

Title	損失保証・損失補填：法学と経済学の融合
Sub Title	Anticipated investment loss and compensation : collaboration between law and economics
Author	六車, 明(Rokusha, Akira) 牧, 厚志(Maki, Atsushi)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2012
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.85, No.5 (2012. 5) ,p.81(44)- 124(1)
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=AN00224504-20120528-0124">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20120528-0124</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.

# 損失保証・損失補填

——法学と経済学の融合——\*)

六 車 明  
牧 厚 志

1. はじめに
2. 損失保証・損失補填とは何か
3. 損失保証・損失補填に関する三つの最高裁判所判例
4. 検討の対象とする判示部分
5. 判示部分の評価
6. 結論

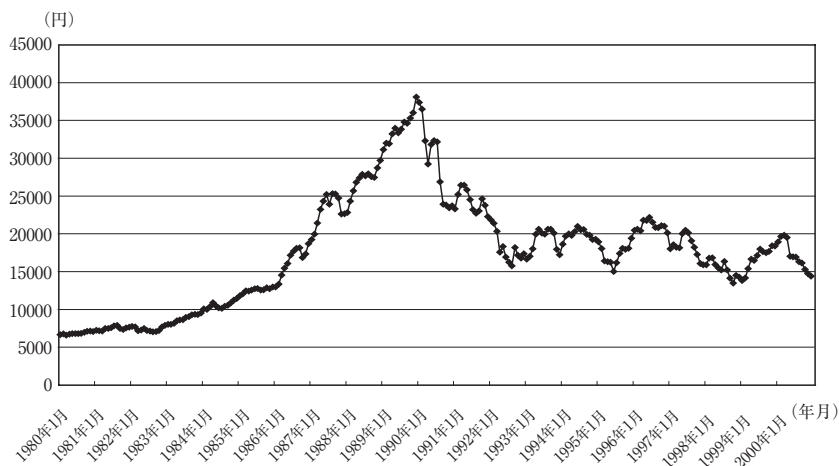
## 1. はじめに

1985年(昭和60年)9月G5の会合がニューヨークで行われ、ドル高是正を盛り込んだプラザ合意が成立した。プラザ合意が日本経済にとって大きなエポックとなり、バブル、バブル崩壊、「失われた10(20)年」へと続くことになった。東証平均株価(日経平均株価)の日次別推移を調べると、プラザ合意直前の1985年7月に1万3千円の大台に乗り、1987年1月には2万円を超え、1988年12月には3万円の水準を超えた。そして1989年(平成元年)12月29日に東証平均株価は最高値3万8915円になり、まさに4万円の水準が目前に迫ったのである。

しかし、年明けの1990年(平成2年)1月に「株式・債券・円」のトリプル安という事態になった。そして1990年10月には、一時的に2万円を下回り、1987年2月の水準まで落ち込んだ。図1は、東証平均株価(日経平均株価)の月次別時系列的な変化を示している。

市場にはファンダメンタルズの部分(財やサービス市場の視点からいえば物の生産性の上昇、金融市場では正常な期待収益率)があり、またそれ以外に、

図1 日経平均株価



資料：日経 NEEDS

投機的な値上り期待が存在する。ファンダメンタルズ以外の異常な価格上昇と急激な価格下落を「バブル発生とバブル崩壊」という。そして1990年前後の日本経済にこの現象が観測された。図1で見ると、短期間に株価の大幅な上昇が起こり、ある時点を超えてそれ以後の急激な株価の低下を招いたのである。

この時期の前後に金融・証券をめぐる不祥事が続き、今回取り上げた「損失保証・損失補填」ばかりでなく、「総会屋に対する利益供与」、「粉飾決算」、「とぼし」などいろいろな話題が新聞紙上を賑わせた<sup>1)</sup>。

平成元年（1989年）11月27日、新聞各社の紙面に「大和証券が“粉飾決算”―損失保証で100億円の穴一、負債隠しにダミー社・昭和59年まで特定法人客を優遇（毎日新聞）」、「大和証券が「損失保証」100億円、昭和50年代特定客優遇・ダミー使い処理（朝日新聞）」、「法人客の株売買損失・大和証券“肩代わり”、100億円、関連社株で穴埋め（日本経済新聞）」といったショッキングな記事が載った。

当時、業界第2位の地位を占めていた大和証券が大口顧客（20-30社）に、大和証券の取引先である有価証券販売会社をダミーに使い、約100億円にも

上る損失補填を行っていたことが発覚し、大きな社会問題になった。そしてこの事件は大蔵省の通常の検査によって明らかになったのではなく、別の脱税事件の副産物として明らかになったのであった<sup>2)</sup>。この時期はバブルの最終期であり、1カ月後の平成元年(1989年)12月に日経平均株価がピークを迎えた。

一連の証券不祥事を踏まえ、平成元年(1989年)12月26日に大蔵省証券局長は日本証券業協会会長宛に「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」と題する大蔵省証券局長通達を出した。大蔵省証券局長通達が出された平成元年(1989年)当時には、損失保証契約を禁じた証券取引法50条1項3号に違反した場合、行政処分は行われたが、刑罰は課されなかった。さらに損失補填行為を禁止する規定はなかった。

平成3年(1991年)10月法律96号「証券取引法及び外国証券業者に関する法律の一部を改正する法律」が公布され、50条の2として損失補填の禁止が付加され、罰則規定が加わった。さらに平成4年(1992年)6月には、平成4年法律87号「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」によって証券取引法の一部改正が行われた。そこでは50条の2の損失補填の禁止規定が50条の3に移動した。また、平成10年(1998年)6月法律107号「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」により、証券取引法の一部改正が行われた。この法律改正により、従来の証券取引法50条の3第1項3号は42条の2第1項3号に移された。

このようにして、法律の分野でも証券取引に関連する法律にドラスティックな改定が行われた。それを纏めてみると、平成元年(1989年)12月26日の大蔵省証券局長通達から端を発し、同日に日本証券業協会規則の一部変更があり、平成3年(1991年)10月法律96号、平成4年(1992年)6月法律87号、平成10年(1998年)6月法律107号による「証券取引法」の改正があった。そして、平成18年(2006年)法律65号「証券取引法等の一部を改正する法律」により、平成19年(2007年)9月30日には、証券取引法が「金融商品取引法」の中に入り施行されるなど、20年間に様々な法律の改正があった。

証券取引法から金融商品取引法への移行を規定する「証券取引法等の一部

を改正する法律」を見ると、

「第3条 証券取引法の一部を次のように改正する。

題名を次のように改める。

金融商品取引法」

となっている。

ここで証券取引法と金融商品取引法の相違点について、それぞれの法律の1条によって目的を比較してみよう。目的規定を定める証券取引法1条では、

「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする。」

また、金融商品取引法では、その目的を示した1条において、

「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。」

となっている。両者を比較すると、金融商品取引法では、明らかに、市場を強く念頭においていることが分かる。それは金融商品取引法において、「金融商品取引所の適切な運営を確保する」という言葉と同時に「資本市場」という経済学の用語を示していることから明らかである。さらに言及すると、証券取引法が経済活動における「公正」を念頭に置いているのに対し、金融商品取引法では、「公正」に加え、経済学の基本中の基本である「効率」にも言及している。そして、「効率」を達成するための道具として「市場」を

置いているのである。

このようにして金融商品取引法では、法律の立場を強く意識した「公正」から一步踏み出し、「効率」に言及している。これは、筆者の一人が経済学の立場から「効率」を出発点とし、「公正」に目を向けた方向性と類似性がみられ、これが法学と経済学の融合を考える際の切り口になりうるだろう<sup>3)</sup>。

## 2. 損失保証・損失補填とは何か

金融商品には「株式」、社債や国債などの「債券」、「定期預貯金」、「普通預貯金」などがある。また、金融商品を組み合わせた「投資信託」などもある。今、金融商品の中から最も代表的な「株式」と「定期預金」に注目しよう。経済学では、株式を「危険資産」と呼び、定期預金を「安全資産」と呼ぶ。危険資産は投資する時点で将来の元本および収益率が確定していない資産で、安全資産は投資する時点で将来の元本および収益率が保証されている資産である。

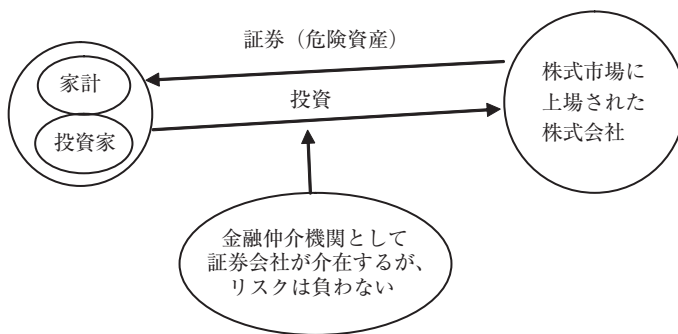
経済学を専攻した人には「危険資産」と「安全資産」の区別は常識であるが、法学を専攻した人には、法律で両者の区別を明確に定義していないため、目新しい概念かもしれない。そこで、「直接金融」、「間接金融」という経済学上の用語を補助線にして、危険資産と安全資産の区別を明確にしよう。『金融商品取引法概況』（山下友信・神田秀樹編、有斐閣、2010年、25頁）にこれを説明する最も単純な図がある。この図に若干手を加えたものが図2である。

直接金融と間接金融の区別は、山下・神田にある通り、誰がリスクをとるかである。図2から分かるように、直接金融では、リスクを負う主体は「家計あるいは投資家」である。一方、間接金融では、リスクを負う主体は「銀行」である。なお、ここでいうリスクとは、キャピタルゲイン・ロスを含めた将来時点の「期待収益」の実現可能性である。

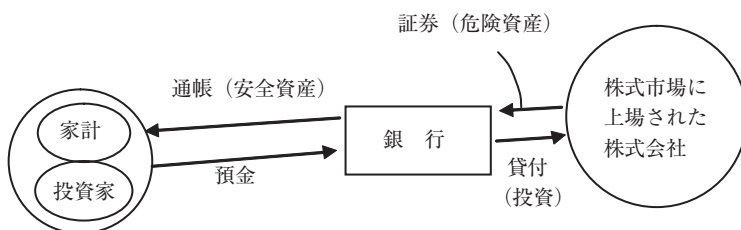
そして、危険資産と安全資産は「家計あるいは投資家」の視点から定義される。図2における直接金融と間接金融を理解すれば、危険資産と安全資産の区別が明確になるだろう。危険資産とは、家計あるいは投資家が直接的にリスクを負っている金融商品であり、これは直接金融システムの中で扱う商

図2 直接金融と間接金融

直接金融



間接金融



品である。一方、安全資産は、家計あるいは投資家はリスクを負わない金融商品である。間接金融システムの中で家計あるいは投資家はリスクを負わないが、この間接金融システムでリスクを負う主体は「銀行」である。つまり、銀行は、普通預金あるいは定期預金という形で、家計あるいは投資家から確定利率で利子を支払う約束で資金を集め、その資金を運用するのである。運用は、貸付あるいは投資という形態で行うが、それに対する収益は不確実である。その意味で銀行がリスクを負っているのである。

このようにして危険資産と安全資産の区別ができた後で、話を一歩進めよう。今、代表的な危険資産である株式を考えると、株式の価格(株価)は、新聞を見れば分かるように、毎日変動する。株式による利益には「インカム・ゲイン」と呼ばれる配当と、売却価格と購入価格の差額である「キャピ

