

インサイダー取引の規制について

堀 口 亘

一 はじめに

受験勉強に専念していた新入生諸君でも、①タテホ化学事件、②リクルート事件、③三協精機事件ぐらゐは新聞、テレビなどで目にしたことはあるだろう。いずれもここ一年半ほどの間に生じた証券取引法、特にインサイダー取引（内部者取引）に関係のある問題を含んでいる事件である。

有価証券市場は、自由公開の市場でなければならない。相場の形成は、公正に行われるべきものであり、相場の操縦やインサイダー取引により人為的な相場が作り出されてはならない。一般にはまだ知られていない会社内部の情報を利用して、その会社の株式を売買し、利益を上

げまたは損失を被るのを防いだということは、有価証券市場の公正性および健全性を損うこととなる。それだけでなくその情報を知らされていない相手が利益を上げ損いまたは損失を被ったということになり、このようなことが許されてよいはずはない。

それなのに、従来、このようなインサイダー取引に関しては、証券取引法一八九条（以下証券取引法について条文数だけを掲げる）の定める制度がみられるだけであった。ただ、この制度には欠陥があり、あまり効果を上げていたとはいえず、昭和六三年証券取引法改正法¹によって改められている。この規定以外では、不正取引行為の禁止を定める五八条およびこれに違反した場合の罰則（一九七条二号）がみられるが、これまでインサイダ

「取引に関して適用された例は皆無であった。そのほか証券会社の場合には、「証券会社の健全性の準則等に関する省令」や大蔵省証券局長の通達なども関係があるし、証券取引所や証券業協会による自主規制もみられる。

ところがここ何年か前からアメリカ、イギリスその他の諸外国においてインサイダー取引の規制を強化する傾向にあり、これとのバランスをとる必要があるのに、日本においては野放しといってもよい状態で、日本はインサイダー取引の天国であるとか、日本の証券市場はインサイダー取引の温床であるなどとして批判的になっていた。

二 規制の整備

このような状況にあったところ、一昨年九月にタテホ化学工業株式会社が財テクの失敗により多額の損失を被ったが、この情報が公表される前に同社の役員や一部の取引銀行その他の株主が持株を開放していた事実が判明し、内部情報の不当利用の疑いが持たれた事件が発生した。大蔵省や大阪証券取引所が調査に乗り出したが、結局、その疑いは否定できないものの、インサイダー取引

があったと断定できるだけの証拠はえられなかったというところで幕が下りてしまった。従来から、上場会社が倒産したような場合に、取引銀行や大株主がいち早く持株を開放したということで、インサイダー取引の疑いがあるとして大蔵省や証券取引所が調査した事例は少なからずみられる。しかし結局はいずれもうやむやに終わってしまふという状態が続いていた。しかしタテホ化学事件が一つのきっかけとなって、昭和六二年一〇月に証券取引審議会に不正取引特別部会が設置され、内部者取引の規制の整備についての検討が進められてきた。昨年二月一六日に「内部者取引の規制の在り方について」と題する報告書がとりまとめられ、同月二四日の証券取引審議会総会の了承をえたうえで、大蔵大臣に提出された。この報告書を受けてインサイダー取引の規制を整備することが改正点に加えられ、昭和六三年証券取引法改正法によりようやく実現の運びとなった。⁽³⁾

その内容として、第一に、役員または主要株主が自社株の短期売買によってえた利益の会社に対する提供制度（一八九条）の前提ともいえる報告義務についての規定など（一八八条・一八九条四項以下）を設けたことが上

げられる。⁽⁴⁾ 第二に、内部情報の利用を規制するために、一定の者（内部者、準内部者、情報受領者）は上場株券等の発行会社の業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、その上場株券等の売買等をしてはならないとし、違反者には罰則を適用することとされた（一九〇条の二・一九〇条の三・二〇〇条四号⁽⁵⁾）。第三に、大蔵大臣は、上場有価証券の発行者に対し、証券取引所の業務等に関し参考となるべき報告または資料の提出を求めることができることとされた（一五四条⁽⁶⁾）。第一および第三はすでに施行されており、第二については今年四月一日から施行される。そのほかインサイダー取引を未然に防止することが必要であることはいうまでもなく、証券業界をはじめ各業界において自主規制のガイドライン作りが行われている。

