

# 神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

## 米国連邦インサイダー取引規制における「信認義務」の検討

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2012-03-23 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 栗山, 修, Kuriyama, Osamu メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/1086">https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/1086</a>

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



# 米国連邦インサイダー取引規制における 「信認義務」の検討

栗山 修

- I はじめに
- II 「インサイダー取引」のポイント
- III 主要な審決・判決のポイント
- IV 「インサイダー」の解釈基準
- V 信認義務
  - 1 不正流用説
  - 2 信認義務・信頼義務
  - 3 1991年 Chestman 事件第2巡回区控訴裁判決
- VI SEC 規則 10b5-2
  - 1 制定の経緯と内容
  - 2 SEC 規則 10b5-2 (b) 項(1)号と最近の判決例
- VII おわりに

## I はじめに

証券の価格に影響をおよぼす重要情報の不実表示 (misrepresentation) や半真実 (half-truth or omission) あるいは不開示 (non-disclosure) による証券取引は、証券市場の健全性を著しく害する。さらには、取引の相手方とされた一般投資者に不測の損害をあたえる。「証券詐欺 (securities fraud)」<sup>1</sup> と称されるこのような取引は違法である。米国では証券詐欺の規制が早くからおこなわれており、連邦証券関係諸法 (federal securities laws)<sup>2</sup> における詐欺禁止規定 (anti-fraud provision)<sup>3</sup> が証券詐欺規制の中心的根拠規定とされている。同規定の違反者には、国家・私人・SEC (連邦証券取引委員会) による種々の「法のエンフォースメント」がなされる<sup>4</sup>。

---

1 具体例については、拙稿「米国における連邦証券詐欺規制とエンフォースメント」外国学研  
究(神戸外大)75号2頁以下(平成22年)参照。

2 1934年連邦証券取引所法3条(a)項(47)号参照。

3 これに該当する規定については、拙稿・前掲注13頁以下参照。

4 具体的には、拙稿・前掲注15頁以下参照。「法のエンフォースメント(enforcement)」とは、

「インサイダー取引」は証券詐欺の典型である。インサイダー取引をしたとして当該取引をした者(以下、インサイダー)に刑事罰を科すあるいは SEC の提起するエンフォースメント訴訟での請求が認められるためには、つぎの要件を満たす必要がある。すなわち、インサイダーの内部情報<sup>5</sup>(inside information)利用が当該情報の帰属者にたいする「信認義務(fiduciary duty)」に違反すること。1997年 O'Hagan 事件合衆国最高裁判決が示した「不正流用説(misappropriation theory)」と称される上記要件の充足が、インサイダーに刑事罰を科す等のための現在における解釈基準とされている。そこで、「信認義務」の内容が問題とされる。

以下では、現在におけるインサイダー取引のポイント(後記Ⅱ)を考察し、インサイダーの解釈基準を示したとされる主要な審決・判決を概観してそのポイントをまとめる(後記Ⅲ)。また、以上から明らかになった「インサイダーとされるためには『信認』義務違反が不可欠の要件である」ことを確認し(後記Ⅳ)、その内容を検討する(後記Ⅴ)。その後、不正流用説における信認義務違反と同様に解釈しうる「信託義務」違反について SEC が明定した規則 10b5-2 制定の経緯や内容を紹介し、同規則の有効性にたいする近時の下級審判決を概観する(後記Ⅵ)。

## Ⅱ 「インサイダー取引」のポイント

「インサイダー取引(insider trading)」とはなにか。連邦証券関係諸法にこれを定義する規定はない<sup>6</sup>。しかし、同取引は「内部情報を知って<sup>7</sup>なされる違法な証券取引」と一般に定義される。そして、1934年連邦証券取引所法(以下、取引所法)10条(b)項(以下、(b)項)・規則 10b-5(以下、規則)がインサイダー取引規制の中心的な根拠規

法の制定目的を実現させるためになされる法的措置や処分等をいう。私人によるエンフォースメントについては田中英夫＝竹内昭夫・法の実現における私人の役割(東京大学出版会 昭和62年)も参照。同書は、「法のエンフォースメント」の概念をわが国に紹介したものとされている(山下友信＝神田秀樹編・金融商品取引法435頁脚注1)(東京大学出版会 平成22年)。

5 「証券の価格に影響をあたえる重要で未開示の情報」をいう。

6 これまでに定義規定を設ける動きはあった。最近の論稿である、Hazen, *Identifying the Duty Prohibiting Trading on Material Nonpublic Information*, 61 HASTINGS L. REV.881 (2010)も定義規定の新設を主張する。また、連邦証券法典案(Proposed Federal Securities Code)1603条は「インサイダー取引」を定義する。しかし、定義規定の新設は不要とされてきた。その理由等については、拙著・証券取引規制の研究157頁(成文堂 平成10年)参照。

