

# インサイダー取引と損害賠償責任

張

小

寧

はじめに

一 インサイダー取引による損害賠償責任に関する証券取引法の規定の欠如

二 インサイダー取引による損害賠償責任に対する民法規定の適用の困難性

　　I 時効問題

　　II 立証内容

三 ジャパンオンライン事件の概要と主な争点

　　I 事件の概要

　　II 主な争点

　　(1) 被告の故意

　　(2) 因果関係の判断

四 アメリカ証券諸法におけるインサイダー取引による損害賠償責任に関する規定とその運用

- I 二つの訴訟原因
- (1) 明示の訴訟原因
  - (2) 黙示の訴訟原因
- II Rule 10b-5適用の要件
- (1) 詐欺
  - (2) 因果関係
- 五 中国証券法におけるインサイダー取引による損害賠償責任に関する規定および判例
- 六 結び

## はじめに

アメリカ連邦証券諸法 (Federal Securities Laws) においては、証券法違反に対する規制手段として、刑罰<sup>(1)</sup>、行政処分<sup>(2)</sup>、民事責任などがある。これらの中でも、単に民事責任の追及と言えば、SEC (Securities and Exchange Commission 証券取引委員会) による差止命令、不法利益の没収<sup>(3)</sup>、民事制裁金<sup>(4)</sup>、民事損害賠償などがあげられる。証券法違反の一種であるインサイダー取引の民事責任も当然にこれらの規制の適用がある。それに対して、アメリカ連邦証券諸法を模倣して制定された日本の現行証券取引法は特に民事責任を規定していないが、その理由は何かは不明である。本稿はインサイダー取引の民事損害賠償責任について、アメリカ連邦証券諸法と日本の現行証券取引法（以下証取法と略する）の条文内容、法制度運用の上の差異を解明することを通して、より実効的にインサイダー取引行為の民事責任を追及する方法を考察し、さらにインサイダー取引行為の規制方法を検討したいと思う。

## 一 インサイダー取引による損害賠償責任に関する証券取引法の規定の欠如

相場操縦罪の場合とは異なり、証取法には、インサイダー取引の損害賠償責任に関する特別規定はない<sup>(5)</sup>。法改正により、一六六条・一六七条に正面からインサイダー取引禁止規定が導入される以前には、学説上、インサイダー取引を一般的不正取引行為の一つとして直接に一五七条一号の総括的規定を適用すべきであるとする見解が有力であつた<sup>(6)</sup>。即ち、この条文によって、インサイダー取引行為は不正の手段、計画または技巧をすることに該当し、禁止されるべきであると考えるものである。現在も、インサイダー取引行為が成立するかどうかを判断する時、以上のいくつかの条文をどのように適用するかは重要な問題である。一五七条一号と一六六条、一六七条の関係を総則と各則と考へて、各則が総則より優先する原則に従つて、一六六条、一六七条を主要な判断基準、一五七条一号を補充規定と解した方がよいのではないかと思われる。即ち、主に一六六条、一六七条を適用し、インサイダー取引行為者が詐欺的方法を用いる場合だけに、一五七条一号を適用するのである<sup>(7)</sup>。しかし、以上に述べたように、これら三つの条項は民事損害賠償責任と民事責任の追及を明示的に規定しないため、インサイダー取引損害賠償責任を追及するとき、不法行為の総則的規定である民法七〇九条を適用しなければならない。そのほかに、会社法四二九条第一項（旧商法二六六条ノ三第一項）は取締役がその職務を行うにつき、悪意又は重大な過失があつたときは、その取締役は第三者に対しても、また、連帶して損害賠償の責に任ずると規定している。取締役が開示すべき重要な内部情報を悪意又は重大な過失によって開示せず、インサイダー取引を行えば、当事者がこの条文によつて、当該取締役に対しても民事損害賠償責任を追及できる。実務では、この規定によつて、訴訟を提起した事件もある。（日本商事株インサイダー取引事件の民事賠償請求事件、大阪地方裁判所平成九年一二月一二日和解<sup>(8)</sup>）。しかし、残念

ながら判決には至らず、事件は当事者の和解により終結した。

そこで、インサイダー取引の損害賠償責任は不法行為による損害賠償責任の一種であり、民法の不法行為の規定を直接に適用できると解されている。

## 二 インサイダー取引による損害賠償責任に対する民法規定の適用の困難性

民法七〇九条によつて、インサイダー取引の損害賠償責任を追及するとき、以下のよつて二つの困難な問題が存在する。

### I 時効問題

特別の規定がない以上、インサイダー取引の損害賠償責任の消滅時効は不法行為責任の総則的規定である民法七二四条に従うべきである。したがつて、この損害賠償の請求権が被害者またはその法定代理人人が損害及び加害者を知つたときから三年間行使しないと消滅する。相場操縦罪の特別の一年時効と比べて、確かに長いといえる。しかし、実際に適用するには、やはり具体的な難しさを感じる。相場操縦罪の損害賠償責任を実際に追及する場合と同じように、原告は自分の努力により証拠を収集し、提訴する。その場合に、原告は被告のインサイダー取引行為、自分の損害及び因果関係を立証しなければならない。特に因果関係の立証は至難の業である。もうひとつの方方法は、捜査・起訴機関による捜査、立件、起訴の後、裁判所が有罪判決を出すことを待つて、それを手掛かりに立証するというものである。それは可能であるとしても、ほとんどの相場操縦の判例が捜査から裁判終結まで一年以上も要する<sup>(1)</sup>。これに対しても、インサイダー取引の摘発はもっと難しく、毎年大量のインサイダー取引事件は証拠不足で起

