被告が売付けた特定の株式を買付けた者ではない原告のような者に対してまで重要な内部情報を開示すべき義務を被告に負わせるものではないから、テキサス・ガルフ・サルファ判決の法理は本件に適用されるべきではないと主張した。

被告の主張に対して、テキサス・ガルフ・サルファ判決の法理は、SECの差止請求訴訟のみならず私的な損害賠償請求訴訟にも適用されることについて、

「テキサス・ガルフはSECの差止請求訴訟であったが、開示または断念⁹の原則の背後にある強い公共政策上の理由（public policy considerations）はここでも同様に妥当する。つまり、SECの差止請求訴訟または私的な損害賠償請求訴訟のいずれにおいて根拠とされる場合であっても、『この規則（Rule 10b-5）は、政策の面において、非個性的取引所において取引をするすべての投資者は、重要な情報に等しく接する機会をもつべきであるという証券市場に対する正当な期待に基礎を置くものである。』……」

もし、テキサス・ガルフにおいて宣言された我々の「開示または断念⁹」の原則がSECの差止請求訴訟に限定され、私的な損害賠償請求訴訟には適用されないとされるならば、証券諸法の詐欺禁止規定の主たる目標の一つが損われることになるので、我々はそのような区別をする見解を受け入れない。」⁹

さらに、Rule 10b-5の下における内部者の開示義務は、内部者が売付けた特定の株式を買付けた者に対してのみ負うものであるとする議論は、テキサス・ガルフ・サルファ判決の法理の解釈を誤ったものであり、かつ、非個性的な国法証券取引所（national securities exchange）における取引の現実を無視したものであると

「一〇条b項および Rule 10b-5 は、重要な内部情報を開示する義務を、相對取引 (face-to-face transaction) の場合、または、匿名の公的株式取引所における現実の売主もしくは買主 (actual purchasers or sellers on an anonymous public stock exchange) に対してのみ課すものであると解することは、証券諸法の詐欺禁止規定の主要な目的、すなわち、証券市場の完全性と有効性 (integrity and efficiency) を確保するという目的を損うことになる。……」

我々は、被告は — その違反によって被告がこの私的な損害賠償請求訴訟において責任を負わされることになる — 義務を、被告の売付けた株式そのものを買付けた者 (それを確認しうることとはありそうもないことであるが) に対してのみならず、同じ時期 (during the same period) に、被告が有していた重要な内部情報を知らずに、公開市場において Douglas 社の株式を買付けたすべての者に対して負うものであると考⁽¹⁰⁾える。」

と述べている。

続いて判決は、現実には株式の売買をしたわけではなく、単に内部情報を漏らしたにすぎない者 (non-trading tipplers) および内部者ではないが内部者から内部情報を得て株式の取引をした者 (trading tippees) のいずれも、テキサス・ガルフ・サルファ判決の法理によって、一〇条b項および Rule 10b-5 に違反することになる⁽¹¹⁾としている。

判決はつぎに、被告の行為が詐欺禁止規定に違反するとした場合に、はたして、本件の原告のような同じ時期に Douglas 社の株式を買付けた者に対して損害賠償責任を負うべきかという問題に答えている。この場合に被告の損害賠償責任の有無が問題となるのは、つぎのような議論が生じうるからである。すなわち、たとえ被告の⁽¹²⁾

