

証券取引審議会の「内部者取引の規制の 在り方について」の報告書について

証取審・昭63. 2. 24

証券取引審議会は、2月24日、総会を開催し、「内部者取引の規制の在り方について」の報告書を取りまとめ、宮沢大蔵大臣に提出した。

同審議会では、昨年10月19日の総会で、不公正取引の規制の在り方について審議を行うため、「不公正取引特別部会」（座長・竹内昭夫東京大学教授）の設置を決定した。

同特別部会では、昨年10月30日以降7回にわたって、不公正取引の規制の在り方のうち、当面の検討項目とされた内部者取引の規制の在り方について審議を行い、その審議結果を報告書「内部者取引の規制の在り方について」として取りまとめ、2月24日の総会に報告、了承され、同審議会の報告書として、大蔵大臣に提出されたものである。

同報告書の全文は、次のとおりである。

昭和63年2月24日

大蔵大臣 宮 沢 喜 一 殿

証券取引審議会

会 長 谷 村 裕

当審議会は、内部者取引の規制の在り方について、別紙のとおり報告書を取りまとめましたので、ここに提出いたします。

証券取引審議会名簿

会 長

資本市場振興財団理事長 谷 村 裕

委 員

東レ会長 伊 藤 昌 壽

全国銀行協会連合会理事 伊夫伎 一 雄
(三菱銀行頭取)

神戸大学名誉教授 河 本 一 郎

日本化薬社長 坂 野 常 和

東京証券取引所理事長 竹 内 道 雄

東京大学名誉教授 館 龍一郎

日本証券業協会会長 田 淵 節 也
(野村証券会長)

日本銀行理事	佃 亮 二
日本経済新聞社専務	鶴 田 卓 彦
日本興業銀行頭取	中 村 金 夫
日本鋼管社長	山 城 彬 成
生命保険協会会長 (朝日生命社長)	若 原 泰 之

証券取引審議会 不公正取引特別部会名簿

座 長

東京大学教授 竹 内 昭 夫

委 員

法務省刑事局刑事課長	石 川 達 紘
東京証券取引所副理事長	浦 松 史 郎
東京大学教授	江 頭 憲治郎
神戸大学名誉教授	河 本 一 郎
神戸大学教授	神 崎 克 郎
日本化薬社長	坂 野 常 和
山一証券経済研究所社長	竹 中 正 明
資本市場振興財団理事長	谷 村 裕
日本経済新聞社専務	鶴 田 卓 彦
一橋大学名誉教授	福 田 平

(別紙)

内部者取引の規制の在り方について

昭和63年2月24日
証券取引審議会

当審議会は、昭和62年10月19日の審議で不公正取引特別部会の設置を決定し、同特別部会において、不公正取引の規制の在り方のうち、当面の検討項目とされた内部者取引の規

制の在り方について審議を行ってきた。

同特別部会は、昭和62年10月30日に第1回会合を開催し、以後7回にわたって、内部者取引規制の今後の在り方について審議を行った。今般、その審議結果が「内部者取引の規制の在り方について」としてとりまとめられ、総会において報告、了承されたので、当審議会の報告書としてここに提出する。

当審議会としては、この報告書にあるとおり、内部者取引の未然防止が図られるとともに、これを規制する法制の整備が速やかに進められることを望むものである。

内部者取引の規制の在り方について

I はじめに

有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近する特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる。内部者取引の規制が必要とされる所以である。

我が国においても、こうした問題は商法学者を中心に以前から提起されていたところで

あるが、昨年起きた一企業のいわゆる財テク失敗を巡る一連の事件を契機として、社会的関心が一段と高まるに至った。

他方、諸外国においては、米国、英国等を中心に内部者取引規制の強化ないし新規立法の動きが相次いでおり、規制強化の方向は世界的な潮流になっている。

以上のような状況を踏まえ、当審議会は、昨年来、内部者取引の規制の在り方について慎重な審議を重ねてきたところであるが、このたび、内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきであるとの結論に達した。

II 内部者取引の規制の現状

1. 我が国の現状

(1) 法的規制

証券取引法において内部者取引規制に関する規定は、次のとおりである。

① まず、証券取引法第189条が挙げられる。

この規定においては、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、役員又は主要株主がその会社の株式について、買付けをした後6カ月以内に売付けをし、又は売付けをした後6カ月以内に買付けをして利益を得た場合においては、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、また、会社がそのような請求を行わない場合には、株主による代位請求ができる旨規定されている。これは、米国の1934年証券取引所法第16条(b)項と同様の規定であり、短期の売買という外形的基準を要件としているためその適用

