

インサイダー取引規制の検討

——内部者が内部情報を「職務に関し知った」とされる場合——

萬 澤 陽 子

はじめに

I. 従来の解釈

1. インサイダー取引規制の趣旨
2. 「職務に関し」の解釈
3. 「知った」の解釈

II. 最三小決令和4年2月25日刑集76巻2号139頁

1. 事実
2. 決定要旨
3. 検討

III. 2つの下級審裁判例

1. 東京高判平成29年6月29日判時2369号41頁
2. 東京地判令和元年5月30日金判1572号14頁
3. 検討

IV. 令和4年最決の検討

おわりに

はじめに

ある会社（甲社）の取締役が、同社が業績の大幅な下方修正をすることを事前に「職務に関し」知って、それが公表される前に、甲社の株式を売却した場合、または、別の会社（乙社）の取引先の従業員が、同社が丙社を公開買付けすることを事前に「職務に関し」知って、それが公表される前に、丙社の株式を購入した場合、インサイダー取引に該当する（金融商品取引法166条、167条）。ここにいう「職務に関し知っ [た]」には、例えば、甲社取締役が取締役会に出席して当該情報を聞いた場合や、乙社取引先の従業員が乙社との取引に関連して当該情報を聞いた場合が含まれるが、それによってどの程度の情報を得れ

ば、「職務に関し知っ [た]」に当たるとされるのかは、それほど明らかなことではない。たとえば、甲社取締役が、同社の業績の下方修正自体の報告を受けていれば、当然肯定できるであろうが、もし、乙社取引先の従業員が、乙社による公開買付けに関する情報を得たものの、対象会社（丙社）の情報を欠いていた場合は、「職務に関し知っ [た]」となるであろうか。対象会社がわからなければ、そうは解されないであろうか。では、もしその対象会社が明らかでなくても、それ以外の情報から容易に推測できるような場合ならどうであろうか。容易には推測できないが、少し調査をすればその対象会社をある程度絞れるような場合だったらどうであろうか。

金融商品取引法 166 条 1 項は、会社と関係を有する者（その取締役、株主や取引先）が、内部情報（重要事実）を「職務に関し知った」（同 1 号、5 号）等、会社との関係性ゆえに「知った」場合に、当該会社の株式を取引することを禁ずる。また、同 167 条 1 項は、公開買付者と関係を有する者（その取締役、株主や取引先）が公開買付けの実施といった内部情報（公開買付け等事実）を「職務に関し知った」（同 1 号、6 号）等、公開買付者との関係性ゆえに「知った」場合に、当該公開買付けの対象会社の株式を買い付けることを禁ずる。

この「職務に関し知った」は、後述するように、従来、インサイダー取引規制の趣旨（内部情報を知りうるという、いわば特権的立場にある者が重要事実を知って取引等を行うことは一般投資者との関係できわめて不公平で、このような取引が横行すると投資家の市場への信頼を失わせてしまうことから、規制すべき¹⁾）から広く解釈すべきとされてきたが、これについて争われた裁判例はあまりなく²⁾、実際の事案でどういった場合に「職務に関し知った」とされるのか（あるいはされないのか）明確ではなかった。特に、上記のような、内部情報の一部を知って、他の足りない部分を自ら推測したり調査したりして補ったような場合の解釈については、ほとんど議論がなされてこなかった。

この点について論じた最高裁の決定が、令和 4 年 2 月 25 日に出された（最三

1) 本稿 I. 1. 参照。

小決令和4年2月25日刑集76巻2号139頁、以下、「令和4年最決」ということがある。)。これは、公開買付者と契約を締結していた証券会社の従業員によるインサイダー取引が問題となった事案で、具体的には、証券会社の従業員が公開買付け等事実を「職務に関し知った」か否かが論点となった。

本稿は、まず、令和4年最決を概観した後、近年出された2つの下級審裁判例を紹介し、それらとの比較検討を通じて、令和4年最決の意義および「職務に関し知った」の意味するところの考察を行いたい。

I. 従来の解釈

1. インサイダー取引規制の趣旨

立案担当者は、「一般投資家は、発行会社の内部にある投資判断に影響を及

-
- 2) 167条1項4号にいう「当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知ったとき」との関係で、同項6号の「その者の職務に関し知ったとき」について論じた事案として、東京地判平成15・5・2判タ1139号311頁がある。同判決は、「…公開買付者等と契約を締結している者等（4号）は、いずれもその地位や職務等からみて通常公開買付け等の実施に関する事実についての内部情報を知り得る立場にある者であるのに対し、同項5号〔現6号〕は、同項2号及び4号に該当する法人の役員等のうち、その地位や職務等からみて通常は公開買付け等の実施に関する事実についての内部情報を知り得る立場にはないものの、状況によっては、その者の職務に関してその内部情報を知ることがあり、その場合には情報受領者の立場にあるとはいえ、その者が2号又は4号に該当する法人の役員等という立場にあることに鑑み、同項1号ないし4号に該当する者と同様、公開買付者等関係者として処罰しようとした趣旨と理解される。」とし、契約の締結・交渉又は履行を補助する担当者が知ったときや、さらに、この担当者等からその職務上当該契約の締結若しくは交渉又は履行の状況等について報告を受ける立場にある上司や同僚等がその報告等の機会に知ったときは、(167条1項6号にいう「職務に関し知ったとき」ではなく、)4号にいう「当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知ったとき」に当たると解するのが相当と述べた。これらの解釈につき、学説も同様に解し（本稿Ⅰ.2参照）、166条1項5号（167条1項6号に相当）に当たるものとして、たとえば発行会社と証券の引受契約を締結している証券会社の引受部門の担当者（166条1項4号）から、当該発行会社の増資に関する重要事実を営業に利用するというで営業部門の担当者に流されたような場合が挙げられている。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年）42-44頁。

ばすべき事実については、会社が開示（公表）しない限りこれを知り得ない立場にあるのに対し、発行会社の役員など会社と一定の関係がある者は、そのような事実の発生に自ら関与しあるいはその立場によってそのような事実を知り得る場合があるのであるから、このような者が、当該事実を知って、その公表前に当該会社の有価証券の取引を行うことは、一般の投資家と比べて著しく有利となってきわめて不公平であり（公開買付者等一定の関係のある者が、公開買付け等の実施または中止に関する事実を知って…取引を行うことも同様である。）、このような取引が横行するとすれば、そのような市場は人々の信頼を失い、健全な投資家はそのような市場から退避することとなり、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言わざるを得ない。したがって、インサイダー取引は、そのような行為が投資家の証券市場に対する信頼を著しく損なうものであるという観点から規制する必要がある、そのような行為自体を処罰すべきものと考えられるのである。」と述べている³⁾。

