

〈論 説〉

金商法一六六条二項二号イに係る輕微基準と四号の關係に関する
若干の検討

堀 口 勝

1 はじめに

わが国においてインサイダー取引の規制が始まったのは、昭和六三年証券取引法改正により当時の一九〇条の二・一九〇条の三（現在の金商法一六六条・一六七条に引き継がれている）が新設されて以来のことである。一步先んじてインサイダー取引の規制を進めてきた歴史を有するアメリカを筆頭に、他の先進諸国でも同取引の規制が整備される中、直接的には昭和六二年に発生したタテホ化学工業事件（タテホ化学工業が財テクに失敗して巨額の損失を抱えた事実を公表する前日、取引銀行が持ち株をすべて処分し、同社役員・従業員も事前に保有する自社株を売却していたが、誰も法的責任を問われなかった）^{（1）}を契機に法整備が進められた。

わが国のインサイダー取引規制の特徴として挙げられる点は、不公正取引全般をカバーしているはずだった証券取引法五八条一項に基づくインサイダー取引規制は、同条が内部者取引の規制そのものを本来の目的としたもので

はなく、内部者取引の概念自体も明確とはいえないことから、同条の適用は難しいとの前提に立ち、インサイダー取引を形式犯として捉え、極めて個別具体的かつ詳細な規定を置いたところにある⁽²⁾。すなわち、構成要件が明確であることは、罰則として当然の要請であるが、特に今回のインサイダー取引の規制立法においては、投資家にとつ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ている。このことは、取引の法的安定性に寄与するとともに規制の実効性を確保するという観点からも有意義であると思われる。重要事実等についても、原則として投資判断に及ばず実際の影響を要件としない形で、法律および政省令において客観的にその範囲を規定していると、立法者が指摘するところであった⁽³⁾。

金商法一六六条は、第一項において、会社関係者であつて上場会社等に係る業務等に関する重要事実を、当該各号に定めるところにより知つたもの（会社関係者でなくなつた後一年以内のものを含む）は、当該業務等に関する重要事実の公表された後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引をしてはならない、と規定している。また、第三項においては、会社関係者から当該関係者が第一項各号に定めるところにより知つた同項に規定する業務等に関する重要事実の伝達を受けた者又は職務上当該伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に関し当該業務等に関する重要事実を知つたものは、当該業務等に関する重要事実が公表された後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をしてはならないと規定し、情報受領者による取引も規制している。

本稿では、字数の都合もあり、一六六条二項が規定する重要事実中の発生事実に関する二号イとこれに係る軽微基準および包括規定と目される同項四号の關係性について若干の考察を試みることにする。

2 昭和六三年証券法改正

金商法一六六条二項は、一号から四号の各場合に分けて規定しており、一号では、イ〜ヨにかけて会社の意思決定に係る決定事実、二号では、イ〜ニにかけて会社の意思とは関係なく生ずる発生事実、三号では、会社の決算情報、四号では、それ以外の重要事実を、それぞれ定めている。また、五号から八号にかけては、子会社に関する重要事実を規定している。なお、一号、二号（子会社に関する五号、六号も）に関しては、「投資者の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」（いわゆる「（4）軽微基準」）が置かれ、これを受けて取引規制省令一条の二、二条が、具体的な数値基準を定めている。

昭和二三年に制定された証券取引法五八条二項（現在の金商法一五七条一項）は、その内容が極めて抽象的であり、罰則を伴う規定でありながらその構成要件が不明確であるとして、インサイダー取引の規制に活用することは困難であるとされてきた。（4）他方、国際的にもインサイダー取引規制が強化される方向にある中、昭和六三年二月、証券取引審議会から「内部者取引の規制の在り方について」と題する報告書が出され、これに基づき、インサイダー取引規制の対象を明らかにするとともに、規制者の側にとって規制を実効的に運用できるよう、明確性および形式性を重視するという方針の下に、証券法一九〇条の二、一九〇条の三（現在の金商法一六六条、一六七条）が創設された。（5）

