慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	不正な証券取引の禁止：証券取引法一五七条一号(旧五八条一号)の意義と展開
Sub Title	Regulation of Unfair Securities Trading
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2000
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.73, No.12 (2000. 12) ,p.33- 58
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	髙鳥正夫先生追悼論文集
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20001228-0033

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.

不正な証券取引の禁止

――証券取引法一五七条一号（旧五八条一号）の意義と展開――

並木和夫

一、不正証券取引の禁止規定
二、アメリカにおける詐欺的取引の禁止
(1) インサイダー取引の禁止
(2) インサイダー取引による損害賠償
イ、規則10b－5の適用
ロ、規則10b－5の適用の問題点
ハ、伝統的な法解釈
ニ、「法と経済学」による法解釈
ホ、「市場に対する詐欺」の理論の発展
ヘ、「市場に対する詐欺」の理論と判決例
ト、「市場に対する詐欺」の理論の採用の意義
三、わが国における不正取引禁止の発展
(1) 「不正」の意義に関する学説
イ、神崎教授の説
ロ、鈴木・河本両教授の説
ハ、龍田教授の説
(2) 「不正」の意義に関する裁判例
イ、東京高裁昭和三八年七月一〇日判決
ロ、最高裁昭和四〇年五月二五日決定
ハ、東京高裁平成七年九月二六日判決
四、「不正」の意義の再検討
(1) インサイダー取引と非インサイダー取引
イ、不正取引とインサイダー取引
ロ、不正取引と非インサイダー取引
(2) 証取法一五七条と一六六条
イ、証取法一六六条の制定
ロ、証取法一五七条一号の活用

一、不正証券取引の禁止規定

わが国の不正証券取引の禁止規定である証券取引法（以下、「証取法」と呼ぶ。）一五七条（この規定は、当初五八条として定められていたが、その後、一五七条に改められて、現在に至っている）は、本文において、

「何人も、次の各号の一に掲げる行為をしてはならない。」

と規定した上で、一号は、「有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等、外国市場証券先物取引等若しくは有価証券店頭デリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。」

と規定している。

この規定は、次に示すアメリカの証券取引所法規則一〇条b項五号（以下、「規則10b－5」と呼ぶ。）に由来するものであるが、規則10b－5が「詐欺を行うための（to defraud）……」と定めているのに対して、「不正の……」と定めているところに、日本法とアメリカ法の間の大きな違いがある。

わが国の不正証券取引の禁止規定の母法とされるのは、アメリカの、一九三四年証券取引所法一〇条b項に基づいて一九四三年に制定された規則10b－5であるが、証券取引所法一〇条b項は、本文において、

「何人も直接又は間接に、州際通商の方法及び手段若しくは、郵便又は全米証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは、違法である。」

と規定した上で、

「(b)　委員会が公益又は投資者保護のために、必要又は適当と認めて定める規則に違反して、全米証券取引所に登録されている証券、又は登録されていない証券、の買付又は売付に関して、相場操縦的若しくは欺瞞的な策略、

又は詐術を用いること。」

と規定し、規則10b－5は、本文において

「何人も、州際通商の方法若しくは手段、又は郵便若しくは全米証券取引所の施設を利用して、証券の購入又は売却に関して、直接又は間接に、以下の各項に掲げる行為を行うことは、違法である。」

と規定した上で、

「(a) 詐欺を行うための策略・計略・技巧を用いること、

(b) 重要な事項について、事実と異なる記載を行うことにより、又は、それが作成された当時の状況に鑑み、記載について誤解を避けるために必要な重要事項の記載を省略すること、又は、

(c) 何人かに対して詐欺若しくは欺瞞となり、又は詐欺若しくは欺瞞となる虞のある行為。」

と規定している[1]

証券取引所法一〇条b項は、証券取引の不正手段である相場操縦と詐欺的取引の禁止を定めており、規則10b－5は、詐欺的取引の禁止のみを定めている。

旧五八条一号については、一九四七年（昭和二二年）に証券取引法の制定に当たり、大蔵省の立法担当者山下元利氏（後の国務大臣）が、規則10b－5を範として、それと同内容の規定を設ける趣旨で、規則10b－5を日本語に訳して、同法旧五八条一号として定めた事実がある（山下氏よりの伝聞にて確認）。

二、アメリカにおける詐欺的取引の禁止

(1) インサイダー取引の禁止

「取引の相手方又は一般の取引者が入手できない情報を入手した者による、証券の買付又は売却[2]」を内容とする、インサイダー取引は、証券取引の公正を害する詐欺的な取引として、規則10b－5の適用及びニューヨーク州最高裁判所の州判例法によって、一九六〇年代から、現在に至まで、厳格に禁止されてきた[3]。

