

# インサイダー取引の基礎となる重要事実について

## —日本商事株式インサイダー取引事件最高裁判決を中心に—

周 剣龍\*

### I 問題の所在

日本は、昭和63年5月に証券取引法を改正して、インサイダー取引規制をかつてないほど強化した。ここ数年、インサイダー取引事件が相次いで摘発され、裁判所に持ち込まれている。違反者がインサイダー取引罪を犯し、刑罰を科せられることになるため、インサイダー取引罪を構成する「行為主体」と「重要事実」を明確にする必要があるとされている。現行証券取引法では行為主体とされる者は、内部者、準内部者と情報受領者という三種類に分けられ、重要事実は、証券取引法166条2項1号から4号（以下、項号のみを記す）において掲げられている。2項1号は「当該上場会社の業務執行機関の決定に係る重要事実」、2項2号は「一定事実の発生に係る重要事実」、2項3号は「当該上場会社の売上高、経常利益、純利益等の業績の変動に係る重要事実」を具体、個別的に列挙しているのに対して、2項4号は「前3号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産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」を重要事実として定めている。

インサイダー取引の規制内容はかなり詳細に設けられているものの、実際に裁判の中でこうした法規を運用していくと、インサイダー取引の立法にはいくつかの不備があることが次第に判明してきたと指摘されている。そのうち、2項1号ないし3号の重要事実と4号の包括的重要事実との関係をいかにとらえるかという問題がある。この問題は、これまで裁判上大きな争点となっており、平成11年2月16日に最高裁は日本商事株式インサイダー取引事件判決の中でその関係のとらえ方について初めて見解を示した。本稿では、日本商事株式インサイダー取引事件最高裁判決<sup>1)</sup>を題材に、この問題を検討する。

### II 日本商事株式のインサイダー取引事件の概要

A社（日本商事）は、医薬品の製造・販売などを主たる目的とする株式会社で、その株式を

1) 最三判平成11・2・16商事法務1518号41頁（1999年）、金判1067号22頁（1999年）。本判決についての評釈は、野々上尚「インサイダー取引規制に関する初の最高裁判決」商事法務1521号12頁以下（1999年）、品谷篤哉「証券取引法166条2項4号の解釈——日本商事株式インサイダー取引事件上告審判決」ジュリスト1154号87頁以下（1999年）、芝原邦爾「日本商事株式インサイダー取引事件最高裁判決の検討」商事法務1525号56頁以下（1999年）などがある。

大阪証券取引所に上場していた。A社の平成5年3月期の半期決算に係る売上高は約920億円でその約9割が卸事業部門の売上であり、自社製品事業部門の売上は約1割にすぎなかった。そこで、A社は近年では年間約20億円の資金を投じて自社製品開発に力を注いでいた。

そして、A社は平成5年9月3日に同社が実質上初めて開発に成功した期待商品として、帯状疱疹用新薬であるユースビル錠を発売した。ユースビル錠が世間の注目を浴びたため、同社の株価は、それまで1400円程度であったが、平成5年7月から10月初めまでは概ね3400円から3500円程度で推移した。

ところが、ユースビル錠が発売された後、平成5年9月から10月にかけて、フルオロウラシル系薬剤との併用投与による死亡例を含む重篤な副作用症例が発生した。A社は、平成5年10月12日朝、同日までに上記副作用例として少なくとも死亡例3を含む症例6を把握していたことから、各支店および営業所に対し、ユースビル錠とフルオロウラシル系薬剤との併用投与による死亡例を含む症例の発生を記した上、この情報を可及的速やかに全得意先に伝達して医院等における同錠の適正使用の徹底を図るよう指示する旨の文書のほか、販売代理店用の「ユースビル錠（一般名ソリブジン）とフルオロウラシル系薬剤との相互作用についてのお願い」と題する文書をファックスで電送した。後者の文書には、ユースビル錠について、フルオロウラシル系薬剤との併用投与により死亡例を含む重篤な副作用症例が発生したこと、副作用発生の拡大を防止するため同錠納入先の病院や薬局の先生方に安全情報の伝達を行い、その完了を確認するまでの間同錠の納入を一時中止すること、これに伴い、A社から販売代理店への同錠の出荷を一時中止する旨が記載されていた。

