経済学研究 *62-1*
北海道大学 2012.7

インサイダー取引規制に係る決定事実とその判断基準

荻野　昭一

1．問題の所在

健全な証券市場は，有価証券の円滑な流通と公正な価格形成，発行体に対する資金調達機会の提供及び投資者に対する資金運用機会の提供といった経済活動において不可欠の重要な機能を有しているが，証券市場がその機能を十全に果たすためには，公正性と健全性が保持されるとともに，市場の公正性と健全性に対する市場関係者の信頼が確保されていることが必要である。

インサイダー取引規制は，上場会社等の役員等の特別の立場にある者が，「重要事実」等を知った場合について，これが公表される前に一定の有価証券の取引を行うことを規制しているものである。このような規制が設けられている趣旨は，有価証券の発行会社の役員等は，投資者の投資判断に影響を及ぼすべき事実について，その発生に自ら関与し，又は容易に接近し得る立場にあり，そのような特別の立場にある者が，当該事実を知って，その公表前に当該発行会社の有価証券の取引を行うことは，一般投資家と比べ著しく有利となって極めて不公平であるとする直接的な理由と，このような取引が放置されれば，証券市場の公正性と信頼性が損なわれ，証券市場に対する投資者の信頼が失われることとなり，ひいては証券市場として果たすべき機能を果たし得なくなるとする間接的な理由によって説明される[1)・2)]。

ここで，「重要事実」とは，会社関係者等による一般的なインサイダー取引規制である法[3)] 166 条において，上場会社等の業務執行を決定する機関が法令所定の事項を行うことについての決定をしたこと等をいい，また，法 167 条に

1）大蔵省証券取引審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」（昭和 63 年 2 月 24 日），横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会，1989）9・10 頁，三國谷勝範『インサイダー取引規制詳解』（資本市場研究会，1990）3 頁各参照。なお，我が国のインサイダー取引規制の必要性が検討される 10 年以上前の証券取引審議会報告によると，「会社の役員，主要株主等の内部者（インサイダー）が，職務上知り得た情報を不当に利用して利益を図ることは，会社に対する忠実義務に反するばかりでなく，このような行為を放置すれば，株式市場に対する一般投資家の信頼を失うこととなる。内部者取引が悪であるという認識は，近年米国を中心として欧州各国にまで広まっており，わが国においてもこのような考え方を一般的に定着させる必要がある。」（大蔵省証券取引審議会報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」（昭和 51 年 5 月 11 日））とする記述がある。

2）このような多数説的理解に対し，証券市場の公正性や健全性，一般投資家の証券市場に対する信頼の意味が不明であり，また，インサイダー取引が行われたか否かにかかわらず，市場で形成された価格については法的に一定の評価が与えられるため，インサイダー取引規制の根拠に関する理解との整合性について疑問点を指摘するものもある（川村正幸編『金融商品取引法（第 4 版）』（中央経済社，2012）568 頁参照）。

3）本稿において検討する判例は，平成 18 年改正前の証券取引法の解釈を示したものであるが，同法の改正による金融商品取引法後においても，インサイダー取引規制である 166 条及び 167 条において本稿検討に関する部分の実質的な改正は行われていないことから，以下，証券取引法と金融商品取引法と区分しないで単に「法」，これらに係る命令は単に「内閣府令」の標記において検討を行う。

おいて，重要事実と同義のものとして，「公開買付け等事実」が規定されており，これは，公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をしたこと等をいう。すなわち，重要事実のうちの決定に係る事実や公開買付け等事実は，その事実そのものをいうのではなく，「決定をしたこと」等と定義されている。

近年，この決定に係る事実の解釈について2件の重要な最高裁判例がみられた。平成23年6月6日の村上ファンド事件最高裁決定[4]は，「「決定」をしたというためには，・・・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の決定があれば足り，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」と判示して，原審判決[5]の判示を正面から否定した。「決定」の意義については，平成11年6月10日の日本織物加工事件最高裁判決[6]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」と判示していた。この二つの最高裁判例による「決定」に係る解釈については，前者が法167条2項（公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制についての公開買付け等事実），後者が法166条2項1号（会社関係者によるインサイダー取引規制についての重要事実）についてのものであるが，インサイダー取引に係る法令の趣旨やその規制体系からみて，同様の解釈が成り立つものと考えられる[7]。

そもそも，日本織物加工事件最高裁判決においては，決定に係る事実について，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判示したものであり，当該事実の実現可能性の高低の程度については明確にされてはいないものと考えられていた[8]。このような中，村上ファンド事件最高裁決定は，決定をしたというためには，決定がされれば足り，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判示したものであり，先の判例理論を法167条にも踏襲した上で，更に一歩踏み込んだ解釈を示したものと評価できる。すなわち，決定の核心は意思決定の点に存するという理論構成[9]を前提とした上で，決定が行われたという判断をするためには，実現可能性という要件は必要ないことを明示したものである。

下級審を含めたこれらの判例の動向については後述するように様々な評価がなされている。その中で，最大の論点は，決定に係る事実について法令所定の「決定」があったと判断されるためには，実現可能性の高低の程度がどのように関係するかといった解釈問題である[10]。この解

4）最一決平成23年6月6日裁判所時報1533号25頁。この事件は，時代の寵児として知名度の高い村上世彰被告と堀江貴文ライブドア前最高経営責任者が主たる登場人物であったことから，社会的にも注目された事件であったが，インサイダー取引の中でも5%以上の買集め行為を公開買付け等事実とする本格的な判示がなされた初めての事案であることや，公開買付け等事実についての捉え方が一審と二審とで分かれたことから，関係者間において極めて注目されていた事案であった。

5）東京高判平成21年2月3日高等裁判所刑事判例集62巻1号1頁。

6）最一判平成11年6月10日最高裁判所刑事判例集53巻5号415頁。

7）いずれも「決定」に関する解釈についてのものであり，判例は，法166条2項1号イ（発行）の解釈に限定されず，同号に定める決定事実全般に及ぶものと解される（小林憲太郎「判批」ジュリスト1208号（2001）271頁参照）ほか，167条2項についても同様の解釈が当てはまると考えられる（木目田裕監修『インサイダー取引規制の実務』（商事法務，2010）363頁参照）。

8）黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」商事法務1945号（2011）7頁，阿南剛「村上ファンド・インサイダー取引事件最高裁決定の解説」監査役590号（2011）78頁，山下貴司「インサイダー取引規制における「公開買付け等を行うことについての決定」の意義」研修732号（2009）24頁参照。

9）三好幹夫「最高裁判所判例解説」法曹時報52巻10号（2000）306頁参照。

10）村上ファンド事件最高裁決定にみられるような，実現可能性が全く又はほとんど存在しない場合には決定に該当しないとする見解は主要な論点とは

釈問題が，村上ファンド事件最高裁決定によって一応結論付けられたこととなるが，この最高裁決定後においても多くの異論がみられており[11]，議論が収束されているとは思えないところがある。そもそも論点となってきた「実現可能性」などという条文に存在しないものが問題となっていることの本質はどこにあるのか。村上ファンド事件最高裁決定の考え方の背景にある形式的な規制体系を重視し，それが投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わない趣旨であると解することが，はたしてインサイダー取引規制の趣旨に適っているのかという問題について，これら二つの最高裁判例をベースとして整理をし，「決定」に該当するか否かの判断基準[12]としてどのような要素が必要かについて考察してみようというのが本稿の趣旨である[13]。

2．判例検証

(1) 日本織物加工事件における「決定」

本事案は，経営不振に陥っていた日本織物加工株式会社を対象とするM＆A交渉に携わっていた株式会社ユニマットの監査役兼弁護士である被告人が，M＆A交渉に際し日本織物加工株式会社と株式会社ユニマットとの間で締結された秘密保持契約の履行に関して，日本織物加工株式会社の業務執行の決定機関である同社代表取締役社長において第三者割当増資を実施するために新株発行を行うことを決定したという重要事実を知って，その事実の公表前に日本織物加工株式を買い付けたインサイダー取引事案である。

「決定」に関し，第一審の東京地裁判決[14]は，「法166条2項1号柱書前段には，規制対象が新株発行を「行うことの決定」ではなく，「行うことについての決定」と規定されていることから，「決定」は，新株発行を行うことの決定には限定されないのであって，それ以前の段階の意思決定であっても，例えば，最終的には取締役会での新株の決定がなされることを前提に，一定の障害事由がなくなれば新株発行を行う旨の事前の決定は，その障害事由がなくなったときに，新株を行う時期，内容等が具体的，明確になっているものである限り，投資者の投資判断に影響を及ぼすべき事実に該当する」と判示した。

これに対し，第二審の東京高裁判決[15]は，「決定」について，「法166条2項1号にいう「決定」をしたといえるためには，当該事項についての当該決定自体をもって重要事実たりうるものでなければならない。すなわち，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って，初めて，同条2項1号にいう「決定」に該当するというべきである。そして，いかなる決定が，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かであるが，それは当該決定が会社の意思決定で，当該決定に係る事項が右決定に基づき確実に実行されるであろうとの予測が成り立つものであって初めて，一般投資家の投資判断に著しい影響を与え

なっていないようである。

11）村上ファンド事件最高裁決定後の同決定に対し，反論や疑問を示すものとして，黒沼・前掲注8)，大崎貞和「村上ファンド事件最高裁決定について」『内外資本市場動向メモ』187号(2011)，平成23年6月8日付日本経済新聞朝刊社説等。

