内部者取引の規制法理(1)

品谷篤哉

第1章　問題の所在

昭和63年の証券取引法改正により内部者取引の規制が強化されたことは周知の通りである。改正後3年が経過しようとしている今日も内部者取引に関する議論は活発に展開されている。そこで取り上げられる問題点のひとつに，改正法により規制される内部者取引の範囲と学問的に規制すべきとされている範囲との間に存在する齟齬についての議論がある。改正法により新設された規定のうち内部者取引規制の中心となるのは証券取引法190条の2であるが[1]，同条では，内部者取引の規制を受ける者および規制対象となる情報が具体的に列挙されている。これに対し，学問的に内部者取引として扱われている問題領域は同条による規制の範囲よりも広汎に及ぶ。そのため両者の間に齟齬が生ずるわけである。この点をはじめに概観しておくことにしよう。

内部者取引のもっとも基本的な形態は，有利な情報が公表される前に取締役・役員が行う自社株の買付である。たとえば有望な鉱床が発見されたという情報が公表される前に，その会社の取締役らが自社株を買付けておくような場合である。もっともこの場合，買付の後に売付がなされたか否かに注意する必要があろう。というのは，反対売買がなされた場合には内部者の利得が現実化するのに対し，単に買付けたにすぎない場合は利得が未だ現実のものとなっていないからである。

ただし，内部者取引が行われるのは当該株式の発行会社に関するプラス情報に限られない。会社の業績が著しく悪化したようなとき，その事実が公表される前に取締役らが自己の有する自社株を処分するような場合も内部者取引の事

例とされている。この場合，売り抜けることにより株価下落による損失を回避し得るのみならず，信用取引などの手法を利用すれば下落分を利得することもできる。自己の業務執行の怠慢により会社の業績が悪化したような場合でも，取締役らは証券取引により利益を得ることが可能なわけである。

以上のことから内部者取引の手法として，安く買った後高く売る・高く売った後安く買う・安く買い抜ける・高く売り抜ける，という4つの形態が認められよう。かかる手法が用いられたとき，それが相対取引か取引所取引かは問題とされない。いずれの場合であれ，学問的には内部者取引として扱われている。このように取締役らの自社株買付から出発した内部者取引の問題領域は，反対売買の有無・情報の性質・取引の行われる場所・当該証券の上場の有無などについて，次第にその外延を拡大してきたわけである。

問題領域はさらに広がりを見せ，内部者から情報を受けた者も規制の対象に包含されるようになる。なぜなら情報受領者による取引が規制されない限り内部者による取引のみを規制しても意味がないためである。この議論はさらに，情報受領者から情報を受けた者（二次的情報受領者といわれる）による内部者取引も規制すべきという主張へ展開していく。

また内部者の範囲に関する議論も拡大を示している。当初は会社の取締役・役員などが会社内部者として規制の対象とされた。しかし会社内部者のみを対象としたのでは規制として不十分で，内部者の範囲を拡大すべしと考えられるようになる。その例として当該会社の取引銀行や引受証券会社などが挙げられよう。この者は会社内部者ではない。けれども法令または契約上の関係等により会社の内部情報に容易に接近し得る地位にいるため，内部者取引が行われる危険性は会社内部者の場合とかわりない。これらは準内部者といわれ規制の範囲に包含されるようになる。

伝統的な会社内部者の枠組みを越えて準内部者による取引が規制対象に包含されることになると，今度はさらに広く証券の価格に影響を及ぼす情報を有する者の取引についても規制を加える必要が生ずる。たとえば，ある会社についての記事を書く投資関連経済紙のコラム記者などによる取引である。記者は会社内部者でも準内部者でもないが，当該記事の内容を利用して記事の公表前に行う取引は内部者取引と同じことになるためである。このコラム記者のように会社に対しては何らの関係も有していないが証券の価格に影響を及ぼす情報を

有する者は外部者といわれ，学説では内部者と同じ規制に服すべきものとされている。

このような規制の人的範囲の拡大に対応し，規制の対象とすべき情報についても問題領域が拡大されてきた。当初はいわゆる内部情報に基づく取引を規制すべしとされていた。これは会社の内部で生じた会社の財産または収益力にかかわる発行会社に特有の情報のことである。新薬の開発成功や有望な鉱床の発見などの情報はいずれも内部情報である。これに対し，機関投資家による買出動の情報や証券アナリストによる推奨銘柄についての情報は，市場価格に影響を及ぼすけれども，会社の財産や収益力に直接関係しない点で内部情報とは異なる。このような情報は市場情報とよばれ内部情報から区別される。けれども，それに基づいて内部者取引が行われる危険性は同じことから，市場情報も内部情報と同じように扱うべきだと主張されるに至っている。

以上に概観した学問上の問題領域のうち，二次的情報受領者や外部者については改正法の規制対象外である。学説はこの点を改正当初から指摘し，抜け道が多いという批判を加えている(2)。もっとも，この批判は立法者の予想しなかったところではない。改正の背景には証券市場の国際化にともない規制を強化せよという，いわゆる外圧があり，そこでは規制の最も進んでいるアメリカ法の状況も参照された。当時のアメリカ法が新しいタイプの内部者取引として外部者による取引の問題も議論していたことからすれば，立法者は二次的情報受領者や外部者に関する問題の存在も十分認識していたといえよう(3)。

それにもかかわらず，典型的な内部者取引について形式的かつ個別具体的に規定する方法を立法者が採用したことには理由がある。それは従来わが国で内部者取引がそれほど悪いことと考えられていなかったということへの配慮である。すなわち，内部者取引の問題領域のうち中核部分を列挙しこれを違法と規定することで，内部者取引が悪いことだということを広く知らしめるという，いわば啓蒙的効果を立法者は狙ったわけである(4)。改正法により規制の強化のみならず未然防止体制の整備も図られたことを考慮すれば，啓蒙的効果を上げるために中核部分に限って列挙したことにも一応の理由があろう。その際，内部者取引を違法と評価する理由として，証券市場への信頼ということが指摘されている。国民経済の発展に資すべき証券市場において不公正な取引を行うことは，国民の証券市場に対する信頼を損ねるという考え方である(5)。

この考え方は説得的に思われよう。けれども，すでに見たように内部者取引の問題領域は相対取引も含んでおり，当該証券が上場しているか否かは問題とならない。したがって証券市場への信頼を規制の根拠とするならば，証券市場とは無関係に行われる内部者取引については違法性が認められないことになろう。もっとも今日の証券取引の大部分が証券市場とかかわりを有していることは事実である。その意味では，市場と関係なく行われる内部者取引について，証券市場への信頼保護を問題とする改正法の法理とは別個の法理で規制する方法も否定すべきではなかろう。しかしながら内部者取引において内部者が負担すべき民事責任の問題については，相対取引の場合を基本に検討すべきと考えられている(6)。この理解からすれば，証券市場とは無関係に行われる内部者取引についての考察が，内部者の民事責任の問題に関する考察の前提ということになる。それゆえ市場にかかわりを有するか否かで区別して考察することは適切でないといえよう。そして，証券市場と関係なく行われる内部者取引について違法性が十分に確立されていないとすれば，内部者取引を統一的に違法と評価する根拠は未だ明確になっていないのではなかろうか。

