

論説

インサイダー取引規制における「行うことについての決定」該当性の判断枠組みの一考察

2018年4月入学

原澤翔多

I. はじめに

II. 規範についての判旨紹介

III. 本決定で問題とされた点と本論稿の検討事項

IV. 「決定」に対する裁判所の法解釈

- 1 日本織物加工事件最高裁判決
- 2 本件第一審判決
- 3 本件控訴審判決
- 4 本決定
- 5 裁判所の法解釈に対する評価
- 6 対立する立場の論拠の検討
- 7 それぞれの立場が重視すること

V. 「決定」該当性の判断枠組み

- 1 実質的判断の必要性と許容性
- 2 考慮要素の検討
- 3 総合判断の判断枠組み
- 4 判断方法のまとめ
- 5 本決定の事案におけるあてはめ

VI. 本決定の隠れた考慮要素の可能性

VII. おわりに

I. はじめに

いわゆる村上ファンド事件最高裁判決¹⁾ (以下、「本決定」という。)が、旧証券取引法 (以下、現行の金融商品取引法と併せて、「法」という²⁾) 167条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」について、公開買付け等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点に対し、学説では様々な評価がなされた。特に実現可能性の程度の取り扱いについては、本決定の登場前に、会社内で生じた決定事実 (法166条2項1号) に係るインサイダー取引が問題となつたいわゆる日本織物加工事件³⁾ 以来、下級審を含めて裁判所でも立場が分かれており、本論稿では、裁判所の法解釈とそれに関連する学説の対立状況を整理することを試みる。そして、立場の対立をどのように理解すべきか、いずれの立場が正しいのか、あるいは両者が歩み寄ることはできないのか考察する。

また、インサイダー取引は規制の趣旨に照らし、投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものを処罰するべきだと考えられるが、何が

1) 最決平成23年6月6日刑集65巻4号385頁。

2) 本決定は直接的には、旧証券取引法167条2項について判示したものである。また、後掲する日本織物加工事件最高裁判決は、旧証券取引法166条2項1号について判示したものであるが、これらは現行の金融商品取引法166条、167条と、ほぼ同様の条文の構造を持つ。そこで、本論稿では、両者を併せて「法」と表記する。内田幸隆「判批 (本決定)」刑事法ジャーナル31巻105頁、107頁注1 (2012) 参照。法167条に関する旧法との比較について、黒沼悦郎「判批 (本決定)」商事1945号4頁、7頁 (2011)。橋爪隆「判批 (本決定)」論ジュリ7号233頁、235頁 (2013)。

3) 上告審は、最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁。以下、当該上告審のことを「日本織物加工事件最高裁判決」と呼ぶ。

投資者の投資判断に影響を及ぼし得るのか、学説によって様々な考慮要素が考えられており、これらの整理も試みる。

そして、法解釈に対する立場の対立や考慮要素の整理を踏まえて、法 167 条 2 項の「公開買付け等を行うことについての決定」と、法 166 条 2 項 1 号の「行うことについての決定」とを併せて、「行うことについての決定」の妥当な判断枠組みを考える。

なお、法 167 条と法 166 条は、それぞれ公開買付者等関係者等によるインサイダー取引と会社関係者等によるインサイダー取引という違いがある。もっとも、これらは、どちらも投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす未公表の事実を知った者が取引をすることを規制するものであり、条文の違いは行為主体による分類の違いにすぎないともいえる⁴⁾。また、両者は、「業務執行を決定する機関」が、「行うことについての決定」をするという共通した規制構造を持ち、学説上、法 166 条の「行うことについての決定」の解釈は法 167 条にも当てはまるとされている⁵⁾。さらに、本決定は実現可能性に関する判示について、日本織物加工事件最高裁判決を参照判決として引用している。これらのことを踏まえて、本論稿では、「行うことについての決定」の判断枠組みを考えるにあたり、上記のように法 166 条と法 167 条を併せて考えることとする⁶⁾。

II. 規範についての判旨紹介

本論稿を始めるにあたり、まずは問題となった本決定の規範に係る判旨を紹介する。

「同条⁷⁾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行為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（最高裁平成 10 年（あ）第 1146 号、第 1229 号同 11 年 6 月 10 日第一小法廷判決・刑集 53 卷 5 号 415 頁参照）。」

III. 本決定で問題とされた点と本論稿の検討事項

法 167 条 2 項は、公開買付者等が法人である場合は、「業務執行を決定する機関」が「公開買付け等を行うことについての決定」をしたことが、同条 1 項の「公開買付け等の実施に関する事実」にあたるとする。

本決定では、「業務執行を決定する機関」の意義と、当該「機関」による「公開買付け

4) 阿南剛「判批（本決定）」監査役 590 号 76 頁、76 頁（2011）、木目田裕＝上島正道監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務（第 2 版）』17-19 頁〔福岡真之介＝上島正道〕（商事法務、2014）。山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説（第 2 版）』316-317 頁〔松井秀征〕（有斐閣、2017）も参照。

5) 横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と刑罰』183 頁（商事法務研究会、1989）、阿南・前掲注 4)76-77 頁（2011）、内田・前掲注 2)107 頁参照。黒沼・前掲注 2)7 頁、荻野昭一「インサイダー取引規制に係る決定事実とその判断基準」経済学研究 62 卷 1 号 7 頁、8 頁（2012）、橋爪・前掲注 2)235 頁、木目田＝上島監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・前掲注 4)91 頁〔山田将之〕、西野吾一「判解（本決定）」最判解刑事篇平成 23 年度 39 頁、62-63 頁（2015）も参照。

6) 以下では、条文の違いにかかわらず、単に「機関」、「決定」と表記することがある。

7) 旧証券取引法 167 条。

等を行うことについての決定」の意義が問題となった⁸⁾。

まず、「業務執行を決定する機関」について、日本織物加工事件最高裁判決は、「商法所定の決定権限のある機関には限られず、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解される」として、本決定でも、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」と判示されている。学説では、「機関」について、従来から、会社法の定めにも拘束されることなく、実質的に会社の意思を決定し得る者と解されており、会社の意思決定の実情に照らして実質的に判断するとされている⁹⁾。

「公開買付け等を行うことについての決定」については、「行うことについての決定」が「行うことの決定」よりも広く解され、公開買付け等そのものでなく、公開買付け等を行うにあたっての調査、準備、交渉等を行うことの決定が「決定」に該当するとされる¹⁰⁾。もともと、そうだとした様々な段階のある作業等のどの段階で「決定」があると判断するかは容易ではない¹¹⁾。後述の通り、学説の評価が様々であり、議論が多い。そこで、本論稿では「機関」による「決定」のうち、「決定」の解釈に絞って検討していくことにする。

IV. 「決定」に対する裁判所の法解釈

1 日本織物加工事件最高裁判決

本決定の登場前に、会社内で生じた「重要事実」（法166条2項）に係るインサイダー取引が問題となった日本織物加工事件最高裁判決は、法166条2項1号における「決定」の意義について、控訴審判決¹²⁾の判断、すなわち、当該決定に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つものでなければならぬと解されるところ、第一審判決が株式の発行を決定したと認定した時点では、本件M&Aの成立は予断を許さない段階であったから、いまだ「決定」があったとはいえないとした判断を覆し、「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。」と判示した。