学説でも、インサイダー取引規制の趣旨として、未公表情報を知り得ない一般投資家との間で不公平が生ずること、証券市場の公正性と健全性が失われ、市場に対する信頼を損なうことに求めており、同旨の理解がなされている⁴⁾。

2. 「職務に関し」の解釈

「職務に関し」は、上記のインサイダー取引規制の趣旨に基づき、以下の通り、広く解釈されてきている。

(1) 「職務」の解釈

「職務」とは、その者の地位に応じた任務として取り扱うべき一切の執務をいい、現に、具体的に担当している事務であることを要しないと解釈されている⁵⁾。

3) 横畠・前掲注(2) 9-10頁。

4) 河本一郎＝関要監修『逐条解説 証券取引法〔三訂版〕』（商事法務・2008年）1329-1330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）1212頁等。

(2) 職務に「関し」の解釈

これについては、学説上見解が分かれており、具体的に、①職務と密接に関連する行為により知った場合を含むが、その者の職務が当該重要事実を知りうのようなものでなければならぬとする見解、②有価証券の投資判断に影響を及ぼすべき特別な情報に自ら関与し、または接近しうる特別な立場にある者が、その特別な立場ゆえに重要な情報を知ったときとする見解、③その職務の実行に関して知る必要のある情報または知る立場にある情報を知った場合とする見解、④職務行為自体により知った場合のほか、職務と密接に関連する行為により知った場合を含むとする見解がある⁶⁾。いずれの見解も、その者が職務行為自体により知った場合に限定されず、職務と密接に関連する行為により知った場合も含むとする点で共通する。ただし、これらはいずれも規範としてはなお抽象的で、どの見解をとるか具体的な帰結が直接結びついておらず、個別の事案において、同一の見解に立ったとしても、事実関係の評価の仕方次第で、「職務に関し」知ったといえるかは結論が分かれ得る⁷⁾。したがって、実際は、いずれの見解に立つかというより、その者が会社との特別な関係ゆえに未だ一般投資者には知られていないような情報を有しているかどうかといった観点から常識的に判断していくことが求められると解されている⁸⁾。

例えば、上場会社等の各部署に郵便物を配布する業務に従事している職員が、配布途中に(勝手に)開封して中身を見て未公表の重要事実を知った場合は、(封筒の中身を見ることは本来職務ではないが、封筒を自分の占有下に置くことは職務の一部であり、職務と密接に関連する過程で重要事実を知ったことになる)といえ「職務に関し」に該当するが、配布業務中にある部署の机の上の極秘書類を偶然みて重要事実を知った場合は、(配布先の職務に首を突っ込むこと

5) 横畠・前掲注(2) 36頁。

6) 松本真輔『最新インサイダー取引規制』(商事法務・2006年) 45頁。

7) 松葉知久「情報受領者によるインサイダー取引事案の諸論点」商事法務2010号15,16頁(2013年)。

8) 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年) 17頁。

はその職員の職務とはいえないから）「職務に関し」に該当しないとされる⁹⁾。これについて、役員等がその職務の内容として内部情報を知りうる立場にあることに直接起因して未公表の重要事実を知った場合（前者）は規制対象としてよいが、単なる物理的アクセスを通じて他の部署の内部情報を知ったにすぎない場合（後者）には、かかる売買を許しても投資家の信頼を損なわないとして規制対象とはならないと説明される¹⁰⁾。もっとも、後者のような場合でも、当該役員等であるからこそ偶然見ることできるとして職務関連性を肯定すべきとの見解もある¹¹⁾。結局、法が「関し」という外延不明な文言を用いている以上は、インサイダー取引規制の趣旨に立ち返って考えていく必要があり、前述の規制趣旨に基づいて、「関し」について合理的な限定解釈をする必要がある¹²⁾。

重要事実を知った方法（誰から聞いたなど）は、職務に関し知ったものであれば、問わないと解されている¹³⁾。

3. 「知った」の解釈

「知った」も、上記のインサイダー取引規制の趣旨に基づき、広く解されている。

具体的に、学説では、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要事実の内容の一部を知った場合も、職務に関し「知った」と解すべきとする¹⁴⁾。そのような事実の一部であれ、その職務に関し知った会社関係者は、会社が開示（公表）

9) 内部者取引規制研究会『一問一答インサイダー取引規制』（商事法務研究会、1988年）131, 132頁。

10) 河本一郎＝龍田節＝神崎克郎＝芝原邦爾＝江頭憲治郎＝森本滋『〔座談会〕証券をめぐる不正取引の検討〔第1回〕——インサイダー取引規制の諸問題——』商事法務1160号6、17-21頁（1988年）、木目田裕＝上島正道『インサイダー取引規制の実務〔第2版〕』（商事法務・2014年）62頁〔山田将之＝八木浩史〕。

11) 黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」金法1866号42、49頁（2009年）。

12) 木目田＝上島・前掲注（10）61頁〔山田将之＝八木浩史〕。

13) 横畠・前掲注（2）36頁。

しない限りそのような事実の一部すら知り得ない一般投資家との関係において、特権的立場に立つものであるからとする¹⁵⁾。

このように、「職務に関し知った」は、インサイダー取引規制の趣旨にそった形で、すなわち、内部情報を知りうるという他の投資家と比べて特権的立場にある者が内部情報を知って取引等を行うことは一般投資家との関係できわめて不公平か否かという観点から、解釈すべきことが強調されてきたように思われる。

では、「職務に関し知った」について解釈した令和4年最決を、以下紹介する。

Ⅱ 最三小決令和4年2月25日刑集76巻2号139頁

1. 事実

(1) 概要

これは、A証券株式会社（以下「A社」という。）の従業員のBらが、株式会社C（以下「C社」という。）とのファイナンシャルアドバイザー契約の締結に関し知った、C社の業務執行を決定する機関において、株式会社D（以下「D社」という。）の株券の公開買付けを行うことについての決定をした旨の公開買付けの実施に関する事実（以下、「本件公開買付け等事実」という。）を、平成28年7月27日頃、被告人Yが、その職務に関し知ったところ、知人のEにあらかじめD社の株券を買い付けさせて利益を得させる目的で、本件公開買付け等事実の公表前にEに対して同事実を伝達し、Eにおいて、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前である同月28日から同年8月3日までの間、D社株券合計29万6000株を代金合計5326万8100円で買い付けたとされた事案である。

