

インサイダー取引における「重要事実」の「公表」の意義について

——最高裁平成二八年一月二八日決定を契機として——

楠 田 泰 大

- I はじめに
- II 最高裁平成二八年決定について
 - (一) 事実の概要
 - (二) 決定要旨
 - (三) 論点まとめ
- III インサイダー取引規制の概観
 - (一) 保護法益
 - (二) インサイダー取引規制の特徴——特に形式犯性

IV インサイダー取引における公表の意義について

(一) リーク記事と公表

(二) 公知性の理論

V おわりに

I はじめに

金融商品取引法（以下、金商法）は、インサイダー取引規制として、一六六条に会社関係者によるインサイダー取引の罪、一六七条に公開買付者等関係者等によるインサイダー取引の罪、一六三条から一六五条の二において役員・主要株主の自社株等の売買に関する規制、一六七条の二に情報伝達・取引推奨規制を定めている。

そのうちの会社関係者等によるインサイダー取引規制を定める一六六条一項において、会社関係者「であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継又はデリバティブ取引をしてはならない」と規定している¹⁾。ここでは、会社関係者が業務に関する重要事実を知つた場合には、株券等の取引を一般的に禁止し、重要事実が公表されたときに限って例外的にそれを許可するという形になっている。このインサイダー取引規制の解除条件である「公表」については、金商法一六六条四項に定義規定があり、それによると公表とは、上場会社等やその上場会社の子会社が「多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」または上場会社等や子会社が提出した自己株券買付状況報告書を除く法定

開示書類が「公衆の縦覧に供されたこと」をいう。このうち、「多数の者の知り得る状態に置く措置」は、金融商品取引法施行令三〇条に規定があり、①上場会社等または子会社の代表取締役・執行役・執行役員もしくはそれらから重要事実等を公開することを委任された者等が、当該重要事実等を、日刊新聞社や通信社等の二つ以上の報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等が周知のために必要な期間である一二時間が経過すること、②上場会社等または当該上場会社等の資産運用会社が、重要事実等を当該金融商品取引所に通知し、当該通知された重要事実等が、七日以上継続して、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと、③発行する施行令二七条の二各号所定の有価証券が全て特定投資家向け有価証券である上場会社等の者が、重要事実等を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された事実が、七日以上継続して当該金融商品取引所において英語で公衆の縦覧に供されたこととして⁽²⁾いる。⁽³⁾

このように、金商法においては、インサイダー取引規制の解除条件である公表をかなり厳格に規定している。そのためかねてより、「報道機関の報道によつて公知の事実になつていような場合についてまで、処罰の必要性があるかは疑問の余地がある」⁽⁴⁾などといった指摘がなされてきたところである。

近時この公表概念に関わる最高裁の判断が示された。そこで、問題となつたのは、形式上公表に当たらない場合でも、公表と評価しうる場合があるかという点と、公表には当たらないとしても、当該重要事実が公知のものとなつた場合には、当該事実の重要事実性が否定されるのではないかという点である。このような重要事実が所定の公表以外の手段によつて一般に知られるところとなつた場合に、理論的にどのような処理をするべきなのかといった点についての議論が、これまで十分にはなされてこなかつたように思われる。そこで、この点に関わる最高裁の決定を素材に、インサイダー取引における公表の意義について、検討を加えてみたい。

II 最高裁平成二八年決定について

まず、より論点を明確にするために、最高裁平成二八年一月二八日決定⁽⁵⁾について確認しておく。

(一) 事実の概要

A省大臣官房審議官としてB局の掌握事務全般の企画立案に参加し、同局C課が掌握する半導体素子、集積回路その他情報通信機器等の部分に関する事業についての関係事務を総括する職務に従事していた被告人Xは、平成二〇年一月中旬ころ、他のA省関係者と共に、DRAM事業を中心に行うF社代表取締役の甲と面談し、F社が日本政策投資銀行から出資等を求めようとする案件に関与するようになった。また、平成二一年三月九日、他のA省関係者らと共に半導体事業を中心に行うD社とE社との事業統合に関する案件に関与するようになった。そして、Xは以下の二件についてインサイダー取引を行ったとされた。

① D社とE社の合併の件に対して

D社とE社の合併についてD社の業務執行を決定する機関が決定した旨の事実を、平成二一年三月九日ころに知ったが、法定の除外事由がないにも関わらず、同事実の公表前である平成二一年四月二日から同月二七日までの間、Y証券を介してXの妻名義で、D社の株式合計五〇〇〇株を代金合計四八九万七九〇〇円で買いつけた。

② F社の政投銀出資に対して

産業活力再生及び確信に関する特別措置法に基づく事業再構築計画の認定を取得し、同計画に沿って株式会社日本政策投資銀行を割当先とする第三者割当増資を行うことについての決定を、F社の業務執行を決定する機関が行った旨の

