琉球大学学術リポジトリ

アメリカ証券関係法研究ノート

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/20.500.12000/2272

研究ノート

アメリカ証券関係法研究ノート

島袋鉄男

内部者取引（insider trading）

―Texas Gulf Sulphur Co.（以下ＴＧＳと略す）ケースにおける内部者取引規制の法理と問題点―

一　会社の株式の価格に重要な影響を与えると思われる会社の内部情報を得た会社関係者、主として取締役、役員、大株主、重要なポストにある従業員等が、その情報が一般に公開される以前に、その情報に基づいて当該会社の株式を売買することによって、利益を得たり損失を免れたりすることが証券取引上許されることであるか否かという問題は、アメリカにおいて、会社法ないしは証券関係法においていわゆる内部者取引（insider trading）の問題として規制の対象とされてきた。とくに、一九三四年証券取引所法（the Securities Exchange Act of 1934）一〇条ｂ項および同条項に基づいて証券取引委員会（the Securities Exchange Commission―ＳＥＣ）によって制定された規則一〇ｂ―五（Rule 10b-5.）の下で、内部者取引に関する法は著しい発展をとげてきている。一九六五年四月にＳＥＣによって提起されたＴＧＳ社とその経営者および従業員の証券取引所法一〇条ｂ項、規則一〇ｂ―五違反事件は、問

題となった取引が、ニューヨーク証券取引所に上場されている世界的な大企業の株式に関する典型的な内部者取引であり、同社の経営者の多くが被告とされていることや、この事件の結果如何が会社の情報開示の慣行に及ぼす影響の大きさ等から、経済界や法律実務家は勿論のこと、一般社会の間でも非常な関心の的となったばかりでなく、内部者取引に関してそれまで論じられてきた法的な問題点がこの事件で数多く提示されており、証券取引所を通じて行われる内部者取引が真正面から取上げられて、裁判所の見解が示されることになる最初のケースとして画期的な意義を有するものであった[1]。この事件では、当事者全員の合意により救済方法（remedies）の問題は、被告等に法（規則）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、法（規則）違反の存否について、連邦地方裁判所および控訴裁判所の判決があった後[2]、控訴裁判所によって差戻された問題と救済方法の内容について、再び連邦地方裁判所と控訴裁判所の判決が下される結果になった[3]。

本稿は、前二者の判決（一九六六年の地方裁判所の判決および一九六八年の控訴裁判所の判決）に示された、証券取引所法一〇条b項、規則一〇b－五の下における内部者取引規則の法理と問題点を検討することを目的とするが、本判決で提示されたすべての問題点について検討するものではなく、会社内部者が未公開情報に基づいて実際に当該会社の株式を売買することが、規則一〇b－五の下で、どのような理屈によって違反とされるのかという基本的な法理の解明とそれに関連する一、二の基本的な問題点について検討しようとするものである[4]。

二　TGSケースの事実の概要と問題点

ＴＧＳ社は一九六三年度において硫黄の生産高で世界第一位を占め、その株式はニューヨーク証券取引所に上場されている一流会社であるが、本件は、同社のカナダ東部地方における鉱床の発見に関連して、試掘調査の開始から鉱床発見の事実が公表され、ダウ・ジョーンズ社の速報テープに現われるまでの間に、同社の関係者が行った株式の買入れ行為等が、重要な内部情報を開示せずに行われたもので、証券取引所法一〇条ｂ項、規則一〇ｂ－五に違反するとされた事件である。

ＴＧＳ社は一九五九年以来、カナダ東部地方で探鉱活動を行ってきたが、電波による調査に対してとくに反応があったオンタリオ州ティミンズ（Timmins, Ontario）附近を Kidd 55 地域と名付けて、この地域で試掘調査を行うことにした。一九六三年一一月一二日最初の試掘坑の作業が終了したが、その結果を目測したかぎりでは、銅および亜鉛の含有量がきわめて高いことがわかったので、その地域の土地の取得が難しくならないように、試掘結果は極密にするとともに試掘作業も中断し、会社は土地の取得に努めた。一二月の中旬には最初の試掘坑の化学分析の結果が判明したが、銅・亜鉛・銀の含有量が高いことが確認された。一九六四年三月になって土地の取得に目途がついたため、三月三一日試掘作業が再開された。四月九日までに二つ、一六日までに六つの試掘坑が完成したが、これらの結果はいずれも、開発可能な鉱床が同社の所有するこの地域に存在する可能性が高いことを示していた。これらの調査結果はその都度、現地の調査班から会社の首脳部へ報告された。