7 内部情報を知ってそれを利用する場合(use)のみならず、単に当該情報を知って取引する場合(possession)にもインサイダー取引にあたるのかかが問題とされる。これについての詳細は、拙稿「米国インサイダー取引規制における内部情報所有説・内部情報利用説の検討」外国学研究(神戸大)48号1頁以下(平成13年)参照。

定とされている。(b)項は、SECの制定するルールに違反する詐欺的行為(any manipulative or deceptive contrivance)を規制する。証券法17条(a)項は詐欺的な証券の売付けには適用されるが買付けには適用されない。そこで、後者にも適用される規定が必要であるとの認識から、SECが(b)項に基づき1942年に制定したのが規則である<sup>8</sup>。すなわち、規則の制定目的はインサイダー取引の規制ではない<sup>9</sup>。規則に「インサイダー」あるいは「インサイダー取引」という文言のないのがその証左である。また、SECも規則制定後1961年になされたCady, Roberts&Co.事件審決(後記Ⅲ・(1))まで、規則を根拠に取引所取引におけるインサイダー取引規制に本腰を入れて着手してはいない。しかしその後、規則はインサイダー取引をはじめとする証券詐欺規制の中心的規定となったことは周知のとおりである<sup>10</sup>。

内部情報の不開示が規則違反にあたる証券取引をした者が、一般に「インサイダー」とされる。インサイダーは、以下のように分類することができる。①会社内部者(corporate insider)、②準内部者(quasi-insider or temporary insider)、③内部情報受領者(tippee)、④真正内部者(insider's insider)、⑤外部の内部者(outside insider)<sup>11</sup>。以上の者をすべてインサイダーと称することにたいしては、つぎのような異論が唱えられている。すなわち、「インサイダー」という言葉は取引の対象とされた証券発行者の内部にその地位を有する者を意味する。そうであれば、内部情報を知って自社株の売買をした取締役等の会社内部者がインサイダーにあたるのは理解できる。しかし、準内部者や内部情報受領者の多くは証券発行者の内部にその地位を有しない。さらには、1980年Chiarella事件最高裁判決の印刷工や1997年O'Hagan事件最高裁判決における弁護士のように証券発行者の外部にその地位が

8 規則制定の経緯については、ABA Sec. of Corp., Banking & Bus. Law, Conference on Codification of the Federal Securities Laws, 22 BUS. LAW. 793, 922(1967)参照。

9 そもそも、インサイダー取引の規制は取引所法の制定目的とはされていない(BAINBRIDGE, SECURITIES LAW: INSIDER TRADING 24 (2d ed. 2007))。

10 1975年Blue Chip Stamps事件最高裁判決でレーンクイスト首席裁判官(当時)は、規則をつぎのように評した。「制定当時は目立たなかったが、その後における判例法の発展により重要な存在となった規定(A judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn)。」(421 U.S. 723, 737)

11 上記①から上記⑤に該当する者の具体例については、拙稿「米国におけるインサイダー取引規制の概要」国際商事法務36巻6号845頁(平成20年)参照。なお、拙稿では「会社内部者」の具体例について取引所法16条(b)項の規定する短期売買差益(short-swing profit)の返還義務者があげられている。1961年Cady, Roberts & Co.事件審決も当該返還義務者を「会社内部者」としている(後記Ⅲ・(1)の下線部参照)。これに加えて、証券発行者(issuer)の発行する証券についての内部情報を知って当該証券の売買をする当該証券発行者の被用者(employee)も「会社内部者」にあたる(PALMITER, SECURITIES REGULATION 435(5th ed. 2011))。従って、職場で内部情報を知って証券取引をした者が当該証券発行者の被用者でなければその者は「外部の内部者」にあたる。

ありかつ当該発行者と接点のない者は、準内部者・内部情報受領者に該当する者よりもさらにインサイダーとはいいがたい。これらの者は、内部者 (insider) ではなく「外部者 (outsider)」である。そうであれば、内部情報を知ってする取引が規則に違反する場合に当該取引者を「インサイダー」と総称するのは誤りである (misnomer)<sup>12</sup>。

