

論説

# 内部者取引規制におけるいわゆる バスケット条項について

東京大学客員教授・弁護士

小林俊夫

## I. はじめに

内部者取引規制におけるいわゆるバスケット条項については、最初の最高裁判決（日本商事事件。最判平成11年2月16日刑集53巻2号1頁）が出され<sup>1)</sup>、それに関する判例評釈が数多く発表された。しかしながら、現在のところ、最高裁判決は具体的事案に対する判断としては概ね妥当とのコンセンサスがあると見られるものの、それが示したバスケット条項の解釈論における具体的位置づけについては必ずしも通説が構築されるに至ってはいないように見受けられる。他方、内部者取引規制は近時における法令の改正により厳格化される一方であり、また、近年創設された内部者取引規制にかかる課徴金の制度についても、その実施が強化されると同時に、課徴金自体も、増額かつその適用範囲の拡大の方向で最近改正がなされた<sup>2)</sup>。内部者取引に関する摘発案件が増大するにつれ、

バスケット条項が問題とされる局面も増加する可能性がある。このような状況において、いわば古くて新しい、バスケット条項をどう考えるか、特に、金融商品取引法（金商法）に具体的に列挙された重要事実との関係をどう理解するのか、という問題を、前述の最高裁判例を中心に企業法の実務上の観点を加えつつ考察するというのがこの小稿の目的である。

## II.

金商法第166条2項4号は、内部者取引規制の基礎となる、いわゆる重要事実の一つとして、「前三号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」を規定する。これがいわゆるバスケット条項（キャッチ・オール・クローズ、包括条項などとも称される。）である<sup>3)4)</sup>。

1) この最高裁判決以前に、いわゆるマクロス事件の判決がバスケット条項に関する唯一の裁判所の判断として存在していた。東京地判平成4年9月25日判例時報1438号151頁(1993)。この事件では、多額の架空売上が発覚したことがバスケット条項に該当するかが争われた。この判決においては、本件で問題になったような意味でのバスケット条項と具体的重要事実との関係は直接的には判断されていない。ただし判決は、具体的重要事実に関する公訴事実が主位的訴因であったため、架空売上の発覚という事実が具体的重要事実と該当しないことを確認の上、予備的訴因であったバスケット条項に関する公訴事実を認定し、バスケット条項を適用している。

2) 金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成20年法律第65号）。

3) なお、日本商事事件当時の内部者取引規制は平成5年法律第44号による改正前の証券取引法によるものである。証券取引法はその後何回かの改正をへており、また現在は金融商品取引法に引き継がれている。本件で問題となる具体的重要事実である「業務に起因する損害」も現在では「業務遂行の過程で生じた損害」となっている。しかしこれらの改正はここにおける議論とは一応実質的な関係がないものと考えるので、あえてそれぞれの箇所では言及しない。

4) バスケット条項は上場会社等の子会社についても規定がある。（金商法第166条2項8号）子会社について列挙された重要事実と軽微基準との関係で該当しない事実を、親会社の財産に対する重要事実とみて親会社のバスケット条項を

この規定に関しては、金商法第166条2項1号ないし3号（及びそれを受けた政令・内閣府令）が詳細に具体的な重要事実を規定しており（以下これらの法令に規定された事実を「具体的重要事実」と総称する。）、それが相当に網羅的であるがために、具体的重要事実以外のいかなる事実がバスケット条項に該当するかが議論された<sup>5)</sup>。それとともに、バスケット条項と金商法第166条2項1号ないし3号との関係をどう理解するかという点も解釈論上の問題として日本商事事件以前より議論がされた。多数説は、「前三号に掲げる事実を除き」と法文にあり、また立法の際の経緯から、バスケット条項は具体的重要事実以外の事実についての規定であり、具体的重要事実に当たるべき事実が軽微基準等により結局それに該当しないことになった場合、今度は翻ってバスケット条項に該当するというのではない、と解していた<sup>6)</sup>。これに対して少数説はバスケット条項の原則性を認め、具体的重要事実を定めた規定は重要事実に関する例示規定であり、それ以外の事実はバスケット条項で判断されるとし、具体的重要事実に列举された事実で軽微基準等により結局それに該当しなくなる場合は原則にかえりバスケット条項に該当することがありうる、としていた<sup>7)</sup>。

日本商事事件の第一審判決（大阪地判平成8年5月24日）は、問題とされた医薬品の副作用情報が具体的重要事実のいずれにも該当し

ないと認定したうえで、副作用情報は具体的重要事実に準じる程度のものでバスケット条項に該当すると認めるのが相当とし、かかる副作用情報のバスケット条項該当性を認定している。これに対し控訴審判決（大阪高判平成9年10月24日）は、バスケット条項は内部者取引規制の構成要件を出来る限り客観的かつ明確に規定するとの大きな枠組みの中で、あくまで補充的・補助的規定として設けられたものと見るべきであり、他方、具体的重要事実は、それぞれ独立した構成要件であって、バスケット条項に内包される単なるガイドライン的な規定でないことは法文上明らかである、かつバスケット条項は、具体的重要事実として掲げられた重要事実以外の事実についての規定であり、具体的重要事実に対応する事実ではあるが、同時に又は選択的に、投資判断に著しい影響を及ぼすものとしてバスケット条項に該当するというようなことはない旨判示した。

