

内部者取引規制

—— 民事責任に関する覚書 ——

品 谷 篤 哉

- 一 問題の所在
- 二 東京地裁平成三年一〇月二九日判決
- 三 若干の検討
- 四 結びに代えて

一 問題の所在

昭和六三年の証券取引法改正により整備が図られたものの、内部者取引規制については現在も未解決の問題が少なくない。民事責任もその一つであろう。六三年改正時に重要性が指摘されながらも、民事責任については慎重な

検討の求められる中長期的課題とされた¹⁾。改正から一五年近く経過するにもかかわらず、今なお未解決のまま残る難問である。本稿で取り上げる問題の所在を明らかにし、その周囲に位置する諸問題を含めた簡単な鳥瞰図を描くべく、はじめに民事責任の問われる状況を示しておこう。内部者取引においてはおよそ五つの条文で民事責任が問題となる²⁾。

第一は証券取引法一六四条一項である。役員・主要株主から会社への短期売買差益の提供を定める同条項は、刑罰規定でなく、行政上の処分を定める条文でもない。刑事・行政のいずれでもなければ、同条項は民事のカテゴリーに位置づけられるはずであろう。しかしながら判例によれば、同条項の定める短期売買の差益提供義務は、民法の損害賠償義務とは異なる特別の義務とされる³⁾。提供額が会社の被った損害と無関係に算出される点に鑑みれば、損害賠償義務とは異なるとの判示には、首肯できる点もある⁴⁾。しかしながら損害賠償義務とはどのように異なるのか、民事のカテゴリーに位置づけることが果たして可能か否かが問われなければならない。換言すれば特別の特別たる所以である。判例は特別の責任と述べるに過ぎず、こうした問題点への解答を示していない。一六四条に関する最初の最高裁判決が近時言い渡された⁵⁾こともあり、効果のみならず要件も含め、同条に関する検討が現在も続けられている。

第二は商法二六六条である。取締役が自社株で内部者取引を行った場合に、取締役による内部者取引を会社に対する義務違反と捉え、取締役の会社に対する損害賠償責任へと構成する立論である。わが国では見受けられないが、アメリカでは州会社法に基づいて、こうした立論から取締役の会社に対する責任を課する判例も存在する⁶⁾。法律構成が同じであればわが国でも立論可能なようだが、立論を可能にする解釈には両国間かなりの相違があり、現行日本法の解釈論の問題として二六六条による責任追及の相当困難な状況にある⁷⁾。

第三は商法二六六条ノ三である。取締役の内部者取引により第三者に損害が生じた場合、取締役に損害賠償責任を負わせるために同条の適用が問われる。第三者への救済方法として思い浮かぶ条文であるが、同条では職務との関連性が要件とされる。そのため職務と無関係になされる内部者取引については適用困難となる。どの程度の関連性を求めるかによるが、取締役本来の任務と内部者取引との関連が希薄になればなるほど、救済が遠のくという理解に帰着することも考えられよう。取締役の取引相手方に過ぎず、会社と何ら取引関係のない非株主も、同条項にいう第三者に該当するか否かという問題点も看過できないだろう⁸⁾。

第四は証券取引法一五七条である。前述した三つの条文は取締役の責任を基本とする。そのため取締役以外の者による内部者取引については、準用規定が設けられている場合を除き、民事責任が問われる状況にない。他には前述の証券取引法一六四条が主要株主も規制対象に含める程度である。これに対し証券取引法一五七条は一般的詐欺禁止規定と理解されており、同条の適用を受けるのは取締役に限られない。そして同条の母法たるアメリカ法の一九三四年証券取引所法一〇条(b)項およびSEC規則一〇b-5(以下では両規定をあわせてRule 10b-5と記す)では、判例により黙示私訴権が認められている⁹⁾。そこでわが国でも一五七条に私訴権を認め、Rule 10b-5と同様の民事責任を課する見解が唱えられている¹⁰⁾。もっとも一五七条に私訴権が認められるか否かの問題は避けられず、仮に私訴権が認められるとしてもその要件・効果について、どのような内容を描くかという問題を伴う¹¹⁾。さらに契約責任や不法行為責任と当該私訴権との異同も不可避の問題となる¹²⁾。商法二六六条ノ三に関する多数説のように法定特別責任として一五七条の私訴権を把握しようとしても、一五七条が民事責任を直接的に規定していない以上、法定責任とは言い難い。判例による法創造は日本法でも必ずしも否定されるべきではなからうが、一五七条の私訴権を判示した事例の見受けられない現状では、一五七条の私訴権を判例法として是認するも困難であろう。

こうした問題点を抱える以上、一五七条の私訴権は、立法論としてはともかく、現行法の解釈論としては容易に

首肯し難いと認識せざるを得まい。そこで現行法の解釈論の問題として民事責任について検討する場合、想起される第五の対応策は民法七〇九条であろう。内部者取引を不法行為として責任追及する方途であるが、これについても解釈上の諸問題がすでに指摘されており、実際に取引相手方から内部者取引を理由として提訴された事例でも損害賠償請求は棄却された。東京地裁平成三年一〇月二九日判決である^⑧。この事例で不法行為責任が成立しなかったのはなぜか。現行法の解釈論において、どのような理解が責任の成立を妨げているのか。不法行為法がそれ自体、実現を意図する一定の目的を具備していると理解した場合、判例の示す請求棄却という結論から汲むべき示唆は何か。本稿はこうした問題意識を基礎として、不法行為責任の成立を妨げる障害物の探求を目的とする。以下ではまず、損害賠償請求を棄却した判例の分析を試みることにしよう。