A社と医薬品の販売取引契約を結んでいるB社の本社薬事部は、平成5年10月12日10時頃、ユースビル錠に関する副作用情報をA社東京支店から口頭で知らされるとともに、午前10時21分、同支店から「ユースビル錠とフルオロウラシル系薬剤との相互作用についてのお願い」と題する文書をファックスで受信した。そこで、B社の本社薬事部は、このファックスに「至急」印を押した上、同日午前10時41分頃、この文書を同社の各支店および営業所へファックスで電送した。

B社の千葉支店第一営業部次長であるCは、本社薬事部から送られてきたファックス文書の写しを作成し、日頃取引関係のある皮膚科医院へ赴き、同日午後1時20分頃、この写しを医院の院長である被告人Yに読ませた。Yはその直後山一証券千葉支店のDに電話をし、信用取引でA社の株式1万株を1株3,130円で空売する注文をし、翌10月13日に空売した同社の株式1万株を1株2,660円で買い戻した。その結果、470万円の利益を得た。こうした事実関係の下で、YはA社株式のインサイダー取引を行ったとして刑事告発され、起訴された。本件では、ユースビル錠に係る副作用情報は2項2号イにいう「災害または業務に起因する損害」（後に「災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害」に改められた）に該当するか、それとも2項4号という包括条項に定める重要事実に該当するか否かが大きな争点である。

### Ⅲ 大阪地裁判決

本件第1審を行った大阪地裁は、平成8年5月24日に以下のように判示した上で、「Yを30万円の罰金に処する」という判決を言い渡した<sup>2)</sup>。

すなわち、「本件副作用情報に関するユースビル錠による副作用例の発生に伴いA社に生ずると予想される損害について考えてみると、この損害としては、この副作用例の発生がA社の責めに帰するものと認められる場合における当該被害者らに対する損害賠償金のほかに、本件副作用情報の公表後における出荷・販売済みユースビル錠の返品や同社が目標としていた同錠の売上高の低下による逸失利益等を挙げることができる。そして、これらの損害は証券取引法166条2項2号イにいう『損害の額が最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額の100分の1に相当する額未満であると見込まれること』との、いわゆる『軽微基準』を上回ることが必要であるところ、A社に生ずると予想される前示損害の見込み額は同社にとっては少なからず痛手となる額と推測されるものの、証拠関係を検討してみてもその具体的な額を算定し得ない上、A社の最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額に関する的確な証拠もない本件においては、右損害がこの『軽微基準』を上回るものとわかに断定することができないから、本件について、証券取引法166条2項2号イに該当する重要事実とは認められない。なお、同条項の右2号イを除くその余の各号に該当する重要事実も認められない」。

「証券取引法166条2項4号にいう『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って投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの』とは、同行1号ないし3号と右4号の配列の仕方や同条項の立法趣旨に照らし、同行1号ないし3号（大蔵省令に定める『軽微基準』を含む。）に準ずる程度のもので解するのが相当である。そして、これを、本件について、A社の規模・営業状況・自社品事業部門の商品に占めるユースビル錠の比重・同錠の開発に投下した資金量・同錠に対する有力商品としての期待・同社株の人気の要因・同錠の売上目標の大きさ等を踏まえて検討すると、(1)長年にわたり多額の資金を投じて自社の主力医薬品となるべきユースビル錠を開発しその製造・発売に漕ぎ着けたA社にとっては、本件副作用情報はこの医薬品に関する被投与者の死亡例を含む重篤な副作用症例の発生を内容としているから甚だ忌むべき情報である以上、これが右発売からわずか1か月後であったことからして、ユースビル錠の今後の販売の見込みを著しく損ない期待した売上（収益）を得られない事態を招くのか、今後ともさらに判明するかもしれない副作用例の内容によっては同社の信用を一段と害してより多くの損害を被るものと予想されるのは明かであり、しかも(2)およそ医薬品製造会社の株価はその商品である医薬品の人気に支えられている面が強いものであるが、ことにユースビル錠はA社が実質上初めて開発した医薬品で、同錠と競合する他の医薬品よりも薬効や取扱いの容易さの点で優位性があると喧伝されていたこともあって大きな期待を集め、これがA社の人気の主要な部分を支えていただけに、本件副作用情報はこれが公表されると同社の株取引につ

