

**情報源を公にしないことを前提とした報道機関への重要事実の伝達と、  
インサイダー取引規制における「公表」**

【文献種別】 決定／最高裁判所第一小法廷

【裁判年月日】 平成28年11月28日

【事件番号】 平成27年（あ）第168号

【事件名】 金融商品取引法違反被告事件

【裁判結果】 上告棄却

【参照法令】 金融商品取引法166条、金融商品取引法施行令30条

【掲載誌】 刑集70巻7号609頁、裁時1664号1頁、資料版商事393号127頁

LEX/DB 文献番号 2544828

**事実の概要**

A社のB社長は、平成21年3月2日、親会社C社のD専務からE社との事業統合の意向を打診されて前向きに検討を進めることを了承し、同月6日、E社次期社長に内定していたFと会談を行い事業統合に向けた交渉を進めることを合意した。A社内で事業統合に向けた準備・調査はB社長の決裁により可能とされていた。

同月9日、経産省大臣官房審議官として商務情報政策局の所掌事務全般の企画立案に参画していたY（被告人）は、D専務らと会い、A社・E社間で事業統合に向けて7月の正式契約を目標に交渉する合意ができたとの報告を受けた。

4月16日、日本経済新聞紙上に両社の事業統合に関する記事が掲載され他紙による後追い報道もなされたが、同日、A社は同記事に関し、A社が発表したものではなく、かかる決定を行った事実はない旨の適時開示を行った。

4月27日、A社取締役会で「経営統合に関する覚書」の締結を承認する決議がなされ、同日、B社長はFと覚書を締結した。A社は同日、適時開示を行い、事業を統合する方向で協議を開始することに合意した旨を公表した。Yは、それに先立つ同月21日から27日までの間、A社の株式合計5,000株を代金合計489万7,900円で買い付けた。

Yの上記A社株買付行為は、金融商品取引法166条1項3号・2項1号次に該当するインサイダー取引であるとして訴追された。

第一審及び原審は、上記A社株買付行為は、平成21年3月2日に決定されたA社重要事実が4月27日の適時開示によって公表される前に行われたという認定のもと、Yを有罪とした。

Yの弁護人は、①本件重要事実、金融商品取引法（平成23年法律第49号による改正前のもの。以下「法」という）166条4項、同法施行令（同年政令第181号による改正前のもの。以下「施行令」という）30条1項1号に基づき、同号に規定されたA社の代表取締役等が二以上の報道機関に公開したことにより公表され、法166条1項による規制（以下「インサイダー取引規制」という）の対象外となった可能性が高く、少なくともかかる方法により公表されていないことにつき検察官が立証責任を果たしていない、②本件重要事実、平成21年4月16日付日本経済新聞朝刊及びそれに引き続く一連の報道（以下「本件報道」という）により既に公知の状態となっており、法166条所定の「重要事実」性を喪失し、インサイダー取引規制の効力が失われていた、などと主張して、上告した。

最高裁は、全員一致で上告を棄却した。

**決定の要旨**

「〔金融商品取引〕法166条4項及びその委任を受けた施行令30条は、インサイダー取引規制の解除要件である重要事実の公表の方法を限定列挙した上、詳細な規定を設けているところ、その趣旨は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報

が、法令に従って公平かつ平等に投資家に開示されることにより、インサイダー取引規制の目的である市場取引の公平・公正及び市場に対する投資家の信頼の確保に資するとともに、インサイダー取引規制の対象者に対し、個々の取引が処罰等の対象となるか否かを区別する基準を明確に示すことにあると解される。」

「施行令 30 条 1 項 1 号は、重要事実の公表の方法の 1 つとして、上場会社等の代表取締役、執行役又はそれらの委任を受けた者等が、当該重要事実を所定の報道機関の『二以上を含む報道機関に対して公開』し、かつ、当該公開された重要事実の周知のために必要な期間（同条 2 項により 12 時間）が経過したことを規定するところ、前記……の法令の趣旨に照らせば、この方法は、当該報道機関が行う報道の内容が、同号所定の主体によって公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としていると解される。したがって、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する『公開』には当たらないと解すべきである。