が比較的容易であることから、内部者取引の未然防止を図る上で有用と考えられている。

② 次に、証券会社の健全性の準則等に関する省令において、証券会社の役職員が、顧客の売買注文の動向その他職務上知りえた特別の情報に基づいて有価証券の売買を行うことが禁止されており、その違反者には行政処分が課される。

③ 更に、証券取引法第58条第1号が挙げられる。

この規定は、有価証券の売買その他の取引について、不正の手段、計画又は技巧をなすことを禁止したもので、違反者には刑事罰が科される。

(2) 自主規制等

① 昭和46年2月の大蔵省証券局長の通達において、証券会社の役員員に対し、発行会社の役員等から売買注文を受ける場合には、証券取引法第189条の規定の趣旨に反することのないよう必要に応じて相手方の注意を喚起する等内部者取引の防止につき適切な処置を講ずることが求められている。

② 証券取引所では、上場会社に対し、これと同様の注意喚起を行っているほか、重要な情報の取引所への通告及び一般投資家への適時開示等についての要請を行っている。

③ 昨年6月17日、証券取引所及び証券業協会は上場会社等に対し、内部者取引の防止について要請を行ったほか、証券会社においては、同年9月1日より、自社の顧客の

うち上場会社の役員等の自社株売買を管理すること、及び取得した上場会社の内部情報を管理し、これに係る毎日の売買動向を監視すること等を主な内容とする内部管理体制の拡充・強化が図られている。

2. 諸外国の現状

(1) 米 国

米国において内部者取引規制の根拠となっているのは、1934年証券取引所法第10条(b)項及びこれに基づく証券取引委員会規則10b-5等であり、これらに基づき内部者取引に関して数多くの証券取引委員会の審決及び裁判所の判決が積み重ねられている。

このような内部者取引の規制が本格化したのは1960年代に入ってからで、以降規制が拡大強化されるとともに、1984年には違反者に対する民事制裁金を規定する内部者取引制裁法も制定された。また、ここ一兩年、内部者取引に係る大規模な事件の摘発が相次いでいる。更に、昨年、内部者取引の規制の範囲を一層明確化するための法案が議会に提案されている。

(2) その他の主要国

① 英国においては、1980年より内部者取引規制が実施されており、現在は1985年会社証券（内部者取引）法に基づきその規制が行われている。なお、同法は1986年10月に成立した金融サービス法により修正・強化されている。

② フランスにおいては、1967年に大統領令が出され、それに基づき内部者取引規制が実施されてきている。なお、同令は1970年及び1983年に一部修正され、規制が強化さ

れている。

③ スイスでは内部者取引を規制するため刑法等の改正が昨年末議会において承認された。また、オーストラリアでは英国とほぼ同様の法規制が行われており、カナダにおいても州法に特別の規定が設けられている。なお、西ドイツでは法による規制ではなく、証券取引所等による自主規制が行われている。

III 内部者取引の規制の在り方

1. 総 説

(1) 内部者取引の規制に関して、我が国の法制は、例えば、昭和51年5月11日の証券取引審議会報告書において、証券取引法第58条の適用に当たりこれを直ちに内部者取引にまで広げることに限界がある旨述べられていることにみられるように、十分でないのではないかと、また、未然防止・監視体制についても、昨年の一企業の財テク失敗を巡る一連の事件において十分機能しなかったのではないかと、といった指摘がなされている。

我が国の証券市場に対する投資家の信頼を確保するためには、この際、内部者取引の規制の在り方全般について見直しを行い、適切な対策を講ずる必要があると考える。

(2) 内部者取引の規制については、まず、その未然防止に万全を期すという考え方とる必要がある。このため、重要な情報の発生源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所及び有価証券の取引を仲介する証券会社等が適切な未然防止体制を

整備するほか、行政当局としても未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、的確な対応を行うことが必要である。それに加えて、適切な刑事罰則を整備し適用すべきである。

なお、内部者取引の規制に当たっては、証券市場の国際化の進展にかんがみ、国際的な規制のバランスにも配慮する必要がある。

2. 未然防止体制の整備と行政の対応

(1) 未然防止体制の整備

① 発行会社

発行会社においては、経営に重要な影響を及ぼす事実等の情報が内部者取引に利用されることのないよう情報管理の徹底を期するとともに、一般投資家に対しこれを適時適切に開示するよう特段の努力を払う必要がある。

② 証券取引所

証券取引所においては、これまで、上場会社に対し、適時適切な情報開示を要請するとともに、その規則により適時通告を求めてきているが、その規定を整備し、適時通告を怠った会社に対しては、再発防止の観点から改善報告書を求める等の適切な措置を講じることとする必要がある。

