

# 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— (三)

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	<a href="http://hdl.handle.net/20.500.12000/2267">http://hdl.handle.net/20.500.12000/2267</a>

## 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—— (三)

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 (以上第二一号)

## (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 (以上前号)

(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 (以上本号)
- 三 市場取引と民事責任(1)―判例
- 四 市場取引と民事責任(2)―判例および学説の検討

## 結論

## 一 内部者取引規制の発展

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

(1) 事件の概要 内部者取引規制の法理が、コモン・ローを背景に証券取引所法一〇条b項および Rule 10b-5 の下で新たな展開をとげることになり、これらの規定の下で新たなルールの確立が求められることになった経緯についてはこれまでみた通りである。その際、もつとも基本的な問題とされたのは、内部者の内部情報の開示義務をいかなる法理によって根拠づけるかということであった。この点で画期的意義を有するのが、キャディー・ロバーツ (Cady, Roberts) 審決<sup>②</sup>およびテキサス・ガルフ・サルファ (Texas Gulf Sulphur) 判決<sup>③</sup>である。

キャディー・ロバーツケースは、ニューヨーク証券取引所に株式を上場している会社の利益配当の減配に関する情報が公表される以前に、その情報を得た登録証券業者 (registered broker-dealer firm) たるキャディー・ロバーツ (Cady, Roberts & Co.) のパートナーが、その情報をもとに、当該会社の株式を証券取引所を通じて

売付けた行為に対してSECがdisciplinary proceedingsを始めた事件である。減配の情報は、当該会社の取締役会によって減配が決定されたのち、これについてのニューヨーク証券取引所への通知が遅延している間に、当該会社の取締役であり、同時にキャディー・ロバーツの代表者でもある者によって、キャディー・ロバーツのパートナーに電話連絡され、そのパートナーは、減配の情報がまだ公表されていないことを知りながら、ただちに、顧客のための売買一任勘定から当該会社の株式を売付けたが、その売付けの数分後に減配の情報が公表され、当該会社の株式の価格は下落したというものであった。連邦証券取引委員会(SEC)は、キャディー・ロバーツのパートナーの右のような行為は、証券法一七条a項、証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5に違反するとして、キャディー・ロバーツおよび売付けをしたパートナーに対してdisciplinary proceedingsを開始し、違反を認定したうえ、被審人のoffer of settlementを受け入れ、パートナーのニューヨーク証券取引所における二〇日間の取引停止処分を決定した<sup>4</sup>。

テキサス・ガルフ・サルファケースは、硫黄の生産高で世界第一位を占め、その株式がニューヨーク証券取引所に上場されているテキサス・ガルフ・サルファ社(TGS)の探鉱活動に関連してTGSの取締役や役員等が行ったTGS株式の買付等が問題とされた事件であった。すなわち、TGSは一九五九年以来、カナダの東部地方で探鉱活動を行ってきたが、一九六三年一月から一九六四年四月にかけて、オンタリオ州ティミンズ(Timmins, Ontario)地方で行った試掘調査によって鉱床の存在が確認され、この鉱床発見が会社から正式に発表されることによつて、TGSの株価は著しく騰貴した。鉱床の存在は、一九六三年一月八日に始められ一四日に終了した最初の試掘坑の調査結果から相当確率の高いものであることが推測されていたが、周辺の土地の確保のためその結果は極秘にされ、土地確保の後に再開された試掘結果によつて鉱床の存在がますます確実なものとなった

のちにおいても、その結果は公表されなかった。一九六四年の四月に入つて、TGSが鉱床を発見したらしいという風評が流れたため、TGSは、その風評について、事実を誇張したものであるとして、これを否定する新聞発表を四月一二日に行なつた。しかしながら、その四日後の四月一六日には、相当量の鉱石を含む鉱床を掘り当てた旨を正式に発表した。一方、最初の試掘坑の作業が終了した一九六三年一月二日から、鉱床発見が会社から正式に発表され、そのニュースがダウ・ジョーンズ社の速報テープに現われた一九六四年四月一六日午前〇時四五分の間に、試掘調査の結果を知り得る地位にあつたTGSの取締役、役員および重要な地位にある従業員によつて、TGS株式の買付けおよび株式買付選択権 (call) の買付けがなされ、その中のある者は、この情報を知人等に内密に知らせること (tip) によつて、これらの者 (内報受領者 - tippee) をしてTGS株式の買付けをなさしめた。また、その間TGSでは、試掘結果を知らされていない外部取締役によつて構成される委員会によつて株式選択権 (stock option) の付与が決定されたが、試掘結果を知っている取締役等は、その情報を委員会に知らさないまま株式選択権を取得した。