12）もちろん，判断基準といっても明確に白黒を区分するような数値基準のようなものを想定しているものではなく，実質的な判断をするための依拠すべき要素を念頭に置いている。したがって，インサイダー取引の「処罰に当たっての明快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」（上田和正「インサイダー取引と刑事規制」大宮ロービュー第4号(2008) 2頁）とする見解とは相反するものではない。

13）なお，判例の論点はこれ以外にも多岐にわたるが，本稿においては論点を限定して論ずることとする。

14）東京地判平成9年7月28日最高裁判所刑事判例集53巻5号461頁。

15）東京高判平成10年9月21日最高裁判所刑事判例集53巻5号483頁。

る重要事実に当たる」と判示し，その上で，「原判決の事実認定及び同条の解釈には，事実誤認，法令の解釈適用の誤りがあ」るとして，第一審判決を破棄差戻しした。

注目された最高裁判決[16]は，「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」と判示した。その上で，「法166条2項1号にいう「決定」に該当するためには，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の見解の下に，本件における業務執行を決定する機関の決断がいまだ「決定」ということはできないとした原判決は，同号の解釈適用を誤った違法があ」るとして，第二審判決を破棄差戻しした。

すなわち，論点となった「決定」の該当性について，最高裁判決において，法令の解釈適用の誤りを理由として第一審判決を破棄した第二審判決を，更に解釈適用を誤った違法があるとして破棄したものである。

(2) 村上ファンド事件における「決定」

本事案は，いわゆる村上ファンドの実質的経営者であった被告人が，ニッポン放送株式の取得について株式会社ライブドア代表取締役らに働きかけ，同人らからニッポン放送株式の5%以上を買い集めることについての決定をした旨の公開買付け等事実の伝達を受け，その事実の公表前にニッポン放送株式を買い付けたインサイダー取引事案である。

第一審の東京地裁判決[17]は，「法167条2項にいう「公開買付け等を行うことについての決定をしたこと」とは，前記のような機関において，公開買付け等それ自体や公開買付け等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解するのが相当である。」とし，「法167条2項にいう「公開買付け等を行うことについての決定」をするに当たり，当該公開買付け等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。すなわち，実現可能性が全くない場合は除かれるが，あれば足り，その高低は問題とならない」と判示した[18]。

第二審の東京高裁判決は，「原判決が，「公開買付け等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。すなわち，実現可能性が全くない場合は除かれるが，あれば足り，その高低は問題とならないと解される。」と判示し，また，「その実現の可能性がなかったとはいえなかった」という事実が認められれば十分であると判示したことについては，「公開買付け等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。」としたところは正当としても，その余の判断については必ずしも賛同できない。」として，これを一部否定した。その理由として，「公開買付け等を行おうとする者が行った当該「決定」が証券取引法167条2項にいう「決定」に該当するか否かは，証券市場の公正性と健全性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理念に沿って，当該「決定」が，投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものである

16）本判決は，検察官の上告審としての事件受理の申立により上告審として事件を受理したものである（刑訴法406条参照）。

17）東京地判平成19年7月19日資料版商事法務329号90頁。

18）更に弁護人の主張に対し，「法が特段の限定もなく「決定」という意思決定自体をもって足りるとした趣旨を損ない，実現可能性の高い，低い，投資者の投資判断に実質的な影響を及ぼす程度か否かという主観的かつあいまいな評価要素を持ち込み，処罰範囲を不明確にするものであり，到底採用できない。」としてこれを否定している。

か否かを，その者の当該「決定」に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況，対象企業の特定状況，対象企業の財務内容等の調査状況，公開買付け等実施のための内部の計画状況と対外的な交渉状況などを総合的に検討して個別具体的に判断すべきであり，「決定」の実現可能性の有無と程度という点も，こうした総合判断の中で検討していくべきもの」とし，「法167条2項の「決定」に該当するといえるためには，決定に係る内容が確実に行われるという予測が成り立つことまでは要しないが，その決定にはそれ相応の実現可能性が必要」であり，「主観的にも客観的にも，それ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて，証券取引法167条2項の「決定」に該当する」と判示して第一審判決を破棄した。

これに対し，最高裁決定は，「原判決が，主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性があることを上記「決定」該当性の要件としたことは相当でない」と判示してこれを否定した。その理由として，インサイダー取引規制は，「禁止される行為の範囲について，客観的，具体的に定め，投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは，規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から，・・・決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって，投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。」とし，そのため，「公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず，一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために，同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」というべき実質を有しない場合があり得るのは別として，上記「決定」をしたというためには，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の決定がされれば足り，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」と判示し，第二審判決を棄却・自判した。

すなわち，「決定」の該当性について，先の日本織物加工事件と同様の展開で，最高裁決定において，法令の解釈を否定して第一審判決を破棄した第二審判決を更に相当ではないとして棄却しており，これら一連の判例の展開過程は，実務的にも理論的にも極めて重要な意味をもつものといえる。

3．判例に対する評価

各判例に対する評価は，その判例自体が解釈を大きく覆してきた経緯に表れているように，多様なものがみられるが，決定に係る事実の「決定」の該当性に関しては，実現可能性を不要又は軽視することに賛意を示すものと，実現可能性の高低の程度を重視することに賛意を示すものとに大要二分される[19]。

実現可能性を不要又は軽視するものとして，「実現可能性の高低にかかわらず証取法166条2項1号に該当することそれ自体が投資者の投資判断に著しい影響をおよぼすものと解釈されるべき[20]」，「法は端的に当該機関による「決定」と規定しているのであるから，とりあえずは，それ以上の細目的な要件を考慮する必要はない[21]」，「実現可能性の高低を判断することは困難なため，決定内容が実現する高度の蓋然性が必要であるとする考え方は，準備行為についての決定を規制の対象とした法の趣旨を没却することになりかねない[22]とする論旨」，「実現可能

19）論旨を厳密に読めば，どちらにも賛意を示していない趣旨のものも見受けられるが，ここでは論点を明確にするために大要二分した。

20）栗山修「わが国におけるインサイダー取引規制」神戸外大論叢52巻3号(2001)116頁。

21）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(2000)114頁。

22）葉玉匡美「インサイダー取引と重要事実の発生時

性の高いものだけに対象を限れば線引きをめぐってかえって混乱が起きる[23]」等の見解がある。

これに対し，実現可能性の高低の程度を重視するものとして，「投資者の投資判断に実質的な影響を及ぼす程度の実現可能性があることが必要[24]」，「実現可能性が未確定な決定は，重要事実に該当しないと解さざるをえない[25]」，「実現可能性の程度を問題にしないのであれば，企業買収や自社株買いなど企業活動に関するきわめて広範囲の情報がインサイダー取引の重要情報とされるおそれが生じ，証券市場を萎縮させてしまうことになりかねない[26]」，「案件が未成熟でまだ実現可能性が低い段階では投資家の投資判断に重要な影響は及ぼさないと考えられるのであるから，そのような事実を知って取引をしても特に一般投資家に比べて著しく有利であって不公平であるということはなく，それをインサイダー取引として禁止する必要はない[27]」，「法令に定められた技術的で詳細な要件に形式的に該当すれば，投資者の投資判断にほとんど影響を及ぼさないような未公開情報を持っている者による取引であっても違法なインサイダー取引だとするのでは，規制範囲を不当に拡大し，上場会社の関係者等の投資行動に対して必要以上の制約を科すことになる[28]」等の見解がある。

これらの見解の違いを要約すれば，前者の見解は，規制範囲の明確化の観点から，「決定」それ自体を重要事実として明示したインサイダー取引に係る規制体系の趣旨を重視して形式的に判断するものであるのに対し，後者の見解は，「決定」の判断要素として実現可能性や投資判断に及ぼす影響の程度を考慮し，インサイダー取引規制の趣旨を重視して実質的に判断するものであると捉えることができる[29]。

4．規制体系

我が国のインサイダー取引規制である法166条及び167条は[30]，昭和62年9月に表面化した企業の財テク失敗とそれに絡む取引銀行のインサイダー取引関連事件[31]を契機として昭和63年に証券取引法の改正によって導入された。

(1) 法166条（会社関係者によるインサイダー取引規制）

法166条は，証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するという趣旨から，「上場会社等」の役職員や契約締結者等の「会社関係者」等が，その会社の「重要事実」を「職務に関し知る」ことなどによって，その重要事実

期」T&A Master 224号(2007)41頁参照。

23）2011年6月8日付日本経済新聞朝刊（清原健弁護士コメント）。

24）黒沼・前掲注8)4頁。

25）芳賀良「日本織物加工株式インサイダー取引事件上告審判決」金融・商事判例1090号(2000)58頁。

26）郷原信郎「村上ファンド事件控訴審判決を読む」金融財政事情1866号(2009)24頁。

27）松本真輔「村上ファンド事件一審判決の検討」監査役532号(2007)51頁。

28）大崎・前掲注11)4頁。

29）最高裁判例やその調査官解説を踏まえると，これらの批評は，「判示の一般論が事案の具体的内容から離れて一人歩きをしてとらえられている」とし，両事件ともM＆A絡みの新株発行や買集めの準備・検討が相当程度具体的に進行した段階での株式売買等が問題とされた事案であって，「調査・検討や作業等に着手することの決定に機械的・形式的に該当すればただちにインサイダー取引規制上の「決定」であるかのような理解には根拠が乏しい」（木目田裕・山田将之「村上ファンド事件控訴審判決の検討」商事法務1864号(2009) 10頁・11頁，木目田裕・山田将之「規制の概要と法166条の成立要件（上）」商事法務1840号(2008) 100頁参照。）として，必ずしも論点が対立するものではないとする見解もある。

