

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の逐条検討（その１）－金融商品取引法第166条（１）

2018年3月23日（金）15:00～16:55

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

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
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
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
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

インサイダー取引規制の逐条検討（その１）－金融商品取引法第 166 条（１）

神戸大学大学院法学研究科教授

志 谷 匡 史

目 次

- | | |
|--------------------|-------------|
| I. 金商法 166 条の意義 | 1. 内部者取引の主体 |
| 1. 金商法 166 条の概要 | 2. 内部者取引の対象 |
| 2. 内部者取引の意義・規制理由 | 3. 重要事実 |
| 3. 規制の沿革・特色 | 討論 |
| II. 金商法 166 条の構成要件 | |

○前田 定刻になりましたので、3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。

この研究会では、これから4回にわたりまして、インサイダー取引規制の逐条的な検討を行います。本日は、その第1回目といたしまして、神戸大学の志谷匡史先生からご報告をいただくことになっています。

それでは、志谷先生、よろしくお願いいたします。

○志谷 神戸大学の志谷です。今回と次回の2回にわたりまして、金融商品取引法（以下「金商法」という）166条（以下特に断りのない限り金商法の条文をいう）を取り上げます。お配りしております資料に沿って報告させていただきます。

金商法上の内部者取引規制は、166条及び167条の2類型から成っています。そのうち166条は、会社関係者に対する内部者取引規制を課す規定であり、内部者取引を規制する中核的条文とされています。逐条的な検討ということですから、オーソドックスに一から検討してみようということ

で、本日は、まず166条の意義を簡単に確認した後で、同条の具体的な中身に入っていくわけですが、そのうち主体と取引の内容、そして重要事実のうち具体的に列挙されているところまで報告させていただきたいと思います。

I. 金商法 166 条の意義

これは皆様方もよくご存じのことなので、簡単な確認にとどめさせていただきます。

1. 金商法 166 条の概要

166条は、上場会社等の役員等の会社関係者、会社関係者でなくなった後1年以内の者（条文では「元会社関係者」とされています）及び第一次情報受領者等がその業務等に関し未公表の重要事実を知って、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・譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引を行うことを禁じています（166条1項柱書・3項）。

同条の違反に対しましては、刑事罰と課徴金が課されます（197条の2第13号・175条1項・207条1項2号）。また、本条に違反して得た財産は没

収、追徴の対象となります（198 条の 2）。さらに、平成 25 年改正で 192 条の 2 が創設され、金商法令の違法行為を行った者の氏名等の公表規定が設けられました。当該規定に基づき、証券会社や投資家に対する注意喚起の観点から、繰り返し違反行為を行う可能性が高いと考えられる者として、内部者取引等の不正取引を反復して行った者などの氏名等を公表することが予定されています。

2. 内部者取引の意義・規制理由

改めて確認しますと、内部者取引というのは、有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な会社情報に接近できる特別の立場にある者が、その立場ゆえにかかる重要な情報を知って、その公表前に有価証券の取引またはデリバティブ取引を行うことだと定義することができるかと思います。

なぜ刑事罰を課してまで禁圧するのかということですが、その規制理由は次のように説明されています。すなわち、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼の保護、ひいては、効率的な資源配分を行う資本市場の機能を守ることだと説明されています。この点につきましては、平成 14 年 2 月 13 日の最高裁大法廷判決（最大判平成 14 年 2 月 13 日民集 56 卷 2 号 331 頁）、これは具体的には短期売買差益の返還義務を定めた 164 条に関する合憲性が争われた事件ですけれども、その中でも今述べた規制理由が最高裁によっても確認されているところです。

3. 規制の沿革・特色

ちょうど今から 30 年前、昭和 63 年に証券取引法が改正されまして、その当時の条文でいいますと、190 条の 2（現在の 166 条）が新設されたわけです。これは、その前年の昭和 62 年に発生したタテホ化学工業の内部者取引事件を契機に新設されたものです。

当時の改正方針は 2 点ありまして、一つは、内部者取引の規制対象を明らかにすること、もう一つは、規制する側にとって規制を実効的に

運用できるようにするということです。もう少し縮めて言えば、明確性と形式性を重視することです。その後数次の改正を経ているわけですが、基本的には当初の規定を維持していますので、明確性と形式性の重視ということも基本的には維持されていると言っていいかと思います。

166 条は、未公表の重要事実を知って取引することを形式的に禁止するものであると説明されています。すなわち、会社関係者及び重要事実を詳細に定義した上で、重要事実と取引の間には因果関係を要求せず、未公表の重要事実の入手と無関係に取引を行った場合であり、また利得がないような場合であっても、適用除外事由に該当しない限りは同条に抵触するという内容になっています。

もっとも、同条の主体や対象は徐々に拡大していき、また、違反の場合の法定刑などの制裁も一貫して強化の方向にあるということは、つとに指摘されているところです。

II. 金商法 166 条の構成要件

1. 内部者取引の主体

主体は大きく分けて 2 つございまして、一つは会社関係者と呼ばれるグループであり、もう一つは情報受領者です。

特徴ですけれども、会社関係者を中心に内部者取引の主体となり得る者の範囲を限定し、かつ厳密に定義しているということが言えようかと思います。

（1）会社関係者（166 条 1 項各号）と元会社関係者（166 条 1 項柱書後段）

これは 166 条 1 項 1 号から 5 号に書き分けられています。

○ 1 号

まず、1 号ですが、「当該上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者」となっています。まとめて「役員等」と呼びます。ここでいう「上場会社等」というのは、金融商品取引所に上場さ

れている社債券・優先出資証券・株券・新株予約権証券、店頭売買有価証券または取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券の発行者となります。これは 163 条 1 項の定義がそのままここにも当てはまるということです。

単に上場会社等だけではなく上場会社等の親会社及び子会社の役員等も含まれるということに注意しておくべきだろうと思います。これは、平成 10 年の改正で、持株会社の解禁やそれに対応した株式交換、株式移転、連結重視の傾向の浸透などを反映するために含まれることになったという経緯がございます。

ところで、166 条では、親会社と子会社についてはいずれも形式的に定義されています。例えば親会社というのは、166 条 5 項で「他の会社を支配する会社として政令で定めるもの」とされていまして、金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）29 条の 3 第 1 項を見ますと、他の会社が提出した直近の有価証券届出書等において親会社として記載・記録されたものとされています。また、子会社も同様でして、他の会社が提出した直近の有価証券届出書等において当該他の会社の属する企業集団に属する会社として記載・記録されたものとされていまして、極めて形式的に定義されているということがわかります。

次に、会社関係者とその親会社の会社関係者、その子会社の会社関係者について、禁止される内容に何か違いがあるかということですが、会社関係者と親会社の会社関係者については内容に違いはありません。すなわち、その職務に関し上場会社等または上場会社等の子会社に係る未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を売買することが禁止されています。

これに対して、子会社の会社関係者は、その規制範囲を狭めていまして、その職務に関し当該子会社の未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を売買等すること等を禁止されるというように、ここで違いが設けられているわけです。

その理由として、子会社の会社関係者がその地位ゆえに容易にアクセスできるのは子会社情報とする整理がなされたためとされています。

その上で、平成 25 年の改正により、上場投資法人等、その資産運用会社、特定関係法人（スポンサー企業を想定）の役員等が規制対象に追加され、それまでの規制の穴を埋めるということが行われました。

さて、何度も出てきました「役員」というのは何者かということですが、実は定義はありません。21 条 1 項 1 号に金商法上の役員の定義があるのですが、なぜか、明文でもって 166 条を適用除外としています。そうすると、解釈に任せられるということなのですが、となりますと、会社法上の役員の定義に従うのが自然なのかなとも思います。そうしますと、常勤であるか否か、社内か社外かを問わない。それから、職務代行者や仮取締役も含まれることになりそうですけれども、顧問や相談役はどうも外れるということになるかと思っています。

代理人は、支配人と代理権を付与された弁護士などが例としてあげられています。

使用人その他の従業者は、これもよく言われていることですが、派遣社員・アルバイト・パートタイマーであっても該当するということです。おもしろいのは、派遣社員が派遣先で派遣元の重要事実を知った場合はどうなるのかということです。これは 166 条 1 項 4 号で処理されるということです。