SECは、取締役等の右の行為は、重要な内部情報に基づき、これを開示することなくなされたもので、証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5に違反するものであり、TGSが風評を否定するために行つた新聞発表も、当時の事情からすると虚偽のもので、同じく一〇条b項およびRule 10b-5に違反するものだと、証券取引所法二二条e項に基づき、取締役等の個人に対しては将来の違法行為の禁止 (injunction) および株式買付の解除、情報を他人に知らせた者については売主に対する原状回復 (restitution)、株式選択権を取得した者についてはその解除 (cancel) および株式または利益の会社への返還を、また、TGSに対しては、将来の虚偽もしくは不正確、不十分な新聞発表の禁止 (injunction) を求めて訴えを提起した。

SECによって提起されたこの事件は、企業関係の新聞ばかりでなく一般の新聞、雑誌でも前例のないほどの関心を集めたが、法律的にも、Rule 10b-5の下における内部者取引の規制に関してそれまでに提起された問題、とくに、証券取引所を通して行われる内部者取引にRule 10b-5を適用する際に生ずる問題について、はじめて裁判所の判断が下されるものとして注目された。<sup>⑤</sup>

事件は、全当事者の合意によって、SECの求めた救済 (remedies) の問題を留保して、まず、被告等の行為が証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5に違反するか否かについて判断されることになった。第一審判決は、請求のごく一部分を認めたにすぎなかったが、二審判決は、一審判決をくつがえし、SECの請求をほぼ全面的に認める注目すべき判決を下した。<sup>⑥</sup> また、右の二審判決によって違法が認定されたのち、それに対する救済方法について審理した一審判決は、差止め申立てについて判断すると同時に、いわゆる附随的救済 (ancillary relief) についても、被告等に対し、違法行為によって得たと考えられる金額をTGSに支払うべきこと等を内容とする判決を下し、この判断は二審判決によっても支持された。

(2) 意義　キャディー・ロバーツケースは、取締役や役員など伝統的に内部者 (insider) とみなされる者以外の者 (証券業者のパートナー Broker) の内部情報に基づく行為、しかも、いわゆる国法証券取引所 (national securities exchange) における証券の売付け (selling) が問題とされた点で、内部者取引規制の法理の発展のうえで特別の意義を有するものであった。

取締役や役員等が重要な情報を開示せずに株主との間で会社の株式の取引をなすことは、コモン・ローにおいても規制の対象とされ、とくに、いわゆる少数説や特別事情原則の立場から開示が要求されてきた。しかしながら、開示義務を認めるコモン・ローのケースはすべて相対取引 (face-to-face transaction) に関するものであ

り、取引所取引の場合については、むしろ、開示義務を否定する判例があるほどであり、たとえ少数説に立った場合であっても、この場合に開示義務が認められるか否かは必ずしも明確にされていなかった。また、コモン・ローの法理が内部者と株主との間の信任関係 (fiduciary relationship) に基礎をおくものであったために、内部者が株式を株主以外の者に売付けられる場合のように、取引当事者間に特別の関係の存在を認定しえない場合には、開示義務を認めることは困難だとされた。<sup>12)</sup>

Rule 10b-5 の下における詐欺 (fraud) の解釈については、必ずしもコモン・ローの基準によって拘束されるものではないとされ、内部者取引の規制も、この規定の下で強化されることになったが、Rule 10b-5 を未公開情報に基づく株式取引に適用する場合には、このルールが規制の対象として掲げているすべての人 (any person) という文言の中に、開示義務を負う者を、伝統的に内部者とみなされる者以外 (いわゆる外部者 outsider) にどの範囲まで含ましめうるのかは必ずしも明確にされていなかった。ブローカーの不開示にこの規定が適用されたことはあつたが、それもブローカーが顧客に対して忠実義務 (fiduciary duties) を負うとされた場合であつて、外部者の内部情報の利用そのものが真正面から問題とされたことはなかつた。また、SEC の審決や裁判所の判決においても、それまでに、この規定の下で、内部者が証券を売付ける際にも開示が要求されるかという問題を扱つたものはなかつたし、同じく国法証券取引所における取引の場合に内部者が開示義務を負うかということについてもまだ判断が下されていなかった。<sup>13)</sup>

キャディー・ロバーツ審決の意義は、これらの問題を真正面からとりあげ、開示義務を負う者の範囲をブローカーにまで拡大し、証券の売付けおよび取引所取引の場合でも重要な未公開情報の開示義務のあることを明確にしたことにある。<sup>14)</sup>

キャディー・ロバーツ審決において、右のような結論を導く根拠とされたのは、開示義務が生ずる基礎として新たに提示されたつぎのような基準であった。<sup>19</sup>

「分析すれば、この義務は二つの主要な要素に基礎をおくものである。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るはならない情報に、直接、間接に接することとなる関係 (relationship) の存在、第二は、取引当事者の一方が、相手方が右のような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もたらされる生来的不公正 (inherent unfairness) である」

