

判例研究

〔商法 五四五〕

インサイダー取引規制における「重要事実」・「公表」の意義

（東京地裁平成二五年六月二八日判決
東京地裁平二四特の九二号・金融商品取引法違反被告事件 有罪（控訴）
判例時報三〇三号一三五頁）

〔参照条文〕

金融商品取引法一六六条一項三号・二項一号イ・ヌ、一九七条の二第一三号

〔判示事項〕

金融商品取引法一六六条二項一号の重要事実にあたる事実に関する報道があっても、その情報源が判然とせず、当該会社も会社として決定した事実はない旨の適時開示を行っているなどの場合、公表には当たらない。

〔事実〕

一 被告人は、平成一九年七月から平成二二年七月まで、経済産業省（以下「経産省」という）大臣官房審議官として、同省内において情報通信機器や電子機器等の製品に関

する事業の発達、改善等に関する事務をつかさどる部署である局の所掌事務全般の企画、立案に参画し、関係事務を総括していた。

二 公訴事実第一に関わる事実

A社（NECエレクトロニクス株式会社）代表取締役社長Bは、平成二二年三月二日、C社（日本電気株式会社）からの提案により、D社（株式会社ルネサステクノロジ）との事業統合（以下「本件事業統合」という）を検討することとし、同月六日、D社次期代表取締役社長に内定していたEと会談し、本件事業統合に向けた交渉を進めることについて合意し、同交渉を会社の業務として行うことを決定した（A社の重要事実）。同月九日、C社専務らが経産

省を訪れ、被告人らに対し、本件事業統合を検討していることを報告し、この件を内密にするよう依頼し、被告人も了解した旨述べた。

同年四月一六日、日本経済新聞朝刊紙上に本件事業統合に関する記事が掲載されたが、その日のうちに、A社は、同記事に関し、同社が発表したものではなく、報道にあるような事業再編を同社として決定した事実はないという旨の適時開示を行った。

同月二三日、C社専務らが経産省を訪れ、被告人らに対し、本件事業統合に向けた基本合意を同月二七日に締結し、同日対外発表する旨報告した。

同月二七日、A社社長BおよびD社社長Eは、本件事業統合に関する覚書を締結し、同日午後三時、東京証券取引所の適時開示情報伝達システム (T D n e t) (以下「T D n e t」という) により適時開示を行い、本件事業統合を行う方向で統合条件に関する協議を開始することについて合意した旨を明らかにし、A社の業務執行を決定する機関がD社と合併することについての決定をしたとのA社の重要事実を公表した。この適時開示に至るまで、D社は、本件事業統合の検討を開始したことや検討状況について一切公表していなかった。

被告人は、同月二一日から同月二七日午前一〇時四〇分までの間、証券会社を介し、妻名義で、A社の株券合計五〇〇〇株を代金合計四八九万七九〇〇円で買い付けた。

三 公訴事実第二に関わる事実

平成二〇年一〇月末ころ、I社(エルピーダメモリ株式会社)は、売上げが減少し業績が悪化していた。同年一二月から翌二一年一月下旬、I社代表取締役社長Jらは、経産省を訪問して政府支援を要請するとともに、K銀行(日本政策投資銀行)に対しても、出資や融資を要請していたが、K銀行の回答は消極的なものであり、何か特別の制度か支援の枠組みがない限り出資は困難であると言われた。

平成二一年二月三日、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法(以下「産活法」という)の改正案が閣議決定され、国会に提出された。この時点では、出資円滑化のための制度を創設するとの規定はあったものの、その具体的な要件、損失補填割合等の制度の詳細は未定であり、同改正法案が成立するか、成立時期等の見通しなどは判然としない状況であった。なお、経産省においては、同年三月下旬ころまでには、同制度の支援対象となる企業の詳細な要件等が決められた。

同年二月四日、日本経済新聞朝刊紙上に、I社が公的資

金を使って一般企業に資金注入する新制度を活用する検討に入ったという内容の記事が掲載された。同日、I社は、T D n e tにより、同記事について、同社が発表したものではないこと、産活法改正案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を考慮すること、開示すべき事項が生ずれば速やかに開示する、との適時開示を行った。