また、証券取引所は、重要な情報が流布されているが、その内容が不明確である場合又は広く周知されていない場合等においては、投資家保護の観点から、発行会社による適切な情報開示によりそれが広く一般投資家に周知されるまで売買取引の停止を行うものとしているが、その運用をより一

層機動的、弾力的に行うことも必要である。

③ 証券会社

証券会社は、法人関係業務を通じ発行会社に関する情報を得やすい立場にある。このため、証券会社においては、その業務上知りえた発行会社に関する情報が営業部店等に流れ内部者取引に利用されることのないよう、情報の管理について、現在の自主規制の徹底を図るとともに、いわゆる情報の障壁（チャイニーズ・ウォール）を整備する等その充実を図る必要がある。

そのため、具体的には、発行会社の内部情報を得た場合の管理方法を定め、それが他者へ伝達されることを制限することに加え、社内で作成する投資情報資料に内部情報が含まれていないかチェックする体制を整備する等の措置をとる必要がある。

④ 金融機関等

金融機関等は、融資業務等の取引関係を通じ発行会社の情報を得やすい立場にある一方、証券市場において積極的に有価証券投資を行っている。このため、証券会社と同様に、情報管理体制の充実を図るため適切な措置をとることが望まれる。

(2) 行政の対応

① 我が国においては、証券会社及び証券取引所について免許制が、また、証券業協会について登録制が採られ、それぞれ重い社会的責任が課されている。その結果、我が国では、これらの機関による自主的な規制が行われ、行政はこれを監督するという体制が基本となっている。この考え方は今後

とも維持されるべきであるが、規制の一層の実効性を期するため、行政当局による次のような措置がとられる必要がある。

イ. たとえば、上場会社が適時通告の違反等により市場に重大な影響を与えた場合等には、証券取引所による調査に加え、これとの関連をも含み証券取引法第154条を改正し、証券取引所の業務に関し、必要に応じ行政当局が上場会社から報告の提出を求めることができることとする。

ロ. 証券会社の健全性の準則等に関する省令を改正し、証券会社が違法な内部者取引に当たる買付け又は売付けを受託することを禁止することとする。

ハ. 同省令を改正し、証券会社において情報の障壁等の管理体制が不十分であると認められる場合には、行政当局がその是正を命ずることができることとする。

ニ. 証券取引法第55条の運用を一層強化し、証券会社又はその役職員が内部者取引を行った疑いがある場合や、受託禁止の規定に違反した疑いのある場合においては、証券会社やその役職員だけでなく、証券会社と取引を行う者に対しても調査を行い、違反した証券会社やその役職員に対しては、適切な行政処分等を行うこととする。

② 内部者取引の未然防止体制が有効に機能するためには、行政当局、証券取引所、証券会社等のそれぞれの機能の強化が図られるとともに、これらの有機的な連携が必要不可欠である。この場合、行政当局において、次のような措置がとられる必要がある。

イ. 証券取引所、証券会社の売買管理部門の強化とあいまって、行政当局の監視体制の充実を図る。

ロ. 昨年9月より実施されている上場会社の役員等の自社株売買報告について、今後、徹底した売買動向監視を行えるよう名寄せ・集計事務の機械化を促進する。

ハ. 内部者取引の発生等の事態における行政当局に対する証券取引所、証券会社の迅速な連絡と行政当局による適切な指導が可能となるよう体制を整備する。

3. 会社の役員及び主要株主の短期の自社株売買の把握・管理について

(1) 証券取引法第189条においては、発行会社又はその株主は、その役員又は主要株主が短期の自社株売買によって利益を得た場合には、それを会社に提供すべきことを請求することができる旨規定しているが、制度上発行会社又はその株主がそのような事実を把握しうる体制が整備されていない。同条の実効性を確保するためには、まず、役員又は主要株主による自社株の売買がどのように行われているのかを把握することが必要である。こうした観点から、昭和28年に削除された証券取引法旧第188条の規定を参考に、役員又は主要株主の自社株売買の報告義務の規定を新たに設けることが適当と考える。この場合、旧第188条が削除されるに至った事情に配慮するとともに、昨年9月より実施されている証券会社による上場会社の役員等の自社株売買の管理・監視体制を踏まえた上で、これを強化・充実させる方向で規定を設ける必要がある。

る。

(2) この場合には、まず、その事務負担を軽減するとともに、より実効性を確保する観点から、役員又は主要株主が証券会社に委託して自社株の売買を行った場合において、証券会社を経由して報告を提出させることが適当である。

更に、会社又は株主が、自社株売買を行った者に対し会社への利益提供を請求する手がかりを与えるため、当該自社株売買が証券取引法第189条に該当している場合には、その事実を会社に通知し、又は公表する仕組みを導入する必要がある。