事実を、Xは平成二一年五月一日までに知り、法定除外事由がないにもかかわらず、同事実の公表前である同月一日及び一八日に、Y証券を介して、Xの妻名義でF社の株券合計三〇〇〇株を代金合計三〇五万九〇〇〇円で買いつけた。

一審と二審においては、本件の買付主体はXとその妻のいずれかという点と、重要事実の発生時点についても問題となったが、最高裁はこれらについては触れず、①の事実に関して、情報源を明らかにしないスクープ記事の形式で、平成二一年四月一六日の日本経済新聞朝刊を皮切りに、各新聞社が後追い報道によつて報じられており、これによつて当該重要事実が金商法上「公表」されたといえるのかという点と、そうでないにしても、これら各種報道によつて当該重要事実が世間において公知になったことにより、重要事実性が失われるといった上告趣意に対して判断を示した。

(二) 決定要旨

1 「公表」に当たるか否かについて

「施行令三〇条一項一号は、重要事実の公表の方法の一つとして、上場会社等の代表取締役、執行役又はそれらの委任を受けた者等が、当該重要事実を所定の報道機関の『二以上を含む報道機関に対して公開』し、かつ、当該公開された重要事実の周知のために必要な期間（同条二項により一二時間）が経過したことを規定するところ、前記(一)の法令の趣旨に照らせば、この方法は、当該報道機関が行う報道の内容が、同号所定の主体によつて公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができると認めることができる態様で行われることを前提としていると解される。したがって、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する『公開』には当たらないと解すべきである」。

「本件報道には情報源が明示されておらず、報道内容等から情報源を特定することもできないものであって、仮に本件報道の情報源が施行令三〇条一項一号に該当する者であったとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであったと考えられる。したがって、本件において同号に基づく報道機関に対する『公開』はされていないものと認められ、法一六六条四項による重要事実の『公表』があったと認める余地もない」。

2 公知になったことよって重要事実性が失われるという主張に対して

「所論がいうように、法令上規定された公表の方法に基づかず重要事実の存在を推知させる報道がされた場合に、その報道内容が公知となったことにより、インサイダー取引規制の効力が失われると解することは、当該報道に法一六六条所定の『公表』と実質的に同一の効果を認めるに等しく、かかる解釈は、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた前記(一)の法令の趣旨と基本的に相容れないものである。本件のように、会社の意思決定に関する重要事実の内容とする報道がされたとしても、情報源が公にされない限り、法一六六条一項によるインサイダー取引規制の効力が失われることはないと解すべきである」。

(三) 論点まとめ

改めてこの二八年決定において、問題とされた論点を簡単にまとめると、第一に、情報源を明らかにしないリークによつて報道がなされた場合に、前述の公表の要件である「金融商品取引法施行令三〇条に規定があり、上場会社等または子会社の代表取締役・執行役・執行役員もしくはそれらから重要事実等を公開することを委任された者等が、当該重要事実等を、日刊新聞社や通信社等の二つ以上の報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等が周知の

ために必要な期間である「一二時間が経過すること」に該当するの否か、第二にまたそれに当たらないにしても、重要事実が報道により一般社会において公知なものとなったことよって、重要事実性が失われるのではないかというものである。これらと同様の主張は学説においても見受けられたところであり、また前述の通り世間において周知の事実となつてゐることについてまでインサイダー取引として処罰することに対しては疑問が呈されていたところでもあるので、そのような場合に処罰を否定することが可能か否か、上記二八年決定によつて問題となつた論点を素材に検討してみたい。⁽⁶⁾

そのために、次に各論点に進む前提として、金商法におけるインサイダー取引制定の経緯やその根拠を簡潔に振り返る。というのも、インサイダー取引の罪質や保護法益を明らかにすることによつて、解釈の指針を得ることが可能であるように思われるからである。

Ⅲ インサイダー取引規制の概観

(一) 保護法益

現行のインサイダー取引規制は、昭和六三年に証券取引法が改正されたことに伴つて創設された。⁽⁷⁾ 成立背景としては、タテホ化学工業が債券先物投資に失敗し、それにより巨額の損失を被つたことについての発表前日に取引先金融機関と同社役員が同社株を売却した、一九八七年のいわゆるタテホ化学工業事件や、英米各国におけるインサイダー取引規制の強化があつたといわれている。⁽⁸⁾ その保護目的は一般的に「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼の保護」にあるとされている。⁽⁹⁾

この点、判例も同様に解しているように思われる。旧証券取引法時代のものであれば、A社の監査役兼代理人として、B社を対象とするM&A交渉に携わっていた弁護士が、M&A交渉に際しB社とA社との間に締結された秘密保持契約の履行に関して、B社の業務執行の決定機関であるK代表取締役社長において第三者割当増資を実施するために新株発行を行うことを決定したという重要事実を知って、その事実の公表前にB社の株券を買い付けて、インサイダー取引を行ったとされ、証券取引法一六六条二項一号という株式の発行を行うことについての「決定」の意義が問題となった事案に対して、最高裁判平成二一年六月一〇日判決¹⁰⁾が、「証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという法の目的に資するもの」と述べている。

