

《論説》

証券取引法164条1項によるインサイダー取引
の規制と憲法29条による財産権の保障

宮 原 均

目次

はじめに

- I 法164条1項の沿革
 - II 法164条の意味
 - III 憲法29条による財産権の保障
 - IV 最高裁による審査の方法
 - V 検討
- 結語

はじめに

上場会社等の役員や主要株主（以下「役員等」という。）は、投資判断に影響を及ぼす事実自らに関与し、又は、その事実を知りうる立場にあるが、一般投資家は会社が公表しない限りこれら事実を知り得ない。そこで、両者が証券市場において取引を行う場合、その立場の相違から著しい不平等が生まれ、この不平等が放置されるならば、一般投資家は証券市場に不信感を抱き、離反していく。その結果、証券市場は、企業の資金調達、投資家の投資の機会提供という機能⁽¹⁾を果たせなくなるであろう。

このような、いわゆるインサイダー取引を規制するためのひとつの手段が、証券取引法（以下「法」という。）164条1項である。すなわち、役員等は、自社株式の「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出来る。」とされている（以下「短期売買利益の返還請求権」という。）。しかし、この規制はいくつかの点でユニークである⁽²⁾。

まず、その規制は、間接的で補充的である。すなわち、役員等による株式の売買自体は禁止されておらず、6か月以内の反対売買によって得た利益の保持が許されず、その返還請求権が会社に発生するだけである。従って、株価値上がりの内部情報に基づき株式を購入しても、6か月経過した後に売却した場合、逆に株価暴落の内部情報を入手し高値で売り抜けた場合には同項は適用されず、また、返還請求がなされなければそれまでである（インサイダー取引に対する直接の禁止・処罰は法165条以下に規定されているのである）。

次に、法164条1項の目的は「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」ことであるが、この「不当利用」は、会社による「請求権」行使のための積極ないし消極要件ではないとされている（最大判平成14年2月13日民集56巻2号331頁）。その理由は、「不当利用」の立証は実際上きわめて困難であり、これを要件とするならば請求権の迅速かつ確実な行使は妨げられ、結局「不当利用」防止という法の「目的」が損なわれることになりかねないからであると説明されている⁽³⁾。

もっとも、法164条8項は、典型的にみて「不当利用」の余地のない取引の具体的な例を内閣府に委任し（上場会社等の役員及び主要株主の当該上場会社等の特定有価証券等の売買に関する内閣府令5条）、これに該当する取引は法164条1項の適用を除外されるとしている。この適用除外については、法は「不当利用」防止の目的を達成するため、その手段として、役員等による短期売買利益を一律に会社に返還させるという規制方法を選択したものの、明らかに「不当利用」のおそれのない取引を規制する必要はないと考え、典型的にみて「不当利用」のおそれのない取引を列挙することを内閣府に委任し、そこに掲げられた取引に対して法164条の適用を除外することとしたと思われる。

この法の考え方からすれば、短期売買利益の返還請求権は一律・形式的に行使できると見るべきであり、内閣府令が列挙する適用除外は限定列挙と見るべきであるように思われる。しかしながら、上記最大判平成14年は、この内閣府令の列挙から漏れたものであっても、「典型的に」不当利用の余地のない取引については、同項の適用は除外されるとしている。最高裁は、「不当利用」の一律・形式規制の必要性を認めつつも、そのおそれのない取引をも規制することは、憲法29条による財産権の保障の観点から問題があると考え、限定列挙説に批判的な考えを示したものと思われる。しかしながら、この解釈はかえって法164条の適用を混乱させるものと思われる。

そこで、本稿においては、法164条1項によるインサイダー取引へのユニークな規制方法を紹介しながら、同条8項による適用除外は限定列挙であり、また、このように理解しても憲法29条に違反しないことを示したいと思う。そのためまず、法164条制定にいたる背景・沿革を母法アメリカの証券取引法の沿革にふれながら紹介し、次に財産権制約立法⁽⁴⁾に対するわが国最高裁の審査方法・基準を明らかにし、この審査基準に基づいて法164条1・8項を検討することとする。

I 法164条1項の沿革

1 アメリカ法の沿革

役員等によるインサイダー取引の弊害は比較的古くから知られており、アメリカにおいても、役員等が会社の秘密情報を不当に利用する例が後を絶たなかった。そこで、不利益を被った取引の相手方（株主）は、役員等に対して損害賠償請求を行った。その際に請求の根拠として掲げられたのが、役員等が会社に対して負うコモンロー上の「信任義務」である。すなわち、役員等は会社に対してと同様に、株主に対してもこの信任義務を負うとされ、役員等が自社株を売買する際には、内部情報を積極的に相手方株主に開示する義務があり、これを怠って損害が発生したならば、信任義務に違反したとして賠償責任が発生するというものであった。⁽⁵⁾

しかし、この説に対しては批判があり、会社と相手方株主とは別人格であり、役員等は後者と直接の信任関係はないとし、したがって株式の売買に際して内部情報を開示する義務は存在しないとされ、これがむしろ判例の多数を構成していた。これに対して、会社の実質上の所有者は株主であり、役員等はこの株主に対して直接の信任関係がある。そこで、役員等が職務上知り得た情報は役員等の私的財産ではなく、株主の利益のために委ねられたものであるから、役員等が株式の売買を行う場合には、相手方株主に情報を開示する義務があるとする説が唱えられた。これは判例の少数説であったが、学説の多くが支持していた。更に、特別な事実すなわち吸収合併の見込みや営業全部の譲渡等に限定して、その情報を開示すべき義務を役員等は負っているとする見解もあった（以上の学説を整理するものとして、遠藤光男「証券取引法189条に基づく不当利益提供請求権の要件事実とその立証責任」薬師寺志光先生米寿祝賀記念論集『民事法学の諸問題』271頁（総合労働研究所、1977））。