紙数に制限があるため本稿においては、インサイダー取引規制の概要と問題点について述べるのとどめ、それ以上の詳細は別の機会にゆずる。

三 内部者による自社株式の短期売買等

(一) 総説

会社の役員は、他の株主と同様に自社株式を自由に売買できるはずであるが、アメリカにおいて取締役や役員が自社株式の売買をするに際しての内部情報の不当利用が後を絶たず、はなはだしいのはこのようにしてえられた利益は取締役の報酬の一部であるとさえされ、その上取締役でも役員でもない大株主による不当取引も少なくなかった。そこで証券取引所法一六条(b)項が設けられるに至った。この規定にならってわが国でも、従来から一八九条により、内部者（役員および主要株主）が自社株式の短期売買により利益をえた場合に、会社または株主はこれを会社に提供させることができる旨定められていた⁽⁷⁾が、昭和六三年の改正に際しかなりの手直しが行われた。それとともにこの制度をより効果的にするために、内部者の持株の売買についての報告義務を定める規定その他の規定が新設され、またこれらの制度に関して昨年九月二〇日に「会社の役員及び主要株主の当該会社の株券等の売買に関する省令」（昭和六三年大蔵省令第四〇号 以下「報告省令」と略する）が制定されている。

(二) 持株の売買の報告義務

(1) 総説

昭和二八年八月一日の改正前の一八八条は、アメリカの証券取引所法一六条(a)項にならって、内部者の株式保有に関する報告義務を定めていたし、これに違反した場合の罰則(二〇五条二号)も設けられていた。この義務が定められていた目的は、役員や主要株主が行う当該会社の株式売買の状況を知り、内部情報を利用して株式を操作し不当な利益をえることを防止する資料をえるためであるとされていた。⁽⁷⁾ところが右の改正に際し、一八八条は削除され、これに関する罰則は廃止されてしまった。「実効が乏しかったのでこの規定は廃止された」とのことである。報告書が提出された後の処置についての規定がなかったことがその理由であろう。

報告義務に関する規定がなくなってしまった以上は、役員または主要株主が取引したことがわからないから、一八九条の取引制限は意味がないとも考えられるが、全く意味がないといいきることはできず、現に一八九条が問題になった事例が殖産住宅事件など三件みられる。⁽⁸⁾株主名簿の名義書換や臨時報告書(二四条の五第二項、開示省令一九条二項四号)の記載などから、役員または主要株主による自社株式の短期売買の事実が明らかになる

こともあろう。しかし一八八条を削除したことは、一八九条をほとんど骨抜きにしてしまったことは否定できない。一八九条の制度を存置するのなら一八八条も残しておくべきであったことはいうまでもなく、このことはずっと以前から指摘されていた。⁽¹¹⁾今回、この点についてようやく明文が設けられ(一八八条)、その違反に対しては罰則も設けられている(二〇五条一四号の二)。また一定の場合には、報告書の記載に基づき大蔵大臣が一定の措置をとるべきことを定めている(一八九条四項以下)。

(2) 報告義務者

報告義務があるのは、役員および主要株主である(一八八条一項)。役員については、有価証券の募集または売上の届出の場合(四条)の記載事項の一つとして、五条一項で「役員(取締役、監査役又はこれに準ずべき者をいう。以下同じ。)」とされていたが、今回の改正で「役員(取締役、監査役又はこれに準ずる者をいう。第八十八条から第九十条の三までを除き、以下同じ。)」と改められている(五条一項二号)。しかし一八八条から一九〇条の三までを除いた意味が必ずしも明確ではな

い。というのは一八八条ないし一九〇条の三において、役員^一の定義めいたことをしているわけではないからである。この点についてわが国では、取締役と監査役をひっくるめて役員^二というのが常識であり、一八八条から一九〇条の三までの役員は、この意味で用いられており、「又はこれに準ずる者」は除外されているというのが当局の見解のようである。しかし役員が取締役および監査役を意味するのが常識であるとすれば、五条一項二号は、「役員（これに準ずる者を含む。……）」とすべきではないかと思われる。さらに「これに準ずる者」が何を意味するかが問題になるが、この点は外国の会社の場合を考へてのことであり、取締役ではないが取締役に相当し取締役以上に影響力のある者を意味するとされているようである。しかし五条の役員に関する部分は昭和二三年の改正以来存するのであり、当時のわが国の状況からすれば外国の場合を考へていたというのには疑問を抱かざるをえない。

次に、主要株主とは自己または他人（仮設人を含む）の名義をもって発行済株式総数の一〇〇分の一〇以上の株式を有している株主のことであるが、株式の所有の態

様その他の事情を勘案して大蔵省令で定めるものは除かれる（一八八条一項、報告省令一条）。立法当時と比べて企業の規模が巨大化した現在においては、上場会社で一〇パーセント以上の株式を有する株主は、かなり少なくなっており、この点の検討も必要だったのではないかと思われる。