タル・ゲイン (ロス)」がある。配当は、株主総会において額面価格の何%という形で決められる (会社法 454 条)。ただし、当該企業の業績が悪いときには無配当の場合もある (同法 458 条)。個人投資家にとって、株式を取引する際には、キャピタル・ゲインを求めるのが一般的である。勿論、株式価格の変動は市場の動向によって左右されるから、個人投資家はあらかじめ収益率を確定することができない。個人投資家は、直接金融システムの中で、証券会社を通じて株式を売買するが、あくまで個人投資家の「自己責任」で株式売買を行う。たとえ自分が所有する株式の価格が下落しても、その株式を購入した証券会社に損失の責任を押しつけることはできないのである。その理由は、株式が危険資産であり、リスクを負担する主体が家計あるいは投資家であるからである。

経済学では、価格は市場需要と市場供給の関係で決まる。しかし、個別主体の経済取引に関しては、相対取引なども含め必ずしも経済学の理屈通りにはいかないケースもある。その事例の一つが今回のテーマである「損失保証・損失補填」である。

このような予備知識を元に、「損失保証・損失補填」の簡単な構図を、具体的な取引の例で、説明する。今、10 億円の運用資金を持っている個人投資家がいるとしよう。この個人投資家は 10 億円を何らかの形で運用したいと考える。その際には、運用資金を「安全資産」に投資するか「危険資産」に投資するか、あるいは両者に分散投資するか、など多様な方法がある。一般的に安全資産は「ローリスク・ローリターン (低リスク・低収益)」、危険資産は「ハイリスク・ハイリターン (高リスク・高収益)」である。危険資産は高収益を獲得することが期待できるから魅力的であるが、リスク要因によって期待した高収益が実現しない可能性もある。

今、10 億円を持っている個人投資家が銀行で定期預金にすれば、確実に定期預金金利による収益を手に入れることができる。その利率が年率 1%であれば、1 年後には 1000 万円が通帳に記入されることになる。現実には、10 億円持っている個人投資家は、銀行に定期預金として預けて 1000 万円を手に入れるだけでは満足せず、10 億円を株式で運用することを考えるのが普通である。危険資産といわれる株式に投資する理由の一つは、株式による



期待収益率が、定期預金利率とは比較にならないほど、高いからである。例えば、1株1000円の株式を10億円で百万株購入したとする。株価が1000円から1100円に値上りすれば、1億円の収益（キャピタル・ゲイン）を得ることになる。そのときの収益率は配当収入を除いても10%である。

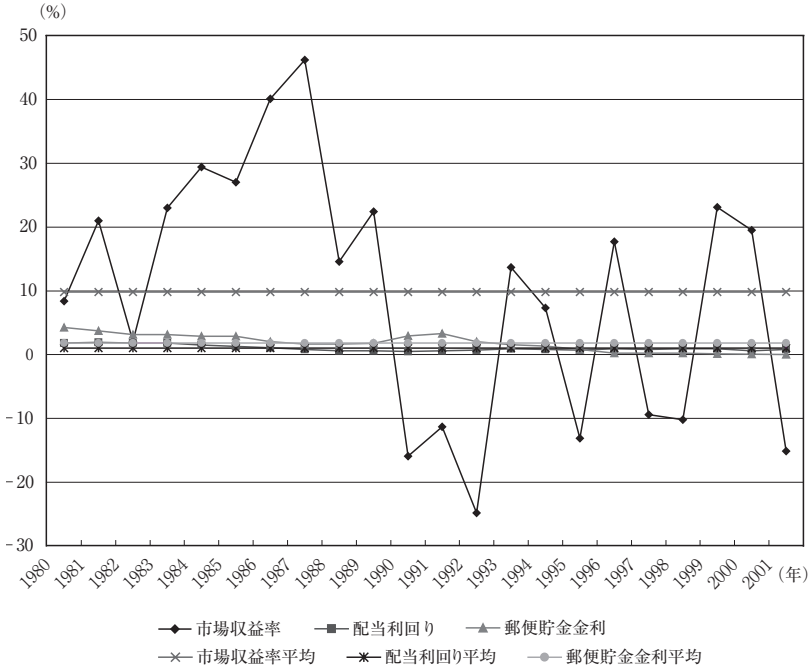
日本の株式は、1株当たりの配当額が少ないといわれる。配当金額は額面価格に一定比率を掛けて計算されるが、額面価格は株式の時価に比べ低いのが普通である。今、配当率10%、額面価格1株当たり100円、当該株式の時価が1000円であるとしよう。そして、その株式を百万株取得したとする。その時に、配当金額は10円（100円の10%）×百万（株）＝1千万円である。この金額から時価に対する収益率を計算すると、1千万円／10億円＝1%にしかない。

図3は1980年（昭和55年）から2001年（平成13年）までの現実の市場収益率、配当利回り、郵便貯金金利の変動を示し、またこれらの平均値を示している。市場収益率、配当利回りは日本証券経済研究所で発表しているデータである。

図3を見ると、配当利回りや郵便貯金金利に比べ市場収益率の変動が大きい。この市場収益率の大きな変動は、日本証券経済研究所で発表している市場収益率の定義（あるいはデータの作成方法）に関連している。この指標は、仮定として、投資家が前年の平均的な株価で株式を購入し、今年それを売却したときの収益率である。現実には、このような売買をする投資家はいない。長期間同一株を保有している投資家がいる一方で、毎日のように株式を売買する投資家もいる。このように限定的な定義によって作られた市場収益率であるが、それでもこの市場収益率と配当利回りや郵便貯金金利の平均値を比較すると、興味深い傾向の差が見られる。市場収益率の平均は9.8%、配当利回りの平均は1.0%、郵便貯金金利は1.8%で、平均的に見て市場収益率は極端に高いことが分かる。

株式の場合、配当とキャピタル・ゲインを考慮した収益率は10%にもなる。これが株式投資をするメリットである。したがって、誰でも銀行預金ではなく株式投資をしたいと考えるだろう。しかし、誰もが株式投資をできない理由は、第1に、株式投資を行う際の基本的なロットが高額であることで

図3 市場収益率、配当利回り、郵便貯金金利およびそれらの平均値



資料：日本証券経済研究所

ある。定期預金であれば銀行は最低1円から預かるが、株式は通常1000株単位で購入が行われ、時価が500円であれば50万円の資金が必要になる。第2に、株式投資にはリスクが伴うことである。

株式の売買は証券会社を通じて行われる。10億円の投資資金を動かすことのできる個人投資家が証券会社に現れた状況を考えよう。証券会社にとって10億円の資金を持った顧客は魅力がある。この資金を上手に運用できれば会社にとって利益になるばかりでなく、担当者（証券マン）の業績にもなる<sup>4)</sup>。そこで証券会社は是非この顧客を自分のお客にしたいと思う。一方、10億円を持った投資家は、10億円を定期預金に預けた金利以上で運用したいと思う。しかし、リスクは避けたい。このような状況では、証券会社の担当者は、50万円の資金を証券会社に持ち込んだ小口の投資家とはまったく

違う接客態度になるのが当然である。

違う接客態度の典型的な例が、現在話題にしている「損失保証・損失補填」である。個人投資家は10億円を証券会社に預ける見返りとして、例えば年率10%の利益を保証するという契約を証券会社ととりかわしたとする。これが「損失保証」である。そして、損失保証契約に基づいてあるいは証券会社独自の判断で、投資家が被った損失額を証券会社から投資家に補填する行為が「損失補填」である。

当然であるが、安全資産には10%という高利回りの金融商品は存在しない。一方、証券会社がこのような損失保証契約をしてもよいという理由は、証券会社が自分で10億円の資金を運用すれば、10%以上の利回りを獲得できるという実績に裏付けられていたからである。

株式市場が活発で経済自体が順調な局面であれば、このような損失保証契約が存在しても実質的な意味はない。証券会社が個人投資家から預った10億円を運用することによって10%以上の利益を出していれば、その中から10%分を個人投資家に分配すればよいだけである。しかし、1990年以降の証券バブルがはじけた時期では、順調な局面とは全く別の局面が現実のものとなった。株価が下がり、キャピタル・ロスが発生したのである。このような経済状況では、証券会社が個人投資家に約束した10%の利益を提供することが不可能になる。その場合、証券会社は二つの方法のうちどちらかを採用する。一つの方法は、大口投資家との損失保証契約を反故にすること。二つ目の方法は、証券会社が自己資金で損失を補填することである。前者のケースでは「大口投資家」から訴えられることになり、後者のケースでは「株主」から訴えられることになる<sup>5)</sup>。

### 3. 損失保証・損失補填に関する三つの最高裁判所判例

「損失補償・損失補填」に関連して以下の三つの重要判例がある。

- [1] 損失保証債務履行請求事件、最高裁平成9年9月4日民集51巻8号3619-3656頁、(以下民集山一という)
- [2] 約定金、寄託金返還請求事件、最高裁平成15年4月18日民集57巻

4 号 366-476 頁、(以下民集みずほという)

[3] 取締役損失補填責任追及控訴及び共同訴訟参加事件、最高裁平成 12 年 7 月 7 日判決民集 54 卷 6 号 1767-1847 頁、(以下民集野村という)である。

判例 [1] について、第 1 審判決は平成 4 年 (1992 年) 8 月 25 日に大阪地方裁判所、第 2 審判決は平成 5 年 8 月 26 日に大阪高等裁判所が言い渡している。そして平成 9 年 9 月 4 日、最高裁判所第 1 小法廷が判決を言い渡した。しかし一部につき高等裁判所へ差戻され、平成 10 年 11 月 13 日に高等裁判所で判決が言い渡され、再上告も却下され、平成 11 年 9 月 17 日に判決が確定した。

この事件の概略を述べよう。第 1 節でも紹介したように、証券市場の環境は、大蔵省証券局長通達によって、平成元年 (1989 年) を境に大きく変化した。原告・控訴人・上告人である個人投資家 A は平成 2 年 (1990 年) 8 月から 9 月にかけて、信用取引により日本軽金属 5 万株、本州製紙 5 千株、合計金額約 8700 万円を動かしていた。しかし、バブル崩壊によりこれらを含む株式取引によって多額の損失を被ったのである。これに対し、山一証券株式会社 (以下山一という) では、A に対し平成 2 年 (1990 年) 10 月から平成 3 年 (1991 年) 1 月までの間に「日計り商い」の方法で約 519 万円を送金した。「日計り商い」とは「全国の店舗で発生する顧客からの委託のない売買差益の確定した取引を事後的に顧客に割り当てるものであって、いわば現金の支払をするのと同じに評価できるもの」(民集山一、3638 頁)である。

A はこの 519 万円を「損失補填」の認識で、山一は「証券取引で損をした控訴人に少しでも儲けさせてやろうとの誠意と買建株の現引代金を入金させるための顧客融和策の一環としてなされたものであり、損失保証契約の一部履行としてなされたものではない。」(民集山一、3643 頁)という認識であった。

平成 3 年 (1991 年) 2 月 28 日、山一は A に対し、平成 2 年 (1990 年) 8 月に信用取引を行った分の一部につき、買建株の品受 (現物取引への変更) を指示した。具体的には、本州製紙 5 千株、日本軽金属 4 万株を売却したのである (争いが無い。民集山一、3639-3640 頁、3644 頁)。この売買により A は

