

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

近年の金融商品取引法に関する判例 ―インサイダー取引規制における「公表」の意義―

2017年4月28日（金）15:00～17:02

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所3階301会議室

### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学法学部教授

## 近年の金融商品取引法に関する判例

### —インサイダー取引規制における「公表」の意義—

同志社大学法学部教授

川 口 恭 弘

#### 目 次

#### I. 「公表」概念

1. 事実の概要
2. 論点
3. 原審の判断

#### 4. 最高裁決定

5. 検討  
討論

○伊藤 定刻になりましたので、4月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、近年の金融商品取引法（以下「金商法」という）に関する判例について、川口先生からご報告をいただきます。よろしくお願いします。

○川口 本日は、近年の金商法に関する判例のうち、インサイダー取引規制における「公表」概念が争われた事例を中心に、現行法の課題などを含めて総合的な検討をさせていただきたいと思います。配付資料としましては、新聞記事の抜粋付きのレジュメと最高裁の決定文をお配りしています。

#### I. 「公表」概念

ご存じのように、我が国のインサイダー取引規制は、会社の内部者が内部情報を知った場合に、それが公表されるまで、その会社の証券について取引が禁止されるというものです。言い換えますと、公表が行われた後は、取引を行っても罰せら

れないということになります。そこで、取引がなされたのは事実として、その前に公表があったと言えるかが争われたわけです。

この事件は、被告が現役の経済産業省大臣官房審議官であったこともあり、学界のみならず、社会的にも大いに注目されたものです。以下では、被告をYとします。第一審の東京地裁判決は、起訴事実を全面的に認め、Yを有罪としました（東京地判平成 25 年 6 月 28 日判例時報 2203 号 135 頁・資料版商事法務 393 号（2016 年）138 頁）。第二審の東京高裁判決もYの控訴を棄却しました（東京高判平成 26 年 12 月 15 日資料版商事法務 393 号（2016 年）130 頁）。事件は最高裁で審理されまして、平成 28 年 11 月 28 日の決定で上告が棄却され、Yの有罪が確定しました（最決平成 28 年 11 月 28 日最高裁判所刑事判例集 70 巻 7 号 609 頁・資料版商事法務 393 号（2016 年）129 頁）。

#### 1. 事実の概要

本件では、公訴事実が2つあります。

〔公訴事実第1〕

まず第1の事実（以下「甲事件」という）の概要は以下のとおりです。

NEC エレクトロニクス株式会社（以下「A会社」という）は、いわゆるリーマンショックにより業績が悪化していたところ、株式会社ルネサステクノロジ（以下「B会社」という）との事業統合の話が前向きに検討されるようになりました。

平成21年3月6日に、A会社のC社長が次期社長Dと会談しまして、事業統合に向けた交渉を開始することに合意しました。下級審では、この時点で、インサイダー取引規制における「重要事実」が発生したとされています。

3月9日には、半導体業界全体に対する調整を行う経済産業省に対する報告が必要であると考え、A会社のE専務が同省を訪問しまして、そこで担当審議官としてYは上記事実（合併についての決定）を知ったわけです。

その後、4月16日に日本経済新聞にこの事業統合に関する報道がなされました（①）。それが平成21年4月16日の日本経済新聞朝刊の記事です（資料「新聞記事1」）。この後、他社によっても後追い記事が掲載されています。本報道に関しまして、同じ日に、A社による適時開示がなされています（②）。その内容は、本日付の半導体事業再編に関する一部報道については、当社が発表したものではなく、報道されたような事業再編について当社として決定した事実はない、という趣旨ものでした。本件の争点の一つは、これらの時点で「公表」があったと言えるかです。すなわち、「公表」があったとすれば、後のYの取引は「公表後」の取引として合法になります。結論として、裁判所は、この時期に「公表」があったというY側の主張を退けています。

Yは、4月21日から27日にかけて、妻名義でA会社株式5,000株の買付けを行いました。代金にして合計489万7,900円とのことです。そして、4月27日午後3時に、A社によって、本件事業統合に関する適時開示がなされています（③）。最終的に裁判では、この時点での適時開示により「公

表」があったとされています。

なお、余談ですが、その後両会社は合併しまして、現在では、ルネサスエレクトロニクス株式会社として事業を展開しています。そして、平成23年に東日本大震災で主力工場が被災したことで経営が悪化しまして、産業革新機構からの出資を仰ぎ、経営再建がなされています。昨日の日本経済新聞の一面には、その再建が完了し、産業革新機構が株式の売却をすると報じられています。この時点で公表があったのかという話にまたなるのかもしれませんが。（笑）

#### 〔公訴事実第2〕

次に、第2の公訴事実（以下「乙事件」という）の概要は以下のとおりです。

エルピーダメモリ株式会社（以下「F会社」という）は、世界的な供給過剰を原因とするDRAM価格の大幅な下落等による売上減少のために業績が悪化しました。同社の純資産が借入先銀行との間で締結している財務制限条項に抵触するまで減少し、借入金の一括返済を求められかねない状況に陥りました。そのため、日本政策投資銀行（以下「G銀行」という）に対して資金援助を求めましたが、なかなかよい返事をもらうことができませんでした。

この当時、日本では、事業の再編成等を円滑にするために、各種の法律の特例を定める産業活力再生特別措置法（以下「産活法」という）の改正が検討されていました。Y側の主張によればということですが、平成21年1月末に、F会社のH社長がG銀行に対して第三者割当増資を行う準備を進めることを決定したとされています（④）。そのため、この時期にインサイダー取引規制における重要事実が発生したかどうかが問題とされているわけです。もっとも、裁判所の認定では、この時期には、産活法の改正内容は閣議決定さえされておらず、F社側で具体的な制度内容を認識していたと認める証拠もないことから、産活法に基づく第三者割当増資の実施に向けて準備を行うこと

はあり得ないとして、重要事実の決定があったことは否定されています。

2月4日に、日本経済新聞などによって、F社が産活法を使って資本増強する方向である旨の報道がなされました（資料「新聞記事2」）。同日、F会社の適時開示がなされています（①）。これは、「本日、一部報道機関より、当社が公的資金の申請を検討しているとの報道がなされておりますが、当社から発表したものではありません。今後、産業再生法改正法が成立した場合には、資本増強の選択肢の一つとして、検討したいと考えております。開示すべき事項が生じた場合には、速やかに開示いたします」という内容のものでした。

また、2月6日には、株式関係の新聞記者等の報道関係者向けに東京証券取引所（以下「東証」という）の兜俱樂部で、投資家やアナリスト向けには別の場所で、それぞれF社の決算説明がありまして、同社のH社長が、改正後の産活法に基づくスキームを申請するかは、大きな選択肢の一つであるという発言をしています（②）。裁判では、これらの時点で「公表」があったかが問題となったわけですが、結論として、裁判所はこれを否定しています。

3月26日に開催されたF社の取締役会において、H社長は、産活法に基づく事業再構築契約の認定申請やG銀行に対する第三者割当増資を行う等の準備をすることの承認を求めています（③）。この点については、H社長から、それまで数名で申請作業を進めていたが、それを全社的に行うためには取締役会の承認が必要であると考え、その承認を得る手続をとったという供述がなされているようです。裁判所は、この時点で「重要事実」が発生したと認定しています。

5月12日にもF会社による決算説明が行われていますが、その内容は2月6日のものと同様、産活法に基づく第三者割当増資の実施は選択肢の一つであるというものでした（④）。前述のように、裁判では3月26日に重要事実が発生したと認定されていますので、この決算説明が「公表」

に当たる場合に、その後の取引は合法となります。Y側からこのような主張がなされていますが、下級審判決においては、これは否定されています。

5月15日と18日に、Yによって、妻名義でF会社株式3,000株の買付けがなされています。代金合計は305万9,000円です。そして、6月15日に開催されたF会社の取締役会で、産活法に基づく事業再編計画の認定申請の決議がなされ、実際に22日に申請が行われ、30日に経済産業大臣により申請が認められています。F会社は、30日の午前11時10分に経済産業大臣による認定を受けたこと、及びG銀行を割当先とする第三者割当増資（優先株の発行）を行うことを含む適時開示を行っています（⑤）。原審では、この時点で初めて「公表」があったと認定しています。したがって、先ほどのYの取引は公表前のものであり、インサイダー取引規制に違反するものとされたわけです。

なお、順番が前後しますが、Yがインサイダー取引規制の適用を受けるには、Yが会社関係者または会社関係者から情報の伝達を受けた情報受領者である必要があります。この点、第一審判決では、Yは経済産業省大臣官房審議官であり、金商法166条1項3号の「当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者」に該当すると判断しています。この点については、Yは争っていないようです。

## 2. 論点

これらの事実をもとに、本件では以下の3つの論点があります。

### （1）重要事実の発生時期

まず、第1の論点は、「重要事実の発生時期」です。甲事件では、A会社がB会社と合併することについての決定が重要事実となります。決定事実は、ご存じのように「業務執行を決定する機関」が決定したことを要しますが、本件では、A会社のC社長がこれに該当するかどうかの問題となり

ます。

次に、乙事件では、F 会社が G 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が重要事実となります。同様に、F 会社の H 社長が「業務執行を決定する機関」と言えるかが問題です。なお、乙事件では、重要事実の発生が平成 21 年 1 月末 (㉞) であるのか、3 月 26 日 (㉟) であるのかが争われています。

## (2) 公表の時期

次に、「公表の時期」がいつであるのかが論点となります。前述のように、「公表」の時期によって、取引が違法か合法か分かれるためです。甲事件では、重要事実が 3 月 6 日に発生したとして、公表が Y の取引の前の 4 月 16 日であれば (㉑㉒の場合)、Y の取引は合法となり、公表が Y の取引の後の 4 月 27 日であれば (㉓の場合)、その取引は違法となります。

