



# 内部者取引禁止規制－日本法と中華民国（台湾）法との比較研究－

林, 國全

---

(Degree)

博士（法学）

(Date of Degree)

1990-10-15

(Date of Publication)

2013-10-22

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲0938

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.11501/3057123>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1000938>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



[博士學位論文]

内部者取引禁止規制  
— 日本法と中華民国（台湾）法と  
の比較研究 —

専攻：私法（商法）

指導教官：神崎克郎 教授

学籍番号：859D003J

氏名：林 國全

提出：1990年4月20日



## ～ 目次 ～

はじめに. . . . .	1
第一章 序論 . . . . .	4
第一節 内部者取引禁止の必要性 . . . . .	4
一. 内部者取引の当罰性(4)	
二. 内部者取引擁護論の不当(10)	
三. アメリカにおける内部者取引禁止の理論(15)	
* 注釈(19)	
第二節 日本法における内部者取引禁止規制概説. . . . .	21
一. 1988年証券取引法改正前の内部者取引規制(22)	
二. 改正法の背景(35)	
三. 証取審報告書と証券取引法改正(39)	
* 注釈(66)	
第三節 中華民国法における内部者取引禁止規制概説. . . . .	72
一. 立法経緯(72)	
二. 中華民国における役員等の短期売買差益の提供義務(78)	
三. 中華民国における内部者取引禁止違反事件(86)	
1. 台湾煉鉄会社事件(86)	
2. 中国人造繊維会社事件(88)	
3. 新亜電器会社事件(90)	

\* 注釈(93)

第二章 内部者取引禁止の対象行為. . . . . 95

第一節 日本法における内部者取引禁止の対象行為. . . . . 95

- 一. 立法態度(97)
- 二. 対象有価証券(101)
- 三. 規制対象となる取引の態様(107)
- \* 注釈(109)

第二節 中華民国法における内部者取引禁止の対象行為. . . 111

- 一. 立法態度(112)
- 二. 対象有価証券(122)
  - 1. 対象有価証券を株券に限定すること(122)
  - 2. 対象有価証券が店頭登録株券を含むこと(125)
- 三. 規制対象となる取引の態様(129)
- \* 注釈(134)

第三節 内部者取引禁止の対象行為の比較研究. . . . . 137

- 一. 基本的立法態度(137)
- 二. 対象有価証券(142)
- 三. 店頭登録証券(145)
- 四. 規制対象となる取引の様態(147)

第三章 内部者取引禁止の対象主体. . . . . 151

第一節 日本法における内部者取引禁止の対象主体. . . . 151

一. 概説(153)

二. 内部者(157)

1. 役員等(157)

2. 帳簿閲覧権を有する株主(160)

3. 派生的内部者(164)

三. 準内部者(166)

1. 法令に基づく権限を有する者(166)

2. 会社と契約を締結している者(167)

3. 派生的準内部者(170)

四. 元会社関係者(172)

五. 情報受領者(174)

\* 注釈(180)

第二節 中華民国法における内部者取引禁止の対象主体. . 184

一. 概説(184)

1. 法人による内部者取引(185)

2. 元会社内部者に関する規定の欠如(188)

二. 発行会社の役員(193)

1. 中華民国の取締役制度(193)

2. 内部者取引禁止の対象主体となる役員(195)

3. 法人役員の問題(200)

三. 発行会社の経理人(204)

1. 経理人の意義(204)

2. 内部者取引規制の対象主体となる経理人(207)

四. 発行会社の大株主(212)

五. 職業または支配関係者(216)

1. 職業に基づき情報を知った者(217)

2. 支配関係に基づき情報を知った者(221)

六. 情報受領者(228)

七. 役員等の関係者持株の問題(229)

1. その名義が役員等に利用される者(232)

2. 役員等の配偶者(233)

3. 役員等の未成年の子(239)

\* 注釈(242)

第三節 内部者取引禁止の対象主体の比較研究. . . . . 250

一. 概説(250)

二. 役員、経理人、大株主に対する特別扱い(254)

1. 情報を知り得る地位にいること

と情報を知ったこととの因果関係(254)

2. 役員等関係者の株式取引を

当然役員等本人の行為と見做すこと(259)

三. 支配関係に基づいて情報を知り得た者(264)

第四章 内部者取引の基礎となる重要事実. . . . . 268

第一節 日本法における内部者取引の基礎

となる重要事実. . . . . 268

- 一. 概説(268)
- 二. 発行会社の決定事実(277)
- 三. 発行会社の発生事実(305)
- 四. 発行会社の決算情報(328)
- 五. 概括条項(337)
- 六. 公開買付け等に関する事実(340)
- \* 注釈(344)

## 第二節 中華民国法における内部者取引の基礎

となる重要事実. . . . . 351

- 一. 抽象的な定義(351)
- 二. 市場情報(360)
- \* 注釈(364)

## 第三節 内部者取引の基礎となる重要事実の比較研究. . . 367

## 第五章 内部者取引禁止の解禁と適用免除. . . . . 373

### 第一節 内部者取引の解禁（重要事実の公表）. . . . . 373

- 一. 日本法における情報の公表(375)
  - 1. 法定の公表方法(376)
    - (1). 法定の公表方法の内容(376)
    - (2). 法定の公表方法の検討(383)
  - 2. ファイリング制度(398)
  - 3. 重要事実の公表と適時開示(404)

二.	中華民国法における公表の定義の欠如(409)	
*	注釈(414)	
第二節	内部者取引禁止の適用除外条項. . . . .	423
一.	日本法における適用除外条項(423)	
1.	法に掲げる適用除外条項(424)	
2.	省令に掲げる適用除外条項(437)	
二.	中華民国法における適用除外条項の欠如(444)	
1.	適用除外条項の欠如と現行の証券管理体制(444)	
2.	具体的な問題点(447)	
3.	第 157条の 1 の適用除外条項のあり方(456)	
*	注釈(459)	
第六章	内部者取引禁止違反の責任. . . . .	466
第一節	刑事責任. . . . .	466
一.	日本法における刑事責任(466)	
二.	中華民国法における刑事責任(471)	
三.	両国法における刑事責任の比較研究(475)	
*	注釈(478)	
第二節	民事責任. . . . .	480
一.	日本法における民事責任(480)	
二.	中華民国法における民事責任(487)	
1.	内部者取引をしたものの民事責任(487)	

- 2. 情報提供者の連帯民事責任(492)
- 三. 両国法における民事責任の比較研究(495)
- \* 注釈(498)

第七章 結論. . . . .	502
一. 両国法における主要な異同(502)	
二. 規制施行効果の検討(524)	



## はじめに

内部者取引は証券市場の健全性、公正性及びそれに対する一般投資家の信頼を損なう行為であって、証券市場から排除すべき行為である。内部者取引とは、有価証券の発行会社の、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、又は容易に接近しうる特別な立場にある者が、そのような情報で未公開のものを知りながら、当該有価証券に係る取引を行うことである。こうした内部者取引が行われると、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得ない一般投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が横行すれば、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれ、一般投資家の証券市場における投資意欲が低下することとなる。その結果、証券市場の健全な発展が阻害されることになってしまうからである。

日本では、1987年9月のタテホ化学事件が、当時すでに存在していた内部者取引規制強化の動きに一つの弾みを与えたため、1989年5月に、「証券取引法の一部を改正する法律」が成立し、証券取引法第190条の2及び第190条の3を新設し、内部者取引の禁止を明文化した。

中華民国では、1981年から証券交易法の全面的改正の検討が着手され、1982年9月に証券取引委員会が作成した第1回目の改正法草案において初めて内部者取引禁止規制の新設が提案された。しかし、1980年代前半では中華民国の証券市場は必ずしも活発ではなく、証券交易法改正の緊迫性はなかった。加えて、改正案は当時あった183の条文の約3分の1を改正しようとする大幅なものなので、現実との協調は容易なものではなかった。従って、証券交易法の改正作業は滞っていた。証券交易法の改正は前後7年の年月を費やし、1988年1月に改正証券交易法が成立した。改正証券交易法は内部者取引の禁止規定として、第157条の1を新設したわけである。

日本と中華民国は共に、改正前の証券取引法において不正取引の一般的禁止条項を定めている。にもかかわらず、両国は、前後約半年のずれを有するとはいえ、同じ時期に内部者取引禁止の明文化を行った。この両国の内部者取引禁止規制を比較研究し、それぞれの合理性及び実効性を検討することが、本論文の目的である。

以下、第1章においては内部者取引規制の必要性及び両国の内部者取引規制の概要を述べ、そして、第2章においては内部者取引禁止の対象行為、第3章においては内部者取引禁止の対象主体、第4章においては内部者取引の基礎となる重要事実、第5章においては内部者取引禁止の解禁と適用免除、第6章においては内部者取引禁止違反の責任、最後に第7章においては結論という順

に、本論文を進めることとしたい。

# 第一章 序論

## 第一節 内部者取引規制の必要性

### 一. 内部者取引の当罰性

内部者取引とは、有価証券の発行会社の、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、又は容易に接近しうる特別な立場にある者が、そのような情報で未公開のものを知りながら当該有価証券に係る取引を行うことである。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得ない一般投資家と比べて著しい有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、一般投資家は自分は不平等に扱われており又は内部者と比べて不利だと考えるようになり、証券市場の公正性と健全性に対する侵害を失い、進んで投資しようという意欲がなくなる。その結果、証券市場の機能を害し、資本形成を損なうこととなる。このような取引は証券市場から排除すべきであり、内部者取引規制の必要性はここにあると考えられる。

いかなる商品を取り扱う市場においても市場の公正性と健全性が

重要であるが、とりわけ証券市場がその機能を十分に果たすためには、その公正性と健全性が保持されるべきであり、それと共に、市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼確保が必要不可欠である。なぜならば、証券市場の成り立つ要素は投資者の市場の公正性と健全性に対する信頼にあるからである。

証券市場は株式や社債等有価証券を取引する公開の場である。証券市場は、有価証券の円滑な流通と適正な価格形成により、企業に対する資金調達機会の提供及び投資家に対する投資機会の提供と言った経済活動において不可欠の重要な機能を有している。

企業は証券発行市場において有価証券を発行することにより、企業の運営又は発展に必要な資金を国民しなわち投資者から調達する。一方、国民は、資産運用の一途として、企業が証券発行市場において発行する有価証券に応募し有価証券を保有するにより証券投資を行う。証券流通市場は既発行の有価証券を保有する投資者にその保有する有価証券の換金機会を提供する場所である。つまり、有価証券を保有する投資者は、資金の需要があれば証券流通市場において有価証券を売却し現金を手に入れ、一方、新たに証券投資をしようとする者は、証券流通市場から既発行の有価証券を購入するのである。

証券発行市場と証券流通市場とは「車の両輪」のように連動して

いるものである。大量の有価証券を吸収する発行市場がなければ流通市場は育たない。流通市場が整備されて初めて有価証券の流動性が高まり、いつでも容易に処分できる証券だからこそ、大量に発行しても消化されやすい。

そして、証券流通市場の中核は、証券取引所市場である。

資金の需要があり保有する有価証券を売ろうとする投資者は必ずしも簡単にその有価証券の買手を見つけることはできない。一方、有価証券を買おうとする新たな投資者も必ずしも簡単に有価証券の売手を見つけることはできない。そこで、証券取引所市場において集中取引と言われる方法によりこの問題を解決する。それぞれの投資者がそれぞれの証券会社に対して有価証券の買い又は売りの注文を出し、それぞれの証券会社が自らが売主又は買主としてこれらの注文を証券取引所で執行する。証券取引所に出された多くの買い注文又は売り注文のうち、値段と数量が合致するもの間に売買契約が成立する。その決済も売買契約ごとに行われるのではなく、証券取引所を通じて集団的に行われるのである。つまり、証券取引所における<sup>取引</sup>（以下において「市場取引」という）においては、取引の相手方が特定できないのである。

一般商品の取引は、通常、相対売買という方法で行われる。相対売買においては、売買契約の成立には両当事者によって口頭又は書

面等により商品についての価値や性能に関して交渉がなされる。

これに対して、市場取引においては、取引の相手方が特定されず、従って、通常の相対売買のように買手が売手から商品について説明を受けることとということがない。それにも係わらず、市場取引が当事者間での交渉なしで売買契約が成立するのは、当事者間で交渉することをしなくても、取引の対象即ち有価証券についての公開情報が存在し、その公開情報を利用して、当該証券の価値を評価できるという制度的な前提が存在するからである<sup>(1)</sup>。市場取引に参加する者は、公開され、知ろうとすれば誰でも知ることができる情報に基づき、自らの努力や才能によりそれを分析し有価証券の価値を判断した上で投資決定を行うことは市場取引の基本である。有価証券の価格はこうして形成されるものである。

一般投資家は証券市場が公正に、健全に運営されており、全ての投資家が誰でも利用できる情報に基づいて投資判断を行うことを信頼した上、初めて安心して市場取引に参加することができるのである<sup>(2)</sup>。これが一般投資家の証券市場に対する公正性、健全性の信頼が証券市場の成り立つ要素といわれる所以である。

国民経済の適切な経営や投資者の保護に資するため、有価証券の発行や取引を公正なものにし、有価証券の流通を円滑化させることを目的とする証券取引法は、事実を知らないために被る損害と不公

正な取引に被る損害から投資者を守るために、真実を開示すること  
即ち企業内容の公開開示制度と不公正取引の防止という二つの柱か  
らなるものである。

企業内容の公開開示制度の下で、有価証券の投資判断に必要な情  
報の開示は関係者に対して求められ、その開示の完全性、性格性は  
国がチェックするのである。しかし、企業内容の公開開示制度の下  
においても、企業の内容が常に全て開示されているわけではない。  
法令が定める開示期限前のもの、開示すれば会社に不利益を招く恐  
れがあるので会社の判断でその開示を控えるものなど投資者の投資  
判断に及ぼしうる情報でありながら開示されていないもの、いわゆ  
る内部情報が合法的に、時には違法的に存在することは常である。

このような情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接  
近しうる特別な立場にある者は、いわば投資情報を知ることに特権  
的地位にいる者である。このような者が、公開されなければ一般投  
資家が知り得ない情報をその特権的地位ゆえに知って、証券市場に  
おいて一般投資家を相手に当該有価証券についての取引を行えば、  
前述の証券市場の基本に反するものとなり、これは本質的に不公平  
である<sup>(3)</sup><sup>(4)</sup>。前述のように、このような取引が放置されれば、一  
般投資家の証券市場の公正性と健全性に対する信頼を失い、進んで  
投資しようという意欲がなくなる。その結果、証券市場の機能を害

し、証券市場の発展が阻害されることとなる。従って、このような不公正な取引を証券市場から排除すべく、内部者取引規制の必要性はここにあるのである。

## 二．内部者取引擁護論の不当

### 1．内部者取引擁護論及びそれに対する批判

内部者取引規制の必要性は前述の通りだが、内部者取引は経済的に有益なもので、それを規制するところかむしろ擁護すべきだという主張がみられる。以下、このような、内部者取引擁護論者があげる内部者取引を許容すべき理由及びそれに対する批判を簡単に述べることにしたい<sup>(5)</sup>。

(1)．会社の秘密保持。つまり、内部者取引の禁止は会社の秘密保持の禁止となり、内部者取引を認めると、内部者が利益を求めて取引をする間、情報は秘密になり、これは会社にとって利益であるということである。しかし、法はあらゆる情報の公開を要求するわけではない。経営者がそれを秘密にしておくべき経営上の合理的理由が存在しない場合に限り、その開示を要求するのである。内部者取引の禁止は、情報の公開を求めるものでなく、公開しない場合には取引を控えなさいというのである。従って、内部者取引規制は会社の経営上の合理的な理由を有する秘密保持を妨害するものではない。

(2)．内部者に対する報酬。つまり、内部者取引の利益は、内部者が会社のために働いた結果としての報酬だということである。しか

し、この考え方は、内部者取引が働いた結果として業績が向上した場合には理屈が立つかもしれないが、反対の場合、即ち業績下落の場合には理屈が立たない。一般株主が業績下落のために損を被るのに、予めその不利な情報を知って株式を売却した内部者だけが損を免れるのは、失敗した内部者の報酬というのは不合理である。さらに、現在の企業では極めて多くの部門に分かれている。企業業績が向上だという場合であっても、必ずしもその内部者の担当部門の功勞ではない。又、経営者による内部者取引が自由であるとすれば、逆に経営者は内部者取引と相場操縦に熱中し、本来の会社経営を疎かにするであろう。少なくとも、会社経営に関する客観的な意思決定を害する効果を持つだろう。従って、内部者に対する報酬として内部者取引を認めることは妥当ではないというべきであろう。

(3). 研究開発の促進。つまり、内部者取引を認めれば、例えば、新製品の開発が開発者の内部者取引利益に絡るものとなり、この意味で研究開発の促進が図られるということである。しかし、研究開発の結果という未公開情報は会社の財産だと考えるべきで、これを内部者が自己の利益のために使うのは妥当でないというべきであろう。

(4). 被害者がいない。これは内部者取引規制を論ずる場合、常に持ち出される問題である。つまり、相手方の知らない情報を知りなが

ら取引を行うという内部者取引は、相対取引の場合は詐欺的行為になるかもしれないが、取引の相手が特定されない公開市場における取引の場合はそうでないということである。しかし、前述のように、内部者取引の被害者は証券市場そのものだと考えるべきである。又、個別の投資家としても、十分な情報を得ていないために、潜在的な価値を有するものを売ってしまう形で損害を受けることになる。

(5). 内部者取引許容により、そうでない場合に比較して株価が情報に対応した正しい方向に動くという意味で市場の効率性が高まり、又、市場はより多くの情報がもたらされるということも言われている。しかし、これについては、情報操作による意図的な価格形成の危険を考えれば、そのメリットは相殺されてしまう。又、そもそも内部者取引禁止は情報の公表を促進させる効果を持つものだと考えられる。前記の内部者取引許容により多くの情報を市場にもたらし、ことを図るという考え方は、本末転倒というべきであろう<sup>(6)</sup>。

## 2. 内部者取引によりもたらされうる損害

内部者取引許容は経済的に有益であるという内部者取引擁護論の不当性は前述の通りである。そして、内部者取引によりもたらされうる損害は以下のものだと考えられる。

(1)会社にもたらす損害。内部者取引が行われると、経営者の誠実性又は完全さについての疑いが生じ、会社の信用性又は評価が悪くなり、結果として会社の資金調達に支障が生ずることになる。

(2). 投資家にもたらす損害。投資家が情報を十分に持っていないことによって潜在的価値をもっている有価証券を売却してしまい、或は価値のない有価証券を購入してしまうことになる。

(3). 市場にもたらす損害。内部者取引を規制しなければ、内部者取引達は自ら安い株価で十分な量の有価証券を買い終わるまで、意図的に好材料の発表を遅らせたり、或は悪材料が発生した場合、自らの持株の処分が終わるまで、その情報の公表を控えるという行動を取るだろう。つまり、内部者取引によって利得を得られる可能性は適時開示を損なうことになり、市場の非効率性と不公正をもたらすし、証券市場の価格決定メカニズムを損なう。結果としては、一般投資家の市場の公正性、健全性に対する信頼を失い、一般投資家の進んで証券市場に参加しようという意欲がなくなる。その結果、証券市場の発展が阻害され、証券市場を通じる資本形成が損なわれ、国民経済の健全な発展にも支障が生ずることとなる。

個別の会社又は投資家に対し内部者取引によってもたらされる損害はそれ程大きなものではないかもしれないが、全体としての証券市場の効率性を考える時、内部者取引のもたらす損害は極めて大き