本州製紙で約 1660 万円の売買差損、日本軽金属では約 1404 万円、合計 3064 万円の損失を被った。また、これ以外にも証券会社手数料、信用取引利息、有価証券取引税、譲渡所得税等を加算すると、約 519 万円になり、概算 3611 万円の損失が生じた。A は山一との交渉の過程で損失保証約束が行われたといい、山一はそのような約束はしていないという遣り取りがあった(民集山一、3638-3639 頁、3643-3644 頁)。そして A は損失補填が 519 万円分あるから、損失保証契約に基づいて山一が A に履行すべき損失残額は、ネットでは 3092 万円になると主張し、そのうち 3064 万円と商事法定利率年 6% の遅延損害金の支払を山一に求めたのである。

判例 [2] について、第 1 審は平成 10 年 (1998 年) 7 月 13 日に東京地方裁判所で、第 2 審は平成 11 年 9 月 29 日に東京高等裁判所で判決が言い渡されている。そして平成 15 年 4 月 18 日最高裁判所第 2 小法廷で判決が言い渡された。しかし一部につき高等裁判所に差戻され、平成 16 年 1 月 22 日の高等裁判所判決により判決が確定した。

[2] は甲事件と乙事件が併合されているが、本質的な構造は同じなので、甲事件の概略だけを説明しよう。発端は昭和 60 年 (1985 年) 5 月である。当時、財テク企業といわれた大口投資家である阪和興業株式会社 (以下阪和という) は自己資本比率を上げるため転換社債かワラント債発行による資金調達を計画した。一方、みずほインベスターズ証券株式会社 (以下みずほという) は阪和に普通社債発行の協力を申し出、同時に「特定金銭信託」契約を紹介した。特定金銭信託契約は、阪和と日本信託銀行の間で、昭和 60 年 (1985 年) 6 月 14 日、阪和を委託者兼受益者、日本信託銀行を受託者とする形で締結され、阪和は当初信託金 30 億円を日本信託銀行へ支払った。

また同時に、阪和は株式会社勸角経済研究所 (以下勸角経済研究所という) の間で、特定金銭信託に関する投資顧問契約を結んだ。それによって、勸角経済研究所が日本信託銀行に対し運用を指図することになる。この構図の実態は、阪和とみずほがプランを主導し、平成元年の大蔵省証券局長通達に準じて、形式的に勸角経済研究所と日本信託銀行が参加したように見える。

同時期、阪和は昭和 60 年 (1985 年) 9 月にユーロドル市場で普通社債を発行した。発行価格は 5000 万米ドル (当時は 1 米ドル約 200 円であり、日本

円では 100 億円になる)。そしてこの社債発行で得られた資金は、今回締結した 30 億円とは別の特定金銭信託と外債購入資金に当てられた。まさに「財テク」投資を行ったのである。

この契約に際し、「損失保証」について、阪和はみずほが年 8% の利回りを「保証」したと理解し、一方みずほは年 8% を約束したことはなく「努力目標」として理解していた。

昭和 60 年 (1985 年) から平成元年 (1989 年) までは株価もうなぎ上りであったから、毎年の運用益も 8% を超えており、阪和もみずほも「損失保証」や「8% 条項」を持ち出すことはなかった。

平成 2 年 (1990 年) 以降の時期はまさにバブルがはじけた時期で、前に図示した日経平均株価をみても、ピーク時の 4 万円からその半分以下の水準である 2 万円を切るまでに落ち込んだ。平成元年 (1989 年) から平成 2 年 (1990 年) 3 月までの期間では、運用益が 8% に達しなかったのである。そこで、みずほは阪和に対し当該契約を 3 年間延長し平成 5 年 (1993 年) 3 月までとし (両者とも認めている)、年 8.5% の利回りを保証する (阪和の言い分をみずほは否定) という提案をし、認められた。しかし、この時期に株や社債の運用によって 8.5% の利回りを確保することは不可能であった。最終的にこの契約は平成 7 年 (1995 年) 3 月に終了したが、その時点で当該特定金銭信託の時価は 11 億円程度になったのである。そこで、阪和はみずほに対し、主位的にみずほとの間で合意した損失保証契約の履行と遅延損害金の支払を、予備的に損失保証をした投資の勧誘が不法行為に当たるとして損害賠償金と遅延損害金の支払を請求したのである。第 2 審は、昭和 60 年 6 月 14 日に締結された損失保証契約自体は有効であることを考慮すると、現時点においてその履行を求めることは証券取引法 50 条の 3 第 1 項第 3 号に反し許されないと解するのは相当でないとした (民集みずほ、447-448 頁)。これに対し、最高裁は、損失保証契約は有効であっても、履行請求は許容されないとしてみずほ敗訴部分を破棄した (民集みずほ、370 頁)。

判例 [3] について、第 1 審は平成 5 年 (1993 年) 9 月 16 日に東京地方裁判所で、第 2 審は平成 7 年 9 月 26 日に東京高等裁判所で判決が言い渡されている。そして平成 12 年 7 月 7 日に最高裁判所第 2 小法廷で判決が言い

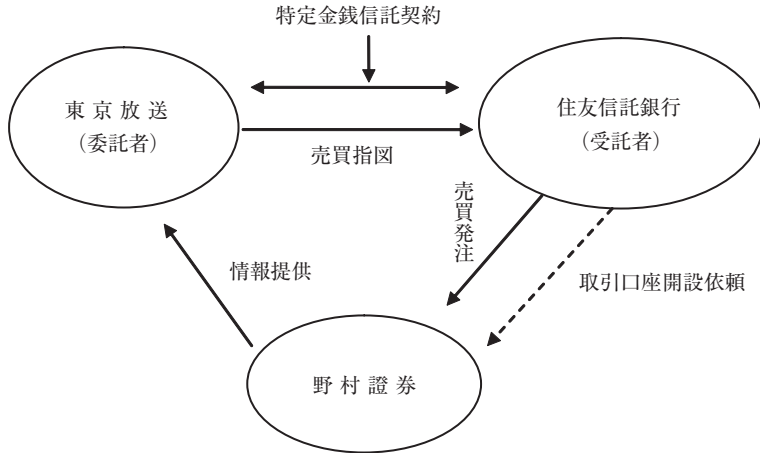
渡された。

この事件は株主代表訴訟である。その概略を説明すると、「野村証券は、平成2年（1990年）3月、東京放送株式会社に対して有価証券の売買による損失約3億6000万円を補填したが、原告は、この損失補填は野村証券の当時の代表取締役であった被告らが取締役の義務に違反して会社に補填額相当の損害を被らせたものであると主張して、そのうち1億円を会社に賠償するよう求めた。」（民集野村、1798頁）という案件である。今、請求原因に対する認否に関連して、当事者間で争いのない事実を見ると、損失補填に至る経緯について、「(一) 東京放送は、平成元年4月、住友信託銀行株式会社との間で東京放送を委託者、住友信託銀行を受託者とし、期間を平成2年3月までとする特定金銭信託契約を締結して10億円を信託し、これに基づき住友信託銀行が野村証券に取引口座を開設して、有価証券の売買による東京放送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、東京放送は、投資顧問会社との間で投資顧問契約を締結しておらず、野村証券から有価証券売買に関する情報提供を受けて、住友信託銀行に対し売買の指図をし、この指図に基づいて住友信託銀行が野村証券に有価証券売買を発注するという関係にあった（いわゆる営業特金）」（民集野村、1799頁）（以下、野村証券を野村という）。

営業特金を簡単に言うと、東京放送の10億円は野村が直接運用するということである。図に示すと図4のようになる。しかし、平成2年（1990年）年初からバブル崩壊が始まった。そして、「(二) 東京放送のための特金勘定取引口座には、平成元年末ころ、約2億7000万円の損失が生じていた。」（民集野村、1799頁）。さらに、「(四) 平成2年（1990年）1月ころから株式市況が急落し、この急落によって、東京放送のための特金勘定取引口座には更に損失が生じ、期間満了を待たずに取引を終了させた同年2月末ころは損失額は約3億6000万円となった。」（民集野村、1800頁）。

そこで、本件損失補填に移ると、「野村証券は、平成2年3月14日、東京放送にルクセンブルク証券取引所に上場の大成建設ワラント（1ワラント額面5000ドル）1225ワラントを代金合計61万2500ドル（当時の為替相場で9126万2500円）で売り、同日直ちに、東京放送は、これを野村証券に代金

図4 野村証券と東京放送の特定金銭信託に関する構図



注：投資顧問会社との投資顧問契約はない

合計 304 万 7187.5 ドル（同 4 億 5281 万 2063 円。ただし、国内取引税 135 万 8426 円を含む）で売り戻した。この結果、東京放送はこの取引で 3 億 6019 万 1127 円の利益を得、これによって営業特金の運用による損失が補填された。」（民集野村、1800 頁）。

#### 4. 検討の対象とする判示部分

ここまで山一、みずほ、野村という三つのケースにおける損失保証・損失補填に関する事案の概要を最高裁判所判例の判決に基づいて説明した。これら一連の事件について、最高裁判所の判決文および原審高等裁判所の判決文の中でいくつか注目すべき文章が存在する。今、それらの中から以下の 5 点に着目し、初めに、注目すべき文章を抜き出してみよう。都合のよい箇所を取り上げているという批判を避けるために、できるだけ十分な長さで判決文を抜き出すことにする。



### 第1の判示部分

「本件保証契約が締結されたのは、昭和60年6月14日であるが、上記の経緯にかんがみると、この当時において、既に、損失保証等が証券取引秩序において許容されない反社会性の強い行為であるとの社会的認識が存在していたものとみることが困難であるというべきである。そうすると、本件保証契約が公序に反し無効であると解することはできないとする原審の判断は、是認することができる。」(民集みずほ、371頁)(著者注：下線は著者。第1の判示部分は、次の第2の判示部分の直後に続くが、本論文ではその順序を入れ替えている。)

### 第2の判示部分

「平成3年法律第96号による改正前の証券取引法は、損失保証や特別の利益提供(以下「損失保証等」という。)を違法な行為としていたものの、その違反に対しては、その行為をした証券会社の外務員に対し、証券業の免許の取消し、業務の停止、外務員の登録の取消し等の行政処分が科せられることとされていたにすぎず、学説の多くも損失保証等を内容とする契約は私法上有効であると解していたのであって、損失保証等が反社会性の強い行為であるとまで明確に認識されてはいなかった。しかし、平成元年11月に、証券会社が特定の顧客に損失補填をしたことが大きな社会問題となり、これを契機として、同年12月には、大蔵省証券局長通達が発せられ、また、日本証券業協会も同通達を受けて同協会の規則を改正し、事後的な損失補填を慎むよう求めるとともに、損失保証等が法令上の禁止行為であることにつき改めて注意が喚起されるに至った。このような過程を通じて、次第に、損失保証等が、証券取引の公正を害し、社会的に強い非難に値する行為であることの認識が形成されていったものとみることが出来る(最高裁平成5年(オ)第2142号同9年9月4日第1小法廷判決・民集51巻8号3619頁参照。)(民集みずほ、370-371頁)。

そこで、みずほ事案の中で最高裁判所が参照した判例〔1〕山一事案の該当箇所を取り出してみる。

「3 ところで、損失保証は、元来、証券市場における価格形成機能をゆがめるとともに、証券取引上の公正及び証券市場に対する信頼を損なうものであって、反社会性の強い行為であるといわなければならない、このことは、右改正証券取引法（著者注：平成3年法律96号）の施行前においても、異なるところはなかったというべきである。

