

インサイダー取引と 会社の損害についての若干の考察： アメリカの裁判例を素材に

宮 崎 裕 介

- I はじめに
- II インサイダー取引に関して州会社法上のフィデューシャリーの責任が問われた事例
- III Kahn 事件判決の検討
- IV むすびに代えて

I はじめに

アメリカにおいて、インサイダー取引 (insider trading) を行った内部者 (insider) に対しては、多くの場合、取引所法10条(b)項を受けた⁽¹⁾ SEC 規則 10b-5⁽²⁾に基づいた刑事責任ないし民事責任が問われる⁽³⁾。ここに言うインサイダー取引に対する責任に関しては、証券諸法に基づく証券訴訟が積み重ねられる中で、信認義務 (fiduciary duty) に依拠した⁽⁴⁾ 古典理論 (classical theory) を嚆矢として、不正流用理論 (misappropria-

(1) 15 U.S.C.A. §78j.

(2) 17 C.F.R. §240. 10b-5.

(3) 本稿においては、記述の便宜上、取引所法および SEC 規則をまとめて「連邦証券諸法」と表記する。

(4) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980). 伝統的理論 (traditional theory) とも呼ばれる。

tion theory)⁽⁵⁾,あるいは情報受領者 (tippee)⁽⁶⁾ に対する責任追及の枠組みとして連邦最高裁の判例法理が発達した。

このように、アメリカにおけるインサイダー取引の責任に係る判例法理は主として連邦証券諸法を解釈・適用したものであるが、フィデューシャリー (fiduciary)⁽⁷⁾ として各州会社法上の信認義務を負っている内部者がインサイダー取引に従事した場合には、その信認義務違反 (breach of fiduciary duty)⁽⁸⁾ が問われることもある。このとき、株主 (投資者) は派生訴訟を提起して、フィデューシャリーに対して損害賠償責任を追及⁽⁹⁾ することができる。

ここで注目されるのは、連邦証券諸法におけるインサイダー取引規制の基礎的な法理と位置付けられる古典理論は、内部者と会社・株主との信認関係 (fiduciary relationship)⁽¹⁰⁾ に由来するものであり、連邦証券諸法と州会社法のいずれもフィデューシャリーの信認義務に依拠していることである。あるいは、1960年代まではインサイダー取引の規制に関して主として州会社法上の問題として扱われていたことに鑑みると⁽¹¹⁾、連邦最高裁が Chiarella 判決の段階でようやく信認義務理論に依拠することを示したという事実は、むしろ州会社法をめぐる判例の展開がインサイ

(5) U.S. v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

(6) Dirks v. S.E.C., 463 U.S. 646 (1983); Salman v. U.S., 137 S. Ct. 420 (2016).

(7) “fiduciary” の邦語訳としては、「受託者」との用語があてられることが多いが、本稿の分析対象が州会社法上の責任が問われる主体であることも考慮して、「フィデューシャリー」と表記する。なお、本稿が用いる信認義務との標記については、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』(有斐閣, 2020) 428頁も参照。

(8) See e.g., Marc I. Steinberg, *Texas Gulf Sulphur at Fifty-A Contemporary and Historical Perspective*, 71 SMU L. Rev. 625 (2018), at 634.

(9) See William F. Highberger, Note, *Common Law Corporate Recovery for Trading on Non-Public Information*, 74 COLUM. L. REV. 269, at 273 (1974).

(10) See e.g., *Chiarella*, 445 U.S. at 228.

(11) Stephen M. Bainbridge INSIDER TRADING LAW AND POLICY 11 (2014).

ダー取引規制をある意味リードしていたことを示唆しているとも言える。

本稿では、フィデューシャリーとされる役員・取締役らが発行会社の内部者として行ったインサイダー取引について、信認義務違反に基づく州会社法上の責任追及がなされた事案を分析し、信認義務違反の文脈におけるインサイダー取引規制のあり方について検討を加える。なかでも、本稿で検討の対象とするのは、株主が派生訴訟（*derivative action*）によりフィデューシャリーに対して責任を追及した事例である。このように本稿が派生訴訟に注目するのは、派生訴訟ではフィデューシャリーの会社・株主に対する信認義務を根拠として派生的（*derivative*）な責任追及がなされるという訴訟の構造がとられており、⁽¹²⁾ インサイダー取引に係る責任として位置付けられた信認義務が意味することについて理論的な示唆に富んでいるからである。⁽¹³⁾

以上を踏まえて、本稿においては、Ⅱにおいてインサイダー取引に係るフィデューシャリーの信認義務違反に基づく派生的な責任が追及された州会社法の事件を検討し、Ⅲにおいてはデラウェア州最高裁判所が示した *Khan* 判決を分析する。あらかじめ議論となる点を示すと、それは、派生訴訟を提起してインサイダー取引に従事したフィデューシャリーの責任を追及する場合に、会社に対する損害の有無と賠償すべき損害をいかにして算定するかである。派生訴訟は会社に生じた損害を回復するための制度であることからすると至極当然のことかもしれないが、⁽¹⁴⁾ ことイ

(12) 株主は、インサイダー取引によって仮に直接的に損害を被っていれば、直接訴訟（*direct action*）によってフィデューシャリーに対して損害回復を求めることも制度上は不可能ではない。See Bainbridge *supra* note 11, at 17 footnote 28.