一方、四月に入って、ＴＧＳ社が豊かな鉱床を掘り当てたらしいという風評がカナダで流れはじめ、そのことが四月一一日にニューヨークの新聞でも報じられたため、ＴＧＳ社の首脳は協議の結果、翌一二日記者会見し、同社の探鉱計画が進行していることと鉱床発見の可能性については認めたが、風評に

ついては、事実が誇張されたものであり、当時の状態は、鉱石の含有量等について断定的な結論を下す時点には達していないとしてこれを否定する旨を発表し、そのことは翌一三日の朝刊に掲載された。ところが、同社は四月一六日には、その日の午前一〇時から約一五分間にわたって、経済関係の報道機関の代表者に対して、同社が少くとも二千五百万トンの鉱石を含む鉱床を掘り当てた旨を正式に発表し、このニュースは一〇時五四分にダウ・ジョーンズ社の速報テープに現われた。この間、TGS社の株価は多少の上下はあったけれども徐々に騰貴し、鉱床発見の正式発表があった四月一六日には、最初の試掘が開始された前年の一一月八日の約二倍に達した。

SECの訴の理由の第一は、最初の試掘作業が終了した一九六三年一一月一二日から鉱床発見の正式発表がなされた翌年の四月一六日の間に、被告（TGS社の関係者）個々人がなしたTGS社株式および株式買付選択権（call）の買付け、もしくは、他人に勧めてTGS社株式を買付けさせた行為が、TGS社の試掘作業に関する重要な情報を、その情報が株主や一般投資家に開示されない間に、自己の個人的利益のために利用したことになり、証券取引所法一〇条b項、規則一〇b－五に違反するものであるというものであった。これに関してまず注目すべきことは、被告とされたTGS社の関係者の中に、取締役、役員のほかに重要なポストにある従業員（employee）が含まれていることである。このことは、いわゆる内部者取引として規制の対象となる内部者（insider）の中に従業員が含まれるのか否か、もし含まれるとすればその法理如何という問題を含むものであった。さらに、違法とされた行為に、他人にTGS社の株式の買付けを勧めた行為が挙げられていることである。このことは、内部情報を他人に内報する（tip）ことが違法とされ、内報した者（tipper）が被告とされていることになるが、内報を

受けた者（tippee）がその情報に基づいて株式の売買をすることは違法とはならないか、換言すれば、tippee はいわゆる内部者の中に含まれないかという問題を提起するものであった。つぎに、被告らの株式買付等の行為は、最初の試掘によって鉱床発見の可能性が示されてから、会社が鉱床発見を確認し公表するに至るまでの間のそれぞれ異なった時期になされたものであるが、試掘結果に関する情報は、それがどの程度鉱床発見の可能性を示した時にいわゆる「重要な内部情報（material inside information）」となり、その情報を開示せずに株式の売買をすることが違法とされるのか、その判断の基準如何という問題が存した。SECによって違法だとされた被告らの株式買付けの中には、TGS社の鉱床発見に関する正式発表がなされた直後、このニュースがダウ・ジョーンズ社の速報テープに現われるまでの間になされたものが含まれていたが、このことは、内部情報はいつ公表されたとみられるのか、すなわち、内部者はいつの時点から規則一〇b－五違反を問われる危険性から解放されて自由に株式の売買ができるのかという問題を含むものであった。

SECの訴の理由の第二は、一九六四年二月二〇日にTGS社が同社の役員および主要な従業員に対して株式選択権（stock option）を付与したことに関するもので、株式選択権の付与を決めた委員会（the Stock Option Committee of the Board of Directors）は、その当時すでに終了していた第一号試掘坑の結果について知らされていなかったわけであるが[5]、株式選択権を引受けた被告らは右の結果を知っており、したがって、その結果（情報）を委員会に開示しないで、委員会をして株式選択権を被告らに付与せしめたのは、会社の未公開情報を自己の利益のために利用したもので、証券取引所法一〇条b項、規則一〇b－五に違反するというものであった。

訴の理由の第三は、TGS社が一九六四年四月一二日に行った風評を打消すための新聞発表が、同社の試掘結果に関して虚偽の報道をしたもので、同じく法一〇条b項、規則一〇b－五に違反するというものであった。