- (1) 昭和六三年二月二四日証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」。
- (2) その他、相対取引で内部者取引がなされた場合、錯誤、詐欺、瑕疵担保責任、および契約締結上の過失等の法理論についても適用が検討されている。この点については、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』(大隅健一郎先生古稀記念)七三頁(一九七七年、有斐閣)参照。
- (3) 東京高判平成四年五月二七日金融・商事判例九〇四号八頁。
- (4) 会社の被った損害と無関係であるのみならず、行為者の悪性の程度とも無関係に提供額が算定されるなど、一六四条一項を適用した場合の効果については問題が多い。この点については、拙稿「判批」名城法学四四巻一頁二九三頁(一九九四年)参照。また内部者取引により会社の被る損害については、拙稿「内部者取引規制——会社の損害に関する覚書——」『現代会社法・証券取引法の展開』(堀口巨先生退官記念)三三七頁(一九九三年、経済法令研究会)参照。
- (5) 最大判平成一四年二月二三日民集五六巻一頁三三三頁。この判決については以下の解説がある。芳賀良「判批」金融・商事判例一一四四号六一頁(二〇〇二年)。黒沼悦郎「短期売買差益の返還規定の合憲性」ジュリスト一二二八号六頁(二〇〇二年)。杉原則彦「判批」ジュリスト一二三四号一〇七頁(二〇〇二年)。
- (6) See ex. Brophy v. Cities Service Co., 70 A.2d 5 (1949); Diamond v. Dreamuno, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969). Brophy 事件判決は「ユウエア州法に Diamond 事件判決は「ロー・ヨーク州法に基づいている」。
- (7) この点については、拙稿「内部者取引規制——州法による会社の財産回復とその問題点——」『現代英米会社法の諸相』(長濱洋一教授還暦記念)三九三頁(一九九六年、成文堂)参照。
- (8) 商法二六六条ノ三による責任追及については、近藤光男「内部者取引」『証券取引法大系』五一八頁(一九八六年、商事法律研究会)参照。なお神崎克郎「取締役の責任」鈴木竹雄・大隅健一郎監修、上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編『会社法演習』一六五頁(一九八三年、有斐閣)でも、内部者取引の事例として設例が取り上げられている。ただしその設例は営業報告書における重要事項の虚偽記載を伴っており、何らの表示も伴わない内部者取引の事例に同条を適用することの可否については別個の検討が求められよう。
- (9) Kardon v. National Gypsum Co., 73 F.Supp. 798 (E.D.Pa. 1947); Superintendent of Ins. v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6 (1971)。
- (10) 証券取引法研究会「証券業者(13) インハスメント一六巻三号一三八—一三九頁、一四一頁(福光発言)(一九六三年)」。同「証券業者(14) インハスメント一六巻四号七八頁(福光発言)(一九六三年)」。
- (11) Rule 10b-5 は一般的詐欺禁止規定のため、内部者取引に限らず証券取引を伴う詐欺的行為一般を広く適用対象とする。そのため Rule 10b-5 の黙示私訴権の要件・効果は、詐欺的行為一般についての私的訴訟に関するそれとして検討されることになる。Rule 10b-5 の黙示私訴権の要件・効果については、山田廣己「米國 SEC 規則一〇 b 五に基づく私的訴訟について(一)(二・完)——判例法の展開を中心として——」民商法雑誌八〇巻一頁一八頁、同二頁二七頁(一九七九年)参照。
- (12) Rule 10b-5 も含め、アメリカの証券諸法における黙示私訴権については、鳥袋鉄男「合衆国証券諸法の下における Implied Private Rights of Action の存否」『インサイダー取引規制——アメリカにおける法理の発展——』一八三頁(一九九四年、法律文化社)参照。

(13) 金融・商事判例八九八号二九頁、金融法務事情一三二二号二頁。

二 東京地裁平成三年一〇月二九日判決

(一) 事実関係

この事件の事実関係は以下の通りである。原告Xは、昭和六三年二月一九日に東京証券取引所においてC証券会社を通じて訴外A株式会社の株式四九四、〇〇〇株を購入する。一株五八〇円から六二三円で購入したので、代金は三〇二、九八二、〇〇〇円である。他方でXの購入日と同じ二月一九日に、A会社の第二位の大株主で損害保険業を営む被告Yは、東京証券取引所を通じてA会社株式を売却する。Xが同月二日にその株券を受領したところ、株券の裏面には前主としてYの名が記されていた。ところが翌三日にA会社は、Yが第三位の大株主となっている訴外B株式会社とともに、両社の合併および大幅な減資を発表する。東京証券取引所は混乱を避けるため両社の株式取引を同日いっぱい停止し、その後A会社の株価は一七〇円から一八〇円まで値下がり続けた。

Xは次のように主張して損害賠償を請求する。A・B両社の合併および資本減少の情報は、YがA会社の株主という地位によって知り得たインサイダー情報に該当する。それまで一度も売却せずに保有していたA社株式をYが合併発表四日前に突然売却したのは、A社の株価が合併発表後に大幅に下落して損害を被るのを避けるべく、発表前に高値で売却し発表後に安値で買い戻すためである。A社株式を買い受けた投資家が株価の暴落による損害を被ることを認識しながら売却したのは、インサイダー取引であり、故意の不法行為である。YがA社株式を売却しなければXは本件株券を受領しなかったから、自然的因果関係が存在する。また合併が発表されれば株価が暴落することを予見しながらYはA社株式を売却したから、相当因果関係も存在する。少なくとも購入価格と一株一八〇

円で計算した現在の株価との差額二二四、〇六一、〇〇〇円の損害を被った。以上のように主張してXは、差額の損害とその遅延損害金の支払を求めた。

これに対しYは次のように反論する。Y名義の株券がXに渡されたのは証券取引所における集団競争売買および集中決済制度による偶然の結果であり、X・Y間に売買取引がなされたことによるものではない。XはYによる売却の有無とは無関係にA社株式の買い注文を出した。昭和六三年二月一九日のA社株式売買数量の多さからすれば、YがA社株式を売却していなくても、XはA社株式を取得していた。したがってXの主張する損害とYによるA社株式売却との間には自然的因果関係がない。また二月一九日の売却は、Y自身の相場観に基づいて、翌年の決算期までに買い戻すことを前提とした売付であり、本件合併の事実についてはそれが発表されるまで知らなかった。

こうしたYの反論に対しXは、因果関係が否定されるべきでない旨を再反論する。偽造株券または除権判決を受けた株券が証券取引所で売却された場合に、買い受けて取得した者に生じた損害と売却行為間に不法行為の因果関係が存在するとの再反論である。

(二) 判旨

裁判所は因果関係の存否とYが本件合併情報を知って株式を売却したかの二点を争点とした。因果関係と違法行為の有無である。そして次のように判示する。

「不法行為の因果関係が認められるためには、まずYの行為とXの損害との間に条件関係、すなわちYの行為なければXの損害なしという関係が認められることが必要である。Xは、Yが違法に売却したA社株式を売買取引によりXが取得したことによって損害を受けたのであるから、YがA社株式を売却しなければ、XはYの売却にかか

るA社株式を取得しなかったという条件関係がある旨主張している。そこで、問題は、Yの売却した株式をXが取得した、つまり買い受けたといえるかである。そして、それが肯定された場合には、Yの売却が違法（インサイダー取引）であれば、Yの売却とXの損害との間に因果関係があるといえよう。

ところで証券取引所における株式取引では、個々の顧客の委託注文は、証券会社を通じて証券取引所に集約され、値段および時間を基準にして集計された売り注文と買い注文が集团的に結び付けられて売買が成立する。したがって、この場合、Yの株式売却とXの株式買受けとの間に売買が成立したというには、まず集団競争売買の中で、Yの売り注文とXの買い注文とが、現実に関係が結び付けられたことが、Xによって主張立証されなければならない。例えば、ある銘柄について、当日の売り注文と買い注文がそれぞれ一つずつしかなく、それらが結び付けられて決済された場合を考えれば、証券市場を通じた株式取引であっても、右売付けと買付けとの間には売買が成立し、条件関係があると考えるべきである。これに対して、Xの買い注文が、そもそもY以外の他の売り注文と結び付けられて決済されていたとすれば、現実に関係が結び付けられていないのであるから、その間に売買は成立せず、条件関係が存しないことは明らかである。

この点に関し、Xは、YがA社株式を売却しなければ、Xが本件株券を取得することはなく、Xは本件株券を受領したことによって、YからA社株式を売買により承継取得したことになる旨主張する。