昭和二三年の証券法制定から昭和六三年改正まで約四〇年にわたり、わが国の証券市場で放置されてきたインサイダー取引を現実に取り締るにあたって、上記のような方針の下、重要事実も個別具体的に列挙するという方式が採用されるに至った。その内訳は、二項において、決定事実（一号）、発生事実（二号）、決算変動（三号）、包括条項

（四号）という形になって現れたのであった。

これだけであれば、後々どこまで話はややこしくならなかったであろうが、一号、二号に関しては、大蔵省令（現在は内閣府令）によりいわゆる軽微基準なるものが設定されたのであった。これは、決定事実、発生事実のうち軽微基準に該当するものは、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして、取引規制府令により重要事実から除外されるというものである。二項二号イにおける発生事実、すなわち「災害に起因する損害または業務の過程で生じた損害」に係る軽微基準についてみると、損害の額が、最近事業年度の末日における純資産総額の一〇〇分の三に相当する額未満であると見込まれる場合は、会社の財産または事業への影響の観点から軽微基準に該当し、当該情報は重要事実には該当しないこととなる（規制府令五〇条一号）。

3 判例の混迷

金商法一六六条二項二号イに係る軽微基準と同条四号に規定される包括条項の関係につき、裁判所の判断が下されたが、各審級で解釈が分かれた事例として、以下、日本商事事件につき検討する。同事件は、日本商事株を巡り同社製品の副作用情報を受領した医師が、インサイダー取引を行ったとされるものであり、インサイダー取引に関して初めて最高裁の判断が下された事例でもある。ちなみに、同社株を巡っては、証券取引等監視委員会により、同社関係者等三二名が刑事告発され、そのうち同人を除く二四名が略式命令を受けている。

(一) 日本商事事件一審判決(平八年五月二四日大阪地裁 最高裁判事判例集五三巻二号四四頁、判時一六〇九号

一五三頁、資料版商事法務一六三号二五五頁)

事実…皮膚科医院院長である被告人が、仕入先医薬品販売会社従業員から日本商事株式会社が開発、製造し、販売を開始してまもないユースビル錠に関する「重篤な副作用症例の発生、納入先への安全性情報」の伝達、出荷中止等に関する「文書を入手した。同社の株価上昇のもととなっていたユースビル錠につき副作用とみられる死亡例が発生したとの同社の運営、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の伝達を受け、同重要事実の公表により同社の株価が確実に下落するものと予想し、信用取引を利用して同社株を高値で売り付けた上、株価の下落後に反対売買を行つて利益を得ようと決意し、法定の除外事由がないのに、同重要事実の公表前に日本商事株一〇〇〇株を売り付け、もつて、同社の業務等に関する重要事実の公表がなされる前に、同社の上場株券の売買を行つた。

判旨…本件副作用情報に関するユースビル錠による前記副作用症例の発生に伴い日本商事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日本商事の責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一六六条二項二号イにいう「災害又は業務に起因する損害」に当たると解されるとしても、これが同条項所定の重要事実といえるためには、大蔵省令にいう「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一〇〇分の一に相

当する額未滿であると見込まれること」との、いわゆる「輕微基準」を上回る必要があるところ、日本商事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、証拠關係を検討してみてもその具体的な額を算定し得ない上、日本商事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確な証拠もない本件においては、右損害がこの「輕微基準」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、証券取引法一六六条二項二号イに該当の重要事実は認められない。

証券取引法一六六条二項四号にいう「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つて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とは、同項一号ないし三号と右四号の配列の仕方や同条項の立法趣旨に照らし、同項一号ないし三号（「輕微基準」を含む）に準ずる程度のものでして解するのが相当である。そして、これを、本件について検討すると、(一) 本件副作用はこの医薬品に対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上、期待した売上（収益）を得られない事態を招くのみか、今後ともに更に更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、しかも(二) 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を含む一般投資家にも見易い道理であつたといふべく、本件副作用情報は、証券取引法一六六条二項一号ないし三号に準ずる程度のものでして、同項四号にいう「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つて投資者の投資判断に著

しい影響を及ぼすもの」に当たると認めるのが相当である。

(二) 同控訴審判決(平九年一〇月二四日大阪高裁 高等裁判刑事判例集五〇巻三号一五五頁、判時一六二五号三頁、判
タ九六五号九二頁、資料版商事法務一六四号一五一頁)