訴されない疑惑事件であつて、もちろんそのような案件には、一般投資者は訴訟を提起することはできない。実際にインサイダー取引行為を行つた事件については、事件の摘発から判決が出るまで、相場操縦事件より時間がもつとかかるかもしれないから、三年の消滅時効では足りないと思われる。

なぜ摘発がそんなに難しいのであろうか。神山教授の指摘によれば、主な原因は以下の通りである<sup>(13)</sup>。①証券取引所は強制調査権を有しない上に、インサイダー取引を摘発すると証券取引市場に対するマイナスイメージが生ずるので、摘発に對しては必ずしも熱心になるとも思われない。②警察は、犯罪の端緒となる被害者が明らかでないし、そして市場における具体的取引の情報に直接アクセスすることもないことから、独自にインサイダー取引を摘発することはこれまで至難の業である。③証券取引法の規定によると、インサイダー取引行為が犯罪になるためには、重要な情報を知つたことと自分の利益を上げようとするとの両方とも必要であるから、インサイダー取引の脱法行為の余地は極めて大きいといえる。もうひとつの原因是、損害賠償責任の追及が簡単にできるものではないということである。ジャパンライン事件の民事賠償請求事件のように、被告が合併情報が開示される三日前に売却したことを見ても、被告が内部情報を知つたことを証明することができないため、インサイダー取引の成立を推定できないのである。

そこで、以上の原因を総合して、毎年証券取引等監視委員会の審査事件の数と摘発できた数の比率は五〇対一であることは理解できよう。神山教授もインサイダー取引の摘発は、大山鳴動ネズミ一匹と言う結果に終わる可能性も十分考えられると指摘している<sup>(14)</sup>。さらに、民法七二四条後段の二十年の除斥期間があるにもかかわらず、以下のよつて立証の困難に直面せざるを得ない。

## II 立証内容

民法七〇九条によって、インサイダー取引の不法行為損害賠償責任の成立を証明するために、原告は被告の取引行為の故意または過失、自分の受けた損害、被告の行為と自分の損害との間の因果関係を証明しなければならない。以上述べたように、因果関係の立証は非常に難しい。法律に特別な規定がなければ、インサイダー取引は一般的な不法行為として、因果関係の基本的な考え方である相当因果関係説を適用せざるを得ず、因果関係の立証責任を軽減する方法としての蓋然性説<sup>(15)</sup>は適用できない。それが、唯一のインサイダー取引損害賠償訴訟であるジャパンライン事件において、原告の請求が棄却された原因となったものである。

## 三 ジャパンライン事件の概要と主な争点

インサイダー取引とそれにより生じた損害についての因果関係について判示する唯一の判例が東京地判平成三年一〇月二九日（金融法務事情一三二一号二三頁）である。以下、この判例について検討する。

### I 事件の概要

原告Xは昭和六三年一二月一九日東京証券取引所を通じて、ジャパンライン株式会社の株式（以下「本件株券」という）四九万四〇〇〇株を合計三億一九八万二〇〇〇円（一株五八〇円—六二三円）で購入した。当日、同社の保有株式数第三位の大株主である被告Yは保有株式の一部一二二万株を売却した。Xは同月二二日三木証券会社から前主としてYの名が記載された株券の交付を受けたが、翌日の二三日、前記ジャパンライン株式会社の山下新日本汽船株式会社との合併および大幅な減資が発表されたため、株価は値下がりを続けて、一株一八〇円にまでなった。Yは本件株券の大株主として、以上の合併情報を知っていたはずであり、この情報の発表後、本件株券の株価が大幅に下落することを知つて、自分の損害を蒙ることを避けるため、合併発表四日前高価で売却することにした。Yは当該株式を買い受けた一般投資者が株価の暴落による損害を蒙ることを認識しながら、これを売却するという故意の不法行為（インサイダー取引）によって、Xに対し一株一八〇円で計算した現在の株価と購入価格の差額相当の二億一千四〇六万二千円の損害を与えたとして、XはYに対して損害賠償を請求した。