同月六日、I社の四半期決算説明会があり、その説明資料には、新制度の適用を申請するかどうかは決まっていない、選択肢の一つとなるかどうかは詳細な制度設計を見ただで決めたいという内容のコメントが記載されていた。また、同説明会では、J社長が、産活法についてはまだ決まったわけではないが、このようなスキームができるということはI社にとって望ましい、申請するかどうかはスキームが決まった後決めたい、それは非常に大きな選択肢のうちの一つであると考えているなどと述べた。同月七日、日本経済新聞紙上に、I社が公的資金活用を正式表明した旨の記事が載った。

同月二五日、I社最高財務責任者L役員は、K銀行のG部長から、改正産活法が国会で成立しI社がその適用認定を受ければ出資に協力することになるといような話を得た。J社長らは、経産省を訪れ、被告人らにこの件を報告

した。

同年三月二三日、被告人は、来日した台湾の企業関係者に、政府系金融機関から一般企業に出資を可能とする法案を国会に上程中であること、法案が国会を通過すれば出資が可能になること、I社は支援対象の典型例であることをなどを説明した。J社長は、被告人が対外的に支援を明言したことを受け、改正産活法に基づく出資を受けられる見込みが立ったと考えた。

同月二六日、I社の定時取締役会において、L役員は、改正産活法に基づいて出資を受けることを準備し、検討していることを報告したところ、特段反対意見は出ず、J社長の方針が事実上承認された。J社長は、I社が改正産活法に基づく事業再構築計画の認定を取得し、その計画に沿ってK銀行を割当先とする第三者割当増資を行うための準備を会社の業務として進めることとした（I社の重要事実）。

同年四月二二日、改正産活法が国会で成立した。

同年五月二二日、I社は決算説明会を実施したが、翌日の朝刊各紙には、公的資金を活用した資本増強について、J社長が、あくまでも検討中で、申請するともしないとも言っていないと述べるにとどまった旨の記事が掲載された。

被告人は、同月一五日および一八日、証券会社を介し、妻名義で、I社の株券合計三〇〇〇株を代金合計三〇五万九〇〇〇円で買い付けた。

同年六月一五日、I社の取締役会において、改正産活法の適用申請が可決され、同月一八日、経産省、K銀行およびその他の民間金融機関との間のミーティングで、K銀行からの融資および民間金融機関からの協調融資が決定された。

同月二二日、I社は、改正産活法に基づく事業再構築計画の認定申請を行い、同月三〇日、経済産業大臣の認定を取得した。そして、同日午前一一時一〇分、T D n e t により適時開示を行い、I社の業務執行を決定する機関が、産活法の認定取得を踏まえた第三者割当増資を行うことについての決定をした旨のI社の重要事実を公表した。

四 以上の事実関係の下、被告人の上記A社株券を買い付けた行為、およびI社株券を買い付けた行為が、金融商品取引法一九七条の二第一三号、一六六条一項に該当する行為として、公訴提起された。

弁護人は、公訴事実第一につき、四月一六日付け日本経済新聞朝刊紙上の記事およびそれに引き続く後追い報道により、被告人がA社株券の買付けを開始した四月二一日以

前にはすでに公表されていた可能性が高く、また、仮に公表されていなかったとしても、すでに一般投資家の間でも広く知られるようになり、被告人と一般投資家との間に情報の偏在は存在しなかったのであるから、公知の事実となり、投資家の投資判断に影響を有するものではなく、あるため、インサイダー取引規制上の「業務に関する重要事実」に該当するものではなかったと主張する。

公訴事実第二につき、I社の重要事実の内容は遅くとも二月四日には決定されていたものであり、同日の適時開示および同月六日ならびに五月一二日のJ社長による複数の報道機関に対する公開により公表され、未公表ではなく、また、仮に公表されていなかったとしても、右と同様、すでに公知の事実となり、「業務に関する重要事実」に該当しないことになっていたと主張する。

〔判 旨〕 有罪 (控訴)

一 A社について

「(四月一六日付け)日本経済新聞の記事内容は、A社が発表したというものではなく、情報源が判然としないものであり、また、A社は、その直後に…、同記事は同社が発表したのではなく、報道にあるような事業再編を同社

として決定した事実はないという旨の適時開示を行っている……。A社は、従前より適時開示という手段によって情報を一般投資家に知らしめていたのであり、……〈報道機関に対して〉A社の代表取締役ないし広報担当者等が会社の正式な意思として広く一般投資家に知らしめる意図をもって取材に応じたとは考え難い。……A社の重要事実の公表があったなどという疑いは生じない。」

