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　―内部者の民事責任を中心として―（二）

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/20.500.12000/2269

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――〔二〕

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（以上前号）
(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（以上本号）
(三)　Cady, Robertsおよび Texas Gulf Sulphur ケースの意義
二　内部者の民事責任
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

(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　一九三三年証券法（the Securities Act of 1933）をはじめとする一連のいわゆる連邦証券諸法[1]は、証券取引に関連する虚偽表示や詐欺となる行為を禁止する規定―詐欺禁止規定（antifraud provisions）―を設けた。証券取引に関連して行われるこれらの不正行為に対しては、それまで、コモン・ロー上の法理、とくに不法行為法上の詐欺（fraud or deceit）の法理によって被害者の救済がはかられてきた。内部者取引が、重要な事実の不開示として、コモン・ロー上の詐欺となるのではないかという観点から問題とされてきたことについては、これまでみた通りである[2]。このコモン・ローを背景に連邦証券諸法の詐欺禁止規定が定められたわけであるが、これらの規定の中で使用されている文言からしても、禁止行為（詐欺）の成立要件に関する基本的な問題が、コモン・ローのそれと同じであることは明らかであり、これらの規定の解釈について、常に、コモン・ローとの対比が問題とされたのは当然のことであった[3]。その際、連邦証券諸法が制定されるに至った背景からして[4]、これらの規定の解釈については、詐欺に関するコモン・ローのもっともリベラルな見解に依るべきことが合理的であるとされ、さらには、裁判所はしばしば、これらの規定の定める詐欺は、必ずしもコモン・ローにおいて詐欺となる場合に限るものではないという見解をとってきた[5]。連邦証券諸法がとくに民事責任に関する明文規定を設けた理由の一つは、虚偽表示や不開示の場合に関するコモン・ローの救済が不充分であることが明白であったことであるといわれる[6]。連邦証券諸法の詐欺禁止規定の解釈について、それまでの判例や学説のうえにたって、その解釈は、コモン・ロー上の概念によって厳

格になされるべきではなく、立法の目的に照して緩やかになされるべきことを明言し、その後の判例に一つの指針を与えたものとしてSEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. ケース[7]における連邦最高裁判所の見解がある。

本件は、投資顧問として登録された者（registered investment adviser）が、顧客に対して或る特定の証券を推奨する前に、自己の計算でその証券を買入れ、推奨後証券の値上りをまって当該証券を売付けることによって利益を得る行為―取引界でscalping　として知られている行為―を、顧客に黙ってなすことが、投資顧問法の詐欺禁止規定[8]に違反するかどうかが争われたケースである。SECは、投資顧問法の目的を達成するためには、将来の顧客への証券の推奨に際しては、推奨に先だって当該証券を買付けたことおよびそれを推奨後売付ける意思のあることを顧客に知らせなければならないとして、その開示を求める予備的差止命令（preliminary injunction）　を求めた。これに対して連邦地方裁判所は、投資顧問法で使われている詐欺（fraud or deceit）という文言は、法技術的意味（in their technical sense）に使われており、したがって、その要件が立証されなければならないが、SECは、本件で要件と考えられる投資顧問に顧客に対する侵害の意思があったこと、または、顧客に実際の金銭的損失があったことを証明していないとして、請求を棄却した。第二巡回区控訴裁判所も地方裁判所の判断を支持したが、最高裁判所は、立法の解釈の問題について判断するために裁量上訴（certiorari）を認めた。問題は、投資顧問法でいう詐欺を法技術的意味に厳格に解すべきか、あるいは、より緩かな、修正的解釈をなすべきかということであった。[9]

最高裁判所の判決は、まず、投資顧問法がいわゆる連邦証券諸法の最後の一つであることを指摘したのち、[10]これらの制定法の基本的目的について、

「これらの制定法に共通する基本的目的は、買主注意せよの原理（philosophy of *coveate emptor*）に代え

て完全開示の原理（philosophy of full disclosure）をとることによって、証券界における高い企業倫理を達成しようとするものである」[11]