このように、コモンロー上の信任義務については見解が対立していて、これを根拠にインサイダー取引の規制を行い、相手方株主を救済することは十分には行えなかった。更に、仮に役員等と相手方株主との間に信任義務が肯定されたとしても、それはあくまで両者間の直接・個別的な株式の売買のケースに限定され、一般株式市場での取引の場合にはこれは問題にならず、したがって情報の開示義務も発生せず、役員等による不当取引は野放しのままであった。

この問題に、まず、着手したのは各州である。いわゆる「青空法（blue sky law）」を制定し、会社の内部情報を書面により当局に提出させ、違反した場合には刑事・民事の責任を追及することとした。このような州法の制定により、コモンローによる請求は減少することになった。しかしながら、他州に居住する売手に対する州法の適用には限界があったので、1934年に連邦証券取引所法が制定されたのである。⁽⁶⁾

この連邦証券取引所法（1934年法）16条（b）項は、「内部情報の不公正

な利用の防止」という目的を掲げ、役員等による株式の買付け後売付け、売付け後買付けが6か月以内に行われた場合に、それによって得た利益の返還を会社・株主が求めることができるとしている。そして、内部情報は書面による開示が義務付けられ、法の目的として掲げられている「内部情報の不正な利用」の有無については、返還請求がなされる場合にも、これを免れる場合にもその要件とはされていない。

もっとも、連邦最高裁判所はこの規定に限定解釈を施している（Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp. 411 U. S. 582 (1973)）。すなわち、確かに16条（b）項は客観的な要件により短期売買利益の一律提供義務を課しているが、その目的は、あくまで、内部情報の不当利用の防止である。したがって、このような弊害がない場合になお、売買利益の提供義務を課することはできないとする。そして、この事件においては、ある会社の主要株主となった者が、その会社の抵抗を受けて株式の譲渡を余儀なくさせられたにもかかわらず、譲渡利益について提供請求がなされたことが問題となっていた。連邦最高裁は、この譲渡は不本意になされたものであり、かつ、内部情報を不当利用する可能性はなかったとして16条（b）項は適用されないとした⁽⁷⁾。

2 法164条の沿革

以上から、アメリカの連邦証券取引所法が日本の証券取引法164条に影響を与えていることは明らかであるが、同条が現行法のような内容になるまでには幾度かの改正を経ている⁽⁸⁾。

まず、短期売買利益の請求権を認める規定は、昭和23（1948）年の証券取引法制定当初から存在した（第189条）。更に、株主等が、役員等に短期売買利益が生じたことを知るための手がかりを得られるように、役員等に対してその株式保有について報告義務を課し、違反には罰則が科されていた（第188条）。

しかし、当時は、早耳筋・早耳情報といって、人よりも早く内部情報を入

手してすばやく利得することが当然のごとく行われていた。そのため、第189条はその存在すらあまり知られず、十分に利用されることがなかつた。⁽⁹⁾

また、株主が、この請求権を行使するインセンティブについても疑問があったとされる。すなわち、株主は、会社に利益の返還をさせることによって会社資産が増えれば、持ち株の株価が上昇することは考えられる。しかし、このことは零細の株主にとってはさしたる利益ではない。もっとも、役員等が6か月以内の反対売買により利益を得たとの立証は容易であるから、依頼を受けた弁護士にとっては魅力のある訴訟とされた。しかし、株主はこの訴訟を提起して勝訴しても、わずかししか得られず、その一方で多額の印紙代を負担しなければならない。そこで、株主が、このような訴訟をはたして提起するの⁽¹⁰⁾か疑問視されていたのである。

更に、第188条は、昭和28年改正によって削除されてしまった。その理由は、同条による報告の義務は、自己名義の取引に限定され、架空名義や他人名義での取引をカバーできなかったこと、また、報告書が提出されてもその後の処置をどのように行うかについて規定されていなかったために、結局この規定は実効性に乏しいと考えられたようである。⁽¹¹⁾ いずれにせよ、株主等は、短期売買利益の返還を求める手続きがあっても、第188条の報告義務が削除されたため、第189条は骨抜きにされ、ほとんど訴訟を提起することは出来なくなつたのである。⁽¹²⁾

こうした状況の中、昭和63年改正法によって、インサイダー取引が罰則により禁止され（第190条の2、190条の3＝現行第166、167条）、それと同時に、第189条（現行第164条）も整備され、更に、報告義務に関する第188条（現行163条）も復活した。⁽¹³⁾ また、平成4年改正により、規制の対象は店頭売買有価証券に拡大される等した。

以上が法164条制定に至る大まかな沿革であるが、次に、同法の具体的意味について、主としてその「目的」とこれを達成するための「手段」との観点から検討しておく。

Ⅱ 法164条の意味

1 公正な証券取引市場の必要性

法164条1項は、役員等がその職務・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ことを目的に、そのための手段として、役員等が得た株式等の短期売買利益の提供を会社等が請求できるとしている。こうした規定が置かれた背景には、証券取引の意義と証券市場の健全性の要請がある。

まず、株式会社が広く大量に資金を調達できるのは、出資者の投下資本の回収が株式会社からの出資金の返還によるのではなく、会社とは無関係に、証券市場における株式の譲渡により行われるからである。そして、この証券市場が機能するためには、市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼が不可⁽¹⁴⁾欠である。

この信頼を確保するためには、正しい投資判断をなすための「情報」が公平に投資家に提供されていること、及び、相場操作や内部者取引のような不正・不公正な取引を防止するシステムがあり、投資家にとって「安全な⁽¹⁵⁾マーケット」が提供されていることが必要である。⁽¹⁶⁾