行為が一〇条b項やRule 10b-5に違反したものであったとしても、それが原告の損害をもたらしたものとはいえない。Douglas社の株価の急激な下落をもたらし、ひいては原告に損害をもたらす原因となったのは、Douglas社の不安定な財政状態であって、被告の証券諸法違反ではない。原告が被告の行為を取引の以前もしくは同時に知るということはありえないことであるから、被告の法違反の有無にかかわらず原告はDouglas社の株式を買付けたはずである。被告の売付けは、原告の買付および匿名の公的株式取引所⁽¹³⁾でなされるすべての取引と特別の関係を有しないのであるから、被告の法違反と原告の蒙った損害との間には必要な関係（requisite connection）が欠けている。結局この議論は、本件のような非個性的証券取引所における内部者取引の場合には、被告の法違反と原告の損害との間には因果関係が認められないということであり、本件でも被告はどのように抗弁した。これについて判決は、証券取引所における内部者取引の場合の民事責任の成立に必要な要件、とくに当事者関係（privity）と信頼および因果関係（reliance and causation）に関する第二巡回区連邦控訴裁判所の判例の発展を背景として、Affiliated Uteケース⁽¹⁴⁾におけるいわゆる「事実上の因果関係」についての連邦最高裁判所の解釈（the “causation in fact” holding by the Supreme Court in Affiliated Ute）が、本件の被告の抗弁に対する簡潔かつ決定的な解答になるとして

「……Affiliated Uteにおけるこの解釈は、事実上の因果関係に必要な要素は、被告は重要な内部情報を開示すべき義務を負っていたにもかかわらずそれを開示しなかったという争いえない事実、この情報は、合理的投資者としての原告がDouglas社の株式を買付けるという決定を下すについて重要であると考えたであろうという意味で明らかに重要なものであったということによって満されているという我々の結論を確かに正当化するものである。」⁽¹⁴⁾

と述べている。

Affiliated Use ケースの適用について被告は、それは Affiliated Use ケースの事実と同じ相対取引の場合に限るべきだと主張したが、判決は、Affiliated Use の法理は、取引の性質—相対取引か国法証券取引所取引か—に依拠するものではなく、被告が内部情報を開示する義務を負っているか否かにかかるものであるとして被告の主張を斥けている。⁽¹⁵⁾

なお、本件が中間命令に対する上訴であるところから、本判決は、被告の法違反と民事責任の存否についての判断し、具体的な損害額を含む救済方法については、まず、地方裁判所の判断に委ねている。ただ、判決の中で、被告弁護士が被告の賠償額が膨大な額にのぼる可能性のあることを指摘したことについてふれ、このことが具体的な救済方法を地方裁判所に委ねる理由の一つであると述べている点⁽¹⁶⁾が注目される。

③ *Friedrich v. Bradford*, 542 F. 2d 307 (6th Cir. 1976), cert. denied, 97 S.Ct. 767 (1977)⁽¹⁷⁾

(1) 事実の概要 本件は、会社の吸収合併に関連して、消滅会社の株式を当該合併交渉が進行中に、その情報に基づいて買付け、合併が公表された後に売付けることによって利益を得た者に対して、消滅会社の株式を非個性的店頭市場において、当該合併が公表される以前に、そのことを知らずに売却した者から損害賠償の請求がなされたケースである。被告 Bradford は保険業を営む消滅会社 (Old Line) の支配株主であり、かつて Old Line の取締役であったが、取締役の地位を息子の Bradford, Jr. (本件の被告の一人) に譲った後も影響力をもち、Old Line の社長が年一回彼を訪ねて営業報告をするほどであった。Old Line は保険業界で合併または株式公開買付の最良の対象会社とみなされていたが、Bradford の右のような地位の故に、彼のところに合併等の話がもちこまれるのがしばしばであった。本件の場合も存続会社 (U. S. Life Corporation - USLIFE) の社

