

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— (一)

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/20.500.12000/2271

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 — [一]

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 (以上本号)

(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

(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

序論 アメリカにおける内部者取引規制の発展の概略と問題点

取締役など会社の内部者(Insider)が、証券の価値に重大な影響を有する情報で、未だ一般には公表されていない情報(内部情報 - inside information)に基づいて証券の取引をなすこと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)は、証券取引における当事者間の公平さを害うばかりでなく、証券取引全般に対する不信を招き、証券市場の健全な発達の障害となるものであって、その規制の必要性は各国において認められ、わが国においても、規制の強化ないし法改正の必要性が指摘されてきており、法務省が行った会社法改正に関する意見照会の中でも取上げられ、これに関する法律私案も提案されるに至っている。⁽⁴⁾⁽⁵⁾

内部者取引に関する規制は、アメリカにおいて最も発展をとげており、その内容はわが国でもすでに数多く紹介されているばかりでなく、⁽⁷⁾最近の判例およびそれを集約したともいえる連邦証券法典案の規定(American Law Institute, Federal Securities Code, Tentative Draft No. 2, Secs. 1303, 1402)に、龍田教授によつて提案された法律私案にも大きな影響を与えている。⁽⁸⁾したがって、内部者取引に関するアメリカ法の研究は、会社法および証券取引法がアメリカ法の影響を強く受けているわが国においてとくに意義を有することはもちろん、より直接的には、法律私案という形で具体化された内部者取引に関する法改正の問題を論ずるに際して、基礎資料を提供するという重要な意義を有するものである。

アメリカにおいて内部者取引は、当初、コモン・ロー上、内部者が内部情報を取引の相手方に開示しないで取引することが契約法および不法行為法上の詐欺(Fraud)とならないかという点で問題とされた。信任関係

(fiduciary relationship) の法理の適用によって、コモン・ロー上も内部者の責任を認める傾向を強めていたが、その法理の適用についていくつかの難点が存し、とくに取引所を通して行われる典型的内部者取引の場合にその欠点が顕著に現われた。⁽⁹⁾ このようなコモン・ローの状態を背景に、その後の内部者取引のめざましい発展の根拠とされたのは、連邦証券取引所法(the Securities Exchange Act of 1934) 10条 b 項⁽¹⁰⁾および同条に基づいて証券取引委員会(Securities Exchange Commission-SEC)によって制定された Rule 10 b-5⁽¹¹⁾であった。これらの規定は、証券の売買に関してひろく一般的に詐欺となる行為を禁止する証券関係法上のいわゆる一般的詐欺禁止規定(general antifraud provisions)の一つであつて、とくに内部者取引について規定しているわけではないが、内部者取引がこの規定の禁止する詐欺的行為に当ることは明白であると解されることにより、⁽¹³⁾ 内部者取引がこれらの規定の対象とされて以来、これらの規定の文言が包括的であることと相まつて、⁽¹⁴⁾ 内部者取引の規制は、コモン・ロー上の法理の限界をこえて著しく強化されることになつた。さらにその発展を促したのは、これらの規定の違反に対して、いわゆる黙示の私訴権(implied private right of action) が判例によって認められたことであつた。証券取引所法は、同法の規定に違反した者に対する措置として、刑事および行政的措置(同法一九、二一、三二条)およびSECに対して裁判所の差止命令(injunction)を求める権限を認めている(二一条 e 項)ほか、他の特定の事項に関しては明文で民事責任について定めている(九、一八条)が、一〇条 b 項および Rule 10b-5 についてはとくに定めていない。したがつて、これらの規定はもともと私訴権を予定して制定されたものではないとされながらも、判例は、私訴権の存在を認めてきており、⁽¹⁵⁾ Rule 10b-5 に基づく損害賠償請求訴訟が、内部者取引規制の発展を促すうえで非常に大きな役割を果たした。⁽¹⁶⁾

SECおよび裁判所によるRule 10b-5の適用拡大現象は、一九六〇年代には、もはや限界が存しないのではないかと思われるほどであったが、⁽¹⁷⁾その中でも最も注目すべきものは、いうまでもなく、キャディー・ロバーツ(Cady, Roberts) 審決⁽¹⁸⁾およびテキサス・ガルフ・サルファ(Texas Gulf Sulphur) 判決⁽¹⁹⁾である。これによって、それまで、内部者取引における内部者の開示義務、すなわち、内部情報を開示せずに取引をなすことが違法だとされる前提となる開示義務の根拠が、内部者と相手方の間に存する特別な関係(ある意味での信任関係-confidential or fiduciary relationships)に求められていたのが、証券取引において一方が内部情報に基づいて取引をなすことそのものもつ不正さに求められた。Rule 10b-5の本質は、もっぱら会社のためのみ利用せられるべき内部情報に接しえた者は、それが未だ取引の相手方である一般投資家に知らされていないということを知りながら、その情報を自己の利益のために利用することを禁ずるところにあるとされ、重要な内部情報を有する者はすべて、取引に当ってその情報を開示するか、あるいは、会社との関係で開示できない場合は取引を思い止まるべきであるという、いわゆる“disclose or abstain” rule (「開示または断念の原則」)が確立された。⁽²⁰⁾そのことによつて、開示義務を負うとされる者(いわゆる内部者)の範囲が、取締役や役員など伝統的に内部者と看做されたもののほか、内部情報に接しうる地位にある従業員や会計監査人、あるいは、内部者から内部情報を内密に知らされた者(tippee)にまで拡大されると同時に、従来 of 法理の適用が難しかった内部者の証券の売付けや取引当事者が相対しない取引所取引にまでRule 10b-5を適用することが可能となった。ここにいたつてRule 10b-5は、証券取引所法が本来の規制の対象とする取引所取引や店頭取引において行われる内部者取引を規制する根拠となりえたわけで、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、内部者取引規制の発展のうえで画期的な意義を有するものであつた。⁽²¹⁾