### III 主要な審決・判決のポイント

#### (1) 1961年 Cady, Roberts & Co. 事件審決<sup>13</sup>

本事件審決は、つぎのように述べて被審人をインサイダーとした。「詐欺禁止規定は『何人も (any person)』という言葉で表現されており、特別の義務が取締役・役員・主要株主といった会社内部者 (corporate insider) (下線部は筆者) に伝統的に負わされている。しかし、このような義務を負わされるのは、これら三つのグループに限られない。分析してみると、義務は二つの主要な要素に基づいている。それは、第一に、個人ではなく会社の利益のためにのみ利用されるように意図された情報へ直接または間接に近づける関係が存在すること。第二に、自己と取引する相手方が利用できないのを知って内部情報を利用するという固有の不正さ (inherent unfairness) である<sup>14</sup>。」

上記のように、取締役等の会社内部者に規則が適用されることについては早くから認められていた。審決はこれら三つのグループにとどまらず、「内部情報に直接または間接に近づける関係の存在」を基準として当該関係があればインサイダーにあたるとした。本事件審決は、インサイダーの解釈基準等について初めて言及した点に意義がある。

#### (2) 1968年 Texas Gulf Sulphur 事件第2巡回区合衆国控訴裁判決<sup>15</sup>

本事件判決は、「取締役・役員といった内部者は、規則に基づいて不公正な証券取引が当然に禁止されている。さらには、取引所法 16 条 (b) 項の規定する『内部者 (insider)』に厳密には該当しなくても内部情報を知っている者には規則が適用されるとする上記(1)審決を引用して、つぎのように述べた。「重要な内部情報を知っている者は何人も (anyone in possession of material inside information)、当該情報を一般投資者に開示して取引をしなければならない。

---

12 WANG & STEINBERG, INSIDER TRADING 1 (3rd ed. 2010) および同書 nn.4-5 掲記の諸文献を参照。

13 40 S.E.C.907.

14 *Id.* at 912.

15 401 F.2d 833.

会社の機密事項 (corporate confidence) を守るために内部情報を開示できないまたは開示しないことを選択したのであれば、当該情報が開示されるまで取引を差し控えなければならない<sup>16</sup>。」

本事件判決は、上記以外にも内部情報の定義やインサイダーの自社株売買ができる時期、内部情報の伝達 (tipping) も規則違反にあたる等、インサイダー取引に関する重要な解釈基準を示した点に意義がある。

(3) 1980年 Chiarella 事件合衆国最高裁判決<sup>17</sup>

本事件判決は、大略以下のように判示した。①証券の買付けまたは売付けの際に内部情報を知ってする取引が詐欺 (fraud) にあたる場合に規則が適用される。このことは、従来の審決や判決例からも確立された解釈であるといえる。②内部情報を知ってする取引が詐欺にあたることから内部情報の開示義務が生じる。③開示義務は、証券取引の当事者間に「信認あるいはそれに類似する信託関係 (fiduciary or other similar relation of trust and confidence)」が存在する場合にのみ生じる<sup>18</sup>。

本事件判決は、取引当事者間に信託関係がある場合にのみ内部情報の開示義務が生じるとしてインサイダーの範囲を狭く解釈した点に意義がある。

(4) 1983年 Dirks 事件最高裁判決<sup>19</sup>

本事件判決は上記(3)事件判決の考え方を前提に、以下の二要件を満たせば内部情報受領者 (tippee) もインサイダーに該当するとした。①内部情報提供者 (insider or tipper) の当該情報の伝達が株主にたいする信認義務違反にあたること。②内部情報受領者 (tippee) が上記①を知りまたは知ることができたこと<sup>20</sup>。

本事件判決は、内部情報受領者が上記の要件を満たせばインサイダーである「内部情報提供者」と同様の地位にあるとした点に意義がある。

(5) 1997年 O'Hagan 事件最高裁判決<sup>21</sup>

本事件判決は、大略以下のように判示した。①内部情報の不正流用は、当該情報の帰属者 (source of the information) にたいする信認義務に違反する。②上記①

---

16 *Id.* at 828. 「開示または断念の原則 (disclosure or abstain rule)」と称される。この原則は、Cady, Roberts & Co. 審決 (*supra* note, 13, at 912) ですでに示されている (Apolinsky, *Insider Trading as Misfeasance: The Yielding of the Fiduciary Requirement*, 59 KAN. L. REV. 493, 501 (2011))。

17 445 U.S. 222.

18 *Id.* at. 224-37.

19 463 U.S. 647.

20 *Id.* at. 654-58.

21 521 U.S. 642.