もっとも、旧証券取引法（著者注：平成3年法律96号による改正前）の下においては、損失保証は違法な行為とされていたものの、行政処分を科せられていたにすぎず、学説の多くも損失保証契約は私法上有効であると解していたことからすれば、従前は、損失保証が反社会性の強い行為であると明確に認識されてはいなかったものといえる。しかし、前記のとおり、平成元年11月に、証券会社が損失補填をしたことが大きな社会問題となり、これを契機として、同年12月には、大蔵省証券局長通達が発せられ、また、日本証券業協会も右通達を受けて同協会の規則を改正し、事後的な損失補填を慎むよう求めるとともに、損失保証が法令上の禁止行為であることにつき改めて注意が喚起されたなどの経緯からすれば、この過程を通じて、次第に、損失保証が証券取引の公正を害し、社会的に強い非難に値する行為であることの認識が形成されていったものというべきであり、遅くとも、上告人が被上告人との間で損失保証契約を締結したと主張する平成2年8月15日当時においては、既に、損失保証が証券取引秩序において許容されない反社会性の強い行為であるとの社会的認識が存在していたものとみるのが相当である。」（民集山一、3623頁）。

しかし、ここに引用した山一事案の判決文の直前には次のような文章がある。

「2 損失保証に関する証券取引法改正等の経過は、次のとおりである。

(一) 平成3年法律第96号による改正前の証券取引法（以下「旧証券取引法」という。）50条1項3号は、有価証券の売買その他の取引につき、証券会社又はその役員、使用人は、顧客に対して当該有価証券について生じた損失の全部又は一部を負担することを約して勧誘する行為をしてはならないとして、これらの者が勧誘に際して損失保証の約束をすることを禁止していた。右の規定は、昭

和30年代後半に証券会社の経営破綻と証券事故が多発したことから、昭和40年法律第90号により、証券会社に対する大蔵大臣の監督に関する規定を整備する一環として新設された規定であり（当時は50条2号）、それ以前には損失保証に対する法的規制はなかった。

(二) 旧証券取引法50条1項3号に違反した場合には、その行為をした証券会社や外務員に対し、証券業の免許の取消し、業務の停止（同法35条1項2号）、外務員の登録の取消し、職務の停止（同法64条の3第1項2号）等の行政処分が科せられるのみで、刑罰が科せられることはなかった。なお、旧証券取引法には、顧客に損失が生じた後にその損失を補填する行為について、これを禁止する規定が設けられていなかった。」（民集山一、3620-3621頁）。

つまり民集山一では、上記の「2 損失保証に関する証券取引法改正等の経過は……」があり、その次に「3 ところで、損失保証は、元来、証券市場における価格形成機能をゆがめるとともに、……」が続くのである。そして、みずほ事案の判決では、山一事案の「3 ところで、損失保証は、元来、証券市場における価格形成機能をゆがめるとともに、……」の内容を参照するといっている。しかし、「2 損失保証に関する証券取引法改正等の経過は……」への言及はないのである。

### 第3の判示部分

「平成3年法律第96号による証券取引法の改正によって、同法50条の2第1項3号の規定が新設され、証券会社が有価証券の売買その他の取引等につき、当該有価証券等について生じた顧客（信託会社等が、信託契約に基づいて信託をする者の計算において有価証券の売買等を行う場合にあっては、当該信託をする者を含む。）の損失の全部若しくは一部を補填し、又はこれらについて生じた顧客の利益に追加するため、当該顧客に対し、財産上の利益を提供する行為が禁止された。そして、同号に違反した場合の罰則規定も設けられた。同改正法の附則には、同改正法の施行前にした行為に対する罰則の適用についてはなお従前の例による旨の規定が置かれたが、損失補填や利益追加のための財産上の利益を提供する行為（以下「利益提供行為」という。）の禁止については、同

改正法の施行前に締結された損失保証ないし利益保証契約に基くものであって、同改正法の適用を排除するための規定が置かれなかった。同法 50 条の 2 第 1 項 3 号の規定は、その後平成 4 年法律第 87 号による改正によって 50 条の 3 第 1 項 3 号に、平成 10 年法律第 107 号による改正によって 42 条の 2 第 1 項 3 号に変わったが、各改正法施行前に締結された損失保証ないし利益保証契約に基く利益提供行為についても、禁止から除外していない点は、従前と同様である。

なお、証券取引法 42 条の 2 第 3 項は、利益提供が証券会社又はその役員若しくは使用人の違法又は不当な行為であって当該証券会社とその顧客との間において争いの原因になるものとして内閣府令が定める事故による損失の全部又は一部を補填するために行われる場合には同条 1 項の規定を適用しないとするが、法において禁止した損失保証等を内容とする契約の不履行が法令に違反する行為として禁止解除の事由となるというのは背理であるから、上記不履行が証券会社の行為規制等に関する内閣府令 5 条所定の事故に該当しないことは明らかである。

被上告人の主位的請求は、本件保証契約の履行を求めるものであり、同法 42 条の 2 第 1 項 3 号によって禁止されている財産上の利益提供を求めているものであることがその主張自体から明らかであり、法律上この請求が許容される余地はないといわなければならない。」(民集みずほ、371-372 頁)。

#### 第 4 の判示部分

「確かに、証券市場においては、証券取引につき自己責任を負う多数の投資者それぞれが真剣な投資判断を行うことによって適正な価格形式が行われるのであり、このようにして適正な価格形式が行われることを通じて証券市場における資金の適正配分が実現するのであるから、証券会社が顧客に対して損失の補填をすることは、事後的に初めて行われる場合であっても、損失発生前に行う損失保証の場合と同様に投資者の自己責任原則に背反するものであり、それが真剣であるべき投資判断を容易なものとする結果、証券市場における適正な価格形成を阻害するに至る危険をはらむものである。また、事後的な損失補填は、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、証券会社の健全な経営を損ない、一般投資者に不測の損害をもたらす危険を伴うものであるという点においても、事前の損失保証と同様の性質をもつ（著者注：この引用部分を㉑とする）。

しかし、事後的な損失補填は、投資相談がされる前に行われる損失保証とは異なり、それ自体としては投資者の投資判断に直接影響を与えるものではなく、一般に、投資者が不確実な事後の損失補填を期待して容易な投資判断をする危険は小さいと考えるから、証券市場における適正な価格形式を損なうことについては間接的な危険があるにとどまる。また、将来の価格変動が確実に予測できないままされる損失保証に比べ、損失額が確定した後にされる損失補填は、証券会社の経営基盤を揺るがしてまで行われることはないであろうから、その健全性を損なう危険も格段に小さいものといえることができる（著者注：この引用部分を㉒とする）。」（民集野村、1841頁、原審である東京高等裁判所が平成7年9月26日に言渡した判決の判決文中にある。）。

#### 第5の判示部分

「しかるに、原審は、独占禁止法19条に違反する行為が当然に本規定（著者注：改正前の商法266条1項5号）にいう法令に違反する行為に当ると解するのは相当でないと判断しているのであって、この点において、原審は法令の解釈を誤ったものとしなければならない。

三 しかしながら、株式会社の取締役が、法令又は定款に違反する行為をしたとして、本規定に該当することを理由に損害賠償責任を負うには、右違反行為につき取締役に故意又は過失があることを要するものと解される（最高裁昭和48年(オ)第506号同51年3月23日第3小法廷判決、裁判集民事117号231頁参照）。

原審の適法に確定したところによれば、(一)被上告人らは、本件損失補填が旧証券取引法あるいは本件通達に違反するものでないかどうかについては重大な関心を有していたが、それが一般の投資家に対して取引を勧誘するような性質のものではなかったから、独占禁止法19条に違反するか否かの問題について思い至らなかった、(二)被上告人らのみならず、関係当局においても、証券取引についての所管の大蔵省によって証券取引法及びその関連法令を通じて規制が行

われるべきであるとの基本的理解から、証券取引に伴う損失補填が独占禁止法に違反するかどうかという問題は、損失補填が行われた後1年半にわたって取上げられることがなかった。(三)公正取引委員会が、本件損失補填を含む証券会社の一連の損失補填が不正な取引方法に該当し独占禁止法 19 条に違反するとして、同法 48 条 2 項に基づく勧告を行ったのは、同年 11 月 20 日であった、というのである。

右事実関係の下において、被上告人らが、本件損失補填を決定し、実施した平成 2 年 3 月の時点において、その行為が独占禁止法に違反するとの認識を有するに至らなかったのにはやむを得ない事情があったというべきであって、右認識を欠いたことにつき過失があったとすることもできないから、本件損失補填が独占禁止法 19 条に違反する行為であることをもって、被上告人らにつき本規定に基づく損害賠償責任を肯認することはできない。

四 以上のとおりであるから、被上告人らが本件損失補填を決定し、実施したことにつき、本規定に基づく損害賠償責任を否定すべきものとした原審の判断は、結論において是認することができる。論旨は、原判決の結論に影響しない事項についての違法をいうものに帰し、採用することができない。」(民集野村、1776-1777 頁)。

そこで、最高裁判所判決文にある「原審の適法に確定したところによれば」における原審が書いている内容を、次に、見よう。

### 「三 独占禁止法違反について

1 次に、本件損失補填が独占禁止法 19 条に違反するか否かについて判断する。証券会社が顧客に対して有価証券の売買などの取引について生じた損失の全部又は一部を補填することは、証券市場の担い手である証券会社が証券投資における自己責任原則を放棄し、証券市場において適正に形成された価格を証券市場外で修正するものであり、証券取引の公正性を害するものであるから、証券業における正常な商慣習に反するものというべきである。そして、本件損失補填は、顧客との取引関係を維持し、又は拡大する目的で一部の顧客に対して行ったものであるから、正常な商慣習に照らして不当な利益をもって競争者の

顧客を自己と取引するように誘引するものであって、不公正な取引方法（昭和57年公正取引委員会告示15号）の9項（不当な利益による顧客誘引）に該当し、独占禁止法19条に違反するというべきである。

しかし、同条は、競争者の利益を保護することを意図した規定であって、同条違反の行為により損失を被るのは、当該会社ではなく、競争者であるから、同条違反が当然に商法266条1項5号の法令違反に含まれると解するのは相当でない。同号の法令違反に該当するかについては、独占禁止法19条違反の行為がひいては後述の取締役の善管注意義務、忠実義務に違反するか否かが更に検討されなければならない。

2 なお、証拠（乙3、4、7、被控訴人B（著者注：野村の役員））及び弁論の全趣旨によれば、本件損失補填は、野村証券と東京放送との証券取引の中で行われたことから、被控訴人らにとって、損失補填が証券取引法あるいは大蔵省証券局長の前記通達に違反しないか否かが重大な関心事となっていたものであり、本件損失補填が一般の顧客に対して取引を勧誘するような性質のものではなかったことから、被控訴人らは、本件損失補填が「不当な利益をもって競争者の顧客を自己と取引するように誘引する」不公正な取引方法に該当し、独占禁止法19条に違反するか否かの問題については検討されなかったこと、損失補填につき独占禁止法違反の問題があることは、被控訴人らのみならず、関係当局においても、証券取引の規制は所管の大蔵省によって行われるべきであるとの基本的な考えから、本件損失補填がされてから1年半余にわたって取り上げられることがなかったこと、公正取引委員会は、第121回同会衆議院及び金融問題に関する特別委員会が開催された平成8年8月31日の時点においても、なお、損失補填が独占禁止法違反に該当するとの見解をとるに至っておらず、公正取引委員会が野村証券の本件損失補填を含む証券会社の一連の損失補填が不公正な取引方法に該当し独占禁止法19条に違反する旨の勧告を行ったのは、同年11月20日であることが認められる。