その発展については、拙著「会社法・証券取引法の研究[4]」及び「内部者取引の禁止[5]」において詳述しているが、以下これを簡単に要約する。

一九六一年以来、連邦証券取引委員会は、行政命令と指示において、証券の相対取引のみならず、広く、すべての取引所取引において、内部情報にもとづく取引を禁止する一般的規定として、規則10b－5の適用を拡大してきた。そのことを示す顕著な三事例として、Cady Roberts 事件[6]、SEC v. Texas Gulf Sulphur 事件[7]及び Investers Management 事件[8]の各事件の決定及び判決がある。一九八〇年の連邦最高裁判所の Chiarella v. United States 事件[9]、Carpenter v. United Stastes 事件[10]及び、Dirks v. SEC 事件[11]の判決において、従来の判決例と決定例において発展してきた内部者取引禁止の理論（不正流用論＝misappropriation theory）に疑いがもたれるようになったが、一九九七年の United States v. O'Hagan 事件[12]は、連邦最高裁判所としてはじめて、この問題に決着をつけた。

アメリカにおける内部者取引の禁止は、当初、証券取引の公正さの確保のために、未公開の会社情報を入手できる会社内部者が、証券取引に影響がある未公開の会社情報を利用して、その情報を知ることができない、現在又は将来の株主と、取引することによって、利得することを、防ぐためのものであり、この目的を、規則10b－5によって達成するために、その内部者と相手方の信頼関係ないし信認義務を根拠に、かかる内部者取引を詐欺的（to defraud）取引とした（信認義務論＝fiduciary duty theory）。その後、①会社外部者（非内部者）である、

会社の内部情報の印刷の発注先の植字工が、この内部情報を利用して、その印刷文書の公表前に、その会社の株式を買付た事件[13]や、②会社の株価の変動に大きな影響がある経済新聞の記者が書いた、近い将来、その新聞に掲載されて、株価を上昇させるとみられるコラム記事の内容を、その記者から伝達された会社外部者が、その記事の公表前にその会社の株式を買付た事件等[14]においては、取引の相手である現在又は将来の株主とその会社外部者との間に、何らの信頼関係又は信認義務も存在しないため、会社外部者による情報（会社情報と非会社情報）の利用を、その者が所属する会社（前記の印刷会社又は経済新聞社）に対する情報の不正流用（盗用）であることを根拠に、規則10b－5の適用を認めてきた（不正流用論）。連邦最高裁判所の判決例は、①信認義務論にもとづく内部者の詐欺的取引（インサイダー取引）に規則10b－5が適用されることを認めつつも、②不正流用論にもとづき非内部者（外部者）の詐欺的取引非インサイダー取引に規則10b－5が適用されることを肯定している[15]。

⑵インサイダー取引による損害賠償

イ、規則10b－5の適用

アメリカにおいては、規則10b－5が、インサイダー取引による被害者が、未公開の会社情報を用いて証券を取引した者に対して、その未公開情報を知らないで取引して損害を被ったことによる損害賠償請求の訴因（cause-sation）の根拠規定として用いられている[16]。

これについては、前記拙稿において、詳細に述べたので[17]、ここでは、これについての概要を述べる。

ロ、規則10b－5の適用の問題点

アメリカにおいて、規則10b－5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えを提起するために

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）又は、真実の秘匿（omission）をし、原告が、④これに信頼して（on which the plaintiff relied）取引した結果、⑤損害を被ったことを、原告が主張・立証しなければならない。[18]

現代の証券の取引は、その殆どが、証券取引所を通した集団取引（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に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、と言い易いが、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、とは言い難く、結局「信頼の要件」が充足されないこととなってしまう。

「信頼の要件」が充足され難いという問題は、伝統的な法解釈学の立場からは、かなり技巧的な法解釈によって、解決されてきたが、最終的には、「法と経済学」の立場から、「市場に対する詐欺（Fraud on the Market）」の理論によって解決されることとなった。

ハ、伝統的な法解釈

A、判例上の「信頼の要件」の取り扱い――虚偽表示又は真正表示の欠落の事例――

規則10b－5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の一構成要件である「信頼の要件」について、裁判所は、かつては、信頼は相当なものであるか、又は正当なもの（reasonable or justifiable）、でなければならないとして、この要件が厳密に充足されることを要求していたが（Grubb v. FDIC 事件、Zobrist v. Coal-X, Inc. 事件[19]）、近時においては、信頼の要件を緩和し、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[20]、又は、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又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

して要求されるにのに過ぎず、信頼の要件は、虚偽表示又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現れている。[21]

信頼の要件は、反対当事者が、虚偽表示が存在するか、真正情報を秘匿した、情報開示のための公式の開示書類を、現実に読んだ場合には、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、公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が困難である。

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、Panzirer v.Wolf 事件[22]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。

B、判例上の「信頼の要件」の取扱――表示の欠缺事例――

①一九七二年の連邦最高裁判所の判決である Affiliated Ute Citizens v. United States 事件[23]の内容は、次の通りであった。

Ute Development Corporation は、Ute Partition Act[24]に基づいて、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）であって、Ute Development Corporation が発行した株式の寄託を受けていた。

