

Title	内部者取引の民事救済と因果関係
Sub Title	Civil Relief of the Victims of Insider Trading
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.9 (1993. 9) ,p.1- 17
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19930928-0001

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と因果関係

並
木
和
夫

序 章

一、アメリカ合衆国において民事救済が否定された事案

Bastian 事件

(1) 事 実

(2) 判 旨

二、我が国において民事救済が否定された事案

ジャパンライン事件

(1) 事 実

(2) 判 旨

三、内部者取引の民事救済を求める訴と因果関係

1 アメリカ合衆国における内部者取引の民事救済を求める訴と因果関係

① コモン・ローの立場

② 不法行為法リステイトメントの立場

③ 連邦最高裁判所の立場

2 我が国における内部者取引の民事救済を求める訴と因果関係

終 章

序 章

筆者は、アメリカ法を参考にして、わが国における内部者取引の民事救済について研究し、わが国において内部者取引を規制する証券取引法第一六六条は、不正流用論を基礎とするものであって、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ると解釈されるべきことを明らかにした上で、わが国における内部者取引の民事救済は、民法の詐欺についての規定である第九六条と不法行為についての規定である第七〇九条ともついでなされるべきことを指摘した。⁽¹⁾ また内部者取引の民事救済の一要件とされる原告による被告がなした欺罔行為への信頼は、証券が効率的な市場（efficient market）を通して取引されたときは、市場に対する詐欺の理論（theory of fraud on the market）を用いることによって、これを充足できることも指摘した。⁽²⁾

ところで、近時、アメリカ合衆国においても、またわが国においても、内部者取引の民事救済が、因果関係が存在しないことを理由として否定されている。そこで、本稿においては、内部者取引の民事救済に際しての因果関係について研究する。

一、アメリカ合衆国において民事救済が否定された事案

アメリカ合衆国における内部者取引の民事救済は、コモン・ローによって認められたものであるが、内部者取引を規制する証券取引法（Securities Exchange Act of 1934）第一〇条b項および証券取引法規則（General Rules and Regulations under the Securities Exchange Act of 1934）一〇b-5は、証券の取引に際しての詐欺的な行為を規制するものであって、内部者取引の民事救済に際しては、詐欺を理由として、内部取引者（本来ならば「内部者取引者」と呼ぶべきである

が、これでは日本語としての据わりが悪いので「内部取引者」と呼ぶ。の損害賠償責任が追及される。

内部取引者の民事責任を追及するためには、被告において、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がなされ、④原告がこれに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ほか、原告の行為と被告の行為との間の因果関係を立証しなければならない(これらの諸要件のうち、信頼の要件は、原告による証券の売買行為と損害を発生させる被告による虚偽表示行為または秘匿行為とを結びつけるものであるから、これは被告の損害賠償責任が発生するための一要件であるとともに、原告による行為と損害を発生させる被告による虚偽表示行為または秘匿行為との間の事実的因果関係を構成させるものである)。また、連邦巡回控訴裁判所においては、内部取引者の民事責任を追及する訴において必要とされる因果関係は、*transaction causation* と *loss causation* とに区分されている⁽³⁾。このような区分を、証券取引法規則一〇b―五が規定する証券詐欺の民事救済を求める訴に持ち込んだのは、一九七四年の連邦第二巡回控訴裁判所の *Schlick* 事件⁽⁴⁾であるが、近時において、因果関係が存在しないことを理由として証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五違反の取引の民事救済が否定された事案として、一九九〇年の連邦第七巡回控訴裁判所における *Bastian* 事件⁽⁵⁾の判決がある。

Bastian 事件

(1) 事 実

原告(控訴人)Xは、被告(被控訴人)Yらが一九九一年に設立した原油および天然ガスの採掘を目的とする *limited partnership* である訴外A組合のために、Yらが作成した組合員資格売出書 (*offering memorandum*) に基づいて、同年、A組合の有限責任組合員資格証を六〇万ドルで購入し、A組合の有限責任組合員となったが、A組合は、一九八四年に至り、無価値の存在となり、Xの投資も無に帰した。

