

Title	内部者取引の民事救済
Sub Title	Civil Action under the Japanese Securities and Exchange Act §190-2 and the Theory of Fraud on the Market
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1993
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.66, No.3 (1993. 3) ,p.38- 54
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19930328-0038">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19930328-0038</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 内部者取引の民事救済

並木和夫

## 序論

### 一、証券取引法第一九〇条の二の性質と課題

### 二、アメリカ合衆国における内部者取引の民事救済の発展

- 1 証券取引法規則一〇b―五に基づく損害賠償の訴の構成要件
  - 2 判例上の「信頼の要件」の取扱——虚偽表示および表示の瑕疵の事例——
  - 3 判例上の「信頼の要件」の取扱——表示の欠缺の事例——
  - 4 判例上の「信頼の要件」の取扱——組織された大規模な取引所を通じた集団取引の事例——
- ### 三、市場に対する詐欺の理論
- 1 合衆国における判決の事例
  - 2 市場に対する詐欺の理論の基礎

### 3 市場に対する詐欺の理論

- (1) 効率的資本市場の理論

- (2) 投資者行動についての市場モデル
- ### 3 市場に対する詐欺の理論

### 四、日本法と市場に対する詐欺の理論

## 序 論

わが国においては、証券取引審議会による報告書、「内部者取引の規制の在り方について」<sup>(1)</sup>に基づいて、昭和六三年に証券取引法の一部改正（以下、「今回の改正」と呼ぶ）が行われ、初めて本格的な内部者取引規制が行われることとなったが、これは、内部者取引の刑事制裁について規定するに過ぎず、内部者取引の民事救済については何ら規定していない。

この点について、同報告書は、Ⅲ内部者取引の規制の在り方、の4内部者取引に対する刑事罰則の整備、の(3)民事賠償の項において、「内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような処置を講ずべきであるが、取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中期的な課題として取り組む必要がある。」としている。

かくして、内部者取引の民事救済の問題は、当面、民法の一般の規定によって解決されなければならない。そこで、本稿においては、内部者取引の民事救済を考えるに際しての問題点について研究する。

### 一、証券取引法第一九〇条の二の性質と課題

内部者取引規制の問題は、平成二年の私法学会における商法部会のシンポジウムのテーマとされたが、その基礎報告において、江頭教授が、「今この問題を学会で議論する意義は、どこにあるのだろうか。……インサイダー取引に対する規制のあり方について、まだ学会で十分議論がされつくしたとは言えない……」<sup>(2)</sup>と指摘され、また森田教授が、「インサイダー取引が……なぜ悪いのかということをもっと突き詰めていくという作業が学者の側で必要ではないか。」<sup>(3)</sup>

と指摘されているように、未だその構成をどのように理解すべきかという点が不明確である。かくて、内部者取引の民事救済の問題を検討するためには、その前提として、証券取引法第一九〇条の二の性質を正しく把握することが不可欠であるが、一般的には、この規定は法定の責任を課すことを規定したものと説明されるのみである。しかし、法が法として効力を持つためには、正当な根拠が存在しなければならず、また法の規定の適用に際しては、当該の規定の性質は確定されていなければならない。

そこで、拙稿「証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究」においては、証券取引法第一九〇条の二の性質は、証券の取引に際しての詐欺を規制するものであることを、明らかにした。<sup>(4)</sup>

証券取引法第一九〇条の二の規定の性質が、証券の取引に際しての詐欺行為を規制するものであるとすると、内部者取引の民事救済については、民法の詐欺の規定（民法第九六条）と不法行為の規定（民法第七〇九条）とが適用されることとなるが、内部者取引の民事救済を考えるに際して問題となるのは、表意者の欺罔行為への信頼の要件をどのようにして充足させ得るかということである。蓋し、民法第九六条が適用されるためには、詐欺者が、①故意に、②欺罔行為をしたこと、③表意者が、欺罔行為を信頼して錯誤に陥ったこと、および④錯誤に基づいて意思表示をしたこと、の四要件が、充足されなければならないからである。<sup>(5)</sup>