いというべきであり、このような行為は規制する必要があると考えるべきである。

### 三. アメリカにおける内部者取引 禁止の理論

日本と中華民国は1988年に内部者取引禁止を明文化したのに対して、アメリカは、その内部者取引の禁止の歴史は1909年のストロング対リパイト (Strong V. Repede) 事件までにさかのぼることができると言われる<sup>(7)</sup>。1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act 1934。以下において「34年法」という) が制定された後、その第10条(b)項、特にそれに基づいて定められた「ルール10b-5」といわれる連邦証券取引委員会 (Securities Exchange Committee。以下において「SEC」という) 規則第10条(b)(5)の規定がアメリカにおける内部者取引禁止の主たる根拠となってきた。1960年代に入ってから、この34年法第10条(b)項及びルール10b-5に基づいた内部者取引の摘発・告訴が本格化し始めた。しかし、ルール10b-5は証券詐欺の一般的禁止規定である。この規定を内部者取引の禁止に適用させるための理論根拠は、段階的に変遷を経てきた。以下、アメリカにおける内部者取引禁止の理論を簡単に述べることにしたい<sup>(8)</sup>。

まず、1961年のキャンディ・ロバーツ事件のSEC審決により、重要な内部情報を有する者は、「情報を公開するか、取引を断念するか」 (disclosure or abstain of trading)、しなければなら

ないという「開示又は断念ルール」が確認された。そして、1968年のテキサス・ガルフ・サルファ事件の判決もこの「開示又は断念ルール」を是認したことで、「情報所有理論」(possession theory)はその後、内部者取引規制の理論基礎となっていた。未公開情報に接近し得ない投資家を犠牲に、情報を有する者が利得することを禁ずるべき、従って、内部者取引情報を有する者は、その情報を相手に公開するか、取引を断念するか、しなければならないというこの「情報所有理論」は、情報の平等確保の観点から出発したものである。しかし、「情報所有理論」の下では、規制対象は内部情報を有する全ての者となり、その範囲が広すぎると批判されている。

「情報所有理論」は1980年のチアレラ事件の最高裁判決により否定された。この最高裁判決は「信任義務理論」(fiduciary duty theory)を是認し、その後の最高裁判決もこの理論を採用した。「信任義務理論」の下では、34年法第10条(b)項及びルール10b-5に基づく開示義務は、単に重要な未公開情報を有していることだけから生ずるものではなく、取引当事者間の信任義務関係の存在を前提とするものであるとされている。そして、ここにいう信任義務は、発行会社の役員、使用人の、株主に対する義務だとされているのである。しかし、この「信任義務理論」は、内部者以外のものに対して内部者取引規制を及ぼすのに大きな障害となっている。そこで、

「不正流用理論」が現れた。

1981年のニューマン事件の控訴審判決は、「不正流用理論」(misappropriation theory)を採用し、その後の控訴審判決もこの理論を採用したのである。「不正流用理論」の下では、内部者取引の責任を追及するために、義務違反の存在が要求されるが、その義務は当該株式の発行会社やその株主に対する信任義務に限定されていない。例えば、前記のニューマン事件の被告は、買収会社から企業買収の斡旋の依頼を受けた証券会社の従業員を通じて買収に関する情報を不正に手に入れ、被買収会社の株を買付け、買収の発表後、値上がりした被買収会社の株を売却して利益を得た者である。控訴審は、証券市場の使用人が会社の秘密の情報を使って、個人的な利益を得る目的で株式の取引をすることは、雇主である証券市場に対する信任義務に違反する違法行為であると、被告に有罪判決を下したのである。つまり、「不正流用理論」の下では、自分の職務から得た情報は雇主の財産であり、その情報を流用することは雇主に対する義務の違反であり、このような雇主に対する義務の違反も内部者取引の責任追求の基礎とされるのである。しかし、この「不正流用理論」に対しては、次のような疑問が生じる。まず、内部者取引の禁止は証券市場の投資者を保護するための規制であり、雇主に対する義務違反、即ち雇主の財産の不正流用は投資者の保護とどんな

関係を有するか、ということである。又、仮に、雇主が当該情報の利用を許せば、内部者取引の責任は免れることとなるか、ということである。

1980年以後、アメリカでは、内部者取引について、最高裁は信義義務理論を採り、控訴審は不正流用理論を採っているように見える。そして、1987年、控訴審では不正流用理論が用いられたワイナンス事件に対して最高裁がどのような見解を示すかが注目を集めていた。結局、控訴審が不正流用理論を用いたことが適切か否かについては、8人の裁判官が4対4に分かれ、明確な結論を示すことはできなかった。

前述のように、アメリカにおける内部者取引禁止の理論は、それぞれ欠点を有する。又、流動的であって、確定された理論はない。これは、内部者取引について、証券詐欺の一般的禁止規定をもって規制するからであろう。これに対して、日本も、中華民国も、内部者取引の禁止を明文化し、証券詐欺概念を用いることなく、証券市場の公正性、健全性に対する信頼の保護を法益にしたので、アメリカのような内部者取引禁止の理論の問題は生じないであろう。

## 第一章 第一節 ～注釈～

- (1). 渡辺征二郎・インサイダー取引15頁（1989年4月）。
- (2). 投資家それぞれの情報収集及び情報分析の努力と才能が違うので、実際に投資家が投資決定を行うときに、それぞれが所有する投資情報の格差が存在することはむしろ当然だというべきであろう。しかし、このような投資情報の格差の上に証券取引が行われても、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼は損なわれないと考えられる。なぜならば、投資情報を知らない投資家は当該情報を知ることについて制限されているわけではないからである。
- (3). 龍田教授は内部情報を利用した取引は本質的に不公平であると述べている。龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情1191号39頁（1988年6月）。
- (4). このような特権的地位にいるゆえではなく、全くの偶然で有価証券の発行会社の未公開重要情報を知ってしまったことも考えられる。例えば、路上で発行会社の重要書類を拾ったこと、飛行機に乗っているときに有価証券の発行会社の工場の火事を目撃したこと、タクシーの運転手が発行会社の重役である乗客間の談話内容を耳に挟んだことなどである。このような偶然に知り得た情報をもって有価証券の取引を行うことはやはりその情報を知らない一般投資家より有利な立場に立つと考えられるであろう。しかし、そのような偶然は一般投資家の誰にも発生する可能性があり、又、それにより知り得た情報の信憑性についても係る者自ら判断しなければならない。従って、このように

偶然に発行会社の内部情報を知って当該発行会社の有価証券について取引が行われても、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼は損なわれないと考えられる。基本的には、このような取引に規制を加える必要はないと考えられる。

- (5). 内部者取引擁護論及びそれに対する批判は主に近藤光男助教授が「インサイダー取引に関する研究会」における報告を参照したものである。「インサイダー取引に関する研究会(2) - アメリカ法上の内部者取引規制の概要 - 」インベストメント (1988年2月)。
- (6). 渡辺征二郎前掲注(1) 8頁。
- (7). 桀添さつき「インサイダー取引の事例研究」経理情報 529号17頁 (1988年9月) 参照。
- (8). アメリカにおける内部者取引禁止の理論については、主に近藤光男「ワイナンス事件と不正流用理論」商事法務1133号 (1988年1月)、関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説19頁以下 (1989年4月)、並木俊守・日米インサイダー取引法と企業買収法第6章アメリカの内部者取引規制の発展62頁以下、及び第8章アメリカの内部者取引禁止の理論 112頁以下 (1989年10月) を参照した。

## 第二節

### 日本における内部者取引規制概説

1988年5月、日本では「証券取引法の一部を改正する法律」が成立し、証券取引法第190条の2、第190条の3を新設し、内部者取引の禁止を明文化した。日本における内部者取引禁止の明文化は、1987年9月のタテホ化学事件が、当時すでに存在していた内部者取引規制強化の動きに一つの弾みを与えたため実現されたのである。以下、本節においては、一、1988年証券取引法改正前の内部者取引規制、二、改正法の背景、三、証取審報告書と証券取引法改正、について述べよう。

## 一、 1988年証券取引法改正前の内部者取引規制

1988年5月に改正証券取引法が成立する以前、日本では内部者取引に関する規制が全くなかったわけではないが、内部者取引が實際上厳格に禁止されていたとは言えないと指摘されている<sup>(1)</sup>。その理由としては、(1)内部者取引が、一定の場合を除いては、法令の上で必ずしも明確な形で違法なものとしていないこと、及び(2)内部者取引が実際に行われないようにするための措置が十分に講ぜられていなかったことが挙げられている<sup>(2)</sup>。

以下、1988年5月改正証券取引法が成立するまで、日本における内部者取引に関する規制の仕組み及び規制の運用について簡単に述べることにしたい。

### 1. 改正証券取引法成立前の規制法令

1988年5月改正証券取引法が成立するまで、日本では内部者取引に関する規制法令として、証券取引法第189条、同法第50条第3号に基づく健全性省令第1条第5号、及び同法第58条第1号の不正取引の禁止規定の三つがあげられる。

(1). 証券取引法第 189条（会社の役員及び主要株主の短期売買差益の会社への提供義務）：

- 証券取引法第 189条は、会社の役員又は10%以上の株式を保有する主要株主が、当該会社の株式について6ヶ月以内の短期売買をして利益を得た場合には、発行会社はその利益を会社に提供するように請求することができ、<sup>は</sup>又他の株主が会社に代位して請求することができるという規定である。

この規定には、会社の役員又は主要株主即ち会社に対し影響力を持つ者が、その地位を利用して取得した秘密を不当に利用することを防止するのが目的であると、法文の中に明記されている<sup>(3)</sup>。しかし、この規定は、内部情報の不当利用が現実にあったか否かを問題にせず、形式的な要件に該当すれば、会社が短期売買差益の提供を請求できると規定したものである。このように内部情報の不当利用の有無に係わらず、一律且つ機械的に適用しうることから、この規定は、一種の予防規定たる性質を有するものだと考えられる<sup>(4)</sup>

。形式的な要件に該当すれば、実際に内部情報の不正利用があったか否かに係わらず、当然にサンクションが働くということから、實際上適用しやすいという効用が考えられるが、一方、このためにその適用にも限界がある。

まず、転換社債とか新株引受権付社債、さらに新株引受権証券等

の有価証券は、實際上、証券市場では株式と類似の値動きをするものであり、重要な内部情報の利用については類似の危険性がある。しかし、この規定は、株式の売買に限って適用があり、それ以外の有価証券の売買には適用しない。次に、この規定は、6ヶ月の期間内の売買についてのみ規制しており、買付けと売り付けの間の期間が6ヶ月を少しでもオーバーすると適用しない。さらに、この規定の規制対象主体は主体が会社の役員&主要株主に限られており、それ以外の会社の内部情報に接近するような関係者については、当然には適用しないことになる<sup>(5)</sup>。

従って、この規定は、内部者取引の禁止のためには極めて中途半端なものであり、この規定によって内部者取引の禁止を図ろうとしても、それだけでは極めて不十分であり、実効性を欠くものと言わざるを得ない<sup>(6)</sup>。

さらに、証券取引法の制定当初、第 188条においては会社の役員及び主要株主に対し、会社の株式保有状況及びその売買の状況を証券取引委員会に報告することを義務付けている。しかし、昭和28年の証券取引法改正で、実効性に乏しいこと、即ち株式の取引は架空名義でやっていることが多いからそのまま報告させても意味がないという理由で、この第 188条を削除した<sup>(7)</sup>。結局、第 189条の短期売買差益の会社への引渡義務において問題とされる役員・主要株

主の短期売買による株式移動状況についての開示がなされないため、その発見が困難となる。要するに、証券取引法第 188条の削除により、189条の規制の実効性がさらに乏しくなってしまったわけである<sup>(8)</sup>。

又、現実の日本の訴訟風土から考えれば、実際上の適用問題として、189条が有効に機能することは難しいといわざるを得ないであろう。つまり、たとえ会社が役員又は主要株主の短期売買により差益を得たという事実を把握したとしても、会社役員間における同僚意識、主要株主の影響力、又は会社の実力者や大株主への配慮等により、会社がその役員や主要株主、特に現役の役員等に対して利益引渡請求を行うことを意思決定することは現実には余り考えられない。そして、会社が行わないときに備えて、株主の代位訴訟を認めているが、短期売買差益は株主個人ではなくて会社に対し提供するので、株主にとってこのような代位訴訟を行うことについてのインセンティブは存在せず、或はあっても極めて少ない。会社法の代表訴訟制度を見ても、その例が少ないことから、日本では利益引渡訴訟を代表訴訟に頼ることも現実的には困難であろう<sup>(9)</sup>。

上述のように、189条の規定は、内部者取引規制としては有効に機能しているとはいえないであろう。

- (2). 証券取引法第50条第3号及びそれに基づき健全性省令第1条第5号、銀行等の証券業務に関する省令第8条第4号（証券会社、銀行等の役職員の内部者取引の禁止）：

証券取引法第50条第3号並びにそれに基づき健全性省令第1条第5号及び銀行等の証券業務に関する省令第8条第4号は、証券会社、銀行等の役員又は使用人が、自己の職務上の地位を利用して、顧客の売買注文の動向その他の職務上知りえた特別の情報に基づいて有価証券（銀行等の場合は公共債）の売買を行うこと等を禁止している。なお、法令そのものではないが、自主規制として、証券投資信託協会業務規定第14条第1項にも、証券投資信託の委託会社の役職員に対しこれと同様な規制がおかれている。

これらの者はその職務上、一般投資家より広範な情報を早期に入手することが予想されるので、証券市場の公正性を維持するために、こうした規定が置かれ、これに違反した者を行政処分の対象としているわけである<sup>(10)</sup>。つまり、この規定に違反した場合、証券取引法第35条第2項の大蔵大臣による役員の解任命令、又は第64条の3の大蔵大臣による外務員の登録解消命令（銀行等の場合はその外務員を厳正に処分する要請）の発動を行うことができるのである。

この証券会社又は銀行等の役職員に対する内部者取引の禁止は、明確かつ具体的な規定である。一方、その適用範囲は限られている。

証券会社又は銀行等の役職員に対してのみ適用があり、証券会社又は銀行等そのものが行う内部者取引については規定していない。かかる者の他の者に対する内部情報の提供、又は内部情報受領者による内部情報を利用して行う内部者取引についてもカバーしていない<sup>(11)</sup>。

さらに、この規定の違反に対しては罰則はなく、行政処分の対象となるだけで、制裁効果はそれ程強いものとは言えないとも言われている<sup>(12)</sup>。

(3). 不正取引の一般的禁止（証券取引法第58条第1号）：

1988年改正前の証券取引法第58条第1号は、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、計画又は技巧をなすこと」をしてはならないと定めている。アメリカではこの規定に対応する1934年証券取引所法第10条（b）項及び証券取引委員会規則10 b-5の下で内部者取引は違法であるとされている。日本でも、従来、内部者取引は一般に証券取引法第58条1号の規定によって禁止されているとの見解が有力に唱えられている<sup>(13)</sup>。つまり、この規定は、具体的に内部者取引に言及をして禁止していないが、不公正取引の典型的なものの一つが内部者取引である。従って、確かに限界事例については不明確さが残ると言わざるを得ないが、典型的な内部者

取引として認められるものは、この規定の禁止するところであると解すべきである<sup>(14)</sup>。

しかし、この第58条第1号の文言は大変抽象的である。その適用の限界をどこまで考えるのかについては、解釈が極めて困難である。典型的な内部者取引はともかく、準内部者、情報受領者による内部者取引については、どこまで同号違反として構成しうるかは種種疑問が生じ、實際上広く内部者取引を同号違反の枠内に捉えることは困難である<sup>(15)</sup>。

又、内部者取引が証券取引法第58条第1号に違反する違法な行為だとされても、その規制が内部者取引の禁止のために実際に有効に機能できるか否かについては疑問視されている<sup>(16)</sup>。つまり、この場合、その規制の方法としては、刑事責任の追及、裁判所の差止命令及び取引相手方による損害賠償責任の追求が考えられる。証券取引法第58条の違反は、3年以下の懲役又は300万円以下の罰金という証券取引法上もっとも厳しい刑罰が課されている（証券取引法§197②）。しかし、第58条は、一般的、抽象的な文言によって詐欺的な不正取引を禁止しており、内部者取引が同条に違反するものとして犯罪を構成するかどうかについては、罪刑法定主義との関係で特に問題と成り得る。又、裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要且つ適当であると認めるときは、大蔵

大臣の申立てにより、内部者取引をなし又はなそうとする者に対して、その行為の禁止又は停止を命じることができる（証券取引法 § 187）。しかし、実際上は、内部者取引が行われようとする場合にこれを事前に探知してその差止の請求を申し立てることは殆ど考えられない。さらに、内部者取引が違法だとされる場合、取引の相手は、民法第 709条により内部者取引を行った者に対して不法行為の損害賠償を請求することができる。しかし、内部者取引が多く問題となる証券取引所における取引においては、内部者取引の取引相手方を特定することは容易ではなく、たまたま取引の相手方が特定された場合にも、その者が内部者取引によって損害を被ったとしてその損害の賠償請求をすることは殆ど考えられない。上述のように、証券取引法第58条第1号をもって内部者取引を規制しようとしても、実際上それが有効に機能できるとはいい難いであろう。

実際上、第58条第1号を適用した内部者取引事件は1件もなかった。昭和51年証券取引審議会はこの58条第1号の適用問題について検討したが、その報告においては、「証券取引法第58条の適用についても、詐欺的な不正取引を一般に禁止した立法趣旨から見て、これを直ちに内部者取引にまで広げることには限界がある」と指摘している<sup>(17)</sup>。この証券取引審議会報告書は公的立場で内部者取引と第58条の関係について正式に答申した唯一のものなので、この「限

界がある」という見解はその後内部者取引について第58条の適用がない重要な原因の一つだと考えられている<sup>(18)</sup>。

## 2. 規制の運用

前述のように、1988年証券取引法改正前の内部者取引に関する規制法令は必ずしも有効に機能しているとはいえない状況にあった。しかし、このような法規制の仕組みの下で、大蔵省の行政指導、証券取引所の上場会社に対する要請、証券会社の自主規制等の形で、内部者取引の規制に関する枠組みの実効性が図られてきた。以下、これらの制度運用の実情について簡単に述べることにしたい<sup>(19)</sup>。

### (1). 証券局長通達による行政指導

1971年に「事故防止等について」と題する大蔵省証券局長通達は<sup>(20)</sup>、その中の2「内部者取引の受注について」においては、内部者取引自体は「当該会社の内部者が責任を負うべき問題である」と述べながら、「各証券会社においても、発行会社の役員、幹部職員又は主要株主等から当該会社の株式の売買注文を受ける場合には、法第190条等の法令に違反又は第189条の規定の趣旨に反する取引が行われないうように留意する必要がある。この場合には必要に応じ

て当該注文の背景、目的等の確認につとめることとし、当該取引が法令等に違反する恐れのあるときは、相手方の注意を喚起すると共に、要すれば当該売買取引の受託を拒否することとし、その拒否した事実を所属の証券取引所に届け出る等、不公正な内部取引を防止するよう適切な措置を講ずることとされたい」と求めている。

## (2). 証券取引所の上場会社に対する要請

1972年11月17日に、「上場会社の関係者による自社株の売買取引について」と題する上場会社の代表者宛に証券取引所理事長通知が出され、上場会社の役員及び主要株主が自社株売買を行う場合には、第189条に抵触することのないよう十分留意をすべきであるということ求めている。これは、証券取引所の発行会社に対し、発行会社の関係者による内部者取引の防止についての要請として、最初のものである。しかし、証券取引所としては、この通知によって上場会社の関係者による内部者取引の禁止にも言及しようとしたが、文言又は文面から、それが内部者取引の禁止について警告を発していると読み取ることは、上場会社の関係者にとっては必ずしも容易ではないと思われる<sup>(21)</sup>。