テキサス・ガルフ・サルファ事件においてSECは、単に違法行為の差止命令を求めるだけでなく、いわゆる附随的救済(ancillary relief)の一つとして、内部者が内部者取引によって得た利益の返還を求め、それが裁判所に認められることによつて、取引所取引の場合においても内部者の民事責任を追求しうる可能性のあることが示された。そのことは、取引所取引における内部者取引についても、私人による損害賠償請求という強力な抑制手段を付け加えることになつたという意味で内部者取引規制の発展の中で重要な意義を有したが、それは同時に、理論的に解決しなければならぬ多くの問題をも提起するものであつた。すなわち、判例が黙示の私訴権を認めるために依拠した理論は主として、いわゆる不法行為理論(tort theory)であり、内部者の民事責任(損害賠償責任)を認めるためには、コモン・ローの不法行為の要件に做つた要件(むろん、コモン・ローの要件を大幅に緩和したものではあつたが)が立証されなければならぬと考へられたが、大量の取引が集团的に行われ、取引される特定の証券の売主と買主とを確定することが不可能であるか、少くともそれを確定することが取引にとつて重要な意味をもたないような、証券取引所や活発な店頭市場における取引(以下、このような性質を有する取引を非個人的取引-impersonal transaction-という)の場合に、まず第一に、損害賠償責任の成立要件に関する既存の法理がこの場合にも妥当するのか、換言すれば、はたして損害賠償責任を認めうるのかという問題があり、第二に、損害賠償責任を認めうるとした場合、賠償額が膨大なものとなりそれをそのまま内部者に負担させるとすれば、内部者にとつて破滅的な結果となることが予想されるが、そのことがはたして妥当であるか、もし内部者の賠償額に制限を設けるとすればどのような方法によるのか、賠償額の制限は損害の填補を目的とする損害賠償責任制度とどのように調和するのかといった問題が生じ、それら

のことが、非個人的取引における内部者取引の有効な規制方法如何という問題、とくに民事責任の問題をクロ

ーズアップすることになった。

テキサス・ガルフ・サルファ判決によって示された内部者取引規制の方向は、その後の判例や学説によって支持され、その法理もさらに展開されることになり、これに関する判例の蓄積は、その内容を法典化することと可能にする程のものであった。しかしながら、法典化の要請は、私訴権を解釈上認めたことから生じた混沌とした判例の状態を打開することからも生じてきたものであることを注意する必要がある。⁽²⁴⁾ さらに、判例の傾向自体においても、少くとも一九六〇年代のとどまるところを知らない Rule 10b-5 の適用拡大現象に比べると、最近では、とくに具体的に損害賠償責任が問題となる事件において、その要件を従来より厳格に解する傾向が現われてきており、⁽²⁵⁾ 非個人的取引における内部者取引について、損害賠償責任を認めること自体に疑問を提起する判例まで現われるに至っている。Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F.2d 228(2d Cir.1974) など、Fridrich v. Bradford, 542 F.2d 307 (6th Cir.1976) ケースは、それぞれ、非個人的取引における内部者取引について、前者が、テキサス・ガルフ・サルファ判決の法理を發展させて内部者の損害賠償責任を認めるのに対し、後者がこれを否定したものととして好対照をなすものである。⁽²⁶⁾

連邦証券法典案は、内部者の民事責任の問題についても新しい解決方法を提示している。その特色は、相対取引と市場取引 (face-to-face versus market transactions) とを区別し、⁽²⁷⁾ 市場取引における民事責任について特別の方法 (賠償額の制限と按分比例 - limitation and proration of recovery in market transactions) を定めたことである。⁽²⁸⁾ そのことは、非個人的取引における内部者取引について、内部者の民事責任を認めるについては、既存の法理では如何ともなし難く、特別の立法を必要とするという帰結の現われであると同時

に、非個人的取引に関する新しい解決方法を提示したものとして重要な意義を有するものである。

本稿は、内部者の民事責任に焦点をあてて、アメリカ法の発展を跡づけ、これに関するアメリカにおける議論を整理することを目的とする。前述の通り、内部者取引に関するアメリカ法については、わが国でもすでに多くの比較研究がなされ、民事責任についても十分に検討された法律私案まで提案されている。したがって本稿では、すでに紹介されている法理や判例の事実関係についてはできるだけ重複を避け、あるいは、それらにふれる際は、別の側面から取りあげるか、より詳細に取りあげることに心がけ、また、判例や学説についても、これまであまり紹介されなかつた判例の傾向に批判的なものをより詳しく紹介することにした。なお、筆者の利用しえた文献はなるべく多く注に掲げることにした。本稿のテーマに関するアメリカの文献整理ということも本稿の副次的目的の一つであると考えたからである。

