

Title	アメリカにおける内部者取引規制の法理 : Chiarella および Dirks 両事件まで
Sub Title	Rationale for Regulating Insider Trading : Until Chiarella & Dirks
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学会
Publication year	1989
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.62, No.12 (1989. 12) ,p.205- 223
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	田口精一教授 平良教授 退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19891228-0205

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

アメリカにおける内部者取引規制の法理

—Chiarella 及び Dirks 両事件まで—

並 木 和 夫

序 論

一、コモン・ローにおける内部者取引規制の発展

- (1) Strong v. Rapide 事件
- (2) Hotchkiss v. Fischer 事件

二、証券取引法規則一〇b―五の下における判例の発展

- (1) Cady, Roberts & Company 事件
- (2) Texas Gulf Sulphur Co. 事件
- (3) Chiarella v. United States 事件
- (4) SEC v. Dirks 事件

序 論

前稿「アメリカにおける内部者取引に対する刑事制裁の研究」⁽¹⁾においては、アメリカにおける内部者取引の刑事制

裁について、近時の判例を中心として、研究を行った。

ところが、そこで検討した Chiarella 事件⁽²⁾の判決は、従来の判例が内部者取引に該当し違法なものとしてきた主体と行為の範囲を絞り込むものであったので、Chiarella 事件を巡って、学界および法曹界において、議論が沸騰することとなった。⁽³⁾

そこで本論文においては、コモン・ロー上の内部者取引における責任に遡って、内部者取引についての責任の歴史的發展を明らかにした後に、Chiarella 事件とその後の判例について検討を加え、次いで、内部者取引における責任の原点、すなわち、なぜ内部者取引は抑止されねばならないのか、という内部者取引規制の原点に立ち返った上で、内部者取引規則のあり方について検討を行うが、本稿においては、Chiarella および Dirks 両事件までの内部者取引規制の法理について研究し、次稿においては、Chiarella および Dirks 両事件以降の判例の発展について研究した後に、不正流用論の評価ならびに内部者取引規制の根拠および問題点を明らかにして、内部者取引規制の将来を展望する。

一、コモン・ローにおける内部者取引規制の発展

コモン・ロー上、内部者取引に対する私的制裁の起源となったのは、詐欺 (fraud) の概念であって、それは、虚偽表示 (affirmative or active misrepresentation) を理由とする不法行為⁽⁴⁾に始まり、後には、取引に際しての不開示 (nondisclosure) にも適用されることとなった。ここにおいて、制裁の目的 (保護利益) とされるのは、証券を売却あるいは購入するに際しての虚偽表示または非開示によって、譲受人または譲渡人が被った損害であった。⁽⁵⁾

虚偽表示は、コモン・ロー上、長期にわたって、内部者取引に対して、私的制裁を科す根拠とされてきたが (mis-

representation theory)」、取引を行うに際して当事者が、単に沈黙を守ったに過ぎない場合 (traded in silence case or nondisclosure case) は、「特別事情の原則 (special fact doctrine) を根拠として、私的制裁が認められた。

「特別事情の原則」は、一九〇九年の Strong v. Rapide 事件において、初めて連邦最高裁判所で認められた原則であり、一九三二年の Hotchkiss v. Fischer 事件は、この立場を承継している。

(1) Strong v. Rapide 事件⁽⁹⁾

被告乙は、訴外 Philippine Sugar Estates Development Company 会社の社長 (administrator) であって、自社の発行済株式の四分の一を所有していた。被告は、訴外会社が、自ら所有する土地を売却し、これによって訴外会社は莫大な利益を得る計画を立案中であることを知りながら、これを明らかにしないまま、原告甲から訴外会社の株式を自己のために買付た。そこで、原告甲は、被告乙が甲から株式を購入するに際して、訴外会社に土地の売却計画があり、これによって訴外会社が莫大な利益を得ることを知っていたのにもかかわらず、これを株式の買付に際して、甲に対して開示しなかったのは、詐欺 (fraud) を構成するとして、株式の返還を求める訴を提起したのが本件である。