本件公開買付け等事実は、A社従業員（F部に所属していた）のBらが、A社とC社間のファイナンシャルアドバイザー「契約の締結…に関し」（法

14) 横畠・前掲注(2)35頁。

15) 横畠・前掲注(2)35頁。

167条1項4号）知り、その後同じくF部のYがその「職務に関し」知って（同6号）、Eに伝達した（法167条の2第2項）とされたところ¹⁶⁾、争点は、Yがその「職務に関し」知ったか否かであった。

（2）事実の経緯

本件で、Yが実際どのように本件公開買付け等事実を知るに至ったか、少し詳細にみてみよう。

（1）C社の業務執行を決定する機関は、本件公開買付けを行うことについての決定をし、平成28年7月11日、C社はA社との間で本件公開買付けの実施に向けた支援業務の提供を受けることを内容とするファイナンシャルアドバイザー契約を締結して、A社のF部（以下「F部」という。）がその業務を担当していた。F部では、ジュニア（上司の指示を受けて業務に従事する下位の実務担当者）のBを含むA社の従業員数名が本件公開買付けに係る案件を担当し、Bらは、上記契約の締結に関し、本件公開買付けの実施に関する事実を知った。F部に所属する従業員は、担当案件の公表前情報が担当外の従業員に知られないようにするため、発言に注意し、案件名等については社名が特定されないような呼称を用いることとされており、本件公開買付けに係る案件は「Infinity」と呼ばれていた。また、F部では、上司がジュニアの繁忙状況を把握できるようにするため、ジュニアは、担当業務の概要をF部の共有フォルダ内の一覧表（以下「本件一覧表」という。）の各自の欄に記入することとされており、F部に所属する従業員であれば本件一覧表にアクセスできた。

（2）Yは、F部のジュニアであり、本件公開買付けに係る案件の担当ではなかったが、以下の方法で、本件公開買付けの実施に関する事実を知った。

16) 本文記載の通り、本件で内部情報を知ったとされるYは自分で取引したわけではない。知人Eにその情報を伝達したにすぎない。しかし、その場合でも、Yがその情報を「職務に関し知った」なら、法は、Yが他人に対して利益を得させる目的で伝達することを禁ずるのである（金商法167条の2第2項）。

- (i) Yは、平成28年7月27日までに、本件一覧表のBの欄を閲覧し¹⁷⁾、BがInfinity案件を担当しており、同案件は、A社とファイナンシャルアドバイザー契約を締結している上場会社が、その上場子会社の株券の公開買付けを行い、完全子会社にする案件であるという事実を知った¹⁸⁾。
- (ii) Yは、同月27日、自席において、Bが、その席で電話により上司との間でInfinity案件に関する通話をする（午後7時12分から18分までの5分間余りであった）中で、不注意から顧客の社名として「C」と口にするのを聞き、Infinity案件の公開買付者がC社であるという事実を知った（Yは、Bと同じ室内で執務しており、電話で通話中のBの発言を聞き取ることができたところ、Yは、Bの通話が始まった直後から、インターネットでCやDに関する検索や閲覧をした（具体的には、午後7時13分から「C」「C」「C有報」で検索、午後7時20分から「C 子会社」「C 子会社 上場」で検索、次いで、ウィキペディアのCの項目を閲覧、午後7時21分から「D 株価」で検索、次いで、Dの株式の価格が記載されたサイトを閲覧した））。
- (iii) その後、Yは、インターネットで検索してC社の有価証券報告書を閲覧し、関係会社の中で上場子会社はD社のみであることを確認し（B通話中の午後7時14分からCの有価証券報告書を閲覧し、その関係

17) 原判決の認定したところによると、7月22日午後4時台に2回、27日午後3時台に数回閲覧している。

18) 原判決の認定したところによると、本件一覧表には、Bの担当する本件案件につき、「プロジェクト名・△△」「種類・M&A」「親子上場解消、完全子会社化、親会社側FA」という記載がされていた。FAとはファイナンシャルアドバイザー契約を意味しており、以上の記載により、Bは△△というプロジェクト名の案件を担当しており、同案件は、AとFA契約を結んでいる上場会社が、同じく上場会社である自社の子会社の株式の公開買付けを行い、これを完全子会社にする案件であることが認識可能であった。また、本件一覧表には、同月27日午後3時台の閲覧までの間に、本件公開買付けの公表予定日が8月3日であることも記載された。

会社の状況の項目には、Cが52パーセント余りの株式を有している上場子会社としてDが記載されており、かつ、同項目にはほかにCによる公開買付けの対象となり得る子会社は記載されていなかった）、本件公開買付けの対象となるのはD社の株券であるという事実を知った。

原判決（大阪高判令和2・12・18 LLI/DB L07520716）は、Yが本件公開買付け等事実を「聴務に関し」知ったことを肯定し、金融商品取引法197条の2第15号、167条の2第2項（167条1項6号）を適用した第1審判決（大阪地判令和2・6・8裁判所 Web〔平成30年（わ）第4857号〕）を是認した。

これに対し、Yは、公開買付け等事実の一部を職務に関し知った場合にも法167条1項6号を適用できると解した原判決の解釈は、日常的に株式市場等の情報を収集分析するなどの業務を行っている証券会社の従業者にとって処罰範囲が不明確となると主張した。

2. 決定要旨

上告棄却。

「F部に所属するA社の従業者であったYは、その立場の者がアクセスできる本件一覧表に社名が特定されないように記入された情報と、F部の担当業務に関するBの不注意による発言を組み合わせることにより、C社の業務執行を決定する機関がその上場子会社の株券の公開買付けを行うことについての決定をしたことまで知った上、C社の有価証券報告書を閲覧して上記子会社はD社であると特定し、本件公開買付けの実施に関する事実を知るに至ったものである。このような事実関係の下では、自らの調査により上記子会社を特定したとしても、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという金融商品取引法の目的に照らし、Yにおいて本件公開買付けの実施に関する事実を知ったことが同法167条1項6号にいう『その者の職務に関し知ったとき』に当たるのは明らかである。」