(13) フィデューシャリーによるインサイダー取引について、原告となる株主が派生訴訟と直接訴訟のどちらを選択すべきであるかという問題は、証券クラスアクションの提訴要件に関連する諸論点ほか多くの問題があるため他日を期したい。派生訴訟と直接訴訟に関しては、宮崎裕介「アメリカ法における直接訴訟制度—株主のフィデューシャリーに対する直接的な責任追及—」神戸法学雑誌58巻3号（2008）163頁参照。

ンサイダー取引の場合の会社の損害となると理論的にも実務的にも簡単に解決できる問題ではない。これらの分析から、本稿では、インサイダー取引に係る責任についてのアメリカ法の一側面をみることに主たる目的である。

II インサイダー取引に関して

州会社法上のフィデューシャリーの責任が問われた事例

1. 総説

インサイダー取引に対して派生訴訟により責任を追及するためには、(1)内部者たるフィデューシャリーに信認義務に違反する行為があり、(2)それにより会社に損害が発生していなければならない。⁽¹⁵⁾(1)について、連邦証券諸法を根拠とする場合は、信認義務を負う者が「開示・取引断念義務 (duty of disclose or abstain)」に違反した場合に責任が問われるとの理解が一般的であるが、州会社法上の信認義務が異なる内容であるかはデラウェア州を例にとっても一義的に定まっているわけではない。⁽¹⁷⁾また、(2)について、会社の損害と言っても、会社に填補されるべき損害額をどのように算定するかは極めて困難な問題が付随する。⁽¹⁸⁾これらの観

(14) 宮崎・前掲注(4) 171頁参照。

(15) See e.g., Bainbridge *supra* note 11, at 18.

(16) 連邦証券諸法に依拠してフィデューシャリーに民事責任を追及する場合、原告適格をどのように画するかという問題も重要であるが本稿では紙幅の関係上立ち入らない。この点についての邦語による解説として、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂, 2004) 170~171頁が挙げられる。

(17) See e.g., Edwin W. Hecker, Jr., *Fiduciary Duties in Business Entities Revisited*, 61 U. Kan. L. Rev. 923 (2013). この点について言及した近時の邦語文献として、行澤一人「近時の米国会社法判例を振り返る—経営判断原則を中心に—」商事2146号(2017) 9頁が挙げられる。

(18) 連邦証券諸法に依拠した投資家による損害賠償請求訴訟においては、この点の主張・立証が責任追及の障壁となっている。川口恭弘=前田雅弘=川濱昇=洲崎博史=山田純子=黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較

点に留意しつつ、デラウェア州およびニューヨーク州の裁判例をみてみよう。

2. 判例法の展開

〔1〕 Brophy 事件判決〔Brophy v. Cities Serv. Co., 70 A.2 d5 (Del. Ch. 1949)〕

〔事案の概要〕

Cities Service Company（以下、「CSC社」という）は、同社の自己株式を市場買付けにより取得することを計画していた。Yは、CSC社の役員・取締役の秘書という立場で上記自己株式取得の情報を得たが、この情報が公表される前にCSC社株を取得・売却をして利益を得た。CSC社の株主がCSC社およびYらに対して責任追及を求めた。

〔判旨の概要〕

フィデューシャリーの権利と義務に関する一般的なルールは、原状回復リステイトメント〔200条、コメント⁽¹⁹⁾a〕からわかる。すなわち、リステイトメントは「フィデューシャリーは、受益者と競合ないし当該受益者に損害を与える形で、受益者から秘密裏に授与され、あるいは信認関係の過程もしくは当該関係のために、またはフィデューシャリーとしての義務に違反して獲得した情報を自らの利益のために利用してはならないという義務を負っている。ただし、当該情報について、フィデューシャリーが従事している取引に関連性がないもので、一般に知られている場合はこの限りではない」との文言を用いている。

自己株式を取得することは、通常は会社の本質的な機能ではない。そして特別な状況にない限りは、会社役員および取締役は会社に対して何らの責任を問われることなく自由にその株式を購入、売却することが可

法研究」民商125巻4・5号（2002）423頁，542頁。

(19) Restatement (First) of Restitution §200, comment a (1937).

能である。従業員であっても通常は同様の権利を有する。しかし、何らかの理由で、会社がその自己株式の大部分を市場で秘密裏に購入することを意図し、かつ従業員がその知識を職務上得た場合については、一般原則を適用した上でその情報を個人的利益 (personal gain) のために利用することは許されないという結論になる。

Yは、Y自身のCSC社株式購入を通じて会社に損失がもたらされたようには思われないことから、いずれにせよ彼に対する訴因は主張されていないとする。訴状 (complaint) では、Yおよび他の被告は機密情報および秘密情報を用いているが、「それは、自分たちの利益とCSC社に対して損害を与えるため、自らの計算のもと事前に株式を取得した上で売却し、CSC社による自己株式取得により同社株の市場価格が上昇したことで利益が発生した」と主張されている。このような一般的かつ不明確な申し立てから、会社の損失や損害を推し量ることはできない。Yが株式を取得し、その取得が会社に「損害をもたらす (to the detriment)」との記載だけでは十分ではない。しかし、このことで本件の価値が減じられるわけではない。衡平法上、従業員が信頼関係 (confidential relationship) を破ったとしてその賠償を求める場合、会社に対する損失を訴状で主張する必要はない。公序 (public policy) に従えば、雇用主に対して信頼と信用のある地位 (position of trust and confidence) にある従業員が、雇用主が損失を被ったかどうかに関わらず、その関係を自己の利益のために濫用することは認められないのである。