1987年6月17日に、「内部情報を利用した不公正取引の防止について」と題する上場会社に対する証券取引所理事長通知が出され、

又、同日に、日本証券業協会からも、店頭登録銘柄及び店頭管理銘柄の発行会社に対して、ほとんど同文の通知がなされた。この通知は、内部者取引について明確に言及し、かつ、そこで問題になる内部者の範囲等及びそこで配慮すべき事柄についても具体的に述べた。この通知に対する発行会社の反応を見ると、発行会社の関係者は大変大きな関心を示しており、その意味では効果が相当あったと言われている<sup>(22)</sup>。

さらに、証券取引所が、有価証券市場における売買取引の公正の確保と投資者保護のため、売買審査部を設けている。この売買審査部は内部者取引についても調査し、その疑いが認められるときは、それを行った者に対して注意を促すと共に、会員証券会社に対して定款上の懲戒処分をし、又は嚴重注意をする。しかし、証券取引所のこのような調査は、相当実効的に行われていると言われる一方、売買審査の結果内部者取引らしいものが判明しても、法律違反だということによって直接事件を公表することは行われていない。内部者取引につき関係者に注意が喚起されても、それが広く社会なり投資者一般に対して、警告的な効果を伴わず、また教訓的な作用を発揮せずに終わっているとも言われている<sup>(23)</sup>。

### (3) 証券会社の自主規制

証券会社は前述(1)証券局長通達により内部者取引の受託についての注意が求められている。さらに、証券会社の自主規制として、証券会社の不公正な内部者取引の防止に関する社内規則は、「顧客管理に関する規程」、「営業員服務規程」及び総合証券会社に限っての「法人関係社員服務規則」がある。

「顧客管理に関する規程」は内部者登録カードの整備又は会社内部者の確認についてのものであり、「顧客管理に関する規定」は、内部者による売買取引の管理についてのものであり、又、「法人関係社員服務規則」は法人関係情報の管理及び内部者取引の受託についてのチェックに関するものである。さらに、好ましからざる取引が行われないように監査するため、総合証券会社各社とも売買監査室を設けている。

公開会社の有価証券の取引は、その殆どが証券会社を通じて行われるものだから、証券会社が売買注文の受託段階において内部情報に当るようなものがチェックされるならば、内部者取引の防止として相当の効果を上げ得るであろう。

前述のように、大蔵省当局、証券取引所、証券会社は、内部者取引規制の実効性を図るために、それぞれの措置を取ったわけである。しかし、これらの措置は、内部者取引の規制として必ずしも十分

有効に機能してきたものとは考えられない。

なぜならば、証券会社の売買注文の受託に当たっての内部者取引となるものを執行しないようにする一般的な注意の喚起であるが、証券会社が顧客から有価証券の売買注文を受けた段階でその売買注文が内部者取引に関連するものであるか否かを即座に判断することは実際上容易ではなく、そのこととも関連して証券会社の営業において実際上内部者取引となる売買注文を執行しないようにするための注意が十分に尽くされているものとは考えられない。さらに、証券取引所の売買審査における内部者取引の調査と内部者取引の疑いがある場合の関係者への個別的な注意であるが、かかる注意は、それが公示されて広く知られることがないために、一方ではそのような取引をしたものに対して十分の警告的な効果を与えているか疑わしいのみならず、他方では内部者取引につき投資者に広く教訓的な効果を伴わずに終わっているからである<sup>(24)</sup>。

## 二. 改正法の背景

本章第一節において述べたように、証券市場は、有価証券の円滑な流通と適正な価格形成、企業に対する資金調達機会の提供及び投資家に対する投資機会の提供と言った経済活動において不可欠の機能を有している。証券市場がその機能を十分に果たすためには、その公正性と健全性が保持されると共に、市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼が確保されていることが必要である。内部者取引は、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼を著しく損なう行為である。このような取引を証券市場から排除する必要がある。又、本節の一.において述べたように、1989年5月改正証券取引法が成立する前、日本では内部者取引に関する規制は全くなかったわけではないが、それらの規制は実際上有効に機能していなかった。或は、内部者取引が実際上必ずしも厳格に禁止されていなかったというべきであろう。学者は昔から内部者取引規制の強化の必要性を唱えてきたが、一般投資家による証券市場の参加が普及していない時代においては、取引の公正性に対する社会の要請は必ずしも強くなかった。加えて、そもそも、株価に影響を及ぼしうる内部情報を知った場合、その情報を利用して利益を得又は損失を回避することは、人間の本能に根ざしている行為である。内部者取引の概

念自体、法令にその範囲を画する規定がなく、また、社会通念としてもその内容が定まっているとは言えない状況の下では、恐らく一般国民は、内部情報を利用した証券取引はよいこととは言えないが、処罰に値する程度悪いとも意識していなかったであろう。

しかし、国民経済の発展及び証券市場の大衆化に連れ、日本の証券市場は、一般投資家が多数参加することによりその裾野が広がり、証券市場及び証券取引の公正性及び健全性に対する国民の関心が高まってくる一方、海外では、西欧先進諸国、米、英を中心に内部者取引の規制強化又は新規立法の動きがあり、不公正取引を証券市場から締め出そうという方針は世界的傾向となった。資本の自由化、情報手段の発達等に伴い、国境を越えて世界の主要市場において資金の調達・運用が活発に行われるなど証券取引の国際化の進展も顕著である。日本証券市場もこの証券取引の国際化の進展に伴い、東京市場は世界の三大市場の一つに成長し、時価総額ではニューヨーク取引所を抜くような状況となり、各国の注目を集めるに至ってきた。証券取引の国際化の結果、以下のような構図が考えられる。即ち、証券取引の国際化のため、内部者取引の国際化にもなり、それを摘発・規制するため、各国規制機関の協力体制が必要となり、従って、それに対応できる国内的な規制の整備を図ることが必要となる<sup>(25)</sup>。しかし、アメリカでは内部者取引が年間30件、40件と摘発

されているのに、日本では証券取引法が施行されてから40年間、摘発された例は皆無である。そこで、日本では内部者取引の取り締まりをやっておらず、日本はインサイダー天国だ、など外国のマスコミの批判が横行するようになってきた。

このような状況の下で、1987年上半期に日本はすでに主としてアメリカからの圧力を受け、内部者取引の規制を強化するように要請された。いわば外圧を受けて、日本の証券業界は、1987年7月に内部規制のモデルを作成し、要するに自主ルールでアメリカからの圧力に対処しようとしたのである<sup>(26)</sup>。

このような時に、1987年9月にタテホ化学事件が発生した。タテホ化学工業という会社は、大阪証券取引所に上場されている会社である。1987年9月2日に、当社は、債券先物取引によって純資産額を上回る三百数十億円の損害を被ったという発表をした。そして、その後の調査でタテホ社の取引銀行である阪神相互銀行（当時）が、その所有していたタテホ株30数万株を損害発生の発表直前に売却したことが明らかになった。同相互銀行は持株を9月1日に売ったことについては、8月31日にタテホ社から取引先銀行の方々に説明したいことがあるから翌日会社へ集まってくれという電話があったので売ったのであり、事前に発表の内容を知って売ったのではないという弁明をした。当然、その電話があったこと自体が内部情報である

か否かについては議論が生じた。しかし、大阪証券取引所が発表した調査結果においては、同相互銀行の持株売却行為は、「少なくとも誤解を招くような取引」だと認められるべきだが、内部情報を利用した取引であるという確証はないというのが、その結論であった<sup>(27)</sup>。

このタテホ化学事件が新聞・雑誌等マスコミにより大きく取り上げられ、国民の関心を集めたのである。タテホ化学事件をきっかけとして内部者取引規制強化の動きが急展開を見せたわけである。

証券取引審議会は1987年10月に「不公正取引特別部会」を設置し、7回にわたって審議をし、1988年2月24日に「内部者取引の規制のあり方について」と題する報告書を大蔵大臣に提出した。政府は、同年3月28日に前記証券取引審議会報告書の趣旨に基づく内部者取引規制関係の法改正を含む「証券取引法の一部を改正する法律案」を国会に提出した。そして、この改正案は衆、参両院で可決され、「証券取引法の一部を改正する法律」が成立し、同年5月31日に法律第75号として公布された。

### 三. 証取審報告書と証券取引法改正

前述のように、1988年改正証券取引法の内部者取引規制強化に関する部分は、前記「内部者取引の規制のあり方について」と題する証券取引審議会報告書（以下において「報告書」という）の趣旨に沿ったものである。

報告書は、まず「初めに」において、内部者取引規制の必要性は証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の維持ということにあると明言している。そして、第2部分の「内部者取引の規制の現状」において、日本の現状及び諸外国の現状を述べ、第3部分の「内部者取引の規制のあり方」において、内部者取引の規制について未然防止体制の整備と法制の整備という二本柱で提案している。報告書は、「未然防止体制の整備と行政の対応」という見出しの下で、「発行会社」、「証券取引所」、「証券会社」、「金融機関等」に分けて、それぞれ未然防止体制として何をすべきかを明らかにしている。しかし、これらはいずれも例示のものであり、どのような方法を取るのが最も望ましいかということは、それぞれの業態、それぞれの会社で工夫されるべきである。これらは法制面の問題ではなく実務面の問題であるので、本論文では触れないこととし

たい。

以下、報告書の提案を受けてなされた法制の整備について検討することとしたい。

## 1. 行政的監督の強化

報告書は、「行政の対応」という項において、「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、又、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。」と述べ、内部者取引規制の第一層の実効性を期するため、証券取引法第 154条、<sup>第</sup>55条、証券会社の健全性の準則等に関する省令（以下において「健全性省令」という）を改正し、行政的監督の強化を図る必要があると提案している。報告書の提案を受けて、前記の法令は次のように改正された。

- (1). 証券取引法第 154条（証券取引所・上場会社に対する大蔵大臣の調査権）の改正：

改正後の条文は次のとおりである。

「大蔵大臣は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、証券取引所若しくは当該証券取引所に上場されている有価証券の発行者に対し当該証券取引所の業務若しくは財産に関し参考となるべき報告若しくは資料の提出を命じ、又は当該職員をして当該証券取引所の業務若しくは財産の状況若しくは帳簿書類その他の物件を検査させることができる。」

内部者取引の防止を始め、一般的に証券市場の公正性と健全性を確保するという観点から、証券取引所の果たすべき役割は極めて重要である。しかし、従来から、証券取引所の「上場有価証券管理基準」には、上場会社の経営に重大な影響を与える一定の事実が発生した時又は上場会社が一定の決議若しくは決定等を行った時は、上場会社はこれを証券取引所に直ちに通告しなければならず、又証券取引所が上場会社に照会を行った場合には、速やかに照会事項について正確に報告することを要すると定めている。しかしながら、証券取引所が、その管理基準に基づき行う上場会社に対する調査は効果的に行われていないと指摘されていた。そこで、第 154 条を改正及びして、証券取引所が上場会社に適時通告<sup>及び</sup>適時報告をなさしめるという証券取引所の業務について、大蔵大臣に上場会社に対しても直接に調査する権限を与えたものである<sup>(28)</sup>。

この改正は、大蔵省が直接発行会社に対して報告の提出を求める

という形で調査の手を伸ばすというわけで、大蔵省の調査権の一つの突破口だと思われる<sup>(29)</sup>。

なお、報告書は、従来からある証券取引法第55条の調査権の運用強化についても提言した。即ち、「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、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。」ということである。大蔵大臣が、この提言に応じて、本条の調査権を一層機動的に行使し、証券会社の顧客に対する調査を強化し、内部者取引摘発に役立つ直接的な証拠を収集しうることを期待されている。

(2). 健全性省令第1条（証券会社の禁止行為）の改正：

健全性省令第1条に、証券取引法第50条第1項第5号の禁止行為について内部者取引に係わる行為として、次の3号を追加した<sup>(30)</sup>。

第8号：顧客の有価証券の売買が法第190条の2第1項若しくは第3項又は法第190条の3第1項若しくは第4項の規定に違反すること又は違反する恐れのあることを知りながら、当該売買の受託をする行為。

第9号：有価証券の売買その他の取引につき、顧客に対して当該有価証券の発行者である会社の法人関係情報を提供して勧誘する行為。なお、ここにいう「法人関係情報」とは、証券取引所に上場されている有価証券又は証券取引法施行令第3条に規定する店頭売買有価証券の発行会社の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの及び法第27条の2第1項に規定する公開買付又はこれに準ずる株券等の買集めの実施又は中止の決定に係る公表されていない情報だとされている。

第10号：法人関係情報に基づいて、自己の計算において有価証券の売買をする行為。

これらの禁止行為をなした証券会社に対して、大蔵大臣は、当該証券会社の免許を取り消し、又は6ヶ月以内の期間を定めて業務の全部若しくは一部の停止を命ずることができ、また違反した者が証券会社の取締役又は監査役である場合、大蔵大臣は当該証券会社に対して、当該取締役又は監査役の解任を命ずることができる（証券取引法§35 I ②, II）。

(3). 健全性省令第3条（是正を加えることが必要な場合）の改正：

健全性省令第3条に証券取引法第54条第1項第3号が定める是正

を加える必要がある場合に情報管理体制が不十分と認められる場合を追加した<sup>(31)</sup>。

第9号：証券会社が取得した法人関係情報の管理又は顧客の有価証券の売買その他の取引に関する管理の状況が法人関係情報に係る不公正な取引の防止上十分でないと認められる場合。

これは、いわゆるチャイニーズ・ウォールの構築等による法人関係情報の管理が十分でない場合などに大蔵大臣が是正命令を行うことができることとしたものである<sup>(32)</sup>。証券会社がこの規定に違反した場合、大蔵大臣は、証券会社に対し必要の限度において、業務の方法の変更、3ヶ月以内の期間を定めてする業務の全部又は一部の停止、財産の供託その他監督上必要な事項を命ずることができる（証券取引法 § 54 I）。

## ・ 2. 短期売買の報告と差益提供

### (1). 証券取引法第 188条の復活

前述のように、証券取引法第 189条が定める会社の役員及び主要株主の短期売買差益の会社へ提供すべきという規定は、その条文において明記されているように、会社の役員又は主要株主がその地位を利用して取得した秘密を不当に利用することを防止するための規

定である。しかし、昭和28年に役員又は主要株主の会社の株式状況及びその売買の状況の報告義務を定める同法第 188条が削除されたため、同条の差益提供請求権を有する会社又はその株主において、役員又は主要株主が同条に該当するような取引を行っていることを知る手掛りがなかったことから、同条は實際上ほとんど機能していない状況にあった。

そこで、報告書は、証券取引法第 189条の実効性を確保するためには、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を新たに設けることを提言した。さらに、新第

188条のあり方として、まず、事務負担を軽減し、及びより実効性を確保するため、証券会社に委託して自社株の売買を行った場合に、証券会社を経由して報告を提出させること、次に、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、第 189条に該当する自社株売買の場合、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こと、又、対象となる有価証券を転換社債、ワラント債に拡大することを提言した。

この報告書の提言を受けて、新設された第 188条の規定は次のとおりである。

第 1 項：会社の役員及び主要株主が、自己の計算において、当

該会社の上場株券等の買付け又は売付けをした場合においては、大蔵省令で定めるところにより、その売買に関する報告書を売買があった日の属する月の翌月15日までに、大蔵大臣に提出しなければならない。但し、買付け又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については、この限りでない。

第2項：当該会社の株券等の買付け又は売付けを証券会社に委託して行った場合においては、同項に規定する報告書は、当該証券会社を経由して提出するものとする。

なお、この第188条の役員・主要株主の自社株売買の報告義務及び第189条の短期売買差益の会社への提供義務に関連して、「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」（以下において「報告省令」という）が定められた<sup>(33)</sup>。

本条の対象主体は、会社の役員及び主要株主である。

本条の対象主体となる会社の役員は、形式的に割り切って、上場会社の取締役及び監査役に限られると解される<sup>(34)</sup>。

本条の対象主体となる主要株主は、自己又は他人（仮設人を含む）の名義をもって発行済株式の総数の10%以上の株式（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を除く。）を有している株主であると定められている。つまり、主要株主に該当するか否かを決める時に、名義書き替えを行っていないなくとも、又、家

族、友人や他社名義になっ­てい­ても、さら­に架空名義のものであっ­ても、本人が実質的に所有する限り本人の所有株式として計算されることとなる。

一方、主要株主とは、元来、会社に対して支配的地位にある株主を想定したものであり、そのような株主であればこそ、その「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」必要があるものと考えられる。或は、その異動が投資者の投資判断に影響を及ぼすものと考えられる。これに対して、証券会社等の通常の業務の過程で一時的或は形式的に所有されている株式は、その所有の態様から、それが所有者の会社に対する支配的地位を表すものではないと認められ、従って、この部分は、主要株主の要件の計算上、除外すべきと考えられる<sup>(35)</sup>。報告省令第1条は主要株主の要件の計算上除外されるべき株式所有を列挙している。即ち、

信託業を営む者が信託財産として所有する株式（第1号）。

証券業を営む者が引受又は売出しを行う業務により取得した株式（第2号）。

証券取引法第156条の3第1項に規定する業務を営む者即ち有価証券の貸借取引業務を営む証券金融会社がその業務として所有する株式（第3号）。

会社の役員及び主要株主が大蔵大臣に報告義務を課されるのは、

自己の計算において、当該会社の上場株券等の買付け又は売付けをした場合である。

当該会社の上場株券等とは、証券取引所に上場されている当該会社が発行した株券、転換社債券、新株引受権付社債券、新株引受権証書、及びこれらの有価証券の売買取引に係るオプションである。

「自己の計算」とは、当該買付け又は売付けによる損益の計算が自己に帰属することである。従って、取引が家族<sup>又は</sup>友人等他人名義で行われた場合であっても、その取引の損益が役員又は主要株主に帰属する限り、自己の計算に当ると解される<sup>(36)</sup>。

買付け又は売付けとは、金銭を対価として所有権を移転させることである<sup>(37)</sup>。つまり、ここにいう買付けは金銭を対価として当該会社の株券等を取得することであり、売付けは当該会社の株券等を他人に移転し、その対価として金銭を受領することである。役員及び主要株主の報告義務が生じる場合を金銭を対価とする取引に限定するのは、本条は次条による短期売買利益の提供の実効性を担保するための規定であり、この短期売買利益の提供は、6ヶ月以内の反対方向の売買に着目して極めて形式的・機械的に利益の額を計算してこれを提供させるものであり、金銭を対価としない取引の場合その利益の計算を形式的・機械的に計算することが困難であるからである<sup>(38)</sup>。

会社の役員及び主要株主が、自己の計算において、当該会社の上場株券等の買付け又は売付けをした場合においては、報告省令別表が列挙している記載事項を記載した売買報告書を売買があった日の属する月の翌月15日までに、大蔵大臣に提出しなければならない。本条の規定に違反して報告書を提出せず若しくは虚偽の記載をした報告書を提出した者に対しては、30万円以下の罰金を課することができる（証券取引法第205条第14号の2）。

又、本条第2項は、当該会社の株券等の買付け又は売付けを証券会社に委託して行った場合においては、その売買報告書は、当該証券会社を經由して提出するものとするとしている。これは、前述の報告書の提言、即ち役員及び主要株主における売買報告書提出の事務負担を軽減すること及び報告義務の実効性を図ることという見地からのものである。この規定により、實際上、売買報告書の提出の事務は証券会社が代行することとなると考えられる<sup>(39)</sup>。

なお、会社の役員又は主要株主が受益者である運用方法が特定された信託について、当該会社の役員又は主要株主の指図に基づき受託者が当該会社の株券等の買付け又は売付けをする場合にも、会社の役員又は主要株主の報告義務が生じる（報告省令§2）。形式的には受託者により買付け又は売付けが行われるものだが、実質的には指図をした当該役員又は主要株主が自己の計算において売買を行

う場合と同視すべきと考えられるからである。

他方、会社の役員及び主要株主が、自己の計算において、当該会社の上場株券等の買付け又は売付けをした場合であっても、短期売買利益の供与制度の目的即ち、役員又は主要株主がその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ことに照らし、この制度の対象とする必要がないと認められる場合においては、本条の報告義務が生じないとされている。第 189条の適用除外事項は、報告省令第 4 条において列挙されている。即ち、