と述べている。続いて、投資顧問法の制定にいたる過程の分析から、同法は、議会が、投資顧問が顧客に対して投資勧告をする場合の両者の関係に存する或る種の信任的性質（fiduciary nature）を認識し、投資顧問が公平無私な投資勧告をなすことを妨げるようなすべての利害の衝突の可能性を取り除くか、あるいは、少くともそのような利害の衝突のある場合は、その事実を明白ならしめようとする意図を反映したものであって、議会が裁判所に対して、同法の定める詐欺的行為を禁止する権限を与えるについて、侵害の意思および顧客の現実の損害の証明を要件とする意図を有していたと解することは、投資顧問法の右のような明確な目的を破棄することになると結論づけている。[12]

右のような結論は、なんらコモン・ローの価値を減ずるものではなく、裁判所がコモン・ローの詐欺の法理を我々の社会の商取引に適合せしめるためにとってきた方法の中に、これを支持する根拠を見出すことができるとして、その理由をつぎのように述べている。

「コモン・ローの詐欺の内容は、下級審が考えているように静止した状態のままであるのではない。それは、例えば、求められている救済（relief）の性質、当事者間の関係および問題となった商品によって変化してきた。衡平法上の、あるいは予防的な救済（equitable or prophylactic relief）を求める訴訟においては、金銭的損害賠償請求訴訟において要求されるすべての要件を立証する必要はない」[13]

「さらに、また、受任者（fiduciary）―議会は投資顧問をそのようなものと考えている―に対する訴訟においても、通常の対等者間の取引（an arm's length transaction）の当事者に対する訴において要求される要

件のすべてを立証する必要はない。裁判所は受任者に対して、顧客を誤解に導かないように充分な注意をはらう義務を課すと同時に、最大の誠意を尽くし、重要な事実を完全かつ公正に開示する義務を課してきた[14]」

議会が投資顧問の詐欺行為を禁止する法律を制定するに際して、右のようなコモン・ローの法理の発展を知らなかったはずはなく、したがって、かりに、詐欺に関するコモン・ローを法典化したとする下級審の見解をとったとしても、議会は、裁判所が受任者による証券詐欺の防止という目的のためにコモン・ローを適合せしめてきたと同じように、コモン・ローを補修したうえで（remedially）法典化したのであって、対等者間における土地や通常の動産取引に関する訴訟で伝統的に適用せられてきたように、コモン・ローを単に法技術的に（technically）法典化したのではないと結論づけることが論理的であろうとする[15]。

右のような分析のうえにたって、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の解釈について、つぎのような一般的指針を明らかにした。

「議会は、一九四〇年の投資顧問法が、詐欺回避の目的（the purpose of avoiding fraud）のために制定された他の証券立法と同じように、法技術的、制限的に解されるのではなく、その補修的目的（remedial purpose）を遂行するために緩かに（flexibly）解されることを意図したのである[16]」

本件で示された右の見解は、投資顧問法のみならず他の連邦証券諸法の詐欺禁止規定の解釈についての基本方針をも示したものと理解され、その後の判例に大きな影響を与えることになる。とくに、テキサス、ガルフ、サルファ判決をはじめ、連邦証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5の適用拡大について重要な意味をもった判例に対する影響が大きく、これらの判例の多くが、その解釈の指針として右の見解を援用している[17]。その意味で右の見解は、Rule 10b-5の適用拡大を支えた指導理念（guiding philosophy）であるといってよい[18]。その内

容を要約するならば、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の解釈は、投資家保護という法の第一義的目的と、詐欺に関しては既にコモン・ローが存することを前提に、さらにそのうえにこれらの規定が設けられたという事情を考慮してなされるべきであり、文言の解釈も、法技術的、制限的にではなく、緩かに、修正的になされるべきであるということである。

Capital Gains ケースは、このように重要な意義をもつものであったが、これに関しては、なお、つぎの二点を注意しておく必要がある。第一は、このケースが、SECが差止命令を求めたケースであって、私人による損害賠償請求事件ではなかったという点である。何故なら、判決が詐欺禁止規定の解釈について必ずしもコモン・ロー上の詐欺の要件によって拘束されないとする見解をとったことについては、そこで求められている救済が、SECによる差止命令の申立という予防的性格を有するものであったことが重要なウェイトを占めていると思われるからである。[19] もっとも、Capital Gains 判決が、救済の性質を重視したことについては批判的な評価がありうるし、[20] 同判決で示された見解は、Rule 10b-5 の下における私人による損害賠償請求事件の判決にも承継されることになるが、[21] のちに述べるように、その結果がRule 10b-5 の下における救済方法の問題をあらためてクローズアップすることになることを考えると、Rule 10b-5 の適用拡大を支えた指導理念を示した判決が、SECの差止命令の申立に関するものであったことは、とくに注意しておく必要があると思われる。第二は、Capital Gapins 判決が示した右の指導理念そのものが、Bromberg 教授によってRule 10b-5 の適用範囲を示す理念としては、ほとんど過ぎ去った(almost gone)ものであるとされていることである。[22] これは、Rule 10b-5 の適用状況について、一九六〇年代のほとんどとどまるところを知らない適用拡大現象から、一九六〇年代の終りから一九七〇年代の初めにかけて、具体的な裁判の過程で、証明の基準や救済方法をめぐって、適用の限界が注