は、1980年 Chiarella 事件判決(上記(3))が判示する「取引の相手方」にたいする信認義務違反ではなく、「内部情報の帰属者」にたいするそれを根拠とする<sup>22</sup>。

#### IV 「インサイダー」の解釈基準

前記Ⅲで概観した審決・判決から「インサイダー」の解釈基準は以下のように変遷した。

##### (1) 情報平等説(“parity of information” theory<sup>23</sup>)

1961年 Cady, Roberts & Co.事件審決(前記Ⅲ・(1))や1968年 Texas Gulf Sulphur 事件第2巡回区控訴裁判判決(前記Ⅲ・(2))が示した解釈基準である。すなわち、前者は「内部情報に直接または間接に近づける関係の存在」を解釈基準とする。後者は「内部情報を開示せず取引する者はインサイダーにあたる」とする。規則を公正な証券取引を実現させるための規定(fairness statute)と解釈する同説は、上記の要件を満たせば信認義務の有無とは無関係にインサイダーとされる。1960年頃から1970年代前半頃まで、下級審判例は同説に基づいて「インサイダー」の範囲を広く解釈してきた。

##### (2) 信認義務違反説(“breach of fiduciary duty” theory<sup>24</sup>)

1980年 Chiarella 事件最高裁判判決(前記Ⅲ・(3))や1983年 Dirks 事件最高裁判判決(前記Ⅲ・(4))が示した解釈基準である。同説は、取引当事者間に「信認関係(fiduciary relationship)」がなければ内部情報を開示せず取引をしても「インサイダー」にあたらないとする。重要情報の不開示が詐欺になるとするコン・ローにおける解釈基準を参考にした同説は、規則を詐欺的な証券取引の規制を目的とする規定(fraud statute)と解釈する。最高裁判所は、1997年 O’Hagan 事件最高裁判判決(前記Ⅲ・(5))がなされるまで同説を「インサイダー」の解釈基準としてきた。

##### (3) 不正流用説(“misappropriation” theory)

下記V・1参照。

---

22 *Id.* at 649-78.

23 同説の内容を考慮すると“parity of access to information” theoryとの名称がよいとの指摘もある(Nagy, *Reforming the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post O’Hagan Suggestion*, 59 OHIO ST. L.J. 1233, 1230n.26(1981))。

24 “classical theory”とも称される(たとえば、*Id.* at 1229 参照)。

## V 信認義務

### 1 不正流用説

1997年 O'Hagan 事件最高裁判決(前記Ⅲ・(5))が示した解釈基準である。同事件判決は同説をつぎのように説明する。すなわち、「内部情報の不正流用が当該情報の帰属者(source of the information)に負っている義務に違反すれば、それは当該帰属者を詐欺(deception)することになる。当該詐欺は規則に違反し、違反者には刑事罰が科されうる<sup>25</sup>。」このように、同説は取引の相手方ではなく内部情報の帰属者にたいする信認義務違反を根拠とする。この点が取引の相手方との間の信認関係の存在を要求する信認義務違反説(前記Ⅳ・(2))と異なる<sup>26</sup>。コモン・ローにおけるエイジェンシー(common law of agency)の法理を参考にした同説は、「内部情報の不正利用を規制する規定(fraud-on-the-source statute)」と解釈する。現在、同説が「インサイダー」に刑事罰を科す等の際の解釈基準とされている。

同説は、1980年 Chiarella 事件最高裁判決(前記Ⅲ・(3))におけるバーガ首席裁判官(当時)の反対意見で初めて言及された。その内容は、「内部情報を違法に知ることのできた(すなわち、不正流用した)者は、証券市場を通して取引する者に当該情報を開示する義務を負う」とする。これにたいし、O'Hagan 事件最高裁判決の意味する不正流用説は「内部情報を知った者が当該情報の帰属者にその利用を開示して取引をすれば、州法上の忠実義務(duty of loyalty)違反にはなりうるが、信認義務違反にはならないので規則には違反しない」とする。この点で、同事件最高裁判決の採用する不

---

25 O'Hagan, *supra* note 21, at 652. 同説は、民事救済を求める際の解釈基準とはされていない(1983年 Moss 事件第2巡回区控訴裁判決(719 F.2d 5))。下院エネルギー・通商委員会(The House Energy and Commerce Committee)は、1988年インサイダー取引および証券詐欺規制法制定の基礎とされた報告書のなかでつぎのように述べている。「Moss 事件第2巡回区控訴裁判決のように、不正流用説に基づく民事賠償は認められないとする判決例もある。このような結論は妥当ではなく、インサイダー取引の同時取引者(contemporaneous trader)は私的訴権を主張できる旨の明文規定を設けるべきである。」(Friedman, *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, 68 N. C. L. REV. 466, 482 (1990))。これを受けて新設されたのが取引所法 20A 条である。拙稿「米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる最近の動向(1)」神戸外大論叢 53巻4号5頁以下(平成14年)は同条に関する問題点を考察する。また、同条について検討する最近の論稿として、Shah, *Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability*, 61 RUTGERS L.REV. 791 (2009) 参照。

