

神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

Regulations of "securities fraud"

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2014-03-01 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 栗山, 修, Kuriyama, Osamu メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/1803

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



「証券詐欺」規制の検討

栗 山 修

- I はじめに
- II 法における証券詐欺規制
 - 1 法の目的
 - (1) 「投資者保護」を目的とする説（投資者保護説）
 - (2) 「投資者保護」と「国民経済の健全な発展」を目的とする説（二元説）
 - (3) 「証券市場機能の確保」を目的とする説（市場法説）
 - 2 投資者保護
 - (1) 意 義
 - (2) 方 法
 - 3 法 157 条
 - (1) 意 義
 - (2) 具体例とエンフォースメント
- III 米国における証券詐欺規制
 - 1 意 義
 - 2 エンフォースメント
 - 3 私的訴権の成立要件
 - 4 合衆国最高裁判決
- IV インサイダー取引に関する最近の最高裁判決
 - 1 平成 14 年 2 月 13 日最高裁判決
 - (1) 事実の概要・判旨
 - (2) 検 討
 - 2 平成 23 年 6 月 6 日最高裁決定
 - (1) 事実の概要・判旨
 - (2) 検 討

I はじめに

株式取引をその典型とする証券取引は、公正におこなわれなければならない。そのためには、「証券詐欺」の規制が必要不可欠である。わが国では、金融商品取引法（以下、法）⁽¹⁾がこれを規制する。米国では、1933年連邦証券法（以下、証券法）、1934年連邦証券取引所法（以下、取引所法）が主としてこれを規制する。周知のように、わが国の法はこれらの連邦法を参考に制定された。

以下では、法における証券詐欺の規制に関連する問題点を考察する（後記

II)。その後、米国における証券詐欺規制の内容とそれに関連する合衆国最高裁判決のポイントについて概観する（後記III）。さらには、証券詐欺の一例であるインサイダー取引に関するわが国における最近の最高裁判決についてもその内容と問題点を検討する（後記IV）。

II 法における証券詐欺規制

1 法の目的

法は、1条で目的を規定する⁽²⁾。そこで、法の目的はなにかが問題となる。学説は以下に大別される。

(1) 「投資者保護」を目的とする説（投資者保護説）

法1条は、「投資者保護」が目的であることを明定する。同条の規定する企業内容等に関する開示の整備をはじめとする六つの事項は、「投資者保護」を実効あるものにするための手段にすぎない⁽³⁾。同説は、下記(2)説を以下のように批判する⁽⁴⁾。すなわち、「国民経済の健全な発展」は経済法規一般について規定されている文言である⁽⁵⁾。

(2) 「投資者保護」と「国民経済の健全な発展」を目的とする説（二元説）

法の目的を「投資者保護」のみから説明することはできず、「国民経済の健全な発展」もその目的とされる。法が現実に規定している金融商品取引業者や金融商品取引所の監督に関する規定あるいは証券業と金融業の分離に関する規定などは、前者のみが目的であるとする説からは説明できないことをその理由とする⁽⁶⁾。同説にはつぎのような指摘がある。すなわち、平成13年の「貯蓄から投資」への政府の政策決定後、一連の法改正で銀・証分離は実質的にはなくなった⁽⁷⁾。あるいは、「国民経済の健全な発展」は「投資者保護」と表裏一体の関係にある。そうであれば、両者は一体であり別個の目的ではないと理解できる⁽⁸⁾。

(3) 「証券市場機能の確保」を目的とする説（市場法説）

法の目的は、公正な価格形成の確保を通じた証券市場機能の確保にある。そして、公正な証券市場の存在が有する公共財としての機能が国民経済の適切な運営に結びつくとする⁽⁹⁾。同説には、つぎのような指摘がある。すなわち、わが国の経済に関する法律はすべて市場法たる性質を有しており、法に特有のものではない⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾。

2 投資者保護

(1) 意義

上記1で概観したように、法の目的については争いがある。しかし、「投資

者保護」が法の目的の一つであることについては異論がないであろう。そこで、その意義が問題となる。これについては、「投資者自らの判断でした証券取引による損失の発生は、投資者自らの責任とされる」と説明できよう。すなわち、投資者保護は自己責任原則と換言できよう。そのためには、下記(2)・①および②の保護が前提とされる。ところで、同原則を貫くことが金融商品の開発を促進し、その結果として投資者の利益にもつながる。この点で、安全な資産運用を求めて契約をする預金者保護や不測の事態に備えて契約をする保険契約者の保護とはその内容を大きく異にするといえよう⁽¹²⁾。