2) 大阪地判平成8・5・24資料版商事法務163号255頁（1997年）。

いてはユースビル錠の今後の販売見込み等の将来性に関わる大きな不安材料となり、その株価を著しく引き下げる原因となるのは当然で、かつこれは同社の株取引を行う被告人Yを含む一般投資家にも見やすい道理であったというべきで、以上を併せ考えると、本件副作用情報は証券取引法166条2項1号ないし3号に準ずる程度のものでして同行4号に『当該上場会社等の運営、業務または財産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』当たると認めるのが相当である」。

#### IV 大阪高裁判決

1審判決に対して、Yは不服し、大阪高裁に控訴した。大阪高裁は次のように判示して、本件を大阪地裁に差し戻した<sup>3)</sup>。

すなわち、「証券取引法のインサイダー取引規制は、その立法経過等に照らすと、取引者が取引を行う時点において、その取引が処罰対象となるか否か、規制すべき取引の範囲を明確にするとの観点から、構成要件をできる限り客観的かつ明確に規定する立法形式を採用したとされている。そこで、いわゆる重要事実について規定した同法166条2項は、1号から3号までにおいて、典型的なものを具体的に列挙し、しかも、1、2号においては軽微基準を、3号においては重要な基準をかからしめ、これらを省令で形式的に数値化して処罰対象行為の基準を明らかにしており、その上で、4号において、1ないし3号とは異なり、『会社等の運営、業務または財産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』という一般的・包括的な事項を規定している。この4号の規定の趣旨は、今後の経済、証券市場の発展、変化に対応してすべての事項をあらかじめ列記することはきわめて困難であることから、将来、インサイダー取引規制に抜け穴が生じないようにするために、1ないし3号に加えて規定されたものである。したがって、4号は、インサイダー取引規制の構成要件をできる限り客観的かつ明確に規定するとの大きな枠組みの中で、あくまで補充的・補助的規定として設けられたものとみるべきであり、他方、1ないし3号は、それぞれ独立した構成要件であって、4号に内包される単なるガイドライン的な規定でないことは法文上明かというべきである。このような立法趣旨に照らしてみても、また、4号の冒頭にある『前3号に掲げる事実を除き』との文言からしても、4号は、1ないし3号までに掲げられた重要事実以外の事実についての規定であり、1ないし3号に相応する事実ではあるが、同時にまたは選択的に、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして4号に該当するというようなことはない」と解するほかない。

そして、本件副作用情報は、まず個別条項である2号イにいう『災害または業務に起因する損害』に該当する余地があり、その損害が所定の軽微基準を上回るか否かの判断は、被告人の本件取引行為が処罰の対象となるか否かに係るものである。そうだとすると、原判決が、検察官が主張する4号の該当性の判断に先立ち、2号イをはじめ1ないし3号の該当性について検討

3) 大阪高判平成9・10・24資料版商事法務164号152頁（1997年）。

しているところは是認できるが、2号イの該当性を検討しながら、同号イの該当性を否定した上で、4号の該当性をさらに検討するといった判断手法は、前示の1ないし3号と4号との関係からして、誤りであるといわざるを得ない。しかも、損害が軽微基準を上回るかどうか証拠上判定できないのであれば、この点の審理を尽くさせるべきであり、それをすることなく前示のような理由で安易に同号イの該当性を否定すること自体も、刑事裁判における立証責任の観点して問題であるといわなければならない。記録によると、原審において2号イの該当性が問題になったのは、弁護人が弁論でこの点の主張をしてからであり、本来なら、原裁判所は、この段階で、あるいは、いったん終結したのであれば再開し、検察官から右主張に対する反論をさせるなどして、双方の主張がかみ合う形で審理を尽くすべきであったというほかない」。