本来、売買に関するコモン・ローによれば、売主または買主は、売買に際して、自らが知っている情報を開示する義務を負わない。

判旨は、通常、株式会社の取締役と株主との間においては、株主から自社の株式を買付るに際して、取締役には、自らが株式の価値に関して保有する知識を開示すべき信任上の (fiduciary nature) 義務は存在しないが、特別事情 (special facts) の存在を理由として取締役にかかる義務開示義務⁸⁾ (筆者注) を認めた裁判所の判断が存在する⁽⁷⁾とした後に、本件の状況 (circumstances) を勘案すると、…… (被告は、) 取得前に、事実を述べる義務を負う⁸⁾、と判示して、原告の請求を認めた第一審であるマニラ地方裁判所の判決を破棄して原告の請求を退けたフィリッピン列島最高裁判所判

決を破棄して原告の請求を認容した。

(2) Hotchkiss v. Fischer⁽⁹⁾ 事件

被告 Fischer は、Elmhurst Investment Company の取締役社長であり、原告 Hotchkiss は、寡婦であって、夫より、訴外 Elmhurst Investment Company の株式二、三〇〇株を相続した。

Hotchkiss は、窮乏を極め、Elmhurst Investment Company から配当金を受けない限り、所有株式を売却しなければ、生活を維持できなかった。そこで、Hotchkiss は、次期に配当が行われるかどうかを知るために、一九二七年一月一二、一三、一五日と三回にわたって会社に出向き、Fischer に面会して、次期の配当の有無を尋ねた。Fischer は、これに対して、一九二六年一月三一日作成の財務報告書を呈示した上で、取締役会において配当決議がなされる迄は、何ら返答をすることができない、と伝えたのみで、財務報告書については、何ら説明を行わなかった。そこで、Hotchkiss は、次期に配当は行われないものと思い、一月一五日に Fischer に対して所有株式を全て売却したところ、一月一八日に至り、Elmhurst Investment Company は配当宣言を行い、一株あたり一ドルの配当を行った。そこで、Hotchkiss が、自らの質問に対して Fischer が、単に財務報告書を呈示した上で、取締役会において配当決議がなされる迄は、何ら返答することができないと答え、しかる後に Hotchkiss の所有株式を一株あたり一ドルという低価格で購入したのは、詐欺を構成するとして、損害賠償を求める訴を提起したのが原審であり、原審は請求を棄却したので、Hotchkiss がカンサス州控訴裁判所 (Supreme Court) に控訴したのが、本件である。

判旨は、取締役は、株主から株式の買付を行うに際しては、(取締役と株主との間では) 筆者注 信頼関係 (relation of scrupulous trust and confidence) が存在するとして、Hotchkiss から株式の買付を行うに際しては、Fischer は、会社の財務状態についての開示を行わなければならないのみならず、取引に關係する重要な事実を Hotchkiss をして知ら

しめなければならず、……配当の有無の問合わせに対する返答に際してこれらの事実が明らかにされたならば、たとえ素人であっても、配当が行われるであろうと理解することができたとして、⁽¹²⁾ 原審を破棄して、裁判のやり直しを命じた。

このように、本来、売買に関するコモン・ローによれば、買主または売主は、売買に際して、自らが知っている情報を開示する義務を負わないが、*Strong v. Rapide* 事件によれば、内部取引者と相手方との間に、特別事情 (special fact) が存在する場合には、買主または売主は、自らが知っている情報 (knowledge) を開示しなければならないものとされる。これが、「特別事情の原則 (special fact doctrine)」と呼ばれるものであり、*Hotchkiss v. Fischer* 事件においては、*Hotchkiss* が *Fischer* に対して配当の有無の問合わせを行ったという「特別事情」が存在したため、取締役に開示義務が認められ、これを尽くさなかったために、詐欺に該当するものとされた。

そこで、コモン・ロー上、虚偽表示事例と不開示事例との詐欺の適用に際しての差は、虚偽表示事例の場合は、虚偽表示に対して、直ちに詐欺が適用されるのに対して、不開示事例の場合は、内部取引者と相手方との間における特別事情の存在によって、初めて開示義務が発生し、開示義務違反について詐欺が適用になることにある。

また、相対取引またはこれに類似した形態で取引が行われた場合 (*bipartite transaction*) には、さらに衡平法上の不当利得 (unjust enrichment → unjust enrichment theory) または現状回復 (restitution) の法理の適用もみられた。

先に述べたように、虚偽表示または不開示の故に詐欺が存在するものとして処理される事案においては、被害者たる売主または買主が被った損失の救済に主眼が置かれていたが、不当利得または現状回復の法理において、利得の返還または現状回復が命じられるのは、他人の権利の侵害または他人に損失を被らせることによって利益を挙げた、不法行為者である内部者取引を行った者に対して、単に制裁を科すことに主眼が置かれていた。⁽¹³⁾