(2) 方法

投資者保護は、①事実を知らされないことが原因で受ける損害からの保護、②不公正な証券取引が原因で受ける損害からの保護、という観点からなされる必要がある⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾。上記①を実現すべく、法は投資判断の資料として以下の開示書類の提出を要求する。すなわち、(a)第2章「企業内容等の開示」では、(イ)有価証券届出書、(ロ)目論見書、(ハ)有価証券報告書、(ニ)半期報告書、(ホ)四半期報告書、(ヘ)臨時報告書、の提出がそれぞれ義務づけられている。(b)第2章の2「公開買付けに関する開示」では、公開買付けをなす際に(イ)公開買付け届出書、(ロ)公開買付け説明書、(ハ)意見表明報告書、(ニ)対質問回答報告書、(ホ)公開買付け報告書、の提出がそれぞれ義務づけられる。(c)第2章の3「株券等の大量保有の状況に関する開示」では、(イ)大量保有報告書、(ロ)変更報告書、の提出がそれぞれ義務づけられている。また、上記②を実現すべく法は以下の規定を置く。すなわち、(a)不公正な証券取引規制の包括規定(法157条)、(b)風説の流布・偽計取引の禁止規定(法158条)、(c)相場操縦の禁止規定(法159条)、(d)インサイダー取引規制の規定(法166条・法167条)等がそれである。

3 法157条

(1) 意義

法157条(以下、本条)には、「証券詐欺」という文言あるいはそれについて定義する規定はない。本条⁽¹⁵⁾は、米国SEC規則10b-5(以下、規則)に酷似する内容をもつ。米国では、同規則に違反してなされる取引が「証券詐欺(securities fraud)」とされる⁽¹⁶⁾。規則は、証券詐欺禁止規定の中心をなす。このことから、同条が禁止する証券取引が米国における「証券詐欺」にあたるといえよう。規則は、重要情報の不実表示(misrepresentation)・半真実(omission or half-truth)・不開示(non-disclosure)による証券取引を禁止する⁽¹⁷⁾。以上から、以下では本条が禁止する証券取引を「証券詐欺」として考察する⁽¹⁸⁾。

(2) 具体例とエンフォースメント

① 具体例

法の規定する証券詐欺の典型例とそれにたいするエンフォースメントは、大略つぎのとおりである。

(a) 不実表示

有価証券届出書・有価証券報告書等の開示書類に「重要な事項について虚偽の表示がある」等の場合がこれにあたる（本条2号前半）。

(b) 半真実

開示書類に「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書」がある場合がこれにあたる（本条2号後半）。

(c) 不開示

「インサイダー取引」がこれにあたるといえよう（本条1号）。もっとも、「インサイダー取引」は法166条・法167条により主として規制される。

② エンフォースメント

(a) 刑事罰

本条違反者には、10年以下の懲役若しくは1000万円以下の罰金又はその併科が科されうる（法197条1項5号）。なお、開示書類の不実記載等をした者には10年以下の懲役若しくは1000万円以下の罰金又はその併科が科されうる（法197条1項1号）。

(b) 課徴金

本条違反者にこれを科す規定は存在しない。なお、開示書類の不実記載（法172条）あるいはインサイダー取引（法175条）等をした者には課徴金が科されうる。これは、平成16年の証券取引法改正で認められた。

(c) 損害賠償

本条は損害賠償請求ができる旨を明定していない。なお、有価証券届出書・有価証券報告書等の開示書類に不実表示あるいは半真実の記載がなされた場合には、当該書類の提出者は損害賠償責任を負う。法21条の2はこれを明定する。

Ⅲ 米国における証券詐欺規制

1 意義

規則は「証券詐欺」を禁止する。証券詐欺禁止規定の中心をなす規則は、「制定当初は目立たなかったが、その後における判例法の発展により重要な存在と

なった規定」と評されている。登録届出書の不実記載をした者にたいして私的訴権を明定している規定等がある場合にも、規則は原則として適用される。

2 エンフォースメント

以下が、規則違反者になされるエンフォースメントである。

- ① 国家によるエンフォースメント
刑事罰
- ② SECによるエンフォースメント
(イ)差止命令、(ロ)3倍賠償、(ハ)取締役等の職務執行禁止、(ニ)ブローカー等への行政処分。
- ③ 私人によるエンフォースメント
損害賠償⁽¹⁹⁾