この「使用人その他の従業者」の文言を解釈した重要な判例がございますので、ご紹介します。平成 27 年 4 月 8 日の最高裁の決定です（最決平成 27 年 4 月 8 日刑集 69 巻 3 号 523 頁）。大株主のケースでしたが、最高裁によりますと、「現実に対応上場会社等の業務に従事している者を意味し、当該上場会社等との委任、雇用契約等に基づいて職務に従事する義務の有無や形式上の地位・呼称のいかんを問わないものと解するのが相当である」として、この事件では、大株主がこの従業者に該

当するという判断が下されているわけですが、この定義を使うことになると、顧問や相談役であっても、上記定義に該当する者は内部者になるといえますか、規制の対象になるのだと思います。

今申し上げた「役員等」が内部者取引の規制の対象となるのは、条文によりますと、「その者の職務に関し」重要事実を「知ったとき」に限って内部者取引を禁止するということです。

「職務」というのはどのように考えられているかという、その者の地位に応じた任務として取り扱うべき一切の執務を指す、とかなり広い解釈が一般に取られているところです。しかも、役員等がその職務自体により重要事実を知った場合に限定されないということは、今回の報告をするに当たって幾つか解説書等を読ませていただいたのですが、共通して指摘されているところです。ただ、そうしますと、その限界はどこにあるのかということが悩ましいところです。

よく言われているのが、物理的にアクセスしたというだけでは、「職務に関し」とはならないということです。たまたま聞いた、例えば休憩室で休んでいるときに同僚が話をしているのを立ち聞きしたという事例の場合はどうか、掃除をしているときにゴミ箱に捨ててある書類を見たら重要事実が書いてあったという事例の場合はどうか、そういった例が取り上げられているところですが、文献を見てみますと、見解に違いがあるなあとということでありまして、このあたりをどう考えていいかというのは、残された論点になっております。

○2号

2号は、当該上場会社等の会計帳簿等閲覧謄写請求権を有する株主・親会社社員を「会社関係者」と定めています。

2号の2は、投資主と親法人の投資主についても同様に「会社関係者」としています。

会計帳簿等閲覧謄写請求権を有する株主は、この権利を行使して上場会社等の内部情報を入手で

きる立場にありますし、親会社社員は、子会社の会計帳簿等閲覧謄写請求権を行使して上場会社等の内部情報を入手できる立場にあるということで規制の対象となっています。これらの株主が法人である場合は、当該法人のみならず、その役員等も会社関係者に該当し、法人でない場合は、その代理人・使用人も会社関係者に該当するということです。

これらの者については、「当該権利の行使に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引を禁止されています。

複数の者が持株要件を満たせばこの権限を行使できるわけです。そのような共同行使の場合ですと、たとえ一議決権しか有していない場合でも、「当該権利」の行使に関し重要事実を知ったものと考えられるわけです。

しかも、会計帳簿等閲覧謄写請求権の行使それ自体で知った場合に限らず、その権限の行使に密接に関連する行為により知った場合を含む、つまり、権利の「行使に関し」というところでこのように広く解釈されていまして、株主が当該権利を実際に行使したか否かは問わない。その結果、会計帳簿等閲覧謄写請求権の行使のための準備・調査・交渉の過程で、上場会社等の役員等から聞いたり書類を提示されたりする等して重要事実を知った場合も、当該権利の「行使に関し」知った場合に該当すると解釈されているわけです。

○3号

次に、3号ですけれども、当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者を「会社関係者」と定めています。これは準内部者と言われている者の一つです。

「法令に基づく権限」の意義ですけれども、かなり広いものでありまして、行政権・立法権・司法権に属する権限はもとより、地方公共団体に属する権限、さらには弁護士の照会権限や親会社監査役・会計監査人による子会社調査権もこれに当たるとされています。

「権限を有する者」の意義ですけれども、公務員、法令に委任を受けて検査等を行う民間団体の職員、法令によって直接権限を付与されている者に限らず、その者の部下・補助者として当該権限の行使に関与する立場にある者も含むとされ、さらには、文書提出命令により文書の提出を受けた訴訟当事者やその訴訟代理人弁護士も含まれるとされています。

これらの者は、「当該権限の行使に関し」重要事実を「知ったとき」に限り、内部者取引が禁止されるわけですが、その権限の行使の結果として知った場合のほか、権限の行使と密接に関連する行為により知った場合も含まれます。例えば、許認可権限を背景に行政指導の過程で重要事実を知ったという場合も該当するとされています。ただし、この3号に当たる者については、後に述べます5号の適用がありません。その理由は、守秘義務を負っているからであると説明されています。

○4号

4号は、当該上場会社等と契約を締結した者・締結の交渉をしている者を「会社関係者」と定めています。

契約の締結・履行・交渉に関して上場会社等の内部情報を知り得る立場にあることから、これも内部者に準じる者として規制対象とされているわけです。契約を締結した者・締結の交渉をしている者が法人である場合は、法人のみならず、役員等も会社関係者に含まれますし、法人でない場合は、代理人・使用人も会社関係者に含まれています。

これらの者は、「当該契約の締結もしくはその交渉・履行に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引が禁止されているわけです。

判例を2つばかりご紹介します。一つは、平成15年12月3日の最高裁の決定ですけれども（最決平成15年12月3日判時1845号147頁）、この中では、基本合意を具体化する交渉の中で、独占販売権を取得させる方法として合併をするという

情報を知ったという事案ですけれども、これは「契約の履行に関し」に当たるのは明らかだと最高裁は判示していきまして、「所論は、同法166条1項4号にいう「当該契約」は重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである旨主張するが、そのように解すべき根拠はない」と退けています。

また、平成7年の東京簡易裁判所の略式命令によりますと（東京簡略式命令平成7年3月24日商事法務1385号43頁）、上場会社と売買契約を締結し、目的物の引渡し等、自己の債務の履行は全て完了し、後は当該上場会社から売買代金の支払いを待つばかりの状態であった者が、当該上場会社、つまり債務者が振り出した手形の不渡情報を入手して、その公表前にその者が保有する当該上場会社の株式を売り抜けたという事案ですけれども、やはり「当該契約の履行に関し」不渡情報を知ったものであるとされています。

つまり、債権の保全ということも「契約の履行に関し」に含まれると解釈されたわけですし、これらを見ますと、重要事実と関連している契約である必要はなく、契約の種類・内容・形式は問わず、契約の締結・交渉・履行行為自体によって知った場合のみならず、これと密接に関連する行為により知った場合も含まれるということになりますので、そうしますと、上場会社と関わるあらゆる契約の相手方が4号にひっかかってくるということになりそうです。

では、契約締結者の役員が当該契約の締結等のために上場会社の社屋を訪問した際にたまたま社内の立ち話が耳に入ってしまったという場合はどうなるのかということですが、「契約の履行に関し」という文言を広く読むと、どうもこれは該当しそうですねと思います。

もっとも、上場会社等の主幹事証券会社の役職員が、具体的な引受契約等の締結等とは関係なく、上場会社から重要事実を聞いた場合であるとか、アナリストや新聞記者が取材において上場会社から重要事実を聞いたという場合は、「契約の締結・

交渉・履行に関し」にはならないのではないかと思います。

○5号

5号は、2号・2号の2・4号に掲げる者であって法人であるものの役員等を「会社関係者」と定めています。

これは、法人は一つの組織体であり、ある部門が取得した情報が他の部門に流れることは当然予想されることから、これを一体として捉え、情報受領者としてではなく、会社関係者として規制対象とした規定です。ただし、「その者の職務に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引が禁止されます。

これに関する興味深い判例として、東京高裁の平成29年6月29日の判例をご紹介します（東京高判平成29年6月29日金融・商事判例1527号36頁）。

読ませていただきますと、「上場会社等の契約締結の交渉中の法人等の他の役員等がその者の職務に関し重要事実を知ったとして法166条1項5号に該当するというためには、その者が職務に関し重要事実を構成する主要な事実を単に認識したというだけでは足りず、その者を会社関係者と位置づけることを正当化する状況、すなわち、その方法や態様等を問わないものの、当該契約の締結若しくはその交渉をする役員等が知った重要事実が法人内部においてその者に伝播したもの（流れて、伝わったもの）と評価することができる状況のもとで重要事実を構成する主要な事実を認識した場合であることを要するものと解するのが相当である」と判示しています。

これは、「職務に関し」の文言の従来の解釈よりも、むしろ「伝達」に近いような解釈をしておられるのかなと思います。仮にこの解釈が今後定着するということになりますと、今まで説明した「職務に関し」知ったとか、「権限の行使に関し」知ったとかという——特に「職務に関し」知ったということについて——その解釈が従来よりも狭