長からまず Bradford に Old Line の取得の可能性について話がもちかけられた。Bradford がやきに USLIFE の社長に示唆していた Old Line 株式の提供の条件（一株の市場価格が二四ドルでしかない Old Line の株式をすくなくとも五〇ドルでなければならぬとするもの）を上回る条件で USLIFE が Old Line 株式を取得する意思のあることを知った Bradford は、Old Line 株式を妻の勘定で二、〇〇〇株、自己の關係する登録投資会社（registered investment company）Life Stock Research Co.（Life Stock — 本件の被告の一人）の勘定で五、四〇〇株を買付けた。息子の Bradford, Jr. も Bradford と USLIFE の社長の会話を聞いて Old Line 株式一、二二五株を自己のために買付けた。その後 Bradford の仲介により Old Line、USLIFE 両社の社長の間で合併交渉が進められ、USLIFE が Old Line を吸収合併することが合意され、そのことは新聞発表によって一般に公開され、株主にも通知された。この合併は Old Line にとって有利なものであったので Old Line の株価は合併の公表によって騰貴した。この合併が公表されてから、それが効力を生ずるまでの間に、息子の Bradford, Jr. はさきに買付けた株式全部を売却することによって一万三千ドルの利益を得、Life Stock もまた買付けた株式全部の売却によって十万三千ドルの利益を得た。妻の勘定で買付けられた株式は合併まで売却されなかったが、その価値の増加は約七千四百ドルに達した。Old Line 株式の売買は、本質的に証券取引所と同じような匿名市場（anonymous market）としての性質を有する店頭市場において売買されていたが、そこにおける Old Line 株式の主たる market maker は、Bradford と Bradford, Jr. が業務執行社員（managing partner）であるところの J. C. Bradford and Co.（Bradford and Co. — 本件の被告の一人）であった。Bradford and Co. は本件の合併が成立した年には、Old Line 株式の売買によって十万三千余ドルの手数料を取得したが、その約七割の七万五千ドルは、USLIFE の社長から Bradford に本件の合併についての話がもちこまれた四月以降の取引の結果取得され

たものであった。

原告のFriedrichとKimは、Old Lineの株式を一九七二年五月に買付け同年六月に売却した者であり、この時期は、USLIFEの社長からBradfordに合併の話がもちかけられ、それに基づいてBradfordおよびBradford, Jr.がOld Lineの株式を買付けた同年四月と、合併が最初に公表された六月二十九日の期間内、すなわち、すでに合併に関する話し合いが開始され、進行中でありながら、これに関する情報がまだ公開されない期間内であった。Bradford およびBradford, Jr.がOld Lineの株式を売却するのは、さらにその後の七月末日から八月にかけてであった。原告のOld Line株式の売買は他の証券業者を通じてその証券業者のアドバイザーによってなされたものであり、その証券業者はBradfordとOld LineがUSLIFEと合併について交渉中であることを知っていたなら、Old Line株式を売却することを顧客にアドバイスするようなことはしなかったであろうと証言している。

本件で問題となったBradford等の株式取引については、SECが調査を開始し、その結果、SECは一九七二年一月にBradford、Bradford, Jr.、Life Stock、Bradford and Co.およびBradford & Co. Inc. (Bradford and Co.のパートナーによって全株式が所有されている会社) に対するRule 10b-5のenforcement actionをニューヨーク連邦地方裁判所に提起した。この訴えは同意判決 (consent judgment) によって終結したが、同意判決は被告等に一〇条b項に違反しないよう命ずると同時に、同意判決の定める条件の下で権利を申出る者に分配するための基金 (fund) を設けるよう命じた。この基金は、SECの訴え提起後、Bradford、Bradford, Jr. およびLife Stockによって締結されたescrow agreementによって、三者が銀行に資金を寄託することによって設置されることになっていた。同意判決はこの基金に対して権利を主張しうる者の条件として、一九七二年四月二一日から同年六月二十九日の間にBradford and Co. に対してOld Line株式を売付けた者とし

ていた。Bradford および Bradford, Jr. は *churlish*、それぞれ一定期間、ブローカー、ディーラーとしての業務活動を停止すべきであるとする SEC の命令に同意していた。

原告は、同意判決が基金に対して権利を申出ることの出来る者として定める条件に該当しなかったが、被告等の行為は Rule 10b-5 に違反しており、原告はそれによって損害を蒙ったとして、その賠償を求めて本訴を提起した。第一審のテネシー連邦地方裁判所は、原告の主張を認め、非個人的市場において重要な内部情報に基づいて買付けをした内部者は、たとえ、内部者は原告たる売主の特定の株式を買付けたものではないことが争いえない事実である場合でも、内部情報を知らずに非個人的市場で売付けた者に対して民事責任を負い、さらに、ある会社の合併に関する交渉が進行中に、当該会社の株式について通常の *Market Maker* としての活動を継続して行っている内部者は、当該会社の株式の取引をした者に対して、たとえ、その者が自己と取引をした者でない場合にも民事責任を負う場合がありうると判示した。損害賠償の額は、開示がない間に原告が株式を売却して得た価額と違法行為が発見され、情報が開示された後合理的期間内における *Old Line* 株式の最高価額との差額だとされた。これに対して被告が上訴したのが本件である。