法164条は、役員等と一般投資家の両者が有価証券の取引を行うに際して、単に情報の点で不公平というだけでなく、その立場が質的に異なり、後者が圧倒的に不利な立場にあることに着目している。すなわち、役員等は、投資判断に影響を及ぼす事実の発生に自ら関与し、又はその事実を知りうる立場にある。このような事実に関する情報が、いまだ公開されていない間に有価証券の取引が行われれば、役員等にとっては予測や判断ではなく、既定事実ともいえる情報を一方的に利用することになり、確実に利得を得る。他方、一般投資家は公表された資料等をいかに的確に分析・判断しようとも利益⁽¹⁷⁾を得ることは出来なくなる。

こうしたことが放置されれば、一般投資家は証券市場に不信感を抱き、これから離反していくことは確実である。その結果、国民にとっては資産運用の手段は妨げられ、企業にとっては資金調達の機会が妨げられるようになる。

2 短期売買利益の返還請求権

このようなインサイダー取引の弊害に対処するために、法164条は、役員等による短期売買利益の返還請求権を定めた。これについては、①短期売買利益を会社に返還させることの法的性質、②返還請求が認められるために、役員等の取引にあたり秘密の不当利用が消極・積極の要件となっているかどうか、について争いがある。

①短期売買利益の会社への提供

役員等が内部情報を利用して自社株式を売買し、利益を得ることを防止することは正当であるが、その手段として、短期売買利益を会社に提供することには若干の争いがある。

この「手段」にやや批判的なものとしては、(ア) こうした株式の売買によって多くの場合、会社は損害を受けていない。そこで、秘密の漏洩により何らかの損害が発生した場合に限って、会社に利益を提供すべきであり、何ら損害が発生していない場合にも、会社に利益提供を命ずることは、損害賠償法の理論から疑問がある。⁽¹⁸⁾

また、(イ) 確かに、役員らが内部情報を利用して利益を受けることは道義的に望ましいことではなく、相手方との関係で詐欺、会社には秘密の漏洩等により損害をもたらすことがありうる。しかしながら、株式の売買そのものは正当に行われており、役員等の利得は法律上の原因なしとはいえないとも考えられる。⁽¹⁹⁾

これに対して、法164条に基づく請求権を従来の不法行為・不当利得の理論で説明する必要はなく、独自の「不当利益提供請求権」であるとする学説がある。そして、会社への短期売買利益の提供の説明として (i) 役員等が証券市場において社会の信頼を裏切る行為を行ったので、その利益を会社に提供させ、会社が社会に還元する義務を負うとする考え方(大武泰南「判批」金判913号45頁, 1993)、(ii) 本来は損害を被った投資家に利益を返還すべきであるが、特に市場を通じての売買の場合には相手方の特定が困難で

あるため会社に提供させる（芳賀良「判批」金判1144号61頁，2002），つまり，内部者取引の予防という目的を最も効率的に達成するため，会社を返還の主体にすえたにすぎないとする説がある（松井秀征「判批」ジュリ1101号110頁，1996）。

これら諸説のうち（ii）を正当と考える。証券市場を一般投資家が安心して投資できる安全なマーケットにするため，内部者取引の規制が必要である。その規制方法として，証券取引の性質—相手の特定及び内部情報の不正利用の認定が困難—を考慮して，役員等による短期売買利益を会社に一律に提供させ，これにより間接的に内部者取引を抑制しようとしているとみるべきだと思われる。

この手段が，政策的にみて議論の余地があるとしても，必ずしも従来の民法の理論（不法行為や不当利得の返還）によって説明しうるものである必要はない。立法者は，現実の問題に対処すべき新たな手段を講ずることが出来るはずである。しかし，こうした手段もまったく自由に定められるわけではなく，憲法の枠の中で定められなければならないのは当然である。そこで，この点を如何に判断するかが問題になる。

すなわち，法164条によって，役員等による株式の売買という財産上の権利が，証券市場の信頼や健全性確保を目的に，短期売買利益に限定されつつも一律に会社に提供されうるという形で制約されている。この制約は，憲法29条の財産権の保障を侵害して無効であるかが問われるのである。そこで，この点について検討する前に，憲法による財産権の保障の意味及び財産権規制立法に対する最高裁の審査基準について確認しておこう。

Ⅲ 憲法29条による財産権の保障

1 財産権の相対的な保障

憲法29条1項は，「財産権は，これを侵してはならない。」と規定する。この文言からすると財産権が絶対的に保障されているようにも見えるが，むしろその相対性が強調されている。すなわち，同条2項は「財産権の内容は，

公共の福祉に適合するやうに、法律でこれを定める。」とし、同条3条は「私有財産は、正当な補償の下に、これを公共のために用ひることができる。」としている。これら規定から、いかなる財産権に、どのような制約を行うかについては立法府に広範な裁量が認められると思われるが、その制約は「公共の福祉に適合する」こと、及び財産権を「公共のために用ひる」ならば「正当な補償」を必要とするという限界がある。⁽²²⁾

2 公共の福祉を理由とする制約

本稿において問題になるのは、前者の「公共の福祉」を理由とする財産権の制約であるが、これについては憲法12条・13条がすべての人権にいわゆる内在的制約を認める根拠として「公共の福祉」を掲げ、更に、憲法29条が「公共の福祉」の文言を繰り返していることは重要である。このことは、財産権に関しては内在的制約を越えて、政策的見地からの制約も憲法上許される趣旨であるとされている。その理由は、財産権をとりまく社会状況は刻々と変化し、財産権に対する人々の考え方も多様である。そこでこれらに対応して財産権の具体的内容を決定するのにふさわしく、また、その能力を有するのは国民の代表である立法府である。⁽²³⁾