### III.

日本商事事件の最高裁判決は結論においては上記の少数説と同様となる判断をしたが、他方、重要事実たるべき事実と2つの面があり得るとして、これまで殆ど論じられていなかった論点を提示した<sup>8)</sup>。

この最高裁判決における事実関係について

---

適用できるかという興味ある問題がある（黒沼悦郎「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43頁（2004）—否定説をとる。）が、ここでは論じない。

5) 服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』（商事法務研究会、2001）148頁は、支払停止、支払不能の発生、任意整理の決定、多額の債務免除の要請を行うことの決定その他をあげている。実務上問題となったケースは、このほか、以下のようなものがある。

ア) 売出が決定されたこと（ちなみに、東証の適時開示規則上は、発行会社が株式若しくは新株予約権の売出を行うことについての決定をした場合は、募集の場合と同様適時開示の対象となる。）

イ) 外国の証券取引所に株式が上場されたこと。

ウ) 合併契約を締結した相手方の会社が、合併期日前に業務上大きな損害を蒙ったとき。

6) 横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989）119頁その他。日本商事事件の控訴審判決の立場である。

7) この趣旨を明確に述べたものは少ないが、芝原邦爾「インサイダー取引の処罰」法学教室166号98頁（1994）等はこの立場に立つものと推測される。なお、木口信之「判解」最高裁判所判例解説刑事編平成11年度33頁以下（2002）は本最高裁判決以前の学説の状況を簡潔にまとめている。

8) 神崎克郎「日本商事事件の法的検討」商事法務1444号10頁（1996）は、すでに本最高裁判決が出される以前に同

は、第一審判決が摘示した罪となるべき事実  
に尽きていると思われるので、以下要約して示  
す。

「被告人は、千葉市・・・所在のA医院の院  
長で、平成五年一〇月一二日午後一時ころ、主  
として医薬品の卸販売を業とし、かつ、大阪証  
券取引所に株式を上場している日本商事株式  
会社と医薬品の販売取引契約を締結している  
B薬品株式会社のXから、同人が同契約の履  
行に関して入手した「ユースビル錠について、  
フルオロウラシル系薬剤との併用投与による  
重篤な副作用症例（死亡例を含む。）が発生し  
たので・・・ユースビル錠の納入は一時中止し、  
これに伴い、日本商事から販売代理店への出荷  
も一時中止する。」旨記載された文書を手交さ  
れ、これにより、日本商事株式会社が実質上  
初めて開発し同年九月三日発売を開始し、同社  
の株価上昇のもとになっていた帯状ほう疹の  
新薬ユースビル錠について、発売直後、これを  
投与された患者につき、副作用とみられる死亡  
例が発生したとの同社の運営、業務又は財産に  
関する重要な事実であって投資者の投資判断  
に著しい影響を及ぼす重要事実の伝達を受け  
た者であるが、同重要事実の公表により同社の  
株価が確実に下落するものと予想し、信用取引  
を利用して同社の株式を高値で売り付けた上、  
株価の下落後に反対売買を行って利益を得よ  
うと決意し、法定の除外事由がないのに、同重  
要事実の公表前である同年一〇月一二日午後  
一時五〇分ころ、C証券株式会社千葉支店を介  
し、前記大阪証券取引所において、日本商事株  
式会社の株式一万株を売り付け、もって、同社  
の業務等に関する重要事実の公表がなされる  
前に、同社の上場株券の売買を行ったものであ  
る。」

この事実関係のもとにおいて、最高裁は大要  
次のように判示した。

「第一審判決が認定した本件副作用症例の発  
生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問  
題を生ずる可能性があるなどの意味では、前  
記証券取引法一六六条二項二号イにいう「災害  
又は業務に起因する損害」が発生した場合に該  
当し得る面を有する事実であることは否定し  
難い。しかしながら、右副作用症例の発生は、  
日本商事が有力製品として期待していた新薬  
であるユースビル錠に大きな問題があること  
を疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみ  
ならず、日本商事の特に製薬業者としての信用  
を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及  
び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予  
測させ、ひいて投資者の投資判断に著しい影響  
を及ぼし得るという面があり、また、この面  
においては同号イの損害の発生として包摂・評価  
され得ない性質の事実であるといわなければ  
ならない。もとより、同号イにより包摂・評価  
される面については、見込まれる損害の額が前  
記軽微基準を上回ると認められないため結局  
同号イの該当性が認められないこともあり、そ  
の場合には、この面につき更に同項四号の該  
当性を問題にすることは許されないというべき  
である。しかしながら、前記のとおり、右副作  
用症例の発生は、同項二号イの損害の発生と  
して包摂・評価される面とは異なる別の重要な面  
を有している事実であるということができ、他  
方、同項一号から三号までの各規定が掲げるそ  
の他の業務等に関する重要事実のいずれにも  
該当しないのであるから、結局これについて同  
項四号の該当性を問題にすることができる  
といわなければならない。」