くなってきはしないのかなというところが気になるところです。

（2）情報受領者（166条3項）

もう一つの主体として挙げられるのが情報受領者ですが、166条3項に規定があります。会社関係者（または元会社関係者）から重要事実の伝達を受けた者（166条3項前段）及び職務上重要事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等で、その職務に関し重要事実を知った者（同項後段）は、情報受領者として内部者取引の規制対象となります。

前者については、脱法的な取引の規制として、また、情報受領者と会社関係者の間の特別な関係が考えられることに鑑み、規制対象とされました。もっとも、重要事実の伝達を受けた者であれば、実際に会社関係者との間に特別の関係がなくとも、規制の対象となります。会社関係者と元会社関係者が相当広範に捕捉されているのに対し、それらの者から重要事実の伝達を受けた者のうち内部者取引規制に服する者は、いわゆる第一次情報受領者に限られ、第二次以降の情報受領者は規制の対象外とされていまして、これについては、従来から学説の批判が強いところです。

これに対しまして後者は、平成10年改正で追加されたものでありまして、先ほど述べました5号と同様に、組織としての一体性が重視されたためと考えられます。その結果として、情報受領者からさらに重要事実の伝達を受けた第二次以降の情報受領者が規制対象とされていないという問題に対して、一定の歯止めとなると考えられています。

第一次の情報受領者に当たるか否かは、個別具体的に実質的に判断されると言われています。その判断要素としては、次の点が考えられるのではないかと思います。

第一に、「伝達する側の意図」です。ただ、これが166条の適用の成否にどの程度関連するかということは、ちょっと考えてみなければいけないことかなと思います。例えば、新聞記者の取材を

受けて会社関係者が重要事実を伝達したというケースを考えてみますと、恐らくその会社関係者は、目の前にいる新聞記者の方に伝達するというよりは、その方が属しておられる新聞社、報道機関に対して伝達をしたという認識かなと思いますが、新聞記者の方が内部者取引に該当するようなことをした場合、そのような会社関係者の認識が新聞記者の方の内部者取引の成否に関係するのかわれると、どうもそれはないように思うところです。証券アナリストの取材を受けて重要事実を伝達したケースについても、やはり同様かなと思います。

第二に、「伝達の態様」です。「伝達」に該当しなければいけないわけですから、立ち話を偶然聞いたというのはやはり無理だろうと思いますし、落ちていたのを拾うとか、場合によっては盗むなどして知ったケースというのは、恐らく対象外になるのだらうと思います。

それに対して、今自分が発言すれば、その場にいる人は皆その情報を知ることになるのだという認識がありながら、これを認容しているというケースでは、「伝達」になるのかなと思います。

第三に、「伝達される情報の中身」ですが、情報の一部にとどまる場合は、先ほどの判例にもありましたように、重要事実だと認識できるぐらいの部分が伝達されないことには、やはり伝達とは言えないだろうと思います。

これに対して、実は既に重要事実を知っていたのだけれども、これが真実かどうかということを確認しようと考えていたところに、確認に足る事実が伝達されたということになりますと、これは重要事実の確認を得たということで、「伝達」に該当するのではないかと思います。

2. 内部者取引の対象

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もしくは譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引、これらをひっくるめて「売買等」と呼ばれており、これ

が166条の規制の対象となる取引行為です。

特定有価証券等の定義は、163条1項ですが、社債券、優先出資証券、株券または新株予約権証券その他の政令で定める有価証券でありまして、国内の者が発行する証券は、それが上場されているかどうか、店頭売買有価証券もしくは取扱有価証券かどうか、国内で流通しているか、外国で流通しているかを問わないとされています。

関連有価証券は、上場会社等の特定有価証券に係るオプションを表示する証券その他の政令で定める有価証券です。

「売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け」の意義ですけれども、株券等について有償でその所有権を移転することをいいまして、売買のほか、交換、代物弁済、現物出資などもこれに当たるとされています。金融商品取引所を通じた取引に限られず、相対取引であるとか、外国の取引所を通じた取引も含まれます。贈与や相続は該当しないということになります。

なお、売買等を行うことは、自己の計算か第三者の計算かを問わず禁止されています。

幾つか具体例を考えてみますと、募集株式の発行による取得は、従来より該当しないと説明されています。その理由として、会社法の手続や金商法の開示に関する規制が存在するからだと言われているわけですが、そうしますと、自己株式の取得や処分が同じ理由で該当しないと言われるのかといいますと、そうではなくて、こちらのほうは文字どおり該当すると言われているところでありまして、ここに違いが出てくるわけです。

質権・譲渡担保の設定ですが、所有権の移転に着目すると、前者は該当せず、後者は該当するということになりそうです。

貸株・借株も、所有権の移転に着目すると該当すると言えそうですが、借株が該当するというのはそうでしょうけれども、本当に貸株が該当するかどうかは議論のあるところだろうと思います。

平成24年改正で、合併もしくは会社分割による承継が追加されました。その理由について、立案

担当者は、「会社がその保有する上場株式に関し未公表の重要事実(たとえば、巨額な損害の発生)を知っている場合、それを利用して組織再編により当該株式を承継させてしまえば、損失を回避する(または利益を得る)ことが可能となる。特に承継させる権利義務のうち保有株式の割合が高いような場合には、インサイダー取引規制の潜脱として利用される可能性がある」(高木悠子・齊藤将彦・上島正道「店頭デリバティブ規制の整備、インサイダー取引規制の見直し、課徴金制度の見直し(1)」(商事法務1982号(2012年)10頁))ので規制対象とした、と解説しています。

その結果、事業譲渡の場合と平仄を合わせて規制対象となったわけですが、事業譲渡の場合も含めて、合併や会社分割といった組織再編行為を内部者取引の規制対象とすることが本当に適切であったかどうかというのは、ちょっとよくわからないところで、誰を保護しようとするかというところが、内部者取引を規制する趣旨と本当に合っているのかなという疑問が残るところです。

デリバティブ取引については、定義が2条20項にありまして、極めて包括的です。

3点ばかり議論のあるところをご紹介しますと、市場全体の動きを反映する指数先物取引はここでいうデリバティブ取引かという論点がありまして、否定する説が有力ではないかと思います。

それに対しまして、特定有価証券等を参照資産とするクレジット・デリバティブ取引につきましては、現物決済と現金決済について扱いが異なっていて、現物で決済するほうにつきましては適用除外(166条6項12号・有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(以下「取引規制府令」という)59条1項3号)の対象とされているのに対して、現金決済については明文の規定がありません。

また、トータル・リターン・スワップと言われている契約につきましても、特に規定がないので、解釈に委ねられており、従来議論のあるところですが。

3. 重要事実

(1) 決定事実(166条2項1号)

会社の業務執行を決定する機関が166条2項1号に列挙された事項を行うことについて決定したこと、または公表されている決定に係る事項を中止することを決定したことが重要事実とされます。

幾つか検討しなければならない点がありますけれども、「会社の業務執行を決定する機関」については、既に平成11年6月10日の最高裁判決があります(最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁)。会社法所定の決定機関に限らず、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ができる機関であれば足りるということでありまして、当該会社における意思決定の実情に照らして個別に判断されるということになります。そのため、外部の者から見ますとわかりにくい場合もありますし、恐らく正式の機関決定があつてから公表されるのでしょうから、そうしますと、重要事実が決定されたと認定されてから公表されるまでにかなり時間が経過するということが、一つ問題点としては考えられるところです。

「行うことについての決定」ですけれども、166条2項1号に列挙された行為の実施それ自体やその実施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言い、これもまたよく指摘されるところですが、「決定」と言えるためには、その実現を意図して行ったことを要するけれども、確実に実行されることの予測が成り立つことを要しないということでありまして、多少なりとも具体的な作業に着手すれば、実現可能性が極めて低い場合を除いて、直ちに当該行為についての決定があるとされます(前掲最判平成11年6月10日)。

投資家の投資判断に影響を及ぼすと考えられる程度には具体的な内容を持つ決定でないと、決定事実には当たらないと言えるのではないかということが、従来から反論されているところです。一

一般的な調査研究に着手するという程度の決定は決定事実には当たらないのではないかと思いますけれども、事前に予測可能性のある基準を示すことはかなり難しいかなと思います。

一旦行うことについての決定がなされ、公表されますと、その決定の事実が市場に流布され株価に反映されると考えられるので、当該事項を行わないという決定がなされると、それが投資家の投資判断に影響を及ぼすものと考えられるとして、中止の決定が重要事実とされています。