〔検討〕

Brophy 事件判決は、インサイダー取引について損害賠償責任が問われた事案であるが、内部情報を利用して利益を得たとして責任が問われたのは役員や取締役といった伝統的なフィデューシャリーではなく従業員であった。裁判所は、衡平法の観点から、会社の機密情報を自己の利益のために利用することは雇用主 (会社) との信頼関係から認められる

ものではなく、これについて原告が請求時に訴状において主張・立証をする必要はないとの理解を示した。

Brophy 事件判決を経て、インサイダー取引に対してフィデューシャリーが内部者として派生的な責任を追及されるケースでは忠実義務に違反しているかどうか⁽²⁰⁾が考慮要素とされるようになった。換言すれば、フィデューシャリーが会社の機密情報を利用して利益を得ることは、衡平法上許されないという裁判所の理解が明確に示されたと評価できる。⁽²¹⁾

[2] Diamond 事件判決 [Diamond v. Oreamuno, 248 N.E. 2d 910 (N.Y. 1969).]

[事案の概要]

Management Assistance, Inc. (以下、「MAI社」という)は、商業・工業関係のユーザー向けに、リースバック契約等を通じて同社のユーザーがコンピュータを設置するための資金を提供する事業を行っていた。リースバック契約の条項によれば、MAI社はコンピュータの保守および修理をする義務を負っていたが、自社ではできなかったためMAI社はIBM社に修理を依頼していた。IBM社がMAI社に対するサービス料金を大幅に引き上げた結果、1966年8月時点のMAI社の経費は大幅に増加し、純利益は同年7月の262,253ドルから8月には66,233ドルと約75%も減少した。この情報について、MAI社の取締役会の議長・社長であったYらは以前から知っていたが、同年10月になるまで公表されることはなかった。Yらは、情報が公表される前に合計56,500株のMAI社株を当時の市場価格である1株28ドルで売却した。

MAI社の株価は、上記情報の公表を受け、11ドルまで低下した。MAI社の株主らは、Yらがその地位を利用して機密情報にアクセスすることで同社の株価が下がる前に保有株式を処分して約80万ドルの損失を回避

(20) S. Burcu Avci et. al., *Insider Giving*, 71 DUKE L.J. 619 (2021), at 656.

(21) *Id.*

できたとして、これらの行為はYらが負っている信認義務に違反すると主張して派生訴訟を提起した。原告株主らは株価下落前後に生じた差額を会社に返還するよう求めた。

〔判旨の概要〕

ある者との信頼もしくは信認関係 (confidential or fiduciary relationship) があることで特別な知識や情報 (special knowledge or information) を得た者は、これらを自分自身の個人的便益 (personal benefit) のために自由に利用することはできず、そこで得た利益について、本人に対して責任を負わなければならない。このことは、受託者 (trustee) または代理人 (agent) がその信託の地位 (position of trust) から秘密の利益 (secret profit) を引き出すことを禁止するという、信認関係の本質に内在するより広範な原則からも論理必然的なものである。

……損害についての具体的な主張がなかったとしても、Yらの行為が会社に何らかの損害を与えた可能性があると推認したことは分析としては適切である。会社は、自社の株式に関する日々の取引について必ずしも関心を持っているわけではないが、経営陣が誠実であるとの評判 (reputation of integrity) や高潔であるとのイメージ (image of probity), あるいは自社の株式が公衆に受け入れられており市場性も継続してあることに大きな関心を寄せている。役員や取締役が私益を図るために彼らの地位を濫用したときは、会社の評判に影を落とすこととなり、それにより株主との関係は損なわれ、当該会社の株式に対する一般的な評価は下がるのである。役員や取締役らが個人的な利益 (personal profit) を得るためにその地位を濫用した場合は、その行為の効果として会社の看板が傷つけられるはずであるし、株主との関係を毀損し、あるいは当該会社の株式に対する社会の評価を低下させることになりかねない。原審において、Botein 判事はその法廷意見で「会社の繁栄に不可欠な会社の威信とのれん (good will) は、最高経営責任者 (chief officer) が株

222 (708)

主のコミュニティー（community of stockholder）に公表していない会社の出来事から個人的利益を得ていたことが明らかになれば、損なわれるかもしれない」と的確な説示をし、評判の低下を会社の損害と捉えた。

〔検討〕

Diamond 事件判決は、Brophy 事件判決に依拠して、信認義務違反に基づくフィデューシャリーに対する責任追及を認めたニューヨーク州最高裁判所の判決である。⁽²²⁾ Diamond 事件判決は、同時に代理法（law of agency）にも言及している点が特徴的である。また、これらの責任を派生訴訟によって追及できると州の最高裁判所が判断した限りにおいてはリーディングケースとして位置付けられている。⁽²³⁾ 1969年の判決当時、インサイダー取引に関して連邦証券諸法に基づいて連邦裁判所に民事責任を求め得るかはまだ不明確であったところ、⁽²⁴⁾ Diamond 事件判決では州の最高裁判所として損害を被った投資者の救済が認められるとの判断が示された。⁽²⁵⁾

Diamond 事件判決の理解に従えば、Brophy 事件判決に依拠することで会社に発生した損害を具体的に主張・立証することは不要とされる。ところが、Diamond 事件判決については、①会社に対する損害の主張・立証を不要とすることは会社に生じた損害を除去するという派生訴訟の

(22) See e.g., Richard A. Booth, *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, 4 BERKELEY BUS. L.J. 1 (2007), at 32.