本件では右にみたように、大別して、①被告らの株式買付け等の行為、②被告らに対する株式選択権の付与および③TGS社の新聞発表の証券取引所法一〇条b項、規則一〇b－五の下における違法性が問題とされたが、本稿では、第一の問題についてのみ検討することにしたい。すなわち、本稿は、会社内部者が未公開の重要な内部情報に基づいて、その情報を相手方に開示しないで実際に当該会社の株式を売買することが、証券取引所法一〇条b項、規則一〇b－五に違反するとされるのはどのような法理によるのかを、TGSケースの判決を手がかりとして解明しようとするものである。

三　(1)　基本原理

いわゆる内部者取引が違法とされるのは、具体的には、内部者が内部情報を相手に開示しないで株式の取引をすることが、規則一〇b－五の(3)で規定している詐欺（fraud or deceit）に当るとされるためである[6]。従来、コモン・ロー上、株式の不正取引の問題は不法行為法（torts）上の詐欺（deceit）の問題として取扱われてきた。不法行為法上、取引に当って虚偽表示をなすなどの積極的な詐害行為があった場合には当然詐欺となるし、たとえ表示されたことがその限りでは真実であっても、他の事実が隠されていることによって相手方が錯誤に陥るような表示をなすこと、いわゆる半真実（half-truth）

の表示も詐欺となるとされるが、完全な不開示（non-disclosure）すなわち沈黙は詐欺とはならないというのが原則である。しかしながら、当事者の一方が他方に対して信任的関係（fiduciary relation）に立つ場合には、最大限の忠実性が要求され、取引に関するすべての重要な事実を相手方に開示しなければならず、このような場合における不開示は詐欺となるとされている[7]。株式会社の取締役や役員が自己の会社の株式を買付ける際に、相手方に対して自己が職務上知り得た会社の内部情報を開示する義務を負うか否かについて、コモン・ロー上、判例の立場はいわゆる多数説（majority rule）、少数説（minority rule）および特別事情（事実）原則（special circumstance or facts doctrine）の三つに分れているが[8]、多数説は実質的には特別事情原則に吸収され、特別事情原則と少数説とはほとんど区別しえない状態であり、結局、取締役や役員に対して開示義務を認めるのが判例の全体的な立場であるといわれている[9]。このようなコモン・ローの法理を背景として、連邦証券関係法の種々の詐欺禁止規定（anti-fraud provision）が制定された。証券取引所法一〇条b項、規則一〇b－五はその代表的な規定の一つである。したがって、そこで規定されている詐欺（fraud or deceit）という文言の解釈に右のコモン・ロー上の法理が反映されるのは自然であり、また、連邦の立法の解釈は連邦法（federal law）に従ってなされるのは明白であるから、規則一〇b－五の詐欺の解釈についても連邦のコモン・ロー上の原則（federal common law rule）がまず反映されることになるが、前述の取締役・役員の開示義務についていわゆる特別事情原則をとった代表的判例とされる Strong v. Repide ケース[10]は連邦裁判所の判決であるところから、規則一〇b－五の下での内部者取引の規制については、まず特別事情原則の立場から出発することになるのは当然であるとされる[11]。TGS判決もそのことを前提として次のように述べている。

「この特別事実原則を一〇条b項および規則一〇b－五に適用すると、重要な未公開の情報（material undisclosed information）に基づく内部者の取引は、法および規則に違反する詐欺的な行為（deceptive practice）に該当する」[12]

重要な未公開情報に基づく取締役の株式取引が詐欺として捉えられるのは右に述べた理由によるが、規則一〇b－五の下で詐欺を理由に規則違反を主張するためには、コモン・ロー上の詐欺の要件をすべて立証する必要があるかという問題が生ずる。これについてTGS判決は、証券取引所法に基づく取締的、強制的訴訟手続（regulatory or enforcement proceedings）においては、SECはコモン・ロー上の詐欺の要件を立証することを要求されないと述べ、規則一〇b－五の(3)で定める詐欺（fraud or deceit）の解釈は、コモン・ローの狭い意味で解釈されるべきではないとしている[13]。このことを前提として、TGS判決は、TGSケースの問題点を次のように述べている。

「法一〇条b項および規則一〇b－五(3)違反を立証するためには、委員会は、被告らが証券の売買に関して詐欺（fraud or deceit）となるような一連の取引を行ったということを立証しなければならない。したがって問題は次の点について生ずる。重要な未公開情報に基づく内部者の買付けは、法一〇条b項および規則一〇b－五(3)違反となるか。もし違反となるとすれば、内部者とは誰をいうのか。法および規則の適用は相対取引（face-to-face transaction）に制限されるものか否か。そして最後に、重要な情報とはどのようなものか[14]。」