注

(1) 内部者取引規制の強化が、それが最もめざましい発展をとげているアメリカのみならず、各国法を通じてみられる普遍的現象であることを指摘し、フランス、西ドイツおよびイギリスにおける規制の発展と現状に関する比較研究として、竹内、江頭、前田、渋谷、「内部者取引」証券研究四一卷(昭五〇)一三三頁以下。

(2) 龍田「証券」現代の経済構造と法(昭五〇)五二七頁以下、同「委任状規制、株式公開買付、内部者取引」ロスⅡ矢沢、アメリカと日本の証券取引法下巻(昭五〇)五六〇頁以下、神崎、証券取引規制の研究(昭四三)九一頁以下、矢沢「日本における過去および将来の証券規制の概要」ロスⅡ矢沢・アメリカと日本の証券取引法上巻(昭五〇)三六一三七頁、同「会社法の改正」大森Ⅱ矢沢、注釈会社法(1)(昭四六)一〇一一一四頁、竹内・前掲注1証券研究一四六頁。

(3) 法務省民事局参事官室「会社法改正に関する問題点」(昭五〇・六・一一)第三の六、商事法務研究七〇四号八頁。

- (4) 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。なお、同「内部者取引の効果に関する立法論的考察」企業法の研究—大隅先生古稀記念—(昭五二)六九八頁以下参照。
- (5) 内部者取引を規制することに否定的な見解もありうる。たとえばManne, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966 (その書評、龍田(一九七一一)2) アメリカ法二八三—二九一頁)。本稿では、内部者取引を規制すべきであるという前提に立って論を進める。なお、Manne の見解およびこれに対する批判としては、龍田、前掲書評および前掲注2現代の経済構造と法五二八頁、竹内、前掲注1証券研究一三六頁参照。
- (6) 竹内、前掲注1証券研究一三三頁、龍田、前掲注2現代の経済構造と法四七九頁。
- (7) 神崎、前掲書注2九五頁以下、同「米国の内部者取引の規制の最近の発展」商事法務研究六四〇号(昭四八)二〇頁、同「米国における内部者取引規制の展開」民商法雑誌七四巻五号(昭五一)七五九頁、龍田、前掲注2アメリカと日本の証券取引法下巻五六一頁、三木「株式市場取引におけるインサイダーとアウトサイダー」インベストメント一八巻七号(昭四〇)一九頁以下、今井「取締役による株式の不当取引について」法文論叢六号(昭三二)一六頁以下、松元「証券取引法一八九条の研究」一橋論叢三九巻六号(昭三三)二〇頁以下、赤堀「取締役の忠実義務(3)」法学協会雑誌八五巻三三号(昭四三)三五六頁以下、崎田ほか「取締役の忠実義務」アメリカと日本の会社法(昭四〇)六九頁以下、井上「アメリカにみる経営者の自社投資と投資者保護」商事法務研究三六九号(昭四二)一一〇頁、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(高田教授還歴記念)(昭四七)三五二頁、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、ロス(龍田訳)「アメリカにおける企業内部者取引」証券経済時報一〇巻九号三頁。なお、個々の判例に関する文献はそれぞれの箇所掲げることにする。

(8) 龍田、前掲注4商事法務研究二頁。

(9) 本稿一(一) 参照

(10) 一〇条 b 項は次のように定めてゐる。

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 - - - - -
 (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of security registered on an 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. 15U. S. C. Sec. 78j(b) (1970)

(11) Rule 10b-5 次のように定めらる。

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 statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
 (c) 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 U. F. R. Sec. 240. 10b-5 (1976)

(12) なお、内部者取引の規制に関しては、短期売買差益の返還義務を定めた証券取引所法一六条 b 項も問題となるが、本稿で

は、一〇条も項および Rule 10b-5 に問題を限定した。

(13) 本稿(二)参照

(14) すべての人 (any person) のあらゆる欺罔行為 (any manipulative or deceptive device or contrivance) を禁止している。注11および12参照

(15) 本稿(二)参照

(16) ロス「合衆国における過去および将来の証券規制の概要」アメリカと日本の証券取引法上巻(昭五〇)一五頁

(17) Bronberg, *Are there Limits to Rule 10b-5?*, 29 *Business Lawyer* 167 (1974 Special Issue)

(18) *In the Matter of Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907 (1961) なお、本審決の内容およびこれに関する文献については、本稿(三)参照

(19) *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), *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 258 F. Supp. 262 (S. D. N. Y. 1970), *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 446 F. 2d 1301 (2d Cir. 1971) の事件では、当事者全員の合意により、救済方法 (remedies) の問題は、被告らに証券取引所法一〇条も項および Rule 10b-5 違反があったか否かが最終的に決定された後に判断されることとされたため、まず、違反の存否について、ニューヨークの連邦地方裁判所および第二巡回区控訴裁判所の判決があった後(前二者の判決)、救済方法の問題を中心に、再び、同じ連邦地方裁判所と巡回区控訴裁判所の判決が下される結果となった(後二者の判決)。