端株又は単位未満株式のみに係る株券の買付け<sup>又は</sup>売付けをした場合（第 1 号）。これらの株式は取引所を通じた売買ができず、流通性が乏しいこと<sup>(40)</sup>、又、その額が少額に留まり、その計算及びその後の通知等の手続きが繁雑となることから、これらの株式のみに係わる株券の取引が本条の適用から除外される。

いわゆる証券会社方式の役員、従業員持株会による買付又は売付（第 2 号）及び信託銀行方式の役員、従業員持株会による買付け又は売付け（第 3 号）。このような場合、内部情報をを利用しての売買が行われる恐れがないと考えられるからである。このような役員、従業員持株会の詳細は、本論文 440 頁以下を参照されたい。

取引所で行われる銘柄の異なる複数の株券の集合体を対象とする先物取引を行った場合（第 4 号）。これは大阪証券取引所のいわゆ

る「株先五〇」を規定しているものである。株先五〇は50の銘柄を一つの集合体商品として取引されるものであるので、その50の銘柄の中に自社株が含まれていたとしても、1社の内部情報の株価<sup>に</sup>に対する影響はその集合体商品の価格にもたらす影響は微小であると考えられるからである。

安定操作取引に係る買付け又は売付け（第5号）。安定操作取引は、当局への届け出が義務付けられており、法令に定められた厳格な基準に従って行われるものなので、内部情報を利用しての売買が行われる恐れがないと考えられるからである。

(2). 証券取引法第 189条の改正：

会社の役員及び主要株主は、会社の内部情報に接する機会が多く、これを利用して取引をする危険性が高い。しかし、「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」自体を取り締まることは極めて困難である。そこで、それに代って、役員及び主要株主が自社株の株の短期売買による利益について、極めて形式的な要件を当てはめ、これを満たすものについて一律にその利益を吐き出させ、もって内部者取引の一般的予防に資するのが、証券取引法第 189条の規定である。

今回の改正では、従来解釈上意見の分かれていた点を明確にする

ため若干の変更を加えたとともに、主として、復活された第 188条の報告義務に対応し、短期売買による利益の吐き出しの実効性の確保という観点から大蔵大臣の関与を中心とする規定の整備を行った。

第 1 項では、主要株主の定義及び規制対象となる有価証券の範囲について改正がなされた。

主要株主については、「出資の総額の10%以上の出資を有している出資者」を主要株主の定義から削除し、主要株主の要件の計算上除外されるべき株式の所有態様を報告省令において具体的に列挙している。詳しくは前述(1)第 188条の復活の部分（47頁以下）を参照されたい。

規制対象となる有価証券については、改正前では株式に限ったが、報告書の提言を受けて、役員又は主要株主のなす内部者取引の危険性の高い取引対象即ち、転換社債券、新株引受権付社債券、新株引受権証書、及びこれらの有価証券の売買取引に係るオプションでまで、その範囲を拡大した。又、内部者取引規制が上場証券を中心とするものとされたこととの均衡を考慮し、本条の対象有価証券についても上場されているものに限定した。

改正後の第 1 項の条文は次のとおりである。

「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、その者が証券取引所に上場

されている当該会社の株券等について、自己の計算においてその買付けをした後六箇月以内に売付けをし、又は売付けをした後六箇月以内に買付けをして利益を得た場合において、当該会社は、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。」

前述のように、「秘密を不当に利用することを防止するため」という文言は単に立法目的を示したものであって、「秘密の不当利用」は本条適用の構成要件ではない。秘密の不当利用の有無、不当利用と差益発生との因果関係等は一切関係なく、形式的要件を満たす限り本条の差益提供義務を生ずる。

買付け又は売付けの意味は前述第 188 条における説明（46 頁）を参照されたい。同種の証券を売買して利益を得た場合のみ会社への差益提供義務を生ずると解されている<sup>(42)</sup>。

なぜ 6 ヶ月以内の反対売買を問題にするのかについては、特に理論的根拠を有するわけではないが<sup>(43)</sup>、6 ヶ月をを越えれば内部情報は、もしあったとしても公知のものになるだろうという意図からであろう、という説明もみられる<sup>(44)</sup>。

この 6 ヶ月という期間の計算基礎は買付け、売付けの「約定日」であり、約定日の 6 ヶ月後の応当日を最後の日とし、応当日がないときは、その月の末日にすると解されている<sup>(45)</sup>。

第 2 項の株主の代位請求権及び第 3 項の請求権消滅時効について

は、改正がなかった。これについては、本条は商法第 267条以下のような詳細な規定が欠けているため、訴訟手続上困難を生ずることが予想されるので、差益提供制度を採用し、これを内部者取引の一般予防のために効果的に適用するためには、本条に関する訴訟手続き面の整備を早急に行う必要があるという指摘が見られる<sup>(46)</sup>。

第4項から第7項までは、今回改正により新設されたものであり、大蔵大臣の関与により、第1項及び第2項の利益提供の請求の実効性の確保を図った規定である。

第4項は自社株の短期売買により利益を得ている役員又は主要株主があること、即ち本条の利益提供の請求権が発生したことを会社に知らせるための規定である。第4項の条文は次のとおりである。

「前条の報告書の記載に基づき、会社の役員又は主要株主が第1項の利益を得ていると認める場合において、報告書のうち当該利益に係る部分（以下この条において「利益関係書類」という）の写しを当該役員又は主要株主に送付し、当該利益関係書類に関し次項に定める期間内に同項の申立てがないときは、当該利益関係書類の写しを当該会社に送付するものとする。但し、大蔵大臣が、当該利益関係書類の写しを当該役員又は主要株主又は会社に送付する前において、第1項の利益が当該会社に提供されたことを知った場合は、この限りでない。」

第5項は役員又は主要株主の申立て、第6項はその申し立ての効果に関する規定である。即ち、

「会社の役員又は主要株主に利益関係書類の写しが送付された場合において、当該役員又は主要株主は、当該利益関係書類の写しに記載された内容の売買を行っていないと認めるときは、当該利益関係書類の写しを受領した日から20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。」（第5項）。

「前項の申立てがあった場合には、第4項本文の規定に適用については、当該申立てに係る部分は、大蔵大臣に対する前条第1項の規定による報告書に記載がなかったものとみなす。」（第6項）。

なお、不実な申立てであっても、第6項が規定する申立ての効果が生ずると解される。つまり、その不実な申し立てにより、それ以降会社に対する通告及び公表等の手続きはそこで停止することになる。ただ、この場合、証券取引法第205条第14号の2により30万円以下の罰金に処せられることとなる<sup>(47)</sup>。

第7項は利益関係書類の公衆閲覧についての規定である。即ち、

「大蔵大臣は、第4項の規定に基づき会社に利益関係書類の写しを送付した場合には、当該利益関係書類の写しを当該送付の日より起算して30日を経過した日から第3項に規定する請求権が消滅する日まで（請求権が消滅する日前において大蔵大臣が第1項の利益が

当該会社に提供されたことを知った場合には、当該知った日まで) 公衆の縦覧に供するものとする。ただし、大蔵大臣が、当該利益関係書類の写しを公衆の縦覧に供する前において、第1項の利益が当該会社に提供されたことを知った場合には、この限りでない。」

本項の規定は利益関係書類の写しを公衆に縦覧に供することにより、自社株の短期売買により利益を得ている役員又は主要株主があることを会社の株主に知らせるという意味もあるが、間接的に会社に対し、本条の利益提供請求権を行使せよ、と圧力をかける意味が大きいと考えられる。つまり、普通、会社役員間における同僚意識、主要株主の影響力、又は会社の実力者や大株主への配慮等により、会社が本条の利益提供請求権の発生を知っても、役員などの間いわば内輪もめでもない限り、当該請求権を発動しようとするインセンティブはないと考えられる。そこで、自社株の短期売買により利益を得ている役員又は主要株主があることという事実を公表することによって会社経営者が利益提供請求権の存在を無視することを困難な状況におかせるわけである<sup>(48)</sup>。

なお、公衆縦覧の場所は大蔵省内である。

第8項は、本条の適用除外規定である。即ち、

「前各項の規定は、主要株主が買付けをし、又は売付けをしたい  
ずれか一の時期において主要株主でない場合及び役員又は主要株主

の行う買付け又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においては、適用しない。」

従来の、買付け又は売付けのいずれかの時期において主要株主でないという主要株主のみに対する適用例外規定に、役員をも含む適用除外事項を、報告省令に定めるという形で追加した。本条の適用除外事項は報告省令第4号に掲げる証券取引法第188条の報告義務が免除される場合とされるので（報告省令第5条）、それについての説明（50頁）を参照されたい。

第9項は利益の算定の規定である。これも今回の改正で新設された規定である。即ち、

「第4項において、大蔵大臣が会社の役員又は主要株主が第1項の利益を得ていると認める場合における当該利益の算定の方法については、大蔵省令で定める。」

報告省令第6項第1項が定める利益の計算方法を算式にすれば、次のようなものとなる。即ち、

$$\text{利益額} = (\text{売付単価} - \text{買付単価}) \times \text{売買合致数量} - (\text{売買合致数量に係る手数料} + \text{有価証券取引税})$$

ここにいう売買合致数量とは、売付数量と買付数量のうちいずれか大きくない数量である。

又、6ヶ月以内に2回以上の売付又は買付をした場合、利益額の

計算は、「先入先出法」で行う。即ち、買付けのうち最も早い時期に行われたものと売付けのうち最も早い時期に行われたものとを組み合わせ（6ヶ月以内の反対売買に限る。以下同じ。）、前記の算式により利益の算定を行い、次に残った買付け及び売付けについて、同様の方法により、組み合わせるべき買付け又は売付けがなくなるまで組み合わせを行い、それぞれの組み合わせについて前記の算式により利益の算定を行う（報告省令§61②）。この場合、損失となる組み合わせは無視されることとなる。

同1日に2回以上の売付又は買付をした場合、利益額の計算は「高売低買法」で行う。即ち、買付けについては最も単価が低いものから順に買付けを行ったものと見做し、売付けについては最も単価が高いものから順に売付けを行ったものと見做す（報告省令§61②）。

なお、売買合致数量を越える部分はさらに組合わせの対象となる（報告省令§611）。

報告省令が定める利益額の算定方法は、大蔵大臣が第189条第4項以下の手続きを進めるための判定基準だけであり、必然的に第1項に基づく利益提供請求権の内容たる利益額を拘束するものではないと解される。しかしながら、原告側としては、省令の算定方法の合理性を主張して、同様の算定方法によることになろうから、利益

額立証に当ってはこれによって与えられた事実上の便宜は決して小さくないと思われる<sup>(49)</sup>。

会社の役員及び主要株主の短期売買利益の会社への提供義務という規制は、真の内部者取引でないものも取り込む一方、一部の内部者取引を極めて簡明な要件で捉え、利益の吐き出しによって「やり得」をなくすものである。今回の改正では、第 188 条の報告義務の復活とともに、第 189 条の短期売買による利益の吐き出しの実効性の確保という観点から大蔵大臣の関与を中心とする規定の整備を行った。改正後の規制は、非上場会社は全て除かれたこと、狭義の内部者のうち役員、主要株主だけが報告、差益提供義務を負うこと、6ヶ月を1日でも越えていれば差益提供義務はないことなど、規制の漏れるところはなお大きい。外形基準で捉えようとする限り仕方がないというべきであろう<sup>(50)</sup>。

### (3). 証券取引法第 190 条の改正：

報告書においては直接に言及されなかったが、今回の改正で、証券取引法第 190 条の改正もなされた。第 190 条は、株価が下落するような内部情報を知った者が不当な利益を得るために利用する恐れのある特殊な取引を禁止することにより、間接的に内部者取引の防止を図った規定である<sup>(51)</sup>。つまり、保有額を越える額の株券等の

売付け、即ち純然たる空売りについて、役員、主要株主という会社の内部者がこうした行為を行うのはいかにも不自然であり、内部情報を利用している可能性が高いから、そこで、実際に内部情報利用したか否かを問わず、そのような行為を禁止することとしたのである<sup>(52)</sup>。

改正前は株式に限って役員又は主要株主による空売りを禁止していた。改正法では、対象となる有価証券の範囲を上場株券のほか、転換社債券、新株引受権付き社債券及び新株引受権を表示する証書と広げた。なお、改正法は、リスクヘッジの手段としての取引を許容するという観点から、自己が有する株券等の額を越える売付けに限って空売りを禁止することとした。さらにこれらの有価証券のオプション取引についても同様の規制を設けている。

改正後の条文は次のとおりである。

「会社の役員又は主要株主は、次に掲げる行為をしてはならない。

一 証券取引所に上場されている当該会社の発行する株券、転換社債券、新株引受権付社債券又は新株の引受権を表示する証書（以下この条において「株券等」という。）の売付けであって、その売付けに係る株券等の額が、その者が有する当該会社の同種の株券等の額として大蔵省令で定める額を越えるもの。

二 当該会社の株券等の売買取引に係るオプションの取得（当該オ

プシヨンの行使により、当該行使をしたものが当該取引において売主としての地位を取得するものに限る。)又は付与(当該オプションの行使により、当該行使をしたものが当該取引において買主としての地位を取得するものに限る。)であって、取得し又は付与したオプションが行使された場合に成立する売買取引に係る株券等の額が、その者が有する当該会社の同種の株券等の額として大蔵省令で定める額を超えるもの。」

報告省令が定める空売りが許容される限度とされている会社の役員又は主要株主が有する当該会社の同種の株券等の額の算定方法を算式にすれば、次のようなものとなる。即ち、

役員又は主要株主が有する株券等の額＝現物＋①信用取引の買残＋②発行日取引で買付けたもの(引渡しを受けていない場合)－③信用取引の売残－④発行日取引で売付けたもの(引渡しを受けていない場合)。

### 3. 内部者取引に対する刑事罰則の整備

報告書が提言した内部者取引の規制としての法制の整備のうち、最も重要なのは、内部者取引に対する刑事罰則の整備である。報告書は、「内部者取引に対する刑事罰則の整備」についての基本的考え方として、まず、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、と述べている。そして、内部者取引に対する刑事罰則を整備するに当たって留意すべき点を述べている。即ち、

イ．内部者取引については、その事案により不公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且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。

次に、内部者取引に対する刑事罰則の整備についての具体的考え方として、①内部情報、②行為者及び行為、③対象となる有価証券、④法定刑に分けて、具体的に提言した。

報告書の提言を受けて、内部者取引の禁止規定として、証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 が新設されたわけである。

この改正法の内部者取引禁止規定は本論文の論述の中心であり、第 2 章以下において、改正法の内部者取引禁止規定を中華民国のそれと比較し、研究することとした。その前に、この新設された証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 と従来の第58条との関係を検討してみたい。

今回の証券取引法改正で、内部者取引の禁止規定として第 190条の 2 及び第 190条の 3 が新設された。一方、従来、内部者取引についても適用があると言われてきた第58条第 1 号はそのまま残されているので、第 190条の 2 及び第 190条の 3 と第58条第 1 号との関係が問題となる。これについては、学説は必ずしも一致していない。証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 が、同法第58条の適用を排除するものではなく、第 190条の 2 及び第 190条の 3 の適用範囲と、第58条第 1 号の適用範囲と重なり合う場合があって、両方とも該当する場合は、一個の行為にして数個の罪名に触れる場合として、観念的競合になる、と解釈するのは比較的多いようである<sup>(53)</sup>。第 190条の 2 及び第 190条の 3 違反の罰則は 6 ヶ月以下の懲役又は 50 万円以下の罰金（証券取引法 § 200 ④）という証券取引法上最も軽い刑であるのに対して、第58条違反の罰則は 3 年以下の懲役又は 3

00万円以下の罰金（証券取引法 § 197 ②）という同法最も重い刑となっていることは、前記の解釈が採られる大きな理由だと考えられる。つまり、第 190条の 2 及び第 190条の 3 違反の罰則が軽すぎるので、そこで、悪質な内部者取引を罰則の重い第58条に適用させることにより、その行為の悪性との釣り合いを図ろうということである。しかし、いわゆる悪質な内部者取引とは如何なるものであるかが問題となる。単にスケールが大きいとか、沢山の利益を上げたとかということで、第58条に適用させるのは必ずしも妥当ではない。なぜならば、第58条は「行為」に着目したものであり、得た利益の多寡を第58条の適用の有無の判断基準にするのは適切でないからである<sup>(54)</sup>。悪質であるか否かは結局、行為の性格から評価せざるを得ない。

そこで、本論文においては、単純に第 190条の 2 及び第 190条の 3 が定める要件に該当する内部者取引については、第58条の適用が基本的にはないという比較的少数である説に賛成したい<sup>(55)</sup>。つまり、改正法は適用容易性を図るため、内部者取引禁止規定としての第 190条の 2 及び第 190条の 3 を行為者の主観的目的を問わない形式犯的立法の形とした。しかも、その構成要件が具体的に明確化されている。従って、単純に未公開重要情報を知って、当該情報が公開される前に、有価証券の取引を行った行為であって、第 190条の

2 及び第 190条の 3 が定める要件に該当する内部者取引については、証券詐欺の一般的防止規定である第58条に適用させる余地がなく、なると考えられるべきであろう。故意に不正の手段で情報の公開を遅らせて取引を行うように、単純の内部者取引行為以外に、不法な手段を用いることがあれば、初めて第58条が問題になるというべきであろう。

## 第一章 第二節 ～注釈～

- (1). 神崎克郎「内部者取引の規制の問題点」商事法務1100号16頁（1987年1月）。（神崎克郎・証券取引の法理（1988年）503～516頁収録）。なお、竹内昭夫「内部者取引」会社法の理論Ⅰ 318頁（1984年）、龍田節「内部者取引取引の効果に関する立法論的考察」企業法の研究 701頁（1977年）参照。
- (2). 神崎克郎・前掲。
- (3). 証券取引法は特に 189条の法文において、内部情報を利用した証券取引の防止という立法理由を明記するのは、会社の役員及び主要株主の会社の株式についての短期売買差益の会社への提供義務は、私法の一般理論からすれば異例の義務を会社の役員及び主要株主に課すものであり、その必要性を強調する必要があるからであると考えられる。神崎克郎・前掲12頁（注2）。
- (4). つまり、会社の役員または主要株主は会社の内部情報に接する立場にあり、内部者取引を容易に行いうる地位にあることから、その規制のための予防的措置が定められているわけである。前田重行「内部者取引に対する法規制－その問題点と改革の方向」代行レポート81号7頁（1988年3月）。  
なお、短期売買差益の会社への引渡は、役員及び主要株主等会社内部者が有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な未公表の情報を利用したか否かに係わらず要請されるものであって、それは、内部者取引そのものを規制するものではないとも言われている。神崎克郎「内部者取引の規制に関する各国法の動向」証券取引の法理 518頁（原載ジュリスト 819号（1984年））。

- (5). 座談会記録「内部者取引の現状と課題」商事法務1119号7頁神崎発言（1987年8月）。
- (6). 神崎克郎・前掲注(1)17,18頁。
- (7). 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（下）」商事法務1144号10頁（1988年4月）。
- (8). 座談会記録・前掲注(5) 神崎発言。なお、この188条の削除については「あの削除は我が国の証券取引法の歴史の汚点でございます」とも言われた。竹内昭夫・前掲。
- (9). 前田重行・前掲注(4) 8頁。なお、實際上、この189条の適用例は制定してから1988年3月現在まで2件しかないということである。
- (10). 座談会記録・前掲注(5) 6頁松川発言。内部者取引規制研究会編著・一問一答, インサイダー取引規制6頁（1988年）。
- (11). 研究会記録「インサイダー取引に関する研究会(1)」インベストメント1988年12月号38頁神崎克郎報告。
- (12). 前田重行・前掲注(4) 7頁。
- (13). 神崎克郎・証券取引法〔新版〕585頁（1987年）。田中誠二＝堀口亘・コンメンタール証券取引法〔増訂版〕259頁（1985年）。
- (14). 研究会記録・前掲注(11)37頁神崎克郎報告。
- (15). 前田重行・前掲注(4) 6頁。
- (16). 神崎克郎・前掲注(4) 520頁。
- (17). 1976年5月11日証券取引審議会「株主構成の変化と資本市場のあり方について」。
- (18). 証券取引法研究会記録「証券取引法の改正について(1)ーイン