本判決では、前述の通り、特別事情原則の立場に立って解釈することによって、重要な未公開情報に基づく内部者の買付けは、法一〇条b項、規則一〇b－五に違反すると判断された。

(2)　内部者の範囲

取締役、役員および主要株主は伝統的に会社の内部者と看做されており、これらの者が規則一〇b－五の下でも開示義務を負う内部者すなわちその者が情報を開示しないことが規則一〇b－五で規定する詐欺に当るという意味での内部者の中に含まれることについては疑問がない。しかしながら、規則一〇b－五は、人的適用の範囲については、"any person" と規定しており、文言のうえからは、開示義務を負わされる内部者の中に右の者以外の者が含まれる可能性が残されている。問題はどのような理由によって開示義務を負わされることになるのかということである。右の三者については、伝統的な忠実義務の概念もしくは特別事情原則によってこの義務が根拠づけられた。右の三者以外の者についてはどうであろうか。TGSケースでは、同社の主要なポストにある従業員が被告とされており、この点についての裁判所の判断が求められた。

TGS判決は、法一〇条b項、規則一〇b－五はすべての人（any person）に適用されるものであるとし、コモン・ローにおいても従業員の責任を認めた判決[15]があることを指摘したのち、規則一〇b－五の下で開示義務が認められる根拠として、Cady, Roberts 事件でSECが述べた理論[16]を採用することによって、従業員もまたいわゆる内部者の中に含まれることについてつぎのように述べている。

「この規則は、それが伝統的な忠実義務の概念または特別事実原則のいずれによって基礎づけられるにせよ、政策的には、取引所において取引をなすすべての投資家は、重要な情報に対しては等しく接しうるものであるという証券市場の正当な期待に基礎を置くものである。……この規則の本質は、会社の株式を自己のために取引する者が、個人的利益のためにではなく、もっぱら会社の目的のためにのみ

利用せらるべき情報に接した場合には、その情報が取引の相手方すなわち一般投資家にはまだ利用できる状態にないことを知りながら、これを利用してはならないということにある。……取締役や役員は内部者として当然、この規則によってそのような不正な取引をなすことを禁ぜられるが、この規定はまた、法一六条b項で規定されている内部者（取締役、役員および主要株主―筆者）とは厳格には云いえない者で、そのような情報を所持している者にも適用しうるものである。[17]」

ここで従業員が開示義務を負わされることとなる理由とされているものは、従業員の会社もしくは取引の相手方に対する忠実義務等の個人的法律関係から生ずる要請ではなく、証券取引市場においてすべての投資家が投資判断に必要な情報に等しく接し得るような状況の確保という制度的な要請であることは注目しなければならない。重要な未公開情報に基づく取引が取引所取引のような非個性的な市場を通して行われる場合に、規則一〇b―五をそのような取引にも適用し、そのような取引を違法とするためには、その理由すなわち情報の不開示が違法とされる根拠もまた、従来の相対取引におけるものでは充分でなく、別のところに求められる必要がある。TGS判決は、Cady, Roberts 事件においてSECが確立した理論のうえにたって、証券取引所法の目的とする、すべての投資家が情報に等しく接し、投資の報酬にも等しく与かる状態の確保という証券市場の要請によってこれを根拠づけたということができる。[18]その意味で、取引所取引への規則一〇b―五の適用拡大は、内部者取引規制の法理の発展をもたらしたということができる。[19]

なお、TGSケースでは、未公開情報を他人に内報すること（tipping）も法（規則）違反だと主張され、控訴裁判所の判決ではその主張が認められた。[20]控訴裁判所は内報者（tipper）の法（規則）違反を認めたうえで、その

付随意見のなかで、TGSケースでは内報を受けた者（tippee）は被告とされていないので tippee が情報が未公開であることを知りながら、その情報に基づいて株式を買付ける行為が法（規則）に違反するかどうかを判断する必要はないとしながらも、tippee のそのような行為も同じく責むべきものであることは確かであると述べて[21]、tippee 自身が規則一〇b－五の下で規制の対象とされうることを示唆している。このことは規則一〇b－五の下でのいわゆる内部者の範囲がさらに拡大されることを意味し[22]、内部者取引規制の法理の発展をもたらすものであると同時に新たな問題を提起するものであった[23]。

