

公開買付けに係るインサイダー取引規制 に関する考察

— 東京地判平成二四年九月七日を素材に —

大 山 徹

一、はじめに

一九八九年にインサイダー取引の刑事的規制が始まってから、早くも30年以上の月日が経過した。現在の金融商品取引法は、会社関係者等のインサイダー取引を規制しているばかりでなく、同法167条において、株式等の公開買付け等の実施または中止に関する事実を知った公開買付者等関係者等が行うインサイダー取引を規制していることは周知のとおりである。

やや古い裁判例ではあるが、平成二四年に、公開買付けに係るインサイダー取引に関し、公開買付者等関係者等から内部情報を取得しインサイダー取引を行った者が金融商品取引法167条3項で捕捉されるか否かが問題になった注目すべき事例が出現した。当該裁判例は、公開買付けに係るインサイダー取引において旧証券取引法（現在の金融商品取引法）167条2項にいう「業務執行を決定する機関」の決定の意義等が問題になった事例として注目されているものである。以下では、東京地判平成二四年九月七日（判タ1411号389頁参照）を素材に、現行金融商品取引法が予定する公開買付けに係るインサイダー取引規制の問題点を浮き彫りにしてみることにし、若干の立法上の課題をも抽出するよう試みることにしたい。

二、事実の概要と判旨

それでは、以下で、東京地判平成二四年九月七日の事実の概要と判旨について簡単に言及しておくことにしたい。

<事実の概要>

経営状態の厳しかった甲社は、平成一四年三月一四日に、米国法人である丙社との間で、丙社が甲社株につき段階的に持株比率を高める裁量を有すること等を内容とした資本・業務提携に関する覚書を取り交わした。平成一四年四月二〇日には、甲社株の取得・保有を目的として、丙社によって乙社が設立された。なお、乙社の設立準拠国はスイスであったが、従業員はおらず、Fのほか、Fの部下G・スイス人の弁護士2名が乙社の業務執行機関を構成していた。甲社は、平成一四年五月一七日には、上記覚書に依拠して、資本提携を実現するための具体的方策として、新株予約権を3回分無償で丙社に割り当てる旨の基本契約を丙社と締結したが、第1回の新株予約権は行使したものの、株価が行使価格を上回った事情があり、第2回と第3回の新株予約権については、乙社はこれを行行使しなかった。

その後、甲社が数回にわたる第三者割当増資を行ったことに伴い、乙社は平成一七年末には甲社株の過半数を保有した。しかし、それにもかかわらず、甲社の業績不振が続いたため、丙社はその後甲社を完全子会社にすることを目論み、丙社はペーパーカンパニーである乙社において甲社の株式の公開買付けを行うことを企図した。

平成一九年九月二九日（現地時間では同月二八日）、乙社のマネージング・オフィサーであるF（丙社の財務部長も兼任していた）は丙社の取締役会に出席していた。平成一九年九月二九日（現地時間では同月二八日）に開催された丙社同取締役会で公開買付けの実施と甲社の完全子会社化が承認された。

Fの部下であるHは、電話と電子メールで甲社の取締役兼代表執行役であったIに公開買付けを実施することを直ちに通知した。これを受けて甲社は臨時取締役会を開催することになったが、平成一九年一〇月一日の午前中、

公開買付けに係るインサイダー取引規制に関する考察

臨時取締役会の出席要請のため、Iは甲社の社外取締役であったC宅に電話をかけたがCは不在であり、有限会社A社の代表取締役である被告人Bが応対した。その後、Iは同日中にCと電話で会話をし、甲社が丙社の完全子会社になる見通しを告げ、丙社と利害関係のない独立した取締役による委員会を設置するので委員になるようCに要請した。平成一九年一〇月一日夜、Cは自宅において、丙社が甲社に入ってくることと委員になるよう打診があった旨Bに告げた。

平成一九年一〇月四日には、甲社の臨時取締役会が開催され、一Hは乙社が公開買付者になることと買付価格が1株あたり130円になる予定だとその場で述べた。同日夜、BはCに公開買付けの際のオファープライスがいくらか尋ねた。Cは回答を躊躇したが、Bが「興味本位だから」と述べたため、その価格が130円だと回答した。Bは平成一九年一〇月二日から一〇月一九日までの間に被告会社A名義で19万9000株（購入代金1734万7000円）および被告人B名義で6万9000株（購入代金602万4000円）の甲社株式を購入した。なお、平成一九年一〇月二五日から一〇月二六日にかけてBは購入済の甲社株式を売却したが、Bは兩名義分合計して1388万1000円の利益を得ている。