開示義務の根拠が右のように解されるということは、内部者取引の違法性が、それまでのように、内部者と相手方との間に存する特別の関係 (信任関係 — confidential or fiduciary relationship) の面から基礎づけられるのではなく、証券取引において内部情報に基づく取引そのものがもつ違法性という面から基礎づけられることになったことを意味する。<sup>20</sup> それによつて、内部者取引の問題が、現代の複雑な証券取引機構の中で、連邦証券関係法の主要な目的の一つである投資者保護を促進する手段の一つとして位置づけられることになったわけであり、まさにここにキャディー・ロバーツ審決の最も大きな意義があつたといつてよい。<sup>21</sup> 開示義務の基礎を内部情報の利用そのものに求めるかぎり、内部者の範囲を伝統的に内部者とみなされる者に限る必要はないし、証券の買付けと売付けを区別する合理性も認められず、取引所取引こそ適用の対象とされなければならないということになる。<sup>22</sup> なお、キャディー・ロバーツ審決は、とくに取引所取引の場合に開示を要求することから生ずる実際上の問題と関連して、もし、有効な開示が出来ないのであれば、正式な手続に従つて開示がなされるまで待てばよいと述べて、<sup>23</sup> いわゆる「開示または断念の原則 — “disclosure or abstain” rule」<sup>24</sup> を示唆している。



キャディー・ロバーツ審決で示された法理は、テキサス・ガルフ・サルファ判決によって裁判所の承認を得ることになった。<sup>22)</sup> テキサス・ガルフ・サルファ事件は、証券取引所のような組織化された市場における内部者取引についてはじめて裁判所の判断が示されるものとして注目されたが、その判決、とくに *Waterman* 判事によって書かれた第二巡回区控訴裁判所の判決は、キャディー・ロバーツ審決を全面的に支持すると同時に、その法理をより明確にし、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 の核心を、情報および投資に対する報酬の平等化 (equalization of information and access to investment rewards)<sup>23)</sup> に求め、いわゆる開示または断念の原則を明言したことで内部者取引規制の法理の発展のうえで画期的意義を有するものとなった。<sup>24)</sup> 判決はその法理をつぎのように述べている。

「……」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。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のみ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接する機会をもつた場合は、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持っている者にも適用されるものである。したがって、重要な内部情報を持っているすべての者は、それを一般投資者に開示するか、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決めたのであれば、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べきである。……

Rule 10b-5の核心は、すべての投資者が証券取引に参加することによる報酬に等しく接する機会を持つべきであるという議会の目的を遂行することにある。すべての一般投資者は同一の市場危険にさらされなければならぬというのが議会の意図するところであった。むしろ、この場合の市場危険というのは、ある者の評価能力や危険にさらしうる資本が他の者のそれをこえうるといふ危険を含むものである。<sup>25</sup>

テキサス・ガルフ・サルファ訴訟でさらに注目されたのは、SECが求めた救済の内容であった。SECは単に違法行為の差止めを求めるだけでなく、被告や被告の勧めによって株式を買付けた者に株式を売却した当事者のために、売買の取消(rescission)や原状回復 restitution(命ずるよう求めたが、証券取引所法にはSECに対してこのような金銭的回復を求める訴えを提起する権限を認める明文の規定はなく、SECがこのような救済を求めたのはこれが最初であり、この点がテキサス・ガルフ・サルファ訴訟の最も目新しくかつ最も興味ある点であった。<sup>26</sup>被告の証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5違反が認定されたのち救済方法について審理したニューヨーク連邦地方裁判所は、被告は、被告および被告から内部情報を得た者(いわゆる内報受領者 tippees)が、株式買付の時点と内部情報が公開された時点との間にその株式によって得た利益ならびにこれに対する年六パーセントの割合による利子をTGSに支払うべきこと、TGSはこれを五年間保管し、これはSECまたは利害関係者の申出もしくは裁判所自身の発意で裁判所が指示する方法によって使用されるべきこと、五年経過後に処分されずに残った金額はTGSの財産となるべきことを内容とする判決を下した。<sup>27</sup>SECの求めうる救済は証券取引所法二一条e項に基づく差止命令だけであり、裁判所にはそれ以外の救済方法を命ずる権限はないという被告の抗弁に対して、裁判所が右のような判決を下すについて依拠した法理は、裁判所は差止命令に付随する救

済を認めうる固有な衡平法上の権限 (inherent equity power to grant relief ancillary to an injunction) を有しているといういわゆる付随的救済 (ancillary relief) の法理と証券取引所法違反に対する連邦地方裁判所の専属管轄を定めた同法二七条を根拠とするものであった。地方裁判所の判決は控訴裁判所によつても全面的に支持された。

テキサス・ガルフ・サルファ判決は、証券取引所を通して行われる内部者取引の違法性を明確にすると同時に、これに対する救済方法として付随的救済の問題をクローズアップすることになった。さらに、SECが付随的救済の内容として求めたものが、売買の取消や原状回復であったことは、契約の当事者自身が直接にこのような救済を求めうる可能性のあることを前提とするとも解されるわけで、このことは、取引所取引における内部者取引について内部者の民事責任を求めうるのかという問題を具体的に提起するものであった。

