

論文要旨

テーマ内部者取引規制の判断基準について

金融商品取引法第 166 条の見直しに係る比較法的一考察

経営法務 畠山久志

(概要)

平成 18 年に証券取引法が横断的観点から全面的に改正され、金融商品取引法として施行されている。今回の改正に当たり、改正項目を検討した金融審議会では、内部者取引規制の見直しを取り上げたが、結局意見の対立が大きく取りまとめが出来ず、改正項目には含まれなかった。意見の対立は、内部者取引規制を構成する要件の判断基準に関するもので、実質基準で包括的に定めるか、現行の形式基準を徹底し、個別具体的に規定するのかにあった。

この点について、平成元年の内部者取引規制導入時以降の施行状況を証券取引等監視委員会の活動、裁判所の判決などや諸外国、特に米国の内部者取引規制に係る判例論理の展開状況等を中心に検証したところ、実質基準で包括的に定めることが適切であると思料されるので、改正見直し案を提言するものである。併せ規制ツールの多様化による実効性を図るため民事損害賠償規定を盛り込むことも提案するものである。

第 1 章 金融商品取引法制定と内部者取引規制

平成 18 年証券取引法の一部改正によって金融商品取引法が制定された。その趣旨は「利用者保護と利便性の拡充」、「市場機能の発揮」、「国際化の対応」の三点であった。「市場機能の発揮」については市場の公平性・透明性を確保し、市場に資金仲介機能を発揮させることが求められ、その一つとして金融審議会において課徴金制度の導入が検討された。課徴金制度を内部者取引規制について適用するに当たり、内部者取引規制それ自体についても検討・見直しが必要であるとして検討課題に取り上げられた。しかし、委員間の意見対立が大きく結局は課徴金の導入とその適用は認められたものの、内部者取引規制の見直しは正式な改正項目とされず、先送りとされた。

今後検討すべき金融商品取引法上の課題は大小それぞれあるが、最近の村上ファンドや NHK、日経新聞社、野村證券などの職員によるインサイダー事件は社会的関心事にもなり、また、具体的な法律適用に際して裁判所が下す法律解釈としても問題点を指摘されるなどその見直しは喫緊の課題として不可避な状況

になっている。

第2章 金融審議会の議論

金融審議会の見直し論議を検証した。見直しが必要であるとの認識は一致しているが、見直しの内容や時期について対立が大きい。企業代表である経団連は内部者取引規制に係る規制ツールを増やす（課徴金）のであれば、企業等の投資活動が委縮しないように第166条の包括条項の削除と具体的基準の追加・改善等を求めている。これに対し研究者、自主規制機関は同条に形式基準と実質基準の両方が混在しているため司法判断が過大過少に振れるとして包括条項への一本化を主張する。具体的基準の追加は後追いであり有効でなく、如何に詳細網羅的に規定しても多様複雑化する現実の取引行為をカバーできないという。国際化が進むなかで日本だけが特異な具体的個別条項による形式基準を採用することは、わが国証券市場の活性化にとって問題が大きいとする。

第3章 わが国の内部者取引規制の経緯等

課題を特定するため平成元年の内部者取引規制導入以降の執行状況を証券取引等監視委員会の活動と裁判事例等で把握をすることにした。証券取引等監視委員会は、大手証券会社による証券取引の損失補てん事件を契機に証券不公正行為の調査と告発（刑事処分）を目的に設立された専門組織である。制度として助走期間を要したが、現状は告発に加え課徴金制度も認められ、組織権限が充実した活動状況にあると評価できる。司法判断については通常のインサイダー事件は、執行猶予付きの有罪判決で終わるため争われることはほとんどなく、地方裁判所で結審している。しかし、数件が最高裁判所まで上告され、解釈適用が争われている。判決では結局、事案の妥当な解決のため包括条項の実質的基準を適用している。なお、形式基準条項もあるため、解釈として複雑になっている。

第4章 米国に見る内部者取引規制の構造

では内部者取引規制のグローバルスタンダードである米国はどうか。わが国が内部者取引規制を導入決定した1988年当時、米国はその規制論理を巡り司法判断が流動的で、規制を不要とする擁護論も強く主張されるなどの状況にあった。現在はその議論も終息しており、情報源に対する義務違反を問題とする不正流用理論が司法実務界で採られている。不正流用理論は、当事者間の信認義務関係という古典的法制度を基に情報源に対する義務違反を接ぎ木した、いわば当事者間の義務違反を問題とする契約的アプローチである。1960年代に証券取引所における内部者取引が問題とされた当時、適用範囲を広く認めるため裁

