

判例研究

〔商法 三六〇〕

内部者取引を理由とする損害賠償請求が因果関係がないとして棄却された事例

〔判示事項〕

証券取引所を通じて株式を購入した者が、当該株式を売却した大株主のインサイダー取引により損害を被ったとしても、その大株主との間の売買取引により当該株式を取得したものとはいえないから、購入者の損害と大株主の当該株式の売却との間に因果関係はなく、大株主に対し、損害賠償を請求することはできない。

〔参照条文〕

証券取引法一九〇条の二（現行一六六条）、一九〇条の三（現行一六七条）、民法七〇九条

〔事実〕

原告Xは、昭和六三年二月一九日、東京証券取引所において、C証券会社を通じて、A会社の株式四九万四、〇〇〇株を代金三億二、九九八万二、〇〇〇円で購入し、被告Yは、昭和六三

（東地判平成三年一〇月一九日判決
平成元年の第五六八七号損害賠償請求事件
金法一三二・二三・三三、金判八九八・二九請求
棄却・控訴）

年二月当時、A会社について第三位の、B会社については第二位の、大株主である損害保険会社であったが、同日、Yは保有するA会社の株式の内一二万株を売却した。Xが同月二二日、C証券会社から交付を受けた株券には、株主としてYの名が記載されていた。

その後、同月二三日に至り、A会社とB会社の合併およびこれに伴う大幅な減資が発表され、A会社の株価は値下がりが続け、一株五八〇円〜六二三円の株価が一八〇円まで値下がりした。

そこで、Xは、Yの不法行為に基づく損害賠償責任を追及する訴を提起して、①XがC証券会社を通じて受領したB会社の株券の裏面には株主としてYの名が記載され、かつその後の株主の移動について全く記載がなかったことからして、XはYが東京証券取引所を通じて売却したA会社の株券を取得したもの

であること、②Yは、大株主の地位にあることにより、本件合併の情報を知り、その情報の発表後自分が保有するA会社の株式の価格が大幅に下落して損害を被るのを避けるため、合併発表の四日前に高値で売却して、合併発表後安値で買い戻すことにし、その株式を買い受けた投資家が株価の暴落による損害を被ることを認識しながら売却した故意の不法行為（いわゆる「インサイダー取引」）を行ったこと、③YがA会社の株式を売却しなければ、Xがその株券を受領することになったのであるから、いわゆる自然的因果関係（条件関係）があり、かつYは、合併の事実が発表されれば、A会社の株式の価値が直ちに暴落することを予見しながらA会社の株式を売却したのであるから、Yの本件売却とXの損害との間には相当因果関係があること、および④Xは、少なくとも購入価格と一株一八九円で計算した現在の株価との差額二億一、四〇六万二、〇〇〇円の損害を受けたこと、を主張した。

これに対して、Yは、①Xが主張するA会社の株式の株価の暴落による損害とYのA会社株式の売却との間には自然的因果関係（条件関係）がなく、②Yは昭和六三年一月二三日まで本件合併の事実を知らず、YのA会社株式の売却はYの相場観に基づいて行われたものであると主張した。

〔判 旨〕 請求棄却

「不法行為の因果関係が認められるためには、まず、被告の行為と原告の損害との間に条件関係、すなわち『AなければBな

し』という関係が認められることが必要である。・・・そこで、問題は、Yの売却した株式を原告が取得した、つまり買い受けたといえるかである。そして、それが肯定された場合には、Yの売却が違法（インサイダー取引）であれば、Yの売却とXの損害との間に因果関係があるといえよう。

証券取引所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値段及び時間を基準にして集計された売り注文と買い注文が集团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、Yの株式売却と原告の株式買い受けとの間に売買が成立したというためには、まず、集団競争売買の中で、Yの売り注文とXの買い注文とが、現実結び付けられたことが、Xによって主張立証されなければならない。・・・

A会社の株式を含めて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、前記のとおり、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、株式を買付けた顧客には、通常株券の保護預かり証が渡され、顧客が希望する場合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当該証券会社内の当日の取引の喰い合い分の株式、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中から、銘柄と株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、XがC証券会社から本件株券を取得した事実から、Yの売り注文とX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。

Xは、右事実のほかにYの売り注文とXの買い注文が現実結び付けられたことを推認せしめ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つかがわれない。・・・

以上によれば、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、以上のよう判断せざるをえない。

〔研究〕 判決が、Yの株式の売却とXの損害との間には因果関係がない、として請求を棄却したことには疑問がある。

一、内部者取引の民事救済の法律構成

インサイダー取引については、昭和六三年法律第七五号による証券取引法の改正によって、一九〇条の二（現行一六六条）、一九〇条の三（現行一六七条）が新設され、内部者取引が違法とされ、罰則も設けられた。同改正では、上場会社等の役員等であって、その業務等に関する重要事実を知った者は、その公表前に当該会社が発行する有価証券の取引を行ってはならないこととされ、その違反には刑事罰が科されることとなった（証券法一九〇条の二（現行一六六条）・一九〇条の三（現行一六七