その結果、財産の具体的内容を決定する立法府の判断（法律）が、憲法29条の財産権の保障に違反しているかどうかを判断する場合、裁判所はできる限りその判断を尊重し、立法府がその認められた裁量を逸脱・濫用しているかどうかの観点から審査することになる。では、具体的にどのような視点から（審査基準）審査がなされてきたか、最高裁の判例を紹介しよう。⁽²⁴⁾

IV 最高裁による審査の方法

1 規制目的の正当性

最高裁は、財産権規制立法が憲法29条に違反するかどうかについて、「目的」の正当性及び「手段」の相当性から検討してきた。しかし、当初は「目的」にやや偏った審査がなされてきた。最大判昭和25年11月22日刑集4巻11

号2389頁では、主要食料の移転を制限・禁止する食糧管理法9条が問題となった。最高裁は、この法律の「目的」は「国民全般の食生活その他一切の経済生活を安定確保」することであり、その達成のために個人の自由を一般的に制限しても憲法29条に違反しないとして合憲と判断した。

次に、最大判昭和28年11月25日民集7巻11号1273頁では、自作農創設特別措置法3条が買収農地の決定に際して、農地所有者に選択権を認めていないことが問題になった。最高裁は、「目的」は自作農の創設・農村の民主化にあり、その実現のためにとられた「手段」は「目的に適合し且つ公共の福祉の為に必要と認められる限度内」であるとした。「手段」に言及してはいるが、なぜ「限度内」であるのかほとんど説明されず「目的」の正当性が重視されていると思われる。しかし、この判決以降、「目的」を達成する限度内の「手段」であるか、検討されるようになる。

2 財産権への制約の程度

最大判昭和35年2月10日民集14巻2号137頁では、農地等の賃貸借の当事者が契約を解除するためには、都道府県の知事の許可を必要とする農地法20条が問題になった。最高裁は、自作農化の促進、その地位の向上という「目的」を達成するための「手段」として解除等を知事の許可にかからしめることは「公共の福祉に適合する合理的な制限」であるとした。その理由は、「許可」は法所定の場合に限定してなされ、不許可の場合にも訴願、行政訴訟の手続きにより救済されるので、地主に賃貸借契約の継続を強制し、一般土地所有者と比べて不当に不利益な扱いをするものではないとした。

「目的」達成のための「手段」を考えるにあたり、財産権制約の「程度」を重視するのが、最大判昭和35年6月15日民集14巻8号1376頁である。罹災建物の借主は、その建物の敷地に借地権がない場合、他の者に優先して相当な条件・対価により、その設定・譲渡を敷地の所有者に申し出ることができるとする罹災都市借地借家臨時処理法2条・3条が問題になった。最高裁は、敷地の所有者に対して財産権の制約がなされているが、所有者に正当な事由

があれば借主からの「申出」を拒否する自由があり、また、借地権が設定・譲渡される場合にも相当な条件・対価が認められているとし、この制約は憲法29条に違反しないとした。

3 目的の達成に必要な財産権制約の程度

このように、財産権制約立法の合憲性については「手段」としての財産権への制約の程度を考慮する審査方法がとられるようになってきた。そして、この制約の程度については、制約される財産に着目して分析することに加えて、「目的」から考察してその達成のために必要な制約であるかを考察する手法がとられるようになってきた。この例として、最大判昭和35年12月21日民集14巻14号3157頁がある。ここでは、農地の交換分合を定める土地改良法97条が問題となり、所有権ではなく耕作権（賃借権）の交換分合により農業経営合理化という目的を達成すべきであるとの主張がなされた。最高裁は、「目的」は、耕作者の農業経営の合理化にあり、その達成には、耕作権のみならず所有権の交換分合が必要であり、自作していない農地を所有者から分離することはやむをえない制約であるとした。

「目的」からみた制約の範囲と「財産権」からみた制約の程度の双方を分析するのが最大判昭和36年12月13日民集15巻11号2803頁である。いわゆる「誠実な破産者」に対して、その更正、人間に値する生活の保障を目的に、一部を除き債務を免除する破産法366条の9が問題になった。最高裁は、①詐欺破産の場合や租税等については免責を認めず、このことは「目的」からみて、破産者に対する債権の範囲を合理的に規制するものであるとし、②この免責を認めなければ債務者は資産状態が最悪になるまで隠蔽するので、この場合債権者はかえって大きな犠牲を強いられるとした。なお、②については、4裁判官の補足意見があり、免責によって制約される財産権は、債務者が無資力なため実質的には価値の乏しい債権であり、本法が債権者にもたらす犠牲はそれほど大きいとはいえないとした。

4 財産権の性質と制約の程度

このように、制約の程度を測定するために、財産権の性質・内容を重視するのが最大判昭和53年7月12日民集32巻5号946頁である。ここでは、いったん国が買収した農地でも、自作農創設等の目的に供しないことを相当とする事実が生じた場合には、旧所有者は買収対価相当額でその売払いを求める権利を認められていたが（本件権利）、この対価を市価の7割に変更したことが問題になった。最高裁は、主として、①本件権利の性質、②変更の程度、③変更により保護される公益の内容について審査し、合憲と判断した。①については、旧所有者は「事実」の発生により当然に所有権を回復するものではなく、また、買収対価相当額と定められたのも地価が高騰していなかった当時の情勢の下であり、結局、本件権利の設定はその対価も含めて立法政策によりなされ、立法政策による変更になじむこと、②については、制約は本件権利自体の剥奪ではなく、対価を市価の7割へと不利益に変更するにとどまること、③は、地価高騰にかかわらず国有地を買収対価相当額で売却することは、一般の土地取引と比べて著しく均衡を欠き、その利益を旧所有者のみに収得させることになり、一般国民の納得を得られないとした。