現代の証券の取引は、そのほとんどが証券取引所を通じた集団取引（取引所取引）によって行われている。証券取引所を通さないで当事者が直接する相対取引においては、表意者が反対当事者がなした欺罔行為に信頼して錯誤に陥ったと言いが、集団取引においては、表意者が反対当事者がなした欺罔行為に信頼して錯誤に陥ったと言ふことは困難であり、結局、「信頼の要件」が充足されないことになってしまうという問題がある。

我が国における内部者取引規制を定める証券取引法第一九〇条の二と、アメリカ合衆国における内部者取引規制を定める証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b-5は、いずれも、その性質は、証券の取引に際しての

詐欺を規制するものであって、いずれの国においても、詐欺の理論を基礎として、内部者取引の民事救済が図られることになる。しかも、アメリカ合衆国においても、「信賴の要件」は、内部取引者（本来なら、「内部者取引者」と表現すべきであるが、このように表現すると日本語として座りが悪いので、敢えて「内部取引者」と呼ぶ。）が内部者取引について反対当事者に対して損害賠償責任を負うための一構成要件とされている。

そこで、内部者取引規制の先輩国であるアメリカ合衆国において、「信賴の要件」がどのようにして充足させられてきたかについて研究することは、我が国において内部者取引の民事救済について考察するのに役立つと考える。

## 二、アメリカ合衆国における内部者取引の民事救済の発展

### 1 証券取引法規則一〇b—五に基づく損害賠償の訴の構成要件

アメリカ合衆国において、内部者取引規制の基礎を定める証券取引法規則一〇b—五に違反する行為を原因として損害賠償責任を追究する訴を提起するためには、判例上、被告が、①故意 (scienter) に、②重要な事実 (material fact) について、③虚偽の表示 (misstatement) または真実の秘匿 (omission) をし、原告が、④これに信賴して (on which the plaintiff relied)、証券の売買を行い、その結果、⑤損害を被ったことを、原告が主張・立証しなければならぬ<sup>(6)</sup>。

### 2 判例上の「信賴の要件」の取扱——虚偽表示および表示の瑕疵の事例——

証券取引法規則一〇b—五に違反する行為を原因として損害賠償責任を追究する訴の一構成要件である「信賴の要件」について、裁判所は、かつては、信賴は相当なものであるか、または正当なもの (reasonable or justifiable) でなければならぬとして、この要件が厳密に充足されることを要求していた<sup>(7)</sup>。近時においては、信賴の要件を緩和し、

信頼の要件を要求する目的は、内部者取引に際して用いられた情報についての「重要性」の要件によって代置できるとし (materiality subsumes justifiability)<sup>(8)</sup>、あるいは、情報の重要性の要件は、合理的な投資者であったならば虚偽表示または真正情報の秘匿によって投資判断に影響を受けたであろうことの客観的指標として要求されるに過ぎず、また、信頼の要件は、内部取引者が行った虚偽表示または真正情報の秘匿が、投資者の投資判断に影響を与えたことの主観的指標として要求されるに過ぎないとして、信頼の要件を緩和する判決があらわれている。<sup>(9)</sup>

また、信頼の要件は、内部者取引の反対当事者が、虚偽表示が存在するか、何らかの真正情報が欠缺した、情報開示のための公式の開示書類を、現実には読んだ場合には、これを主張・立証することによって、満足させることができるが、開示の内容を口頭で告げられたに過ぎない場合や、正式文書以外の文書を読んで知ったに過ぎない場合には、これを満足させることは困難である。

かくして、裁判所は、信頼の要件について柔軟な態度を示すようになり、Panziner v. Wolf 事件<sup>(10)</sup>においては、被告による不完全な開示を資料として作成された、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の記事を読んで証券の売買を行った原告について、被告がなした表示に信頼して証券取引を行ったものと認定した。

### 3 判例上の「信頼の要件」の取扱——表示の欠缺の事例——

一九七二年の連邦最高裁判所の Affiliated Ute Citizens v. United States 事件<sup>(11)</sup>の判決の内容は、次の通りであった。