2 本件第一審判決¹³⁾

本件第一審判決は、「決定」に高い実現可能性を要するかという論点において、「実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題とならない」と判示した。

8) 高橋陽一「判批（本決定）」商事2062号78頁，80頁（2015）。

9) 横島・前掲注5)52頁。三好幹夫「判解（日本織物加工事件最高裁判決）」曹時52巻10号3185頁，3196-3198頁（2000）は、会社の意思決定の実情に即して実質的に判断しようとする点では、学説はほぼ一致しているとする。加賀譲治「判批（本決定）」神田秀樹＝神作裕之編『金融商品取引法判例百選』128頁，129頁（2013）は、判例上、実質的な意思決定があったかどうかという観点から認定することで固まったと評価されることを指摘する。

10) 横島・前掲注5)183頁，53頁。浦岡洋「M&Aにおけるインサイダー取引規制の最新動向～村上ファンド最高裁決定、インサイダー取引規制の改正」会計・監査ジャーナル681号41頁，42頁（2012）。阿南・前掲注4)77頁は、この点について特に異論は見られないとする。

11) 浦岡・前掲注10)42頁。加藤佐千夫「インサイダー取引の刑事法的規制－裁判例の検討を中心として－」中京法学47巻3・4号121頁，135頁（2013）。

12) 東京高判平成10年9月21日資料版商事法務178号65頁。

13) 東京地判平成19年7月19日（Westlaw Japan 文献番号2007WJPCAO7198025）。

3 本件控訴審判決¹⁴⁾

本件控訴審判決は、「決定」の法解釈について、「公開買付け等を行おうとする者が行った当該『決定』が証券取引法 167 条 2 項にいう『決定』に該当するか否かは、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』が、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否かを、その者の当該『決定』に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況、対象企業の特定期間、対象企業の財務内容等の調査状況、公開買付け等実施のための内部の計画状況と対外的な交渉状況などを総合的に検討して個別具体的に判断すべきであり、『決定』の実現可能性の有無と程度という点も、こうした総合判断の中で検討していくべきものである」と判示し、「主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて、証券取引法 167 条 2 項の『決定』に該当するということができるのである。」とした。

4 本決定

本決定は、実現可能性について、「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」と判示し、実現可能性の有無について考慮する立場を示しつつ¹⁵⁾、「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。」と判示した。

5 裁判所の法解釈に対する評価

日本織物加工事件最高裁判決は、「決定」について、確実に実行されるとの予測は要しなかったが、予測の程度の下限には言及せず、実現可能性の程度が低いものであってもよいのか、それともある程度の可能性を要するのかという点は不明確であった¹⁶⁾。この点につき、本件第一審判決は、実現可能性の高低を問わない立場を明らかにした¹⁷⁾。これに対し、本件控訴審判決は、当該「決定」が、投資者の投資判断に影響を及ぼす程度であるか否かを個別具体的に判断すべきとし、常に問題となる実現可能性について、それ相応の実現可能性が必要との立場をとった¹⁸⁾。そして、本決定は、実現可能性が具体的に認められることは要しなかった点で本件第一審判決に近い立場をとったといわれる¹⁹⁾。なお、本決定は、実現可能性が全くない場合のほか、ほとんどない場合も「決定」の実質を欠くことがあり得るとした点で、実現可能性が全くない場合を「決定」から除くとした本件第一審判決と異なる。この点について、

14) 東京高判平成 21 年 2 月 3 日判タ 1299 号 99 頁。

15) 中村聡「インサイダー取引規制上の決定事実——神は細部に宿る——」金法 1934 巻 4 頁, 5 頁 (2011) は、本決定が決定対象事項の実現可能性についても一応考慮する立場に踏み出したことが理論上注目されるとする。

16) 黒沼・前掲注 2) 7 頁。内田・前掲注 2) 108 頁。荻野敦史＝村松晃吉「判批 (本決定)」金法 2003 号 113 頁, 115 頁 (2014)。高橋・前掲注 8) 81 頁。埴尚義「インサイダー取引における決定事実」木目田裕＝佐伯仁志編『実務に効く 企業犯罪とコンプライアンス判例精選』152 頁, 155 頁 (有斐閣, 2016)。

17) 黒沼・前掲注 2) 7 頁。なお、本件の具体的な事実との関係では「その実現可能性は相当高かった」と認定しており、実現可能性の高低を問わないとした判示は、結論に影響を及ぼさないという点で厳密には傍論にすぎないという指摘もある。この点につき、木目田裕＝山田将之「判批 (本件控訴審判決)」商事 1864 号 4 頁, 11 頁 (2009)。

18) 西野・前掲注 5) 60-61 頁は、それ相応の根拠を持った実現可能性があることを要件として設定したと解している。

19) 黒沼・前掲注 2) 8 頁。内田・前掲注 2) 109 頁。佐藤淳「判批 (本決定)」研修 766 号 21 頁, 31 頁 (2012)。小林憲太郎「判批 (本決定)」重判平成 23 年度 (ジュリ臨増 1440 号) 171 頁, 172 頁 (2012)。木目田＝上島監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・前掲注 4) 110 頁 [山田将之]。

実現可能性がほとんどない場合も「決定」を認めないことで、「決定」を否定する余地を広げる意図があると考えられることもできるが²⁰⁾、将来に向けた決定の実現可能性が全くない、すなわちゼロであるということはないから、本件第一審判決が「全くない場合」と判示した点は、「ほとんどない場合」をいうと解釈可能であり、全くない場合とほとんどない場合を区別する必要はないように思える²¹⁾。

上記のように裁判所は、実現可能性について様々な法解釈を見せてきたが²²⁾、大きく分けて、実現可能性の高低を要件として考慮するか否かという対立が見られる。

6 対立する立場の論拠の検討

(1) 実現可能性の高低を要件として考慮しない立場

実現可能性の高低を要件として考慮しない立場は、この点を支持する学説を含めて考えると、立法の経緯と法の構造を主な論拠とする²³⁾。

すなわち、インサイダー取引規制は、投資者にとって、当該取引が処罰されるものであるか否かが明確に判断できるように、できる限り、抽象的な評価概念を用いることなく、客観的、具体的に構成要件を規定するように努めたという立法の経緯があり²⁴⁾、そのような立法の経緯に鑑みると、法は規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、決定事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼすことを前提として²⁵⁾、投資判断

に対する個々具体的な影響は考慮しない趣旨であると考えるのである。

また、軽微基準により投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものは処罰しないとする構造や、法 166 条 2 項に関しては、包括条項に限り、「投資判断に著しい影響を及ぼすこと」が積極要件として明示されていて、決定事実は専ら定量的・形式的な観点から重要事実として規定されているという構造を考えると、投資判断に対する個別的影響を考慮しないことが、法の構造にも沿うといえる²⁶⁾。

以上のような立法の経緯や、法の構造に照らすと、投資判断に対する個々具体的な影響を考慮すべきではなく、すなわち個々の決定事実の実現可能性の高低を要件として考慮すべきではないということになる。