(3) 報告書の提出

会社の役員または主要株主は、自己の計算で自社の上場株券等の売買をした場合には、その売買に関する報告書を翌月一五日までに、大蔵大臣に提出しなければならぬが、買付けまたは売付けの態様その他の事情を勘案して大蔵省令で定める場合は除外される（一八八条一項。なお、報告省令一条ないし四条）。株券等には、株券のほか転換社債券、新株引受権付社債券もしくは新株の引受権を表示する証書またはこれらの有価証券の売買取引に係るオプションも含まれる。なお、役員または主要株主が証券会社を通じて取引をした場合には、報告書はその証券会社を経由して提出される（同条二項）。昭和二八年に削除される前の一八八条は、新しく役員または主要株主となった場合にも、その持株数等に関する報告書

の提出義務を定めていた。ところが新しい一八八条にはそのような定めはない。これは別の報告書に記載されるからであろう。すなわち役員のうち代表取締役については、代表取締役に異動があった場合には、会社は、遅滞なく臨時報告書を提出しなければならないが、その者の持株数はこの報告書の記載事項になっているし(二四条の五第二項、開示省令一九条二項九号)、代表取締役以外の役員の持株数は、有価証券報告書または半期報告書の記載事項になっている(二四条・二四条の五第一項)。また主要株主でない者が主要株主になった場合には、会社は、遅滞なく臨時報告書を提出する義務を負うこととなり、その報告書の記載事項になっている(二四条の五第二項、開示省令一九条二項四号)。

(三) 短期売買による利益の提供
(1) 会社または株主による提供請求

会社の役員または主要株主がその職務または地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、その者が自社の上場株券等について、自己の計算で売買をした後六月以内に反対売買をした場合には、会社は、その利益を会社に提供すべきことを請求することができ

る(一八九条一項)。有価証券市場における売買取引が市場外における売買かを問わない。株券等の売買後六月内に利益をえて反対売買すれば、当然に利益提供請求権が生ずる。もっとも、利益提供の請求に際し、内部情報の不当利用の立証が必要であるとの立場もみられるが、その必要はないと解する。また「会社の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」と規定されているところから、役員または主要株主が内部情報を不当に利用しなかったことを立証すれば、本条の適用を免れるかという問題がある。この点については、この制度を設ける理由を明らかにするために右の文句が挿入されたのにすぎず、内部情報の利用は利益提供義務発生の要件ではないと解すべきである⁽¹³⁾。

会社の範囲について従来は、上場会社に限る旨の明文がなかった。ところが旧一八八条は、上場株式の発行会社の役員および主要株主に対して、当該会社の株式保有状況についての報告義務を課していたし、また一九〇条は会社の役員または主要株主に対し、上場されている自社株式の空売を禁止している。そこで議論が分かれてい

たのであり、明文上は会社一般の規定とされていたが、ことの性質上、上場会社でなければこのような方法を利
用できないであろうとの見解も存していた。⁽¹⁴⁾しかし非上
場の会社の場合にも、この種の弊害が発生することは予
想されることである。したがって群小会社は別として、
店頭登録会社については、適用を肯定すべきであると解
していた。⁽¹⁵⁾

改正法は、「証券取引所に上場されている株券等」と
してこの点を明らかにした。その結果、株式公開前に買
い付けをし、店頭登録後に売り付けをした場合はもちろ
ん、店頭登録の段階で買付けをし、上場された後に売却
をした場合も、適用の範囲外となる。最近大いに話題
を呼んだリクルート事件において、この点に関する生き
た教材が提供されている。昨年一二月二日の朝刊各紙に
よると、「日本証券業協会は、リクルートコスモス社の
役員が第三者割当増資先などからリクルートコスモス
株の譲渡を受けていた事実を公表した。大蔵省は、この
株式譲渡に関連して、企業の役員による六月以内の株式
の反対売買を禁止した改正前の一八九条違反の疑いが出
てきたことを明らかにした」旨報道されている。しかし

一八九条は、役員による自社株の六月以内の反対売買を
禁止しているわけではなく、したがって同条に違反した
というようなこともありえない。ただ六月以内の反対売
買によって利益をえていたのであれば、利益の会社への
提供が問題になる。ところがこの事件が改正法のもとで
起きたとした場合、同社は店頭登録会社ではあるが、上
場会社ではないために、一八九条適用の余地は全くない
こととなる。