そこで、Xが、A組合が無価値の存在となったのは、A組合の業務執行組合員であるYらが有能でなかったためであり、それにも拘わらず、前記組合員資格売出書においては、過去において、Yらが、投資者を集めて原油およびガス採掘業を試みたが、これに失敗し、投資者から損害賠償の訴を提起されているのに、この事実の記載が欠落しているとして、組合員資格売出書における記載事実の不開示を理由として、証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五違反の責任を追及する訴を提起し、組合員資格証の購入価格六〇万ドル相当の損害を被ったとして、同額の損害の賠償を求めたのが本件である。

なお、この間の事情としては、アメリカ合衆国における原油価格は、一九八一年をピークとして、その後数年間にわたって続落し、一九八一年に設立された原油および天然ガスの採掘を目的とする *limited partnership* の大部分は無価値な存在となったという事実がある。

第一審である連邦伊利ノイ州北部地区巡回地方裁判所判決は、証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五違反を理由として訴を提起し、損害賠償を求めるためには、*loss causation* を主張・立証することが必要であるにも拘わらず、Xはこれを主張していないとして、訴を棄却したので、Xが、証券取引法第一〇条b項および証券取引法規則一〇b―五違反を理由として訴を提起し、損害賠償を求めるに際しては、*loss causation* を主張する必要はないとして控訴に及んだ。

(2) 判 旨

控訴審は、次のように述べて、控訴を棄却した。

証券取引法規則一〇b―五の規定は、証券の取引に際しての詐欺によって発生する全ての諸問題について定めを置いているものではなく、同規定は、証券の取引に際して詐欺を行うことが不法 (*unlawful*) であることを規定しているに過ぎず、……損害賠償請求のために同規則を根拠として与えられた民事訴訟の提起権は、黙示的に認められている

ものである。……そこで、損害賠償の請求のために認められる民事訴訟の範囲とこれを提起するための要件は、不法行為法の類推によって発展してきたコモン・ローによって決定される。……「わゆる『loss causation』は、単にコモン・ロー上の詐欺の原則を、連邦法が規定する証券の取引に際しての詐欺の事案について借用したのに過ぎないものであるが、loss causation は、現在においてはより重要性を持っており、不法行為による損害賠償責任を追及するに際してのコモン・ロー上の普遍的な要求である。……控訴人らは、被控訴人による虚偽表示に基づいて limited partnership に対して投資を行ったところ、投資が無価値に帰したと主張するが、なぜ投資が無価値に帰したかという理由を主張していない。控訴人らは、投下資本を失う原因となった本件取引の誘因 (cause) を主張するのみであって、本件取引の結果として投下資本が消失した原因 (cause) を主張していない。一九八一年は、原油価格が頂点に達した時期であって、原油価格は、その後数年間、着実に下落を続け、かくて、合衆国内における石油採掘事業の収益性は急落した。さらに、合衆国内の既に石油が掘り尽くされたに近い地域で石油の採掘を行うためのコストは、他の地域で採掘を行うのに比べて、飛躍的に増加し、原油および天然ガスの採掘は、その価格が高いときにしか、割に合わなくなり、一九八一年以降の予期せぬ原油価格の急落によって、石油および天然ガスの採掘を目的として一九八一年に設立された limited partnership の大方は、無価値の存在となっている。……控訴人らの損失が、被控訴人らがなした詐欺とは無関係に発生したのであれば、控訴人らに対する損害賠償を認めることは「もっけの幸い」になってしまう。…… loss causation という用語法は、不法行為法の分野においては馴染みがないが、それは、損害賠償を求め原告に、被告による不法な行為 (wrongdoing) がなかりせば原告が主張する損害は発生しなかった、ということの主張・立証を求めるものである。……詐欺者は悪人であって、処罰されなければならないが、証券取引法規則一〇b—5は、詐欺者を経済の悪化の際の保険者とするものではない。

二、我が国において民事救済が否定された事案

我が国において内部者取引の民事救済が、因果関係が存在しないことを理由として否定された事例としては、一九九一年の東京地方裁判所のジャパンライン事件の判決がある。⁽¹⁾