(2) 判旨 第六巡回区連邦控訴裁判所は、本件で問われている問題は、裁判所は、法違反が内部情報の違法な使用であり、問題とされた株式が非個人的市場で取引されたものである場合に、一〇条 b 項および Rule 10b-5 の下における私訴権をどこまで拡大して認めるべきかということであるとしたうえで、本件の事実関係の下で民事責任を課すことは、Rule 10b-5 の下で裁判所によって創造された私訴権の不当な拡大 (*unwarranted extension of the judicially created private cause of action under Rule 10b-5*) になるとして原判決を破棄する判決を下した。⁽¹⁹⁾ その理由はつぎの通りである。

まず、Kardonケース以降、裁判所は不法行為理論によって私的な損害賠償請求権を認めてきているが、不法行為理論の下では、私訴権は、確かにSECの訴訟を補充し、証券取引所法の規定の執行を助けるという機能を有するものともみられるが、その主要な目的は被告の違法行為によって原告が蒙った損害を填補することにあることを指摘する。⁽²⁰⁾ つぎに、一〇条b項およびRule 10b-5に関する初期の判例の中で公開市場取引における内部者の不開示を問題としたものはほとんどなく、この面での判例の発展はテキサス・ガルフ・サルファ判決の「開示または断念」の原則に負うところが大きいことを指摘するが、同時に、テキサス・ガルフ・サルファケースはSECの提起したenforcement actionであり、内部者の民事責任を問題としたものではなかったことを注目している。⁽²¹⁾ そこで、内部者の不開示について民事責任を問題とした判例を検討したのち、株式が非個性的市場で取引された場合に、Rule 10b-5の下における私的な救済をどこまで拡げるべきかについては、まだ統一的な見解がなく、裁判所や法学者 (legal writer) は、原告は、被告の不法行為と原告の損失との間のある種の因果関係 (casual connection) を立証しなければならぬということについては同意すると思われるが、この因果関係を立証するために原告は正確に何を示せばよいかについては必ずしも明確ではないと結論づけている。⁽²²⁾

右のような分析を前提として判決は、本件の事実状態では被告の行為は原告の損害の原因とはなっていないとし、

「被告は原告から株式を買付けたのではないことおよび被告の取引行為そのものは決して原告の売付けの意思決定に影響を及ぼしたのではないということとは争いえない事実である。」⁽²³⁾

と述べている。

被告の行為は原告の損害の原因とはなっていないという右の結論の理由について判決は、本判決と対照的な結

論を下した Shapiro 判決⁽²⁴⁾を引合いに出し、その法理を批判する形で論を進める。まず、Shapiro ケースの地裁判決が、原告の損害の原因となったのは重要な内部情報を開示せずになされた取引行為であり、被告は断念か開示かという義務に違反しているので原告の損害に対して責任を負うべきであるとしたことを批判して、

「それ（地裁判決）は、開示の義務は絶対的（absolute）なものであること、原告は情報が彼に知らされなかった時に損害を蒙ったものであるということを前提とすることによってそのような結論を下している。しかしながら、開示の義務は絶対的なものではなく、開示するかあるいは取引を断念するかという二者択一的（alternative）なものである。我々は、本質的に Rule 10b-5 を構成するものが取引行為そのものであることを認める。何故なら、内部者に不法な利益をもたらし、市場の完全性を損うのはまさしくこの取引行為であり、それがこのルール（Rule 10b-5）の目標であるからである。（しかしながら―筆者）もし、内部者が取引をしない場合には、内部者は重要な情報を秘密のままにしておく完全な権利を有している。……投資者は、完全かつ正確な情報がつねに提供されているものとはいえない公開市場において取引をする危険を覚悟しなければならない。被告の取引は、原告がその株式を売却したときの原告の期待（expectation）を変更するものではなかったし、決して原告の取引についての意思決定に影響を与えるものでもなかった。……」⁽²⁵⁾