右のように六月以内の反対売買により利益をえた場合
には、会社に対する提供義務が生ずるが、六月を一日で
も超えていれば本条の適用はない。利益提供義務のある
場合、その利益の会社への提供は、第一には、会社のみ
ずから請求すべきものである。会社が提供を請求するの
には、会社が自発的にする場合と、株主の要求に基づく
場合とがある。殖産住宅事件の場合は、株主の要求に基
づき、会社が請求したものである。第二には、その会社
の株主が請求する場合がある。株主が会社に対し右の規
定による請求をすべき旨を要求した日の後六〇日以内に
会社がその請求をしない場合には、その株主は会社に代
位してその請求を行うことができる(同条二項)。これ

らの規定により会社の役員または主要株主に対して請求する権利は、利益の取得があった日から二年間行使しないときは消滅する（同条三項）。前述のリクルートコスモス社の役員による短期売買の場合、一部役員が昭和六一年九月頃に自社株を取得しその後一月前後して手放したようであり、利益をえていたかどうかは明らかではないが、たとえ利益をえていたとしてもすでに二年を経過しているから、今となつては利益の提供は問題にならない。

(2) 利益関係書類の写しの送付など

利益提供の制度を効果的にするために新設された制度である。大蔵大臣は、一八八条の報告書の記載に基づき、会社の役員または主要株主が利益をえていと認める場合に、利益が会社に提供されたことを知った場合を除き、報告書のうちの利益に係る部分（利益関係書類という）の写しをその者に送付し、その者から一定の期間内に申立てがないときは、この利益関係書類の写しを会社に送付する（一八九条四項）。送付を受けた者は、書類に記載された内容の売買をしていないと認めるときは、これを受領した日から起算して二〇日以内に、大蔵大臣に、

その旨の申立てをすることができる（一八九条五項）。この申立てがあつた場合には、当該申立てに係る部分は大蔵大臣に対する報告書に記載がなかったものとみなされる（同条六項）。そのほか利益関係書類の写しの公衆縦覧、適用除外、利益の算定方法などについての規定が設けられている（同条七項ないし九項、報告省令五条・六条）。

四 インサイダー取引の禁止

(一) 総説

アメリカにおいて当初問題となつたインサイダー取引による弊害は、三に述べた制度により一応除去されるに至つた。しかしこれも六月を一日でもすぎず反対売買すれば規制の対象外となるし、取締役、役員または主要株主以外の者による内部情報の不当利用を排除するのには、この規定では何も役に立たなかつた。ただ一九四〇年代後半に入つて、証券取引所法一〇条(b)項およびこれに基づく Rule 10b-5 によりインサイダー取引の摘発が行われるようになった。最近ではインサイダー取引の排除にこの規定が大いに威力を発揮しており、⁽¹⁶⁾今ではインサ

イダー取引の規制といえ、一〇条(b)項およびこれに基づく規則によるものを意味するといつてもよいほどになっている。わが国にもインサイダー取引に関連のある規定として、右の規定を模範とした五八条特にその一号の規定があり、何人も有価証券の売買その他の取引について、不正の手段、計画または技巧をしてはならない旨定められていた(今回の改正で有価証券指数等先物取引などが付加されている)。ただこの規定は非常に抽象的であり、また適用のための要件も必ずしもはっきりしないところから、インサイダー取引について適用された例は一つもない。今回の改正においては、五八条はそのままにして、別にインサイダー取引の禁止を定める規定を設けた。

これには、会社関係者等による取引の禁止と公開買付者等関係者等による取引の禁止とがある。まず上場株券等の発行会社の業務等に関する重要事実を知った会社関係者および情報受領者は、その事実が公表された後でなければ、その会社の上場株券等を売買したりしてはならない(一九〇条の二)。次に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および情

報受領者は、その事実が公表された後でなければ、その公開買付け等に係る株券等の売買等をしてはならない(一九〇条の三)。これらの規定に違反した者は、六月以下の懲役もしくは五〇万円以下の罰金または情状によりその併科に処せられる(二〇〇条四号・二〇二条)。なお、この部分の政省令は未公布であるが、最近その素案が発表された。素案であるためまだ修正の可能性はあるし、必ずしも明確でない点もみられる。

(二) 会社関係者等による取引の禁止
(1) 規制を受ける者および場合

規制を受けるのは、次の者が所定のようにして重要事実を知った場合である。そのうち①から⑤までのものを会社関係者といい、これらのものについては、会社関係者でなくなった後一年以内のものも同様に扱われる。①および②を内部者、③から⑤までを準内部者、⑥を情報受領者という。

① 上場会社の役員、代理人、その他の従業者(以下「役員等」という)がその職務に関して知ったとき役員が取締役および監査役を意味することは前述した。代理人は、業務に関する一定の代理権を与えられた弁護士