右認定の事実によれば、被控訴人ら野村証券の取締役が、本件損失補填を決定し実施した平成2年3月の時点において、右行為が不公正な取引方法に該当し独占禁止法に違反するとの認識をもつまでに至らなかったことはやむを得ない点があるというべきである。」（民集野村、1843-1844頁）、

という文章に対応している。第5の判示部分と原審の内容を対比すると、最高裁判所は、原審の「2」のなお書きの認定事実を取り出しているが「1」への言及はないのである。そしてまた、最高裁判所判決文で参照している裁判集民事117号231頁を引用しよう。以下で裁判集民事は「集民」と略す。集民全文が掲載されている「金融・商事判例」では、

「株式会社の取締役が法令又は定款に違反する行為をしたとして、商法266条1項の規定によりその責任を追及するには、右違反行為につき取締役の故意又は過失を必要とするものと解するのを相当とする。したがって被上告人が横河電機の子会社として取締役会において他の取締役とともに本件新株発行につき株主総会の特別決議を経ないまま、大和証券及び野村証券に買受引受けをさせる決議をし、それを実行しても、被上告人において、故意はもとより、右行為が法令違反になるとの認識を欠いていたことに過失がなかったから、被上告人に賠償責任がないとした原審の判定判断は、正当として是認することができ、原判決に所論の違法はない。」(金融・商事判例No.503、18頁)。

そして故意ではなく過失もなかった理由はこの横河事案における以下の高等裁判所判決中にある。

「成立に争いのない甲第46号証、第67号証の2、第68号証、乙第37号証の2、第46号証、第47号証、第51号証の1ないし3および弁論の全趣旨を総合すれば、被控訴人らが横河電機の子会社として本件新株の発行にあたり、買取引受の方法を決定した当時、専門学者の間でも、それが実質公募の方法であって商法280条の2に定める株主以外の者に対する新株引受権の付与に当たらないとの議論が有力で、会社資本の増加につき指導監督していた大蔵省等においても、引受価額ないし売出価額を公正にすれば買取引受について株主総会の特別決議を経なくとも違法ではないとしていたことがうかがわれ、事実、株主総会の決議を経ない買取引受による新株の発行が当時かなり業界で行われていたことが認められる。」(金融・商事判例No.503、19頁)。



を根拠としている。

## 5. 判示部分の評価

上に示した第1の判示部分と第2の判示部分は相互に強く関連しているが、特に第1の判示部分では下線で示した「損失保証等が証券取引秩序において許容されない反社会性の強い行為であるとの社会的認識が存在していたものとみることが困難である」という箇所のうち、「社会的認識」という言葉に着目して検討しよう。そしてこの「社会的認識」は次の第2の判示部分で、再度、第1の判示部分とは別の角度から検討する。

「社会的認識」を手元にある辞書で調べると、「社会的」とは「社会全般にかかわる所が大きい様子」とあり、「社会」とは「広い意味での共同生活を営む人びとの集団」（狭義では、特定の仲間意識を持つ人たちの集団を指す。例、「芸術家の社会」）とあり、「認識」とは「物事の本質を十分に理解し、その物と他の物とをはっきり見分けること（心の動き）」（新明解国語辞典）とある。今、このような「社会的認識」という言葉を今回の事案と、常識的な線で、結びつけてみよう。

「社会的認識」について、社会という言葉の内容について、「狭義の社会」と「広義の社会」という二つの立場を区別しながら検討する。そして、「社会認識」についてそれぞれ「狭義」と「広義」のどちらが判決文の内容として常識的かつ合理的であるかを判断しよう。「狭義」と「広義」にこだわる理由は、最高裁判所の判決文において、それぞれ別の箇所で「狭義」と「広義」を意識せずに使い分けており、それが判決の内容に深くかかわっているからである。

初めに「狭義」の意味で「社会」を考察しよう。判決文には「証券取引秩序」という言葉があり、今回の事案に関連する「社会的」の意味するところは、日本人社会全体あるいは世界の人々全体を指すというよりは、むしろ、証券取引に関係した、あるいは、証券取引に従事する人々（証券のプロ）の社会と理解する方が自然である。そこで証券取引に関係したあるいは証券取

引に従事する人々の中から今回の事案の当事者を特定すると、一方は証券会社およびその社員であり、他方は大口ないし機関投資家であり、それぞれが「証券取引」のプロといわれる集団である。

これらに従事する人々の多くは、学生時代に経済学部か法学部に籍を置き、また、実社会に出てからは、実務を経験すると同時に証券業取引を行うことが可能であるための各種資格試験に合格した人であるのが一般的である。例えば、経済学部出身者で証券会社に就職を希望する学生は、大学の授業で「金融論」という科目等を履修し、そこで「安全資産」や「危険資産」という概念を学習する。また、法学部出身の学生は民法で「公序良俗」あるいは「不法行為」という概念を学習し、また証券取引法を勉強するチャンスがあっただろう。さらに証券会社に就職すれば、各種の社内・社外研修において、何がやってはいけない証券取引かという講習を受講しただろう。

そのような証券取引を仕事とする集団において、平成元年の大蔵省証券局長通達が出て、はじめて、損失保証等が反社会性の強い行為であると認識したと裁判所が認定したことには、大きな違和感を覚えるだろう。つまりプロの社会では、損失補填は、常識的に、反社会的行為であるという認識があったということである。

第1の判示部分に関連して、裁判所は「広義」の「社会的認識」を、同時に、定義したと見られる箇所がある。第1の判示部分の最後の文章において、「そうすると、本件保証契約が公序に反し無効であると解することはできないとする原審の判断は、是認することができる。」という文章がある。ここでの「公序」という言葉は、平成16年法律147号による改正前の民法90条の「公ノ秩序」を指すものであるが、一般的にいえば、「広い一般社会」を指すのが常識であろう。このような考え方で「社会認識」の社会をみると、第2の判示部分にある平成元年11月に起こった「社会」問題とそれに伴う12月の日本証券業協会会長宛に出された大蔵省証券局長通達の役割に、概念上、食い違いがみられることがわかる。つまり、大蔵省証券局長通達は、「一般社会」に向けたものではなく、日本証券業協会会長宛で、一般社会ではなく「狭義の社会」である証券業界に向けたものと考えerほうが、常識的な判断であろう。つまり、同一の判例の中で「広義」と「狭義」の「社会的

認識」を使い分けているのである。

さらに、次に述べる第2の判示部分の文章によって、損失保証や損失補填が、平成元年に初めて認識されたものではないということ、歴史の流れの中で、明らかにする。

第2の判示部分では「違法な行為としていたものの」という点と、第1の判示部分の「社会的認識」に焦点を当てて検討する。第2の判示部分では、みずほの最高裁判所判決文と同時にみずほ判決文で参照されている山一の最高裁判所判決文も提示している。ここで注意すべき点は、みずほの最高裁判所判決文では、山一の最高裁判所判決文を「参照」しているが、みずほの判決文では、山一の判決文に書かれていた「民集山一」3620-3621頁にある昭和30年代後半以降の時系列的な情報が抜かれているのである。第2の判示部分に掲載した引用文章では、この歴史的側面を併せて載せている。

山一の最高裁判所判決文の中に「昭和30年代後半に証券会社の経営破綻と証券事故が多発したことから、昭和40年法律第90号により、証券会社に対する大蔵大臣の監督に関する規定を整備する一環として新設された規定であり（当時は50条2号）、それ以前には損失保証に対する法的規制はなかった。」とある。この事実を確認すると、昭和30年代後半に起こった証券会社の経営破綻とは山一に関する経営破綻のことである。

ここで、証券事故の実例を新聞や著書からの情報によって検討しよう。昭和40年以前には、以下で述べるような証券不祥事があった。昭和38年（1963年）7月に「東京証券取引所株価、ケネディ教書により暴落（ダウ平均64円41銭安と開所以来の下げ幅）」（『日本金融年表』、日本銀行金融研究所、昭和63年）という、いわゆる、ケネディ・ショックが起こった。株価の暴落に伴い、当時、投資家の間で高い人気があった投資信託の収益率が悪化した。そして、証券事故のいくつかの事例が新聞記事や著作からも明らかにできる。例えば、(1)証券会社が顧客からの保護預かり証券の流用をする（日本経済新聞社、昭和40年6月10日）、(2)投資信託が売りづらくなると、苦しまぎれに「元本を保証します」（こういういい方は禁じられている）という“支店長念書”をそえて売るセールスマンが現れた（朝日新聞、昭和40年5月25日）、(3)同じ株を投資信託のユニット間で売り買いする、株式部と投資信託で売買

する——などの手段で、証券会社の売買高を増やしたり、手数料を上積みしたりする（鈴木隆、『滅びの遺伝子——山一証券興亡百年史——』文芸春秋、2005年）。これを「バイカイ」という。(4)日本興業銀行などが発行する金融債券を証券会社が客に売っていた。売った金融債を客に渡さず、品借料を払って証券会社が借り、この債券を証券会社の借金の担保に使っていた（前掲書）。これを「運用預かり」という。大蔵省でも何の手段もせず、手をこまねいていただけではない。昭和 38 年 7 月には、大蔵省から証券会社の財務管理について「坂野通達」という通達が出された。これは証券会社の自己売買に制限を加えるものであり、証券会社による株価操作に一定の制限を与えるものであった（前掲書及び NSJ 日本証券新聞、NSJ コラム参照）。

このようにして昭和 40 年以前に様々な事件があったと同様に、昭和 40 年の日本銀行法 25 条に基づく山一証券救済以降にも様々な証券市場に関する出来事があったのである。つまり、平成元年の大蔵省証券局長通達までの約 20 年間、「社会一般」においても「証券業（狭義の社会）」においても、証券会社に関連する事故に対する認識は十分あり、証券市場のシステムが安定しかつ順風満帆であったことはなく、「広義の社会」においても昭和 40 年の証券不祥事は「忘却のかなた」にあったなどということ決して共通の認識ではなかった。一例を挙げれば、「証券取引法」は昭和 40 年から平成 3 年までの期間で大きな改正が 8 回に亘って行われている。前掲書（『金融商品取引法概説』山下・神田編、有斐閣、2010 年、17-18 頁）から引用抜粋すると、

- ①昭和 40 年改正：昭和 40 年の山一証券の経営破綻などの経験から、証券業界の規制が強化され、登録制から免許制に改められた。
- ②昭和 46 年改正：昭和 40 年の山陽特殊鋼の粉飾事件などの経験から、企業内容開示制度の改善として、半期報告書や臨時報告書による開示が導入されたり、不実記載に関する民事責任の強化の改正が行われ、また公開買付の規制が導入された。
- ③昭和 56 年改正：昭和 23 年の制定以来、米国の法制と同様に、証券取引法では、銀行等の金融機関の証券業務をごく一部の業務を除き禁止してきた。しかし国が赤字国債を大量に発行する時代を迎えて、国債の発行や流通について金

融機関の力を使わざるをえなくなったことから、金融機関の国債その他の公社債にかかる証券業務を認める改正が行われた。

④昭和 60 年改正：公共債についての先物取引を認める改正が行われた、これが証券取引法におけるデリバティブ取引の規制の嚆矢となった。

⑤昭和 62 年改正：開示制度の規制緩和として、継続開示を行っている会社が証券を発行する際の発行開示制度の簡素化がなされた。

⑥昭和 63 年改正：内部者取引の禁止の規定がはじめて導入された。また、有価証券指数先物取引や有価証券オプション取引など証券に関する各種デリバティブ取引を認めるための改正が行われた。