(23) Bainbridge *supra* note 11, at 18 (2014). この点について言及した邦語文献として、神作裕之「ドイツ第2次資本市場振興法案の概略〔上〕」商事1348号（1994）13頁，18頁注（20）が挙げられる。

(24) See, Recent Case, 83 HARV. L. REV. 1421, at 1422 (1970). なお、巡回区控訴裁判所の判決である SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968). では、インサイダー取引が違法であることは示されているが、損害を被ったとされる投資者にいかなる救済が与えられるかは言及されなかった。

(25) *Id.*, at 1422-1423.

制度的な位置づけと整合しないのではないか、⁽²⁶⁾②会社の評判の低下と
いった漠然なものであっても会社に対する損害が主張・立証されたと扱
われることは果たして妥当か等の疑問が学説により呈されている。この
ように理論的な問題が残されたこともあり、Diamond 事件判決につい
ては、1978年の第7巡回区控訴裁判所による Freeman 事件判決⁽²⁸⁾をはじ
めインサイダー取引により損害 (harm) を受けるのは会社ではなくむ
しろ投資者 (市場参加者) であるとの理解などから広く支持されること
はなかつた。⁽²⁹⁾

関連する問題として、Diamond 事件判決については、会社とフィ
デューシャリーたる内部者がインサイダー取引とされた行為に関して競
合関係にあったかという点も更なる検討を要する。すなわち、Brophy
事件判決は内部情報を利用して発行会社の自社株買いに先んじて株式が
取得されたケースだったが、⁽³⁰⁾Diamond 事件判決では株価下落をもたら
す重要事実の公表前に株式を市場売却することが信認義務違反に該当す
るとされた。Brophy 事件判決では会社との競合あるいは会社の機会が
奪取されるような忠実義務に反するような場面が想定されているように
も思われ、その観点から Diamond 事件判決を区別して理解することも
できよう。⁽³¹⁾

(26) Bainbridge *supra* note 11, at 20.

(27) *Id.*

(28) Freeman v. Deico, 584 F.2d 186 (7th Cir. 1978).

(29) Bainbridge *supra* note 11, at 21.

(30) なお、Brophy 事件判決において、会社内部者として被告とされた者
は会社の従業員であったため、厳密にはフィデューシャリーではない点に
注意が必要である。

(31) Bainbridge *supra* note 11, at 20.

[3] Pfeiffer 事件判決 [Pfeiffer v. Toll, 989 A.2d 683 (Del. Ch. 2010)]

[事案の概要]

ニューヨーク証券取引所に上場されている Toll Brothers (以下、「Toll 社」という) は、米国内の富裕層向けの住宅供給などを事業としていた。Toll 社の上級役員 (senior officer) らは、2005年の夏および秋に、その保有していた Toll 社株式の大半を売却した。同社の株主は、住宅バブルの影響を受けて Toll 社の将来の収益などに悪影響が生じるとの重要な未公開情報を保有しながら売却したとして、上記役員らに対して信認義務違反に基づき派生訴訟を提起した。

[判旨の概要]

⁽³²⁾ Brophy claim は、同時に取引をしている者らの損害を回復させるためにあるのではなく、また相互のインサイダー取引による利益を自動的に吐き出させることを強制するために存在しているわけではない。Brophy claim の目的は、会社に対する損害に救済を与えることである。

……会社に対する損害は、通常は、インサイダー取引による利得や相互の損失によって算定されるわけではない。デラウェア州の最高裁判所は、市場で生じた損害 (market-based harm) について、クラス横断的な救済 (class-wide remedy) を提供するものではないと明確に示していた。Brophy 事件判決について、これを市場で生じた損害を回復することの理論的基礎であると位置付けることは、デラウェア州の判例法 ⁽³³⁾ (Malone 事件判決) および ⁽³⁴⁾ (Gaffin 事件判決) に抵触する。

(32) Pfeiffer 事件判決や Kahn 事件判決 (Ⅲで検討) において、Brophy 事件判決に依拠してフィデューシャリーのインサイダー取引について派生訴訟によって責任追及することを “Brophy claim” と表記されることがあるが、以下で検討するとおり Brophy 事件判決についての理解などについて必ずしも一致した見解があるわけではない。この点に留意しつつ、本稿では原文に従い “Brophy claim” と表記する。

(33) Malone v. Brincat, 722 A.2d 5 (Del. 1998).

インサイダー取引によって得られた利益を吐き出すことは、適切な損害回復の手段ではない。なぜなら、相対ではない市場 (impersonal market) において取引をしている内部者は、利益吐き出しによる救済を用いることが歴史的に認められてきた自己取引 (self-dealing transaction) に従事しているわけではないからである。

……だとしても、利益吐き出しによる救済が排除されるわけではない。忠実義務違反 (breach of duty of loyalty) が示された場合であれば、利益吐き出しによる救済は理論的にはなお可能である。フィデューシャリーが直接的な詐欺に加担し、詐取した情報をもとに行われた取引から利益を得た場合であれば利益吐き出しは適切となろう。内部者が会社と直接的に競合する形で機密情報を利用した場合であれば、利益吐き出しはもちろん適切であると思われる。フィデューシャリーが当該会社の自社株の大量買い付けの計画という内部情報に基づき株式を購入した場合、フィデューシャリーは会社と競合的な立場となるのであり、まさに Brophy 事件判決そのものが先例となる事案となる。