4号に規定する重要事実とは、1ないし3号が経済的、量的な観点から形式的要件をもって重要事実を列挙している関係上、それとは異質の、およそ経済的、量的観点だけでは評価し切れない事項（企業の信用、イメージ評価等）であって、実質的に投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものであるというような検察官の主張は、「4号について1ないし3号とは別個の独自の意味合いを持たせるものであり、前述の立法者の意思と明らかに矛盾するものであるといわざるを得ない。なるほど、1ないし3号の規定は、構成要件をできる限り客観化、明確化するとともに要請を受けての規定であるが、余りにも具体的であり、かつ、軽微基準ないし重要基準といった数値での線引を設けているため、規定が複雑であり、インサイダー取引規制の処罰目的を達成することが困難となることも予想でき、これを解消し、処罰目的をより効果的かつ柔軟に達成するためには、4号の包括的規定を活用すべく、同号の存在意義を見直し、2項全体を柔軟に解釈するという処罰対応の解釈も考えられ得る。しかし、仮に、立法形式に問題があるとしても、もともと規制すべき取引の範囲を明確かつ客観的に規定するために採用された立法形式であり、このような不具合が生じることは立法当初から明らかであったことである。証券取引法を取り巻く社会事象の変化を考慮に入れても、法改正をしないで解釈でもって右不具合の解決を試みようとするのは、立法趣旨をないがしろにするものであって、刑罰法規の解釈の限界を超え、ひいては罪刑法定主義にも反するものというほかない。実質的にみても、1ないし3号に規定する事実とは、いずれも経済的、量的観点だけでは評価し切れない企業の信用、イメージ評価等の事項をも含むことは、通常のことであると考えられるのであって、このような事項について再度4号の該当性が問題になるというのでは、1ないし3号を処罰対象の構成要件として定めた意味がなくなり、4号の単なるガイドラインとして、実質的に空文化するものといわざるを得ない。インサイダー取引規制の処罰目的を達成するために、柔軟でかつ合理的な解釈が許されるところとしても、それは、規制の枠組の中で、まず、1ないし3号の個別的规定について、その客観的・主観的要件の解釈・運用の面で試みのが筋であり、いきなり包括規定である4号で処罰を試みるというのは、余りにも処罰の便宜に走り、かつ、立法構成を無視した解釈であって、到底賛同できない」。

## V 最高裁判決

原審判決に対して、検察官は、証券取引法166条2項2号イおよび同項4号との解釈を巡り原審判決が誤ったのを理由に最高裁に上告した。最高裁は、これを受理した上で、以下のように判示して、原審判決を破棄し、事件を大阪高裁に差し戻した。

すなわち、「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『災害また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、従来医薬品の製薬業者としての評価が低かったA社が、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、A社の規模・営業状況、同社におけるユースビル錠の売上目標の大きさなど、第1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、A社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、A社の特に製薬業者としての信用をさらに低下させて、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ふ面があり、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ふべきである。しかしながら、前記の通り、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ふことができ、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1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ふべきである」。

「そうすると、原審としては、以上のような諸事情に関する第1審判決の認定の当否について審理を遂げて、本件副作用症例の発生が同項4号所定の業務等に関する重要事実にあたるか否かにつき判断すべきであったといわなければならない」。