Ute 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 Ute Development Corporation の株式を、一株当たり三〇〇ドルから七〇〇ドルで、First Secu-

rity Bank of Uta の役員であった Halsem 及び Gale（いずれも、First Security Bank of Uta 銀行の役員として、Ute Development Corportion の株式について、market maker の役割を担当していた。）等に対して売却したが、当時、Ute 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で売買されており、[25] Halsem 及び Gale は、いずれもこのことを知っていた。

そこで、原告らは、Halsem 及び Gale に対して、Halsem 及び Gale は、market maker として、白人間において、Ute Development Corporation の株式が高値で売買されているのを知りながら、これを開示せずに、原告が所有する Ute Development Corpoartion の株式を、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、規則10b－5違反を理由として損害賠償を請求する訴訟を提起した。

第一審判決は請求を認容し、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に、原告らが上告した。

連邦最高裁判所は、Haslem 及び Gale らは、market maker として、開示義務を負うにもかかわらず、開示義務が全く履行されなかった、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、第二審の判決を破棄・差戻した。[26]

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、規則10b－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、[27] 下級審の判決の多数は、Affiliated Ute 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働くにすぎないとし、[28] 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。[29]

ニ、「法と経済学」による法解釈

「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、虚偽情報の開示又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、虚偽情報の開示又は真正情報の不開示の事実も、利用可能な情報の一つとして、市場価格に織り込まれ、取引の相手方としては、反対当事者による虚偽情報の開示又は真正情報の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、かくて、原告当事者は、虚偽表示又は不開示に信頼して取引を行ったことを主張すれば足りる。

ホ、「市場に対する詐欺（Fraud on the Market）」の理論の基礎

「市場に対する詐欺（Fraud on the Market）」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（efficient capital market hypothesis＝ECMH）と、投資者行動についての市場モデルを組み合わせることによって成り立つものであり、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平均的な投資者は、証券の取引に当っては、関連するあらゆる情報を探索・評価して、その結果を用いようとはせず、単に市場価格だけに依存するに過ぎない、とする投資者行動についての市場モデルの使用である。

ヘ、「市場に対する詐欺（Fraud on the Market）」の理論と判決例

一九八八年の Basic Inc. v. Levinson 事件[30]の連邦最高裁判所判決の事案は、Basic Inc. の株式を売却した被

上告人が、上告人 Basic Inc. による虚偽の公式発表に信頼して、損害を被ったとして、Basic Inc. の規則10b－5違反を理由とする損害賠償責任を求めるクラス・アクションを提起し、第二審判決が、「市場に対する詐欺」の理論に基づいて、「被上告人がなした虚偽表示に対する信頼は推定される」、と判示して、被上告人の請求を棄却した一審判決を破棄したため、Basic Inc. が、第二審判決が「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、違法であるとして、上告したものであるが、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し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」の理論を用いて解決した。

Blackmun 判事による多数意見は、

「初期における詐欺の事例は、相対取引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、規則10b－5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ない。In re LTV Securities Litigatio 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、投資者の主観的評価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、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提供する。』と。

……訴訟経済並びに公正性、公序、及び蓋然性、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。」

と述べている。

ト、「市場に対する詐欺（Fraud on the Market）」の理論の採用の意義

規則10b－5は、証券の取引の詐欺の禁止規定であり、規則10b－5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え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虚偽情報の表示（misstatement）又は、真正情報の秘匿（omission）をし、原告が、④これに信頼して（on which the plaintiff relied）取引し、⑤損害を被ったことを、原告が主張・立証しなければならないが、Basic Inc. v. Levinson 事件において、「市場に対する詐欺の理論」が採用されたことは、法形式的には、証券の取引に際しての詐欺を禁止する規則10b－5の意義が、実質上は、市場の公正な価格形成機能を阻害する行為の禁止に変様していることを意味する。ここに、「市場に対する詐欺」の理論が採用されたことの意義がある。

三、わが国における不正取引の禁止の発展

(1) 「不正」の意義に関する学説

証取法一五七条一号（旧五八条一号）は、アメリカの“to defraud”の代わりに、「不正の……」と定められているにもかかわらず、それが、“to defraud”を日本語に訳すに当たって、特別の意図もなく、「不正の……」とされた由来もあって、規則10b－5と全く同様に解釈するのが、従来からの伝統的な有力学説であり、それと

異なる解釈をする学説はみられない。

もっとも、次に挙げる有力学説イ、ロ、は、後述する判決イが言い渡された後で、決定ロ、の決定が言い渡される前に、発表されたものなので、現在も、これら教授がこの立場を維持されるかどうかは、明確でない。

