

インサイダー取引と刑事規制

上田正和

1	はじめに	16
2	インサイダー取引規制の目的と刑事処罰	17
3	主な問題点に関する代表的な判例	18
(1)	インサイダー情報の「決定主体」	18
(2)	インサイダー情報の「質(重要事実)」	21
(3)	インサイダー情報の「入手状況」	27
(4)	村上ファンド事件第1審判決(東京地判平成19年7月19日)	30
4	若干の私見と刑事規制の方向性	31
(1)	経済活動に対する刑事規制の役割	31
(2)	4号(バスケット条項)原則論	32
(3)	規制立法のあり方	35
5	おわりに	37

1 はじめに

企業間のM&A (Mergers and Acquisitions)が企業の大小を問わず行われ、そして国境を越えて試みられている。企業法務の現場では、敵対的買収への生々しい対抗策が練られている⁽¹⁾。このような状況下では、自社にとって何らかの関連性があったり自社が関心を有する他社企業の内部情報いわゆるインサイダー情報を、いかに正確かつ迅速に入手し得るか、そして、それを(合法的な方法で)有効に活用し得るのかが、企業の命運を握っているとも言える。従って、入手したインサイダー情報の利用に対する法の規制、とりわけ刑事処罰という強烈な法的制裁の内容及び程度(刑事規制の網の目)は、今日の経済社会にあっては極めて重要な問題である。問題をさらに広げると、現在、経済活動に対する刑事規制の方法や範囲をめぐる議論が判例・学説上も活発に展開されつつある⁽²⁾。また、暴力団の資金源として各種の経済行為が指摘されてもいる⁽³⁾。

本稿は、このような現在の経済社会とりわけ企業の再編・結合が華やかな企業社会において、最近とみに話題になることが多い証券取引におけるインサイダー取引(内部者取引: Insider Trading)について、その刑事規制に関する代表的な解釈論上の問題点を、これまでの主要な判例(裁判例)を事案を踏まえつつ改めて検証し、今後のインサイダー取引に対する刑事規制のあり方について、金融商品取引法(従来の証券取引法。以下、単に「法」と言う。)⁽⁴⁾ 166条における解釈論上の問題点を中心に、限られた範囲であって内容的にも不十分なものであろうが、私なりの若干の検討を試みようとするものである⁽⁵⁾。

あらかじめ私の考え(というよりも現時点での大まかな方向性)の要点を簡単にまとめると、証券市場の公正性や健全性に対する投資家(とりわけ一般投資家)の信頼の確保、というインサイダー取引規制の趣旨に照らし、刑事処罰に際しても一定の外観を要素として重視すると共に、法166条2項に規定されている「業務等に関する重要事実」の4類型については、刑事処罰の可能性を広げる可能性を有する4号(さらに8号)のいわゆるバスケット条項(包括条項)を基本にしてインサイダー情報としての該当性を考えていくべきではないか、というものである。従って、他の各種の経済事犯のケースと同様、処罰に当たっての明かな線引きや基準の定立は困難ないし不可能であって、取引が行われた時点での社会状況や国民意識その他の諸事情等によって、処罰の限界は流動的にならざるを得ないと思われる⁽⁶⁾。そして、今後積み重ねられていくであろう判例(裁判例)を分析・検討することによって、個々の事案の具体的な解決(処罰の可否の判断)が適切であったか否かを検証し、具体的な刑事規制のあり方(立法のあり方)をさらに探っていくことになるであろう。

2 インサイダー取引規制の目的と刑事処罰

インサイダー取引が刑事規制の対象とされたのは、それほど古いことではない。会社の役員等が一般投資家の知り得ない内部情報入手し、これを利用して株式の売買によって利益を得る(あるいは損失を防ぐ)ことは、言わば役得であり、このような現象は、何も証券取引の世界に限られたことではなく、社会の多方面に見られることである。

インサイダー取引が刑事規制の対象となったのは、バブル景気時代を迎え、証券市場に多くの一般投資家が参加するようになっていた昭和63年の証券取引法の改正によってである。刑事規制を設けるきっかけになったのは、タテホ化学工業株式会社が、財テクの一環として行っていた債券先物取引の失敗により280億円超の損失を蒙った際に、その事実の公表前に、同社の取締役や取引先金融機関がその保有する同社の株式を売却して損失を免れた、という事件⁷⁾や、さらには、証券取引や証券市場の国際化等の当時の社会状況にあったとされている。そして、昭和63年の規制当初に比べると、インサイダー取引に対する刑事罰の法定刑が段階を踏んで重くなり、規制対象とされる範囲も拡大されている⁸⁾。

以前は役得とも言われていたインサイダー取引が刑事規制の対象とされ、法定刑が次第に重くなっていったことは、証券取引や証券市場の動向と決して無関係ではない。株式の持ち合いによる安定株主確保や機関投資家が主流という時代とは異なり、昭和60年代に入ってから証券市場には次第に多くの一般投資家が参入するようになり⁹⁾、そこでは、当然ながら証券市場の公正性と健全性が求められ、それに対する一般投資家の信頼を確保することが高い水準で要求される¹⁰⁾。そして、これが正しくインサイダー取引規制の保護法益ということになる。多くの一般投資家の市場参入が期待され、かつ現実化している現在では、法によって保護されることが要請される領域(しかも、刑事規制という強烈な規制が要請される領域)は相当な程度に広がっていると思われる。後に3(主な問題点に関する代表的な判例)において検証するが、最近の判例(裁判例)もこのような傾向を示している。

インサイダー取引規制の保護法益については、A説：証券市場の公正性と健全性それ自体¹¹⁾、B説：証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保¹²⁾、C説：証券市場の公正性と健全性と共に、それらに対する一般投資家の信頼の確保¹³⁾、という3説が存在するが、私は、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保に重点を置きつつも、その前提としての証券市場の公正性と健全性をも要求する考え方、つまり結論としてはC説を採りたい。民商事法あるいは経済法(金融法)による規制を超えて刑事処罰を問題にする以上、一般投資家の信頼の確保という言わば

外観への信頼のみでは保護法益としては不十分であると考えからである。信頼の前提として、証券取引や証券市場が公正かつ健全に機能していることが不可欠であろう。今後は、自由で公明正大な競争と取引という事後規制型の社会が期待されているが、各人の自己責任に支えられた事後規制型社会における適正なルールの確立は、証券市場においても最高度に追求されるべき事柄でもある。

もっとも、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保に重点を置いてインサイダー取引に対する刑事規制を考える以上、「一般投資家からどのように見えるのか」という外観が、刑事処罰の限界、とりわけ法166条の解釈に当たって重要な意味を有することは否定できない。さらに言えば、証券市場の公正性と健全性と言っても、その内容や判断基準は極めて抽象的かつ漠然としたものであって、一般投資家からの視点を抜きにして、証券市場の「公正性と健全性」を語ることはできないと考えられる。そして、一般投資家の視点は、社会状況や国民意識によって変動し得る。

3 主な問題点に関する代表的な判例

インサイダー取引についての刑事判例(裁判例)の数は必ずしも多くはないが、法166条の解釈が問題になった代表的な判例(裁判例)を問題点毎に整理して再確認し、私なりの若干のコメントを行いたい。合わせて、最近注目を浴びた村上ファンド事件についての第1審判決(有罪とされた被告人が直ちに控訴している。)の概要を見ておきたい。なお、いずれの問題点の検討においても事実関係が重要であるので、裁判所が認定した事実をやや長めに引用しておく。

(1) インサイダー情報の「決定主体」

法166条2項1号は、「当該上場会社等の業務執行を決定する機関」が一定の「事項を行うことについての決定をしたこと」を要件としているが、「業務執行を決定する機関」の意味については、会社法(商法)が組織法上の権限者として予定しているところと必ずしも一致するものではないし、その必要性もない。なぜなら、法によるインサイダー取引規制の目的(保護法益)として、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保が最も重要な要素として考えられる以上、会社内での適正な意思決定プロセス⁽¹⁴⁾ではなく、会社外の一般投資家はその言動によって影響を受け得るような立場にある者(ないしは機関)を、法166条2項1号の「機関」と考えざるを得ないからである(なお、「機関」の解釈は、(2)で述べるインサイダー情報の「質(重要事実)」の理解とも関連する)。