ジャパンライン事件

(1) 事 実

原告Xは、昭和六三年一月一九日に、訴外C証券会社に委託して、東京証券取引所を通じて訴外A株式会社と株式四九万四、〇〇〇株を、代金三億二九八万二、〇〇〇円で買いつけたが、同月二三日、A会社と訴外B株式会社との合併とこれに伴う大幅な減資が発表されたため、A会社の株価は値下がりし、合併等の発表前は一株五八〇円から六二三円であったものが、その発表後は、一株一八〇円となった。

そこで原告Xは、A会社の大株主である被告Yからこの株式を買いつけたものであるとしたうえ、被告Yは、この合併・減資の情報を知り、この株式を買いつけた者が株価の暴落による損害を蒙ることを認識しつつ、その発表に先立つ四日前に高値で本件株式を売却し、その結果、Xが現在の株価と購入価格との差額相当額の損害を被ったとして、不法行為に基づく被告Yの損害賠償責任を追及する訴を提起した。

これに対して被告Yは、同月二三日迄は前記合併の事実を知らなかったものであり、また、原告Xが被告Yの名が記載された株式を取得したのは、原告Xと被告Yとの間で売買取引がなされたことによるものではなく、証券取引市場における集団競争売買および集中決裁制度の結果、たまたま被告名義の株券が原告Xに渡されたにすぎず、さらに原告Xは、被告YがA会社株式を売却するか否かとは無関係に買付注文を出したのであり、同月一九日の売買出来高

は一、七二三万五、〇〇〇株もあって、被告YがA会社の株式を売却していなくても原告はA会社の株式を取得していたはずであるから、原告主張の損害と被告のA会社株式の売却との間には因果関係がないと主張した。

(2) 判 旨

被告の売却した株式を原告が買い受け、取得したことが肯定される場合には、被告の売却と原告の損害との間に因果関係があるといえよう。

ところで、証券市場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、売注文と買注文が集団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、被告の株式売却と原告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なかで、被告の売り注文と原告の買い注文とが現実結び付けられたことが、原告によって立証されなければならない。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にのみ株券が渡されるが、この場合には、①当該証券会社の保護預かり株券、②当該証券会社の当日の取引の喰い合い分の株券、③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なかから、銘柄と件数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、原告が訴外C証券会社から本件株券を取得した事実から、被告の売り注文と原告の買い注文とが証券取引所において現実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。原告は、右事実の他に被告の売り注文と原告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わがわれない。

以上によれば、原告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

件請求は理由がない。現行法上インサイダー取引の不法行為等について、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えない。

三、内部者取引の民事救済を求める訴と因果関係

1 アメリカ合衆国における内部者取引の民事救済を求める訴と因果関係

Bastian 事件は、*loss causation* が主張・証明されていないことを理由として、原告の請求を棄却したものであり、アメリカにおいて、証券取引法規則一〇b-5違反を理由とする証券詐欺の民事救済に際して、因果関係（*causation*）の主張・立証が必要であることは、一九六五年の *List* 事件⁽⁸⁾が判示したところであるが、先に述べたように、この因果関係は、一九七四年の連邦第二巡回控訴裁判所の *Schlick* 事件の判決以来、*transaction causation* と *loss causation* とに分けられている。前者は、被告による詐欺が存在しなかったならば、原告としては損害を惹起させる当該取引に入ったであろうかという問いに答えるものであって、その内容は、被告による虚偽表示または不開示が原告に損害を惹起させる取引をなす決断をさせる程度の関係にあったかどうかという事実上の因果関係を問うものであり、後者は、被告による詐欺が存在しなかったならば、被告において損害が発生したであろうかという問いに答えるものであって、その内容は、被告がなした詐欺と原告において発生した損害とが、法が被告に対して損害賠償義務を課す程度の関係にあったかどうかを問うものである。⁽¹⁰⁾

アメリカにおける連邦巡回控訴裁判所の傾向としては、一九九〇年の *Bastian* 事件に先立つ一九八一年の連邦第五巡回控訴裁判所の判決である *Huddleston* 事件⁽¹¹⁾までは、*loss causation* を明確に要求する裁判所も、またこれを明確には要求しない裁判所も、大多数は、原告の売買価格と、被告の詐欺的行為がなかりせば達成されたとであろう価格