26 以上の詳細は、拙稿「米国における不公正な証券取引規制に関する一考察」同志社法学 53巻9号101頁以下(平成14年)参照。



不正流用説はバーガ首席裁判官の提唱するそれとは内容を異にする<sup>27</sup>。

## 2 信認義務・信頼義務

不正流用説は、内部情報の帰属者にたいする信認義務違反がインサイダーとされる要件とする。「信認義務<sup>28</sup>(fiduciary duty)」(以下、「義務」)とはなにか。一般には、弁護士とクライアント等のように当事者間に信認関係(fiduciary relationship)が当然に認められれば、同義務は常に生じるとされている。そこで、「信頼義務(duty of trust and confidence)」も信認義務と同様に解釈されるのが問題とされる。O'Hagan 事件最高裁判決は、この点について明確には判示していない<sup>29</sup>。なぜなら、同事件は弁護士がクライアントに関する内部情報を知って取引したケースであった。インサイダーとされた弁護士の「義務」違反は明らかであったことから、最高裁判所は上記の問題について判断を示す必要はなかったとされている<sup>30</sup>。

信頼義務は「信頼関係(confidential relationship)」の存在を前提とする。信頼関係は一定の状況下でのみ生じうる。夫婦関係等がこれにあたりとされる。しかし、「夫婦関係」にあることをもって常に信頼関係が法的に生じることにはならない。この点が、一定の関係があれば常に法的に認められる信認関係とは異なる<sup>31</sup>。そこで、「義務」と信頼義務の関係について以下で検討する。

## 3 1991年 Chestman 事件第2巡回区控訴裁判決

不正流用説は「義務」違反を不可欠の要件とすることから、「義務」の内容が問題となる。この問題に関するリーディング・ケースとされる1991年 Chestman 事件第2巡回区合衆国控訴裁判決<sup>32</sup>を以下に概観する。第2巡回区控訴裁判所は、早くから不正流用説をインサイダーの解釈基準としてきた<sup>33</sup>。

---

27 拙著・前掲注6 132頁。

28 信認義務は、「注意義務(duty of care)」と「忠実義務(duty of loyalty)」に大別できる。ここで問題とされる信認義務は後者である。

29 同事件最高裁判決において、“fiduciary”という言葉が17回、“trust and confidence”という言葉が5回、それぞれ使われている(Nagy, *supra* note23, at 1332 n.98)。また、1980年 Chiarella 事件最高裁判決では前者が7回、後者が4回、それぞれ使われている(*Id.* at 1326 n.50)。

30 Bexley, *Reining in Maverick Traders: Rule10b5-2 and Confidentiality Agreements*, 88 TEXAS L. REV.195, 201 (2009)。

31 Painter & Krawiec & Williams, *Don't Ask Just Tell : Insider Trading After United States v. O'Hagan*, 84 VA. L.REV.153, 176 n.101 (1998)。

32 Bexley, *supra* note30, at 201.

33 詳細は、拙稿・前掲注26 115頁以下参照。

1991年 Chestman 事件第2巡回区控訴裁判決<sup>34</sup>

(事実の概要)

株式ブローカーである Chestman (以下、C) は、顧客の Loeb (以下、L) から上場会社である大手スーパーマーケットチェーンを運営する Waldbaum 社 (以下、W 社) に関するつぎのような内容の内部情報を知らされた。それは、W 社は TOB の対象会社とされ、同社株式の公開買付け価格も高額となりそうである。なお、L の妻である Susan は W 社社長の姪でかつ同社の主要株主でもあった。内部情報を知った C は、W 社株を買い付けて利益を得た。C は、内部情報を不正流用したとして起訴された<sup>35</sup>。

第一審のニューヨーク州南部地区合衆国地裁判決は C を有罪とした<sup>36</sup>。これにたいし、第2巡回区控訴裁判決は大略以下のように判示して C を無罪とした<sup>37</sup>。

(判旨)

