

金融商品取引法研究会
研究記録第 51 号

インサイダー取引規制と自己株式

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制と自己株式

(平成 27 年 5 月 20 日開催)

報告者 前 田 雅 弘
(京都大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. はじめに	1
II. インサイダー取引規制と自己株式取得	2
1. インサイダー取引規制が問題となる場面	2
2. 重要事実としての自己株式取得	3
(1) 規制の概要	3
(2) 課徴金事例・告発事件	3
(3) 自己株式取得についての決定	4
(4) 新株予約権の取得の決定	5
3. 重要事実があるときの自己株式取得	6
(1) 規制の概要	6
(2) 課徴金事例	6
(3) 信託方式・投資一任方式による自己株式取得	7
(4) 重要事実を知ったことと無関係に行われた売買等	10
4. 会社による具体的な買付けについての適用除外	12
III. インサイダー取引規制と自己株式処分	14
1. 重要事実としての自己株式処分	14
2. 重要事実があるときの自己株式処分	15
(1) 自己株式処分と有償の譲渡	15
(2) 自己株式処分と「知る者同士の取引」との関係	16
討 議	18
報告者レジュメ	41
資 料	47

金融商品取引法研究会出席者(平成 27 年 5 月 20 日)

報告者	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高良美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

インサイダー取引規制と自己株式

神田会長 それでは、ほぼ定刻になったと思いますので、始めさせていただきます。金融商品取引法研究会の第7回目の会合になります。本日は、私が進行を務めさせていただきます。

まず最初に、オブザーバーの交代がございましたのでご紹介させていただきます。

野村ホールディングスグループ法務部長の岸田吉史さんに、今回からご参加いただくことになりました。どうぞよろしくお願いいたします。

岸田オブザーバー 岸田と申します。よろしくお願いいたします。

神田会長 本日でございますが、既にご案内のとおり、副会長の前田先生から「インサイダー取引規制と自己株式」についてご報告をいただいて、議論させていただきたいと思います。

早速ですけれども、前田先生、よろしくお願いいたします。

〔前田副会長の報告〕

前田報告者 それでは、「インサイダー取引規制と自己株式」というテーマで報告をさせていただきます。

私は、今から20年近くも前になりますが、1997年にこの問題について少し勉強をし、拙い論文を書いたことがあります。その後、平成13年の商法改正で自己株式取得が原則自由に転換されるなど、会社法のほうの自己株式取得規制が大きく変化しました。それに応じて、機会があればかつて考えたところをアップ・ツー・デートにしたいと考えておりましたので、今回の報告の機会に、このテーマを取り上げさせていただいた次第です。

I. はじめに

自己株式の取得にインサイダー取引の危険がつきまとうことは、昔から指摘されてきたところであり、平成13年の商法改正前は、インサイダー取引

の危険のあることが、自己株式取得を原則禁止する理由の1つとされていました。

平成13年の改正によって我が国の商法は、会社が株主との合意で自己株式を取得すること、また取得した自己株式を保有することを原則自由とする規制に転換しましたが、これはもちろん、自己株式取得に伴う弊害がなくなったと考えられたからではなく、弊害はあるけれどもそれを防止できると考えられたからであり、その弊害の1つであるインサイダー取引の危険についても、金融商品取引法によって防止可能であるという考えが基礎になっていたものと考えられます。また、平成13年改正後は、自己株式の処分ももはや例外的なことではなくなりましたので、自己株式の取得のほうだけでなく、自己株式の処分のほうもインサイダー取引の危険が除去されている必要があります。

Ⅱ．インサイダー取引規制と自己株式取得

1．インサイダー取引規制が問題となる場面

そこで、自己株式の取得と処分、それぞれについてインサイダー取引規制との関係を見ていきたいのですが、まず、取得についてインサイダー取引規制が問題となる場面は、3つに分けて整理することができます。

①第1に、会社が自己株式の取得についての決定をすると、それ自体が新製品の企業化の決定などと同じく重要事実になりますので、それが未公表の間、役員ら会社関係者が、みずからのために当該会社の株式を売買することを禁止する必要があります。自己株式取得が重要事実になる場合の問題です。

②第2に、新製品の企業化の決定などの重要事実が存在するときには、それが未公表の間、会社が自己株式を取得することを禁止すべきかが問題になります。重要事実があるときの自己株式取得の問題です。

③第3は、これら①と②とが重なるとでもいうべき場合です。すなわち、自己株式取得についての決定がなされて重要事実が発生した後、会社が具体的な買付けをすることにも規制を及ぼすべきかが問題となります。

これら3つの場面ごとに見ていきたいと思います。

2. 重要事実としての自己株式取得

(1) 規制の概要

自己株式の取得についてインサイダー取引規制が設けられたのは、平成6年の証券取引法改正によってです。既に平成13年の商法改正より前の、平成6年の商法改正によって、自己株式取得禁止規制が緩和され、使用人に譲渡するための自己株式取得が例外的に許容されることになり、また、定款の定めによらず、定時株主総会決議に基づいて利益消却のための自己株式取得を行うことが許容されることになり、これらを受けて、それに伴って生じる弊害を防止するための方策の1つとして、証券取引法が改正され、これらの商法の規定による自己株式取得を行うことについての決定をしたことが、新たに重要事実に加えられました。この規制が平成13年商法改正で自己株式取得が原則自由となった後も実質的に維持され、現在の金融商品取引法に引き継がれています。

すなわち、上場会社の業務執行を決定する機関が会社法156条1項の規定による自己株式取得についての決定をしたこと、またはその決定の公表後に行わないことを決定したことは、重要事実となり、役員ら会社関係者は、みずからのために株式を売買することを禁止されることになります。

(2) 課徴金事例・告発事件

平成17年4月に課徴金制度が導入されて以降、自己株式取得が重要事実になって証券取引等監視委員会による課徴金勧告がされた事例は、余り多くはなく、資料1のように、調べた限りでは2件だけでした。

平成26年の事例集の事例8では、取締役会で自己株式取得を行う方針を決定した段階で重要事実の発生を認め、方針決定を職務に関して知った使用人が違反行為者とされています。平成23年の事例集の事例4では、取締役会決議よりも前、社長が役員と自己株式取得を協議して決定した段階で重要事実の発生を認め、それを役員が職務に関して知り、配偶者に伝達をしたと

いうケースで、配偶者が第一次情報受領者として、違反行為者とされています。いずれも事案は、比較的単純なものと言ってよいと思われます。

告発事件としては、資料1の事件番号54の事件で、ソーテックの従業員が自己株式取得決定の事実を知って株式を買付けたケースで、従業員が有罪となっています。

(3) 自己株式取得についての決定

自己株式取得が重要事実となる場合の若干の問題を取り上げさせていただきます。

まず、重要事実発生の時点についてですけれども、第1に、ほかの重要事実の発生についてと同様、取締役会など業務執行を実質的に決定する機関が、自己株式取得のための議案を株主総会へ提出することを決定した場合、あるいはそれに向けて具体的な検討をするよう決定した場合には、その段階で自己株式の取得を行うことについての決定をしたこととなり、重要事実が発生します。

この自己株式取得についての「決定」についても、「業務執行を決定する機関」とは何か、また、どこまで実現可能性・具体性が備われば「決定」と言えるのか、困難な問題ではありますが、これらはほかの重要事実の決定と変わるところはないと思いますので、本日は、ほかの重要事実と共通の一般的な問題には立ち入りません。

第2に、株主総会決議に基づいて、取締役会が具体的な自己株式の買付けを決定することもまた、自己株式の取得を行うことについての決定をしたこととなりますので、このことが新たに重要事実になります。すなわち、取得する株式の数、対価、申込期日などを取締役会が決定しますと、その決定の事実を知っている役員ら会社関係者は、これが公表されない限り、みずからのために当該会社の株式の取得等を行うことができないこととなります。

ただし、後で見ますように、具体的な取得についての決定の事実が公表されていなくても、授權決議についての公表があれば、会社自身は自己株式の買付けをすることが例外的に認められています。

このように株主総会での授権段階と、それに基づく取締役会での具体的な決定段階というように、会社法上の決定手続が2段階に分かれて規定されており、それぞれが投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられることから、それに対応して重要事実の発生も、授権段階と取締役会での決定段階、2段階で考えなければなりません。重要事実発生の節目とといいますか、区切りが制度的に常に2つ存在することが、ほかの重要事実と比較して、自己株式取得の決定にやや特徴的なことではないかと思われます。

なお、会社法は一定の場合に、156条1項の事項を取締役会決議で決定することを認めています。子会社から自己株式を取得する場合、剰余金配当を取締役会決議で決定できる会社が自己株式取得も取締役会決議で決定する旨を定款で定めた場合、または市場取引・公開買付けの方法とする自己株式取得を取締役会決議で定めることができる旨を定款で定めた場合です。これら3つの場合は、株主総会の授権なしに、取締役会だけで具体的な決定まですることができます。これらの場合も、まずは取締役会で大枠を決めて、その後にもまた取締役会で具体的事項を決定するという手続をとるのであれば、株主総会で授権する場合と同じように、重要事実の発生を2段階で捉えるべきことに違いはありませんけれども、初めから具体的な取得の決定をする、つまり、会社法156条の決議と157条の決議とを一体として行ってしまうのであれば、特に重要事実の発生を2段階で考える必要はないということになるのだと思われます。

(4) 新株予約権の取得の決定

さて、次は立法論になるのですが、新株予約権の取得の決定の問題を挙げさせていただきました。金商法が自己株式取得の決定を重要事実としたのは、会社が自己株式を取得しようとすることは、その株式の需要増加を示す情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすからです。自己株式取得の決定を重要事実にするべきことは、立法論としても異論のないところだと思いますが、金融商品取引法は、自己新株予約権の取得の決定については、これを重要事実とはしていません。重要事実になるのは、新株予約権

の「発行」のほうだけです。

自己新株予約権取得の決定も株式の需給に影響を与える情報ですし、新株予約権の発行の決定をして公表した後、発行を中止するのでも重要事実にあたるのに、新株予約権を一旦発行してから取得して消却するのに全く規制がかからなくていいのか、ここは説明が難しいように思われます。ただ、そもそも会社法のほうでも、新株予約権を株式と平行に扱っているのは、「発行」の場面についてだけであって、取得も処分も特に規制を置いていないのであり、新株予約権と株式とをどこまで平行に扱うべきかという問題は、金融商品取引法だけでなく、会社法もあわせて考えるべき大きな問題なのだろうと思います。

3. 重要事実があるときの自己株式取得

(1) 規制の概要

新製品の企業化の決定などの重要事実が存在するときには、それが未公表の間、会社が自己株式を取得することには制限がかかります。金商法は、会社が公開買付けの方法で自己株式を取得しようとする場合には、未公表の重要事実があれば、公開買付け届出書を提出する前にそれを公表しなければならないこととしています。

公開買付け以外の方法で自己株式取得をする場合について、金商法 166 条は特に会社自身を会社関係者にした規制にはなっていませんが、会社による自己株式取得は、取締役や従業員らが、会社の計算で当該会社の株式を取得することにほかならないのですから、取締役や従業員らによる売買等が禁止されるということはすなわち、会社自身による自己株式取得も禁止されることになります。

(2) 課徴金事例

平成 17 年 4 月に課徴金制度が導入されて以降、重要事実があるときに自己株式取得がされて勧告がされたケースは、これも余り多くはなく、資料 2 のとおり、調べた限りでは 3 件だけです。

平成 20 年の資料集の事例 5 は、株式分割の決定が重要事実となって、それを知った役員が自己の計算だけではなく、会社の計算でも株式を取得した、つまり自己株式取得をしたというケースで、その役員と会社とが違反行為者とされています。事例 16 は、配当予想値の上方修正が重要事実となって、それを知った役員が会社の計算で株式を取得して、会社が違反行為者とされています。事例 21 は、子会社の解散が重要事実となって、それを知った役員が会社の計算で株式を取得し、やはり会社が違反行為者とされています。これらの事例についても、重要事実の発生時期がやや問題にはなり得ますが、いずれも比較的単純なケースだと言ってよいと思われます。

(3) 信託方式・投資一任方式による自己株式取得

重要事実があるときの自己株式取得についても、若干の問題を取り上げさせていただきます。新製品の企業化の決定などの重要事実が存在し、それが未公表であっても、現実に関付けを決定する者が重要事実を知らずに買付けを行うのであれば、その者はインサイダー取引規制に反することはありません。

したがって、他部門で発生する重要事実が自己株式の買付け担当部門に伝達されない措置、いわゆるチャイニーズ・ウォールが適正に構築されていれば、現実に関付けを決定する者が重要事実を知らずに買付けを行うことができますので、その買付けはインサイダー取引規制に抵触することはない、と理論的には言えます。

しかし、よく知られているように、この情報隔離をより明確にするために、会社内部だけで情報隔離をするのではなく、信託方式・投資一任方式と呼ばれる方法、つまり、自己株式取得を会社の外の信託銀行等に行わせて、情報隔離を外から見ても明確にしようという方法が考案されています。

この方式について、資料 3 のように、金融庁と証券取引等監視委員会が平成 20 年に「インサイダー取引規制に関する Q & A」を公表しています。その問 1 のところで、上場会社が信託方式または投資一任方式によって自己株式取得を行う場合に、次の場合には基本的にインサイダー取引規制に違反す

ることはない旨の見解が明らかにされています。「(1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、(2) ①当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、又は、②当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合」です。

まず、(1) を必要としたことは正当だと考えられます。インサイダー取引規制により禁止される金商法 166 条 1 項の「売買等」には、他人に売買等の委託、指図することも含まれます。幾ら信託方式等をとるのであっても、役員等が重要事実を知って信託契約等を締結・変更するのであれば、その役員等についてインサイダー取引が成立することになるからです。