(3)　取引所取引への適用

重要な未公開情報を得た者が、法や規則一〇b－五に違反することなく株式の売買をなすためには、その情報を相手方に開示しなければならないとするならば、取引の相手方を確認することが困難であり、内部者が直接取引の相手方を見つけ出して情報を開示するということも事実上不可能な取引所取引の場合にも規則一〇b－五は適用されるのかという疑問を生ずる。TGS判決は、証券取引所法の目的が、相対取引、店頭取引および取引所取引を問わず、一般的に、証券取引における不正行為を防止し、公正な取引を確保することにあることを理由に、規則一〇b－五は取引所取引にも当然適用されるとする[24]。取引所取引の場合は、内部者個々人が直接内部情報を開示することは実際上困難であるが、その場合でも例えば、取引所の規則等により、株価に影響を及ぼす事実は迅速に公表すべきことが上場会社に義務づけられることによって、内部情報が会社を通して開示されることは可能であり、その場合にもし会社の経営政策上、一定期間その事実を公表すべきでないとされた場合には、その期間は内部者は株式の取

引をさし控えるべきであるということになる。[25]

(4)　重要な内部情報（material inside information）の意義

会社の内部者は外部者に比べて会社の事情に通じ、会社の事業等についてより専門的な知識を有しているのが普通であって、法は内部者が会社の事情に、より通じているということだけで、内部者の自社株取引を禁止するものではなく、むしろ現在の自由企業制度の下では、取締役や役員や従業員が自社株を所有することは奨励さえされているといってよい。また、内部者は専門家として会社の財務分析、業務分析等において優越的な地位にあるが、そのような優越性から生ずる利益を一般投資家に与えなければならないという義務を当然に負うものでもない。[26] したがって、内部者が情報を開示する義務を負わされ、あるいは自社株の取引をさし控えるべき義務を負わされるのは、特殊な事情が存する場合に限られるのであって、特殊な事情というのは、「その性質において本質的に異常なもの（extraordinary）であって、もしそのような事情が開示されたならば証券の市場価格に実質的な効果をもたらすことが合理的にみて確実であるような事情」[27]であるとされている。換言すれば、規則一〇b－五の下で情報の不開示が違法とされるためには、その情報は重要な情報（material information）でなければならず、何が重要な情報とみられるのか、その判断の基準如何が問題となる。抽象的な判断の基準をTGS判決はつぎのように述べている。

「重要性判断の基準は、一般人（reasonable man）が当該取引において自己のとるべき行動を選択するに当って、重要性を認めるかどうかによる。……このことはもちろん、合理的客観的にみて、会社

の株式や証券の価値に影響を与えるであろうすべての事実を包含するものである。[28]」

「それは、もし知らされたならば明らかに投資判断に影響を及ぼしたであろうような情報であり、……株式の本質的価値に直接に影響があるような情報である。[29]」

重要な情報の具体的なものとしては、会社の利益や利益配当に関するものに限らず、会社の将来に影響を与える事実に関する情報があげられる。[30] 右のような基準に立って重要性を判断するに当って、TGSケースの地方裁判所の判決は、その判断は厳格（conservative）になされるべきであるとするのに対して、[31] 控訴裁判所は必ずしもその必要はないとし、[32] 一般投資家（reasonable investor）の中に職業的投機家を含めるべきか否かについても、前者が否定的であるのに対して後者はこれを肯定する。[33]

重要性（materiality）の問題については、その判断の基準をどのように定義づけるかという問題のほかに、定義づけられた基準を実際の具体的な事実に適用していく過程にさらに困難な問題が生ずる。TGSケースにおいても、一連の試掘作業の過程において、どの時点における試掘結果がいわゆる重要な情報とされるのかが問題の焦点となった。[34] そして第一回の試掘結果の判断について、地方裁判所は、被告（内部者）がその結果を知っただけではまだ鉱床があるかもしれないという望み（hopes）を持ったにすぎなく、証券市場に影響を与える情報すなわち重要な情報を得たというにはほど遠いものであるとしたのに対して、[35] 控訴裁判所は、株式の価格に影響を与える情報であると判断している。[36] この判断の違いが、被告の規則一〇b－五違反の有無を定めるについて決定的な相違をもたらす結果となっている。[37] TGSケースに典型的に現われているように、重要な情報か否かの判断は、その基準をどのように定めるかという問題のほかに、定められた基準を具体的事実にどのように適用していくかという点にむしろ

重要な問題点が存するわけで、それは結局、個々の具体的な事実や状況によって決せられるもので、最終的には、正当な判断（honest judgement）と常識（common sense）によって判断されることになるといわざるをえない。[38] しかしながらこのことは、あらかじめどのような情報が重要な情報とされるのかを知り得る明確な基準を得たいとする内部者にとっては、不確定要素を残すことになるわけで、内部者取引の規制について、TGSケースが提起した法典化の必要を示す一つの例として指摘される問題点でもある。[39]