条）・二〇〇条四号（現行二〇〇条八号）。

しかし、昭和六三年の証券取引法改正では、民事救済についての規定は設けられなかった。すなわち証券取引審議会による報告書、「内部者取引規制の在り方について」のⅢ、「内部者取引の規制の在り方について」の4、内部者取引に対する刑事罰則の整備の(3)民事賠償の項は、「内部者取引をしたもの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つような処置を講ずるべきであるが、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。」と述べている。⁽¹⁾

本件原告は、内部者取引を行うことは故意の不法行為に該当するとして、内部者取引の民事救済を故意による不法行為の損害賠償責任の追及であると構成したが、本件判旨は、因果関係がないとして、訴を棄却した。

学説上、神崎教授が「内部者取引の禁止は未公開情報を有する者に対して、その情報を公表してそれが証券市場に十分に吸収されて有価証券の価格に適正に反映されるまでは証券取引を断念すべきことを要求する。」と指摘されたこと⁽²⁾に依拠して、「内部者は証券取引をするに当たっては、内部情報を開示する義務を負っている。・・・（そこで）内部者取引の民事救済は、不作為による不法行為の一類型として構成されるべきである」とし、この構成によれば、被告が市場において証券取引を行う前に合併情報を公表しておれば、「（原告は）、下落した価格で

株式を購入できたのであって、権利侵害の結果は発生しなかったことになる」ので因果関係の立証は必要でないとする見解が存在する⁽³⁾。

しかし、この開示義務の不作為による不法行為責任の追及を内部者取引の民事救済の理論とする見解には、果してそれが一般的な民事救済の理論として正当であるかは疑問である。その理由は、

第一に、仮にYが合併情報を保有しているとすると、Yは、合併両当事会社の大株主として、合併当事会社から内幕にそれを伝達されていたとみられるが、Yの本件株式の売却に際して、事前に合併情報を開示することは、合併両当事会社に対する信義に反し、またそれによって株価が急落し、合併計画に支障を発生させ、場合によっては、合併を不可能とし、合併両当事会社に損害を発生させる虞があり、さらに、一般的に言くと、内部者が、会社によって開発されたり、会社が保有する情報を利用して株式の取引を行い、自己の利益を図ろうとする場合に、その情報を開示することは、会社の利益に反し、会社に損害を発生させる虞があることにある。

第二に、未公開の情報を持つ者に開示義務があるとして、相対取引の場合は、相手方に対して直接に未公開情報を開示することが可能であるが、市場取引の場合は、一体誰に対してどのような方法をもって開示すれば開示義務を履行したことになるのかが問題であるのにもかかわらずこれが明らかにされていない

いことにある。

このように、未公開の内部情報を持つ内部者は、株式の取引を行うに際し、事前にその情報を開示する義務があり、それにもかかわらず、その情報を開示することなしに、株式の売買をすることは、当然に市場取引の反対当事者に対する不法行為となるとする見解には、賛成できない。

私としては、内部者取引の民事救済は詐欺による不法行為の損害賠償責任の追及として構成されるべきであると考ええる。

その根拠は以下に述べる二点にある。
第一に、市場理論として、市場における株式の取引の当事者は情報についてどのような状態にあるべきかという問題がある。

この問題については、情報均等論 (parity of information theory) と情報不均等論 (disparity of information theory) とがある。

まず、情報均等論について考察する。

情報均等論が採られる場合、株式の価格について影響を与える情報を有する者は、株式の取引を行うことが禁止される。そこで情報均等論が採られた場合には、株式の取引の反対当事者は安心して株式を取引することができる。

それは、たとえ株式を取引しても、相手に害される虞がないからである。

しかし、株式の価格に影響を与える情報を有し、株式の取引によって利益を得ようと思う者は、株式を取引しない。それは、

情報均等論が採られた場合には、およそ株式の価格について影響を与える情報を有する者は、全て、株式の取引を断念しなければならぬからである。

これでは効率的な富の配分を目的とする証券市場は機能しない。

次に、情報不均等論について考察する。

情報不均等論が採られる場合には、株式の価格に影響を与える情報を有する者は、積極的に株式を取引するが、取引の相手方は株式の価格に影響を与える情報を有しているかも知れないと考える者は、株式を取引しない。それは、相手に利益を挙げられる反面、自己は利益を挙げられないからである。

しかし、これでは効率的な富の配分を目的とする証券市場は機能しない。

最後に検討されるべきは、情報均等論に一定の制限を加えた主義であって、制限付情報均等論 (restricted version of parity of information theory) といふ呼ばれるものである。