このように、コモン・ロー上、内部者取引に対する私的制裁の根拠は、種々存在したが、実は、一九三四年証券取

引法 (Securities Exchange Act of 1934. 以下「証券法」と呼ぶ) 証券取引法規則 (Rules under Securities Exchange Act of 1934. 以下「規則」と呼ぶ) 一〇b—五の制定後の内部者取引が問題とされた裁判において、最も多く引用されたのは、虚偽表示理論 (misrepresentation theory) と不当利得理論 (unjust enrichment theory) である。

以上が証券法規則一〇b—五が設けられる以前の内部者取引についてのコモン・ローの状況である。

そこで、次に問題となることは、規則一〇b—五が制定されたとして、果してそれ以降の判例はそれ以前のコモン・ローの上に展開されることになるのであろうか、それともそれ以前のコモン・ローから脱却した上で、新たな解釈を進めることになるのであろうか、ということである。

これは、次章で、まず Cady, Roberts 事件を検討することによって明かとなる。

二、証券取引法規則一〇b—五の下における判例の発展

(1) Cady, Roberts & Company 事件⁽¹⁴⁾

一九六一年の証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) の審決である Cady, Roberts & Company 事件は、内部者取引における開示の懈怠が規則一〇b—五の違反となることを述べるに際して、その脚注⁽¹⁵⁾において、コモン・ロー上の内部者取引規制の責任の根拠を論じ、「大多数の州は、証券の取引に際して、内部者に対して絶対的な開示義務を課すものではないが、内部者は通常、証券の取引に際しては受託者地位にあるという理由で、あるいは「特別な事情」の存在の故に、取引に際して開示義務を負うとする法域が増大しつつある。」と述べて、Strong v. Rapid および Hotchkiss v. Fischer 事件とこれらに従う判決と、それ以外のコモン・ローの判決との双方を引用しており、証券取引委員会は、規則一〇b—五の基礎をコモン・ローに位置づけるようにも理解されないでもないが、証券取引

委員会は、さらに、「一九三四年証券法第一〇条b項に基づいて制定された証券法規則一〇b-5は、広範囲の救済規定 (broad remedial provision) であって、正確にはコモン・ロー上の詐欺を理由とする訴を構成する要件が形式的に具備されていない、他人を誤解に導いたり、あるいは詐欺に陥れる行為を、その射程距離に置くものである (Rule 10b-5, issued under that Section, are broad remedial provisions aimed at reaching misleading or deceptive activities, whether or not they are precisely and technically sufficient to sustain a common law action for fraud and deceit.)」と指摘しており、結局、証券取引委員会によれば、連邦の証券諸法は、「コモン・ローとは別個独立した内部者取引禁止の基礎に基づいて制定されたものであって、証券取引委員会は、一九三四年証券法に基づいて、コモン・ローによっては救済されない人々にも救済の手を差し延べる権限を与えられたのであり、一〇b-5の適用範囲は、コモン・ローによっては限界づけられないこととなる。

そこで、次に Cady, Roberts 事件の事案とこれに対する判断を検討する。

Cady, Roberts & Co. 事件⁽¹⁷⁾

Cady, Roberts & Co. は、登録証券業者 (registered broker-dealer) であって、Gintel は、売却仲買人であり、かつ Cady, Roberts & Co. のパートナーでもあった。また、Roy T. Hurley Corporation は、ニューヨーク証券取引所に上場されている株式会社であった。

Roy T. Hurley Corporation は、一九五九年の第一四半期から第三四半期においては、各々一株あたり〇・六二五ドルの配当を行っていたが、第四四半期においては、配当額を削減して一株あたり〇・三七五ドルとすることを、取締役会において決定したが、これに参加した取締役 Codin は、Cady, Roberts & Co. の登録代表者であった。この取締役会においては、配当に関する決定がなされた後に、休憩時間が設けられたため、Codin は、この間、取締役会会議場より退出し、Cady, Roberts & Co. のオフィスに電話をし、Roy T. Hurley Corporation の配当額が削減

されたとの Gintel へのメッセージを残した。

そこで、Gintel は、この情報が公開される以前に、一任口座 (discretionary accounts) から Roy T. Hurley Corporation の株式七千株を四〇ドル二五セントと四〇ドル七五セントで売却し、その後、配当額の削減に関する情報が公開され、Roy T. Hurley Corporation の株式価格は下落し、終り値は、三四ドル八八セントであった。