(2) 実現可能性の高低を要件として考慮する立場

実現可能性の高低を要件として考慮する立場は、主な論拠として、インサイダー取引規制の趣旨を挙げる²⁷⁾。

すなわち、市場の公正性・健全性に対する信頼の確保という趣旨からすると、未公開の情報であっても投資者の投資判断に影響を及ぼすような重要性を有しない情報に基づく取引は規制の対象とする必要がないことになり、当該「決定」が、投資者の投資判断に影響を及ぼす程度か否かという観点から実質的に考慮される必要があるというのである²⁸⁾。そして、本件控訴審判決は、実現可能性の程度が、投資判断への影響を検討する上で常に問題になるものとしている。

20) 橋爪・前掲注 2)236 頁。

21) 黒沼・前掲注 2)8 頁参照。

22) 辻畑泰伸「インサイダー取引規制」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効く M&A・組織再編判例精選』218 頁、226 頁（有斐閣、2013）。

23) 山下貴司「判批（本件控訴審判決）」研修 732 号 15 頁、25 頁（2009）。荻野・前掲注 5)12 頁。高橋・前掲注 8)82 頁。西野・前掲注 5)63 頁。

24) 横島・前掲注 5)16-17 頁。

25) 栗山修「わが国におけるインサイダー取引規制」神戸外大論叢 52 巻 3 号 91 頁、116 頁（2001）は、決定をしたことそれ自身が、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと解釈されるべきとする。佐藤・前掲注 19)34 頁。葉玉匡美「インサイダー取引と重要事実の発生時期」T&A master 224 号 40 頁、41 頁（2007）も参照。

26) 山口厚編『経済刑法』254 頁〔橋爪隆〕（商事法務、2012）。橋爪・前掲注 2)237 頁。西野・前掲注 5)63 頁。

27) 松本真輔「判批（本件第一審判決）」監査役 532 号 48 頁、51 頁（2007）。黒沼・前掲注 2)9-10 頁。荻野・前掲注 5)12 頁。

28) 黒沼・前掲注 2)9-10 頁、荻野・前掲注 5)23-24 頁参照。

7 それぞれの立場が重視すること

上記のように、実現可能性の高低を要件として考慮しない立場は、立法の経緯や法の構造を論拠とし、実現可能性の高低を要件として考慮する立場は、規制の趣旨を論拠としているが、これは両者が重視する事項の違いによるものと思われる。

一方で前者は、法の明確性によって予見可能性を高めるとともに、規制の実効性をも重視している。規制の実効性について主観的かつ抽象的な評価概念を要件とすると、故意犯としての本罪の立証が困難となり²⁹⁾、事実上高度の実現可能性が認められる場合に処罰の範囲が限定され、処罰の範囲が過度に狭くなる恐れがあるとの指摘がある³⁰⁾。また、法が抽象的要件をできるだけ排除する形で立法された経緯には、投資者にとって明確な判断を可能にするという観点の他に、かつてインサイダー取引規制が旧証券取引法 58 条 1 号（現行の法 157 条 1 号に対応する）に委ねられていた頃は、同規定の抽象性・不明確性が一因となって、インサイダー取引の摘発が行われていなかったことへの反省という背景もある³¹⁾。

他方で、後者の立場は、適切な規制範囲を重視しており、実質的判断をしなければ、処罰範囲が拡大するのではないかという考えがある³²⁾。そして、重要でない未公開情報に基づく取引まで規制すると、市場の効率性を害するという指摘もある³³⁾。規制範囲につ

いて、たとえば、実現の強い意欲がある場合に、準備することを決定した段階でも伝達を受けた者が処罰されるとすると過大規制であると考えられ³⁴⁾、もっと検討が進んだ段階でも、資金調達の日途が立っていない段階で処罰されるとするとやはり過大規制であると考えられている³⁵⁾。このような本来処罰すべきでない行為を規制することがないように、市場の公正性・健全性に対する信頼の確保という規制の趣旨に立ち返り、実質的に投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものを処罰するべきだと考えるのである。

以上のように、両者の立場は議論の出発点ともいうべき重視する事項が異なっており、何を重視するかはポリシーの問題であるから³⁶⁾、どちらの論拠ひいてはどちらの立場が正しいということを論理的に決めることは不可能に思われる。

V. 「決定」該当性の判断枠組み

1 実質的判断の必要性と許容性

上記Ⅳ 7 で述べたように、上記Ⅳ 6 のどちらの立場が正しいかを論理的に決めるのは困難である。

しかし、実務上の問題がないわけではない。すなわち、上記Ⅳ 6 (1)の立場を徹底すると、「行うことについての決定」が、決定対象事項の相当早い準備段階で認められる可能性があり³⁷⁾、本決定を踏まえた実務では、できる限り初期段階で「決定」があったとし

29) 山口編・前掲注 26)254 頁〔橋爪隆〕。橋爪・前掲注 2)237 頁。山下・前掲注 23)26 頁、佐藤・前掲注 19)35 頁も参照。

30) 橋爪・前掲注 2)237 頁。佐藤・前掲注 19)35 頁も参照。

31) 横島・前掲注 5)14-15 頁。高橋・前掲注 8)83-84 頁。西野・前掲注 5)49 頁注 6。

32) 本件控訴審判決がこのような考えによると考察するものとして、松尾健一「判批（本件控訴審判決）」重判平成 21 年度（ジュリ臨増 1398 号）131 頁、132 頁（2010）。黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の問題点」商事 1687 号 40 頁、42 頁（2004）は、わが国の法の構造に過大規制のおそれがあることを指摘する。

33) 黒沼・前掲注 32)42 頁。黒沼・前掲注 2)10 頁。黒沼・前掲注 2)9 頁は、一定の実現可能性を要求することは、インサイダー取引としての悪性がなく、投資者の市場に対する信頼を害することがない行為を萎縮させないことを意味するとする。内田・前掲注 2)110 頁は、当罰性のない段階にまで規制範囲が及ぶと、証券取引の実務に萎縮効果をもたらす妥当でないとする。

34) 松尾・前掲注 32)132 頁。

35) 黒沼・前掲注 2)11 頁。

36) 高橋・前掲注 8)83 頁は、インサイダー取引をどの程度規制するかという点について、「会社関係者の証券取引の萎縮防止による市場の効率性の確保」と「一般投資家の市場への信頼」の調整は政策判断であるとする。

て行動した方が無難であるとされている³⁸⁾。この点について、上記IV 6(1)に近い立場の学説の中には、立法の経緯等に鑑みると、処罰範囲を不当に広げているのではないと反論するものがあるが、広範な規制であることは認めている³⁹⁾。結局のところ、事実として萎縮傾向にあることは否定できないといえよう。また、本決定の規範について、実現可能性がほとんど存在しないか否かを判断する基準が示されていないことから、投資者の投資行動を萎縮させるだけでなく、裁判所も本決定の解釈を事案に適用することができないのではないかという指摘もある⁴⁰⁾。