そして Q & A によりますと、(1) とともに (2) を満たす必要がありますが、(2) の①は、信託契約等の締結後には買付けの指示は行わない形になっている場合です。典型的には信託契約等の締結段階で、あらかじめ買付数量とか買付総額などの枠を定めておいて、その枠内での個別具体的な買付けの決定を信託銀行等に行わせるタイプです。この場合には、たとえ信託契約等の締結後に会社の役員等が重要事実を知ったとしても、自己株式の買付けの決定は、それとは無関係に信託銀行等が行うことになりますので、166 条 1 項の禁止するような、重要事実を知った者が売買等をする事にはならず、したがって規制対象から外れるということになるのだと考えられます。

信託契約等が重要事実を知る前に締結されており、その後の買付けは専ら信託銀行等が行うのであっても、なお信託契約等で買付けを中止できることになっているのであれば、積極的に中止の措置をとらなければ規制違反になるのではないかという問題が議論され、中止しなければならないという見解も示されています。しかし、重要事実を知る前に締結された信託契約等に基づいて信託銀行等が売買等をするのであれば、重要事実を知った役員等の裁

量の余地はないのであって、たとえ信託契約等に基づいてその後ずっと継続的に売買等がされていくとしても、特に一般投資者に比べて有利な投資判断が行われることにはならず、したがって、中止までしなくても、投資者の市場に対する信頼を損なうことにはならないと言ってよいのではないかと思います。

次に（２）の②は、信託契約等の締結後に買付けの指示を行う場合であって、この場合は契約締結後に売買等がされることにはなりますが、その指示を行う部署と重要事実を知っている者との間で真に情報隔離が行われているのであれば、信託方式等を使わずに１つの会社内部で情報隔離を行った場合と同じように、やはり重要事実を知った者が売買等を行うことにはならず、166条１項が禁止する場合に当たらないと考えられます。このようにどうせ１つの会社内部で情報隔離を行わなければならないのであれば、もともと１つの会社内部で買付けを行う部署と重要事実を知っている者との間に情報隔離を行えばいいのであって、わざわざ信託方式等を使うことにどれだけの実益があるのか、よくわからないところですが、真の情報隔離ができれば規制対象にしないという考え方は理解できます。

Q & Aに示された考え方は、以上のように正当であると言ってよいと思いますが、このQ & A自身は、金商法のどの規定に基づいて、ここに挙げられた場合が規制違反にならないのかを示してきていませんので、金商法の規定との関係が問題になります。

このQ & Aについて詳細な分析をされた矢野弁護士は、166条６項１２号の適用除外事由に当たるからだと言われます。適用除外規定の166条６項１２号は、後ほど見ますように非常にわかりにくい規定であって、最後に括弧書きで「内閣府令で定める場合に限る」という限定がつけられてはいますが、広く重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかなものを適用除外にする規定である、と読むのが金融庁の伝統的な解釈であり、この解釈に乗って、Q & Aのケースはこの適用除外に当たるから規制違反にならないと解釈するのです。金融商品取引法セミナーの議論の中でも、

このQ & Aのケースを適用除外規定のどこに読み込めるかが問題とされているのですが、しかし、そのセミナーで藤本元市場課長が指摘されたように、このQ & Aのケースは、166 条 6 項 12 号の適用除外を定めたものではない、と解釈するのがよいと思います。つまり先ほど申しましたように、このQ & Aの方法をとれば、端的に、166 条 1 項の禁止する、重要事実を知った者が売買等をする事にならない状況を確保できるから規制違反にならないのであって、6 項の適用除外規定を持ち出す以前に、そもそも 1 項に該当しないから規制違反にならないと理解すべきもののように思われます。

(4) 重要事実を知ったことと無関係に行われた売買等

さらに今の問題と関連して、このQ & Aは、資料3にありますように、平成26年6月27日に問3の部分が追加されています。問3は、重要事実を知って売買等をすれば、重要事実を利用する意図のないことが明らかであっても規制違反になるかという問いであり、自己株式取得に限らず、役員等が自分の計算で売買等をする場合をも広く含んだものですが、その答えとして、規制違反にならない場合の例として、次の①㊦を挙げています。すなわち、①重要事実が株価を引き上げる情報であるときに公表前に売付けを行った場合、㊦重要事実を知る前に買付け注文を行った場合の2つです。

ここでも金商法のどの規定に基づいて、ここに挙げられた場合が規制違反にならないのかは示されていません。まず、㊦については、役員等が買付け注文を行ったのが重要事実を知る前なので、幾らその後に重要事実を知ったとしても、先ほどと同様、166 条 1 項のいう、重要事実を知った者が売買等をする事にはならないと考えられます。したがって、6 項 12 号の適用除外によるまでもなく、そもそも 1 項で規制から外れるということなるのだと思われます。

それに対して、①のほう、つまりグッドニュースがあるのに公表前に売ったというケースは、このようにみすみす損失を受けることをするのは、通常は重要事実を知らなかったからだと考えられ、仮に知らなかったのであれば、先ほどの㊦と同じように、そもそも 1 項で外れることになりますが、このQ

& Aの回答では、重要事実を「知っている上場会社の役職員が」とありますので、1項では、この売付けは禁止行為になります。そこで、6項12号の適用除外事由があるかが問題になります。例えば、知る前契約の履行あるいは知る前計画の実行として、このような売付けをせざるを得なかったのだと言えれば、適用除外で規制を受けないことになります。

ただ、先ほども少し触れましたように、6項12号の適用除外規定が非常に読みにくい規定になっています。166条6項12号は、いわゆる①知る前契約の履行、②知る前計画の実行、③その他「これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合」「(内閣府令で定める場合に限る)」を適用除外としています。最後に括弧書きで「内閣府令で定める場合に限る」という限定がつけられてはいますが、この限定を③の部分は受けないというのが、インサイダー取引規制導入時以来の金融庁の解釈のようです。つまり、この③の部分については内閣府令で何も限定が定められておらず、限定が定められていないということは、③は無限定に適用除外になりうるという読み方をするようです。私にはこのような条文の読み方はどうも理解しにくいのですが、とにかく金融庁によれば、③の部分は括弧の限定を受けずに、広く重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかなものを適用除外にする規定である、と読むことになります。そうすることでQ & Aの④は、③に基づく適用除外に当たると解釈することになるのではないかと思います。

この適用除外規定の解釈については、金融商品取引法セミナーでも議論があり、松尾先生は、この括弧の限定は③だけにかかると読むことが可能ではないかと述べられ、そう読めば、確かに①と②は無限定になって適用除外が広く認められることになりますので、Q & Aの④のようなケースもカバーできて、大変魅力的な解釈であると思います。ただ、現在の6項12号を受けた内閣府令、すなわち有価証券の取引等の規制に関する内閣府令59条の規定は、全て①と②についての定めになっていますので、松尾先生の解釈は、現在の内閣府令の規定とは相入れないことになってしまいます。

このQ & Aの①を含めて、一般に重要事実を知ったことと真に無関係に行われる売買等であれば、規制から外してよいという実質のところは、恐らく異論のないところだと思います。平成 25 年改正の際に、神田先生が座長となられて取りまとめられましたワーキング・グループ報告では、資料 4 のように、知る前契約・計画に係る適用除外規定の見直しが提言されていました。今回のQ & Aの改訂は、このワーキング・グループの提言に応えるものの1つとしてなされたものではないかと推測しますが、法令レベルでの改正はまだされていないようです。

今見ましたように、現在の 166 条 6 項 12 号の規定は、先ほどの金融庁のような特殊な読み方をしない限りは、括弧書きの限定が①②③の全部にかかるように読めますので、そうしますとQ & Aの①のようなケースを外すのは困難なように思われます。ワーキング・グループ報告の提言を生かした解釈を明確にするためには、単にガイドライン等を示すだけではなく、金商法本体か、または内閣府令の文言を改めるのが適切だと思われます。つまり今の適用除外規定の③の部分限定のない包括条項にするか、あるいは金商法はそのままにして、内閣府令のほうで、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等を包括的に定めるか、いずれかの措置をとるのがよいのではないかと考えられます。

4. 会社による具体的な買付けについての適用除外

先ほどの2のところでは、会社の自己株式取得についての決定自体が重要事実となり、役員らがみずからの計算とする取引が制限されるという場面を見ました。先ほどの3のところでは、新製品の企業化の決定など、自己株式取得についての決定以外の重要事実が存在する場合に、会社自身がどのように自己株式取得を制限されるかという場面を取り上げました。

次に取り上げるのは、これらが重なるとも言うべき場面です。すなわち、自己株式取得についての決定が重要事実となり、その重要事実の発生により、会社自身が自己株式を取得することに、どのような制限がかかるかという問

題です。この問題について、金融商品取引法は次のような規制方法を採用しています。平成6年の証券取引法改正で採用されたものです。

まず、取締役会等が自己株式取得のための議案を株主総会へ提出することを決定した場合、またはそれに向けて具体的な検討をするよう決定した場合には、これが重要事実になって、これが未公表の間、会社は自己株式取得を禁じられます。この点は、役員ら会社関係者が自己の計算で取引する場合、つまり先ほど2で見た場合と変わりはありません。一定の場合に株主総会決議を取締役会決議に置きかえることができるのも同様です。

しかし、一旦総会の授權決議についての公表がされますと、それに基づく具体的な自己株式の買付けの決定は未公表であっても、会社は自己株式を買付けることができます。会社による買付けについてだけ、このような適用除外が認められた理由として、一般には、具体的な取得予定日、取得予定数量、取得方法などを公表することは株価に大きな影響を及ぼしかねず、会社が自己株式を円滑に取得することを困難にするおそれがあるからだと言われてきました。

しかし、この適用除外を認めた理由として、会社が自己株式を円滑に取得するのが困難になるというだけでは、説得力に欠けるように思われます。具体的な買付けの決定が、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微だから適用除外にしたというのであればまだしも、それどころか逆に、まさに株価に大きな影響を与えることが適用除外の理由となっているからです。黒沼先生は、この適用除外の理由は、自己株式取得の決定によって決定の目的たる取得行為が妨げられてはならないという当然の結果だと述べておられます。

決定したことで自分の取得が妨げられるのは確かに不合理なのですが、説明の仕方としては、ここでも、会社は当該重要事実を知って買付けの決定をするわけではない、と説明するのが最も説得力があるのではないのでしょうか。すなわち、先ほどの2のような、新製品の企業化の決定などの、自己株式取得についての決定以外の重要事実が存在するときに会社が自己株式を買付ける場合とは異なって、具体的な自己株式の買付けの決定が重要事

実となる場合は、当然のことながら、買付けの決定と同時に重要事実が発生します。重要事実を知ったからこそ買付けの決定をするわけではなく、先ほどの情報遮断のケース、あるいはいわゆる知る前契約の場合と同様に、重要事実を知ったことと無関係に買付け決定がされ、買付けの決定が一般投資家と比べて有利に行われるわけではないということが定型的に明確であるから、このような買付けを認めても、それが証券市場の公正性・健全性を害し、投資者の証券市場に対する信頼を損なうことにはならない、と考えるのがよいのではないのでしょうか。このことは前にも論じたことがあるのですが、今もそう考えたいと思っています。

ここの適用除外は、以上のように説明の仕方は異なり得るのですが、こういう適用除外を認めるべきことにはまず異論はないと思われますのでこの程度にさせていただき、続いて自己株式処分のほうの話に移りたいと思います。

Ⅲ．インサイダー取引規制と自己株式処分

1．重要事実としての自己株式処分

平成 13 年の証券取引法改正により、自己株式の処分の決定が重要事実に加えられ、金商法に受け継がれています。この平成 13 年改正前にも自己株式の処分はもちろん行われてはいましたが、自己株式の取得・保有が例外的であったことから、処分されることも、処分される量も限られていたのに対して、平成 13 年商法改正によって自己株式の取得・保有が自由化された結果、処分も無視できなくなり、そこで、その決定を新たに重要事実に加えたものです。新株発行の決定が従前から重要事実になっていたことから考えても、合理的な改正であったと言えます。

ただ、自己株式取得のところで述べましたように、新株予約権については、株式とパラレルの扱いがされるのは発行の場面だけであって、ここでも自己新株予約権の処分の決定は重要事実には入っておらず、立法論として検討課題は残っていると見えようかと思っています。

2. 重要事実があるときの自己株式処分

(1) 自己株式処分と有償の譲渡

自己株式処分が「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け」に該当するかどうかについては議論のあるところです。問題になるのは、金融商品取引法セミナーでも議論されているところですが、新株発行の場合との平仄です。新株発行については、立法論はともかくとして、解釈としては、「有償の譲渡若しくは譲受け」には当たらないと解するのが通説です。ただ、新株発行を規制対象から除くことに実質的根拠があるのかといいますと、挙げられてきた根拠はいずれも説得力に欠けると言わざるを得ません。昭和 63 年の規制導入当時の立案担当者によりますと、新株発行では当時の商法および証券取引法の開示規制がかかるので、新株発行を規制対象から除いても問題はないと述べられていました。

しかし、これについては、昨年の日本私法学会シンポジウムのご報告で、川口先生がご指摘になられましたように、会社法上は通知・公告が求められ、また金商法上も有価証券届出書による詳細な開示が求められることにはなるけれども、会社法・金商法に基づく開示によって必ずしも重要事実が開示されるわけではありませんので、会社法・金商法の開示規制の存在ゆえに新株発行を規制対象から除いてよいという考え方には、もともと無理があったと考えるのがよいと思われます。