- ① 不正流用説に基づき C に刑事罰を科すためには、不正流用者と内部情報の帰属者間に「信認関係 (fiduciary relationship) またはそれに類似する信頼関係 (similar relationship of trust and confidence)」の存在が不可欠である。
- ② コモン・ローでは、以下の関係にある者は当然に (inherently) 信認関係にあるとされる。それは、弁護士と顧客、遺言執行者と相続人、後見人と被後見人、本人とエイジェント、受託者と受益者、会社の最高役員と株主の関係である。
- ③ C を有罪とするためには、つぎの二点が立証されなければならない。(a) L と、L の妻 Susan あるいは W 社に上記①の関係があることから生じる L の「義務」違反。(b) C が上記(a)を知っていたこと。
- ④ 婚姻関係にあることは (marriage)、夫婦間に信認関係があることを意味しない。
- ⑤ 信頼関係も信認関係と同様に解釈されうるためには、前者が後者と同様の法的機能を有する必要がある (functional equivalent of a fiduciary relationship)。そして、信認関係の核心は「当事者の一方が他方を信頼し、事実上支配ができかつ優越的な立場にある関係 (reliance and de facto control and dominance) にあること」である。これに該当しない関係は、信頼関係にあるとはいえない。

---

34 947 F. 2d 551. 同事件判決は最初の判決後に (903 F. 2d 75)、再び所属裁判官全員 (en banc) でなされた。

35 *Id.* at 554-56.

36 704 F. Supp. 451.

37 947 F. 2d 551. at 556-71.

- ⑥ 以上から、C と L の妻や W 社の間には信認関係あるいは信頼関係は存在しない。

## VI SEC 規則 10b5-2

### 1 制定の経緯と内容

#### (1) 制定の経緯

インサイダーに刑事罰を科す等のためには、内部情報の帰属者にたいする「義務」違反が不可欠の要件とされる。1997年 O'Hagan 事件最高裁判決はこれを明らかにした。しかし、同事件最高裁判決は「義務」の内容を明らかにしていない。また、その内容を示したリーディング・ケースとされる1991年 Chestman 事件控訴裁判決(前記V・3)は、上記最高裁判決以前になされたものである。同事件控訴裁判決は信認関係や信頼関係を狭く解釈し、夫婦間にこれらの関係は存在しないとされた。「インサイダー」の範囲が不明確あるいは狭く解釈される事態を憂慮した SEC は、2000年8月24日に施行された規則 10b5-2 を制定してこの問題の解決をはかった。すなわち、以下のいずれかに該当すれば「信頼義務(duty of trust or confidence)」<sup>38</sup>が生じる。そして、その義務に違反すれば「インサイダー」とされる。

#### (2) 規定の内容

規則 10b5-2 は、大略つぎのように規定する。すなわち、内部情報を知って証券取引をした者が不正流用説に基づいてインサイダーとされるためには、「信認義務(duty of trust or confidence)」違反が不可欠の要件である(柱書および(a)項)。以下に該当すれば信頼関係が生じ、それにより生じる信認義務に違反して証券取引をした者は信認義務違反者として「インサイダー」とされる。①内部情報(以下、情報)を保持する旨の合意をした場合。((b)項(1)号)。②情報伝達者と内部情報受領者の両者が共有した情報の漏えいがこれまでなかったことから、情報の機密保持に関する情報伝達者の期待を内部情報受領者が知りまたは知ることができた場合((b)項(2)号)<sup>39</sup>。③情報伝達者が内部情報受領者の

---

38 1980年 Chiarella 事件最高裁判決および1997年 O'Hagan 事件最高裁判決では、「信頼義務」が“trust and confidence”とされていたが、規則 10b5-2 ではそれが“trust or confidence”とされた。これにより、不正流用説の適用範囲が従来と比べて広くなるとの指摘がある(Nagy, *supra* note23, at1360.)

39 規則 10b5-2 制定の主たる目的は、同号の規定にあったとされる(Bexley, *supra* note30, at 203 n.72)

配偶者・親・子供・兄弟姉妹であり、かつ家族関係における特定の状況からこれらの者に情報の保持を全く期待しえない旨の立証が不可能な場合((b)項(3)号)。

## 2 SEC 規則 10b5-2(b)項(1)号と最近の判決例

SEC 規則 10b5-2(b)項(1)号(以下、「1号」)は、「内部情報を他人に漏らさず保持する旨の合意(confidential agreement)」(以下、「合意」)違反は信認義務違反にあるとする。すなわち、「合意」をした当事者間には信頼関係があるとする。しかし、そのように言えるかは問題である。この問題に関して最近なされた判決例について以下に概観する。

### (1) 2002年 Kim 事件カリフォルニア州北部地区地裁判決<sup>40</sup>

(事実の概要)