## II 主な争点

### （1）被告の故意

被告の故意について、原告は以下の理由を主張した。<sup>①</sup>被告Yは当時ジャパンラインについて保有株式数第三位、山下新日本汽船について第二位のそれぞれの安定大株主であった。商法三七五条一項、四〇八条一項・三項によると、会社の合併および資本の減少は株主総会の特別決議を要する事項であるため、Yの了解を取ったはずである。<sup>②</sup>Yは昭和五九年一一月一一日に本件株券を取得してから一度も売却することなく保有していたのに、合併発表のわずか四日前になつて突然売却した。<sup>③</sup>ジャパンラインと山下新日本汽船が昭和六三年七月に両社の定期航路部門を分離して、新たに「日本ライナーシステム株式会社」を設立したときには、両社の社員のほとんどが将来両社が合併する予定であることを知っていた。Yは本件株券の大株主として、以上のインサイダー情報を遅くとも昭和六年七月には知っていたはずである。<sup>(16)</sup>そこで、Yが一般投資者が株価の暴落による損害を蒙ることを認識しながら、その合併の発表前に高価売却した行為は故意の不法行為である。

以上に対しても、被告は昭和六三年一二月二三日まで本件合併の事実を知らなかつたと反論した。<sup>①</sup>昭和六三年一月当時、株式相場は全体的に高価感が出ており、特に造船、鉄鋼、海運などの業種は過熱感が出ていた。<sup>②</sup>当時

Yは多額の外貨資産を有していたが、為替相場は昭和六三年秋から円高傾向にあったため、財産評価損が発生する恐れがあると思つたから、昭和六三年一二月一九日に株式一二一株を売却したと述べている。<sup>(17)</sup>

以上の争点について、裁判所は被告の大株主の地位、本件株券が昭和五九年一一月一日に発行された株券であるとの事実を認定した。それにもかかわらず、昭和六三年一二月一九日株券を売却した際、Yは本件合併の情報を知っていたか否かについては判断をせず、請求を棄却した。<sup>(18)</sup>

## (2) 因果関係の判断

本件の主要な争点はYの売却行為とXの損害の間に因果関係が存在したかどうかである。

因果関係の認定について、以上に述べたように、一般不法行為の立証の原則に従って、Yの売却行為とXの損害の間の条件関係を証明すべきである。即ち、「Yの売却行為（A）なければ、Xの損害（B）ない」と言うのであれば、以下の条件鎖の存在を証明しなければならない。すなわち、（a）Yが自分の持っているジャパンライン株式を売却したこと→（b）Xが当該証券（すなわち、Yの売却した株券自身）を買い受けたこと→（c）Xが損害を受けたこと。但し、以上の売買は証券会社を通して証券取引所に集約され、売り注文と買い注文が集團的に結びつけられて成立したものであるし、当日の取引量も大量であった。そこで、XとYの注文行為はそれぞれ一つずつしかなく現実的に結びつけられて決済されたことが推認されるという関係にはない。つまり、（a）→（b）の条件関係を証明できない。その因果関係が存在しないと認定した以上、判決は原告の因果関係に関する主張は失当であるから、その余の争点について判断するまでもなく、本訴請求は理由がないと述べ<sup>(19)</sup>、原告の請求は棄却された。但し、判決はこの因果関係の証明の困難さについて、「証券取引所において株式を購入した者が、特定の売主がインサイダー取引をしたとして損害賠償を請求する場合、証券取引所において、自己の買い注文とインサイダー取引

をした相手方の売り注文とが結び付けられて売買が成立したことを証明することは相当困難になると考えられる。しかし、現行法インサイダー取引の不法行為について、因果関係に関する推定規定等が設けられていないのであるから、以上のように判断せざるを得ない（傍線は筆者による）<sup>(20)</sup>と特に説明を加えている。

この判旨についての評論を簡単に紹介しよう。

まず、本件不法行為の成立の要件としての因果関係の存在を証明するためには、インサイダー取引の民事責任の理論的根拠を究明することが必要である。この民事責任の根拠について、牛丸與志夫教授は、内部者取引は、不作為による不法行為の一種型として考へるべきであると指摘している。教授の見解によれば、不作為による不法行為の因果関係の構成については、前田達明教授の因果関係論に基づくといふ。すなわち、作行為義務の内容たる作為があれば当該『権利侵害』という結果は発生しなかつたかどうかという問い合わせをもつて、作行為の不法行為における因果関係の問題になぞらえている。すなわち、当該『権利侵害』という結果を、当該不作為に帰属させる操作が行われる。そして、その不作為を当該『人』に帰属させる根拠が作行為義務の存在なのであるといふ。証券取引法の一六六条、一五七条一号及び証券市場の公序良俗から考へると、証券取引を行うに当たり、インサイダーは内部情報を開示する義務があり、それがインサイダーの作為義務である。したがつて、インサイダーは、相対取引の場合には相手方に情報を開示し、証券会社を通じて取引をする場合は内部情報を公表しなければならない。すなわち、証取法上の開示義務は直接の売買の場合にだけではなく、市場取引の場合にも適用されるのである。もし開示しない場合は、義務違反となるので、不作為による不法行為が行われたと考えるべきである。本件の場合についていえば、合弁情報を公表していれば、権利侵害の結果は発生しなかつたことになる。<sup>(21)</sup>

したがつて、牛丸與志夫教授は「本件判決が、証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする損害賠償請求を因果関係がないとして棄却したことは、誤りであることは明らかである。