また、原告の上場会社被告に対して証券取引法一六四条一項に基づいて、被告の行った原告の株式の短期売買取引による利益の返還を求めた事案である、最高裁判平成一四年二月一三日判決¹¹⁾において、「上場会社等の役員又は主要株主は、一般に、当該上場会社等の内部情報を一般投資家より早く、よりよく知ることができる立場にあるところ、これらの者が一般投資家の知り得ない内部情報を不当に利用して当該上場会社等の特定有価証券等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著しく損なうものである。同項がこのような不当な行為を防止することを目的として設けられたものであることは、その文言から明らかである」としている。

なお、この「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼の保護」という点については、一部批判がなされている。川村博士によると、「証券市場の公正性や健全性、一般投資家の証券市場に対する信頼とは何かという疑問がある¹²⁾とする。とはいえ、川村博士が指摘するように、「一般投資家の証券市場に対する信頼という言葉が、具体的・現実的にどのような意味を有するのかについても一層の検討が求められることにな¹³⁾」るとしても、一般論としては、イ

ンサイダー取引における保護法益が「証券市場の公平性・健全性に対する一般投資家の信頼の保護」という点にあることには異論はないであろう。

(二) インサイダー取引規制の特徴——特に形式犯性

我が国のインサイダー取引の規制の特徴としては、各条文においてその構成要件が事細かに規定されていることにある。⁽¹⁴⁾ それゆえ、インサイダー取引の罪は、一般的には形式犯であると理解されている。⁽¹⁵⁾ このような規定となった原因としては、我が国ではインサイダー取引が刑事罰を科せられるような違法な行為であると言う認識が、社会において確立していなかったことや、⁽¹⁶⁾ 罪刑法定主義の要請や投資家にとっての予測可能性の担保という観点から、要件を可能な限り具体的に規定することで処罰範囲を明確にし、形式的に当該処罰範囲に含まれる行為を処罰するという立法措置がとられたこと⁽¹⁷⁾に起因するとされている。

ここで、形式犯とは、一般的には、法益侵害の抽象的危険の発生すらも構成要件上必要としておらず、抽象的ともいえないきわめて軽度の間接的な危険で足りるとされる犯罪であると理解されている。⁽¹⁸⁾

これに対して、インサイダー取引の罪を形式犯ではなく、抽象的危険犯であると理解する見解がある。⁽¹⁹⁾ これまで、インサイダー取引が形式犯として理解されてきた背景には、制定当初は六ヶ月以下の懲役もしくは五〇万円以下の罰金、法人処罰においても五〇万円以下の罰金と、刑事罰が軽く規定されていたことがあるが、その後の規制の厳罰化⁽²⁰⁾により、形式犯と刑罰の重さの比例関係はすでに崩れてしまっているといった指摘もされている。⁽²¹⁾ 加えて、形式犯という形態それ自体についても疑問が呈されているところである。山口判事は、「犯罪はすべて実質犯として理解されなければならず、形式犯と呼ばれるものは軽微な法益侵害を結果とする結果犯か軽微な危険を結果とする抽象的危険犯であるにすぎない

い」⁽²²⁾とする。

とはいえ、先述のように形式犯においても軽微あるいは間接的な法益侵害の危険性が要求されているとすると、ここでいう形式犯否定説との違いはほとんどなく、用語上の問題にすぎないということかもしれない。形式犯においても「行政法からの制約のみならず刑法からの制約も受けることは当然である」とすれば、インサイダー取引の罪を形式犯と解するか、抽象的危険犯と解するかによって、解釈論上大きな差は生まれないように思われる。

IV インサイダー取引における公表の意義について

以上で概観したインサイダー取引の罪の性質を前提として、インサイダー取引の罪における公表に関わる論点について、二八年決定で問題となった点を中心に考察を加えていく。

(一) リーク記事と公表

二八年決定の事案においては、D社とE社の合併について、平成二一年四月一六日の日本経済新聞朝刊を皮切りに、各新聞社が後追い報道によって報じていた。ただ、この報道においては、情報源が明らかにされていないリークに基づく報道となっていたのである。

金商法一六六条四項および施行令二〇条によると、「法第百六十二条第一項に規定する上場会社等、当該上場会社等の子会社若しくは当該上場会社等の資産運用会社を代表すべき取締役、執行役若しくは執行役員若しくは当該取締役、執行役若しくは執行役員から重要事実等を公開することを委任された者又は法第百六十七条第一項に規定する公開買付