「このように、右副作用症例の発生は、同項  
二号イの損害の発生に当たる面を有するとし  
ても、そのために同項四号に該当する余地がな  
くなるものではないのであるから、これが同号  
所定の業務等に関する重要事実にあたるとし  
て公訴が提起されている本件の場合、同項二号  
イの損害の発生としては評価されない面のあ  
ることを裏付ける前記諸事情の存在を認めた

第一審としては、同項四号の該当性の判断に先立って同項二号イの該当性について審理判断しなければならないものではないというべきである。」

#### IV.

上述の最高裁判決の要点は、具体的重要事実にかかる規定に該当しうる事実であっても、その事実が、かかる規定に包摂・評価され得ない面をも有するときはバスケット条項に該当する余地があるというところにある。さらにまた最高裁は、バスケット条項の該当性の判断に先立って具体的重要事実を示した条項の該当性について審理・判断しなければならないものではないことも述べている。

この問題を論じるに当たっては、まず、本件に関する議論において、ある前提についての議論が十分でなかったことが判決の理解に関して混乱を招いている可能性があることを指摘したいと考える。その前提とは、構成要件事実としての重要事実と、それが当てはめられるべき具体的事実—実際に生じた事実—との区別である。当然のことながら、内部者取引規制違反として刑事裁判において実際に訴追されるのは後者の意味での事実である<sup>9)</sup>。そうである限り、それは金商法第166条2項1号ないし3号列挙の事実纯粹に限局されるとは限らない。これらの事実は企業（発行会社）の企業活動に際して生じるものであり、複雑な事実関係が付随していることも少なくないからである<sup>10)</sup>。比較的簡単な例をあげよう。

（ケース1）

（1）発行会社甲は、数年先に予想される新規の設備投資に備え、エクイティ・ファイナンスを検討していたが、乙証券会社のアドバイスに従い、新株予約権付社債（払込金額の総額9,000万円）を国内市場で発行し、その募集手続を開始することを機関決定した。なお、甲社のその時点における株式の時価総額は3億円である。甲社の財務状態はかなり良好であり現在の時点で資金調達をする必要は必ずしもなかったが、乙証券会社によれば新株予約権付社債の発行市場は現在好調で、今後このような好環境が近いうちに生じるかは不透明とのことであったので現時点での発行を決定した。

（2）発行会社丙は、本業の営業成績の悪化で、場合によっては抜本的な企業再編も行わなければならない状態に立ち至った。丙社の苦境はマスコミ等で一般に知れ渡っている。丙社の株式の時価総額は現在2億円まで下落している。そのような状況下で主幹事証券会社の丁は「転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債」(MSCB)（払込金額の総額9,000万円）<sup>11)</sup>によるファイナンスを提案してきた。これが発行できれば、丙社はとりあえず苦境を脱し、企業再編も具体的に検討する必要がなくなる。丙社はMSCBによる救済融資を受けることを決定した。

上記（1）における事実は、金商法第166条2項1号イ及び有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第49条1号イが規定する「事実」

9) かかる事実が訴訟法上どのような形で審理の対象とされているかもバスケット条項が問題となる事件では重要である。たとえば具体的重要事実該当するとの公訴事実で起訴され審理されたが軽微基準等で罪とならない場合、裁判所としては訴因の形式で主張された公訴事実のみからは、審理の過程においてバスケット条項に該当すべき事実の心証を得ていても、それを認定できないかもしれない。かかる場合には審理の経過に鑑み検察官は訴因を変更することになるかもしれないが、検察官が訴因変更を行わない場合は、裁判所は訴因変更を勧告するか、例外的な場合には訴因変更命令（刑事訴訟法第312条2項）を出すことになろう。最決昭和43年11月23日刑集22巻12号1352頁。

なお、日本商事事件では第一審における訴因はバスケット条項に該当する事実であり、そのままでは具体的重要事実該当すべき訴因の形にはなっていなかった。

10) 芝原邦爾『経済刑法研究下』（有斐閣、2005）678頁。

11) 権利行使価額を株価の騰落に従い上下に頻繁に（典型的には月次で）修正するタイプの新株予約権付社債。通常のファイナンスが困難となった会社が行うことが多い。江頭憲治郎『株式会社法（第2版）』（有斐閣、2008）708頁。