不作為による不法行為であるインサイダー取引の因果関係を認定するに当たり、証券取引所における被告の売り注文と原告の買い注文が現実に結びつけられて売買が成立したことを見立証する必要は全くない」と指摘している。<sup>(24)</sup>

春田博教授はこの判決について具体的な批判はしないが、「内部者取引の有無を不問に付し、単に因果関係の欠缺のみを理由にXの請求を棄却した本判決は妥当なものであろうか」と疑問を提起した。<sup>(25)</sup>さらに、春田教授は内部者取引の有無を正面から判断することに視点を置いて、これが「新たな課題」であると特に指摘している。<sup>(26)</sup>

そうすると、現在の規制手段ではどうしても一般投資者の利益を保護できないことになる。したがって、インサイダー取引犯罪に関する法規制があるにもかかわらず、日本の証券取引市場はアメリカ証券業界からは「インサイダー取引の天国」と称されるのである。インサイダー取引行為をより実効的に規制して、一般投資者の利益を保護するために、民事損害賠償責任の追及がより簡単にできるべきであるという観点から見ると、一番重要なのは立証責任の軽減である。それでは、証取法の母法であるアメリカ連邦証券諸法はどのようにこの問題を解決したのであるか。

#### 四 アメリカ証券諸法におけるインサイダー取引による損害賠償責任に関する規定とその運用

##### I 二つの訴訟原因

アメリカ司法上、当事者がインサイダー取引による損害賠償責任を追及するには、二つの訴訟原因を利用することができます。明示の訴訟原因と默示の訴訟原因である。

##### (1) 明示の訴訟原因

一九三四年の取引所法制定当時、直接にインサイダー取引を違法とする条文ではなく、インサイダー取引の定義規定もなかった。民事責任を追及する場合、取引所法一八条（a）項（明示の訴訟原因とも呼ばれる）によると、SECへ提出された文書に虚偽又は誤解を生じる表示を行い又は行わせた者は、その表示を信頼して当該表示の影響を受けた価格で証券の売買を行った者に対し、当該信頼により生じた損害を賠償する責任を負うものとする。当該条項の文書の適用範囲は広いといえるが、現実的機能は理想的とはいえないかった。その原因は以下の通りである。  
 ①原告は不実表示を現実に信頼したこと（現実信頼の要件）と不実表示が現実に証券の価格に影響を与えたこと（厳格な因果関係の要件）を立証しなければならない。<sup>(27)</sup>②原告は裁判所に訴訟費用の担保を提供しなければならない。<sup>(28)</sup>③提訴期間も短かく、不実表示の発見から一年、不実表示から三年であった。<sup>(29)</sup>そこで、当事者はほとんどRule 10b-5に基づいて訴訟を提起した。默示の訴訟原因と呼ばれるものである。

##### (2) 黙示の訴訟原因

一九四二年にSECは取引所法一〇条（b）項を基礎として詐欺防止条項10b-5を制定した。内容は取引所法一〇条（b）項が禁じる行為についての補足と解釈であり、以下の行為を禁じるものである。  
 ①詐欺を行うための策略、計略、または技巧を用いること、  
 ②重要な事実について不実表示をすること、または誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること、  
 ③詐欺もしくは詐瞞となり、又はその恐れのある行為、慣行、又は業務を行うこと。  
 取引所法一〇条（b）項を制定した直接の目的はSECに対して、詐欺的行為に対する裁判所の差止命令を求める権限をあたえることにある。そこで、Rule 10b-5の目的は、SECに、より実効的に規制上の権限を發揮させることであった。この条項は明示の私訴権を規定していないにもかかわらず、一九四六年に、ペンシルバニア州

の東部地域の合衆国 の地方裁判所は、Kardon v. National Gypsum Co. 事件においては、当該規則の下で、默示的な私的訴権 (Implied Private Right of Action) が存在する旨を判示した。<sup>(33)</sup> それ以来、ほとんどの下級裁判所はこれを默示の私訴権を認めるものとして、私法訴訟に用いてきた。そのときから一九七〇年代半ばまで、当該条項は幅広く投資者の救済に使われていたのである。いわゆる「適用拡大の時代」であって、一般投資者の利益を保護するためには、裁判官に積極的な法解釈の権利を与えたからである。一九七一年連邦最高裁判所 (the Supreme Court)  $\rightarrow$  Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Cas. Co. 事件判決において、そのことを認知した。<sup>(34)</sup> Rule 10b-5 は、(a) 項による不実表示のほか、インサイダー取引、ブローカー・ディーラーによる不当な投資勧誘、不正な会社経営、合併・会社の再構成、公開買付等、さまざまな局面で適用されてきた。<sup>(35)</sup>