Ute Development Corporation は、Ute Partition Act<sup>(12)</sup> に基づくインディアンの一部族である Ute 族の混血者に分配されるべき資産を所有・管理するために設立された会社であり、First Security Bank of Uta は、Ute Development Corporation の株式の名義書換代理人 (transfer agent) として Ute Development Corporation が発行した

株式の寄託を受けていた会社である。

The Development Corporation の株主である混血者たる原告らは、一九六三年から一九六四年にかけて、その保有する The Development Corporation の株式を、一株当たり三〇〇ドルから七〇〇ドルの対価で、First Security Bank of Uta の役員であった Halsen および Gale (いずれも First Security Bank of Uta 銀行の役員として、The Development Corporation の株式について market maker の役割を担っていた) 等に売却したが、当時 The Development Corporation の株式は、白人間の市場においては、一株当たり五〇〇ドルから七〇〇ドルの対価で売買されており、Halsen および Gale は、いずれもこのことを知っていた。

そこで、原告らは、Halsen および Gale に対して、Halsen および Gale は、market maker として、白人間において、The Development Corporation の株式が高値で売買されていることを知りながら、これを開示せずに、原告が所有する The Development Corporation の株式を、時価より低い価格で買取り、それによって原告らは、売却価格と時価との差額に相当する損害を被ったとして、証券取引法規則一〇b-5違反を理由とする損害賠償請求訴訟を提起した。

第一審判決は請求を認容したが、第二審判決は原告らによる「信頼」の証明が尽くされていないとして、第一審判決を破棄したため、原告らが連邦最高裁判所に上告した。

連邦最高裁判所は、Halsen および Gale が、market maker として、開示義務を負うの<sup>(14)</sup>にもかかわらず、開示義務を全く履行しなかった、本件の如き事情の下では、「信頼」したことについての証明は、損害の回復の前提要件とされない、と述べて、第二審判決を破棄して、原審に差戻した。

その後の下級審の判決の中には、Affiliated Ute Citizens v. United States 事件の連邦最高裁判所の判決のように、「信頼の要件」は、証券取引法規則一〇b-5違反の損害賠償責任を追及する訴の前提要件とはされないものと理解

するものもあるが<sup>(15)</sup>、下級審の判決の多くは、*Affiliated Use Citizens v. United States* 事件のような全くの不開示の状況の下においては、信頼したという推定がはたらくにすぎないとし<sup>(16)</sup>、またこの推定は、反証をもって覆されるものと理解している<sup>(17)</sup>。

#### 4 判例上の「信頼の要件」の取扱——組織された大規模な取引所を通じた集団取引の事例—— *Basic Inc. v. Levinson* 事件<sup>(18)</sup>

一九八八年の *Basic Inc. v. Levinson* 事件の連邦最高裁判所の判決は、連邦最高裁判所として、初めて、組織された大規模な取引所を通じた集団取引における「信頼の要件」の問題を、「市場に対する詐欺 (*Fraud on the market*) の理論」を用いて解決したものと注目される。これは、次のような事案であった。

上告人(被告) *Basic Incorporated* は、鉄鋼会社が用いる、化学的非溶解物質 (*chemical refractories*) の製造を主たる事業とする上場会社であり、被上告人(原告) *Max L. Levinson* は、*Basic Incorporated* の株主であり、訴外 *Combustion Engineering Inc.* は、アルミニウムを原料とする非溶解物質の製造を主たる事業とする会社であった。

*Combustion Engineering Inc.* は、一九六五年初頭ないし一九六六年初頭頃から *Basic Incorporated* を合併する意欲を表明してきたが、同社を合併することが、独占禁止法に違反する虞があったために、これの実現を控えていた。一九七六年に至り、同社を合併することが独占禁止法に違反しないことが明らかとなったので、一九七六年一月二十五日に作成された「戦略案」と題する文書においては、*Basic Incorporated* を三千万ドルで買収することを明らかにした。

*Combustion Engineering Inc.* の代表者は、一九七六年九月初頭から *Basic Incorporated* の取締役および役員らと面談等を重ね、合併の可能性を探っていたが、一九七七年から一九七八年にかけて、*Basic Incorporated* は、合併