株主らへの開示がないとされる重要情報 (material information) に基づいて内部者が取引をするような典型的なシナリオにおいて、会社は忠実義務違反と (事実的および近接的な意味において) 因果関係のある現実の損害 (actual harm) を回復することができる。忠実義務違反と因果関係のある損害の種類は限定されるものではないが、行政手続や内部調査に要した諸経費、弁護士やその他の専門家に支払った費用、規制当局への罰金、訴訟における判決が明らかにそれに該当する。インサイダー取引に関する連邦証券訴訟においては、通常は会社が被告として指名されるため、会社に金銭的損害が与えられる可能性が高い。

……会社への損害に適切に注目することで、Brophy claim は連邦証券諸法で取り扱われるのと同様の取引上の損害を回復するための手段

(34) Gaffin v. Teledyne, Inc., 611 A.2d 467 (Del. 1992).

インサイダー取引と会社の損害についての若干の考察……

であるとするのはミスリードだとYらは主張する。しかし、これも排斥することができる。すなわち、この点はBrophy claimの目的ではない。また、Brophy claimは根本的な損害なしに救済が与えられるとする主張も退けられる。しかし、繰り返しになるがそのようなことではない。例外的な事実がない限り、Brophy事件判決が述べるところの会社に対する損害を救済するのである。

〔検討〕

Pfeiffer事件判決は、Brophy事件判決に依拠して、インサイダー取引がもたらした株式市場に生じた損害について、フィデューシャリーに対する利益吐き出しとしての損害賠償を求めることは原則として認められないとの理解を示した。裁判所は、連邦証券諸法の判例法理は、州会社法を礎（cornerstone）としていると明示した上で、Brophy claimとして利益吐き出しが認められる場面は連邦証券諸法と重複・抵触がない場合に限定されるとした⁽³⁵⁾。すなわち、同判決は、インサイダー取引についてフィデューシャリーに対して責任追及をする際に利益吐き出しによるエンフォースが可能となるのは、忠実義務違反が認められることで会社に填補すべき損害が明確に示された場面に限られるとの理解を示した。

III Kahn事件判決の検討

1. 総説

Kahn事件判決〔Kahn v. Kolberg Kravis Roberts & Co., L.P., 23 A. 3d 831 (Del. 2011)⁽³⁶⁾〕は、実質的な支配株主によって行われた優先株式の取

(35) Lisa M. Fairfax, *Whitman and the Fiduciary Relationship Conundrum*, 89 FORDHAM L. REV. 409 (2020), at 421.

(36) Kahn事件判決の邦語による解説として、宮崎裕介「インサイダー取引に対する州会社法に基づく派生的請求における会社の損害」商事2033号(2014) 50頁。

得に伴うインサイダー取引について、当該優先株式の発行会社の株主らによって提起された派生訴訟である。本件において、原告株主らは、利益吐き出しによる損害賠償を求めた。Kahn 事件判決は、フィデューシャリーの信託義務違反に基づく派生訴訟が提起されたケースにおいて、原告が訴訟において主張・立証すべき損害をいかに理解すべきかについて、損害てん補の方法も併せてデラウェア州最高裁判所として初めての判断が示されたものである。

2. Kahn 事件判決の事案と事実の概要

(1)事案の概要

Primedia, Inc. (以下、「P 社」という)は、デラウェア州法に基づき設立され、ニューヨークを拠点としてメディア関係を中心に広く事業を展開している株式会社であり、同社の普通株式はニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場されていた。企業の MBO を専門とする投資事業組合である Kolberg Kravis Roberts & Co., L.P. (以下、「KKR」という)は、傘下のリミテッド・パートナーシップ (LP) を通じて間接的に P 社の普通株式の大半をその支配下に置いていた。P 社と KKR との関係は、P 社の SEC への届出によれば「KKR は P 社の普通株式を支配しており、取締役会の全ての構成員の選任および株主の承認を必要とする全ての行為についての承諾権限を有していた」とされていた。

2001年12月19日、P 社の取締役会は、P 社の優先株式を償還価額 (redemption value) の50パーセントから60パーセントの水準で、P 社普通株式を対価として1億ドルを限度に買い戻すことを承認した。この取締役会が開催された時点で KKR は、P 社の社外株式の60パーセントほどを支配し、P 社の取締役会に3人の役員を派遣していた。2002年5月16日の P 社の取締役会において、同社の取締役らは、1億ドルの P 社優先株式の追加での買い戻しを承認した。同月21日、KKR から派遣されている P 社の取締役らは、KKR の投資委員会 (Investment Committee)

インサイダー取引と会社の損害についての若干の考察……

およびポートフォリオ委員会（Portfolio Committee）宛てに情報提供のためのメモを作成したが、これによればP社の最新の第2四半期の業績およびP社による優先株式の買い戻しを支持する旨の記載があった。この5月21日に作成されたメモには、P社に関する未公表の事実が記載されていた。