(5)　情報が開示（公開）されたと認められる時点

重要な未公開情報を得た内部者が、規則一〇b－五違反に問われることなく株式の取引をなすには、その情報を相手方に開示しなければならず、もし情報を開示することが会社の経営政策上禁ぜられている場合や取引所取引におけるように事実上不可能な場合には、その情報が会社によって一般に公開されるまでは、内部者は株式の取引をなすことができないということになる。そこで、とくに取引所取引のように、一刻を争って取引が行われる場合には、内部者がいつの時点から規則違反に問われることなく取引ができるのかということ、換言すれば、情報が一般に公開されたと認められる時点はいつの時点かという問題は、内部者にとって重大な関心事となる。TGSケースはこの点についても典型的な事例を提示した。すなわち、SECによって規則一〇b－五に違反すると主張された行為の一つは、TGS社の鉱床発見についての正式発表が行われた記者会見が終了した直後で、そのニュースがまだダウ・ジョーンズ社の速報テープに現われない間に、取締役の一人が息子に電話して、自分が受託者となっている

信託財産のためにＴＧＳ社の株式を買付けさせたというものであった[40]。

地方裁判所は、正式の発表がなされていること、発表（making of announcement）があったか否かが基準となるべきことは確立されたルールであることを理由に、右の行為は情報が公表された後のものであるから規則違反とはならないとした[41]。これに対して控訴裁判所は、情報が一般に公開されるための確立した手続が完全に遂行されるまでは、内部者は市場から排除されるべきで、投資家全員が正式発表の内容を充分に知らされたうえで、同等な立場で行動するという状態を確保するためには、少くともその情報が最も普及している報道機関すなわちダウ・ジョーンズ社の速報テープに現われるまでは、内部者は取引をしてはならないとして、問題の行為は規則一〇ｂ－五に違反するとした[42]。情報の開示が要求されるのは、内部者のみではなく取引の相手方もしくは一般投資家にもその情報を知らしめ、同等の立場に立って投資判断をなさしめるという目的のためであるから、確かに、会社側からの正式発表があったというだけでは充分でなく、その情報が一般投資家の間に侵透したと認められることが必要である。しかしどのような場合に情報は一般投資家の間に広まったといえるのかということ自体が実際には困難な問題であろう。控訴裁判所はその具体的なものとして、ダウ・ジョーンズ社の速報テープを掲げたわけであるが、情報の性質によってはそれでも解決できない場合も多いであろう。そこに、内部者取引の実際の必要からみて、この点についてはＳＥＣ規則等によって明確な基準を示す必要があるのか、あるいは裁判所の事後的な判断にまかせておいた方がよいのかという問題が残ることになる[43]。

四　ＴＧＳケースは、規則一〇ｂ－五の下における内部者取引の規制について、それまで論じられて

きた問題、とりわけ Cady, Roberts ケースにおいてＳＥＣによって包括的に表明された法理について、裁判所の態度を明らかにすると同時に、新たな問題を提起したという点でまさに画期的な判決であった。とくに内部者取引が証券取引所を通じて行われた場合がとりあげられ、裁判所の見解が明示されたという点に大きな意義があった。ＴＧＳケースで示された法理は、内部者取引に関する連邦法の発展の必然的な帰結であると同時に、将来の発展の方向を示すものであるといってよいであろう。[44] しかしながら同時に新たな問題を提起し、内部者取引の規制については立法的解決を必要とする問題点が存することをも明確にしたといえる。[45] 本稿では、ＴＧＳ判決に示された二、三の基本的な法理を検討したにすぎない。量的にも質的にもなお重要な問題が残されている。これらの検討は後日になしたいと思う。

注

(1) A. Fleischer, Jr., Securities Trading and Corporate Information Practices : The Implications of the *Texas Gulf Sulphur Proceeding*, 51 Virginia Law Review 1271, 1272 (1965), Note, 82 Harvard Law Review 938, 941 (1969).

(2) 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).

(3) 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).