3 私的訴権の成立要件

判例は早くから、規則に基づく損害賠償請求権—黙示の私的訴権（以下、私訴権）—を認めてきた⁽²⁰⁾。そして、以下がその成立要件とされる。

①売主・買主要件の充足、②「証券」取引であること、③サイエンタ、④情報の「重要性」、⑤「信頼」、⑥因果関係、⑦州際通商。さらには、提訴が「出訴期限」内であること⁽²¹⁾。

4 合衆国最高裁判決

以下が、証券詐欺に関する私訴権の要件等についての判断を示した1970年以降の主要な最高裁判決である。

- ① 1971年 Superintendent 事件判決
最高裁判所が私訴権を初めて認めた（確認した）判決である。
- ② 1975年 Blue Chip Stamps 事件判決
私訴権が認められるためには、売主・買主要件の充足が必要とされた。
- ③ 1976年 Hochfelder 事件判決
原告は被告の「サイエンタ（scienter）」を証明しなければ、私訴権は認められない。
- ④ 1977年 Santa Fe 事件判決
相場操縦等の要素が含まれなければ、規則は適用されない。
- ⑤ 1980年 Chiarella 事件判決
「インサイダー」に刑事罰を科すための解釈基準としては、信託義務違反説（breach of fiduciary duty theory）が妥当であるとした。

- ⑥ 1983年 Huddleston 事件判決
損害賠償請求権を明定している規定が存在しても、規則が原則として適用される。
- ⑦ 1988年 Basic 事件判決
情報の「重要性」の解釈基準として、“reasonable investor”基準を妥当とした。
- ⑧ 1991年 Lampf 事件判決
私訴権の出訴期限について判示した。
- ⑨ 1993年 Musick 事件判決
証券詐欺の共同関与者にたいしても求償権の行使ができるとした。
- ⑩ 1994年 Central Bank 事件判決
下級審判決が認めてきた私的幫助責任を否定した。
- ⑪ 1997年 O’Hagen 事件判決
「インサイダー」に刑事罰を科す解釈基準を上記⑤で示された説から、不正流用説 (misappropriation theory) に変更した。
- ⑫ 2005年 Broudo 事件判決
因果関係には、「取引因果関係 (transaction causation)」と「損害因果関係 (loss causation)」があることを明らかにした。
- ⑬ 2006年 Dabit 事件判決
クラス・アクションの提訴要件として “holding claim” を認めた。
- ⑭ 2007年 Tellabs 事件判決
「一定の事実」を証明するためには、プリーディングで “reasonable person” 基準が要求されるとした。
- ⑮ 2008年 Stoneridge 事件判決
“scheme liability” は認められないことを明らかにした⁽²²⁾。
- ⑯ 2010年 Merck & Co. 事件判決
サーベンス・オクスリー法 804条(a)の規定する出訴期限につき、“inquiry notice” 説を妥当とした。
- ⑰ 2011年 Matrixx Initiatives, Inc. 事件判決
情報の「重要性」につき、上記⑦が示した解釈基準を踏襲した。
- ⑱ 2011年 Halliburton 事件判決
不実表示による証券詐欺を理由に提起されたクラス・アクションにおけるクラスのメンバーとされるためには (class certification)、「損害因果関係」を証明する必要はない⁽²³⁾。また、クラスの代表者が一定の事実を証明すればクラスに属するメンバーに該当されるとの「信頼」が推定される。

⑲ 2011年 Janus Capital Group, Inc. 事件判決

発行者 (issuer) が証券を発行する際に交付する目論見書の作成者 (maker) は、その作成権限 (authority) を有する者に限られる。

⑳ 2012年 Simmonds 事件判決

取引所法 16 条 (b) 項の規定する「短期売買差益」の証券発行者への返還に関する 2 年の出訴期限の起算点につき、“disclosure” approach 説を明確に否定した⁽²⁴⁾。