30）広義の意味でのインサイダー取引規制は，法164条のほか，内閣府令にも多数の規定が存在するが，本稿においてはこの2つの条文に限定する。

31）昭和62年に発覚したインサイダー取引関連事件。タテホ化学工業株式会社が債券先物取引によって巨額の損失を被った事実を，同社に融資を行っていた阪神相互銀行（当時）が知り，当該事実が公表される直前に保有株の全部を売却してしまった事件。

が「公表」される前に，当該上場会社等の特定有価証券等の売買等を行うことを禁止するものである。本条の構成は，1項及び3項において「規制の主体」と「情報取得の要件」を規定し，2項において，「重要事実」を列挙し，4項において「公表」の意義を規定し，6項において「適用除外事由」について規定するなど，極めて詳細かつ形式的なものとなっている[32]。特に「重要事実」は，その委任規定を含め定型的に投資者の投資判断の要因となり得る事実を網羅的・具体的に列挙し，その列挙事実のうち投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準（以下「軽微基準」という。）について形式的に数値化して明示しており，これに該当する場合には重要事実から除外するなど，構成要件の明確化のための規制設計が図られている[33]。

「重要事実」とは，①当該上場会社等の業務執行を決定する機関が法令所定の事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表されたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと（以下「決定事実」という。），②当該上場会社等に法令所定の事実が発生したこと（以下「発生事実」という。），③当該上場会社等の売上高等について，公表された直近の予想値に比較して新たに算出した数値に差異が生じたこと（以下「決算情報」という。），④以上の事実を除き，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（以下「バスケット条項」という。）等[34]をいう。このうち，本稿では「決定事実」について検討を行っていく。

(2) 法167条（公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制）

法166条が，上場会社等自らが決定した事実又は自らに発生した事実について，会社関係者等の取引を規制しようとするものであるのに対し，法167条は上場会社等が発行している株券等に対し，ある者が公開買付け又は買集めを行うことを決定した場合における公開買付者等関係者のインサイダー取引を規制するものである[35]。法167条も，法166条と同様の趣旨から規定されており，本条の構成も1項及び3項において「規制の主体」と「情報取得の要件」を規定し，2項において，「公開買付け等事実」について規定し，4項において「公表」の意義を規定し，5項において「適用除外事由」について規定するなど，法166条同様極めて詳細かつ形式的なものとなっている。なお，公開買付け等事実についての軽微基準も重要事実の軽微基準同様に形式的に数値化されている。

「公開買付け等事実」とは，公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をしたこと又は公開買付者等が当該決定（公表されたものに限る。）に係る公開買付け等を行わないことを決定したことをいう。この場合の公開買付け等とは，発行者以外の者による公開買付け（法27条2項各号列記の買付け等）若しくは公開買付けに準ずる行為（5％以上の買集め行為[36]）又

32）これらの規定振りからインサイダー取引規制は「形式犯」と「複雑・技術性」という2つの特徴があると指摘される（木目田・山田・前掲注29）94・95頁参照）。もっとも，「形式犯」の意味は，インサイダー取引規制は形式的な要件を満たせば該当し得るということであり，インサイダー取引自体が形式犯であるという意味ではなかろう。

33）三國谷・前掲注1）11頁以下参照。

34）これらに加え，当該上場会社等の子会社に係る重要事実が平成11年7月より加えられている（166条2項5号～8号参照）。

35）法167条の公開買付け等の実施に関する事実については，株券等の買付けのみが規制の対象となっており，また，公開買付け等の中止に関する事実については，株券等の売付けのみが規制の対象となっているところが法166条に比べ特徴的である。

36）法167条1項を受けた施行令31条において，「5％以上」の買集め行為を公開買付けに準ずる行為と規定しており，5％の買付けを含むこととなっているが，厳密には，5％ちょうどまでの買付け

は発行者による公開買付け(法27条の22の2第1項各号列記の買付け等)をいう。

(3) 規制体系の特徴

このように，法166条2項に規定する「決定事実」も，法167条2項に規定する「公開買付け等事実」のいずれも，法令所定の事項を行うことについての決定をしたこと等をいい，事実とは法令所定の事項そのものではなく「決定をしたこと」という定義で規定されている。その上で，決定事実も公開買付け等事実も，投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして軽微基準に該当するものが除かれており，具体的には，内閣府令[37]において明確に数値基準を定めてこれを除外している。なお，これらの規定は，たとえ重要であると思える情報であっても，抽象的な情報や実現可能性の乏しい事実，あるいは曖昧な情報はすべて規制の対象から外されていることを示しているとする見解[38]もあるが，内閣府令上，投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして規定されているのは，当該事項の規模に関するもののみ[39]であり，実現可能性等の他の要素に関するものは特に規定されていない[40)・41)]。

「決定事実」及び「公開買付け等事実」は，条文上，いずれも投資者の投資判断に及ぼす実際の影響を構成要件としない形[42]で，定型的に投資判断の要因となり得る性質の事実を類型化して重要事実として列挙してその概念の明確化を図っているところ[43]に特徴がある。このような規制体系は，主観的かつ抽象的な評価概念を要件とせず，客観的かつ具体的な構成要件を規定することによって，予測可能性を高め，取引の法的安定性への寄与と規制の実効性の確保を企図したものと評価される。

(4) 規制体系と最高裁判例

このことは，日本織物加工事件最高裁判決において，「決定」をしたというためには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判示した理由として，「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」としていることと整合的である。同様に，村上ファンド事件最高裁決定において，「決定」をしたというためには，公開買付け等の実現を意図して，公開買付

は「買集め行為」には該当しないこととなる。これは，同条ただし書きにおいて，買集め直前の株券等の所有割合が5%未満の場合に，買集め行為として評価されるのは，5%超の部分であると規定されているためである(木目田・前掲注7) 355頁参照)。

37) 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令49，52，62条。

38) 近藤光男「インサイダー取引における重要事実－日本織物加工株式事件判決をめぐって－」商事法務1521号(1999)8頁。

39) 「募集」であれば払込金額が1億円未満のもの，「株式無償割当て」であれば割当割合が0.1未満のもの，「合併」であれば合併による資産の増加額が純資産額の30%未満で，かつ，合併事業年度及び翌事業年度の売上高増加額が10%未満と見込まれるもの，「公開買付け等事実」であれば買集め行為により各年において買い集める株券等の数が2.5%未満であるもの等の数値基準が定められている(内閣府令49条，62条)。

40) 軽微基準において「○○未満であると見込まれること」といった規定もあるが，ここでいう「見込まれる」とは，決定に係る事実の実現可能性を考慮に入れているのではなく，決定事実が実現するのは将来のことであり決定時点で規模を確定できないためにそのように表現したものと理解される(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) 42頁参照)。

41) 軽微基準に該当する場合に限り重要事実から除外するという規定振りからして，軽微基準に該当するかどうか明確でない場合には，重要事実として扱われるとされる(土持敏裕・榊原一夫『注解特別刑法』(青林書院，1996)217頁)。

42) 法166条2項4号に規定するいわゆるバスケット条項は「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」という重要性の要件が要求されている。

43) 横畠・前掲注1)17頁参照。

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の決定がされれば足り，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判示したことの前提として，「同条は，禁止される行為の範囲について，客観的，具体的に定め，投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは，規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から，同条２項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって，投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨」と解したこととも整合的である。

５．決定の意義

(1) 決定のもつ性質

「決定」の意義については法令上明確ではないが，条文上は投資判断に及ぼす影響を構成要件としないで，決定されたことをもって一律に決定事実又は公開買付け等事実としているのであるから，インサイダー取引規制の適用を及ぼすためには決定に係る事実が決定と判断できるだけの相応の内容を有したものでなければならないと考えられる。この点，仮に「決定」とは，業務執行を決定する機関が法令所定の事項を「決定したこと」をいうのであれば，その概念は相当に狭くなり，規制体系の趣旨を踏まえた形式的解釈も可能となるかもしれない。しかし，「決定」とは，法令所定の事項を「決定したこと」をいうのではなく，「行うことについての決定をしたこと」をいうところ，具体的にはその事項の実施に向けての調査，準備，交渉等の諸活動を会社の業務として行うという決定であると解されている[44]。そしてそれは，通常，抽象的，一般的な方針の検討から会社の機関による最終的なものに至るまで各過程における種々の決議が企業組織上の各段階において重層的にあり得る[45]のであり，また，この決議は，その各過程における各段階において内容や実現可能性等が変化することがあり得るため，「決定」に該当するか否かは，一義的，形式的に判断できる性質のものではないこととなる。

例えば，合併を行うことについての決定であれば，①合併の是非の検討を開始することの決定，②合併の相手方を探索することの決定，③候補会社の資産財務内容等を調査検討することの決定，④具体的な相手方について調査検討することの決定，⑤具体的な相手方との合併の可否について交渉することの決定等の過程があると考えられる[46]。このように合併を行うことについての決定があったとしても，その進捗状況とともに，あるいは周辺の諸環境の変化とともにその内容や実現可能性等は変化するものと思われる。そもそも「行うことについての決定」は文理上幅のある概念であると考えられ，現実問題として決定に係る事実が「決定」に該当するか否かは，事案ごとに個別具体的に判断していくほかなく，その帰結として，該当性に関する何らかの判断基準が必要になるものと考えられる。

(2) 決定と最高裁判例

しかし，このような考え方は，日本織物加工事件最高裁判決が，「決定の事実は，それのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るもの」，「確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」，村上ファンド事件最高裁決定が，「決