3. 検討

このように、YはBの担当するInfinityの案件に強い関心をもち（原判決によると、YがEに利益を得させる目的で金融商品取引に関する公表前の情報を探索していたことはY自身も認めている）、本件一覧表を数回にわたって閲覧し（これにより、Infinity案件が、ある上場会社がその上場子会社に対する公開買付けを行う内容のものであることを知った）、その内容を探るために、インターネット検索等をしていたところ、Bの本件公開買付けの実施に関する通話のなかで不注意な発言を自席で聞いて（これにより、当該上場会社が「C」であることを知った）、それに基づいてさらにまたインターネット検索等をし（この際、C社の有価証券報告書を閲覧して、当該上場子会社が「D」であることを知った）、本件公開買付け等事実を知ったとされた。最高裁は、このような状況のもとでは、Yが「自らの調査により上記子会社を特定したとしても…『その者の職務に関し知ったとき』に当たる」とした。

I. で見たような従来の解釈からすれば、Yが「職務に関し知った」に当たるとは明らかなように思われる。なぜなら、Yは、特権的立場ゆえに公開買付け等事実を知ったのであり、そのような者が取引等（知人に知らせることも含め）を行うことは、事実を知り得ない一般投資家との関係で極めて不公平と考えられるからである。問題となり得るとすれば、Yが特定の者しかアクセスできない社内資料等から得られた本件公開買付けに関する情報には、対象会社がどこであるかの部分を欠いており、Y自らの調査でその部分を埋めたということであろう。このような特権的立場ゆえに得られた内部情報（すなわち、法の規制する重要事実・公開買付け等事実）だけでは十分ではないところを、自らの調査等、それ以外の経路から得られた情報・噂で補ったようなとき、言い換えれば、（上場会社や公開買付者に由来する未公表の）内部情報と、それ以外の情報（すでに公表されている情報や生じている事象、それらを分析することによって得られた情報）を組み合わせたときに、「職務に関し知った」と解釈されるのはどのような場合であろうか。

これについて、令和4年最決前に判断を示した2つの下級審裁判例がある。

それらを紹介し、学説の動向も踏まえながら、令和4年最決の判断の意義について検討する¹⁹⁾。

Ⅲ．2つの下級審裁判例

1. 東京高判平成29年6月29日判時2369号41頁

(1) 事実の概要

コンサルティング業務や資産運用に関する情報提供等を業とする株式会社の代表取締役であったX（原告・被控訴人）において、G証券会社の機関投資家営業二部営業員Jから、同人がその職務に関し知った重要事実（H社の公募増資）の伝達を受け、上記事実の公表日（平成22年9月29日）前に、H社株式を売り付けたことが、法166条3項に違反するとして、平成25年6月27日付で課徴金納付命令を受けたことにつき、Xが本件決定の取消しを求めたものである²⁰⁾。

上記重要事実とは、G証券の引受部門のIが、H社との間の引受「契約の締結…の交渉…に関し」知り（法166条1項4号）、その後Jがその「職務に関し」知って（同項5号）、Xに伝達された（同3項）と主張されたところ、(i) Jが上記重要事実を「職務に関し」知った（法166条1項5号）か、(ii) XらがJから上記重要事実の「伝達を受けた」（法166条3項）か、が争点となった（この事案では、(i) が否定されており、(ii) は検討されていない）。

課徴金納付命令の決定（平成24年度（判）第10号）は、下記の（ α ）（ β ）を挙げてこれを肯定していた。すなわち、（ α ）Jは、平成22年9月中旬から

19) 令和4年最決の判例評釈等として、弥永真生「内部者取引をめぐる近時の裁判例を考える——イトーキ事件、モルフォ事件からみえてくるもの」ビジネス法務7号（2022年）88頁、浅井弘章「判批」銀行法務21883号（2022年）67頁、大山徹「判批」刑事法ジャーナル73号（2022年）160頁等がある。

20) 本文記載の通り、本件で内部情報を知って取引したとされたXは、その情報をJから得ていた。Xのインサイダー取引（166条3項違反）が肯定されるためには、Xに情報を伝達したJが内部情報を「職務に関し知った」とされる必要があることから、ここでも「職務に関し知った」かが争点となっている。

下旬ころ、G証券の証券アナリストでH社のカバレッジを担当していたK（同月15日頃には本件公募増資を認識していた）に対して、H社の噂が出ているが、資金はどうするのかなどと聞いたところ、Kは、可能性は否定できない、やっってもおかしくないなどと答える一方、他社については公募増資の実施を否定するような言動を示していたこと、(β) Jが、同月下旬ころ、G証券の機関投資家向け営業部門において公募増資等のファイナンス案件に関する部内の取りまとめ等を行う募集担当を務めていたLに対して、同月29日に機関投資家との食事の予定を入れることについて確認をすると、同人から、同日に何かがあるかもしれない、規模は大きいかもしれないなどと言われ、さらに、9月22日から24日ころ、Lに対して、同月27日の週の休暇取得の可否を問い合わせたところ、同人は、その週は忙しくなりそうである旨回答したこと、である。

原審は、Xの本件請求を認容し、本件決定を取り消した。Y（国。被告・控訴人）が控訴した。

(2) 判旨

控訴棄却。

「上場会社等の契約締結の交渉中の法人等の他の役員等がその者の職務に関し重要事実を知ったとして法166条1項5号に該当するというためには、その者が職務に関し重要事実を構成する主要な事実を単に認識したというだけでは足りず、その者を会社関係者と位置づけることを正当化する状況、すなわち、その方法や態様等を問わないものの、当該契約の締結若しくはその交渉をする役員等が知った重要事実が法人内部においてその者に伝播したもの（流れて、伝わったもの）と評価することができる状況のもとで重要事実を構成する主要な事実を認識した場合であることを要するもの」〔下線筆者〕と解するのが相当である。」そこで、「Jに対し、KまたはLから本件重要事実が伝播したものと評価できるか否かを検討する」。

Kの回答（上記（α））について、「その言い方や文脈（前後の会話の内容）等によっては、H社が本件公募増資を行うことについての決定をした可能性を

積極的に示唆し、あるいは暗にその可能性を伝えるものと評価できることもあり得るではないが、Kがどのような趣旨で上記回答をしたのかは、Kに対する質問調書にも全く記載がなく（そもそも、調査官はそのような質問すらしていない。）、Jに対する質問調書にも、その前後の会話内容等やKに尋ねた趣旨、Jの受け止め方についてはほとんど記載がないから、Kの上記回答は、H社の公募増資の可能性について肯定も否定もしなかったというにとどまるものというほかなく、H社が本件公募増資を行うことについての決定をした可能性を積極的に示唆し、あるいは暗にその可能性を伝えるものであったとは認められない。」