そこで、証券取引委員会（以下、SECと呼ぶ）が、Cady, Roberts & Co. および Gintel が故意に (willfully) 証券法第一七条 a 項ならびに証券法第一〇条 b 項および規則一〇 b-5 に違反したとして、懲戒手続 (disciplinary proceedings) に持ち込んだ。

審決において、SECは、

「……詐欺防止条項は、「何人 (any person)」という単語を用いており、また役員、取締役ならびに支配権を有する株主等の会社内部者は、伝統的に、特別の義務を負っていることは、すでに説示したところである。しかし、かかる義務を負担する者は、これら三種のグループに限られるわけではない。かかる義務は主として以下の二つの要件が充足されるときに発生する。要件の第一は、個人的な利益のためでなく、会社の目的のためにのみ利用されるべき情報に對して接近できるような立場を生ぜしめる、何等かの関係が存在することであり、要件の第二は、かかる情報を取引の反対当事者が利用できないことを知りながら、かかる情報を用いて取引することより発生する不公正 (unfairness) が存在することである。

詐欺防止条項の広汎な用語法を前提として、上述の二要件の存否を判断するに際しては（役員、取締役、支配権を有する株主、といったような筆者注）、細かな区分や分類に拘泥すべきではない。我々が、ここでなすべきことは、誰が会社と特別の関係にあって、会社の内部の動きについて秘密の情報を保有していて、かくて会社の株式を売買するに際して（開示）義務を負うかを明らかにすることである。……かつて当委員会は、本件と状況が類似した事案において自

らが非公開の重要情報を保有することを認識しつつ株式の取引を行った証券業者に対して、開示をなすか株式の取引を断念(disassociate)すべき絶対的義務を課したことがある。」と述べた上で、Gintelには開示義務が認められるのに拘らず、開示をなさずに取引を行ったとして、またCady, Roberts & Co.に於てGintelがなした行為は、Cady, Roberts & Co.自身の行為と看做される(regarded)として、各々に証券法第一七条a項ならびに証券法第一〇条b項および規則一〇b-五に違反するものとして責任を認めた。

このように規則一〇b-五が設けられる以前のコモン・ローにおいては、内部者取引をなすについて、積極的に虚偽表示がなされた場合には、詐欺の理論によって処理され、また単なる不開示の場合には、特別事情の原則に基づいて開示義務を認めた上、詐欺の理論によって処理されてきたが、規則一〇b-五の制定後のCady, Roberts & Co.事件は、特別事情の原則を採用せず、①個人的な利益のためでなく、会社の目的のためにのみ利用されるべき情報に対して、接近できるような立場を生ぜしめる何等かの関係が存在すること、②かかる情報を取引の反対当事者が利用できないことを知りながら、かかる情報を用いて取引することより発生する不正(unfairness)が存在すること、の二要件の充足の有無を前提として、内部者取引を行う者に開示または断念の義務を認め、この開示または断念の義務に違反した者に、規則一〇b-五違反の責任を認めることによって、処理されることとなった。このCady, Roberts & Co.事件の立場を承継して、開示または断念の義務をコモン・ローの原則として確立したのが、次に述べるTexas Gulf Sulphur Co.事件である。

(2) Texas Gulf Sulphur Co. 事件⁽¹⁹⁾

採鉱業を営む株式会社であるTexas Gulf Sulphur Co.は、カナダのオンタリオ州ティミンズ地方で六年間にわたって採鉱活動を行い、一九六三年一月一二日に完了した第一号ボーリングの結果、銅・亜鉛および銀を含む鉱床を

発見した。同社は、周辺の土地の入手を容易にするために、この事実を極秘にし、鉱床を発見したらしいとの報道を否定する新聞発表まで行った。一九六四年四月一六日、同社は午前一〇時から約一五分間の新聞発表により、鉱床の発見を公表したが、それがダウ・ジョーンズ社の速報テープ (ticker tape) に出たのは、一〇時五四分であった。

この情報の公表前に、一部の取締役・役員および現場の技師は、Texas Gulf Sulphur Co. の株式を大量に買付け、Texas Gulf Sulphur Co. の株価は、鉱床発見の公表により、大幅に値上がりしたため、大きな利得を得た。

そこでSECが、Texas Gulf Sulphur Co. ならびに上記取締役・役員および現場の技師等に対して、証取法第一〇条b項および規則一〇b-1違反を理由として、被告らが為した買付行為の無効宣言 (recession) を求めて連邦ニューヨーク南部地区地方裁判所に訴を提起したのが本件である。