44）日本織物加工事件最高裁判決。三國谷・前掲注 1）31 頁，横畠・前掲注 1）53 頁参照。

45）特に業務執行を決定する機関とは，商法所定の決定権限のある機関に限られず，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ていること（日本織物加工事件最高裁判決，村上ファンド事件最高裁決定参照）からも，決定の該当性の判断は更に複雑となり得る。

46）合併過程については，三好・前掲注 9）309 頁参照。

定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼすと認められる」，「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」と判示した内容とは不整合である。この点について，判示のようにいえるのであれば，決定には，通常，投資判断に影響を及ぼし得る程度の実現可能性が備わっていることとなり，わざわざ実現可能性が具体的に認められることは要しないと解する必要もないのであって，判示の根拠とする，決定はそれのみで投資判断に影響を及ぼし得るものであること自体が誤りであるとする指摘もある[47]。

両最高裁判例は，業務執行を決定する機関は，会社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して，決定機関について実質的な解釈を行っている[48]。敷衍すれば，「決定」は業務執行に関する意思決定手続の適正を確保するという形式的な手続きを伴う会社法所定の決定機関による決定を指すものではなく，会社における意思決定の実情に即して実質的に決定と同様の効果をもたらすものを決定と解したものと評価できる。この実質的な解釈の根拠は，このように解さなければ，証券市場に対する投資者の信頼が確保されないというインサイダー取引規制の趣旨から導き出されるものと考えられる。その意味から，「決定」に該当するか否かの判断に当たっても，必ずしも形成的な解釈にとらわれず，実質的な解釈の余地も残されていると考えるべきではなかろうか。

その際，決定に係る事実が「決定」に該当するか否かは，一義的，形式的に判断できる性質のものではないことを踏まえると，どうしても，実質解釈をするために依拠すべき何らかの判断基準が必要になるものと思われる。それが，一連の判例をめぐる議論の中核とされてきた「実現可能性」という要件なのであろうか。

6．実現可能性

(1) 実現可能性の意義

ところで，この「実現可能性」という，条文には存在しない要件が，「決定」に該当するか否かの判断に際し，議論されてきた問題の本質はどこにあるのか。「実現可能性」とは，その決定に係る事実が実際に実施される可能性のことをいい，それは実現可能性の有無やその高低の程度によって表されるものと考えられる。一連の判例の中でも，実現可能性の文言が頻繁に使用されており，その有無・高低について判示がなされているが，特にその必要性を強調した村上ファンド事件東京高裁判決においては，「決定にはそれ相応の実現可能性が必要であると解される。その場合，まず，内部的に（主観的に），実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定のできる機関において，それ相応の根拠を持って実現可能性があるものと判断している必要がある。しかし，この「決定」に該当するか否かの判断に当たっては，投資者の投資判断に影響を及ぼすものであるか否かという点が重要な判断要素となるのであるから，第三者の目から見ても（客観的にも），実現可能性があるといえるか否かについても検討しなければならない。すなわち，主観的にも客観的にも，それ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて，証券取引法167条2項の「決定」に該当するということができるのである。」と判示している。

要すれば，「決定」に該当するというためには主観的にも客観的にも，それ相応の根拠を持った「実現可能性」が必要であり，決定に該当するための重要な判断要素として，「投資者の投資

47）黒沼・前掲注8）8頁。

48）現実には，この決定機関の該当性の判断に当たっても，種々の決議が企業組織上の各段階において重層的にあり得るのであり，会社ごとに社内の意思決定過程の実情や慣行その他の事情が異なることから，これを実質的に判断することは容易なことではない。

判断に影響を及ぼすもの」であるか否かという点があるとしている。判旨からは「実現可能性」と「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」との関係が明確ではないが，文脈からは「決定」に該当するというためには「実現可能性」と「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」であることの両方が必要であるというように読める。なお，村上ファンド事件最高裁決定では「実現可能性」があることが認められる必要はなく，「決定の事実があれば通常それのみで「投資判断に影響を及ぼす」と認められる」と判示している。

そこで，「決定」の該当性の判断の要件として議論されてきた「実現可能性」と「投資判断に影響を及ぼすもの」との関係について整理する。

(2) 実現可能性と投資判断に影響を及ぼすもの

まず，決定に係る事実について，実現可能性がないものについて投資判断に及ぼす影響があり得るかというと，村上ファンド事件最高裁決定が判示するように実現可能性が全く存在しなければ，投資判断に影響を及ぼすことは想定されないものと考えられる。しかしその高低の程度となると，一概にはいえないこととなる。それは，単に高低という曖昧で抽象的な概念であるからという理由だけではなく，その決定に係る「事実の内容」や「事実の規模」によって投資判断への影響が異なってくるためである。すなわち，決定に係る事実が合併や公開買付け等のように一般に重大と考えられるものであれば，投資判断に影響を及ぼす可能性が通常大きくなると考えられ，実現可能性の程度が必ずしも高くなくても投資判断に影響を及ぼし得る場合が想定される[49]。しかし，その場合であっても，合併先が当該上場会社等に比較して経営又は財産の規模が極めて微小な会社であったとすれば，実現可能性の高低の如何にかかわらず，投資判断に及ぼす影響はほとんどないといっていい。

また，決定に係る事実は，既述したように種々の段階の決議があり得るのであり，その「事実の具体性」も投資判断に影響を及ぼし得ることとなる[50]。通常，「事実の具体性」が高ければ，「実現可能性」も高くなると考えられ，それによって投資判断に影響を及ぼし得ると考えられるが，これも「事実の内容」や「事実の規模」如何によって投資判断に影響を及ぼさない場合も想定できる。

このように，投資判断に影響を及ぼすものは，「事実の内容」と「事実の規模」の組み合わせが基本的な要素となると考えられるものの，ほかの要素も考慮する必要があるように思える。例えば，「事実の内容」と「事実の規模」が重大であっても投資判断に影響を及ぼさない場合が想定し得るかについては，決定機関を実質的に捉えることに加え，一義的，形式的に判断できるものではない決定のもつ性質に鑑みると，「事実の具体性」や「事実の実現可能性」の程度によっては投資判断に影響を及ぼさない場合が想定し得ると考えるべきであろう。さらに，「事実の具体性」と「事実の実現可能性」のベクトルの向きが異なる場合も想定されないわけではない[51]。

このように，投資判断に影響を及ぼすものか否かは，いくつかの要素の組み合わせによって異なってくるものであり，実現可能性と投資判断に影響を及ぼすものとの関係でいうと，実現可能性が高い場合にはすべて投資判断に影響を及ぼすものとはいい切れず，投資判断に影響を及ぼさない場合も想定される一方で，実現可能

49）「確実に実行されるとの予測までは成り立たない事項に関する決定であっても，それが公表されれば株価に影響を与える場合はいくらでも考えられ」る（芝原邦爾「日本織物加工インサイダー取引事件控訴審判決の検討」商事法務 1526 号（1999）37 頁参照）。

50）「重要事実としての決定は，それが投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点から，ある程度具体的な内容をもつものでなければならない。」横畠・前掲注 1）53 頁参照。

51）例えば，事実は具体的に決定されているものの，実現には達成困難な要因が存在するような場合等が考えられる。

性の低い場合であっても投資判断に影響を及ぼす場合と及ぼさない場合とが想定し得る。

このように考えると，実現可能性が全く存在しない場合には，投資判断に影響を及ぼすことはないといえるが，実現可能性の高低の程度は，一概に高いほうが投資判断に影響を及ぼすといえるものではなく，他の要素も総合的に考慮しないと明確には判断できないことが解かる。すなわち，実現可能性の高低の程度によって「決定」の該当性の判断が可能となるものではなく，実現可能性はその判断のためのひとつの考慮要素に過ぎないこととなる。

(3) 考慮要素と規制体系

なお，これらの考慮要素について規制体系からみると，決定事実に係る法令所定の事項として，その内容については個別列挙されており，それが「事実の内容」であり，そのうち軽微基準を除外したものが，「事実の規模」と理解することができる[52]。したがって，「事実の内容」と「事実の規模」は，第一義的には決定事実に係る「法令所定の事項」の該当性の判断の際の考慮要素とされ，その上で，「法令所定の事項を行うことについての決定をしたこと」の該当性の判断基準のための考慮要素として，「事実の具体性」と「事実の実現可能性」を加えた４つの考慮要素を総合的に勘案するという整理になると考えられる。

(4) 実現可能性と最高裁判例

両最高裁判例においては，判断の際の中核的要素である「事実の内容」と「事実の規模」を所与のものとして捉え，その他の要素である「事実の具体性」と「事実の実現可能性」を軽視したものと評価することもできる。決定の事実があれば，通常それのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであるため，「確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」，「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」とする論理構成が，決定があれば，最も重要な基準である投資判断に影響を及ぼすのであるから，実現可能性が認められなくてもよいとするものであり，この意味が実現可能性の高低の程度は投資判断に影響を及ぼすためのひとつの考慮要素に過ぎないことから必ずしも認められる必要がないとする趣旨であると解することができればこの点は一応整理される（さらなる検討は後述）。

すなわち，両最高裁判例における「決定」の該当性についての判断の本質は，「実現可能性の高低の程度」を必要不可欠な要件と考えるのではなく「投資判断に影響を及ぼすもの」にあると評価することができるのではなかろうか[53]。

７．投資判断に影響を及ぼすべきもの

(1) 投資判断に影響を及ぼすもの

もっとも，両最高裁判例は，決定の事実があれば通常それ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，実現可能性は認められなくともよいとするものの，具体的には何を判断基準として決定の該当性を判断するのかが明確ではない[54]。すなわち，決定があれば投資判