このように考えると，規制の範囲を絞り込んだ改正法に対しても問題があろうが，内部者取引の統一的な違法性を確立するに至っていない学説の状況にも問題が残されていることになろう。証券市場への信頼保護を違法性の根拠とすれば，それが市場にかかわりを有する限り，二次的情報受領者や外部者による内部者取引の事案にも違法性が認められる。その意味では，違法性に関する現行法の解釈を基本として今後立法で対処していくことも十分考えられよう。けれども市場とは無関係に内部者取引が行われた場合，現行法では違法性を認定し得ない。のみならず違法性に関する現在の解釈を維持する限り立法でも対処し得ない。むしろ立法をなし得ない状況にあるという方が適切であろう。それゆえ「単にその反道義性を論すだけではなく，はっきりと違法行為であることを認め(7)」ていくためには，根本的に内部者取引のいかなる点が違法とされるのかを問う必要があるのではなかろうか。本稿はこの問題の考察を目的とする。

けれども考察の対象を日本法に限定することは必ずしも合理的でないように思われる。というのは，内部者取引に関する論稿はわが国でもすでに数多く発表されているが(8)，判例はまだ一件も報告されておらず，日本法だけでは十分な考察の素材が得られないためである。そこで外国法を参照する必要が生ずるが，

本稿ではアメリカ法を参照することにしたい。それは次の3つの理由による。第一は,証券市場の国際化が進み内部者取引規制の強化が求められている現在,アメリカ法における規制が最も進んでいると考えられていることである。第二は,二次的情報受領者や外部者に関する問題を立法者が認識していたことに見られるように,アメリカ法における内部者取引規制が,改正法およびそれをめぐるわが国の議論に影響を及ぼしていることである。

第三は—これが最大の理由であるが—証券取引法58条との関連である。従来から学説は内部者取引の事案に同条を適用することを肯定してきた[9]が,現実に適用されたことはなかった。けれども改正を機会に内部者取引が悪いことだという意識が定着すれば,それまで眠っていた同条を適用していくことも不可解ではないと考えられている[10]。したがって証券取引法190条の2と同法58条の両規定が,わが国における内部者取引規制の主要な法源ということになる。ところで,現在のアメリカ法における内部者取引規制の中核をなす規定は,1934年証券取引所法10条(b)項およびそれに基づいて1942年に制定された証券取引委員会(Securities and Exchange Commission,以下SECと略)規則10b-5である[11](以下では特に区別しない限り10条(b)項と規則10b-5の両者をあわせてRule 10b-5と記す[12])。このRule 10b-5を58条は母法としており,規定の内容および文言の抽象性において両者は類似している。また流通市場での取引に規制を加える一般的詐欺禁止規定と解される点においても両者は共通している。それゆえこの両者を比較・検討し,Rule 10b-5による内部者取引規制の状況を考察することは,今後58条をどのように適用していくべきかという問題に示唆を与えてくれるものと思われる。

さらに,このようにアメリカ法を素材として日本法と比較・検討することにより,内部者取引が悪いことだという意識とそれを法的に違法行為と構成とすることの可否の関連についても考察を試み得るであろう。具体的には次のような問題点の考察を念頭に置いて論を進めたい。すなわち,Rule 10b-5が内部者取引規制として活発に機能したということは,アメリカ法が内部者取引を違法行為と構成し得たことにほかならない。これに対し,Rule 10b-5とほぼ同じ条文である58条がこれまで内部者取引規制として機能しなかったということは,58条では内部者取引を違法行為と構成し得なかったことを意味しよう。日米のこのような相違は内部者取引を悪いことと意識することの有無に起因するもの

であろうか。もしそうだとすれば，アメリカ人が内部者取引を悪いことと考えたのに対し，日本人はそう考えなかったということになろう。けれども日米で善悪の判断が正反対ということも信じられまい。それゆえ，程度の差こそ存在するかもしれないが，内部者取引を悪いことと考えることは両国で基本的に共通していると考えるべきではないだろうか。すると，内部者取引を違法行為と構成し得たか否かについての両国の差異は，それを悪いことと意識していたか否かの点にではなく，悪いことだという意識を法的に違法行為と構成し得たか否かの点に由来することになろう。それでは，アメリカ法は内部者取引が悪いことだという意識をどのようにして違法行為と構成していったのだろうか。いかなる法理論を用いることで道義に反する内部者取引を法的に違法と構成していったのだろうか。この問題についても考察を加えたいと考えている。

以上が本稿における問題関心である。要約すれば，根本的に内部者取引のいかなる点が違法とされるのかという問題について，日本法とアメリカ法を比較・検討することである。[13] 次章からアメリカ法を検討していくことにするが，そこではアメリカ法における内部者取引規制の沿革をさかのぼって振り返る必要もあろう。この点を考慮して本稿では初期の内部者取引規制の法理に出発点を求め，今日までの展開を順を追って見ていくことにする。すなわち，今日のアメリカ法の内部者取引規制の主要な法源は Rule 10b-5 であるが，1942年の規則 10b-5 制定以前のコモン・ローによる規制状況から検討を始め，その後で Rule 10b-5 の検討に入ることにする。なお，今日のアメリカ法では内部者取引規制に際して Rule 10b-5 以外の規定も法源として用いられている。[14] その意味では Rule 10b-5 以外の規定についても検討を加える必要があろう。けれどもすでに述べたように本稿は証券取引法58条との比較・検討を目的のひとつとしているので，アメリカ法における規制状況を分析するに際して，考察の対象を Rule 10b-5 に限定したい。

第2章　内部者取引規制の沿革

第1節　コモン・ローによる規制

すでに述べたように，今日のアメリカ法における内部者取引規制は主として Rule　10b-5 を法源としている。規則 10b-5 の制定は1942年であるから，Rule 10b-5 が機能するのはそれ以後ということになるが，現実に内部者取引規制と

して活発に機能するのは1961年のキャディ・ロバーツ審決[15]以後のことである。そして本審決以前の段階では，内部者取引は主にコモン・ローにより規制されていた。そこでは詐欺の法理が用いられており，この点でRule 10b-5が一般的詐欺禁止規定と解されていることと共通性を見い出すことができる。したがって，アメリカ法はコモン・ローによる規制の当時から今日のRule 10b-5による規制に至るまで，内部者取引を主として詐欺という法律構成により規制してきたといえよう。内部者取引規制の沿革を考察するにあたって，はじめにこのことに留意しておこう。