判旨は、「規則の心髄は、個人の利益のためではなく、会社の目的のためのみに利用が許された情報に対して、間接または直接に接近し得る立場にある者は、会社の株式を取引するに際して、自らの取引に際しては当該情報を用いてはならないことを知りつつ、当該情報を用いて利得を得てはならない、……重要な内部情報を有する者は、投資家一般に対して、これを開示するか、もし会社の信用の保持のために開示をなし得ないならば、取引を差し控え (caution) なければならない。」と述べた上で、鉱床の発見についての情報は重要な情報であり、被告らが、これを開示しないでTexas Gulf Sulphur Co. の株式を取得したことは、規則一〇b-1に違反するとした。

このように、Texas Gulf Sulphur Co. 事件の判決は、基本的には先のCady, Roberts & Co. 事件の立場を再述したに過ぎないが、Cady, Roberts & Co. 事件においては、非公開の重要な内部情報に接近し得る立場にある内部者による情報の不当使用と、これより生じる不正に重点が置かれていたのに対して、Texas Gulf Sulphur Co. 事件においては、「重要な内部情報を所持する者は……」と述べられたことから明かなように、情報の「所持」ということに重点が置かれている点で、Cady, Roberts & Co. 事件とは、一線を画するものであり、Texas Gulf Sulphur Co.

事件の立場は、「所持理論 (possession theory)」として評価されることとなり、その後の多くの連邦裁判所の判決が、同様な立場を採ったのであり、その中には、本稿における問題提起の発端となった *Chiarella* 事件の下級審判決も含まれている。また、本件において、「重要な内部情報を有する者は、投資家一般に対して、これを開示するか、もし会社の信用を保持のために開示をなし得ないならば、取引を断念 (abstain) しなければならない。」と述べられたことも、「開示または断念の原則 (doctrine to disclose or abstain)」として、その後の多くの連邦裁判所の判決において引用されることとなった。

(3) *Chiarella v. United States* 事件⁽²²⁾

Chiarella は、ニューヨークに本店を置いて、金融関係の文書の印刷を業とする株式会社である *Pandic Press* の写植室 (Composing room) において、割付作業を担当する従業員 (markup man) であり、会社が受注した印刷原稿は、まず *Chiarella* の手に渡されていた。

会社が受注した印刷原稿の中には、五件の企業買収 (corporate takeover) の告知 (announcement) のための原稿が含まれていた。この原稿が *Chiarella* の手に渡された時点には、企業買収の対象会社の名称は、ブランクまたは偽名とすることによって、秘匿されており、現実の会社名は印刷の直前に *Pandic Press* に対して知られることとなっていた。ところが、*Chiarella* は、企業買収の告知のための原稿の、対象会社の名称以外の記載部分から推察して、現実の会社名を正確に読み取った上で、対象会社の株式を買付け、企業買収の開示がなされた後に、これを売却し、三万ドルの利益を挙げた。そこで、*Chiarella* が内部情報に基づいて行った株式の取得は、規則 10b-5 によって禁止される内部者取引に該当するとして、SEC が告発し、第一審は、*Chiarella* を有罪とし、控訴審たる連邦第二巡回裁判所は、「会社の内部者であろうと否と、……重要な非公開の情報を適式に入手する者が当該情報を用いて株式の取

引を行うに際しては、常に当該情報を開示すべき義務が発生する。」と判示して、判旨が「開示または断念の原則」を採り、重要な非公開の情報の単なる所持から開示または断念の義務が生じることを明らかにした上で、第一審を支持して控訴を棄却したので、Chiarella が連邦最高裁判所に上告したのが本件である。