52）軽微基準は，投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令に委任されているので，必ずしも規模に限定されるものではなく，他の要素についても，内閣府令において規定することは理論的には可能である。これについては後述する。

53）「ある決定が「重要事実」に該当する場合とは，「当該決定にかかる事項が・・・確実に実行されるであろうとの予測」までも要するものではなく，「当該「決定」が実行される見通しがあり，かつ，実行されると会社の財務，財産又は運営に重大な影響を与えることが予想される場合ではないだろうか。このような予測が成り立てば，当然に，投資家の投資判断にも影響を及ぼすことになるからである」とする見解がある（丹羽繁夫「インサイダー取引規制の基礎となる重要事実の発生と認定－日本織物加工株式事件をめぐり－」金融法務事情1545号(1999)25頁参照）。

54）これについて，実現可能性がほとんど存在しない場合とそうでない場合とを実質によって区分する

断に影響を及ぼすものであるとするが，そもそも，種々の段階の決議について決定があったと判断するためには，その状況について個別具体的に実質判断しなければならず[55)・56)]，そのために「投資判断に影響を及ぼすもの」を判断基準とすべきであると考えることとはトートロジーの関係になってしまい，この点を整理する必要が生ずる。

ここでインサイダー取引規制の趣旨に顧みると，市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するためには，投資者が市場に対し信頼を損なうような行為を規制対象にすべきと考える。そしてその信頼を損なう要因のひとつは，投資者の投資判断に影響を及ぼすべき情報に自ら関与し，又は容易に接近し得る特別な立場にある者が，投資者の投資判断に影響を及ぼすべき情報を知って，その公表前に当該会社の有価証券の取引を行うことであり，それは一般投資家と比べ著しく有利となって極めて不公平であるためである。つまり，信頼の判断主体は一般投資者[57)]であり，決定事実についてのインサイダー取引規制も，一般投資者が公正ではないと判断するようなものがその基準となり得る。すなわち，投資者の視点から，投資者の投資判断に影響を及ぼさないようなものであれば投資者の信頼に影響は与えないため，規制対象とすべきではないこととなる。要すれば，投資者の投資判断に影響を及ぼすような事実を対象として，その投資者が公正でないと判断するような行為が規制の対象とされるべきである。

ところで，「決定」について両最高裁判例は，実現可能性を要件としては必要ないとしつつも，投資判断に影響を及ぼすと認められるものが重要であることについては既述したように是認している[58)]。逆説的な読み方とはなるが，実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず，投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために，決定というべき実質を有さない場合を指摘しているということは，決定の該当性の判断基準の中に何らかの「実質的なもの」の存在を認めていることになるのではなかろうか[59)]。そして，決定というべき実質を有さない場合とは，投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないことがその要素として示されているのであるから，この「実質的なもの」とは，「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」になると解すことができる。そこで，この「投資判断に影響を及ぼすもの」とはいかなるものをいうのかが次の論点となる。

とすれば，その基準は投資行動基準（情報を知って売買をする判断基準）以外にはあり得ないとし，村上ファンド事件最高裁決定は投資行動基準を採用しないのだから，結局，実現可能性がほとんど存在しないとそうでない場合とを区分する理論的根拠を欠くといわざるを得ないとする見解がある（黒沼・前掲注8）10・11頁参照）。

55）各判例や証券取引等監視委員会の課徴金事例集によると，決定時期は取締役会決議よりもかなり早い時期に認定されているものも多い。

56）インサイダー取引事例に関し，業務執行決定機関を実質的に捉えている以上，決定事実は，誰がいつ何を決定したのかが常に問題となり得ることであり，実際に捜査当局の判断に当たっては，幾つかの考慮要素を総合的に勘案して行われているものと推察される。

57）この場合の一般投資者は合理的な一般人が基準となると考えられる。もっとも，実務上は，合理的な一般人のレベルを具体的に何処におくかが問題となる。いわゆる通常の個人投資者を基準とするのか，日々相場を眺めているようなネットトレーダーまで含めるのか，機関投資家まで含めた投資者全体を基準とするのかが問題となり得るが，この点は，規制の立法趣旨を踏まえれば，合理的な通常の判断能力を有する個人投資者を基準とすることが適当ではないかと考えられる。

58）村上ファンド事件最高裁決定について，「むしろ，本決定が，「決定」の要件についても「投資者の投資判断に影響を及ぼすこと」を勘案し，決定対象事項の実現可能性についても一応考慮する立場に踏み出したことが理論上は注目される」とする見解がある（中村聡「インサイダー取引規制上の決定事実－神は細部に宿る－」金融法務事情1934号（2011）5頁）。

59）阿南剛「インサイダー取引における「決定」とは何か？　村上ファンド事件最高裁決定の検討」経理情報1290号（2011）85頁参照。

米国連邦最高裁判例(Basic Inc.v. Levinson, 485 U.S. 224, at 250 (1988))において，ＳＥＣ規則 10 b － 5[60]におけるインサイダー情報に係る「実質性」(material)とは，合理的な投資者が当該情報によってその提供を受けた情報の全体が著しく変更される(significantly altered)と考えられる相当の可能性がある場合に認められるとし，また，当該事象が起こる蓋然性(probability)と当該事象の会社活動全般において想定される重大性(magnitude)との相関関係において判明するという考え方を採用した。このような考え方を背景として，我が国インサイダー取引規制の決定に係る事実の該当性についても，投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度が決め手であって，それは「理論上，重要性とは当該事項の規模(実現した場合の事実の影響度)と実現可能性を掛け合わせたものとなる」とする見解[61]がある。

一般的に，「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」とは，投資者がその情報を知ることによって，その情報に関係する上場会社等の株券等を「買う」，「売る」，「買わない」又は「売らない」といった投資についての判断に何らの影響を及ぼすものをいう[62]と考えられる[63]。すなわち，未公開の情報を取得した者としない者とを比較した場合に，合理的な通常の判断能力をもった投資者の判断が異なる結果となる蓋然性がどの程度あるかによって，「投資判断に影響を及ぼすもの」かどうかを判断することとなろう。したがって，仮に未公開の情報を知ったとしても，合理的な通常人の投資判断が変わる蓋然性がほとんどないといえるものについては，「投資判断に影響を及ぼすもの」には該当しないということになる。換言すれば，投資者がある未公開情報を取得したときに新たに売買を行うというアクションを起こすような情報又は売買をしようと考えていた投資者が売買を中止するというアクションを起こすような情報であるといえる。

(2) 投資判断に影響を及ぼすべきもの

決定に係る事実については，抽象的，一般的な方針の検討から会社の機関による最終的なものに至るまで各過程における種々の決議が企業組織上の各段階において重層的にあり得るため，「決定」に該当するか否かの判断に当たっては，決定に係る事実が，投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであるか否かという観点から実質判断をすれば，一定の判断基準となり得

60) 米国において，インサイダー取引を明確に違法とする法律は存在しない。インサイダー取引の定義規定もない。現実にインサイダー取引規制として適用されている規定は，詐欺，欺瞞，不実表示を禁じている 1934 年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934) 10 条及び同規則 10b - 5 を根拠とした判例法の展開による。米国のインサイダー取引規制については，萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』(弘文堂，2011)参照。

61) 黒沼・前掲注 8) 10 頁，黒沼悦郎「インサイダー取引における「決定にかかる重要事実」の意義」法学教室 234 号(2000) 109 頁，黒沼悦郎「インサイダー取引における「決定にかかる重要事実」の意義－日本織物加工株インサイダー取引事件最高裁判決－」商事法務 1609 号(2001)27 頁参照。

62) このことは，「株価に影響を及ぼすべきもの」と同義であると考えられる。すなわち，投資者の投資判断の集積が株価の変動と考えられるからである。もちろん，株価は様々な要因によって変動するため，単純に投資者の投資判断の集積だけとは言い切れない側面もあり，厳密な意味では使い分ける必要があるが，インサイダー取引規制の趣旨からは峻別するだけの意味をなさない。敷衍すれば，重要事実を知って株券等を「買う」ことによって一般的に株価は上昇し，「売る」ことによって株価は下落する。また，「買わない」又は「売らない」ことによって本来は変動すべき株価が変動しないこともある。これらはいずれも「株価に影響を及ぼすべきもの」といえる。

63) ただし，株券等の売付けを予定していた者が，株価の上昇に関する未公開情報を知ることによって「売らない」という判断したり，買付けを予定していた者が，株価の下落に関する未公開情報を知ることによって「買わない」と判断することは，売買等が行われないため，我が国の現行インサイダー取引違反とはならない。

るものと思われる[64]。このことは，形式的に「行うことについての決定」がなされた場合であっても，投資者の投資判断に影響を及ぼさないのであれば「決定」には該当しないことを意味する[65]。例えば，既述した合併を行うことについての意思決定過程の事例において，①の合併の是非の検討を開始することの決定段階や，②の合併の相手方を探索することの決定段階では，合併の相手方も不明であり，重要な事項が何ら決められていないなど，投資者の投資判断に影響を及ぼすものとは考えられないことから，「決定」には該当しないと判断される[66]。

そして，その判断基準について具体的に考慮されるものが，「事実の内容」，「事実の規模」，「事実の具体性」及び「事実の実現可能性」であり，これらの考慮要素を総合的に勘案して，決定に係る事実が投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否かを，個別具体的に判断することによって，「決定」に該当するか否かが明らかになってくるものと考えられる[67]。すなわち，決定の該当性は，実現可能性の高低の程度ではなく，「投資判断に影響を及ぼすべきもの[68]」か否かを判断基準として判断すべきものと考えられる[69]。