Granhy Goose Foods 社の CEO であった Kim(以下、Kim)は、50歳以下の社長で組織する YPO のメンバーであった。YPO はメンバーに「YPO のメンバーであることにより知ることのできたメンバーの共有する情報を他人には漏らしません」との誓約書(以下、誓約書)にサインをさせていた。1999年3月1日、Meridian Data 社の CEO である YPO のメンバーの一人から以下のような連絡があった。それは、「同社が他の会社買収をすることに伴い YPO の会議に出席できなくなった。このことは、くれぐれも他言しないよう他のメンバーに伝えておいてください」。それにもかかわらず、上記情報を知った K は同年3月1日から同月4日までの間に D 社株を買い付けて80万ドル超の利益を得た<sup>41</sup>。

K は、(b)項・規則に違反したとして起訴された。裁判所は、大略以下のように判示して K を無罪とした<sup>42</sup>。

(判旨)

- ① (b)項・規則に違反したとされるためには当事者間に信認関係のあることが不可欠である。それを決定する際の基準は Chestman 事件判決の示した基準(前記 V・3・⑤)が参考になる。
- ② 当裁判所は上記①を参考に以下の三つの要件の組合せ(combination)から信認関係の有無を決定する。(a)当事者の有する(専門的)知識が全く異なっていること(disparate knowledge and expertise)。(b)当事者間で情報を共有する必要があることについて説得力のあること(persuasive need to share confidential

---

40 184 F. Supp. 2d 1006.

41 *Id.* at 1008-09.

42 *Id.* at 1009-15.

information)。 (c)適切な援助をする法的義務 (legal duty to render competent aid) のあること。

- ③ K と YPO の関係は上記②の三要件のいずれにも該当しない。したがって、K と YPO の間に信認関係は存在しない。

(2) 2009年 *Nothern* 事件マサチューセッツ州地裁判決<sup>43</sup>  
(事実の概要)

合衆国財務省は2001年10月31日の午前9時に、「30年ものの国債 (30-year bonds) 発行を中止する。これを発表する午前10時まで当該情報を絶対に他へ漏らさないように (strict confidentiality)」との記者会見をした。これを聞いたエコノミストの Davis (以下、D) は、以前に同僚であった Northern (以下、N) に上記情報を伝達した。当該情報を午前9時38分頃に聞いた N は、これにより既発行の国債の価格が通常は上がることから、ただちに額面で2500万ドル、1000万ドル、500万ドルの30年ものの既発行国債を買付けた。

SEC は N の上記国債買付けは (b) 項・規則に違反するとして、不正に得た利益の吐出し等を求める訴訟を提起した<sup>44</sup>。

裁判所は、大略以下のように判示して SEC の請求を認めた<sup>45</sup>。

(判旨)

- ① 1997年 *O'Hagan* 事件最高裁判決は、内部情報の帰属者との間の契約に違反した場合も「義務」違反になるとする<sup>46</sup>。
- ② 本事件は、以下の点で誓約書違反は「義務」違反とはならないとする *Kim* 事件地裁判決 (上記(1)) のケースとは異なる。(a) *Kim* 事件では誓約書違反が倫理や道德上の問題であるのにたいし、本事件では D の「内部情報保持」は法的拘束力のある義務 (binding legal obligation) である。(b) 1991年 *Chestman* 事件控訴裁判決の示した基準を基本にしながらも、その解釈基準を緩和した2001年 *Falcone* 事件第2巡回区控訴裁判決<sup>47</sup>は、保持の対象とされた内部情報が「かなり機密性の高い内容であるもの (highly confidential)」であれば「合意」違反は「義務」違反にあたるとする。この解釈基準に従えば、D および D の義務違反を知っていた N の行為は「義務」違反となる。

---

43 598 F. Supp. 2d 167.

44 *Id.* at 169-70.

45 *Id.* at 170-77.

46 これは、Aldave, 13 HOFSTRA L. REV., at 122 の一部をかつこ書きで述べているにすぎない (*O'Hagan*, at 663)。

47 257 F. 3d 226.

- ③ Chestman 事件判決の解釈基準に従って、「義務」違反の有無を判断する必然性はない。他の基準に拠ってこれを判断している地裁判決も存在することがその証左である<sup>48</sup>。

(3) 2009年 Cuban 事件テキサス州北部地区地裁判決<sup>49</sup>

(事実の概要)