## VI インサイダー取引の基礎となる重要事実

いわゆるインサイダー取引とは、証券の発行会社の役員などのような内部者が一般に投資家が知らない会社に関する一定の内部情報である「重要事実」を知りながら、当該情報が公表される前にその発行に係る有価証券を売買することをいう。既に述べたように、インサイダー取引を規制する条文は、まず重要事実にあたるものを限定列挙し（166条2項1、2、3号）、次にそれ以外の場合についてはいわゆる包括条項をもってカバーする（同条同項4号）という構造になっている。また、一部の重要事実（166条2項1、2号）については、大蔵省令の定める基準（軽微基準）を上回ることが必要と規定されている。これを受けて、「会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する省令」（以下「大蔵省令」という）1条の2、2条が各事実ごとに具体的な数字基準を示す形で軽微基準を明確にしている。それは、立法当時の日本の証券市場では、インサイダー取引の概念自体、法令にその範囲を画する規定がなく、社会通念としてもその内容が定まっていたとはいえない状況にあったことによるものであるといわれる。つまり、企業の内部情報といっても投資者の投資判断の要因となり得る事象は千差万別であるので、投資家にとって、取引を行う時点において、その取引が処罰されるものであるか否かが明確に判断できるようにするために、できるだけ限り抽象的な評価概念を用いることなく、客観的かつ具体的に構成要件を規定するという立法技術上の工夫が払われる必要があったのである。

### 1. 判例

これまで、2項1号ないし3号と4号との関係を巡って問題となった事件は本件のほかにはマクロス株式インサイダー取引事件がある<sup>4)</sup>。マクロス事件では、2項3号（旧規定190条の2第2項3号）の当該上場会社の売上高、経常利益、純利益などの業績の変動に係る重要事実と2項4号（旧規定190条の2第2項4号）の重要事実の関係が問題となった。

マクロス社の専務取締役である被告人は、その出席した平成2年9月1日の自社の臨時取締役会において自社の営業活動の中心である電子機器部門に計上されていた約40億円の売上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等の事実を知った。こうした事実が公表される前の同年9月3日に、被告人は、妻と自己名義の自社株式22,000株を売却した。そして、東京地検特捜部は、被告人を東京地裁に起訴した。本件では、三つの訴因が主張された。主位的訴因は、平成2年度の売上の予想値を230億円として公表していたので、40億円を差し引くと190億円以下に減少する旨が臨時取締役会で報告され承認された結果、90%以下の予想値が新たに算出されることになり、2項3号の重要事実にあたるというものである。第1次予備的訴因は、約40億円の架空売掛金の計上のほか、担当の常務取締役の失踪に伴う商品営業部門の売上高の大幅な減少が確認され、売上高の予想値が207億円以下に減少することが明らかにされ、これが承認され、直

4) 東京地判平成4・9・25金判911号35頁（1993年）。

近に公表された予想値の90%以下の予想値が新たに算出されたことをもって、2項3号の重要事実と該当するというものである。第2次予備的訴因は、2項4号の重要事実に関連するというものである。

裁判所は、売上高はマイナス要素だけでなく、その他のプラス要素も併せて算出されるものであり、主位的訴因も第1次予備的訴因も証明が不十分として、2項3号の重要事実に関連しないとした上で、さらに第2次予備的訴因である2項4号にいう重要事実に関連するか否かを検討して、下記のような理由で被告が有罪であるとの判決を言い渡した。

すなわち、「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に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おいたものと解される。)、かつ同項1号の事実に該当しないことは明かであるうえ、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、同号の事実に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20億円という本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」。

以上明らかなように、この判決において、裁判所は当該事実は最終的には2項4号に該当すると判断したが、2項3号と4号との関係を必ずしも明確にしたわけではない。この判決について、学説上、「3号の適用を否定するためにプラス要素を重視した後に、プラス要素を抜きにして4号を適用しており、このような形で4号を適用できるのなら、1号ないし3号の規定はなくてもよいとはいえないにしても、あまり意味がないということになろう」という批判がある一方<sup>5)</sup>、この判決の出したの結論を評価する者も少なくない<sup>6)</sup>。

## 2. 学説

インサイダー取引規制が証券取引法に新たに導入された直後に2項1号ないし3号と4号との関係に触れた学説もあったが<sup>7)</sup>、日本商事株式インサイダー取引事件の第1審と第2審判決を

5) 堀口巨「マクロスのインサイダー取引事件」金判911号47頁(1993年)。

6) 河本一郎「インサイダー取引をめぐる最近の諸問題」インベストメント5頁(1995年8月)、黒沼悦郎「架空売上の計上とインサイダー取引罪の重要事実」商事法務1420号31頁(1996)、龍田節「インサイダー取引の禁止」法学教室159号67頁(1993年)など。