「四月一六日付けの日本経済新聞紙上の報道等があり、それが社会に発信されていたとしても、それをもって会社の意思が表明されたことを示すものと直ちには解されないことは明らかであり、しかも、……上記日本経済新聞紙上の記事について、A社は、同日中に、同社が発表したものではなく、報道にあるような事業再編を同社として決定した事実はないという旨の適時開示を行っている。加えて、A社の重要事実に関し同社からは適時開示がなされていない。そうすると、A社の重要事実が、被告人が同社の株券を買い付けた同月二一日ないし同月二七日午前一〇時四〇分の期間においても、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼし得る情報であったとみるのが相当であり、被告人は、その立場の故に、A社に関する情報に接することができていたのである。一般投資家と被告人との間で情報の格差が

あったのは明らかである。A社の重要事実が、報道により同月二一日より前に公知の事実となっており、重要事実ではなくなっていたなどとの弁護人の主張は採用できない。

以上のとおりであり、A社の重要事実が四月二七日午後三時の適時開示に至るまで未公表であったと認めることができる。」

二 I社について

「I社は、……〈六月三〇日〉午前一一時一〇分、T D netにより適時開示を行い、I社の業務執行を決定する機関が改正産活法に基づく第三者割当増資を行うことについての決定をした旨のI社の重要事実を公表した。I社は、重要事実の公表を東京証券取引所のT D netによる適時開示で行うこととしており、……重要事実の公表に当たると認めることができる。」

「I社による〈二月四日〉の適時開示は、改正産活法の成立に触れ、資本増強の選択肢の一つとして検討することに前向きな内容（なお、開示すべき事項が生じた場合には、速やかに開示する旨の会社の意向も付記されている）となっており、また、J社長による報道機関に対する〈二月六日・五月二日〉の説明では、改正産活法の申請は未定であるが、そのようなスキームはI社にとって望ましく、

申請するかどうかはスキームが決まった後で決めたいが、大きな選択肢のうちの一つであると考えているなどというものであ……る。しかしながら、いずれの発言等もおお検討上であることを示すものと理解できるのであり、J社長の当時の発言内容が、改正産活法に基づいてK銀行から出資を受けるということについて、既に決定した事柄としてこれを推進するというような姿勢を示したものは解されない。」

「被告人が同社の株券を買い付けた五月一五日及び同月一八日の時点において、I社の重要事実が公表されていたということはできない。」

「K銀行を対象とする第三者割当増資に関して、I社から適時開示がなされていない状況があり、複数のこれに関連する報道があったとしても、会社の意思としての情報の公開とは異なるものである。経産省の内部にいる被告人であればこそ、そのような情報の機微に通じていたといえるのであり、一般投資家と被告人との間にはなお格差があったといえる。……「業務に関する重要事実」には当たらないなどという弁護人の主張は採用しない。」

〔研究〕理由づけに疑問がある

一 本件は、公務員がその有する権限の行使に関して知った情報に基づいて行った株券の買付け行為が金融商品取引法（以下「金商法」）一九七条の二第一三号、一六六条一項に該当するとして公訴提起された事件である。裁判では、重要事実の公表の有無等、株券の買付け主体、未公表性に関する認識の有無の三点が争われたが、本研究では第一の争点を中心に検討したい。すなわち、本件では重要事実の公表前に重要事実に当たる事実が新聞等で報道されていたことから、弁護人は、重要事実に当たる事実が一般投資家の間でも知られるところとなっていたとして、これら報道によりインサイダー取引規制の解除要件たる公表があったといえ、未公表ではなかった、または、公表されていないかたとしても、すでに公知の事実となり投資家の投資判断に影響を与えるものではなくなっており、重要事実には該当しないと主張した。公表については、金商法が方法を限定して形式的に定めているが、これらに当たらなくとも公表といえる場合があるか、また、重要事実には当たる情報が公知の事実となった場合に、重要事実でなくなるかとの問題提起がされたわけである。以下、まず、重要事実の発生（A社：三月六日のB社長・Eの会談での合意、I社：三月二六日の定時取締役会でのJ社長の方針提示）につい