この趣旨から考えますと、事実上、情報として流布し株価に反映されている決定事実については、公表されていないとしか考えられないので、したがって中止の決定は重要事実には当たらないのではないかと思います。この場合、会社関係者が中止の決定を知って取引を行っても、内部者取引には当たらないということになりそうです。

そうしますと、ある事項を行うことについての決定がされたが、それが公表される前に当該決定事項を行わないことが決定されたことを知った場合に、その事実を知った人が証券取引を行えば内部者取引の規制が及ぶかという、果たしてどうでしょうか。内部者が優越的な地位にあるとは言えないのではないかと思います、議論のあるところだろうと思います。

会社が一度決定した事項の内容を変更した場合はどうなるのかということですが、当初の決定内容が重要事実には該当しないという場合は、その変更決定も中止決定として重要事実には当たらないと思います。もっとも、変更の決定自体が新たな決定として重要事実には当たる可能性が否定されるわけではありません。

これに対して、当初の決定内容が重要事実には該当する場合は、その決定が公表されていた限りは、当初の決定を変更する旨の決定が中止の決定として重要事実には当たる可能性があります。

決定事実、個別列挙に加えて政令で指定されています。

○個別列挙事項

資料の11ページ以降に、個別列挙事項について、株式や新株予約権の引受者の募集、資本金の額の減少、資本準備金または利益準備金の額の減少、自己株式の取得等を挙げています。このうちで取引規制府令49条の軽微基準に該当しますと、重要事実には該当しないという扱いになります。

例えば、株式の引受者の募集で言いますと、1億円未満と見込まれる場合は除かれています。普通社債の発行は、借入れと同視されたせいか、そもそも重要事実には含まれていません。

資本金の額や、資本準備金・利益準備金の額の減少については、軽微基準がありません。

自己株式の取得につきましては、総会に議案を提出することについての決定や、取締役会での個別具体的な取得についての決定が、重要事実になります。

株式・新株予約権の無償割当てについては、軽微基準が定められています。また、新株予約権の無償割当てについては、ライツ・オフリングで利用されているからか、株式の募集と無償割当ての両者がミックスされたような軽微基準が定められています。

株式分割についても、軽微基準がありますけれども、重要事実には挙げられています。無償割当てとか株式分割というのは、実質、増配への期待などがあるということで、従来からこういう発表があると株価が上がっていたということが意識されているのではないかと思います。

剰余金の配当ですが、ちょっと注意をしていただきたいのは適用除外規定のところでした、「前事業年度の対応する期間」と比べることになっています。例えば、中間配当の額が増額されたとしても、前事業年度の中間配当金額と比較して一定の範囲内に収まるのであれば、重要事実には当たらないという扱いになるということです。

次に、株式交換、株式移転、合併、会社分割などのいわゆる組織再編行為についての重要事実です。株式交換で言いますと、親会社になる場合は

株主構成の変動、子会社になる場合は株主の地位の変動に着目されているわけですが、完全親会社となる場合には、資料に書いているような軽微基準が法定されています。完全子会社になる場合については、軽微基準はありません。

同様の理由で、株式移転の場合も、軽微基準はありません。

合併の場合は、存続会社となる場合に軽微基準が定められています。消滅会社となる場合は、軽微基準はありません。

会社分割は、分割会社となる場合の軽微基準と承継会社となる場合の軽微基準がそれぞれ詳しく定められています。

ちょっとおもしろいことには、例えば合併ですと、存続会社とその完全子会社間の合併も軽微基準に該当し、除外されているわけです。ところが、会社分割については、完全子会社との間での会社分割は除外されていません。

事業の全部または一部の譲渡・譲受けになりますと、これは会社分割と同様の軽微基準に加えて完全子会社からの事業の全部または一部の譲受けが除外されていまして、よく見てみると、違いが見られるということです。

解散については、軽微基準はありません。

新製品または新技術の企業化については、従来から指摘されているところですが、画期的なものであることを要しないとされています。会社が新たに市場に投入する製品とか、新たに開発・採用した技術の企業化ということで、開発された新製品・新技術をコマーシャルベースに乗せることが必要です。そして、財以外のサービスにつきましては、新たな事業の開始に該当するものであれば、そこで重要事実として捉えられるということです（金商法施行令 28 条 9 号）。

○政令指定事項 166 条 2 項 1 号ヨ→金商法施行令 28 号

以上の具体的な列举事項に加えて、政令指定事項を、資料の 13 ページから挙げさせていただいて

います。項目だけを挙げますと、業務上の提携または業務上の提携の解消、子会社の異動を伴う株式等の譲渡・取得、固定資産の譲渡・取得、事業の全部・一部の休止・廃止等があります。

ちょっとおもしろいところを指摘させていただきますと、子会社の異動を伴う株式等の譲渡・取得が政令指定されているのですが、譲渡というのは特定承継だけでありまして、例えば会社分割を通して子会社が異動したというような包括承継については、この「譲渡」という言葉には含まれていないということになります。それに対して「取得」という言葉には、譲受けに加えて原始取得も含まれますので、例えば第三者割当増資を受けて子会社化したというの、子会社の異動を伴う株式等の取得に該当するという取扱いの違いが見られるところです。

（２）発生事実（166 条 2 項 2 号）

これも個別列举事項プラス政令指定事項という建付けになっています。

○個別列举事項

災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害が挙げられていますが、ここでも軽微基準がありまして、損害額が会社の最近事業年度末日における純資産額の 3 % 未満と見込まれる場合は軽微基準に該当し、したがって重要事実にならないという扱いを受けているわけです。

そうしますと、逸失利益は損害に含まれるかという論点については、否と。あるいは、財テクの失敗による含み損もここにいる損害には入らないのではないかと思います。一方、損害額算定に当たって、保険金額は考慮されるのではないかと思います。

また、主要株主の異動も挙げられていますが、これについては軽微基準はありません。

それから、特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの上場廃止または登録の取消しの原因となる事実も列举事項の中に含まれています。

上場廃止または登録の取消しの原因となる事実ですが、例えば、形式的に特定株主の持株割合が一定基準を超えているということで上場廃止の猶予期間に入り、1年間の猶予期間経過後に上場廃止を免れなかった場合については、「発生事実」に該当することに異論はないと思うのですが、財務諸表等の虚偽記載——これも上場廃止の原因となる事実なのですから——については、取引所の認定を待って重要事実の発生と解することになるのか。会社が意図的にしたのではないかと思うのですが、文言上は「発生事実」という扱いになるということです。

○政令指定事項 166 条 2 項 2 号ニ→金商法施行令 28 条の 2

財産権上の請求に係る訴えが提起されたことまたは当該訴えについて判決があったこともしくは当該訴えに係る訴訟の全部もしくは一部が裁判によらず完結したことが挙げられていまして、訴えの提起の段階で重要事実該当しますし、財産権上の請求に係る訴えということですから、これは幅広い概念だろうと思います。ここでは、軽微基準が詳細に定められているところです。

そのほか、事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分の申立てがなされたこと、当該申立てについて裁判があったこと、もしくは当該申立てに係る手続の全部もしくは一部が裁判によらずに完結したことであるとか、免許の取消し、事業の停止その他これに準ずる行政庁による法令に基づく処分、親会社の異動等々が列举されているところです。

例えば「免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分」が挙げられていますが、いつの時点で重要事実になるのかということについては、行政庁内部で決定があれば、その時点であろうと思うところです。

他方、行政指導は「行政庁による法令に基づく処分」に当たるかと言われると、これは当たらないのではないかと考えられるところです。

さらに、「債務者または保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債務者に対する売掛金、貸付金その他の債権または当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと」ということで、債権回収できずに損害が生じるおそれ、求償権を取得しても債権回収できずに損害が生じるおそれが重要事実として挙げられているところです。「その他これらに準ずる事実」というのは、支払不能を客観的に裏づける事実と考えられます。保証債務だけが挙げられているのですが、物上保証の場合も含まれるのではないかと思います。「債務の不履行のおそれ」が生じたことが発生事実ですが、その有無は、単に担保を取得しているだけでは十分ではなく、債権回収の不安が全くないという事情がなければやはり「債務不履行のおそれが生じた」ことを否定できないと解されているところです。

そのほか、主要取引先との間の取引の停止、あるいは債権者による債務の免除または第三者による債務の引受けもしくは弁済、資源の発見などが挙げられているところです。

(3) 業績の修正 (166 条 2 項 3 号)

投資家は、公表された数値を前提に、投資判断をしています。ですから、公表された数値と比較して新たな予想値または当該事業年度の決算において差異が生じたことが、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられたため、重要基準に該当する場合に限ってですが、そのような業績の修正が重要事実として挙げられています。