イ、神崎教授の説

神崎教授は、

「証券取引法五八条一号は、証券取引につき不正の手段、計画又は技巧をなすことを違法としている。証券取引につき不正の手段、計画又は技巧をなすとは、証券取引について他人を欺罔して錯誤におとしいれる態様の行為をすることであり、証券の取引について他人を欺罔して錯誤におとしいれる行為をする限り、その行為の態様がいかなるものであるかを問うことなく、この規定の違反を構成するものである。ただこの規定の違反が成立するためには、不正の手段、計画又は技巧が証券取引について行われることを必要とし、行為者がそのことを認識していることを必要とするものと解される。」

と述べられる。(31)

ロ、鈴木・河本両教授の説

鈴木・河本両教授は

「有価証券の取引に関連して他人を欺罔して詐欺におとしいれる、すべての態様の行為を、本号は、『不正の手段、計画又は技巧』としているのである。しかし、これらの詐欺的行為が証券取引に関連してなされることを要し、かつ行為者がそのことを認識していることを要す。」

と述べられる。[32]

ハ、龍田教授の説

龍田教授は、

「第五八条一号は、詐欺的という限定をつけていないから、最高裁判決（後掲最高裁昭和四〇決定）の解釈の方が、文言に忠実である。しかし、同条二号・三号の具体的に掲げる行為が、いずれも、詐欺的なものであることに照らせば、一号も高裁判決（後掲東京高裁昭和三八年判決）のように限定して読むのがよいのではないか。……人を錯誤に陥れて、自己又は他人の利益を図ろうとすることが、（五八条一号の「不正の手段」……筆者注）要件となろう。」

と述べられる。[33]

(2)不正の意義に関する裁判例

イ、東京高裁昭和三八年七月一〇日判決

証取法旧五八条一号の意義について述べた先例としては、東京高裁昭和三八年七月一〇日判決[34]がある。

本件の事実は、被告人が、N社の株式が無価値に等しいのに、市場性があるかのように見せかけるために、同社株式二千株について、権利移転を目的としない偽装の取引を行ったことであり、第一審の東京地裁は、これが証取法旧五八条一号に違反するとして、同法旧一九七条一号違反の刑を科す有罪判決を言い渡したために、被告人が、控訴し、証取法旧五八条一号にいう「不正の手段」は、その意義内容が漠然としており、憲法三一条に違反する無効の規定であると主張したのに対して、東京高裁は、

「『不正の手段』とは、取引所取引たると、店頭取引たるとを問わず、有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとしいれることによって、自ら又は他人の利益を計ろうとすることであると解するを相当とする。」

と述べた。これによれば、証取法旧五八条一項の責任が発生するためには、欺罔行為とこれに基づく錯誤の存在が、必要的要件となる。

ロ、最高裁昭和四〇年五月二五日決定

これはイ事件の上告審の決定であり、[35]

「証券取引法五八条一号にいう『不正の手段』とは、有価証券の取引に限定して、それに関して、社会通念上不正と認められる一切の手段をいう。」

と述べて、上告を退けた。

これを素直に読めば、欺罔行為とこれに基づく錯誤は、証取法旧五八条一項の責任が発生するための必要的要件ではないことなる。

ハ、東京高裁平成七年九月二六日判決[36]

A、事実

訴外甲会社（野村證券）は、大正一四年一一月二七日に設立された株式会社で、その営業目的は、有価証券の売買、その媒介、取次及び代理、有価証券の引受及び売出等であり、被告Y_1等は、平成二年三月当時、いずれも、甲会社の代表取締役の地位にあった。

訴外乙会社は、甲会社の大口顧客であり、甲会社は、昭和四八年三月から、乙会社と有価証券の売買などによる資金運用の取引を継続し、乙会社の証券発行に際しては、主幹事証券会社の地位にあって、引受手数料など、Y1主張の手数料収入を得ていた。

乙会社は、平成元年四月、訴外丙信託銀行との間で、乙会社を委託者、丙信託銀行を受託者とし、期間を平成二年三月までとする特定金銭信託契約を締結して、一〇億円を信託し、これに基づき丙信託銀行が甲会社のための取引口座を開設して、有価証券の売買による乙会社のための資金運用が開始された。この特定金銭信託契約に基づく勘定を利用した取引（特金勘定取引）においては、乙会社は投資顧問会社との間で投資顧問契約を締結しておらず、甲会社から有価証券の売買に関する情報の提供を受けて、丙信託銀行に対して売買の指図をし、この指図に基づいて丙信託銀行が甲会社に有価証券の売買を発注するという関係にあった（いわゆる営業特金）。平成元年末頃、乙会社のための特金勘定口座には、約二億七千万円の損失が生じていた。

平成元年一二月二六日、大蔵省証券局は、社団法人日本証券業協会に対し、「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」と題する局長通達を行い、その趣旨を徹底させるための業務課長連絡を行った。