注

- (1) 本稿一(2)(琉大法学第三号、一九七七年二月、六九頁以下)
- (2) *In the Matter of Cady, Roberts, & Co.*, 40 S.E.C.907 (1961)
- (3) *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 258 F.Supp.262 (S.D.N.Y.1966), *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)
- (4) キャプティ・ロバートケースについては、神崎、証券取引規制の研究(昭和四三年)一〇九頁以下、拙稿「アメリカ証券取引法における投資者保護」商法、経済法の諸問題(高田還歴記念、昭和四七年)三六四頁以下参照。なお、同ケースに関する Note by 62 Colum.L.Rev.735 (1962); 75 Harv.L.Rev.1449 (1962); 71 Yale L.J.736 (1962); 60 Mich.L.Rev. 651(1962); 48 Va.L.Rev.398(1962); 9U.C.L.A.L.Rev.731(1962) 及び Comment, *Insider Liability under Securities Exchange Act Rule 10b-5: The Cady, Roberts Doctrine*, 30 Univ. of Chi.L.Rev. 121 (1962) 等の法理を詳細に検討してあり

また、F. Daum and H. Philip, *The Implication of Cady, Roberts*, 17 Bus. Law. 939 (1962) は主として実務に与える影響の面からこのケースを批判、検討している。

(5) この事件が提起されたのち、判決がでる以前に、この事件を証券法の分野における連邦法の発展を持続せしめる画期的なものとして位置づけ、SECの主張を全面的に支持する理論を展開し、判決にも影響を与えたと認められる文献として、Fleischer, *Securities Trading and Corporate Information Practices: The Implications of Texas Gulf Sulphur Proceedings*, 51 Va. L. Rev. 1275 (1965) がある。なお、「ことと異なる」この事件の提起する問題をやや批判的に検討するものとして、Kennedy & Wanda, *Texas Gulf Sulphur, A Most Unusual Case*, 20 Bus. Law. 1057 (1965)

(6) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 258 F. Supp. 262 (1962). Note, 80 Harv. L. Rev. 468 (1966)

(7) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (1968). Note, 82 Harv. L. Rev. 938 (1968) このケースにおける当事者の主張「第一審判決の内容は、W. H. Painter, *Federal Regulation of Insider Trading* (1968, hereinafter cited as *Painter*) at 152-263 で詳細に検討されている。このケースに関する文献としては、時かたごのものがあつた。

Bromberg, *Corporate Information: Texas Gulf and Its Implications*, 22 Sw. L. J. 731 (1968). Luder, *Texas Gulf Sulphur - the Second Round: Priority and State of Mind in Rule 10b-5 Purchase and Sale Cases*, 63 Nw. U. L. Rev. 423 (1968); Luder, *Corporate Disclosure Required by the Federal Securities Law: the Codification Implications of Texas Gulf Sulphur*, 61 Nw. U. L. Rev. 872 (1967); Note, SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.: *The Inside and Outside of Rule 10b-5*, 46 Boston Univ. L. Rev. 205 (1965) など。邦文文献として、二審判決の翻訳「神崎、インベストメント三巻一、三号、二審判決の解説」、竜田「一九七〇—」アメリカ法一〇〇頁のほか、神崎「前掲書注4—」三頁以下、「拙稿」アメリカ証券関係法研究ノート」琉大法学第一九号(一九七六年)六五頁以下がある。

(8) 二審の第二巡回区控訴裁判所の判決は、企業界を完全に驚かせ、判決自体が翌日にはベストセラーと云われ、一般の要求に応

ずるために、書記官は判決書のコピーの部数を通常の四倍の一千部にしたほどであり、判決は、パシフィック・コースト証券取引所 (the Pacific Coast Stock Exchange) の取引における急激な反響を避けるために、東部時間の六時半以後に公表されたといわれ<sup>9</sup>。Painter, at 208

(9) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 312 F.Supp.77 (1970)

(10) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (1971)。この判決の解説「竹内」(一九七二)「アメリカ法三七〇頁以下。

(11) Goodwin v. Agassiz, 283 Mass. 358, 186 N.E.659 (1933) 本稿一(三)(琉大法学第二二号七五頁以下) 参照。

(12) Notes, *supra* n.4, 62 Colum.L.Rev. 733, 736 (1962); 60 Mich.L.Rev. 651, 652 (1962) など 本稿一(一)(琉大法学第二二号七二頁以下) 参照。

(13) 本稿一(一)(琉大法学第二二号六四頁以下) 参照。

(14) Notes, *supra* n.4, 62 Colum.L.Rev. 733, 736 (1962); 60 Mich.L.Rev. 651, 653 (1962)

(15) Comment, *supra* n.4, 30 Univ. of Chi.L.Rev. 121, 122 (1962); Notes, *supra* n.4, 62 Colum.L.Rev. 734, 736-737 (1962); 71 Yale L.J. 737, 740 (1962)

(16) 40 S.E.C.907, 912 (1961)

(17) Notes, *supra* n.4, 62 Colum.L.Rev. 733, 739-40 (1962); 60 Mich.L.Rev. 651, 654 (1962); 9 U.C.L.A.L.Rev. 731, 735 (1962)