IV インサイダー取引に関する最近の最高裁判決

1 平成 14 年 2 月 13 日最高裁判決⁽²⁵⁾

(1) 事実の概要・判旨

(事実の概要)

東京証券取引所第 2 部に株式が上場されている会社である被上告人 X 社 (原告・被控訴人・被上告人) が、証券取引法 164 条 1 項 (以下、本項) に基づき X 社の主要株主である上告人 Y 社 (被告・控訴人・上告人) に X 社の発行する株式の短期売買による利益 (以下、短期売買差益) の提供を求めた事件である。具体的には、Y 社は自己の計算で平成 11 年中に数回にわたり X 社発行の株式を買い付け、それぞれ 6 か月以内にそれを売り付けて合計 2018 万 3691 円の短期売買差益を得た。そこで、X 社が Y 社に当該差益の返還を請求したのが本件である。

これにたいし、Y 社はつぎのように主張した。すなわち、本項は上場会社等の役員または主要株主がその職務または地位により取得した秘密を不当に利用しておこなういわゆるインサイダー取引の規制を目的とする。したがって、本件の Y 社と X 社株売付けの相手方とはその代表者および株主が同一であることから、Y 社の X 社株売付けについて同項は適用されない。そのように解釈されなければ、本項は憲法 29 条に違反する。

第一審および原審は、X 社の請求を認めた。最高裁判所もこれを認めた。以下では、重要と思われる二点についてその判旨を記す。

(判 旨)

① 本項の意義

「同項は、客観的な適用要件を定めて上場会社等の役員又は主要株主による秘密の不当利用を一般的に予防しようとする規定であって、上場会社等の役員又は主要株主が同項所定の有価証券等の短期売買取引をして利益を得た場合には、前記の除外例 (証券取引法 164 条 8 項が定める事項をさす一筆者注) に該当しない限り、当該取引においてその者が秘密を不当に利用したか否か、その

取引によって一般投資家の利益が現実に損なわれたか否かを問うことなく、当該上場会社等はその利益を提供すべきことを当該役員又は主要株主に対して請求することができるものとした規定であると解するのが相当である。」

② 本項と憲法 29 条

「証券取引法 164 条 1 項は証券取引市場の公平性、公正性を維持するとともにこれに対する一般投資家の信頼を確保するという目的による規制を定めるものであるところ、その規制目的は正当であり、規制手段が必要性又は合理性に欠けることが明らかであるとはいえないのであるから、同項は、公共の福祉に適合する制限を定めたものであって、憲法 29 条に違反するものではない。」

(2) 検 討

① 本項の内容

本項⁽²⁶⁾は、役員または主要株主（以下、役員等）が取得した短期売買差益の返還を会社は請求すると規定する。同請求を株主も代位請求できる（法 164 条 2 項）。同請求の除斥期間は 2 年とされている（法 164 条 3 項）。なお、以上を実効あらしめるために役員等は自社株の売買等した場合には、それについての報告を要する（法 163 条）⁽²⁷⁾。

② 「秘密」の不当利用の有無

内部情報⁽²⁸⁾の不当利用は、本項適用の要件であるかが問題とされる。

(イ) 必要説

本項の文言から⁽²⁹⁾、内部情報の不当利用がない役員等には本項の適用はないとする⁽³⁰⁾。

(ロ) 不要説

本項は「客観的な適用要件を定めて、内部情報の不当利用を一般的に防止する」規定である。そして、当該利用の証明は困難であることからそれは要求されない。通説であり⁽³¹⁾、本事件判決もこれを妥当とした。

③ 本項と憲法 29 条

本事件判決は、本項は憲法 29 条に違反しないとされた。以下が、その理由とされる⁽³²⁾。すなわち、本項は規定の趣旨を明確にしている⁽³³⁾。また、証券取引法 164 条 8 項が「本項は、内閣府令が定める場合」には適用されないとしている。さらには、これに加えて、「類型的にみて取引の態様自体から秘密を不当に利用することが認められない場合」にも本項は適用されない。以上から、本事件判決は本項が公共の福祉に適合する制限を定めた規定で合憲である。