(3) 投資判断に影響を及ぼすべきものと最高裁判例

この点，日本織物加工事件最高裁判決に対する最高裁調査官解説は，決定の「該当性は，個別具体的に判断していくほかなく，証券市場の公正性と健全性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理念に沿って，当該「決定」という事実が投資者の投資判断に及ぼす影響の有無やその程度を判断して決すべきもの」とし，「このように個別具体的な判断となる点において，規制の限界を明確にするという立法当初の初期の目的とは多少不釣り合いなものとなるが，この程度のことは，やむを得ないというべき」として，投資者の投資判断に及ぼす影響の有無やその程度を判断材料として示し，実質的な判断要素として是認している[70]。また，同判決を受けて，「投資者の投資判断に及ぼす影響その他の法の趣旨をまったく考慮してはならず，文理的・形式的解釈のみで「重要事実」の該当性を判断すべきであるとまでは言えな

64）インサイダー取引規制の立法論的考察の中で，重要事実とは，「有価証券の発行者または有価証券に関する未公開の事実で，公表された場合に当該有価証券の価格に重大な影響を及ぼすおそれのある事実」というような一般的な形の定義が望ましいとする見解がある（黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題」『商事法の展望』（商事法務研究会，1998）344 頁）。

65）木目田・前掲注 7）89 頁参照。

66）「合併に関する法的手続について一般的に調査研究を行うとか適当な合併相手を探すためいくつかの候補会社について基礎資料の収集を行うという程度の決定では，合併を行うことについての決定をしたとはいえない」との見解がある（横畠・前掲注 1）53 頁）。また，「発行株式の規模，合併相手会社等を定めてそれを行うことを決定し，その下で株式発行条件，合併比率等につき調査，交渉をさせることにすれば十分」とする見解もある（神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院，2012）1236 頁）。

67）「投資者の投資判断に与える影響の観点から絞りをかけるとしても，少なくとも①検討の進捗・具体化の程度，②実現可能性の程度，③実現に向けた意思・意欲の程度の相関関係を問題とする必要がある」と指摘する見解がある（木目田・前掲注 7）95 頁）。

68）単に「投資判断に影響を及ぼすもの」というより，「投資判断に影響を及ぼすべきもの」としたほうが表現ぶりとしては正確である。影響を及ぼすか及ぼさないかは結果次第の側面があるが，「べき」とは，そうなるのが当然である，道理であるとの意味で使われる助動詞であり，影響を及ぼす蓋然性が存在し，投資者の多数が影響を受けると考えられれば，「投資判断に影響を及ぼすべき」といえる。

69）「「決定」となるかの判断は，一方で規定の明確性と取引の安全性の確保という要請を考慮しながら，究極的にはインサイダー取引規制の目的との関係において判断されるべきものである。したがってそれは結局，・・・一般投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものか否かという観点から判断される」（芝原・前掲注 49）37 頁参照）。

70）三好・前掲注 9）310 頁。

い[71]」とする見解もある。

このような見解によれば，「投資者の投資判断に影響を及ぼすべきもの」という外在的要素に関する評価又は判断を行うこと自体，必ずしも日本織物加工事件最高裁判決の判示に反するものではないと理解することも可能となる[72]。そうであれば，投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものの具体的な考慮要素として，「事実の内容」,「事実の規模」,「事実の具体性」及び「事実の実現可能性」を勘案することが必要であると整理することとも必ずしも不整合とはならない。ただし，最高裁調査官解説においても触れているように，これらの考慮要素のうち「事実の具体性」と「事実の実現可能性」は，「決定」といえるかどうかを判断する際に考慮される要素の一つにとどまると解すべき[73]であり，「決定」に該当するために不可欠な「構成要件」であるとするのは，立法趣旨や文理から見て無理がある。

要すれば，あくまでも法令上の「決定事実」の核心は，「決定」そのものにあると考えるべきであろうが，決定のもつ性質に鑑み，現実的にその決定の該当性の判断に当たっては，法の趣旨の範囲内で「投資判断に影響を及ぼすべきもの」を判断基準とし，その実質的判断を可能とするだけの規範性を有したこれらの４つの考慮要素を勘案するといった解釈上の論理構成と整理すべきではなかろうか[74]。

８．規制体系との整合性

インサイダー取引規制は制定当初から，形式的な規定となっており，構成要件が客観化，明確化されていることが大きな特徴である。これは，投資者によ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なものにするという観点から，できる限り，抽象的な評価概念を用いることなく，客観的，具体的に構成要件を規定するという努力が払われたものと説明される[75]。

このような立法趣旨を背景として，両最高裁判例ともに既述のような判示をしたものと思われ，インサイダー取引に係る規制体系の趣旨を優先させたことの必然的な帰結という評価もでき得る。このような形式的な規制体系の趣旨を踏まえ，これを形式的に文理解釈すること自体が問題であるとはいえないが，既述したように一義的，形式的な判断が困難である「決定」について幅のある解釈を，一切すべきでないとまではいえないであろう[76]・[77]し，アプリオリに形式

71）池上政幸「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」が株式の発行を行うことについて「決定」したものとされた事例」研修 613 号（1999）21 頁。野々上尚「刑事事例研究」警察学論集 53 巻２号（2000）224 頁同旨。

72）太田洋「村上ファンド事件の検討－大量買集めに関するインサイダー取引規制と金商法 157 条１号の適用可能性－」『金融商品取引法制の現代的課題』金融商品取引法研究会（公益財団法人日本証券経済研究所，2010）284 頁参照。

73）日本織物加工事件最高裁判決の調査官解説において，「「決定」というからには，それがすぐに取消し変更されるようなものであってはならないから，その限度では，実現可能性が考慮されないわけではないが」と説明しており，限定付きで，実現可能性が考慮要素として採用されていたものと理解することができる。

74）更に幅広く，「各条項の解釈に当たっては，投資者の投資判断に及ぼすであろう影響の程度，証券市場に対する一般投資家の信頼を確保するという本条の趣旨に加え，投資者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を明確とする規制範囲の明確化の見地など総合考慮し，適切な解釈を行い，「重要事実」の該当性の判断を行う事が必要」とする見解もある（池上・前掲注 71）21 頁参照）が，あまり広く捉えすぎてしまうと，判断基準としての明確性がなくなってしまうおそれがある。

75）横畠・前掲注 1）16 頁。

76）「たしかに，166 条２項１号及び 167 条２項は決定それ自体を重要事実と扱い，決定の実現可能性を要求していないように読める。しかし，実現可能性の低い事実をインサイダー取引規制の対象とすると，正常な取引まで禁止することになるから，明らかに妥当ではない」（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 1866 号（2009）

主義を重視すべきものともいえない[78]。インサイダー取引規制がいかに形式的であるとはいえ，「行うことについての」という外延不明な文言を法があえて用いている以上は，必然的に規制趣旨に遡った実質解釈を容認していると考えることもできる[79]。また，この「行うことについての決定」を重要事実として規定しているのは，投資者の投資判断に影響を及ぼすものという観点からであると説明される[80]。

インサイダー取引規制の趣旨は，証券市場の公正性と信頼性に対する投資者の信頼を確保することであり，そのことによって証券市場機能を維持するという一段高次元のものである[81]。そうであるならば，「決定」の該当性の判断に当たってインサイダー取引に係る規制体系の趣旨を最優先するのではなく，インサイダー取引規制の趣旨に鑑み，投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるか否かの観点から解することも許容されるべきものと考えられる[82]。

そもそも，現行のような客観的かつ具体的に定められた規制体系となった理由は，第一に，立法当時の我が国の証券市場において，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言えない環境にあったこと，第二に，時々刻々と変化する諸情勢に即応して経済活動を遂行している企業のいわゆるインサイダー情報についてみても，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って，業態によっても種々の差異があること等の実情に照らし，投資者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なものとする観点から，できる限り抽象的な評価概念を用いることなく，客観的，具体的に構成要件を規定するとの立法技術上の工夫がなされたことによるものである[83]。すなわち，議論の契機となった企業のいわゆる財テク失敗を巡る一連の事件を受けて社会的関心が一気に高まり，他方において証券

44 頁参照）とし，これを解釈によって解決することが必要とする見解がある。

77）「法 166 条に用いられた概念の解釈については，できる限り文言に忠実に行う必要があることはもちろんであるが，かといって，同条 2 項 1 号ないし 3 号の解釈に当たり，投資者の投資判断に及ぼす影響その他の法の趣旨をまったく考慮してはならず，形式的解釈のみで「重要事実」の該当性を判断すべきとは言えない」（野々上・前掲注 71）224 頁，池上・前掲注 71）21 頁同旨。

78）そもそも取引がクロスボーダー化され，証券市場の機能がグローバル化している今日においても，主要国のインサイダー取引規制には多様なものがあり，重要事実や内部者の範囲が異なっていることは，適切な規制の姿がどのようなものであるかについての認識が収束されていないことを表す証左であろう。

79）木目田・山田・前掲注 29）100 頁参照。

80）土持・榊原・前掲注 41）221 頁。

81）規制制定当初の大蔵省証券取引審議会報告や立案担当者による解説書においても，インサイダー取引規制の趣旨は，証券市場の公正性と信頼性に対する投資者の信頼を確保するという説明がなされているが，このような概念は抽象的で曖昧なものであり，これによって期待する効果は言うまでもなく，有価証券の円滑な流通と適正な価格形成，発行体に対する資金調達機会の提供及び投資者に対する資金運用機会の提供といった経済活動において不可欠の重要な機能を有している証券市場の機能の維持にあるとする。