の交渉が行われていることを否定する三回の公式発表を行った。

一九七八年一月一八日に至り、Basic Incorporated は、ニューヨーク証券取引所に対して、同社株式の取引を一時停止するように求めるとともに、同社は、他社から合併を勧誘されている旨の発表を行った。Basic Incorporated の取締役会は、一月一九日に、Combustion Engineering Inc. による Basic Incorporated の普通株式を一株当たり四六ドルによって買収する旨の公開買付の支持を決議し、翌日、同社は、Combustion Engineering Inc. による株式公開買付を支持する旨の公式発表を行った。

そこで、同社による第一回目の合併交渉を否定する旨の公式発表と同社による公開買付を支持する旨の公式発表がなされる間に、Basic Incorporated の株式を売却した被告（原告）Max L. Levinson が、原告人による、合併交渉を否定する旨の虚偽の公式発表に信頼して、株式を売却したため、売却価格と公開買付価格との差額に相当する額の損害を被ったとして、Basic Incorporated の証券取引法規則一〇b—五違反を理由とする損害賠償を求めて、Basic Incorporated の責任を追究するクラス・アクションを提起した。第一審判決は、Max L. Levinson によるクラス・アクションの提起を認めたが、Basic Incorporated による、当該虚偽表示は、投資判断に影響を及ぼす程には重大な虚偽表示ではなかった、との抗弁を容れ、略式判決 (summary judgment) によって請求を棄却した。第二審判決は、クラス・アクションの提起を認めた原審の判断を支持するとともに、「市場に対する詐欺の理論」に基づいて、Max L. Levinson による Basic Incorporated がなした虚偽表示に対する信頼は推定されるとして、原審の略式判決を破棄し、Basic Incorporated の請求を認容した。そこで、Basic Incorporated は、第二審の判決が、「市場に対する詐欺の理論」を用いて信頼の要件を免除したのは違法であり、証券取引法規則一〇b—五違反を理由として損害賠償請求の訴を提起するためには、表示に対する信頼がその前提要件とされる、と主張して、連邦最高裁判所に対して上告した。

Blackmun 判事による多数意見は、

「初期における詐欺の事例は、相対市場において行われたものであったが、今日の証券市場においては、日々何百万株もの株式が転々と流通しており、証券取引法規則一〇b—五に基づく私的救済において要件とされる信頼の要件について考察するときは、両者の相違点について配慮しなければならぬ。In re LTV Securities Litigation 事件においては、これについて、以下のように述べられている。

『相対取引において、投資者の情報に対する信頼を問題とすることは、当該情報に対する投資者の主観的評価 (subjective pricing) を問題とすることに等しい。』

市場の出現により、市場は、売主と買主との間に介在することとなり、理念的に言えば、市場は、市場において加工された市場価格という形で、情報を投資者に伝達する。かくて、市場は、相対取引においては投資者が自ら行う評価の機能の多くを、投資者に代わって営む。すなわち、市場は、投資者のための無給の代理人として、全ての入手可能な情報が与えられているという前提の下で、当該株式の価値は市場価格に等しいという情報を、投資者に対して提供する。』

……訴訟経済並びに公正性、公序、および蓋然性、に配慮すると、……市場に対する詐欺の理論に基づいて信頼を推定したことは、不適切ではない。<sup>(20)</sup>

と述べて、Basic Incorporated による控訴を斥けた。

### 三、市場に対する詐欺の理論<sup>(21)</sup>

#### 1 合衆国における判決の事例

Basic Inc. v. Levinson 事件の連邦最高裁判所の判決は、White 判事および O'Connor 判事による反対意見が

あり、結局、この判決は、四対二の多数によって下されたので、連邦最高裁判所が、今後とも市場に対する詐欺の理論を維持して行くかどうかは明確ではないが、下級審の判決は、*Basic Inc. v. Levinson* 事件の前から、市場に対する詐欺の理論を用いて、信頼の問題を解決してきており、特に、事実審である連邦地方裁判所においては、市場に対する詐欺の法理を採用する傾向が強く、中には、市場に対する詐欺の理論によって、証券取引法規則一〇b―五に基づく損害賠償請求訴訟の全ての訴訟原因について、信頼の推定がはたらくとするものもあるが<sup>(23)</sup>、これは、原告に重い举证責任を負わせることが不合理であるという価値判断と、クラス・アクションを活性化させるべきであるとの価値判断に基づく。