このことを最高裁として明らかにしたのが、最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁(日本織物加工事件)⁽¹⁵⁾である。同判決によって認定された事実の概要は次のとおりである。この事件では、第三者割当増資の方法によるM&Aの相手方である株式会社ユニマットの監査役兼顧問弁護士が被告人とされている⁽¹⁶⁾。

「1 日本織物加工株式会社(以下『日本織物加工』という。)は、その発行する株券が大阪証券取引所第二部及び京都証券取引所に上場されている会社であり、平成6年当時は、その発行済み株式総数の過半数の株式を東海染工株式会社とユニチカ株式会社(以下それぞれを『東海染工』『ユニチカ』といい、両社を併せて『各親会社』という。)がおよそ2対1の割合で保有していた。

2 東海染工は、平成4年6月、経営再建を目的としてAを日本織物加工に派遣し、Aがその代表取締役社長に就任したものの、経営状態が好転しなかったことから、平成5年3月ころ、いわゆる『M&A』(企業合併・買収、以下『M&A』という。)の仲介あっせん業者である株式会社レコフ(以下『レコフ』という。)に対し、日本織物加工のM&Aの仲介を依頼し、平成6年3月ころ、レコフから株式会社ユニマット(以下『ユニマット』という。)をその相手方として紹介されてM&Aを成立させるための交渉を開始し、同月15日、ユニマット、日本織物加工との間で有効期間を3年とする秘密保持契約を締結した。

3 被告人は、ユニマットの監査役兼顧問弁護士であったところ、同年5月ころ、同社代表取締役社長Bから、日本織物加工を対象とするM&Aについての交渉の一切を委任され、同月18日ころ、日本織物加工がユニマットに第三者割当増資を行うとともに、東海染工及びユニチカが各保有する日本織物加工の株式をユニマットに売却することなどを内容とするM&Aの枠組み案を作成し、そのころ、これを東海染工側に提示した。

4 東海染工は、右案を基本的に了承し、これを基に交渉を進行させようとしたが、ユニチカが保有株式を従前取引もないユニマットに直接譲渡することに難色を示すうち、日本織物加工の株価が上昇したことなどから、同年9月、ユニマットが東海染工に交渉の白紙撤回を通告し、いったん交渉は終了した。

5 同年12月ころ、交渉再開の気運が生じ、レコフ副社長Cの仲介により前記枠組み案を基本としたM&A(以下『本件M&A』という。)交渉が再開されることになったが、ユニチカは、東海染工の打診に対し、平成7年1月初旬、東海染工に協力し、交渉は東海染工に任せるが、ユニチカ保有株式の譲渡は半分を限度とし、ユニマットとの直接取引には応じないなどの方針を伝えた。そして、そのころ、ユニマットと東海染工の間において、右の事態を打開するため、ユニマットのB社長と東海染工会長Dと

のトップ会談を同月25日に行うことが合意された。

6 そこで、同月11日、東海染工常務取締役EがA社長に対し、ユニチカは東海染工主導でM&A交渉を進めてかまわないと述べていて感触がよいこと、及び前記トップ会談の実施が決まったことなどを伝えたところ、A社長は、E常務に対し、『今回は是非実現したいので、よろしくお願いします。』などと答えた。

7 被告人は、同月13日、C副社長から、『日本織物加工はもちろんですが、ユニチカも第三者割当には同意していますので、今後のスケジュールを組みたいのですが』と伝えられ、これを了承した。

8 同月25日、B社長とD会長とのトップ会談が被告人も同席して行われ、その後、被告人が、レコフのC副社長らとも協議の上、ユニマット側の修正案を作成し、この修正案がレコフを介して東海染工及びユニチカに伝えられたところ、ユニチカは、同年2月8日、ユニマットとの直接取引に応じる意向を東海染工に伝えた。被告人は、翌9日ころ、C副社長からこのユニチカの方針変更を聞いた。

9 同月14日、ユニチカ代表取締役社長FとD会長とのトップ会談が行われ、ユニマットの作成した確認書案をF社長が了解し、次いで、同月17日、ユニマットと各親会社が確認書に正式調印し、同月23日、証券会社、証券取引所、財務局等に対する事前説明等が実施された。そして、同年3月3日、ユニマットと各親会社は、本件M&Aについての本契約を締結し、A社長は、日本織物加工の取締役会で第三者割当増資の議題を提出して説明し、承認決議を得た。引き続き、同日、記者発表が行われて、第三者割当増資を含む本件M&Aが公表された。

10 被告人は、同年2月16日から同月27日までの間、…、知人名義を使用し、日本織物加工の株式合計11万3000株を合計1828万9000円で買い付けた。」

最高裁は、このような事実関係を前提として、次のように述べて、親会社の東海染工から日本織物加工に派遣されていた代表取締役社長Aは「業務執行を決定する機関」に当たるとの判断を行った。

「証券取引法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』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ころ、A社長は、日本織物加工の代表取締役として、第三者割当増資を実施するための新株発行について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えることができる。したがって、原判決のこの点についての判断は正当である。」

法166条2項1号の「業務執行を決定する機関」は、対外的に一般投資家の目から見て当該会社の重要事項についての実質的な意思決定機関であることが必要であり、かつ、それで足りる。そして、かかる機関の決定については、会社法(商法)が要求する手続において瑕疵がないことは必要とされない。一般投資家が株式取引の判断を行うに当たっては、当該会社の意思決定が内部的に適法に瑕疵なく行われていること自体は直接の関係はないのである⁽¹⁷⁾。

この「実質的な意思決定機関」性は、それぞれの会社毎に社内の意思決定プロセスの实情や慣行その他の諸般の事情によって区々であり、様々な間接事実の積み重ねによって総合的に判断せざるを得ない。親会社の存在や影響力、株主構成のみならず、当該会社の業態等によっても異なり得るであろう⁽¹⁸⁾。これは、実際にはかなり困難な判断を伴う。ごく単純化して抽象的に言えば、要は、誰の(あるいはどの機関の)いかなる場面での方針決定が当該会社の方針決定であると「一般投資家が通常理解するのか」、ということであり、そこでは、一般投資家にとっての外観(への信頼)が重要な要素となる。

(2) インサイダー情報の「質(重要事実)」

次に重要な問題として、刑事処罰の対象となり得るインサイダー情報の「質」、つまり、法166条1項・2項の「業務等に関する重要事実」とは何か、という解釈上の問題がある。インサイダー情報である「業務等に関する重要事実」については、法166条2項が具体的に規定しているが、2項1号の「業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと」に該当するか否かの判断は、当然ながら、上記(1)のインサイダー情報の「決定主体」についての理解が影響してくる。

「業務等に関する重要事実」は、法166条2項によってかなり具体的に規定されているが(さらに、証券取引法施行令や取引規制内閣府令によって極めて詳細に規定されている)、詳細で技術性が強い規定であるがゆえの使い勝手の悪さが指摘されている。後に述べるが、私は、2項4号のバスケット条項を軸にした実質的な判断によって刑事規制の有無を考えていきたいが、それに先立って、法166条1項・2項の「業務等に関する重要事実」をめぐるこれまでの代表的な判例(裁判例)を確認しておきたい。そこでは、裁判所によって、既に相当程度の実質的な判断が法の解釈論としても示されている。

①東京地判平成4年9月25日判時1438号151頁(マクロス事件)⁽¹⁹⁾

東京証券取引所に株式を上場している株式会社マクロス(旧 谷藤機械工業株式会社)の専務取締役機械営業本部長を務めていた被告人は、平成2年9月1日に開催された臨時取締役会において、代表取締役社長から、同社の営業活動の中心である商品営業本