なお、本件の内容およびこれに関する文献については、本稿(三)参照。

(20) 本稿(一三)参照

(21) キャディ・ロバートン審決は Cary 教授が SEC の委員長時代の同教授によって書かれたものであり、そこで述べられた

法理が、テキサス・ガルフ・サルファ判決によって裁判所の支持を得ることになったわけであるが、キャディ・ロバーツ判決の意義についてロス教授は、「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、彼はキャディ・ロバーツ判決によってその収入にみあう仕事をしたといえよう。私はこの判決を法における画期的なできごとだと考える。ある人々は、この判決を警告をもって眺めているが、私はキャディ・ロバーツ判決は、久しい以前にいわれる必要があったことを確認したものであると考える」と述べている。Cary, *Israels & Loss, Recent Developments in Securities Regulation*, 63 *Columbia Law Rev.* 856, 861 (1963)。神崎「前掲書注」一〇九頁。

- (22) 本稿二三参照
- (23) 本稿二参照
- (24) ロス・前掲注16一九頁
- (26) *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 95 S. Ct. 1917 (1975) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 96 S. Ct. 1375 (1976)。なお、筆者による両判決の紹介が「一九七七一」アメリカ法に掲載される予定である。
- (27) *The American Law Institute, Federal Securities Code, Tentative Draft No. 2, Reporter's Introductory Memorandum* (10), pp. xxiii-xxiv (1973)
- (28) *Ibid.*, (11) at xxiv

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 コモン・ロー上、内部者取引は、内部者が内部情報を相手方に開示しないで取引をすることが不法行為法上の詐欺 (fraud or deceit) とならないかという点で問題とされてきた。すなわちコモン・ローにおいては、通常の取引 (at arm's length transaction) における当事者は、各々、自己の判断と責任において行動すべきであり、虚偽表示などの積極的な詐欺行為がないかぎり、単に自己の知りえた事項について沈黙していた (相手方に開示しなかった - nondisclosure) ということだけでは詐欺とはならないというのが一般原則であるが、例外的に、当事者間にある種の信任関係 (confidential or fiduciary relation) が存するために、一方が他方に対して自己の知りえ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が詐欺となるとされる。⁽²⁹⁾ そこで、取締役や役員が株主との間で会社の株式の取引をなす場合、両者の関係は右のような特殊な関係とはみとめられないか、したがって、内部情報を開示せずに取引することは詐欺とならないかという形で問題とされてきた。取締役や役員が株主から会社の株式を買付ける際に右のような開示義務を負うか否かに関して判例は、衆知のように、いわゆる多数説 (majority rule)、少数説 (minority rule) および特別事情原則 (special circumstances doctrine) に分れている。⁽³⁰⁾ 取締役や役員は、会社との関係では業務執行に関して受任者の地位にあり、その職務を遂行するについては、会社に対して、単に注意義務 (duty of due care) を負うだけでなく、いわゆる忠実義務 (fiduciary duty) を負うことになるが、⁽³¹⁾ 取締役や役

員が自己のために個々の株主との間で会社の株式の取引をする際にも右のような忠実義務が存在するのかというのが問題の焦点である。多数説は、会社が独立の法人であり、取締役や役員は会社の業務執行について会社に対して負うものであつて、個人の資格で行う株式の取引について、しかも個々の株主に対して負うものではなく、そのような取引は、通常の対等者間の取引 (at arm's length transaction) であることを強調するのに対し、少数説は、法人という法の擬制の实体は株主全体であり、株主全体に対して忠実義務を負う以上、その構成員である個々の株主に対しても忠実義務を負うといふべく、⁽³²⁾ 株式の取引も全く会社の業務と関係のない取引とみなすことはできないとして、株式取引における信任関係を認める。特別事情原則は、基本的には多数説と同じ立場に立ちつつ、個々の取引における具体的状況が、取締役や役員を受任者類似の地位に立たしめる場合があることを認め、そこから開示義務を導き出している。判例の実状は、多数説は実質上特別事情原則に併合され、さらに、特別事情原則と少数説とも結果的にはほとんど区別しえない状態であるといわれる。⁽³³⁾ 結局、取締役や役員は、株主との間の株式買付契約において、通常の意味での受任者とみなされるものではないが、株主に対して、彼が有する優越的知識や情報手段のゆえに、株主は彼によってなされる表示に対して、普通に他人がなす表示以上に信頼することが正当化されるという意味における特別な関係に立つており、その関係は厳密には信任関係とはいえないまでも、重要な情報の不開示が詐欺となりうる特殊な関係であるといふのが判例の一般的な考え方であるといふ。⁽³⁴⁾

(2) 特色と限界 コモン・ロー上の法理の特色は、内部者取引を不法行為法上の詐欺という観点からとらえ、内部者の内部情報の開示義務の根拠を信任関係における忠実義務に求めたところにあるが、そこに同時にこの法理のもつ限界も存在した。まず、信任関係に関する法理は、衡平の実現のために受任者に厳しい行為準則を