先に述べた一八条 (a) 項と比べて、默示の訴訟理由が広く適用されてきた理由は、①担保が必要でない、②訴訟時効が長いこと<sup>(36)</sup>、③原告は被告が Rule 10b-5 に違反したことを立証できれば、訴訟を提起することができるなどである。<sup>(37)</sup> 一般投資者の利益を十分に保護する立法の趣旨を実現しているといえよう。但し、一九七〇年代半ばになると、当事者の権利濫用を防止するため、最高裁判所は Rule 10b-5 の適用要件を次第に制限していった。「適用拡大の時代」から「制限の時代」に入ったのである。

## II Rule 10b-5 適用の要件

Rule 10b-5 を適用する際に、「詐欺 (fraud)」の意義と因果関係の立証が重要な問題となる。

### (1) 詐欺

条文の中の最も重要な「詐欺」の意義の判断について、判例は「特別事実理論 (special facts doctrine)」を用

いてきた。世紀の変わり目において幾つかの裁判所によって展開された「特別事実理論」は、次のような原則にもとづく。すなわち、その原則とは、閉鎖会社の内部者は、その会社の株式の価値に実質的に影響を及ぼす新しい事実を相手に知らせる」となく、企業の外部者から相対取引 (person-to-person transactions) により株を買うことはできないであろうというものである。その内容は、Rule 10b-5 と不法行為の理論によって、相対で証券取引が行われる場合には、売主は積極的な不実表示または記載が欠けているために誤解を生じる表示してはいけない、言い換えれば、買主に対し情報を開示する義務を負う。そうであれば、売主は買主に対し重要な情報を開示しない場合には、不法行為責任が生じる。すなわち、売主・買主間の信任義務を負うことを特別の事実として、その事実に違反する行為をすれば、詐欺行為をしたとみなすものである。一九〇九年の Strong V. Repide 事件では、裁判所は会社のインサイダーには株主に明らかにする義務があつたとの結論を下すために、特別な事実の理論を適用した。<sup>(38)</sup> その後、殆どの判決がインサイダー取引の詐欺について、「特別事実理論」を援用してきたのである。

### (2) 因果関係

因果関係の立証について、原告の立証内容は、①不実表示の重要性、②原告はその不実表示を信頼したこと、③不実表示のあった事項と原告の損害との間の因果関係 (近因) (proximate cause) である。以上の原因事実が存在する」とによって原告に損害を与えるものである。①不実表示の重要性の解釈について、一九七六年の連邦最高裁判所の TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件判決は以下のように説明する。すなわち、投資者の合理的な投資判断にあたり、重要であると考えられる実質的な可能性 (Substantial Likelihood) のある事実とした。日本の学説も重要な事実についてかなりの研究を行っており、この点についての詳しい説明は省略する。先述した②について裁判所は、投資者利益を保護する角度から見ると、原告が不実表示を主観的に信頼したと言う要件を立証す

る責任はない」と述べた。その証明が非常にむずかしいからである。この立証の困難を避けるために、一九七一年連邦最高裁判所は *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* 事件判決において、原告は被告が開示義務を負うことと不実表示の重要性を立証できれば、因果関係の要件は満たされて、信頼要件は必要ないと判示した。<sup>(4)</sup> 以後の裁判例もこの判旨を受け入れるようになった。先述したように、日本の判例においては、損害賠償責任の成立を証明するためには、③の因果関係（近因）を立証しなければならず、証券会社を通じて市場取引をする場合、原告はこの因果関係を証明できないために、訴訟が棄却されたのである。これに対し、アメリカの裁判所は *Shapiro* 事件及び *Elkind* 事件の判決においては、証券会社を通じて売買する者でも、インサイダー取引をした場合、害賠償を得ることができるという原則を確立した。証券会社を通じて集団的な取引が行われた事件の中で、インサイダーの損害賠償責任についての最初の重要な判決は一九七四年の *Shapiro v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith* 事件の判決である。裁判所は次のように述べた。「会社の内部者、すなわち内部情報の受領者は、一〇条（b）項のもとで責任を負うものである。その理由は、その者が知っていた秘密の内部情報、または、会社の内部者から得たものであると知っていた、または知っているべきであった内部情報の利用から利益を得てはならないという義務を、その情報受領者は負うからである」<sup>(42)</sup> という。裁判所は、取引を実行する際に発生する開示義務は、被告によって売却されたその株式を購入した者に対してだけではなく、公開の市場において「同時期」に被告が有していた重要な内部情報を知らずに当該銘柄の株式を購入したすべての者に対して発生するとした。<sup>(43)</sup> その後の一九八八年の内部者取引及び証券詐欺規制法（*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*）がこの原則の立法化を実現した。

すなわち、現在のアメリカ証券法は、重要な内部情報を有する内部者が、この情報を開示する前に、個人的な取引利益のために利用し、その情報を知らないほかの者に損害を与える場合、取引方式が相対であろうと、証券会社

を通じた取引所取引であろうと、いずれの場合にも、Rule 10b-5に基づいて内部者の開示の義務の違反と原告の蒙った損害との間に因果関係が存在するとみるのである。やがて、両方の間の「当事者関係」の存在、つまり、先述の（a）→（b）の条件関係が因果関係の存在と損害賠償の成立の必要条件ではないといふ。