者等若しくは当該公開買付者等から同条第三項に規定する公開買付け等事実を公開することを委任された者が、当該重要事実等又は当該公開買付け等事実を次に掲げる報道機関の二以上を含む報道機関に対して公開し」と規定されている。それゆえ、二八年決定では「重要事実」が二つ以上の報道機関等に対して「公開」されており、「公表」に当たることが問題となった。

1 公開の前提としての重要事実

インサイダー取引において規制されるのはあらゆる情報ではなく、「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき未公表の事実に関する情報」²⁴⁾である。それゆえ、公開の前提として、当該事実が重要事実であることが必要となる。この点、金商法一六六条二項に規定があり、重要事実とは上場会社等およびその子会社にかかる、決定事実（一号・五号、発生事実（二号・六号）、決算情報（三号・七号）、バスケット条項（四号・八号）となっている。このうち、二八年決定で問題となったのは、D社とE社の合併についての決定であり、一号における決定事実である。

この決定事実とは、金商法一六六条二項一号によると、上場会社等の業務執行を決定する機関が、一号Iイからヨまでの事項を行うことについて決定をしたこと、またはすでに公表された当該決定に係る事項を行わないことを決定したことである。ただし、それぞれの決定事実に対して軽微基準が規定されており（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令四九条・五二条・五五条の二・五五条の五）、それらに該当する場合には重要事実性が否定される。

この決定の主体は、「業務執行を決定する機関」である。この業務執行決定機関とは、一一年判決によると、「実質的に会社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であれば足りる」としている。二八年決定においては、決定主体はD社の代表取締役社長とされており、業務執行決定機関であることに異論はないであろう。

なお、二八年決定の第二審⁽²⁵⁾において、「会社におけるI社長のような単独体の意思決定機関においては、内心に意思決定が存在することをもって「決定」があったということはできず、そのような意思決定が外部に認識できるような形で表明されたことをもって「決定」があったと認めるのが相当であり」、「そうすると、I社長は、同日、E社のKとの間で事業統合に向けた交渉を進めることを合意したことにより、E社との合併の交渉を会社の業務として行うことを決定⁽²⁶⁾」たとしている。

次に、「行うことを決定する」の意義が問題となる。この点、株式の発行についての決定について一一年判決は、業務執行決定機関が「『株式の発行』を行うことについての『決定』をしたとは、右のような機関において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、右決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行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解するのが相当である」としている。すなわち、重要事項そのものを行う決定のみならず、その事項に向けた調査や準備、交渉等を会社の業務として行うことを決定すれば決定事項に当たり、その決定に係る事項が実際になされる必要もなく、実現することの高度な蓋然性といったものも必要にならないこととなる⁽²⁷⁾。その理由として「そのような決定の事実⁽²⁸⁾は、そののみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知つてする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという法の目的に資するもの」であることを挙げている。

なお、一六七条二項の公開買付等を行うことについての決定についての事案である、最決平成二三年六月六日（いわゆる村上ファンド事件⁽²⁸⁾）においても「『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」とされている。

以上のような決定事実についての理解からすれば、二八年決定の代表取締役社長がD社とE社の合併の交渉を行うことを決定したという事実は、実現可能性も十分に認められると考えられ、形式的には金商法一六六条二項における重要事実⁽²⁸⁾に該当するといわなければならない。そこで、問題となるのは、この当該重要事実が「公表」されていたといえるか否かである。

2 「公表」該当性について

「公表」があったとするために、金商法一六六条四項および施行令三〇条において、どのような態様によつて報道機関に対して公開しなければならぬかが定められているわけではないので、情報源を明らかにしないリークによるものでも、会社として意図的な報道機関への情報提供であったとすれば、「公開」に当たり、当該重要事実が「公表」されたと理解しうるところである。⁽²⁹⁾

この点、立法段階の議論において「内部者取引規制の性格からかんがみますと、公表というのは、やはり会社が正式の意思として、広く一般大衆投資家にも周知できるような方法でこれが行われるといったことが必要であろうというふうに考えて⁽³⁰⁾」いるとの発言があるように、立法者の意思としてはリークによるものは「公表」にあたらぬと理解されていたところである。⁽³¹⁾

二八年決定は、まず金商法一六六条四項における公表の意義を「インサイダー取引規制の解除要件である重要事実の公表の方法を限定列挙した上、詳細な規定を設けているところ、その趣旨は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報⁽³²⁾が、法令に従つて公平かつ平等に投資家に開示されることにより、インサイダー取引規制の目的である市場取引の公