課するところに特色があり、⁽³⁵⁾確かに内部者取引に内在する不公正を除去する有効な法的手段を提供するものであったが、内部者取引の問題が信任関係の法理のなかにとり込まれることによつて、少くとも、信任関係あるいは忠実義務の概念が静態的 (static) に把握されているかぎり、この概念によつて制限を受けるといふ限界があつた。⁽³⁶⁾例えば、特別事情原則は、取締役は原則として個々の株主に対して忠実義務を負うものではないといふ前提にたつて、具体的な状況から開示義務を生ぜしめる特殊な関係を認定するのであり、その点で取締役であることからのただちに忠実義務を導き出す少数説と異つては、一方の当事者が取締役であつたという事實はそのような特殊な関係 (ある種の信任関係) の存在を認めるうえで重要な要素となつていたのであつて、取引の当事者が取締役と株主であることは、特殊な関係を認定するうえで必要最少限度の要件とされてい⁽³⁷⁾る。そのことは、取引当事者が会社を媒介として、取締役と株主という関係にあることが前提とされているといふことであつて、基本的には取締役が会社の業務について会社あるいは株主全体に対して受任者の地位にあるといふ伝統的な概念の範囲内で問題が考えられているといふことを意味する。したがつて、取締役が自己の有する株式を株主でない第三者に売付ける場合には、当事者間に信任関係を認める前提を欠くことになり、ここにこの法理のもつ一つの限界が存在した。もつとも、信任関係の概念自体も静態的なものから、問題となつている当事者のもつ特殊な機能に合わせたもの (tailored fiduciary obligation cut to the peculiar function of the individuals involved) ⁽³⁸⁾と動態的に把握されることによつて、⁽³⁹⁾とくに、一九三三年証券法および一九三四年証券取引所法の制定以降は、これらの立法の目的である証券取引における公正確保、投資家保護という見地から信任関係を認定し、開示義務を根拠づける途をひらくことになるが、これらの制定法の影響を度外視して、コモン・ローのみの法理としてみるかぎり、やはり、ある種の限界があつたといえる。つぎに、内部者取

引が不法行為法上の詐欺の問題とされた点では、実際に相手方が内部者の民事責任を追求していく際には、詐欺訴権の要件を立証しなければならぬという問題があった。詐欺訴権の要件については、コモン・ローにおいても新しい事態に対処するための法理の発展がみられたが、証券取引、なかでも、証券取引所における取引のような非個人的取引における内部者取引について、詐欺訴権の要件をすべて立証することは困難であり、ここにも、コモン・ロー上の法理の限界が存在した。結局、コモン・ロー上の法理は、内部者と相手方との当事者関係(Private)が明確であるいわゆる相対取引の場合には、内部者取引を規制するものとして有効に機能しえたが、集団的、非個人的性質のゆえに当事者関係の確定が困難な取引所取引の場合には適用されないという欠陥を有するものであった。このことを端的に示しているのが Goodwin v. Agassiz ケースである。

(3) Goodwin v. Agassiz, 186 N. E. 659 (Mass. 1933) ケース⁽⁴⁷⁾ この事件は、事実関係が、鉱床の存在に関する内部情報に基づく取締役の株式の買付けに関して、その責任が問題とされたという点で、のちのテキサス・ガルフ・サルファ事件と類似しており、その判旨は、内部者取引規制についてのコモン・ロー上の法理の限界を示すものとして注目されるだけでなく、テキサス・ガルフ・サルファ判決と比較するとき、三十有余年の間における内部者取引規制の法理の発展を具体的に示すものとして興味あるものである。本件の事実関係はつぎの通りである。⁽⁴³⁾

被告 (Agassiz) は Cliff Mining 社の取締役社長 (President and director) であり、同社の株式はボストン証券取引所に上場されていた。被告はその地位にあるために、会社の所有する土地のある地方に銅の鉱床が存在する可能性があるという推測を述べた地質学者の報告書の内容を知り、その推測を信じていたが、被告が同じ取締役である他の会社をして、隣接する土地を安く購入する選択権 (Option) を確保せしめるために、このこ

とを公表しなかった。Cliff Mining 社は、以前から別の探鉱活動を行っていたところ、この方は不成功に終わったために調査活動を終結し、この調査活動終結については、株主に対し年次報告書で通知していたが、この年次報告でも問題となった地質学者の推測については何ら言及されていなかった。被告は地質学者の推測が現実になればCliff Mining社の株価が上昇することは間違いないと信じて、同社の株式を大量に買付けた。原告(Goodwin)はCliff Mining社の株主であり、ボストン証券取引所の会員であったが、同社が、以前から行っていた探鉱活動を終結したことを新聞で知り、直ちに、同社の株式を売付けた。この売付けに際して原告は、地質学者の推測があることを全く知らなかった。裁判所は、もし原告がそのことを知っていたら株式を売らなかつたであろうと認定している。本件における株式の売買は、原告、被告それぞれブローカーを通して、証券取引所において行われたもので、当事者の名は全く表に出ずに(anonymous)行われ、原告は自分の売付けた株式を被告が買付けたということは知らなかったし、もちろん、売買に関して当事者間に何らの交渉(communication)もなかった。地質学者の推測の通り、のちになって銅が発見されCliff Mining社の株価は上昇した。原告は、被告が地質学者の推測があることを知りながら、それを原告に開示しないで株式を買付けたのは、提訴可能な違法行為(actionable wrong)になるとして、損害に対する救済を求めて本訴を提起した。trial courtは訴を却下(dismiss)した。