すなわち、会社の売上高、経常利益もしくは純利益（＝売上高等）もしくは剰余金の配当またはその会社の属する企業集団の売上高等（＝決算情報）について、公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）に比較して当該会社が新たに算出した予

想値または当該事業年度の決算において差異が生じたことは、重要事実となります。もっとも、投資家の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限られます。

「売上高」：投資家に開示される財務計算書類上の「売上高」

「経常利益」：営業利益金額（営業損失金額）に、営業外収益・費用を加減

「純利益」：経常利益金額（経常損失金額）に、特別利益・損失を加減し、さらに法人税・住民税・事業税等を加減した金額

いくつか注意しておくべきこととして、まず、「当該会社が新たに算出した予想値または当該事業年度の決算」という言葉が挙げられます。これは、会社の判断として実質的に確定した予想値という意味だろうと思います。そうしますと、会社の具体的な予想値ということで、決算の確定手続に即して判断されるということになります。

有名なマクロス事件（東京地判平成4年9月25日判例時報1438号151頁）では、取締役会において、予想値の修正公表が避けられない事態に至っていることにつき報告がなされて承認されたことをもって算出されたものと解釈されまして、結局、この事件では業績の修正には該当しないとされたわけですが、場合によっては、といいますか、取締役会議の決議前であっても、例えば関係役員等がその修正をするということを決したという場合に、会社によっては「算出された」と言えることがあるのではないかとということが議論されているところです。

第二に、比較対象となる「公表された直近の予想値（当該予想値がない場合は公表された前事業年度の実績値）」につきましては、今期の予想値に限られ、166条4項に定める方法によって公表されたものに限られています。

前事業年度の決算発表において、前事業年度の

実績値（決算発表以前に公表された今期の予想値がない場合）と今期の予想値を同時に公表する場合で、両者の数値に重要基準を満たす差異が生じた場合はどう考えるのかということにつきましては、前事業年度の実績値の公表と同一のタイミングで今期の予想値が公表されたということですので、同時に内部者取引規制が解除されることになり、内部者取引規制の対象にならないだろうと考えるところです。

なお、業績の予想の修正につきましては、重要基準に該当して初めて重要事実にあたります。その重要基準ですが、取引規制府令51条に、以下のように具体的な数値が定められているところです。

売上高：10%以上の増減

経常利益：30%以上の増減かつ増減額が前事業年度末純資産額と資本金額の少ないほうの金額の5%以上

純利益：30%以上の増減かつ増減額が前事業年度末純資産額と資本金額の少ないほうの金額の2.5%以上

剰余金配当：20%以上の増減

最後に、重要基準に該当する差異が生じたが、その情報が既に株価に反映されていた場合にどう考えるかという難しい問題がありまして、業績予想に限らず、他の重要事実にも共通して問題となります。

以上、端折って説明しましたので、わかりにくかったのではないかと心配していますが、私もよくわからない点が多々ございまして、資料にクエスチョンマークをつけたりしているところもありますので、ご教示賜りますとありがたく存じます。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきまして、まず初めに、総論的な問題と、2ページから7ページまでの取引主体の問題について、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

【役員、「その他の従業者」の意義】

○北村 3ページの主体のところですが、166条1項1号の主体の中に役員の定義がなく、21条1項1号の役員の定義のところではわざわざ166条を外している意味はどういうことなのでしょう。

○志谷 いろいろと文献を読んでみたのですが、これについて正面からお答えいただいたものが今までなかったので、実は困っているところです。なぜわざわざ省く必要があったのか、21条1項1号に定義されている内容でもよかったのではないかなと思ったのですが、ただ、考えてみますと、やはり形式的に定めなければならないということが頭にあって、そうしますと、あまり広がるような定義はしにくかったのではないかと、そして役員というのを明確に定義しようとしても、適切なワーディングができるかという点で難しかったのではないかと、したがって何も書いていないのではないかと、というふうに想像している次第ですけれども。

○北村 先生のご理解では、取締役の職務代行者や仮取締役は、21条1項1号の取締役に含まないということでしょうか。

○志谷 はい、含まないと。

○北村 そうすると、166条1項1号では役員の解釈として仮取締役等を含むという点で意味があるということですか。

○志谷 要するに書いていないわけですから、そうすると、役員と言われたら、会社法の役員の定義を持ってきたらどうかなと考えて、このように解釈してみたのですが、ちょっと広過ぎますか。

○北村 166条1項1号では「その他の従業者」が主体に含まれていて、これがいろいろなものを

拾っていくので、役員の定義を狭くして、その周辺にあるものを「その他の従業者」で拾っていくのかなとも思いました。

○志谷 私、うっかりしまして、今回報告をするまで「従業員」だとばかり思っていたのですが、よくよく見たら「従業者」なのですね。おもしろいワーディングだなと思ったのですが、しかも、平成27年4月8日の最高裁決定がこれのように広く解釈したので、北村先生のおっしゃる通りに、役員のところでは狭く解釈しても限定されたことにならないということになってしまいますよね。

○前田 志谷先生が役員の範囲が形式的に定めなければ困るとおっしゃいましたのは、21条1項1号では「又はこれらに準ずる者」とあるために、この定義をそのまま使えないということですね。確かに、もし21条1項1号の定義を使うとなると、そこで「これらに準ずる者」を拾っておきながら、もう一度166条1項1号の「従業者」のところでは実質的な拾い方をするのは、規制の仕方としては好ましくないように思います。

○志谷 ええ。これは冗談ですが、これも「従業員」のミスプリではないかというふうに思っています（笑）、何度見ても「従業者」ですね。

○前田 細かなことですが、166条1項1号の「その他の従業者」というのは、前の部分を全部含めているのでしょうか、使用人だけではなくて。

○志谷 ええ。「役員、代理人、使用人その他の従業者」というふうに。ここは資料ではちょっと切ってしまいましたけれども。

○前田 役員も「従業者」の例示の1つとして挙げられているということですね。

○志谷 はい。

○久保 そうすると、今の点の確認ですが、あまり166条1項1号で役員の定義は何かというところをぎりぎり詰めなくても、つまり「従業者」のところに全て含まれるわけだから、従業していればよろしいということになるわけですかね。

そうすると、逆に言うと、形式的に役員に該当するのだけれど、例えば名目的取締役みたいな、実際には仕事していないという人の場合には、従業員にはならないから、除外されるということになるのでしょうか。そこは形式的に含まれるということになるのですか。

○志谷　やはり入ってしまうのではないですかね。

○久保　入るのですかね。

○志谷　だから、いわゆる名目的な取締役や登記簿上の取締役も、役員に入ってしまうのではないですかね。

○久保　そこは、必ずしも仕事はしていないけれども、役員に該当した場合には、これはもう形式的に従業員に入れるのだという、そういう解釈ということになるのですかね。

○志谷　恐らく役員には入らないけれども、最決平成 27 年 4 月 8 日の事例の大株主さんのように、事実上取締役のように振る舞っておられる方をどう扱うかということで、最高裁は、この「従業員」の文言解釈によって入れたということですね。

○久保　そこは実質的に解釈するのだと。

○志谷　後でも議論になるかもしれませんが、条文は形式的に書いてあるのだけれども、裁判所は実質的に解釈というか、緩く解釈をするというのが、内部者取引規制の特徴ではないかなというふうに思いますけれども。

○伊藤　今の久保先生のご質問のところですけども、仮に役員の中に実質的に職務に従事していない者がいたとしても、いずれにせよ、この条文が適用されるときは、業務等に関して未公表の重要事実を知ったという行為をしなければいけないので、事実を知っている局面では、業務等をやっているはずなのですね。なので、最終的にはやはり同じになるのではないのでしょうか。

○久保　確かにそうだろうとは思うのですけれども、ただ、実際に職務に従事していなくても、「職務に関し」というのが、先ほどのご報告の中

でのお話でしたよね。そうすると、あやがあるのか、ないのか。

○志谷　全く会社に来たことがないという人の場合と、たまには会社に来るよねというような人がいて、そのたまに来たときに話を聞いたというのも、「職務に関し」ということになるのですかね。