ての本判決の認定を検討したうえで(二一四)、公表の意義(五)と適時開示の実務をめぐる状況(六)とについて検討していきたい。

二 本判決は(右に引用していないが)、一六六条二項一号の「業務執行を決定する機関」は、「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」(判時二二〇三号一四二頁)るとし、また、「決定」については、「第三者割当増資を行うことについての決定をしたというのは、業務執行を決定する機関において、第三者割当増資それ自体や第三者割当増資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」との判断枠組みを示している。これらは、従来の判例(①最判平成二一年六月一〇日・刑集五三卷五号四一五頁、②最決平成二三年六月六日・刑集六五卷四号三八五頁)に沿う判断枠組みといえる。そして、A社についてはB社長を、I社はJ社長を、それぞれ単独で「機関」と認定している。しかし、右の枠組みを採用したからといって直ちに代表取締役社長が単独で「機関」となるものではない。従来から「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」(横昌裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』(商事法務研究会、平成元年)五二頁)すべきとされ、

①判決も「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」こと、②決定も「その経営判断を信頼して、企業買収に向けた資金調達等の作業の遂行を委ねていた」ことなどを認定したうえで、機関該当性を判断してきたところである。機関該当性の認定はいま少し丁寧に行うべきではなかったかと考える(丹羽繁夫「本件判批」NBL一〇一〇号(平成二五年)七六頁、松井秀征「本件判批」商事法務二〇一八号(平成二五年)九頁)。

三 本判決は、A社の重要事実に関して、三月六日のB・E会談における交渉を進めることの合意をもって、一六六条二項一号又「合併」を行うことについての決定があったと認定している。しかし、「合併」という言葉が出てくるのは、認定事実では四月二十七日が最初で、三月六日の時点では「事業統合」と述べるだけである。事業統合の方法としては、株式交換(同号チ)や株式移転(同号リ)もありうるわけで、同条の規定の形式性からいっても、この点も厳密に認定すべきであったと考える。当事者は当初から「合併」のつもりで言葉の上では「事業統合」の語を用いていた、ということもあり得ようが、仮に、三月六日の時点で具体的な方法までは確定していなかったとすれば、まだ合併の方法によることを選択されていなかった時点に遡

及して業務執行の決定を認定したことになる（例えば、問題の四月一六日の日本経済新聞朝刊記事では「統合形態」を語めているとの記述が見られ、本判決も「経産省が事業統合の形態等に介入することを……」（前掲・判時一四四頁）としている。これらの「形態」の意味が本文で問題としているところと同じであるかは判然としない）。どのよう
 かに考えるべきであろうか（なお、三好幹夫（稿）『最高裁判所判例解説刑事事篇平成一一年度』（平成一二年）一〇一一—一〇二頁参照）。一つは、事業統合に向けた決定が包括条項（四号）に該当するものとする考え方、いま一つは、「事業統合」に向けた決定を上記チリヌの択一的決定とみる考え方もあり得ようか。例えば、特定の者への株式の第三者割当を決定・検討していたところ後に新株予約権の第三者割当に変更になった場合、あるいは、株式または新株予約権の第三者割当を決定・検討していたところ最終的に新株予約権に確定したといったケースで、変更または確定した時点を決定と見るのではなく、当初の決定から一号イの決定があったものと、もし言えるのであれば、後者の構成も不可能ではないであろう（一号イの「又は」の文言は、もとより、株式・新株予約権の択一的決定そのものを指す意味で用いられているのではないことは言うまでもないが、

それにもかかわらず、本文のような解釈が可能であるとすると、論理的にはチリヌの択一的決定という決定事項の成立もあり得るのではないか）。しかし、やはり単に「事業統合」というだけでチリヌの択一的決定があったとまでは言えない、あるいは択一的決定という解釈がそもそも許されないとする、本判決の認定には問題があることになる。
 四 I 社に関しては、裁判所は三月二六日の定時取締役会での J 社長の方針提示を発生時点としているのに対して、弁護士は、一月末ころを主張している。すなわち、J 社長は、この間、一貫して第三者割当による資金調達実現の意図をもって奔走していたところ、裁判所は、一月の時点では決定があったとは認めなかった。これについて、第三者割当の目的が一月時点と三月時点とで変化したことから、内容的に別のものになったと理解できるとするもの（松井・前掲一〇頁）、また、決定権者が決定の実現を相応の真剣さをもって意図した時点、本件では、J 社長が意思を固め、取締役会への報告という行為にそれが具体的に現れた時点と理解できるとするもの（白井真「本件判批」金融法務事情一九八八号（平成二六年）一八頁）がある。ただ、前掲の判例、特に②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」としていたところに照ら