7) 例えば、神崎教授は、4号は重要事実を具体的に列挙することによって生ずる潜脱を防止するための規定であり、1ないし3号の重要事実の基準に相当するほどに重要であり、確実であり、影響度が大きいものは4号に該当するという趣旨の見解を述べている(証券取引研究会「証券取引法の改正について(1)」インベストメント41巻5号37頁(1988年))。

巡る評釈の中でこの問題は本格的に議論されるようになった。現段階において学説を① 2項1号ないし3号の事実と4号の事実とは別々の事実であると解する見解と<sup>8)</sup> ②同一事実が2項1号ないし3号の側面からもまた4号の側面からも判断できると解すべき<sup>9)</sup> との見解に分けることができよう。

①の説の依拠する理由は、「前3号に掲げる事実を除き」と定める4号の文言とその立法趣旨であるとされる。この説によれば、一つの事実には一つの面しかないとの認識を前提に、一つの事実が1号ないし3号と4号に該当することはあり得ないと解することになる。前述で明らかのように、本件に関する第2審判決は、①の立場を採っている。

これに対して、②の説は、同一の事実であっても、2項2号イの「業務に起因する損害」の発生ではカバーしきれないもの、例えば、日本商事株式インサイダー取引事件でいえば、「日本商事が長年にわたり多額の資金を投じて実質上初めて開発した同社の主力自社医薬品の今後の販売・出荷を阻害させるもの」を含んでいる場合は、2項4号の側面から重要事実と判断され得ると主張する。前述で明らかのように、本件に関する第1審判決は②の立場を採っている。この②の説に対して、この説によれば、同一事実を異なった側面から評価できるという理由で、即ち2項2号イでは損害の側面から4号では損害以外の側面からも判断できることになるので、法が2項4号の重要事実とは2項1号から3号までの重要事実以外のものであると規定した意味を没却する結果となるという批判がある<sup>10)</sup>。この批判は妥当なものであると考えられる。

### 3. 本件判決についての検討

インサイダー取引規制の基礎となる「重要事実」について定めた証券取引法166条2項1号ないし3号と4号との構造関係をもう一度確認しておこう。上場会社等に係る業務等に関する重要事実とは、2項1号ないし3号に列挙の形で明確に規定されている。そして4号は、前3号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産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と規定する。これで明らかのように、2項1号ないし3号と4号との関係が互いに独立するものである。その意味で、ある事実が2項1号ないし3号に該当するが、大蔵省令の規定する「軽微基準」を上回らないのであれば、当該未公表の事実に基づいて行われた取引が問題にならないのであり、さらにまた、それを2項4号に該当するものとして問題にすることもないはずである。この点については、最高裁も本件判決において同様な判断を示している。つまり、「同号イ（災害または業務に起因する損害）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こともあり、そ

8) 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要 (3)」商事法務1151号32頁(1988年)、堀口巨・前掲注(5)46-47頁、黒沼悦郎・前掲注(6)20頁、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号との関係——日本商事株インサイダー取引事件控訴審判決」判時1661号(判例評論481号)215頁(1999年)など。

9) 神崎克郎「日本商事事件の法的検討」商事法務1444号10頁(1996年)。

10) 神山敏雄・同前掲注8)。

の場合には、この面につき更に同行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」というものである。こうした理解に基づいて本件を考えると、次のようにいうことができよう。つまり、本件では、A社のユースビルによる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を生ずる可能性があるなどの意味においては2項2号イに規定する「災害または業務に起因する損害」が発生した場合に該当するのである。しかし、こうした損害が大蔵省令の規定する軽微基準を上回るものと断定できない以上、更にそれが4号に該当するものとして問題にすることはできない。「業務に起因する損害」とは、先物取引や為替取引などによる損害はもちろん、公害や、薬害や、製品の欠陥等により生じた損害賠償金をも意味する。ただ、「得べかりし利益」(逸失利益)の喪失は、損害の算定から除かれるべきであろう。というのは、こうした「利益」の喪失による損害が客観的、合理的に算定され得るものではないからである。