意深く考慮され始めたと述べたこととの関連で指摘されたものであってRule 10b-5 が新しい局面を迎えたことを示すものとして注目される。[23]

(2)　証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5 と内部者取引　証券取引所法一〇条b項および同条に基づくRule 10b-5 は、証券法一七条a項および証券取引所法一五条(c)(1)項（とくに、同条に基づくRule 15c1-2）と並んで、主要な一般的詐欺禁止規定の一つであり、Rule 10b-5 制定の直接の目的は、一般の個人や会社が証券の買付（purchase）に際して詐欺行為をなすことを禁止することによって、SECの監督、執行下にある、証券取引における詐欺行為からの保護の面における抜け穴（loophole）をとざすことであった。[24] すなわち、一般的詐欺禁止規定ですでに存在していた証券法一七条a項は、証券の売付（sale）における詐欺行為を禁止し、証券取引所法一五条(c)(1)項（およびRule 15c1-2）は、ブローカー、ディーラーの証券取引所以外（otherwise than on a national securities exchange）での証券の買付または売付（purchase or sale）における詐欺行為を禁止するもので、これらの規定の下では、SECの規制は、ブローカー、ディーラー以外の者の証券の買付、およびブローカー、ディーラーの証券取引所における売買に関する詐欺行為にはおびえなかった。このギャップをうめることにRule 10b-5 制定の意義が存した。[25] Rule 10b-5 制定の直接の動機は、このように、SECに詐欺的買付（fraudulent purchases）に対する規制権限を与えることにあったのであるが、[26] この規定が内部者取引規制の根拠とされ、さらに、この規定に基づく私的訴権が裁判所によって認められることによって、[27] Rule 10b-5 は、制定当初はおそらく予想もしなかったような役割を果すことになる。[28]

証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5は、広く証券の買付および売付に関して詐欺となる行為を禁止するもので、いわゆる内部者取引についてとくに規定するものではない。[29] しかしながら、前述の通り、[30] 証券の売買に

おける内部者の重要事実の不開示がコモン・ロー上の詐欺という観点から問題とされ、その法理が、全体的には内部者の開示義務と不開示の場合の責任を認めるという方向で発展してきているという状況を背景にして、Rule 10b-5 を解すれば、取締役や役員などのいわゆる内部者が重要事実を開示せずに株主との間で自社株の売買をすることは、当然、この規定が禁止する詐欺的行為（any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person）に当るとされ、内部者取引がRule 10b-5の適用の対象とされるようになった。[31] SECは、一九四三年に、証券取引所法によって与えられた調査権限に基づく調査結果の公表の中で、重要事実を開示せずに株式を買付けることがRule 10b-5 違反となるという見解をはじめて明らかにし、[32] 判例においても、一九四七年のKardon ケース[33]をはじめとして、いわゆる内部者取引がRule 10b-5 違反の問題として取扱われるようになった。その際裁判所は、この規定の解釈について、それが連邦証券諸法の詐欺禁止規定の一つであることから、前述の通り、[34] 必ずしもコモン・ローの概念によって制約されるものではなく、立法目的に照して緩やかに解すべきであり、内部者取引についても、この規定の下で、内部者に、より厳格な、信任的義務（fiduciary-type obligation）が課されることになったという見解をとった。[35] その意味で、Rule 10b-5 は、証券取引における詐欺的行為、とくにいわゆる内部者取引を規制する法理の発展について多くの可能性を提供する新しい根拠として重要な意味をもつことになった。しかしながら、Rule 10b-5 がすべての人のすべての詐欺的行為を禁止するという包括的規定であることが、一方では、規制の拡大を可能ならしめるものとなったが、他方では、その限界をどのように定めるかという問題を提起することになった。従来のコモン・ローを背景に、Rule 10b-5 の下で内部者取引の違法性、この場合は内部者の開示義務の存在をどのように説明するかということが新しい課題として提起されたといってよい。この点で代表的なものとされるのが、