サイダー取引の規制について」インベストメント1988年10月号61頁河本一郎発言。

(19). 詳しくは、研究会記録・前掲注(11)、座談会記録・前掲注(5)参照。

(20). 1971年2月24日「事故防止等について」蔵証秘第452号。

(21). 研究会記録・前掲注(11)40頁神崎克郎報告。

(22). 研究会記録・前掲注(11)41頁神崎克郎報告。なお、この通知において具体的に掲げる留意すべき事項は次の通りである。

1. 職務等を通じて知り得た未公開の情報を利用して、証券取引を行うことは、そのような情報を知得せずに行った一般の投資者にとって著しい不利益となるものであり、公正な売買取引から逸脱する行為であること。このことは、証券取引に対する信頼を損なう行為であり、ひいては証券市場における円滑な資金調達を阻害する重大な要因ともなること。

2. このような弊害を生じさせるべき売買取引の関係者としては、発行会社の役員、主要株主はもとより、その職員、さらにはその周辺にある者として発行会社と営業上、又は職務上の関係を通じて未公開情報に接近し得る者等も含むとされていること。

3. 従って、発行会社関係者による売買取引については、内部情報利用によるとの誤解を招かないよう慎重な対応が望まれること。

4. なかでも、役員、主要株主にあつては、内部情報の利用によるものでない売買取引であっても、6ヶ月以内の反対売

買により差益を得た場合には、会社に対する返還義務が生じること。

5. 発行会社においては、内部情報の秘密保持に格段の配慮が望まれること、更に、投資判断に影響を与える情報は、可能な限り速やかに公開される必要があること。

- (23). 座談会記録・前掲注(5)9頁神崎克郎発言。
- (24). 神崎克郎・前掲注(1)19頁。
- (25). 前田重行・前掲注(4)1～3頁。
- (26). 反勝彦「インサイダー取引規制について」代行レポート85号8頁(1989年1月)。
- (27). 1987年10月6日日本経済新聞。
- (28). 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 211頁(1989年4月)。なお、この「上場有価証券管理基準」は、1988年6月に「上場有価証券の発行者の通告等に関する規則」と改正された。証券取引所の上場会社への調査を実効あらしめるため、上場会社が適時報告・適時通告を怠ったときは、証券取引所は上場会社に対して改善報告書の提出を求めうるものとして、再発防止を図っている(同規則22条)。
- (29). 座談会記録「インサイダー取引の規制」ジュリスト 908号14頁竹内昭夫発言(1988年5月)。
- (30). 1989年2月3日大蔵省令第11号(同年4月1日施行)。
- (31). 1988年9月20日大蔵省令第39号(同年10月1日施行)。
- (32). 横島裕介・インサイダー取引規制と罰則20頁(1989年)。
- (33). 1988年9月20日大蔵省令第40号。
- (34). 従って、取締役、監査役に該当しない相談役、顧問等は含ま

れない。取締役を兼任しない限り、幹部社員であってもこれに含まれない。又、会社の取締役、監査役であれば、その自社株所有の有無、割合は問わない。堀本修「会社役員・主要株主の株券等の売買に関する省令の解説 [上]」商事法務1159号8頁（1988年9月）、関根攻・前掲注(28) 202頁、横畠裕介・前掲注(32) 219頁。

- (35). 横畠裕介・前掲注(32)220頁、221頁。
- (36). 関根攻・前掲注(28) 204頁。
- (37). 従って、会社の役員及び主要株主が当該会社の上場株券等を交換、代物返済、相続、贈与、転換社債の転換権の行使、無償交付、株式配当、株式の分割、併合、役員（従業員）持株会からの株式の引き出し等により取得した場合は、買付け又は売付けに該当せず、報告義務を生じない。
- (38). 横畠裕介・前掲注(32)221頁。
- (39). この第2項の規定については、証券会社にも報告義務を課したのか、又は証券会社は直接には報告義務を負わず、単にその顧客たる委託者から提出された報告を規制機関に提出することを取り次ぐ義務を負っているに過ぎないのか、必ずしも明らかではない、という批判がみられる。前田重行・前掲注(4)13頁。
- (40). 堀本修・前掲注(34)10頁。
- (41). 横畠裕介・前掲注(32)231頁。
- (42). 野村証券編・事例インサイダー取引66頁（1988年12月）。
- (43). 竹内昭夫・前掲注(7) 9頁。
- (44). 野村証券・前掲注(42)65頁。

- (45). 前掲注。
- (46). 関根攻・前掲注(28) 205頁。
- (47). 竹内昭夫・前掲注(7) 10頁。
- (48). 研究会記録・前掲注(18)54頁龍田節発言及び前田重行・前掲注(4) 14頁参照。
- (49). 関根攻・前掲注(28) 209頁、210頁。
- (50). 龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情1191号42頁（1988年6月）。
- (51). 横畠裕介・前掲注(32)238頁。
- (52). 堀本修「会社役員・主要株主の株券等の売買に関する省令の解説〔下〕」商事法務1160号44頁（1988年10月）。
- (53). 第190条の2及び第190条の3と第58条との関係を、観念競合説で解釈するものとしては、例えば、龍田節・前掲注(50)42頁、竹内昭夫・前掲注(7)13頁、横畠裕介・前掲注(32)15頁、座談会記録・前掲注(29)19頁福田発言、証券取引法研究会記録「証券取引法の改正について(2)－インサイダー取引の規制について－」インベストメント1988年12月号43頁森本発言等がある。
- (54). 証券取引法研究会記録・前掲注(53)40頁三井発言参照。
- (55). 証券取引法第190条の2及び第190条の3の新設により、内部者取引そのものについては、第58条の適用が基本的にはできなくなるという説については、座談会記録「証券をめぐる不公正取引の検討〔第1回〕－インサイダー取引規制の諸問題－」商事法務1160号15頁神崎発言（1988年10月）、証券取引法研究会記録・前掲注(53)40頁以下の神崎発言参照。

### 第三節

## 中華民国法における内部者取引禁止規制概説

### 一．立法経緯

中華民国では1988年1月に証券交易法（日本の証券取引法と区別するため、以下本論文において中華民国の証券取引法に言及する場合、原文の「証券交易法」を用いる）の大幅な改正が行われた。改正法は、内部者取引の禁止規定として第157条の1を新設した。

中華民国では、1981年から証券交易法の全面的改正の検討が着手され、1982年9月に証券取引委員会が作成した第1回目の改正法草案において、初めて内部者取引禁止規制の新設が提案された<sup>(1)</sup>。しかし、1980年代の前半では中華民国の証券市場は必ずしも活発ではなかったため、証券交易法改正の緊迫性はなかった。加えて、改正案は当時存在する183の条文の約3分の1にあたる60の条文を改正しようとする大幅なものであり、特に改正案の重要な内容となっていた証券会社の業務及びその管理、有価証券の発行における届出制の導入、公開発行会社に対する株式所有の分散及び時価発行の強制、信用取引制度の改善等に関する問題については、現実との協

調は必ずしも容易ではなかったもので、証券取引法の改正作業の進行は滞っていた。1980年代後半から中華民国の証券市場の取引量は増大し続き、国民の証券市場に対する関心が高まってきた。1987年2月に証券取引法改正案が行政院の審議（日本の閣議相当）において決定され、立法院（日本の国会相当）に提出された。そして、1988年1月に立法院の可決により、改正証券取引法が成立したわけである。

証券取引法第 157条の 1 の立法理由については、証券取引法改正案審議当時の財政部長（日本の大蔵大臣相当）銭純氏は立法院に対し以下のように説明した<sup>(2)</sup>。

「現行法第 157条は発行会社の役員、経理人及び大株主が一定期間内に自社株を売買した場合、それにより得た利益を会社に提供すべきだと定めているのみである。上述の者及び職業、支配関係に基づき情報を知り得た者又はこれらの者から情報を知り得た者が発行会社の株価に重大な影響を及ぼす未公開情報を知って、当社の上場株券又は店頭市場で売買されている株券を売買することによって利益を図ることを禁止する規定はなお欠けている。このような行為は、証券取引における公平と誠実信用原則に反し、市場価格の不法な操作をもたらすものであり、投資者の保護という証券取引法の趣旨に反し、さらに証券市場が健全に発展できない主要原因の一つである。

従って、アメリカの立法例を参照して、第 157条の 1 を新設し、禁止規定に違反した者の、善意に反対売買を行った者に対する損害賠償責任を定めること、又第 175条において罰則を新設することにより、投資者利益の保護及び証券市場の健全な発展を図ろうとする。」

つまり、改正前の証券取引法においては、第 157条は役員等内部者による自社株の短期売買利益の会社への提供義務を定めているが、第 157条の違反に対して、刑事責任を定めておらず、自社株における短期売買により利益を得た内部者は、その得た利益を会社へ提供すればよいだけである。言い替えば、第 157条が定める役員等内部者による短期売買利益の提供義務は、言わば、内部者取引に対する一種の事前防止的規定にすぎず、内部者取引が第 157条の規定により禁止される行為だとはされていない。

証券取引法にもアメリカ1934年証券取引所法第10条(b)項及び日本証券取引法第58条第1号に相当する詐欺禁止条項がある。証券取引法第20条第1項は「有価証券の募集、発行又は売買においては、虚偽、詐欺又は他人の誤解をもたらす行為があつてはならない。」と定めている。アメリカでは内部者取引規制の根拠は1934年証券取引所法第10条(b)項であり、また、日本でも従来学説上、内部者取引は詐欺禁止条項である証券取引法第58条第1号の適用があると解されてきた。しかし、中華民国では、内部者取引を証券詐欺の一般

的禁止規定である証券取引法第20条に適用させることについて、学説は消極的な立場を取っていた<sup>(3)</sup>。実務上も内部者取引を証券取引法第20条の違反として訴訟を提起した例がなかった。

そこで、投資者利益の保護及び証券市場の健全な発展を図るために、1988年改正証券取引法において、第157条の1の新設により内部者取引の禁止を明確にしたわけである。

証券取引委員会が行政院に提出した原案は、内部者取引禁止の対象主体について、発行会社の役員、経理人及び大株主以外に、「職業、親族、支配関係その他の原因に基づいて情報を知り得た者」という概括的規定としていた。しかし、その範囲は明確性に欠き、罪刑法定主義に反するという事で、この概括的規定が削除され、改めて第1項第3号の「職業若しくは支配関係に基づき情報を知り得た者。」、第4号の「前3号に掲げる者から情報を知り得た者。」が設けられた<sup>(4)</sup>。立法院は、「証券取引法改正案」の審議に当たって、第157条の1については、情報が公開されたか否かの判断基準を明確に定めていないこと、構成要件を明確に定めるべきことなど二、三の問題点が提出されただけで、提出された問題点も深く追求されないまま、行政院の決定案を可決した<sup>(5)</sup>。

新設した第157条の1の規定は次の通りである。

第一項：次の各号に掲げる者は、株式発行会社の株式の価格に重大

な影響を及ぼす情報を知った場合、当該情報が公開される前に、当該会社の上場株券、或は証券会社の店頭で売買される株券の買付け又は売り付けをしてはならない。

- 一、当該会社の取締役、監査役若しくは経理人。
- 二、当該会社の発行済み株式の百分の十を越える株式を所有する株主。
- 三、職業若しくは支配関係に基づき情報を知り得た者。
- 四、前3号に掲げる者から情報を知り得た者。

第二項：前項の規定に違反した者は、情報が公開される前に当該株券を買付け又は売り付けた価格と情報公開された後十営業日の当該株式の終値の平均値との差額を限度として、善意に反対売買を行った者に対して損害賠償責任を負う；その違反の事情が重大であるとき、裁判所は、善意に反対売買を行った者の請求によりその責任限度額を3倍に引き上げることができる。

第三項：第1項第4号に掲げる者は、前項の損害賠償について、第1項第1号ないし第3号に掲げる者であって情報を提供した者と連帯して賠償責任を負う。但し、第1項第1号ないし第3号に掲げる者であって情報を提供した者は、当該情報が公表されたものであると信ずるべき正当な理由を有す

るときは、賠償責任を負わない。

第四項：第1項において株式の価格に重大な影響を及ぼす情報とは、会社の財務、業務又は当該有価証券の市場における需給に係わるものであって、その株式の価格に重大な影響を及ぼし、又は正当な投資者の投資決定に重大な影響を及ぼす情報をいう。

第五項：第22条の2第3項の規定は、第1項第1号、第2号について準用する；第20条第4項の規定は、第2項の反対売買を行った者について準用する。

又、第175条は、第157条の1の違反に対して2年以下の懲役、又は15万元以下の罰金を処すると定める。

この第157条の1の内部者取引禁止規定は本論文の論述の中心であり、第2章以下において、この内部者取引禁止規定を日本のそれと比較し、研究することとする。その前に、間接的に内部者取引を禁止している証券取引法第157条の会社の役員等の短期売買差益の会社への提供義務について、簡単に検討してみたい。

## 二. 中華民国における役員等の短期売買差益の提供義務

発行会社の役員等の短期売買差益の会社へ提供する義務の意義、必要性については、本章第2節日本法における内部者取引規制概説の部分において述べたので、それを参照されたい。以下、日本証券取引法第188条、第189条との比較研究の形で、中華民国法における発行会社の役員等の短期売買差益の会社へ提供する義務を検討することとしたい。

1988年改正証券交易法は、発行会社の役員等の短期売買差益の会社へ提供する義務を定める第157条については、対象主体となる大株主の資格要件を会社の発行済株式の総数の5%を越える株式を有する株主から、同10%を越える株式を有する株主に改めたこと、及び同法第22条の2第3項の準用規定を新設したことと二ヶ所の改正を行った。なお、証券交易法施行細則（日本の施行令相当）第11条において、役員等が得た利益の計算方法を定めた。

改正後の条文は、次のとおりである。

第一項：発行会社の取締役、監査役、経理人又は会社の発行済株式の総数の10%を超える株式を有している株主が証券取引所に上場されている当該会社の株式について、その取得をし

た後六月以内に売付けをし、又は売付けをした後六月以内に買付けををして利益を得た場合においては、当該会社は当該者に対してその利益を会社に提供することを請求しなければならない。

第二項：発行会社の取締役会又は監査役が会社のために前項に規定する請求権を行使しない場合には、株主は、取締役又は監査役に対し30日間の期限をもって係る権利を行使することを求めることができる。係る期限を過ぎて権利の行使をしない場合においては、当該株主は会社のために前項請求権を行使することができる。

第三項：取締役又は監査役が第1項の請求権を行使しなかったため、会社が損害を被った場合には、会社に対し連帯賠償責任を負う。

第四項：第1項に規定する請求権は、利益を得た日から2年間、これを行わないときは、消滅する。

第五項：第22条の2第3項の規定は、第1項において準用する。

証券取引法施行細則第11条が定める差益の計算方法は次のとおりである。

第一項：法第157条第1項に規定する利益の取得については、その

利益の計算及び項目は次のものとする。

- ①最高の売値と最低の買値とを組み合わせ、次に、次に高い売値と次に低い買値とを組み合わせるように、順々に算出される差額；損失の部分は算入しない。
- ②前号に規定する利益計算の対象となる株式が受けた配当。
- ③第1号に規定する利益計算の対象となる最後の取引日から、及び第2号に規定する現金配当を受けた日から会社に提供するまでの、民法第200条に規定する年利率5%の法定利息。

第二項：前項に規定する利益計算の対象となる取引において証券会社に支払った手数料及び証券取引税は、利益から控除することができる。

証券交易法第157条は日本証券取引法第189条のように立法目的を条文において明記していないが、その立法目的は同じであることはいうまでもないであろう<sup>(7)</sup>。

証券交易法第157条と証券取引法第188条との最も異なるところは、役員等に対してその短期売買差益を会社へ提供するように請求することは、証券取引法第189条においては、会社の権利であるのに対して、証券交易法第157条では会社の義務とされていることで

ある。これは、1968年証券取引法では日本法と同様に、第 157条の請求権が発行会社の権利とされていた。しかし、立法された以後、この請求権を行使した事例がなかった。そこで、この規制の実効性を図るため、1983年に証券取引法改正において、それを会社の義務と改正し、加えて、現行第 3 項の請求権の行使をしなかった役員  
の連帯損害賠償責任の規定を新設したのである。

証券取引法第 157条の対象主体とされるのは、発行会社の取締役、監査役、経理人、及び会社の発行済み株式総数の10%を超える株式を有する株主である。それぞれの意義及び問題点は、概ねに内部者取引禁止の対象主体となる者と同じなので、本論文第 2 章第 3 節を参照されたい。短期売買差益提供義務における特有の問題として検討すべきなのは、中華民国法は、大株主が売付けをし又は買付けをしたいずれか一の時期において大株主でない場合に、本条の対象主体の該当性の有無について規定を設けていないことである。これについては、学説は、二つの取引のいずれかにおいて大株主であれば、本条の適用があると解している<sup>(8)</sup>。この点では、証券取引法第 189条第 8 項が、大株主が売付けをし又は買付けをしたいずれか一の時期において大株主でない場合に、規制の対象主体とならないことを明文で定めているのと違っている。なお、日本では、この第 8 項の規定に基づき大蔵省令において大株主の適用除外条項が定められ

ているが、中華民国ではそのような規定を有しない。

1988年の改正により、証券取引法第 189条の対象有価証券は株券、転換社債券、新株引受権付社債券、新株引受権証書又はこれらの有価証券に係るオプションとされているのに対して、証券交易法第 157条の対象有価証券は、上場株券に限っている。中華民国では、本条の対象有価証券を株券に限らず、証券交易法第 6 条第 2 項が定める新株引受権証書、新株権利証書、株金払込証書等株券の性質を有する有価証券まで及ぶと解釈する見解は少なくない<sup>(9)</sup>。しかし、株券だけだと限定的に定めている条文をこのように拡大解釈するのは必ずしも妥当ではないと考えられる。法を改正し、株券の性質を有する有価証券を明文をもって本条の規制有価証券にすることが望まれる。又、規制有価証券を上場株券に限定するように、証券交易法第 157条の守備範囲は取引所市場に限るという点では、証券取引法第 189条と同じであるが、証券交易法第 157条の 1 の内部者取引禁止規制の守備範囲は店頭市場をも含むのと違っている。

規制対象行為を 6 ヶ月以内の反対売買とすることについては、両国法は同様である。

株主の代位権行使の条件となる期限要件は、証券取引法第 189条の会社に対して請求権の行使を要求した日の後60日の経過に対して、証券交易法では30日とされている。中華民国法では、請求権の行使

は会社の義務とされているので、長い期限を会社に与える必要がないからだと考えられる。

差益を得た役員等に対する請求権は、当該役員等が利益を得た日から2年間、これを行わないときは消滅するという消滅時効に関する規定は、両国法は全く同じである。

役員等が得た利益の算定方法については、証券取引法は日本法と違って、単純な「高売低買法」を採用した。即ち、6ヶ月以内に、数次の反対売買があった場合、その時期の前後を問わず、売付けのうち最も高い価格で行われたものと買付けのうち最も低い価格で行われたものとを組み合わせ、という順序に従い、その差益を算出する方法である。そして、損失の部分は算入しないこととされる。この算定方法は規制対象主体にとってもっとも厳しい方法だと考えられる。このような厳しい算定方法により、証券取引法第157条の抑止力を図るわけである。