以上に述べたように、アメリカの裁判所がインサイダー取引の民事責任を判断する場合、二つの特色が見られる。まず、①取引の形式は相対取引に限らないということである。証券市場では、買主と売主が一対一で取引を行うことは非常に稀であり、ほとんどの売買は証券会社を通じた取引所取引により、相手方が誰であるかを問題とせずに、価格と株の数量の合致により、自動的に取引が完成する。これこそ証券取引と普通の商品売買との差異であり、証券取引の実際の状況である。投資者が関心を持つのは証券売買それ自身だけであり、相手が誰であれ、誰と直接に取引関係を結ぶかということは問題ではない。相対取引を要件とすれば、直接の相手方に対してもうただけ、同じように情報を知らされなかつた他の者以上に有利な賠償を与えるということになる。これは、いかにも不当な形式主義であって、<sup>(44)</sup> 証券取引の現実とも一致せず、ほとんどの被害者が賠償を受けることができなくなってしまう。それでは、証券取引法の一般投資者を保護するという目的も実現できなくなる。②内部者の取引行為と被害者の損害との間の因果関係の存在を判断する場合、推定的方法が用いられる。すなわち、まず、特別理論を援用して、内部者の開示義務を判断する。次に、内部情報の重要性を判断する。そして、被告が情報の開示前に取引を行えば、被告が開示義務に違反することが推定され、因果関係が存在すると言えよう。アメリカの裁判所では、原告はインサイダー取引の民事損害賠償責任の因果関係の存在を立証するために、先述の立証内容の中の不実表示の重要性だけを証明できれば十分である。

以上の方法に対し、ジャパンオンライン事件の判決では、裁判所が取引を相対取引に限定しており、かつ、因果関係の存在について推定を用いるという方法も使われていない。原告に立証内容のすべて、すなわち、①不実表示の

重要性、②原告がその不実表示を信頼したこと、③不実表示のあった事項と原告の損害との間の因果関係の存在などを証明させるという考え方は、原告にとって不公平であると言わざるを得ない。アメリカの証券諸法を母法として日本の証券取引法を制定したのに、裁判所における具体的な法適用の際の考え方および方法論が異なるのは何故であろうか。

インサイダー取引における損害賠償責任に関する因果関係の存在の証明については、投資者保護に重点を置き、できるだけ原告の立証の負担を減輕するのが適切であるといえよう。その理由は *Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co.* 事件判決において Friendly 裁判官が述べたように、取引所法 10 条(b) 項と Rule 10b-5 の目的とは、証券の買主が、彼が得ようとしていると考えるものと確実に得られるようにすること<sup>(45)</sup>であり、その立法趣旨に沿う解釈が求められるからである。

## 五 中國証券法におけるインサイダー取引による損害賠償責任に関する規定および判例

アメリカ証券法をモデルとして、一九九八年一二月二九日に中國証券法が制定され、一九九九年七月一日から施行されている。しかし、市場に対する規制方法などが詳しく述べられていないため、市場が不透明であり、違法行為が横行している等の事情により、証券市場に対する信頼は低く、中国的証券市場は活性化していないと指摘されました。<sup>(46)</sup> そこで、中國証券法が大幅に改正され、二〇〇五年一〇月二七日に全国人民代表大会常務委員会で可決・公布されて、二〇〇六年一月一日から施行されている。

インサイダー取引について、旧証券法には禁止の規定があり、不法所得の没収と過料の規定があるにもかかわらず、民事損害賠償の規制についてはまったく規定がなかった。それに対して、新証券法の主な改正点はインサイダー

取引の民事責任の明確化である。第三章「証券取引」の第四節「禁止される取引行為」では、インサイダー取引の禁止（七三条）、インサイダー（七四条）、インサイダー情報（七五条）、インサイダーの取引等（七六条）、を詳しく規定しており、第一一章の二〇一一条がインサイダー取引に対する行政罰等の規定、二三一条では犯罪を構成する場合の刑事責任の規定を加えている。特に、七六条は以下の内容を規定する。「証券取引のインサイダー情報を知る者もしくは違法にインサイダー情報を知った者は、インサイダー情報の公開前に、当該会社の証券を売買し、当該情報を漏らし、又は第三者に当該証券の売買を提案してはならない。五パーセント以上の株式を単独で保有し、又は協議、その他の取決めによってこれを他人と共同保有する自然人、法人、その他の組織による上場会社の株式買付については、本法で別途規定がある場合には、当該規定を適用する。インサイダー取引行為により投資者に損失をもたらした場合は、行為者は法に従い賠償責任を負わなければならない。」<sup>(47)</sup>

証券法が改正される前に、証券市場における不実情報開示による民事損害賠償責任を追及する場合の指針として、中国の最高裁判所が二〇〇二年一月一五日に「証券市場における不実情報開示による民事損害賠償請求事案の受理に係る問題に関する通達」および、二〇〇三年一月九日「証券市場における不実情報開示による民事損害賠償請求事案の審理に関する若干の規定」を公布した。