平・公正及び市場に対する投資家の信頼の確保に資するとともに、インサイダー取引規制の対象者に対し、個々の取引が処罰等の対象となるか否かを区別する基準を明確に示すことにあると解される」とした。これは、金商法の保護法益を一六六条四項との関係で改めて確認したものと解される⁽³²⁾。そして、リークによる報道の公表について二八年決定は「本件報道には情報源が明示されておらず、報道内容等から情報源を特定することもできないものであつて、仮に本件報道の情報源が施行令三〇条一項一号に該当する者であつたとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであつたと考えられる。したがつて、本件において同号に基づく報道機関に対する『公開』はされていないものと認められ、法一六六条四項による重要事実の『公表』があつたと認める余地もない」として「公表」の該当性を明確に否定した。

上述のようにリークによる報道であつても「公表」に当たると解すること自体は不可能ではないであらう。しかしながら、インサイダー取引の保護法益である「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼の保護」という観点からすれば、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき事実の内容は、すべてが具体的に明らかにされていなければならない⁽³³⁾と理解するべきである。また、金商法のインサイダー取引では、その範囲を画する概念をできる限り明確にしようとしており、各概念を解釈により柔軟化することは、この規制の根幹に関わるもの⁽³⁴⁾となり、それはするべきではないように思われる。したがつて、仮に情報を提供した者が公開の主体であるとしても、二八年決定が情報源を明らかにしないリークによる報道を「公表」に当たらないとしたのは妥当である⁽³⁵⁾というべきである。

なお、情報源が明示されなくても情報の非対称性が実質的に解消される場合が考えられ、「施行令三〇条一項の規定が時代遅れである点に鑑みて、同号の文脈で情報源が同号所定の主体であることが明示されるか、または、報道内容から情報源を特定することができなければならないという点をことさら強調する必要はなかつたように思われる」という

指摘⁽³⁶⁾がなされているところである。また、いろいろな形で情報が周知され、一般投資家との間の情報の偏在が解消されていけば、「誰が」や「形が」ということにこだわることには実益があるのかといった疑問も出されている⁽³⁷⁾。しかしながら、この点については、以下で検討を加えるように「公表」以外の観点から、インサイダー取引の罪の成立について制限するべきであるように思われる。

(二) 公知性の理論

1 公知性と重要事実性

二八年決定において、弁護人は、一番から本件報道が金商法一六六条四項にいう公表に当たらないとしても、事実が社会において公知なものとなったことよって当該情報は重要な事実⁽³⁸⁾に当たらないと主張していた。

同様の主張は学説においてもみられる。この点、黒沼教授は「そもそも公表によりインサイダー取引が解禁されるのは、公表された情報が市場価格にすでに反映され、もはや投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすことができないからである。そうだとすると、公表措置以外の手段により当該情報が一般の投資家に知られる状態に至ったときは、当該情報は重要性の要件を満たさなくなり、重要事実・公開買付け等事実でなくなると解するべきである⁽³⁸⁾」とする。

この重要事実性について、当該事実が公知であったか否かといった実質的な考慮を判例においても入れる余地自体はあるように思われる。たとえば、一一年判決についての調査官解説は「『……についての決定』が幅のある概念であり、他方、合併についての決定にもこのように種々のものがあり得る以上、その該当性は、個別具体的に判断していくほかに、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を確保するというインサイダー取引規制の理念に沿って、当該『決定』という事実が投資者の投資判断に影響を及ぼす影響の有無やその程度を判断して決定すべきものと考えられる⁽³⁹⁾」として

おり、決定判断においては実質的考慮を入れている。

公知性と重要事実性の関係につき、二八年決定の第一審⁽¹⁰⁾においては「一般投資家と被告人との間で情報の格差があったのは明らかであり」「D社の重要事実が、報道により同月二一日より前に公知の事実となっており、重要事実ではなくなっていたなどの弁護人の主張は採用できない」との判示から、公知となった事実は重要事実性を欠くとの解釈を前提にしてその要件を満たさないと趣旨であるという理解もなされていた。⁽¹¹⁾この点、二審判決においても「前記記事によつては、一般投資家においてD社の業務執行機関が合併に向けた交渉を進めていることを確実な情報として知ることができないものであつて、内部者との間における投資判断に影響を及ぼす情報の格差は明らかであるから、これらの報道をもつて重要事実が公知となったということはできない」とされており、同様の理解が可能であろう。

しかしながら、二八年決定は、「法令上規定された公表の方法に基づかず重要事実の存在を推知させる報道がされた場合に、その報道内容が公知となったことにより、インサイダー取引規制の効力が失われると解することは、当該報道に法一六六条所定の『公表』と実質的に同一の効果を認めるに等しく、かかる解釈は、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた前記(一)の法令の趣旨と基本的に相容れない」とした。この判示は、重要事実が公知になったとしても常にインサイダー取引の罪の成立は否定されないという趣旨とも解しうるが、これはあくまで施行令三〇条一項一号に規定の主体から報道機関への公開がなかったという事案に基づく判示と解するべきであろう。⁽¹²⁾したがつて、重要事実が何らかの方法により、公知なものとなった場合に、インサイダー取引の罪の成立が否定される可能性自体は排除していいものと解するべきである。