などが考えられる。使用人等については、雇用関係の有無などを問わず、その会社の業務に従事している限り、アルバイトやパートなども含まれる。相談役や顧問なども役員等に含まれる。

②商法の定める帳簿閲覧権を有する株主が閲覧権の行使に関し知ったとき 帳簿閲覧権は発行済株式総数の一〇パーセント以上の株式を有する株主(単独でも複数でもよい)に与えられる(商法二九三条ノ六第一項)。株主が法人等である場合には、帳簿閲覧権の行使に関する業務を担当している役員等が規制の対象となり、個人株主の場合には、株主本人のほか弁護士などの代理人や使用人をつかったときはこれらの者も対象となる。このような株主が、帳簿閲覧権の行使に関係なく役員等から重要事実を知らされた場合には、⑥の情報受領者となる。

③上場会社に対し法令に基づく権限を有する者がその権限の行使に関し知ったとき これに該当するのは、たとえば新製品や新規事業について許可権を有する公務員、法律に基づき上場会社に立入検査権を有する公務員などである。公務員が一般の行政指導に関連して情報を入手したときは、これに該当しない。国会議員も国政調

査権に基づく行為によつた場合でなければ準内部者とはならない。

④上場会社と契約を締結している者がその契約の締結または履行に関し知ったとき 契約の種類や内容を問わない。これに該当するのは、取引銀行(融資契約)、引受証券会社(引受契約)、公認会計士、弁護士、税理士などである。契約を締結している者が法人の場合には契約の締結または履行に関与している役員等が規制の対象となり、個人の場合は本人のほかその代理人または使用人も規制の対象となる。

⑤②または④の者が法人である場合のその法人の役員等(その者が役員等であるその法人の他の役員等が、②または④に定めるところによりその会社の業務等に関する重要事実を知つた場合におけるその者に限る)がその職務に関し知ったとき これは法人の役員等が②または④により内部情報をえた場合に、その者は上場株券等の取引ができないが、このような情報をその法人の他の役員等が職務に関して知つた場合にも規制の対象となるわけである。証券会社の引受部門の担当者が取得した情報を営業部門の担当者が職務に関して知つたような場合が

その典型である。

⑥以上のほかの者が会社関係者(会社関係者でなくなつた後一年以内のものも含まれる)から業務等に関する重要事実の伝達を受けたとき、たとえば報道関係者や証券アナリスト、会社役員等の家族・友人・知人などが考へられる。内部者、準内部者とも自らの職務や権限・権利に係つて内部情報をえた場合に内部者、準内部者となるのであり、そうでない場合は情報受領者となる。引受部門がえた情報を職務に関係なしに知つた営業部門の役員等は、情報受領者となる。情報受領者からさらに情報をえた者(情報の二次受領者)は規制の対象外である。なお、内部者または準内部者からの伝達によらずに、たまたま重要な重実を知つた者は、情報受領者とはならぬ。

(2) 会社の業務等に関する重要事実

右に述べた者が右のようにして会社の業務等に関する重要事実を知つた場合に、株券等の売買等が禁止されることになる。会社の業務等に関する重要な事実とは、次のとおりであるが、①②については、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして大蔵省令で定める基準

に該当するものは除外される(一九〇条の二第二項)。

①は会社の意思決定に係るものであり、②は会社の意思決定に係らないものである。

④会社の業務執行の決定機関が一定の事項を行うに於いての決定をし、またはその機関が決定し公表された事項を行わないことを決定したこと

一定の事項とは、②株式、転換社債および新株引受権付社債の発行、③資本の減少、④株式の分割、⑤その一株当たりの額または方法が直近の利益配当または中間配当と異なる利益配当または中間配当、⑥合併、⑦営業の全部または一部の譲渡または譲受け、⑧解散(合併による解散を除く)、⑨新製品または新技術の企業化、⑩業務上の提携その他の③から⑧までに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項、である。

会社の業務執行の決定は、取締役会が行うのが原則である(商法二六〇条)。実際上は常務会や経営会議などにおいて実質的な決定を行う例も多いし、中には社長の一存で決まるような会社もみられる。このように会社によつても、また決定すべき事項によつても、決定機関が異なってくる。たとえば合併するについては、株主総会

決議が必要であるが、取締役会なり常務会などにおいて合併することを決めたときは、ここにいう合併をするこゝとについての決定があったこととなる。従来から取締役会の形骸化の傾向がみられるが、今後ますますその傾向に拍車をかけることになるう。