にほぼ等しい。他方、(2)のケースは、この規定の想定する事実以外に丙社が経営上難局に逢着しているという(株価に影響を与えうる)事実が含まれている。いずれの事実もいわゆる軽微基準により、金商法第166条2項1号イの事実としては重要事実たりえない。しかし、(2)について、丙社が経営上難局に逢着したという事実を無視して証券の募集に関する事実のみを取り出し評価することは可能であるが、それは投資家の投資判断との関係で大きな点が無視することになる。すなわち、丙社が経営上の困難に逢着していることが一般に知られているという状況下で、MSCBの発行が丙社にとって起死回生のファイナンスであるならば、それは、仮に軽微基準のために募集を行うことについての決定それ自体が重要事実ではないとしても、具体的な状況のもとでは投資家の投資判断に重大な影響を与える可能性が高い「事実」であるという点である。

このようなケースは実務上それほど珍しいものではない。むしろ、金商法が想定するような具体的事実がそれだけで生じることはそれほど多くないと言って良いかもしれない。ただ、多くの場合は付随的な事実関係を考慮にいれても重要事実への該当可能性についての結論は変わらないことが明白であるので問題が表面化しないのである。

次のケースはどうであろうか。

#### (ケース2)

A株式会社は、新中期経営計画を取締役会で採択する予定であるが、その計画は来期以降3カ年の経営計画であり、以前発表した5カ年経営計画の後3カ年分を修正するものであった。今期の業績予想(決算短信で公表済みのもの)は変更を予定しておらず、かつ、それに対応する計画数値はかかる予想値及び修正前の計画数値と比べても金商法及び内閣府令が重要事実該当するものとして規定する程度(売上高につき10パーセント、経常利益・純利益につ

き30パーセント以上の差異。純資産額・資本金額にかかる基準はこのケースでは問題とならない。)には達しなかったが、その後の事業年度の分(以前の5カ年経営計画で発表したもの)についてはかかる程度を明らかに超えた修正がなされた。ただし、この経営計画に示された会社の将来のパフォーマンスに関する数値はいずれも目標値であって予想値ではなく、また、A株式会社の重要取引先が継続的売買契約の更新に応じてくれること、新たに開始する事業部門での当局の認可が下りること、その他の重要な前提条件が満たされることや、消費者の需給動向についてやや楽観的な予測に基づくことが示されていた。

このような経営計画は上場会社がしばしば発表するものであるが、金商法の規定(特に業績予想の修正に関する第166条2項3号)との関連でこれがいかなる意味を持つかは、それぞれの計画内容につき個別具体的に検討する必要がある。一般に、業績予想と経営計画は、前者が会社の通常の業務遂行が継続されることを前提として算出される数値であるのに対し、後者は経営陣の一種の努力目標であり、実現が必ずしも確実でないいくつかの前提を置いた上のものであることが多いと思われる。論理的には、業績予想と経営陣の努力目標とは截然と異なり、仮に業績予想と経営陣の努力目標とは性質上全く異なった範疇であると割り切るのであれば、本件についてはバスケット条項の該当性のみを問題とすれば足りることとなるが、業績予想と経営陣の努力目標との境界は実際には必ずしも明瞭でない。特に、会社外部の投資家にとってみれば、会社内部でいかなる前提をおき、また、いかなる資料・情報に基づき当該業績予想や経営計画が策定されたのかは必ずしも明らかではない。また、実際上の効果としても、後者であってもその修正(ないし不達成)が市場に与える影響は前者と変わりがないことも多く、その意味では業績予想と経営陣の努力目標との区別の実益は少ない。

本件のような場合、業績予想に関する重要事実との関係では、中期経営計画の修正は直接にはそれに該当しない。厳密にいうと今期については業績予想の修正に当たると解されたとしても、内閣府令の規定する基準を満たさないためそれに当たらず、またそれ以外の事業年度にかかる部分については業績予想に類するとしても金商法の規定するそれには該当しない<sup>12)</sup>ということである。いずれにしても、かかる中期経営計画の修正はその全体につき不可分の一体として行われ、今期分とそれ以外の期の分を分離することはできない。したがって、かかる修正は業績予想に関する重要事実の範疇に属するとしても、それをもっては評価しきれない面を有することは明らかである。

## V.

前述したように、具体的な事案において、いわゆるバスケット条項と具体的重要事実を規定する条項との関係を考えるときには、社会的に生じた事実と、それに対し当てはめを行うべき法令に規定された事実とを明確に区別しなければならない。構成要件にあたる事実（犯罪構成事実）と構成要件そのものとの区別と言い換えてもよいかもしれない<sup>13)</sup>。そうすると、これまで見たように、内部者取引規制における重要事実に当たりうるような事実関係は、社会的事実として種々の事実が不可分一体のものとして複合していることも多