ところでコモン・ローにおいて詐欺が成立するためには，欺罔の意図と欺罔のための行為が要求される。この両者が詐欺の要件であり，いずれか一方を欠いても詐欺は成立しないのが原則である。けれども，内部者取引は通常，重要かつ非公開の情報を取引相手方に開示することなく行われる。そのため取引相手方を欺罔するための行為が存在せず，原則として詐欺は成立しないことになる。ただし，コモン・ローの詐欺の理論においては，いわゆる半真実(half truth)[16]の場合および当事者間に信認関係が存在する場合には，表示を欠くときでも例外的に詐欺が成立すると解されている[17]。もっとも半真実の場合には何らかの表示の存在が要求されるため，何らの表示も存在しない内部者取引においては，半真実から詐欺を成立させることは困難といえよう。したがって，内部者取引の事案において詐欺が成立するのは，取引当事者間に信認関係が存在する場合に限られることとなる。すなわち，詐欺成立の可否は信認関係の有無にかかっており，内部者取引規制の問題が信認関係の有無の問題へ移行していったわけである。

このように信認関係から詐欺を成立させたのであるが，そこでは次のような法律構成が採られていた。信認関係が存在することにより，受認者は受益者に対して信認義務を負う。この義務の中心概念は利益相反の禁止という不作為義務である[18]。けれども，信認義務の内容は利益相反の禁止に限られず，受認者がもっぱら受益者の利益のためのみに行動することを広く要求する[19]。そして，そのように広汎な義務内容のひとつに開示義務がある。すなわち受認者は受益者に対して情報を開示することが要請されるのである。「受託者は，受託者自身の計算において受益者と取引するに際しては，公正に取引し，かつ，受託者が知りまたは知りうべかりし，取引に関係あるすべての重要な事実を受益者に告知

すべき義務を負う」。これは信託法リステイトメント（2nd）170条の規定で，信託受託者の開示義務について定めたものである。[20] けれども，信託受託者の義務が信認関係の効果と考えられている[21]以上，この開示義務は厳密には信託受託者でない受認者も一般的に負担するものと解されよう。何らの表示もない内部者取引が違法とされるのは，受認者が受益者に対して負担するこの開示義務に違反することによる。したがって，内部者取引の事案でコモン・ローの詐欺を成立させる際，基本的に信認義務違反として構成されたのであるが，その信認義務違反の認定に当たっては信認関係から開示義務を導き出した上で，開示義務違反を信認義務違反として詐欺を成立させているものといえよう。すなわちコモン・ローの詐欺成立の可否が，信認関係にある当事者間での開示の有無によって判断され得るわけである。以上のことから，「開示義務違反→信認義務違反→詐欺の成立」という法律構成が採られていたことを指摘できるであろう。

もっとも受認者の開示義務が信認関係の存在を前提としている以上，当事者間に信認関係がなければ開示義務も生じない。そのため信認関係の存否が詐欺の成立を左右することにはかわりない。そこで次に，信認関係がいかなる場合に認定されるのかが問題となる。コモン・ローでは本人と代理人，親と子供，後見人と被後見人，弁護士と依頼人など，当事者間に個別具体的な事情の存在する場合が典型的な信認関係とされている[22]。けれども当事者間にそのような事情が存在せず，単なる取引関係にすぎない場合には信認関係があるとは考えられていない。それゆえ，取引関係しか存在しない場合には詐欺が成立せず，そこでなされた内部者取引を規制し得ないことになる。

このような状況のもとで，会社法における信認義務についての議論が参照されることになる。というのは，会社法での議論を導入することで取引当事者間に信認関係を認め得るならば，不開示を信認義務違反として詐欺を成立させることが可能になるからである。すでに見たように，内部者取引の典型とされるのは，取締役・役員らによってなされる自社株の売買である。この売買関係に前述のような個別具体的事情を認めることは通常困難であるが，会社法の制度として信認関係が認められれば当該取引を詐欺として規制することも可能となる。そこで，以下では会社法での信認義務に関する議論を検討することにしよう。この議論においては多数原則（majority rule），少数原則（minority rule）および特別事実原則（special facts rule）の3つの見解が存在する[23]ので，これ

らを順に見ていくことにする。

(1) 多数原則

Henn = Alexander によれば，多数原則に従った判決として11の事案が挙げられている[24]。この中から適切な判例を取りあげて検討を加える方法が考えられよう。ところが，過去75年間，多くの事例で判旨の出発点として多数原則が示されているものの，現実には純粋に多数原則を判示した事例はほとんどなく，裁判所は少数原則または特別事実原則を採用し続けるようになったと指摘されている[25]。この指摘からすれば，純粋に多数原則に従った判決を求めるには75年以上さかのぼる必要があろう。そこで Henn = Alxander のテキストが1983年に出版されていることから，1908年以前の事例に基づいて検討すべきことになる。これに該当する判決は，11の事案のうち1868年と1873年の2つの事案である[26]。けれども，この2つの事例を取りあげて検討を加えることには問題が残るように思われる。というのは，アメリカ会社法自体の発展の歴史として，1830年頃から1870年代までは「実務と論議の間でかなりの混乱があった時期」とされているからである[27]。このように考えると，1961年のキャディ・ロバーツ審決に至るまでのコモン・ローによる内部者取引規制の状況を検討する場合，会社法自体がまだ十分に確立されていなかった時期の判例を素材とすることは，むしろ危険なように思われる。そこで，多数原則についての検討に際して，本稿では学説における議論に基づいて検討を加えることとし，判例を取りあげることは控えることにする。

学説において多数原則は次のように論じられている。この原則によれば，信認関係は取締役・役員と会社間でのみ認められ，個々の株主に対してまで取締役が信認義務を負うことはない[28]。また，取締役が信認義務を負うのは会社の取引に関してであり，取締役の個人財産の取引について信認義務を負担する訳ではない[29]。それゆえ，取引当事者間に前述した個別具体的事情の存在しない限り，取締役の信認義務違反を認定することはできない[30]。

以上の理解からすれば，多数原則では信認関係が取締役・役員と会社間でのみ認められるにすぎない。この点は法人概念と調和するものとして評価に値しよう。けれども取締役の自社株売買の当事者間に信認関係を認めることはできず，その当事者関係は単なる取引関係にすぎないことになる。それゆえ，当該

売買に際して取締役に開示義務を課することは困難である。もっとも，本原則においても半真実や不実表示がある場合には，詐欺の成立は可能であろう。しかしながら，何らの表示も伴わないことが内部者取引の通常であることからすれば，多数原則の立場は，内部者取引規制として機能し得ないものといえよう。[31] 過去75年もの間，純粋に多数原則を判示した事例がほとんど存在しないのは，多数原則が内部者取引規制として機能しないことに起因するものと考えられる。

ただし，規制をなし得ないとはいえ，多数原則を内部者取引規制についての検討から排除することは適切でなかろう。というのは，コモン・ローの詐欺の成立が信認関係の存否にかかっており，そして，考察の出発点とはいえ，多数原則の立場は信認関係に関する議論のひとつとして，現在もその位置を占めていることは事実だからである。さらに会社の法人性に関して，本原則が会社法の原理・原則論に立っていることも見逃すべきでなかろう。なぜなら，内部者取引の規制という目的のために，会社法人格の原理・原則を否定してもよいことにはならないからである。以上のことから多数原則については，内部者取引規制として機能し得ないものの，依然として無視し難い意義を有すると論ずることができよう。