② 一定の事実が発生したこと

一定の事実とは、④災害または業務に起因する損害、⑤主要株主の異動、⑥上場株券等の上場の廃止の原因となる事実、④以上の事実に準ずる事実として政令で定める事実である。

③会社の決算に関する情報—売上高、経常利益または純利益について、公表がされた直近の予想値（予想値がない場合は、公表がされた前営業年度の実績値）に比較して会社が新たに算出した予想値またはその事業年度の決算において差異（投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして大蔵省令で定める基準に該当するものに限る）が生じたこと

④以上のほか、会社の運営、業務また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

(3) 重要事実の公表

以上のように会社関係者が業務等に関する重要事実を知った場合には、その公表前に株券等の売買等をするこゝとが禁止されている。これに反して公表後であれば別に規制の対象にはならない。そこで何が公表であるのかが必要になってくる。この点について、業務等に関する重要事実等が、会社により多数の者の知りうる状態に置く措置として政令で定める措置がとられたことまたは会社が提出した有価証券報告書等にその事実等が記載され、その書類が公衆の縦覧に供されたことをいうとされている（一九〇条の二第四項）。具体的なことは政令で定められることとなる。有価証券報告書等への記載、証券取引所における重要事実の記者発表などがその典型であろうかと思われる。「特ダネ」は公表にならないということとで物議を醸していたが、新聞やテレビなど二つ以上のメディアに、企業の自発的な意思によって重要事実を伝達し、伝達してから一二時間程度たってから公表されたとされることになりそうである。新聞については、全国紙、地方紙を問わず一般紙とし、業界紙を除き、また週刊誌も除かれる。

(4) 規制される行為

会社の役員等が会社の業務等に関する重要事実を知った場合に、インサイダー取引として禁止される取引は、会社の株券、転換社債券、新株引受権付社債券で証券取引所に上場されているものその他政令で定める有価証券（上場株券等）の売買等を行うことである（一九〇条の二第一項）。上場株券等には、上場株券等の売買取引に係るオブションも含まれる。売買は、オブションの場合には付与または取得をいうことになるし、売買等には売買以外の有償の譲渡または譲受けも含まれる。店頭市場が除外されたことについては、現実問題として取引量が少なく、一般の投資家になじみが薄いし、証券業協会に証券取引所ほどの体制が整っていないという理由のようである。確かに証券の流通性という点からみれば、上場株券等だけでもよいようにも思える。しかしリクルートコスモス株の譲渡にもみられるように、上場株券等以外についてもインサイダー取引の可能性や弊害が大いにあるのだから、このように限定することには疑問を免れない。

金利の変更や規制緩和などの相場全体に影響を与える

情報の取扱いも明確でない。株価指数先物取引が行われているのであるから、このような情報も問題になる。ところが指数先物が含まれていないことも問題である。

内部者や準内部者が情報をもらしても違法ではないし、内部者や準内部者から情報を受領した者は、それだけでは違法ではない。内部情報を利用して上場株券等の売買等をすれば違法となる。内部者または準内部者から情報を受領した者が他の者に情報を与え、その者が取引をしても、取引するように唆した場合は別として情報を与えただけでは違法ではない。大蔵省は、第三者を意図的に介在させた場合は、法律の運用で規制の対象にできるとしているようである。

(5) 適用除外

会社の業務等に関する重要事実を知って取引した場合であっても、そのような事実を知る以前から締結している契約の履行として取引する場合など、特別の事情に基づく取引であることが明らかである場合には、規制の必要はない。そこで新株引受権を有する者がこれを行わせることにより株券を取得する場合など一定の場合には、一項および三項の適用が除外されている（一九〇条の二

第五項。

(三) 公開買付者等関係者等による取引の禁止

一定の者で株券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ものは、その公表の後でなければ公
開買付け等に係る株券等の買付け等または売付け等をし
てはならない(一九〇条の三第一項・四項)。その内容
は、(二)の場合とかなり類似している点が多いから、
これ以上の説明は省略する。

五 おわりに

以上述べたようにインサイダー取引の規制強化が実現
し、特にインサイダー取引を禁止する規定が設けられ、
違反者に対しては罰則が適用されることとなった。ただ、
罰則を適用するための要件をすべて満たすことは、かな
り少なくなるのではないか、いいかえれば疑いはあるが
黒とは断定できないケースが増えてくるのではないだろ
うか。そこで折角の規制も抜け穴だらけで、ザル法だと
断言する者さえいる。そのうえ政省令が未公布であるた
め不明確な点も少なくない。また、規制が強化されたの
に伴って、今後は違反する場合にはより巧妙な方法がと