しかしながら、最高裁判決は、「右副作用症例の発生は、同項2号イの損害発生として包摂・評価される面と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」と判示した。これを素直に読むとこうであろう。つまり、2項1号ないし3号に当たる事実について、それが1号ないし3号に規定する事実と異なる側面もあって、4号にいう「当該上場会社等の運営、業務または財産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」に該当する場合には、なお4号に適用を認めてよいというものであろう。そして、最高裁は、このような解釈に立って、「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、これが同項所定の業務等に関する重要事実に当たるとして控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1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。」と主張する。2項1号ないし3号と4号との関係について、果たして最高裁判決のこのような解釈は可能であろうか。

確かにこれについて肯定する見解がある。その見解によれば、「前3号に掲げる事実を除き」の事実は、会社の関係者等がそれを知った場合に、その公表前の当該株式の売買等が禁止される「内部情報」としての事実なのであって、同一の社会的事実が2号に該当する内部情報の他に4号に該当する内部情報を含む場合、それが2号と4号の双方に該当することを認めることは、右の文言（「前3号に掲げる事実を除き」）に反するとはいえないというものである<sup>11)</sup>。

11) 芝原邦爾・同前掲注1) 59頁。

しかしながら、私見としては最高裁のこうした主張には賛成することができない。なぜならば、「前3号に掲げる事実を除き」という文言を文字通りに読めば、それはあくまでも前3号に掲げる事実から独立して発生したその他の事実を意味すると理解されるほかないからである。2項1号ないし3号に掲げる事実は、たいてい同時に当該上場会社等の運営、業務または財産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という側面を持っているはずである。仮に最高裁の本件判決における解釈に従うことにしたら、2項4号だけを用いていれば、十分にインサイダー取引に対処できるようになると思われる。しかし、その結果、2項1号ないし3号の規定は、完全に無意味になり、没却されてしまうのであろう。したがって、A社のユースビルによる副作用症例の発生で生じる損害賠償の可能性は、2項2号イにいう「災害または業務に起因する損害」に該当する事実であり、4号は適用されべきではない。具体的な損害額が大蔵省令の規定する「軽微基準」を上回るかについては断定できないとの問題があると思われるが、当該省令が損害は軽微基準額未満であると「見込まれる」と規定しているので(2条1号)、会社の総資産の帳簿価額の1%未満であることが明らかでない場合には、当該事実が2項2号イにいう重要事実該当するという解釈によってこのような問題は解決されるのであろう<sup>12)</sup>。

## Ⅶ 結語

最高裁が2項1号ないし3号と4号との構造関係を柔軟に解するに踏み切ったことは、インサイダー取引が不公正な取引であり、証券市場に対する投資者の信頼を保護しなければならないなどを考えたからであろうと推測される。しかし、既に検討したように、最高裁のこうした柔軟な解釈は妥当なものではない。

インサイダー取引に関する現行法規制は、形式性や明確性を求める余り、硬直的であり、使いにくいとよく批判されている。大蔵省令の中に、インサイダー取引規制の基礎になる重要事実か否かについて様々な「軽微基準」が設けられている。しかし、場合によっては、当該省令の定めた「軽微基準」を下回っても重要事実該当するものもありうる。したがって、本件判決において最高裁が示したような無理な解釈によって現行インサイダー取引法規制における硬直性の問題の解決を図るのではなく、インサイダー取引に関する法規制の仕方をもう一度吟味すべきではないかと考える<sup>13)</sup>。

(1999年7月27日受理)

12) 同旨・神山敏雄・同前掲注8) 218頁。

13) インサイダー取引の法規制の再検討に言及した文献としては、上村達男「日本織物加工株式会社インサイダー取引事件の法的検討」商事法務1476号2頁以下(1997年)、黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題」商事法の展望(竹内昭夫先生追悼論文集)317頁以下(1998年)、近藤光男「インサイダー取引における重要事実——日本織物加工株式会社事件判決をめぐって——」商事法務1521号4頁以下(1999年)などがある。