平成一九年一〇月一八日から一〇月一九日にかけて、乙社において甲社株の公開買付けに係る4名のマネージング・オフィサーによる持ち回り決議が行われた。平成一九年当時F以外のマネージング・オフィサーは当該公開買付けに関与すらしていなかった。平成一九年一〇月二三日には乙社による公開買付届出書の提出がなされ、乙社による甲社株の公開買付けが投資家全般に公表されるに至った。

このような事実の下で、弁護人は、乙社と甲社との間の資本・業務提携に関する覚書は公開買付けの実施のことを予定しておらず、したがってCは「当該契約の・・・履行に関し知った」（旧証券取引法167条1項4号）とはいえない、被告人Bがインサイダー取引を行った段階では未だ乙社の「業務執行を決定する機関」（旧証券取引法167条2項）の決定がなされていない等の主張を展開した。

<判決要旨>

Bの行為は公開買付けに係るインサイダー取引規制違反（旧証券取引法167条4項）であるとして、東京地裁は、Bを懲役2年及び罰金100万円（旧証券取引法197条の2第13号）に、A社を罰金400万円（旧証券取引法207条1項2号）に処した。そして大要次のように判示した。

「丙社の計画に基づいて甲社株を取得・保有するために設立された乙社において、Fは、甲社の案件に精通していることを理由にマネージング・オフィサーに選任され、本件公開買付けに関しても丙社における中心人物であった一方、乙社の他のマネージング・オフィサーは、丙社の方針に反対することが想定されていないばかりか、平成一九年当時は甲社の案件に関与すらしておらず、マネージング・オフィサー全員による持ち回り決議は本件公開買付けを申請する準備が整った後になってようやく行われたというのである。これらの事情からすれば、持ち回り決議は、形式を整えるために行われたに過ぎないものともいえ、Fは、他のマネージング・オフィサーから甲社株の取得・保有に関する実質的な決定を行う権限を付与されていたと優に認められる。したがって、九月二九日の丙社の取締役会で本件買付けが承認された際に、Fが、本件公開買付けを行うことについて実質的に乙社の意思決定と同視できる決定をしたものと認めることができる。・・・平成一四年五月一七日に甲社と乙社との間で締結された本件基本契約は・・・丙社の甲社との資本提携及びその強化のための方法として、乙社が甲社の持株比率を3分の2超まで高め得ること等を内容とし・・・この基本契約により、甲社は、丙社及び乙社の甲社との資本提携及びその強化に関する情報を知り得る立場に立ったものといえる。・・・本件公開買付けは・・・新株予約権の最終行使期間終了前に乙社において実施が決定されたものであり、本件基本契約の目的とする資本提携強化を目指しながら、その実施方法を変更して新株予約権行使の必要がなくなることを内容とするものであることからして、契約上当然に乙社は甲社にその旨を伝えるべき立場にあった・・・そうすると、甲社側に本件公開買付けの実施が通知されたのは、本件基本契約に密接に関連す

るものであることは明らかである。したがって、甲社の役員であるCは、本件公開買付けの実施に関する事実を、本件基本契約の履行に関して知ったものと認められる・・・被告人が、一〇月一日に、甲社の代表取締役I自らが、社外取締役のCに緊急に連絡を取った上で、Cに対して、既に甲社を子会社化し・・・甲社に委員会が設置されるということを伝えたと知った時点で、被告人が、単なる業務提携の強化ではなく、資本提携の強化が行われると理解し、その方策として公開買付けが行われる可能性を認識したことが強く推認される。被告人が、同日夜のCの話を甲社の株価上昇につながるものであると理解して甲社株を買い増したこと、同月四日に『オファープライス』という言葉聞いた時点で公開買付けであると即座に理解したことは、この推認に整合する事実である。・・・被告人は、一〇月一日夜のCとの会話によって、本件公開買付けの実施に関する事実の伝達を受け、本件公開買付けを行うことについての決定がなされたことを少なくとも未的に認識したものと認められる」。

三、当該判決の争点

本件は、米国法人丙社の完全子会社である乙社において公開買付けを行う方向で調整が進められたところ、対象会社甲社の社外取締役Cが、公開買付けが実施される旨の内部情報を夫であるBに漏洩し、被告人Bが対象会社の株式を購入した事案である。本件は、公開買付けに係るインサイダー取引の事案である点でも耳目を引く裁判例であるが、対象会社の役員である妻Cが夫Bに内部情報を提供し、第一次情報受領者である被告人Bがその内部情報を取得しインサイダー取引を行った点で注目されるべき裁判例である。後に検討するように、本件における最大の争点は公開買付者である乙社における「業務執行を決定する機関」の決定の意義である。すなわち、子会社である乙社の業務執行機関の正式な決定がなくとも、第一次情報受領者である被告人Bに株取引の禁止義務を課してよいか本件における最大の争点になった