そこで、この公知性による重要事実性との関係について検討を加える。この点、現行法上の重要事実概念は軽微基準に該当する場合を除き、その規定に該当すれば当然に重要事実であるということになる概念であるといった批判がなさ

れている。⁽⁴³⁾ 公知であることによつて、重要事実性が否定されるものだとすると、重要事実であるか否かの実質的な要件として、公知でないことが暗黙の前提とされることになるように思われる。公表が公知と内接円の関係にあることについてはおそらく争いがないと考えられるが、そうすると、公知ではないとは公表されていないという意味を含むことになる。そこで、公知でないことが重要事実性に必要だとすると、公知となっていない（公表されていない）当該重要事実が公表されたか否かという判断が、公表の該当性においてなされることになり、議論が逆転しかねない。現行法はやはり、形式上規定に該当すれば重要事実であるとみなす規定であると解するほかになく、公知性の問題を重要事実という構成要件の段階において解決するべきではないのである。

2 その他の解決の可能性

それゆえ、問題はこの公知性につき、重要事実性以外の点において考慮する余地はないかということになる。

まず、新聞のスクープ記事その他によつて法令に定められている重要な事実が相当多くの人に知られている場合には、会社関係者等においても、その事実が会社によつて公開されていないものであるとは認識してないので、故意にインサイダー取引をしたもとして処罰されることはないなどとして、重要な事実が公知なものとなつている場合に、行為者の故意を阻却するとする見解⁽⁴⁴⁾がある。この見解は、故意の認識対象としての「公表されていないこと」について意味の認識で足りるとして、逆に公表されたという意味の認識があれば、事実の錯誤として故意が阻却されると理解するものではないかと思われる。このように故意の問題として解決する実質的根拠としてこの見解の論者は、インサイダー取引規制は、公表や重要事実概念について、実質的考慮から構成要件該当性や違法性判断をする可能性をほぼ封じているため、故意の要件で柔軟に解決する必要がある⁽⁴⁵⁾ということを挙げている。

次に、インサイダー取引の罪を抽象的危険犯であると理解した上で、会社関係者等の取引時には実際には事実が公知なものとなっており、証券市場における公平性や健全性、証券市場に対する信頼が失われる危険が抽象的にも認められない場合に、当該取引行為は危険のない行為だったとして、インサイダー取引の罪の成立を否定すべきであるとする見解⁽⁴⁶⁾がある。なお、大庭講師は「会社関係者等の株取引時には実際に事実が公知となっていて、証券市場に対する信頼が失われる危険が抽象的にも存在しないと認められる場合には、当該事実はもはや重要事実性を失っており、当該株取引行為は危険のない行為だったとしてインサイダー取引の罪の成立を否定するべきである」としており、公知になること⁽⁴⁷⁾によって重要事実性が失われる説のようにも思われるが、インサイダー取引の罪が抽象的危険犯であるところに根拠を求めていることから、議論の重点は保護法益を侵害する危険性が欠ける場合には、実行行為性が否定されるという点にある。

最後に、証券市場の健全性と公平性というインサイダー取引の罪の保護法益を侵害する危険性がない場合には、実質的違法性が欠如することを理由に、実行行為性の否定ではなく違法性阻却を認めるべきであるとする主張がなされている⁽⁴⁸⁾。

そこで、これらの見解について検討を加えると、まず、重要な事実が公知なものとなっている場合に、行為者の故意を阻却するとの見解についてみると、確かに、「公表されていないこと」がインサイダー取引の罪における構成要件要素であるから、その故意の認識は「公表がないこと」についての意味の認識が必要であり、かつそれは素人的認識足りるとも解しうるところである。この点、公衆浴場法八条一項における無許可営業罪について、正規の許可がないこととの認識はあったが、許可申請事項変更届けを提出し、それが受理されたため、許可があったものと認識して営業をつづけたいわゆる無許可浴場営業事件⁽⁴⁹⁾において、この許可についての誤信が事実の錯誤とされたのと同様に考えられよう。

しかしながら、すでに述べたように、インサイダー取引規制においては、投資家の予測可能性を担保するために成立要件を厳格に規定し、形式的に当該処罰範囲に含まれる行為を処罰しようとするものである。そのような法の趣旨からすると、法律上の「公表」に当たらない事実についての認識がある以上、故意は認められると解すべきである⁵⁰。