会社内部の対立がなければ、会社が役員、大株主に対し短期売買差益の提供を請求するインセンティブは乏しい。株主が会社に代位して請求権を行使しても、その売買差益の提供先は会社であり、当該株主ではない。役員、大株主の短期売買差益の会社へ提供する請求権の行使を株主に期待することも余り現実的でない。規制の実効性を図るためには、この二つの問題を如何に解決するのかは難問と

なる。日本では、1988年の証券取引法改正で、第 189条第 4 項から第 7 項までの規定を新設し、つまり、役員又は主要株主が短期売買により差益を得た事実を会社、一般株主、公衆に知らせることにより、会社に対し、本条の差益提供請求権を行使せよ、と圧力を掛けようとする意味で、大蔵省の関与により、規制の実効性の確保を図った。これに対して、中華民国では、証券交易法第 157条の差益提供請求権の行使を会社の義務とした。その上、当該請求権を行使しなかった役員に対して、会社に対する連帯損害賠償責任を課している。さらに、中華民国では、実務上、株主の代位権の運用として、極めて有効な手段が用いられている。つまり、中華民国では、「財団法人中華民国証券市場発展基金会」（以下において「証券市場発展基金会」という）という実質的には証券管理委員会の外郭団体である民間組織がある。この証券市場発展基金会は、全ての上場会社の株式をそれぞれ 1 取引単位を所有している。即ち、当該基金会は全ての上場会社の株主である。そこで、会社が短期売買により差益を得た役員等に対し証券交易法第 157条第 1 項の請求権を行使しない場合、当該基金会は、同条第 2 項の規定に基づき当該会社の株主として会社に代位して差益提供請求権を行使するわけである。しかし、中華民国のような上場会社が 180数社しかないという規模の小さい証券市場においてこそこのような運用方法ができるのであろう。

なお、實際上、中華民国では1987年まで証券交易法第 157条の差益提供請求権行使の実例は極めて少なかった。しかし、1987年後半になって、中華民国の証券市場は飛躍的な成長ぶりを見せた。証券市場の取引高、証券市場に参入した投資者数は急増してきた。投資者の権利意識が高め、証券管理委員会も積極的に会社の役員等が短期売買により利益を得た事件を摘発してきた。1987年下半期では、11社、15人に対し、合計3億1千萬元余り（約18億円）の差益提供請求が行われた。又、1988年も24件、合計3億3千萬元余り（約19億円）の差益提供請求が行われたのである<sup>(10)</sup>。

### 三. 中華民国における内部者取引 禁止違反事件

改正法が実施された後、証券管理の主務機関である証券管理委員会は内部者取引の摘発を積極的に行ってきた。現在まで、証券管理委員会により摘発され、司法機関に移送された第 157条の 1 違反の内部者取引事件は 3 件ある。以下では、まず、本節においてこれらの事件の事実関係を述べて置き、本論文以下の各章において、これらの事件に基づいて第 157条の 1 の内容及び適用上の問題点を検討することにしたい。

#### 1. 台湾煉鉄会社事件

中華民国において内部者取引禁止規制である第 157条の 1 を適用する第 1 号事件は1989年 3 月25日に台北地方裁判所が有罪判決を下した台湾煉鉄会社事件である。この事件の事実関係は以下の通りである。

台湾煉鉄会社は台湾証券取引所に上場される会社であり、本件被告陳氏は当社の取締役会会長である。1988年 2 月29日に台湾煉鉄会社は当社が所有する工場用地を17億元（約85億円）で売った。この土地取引で、当社の1988年度上半期の財務状況が赤字から黒字に転

じた。しかし、台湾煉鉄会社は、当該事実が1988年7月6日に新聞にスクープされ、証券取引所がその真偽について同社に釈明を求めらるまで、当該事実を公開しなかった。一方、陳氏は1988年3月9日、18日、19日と3回にわたって、集中市場を通じて台湾煉鉄会社株を合計40万株買い付けた。

証券管理委員会は台湾煉鉄会社の土地取引、又それにより会社の財務状況が改善されたという事実は第157条の1が定める「株価に重大な影響を及ぼす情報」に該当し、台湾煉鉄会社の取締役会会長である陳氏が当該情報が公開される前に、台湾煉鉄会社株を購入した行為は第157条の1に違反した行為だと認定し、陳氏を第157条の1違反で司法機関に移送した。台北地方裁判所も証券管理委員会の見解を支持し、陳氏に有罪判決を下した。しかし、裁判所は、陳氏の株式買い付け行為は、法定の役員最低限持株数の不足を補足するために行った行為であり、購入した株を売って利益を儲けようとする意図で行った行為ではないと考え、陳氏に対して、5万元の罰金という軽い刑罰を課すことにした。

尚、陳氏の刑事責任が確定された後、陳氏に対する民事訴訟が提起された。陳氏が取引を行った3月9日、3月18日及び3月19日の取引価格はそれぞれ1株5.85元、5.55元及び5.50元であったが、当該情報が公開された後の7月6日から16日までの十取引日の平均株

価は1株8.65元であった。そこで、陳氏が20万株を買い付けた3月19日に、集中市場で18万株を売り付けた林氏が第157条の1第2項に基づいて陳氏に対して損害賠償を請求したのである。第157条の1第2項は内部者取引を行ったものの損害賠償責任額を定めているが、損害賠償請求権者の請求額の計算方法については定めていない。従って、本件の民事訴訟は、裁判により内部者取引事件における損害賠償請求額の計算方法を明らかにさせるという意義を有するわけで注目されたが、本件の民事訴訟は当事者双方の和解で終わった。

## 2. 中国人造繊維会社事件

二件目は、1989年6月に証券管理委員会により送検されたが、1989年9月に台北地方検察庁が不起訴決定を下した中国人造繊維会社事件である。この事件の事実関係は以下の通りである。

中国人造繊維会社は人造繊維用の化学原料を製造する上場会社である。1988年6月24日の株主総会において、当社の主力商品である「CO」という化学原料の国際価格が高騰したため、当社の当年度利益予想額が6千萬元（約3億円）から8億2千萬元（約41億円）に修正したと発表した。尚、「CO」の国際価格の高騰は、1988年1月にアメリカにある当該化学原料の世界最大の製造工場に爆発事

件が起こり、当該工場の操業停止により当該価格原料の世界的品不足となったからであると知られている。中国人造繊維会社の株価は株主総会前日の1株57元であったが、当該予想利益修正情報が発表された後、6月25日から7月7日まで十取引日の平均株価は1株67.25元であった。又、情報公開後、連続36取引日の株価上昇が見られ、株価は1株148.5元迄上がった。かかる情報が公開される前に、1988年5月17日に中国人造繊維会社の法人取締役である慶華企業会社の名義で中国人造繊維会社株70万株の買い付けがあった。又、中国人造繊維会社の関連会社である大益企業会社の3名の職員の名義で1988年1月28日から6月24日迄に、合計2,875万株の買い付けがあった。中国人造繊維会社の取締役会会長である王氏は同時に慶華企業会社と大益企業会社両社の取締役会会長でもあるので、証券管理委員会は王氏が株式の価格に重大な影響を及ぼしうる情報を知った内部者であって、他人を利用して内部者取引を行ったと認定し、王氏を送検した。

しかし、本件検察官は、以下の理由で本件について不起訴決定を下した。

まず、慶華企業会社部分について：中国人造繊維会社の取締役全体が所有する当社の株式数が証券交易法第26条が定める取締役最低限持ち株数を下っていたので、1988年5月14日に証券管理委員会は

中国人造纖維会社の役員に対してその不足数68万株を補足すべきと通知した。慶華企業会社は中国人造纖維会社の法人取締役であり、証券管理委員会の通知を受けた後、1988年5月17日に70万株を集中市場から購入し、翌日に、その株式購入の旨を証券管理委員会に通告した。このような行為については内部者取引を論ずる必要がないということ。

次に、大益企業会社の3職員の部分について：普通のサラリーマンが数億元の資金を動員して株式売買を行うことは確かに疑わしいことであるが、資金の流れを調査した結果、その資金は7つの異なった口座からきたものであり、又、資金の行方も十数口座へ流れていくことが判明されたが、そのいずれも、王氏と関係を有することを立証できない。従って、この部分についても、王氏を他人名義を利用して内部者取引を行った者として、第157条の1違反の罪を問うことを断念せざるを得ないということ。

### 3. 新亜電器会社事件

3件目は1990年2月17日に台北地方裁判所が無罪判決を下した新亜電器会社事件である。本件の事実関係は以下の通りである。

新亜電器会社は上場会社であり、又、会社更生手続き中の会社で

もある<sup>(11)</sup>。ある特定の債務 2,100万元（約1億円）の償還のため、地方裁判所の決定により、1988年12月16日において当社が所有する土地の競売が予定された。本件被告葉氏は新亜電器会社の発行済み株式総数の10%を越える株式を所有する大株主である。葉氏とその妻の名義で、新亜電器会社株を合計 419万8千株所有していた。1988年12月15日に葉氏と新亜電器会社の管財人である徐氏と以下のような内容の契約を締結した。即ち、葉氏が新亜電器会社の債務返還の保証金として、2,100万元を提供し、当該土地の競売を免じさせ、将来、当該土地の開発、利用は葉氏と新亜電器会社が共同に行うという内容である。葉氏が債務返還の保証金を拠出したので、地方裁判所が当該土地の競売命令を取り消したのである。しかし、葉氏と新亜電器会社管財人と上述の契約を締結したことは、1週間後の12月22日迄、公開されなかった。一方、契約締結後、葉氏は集中市場において新亜電器会社株を次々と売った。契約締結当時、葉氏は新亜電器会社株を 240万株を所有していたが、12月22日当該事実が公開された迄、葉氏は合計 120万株を売ったのである。又、葉氏の妻の名義でも、新亜電器会社株の大量な売りがあった。新亜電器会社の株価は契約締結の12月15日から情報公開の12月22日迄の間では、15.7元と15元との間に動いていたが、情報公開後の12月23日からの十取引日の平均株価は14元であった。証券管理委員会は葉氏と新亜

電器会社との契約は株価に重大な影響を及ぼす重要情報に該当し、葉氏は第 157条の 1 第 1 項第 2 号が定める発行会社の大株主であり、又、葉氏は当該契約の当事者なので、第 157条の 1 第 1 項第 3 号の職業に基づき情報を知り得た者にも該当するので、葉氏の株式売却行為は第 157条の 1 の違反を構成する行為だと認定し、葉氏を送検した。検察官も証券管理委員会の見解を支持し、葉氏を起訴した。しかし、裁判官は、葉氏と新亜電器会社との契約は常識的に考えれば株価の上昇をもたらす情報であると認定した。にもかかわらず、葉氏は情報を知り得た後、新亜電器会社株を売ってしまった。従って、本件裁判官は、葉氏の行為は明らかに情報を知り得たことと関係なく行った行為であり、知り得た情報を利用して利益を図る意図をもって行った行為ではないという理由で、葉氏に無罪判決を下した。

## 第一章 第三節 一注釈一

- (1). 1988年証券取引法改正の沿革は、蘇松欽・証券取引法修正詳論 2頁、3頁（1988年5月）参照。なお、証券取引法の沿革については、頼源河・証券管理法規15頁～36頁（1989年4月）参照。
- (2). 立法院公報第76巻第42号22頁。
- (3). 中華民国では、証券詐欺の一般的禁止規定である証券取引法第20条の違反に該当するためには、積極的な詐欺行為を有することが必要であり、ただ知っていた情報を相手に開示せず取引を行う行為は、第20条の適用がないと解されている。頼英照・証券取引法逐条釈義〔総則〕 325頁（1984年11月）。楊清均・公司内部人員証券交易之研究〔政治大学法学研究所修士論文。未公表〕 184頁（1987年6月）参照。
- (4). 蘇松欽・前掲注(1)312頁。
- (5). 立法委員が提出した問題点については、立法院公報第76巻第42期、第77巻第18期参照。
- (6). 1968年証券取引法は第157条の対象主体となる大株主の資格要件を会社の発行済み株式総数の5%を超える株式を所有する株主にしたのは、当時の上場会社において、会社の発行済み株式総数の10%を超える株式を有する株主は極めて少なかったからであると説明されている。立法院編・証券交易法案〔上〕182頁。
- (7). 証券取引法第157条の立法目的は、1968年立法当時の「証券取引法草案説明」において、「会社の役員等にとって、知った会社の秘密を利用して、市場で株式の売買を行い利益を得ること

は極めて容易である。投資者の保護及び証券市場の秩序の維持のために、本条を設ける。」とされている。前掲・証券交易法案 [上] 43頁。なお、当時の証券管理委員会主任委員汪氏は立法院において、本条について次のように説明した。即ち、「本条の基本精神は、発行会社の経営に大きな影響を有する者、例えば、取締役、監査役、経理人及び所謂大株主、これらの者が株式の売買により得た利益は会社に提供すべきことを規定する。これはこれらの者が会社に対する支配権を有することを利用して投機することを防止するためである。例えば、某会社の役員が時機を見て会社の将来が不利だという情報を流し、株価を下落させながら自らはその株式を買い付け、その後、明るい情報を発表し、株価を上昇させ、自らの持ち株を売り付け、この買、売の間に莫大な利益を得る。これは我々が禁止しようとすることであり、投資大衆の保障及び市場規律の維持のために、本条が必要である。」前掲・証券交易法案 [上] 441頁。

(8). 余雪明・証券交易法 175頁 (1988年5月)。

(9). 頼英照・証券交易法逐条釈義 [第3冊] 455頁 (1986年12月)。

彭靜思「内部人交易之帰入権行使」~~匯~~ 豊投資雑誌第51号5頁 (1989年1月)。

(10). 彭靜思・前掲3頁参照。

(11). 台湾では会社更生手続きの開始は上場会社の上場廃止の原因とならない。取引方法の変更により、上場維持が認められている。現在、更生手続き中の上場会社は十数社である。

## 第二章

### 内部者取引禁止の対象行為

#### 第一節

#### 日本法における内部者取引禁止の 対象行為

証券取引法第190条の2により禁止されている内部者取引とは、第190条の2第1項各号に掲げる会社関係者であって、上場証券等の発行者である会社の業務等に関する重要事実を当該各号に定めるところにより知ったものは、当該業務に関する重要事実の公表がされる前に、当該会社の上場株券等の売買等をする行為である。証券取引法第190条の3により禁止されている内部者取引とは、第190条の3第1項各号に掲げる公開買付者等関係者であって、公開買付者等の公開買付等の実施に関する事実又は公開買付等の中止に関する事実を当該各号に当該各号に定めるところにより知ったものは、当該公開買付等の実施に関する事実又は公開買付等の中止に関する事実の公表がされる前に、公開買付等の実施に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付等に係る株券等の買付け等を、公開買付等の中止に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付等に係る株券

等の売付け等をする行為である。又、元会社関係者や元公開買付者等関係者、情報受領者についても同様な規制に服させるのである。

以下、本節において日本法における内部者取引禁止の対象行為について検討することとしたいが、証券取引法第190条の2と第190条の3の規定は基本的に同じなので、第190条の2を中心に論述し、特に説明を加える必要がある個所以外に、第190条の3についての論述は省略することとしたい。

## 一、立法態度

証券取引法第190条の2は、会社関係者が当該会社の一定の重要な事実を知ったときは、その事実が公表されるまで、当然に、当該会社の上場株券等の売買をすることを禁止する、という立法態度をとっている。もっとも、内部者取引の禁止については、この立法態度以外に、次のような立法態度をも考えられる<sup>(1)</sup>。

まず、会社関係者が一定の重要な事実を知り、「それを利用して」証券取引をすることを禁止する、という立法態度である。しかし、「未公表の重要事実の利用」を内部者取引の構成要件にすれば、頻繁に証券取引をしている投資者は、内部者取引が問題とされた証券取引について、それは、内部者取引の基礎となる重要な情報を利用して行ったものではなく、たまたま、証券投資についてのポートフォリオの構成から当該取引をしたに過ぎないと主張し、又、証券投資に不利な事実を知って有価証券の売却をした投資者は、例えば、子供の学校の授業料経費を捻出するためにその取引をしたのであって、重要な事実を利用して取引をしたものではない等の言い訳をすることができることになる。つまり、情報を知ったことと取引を行ったこととの因果関係の立証は容易ではない。

次に、会社関係者が一定の重要事実を知り、それに基づき「利益

を得又は損失を回避する目的で」証券取引をすることを禁止する、という立法態度が考えられる。しかし、「利益の獲得又は損失の回避の目的」という主観要件の立証が極めて困難である。実際上は、そのような取引をしても、その短期間内に反対売買をして利益を獲得した場合を除いては、この立場では内部者取引があったとして法的な制裁を加えることが困難となる。

上述したように、「未公開情報の利用」、又は、「利益を得又は損失を回避する目的」を内部者取引の構成要件にすれば、違法な内部者取引の摘発が困難となり、内部者取引禁止規制の実効性について懸念をせざるを得ない。そこで、法は、規制の実効性を確保するために、今回の立法態度をとったわけである。

つまり、法は、内部者取引については、会社関係者が当該会社の内部情報を知ったこと、及びその情報が公開される前に当該内部者等が当該会社の有価証券を売買したこと、のみを要件にする。情報と取引との因果関係、即ちその取引が知った事実を利用して行われたものであるか否か、又、行為者の主観的目的、即ち、その取引が知った事実に基づき利益を得又は損失を回避するために行われたか否か、を問わない。このように内部者取引の構成要件を形式的要件に限ることにより、問題となる証券取引が違法な内部者取引であるか否かの究明が容易に行われる。その意味で、内部者取引について、

捜査、検察当局は、容易に証券取引法の違反の立検をすることができ、又、立検した証券取引法の違反の公判維持をすることができる<sup>(2)</sup>。言い換えれば、内部者取引禁止規制の実効性が確保されうるのである。

上述の構成要件を満たす内部者取引については、その取引に係る反対売買の有無、又、結果的にその取引によって利益を得たか否かを問わない。内部者取引の可罰性は、証券市場の健全性、公正性に対する一般投資者の信頼を損なうことである。会社と一定の関係にある者が、その立場ゆえに会社の未公開重要事実を知って取引すること自体が、証券市場の健全性、公正性に対する投資者の信頼を損なう行為だと考えられるからである。その上、内部者取引を行った後においては、反対売買があった場合を除けば、日々変動するものである評価益をもって、利益を得たかどうかを判定することは適当とは言えず、又、反対売買があっても、相場の変動はいろいろな要素に影響されるものなので、結果的に内部者取引を行った者が利益を得たかどうかを処罰の要件とするのは適当ではない<sup>(3)</sup>。

又、不作為は内部者取引禁止の規制対象ではない。例えば、ある発行会社の株価に不利な重要事実を知ったので、予定していた当該会社の株式の買付けを取り止めたこと、又はある発行会社の株価に有利な重要事実を知ったので、予定されていた当該会社の株式の売

却を取り止めたことである。これはまさに内部情報を知った上に行った投資決定であり、それにより損失を回避し又は利益を得ることである<sup>(4)</sup>。しかし、これはあくまでも証券市場の表面に出ない、係る当事者の内的投資決定である。それにより、一般投資者の証券市場に対する公正性、健全性に対する信頼が損なわれることはない。ので、刑事罰の対象にならない。

なお、前述のように、今回の内部者取引禁止立法は、基本的には取引の実質的な不正という点まで立ち入らず、言わば、形式的に、一定の行為を禁止するものである。その結果、証券市場の公正性、健全性並びにそれらに対する投資者の信頼保護という目的を阻害しないものをも規制範囲内に入れてしまうのである。そこで、法は、このような実際上の不合理的を回避するために、証券市場の公正性、健全性の確保という観点から、証券取引法第190条の2第5項及び第190条の3第6項で、内部者取引禁止の適用免除条項を具体的に列挙しているのである。