本件報道には情報源が明示されておらず、報道内容等から情報源を特定することもできないものであって、仮に本件報道の情報源が施行令 30 条 1 項 1 号に該当する者であったとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであったと考えられる。したがって、本件において同号に基づく報道機関に対する『公開』はされていないものと認められ、法 166 条 4 項による重要事実の『公表』があったと認める余地もない。」

「また、所論がいうように、法令上規定された公表の方法に基づかずに重要事実の存在を推知させる報道がされた場合に、その報道内容が公知となったことにより、インサイダー取引規制の効力が失われると解することは、当該報道に法 166 条所定の『公表』と実質的に同一の効果を認めるに等しく、かかる解釈は、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた前記……の法令の趣旨と基本的に相容れないものである。本件のように、会社の意思決定に関する重要事実を内容とする報道がされたとしても、情報源が公にされない

限り、法 166 条 1 項によるインサイダー取引規制の効力が失われることはない」と解すべきである。」

## 判例の解説

### 一 はじめに

本決定は、元経産省官僚によるインサイダー取引事件として社会的注目を集めた事件の上告審決定である。本件では、A 社が E 社との合併を公表する前に日本経済新聞において当該合併に関する記事が掲載されたが、同記事が法 166 条にいう公表に該当するか、また、同記事によって情報が公知になっていることによってインサイダー取引規制が効力を失うかが争われた。最高裁は、本件報道があったとしても法 166 条にいう公表には該当せず、また、インサイダー取引規制の効力が失われることはないと判示した<sup>1)</sup>。本稿はこの 2 つの争点について検討する。

### 二 公表

原審は、施行令 30 条 1 項 1 号の趣旨として「公表が、会社の意思に基づき、会社の責任においてなされたものでなければ、これを受け取った一般投資家においてその情報を信じてよいかどうかを判断できないため、公開の主体を限定することによりその責任を明らかにさせようとするもの」であり、「報道機関に対して取材源を明示しないいわゆるリークの形で情報が提供された場合には、たとえそれが事実上取締役や実務担当者によってなされたとしても、同号の定める措置に該当しない」とする。

この点について、本決定は、施行令 30 条 1 項 1 号による公表の方法とは、「報道の内容が、同号所定の主体によって公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としている」としたうえで、報道内容に情報源が明示されるかまたは報道内容から情報源を特定することができない場合には、報道の情報源が施行令 30 条 1 項 1 号に該当する者であったとしても、その者の報道機関に対する情報の伝達は情報源を公にしないことを前提としたものであって、「公開」に当たらないと判示した。本決定は、公開の「方法」について原審とほぼ同様であり、投資家の投

資判断に影響を及ぼすべき情報の公平・平等な開示だけでなく、罰則対象としての基準の明確化という公表の趣旨から導いている<sup>2)</sup>。

法 166 条 4 項、施行令 30 条はインサイダー取引規制を解除する「公表」として、法 25 条の開示書類の公衆縦覧、金融商品取引所における適時開示及び 2 つ以上の報道機関に公開してから 12 時間経過（12 時間ルール）という 3 つの方法を定めている。12 時間ルール自体には報道機関による実際の報道については要件とされていない。この点立法当時から 12 時間ルールは報道機関を通じた情報の開示と位置付けられるため、公開主体として会社の代表者またはその委任を受けた者による責任ある行為として行われることが必要とされている<sup>3)</sup>。「報道機関を通じた情報の開示」という理解は他の公表方法とのバランスを考えたのかもしれない。本決定はこのような趣旨をさらに進めて罰則基準の明確性の見地から報道内容に情報源の特定を求めることにより 12 時間ルールを限定したものといえよう。会社の責任者によって公開されているとしても情報源が明らかでない報道は投資家に不確実な情報と理解され、情報の非対称性が解消されないことも多い<sup>4)</sup>。報道機関への重要事実の公開の態様としては複数の報道機関に対して行われる記者発表や資料配布が典型例であるが、単独取材に対する公開も認められている<sup>5)</sup>。後者の場合には情報源が明らかであるかどうかによって取り扱いが異なり、情報源が明らかでないリーク報道は公開ひいては「公表」に該当しないということになる。