のである。もっとも、本件を正確に理解するためには、公開買付者等関係者等のインサイダー取引規制の特性や旧証券取引法166条1項4号にいう「当該契約の履行に関し知ったとき」の意義、旧証券取引法167条2項にいう「業務執行を決定する機関」の決定の意義等につき予め考察しておく必要も出てくる。そこで、本稿では、これらの問題を順次検討していきたいと思う。なお、本件は二〇〇七年九月三〇日以前に発生した事件であるため金融商品取引法が適用されず、旧証券取引法が適用される事案である。このことには注意が必要である。しかしながら、旧証券取引法166条・167条の概要は金融商品取引法施行後も大幅な変更が加えられていないため、以下法166条・167条と呼んで当該裁判例に検討を加えていくことにしたい。

四、公開買付けに係るインサイダー取引

インサイダー取引には、2つの形態がある。第1の形態は、株価が上がるようなプラスの情報を得て株の値上がり前にその株を購入し利益を得る場合である。第2の形態は、株価が下がるようなマイナスの情報を得て持ち株を売り、損失を免れる場合である¹⁾。一般に、公開買付けに係るインサイダー取引が問題になるケースでは、通常、買付価格が市場価額を凌駕するので²⁾、プラスの情報を得て新たに株を購入する前者の形態しか問題にはなり得ないように思われる³⁾。現に本件における被告人Bは、公開買付けが実施されるという情報を事前に入手し甲社株を購入し、投資家全般に公開買付けの実施が公表された後に当該株を売却し、1388万1000円の差金を取得している。

前述したように、法は166条で公開買付けに係るインサイダー取引を規制している⁴⁾。すなわち、法は166条で、会社関係者等のインサイダー取引を規制し、これと並んで、167条で、株式等の公開買付け等の実施または中止に関する事実を知った公開買付者等関係者が行うインサイダー取引を規制している⁵⁾。公開買付けに係るインサイダー取引に関し、法は、公開買付者等関係者等から内部情報を取得しインサイダー取引を行った第一次情報受領者

までを処罰しているが、本件における被告人Bが法167条3項で捕捉されるか否かにつき以下で比較的詳細に検討することにした。

五、契約関係者と法167条1項4号にいう「当該契約の・・・履行に関し知ったとき」の意義

法167条1項4号によれば、公開買付者等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（以下「契約関係者」という）は、内部情報が世間に公表された後でなければ内部情報を他に漏洩してはならない旨等を規定し、他方、法167条4項は、契約関係者から内部情報を取得した第一次情報受領者が株取引を行い得ない旨規定している⁶⁾。すなわち、本件における被告人Bに刑事責任を問いうるためには、Cが契約関係者でありなおかつ内部情報を「当該契約の・・・履行に関し知った」上でこれをBに伝達したことが必要不可欠な条件となってくるのである。

もっとも、本件において、本判決は、対象会社の社外取締役であるCが契約関係者に該当するとの解釈論を提示しているが、かかる論理には従前から難点があるとの反対説も表明されてきたので、まずはこの点につき検討を加えることにしたい。すなわち、反対説は対象会社の役員等を契約関係者として把握するのは困難であるとの解釈論を展開し、対象会社の役員等は契約関係者に包含されないとの見解を開陳しているのである⁷⁾。たしかに、法167条1項4号が守秘義務を課す者として想定していた主体は、本来的には、会社と契約を締結した経営コンサルタントや顧問弁護士や顧問税理士、銀行・保険会社、会社の下請会社等であるはずであり、公開買付けの対象会社の役員等は、元来、同法1項4号が予定している守秘義務を課す主体とは考えられていなかった⁸⁾。しかしながら、法166条1項4号における議論ではあるが、企業結合や事業譲渡や合併を目論んでいる企業同士で秘密保持契約が締結されたケースで、かかる契約が法166条1項4号の予定する「契約」に該当するとの見解も、反面、有力に主張されているのである⁹⁾。したがって、合

併を予定している企業同士で秘密保持契約が締結された事例等を念頭に置くならば、これと平仄を合わせる必要からも、対象会社の役員に内部情報の秘匿義務を課したり彼らの株取引を禁止するのは合理的な解釈論であると思量される¹⁰⁾。したがって、対象会社を契約締結者と把握することは一応可能だといえる¹¹⁾。