2002年には、P社が市場で同社の優先株式を取得していない時期にKKRが当該優先株式を取得することについて、KKRはP社の取締役会に対して承認するよう幾度か要求してきた。これを受け、P社の取締役兼ゼネラルカウンスル（General Council）であるA氏は、KKRに優先株式を売却することに異論がない旨を記載した同意書面（written consent）を、先ず同年7月2日に同社の利害関係のない取締役らに対して、さらに同月8日に外部の法律顧問からのアドバイスを受けた後に取締役全員に回付した。上記の同意書面では、5000万ドルを限度としたKKRによるP社の優先株式の取得は許容しうるものであり、P社の会社の機会を侵害しないとされていた。同意書面は、P社の取締役会においてその内容について真摯な議論がなされないままに同月8日付で取締役会の承認を得たとされている。なお、同意書面の原本の署名のページには日付がなく、少なくとも1つの署名について2002年7月12日までには受領されなかったこともあり、同意書面の効力発生日がいつであるかは記録上不明であった。

同月3日、上記の同意書面の承認を受け、KKRはP社の優先株式を購入するための投資ビークルであるABRA III LLC（以下、「ABRA」という）を設立し、ABRAは同年7月8日から11月5日までの間に、上記同意書面で認められていた5000万ドルを遙かに上回る、7500万ドルに及ぶP社の優先株式を買い付けた。

同年9月26日、P社の取締役会が開催され、優先株式の買い戻し資金を調達するため最も資産価値の高い事業を約1億1500万ドルで売却することが承認されたが、P社はこの件について同年11月4日まで公表して

いなかった。一方で、同年9月26日から11月4日までの間に、KKRはP社の優先株式の取得に3900万ドルを支出し、ABRAによる優先株式の取得は2005年11月5日に終了した。ABRAは、市場価格から3割強ディスカウントされた価格で優先株式を取得し、これら優先株式は3年後にABRAにとって有利な条件でP社が買い戻したため約1億5000万ドルにも及ぶ利益を得ることができた。

2005年11月29日、P社の2名の株主らは、KKR、P社の取締役ら（以下、「Yら」という）を被告として優先株式の買い戻しはP社に損害をもたらす忠実義務に違反するものであるとして派生訴訟を提起した。Yらは却下の申立てをしたが衡平法裁判所はこれを認めなかったため、P社は特別訴訟委員会を設置し、同委員会は調査・報告のための訴訟手続の停止を申立てた。衡平法裁判所は訴訟手続の停止を認め、これに対して特別訴訟委員会は報告を提出し訴訟却下の申立てを行った。株主らは訴状を補正して複数回にわたって請求を追加したが、(1)KKRはP社の収益が市場の予測よりも好調であったことを知っていた、(2)KKRは既発行のP社優先株式が償還されることを知っており2002年11月5日までの取得期間中に当該情報を有しつつ取引を行った旨が訴状において主張された。以上の点について本件では、Yらに対して利益吐き出しを求めることができるとして Brophy claim が認められるとの主張（Brophy 事件判決に依拠する株主らの主張）と、反対に利益吐き出しは認められないとの主張（Pfeiffer 事件判決に依拠するYらの主張）とが対立した。衡平法裁判所は、口頭弁論を経て特別訴訟委員会による却下申立てを認めた。株主らは Pfeiffer 事件判決に依拠した衡平法裁判所の判断には誤りがあるとしてデラウェア州最高裁判所に上訴した。

(2)判旨の概要

衡平法裁判所は、Pfeiffer 事件判決で明らかにされた判例法の下では、利益の吐き出し（disgorgement）は、Brophy claim を請求するにあた

り利用可能な救済手段ではないと判示した。Brophy claim として請求するためには、あらかじめ原告は会社が被った現実の損害を立証しなければならないと Pfeiffer 事件判決は示しているものの、これは我々の判例法の立場を正しく述べたものではない。Pfeiffer 事件判決と当裁判所が示した現在の Brophy 事件判決の解釈とが抵触する限り、Pfeiffer 事件判決がデラウェア法とはなり得ることはない。

Brophy 事件判決は、被告のうちの一人が、会社（原告）が市場で自己株式の取得を企図していたという内部情報を従業員の立場で知り得たという事案である。この役員でもない従業員は、かかる機密情報を利用することで会社が取得しようとしていた株式を大量に取得し、会社による自己株式取得で株価の上昇をもたらされたのち、当該株式を売却して利益を得た。裁判所は、被告が社内で責任のある地位にありかつ機密情報にアクセスできる立場にあったことを理由として、被告と会社との間に信認関係に類似した関係があると認定した。被告は、自身が株式を購入したことで会社にもたらされた損害は存在しておらず、原告である会社側の主張は失当であると主張したが、衡平法裁判所は以下のように述べこれらを排斥した。

衡平法のもとでは、従業員との信頼関係（confidential relation）が破壊されたことに基づき、その結果、当該従業員に発生したいかなる利益であれ請求されていないのならば、訴状において会社に対する損害を明示する必要はないのである。雇用者に対して立場上責任があり、かつ信頼があるような従業員は、雇用者の損害いかに関わらず、その関係を私益のために濫用することは公序（public policy）の観点から許されない。

したがって、Brophy 事件判決に依拠して訴えを提起する場合、原告は会社に対する現実の損害を主張しなくてもよい。Brophy 事件判決において、衡平法裁判所は、原状回復法リストイメント200条のコメント a を引用し、原状回復と衡平法の基本原理に依拠した上で、フィ

デューシャリーは自己の利益のために会社の内部情報を使用してはいけないとの解釈を導き出した。Brophy 事件判決で衡平法裁判所が理解しているように、会社の機密情報を利用して利益を得ることは衡平法の観点から認められるものではない。たとえ会社が実際の損害を被っていないとしても、衡平法はかかる利益の吐き出しを求めるのである。