との差額 (net losses) について、損害賠償責任を認めていたが、Huddleston 事件を境として、その後の連邦巡回控訴裁判所の判決の傾向としては、loss causation が主張・立証されていないことを理由として、全く損害賠償責任を認めなくなったのであり、⁽¹²⁾ Bastian 事件の判決は、正にこの傾向の中に位置する。

これに対して、コモン・ローおよび不法行為法リステイメントは、損害賠償の範囲について規定しており、また、連邦最高裁判所は、transaction causation が充足された事案において、loss causation の充足の有無を問わずに、直接損害について、損害賠償責任を認めている。そこで、次に、これらについて述べる。

① コモン・ローの立場

不法行為のコモン・ローについて、不法行為法の大家である Keeton 教授は、その著における、因果関係についての論述においては、「株式の売買に際して虚偽の陳述がなされた場合に、その後の市場に於ける株価の下落や、経済環境の悪化を原因とする会社の倒産または虚偽表示とは無関係なその他の事由によって発生した損失は、損害賠償の基礎とはされない。」⁽¹⁴⁾とした上で、証券詐欺の場合の損害賠償についての論述においては、「被告における虚偽表示または不開示が価値の移転を伴う取引の誘因となった場合において、通常、裁判所は直接損害と呼称される損害の一般的な計測を行うのに加えて、原告がこれを主張・立証するときは、特別損害ないし後発的損害 (special or consequential damages) についても損害賠償を認める。」⁽¹⁵⁾として、損害賠償の範囲を明らかにしている。

② 不法行為法リステイメントの立場⁽¹⁶⁾

不法行為法リステイメントは、「金銭賠償と法的因果関係」と題した §558 A において、被告の行為を原因とせず、後に発的に生じた株式の価値の低下について、これを回復できない旨を規定した上で、「詐欺的な虚偽表示における損害賠償」と題した §579 においては、詐欺の犠牲者は、虚偽表示を法律上の原因とする金銭的損害について、これを回復できるものと規定し、更に回復可能な損害には、その者が取引によって受けた価値と取得価格との差額と、

後発的に被った損害とが、含まれるものと規定して、損害賠償の範囲を明らかにしている。

③ 連邦最高裁判所の立場

連邦最高裁判所の判決例を見てみると、一九七二年の連邦最高裁判所の判決である *Affiliated Ute* 事件⁽¹⁷⁾ は、「開示が欠歟 (*failure to disclose*) したという本件の状況の下では、信頼の要件についての積極的な証拠は（損害賠償を請求するに際しての）必要条件とはされず、必要とされるのは、合理的な投資者であったならば投資判断に際してこれを重要であると考え、という意味での秘匿された事実の重大性のみである。事実上の因果関係 (*causation in fact*) は、開示の義務の存在と重要事実の秘匿によって証明されている。⁽¹⁸⁾ ……損害賠償の適正な範囲は、買主が受け取った額と詐欺的な行為がなかりせば受け取ったであろう額との差額である。」と述べて、*loss causation* を問題とすることなく、事実上の因果関係が充足されれば直接損害について損害賠償請求が認められることを明らかにしている。また一九八八年の連邦最高裁判所の判決であって、市場に対する詐欺の理論 (*theory of fraud on the market*) を連邦最高裁判所として初めて認めた *Basic* 事件⁽²⁰⁾ は、証券の取引が組織された大規模な取引所を通じた集団取引によって行われるに際して、虚偽の公式発表が行われた事例であるが、控訴審である連邦巡回控訴裁判所が、「市場に対する詐欺の理論 (*theory of fraud on the market*)」によって信頼の要件が充足されたとして、控訴人（原告）の請求を認容したため、被控訴人（被告）が、控訴審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って、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、と主張して上告に及び、これに対して、上告審の多数意見は、「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、すべ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、および蓋然性へ配慮を致すと、……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。」と消極的ながら、「市場に対する詐欺の理論」を認めるとともに、「もう一つの信頼の要件を充足させる方法がある」として、「信頼は、被告の虚偽表示と原告における損害の発生との間の因果関係 (requisite causal connection) を提供している……かつて当法廷は、重要な情報についての開示義務が履行されなかった事案において、信頼についての積極的な証明を要求せず、原告における損害の発生と被告による不法な行為との間の繋がり (nexus) を認めた。」と述べて、⁽²²⁾ Affiliated Ute 事件の立場をも維持することを明らかにした上で、他の理由で、原審判決を破棄し、原審に差し戻した。そこで、連邦裁判所が今後とも市場に対する詐欺の理論を支持するかどうかは、明確ではないが、いずれにせよ、連邦最高裁判所の立場は、loss causation を問うことなく、原告に損害賠償請求権を認める方向に進んでいる。