それでは、本件におけるCは契約関係者であり内部情報を「当該契約の・・・履行に関し知った」と評価しうるのであろうか¹²⁾。法人が締結者である場合、契約を直接担当していない他の役員等もインサイダー規制の対象になると考えられているので、もし2つの法人の間で公開買付けに係る秘密保持契約が締結されているのなら、Cを「契約関係者」だと捉え法167条1項4号で捕捉することに別段問題はない¹³⁾。しかし、本件では、公開買付者と対象会社との間で公開買付けに係る契約が特段締結されているわけではないので、それでもCが「当該契約の・・・履行に関し知った」と解釈することができるのかを一応ここで吟味しておくことにしたい。本件においては、平成一四年三月一四日に丙社と甲社の間で資本・業務提携に関する覚書が取り交わされており、これを受けて平成一四年五月一七日に乙社と甲社との間で新株予約権の行使を行うことで段階的に持株比率を高めていくことを定めた資本提携に関する基本契約が締結されている。かかる事情は重要なファクターであるものと思量される。したがって、本件は契約関係者であるCが「当該契約の・・・履行に関し知った」と事案だと評価することができるように思われる。そもそも、本件公開買付けは友好的なものである上、公開買付けを通じて対象会社の株式を公開買付者が取得すること自体が資本提携の1つのヴァリエーションだと考えることは許されよう¹⁴⁾。また、本判決が指摘するように、新株予約権の行使が頓挫したことに起因して、乙社は公開買付けの実施という手段に踏み切ったわけであるから、本件基本契約が履行不能になったという意味で、Cが公開買付けの実施を「当該契約の・・・履行に関し知った」と評価することは可能であるように思われる。なお、非接触型ICカードの独占的販売権をめぐる2つの会社が基本合意を締結したイン

テック事件は、合併の内部情報を事前に知った代表取締役専務がインサイダー取引を行った事案であるが、最決平成一五年一二月三日は被告人が内部情報を得たことが法166条1項4号にいう「当該契約の履行に関し知ったとき」に当たると判示した¹⁵⁾。当該最高裁判例を前提にする限り、本件において、Cが「当該契約の・・・履行に関し知った」ことにつき異論を差し挟む余地はないように見受けられる¹⁶⁾。

六、法167条2項にいう「業務執行を決定する機関」の決定の意義

法167条2項によれば、公開買付者の「業務執行を決定する機関」が公開買付けの実施の決定をした以降はインサイダー取引の規制がなされることになっている。すなわち、「業務執行を決定する機関」による決定がなされてから公開買付けの実施が投資家全般に公表されるまでの期間¹⁷⁾、内部情報に接した公開買付者等関係者等および第一次情報受領者の株取引等は禁止されるのである。しかしながら、何をもって公開買付者の決定があったとみるのかに関しては見解が対立しているのが現状である。第一の考えは、会社法所定の決定権限のある機関の決定のみを公開買付者の決定と解する見解である¹⁸⁾。第二の考えは、公開買付者が完全子会社であるケースでは、例外的に親会社の決定をもって公開買付者の決定だと把握する見解である¹⁹⁾。第三の考えは、業務執行機関の正式な決定がなくとも、公開買付者の「業務執行の決定をする機関」の実質的な決定が存在した場合には、それを公開買付者の決定だと捉える見解である。

それでは、これらの見解のうちいずれの考えが妥当なのであろうか。法167条2項が「機関」という字句を用いていることに着眼すると、会社法所定の決定権限のある機関、すなわち公開買付者の業務執行機関の正式な決定が必要だと解することが文理に忠実な解釈であり、第一の考えが妥当であるように見える（第一の考えによれば、本件では、乙社の正式な決議である持ち回り決議が対象会社の役員等に漏れそこから情報を取得したBがインサイ

ダー取引を行ったという事実はないので、この立場からはBは無罪だという結論に至る)。しかしながら、インサイダー取引の多くが公開買付者の取締役会による決定に時間的に先行して行われており、これらの当罰性の高い事案を不問に付すのはインサイダー取引規制を骨抜きにすることに繋がること²⁰⁾、法167条2項は「公開買付け等を行う決定をした」という文言ではなく「公開買付け等を行うことについての決定をした」という文言を使用していること²¹⁾、法167条1項4号が契約締結の交渉をしている者を契約関係者に加えている趣旨から業務執行決定機関の決定はかなり前倒し的に行うことが許容されていると推測されること等の事情を勘案すれば、第一の考えに従うことはできないように思われる²²⁾。第二の考えは、子会社の業務運営は事実上親会社の意向を踏まえて行われることを視野に入れれば正しいようにも思われるが、子会社といえども親会社の意向を無視した決定を下すことは可能であること、親会社が承諾していても子会社による機関決定がなければ公開買付けを実施することは困難であること²³⁾、親会社は多種多様な事業に取り組んでおり公開買付けに関する業務に専念させるためにわざわざ子会社を設立していることも多々あること（親会社が専門性の高い業務を子会社に移管し当該業務については子会社の個々の取締役の判断をリスペクトしている事例等を想起されたい）等に鑑みれば、第二の考えに従うことはできないように思われる。結局、第三の考えが穏当なものであるように思われる²⁴⁾。