部所管の電子機器部門の売上げに計上されていた約40億円の売上げが架空のものであったこと、そのため予定されていた売掛金の入金がなく当面約30億円の営業資金不足が生じること、常務取締役商品営業本部長で電子機器部門の売上げの大半を上げていた者の所在が分からないため、今後の営業活動にも重大な支障が生ずるのみならず、事業計画で予定されている右部門の今後の売上げのかなりの部分も架空であることが見込まれること等の報告を受けた。これによって、被告人は、経営の不健全さの指標であり、かつ、業績を実態よりもよい状態にあるかのように装うことにもなる多額の架空売上が存在する事実及びその結果現に営業資金不足を招来している事実を知るに至り、同社の業務等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものであるこれらの事実が公表されれば、同会社の株式の価格が下落するものと考えて、その前に自己及び自己が運用を任されていた妻名義の同社株式を売却することによって予想される損失を未然に防ごうと企て、上記重要事実の公表前に、自己及び妻名義の同社株式を売却した、という事案である。

本件において、東京地裁は、法166条(旧190条の2)2項3号の重要事実(決算情報)に該当するとする主位的訴因(及び第1次予備的訴因)²⁰⁾を退けると共に、次のように述べて、2項4号の「重要な事実」に該当するとの判断を行った。

「第2次予備的訴因は、証券取引法190条の2第2項4号に該当するというものであるが、年間160億円の売上高が見込まれていた電子機器部門で8月末現在約40億円の架空売上が計上されていて過去の売上実績の少なくとも過半が粉飾されたものであったこと、右の事情に加え、同部門の売上げの大半を担っていた乙が失踪したこと等から、月々予定されていた売上げはそのほとんどが架空ではないかと思われるというのであるから、結局、同社の主要な営業部門として大きな収益を挙げているとされた電子機器部門につき、9月以降の営業をも含めて、売上予想値に大幅な水増しがされていたこととなって、経営状態が実際よりもはるかに良いように見せ掛けられ、その結果として株価が実態以上に高く吊り上げられた状態に置かれていたこととなるものといわなければならない。そればかりか、予定していた約40億円の売掛金の入金がなくなったことによって、今後約30億円もの資金繰りを必要とするという事態を招いているのであって、公表されていた売上高の予想値に大幅な架空売上が含まれていた事実、及びその結果現に売掛金の入金がなくなり、巨額の資金手当てを必要とする事態を招いた事実は、まさに投資家の投資判断に著しい影響を与える事実といわなければならない。すなわち、この事実は、証券取引法190条の2第2項3号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており(通常、3号の事実は、景

気の変動や商品の売れ行きの変動が生じた場合の業績予想値の変動を念頭に置いたものと解される。)、かつ同項1号の事実該当しないことは明らかであるうえ、性質上は2号に類する事実といえるが、同号及びその関係省令等を調べても、同号の事実該当しないものと認められる。加えて、年間の売上高の見込みが230ないし290億円で、経常利益の見込みが20億円という谷藤の会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさにおいても、証券取引法190条の2第2項1ないし3号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は同条2項4号に該当するものと解するのが相当である。」

東京地裁は、約40億円の架空売上げ等の事実が報告された臨時取締役会において示された会社の当該事業年度の売上高の予想値をもって2項3号にいう「当該上場会社等が新たに算出した予想値」とする主位的訴因(及び第1次予備的訴因)を退け、3号の予想値の変化としては評価し尽くせない重要な事実と当たるとして、4号該当性を認めた。架空売上げや担当者の失踪という会社にとってのマイナス事情のみならず、他部門での売上見込み等のプラス事情も臨時取締役会では示されており、3号該当性に疑いが残るとしたのである。そして、4号の「前3号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」というバスケット条項に着目して、本件では、類型化された重要事実としては評価し尽くされない事情が認められるとして、4号に該当するとしてインサイダー情報であることを肯定したのである。正に、一般投資家の株式取引の判断に対して、当該事実がどの程度の影響を及ぼすのか、つまりは「一般投資家からどのように見えるのか」という外観からの視点に立って、実質的な判断を行ったと言えるのである。

②最判平成11年2月16日刑集53巻2号1頁(日本商事事件)²¹⁾

医師(皮膚科医院の院長)である被告人は、大阪証券取引所に株式を上場している日本商事株式会社と医薬品の販売取引契約を締結している東邦薬品株式会社の千葉支店第一営業部次長から渡された文書によって、日本商事が実質上初めて開発して発売を開始し、同社の株価上昇をもたらした帯状ほう疹の新薬ユースビル錠について、発売直後、これを投与された患者に、フルオロウラシル系薬剤との併用に起因した相互作用に基づく副作用と思われる死亡例が発生した、との日本商事の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要事実を知るに至った。そして、被告人は、この事実の公表によって同社の株価が確実に下落するものと予想して、信用取引を利用して同社の株式を高値で売り付けた上、株価の下落後に反対売買を行って利益を得ようと考え、同事実の公表前に、日本商事の株式1万株

を売り付けた、という事案である。なお、被告人は、第1次情報受領者(法166条3項)として刑事処罰の対象とされる者であった。

本件においては、副作用症例の発生が法166条2項4号の「前3号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」に該当するか否かが正面から問題となった。検察官は、4号に該当するとして、起訴したのである⁽²²⁾。

1審判決は、副作用症例の発生は法166条2項4号に該当すると判断したが(その前提として、2号イの該当性については、2項記載のいわゆる軽微基準を上回るという断定ができない、と述べている)、2審(控訴審)判決は、1～3号に該当すると同時又は選択的に4号に該当することはないという法解釈論を展開して、1審判決を破棄した⁽²³⁾。これに対して、最高裁は次のように述べて、1～3号に該当する事実であっても同時に4号に該当し得るとの判断を行った。

「第1審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、前記証券取引法166条2項2号イにいう『災害又は業務に起因する損害』が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、第1審判決の認定によると、前記ユースビル錠は、従来医薬品の卸販売では高い業績を挙げていたものの製薬業者としての評価が低かった日本商事が、多額の資金を投じて準備した上、実質上初めて開発し、その有力製品として期待していた新薬であり、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであったところ、前記のように、その発売直後、同錠を投与された患者らに、死亡例も含む同錠の副作用によるとみられる重篤な症例が発生したというのである。これらの事情を始め、日本商事の規模・営業状況、同社におけるユースビル錠の売上げ目標の大きさ等、第一審判決が認定したその他の事情にも照らすと、右副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬であるユースビル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいては投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るという面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価され得ない性質の事実であるといわなければならない。もとより、同号イにより包摂・評価される面については、見込まれる損害の額が前記軽微基準を上回ると認められないため結局同号イの該当性が認められないこともあり、その場合には、この面につき更に同項4号の該当性を問題にすることは許されないというべきである。しかしながら、前記のとおり

り、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、結局これについて同項4号の該当性を問題にすることができるといわなければならない。このように、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのために同項4号に該当する余地がなくなるものではないのであるから、これが同号所定の業務等に関する重要事実にあたるとして公訴が提起されている本件の場合、同項2号イの損害の発生としては評価されない面のあることを裏付ける前記諸事情の存在を認めた第一審としては、同項4号の該当性の判断に先立って同項2号イの該当性について審理判断しなければならないものではないというべきである。」

最高裁は、有力製品として期待されていた新薬に重篤な副作用症例が発症したことは、日本商事の製薬業者としての信用を低下させ、今後の業務の展開や財産状態等に重要な影響を及ぼし、ひいては投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得る、という流れによって、4号該当性を認めている。本件で問題となった事実が、2号イに止まらない側面を有することを肯定したのである。確かに、2号イは「災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害」を重要事実として規定しているが、本件における重篤な副作用症例の発症という事実は、製薬会社である日本商事の正に命運に関わるような重大な事実であり、当然ながら、同社への株式投資を行おうとする一般投資家の株式取引の判断に及ぼす影響は極めて大きい。合理的な経済人であれば、株式取引に当たって当然に考慮に入れるべき事柄であろう。そして、ここで問題とされた事実は、類型化された重要事実である2号イを超えた側面があることは否定できない。