(2)　少数原則

次に少数原則を見ていくことにしよう。本原則を判示したリーディング・ケースは1903年のオリヴァー対オリヴァー事件判決[32]であり，この判決を素材に少数原則を検討していくことにする。事実の概要は次のとおりである。石油会社の取締役・社長であるY（被告）は，株主X（原告）からX所有の株式を1株110ドルで購入するオプション契約を結んだ。当時会社は多額の債務を抱えていたため，会社設備の売却について交渉が進められていた。Xと契約する際Yは交渉の事実を知っていた。けれどもXには知らせなかったので，Xは当該事実を知らないまま契約していた。オプションは随時更新されたが，YがXに交渉の事実を知らせたことはなかった。その後交渉がまとまり，設備売却により会社が債務を弁済すると株価は185ドルにまで上昇した。その時点でYはオプションを行使してXから株式を110ドルで取得し，転売して利益を得た。[33] 原審はX－Y間のオプション契約の取消を認めた。

Yからの上訴に対し，ジョージア州最高裁判所は以下のように判示して上訴を棄却した。「取締役が株主全体の受託者であるという事実は，彼が株主各人に対しては責任を負わないと判断するように歪曲されるべきではない。取締役が第一に会社の受託者であるということは，真の利害当事者を犠牲にしてまで，法人を盲目的崇拝物とすべきようには思われない。いかなる議論および理由づけによっても，もっとも重要かつ適法な意味において，取締役が株主の受託者であるという事実を論破することはできない。取締役は厳格な受託者ではないが，株式に関する株主の利益については準受託者なのである。取締役が会社に対する義務の故に秘密保持が要請される情報を所持している場合，取締役は株主に対してさえ当該事実を開示してはならない。なぜなら会社に対する義務が個々の株主に対する義務に優先するからである。ただし当該事実を開示し得ない場合，取締役は自己の利益のためにそれを利用してもよいことにはならない。開示し得ないという事実は，重要な情報について認識を有しておらず，かつ，その情報を知らされ得ない株主と取締役が取引することをまさに禁止するものである。けれども，取締役の認識している事実が売却価格に影響を及ぼすと思われる性格を有し，なおかつ，会社の利益を損なわずに株主に伝えられ得るものであるならば，取締役は買付前に完全な開示をしなければならない。ある意味で情報は会社の準財産である。万一，価値ある会社財産の存在についての情報を役員が故意に隠蔽し，その隠蔽を利用するならば，当該譲渡は必然的に取消されるであろう。取締役がその地位のゆえに株式に付加的価値を与える情報を取得する場合，取締役は，第一に会社のために，そして，究極的には会社の真の所有者である者のために当該情報が利用されるべきであるとの十分な期待に基づいて，取締役をそのような地位に置いた者のために信託的に保有する。取締役はこの情報に基づいて会社に損害となるような取引をすることはできない。いかなる正当な原則によっても現実に利害を有している者の利益に反する行為をすることは許されない。取締役が自分自身で株価を変動せしめることができ，あるいは変動せしめるであろう事実を第一に認識する地位に置かれていることを利用して利得し，そのような事実の認識について完全開示により株主を取締役と同様の地位に置くことなく，取締役が直接的に代表する者との取引を容認することは，不誠実な沈黙に不適切な価値を与え，かつ，真実の隠蔽に報酬を付与するものである。」(34)

以上の判示について分析・検討を加えてみよう。多数原則と比較した場合，2つの主要な相違点を指摘し得るように思われる。第一は，取締役が会社に対してのみならず個々の株主に対しても受託者たる地位を占めるという判示である。それゆえ，少数原則では取締役が株主に対しても信認義務を負うことになり，会社に対してのみ信認義務を負うと解する多数原則の立場とは大きく異なっている。このような少数原則の理解は英米会社法の歴史的経緯と関連があるように思われる。すなわち，英米の会社法理が組合法理を基礎とし，その上で信託法理の積極的適用を軸に展開されてきたという歴史的事実である[35]。けれども会社を株主の集合から別個独立した法人として認識する今日の会社法の立場からすれば，少数原則の理解は沿革的な経緯以上の意義を有するものではなかろう。

このように，会社法の立場からすれば，少数原則については法人概念との整合性が問題とならざるを得ない。ただし，ここで新たな問題が生ずる。それは，会社形態がすでに形成されており[36]，法人概念が認識されていたにもかかわらず，なぜ少数原則を判示したのかという問題である。判決中に多数原則に関する言及も見られることからすれば，ジョージア州最高裁判所は会社法理に反することを認識した上で本判決を下したと考えられよう。また，すでに見たように，判旨の出発点としながらも結論において多数原則を支持しない態度は現在まで75年も続いている。このような判例法の態度はどのように説明されるのだろうか。本件のみを取りあげた場合には，多数原則に従った結論が妥当性を欠くことになるため，少数原則を判示したと説明することもできよう。けれども，現在までの75年にわたって多数原則を支持しない判決が続いていることからすれば，単に結論の妥当性だけでは説明がつかないのではなかろうか。それゆえ，取締役が株主に対しても信認義務を負うという判例法の準則の背後には，この準則を根拠づける何らかの法理が存在しているように思われる。

少数原則を多数原則と比較した場合の第二の相違点は，後者では内部者取引を規制し得なかったのに対し，本判決で取締役―株主間の株式譲渡が取消されているように，前者によれば規制が可能な点である。本原則のように取締役が株主に対しても信認義務を負うと考えれば，信認義務違反から詐欺へと法律構成し得ることになる。このことに関して，次の2点が注目されよう。一つは，本判決が信認義務違反を認定するに際して，必ずしも開示義務からの法律構成

に限定していないことである。全体を概観して言えば，本判決では開示義務違反から信認義務違反へと構成されているように思われる。けれども詳細に見ると，本判決は情報が会社の準財産であると判示しており，その上で，開示がなかったことのみならず会社の損害や取締役の利得も問題としている。このような理解からすれば，コモン・ローの詐欺を成立させる場合に必要な信認義務違反の認定は，開示の有無に限られず，会社の損害の有無や取締役の利得の有無から信認義務違反を認定することも考えられよう。ただし，本件は会社のプラス情報による内部者取引の事案であるが，マイナス情報の場合はどうだろうか。たとえば，期末決算の大幅赤字などの情報に基づいて取締役が自己の保有する自社株を売り抜けたようなときである。もちろん信用取引などにより反対売買をしていれば取締役の利得を問題にすることもできよう。けれども売り抜けたにすぎない場合，取締役の利得を問題にすることは困難であろう。また，取締役がマイナス情報を利用して取引することにより会社が損害を被るとも考えられまい。そうだとすれば，詐欺を成立させるために信認義務違反を認定する場合，基本的にはやはり開示義務からのアプローチによらざるを得ないのではないだろうか。