(18) この点にロス教授をして、「Cary教授が、かりに、証券取引委員会においてこれ以外になんらの仕事をしなかったとしても、彼は、キャデュー・ロバーツ審決によつてその収入にみあう仕事をしたといえよう」(Cary, Israel & Loss, *Recent Developments in Securities Regulation*, 63 Colum.L.Rev. 856, 861 (1963)) とはわしめた理由があるのであろう。なお、本稿「序論注(21) (琉大法学、第二二号七〇一七頁) 参照。

- (19) キャデラー・ロバーツ審決は、開示義務を負う者が、取締役、役員および支配株主に限定されるものではないとして、その範囲を定める根拠として本文中述べた基準を提示したのであり(40 S.E.C.907,912 (1961))、開示義務の存否につき、買付けと売付けを区別すべきでないことについても「役員や取締役やその他内部者としての義務を負う者から株式を買付ける (purchase) 者に対しては、彼等に株式を売付ける (sell) 者が特別な情報の開示によって受けるのと同じような保護は与えられるべきではないということについては何ら正当な理由が存しない。役員や取締役は、彼が株式を買付ける際の相手方である株主に対しては信託的関係 (fiduciary relationship) に立つが、彼が株式を売付ける一般大衆に対してはそのような関係に立つものではないという区別がたとえコモン・ロー上あつたとしても、そのような区別を証券諸法の広汎な詐欺禁止の概念に持ちこむことは明らかに不適当である」(Ibid. at 913-14)と述べ、さらに、「取引所取引の場合には積極的な虚偽表示のほかには、相対取引において認められるようなそれ以上の義務は存しないという主張に対して、「もし、詐欺禁止規定によって与えられる保護が、まさに証券取引の主たる市場である取引所取引からとりあげられるとどうことであれば、それは全く異常な (anomalous) ことである」と述べている (Ibid. at 914)
- (20) 40 S.E.C.907,915 (1961)
- (21) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228,236 (1974)
- (22) テキサス・ガルフ・サルファ訴訟においてSECが意図したことは、キャデラー・ロバーツ審決において宣言したルールの司法的承認を求めることでもあった Kennedy & Wauder, *supra* n.5, at 1061.
- (23) 1 A.R.Bromberg, Securities Law, Fraud SEC Rule 10b-5, Sec.3.2 (400), p.66.1 (hereinafter cited as Bromberg, 1977)
- (24) Painter, at 262; Bromberg, *supra* n.7, at 736; Fleischer, *supra* n.5, at 1278; Note, *supra* n.7,80 Harv.L.Rev. 938, 941.

(25) 401 F.2d 833, 848, 851-852 (1968)

(26) Painter, at 100; Kennedy & Wander, *supra* n.5, at 1073; Note, *supra* n.6, 80 Harv.L.Rev. 468,474-475; Comment, *SEC Enforcement of the Rule 10b-5 Duty to Disclose Material Information - Remedies and the Texas Gulf Sulphur Case*, 65 Mich.L.Rev.944,945 (1967)

(27) 312 F.Supp.77,93-94 (1970)

(28) 判決はこれについてこのように述べている。

「そのような救済が一般投資者の保護のために必要とされる場合には、裁判所は、差止命令に付随する救済を認めうる固有な衡平法上の権限を利用してゐる。……

……それが適当であるところでは、この裁判所は、……正義を実現し、完全な救済を認めるために……、その固有の衡平法上の権限を利用しうる。

他の分野における付随的救済は、その法理が、もしそれによって議会の目的を達成することになるのであれば、ここでSECが求めている救済を支持するに十分な程確立されたものであることを示している」 312 F.Supp.77,91 (1970)

(29) 証券取引所法二七条はつぎのように規定してゐる。

Section 27. The district courts of the United States …… shall have exclusive jurisdiction of violations of this chapter or the rules and regulations thereunder, and of all suits in equity and actions at law brought to enforce any liability or duty created by this chapter or the rules and regulations thereunder. ……

(30) 判決はこれについてつぎのように述べている。

「……議会の目的を達成するために必要な救済を認めるためにたえず気を配っておくということは裁判所の義務である。……連

邦法によって保護されている権利が侵害される場合には、必要な救済を認めるために救済方法を調整するのは裁判所である。……それ故に、裁判所は、「二七条を根拠にして、一九三四年法の目的を達成し、将来の一〇条b項およびRule 10b-5違反を防止するのに適当な救済方法を形成することができる。」

(31) 446 F.2d 1301, 1307-1308 (1971)

(32) Note, *supra* n.26, 65 Mich.L.Rev.944 (1967); Note, *Ancillary Relief in SEC Injunction Suits for Violation of Rule 10b-5*, 79 Harv.L.Rev.656 (1966)