従って、一般投資家に対して当該事実がどの程度の影響を及ぼすのか、つまり、「一般投資家からどのように見えるのか」という外観を端的に問題にしようとした最高裁の本判決における実質的判断は、①マクロス事件判決と同様の方向性を示すものであって、支持できるものである。

2審(控訴審)判決は、法律論として、1～3号に該当しない場合に4号該当性が問題になる、との考えを示しているが、4号の「前3号に掲げる事実を除き」という文言に拘泥した法解釈であって⁽²⁴⁾、インサイダー取引規制の趣旨をやや見失っているのではなかろうか。

③最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁(日本織物加工事件)

上記(1)インサイダー情報の決定主体のところでも既に紹介した最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁(日本織物加工事件)は、法166条2項1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るとの判断を示した上で、1号の「決定をしたこと」の解釈について、2審(控訴審)判決が、「一般投資家の投資判断に著しい影響を与える重要事実」に該当する決定があつて初めて同条2項1号にいう『決定』に該当すると解されるから、そのためには、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ない」とした判断を、次のように述べて破棄した。そして、本判決における最高裁の考え方ないし基準は、これ以降のインサイダー取引事件に大きな影響を与えている⁽²⁵⁾。

「証券取引法166条2項1号にいう『株式の発行』を行うことについての『決定』をしたとは、右のような機関において、株式の発行それ自体や株式の発行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、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と解するのが相当である。

けだし、そのような決定の事実、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知ってする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである。

本件において、M&Aの対象である会社の最高責任者のA社長は、同社の方針として第三者割当増資を行う旨の決定をし、これをE常務に言明することによって外部的に明らかにしたものであるから、その当時、ユニチカの保有株式の譲渡方法に関する問題が最終決着をみていなかったとしても、株式の発行を行うことについて決定したというに妨げなく、A社長の決定は、証券取引法166条2項1号にいう『決定』に該当すると認めるのが相当である。」

最高裁は、2項1号の(株式の発行を行うことについての)「決定」について、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必要でないことを明らかにしている。「決定」の事実のみで、投資者の投資判断に影響を及ぼし得るからであるとする。投資家の株式投資の判断に対する影響を抽象的なレベルで捉えている。これによって、インサイダー情報に該当する重要事実の外延は相当程度の拡がりを持ち、刑事規制の対象範囲は理屈上は拡大し得るが、今日の証券取引への一般投資家の参入状

態や、今後より多くの一般投資家の参入が期待される証券市場の姿を考えれば、このような最高裁の判断は支持し得るであろう。当該会社の然るべき機関(インサイダー情報の「実質的な決定主体」と「見られる者」)が一定の作業等を業務として行う旨の決定を行った以上、一般投資家はそれを踏まえた株式投資判断を行うのであって、当該事実の公表前の会社関係者による株式取引は、証券市場の公正性や健全性に対する一般投資家の信頼、つまり、「一般投資家からどのように見えるのか」という外観の観点からは、刑事規制の要請を充たしているであろう。

そして、許されないインサイダー取引であるとして、実際に捜査さらには起訴・立証という手続を進めていくに当たって、当該株式の発行が確実に実行されることの予測という極めて不明確で立証の困難が予想される要素が求められないことによって、適正な刑事規制を実現することが可能となるであろう⁽²⁶⁾。

(3) インサイダー情報の「入手状況」

(1)(2)に関連して、インサイダー情報を入手した際の状況をめぐる判例(裁判例)があるので、これについても合わせて確認しておきたい。(1)(2)で見えてきた判例(裁判例)と同様の方向性、つまり、実質論を踏まえた「一般投資家からどのように見えるのか」という外観に対する信頼の確保、という判断基準がここでも展開されている。

①東京地判平成15年5月2日判タ1139号311頁

被告人Xは、大手都市銀行の財務開発部企業アドバイザーグループに所属していたが、友人である被告人Yと共謀の上、被告人Xがその職務に関して知った公開買付けの実施に関する事実の公表前に、公開買付けが実施される株券を買い付け、同事実の公表後に同株券を売り抜けて利益を得ようと企てた。

被告人Xは、同人が所属する銀行が、A社との間で、同社がB社からC株式会社の株券を購入するための仲介及び助言契約(アドバイザー契約)を締結し、同契約の締結・交渉・履行に関する事務に従事していたが、A社の業務執行を決定する機関がC社の株券の公開買付けを行うことについての決定をした事実を知り、同事実が公表される前に、被告人Y名義で、C社の株券を買い付けた、という事案である(他にも判示事項があるが、割愛する⁽²⁷⁾)。

東京地裁は、公開買付者等と契約を締結する者がインサイダー情報を入手した状況に関する法167条1項4号の解釈について、次のように述べた。

「平成14年法律第65号による改正前の証券取引法198条18号(以下、単に『証券取引法198条18号』ともいう。)、証券取引法167条1項は、証券市場の公平性と健全性に

対する一般投資家の信頼を確保するという観点から、公開買付者等の役員等一定の関係にある者が、公開買付け等の実施に関する内部情報を知った場合には、それが公表される前に公開買付けの対象となる株券等の買付け等の取引を行うことを禁止し、これに違反した者を処罰しようとするものである。そして、同項1号ないし5号に掲げられている公開買付者等関係者は、いずれも公開買付者等の役員等と一定の関係があり、その地位、職務等により公開買付者等の内部にある公開買付け等の実施に関する未公表の情報を知り得る立場にあると考えられる者であり、このうち、同項1号ないし4号が処罰の対象としている、公開買付者等の役員等(1号)、商法293条ノ6第1項等の規定に基づき公開買付者等に対し会計帳簿閲覧権等を有する者(2号)、公開買付者等に対し法令に基づく権限を有する者(3号)、公開買付者等と契約を締結している者等(4号)は、いずれもその地位や職務等からみて通常公開買付け等の実施に関する事実についての内部情報を知り得る立場にある者であるのに対し、同項5号は、同項2号及び4号に該当する法人の役員等のうち、その地位や職務等からみて通常は公開買付け等の実施に関する事実についての内部情報を知り得る立場にはないものの、状況によっては、その者の職務に関してその内部情報を知ることがあり、その場合には情報受領者の立場にあるとはいえ、その者が2号又は4号に該当する法人の役員等という立場にあることに鑑み、同項1号ないし4号に該当する者と同様、公開買付者等関係者として処罰しようとした趣旨と理解される。しかも、公開買付者等関係者が法人であるときは、公開買付け等の実施に関する事実に係わる業務等が、当該法人の特定の部門において組織的に行われ、その内部情報を共有している状況にあることに鑑み、当該法人の『使用人その他の従業者』をも広く処罰の対象にしたと解される。そうすると、同項4号にいう『当該契約の締結若しくは交渉又は履行に関し知ったとき』とは、契約の締結若しくは交渉又は履行行為自体によって知った場合はもとより、これと密接に関連する行為により知った場合を含むと解されるが、それは、契約の締結又は交渉について権限を有し、あるいはその履行について義務を負う者がそれらの行為の際に知ったときだけでなく、これを補助する担当者が知ったときを含み、さらに、この担当者等からその職務上当該契約の締結若しくは交渉又は履行の状況等について報告を受ける立場にある上司や同僚等がその報告等の機会に知った場合をも含むと解するのが相当である。」

そして、東京地裁は、被告人Xについて、その立場を次のように分析して、結論として、法167条1項4号にいう「締結若しくは交渉又は履行に関し知ったとき」に該当するとの判断を行った。