と述べ、さらに、Shapiro ケースの控訴審判決が、Affiliated Ute ケースがこの問題についての簡潔かつ決定的な解答になるとした点について、Affiliated Ute の判旨（重要な事実を開示すべき義務の存在とその事実を開示しなかったということが事実上の因果関係を構成するとした部分）は Shapiro 判決のように広く解釈すべきではなく、Affiliated Ute ケースの事実関係を前提として解釈すべきであり、そうすると、本件のような事例には必ずしも Affiliated Ute の法理は適用されないとしてつぎのように述べている。

「我々は引用された言葉 (Shapiro 判決が引用している *Affiliated Ute* 判決の一部—筆者) をそのように広く解することはできない。 *Affiliated Ute* の場合には、被告である銀行の使用人が以前に原告たるインディアンと仕事上の関係を有していたことが示されていた。被告等は、売付けの意思決定に影響を及ぼしたであろう重要な事実を開示せずに、原告がその株式を売付けすることを勧誘するために考慮された計画に参加した。結果的に生じた売却はこの計画の直接の結果であった。したがって、最高裁判所が、このケースの事実関係の下において、因果関係を構成するために必要なことのすべては、開示されない情報が重要なものであったということであると結論づけたことは何ら驚くに当たらない。……」

本件では、 *Affiliated Ute* と異なり、被告は何ら原告をしてその株式を売付けよう策動していない。本件の原告と被告の間には問題となった期間中、如何なる関係も存しなかった。 *Affiliated Ute* の原告は、被告の銀行役員が原告に売付けを勧めている間、株式に関するすべての重要な情報を完全に開示するであろうということに期待する権利を有していた。被告が完全開示をしなかったときに被告は Rule 10b-5 に違反したことになる、原告の予知することのできる損害に対して責任を負わされた。 *Affiliated Ute* の原告と被告との間に存したような関係は本件においては全く存在しない」⁽²⁷⁾

続いて、本判決の立場は、政策的観点 (policy considerations) からすると、証券取引所法の目的とした店頭取引や取引所取引から同法の効力を排除してしまうことになり不当ではないかという点についてふれ、

「我々のみるところでは、重要な論点 (key issue) は、一〇条 b 項および Rule 10b-5 の禁止 (proscriptions) が公開市場における取引をも包含すべきか否かという問題ではなく、それは当然包含すべきであって、むしろ問題は、私的救済がその適用の範囲において常に、証券取引所法の下で議会によって同法の主たる執行機関と

されたSECの権限の範囲と同じ外延を有しななければならないかということである。その適用が、不正で実行不能な結果（*unjust and unworkable result*）に導くところでは、我々はそのような見解をとることを拒否する。すでにSECの enforcement action を通して課せられた責任をこえて本件の被告の責任を拡大することによって、一方では、自らははっきりしない（*nebulous*）法律上の権利に気づくのは全く偶然でしかない人々のために思わぬ利益（*windfall*）を作り出し、他方では、その潜在的範囲においてほとんど制限のない、本質的には懲罰的損害賠償（*punitive damages*）とみなされなければならないような責任を課すことになって、立法や規則の意図に反することをなすことになる⁽²⁴⁾と信ずる。」⁽²⁵⁾

損害賠償請求を排除することは内部者取引に対する抑止的效果を失わせることになるということについても、抑止的效果があるということだけで権利を認めるわけにはいかないこと、証券取引所法は内部者の違法行為を抑制するために他の制裁手段を設けていることをあげている。⁽³⁰⁾