もう一つは，事実を開示できない場合には取引が禁止されると判示していることである。後に詳述するが，1961年のキャディ・ロバーツ審決以後の Rule 10b-5 による内部者取引規制においては，開示もしくは断念 (disclose or abstain) という原則が確立されている。その原則の内容が1903年の本判決で述べられているとすれば，開示もしくは断念という規制枠組みは，それが Rule 10b-5 について示される少なくとも58年前にすでに判例中に現れていたといえよう。同時に，開示できない場合には取引を断念せよという本件の判示が信認義務に関して述べられていることからすれば，Rule 10b-5 における内部者取引規制を考察する場合，開示もしくは断念の原則と信認義務との関連を無視してはならないことになろう。

以上は少数原則を多数原則と比較した場合の相違点に関連しての考察である。要約すれば，法人概念との整合性について問題を残しているものの，内部者取引規制として機能し得る点で評価に値するものといえよう。なお，少数原則自体の抱える問題点として，規制が可能である反面，それが信認関係の存在を条件とせざるを得ないことが指摘できよう。少数原則は取締役一株主間に信

認関係を認めることでコモン・ローの詐欺を成立させている。ところが，すでに見たように取締役―非株主間においても内部者取引は行われ得る。たとえば会社のマイナス情報に基づいて取締役が自己の保有する自社株を高く売り抜けるような場合である。この場合，取引相手方が株主でないならば，取締役と取引相手方間に信認関係は認められない。したがって，ほかに半真実や不実表示が認められない限り詐欺は成立せず，取引相手方は救済を得られないことになろう。言いかえれば，取締役の買付による内部者取引は規制されるが，売付による場合は規制されないことになるのである。また，本件では取締役が結んだオプション契約の相手方が同時に株主であったものの，株主でない場合も考えられよう。たとえば，Xの有する株式を110ドルで購入する権利を，会社設備の売却に関する交渉事実を開示せずに，株主でないAから取締役Yが買付ける場合である。この場合，株主でない以上A―Y間に信認関係は認められない。したがって信認関係の存在を要求する限り，オプション取引による内部者取引は少数原則による規制の対象に含まれないことになろう。

このような規制範囲に関する少数原則の問題点は，結局のところ，取締役の取引相手方が株主の場合にしか信認関係が認められないことに起因するものといえよう。もっとも信認関係の存在という規制に際しての条件を破棄することはできない。なぜなら，何らの表示も伴わないのが内部者取引の通常である以上，コモン・ローの詐欺で規制する場合には信認義務違反から法律構成していかなければならないからである。規制範囲が狭いにもかかわらず，それを広げることのできない点に，内部者取引規制としての少数原則が抱えるジレンマを見ることができるように思われる。

(3)　特別事実原則

会社法における信認義務に関する議論のうち，多数原則，少数原則と並ぶ第三の見解は特別事実原則である。この原則を判示したリーディング・ケースは1909年のストロング対レピデ判決である。[37] すでに見たように純粋に多数原則を判示した事例は1908年でほぼ姿を消し，その後は判旨の出発点として多数原則を判示しつつも，現実には少数原則または特別事実原則が判示されている。このことに鑑みれば，Henn = Alexander において75年という具体的な数字が指摘されているのは本件のことを意味するものと思われる。そして，その後の判

例の動向からすれば，本判決の意義として特別事実原則を判示したことのみならず，多数原則の純粋な判示に終止符を打ったことも指摘できるであろう。以下では本判決を素材に特別事実原則についての検討を試みるが，判例法の展開に重要な影響を及ぼした点も本件の意義として見逃すべきではなかろう。(38)

事実の概要は次のとおりである。X（原告）はフィリピン砂糖農園株式会社の株式800株を所有する株主で，Y（被告）は同社の取締役・総支配人で，発行済株式の4分の3を所有していた。当時，会社は多額の債務を抱えており，土地などの会社資産もほとんど価値がなく，そのため株価も低迷していた。ところがフィリピン政府から会社の土地を買取る旨の申出がなされた。この申出に対してはYが交渉に当たっていたが，売却することにより会社の財務状況が一挙に好転することが予想された。政府との交渉中にYはXからX所有の株式800株を16,000ドルで買付けた。その際，政府と交渉している事実や，交渉がまとまれば会社の財務状況の好転が予想される事実について，YからXに知らされることはなかった。YがXから株式を取得したのち政府との交渉がまとまると，同社の株価は2，3カ月のうちに約10倍にまで上昇した。このような事実の下で，株式の返還を求めて提起されたのが本件である。なお，X－Y間の売買がいずれも代理人によってなされていたことから，本件では代理権の有無についても争われた。もっとも連邦最高裁判所の判決は，事実の隠蔽が詐欺に当たるか否かについての判断による。

この点に関して連邦最高裁は次のように判断した。「フィリピン民事法典1265条では詐欺により与えられた合意は無効とされている。そして同1269条では，契約当事者の一方の文言または狡猾な策略により，もしそれらがなければ契約しなかったであろう相手方を契約せしめた場合には詐欺が認められると規定されている。この“狡猾な策略”とは，不道徳な意図または詐欺的な目的を伴った詐害的策謀または陰謀と解される。かくして契約を無効とする詐欺は，文言による不実表示の手段による必要はないことになる。契約当事者の一方が，詐害的意図を伴う重要事実の隠蔽または遺漏の手段により，さもなければ合意を与えなかったであろう相手方から合意を得た場合には詐欺が認められる。このことはコモン・ローの準則でもある。ただしそれは，あらゆる状況に基づいて，隠蔽している事実を開示することが合意を得た彼の誠実に行為する義務があるということに基づいており，その場合に隠蔽が不実表示と等しくなるのである。

それゆえ問題は次の点に存在する。すなわち，株式の価値に影響を及ぼす恐れのある事実を原告に開示することが，本件の状況における被告の誠実に行為すべき義務であったか否かという点である。事業会社における取締役と株主間の通常の関係は，取締役が株主から株式を取得する以前に，株式の価値に関して有する一般的知識を株主に開示することを取締役の義務とするような信認的性質の関係ではない。けれども，特別の事情のゆえにこのような義務の存在する場合がある。単に取締役としての地位においてでなく，あらゆる事情を斟酌することによって，取引をなす以前に事実を述べることが誠実に行為する際の被告の義務となったのであった。被告が当該会社の取締役であったことは，被告の責任が主張される事実のうちの一つに過ぎない。これに加えて，被告が発行済株式の4分の3を所有していること，株式を取得する際に会社の総支配人であったこと，および株式の価値を著しく高めるような価格でフィリピン政府と交渉に当たっていたことなどの事実が結合されることにより，開示義務が被告の明白な義務となる。[39]」このように判示した上で，被告は原告に対する開示義務に違反したことから責任を負うと結論したのである。