そして、次に見ますように、もし自己株式処分を規制対象にするという解釈をとるのであれば、新株発行を規制対象から除いていることは、立法論としては説明しにくいことになります。昭和 63 年改正当時とは異なり、現在では、会社法のほうでは、新株発行と自己株式処分は手続・開示の面では完全にそろえられましたし、金商法上の開示についても、平成 21 年改正によって、自己株式処分は、開示の面では「取得勧誘類似行為」として実質的に新株発行と同様に扱われるようになっていきます。ですから、現在では、インサイダー取引規制との関係で、もはや新株発行と自己株式処分とで別の扱いをすることを正当化するのは困難になっています。

そこで、現行法の解釈として、自己株式処分を規制対象とすべきかどうか
が悩ましい問題になります。新株発行と自己株式処分との平仄を合わせるこ
とを重視しますと、現行法のもとでは新株発行は規制対象外ですから、自己
株式処分もそれに合わせて規制対象外だと考えておくべきことになります。
しかし、ここは現在の金商法が新株発行と自己株式処分とで扱いを違える規
定を置いているのが不合理なのであって、その不備のある立法のほうに合わ
せて同じ扱いになるような解釈をするのはいかなものかと思います。

神作先生は、金商法コンメンタールの中で、確かに金商法上、開示規制に
見られるように証券が新規発行か既発行かの区別は相対化してきているけれ
ども、開示規制でも新規発行と既発行との区別を前提にした規制になってい
るのであって、現行法の解釈論としては、自己株式処分は、新株発行と扱い
が異なることにはなるけれども、インサイダー取引規制の対象にすべきもの
とおっしゃっておられます。

私も解釈論としては、神作先生のご見解のように、自己株式処分について
は新株発行と異なる扱いを認めるべきではないかと思います。文言上は、会
社による自己株式処分は、取締役・使用人らの担当者が会社のために会社の
株式を有償で譲渡することにほかならないのであって、該当すると考えられ
ます。そして実質的に考えてみても、未公表の重要事実を知った取締役・使
用人などの会社関係者が株式を処分するときに、自分個人の保有する株式を
処分するのか、それとも自己株式を会社のために処分するのかで、投資者の
市場に対する信頼の損なわれ方に差があるとは思われません。自己株式処分
は、文言からも実質的にも規制対象になると解釈すべきであり、現在、新株
発行がこれとバランスを欠いているのは、立法の不備だと考えておくのがよ
いのではないかと思います。

(2) 自己株式処分と「知る者同士の取引」との関係

以上のように、解釈上、自己株式処分には規制が及ぶと解すべきであり、
また、立法論としては新株発行にも規制を及ぼすのがよいと考えたいのです
が、第三者割当ての自己株式処分では、知る者同士の取引、いわゆるクロク

口取引との関係が問題になります。金商法上、未公表の重要事実を知っている者の間での相対取引は、規制の適用除外とされています。市場に対する投資者の信頼を害することはない、と考えられて設けられた適用除外規定です。平成 25 年改正で適用除外の範囲が広げられましたが、昭和 63 年改正当時からあった適用除外規定です。

川口先生は、学会でのご報告の中で、第三者割当てであれば、通常、会社からの割当予定先に重要事実の伝達が行われるだろうから、クロクロ取引として適用除外とすることが考えられると指摘されました。正確には、新株発行を規制対象とする立法化された場合の問題として論じておられるのですけれども、自己株式処分には今でも規制が及ぶという先ほどの解釈をとっているのであれば、現行法のもとでも既に生じる問題です。これに対して、学会の際、会場の黒沼先生からのご質問があって、幾らクロクロ取引でも、第三者が一般投資者の知らない重要事実を知って株式を引き受けて、重要事実公表後の株価上昇で利得をするのは不合理ではないか、つまり、一方当事者が会社である場合は、クロクロ取引の適用除外を認めるのは問題ではないかという趣旨のご指摘をされました。川口先生は、たとえ会社が一方当事者であっても、情報の非対称性はなくなっているから問題ないのではないかと述べておられました。

私は、両先生のやりとりを大変興味深くお聞きしていたのですが、この問題について、最後に感想のようなことだけ申し上げさせていただきますと、重要事実を事前に引受人に伝達しておけば、クロクロ取引で金商法上は確かに問題ないと言っていいように思うのですが、問題になるのは、会社法のほうの有利発行規制との関係なのだと思います。未公表の重要事実が株価を引き上げる情報、いわゆるグッドニュースであれば、幾ら未公表でその情報がまだ株価に反映されておらず、株価は低いままであっても、客観的には株式の価値は重要事実発生時点で上昇しているはずであって、上昇前の低い価格を基礎に処分価格、つまり払込金額を決定して、その払込金額が重要事実を反映した公正な価格に比して特に有利な金額になるのであれば、会社法上、

有利発行規制がかかるはずです。会社法上、自己株式処分の公告・通知をしても、もちろん金商法上の重要事実の公表をしたことにはならないし、また、金商法上、有価証券届出書が提出されても、重要事実がそこで開示されるとは限らないので、結局、重要事実が未公表のまま、株主総会の特別決議なしに有利発行がされる事態が生じ得ることになります。

この場合に損害を受けるのは旧株主だけであって、一般投資者ではありません。確かに、第三者が一般投資者の知らない重要事実を知って株式を取得して利得することもまた、投資者の市場に対する信頼を害する行為ではないかということが問題になり得ますが、このような形での利得の獲得は、自己株式処分に限らず、一般にクロクロ取引であれば生じ得る事態です。つまり株主Aが第三者Bに対して、ともに未公表の重要事実、両方ともグッドニュースを知った上で、あえて低い価格のまま株式を譲渡すればBは利得しますが、金商法はこれを許容しています。相対で両者納得ずくなら、幾らで譲渡しようが一般投資者の市場に対する信頼は害しない、というのが金商法の上でとっている立場だと考えられます。

自己株式処分の場合、会社があえて低い価格のまま処分すれば旧株主は害されますが、そのときの旧株主の救済は会社法によらざるを得ないのではないのでしょうか。株主総会決議なしに有利発行されると、現在の判例・通説の立場によれば、会社法上の公告・通知またはそれにかわる金商法上の開示がされていれば、自己株式処分の効力は争えずに、旧株主の救済は、専ら取締役と通謀引受人の民事責任によることになるのだと思われます。報告は以上です。

討 議

神田会長 大変興味深いご報告をどうもありがとうございました。

それでは、いつものように残りの時間、皆様方からご質問、ご意見をお出しいただいて議論したいと思います。どなたからでも、どの点についても結構です。いかがでしょうか。

川口委員 私の名前が出ておりまして（笑）・・・、前田先生は、自己株式の処分についてインサイダー取引規制を及ぼすべきではないかと話されていきました。そうであれば、同様の効果がある新株発行についても規制を及ぼすべきということになりそうです。私法学会のシンポジウムの報告の際にも、立法論として、そのようなお話をいたしました。そのときに、一番苦慮した点は、自己株式の処分や新株発行のときにインサイダー取引を適用するとすると、会社には重要情報が常に存在することから、自己株式の処分や新株発行が円滑にできなくなるのではないかという実務界からの意見でした。この点、前田先生はどのようにお考えでしょうか。

前田報告者 確かに会社にはほとんど絶えず重要事実が存在するのでしょうか。けれども、できるだけ適時に開示をし、未公表の重要事実が会社に滞留する期間をできるだけ短くすることで対応すべき問題なのではないでしょうか。できるだけ早い段階で開示をし、金商法上の公表までせよということですね。そうは言っても、金商法上の公表までは、ある程度の時間がかかることは認めざるを得ないのであって、その間、自己株式の処分がしにくくなり、あるいは立法論で新株発行も規制対象に含めるのであれば、新株発行がしにくくなる。それはやむを得ないのではないかと思うのですけれども、川口先生、いかがでしょうか。

川口委員 インサイダー取引規制を重視するのであれば、私もそれはやむを得ないのではないかと考えております。現在の判例の立場では、かなり早い段階から、金商法上の重要事実が発生することになります（日本織物加工事件参照）。この点を実務では心配しているようです。情報が後日開示されるとして、かなり長い間、インサイダー取引規制がかかってしまうということですね。

中村委員 今の論点に関連して、実務上どう考えているかということについて、ちょっとご紹介したいのと、あと、前田先生というよりも、むしろ川口先生に対するご質問になるかもしれないのですが、金商法に基づく開示を行っても、必ずしも重要事実が開示されるわけではないというご指摘につい

てはコメントがございます。

もともと米国証券規制のルール 10b-5 に基づく規制があつて、それを日本の証券取引規制をつくるときに、虚偽記載に関する民事責任規定と、それから 157 条の一般的な不公正行為の規制が導入されています。インサイダー取引規制も、そもそも一般的不公正行為に関する規制の具体化という形でできていますので、開示に関する民事責任のところの重要事実と、インサイダー取引規制の重要事実というのは、同根といえば同根です。そこで、実務界では、やはり同じように考えるべきではないのかという慎重な考え方に立った上で、実際に新株発行のときに、また自己株処分するときでも、会社に未公表の重要事実があると思われる場合には、その重要事実について、参照方式であれば、有価証券報告書提出後の重要事実を記載した書面というところに記載しますし、組込方式の場合でも、補完情報という形で開示をします。そういう重要事実の開示をしなければ、開示に関する重要事実の欠缺が生じかねないので、添付書類を含めた上での届出書において、重要事実は記載してくださいということを通常お願いしています。それがキャピタルマーケットでの実務です。

しかしながら、届出書あるいは添付書類において、その重要事実をポット出すと、市場に対して適時開示をしない形で、いきなり市場に情報を提供するということになりますので、それは実際、上場会社としての責務としてどうなんだろうねということで、案件がある程度進行した段階で、適時開示を行った上で、それも踏まえて届出書あるいは参照方式の場合には添付書類に記載していくという実務を行うことによって、インサイダー取引規制に基づく重要事実が存在する場合に、ファイナンスをどうやってするかという問題を解決しようとしています。

それが実務での解決方法ですが、そもそも金商法の虚偽記載に関する民事責任の規定における重要事実と、インサイダー取引規制における重要事実というのは、特に包括条項の重要事実というのは、同じように考えるべきではないのかということについて、両先生からお考えを教えていただければと思

います。

前田報告者 中村先生がご指摘くださいましたように、恐らく重要事実の範囲について言えば、開示規制における重要事実とは、インサイダー取引規制における重要事実をカバーできているのではないかと思うのですけれども、先ほど川口先生がおっしゃいましたように、やはり時間差の問題が重要なのではないかと思うのです。

たとえば社長が身近にいる役員と、ある計画を進めようと相談した程度のことでは、とてもまだ外部に開示はできない。ですけれども、インサイダー取引規制の上では、それだって重要事実の発生になり得るわけですね。このような時間差の問題がありますので、開示をいかに充実させても、インサイダー取引規制における未公表状態の重要事実をなくしてしまうことはできず、相当残らざるを得ないのではないのでしょうか。重要事実の範囲が重なるというお話は、ご指摘のとおりであると思いました。

川口委員 適時開示で対応しているというお話ですが、適時開示の時期も実際にはかなり遅くなっているのではないのでしょうか。先ほど前田先生がおっしゃったように、例えば社長が決めた段階では開示はできませんね。そのような段階で開示をすると、実現可能な合併もご破算になってしまいます。そうすると、ある程度確実性が増した段階でないと適時開示もできないのではないのでしょうか。その間、やはり重要事実が開示されないまま残ってしまいます。

中村委員 開示での対応ということについては、もちろん取締役会での正式な決定をした上で、適時開示をするという実務に従っていますので、その期間、ファイナンスのほうは実際上とまらざるを得ないというのが、割と慎重な実務として行われているところです。そもそも適時開示の時期が遅いのではないのかというご指摘については、証券取引所の有価証券上場規程の解釈においては、会社の正式な意思決定があってからでよいということであります。その背景としては、プリマチュアな情報を提供して、市場において投資者を誤導するようなことになってはいけないという配慮も、一方であるもの

と思っております。

神田会長 今の点、私も感想と2点あるのですけれども。まず1つは、インサイダー取引の対象となるというか、その規制における重要事実と、それから開示規制ですね、より広く開示制度の対象となる事実というのは、私は、本当は違わなければおかしいと考えてきました。

ただ、これはどういう規制を念頭に置くかだと思うのですね。アメリカなどですと、インサイダー取引規制のほうは disclose or abstain であって、開示規制のほうは always disclose ですね。ですから、開示規制は、その対象となる事実は、常にディスクロズしなければいけない。できるだけ早くというタイミングの問題はありますけれども。

これに対して、インサイダー取引規制のもとになる重要事実というのは disclose or abstain なので、株式の売買等をしなければ、別にディスクロズする必要は全くないわけですね。新製品を開発しても、それをしばらく秘密にしておきましょうという自由が認められて当然だと思うのです。

ただ、この立場は、日本では残念ながらというか、1980年代の終わりにインサイダー取引規制の規定を設けるとときには、そのままは採用されなかったのですね。すなわち、インサイダー取引の重要事実もできるだけ早く開示してくださいという考え方で一連のルールをつくっていったという経緯があります。その結果、日本はアメリカと全く同じではないのですけれども、原理的には考え方は違うように思うというのが1点です。

それからもう1点は、これはうまく言えないのですけれども、最後のほうの前田先生と川口先生のやりとり等を聞いていて、会社が当事者となるエクイティー・ファイナンス、新株発行とか、自己株式の処分というのは類型が違うように思います。前田先生がおっしゃるように、会社の外にAという人がいます。その人が会社の株を持っていて、Bという人に売りましたとか、Bという人がAから買いました。これは典型的なインサイダー取引の場面ですけれども、会社自身が主体となって、ひとり相撲というか、エクイティー・ファイナンスをやる場合というのは、類型が違うので、同じインサイダー取