最後に、被告の賠償額を被告が内部者取引によって得た利益の範囲に限定することによって、内部情報が開示されない期間に取引をしたすべての者に損害の回復を認めるという、アメリカ法律協会の連邦証券法典案（ALI *Federal Securities Code* (Tent. Draft No. 2, March 1973)）が採用している方法についてふれ、

「議会やSECのような行政機関に比較して、裁判所は、その場合に要求されるであろう規則制定（*rulemaking*）の任務には不適任であると我々は考える。我々は、被告の *Rule 10b-5* 違反と原告の主張している損失の間に何の関係も見出さないので、我々の判決を損害額の制限のルールに基づかせることを拒否する⁽³¹⁾。」⁽³¹⁾

と述べて、立法もしくはSECの新たな規則の制定による解決を示唆している。

なお、Celebrezze判事は本判決の結論には賛成しながらも、内部者と同時に (contemporaneously) 取引をした投資者に対しては損害賠償責任を負うべきであるという意見を述べている。その理由は、“開示または断念”の原則の目的は市場における情報の均等性を確保することにあるが、情報に関して優越した地位にある内部者が市場に入ってきた時に、この均等性が破られるから、情報に関する内部者の優越性によって不利益を受けた者は、右の原則によって保護されることになるというにある。ただ、内部者が取引をやめた場合には市場は再び均等な状態に戻るの、右の原則によって保護されるのは、内部者と同時に取引をした者に限るべきだとする。本件の場合に損害の回復を請求できるのは、BradfordおよびBradford, Jr.がOld Line株式を買付けた四月二日から四月二七日の間に株式を売却した者に限られ、被告が取引をやめたから数週間後に市場に入ってきた原告はこれに含まれないとしている。⁽³²⁾

注

(1) 本稿二(二)(疏大法学第三三号一八頁以下)

(2) つぎの文献はそれぞれ表題に掲げる論点についてこの問題を論じたものである。

- Painter, *Inside Information: Growing Pains for The Development of Federal Corporation Law Under Rule 10b-5*, 65 Colum. L. Rev. 1361 (1965); Comment, *Insider Trading without Disclosure—Theory of Liability*, 28 Ohio S. L. J. 472 (1967); Knauss, *Disclosure Requirements—Changing Concepts of Liability*, 24 Bus. Law. 43 (1968); 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. 404 (1969) ; Note, *A suggested Locus of Recovery in National Exchange Violations of Rule 10b-5*, 54 Cornell L. Rev. 306 (1969) ; Comment, *Insiders' Liability Under Rule 10b-5 for the Illegal Purchase of Actively Traded Securities*, 78 Yale L. J. 864 (1969) ; Comment, *Reliance Under Rule 10b-5 : Is the "Reasonable Investor" Reasonable?*, 72 Colum. L. Rev. 562 (1972) ; Comment, *Damages to Uninformed Traders for Insider Trading on Impersonal Exchanges*, 74 Colum. L. Rev. 299 (1974) ; Note, *The Reliance Requirement in Private Actions Under SEC Rule 10b-5*, 88 Harv. L. Rev. 584 (1975) ; Ratner, *Federal and State Roles in the Regulation of Insider Trading*, 31 Bus. Law. 947 (1976)
- (c) ヴィンヤースの Note に引く 29 Sw. L. J. 469 (1975) ; 16 B. C. Ind. & Com. L. Rev. 503 (1975) 及び注。なお、神崎「米國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でも詳しく紹介されている。
- (d) 495 F. 2d 228, 230-234 (1974)
- (e) *Id.* at 230-231
- (f) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) 本稿一四（疏大法学第三三三頁以下）参照
- (g) SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 84 S. Ct. 275 (1963) 本稿一四（疏大法学第三三三頁以下）参照
- (h) 495 F. 2d 228, 236 (1974)
- (i) *Id.* at 236