その内容は、証券会社の大口顧客に対する損失補塡は、一般投資者の証券取引についての公平感や証券市場に対する信頼感を損なうものであり、証券取引の公平性や証券市場の透明性確保の観点から、証券会社の営業姿勢の適正化が強く要求されるとしたうえ、証券会社に対し、法令上の禁止行為である損失保証による勧誘や、特別の利益提供による勧誘はもちろんのこと、事後的な損失の補塡や特別の利益提供も厳にこれを慎むことを求めるとともに、特金勘定取引については、原則として顧客と投資顧問業者との間に投資顧問契約が結ばれるものとすること、具体的には、顧客が投資顧問契約を締結していることを確認するか、あるいは、顧客との間で運用に当たり売買一任勘定取引、利回り保証、特別の利益提供などの行為は行わない旨の書面を取り交わすかの処置を採

って、取引を開始し又は継続することを求めるものであった。

甲会社をはじめとして各証券会社では、この通達の主眼は早急に営業特金の解消を求める点にあると理解し、株式市場が急落する状況下で、顧客との関係を良好に維持しつつ営業特金の解消をすすめていくためには、損失補塡もやむを得ないという考え方が大勢を占めるようになった。

甲会社では、専務取締役で管理部門の最高責任者であったY_1が担当者となって、営業特金の総点検を行うこととし、各営業部店の担当者が顧客との間で、営業特金解消のための交渉を開始し、その過程で顧客から運用実績に対する不満と営業特金の解消による評価損の発生について、苦情が寄せられたため、平成二年二月一三日、Y_1が出席して、甲会社の専務会が開催され、Y_1から、乙ほかの顧客に生じた損失について総額約一六一億円の損失の補塡をすることが提案・了承され、これによって、営業特金の運用による損失が補塡された。

そこで、平成四年三月四日、甲会社の株主であるXが、甲会社に対して、Y_1等の損失補塡による損害賠償責任を追及する訴訟の提起を請求したが、甲会社が訴を提起しないので、同年四月一〇日、Y_1等の責任を追及する代表訴訟を提起したのが、原審であり、Xは、(1)本件損失補塡は、取締役の善管注意義務（商法二五四条三項、民法六四四条）、忠実義務（商法二五四条ノ三）に違反すること、(2)本件損失補塡は、改正前証取法五〇条一項三号・四号に違反すること、(3)本件損失補塡は独占禁止法一九条に違反すること、及び(4)被告らには商法二六六条一項五号により、この法令違反行為によって会社が被った損害として、損失補塡額に相当する三億六千万円の損害賠償の賠償責任があること、の四点を主張した。

これに対して、Y_1等は、(1)本件損失補塡は、経営上の判断によるものであるから、Y_1等に取締役としての善管注意義務・忠実義務違反は存在しないこと、(2)平成三年改正前の証取法は、顧客に損失が生じた後にこれを補塡する事後的な損失補塡を禁じていなかったこと、(3)損失補塡により乙との取引関係を維持し、拡大を図ることが

長期的には甲の利益になると判断して損失補塡を行ったが、独占禁止法において禁止されるのは損失補塡自体ではなく、損失補塡により競争者の顧客を自己と取引するように誘引することであること、及び(4)損失補塡により、甲会社は乙との取引を維持するという利益を得ており、約三億六千万円の損失補塡額自体を甲会社が被った損害とみることはできないこと、の四点を主張した。第一審判決は、Xの請求を棄却した。

そこで、Xが控訴し、参加人丁等は、商法二六八条二項にもとづき、Xの共同訴訟人として、本件訴訟に参加し、X及び丁等は本件損失補塡は、(1)改正前証取法五八条一号に違反すること、(2)独占禁止法一九条に違反すること、(3)取締役の善管注意義務及び忠実義務に違反すること、の三点を主張した。

これに対して、Y_1等は、(1)改正前証取法五八条一号違反が成立するためには、証券取引についての欺罔行為とそれによる錯誤が要件であること、(2)独占禁止法違反について認識がなく、よって違法性がないこと、(3)商法二六六条一項五号に言う「法令」は、会社又は会社関係者を保護する規定に限られること、の三点を主張した。

B、東京高裁の「不正の手段」の意義についての判断

東京高裁は、「改正前の証券取引法五八条一号は、『有価証券の売買その他の取引……について、不正の手段、計画又は技巧をなすこと』を禁止し、違法行為は刑事罰の対象とされていた（同法一九七条二号）。ここにいう『不正の手段、計画又は技巧』とは、『有価証券の取引に関連して他人を欺罔して、錯誤におとしいれる詐欺的行為』を意味し、改正前の証券取引法五八条一号違反が成立するためには、証券取引に関して欺罔行為とそれによる錯誤が不可欠の要件である。しかし、本件損失補塡に関しては、欺罔行為あるいはそれによる錯誤などというものは全く存在しない」として、Xの主張を斥けた。

四、「不正」の意義の再検討

アメリカにおける規則10ｂ－5によるインサイダー取引の禁止とその損害賠償については、わが国においても、論じられているので、本稿においては、特に、証取法一五七条の「不正」の意義について、再検討を加えるとともに、実務において、それを充分に活用すべき旨を主張する。

