

内部者取引の規制法源としての証券取引法一六四条

品 谷 篤 哉

平成一四年二月一三日最高裁大法廷判決、短期売買利益返還請求事件、上告棄却、民集五六卷二号三三一頁、金融・商事判例一一四一号三頁

【事実】

X株式会社（被上告人・被控訴人・原告）は、その株式を東京証券取引所第二部に上場していた。X会社の株主であるY（上告人・控訴人・被告）は、遅くとも平成一一年二月二六日までに、同日現在のX会社発行済株式総数の一〇パーセント以上を保有するに至る。そして平成一一年中に数回にわたりX会社株式の買付をし、それぞれ六か月以内に売付をし

て、合計二〇一八万三六九一円の短期売買利益を得る。証券取引法一六四条一項に基づいてXはYに対し、この利益と遅延損害金の支払を求めて提訴した。

これに対しYは一六四条一項を、一定の会社役員・主要株主が、その職務又は地位により取得した秘密を不当に利用してインサイダー取引を行うことを規制し、もって一般投資家の利益を保護する趣旨の規定と解した。その上で以下の三点を主張して請求棄却を求めた。(i)一六四条一項の解釈・適用に際しては、立法趣旨に照らして合理的に必要な限度で解釈適用が図られるべきである。明らかに弊害のない事業についてまで短期売買利益の提供を求めることは、憲法二九条一

項に違反する。(ii)各取引は株式市場でX会社株式をYが取得し、Yの関連会社に売りつけたものである。関連会社とYは代表者および株主が同一で、単に同一グループ会社間で株式の保有を分散したに過ぎず、一般投資家の利益を損ねていない。(iii)Yは取引当時、X会社の経営に支配・影響を及ぼし得る立場になく、かえってX会社の経営陣と敵対的關係にあった。したがってYはX会社の内部情報を取得し不当利用する關係にはなかった。

Yのこのような主張に対しX会社は一六四条一項を、内部情報の利用の有無や実質にかかわらず、形式的・画一的に同条項の要件を満たせば会社に利益を返還させることによつて、インサイダー取引による弊害を予防する趣旨と理解した。こゝうした理解に基づいて、同条項の適用に一般投資家の利益を害した事実等の実質的事実は不要であると反論した。

第一審および控訴審ではいずれもX会社の請求が認容された。Yの上告に対して大法廷を開いた最高裁は、一六四条一項の適用除外を定める同条八項についても言及しつつ、全員一致で以下のように判示して上告を棄却した。

秘密の不当利用の余地がないものと觀念される取引の類型を定めることを内閣府令に委任したものであるが、上記の目的を達成するために同条一項の規定を適用する必要のない取引は内閣府令で定められた場合に尽きるものではなく、類型的にみて取引の態様自体から上記秘密を不当に利用することが認められない場合には、同項の規定は適用されないと解するのが相当である。」

続いて秘密の不当利用の有無が一六四条一項を適用するための要件とされるべきか否かについて判断する。「個々の具体的取引について秘密を不当に利用したか否かという事実の立証や認定は極めて困難であるから、上記事実の有無を同項適用の積極要件又は消極要件とすることは、迅速かつ確実に同項の定める請求権が行使されることを妨げ、結局同項の目的を損なうこととなり兼ねない。このようなことを考慮すると、同項は、客観的な適用要件を定めて上場会社等の役員又は主要株主による秘密の不当利用を一般的に予防しようとする規定であつて、上場会社等の役員又は主要株主が同項所定の有価証券等の短期売買取引をして利益を得た場合には、前記の除外例に該当しない限り、当該取引においてその者が秘密を不当に利用したか否か、その取引によつて一般投資家

【判旨】

最高裁の判断は四点にわたる。はじめに証券取引法一六四条一項の目的について判示する。「証券取引」法一六四条一項は、上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、同項所定の特定有価証券等の短期売買取引による利益を当該上場会社等に提供すべき旨を規定し、同条八項は、役員又は主要株主の行う買付け等又は売付け等の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合には同条一項の規定を適用しないと定めている。上場会社等の役員又は主要株主は、一般に、当該上場会社等の内部情報を一般投資家より早く、よりよく知ることができ得る立場にあるところ、これらの者が一般投資家の知り得ない内部情報を不当に利用して当該上場会社等の特定有価証券等の売買取引をすることは証券取引市場における公平性、公正性を著しく害し、一般投資家の利益と証券取引市場に対する信頼を著しく損なうものである。同項がこのような不当な行為を防止することを目的として設けられたものであることは、その文言から明らかである。」

次に一六四条一項の適用除外を定める同条八項について判断する。「同条八項は、取引の態様等を勘案してこのような利益が現実に損なわれたか否かを問ふことなく、当該上場会社等はその利益を提供すべきことを当該役員又は主要株主に対して請求することができるものとした規定であると解するのが相当である。」

最後に憲法二九条に照らし、一六四条一項の合憲性について判示する。「財産権に対する規制が憲法二九条一項にいう公共の福祉に適合するものとして是認されるべきものであるかどうかは、規制の目的、必要性、内容、その規制によつて制限される財産権の種類、性質および制限の程度等を比較考量して判断すべきものである。」

そこでまず、法一六四条一項の規制の目的、必要性について検討するに、上場会社等の役員又は主要株主が一般投資家の知り得ない内部情報を不当に利用して当該上場会社等の特定有価証券等の売買取引をすることは、証券取引市場における公平性、公正性を著しく害し、一般投資家の利益と証券取引市場に対する信頼を損なうものであるから、これを防止する必要があるものといわなければならない。同項は、上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止することによつて、一般投資家が不利益を受けることのないようにし、国民経済上重要

な役割を果たしている証券取引市場の公平性、公正性を維持するとともに、これに対する一般投資家の信頼を確保するという経済政策に基づく目的を達成するためのものと解することができるところ、このような目的が正当性を有し、公共の福祉に適合するものであることは明らかである。

次に、規制の内容等についてみると、同項は、外形的にみて上記秘密の不当利用のおそれのある取引による利益につき、個々の具体的な取引における秘密の不当利用や一般投資家の損害発生という事実の有無を問うことなく、その提供請求ができることとして、秘密を不当に利用する取引への誘因を排除しようとするものである。上記事実の有無を同項適用の積極要件又は消極要件とすれば、その立証や認定が実際上極めて困難であるから、同項の定める請求権の迅速かつ確実な行使を妨げ、結局その目的を損なう結果となり兼ねない。また同項は、同条八項に基づく内閣府令で定める場合又は類型的にみて取引の態様自体から秘密を不当に利用することが認められない場合には適用されないと解すべきことは前記の通りであるし、上場会社等の役員又は主要株主が行う当該上場会社等の特定有価証券等の売買取引を禁止するものではなく、その役員又は主要株主に対し、一定期間に行われた取引から