そこで、私見では、本決定を踏まえた実務の萎縮傾向を問題視し、実質的判断をすべきとの政策的立場に立ち、より限定的な規範を考察する必要があると考える。

限定的な規範について、上記IV 6(1)に近い立場をとる学説は、インサイダー取引規制を、一般投資者の市場に対する信頼という保護法益に対する抽象的危険犯と解するとしても、なお一般投資者に対して不当な影響を及ぼす可能性が全く存在しないような例外的な場合には、法益侵害の抽象的な危険も存在しないとして、処罰範囲から排除するような解釈を採用することが可能であるとする⁴¹⁾。もっとも、そのような場合には、そもそもイ

ンサイダー取引が行われ、それが起訴されることはないであろうから、現実的にこのような限定解釈が機能する範囲は極めて限られたものになる⁴²⁾。そうだとすると、萎縮傾向にあるという問題を解決するためには、規制の趣旨に照らし、当該インサイダー取引が、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度であったか否かを具体的に考慮するべきではないかと思われる。もっとも、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度を具体的に考慮するべきだとすると、今度は上記IV 6(1)の立場が懸念するように、主観的かつ抽象的な評価概念であるから、規制の実効性が確保できないおそれがある。

そこで、過大規制を防ぐため、規制の趣旨に照らして「決定」該当性を、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度が具体的に認められるかという観点から、実質的に判断するとしても、実効性を失わないように、明確性を重視した立法の経緯に配慮するのが望ましい⁴³⁾。そして、上記IV 6(1)の立場にとっても重大なことは、法の明確性と実効性の確保であると思われるから、法の明確性を重視した立法の経緯を没却しない限り、法の構造にとらわれすぎることなく、規制の趣旨に鑑みて、「決定」該当性を実質的に判断することは許容されるべきだと考える⁴⁴⁾。

37) 黒沼・前掲注2)8頁。加賀・前掲注9)129頁。橋爪・前掲注2)237頁。

38) 辻畑・前掲注22)226頁。荻野=村松・前掲注16)113頁、116頁。木目田=上島監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・前掲注4)117頁〔山田将之〕。

39) 高橋・前掲注8)83-84頁。

40) 黒沼・前掲注2)11頁。

41) 山口編・前掲注26)231-232頁〔橋爪隆〕。橋爪・前掲注2)237頁。

42) 阿南・前掲注4)80頁。山口編・前掲注26)232頁注7〔橋爪隆〕。橋爪・前掲注2)237-238頁。

43) 明確性を重視した立法の経緯と規制の趣旨のバランスを考慮するものとして、以下の学説が挙げられる。野々上尚「判批(日本織物加工事件最高裁判決)警察学論集53巻2号215頁、224頁(2000)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法の趣旨を総合考慮して適切な解釈を行うべき」とする。芝原邦爾『経済刑法研究 下』693頁(有斐閣、2005)は、「『決定』となるかの判断は、一方で規定の明確性と取引の安定性の確保という要請を考慮しながら、究極的にはインサイダー取引規制の目的との関係において判断されるべきものである」という。荻野・前掲注5)27頁は、インサイダー取引となる行為を客観的かつ明確に定めた法の規制体系の趣旨を没却しない程度に、投資判断に影響を及ぼすべきものを判断するにあたっての考慮要素を、実質的に総合勘案することが重要であるとする。

44) 荻野・前掲注5)23-24頁は、規制の趣旨に加えて、立法の経緯と今後の社会経済環境の変化から、形式的な規制体系の趣旨を最優先するのではなく、規制の趣旨に鑑み、投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるか否かという観点から「決定」該当性を判断することも許容されるべきとする。また、三好・前掲注9)3209頁注9は、「行うことについての決定」が幅のある概念であることから、規制の理念に沿って、当該事実が投資者の投資判断に影響を及ぼす影響の有無や程度を個別具体的に判断していくほかなく、個別具体的な判断となる点において、規制の明確化という立法当初の所期の目的とは多少不釣り合いなものになってもやむを得ないとする。

以下では、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度が具体的に認められるかという意味で、実質的に「決定」該当性を判断する際の考慮要素を検討し、検討結果を踏まえた規範が、明確性を重視した立法の経緯を没却しない程度のものであるか検証する。

2 考慮要素の検討

(1) 考慮要素の候補

規制の趣旨に照らし、具体的に投資判断に影響を及ぼし得る程度か否かを、「決定」該当性判断において考慮すると考える場合、さらに投資判断に影響を及ぼし得るか否かを判断する際の考慮要素が問題となる。裁判所は、投資判断に影響を及ぼすか否かと実現可能性とを強く結びつけて解釈しているが、投資判断に影響を及ぼすのは実現可能性に限らない。

上記IV 6(2)に近い立場をとる学説は、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度を具体的に考慮するにあたり、規制の趣旨に照らして考慮要素を考える。まず市場の公正性・健全性に対する信頼の確保という規制の趣旨から、一般投資者の市場に対する信頼を害するような不公正な取引を規制するべきだとすると、判断基準は、インサイダー取引に用いられた未公表事実を一般投資者が知った場合に、証券の売買を行うか否かということになる（以下、このような基準を「投資行動基準」と呼ぶ。）⁴⁵⁾。そして、投資行動基準に照らした投資判断に影響を及し得る程度の重要性は、米国最高裁判例を踏まえて⁴⁶⁾、当該事

項の規模と実現可能性を掛け合わせたものであるとする見解が有力である⁴⁷⁾。また、事実の内容、事実の規模、事実の具体性、事実の実現可能性を総合考慮して判断するという見解もある⁴⁸⁾。さらに、検討の進捗・具体化の程度、実現可能性の程度、実現に向けた意思・意欲の程度の相関関係で判断する見解もある⁴⁹⁾。

以上は、本件控訴審判決と同様に実現可能性の高低を考慮要素に含むものであるが、投資者の投資判断に影響を及ぼすか否かを問うにあたり実現可能性の高低は考慮要素とはならないという見解もある。たとえば、わが国の証券投資が投機として行われている実情があるとして、一般投資者が決定事実について、少しでも実現可能性があるかと判断するときは「決定」該当性を肯定してよいように思われるとする見解や⁵⁰⁾、決定事実が証券の取引に係るものである以上、確実な実現可能性は存在せず、常にその障害となり得る要因が存在し得るのであり、このことを前提にして、投資者は投資するので、実現可能性が低い場合であっても無視できず、「決定」があることを投資判断において考慮せざるを得ないとする見解がある⁵¹⁾。また、立法の経緯や文理からして、「決定」の本質はあくまでも意思決定の有無にあり、判断自体の性質が問題となることはあっても、決定された事項の実現可能性やその予測の問題とは区別されるべきであるとする見解もある⁵²⁾。

もっとも、実現可能性の高低は考慮しないとしても、決定事実の内容の具体性、決定の確定性を考慮要素とする余地はあり得る。

45) 黒沼・前掲注2)10頁。荻野・前掲注5)20頁。西田典之「判批（本決定）」刑事法ジャーナル33号59頁、62-63頁（2012）。内田・前掲注2)109-110頁。加藤・前掲注11)134頁、136頁。黒沼・同10頁は、このような基準を投資行動基準と呼び、本論稿でも、投資行動基準の用語を用いることにする。