乙事件では、少し複雑なのですが、重要事実の発生時期が 1 月末の場合 (㉞の場合)、公表が 2 月 4 日、2 月 6 日、5 月 12 日であれば (㉑㉒㉓の場合)、Y の取引は合法となりますが、それが 6 月 30 日であれば (㉔の場合)、Y の取引は違法となります。また、重要事実の発生時期が 3 月 26 日の場合 (㉟の場合)、公表が 5 月 12 日 (㉓の場合) であれば、Y の取引は合法ですが、公表が 6 月 30 日であれば (㉔の場合)、それは違法となります。

## (3) 重要事実の公知の評価

最後の論点は、仮に重要事実の公表前の取引であっても、Y の取引の時点でその情報が公知のものとなっていた場合には、インサイダー取引規制は解除されるのかというものです。そこでは、インサイダー取引規制の保護法益と公表概念が法定されている趣旨からの検討が必要になります。

## 3. 原審の判断

本件は、基本的に事例判決です。両事件ともに、事実認定の多くは下級審で行われていますので、

ここでは、さきの各論点について原審の控訴審判決の判断を紹介することにします。

### (甲事件)

甲事件では、まず論点 (1) について、「業務執行を決定する機関」は C 社長であるとしています。そこでは、個人の場合には、その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」があったとしている点が注目されます。その上で、3 月 6 日の D との会談において「決定」がなされたと認定されています。

論点 (2) については、「公表」は、売買を解禁する要件であり、客観的に明確である必要があるとした上で、4 月 16 日の日本経済新聞の報道は「公表」には当たらない、すなわち㉑は公表に当たらないとしています。そこでは、情報源を明示しないいわゆるリーク情報の提供は、事実上取締役や担当者によってなされたものであるとしても「公表」にはならないとしている点が注目されます。さらに、同日 A 社は適時開示をしていますが、これも「公表」に当たらないとしています。㉒は公表には当たらないということです。後述するように、適時開示自体は公表があったと言えるものですが、そこでは、適時開示の内容が合併の決定を否定するものであり、この点で、合併の決定を「公表」するものとは言えないとしているわけです。その上で、本件では、公表は 4 月 27 日 (㉓の時点) にあったとされています。したがって、Y の取引は公表前のものとなり、違法と判断されました。

論点 (3) につきましては、報道があったことは公知と言えるけれども、報道内容である事実は決して公知とは言えないとしています。すなわち、4 月 16 日の適時開示は、先ほどから言っているように事実を否定するものでありますし、また新聞記事は信頼性に疑問が生じるものであり、一般投資家にとって確実な情報とはなり得ないとの判断が示されています。原審では、乙事件でも同様ですが、情報が公知になった場合に取引が解禁され

るかという問題を正面から取り上げずに、情報がそもそも公知になっていないとして、この問題を処理しているわけです。

#### （乙事件）

乙事件では、論点（１）について、重要事実が１月末の時点で発生したのか（㉒）、３月２６日の段階で発生したのか（㉓）が問題となります。原審判決は、後者であるとし、前者の段階では具体的な産活法の内容が把握できず、制度の具体的な適用を検討することは不可能であったとして、重要事実がこの時点で発生したことを否定しています。

次に、論点（２）については、重要事実が改正後の産活法を活用した第三者割当増資の実施の決定や準備であるところ、適時開示や決算報告の内容が、改正法に基づく申請は選択肢の一つと述べているにすぎず、具体化された内容を含んでいないとして、重要事実の公表があったとは言えないとしています。そこでは、後に議論しますように、重要事実が公表されたとするためには、ある程度具体的な実体を備えた事柄を決めたものでなければならないとされている点が注目されます。

そして、論点（３）につきましても、甲事件と同様に、社長の発言は公知であるとしても、その発言内容では、増資の準備や検討の開始という事実が公知になったものとは言えないとして、重要事実が公知になったという点を否定しているわけです。

#### ４．最高裁決定

本件について、Ｙの上告を受けて、最高裁は、甲事件に関し職権で判断を行いました。論点（１）については特に言及はなく、下級審が認定した、重要事実の発生日が３月６日であることを前提に、以下の論点について判断が下されています。少し詳しく述べたいと思います。

論点（２）に関しては、金商法が「公表」の定義を限定列挙の上、詳細に規定している点につい

て、まずその趣旨を明らかにしています。すなわちその趣旨は、「投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報が、法令に従っ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・公正およ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」と述べています。すなわちその趣旨は、「公平かつ平等な情報の提供」と「処罰対象となるか否かの基準の明確化」にあるということが明言されています。

その上で、公表の方法については、「報道機関が行う報道の内容が、同号（報告者注：金商法施行令 30 条 1 項 1 号）所定の主体によっ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態様で行われることを前提としている」とし、また、「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」との枠組みを提示しています。

そして、本件事実への当てはめがなされていて、「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金商法施行令 30 条 1 項 1 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、……報道機関に対する「公開」はなされていないものと認められ、法 166 条 4 項による重要事実の「公表」があったと認める余地もない」としています。

すなわち、インサイダー取引規制の公表の概念は、報道機関への情報の「公開」がある必要があるところ、その公開があったとは認められず、したがって「公表」もなかったということになります。このような立場は、基本的に原審判決と同様

のものであると考えられます。

次に、論点（３）については、「重要事実の存在を推知させる報道がなされた場合に、その報道内容が公知になったことによりインサイダー取引の効力が失われると解することは、当該報道に法166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法令の趣旨と基本的に相容れない」としています。前述のように、下級審では、事実が公知になっていないとして、取引は解禁されないと判断したわけですが、最高裁は、この論点に正面から向き合い、公知と公表を同じに扱うことができず、情報が公知となったとしても、インサイダー取引規制が解除されることはないという立場を明らかにしました。

## ５．検討

### （１）重要事実の決定（論点１）

まず、甲事件と乙事件において、いつ重要事実が発生したのが問題となります。インサイダー取引規制では、発生事実、決定事実などが規定されています。決定事実については、「業務執行を決定する機関」が決定した時点で重要事実になります。

#### ・「業務執行を決定する機関」の意義

何が「業務執行を決定する機関」であるのかについては、日本織物加工事件最高裁判決がリーディングケースです。そこでは、「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」とされています。本件の下級審判決でもこの立場を踏襲し、甲事件ではC社長、乙事件ではH社長が「業務執行を決定する機関」とであるとされました。

この点についての地裁判決の評釈ですが、甲事件について、「業務執行を決定する機関」の認定が甘いのではないかという批判がなされています。すなわち、日本織物加工事件最高裁判決では、会

社の代表取締役が、商法所定の決定権限のある取締役会を構成する各取締役から実質的な決定を行う権限を付与されていたものと認められるから、「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るとされています。さきの批判は、本件ではこのような取締役会からの権限付与が認定されていないというものです。

取締役会からの権限委任は一例でしょう。それ以外にも実質的な決定権限がある場合はあり得るかと思いますが、いずれにせよ、その立証がなされていないという批判かと思いますが。このような批判は、社長の内心にある決定案の外部への発露が自動的に「業務執行を決定する機関」による決定とされるとすれば、処罰の範囲が広がり過ぎることを懸念するものです。

また、研究会のメンバーの松井先生も、より丁寧な説明があってもよかったと述べられています。このような批判に応えるものかどうかはわかりませんが、控訴審判決では、「事業統合の決定権限は取締役会にあるが、統合に向けた準備、調査はC社長の決裁により可能とされていた」とわざわざ書かれています。もっとも、C社長の決裁により可能とされていたという点の詳細は明らかにされていません。

なお、乙事件については、H社長が「業務執行を決定する機関」である点は、特に問題は指摘されていないようです。しかし、判決によれば、H社長が取締役会に諮ったのは、全社的に計画を進めて行くためには取締役会の承認が必要であったから、と供述しているようでありまして、これを文字どおりに読めば、実質的な決定権を有していたのは本当にH社長であったのか、それは取締役会ではないのかという疑問もあります。もっとも、いずれにせよ、Hが「業務執行を決定する機関」として、F社の取締役会の開催日である3月26日に重要事実が発生しているとされますので、重要事実の発生日という点で、どちらをとっても差異はないということになるかと思います。

#### ・重要事実の発生時期

次に、重要事実の発生時期について、甲事件では、C社長とD次期社長の会談で、本件事業統合に向けた交渉を進めることについて合意がなされたわけですが、この時点をもって重要事実が決定されたとしています。

控訴審判決では、決定権者が単独体の場合には、「決定」があったというためには、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が必要と述べている点が注目されます。この点、日本織物加工事件最高裁判決では、「今回はぜひ実現したいので、よろしくお願いします」という発言があったことで「決定」を認定しています。この点について、日本織物加工事件の調査官解説では、社長が内心において既になしていた第三者割当増資についての決断を外部にわかる形で表明したものと解説されています。さきの本判決の立場は、これらの立場を踏襲するものと言えようかと思えます。

また、乙事件では、さきに述べたように、「業務執行を決定する機関」であるH社長が、取締役会に第三者割当増資の実施の準備を検討する旨の報告をした時点で、重要事実の決定があったとされています。その際、控訴審判決では、決定事実がある程度具体的な実体を備えた事柄でなければ「決めた」ということにならないということを強調している点が注目されます。

ところで、日本織物加工事件最高裁判決は、「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」、さらに、村上ファンド事件最高裁決定も、「『決定』をしたとは、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を決定したことをいうものであり、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」としてい

ます。この点で、これらの最高裁の立場とさきの本件原審判決との関係が問題となります。両者は矛盾するものなのでしょうか。

両者が矛盾するとして、控訴審判決の立場を問題視する見解もあるようです。もっとも、以下のように考えられるのではないかと思います。すなわち、まず日本織物加工事件・村上ファンド事件における最高裁判決・決定の立場は、決定した事実が将来に具体的に実現するかどうかを問題にするものです。すなわち、第三者割当増資の実施を決定したものの、その実現の可能性が全くない場合は別として、そうでない場合は、実現可能性の程度は問題としないというものです。