(1) インサイダー取引と非インサイダー取引

イ、不正取引とインサイダー取引

アメリカにおける規則10ｂ－5の適用による詐欺的取引の禁止の発展をみると、まず、①インサイダー取引の禁止から始まって、次に、②非インサイダー取引の禁止に及んできた。

Cady Roberts 事件[37]及び Texas Gulf Sulphur 事件[38]は、いずれも会社内部者（インサイダー）が未公開の会社情報（inside information）を利用した、典型的な、インサイダー取引であったが、Chiarella 事件[39]は、外部者（非インサイダー）による未公開の会社情報を利用したものであり、さらに Carpenter 事件[40]は、外部者による未公開の非会社情報である市場情報（market information）を利用したものであって、本来のインサイダー取引とは異なる、外部者による外部情報による不公正な取引である。

連邦最高裁判所は、典型的なインサイダー取引に対しては、情報所持理論又は信任義務理論によって、規則10ｂ－5を適用して、その違法性を承認して、今日に至っている。①外部者による未公開の内部情報（会社情報）の利用、及び②外部者による未公開の外部情報（非会社情報）の利用による不公正取引に対しては、連邦高等裁判所の不正流用論による規則10ｂ－5の適用が問題となったが[41]、Chiarella 事件の判決においては、これについ

ての判断がフィフティ・フィフティに分かれ、結論を示さないままで、原審の判断を維持したために、連邦最高裁判所が不正流用論を採用するかどうかが不明確であったため、Chiarella事件の直後に、証券取引委員会は、規則14e－3を制定して、公開買付に関する未公開の情報を用いて株式の取引をすることを禁止し、また連邦最高裁判所は、Carpenter事件[42]において、連邦郵便・通信法（Federal Mail and Wire Statute）を適用しているので、外部者による未公開の内部情報（会社情報）の利用、及び外部者による未公開の外部情報の利用による不公正取引の事案について不正流用論が適用されないとしても、規則14e－3及び連邦郵便・通信法を適用して、裁判できることとなったが、前述したO'Hagan事件の判決[43]は、連邦最高裁判所として、はじめて不正流用論を採用して、規則10b－5の適用を認めた。

ロ、不正取引と非インサイダー取引

アメリカにおいて、非インサイダー取引が盛んになっているのと同じく、近時、わが国においても、①外部者による未公開の内部（会社）情報を用いた不公正取引、及び②外部者による未公開の外部（非会社）情報を用いた不公正取引が目立ってきており、これは、証券取引の国際化に伴って、さらに活発となるとみられる。

非インサイダー取引によって利用される、未公開の、投資判断又は株式の市場価格に重要な影響を及ぼす情報には、①市場情報（market information）と、②構造的情報（structural information）の二つがあり、それぞれ、「市場インサイダー取引」、「構造的インサイダー取引」と呼ぶことができる。

第一の「市場インサイダー取引」としては、

①株価又は投資判断に重要な影響があり、将来発表されることが確実な未公開の会社情報を記載した記事（新聞、雑誌等）が発表されることを知った者（外部者）が、その記事が発表されて、会社情報が公開される前に、

その記事に関連する会社の株式を売買する取引、

②機関投資家などの有力投資者による株式の大量売買の情報を知った市場関係者による、未公開のその情報を利用した取引（かつて、有力な仕手グループが、ある信託銀行から巨額の融資を受けて、ある株式を大量に買って、株価が暴騰したことがあり、その融資に関与した銀行員が、その株式を事前に買付けて、多額の利益を挙げたが、所得税法違反の判決を受けたに過ぎなかったことがある。）、及び、

③平均株価の算出基準である株式（平均株価構成株式）の入替の情報を知った者が、それによって入替株式の株価が変動することを期待して、入替の公表前に、その株式を売買する取引（平成一二年六月二七日付東京新聞朝刊参照）などがある。

第二の「構造的インサイダー取引」としては、

①公正取引委員会による独占禁止法違反の容疑による立入調査（独禁法四六条一項四号）があることを知った同委員会の職員が、その情報がいずれ公表されて、その会社の株価の下落を予期して事前に行う、その株式の売却、

②裁判所が、ある製品の製造禁止の仮処分命令を発することを知った、裁判所の職員又は、担当法律事務所の職員が、その事実がいずれ公表されて、その会社の株価が下落することをを予期して事前に行う、その会社の株式の売却、

③国会において、ある業界に関する有利な取扱の法案の提出が見込まれることを知った、国会議員、又はその秘書等が、それが公表されて、その業界に属する会社の株価が上昇することを予期して事前に行う、その株式の買付、などがある。

これら取引は、会社の資産・負債（財産状態）又は収益・費用（経営成績）に関する情報（会社情報）を利用す

るものではなく、会社と無関係に、証券市場又は官庁その他の組織若しくは機構において発生した情報（非会社情報）を利用するものであり、会社関係者以外の者（会社外部者）による取引である。