④ 短期売買差益返還義務の意義

役員等は、短期売買差益を証券発行会社に返還する義務を負う。このよ

うに規定する本項の短期売買差益返還義務の根拠が問題とされる。

(イ) 忠実義務違反説

役員等は、証券発行会社にたいして忠実義務を負っているとする。そうであれば、役員等がその職務または地位により知ることのできた内部情報を利用して利益を得ることは当該義務に違反する⁽³⁴⁾。すなわち、証券発行会社に帰属する内部情報を無断で利用することは忠実義務違反となる⁽³⁵⁾。確かに、役員等は証券発行会社と特別の関係が存在することから一定の義務を負うとの結論を導くことはできよう。しかし、当該義務が忠実義務であることについてはさらなる検討が必要であろう。すなわち、会社法 355 条を根拠に取締役は会社にたいして忠義義務を負うと考えられる。しかし判例は、忠実義務は注意義務を敷衍したものにすぎないとする⁽³⁶⁾。また、忠実義務違反は無過失責任である点で注意義務違反とは異なるとの解釈についても疑問が示されている⁽³⁷⁾。さらには、監査役や主要株主が証券発行会社に忠義義務を負うとする根拠規定はない。

(ロ) 法定責任説

役員等が会社経営のためにのみ利用すべき内部情報を、自己の利益を得るために利用してそれを実現することは違法であるとする。このように考えることができれば、法が定めた特別の責任といえよう。

短期売買差益の返還先が証券発行会社であるのはなぜかも問題とされる。役員が知ることのできた内部情報の多くは、当該会社経営についてのそれであろう。そうであれば、内部情報を利用して役員等の得た短期売買差益は役員等から吐き出させて (disgorgement)、当該情報の帰属者である証券発行会社に返還させると考えることもできるのではないか。さらなる検討が必要とされる問題といえよう。

⑤ 本項の存在意義

本項は、インサイダー取引規制の規定と一般に理解されている⁽³⁸⁾。内部情報利用の証明は困難であるから、6 か月以内に差益を得た事実は内部情報を利用したと考えられるのがその根拠とされている。そうであれば、本項が適用されるためには内部情報の利用が前提とされている。しかるに、通説および本事件判決は当該情報の利用がない場合にも役員等に差益の返還をさせるとする。このような解釈と本項がインサイダー取引を規制する規定であるとの理解には、齟齬があるといわざるをえない。本項は6 か月超の差益返還義務はない⁽³⁹⁾。また、役員等が他社の役員等に内部情報を伝達して当該情報に基づいてそれぞれが証券取引して得た利益につい

て本項は適用されない⁽⁴⁰⁾。以上から、本項の存在意義についても検討の余地があろう。

2 平成 23 年 6 月 6 日最高裁決定⁽⁴¹⁾

(1) 事実の概要・判旨

(事実の概要)

証券取引法 167 条 3 項は、公開買付者等関係者から公開買付けまたはこれに準ずる行為の実施に関する事実の伝達を受けた者による当該買付け等に係る株券等の取引を規制している。投資事業をおこなう MAC アセットマネジメント（以下、M 社。被告人・控訴人・上告人）および M 社の取締役で実質的な経営者であった M（被告人・控訴人・上告人）は、平成 13 年 1 月から本件当時まで、株式会社ニッポン放送株（以下、n 株）を買い付けていた。その目的は、最終的に n 株を高値で売り付けて利益を得ることにあつた。C は株式会社ライブドア（以下、L 社）の代表取締役兼最高経営責任者で、同社の業務全般を統括していた。そして、D は同社の取締役兼最高財務責任者であった。平成 16 年 9 月 15 日、以下の理由で M は C および D に n 株の大量買い集めを働きかけ、C 等は強い興味を示した。すなわち、n 社株を大量に買い集めることで M が統括する M 社の保有する n 株 18 パーセントと合わせて株式会社ニッポン放送の経営権を掌握できる。その後、同年 11 月 8 日までに 3 分の 1 の取得を目標に n 株を買い付けるための作業等をおこなっていく旨の決定（以下、本件決定）をした。同年 11 月 8 日に L 社の要請で会議が開催された。その際に M は、C 等から n 株の 3 分の 1 の取得を目指す旨の決意表明を聞いた。なお、同日の段階で L 社は n 株取得のための資金として借入金 200 億円と L 社の自己資金 100 億円余りを確保できるとの見込みを抱いていた。M は同年 11 月 9 日から平成 17 年 1 月 26 日までの間に M 社が運用する投資事業組合等の名義で、合計 193 万 3100 の n 株を価格合計 99 億 5216 万 2084 円で買い付けた。同年 2 月 8 日から n 株の買付けに着手し、同年 3 月 25 日には株式会社ニッポン放送の総株主の議決権の過半数を取得するに至った。M は、同年 2 月 8 日と同月 10 日に M 社がその保有する n 株を売り付けて多額の利益を得た。