46) 米国最高裁判例（Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)）は、SEC規則10b-5におけるインサイダー情報の「実質性」（material）とは、合理的な投資者が当該情報によってその提供を受けた情報の全体が著しく変更される（significantly altered）と考えられる相当の可能性がある場合に認められるとし、また、当該事象が起こる蓋然性（probability）と当該事象の会社活動全般において想定される重大性（magnitude）との相関関係において判明するとの考え方を採っている。この点について、荻野・前掲注5)20頁。中村・前掲注15)4頁参照。

47) 黒沼・前掲注32)42頁。黒沼・前掲注2)10頁。

48) 荻野・前掲注5)17-18頁、21-22頁、26-27頁。

49) 木目田=山田・前掲注17)13頁、15頁注25も参照。

50) 西田・前掲注45)63頁。

51) 内田・前掲注2)111頁。

52) 三好・前掲注9)3206頁、3210頁注11。佐藤・前掲注19)34頁。加藤・前掲注11)136頁。

決定事実の具体性について、立案担当者は、重要事実とした決定は、それが投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点からもある程度具体的な内容を持つものでなければならないとする⁵³⁾。

決定の確定性について、学説では、「決定」と評価するために会社の事業活動を拘束し得るだけの実質が必要であると、すぐに取消し撤回され得るような段階での意思決定は、なお本罪における「決定」としての確定性を有しないと考えるものがある⁵⁴⁾。

以上に挙げられた考慮要素をまとめると、概ね、「決定事実の内容」、「決定事実の規模」、「決定事実の実現可能性」、「決定事実の具体性」、「決定の確定性」と整理される。

(2) 考慮要素の分析

次に、候補として掲げた5つの考慮要素を分析し、それぞれがそもそも考量要素になり得るのか、本当に必要なものであるのかを検討する。そして、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度を具体的に判断する際には、規制の趣旨に照らし、投資行動基準によることとする。

まず、それぞれの要素が、投資行動基準に照らし、投資判断に影響を及ぼし得るか否かを具体的に判断する際の考慮要素になり得るか検討する。

「決定事実の内容」とは、決定事実に係る法令所定の事項として列挙されているものと説明されている⁵⁵⁾。そうだとすると、法令所定の事項に当たるか否かという点では必要な要件ではあるが、投資判断に影響を及ぼし得るか否かの判断において実質的考慮の対象

とする必要はない⁵⁶⁾。

「決定事実の規模」とは、決定事実が実現した場合の事実の影響度のことであり、関係企業の財政状態や経営成績(法166条2項の場合)、または市場における関係証券の価格(法167条2項の場合)に及ぼす影響の大きさなどが考えられる⁵⁷⁾。投資行動基準では、「決定事実の規模」が大きいほど、投資のリターンが大きく、投資判断に影響を及ぼし得る度合いが大きいといえる関係にあり、考慮要素になり得る。

「決定事実の実現可能性」は、決定事実が実現可能か否かという可能性の大きさである。「決定事実の実現可能性」については、上記V2(1)で述べたように、その程度について、考慮要素とならないとする見解も見られる。まず、証券の取引の性質から、投資者は、少しでも実現可能性があると判断するときは、実現可能性が低い場合も決定事実を無視することができないとし、「決定事実の実現可能性」は考慮要素とならないとする見解が見られたが、「決定事実の実現可能性」が高いほど、投資者はリスクが小さい状態で取引ができることになり、投資判断に影響を及ぼし得る程度が大きくなるといえる関係があるから、考量要素になり得ると考えるべきである。また、立法の経緯や文理から「決定事実の実現可能性」の程度を考慮要素としないとする見解について、このような見解も、実現可能性を独立の要件とはしないが、「決定の確定性」を判断する限りで間接事実とすることは認めており⁵⁸⁾、実現可能性を実質判断の要素とすることが許されないわけではない

53) 横島・前掲注5)53頁。阿南・前掲注4)77頁。内田・前掲注2)111頁。山口編・前掲注26)254-255頁〔橋爪隆〕。三好・前掲注9)3209頁注9は合併を例にとり、「行うことについての決定」の種々の決定段階につき、内容の具体性にも言及して「決定」該当性の判断を試みる。

54) 三好・前掲注9)3206頁。山口編・前掲注26)254頁〔橋爪隆〕。橋爪・前掲注2)238頁。西野・前掲注5)64頁。

55) 荻野・前掲注5)18頁。

56) 荻野・前掲注5)18頁は、「決定事実の内容」を第一義的に決定事実に係る「法令所定の事項」の該当性判断の際に考慮し、その上で、「決定」該当性の判断のための考慮要素として、他の考慮要素と併せて総合的に勘案すると整理するが、法令所定の事項は重要な事実を列挙したものであり、たとえば「決定事実の内容」が、合併であるのか、公開買付けであるのか等を比べることに意味はないように思われる。実質的考慮において問題にすべきは、「決定事実の内容」が、法令所定の重要事項に該当することを前提としたうえで、どの程度会社活動にとつて重大であるかという「決定事実の規模」であると考えられる。

57) 黒沼・前掲注2)10頁参照。

58) 山口編・前掲注26)255頁〔橋爪隆〕。西野・前掲注5)64頁。

と解される⁵⁹⁾。

「決定事実の具体性」とは、種々ある意思決定の段階的なプロセスの中で、どの程度具体的な内容を持つ決定がなされたかということと解される⁶⁰⁾。「決定事実の具体性」が大きければ、投資者は、検討当初の漠然とした情報と比べより確かな情報に基づいた取引が可能となるから、投資判断に影響を及ぼし得る程度が大きくなるといえ、実質的判断の考慮要素となる。

「決定の確定性」とは、決定したという判断自体の確実性をいう⁶¹⁾。「決定の確定性」が大きいと、「決定事実の実現可能性」の場合と同様、投資者はリスクの低い状態で取引をすることができ、投資判断に影響を及ぼし得る程度が大きくなるといえるから、考慮要素になり得る。

次に、各考慮要素の関係を考え、それぞれの考慮要素が本当に必要なものであるのか考える。特に、「決定事実の可能性」、「決定事実の具体性」、「決定の確定性」は通常、互いが互いの間接事実となり得るし⁶²⁾、資金調達の目途など共通の間接事実を考慮することができるので、問題となる。

それぞれの考慮要素が本当に必要なものであるかは、それぞれの考慮要素が最低限必用といえるかという観点から考えることができる。そして、ある考慮要素が最低限必要であるか否か、すなわち、消極的要件として必要といえるか否かは、他の考慮要素が認められ、当該考慮要素のみが存在しないという場合に、投資家の投資判断に影響を及ぼし得ることがないといえるか否かという基準で判断できる。

「決定事実の実現可能性」について、決定

事実の検討状況が相当程度進捗し、「決定事実の具体性」が認められ、決定権限者の意思も固く「決定の確定性」もあるが、なお、およそ達成不可能な障害が残り、「決定事実の実現可能性」が存在しないと評価できる場合は、投資者の投資判断に影響を及ぼし得ることはないといえる。本決定も、実現可能性が全くあるいはほとんど存在しない場合は、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としており、「決定事実の実現可能性」は最低限必要な考慮要素といえる。