それでは，以上の判示について分析・検討を加えてみよう。まず第一に注目されるのは，本件では開示義務違反が不実表示とされている点であろう。すなわち，「開示義務違反→不実表示→詐欺」と構成することで内部者取引を規制している点である。少数原則が「開示義務違反→信認義務違反→詐欺」と構成していたことと比較すれば，内部者取引規制として機能する点で両者に違いはないが，その法律構成には著しい差異が認められよう。本原則のように構成すれば取引当事者間に信認関係を認定する必要はない。それゆえ特別事実が認められる限り，取締役がマイナス情報に基づいて株式を売り抜けたりオプションで内部者取引を行うなどの，少数原則では規制し得なかった取引形態についても規制を及ぼすことが可能となる。ただし，もちろん特別事実の認められる場合に限られるが，表示のないことを不実表示と解することに問題はないのだろうか。不実表示とは事実と一致していない主張となる文言または行為による表現であり，事実に反した表示である[40]という理解からすれば，不実表示であるためには，やはり何らかの文言または行為による表示が必要なのではなかろうか。それゆえ，何ら表示がないのに不実表示と解することには問題が残るように思われる。

第二は，本原則のこのような法律構成を基礎づける理論の問題である。少数原則においては，信認関係が存在する場合に，不開示が信認義務の法理によって信認義務違反とされた。これに対し，本原則では特別事実が存在する場合に，不開示がいかなる法理によって不実表示とされるのかが問題となろう。この点について，本原則は「買主注意せよ（caveat emptor)」という取引法の原則に修正を加えるものであるという指摘がなされている(41)。この指摘は，特別事実が存在する場合には取引法の原則が修正されると解するものであろう。このような理解に立てば，取締役は会社に対してのみ信認義務を負うと解する会社法理と抵触することはない。現に本判決は取締役の信認義務について多数原則の立場を支持しており，そのうえで被告に開示義務を課している。ところで，取引法の原則に修正を加える以上，特別事実原則の適用は取締役の証券取引に限られないことになる。特別事実が認められる限り，取締役でない者も開示義務を負担し，また証券以外のものを取引する場合にも開示義務を負うことになろう。つまり，取引法の原則に修正を加えることのコロラリーとして，本原則はあらゆる取引への適用が考えられ得るわけである。けれども現実には，本原則の適用は取締役一株主間の取引に限られており，少数原則とほとんど区別できないと指摘されている(42)。そうだとすれば，特別事実原則の適用について，理論と現実間に齟齬が生じているのではなかろうか。それゆえ，本原則が取引法の原則にどのような修正を加えたのかが問題とならざるを得ないように思われる。

第三は，いかなる事柄が特別事実かという問題である。特別事実ありと判断されることで被告が開示義務違反に問われることからすれば，特別事実か否かの問題は責任の有無に直接影響を及ぼす重大な問題といえよう。また，特別事実に該当する場合，どのような開示をすれば開示義務を尽くしたことになるのかという点も無視できない問題であろう。この点に関して Henn = Alexander では次の6つの場合が特別事実に当たるとされている(43)。すなわち，(1)容易に市場価値を確認することができない閉鎖会社株式の場合，(2)取締役や役員が情報への内部的アクセスを有している場合，(3)株主が事業の経験または洞察力を欠く場合，(4)取締役や役員が取引をあおり立てた（instigated）場合，(5)取締役や役員が本人を開示しない媒介者を用いた場合，(6)株主が株式の価値に疑問を呈した場合，の6つである。

けれども以上の特別事実については次のような問題が存在するように思われ

る。(1)は閉鎖会社の場合には市場価値が存在しないのであるから，株式の価値に影響を及ぼす事柄について開示義務を課する趣旨と思われる。けれども，株式の価値を構成するものは多岐にわたるため，内部者が取引相手方に対していかなる事柄をどの程度開示すればよいのかについて問題が残るのではなかろうか。(44) (2)は内部的アクセスを有していれば内部情報について開示義務を負う趣旨と考えられよう。そうだとすると，アクセスを有していたものの，現実には内部情報を知らなかった取締役も開示義務違反を問われることになりはしまいか。(3)は経験・洞察力を欠く株主を保護しようとする趣旨と思われる。けれどもこのように解した場合，本人の努力と勤勉の故に経験・洞察力を身につけた株主は事後的な保護の対象とならず，両者を区別する理由は見いだし難いのではなかろうか。(4)は取引するようにあおり立てられた相手方を保護する趣旨と思われるが，あおり立てられたことと，相手方が取引するか否かの意思決定を行うことは，必ずしも一致しないのではなかろうか。たとえば，株主Xが取締役Yからしきりに自己と取引するよう勧められたが，最終的にはYと関係のない投資顧問Aの助言に従ってYと取引することを決めた場合，それでもYが責任を負うと解するのだろうか。(5)は自己の取引相手方が取締役や役員であると知っていたならば当該取引をしなかったという相手方を保護する趣旨と思われる。けれども取引するか否かの意思決定の際，自己の取引相手方が誰であるかということは責任追及の可否に及ぶほど重要な事柄なのだろうか。もしそれほどまでに重要な事柄であるとすれば，匿名性の取引所取引はそもそも成り立ち得ないように思われる。(6)はいかなる疑問であれ，それが呈せられた場合には開示義務を負うと解するのだろうか。会社の利益保護のため開示できない事項について質問された場合，取締役はどのような態度をとればよいのだろうか。もし，すでにみたオリヴァー対オリヴァー事件判決のように当該取引を控えればよいとすれば，疑問を呈せられることで生ずる義務は開示義務ではなく取引禁止義務ということになるのではなかろうか。(6)についてはこのような問題が残されているように思われる。

以上のように考えると，特別事実か否かの区別について，および特別事実に該当する場合にどのような開示を行えばよいかという点について，本原則では問題が残されているように思われる。また，表示のないことを不実表示と解することや，取引法の原則をどのように修正したのかといった問題点も無視でき

ないものといえよう。このように本原則は多くの問題を抱えていると思われるが，それにもかかわらず第四に注目すべきことは，本原則が内部者取引規制として適用されるにとどまらず，会社支配権譲渡の問題においても適用されていることである。ここで詳述する余裕はないが，支配権譲渡に関する問題のひとつとして，支配権譲渡の事実を開示せずに取締役が株式を取得した場合がある。たとえば，取締役が第三者から会社支配権取得の目的で支配株式を買い受けたい旨の申込を受けたとき，取締役がこの申込を知らせることなく株主から安価に株式を買い集め，それを転売して利得を収める場合である。この場合，取締役は安価に株式を売却した株主に対して責任を負うとされているが，その際に取締役の責任を根拠づける理論として本原則が用いられている。(45)

ここで注意すべきは，会社支配権の譲渡に関する問題が，通常は取締役の信認義務の問題として議論されていることである。つまり，本原則が信認義務の問題領域において機能しているのである。そうだとすれば，本原則は信認義務の法理と何らかの関連を有しているのではないだろうか。そして，このことはすでに検討した部分においても指摘し得るように思われる。すなわち，取引法の原則の例外と解した場合，本原則の適用範囲が現実には少数原則のそれとほぼ同じであることの説明がつかない。けれども，本原則と少数原則間に何らかの関連が存在していると考えれば，適用範囲の同一性についてある程度の説明は可能であろう。さらに，端的に本原則を多数原則と少数原則の中間的立場として位置づける指摘も見られる。(46)以上のことからすれば，本原則と信認義務の法理間に関連性を認めることは十分可能と思われる。したがって，本原則については，会社法の原理・原則論，取引法の原則の例外，および信認義務の法理の三者が混在するものとして理解することもできるのではなかろうか。