得た利益の提供請求を認めることによって当該利益の保持を制限するに過ぎず、それ以上の財産上の不利益を課するものではない。それらの事情を考慮すると、そのような規制手段を採ることは、前記のような立法目的達成のための手段として必要性又は合理性に欠けるものではない。」

以上のように、法一六四条一項は証券取引市場の公平性、公正性を維持するとともにこれに対する一般投資家の信頼を確保するという目的による規制を定めるものであるところ、その規制目的は正当であり、規制手段が必要性又は合理性に欠けることが明らかであるとはいえないのであるから、同項は、公共の福祉に適合する制限を定めたものであって、憲法二九条に違反するものではない。」

【研究】

(一) 問題の所在

昭和六三年の証券取引法改正は、わが国における内部者取引規制の整備・強化を目的の一つとしていた。短期売買差益の提供を定める証券取引法一六四条（平成四年改正前一八九条）についても、同条が内部者取引規制の主要法源の一つであるとの理解を所与として、同条の実効性を高めるべく、短

期売買の報告義務を定める同法一六三条（平成四年改正前一八八条）が設けられた。¹⁾

短期売買に関する報告義務および差益提供の制度は、合衆国連邦証券取引法の一六条（a）項および同条（b）項を母法とする。昭和三年証券取引法改正により、投資者の保護を目的に継受された制度である。ただし継受の背景には、GHQの強い指図があった。終戦間際に全面停止した証券取引所の早期再開を図るにも、GHQから容易に許可が得られず、許可を得るためには証券取引に関する法的基盤を、米国の証券法および証券取引法と同一のものに改めるように強制された。²⁾ そのため一六条（a）項および（b）項と同様の制度である現行証券取引法一六三条および一六四条が、いわば押し付けられたものとして制定されるに至った。³⁾

制定時のこうした経緯は、短期売買差益提供の制度について、制定時の段階では十分に検討されていなかったことの裏返しである。この制度をめぐる議論が始まるのは、昭和二三年の制定以後である。⁴⁾ 制度の目的が内部者取引の規制であるとの理解を出発点として、後述する適用要件をはじめ、いくつかの論点について議論が展開されてきた。とりわけ制定から四〇年を経た昭和六三年証券取引法改正を契機として、

学説における議論が活発化するとともに、平成二年には日工事件判決が最初の判例として登場した。⁵⁾ それ以後、平成四年には養命酒事件⁶⁾およびオーミケンシ事件⁷⁾の二件の下級審判決が続き、最高裁が初めて判断を示したのが本判決である。本判決は一六四条一項について、前述「ないし」の論点を含む。は目的を、は適用除外を、は適用要件を、そしては合憲性を、それぞれ論点とする。このうち「は、これまでの事例では争点となっていなかった。本件の原審および第一審の両判決でも判断は示されておらず、最高裁で初めて示された判断である。」

ただし本判決の「ないし」の争点は、単なる四つのそれという訳ではない。一六四条一項の目的を内部者取引規制と解した場合、規制の根拠や手段をはじめ、内部者取引規制の問題領域に位置づけられる諸問題にかかわる。そのためいくつもの複雑な論点があがられる。また「ないし」の各争点が相互に絡み合っている様子も垣間見える。さらに内部者取引を目的とした他の規制法源との相関関係も問題点として数えられよう。これらの諸問題を明らかにするため、以下では本件最高裁判決の分析から始めよう。

(二) 本判決の分析

まず、の論点を分析しておこう。では一六四条一項の目的が、同条項の目的規定に従って理解された。内部者取引の未然防止を目的と解する訳である。そして内部者取引が規制されるべき理由については、証券取引市場における公平性・公正性ならびに一般投資家の利益および証券取引市場に対する信頼の保護に求めている。規制理由に關するこうした理解については、それ自体、適否が問われよう。なぜなら証券取引市場における公平性・公正性とは何か、一般投資家の利益とは何か、および証券取引市場に対する信頼とは何か、という問題が浮上するからである。判示によれば内部者取引が行われた場合、証券取引市場の公平性・公正性、一般投資家の利益、証券取引市場に対する信頼が損なわれると理解することになる。しかしながら例えば時価発行増資の場合、市場で形成される価格については、内部者取引が行われたか否かにかかわらず、会社財産充実の要請にかなう価格と理解されている⁸⁾。その意味では市場価格に信頼を寄せるのである。信頼の損なわれた市場から信頼に値する価格が形成されるとの理解には、論理矛盾または論理飛躍がないのだろうか。次に、一六四条一項の適用除外を定める同条八項に關

する判示である。内部者取引の懸念のない取引を内閣府令で定めるように八項が委任したと最高裁は理解している。ただし注意すべきは、八項自体は取引の「類型を」定めるべき旨を委任したとは規定していない点である。八項は「その他の事情を勘案して内閣府令が定める場合」が適用除外である旨を定めるに過ぎない。それにもかかわらず、本判決は取引類型を定めるように委任したと解する。こうした解釈は、内閣府令が一定の取引類型しか決めていないことに起因するものかも知れない。判示は続けて内閣府令の拡大解釈を示唆するものの、内部者取引の生ずるおそれのない取引類型についてのみ拡大解釈を許す趣旨とも理解されよう。換言すれば最高裁の判断は、個々の取引に際して秘密が不当利用されたか否かを判断して適用除外を図るのでない。類型に着目するのであり、その意味で内閣府令の拡大解釈は限定的とも理解されよう。

それでは適用除外を定める一六四条八項の拡大解釈を限定的に理解し、個別の取引について秘密の不当利用の有無を判断すべきでないと解する理由は何か。最高裁の解答は「判示からつかがわれる。では秘密を不当に利用したか否かという事実の立証の困難さが指摘されている。加えて立証の困

難さは迅速・確実な請求権行使を妨げ、一六四条一項の目的を損なうと述べる。もっとも請求権行使の迅速性および確実性が重視されるべき理由については何も言及していない。例えば手形・小切手訴訟においては権利の迅速・確実な行使を確保するために数々の手当が講じられているが、同条項の請求権について特段の方策は見受けられない。のみならず同条項の請求権について、優先的に弁済されるべき旨の規定もない。その意味で法文上では、同条項が定める権利の行使について、一般の債権と同程度の迅速性・確実性しか想定されていないこととなる。そうだとすると最高裁の言及する迅速性・確実性という言葉が、どれほどの意味内容を有しているかが問われざるを得まい。