判旨…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、その取引が処罰の対象となるか否か、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一六六項二項は、一号から三号までにおいて、典型的なものを具体的に列挙し、しかも、一、二号においては軽微基準を、三号においては重要基準をかからしめ、これらを省令で形式的に数値化して処罰の対象行為の基準を明らかにしており、その上で、四号において一ないし三号とは異なり、「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」という一般的・包括的な事項を規定している。この四号の規定の趣旨は、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、一ないし三号に加えて規定されたものである。したがって、四号は、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、一ないし三号は、それぞれ独立した構成要件であつて、四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らかといふべきである。このような立法趣

旨に照らしてみても、また、四号の冒頭にある「前三号に掲げる事実を除き」との文言からしても、四号は、一ないし三号に相応する事実ではあるが、同時に又は選択的に、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして四号に該当するというようなことはない。

そして、本件副作用情報は、まず個別条項である二号イにいう「災害又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、検察官が主張する四号の該当性の判断に先立ち、二号イをはじめ一ないし三号の該当性について検討しているところは是認できるが、二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、四号の該当性を更に検討するといった判断手法は、前示の一ないし三号と四号との關係からして、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断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からして問題であるといわなければならない。

(三) 同上告審判決(平一二年二月一六日第三小法廷) 最高裁判事判例集五三卷二号一頁、判時一六七一号四五頁、

判タ九九九号九六頁、金商一〇六七号二二頁、資料版商事法務一八二号二一六頁)

判旨：第一審判決が認定した本件副作用例の発生は、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、前記証券取引法一六六条二項二号イにいう「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側面を有する事実であることは否定し難い。

しかしながら、右副作用例の発生は、A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・評価される側面については、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、この面につきさらに同項四号の該当性を問題にすることは許されないとすべきである。しかしながら、前記のとおり、右副作用症例の発生は、同項二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、同項一号から三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四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、同項二号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのために同項四号に該当する余地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当たるとして公訴が提起されている本件の場合、同項二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、同項四号の該当性の判断に先立って同項二号イの該当性について審理判断しなければならない。

(四) 差戻後控訴審判決(平一三年三月一六日大阪高裁) 金商一一二三号二九頁、資料版商事法務二〇七号九七頁)

判旨…所論(一)が重要性の判断の対象自体について指摘するところは相当であり、原判決が、本件副作用発生事実が持つ重要性を、その後の株価のさらなる下落などと明確に区別して認定説示していることは、判文上明らかであるから、この点に誤りがあるとはいえない。さらにいえば、その後の株価大幅下落の事実そのものが、本件副作用発生事実が四号の重要事実と該当することを積極的に裏付ける一つの大きな間接事実とみ得ることは当然である。また、所論(二)の点は、一ないし三号が、典型的に、投資判断に影響を与え得る事実を類型化して規定されたのに対し、四号が、投資判断に影響を及ぼすという実質面に着目した包括的規定であると解されることに徴すると、四号の重要性判断においては、必ずしも二段階の要件を厳格に区別して判断することまで求められていたのではないと解されるから、原判決が、これを区別することなく総合的に判断したことに誤りはないといふべきである。

そして、原判決が、日本商事の資本金ほか人的・物的規模、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などを認定説示したところは、いずれも原判決挙示の証拠によつて優に肯認できるところ、このように、日本商事が長年にわたり多額の資金を投じて、実質的には初めて開発に成功し、他の競合する医薬品よりも薬効等で優れていると喧伝されたこともあって、皮膚科医からも、会社の内部においても大きな期待を寄せられていた製品で、日本商事株の高騰維持に寄与していたユースビル錠に、発売後わずか一か月で死亡例を含む副作用が発生したというのであるから、単に副作用症例の発生に伴つて発生する損害によつて同社の財産状態が悪化するこ

とは別に、これが同社の信頼性一般を大きく傷つけ、同社の今後の業務展開の変更を余儀なくさせ、それによって同社の財産状態悪化がもたらされるなど、極めて深刻な悪影響が見込まれることは見やすい道理であって、投資家の投資判断に著しい影響を与えることは多言を要すまでもないということができる。したがって、これと同旨の判断の下に、本件副作用発生事実が四号に該当すると判断した原判決は相当である。