取引地位の対等化（equalization of bargaining position）という原理を提示した Speed v. Transamerica Corp.ケース[36]におけるLeahy 判事のつぎの見解である[37]。

「多数株主のような内部者が、多数株主にはその内部者たる地位の故に知られているが、売主である少数株主には知られていない、株価に影響を与え、かつ、売主の判断にも影響を与えるであろうような重要な事実を開示することなく、少数株主の株式を買付けることは違法である。開示義務は、会社の内部者がその地位を利用して、情報を知らされていない少数株主から不当な利得をすることを妨げる必要から生じたものである。それは、そのような取引において、少数株主が情報を知らされたうえで判断をなしうるようにするために、或る程度、取引地位を対等化しようとする試みである。或る裁判所は、これを信任義務（fiduciary duty）と呼び、他の裁判所は、これが特別事情（special circumstance）によって課された義務であると述べている。一九三四年証券取引所法の主たる目的の一つは、会社の役員や主要な株主が情報を知らされていない一般株主の犠牲において、彼等自身の財産的利得のために、内部情報を使用することを禁止することにある[38]。」

Leahy 判事の右の見解は、確かに、Rule 10b-5 の下における新しい一般原理を示したもので、証券取引における多様な不正行為を規制しうる有力な原理であるといってよい。ただ、それは、あくまでも基本的な原理（underlying principle）を示したものであって、その具体的適用については、ケース、バイ、ケースによって解決しなければならない問題を残していた[39]。

証券取引に関連する詐欺的行為に対する規制は、右のように、証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5 という新しい根拠規定と連邦証券諸法の目的、具体的には投資家保護という理念を与えられて新たな展開をとげることになった。ただ、右の規定が適用されはじめた時期に、その適用範囲をめぐって議論された問題のうち、閉

鎖会社への適用の可否[40]と右の規定とコモン・ローとの関係[41]に関する問題は、今日の時点からみても重要な問題を含んでいるということを指摘しておきたい。

注

(1) 一九三三年から一九四〇年までの間に制定された六つの独立した制定法、すなわち、一九三三年証券法、一九三四年証券取引所法(the Securities Exchange Act of 1934)、一九三五年公益事業持株会社法(the Public Utility Holding Company Act of 1935)、一九三九年信託証券法(the Trust Indenture Act of 1939) 一九四〇年投資会社法(the Investment Company Act of 1940)および一九四〇年投資顧問法(the Investment Advisers Act of 1940)を指す。

(2) 本稿一、(一)(琉大法学第二一号七二頁以下)

(3) 3 L. Loss, Securities Regulation, pp. 1430, 1435 (1961, hereinafter cited Loss)

(4) 一九二九年一〇月の株式市場の大崩壊とそれに続く長期の不況が連邦の証券規制の必要性をもたらし、これが連邦証券諸法の制定となったこと、および、立法に際してその基本原理(philosophies)について争いがあり、結局、基本的には開示主義(disclosure philosophy)が採られるに至った経緯について 3 Loss, at 119-128 参照。連邦証券諸法制定の理由およびその基本理念については、ルーズベルト大統領によって、一九三三年三月二九日の教書の中でつぎのように述べられている。

「私は議会に対して州際通商における投資証券の取引に対する連邦の監督のための立法を勧告した。

多くの州の立法にもかかわらず、一般大衆は過去において、証券を売付ける多くの個人や会社の側における、反倫理的な、不誠実な行為によって、ひどい損失を蒙ってきた。

もちろん、連邦政府は、新たに発行される証券が、その価値が持続されるとか、あるいは、その表象している財産が利益をもたらすとかいう意味において健全であるということを承認し、あるいは保証すると解されるような行為をなすことはで

きないし、また、なすべきでもない。

しかしながら、州際通商において売付けられる新たな証券の発行がすべて、充分な公表と通知を伴うべきであること、および、発行に伴う本質的に重要ないかなる要素も、買手たる公衆に対して隠されていないことを強く主張する責務が我々に課されている。

この提案は、買主危険負担（caveat emptor）という古来のルールに対して、さらに、「売主をも注意せしめよ "let the seller also beware"」という原理をつけ加えるものである。それは売主に対して、すべての真実を語る義務を課すものである。それは誠実な証券取引を促進し、それによって、公衆の信頼をとり戻すためのものである。