## 2 市場に対する詐欺の理論の基礎

合衆国において、内部者取引規制の基礎を定める証券取引法規則一〇b―五に違反する行為を原因として損害賠償責任を追及する訴を提起するためには、判例上、被告が、①故意 (*scienter*) に、②重要な事実 (*material fact*) について、③虚偽の表示 (*misstatement*)、または瑕疵ある表示もしくは表示の欠缺 (*omission*) をし、原告が、④これに信頼して (*on which the Plaintiff relied*)、証券の売買を行い、その結果、⑤損害を被ったことを、主張・立証しなければならぬが、市場に対する詐欺の理論によれば、効率的な市場における証券の売買に関して生ずる、証券取引法規則一〇b―五違反を理由とする損害賠償請求の訴においては、原告は、証券の売買の意思決定に際して、被告による虚偽表示または瑕疵ある表示に信頼したことを証明する必要はなく、当該証券の市場価格の無欠性、すなわち、当該市場価格が、当該証券およびその発行者についての、一般に利用可能なあらゆる情報を反映しているということ、に信頼したことを、主張・立証すれば足りる。なぜなら、被告が虚偽表示または表示の欠缺もしくは瑕疵ある表示をなした事実は、利用可能な情報の一つであって、それは市場価格に織り込まれていると考えられるからである。

このような効能を持つ、市場に対する詐欺の理論は、財務経済論（economic and financial theory）上の、効率的資本市場の理論と投資者行動についての市場モデルに基礎を置く。そこで、次に、これらについて説明する。

(1) 効率的資本市場の理論

効率的資本市場の理論（efficient capital market hypothesis = ECMH）は、証券の現時の市場価格が、当該証券の将来価格を総体的に評価していることを検証している。検証に際して発せられた問題は、市場における評価以外に、投資者をして、証券の将来価格のより正しい評価をなさしめ得る情報があり得るであろうかということであった。

そのような問が発せられた理由は、このような情報が存在するとすれば、これを用いることによって、投資者としては、過小評価された証券を購入し、かつ過大評価された証券を売却することによって、大幅な利益を挙げることが可能なことにある。

そこで、次のような三種の実証的検証が行われた。

その第一は、証券の過去の達成価格が、当該証券の将来価格を予想するのに役立つかどうか、という検証である。その結果によれば、証券の価格は成行き次第であるので、投資者としては、証券の過去の達成価格を用いるだけでは、大幅な利益を挙げることは不可能である。<sup>24)</sup>

その第二は、当該証券およびその発行会社についての一般に利用可能な情報が、当該証券の将来価格を予想するのに役立つかどうか、という検証である。その結果によれば、証券の価格は迅速かつ正確にこのような情報を反映するので、投資者としては、このような情報を用いて継続して大幅な利益を挙げることは不可能である。<sup>25)</sup>

その第三は、当該証券またはその発行者に関する情報であって、一般には利用不可能であり、特定の投資家だけが利用可能なものが、当該証券の将来価格を予想するのに役立つかどうかという検証である。その結果によれば、証券の価格は、少なくとも迅速かつ正確には、このような情報を反映しないので、投資者としては、このような未公

開の情報に基づいて証券を取引することによって、大幅な利益を挙げることが可能である。<sup>(26)</sup>

これら三つの検証の結果が、効率的資本市場の理論であり、これによれば、効率的な市場において取引される証券の価格は、当該証券および当該証券の発行者に関する全ての利用可能な情報を織り込んだ価格となる。

## (2) 投資者行動についての市場モデル

投資者行動についての市場モデルは、これを二つに分けて、設定することができる。

第一の分類に属する投資者モデルの例としては、機関投資家と、ブローカーまたはディーラー等によって用いられるアナリスト等を挙げることができる。このモデルに属する者は、いずれも、十分な時間と金銭とを持ち、しかも、市場で取引されている証券およびその発行者に関する情報の探索と分析に優れている。