次に、インサイダー取引の罪における保護法益である「証券市場における公平性や健全性、証券市場に対する信頼」に対する侵害が認められないような場合に、危険性がないとして実行行為性を否定するか、実質的違法性の問題として処理するかという二つの見解は、要件論として異なることはなく、体系的な位置づけの問題といえることができる。この点、インサイダー取引の罪を形式犯ではなく、抽象的危険犯であると理解するにしても、抽象的危険犯とは、「一定の行為を行うことそれ自体が一般に法益に対する危険を伴うとして直ちに禁止・処罰に値するとされ、その行為が具体的状況の下でいかなる意味で（またどの程度に）危険であったかをいちいち考えるまでもないとされるもの」⁵¹であるとする、典型的にインサイダー取引にあたる行為をしている以上、実行行為性を否定するのは困難であるように思われる。それゆえ、当該重要事実が「公表」以外の手段により、世間において公知なものとなり、実質的な意味において「証券市場における公平性や健全性、証券市場に対する信頼」が侵害されないような場合には、実質的違法性ないし可罰的違法性の問題として違法性を阻却するのが妥当であろう。

V おわりに

上記のように、一般論としては「公表」以外の手段によって重要事実が公知なものとなったときに、保護法益の侵害が欠ける場合には違法性阻却を認めるべきであるということがいえるとしても、実際問題として、そのような場合をど

れだけ想定することができるのかは疑わしい。

しかし、「抽象的危険のない場合を把握する包括的な軽微基準が検討されても良いのではないだろうか」といった指摘があり、また過度な形式的な判断による行為の処罰は過剰処罰にもなりかねないため、重要事実が公知になった場合等にインサイダー取引の保護法益に照らして、例外的に処罰を否定しうるかという議論は重要なものであり、また、インサイダー取引の罪が形式犯であるとしても、実質的な違法性が欠けた場合には、刑罰を科す根拠を失う以上、解釈論としてもその可能性は否定するべきではないように思われる。

- (1) 括弧書きについては、省略。
- (2) ②と③につき、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令五六条も参照。
- (3) なお、一六七条の公開買付関係者によるインサイダー取引においては、公開買付けまたは買集めの実施・中止に関する事実（公開買付等事実）が公表されることによって、インサイダー取引規制が解除される。その方法は、一六七条四項によると、当該公開買付者等により、公開買付等事実について①多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと、②公開買付開始広告または公開買付けの撤回の公告もしくは公表がされたこと、③公開買付撤回届出書または公開買付撤回届出書が公衆の縦覧に供されたことである。詳細については、神田⇨黒沼⇨松尾編『金融商品取引法コンメンタール4—不正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務、二〇一一）〔神作裕之〕一七〇頁以下参照。
- (4) 佐伯仁志「インサイダー取引」西田典之編『金融業務と刑事法』（有斐閣、一九九七）二三七頁。
- (5) 刑集七〇巻七号六〇九頁。
- (6) 二八年決定において、最高裁は①の事実についてのみ判断しているので、以下では①の事実に関して考察を加える。
- (7) 松尾直彦『金融商品取引法（第四版）』（商事法務、二〇一六）五七七頁。
- (8) 松尾・前掲注（七）五七七頁。
- (9) 神崎⇨志谷⇨川口『金融商品取引法』（青林書院、二〇二二）一二二頁、松尾・前掲注（七）五七七頁、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス 金融商品取引法（第二版）』（商事法務、二〇二四）一〇三五頁等参照。

- (10) 刑集五三卷五号四一五頁。以下一二年判決。
- (11) 民集五六卷二号三三二頁。
- (12) 川村正幸『金融商品取引法(第五版)』(中央経済社、二〇一四)五九八頁。
- (13) 川村・前掲注(一三)五九八頁。
- (14) 松尾弁護士によると、日本のこのような規定は「具体的構成要件方式」または「形式主義」ということができるという。松尾・前掲注(七)五七九頁参照。
- (15) 大崎貞和「証券犯罪」芝原・古田・佐伯編『経済刑法——実務と理論』(商事法務、二〇一七)四八三頁。
- (16) 松尾・前掲注(七)五七九頁。
- (17) 長島・大野・常松法律事務所・前掲注(九)一〇三五頁、大崎・前掲注(二五)四八三頁参照。
- (18) 団藤重光『刑法綱要総論 第三版』(創文社、一九九〇)一三〇頁、大谷實『刑法講義総論(新版第四版)』(成文堂、二〇一二)一一三頁。
- (19) 大庭沙織「判批」法律時報八七巻七号(二〇一五)一二四頁、橋爪隆「証券犯罪」山口厚編『経済刑法』(商事法務、二〇一二)一三三頁。
- (20) 現在においては、「五年以下の懲役もしくは五〇〇万円以下の罰金または併科」(金商法一九七条の二第二三号)であり、両罰規定によって法人には「五億円以下の罰金」(金商法二〇七条一項二三号)となっている。
- (21) 川口恭弘「判批」神田・神作編『金融商品取引法判例百選』(有斐閣、二〇二三)一一二頁、上村達男「流通市場に対する法規制(三)——インサイダー取引規制」企業会計五三巻一〇号(二〇〇一)七四頁。
- (22) 山口厚「刑法総論 第三版」(有斐閣、二〇一六)四八頁、同頁、西田典之『刑法総論(第二版)』(弘文堂、二〇二三)八五頁。
- (23) 謝煜偉「抽象的危険犯論の新展開」(弘文堂、二〇二二)一一二頁。
- (24) 松尾・前掲注(七)五八七頁。
- (25) 東京高判平成二六年二月一日刑集七〇巻七号七一七頁。
- (26) この判示からすると、決定時期は従来の摘発実務よりも遅めになりうるという指摘がある。この点につき、松尾・前掲注(七)五九二頁参照。
- (27) この点については、「投資者の投資判断に影響を及ぼし得るか否か、すなわち事実の重要性は、理論的には、事実が実現した場合の規模と実現可能性を掛け合わせたものになるはずであり、実現可能性が低ければ重要性も低くなる」のであるから、この一二年判決が「決定」に該当するためには実現可能性が極めて低くともよいとする趣旨であるとすると、インサイダー取引規制を不当に拡大することになる」といった批判(黒沼悦郎「判