第一審⁽⁴²⁾および原審⁽⁴³⁾は、いずれも被告人（控訴人）を有罪とした。

本事件判決も上告人を有罪とした。以下では、同事件判決が判示した証券取引法 167 条 2 項の規定する「業務執行を決定する機関」および「公開買付け等を行うことについての決定」の判旨を記し、その内容を検討する。

(判 旨)

① 「業務執行を決定する機関」の意義

「ライブドア内における C および D の立場等に加え、記録によれば、C 及び D 以外のライブドアの取締役 2 名はいずれも非常勤であり C 及び D に対し、その経営判断を信頼して、企業買収に向けた資金調達等の作業の遂行を委ねていたと認められることに鑑みると、両名は、ニッポン放送株の 5% 以上の買集めを行うことについて実質的にライブドアの意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関、すなわち証券取引法 167 条 2 項にいう『業務執行を決定する機関』に該当するものということができ、この点に関する原判断は正当である。」

② 「公開買付け等を行うことについての決定」の意義

「同条（証券取引法 167 条をいう一筆者注）は、禁止される行為の範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条 2 項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められるに規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。したがって、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条 2 項の『公開買付け等を行うことについての決定』というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記「決定」をしたというためには、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しないと解するのが相当である。」

(2) 検 討

① 業務執行を決定する「機関」意義

（委員会設置会社ではない）取締役会設置会社であれば、業務執行の意思決定は取締役会がおこなう（会社法 362 条 2 項 1 号）。従って、当該取締役会は証券取引法 167 条 2 項の規定する「機関」（以下、「機関」）に該当する。ところで、平成 11 年日本織物加工事件最高裁判決⁽⁴⁴⁾で、商法（当時）が決定権限を認めている機関のみならず、これと実質的に同視されるような意思決定ができるものは「機関」にあたる⁽⁴⁵⁾。本事件において、公開買付け等の決定は L 社の取締役会でなされてはいない。しかし、L 社の取締役は 4 名で C および D を除く 2 名は社外取締役であった。そうであれば、C および D の 2 名がした当該決定は「機関」が決定

したものといえよう。本事件決定もこのように判断した。

② 公開買付け等を行うことについての「決定」の意義

証券取引法 167 条 2 項の規定する「決定」（以下、「決定」）につき、本事件決定は「公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在しない場合を除き、当該可能性のあることが具体的に認められることは要しない」とした。平成 11 年日本織物加工事件最高裁判決は「実現を意図して行ったことを要するが、それが確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」と判示した。本事件決定は、上記最高裁判決の判示した「決定」の解釈をさらに広く解釈したものといえよう⁽⁴⁶⁾。

本事件決定の「決定」に関する解釈基準には、『決定』があったといえるためには、投資者の投資判断に影響を及ぼす程度の実現可能性があることが必要であるとの強い異論がある⁽⁴⁷⁾。確かに、投資者の投資判断に実質的な影響を及ぼさない決定は実質的な「決定」に該当しない。すなわち、実際に決定はなされているが当該決定は投資判断に影響をおよぼす程度の実現可能性がない場合には、実質的には「決定」にあたらないといえよう。しかし、「実現可能性が全くあるいはほとんど存在しない場合」は格別、上記下線部の立証は必ずしも容易ではないと思われる。また、規定違反の行為には刑事罰が科されうることを考慮すると⁽⁴⁸⁾、本事件最高裁判決も一つの解釈基準といえるのではなかろうか。もっとも、上記で述べたことを考慮すると立法による「重要事実」の明確化が望まれよう⁽⁴⁹⁾。

(注)

- (1) 金融商品取引法は、平成 19 年 9 月 30 日に証券取引法から名称が変更され施行された。
- (2) つぎのように規定する。「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等を図り、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。」
- (3) 河本一郎＝大武泰南・金融商品取引法読本（第 2 版）5 頁（有斐閣 平成 23 年）。
- (4) 河本＝大武・前掲注(3)5 頁。
- (5) 例えば、不正競争防止法 1 条は「国民経済の健全な発展」への寄与が同法の目的と規定する。また、いわゆる独禁法は 1 条で「国民経済の民主的で健全な発達」の促進を目的と規定する。