Lの回答（上記（β））について、これによって本件重要事実がJに伝播したというためには、「少なくとも、上記回答が、Lが本件公募増資についてイン登録された〔筆者注：この時点でLが本件重要事実を知ったことが認められている〕後に行われた必要があるが、両者の先後関係を示す確な証拠はなく、Lは、Jが飲み会の設定の可否を細かく聞いてくるので、これには情報が漏れないように警戒していたというのである…から、Lが、イン登録後に、本件重要事実を念頭に置きながら上記回答をしたとは考えにく」く、K、LからJに本件重要事実が伝播したことは認められない。

2. 東京地判令和元年5月30日金判1572号14頁

（1） 事案

投資運用会社であるX（原告）のファンドマネージャーであるM及びN（以下「Mら」という。）において、T証券会社のセールストレーダーOから、同人がその職務に関し知った重要事実（P社の公募増資）の伝達を受け、上記事実の公表日（平成22年8月24日）前に、P社株式を売り付けたことが、法166条3項に違反するとして、平成26年12月26日付で課徴金納付命令を受けたことにつき、Xが本件決定の取消しを求めたものである²¹⁾。

上記重要事実とは、T証券の株式資本市場部（以下、「ECM部」という。）の従業員Qらが、P社との引受「契約の締結…の交渉…に関し」知り（法166条

1項4号)、その後Oがその「職務に関し」知って(同項5号)、Mらに伝達された(同3項)と主張されたところ、この事案でも、(i) Oが上記重要事実を「職務に関し知った」(法166条1項5号)か、(ii) FらがJから上記重要事実の「伝達を受けた」(法166条3項)か、が争われた(本件では、(i) が否定されているものの、(ii) が検討されているが、ここでは扱わない)。

課徴金納付命令の決定(平成25年度(判)第29号)は、以下の3点を挙げてこれを肯定していた。すなわち、(α) Oは、平成22年6月頃以降、社内の株式営業部門のマネジメント陣から、夏季休暇の取得時期を事前に申請するよう指示されたり、同月1日から同年7月1日までの間に、国内機関投資家向け営業の責任者であった株式営業部門のRから、夏季休暇を取得しないよう言われたこと、(β) 同年7月中旬頃、社内ミーティング等で、RからS社の公募増資は前哨戦であり、次は落とせない旨、顧客とのつながりを確保しておくべき旨、同業他社との競争に負けるわけにはいかない旨などを聞いたこと(この頃OはP社の公募増資の噂を聞いており、翌月頃、T証券が引き受ける公募増資案件が控えていると思ったこと)、(γ) 同年7月中旬頃、ECM部の従業員から、Oに対し、数日間にわたり継続してP社株式のフロー照会(ある銘柄の売買において、どのような投資家がどの程度の量の売買を行ったのかについての照会)がなされ(継続してフロー照会を受けた銘柄は、P社とメガバンク銘柄以外になかった)、ECM部がP社に強い関心を持っており、本件公募増資の引受けを受託しようとしている動きであることは、容易に予想できたこと、である。

(2) 判旨

本件処分取消しについて、請求認容。

21) 平成29年東京高判同様、本件で内部情報を知って取引したとされたX(M, N)は、その情報をOから得ていた。Xのインサイダー取引(166条3項違反)が肯定されるためには、Xに情報を伝達したOが内部情報を「職務に関し知った」とされる必要があることから、ここでも「職務に関し知った」かが争点となっている。

重要事実を「その者の職務に関し知った」（法166条1項5号）ことが争われている対象となる者が、証券会社の従業員である場合には、日常的に、上場会社等に関わる情報収集や市場状況の分析といった業務活動を通じて、収集した情報等の分析に基づく推測を得たり、市場関係者等の間における噂を聞くなどして、契約担当役員等（同項4号に当たる、契約の締結やその交渉等に関与した者、以下同様）とは別の経路から重要事実に関する何らかの情報を入手することもあり得、これら情報から重要事実を知ったとしても同項5号による取引制限の対象には当然当たらない。

そういった「別の経路から重要事実に関する何らかの情報を入手した場合において、金商法166条1項5号による取引制限の対象に当たるというためには、当該別経路による情報だけでは重要事実を知ったというのに十分でなかったものが、契約担当役員等との直接又は間接の職務上の関わり合いを通じて得られた情報（内部情報）を加えたことにより重要事実を知るに至ったと認められることが必要であり、例えば、別経路による情報は単なる推測や噂にとどまるものであったが、内部情報によりこれが確実なものであると裏付けられた場合などは、これに当たるものというべき〔下線筆者〕である」。そこで、Oが、契約担当役員等であるECM部の従業員（同項4号）との直接又は間接の関わり合いを通じて得られた情報（内部情報）により、上記重要事実が確実なものであると裏付けられたといえるかについて、検討する。

ECM部によるフロー照会（上記（γ））は、ECM部の従業員が、平成22年7月中旬頃、具体的にいつ、何回にわたり、Oに対するフロー照会をしたかは、証拠上明らかでなく（むしろ他の時期には集中的なフロー照会がなされたことが認められている）、P社については、公募増資の話が出始めた平成20年10月頃から、株価が大きく変動したときなどにその要因を調査していたことから、P社株についてフロー照会があるというだけでは、本件公募増資の実施が確実であることと直ちに結び付く情報であるとは言えない。

また、株式営業部門による夏季休暇の取得に関する指示・発言（上記（α））は、いずれも本件公募増資に関する平成22年7月6日のキックオフミーティン

グの前にされたものである上、株式営業部自体が、公募増資の公表まで当該情報に接することのできない情報隔壁の外に置かれたものであるから、かかる株式営業部の従業員の言動から得られる情報をもって、本件公募増資の実施について確実なものであると裏付けられたということとはできない。

さらに、Rの発言（上記（β））も、公募増資の公表まで当該情報に接することのできない情報隔壁の外に置かれた部署の者によるものである上、内容的にも、買取引受のシェアが少ないS社増資においても積極的な営業活動を行うよう関係各者を鼓舞するため、過去に実際、受注競争に大きく負けたことを引き合いに出したにすぎないと見ることもできるものであり、同様に否定される。