そこで、学会においては、loss causation を再構成して、挙証責任の転換を認めるべきであるとの見解が主張されたり、⁽²³⁾ 更には loss causation という概念を廃棄すべきである、との見解も主張されている。⁽²⁴⁾

2 我が国における内部者取引の民事救済を求める訴と因果関係

ジャパンライン事件は、法(証券取引法第一六六条)が禁ずる違法行為から発生した損害を、不法行為の規定(民法第七〇九条)にもとづいて請求したものを、事実的因果関係が存在しないことを理由として棄却した事案である。

内部者取引によって生じた損害について、不法行為を理由として損害賠償責任を追及する際に問題となることは、民法典は、債務不履行については、第四一六条において、「損害賠償ノ請求ハ債務ノ不履行に因リテ通常生スヘキ損害ノ賠償ヲ為サシムルヲ以テ其目的トス。特別ノ事情ニ因リテ生シタル損害ト雖モ当事者カ其事情ヲ予見シ又ハ予見スルコトヲ得ヘカリシトキハ債権者ハ其賠償ヲ請求スルコトヲ得。」と規定して、損害賠償の範囲を規定しているが、

不法行為についてはこのような規定が存在しないことである。

この点について、民法第七〇九条の起草者である穂積博士は、法典調査会における現行民法第七〇九条の審議⁽²⁵⁾において、土方委員の質問に答えて、

「本案ノ採リマシタ所ハ略々其御質問ノアリマシタ御論ニ含ンデ居ルノデアリマス。元ヨリ原因結果ノ關係ガアリマス以上ハ、其原因ニ就テハ一ツノ他ノ標準ガ定メテアツテ其結果タル者ガ証明セラレマス以上ハ其結果ノ全部ハ其責任者ガ賠償ノ責ニ任ゼナケレバナラヌト云フノガドウモ相当デアラウ、斯ウ云ウ考ヘデアリマシテ成程英吉利杯ニモ損害ノ沿革トカ云フ議論モアリ又サウ云フ規則モアルノデアリマス。或点ニマデ及ンデ其処デ打切ラナケレバナラヌ。併シモ損害ノ沿革杯ヲ能ク調べテ見ルト畢竟余程ノ論理ノ力ヲ用キヌ其結果ハ入レヌト云フコトニ歸スルヤウデアリマス。間接ノ結果ト云フ位ニ歸スルノデアアラウト思ヒマス。ドウモ是丈ケノ予想ガ備ハツテ夫レカラ損害ガ生ジタト云フ以上ハ、ドウモ夫レヲ何処カラ切ルカト言フコトハ法ノ規定トシテハ六カツイノデアリマス。其処等ハ生キテ居ル裁判官ニ原因結果ノ關係ガアルカナイカト云フコトヲ任セテ置ク方ガ穩当デアラウト思フテ斯ウ云ウ工合ニ案ヲ立テタノデアリマス。土方君ノ御議論モ實際上大切ナ御議論デアリマスカラシテ、サウ云フ御意見デアリマスカラバ損害賠償ノ標準ノ為メニ七三〇条(注：現行第七二二条)ガ丁度所デアリマスカ此処ヲモ少シ広クスル方ノ修正ヲ御持出シ下スツテハ如何デアリマシヨウカ……」

と述べた上で、不法行為は千態万状の有様で発生するものだから、「通常生ズル損害」といっても何が通常生ズべき損害か不明であるし、また特別の事情から生じた損害であっても、「其時ト場所或ハ損害ヲ受ケマシタ人ノ有様デアルトカソソナコトデアツテドウモ斯ウ云ウコトガアツタガ為メニ斯ウ云ウコトガ生ジタト云フコトガアレバ、其原因タル加害者ト云フ者モ或場合ニ於テハ大變ニ不運ニナリマスノデアリマス。」と述べている。