のみならず、では、秘密の不当利用の有無は一六四条一項を適用するための積極要件・消極要件のいずれでもないか判示された。原告が同条項の適用を主張する際にも、反対に被告が同条項の適用を主張する際にも、秘密の不当利用は不問と解する訳である。しかしながら秘密の不当利用に関する立証の困難さへの顧慮は、積極要件・消極要件のいずれでもないとの解釈には必ずしも結びつかない。そこで最高裁は説明を追加する。同条項は客観的な適用要件を定めて秘密の不

当利用を一般的に予防しようとする規定と論ずる。要件の客観性と予防の一般性を理由として同条項の適用要件から外し、「役員・主要株主」による「六か月以内」の「反対売買」による「短期売買差益」の四要件のみが充足されれば同条項は形式的に適用されるべき旨を説くのである。

それでは一六四条一項が形式的に適用されるべき理由は何か。判示によれば結局、同条項の目的が損なわれなため、すなわち「判示が述べる内部者取引の未然防止と解することとなる。しかしながらそうなると、内部者取引の規制理由に關する前述の問題点を伴わざるを得ないのではなからうか。

ともあれ最高裁は、一六四条一項の目的に沿うべく、秘密の不当利用の事実を適用要件から外す。一般投資家の利益が現実に損なわれたか否かも問わない旨を示す。その上で同条項を、客観的な適用要件を定めて上場会社等の役員又は主要株主による秘密の不当利用を一般的に防止しようとする規定と理解する。そして「判示によれば同条項は憲法二九条一項に違反しないと述べる。一六四条一項は財産権に対する規制であるが、規制の目的、必要性、内容、規制によって制限される財産権の種類、性質および制限の程度を比較考慮する

と、同条項による規制は公共の福祉に適合するとの判断である。こうした判断の基礎となっているのは、内部者取引が証券取引市場における公平性、公正性を著しく害し、一般投資家の利益と証券市場に対する信頼を損なうとの理解である。同じ判断が、では一六四条一項の目的として判示されたが、かかる目的が、では憲法二九条二項に違反しない理由付けとして判示されている。

もつとも規制内容については、役員・主要株主に売買取引を禁止するものではなく、一定期間の取引から得た利益の保持を制限するに過ぎず、それ以上の財産上の不利益を課するものではない旨を判示する。しかしながら提供額の算定に関する内閣府令によれば、一連の取引で得られた利益額を超えて提供額が算出される場合も生ずる。取引をなす以前より取引者の財産減少をもたらし得る点を捉えれば、抑止的・制裁的效果と理解することも可能であらう。

問題はこうした効果について、一六四条一項を適用した場合のそれとして是認され得るか否かである。同条項により生ずる効果が刑事責任でない以上、民刑峻別論を前提とするならば、民事責任の効果として抑止的・制裁的效果が正当化されるか否かが問われなければならない。例えば内部者取引の

同条項の適用要件か否か。同条項により発生する請求権について求められる迅速性・確実性という言葉は具体的にどのような意味内容を備えるか。同条項の抑止的・制裁的效果は民事責任として是認され得るか。同一事案で他の規制法源により刑事責任も課される場合に、二重処罰を招かないか。同条項の規制手段には合憲性を確保し得るだけの合理性が認められるか。こうした数多くの問題点について、従来の判例および学説はどのような解答を試みているか。以下で判例・学説を概観しよう。

(二) 先例と本判決の位置付け

本件最高裁判決以前に一六四条一項の短期売買差益提供が請求された判例は三件ある。日工事件、養命酒事件、およびオーミケンシ事件の三件である。このうち短期売買差益の提供を初めて命じた日工事件は、被告が出廷しないまま欠席判決となり、原告の求めた裁判がそのまま判決となった。同条項に関する裁判所の判断は示されていないため、同条項の解釈論について、先例的価値は大きくない。

ただし最初の判決として注目を集めたのは事実である。メディアも注目を寄せた。新聞記事によれば、日工事件につい

規制法源の一つとされる証券取引法一六六条が適用され、罰金の支払が命じられるとともに、一六四条一項に基づいて制裁的效果を備えた金銭提供も命じられるような場合には、二重処罰の懸念も生じかねない¹⁰⁾。また民刑峻別の理想が内容において空虚で、現実から遊離していると理解する場合でも、やはり慎重な検討が求められよう。なぜなら同条項に基づいて抑止的・制裁的效果が、売買の相手方なくして成立し得ない市場価格に基づいており、取引者による行為の悪性の程度とは無関係だからである。さらに、買値よりも常に高い価格で売付ければ一連の取引をなす以前と比べて取引者の財産減少を来さない¹¹⁾ので、狡猾な取引者が用心深く取引すれば、抑止的・制裁的效果の発生を阻止し得る点も看過すべきでなからう¹²⁾。本判決は一六四条一項による差益提供について、規制手段が合理性に欠けることが明らかであるとはいえないと判示する。しかしながら同条項を適用して生ずる効果については、判示にもかかわらず、問題点として検討を要するのではなからうか¹³⁾。

本判決の分析を試みたところ、いくつもの問題点が浮上した。一六四条一項の目的は何か。内部者取引の規制理由は何か。同条項の適用除外は限定的か。秘密の不当利用の事実はないか。それは次のような推論による。

市場で株式買い集めを進めていくと株価は高値を推移し、買い集めの費用がかさむ。また一般投資家は一層の高値を期待するため売りを控えるようになり、新たな売りが出てこないため買い集めは思うように進まなくなる。そこで買い集めを進める側は、意図的に少量の株式を市場で売却する。需給関係が逼迫しているので、少量の売りでも価格の下落は小さくない。株価が下落すれば、一般投資家から売りが出てくるので買い集めが進展し、買い集めに要する費用も節約できる。新たな売りを誘い出すための売付と買付を繰り返しながら買い集めを進めると、短期売買差益の提供請求権が発生する。買い集められた会社はこの請求権を行使することになるが、その際に利益配当請求権との相殺を主張する。相殺後の残額を裁判では請求するが、会社側の意図は相殺にある。相殺により、他の株主には利益を配当するものの、買い集めを進める者にだけは配当しない。こうして買い集めを進める者の資金力を脆弱化させる。いわば「敵に塩」を与えない法的手段として短期売買差益提供請求制度が使われたとの推論である。