しかし、これらの情報は、株価又は投資判断に重要な影響を及ぼすものであって、これら情報を入手できる特別の立場にある者が、これらの情報を利用して、情報が関連する株式の取引をすることは、市場の価格形成機能を損ねるだけでなく、それらの情報を入手できる立場にない、一般投資者との間で、不公平であり、かかる取引は、詐欺的取引とは言えないとしても、証券市場の公正性と健全性を害する不正な手段を用いた取引として、証取法一五七条一号の適用によって、禁止されるべきものと考える。

(2) 証取法一五七条と第一六六条

イ、証取法一六六条の制定

もともと、証取法一五七条（旧五八条）一号は、アメリカの証券取引所法一〇条b項及び同規則10b－5を範として、株価操縦及び詐欺的取引等の不公正な取引を禁止するために制定されたものであるが、その母法であるアメリカ法の規定が、抽象的なのは、その適用に柔軟性をもたせるためであり、事実、規則10b－5が、インサイダー取引の禁止のために、充分活用されてきた。しかし、わが国においては、証取法一五七条（旧五八条）一号は、その抽象性が欠点となって、インサイダー取引禁止の規定として、充分に活用されなかった。(44)

そこで、昭和六三年五月に、証取法を改正して、新たに、内部者取引を禁止するために一九〇条の二以下の規定（現行一六六条と一六七条、以下「一六六条等」と呼ぶ。）を設けて、会社関係者による、未公開の会社情報を利用するインサイダー取引を、禁止した。その目的は、市場の価格形成機能の阻害要因の排除と、証券市場の公正性と健全性の確保であると解される。

証取法一六六条等の制定にあたり、同条違反の刑罰制裁規定が設けられたが、平成九年の改正によって、その内容が厳格になり、一六六条等違反に対しては、三年以下の懲役又は三〇〇万円以下の罰金に処せられることになって、現在に至っている（証取法一九八条一五号）。

ロ、証取法一五七条の活用

A、インサイダー取引の禁止

証取法一六六条等の制定の当時、同条等によって、会社関係者が未公開の会社情報を用いてする内部者取引が禁止されると、同条等に形式的に該当しないインサイダー取引は禁止されず、少なくとも、刑罰制裁の対象となることはないと解釈され、一六六条等に形式的に該当しないインサイダー取引は、違法ではないとする見解が、実務家の間で生ずるのを心配して、一六六条等の立法に反対する意見もあった。

その見解の根拠として、一六六条等の違反に対しては、一九八条一五号によって三年以下の懲役又は三〇〇万円以下の罰金が科せられるのに過ぎないのに、一五七条違反に対しては、一九七条一項一号によって五年以下の懲役又は五〇〇万円以下の罰金が科せられることが挙げられた。

しかし、一六六条は、インサイダー取引禁止の実効性を確保するために、具体的な禁止規定を設けるとともに、インサイダー取引について形式的違反の次元において刑罰を科すために、同条違反につき一五七条違反より刑罰を軽くしたのであり、一五七条は、抽象的な規定を設けることによって、その規定の柔軟性を確保し、将来の証券市場の発展に伴って新たな複雑かつ専門的なインサイダー取引が発生したときに、直ちにそれを禁止できるように、大きな網を被せたのであるから、一五七条違反につき、より厳格な刑罰が科されるのは、何ら不合理ではない。一五七条一号は、一六六条等に違反するものであっても、特に悪質の程度が高く、違法性が大きい場合

（たとえば、会社が取引の失敗によって巨額の損失を出す虞が生じたことを知った、その会社の大量の株式を所有する取締役が、厳重にその事実を秘匿しながら、殊更に、業績好調の虚偽の事実を公表して、自己の大量の株式を売却したような場合）は、インサイダー取引について、法規定の観念的な競合として、一九八条一五号によらず、一九七条一項五号によって、より重い刑罰が科せられるべきである。[45]

B、非インサイダー取引の禁止

株式の取引に際して、投資判断に重要な影響がある情報が秘匿された場合であっても、その情報が、取引の相手方によっても、自らの創意、工夫又は研究によって獲得され得るものであれば、その情報を公表せずに、自らそれを利用して、それに関する株式を取引することは、市場の価格形成機能を阻害することはなく、しかも情報の開発が促進されるので、証券市場の公正性や健全性を害することはないが、会社情報以外の未公開の市場情報又は構造的情報を、それを入手できる特殊の地位にある者が利用して、証券の取引を行うことは、市場の価格形成機能を阻害するだけでなく、市場の公正性と健全性を害する不正な手段による行為として、禁止されるべきであり、そのために、一五七条一号は、より広範囲に活用されるべきである。