このように、民法の起草者は、不法行為においても賠償すべき損害が制限されることを予定していたが、他方で、

損害賠償を民法第四一六条によって枠づけることは、適当でないと考えており、通常損害とか特別損害という区別をせずに賠償すべき範囲を柔軟にしておいて、賢明な裁判官にその判断を任せたほうがよい、という見解を採ったのである。⁽²⁶⁾

初期の学説には、不法行為による損害賠償の範囲は、債務不履行におけるそれよりも広いとするものもあったが、鳩山・末弘博士など有力な学者が民法第四一六条の適用ないしは類推適用を唱えるに至って、学説の大勢は、民法第四一六条適用説に決し、特に鳩山博士はドイツにおける相当因果関係説を採用し、不法行為についても無限に損害賠償を認めるのは、法典の趣旨に反するので、賠償すべき損害の範囲は権利侵害と相当因果関係ある損害に限るべきであり、そうだとすると相当因果関係と結果において同一である民法第四一六条が適用されるべきであると主張し、我妻博士も相当因果関係説を採り、加藤博士らの通説がこれを承継した。⁽²⁷⁾

これに対して、近時の学説は、因果関係ないし相当因果関係には、法技術的に三つの異質なものが含まれており、これらを明確に区別すべきである、と主張している。⁽²⁸⁾ この最近の学説によれば、

その第一は、事実的因果関係ないしは自然的因果関係と呼ばれるものであり、それは、被告の行為という事実がなかったならば原告に損害発生という事実が生じなかったであろうという事実関係であって、法的な価値判断を含まない純粹の事実的・自然的過程の認識であり、

その第二は、損害賠償の範囲ないし保護範囲と呼ばれるものであって、それは、被告の行為と原告の損害との間に第一の意味での事実的因果関係が認められることを前提として、事実的因果関係のうちどの範囲のものを被告に賠償させるのが妥当かという政策的・法的な価値判断を加えるものであり、

その第三は、損害の金銭的評価と呼ばれるものであって、それは、第二の法的価値判断による「しぼり」がかけら

れ、被告が賠償すべきであると判断された損害の具体的な金銭評価である。と指摘される。

この近時の学説が採る事実的因果関係と損害賠償の範囲についての因果関係との区別は、実は、アメリカにおいて連邦巡回控訴裁判所が採る、*transaction causation* と *loss causation* の区別と全く同一である。

終 章

第三章における検討で明らかになったことは、第一に、アメリカにおいて、内部者取引の民事救済に際して必要とされる因果関係の *transaction causation* と *loss causation* との区別は、我が国における不法行為の因果関係について、近時の学説が採る事実的因果関係と損害賠償の範囲についての因果関係の区別と同一のものであることであり、第二に、アメリカにおけるコモン・ロー、不法行為法リテイメントおよび連邦最高裁判所の判決によれば、*trans-action causation* が充足されれば、直接損害について、損害賠償請求が認められることである。

ところで、日本不法行為法リテイメント²⁹⁾は、損害賠償の範囲と題した、第七〇九条の四において、「加害者の行為と損害との間に因果関係があるときは、加害者は、その損害を賠償する責任を負う。但し、異例な損害については、この限りでない。」と規定しており、これも、アメリカにおけるコモン・ロー、不法行為法リテイメントおよび連邦最高裁判所の判決の立場と全く同じであるが、森島教授は、これを解説して、

「リステイトメントでは、原告は、損害と加害行為との間に事実的因果関係があることを立証すれば足り、その損害が「異例」であることは被告が立証しなければならない。現実の訴訟では事実上そのように立証しているようであるし、不法行為においては、被害者に発生した損失をできるだけ填補してやるのが公平だと考えられ、また民法起草

者もそのように考えていたからである。⁽³⁰⁾
と述べられる。

そこで、本稿において研究してきたアメリカにおける内部者取引の民事救済から我が国の不法行為法が学ぶべきことは何かという点と、それは、内部者取引の民事救済に際しての事実的因果関係が存在することの主張の方法としては、*Affiliated Ute* 事件が示したように、事実的因果関係は、開示の欠陥の事案においては、開示の義務の存在と重要事実の秘匿によって証明されると主張する方法と、市場に対する詐欺の理論によって推定されている、と主張する方法の二つの方法が存在することである。