当裁判所は、フィデューシャリーによる会社の機密情報の濫用が忠実義務によっていかに規律されるかを論じるにあたり、Brophy 事件判決を引用することに賛成してきた。Oracle 事件判決⁽³⁷⁾において、我々は、衡平法裁判所が明確にした Brophy claim で原告が勝訴するための必須の要素を支持した。すなわち、(1)会社のフィデューシャリーが重要かつ未公開の会社情報を保有していること、(2)当該フィデューシャリーが全部または一部であれかかる情報の内容によって動機付けられたことにより取引をするなど内部情報を不適切に使用したことを原告が立証しなければならない。

Pfeiffer 事件判決は、Brophy 事件判決がなお判例法であると位置づけているものの「Brophy claim の目的は、会社の損害を回復することにある」と結論づけている。かかる会社の損害に注目することで「Brophy 事件判決は連邦証券諸法が解決すべきとされるインサイダー取引による損害の回復のための適切な手段ではなく、かつ Brophy 事件判決は請求の基礎となる損害なしに救済を与えてしまうものであるとの被告の主張に対する解決を与えるものとなる」とも述べている。また、衡平法裁判所は、会社に対する損害について「一般的にインサイダー取引から得られた利益やその代償として被った損失 (reciprocal loss) によって算出されるものではない」と示した。このとき裁判所は、過去の当裁判所の2件⁽³⁸⁾の判決を引用し、デラウエア法は「市場で被った損害について横断的 (class-wide) な救済をもたらすものではなく、Brophy 事件判決はか

(37) In re Oracle Corp. Derivative Litig., 867 A.2d 904 (Del. Ch. 2004).

(38) 注 (33) および注 (34) 参照。

かる方法によって算定された損害を回復するための基礎となるとの解釈はこの2件の判決とも抵触する」と判示した。さらに、衡平法裁判所は、「相対ではない市場（impersonal market）で取引をしている内部者は、利益吐き出しによる救済が伝統的に用いられてきた自己取引類型の取引に従事していないため、インサイダー取引から得られた利益を吐き出す方法による損害の算定は適切ではない」との考えも示した。以上を踏まえて、衡平法裁判所は、かかる市場での取引は「利益吐き出しが望ましい救済手段であるときは、典型的に会社の機会に対する侵害に関連するものではない」と判示した。

そして、最後に衡平法裁判所は、Brophy claimの文脈では、次の2つの場面で利益の吐き出しが「理論上では利用可能」とであると結論づけた。すなわち、①フィデューシャリーが直接に詐欺的行為に加担し、かつ不正な情報に基づいて行った取引から利益を得た場合、②内部者が会社と直接的に競合するような機密情報を用いた場合である。衡平法裁判所は、これらのうち②に照らして、Brophy事件判決は利益の吐き出しが適切な救済方法となる事例であったとした。しかしながら、大半の事例において、会社が回復できるのは「忠実義務違反に（事実的かつ直裁的な意味において）因果関係をもつ現実の損害」にとどまり、それらは「行政機関による手続きおよび内部調査にかかる諸費用、弁護士や他の専門家に支払われる手数料、規制当局に対する罰金、裁判で判決を得るために必要な費用」などが該当するのである。

当裁判所は、熟慮の結果、Pfeiffer事件判決がとったBrophy事件判決の射程を過度に狭く解釈する立場を採用することはしない。また、Pfeiffer事件判決が、Brophy事件判決の目的は「会社に対する損害を救済すること」と結論づけたことに対しては是認しない。事実、Brophy事件判決は、請求を実現させるためには会社が実際の損害を被ることは必要ないと明示的に述べている。重要なのは、Brophy事件判決が違法行為を行っているフィデューシャリーの正当化できない利益の獲得を防

止することに重点を置いている点である。加えて、我々は、Brophy claim を提起するにあたり、原告に対して会社が現実に損害を被っていることの主張・立証を求めているような事例に接したことはない。Brophy 事件判決を、会社が現実の損害を被ったときのみに適用されると読むことは、不適切にその射程を狭めることになる。

我々は、会社の機会の侵害、あるいは会社と直接的に競合する機密情報を内部者が利用したような事例のみに利益の吐き出しによる救済が限られるであろうとする Pfeiffer 事件判決の解釈も採用し得ない。Brophy 事件判決はこれらの論理を裏付けるものではない。むしろ、Brophy 事件判決は、会社の機密情報を誤って使用して不公正な利得を得ることを防ぐという公序に重点を置いたものなのである。

3. Kahn 事件判決の分析

(1) インサイダー取引に対する責任追及に派生訴訟が利用できるか？

デラウェア州最高裁判所は、Kahn 事件判決において、インサイダー取引の文脈でフィデューシャリーに対して派生訴訟を提起する場合は、会社に対する現実の損害の主張は必要ないと判示した。この判断の根拠となったのは、IIにおいて検討した Brophy 事件判決で示された、原状回復法リスティメントおよび衡平法の基本原理である。⁽³⁹⁾ このような観点から Kahn 事件判決については、損害賠償の事案ではなく内部の機密情報を利用して利益を得ることを防止するための原状回復の事案であるとも位置付けられる。⁽⁴⁰⁾

会社に対する損害について、Pfeiffer 事件判決が求めた現実の損害 (actual harm) の主張・立証も不要とされた。この点につき、派生訴訟

(39) Doug Rendleman, *Measurement of Restitution: Coordinating Restitution with Compensatory Damages and Punitive Damages*, 68 WASH. & LEE L. REV. 973 (2011), at 990.