それでは、公開買付者の「業務執行の決定をする機関」の実質的な決定とは一体何を意味するのだろうか。この点については、常務会や経営最高会議、経営委員会のような実質的な決定をする機関も含まれるとする見解も提唱されている²⁵⁾。この見解によれば、本件ではBにインサイダー取引罪の成立が異論なく認められることになる。しかしながら、既に指摘されているように、常務会や経営最高会議、経営委員会もそうであるが、実務の担当者や担当課長、会社内のプロジェクトチーム、専門グループの決定などはここでいう実質的な機関には含まれないと解釈すべきである²⁶⁾。何故なら、法167条2項が「機関」という文言を使用している以上、「業務執行を決定する機関」

の決定は、役員が何らかの意味で関与した決定でなくてはならないと考えられるからである²⁷⁾。このような知見を踏まえて、本件を考察すると、本件においては業務執行機関であるFが乙社の取締役として公開買付け業務に従事しているのであるから、役員であるFの意思表示が乙社の「業務執行を決定する機関」の決定にあたりと解するべきであるように思われる。また、本件においては、Fは「他のマネージング・オフィサーから甲社株の取得・保有に関する実質的な決定を行う権限を付与されていた」ことが認定されているので²⁸⁾、Fの意思表示を子会社の「業務執行を決定する機関」の決定だと解釈することはできるように思われる。したがって、本判決の結論は適切なものであったといえる²⁹⁾。

七、本件の解決

以上で述べてきたことをまとめると次のようになる。対象会社の社外取締役であるCは契約関係者すなわち公開買付者等関係者等だと評価しうる³⁰⁾。Cは当該契約の履行につき知ったと解釈できるので、Cから内部情報を入手したBは第一次情報受領者であると考えられる。Bは公開買付けの実施の公表前に甲社株を購入しており、Bのこの行為はインサイダー取引として可罰的行為だと位置づけられる。本件は平成一九年一〇月一八日の持ち回り決議以前に乙社の業務執行機関の実質的な決定があった事案だと解釈できるので、本決定の結論そのものは支持しうる。

八、若干の立法的提言

対象会社の役員等の内部情報の漏洩・インサイダー取引については、これを禁圧するために、二〇一三年に新たに金商法167条1項5号が追加された。したがって、今日では、本件におけるCをわざわざ金商法167条1項4号が予定する契約関係者と位置づけてCの行為を可罰的行為だと解釈する必要は

なくなった。公開買付けに係るインサイダー取引の場合、稀に公開買付けを実施する会社と対象会社との間に機密保持契約等の契約が一切締結されていない場合も存在するので、二〇一三年の金商法改正は合理的な改正だと評価できよう。

残された問題として、現行の金融商品取引法が予定するインサイダー規制全般にも当てはまることであるが、公開買付けの実施や合併等の投資家にとっての重要な情報の漏洩がなされ³¹⁾、正式な機関決定がなされる以前に株式の売買等がなされた場合、これらの行為をどこまで時間的に遡及して可罰的なインサイダー取引として取り込んでいくのかという問題がある。そして、そもそも正式な機関決定前にこれらの行為を時間的に遡及して可罰的にしてよいか自体も根本的に問題になり得るであろう。すなわち、現状、可罰的行為か否かが一見して判然としないケースが多々生じてくるように見受けられ、かかる状況は罪刑法定主義上大いに問題があるように思われる。法167条2項が規定する「業務執行を決定する機関」という文言を「業務執行の実質的決定をする機関」という字句に修正するのも一案であるように思われる。

注

- 1) 2つの形態に関しては、神山敏雄『日本の証券犯罪』(1999年) 71頁以下を参照。
- 2) 和仁亮裕・高林径子・宮下公輔『Q & A インサイダー取引』(2009年) 54頁以下。
- 3) 正の情報を得てインサイダー取引を敢行する形態においては、内部情報を得た段階で株式を購入し、世間に内部情報が公表された直後に購入した株式を売却するのが通常であるように思われる。したがって、問責の対象となるかのように見える行為は2つ存在する。しかし、厳密に言うと、この事例において、売却行為は可罰的行為ではないことを念頭に置く必要がある。何となれば、世間に内部情報が公表された後の株式の売却はそもそもインサイダー取引罪の構成要件に該当しないからである。
- 4) 法166条・法167条については、井田良「インサイダー取引」法学教室240号(2000年) 13頁を参照。公開買付けというと、我々は敵対的な公開買付けを連想するが、わが国では友好的な公開買付けも併存しているといわれており、このことには留意しておく必要がある。もっとも、ある日突然、新聞による公告に、「〇〇会社の