これに対して、本件控訴審判決の立場は、事実を決定する場面を問題としまして、具体的な内容、すなわち第三者割当増資の前提となる産活法の改正内容が明らかでない場合は、第三者割当増資の内容を決めることができないのであって、その決定はできないというものです。言い換えますと、最高裁の立場は、本件に当てはめてみますと、産活法に基づく第三者割当増資を決定したけれども、それが首尾よくいかない可能性がある場合でも重要事実になるとしているもので、本件控訴審判決は、そもそも第三者割当増資の詳細を決めることができないので、決定自体がないと判断しているものと言えるのではないかと思います。

#### (2) 「公表」の意義（論点2）

##### ・「公表」の定義

次に、本件では公表の意義が争われていまして、この点での先例を提示しています。ここで、法律が定める「公表」の定義について確認をしておきたいと思います。

金商法 166 条 4 項は、「公表がされたとは、次の各号に掲げる事項について、それが当該各号に定める者により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をいう」と定めています。これを受けまして、政令である金商令 30 条 1 項 1 号は、「上場会社等を代表すべ



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が当該重要事実等を次に掲げる報道機関の2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等……の周知のために必要な期間が経過したこと」と定めています。周知のために必要な期間は、金商令30条2項で「少なくとも2の報道機関に対して公開した時から12時間」ということになります。

この場合、報道機関へ重要事実が公開され、そして12時間が経過したことが必要になります。換言しますと、報道機関が公開された重要事実を報道しなくても、12時間経過すれば公表されたことになりそうです。重要事実が報道されなければ、一般投資家は重要事実を知りようがありません。本件最高裁決定は、インサイダー取引規制の趣旨が、情報が公平かつ平等に投資家に開示されることにあるとして、さらに「公表」の意義に関して、投資家が情報を確定的に知ることができる態様で行われることが前提となると述べていますが、現行法の公表概念では、報道されなくても公表に該当する可能性を残している点で、その趣旨が徹底されていないようにも思います。ただし、報道機関により報道されたことまで必要となると、ニュースの報道時間も異なるでしょうし、公表時期の認定が難しくなるため、現行法の規定は、その点ではやむを得ないと言わざるを得ないところです。

さらに、公表の定義として、金商令30条1項2号は、「上場会社等の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所の規則の定めるところにより、当該上場会社等が、重要事実等を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された重要事実等が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆縦覧に供されたこと」と定めています。詳細は省略しますが、取引所の適時開示、例えば東証のTDnetなどの開示があった場合に、公表がなされたものとなります。

報道機関への情報の公開については、公表概念として妥当であるのか、以前から議論がありまし

た。その後、前述のように、取引所の適時開示があった場合でも公表があったとされる改正がなされました。そこでは、重要事実が取引所に通知されただけではだめで、情報が開示されなければならない、さきの報道機関による報道よりも、公表の時期が明確になったわけです。

#### ・スクープ記事と「公表」

さて、甲事件では、報道機関によるリーク報道（情報源を明らかにしない報道）で「公表」があったと言えるかが争われています。金商法では、別の場所で「公表」の定義が規定されています。例えば、継続開示書類に虚偽記載があった場合の発行者の民事責任の推定規定では、「当該書類の提出者又は当該提出者の業務若しくは財産に関し法令に基づく権限を有する者により、当該書類の虚偽記載等に係る記載すべき重要な事項または誤解を生じさせないために必要な重要な事実について、第25条第1項の規定による公衆の縦覧その他の手段により、多数の者の知り得る状態に置く措置がとられたこと」と規定されています。この「公表」については、ライブドア事件の地裁判決では、「法令に基づく権限を有する者」の中に検察官が含まれるかが問題となりましたが、さらに、公表の主体となり得る者による情報発信であったとしても、情報源が明らかでないリーク報道は単なるうわさとの区別が困難であり、当然「公表」に当たらないとされている点が注目されます。

スクープ記事の掲載が公表に当たるかという問題については、インサイダー取引規制の立法当初から認識されていました。すなわち、証券取引法を含めた金商法の法解釈が問題となった場合に、必ず引用される横畠裕介氏の著書「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」（1989年）では、「いわゆるスクープは、その取材源が明らかでないものも多く、発行会社の判断と責任において発表した事実の報道とは限らないことから、いわゆるスクープをもってインサイダーによる取引の禁止を解除することは適当でないといわざるを得ない」

(134 頁)とされています。また、別のものでも、情報源が明確でないものは、記事に正確性、情報の全体性(一部)においてさまざまであり、公表とするには適当でないとするものもあります(三國谷勝範編著「インサイダー取引規制詳解」(1990 年)110 頁)。このように、立案担当者は、立法の当初から、スクープ記事の掲載をもって「公表」があったとする見解に否定的です。その根拠は、情報源が明確でなく、提供された情報が不正確である可能性があるというものです。

学説も、おおむねこれに賛成の立場が多いように思います。さきの立案担当者の見解とは言い回しが異なるのですが、次のような見解もあります。すなわち、インサイダー取引規制を適用するかどうかは、リークによる報道によって決定内容がどれほど株価に反映されるかが重要であるとした上で、リークにより決定事実の全てが株価に反映されるのであれば、内部者が利得することはないため、規制を行うことは不要となるものの、通常は、報道内容が真実ではないリスクがあるため、完全には決定事実を織り込んだ株価形成がなされず、その結果、やはり規制が必要になるというものです(久保田安彦「インサイダー取引と重要事実の公表の意義」(ジュリスト 1479 号(2015 年)116 頁))。

本件で、リーク記事の掲載などで株価が大きく変動したのであれば、それをもって公表に準ずる扱いをすべきという考え方もあり得るのかもしれませんが、そこで、本件の甲事件のA社の株価の推移を調べてみました(レジュメ 9 頁)。実は、A社の株価はなぜか4月に入り徐々に上がり始めていまして、平成 21 年 4 月 16 日の日本経済新聞の報道があった日、終値は 100 円程度上げています。しかし、その日、A社によってその事実を否定する適時開示がなされていることから、この値上げが報道記事を信じた分であるかどうかはよくわかりません。

なお、公表によって重要事実が株価に反映されるとして、本件で公表があったとされる 4 月 27 日

以降、むしろ株価は下がっています。本件の合併は株価を引き上げる情報であるはずなのですが、市場はそれまでに既に情報を織り込み済みであったということでしょうか。しかし、それは 4 月 16 日のスクープ記事を契機とするものではなさそうです。

次に、乙事件のF社の株価も調べてみました(レジュメ 10 頁)。平成 21 年 2 月 4 日の日本経済新聞の報道があっても、株価に顕著な動きはありませんでした。この数日、株価は上昇傾向にあったため、値上がりは報道を契機としたかどうかは不明です。2 月 6 日の決算説明があった後も、少しだけ値を上げています。むしろF社の株価が急激に上昇するのは、4 月に入ってからです。重要事実の決定自体は 3 月 26 日ですが、株価が上がるのはそれより少し後でして、このころから市場が情報を反映し始めたと考えられます。5 月 12 日の決算説明で株価が急激に上昇したということはなかったようです。その後、株価は高値で推移し、最終的に公表があったとされる 6 月 30 日にはほとんど株価は動いていません。

このような検討をする意味がどこまであるのか不明ではあり、また、サンプル例が少なく一般化することもできないと思いますが、これらのデータからは、理論的には、公表があったならば株価が上昇すると考えられるものの、実際にはそれほど顕著な動きはなかったこと、さらに、リーク報道などがあっても、本件に限っては、株価に大きな影響はなく、公表があったとすべき根拠にはなりにくいということだけは言えるのではないかと思います。

#### ・本件最高裁決定の立場

さて、インサイダー取引規制上の「公表」は、報道機関への公開があることが前提とされています。そこで、本件最高裁決定は、リーク記事は報道機関に対する「公開」ではなく、したがって、インサイダー取引規制を解除する「公表」もなかったとしています。そのため、ここにいう「公開」

の意義が問題になります。

この点、再び立案担当者の見解によりますと、「公開」は単なる情報の伝達とは異なり、その情報を一般にオープンにするという要素が加わったものと説明しています。したがって、いわゆるオフレコは「公開」には含まれないことになります。その意味で、「公開」は共同記者発表が典型であるものの、資料配布、ファックスによる送信などでもよい、さらに記者の取材に応じて公開するということもあり得るとしています。

もっとも、さきに見ましたように、法令上、公開の主体は会社の代表取締役等と書かれています。したがって、新聞記者の取材で公開がなされたとされる場合であっても、取材の相手方は会社の代表取締役等である必要があります。甲事件では、新聞報道を見る限り、情報源には全く触れていません。しかし、統合が最終交渉に入ったというようなことを他人がわかるはずもなく、真実はわかりませんが、情報源が会社の関係者である可能性は高かったと思われます。それは、決定文で繰り返し、たとえその主体が法定の者、すなわち会社の取締役等に該当する者であったとしても、と述べていることから推察できます。

そこで、仮に情報源が会社の取締役等であったとして、情報源を明らかにしない場合に、公開、さらに公表があったと言えるかが問題になります。この点、最高裁決定は、公表の定義が、報道機関が行う報道の内容が取締役等によっ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態様で行われることを前提としているから、情報源を公にしないことを前提とする報道機関に対する重要事実の伝達は公開に当たらないとしています。なぜ投資家において情報を確定的に知ることが必要かという点は、情報が法令に従って公平かつ平等に投資家に開示され、これによって投資家の証券市場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趣旨から導かれるわけです。すなわち、情報源を明らかにしない情報では、内部者と内部者以外の情報の