また、同条の対象となる有価証券を、株式のほか、転換社債、ワラント債に拡大するとともに、新たに設ける報告義務の規定の対象も、これと同様とすべきである。

4. 内部者取引に対する刑事罰則の整備

(1) 基本的考え方

① 内部者取引については、証券取引法第189条の実効性を確保する方策をとることを含め可能な限りの未然防止策を講ずべきであるが、内部者取引が行われた場合について、適切な行政の対応に加え、適切な刑事罰則を整備し適用する必要がある。

② 内部者取引に対する刑事罰則を整備するに当たっては、次の点に留意する必要がある。

1. 内部者取引については、その事案により不正取引を規制している証券取引法第58条第1号の適用があるものと解されるが、内部者取引に対する規制をより実効性のあるものとするため、より広く証券市場の公

正性と健全性に対する投資家の信頼を確保する観点から、新たに発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の内部情報を知った場合について、これが公開される前に一定の有価証券の取引を行う行為それ自体を処罰する罰則を設けることとする。

ロ. 通常行われる正当な活動が阻害されることのないよう、刑事罰を科すべき行為は合理的かつ妥当な範囲に限定するとの観点から、真に刑事罰に値するものに対し適切な罰則を設けること。

ハ. 構成要件が明確であり、投資家にとって取引を行う時点において、その取引が処罰されるものか否かが明確に判断できるようなものとする。

(2) 具体的な考え方

① 内部情報

取引を規制すべき場合における情報は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき重要で未公開の事実に関する情報と考えられる。

まず、重要な事実に関する情報とは、会社の経営、財務又は業務に関する情報であって、投資家の投資判断に影響を及ぼすべきもの、例えば、有価証券の募集・売出し、合併、業績予想の著しい修正、重要な新製品等の開発、資産・負債に著しい変動を与える事実の発生といったものが考えられる。更に、公開買付をしようとする者がある場合においては、公開買付を行うという事実に関する情報が考えられる。これらの場合、投資家が取引を行う時点において

その取引が処罰されるものか否かが判断できなければならないという観点から、重要な事実に関する情報についてできるだけ客観化、具体化を図り、法令において明確に示す必要がある。

また、未公開性についても、証券取引所において正式に発表する等の具体的な公開方法を定め、その方法に従って行われた場合に公開されたものとするというように、投資家にとって公開、未公開の認識に差異が生じないようにする必要がある。

② 行為者及び行為

イ. 処罰の対象となるのは、次の場合である。

(イ) 発行会社又は公開買付をしようとする者の役員、従業員及び株主であってその職務等により内部情報を知った者が、その公開前に取引を行う場合

(ロ) 当該発行会社又は公開買付をしようとする者との間で内部情報に容易に接近できるような法令上、契約上等の関係を有する者、例えば、取引銀行、引受証券会社、公認会計士等であってその職務等により内部情報を知った者が、その公開前に取引を行う場合

(ハ) (イ)又は(ロ)の者から、それらの者がその職務等により知った内部情報の提供を受けた者が、その公開前に取引を行う場合

ロ. 過去に(イ)又は(ロ)であった者が、その立場にあったときにおいて内部情報を知った場合には、その特別な立場を離れた後に取引することも一定の場合には処罰する必要がある。

ハ. 自ら取引をしない場合であっても、イ又はロの行為に関与すれば、その共犯（教唆犯、帮助犯等）として処罰されることがある。

ニ. イに該当する取引であっても、例えば、内部情報を知る以前から決定されていた契約等に従って当該発行会社の株券を購入している場合など規制の対象から除外することが適当と考えられる取引については、これを法令上明確にしておく必要がある。

ホ. イの場合、株主又は法令上、契約上等の関係を有する者が法人等である場合において、当該法人等の役員、従業員が内部情報を知って取引をしたときはその役員、従業員を処罰するものとし、その違法行為が当該法人等の業務又は財産に関し行われたときは当該法人等について両罰規定の適用があるものとするのが適当である。

③ 対象となる有価証券

取引を規制すべき場合における有価証券は、証券取引所に上場されている株式、転換社債、ワラント債及び普通社債とすることが適当である。

④ 法定刑

法定刑については、証券取引法等における他の罰則とのバランスを考慮し、適切なものとする必要がある。

(3) 民事賠償

内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような措置を講ずべきであるが、取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検

討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り組む必要がある。

IV 結 び

以上のとおり、内部者取引については、その未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきものと考え

る。

なお、この問題については、今後とも、国際的な規制の動向等を勘案しながら、適宜その充実を図っていく必要があるものと考え

※

※

※