く、このような事実関係を特定の構成要件（例えば、新規発行証券の募集にかかる重要事実の構成要件）のみで評価しきれないことがあるのは、むしろ当然というべきである<sup>14)</sup>。従来の議論のうち、この点を明確に意識せず、具体的重要事実にあたる事実が同時にバスケット条項にあたることのある（あるいは、ない）と論じているかのように見えるものがあるが、それは、この点を前提として踏まえた上での議論であるかどうか、まず吟味されるべきである。

最高裁判決は、この点につき、「当該医薬品の副作用症例の発生は・・・具体的重要事実である「損害の発生」として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であるということが出来る。」としている。これが、純粹に法規の文言のみのレベルにおいて、同一の構成要件事実について単に法的評価を変更することにより適用規定が変わる（あるいは、追加される）ということ述べているのではないことは上述のところから明らかであろう。すなわち、最高裁判決が言わんとしているところは、具体的な公訴事実について、それが法令に定める具体的重要事実を「はみ出す」ないし「超過する」事実を包含しているときには、かかる「はみ出す」事実についてはバスケット条項の適用がありうるということであると考えられるのである<sup>15)</sup>。なお、ここにおいて、「はみ出す」ないし「超過する」事実といっているのは、その事実が株価になんらかの影響を

12) 金商法第166条2項3号の「予想値」とは、当事業年度の通期の予想値と解されている。横島・前掲注6) 114頁。土持敏裕=榊原一夫『注解特別刑法補巻(2) II証券取引法』(青林書院、1996) 249頁。服部・前掲注5) 137頁。

13) 団藤重光『刑法綱要総論(第三版)』(創文社、1990) 121頁。

14) この点は日本商事事件における検察官の事件受理申立理由書が指摘するところである。前掲最高裁判所刑事判例集53巻2号26頁以下。

15) これはもとより、それぞれの具体的重要事実について個別的に解釈がなされるべきであるが、どういう場合が「はみ出す」または「超過する」のかは、具体的重要事実の類型により大きく異なる。日本商事事件で問題となった、「業務上の損害の発生」はやや漠然とした概念であり、本件でも逸失利益等の解釈を柔軟に行う等で、具体的重要事実の範疇の中で解決ができたのではないかと指摘も幾つかある。「業務上の損害の発生」と評価しうるような事実には種々のものがあり、その中には殆ど当てはめのための評価の作業を要しない(損害額の評価は別論として、定性的に「損害」と言えるかの評価である。)もの、たとえば工場の操業中に発生した爆発事故・火災の発生等の事実もある。他方、本件における副作用の発生のように、一定の評価を経ずして「業務上の損害」とは判断できないものも存在する。これに対して、エクイティ証券の募集の決定などはそれ自体は明確な概念であり、殆ど常に当てはめのための評価の作業を要しないと考えられる。

与えうる場合に限ることは言うまでもない。

つぎに、社会的事実として、法令に具体的に示された重要事実を「はみ出す」事実が存在するときは、これにつきバスケット条項の適用はありえ、その適用について具体的重要事実が該当しないことを審理・判断する必要はないというのが最高裁判決の論理であろう。これは、具体的重要事実に関する規定とバスケット条項はそれぞれ独立の規定であり、バスケット条項により訴追がなされている場合はバスケット条項該当性の有無を判断すればよく、それに先だって具体的重要事実該当性を判断する必要はないということを意味するとの考え方もありうる<sup>16)</sup>。しかしながら最高裁の論理をこのように単純化・一般化し具体的案件に適用することには以下のようにいくつかの点につき注意が必要である。

## VI.

最初の点は、ある事実関係が具体的重要事実の構成要件を完全に充足しており、他方、前述したような意味においてそれを超過する事実が存在しない場合、適用法条が具体的重要事実に関するものとバスケット条項に関するもののいずれでもあるということはない、ということである。このような、いわば同一事実についての二重の評価を認めることは、内部者取引規制の立法の際の経緯や法令の文言上疑問があるのみならず、被告人の防御にも支障をきたすことになる。少なくともこの意味で最高裁判決は限定的に読まれるべきである。これを少し敷衍するならば、社会的事実として同一のものが、適条を変更することにより法的構成が変わることがある。この場合においても、かかる社会的事実が、ある具体的重要事実の構成要件事実そのも