せば、少なくとも三月二六日より早い時期の決定の成立を認めることもできたように思われる。結論の先行した認定というべきではなからうか。

五 弁護人は、A社の重要事実の公表について、四月一六日の新聞報道およびそれに続く後追い報道により被告人の株券買付け前には公表があったと主張する。本判決は、報道は会社の発表に基づくものでないとしてこの主張を退けた。金商法は、当該会社自身が所定の手続（金商法一六六条四項、金融商品取引法施行令三〇条）に従って行った公表だけがこれに当たるものとしている。公表概念に限らず、金商法のインサイダー取引規制においては、その範囲を画する概念を可能な限り明確にするとの立場で貫かれており、各概念を解釈により柔軟化するというのは、この規制の体系の根幹に関わると指摘される（松井・前掲一二頁）。インサイダー取引規制は形式的な禁止であって、未公表の重要情報の取得と無関係に取引をした場合や結果として利益の獲得がない場合であっても、適用除外事由に該当しない限り、これに該当すると一般に解されている（神作裕之「§166」神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール4』（商事法務、平成二三年）一一四頁）。公表の概念を所定の形式から離れて緩やかに解することはできない

ものと考える（松井・前掲一二頁）。

また、弁護人は、公表がなかったとしても、報道等により公知の事実となっており、重要事実ではなくなっていたとの主張を展開した。かねて、学説では、公表措置以外の手段により重要事実が一般の投資家に知られる状態に至れば、当該情報は重要性の要件を満たさなくなり、重要事実でなくなるとの主張があった（黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」金融法務事情一八六六号（平成二一年）五三頁）。本判決は、結論として弁護人の主張を否定したが、公表概念の形式性によってこの主張を排除することをしなかつた点で、論理的には公表以外の措置による重要事実喪失の場合があることを認めているということができる（黒沼悦郎ほか「座談会」インサイダー取引規制の見直しと今後の課題（上）」商事法務二〇一一号（平成二五年）一一頁〔黒沼発言〕参照）。

六 上場会社では、スクープ記事、情報リークなどにより未開示の情報が報道されてしまうことがある。こうした場合、実務では、会社として正式な決定がなされるまでは安易にこれを肯定して詳細を開示することはできないとの理由から、決定した事実がなく、したがって開示すべき事実がないと適時開示することが、報道に中立的であり、適当

であるとされているようである（中村聡ほか『金融商品取引法 資本市場と開示編第2版』（商事法務、平成二三年）五二八頁、白井・前掲二二頁）。本事案においても、A社、I社による、こうした実務に沿った適時開示が見受けられ、裁判所も、重要事実の公表との関係において、会社の意図を汲んだ認定をしている。このような実務慣行については、金融審議会インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成二四年一二月二五日）一二頁が、「より踏み込んだ情報開示が行われるよう検討することが求められる」としていた。これを受けて、本年四月四日、東京証券取引所は、「不明確な情報への機動的な注意喚起を行うための開示注意銘柄制度の改善に係る上場制度等の見直しについて」を公表し、意見公募手続を実施したところである（五月四日締切）。今後、適時開示の実務が大きく変わる可能性がある。

〔付記〕 全国の取引所は、不明確な情報への機動的な注意喚起を行うための開示注意銘柄制度改定のための関連規則改正を公表し、本年五月三十一日、一斉に施行した。また、

株式発行等の適時開示では、有価証券届出書提出前における勧誘禁止規制（金商法四条一項）への抵触も懸念されているが（迫田一六「スクランブル」スクープ報道がなされた場合の上場企業の開示のあり方」商事法務二〇一五号（平成二五年）五〇頁）、勧誘概念を明確化するための、「企業内容等の開示に関する留意事項について」の改定が予定されているとのことである（峯岸健太郎「平成26年金商法改正案」開示規制の合理化、クラウド・ファンディングの活用なるか」ビジネス法務2014・7（平成二六年）一〇一―一〇二頁）。

杉田 貴洋