しかし、A会社株式を含めて東京証券取引所に上場されている株式の取引については、株券と売買代金の決済は集中決済制度により、株券の受渡しは、株券の振替決済制度によって行われている。そして、株式を買い付けた顧客には、通常株券の保護預り証が渡され、顧客が希望する場合のみ株券が渡されるが、この場合には、当該証券会社の保護預かり株券、当該証券会社内の当日の取引の喰い合い分の株券、日本証券決済の指定した別の証券会社から受け渡された株券というような証券会社の有するさまざまな株券の中から、銘柄と株券のみによって特

定された株券が渡される仕組みになっている。

したがってXがC証券会社から本件株券を取得した事実から、Yの売り注文とXの買い注文とが証券取引所において現実に結び付けられて売買が成立したことを推認することはできない。Xは、右事実の他にYの売り注文とXの買い注文が現実に結び付けられたことを推認させうる事実を主張立証しないし、本件全証拠によってもそのような事実は全くうかがわれない。

Xが、例としてあげる、偽造株券または除権判決を受けた株券を証券取引所を通じて売却する行為が、その株券を取得した者との関係で違法行為となるのは、瑕疵のある株券を流通におく行為に、当該株券を取得する者全般に対して、株主としての権利を取得させない危険があるからである。一方、本件株券には何ら瑕疵がなく、Xは株主としての権利を取得しているので、本件株券を受領したこと自体では損害を被っていない。Xは、YがA社株式を売却したことが不法行為となる旨の主張をしているのであり、Yが本件株券を流通においたこと自体が不法行為となる旨主張しているわけではなく、Xの挙げた右設例と本件とは事案が異なる。

以上によれば、X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。

なお、以上のように解すると、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、現行法上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。」

(三) 分析

検討に先立ち、以上の判示について分析を加えておこう。本件で裁判所は、因果関係と違法行為の有無を争点と述べた。けれども判旨は、因果関係の不存在を示すに過ぎない。因果関係が存在しないので、Yの違法行為の有無を検討せずともXの請求は棄却されるべきとの判断である。本件の解決としてはこうした処理でも足りよう。ただし前述した本稿の問題意識からすれば、違法行為や損害の有無および賠償額の算定方法等も看過すべきではなからう。裁判所は判示していないが、事実関係および当事者の主張も含めて、以下ではこれらの点についても分析を試みる¹⁴⁾。

まず違法行為の有無である。現行の証券取引法一六六条二項一号によれば、合併や資本減少は重要事実¹⁵⁾に該当する。また第二位の大株主という事実しか明らかでないが、Yの持株比率がA会社の発行済株式総数の3%以上ならば、同条一項の二号で会社関係者とされる。もつとも二号によれば、帳簿閲覧権の行使に関して重要事実を知ったことが要件とされ、行使に関連していないならば二号の適用はない¹⁶⁾。ただし例えばYがA会社の役員から重要情報の伝達を受けていたならば、同条三項の情報受領者に該当する可能性もあるう。Xは重要情報公表前にYは知っていたと主張するが、Yは反論する。規制の成否を左右しかねないだけに、違法行為の有無を判断する際には一六六条三項の適用も争点となる¹⁷⁾。

ただし本件で注意すべきは、Yによる売却のなされた昭和六三年一月二十九日当時、現行一六六条がまだ施行されていなかったことである。現行一六六条が条文の位置変更を受ける前の旧一九〇条の二は、昭和六三年証券取引法改正により制定されたが、その施行は平成元年四月一日であり、Yによる売却の当時に旧一九〇条の二は存在しなかった。売却を違法とするには、Yの売却が証券取引法の旧五八条(現行一五七条)に違反するとの立論が求め

られたこととなる。本件で裁判所が違法行為の有無を判断しなかったのは、因果関係が存在しないので判断の必要なしとの理由であるが、意図的か否かはともかく、結果的には旧五八条違反の判断を回避している。現行法では本件のような事案の場合、一六六条の適用を想定することになる¹⁸⁾が、一六六条違反と構成できないような事案であれば、一五七条違反の有無について現在でも判断の迫られることがあり得る。それゆえ請求棄却の結論に対してはともかく、本判決が違法行為の有無について判断不要とした点については、十分な評価を与え難いとも言えよう¹⁹⁾。次に因果関係について振り返ってみよう。本件判旨はまず、Yの売却とXの損害間に因果関係が認められるためには条件関係の認定が不可欠で、そのためにはYの売却した株式をXが買い受けたと言えるかが問題である旨を述べる。次に証券取引所における取引の特性を指摘した上で、Yの売り注文とXの買い注文が現実²⁰⁾に結びつけられた点の主張・立証が必要と判示する。続いて証券取引所における株式取引の決済および株券受渡しの仕組みに言及し、条件関係は認められないと判断する。最後に証券取引所における取引の場合に因果関係の認定が相当困難となる点について、立法的手当がなされていない以上はやむを得ないと判示する。

証券取引所における取引が時間優先・価格優先の原則に基づく以上、条件関係の認定が困難なのは判旨の通りであろう。また判示によれば、売買注文の結びつきがなければ条件関係は認定できないとされる。結びつきの調査が困難であれば、実際に条件関係が認定できるのは、当日の売り注文と買い注文がそれぞれ一つずつしかなく、それらが結びつけられて決済された場合に限られることにもなる。のみならず結びつきを調査することの意義も問われよう。なぜなら時間優先・価格優先の原則を前提とした場合、売り注文と買い注文が結びつけられ、インサイダー取引の相手方となるか否かは、成り行き注文でない限り偶然に左右されるからである。本判決によれば、偶然の結果として取引相手方となった場合には因果関係が認定され、そうでなければ認定されない。そうなる²¹⁾と賠償請求権者の問題も浮上する。取引相手方以外に賠償請求権を認定しないことの是非、さらには取引相手方となった者にの

み賠償請求権を認定することの是非である。本判決は因果関係の問題の解決を立法に委ねているが、仮に立法的手当を図るのであれば賠償請求権の帰属についても手当が求められよう。

もつとも因果関係に関する本判決の解釈によれば、少なくとも当日の売り注文と買い注文がそれぞれ一つずつしかなく、それらが結びつけられて決済された場合には条件関係が認定される。その上で違法行為と損害が認定されるならば、本判決によると七〇九条の損害賠償責任の発生もあり得よう。違法行為に関する分析はすでに試みたので、以下では損害の問題について分析を加えておこう。

本件でXは、購入価格と現在価格の差額に購入株式数を乗じた額が損害額であると主張する。しかしながらこの主張にはいくつかの問題点が想起されよう。本件は購入後に株価の下落した事例であるが、仮に株価が上昇した場合⁽¹⁴⁾が。また損害額算定に際しては、どの時点の株価を基準とするか。違法行為時か口頭弁論終結時か。こうした諸問題に加え、Yの違法行為と因果関係のあるXの損害を賠償されるべき損害と解する本判決の判断を所与すると、株価の下落がYの違法行為以外の要素に起因することも考えられるような場合はどうか。本件のような合併・資本減少による株式価値の下落は、Yによる売付がなくとも生じたのではないか。さらに言えば、本件では問題となった取引の当日にY以外の売主による取引も数多く成立している。Y以外の売主から買付けた場合にも、Xは自己の保有するA社株式について同様の価値低下を招いたのではないか。