もっとも、情報源を明確にする報道であっても 12 時間ルールの形式的適用に疑問があるケースもある。例えば、会社の代表者またはその委任を受けた者が 1 社のみ情報公開をして報道機関が情報源を特定しようとする報道を行い、他の報道機関が同内容の後追い報道をするケースである<sup>6)</sup>。この場合投資家は情報源を知りうるが 2 社への情報公開がないため 12 時間ルールには該当しない。しかしながら、1 社のみ情報公開していることは公表責任者のみが認識しており、投資家はもちろん重要事実を保持する会社関係者にとって何社に情報公開されたかは明確とはいえない。このような形式的基準による問題を実質概念によって埋めようとしたのが次に検討する公知性によりインサイダー取引規制を解除する見解であ

る。

### 三 公知性

原審においては本件の新聞報道と後追い報道は取材源が明らかにされておらず、各新聞社の判断に基づく記事であり、また、会社の適時開示は報道内容を明確に否定していることから、本件記事は一般投資家にとって確実な情報とはなり得ないとして、当該事実は決して公知ということができないと認定している。この認定は情報が公知であれば重要事実該当しないという学説（公知性理論）<sup>7)</sup>を前提と解する余地があった。他方、現行法が公知性の要件を定めていないため、公知であれば重要事実該当しないとの解釈は困難であるとする見解もあった<sup>8)</sup>。この点、本決定は、公知性理論はそのような報道に法 166 条所定の「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、公表の方法について限定的かつ詳細な規定を設けた法令の趣旨に反すると判示した。このような立場は本決定が明確性の見地から 12 時間ルールの公表を厳格にとらえることとも一貫する。この部分に関しては、公知性理論の採用の余地が全くないとはしないものの、その適用の余地が極めて小さいものであることを示したと理解されている<sup>9)</sup>。

いずれにせよ本決定の立場からは、情報源を明らかにしない報道がなされただけでは公表とはいえない。情報源を明らかにしない報道が先行した場合、会社の価値反映の見地からは望ましくないが、あくまでも会社による情報の公表を待つこととなる。情報が公知となっているが、インサイダー取引規制を解除する公表がない段階であるともいえる。このような状況への対応策として金融商品取引所は上場会社に対し情報の照会を行うことができ、上場会社は照会事項について直ちに正確に報告することが求められており（東証・有価証券上場規程 415 条 1 項）、報告情報の開示が必要と取引所が認めた場合は、上場会社は直ちに当該情報の開示を行う（同条 2 項）。また、東京証券取引所は、平成 26 年から不明確な情報が発生している銘柄を指定・公表する注意喚起制度も実施している<sup>10)</sup>。

もっとも、情報が公知となり実質が伴っていないにもかかわらず形式的な公表要件に該当しないためにインサイダー取引規制が及ぶケースに関しては、未公表についての故意がなかったとして処

理することまでは否定していないとみる見解もある<sup>11)</sup>。実際には情報が公知となり市場価格に反映された場合にインサイダー取引を行うことはあまり考えられないであろう。その後取引を行ってもインサイダー取引の課徴金額も低くなることも想定される。また、証券取引等監視委員会による課徴金勧告や犯則事件の摘発判断に事実上の影響を与える可能性も示されている<sup>12)</sup>。

今後は、12時間ルールの公開方法として共同記者会見や報道発表のような方法に限定することも検討の余地があろう。本決定を前提にすると報道機関を通じた公表は限定されており、報道機関を通じた会社の開示という理解にも反するものではないからである。