(4) ＴＧＳケースは内部者取引に関する文献においては必ずといってよいほど言及されているが、ＴＧＳケース自体を主題とした文献として次のものがある。

A. Fleischer, Jr., op. cit. note 1, W. M. Kennedy & H. S. Wander, Texas Gulf Sulphur, a most unusual case, 20 Business Lawyer 1057 (July, 1965), R. H. Mundheim, Texas Gulf Sulphur complaint : a major-step in restricting insider trading in corporate securities, 1966 Journal of Business Law 284 (July, 1966), D. S. Ruder, Corporate Disclosure Required by the Federal Securities Law : the Codification Implications of Texas Gulf Sulphur, 61 Nw. U. Law Review 872 (1967), Ruder, Texas Gulf Sulphur - the Second Round : Privity and State of Mind in Rule 10b-5 Purchase and Sale Cases, 63 Nw. U. Law Review 423 (1968), Note, SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. : the Inside and Outside of Rule 10b-5, 46 Boston U. Law Review 205, Comment, SEC Enforcement of the Rule 10b-5 Duty to Disclose Material Information - Remedies and the Texas Gulf Sulphur Case, 65 Michigan Law Review 944 (1967). なお、一九六六年判決について Note, 80 Harvard Law Review 468 (1966)、一九六八年判決について Note, op. cit. note 1, 69 Columbia Law Review 1057 (1969), 63 Nw. U. Law Review 423 (1968) 等があるほか、邦文文献として、一九六八年判決の翻訳、神崎・インベストメント二三巻一・三号、解説、竜田・アメリカ法（一九七〇―一）一〇〇頁、一九七一年判決の解説、竹内・アメリカ法（一九七二―二）三七〇頁がある。

(5) 本文で述べた通り、第一号試掘作業の終了後、近隣の土地の取得計画をスムーズに遂行するために、その結果は極密にされたため、それを知っているのは、現地の調査班の責任者と社長以下のいわゆる内部取締役であり、株式選択権付与委員会は取締役会によって任命された三名の外部取締役によって構成されていたために、右の結果を知らされていなかったわけである。

(6) 規則一〇b―五は次のように規定している。

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means of instrumentality of interstate commerce, or of 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, 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

(7) Prosser, The Law of Torts 3ed., pp. 710-712(1964), L. Loss, Securities Regulations 2ed., vol. 3 pp. 1434 - 1435, vol. 6 p. 3535.

(8) 多数説は、取締役や役員が忠実義務（fiduciary obligation）を負うのは会社に対してであって、個々の株主に対しては信任関係に立たないから、株主からの株式の買付けについては特別な開示義務を負わないとする立場であり、少数説は、個々の株主に対しても信任関係に立つとするものである。特別事情原則は、基本的には多数説と同じ立場をとりながら、取締役や役員と株主との株式取引には、通常の対等者間の取引(arm's length transaction）とは異なる特別な事情が存し、それによって取締役や役員は信任関係に立ち、開示義務を負うことになるとする立場である。Loss, op. cit. note 7 vol. 3 pp. 1446 - 1447. 神崎克郎、証券取引規制の研究・九五頁以下、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（高田還暦記念）三五五頁以下参照。

(9) Loss, op. cit. note 7 p. 1447.

(10) 213 U.S. 419(1909).

(11) Loss, op. cit. note 7 vol. 3 pp. 1448 - 1449.

(12) 258 F. Supp. 262, 278. (1966)

(13) Ibid.

(14) Ibid.

(15) Brophy v. Cities Service Co., 31 Del. Ch. 241, 70 A. 2d 5 (1949). このケースは、社長の秘書である被告がその職務上知り得た情報、すなわち、会社がその株式を大量に買付ける計画があるという情報に基づき、自己の計算で株式を買付け、それを会社に売付けたことに対して、その売買によって得た利益を会社に返還すべきことを求めた代表訴訟であり、判決は原告の主張を認めてその理由をつぎのように述べている。「単なる従業員は、とくに代理人（agent）とされないかぎり、普通には、使用者に対して信任的地位（trust and confidence）に立つものではない。……しかしもし従業員が業務の過程において使用者の業務に関する機密情報を得た場合には、それに対してすべての点について受託者（fiduciary）と同じような信任的地位に立つことになり、そのような地位にある者として行動しなければならない。」

(16) In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907 (1961). この事件は、他の会社の取締役であるパートナーから、その会社の配当削減の決定を知らされた証券会社の他のパートナーが、その決定が公表される以前に、顧客の証券売買一任勘定から株式を売付けた行為に対して、この売付けが規則一〇b－五等に違反するものではないかとして開始されたSECの審決事件であるが、委員長（Cary）によって書かれたSECの見解は、規則一〇b－五に関する法理の発展の上で画期的なものであり（Loss, op. cit. note 7 vol. 6 p. 3561, Cary, Israel & Loss, Recent Development in Securities Regulation, 63 Columbia Law Review 861)、SECはそこで示されたルールについて、TGSケースにおいて司法的承認を求めたものであるともいわれている（Kennedy & Wander, op. cit. note 4 p. 1061)。規則一〇b－五の下で開示義務が認められる根拠について述べた一節はつぎの通りである。

Analytically, the obligation (of insiders) rests on two principal elements; first, the existence of a

relationship giving access, directly or indirectly, to information intented to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone, and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing.