このモデルに属する者は、当該情報を活用して、効率的である筈の市場に含まれる僅かな非効率的な部分を発見し、これに基づいて証券の売買を行うことによって、大幅な利益を挙げることができるし、獲得した利益の限度で、それ以上の情報を獲得し分析を行う。

第二の分類に属する投資者モデルの例としては、一般投資者を挙げることができる。このモデルに属する者は、十分な時間と金銭を持たず、しかも、市場で取引されている証券およびその発行者に関する情報の探索と分析に優れていない。このモデルに属する者は、たとえ資金に余裕があったとしても、これを情報の獲得に注がない。なぜなら、このような者は、たとえ情報を獲得したとしても、これによって大幅な利益を挙げることができないからである。

## 3 市場に対する詐欺の理論

市場に対する詐欺の理論は、前述した効率的市場の理論と、投資者行動についての市場モデルの中の第二のモデルとを組み合わせることに成り立つものであって、この理論の前提は、①効率的市場、すなわち証券の価格に影響

響を及ぼす利用可能な情報を反映した市場の存在と、②平均的投資者は、関連するあらゆる情報を探索・評価しようとはせず、証券の取引に当たっては、単に市場価格だけに依存するに過ぎない、とする第二のモデルの使用である。

そこで、市場に対する詐欺の理論によれば、市場価格とは、証券の価格に影響を及ぼす利用可能な情報を反映した価格であり、証券の取引に際して、内部取引者において、虚偽表示または真正情報の不開示が存在する場合には、当該証券の市場価格は、虚偽表示または不開示の事実も利用可能な情報の一つとして市場価格に織り込んだものとなり、取引の相手方としては、反対当事者による虚偽表示または不開示によって操作された市場価格に信頼して証券の取引を行うのであり、これは、反対当事者による欺罔行為に信頼して取引を行ったものと評価され、かくして、内部者取引の民事救済に際しては、原告当事者は、内部取引者（被告）による虚偽表示または不開示に信頼して証券の取引を行ったことを主張・立証する必要はなく、単に市場価格に信頼して取引を行ったことを主張すれば足りることとなる。

#### 四、日本法と市場に対する詐欺の理論

我が国の内部者取引規制を定める証券取引法第一九〇条の二も、またアメリカ合衆国における内部者取引規制を定める証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b-5も、いずれも、その性質は、証券の取引に際しての詐欺を規制するものであり、いずれの国においても、詐欺の理論を基礎として、内部者取引の民事救済が図られる。しかも、アメリカ合衆国においても、「信頼の要件」は、内部取引者が内部者取引について反対当事者に対して損害賠償責任を負うための構成要件とされている。

そこで、内部者取引規制の先輩国であるアメリカ合衆国において、「信頼の要件」がどのようにして充足させられ

できたかを研究してきた。

その結果、アメリカ合衆国においては、組織された大規模な証券市場を通して内部者取引が行われ、その結果、内部者取引の相手方が損害を被った場合に、相手方としては、本来、被告（内部取引者）が、①故意に、②重要な事実について、③虚偽の表示または秘匿をなし、原告が、④それを信頼して、証券の売買を行い、その結果、⑤損害を被ったことを、主張・立証しなければならぬが、この中の「信頼の要件」は、「市場に対する詐欺の理論」によって、これを主張し立証する代わりに、市場における価格に信頼したことを主張すればよいのであり、その理由は、市場における価格に信頼したことによって、内部取引者における虚偽の表示または秘匿に信頼したことが推定されることであつた。

筆者は、アメリカ合衆国において適用されている、「市場に対する詐欺の理論」は、我が国における内部者取引の民事救済に際しても、用いられるべきであると理解するが、その際に検討されなければならないことは、第一に、我が国における証券市場が果たして効率的な市場であるかといふ問題と、第二に、「市場に対する詐欺の理論」の適用範囲の問題である。そこで、それらについて検討する。

第一に、ある市場が効率的であつて、利用可能な情報が市場に織り込まれていると言へるためには、取引が大量かつ活発に行われていなければならないとともに、発行会社および証券についての情報が適切に開示されていなければならない。そこで、会社法および証券取引法などによって、発行会社および証券についての情報が適切に開示されるように担保されていなければならない。