のであって、それにより過不足なく評価され尽くし更に付加すべき事実関係がないとするならば、具体的重要事実一旦該当しない（軽微基準等で）とされた事実関係が、ひるがえってバスケット条項で重要事実とされることはないとは解すべきである。理由としてはバスケット条項にかかる規定の文言、立法時の経緯、またそう解さないと具体的詳細に規定された列举事由の意味がなくなる（特に、軽微基準を定める意味が実質的になくなる。）こと等、これまでバスケット条項と具体的重要事実を規定する条項とは別個のものであり両者はオーバーラップしないとする見解の理由として主張されてきたところが当てはまる。最高裁判決も、このような場合にまで常に具体的重要事実とバスケット条項がオーバーラップする可能性があるとの趣旨を述べているのではないと解される<sup>17)</sup>。したがって、裁判における審理の過程でも、バスケット条項が問題となる限り、その対象となっている公訴事実が、特定の具体的重要事実のみに該当するものかどうかは必ず検討しなければならないであろう<sup>18)</sup>。特定の具体的重要事実のみに該当する場合はバスケット条項は働かないからである。最高裁の判断も、その判決理由中、「他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから・・・」と述べているところから、結論としてはこの見解をとっているとも考えられる。このような検討と同時に、裁判における審理の過程で、問題となっている公訴事実が具体的重要事実に関する規定によって包摂・評価されるのはどの範囲かを規定の解釈として検討する必要がある<sup>19)</sup>。そうでないと、かかる公訴事実が特定の具体的事実のみに該当するかどうか判断できないからである。具体的重要事実の規定自体のこのような観点からの

16) 芝原・前掲注10)680頁。

17) 木口信之「新薬に関する副作用症例の発生が証券取引法（平成5年法律第44号による改正前のもの）166条2項2号イに該当し得る面を有していてもなお同項4号に該当する余地が否定されないとされた事例」ジュリスト1161号184頁（1999）。

18) 木口・前掲注7)44頁。

19) 木口・前掲注7)46頁。

解釈は、新規発行証券の募集に関する重要事実のように、文言上一見容易に見える場合であっても簡単にはいかない。日本商事事件で問題となったような「業務遂行の過程で生じた損害」というようなやや漠然とした重要事実はなおさらである<sup>20)</sup>。

これに関連して注意すべきことは、あくまでも各具体的重要事実の解釈の問題に帰着することではあるが、具体的重要事実を「はみ出す」事実があることを当然に想定しているが、あえてこれを無視するべく定めていると考えられる規定があるということである。たとえば上述のエクイティ証券の募集に関する重要事実は証券発行の払込金額の総額にのみ着目して軽微基準に関する規定がされており、発行会社の規模については一切これを問うていない。実際、払込金額総額 10 億円の新株発行でも、総資産 10 兆円の発行会社と 5 億円の発行会社とではそれぞれの会社に与えるインパクトは天地の差があり、したがって投資家の投資判断に与える影響も一般的にいつて格段の差があると考えられる。この点は証券発行の際常に生じる問題であるにもかかわらず、当該の規定がこれについて沈黙しているのは、法が会社の規模の点はこの重要事実の判断にあたっては無視するとの意思を示したとみるべきである。したがって、たとえば、他に特別の事情が存在しない限り、総資産 3 億円の会社が払込総額 9,000 万円の新株を発行した場合、その財務に与えるインパクトの大きさ故にバスケット条項に当たることはない<sup>21)</sup>と解する。また、剰余金の配当の決定に関する重要事実をみると、軽微基準は、当該決定にかかる剰余金の配当の額と、前事業年度の対応する期間にかかる剰余金の配当の額との割合のみで規定されており（金商法第 166 条 2 項 1 号ト 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第 49 条 4 号、会社の配当に関し通

常使用される指標である配当性向等は無視されている。）、これも、重要事実であるかどうかの判断においてはかかる割合のみを（少なくとも剰余金と分配可能額との関係では）基準とするとの意思を法令が示している<sup>22)</sup>と見るべきである。このような場合、具体的重要事実に関する規定についての面を一切検討せず、直ちにバスケット条項の適用をすることは許されないと解すべきである。

## VII.

このように、具体的重要事実とバスケット条項の適用の論理的先後関係は別論としても、仮に具体的重要事実を「はみ出す」事実が存在することが確かめられたとして、問題となる事実関係を具体的重要事実に関する規定から全く切り離して審理することはできないことは前述のところから明らかであろう。このように解した上で、重要事実に該当すると目される事実の審理においては、具体的重要事実への該当可能性を検討し、なお、「はみ出す」事実についてバスケット条項を適用することによりはじめて、バスケット条項の制定の際の立法者意思、規定の体裁等と整合することとなる<sup>23)</sup>と考える。最高裁の判断は、具体的重要事実とバスケット条項の適用の先後関係について述べた控訴審判決を批判し、これを破棄するについてあくまでも事例判断の形でなされたものであり、実際の審理において上述のような運用をするべきと解することについて支障はないと考える。すなわち、最高裁判決は具体的重要事実を「はみ出す」事実が存在すると認められる場合はバスケット条項を適用しうるが、その際、当該事実が具体的重要事実に該当しないことを判断し終わっていることはその前提条件ではないと述べていると解されるのである。換言すれば、当該事実が具

20) 注 15) 参照。また業績に関する重要事実（金商法第 166 条 2 項 3 号）についても、これが発行会社の業績に影響を与える決定事実・発生事実を包摂するの、という困難な問題がある。