(17) 401 F. 2d 833, 848 (1968).

(18) A. R. Bromberg, Securities Law－Fraud SEC Rule 10b－5, vol. 1 Ch. 3, 2(400).

(19) Ibid.

(20) 401 F. 2d 833, 852. なお、地方裁判所の判決では、被告が内報した時点では、情報そのものが未だ重要な情報とはなっていないとされたため、内報することそのことが法（規則）に違反するかどうかについては判断されなかった。258 F. Supp. 262, 284－285.

(21) 401F. 2d 833, 854.

(22) Note, op. cit. note 1 p. 942.

(23) Loss, op. cit. note 7 vol. 3 p. 1451, vol. 6 p. 3561

(24) 401 F. 2d 833, 848. 地方裁判所の判決はその理由として、Cochran v. Channing Corporation, 211 F. Supp. 243 (S. D. N. Y. 1962) ケースおよびCady, Roberts ケースを引用し、証券取引所法は証券の通常の売主または買主を保護するために制定されたものであるが、証券取引における詐害行為は、虚偽表示やいわゆる半真実の表示によって行われるだけでなく、積極的に表示すべき義務がある場合に全く沈黙することによっても行われるものであり、取引当事者間に何らのコミュニケーションがなかったということは、必ずしも規則一〇b－五違反の可能性を否定するものではなく、もし証券取引所法の定める詐欺禁止規定によって与えられる保護が、主要な証券市場である取引所における取引に与えられないとするならば、それはきわめて異常なことであろうと述べている。258 F. Supp. 262, 279.

(25) 258 F. Supp. 262, 279.
(26) 401 F. Supp. 833, 848, 258 F. Supp. 262, 280.
(27) Ibid., Fleischer, op. cit. note 1 p. 1289
(28) 401 F. 2d 833, 849.
(29) 258 F. Supp. 262, 280.
(30) 401 F. 2d 833, 849, 258 F. Supp. 262, 280.
(31) 258 F. Supp. 262, 280.
(32) 401 F. 2d 833, 849.
(33) 地方裁判所の判決が、ウォール街の投資家に興味がある情報であるというだけでは重要な情報であるとはいえないというのに対して 258 F. Supp. 262, 280.、控訴裁判所の判決は、ウォール街の投機家も法の保護に与りうる一般投資家（reasonable investor）であると述べている 401 F. 2d 833, 849.°
(34) Fleischer, op. cit. note 1 p. 1289.
(35) 258 F. Supp. 262, 283.
(36) 401 F. 2d 833, 850.
(37) 地方裁判所は、本文で述べたように、第一回の試掘坑の結果は未だ重要な情報とはいえず、第四試掘坑が完成した一九六四年四月九日午後七時以降になってはじめて、試掘結果が重要な情報となったと判断することによって、一九六三年一一月八日の試掘作業の開始から翌年四月九日午後七時までの期間に、それぞれ試掘結果に基づいて株式の買付等を行った被告の行為は規則一〇b－五に違反しないとした 258 F. Supp. 262, 281－285 °これに対して控訴裁判所は、第一回の試掘結果も重要な情報であるとして、その結果に基づいてなされた取引はすべて規則一〇b－五に違反するものとした 401 F. 2d 833, 848－852.
(38) Fleischer, op. cit. note 1 p. 1290.

(39) Ruder, op. cit. note 4, 61 Nw. U. Law Review 872, 888, 905.

(40) 258 F. Supp. 262, 288.

(41) Ibid.

(42) 401 F. 2d 833, 854.

(43) 地方裁判所の判決も、情報が公表された後、それが一般に侵透するまでの一定期間、内部者がその情報に基づいて行動することを禁ずることが、内部者取引規制をより有効なものとすることを否定するものではなく、その期間について明確な基準を定める必要性をも認めるものであるが、ただ、そのような期間を定めることは、SECもしくは立法機関の最もよくなしうることであるという見解をとっている。258 F. Supp. 262, 289. なお、この点については、80 Harvard Law Review 473-474, 82 Harvard Law Review 945. 参照。

(44) Fleischer, op. cit. note 1 p. 1272 参照。

(45) 例えば、Ruder, op. cit. note 39。