「決定事実の具体性」について、たとえば、どこか会社の株を、いくらの予算内で大量買集めするという決定をした場合、予算が決まっているので「決定事実の実現可能性」は高い。また、決定権限者の意欲も高く、容易に決定の取消変更はないものとする、と、「決定の確定性」もある。しかし、このような状況では、いまだ買集めの対象会社が定まっておらず、投資者は投資判断のしようがない。最低限投資判断が可能な程度の「決定事実の具体性」は考慮要素として必要であるといえる。

「決定の確定性」について、部下が自らの判断で調査・検討を進め、「決定事実の実現可能性」、「決定事実の具体性」がある事項を決定権限者に報告した場合に、決定権限者が冗談や戯言のつもりで当該事項を行うことを決定することがあり得る。このとき、決定権限者は冗談や戯言のつもりであるから、「決定の確定性」は認められない。しかしながら、決めた時点では冗談や戯言だったとしても、後から翻意し本気になることはあり得る。そうだとすると、「決定の確定性」に関して、戯言である場合は、投資者の投資判断

59) 荻野・前掲注 5)22 頁は、「決定」の本質は決定そのものにあるとする立場と、法の趣旨の範囲内で「投資判断に影響を及ぼすべきもの」を判断基準とし、「事実の内容」「事実の規模」「事実の具体性」「事実の実現可能性」の4つの考慮要素を実質判断することは、不整合ではないと理解する。

60) 横島・前掲注 5)53 頁、三好・前掲注 9)3209 頁注 9、木目田＝山田・前掲注 17)12-13 頁、内田・前掲注 2)111 頁、山口編・前掲注 26)254-255 頁〔橋爪隆〕、芝原邦爾ほか『経済刑法——実務と理論』489 頁（商事法務、2017）〔木目田裕〕参照。

61) 三好・前掲注 9)3210 頁注 11。佐藤・前掲注 19)34 頁。

62) 山口編・前掲注 26)255 頁〔橋爪隆〕、西野・前掲注 5)64 頁は、上記のように、「決定事実の実現可能性」を「決定の確定性」の間接事実とすることができる。また、黒沼・前掲注 32)42 頁は「決定事実の具体性」が高まるプロセスの中で「決定事実の実現可能性」も高まっていくとする。

63) 山口編・前掲注 26)254 頁〔橋爪隆〕。西野・前掲注 5)64 頁。

に影響を及ぼすことがないと考える学説もあるが⁶³⁾、決めた時点では戯言でも、決定権限者が後に本気になることはあり得、投資者が「決定事実の実現可能性」、「決定事実の具体性」がともに認められる事項について、戯言であろうと事実として決定があったことを知れば、後に翻意する可能性を考慮して投資することが考えられる。したがって、他の考慮要素が認められ、当該考慮要素のみが存在しないという場合に、投資者の投資判断に影響を及ぼし得ることがないとはいえないから、「決定の確定性」は最低限考慮要素として存在しなければならないものではない。「決定事実の実現可能性」の間接事実として捉えるのが相当だと思われる。

なお、およそ「決定」というためには、「決定」の文言の辞書の意味からして、実現の意図や、会社業務を拘束し得る内容を持つことが必要と解する見解⁶⁴⁾からは、「決定の確定性」がない場合は決定の実質を欠くものとして、批判を受けるかもしれない。しかし、問題は辞書の意味ではなく、規制の趣旨に照らし、投資者の投資判断に影響を及ぼし得るか否かであり、ある時点で決定に向けた意欲がほとんどないとしても、「決定事実の実現可能性」、「決定事実の具体性」、「決定事実の規模」に鑑み、後に翻意して決定に向けて積極的になり得るような場合は、投資者の投資判断に影響を及ぼし得ることが想定されるので、「決定」該当性を認めてもよいように思われる。

最後に「決定事実の規模」であるが、これが認められない場合は、軽微基準に該当することになり、「決定」の要件をそもそも満たさない関係にあるので⁶⁵⁾、最低限必要な考慮要素となる。

以上より、最低限必要な考慮要素は、「決定事実の規模」、「決定事実の実現可能性」、「決定事実の具体性」であると考えられる⁶⁶⁾。

3 総合判断の判断枠組み

投資行動基準で考える場合、投資者は種々の要素を総合的に考慮して投資するのだから、それぞれの考慮要素を総合考慮するということになる。しかし、相対的な判断では規制の明確性を重視した立法の経緯に反してしまうのではないかという懸念がある⁶⁷⁾。以下では、できるだけ明確性、規制の実効性を損なわないような判断枠組みを考える⁶⁸⁾。

上記Ⅴ2(1)で述べたように、投資行動基準において、有力な見解は、「決定事実の規模」と「決定事実の実現可能性」の掛合わせをもって、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度の重要性を考える判断枠組みとする。そこで、通常「決定事実の具体性」が高ければ「決定事実の実現可能性」の程度も高くなるという関係にあることに着目し、「決定事実の規模」が極めて大きい場合は、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」のいずれの要素をも消極的な考慮要素(すなわち、当該考慮要素が具体的に認められることは要しないが、存在しない場合は「決定」該当性を欠く)として考慮し、「決定事実の規模」が軽微基準を超えるが極めて大きいとはいえない程度であれば、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」が具体的に認定できる必要があると解する。

「決定事実の規模」が極めて大きい場合とは、法166条2項の場合には、極めて規模の大きい合併や、大ヒットが見込まれる新製品

64) 三好・前掲注9)3210頁注11。山口編・前掲注26)255頁〔橋爪隆〕。西野・前掲注5)64頁。佐藤・前掲注19)34頁も参照。

65) 荻野・前掲注5)18頁参照。

66) なお、本論稿で掲げたのは、現段階で想定できる最低限の考慮要素であり、絶えず新しい不正行為の類型が生まれる証券市場の宿命に鑑み、常識的に物事を判断する際の考慮要素を添加することを否定するものではない。この点につき、荻野・前掲注5)28頁参照。

67) 橋爪・前掲注2)238頁。

68) もっとも、「行うことについての決定」は幅のある概念であるから、もとより多少明確性を欠くことはやむを得ない。三好・前掲注9)3209頁注9、太田洋＝宇野伸太郎「判批(本件控訴審判決)」金判1315号2頁、5頁(2009)、木目田＝上島監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・前掲注4)113頁〔山田将之〕参照。

の企業化などが例として考えられ、法 167 条 2 項の場合には、かなり高いプレミアムをつけた上でのいわゆる全部買付けによる公開買付け⁶⁹⁾を行うことなどが例として考えられる。このような場合には、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度も極めて大きいため、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」を、当該考慮要素が具体的に認められる必要はなく、当該考慮が存在しない場合に「決定」該当性を欠くという程度の消極的要素としても、過大規制とはならないと考えられる。なぜなら、投資者は、リターンが大きい場合は大きなリスクをとることもあり、たとえ仮に「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」がかなり低かったとしても、十分投資行動をとることが考えられるからである。そして、「決定事実の規模」が極めて大きい場合であれば、判断が比較的容易であり、明確性という観点からも許容できるだろう。