判所が採用した情報の平等理論による市場の効率性、一般的投資者の市場に対する信頼感に重点を置く市場的アプローチを拒否するものである。

第5章 ヨーロッパ（EU）

EU では、二度の内部者取引規制に関する指令を出し、規制を統一している。当初の1989年内部者取引規制指令では各国の実情を配慮する形で行われたため、必ずしも統一的にならなかったが、各国内法で内部者取引規制を定めるという法律化のレベルは確保された。2003年に発出された相場操縦規制を含む二度目の市場濫用指令では、当事者の要件、禁止行為、制裁等について指示を発出し、その結果2005年には各国で国内法化され、基本的な文言レベルまで統一が図られた。EU指令では、明確に市場的アプローチが採られており、米国が詐欺防止条項から規制を拡大し、進めた沿革から契約的アプローチを採っているのとは、異なっている。

第6章 提言

以上から、立法論として「内部者取引規制を構成する要件の判断基準は実質基準を使用することが適切であり、この視点から内部者取引規制の条項の見直しをすべきである」と提言するとともに、エンフォースメントツールの多様化による規制の実効性を上げるため見直し条項に内部者取引規制違反者に対する「民事損害賠償」を認めることも併せ提言する。これらの見直し・法律改正によって証券取引等監視委員会における効率的な証券監視（監督）行政の実行を期待するものである。

その提言内容を論証するため、以下の事項等について検討を行った。

規範意識の変化：わが国が内部者取引規制制度を導入した時点では、社会一般の常識として内部者取引は違法行為であるとの認識が欠如していた。そこで個別具体的に禁止行為を定める必要性があり形式基準を採用したが、現時点では違法性の認識が定着している。

規制ツールの多様化：導入当時禁止行為違反に対しては、制裁手段として刑事処分しかなく、罪刑法定主義等の観点から明確にする要求があったが、現在は規制ツールとして課徴金制度があるなど、弾力的、実効性のある規制が執れる。

訴訟判決：内部者取引規制が最高裁判所まで争われたケースは少ないが、争われたものでは要件について実質基準から判断、解釈されており、形式基準では対応できなくなっている。

実務界の対応：企業法務を中心に経済界では内部者取引規制については、実質基準で解釈をし、未然防止対策等を講じている。

(目次)

第1章 金融商品取引法制定と内部者取引規制

1. 金融商品取引法制定	1 頁
2. 金融商品取引法に係る今後の検討課題	3 頁
3. 内部者取引規制検討の喫緊性	6 頁
4. 小括 内部者取引規制の検討	13 頁

第2章 金融審議会の議論

1. 経緯等	15 頁
2. 内部者取引規制規定の見直	17 頁
3. エンフォースメント状況等	31 頁
4. 金融審議会論議の小括	33 頁

第3章 わが国の内部者取引規制の経緯等

(内部者取引規制とその執行)

1. わが国の内部者取引規制の構造等	44 頁
2. 内部者取引規制の執行状況	50 頁
3. 裁判事例	57 頁
(1) 日本商事事件	57 頁
(2) 日本織物加工株事件	61 頁
(3) 日本エム・アイ・シー(株)事件	65 頁
4. 裁判事例の小括	67 頁

第4章 米国に見る内部者取引規制の構造

1. 米国の法体系	68 頁
2. コモン・ローにおける内部者取引規制	69 頁
(1) 19世紀の証券取引規範	71 頁
(2) 州における(相対取引の)規制時代	88 頁
3. 審決・裁判例(1960年代以降)	91 頁
(1) キャディ・ロバーツ事件	94 頁
(2) テキサス・ガルフ・サルファ事件	105 頁
(3) メリル・リンチ事件	138 頁
(4) チアレラ事件	154 頁
(5) ダークス事件	171 頁
(6) オヘーガン事件	183 頁

4 . 審決等の小括	201 頁
------------	-------

第5章 ヨーロッパ (EU)

1 . EU の市場	203 頁
2 . EU の内部者取引指令	204 頁
3 . 内部者取引指令 (DIRECTIVE 89/592/EEC)	204 頁
4 . 市場濫用指令 (DIRECTIVE 2003/6/EC)	214 頁
5 . ヨーロッパの取り組み小括	234 頁

第6章 提言

1 . 内部者取引規制の見直	236 頁
2 . 見直の観点・アプローチの手法	245 頁
3 . 論証事項	259 頁
4 . 終わりに	311 頁