⑦平成 2 年改正：株券等の大量保有に関する開示制度を導入する改正、公開買付に関する改正が行われた。

⑧平成 3 年改正：バブル経済時代に証券会社が大口顧客に巨額の損失補てんを行っていたことが明らかになったことを受けて、損失補てんを刑事罰をもって禁止する改正が行われた。

このようにして、証券業務をとりまく環境の変化に応じて、「狭義の社会」は当然ながら、「広義の社会」においても投資信託や国債の金融機関における窓口販売などを通じて、金融取引における秩序維持について、絶えず情報が流れていた。したがって、昭和 40 年から昭和 60 年の間に、証券取引において、証券業界では何をやってはいけないかという認識が形成されていたと考える方が常識的である。

更に、もう一つ事例を示そう。証券会社と投資家が証券の売買を行うが、実務は証券外務員と顧客の間で行われる。証券外務員は免許という形の資格を必要とし、現行では「一種」、「信用取引」、「二種」、「特別会員一種」、「特別会員二種」、「特別会員四種」などの外務員資格に分かれ、それぞれの資格に応じて取扱い可能な商品が限定されている。この証券外務員制度は証券取引法ができた昭和 23 年にまで遡ることができる。証券会社で営業をする証券外務員は、外務員資格内容を見捨てた取引を行っていたか否かにかかわらず、制度的には日本証券業協会が認定する資格を持っていなければ営業活動ができなかったのである。また、顧客に対しても、証券を売る際には、「リ

スクの許容度」あるいは「リスク・プロファイル」というようなアンケートないしは口頭による注意が行われなければならなかった。このようにして、法律はもとより制度においても厳然とした公序が、昭和 20 年代から時系列的に蓄積されてきたのである。

このような事実を踏まえると、第 1 の判示部分と第 2 の判示部分において最高裁判所が示した、平成元年の大蔵省証券局長通達以前に「損失保証等が証券秩序において許容されない反社会性の強い行為であるとの社会的認識が存在していたとみることは困難である」、あるいは平成元年の大蔵省証券局長通達以降に「このような過程を通じて、次第に、損失保証等が、証券取引の公正を害し、社会的に強い非難に値する行為であることの認識が形成されていったものとみることができる」という事実認識は、事実と異なり、歴史的な流れを無視しているといってもよいだろう。

判示部分に関する次の論点は「平成 3 年法律第 96 号による改正前の証券取引法は、損失保証や特別の利益提供（以下「損失保証等」という）を違法な行為としていたものの、その違反に対しては、その行為をした証券会社の外務員に対し、証券業の免許の取消し、業務の停止、外務員の登録の取消し等の行政処分が科せられることとされていたにすぎず、学説の多くも損失保証等を内容とする契約は私法上有効であると解していたのであって、損失保証等が反社会性の強い行為であるとまで明確に認識されてはいなかった」という箇所（第 2 の判示部分冒頭の下線部分）についてである<sup>6)</sup>。

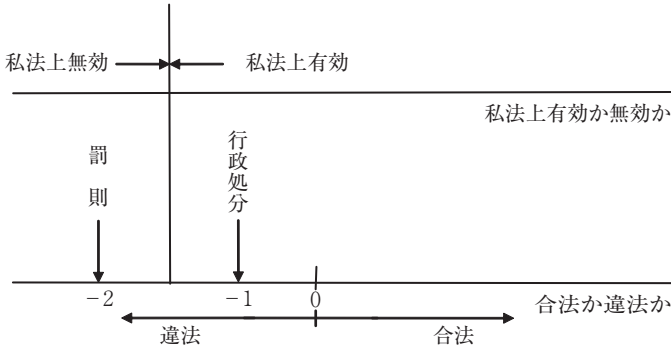
罰則が付加されなければ「反社会性の強い行為である」と明確に認識できないのか。逆の言い方をすれば、行政処分だけでは反社会性の強い行為であるとは明確に認識されないのであろうか。

この説明を図によって明らかにしよう。図 5 パネル 1 のように、最高裁判所は損失保証等は「違法」であると認定している。そこで行政処分と罰則の重みを比較するが、ここでは先験的に罰則の方が行政処分より重いという不等式が裁判所の判断として成り立っている。また、図中には「私法上の有効・無効」を行政処分と罰則の間に置いてある。

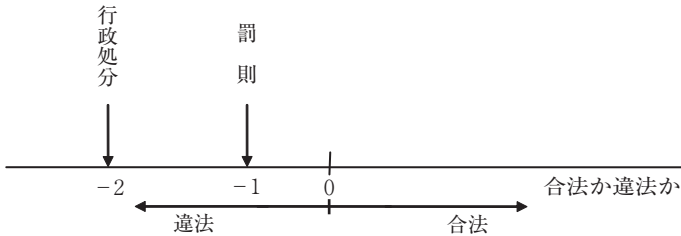
この違法に関する罰則と行政処分の位置関係は、サービス業である証券業界という性格を考えると、社会一般に何の抵抗もなく、受け入れられるだけ

図5 損失保証等の違法性と私法上の有効性の関係

パネル1



パネル2



うか。例えていえば、ある証券会社が行政処分を受け、3ヵ月の営業停止になった場合と、ある証券会社の社長が金融商品取引法違反の罪で懲役3年になった場合を考えてみよう。証券会社社長が刑務所に入ることについて新聞記事が出れば、当然その会社や業界では大きな影響があるだろう。が、一般の社会では新聞記事の出たその日一日しか話題に上らないだろう。

しかし、証券会社のシャッターが3ヵ月閉じているという事態は異常であり、少なくとも社長が刑務所に入った記事よりも当該証券会社に対する一般社会における影響力は大きいだろう。その理由は、証券会社の支店配置が大きな都市に集中し、銀行などの金融機関より支店数が少ないいうえに、支店が

閉鎖されると、一般投資家は有価証券取引に支障をきたすことになるからである。

このような視点でパネル 2 を見直すと、現行の見慣れた風景とは全く別の風景が見えてくるだろう。

第 3 の判示部分について、法律の専門家ではない経済学者の視点から検討すれば、最高裁判所の判断は常識的であり、妥当な結論といえる。しかし、疑問が生じるのは何故最高裁判所で出された有効な損失保証契約に基づくものとしても、その履行請求を認めることができないという結論が第 2 審では出なかったのだろうか。平成 3 年法律 96 号の附則では「この法律の施行前にした行為に対する罰則の適用については、なお従前の例による。」と罰則の適用について言及しているが、この文言は、法律を作る専門家にとっても理解するのに難解なことがあり、法律家にとっても同様なのであろう。それと同時に「法律不遡及の原則」という、一般には法規は遡及効をもたないという原則がある。『現代法学入門 (第 4 版)』伊藤正己・加藤一郎編、有斐閣、2011 年、56 頁) この原則の根本には「新たに制定され、また改正された法が、それ以前の関係に適用されると、既得権を害したり、予測を裏切ったりして、法的安定性を害することになる。」(前掲書、55-56 頁) という理由がある。そこでこの原則を今回の損失保証・損失補填にあてはめてみると、(1)「既得権を害したり」、これは、元来、損失保証・損失補填が違法行為であり、既得権は存在しない。(1)については、違法行為であるから既得権の侵害にならないのである。(2)「予測を裏切ったり」、これは、民集みずほによれば、最高裁判所は、損失保証・損失補填が強い非難に値する行為であることの社会認識すら存在していないといいつつ、第 3 の判示部分に示したように、同附則には、損失補填等の行為の禁止は、改正法施行の前に締結された損失保証契約等に基づくものであっても、同改正法の適用を排除する規定が置かれていないからその禁止は及ぶのであるといっている。一方、著者達は、社会認識として存在するが、それは違法行為であるという認識である。したがって、(2)について、最高裁判所の解釈あるいは著者の見解によっても「法律不遡及の原則」に従っていることになる。このような理由から、損失保証契約に基づいて損失補填をすることについては、平成 3 年法律 96 号以前において締



図6 証券取引法の改正：損失保証・損失補填等に直接関連する条文とその内容

条文	(注1) □ * △ □ * △ □ * △ □ * △ □ * *											
	昭和40年 法律90号	昭和63年 法律75号	平成元年 証券局長通達	平成3年 法律96号	平成4年 法律87号	平成10年 法律107号	平成18年 法律65号	金融商品 取引法39条				
(1) 損失保証	証券法 50条	証券法 50条	証券法 50条	証券法 50条の2	証券法 50条の2	証券法 42条の3	証券法 42条の2					
①禁止規定	○ (注3)	○	○	○	○	○	○	○				
②行政処分	○	○	○	○	○	○	○	○				
③刑事罰則	×	×	×	○	○	○	○	○				
(2) 損失補填												
(3) 利益保証												
(4) 利益提供												
以上共通												
①禁止規定	×	×	×	○	○	○	○	○				
②行政処分	×	×	×	○	○	○	○	○				
③刑事罰則	×	×	×	○	○	○	○	○				

(注1) \*は民集みずほ、□は民集山一、△は民集野村に引用された条文および通達

(注2) 昭和40年改正前は当該条文なし

(注3) ○は規定あり、×は規定なし

結された損失保証契約に基づいて同法施行後に行われた損失補填等を禁止する法律が遡及することになる。これをまとめたのが、図6である。

第4の判示部分について検討しよう。証券市場に参加する証券の売り手(供給者)と買い手(需要者)は、それぞれが自分の利益を最大化する(株取引で利益を出す)という動機付けで行動している。この点に関しては機関投資家であろうと一般投資家であろうと同じ行動原理である。そうであっても、その時々を経済情勢によって損をすることもあるというのが証券取引の常であり、そのために株を中心とする証券取引は、危険資産に対する投資行動ということになる。また、株取引においては、投資家は売り手にも買い手にもなるという点も念頭においておこう。

今、損失保証契約があり、それに基づいて損失補填が行われるという状況でモラルハザードが起こるだろうか。もし、モラルハザードが起こるとすると、投資家が証券会社のアドバイスには耳を傾けず、自分の相場観だけで株売買の指示を証券会社に出す場合であろう。しかし、損をしたら証券会社に損失を負担させるという場合、証券会社が損失補填に応じることは難しいだろう。一方、証券会社に損失保証契約がある場合、証券会社のとる行動は、少なくとも損失保証契約による損失補填分は確保しようと考え、ポート・フォリオをよりハイリスク・ハイリターンに重視したものと変更することもあるかもしれない。しかし、この場合には証券市場における適正な価格形成を阻害するに至る危険ははらんでいない(第4の判示部分前段の④に対応)。つまり、④のロジックは意味がないといえよう。

それでは、損失保証・損失補填は証券市場のどこにゆがみを生むのであろうか。一言で言えば、投資家が証券市場について常識としている「証券投資に係る金融商品は危険資産である」という常識の根底を崩すからである。つまり危険資産は「ハイリスク・ハイリターン」、安全資産は「ローリスク・ローリターン」というのが投資家の共通に持っている常識であるが、損失保証・損失補填はこれに対し、「ローリスク・ハイリターン」というカテゴリーになり、投資家にとって理想ではあっても、投資家の常識とは相反するものである。

このような論旨を踏まえると、著者注⑤(第4の判示部分後段)に書かれ

ている事後的な損失補填に関する(1)投資者の投資判断に直接影響を与えない、(2)投資者が不確実な事後の損失補填を期待して安易な投資判断をする危険は小さい、(3)証券会社の経営基盤を揺るがしてまで行われることはないであろうから、経営の健全性を損なう危険も格段に小さい、などの理由付けは、判決全体では意味のない、蛇足にすぎないだろう。また、この判決文に使われている「危険」という言葉は、経済学者の観点からは、不適当な言い方であり、「可能性」等の言葉の方がよいだろう。