引規制をそのまま適用する、あるいはしない。どちらもフィットしないように思うのです。

全く規制がなくていいとは思いませんけれども、会社が主体となっていく新株発行や自己株式処分というのは、中間的などと言うとちょっと言い過ぎなのかもしれませんが、何か特別の第三のルールというのがあっていいように感じるのですけれども。これは諸外国はどうなんですかね。どちらかにそろえているのですかね。

中東委員 神田先生のおっしゃった、どういう場面かで違うのではないかということは、クロクロ取引のところにも関係すると思えまして、私自身は、黒沼先生のご意見に共感するところがあります。解釈論として会社が当事者となるファイナンスの場合を別扱いすることができるかどうかかわからないのですが、やはり神田先生がご示唆されているように、本来は別の類型であると思えます。つまり、流通市場で参加者たちが取引する場合であれば、売買当事者のどちらかが損するのをお互いがわかっていて取引しています。他方で、発行市場では、ファイナンスであれ、リファイナンスであれ、会社、会社から株式の割当てを受ける者、会社に対して自己株式を売却する者の誰にとっても損にならない状況にすることもあるのかなと思うのです。

前田報告者 中東先生がご指摘くださったのは、会社が当事者となる場合には、クロクロ取引の適用除外を認めるべきではないということでしょうか。私は、金商法上の規制に関しては、同じことではないかと思って報告させていただいたのですが。

中東委員 クロクロになるから適用除外を受けることができるという点について、前田先生の言われることは解釈論では仕方がない気がするのですが、立法論としてはよろしくないのかなという趣旨で申し上げました。

前田報告者 金商法上これを適用除外とするのはよくない、単に会社法で旧株主を救済するだけでは足りないというご趣旨ですか。

中東委員 そのような感触でいます。流通市場と発行市場との違いを強調すると、新株発行にしても、自己株式取得にしても、別に扱うことをある程度

説明できるのではという気もしているのですが、それ以上詰めた考えはありません。

前田報告者 神田先生からも先ほどご指摘いただいたように、立法論としては、会社が当事者になる場合は、別のルールといいますか、別の類型として考えるのがいいのかもしれませんが。

藤田委員 中東先生が言われた話は、クロクロ取引の存在意義そのものについての疑問なので、自己株式に限らず、一般論として議論できるし、むしろそうすべき話だという気がします。

神田先生が言われた、会社が当事者の場合は別ではないかという話は、自己株式固有の深刻な話で、私も昔から非常に違和感を持ってきたものです。違和感を持っている最大の理由は、会社の自己株式取引の取得も、役員が会社の内部情報を使って儲ける話と全部同じ扱いにしているところにあります。

これはもともと規制が発達してきたアメリカで言われてきた内部者取引規制は全く違う発想です。会社役員等は会社に儲けさせるためにやるべきであって、個人で儲けてはいけないというのが基本なのです。有名なテキサス・ガルフサルファ（Texas Gulf Sulphur）事件では、会社が鉱脈を発見したときに、役員や従業員が内部者取引してしまうと、いいニュースがばれてしまい、会社の利益が害される危険があるということが最大の問題です。会社の内部情報は会社が儲けるために使われるべきで、それを役員等が個人的利益を得るために使うのはだめという発想です。そういう発想からすると、会社が投資家相手に儲けるのはけしからんというのは、相当違う話なのです。

会社を内部者と扱うことが、古典的な内部者取引の発想から、日本の規制を大きく変えている気がします。アメリカ以外の諸外国はどうなっているかよくわからないのですが、会社によるエクイティー・ファイナンスや、自己株式のように会社が主体として行動するものを、役員等の行為と完全に同列に内部者取引扱いするような規制ばかりではないと思います。

神田先生は類型が違うのではないかと言われましたが、そもそも本来会社

の行為を内部者取引とは考えないというのが基本なのではないかと思えます。ただし、そうした場合の脱法のような弊害をどうやって抑えるかという観点からのルールはいろいろあってもいいでしょうが。根本はこの点の違和感なので、そこを問題にしないまま議論しても、たとえばクロクロの例外で抜けられるかとかいった形で議論しても、話がどんどん変な方向にずれていくことになります。

ただ現行法の文言等から、会社が主体となる場合も従業員あるいは役員が行為しているのだから内部者取引にあたるという命題そのものを崩すことがどうしてもできないというのであれば、神田先生の言われたような中間類型として扱いを変えるというふうな方向で議論していくしかないでしょう。

川口委員 会社の情報は会社のもので、それを利用して利得した内部者の行為が会社に対する義務違反となるというアメリカ法の発想は必ずしも日本では一般的ではないですね。確かに、情報は会社のものであるので会社がそれをどのように使おうと勝手（したがって、新株発行の際に重要事実があっても全く問題ない）という考えは分かるのですが、これまで、日本のインサイダー取引規制の趣旨というのは、前田先生がおっしゃったように、やはり情報が不平等で、そのような取引が行われると証券市場に対する信頼を損なうという点にあったかと思います。EUなども、情報の不平等を重要視しているように思います。このような考え方であれば、取引をした者が誰であれ、すなわち、会社であれ内部者であれ、情報を有している者のみが利得するという場面では、規制を及ぼす必要があるということにはならないでしょうか。

藤田委員 不平等の問題ですが、エクイティー・ファイナンスでも、会社が将来の株価に影響のある全ての内部情報を明るみに出した上でファイナンスするというわけにはいかないわけで、既存株主と投資家の間のある種の利益相反が起きることは仕方ない。既存株主や投資家が得することもあれば損することもあると思うのですが、それは仕方がないという割り切りをしていると思います。だからこそエクイティー・ファイナンスをする場合には、このような情報の偏在から株価が下落するというのがファイナンスの標準モデル

とされているのです。これを情報の偏在に基づく不平等、不公正として当然に内部者取引として規制しなくてはならないと見る必要はないというのが基本だと思います。

役員等が内部情報を用いて募集株式の発行や自己株式取得による利益を得るのは全てアウトでいいけれども、既存株主と新規株主との間で募集株式の発行や自己株式取得による利益移転が生じた場合について、常に内部情報を全部出さないとやってはだめというふうには考えないという仕切りはできるはずだと思うのです。だからこそ、やはり会社が主体となる行為は、仮に市場の公正を守るのが内部者取引規制の目的だと考えるとしても扱いが違っていると扱うことは可能だったのですが、そこを全く区別しないで同視してしまったところが現行法の問題だったのだと思います。日本に内部者取引規制を導入したときに自覚的に発想を変えたというのなら、それはそれでかまいませんが、情報の偏在が存在する状態で行われる内部情報を用いて行われる取引のうち、どういう主体が、どういう形で行うものであれば問題視するかということを詰めないまま、漠然と公平・公正といった感覚的な発想だけで網をかぶせたために、積み残しが残ってしまったのだと思います。

松尾（直）委員 ご指摘の論点については、前田先生が言われたとおり、もともとインサイダー取引の会社関係者には上場会社が入っていません。平成16年改正によって課徴金制度を入れたときに、今の金商法の175条9項が設けられ、上場会社が会社関係者に入っていないものですから、上場会社の役員等が上場会社の計算で売買等をしたときは上場会社が課徴金の対象になるという規定になっています。実は平成16年改正のときに、どこまで考えられたかというのはあります。

今の金融庁は、会社の役職員の行為と法人の行為の関係に関しては、一般的に会社の役職員が会社の業務として会社の計算で行った行為は、会社の行為であると解しています。本当にそうなのかという問題提起かなと思っています。今回の情報伝達・推奨規制でも、そういう規定が175条の2第13項にあります。上場会社の業務として特定伝達行為等を行った上場会社

の役員等がある場合には、やはり上場会社が課徴金の対象になるという規定です。立案担当者の解説によると、上場会社が違反行為を業務として行うことは考えにくく、例外的な場合に限られることになるという解説されています(齊藤将彦ほか「公募増資に関連したインサイダー取引事案等を踏まえた対応」商事法務 2012 号 32 号 (2013))。

そうすると、175 条 9 項との解釈がおかしくならないかという疑問が生じます。役員等が違反行為をしたことは、会社の業務ではないはずではないかということなのですけれども、175 条 9 項のほうは、「会社の業務として」と規定していないので、その違いだろうということなのかもしれません。金融庁はそういう解釈なのかもしれませんが、この辺の個人の行為と法人の行為の関係については、余り検討されてない論点ですので、ご検討いただければありがたいです。

私のコメントは、私も川口先生と同じように名前が出ていまして(笑)、4 ページの例の例外規定である 166 条 6 項 12 号のところですね。ここの内閣府令がかかる場所の読み方ですけれども、文言上は私のような解釈も可能だということを、元内閣法制局参事官の同期である藤本元市場課長に確認をしましたわけです。でも、金融庁は、そういう解釈はとっていません。それはなぜかといいますと、立法時からずっとそういう解釈をとっているから、今さら変えられないということかと思われます。しかし、私のように解釈すればいいではないか。「(内閣府令で定める場合に限る。)」は、規定の最後に置かれていますので、文言上は①②にはかかわらないという解釈も可能です。金融庁がそういう解釈をとっていないだけです。そういうことで誤解のないようにお願いしたいと思います。

あと、当初の立案担当者は、③については、これを限定する大蔵省令(当時)が定められていないから、限定はないとおっしゃっている(横畠祐介『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) 159 頁)のですけれども、本当に今の金融庁がそう解しているかどうか疑問です。今の金融庁は、表面的な説明振りとは異なり、実態としては、①から③の全部

について、内閣府令の定めがないと適用除外されないと解釈しているのではないかと考えています（金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第5回）（平成24年11月27日）資料1「論点メモ(3)」11頁～13頁参照）。今の金融庁は、実は最後の「その他」以下のところも、内閣府令で定める場合がないのでゼロである。これに当たる場合は、無限定ではなくて、ゼロだと考えているのだと思います。

一般に実務では、証券会社の方のほうが詳しいかもしれませんが、先ほど前田先生にご紹介いただいた金融庁のインサイダー取引に関するQ&Aの問3については、これに依拠するのは危険であり、実務的対応をするには役に立たないと思われると思います。私もそう考えています。このQ1は、非常にいいQ1だったと思うのですけれども、Q3は役に立たない。何かガイドラインを出さないのかと、昔、同期の古澤元市場課長に聞いたことがあるのですけれども、検討しているということでした。多分ずっと検討しているのだろうと思います。

ちょっと長くなって申しわけないですが、私はちょっと悩んでいる論点というのがありまして、私の金商法の本にも余り書いてないのですけれども、3ページ目で「売買等」というのがございます。一般に「売買等」には、立案担当者の横畠さん（今の内閣法制局長官）以来、他人の売買等の委託、指図をすることも含まれるという解釈が確立していますけれども、そもそも売買等とは具体的に何かという論点があり、一般には発注行為と約定行為が入るというふうに解されているのだと思います。

こういう説例があるのです。例えば未公表の重要事実を知っている役員が、公表前に自己株の売買を部下に指図した。ただし、発注は重要事実の公表後にするように指示したという説例です。これはオーケーかどうか。私はやめたほうがいいという意見ですけれども、この点については両論あり得ると思います。形式的には公表後の発注ですけれども、ではこの指図は、要は発注者は指示者の道具です。売買等の主体は一体誰なのか。その指図者が売買等の主体ではないかという見方が可能なので、私はやめたほうがいいという意

見なのですが、1つはそういう説例があります。

もう1つは、真に情報隔離かどうかというのがございまして、一般に証券会社さんはチャイニーズウォールが確立されているのですけれども、証券会社以外の会社ではほとんど確立されてないわけです。インサイダー情報は管理されていますが、チャイニーズウォールは構築されていないのです。そういう中で、ある部署だけ発注行為をやるので隔離するとしましょう。でも、その部署の上司がいる。その上司が未公表の重要事実を知っているとします。でも、その上司は部下に発注の指図はしません。でも、上司は指図できる立場にいます。例えば未公表の重要事実を知らない部下が「これを発注しますが、よろしいでしょうか」と上司に相談してきたので、上司は受け身で「うんうん」と言った。上司は事実上了解したことになります。これは指図になるのか。私は、これは指図になり得るからやめたほうがいいという意見ですが、しかし保守的に過ぎるかもしれません。そういう悩みが物すごくいっぱいあるのです。これは全部、前田先生の見解をお伺いするための質問なのです。もし可能であればお願いいたします。

最後に、これもご質問ですが、前田先生がおっしゃったとおり、自己株式取得の具体的な決定の適用除外というのは、上場会社にしか当てはまらず、相手には当てはまらない。インサイダー取引のリスクを排除するために、実務では、前日の夕方ごろに、会社がこういう自己株取得をしますと公表して、翌日のトストネットで実際の自己株取得をします。公表後の売買になるので大丈夫だという実務なのです。

しかし、トストネットというのは実質的には相対取引ともいえます。実は公表前に「この取引をどうしましょうか」と相手の人と話をしています。具体的な自己株取得という未公表の重要事実の公表前に相手方に伝達しているではないか。この論点も、実は売買等の概念にかかわっていて、トストネットを行う場合の売買等の成立時点はいつかということで、ライブドア事件の東京高裁平成17年3月23日決定は、「売主に対する事前の勧誘や事前の交渉があったことが推認されるものの、それ自体は証券取引法上違法視できる

ものでなく、売主との事前売買合意に基づくものであることを認めるに足りる資料はない」と判断しております。これは、事前の相対勧誘・交渉は公開買付規制における「買付け等」には当たらないという解釈です。この解釈を応用しますと、事前には売買等はない、売買等はあくまでも翌朝のトストネットにおける約定の際が売買等だと判断されて丸くおさまるわけです。そういうのでよろしいかということです。