公開買付けに係るインサイダー取引規制に関する考察

- 株主各位に告ぐ。私は〇〇会社株をこれこれの値段でこれこれの量を取得したいので、売付の申込をして下さい」といった記載が朝刊に掲載され、対象会社の役員等が驚愕するといった事態は我が国では稀にしか起こりえないとの指摘も以前にはなされていた。森田章『インサイダー取引』（1991年）163頁。しかしながら、森田博士のかかる指摘は今日では必ずしも妥当しないように思われる。
- 5) 公開買付者の取締役会で公開買付けを実施することが決定され、内部情報を基に公開買付者の役員が対象会社の株式の取引をするケースが金商法167条が禁圧している典型的な事例である。しかし、このような事例が厳密な意味でインサイダー取引と呼ぶに相応しいかについては議論がある。この事例で取引されるのは対象会社の株式であり、公開買付者の株式ではない。このため、この事例においては実はアウトサイダー取引になっているのではないかとの指摘もある。森田『インサイダー取引』（前掲注4）163頁以下。
 - 6) 第一次情報受領者として考えられるのは、マスコミ関係者や証券アナリスト、会社役員や家族や友人等である。井田「インサイダー取引」（前掲注4）13頁を参照。本件では、対象会社の役員が第一次情報受領者と評価できるかも問題になっているが、本文中で述べたようにこの点については本判決の導いた結論が妥当である。なお、第一次情報受領者のみが可罰的で第二次情報受領者以下は原則として不問に付すという現行法の枠組みが適切か否かに関しては疑問も残るところである。この点に懐疑的なのは、神山『日本の証券犯罪』（前掲注1）62頁以下、平山幹子「第14章 証券取引をめぐる犯罪」神山敏雄ほか編『新経済刑法入門・第2版』（2013年）204頁以下等。ただし、平山教授は、第二次情報受領者であっても刑法65条1項を媒介して処罰する局面は存在することを指摘している。たしかに、通説・判例の立場を前提とすると、第二次情報受領者が第一次情報受領者から内部情報を事前に入手し、第一次情報受領者と共に株取引を敢行した利益を山分けしたようなケースでは、第二次情報受領者は刑法65条1項の適用によってインサイダー取引罪の共同正犯としての罪責を負う可能性がある。第二次情報受領者は処罰しないのが法の建前であるが、第一次情報受領者という地位が真正身分だと解される以上、第二次情報受領者は刑法65条1項の適用により、第一次情報受領者と同様に処罰されるのは仕方がないとも考えられる。
 - 7) 黒沼教授は、専ら、公開買付者と対象会社との間に秘密保全契約も当該契約の締結のための交渉も開始されない事例も散見されることを根拠に、対象会社の役員等を法167条1項4号で捕捉することに反対しておられた。ただ、黒沼教授は第二次情報受領者がインサイダー取引を行ったケースでも処罰すべしとの立法論を展開しておられるので、対象会社の役員等を法167条1項4号で捕捉することに疑義を差し挟まれているものと推測する。もっとも、二〇一三年の金商法の改正で法167条1項5号が新設されたので、対象会社の役員等の情報提供や株取引等は独立して規制されることになったためこの問題を論ずる実益はそれほどない。黒沼悦

郎「公開買付け等に係るインサイダー取引規制の改正」金融法務事情1980号(2013年)18頁以下、20頁以下。

- 8) 法166条1項4号を論じる局面であるが、たとえば、芝原教授は、「取引銀行、引受幹事証券会社、公認会計士、顧問弁護士、税理士」等が契約関係者にあたるとの見解を提示しておられる。芝原邦爾『経済刑法研究・下』(2005年)660頁。
- 9) ここでの会社との契約には、企業提携・事業譲渡・合併等の企業結合にかかるものも広く含むとの指摘もある。神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』(2012年)1224頁参照。また、神作教授は「合併契約の締結に向けた交渉過程で秘密保持契約が締結されることが多いが、そのような秘密保持契約自体が本条1項4号にいう『契約』に該当する」と述べておられる。神作裕之「第166条(会社関係者の禁止行為)」神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール4—不正取引規制・課徴金・罰則』(2011年)117頁。なお、立案担当者の著書である横畠裕介『逐条解説・インサイダー取引規制と罰則』(1989年)41頁は、「たとえば、合併契約といった重要な契約の締結交渉においては、相互に会社の内容に関する秘密にわたる情報、資料を交換するような場合、通常、守秘義務を定めた情報交換に関する契約を締結したうで行われることとなることから、その後この合併契約が成立するに至らなかったとしても、情報交換に関する契約自体が、本号にいう契約に当たる」との考えを開陳していた。
- 10) 仮に、わが国において、敵対的な公開買付けの事案が殆ど存在しないとすれば、これは通説を正当化する根拠たり得たに違いない。反対説に立つ黒沼教授も「日本における公開買付けの大半が、あらかじめ公開買付者と対象会社とが合意の上で行う友好的なものであり、敵対的な公開買付けの場合でも、その賛否を確認するために、公表前に公開買付者から対象会社に対して公開買付けに関する事実を告知する機会が多い」との記述しておられる。黒沼「公開買付け等に係るインサイダー取引規制の改正」(注7)19頁。もっとも、近時では、敵対的な公開買付けも増えており、この点では二〇二一年の現状を踏まえた精査が必要である。
- 11) 法167条1項4号は一九九八年に改正されている。たとえば、現在の文言の「契約を締結している者又は契約の交渉をしている者」という部分はそれまでは「契約を締結している者」であった。橋爪隆「第5章 証券犯罪」山口厚編『経済刑法』(前掲注15)234頁以下参照。
- 12) 対象会社の役員等の内部情報の漏洩・インサイダー取引を禁圧するために、二〇一三年に新たに金商法167条1項5号が追加された。したがって、今日では、本件におけるCを金商法167条1項4号が予定する契約関係者と位置づける必要はなくなった。杉原えり・松永博彬・船越涼介・廣瀬香「第3章D」西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務・第2版』(2014年)93頁以下。なお、インサイダー規制では両罰規定の下で法人も処罰される。法人の当事者能力と受刑能力については、筑間正泰「当事者能力について」齊藤誠二