註

(1)　今回の証券取引法改正により，内部者取引規制については次の3つの規定が新設された。第一は190条の2で，一般の内部者取引について規制する。第二は190条の3で，株式公開買付に関する規制である。第三は188条で，189条とともに取締役・役員・主要株主が得た短期売買差益の提供に関する規定である。このうち，190条の2と190条の3は事実上ほとんど同じ規制をしており，実際に問題となるのは190条の2と考えられる。この点について，岸田雅雄「インサイダー取引規制」法学セミナー1989年6月号21頁参

照。

（2）　堀口亘「インサイダー取引の規制の整備について」手形研究第416号，1988年，10頁。

（3）　竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化［下］」商事法務第1144号，1988年，12頁。同教授は昭和63年の証券取引法改正に際して，証券取引審議会不公正取引特別部会の座長を努められている。

（4）　河本一郎・竹内昭夫・龍田節ほか「インサイダー取引の規制」ジュリスト第908号，1988年，18頁（龍田発言）。

（5）　神崎克郎「内部者取引の禁止―その基本的構造―」金融商事判例第806号，1988年，122頁。

（6）　龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト第948号，1990年，158頁。

（7）　龍田節「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），有斐閣，1977年，701頁。

（8）　すでに掲げた文献のほかに主要な論稿を以下に挙げておくが，これ以外にも多数の文献が発表されており，枚挙にいとまがない。神崎克郎「米国における内部者取引規制の展開」民商法雑誌第74巻第5号，1976年，759頁。石角完爾「米国の内部者取引規制の批判的検討」商事法務第848号，1979年，11頁。山田廣己「米国ＳＥＣ規則10b-5に基づく私的訴訟について㈠（二・完）」民商法雑誌第80巻第1号，1979年，18頁，第2号，1979年，167頁。栗山修「アメリカにおける内部者取引規制」同志社法学第34巻第4号，1983年，562頁。竹内昭夫「内部者取引」『会社法の理論Ⅰ』，有斐閣，1984年，309頁。松井一郎「アメリカにおける内部者取引規制擁護論の展開」『現代商事法の重要問題』（田中誠二先生米寿記念），経済法令研究会，1984年，43頁。近藤光男「内部者取引」『証券取引法大系』（河本先生還暦記念），商事法務研究会，1986年，505頁。黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(1)―(5)」法学協会雑誌第105巻第12号，1988年，1615頁，第106巻第1号，1989年，74頁，第106巻第2号，1989年，193頁，第106巻第5号，1989年，765頁，第106巻第7号，1989年，1189頁。島袋鉄男「アメリカにおけるインサイダー取引規制の法理―総論（上）（下）」琉大法学第43号，1988年，33頁，第45号，1990年，1頁。野田博「適時開示，信任義務とインサイダー取引」法学新報第96巻第3・4号，1989年，297頁。関俊彦「アメリカのインサイダー取引における不正流用理論」『現代企業法の展開』（竹内先生還暦記念），有斐閣，1990年，511頁。森田章「インサイダー取引」『投資者保護の法理』，日本評論社，1990年，177頁。堀口亘「証券取引法一八九条に基づく不当利益の提供」商事法務第1231号，1990年，2頁。

（9）　鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法［新版］』，有斐閣，1985年，554頁。堀口亘『証券取引法概説』，泉文堂，1986年，315頁。神崎克郎『証券取引法［新版］』，青林書院，1987年，585頁。

（10）　竹内・前掲（注3）13頁。神崎・前掲（注5）125頁。龍田・前掲（注6）

157頁。森田・前掲（注8）255頁。反対，田中誠二・堀口亘『全訂コンメンタール証券取引法』，頸草書房，1990年，351頁。

(11)　以下に10条(b)項および規則10b-5の邦訳を掲げておく。この点につき，黒沼・前掲（注8），(3)，214頁（注4）参照。そこではstatementの語は書面上の記載に限られないことが指摘されている。この指摘はもっともなことと思われるので，ここでは黒沼助教授の邦訳を引用することにする（黒沼・同204頁）。

10条　いかなる者も，直接または間接に州際通商の方法および手段もしくは郵便または国法証券取引所の施設を利用して，次に掲げる行為を行うことは違法である。

(b)　委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則に違反して，国法証券取引所に登録されている証券または登録されていない証券の購入または売却に関して相場操縦的または詐欺的策略もしくは術策を用いること。

規則10b-5　いかなる者も州際通商の方法もしくは手段，または郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して，証券の購入または売却に関して，直接または間接に次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。

(1)　詐取欺を行うための策略，計略，または技巧を用いること，

(2)　重要な事項について事実と異なる表示を行うことにより，またはそれが作成された当時の状況にかんがみ表示につき誤解を避けるために必要な重要事項の表示を省略すること，または

(3)　いずれかの者に対して詐欺もしくは欺瞞となりまたは詐欺もしくは欺瞞となるおそれのある行為，慣行または業務方法を行うこと。

(12)　前注に示したように，ＳＥＣが当該行為を禁止する規則を制定しない限り10条(b)項それ自体では何事も違法とされない。Ｄ．Ｌ．ラトナー著，神崎克郎監修『米国証券規制法概説』，商事法務研究会，1984年，107頁参照。それゆえ，10条(b)項と規則10b-5を一体化して把握する必要があるので，以下の論述では特に区別しない限り両規定をRule 10b-5として表記する。

(13)　なおアメリカ以外の内部者取引規制に関しても，すでに数多くの文献が発表されている。石山卓磨「英国法における内部者取引規制の現状と問題点(上)(下)」商事法務第1107号，1987年，16頁，第1110号，1987年，40頁。前田重行「西ドイツにおける内部者取引の自主規制について」『現代商法学の課題(中)』（鈴木竹雄先生古稀記念），有斐閣，1975年，851頁。荒谷裕子「フランスにおける機密関与者の株式取引の規制(1)（2・完）」法学第45巻第4号，1981年，584頁，第5号，1982年，768頁。ポール・ロマス「ＥＣにおけるスイ　　-取引規制」商事法務第1205号，1991年，16頁。岸田雅雄:　　ド「西独・ＥＣ・スイスにおける内部者取引規制」商事法　　91年，13頁。

(14)　Rul　　要な法源としては次のものが挙げられる。

(1)1933年証券法17条(a)項　Rule 10b-5 が流通市場における詐欺を規律するのに対して，本条は発行市場における詐欺を規律する。そのため証券の売却における詐欺に適用が限定される。ほかに，少なくとも行政府により提起される訴訟においては故意の証明が要求されないこと，および黙示の私訴権が認められないこともRule 10b-5 との相違点である。