日工事件は欠席判決のため、法廷における当事者の攻撃・防御は何も展開されていない。こうした推論が当事者の真意を反映しているか否かも定かでない。しかしながらこの推論に一定の説得力は認められよう。日工事件に続く養命酒事件およびオーミケンシ事件でも利益配当請求権との相殺がなされた点に鑑みれば、相殺は原告会社による攻撃の重要ポイントの一つと数えられよう¹⁵⁾。のみならず注目すべきは、本件も含め短期売買差益の提供請求が言い渡された事案では、いずれも訴訟当事者が原告は会社で、被告は主要株主という点である。一六四条一項では被告資格が役員又は主要株主とされているが、役員が被告となった判例は見当たらない。また一六四条二項によれば株主にも原告資格が認められているが、いずれの事案も原告は会社であり、株主は原告となっていない¹⁶⁾。商法二六七条が定める株主代表訴訟についての教科書的理解、すなわち身内を被告として会社が提訴するとは考え難いから株主にも訴権が与えられているという理解とは、状況が異なると考えられる。被告である主要株主を会社が身内ではなく敵と認識している状況が思い描かれよう。

なお日工事件が欠席判決となったのは、被告の会社が倒産したためとのことである¹⁷⁾。仮にそうならば、短期売買差益のうに判断した。すなわち、実質的所有とは自己の計算により自己または他人の名義をもって株式を購入することであり、購入資金が自己資金か否か、購入した株式が担保に提供されているか否かは問わない。秘密の不当利用については、条文はこれを防ぐのが短期売買差益提供制度の目的である旨を定めているに過ぎず、この制度の適用要件ではない。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である。インサイダー取引未然防止の趣旨・目的に照らせば、この制度は憲法二九条一項に違反しない。このように判断して差益提供請求を認容した。

続くオーミケンシ事件の争点は、短期売買差益提供制度の基本的理解、および主要株主の意義である。裁判所はこの制度を、内部者取引の間接的な防止を図り、取引自体は禁止しないが、利益を保有させない制度と判断した。また主要株主とは、株主名簿の記載にかかわらず実質的に発行済株式総数の一〇〇分の一〇以上の株式を有する者である旨を述べた。こうして請求認容の結論を示した。

養命酒事件およびオーミケンシ事件におけるこうした判断は、本件と類似する。短期売買差益提供制度の目的、秘密の不当利用の要件性、およびこの制度の合憲性の三点について、

提供を請求する原告会社にとっては、請求権の行使にある意味で迅速性が要求されるのかも知れない。原告会社にとっては、倒産した被告会社の代表者が他の債権者からの追求を避けるべく所在不明となる前に、債権を回収する必要があるとも考えられるからである。本判決は、一六四条一項による請求権の迅速な行使を判示した。被告会社の倒産といったコンテクストで捉えるならば、迅速性の要求は理解可能なようにも見える。ただし判決に仮執行宣言が裁判所の職権で必ず付された¹⁸⁾、証拠が書証に制限されたり、控訴が禁止されたりする訳ではない。被告会社の代表者が所在不明となる前の請求権行使といった程度の意味でしかない迅速性の要求であれば、被告会社に対する他の一般債権と異なることはない。一般債権と同程度に過ぎないのであれば、本判決が唱える権利行使の迅速性の意味内容については、必ずしも明らかではないと解されようか。

欠席判決の日工事件とは異なり、養命酒事件およびオーミケンシ事件では被告が争い、裁判所の判断も示された。養命酒事件の争点は主要株主による実質的所有の意味、秘密の不当利用の要件性、差益提供義務と損害賠償義務との差異、および合憲性である。これらの争点について、裁判所は次のように両判決の判断と本判決のそれとの間に相違はない。また本件とオーミケンシ事件では、一六四条を一六三条と一体化して捉えるとともに、憲法二九条一項に違反しないとの判断でも異ならない。さらに本件と養命酒事件は、内部者取引が規制されるべき理由を、証券市場における公平性・公正性の確保や一般投資家の利益と証券取引市場に対する信頼の保護に求める。このような類似性に鑑みれば、本判決については基本的に、従前の両判決の理解を最高裁が維持・確認したと捉えられるよう。

ところで本判決では直接的な争点となっていないが、主要株主の意味について、従前の両判決を合わせ読むと、購入者の名義や株主名簿の記載とは無関係に、自己の計算で実質的に発行済株式総数の一〇〇分の一〇以上を所有する者と解されよう。両判決のみを眺めるならば、この解釈自体はそれほど不可解ではあるまい。しかしながら判示で適用要件の客観性に言及する本判決と照らし合わせた場合にはどうか。従前の両判決によれば、購入者の名義や株主名簿の記載とは無関係に判断され、「実質的に」の解釈に曖昧さを残す。主要株主の意味は必ずしも不可疑自明的に決定される訳ではない。本判決が適用要件の客観性に言及するのは事実だが、どれだ

け客観性を重視しているか。従前の両判決を維持・確認した事例として本判決を位置づけ得る以上、言及にもかかわらず、客観性重視の程度には疑問がある¹⁹⁾。

(四) 学説と本判決の位置付け

続いて本判決で浮上した問題点について、学説の状況を概観し、本判決の位置づけを探ることとしよう。本判決が示した理解は、学説における多数説のそれとほぼ同じである。一六四条一項の目的を内部者取引の未然防止と解し、内部者取引が規制されるべき理由を証券取引市場における公平性・公正性ならびに一般投資家の利益および証券取引市場に対する信頼の保護に求め、秘密の不当利用は同条項の要件ではないとする本件の判示は、いずれも学説において多数説を占める²⁰⁾。

これに対し少数説は次のような見解を唱える。まず一六四条一項の目的について、会社の役員・主要株主に自社株の短期売買差益獲得の機会を奪うことで、会社に対する忠実義務の履行を促す点にあると解する立場がある²¹⁾。この立場は、同条項の文言は内部者取引の未然防止を規定するが、役員による内部者取引により会社が被害を被る訳ではなく、利得を会社に返還する理由の説明がつかない点を多数説批判の論拠

とする。その上で、ストック・オプションと同様に捉え、同条項を商法的な性格が中心で、内部者取引の防止は二次的と理解する。論者によれば内部者取引の規制根拠は、情報の格差（情報面での優越的地位）を利用した投資判断の形成行為が、市場における公正な価格形成を阻害することによる反公益性に求められるといふ²²⁾。そうだとすれば内部者取引により被害を被る訳でもない会社への差益提供は、証券取引法一六六条をはじめとする内部者取引の他の規制法源と整合しないとの見解であろう。もっとも内部者取引が市場に与える影響に関する機能的な検討が従来十分に試みられていなかったのであれば、公正な価格形成の阻害という説明で十分な規制根拠が示される訳ではなからう²³⁾。