(40) *Id.*

は、前述したように会社に発生した損害を除去するための仕組みであり、派生訴訟の訴権（cause of action）は会社に帰属しているとの大前提を踏まえて考慮する必要がある。⁽⁴¹⁾すなわち、派生訴訟を提起するためには、インサイダー取引でもたらされた会社に対する損害の主張・立証が本来は必須となるはずである。あるいは、訴訟提起の決定権は一義的には取締役会（または特別訴訟委員会）に帰属しているはずであり、その判断に依存する派生訴訟はインサイダー取引の抑止に効果的ではないとも言える。⁽⁴²⁾その意味で、Kahn 事件判決においてデラウェア州最高裁判所は、派生訴訟を利用して責任追及することの提訴要件について比較的緩やかな理解を示した。

なお、Kahn 事件判決では取締役や支配株主といった伝統的なフィデューシャリーの責任が問われたため問題とされなかったが、仮に P 社の優先株式の発行・買い戻しに証券会社等が介在しており、その役員・取締役らによってインサイダー取引がなされたらどうなるか。この点については、不正流用理論によって連邦証券諸法の責任は問える場合であっても、州会社法上のフィデューシャリーに該当するかという問題として、これからも議論が続くであろう。

(2) エンフォースの方法

アメリカにおいては、連邦証券諸法に基づくインサイダー取引に対する損害賠償請求について損害額の算定に係る明確な判例理論が形成されていない。⁽⁴³⁾その意味で、それよりも事例の数が圧倒的に少ない州会社法に基づく派生訴訟による責任追及においては、どのような方法でいくら填補すべきなのかが実務上の争点となる。エンフォースの方法については、(3)でも述べる連邦証券諸法と州会社法の抵触・重なり合いとも深く

(41) Avci et. al., *supra* note 20 at 657.

(42) *Id.*

(43) 黒沼・前掲注(16) 168頁。

関係する。

(3)連邦証券諸法との抵触・重なり合い

Kahn 事件判決は、連邦証券諸法と州会社法との棲み分けをあまり意識していないが、⁽⁴⁴⁾連邦証券諸法と州会社法のどちらに依拠してフィデューシャリーに対して責任追及するかは手続要件や救済などにおいて多くの差違があることが議論されている。⁽⁴⁵⁾インサイダー取引に対して、州会社法上の信認義務違反に基づいてフィデューシャリーに責任追及することを広く認めれば忠実義務違反となる取引への抑止にはなるかもしれないが、⁽⁴⁶⁾判例法や私的証券訴訟改革法の制定などを経てインサイダー取引を含めた証券詐欺訴訟の制度が築き上げられている連邦証券諸法とどれだけ整合性をもつのか、またそこに州会社法がオーバーラップすることが許容されるのか検討の余地があろう。あるいは、⁽⁴⁷⁾連邦証券諸法に拠る場合は刑事事件として手続がなされることも多く、その場合はSECあるいは政府が公権力を行使して証拠収集をすることが可能となる。あくまでも民事責任を問う派生訴訟は、私人たる原告株主に委ねられると⁽⁴⁸⁾いう側面も無視できない。

IV むすびに代えて

アメリカにおいて、インサイダー取引に関して株主がフィデューシャリーたる内部者に対して派生訴訟を通じて損害賠償請求ができるかという問題について、訴訟提起に当たって株主の側で会社に現実の損害が発

(44) Farifax *supra* note 35, at 422.

(45) See Douglas M. Branson, *Choosing the Appropriate Default Rule—Insider Trading Under State Law*, 45 ALA. L. REV. 753, 774–781 (1994).

(46) Farifax *supra* note 35, at 426.

(47) Chiarella 判決, Dirks 判決, O'Hagan 判決は、いずれもインサイダー取引について内部者とされた被告人の刑事責任が問われた事例である。

(48) *Avcı et. al.*, *supra* note 20, at 657.

インサイダー取引と会社の損害についての若干の考察……

生じたことの主張・立証責任があるか、あるいは内部者に対して利益吐き出しによる賠償を求めることができるかが主として問題とされてきた。本稿で分析をした Kahn 事件判決をみるかぎり、差しあたりデラウェア州においては、株主がフィデューシャリーの信認義務違反となるインサイダー取引によって会社に現実に損害が発生したことの主張・立証が仮にできなくても、フィデューシャリーに対する利益吐き出しによる賠償請求が認められるとするのが最高裁の理解である。

以上の点について、日本法ではどのように分析されているだろうか。わが国においても、インサイダー取引について内部者に会社法上の損害賠償義務が生じるとされているが、⁽⁴⁹⁾ その場合の会社の損害を実際に算定することは困難であり、それを克服するための利益吐き出しによる賠償も認められているわけではない。⁽⁵⁰⁾ このような問題状況を把握するためにも、本稿で検討したアメリカの判例法の知見は少なからず参考になるのではないだろうか。

〔付記：本稿は JSPS 科研費 20K01410 の研究成果の一部である〕

(49) 黒沼・前掲注(7) 484頁参照。

(50) 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」岩原紳作＝神田秀樹編『竹内昭夫先生追悼』商事法の展望（商事法務研究会，1998）575頁，611頁。