以上でございます。

前田報告者 思いつきの感想のようなことしか申し上げられませんが、まず第1に、松尾先生が挙げられた例、売買の指図はしたけれども、発注は公表後にされるというケースは、実質的な投資判断がどの時点であったかという問題なのだと思いますが、公表前に、発注をしておけという指図をしたのであれば、その時点で、ここの売買等に当たるのではないかと私は考えたいと思います。

第2に、チャイニーズウォールのケースは、どこまで目に見える形で情報が隔離されていないと、情報が遮断されたと見てもらえないのかという問題で、結局は情報の遮断を証明できるかどうかという話に行き着くのだと思います。松尾先生が挙げられたケースでは、上司が未公表の重要事実を知っていて、そのときに、実質的な買付けの決定が、上司の指示と無関係に行われたことが証明できれば構わないと思うのですけれども、部下が上司に尋ねて、うなずいたとか、そういう微妙なケースになると、果たして上司の指図と無関係に買付け決定がされたことを証明できるのか、という話になるのだらうと思います。

第3に、松尾先生ご指摘のように、会社の具体的な買付けについて、金商法が適用除外を認めているのは会社の側だけであって、その相手方については、特に適用除外は認められていません。ただ、通常は市場での売買になると思いますので、売る側は、自分の売買が自己株式の売買であることは、普通はわからないはずですね。相手方は、普通は、会社による買付けの決定を知らず売付けの決定をすることになりますので、規制に反することにはなら

ないのだと思います。

問題は、松尾先生がご指摘くださった相対の場合ですね。相対の場合は、事前に会社による買付けであることを知ってしまえば、公表前に売れば、売る側はインサイダー取引規制に抵触すると見ざるを得ず、そうすると、実質的な売付けの投資判断が公表の前か後か、どの時点であったのかが問題になってくるのだと思います。

感想のようなことしか申し上げられませんが、もし松尾先生からさらにコメントいただけることがあれば、お願いいたします。

松尾（直）委員 最後の点は、前日の夕方に公表します。その上でトストネットを翌朝使っているので、公表後の約定だということで当たらないというのが一般的な解釈論です。

中村委員 公表後の約定が3番目の理屈だとしたら、1番目もそうなるのではないのですかね。

松尾（直）委員 それは考え方として、その発注も翌朝だと。そのときに、別途指図しているという考え方をとることが可能かなと思います。ですから、公表前の勧誘・交渉みたいなものは、まだ発注の意思が確定的ではないという考え方です。証券界の皆さんは、そういう考え方で運用していると思います。

岸田オブザーバー 先ほどのインサイダー取引に関するQ & Aの問3ですが、私の記憶が正しければ、これはインサイダー取引規制に関するワーキング・グループの報告書を受けて出したものではなくて、その後、何か別途の有識者会議かなんかで、本来お金を持っていて株式取引ができる余裕のある上場会社の役職員が、インサイダー取引規制を気にして株取引ができないということで、何らかのガイドラインを出したほうがいいのではないかという提言があって、金融庁のほうでつくったというふうに理解しています。実際に経団連のほうに、何か具体的な事例はないですか、明らかにしてほしいことはないですかという問い合わせがあって、それでこれが出てきたと思うのです。

ただし、このQ & Aによって実務が変化したかというとなかなか難しいところがありまして、例えばなお書きの後に、「社内において相応の情報管理態勢の確保に努める」というのはあるのですけれども、上場会社は、自分の会社の情報管理ということでは、かなり厳格にやっていると思いますが、一方で取引先の情報は営業情報として社内で共有されてしまうというのが一般的でして、なかなか証券会社のような情報管理は難しいと思います。

あと、(注1)で『重要事実』を知らない役職員については、単に重要事実を知り得る立場にあることをもって、その売買がインサイダー取引規制違反となることはない」と書いてあるのですが、実際には本当に知らなかったということを証明するのは非常に難しく、私どもの会社の一定の部署もそうですけれども、インサイダー取引と疑われることのないよう、そもそも一律に株取引禁止というふうにしている会社もあると思います。そういうことで、このQ & Aだけで、上場会社の役職員の株式投資への姿勢が変わっていくのは、難しいと思っています。

あと1つ、前田先生のご説明の中で、3ページの「信託方式・投資一任方式による自己株式取得」の中段あたりに、「積極的に中止の措置をとらなければ規制違反になるかという問題あり」とあります。私どもの会社は、昨日ちょうど自社株の取得を取締役会で決議して公表しているのですが、このところはというふうに契約書で書かれているのかということをやっと見てみたのですが、会社で重要事実を認識したら、信託銀行に連絡して中止させるというふうな書き方になってなくて、当該自己株の買付けが法律違反になるような場合は直ちに信託銀行に通知することと書いてありました。どのようなケースが法律違反に当たるのか契約書には書いておらず、これによって実際に途中でとめたということは、今まで聞いたことはないのですけれども、信託契約を1回結んで、買付けがスタートして、途中でとめるというのは、信託銀行は何も知らないという状況であるので、本当にとめる必要があるか。私も改めて必要があるのかどうかちょっと疑問です。

前田報告者 報告の中で申し上げましたように、理屈からすれば、とめる必

要はないのではないかと私も思います。今のお話では、法律違反になるおそれがあれば通知するということですが、法律違反とはまさにインサイダー取引規制違反でしょうから、そうすると、重要事実が発生したことを知れば、通知をしなければならないことが想定されているのだと思うのですけれども、果たして通知をするという仕組みが必要なのか。会社と全く別のところで具体的な買付け決定がされるのであれば、金商法の文言上も当たりませんし、実質的に考えても、規制の必要性はないのではないかと感じました。

あと、前半でご指摘くださったことですが、私はQ & Aの問3は、ワーキング・グループ報告に対する回答の1つとして出されたものと推測していたのですが、そうではないとすると、ワーキング・グループ報告の「知る前契約・知る前計画」に関する提言は、今のところ、放置されているということですか。

松尾（直）委員 依然として検討中だということではないでしょうか。[注：金融庁は平成27年6月18日に、「知る前契約・知る前計画」に係る包括的な適用除外を設ける提案を行った。]

前田報告者 ありがとうございます。

松尾（直）委員 また私で申しわけないのですが、先ほどご指摘の3ページの「積極的に中止の措置をとらなければ規制違反」だという見解については、私はもともとそういう見解をとっていません。考え過ぎではないかと思っています。この見解は刑法の不真正不作為犯の作為義務の議論を応用して、中止する作為義務があるのではないかという考え方ではないかと思われそうですが、考え過ぎではないか、積極的に中止の措置をとらなければ規制違反になるとは考えておりません。

あと、先ほどの問3の「注」をご指摘いただいたのは、私も従来からそう思っています。私は弁護士として課徴金審判手続への対応をしているのですが、あくまで私の認識で、証券取引等監視委員会の方々は別の認識をお持ちなのだと思うのですけれども、実際の事案では、重要事実を知り得る立場にあるだけで、いろいろ客観的状況があると重要事実を知ったものとみなされ

るということが監視実務ではないかと思っております。実務的には疑われたらアウトなので、とにかく疑われないようにするという非常に萎縮効果が高いものになっていますので、「注」にちょっと書いたくらいでは、やはり監視当局が実務を変えないと、現実にはこれに準拠して実務対応はできないというふうになっているということだと思います。

神作委員 先ほど来問題となっている問3にしても、あるいは金商法 166 条の解釈が分かれているとご紹介いただいた同条 6 項 12 号の意味についてもそうですけれども、そもそも金商法 166 条 1 項の内部者取引の禁止規定は、重要事実を知って取引するという文言になっておりまして、諸外国は多くの場合、判例法理または立法によって「使用して (use)」とか、ドイツですと、「使用 (Verwendung)」という文言を用いており、単に「知って」という文言よりはもうちょっと利用してとか、因果関係を含むような解釈の余地を残す文言を使っている国が多いと思います。内部者取引規制を日本に導入する際に、そのような論点があることを踏まえた上で、しかしながら「知って」という文言にするという決断がされたものと理解しております。

そうだとすると、例えば問3にありましたように、無関係に行われたことが明らかである場合であるとか、内閣府令で定めていなくても、特別の事情に基づく売買等であることが明らかである場合は、内部者取引規制の適用がないと解釈するのは、日本のインサイダー取引規制の体系からすると、やはりちょっと無理があるように思います。むしろ正面から、立法論的に対処すべき問題であるという気がいたします。金商法 166 条 1 項の要件が、文言上、非常に広く規定され過ぎているのではないかという気がいたしますが、その点はどうお考えでしょうかというのが、まず第 1 点のご質問でございます。

前田報告者 確かにわが国のインサイダー取引規制は、形式犯とか形式犯的と言われますように、要件を極度に形式的に定めて、広く網をかける形になっています。ですので、重要事実を知って売買したのであれば、重要事実を利用したかどうかは問わず、たとえば、重要事実を知ってはいたが自分の相場観で売買しただけだ、というような抗弁は許さない。このように形式的に広

く網をかぶせたがゆえに、余りに気の毒といいますか、本来は捉えるべきでないもので中に入ってきてしまう。それをできるだけ外そうとするのが、この適用除外なのではないかと思います。

すなわち、重要事実を知ったことと無関係に売買したことが定型的に明らかなものだけはせめて外そうという発想で、この適用除外が設けられているのではないか。つまりこういう適用除外規定が必要になったのは、まさに神作先生ご指摘のように、もともとの網のかぶせ方が、余りに広く形式的に過ぎるということがあったのではないか。ですから、このような適用除外が存在することは、現在のインサイダー取引の規制のあり方からすると、納得できるといいますか、やむを得ないという面があるのではないかと思います。

神作委員 もう1つ、先ほど神田先生からのご指摘ですけれども、会社について諸外国ではどのような扱いになっているかという点ですが、EU法はそもそも内部者取引の主体については全く定めておらず、内部者情報を定義して、それを用いて売買等をしてはいけないということになりますので、いわば「何人も」ということだと思います。

たとえば、会社が自己株式取得プログラムに基づき株式を取得するときには、明確な適用除外の規定を置くことによって救っています。したがって、内部者取引に関し会社について特別の類型にはしていないというのが少なくともEU法の理解だと思いますが、他方で、その前提として、新株発行には内部者取引規制はそもそも適用されないという前提があるものと思います。内部者取引規制の対象を、新株発行を除く取引に限るとともに、取引である以上は主体が誰かを問わないというのが、少なくともEU指令の考え方ではないかと思います。

自己株式の取得・処分には内部者取引規制がかかるのだけれども、新株発行にはかからない点については、確かに規制としては非常にアンバランスではないかと思われます。他方で、やはり新株発行すれば内部者取引規制がかからないという安全港がなくても不都合が生じ得ないとの確信がもてません。どうしても内部者取引規制の適用を避けたいのであれば新株発行してく

ださい、そのような法的安全性を確保する道を残しておいたほうがいいように感じています。理論的には不徹底なのかもしれませんが、また十分に詰めたわけでもないのですが、新株発行に全て内部者取引を適用して本当にうまくワークするのだろうかという心配があります。

前田報告者 新株発行を規制から外してよいとするときに、それを理論的にどう説明するのかがなかなか難しいように思いまして、説明するとすれば、伝統的に言われてきましたように、新株発行向けの開示規制でかなりの部分はカバーできるからだとか、あるいは、新株発行についてまで規制を及ぼすと、会社の資金調達に支障が出るとか、そういう理屈を持ってこざるを得ないように思うのですけれども、これらの理由に説得力があるとは思われないのです。

ただ、神作先生の今のお話では、EUでは新株発行は別扱いだということですが、それについても理論的な説明がされているのであれば、お教えいただけるとありがたいのですが……。

神作委員 そこまでは十分に勉強してないのですが、少なくともその文言からして、新株発行は含まない。ただ、そうはいっても、企業再編なんかで発行されるときは、学説が分かれておりまして、内部者取引規制の適用があるという解釈もあるようですから、やはり微妙な線引きであることは確かだと思います。

前田報告者 この問題は、川口先生が学会でご報告なされた論点ですよ。

川口委員 理論的には自己株式の処分を規制対象にするのだったら新株発行にも及ぼさないとおかしいような気がします。新株発行のみ外すというのであれば、よほどの政策的な理由が必要ですが、これがなかなか難しいところですね。それが、先ほどもあったように、エクイティー・ファイナンスが本当にできなくなるのかという点とも関連してきます。中村先生にご指摘いただいたように、もし、重要事実がすべて開示されるのであれば、開示によって、市場関係者はすべて情報を知ることになりますので、インサイダー取引規制は解除されることになります。言い換えると、インサイダー取引規制が

かかるのは開示までの間ということになり、そこまでは資金調達是我慢して
くださいという話になります。これが、私としての現時点の結論なのですが、
これでは、実務的には回らないでしょうか。

中村委員 いや、慎重な実務としては、そうやっているということをご紹介
したつもりで、本来であれば、もう少し柔軟にファイナンスの可能性を認め
てもらったか、そういう制度設計をしたほうが、恐らく日本の証券界の発展、
あるいは産業界の資金調達には資すると思うので、神田先生初め皆さんがご
議論いただいているような第三の道というのは、今後議論を発展していただ
けるとありがたいなというふうに思う次第です。

神田会長 アメリカでも、形式的には 10b-5 は何ぴともですから、誰だっ
て入り得るのですけれども、経済実質を見て区別するのだと思うのです。で
すから、やはり会社が当事者になるものは別ルールだというふうに整理でき
れば、理論的にはベターだと思うのですけれども。前田先生にご検討いただ
いて、最後に論文にさせていただいたらいかにかと思います。