Powell 判事による連邦最高裁判所の多数意見は、「本件では、上告人が沈黙したことより生じた法律効果が問題となっている。地方裁判所の判決は、上告人が、将来起こるべき企業買収によって被買収会社の株式の価格が上昇することを認識して、被買収会社の株式の売主に対して、故意に情報の開示を懈怠したとして、陪審員が上告人を有罪と判断するのを許容した。しかし、かかる状況の下において、沈黙が証取法第一〇条b項に違反することになるかどうかを判断するためには、証取法第一〇条b項の用語法および立法の経緯を検討することが、SECや連邦裁判所の解釈と同様に、重要である。……第一〇条b項は、詐欺的な悪習 (practices) を阻止するために設けられた包括規定 (catchall clause) であるが、……立法の経緯も、また法律自身も、この問題の解決に対する何らの指針を示していない。……証券取引委員会が、Cady, Roberts 事件において、株式の発行会社の取締役であって、かつ証券会社の代表者を兼ねる者から、未公開の情報を入手して株式を売却した仲買人 (broker-dealer) と彼が所属する会社を、証取法第一〇条b項違反と判示することによって、証取法第一〇条b項の発展に関する重要な第一歩を歩み出した。⁽²⁴⁾……しかし、ある者が、取引を行うについて、事前の重要情報の開示の懈怠を理由として詐欺をなしたものとされるのは、彼が開示すべき義務を負っている場合に限られる。そして、開示すべき義務が発生するためには、取引の一方の当事者が受任者 (aducary) であるが故に、または、それに類似した信頼関係 (relation of trust and confidence) にあるが故に、情報を保有している場合に限られる。Cady, Roberts 事件の審決に際して、SECは、会社における職位の存在の故に秘密情報 (confidential information) を入手した内部者と当該会社の株主との間における信頼関係 (relationship of trust and confidence) の存在の認定を行っており、この関係こそが、情報を有しない株主に対して会社内部者が不公正にも

優位に立つことを防止するという理由の故に、開示義務を発生させるのである。⁽²⁶⁾……かくて、株式の取得または売却に際して沈黙を守ること（不開示）が適法であるか、それとも違法であるかについて、制定法の文言や立法の経緯は、何等の指針をも与えていないが、証取法第一〇条b項に基づく詐欺（fraud）の訴の基礎を構成する、詐欺に基づく責任は……取引の当事者間における信頼関係（relationship of trust and confidence）を前提とするものであることは、既に確立されてお⁽²⁷⁾り、……上告人の有罪を認めた第一審を所持理論を用いて支持した原審を破棄する（reversed）と判示した。このように、Chiarella 事件の連邦最高裁判所判決によれば、未公開の重要な情報を入手し得る立場にある内部取引を行う者が、開示義務を負うためには、株式取引の当事者間において、開示義務を発生させる何等かの信頼関係が存在しなければならず、何らかの信頼関係ないし信任関係の存在を認定して開示義務を課す立場は、信任義務理論と総称される。

Powell 判事によれば、この開示義務を発生させる信頼関係とは、①代理関係（agency）、②信任関係（inducary relationship）、③証券の譲渡人または譲受人がその存在の故に取引の相手方に信頼（trust and confidence）を置くこととなった、譲渡人と譲受人との間における何等かの取決め（arrangement）に基づく関係、とされる。⁽²⁸⁾

このように、Chiarella 事件の連邦最高裁判所の判決によると、内部者取引が行われた場合、規則一〇b―五に違反するとして、違法な取引とされる範囲が、従来の判例の立場に比べて、その主体の面でも、また行為の態様の面においても、極度に絞り込まれることとなった。そこで、Chiarella 事件の最高裁判所の判決を巡って、各界において議論が沸騰することとなったのは、当然であるが、実は、次に検討する Dicks 事件は、Chiarella 事件の最高裁判所の判決の立場を基本的に承継するものであって、しかも、Chiarella 事件の最高裁判所の判決に較べて一層の絞り込みをかけるものであった。

ところで、Powell 判事による連邦最高裁判所の多数意見に対しては、Burger 主席判事による反対意見が存在す

る。後出する事件の考察から、Burger 主席判事が「反対意見で述べた理解が、Chiarella v. United States 事件以降の下級審の判断に対して、いかに重大な影響を及ぼしているかが分る。そこで、Burger 主席判事による反対意見を紹介しておく。

「一般原則として、独立した (arm's-length) 商取引においては、両当事者が何等かの信頼関係または信任関係にある場合を除いて、いずれの当事者も、反対当事者に対して、情報を開示する義務を負うものではない。……この原則は、商事に携わる人々に、関連する情報の収集・評価の経験および能力を利用して儲けることを許容している。これによって、困難な仕事、繊細な分析、および明敏な予測を行うことにインセンティブが与えられる。しかし、上述の原則は政策的に認められるのであるから、それなりの適用の限度が存在する。とりわけ、情報に関する優位が、優れた経験、予見力または勤勉以外の不法な手段によってもたらされた場合には、上述の原則の適用はない。これについては、Keeton 教授がテキサス・ロー・レビュー「一五巻一頁以下の「隠蔽と不開示」と題する論文の二五頁から二六頁で明らかにしている。そこには、以下のように書かれている。