中国のある学者も以上の法律、規定などについて、被告の詐欺行為と原告が蒙った損害額の因果関係を立証することは非常に困難である以上、因果関係の推定要件を設けるべきと考える。<sup>(48)</sup> すなわち、①投資者が投資した有価証券は不実開示との直接関連性を持つ有価証券であること、②投資者が当該有価証券を購入した時期は不実開示実施日以後、不実開示公表日または訂正日の前であること、③投資者は不実開示が公表日または訂正日以後に当該証券を売り出し、または保有していることなどであり、これら三つの要件を充たせば、損害と不実開示との間に因果関係があると推定されるというものである。

被告はその因果関係が存在しないことを反証するには、以下の事実を立証しなければならない。①請求権者は、不実開示の公表日または訂正日の前にすでに当該有価証券を売出したこと、②当該有価証券の購入時期は不実開示の公表日または訂正日以後であること、③請求権者は不実開示であることを承知した上で当該証券を購入したこと、④損失または損失の一部は証券市場全体のリスクなどほかの原因によるものであること、⑤請求権者は悪意の投資であり、証券価格を操縦したことなどである。

以上の推定要件を損害賠償請求事件に実際に適用できれば、一般投資者の利益が保護されると言えよう。但し、今までインサイダー取引の損害賠償責任を追及する事件は公表されておらず詳細は不明であるが、実際に判決がなされる際には、中国の裁判所はアメリカ式の積極的な推定方法を用いるのか、それとも日本のジャパンライン事件のような消極的な方法を用いるのか、それは興味深い問題であるといえよう。

## 六 結び

形式的に見れば、アメリカの証券諸法と比べて、日本の現行証券法は民事責任の追及方法を明示的に規定していないので、インサイダー取引の損害賠償責任を認定しにくいといえよう。しかし、現実的な要因としては、日本各界が証券業の順調な発展が一般投資者の利益保護に基づくことを明確かつ切実に理解しているとはいえないからであろう。立法による条文規定の整備・補充と積極的な司法判断が必要であるとはいえないが、根本理念の浸透はもっと重要であるといえよう。そうでなければ、日本は今後もずっと諸外国に「インサイダー取引の天国」と称されるかも知れない。

### 注

- (1) 一九三三年証券法二四条。
- (2) 一九三三年証券法八条(d)項、一九三四年取引所法一九条・二二条(c)項など。
- (3) 一九三三年証券法一七条(a)項・二〇条(d)項、一九三四年取引所法一〇条(b)項・一八条(a)項・二二条(d)項。
- (4) 一九八四年の取引所法改正によりインサイダー取引に民事制裁金が導入されるまで、裁判上の付隨的救済(ancillary relief)として、大きな役割を果たした。
- (5) 一九三三年証券法二〇条(d)項、一九三四年取引所法二条(d)項。
- (6) 一九三三年証券法一七条(a)項、一九三四年取引所法一〇条(b)項、一八条(a)項。
- (7) 証取法一六〇条一項は、相場操縦罪の規定に違反した者は当該操縦行為につき損害を受けた者に対し賠償責任を負うと規定している。ただし、同条二項は当該賠償の請求権について、当該行為があつたことを知った時から一年間又は当該行為があつた時から三年間、行わないときは時効によって消滅すると規定している。

- (8) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『証券取引法』(一九九〇六年、青林書院)八五五頁。
- (9) 神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任(下)」判例時報一八〇三号一六四頁。
- (10) 全国証券問題研究会編「証券取引被害判例セレクト7」(一九九八年、全国証券問題研究会)三一三頁。
- (11) 神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任(上)」判例時報一八〇〇号一六七頁。
- (12) インサイダー取引が犯罪化された一九八九年以來、刑事判例が一六件(一九九〇六年九月まで)しかない。つまり、犯罪化されてから、年平均ほぼ一件の割合だけである。しかも、ほとんどの判決は罰金刑何十万円の略式命令を言い渡して、懲役数月(執行猶予)で終結した。それに対して、マスコミで報道された疑惑事件は毎年間数百件もあって、証券取引