中村委員 先ほど前田先生のご指摘があって、それを受けて松尾先生のほう
で中止義務の有無というところが論点になりましたけれども、私も松尾先生
と同じように、不真正不作為犯における作為義務が存在するというのは
ちょっと考え過ぎだというご意見には賛成です。

刑法犯においては、先行行為に基づく条理による作為義務というのがある
と言われています。そうすると、これは信託契約を結んだので、先行行為と
して信託契約を結んだからには、その後、重要事実が発生したことを知った
場合には、中止する義務があるのではないのかと思われてしまいがちなので
すけれども、実際、刑法の学説や判例を見ると、条理に基づく作為義務が認
められた、あるいは認められるべきと言われている事案は、いずれも法益侵
害の結果発生への切迫した危険がある場合というふうに言われていて、信託
契約を締結しただけでは、その後のインサイダー取引が発生する何か切迫し
た危険があるということがあるとは言えないため、この先行行為に基づく条
理による作為義務、すなわち、作為との同質性というのは認められないとい

う整理ができるのではないのかなというふうに考えております。したがって、松尾先生や前田先生のように、実質的に本来規制すべきではないよねという考え方に私も立っております。

松尾（直）委員 ちょっと論点が戻るのですが、開示との関係で、今、上場会社自体が論点になりましたけれども、例えば上場会社の経営のトップに近い人のことを考えますと、ほとんどの未公表の重要事実をよく知っている立場にあるわけです。現実にはやはり全て適時開示すればいいではないかというふうには済まない。でも、重要事実が未公表のままですと、自社株取引ができなくなりますけれども、一方で自社株はちゃんと持つようにと言われて

いる。

現実には、私は網羅的に知っているわけではなくて、これは1つの例ですけれども、クロクロ取引の適用除外を使っている場合があります。一番安全なのはクロクロだというわけです。ただ、実務的にはクロクロには抵抗感がある方もおられて、クロクロはあくまでも適用除外なのであって、インサイダー取引の基本的な構成要件に該当して、その上で適用除外なので、抵抗感があるようです。先ほどの金融庁の問1で、これが売買等に当たらないとするのか、適用除外で読むのかという点について、私は、適用除外説よりも、売買等に当たらないのだという藤本説のほうが良いと考えていますのは、そもそも基本的なインサイダー取引の構成要件に当たらないのだという解釈だからです。ちょっと論理的ではないのですけれども、抵抗感がないのです。

前田報告者 松尾先生、先ほどのお話では、チャイニーズウォールは、実務ではほとんど使われていなくて、証券会社ぐらいではないかということですね。

松尾（直）委員 証券会社とか、信託銀行の受託財産運用部門とか、資産運用マネジメント会社とか、それは一部ですよ。

前田報告者 社長であれば、決定事実であれ発生事実であれ、普通は重要事実を知ることになるでしょうけれども、社長以外のところで情報を隔離する部門をつくれば、理屈の上では、そもそも1項のインサイダー取引に当た

ないようにする仕組みは考えられます。クロクロという適用除外規定を使わなくても、不可能ではないように理屈の上では思うのですけれども。

松尾（直）委員 世の会社には情報隔離カルチャーと情報共有カルチャーがあつて、情報隔離カルチャーというのは、チャイニーズウォールを設けている証券会社などです。法律事務所もそうですが、どちらかというところ少数派なのです。世の大半の会社は、いろいろな情報をみんなで共有して、ビジネスを発展させていこうという情報共有カルチャーなので、チャイニーズウォールは合わないわけです。現実的に、普通の事業会社は、インサイダー情報の管理はしていますが、チャイニーズウォールの構築は難しいと思います。そういうのが私の認識なのですが、別の認識をお持ちの方もおられるかもしれません。

神田会長 一言だけ。クロクロには私は原理的には疑問も持っていて、クロクロを広く認めていくと、クロクロ市場が巨大な流通市場となる。他方、一般の人の知らない市場があつて、そういうのは市場の分断になって、価格形成上よくないですよ。

ですから、クロクロがいいというのにも限度があつて、例外的な場合にだけ、いいにしないと、おかしいと思うのですけれども、そういうこともまた研究していただければと思います。（笑）

もう時間が来てしまいましたけれども、ほかにございますでしょうか。このあたりでよろしいでしょうか。

本日は大変な難問について、興味深いご報告に貴重なご指摘をたくさんいただきまして、ありがとうございました。このあたりで終了させていただきます。

今後の研究会の開催予定は、お手元の議事次第に記載させていただきました。11回目と12回目の会合、すなわち来年の1月と3月まで今回記載させていただいていますが、3月は年度末で、卒業式という大学業務の関係で、水曜日でなく火曜日ということになっております。よろしく願いいたします。

その後、来年の奇数月ということで、5月、7月、9月と、ご報告は、おかげさまで、ご希望をお手元の参考というところに記載させていただいております。来年の大学の授業日程等がある程度わかった時点で、ご報告者のご都合を優先に、日程調整をさせていただきたいと思います。

次回は7月8日（水）で、ご報告は松尾先生を予定したいと思います。

本日はどうもありがとうございました。

金融商品取引法研究会（2015 年 5 月 20 日）

インサイダー取引規制と自己株式

京都大学大学院法学研究科

前田 雅弘

I はじめに

○自己株式の取得 →インサイダー取引の危険。

- ・平成 13 年改正前商法が自己株式取得を原則禁止した理由の 1 つ。
- ・平成 13 年商法改正は、金商法によりインサイダー取引の危険を防止できるという考えが基礎。
- ・自己株式処分についてもインサイダー取引の危険が除去されている必要あり。

II インサイダー取引規制と自己株式取得

1 インサイダー取引規制が問題となる場面¹⁾

- ①会社が自己株式取得についての決定をすれば、それが重要事実となり、それが未公表の間、役員ら会社関係者が自らのために売買等を行うことを禁止する必要がある。
- ②新製品の企業化の決定などの重要事実が存在するときは、それが未公表の間、会社が自己株式を取得することを禁止すべきか。
- ③自己株式取得についての決定が重要事実となるとき、会社による具体的な買付けにも規制を及ぼすべきか。

2 重要事実としての自己株式取得

2-1 規制の概要

○平成 6 年の証券取引法改正。

- ・平成 6 年商法改正により自己株式取得禁止規制の緩和（平成 6 年改正商 210 条ノ 2・212 条ノ 2）。

＝使用人に譲渡するための自己株式取得を例外的に許容。

＝定款の定めによらず定時株主総会決議に基づいて利益消却のための自己株式取得を行うことを許容。

- ・弊害防止策の 1 つとして証券取引法改正。

＝自己株式の取得を行うことについての決定をしたことを、新たに重要事実を追加（平成 6 年改正証取 166 条 2 項 1 号ハ）。

○上場会社の業務執行を決定する機関が会社法 156 条 1 項の規定による自己株式取得についての決定をしたこと（またはその決定の公表後に行わないことを決定したこと）は、重要事実となり（金商 166 条 2 項 1 号ニ）、役員ら会社関係者は、自らのために株式を売買することを禁止される（金商 166 条 1 項）。

1) 前田雅弘「自己株式取得とインサイダー取引規制」法学論叢 140 巻 5=6 号（1997）252 頁。

2-2 課徴金事例・告発事件

○課徴金勧告事例 = 資料 1

○告発事件 = 資料 1

2-3 自己株式取得についての決定

○重要事実の発生は 2 段階あり。

- ・取締役会など業務執行を実質的に決定する機関が、自己株式取得のための議案を株主総会へ提出することを決定した場合、あるいはそれに向けて具体的な検討をするよう決定した場合には、その段階で重要事実が発生する。
- ・株主総会決議に基づいて取締役会が、具体的な自己株式の買付けを決定することも（会社 157 条）、重要事実となる。
 - －ただし、具体的な取得についての決定の事実が公表されていなくても、授權決議について公表があれば、会社は自己株式の買付けをすることが例外的に認められる（後記 4）。
- 一定の場合に、会社法 156 条 1 項の事項を取締役会決議で決定することが認められる。
 - －子会社から自己株式を取得する場合（会社 163 条）。
 - －剰余金配当を取締役会決議で決定できる会社が自己株式取得も取締役会決議で決定する旨を定款で定めた場合（会社 459 条 1 項 1 号）。
 - －市場取引・公開買付けの方法とする自己株式取得を取締役会決議で定めることができる旨を定款で定めた場合（会社 165 条 2 項）。
- ・会社法 156 条の決議と 157 条の決議を一体として行うのであれば、重要事実の発生を 2 段階で考える必要はないのであろう。

2-4 新株予約権の取得の決定

- 金商法が自己株式取得の決定を重要事実としたのは、株式の需要増加を示す情報であり、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすから。
- 自己新株予約権取得の決定は重要事実でない。
 - －新株予約権の発行の決定は重要事実（金商 166 条 2 項 1 号イ）。
- ・自己新株予約権取得の決定も株式の需給に影響を与える情報。
- ・新株予約権発行の決定をして公表したあと、発行の中止を決定することは重要事実（金商 166 条 2 項 1 号イ）。発行後に取得して消却することに規制がかからなくてよい。
- 新株予約権と株式とをどこまでパラレルに扱うべきかという問題。
 - －会社法でも、新株予約権を株式とパラレルに扱っているのは発行の場面だけ。

3 重要事実があるときの自己株式取得

3-1 規制の概要

- 新製品の企業化の決定などの重要事実が存在するとき、それが未公表の間、会社が自己株式を取得することには制限がかかる。
- ・会社が公開買付けの方法で自己株式を取得しようとする場合には、未公表の重要事実があれば、公開買付け届出書を提出する前に、それを公表しなければならない（金商 27 条の 22

の3第1項)。

- ・金商法 166 条は会社自身を会社関係者にした規制になっていない。

しかし、会社による自己株式取得は、取締役・従業員らが、会社の計算で当該会社の株式を取得することにほかならない。

3-2 課徴金事例

○課徴金勧告事例 =資料2

3-3 信託方式・投資一任方式による自己株式取得

○現実に関付けを決定する者が未公表の重要事実を知らずに買付けを行うのであれば、インサイダー取引規制に反することはない。

- ・他部門で発生する重要事実が自己株式の買付け担当部門に伝達されない措置（チャイニーズ・ウォール）が適正に構築されていれば、買付けはインサイダー取引規制に抵触しない。

○情報隔離をより明確にするため、信託方式・投資一任方式が考案されている。

- ・「インサイダー取引規制に関するQ&A」（金融庁・証券取引等監視委員会、平成20年11月18日）問1。=資料3

○(1)を必要としたことは正当。

- ・「売買等」（金商166条1項）には、他人に売買等の委託、指図をすることも含まれる。

○(2)の①

- ・典型的には、信託契約等の締結時に買付け数量・総額などを定めておき、その範囲内での個別具体的な買付けの決定を信託銀行等に行わせるタイプ。
- ・積極的に中止の措置をとらなければ規制違反になるかという問題あり²⁾。
ー重要事実を知った役員等の裁量の余地はなく、中止しなくても投資者の市場に対する信頼を損なうことにはならないのではないかな。

○(2)の②

- ・指示を行う部署と重要事実を知っている者との間で真に情報隔離が行われているのであれば、重要事実を知った者が売買等を行うことにはならない。
＝信託方式等を使わずに1つの会社内部で情報隔離を行った場合と同様。

○金商法上の根拠。

- ・金商法 166 条 6 項 12 号の適用除外事由に当たるとの見解あり³⁾。
ー同規定を、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかなものを適用除外にする規定であると広く解釈⁴⁾。

2) 金融商品取引法研究会編『金庫株解禁に伴う商法・証券取引法』別冊商事法務 251 号 (2002) 79 頁以下参照。

3) 矢野正紘「自己株式取得に係る『インサイダー取引規制に関するQ&A』の検討〔中〕」商事法務 1873 号(2009) 127 頁。

4) 横畠裕介『インサイダー取引規制と罰則』159 頁 (1989、有斐閣)。

- ・金商法 166 条 1 項に該当しないからと解すべきではないか⁵⁾。
- －「重要事実を知った者が売買等を行うことにはならない」状況を確認。

3-4 重要事実を知ったことと無関係に行われた売買等

○Q & A改訂（平成 26 年 6 月 27 日）により問 3 追加。

- ・規制違反にならない場合の例。
 - ①重要事実が株価を引き上げる情報であるときに公表前に売付けを行った場合。
 - ②重要事実を知る前に買付け注文を行った場合。

○前記②

- ・金商法 166 条 1 項に該当しないので、規制違反にならない。
 - －重要事実を知った者が売買等を行うことにはならない。

○前記①

- ・仮に重要事実を知らなかったのであれば、前記と同様、金商法 166 条 1 項に該当しない。
- ・本問は知っている場合 →金商法 166 条 6 項 12 号の適用除外事由があるか。

○金商法 166 条 6 項 12 号の適用除外規定

＝①知る前契約の履行、②知る前計画の実行、③その他「これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合」（内閣府令で定める場合に限る。）を適用除外。

- ・括弧書きの限定を、③の部分は受けないという見解。
 - －前記①は、③に基づく適用除外に当たると解するのであろう。
- ・括弧書きの限定は③の部分にだけかかるという見解⁶⁾。
 - －①②に基づく適用除外を広く認めることができる。
 - －しかし現在の内閣府令（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 59 条）は①②についての定め。

○「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ、平成 24 年 12 月 25 日）。＝資料 4

- ・知る前契約・計画にかかる適用除外規定の見直しを提言。
- ・WG 報告の提言を活かすためには、金商法または内閣府令の文言を改めるのが適切ではないか。

4 会社による具体的な買付けについての適用除外

○自己株式取得についての決定が重要事実となり、その重要事実の発生により、会社自身が自己株式を取得することに、どのような制限がかかるか。

5) 岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー（開示制度・不正取引・業規制編）』383 頁（2011、有斐閣）[藤本拓資発言]。