5 森林法186条違憲判決

このように、財産権の性質からその制約の強度を測定し、更に、「目的」からみて制約の範囲を検討し違憲判決を下したのが、最大判昭和62年4月22日民集41巻3号408頁である。ここでは、共有森林につき、分割請求権を持分価額の過半数に限定している森林法186条が問題となった。最高裁は、まず、共有物分割請求権の性質について説明し、「共有」は単独所有と比べ物の利用・改良等を十分に行うことができず、また、共有者相互の意見の対立や紛争が起りやすい。そこで、その解消のために「分割請求権」が認められており、これは「共有の本質的屬性」であるとする（したがって、これへの制約は強度の制約とみることができよう）。

一方、森林の細分化を防止し、その生産力の増進等を図るという「目的」

は正当であるが、そのために「共有の本質的属性」たる分割請求権を上述のごとく制約しても、「目的」はほとんど達成できない。その理由として、共有者の協議による現物分割や過半数持分価額者による分割請求等は許されるため、森林の細分化は避けられず、また、特に持分対等の2名の共有者の場合には、本規制によりかえって森林は荒廃すること等が指摘された。

6 審査基準のまとめ

以上の判例の流れから、最高裁の財産権制約立法の審査基準を確認しておく、基本としては、財産権への制約が「立法目的達成のための手段として必要性又は合理性に欠けるかどうか」が審査される。そして、この点を具体的にみると、①目的が正当であること、②目的とその達成のための手段である財産権の規制が結びついていること、③制約の程度が相当であること、この相当性は、(ア)目的達成の必要性・重大性、(イ)制約される財産権の性質と制約の態様・程度等を検討することから導き出される。そして、これら基準は、結局のところ、財産権の具体的内容について決定する裁量権が立法府に認められており、その逸脱・濫用の有無をチェックする機能を果たすことを目的にしているということである。⁽²⁵⁾

本件法164条について、上記最大判平成14年がなした憲法判断もこの流れに沿っていると考えられる。まず、「目的」について、役員等が、一般投資家の知りえない内部情報を不当に利用して株式の売買取引をすることは、「証券取引市場における公平性、公正性を著しく害し、一般投資家の利益と証券取引市場に対する信頼を損なう」とし、これを防止しようとすることは正当な目的であるとする。

次に、「手段」について、「秘密の不当利用や一般投資家の損害発生という事実の有無を問うことなく」短期売買利益の提供を求められうるとしている。そして、「事実」の有無を立証することは極めて困難であるので、その立証を要件とすることなく短期売買利益の提供を求めることは、目的の達成のために必要性があるとした。また、「内閣府令で定める場合又は典型的にみて

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」提供を求められず、更には、役員等による株式の売買取引自体を禁止することなく「一定期間内に行われた取引から得た利益の提供請求を認める」とどまっている。このような「手段」は、正当な目的を達成するための手段として「必要性又は合理性に欠けるものであるとはいえない」としている。

以上のような、最高裁の審査基準を念頭に、法164条の合憲性について検討しよう。

V 検討

1 証券市場における証券取引の特殊性と消極規制

法164条について検討するにあたっては、まず、証券市場における証券取引が活発に行われることによって、初めて株式会社が企業の主役たりうとの認識が重要である。⁽²⁶⁾そして、そのためには、投資判断に影響を及ぼす情報を投資家が公平・公正に入手できなければならない。もしもこの情報が、一定の者に独占され、不正に利用されて証券取引が行われているとの疑いがあれば、一般投資家は証券市場に対する公正性・健全性に疑問を持ち、もはや取引を行おうとはしないはずである。⁽²⁷⁾

一方、役員又は主要株主は、その会社の内部情報を一般投資家よりも早く、よりよく知る立場にある。彼らがこの立場を利用して株式の売買により利益をうけるならば、一般投資家の投資を期待することができなくなり、会社の存立自体も危ういものとなるはずである。従って、このような情報の不当利用による証券の取引は、経済活動の濫用と考えられ、その規制は当然に許され、その根拠には憲法12条・13条の「公共の福祉」を挙げれば十分であろう。

2 形式的な一律規制の合憲性

(ア) 消極規制

しかしながら、本件で問題になっているのは、情報の不当利用が証明された証券取引を規制することではない。この点の証明を必要とせず、一定の

地位にある者の短期売買利益を一律に提供させることの合憲性である。これについて、財産権の制約は「公共の福祉」に奉仕し「必要最小限度」ととどめなければならず、したがって、短期売買利益の提供は、情報の不当利用という違法ないし不当の要素が加わった場合に限定されなければならず、法⁽²⁸⁾164条は違憲との説がある。

しかし、この説には賛成できない。情報の不当利用という違法・不当の要素が加わった財産権の行使を規制することは合憲であるが、これは憲法12・13条の「公共の福祉」を理由とする規制で足りる。憲法29条2項を根拠とする制約の場合、その財産権の行使に、たとえ違法・不当の要素が加わっていないとしても、その時々⁽²⁸⁾の立法政策の実施としてこれを制約することが可能である。そこで、この問題については憲法29条に関する上述の最高裁の審査基準をもとに検討すべきであると思われる。

(イ) 立法政策に基づく規制

まず、証券市場における公正・公平性を確保する「目的」が正当である点は問題がないであろう。次に、「手段」と「目的」の関連性そのものについては肯定できよう。問題は制約の程度である。すなわち、一律に短期売買利益を返還させるとの規制は、目的の達成のために過度な規制で立法府の裁量を逸脱しているといえるかが問われる。