私が示唆している立法の目的は、誠実な業務に出来るだけ干渉することなしに公衆を保護することである。

これは、投資家と預金者保護という我々の広い目的における一つの段階にすぎない。このあと、証券取引所において取引されるすべての財産の売買をよりよく監督するための立法および銀行や他の会社の役員や取締役の側における反倫理的な危険な行為を矯正するための立法が続かなければならない。

我々が求めているのは、銀行や会社を管理する者や他人の金（other people's money）を管理したり使用したりするその他の代理人は、他人に対する受託者（trustees）であるという古来の真理の確かな理解へ復帰することである。」

Ibid, at127

(5) 3 Loss, at 1435, Comment, *The Prospects for Rule X-10B-5: An Emerging Remedy for Defrauded Investors*, 59 Yale L. J. 1120, 1142 (1950)

(6) Comment, *supra* note 5, at 1123 なお、虚偽表示や不開示に適用されるコモン・ローの内容およびその欠陥を指摘し、それとの関連で連邦証券取引所法の民事責任規定の意義を明らかにしたものとして、*Ibid*, at 1123-1133。この点については直接

には、一九三三年証券法の民事責任規定について述べられたものであるが、連邦証券諸法の民事責任規定の性格をコモン・ロー上の法理との関連で述べた重要な文献として、Shulman, *Civil Liability and Securities Act*, 43 Yale L. J. 225 (1933) がある。

(7) 375 U. S. 180, 84 S. Ct. 275 (1963)

(8) 問題となった規定はつぎのように定めている。54 Stat. 852, as amended, 15U. S. C. (Supp. IV) sec. 80b-6

It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly ——

(2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client ;

(9) 357 U.S. 180, 181-186, 84 S. Ct. 275, 277-279 (1963)

(10) 注(1)参照

(11) 357 U. S. 181, 186, 84 S. Ct. 275, 280 (1963) なお、注(4)参照

(12) *Ibid*. at 187-192, at 280-283.

(13) *Ibid*. at193, at 283

(14) *Ibid*. at 194, at 284

(15) *Ibid*. at195, at 284

(16) *Ibid*. at 195, at 284-285

(17) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 258 F. Supp. 262, 277 (1966), SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d

833, 855 (1968), Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U. S. 6, 12 (1971), Affiliated Ute Citizen v. United States, 406 U. S. 128, 151 (1972), Shapiro v. Merrill Lynch, pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 228, 235 (1974)

(18) Bromberg, *Are There Limits to Rule 10b-5?*, 29 Bus. Law 167, 168-169 (1974)

(19) 357 U. S. 180, 193, 84 S. Ct. 275, 283 (1963)

(20) *The Supreme Cout, 1963 Term*, 78 Harv. L. Rev. 143, 294 n. 12 (1964)

(21) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 228 (1972) なお、本稿三参照

(22) Bromberg, *supra* note 18, at 168

(23) *Ibid.* at 167

(24) SEC, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 3230 (May 21, 1942)

(25) 3 Loss, at 1423-1427, Comment, *supra* note 5, at 1137-1138

(26) Rule 10b-5 制定の直接の経緯については、アメリカ法律家協会の会社、銀行、企業法部会（Amerian Bar Association, Section of Corporation, Banking & Business Law）による連邦証券法の法典化に関する会議において、当時、SECのstaff attorney の一人であったM. Freeman によって明らかにされている。22 Bus. Law 793, 922 (1967)。なお、1 A. Bromberg, Securities Law : Fraud SEC Rule10b-5, Sec. 2.2 (410) (420) (1975, hereinafter cited as Bromberg）参照

(27) 本稿二参照

(28) 1 Bromberg, Sec. 2.2 (420)。なお、これが、連邦会社法（Federal Corporation Law）の発展の原因となったことにつ

き、ロス「合衆国における過去および将来の証券規制の概観」ロス＝矢沢・アメリカと日本の証券取引法上巻（昭五〇）一五頁、フライシャー（矢沢訳）「連邦会社法、一つの評価」（一九六六―一）アメリカ法九頁参照。

(29) 証券取引所法一〇条b項はつぎのように定めている。

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

(b) To use or employ, in connection with the 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. Sec. 78j (b) (1970)