## 二．対象有価証券

証券取引法第190条の2において、会社関係者が当該会社の重要事実を知ったとき、当該重要事実が公表される前に、当該者にその売買が禁止されるのは、「当該会社の上場株券等」である。

まず、売買が禁止されるのは、「当該会社」の上場株券等である。従って、会社関係者が、当該会社以外の会社の上場株券等の価格に影響を及ぼすような、当該会社の重要事実を知ったとき、その当該会社以外の会社の上場株券等の売買を行うことは、本条の内部者取引禁止の違反にならない。例えば、ある発行会社の主要製品に重大な欠陥があることを当該会社の関係者が知った。この事実が公表されれば、当該会社の主たるライバル会社の株価が上昇するであろうと予想できる。又、当該主要製品に重大な欠陥を有する会社が他の上場会社の重要な子会社である場合、当該事実の発表により、その親会社の株価が下落するであろうことも予想できる。そこで、当該事実を知った者は自社株ではなく、当該ライバル会社の株券を買付けること、又は手持ちの親会社の株券を売付けることをしても、内部者取引禁止の違反にならない<sup>(5)</sup>。

「上場株券等」とは、証券取引法第2条第1項第4号又は第6号に掲げる有価証券で証券取引所に上場されているものその他の政令

で定める有価証券である（証券取引法 § 190の2 1）。又、「上場株券等の売買取引に係るオプション」は、証券取引法上、それ自体は有価証券ではないが、内部者取引の禁止において問題となる証券取引の対象を、取引の対象となる有価証券、取引自体の対象及び取引の時期に分けて考察する場合、便宜上、これを有価証券の種類と並べて検討することになっている<sup>(6)</sup>。

法の定めに基づいて、証券取引法施行令（以下において「施行令」という）第27条は、内部者取引禁止の対象有価証券となる有価証券を、次のように定めている<sup>(7)</sup>。

第1号：（証券取引法）法第2条第1項第4号又は第6号に掲げる有価証券で証券取引所に上場されているもの。

第2号：外国法人の発行する証券又は証書のうち、法第2条第1項第4号又は第6号に掲げる有価証券の性質を有するもので証券取引所に上場されているもの。

第3号：第1号に掲げる有価証券の発行者である会社の発行する法第2条第1項第4号又は第6号に掲げる有価証券で証券取引所に上場されていないもの。

第1号に掲げるのは、証券取引法第190条の2第1項において例示されているものである。

証券取引法第2条第1項第4号に掲げる有価証券とは、担保付き

又は無担保の社債券である。即ち、担保付き又は無担保の普通社債券、転換社債券、新株引受権付き社債券である。

証券取引法第2条第1項第6号に掲げる有価証券とは、株券（端株券を含む）又は新株の引受権を表示する証書である。即ち、株券（端株券を含む）、新株引受権証書、新株引受権証券である。

内部者取引の基礎となる「発行会社の業務等に関する重要事実」については、本論文第4章において詳しく検討するが、発行会社の業務等に関する重要事実とは、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす情報であり、簡単に言えば、当該会社の株価に著しい影響を及ぼす情報である。従って、そのような情報を知った発行会社の内部者等がその情報の公開前に禁止されるべき内部者取引としては、その対象とされる有価証券は、まず、端株券を含めて、当該会社の株券が考えられる。そして、転換社債券、新株引受権付社債券、新株引受権証書、新株引受権証券等は、転換権や引受権という株式を取得する権利を表彰する有価証券なので、その価格は株価と連動している。従って、これらの有価証券をも内部者取引禁止の対象有価証券にする必要がある。普通社債は、基本的に発行会社が存続する限りその償還が保証されるものなので、株価に影響を及ぼす情報でも、必ずしも普通社債券の価格に影響を及ぼさない。しかし、それが発行会社の存続に係わる重要事実であれば、やはり普通社債の投資者

の投資判断に著しい影響を及ぼすのである。従って、普通社債券についても、特別の配慮を敷いた上（後述）、これを内部者取引禁止の対象有価証券にする必要がある。

上述の有価証券であって、証券取引所に上場されているものであれば、内部者取引禁止の対象有価証券となる。

証券取引法における証券取引所とは、この法律、即ち日本の証券取引法に基づいて設立された証券取引所をいう（証券取引法第2条第11項）。従って、ここにいう「証券取引所に上場されている」とは日本国内の証券取引所に上場されていることを指し、外国の証券取引所に上場されているものは含まない。

第2号において、外国法人の発行する証券又は証書のうち、「法第二条第一項第四号又は第六号に掲げる有価証券の性質を有するもの」という表現を用いるのは、外国法人が発行する証券、証書は、日本法を準拠法にして発行されるものではないので、その実質を検討した上で内部者取引禁止規制の対象有価証券にすべきか否かを定める必要があるからである<sup>(8)</sup>。なお、ここにいう「証券取引所に上場されている」も、日本の証券取引所に上場されていることであるのはいうまでもない。本号に該当するものは、例えば、東京証券取引所又は大阪証券取引所に上場されている外国株である。

第3号に掲げるのはいわゆる上場会社が発行する非上場証券であ

る。例えば、上場会社が海外で発行する新株引受権付き社債券、転換社債券、国内市場で発行する非上場普通社債券、株式への転換又は繰上償還の結果、未償還額面総額が上場廃止基準に該当して上場廃止となった転換社債券等である。

上述したように、現行法における内部者取引禁止の守備範囲は、上場証券や、上場会社が発行する非上場証券といった証券取引所市場関係のものに限られる。店頭市場において売買されている店頭登録証券については規制範囲外にされている。この点については、内部者取引禁止の立案者である大蔵省は、次の論理をもっていると伝えられている。即ち、現実問題としては店頭市場の取引量が少なく、一般投資者には馴染みがまだ薄いこと；内部者取引規制をしなくても、不正取引の禁止を明記している証券取引法第58条で対処できること；又、店頭市場を運営する証券業協会は証券取引所ほどの体制が整っていないこと等である<sup>(9)</sup>。又、内部者取引禁止について、店頭銘柄証券を規制対象外にする理由としては、証券取引法が相場操縦に関しては第125条で上場証券に限って規定しているように、公正取引の確保について上場証券に関して特別の配慮をしていること、及び上場証券については検査体制が整備されていることによるもの、とも言われている<sup>(10)</sup>。これらの理由のうち、決定的な重みを持つのは、店頭市場における監視体制が不十分であり、店頭

銘柄の発行会社に対しても、上場証券のような仕組みで行政当局が直接調査をすることができないということであろう。つまり、このような整備されてない体制の下で、店頭銘柄をも内部者取引禁止の規制範囲内にすれば、効果的な調査、摘発ができず、かえって無用な混乱を引き起こしかねないと考えられているからである。

店頭市場も公開の証券市場であり、その公正、健全を確保する必要性は、取引所市場より低いとは考えられない。証券取引法第58条の規定が抽象的で、適用し難いことは店頭市場においても同じのほ  
ずである。確かに証券市場の中核は証券取引所市場であり、店頭市場については一般投資者の参入が少ない。しかし、社債の取引は九割以上が店頭市場で行われており、又、リクルート事件を見ても明らか  
かなように、店頭市場における不正取引の一般国民にもたらした衝撃は大きかった。従って、店頭市場を内部者取引禁止規定の守備範囲外にすることは再考すべきであろう<sup>(11)</sup>。店頭市場の育成を考えていくな  
ら、取引の規制・管理の強化に取り組んで、そして、店頭登録銘柄をも内部者取引禁止の規制範囲に入れるべきであろう。

### 三. 規制対象となる取引の態様

会社関係者が当該会社の重要事実を知ったとき、当該重要事実が公表される前に、当該内部者等が禁止される行為は、当該会社の上場株券等の「売買その他の有償の譲渡又は譲受け」である。

上場株券等の売買その他の有償の譲渡又は譲受けとは、上場株券等について有償でその所有権を移転することである<sup>(12)</sup>。具体的には、売買、交換、代物弁済、現物出資等がある。法は、売買等の場所について定めがないので、証券取引所における売買取引は勿論、市場を通らない市場外取引、外国の証券取引所を通じた取引等も含まれる<sup>(13)</sup>。又、売買契約等の当事者として権利義務の帰属主体となることに限らず、他人に売買の委託、指図をすることを含む<sup>(14)</sup>。自己の計算で売買等を行うことに限らず、他人の計算で売買を行うことも含まれる。

有償の所有権の移転行為が問題にされるので、無償で行われる所有権の移転行為は規制対象外となる<sup>(15)</sup>。又、譲渡又は譲受けなど所有権移転行為が問題にされるので、有価証券の質入れ行為や預け入れ行為は有償行為であるが、内部者取引禁止の対象行為ではない<sup>(16)</sup>。有価証券の原始取得は所有権の取得であるが、所有権の移転ではないので、これも内部者取引禁止の対象行為にならないと解す

べきである<sup>(17)</sup>。証券会社が顧客からの売買を証券取引所に取り次ぐことは、形式的には、「売買その他の有償の譲渡又は譲り受け」に該当するが、これは受託契約準則に従って、言わば機械的に顧客の売買を取り次いでいるにすぎないので、これは内部者取引禁止の対象行為にならないと解すべきである<sup>(18)</sup>。

上場証券の売買は、証券会社を通じて行うことである。従って、通常の投資者の場合、証券会社に注文を発して、証券会社はその注文の実行として証券取引所市場において売買をするわけである。従って、内部者取引行為の既遂は、証券会社に注文を発した時点ではなく、証券会社がその注文に基づいて証券取引所市場で第三者と注文の実行としての売買をした時だということになる<sup>(19)</sup>。

## 第二章 第一節 ～注釈～

- (1). 内部者取引禁止の立法態度については、神崎克郎「インサイダー取引の禁止(下)」インベストメント1988年10月号14頁(注59)(注60)参照。
- (2). 神崎克郎・前掲注(1)14頁(注62)。
- (3). 内部者取引規制研究会編著・一問一答, インサイダー取引規制97頁(1988年7月)。
- (4). 内部者取引規制研究会・前掲 150頁。
- (5). 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 105頁(1989年4月); 神崎克郎・前掲注(1) 11頁。
- (6). 神崎克郎・前掲注(1) 15頁(注66)。
- (7). 昭和63年証券取引法改正前の論文のうち、「近年先物取引など新しい投資対象としての金融商品が次々と現れ、内部者取引禁止の対象有価証券を具体的に限定することなく、単に「有価証券」としておくにとどめる方が適切だ」、という意見がみられる。前田重行「内部者取引に対する法規制—その問題点と改革の方向」代行レポート第81号12頁(1988年3月)。改正法は内部者取引の構成要件の明確性を求めるので、内部者取引禁止の対象有価証券を具体的に定めているが、立法論としては、将来の証券市場の発展に対応するため、傾聴すべき意見であろう。
- (8). 堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(1)」商事法務第1173号13頁(1989年2月)。
- (9). 1988.7.19. 日本経済新聞「検証株式取引(2)」; 1988.3.3. 日本経済新聞「どう変わる インサイダー規制」。

- (10). 神崎克郎「インサイダー取引の禁止(上)」インベストメント1988年6月号2頁。
- (11). 店頭市場を内部者取引禁止の規制範囲に入れるべきの論述については、龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号158頁(1990年1月)、関根攻・前掲注(5)105頁参照。
- (12). 横島裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(2)」商事法務第1149号27頁(1988年6月)。
- (13). 反勝彦「インサイダー取引規制について」代行レポート第85号13頁(1989年1月)。
- (14). 横島裕介・前掲注(12)。
- (15). 無償で行われる所有権の移転、例えば、贈与は、通常の経済取引とは異なる特別の理由で行われるものと考えられ、このような所有権移転行為を重要事実を知った者が行ったとしても、証券取引の公正性と健全性に対する投資者の信頼は損なわれることはないと考えられる。内部者取引規制研究会・前掲注(3)63頁。
- (16). 関根攻・前掲注(5)106頁。
- (17). 証券取引法第190条の2第5項第1号、第2号は新株引受権の行使又は転換社債の転換請求により株券を取得する行為を内部者取引禁止の適用除外事項だと定めているが、これは注意規定だと解すべきであろう。
- (18). 内部者取引規制研究会・前掲注(3)64頁。
- (19). 証券取引法研究会記録「証券取引法の改正について——インサイダー取引について——(4)」神崎報告インベストメント1989年4月号55頁。

## 第二節

### 中華民国法における内部者取引禁止の対象行為

証券交易法第 157条の 1（以下において「第 157条の 1」と略称する場合もある）第 1 項により禁止される内部者取引とは第 1 項各号に掲げる者（以下において「内部者等」という）が、発行会社の株価に重大な影響を有する情報（以下において「重要情報」という）を知ったとき、当該情報が公開される前に、当該会社の証券取引所市場に上場されている株券又は証券会社の店頭で売買されている株券（以下において「上場株券等」という）の買付け又は売付け（以下において「売買」という）をする行為である。以下、本節において中華民国法における内部者取引禁止の対象行為について検討する。としたい。

## 一. 立法態度

第 157条の 1 は、行為者の主観的目的要件を定めておらず、内部者取引に該当するためには、「発行会社の内部者等が当該会社の重要情報を知ったこと」、及び「当該情報が公開される前に、当該内部者等が当該会社の上場株券等の買付け又は売付けをしたこと」、という形式的要件のみが求められている。

従って、内部者取引に該当するためには、内部者等が知った未公開重要情報に基づいて上場株券等の取引を行ったのか否か、即ち、内部者等が未公開重要情報を知っていたことと上場株券等の売買をしたこととの因果関係の有無、を問わない。又、未公開重要情報を知って上場株券等の売買をした内部者等が、かかる取引により利益を得又は損失を回避しようとする主観的意図があったか否かを問わないと解すべきである<sup>(1)</sup>。

実務上、証券交易法の主務機関である証券管理委員会は、第 157条の 1 が「未公開情報の利用」又は「利益を得又は損失を回避する目的」を内部者取引の構成要件にせず、禁止されるべき内部者取引を形式的要件をもって認定する規定だという見解を示し、第 157条の 1 違反の内部者取引を積極的に摘発してきた。しかし、司法界は必ずしも同じ見解を持たない。

中華民国における内部者取引禁止規制違反第1号事件である「台湾煉鉄会社事件」（本件の事実関係は本論文88頁）においては、裁判官は証管会の見解を支持し、被告に有罪判決を下した。本件では、証券管理委員会は本件被告陳氏の株式取引行為を以下のように認定し、陳氏を証券交易法第157条の1の違反で司法機関に移送した。即ち、台湾煉鉄会社の土地売却、又それにより会社の財務状況が改善されたという事実は第157条の1第4項が定める「株価に重大な影響を及ぼす情報」に該当し、陳氏が当社の取締役会会長なので第157条の1第1項第1号が定める会社内部者に該当し、従って、陳氏が当該情報が公開される前に、集中市場から3回にわたって合計40万株の当社株を購入した行為は第157条の1第1項が禁止する内部者取引に該当すると認定したのである。

陳氏は「それらの株式買付けは、法定の役員最低限持株数の不足を補足するために行った行為であり、購入した株を売って利益を儲けようとする意図で行った行為ではない」と抗弁したが、本件裁判官は証券管理委員会の見解を支持し、陳氏に証券交易法第157条の1違反の有罪判決を下し、ただ、陳氏は利益を図る意図がなかったことを考慮して、5万元の罰金という軽い刑罰を課すことにした。つまり、本件裁判官は、内部者取引禁止の違反においては、利益を図るという主観的意図の有無は刑罰の軽重を裁量する際に考慮され

る要素とはなるが、内部者取引禁止違反の成立に影響を与える要素ではないという見解を示したのである。

しかし、その後の新亜電器会社事件（本件の事実関係は本論文90頁）においては、裁判官はこれと異なった見解を示した。

本件被告葉氏は新亜電器会社の発行済み株式総数の10%を越える株式を所有する大株主である。葉氏と新亜電器会社とは地方裁判所が下した新亜電器会社が所有する土地の競売命令を撤回させるために、以下のような内容の契約を締結した。即ち、葉氏が新亜電器会社の債務返還の保証金として、2,100万元（約1億円）を提供し、当該土地の競売を免じさせ、将来、当該土地の開発、利用は葉氏と新亜電器会社が共同して行うという内容である。葉氏が契約通りに債務返還の保証金を拠出したので、地方裁判所は当該土地の競売命令を取り消したのである。しかし、当該契約を締結してから公開されるまでの1週間においては葉氏は集中市場において新亜電器会社株を次々と売った。

証券管理委員会は葉氏と新亜電器会社との契約は株価に重大な影響を及ぼす重要情報に該当し、葉氏は証券交易法第157条の1第1項第2号が定める発行会社の大株主であり、又、葉氏は当該契約の当事者なので、同第3号が定める職業に基づき情報を知り得た者にも該当するので、葉氏の株式売却行為は第157条の1の違反を構成

する行為だと認定し、葉氏を送検した。検察官も証券管理委員会の見解を支持し、葉氏を起訴した。しかし、裁判官は、葉氏と新亜電器会社との契約は常識的に考えれば株価の上昇をもたらす情報であると認定した。にもかかわらず、葉氏は情報を知り得た後、新亜電器会社株を売ってしまった。従って、本件裁判官は、葉氏の行為は明らかに情報を知り得たことと関係なく行った行為であり、知り得た情報を利用して利益を図る意図をもって行った行為ではないという理由で、葉氏に無罪判決を下した。つまり、本件裁判官は、禁止される内部者取引に該当するためには、証券交易法第 157条の 1 第 1 項が定める形式的要件を満たすだけではならず、行為者が知り得た情報を利用して利益を図り或は損失を回避する意図を有するという主観的目的要件の満足も必要だという見解を示したのである。

第 157条の 1 の条文では、「未公開情報の利用」又は「利益を得又は損失を回避する目的」が禁止される内部者取引の構成要件にされていないのに、なぜ新亜電器会社事件の裁判官は行為者に未公開情報を利用して利益を図る意図を有しないことを理由として無罪判決を下したのであろうか。

証券交易法第 157条の 1 の立法理由は、「. . . .（発行会社の内部者等）が発行会社の株価に重大な影響を及ぼす未公開情報を知って、当社の上場株券又は店頭市場で売買されている株券を売買す

ることによって利益を図ることを禁止する規定はなお欠けている。

．．．． 従って、．．．． 第 157条の 1 を新設し、禁止規定を違反した者の善意に反対売買を行った者に対する損害賠償責任を定めること、又第 175条において罰則を新設することにより、投資者利益の保護及び証券市場の健全な発展を図ろうとする。」とされている<sup>(2)</sup>。この立法理由を見れば、立法者が第 157条の 1 の新設により禁止しようとする行為は、発行会社の内部者等が当社の未公開重要情報を知って、「利益を図る目的で」当社株を売買する行為であり、従って、そのような行為に限って第 157条の 1 の適用があると解すべきという見解もありうるであろう。

しかし、未公開重要情報を利用したこと即ち情報を知ったことと取引を行ったこととの因果関係、利益を図る或は損失を回避するという行為者の主観目的の立証は極めて困難である<sup>(3)</sup>。「未公開情報の利用」、又は「利益を得又は損失を回避する目的」を内部者取引の構成要件にすれば、違法な内部者取引の摘発が困難となり、内部者取引禁止規制の実効性は疑問となる。さらに、前述の立法理由において内部者取引が禁止されるべき理由としては、「証券取引における公平と誠実信用原則に反する」、「市場価格の不法な操作をもたらす」が挙げられている。しかし、内部者取引の当罰性は、もっと根本的なこと即ち、内部者取引は証券市場の健全性、公正性に