また一六四条一項で定められている「不当」の意味を、内部者取引の規制ではなく、本来なら会社の計算で行われるべき売買を、役員・主要株主自身の計算として行ってしまふ点に求める見解もある。会社が自己株式を売買して得るべき利益を、役員・主要株主が取得する点に不当性を求める訳である。役員・主要株主が取引すること自体が不当と評価されるので、同条項の請求権を主張する際に、秘密の不当利用を問うべき理由はない旨が述べられている²⁴⁾。

この見解は、一六四条一項では差益の提供先が会社とされている点に着目したと推測されよう。さらに論拠として、同条項の規制対象には株券のみならず社債券等も含まれるとともに、証券取引法上では自己株式も含めて特定有価証券等の会社自身による売買を禁止する規定は存在しない点が指摘されている²⁵⁾。自己株式取得禁止の原則が平成一三年商法改正により放棄された現在では、あるいはこうした見解も成り立つ余地があるのだろうか。ただし本件で取引されたのは株式である。のみならず平成一一年二月二六日までに被告が発行済株式総数の一〇〇分の一〇以上を取得し、原告が平成一一年八月二三日付の内容証明郵便で差益の提供を請求している。

この間に一連の取引がなされたのであれば、適用されるべき商法上の条文は自己株式の取得を原則として禁止する旧二一〇条であったはずである。確かに証券取引法上では自己株式を取得する規定はないが、当時の商法旧二一〇条で禁止されるべき自己株式の取引がなされることを前提に、一六四条一項が規定されていたと考えるのは困難ではなからうか²⁶⁾。

次に内部者取引規制の根拠については、情報の格差に起因する公正な価格形成の阻害を防ぐ点に求める前述の見解の他に、正当な競争利益が確保できることを保証された市場を保

つ点に求める見解もある²⁷⁾。これらはいずれも内部者取引規制を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の関係で理解する見解である。これに対し、市場のあり方との関係と並んで、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に着目し、当該当事者間の契約的關係で議論を整理する見解もある。市場的アプローチと契約的アプローチの二元的に整理する訳である²⁸⁾。

市場的アプローチから一六四条一項を内部者取引の規制法源として捉えようとする場合、同条項が差益提供の名宛人を会社とする点については次のような説明がなされる。すなわち不当な利益を吐き出させるのが目的で、提供先が会社とされているのは立法技術上の問題との説明である。しかしながらこの説明には必ずしも説得力があるとは言いがたいのではなからうか。市場のあり方を問うのであれば、会社による差益受領でなく、国による没収や反対取引をした投資家による請求の方が筋が通るとの指摘はもっともであろう。このように考えた場合、同条項を市場的アプローチから説明するのは困難ではなからうか。これに対し契約的アプローチによれば、差益提供の名宛人を会社とする点について、基本的には取締役と会社間の信認関係から理解されよう。信認関係に基づく

信認義務違反の効果として差益提供が命ぜられると解する方が、無理がないのではなからうか。

続いて秘密の不当利用について、これを要件と解する見解が存在する。原告に証明責任を負担させる見解³¹⁾の他、証明責任を転換して被告に負担させる見解³²⁾もある。証明責任の転換を唱えるのは、秘密の不当利用という事実の立証が困難なことに配慮するためであるが、いずれも要件と解する点で変わりはない。多数説に対する批判として、「秘密を不当に利用することを防止するため」という条文の文言を多数説が短期売買差益提供制度の目的を定めたと解するのであれば、制度の趣旨・目的に適合する解釈を採るべきと論ずる。秘密の不当利用のないことが証明された場合にまで提供させる必要はなく、かえって制度の趣旨に反するとの指摘もなされる。

その他、基本的には多数説を支持しながらも、およそインサイダー情報を得て投機的な取引を主要株主がなし得るという可能性が存しない場合まで短期売買差益提供制度を適用することに疑問を呈する見解もある。もっともこの見解について、一定の定型的行为を適用除外とする見解と捉えるのであれば、秘密の不当利用の要件性に関する見解としてではなく、一六四条八項の適用除外に関する見解との位置づけも考えら

矛盾または論理飛躍とも思われる理解を示しながらも一六四条一項の適用を図る点に、根拠明確化の先送りも厭わず規制を志向する最高裁の強い意欲が窺われよう。

もっとも規制根拠が必ずしも明らかでないのは日本法に限られない。内部者取引規制が最も進んでいると言われるアメリカ法においても、事情は日本法と大差ない。一九九七年のO'Hagan判決が、一九三四年証券取引所法一〇条（b）項および同条項に基づく規則一〇b-5（以下ではこの両者を併せてRule 10b-5と記す）に基づく内部者取引の規制法理として、不正流用理論を採用したのは事実である。けれども同判決は、一定の要件・効果を備えた法概念としての内部者取引をアメリカ法がほとんど見失っている現状を露呈した判決でもある。内部者取引の何たるかが必要十分に明確化されていない状況で、同判決は重層的構造を備える信認義務の法理を駆使して規制を放棄しなかった。Rule 10b-5に基づく規制法理には不正流用理論のみならず情報平等理論および信認義務理論の三法理が混在するが、いずれも信認義務の法理を包含する。信認義務の法理はRule 10b-5に基づく内部者取引規制のいわば公約数なのである。³³⁾

アメリカ法が内部者取引に規制を加える際に信認義務の法

れよう。³⁴⁾

(五) 検討

すでに見たように、本件最高裁判決は数多くの問題点を抱える。一六四条一項の目的や要件・効果、同条項に基づく訴訟が現実にも果たしている機能など、いずれも看過し得ない問題であろう。同条項が憲法に違反しないとの判示にも疑いは免れない。本判决への評価は否定的とならざるを得ないので、なからうか。

のみならず本判决は内部者取引規制一般にかかわる問題点も含む。証券取引市場における公平性・公正性ならびに一般投資家の利益および証券取引市場に対する信頼保護という、本判决が示す内部者取引の規制根拠は、他の規制法源においても吟味されるべき問題点であろう。この点に関連して最高裁は近時、証券取引法一六六条について二件の判決を言い渡した。日本商事事件³⁵⁾および日本織物加工事件³⁶⁾の両判決である。争点はいずれも一六六条の解釈であり、内部者取引の規制根拠が正面から論じられた訳ではない。しかしながら両判決の判示に分析・検討を加えた場合、規制根拠の間われるべき旨が明らかとなる。そのような状況下で本判决が現れた。論理