(10) *Id.* at 237

(11) *Id.* at 237-238

(12) *Id.* at 238

(13) *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 92 S. Ct. 1456 (1972) のケースは、証券取引所法一〇条D項および Rule 10b-5 違反とされる行為が被告の不開示 (non-disclosure) である場合に、民事責任の成立要件の一つである信頼 (reliance) の要素について連邦最高裁判所がその立証を不要とする判決を下したものととして、Rule 10b-5 の下における民事責任の法理の発展の上で重要な意義を有するものである。(The Supreme Court, 1971 Term, 86 Harv. L. Rev. 1, 268, 269 (1972))。原告は Ute Development Corporation (UDC) の株主であった。UDC は Ute インディアン部族の財産を純血および混血のインディアンの間に分割し、分配することを定めた連邦法 (Ute Partition Act) の下で、混血インディアンを構成員として組織された部族団体である *Affiliated Ute Citizen* (AUC) によって設立されたもので、部族の財産を個人に分配することを目的とした。UDC は *First Security Bank of Utah* (被告銀行) をその株式の名義書換代理人 (transfer agent) に指名していたが、被告銀行の使用人 *Gale* と *Haslem* (どちらもこの事件での被告) は、一方では、株式の所有者であるインディアンに対してその株式を売却するよう積極的に働きかけ、他方では、インディアン以外の者 (non-Indians) にその買入れを勧誘して当該株式の market maker の役割を果たすことによって、被告銀行およびその使用人ともに事実上ブローカーに等しい活動をしていた。当該株式はインディアン以外の者の間では、インディアンが売却する価格よりも高い価格で売買されていた。Gale と Haslem は当該株式の譲渡を助成することによってコミッションを得ていたし、被告銀行も当該株式の売買のための預金が増大することによって間接的に利益を受けていた。被告を通してUDCの株式を売却した原告は被告

の Rule 10b-5 違反を理由に損害賠償を求めたわけであるが、被告の右に述べたような当該株式の売買市場において占める役割や株式の売買によって利益を得ていたこと等から、インディアン以外の者の間での当該株式の売買価格等を原告に開示しなかったことが Rule 10b-5 の違反となるか、また、はたして原告は被告の行為（この場合は事実の不開示）に信頼して株式の売却をしたといえるかということが争点であった。この点につき連邦最高裁判所はつぎのように判示した。

「被告はとくに積極的な表示や勧告はしなかったのではないかということは抗弁にならない。被告は、被告が発展させ、助長させ、それ故に十分に精通しているインディアン以外の者の取引市場において利益を得ようとしている者に対して、混血インディアンがその株式を売付けることを助勢している以上は沈黙していることは許されない。売手は、被告が売手の売付けから経済的利益を得る地位にあることおよび株式がインディアン以外の者の取引市場で高い価格で売買されているということを知る権利を有していた。……」

主として開示の懈怠が問題となっている本件の事実関係の下では、信頼についての積極的立証は損害の回復 (recovery) の前提条件ではない。必要なことのすべては、開示されなかった事実が合理的な投資者がこの決定をなすについてその事実を重要なものだと考えるかもしれないという意味で重要であるということである。……重要な事実を開示すべき義務があるということ」と、その事実を開示しなかったということが事実上の因果関係の必要条件を構成する。(406 U.S. 152, 154-155, 92 S.Ct. 1456, 1472 (1972))

(14) 495 F.2d 228, 240 (1974)

(15) *Ibid.*

(16) *Id.* at 242

(17) 706 U.S. Note 717, 30 Vand. L. Rev. 122 (1977)

- (18) 542 F. 2d 307, 308—314 (1976)
- (19) *Id.* at 309, 314
- (20) *Id.* at 314
- (21) *Id.* at 314—315
- (22) *Id.* at 315—318
- (23) *Id.* at 318
- (24) 本稿三〇(本誌一九頁以下)参照
- (25) 542 F. 2d 307, 318 (1976)
- (26) 本誌三五頁および四六頁注13参照
- (27) 判例集 (542 F. 2d 307, 320) *vs* defendants *vs* *vs* plaintiffs の註記がある。
- (28) 542 F. 2d 307, 319—320 (1976)
- (29) *Id.* at 320—321
- (30) *Id.* at 321—322
- (31) *Id.* at 322
- (32) *Id.* at 323—327