これについては、まず、証券市場における株式の売買、とりわけ役員等による自社株の売買という財産権の意義・性質が重要である。上述のごとく、株式会社が存立するためには一般投資家から株式への投資を受けなければならない。そのためには、株式への投資判断に影響を及ぼす情報に対して、一般投資家が公正・公平にアクセスしうることが不可欠である。こうした環境の下に、情報の入手・分析を投資家に委ねることができる証券市場のみが投資家の信頼に足る市場となるのである。つまり、証券取引は平等・公平にア⁽²⁹⁾クセスしうる情報の上で展開されることを宿命とする経済活動なのである。

そこで、情報の抜け駆けを許すことは、証券取引においては致命傷となり、一方、役員らはこれを行う可能性を常にはらんでいる。そこで、役員らが株

式の売買により利益を得た場合、内部情報の不正利用を一般投資家が疑うのはもっともなことである。更に、情報の不正利用を立証することの困難さ等を考慮し、一般投資家の不信を解消するためには、役員らの取引を一律に規制することが必要であったとした立法府の判断に、一定の合理性が認められるように思われる。

加えて、この規制は6か月という短期間での反対売買によって得た利益を会社に返還するにとどまり、しかもその請求をなすかどうかは会社の判断にゆだねられている。つまり、取引そのものを禁止することと比べてかなり限定的である。

このように考えると法164条による規制は、目的の正当性、目的と手段の関連性、制約の程度という最高裁の審査基準からすると、いまだ立法府に認められた裁量を逸脱濫用しているとはいえず、憲法29条2項に違反しているとはいえないように思われる。⁽³⁰⁾

3 法164条8項「適用除外」と違憲審査

最高裁は、法164条8項に関して、情報を不当利用しない取引にまで法164条の制約を及ぼすことは、憲法29条による財産権の保障の見地から問題があると考え、法164条1項は同条8項が規定する取引には適用されないとし、更に念を入れて、同条8項に該当しないが情報の不当利用が考えられないケースには、同条を規制しない趣旨であると解釈した。しかし、法164条1項の一般予防としての性格から、個別に不当利用の存否を問うことは許されず、⁽³¹⁾類型的な不当利用に限定して同条1項の適用が除外されるとしている。

しかし、具体的な請求権の行使にあたり、不当利用の有無を積極・消極要件とするならば、迅速かつ確実な返還請求権の行使を妨げ、同法の目的を損なうとしながら、類型的にせよ不当利用が認められない場合には、明文によらず適用除外するとしている。しかし、何が「類型的」か不明確であることのみならず、具体的事件で「類型的」が争点となり、このことは、結局、不当利用の有無について個別的な判断が求められるのではなからうか。そうと

すれば、この本判決の考え方は、論理として十分ではなく、また、法164条の機能を、一律・予防的な規制から、情報の不当利用を個別に審査するものへとシフトさせかねないと思われる。⁽³²⁾

この考え方は、先のアメリカ連邦最高裁の判決に影響されたものと思われる。しかし、連邦最高裁は、当該事件を解決するのに必要な限りで適用法条に解釈を施し、その施したところを用いて事件解決を行っている。つまり、その事件においては、役員等は不本意に株式の譲渡を迫られており、法の趣旨からすれば返還請求権の行使こそが権利の濫用にあたり、その行使は認められるべきではなかった。そこで、連邦最高裁は、この結論を維持するために、不当利用のおそれのない例外として、一事例をジャッジメイドローの形で付け加えたものである。わが国最高裁のように、適用除外規定が限定列举ではなく、典型的にせよ不当利用のおそれのない取引は適用除外されるとの一般論を提示しているわけではない。わが国最高裁が、連邦最高裁の審査方法にならうとすれば、この事件で具体的に提示された事実、つまり、株式の売買の当事者が代表者と株主とを同じくする場合にも、なお、返還請求を受けることは法164条および憲法29条の趣旨から許されないかどうかに限定して議論すべきであったと思われる。

そこで、同条8項は法164条を合憲とするための条件と見るのではなく、立法政策的に規定されたものと考えべきである。そして、違法の要素を含まない取引を一律に規制しても法164条は憲法29条2項に違反しないことが再度確認されるべきであると思われる。

結語

法164条は、株式の売買という財産権の行使に対して、ユニークな規制を行っている。ところで、その財産権の行使が違法性を帯びているならばこれを規制することは憲法に違反しない。しかし、その根拠は憲法12・13条を挙げれば足りる。これに対して憲法29条は適法な財産権の行使であっても、これを立法政策の見地から規制することを認めている。法164条が対象とする、

役員等による短期売買利益の取得がこのいずれにあたるかは必ずしも明らかではない。しかし、後者であったとしても、その制約は憲法29条2項に違反しないことは本文で述べたとおりである。問題は、不当利用の有無を問わず一律に返還請求の対象としている点である。立法政策の是非はともかくとし、不当利用防止の必要性・重要性、不当利用立証の困難さ、短期売買利益に限定した制約であることを重視し、同条8項の適用除外規定は限定列举であると考え、上記最大判平成14年の解釈には反対したいと思う。