「被告人Xは、確かに、Aによる本件公開買付けに関する案件を直接担当していた者

ではなかったとはいえ、銀行とAとの間の本件アドバイザリー契約を担当していた財務開発部企業アドバイザリーグループに所属し、しかも、同グループにおいては、D部長の方針もあって、グループのメンバーが参加するグループ会議において、各案件の担当者がその進捗状況や問題点を報告するとともに、D部長やその他の出席者が各案件の問題点を指摘したり今後の進め方や参考事項を助言するなどの議論が行われていた上、このグループ会議で報告される各案件に関する資料は、事前にグループのメンバーに配布され、かつ、そのファイルがイントラネットのサーバー内に保管されていて財務開発部の職員であれば誰でも自由に閲覧することができる状態になっており、各案件に関する情報は少なくとも企業アドバイザリーグループのメンバーの間においては共有されていたことに照らすと、被告人Xは、その職務上このグループ会議等を通じて銀行とAとの間の本件アドバイザリー契約に関してその担当者から報告を受ける立場にあったと言える。そして、実際にも、被告人Xは、このグループ会議等を通じてAによる本作公開買付けの実施に関する事実を知ったのであるから、同被告人をして単なる情報受領者と見るのは相当でない。」

東京地裁は、被告人Xは、問題となった公開買付けの案件を直接担当していなかったものの、当該案件についての情報を共有する立場にあって、実際にも、所属するグループ会議等によって本件公開買付けの実施に関する事実を知った、ということを根拠にしている。

会社外の一般投資家からすれば、公開買付けの直接の担当者であるか否かは大きな問題ではなく、通常は知ることができないインサイダー情報を他よりも先に知ることができたかどうかの問題であり、入手した情報を利用して株式取引を行うことは、確かに、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼を損なう行為であると評価できる。

②最決平成15年12月3日判時1845号147頁(日本エム・アイ・シー事件)²⁸⁾

被告人は、磁気カード等の製造や販売等を目的とするインテック株式会社の代表取締役専務であるが、平成7年6月下旬頃、電子計算機による情報システムの開発や運用等を営む日本エム・アイ・シー株式会社に対して、韓国の会社が開発した非接触型ICカードについてインテックが保有する日本での独占的販売権の買収を持ち掛け、両社間で交渉がなされ、同年8月下旬頃、共同してICカードの事業化を図る旨の合意に達し、同年9月14日頃、「基本合意書」の調印がなされた。

日本エム・アイ・シーの代表取締役社長Aは、独占的販売権を取得する方法について色々と検討を行った結果、合併以外にはないと考えるに至り、同年11月9日頃、合併を決定した。被告人は、本件基本合意を締結した後も独占的販売権を取得させる方

法等について交渉を重ね、遅くとも同年11月20日頃までに、Aが両会社を合併する旨決定した事実を知り、同事実が公表されるに先立って、仮名口座を用いて、日本エム・アイ・シーの株式を買い付け、事実の公表後に全ての株式を売却して利益を得た、という事案である。

最高裁は、次のように述べて、被告人は、合併する旨の決定を「当該契約の履行に関し知ったとき」に該当する、との判断を行った。

「被告人は、本件基本合意を締結したことによって、合併の決定等の日本エム・アイ・シーへの投資判断に影響を及ぼす情報を知り得る立場に立ったものであり、本件基本合意で予定されていたというべき独占的販売権を取得させる方法に関する日本エム・アイ・シー側との交渉を行う過程で、日本エム・アイ・シーの代表取締役社長が両会社を合併する旨決定したという重要事実を知ったと認められるから、被告人において上記重要事実に関する情報を得たことが平成9年法律第117号による改正前の証券取引法166条1項4号にいう『当該契約の履行に関し知ったとき』に当たるのは明らかである。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。」

最高裁は、法166条1項4号の「契約」の意味について、未公表の重要事実を取得することを内容とする契約に限られず、インサイダー情報の取得に関連性を有する契約であればよいとしたのである⁽²⁹⁾。2審判決(控訴審判決)が述べた「交渉の大きな流れの過程で、両会社の今後の事業展開に関する指針ともいえる本件基本合意が成立した」と言う極めて分かりやすいが罪刑法定主義の面からは誤解を招きかねないような表現を避けているものの⁽³⁰⁾、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の保護という観点から、「契約」について緩やかな解釈を行ったものと考えられる。

ちなみに、本判決の後、法166条1項4号は、「契約を締結している者又は締結の交渉をしている者…当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知ったとき」と改正されている⁽³¹⁾。

(4) 村上ファンド事件第1審判決(東京地判平成19年7月19日)

インサイダー取引について大きな社会的注目を浴びた最近の事件として、ニッポン放送株の取得をめぐる村上ファンド事件がある⁽³²⁾。

起訴事実は、平成16年11月8日、株式会社ライブドアの当時の社長らから、同社がニッポン放送株の議決権株式の5パーセント以上を公開買付けによって取得するとの決定の伝達を受けて、同事実の公表前にニッポン放送株を大量に買い付け、その後、株

式の高騰後に売り抜けた、というものであり、1審判決(東京地裁)は、起訴事実を認める判断を示した(被告人は即日控訴した)。なお、このインサイダー取引による不正な利益は約30億円にも達すると言われている⁽³³⁾。

東京地裁は、法解釈論上の問題点である「インサイダー情報の質」について、前述した最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁(日本織物加工事件)で示された判断基準に依拠して、実現可能性が100パーセントないということでない限り、実現可能性の程度は問題とならない、という判断を示して、平成16年11月8日当時のライブドアのニッポン放送株取得の計画は、法が規制するインサイダー情報の「決定」に該当することを明確に認めた。約8月に及んだ公判では、ライブドア幹部と被告人との間の様々なやり取りの内容や評価、ライブドアの資金調達の状況ないし可能性等が事実認定上大きく争われたが⁽³⁴⁾、検察側の主張がほぼ全面的に認められた判決であった。

東京地裁は、「類を見ない巨額の利益は、不公正な方法で一般投資家を欺き、不特定多数の損失の上に得られたもので、証券市場の信頼を著しく損なう」旨を述べ、被告人に対して厳しい判断を示しているが⁽³⁵⁾、司法府の判断として、今日の証券市場において、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保という利益が極めて重いものであることが明らかに示された、という点に本判決の意味がある。最近の一連の経済事犯に対する「刑事司法の積極的な姿勢」の延長線上にある判決であると理解できる。

4 若干の私見と刑事規制の方向性

以下では、これまでに概観した判例(裁判例)で示された裁判所の考え方を手掛かりにしなが、私なりの考え方の方向性を述べてみたい。

(1) 経済活動に対する刑事規制の役割

高度に発達した現代資本主義社会においては、自由で成熟した取引主体が、自己判断・自己責任の下に各人の経済的利益を最大限に追求する活動は、大いに尊重されるべきであって、法による介入は控え目であるのが基本である(必要最小限度のルールの設定)。ましてや刑事規制については、その発動は極めて慎重にならざるを得ない。ところが、その一方で、現実の経済活動や企業活動を見ると、自由の名の下に、法律の盲点を突く活動、それも到底偶然とは理解出来ない極めて意図的で用意周到な行為や、他の多くの者の利益を踏みにじる形での巨額の利益の追求等の病理現象が次から次に登場している。

これらの現象に対して、会社法(商法)等の分野における内部統制システムの導入⁽³⁶⁾

や企業内におけるコンプライアンス体制の具体的な確立が図られているが、最終的で最も峻厳な制裁である刑事規制についても、関係する犯罪についての法定刑の引上げという対応が行われている。また、適切でない経済活動に対する最近の刑事判例の処罰の積極化傾向も指摘し得る。一例を上げれば、特別背任行為に取引相手として関わった者についての共同正犯の成立という論点がある⁽³⁷⁾。

これまで、刑事法ないし刑事処罰という領域は、民商事法ないし経済法分野とは性格を大きく異にしているとされ、論者によって濃淡の差はあるものの、倫理的・道義的な色彩が強く、犯罪論としては客観主義を厳守し、処罰範囲の限定ないし明確化を内容とする形式的犯罪論が展開されてきた⁽³⁸⁾。そこでは、罪刑法定主義が強調されてきたのである。