「買主が売主に対して秘匿する情報が、どのような方法で入手されたのかということは、非常に大きな意味を有する。その情報は、卓越した知識、知力、技量、または専門的な判断を用いることによって、初めて入手できたのかも知れないし、あるいは単に偶然に入手した場合もあろうし、さらには何らかの不法な行為を行うことによって、初めて入手されたものかも知れない。……情報が不法な行為の結果として入手された場合には、当該情報を開示すべき義務が発生する。」

「私は、証取法第一〇条b項および規則一〇b―五は、上記の原則を前提とし、この原則の下に立法されたものと理解する。かくして、未公開情報の盗用者は、開示をするか取引を断念すべき絶対的義務を負う。

証取法第一〇条b項および規則一〇b―五の文言は、このように解釈することが可能であるし、このように解釈す

ることによって、証券法第一〇条b項および規則一〇b-5の射程距離は詐欺的な計略を実行する者にまで及ぶこととなる。⁽³⁰⁾

(4) SEC v. Dirks 事件⁽³¹⁾

Dirks は、保険会社の証券の投資分析に基づく投資情報を機関投資家に提供することを業とする、ニューヨークに所在する証券会社 (broker-dealer) の役員であった。

Dirks は、一九七三年の三月六日に Equity Funding of America の前役員である Secrist から調査の依頼を受けた。その内容は、生命保険と相互基金 (mutual fund) の販売を業とする Equity Funding 社の資産は、会社における詐欺的な会計慣行の結果、極度に過大評価されており、これを調査・確認して、その内容を公開して欲しいというものであった。

Dirks は、ニューヨークに所在する Equity Funding of America を訪れ、役員や従業員に面接する方法で調査を行い、その結果、ある従業員の証言によって、詐欺的な会計慣行の存在を確認した。調査の間、Dirks は多くの顧客や投資家に対して、Equity Funding における詐欺的な会計慣行の存在の事実を伝達したが、これら顧客や投資家中、数名が、この情報に基づいて手持ちの Equity Funding 社の株式を売却し、このうち投資顧問業を営む者五名にいたっては、一千六百万ドルにもぼる売却を行った。

Dirks は、Secrist からの依頼の通り、調査結果を公開すべく、ロサンジェルス在住の頃から親交のあったウォールストリート・ジャーナル紙のロサンジェルス支局責任者である Blundell に対して、Equity Funding における詐欺的な会計慣行の存在を記事にするよう促したが、Blundell は、これを信ぜず、また仮にこれを信用するとしても、単なる伝聞証拠に頼って記事を書くことは名誉毀損となる真もあるとして拒まれたので、これを記事にさせることに

は失敗した。

Dirks による調査は、結局、二週間をもって終りを告げたが、その間、Equity Funding の株価は、二六ドルであったものが一六ドルに急落し、ニューヨーク証券取引所での取引は停止されることとなり、その後なされたキャリフォルニアの保険当局によって、Equity Funding の記録が押収されるに至り詐欺的会計慣行の証拠が明らかにされた。ここに至って、SEC は、Dirks に対する懲戒手続 (disciplinary proceedings) を開始し、Dirks の行為は証券法 (Securities Act of 1933) 第十七条 a 項、証券法第一〇条 b 項、および規則一〇 b—五の違反の補助に該当するとの判断を下した。そこで、Dirks は、連邦コロンビア特別区巡回控訴裁判所 (United States Court of Appeals for District of Columbia) に控訴したものの、控訴審は、Dirks の有罪を認め、控訴を却下したため、Dirks が上告したのが、本件である。

判旨は、まず、「未公開の市場情報を単に所持するだけでは、証券法第一〇条 b 項の下での開示義務は発生せず、……また内部者は、証券の取引に先立つ重要な未公開情報の開示を怠って秘密利得 (secret profits) を挙げた場合にはのみ、規則一〇 b—五違反の責任を負う。」⁽⁶³⁾として、内部者が規則一〇 b—五違反として責任を負うための要件を述べ、次いで、「情報を情報受領者 (tippee) に開示することによって、内部者が株主に対して自ら負担する信任義務に違背する場合であって、かつ情報受領者 (tippee) が情報提供者 (tipper) において義務違反が存在することを知りまた知り得べき場合にのみ、情報受領者 (tippee) は、当該情報の対象たる会社の株主に対して、当該情報の対象たる会社の証券の取引を行わないという内容をもつ信任義務 (fiduciary duty) を負う。」⁽³⁴⁾として情報受領者が規則一〇 b—五違反の責任を負うための要件を述べた上で、「本件の状況の下では、Dirks は、彼が入手した内部情報の使用を断念しなければならぬ義務を負うものではなく、かくて原審の判断を破棄する。」⁽³⁵⁾と判断した。