制限付情報均等論とは、基本的には、情報均等論に立ちながら、株式の取引の相手方としても合法的に入手可能な情報を株式の取引に用いることを許容する立場であって、制限付情報均等論が採られた場合には、情報の開発に向けて努力が傾注されより効率的な富の配分が行われるようになる。また株式の取引によって損害を被った者としても、株式の取引に用いられた情報が、自己も合法的に入手できるものであって、自己もこれを

利用できたことを知れば、損害を被ったことに納得する。

このように、市場において情報に関して株式の取引の当事者はどのような状態にあるべきかという株式市場論からの問題について、投資者心理と市場の効率性の立場から三つの立場をそれぞれ検討したが、制限付情報均等論が採られた場合にのみ効率的に富の配分が行われるので、制限付情報均等論は、市場において情報に関して株式の取引の当事者はどのような状態にあるべきかという問題についての最適な理解であると考ええる。

第二に、制限付情報均等論が適切な理解であるとして、これによれば、取引の相手としては合法的には入手できない、未公開の情報を内部者が持つ場合には、これを用いて株式を取引することが禁じられる。

そこで、内部者としては、内部情報を秘匿して株式の取引を「ある価格」で行うこととなるが、この「ある価格」とは、秘匿した内部情報が市場に開示されたならば市場において達成される価格、とは異なる価格である。

かくて、内部者取引の民事救済とは、秘匿した情報が開示されたならば達成される価格と異なる価格であることを知りながら、それを適正な価格であると表示（株式の価値についての虚偽表示）して取引した者がある反面、これを適正な価格であると信じて取引した者（錯誤に陥った者）があるときに、そう信じて取引をした者を救済することである。

したがって、内部者取引の民事救済は、詐欺による不法行為

の損害賠償請求として法律構成される。

この場合、内部者取引の民事救済を行うためには、①虚偽の意思表示がなれたこと、②虚偽の表示に信頼して錯誤に陥り、意思表示がなされたこと、③虚偽の意思表示と内部者取引の被害者が被った損害との間に因果関係が存在することが必要となる。

そこで、次に信頼の要件と因果関係の要件について検討する。

二、信頼の要件

一、市場に対する詐欺の理論

判旨が指摘するように、取引所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、値段及び時間を基準にして集計された売り注文と買い注文が、集团的に結び付けられて売買が成立する。したがって、信頼の要件をどのようにして充足させるかが問題となるが、実はアメリカ合衆国においては、この問題は、「市場に対する詐欺の理論」(Theory of Fraud on the Market)によって処理されている。そこで、これについて説明する。

(1)、アメリカ合衆国における判決事例

Basic Inc. v. Levinson 事件⁽⁴⁾

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市場取引における「信頼の要件」の問題を、「市場に対する詐欺の理論」(Theory of Fraud on the Market)

を用いて解決したものとして注目される。これは次のような事案であった。

上告人Basic Inc. は、鉄鋼会社が用いる、化学的非溶解物質(chemical refractories)の製造を主たる業とする上場会社であり、被上告人(原告)Max L. Levinson は、Basic Inc. 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 Inc. 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、一九七六年二月二五日に作成された「戦略案」と題する文書においては、Basic Inc. 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 Inc. 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 Inc. 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。

一九七八年二月一八日に至り、Basic Inc. 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 Inc. の取締役会は、十二月一九日に、Combustion Engineering Inc. による Basic Inc. の普通株式を一株当たり四六ドルによる買収する旨の公開買付を支持することを決定し、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の期間に、Basic Inc. の株式を売却した被上告人（原告）Max L. Levinson が、上告人による、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 Inc. の証券取引所法規則 10b-5 違反を理由とする損害賠償を求め、Basic Inc. の責任を追及するクラス・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 Inc. 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 Inc. 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 Inc. の請求を認容した。そこで、Basic

Inc. は、第二審の判決が「市場に対する詐欺の理論」を用いて、信頼の要件の証明を免除したのは違法であって、証券取引所法規則 10b-5 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、と主張して上告した。

連邦最高裁判所の 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されており、証券取引所法規則 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 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、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。」と述べて、Basic Inc. による控訴を斥けた。

(2)、市場に対する詐欺の理論

Basic Inc. v. Levinson 事件の連邦最高裁判所の判決には、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ものであるので、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理論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、証券取引所法規則 10b-5 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。(9) 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いう価値判断に基づく。

(3)、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所法規則 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を提起するためには、判例上、①故意 (scienter) に、

②重要な事実 (material fact) に、③虚偽の表示 (mis-statement) もしくは瑕疵ある表示または表示の欠缺 (omission) があり、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原告において損害が発生したこと、を主張・立証しなければならないのであるが、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關して生ずる、証券取引所法規則 10b-5 に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もしくは瑕疵ある表示、または表示の欠缺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、被告による虚偽表示もしくは瑕疵ある表示、または表示の欠缺は、利用可能な情報の一つであって、それらは市場価格に折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、効率的資本市場の仮説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、これらについて、次に説明する。