しかし、法は、法の存在自体が自己目的化するものであってはならず、安全で豊かな人間社会を実現させるための手段・道具である。刑事法ないし刑事処罰に期待される役割は、社会の状況によって当然に変化していくべきものである⁽³⁹⁾。このように考えれば、経済活動の中でも極めて悪質であると評価できる行為に対しては、民商事法や経済法による規制(損害を受けた者に対する救済も含まれる。)のみでなく、刑事処罰による法的な制裁が、その効果の面からも大いに期待されてよい。特に、今日の経済社会においては、相応の規模を持つ企業は、単なる私的な取引主体・経済行為主体に止まらず、その社会的役割・機能や規模に応じた公的な役割を備えた「公的存在」であり、その不適切な活動に起因する責任は「公的な責任」であって、刑事法上の要件を充たすと考えられる(評価される)場合には、積極的に刑事処罰の対象とされてよく、実際にも、不適切な経済活動に対する刑事規制の発動は今後一層期待されてよいであろう。もとより、裁判所が、ある経済行為に対して、高度の規範的な評価・判断を伴う構成要件該当性判断を行った際に、それが果して適切な判断であったか否かについては、その量刑判断を含めて、様々な個別・具体的な諸事情を踏まえた慎重な検証が不可欠である。その意味で、経済事犯に対する刑事裁判所の判例に対する研究は、重要な刑事法のテーマである⁽⁴⁰⁾。

(2) 4号(バスケット条項)原則論

上記(1)で述べたことは、経済活動の1つである証券取引においても当然に妥当する。株式投資を行おうとする者は、自己の判断と責任において、利益の獲得を目指した投資活動を行い、証券取引に参加する。そこでは、自己が投資し株式取引を行う企業の企業価値や社会的信用性等に関する各種の情報を基に、証券市場における当該企業の

株式の価値について少なからぬ思惑を持ちつつ、株式取引を行うのである。そこで、仮に、当該企業に関する情報の1つとして、非公表のインサイダー情報が(幸運にも)入手できたとする。合理的な経済人は、それを利用することによって、利益を獲得したい(あるいは損失を防止したい)と考える。ただ、他の一般投資家がそのような行為を果して容認するのか、ということが問題となる。仮に、インサイダー情報の活用による(往々にして巨額の)不正な利益の獲得行為が放任されるとなると、株式投資に向けられようとしていた資金は他へと向かうであろう⁽⁴¹⁾。一般投資家は証券市場への参加を避けようとするであろうし、既に参加して資金を投じた投資家の利益の保護(救済)も考えなければならない。

法人同志の株式の持ち合いや機関投資家が主流であった時代を脱却している現在の証券市場、そして、今後さらに多くの一般投資家が自由に参加する自由競争社会における証券市場の姿を考えると、「一般投資家から見た明白なルール違反」の取引に対しては、相応の法的な効果(制裁)が加えられるべきである。従って、ここにおいて、民商事法や経済法(金融法)のみならず刑事処罰の活用を考えてよく、「一般投資家から見た明白なルール違反」に対して適切な対処を行うこと(その可能性)は合理的であって、不適切なインサイダー取引によって「出し抜ける的に巨額の利益を獲得する行為」に対して、それに見合った刑事処罰が加えられることや、さらに広く言えば、経済事犯に対する処罰範囲の拡大や重罰化傾向については、社会的な承認が形成されつつあると言えるのではなかろうか。

以上を踏まえつつ、法によるインサイダー取引の規制(法文と法律解釈)を検討してみたい。法166条1項・3項(さらには、公開買付者等関係者についての法167条1項・3項)に違反する行為は刑事処罰の対象となるのであるから、これらの規定はインサイダー取引の犯罪構成要件をなすことになる。以下では、法166条1項の重要事実を列挙する2項を中心に述べていく。

法166条はインサイダー取引を規制しているが、そこでの重要なポイントは、どのような情報がインサイダー情報であって、当該情報の公表前にはそれを知った上での株式取引が規制されるのか、ということである。中心となるテーマは、法166条1項・2項の「重要事実」への該当性、つまり、内部的に獲得した当該情報のインサイダー情報としての「質」である。

インサイダー取引規制の法目的(保護法益)を踏まえつつ、極めて大雑把であるが実質的に述べるとすれば、「そのような大切な情報をこっそりと知っておきながら、利益を得る(あるいは損失を防ぐ)ために株式取引を行うのは、(他の人と比べて)極めてズル

イ」と「外部の多くの一般投資家が思うであろう情報」であるのか否か、ということであり、さらに、法が予定する刑事制裁(法197条の2第13号により、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金、又は併科)に相当するだけの行為であるのか否か、ということになる。ここで言えることは、「一般投資家がどのように認識するのか」、保護法益の面から言えば、「証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保を損なっていると評価できるのか」、という極めて実質的で曖昧な基準が振り所にならざるを得ないということである。言葉を変えれば、「一般投資家からどのように見えるのか」という外観を問題とせざるを得ないのである。

インサイダー情報である重要事実を列挙する法166条2項各号(さらには、証券取引法施行令や取引規制内閣府令を参照)は、かなり詳細で、かつ、極めて技術性の高い規定を置き、これによって、インサイダー取引規制の構成要件の中味をなすインサイダー情報を網羅的に明らかにしようとしている。これは、アメリカやEU諸国のインサイダー情報の規定の仕方(包括的な規定)とは大きく異なっている⁽⁴²⁾。我が国の現行法のように、インサイダー取引規制の要件である「業務等に関する重要事実」について網羅的に明確に規定しておこうとすることは、罪刑法定主義の自由保障機能の面からは歓迎すべきことであるが、極めて悪質な事案を目の前にしたときの刑事処罰を検討する際には、使い勝手が非常に悪い法文であることも事実であり、「証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保」や「一般投資家からどのように見えるのか」という言わば量的な観点からは、個別の項目への該当性よりも、「当該情報が全体として有する意味を総合的・実質的に判断すること」が不可欠である(全体的・総合的アプローチ)。法文に即して言えば、法166条2項1～3号(さらに5～7号参照)に類型化された重要事実への該当性判断よりも、重要性を要件とするバスケット条項である4号(さらに8号参照)の「前3号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」への該当性判断が、インサイダー取引規制の趣旨を最も端的に示しており、実際の法適用にあたっては、基準とされるべき規定であろう。1～3号のいずれに該当するのかの判断に腐心するのは、インサイダー取引の実態や適切な法適用(刑事規制)を行うに当たって生産的とは言えない。法の抜け穴を突こうとする者も出てくるであろう。また、4号の規定の文言は、「前3号に掲げる事実を除き」となっているが、ここから1～3号への該当性判断を先行させなければならないとの解釈が必然的に導かれることにはならない。1～3号の事由は、4号該当性を典型的に示す事由と理解することができるのではなかろうか⁽⁴³⁾。

既に、上記の3で概観した判例(裁判例)において、このような方向性は示されており(特に、3(2)の①東京地判平成4年9月25日判時1438号151頁(マクロス事件)及び②最判平成11年2月16日刑集53巻2号1頁(日本商事事件)を参照)、今後、経済活動そして証券取引に対する刑事規制がさらに期待され要請されるであろうという観点からも、実質的判断を正面から行うべきという視点に立って、重要性の要件を内容として含んでいる4号(バスケット条項)原則論には十分な理由があると思われる。

ちなみに、刑法の贈収賄罪の成否を考えるに当たって、最高裁は、賄賂罪の保護法益について、「賄賂罪は、公務員の職務の公正とこれに対する社会一般の信頼を保護法益とするものである」と述べているが⁴⁴⁾、判例・実務においては、このような外延が多少漠然とした保護法益を示すことによって贈収賄罪の成立範囲を拡大しようとする傾向が見られる。

また、法166条2項について4号を軸に重要事実を考えていくという方向性は、法166条(さらに、167条)の他の条項の理解にも影響を与えることになり、「証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保」ないし「一般投資家からどのように見えるのか(一般投資家から見た外観)」が、いずれの規定の解釈においても重要となる。