## 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)

証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5は証券取引に関する詐欺的行為を違法だとして禁止しているが、その違反者に対してどのような措置がとられるのかについては特別に規定していない。もちろん、証券取引所法は、別に一般的に同法違反者に対する行政および刑事上の制裁規定(同法一九、二一、三二条)をおくほか、SECに対して違反行為に対する裁判所の差止命令(injunction)を求める権限を認めているから(同法二二条e項)、一〇条b項およびRule 10b-5の違反がまずこれらの措置の対象となるのは当然である。しかしながら、一〇条b項およびRule 10b-5が禁じているのは証券取引に関する詐欺的行為であるから、当該違反行為によって取引の相手方が損害を蒙るということも十分に考えられることであるが、右の行政上、刑事上の措置はこの個人的損害の回復を図ることを目的とするものではない。そこで、これらの措置とは別に、損害を蒙った者が一〇条b項およびRule 10b-5の違反者に対して損害賠償の請求ができるか否かが問題となる。この請求については証券取引所



法に特別の規定がない以上、取引一般に関するコモン・ロー、より具体的には、まず、不法行為法上の詐欺を根拠とすることが考えられる。この場合、当該違反行為が既存の不法行為法上の詐欺の要件を満たしている場合には問題は無いが、一〇条b項およびRule 10b-5違反とされる行為が常にその要件を満たすものとはかぎらない。むしろ、既述のように、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の解釈は、コモン・ローの詐欺の概念を基礎としながらも、立法目的に照らして緩やかに解釈され、その適用も拡大されてきているから、一〇条b項およびRule 10b-5違反をコモン・ローの詐欺の法理で処理しえない場合が増大してきているともいえる。その典型的事例がキャディー・ロバーツケースやテキサス・ガルフ・サルファケースにみられる非個人的取引所取引における内部者取引の場合である。そこでもし、何らかの法理によってこのような場合にも一〇条b項およびRule 10b-5に違反していることを根拠にして損害賠償請求が認められるとすれば、それは、一方では、一般投資者に有力な救済手段を提供することになるが、他方では、違反者に対して既存の法では課されていなかった新しい民事責任を認めることを意味することになる。証券取引所法は、相場操縦(manipulation)、いわゆる内部者による自社株の短期売買差益の取得(insider's short-term trading profits)およびSECに提出する書類の虚偽記載(misleading statements in documents filed with the Commission)については特別にこれらの行為を禁止すると同時にこの場合の民事責任についても明文で規定している(同法九条e項、一六条b項、一八条)。それに比べて一〇条b項が民事責任についての規定を欠いていることは、立法者がこの場合の救済を証券取引所法が別に明文で定める行政上および刑事上の措置と差止命令に限定したとも解しうる。このような解釈は、“expressio unius est exclusio alterius”(特定の事項を表示するは、他の事項を排除するの意なり)の原則とも一致する。まして、明文で定められていない責任を解釈によって認めることが、既存の法にない新しい責任を認めることになる

のだとすれば、その責任を創出する根拠および権限如何という問題とも関連してくる。この点に一〇条b項および Rule 10b-5 の違反に対して損害賠償責任を認めることのもつ問題点と意義が存する。<sup>85)</sup>

証券取引所法一〇条b項は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、<sup>86)</sup> 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定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、一九四六年の *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp.512(1946) に於いていわゆる黙示の私訴権 (implied private right of action) が認められて以来、ほとんどすべての下級審裁判所によってその存在が承認され、<sup>87)</sup> 現在では、連邦最高裁判所の判決のなかでもそれは確立されたものだとされている。<sup>88)</sup>

黙示の私訴権は主として、制定法の違反が損害賠償責任を生じうるとするコモン・ローの法理 (statutory tort) および証券取引所法の規定に違反する契約は無効としうべきことを定める同法二九条b項 (statutory voidability) に基づいて認められるものである。<sup>89)</sup> *Kardon* ケースの判決の中で *Kirkpatrick* 判事は、「一〇条b項および Rule 10b-5 の下で黙示の私訴権が認められる理由をつぎのように述べている。

まず、一〇条もしくは証券取引所法のどの箇所にも同条項または Rule 10b-5 違反の結果損害を蒙った者が損害賠償請求を提起できるとする明文の規定がないことを認めたのち、制定法違反が民事責任を生じうる場合があるとするコモン・ローのルールについてリステイトメント、不法行為第二八六条を引用して、<sup>90)</sup>

「このルールは、単なる制定法解釈の規準 (canon) 以上のものである。制定法の命令を無視することは違法行為 (wrongful act) であり不法行為 (tort) である。……」のことは、*“Ubi jus ibi remedium”* (権利の存するところ、すなわち救済あり) を単に適用したにすぎないものである。

もちろん、立法者は、制定法違反によって生じた損害の賠償を求める権利を損害を蒙った当事者に与えないこともできるが、この権利はあまりにも基本的なものであり、法原則にあまりにも深くしみ込んだものであるから、それが明白に否定されていない場合には、その権利を与えないという意思は、非常に明白かつ明確に表わされていなければならない」<sup>④</sup>