このように考えると、株価の下落分をもって賠償されるべき損害とするXの主張には、検討の余地が多く残されていると考えられよう。それはすなわち、賠償額の算定方法や算定基準に止まらず、賠償されるべき損害とは何かという問題、換言すればXに生じた損失が、損害賠償法に基づいて賠償されるべき損害か否かの問題にまで波及しよう。本件でXによる買い注文すなわち買付の意思表示に瑕疵があったとの認定はない。効果意思をX自身が決定し、効果意思と表示意思に齟齬がなく、表示意思とC証券会社による買付の表示行為にも齟齬がないならば、意思

表示には何らの瑕疵も存在しない。そうだとすればX・Y間の売買契約には何も問題がない。その後に株価が下落したのであれば、損失を回避するための方策をX自身が速やかに採るべきであったようにも考えられよう。例えば合併・資本減少の公表後、速やかに保有株式を売却する方策である。Xが買付けた四日後に公表され、公表当日は取引所の取引が停止されたものの、その翌日には、五日前に買付けたばかりの株式を、Xは売付けようと思えばできたはずであろう。仮に、今後株価が回復するであろうとの投資判断の下に、損失回避の方策を何も採らずに保有し続けたのであれば、それによって生じた結果はX自身に帰属すべきであるようにも見える。

株価下落による損失と賠償されるべき損害とをこのように分けて考えると、本件のXには賠償されるべき損害が発生したのか否かが改めて問われよう。本判決によれば、条件関係の認定される場合がある。昭和六三年二月九日のA社株式の取引が、Xによる買付とYによる売付の一つずつしかなかったような場合である。条件関係の認定されるこのような場合、XにはYによって賠償されるべき損害が発生していたと考えられるか。発生していたのであれば、どのような損害がどれだけ発生したのか。違法行為、因果関係、および損害をめぐってこれまでの分析から浮かび上がった諸問題について、以下で若干の検討を試みることにしよう。

(14) なお民法七〇九条に基づく請求であれば、故意・過失の有無も問題となる。これに関してXは、A社株式を買い受けた投資家が株価の暴落による損害を被ることを認識しながら売却した点に、故意があると主張する。違法性との関係をはじめ、故意・過失について検討されるべき論点は多いと考えられるが、本稿ではXのこうした主張を一応の所与とし、具体的な検討は控えることとする。

(15) 帳簿閲覧権を行使した結果として内部情報を知った場合のほか、権利を行使するための準備・調査・交渉等の過程で知った場合等、権利行使に密接に関連する行為により知った場合を含むとされる。横畠裕介『逐条解説 インサイダー取引規

制と罰則」三八頁（一九八九年、商事法務研究会）。

(16) 春田博「判批」法学セミナー四五号（二八頁）（一九九二年）。

(17) 例えば会社法の議論では、自己株式の取得を原則禁止としていた商法旧二一〇条に違反した取引の相手方からの請求について、こうした議論がしばしば展開されてきた。売主たる相手方が、株価が上昇した場合には二一〇条違反を理由として取引の無効を主張し、下落した場合には沈黙を保つことの適否を指摘する議論である。

三 若干の検討

(一) 違法行為

前述のように本判決は証券取引法旧五八条違反の有無について判断していない。それでは本件の事実関係の下で、Yの売付に違法性が認められるだろうか。制定法の違反から不法行為の違法性認定を図ろうとする場合、本件の当時であれば旧五八条違反を認定すべきこととなる。それでは本件で旧五八条違反が成立するか。同条は証券取引に関する一般的詐欺禁止規定であり、違反が成立するには問題となった行為が詐欺的であるとの認定が欠かせない¹⁵⁾。けれども本件のYについて問うべきが不開示に過ぎないのであれば、Yの行為に不正の手段、計画又は技巧を認定するのは困難なではなからうか。

あえて不開示を詐欺的と解するためには、不開示を開示義務違反と捉えなければなるまい。しかしながらYが主張するように売付時に合併および資本減少の事実を知悉していなければ、開示義務の負担はあり得ない。また不開示から詐欺と立論するには開示義務の法定が欠かせない。換言すれば、いかなる事実について開示義務を負うかが法定されていなければならない。しかしながら、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）において必ずしもよくわかっていない¹⁶⁾とされる。そのため開示義務の法定された事実と、現実に株価に影響を与える事実との間には、齟齬が避けられない。合併および資本減少について、内部者取引規制にかかわる開示義務が法定されていなければ、当該事実を知悉していたとしても、開示義務違反はあり得ない。本件の当時、開示義務が法定されていなかった以上、本件で旧五八条違反を認定するのはかなり困難だったのではないかと考えられよう。

一般的詐欺禁止規定との理解を前提とするならば、旧五八条の適用にはこうした障害物がある。法的性格に变化のない以上、現行一五七条についても同様である。このような帰結は見方を変えれば、日本法では内部者取引を詐欺と解することの困難さを示唆するものである。もっとも現在は証券取引法一六六条がある。合併や資本減少の事実については同条二項一号で重要事実とされている。同条一項の会社関係者に該当するならば、制定法の違反が認定されるので、不法行為の違法性が認定できるかのようにも見える。

ただし問題は、一六六条違反が認定されたとしても、内部者取引がなぜ違法と評価されるべきかという疑問の残る点である。内部者取引を一五七条違反と解することの困難さは、内部者取引を詐欺と解することの困難さである。それでは一六六条違反が成立する場合、内部者取引の違法性はいかなる点に求められるのか。「内部者取引の何が悪いのかはよくわからないが、とにかく一六六条違反だから」では、制定法の違反を指摘したところで、内部者取引の違法性が明らかになった訳ではあるまい。詐欺でないとするれば、不法行為法の下で捉えられるべき内部者取引の違法性は何か。

一六六条で念頭に置かれるべき違法性について、理解を難しくしているのが同条の規定の仕方である。同条は一定の規制対象者が一定の事実を知悉した場合、当該事実の公表前には取引を禁止するとの形式的な規定方法を探る。昭和六三年証券取引法改正に際して旧一九〇条の二に形式的なスタイルを採用したのは、一般的詐欺禁止規定であ

る旧五八条が漠然とすぎている適用しにくかったからとされる。抽象的規定たる旧五八条に追加する方式で、具体的で明確な形式的要件を定めた新しい規定を設け、法の実効性に対する信頼を確保しようとの意図である²⁵。しかしながら形式的な規定方法では、少なくとも条文の文言からは、実質的に何が悪いのかが明らかにならない。それゆえ一六六条が念頭に置く違法性については、条文の文言を眺めつつ、解釈で求められるべきこととなる。