21) ただし、これらに対し、エクイティ証券発行の際の発行会社の財務内容の点などは具体的状況において無限のバリエーションがあり、前述のケースのように重要事実の規定より「はみ出す」事実が存在する可能性がある<sup>24)</sup>と見るべきである。

体的重要事実に該当しないかどうかを検討するのみならず、それを判断・確認した上でないとバスケット条項を適用できないとは解されないと述べていると考えられるのである<sup>22)</sup><sup>23)</sup>。

## VIII.

さらに、具体的重要事実とバスケット条項を並列におく解釈をとることは、以下に述べるように、内部者取引規制の行為規範としての機能との関係で、過重な負担をこれから取引を行おうとする者に課する結果となる。これはバスケット条項の適用について注意すべきことのもう一つの（別個の）側面である。これまでのバスケット条項の議論は主に過去に起こった内部者取引規制違反の案件についてであった。そこでは、誰もが当罰性が高いと認める行為について、これを罪刑法定主義の原則に背馳することなく罰することができるか、という点の議論が中心となっていたと思われる。しかしながら、内部者取引規制は、そのような裁判規範としての面を持つと同時に、これから取引を行おうとする者の行為を規律する、いわゆる行為規範の面をも有する。内部者取引規制を前提に作成される企業の内部者取引規程などはその典型である。その面からみるとバスケット条項は極めて扱いが困難なものである。前述のように具体的な取引は具体的重要事実に単純に当てはめられるものは少なく、したがってバスケット

条項がある限り、重要事実該当性なしとの結論が明確に出ないケースは少なくない。行為規範として内部者取引規制をみたとき、これは大きな欠陥であり、企業取引に対する萎縮効果は看過できない。企業によっては、ある証券取引が内部者取引に該当する可能性があるかどうか、その取引を行う前に学者・弁護士等より法律意見書を取得し、種々のクレーム、特に取締役の忠実義務違反の主張に対して備えることもしばしば行われる。しかしながら、このバスケット条項の存在によりいわゆるクリーン・オピニオン（留保なしの法律意見）が出せないことが多い。行為規範として内部者取引規制を見た場合に、重要事実を構成要件で明確かつ具体的に規定して、取引者が予め、いかなる取引をすれば処分されるのかということがわかるようにする必要があり、ということは立法者も十分認識しており、したがってバスケット条項はこの点から問題があることも認識されていたといっている<sup>24)</sup>。

残念ながら、現在に至るも、いかなる事実がバスケット条項の対象となるかの基準について定説はなく、上述の最高裁判例もその基準を示していない<sup>25)</sup>。しかしながら現行法を前提にする限りバスケット条項が無限定に適用される恐れがあるような解釈は取るべきとは思えない。これに関して注意すべきなのは、現在までに問題となったケースからわかるように、ある事実がバスケット条項に該当する事実かどうか

22) もとより、これは公訴事実がどのような訴因の形で審判の対象とされるかにもよる。いわゆるマクロス事件に関する東京地裁の判決においては、主位的な訴因が具体的重要事実についてのものであり、(第二次)予備的訴因がバスケット条項に関するものであったために、具体的重要事実についての判断が先になされたものである。これはあくまでも訴訟法的な制約である。

23) なお、ある事実が特定の具体的重要事実における軽微基準を上回るによりそれに該当することとなる場合にも、かかる具体的重要事実で評価し切れない面があるときはバスケット条項も重疊的に適用されるかという問題がある。このような場合はいずれにせよ166条違反の罪一罪が成立すると解される(芝原・前掲注10)681頁)。またバスケット条項該当性を証明するのは、その、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」との要件を証明する必要性のために、具体的重要事実該当性を証明するのに比して、より困難であるのが一般であろうから、実務的にはあまり実益のある議論とは思えないが、論理的には肯定しうる(結論同旨 芝原・前掲注10)。なお最高裁判決はこれを肯定しているとの理解もあるが(品谷篤哉「証券取引法166条2項4号の解釈」ジュリスト1154号90頁(1999))、最高裁判決の文言からはその趣旨は必ずしも明確ではない。

24) 証券取引審議会報告書「内部者取引の規制の在り方について」ジュリスト905号104頁(1988)等。

25) この問題は重要な問題であるが、本稿では論じることができなかった。服部・前掲注5)145頁以下。なお、注5)参照。

は、実際に株価に与えた影響をも加えていわば事後的に判断されることは避けがたいということである。しかし、ある事実が公表されたことと株価が騰落したことの因果関係は厳密にいて証明不能である。因果関係でなく経験則的な相関関係でさえ、株価の騰落が上場株式全体に影響のある事象と複合して生じたような場合はその存在は証明が困難となる。このように過去の違反事実であってさえ、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼしたかどうかの判断は困難である。まして、ある取引を行う前にそれ以前に存在する未公表の事実がバスケット条項に該当するかどうかを判断する際、その未公表の事実が公表されたとしたら株価に大きな影響を与えるかどうかの判断は困難なことは容易に理解されよう。この困難性のために、実務的には保守的な観点からバスケット条項を広めに解釈することが多い。このことが取引の障害となっていることは実務界より指摘されている通りである<sup>26)</sup>。このような現状において、具体的重要事実とバスケット条項とが常に並列的に置かれうるような解釈がとられると、ある事実関係につき、理論的には常に双方あるいは一方の規定に抵触する可能性があることを前提に検討し