○久保　まあ、どうなんですかね。ちょっとレアケースになるかもしれませんが。

○伊藤　志谷先生からお話のあった大株主の場合、どこの条文に該当していくのかということですけれども、先生としてはどういうふうに整理をされるのがよいと思われますか。

○志谷　166 条 1 項 1 号の会社関係者の中に入れてしまった上で、あとは、先生からもう既にご指摘があったように、職務に関し知った場合に限ってという絞りがかかりますから、私も冗談で言ってしまったのですけれども、全く会社に来たことがないような人の場合は、「職務に関し」ではなくて、そういう場合は情報受領者としての扱いを受けるとか、そういう整理になるのかなというふうに思うのですけれども。

○伊藤　なるほど。そうなのでしょうね。

大株主は自然人の場合と法人の場合がありますので、法人だったら、親会社に該当すればそちらのほうで、あとはその当該親会社のさらに役員等が 1 号に入ったりするのだらうと思うのですね。自然人だったら、先生のおっしゃったように、場合によっては従業員になるのだと思います。従業員ですし、条文も、業務等に関して知っていればいいので、法律上の職務等を別に有していなくても、それは恐らく事実として何らかの会社の意思決定に関与していたりすれば、入ってくるというふうな整理でいいですかね。

そして、それらで捕捉できない者は、情報受領者になれば情報受領者として捕捉するという、そういう整理なのでしょう。

○志谷　そうですね。

○伊藤　逆に、条文ではっきり大株主はこうだ

ということは書かれていないのも気になりますけれど。

#### 【「職務に関し」の解釈】

○久保 その場合の大株主の職務というのはどういうふうに考えることになるのですか。

○伊藤 「業務」では。

○久保 1号は、「その者の職務に関し知ったとき」ですよ。

○伊藤 あっ、そうか、こちらですね。すみません、「職務」ですね。でも、そうすると、やはり実質的なものまで職務に含めていかないといけないのでしょうかね。

○久保 だから、大株主がどういうふうにかかわっているかというところで、この判決の場合は、普段から関わっていて、実質的に役員的な行動をしていたから、そこを捉えて「職務」というふうにとったのかもしれませんが、あまり出てこない人がたまに出てきたというときに、その大株主の職務というのをどのように捉えるかというのは、案外難しい問題かもしれない。

○伊藤 なるほど。

#### 【法人内部の職務分担との関係】

○松尾 今の点に少し関係しますけれども、4号に当たるものが法人である場合には、その法人の従業員も5号で拾われます。この5号にも同じように「職務に関し」知った場合というのがあるのですが、これは1号で今問題にしていた「職務に関し」と同じと考えていいのか、それともやはり違ってくる可能性があるのか。条文の趣旨としてはそれぞれ違うように思いますし、先生もお書きになっているように、情報受領者との関係もどう整理したらいいのかというのがあると思いますので、ご見解をお聞かせいただければと思います。

○志谷 確かに、書き分けられている、条文が違うということなので、趣旨には違う点があるということは踏まえた上で、非常に単純な答えになってしまうと申しわけないのですけれども、一応

「職務」という同じ言葉を使っていますので、その者がその法人組織の中で与えられた地位に応じた任務が「職務」なのではないか。その職務を遂行する過程の中で重要事実を知るという場合を内部者として規制対象としているのではないのかなと考えましたので、それほど実質的に違ったような解釈は今まではしてこなかったのですけれども。

○松尾 例えば4号の契約の締結に関する者が当事者としては法人であるというような場合に、その契約の締結交渉に関連する職務をその法人で担っているという必要はなくて、一旦法人にその契約の締結に関して情報がもたらされたら、あとはそれを法人内の職務に関し知ってしまうと、規制の対象となるということでしょうか。

○志谷 先生のケースですと、最初に挙げられた方は4号ですね。その後、その情報を持ち帰って会社内で情報を共有して仕事をするということになりますと、その共有された側は5号という扱いになるのではないかと思うのですけれども。

○松尾 4号は、これはどう見るのですかね。締結をしている者なので、これが法人の場合には、その法人でその契約に関する職務を行なっている自然人を5号で拾うという理解だったのですけれども。

○志谷 法人である場合は、その法人のみならず、その締結の仕事に携わっている役員等は会社関係者に含まれるのではないかと考えていたのですけれど。ですから、それは4号であると。

○松尾 交渉とか締結が職務となっている従業員は4号ですね。

○志谷 一応法人を想定すれば、その法人を代表・代理してその締結の交渉に当たり、締結をするという方がいらっしゃるはずですね。その方は4号ではないのかな。

○前田 4号の括弧書きですね。

○松尾 それは、契約の締結・交渉を職務として行っている人ということではないのですか。

○志谷 それがまさに、その法人がその方に与えた職務になるのではないかと思いますけれども。



### 【アナリストと内部者取引】

○行澤 6 ページの4 号のところで、アナリストや新聞記者が取材において上場会社から重要事実を聞いた場合を4 号の中で整理されているのですが……。

○志谷 いえいえ、これはむしろ入らないだろうということです。

○行澤 あっ、これは入らないですよ。

○志谷 はい、入らないということです。

○行澤 ただ、アナリスト契約を、例えば法人等が上場会社等の IR 担当者らに依頼されて、というような場合はいかがでしょうか。

○志谷 アナリスト契約をした場合……。

○行澤 ええ。恐らく基本的に念頭に置いている契約とは違うと思うのですね、これ。しかし、頼まれて情報分析等を行った場合というのは、これは当たらないですかね。

○志谷 先生がおっしゃっているアナリスト契約というのは、上場会社との間の契約ですか。

○行澤 ええ、そういう意味です。

○志谷 そういうタイプの契約があるということとは失念していました。今まで考えておりませんでした。証券会社なり、あるいは投資家なりとの間で契約を結んでいるアナリストが上場会社に取材に来たというのを典型として考えていましたので。

○行澤 アナリスト契約とは典型的にはそういうものだと思うのですが、しかし、仮に上場会社との間に何らかの契約があったと言えるような場合には……。

○志谷 仮に……。

○行澤 ええ。

○志谷 仮にそのような契約がもしあったとしたら、ここでいう契約というのは、先ほど申し上げたように、もう本当に幅広く解釈されていますので、入ってくる可能性はあります。ありとあらゆる契約が入りかねないのではないかと思います。で、そこを絞った方がいいのか、それともむしろ広

げたほうがいいのかは、インサイダー取引をどこまで規制するかというまさに根本的な話と結びつくことになると思います。その価値判断と結びつくと思います。

### 【契約当事会社役員の内部情報への接近】

○梅本 今ご議論になっているところよりちょっと上のところなのですが、契約者の役員が当該契約の締結等のために社屋に入って、その社内の立ち話が耳に入った場合は、先生はどちらかというところに入る方向で……。

○志谷 入るのではないかなと思ったのですが。

○梅本 一般的にはどちらかというと、これは入らないのではないかなという気が……。

○志谷 入りません。

○梅本 例えば隣の会議室で会議していて、そこで話された内容が漏れ聞こえてきたとき、会社内部の役員や従業員であったとしても、それは職務関連性はないという解釈が多いのではないかなと思うのですが、もしそれと同じ解釈をするのであれば、契約締結についても——もちろん、先生がそういう解釈をとられないということであれば、また違うのかなと思うのですけれども。

○志谷 先生のおっしゃるように、会社内部者の場合に、同僚が話をされているのをたまたま立ち聞きをしたという場合、果たして職務に関し知ったと言えるのかということについては、議論があると思います。

単に物理的にアクセスできたというだけでは、やはり「職務に関し」には該当しないだろうということについては恐らくコンセンサスがあるのだと思いますが、では、それを超えて、たまたま知ったのだけれども、その方はまさに会社の従業員だからこそその場にいることができたのだと考えますと、入ってしまいそうにもなるし、先生がおっしゃるように、いや、それは「職務に関し」にはならないだろうというふうに解釈される方もあるということは私もよく存じていまして、どちらかというと、その場に居合わせたことは、やは

り会社の役職員だからなのではないかなという気持ちが若干あったので、先ほどちらっと、これについては該当するのではないかというふうに言ってしまったのですが。

○梅本　いえ、私がどちらの立場というわけではなくて、多くの方がそういう解釈をとっている、という、単にそういうお話です。失礼しました。

#### 【166条1項5号の解釈】

○黒沼　5号の「職務に関し」についてですけども、私はこれは、例えば1号の「職務に関し」と違った解釈であってよいのではないかと考えています。

その理由は、5号というのは少し特殊な規定として、立法論として、会社の内部の人とか、あるいは契約を締結しているような取引相手の者など、「職務に関し」情報にアクセスできる者は全てインサイダー取引規制の対象にしようというのであれば別ですけども、日本では、上場会社と契約を締結している者が契約の締結の交渉に関し知ったときというふうに限定されているわけですね。そのような例えば4号の取引関係者の中で情報が伝達されていったような場合に、たやすく第二次受領者にならないようにするために5号が置かれていて、そういう趣旨を考えると、東京高判平成29年6月29日のような判示が出てくるわけです。