非対称性が解消されていないということかと思えます。

・情報源の明示（特定可能）は不可欠か？

ここでの論点は、情報源の明示あるいは情報源を特定することが可能ということが公表概念に不可欠であるかというものです。学説では、情報源を明らかにしない買収報道がなされた後に買い手側によって当該報道が確認されるなど、情報の非対称性が実質的に解消される場合があるのではないかという見解も述べられています。確かに、投資家の側で報道が事実であるという確認ができた場合には、内部者とその投資家との間に情報の非対称性はなくなります。この点では、インサイダー取引規制を解除してもよいように思います。他方で、その事実を確認できない投資家がいる場合は、やはり規制は継続する必要があるようにも思います。この場合でも、皆が情報を知ることのできる状態であれば話は別ということになりますが、これは論点3で検討の対象とします。

本件最高裁決定は、公表概念が厳格に解釈されなければならないとする理由として、処罰対象となるか否かの基準は明確である必要があるとも述べています。このような立場は、日本のインサイダー取引規制が刑事罰を伴うものであり、罪刑法定主義から構成要件が詳細に規定されたことと整合的なものかと思えます。もっとも、現行法では、重要事実の中で包括条項が規定されており、必ずしも処罰対象が明確であるとも言えません。この点で、基準の明確化の原則は一部崩れていますが、包括条項は、これがないと規制の漏れが生じてしまうために規定されているもので、このような特別の配慮が公表概念を柔軟に解する場合に必要であるかは問題です。

なお、代表取締役が報道機関1社の取材に応じて重要事実を公開し、情報源を明らかにした上で報道がなされた場合に、公表はあったと言えるのでしょうか。規定上は、2社以上の報道機関に情報を公開する必要があります。立案担当者は、複

数の報道機関に対する公開を必要としたのは、報道機関相互の競争により、会社により公開された重要事実等が実際に報道されることの担保として考えられたことによる、と説明しています。すなわち、1社に対する公開であっても、それが正確に報道されたとすれば、規定の趣旨は満たされたとも言えそうです。このような解釈についてご教示をいただければと思います。あるいは、1社の報道がなされても、他の新聞で報道されているかを知ることができないことも多く、取引を行っても、後で述べます故意がないという立場もあり得るところです。

また、新聞報道などでよく「会社関係者への取材で明らかになった」と書かれることがあります。規定上は、会社の代表取締役、当該取締役から情報の公開を委任された者に限定されているわけですが、情報源が明示されている場合とされていない場合の中間にあるようなものについてはどのように考えればよいのか、この点もご教示いただければ幸いです。

#### ・決算説明は公表か？

乙事件では、適時開示・決算説明がなされ、これについては会社の取締役等が情報源であることは明白です。適時開示が公表に含まれることは当然ですが、決算説明は公表に含まれるでしょうか。この点について、公表に当たらないという見解と当たるという見解があります。公表に当たらないという見解は、法律で定めたものではないことを理由とします。公表の概念が厳格なものであるということを前提とすれば、公表に当たると解することができないというものです。これに対して公表に当たるという見解では、2以上の報道機関に対する情報公開として、これは公表に該当する可能性があるとしています。政令では、公開の対象となる報道機関について、①国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社及び当該新聞社に時事に関する事項を総合して伝達することを業とする通信社、

②国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社、③日本放送協会及び基幹放送事業者が、限定列举されています。

本件では、株式関係の新聞記者等の報道関係者に向けてなされた東証の兜倶楽部での説明であったと認定されており、株式関係の新聞記者等の報道関係者が前述の定義に含まれるかが問題となります。兜倶楽部のメンバーがどのような方々かは事前に確認できていないのですが、この決算説明の後、朝日新聞や産経新聞などで決算内容が報道されているようでありまして、この点からも、法定の報道機関に対するものであったと言ってよいように思います。

・「重要事実の公表」のためには、どの程度に事実が開示される必要があるのか？

次に、乙事件では、適時開示や決算説明によって公表があったとすることができるという前提のもと、その開示や説明内容では重要事実の公表があったと見ることはできないとしています。そこで、重要事実の公表があったとするには、どの程度の事実が明らかにされる必要があるのかが問題となります。

立案担当者の見解では、「投資者の投資判断に影響を及ぼすべき当該事実の内容が全て具体的に明らかにされていなければならない」「〇〇社と合併することを決定した、という発表をしたとしても、その合併の相手方となる会社の内容や合併の条件等が具体的に明らかにされなければ、その発表を受けた一般投資家において会社関係者等といわば対等の立場で投資判断を行うことができるとはいえない」とされています。

本件控訴審判決は、適時開示や決算説明では、G銀行への第三者割当増資について、資金調達の一つとして公的支援の申請が考えられるということとどまるとして、それ以上に具体化された内容を含んでいないとしています。この部分の評価として、本判決は、「期待」「検討」の開示では足ら

ずに、決定した事柄であると一義的に理解できる表現をもって、その事柄を会社の方針として前向きに推進する姿勢を示すことが求められるとするものがあります。これは実務上の指針になるというのですが、理論的にはどのように評価すればよいのでしょうか。

日本織物加工事件以降、重要事実となる時期は前倒しになっています。そこでは、増資に向けた準備を行うという決定も重要事実の決定となります。そこで、学説の中には、本件のような「検討中」「選択肢の一つ」という発言は、「増資の準備を会社として行う」というのと同じではないかと指摘するものがあります。また、「検討中」というのは、会社としての当該事項の検討を開始したことを含んでおり、産活法に基づいて出資を受けることについて投資者に投資判断上の重要情報を与えるものではないか、と述べるものもあります。

本件では、既に述べましたように、平成 21 年 3 月 26 日に重要事実の決定があったとされていますが、もし 5 月 12 日の決算説明がその公表であったならば、その後の Y の取引は合法ということになりそうです。

本件控訴審判決によると、5 月 12 日の決算内容に関する H 社長の発言内容は、「公的資金を申請するかどうかというのは、我々、今。……経済産業省からガイドラインが出てきて、それはまだ、今の時点ではまだ検討中です」というものです。また、地裁判決によれば、H 社長は重要事実を公表したとの認識はないと供述しているようです。

「まだ検討中」という表現を「まだわからない」という意味で述べたと言えるのであれば、決定事実を公表したと言うのは難しいかもしれません。他方で、「検討中」を「積極的に検討している」と捉え、さらに、決定事実についてはその実現可能性を問わないという判例法理のもとでは、それを重要事実の公表に当たるという立場も非常に説得的です。結局は、そのニュアンスによるようにも思いますけれども、この点もご教示いただけれ

ばと思います。

### （３）公知による取引の解禁（論点 3）

最後の論点としまして、たとえ公表がなかったとしても、既に情報が公知のものとなっていた場合に、インサイダー取引が解禁されるかというものがあります。先ほど述べましたように、下級審判決は、公知によって取引が解禁されるのかどうかは明らかにせずに、事実が公知となっていなかったとして、問題の解決を図りました。この判決をめぐっては、情報が公知となれば、取引が解禁されると読むという見解とそうではないという見解が述べられていました。本件最高裁決定は、公知になったとしても、取引は解禁されないという態度を初めて明らかにしました。その理由は、このような解釈は、公知に「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、このことは、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた法の趣旨に反するというものです。

この論点に関しましては、学説では、下級審判決の評釈の中で、事実が公知となり市場価格に反映されて、もはや投資家の判断に著しい影響を及ぼさない場合には、重要事実性を喪失すると述べる見解がありました。確かに、情報の非対称性がなくなれば、取引を禁止する意味はなくなります。これに対して、具体的にいかなる場合であれば、これすなわち公知に至るに該当するかを明確にすることは困難ではないかという意見も述べられています。本件最高裁決定の立場では、情報の非対称性が解消されたとしても、それがいつなされたのか、すなわち処罰対象となるか否かの基準の明確化も重要であるとしているところです。

そうであれば、実際に摘発する場面で犯罪にするかどうかを考えればよいという考え方もあり得ます。すなわち、既に情報が公知となり、それが株価に反映される状況であれば、内部者は利得をすることができません。そのため、このような状況で取引をしても違法性が阻却される、すなわち可罰的違法性がないという考え方です。これに対

して、インサイダー取引規制を形式犯または抽象的危険犯であると考えられる場合には、違法性を問う可能性が残されているという立場の学説もあるようです。なお、本件の下級審では、Y側による違法性阻却の主張を退けています。

さらに、神崎先生はかつて、「スクープ記事その他によって法令に定める重要な事実が相当多くの人に知られている場合は、会社関係者等においても、その事実が会社によって公開されていないものであるとは認識していないので、故意に内部者取引をしたものとして処罰されることはない」という見解を述べられていました（神崎克郎「インサイダー取引の禁止（1）」（金融法務事情 1194号（1988年）16頁））。本件でもYに故意がないという主張がなされていましたが、下級審の事実認定で、情報が公表されていないということをYは知っていたはずで、故意がないというようなことはあり得ない、と一蹴されています。ただし、判決は、神崎説自体を否定したものでもありません。もっとも、被告人に故意がないという主張は、重要事実が既に公表されたと認識していたから、インサイダー取引に故意がないというものですが、本決定で、スクープ報道では公表はないということが明らかになったわけですので、今後は、これに関して故意がないという主張はしにくくなるのではないかと考えられます。

なお、平成25年金商法改正で、公開買付け等事実が伝達され、相当の期間が経過した場合（6か月が経過した場合）、公表がなくても、情報受領者による取引を解禁するという規定が定められました（金商法167条1項9号）。改正の理由は、伝達を受けた情報の価値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた公開買付け等事実に基づいて投資判断をすることは想定されにくいからというものです。