マサチューセッツ最高裁判所(Supreme Judicial Court of Massachusetts)は、trial courtの判決を支持し、その理由をつぎのように述べている。まず、取締役は個々の株主に対して受任者の地位に立つものではないという一般原則を前提として、特別事情の存在の可能性について、「一般原則は前述の通りであるが、取締役と株主との間でなされた会社の株式の売買が取消されることを要求する事情がありうる。会社の事情について取

締役が有する知識は、彼に対して、その株式を直接に売買する際に、公正な取引 (fair dealing) の要件を遵守する特別な義務を課することになる。単なる沈黙は通常はそのような義務の違反とはならないが、当事者は、お互いに事実を知らせ合う衡平法上の責務を負うような関係に立つ場合がありうる⁽⁴⁴⁾と述べて、いわゆる特別事情原則に立つことを明らかにしたうえで、この法理を取引所取引に適用することについて、「取引所における株式の売買は、通常、非個人的 (impersonal) なものである。もし、取締役は、まず、取引の最終的な相手方を見つけ出し、その相手方に対して、裁判所や陪審員が、のちになって、取締役がその時知っていたと判断するかもしれない、株式の真の価値もしくは投機的価値に影響するすべての事項を開示しなければ、証券取引所において自己の会社の株式を買付けたり売付けたりできないとするならば、誠実な取締役は困難な立場に立たされることになる⁽⁴⁵⁾」と述べて、開示義務の適用が取引所取引の場合には不適當であることを指摘し、それは、取締役が直接に相手方と取引をする相対取引の場合にのみ適用されるべきだとする。⁽⁴⁶⁾ 開示義務に関して右のような見地に立つたうえで、本件の事実関係が詐欺の要件を満しているか否かについて、「Cliff Mining 社の株式は、取引所において売買されたものである。当該株式の売主もしくは買主の同一性 (identity) は、事実上、当事者に知らされていなかったし、また、たやすく確定しうるものでもなかったであろう。被告は、株式を取引所において、ブローカーを通して買付けさせたのであり、買付けの理由については誰にも話していない。原告は初心者 (novice) ではなく、ボストン証券取引所の会員であり、Cliff Mining 社の株式の販売記録を保有していた。原告は、当該株式の売付けについては、彼自身の判断のうえに立つて行動したのであり、被告や会社の役員に何か問合せることもしなかった⁽⁴⁷⁾」と述べて、本件では詐欺は成立しないと判示した。なお、詐欺が成立しない理由としては、ほかに、本件で被告が開示しなかった事項、すなわち、地質学者の推測について知っ

ていたということが、確定した事実というよりも、せいぜい、希望(hope)かあるいは期待(expectation)でしかなかったということもあげている。⁽⁴⁸⁾

Goodwin ケースは、開示義務に関する判例の大勢が特別事情原則に立っていることを前提とすれば、取引所取引の場合には、開示義務を生ぜしめるような特別事情が存在しえないとした点において先例に従った判決であるといえるし、⁽⁴⁹⁾ コモン・ロー上は依然として判例としての意義を有するものといつてよい。⁽⁵⁰⁾ 判決が取引所取引について信任関係の法理の適用を否定した理由は、結局、取引所取引が非個人的性質をもっていること、すなわち、真の当事者が表面に現われず、取引自体も当事者が誰であるかに重点をおいて行われるわけでもなくむしろ当事者以外のいろいろな要素が売買の意思決定に影響するといった性質を有しており、開示義務を課すことが實際上不可能であるか、少くとも内部者に過重の負担を負わすことになるというところにある。⁽⁵¹⁾ 確かに特別事情をあくまでも取引当事者間(相対取引)の具体的事情に限定して考えるかぎり、取引所取引の場合には、そのような特別事情を考慮する余地がなくなる。しかしながら、相対取引において違法とされる行為が取引所取引の場合には違法でなくなるのはいかにも不合理である。⁽⁵²⁾ しかも、取引所を通して株式が売買されるという現象は、むしろ現代の巨大株式会社の典型的事例であることを考えると、この場合にこそ内部者取引の規制が最も強く要請されるともいえる。Goodwin ケースは、従来のコモン・ローの法理では、所有と経営の分離現象を呈している巨大株式会社に代表される現代の新しい事態を規制するものとしては不十分であり新しい法理の発展が必要であることを明らかにしたといえる。また、取引所取引における開示義務が問題とされたことは、現代の企業法における「開示(disclosure)」の重要性をクローズアップすることになった。現代の巨大株式会社の出現に伴う新しい現象を背景に、取締役などの内部者の地位および内部情報のもつ意味を評

備し、そこから内部者取引の問題をとらえるべきことを提唱したところから少数説およびこれを支持する学説の⁽⁵²⁾特別の意義があり、これがその後の法理の発展への途をひらいたといつてよい。

注

(52) 3 L. Loss, *Securities Regulation*, 1434-1435 (1964, hereinafter cited Loss), W. Prosser, *Law of Torts*, Sec. 101 pp. 710-713 (3d ed. 1964), *Restatement of Torts*, Sec. 551 (2) (a).