理を不可欠の要素とするのはRule 10b-5に止まらない。一九三四年証券取引所法一六条（b）項においてもまた、信認義務の法理を伝統的に規制の要素としてきた。一九三四年の制定以前、内部者取引規制は州法の分野で賄われてきた。そこでは取締役の株主に対する信認義務に関する多数原則、少数原則および特別事実原則の三原則を軸に議論が展開されてきた。少数原則および特別事実原則では義務を肯定し規制を加えるの、多数原則は否定する。そのため州により内部者取引規制の可否が分かれていた。こうした状況を解決すべく、連邦法による最初の内部者取引規制法源として一六条（b）項が制定された。連邦法に対する州法の独立性を担保すべく、州法レベルでの原則の相違はそのまましつつ、いずれの州法にあっても是認される取締役の会社に対する信認義務からアプローチをかけたのが一六条（b）項なのである。³⁷⁾

制定当初から色濃く反映されていた信認義務の法理は、現実は一六条（b）項が適用される場面にも機能した。同条項のリーディング・ケースであるSmolowe判決³⁸⁾では、制定法で定められていないため解釈で決するべき提供額算定方法について判示する際、信認義務の法理を強調する。自社株取引からのあり得べき全利益を絞り取り、受認者の個人的利益と

誠実な義務の履行間の衝突を回避するに十分な高度の規準を確立することが制定法の意図であるとの判示⁽¹⁴⁾は、信認義務の法理を唱えたものに他ならない。この判示によって正当化された最低買付・最高売付価格方式による提供額算定方法は、現在も維持されている。要件論の分野では様々な技法を駆使して一六条（b）項の適用を制限しつつも、少なくとも効果論においては、制定当初から今日まで信認義務の法理を機能させるのである。

わが国の証券取引法一六四条一項について、母法との一事で一六条（b）項と同様の解釈をすべきことにはなるまい。例えば提供額算定方法について、日本法はアメリカ法と相違する。同一日の売買については最低買付・最高売付価格方式を採用するものの、それ以外については先入先出方式を採用する旨を内閣府令は明示する。制度自体に修正が加えられている状況では、アメリカ法の解釈は参照に止めるべきものなのかもしれない。しかしながらそうすると、一六四条一項を解釈する拠り所をどこに求めるか。本判決および通説が示す一六四条一項の理解に飽き足らなさを覚えるのであれば、どうするか。

手がかりの一つは、相違点を踏まえつつ、なおアメリカ法の株式分散に過ぎず、内部情報の濫用可能性がないと認定可能であれば、Kern 判決を先例と解した場合、一六条（b）項の適用は否定されることとなる⁽¹⁵⁾。

しかしながら Kern 判決は公開買付に伴う株式交換の事例である。本件とは事実関係が異なるとの理解もあり得よう。そのように解した場合、Kern 判決の先例拘束力は本件には機能しない。そうだとすれば一六条（b）項の基本的理解に立ち返って本件を捉えるべきこととなる⁽¹⁶⁾。ところでアメリカ法における信認義務の法理は重層的構造を備える。利益相反の認定が、複数段階で可能なのである。受認者の利益に対応する会社の損害について言えば、現実的損害の場合もあれば、制裁的・抑止的效果を目的とする現実的損害以外の損害の場合もある⁽¹⁷⁾。Smolowe 判決はまさにこうした手法を採用する。そして現実的損害以外の損害概念を駆使して利益相反を認定し、信認義務違反を認定する手法は、近時の O'Hagan⁽¹⁸⁾ 判決で Rule 10b-5 においても採用されたのである。そうだとすればアメリカ法が今日、本件のような事案において、Smolowe 判決に立ち返って一六条（b）項を適用することは十分にあり得べきと考えられよう。

一六四条一項の解釈の拠り所を信認義務の法理に求めた場

に解釈の拠り所を求めることであろう。一六四条一項と一六条（b）項を比較し、取締役の信認義務に関する規準の強弱を所与としつつも、一六四条一項を基本的に信認義務の法理を解釈の指針とする訳である。こつした観点から眺めた場合、一六四条一項の適用の可否は、信認義務の法理の適用の是非すなわち利益相反の有無で決せられるべきこととなる。本件事案について言えば、一連の取引により被告と会社間で利益相反が生じたか否かが、一六四条一項適用の分岐点となる。

(名城 '03) 52-2-3-308

ところで被告の主張によれば、本件における被告の売付は同一グループ会社間での株式分散に過ぎないとされる。仮に被告の主張通りならば被告と会社間には利益相反は生じていないようにも見える。そうだとすれば一六四条一項が適用されるべき事案ではないとの結論も考えられよう。

それでは本件は一六条（b）項も適用されない事案であるうか。仮にアメリカ法で本件のような事案が生じた場合、要件論レベルで適用を退ける手法が採られることも考えられる。例えば Kern 判決⁽¹⁹⁾である。公開買付に伴う株式交換が同条項の売買に該当するか否かが争われた一九七三年のこの事件で連邦最高裁は内部情報の濫用可能性の不存在を理由に同条項の適用を否定した⁽²⁰⁾。本件の売付が仮に同一グループ会社間で

合、同条項適用の可否を左右するのは、どのような利益相反を認定するかという点に帰着する。わが国の損害賠償法において多数説的地位を占める差額説の理解によれば、基本的には現実的損害とそれに対応する受認者の利益で利益相反を認定するほかならう。もっとも慰謝料請求権の問題をはじめ、損害填補の観点だけでは理解し切れない状況が存在する。それゆえ差額説のみで日本法の現状を把握し得ないことも事実である⁽²¹⁾。

取締役の会社に対する損害賠償責任のコンテキストで、日本法は取締役に課せられる規準にどこまでのレベルを求めるか。日本法の損害賠償法理との整合性を念頭に置いた場合、どの程度の規準を求めるのが適切なものか。本判決が数多くの問題点を抱えていることはすでに見た。判旨の立論には基本的に反対せざるを得ない。差額説の理解に立つ限り、本判決の結論にも疑問が残る。しかしながら差額説とは異なる理解に立つとどうか。制裁的・抑止的效果を加味した損害概念を、日本法は現時点でどこまで取り込めるか。本判決については、そのレイシオ・デシデンダイは何か、射程はどこまでか、現在の実務にどのような影響を及ぼすかといった諸問題への解答が求められている。これらの諸問題に回答を与えようとする

52-2-3-309 (名城 '03)

る場合、伝統的には差額説を出発点としながらも次第に変容を遂げつつあるわが国の損害賠償法理との整合性を視野に納めつつ、一六四条一項の解釈論を展開しなければならぬ。本判決の結論自体については、こうした観点から評価・批判が加えられるべきである。