またインサイダー取引一般を念頭に置いた立法論としては、公表に関する現行規制は検討の余地があると思われる。例えば、情報源を明らかにしない買収報道がなされた後、買い手側によって当該報道が確認される場合など、情報の非対称性が実質的に解消される場合が考えられるとする見解もある<sup>13)</sup>。これらに対処するために「不特定多数の投資者が当該事実を知りうる状態になったとき」という一般的な公表概念を採用すべきとする立場もある<sup>14)</sup>。現行規制の形式の問題点を実質に従って処理する公知性理論と同様の考え方であるが、ここでは公表概念の定義がされている点で評価することができよう。

●—注

- 1) 原審の評釈として、鈴木正人「判批」金法2016号(2015年)4頁、大庭沙織「判批」法時87巻7号(2015年)111頁、久保田安彦「判批」ジュリ1479号(2015年)115頁、芳賀良＝鈴木正人＝深沢篤嗣「判批」ビジネス法務15巻9号(2015年)88頁がある。本決定の評釈として、白井真「判批」金法2016号(2016年)1頁、湯原心一「判批」商事2131号(2017年)4頁がある。
- 2) 横島祐介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』(商事法務、1989年)133～134頁。本決定は報道には情報源が明示される場合のほか、報道内容から情報源を特定できる場合には公開に該当することを認める。「報道内容から情報源を特定できる」とは情報源が明示される場合と異なるとすれば具体的にどのような場合なのか明らかにする必要がある。
- 3) 三國谷勝範編著『インサイダー取引規制詳解』(資本市場研究会、1990年)107頁。現在では12時間ルールよりも上記適時開示が会社にとって迅速な公表手段として活用されている。穴戸善一＝大崎貞和『ゼミナール金融

- 商品取引法』(日本経済新聞社、2013年)280頁。
- 4) 横島・前掲注2)134頁。なお、本決定では争点となっていないが、12時間ルールについては公表主体だけではなく公表程度の問題も実務上は重要である。例えば、会社が重要事実にかかる事項を検討中であるという程度では、重要事実の内容が具体的に明らかにされたとはいえず、会社関係者と一般投資家との情報格差が解消されていないとされる。鈴木・前掲注1)5頁。
  - 5) 三國谷・前掲注3)111頁。
  - 6) 湯原・前掲注1)8～9頁。
  - 7) 黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」金法1866号(2009年)53頁、黒沼悦郎「判批」金法2001号(2014年)67頁、木目田裕＝上島正道監修『インサイダー取引規制の実務〔第2版〕』(商事法務、2014年)323頁。
  - 8) 松井秀征「判批」商事2018号(2013年)12頁、芳賀＝鈴木＝深沢・前掲注1)93～94頁、鈴木・前掲注1)5頁。
  - 9) 白井・前掲注1)1頁。
  - 10) 徳田安崇「注意喚起制度の概要」商事2035号(2014年)27頁。
  - 11) 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016年)429～430頁、神崎克郎「インサイダー取引の禁止(1)」金法1194号(1988年)16頁、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』(青林書院、2012年)1256頁。湯原・前掲注1)10頁では、会社の公表責任者が公表要件を満たしていないにもかかわらず、会社関係者が公表済と考えて株式の取引をする場合が挙げられている。
  - 12) 鈴木・前掲注1)5頁。
  - 13) 湯原・前掲注1)7頁。
  - 14) 黒沼・前掲注11)429頁。なお、平成25年改正では、公開買付け等事実の情報受領者に対する適用除外が定められ、情報が投資判断を行う上で有用性を失っている場合に買付けが許容されることとなった(法167条5項9号)。伝達を受けた情報の価値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた重要事実に基づいて投資判断をすることは想定されにくいからといわれる。古澤知之ほか監修『逐条解説 2013年金融商品取引法改正』(商事法務、2014年)143頁。インサイダー取引の形式的な規則について実質を考慮して修正する可能性を示すものである。

駿河台大学教授 王子田 誠