公開買付けは、それを決定した後、期間を置かずに実施されるのが通常です。これに対して、会社関係者によるインサイダー取引における重要事実、それが決定された後も実現までに時間を要

するものがあります。したがって、情報の劣化に違いがあるとは言えます。また、このような改正がなされた背景には、公開買付けを行うという情報をライバルの会社に伝えて、そのライバルを情報受領者としておいて、後の取引を行わせないようにするといったことに対処する必要があるという事情があったわけです。

このような企業買収特有の事情は別としまして、時間の経過による情報の劣化と情報の公知とでインサイダー取引規制の適用に違いがあるべきでしょうか。前者は情報が使い物にならなくなったというのですが、後者は、情報自体は劣化していないものの、投資者間での情報の非対称性がなくなったというものです。いずれにせよ、その情報には利得をする価値はないという点で変わりはないように思います。

なお、情報の劣化でインサイダー取引が解禁されるという理屈が正しければ、重要事実の場合でも同様の対応をしてもよさそうなものです。しかし、重要事実、公開買付けの情報のように限定されたものではなく、実に多様な類型がありまして、情報が劣化したと考えられる合理的な期間を類型ごとに決定することはなかなか難しいところではあります。

本件では、情報の「公表」はなく、しかしそれが「公知」となっている場合に、インサイダー取引規制が継続するかが問題となりました。本件最高裁決定の立場では、どのような状況が考えられるのでしょうか。これまで述べてきましたように、まず、情報源が明らかである必要があります。そこで、会社の代表者などがその情報を明示して報道機関に公開した、しかしそれが報道されていないにもかかわらず、その情報について一般投資家がしっかりと知ることができる場面ということになりそうです。しかし、このような場面は、あまり考えにくいのではないかと指摘されているところではあります。