3. 検討

このように、東京高判平成29年6月29日判時2369号41頁（以下、「平成29年東京高判」という。）および東京地判令和元年5月30日金判1572号14頁（以下、「令和元年東京地判」という。）では、いずれも、証券会社の従業員が、業界内におけるH社またはP社が公募増資を行うといった噂を聞き、その真偽を確かめるために、契約担当役員等（166条1項4号、上場会社に由来する内部情報を知る立場の者）に積極的に接触したり、その言動を注意深く観察していた。すなわち、証券会社の従業員JやOが、（上場会社や公開買付者に由来する未公表の）内部情報と、それ以外の情報（すでに公表されている情報や生じている事象、それらを分析することによって得られた情報）を組み合わせていたことをもって、重要事実を「その者の職務に関し知った」（法166条1項5号）と解されるかが問題となった。

これについて、どういった解釈が示されたのか、以下、検討する。

（1）「職務に関し」につき、意思的な情報伝達は必要か

平成29年東京高判で原告（J）は、重要事実を「職務に関し知った」といえるためには、「その者が役員等である法人の他の役員等〔166条1項4号〕が重

要事実を当該会社関係者に『伝達した』又は『流した』といえることが必要…」であり、「同号〔166条1項5号〕の会社関係者が他の役員等〔166条1項4号〕を一方的に調査して得た情報は、『伝達された』又は『流された』といえない」と主張していた（以下、「情報伝達要件説」という。）。

すなわち、Jは、H社の公募増資について、社内の証券アナリストであるKや機関投資家向け営業部門において募集担当を務めていたLに対して、スケジュールの確認やH社の噂について聞いているが、それは、契約担当役員等から「伝達された」又は「流された」ものではないから、166条1項5号の「職務に関し知った」に当たらないとしていた。

これについて、平成29年東京高判は、「その方法や態様等を問わないものの、当該契約の締結若しくはその交渉をする役員等が知った重要事実が法人内部においてその者に伝播したもの（流れて、伝わったもの）と評価することができる」ことを求めており、「伝播」を要求したところ、この「伝播」は、伝達意思に基づく情報伝達行為を要求するのかが問題となった²²⁾。

これを肯定する見解は、その根拠として、平成29年東京高判のKの回答について判断した箇所を挙げ（本稿212頁参照）、「Kがどのような趣旨で上記回答をしたのかは、Kに対する質問調書にも全く記載がなく」、「H社が本件公募増資を行うことについての決定をした可能性を積極的に示唆し、あるいは暗にその可能性を伝えるものであったとは認められない」と述べた部分を引用し、伝播を否定したとする^{23, 24)}。そして、意思的な伝達行為を求める情報伝達要件説は、インサイダー取引規制の趣旨に沿うものとは言えず、支持できないと批判する²⁵⁾。

この点、平成元年東京地判は、「契約担当役員等〔166条1項4号〕との直接又は間接の職務上の関わり合いを通じて得られた情報」であれば、「職務に関し」

22) 166条3項にいう「会社関係者…から…伝達を受けた者」の解釈については、会社関係者が当該業務等に関する重要事実を伝達する意思で実際にその伝達行為を行い、その結果伝達の対象となった者が当該重要事実を知った場合に、それに該当すると解される。横畠・前掲注（2）122-123頁。

知ったを肯定し得ることを認めている。すなわち、意思的な情報伝達行為は必要ないとの立場をとるもので、学説でも妥当と判断されている²⁶⁾。もっとも、令和元年東京地判は、「少なくとも情報の発出・流通が当該〔契約〕担当役員等に帰因することが求められている点」で、平成29年東京高判のとした「伝播説」と異ならないと解されている²⁷⁾。

(2) どのような場合に「知った」に当たるか

平成29年東京高判では、(契約担当役員等の知った重要事実が「伝播」した状況で)「重要事実を構成する主要な事実」の認識を求めているのに対し、令和元年東京地判ではより広い射程で捉え、契約担当役員等による経路とそれとは別の経路による情報を組み合わせて、「別経路による情報は単なる推測…にとどまるもの…が、内部情報により…确实…と裏付けられた」なら「知った」

23) 陳宇「判批」法学研究92巻2号95, 102-103頁。また、湯山智教「判批」ジュリスト1529号108,110頁も、規範としては意思的な伝達行為を求めているが、事実認定の過程ではその影響を相当に受けているように解されると述べ批判する。

24) 判旨は、Kの回答が「その言い方や文脈(前後の会話の内容)等によっては、H社が本件公募増資を行うことについての決定をした可能性を積極的に示唆し、あるいは暗にその可能性を伝えるものと評価できることもあり得なくはない」として、「Jに対し、K…から本件重要事実が伝播した」につき、その検討要素の1つとして上記のKの回答の趣旨を検討し、さらに「その前後の会話内容等や〔Jが〕Kに尋ねた趣旨、Jの受け止め方については〔Jに対する質問調書に〕ほとんど記載がない」ことにも言及し、JとKの前後の会話内容やJ側の意図、Kの発言をJがどう受け止めたのかも考慮した上で、「Kの上記回答は、H社の公募増資の可能性について肯定も否定もしなかったというにとどまるものというほかに、H社が本件公募増資を行うことについての決定をした可能性を積極的に示唆し、あるいは暗にその可能性を伝えるものであったとは認められない」と判断したようにも思われ、必ずしも意図的な情報伝達行為を求めたものではなかったとの解釈も可能なのにも思われる。なお、大山・前掲注(19)166-167頁は、情報伝達要件説について、詳細な興味深い分析を行なっている。

25) 陳・前掲注(23)103頁。また、段磊「本件原審判批」ジュリ1508号124, 126-127頁、湯山・前掲注(23)110頁等も同様に批判する。

26) 松尾健一「判批」金法2145号55, 56頁。

27) 行澤一人「判批」ジュリ1544号108, 109頁。

とされると論じられた²⁸⁾。

平成29年東京高判におけるJや令和元年東京地判におけるOは、H社やP社の公募増資の噂を聞き、その真偽を確かめるために、契約担当役員等といった重要事実を知る立場にあったK、L、ECM部の従業員から情報を得ようとしていたところ、令和元年東京地判が、平成29年東京高判より広く、重要事実の一部もしくは断片的なものでも組み合わせることで推測を確信に変えるなら「知った」となるとしたことは、こうしたJやOを規制対象に含めることができるようになり、学説でも評価されている²⁹⁾。