Rule 10b-5 はつぎのように定めている。

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

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) 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

(c) To engage in any act, practive, 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. Sec. 240. 10b-5(1976)

(30) 本稿一(一)(琉大法学第二一号七二頁以下)参照

(31) 連邦の立法である証券取引所法一〇条b項に基づくRule 10b-5が、連邦法(federal law)に従って解釈されることになるのは明白であり、コモン・ロー上のいわゆる特別事情原則を採った代表的判例とされるStrong v. Repide ケースが連邦最高裁判所の判決であることからして、Rule 10b-5の解釈は、すくなくとも、この原則のうえにたってなされるべきものと考えられた 3 Loss, at 1448 n. 10

(32) Ward La France Truck Corp., 13 S. E. C. 373(1943), Note, *SEC Action Against Fraudulent purchasers of Securities*, 59 Harv. L. Rev. 769(1946) この事件は、会社(Ward La France Truck Corporation)の支配株主でもある役員が、会社の利益が先の財務報告以後大幅に改善されていること、役員の持株が高い価格で第三者に売却される交渉が進行中であること、会社に清算の予定があり、その結果、少数株主に一株当り相当の金銭が支払われることになることを開示せずに、ブローカー、ディーラーを通じて、会社をして、会社が買主であることを知らない少数株主から株式を買付けさせたことに対して、SECが証券取引所法二一条によって与えられた権限に基づいて調査を開始したものである。SECの調査開始後、役員および会社は、株式を売付けた株主に対して一定額の金銭を支払うことに同意したため、結局、訴訟には至らなかったが、SECはその調査結果を公表し、右の行為がRule 10b-5に違反するものであるという見解を明らかにし、そのような場合、役員の側に開示義務が存することを強調した。

(33) Kardon v. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798(E. D. Pa. 1947), Note, *Duty of Disclosure in Purchasing Shares*, 46 Mich. L. Rev. 680(1948) 神崎・証券取引規制の研究(昭四三)一〇三頁以下。このケースは、原告二人と被告二人の四人で全株式を所有し、四人が取締役会を構成する閉鎖会社に関するもので、被告取締役が会社の財産を第三

者に売却する交渉をしたのち、原告にそのことを知らせないで、原告の全持株を買付け、そのあとで右の交渉を成立せしめて利得したことに対して、原告が Rule 10b-5 違反を理由に利得の支払を求めて訴えたものである。判決は、証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5 の適用についてつぎのように述べている。

「いかに合理的で自由な解釈の下においても（under any reasonably liberal construction）、これらの規定は、他の者から会社の株式を買付けるに際して、その地位の故に知りえた事実で、他の取引当事者の判断に重大な影響をおよぼす事実を開示することを怠った取締役や役員に適用される」73 F. Supp. 798, 800.

なお、このケースは、証券取引所法一〇条b項の下で、いわゆる黙示の私訴権（implied private right of action）が認められることをはじめて明らかにしたものとしても重要な判例である。この点については、本稿二参照。

(34) 本稿一(二)(1)(本誌六四頁以下)参照

(35) Comment, *supra* note 5, at 1142, Note, *Fiduciary Duties : Application of SEC Rule X-10B-5 to Prevent Nondisclosure in the Sale of Corporate Securities*, 39 Calif. L. Rev. 429, 433 (1951)

(36) 99 F. Supp. 808 (D. Del. 1951). 本件の事実関係は、A社の多数株主であった被告（Transamerica Corp.）が、会社の在庫葉タバコの売却価格が、公表された財務報告の平均的帳簿価格よりもはるかに高くなっているということが、少数株主には知らされていない間に、会社の解散、清算等によって、在庫品の職貴した価値を利得しようという意図の下に、右の事実を開示せずに、少数株主から株式を買付け利得したというものであった。この事実の下で、Transamerica 社を相手にいくつかの訴訟が提起されているが、その一つで、同社に株式を売付けた者の一人であるCeller が、コモン・ロー上の詐欺訴権に基づいて訴えたのに対して、本件と同じLeahy 判事は、Charter State の法がいわゆる多数説（majority rule）に依っていることを理由に、Transamerica 社に開示義務なしとして、被告のためのSummary Judgement