られることが予想される。当局が本腰を入れて対処す
ることが望まれる。いくら規制を強化しても運用が不十分
であっては何にもならないからである。さらに五八条と
比べると罰則がかなり軽いものになっている点も気にな
るところである。もちろん違反者の処罰だけが目的では
なく、違反を未然に防止することが大事である。前述の
証券取引審議会の報告書においてもインサイダー取引の
未然防止が強調されている。その趣旨に従って証券業界
や金融業界その他の業界において、また各上場会社にお
いて、インサイダー取引未然防止の自主規制作りが行わ
れ、さらに証券取引所や証券業協会もインサイダー取引
の防止策を講じている。このようにして作られた自主規
制が守られていれば問題はない。自主規制違反があった
場合の対応が問題であろう。会員組織の証券取引所が行
えることにはおのずから限界があるし、大蔵省も人手が
必ずしも十分とはいえないのが現状である。有価証券市
場の監視を嚴重にし、違反の芽をいち早く摘み取るよう
にする必要があることを考えると、わが国においてもア
メリカのSEC(証券取引委員会)に相当する独立の機
関を設けるべき時がきているのではないだろうか。⁽²⁹⁾

- (1) この改正法の全般および金融先物取引法についてのも
とまった文献として、田中誠二監修「改正証券法と金融先
物取引法の解説と研究—インサイダー取引規制を中心
に—」金融・商事判例(増刊号)八〇六号があり(以下
「金商」と略する)、証券取引法の改正全般については、拙
稿「改正法の全般的考察」金商六頁以下を参照。
- (2) 諸外国におけるインサイダー取引については、松井一
郎「アメリカ」金商四七頁以下、青木英夫「イギリス」金
商六三頁以下、井上明「フランス」金商七一頁以下、坂本
延夫「ドイツ」金商七八頁以下、拙稿「その他」金商九三
頁以下などを参照。
- (3) この点については、田中誠二「内部者取引の規制強化
についての全般的考察」金商二七頁以下、河本一郎「法改
正に至る経緯」金商九八頁以下などを参照。各界からの考
察として、大武泰南「証券界」金商三四頁以下、原鐵二
「金融界」金商三九頁以下、並木俊守「発行会社」金商四
三頁以下などを参照。
- (4) この点については、加美和照「内部者による自社株式
の短期売買」金商一一〇頁以下などを参照。
- (5) この点については、神崎克郎「内部者取引の禁止—そ
の基本構造—」金商一一九頁、森田章「公開買付けと内部
情報」金商一二七頁、横島裕介「罰則」金商一三二頁以下
などを参照。
- (6) この点については、久保欣哉「報告聴取・行政的監督
の強化—インサイダー取引の予防と摘発—」金商一〇四
頁以下などを参照。
- (7) 岡村峻・改正証券取引法解説二〇一頁、小田寛三輪
力Ⅱ角政也・改正証券取引法・証券投資信託法解説一八〇
頁。
- (8) この制度はアメリカの一九三三年証券取引所法(Se-
curities Exchange Act)一六条(d)項を範とした制度であ
る。その後アメリカにおいても種々の手直しが行なわれて
いる。Loss, Fundamentals of Securities Regulation 541
—581 (1988); Ratner, Securities Regulation 421—460
(1986); Clark, Corporate Law 293—306 (1986) なりを
参照。
- (9) 小田寛三輪力Ⅱ角政也・前掲一八〇頁。
- (10) 訴訟になった事例として、殖産住宅事件があり、訴訟
によらずに利益の提供が行なわれた事例として、不二家事
件およびタテホ化学工業事件がある。殖産住宅事件は、殖
産住宅相互株式会社の創立以来の代表取締役であった東郷
民安氏が、その在任中の昭和四十七年七月二〇日に殖産住宅
株五六万株を単価四七九円で買い付け、九月一四日に三万
株を単価一二五〇円で売り付け、一〇月二日に残りの五三
万株を単価二五八〇円で売り付け、一億円余の利益を得
たとして、殖産住宅が株主からの要求に基づき、右の利益
を会社に提供すべきことを請求して訴を提起した。この場
合、同氏の脱税事件がきっかけで不当利益の存在が明らか

になったものである。ただ昭和六二年一二月に裁判上の和解が成立したとのことである。不二家事件は、是川銀蔵氏が社長を務める常和が不二家株を買い増し、昭和五八年三月末の名義書換で約一五四六万株(約一二・三パーセント)の主要株主になり、その後九月に三五〇万株を処分したために、売買差益を不二家に提供することとなったものである。さらにタテホ化学事件は、同社の取締役が、同社の債券先物投資による多額の損失に関する内部情報を利用した短期売買による差益を会社に提供したもののようである。