一六六条が念頭に置く違法性について多数説的理解は、国民の証券市場に対する信頼確保に求める。昭和六三年の立法段階でも、「証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失う」結果を防ぐべき旨が言及されている。同じ趣旨と認識される以上、多数説の立場は立法当時からの理解といえよう。こうした多数説の理解によれば、証券市場で内部者取引が行われた場合、証券市場に寄せる国民・投資家の信頼が損なわれると認識することとなる。ところで証券市場が形成する価格について商法一七三条二項二号は、取引所の相場の有価証券でなされる現物出資の場合、検査役の調査が免除される旨を定めている。会社財産充実の要請に応え、会社債権者・株主の信頼に応え得る価格として取引所の相場が捉えられているのである。すると内部者取引が証券市場でなされた場合、一方で信頼が損なわれたと認識しながら、他方で形成された価格は信頼に値すると認識しなければならぬまい。こうした理解に論理飛躍または論理矛盾はないのだろうか²⁶。また証券市場に対する信頼を指摘するならば、相対取引でなされる内部者取引について、多数説はどのように違法性を根拠づけるのであろうか。

多数説のこうした問題点に対し、信頼や公正等の言葉を用いた倫理的な指摘から距離を置き、より積極的な意義付けを探ろうとする努力も重ねられている。また、こうした努力が必ずしも明快な解答を見出すには至っていないことを指摘しつつ、内部者取引の違法性を多元的にアプローチしようとする立場も見受けられる²⁴。市場の秩序あるいは投資家の保護等といった市場のあり方と、私的情報へのアクセスを許された者とその者にアクセスを許した者との関係の、二つの側面に着目して考察を重ねる立場である。市場的アプローチと契約的アプローチと呼ばれる二

元的手法を用いることにより、例えば証券取引法一六四条については、契約的アプローチから内部者取引の違法性について理解が可能であると指摘する²⁵。しかしながら「基礎的な問題整理は、まだまだ不十分²⁶」との指摘から窺われるように、内部者取引の違法性を統一的に把握するまでには至っていない。また仮に統一的把握の試みを断念し一六六条アプローチの違法性を探るとしても、それを必要かつ十分に指摘するには至っていない²⁷。

その他、内部者取引の違法性を開示義務違反から根拠づけようとする立場も見られる²⁸。開示規制からのアプローチであるが、これに対しては規制の枠組みの問題がある。開示または断念の義務である。アメリカ法における内部者取引規制の枠組みである「開示または断念」の義務は、昭和六三年証券取引法改正によりわが国でも規制の基本的枠組みとされた。この枠組みによれば、開示せずとも取引を控えれば違法とならない。単なる不開示が違法との評価に結びつく開示規制とは論理的に相違する。そのため内部者取引の違法性を根拠づける際、開示規制からの類推がままならない。

(二) 因果関係

行為の違法性について問題となる開示または断念の枠組みは、因果関係の側面でも困難な問題をもたらす。「被告が開示したならば原告は取引しなかった」という取引相手方の主張に対し、「被告が取引を断念したところで原告は取引したのではないか」との反論が考えられるからである。被告の違法行為がなくても原告に損失が発生したとの結論に帰着するならば、損害賠償請求は認容されるべくもない。

もっとも前述の東京地裁昭和六三年判決によれば、同一日の取引が被告の売付と原告の買付の一つずつしかないような場合には条件関係が認定されるという。確かに被告の売付と原告の買付間に条件関係は認定されよう。一つずつしかないような場合を想定するのであれば、被告が売付を断念すれば原告の買付も成立しない。「被告が取引

を断念したところで原告は取引したではないか」との反論も通らない。ただし、売付と買付が一つずつだけならば認定され、そうでなければ認定されないという帰結の妥当性が改めて問われるべきこととなる。

また仮に売付と買付の結びつきを遡って調査することに困難がなく、同一日に複数の売付と買付が存在したところで結びつきは事後的に突き止められるとしても、それゆえに因果関係が認定されるとの結論にはなるまい。多数の売り手と買い手が時間優先・価格優先の原則に従って匿名的に行う取引に基づいた結びつきである以上、結びつきの成立は偶然に左右されるからである。偶然の結果で因果関係の認定が左右されるとの帰結についても、妥当性は問われざるを得まい。開示または断念の義務を所与とし、取引所取引の特性を踏まえる限り、因果関係の認定は相当困難となる。このように考えた場合、六三年判決は現行法の解釈論として当然の結論を判示したといえよう。

それでは因果関係は立法論の問題か。六三年判決は因果関係に関する推定規定の整備について言及する。どのような内容を裁判官が思い描いていたかは知る由もないが、証券取引所における取引の特性、株式取引の決済および株券受渡しの仕組みを判決が指摘した点に鑑みれば、これらに起因する問題点の克服を図る内容であろうか。売付と買付が一つずつしかなければ条件関係が認定できるとの判旨が、条件関係は相対取引でしか認定できない旨を示唆しているのだとすれば、立法論への言及は取引所取引の場合を念頭に置いていたようにも思われる。あるいは推定規定として言及した点に鑑みれば、因果関係の不存在を被告に主張・立証させる内容であろうか。売付と買付の結びつきの追跡調査が困難な点に鑑みただけであれば、裁判官は追跡調査の負担を被告に転換させようと考えていたようにも想像される。ただし因果関係について現行法の解釈論による結論の妥当性を疑い、立法的手当を試みるのであれば、前述したように賠償請求権者の問題も浮上しよう。

賠償請求権者についてはすでにいくつかの考え方が示されている。しばしば見受けられるのは、取引当事者関係を厳格に捉えるのではなく、内部者による取引の当事者となり得る可能性のある同時期の取引者に賠償請求権を認める考えである。⁽¹¹⁾このような考えを推し進め、内部者取引を開示義務違反と捉えることを前提に、同時期の取引者に限定しない見解もある。また賠償額の合理的な限定を前提に、内部者が最初に違法な取引をした日から、内部情報にかかる事実が公知となった日までの間に、内部者の取引と対立する売買取引をした者すべてを請求権者とする立場もある。⁽¹²⁾いずれもアメリカ法から示唆を得ている。仮に現行日本法の解釈論では導き出せない内容であれば、わが国において、これらの考え方は立法論に位置づけられよう。

立法論であれば立法目的がある。これらの考え方はどのような立法目的の実現を図るのか。この点について、売り手も買い手も相手方について関心を持たない取引所取引で当事者関係を要求し、偶然の結びつきで当事者関係の有無を決するのは不当な形式主義である旨が指摘されている。⁽¹³⁾そして、民事責任を認めることが、被害者に救済を与え私人間の利益の調整に役立つだけでなく、違反行為を抑制する上で大きな役割を果たすと言及される。⁽¹⁴⁾こうした指摘から窺われるのは、現行法の解釈論で困難だとしても、民事責任を放棄すべきでないとの認識であろう。そこでは被害者救済とともに、違法行為抑止も強調される。

ところで被害者救済や違法行為抑止は、現行不法行為法の解釈論においても不法行為制度の目的と理解されている。⁽¹⁵⁾被害者救済は損害の填補の問題として、そして違法行為抑止は加害者に課される損害賠償責任の将来における加害行為の抑止として扱われている。⁽¹⁶⁾立法論が唱えられる状況下で、損害に関する解釈論はどのような内容を備えているか。現行法の解釈論として唱えられている被害者救済および違法行為抑止は、具体的にどの程度の実現を図ろうとするのか。こうした問題点を念頭に置いて、続いて損害について検討を試みることにしよう。