他方で、確実に至らなくてもその認識を強めたなら「知った」とすべきとの批判がなされている³⁰⁾。この批判の理由として、令和元年東京地判の事案におけるOは一般投資家には知り得ない情報にアクセスできる「特権的立場」に立ち、実際、契約担当役員等であるECM部と積極的にコンタクトを取っており、「直接的に内部情報を照会できるような関係」にあったと推認されることを挙げ、そうした状況では、本件公募増資が確実にまでいかなくても、「より強く認識するに至った」と強く推認され、規制対象に含めるべきとする³¹⁾。

確かに、業界内の慣習や業界内の人間なら通常有する認識、契約担当役員等

28) 平成29年東京高判は、法166条1項にいう「知った」について、「会社関係者が法人内の複数の断片的な情報を取得しそれらを組み合わせることによって重要事実を認識するに至った場合であっても」肯定されるべきとの控訴人(Y)の主張に対し、「Yのいう複数の断片的な情報には、上場会社等に由来しない法人内部の事実や、重要事実とは関係がないような事実も含み得るものであって、しかもそれを組み合わせることによって認識するというのも、金融商品取引市場に流布する噂、当該上場会社の業績、開示情報、株価の動向、証券アナリストの分析、予測等の外部情報の収集力や分析力といった営業員個人の資質に左右される主観的な推測との区別を曖昧なものとし、客観性、明確性に欠けるものであり、上記の程度の認識をもって『知った』に当たると解することは、法…の趣旨に沿うものとはいえない」と論じた。このように、重要事実の一部の伝播と市場情報などを組み合わせることで総合的に重要事実を認識することでは「知った」とはならないとしたことを学説では批判していた。湯山・前掲注(23)111頁、松尾・前掲注(26)57頁等。

29) 行澤・前掲注(27)109頁、湯山智教「判批」ジュリ1545号99,101頁。

30) 湯山・前掲注(29)101頁。

との関係性等から、平成29年東京高判の事案におけるJや令和元年東京地判におけるOが、重要事実の認識に結びつく可能性のあるヒントやシグナル（示唆情報等³²⁾）をくみ取り、内部情報に近い内容を知ることあり得ること等に鑑みると³³⁾、上記のような批判も一定の説得力を有すると思われる。

しかし、そういった示唆情報等も、上場会社に由来する（チャイニーズ・ウォール内で管理される）ものにつながらなければならず³⁴⁾、平成29年東京高判の事案におけるJや令和元年東京地判におけるOのような、チャイニーズウォールの外側の人間について、重要事実を「職務に関し知った」と解釈するためには、単にその者が「市場における噂」を認識しただけでは足りず³⁵⁾、まさにチャイニーズウォールの内側で管理されている重要事実を認識したことが必要³⁶⁾ということには留意しなければならないと思われる。そして、こうした示唆情報等の認定に当たっては、当該示唆情報等の内容、性質、それに対する関係者の

31) 湯山・前掲注(29) 102頁。また、陳・前掲注(23) 104-105頁も、平成29年東京高判の事案で、JがKやL等の重要事実を知り得る立場にある者に、積極的にH社の公募増資の有無の確認をしようとしたことや、KやLの発言がH社の公募増資を示唆しうるもので他の情報と組み合わせると本件公募増資を推知しうるものであることを挙げ、このような場合には「正に、特権的立場を利用した場合」にあたるとして、一般投資家との比較において有利・不公平であるから、判旨が「知った」としなかったことを批判する（段・前掲注(25) 127頁も同旨と思われる）。しかし、業界内の噂も含め契約担当役員等からではない情報に基づけば、さまざまな推測が成り立ち得た当時の状況に鑑みれば（また、判旨は、J自身が、Lの発言と自分の推測を組み合わせるとH社の公募増資があるかもしれないと思ったと述べており、Kの発言には触れていないことにも言及している）、そういったK及びLから、後から考えれば示唆するようにも思える発言がなされたとしても、それをもって「知った」とすることには慎重になるべきと思われる。

32) 日本証券業協会の「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」によれば、「示唆情報等」とは「それ自体は法人関係情報に該当するわけではないが、他の情報と相まって法人関係情報となり得る情報」と定義される。同規則は、2022年6月に、「金融商品取引業等に関する内閣府令」、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」等の改正を踏まえ、改正され、示唆情報等の管理等に関する規定も改められた。

33) また、松尾・前掲注(26) 58頁は、公募増資の確実性を裏付ける情報を契約担当役員等から担当外役員等が得たことを示す直接的証拠を入手することは、事案によってはかなり困難である旨、指摘する。

認識、重要事実との関連性を断絶するための措置の有無等を勘案し、他の公開情報ないし未公表の非重要事実と相俟って重要事実の存在やその内容をチャイニーズウォールの外側の人間が認識し得るか否かを慎重に検討する必要があると思われる³⁷⁾。

この点、令和元年東京地判が述べた、契約担当役員等による経路とそれとは別の経路による情報を組み合わせて、「別経路による情報は単なる推測…にとどまるもの…が、内部情報により…确实…と裏付けられた」こと（噂を确实なものとして裏付けた示唆情報）を示した事案として、平成25年1月8日付で課徴金納付命令が発出された平成24年度（判）第15号が指摘されている³⁸⁾。

Ⅳ. 令和4年最決の検討

最高裁は、すでに紹介した2つの下級審裁判例での議論を踏まえ³⁹⁾、「職務に関し知った」（167条1項6号）の解釈につき、次の点を明らかにしたと考える⁴⁰⁾。

まず、「職務に関し」について、本件では契約担当役員等であるBから意思的な情報伝達がYになされたわけではないから、「情報伝達行為」は要しないとしたと解される。また、本件公開買付けの実施の事実を知っていたBが作成した「本件一覧表」とB自身の発言を「組み合わせること」が、経路として指摘されているから、「情報の発出・流通が…〔契約〕担当役員等に帰因す

34) 深水大輔「『公募増資インサイダー事案』に見られる解釈・事実認定上の課題について」信州大学法学論集22号151, 153-154頁参照。同論文は、「『職務に関し知った』と認定するには、少なくとも、当該役職員がその職務の内容として内部情報を知りうる立場にあることに起因して、チャイニーズウォールの内側で管理されている『重要事実』を認識するに足る、重要なシグナルないしヒントを認識したことが必要となろう」と述べている。

35) 深水・前掲注（34）153頁。同論文は、チャイニーズウォールの外側にいる人間も、市場においてさまざまな噂に接することがあるが、そのような「市場における噂」のみに基づいて公募増資の存在を「予測」したとしても、それはあくまでも「噂に基づく予測」に過ぎず、結果としてその予測が的中しても、「重要事実」を「職務に関し知った」とはならないことも指摘する。