以上で報告を終わらせていただきます。いろいろとご教示をいただければ幸いです。

~~~~~

## 【討 論】

○伊藤     ありがとうございました。ご報告の内容は特に大きく区切られるわけでもなさそうですので、まとめて議論をさせていただければと思います。ご質問、ご意見をいただけますでしょうか。

○志谷     事実関係だけ一点確認させていただきたいのですが、甲事件のほうでは、経済産業省の方のところにA社のE専務が行かれて情報を伝達したということになっているのですけれども、それに対してもう一つの事件のほうでは、どうしてこの方が情報をお知りになったのかということについての認定は特になかったのでしょうか。

○川口     この点、報告では省略してしまいました。Yは、F社のH社長と職務として会談をしたり、部下（参事官）らから報告を受けたりするなかで、H社長が第三者割当増資の準備を会社の方針として具体的に進めていることを知ったとされています。そして、これは、適時開示による公表前のこととされています。

○志谷     わかりました。ありがとうございます。

## 【基準の明確化について】

○前田     甲事件のほうの最高裁決定の公表についての考え方ですけれども、この公表の規定の趣旨は、レジュメの11ページの中ほどでご説明くださいましたように、「公平かつ平等な情報の提供」とともに「処罰対象となるか否かの基準の明確化」であり、この点について全く異論はないのですが、しかし、「基準の明確化」と言っておきながら、最高裁は、報道機関による報道内容が、情報源がわかる態様でなされていないといけないという、明文にもない要件を課しているのですね。確かに情報源がわかる態様でなければ情報の非対称性が残るという問題はよくわかるのですけれども、情報の非対称性というのは、100%解消するのは無理だと思うのです。実現可能性などの点で、いく

ら公表を充実させても、取締役らと一般投資家の間には情報の非対称性がある程度は残らざるを得ない。そして、できるだけ非対称性をなくそうとして、金商法は既に、情報の信頼性を高めるために、2つ以上の報道機関に公開しなければならないとか、あるいは報道機関自体にも限定を加えるなどの手当てをしているのですね。ですから、既に現行法が手当てしているところを超えて、さらに明文にもない要件を公表概念に加えることは、「基準の明確化」に反しないのかという疑問があるのですけれども、川口先生、いかがでしょうか。

○川口     法令上、情報の発信源は会社関係者でなければならないと書いてあるわけですね。代表取締役ですとか、代表取締役等から委任された者が公開したものでなければならないとされています。そこから考えても、最高裁は情報源がきちんとわかっていないとだめだと言っているのではないのでしょうか。

○前田     なるほど。会社から報道機関への公開は会社の代表取締役等がしなければいけないということは、明文化されていて間違いのないと思うのですけれども、問題は、その後に報道機関が行う報道の態様ですよね。これは会社の取締役等も必ずしもコントロールできない事柄ではないかと思われ、それを要件にすることはいかななものかと思ったのです。

○黒沼     公開の概念についての最高裁決定では、情報源を投資家が確定的に知ることができる態様で行われることが前提となっていると述べて、したがって情報源を公にしないことを前提にした報道機関に対する事実の伝達は公開には当たらない、と述べています。しかし、報道機関に対する公開の時点では、情報源を公にする趣旨で事実を伝達しても、今前田先生が言われたように、報道の時点で情報源が公開されないか確知できないという場合もあり得るわけです。そうすると、このときに公平かつ平等な情報の提供を重視すると、その報道では一般投資家において情報源を確定的に知ることとはできないから、まだ公表は行われていな

いということになってしまって、それはインサイダー取引規制の適用対象となる者にとって明確性を欠く危険性が大きいように思います。逆に、伝達した時点で公にすることを前提にする伝達があれば、公開に当たるから、12時間の経過とともに公表に当たるのだということを、この最高裁決定が述べているものだとすると、今度は、それが報道されるとは限りませんし、また報道されるときに情報源が公にされるとも限らないので、それで処罰を免れるということになると、今度は、一般の投資家にとって公平かつ平等な情報の提供という目的は達成できないのではないかと思います。

結局、前田先生がおっしゃることと同じ意見なのでしょうけれども、現行制度のもとで公開のための要件を厳格化してこのように解したとしても、結局この2つの目的を同時に達成することはできないように思えるのです。

○松尾　今の点なのですが、最高裁決定の読み方として、情報源が明示されていないと公表には当たらないとすると、そこは取締役はコントロールできないから過剰規制になるのではないのかということだったのですが、処罰範囲の明確性という意味では、報道されて12時間たたないと公表されたことにならないので、報道内容を確認して公表にあたるかどうかわかるわけですね。公表に当たる記事ではないということは、わかるわけです。ですから、過剰規制という観点から、そのようなときにまで取引を制限しないといけないのかという問題はあると思いますけれども、処罰範囲は明確になるのではないですか。

○黒沼　私の言っている処罰範囲の明確というのは、インサイダーというのは、情報を伝達する側に近い者ですから、情報を伝達したときの対応を知っていて、それが情報源を公にすることを前提にしたものであるということを知っていれば、その時点で公開があったことになりえますから、12時間たてば取引できるということになるわけですね。恐らくそれが現行法の正しい解釈だと思うのですが、この最高裁決定だと、公表のとき

に情報源が明らかになっていないとだめだというふうに言われそうですね。その点を言っているわけです。

○松尾　過剰規制にはなりますけれども、情報源が明らかになっているかどうかは記事を見ればわかるので、公表されたと言えるか否かは、明確にわかるのではないかと思います。

○黒沼　そうすると、12時間経過しても公表されるまで待たなければいけないということになりますよね。

○松尾　そうだと思います。だから、結局、過剰な制約にはなると思うのですが、処罰範囲が不明確ということではないのではないかと思います。

○黒沼　それもまた条文の文言とは離れますよね。

○松尾　情報源がどこかということが開示されていないといけないと読む余地はあるのではないですかね。

○黒沼　そうすると、報道の時点で情報源が明らかにされていないと、会社の公表主体が報道機関に伝達した行為は、さかのぼって公開にならないということになるのでしょうか。

○松尾　前田先生は最初そのようにお読みになったと思うのですが、そのような余地もまだあるのではないかと。おっしゃるように、規定の文言からどこまで導き出せるかというのはわかりませんが、

○行澤　決定文を読む限りでは、レジュメの4ページのとおり、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、公開に当たらないと明確に言っているのではないかと思います。確かに、その趣旨と情報の非対称性を解消することから言えば、本来、報道内容そのもののの中に、これは取締役会決定による等の表示が含まれていないといけないと思うのですが、レジュメの4ページで下線を引かれている決定部分は、結局、伝達する側の行為としては、オフレコでないということをしちんとしていれば、



もう公開に当たるという内容ではないのですか。

だから、黒沼先生が正しい解釈だとおっしゃったのは、まさにそういう正しい解釈で、オフレコではないよということをきちんと行って伝達していれば、報道機関の側でその情報源を勝手に曖昧にして公表したところで、それは公開したことにはなるし、しかも、勝手に報道機関が12時間たっても報道しない場合には、やはりその時点以降取引しても違法性はないと、こういうことになるのではないですかね。

○松尾 その直後に、「本件報道には情報源が明示されておらず……」とあるので……。

○行澤 そうそう、その部分の読み方ですね。ですが、公開に当たるか当たらないかという点について言えば、かなり明快なのではないでしょうか。

○松尾 公にしないことを前提にしていたら、たとえ報道内容から情報源を特定することができても公開にあたらないということは言っていると思うのですが、情報源が明示されていないと公表にあたらないと判示したと読む余地もあるのではないですか。

○行澤 そのとおりだと思います。

○片木 確かに「本件報道には情報源が明示されておらず」となっていますが、それは最後の「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にしたものであった」という結論を基礎づけるためのものです。あくまでも実際に裁判所が言ったような、この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だったのだろうということを、いわば推測する情報の一つとして出しているのです。裁判所として、実際に記事を報道する時点で情報源を公にしているか、していないかによって区別をする意図は一応ないと見たほうがよいのかもしれません。そう考えないと、全く報道しなかったときには12時間たったら合法的に取引できて、報道されたときには、その内容に情報源が入っているか、入っていないかを見ないといけないというのは、いくら何でも、

あまり論理的ではないと思います。

○伊藤 今の点ですが、刑集で下線を引いているところを重視するのか、その前のところをどれだけ重く見るのかという話だと思います。少なくともこの決定文全体を読む限りでは、やはり報道されなくても、伝達のあり方がこうであれば公開に当たるという感じになるのだと思います。そうすると、下線部のところは言い過ぎているというか、これを前提にしていると解されると言っているにすぎないので、あまり重視しなくてもよいのではないかと思います。

報道されなければそもそも公開に当たらないという読み方をすると、これはあまりにも金商法施行令の文言から外れます。一方で、報道されなくても公開されたことになるのは困るのではないかという話も出ましたけれども、それはそもそも金商法施行令自体が報道されていることを要件にしていなかったから仕方がないのではないかと思います。

○加藤 判決の読み方については、私も伊藤先生と同じような解釈をしています。ただ、このような解釈だと、インサイダー取引規制を解除するかどうかということについて、会社に非常に広い裁量というか、情報のコントロールを認めていることになると思います。例えば、会社側がインサイダー取引規制を解除したかったら、適時開示を利用すればよいわけです。しかし、この事例では、会社側はインサイダー取引規制を解除する意思はなかったように思います。今回の事例は、経済産業省の方ということで特殊な事例であることは否定できませんが、インサイダー取引規制の対象となる会社関係者の中には、金商法の定めに従って情報を公表しインサイダー取引規制を解除することができる立場にある人からの距離が遠い人もいます。このような人にとって、会社が情報を公表したか否かが客観的に分からないことはかわいそうだなというのが、多分松尾先生の感覚なのかなと、感想めいたものです。すみませんが、そういう感想を持ちました。

### 【適時開示と虚偽公表】

○森田 今の感想は私も抱いておりまして、皆さんは、インサイダー取引規制で正しいディスクロージャーがされるということまで法の目的のように考えられていますけれども、これは不公正な取引をやめさせたいだけの話で、きちんとした開示がされるかどうかとはまた別の話ですね。

乙のほうはややこしいから甲事件で言いますと、平成 21 年 3 月 9 日に経済産業省の被告人は重要事実を知らされたのですね。ところが、4 月 16 日に適時開示がされた。そのときに、当社としては決定した事実はありませんと発表するのは、これは虚偽発表に当たるのではないのですか。ですから、経済産業省の被告人は、虚偽発表を信じて買ったということになりますが、これはいけないのですか。

アメリカでは、このようなときに適時開示でこういう公表をすると、虚偽記載で、SEC 規則 10b-5 違反になりますよ。

○川口 虚偽発表とまで言えるかは微妙ですね。当社として「正式に」決定した事実はないということは虚偽ではないのですから……。

○森田 ですが、実際は検討し始めていたので、それはミスリーディングな表現になりますよね。

○川口 適時開示で悩ましいのは、開示をせよと言われながら、真実が言えない場面もあるということなのですね。合併の交渉過程をそのまま開示すると、合併がご破算になってしまう危険性があります。そこが難しいところなのですね。

○森田 そうです。開示義務はないのですよ。昔は、法定開示事項は四半期報告書で決まって、合意があれば法定開示事項とされました。ですから、これは明らかに虚偽記載だと思いますよ。インサイダー取引規制の基本は、ディスクローズ・オア・アブステインですよ。

でも、被告人には、開示するという方策はないのですね。ですから、その受け取った人間にしてみたら、会社の公表を信じるしかない。我が社は

一切しておりませんというふうに提示開示されたら、ああ、あれは違ったのだと思いますよ。事実関係としては、4 月 16 日に適時開示がされて、21 日と 27 日に株を買っているのでしょう。これで有罪とするのはいかなものかと思います。