「決定事実の規模」が軽微基準を超えるが極めて大きいとはいえない程度であれば、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」が具体的に認定できる必要があるとする点について、まず、「決定事実の規模」が軽微基準を超えるのであれば、ある程度の重要性があることは前提として考えてよい。そうすると、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」が具体的に認められれば、投資者の投資判断に影響を及ぼし得るといえるから、高度であることまで求める必要はない。また、「決定事実の実現可能性」が具体的に認められる場合とは、本件控訴審判決が示したように、それ相応の根拠をもって実現可能性があるといえればよいと解する。そして、「決定事実の具体性」が具体的に認められる場合は、「決定事実の実現可能性」の根拠の有無を判断できる程度の具体性があればよい

のではないかと考える。このような程度であれば、「決定事実の具体性」は実質的に「決定事実の実現可能性」の判断と重なることになる。本件控訴審判決が示した程度の実現可能性を立証することは実務上それほど困難でもないとする見解もあり⁷⁰⁾、規制の明確性を重視した立法の経緯に反しないといえるのではないだろうか。

論理的には、個別具体的な事例ごとに、「決定事実の規模」の大きさに応じて必要な程度の「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」を考慮すべきだが、規制の明確化という立法目的とのバランスから上記の枠組みで考えることも不合理ではないだろう。

4 判断方法のまとめ

ここまで検討してきた判断方法をまとめると次のようになる。すなわち、まず、「決定」は、規制の趣旨に照らし、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否かを具体的に検討し、該当性を判断するべきであるとする。次に、具体的検討にあたっては、一般投資者が当該内部情報を知れば証券取引を行うか否かを基準とする。そして、「決定事実の規模」が極めて大きい場合は、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」が具体的に認められることは要しないが消極的要素として考慮することとし、「決定事実の規模」が軽微基準を超えるが極めて大きいとはいえない場合は、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」が具体的に認められることを要すると考える。

5 本決定の事案におけるあてはめ

本論稿で検討した判断枠組みが実際の事例であてはめ可能でかつ妥当な結論を導ける

69) 全部買付けによる公開買付けの場合、買付期間中において買付価格と市場株価との間で裁定取引が働き、市場価格が買付価格と同水準で推移する。また、部分買付けの場合と異なり手残り株を抱えるリスクがない。このことから、株価に及ぼす影響、ひいては投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度が極めて大きいといえる。この点について、井上光太郎「TOB（公開買付け）と少数株主利益」商事 1874 号 34 頁、40 頁（2009）、鈴木一功「日本の株式公開買付（TOB）前後の株価変動を用いた買収に伴う私的便益の推定」フィナンシャル・レビュー 121 号 53 頁、57 頁（2015）参照。

70) 山下・前掲注 23)26 頁。

か、本決定が前提とする事実関係に照らして検証する。

(1) 事実の概要

本決定の前提とする事実関係は概ね以下の通りである。

① 被告人株式会社 Y1 (以下「被告会社」という。) は、本件当時、投資顧問業者として関東財務局長の登録を受けるとともに、内閣総理大臣から投資一任契約に係る業務を行うことの認可を受けて投資事業組合等と投資一任契約を締結して同契約に係る業務を行っていた。被告人 Y2 (以下「被告人」という。) は、被告会社の取締役であって、その実質的経営者であったもので、被告会社及び同社が運用する投資事業組合等を統括していた (以下、被告人が統括していた会社等を「Y2 ファンド」という。)

② 被告人は、株式会社 a (以下「a 社」という。) の株券 (以下「a 株」という。) の多数を取得すれば、同社が筆頭株主の地位にある株式会社 b の経営も間接的に支配することに着目し、Y2 ファンドにおいて、最終的には a 株を高値で売却し利益を上げることを目的として、平成 13 年 1 月から本件当時まで、a 株を順次買い付けていた。

③ A (以下「A」という。) は、本件当時、株式会社 c (以下「c 社」という。) の代表取締役兼最高経営責任者として、同社の業務全般を統括し、B (以下「B」という。) は、同社の取締役兼最高財務責任者であり、財務面の責任者であった。

④ 被告人は、A 及び B に対し、平成 16 年 9 月 15 日、a 株の 3 分の 1 を取得すれば、Y2 ファンドが保有する a 株 18% と合わせて、同社の経営権を掌握でき、たとえ失敗しても株式会社 b による a 株の公開買付けなどに応じればリスクはないなどと、a 株の大量買集めを働き掛けた。A 及び B は、その直後から、翌年 6 月の a 社定時株主総会において同社の経営権を取得するため、a 株の 3 分の 1 の買集めに強い興味を持ち、その実現のための資金調達や具体的方策の検討を c 社の従業員らに指示した。

⑤ 上記従業員らの検討も踏まえて、A 及び B は、同年 11 月 8 日までに、3 分の 1 を

目標に a 株を購入するための作業等を行っていく旨の決定をした。

⑥ その後、c 社側からの要請で、同年 11 月 8 日、Y2 ファンド側との会議が同ファンドの会議室において開催され、その場で、被告人は、B が「資金のめどが立ったので、具体的に進めさせていただきたい。」旨の発言をし、A 及び B が a 株の 3 分の 1 の取得を目指す旨の決意表明をするのを聞いた。

⑦ 同年 11 月 8 日の段階で a 株の 5% の取得には約 98 億円を要するところ、B は、同年 10 月 19 日までの段階で、a 株の大量買集めのための資金として、借入資金の 200 億円と c 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。また、同年 9 月末の時点での c 社の財務状況は、その公表情報によれば、現預金資産が、連結で約 454 億円、単体で約 309 億円などというものであった上に、同年 9 月 16 日には、500 億円のユーロ円建転換社債の発行を大手証券会社から提案されていた。

⑧ 被告人は、本件当時、c 社の企業規模、経営内容等について十分把握していた。

⑨ 被告人は、被告会社の業務及び財産に関し、同年 11 月 9 日から平成 17 年 1 月 26 日までの間、東京証券取引市場第 2 部等において、被告会社が運用する投資事業組合等の名義で、a 株合計 193 万 3100 株を価格合計 99 億 5216 万 2084 円で買い付けた。

⑩ c 社は、最終的に転換価額修正条項付転換社債の発行により約 800 億円の資金調達を実現して同年 2 月 8 日から a 株の買集めに着手し、同日 a 株の 5% 取得を公表した後、同年 3 月 25 日には、a 社の総株主の議決権数の過半数を取得するに至った。

⑪ 被告人は、同年 2 月 8 日、Y2 ファンドが所有する a 株 (634 万 8950 株) の約半分を 1 株 6050 円で c 社に売却し、さらに、c 社による a 株 5% 取得の公表を受けて a 株が高騰する中、同月 10 日、a 株 157 万 8220 株を 1 株平均 8747 円で売却するなどし、Y2 ファンドは多額の利益を得た。

(2) あてはめ

まず、「決定事実の規模」について、本件では、決定権限者である A 及び B が、a 株

の3分の1の買集めに意欲を持っていた。3分の1というのは規制されている5%以上の買集め行為⁷¹⁾と比べて規模の大きいものである。もっとも、上記事実からは、プレミアムの大きさや買集めの方法などが明らかでなく、「決定事実の規模」が極めて大きいといえるか判断することは困難である。