それでは第4の判示部分について何が問題か、ということが次の間になる。損失補填は「市場の公正性」あるいは「市場の信頼性」を損なう点に問題があるのだ。証券市場に参加しているのは、日本にベースを置く機関投資家と証券会社だけではない。それ以外に日本にいる一般投資家、また、海外にいるファンド・マネージャーといわれる投資家などを含む機関投資家、さらに、将来的に日本の証券取引所に上場しようと考えている日本企業や海外企業が存在する。これらの人々あるいは企業に対して、日本の証券市場は「公正ではない」、「信頼性がない」というレピュテーションが流布すると、日本の証券市場が地盤沈下をし、それが顕著になれば、日本の経済力が相対的に弱くなることは否めなくなるのである。

デ・ファクト・スタンダードという言葉がある。何故アメリカ合衆国の基準がグローバル・スタンダードになりえたかということ、アメリカ合衆国のルールが多く之国々で使われるという「標準化・普遍性」あるいは「信頼性」があるからという理由が大きい。例えば、日本でよく言われる「表のルール上ではこうであるが、裏では別の行動基準が採用される」などという社会では、外国人や外国企業は、ルールが明確でないという理由で、証券市場に参入できないだろう。また、潜在的に存在する投資家を排除することは、証券市場の規模および質をゆがめることになる。その結果、健全かつ適切な価格形式が損なわれることになるのである。

第5の判示部分に移ろう。民集野村によって最高裁判所判決文だけによる理由を時系列で並べると、

- (1) 平成2年3月 野村—東京放送損失補填
- (2) 平成3年8月 独占禁止法違反ではない

(3) 平成 3 年 11 月 独占禁止法違反で勧告

というのが、最高裁判所の判断であるが、実は「原審」の高等裁判所の判決文では、時系列の中に

(0) 昭和 57 年 公正取引委員会告示 15 号

があり、これによって昭和 57 年から、告示の上では、損失補填は「不正な取引方法」に該当するという規定が存在するのである。この告示が昭和 57 年から存在する以上は、取締役に故意又は過失があったと判断できる理由がある。

このようにして歴史的な事実に基づくと、「やむをえない事情」により、取締役に損害賠償責任はなかったという判決についても争点が浮かび上がってくる。基本的なベースに戻って考えると、「損失保証・損失補填をした」ということは、最高裁判所も認定しているように、違法行為なのである。「天網恢恢疎にして漏らさず」という老子の格言がある。これを今回の事件にあてはめると、そもそも出発点が違法であったのだから、その行為自体は各種の法律に、当事者が意識していると否とにかかわらず、抵触する可能性が高い。そして今回の独占禁止法違反は、株主代表訴訟における提訴者が裁判の過程で提出した書類にある事実であり、裁判が終了した後で学者なり評論家が述べた感想ではない。裁判所が裁判の過程で「独禁法については被告も知らなかったことはやむを得ないから過失はない」と認定したことは、裁判所が法律の適用に際し、理解が不十分であったことを疑わせる可能性も高い。

念のため、上記のロジックを整理してみると、最高裁判所は損失補填が独占禁止法 19 条に違反する「違法行為」とであると認定し、平成 17 年改正前の商法 266 条 1 項 5 号の法令にも違反すると認定した。その上で取締役の賠償責任が問えるか否かについては「右違反行為につき取締役に故意又は過失があることを要する」(民集野村、1776 頁)としている。そして、参照判例として集民 117 号 231 頁以下を挙げていた。

しかし、集民の判例をそのまま本件の故意・過失にあてはめられるだろうか。横河事案は新株引受が株主総会の決議を経なかったことに対する案件であるが、野村事案では、社会を騒がせた損失補填の案件であり、事案の社会

的影響力の大きさから言えば、大きな相違があるだろう。そして、損失保証・損失補填について違法であることは、昭和40年の山一事件以来くり返しその不祥事がマスコミをにぎわし、また大蔵省も日本証券業協会に注意を促してきた。たとえ独占禁止法に抵触するというのを公正取引委員会が勧告したのが、平成3年11月で、野村と東京放送の間で行われた損失補填の平成2年3月より遅いとはいっても、それは平成元年の大蔵省証券局長通達が出された平成元年12月より後で、また昭和57年公正取引委員会告示15号より後で、昭和40年の山一事件より後のことである。

このような事実を踏まえて、「プロ中のプロ」である証券会社役員に故意または過失がないと裁判所が認定すること自体常識とは相容れないものがある。社会の現実をみるならば、取締役の故意または過失の存在は容易に推認することができる。そうであるから取締役は、この推認をくつがえすことができる事実を主張・立証しなければならないのである。つまり、取締役の故意または過失の存在を証明する責任は、株主にあるのではなく、故意または過失が自分に存在しないことを証明する責任が実際のところは取締役にあると理解する方が妥当であろう。何故ならば、野村の事案のような株主代表訴訟においては法廷でプロの取締役が「自分は知らなかった」と言ったときに取締役が「知らなかった」ことをどうして株主側が「知っていた」と証明できるのか。株主に証明責任があると、取締役は全て「自分は知らなかった」で押し切れることになる。

このように、上記5つの判示部分について著者のコメントを述べたが、「天網恢恢疎にして漏らさず」、「歴史に学ぶ」、「歴史はくり返す」、など、法学や経済学を含む社会科学の分析における常識を前面に出して判例をみると、いくつかの点で合理的でない判示部分が見つかることになる。

## 6. 結論

経済学を専攻した人は誰でも「危険資産に対する損失補填は違法である」という。しかし、「違法」の根拠となる法律は何かという問には答えられないのが普通である。一方、法学を専攻した人は「損失保証も契約であり、

図7 投資一任契約 (件数)

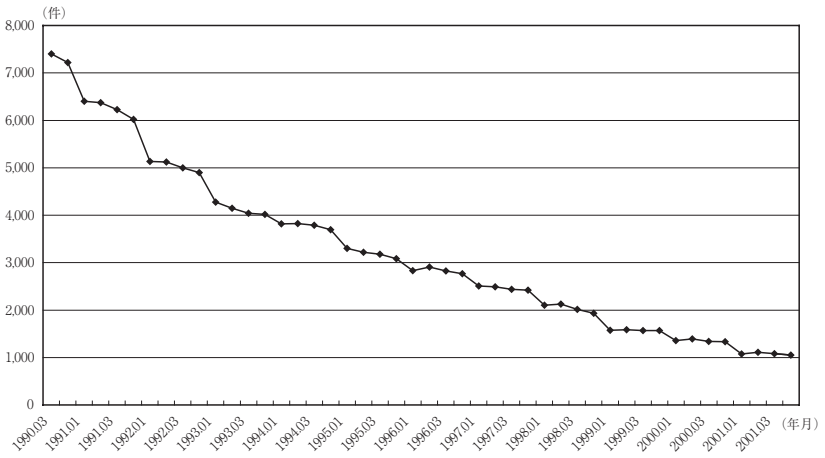
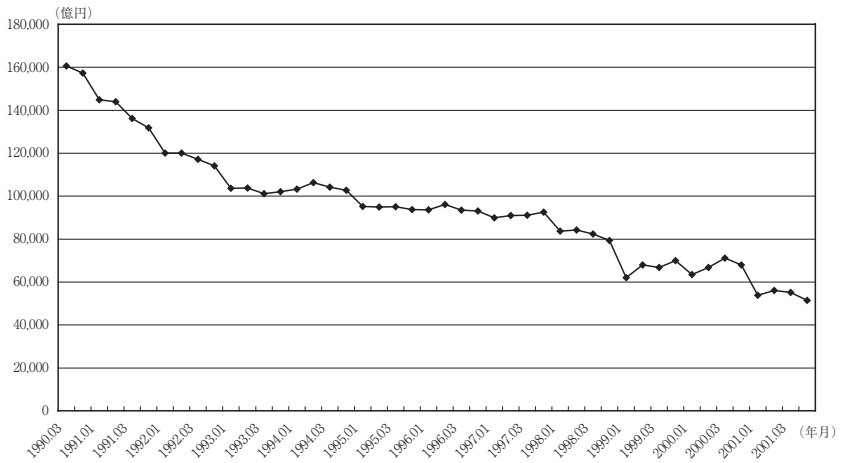


図8 投資一任契約 (金額)



資料：図7・図8とも日本銀行

契約は守るべきである」という。そして、「私法上は禁止事項になっていなければ当該契約に何の問題もない、また、禁止であっても罰則規定がなければ問題はない」というだろう。損失保証・損失補填の問題には、経済学と法律学でこのような考え方のギャップが根底にある。損失保証・損失補填について、経済学と法律学両方の観点から様々な角度で評価をしてみよう。

損失保証・損失補填に関して、平成元年（1989年）12月の大蔵省証券局通達が大きなエポックであった。特別金銭信託契約が含まれる「投資一任契約」の推移を件数と金額について公表データにより確認すると、図7と図8のようになる。

1990年（平成2年）から2000年（平成12年）にかけて、投資一任契約の件数は約8000件から1000件へと、激減した。また、金額を見ると1990年当時が18兆円あった投資一任契約が2000年には4兆円とこれも減少した。勿論、公表されている投資一任契約全部に損失保証契約が付加されていたわけではないが、その中には損失保証・損失補填契約があったことは間違いないだろう。しかし、損失保証・損失補填が裁判になって争われた例は珍しく、「和解」による解決が多数あったはずである。まさに、阪和・みずほの裁判においても、みずほは、平成4年3月から同年9月までの間に、阪和に対し、「利回り保証の約束を履行する旨発言し、改正証券取引法に違反しないいくつかの履行方法を提案したが、同年9月中旬には、訴訟上の和解を通して解決したいから、訴訟を提起してもらいたいと申し出た。」（民集みずほ、424頁）ということから、裁判になったのである。

このようにして、大蔵省証券局長通達は大きな役割を果たした。もし通達が遅ければ、更に多くの証券不祥事が起こったであろうことは容易に想像できる。そして損失保証・損失補填に関して裁判という形で公となった事件は、多くの証券不祥事において「氷山の一角」であっただろうことは想像に難くない。

次にマクロ経済の観点から一連の損失保証・損失補填について考えてみよう。1985年のプラザ合意以降、日本は「資産大国」の道を歩みだした。「貯蓄から投資へ」というキャッチ・フレーズや、東京をアジアにおける金融センターに位置付け、ニューヨーク、ロンドンと肩を並べる金融拠点にし、24

時間国際金融市場が活動できるようにするという壮大な構想が実現の方向に向かった時期であった。

当時、このような構想を実現するために、第一に整備しなければならなかったことは、金融・証券市場がグローバル・スタンダードに合致した機能を備えなければならなかった。その最重要課題は「透明性」と「公正性」であった。透明性に必要なことは、明確なルールの確立とルール違反があった際にそれをチェックできるシステムである。特に日本だけの狭い金融市場から国際的な規模の金融市場に拡大するためには、種々のルールの明確化が必要であった。それと同時に、金融・証券市場の公正さを確保することが必要であった。従来の日本の金融市場では銀行のウエイトが大きく、証券の役割は国民全体にとって比較的なじみのないものであった。その証拠として、個人資産に関するポート・フォリオ（資産選択）を見ると、圧倒的に銀行預金と郵便貯金のウエイトが大きく、株式保有比率は 10% を下回っていた。これはアメリカ合衆国やイギリスの個人資産に関するポート・フォリオとは大きな相違であった。日本の証券市場はある種の「賭博場」的な性質を持っており、特別大きな資産を持った個人投資家か保険会社などの機関投資家しか参加できない市場であった。