として、いわゆる Statutory tort の法理によつて私訴権が認められることを明らかにしている。さらに、証券取引所法二九条 b 項が根拠になりうることに ついて

「一〇条 b 項を別にしても、私はこの訴えは証券取引所法の規定に違反する契約は無効としうると規定している同法二九条 b 項を根拠にしうると考える。……私には、ある種の契約が無効であるという規定を制定するということはほとんど必然的に、それに関して暗に救済 (remedy) を認めることを意味するように思われる。もし、契約の当事者が裁判所に対して、当該契約上の義務から彼を免れさせること、または、契約の結果を逃れることを申し出ることができないとするならば、その制定法はあまり価値のないものとなるであろう。」<sup>⑤</sup>と述べている。

(二) 証券取引所法一〇条 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

証券取引所法一〇条 b 項および Rule 10b-5 の下で黙示の私訴権が認められるとした場合、具体的に違反者に対して損害賠償責任を求めうるのはどのような場合であるのか、すなわち、この場合の訴権の要件はどのようなものであるのかが問題となる。一〇条 b 項および Rule 10b-5 の文言から明確に要求されているのは、①郵便や州際通商の手段や国法証券取引所の施設を使って、②証券の売付けもしくは買付けに関して、詐欺的な違法行為がなされたということだけであり、これだけではあまりにもばく然としており、責任の範囲が不明確なものとなつ

てしまう。<sup>44</sup>そこで、責任の範囲を限定するために他の要件が考慮されることになるが、その際参考とされてきたのがコモン・ロー上の詐欺の要件である。コモン・ロー上の詐欺の要件が参考とされたのは、制定法はコモン・ローを基礎としており、コモン・ローの下で教育された裁判官や弁護士は制定法が新しいものである場合にはとくに、コモン・ローを手本とする傾向があるという一般的な事情を背景に、一〇条b項およびRule 10b-5<sup>45</sup>下で黙示の私訴権を認める際に依拠した法理がコモン・ローの法理であったこと、一〇条b項およびRule 10b-5で使用されている詐欺(fraud)等の違法行為を示す文言がコモン・ローを背景に理解されるべきことを前提としていると解されること等のためである。<sup>46</sup>そこで、一〇条b項およびRule 10b-5の下で私人による損害賠償請求が認められるためには、単に被告の側に違反行為があったという表面的な要件のほかに、損害の填補という側面でもコモン・ロー上要求される要件、具体的には、信頼(reliance)、因果関係(causation)、当事者関係(privity)等の要件を満たしているか否かが問題とされる。<sup>47</sup>ただ、この判断においては、これらの要件をコモン・ローに従って厳格に解するのではなく、丁度、一〇条b項およびRule 10b-5の下で違法とされる行為が、コモン・ローの詐欺の概念によって拘束されることなく、立法目的に照らして緩やかに解されてきたのと同じように、証券取引の特質と証券取引所法の目的に調和した解釈がなされている。Rule 10b-5の下における民事責任の問題は、これらの要件がどのように緩和されるかは厳格化されてきたかという問題であるといつてよい。

取引の当事者がお互に直接に相対して行われる通常の取引(direct-personal or face-to-face transaction)においてRule 10b-5違反が問題とされる場合には、それが右のような訴権の要件を満たしているか否かについてはとくに問題を生じない。しかしながら、これが証券取引所のような公開市場における取引について問題となる場合には特別な考慮が必要となってくる。公開市場における取引の特色は、当事者が直接相対せず、当事者の個

性が取引にとって重要な意味をもたない点にある。すなわち、間接的、非個人的取引 (indirect-impersonal transaction) である。そこでは当事者は自らのイニシヤティブと状況の判断に基づいて行動するのであり、通常、自己の取引の相手が誰であるかは知らないかあるいは知りえないものであり、一般的にはそれは重要な意味をもたない事項である。ここでは *privacy* が欠けており、信頼を問題にすることは無意味であり、因果関係は不確定であるのが普通である。このような特色をもつ取引において、私人による損害賠償請求権の要件をどのように考えるべきかということが、テキサス・ゴルフ・サルファ判決を契機にして具体的に提起された問題であり、ひいては、Rule 10b-5の下における私訴権の性格や機能、さらには、有効な救済方法について新めて議論を生じ、これについての立法論を生ずる原因ともなった。

注

(33) 本稿一〇(琉大法学第二二号六四頁)参照。

(34) この点に、黙示の民事責任が明示の民事責任よりもより重要な意味をもた、いわゆる連邦会社法 (Federal Corporation Law) の生成を問題にするまでになった原因の一つがある。3 L.Loss, *Securities Regulation 1759* (1961 hereinafter cited as Loss), 6 Loss, at 3867. ロス「合衆国における過去および将来の証券取引規制の概要」ロス・矢沢「アメリカと日本の証券取引法上巻(昭和五〇年)一四頁以下、Fleischer, "Federal Corporation Law": An Assessment, 78 Harv.L.Rev. 1146 (1965) 矢沢訳「連邦会社法」一つの評価」(一九六六)「アメリカ法九頁。Rule 10b-5の下で私訴権を認めることの意味を強調する文献として Comment, *The Prospects for Rule X-10B-5: An Emerging Remedy for Defrauded Investors*, 59 Yale L.J. 1120 (1950)