36) 深水・前掲注（34）153頁。

37) 深水・前掲注（34）154頁。

る⁴¹⁾」ことは求めていると思われる。さらに、自分の業務遂行のための閲覧ではなくても（業務とは関係なくファイルを見た場合でも）、特定の部署のみ閲覧可能な情報を閲覧した場合には「職務に関し」が認められるとし、「職務に関し」を広く解したと思われ評価できる。

次に、「知った」について、上場会社等に由来する（チャイニーズ・ウォール内で管理される）情報と由来しない情報とを組み合わせ、判断されるとしたことも意義があると思われる。ただし、上場会社等に由来する情報が、より

38) これは、資産運用をしていた被審人の代表社員において、平成22年8月20日、U証券会社の営業部門の従業員V1から、同社の引受部門の従業員V2らが同社とW社との間の引受契約の締結の交渉に関して知り、その後V1がその職務に関し知った、W社の公募増資の伝達を受け、上記事実の公表日（平成22年8月24日）前に、W社株式を売りつけたことが166条3項に違反することが問題とされたものである。上記重要事実、U証券の引受部門の従業員V2らが、W社との引受「契約の締結…の交渉…に関し」知り（法166条1項4号）、その後Zがその「職務に関し」知って（同項5号）、被審人に伝達された（同3項）とされたところ、V1が「職務に関し」知ったということの検討において、次の点が指摘された。(i) U証券の中で、W社の公募増資の話は噂されていたこと（V1の所属する営業部門に隣接するトレーディング部門において、W社の公募増資が実施される可能性が高いことが噂され、同部門のV3は営業部門のV4にその旨問い合わせたこと、営業部門V5は自らの分析や同社を担当するアナリストの動向等からW社の公募増資の可能性が極めて高いと考えており、営業部門V6とその話をしていたこと、トレーディング部門のV7はV1にW社の公募増資を行う理由を確認したこと、営業部門のV8は外部にW社公募増資の噂を話したこと等、指摘されている）、(ii) 同年8月20日の朝会で、V9またはV10から、同月24日にドライラン（公募増資の実施の公表後、株式の発行者が主幹事証券会社に対して公募増資の概要等を説明するために開催される説明会）及びドライラン後のアナリストとのミーティングが予定されているため、その時間帯は空けておくよう指示があったこと（営業部門に所属する者であれば、ドライランが行われる日には、公募増資または新規株式公開の公表がなされることを容易に認識できた）である。これらのことから、V1は、W社の公募増資の実施の可能性を示す情報に接していたところ、8月20日にドライランの実施に係る情報を得たことで、W社の公募増資が同月24日に実施されることを確信するに至ったとされた。

39) もっとも、2つの下級審裁判例は、チャイニーズ・ウォールの外側にいた者が「職務に関し知った」か否かが問題となっており、チャイニーズ・ウォールの内側にいた者が問題となった令和4年最決とは事案として大きく異なる。

40) ここでの検討につき、東京大学商法研究会において有益な示唆を得た。

部分的であった場合については、最高裁は解釈を示していない。すなわち、「本件一覧表」とB自身の発言で、Yは「重要事実を構成する主要な事実」を認識したと解されるから（上場会社等に由来しない情報は、公開買付けの対象会社となるC社の上場子会社がどこか、ということだけであった）、「主要な事実」を認識するとまでは言えない場合に、どの程度認識すれば、職務に関し「知った」とされるのかは、明らかにされていない。たとえば、本件で、YはBの不注意な発言でInfinity案件の公開買付者がC社であることを明確に知ったとされるが、これほど明らかな形では公開買付者を認識しなかったらどうであったのか。または、本件で、YはC社の上場子会社がD社のみであることをC社の有価証券報告書を閲覧することで確認したが、これがもし1社に絞られず、3社であったら（またはそれより多かったら）どうであったのか。

本件ほど「主要な事実」を明確に認識しなかった場合に、どのように解釈されるのか、今後の動向が注目される。

おわりに

本稿Ⅰ. で述べた通り、従来、「職務に関し知った」の要件は、インサイダー取引規制の趣旨（内部情報を知りうるという他の投資家と比べて特権的立場にある者が重要事実を知って取引等を行うことは一般投資者との関係できわめて不公平か否か）にそって解釈されるべきとされてきた。これと整合的に解釈するのであれば、本稿で取り上げた2つの下級審裁判例も令和4年最決も、インサイダー取引に当たるとなるであろうことは、すでに本稿Ⅲ. 3. で見てきた通りである。いずれも、証券会社の従業員が、内部情報を知り得る特権的立場にあることを利用して、内部情報にアクセスしようとしていた事案であり、そのような者が取引等を行うことは、一般投資者との関係で極めて不公平になるからである。

しかし、チャイニーズ・ウォールの外にいたJ（平成29年東京高判）やO（令

41) 行澤・前掲注（27）109頁。

和元年東京地判）は、日常的に株式市場等の情報に接しており、業界内の噂も飛び交い、契約担当役員等からではない情報に基づけば、さまざまな推測が成り立ち得る状況に身を置いていた。そのような中で、JやOのような担当外役員等が「職務に関し知った」（法166条1項5号、167条1項6号）と言えるためには、契約担当役員等の回答や発言によって、その者が有していた推測の一つがそれ以外の推測とは異なるものになる（これを「確実」と裏付けられるとかどうかは別として）ということは、最低限満たされなければならないのではないと思われる。

【付記】

筆者が筑波大学に赴任して3年半の間、大塚章男先生から、法曹を目指す社会人を対象とした大学院における授業のこと、研究に対する想い・その姿勢、外国の法制度を研究するということの意義等、本当にたくさんのことを御教示賜った。大塚先生は、研究に対しては大変厳格でおられながらも、教育に関しては常に大きな愛で接しておられ、法科大学院での教歴がなく、右も左もわからないような状況にあった筆者にも、親身になって相談に乗って下さり、さまざまな御助言をくださった。

大塚先生の訃報はあまりに突然で、筆者は大塚先生に御礼をきちんと申し上げることがすらできなかった。せめて、大塚先生から御教示賜ったことを少しでも生かすことができるように努力することを誓い、大塚先生に哀悼の意を込めて本稿を捧げたい。

なお、本稿は、日本証券業協会の客員研究員としての研究成果である。

（まんざわ・ようこ 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授）