今、私もある会社の監査役をしています。そうすると、ああ、このようなおもしろいことをしているのか、というような事実がたくさんあるわけです。ところが、現実にはこの裁判例のようになるから、みんな買わない。買えないのですよ、こういう危険性があるから。でも、それは日本の証券市場にとってよくないことです。いわゆる重要事実について明らかなインサイダー取引が行われるということはいけませんよ。ですが、この会社は合併しようとしているかもしれない、株を買っておいたらいいのではないかな、というぐらいの判断で皆が買ったら、実際に川口先生がおしになりましたとおりの売買がだんだんと膨らんでいくのですよ。これで正しいわけです。しかし、現実では、インサイダーの人は買えないわけですよ。それは、私も役員になって、買えないなと思いました。

○川口 近年、東証は、報道等により投資家の投資判断に重要な影響を与えるおそれのある不明確な情報が発生した場合、投資家に対して、不明確な情報の存在を周知して注意喚起する制度を創設しました。スクープ報道があり、適時開示でもその真偽がはっきりとしない場合、この制度によって投資家は注意することはできるのですね。

○森田 それはいいのですが、ただ、インサイダー取引規制では、あたかも発行会社が開示義務があり、その義務がきちんと履行されない限りは何もできませんというかのような言い方がとても浸透している。でも、情報を受け取った人は、そのディスクロージャーを信用して売り買いしたら、今度は自分が罰されてしまうと。そうすると、真意はどこにあったのか、どうやってわかるのですかね。

【公表概念を適時開示のみにすることについて】

○船津 今のところと関係するかしないかわかりませんが、先ほど加藤先生がおっしゃったように、事実上は、適時開示であれば、少なくとも公表しているかしていないかということに関してはわかるわけですね。要するにここでの問題は、報道機関によるものまで含めて、さらにそれが 12 時間たたないと公表にならないというような規律を残しておくことにどれだけ意味があるのか、という議論なのかなという気がしています。

森田先生のお悩みに関しても、TDnet 等を見れば、100%とまでは言わなくても、99.9%は開示しているということなのであれば、報道機関による公表というのは本当に残しておく意味があるのだろうか。かつてはネットの媒体というものがなかったので報道機関に頼っていた、だからそれが残っているという話であって、実はこれは一本化してもいい話なのではないかというのが私の感想です。

○川口 適時開示ですべてが開示されればよいのですが、「当社が決定したことではございません」というような非常に曖昧な開示もあるわけですね。

○船津 結局、最高裁が言っている、誰が公開した事実かというのは、報道機関を通すからややこしくなっているという話であって、適時開示であれば、会社が決定したかしていないかということは、はっきりとわかるわけですね。その内容が「当社で決めたことでない」ということであれば、少なくともそのリリースは「公表」ではないことはわかるわけです。「公表」かどうかという観点からすると、名義人が会社であるか否かというのが一番わかりやすいのではないかという気がします。

○黒沼 今の点ですけれども、報道がなされた後に会社がプレスリリースを発して、適時開示で当社はそのようなことを決定していませんというふうに発表するのは、まだ最終的な決定はしていませんという意味ですよね。しかし、インサイダ

ー取引の重要事実というのは、決定事項については、ある行為をすることについての決定と言われている、それはすることについて準備を始めるといこと会社としての意思決定があれば足りるとされているわけですから、その開始決定については、適時開示で公表されたのか、否定されたのか、そこは解釈が分かれてしまうわけです。だから、今のような適時開示で公表されたとか、されないとかというのは、ちょっと難しいのではないのでしょうか。

○船津 先ほどの私の議論は、処罰範囲の明確化ということで、少なくとも取引を差し控えなくてもよい時期が明確になるという意味で、適時開示をもって「公表」されたという形に一本化したらいいいのではないかという議論です。

○黒沼 最終的な適時開示のことを言っているわけですね。

○船津 そうです。事実上、それよりさかのぼって決定事実があったかどうかは、投資家などの各主体が判断すべき話であって、少なくとも解除されたか否かは適時開示を見ればわかるとしておけば、一本化はできるのではないかという趣旨です。

○黒沼 わかりました。

【適時開示と虚偽公表（その2）】

○志谷 今の点について、先ほど森田先生がおっしゃったことと関連するのですが、例えば甲事件のA社の適時開示と言われているものが、報道された事業再編について、当社として決定した事実はないという言い方をしたとすると、普通に読めば、やはり事実の否定ですよ。何か検討に着手したことをここから読めというのはむしろ無理なのであって、これはある意味、先生のおっしゃるようにミスリーディングかなという気が…。

○森田 アメリカならば SEC 規則 10b-5 違反ですよ。

○志谷 それはちょっと留保しますけれども、

疑問は残ります。

○川口　確かに、明確に不適切な開示があることも事実ですね、例えば、川崎重工業と三井造船が合併するという報道があったときに、当初、「その事実はありません」と言っておいて、2か月後に、「いや、実は……」というようなことになりました。結果から見ると、最初の開示は虚偽のものとと言われても仕方がありません。しかし、繰り返しになりますが、交渉中であるのに、それを開示せよというのは、交渉が失敗に終わるリスクが高まるので、企業とすると、正直に開示できないのは事実でしょうね。このようなときに、どういうふうの開示をすれば良いかというのは大きな問題です。「ノーコメント」と言えば、「何かあるのと違うか？」と推測されるでしょうし。（笑）

○志谷　むしろこういう報道が出たら、証券取引所のほうから、どうなのですかと聞かれているはずなのですね。だから、答えなければいけないわけですね。

○森田　このインサイダーの嫌疑をかけられた人に見てみたら、3月9日に合併に関する話を聞いたきりでしょう。ディスクロージャーでそういうふうになっているのだから、信用するしかないのではないですか。

○川口　いやあ……。本件に限っては、むしろ、「これ幸い」ではないですか。（笑）被告は担当官ですよ。開示内容の真偽は当然わかっていると思いますが……。

○森田　それは、これ幸いはしませんよ。会社がそのように言ったのだから信用するとしか言いようがない。被告が社長であればいけませんよ。社長であれば、深層心理ではこうしたいと思っていたら、問題かもしれません。

インサイダー取引の問題ですけれども、川口先生が示された図表を見ていると、悪く言ったら情報漏れがあり、公表前に重要情報が反映されてしまったマーケットになっていますよね。インサイダー取引規制の目的は、本当は主観面の違法性を厳しくとがめることだと思うのですよ。だから、

そういうことであれば、この人の主観面としては、一応公表されていて、しかもそれがそのとおりに適時開示されていれば、そこからまた買えたのでしょ。う。ですが、そうだったら多分株のおもしろみはなかったのでしょうね、きっと。（笑）だから、誰かがおっしゃったように、これ幸いに買ったのかもしれないけど。

○伊藤　森田先生が先ほどからおっしゃっている話ですけれども、被告人としては、新聞記事の後の適時開示で、あれは新聞社が勝手に言っていることですよと言われたことについて、そのような適時開示から、これで事業再編をやめたのだと信じて買ったのかもしれないということですね。

○森田　そうです。

○伊藤　本当はそうなのかどうか私はわかりません。ですけれども、少なくとも被告人が裁判で主張していたことは、そうではないのですよ。被告人は、公表されたものと信じていたという主張をしていたのです。したがって、森田先生がおっしゃるようなことは論点になっていません。

○森田　論点になっていないのですけれどもね、インサイダー取引規制の基本構造から、そういう問題が起こるということを言いたかったわけです。

○伊藤　その問題意識は理解できるのですけれども。

### 【公開の意義】

○飯田　会社関係者への取材などによった報道は公表に当たるかという問題を指摘されたと思うのですけれども、川口先生の判決のご理解としては、報道内容の中で情報源が特定されているということが事実上の要件になっているというご理解でしょうか。私は、これはむしろ報道機関への公開があったか、あるいはなかったかという判断に際しての問題で、情報源を明らかにしないという趣旨のやりとりがあったから、会社関係者への取材でというような表現になるのかなというように思ったのですけれども、いかがでしょうか。そのお答えによって、レジュメの14ページのところの

議論をさせていただければと思っています。

○川口　これは、よく報道で見かけられるものです。必ずしも取材源が特定されているとも言えない曖昧なもので、このような場合に公表があったと言えるかをご議論いただこうと思ったものです。今のご意見は、このような場面でも公開があったと考えても良いのではということでしょうか。

○飯田　むしろ逆で、代表取締役が言ったのだけれども、これはまだ秘密だからということで情報源を明らかにしてくれるなという趣旨だった。それで、報道機関はそれを付度して「会社関係者」と濁して報道したような場合です。これはむしろ公開に当たらないのではないかとということです。それはなぜかという、情報源を公にしないという趣旨での伝達にすぎないからだと思ったのです。

○川口　なるほど。

○森田　だから、そのときにですね、皆さんは、正しいディスクロージャーが実現できる可能性が少ないから、投資家は正確な判断ができないとおっしゃっているけれども、合併するかしないかという話が大事なんでしょう。完璧なる真実をディスクローズする必要があるのですかということも言いたいですね。

ニュースソースが明らかにされた報道に限られるのであれば、適時開示や法的な開示しかできないようになりますね。しかし、それはおかしくて、前から言っているように、アナリストに答えていたりする中でディスクローズされていくわけで、報道されたらマーケットにはそれが伝わるわけだから、マーケットに伝わるということの重要性も考えながらインサイダー取引を考えてほしいと言っているのです。

○伊藤　飯田先生、続きがあったような気がするのですけれども。

○飯田　要するに、公表概念のところを最高裁はかなり固く解釈しているわけですが、情報が公知となったことによる違法性の否定という可能性はあり得るのではないかなと思っています。それで、レジュメの14ページの2行目に、4つの

項の足し算が出ています。これに関して、こういう場合はどうですかという質問なのですけれども、情報源を明示する形で、例えば報道機関1社だけに伝達したとします。そうすると、条文上の要件としては2社への伝達を求められていますから、その要件は満たしていないわけです。けれども、1社だけには伝達したとします。その後にレジュメでは「報道なし」の場合が考えられていますが、これが仮に報道ありだったとしまして、その情報が報道されたということになれば、問題はないのではないかと思います。そういう場合についてまで最高裁は違法だと言っているのかということが質問です。

決定文の資料では、4ページの3行目のところです。文言をやや読み込み過ぎなのかもしれませんが、「情報源が公にされない限り」、効力が失われることはないと言っています。情報源を公にしている、しかし1社にしか言っていない場合、条文上の公表とか公開には当たらないけれども、実質的には規制の効力は失われるという解釈の余地はあるようにも思ったのです。先生のご意見を伺えればと思います。

○川口　法律では2社に向けての公開でないと公表になったとは言えないとしていますので、一般には、1社から取材を受けて情報を伝えても、公開はなく、したがって公表もないと考えているのではないのでしょうか。もっとも、報告で触れたように、2社に公開する趣旨が、情報が実際に報道されることを担保するものであると考えれば、別の解釈もあり得ると思います。

○黒沼　今の点ですけれども、川口先生の言うように考えるならば、決定要旨には「情報源が公表されない限り」という文言を入れてはいけなかったわけですね。ところが、情報源が公にされない限りという言葉が入っているのです。そうすると、これだと、法定の公表措置によらないようなものであっても、例えば1社への公開であっても、情報源が公にされる形で報道がなされれば公知になる余地を認めているように決定文は読めるので

す。ただ、そういうふうを読むことは結論としては妥当かもしれないけれども、最高裁決定が理由として挙げている、法が厳格に公表措置を法定しているところからは外れるわけです。だから、「情報源を公表されない限り」という語が入っていることによって、決定要旨のこの部分は矛盾したものになっているのではないかと私は思います。

#### 【12時間経過の意義】

○片木 確認ですけど、先ほどからの議論のとおりだとして、あくまでも12時間たったら、報道されていなくても取引していいのですよね。情報源が公開されていないような報道が結果としてなされていても、12時間たったら取引していいという議論になりますから、この事件では一応、報道機関に伝えた側が情報源を公にしない場合を前提にしているわけですけども、何度か疑問に出ているような形で、仮に情報を提供した側が情報源が公開されることを前提にしているとしても、実際の報道では情報源が公にされない限り公表がないわけなので、12時間たったら、いずれにせよ取引できるわけ……。

○松尾 できないです、公表がないので。

○片木 公表されてなくても、12時間たったら取引できるのでしょうか。

○松尾 いや、報道はされてない場合は公表に当たらないので、だめですね。

○片木 仮にですけども、こちらのほうからきちんと情報源を伝えるつもりで、新聞社2社に伝達して……。

○松尾 伝えてということですか。

○森田 記者会見したのに、誰も報道しないということもあります。

○片木 それでも別にいいわけでしょう。

○松尾 それはそうですね。

○片木 だから、この最高裁決定の読み方を、そういう場合であっても情報源が公にされない報道だったらだめだという議論をしていますが、それ