82）いみじくも，形式的なインサイダー取引規制について，立案担当者は以下のように説明する。「刑事罰の対象となるインサイダー取引を一つの球体として考えれば，その基本部分は，「その地位，立場等のゆえに，上場会社の未公表の重要事実を知った者は，その会社の株式等に対する投資判断を行ううえで特別に有利な立場にあることから，公表によりその事実が一般投資者に広く共有されるようになるまでは自らの取引を自制してもらう」という比較的シンプルなものになるものと思われます。ただ，刑事罰の適用という問題を考えれば，球体はできるだけ客観的に識別される事が必要であり，このため，球体の表皮の部分については，ある程度画一的な線引きをする必要が生じてきます。表皮の部分が球体の基本部分を離れて独り歩きすることはありません。したがって，具体的問題に直面した場合においても，座標軸を常に基本的部分に置いて考えるという注意が必要かと思います。」（三國谷・前掲注 1）巻頭）。

83）野々上・前掲注 71）216 頁，大蔵省証券取引審議会報告・前掲注 1）参照。

取引のグローバル化に伴う世界的な規制強化の潮流の変化を受け，かかる状況下において，従来必ずしも違法視されていなかったインサイダー取引法制の整備を速やかに進めるために明確化という事項を最優先した結果として，現行の規制体系となったものと評価される。現に，立法当時の大蔵省証券取引審議会報告[84]においては，「取引を規制すべき場合における情報は，投資家の投資判断に影響を及ぼすべき重要で未公開の事実に関する情報と考えられる」とされている[85]。

以上の立法の経緯と，その後の社会経済環境の大きな変化を踏まえると，インサイダー取引に係る規制体系の趣旨を優先するあまり，「決定」の該当性の判断において，投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わない趣旨とまで解することは，インサイダー取引規制の趣旨に適っているとはいいがたいものと考えられる。

9．バスケット条項との関係

ところで，重要事実の中には，いわゆるバスケット条項が規定されている。これは，法令に規定された決定事実，発生事実及び決算情報を除き，「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」をいう[86]。バスケット条項を設けた理由は，複雑多岐にわたる経済活動を遂行している企業のいわゆるインサイダー情報について，あらかじめ網羅的にそのすべてを規定することは困難であることから，会社の運営，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いう実質に着目して規定されたものである[87]・[88]。これは，全体の規制体系として，インサイダー情報の概念の明確化を図ろうとする配慮と，インサイダー情報を具体的・形式的に規定したことからこれらに該当しないインサイダー取引を規制できず規制の趣旨を没却する弊害を防止することとの調和を図ったものであると評価される[89]。

そうであるなら，このバスケット条項によって「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という構成要件に基づいて実質的解釈が可能であるから，決定事実についてあえて，「投資判断に影響を及ぼすべきもの」を判断基準とする必要はないのではないかとの疑問も生ずる。すなわち，決定事実とバスケット条項のうちの決定に係る事実との関係が問題となる。

しかし，既述したように決定事実についてはあくまで決定の該当性についての解釈を示す判断基準として「投資判断に影響を及ぼすべきもの」という概念が必要であるとするにとどまる

84）大蔵省証券取引審議会報告・前掲注 1)。

85）なお，立法時においては，形式的な構成ではないインサイダー取引規制体系も検討された。すなわち，「相場の変動により自己若しくは他人の利益を図り又は相場の変動による自己若しくは他人の損失を免れる目的をもって，発行会社の役員，代理人，使用人その他の従業員若しくは株主は，その地位，職務又は業務に関し取得した当該会社の経営，財務又は業務に関する未公開の情報であって当該上場株券等の相場に著しい影響を及ぼすべき事実に関するものを利用して当該会社の上場株券等の売買その他の取引をしてはならない。」と定めることが考えられた。しかし，このような規定では，利益を得又は損失を免れる目的の存在の立証が困難であること，一般の投資者にとっては何が未公開情報であるかが明らかでないこと，未公開情報を利用してという構成要件では情報と取引との因果関係の立証が容易でないこと等の理由から断念されたものとされる（河本一郎「法改正に至る経緯」金融商事判例 806 号(1989)101 頁参照）。

86）具体的な適用事例については，証券取引等監視委員会 HP「バスケットクローズの適用事例」参照。なお，上場会社等の子会社については 166 条 2 項 8 号。

87）土持・榊原・前掲注 41)254 頁参照。

88）重要事実をバスケット条項のみで定義すべきと主張するものとして，黒沼・前掲注 40) 43 頁，前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務 1907 号(2010)29 頁ほか。

89）土持・榊原・前掲注 41)254 頁参照。

ものであるのに対し，バスケット条項のうちの決定に係る事実は，条文上の構成要件として「投資判断に著しい影響を及ぼすもの」を必要とすることにその違いがある[90]。また，バスケット条項は，法令に規定された決定事実，発生事実及び決算情報以外の事実をいうのであるから，決定に係る事実とバスケット条項のうちの決定に係る事実は，同一の事実について包摂・評価される面については，両事実に同時に又は選択的に該当することはないため，そもそも概念としては重複しないものである[91]。

もっとも，バスケット条項にいう「投資判断に著しい影響を及ぼすもの」の意義については，合理的な通常の判断能力を有する投資者が当該事実を知ったときは当然にその売買の判断を行うことという一応の考え方は可能であるものの，やはり概念が不明確であり，実質的な解釈を行わざるを得ないことは容易に想定される[92]。

例えば，バスケット条項に該当する事実が決定されたというための判断基準は，その事実が「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」に該当するか否かで判断されることとなる。その際，「決定事実」であれば，法令所定の事実が「事実の内容」であり，軽微基準を除いたものが「事実の規模」であるため，第一義的には条文に則しその該当性を判断することとなるのに対し，「バスケット条項」については「上場会社等の運営，業務又は財産に関する重要な事実」としか規定されていないため，当初から4要素を総合的に勘案して判断することが求められる。ただし，これに加え，「上場会社等の運営，業務又は財産に関する重要な事実」が構成要件とされているからすると，決定事実において考慮されなかった「重要性」という要素もバスケット条項の判断においては考慮する必要が生ずる[93]。したがって，これらを総合的に勘案することによって「投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という構成要件に該当するか否かを判断することになろう。

具体的に，バスケット条項のうちの決定に係る事実に該当するものとしては，法令所定の決定事実として規定されていないため類型化された決定事実としては評価し尽くされない事情が認められるものであって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの[94]，法令所定の決定事実と実質的に同様の情報であるのに規制を免れるために形だけ変えたもの[95]又は決定事実に該当し得るも軽微基準に該当する事実であって決定事実として包摂・評価され得ない異なる別の重要な面があると認められるもの[96]等が考えられる。

90）ほかにも，投資判断に及ぼす影響が「著しい」か否かの違いがあるが，これは影響の大小の程度の違いであって，実際の当て嵌めにおいて考慮される要素であり，本問題についての論点からは重要視されない。

91）日本商事事件最高裁判決（最三小判平成11年2月16日最高裁判所刑事判例集53巻2号1頁）を敷衍すれば，決定に係る事実とバスケット条項のうちの決定に係る事実の関係は，同一の事実について包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している複数の面を有する事実である場合には，両事実の該当性の問題となる。

92）この点，インサイダー取引規制のあるべき姿を検討するに当たっては，バスケット条項を基本として考えるということも検討され得る。もっとも再び法157条のみで対応することは非現実的であり，例えば，重要事実についてのみバスケット条項を生かす方法が考えられる（黒沼・前掲注40）41頁，前田・前掲注88）29頁）。

93）決定事実は，その決定に係る事実が法令に個別列挙されており，また，軽微基準が明確に規定されているため，既に重要性の要素が勘案されているのに対し，バスケット条項は，上場会社等の運営，業務又は財産に関する重要な事実を認定する必要があり，それが投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものであるかについて判断するために「重要性」という新たな要素が絡んでくる。

94）マクロス事件東京地裁判決（東京地判平成4年9月25日）判例時報1438号151頁参照。

95）三國谷・前掲注1）30頁。

96）日本商事事件最高裁判決参照。

10. 立法的考察

このように，決定に係る事実が「決定」に該当するか否かの判断については，「投資判断に影響を及ぼすべきもの」がその判断基準になると考えることが適当であるが，そうであるなら，これを法令に明確に規定すべきではないかとの議論も成り立つ。重要事実は，たとえ重要であると思える情報であっても，抽象的な情報や実現可能性の乏しい情報，あるいは曖昧な情報はすべて規制の対象から外れていることを示しているという見解もあるが，現実には，「事実の具体性」と「事実の実現可能性」については法令において規定されていないことは既述したところである[97]。

検討してきたように，決定に係る事実が投資判断に影響を及ぼすべきものであるかについては，「事実の内容」，「事実の規模」，「事実の具体性」及び「事実の実現可能性」を考慮要素として総合勘案することが求められるため，インサイダー取引に係る規制体系として，例えば，投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして「事実の具体性」と「事実の実現可能性」について軽微基準として規定することが考えられる[98]。もっとも，仮にこれを規定するとなると，事実の具体性の程度や実現可能性の程度について明確に規定する必要があるが，これらの要素は数値基準には馴染まないものであり[99]，明確化することは困難であると考えられるため，おのずと包括的な規定振りとならざるを得ない[100]。いかに定型的に投資判断に影響を及ぼすべき事実を網羅的・客観的に列挙したとしても，立法技術的には限度があり，どうしても，ある程度解釈の余地のある記述的な規定ぶりを採らざるを得なくなる[101]。