そこで、仮に「決定事実の規模」が極めて大きいとはいえないとして、「決定事実の具体性」と「決定事実の実現可能性」が具体的に認められるか検討する。

A及びBは、平成16年9月15日に被告人から、a株の大量買集めの働き掛けを受け、同日の会議の直後より資金調達や具体的方策の検討をc社の従業員らに指示した。この段階では、c社としては、a社に関する話を聞いたばかりであり、買付対象会社は特定されているものの、検討の端緒ともいべき段階であるから、a株の大量買集めが可能であるかどうか判断する根拠が得られるほど、決定事実が具体化しているとはいえない。もっとも、その後2か月弱にわたり検討を行った後の、同年11月8日の段階では、c社側からの要請でY2ファンド側との2度目の会議が開かれ、A及びBがa株の3分の1の取得を目指す旨の決意表明をするなど、c社としてa株の買集めについて意思決定の確実性が高まっている。そして、資金調達についても同年9月末の時点でのc社の財務状況は、その公表情報によれば、現預金資産が、連結で約454億円、単体で約309億円などというものであった上に、同年9月16日には、500億円のユーロ円建転換社債の発行を大手証券会社から提案されていたのである。このように2か月弱にわたる検討とY2側との2度目の会議の開催により、「決定事実の具体性」が高まる中で、c社の意思決定の確実性が高まり、資金調達の可能性も一応あったことを

考えると「決定事実の実現可能性」もあったといえることができる。

したがって、「決定事実の規模」が極めて大きいとはいえないとしても、「決定事実の規模」、「決定事実の具体性」、「決定事実の実現可能性」がそれぞれ具体的に認定できる同年11月8日の段階で、一般投資者が本件の内部情報を知ればa株を買うと考えられ、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度に達したといえることができるから、「決定」があったと認められる。

(3) 検証結果

上記V5(2)では、平成16年11月8日の段階で「決定」該当性を認めたが、これは、結果としては本件控訴審判決が同年11月8日の会議を設定しようとしたことにつき了承を与えた段階において「決定」該当性を認めたことに近いものとなった。本件控訴審判決の結論については、実務上肯定的な評価もあり⁷²⁾、概ね妥当な結論が導けたといえる。

VI. 本決定の隠れた考慮要素の可能性

本決定は最高裁判例であるから、実務は基本的に本決定に従うことになる。本論稿の最後に、本決定の実務的な重要性に鑑み、規範の検討だけでなく、事実の側面からも若干の検討を行う。

本決定は、規範に関して、上記IV5で述べたように、本件第一審判決に近い立場であると評価されているが、結論については本件控訴審判決の判断を是認している。すなわち、本件第一審判決が、平成16年9月15日の段階で「決定」該当性を認めたのに対し、本決定は上記V5(1)⑤の時点で、c社従業員らの検討も踏まえて同年11月8日までに「決定」をしたとの認定を是認したのである⁷³⁾。

71) 法167条3項は、公開買付者等関係者から公開買付け又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公開買付け等に係る株券等の取引を規制しているところ、施行令31条は、会社の総株主の議決権数の5%以上の株券等の買集めを、公開買付けに準ずる行為と定めている。

72) 太田=宇野・前掲注68)3頁は、本件控訴審判決の判示に概ね肯定的な評価がなされているとし、大森泰人「村上ファンド事件ふたたび」金法1959号80頁,81頁(2012)は、本件控訴審判決の判断は常識的に思われるとする。

73) なお、木目田=上島監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編・前掲注4)110-111頁[山田将之]は、本決定が上記V5(1)④から⑦の事実を照らし、「決定」があったと認めるに十分であると判示することから、平成16年11月8日に被告人が、A及びBが決意表明するのを聞いたことや、同日の段階での資金準備状況等を

本決定の規範に純粹に従えば、同年9月15日の段階で、被告人はa株の買集めに強い興味を持って従業員らに資金調達や具体的方策の検討を指示しているのだから、実現を意図して公開買付け等に向けた作業等を会社の業務として行う旨の「決定」をしたとしてもよさそうである。本決定が本件控訴審判決の結論を是認し、本件第一審判決のあてはめによるべきとしなかった点について考えたい。

この点について、本件では、被告人が重要事実の伝達を受けたのが平成16年11月8日であるから、本罪の成立を認めるためには同年11月8日までに「決定」が認定されれば十分であり、同年9月15日の段階での「決定」該当性を判断する実益がないから、本決定は判断を差し控えたのだという考えもあるが⁷⁴⁾、異なる考え方もある。すなわち、本決定が本件第一審判決と異なる認定を是認したのは、当該案件が成熟し、その内容が具体化していく過程に注目していると読み取るのである⁷⁵⁾。

本決定が、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しながらも、同年9月15日の段階で「決定」を認めるのを困難だと考えた可能性は否定できない⁷⁶⁾。「決定事実の具体性」等、何らかの隠れた考慮要素による限定付けによって、本件第一審判決の認定したような検討の端緒ともいうべき時点における「決定」該当性は、否定される可能性があるといえるのではないだろうか。

VII. おわりに

本論稿では、裁判所の法解釈とそれに関連する学説の対立を分析し、それぞれの論拠、さらには重視していることを明らかにすることで、両者の重視することに配慮した折衷的な規範の案を示すことを可能にした。

投資行動基準によりつつも、立法の経緯に

も配慮すべきとする学説は他にもあるが、投資行動基準による考慮要素の総合考慮の方法を具体的に示したものは見受けられない。本論稿が、事実の規模と実現可能性の掛合わせという、理論的に有力な見解の基本的な定式を保ちつつ、規制の明確性を重視したという立法の経緯を没却することのないような判断枠組みを示したことが、規制の趣旨に照らした理論的な規制範囲の問題と規制の実効性を確保するという現実的な問題とを結びつけるきっかけとなり得ることを期待する。

なお、最後に検討したように本決定は隠れた考慮要素による何らかの限定を加えることを否定はしていない。本論稿では、学説で様々挙げられる考慮要素を整理し、消極的要件として必要になるものを絞ったが、このような試みにより、本決定のみならず今後のインサイダー取引事件で隠れた考慮要素が現れた際の分析の手がかりになれば幸いである。

* 謝辞

本論稿は、筆者が2018年度に執筆したりサーチペーパーに、加筆・修正を施したものである。

本論稿の執筆にあたっては、多くの方々のご支援をいただいた。特にサーチペーパーの指導教官である飯田秀総先生には検討の初期の段階から貴重なアドバイスをいただいた。本論稿の執筆にあたりお世話になった方々に、心より感謝申し上げる。

(はらさわ・しょうた)

踏まえていることに着目し、本決定が11月8日に「決定」があったと考えていると思われるとする。

74) 橋爪・前掲注2)236頁。佐藤・前掲注19)37頁注8も参照。

75) 内田・前掲注2)109頁。橋爪・前掲注2)238頁も参照。

76) 橋爪・前掲注2)236頁、238頁。