(注)

- (1) 昭和六三年証券取引法改正における内部者取引規制の強化については、横畠裕介「逐条解説 インサイダー取引規制と罰則」二七頁以下(一九八九年、商事法務研究会)、竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化(上・下)」商事法務一四二頁二頁・一四四頁九頁(一九八八年)、龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情一一九頁三九頁(一九八八年)等を参照。また六三年改正による短期売買に関する報告義務および差益提供の制度については、加美和照「内部者による自社株式の短期売買」会社法の現代的課題・三二九頁(一九九一年、勁草書房)参照。
- (2) 河本一郎「証券取引所の再開と発展」ジュリスト九〇〇号四二頁(一九八八年)。
- (3) 堀口巨「証券取引法一八九条に基づく不当利益の提供——日工事件を契機として——」商事法務二二二二頁三頁(一九九〇年)。

九〇年)。

- (4) わが国における比較的初期の論稿としては、今井宏「取締役による株式の不当取引について——証券取引法一八九条とアメリカ法——」法文論叢六号法科篇一六頁(一九五四年)、および松元巨「証券取引法一八九条の研究」一橋論叢三九巻六号三八頁(一九五八年)がある。
- (5) 神戸地明石支判平成二年七月二七日金融・商事判例八五七号一四頁。この事件については以下の評釈がある。堀口巨「判批」金融・商事判例八五七号四二頁。新山雄三「判批」ジュリスト九八〇号一〇二頁。
- (6) 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。この事件については以下の評釈がある。吉本健一「判批」阪大法学四六巻三三三頁(一九九六年)。岸田雅雄「判批」商事法務一四三九号三三頁(一九九六年)。松井秀征「判批」ジュリスト一〇一〇号一〇頁(一九九六年)。森田章「判批」判例時報一四四二号二四頁(一九九三年)。西尾信一「判批」手形研究四七九号六八頁(一九九三年)。大武泰南「判批」金融・商事判例九二三四五頁(一九九三年)。
- (7) 東京地判平成四年一〇月一日金融・商事判例九一〇号二四頁。この事件については以下の評釈がある。田澤元章「判批」ジュリスト一〇七二号一八三頁(一九九五年)。拙稿「判批」名城法学四四巻一〇二九三頁(一九九四年)。堀口巨「判批」判例時報一四六四号二二頁(一九九三年)。

- (8) 他に現物出資時の検査役調査を免除する商法一七三条二項も同じ理解であろう。同条一項で検査役による調査を原則として要求するにもかかわらず、二項では取引所の相場がある有価証券について調査が免除されている。
- (9) 手形・小切手訴訟では勝訴判決を言い渡す場合に裁判所が職権で仮執行宣言を付す(民訴二五九条一項)。請求内容は手形または小切手による金銭支払請求またはこれに付帯する法定利率による損害賠償請求に限られる(同三五〇条一項・三七七条一項)。反訴が禁止され、証拠は書証に限られ、控訴も禁止される(三五二条・三五二条一項、同三五六条、三六七条二項)。
- (10) この点については、龍田・前掲(注一)四二頁参照。ここでは短期売買差益を提供した場合でも、情状は酌量されようが、内部者取引の他の規制法源により処罰される旨が指摘されている。
- (11) このような理解については、例えば樋口範雄「制裁的慰謝料論について——民刑峻別の「理想」と現実——」ジュリス卜九一―九頁(一九八八年)参照。
- (12) 提供額算定方法の抱える問題点については、拙稿・前掲(注一)三〇二頁以下参照。
- (13) この点について、河本一郎・竹内昭夫・龍田節・福田平・水口弘一・宮内康夫「座談会 インサイダー取引の規制」ジュリスト九〇八号一五一―一六頁(一九八八年)参照。ここでは

提供されるべき利益の算定方法を決めるのがかなり困難な旨が記されている。

- (14) 平成二年四月一日日本経済新聞夕刊参照。
- (15) なお本件では原告会社は相殺を主張していない。被告による一連の取引時期を示す別表が判例集では略されているため、短期売買差益提供請求権の発生時期は不明である。被告の売付が被告主張のように株式保有の被告関連会社への分散だとしても、分散後の名義書換がなされたか否かも明らかでない。もっとも原告会社は平成一年八月三日付内容証明郵便で提供請求し、翌日には同郵便が被告に到達している。この頃の配当実績を調べると、三月決算である原告会社は、平成一年三月期末配当で一株当たり四円、同年九月中旬配当で〇円、平成二年三月期末配当で四円の利益配当をしている。
- (16) この点に関連して、竹内昭夫「インサイダー取引規制のあり方——その批判的検討——」ジュリスト九六四号四六―四七頁(一九九〇年)参照。ここでは主観的要件の立証が不要で客観的事実の立証さえすれば勝訴できる点を指摘して、株主の差益提供訴訟提起のインセンティブは原告の弁護士にある旨が記されている。
- (17) 堀口・前掲(注三)五頁参照。
- (18) なお日工事件から本判決に至る四判決には、いずれも仮執行宣言が付されている。オーミケンシ事件では原告の請求に

より付された旨が必ずしも示されていないが、他の三判決はいずれも原告の請求に基づいている。

- (19) 「客観」という語彙の問題でもあるが、銀行取引における預金者認定の問題で唱えられる客観説についても類似の問題状況が見受けられる。預金者認定に関する客観説は出捐者を預金者と解する立場だが、出捐者概念については、実質的に最も直接的な利益を有すべき者と解する立場や、預金原資提供者と解する立場などの諸説がある。出捐者概念の曖昧さであり、それはすなわち客観説の曖昧さに他ならない。客観説の曖昧さを指摘する文献として、高木多喜男「預金者の認定」『金融取引と担保』八九—九〇頁（一九八〇年、有斐閣）、および椿寿夫「判例研究」『民商法雑誌七』巻一—六〇—一六五頁（一九七三年）等参照。

- (20) 河本一郎・関要「新訂版」逐条解説「証券取引法」九八三—九八四頁（二〇〇二年、商事法務）。芳賀良「判批」金融・商事判例一—四四号六四—六五頁（二〇〇二年）。河本一郎・大武泰南「証券取引法読本」第五版「二九七頁（二〇〇二年、有斐閣）。堀口巨「新訂第三版 最新証券取引法」六三八頁（二〇〇一年、商事法務研究会。田中誠二・堀口巨編。再全訂コンメンタール「証券取引法」一〇〇五頁（一九九六年、勁草書房）。神崎克郎「証券取引法」新版「六一八頁（一九八七年、青林書院）。
- (21) 上村達男「流通事情に対する法規制（四）——積極的市場