しかし，仮にそのような規定を設けたところで，インサイダー取引違反は刑事罰や課徴金が適用されることとの関係でいうと，運用上，新たな解釈問題が生ずるおそれがある。例えば，その実現可能性の程度が低い場合について判断することは，解釈上の問題となり，結局のところ投資判断に影響を及ぼすべきものか否かの判断を念頭に置くこととなるため，規制の実効性の観点から実益がほとんどないものと思われる[102]。そもそも，インサイダー取引規制というものは，予測可能性の観点からは，できる限り，明確かつ具体的に構成要件を定めることが望ましい反面において，実効性確保の観点からは，抽象的な，いわゆる「のりしろ」部分を設けておくことが必要な性質を有する規制なのではないだろうか[103]。

そのため，インサイダー取引規制を抜本的に

97) 決定事実の軽微基準の多くは，当該事実の投資判断に対する影響度を適切に評価したものではないとする見解もある(黒沼・前掲注 40)42 頁)。

98) あるいは決定事実として法律に規定することも考えられる。また，法律上の構成要件として「投資者の投資判断に影響を及ぼすべきもの」を設けることも考えられる。ただし，この場合であっても解釈上の問題やバスケット条項との関係を整理する必要がある。

99) 事実の具体性や実現可能性が 30％であるとか，60％であるなどという数値基準を設けることは実効性がない。

100) 例えば，「実現可能性のない場合又は実現可能性の程度が低い場合」や「事実の具体性が低い場合」などのように抽象的な概念を用いることとなってしまう。

101) 池上・前掲注 71)21 頁参照。

102) 規制体系の理論構成として，決定事実には，事実の具体性や実現可能性の要素が判断材料に含まれるということを明確にする意味はある。

103) 「アメリカのインサイダー取引規制の歴史で特徴的なことは，SEC が，批判を受けながらも，インサイダー取引の要件を明確化することに，ほぼ一貫して反対の立場を撮ってきた点であ」り，その理由として，「インサイダー取引規制そのものが，明確な定義に馴染まず，定義を設けることは，かえって，それを回避した不正取引を促しかねないこと等が懸念されてきたため」（梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」『企業法の課題と展望』（商事法務，2009）537 頁）とすることは，我が国の規制のあり方を検討する上においても示唆に富むものである。

改正する場合[104]はともかくとして，現行の規制体系を残した上での改正には自ずと限界があると考えられる[105]。もっとも，証券市場のような分野は，技術革新が著しく行為者が規制回避を図る行動をとる誘因があるような根源的な性質を有していることから，仮にある時点において完備された法令が存在したとしても，その変動の激しさゆえに必然的に法令の不完備の度合いが高いものにならざるを得ないとされること[106]に鑑みると，これに対応するためには，不断の見直しによって頻繁な法令改正を行うか，相当の解釈の幅をもった包括的な規定を置くことが考えられるが，本稿においてはこの点についての検討には触れない[107]・[108]。

11. 結びに代えて

「決定事実」とは，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業務執行決定機関が，決定に係る事実について実現を意図して「決定」したものをいう。その決定は，通常，抽象的，一般的な方針の検討から会社の機関による最終的なものに至るまで各過程における種々の決議が企業組織上の各段階において重層的にあり得るのであり，また，この決議は，その各過程における各段階において内容や実現可能性等が変化することがあり得るため，「決定」に該当するか否かは，一義的，形式的に判断できる性質のものではない。それゆえに，現実には，何らかの判断基準をもって「決定」の該当性を判断することが必要となる。検討してきたように，決定に係る事実が「決定」に該当するか否かの判断基準が「投資判断に影響を及ぼすべきもの」であり，そのためには，「事実の内容」，「事実の規模」，「事実の具体性」及び「事実の実現可能性」を考慮要素として総合勘案することが重要となる。

もちろん，このような個別具体的な考慮要素を無制限に拡大して勘案することは，インサイダー取引となる行為を客観的かつ明確に定めた現行法上の規制体系の趣旨を没却する問題につながりかねないため，その趣旨を没却しない程度に考慮要素を実質的に総合勘案することが重要となってくる。あくまでも法令上の「決定事実」の核心は，「決定」そのものにあると考える

104）インサイダー取引規制についての立法論的考察も多いが，抜本的見直しのためには，原点に立ち返ってインサイダー取引規制の趣旨・必要性から深度ある検討を行う必要があるように思う。インサイダー取引規制の根拠論についての分析は，戸田暁「内部者取引禁止の一機能（一）」法学論叢 163 巻 5 号（2008）33 頁以下参照。

105）もっとも，法 164 条の上場会社等の役員等の短期売買利益の返還規定において，最高裁決定（最大判平成 14 年 2 月 13 日最高裁判所民事判例集 56 巻 2 号 331 頁）は，法 164 条 1 項の規定を適用する必要のない取引は 8 項を受けた内閣府令で定められた場合に尽きるものではなく，類型的にみて取引の態様自体から上記秘密を不当に利用することが認められない場合には，同項の規定は適用されないと解するのが相当と解しており，法令による規定に限定されないことを明確にしている。したがって，このような考え方を解釈上採り，明確化することができれば，一概に規制体系の問題と位置づけることは適切ではないのかもしれない。

106）木下信行「インサイダー取引の法と経済学（下）」金融財政事情 2894 号（2010）87 頁参照。

107）「インサイダー取引規制も改正（昭和 63 年）直後に生じた規制理念の転換にふさわしいものとは到底言えない改正であったため，今日むしろ多くの問題を抱える状況にある（刑事法的観点重視の形式犯を市場機能重視の実質犯で運用するという困難）」（上村達男「資本市場制度改革－欠落した視点－」ジュリスト 1240 号（2003）8 頁）との指摘は，本稿で検討した今日的問題点を言い得たものである。ただし，改正当初は，インサイダー取引を巡る我が国市場の関係者の認識に加え，法 58 条（現 157 条）1 号が抽象的でその要件が不明確であるとして適用が困難と考えられた経緯を踏まえると，当時，明確性及び形式性を重視した規制体系を選択したことは理解できる。

108）しかし，規制が定着し多様な問題点も指摘されているところであり，また，立法当初のような刑罰が比較的軽いものであったときに比べ，現行はむしろ金融商品取引法上重い部類のものとなっているほか，課徴金という行政処分の対象となっていることも踏まえると，新たな規制体系に向けた検討時期に来ているようにも思える。

べきであろうが，繰り返し述べているように，決定のもつ性質に鑑み，現実的にその決定の該当性の判断に当たっては，法の趣旨の範囲内で「投資判断に影響を及ぼすべきもの」を判断基準とし，実質的判断を可能とするだけの規範性を有した４つの考慮要素を総合勘案するといった解釈上の論理構成と整理すべきである。

このような実質解釈を行うことが現行実務と比較し極端に困難性が高まるとは考えにくい[109]。もちろん，このような解釈をとることによって，予測可能性が不十分になり，実務上，決定の判断を前倒しすることによる取引の萎縮がまったく想定されないわけではない。このような予測可能性の担保の観点からは，主要な類型ごとにいかなる具体的事実があれば投資者の投資判断に影響を与える「決定」に該当するかについて，ガイドラインを作成して公表することも一案であるし[110]，事例の積み重ねを踏まえた当局による事例集や解説集を出すことも考えられる[111]。

あくまで，インサイダー取引規制の趣旨は，特別の立場にある者が，投資者の投資判断に影響を及ぼすべき情報を知って，その公表前に当該会社の有価証券の取引を行うことが，一般投資家と比べ著しく有利となって極めて不公平であり，このような取引が放置されれば，証券市場の公正性と信頼性が損なわれ，証券市場に対する投資者の信頼が失われることとなり，ひいては証券市場としては果たすべき機能を果たし得なくなるためである。

絶えず新しい不正行為の類型が生まれる証券市場の宿命に鑑みると，法運用・法執行のあり方がより制度趣旨を重視する方向に向かうのは必然的な規制手法ともいえる[112]。それは，法令の実質的な解釈に当たり，特別な構成要件を付加すると考えるのではなく，インサイダー取引規制の趣旨から，常識的に物事を判断する際の考慮要素を添加するということにほかならない[113]。

---

109) 村上ファンド事件東京高裁判決について，「実務上は，決定自体の具体性や決定に係る事項の実現に向けての意図を認定するための要素としてであれ，本判決で指摘されたような，「決定」に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況，対象企業の特定状況，対象企業の財務内容の調査状況，公開買付け等実施のための内部の計画状況と体外的な交渉状況について可能な限り立証に努めるであろうから，本判決が判示した程度の実現可能性を立証することは，実務上それほど困難でもないと思われる。」とする見解がある（山下・前掲注 8）26 頁）。

110) 木目田・山田・前掲注 29）102 頁参照。

111) 現に，金融庁及び証券取引等監視委員会は共同で，「インサイダー取引規制に関するＱ＆Ａ」としてホームページにおいて掲載している。また，証券取引等監視委員会が毎年金融庁設置法に基づき公表している「証券取引等監視委員会の活動状況」は予測可能性を高めるためには極めて有益なものである。もっとも，刑事罰が科される場合には，行政庁がどのような解釈指針を示そうともそれに拘束されるものではないが，行政庁には日々の行政を通じて法律の運用とそのための責任ある解釈が求められていることに加え，予測可能性の確保という観点からは一定の道標になるものと考えられる。

112) 松岡啓祐「金融商品取引法と会社法の役割分担」永井和之ほか編『会社法学の省察』（中央経済社，2012）483 頁参照。

113) 仮に，常識的な判断よりも予測可能性確保のための形式的な解釈のほうが理論上も優先するということであれば，形式的な立案形式を見直す必要を念頭に置くべきである。