なお Ruder, *Civil Liability under Rule 10b-5: Judicial Revision of Legislative Intent?*, 57 Nw. U.L.Rev. 627 (1963);

Ruder, *Pitfalls in the Development of a Federal Law of Corporations by Implication through Rule 10b-5*, 59 Nw. U. L. Rev. 185 (1964) は、証券取引法一〇条A項の下で私訴権を認めるとは議会の意思を正確に「反面するものではない」と裁判所が Rule 10b-5 の下で黙示の民事責任を認めることは事実上民事責任を創造することであり、本来それは立法によるべきであることを主張しており、Luder 教授のこの立場はその後一貫して主張され、テキサス・ガルフ・サルファ事件の進展とともに、立法の具体的提案となり主張されることとなる。Luder, *Corporate Disclosures Required by Federal Securities Laws: the Codification Implications of Texas Gulf Sulphur*, 61 Nw. U. L. Rev. 872 (1967) ; Luder, *Texas Gulf Sulphur—the Second Round: Priority and State of Mind in Rule 10b-5 Purchase and Sale Cases*, 63 Nw. U. L. Rev. 423 (1968)

Luder 教授の見解に対する批判として Joseph, *Civil Liability under Rule 10b-5 - A Reply*, 59 Nw. U. L. Rev. 171 (1964) 。ロス教授は Luder 教授の論文を able essay として掲げているが (6 Loss, at 3556) 、私訴権を認めた Kardon ティースをくつがえすことは、差別教育に関する判例をくつがえすようなものだと評している。Cary, *Israels & Loss, supra* n.18, at 867.

(56) Note, *Implied Liability under the Securities Exchange Act*, 61 Harv. L. Rev. 858, 860 (1948) ; 1 Bromberg, *Sec. 2.2* (400) - (420) ; SEC Securities Exchange Release No. 3230 (1942).

(9) 6 Loss, at 3871-3873, Anno., *Civil Action by Private person under Section 10 (b) of Securities Exchange Act of 1934*, 37 ALR 2d 649.

(37) Ernst & Ernst v. Hochfelder, \_\_\_\_\_ U.S. \_\_\_\_\_, 96 S. Ct. 1375, 1382 (1976) おりこのケースは「それまでの下級審判決の Rule 10b-5 適用拡大の傾向に対して、その要件を嚴格に解釈することによって歯止めをかける」という最近の最高裁判所の

姿勢を示す代表的判決の一つである。ただ、Rule 10b-5の下で私訴権が認められること自体は、確立された (well established) かのと認めべきである。4 Bromberg, *New Matter* Sec.2.4(c)。このケースの解説として、『抽稿』(一九七七一)アメリカ法三二二頁以下。

(88) 3 Loss, at 1757-1763, 1 Bromberg, Sec.2.4 (1).

(89) Restatement, Torts, Vol.2, Sec.286 (1934) 註(1)の注を参照せよ。

Sec.286. Violations Creating Civil Liability. The violation of a legislative enactment by doing a prohibited act, or by failing to do a required act, makes the actor liable for an invasion of an interest of another if :

- (a) the intent of the enactment is exclusively or in part to protect an interest of the other as an individual; and
- (b) the interest invaded is one which the enactment is intended to protect ; and
- (c) where the enactment is intended to protect an interest from a particular hazard, the invasion of the interest results from that hazard ; and
- (d) the violation is a legal cause of the invasion, and the other has not so conducted himself as to disable himself from maintaining an action.

(40) *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp. 512,514 (E.D.Pa.1946)

(41) 証券取引所法一九三四年項(1)の注を参照せよ。

Sec.29 (b) Every contract made in violation of any provision of this title or of any rule or regulation thereunder, and every contract ..... the performance of which involves the violation of, or the continuance of any relation-ship or practice in violation of, any provision of this title or any rule or regulation thereunder, shall be void (1) as regards the rights of any person who, in violation of any such provision, rule or regulation, shall have made or en-

gaged in the performance of any such conduct .....

- (37) Kardon v. National Gypsum Co., *supra* n.40 at 512.
- (38) 3 Loss, at 1764-1765
- (39) Comment, *Civil Liability under Section 10B and Rule 10b-5: A Suggestion for Replacing the Doctrine of Privity*, 74 Yale L.J. 658, 661 (1965)
- (40) 3 Loss, at 1430
- (41) Comment, *supra* n.44 at 666
- (42) 雑要 3 Loss, at 1763-1771 ; 6 Loss, at 3869-3890, Bromberg, vol.3
- (43) 2 Bromberg, Sec.7.1 ; 3 Bromberg, Sec.8.1; Painter, at 103-129; Comment, *supra* n.44, at 662 note 27.