(三) 損害

はじめに現在の不法行為法の解釈論において、被害者救済および違法行為抑止がどのように扱われているかを見

ておこう。不法行為制度には損害填補、損失分散、制裁、違法行為抑止等の機能があり、どれか一つで現行不法行為法を説明するのは困難だが、主要目的は被害者救済＝損害填補であるという⁽³⁸⁾。この理解によれば、被害者救済＝損害填補以外の目的は相対的に劣後することとなる。もつとも抑制機能も否定する必要はなく、むしろ推進されるべきであるが、どのような金銭上の負担がどの程度の抑止力を有するかは経験的事実によつて確認するほかないとされる⁽³⁹⁾。

本稿の問題関心に照らせば、損害賠償責任として内部者取引を行った者に課する金銭上の負担と、それによつて生ずる抑止の効果は、経験的事実で確認する必要があると読み替えられよう。ところで内部者取引を理由に損害賠償の請求された事例は本件以外には見当たらず、しかも本件では被告の責任が否定された。こうした状況からすれば抑止力の程度を現時点で推論するのは困難であろう。ここでは解釈論の現状として、不法行為制度における損害填補機能のプライオリティーと違法行為抑止機能の相対的劣後を確認するに止めておこう。

もつとも序列化されること自体から汲むべき示唆がある。損害填補機能と違法行為抑止機能の二つを、分けて考えるべきことである。不法行為制度の諸目的のうち損失分散機能については、損害の公平妥当な配分が不法行為法を支配する最も重要な指導理念とされる。保険や社会保障をはじめとする諸制度と不法行為制度の両者は整合的に把握されるべきであり、また不法行為制度自体に内在する責任制限の法理等は、損害填補が公平妥当な配分としてなされるべき旨を示すとの理解である⁽⁴¹⁾。こうした理解からすれば、損失分散機能は損害填補機能と一体化して捉えるべきこととなる。これに対し違法行為抑止機能および制裁的機能についてはこうした理解は見受けられない⁽⁴²⁾。損害填補機能とは分けて考えているのが解釈論の現状と把握されよう。

以下では被害者救済＝損害填補について、解釈論の状況を探ることとしよう。制限賠償主義に立つ日本法では、被害者に発生する損害のすべてが填補される訳ではなく、損害賠償の範囲をめぐって議論が多い。議論の発端は損害の定義であり、定義について多数説的地位を占めているのは差額説の理解である。差額説によれば、もし加害原因がなかったならばあるべき利益状態と、加害がなされた現在の利益状態との差が損害とされる⁽⁴³⁾。そこでは損害＝利益の定式が成立し、現実には被った損害が等価的に填補されるべきと論じられる⁽⁴⁴⁾。

それでは現実に被った損害の賠償額はどのように算定されるか。本稿との関係で問われるべきは、賠償額算定の基準時である。先に述べた東京地裁平成三年判決の事案では、株価が下落した。原告は昭和六三年一月十九日に一株五八〇円から六二三元、代金合計三〇二、九八一、〇〇〇円で購入し、同月二三日にA会社は合併・資本減少を発表し、その後一七〇円から一八〇円まで値下がり続けた。このような事実関係の下で、少なくとも購入価格と一株一八〇円で計算した現在の株価との差額二一四、〇六二、〇〇〇円の損害を被ったと原告が主張した事案であった。賠償額の算定に際しては原告の主張する「現在の株価」がいつの株価を指すのかが問われよう。事実関係からは明らかでないが、賠償額算定に際しては、どの時点の株価を捉えるかがポイントとなる。

この点に関する通説は責任原因発生時を基準とする。原則として不法行為の時を基準として、その時の交換価格により損害額を算定すべきとの見解である。目的物の滅失・毀損後の価格の騰貴や、すでに締結されていた売却契約で定められていた価格ないしは違約金などは、いずれも、特別事情による損害として、予見可能性のある場合に限り、賠償額の中に入ると解している。ただし予見可能性については、目的物の種類や被害者の職業などから具体的に判定すべきであり、一般的に予見可能であればむしろ通常生ずべき損害として具体的な予見の有無にかかわらず賠償を命ずるべきと説く⁽⁴⁵⁾。

通説のこうした理解を東京地裁平成三年判決の事案に照らすとどうなるか。昭和六三年一月十九日の取引が原告の買付と被告の売付の一つずつしかなく、条件関係が認められると同判決が判断するような状況を仮定してみよう。通説によれば基準時は不法行為時であり、原告に対する不法行為が被告にあったとすれば、それは開示または

断念の義務に違反して取引した昭和六三年二月十九日しかない。この時点が賠償額算定基準時であり、その時の交換価格により算定されるとすれば、売買の決済自体はすでに完了している以上、損害賠償額はゼロとなる。

もつとも予見可能性に関する通説の考えからすれば、被告が具体的に予見していた事情を考慮することになる。仮に原告主張のように、合併・資本減少の事実について被告が知悉していた、または予見可能であったならば、かかる事実が反映された時点での株価が賠償額の基礎となる⁽⁴⁶⁾。これに対し被告主張のように、一月十九日の売付は被告自身の相場観に基づいた取引であり、合併・資本減少の事実を知悉せず、また予見可能性もなかったとすれば、基準時は不法行為時となる。不法行為時が基準時であれば、賠償額はゼロとなる。ただし合併・資本減少の事実を知悉していなかったとすれば、開示または断念の義務が発生することもなく、違法行為自体がそもそも存在しなかった解すべきこととなる。

通説に基づいてこのように考えた場合、開示または断念の義務に目を転じてみると、それが機能する異なる複数のコンテキストがうかがわれよう。違法行為認定に際しては、開示義務でなく開示または断念の選択的義務としての把握が求められる。換言すれば選択的義務は違法行為認定の局面で機能する。これに対し開示義務の前提となる重要事実の知悉については、賠償額算定の基準時期を決定する局面で機能する。前述のように開示義務違反から違法行為を認定するアプローチには論理的な問題があると考えられるが、重要事実の知悉については賠償額算定の際に予見可能性の枠組みで考慮されることとなる。もつとも理論的には予見可能性の枠組みがあり得るものの、実際の損害賠償請求訴訟では違法行為の認定が不可欠となり、ここでは開示または断念の義務の違反が認定されなければならぬ。そして開示または断念の義務については、重要事実を知悉していた上で選択的義務に違反したか否かが問われるに過ぎず、予見可能性は問題とならない。このように考えると、賠償額がいつを基準時としていくらと算定されるかの問題は、開示または断念の義務に違反したか否かのそれで決せられることとなる。賠償額の問題は、