を認めたGeller v. Transamerica Corp., 53 F. Supp. 625 (D. Del. 1943)。その後、本件の原告がRule 10b-5 違反を理由に訴えたのに対して、本文で述べた理由により、原告の主張を認めたわけである。したがって本件はRule 10b-5 の有効性を示すものとしても意義を有するものである。

(37) 3 Loss, at 1458-1460, 1 Bromberg, Sec. 3. 2. (300), 3 Bromberg, Sec. 12. 2 神崎、前掲書注(33)一〇四頁参照

(38) 99 F. Supp. 808, 828-829 (D. Del. 1951)

(39) Kohler v. kohler Co., 319 F. 2d 634, 7 ALR 3d 486, 493 (7th Cir. 1963) この判決は、証券取引所法一〇条b項および、Rule 10b-5 の下における会社内部者の不開示の問題について、つぎのように述べている。

証券取引所法一〇条b項をRule 10b-5 によって同条項に加えられた解釈の下で考察し、これらの規定を取扱った判決に照らして、適用せられるべき法的基準（legal criteria）を求めるならば、一〇条b項が「普通に詐欺の象徴とされる故意かつ不正に虚偽の表示をしたり、重要な事実を隠したりすること以上のことを意味していたこと」は明らかであり、「いわゆる会社内部者（insiders）と内部者と会社の証券を取引する外部者（outsiders）との間に対して、単に、一般に詐欺的行為と思われていることをしないということと以上に厳しい義務を課することになるような、信任関係（fiduciary relationship）を形成することを意図していた」ことは明らかである。そうであるならば、問題は、これらの義務の範囲如何ということである。それは、抽象的基準によるのではなく、個々の事例ごとに、ケース、バイ、ケースによって決しなければならない。*Ibid.* なお、*Corporate Insider's Nondisclosure of Information to Seller or Purchaser of Corporation's Stock As Manipulative or Deceptive Device Prohibited by Sec. 10 (b) of the Securities Exchange Act of 1934*, 22 ALR 3d 793 参照

(40) 証券取引所法一〇条b項およびRule 10b-5 は、取引所取引や店頭取引のような組織化された市場における取引のみならず、

いわゆる閉鎖会社（close corporation）の株式取引にも適用されるのかという問題で、閉鎖会社の株式取引が問題となった事件（Kardon　ケースはこの点でも代表的である）で裁判所は、すべてこれを積極的に解しており、むしろ、Rule 10b-5　の下における法理の発展にとって重要な意味をもつ初期の判決は、閉鎖会社の株式取引に関するものが多かった。3 Loss, at 1466-1467, 1 Bromberg, Sec. 2. 2 (451)　これに対する批判的見解として、Note, *supra* note 32, at 775, Note, *Fraudulent purchase of Nonregistered Shares of Closely-held Corporation Is Violation of Sec. 10(b)*, 64 Harv. L. Rev. 1018 (1951) なお、Latty, *The Aggrieved Buyer or Seller or Holder of Shares In a Close Corporation Under the S. E. C. Statutes*, 18 Law & Contemp. Prob. 505 (1955) は、この問題を詳細に論じており、これが連邦と州の権限に関する中央集権主義と地方分権主義にかかわる問題であることを指摘していることは注目される *Ibid.* at 512。この問題の注釈として、*Duty and Liability of Closely Held Corporation, It's Directors, Officers, or Majority Stockholders, in Acquiring stock of Minority Shareholder*, 7 ALR 3d 500 がある。

(41) Rule 10b-5 の解釈は、必ずしもコモン・ローの概念によって制約されることなく、立法目的に照らして緩かになされるべきであるとされたことから、コモン・ロー上の詐欺訴権が成立する場合にはそれによるべきであり、Rule 10b-5 を適用すべきではないのではないかという問題であり、地方裁判所の判決の中にただ一つだけではあるが、この場合にRule 10b-5 の適用を否定した判決があったBeury v. Beury 127 F. Supp. 786 (S. D. W. Va. 1954)。この判決の結論は正しくないと思われるが、ただ、これも裁判所が、Rule 10b-5 の適用範囲を画する基準を模索した結果の現われであると解すれば無視出来ない意味をもつものだと思われる。このケースのノートとして、Note, *No Federal Jurisdiction Over Rule X-10B-5 Actions When Common Law Liability Exists*, 68 Harv. L. Rev. 1290 (1955), Note, *Fraud of Corporation Officers As Violation of Securities and Exchange Act of 1934*. 54 Mich. L. Rev. 149 (1955)