監視委員会の活動報告によるべく、毎年約五〇件が審査された。

- (13) 神山敏雄『日本の証券犯罪』（一九九九年、日本評論社）九六頁。
  - (14) 神山敏雄「インサイダー取引と経済刑法」岡山大学法学会雑誌四〇巻三=四号（一九九九年）六七頁。
  - (15) 田谷俊『不法行為法・事務管理・不当利得』（一〇〇五年、成文堂）一〇〇頁。
  - (16) 金融法務事情一三二一号二五頁。
  - (17) 前掲注（16）二六頁。
  - (18) 前掲注（16）二五頁。
  - (19) 前掲注（16）二七頁。
  - (20) 前掲注（16）二八頁。
  - (21) 牛丸與志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為（いわゆる「インサイダー取引」）に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマーケス一九九三（下）一〇〇頁。
  - (22) 遠藤浩ほか編『新版民法（7）』（一九八一年、有斐閣）一五四頁〔前田達明執筆〕。
  - (23) 牛丸與志夫・前掲注（21）一〇一頁。
  - (24) 牛丸與志夫・前掲注（21）一〇一頁。
  - (25) 春田博「内部者取引を理由とする損害賠償請求（平成3・10・29東京地判）〈最新判例演習室 商法〉」法学セミナー二七卷一一号一二八頁。
  - (26) 春田・前掲注（25）一二八頁。
  - (27) 一四条の委任状説明書、公開買付説明書、一六条の持株異動報告書など。
  - (28) この因果関係の立証内容は日本の判例とほぼ同じであると思われる。
  - (29) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（一〇〇四年、弘文堂）一一四頁。
  - (30) 立法の際、議会にはこの条文が暗に私訴権を認めないととの意見も有力であった。島袋鉄男『インサイダー取引規制』（一九九四年、法律文化社）一四頁参照。
- 春田・前掲注（25）一二八頁。
- 一四条の委任状説明書、公開買付説明書、一六条の持株異動報告書など。
- この因果関係の立証内容は日本の判例とほぼ同じであると思われる。
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（一〇〇四年、弘文堂）一一四頁。
- 立法の際、議会にはこの条文が暗に私訴権を認めないととの意見も有力であった。島袋鉄男『インサイダー取引規制』（一九九四年、法律文化社）一四頁参照。
- 春田・前掲注（25）一二八頁。
- 一四条の委任状説明書、公開買付説明書、一六条の持株異動報告書など。
- この因果関係の立証内容は日本の判例とほぼ同じであると思われる。
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（一〇〇四年、弘文堂）一一四頁。
- 立法の際、議会にはこの条文が暗に私訴権を認めないととの意見も有力であった。島袋鉄男『インサイダー取引規制』（一九九四年、法律文化社）一四頁参照。
- 春田・前掲注（25）一二八頁。
- 一四条の委任状説明書、公開買付説明書、一六条の持株異動報告書など。
- この因果関係の立証内容は日本の判例とほぼ同じであると思われる。
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（一〇〇四年、弘文堂）一一四頁。
- 立法の際、議会にはこの条文が暗に私訴権を認めないととの意見も有力であった。島袋鉄男『インサイダー取引規制』（一九九四年、法律文化社）一四頁参照。
- 春田・前掲注（25）一二八頁。
- 一四条の委任状説明書、公開買付説明書、一六条の持株異動報告書など。
- この因果関係の立証内容は日本の判例とほぼ同じであると思われる。
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（一〇〇四年、弘文堂）一一四頁。
- 立法の際、議会にはこの条文が暗に私訴権を認めないととの意見も有力であった。島袋鉄男『インサイダー取引規制』（一九九四年、法律文化社）一四頁参照。

- (43) 松井一郎「証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする損害賠償請求が因果関係がないとして棄却された事例」金融商事判例九〇一号四七頁。
- (44) 松井・前掲注 (43) 四七頁。
- (45) Chemical Bank v. Arthur Andersen & Co., 726 F. 2d 930, 943 (2d Cir. 1984).
- (46) 射手矢好雄＝布井千博＝周劍龍『改正中国会社法・証券法』(1100六年、商事法務)五三頁。
- (47) 旧証券法一八三条（インサイダー取引）の内容は以下の通り。「証券取引のインサイダー情報を知る者もしくは違法にインサイダー情報を知った者が、証券発行、取引またはそのほかの証券の価格に重要な影響を及ぼす情報が公開される前ににおいて、当該証券を購入、売却し、又は当該情報を漏らし、又は第三者に当該証券の売買を勧めた場合、違法に獲得した証券を法に従って処理するよう命じ、違法所得を没収し、併せてその違法所得の同額以上五倍以下又は違法に売買した証券と同額以下の過料に処する。犯罪を構成する場合、法に従い刑事責任を追及する。証券監督管理機構の職員がインサイダー取引を行った場合、その重きに従って処罰する。」射手矢好か・前掲注 (46) 三〇三頁。
- (48) 射手矢好か・前掲注 (46) 一二二頁。
- (49) 以上の証券法が改正されて、規定が公布されて以来、これらに従ってインサイダー取引の損害賠償責任を認定した判例はまだ見つからない。ただし、不実情報開示による損害賠償責任に関する判例が二つ出ており、銀座渤海事件（山東省高等裁判所一〇〇四年一月二一日、(1100四)魯民終字第187号）、大慶聯誼事件（黒竜江省高等裁判所は一〇〇四年一二月二八日までに、大慶聯誼に対して不実情報開示による損害賠償請求事件（計四五六件）の終審判決をすべて下した）である。被告の不実開示と原告の損害との間の因果関係の判断については、銀座渤海事件では、裁判所は因果関係がないとして、原告の請求を棄却したのに対して、大慶聯誼事件の裁判所は被告の請求を認容した。詳しくは王原生「中国証券市場における不実情報開示に関する民事責任」松山大学論集一七巻一号三〇五頁以下参照。
- (50) 王・前掲注 (49) 三四四頁～三一五頁。
- (51) 王・前掲注 (49) 三四四頁～三一五頁。