なければならず、証券取引を行おうとする者の負担が過重となる。バスケット条項に関する最高裁判決は、少なくとも前記V. ないしVII. のような限定を付したうえでその趣旨が行為規範としての内部者取引規制に反映させられるべきである。

## IX.

日本経団連が立法論として提唱しているようなバスケット条項の削除に近い将来において行われることがないならば、このような実務上の不都合を避けるためには、前述のようにバスケット条項の適用される局面を限定することが必要である<sup>27)</sup>。と同時に、金商法のもとの政令・内閣府令等の改正を、現実の経済取引の発展を緊密にフォローアップして行うことによって具体的に列挙された重要事実の間隙を埋めることが必要である<sup>28)</sup>。これまで、具体的重要事実のリストは徐々に増加しており、またその内容も精緻になってきているが、いまだその改正のテンポは十分に速いとは言えず、内容的にも現実の経済活動にそぐわなくなっている規定も少なからず存在する。法律である金商法そのものとはかく、政令・

26) 2003年12月16日、日本経済団体連合会は、「インサイダー取引規制の明確化に関する提言—公正で、安心して投資できる市場を目指して—」を公表し、その中で最初に、重要事実に係るバスケット条項の削除を提言している。その理由の一つとして、「犯罪とならない範囲を画する機能（自由保障機能）が低く、投資家は保守的な解釈を余儀なくされ、株式投資意欲が削がれる、という弊害もみられる。さらに、会社による自己株式取得の障害となり、株主への利益還元、企業の機動的な資本政策の実現を阻害している面もある。」とする。遠藤博志「インサイダー取引規制に関する企業の意識—日本経団連のアンケート調査結果の概要」商事法務1679号14頁（2003）。

27) 立法論として、現在のような重要事実として具体的事実を列挙する方式に代えて、反対にバスケット条項の規定のみを置くということも提唱されている。この点を強く主張されるのは黒沼教授である（黒沼・前掲注4）。確かに、教授の指摘されるように、日本の内部者取引規制は比較法的にみて具体的重要事実を詳細に列挙するという点において特異なものであり、それにより一方では過剰規制、他方では規制不足の弊害が生じていることは否めない。しかしながら、内部者取引規制の立法時の経緯や罪刑法定主義の問題をしばらく措くとしても、内部者取引規制は証券取引所の適時開示に関する規則と密接不可分の関係にある。この点は証券取引所の適時開示に関する規制が未だ整備途上であった時点において、横島・前掲注6）18頁以下で既に指摘されている通りである。内部者取引規制にかかる重要事実に比して一般的により広く詳細な開示規制の存在により、証券取引を伴う行為（自己株取得や企業買収・再編行為が典型である。）を行おうとする会社は、重要事実を適時開示規則に従い、もれなく公表することによって内部者取引規制の違反を出来る限り防ぐことができる（これも、内部者取引規制と適時開示に関する規則の双方に存在するバスケット条項のために完全ではないが）。この広く定着した実務がバスケット条項一本で重要事実を定義したときにどうなるのであろうか。ガイドラインを失った発行会社は、いかなる事実を公表すべきかについて途方にくれるのではないであろうか。

28) 神山敏雄「インサイダー取引規制に関する証券取引法166条2項1号ないし3号と4号の関係」判例時報1661号217頁（1999）。

内閣府令のレベルでの改正による迅速なキャッチアップは現在の態勢でも十分可能であると思われる。また、その際に法令の規定と証券取引所の適時開示に関する規則との整合性にも目を配る必要があるであろう<sup>29)</sup>。

(こばやし・としお)

---

29) 金商法の具体的重要事実と、それをベースとしているところの証券取引所の適時開示に関する規則に示される重要事実とは相当の差異があり、後者のほうが相当に詳細であり、かつ具体的重要事実が列挙していない事実もかなりの数存在する。もとより、これらを金商法の重要事実そのまま取り入れるべきかどうかは別論であるが、検討に値することは確かであろう。なお、内部者取引規制に重要事実として規定がないところ、適時開示に関する規則により開示が求められる会社情報に規定がある事実は枚挙にいとまがないが、たとえば決定事実では、代表取締役又は代表執行役の異動、人員削減等の合理化、商号の変更等が、発生事実では株式又は新株予約権の発行差止請求、株主総会の招集請求、社債券に係る期限の利益の喪失等があげられる。