さて、ジャパンラインの事件は、内部者取引による損害の賠償を日本の不法行為法の下において求めた最初の事件であり、東京地方裁判所は、伝統的な因果関係理論によって、賠償請求権を否定したが、アメリカ法において発展しつつある市場に対する詐欺の理論によれば、ジャパンライン株式の売主(被告)が投資判断に必要な企業情報を知りながら、これを市場に開示せずに秘匿して株式を売却したことは、日本法の下においても、市場に対する詐欺として不法行為(民法第七〇九条)に該当するとみられるのであって、このような企業情報を知らないでジャパンライン株式を買受けた原告が損害を被った事実がある以上、売方の集団と買方の集団との間で取引が行われるという証券取引所を通ずる売買取引の特異性からいって、そこに損害賠償請求権の発生要件である因果関係(*transaction causa-cum*)の存在を認める余地があるのではないかと考える。

そのためには、さらに十分な不法行為法の研究が必要であり、今回はこのような疑問を残し、今後の研究課題としたい。

- (1) 並木(和)、証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究、法学研究六六卷一号一一九—一四二頁(一九九三)。
- (2) 並木(和)、内部者取引の民事救済、法学研究六六卷三号三八—五四頁(一九九三)。

- (c) Kaufman, *Loss Causation: Exposing a Fraud on Securities Law Jurisprudence*, 24 *Ind. L. Rev.* 357, 358 (1991).
- (4) Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 *af. 2d* 374, 380-82 (2d Cir. 1974), *cert. denied*, 421 U.S. 976 (1975).
- (5) Bastian v. Petren Resources Corp., 892 F. 2d 680 (7th Cir. 1990). 日本及びこの国における判例研究として、中原、証券詐欺の損害賠償における「損害賠償因果関係」の要件、商事法務二二八九・三三三(一九九二)がある。
- (6) 東京地判平成三・一〇・二九、金判八九八・二九(一九九二)。これら二つの判例研究としては、松井、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立証されていないとして棄却された事例、金判九〇二・四五(一九九二)がある。
- (7) Bastin v. Petre Resources Corp., 681, F. Supp. 530 (N. D. Ill. 1988).
- (8) List v. Fashion Park, Inc., 340 F. 2d 457 (2d Cir. 1965), *cert. denied sub nom. List v. Lerner*, 382 U.S. 811 (1965).
- (9) Merrit, A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong, 66 *Tex. L. Rev.* 496, 472 (1988).
- (10) Merrit, *Ibid.*
- (11) Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F. 2d 534 (5th Cir. Unit A Mar. 1981), *aff'd in part, rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983).
- (12) Kaufman, *supra* note 3 at 364.
- (13) W. Keeton, D. Dobbs, R. Keeton & D. Owen, *Professor and Keeton on Torts* (5th ed. 1984).
- (14) W. Keeton, *Id.* § 110 at 767.
- (15) W. Keeton, *Id.* § 134 at 766.
- (16) Restatement (second) of Torts (1976).
- (17) *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972).
- (18) *Affiliated Ute, Id.* at 153-54.
- (19) *Affiliated Ute, Id.* at 155.
- (20) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).
- (21) *Basic Inc., Id.* at 250.
- (22) *Basic Inc., Id.* at 243-44.

- (23) Meritt, *supra* note 9, at 506-518.
- (24) Kauman, *supra* note 3, at 387.
- (25) 法典調査会、民法議事速記録五・三〇四以下（商事法務研究会一九八四）。
- (26) 森島、不法行為法研究会、日本不法行為法リステイメント、五二（一九八八）。
- (27) 森島前掲注26、五三～五四。
- (28) 平井、損害賠償法の理論、一三五以下（一九八三）。
- (29) 不法行為法研究会、日本不法行為法リステイメント一六八以下（一九八八）。
- (30) 森島、前掲注26、五六。

付記 本論文の作成にあたりましては、信託協会のご援助を戴きました。

脱稿 一九九二年一月三〇日