4 考察

(一) 四号の趣旨

一号ないし三号までの規定において、重要事実について網羅的かつ詳細な個別具体的規定が置かれたのと並行して、包括規定である四号が置かれた趣旨としては、それ以外の会社の運営、業務又は財産に関する重要な情報であって、しかも実際に投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす、一ないし三号により規定され尽くせない性質のものをも取り込むためであるという立法者の説明がある。⁽⁶⁾ そのため、この四号の置かれた趣旨は、“前三号に掲げる事実を除き” という文言からも、一ないし三号には明記されていないが、将来新たに生じる事態に対処するためのあくまでも補完的な規定であるという理解もある。⁽⁷⁾ 一方、上記立法者の説明から、四号の射程範囲は必ずしも将来的に生じてくる可能性のある新たな形態のものに限定しているわけではなく、一ないし三号の射程から外れるものを捉えるための規定であるとし、一ないし三号の各規定と同様、四号もそれ自体独立した規定であると認め、一ないし三号を補完する規定ではないという理解もある。⁽⁸⁾ いずれにせよ、特に将来的に新しい形態の重要事実が登場して来たときに、立法の手当てを待たずとも対処することができるという効果を狙ったものという一面があると

思われる。

その点からすると、一審判決のように、本件副作用情報について二号イの適用の可否を検討し、損害が「軽微基準」を上回ると断定できないとして、その適用を否定した後で、四号の適用を肯定することは、同じ事実について二重に判断したことになるかという疑念を生ずることとなりはしないか。⁽⁹⁾この点に関しては、同条二項の一号から三号に列挙する事実該当するものとされる事実がそれらの規定に列挙する事実以外の側面を有する場合に、その側面に関して同条四号の下で重要事実とされることを排斥するものではないと解し、この点につき同一の事実であっても異なる側面からの判断がありうることを理由に本判決を支持する見解もある。⁽¹⁰⁾

本件副作用情報が二項二号イの規定する「災害又は業務に起因する損害」に該当することにより異論はないであろうが、軽微基準との関係をどのように捉えるかという重大な問題を内包すると考えられる。損害額が判明しない段階においても、それが軽微基準の定める額未満であることが明確でない場合（すなわち基準額以上である可能性がある場合）には、重要事実に当たると解する⁽¹¹⁾ならば、本件副作用情報を二項二号イに該当する重要事実と解することも不可能ではない。その方が規定の構造上無理がなく、明らかに投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微な場合だけを除外することが規定の趣旨にも合致する。それに対しては、具体的な損害額を算定しえない以上、それが軽微基準の定める額未満であることが明確かどうかも分からないという反論であろう。しかし、それを言うならば、二項二号イは、ある程度損害額がはっきりした段階でしか機能しない規定と見做すべく、本件副作用情報がそれ以前の段階で投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすものであることは、本判決の支持する通りであり、これを規制の対象にするためには、重要事実のバスケット条項といわれる四号にその根拠を求めざるをえないことになる。やむを得ない論理だとは思いますが、四号に依らざるをえなかったということは、インサイダー取引処罰の構成要件の客観化・

明確化のための証取法一六六項二項の手法に問題があることを示すものといえる。⁽¹²⁾

本件では、副作用情報に起因する損害はその大部分が将来発生するものであるだけに、損害の見込みには相当幅があり、見込みの幅の上限が軽微基準を超えていた可能性は高いと考えられる。⁽¹³⁾ 本件副作用情報が、二項二号イの「業務に起因する損害」に照らし、重要事実⁽¹⁴⁾に該当すると認められるかどうかを判断するに当たり、この「損害」の範囲をどのように捉えるべきか。逸失利益は損害に加算されないという見解が多くみられるが、この点で一審判決は、逸失利益を損害に含めて考えており、この考え方が正当と思われる。株価は将来の収益の期待を反映するものであるから、逸失利益を損害に含めて重要性を判断しないと、本件のようなケースにおいて重要事実を的確に捉えることができない。また、信用・イメージの低下は、取引先からの取引停止などの形で具体的にA社の損害となつて現れることが予想されるから、これを金銭評価して損害に含めることは可能であろう。⁽¹⁵⁾