もしこの「職務に関し」をそのまま形式的に解釈すると、例えば契約の締結を交渉しているその担当者が情報を知るよりも前に、その契約締結相手方の会社の中で誰かが自分の職務に関し情報を知ったとしたら、それはあまりあり得ないかもしれませんが、それも形式的には5号の会社関係者になってしまうのです。それを処罰することは、現行の日本法ではちょっと考えられていないのではないかと思います。

そうすると、5号の「職務に関し」は、1号の「職務に関し」よりも狭く解して当然だと思えますし、このような裁判例があったからといって、

1号の「職務に関し」も狭く解さなければならないという理由にはならないように思いました。

○志谷　私が先ほど申し上げたのは、東京高判のような「職務に関し」という文言についての解釈がもし定着してしまえば、1号の「職務に関し」というものも狭く解されてしまうのは、従来の判例・学説の態度とは違うのではないかということをお願いしたかったのであって、私はそうすべきだというふうに申し上げたつもりはございませんので、その点だけ申し上げておきます。

#### 【伝達される情報の中身】

○北村　7ページの情報受領者のところの「伝達される情報の中身」について確認させてください。伝達されたものが情報の一部にとどまる場合は、先生のお考えでは、情報の伝達にはならないことになりますか。

○志谷　一部であっても……。

○北村　それだけであれば「重要事実の伝達」にならないということでしょうか。

○志谷　主要な部分が伝達されないことには、やはり受領者にはならないだろうと。だから、その情報を知らされたことによって重要事実を知ったと認識できたと言えるぐらいのものでないと、本当に断片的な一部分しか知らされなかったというのであれば、これは「伝達」とは言えないのではないかというふうに考えているのですけれど。

○北村　受領者のほうが独自の調査である程度情報を知っていて、最後に、それ自体は決定的ではないけれども、一部の情報が伝達されたことによって、トータルして受領者の得た情報が決定的なものになることがあり得ます。すなわち、会社関係者から伝達された情報は重要事実の一部なのだけれども、受け手の側ではその一部が伝達されて情報が完璧なものになってしまったという場合は、重要事実の伝達を受けたと評価することはできないでしょうか。

○志谷　既にある程度認識していた重要事実をいわば確認といいますか……。

○北村 確認というよりは、まだ知らなかった一部の情報を受けた場合です。確認というのは、情報を一応全部知っていたけれども、自分の中で確信が持てなかったのを伝達によって確認したということです。

○志谷 先生のご指摘の場合は重要事実の伝達になるのですかね。欠けていたピースがそれで埋まったと。

○北村 例えば相手先とか、時期とか、金額とかだけがわからない場合に、それが伝達されたときです。

○志谷 それによって内部者から受領者に対して初めて情報が伝達されたというより、もう既に知っていたわけですね。

○北村 ある程度は知っていた場合ですね。

○志谷 ある程度は知っていて、残されたピースだった場合か。難しい。（笑）微妙ですね。

#### 【合併・会社分割による株式の承継】

○前田 まだ取引主体関係でご議論があるかもしれませんが、次に、7ページ最後から9ページ中ほどまでの内部者取引の対象についてご質問、ご意見をお願いします。

○石田 8ページの下のところ、「合併もしくは会社分割による承継」ですけれども、これは保有資産に株式が多く含まれる場合にインサイダー取引の規制をする必要があるということで設けられたというご紹介がございました。これは恐らく、やはり一般投資家との取引の公平性というか公正性を考えたときには、こういう規制を入れざるを得ないという考え方だったと思うのですが、志谷先生のご報告の中で、誰を保護しようとしているのかというような問題提起をされました。このあたりは、先生はどのようにお考えなのでしょうか。

○志谷 例えば、上場株式が含まれていると。その合併、会社分割、あるいは事業譲渡でもそうなのだけれども、それが対象として移転しようとしていると。要するに、当事者が本来よりも高く買わされた、あるいは安く買い取ることができ

たというような一種の不公正さ……。

○石田 当事者間の問題ですか。

○志谷 当事者間のことなのではないのかなと。それと一般投資家の保護という内部者取引規制との関係が今一つよくわからないなと考えていまして、それで今回のご報告の中でちょっと問題提起を、と言うと大げさですけども、ひとつ言ってみようかなと思って指摘をしたのですけれども。

確かに事業譲渡の場合は、「売買その他有償の譲渡もしくは譲受け」に該当しますので、内部者取引規制の対象になると。にもかかわらず、同様の効果のある合併、会社分割については規制対象になっていないのは、規制に穴があるというご判断があって、平成24年の改正に至ったのだらうと思うのですが、そもそも事業譲渡も本当に規制する必要があったのでしょうか、というのが疑問なのですけど。（笑）

○行澤 ちょっとうろ覚えで恐縮ですけども、立法当時、いわゆるインサイダー取引の市場に対する公正性を守ることがあって、それこそそういう形態を利用してインサイダー取引がなされることも考えられるので、そこを手当てしようということだったと思うのですが……。

○志谷 脱法行為を……。

○行澤 ええ。そうだとすれば、別に相手方がつかまされたということではなくても、やはりインサイダー取引禁止規制の趣旨に該当するのではないのでしょうか。

○志谷 そのような脱法行為だと言えるような場合であれば……。

○行澤 いえ、脱法行為に限定するというよりも、類型的にそれを捉えていくという議論だったように思うのですけれどね。

そもそもインサイダー取引の場合、先生がおっしゃったように因果関係は要求されていないですから。

○前田 上場会社の株式であれば、相対取引であっても規制対象になることは異論のないところだと思います。ですから、合併とか会社分割によ

る承継も含む理由はあるのではないのでしょうか。

【重要事実としての「決定」「中止」の意義】

○前田　それでは、9 ページ以下のところ、重要事実について、ご質問、ご意見をよろしく願います。

○行澤　10 ページですけれども、私もよくわからないので教えていただきたいのですが、確かに条文上は、166 条 2 項 1 号で、決定事実とは「行うことについての決定」であり、そしてそれが公表された場合には、「当該決定に係る事項を行わないことを決定したこと」が決定事実になるということになっています。それで、先生がご指摘されたように、10 ページの一番下のところに「もっとも、変更の決定自体が新たな決定として、重要事実にあたる可能性はある」とあるのですが、これを決定事実として捉えることができるのかというのはちょっと疑問です。

つまり、「行わないこと」の決定それ自体が独自の決定事実になるかという点について言えば、この条文の構造では、それはなりにくいのではないか。おっしゃったように、既に市場に流布しているような場合にはそれでいいのかと私も思うのですけれども、その辺はいかがでしょうか。

○志谷　内容を変更するという……。

○行澤　あ、これは行わないことではなくて、変更という意味なのですね。

○志谷　はい、内容の変更です。

○行澤　わかりました。変更ということですから、もはや新たな決定を行うことですからね。すみません、ご趣旨を読み違えていました。

○黒沼　今の中止の決定について、よくわからないことがあったので質問したいのですが、10 ページの中ごろで、「事実上、情報として流布し株価に反映されている決定事実については、公表されていないと考えるしかなく」と書いてある部分がよくわからなかったもので、説明していただけますでしょうか。

○志谷　要するに、その後の中止の決定という

のは公表されているということが文言上前提ですので、そうすると、公表されていないものについて中止をするという決定は、重要事実には当たらないのではないのでしょうか。

○黒沼　決定はされて、公表されていないけれども、情報として流布し株価に反映されているということですか。

○志谷　はい。

○黒沼　わかりました。

○志谷　今のご質問があったその下ですけれども、私、むにゃむにゃと言って答えなかったのですけれども、もう一度読むと、「ある事項を行うことについての決定がなされたことを知ったが、それが公表される前に、当該決定事項を行わないことが決定されたことを知った場合に、内部者取引の規制が及ぶか」。市場の投資家から見たら、会社内部である事実が発生したけれども、知らないうちにそれは泡として消えてしまったと。海は静かですねというときに、では、内部者はその会社の株を売買してもよろしいかという……。