(2)ＳＥＣ規則 14e-3　公開買付に関連する内部者取引を禁止するものであり，詐欺の場合に適用を限定されない点で Rule 10b-5 よりも規制が広範囲に及ぶ。その反面，公開買付以外の事例には規制が及ばない。

(3)1934年証券取引所法16条(b)項　取締役・役員・発行済株式の10%超を所有する株主が，自社株の6カ月以内の反対売買により取得した利益を自社へ提供することを規定している。このように画一的に規制を及ぼす反面，要件が厳格で内報行為には適用されない点が問題とされる。

(4)郵便電信詐欺法　人および財産権を侵害するための策謀 (scheme) を推進するための郵便および電信の使用禁止を規定している。Rule 10b-5 とは異なり証券取引に関連する詐欺の存在を要求していない。本法の適用は合衆国政府により提起される刑事訴追に限定されているため，私訴権が存在せず，またＳＥＣによる民事訴訟の提起も認められない。

(5) RICO　Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act の略称である。詐欺的な行為の形態 (pattern) によって損害を被った者が，訴訟費用および弁護士報酬のほか，その者の損害の3倍の賠償額を回復することを認めるものである。なお本法が規定する詐欺的な行為の形態の部分について郵便電信詐欺法違反が主張される。そのため郵便電信詐欺法違反はそれ自体では私訴権が認められないものの，RICO と組み合わせることで私的訴訟が認められることになる。

(6)州法による規制　連邦法は内部者取引規制の排他的法源ではなく，州の信認義務に関する規定もまた適用がある。けれども大部分の州では自社証券の取引に関して取締役の信認義務を認めておらず，認める場合でも証券取引所における匿名性の取引には信認義務違反が適用されないという難点がある。

以上，see, Jonathan Eisenberg, *Avoiding Insider Trading Liability,* N. Y., 1990, pp. 2-1—2-4.

(15)　In re Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907 (1961).

(16)　半真実とは，表示が存在するものの重要な部分についての表示がないことである。もっとも半真実と認められるためには表示部分が真実でなければならず，真実でない場合には不実表示 (misrepresentation) の問題が生ずる。

(17)　W. Prosser & R. Keeton, *Prosser & Keeton on Torts (5th ed.)*, St. Paul, 1984, § 106.

(18)　神田秀樹「Saul Levmore, Monitors and Freeriders in Commercial and

Corporate Settings［紹介］」学習院大学法学部研究年報第19号，1984年，565頁（注2）参照。

(19) 四宮和夫「受託者の忠実義務」『英米私法論集』(末延先生還暦記念)，有斐閣，1963年，129頁，133頁参照。

(20) 邦訳は四宮，同上，129頁による。

(21) 四宮，同上，130頁。

(22) W. Page Keeton, "Fraud-Concealment and Non-disclosure", 15 Tex. L. Rev. 1, 11 (1936).

(23) Henn = Alexander, *Laws of Corporations* (*3rd ed.*), St. Paul, 1983, p. 644. なお多数原則，少数原則および特別事実原則の訳語については，長浜洋一「会社法上の内部情報濫用規制ーアメリカ法ー」『株主権の法理』，成文堂，1980年，290頁によった。

(24) Henn = Alexander, op. cit., p. 646, n. 4.

(25) ibid.

(26) Carpenter v. Danforth, 52 Bard. 581 (N. Y. Sup. Ct. 1868) と，Board of Commissioners of Tippicanoe County v. Reynolds, 44 Ind. 509 (1873) の2つである。

(27) 春田博「アメリカ法における経営判断の原則の一考察」早稲田法学会誌第35巻，1985年，348頁。

(28) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation,* Boston and Toronto, 1988, p. 723., Clark, *Corporate Law,* Boston and Toronto, 1986, pp. 310-311.

(29) Henn = Alexander, supra note (23), p.644.

(30) Harvey L. Pitt, Hillary L. Snyder and Jesse M. Caplan, *19th Annual Institute on Securities Regulation,* N. Y., 1987, p. 221.

(31) ibid. Loss, supra note (28), p. 724., Clark, supra note (28), p. 311.

(32) Oliver v. Oliver, 118 Ga. 362, 45 S. E. 232 (1903).

(33) 45 S. E. 232, 233.

(34) 45 S. E. 232, 233-235.

(35) see, Gower, "Some Contrasts between British and American Corporation Law," 69 Harv. L. Rev. 1369, 1372 (1956). 酒巻俊雄「株式会社の本質観と会社法理」『英米会社法の論理と課題』(星川先生還暦記念)，日本評論社，1972年，3頁参照。

(36) 春田・前掲（注27）348頁。

(37) Strong v. Repide, 213 U. S. 419 (1909).

(38) なお本件は当時アメリカ領であったフィリピンで起こった事件である。このことに関連して，1938年のエリー鉄道会社対タムキンズ事件判決(Erie Railroad Co. v. Tompkins, 304 U. S. 64) が問題となる。というのは，エリー事件判決において，連邦の一般的コモン・ローは存在せず，州籍の相

違に基づく事件に対して適用される法はコモン・ローでなければならないと判示されたためである。そのため現在では本判決が直接に先例とされることはない。けれども本件が判示された1908年からエリー事件判決の1938年までの間にも特別事実原則を述べた判決は存在する（Henn = Alexander によれば，Saville v. Sweet, 234 App. Div. 236, 254 N. Y. S. 768 (1st Dep't 1932)，aff' d mem. 262 N. Y. 567, 188 N. E. 67 (1933)，および Nicol v. Sensenbrenner, 220 Wis. 165, 263 N. W. 650 (1935) の2例がこれに該当する。supra note (23)，p. 648 n. 5.)。したがって特別事実原則は1909年から現在まで判例法として維持されていることになり，今日直接的に先例とされることはないものの，エリー事件判決により本判決の有する意義が薄れたわけではないといえよう。エリー事件判決については，平良「連邦裁判所の適用する法」『英米判例百選(旧版)』，有斐閣，1964年，142頁，および，木下毅「連邦の司法権(1)—連邦裁判所の適用する法」『英米判例百選Ⅰ　公法』，有斐閣，1978年，90頁参照。

(39)　213 U. S. 419, 430-432.

(40)　*Black's Law Dictionary (6th ed.)*, St. Paul, 1990, p. 1001.

(41)　Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation*, N. Y., 1989, p. 38.

(42)　Loss, supra note (28)，p. 725.

(43)　Henn = Alexander, supra note (23)，p. 647., なお，森田・前掲（注8）215頁参照。

(44)　「何が株価に影響を与える情報かについては実際上(経済学の実証研究においても）必ずしもよくわかっていない。」岸田・前掲（注1）22頁。これは開示義務を尽くしたか否かの問題であるから，(1)のみに限られず，以下の(2)から(6)のいずれにも基本的に共通する問題点と思われる。

(45)　北沢正啓「アメリカ会社法における支配株式の売却」『株式会社法研究』，有斐閣，1976年，180頁参照。赤堀光子「取締役の忠実義務(3)」法学協会雑誌第85巻第3号，1968年，352頁参照。

(46)　Clark, supra note (28)，p. 311.