その際、一五七条一号がアメリカの規則10b－5の“fraud”という表現を用いないで、「不正」という表現を用いたことを、同号の解釈に当たって重視すべきである。

確かに、一五七条二号及び三号は、「虚偽の表示」又は「虚偽の相場を利用」等の表現を用いており、詐偽的取引に関する規定であり、それ故に、同条一号もまた、詐偽的取引に関する規定であると制限して解釈する見解もあるが、[46]同条一号にいう「不正の手段」とは、昭和四〇年最高裁決定が述べるように、有価証券の取引に関する不正が認められる一切の手段を指すのであって、詐偽的取引に限らないと解すべきである。そして「不正」とは、証券取引の公正性と健全性を害することをいうものと解し、将来起きるであろうあらゆる不正な行為を、同

条一号の柔軟かつ機動的な適用によって、迅速かつ的確に禁止すべきであると考える。(47)

(1) 条文の翻訳は、外国証券法令によるものをモディファイした。
(2) Ratner, *Securities Regulation*, 145 (6th ed. 1998).
(3) Id at 134-155; Hamilton, *The Law of corporations*, at 431-37(4th ed. 1996).
(4) 並木和夫、会社法・証券取引法の研究・中央経済社（一九九一）。
(5) 並木和夫、内部者取引の研究・慶應義塾大学出版会（一九九六）。
(6) Matter of Cady Roberts & Co., 40 S.E.C.907 (1961).
(7) SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833(2d Cir.1980).
(8) Investors Management, 44 S.E.C. 633 (1971)
(9) Chiarella v. United States, 485 U.S.222(1980),
(10) Carpenter v. United States, 484 U.S.19(1987).
(11) Dirks v. SEC, 463 U.S. 646(1983).
(12) United States v. O'Hagan, 117 S.Ct.2199 (1997)・本稿四、(1)、イ参照。
(13) Chiarella v. United States, supra note 09.
(14) Carpenter v. United States, supra note 10.
(15) Ratner, supra note 02, at 150.
(16) Id. at 165-68.
(17) 並木和夫・内部者取引の研究・前出（5）。
(18) Huddleston v. Harman & MacLean, 640 F.2d 534, 543 (5th Cir.).
(19) 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).
(20) Rowe v. Maremont Corp.. 850 F.2d 1226, 1233(7th Cir.1988).

(21) Abell v. Potomac Ins.Co., 858 F.2d 1104, 1117-18(5th Cir. 1988), cert.denied, 109 S.Ct. 3242(1989).

(22) Panzirer v. Wolf 663 F.2d 365(2d Cir.1981), vacated subnom, Price Waterhouse v. Panzirer, 459 U.S. 1027 (1982).

(23) Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S.128, 92 S.Ct. 1456(1972).

(24) 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指して、インディアンの部族が所有する資産等の部族に属する混血者・純血者間における分割・配分、混血者に帰属する信託と限定財産についての連邦による監督の廃止、及び純血者の啓蒙計画、を目的として制定された連邦法である。

(25) Supra note 23, 406 U.S. 148, 34 L.Ed.2d 758, 92 S.Ct.1469.

(26) 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。

(27) Edison v. Goodyear Tire & Rubber Co., 858 F.2d 198, 206-07(4th.Cir. 1988).

(28) 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. Resouce Royalties, Inc., 795 F.2d 1359, 1366-67(8th Cir.1986)；Biechele v. Cedar Point, Inc., 747 F.2d 209, 214-5(6th Cir.1984)；Lipton v. Documation, 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).

(29) Supra note 28, Finkel v. Docutel/Olivetti Corp.；supra note 28 Lipton v. Documation.

(30) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S.224, 108 S.Ct.987, 99 L.Ed.2d 194(1988).

(31) 神崎克郎・証券取引法〔新版〕五九八・一九八七。

(32) 鈴木竹雄＝河本一郎・証券取引法〔新版〕五五一・一九八七。

(33) 龍田節・証券取引法五八条一号にいう「不正の手段」・別冊ジュリスト一〇〇・一四四・四五・一九八八。

(34) 東京高裁昭和三八年七月一〇日判決・東京高刑時報一四・七・一一六。

(35) 最高裁昭和四〇年五月二五日決定・裁判集《刑》一五五・八三一。

(36) 東京高裁平成七年九月二六日判決・判時一五四九・一一。

(37) Matter of Cady Roberts, 40 S.E.C. 907 (1961).

(38) SEC v.Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301(2d Cir. 1871) .
(39) Supra note 13.
(40) Supra note 10.
(41) 本稿二、(1)参照。
(42) Supra note 10.
(43) Supra note 12.
(44) 昭和六三年五月証券取引審議会報告・内部者取引の在り方について・Ⅰ「はじめに」参照。
(45) 同説、河本一郎＝大武泰南・証券取引法読本二四〇・二八八、二〇〇〇。
(46) 龍田、前掲（33）・一四五。
(47) 同旨、龍田、前掲（33）・一四五。

〔付記〕 末筆ながら、高鳥正夫先生のご冥福を、心からお祈り申し上げます。平成一二年盆