以上のような考え方は、実際のインサイダー取引事案に関するこれまでの判例(裁判例)においても既に示されており、実務上はほぼ確立しつつあると言ってもよいであろう。

(3) 規制立法のあり方

法166条2項については、(2)で述べたように、4号のバスケット条項がインサイダー取引規制の趣旨を端的に示しており、かつ、実際の事案の処理においても基本とならざるを得ないと考えると、現在の法166条2項(さらには、証券取引法施行令や取引規制内閣府令)の詳細な規定の仕方の是非が改めて問われることになる⁴⁵⁾。

インサイダー取引に対する刑事処罰規定自体が我が国においては行政犯・法定犯的な色彩を持ち(昭和63年の法律改正に至るまでは、インサイダー情報の利用は一定の地位ないし立場にある者の「役得」であった)、当初は法定刑も決して重くなく、形式犯としての性格を有してきた。そのため、規制の対象となる要件は、その代表例が「重要事実」であるが、極めて詳細かつ技術的なものとなっている。民商事法ないし経済法(金融法)の観点からの取締規定であれば、このような詳細で技術性の高い規定であってもよいであろうが、刑事規制の要件として考えた場合には、適切とは言い難いように思われる。

罪刑法定主義の自由保障機能の面からは、もとより刑事処罰の要件が明確であるこ

とが求められるが、それは、インサイダー取引規制の要件であるインサイダー情報について、考えられるあらゆるものを網羅した詳細な規定を置けばよいというものではない。刑罰法規の行為規範性という面から見ると、インサイダー取引によって利益を獲得しようとする(あるいは損失を防ごうとする)行為者にとって、詳細で極めて技術性の高い規定は、果してどのような意味を持ち得るのであろうか。インサイダー取引に対する抑止機能を果し得るのか、大いに疑問である。むしろ、細かな規定の抜け穴(規定されていない新たな情報や行為等)を突こうという行為が生まれるのではなかろうか。また、刑罰法規の裁判規範性という面からは、現実の法適用上、バスケット条項である法166条2項4号への該当性という実質的な判断が多くの事案において極めて重要な位置を占めている。

経済行為であるインサイダー情報を利用した株式取引を刑事罰をもって規制する理由は、インサイダー情報を利用することによって他の一般投資家が獲得することのできない経済的利益を不当に手に入れる行為は、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼を損なう、という点にあり、形式的で個別性の強い要件への該当性のみでは到底評価し尽くせない。この点で、村上ファンド事件において、東京地裁が、情状として被告人の行為の問題性を強く指摘している点が、注目される。

従って、明確性という点では後退があるものの、ある程度の幅のある(実質的判断を可能とするだけの規範性のある)要件を軸にして(とりあえずは、現行の法166条2項4号が「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」と規定しているのが参考になる)、典型的な類型を例示ないしガイドライン的に規定しておく、という規定の仕方を考えるべきではなかろうか。既に、背任罪(経済犯罪である会社法上の特別背任罪を含む。)のように、構成要件が高度に規範化され様々な諸事情を総合的に踏まえた上での実質的判断(量的な判断)を必要とする構成要件は、他に多く存在している。そして、経済活動に対する刑事規制を考える際には、構成要件(法律の文言)の実質化を前提に、個別の判例(裁判例)を通して妥当な処罰範囲ないし処罰の限界を、行為当時の時代背景ないし社会状況や国民意識等を踏まえながら、個々の探っていくことになる。つまり、刑事処罰を考えるに当たって、「質的な」問題に止まらず「量的な」問題を考慮せざるを得ないのが現在の経済社会における経済事犯である。

5 おわりに

本稿は、最近、マスコミ報道で取り上げられ一般的な関心も極めて高くなっているインサイダー取引に対する刑事規制のあり方について、金融商品取引法(従来の証券取引法)166条の解釈問題を手掛かりに、若干の検討を行おうとするものである。

経済活動に対する刑事規制のあり方という問題は、企業活動に対する一般国民からの厳しい目やコンプライアンスの要請という現実的な面のみならず、刑事責任ないし刑事処罰の現代的な意義という刑事法の根本問題にも関わる難問であり、容易に解決を見出すことはできない。

私は、証券取引というやや高度の経済行為に多くの一般国民が参加するようになっていく状況を踏まえて、証券市場の公正性や健全性に対する投資家(とりわけ一般投資家)の信頼の確保、というインサイダー取引規制の趣旨に照らし、刑事規制に当たっては、「一般投資家からどのように見えるのか」という外観に対する信頼の確保を重視し、従って、規制されるインサイダー取引の要件については実質的な判断が不可避であり、法166条2項の「重要事実」について言えば、4号のいわゆるバスケット条項(包括条項)を基本にすべきであって、今後の法の規定のあり方(立法のあり方)についても、その趣旨を反映させるべきであると考えている。そして、このような考え方を導く前提として、これまでの主な判例(裁判例)が、具体的な事案についてどのような法律判断を示してきたのかを、解釈論上の問題点毎に整理して、裁判所が認定した詳細な事実関係を踏まえながら多少検証してみた。

もとより、本稿の内容は、判例(裁判例)の分析や検討においても、あるいは、インサイダー取引規制の法解釈論においても、全く拙いものであって不十分なものであろうが、今後さらに登場してくるであろう判例(裁判例)の動向に目を向けながら、さらに検討を行っていきたいと考えている⁽⁴⁶⁾。経済犯罪は正に「日々の経済活動と共に変動し得る」領域であって、その分、興味は尽きない。

【註】(1) 敵対的買収に関する文献や論考は数多くあるが、実務に焦点を当てた最近のもの例として、日本弁護士連合会『自由と正義58巻7号』(2007年)12頁の「特集1・M&A(敵対的買収)」。なお、2007年(平成19年)は、日本で初めて外国企業による敵対的買収が成立した年である。

(2) いわゆる経済刑法と言われる研究領域である。平成19年5月の日本刑法学会第85回大会の分科会(共同研究)のテーマとして、「経済活動と刑事的規制」が取り上げられている。経済刑法における代表的な問題点について解説した文献の例として、中山研一・神山敏雄・斉藤豊治『経済刑法入門〔第

3版)』(1999年)、野村稔『経済刑法の論点』(2002年)。本格的な研究書として、芝原邦爾『経済刑法研究 上』(2005年)及び同『経済刑法研究 下』(2005年)。経済犯罪への対応について理論的な問題提起を行うものとして、吉岡一男「経済犯罪・経済刑法の総論」齊藤豊治他編『神山敏雄先生古稀祝賀論文集 第二巻 経済刑法』(2006年)27頁。今後の経済刑法の展望を示す新しいものとして、島田聡一郎「経済刑法」ジュリスト1348号(2007年)94頁。

(3) 平成19年版警察白書(2007年)は、特集として「暴力団の資金獲得活動との対決」を掲載し、インサイダー取引を含む証券取引への暴力団の進出について言及している(9頁)。

(4) 平成18年6月7日成立、平成19年9月30日全面的施行。証券取引における投資家の保護や規制の強化が内容として盛り込まれている。金融商品取引法におけるインサイダー取引規制について、従来の議論や判例(裁判例)を含めて詳細にまとめたものとして、松本真輔『最新 インサイダー取引規制』(2006年)。

(5) インサイダー取引の処罰に関する解釈論上の主要な問題点を論じたものとして、芝原・前掲(2)『経済刑法研究 下』658頁。

(6) 必ずしも同一に論じることはできないであろうが、代表的な刑法解釈論上の議論においても、過失犯の処罰や共謀共同正犯の成立(共謀の認定)等において、時代や社会状況に応じた処罰範囲の流動性が見られる。ここでは既に実質的犯罪論が展開されているのである。

(7) 昭和62年9月に起きた事件である。

(8) 当初の法定刑は、6月以下の懲役若しくは50万円以下の罰金又はこれらの併科であったが、現在は、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はこれらの併科となっている。また、規制の対象が親会社・子会社の関係にまで拡げられる等の改正がなされている。もっとも、刑事規制の基本的な部分には変更はない。