結局、違法行為の有無の問題に還元されよう。

- (18) 旧五八条違反が争われた事例はいくつかあるが、東京地判昭和六二年三月三十一日金融・商事判例八二二号二八頁(証券会社による過当売買が旧五八条一号違反に該当するか否かが争われた事例)では、旧五八条一号違反の成立要件として三点が判示された。証券会社が顧客の口座を支配していたこと、証券会社が右口座の目的と性質に照らして過度な取引を行わせたこと、および証券会社が詐欺の目的であるいは顧客の利益を無謀に無視して行動したこと、の三要件である。の要件は、問題となった行為が詐欺的か否かを問うものである。
- (19) 岸田雅雄「インサイダー取引規制」法学セミナー一九八九年六月号二二頁。
- (20) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化(下)」商事法務一一四四号二頁(一九八八年)。
- (21) 昭和六三年二月二十四日証券取引審議会・前掲(注一)参照。
- (22) 同様の問題は、内部者取引の行われた市場で形成された価格に基づく時価発行増資についても指摘できるであろう。
- (23) 飯屋広郷「内部者取引基礎理論再考——アメリカ法を中心として——」橋研究一七巻二七六—七七頁(一九九二年)。上村達男「流通市場に対する法規制(三) 企業会計五三巻一〇号一四四七頁(二〇〇一年)。
- (24) 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」『商事法の展望』(竹内昭夫先生追悼論文集)五七五頁(一九九八年、商事法務研究会)。
- (25) 藤田・前掲(注24)六〇五頁。
- (26) 藤田・前掲(注24)六一九頁。
- (27) 多元的アプローチを所与とする場合、内部者取引の問題は必ずしも統一的に理解されるべきとはならない。例えば証券取引法一六四条を契約的アプローチで理解しつつ、他の規制法源については市場的アプローチで捉えるならば、規制法源の法的性格も相違することとなる。また複数の規制法源を同じく契約的アプローチで理解するとしても、法的性格が相違することも考えられる。例えば、ある規制法源については取締役と会社間の信認関係の問題として、別の規制法源につ

いては内部者取引を行った者と相手方との売買契約関係の問題として、それぞれを把握するような場合である。仮に今後の議論においてこうした多元的理解が定着するようになれば、今日の一般的な議論の中で想起されている内部者取引の問題を統一的に理解するのは不可能となろう。その時には、統一的法概念としての内部者取引は消滅する。仮に信託義務の法理や契約法理をはじめとする既存の法理で内部者取引のすべての問題領域が賅われ、既存の法理の中に然るべき位置づけが与えられるならば、内部者取引という法概念は不要となる。内部者取引はただ言葉としてのみ生き残ることとなるか。もつとも内部者取引の規制が最も進んでいるといわれるアメリカ法の現在においても、法概念としての内部者取引はかなりの程度において見失われている。この点については、拙稿「不正流用理論の行方」私法六一号二二二頁（一九九九年）参照。

(28) 上田真二「アメリカにおけるインサイダー取引の民事救済——因果関係を中心として——」阪大法学五〇巻四号一〇五頁（二〇〇〇年）。牛丸與志夫「判批」私法判例リマックス一九九三下 九九頁も内部者取引を開示義務違反と捉え、不作為による不法行為と立論する。その際、開示義務が課されるべき根拠については、証券取引法一六六条、一五七条一号および証券市場の公序良俗に求める。ただし証券市場の公序良俗により、具体的にどのような情報について開示義務が生ずるのかについては明らかにされていない。また内部者取引の違法性を開示義務違反に求め、開示義務の出自を証券市場の公序良俗に求めるならば、相対取引でなされた内部者取引については違法性をどのように捉えるかも問題となろう。さらに、仮に民法九〇条の解釈から証券市場の公序良俗を導き出し、公序良俗から開示義務を想定するとしても、開示義務違反は公序良俗違反となり、無効という効果が想定されるので、無効とするのは是非も問われることとなる。

(29) アメリカ法における開示または断念の義務の出自を探ると、ほぼ一世紀前の *Oliver v. Oliver*, 118 Ga. 362, 45 S.E. 232 (1903) を遡る。Rule 10b-5 における In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961) 以来、開示または断念の義務が内部者取引規制の枠組みとなっている。

(30) 春田・前掲(注16)一一八頁参照。

(31) 松井一郎「判批」金融・商事判例九〇二号四五頁（一九九二年）。

(32) 上田真二「公開市場を通じてなされたインサイダー取引の民事救済」阪大法学五一巻一頁二九二頁（二〇〇一年）。牛丸・前掲(注28)一〇二頁も、内部者が開示義務を履行すべき時から内部情報が証券市場に暴露されかつ十分に吸収され、かつ有価証券の価格に適正に反映されることとなったときまでの、市場で反対の取引を行った者を請求権者とする。なお山田廣己「内部者取引と取締役の責任」『企業の健全性確保と取締役の責任』四七七頁（一九九七年、有斐閣）参照。ここでは開示義務違反との理解を前提に、因果関係について、不開示事実の重要性の立証を因果関係の立証に代替させる考えが示されている。

(33) 野田博「インサイダー取引の害悪と規制の整合性について——民事責任の当否とその在り方の検討を中心に——」法学新報九六巻六号九一頁（一九九〇年）。龍田節「内部者取引に関する法律私案と提案趣旨」商事法務七四六号二頁（一九七六年）。

(34) 松井・前掲(注31)四七頁。

(35) 龍田・前掲(注2)七二二頁。

(36) 例えば、平井宜雄『債権各論 不法行為』五頁以下（一九九二年、弘文堂）、四宮和夫『不法行為（事務管理・不当利得・不法行為）中巻・下巻』二二六二頁以下（一九九〇年、青林書院）、森島昭夫『不法行為法講義』四五二頁以下（一九八七年、有斐閣）等を参照。

(37) なお制裁的效果については、その意味は必ずしも明確でないが、生じた実損害以上の賠償を課することと捉えられることが多い。平井・前掲書(注36)六頁参照。

(38) 森島・前掲書(注36)四九〇頁、平井・前掲書(注36)六頁。

(39) 森島・前掲書(注36)四九〇頁。

(40) もつとも社会における活動の自由を阻害しないどこまで抑制を図るのかというのは、政策的決定の問題であるとされる。森島・前掲書(注36)四九〇頁。証券取引の自由を阻害しないどこまで内部者取引の抑制を図るのかは、政策的に決定されるべき問題と読み替えられよう。ところで抑制の程度を合理的に決定しようとするれば、内部者取引の悪性の程度が問われざるを得まい。そうすると内部者取引の違法性の問題は不可避の検討課題となる。具体的には内部者取引がなぜ悪いのか、どう悪いのか、どの程度悪いのかという問題となる。これらのうち、内部者取引がなぜ悪いのか必ず

しも明らかでないことはすでに述べた通りである。

(41) 四宮・前掲書(注36)二二三頁。

(42) なお制裁的機能については、具体的には主として慰謝料の問題として扱われ、民事責任と刑事責任との分化の確立した現代法制のもとにおいては、制裁は刑事責任に委ねるとの見解が主流を占めるとされる。幾代通著・徳本伸一補訂『不法行為法』四頁(注5)、三〇〇頁(一九九三年、有斐閣)。こうした理解からすれば、制裁的機能を不法行為制度の一般的な主要目的として把握するのは困難であろう。