そこで、第一の問題点の一例としては、商法が定める資産の評価方法を挙げることができる。商法は、会社の資産の評価について、原価主義を採っている（商法第二八五条―二八五条ノ七）。原価主義を採ることは、健全性の見地から、会社の債権者の保護に役立つが、投資者の立場からすると、時価が原価と乖離した場合に、会社の資産が正確に貸借

対照表に反映されないもので、不適切である。そこで問題の解決の方法としては、商法の計算規定の改正が検討されるべきであるが、証券取引法においては、既に、有価証券報告書の貸借対照表に記載する有価証券で、その時価を合理的に算定できるもの（時価情報開示対象有価証券）は、その作成日の当該有価証券の時価および貸借対照表計上額との差額（含み益又は含み損）を記載すべきものとしていて（証取法第四条第一項・第五条第一項・第二四條第一項、企業内容開示省令第八条第一項・第一五條第一項）、その限りにおいて、有価証券の取得価額（原価）とともにその時価を記載すべきものとされている。

第二に、既に発行されて、公開の市場において取引されている既発の証券と、新たに発行されて、公開の市場において取引が始まったばかりの新発の証券とを較べてみると、前者の場合は、取引が大量かつ活発に行われていると言いが易いが、後者の場合は、取引が大量かつ活発に行われているとは言いがにくい。

そこで、第二の問題の一例としては、新発の証券の場合が挙げられる。

新発の証券の場合、これについての市場が効率的でない。したがって、内部者取引における民事救済に際しては、市場に対する詐欺の理論は適用されず、内部者取引の民事救済を求める原告としては、被告の欺罔行為に信頼したことを主張し立証しなければならない。

- (1) 資本市場研究会編「内部者取引の在り方について―証券取引審議会報告―」（一九八八）。
- (2) 江頭、日本私法学会商法部会シンポジウム資料、商事法務一二五五・二、三（一九九〇）。
- (3) 森田発言、インサイダー取引規制の論理と実際、私法五三・一六七（一九九一）。
- (4) 並木（和）、証券取引法第一九〇条の二の再構成・法学研究六六・一・一一九（一九九三）。
- (5) 通常、民法第九六条の適用のための要件としては、①詐欺者の故意、②違法な欺罔行為、③錯誤があること、④錯誤によって意思表示をしたこと、の四要件が挙げられ（下森、注釈民法(3)詐欺の項参照）、敢えて信頼の要件を挙げないが、相手方の欺罔行為について信頼するからこそ、錯誤に陥るのであるから、信頼の要件は、これを③の錯誤に陥ったこと要件の中に含