6) 松尾直彦『金融商品取引法〔第 3 版〕』（2014、商事法務）585 頁、岩原ほか・前掲注 5）388 頁[松尾直彦発言]。

○規制の概要（平成6年証券取引法改正）。

- ・取締役会等が自己株式取得のための議案を株主総会へ提出することを決定した場合（またはそれに向けて具体的な検討をするよう決定した場合）には、これが重要事実となり、これが未公表の間、会社は自己株式取得を禁じられる（金商166条1項・2項1号二）。＝役員ら会社関係者が自己の計算で取引をする場合（前記2）と同様。
- ・株主総会決議について公表がなされると、それに基づく具体的な自己株式の買付けの決定は未公表であっても、会社は自己株式を買い付けることができる（金商166条6項4号の2）。

○適用除外が認められた理由。

- ・会社が自己株式を円滑に取得することを困難にするおそれがあるとの見解⁷⁾。
- ・自己株式取得の決定によって決定の目的たる取得行為が妨げられてはならないという当然の結果とする見解⁸⁾。
- ・買付けの決定と同時に重要事実が発生し、重要事実を知ったことと無関係に買付けの決定がされることが定型的に明確であるからではないか⁹⁾。

Ⅲ インサイダー取引規制と自己株式処分

1 重要事実としての自己株式処分

○平成13年証券取引法改正により、自己株式の処分の決定が重要事実を追加（証取166条2項1号ホ）＝金商法166条2項1号イ。

- ・平成13年商法改正により自己株式の取得・保有が自由化され、処分も無視できなくなった。
- ・新株発行の決定は従前より重要事実（同条2項1号イ）。

○自己新株予約権の処分の決定はなお重要事実とされていない。

2 重要事実があるときの自己株式処分

2-1 自己株式処分と有償の譲渡

○自己株式処分は、「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け」（金商166条1項柱書き）に該当するか。

○問題は、新株発行の場合との平仄¹⁰⁾。

- ・新株発行は、解釈としては、「有償の譲渡若しくは譲受け」には当たらないと解するのが通説。
- ・しかしその実質的根拠は乏しい。
 - －「新株発行では商法および証券取引法上の開示規制がかかる」との説明。

7) 証券取引審議会公正取引特別部会「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」Ⅲ1（3）③（平成6年2月7日）商事法務1346号（1994）25頁。

8) 黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」金融法務事情1866号（2009）50頁。

9) 前田・前掲注1）267頁。

10) 岩原ほか・前掲注5）325頁以下参照。

- 会社法・金商法に基づく開示によって必ずしも重要事実が開示されるわけではない¹¹⁾。
- ・会社法上、新株発行と自己株式処分は手続・開示の面では揃えられ、金商法上も、平成 21 年改正により、自己株式処分は「取得勧誘類似行為」として実質的に新株発行と同様の扱い。
- 現行法の解釈として、自己株式処分を規制対象とすべき。
- ・金商法上、新規発行か既発行かの区別は相対化してきているが、開示規制でも新規発行と既発行との区別を前提にした規制¹²⁾。
 - ・文言上は該当。
 - ・実質的にも、未公表の重要事実を知った会社関係者が株式を処分するときに、自己の保有株式を処分するか、自己株式を会社のために処分するかで、投資者の市場に対する信頼の損なわれ方に差はない。

2-2 自己株式処分と「知る者同士の取引」との関係。

- 第三者割当ての自己株式処分について、「知る者同士の取引」（クロクロ取引）との関係が問題。
- ・未公表の重要事実を知っている者の間での相対取引は、適用除外（金商 166 条 6 項 7 号）。
- 第三者割当てであれば、通常、会社から割当予定先に重要事実の伝達が行われ、適用除外となりうる旨の指摘¹³⁾。
- ・第三者が重要事実を知って株式を引き受け、重要事実公表後の株価上昇で利得をするのは不都合ではないかという指摘¹⁴⁾。
 - ・重要事実を事前に引受人に伝達しておけば、金商法上は適用除外。
- 問題になるのは、会社法上の有利発行規制との関係。
- －客観的には株式価値は重要事実発生時点で上昇。
 - －重要事実が未公表のまま、株主総会の特別決議なく有利発行がされる事態が生じうる。
 - －損害を受けるのは旧株主。
 - －第三者による利得は、一般にクロクロ取引で生じうる事態。
 - －旧株主の救済は会社法によらざるを得ないのではないか。

11) 川口恭弘「新株発行等に関する規制－金商法の視点から」商事法務 2041 号（2014）64 頁。

12) 神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール 4－不公正取引規制・課徴金・罰則』（2011、商事法務）124 頁〔神作裕之〕。

13) 川口・前掲注 1 1）65 頁。

14) 吉本健一ほか「（シンポジウム）新株発行等・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題」私法 77 号（2015）124 頁〔黒沼悦郎発言〕。

金融商品取引法研究会（2015 年 5 月 20 日）事前配布資料

報告者：前田 雅弘

テーマ「インサイダー取引規制と自己株式」

- 資料 1 金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～（証券取引等監視委員会事務局、平成 26 年 8 月）〔抜粋〕
金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～（証券取引等監視委員会事務局、平成 23 年 6 月）〔抜粋〕
告発事件の概要一覧表（証券取引等監視委員会事務局、平成 15 事務年度）〔抜粋〕
- 資料 2 金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～（証券取引等監視委員会事務局、平成 20 年 6 月）〔抜粋〕
- 資料 3 インサイダー取引規制に関する Q & A（金融庁=証券取引等監視委員会、平成 20 年 11 月 18 日〔最終改訂：平成 26 年 6 月 27 日〕）
- 資料 4 「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ、平成 24 年 12 月 25 日）〔抜粋〕

金融商品取引法における 課徴金事例集～不公正取引編～

平成26年8月
証券取引等監視委員会事務局

【自己株式取得】

○ 事例 8

上場会社 A 社の社員である違反行為者は、同社が自己株式の取得を行うことについて決定した旨の重要事実を、その職務に関し知り、当該重要事実の公表前に、A 社株式を買い付けた。

[違反行為の内容及び課徴金額]

1 違反行為者

A 社の社員

2 重要事実（適用条文）

自己株式の取得（法第 166 条第 2 項第 1 号二）

3 重要事実の決定時期

6 月 5 日 取締役会において自己株式の取得を行う方針を決定した。

4 重要事実の公表

6 月 13 日 午前 11 時頃 公表（T D n e t）

5 重要事実を知った経緯

違反行為者は、6 月上旬、A 社の取締役から本件重要事実を聞き、本件重要事実を職務に関し知った。（法第 166 条第 1 項第 1 号）

6 違反行為者の取引

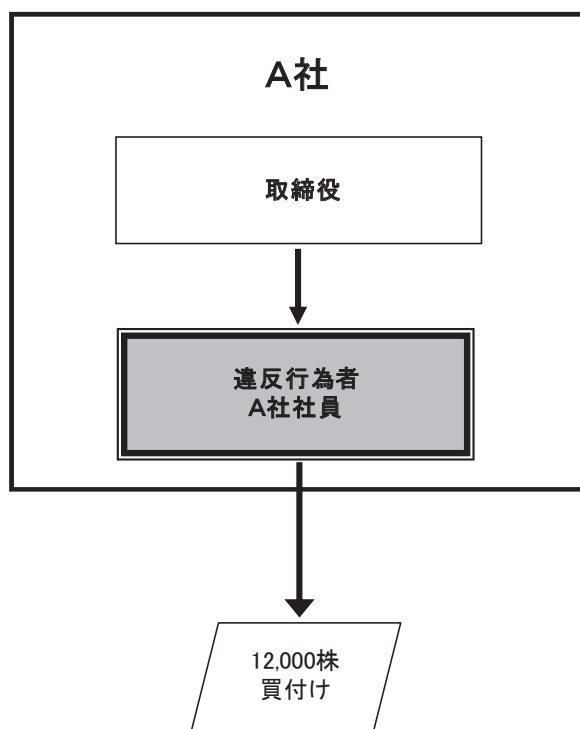
- ・ 6 月 6 日から 6 月 8 日までの間に、A 社株式合計 12,000 株を買付価額合計 10,487,400 円で買い付け
- ・ 知人名義の証券口座を使用
- ・ インターネットによる発注

7 課徴金額

192 万円

（計算方法）

1,034 円（重要事実公表後 2 週間における最も高い価格）× 12,000 株（買付株数）
－10,487,400 円（買付価額）
＝1,920,600 円 [1 万円未満切捨て]



金融商品取引法における課徴金事例集

平成 23 年 6 月

証券取引等監視委員会事務局

○ 事例 4

違反行為者は、上場会社 A 社が自己の株式の取得を行うことを決定した旨の重要事実について、A 社の役員（違反行為者の配偶者）から伝達を受けながら、当該重要事実の公表前に、A 社株式を買い付けたものである。

[違反行為の内容及び課徴金額]

1 違反行為者

A 社役員からの第一次情報受領者（A 社役員の配偶者）

（違反行為者は、A 社の執行役員を務めているが、本件重要事実を職務に関し知ったものではない。）

2 重要事実（適用条文）

自己の株式の取得（法第 166 条第 2 項第 1 号二）

3 重要事実の決定時期・決定機関

7 月 21 日頃 A 社社長が役員と協議し決定

（重要事実に係る取締役会決議は、8 月 24 日に行われているが、実質的な決定時期・決定機関は上記のとおりである。）

4 重要事実の公表

8 月 24 日 午後 4 時 30 分頃 公表（T Dnet）

5 重要事実を知った経緯（適用条文）

違反行為者は、7 月 22 日頃までに、自宅において A 社の役員である配偶者から、A 社が自己の株式の取得を行う旨の伝達を受け、当該重要事実を知った（法第 166 条第 3 項）。

6 違反行為者の取引

- ・ 7 月 22 日から 8 月 24 日までの間に、A 社の株式合計 84 株を買付価額 5,887,600 円で買付け
- ・ インターネットによる発注
- ・ 親族の証券口座を利用

7 課徴金額

73万円

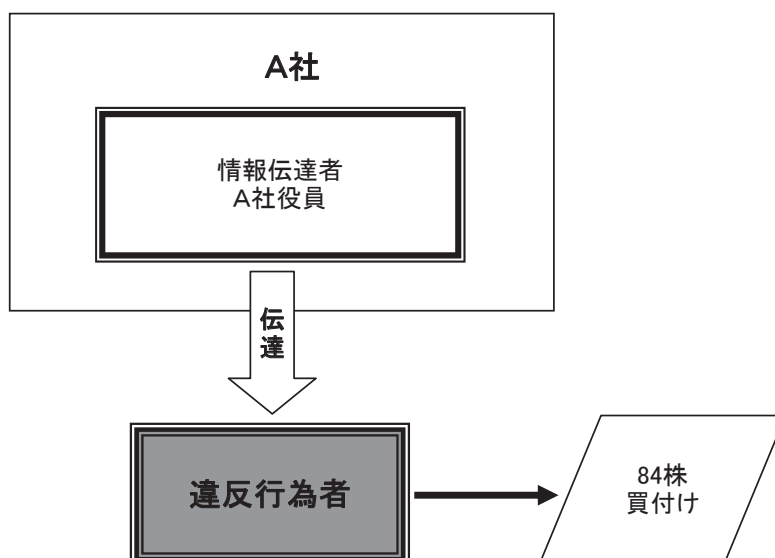
(計算方法) 78,800円 (重要事実公表後2週間における最も高い価格) × 84株

－5,887,600円 (買付価額) = 731,600円 [1万円未満切捨て]

8 本事例の特色

本件の違反行為者は、違反行為者の親族名義口座において、親族の計算においてA社株式の買付けを行っていたものであり、法第175条第10項に規定する「次の各号に掲げる者の計算において第166条第1項に規定する売買等をした者」のうち、法第175条第10項第2号に規定されている「当該売買等をした者と生計を一にする者その他の当該売買等をした者と特殊の関係にある者として内閣府令で定める者」の計算において売買等をした者に該当することから、違反行為者本人の自己の計算において当該売買等をしたものとみなして、法第175条第1項の規定を適用した初めての事例である。

金融商品取引法においては、違反行為者本人の「自己の計算における売買」が、課徴金を課す上での要件であるが、平成20年の法改正により、本件のように、近親者等の計算による売買も、違反行為者本人の自己の計算において行った売買とみなされ、同人に課徴金が課せられることになる。