(43) 於保不二雄『債権総論(新版)』一三五頁(一九七二年、有斐閣)、幾代・前掲書(注42)二七六頁。言つまでもないが、ここで利益とは債権者の利益である。内部者取引を理由とする不法行為請求に照らせば、内部者取引の相手方の利益である。利益概念については、北川善太郎『損害賠償論の史的変遷』法学論叢七三巻四号一頁(一九六三年)参照。

なお内部者取引では内部者の側に利益が発生する。東京地裁平成三年判決の事案で原告が主張するところによれば、高値で売り抜けてその後の株価下落による損失の発生を免れた点、内部者に発生した利益と捉えられることとなる。内部者の利益がいくらかという点については、安く買ったまたは高く売ったに過ぎない場合では、何らかの算定方法が必要となる。これに対し安く買って高く売った、または高く売って安く買戻した場合であれば、内部者の利益は現実化する。平成三年判決の事案でも、被告は、後に安値で買戻すことを前提に売却したと主張している。反対売買により利益が現実化する点に着目すれば、内部者の利益は、商的色彩論で唱えられる投機売買の結果に他ならないこととなる。

反対売買の時期次第で利得額も変わる。見方を変えれば、反対売買により内部者に生じた利得は、反対売買に先立つはじめの取引すなわち内部者取引の相手方について問題となる損害とは無関係なのである。商的色彩論で唱えられる投機売買については、田中耕太郎『改正商法総則概論』四四頁(一九三八年、有斐閣)参照。

(44) 北川善太郎『損害賠償論序説(一)』——契約責任における——『法学論叢七三巻一号二二頁(一九六三年)、中井美雄『損害』の意義』奥田昌道ほか『民法学4《債権総論の重要問題》』九二頁(一九七六年、有斐閣)、森島・前掲書(注36)四五五頁。

(45) 加藤一郎『不法行為(増補版)』二二八頁(一九七四年、有斐閣)。なお森島・前掲書(注36)四一四頁(注10)および加藤教授はその後改説されたようであるとする。森島・前掲書(注36)四一〇頁で記述されている内容からすれば多元説へ改説されたようにも見えるが、二つの書物の発行年からすれば、改説されたのかどうかはつきりしない。

(46) もっとも合併・資本減少の事実を織り込んだ株価がいつの時点の株価なのかという問題は残る。また合併・資本減少の事実を織り込んだ株価が形成されるまでに、株価に影響を与える別の事実が発生したような場合には、市場で形成された株価で算定することの適否も問われよう。

四 結びに代えて

本稿は東京地裁平成三年判決に手がかりを求めて、内部者取引を理由とする損害賠償請求における障害物の探求を目的とし、解釈論の状況を概観してきた。不法行為法における解釈論の膨大な蓄積を前に、本稿が試みたのは通説の見解に照らし合わせての探求に過ぎない。有力説や少数説にまで検討は及んでいないが、今後それらを検討する際の手がかりとするためにも、解釈論における通説の見解の到達点を記しておこう。

東京地裁平成三年判決の判示と不法行為法の通説の見解に従う場合、内部者取引を理由に損害賠償請求の認められる可能性はあり得よう。内部者取引の違法性が認定され、同日の売付と買付がいずれも一つずつしかない状況で取引が成立し、内部者が重要事実を知悉していたような場合である。このような場合に損害賠償請求が認められることとなるが、事実上はほとんどあり得ない。取引所取引では、状況は想定し難い。は相対取引の場合にしか損害賠償請求は認められない旨を示唆している。

それでは不法行為責任の成立に向けて、東京地裁平成三年判決が言及するように、因果関係に関する立法的手当

がなされれば足りるか。決してそうではない。最も重要なのは、内部者取引の違法性が明らかになっていないことである。違法性に関する通説的理解では論理矛盾ないし論理飛躍を招きかねず、開示または断念の枠組みに従う限り、開示義務からのアプローチにも論理的な問題が伴う。市場的アプローチと契約的アプローチの二元的分析を駆使しても、違法性は今なお不分明なままである。

違法性に関する開示または断念の枠組みは、賠償されるべき損害についても少なからぬ影響を及ぼす。賠償額算定時期の局面で影響を及ぼすのである。算定時期に関する通説の見解は予見可能性の枠組みを備えるが、違法性に関する開示または断念の枠組みが別に存する以上、予見可能性の枠組みは事実上消滅し、重要事実の知悉の有無が問われるのみとなる。選択的義務の一つである開示義務について、義務を負う前提たる重要事実の知悉がなければ賠償額はゼロとなり、知悉があれば当該重要事実を織り込んで形成された株価を基礎に賠償額が算定される。賠償額の算定の問題は、結局、内部者取引の違法性の問題へと収斂しよう。

内部者取引の違法性が明らかにならない限り、不法行為責任が成立する見通しは乏しい。損害の填補を不法行為制度の主要目的と解する点に異論を見ない以上、損害の填補を棚上げして、抑止的效果を現時点で強調することにも疑問が残る。不法行為制度の下で捉えようとするならば、内部者取引の違法性が明らかになり、損害填補機能が果たされるようになった段階で、はじめて違法行為抑止機能が議論されるべきであろう⁽⁴⁸⁾。不法行為制度が備える抑止機能を否定するつもりは毛頭ないが、内部者取引の違法性が不分明で、そのために損害填補機能について十分な議論も見ないままに抑止機能を強調するのは、不法行為制度になじまない議論であろう。現時点で抑止的效果を議論するのであれば、刑事や行政等、不法行為制度以外の分野で検討されるべきこととなるだろうか。

ただし興味深いのは、抑止的效果や制裁的效果がしばしば内部者取引の問題に顔をのぞかせている点である。本稿のはじめに述べたように、証券取引法一六四条一項による短期売買差益提供制度では、差益額以上の提供が命ぜられる場合もある。一連の取引を行う以前と比べて、取引者自身の財産が減少する点を捉えるならば、そこに何らかの抑止的・制裁的效果が認められよう。また取締役が自社株で内部者取引を行った場合に、取締役による内部者取引を会社に対する義務違反と捉え、取締役の会社に対する損害賠償責任へと構成するアメリカ州会社法の立論にあっても、現実的損害以外の損害概念が問われる。アメリカ法でいえば、一九三四年証券取引法一六条(b)項および州会社法のいずれにあっても、損害填補以外の機能が見え隠れするのである。これをわが国の不法行為制度の観点から眺めれば、損害填補機能の相対的劣後と抑止的機能の相対的優先のように映る。内部者取引の事例で Rule 10b-5 を法源とした民事責任について、本稿では検討が及んでいないが、民事責任と損害賠償責任という言葉の異同にも関連して、こつとした視点は検討の鍵の一つを握っているのではなからうか。

(47) 通説の見解が証券市場に対する国民の信頼確保に内部者取引の違法性を求めながら、内部者取引を理由に民法七〇九条に基づき損害賠償請求が事実上相対取引に限られるのは、皮肉な結果のようにも見える。

(48) 四宮・前掲書(注36)二二三頁。

(49) 違法行為抑止機能について議論できる段階になれば、制裁的機能についても議論が可能であろう。