公開買付けに係るインサイダー取引規制に関する考察

ほか編『変動期の刑事法学—森下忠先生古希祝賀（上巻）』（1995年）389頁以下を参照。

- 13) 二〇一三年の金商法の改正で第一受領者への情報提供行為および取引推奨行為が新たに可罰的となったため（法167条の2）、今日であれば、異論なく、情報漏洩をした社外取締役Cは、刑事責任を問われるはずである。しかし、本件発生当時は情報提供行為も取引推奨行為を固有に処罰する刑罰法規は存在していなかったため、社外取締役の妻の行為は不問にふされたようである。本件におけるCは起訴すらされていないようであるが、考えようによっては、本件におけるCは第一受領者である夫Bの共犯として処罰される可能性があったように思われる。インサイダー取引における第一受領者と共犯の問題については、平山幹子「インサイダー取引規制の改正と共同正犯の成否—横浜地判平成25・2・28金法1980号153頁—について—」井田良ほか編『川端博先生古稀祝賀論文集・上巻』（2014年）731頁以下が詳しい。なお、2021年3月9日にドンキホーテホールディングスの前社長の初公判が東京地裁で開かれたが、その嫌疑はTOBの取引推奨行為である（毎日新聞2021年3月9日夕刊）。
- 14) むしろ、新株予約権に関する契約、増資に関する契約、公開買付けに関する契約という具合に分断的に考察するアプローチの方がより不適切なものであるように感じられる。
- 15) 判例時報1845号147頁。
- 16) なお、立案担当者による著書は、インサイダー取引が初めて可罰的になった当時においてであるが、法167条1項4号〔当時の証券取引法190条の3、1項4号〕にいう「当該契約の締結又は履行に関し知ったとき」という文言は、法166条1項4号〔当時の証券取引法190条の2、1項4号〕と同じ趣旨で解釈すればよいとし、法166条1項4号にいう「当該契約の締結又は履行に関し知ったとき」は当該契約の締結または履行に密接に関連する行為により知った場合を含むと解する立場であった。横畠『逐条解説・インサイダー取引規制と罰則』（注9）42頁以下、179頁参照。
- 17) なお、リーク報道とインサイダー取引規制の解除要件である「公表」が問題になった最近の事例として、東京高判平成二六年一二月一五日（LEX/DB25505354）が存在する。判例評釈として、大庭沙織「インサイダー取引の罪における重要事実の『公表』と公知性」法律時報1087号（2015年）111頁以下がある。
- 18) 高橋陽一「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—村上ファンド事件最高裁決定—」商事法務2062号（2015年）81頁は、このような見解も論理的には成立可能であるとした上で、法167条2項の「機関」という文言は第一の考えに有利に働くことを示唆される。なお、高橋准教授は、ここでの機関決定は実質的捉えられるべきだと考えておられる。
- 19) 第二の考えを積極的・自覚的に展開している論者はいないように見受けられる。