- (6) 神崎克郎＝志谷匡志＝川口恭弘・金融商品取引法 14 頁（青林書院 平成 24 年）。
- (7) 河本＝大武・前掲注(3)6 頁。
- (8) 山下友信＝神田秀樹編・金融商品取引法概説 8 頁（有斐閣 平成 22 年）。
- (9) 上村達男「証券取引法の目的と体系」企業会計 53 巻 4 号 135 頁（平成 13 年）；
同「金融商品取引法」法律のひろば 59 巻 11 号 52 頁（平成 18 年）。
- (10) 河本＝大武・前掲注(3)6 頁。
- (11) 黒沼悦郎・金融商品取引法入門（第 5 版）（日本経済新聞社 平成 25 年）21 頁
は、どの説が妥当かを議論するよりも「投資者保護」・「国民経済の健全な発展」・
「証券市場の機能の確保」の内容についての理解が大切であるとする。
- (12) 山下＝神田編・前掲注(8)8 頁。
- (13) 河本＝大武・前掲注(3)5 頁。
- (14) 金融商品取引業者等は金融商品取引行為について、顧客の知識・経験・財産の状
況等に照らして不相当と認められる勧誘を行ってはならないとする。法 40 条が定
める「適合性の原則」も投資者保護の一具現といえよう。法 45 条は、特定投資家
（プロの投資家）に適合性の原則は適用されないとする。このことから、投資者保
護の意義は「一般投資者の保護」と換言できるであろう。
- (15) つぎのように規定する。「何人も、次に掲げる行為をしてはならない。一 有価
証券の売買その他の取引又は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。二 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等につい
て、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な
重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要
な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得す
ること。三 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘因する目的
をもって、虚偽の相場を利用すること。」
- (16) Buell, *What Is Securities Fraud?*, 61 DUKE L. REV. 511, 542 (2011)。
- (17) 拙稿「米国における『証券詐欺』の意義と法的措置」国際商事法務 37 巻 1294 頁
（平成 21 年）。
- (18) 換言すれば、法 157 条の見出しにある「不正行為の禁止」は「証券詐欺の禁止」
を意味するといえよう。たとえば、近藤光男＝志谷匡史＝石田眞得＝釜田薫子・基
礎から学べる金融商品取引法（第 2 版）（弘文堂 平成 25 年）161 頁も「I 詐欺
的行為を禁止する 157 条—なぜ包括規定が必要か」とのタイトルのもとに記述がな
されている。
- (19) 以上のポイントは、拙稿・前掲注(17)1294 頁以下参照。
- (20) 私訴権が認められる根拠については、拙稿「米国 SEC 規則 10b-5 に基づく黙示
の私的訴権が認められる根拠の検討」国際商事法務 38 巻 11 号 1624 頁以下（平成
22 年）参照。
- (21) 以上のポイントは、拙稿「米国連邦証券詐欺禁止規定と黙示の私的訴権」国際商
事法務 35 巻 1 号 142 頁以下（平成 19 年）参照。