(イ) 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するかまたは過大評価された証券を売却することによって、大幅な利益を上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ち得るかどうか、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なので、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、大幅な利益を上げることが不可能である。⁽¹⁰⁾

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ち得るかどうか、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、このような情報を用いて大幅な利益を継続して上げることが不可能である。⁽¹¹⁾

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、かつ一般には利用不可能であり、特定の投資者にとっての

み利用可能なものが、当該証券の将来価格を予想するのに役立ち得る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、大幅な利益を上げることが可能である。⁽¹²⁾

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折り込んだ価格となる。

(四) 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上げることができる。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、大幅な利益を上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、一般投資家を挙げる事ができる。このモデルに属する者は、十分な時間や十分な金銭を持たず、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、例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。

(イ) 市場に対する詐欺の理論

市場に対する詐欺の理論は、上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よって成り立つ。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平均的投資者は、関連するあらゆる情報を探索・評価しようとせずに、証券の取引に当たっては、単に市場価格のみ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、利用可能な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折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。

二、小括

我が国の内部者取引規制を定める証券取引法一九〇条の二（現行二六六条）と、アメリカ合衆国の内部者取引規制を定める証券取引所法第一〇条b項及び証券取引所法規則10b-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べきである。

しかもアメリカ合衆国においては、「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の一つとされている。

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てきたかを研究した。

その結果、アメリカ合衆国においては、大規模でかつ組織さ

れた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反対当事者が損害を被った場合に、被害者としては、本来、①内部取引者の故意、②重要な事実につき虚偽の表示もしくは瑕疵ある表示または表示の欠缺があり、③これに信頼して、株式の売買を行い、その結果、④原告において損害を被ったことを主張し立証しなければならぬのであるが、この内の「信頼の要件」は、これを主張し立証する代わりに、「市場に対する詐欺の理論」によって、市場における価格に信頼したことを主張し立証すればよい。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にある。

私は、我が国の証券が効率的であると仮定し、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。そこで、内部者取引の民事救済の要件となる原告が被告の表示に信頼したという要件は、「市場に対する詐欺の理論」によって充足されることになる。

三、因果関係の要件

現代の不法行為の学説によれば、因果関係ないし相当因果関係は、事実的因果関係と賠償の範囲についての因果関係の二つの異なった内容から成っており、事実的因果関係ないし自然的因果は、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は生じなかったという事実関係であり、賠償の範

囲についての因果関係は、被告の行為と原告の損害との間に事実的因果関係が認められることを前提として、事実的因果関係があるもののうち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る、とされる⁽¹³⁾。

本件損害は、XがYの株式の価値についての虚偽表示に信頼して株式を取得したことによって直接に発生したものであり、XがYの株式の価値についての虚偽表示に信頼して株式を取得した事実は、「市場に対する詐欺の理論」によって推定されているので、Yによる株式の売却とXにおいて発生した損害の間には事実的因果関係が存在する

よって、判決が、Yの株式の売却とXの損害との間には因果関係がない、として請求を棄却したことには疑問がある。

(1) 資本市場研究会編・内部者取引の規制の在り方について―証券取引審議会報告―(一九八八) 参照。

(2) 神崎克郎・証券取引法(新版)六一四(一九八八)。

(3) 牛丸與志夫・本件判批・私法リマックス七・九九・一〇一(一九九三)。

(4) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). これについての我が国における判例研究としては、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・三一(一九九二)がある。

(5) Id. at 245.

(6) Id. at 250.

(7) これについては、次の二本の研究がある。栗山、規則10b-5

にもとづく私的訴権と信頼・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・鴻還暦記念八〇年代商事法の諸相二
六一(一九八五)。

並木和夫

案の争点について論するものではない。

(8) *Pell v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Levinson v. Basic Inc.*, 786 F.2d 741, 749-751 (6th Cir. 1986), vacated 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).

(9) *Alexander v. Centrafarm Group, N. V.*, 124 F.R.D. 178, 184 n.5 (N.D. Ill. 1988) ㊦ *Affiliated Ute Citizens v. United States* 事件の判決と *Basic Inc. v. Levinson* 事件の判決とが、いずれも、証券取引法規則10b-5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の訴訟原因について、信頼の推定がはたらくことを判示したものと理解する。

(10) *Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383, 84-85 (1970).

(11) *Fama, Id.* at 404-409.

(12) *Fama, Id.* at 409-13.

(13) 平井、損害賠償法の理論、一三五頁以下(一九七二)。

なお、本件についての判例研究としては、本文中において引用したものほかに、松井一郎、金判九〇二・四五(一九九二)および、春田博、法セミ四四五・一二九(一九九二)があるが、いずれも本件事