(二) 一～三号の存在意義

規制開始に当たつての立法者の意図のひとつとして、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という観点が挙げられていたが、最高裁の判断に見られるような二面性、すなわち二号イによる損害の評価とは別の側面からの四号による損害の評価というものが成り立ちうるといふのでは、軽微基準の存在は、むしろ投資家が取引をして良いものかどうかを明確には判断しかねる一因となつてはいまいかという懸念が拭い切れない。ある取引が、違法性を帯びるのかどうかの数量的な線引きが、困難であるのは、一六六条二項一ないし三号に係る軽微基準が、後述のように、臨時報告書の提出事由から派生した尺度であり、当該事実が株価に与える影響を図る尺度として必ずしも合理的でなく、ある意味、無理を承知で、一

ないし三号に該当する事実とそうでない重要事実とで重要性の判断基準を使い分ける必要性に迫られることとなる可能性があることにある。⁽¹⁸⁾ そのように考えると、取引の時点での損害の確定的な額が算定できないしは困難という理由で、二項二号イならびに軽微基準の該当性が回避され、四号で審理されることになるのであれば、もはや同規定の存在意義が消失してしまふように思えてならない。

(三) 軽微基準の出自

ところで、二項二号イに係る軽微基準は、果たして、投資者の投資判断に及ぼす影響を量る尺度として適当なものなのだろうか。軽微基準の純資産額の百分の三（立法当初は総資産の帳簿価額の百分の一）という数値は、臨時報告書の提出事由である重要な災害の発生に係る基準をその範としたものであるとされる。⁽¹⁹⁾

臨時報告書の提出義務を負うのは、いうまでもなく、有価証券報告書提出会社であること、および、軽微基準の文言中「見込まれる」との表記は、客観的、合理的に予測されることをいうが、通常は、発行会社により合理的に予想されたということであり、経営計画等を策定する上で、設備投資その他のリスク、コストを計算するため、必要な関係データを収集してできる限り正確な売上高の予想あるいは損害の算定等を行うものと考えられるので、当該会社において算出された予想値等には通常合理性があると考えられるからであることから、「損害」の評価はあくまで会社がなすべきであり、⁽²⁰⁾ そうすると、会社により損害額が三パーセント以上になることが見込まれた場合のみ、二号イの該当性があり、⁽²¹⁾ そうでない場合は、二号イの適用の余地はなくなり、四号の適用可能性が浮かび上がってくることとなる。

なるほど、軽微基準の線引きを臨時報告書の数字に求めた点を抛り所と説明するのは、明快な理解だと評価でき

るが、臨時報告書があくまでも「災害による被害」を射程に置いているのに対して、軽微基準は、「災害に起因する損害」のみならず、「業務遂行の過程で生じた損害」をも射程に含めている点に留意する必要性が頭の片隅から拭い切れない。確かに、前者については、臨時報告書による情報開示と表裏一体の関係に立っていると理解することが十分可能だが、後者については、一概に同様の趣旨とも言い切れない歯切れの悪さが残ってしまうように思える。

臨時報告書の数字として三パーセントという線引きを設定したことは、会社が情報開示に当たって、不必要に手間を費やすことのないようにとの配慮が働き、投資者へ投資情報を提供するというディスクロージャー制度の使命がとの兼ね合いでこのようなラインに落ち着いたということであろうか。他方、軽微基準の方は、発生事実が投資者の投資判断に及ぼす影響の度合いを果たして十分に反映しているものと評価できるのであるか。

臨時報告書での開示のための基準と二項二号イに係る軽微基準とが、一〇〇%リンクしているのか、前者に後者の線引きを合わせた(求めた)ところに多少の疑問を感じざるを得ない。軽微基準に対しては、災害や業務に起因する損害が会社と与える影響とそれが実際に相場に及ぼすインパクトの間の因果関係が十分に反映されているのか、疑念が残るところである。

5 おわりに

軽微基準の文言からは、損害額は、必ずしも確定的なものである必要があるとは読み取れないように思える。取引の行われる時点での損害の見込み額を判断の尺度としており、裁判所が審理を行う時点での、事後的に確定された額ではない。現実の具体的な損害額は算定のしようがないという前提で、一審、上告審ともに、損害を