その結果をいふのである。

- (6) *Huddleston v. Harman & MacLean*, 640 F. 2d 534, 543 (5th Cir.), modified on other grounds 650 F. 2d 815 (5th Cir. 1981), aff'd in part, rev'd in part on other grounds, 459 U.S. 375 (1983).
- (7) *Grubb v. FDIC*, 868 F. 2d 1151, 1162-64 (10th Cir. 1989); *Zobrist v. Coal-X, Inc.*, 708 F. 2d 1511, 1517-18 (10th Cir. 1983).
- (8) *Rowe v. Maremont Corp.*, 850 F. 2d 1226, 1233 (7th Cir. 1988).
- (9) *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F. 2d 1104, 1117-18 (5th Cir. 1988), cert. denied, 109 S. Ct. 3242 (1989).
- (10) *Panzirer v. Wolf* 663 F. 2d 365 (2d Cir. 1981), vacated subnom. *Price Waterhouse v. Panzirer*, 459 U.S. 1027 (1982).
- (11) *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 92 S. Ct. 1456, (1972).
- (12) *Ute Partition Act* は「インディアン部族に対する連邦による監督の廃止を目的として、インディアン部族が所有する資産等の部族に属する混血者と純血者との間における分割・配分および混血者に対する信託と限定財産としての連邦による監督の廃止並びに純血者の啓蒙計画」を目的として制定された連邦法による。
- (13) 406 U.S. 148, 34 L. Ed. 2d 758, 92 S. Ct. 1469.
- (14) *Market maker* の開示義務については、*Chasins v. Smith, Barney & Co.*, 436 F. 2d 1167 (1970). を参照。
- (15) *Edson v. Goodyear Tire & Rubber Co.*, 858 F. 2d 198, 206-07 (4th Cir. 1988).
- (16) *DuPont v. Brady*, 828 F. 2d 75, 78 (5th Cir. 1987); *Finkel v. Docutel/Olivetti Corp.*, 817 F. 2d 356, 359 (5th Cir. 1987), cert. denied 485 U.S. 959 (1988); *Branes v. Resource Royalties, inc.*, 795 F. 2d 1359, 1366-67 (8th Cir. 1986); *Biechle v. Cedar Point, Inc.*, 747 F. 2d 209, 214-5 (6th Cir. 1984); *Lipton v. Documentation, Inc.*, 734 F. 2d 740, 742 (11th Cir. 1984), cert. denied, 469 U.S. 1132 (1985); *Rifkin v. Crow*, 574 F. 2d 256, 262 (5th Cir. 1978).
- (17) *Supra* note 16, *Finkel v. Docutel/Olivetti Corp.*, 817 F. 2d at 359; *supra* n. 16 *Lipton v. Documentation*, 734 F. 2d at 742.
- (18) *Basic v. Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 987, 99 L. Ed. 2d 194 (1988). 以下に引く私の我が国における判例研究については、吉井「市場における詐欺理論による信頼の推定・商事法務」二六二・三二（一九九二）がある。
- (19) *Basic*, 485 U.S. 245, 108 S. Ct. 990.
- (20) *Basic*, 485 U.S. 250, 108 S. Ct. 993.
- (21) これについては、次の二本の研究がある。栗山「規則一〇〇一五ともいへく私的訴権と信頼・同志社法学三五・一四九

(一九八四) 近藤(弘)「市場に対する詐欺・偽造贋品記念(〇年代商法の諸相三六一(一九八五))」。

- (22) *Peil v. Speiser*, 806 F. 2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Levison v. Basic Inc.*, 786 F. 2d 741, 749-751 (6th Cir. 1986), *voted and remanded*, 485 U.S. 224 (1988); *Lipton v. Documentation, Inc.*, 734 F. 2d 740, 743-48 (11th Cir. 1984), *cert. denied*, 496 U.S. 1132 (1985); *T. J. Raney & Sons, Inc. v. Fort Cobb, Okla. Irrigation Fuel Auth.*, 717 F. 2d 1330, 1332-33 (10th Cir. 1983), *cert. denied*, 465 U.S. 1026 (1984); *Shores v. Sklar*, 647 F. 2d 462, 468-70 (5th Cir. 1981), *cert. denied* 459 U.S. 1102 (1983).
- (23) *Alexander v. Centrafarm Group, N.Y.*, 124 F.R.D. 178, 184 n. 5 (N.D. Ill. 1988) 及び *Affiliated The Citizens v. United States* 事件の判決と *Basic v. Inc. v. Levinson* 事件の判決とは「どちらか」証券取引法規則一〇五が規定する各号の違反を理由として損害賠償を請求する訴の全てについて「信頼の推定がはたらく」とを判示したものと理解する。
- (24) *Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383, 84-85 (1970).
- (25) *Fama, supra note 24*, at 404-409.
- (26) *Fama, supra note 24*, at 409-13.

付記 本稿の作成に当たりましては、信託協会のご援助を戴きました。

脱稿 一九九二年九月二三日

訂正 証券取引法は平成四年法律第七三号によって改正され、条文番号が変更されたにも拘わらず、拙稿「証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究」（本誌六六卷一号一九頁以下）並びに「内部者取引の民事救済」（同三号三八頁以下）において、不注意により旧条文番号を用いましたので、これら論文における「第五八条」の表示は、「第一五七条」と、「第一二五条」の表示は、「第一五九条」と、また「第一九〇条の二」の表示は、「第一六六条」と読み替えて戴きたく、ここにお詫び致しますとともに、訂正させて戴きます。

並木和夫