- 小林和真呂「第2章C」西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務・第2版』（2014年）93頁以下も第2の考えは論理的にあり得るとするものの、こうした見解は支持し得ないとしている。
- 20) 井田「インサイダー取引」（前掲注4）15頁。また、こうした解釈は、取締役会の決定がなされた時点から間髪入れず内部情報が一般投資家に公表される事態を招きかねないであろう。
 - 21) 小林「第2章C」（注19）94頁以下。
 - 22) 橋爪教授は、親会社の機関は会社外部の人間であるため、業務執行機関だと解釈し得ないとしている。橋爪「第5章 証券犯罪」（前掲注11）249頁。
 - 23) 小林「第2章C」（注19）94頁。
 - 24) インサイダー取引罪が犯罪化されたのは一九八九年の出来事であったが、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」であった。しかし、一九九七年の改正で「3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金又はこれらの併科」に引き上げられ、さらに、二〇〇六年の改正を経て現在のインサイダー取引罪の法定刑は「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」となった。導入の経緯と主な改正点については、沼田知之「第1章A」西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務・第2版』（2014年）4頁以下が詳しい。ところで、本件では、最決平成23年6月6日刑集65巻4号385頁（村上ファンド事件）で争点になったような業務執行決定機関の決定の実現可能性などは問題にならないように思われる。公開買付けの実施に踏み切る前の段階で既に乙社は甲社の株の過半数を取得していたからである。なお、業務執行決定機関の単なる「戯言」的な意思表示などは法益侵害の抽象的危険すら存在しないといえよう。そして、本罪の保護法益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と解するべきである。上田正和「インサイダー取引と刑事規制」大宮ローレビュー4号（2007年）17頁以下、川崎友巳「インサイダー取引罪」刑法雑誌51巻1号（2011年）86頁以下。
 - 25) 法166条における部分であるが、岸田雅雄『金融商品取引法』（2010年）264頁。
 - 26) 小林「第2章C」（注19）93頁以下。
 - 27) 橋爪「第5章 証券犯罪」（前掲注11）249頁。なお、橋爪教授は「社内プロジェクトチームや専門グループなど、役員でない者を『機関』と評価することはできない」旨記述されている。
 - 28) 芝原教授は、業務執行決定機関の決定があったか否かを論ずる局面で、取締役会や他の役員から明示的・黙示的に決定権限が付与されているかを重要視しておられるようである。芝原『経済刑法研究・下』（前掲注8）683頁以下。本件はFへの他の役員からの決定権限の付与が認定された事案であるから問題はないが、他の役員から黙示的な決定権限すら付与されていない状態で一人の役員が決定した事案をどのように解決すべきかは難しい問題である。この問題の解決については他

公開買付けに係るインサイダー取引規制に関する考察

日を期したい。

- 29) しかしながら、本判決が導いた結論に対しては、結局のところ、親会社の取締役会の決定を子会社の業務執行決定機関の決定に読み替えて結論を導いているにすぎないとの反論が予想されるところである。しかしながら、こうした反論はそれほど説得力を持たないように思われる。もし、親会社の取締役会の決定を子会社の業務執行決定機関の決定に代替させているにすぎないのなら、本件でFが乙社の業務執行機関であるとわざわざ判示する必要もなかったし、子会社の役員であるFが親会社の取締役会に出席しているかどうかという事情を本判決が重視する必要もなかったように考えられるからである。本判決が親会社とは一応切り離して、子会社特有の業務執行機関の決定を重要視したことは適切なアプローチであったように思われる。要するに、本件は子会社の役員であるFが親会社の取締役会の席で乙社としての基本方針を説明したにすぎない事案だと解釈すべきなのであり、こうした公開買付けをめぐる基本方針の提示が存在したことにより乙社の業務執行機関の実質的な決定があったとみるべきなのである。
- 30) 二〇一三年に金商法に情報伝達罪・取引推奨罪が新設されたので、本件におけるCは今日であれば情報伝達罪が成立するかもしれない。なお、佐伯教授によれば、2つの犯罪の新設にもかかわらず、インサイダー取引への関与行為は従前どおりインサイダー取引罪の共犯としても補捉される可能性があるという。ただし、この場合、佐伯教授は、検察官はどちらを選んで起訴してもかまわないが、両方の罪が成立すると解釈するのは妥当でないので観念的競合の関係には立たないとの見解を披瀝しておられる。要するに、佐伯教授は、情報伝達罪等とインサイダー取引罪とは法条競合の関係に立つと解釈しておられるようである。佐伯仁志「刑法から見たインサイダー取引規制」金融法務事情1980号(2013年)15頁。法条競合については、筑間正泰「詐欺罪、背任罪及び横領罪」広島法学20巻1号(1996年)8頁以下を参照。他方、インサイダー取引罪の共同正犯となるか情報伝達罪になるか等は取引の実情を踏まえて類別されると予測するものとして、小林史治「インサイダー取引規制における情報伝達者と共同正犯」金融法務事情1980号(2013年)68頁以下がある。
- 31) インサイダー取引には両罰規定も存在する(金商法207条1項2号)。なお、合併し旧法人が消滅したにもかかわらず、検察官が公訴の提起をした場合には裁判所は公訴棄却の決定をしなければならない。この点につき、筑間正泰「刑事訴訟法399条1項4号について」法学研究67巻5号(1994年)35頁以下を参照。