その内訳により二面性という区分を駆使して判断しているが、技巧的な解釈であるという印象を免れない。単純に軽微基準で判断しかねるからといって、四号に根拠を求めるため、損害の二面性を持ち出すのは妥当であろうか。軽微基準そのものに諸手を挙げて賛同するつもりは毛頭ないが、二号イに該当しうる事実（損害）につき四号を持ち出す手法を採用すると、形式要件とはいえ二号や軽微基準を置いた趣旨が没却されはしないかという懸念が残る。控訴審が指摘したように、可能な限り損害の見込み額を追求することでは、二号および軽微基準の存在意義は見出せないのではないか。

註

- (1) 神田秀樹・黒悦悦郎・松尾直彦『金融商品取引法コメンタール四不公正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務）一〇九頁。
山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣）二八五～二八六頁。
- (2) 横島裕介『逐条解説インサイダー取引と罰則』（商事法務研究会）一四頁。神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院）一二二七頁。
- (3) 横島前掲註（2）一六頁。
- (4) 神田・黒沼・松尾前掲註（1）一一〇頁。
- (5) 証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」ジュリスト九〇五号一〇六頁（一九八八）。竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（下）」商事法務二一四四号二頁（一九八八）。
- (6) 横島前掲註（2）一一九頁。
- (7) 神山敏雄「インサイダー取引規制に関する証券取引法一六六条二項一号ないし三号と四号の關係―日本商事株インサイダー取引事件控訴審判決」判例評論四八一（判時一六六一）号二二七頁、本件大阪高裁判決の中でも同様の趣旨が述べられている。

- (8) 芝原邦璽「日本商事株式インサイダー取引事件最高裁判決の検討」商事法務一五二五号五九頁。
- (9) 鳥袋鉄男「平成八年度重要判例解説」(ジュリスト臨時増刊一三三三号一〇八頁)。
- (10) 神崎克郎「日本商事事件の法的検討」商事法務一四四四号 一〇頁。
- (11) 横島前掲註(2) 九一頁。
- (12) 鳥袋前掲註(9) 一〇八頁。
- (13) 黒沼悦郎「新薬の副作用情報と内部者取引の重要事実―日本商事内部者取引事件」ジュリ一三三九号。
- (14) 河本一郎「インサイダー取引をめぐる最近の諸問題」インベストメント四八巻四号七頁、中村直人「日本商事事件とインサイダー取引対応の見直し」商事法務一三三二号八頁は、A社の直近事業年度の総資産額(簿価)は一七三億円であり、軽微基準はその一パーセントで約一億二千万円であるところ、事実が公表された一〇月一二日の段階では死者は三名であり、その損害賠償額が一億二千万円を超えていたかどうかは定かではないという。
- (15) 黒沼前掲註(13)は、さらに「実際、一審判決は、本件副作用情報により、期待した売上(収益)を得られない事態を招くと、今後とも更に判明するかもしれない副作用例の内容によってはA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ことは明らかであるとしている。二項二号に照らした場合に一審判決に欠けているのは、これらの損害を金銭評価して総資産の帳簿価額の一〇〇分の一と比較することであった。その作業は不毛かも知れないが、現行法の解釈としては避けて通ることができない。」と指摘している。
- (16) 横島前掲註(2) 一九頁。
- (17) 芳賀良「新薬に関する副作用症例の発生が証券取引法(平成五年法律第四四号)による改正前のもの」一六六条二項二号イに該当し得る余地が否定されないとされた事例」金商一〇七一号五八頁。
- (18) 黒沼前掲註(13) 一一三九号は、さらに「立法論としては重要事実の列挙をやめ、重要事実とは、「有価証券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」(EC内部者取引指令参照)と定義すべきではないかと考える。」と述べられている。

- (19) 横島前掲註(2) 九三頁。
- (20) 横島前掲註(2) 九一頁、平野龍一他編『注釈特別刑法・補卷二』二二八頁、芳賀前掲註(17) 五八頁。
- (21) 芳賀前掲註(17) 五八頁。

—ほりぐち まさる・法学部准教授—