(53) それぞれの見解はつきり通じてある。なお、3 Loss, pp. 1446-1447, H. Henn, *Law of Corporations*, Sec. 240 pp. 377-379 (1961)、神崎、前掲書注二九五一〇二頁、拙稿、前掲書注二二五五—二二六〇頁参照。判例の注釈として、*Duty of Fier or Director of Corporation toward One from Whom He Purchases Stock*, 84 A. L. R. 615 (1933)があげられる。

多数説 (majority rule) — 取締役や役員の開示義務を否定するもので、取締役や役員が忠実義務を負うのは会社に対してであり株主全体に対して受任者とみなされるのも会社の財産および業務の執行に関する場合であつて、取締役や役員が個人として個々の株主と株式の取引をする場合は、通常の対等者間の取引 (at arm's length transaction) と変らず、虚偽表示やいかなる半真実 (half truth) の表示がないかぎり、とくに積極的開示義務を負ふものではないことと、84 A. L. R. 615, 616-622 (1933)の立場のリーディングケースは *Carpenter v. Danforth*, 52 Barb. 581 (N. Y. 1868) などとされる。代表的学説として、Walker, *The Duty of Disclosure by a Director Purchasing Stock from His Stockholder*, 32 Yale L. J. 637 (1923)

少数説 (minority rule) — 取締役や役員は、「株主が株式に対して有する利益 (interest) に関して準受任者 (a quasi-trustee) の地位にあり」(Oliver v. Oliver, 45 S. E. 232, 233-234 (1903))、彼等が「株主から株式を買付けた」ところには、実質的には彼等の管理にまかされた財産に対する実質上の利益 (an undivided and substantial interest in property which

has been committed to the director's care, custody, and control)を「買付け」(Ibid. at 234)と云うことであつて、株式取引における株主と取締役、役員との関係は信任関係とみとめられ、そのために開示義務が生ずるというものである。この立場は多くの学説の支持を得ているが、それを代表するパールは、「取締役や役員が株式を売買する場合には、会社に對するだけでなく、直接に株主に対する義務を生ぜしめるものであり、取締役や役員が株式を売買する場合には、会社の財産状態を正当に判断する基礎となる事実の開示が彼等自身によつてもなされず、また、通常の公開手段によつてもなされていない場合に生ずる損害について、売主もしくは買主に対して責任を負う。但し、開示が要求されるのは、事実に関するのみであつて、予測や希望や見込みに関してはない」と述べている。Berle, *Publicity of Accounts, Management Purchases of Stock and Control of Security Values*, reprinted in *Studies in the Law of Corporation Finance* 177, 180-181 (1928) なる「Hotchiss v. Fischer, 136 Kan. 536, 16 P. 531 (1932), Wigfus, *Purchase of Shares of Corporation by a Director from a Stockholder*, 8 Michigan L. Rev. 267 (1910)

特別事情原則 (special circumstance doctrine) — 取締役や役員がその地位にあるということだけで直ちに、個々の株主に對して信任関係に立つことにはならないが、具体的な取引を囲むその他の状況が加味されることによつて、開示義務を生ぜしめるような関係が生ずるとするもので、「リーディングケースとされる Strong v. Repide, 213 U. S. 419, 29 S. Ct. 521 (1909) は、「一般論として、取締役と株主との通常の関係が、取締役が株主から会社の株式を買ふにすぎない、株式の価値について自己が有する一般的知識をすべて開示すべき義務を生ぜしめるような信任関係ではない」ということを認めるとしても、なお特別な事情から、開示義務が認められるような場合がある。(略)

本件では、被告が単に取締役であつたということだけから、被告に責任が生じるとされてはならず、先に詳しく述べた当事件の状況がすべて考慮されたうえで、買付けに先だち、事実を述べることが誠実に行動すべき被告の義務とされたので

ある。被告が取締役であったということは、責任発生の原因となる事実の一つにすぎず、他の事実がそれに結合されることに
よつて、被告の開示義務が明白なものとなるのである」と述べている。29 S. Ct. 521, 525.

(31) Henn, *supra* note 30, at 362

(32) Oliver 判決は、「彼(取締役)が全体に対する受任者であるということは、彼は個々人に対しては義務を負わないといふ
ふうに解されてはならない。彼が会社のために奉仕しなければならないということは、彼の管理に委ねられた財産に対する株
主の利益に関して、彼が個々の株主の敵対者(opponent)となることを保証するものではない。彼が主として会社に対して受任
者であるということは、究極的には利益に対する真の当事者である者(株主)の犠牲において、この擬制的存在(artificial
entity)を崇拜すべき呪物(a fetish to be worshipped)たらしめるということを意味するものではない」と述べている 45 S.
E. 232, 233 (1903)

(33) 3 Loss, 1447, Henn, *supra* note 30, at 379

(34) 84 A. L. R. 615, 616 (1933)

(35) Scott, *The Fiduciary Principle*, 37 California L. Rev. 539, 540 (1949)。カルドーン氏の言葉は「この言葉は、この間に
いつの古典的表現でいつ有名である。」

“Many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm’s length, are forbidden to
those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not
honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior” Meinhard v.