- (1) 龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」大隅健一郎先生古稀記念『企業法の研究』698頁以下（有斐閣，1977），横皇裕介「内部者取引規制・12罰則」金判806号132頁以下，1988）。
- (2) 証券取引法によるインサイダー取引規制について、簡潔に整理したものとして、栗山修『証券取引規制の研究—アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開—』232頁以下（成文堂，1998）。これによると、法157条1号は不公正な証券取引一般を規制する規定であるが、インサイダー取引は「不正の手段、計画又は技巧をすること」に該当する。しかし、内容が漠然としているため、違反者に刑事罰が科せられたことはほとんどない。法166条は、会社関係者等が、上場会社の業務等に関する重要事実をその職務に関して知った場合、その事実が公表された後でなければその会社の株式を売却してはならず、違反には罰則がある。法167条は公開買付者等が、公開買付実施に関する事実等を知った場合には、当該事実が公開された後でなければその買付にかかる株式の売買等を行ってはならず、違反には罰則がある。そして、法164条が短期売買利益の返還を規定している。なお、これら規定からインサイダー取引に対して不法行為に基づく損害賠償請求が可能であるが、証券取引所を通してなされた売買については、取引当事者の確定が困難であり、違法行為と損害との因果関係を立証することが困難であると指摘されている。この点については、龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」大隅健一郎先生古稀記念『企業法の研究』689頁（有斐閣，1977）。
- (3) 不要説が多数である。その根拠としては、インサイダー取引規制の重要性と立証の困難性が挙げられ、これを水際で阻止し根絶するため現実に情報が不当利用されたかは問題ではないとされる。河本一郎・関要『逐条解説証券取引法』983頁（商事法務，新訂版，2002），堀口巨『最新証券取引法』638頁（商事法務，新訂第3版，2001年），田中誠二・堀口巨『再全訂コンメンタール証券取引法』1005頁（劉草書房，1996），新山雄三「判批」ジュリ980号102頁（1991）以下，松井秀征「判批」ジュリ1101号110頁（1996）以下，加美和照「内部者取引規制9内部者による自社株式の短期売買」金判806号110頁（1988）等参照。

下級審の裁判例の多くも不要説を支持している。例えば、東京高判平成4年5

月27日判時1428号141頁，東京地判平成4年10月1日金判910号24頁，神戸地明石支判平成2年7月27日金判857号24頁（判示が短く裁判所の見解は明らかではないが不要説に立つと思われる。なお，東京地判平成3年10月29日金判898号29頁は被告の売り注文と原告の買い注文とが現実に結びつけられていないとされ，請求が棄却された）。

これに対して，必要説は内部情報が全く利用されていない場合にも利益の返還を認めることには問題があり，また，内部情報利用の証明は困難であるが証明責任の転換により対応すべきであるとする。川口恭弘「判批」民商127巻6号850頁（2003），品谷篤哉「判評」名城44巻1号293頁（1994）以下，森田章「判批」判評409号53頁（1993），遠藤光男「証券取引法189条に基づく不当利益提供請求権の要件事実とその立証責任」薬師寺志光先生米寿祝賀記念論集『民事法学の諸問題』280頁（総合労働研究所，1977）等参照。

- (4) わが国においては，アメリカに見られるような歴史的な背景はなく，占領下，半ば強制的にアメリカ法の継受がなされたため，アメリカの法制・制定過程の事情をそのまま間当てはめることに疑問を呈するものとして，佐々木秀雄「会社役員等に対する不当利得返還請求権発生の要件」789号819頁（商事法務，1977）。
- (5) アメリカにおいて，当初，コモンロー上の信任義務違反により解決を図ったとの指摘を行う文献として松元巨「証券取引法代189条の研究」一橋論叢39巻6号638頁（1958），遠藤光男「証券取引法189条に基づく不当利益提供請求権の要件事実とその立証責任」薬師寺志光先生米寿祝賀記念論集『民事法学の諸問題』271頁（総合労働研究所，1977）。
- (6) 連邦制定前の州法による規制を紹介したものとして，松井一郎「内部者取引規制6 諸外国による規制の状況—アメリカ—」金判806号47頁（1988）。
- (7) この事件については，杉原則彦「最高裁判所判例解説」法曹時報55巻1号251頁（2003）およびそこに掲げられている文献参照。わが国最高裁が法164条1項の適用除外を同条8項の場合に限定しないで，典型的にみて，内部情報を不当に利用することが認められない場合に適用除外としたのは，この連邦最高裁の判決及びその後の下級裁判所の判例の動向を考慮したものであることは明らかであろう。
- (8) アメリカ法の影響を考慮しつつ，わが国の法の沿革を紹介するものとして，黒沼悦郎「短期売買差益の返還規定の合憲性—最高裁大法廷判決を契機として」ジュリ1228号6頁（2002）。
- (9) こうした指摘を行うものとして，大武泰南「判批」金判913号45頁（1993）。
- (10) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の在り方—その批判的再検討—」ジュリ964号42頁（1990）。
- (11) 竹内・前掲注（10）46頁，堀口巨『最新証券取引法 新訂第3版』629頁（2001）。
- (12) 黒沼悦郎「判批」ジュリ1228号6頁（2002）。
- (13) 昭和63年改正の背景として，財テクブームを背景に，証券投資が大衆化しインサイダー取引への関心が高まったこと，会社が巨額の損失を被ったのかかわ

らず、その発表に先立って役員等が株式を売却して損失を免れる事件が発生し、インサイダー取引規制の必要性が改めて認識させられたこと、日米経済摩擦による外圧がインサイダー取引規制にも及んだこと等を指摘するものとして、新山雄三「判批」ジュリ980号102頁（1991）。