そのような証券市場では、長期的契約（付き合い）に根ざした「貸し借り」の論理が支配的であって、それぞれの取引を独立した取引として決済する意識が希薄で、「今日の損は明日埋め合わせて、全体として損が出ないようにして付き合いを続ける」という風潮が強かった。このような環境の下、損失保証・損失補填のニュースが世界中を駆け巡り、日本の金融・証券市場の特殊性が世界中の投資家の間で知れわたったのである。日本の金融市場の特徴の一つに「業態分離」があり、銀行と証券の棲み分けが長く続いたが、その中で大手証券会社 4 社の損失保証・損失補填事件が起こったことは、外国の投資家にとっては大きな衝撃であった。たとえていえば、アメリカ合衆国に本拠を置くゴールドマン・サックス、JP モルガン、メリルリンチやヨーロッパに拠点を置くバークレイズ、BNP パリバ、クレディ・スイスなどの金融機関で損失保証や損失補填が行われた場合の影響を想像できよう。その場合は当該国の政府、立法府、司法を巻き込み、国の威信をかけて金融



市場の信頼回復を図るだろう。そうしなければ、海外投資家からその国の金融市場が信頼されず、その国から資金の流出が起こると同時にその国への資金流入がなくなるからである。そしてその結果、当該国の金融市場は縮小し、金融の流れがスムーズでなくなることによって実物経済にも悪影響を及ぼすことになってしまうからである。

日本でも金融システムに対する政府、立法府、司法からの改革が多岐にわたって行われたことは、今回の事例により明らかである。しかし、それが十分であったか否かに関しては疑問の余地が残る。現実には、バブルが崩壊した後「失われた10年(20年)」という時期を迎え今日に至っているが、経済回復を図るための具体的な解決策については、現在でも明確な方向性が示されていないといえよう。その結果、先進諸国の経済成長率を同時期で国際比較すると、日本の成長率が目立って低いという事実が顕著に経済データに現れている。

ミクロ的な側面、特に株主代表訴訟に関連した「コーポレート・ガバナンス(企業統治)」の観点で、野村証券取締役に対する株主代表訴訟の原告・控訴人・上告人の主張は傾聴に値するだろう。まさに、証券会社と投資家という当事者ではない外部からの視点で会社の社会的責任を追及し、市場の透明性に言及し、現実に行われた損失補填によって、取締役が会社に与えた損害に対して賠償責任を追及しているからである。しかし、株主代表訴訟の目的は達成できなかった。株主代表側の主張は、経済学を学んでいる学生には共感を覚える論旨であったのにもかかわらず。

次に当時の大蔵省の責任と役割を考えてみよう。そこで、株主代表訴訟裁判の判決にあった「二律背反」(民集野村、1847頁参照)について、具体的な方策という視点から言及しよう。大蔵省証券局長通達は、将来に向けた方策について示唆している。しかし、当時存在した「不適切な営業行為」、——この「不適切な営業行為」は大蔵省証券局業務課長から各財務(支)局理財部長宛の平成元年12月26日付事務連絡3にある文言であり、特定金銭信託契約に基づく証券会社の一任勘定取引(営業特金)には利回り保証や特別の利益提供等の「不適切な営業行為」が生ずる恐れがあるという中に載せられているが——この点(現存の営業特金処理)に関する大蔵省から証券会社に

対する指示は何もなかった<sup>7)</sup>。つまり、大蔵省は早期に営業特金を解消しなければならないといいながら、一方で具体的な方法について何も指示していないのである。当然営業特金を解消するために証券会社は何らかの方法をとらなければならない。しかし損失が出ている局面で、証券会社としてどのような解決方法があったらうか。違法行為である損失補填しか思いつかなかったのだろうか。

この点に関し、株主代表訴訟事件で興味深い一審の判決内容がある。「野村證券を初め各証券会社では、この通達の主眼は急速に営業特金の解消を求める点にあると理解し、株式市況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進めていくためには、損失補填を行うこともやむを得ないという考えが大勢を占めるようになった。」(民集野村、1807頁)。さらに、「野村證券の担当者は、東京放送に対し損失補填をしなければ今後の取引関係に大きな影響が生ずると考え、営業特金の総点検の担当者であった被告B(著者注:野村の役員)に損失保証が必要である旨の報告をした。」(民集野村、1807頁)。そして、究極的に「被告Bは、野村證券の提供する情報について信用を失い、将来の東京放送の証券発行に際しての主幹事証券会社の地位を失う恐れがあることも考慮して、本件損失補填の実施を専務会に提案するに至った。」(民集野村、1807頁)。一方、みずほの裁判の一審判決によれば、みずほは阪和に対し「利回り保証の約束を履行する旨発言し、改正証券取引法に違反しないいくつかの履行方法を提案した」(民集みずほ、424頁)という事実もあった。しかしこれは実現しなかった。

大蔵省が平成元年(1989年)11月の大和証券の損失保証発覚以降にとった処置は迅速であった。しかし、当時存在していた営業特金解消に対する処理方法は指示しなかった。平成元年(1989年)12月に大蔵省証券局長通達が出た後、各証券会社は自分達で勝手に大蔵省証券局長通達を理解(解釈)し、損失補填はやむをえない処置という意味決定をした。しかしその前に、各証券会社は現存する営業特金とその処理方法について大蔵省に質問することはなかったのか。また、証券会社自体として法令遵守(コンプライアンス)という姿勢が企業の最高意思決定・執行機関である専務会になかったのか。また、裁判所は、野村取締役に対し、東京放送と野村証券との間の損失保証

契約の有無について、釈明を求め確認するという余地がなかったのか。経済学者の立場では多々考えさせられるところがある。

一般的な社会常識からこのような損失保証・損失補填の問題が話題に上れば、「損失保証・損失補填」は大口投資家に証券会社が有形無形の特典を与え、小口・多数の一般投資家には何の救済措置もしない市場の透明性、公正性を欠いた「もっての外のこと」と考えるだろう。また、このような日本経済に存在する不透明な証券市場のあり方自体が問題であるということにも同意するだろう。勿論、証券会社も投資家も損失保証・損失補填に関しては「うしろめたい」という気持ちは持っていただろう。仮に何のうしろめたさもないとすれば、「会社人間」としては有能であっても「社会人間」としては不適格であり、また家庭教育や学校教育から社会人になるための何の影響も受けなかったという点に、一人の人間として成長する段階において足りないところがあったのかもしれないということで、悲しむべきことである。

しかし、法律の世界ではいくつかのルールが存在する。「拡大解釈をしない」、「法律は各々個々の性格を持っており、それぞれが独立に効果を上げている」という原則がある。現在の事案でいうと、「損失補填は悪であるから、証券取引法でも独占禁止法でも商法でも何でも法律違反である」と考えることは、「拡大解釈をしない」という点から注意が必要である。また、法律は各々固有の制定目的があるから、一つの法律には抵触しても、別の法律には抵触しないという可能性があることも承知しておくことである。

このような考え方を理解することが、特に経済学・商学を専攻し法律学の知識に疎かった学生に必要なことである。法律学特有の考え方を身に付けることにより、一層、法律学の深さを理解し、それと同時に、法律のカバーしない領域があることに気が付くようになる。法律学の立場から見ると、むしろ、現行の法律がカバーできていない領域がどのようになっているかということを外情報として知らせてもらうことにより、一層よい法律体系ができ上ると期待もある。

損失補填に関して、もし阪和とみずほの最高裁判決（平成15年）が野村の株主代表訴訟判決（平成12年）より前に出ていたら、野村の判決にどのような影響を与えただろうか。「もし」という過程の下、判決の行方を考える応

用問題としては興味深いものがあるだろう。

経済取引、特に金融取引はそのスピードが速く、自由に国際市場を行き来する。そのような活動については国内の法整備も重要であるが、国際間の法律を調整することが必要不可欠である。江戸時代末期には金と銀の交換比率が外国では 1 : 15、日本では 1 : 5 と違いがあったために、外国から銀貨を持ち込み日本の金貨と交換し、当時で 10 万両以上の金貨が海外に流失したという歴史がある。日本の法律が国際的に甘い部分があれば、海外の投資家はそこをついてくるのは必然である。たんなる国内での法律の整合性ばかりでなく、国際基準も視野に入れる必要がある。

- \* ) 本研究にあたり、六車明は慶應義塾大学特別研究期間制度適用による「特別研究費」の補助、牧厚志は文部科学省・私立大学戦略的研究基盤形成支援事業による研究資金補助、を得ている。
- 1) 経済学の論文では西暦を使うことが多いが、法律論文では日本の年号を使用することもある。以下では、日本の年号を先に書くことを原則とする。また、できるだけ西暦と日本の年号を併記する。なお法律の番号に付される「第」は判例の引用文を除き省略する。
- 2) この時期の新聞各社の記事を調べてみると、このような証券業界の不正事件に関連して意外なほゞクールな論調を展開していたことが分かる。しかし、朝日新聞 1989 年 11 月 28 日の記事では「大和証券の損失肩代わり—露呈した古い体質」、「穴埋め」今も常識—市場への不信感増幅も」、「検査体制問われる大蔵」という見出しで、大和証券の事件は氷山の一角であるという業界のコメントを載せている。また検査体制に関し、大蔵省では不正な簿外処理などは前提にして調査はしていない、証券会社は正直に大蔵省に報告をするという前提で調査しているという大蔵省のコメントもある。しかし、「闇の深さ」に食い付いた論調は多くはなかった。この事件で事の重大さを一番に認識したのは大蔵省であった。その証拠に、この事件の後 1 ヶ月足らずのうちに大蔵省証券局長通達を日本証券業協会長に出したのである。
- 3) 筆者牧厚志の造語である「経済学的世界観」という言葉に「効率」と「公正」を含めた点と軌を一にする（牧厚志『日本人の消費行動』第 1 章参照、ちくま新書、1988 年）。
- 4) 利益の内容として、莫大な手数料収入ばかりでなく、主幹事証券会社にな

るメリットがこれから紹介する判例からも確認できる。

- 5) 具体的に行われた損失補填はどのような形で税務処理が行われたかを、後述する株主代表訴訟の判例から説明しよう。証券会社では、初め、損失補填に関する会計処理は取引上発生した損金として処理したが、国税庁から指摘され、「交際費」の勘定項目で処理をしている。取締役損失補填責任追及控訴及び共同訴訟参加事件、民集 54 巻 6 号（平成 12 年）、1834 頁参照。
- 6) 行政処分について。例えば、旧証券取引法（昭和 40 年法律 90 号）を見ると、35 条 1 項 2 号には証券会社の証券業の免許取消し、業務の停止が書かれ、46 条の 3 第 1 項 2 号には外務員の登録取消し、職務の停止などがある。これらは「許可の取り消し」ということで「行政処分」の一環である。また、それぞれの業界を対象にした「業法」というものがあり、これらの法律にも業界に対する規制、行政処分が明示化されている。
- 7) 4) とも関連するが、野村取締役は、本件株主代表訴訟の控訴審（民集野村、1834 頁）において、「(二)本件損失補填の支出は、修正前の会計処理において取引上発生した損金として処理されていたところ、国税庁の指摘を受けて、「交際費」として会計上処理をすることになったが、このこと自体、右支出が直ちに会社の損害と評価し得ないことを示すものである。」と主張している。