Dallas Mavericks 社のオーナーで起業家としても有名な Mark Cuban(以下、C)は、カナダに本社がありサーチ・エンジン事業をしている Mamma.com 社(以下、M 社)の筆頭株主としても知られていた。C は M 社の CEO から、同社が PIPE の募集をする予定であるとの情報を知らされた。その際、当該情報は内密にしておくようにも言われた (confidential agreement)。それを聞いた C は、「困ったことになりました。M 社株を売り付けられなくなったのですね」と言った。それにもかかわらず、C は PIPE の募集発表の前に M 社株を売り付けた。上記募集が公表されると、翌日には M 社の株価は急落した。その結果、C は本来であれば受けるべき損失を免れた<sup>50</sup>。

SEC は、(b) 項・(1) 号・証券法 17 条 (a) 項に C は違反したとして提訴した。これにたいし、C は「PIPE の募集予定の内部情報を内密にしておく」との合意(以下、本件合意)は「合意」にあたらないと主張した。

裁判所は大略以下のように判示して、基本的には SEC の主張を退けた<sup>51</sup>。

(判旨)

- ① 本件合意に反するだけでは、「義務」違反にあたらぬ。すなわち、本件合意違反による取引は詐欺にあたらぬ。
- ② 本件合意の内容として、「当該情報に基づいて M 社株の売付けをしないまたは他の方法で当該情報を私的利益のために利用しない(not to trade on or otherwise use the information for personal benefit)」が明示または黙示的に含まれていれば、それは「義務」違反とされる可能性がある<sup>52</sup>。
- ③ したがって、上記②のかっこ書きのような内容が(1)号に明定されていれば格別、(1)号の規定する「合意」違反による取引だけでは詐欺にあたらぬ。

48 判決がなされた以後の動向については、Bexley, *supra* note30, at 218 n.116 参照。

49 634 F. Supp. 2d 713.

50 *Id.* at 717-18.

51 *Id.* at 718-32.

52 SEC が C の本件合意違反が上記②のかっこ書きにあたることを立証すれば、当裁判所は SEC の主張を認める。そのためには、2009年7月17日になされた裁判所の意見(memorandum opinion)を斟酌した内容の訴状(amended complaint)を30日以内に提出することが必要であるとした。しかし、SEC は同年8月12日に上記訴状の不提出を明らかにした。

したがって、(I)号違反は(b)項の規定する「詐欺的行為」に該当しない。そうであれば、(1)号は(b)項の授權範囲を越えており無効である。

(4) 2010年 Cuban 事件第5巡回区控訴裁判決<sup>53</sup>

上記(3)の控訴審判決は、大略以下のように判示した<sup>54</sup>。

- ① 第一審判決は、Cの下線部の発言は「M社株を売り付けないこと」については合意していないとする。しかし、Cの下線部やそれに続く発言からは、上記についても合意したとする解釈も可能である。
- ② Cの下線部の発言内容が「M社株を売り付けないこと」についての合意を含むか否かを明らかにするために、本件を第一審裁判所に差し戻す。
- ③ (1)号が(b)項に違反するか否かについては、ここでの判断を差し控える<sup>55</sup>。

## VII おわりに

不正流用説に基づいてインサイダーに刑事罰等を科すためには、内部情報帰属者にたいする「信認義務」違反<sup>56</sup>が不可欠の要件とされる。信認義務は「信認関係」の存在が前提である。しかし、どのような場合にこの関係が存在するのかは必ずしも明らかではない。そこで、SECは2000年に規則10b5-2を制定した。同規則は不正流用説における「信認関係」が生じうる場合を明定した。同規則(b)項(1)号は、「内部情報を他人に漏らさず保持する旨の合意(confidential agreement)」をすることで信認関係が生じるとした。同規定の有効性については最近のテキサス州北部地区地裁判決・第5巡回区控訴裁判決(前記IV・2・(3)・(4))で問題とされた<sup>57</sup>。同規定の有効性に関する今後の判決例に注目したい。

※本研究は科研費(22530098)の助成を受けたものである。

---

53 620 F. 3d 551.

54 *Id.* at 552-58.

55 *Id.* at 558 n.40.

56 2009年 Dorozhko 事件第2巡回区控訴判決(574 F. 3d 42)は、コンピュータ・ハッキングが「詐欺」に該当すれば「信認義務」違反の有無にかかわらず(b)項が適用されるとした。同事件判決の概要については、拙稿「米国におけるコンピュータ・ハッキングと証券詐欺」国際商事法務39巻9号1383頁以下(平成23年)参照。

57 Hazen. *supra* note 6; Bailey, *SEC v. Cuban : The Misappropriation Theory and Its Application to Confidentiality Agreements Under Section 10(B) Rule10B5-2 of the Securities Exchange Act of 1934*, 35 DEL. J. CORP. L. 539(2010) は同規定を有効とする。これにたいし、Bexley, *supra* note 30 は同規定を無効とする。