摘されている。市場のアプローチと契約的アプローチに分けている訳ではもちろんないが、内部者取引規制を多面的に把握しようとした理解として注目されるべきである。

- (29) 堀口・前掲（注3）六一—七頁。
- (30) 藤田・前掲（注23）六〇—六頁。
- (31) 佐々木秀夫「会社役員等に対する不当利益返還請求権発生の要件」『商事法務七八九号三二頁（一九七七年）』。秘密の不当利用を請求権発生の要件と解するのみならず、そのように解さなければ憲法一九九条一項に抵触する旨が記されている。

- (32) 吉本・前掲（注6）三九七—三九九頁。
- (33) 森田・前掲（注6）二二—五頁。
- (34) 吉本・前掲（注6）三九九頁、四〇三—四〇四頁（注13）。森田・前掲（注6）によれば、会社経営者と主要株主とが敵対的關係にある場合を、およそインサイダー情報を得て機動的な取引を主要株主がなし得るという可能性が存しない状況としている。ただし本判決のように、一六四八条八項は一定の取引類型を適用除外とする規定に過ぎないと解するのであれば、秘密の不当利用の要件性に関する見解の一つと捉えられようか。

なお本判決が述べた一六四八条八項の適用除外については、杉原則彦「判批」ジュリスト一—三四号一〇七頁（二〇〇二年）（参照。ここでは、主要株主が会社の営業譲渡、合併等に反対して株式買取請求権を行使したとき、独占禁止法による

阻害取引」『企業会計五三巻二』二一—七四頁（二〇〇二年）。

- (22) 上村達男「流通市場に対する法規制（三）——インサイダー取引規制」『企業会計五三巻一〇』一—四四七頁（二〇〇二年）。

- (23) この点については、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——新しい企業法を求めて——』（竹内昭夫先生追悼論文集）五七八頁、五八七頁（注11）（一九九八年、商事法務研究会）参照。

- (24) 野村證券法務部・川村和夫編「注解証券取引法」一一八三頁（一九九七年、有斐閣）。

- (25) 野村證券法務部・川村和夫編（注24）一一八六頁（注一）。

- (26) この見解が抱える他の問題点については、藤田・前掲（注23）六一—二頁（注65）参照。

- (27) 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——」『橋研究一七巻三』三〇七—三七頁（一九九二年）。

- (28) 藤田・前掲（注23）。この論稿では、内部者取引規制をめぐる議論が二元的アプローチの複雑な絡み合いで構成されている様子が記述されている。なお二元的理解に関連して、竹内昭夫「判批」判例商法 三九九頁（一九七六年、弘文堂）参照。ここではアメリカ法において、一六条（b）項と一九三四年証券取引法一〇条（b）項および同項に基づくSEC規則一〇b—五の両者が、特別規定と一般規定の関係としてではなく、併行的な規定とみるべきではないかとの問題が指

株式保有制限に反したとして公正取引委員会が命じた是正措置に従って株式を売却したときなど、個別的な投資判断の余地のない場合が想定されている。適用除外についてはほかに、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—二二八号一六頁（二〇〇二年）がある。

- (35) 最三判平成一一二年二月一六日刑集五三巻二一頁。日本商事件最高裁判決については以下の解説がある。森田章「判批」私法判例リマックス二〇号一〇〇頁（二〇〇〇年）。芝原邦爾「日本商事株式インサイダー取引事件最高裁判決の検討」『商事法務一五二五号五六頁（一九九九年）』。芳賀良「判批」金融・商事判例一〇七—一四四頁（一九九九年）。並木和夫「判批」法学教室二二八号二六頁（一九九九年）。鳥袋鉄男「判批」『琉大法学六二』二九五頁（一九九九年）。鈴木靖宏「判批」『関東学院法学九巻一』三三頁（一九九九年）。木口信之「判批」ジュリスト一—六一号一八一頁（一九九九年）。野々上尚「インサイダー取引規制に関する初の最高裁判決」『商事法務一五二二号二二頁（一九九九年）』。同「証券取引法上のインサイダー取引規制（証券取引法一六六条）に関する初の最高裁判決について」『法律のひろば五二巻五号五四頁（一九九九年）』。拙稿「判批」ジュリスト一—五四号八七頁（一九九九年）。

- (36) 最一判平成一一一年六月一〇日刑集五三巻五号四一—五頁。日本織物加工事件最高裁判決については以下の解説がある。黒沼悦郎「判批」法学教室三三四号一〇八頁（二〇〇〇年）。池

- 田修「三好幹夫」判批」ジュリスト一六四号一三二頁（一九九九年）。丹羽繁夫「インサイター取引規制の基礎となる『重要事実』の認定」再論『金融法務事情』一五三三頁（一九九九年）。池上政幸「判批」研修六一三三頁一三三頁。
- (37) この点については、拙稿「内部者取引規制——一件の最高裁判決——」名城法学五〇巻別冊三一九頁（二〇〇〇年）参照。
- (38) この点については拙稿「内部者取引規制——不正流用理論の行方——」私法六一号二六二頁（一九九九年）参照。
- (39) この点については拙稿「内部者取引規制——証券取引法一六四条に関する考察（一）——」名城法学四二巻二号二七頁（一九九三年）以下参照。
- (40) *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F. 2d 231 (2d Cir.), cert. denied, 320 U.S. 751 (1943).
- (41) 136 F. 2d at 239.
- (42) この点については以下の文献を参照。瀬谷ゆり子「アメリカ証券取引所法一六条（b）項と内部情報の濫用可能性の基準」『日本大学大学院法学研究年報一〇号一七五頁（一九八〇年）。拙稿「内部者取引規制——証券取引法一六四条に関する考察（二）（三）（四・完）——」名城法学四三巻四号一二十七頁（一九九四年）・同四四巻三号五九頁（一九九五年）・同四五巻一号一〇七頁（一九九五年）。原秀六「短期売買差益返還制度」『現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』（今中利昭先生還暦記念論文集）六九七頁（一九九五年、民事法研究会）。
- (43) *Kern Country Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, 411 U.S. 582; 93 S. Ct. 1736; 36 L. Ed. 2d 503 (1973).
- (44) 411 U.S. at 600.
- (45) 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。
- (46) *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 117 S.Ct. 2199, 138L.Ed.2d.724 (1997).
- (47) この点については、四宮和夫『不法行為（事務管理・不当利得・不法行為 中巻・下巻）』二六二頁以下（一九八七年、青林書院）、および森島昭夫『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。