- (22) 以上のポイントは、拙稿「米国連邦証券詐欺禁止規定と合衆国最高裁判決」国際商事法務 36 卷 11 号 1544 頁以下（平成 20 年）参照。
- (23) クラスに属する者とされるためには、情報の「重要性」を証明する必要があるのか。合衆国下級審裁判所の判断は分かれている。この問題についての判断を示すために、最高裁判所は 2012 年 11 月 5 日に口頭弁論（oral argument）を開いた。詳細は、Diamond, *Lawyers Debate Role of Materiality in Certification of Class Securities Suits*, 44 SEC. REG. & L. REP. 2071 (November 123 2012) 参照。
- (24) 上記⑩から⑳までの判決についての詳細は、拙稿「米国連邦証券詐欺規制の新展開」神戸外大論叢 63 卷 89 頁以下（平成 25 年）参照。
- (25) 民集 56 卷 2 号 331 頁、判例時報 1777 号 36 頁。
- (26) つぎのように規定する。「上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、その者が当該上場会社等の特定有価証券等について、自己の計算においてそれに係る買付け等をした後 6 月以内に売付け等をし、又は売付け等をした後 6 月以内に買付け等をして利益を得た場合においては、当該上場会社等は、その利益を上場会社等に提供すべきことを請求することができる。」（下線部は筆者）
- (27) 同条は、実効性が乏しいとして昭和 28 年に削除された。しかし、削除は本項を有名無実化するとの強い批判を受けたことから昭和 63 年に復活した。
- (28) 本項の「秘密」を不当に利用することとは、法 166 条 22 頁・167 条 2 項の規定する未公表の「重要事実」を不当に利用することといえよう。なお、米国連邦インサイダー取引規制において、同取引は内部情報（inside information）を知ってする違法な証券取引と説明されるのが一般である。このことから、わが国では未公表の「重要事実」が内部情報にあたるといえよう。
- (29) 前掲・注(26)の下線部参照。佐々木秀雄「会社役員等に対する不当利益返還請求権発生の要件」商事法務 789 号 32 頁（昭和 52 年）。
- (30) 森田章「証券取引法 164 条 1 項の趣旨とその要件」ジュリスト 1246 号 112 頁（平成 15 年）は「内部情報の不当利用の可能性が全然ない内部者にまで短期売買差益の提供義務をおわせてよいのか」とする。本事件判決も「典型的にみて取引の態様自体から秘密を不当に利用することが認められない場合には、同項規定は適用されないと解するのが相当である（下線部は筆者）」としている。上告人は、本件はこれにあたりと主張した。しかし、本事件判決はこれを認めなかった。
- (31) 黒沼悦郎「短期売買差益の返還規定の合憲性」ジュリスト 1228 号 9 頁（平成 14 年）。
- (32) 黒沼・前掲注(31)8 頁。
- (33) 前掲・注(26)の下線部参照。
- (34) 品谷篤哉「内部者取引規制—証券取引法 164 条に関する考察（4）」名城法学 45 卷 1 号 143 頁（平成 7 年）参照。
- (35) 米国における連邦インサイダー取引規制における「不正流用説」もこれを根拠と

する。

- (36) 最大判昭和 45 年 6 月 24 日民集 24 卷 6 号 625 頁。
- (37) 龍田節・会社法大要 90 頁（有斐閣 平成 19 年）。
- (38) 例えば、山下＝神田・前掲注（8）285 頁参照。なお、「インサイダー取引」は“insider trading”の邦訳である。米国ではその名称は不適切である（misnomer）との指摘がある（拙稿「米国におけるインサイダー取引の概要」国際商事法務 36 卷 6 号 846 頁・注 1（平成 20 年））。
- (39) 本項は、取引所法 16 条 (b) 項とその内容が酷似する。しかし、返還義務のある差益は前者が 6 か月以内のそれである。これにたいし、後者は 6 か月未満（less than 6 months）である。
- (40) 具体的には、拙稿「わが国におけるインサイダー取引規制」神戸外大論叢 52 卷 3 号 97 頁（平成 13 年）参照。
- (41) 裁判所時報 1533 号 25 頁、判例時報 2121 号 34 頁。
- (42) 内容の詳細は、太田洋「村上ファンド事件東京地裁判決の意義と実務への影響」商事法務 1830 号 20 頁（平成 20 年）等を参照。
- (43) 内容の詳細は、太田洋＝宇野伸太郎「村上ファンド事件東京高裁判決の意義と実務への影響」金融・商事判例 1315 号 2 頁（平成 21 年）等を参照。
- (44) 最判平成 11 年 6 月 10 日判決刑集 53 卷 5 号 415 頁。
- (45) 拙稿・前掲注(40) 115 頁参照。
- (46) 黒沼「村上ファンド事件最高裁決定の検討」商事法務 1945 号 8 頁（平成 23 年）は「本判決は、先例から一步踏み込んで、決定に係る事項の実現可能性が具体的に認められることは要しないとしたものである」とする。
- (47) 黒沼・前掲(46) 4 頁。黒沼教授は一貫してこのように主張される。
- (48) 三好幹夫・平成 11 年度最高裁判例解説〔刑事編〕 104 頁参照。
- (49) なお、黒沼「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」商事法務 1687 号 40 頁（平成 16 年）参照。

*本研究は、科研費（25380127）の助成を受けたものである。