○前田　行わないことの決定は重要事実にはならないでしょうけれども、行うことについての決定は、なお重要事実になっているわけですね。

○志谷　重要事実にはなっているのですね。

○前田　形の上では重要事実に当たると。

○志谷　で、公表されていないと。しかし、その賞味期限は過ぎてしまった。（笑）

○行澤　そこに実質的に可罰性もしくは違法性はあるのでしょうか。公表前に売ったり買ったりすれば、それは形式的にはインサイダー取引に該当するのでしょうか。

○黒沼　中止、行わないことが決定された時点で、以前の決定はないと評価せざるを得ないのではないですか。

○志谷　この場合、文字どおり公表しなければいけないと解するのであれば、実は一旦やることを決定したのだけれども、やはりやめることにしましたという2つの決定内容を同時に公表しなければいけないということになってしまって、それ

は変だろうと。やはり規制の対象にならないですよ。

○久保 本当に平地で行くのと上がり下がりがありましたというのでは、やはり意味が違うような気がしなくもないのですけれども、どうなのですかね。

○梅本 おっしゃるとおりだと思います。現行の日本の金商法でそれが構成要件に該当するかどうかを考えると、入らなさそうなのですから、おっしゃるように、おかしいなというところは残りますよね。

○久保 そういう上がり下がりがありましたということが投資家にとって重要である可能性はあり得るような気もするのですよね。

○梅本 そうすると、条文的にはどういうふうに書けますかね。中止の決定があったけれども、それは……。

○久保 だから、結局決定があったのですよね、最初に。

○志谷 最初の決定はあった。

○久保 最初の決定があったことは事実として動かないので、解釈として、その決定が消えてしまいましたということになるのかどうかということですね。いや、やめましたということになったとして、前の決定があったことが消えたことになるのか。それは歴史的には事実なのだから、事実として決定したことは必ず公表しなさいということになるのか。そこの分かれ目になるのだろうと思うのですけれど。

○行澤 そういう場合に、会社関係者は、例えばどういう行動をすることが懸念されるのですか。

○久保 ですから、私自身、全然確信があって言っているわけではないのですけれども、もしそういう事実があったのだったら、こういう決定をしましたけれどもやめましたという公表をしない限りは……。

○行澤 公表しないうちに、その会社関係者はどういうふうに行動することが懸念されるのですか。つまり、市場が知らないうちに決定されて中

止されたものが、市場に対してどういう影響を及ぼし得るのでしょうか。

○久保 やろうと思っていました、だけど何か状況が変わって結局中止しましたというときに、それはひょっとしたらそういうことをやる体力がなくなったということを示す何らかのインディケーターになるかもしれない。

○行澤 それは重要事実にあたるのですか。

○久保 どうなのですかね。

○梅本 今のご議論は、最初の決定と中止の決定が公表された後にどうなのかという話でしょうか。それとも、両方とも公表されていない中で、ということですか。

○行澤 志谷先生の設定は両方ともされていないということですね。

○志谷 されていない。

○梅本 されていない状況下でしたら、先に情報を得た人は、利益の機会というのはあるのではないかと思うのです。どちらかの情報が市場に何らかの形で流れて、ボラティリティーが高まるという可能性はありますよね。で、自分は中止されているということを知っているのであれば、そこで有利な取引はできると思うのです。ただ、それがインサイダー取引規制違反になるかどうかはわかりませんが、利益機会というのは必ずあると思うのです。

○前田 ある事項を行うことについての決定がされて、金商法上の公表はされていないけれども、事実上株価が上がることはあり得ますよね。

○志谷 はい。

○前田 そのときに、中止の決定を知り、未公表の間に売買すれば、やはり規制はかけるべきではないかと思うのですけれども。

○志谷 未公表の間に取引が行われているという、株価が動いているということが前提ですね。

○前田 ええ。金商法上の公表概念も、画一的に決められていますのでね。

○行澤 なるほど、そういうことであれば分かります。

【重要事実の形式性、バスケット条項との関係】

○梅本 決定事実について、15 ページの「上場廃止・登録廃止・指定取消の申請」のところですが、先生が書いておられるように、いずれの理由も有価証券の流動性の喪失につながるからということです。しかし、単独上場ならば確かにそうですけれども、重複上場をしている場合、例えば東京証券取引所にも名古屋証券取引所にも上場していて、名古屋で売買はほとんどされておらず、そこは無駄だから上場廃止の申請をしたという場合でも、一応重要事実にあたってしまうのですよね。

○志谷 軽微基準がないので、重要事実にあたりますね。

○梅本 これがインサイダー取引というのはどうなのかなと思うのですけれど。（笑）現行金商法のインサイダー取引規制はこういう規制形式なので、別にどうだと言うつもりはないのですけれども、数ある「おかしいなあ」と感じるころの一つかと思います。

○志谷 確かに、先ほどちょっと申し上げたように、合併、会社分割、事業譲渡でも軽微基準の扱いが違うのですよね。なぜ会社分割だけ違うのかと、これはわかりませんね。（笑）

○北村 13 ページの事業譲渡のところを確認させてください。完全子会社からの事業の全部または一部の譲受けを除外しているのですが、完全子会社に対して事業の全部または一部が譲渡される場合は除外されていないということですか。

○志谷 はい、こうだったと思います。

○北村 ということは、譲渡は除外せずに、譲受けだけ除外する意味はどこにあるのでしょうか。つまり、子会社と取引しているからトータルで親会社の価値が変わらないから除外するというのであれば譲渡でも同じように思うのですが。また、事業譲渡とパラレルにするのであれば、会社分割の場合は承継会社側については事業譲渡と同じにするのが合理的であると言えそうですね。

○志谷 ええ。

○北村 確かに、この部分は整合性がとれていないと思います。

○志谷 おっしゃるとおり、右手に持っているのを左手に移しかえただけだというのであれば、譲渡であろうが、譲受けであろうが一緒でしょうということになりそうですけれども、違うのですかね。

○梅本 重箱の隅をつつくような議論になって恐縮ですが、13 ページの新製品または新技術の企業化のところ、これも、新製品を開発したが大した売上にはつながらないのであれば、それは除くということで、軽微基準があると。それで、一応売上高の 10%を目安にしていますけれども、これは市場がそういった材料をどう評価しているかとも絡みますし、また、この 10%未満という基準は、あくまでも会社にとっての予想値であって、確定値ではないわけですね。

○志谷 はい。

○梅本 そうすると、場合によると会社の予想値よりも上がる可能性もある。会社としては 10%未満だと思ったけれども、市場関係者の中に、これは画期的なものだ、長期的にはこれはすごい製品だと評価する者もいれば、株価が大きく反応する可能性もある。ただ、軽微基準はこう定めている、ということなのでしょうかね。

○志谷 はい。そうすると、軽微基準に該当するということを信じて会社関係者が取引してしまった場合には、後から、それはインサイダー取引でしょうということになります、これはちょっと言いづらいでしょうね。

○梅本 逆の損失の例で、日本商事事件だと、軽微基準に入るかどうかはわからないけれども、たしかユースビル錠が日本商事にとってすごく画期的なもので、株価が上がっていたと。それで、その副作用による損害賠償等の全体の損失自体は軽微基準に当たるかもしれないけれども、副作用があったということ自体が包括条項のほうで評価可能だということでしたが、ここでも同じように

評価できますかね。できるような気もするけれども、どうなのでしょう。包括条項でこちらを拾ってしまったら、何か元も子もないような気もするのですけれども。

○志谷　日本商事事件の判決は、バスケット条項で次回またご議論することになるかもしれませんが、どうでしょうか、あの判決を支持されている方が多いように思いますけれども、本当にそれでよかったのかなという疑問は残りますよね。軽微基準にかかって本来該当しないはずのものを、もう一度バスケットで拾うということは、本来やってはいけないはずのことなのではないかなとも思うけれども、いやいや事実とは別の見方があるのですと、巧妙な判決をお書きになったなというふうに思いますけれどもね。

○黒沼　仮に日本商事事件の判例に依拠するとした場合に、例えば新製品の売上高は10%未満にしかないけれども、画期的な新製品であると。それは、売上高とは別の面を有する事実と言えるのですかね。私には、それは同じ面のようにも思えるのですが、別の面なののでしょうか。包括条項の解釈の問題になるかもしれませんけれども。

それは同じ面を2回評価しているだけのように見えるのですが、しかし、そうだとすると、日本商事事件もその裏返しのような話なわけだから、似たような話だったのではないかという感じもするのです。画期的だと思っていたのが、そうではなかったというわけですから。

すみません、答えの出ない問題を聞いて。(笑)

○前田　それでは、これで3月の金融商品取引法研究会を閉会とさせていただきます。

志谷先生、どうもありがとうございました。