- (14) 久保欣也「内部者取引規制 8 報告聴取・行政的監督権の強化—インサイダー取引の予防と摘発—」金判806号104頁（1988）。
- (15) このことは、イギリスの伝統である「真実の公開の哲学」に由来する。真実を公開さえすれば、証券を購入する者等は、自分で防衛策を講じることが出来るのである。この点については、矢沢惇「アメリカにおける会社法と証券取引法の交渉」商事法務研究49号29頁（1957）。
- (16) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化[上]」商事1142号2頁（1988）。なお、これに関連して、全国の証券取引所は、従来より、上場契約において、上場会社に対し、不渡り・銀行取引の停止等経営に重大な影響を与える事実が発生したとき、新株発行や他の会社との合併等有価証券に関する権利、利益、取り扱いに関する重要な事項について決議が行われたとき、これらの事実を直ちに通告することを要求してきた。もっとも、これら報告義務は証券会社への義務であり、投資者へのそれではないことに注意が必要である（神崎克郎「適時開示政策の充実」『現代賞法学の課題（上）』127頁（有斐閣、1975））。
- (17) 横昌裕介「内部者取引規制12 罰則」金判806号132頁（1988）。
こうしたことが放置されれば、一般投資家は証券市場に不信感を抱き、これから離反していくことは確実である。その結果、国民にとっては資産運用の手段は妨げられ、企業にとっては資金調達の手段が妨げられるようになる。
- (18) N・O・B「スクランブル 証券取引法189条の責任を追及する訴訟」商事646号630頁（1973）、品谷篤哉「判批」名城44巻1号300頁（1994）。
- (19) 遠藤・前掲注（5）272頁。
- (20) 所有権その他の物権、債権、無体財産権等公法上、私法上広く、財産的価値を有する権利を含む（橋本公巨『日本国憲法 改訂版』365頁（有斐閣、1988））。また、個人の主観的権利のみならず、私有財産制度という客観的な法秩序をも保障している（最大判昭和62年4月22日民集41巻3号408頁）。
- (21) 兼子一「基本的人権と公共の福祉」山下健次ほか編『文献選集日本国憲法4』131—132頁（三省堂、1978）。
- (22) 財産権の行使が濫用にあたる場合には憲法の保障は及ばず、当然に制約に服するが、憲法の保障の範囲にある場合には、その制約には補償が必要になる場合がある。この補償の要否について基準を示すのが荒秀「土地利用規制と補償」雄川一郎ほか編『行政法体系6』257頁（有斐閣、1960）。また、必要な補償規定を欠く財産権制約立法は、裁判所が補償を行い、これを有効とするのが通説で判例もこれを支持しているとされる（最大判昭和43年11月27日刑集22巻12号1402頁）。しかし、有力な反対説がある（今村成和『国家補償法』71—72頁（有斐閣、1960））。

- (23) 今村成和『損失補償制度の研究』3頁（有斐閣，1968），最3判平成4年12月15日民集46巻9号2829頁参照。
- (24) 審査基準一般については，松井茂記『二重の基準論』185頁（1994）以下参照。なお，経済規制立法のうち職業選択・営業活動規制立法については，その目的を消極と積極に二分し，前者についてはLRAの基準，後者については明白性の基準に基づいて審査され，この考え方は基本的に維持されている（最3判平成12年2月8日刑集54巻2号1頁）。しかし，この二分論には批判が強く，法164条をはじめ財産権規制立法の審査基準には取り入れられていない（横田守弘「判批」法セミ573号103頁，2002）。なお，この分野において判例・学説を総合的に紹介・検討するものとして藤井俊夫『経済規制と違憲審査』（成文堂，1996）。
- (25) 最高裁の審査方法に関して，比較的初期のものにまでさかのぼって検討を加えているものとして，樋口陽一ほか『注解 法律学全集2 憲法II』240頁以下〔中村睦男〕（青林書院，1997）。
- (26) 久保欣也「内部者取引規制8 報告聴取・行政的監督権の強化」金判806号104頁（1988）。
- (27) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化 上」商事1142号7頁（1988），新山雄三「判批」ジュリ980号104頁（1991）。
- (28) 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789号33頁（1977）。
- (29) 適時開示政策の重要性を指摘するものとして，神崎克郎「適時開示政策の充実」竹内昭夫編『現代商法の課題 上』127頁以下（有斐閣，1975）。
- (30) 本件において，手段の必要性・合理性に疑問を呈するものとして，川口恭弘「判批」民商127巻6号76頁（2003）がある。すなわち，法164条1項が，内部情報の利用・取引相手方の損害を考慮せず一律に差益の提供義務を課しているが，最高裁は短期売買利益の返還請求権の「迅速かつ確実な行使」の実現，役員への制約は取引の全面禁止ではなく利益保持の禁止に過ぎないとして合理性・必要性を肯定している。しかしながら，6か月以内の反対売買規制という手段は，内部者取引の予防効果を全く否定できないものの，その目的のために十分機能するか疑問である。

例えば，株価値上がり情報を入手して安値で購入しても，高値が継続すれば6か月以後に売付けすれば容易に差益を手に入れられる。株価値下げの内部情報を入手した場合，高値で売り抜けしたなら6か月以内に買付けを行うことはあり得ないからである。さらに，内部者取引規制は著しく強化されている。内部者取引規制を直接の目的とする法166条，167条が昭和63年に，平成10年には法198条の2第1項1号により規制違反者には利益の没収制度が定められた。このように法164条はその制定時と比して果たす役割を大きく減殺されその存在意義は薄れている。これらのことから，短期売買利益の提供義務は，主要株主が受忍すべき財産権の制限の程度に比して，必要性・合理性が十分認められるか疑問で，最高裁の立場は支持しがたいとされている。いずれももっともな批判であるが，財産権の具体

的な内容について立法府の判断を尊重する審査基準によれば、いまだ違憲・無効とするには至らず、立法政策の当否の問題にとどまるように思われる。

(31) この具体例を検討したものとして黒沼悦郎「判批」ジュリ1228号（2002）。

(32) 芳賀良「判批」金判1144号66頁（2002）は「同条1項は適用の形式性をその特徴としている。そうであるなら、その適用除外を定める同条8項およびその内閣府令も形式的に解釈すべきであろう。したがって、内閣府令が列挙する事項は限定列挙であると解すべきである」と批判している。