はたまたま報道がないだけなのですから、12時間たったら、いずれにせよ取引したらいいではないかという話になりそうな気がするのですが。

○松尾 ここで問題にしているのは「重要事実を内容とする報道がされた」場合ですから、報道はされているのですよね。

○森田 された場合とまた話がちょっと違いますけれどね。

#### 【公開の意義（2）】

○松尾 私もレジュメの14ページのところで、先ほどの黒沼先生のお考えをちょっと確認したいのですけれども、情報源を公にしないことを前提としたというのは、例えば会社関係者の側が「これはオフレコです」というふうに言っていれば、前提としていないと言えるのでしょうかね。情報源というのは、結局情報の確度に関するものだと思うので、そういう意味ではほぼ真実だろうと一般投資家が認識できるような事実が報道されても、それは公開には当たらないのか、あるいは……。

○黒沼 最高裁決定の読み方としては、いろいろな読み方ができるので、一番ひどいときには、会社は何の伝達もしていないけれども、報道機関が情報源を公にする報道をして、それがたまたま真実に合致していたというような場合だってあり得るわけです。それまで最高裁のこのところを読み込めてしまうかもしれないのですが、一番無難なところは、飯田先生が言われたように、1社に公開して情報源を公にする報道がなされたというような場合です。その場合、公知になる可能性を最高裁判決は否定していないように読める。

○行澤 その点、先ほどから思っていたのですけれども、最高裁決定の資料の3ページの(3)のところで、「法令上規定された公表の方法に基づかずに」と書かれていますから、いわゆる法令上の公表はないのだけれども、公知の事実となったとしてインサイダー取引規制の効力が失われるかどうかということについては、その「情報源が公にされない限り」それはないということです。した

がって、黒沼先生がおっしゃったように、報道機関の側で、決定事実を前提として会社側の報告として正確な報道をした場合には、インサイダー取引規制の適用が解除される可能性はあると、この下線部からは読めてしまうのだろーと思いますね。ただし、その前段で、公知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と、公表と実質的に同一の効果を認めるから相容れないと言っている。つまり、この2つの文章がやはり矛盾しているようにしか見えないわけで、これも先ほど黒沼先生のご指摘のとおりだと思います。

その上で、仮に下線部を、公知であっても、正規の公表がないから、インサイダー取引規制の効力が失われることはないというふうに前段に引きつけて読んだとしても、なお違法性が阻却されるということの可能性までは最高裁は否定していないのではないかと思います。確かに、本件事件では、違法性阻却の主張は一蹴されているということですが、それは本件が情報源を公にされない報道だからであって、情報源を公にされている報道であれば、インサイダー取引規制の効力は失われなくても、実質的に違法性が阻却されるということの可能性まで最高裁判決は否定していないのではないかと思います。重複するような質問で申しわけないのですが、判決文が相互に矛盾しているのではないかという感覚と、「情報源が公に」された報道により形成された公知が違法性を阻却するという点については、どういうふうにお考えでしょうか。

○川口 違法性阻却については、最高裁決定では言及もないわけですね。

○行澤 ないということは、別に否定もしていないわけですね。

○川口 そうですが、裁判所がどう考えているかと言われても、肯定も否定もしていないとしか言いようがないですね。

○伊藤 もし行澤先生のように読むのであれば、「インサイダー取引規制の効力が失われる」という日本語は、「構成要件に該当しない」と読むと

ということなのですね。

○行澤 そういうことですね。つまり、当然にインサイダー取引規制が解除されることはない、という程度の意味と解するわけです。

○伊藤 それが自然かどうかという話でしょうね。

○行澤 ああ、「効力」という文言ですからね。そこは苦しいかもしれませんね。矛盾という点についてはどうですかね。

○伊藤 私も、黒沼先生や行澤先生がおっしゃったように、やはり矛盾しているといいますが、「情報源が公にされない限り」という文言を入れてしまっているのが間違っていると思うのですね。でも、刑集ではここに下線を引かれてしまっているのが難しいところでしょうね。

○森田 普通に考えたら、この下線部は、いわゆるスクープを想定していますね。スクープというのは、情報をつかんで、こうではないかということで会社に聞くわけです。会社に聞いたら、そういうことはございませんとかと言って答えてくれない。そこで、記者の知っている株式部長とかIR部長とかに電話取材などをして、これは本当ですかと聞いて必ず裏取りするらしいです。その上で載せるわけです。そうでないと、全くのうそを一流新聞が報道するわけにはいかないから、一応そうするのが普通らしいですよ。そうすると、株式部長などの聞かれた人には権限がないわけですから、会社が言わないままに報道されると。しかし、実際はリアリティーに満ちたものが報道されるということがあり得ると思うのです。あり得たら、いわゆる重要情報が新聞などで取り上げられたら、一応皆知ってしまうことになる。それでも、最高裁は否定しているということですか。

○川口 情報源が明らかになっていない以上、その情報は正確ではないかもしれないということではないでしょうか。

○森田 正確ではないということで、先ほどから言っているようにアバウトでいいと思うのですが、それでも、正確でないからということで、だめと

いうことですね。

○行澤 公知ではないということですね。

○前田 事実が公知になってしまえば、取引に刑罰は課さなくていいということが、実質的に妥当な結論であるとも思うのですけれども、それをどういう論理構成で導くかが難しいと思いました。

考え方としては、つまり立法論としては、川口先生のご報告にありましたように、もう事実が公知になっていけば、重要事実性を失うという構成が明快だとは思いますが、現行法は、重要事実とはこれだという具合に形式的、画一的に規定してしまっており、重要かどうかの実質判断の余地を残さないような書きぶりになっていますね。その中で、解釈論として重要事実性がないと言うことは難しいのではないかと。そうすると、ご報告にあった神崎先生のお考えのように、例えば故意がないというような形で、現行法のもとでは処理せざるを得ないのかなと思ったのですけれども、いかがでしょうか。

○川口 わが国のインサイダー取引の規制の要件は本当に詳細に規定されています。そうであるのに、ここだけ緩めるというのはいかがなものか、という判断が裁判所としてはあるのではないのでしょうかね。また、前田先生が言われたように、過失なしという神崎説は説得力があるように思いますが、裁判所は採用しなかったのですね。

○伊藤 公知になった場合に、最終的に処罰をしなくてもよいだろうという感覚は、私も理解できるのですけれども、公知になったかどうかは、その場合どのように確定するのでしょうか。川口先生のご報告にもあったように、これは微妙なケースだとかなり難しいのではないかとと思うのですけれども、それはもう、ケース・バイ・ケースで判断するしかないという話になるのでしょうか。(笑)

○川口 そうすると、再び、処罰要件を明確にするという趣旨に反するという問題が出てくるのですね。(笑)

## 【情報化社会における規制のあり方】

○行澤 こだわるように申しわけないですが、処罰要件を明確にするということと実質的違法性を阻却するかどうかということは別の話ですね。構成要件は明確でなければならないというのはそのとおりだと思うのですけれども、先ほど指摘があったように、報道機関の2社以上に情報源を明らかにして伝達しないと公表にならないというような画一的な規制の不十分な点をカバーするためにも、やはり公知という要素で実質的な違法評価ができるようにすべきだと思います。例えば最近、インターネットやSNSなどの媒体で流通する情報にも、相当程度信用されるものが出てきていると言われています。したがって、客観的に重要事実があって、決定事実があって、それが相当程度投資家から信頼をされ、評判が確立したような電子メディアによって効果的に伝達されるのであれば、当該情報の流通ルートが必ずしもこういう古くさい公表方法でなくてもインサイダー取引規制を解除するのに十分な社会的実体というものを認めて良いのではないのでしょうか。

公知になるか、ならないかという実質判断が、そういう電子的なメディアの信頼性とか評判に基づいて判断できる場合もあるのではないかとと思うのですけれども。これは先ほどの伊藤先生のご議論についての感想ですけれども、いかがでしょうか。

○川口 確かに、インサイダー取引規制を含む改正証券取引法が成立した昭和63年から、ITの発達などで、情報の伝わり方が激変したことは事実です。他方で、インターネットで簡単に情報が伝わりますので、かえって怪しい情報も増えてきていますね。(笑)

○行澤 まあ一般的にはそうですね。ただ、投資家がどの程度それを正確だと信頼するかということですね。新聞紙であっても、インターネットよりもどれくらい信頼されているかという、今の時代においては正直わからないですね。

○川口 でも、法令では、報道機関はどこでも



良いとはされておらず、限定されています。

○行澤　もちろん、そうです。

○川口　そういう面では、きちんとした報道機関でないといけないので、信頼性は一応確保できているのではないのでしょうか。しかも、2社以上への公開が必要です。

○行澤　それはむしろ構成要件の明確性という点に関するのでしょう。実質的に違法判断をするときには、もう少し踏み込んでやるべきだし、ある程度やれるのではないかと思うのですけれども、水掛け論になりますから、この程度でやめさせていただきます。

○船津　全く関係のない話をして恐縮ですが、情報化社会という観点でちょっと気になっていることがあります。最近、例えばツイッターで社長本人であるという認証をつけて呟かれることも多いのですが、例えば、その方が、極めて重要なことをツイッターで呟いた場合というのは、公知になるのか、ならないのかという問題があるように思います。ネットメディアは怪しいという川口先生のお話であれば、公知にはならないだろうと思いますけれども、かなりの確度で情報は波及するだろうという気がしております。その場合に、そのツイッターを見た人というのは、情報の伝達を受けた人になるのかどうかというあたりについては、どのように考えたらいいのでしょうか。

○川口　一般的には、伝達を受けたとはならないように思いますが……。

○船津　その場合、何をもって伝達のメルクマールにすればいいのでしょうか。

○川口　確かに、その情報を知らせる意図をもって伝えたという意味では、口頭によるものや書面によるものと変わりませんね。むしろ、広く知らせるという点では、はるかに優れているとも言えますね。あとは、情報の信頼性ということでしょうか……。

○森田　ですから、それはフェア・ディスクロージャーの話ですよ。フェア・ディスクロージャーの問題としてきちんと発表してくださいとか、

そういう規制で、インサイダー取引規制ではなかなか難しいのではないですかね。

○梅本　この方は、結局、両取引で売り抜けることができたのですか。利得はあったのですか。

○川口　追徴されていますね。ということなので、利得はあったのではないのでしょうか。

○梅本　かなり高値でつかんでいますね。

○川口　そうですね。

○梅本　それで、公表後、株価は上がっていないくて、むしろ下がっているということなので、先ほどからの公知かどうかという話だと、問題になったときにはもう株価の値動きはわかっているわけですから、そのときに情報が株価に織り込まれているかどうかということはある程度わかるのかなという気がしないではありません。単なる印象ですけれども。

### 【公開の意義（3）】

○伊藤　情報機関へのリークが公表になり得るかという最初に話題になったことですが、黒沼先生の評釈等では、これは公表にはなり得るとされています。確かに、金商法施行令30条1項1号は、公開とは言っているけれど、公開の態様は定めていませんし、それが後で報道されたことも要件とはしていません。しかし、これは公表概念を定める規定ですから、「公表」があったと言える程度の態様で「公開」がなされなければならないのではないかというふうに素朴には考えられます。だからこそ、「伝達」という言葉ではなくて、「公開」という言葉を使っているのだろうとも思える。ただ、最高裁は、これについて、後で報道された内容を問題にしているので、何か言っていることがおかしいなという議論になったわけです。

最高裁はそのように報道内容を問題にしているからおかしいのだろうけれども、それでは、例えば黒沼先生のご見解ですと、そうではなく、「公開」の態様については一切縛りが無いということではないというお考えなのではないでしょうか。

○黒沼 リークということの意味ですが、オフ  
レコという約束で流す場合は、これはだめだと思  
うのです。現在の公表概念は、私は立法論として  
は反対なので、それを前提に現行法について、と  
いうことですけれども、現行法は、2社以上に伝  
達すれば報道が行われるだろうということを前提  
にできていると思います。だから、1社のスクー  
プで後追いがあってもそれはだめだけれども、2  
社以上に伝達すれば、報道が行われることがかな  
りの確度で見込まれるからということなのですね。  
ですから、報道を前提とするような情報伝達であ  
る必要があると思います。

○川口 その意味で、伝達と公開というのは使  
い分けているということですかね。

○黒沼 そうでしょうね。現行法の解釈として  
はそう思います。

○伊藤 ありがとうございます。それでは、時  
間になりましたので、本日の研究会を終わらせて  
いただきます。