事 件	告発年 月日	関係条文	事 件 の 概 要	判 決
52	15. 3. 24	証取法第 197 条第 1 項第 1 号等 (虚偽の有価証券報告書の提出)	㈱ケイビーは架空売上を計上するなどの方法により粉飾経理を行い、虚偽の記載のある有価証券報告書を提出。 (嫌疑者) 当該会社 当該会社会長 当該会社専務 当該会社常務	15. 9. 17 (東京地裁) 同社専務 懲役 2 年 (執行猶予 3 年) 15. 12. 11 (東京地裁) 同社常務 懲役 4 年 16. 7. 29 (東京高裁) 同社常務 控訴棄却 16. 10. 7 (東京地裁) 同社会長 懲役 8 年 17. 9. 28 (東京高裁) 同社会長 控訴棄却 18. 7. 3 (最高裁) 同社会長 上告棄却 (いずれも確定)
53	15. 5. 28	証取法第 167 条第 1 項等 (内部者取引)	ニチメン㈱が、㈱ニチメンインフィニティの株券を公開買付けを行うことを知り、公表前に同社株券を買付けた。 (嫌疑者) 公開買付代理人であった証券会社職員	15. 10. 21 (東京地裁) 懲役 1 年 2 月 (執行猶予 3 年) 罰金 70 万円 追徴金約 891 万円 (確定)
54	15. 7. 16	証取法第 166 条第 2 項第 1 号等 (内部者取引)	㈱ソーテックが、自己株式を取得すること及び投資運用会社と業務提携を行うこと(ともに重要事実)を知り、公表前に同社株券を買付けた。 (嫌疑者) 当該会社職員	16. 1. 30 (横浜地裁) 懲役 1 年 2 月 (執行猶予 3 年) 罰金 80 万円 追徴金約 845 万円 (確定)
55	15. 7. 25	証取法第 159 条第 1 項第 3 号等 (相場操縦)	大阪証券取引所が開設する有価証券オプション市場に上場されている株券オプションにつき、投資家にその取引が繁盛に行われていると誤解させることを目的として仮装売買等を行った。 (嫌疑者) ㈱大阪証券取引所 同取引所副理事長 証券会社 証券会社代表取締役	17. 2. 17 (大阪地裁) 同取引所副理事長 無罪 18. 10. 6 (大阪高裁) 同取引所副理事長 懲役 1 年 (執行猶予 3 年) 19. 7. 12 (最高裁) 同取引所副理事長 上告棄却 (確定)
56	15. 7. 30	証取法第 167 条第 1 項等 (内部者取引)	ニチメン㈱が、㈱ニチメンインフィニティの株券を公開買付けを行うことを知り、公表前に同社株券を買付けた。 (嫌疑者) 公開買付代理人であった証券会社職員(元課長)	15. 10. 30 (東京地裁) 懲役 1 年 2 月 (執行猶予 3 年) 罰金 80 万円 追徴金約 936 万円 (確定)
57	15. 11. 14	証取法第 166 条第 3 項等 (内部者取引)	㈱アイチコーポレーションの業務に関し、他社と業務提携を行うこと(重要事実)を知り、公表前に同社株券を買付けた。 (嫌疑者) 会社役員	16. 8. 3 (名古屋地裁) 懲役 10 月 (執行猶予 3 年) 罰金 80 万円 追徴金約 1,105 万円 (確定)

金融商品取引法における課徴金事例集

平成20年6月
証券取引等監視委員会事務局

○ 事例5

上場会社A社及びA社の役員である違反行為者らは、A社が株式分割を行うことについて決定した旨の重要事実を知り、当該重要事実の公表前にA社株券を買い付けたものである。

[違反行為の内容及び課徴金額]

1. 違反行為者

違反行為者① 上場会社A社の役員

違反行為者② 上場会社A社

2. 重要事実等（適用条文）

株式分割（法第166条第2項第1号へ）

3. 重要事実等の決定機関・決定時期

9月7日まで A社社長により決定（A社社長が証券会社に対し株式分割を行う意思を表示）

（重要事実に係る取締役会決議は10月6日であるが、実質的な決定機関・決定時期は上記のとおり認定）

4. 重要事実等の公表

10月6日午後3時頃 公表（TDnet）

5. 重要事実等の伝達（適用条文）

違反行為者①は、9月7日までに、その職務に関し当該重要事実を知った。（法第166条第1項第1号）

6. 違反行為者の取引

違反行為者①は、自己の計算で、9月8日から10月6日までの間にA社の株券合計6,100株を総額2,434万3,000円で買い付けた。

違反行為者①は、違反行為者②（A社）の計算で、10月3日にA社の株券合計1,000株を総額391万6,000円で買い付けた。（法第175条第7項）

7. 課徴金額

違反行為者① 213万円

違反行為者② 42万円

8. その他

- ・ 違反行為者①及び違反行為者②は、いずれも、他人名義（取引先や知人名義）の証券口座を用いて本件買付けを行った。本件においては、①当該他人名義口座は違反行為者らの指示で開設され、概ね本件株式の買付けしか行われていないこと、②株式の買付けは、違反行為者らの指示に基づき実行され、口座名義人は指示されるままに機械的に発注手続きを行っていること、③株式の買付けは違反行為者らの資金で行われていること、④当該他人名義口座による株式買付けの経済的効果は違反行為者らに帰属していることなどから、本件買付けは、違反行為者らの計算において行われたものと認定した。
- ・ 違反行為者②の行為は、いわゆる自社株買いに当たる。

○ 事例 16

上場会社 A 社（違反行為者）の役員 X は、A 社が配当の予想値の上方修正について決定した旨の重要事実を知り、A 社の計算において、当該重要事実の公表前に A 社株券（自己株式）を買い付けたものである。

[違反行為の内容及び課徴金額]

1. 違反行為者

上場会社 A 社

2. 重要事実等（適用条文）

配当予想値の上方修正（法第 166 条第 2 項第 3 号）

3. 重要事実等の決定機関・決定時期

2 月 9 日まで A 社社長により了承

（重要事実に係る取締役会決議は 2 月 23 日であるが、実質的な決定機関・決定時期は上記のとおり認定）

4. 重要事実等の公表

2 月 23 日午後 3 時頃 公表（TDnet）

5. 重要事実等の伝達（適用条文）

A 社の役員 X は、2 月 9 日までに、その職務に関し、当該重要事実を知った。（法第 166 条第 1 項第 1 号）

6. 違反行為者の取引

A 社の役員 X は、A 社の計算で、2 月 10 日から 22 日までの間に、A 社の株券合計 7 万 9,000 株を総額 3 億 3,295 万 5,000 円で買付けた。（法第 175 条第 7 項）

7. 課徴金額

3,044 万円

8. その他

違反行為者の行為は、いわゆる自社株買いに当たる。

○ 事例 2 1

上場会社 A 社（違反行為者）の役員 X は、A 社の子会社である B 社の解散を行うことについて決定した旨の重要事実を知り、A 社の計算において、当該重要事実の公表前に A 社株券（自己株式）を買い付けたものである。

[違反行為の内容及び課徴金額]

1. 違反行為者

上場会社 A 社

2. 重要事実等（適用条文）

子会社の解散（法第 166 条第 2 項第 5 号へ）

3. 重要事実等の決定機関・決定時期

6 月 21 日まで B 社取締役により決定（B 社の解散に係る申請書を A 社の役員 X に対してメールで送信）

4. 重要事実等の公表

7 月 13 日午後 3 時頃 公表 (T Dnet)

5. 重要事実等の伝達（適用条文）

A 社の役員 X は、6 月 23 日頃、B 社から送付されてきた書類に目を通して B 社の解散に係る決裁を行い、当該重要事実を知った。（法第 166 条第 1 項第 1 号）

6. 違反行為者の取引

A 社の役員 X は、A 社の計算で、7 月 4 日から 13 日までの間に A 社の株券合計 131 万 6, 000 株を総額 11 億 7, 746 万 1, 000 円で買付けた。（法第 175 条第 7 項）

7. 課徴金額

4, 3 7 8 万円

8. その他

違反行為者の行為は、いわゆる自社株買いに当たる。

インサイダー取引規制に関する Q & A

(問 1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。

(答)

金融商品取引法第 166 条においては、「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知った者は、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。(インサイダー取引規制)

上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付主体となるところ、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当するかどうかが問題となります。

この点については、例えば、

(1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、

(2) ① 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、
又は、

② 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、

においては、一般に、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられます。

（問２）現在、一部の上場会社において、「役職員について、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役職員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。

（答）

インサイダー取引規制違反が生じないように、上場会社各社においてその実情に応じた社内ルールが整備されることは重要なことですが、同時に、社内ルールが過剰な内容になり、結果として自社株式売買を萎縮させることがないような配慮が必要です。

御指摘のような、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止するという社内ルールは法令上求められるものではなく、各社の判断でこれを解除することは、インサイダー取引規制に抵触するものではありません。

（問３）上場会社の役職員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらの会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知っていれば、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであったとしても、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。

（答）

金融商品取引法第 166 条においては、上場会社の役職員等の「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知ったものは、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。（インサイダー取引規制）

上場会社の内部情報を知り得る特別の立場にある「会社関係者」が、未公表の「重要事実」を知って売買等を行うことは、一般の投資家と比べて著しく有利となって極めて不公平であり、そのような売買等が横行すれば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれがあります。インサイダー取引規制は、このような投資家の信頼を確保する観点から、「会社関係者」による一定の売買等を禁止しているものと考えられます。

しかしながら、投資家の信頼の確保という観点からは、「会社関係者」が未公表の「重要事実」を知った後に売買等を行ったとしても、当該売買等が「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、それにより証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれは乏しく、インサイダー取引規制によって抑止を図ろうとする売買等には該当しないものと考えられます。

このため、自社や取引先の未公表の「重要事実」を知っている上場会社の役職員^{（注１）}が、それらの会社の株式を売買した場合であったとしても、例えば、『「重要事実」が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合』や『「重要事実」を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合』など、取引の経緯等から「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象とされることにはならないものと考えられます。

なお、いずれにしても、上場会社においては、役職員がインサイダー取引に関与することのないよう、社内において相応の情報管理態勢の確保に努めることが求められます。^{（注２）}

（注１）「重要事実」を知らない役職員については、単に重要事実を知り得る

立場にあることをもって、その売買がインサイダー取引規制違反となる
ことはないものと考えられます。

(注2) 日本証券業協会が運営し、上場会社の役員情報を管理・登録する仕組みである Japan-Insider Registration & Identification Support System (J-IRISS) への登録は、上場会社の役職員によるインサイダー取引を防止するためのいわば「アラームシステム」としての機能を有しており、上場会社における法令遵守態勢の整備に資するものであるため、J-IRISS の登録が促進されることが強く望まれます。

近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえた
インサイダー取引規制をめぐる制度整備について

平成 24 年 12 月 25 日

インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ

「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」メンバー名簿

平成24年12月25日現在

座長	※ 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー	阿部 泰久	日本経済団体連合会経済基盤本部長
	池永 朝昭	アンダーソン・毛利・友常法律事務所弁護士
	上柳 敏郎	東京駿河台法律事務所弁護士
	内田 貴和	三井物産(株)総合資金部長
	※ 大崎 貞和	(株)野村総合研究所主席研究員
	川口 恭弘	同志社大学法学部教授
	※ 神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	※ 黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	佐伯 仁志	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	武田 太老	東京証券取引所自主規制法人常任理事
オブザーバー	※ 田島 優子	さわやか法律事務所弁護士
	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科教授
	綿貫 治子	ゴールドマン・サックス証券(株)取締役
	久木元 伸	法務省刑事局刑事課長

(敬称略)

(※印は金融審議会委員)

値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた未公表の公開買付け等事実に基づいて投資判断することは想定されにくいものと考えられる。

このため、未公表の公開買付け等事実の情報受領者がいつまでも取引できない不安定な状況に置かれることのないよう、情報受領者が最後に伝達を受けてから相当の期間（例えば6ヶ月）が経過した場合には、情報受領者による取引を可能とすることが適当である。

③ 現行の適用除外規定

上述の見直しに加え、現行の対抗買いに関する適用除外規定（金商法166条6項4号、167条5項5号）についても、実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえ、解釈の明確化等を図っていくことが適当である。

3. いわゆるクロクロ取引に係る適用除外

(1) 現状の課題

金商法は、上場会社に係る未公表の重要事実を知っている一定の者の間で行われる相対取引（いわゆる「クロクロ取引」）をインサイダー取引規制の適用除外としている（金商法166条6項7号）。但し、現行法上、会社関係者及び第一次情報受領者の間での取引が適用除外の対象とされているが、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間で行う取引は適用除外の対象となっていない。

(2) 求められる対応

第一次情報受領者と第二次情報受領者との間のクロクロ取引についても、例えば大株主が持株比率を下げる等のために市場外でブロックトレードを行う際などに、迂遠な手続が必要となっている現行規制の障害を解消する観点から、適用除外規定の悪用が行われないよう留意しつつ、適用除外の対象とすることが適当と考えられる。

4. いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外

(1) 現状の課題

金商法は、上場会社に係る未公表の重要事実を知った者が行う売買等であっても、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等

であることが明らかな場合には、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことはないため、いわゆる「知る前契約」「知る前計画」（金商法 166 条 6 項 8 号、167 条 5 項 8 号）として、内閣府令の個別列挙に該当するものであれば、インサイダー取引規制を適用除外している。

これまで適用除外範囲の明確性の確保等の観点から、適用除外となる類型を個別に定めてきたが、当該類型に当てはまらない取引であれば適用除外されないため、例えば、上場会社以外の者の間での「知る前契約」に基づく売買等が適用除外されないなど、実務上の支障が生じている。

(2) 求められる対応

取引の円滑を確保する観点から、次の視点に基づいた基本的考え方を明確化し、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、必要に応じガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくことが適当である。

- ・ 未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画であること
- ・ 当該契約・計画の中で、それに従った売買等の具体的な内容が定められているなど、裁量的に売買等が行われるものでないこと
- ・ 当該契約・計画に従った売買等であること

上述の見直しを行うに当たっては、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに配慮する必要がある。この点については、反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であれば、事後的に捏造されるおそれは典型的に低く、また、単発の取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であっても、未公表の重要事実を知る前に締結・決定したことが明確であるような措置（例えば証券会社等による確認を得るなど）がとられるならば、「契約」や「計画」が捏造されるおそれは低いところであり、これらの観点を踏まえ、適切な制度整備が図られることが必要である。

金融商品取引法研究会名簿

(平成 27 年 5 月 20 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	田 原 泰 雄	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	高 良 美紀子	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013 年 10 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014 年 6 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014 年 9 月
—「新規な説明義務」を中心として—」
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014 年 10 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015 年 3 月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015 年 5 月
—金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 51 号

インサイダー取引規制と自己株式

平成 27 年 7 月 17 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒 103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-667-9 C3032 ¥500E