このように、Chiarella 事件の連邦最高裁判決も、また Dirks 事件の連邦最高裁判決も、所持理論を否定して、規

則一〇b―五の責任を負うためには、信頼関係ないし信任関係の違反が必要であるとしているが、*Dirks* 事件の連邦最高裁判決は、「秘密利益を挙げた場合にのみ責任を負う。」として、これに利益基準 (*personal benefit test*) を付加しているほか、「情報受領者 (*tippee*) が情報提供者 (*tipper*) において義務違反が存在することを知りまた知り得べき場合のみ (情報受領者は開示義務を負う)」としており、*Chiarella* 事件の連邦最高裁判決の立場に一層の絞り込みをかけるものである。

かくして、*Chiarella* および *Dirks* 両事件以降、下級審が採り得る方策としては、① *Chiarella* および *Dirks* 両事件に従って、内部者取引を行う者と取引の相手方との間における、開示義務を発生させるような何等かの関係の存在を証明する方法、②内部者取引規制の拡大を前提として、開示義務違反をもたらす新たな理論を考案する方法、③内部者取引規制をより絞り込むことを前提として、*Chiarella* および *Dirks* 両事件は、単に内部情報の所持に関して判断を行ったに過ぎないと理解して、これに何等かの要件を付け加える方法、の三種の対応が残されている。

それでは、その後、下級審はいかなる途を選ぶこととなったのであろうか。これについては、次稿で明らかに⁽³⁶⁾なる。

一九八九年九月二〇日脱稿

- (1) 並木和夫、アメリカにおける内部者取引に対する刑事制裁の研究、企業会計四〇巻二一―三頁 (一九八八)。
- (2) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).
- (3) See Hagen, *Insider Trading Under Rule 10b-5: The Theoretical Bases for Liability*, 44 *Bus. Law* 13 (November 1988).
- (4) See Shulman, *Civil Liability and the Securities Act*, 43 *Yale L.J.* 227 (1933).
- (5) *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E. 2d 910, 912 (1969).
- (6) *Strong v. Rapide*, 213 U.S. 419, 29 S. Ct. 521 (1909).

- (7) Strong v. Rapide, 213 U.S. 431, 29. S. Ct. 525.
- (8) Ibid.
- (9) Hotchkiss v. Fischer, 16 P. 2d 531 (1932).
- (10) Id. at 535.
- (11) Id. at 534.
- (12) Ibid.
- (13) supra note 05, at 912.
- (14) In Re Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907, 911 (1961).
- (15) Note 13 to supra 14 at 911.
- (16) Supra note 14 at 910.
- (17) Supra note 14.
- (18) In Re Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 912.
- (19) Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) 龍田節「インサイダー取引(1)」、新証券商品取引判例百選一四六頁(一九八八)。
- (20) Id. at 848.
- (21) United States v. Chiarella, 588 F. 2d 1358 (2d Cir. 1968).
- (22) United States v. Chiarella, 445 U.S. 222, 63 L. Ed 2d 348, 100 S Ct 118 (1980).
- (23) Supra note 21.
- (24) Supra note 21, at 1365.
- (25) Supra note 17, 63 L. Ed 2d 355-356.
- (26) Id. at 356-357.
- (27) Id. at 359.
- (28) Id. at 362.
- (29) Id. at 356-357.
- (30) Id. at 364.

- (31) SEC v. Dirks, 463 U.S. 646, 77 L. Ed 911, 103 S. Ct. 3255 (1983), 島袋鉄男、アメリカにおける内部者取引の法理再論(下)、『琉大法学三六号九九頁、一〇五—一〇七頁(一九八五)。
- (32) 77 L. Ed 2d, at 921.
- (33) Id. at 922.
- (34) Id. at 925.
- (35) Id. at 930.
- (36) 並木和夫、アメリカにおける内部者取引規制の法理——Chiarella および Dirks 両事件以降——、慶應義塾大学法学部法律学科創立百周年記念論文集(一九八九) 所収予定。