Salmon, 249 N. Y. 458, 446, 164 N. E. 545, 546 (1928)

- (36) Note, *Fiduciary Duties: Application of SEC Rule X-10-B-5 to Prevent Nondisclosure in the Sale of Corporate Securities*, 39 California L. Rev. 429, 431 (1951)
- (37) バールは Strong v. Repide ケースについて、「取締役に対して開示義務を負わせることとなる特別事情というのは、第三者 (stranger) をして他の第三者に開示すべきことを要求する特別事情とは異っているように思われる。(略)、彼が交渉権を委託されていたという事実が、彼が取締役であるという事実に加味されて特別事情を作り出した。彼が取締役以外の者であったところから、彼には開示義務は負われなかったであろう」と述べている Berle, *supra* note 30, at 184
- (38) Note, *supra* note 36, at 431
- (39) 信任関係の概念はアメリカ法において固定的な概念として与えられるのではなく、コモン・ローでは対処しえない新しい事態に直面した場合に、衡平を実現する法的手段として活用されうるだけの柔軟性をもつものとして把握されていることに注意する必要がある。それだけに、その具体的内容を把握するのは難しいが、それが果している具体的機能に着目して理解をなす必要はないと思われる。フランクファーターのつぎの言葉は「このことを指摘している。
- “But to say that a man is a fiduciary only begins analysis : it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary ? What obligations does he owe as a fiduciary ? In what respect has he failed to discharge these obligations ? And what are the consequences of his deviation from duty ?” SEC v. Chenery Corp., 318 U. S. 80, 85-86 (1943)
- (40) 不法行為法上の詐欺訴権の要件については 3 Loss, 1431, Prosser, *supra* note 29, at 699-700 参照
- (41) Prosser, *supra* note 29, at 697 *et seq.*
- (42) ノース (Note) の Comment 5 に 19 Cornell L. Q. 103 (1933), 47 Harvard L. Rev. 353 (1933), 32 Michigan L. Rev. 678 (1933)

(43) 186 N. E. 659-660 (1933)

(44) *Ibid.* at 661

(45) *Ibid.* 判決は統括して、「そのような性質の取引は、実際の規則 (practical rule) によって規制されることからである。取締役の忠実義務は、経験と能力を有する者が、その地位を引受けるのを断念するほど負担の大きい (onerous) ものとなつてはならない。法はその制裁において道徳と同延のものではない (law in its sanction is not coextensive with morality)」。法はすべての契約においてすべての当事者を、その知識、経験、技能および機敏さ (shrewdness) において同等のものとすることはできない。法は、能力のある者の間で、何らの詐欺もなく締結された厳しい契約に対して救済を与えることはできない」と述べている。 *Ibid.*

(46) 「他方、取締役は、誠実な実業家の一般準則 (prevailing standards) に違反する行為をした場合でも、何ら罰せられずにくむということが許されてはならない。したがって、取締役が、彼がとくに知っており、株主には知りえない重要な事実を開示せずに株式を買付ける目的で、個人的に (相手方となる) 株主を見つけたす場合には、その取引は厳密に吟味され、適当な場合には救済が与えられうる」と述べている。 *Ibid.* なお、判決は右のように相対取引の場合に特別事情原則が適用されることについて、「The applicable legal principles' have almost always been fundamental ethical rules of right and wrong」 (*Ibid.*) と述べているが、同じ判決の中で、取引所取引の場合に開示義務を否定することに関して、法は道徳と同延のものではないと述べている (前注参照) ことは興味ぶかい。アメリカにおける法理のその後の発展は、ここで提示された法律背反的な問題を、内部者取引についていかに解決していったかを示すものである。Painter 教授は、内部者取引に関する教授の著書 (W. Painter, *Federal Regulation of Insider Trading*, (1968)) を、この判決のこの二つの文言によって書き出したこと。この点については Caryl, *Corporate Standards and Legal Rules*, 50 *Calif. L. Rev.* 408 (1962) は、この問題

に対するその後の判例の基本的姿勢を知ろうとして重要な論文である。

- (47) 186 N. E. 659, 661-662 (1933)
- (48) *Ibid.*, at 661
- (49) Comment, *supra* note 42, 32 Michigan L. Rev. 678, 680, Note, *supra* note 42, 19 Cornell L. Q. 103, 107
- (50) Henn, *supra* note 30 at 379, H. Ballantine, On Corporation 215 (1946), N. Latun, The Law of Corporation 265-266 (1959)
- (51) Comment, *supra* note 42, 32 Michigan L. Rev. 678, 680, Walker, *supra* note 30 at 640-641
- (52) Ballantine, *supra* note 50 at 216, 6 Loss, 3573 (1969)
- (53) Berle, *supra* note 30 at 180 *et. seq.* Comment, *supra* note 42, 32 Michigan L. Rev. 678, 681 *et. seq.*