(9) もっとも、昭和60年代前半においては、企業の株式保有率自体は依然として高い水準にあった。企業の株式保有率が大きく落ち込んだのは、バブル景気の崩壊によってである。現在では、インターネットの普及による一般投資家の株式取引への容易なアクセスという状況がある。

(10) 我が国では、欧米諸国と比べて、個人の資産における株式の占める割合はかなり低いとされており、個人投資家を呼び込むには、証券市場の一層の公正性と健全性が求められると言ってよい。金融商品取引法の制定も、このような趣旨を含むものである。

(11) 神田秀樹『注解 証券取引法』(1997年)1198頁。法1条の規定に忠実な解釈であるとされている。

(12) 松本・前掲(4)8頁。もっとも一般的な見解であるとされている。判例(裁判例)もこの立場に立っている。

(13) 昭和63年の証券取引審議会報告書で示された見解である。

(14) 株主の利益を適正に実現するために構築された会社法が定める機関(株主総会、取締役会、代表取締役、監査役、その他)による適正なコーポレート・ガバナンスの実現である。

(15) 本判決に対する主な評釈として、関俊彦「証券取引法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』及び株式を発行することの『決定』の意義」ジュリスト臨時増刊1179号(平成11年度重要判例解説)(2000年)113頁。

(16) 顧問弁護士が起訴されたという点が注目に値する。弁護士は、企業活動に対して法律的な側面から調査や助言等の活動を行うが、今後、弁護士が戦略的法務に進出する場面が増大することによって、弁護士によるインサイダー取引が疑われる事案も増える可能性がある。

(17) 企業の意思決定システムが適正に機能していることは、会社の所有者であり会社内の存在(会社自体)である株主にとっての利益であって、企業の価値(株価に反映される)との直接の関連性はない。もっとも、企業が意思決定システム(コーポレート・ガバナンス)に問題を抱えている場合は、その企業への投資を考えている一般投資家の投資判断に影響を与える。

(18) 正式な権限を全く有せず、大口の株主でもない者が、当該企業の経営(人事や活動方針)に隠然たる影響力を有しているケースは、我が国では決して珍しいことではない。また、会社外の存在である取引相手が当該企業の命運を握っていることすらある。

(19) 本判決に対する主な評釈として、堀口亘「マクロスのインサイダー取引事件」金融・商事判例911号(1993年)57頁。

(20) 主位的訴因と第1次予備的訴因の違いは、売上高の予想値(減少後の売上高)の算定が異なっているだけであって、臨時取締役会において新たな(減少した)予想売上高が算出されたという点では一致している。

(21) 本判決に対する主な評釈として、尾崎安央「新薬の副作用症例発生的事实と証券取引法166条2項—日本商事事件最高裁判決」ジュリスト臨時増刊1179号(平成11年度重要判例解説)(2000年)111頁。

(22) 検察官が4号該当性を正面から問題としたことが注目に値する。従って、本件事件においては、4号の位置付け(1~3号との関係)が解釈論上の大きな問題とされたのである。

(23) 2審(控訴審)判決は、大阪高判平成9年10月24日判時1625号3頁。同判決に対する評釈として、神山敏雄「インサイダー取引規制に関する証券取引法166条2項1号ないし3号と4号の関係—日本商事株インサイダー取引事件控訴審判決」判例評論481号(1999年)215頁。

(24) 規定の文言の解釈が必然的に4号の適用を排除する結論にはならない、とするものとして、芝原・前掲(2)『経済刑法研究 下』679頁。

(25) 例として、村上ファンド事件第1審判決(東京地判平成19年7月19日)。

(26) 刑事規制の拡大のみが目指されるべき方向ではないが、適正な刑事規制の可能性を残しておく必要はある。

(27) 事案全体についての紹介として、松本・前掲(4)233頁。

(28) 本決定に対する主な評釈として、関哲夫「特別刑法判例研究 インサイダー取引に係る『当該契約の履行に関し知ったとき』(平成9年法律第117号による改正前の証券取引法166条1項4号)に当たるとされた事例」法律時報77巻12号(2005年)99頁。

(29) 関・前掲(28)101頁によると、最高裁が非現定説に立つことを初めて明らかにしたとされる。

(30) もっとも、実質的には2審判決(控訴審判決)と同様の判断を行っているものと言えよう。

(31) 平成10年法律第107号。

(32) 被告人は、「モノ言う株主」として社会的にも著名な「ファンドマネージャー」であった。ファンドの投資顧問会社も併せて起訴されている。

(33) 事実の公表前の約2月間に、ニッポン放送株約193万株を約99億5000万円で買い付け、その後、約130億円で売却した。

(34) 平成16年11月8日に行われたライブドアと村上ファンド間の会議の内容や各人の発言等を巡って、検察側と被告人弁護士側とで攻防が行われた。被告人が逮捕前に記者会見でインサイダー取引を明らかにしたにもかかわらず、その後、一転して否認するに至った、という点も注目された。

(35) 量刑理由の中で、本件が悪質であるとの情状判断が厳しく示されている。

(36) 内部統制システムについての文献は数多くあるが、内部統制の内容や関連する判例の要点をまとめたものの例として、北沢義博「内部統制システム構築の法的義務と役員の責任」大宮ローレビュー第2号(2006年)31頁。実務家の目から見た最新の問題状況をまとめたものとして、日本弁護士連合会『自由と正義58巻11号』(2007年)13頁の「特集1・内部統制を考える」。

(37) 最決平成15年2月18日刑集57巻2号161頁(日本ハウジングローン事件)、最判平成16年9月10日刑集58巻6号524頁(北國銀行事件)、最決平成17年10月7日刑集59巻8号1108頁(イトマン事件)。なお、上田正和「対向的取引と特別背任罪の共犯」大宮ローレビュー第3号(2007年)5頁。

(38) 形式的犯罪論と実質的犯罪論の対立等の犯罪論をめぐる問題状況全般がまとめられたものとして、大谷實・前田雅英『エキサイティング刑法 総論』(1999年)。

(39) 刑法の手段性を強調すると共に判例の分析・検討の中から妥当な処罰範囲を探っていくべきことを主張するものとして、前田『刑法総論講義 [第4版]』(2006年)4~6頁。

(40) 具体的な事案や事実認定の内容、規範的な構成要件要素の解釈の方法、当該判例(裁判例)が社会や経済取引に与える影響等を具体的に・実質的に分析・検討していく作業が必要である。

(41) 一般投資家の株式投資は増えているものの、先進諸外国に比べると、我が国の個人の金融資産全体の中に占める株式の割合は依然として低い水準にある。また、投資資金が国外へと向かうことになれば、それは日本の国力や日本経済全体にとってもマイナスである。

(42) アメリカやEU諸国のインサイダー取引を紹介したものとして、川口恭弘他「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌125巻4・5号(2002年)1頁。

(43) 重要事実をバスケット条項(包括条項)のみをもって定義すべきことを提案するものとして、黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」商事法務1687号(2004年)40頁。これとは逆に、規定の明確化(自由保障機能)を理由にバスケット条項の削除を提案した2003年の日本経団連の提言について述べたものとして、島崎憲明「インサイダー取引規制の明確化のための日本経団連の提言」商事法務1687号(2004年)30頁。

(44) 最判平成7年2月22日刑集49巻2号1頁(ロッキード事件丸紅ルート)。

(45) アメリカやEU諸国は重要事実を包括条項のみによって定義しており、規制の国際的協調の観点から、我が国のような重要事実の定義は望ましいことではないとの指摘を行うものとして、黒沼・前掲(43) 40頁。

(46) 刑事法のみならず民商事法や経済法(金融法)等の観点からの検討や、事実の認定や評価という刑事証拠法上の問題も検討課題である。また、証券取引等監視委員会によるインサイダー取引に対する審査や調査、課徴金制度の運用状況にも目を向ける必要がある。