(11) 拙稿「証券取引法第一八九条の研究」本誌三九巻六号三七頁、矢沢惇「アメリカにおける会社法と証券取引法の交渉」商事法務研究四九号三五頁。

(12) 佐々木秀雄「会社役員等に対する不当利益返還請求権発生の要件」商事法務七八九号三三頁以下。

(13) 拙稿・前掲本誌二八頁。

(14) 鈴木竹雄「証券取引法と株式会社法」株式会社法講座一卷三六五頁・三六六頁)。

(15) 拙稿・前掲本誌二五頁。

(16) この点については、Loss, op. cit. 723—810; Ratner, op. cit. 494—516; Clark, op. cit. 316—340などを参照。

(17) 大蔵省が明らかにした政省令の素案によると、①内国法人の発行する上場有価証券、②外国会社の発行する上場有価証券、③上場会社(内国法人)の発行する有価証券(普通社似など)が対象有価証券として考えられている。

(18) 大蔵省の素案によると、除外基準を設けずすべて重要事実となるものと、軽微なものとして重要事実から除外する基準(軽微基準)のあるものとに分けられている。その概要は、軽微基準のないもののうち①決定事実として、資本の減少、新設合併、吸収される側の合併、解散、上場廃止の申請、防戦買いの要請、②発生事実として、主要株主の異動、親会社の異動、手形・小切手の不渡りまたは取引停止処分などがある。軽微なものとして重要事実から除外するものは次のとおりであり、臨時報告書の提出基準(開示省令一九条)が利用されている。①売上高基準と資産基準の組合せ(売上高増加額が一〇パーセント未満かつ総資産比の資産増加額一〇パーセント未満など)で適用除外となるものうち、②決定事実として、合併で吸収する側、営業の譲渡または譲受け、新製品または新技術の企業化、業務上の提携またはその解消、サービス等の企業化、③発生事実として、訴えの提起または訴訟の終了などがあり、④売上高基準で除外されるものうち、⑤決定事実として、営業の休廃止、⑥発生事実として、法令に基づく処分、主要取引先との取引停止、資源の発見などがあり、⑦資産基準で除外されるものうち、⑧決定事実として、子会社の異動、固定資産の譲渡、⑨発生事実として、災害または業務に起因する災害、債務者等に係る不渡り等の発生などがあり、④その他の基準により除外されるものうち、④決定事実として、発行価額五億円未満または一割未満の無償

の新株等の発行、一対一・一未満の株式の分割、二割未満の配当の増減、①発生事実として、株券以外の上場株券等の上場廃止原因、債権者による債務比一〇パーセント未満の債務の免除等がある。また決算情報のうち、①売上高については、一〇パーセント以上の変動、②経常利益については、三〇パーセント以上の変動かつ純資産額比五パーセント以上の変動、③利益については、三〇パーセント以上の変動かつ純資産額比二・五パーセント以上の変動、が重要事実として予定されている。いずれにしても軽微基準が設けられるものについては、たとえば一〇パーセント未満の変動が軽微であるとする、一〇パーセント未満に抑えるように基準の範囲内に抑えるようになることが予想される。あるいは基準が細かすぎて窮屈すぎ、動きがとれなくなるというような心配も感じられる。

(19) 三協精機事件の場合、三協精機社員一人および新日本製鉄社員一人(うち提携推進に参与していた社員が両社合わせて四、五人)の実名による取引を調べるのが精一杯だったようである。その株式数は約七万株でこれは全体

の取引量からみればごくわずかであった。あるいはその後生じた山下新日本汽船とジャパンラインとの合併話に際して、インサイダー取引の噂しきりであったが、取引量が非常に多いため調査も難航しているようである。今後はより巧妙な手口が増えることは明らかであり、果たしてこれに対応できるのかと疑問も感じられる。

(20) 先の臨時国会において、SECのような機関が必要ではないかとの質問に対し、竹下総理は、これを肯定するような答弁を行っている(九月一六日)。また日本証券業協会会長も「公正取引委員会と同じように独立したチェック機能が必要。そう遠くない時期に大蔵省から分離独立して、日本版のSECをつくる時が来るだろう」と述べている(昭和六三年八月二〇日付日本経済新聞第一面)。

(追記) 二月三日に残りの政省令が制定・公布されたが、本稿を手直しすることはできなかった。

(一月一〇日稿)

(一橋大学教授)