批「商事法務一六〇九号（二〇〇二）二七頁）や、形式的解釈のみによって重要事実の該当性を判断すべきではなく、各条項の解釈に際しては「投資者の投資判断に及ぼす影響の程度、証券市場に対する一般投資家の信頼確保、投資者にとって取引を行う時点においてその取引が処罰されるものであるかを明確にする」という要請等の法の趣旨を総合考慮して適切な解釈を行うべき」といった指摘（野々上尚「判批」警察学論集五三巻二号（二〇〇〇）二二四頁）がなされている。

- (28) 刑集六五巻四号三八五頁。
- (29) 黒沼悦郎「判批」金融法務事情二〇〇二号（二〇一四）七〇頁、白井真「判批」金融法務事情一九八八号（二〇一四）一九頁参照。
- (30) 昭和六三年九月一日日衆議院税制問題等に関する調査特別委員会議事録二六頁〔角谷発言〕（<http://kokkai.nd.go.jp/SENTAKU/syugin/13/078711309140787002.pdf>）（最終アクセス：二〇一七年一月二七日）
- (31) 横島祐介「インサイダー取引規制と重要事実の公表」商事法務一一七七号（一九八九）四頁参照。
- (32) 湯原心一「判批」商事法務二二二二号（二〇一七）七頁。
- (33) 神作・前掲注（三）一四一―一四二頁。
- (34) 松井秀征「判批」商事法務二〇一八号（二〇一三）二二頁。
- (35) 是木誠「判批」研修八二六号（二〇一七）三〇頁。
- (36) 湯原・前掲注（三三）七頁。
- (37) 黒沼悦郎ほか「座談会 インサイダー取引規制の見直しと今後の課題（上）」商事法務二〇一二号（二〇一三）二八頁〔木目田発言〕。
- (38) 黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」金融法務事情一八六六号（二〇〇九）五三頁。
- (39) 三好幹夫「判解」法曹会編『最高裁判所判例解説刑事篇（平成一一年度）』（法曹会、二〇〇二）一〇六頁。
- (40) 東京地判平成二五年六月二八日刑集七〇巻七号六八九頁。
- (41) 黒沼・前掲注（二九）七〇頁。
- (42) 湯原・前掲注（三二）八頁。
- (43) 松井・前掲注（三四）二二頁。なお、松井教授は、現行法上の解釈論としては否定するものの、立法論としては否定していない。
- (44) 神崎志谷川口・前掲注（九）二二五六頁、松井・前掲注（三四）二三頁。
- (45) 松井・前掲注（三四）二三頁。

- (46) 大庭・前掲注(一九)一一四頁。公知性の文脈ではないものの、一般投資家に対して不当な影響を及ぼす可能性がない場合に、抽象的危険を否定するという理論の可能性について述べるものとして、橋爪・前掲注(一九)二三三頁。ただし、そのような抽象的な危険も存在しない場合には、起訴自体がなされないと考えられるので、このような限定解釈は、現実的にはあくまで限定的であるとする(橋爪・前掲注(一九)二三三頁の脚注(七四))。
- (47) 大庭・前掲注(一九)一一四頁。
- (48) 川崎友巳「判批」判例評論六七二号(二〇一五)一三三頁。
- (49) 最判平成元年七月一八日刑集四三卷七号七五二頁。
- (50) 当然のことであるが、法律上の「公表」を基礎づける事実についての錯誤ある場合は、事実の錯誤として故意は阻却される(たとえは、公開主体による二つ以上の報道機関への公開後二二時間以上経過したと行為者が思っていたが、実際には一一時間しか経過していなかったような場合)。
- (51) 井田良『講義刑法学・総論』(有斐閣、二〇〇八)一〇二頁。
- (52) 鈴木優典「判批」刑事法ジャーナル五二号(二〇一七)一四七頁。