対する一般投資家の信頼を損なう行為だということに求めるべきだと考えられる。証券市場、特に集中取引制度が成り立つ基礎は、投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼である。発行会社の内部情報を知り得る特権的地位にいる内部者等が株価に影響を与える重要情報を知って、当該情報が公開される前に、証券市場において当該情報を知らない一般投資家を相手に株式取引を行うとすれば、一般投資家が極めて不利な地位に立たせられることとなる。外観的、形式的に上述の取引に該当する行為が行われれば、行為者が当該情報を利用したか否か、行為者の主観目的は何であろうかを究明しない限り、投資者の証券市場の健全性、公正性に対する疑念が生ずる。しかし、前述のように、情報を知ったことと取引を行ったこととの因果関係、行為者の利益を図る又は損失を回避する意図の究明は極めて困難なことである。結局、外観的に、形式的に内部者取引に該当する取引行為は、常に一般投資家の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なう行為となると言えるだろう。このような取引が横行すれば、一般投資家の市場離れをもたらし、証券市場の健全な発展を阻害する恐れがある。従って、一般投資家の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を確保し、証券市場の健全な発展を図るためには、禁止されるべき内部者取引については、行為者の主観的目的を構成要件にせずに、形式的要件のみをもって認定する

ことが有益であり、また必要であると考えられる。

従って、立法関係文献から、立法者は意識的に「内部情報の利用」及び「行為者の利益を図る或は損失を回避する目的」を証券取引法第 157条の 1 が禁止する内部者取引の構成要件にしなかったかどうかは断言できないが、第 157条の 1 の条文がそれらの要素を禁止されるべき内部者取引の構成要件にしていけない以上、第 157条の 1 を適用するためには、「内部情報の利用」又は「行為者の利益を図り或は損失を回避する目的」が必要だと解する必要がなく、またそう解すべきではない。

従って、新亜電器会社事件の裁判官は、葉氏の株式取引は知り得た情報を利用して利益を図るために行った行為ではないので、第 157条の 1 の適用がないという見解は、現行法の下では、賛成すべきではないと考えられる。

しかし、新亜電器会社事件は証券取引法第 157条の 1 における問題点の一つを暴露したのである。それは、第 157条の 1 は禁止されるべき内部者取引について形式的認定主義を採用しながら適用除外条項を設けなかったことである。本件裁判官は被告の株式取引が知り得た内部情報を利用して利益を図るために行った行為ではないと認定する理由は、本件被告の株式取引は内部情報の株価に対する影響の方向と反対方向の取引なので、そのような取引は明らかに重要

情報を知ったことと関係なく行った行為だと認定したからである。前述のように、禁止されるべき内部者取引について、形式的認定主義を採用すべきなのは、未公開情報の利用の有無、行為者の主観的目的の如何を立証することが極めて困難であり、行為者の主観的要素を究明できない内部者取引は、一般投資家の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なう行為となるからである。これに対して、明らかに情報を知ったことと関係なく行った取引であって、一般投資家の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なわない取引は、それが形式的に内部者取引に該当しても、内部者取引禁止規制に服させる必要はないと考えられる。

内部情報の株価に対する影響と反対方向の取引は、このような内部者取引禁止規制に服させる必要がない取引であるか否かは後で検討することにしたいが、内部者取引の禁止について、取引の実質的な不正という点まで立ち入らず、形式的に一定の行為を禁止する結果としては、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼保護という目的を阻害しないものまでを規制範囲内に入れてしまうことが十分考えられる。この場合、証券市場の健全な発展を図ることを目的とする内部者取引禁止規制は、かえって内部者等の財産処分を過度に制限し、証券市場の発展を阻害するものになってしまう。このような不合理を解消するために、形式的に内部

者取引に該当するが、明らかに内部情報を知ったことと関係なく、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼を損なわないと認められる有価証券取引を内部者取引禁止規定の適用範囲から除外する必要があると思われる。しかし、第 157条の 1 は適用除外条項を設けていない。現行法は内部者取引禁止規制の適用除外条項を設けなかったことは、第 157条の 1 が内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定すること及び規制対象となる取引の様態を売買に限定すること、と関係を有すると思われる。従って、以下では、この二つの問題点を検討してから、本論文第五章第二節において第 157条の 1 が適用除外条項を設けていない問題を検討することにした。

なお、第 157条の 1 は内部者取引の構成要件について「発行会社の内部者等が当該会社の重要情報を知って」、「当該情報が公開される前に、当該会社の上場株券等の売買をした」のみを定めているので、内部者取引禁止の違反に該当するためには、問題の取引を行った内部者等がその後に反対売買を行ったか否かを問わず、もし反対売買があったとしてもその反対売買により利益を得たか或は損失を被ったかは内部者取引禁止の違反に影響を与えないと解すべきである。

又、法は「情報が公開される前に、当該会社の上場株券等の売買

をした」ことを内部者取引の構成要件にするので、内部者取引禁止の違反は作為犯であり、内部者等が未公開情報を知って、予定されていた上場株券等の売買計画を取り止めたことは内部者取引に該当しないと解すべきである。

## 二．対象有価証券

### 1．対象有価証券は株券に限定

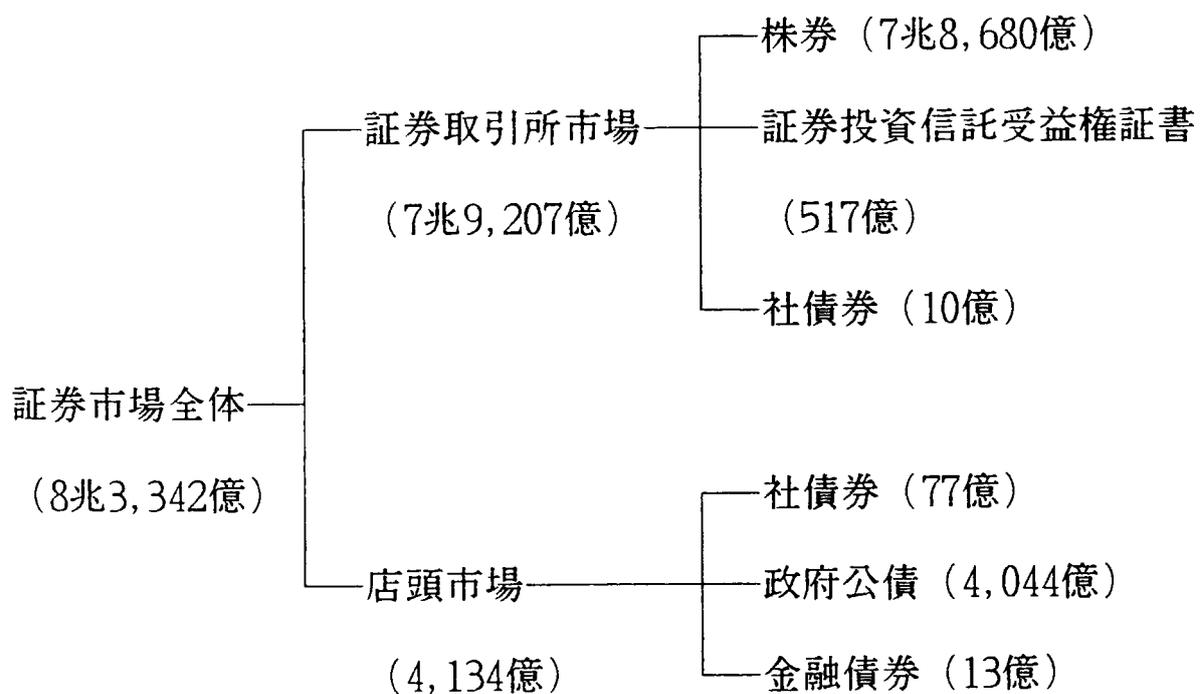
証券取引法第157条の1により禁止される内部者取引とは、発行会社の重要情報を知った内部者等が当該情報の公開前に、当該会社の証券取引所に上場され、又は証券会社の店頭で売買されている「株券」を売買することである。つまり、内部者取引禁止の対象有価証券とされるのは、株券に限っている。

中華民国では、公開会社が発行する株券以外に、転換社債券を含む社債券、新株引受権証書、新株権利証書も証券取引法上の有価証券として認められている<sup>(4)</sup>。新株引受権証書とは、発行会社が新株発行に際して株主に与える優先引受権を証明するものである<sup>(5)</sup>。新株権利証書とは、株式配当など株主に対し無償で株式を発行する場合、株券が正式に発行される前にその新株の権利を証明するものである<sup>(6)</sup>。又、転換社債は潜在的株式の性格を有するものである。従って、株式の価格に影響を与える重要情報はこれらの有価証券の価格にも影響を与える。又、株式の価格に影響を及ぼす重要情報は、必ずしも普通社債の価格にも影響を及ぼさないが、いわゆる倒産情報は、普通社債の取引においても投資者の投資判断に影響を

与えるものと考えられる。つまり、これらの有価証券はその性質から考えれば、内部者取引の対象となり得る可能性が十分考えられる。しかし、これらの有価証券に対して法が何か特別な規制を課しているので、内部者取引禁止の対象有価証券にする必要がないわけでもないのだが、立法者はこれらの有価証券を内部者取引禁止の対象有価証券にしなかった。なぜ立法者は有価証券禁止の対象有価証券を株券に限定するかについては、立法関係文献には全く説明されていない<sup>(7)</sup>。強いて理由付けを試みれば、これは恐らく立法者が立法当時の中華民国証券市場の実情を鑑みた立法であろう。

1988年度の中華民国証券市場取引金額は次のようである<sup>(8)</sup>。

(単位=台湾元。1台湾元は約日本円5円。)



つまり、1988年度、中華民国では、株券の取引高が証券市場全体の94.4%を、政府債券及び金融債券を除けば99.22%を、占めている。この「株式市場以外の証券市場が存在していないと等しい」という状況は、中華民国の証券市場が創立された以来、続いてきているのである。1988年1月改正証券交易法が成立するまで、転換社債の発行例は一件もなかった。普通社債の発行はあったが、それが銀行借入の代替物であり、市場における取引は殆どなかった<sup>(9)</sup>。新株引受権証書、新株権利証書の発行及び集中市場において取引されることはあったが、極めて稀であり、又その性質上、証券市場において取引される期間は限られた短期間である。このような1988年証券交易法改正当時の実情を鑑み、立法者は株券以外の有価証券を内部者取引禁止の対象有価証券にする実際上の必要はないと考え、内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定したのではないかと思われる。

しかし、株券以外の有価証券の発行及び市場における取引が法によって認められている以上、その発行、取引が實際上、活発でないということで、内部者取引禁止の対象有価証券から外されることは妥当ではないと言うべきであろう。又、實際上、近来、中華民国では企業の資金調達方法の多様化が進みつつ、特に転換社債の発行による資金調達も重視され始めてきた。1990年2月、2社の国内転換

社債の公募発行が許可され、4月に上場される予定である<sup>(10)</sup>。すでに証券管理委員会に提出した国内転換社債の公募発行申請案はなお数件あり、又、国内転換社債の発行を計画している上場会社も少なくないようである。証券管理委員会は新株引受権付社債制度の導入を積極的に検討していることも報道されている。従って、近い将来、中華民国の証券市場は今までの株券という単一商品の市場から多様な商品の市場へ変貌することは予想されている。

証券市場の商品の多様化の下で、内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定する現行法の規定は、内部者取引により証券市場の健全性・公正性及び一般投資家のそれに対する信頼を損なうことを防止するという立法目的を十分に果たすことはできない。第157条の1を改正し、内部者取引禁止の対象有価証券の範囲を拡大すべきと考えられる。

## 2. 内部者取引禁止の対象有価証券が店頭登録株券を含むこと

現行法は、内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定する一方、対象有価証券となる株券については、証券取引所に上場されている株券に限らず、証券会社の店頭で売買されている株券まで守備範囲を広げている。しかし、實際上、中華民国の店頭市場の発展はかなり遅れている。前掲(123頁)の統計数字で、1988年度の店頭市場の

取引高は証券市場全体の4.96%しか占めなかった。しかも、これは債券のみの店頭市場であり、その上、店頭市場全体の取引高 4,134 億元の内、政府公債の取引高が 4,044億元で全体の 97.82%を占めており、以下、社債券の77億元、1.86%；金融債券の13億元、0.31%という現状である。

株式の店頭登録は、1987年末に公布、1988年始めに施行された「台北市証券業協会証券会社店頭売買有価証券審査準則」により初めて可能となった<sup>(11)</sup>。証券管理当局は、株式店頭市場の健全な発展を図るために、株式店頭市場に対しても厳格な規制を加えている。株式の店頭登録基準、例えば最低資本額、利益率、株式の分布状況などは証券取引所の上場基準より緩めているが、その他の規制は証券取引所市場とほとんど変わらない。証券取引所市場より厳しいところすらある<sup>(12)</sup>。それにもかかわらず、上場会社に対する税制上の優遇を店頭登録会社は受けられない<sup>(13)</sup>。従って、株式の店頭登録は、企業にとって大した魅力のないこととなってしまったのである。株式の店頭登録は1988年の初めから可能となったが、最初の1年間店頭登録の申請は1件もなかった。1年半以上の空白を経て、ようやく1989年9月に株式店頭登録会社第1号が誕生した。現在、「台北市証券商同業公会」による審査中の株式店頭登録申請案は10件程あると報道されている<sup>(14)</sup>。

上述のように、中華民国の株式店頭市場は実際に発達していない。にもかかわらず、第 157条の 1 が店頭市場の取引を規制範囲内にした。これについては、以下のような考え方があるであろう。

まず、株式店頭市場が発足したばかりなので、一般投資家には馴染みがまだ薄く、店頭市場を運営する証券商同業公会も証券取引所ほどの体制がと整っていない。このような状況の下で形式認定主義を採用した内部者取引禁止規制を店頭市場の取引に適用させれば、効果的な調査、摘発ができず、かえって混乱を引き起こす恐れがあるということである。又、店頭市場の取引は相対取引である。相対取引においては、証券取引所市場における集中取引のように買手と売手との信頼関係が全て市場の健全性・公正性により保たされるのと違い、買手と売手との直接交渉が可能である。この場合、形式認定主義を採用した内部者取引禁止規制に適用させる必要がないのではないかということである。更に、株式店頭市場に対して厳しい規制が課されていることが唯一の原因ではないが、それが企業の店頭登録の意欲を押さえてしまう重要な原因だと考えられる。従って、上述の考えの下で、第 157条の 1 の規定に店頭市場の取引を適用させないことは店頭市場の規制を緩める意味で、店頭市場の育成にも有益ではないかということである。

しかし、理論的には、店頭市場における取引は相対取引なので売

手と売手との直接交渉が可能であるが、実際には証券会社が介在して行われるのである。買手と売手との信頼関係は市場の公正性、健全性により保たれることは証券取引所市場の場合と変わりがない。即ち、投資者の市場の健全性、公正性に対する信頼は店頭市場が成り立つ基礎であることは証券取引所市場と同じである。情報と取引との因果関係、行為者の主観的目的を究明し難いことは店頭市場取引においても同じである。店頭市場において、外観的、形式的に内部者取引に該当する取引が行われれば、やはり投資者の市場の健全性、公正性に対する信頼を損ない、このような取引が横行すればこそ店頭市場において混乱を引き起こし、店頭市場の健全な発展を阻害するものである。従って、株式店頭市場の健全な発展を図るために、実際に株式店頭市場が発足ばかりで発達していないにもかかわらず、第 157条の 1 が内部者取引禁止の規制範囲を店頭市場の取引にまで広げることは有意義なことだと思われる。

### 三. 規制対象となる取引の様態

発行会社の未公開重要情報を知った内部者等が禁止される行為は、当該会社の上場株券等の「買付け又は売付け」である。つまり、内部者取引禁止において禁止される取引様態は、売買行為に限られ、その他の有償の所有権移転行為、例えば、交換、代物弁済等は問題にされていない。これは、中華民国では、「上場有価証券の所有権の移転は、原則として、証券取引所市場における売買によりしか行われぬ」となっているからと考えられる。即ち、証券交易法第 150条は次のように定めている。

「上場有価証券の売買は、証券取引所が開設する有価証券集中取引市場においてなさなければならない。ただし、次に掲げる場合はこの限りでない。

- 一. 政府が発行する債券の売買。
- 二. 法律の定めに基づいて生じた（所有権移転の）効力であって、有価証券集中取引市場の売買を通じて証券の所有権を取得又は喪失することができない場合。
- 三. 個人間の直接譲受けであって、その数は当該証券の 1 取引単位を超えず、前後 2 回の譲受け行為の間隔は、3 ヶ月間を下らない場合。

四. その他主務機関が定める事項に該当する場合。」

第1号の規定は説明の必要がないと思われる。第2号が定めるのは、相続や裁判所の判決等により、有価証券の所有権の移転が生じた場合である。第3号が定めるのは証券取引所市場を通らない個人間の直接取引である。ここでは、法は「売買」ではなく、「譲受け」という用語を用いていることに注意すべきである。「譲受け」は、売買以外の所有権移転行為を含む。このように、上場有価証券の売買は証券取引所市場において行わなければならないという規定の適用免除事項として、法がわざわざ売買以外の所有権移転行為を掲げることが、このような行為はもともと認められていないからである。なお、現在、第4号の規定に基づき主務機関が定めた例外事項はない。

要するに、中華民国では、上場証券の所有権移転は、証券交易法第150条が掲げる例外の場合を除けば、証券取引所市場における売買の方法で行わなければならないのである。この第150条の規定は、有価証券所有者の財産処分の自由を過度に制限するものだと批判されている<sup>(15)</sup>。しかし、とにかく、現行法の下では、上場株券の売買以外の取引はそもそも認められていないので、内部者取引禁止においては、敢えてそれを規制対象行為にする必要がないというわけである。

しかし、第 157条の 1 違反の罰則は、2 年以下の懲役、禁固又は 15 万元以下の罰金である（証券取引法第 175 条）。それに対して、証券取引法第 150 条違反の罰則は、1 年以下の懲役、禁固、又は 10 万元以下の罰金である（証券取引法第 177 条）。つまり、発行会社の重要情報を知った内部者等は、当該情報が公開される前に、当該会社の上場株券を売買以外の取引で、譲渡したり譲受けしたりするとしても、内部者取引禁止の違反に当らず、証券取引法第 150 条違反として軽い刑罰を受けることで済むこととなる。このことについては、次のように考えられる。即ち、内部者取引の当罰性は、内部者取引が横行すれば、一般投資家の証券市場の公平性、健全性に対する信頼が損なわれることにあるとされている。しかし、上場株券における証券取引所市場を通らない取引はそもそも認められず、そのような取引を行った者はそれにより法の制裁を受けなければならず、その上、そのような違法な取引に応じる者は、内部者取引禁止規制による保護しようとする一般投資家ではないと考えられる。従って、このような取引が行われても、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼がそれにより損なわれることにならず、このような取引を内部者取引として制裁する必要がないと考えられるからである。

一方、第 157条の 1 が禁止する内部者取引は、特にそれが証券取

引所市場における売買であることを要件にしていない。従って、現行法の下では、発行会社の重要情報を知った内部者等が、当該情報が公開される前に、当該会社の上場株券を、証券取引所市場外で売買することは、やはり第 157条の 1 の違反となり、また第 150条の違反にもなる。この場合、観念的競合の法理により、刑度の重い内部者取引禁止の違反で処断すると解すべきであろう。

なお、ここで注意すべきことは、証券交易法第150条の規定は証券取引所に上場されている株券にのみ適用があるということである。店頭登録株券については、これと同じ規制が設けられていない。従って、発行会社の未公開重要情報を知った内部者等が、当該情報が公開される前に、当該会社の店頭登録株券について、売買以外の取引を行うことは、基本的には、何も違法にならないことになってしまう。このことは、恐らく内部者取引禁止の立法当時、株式店頭市場が実際に存在しておらず、立法関係者の関心がもっぱら証券取引所市場に集中して、店頭市場についての配慮が十分に払わなかったからであろう。

しかし、そもそも、証券交易法第 150条の規定があるかどうかを問わず、内部者取引禁止の規制範囲を証券市場における売買以外の取引にまで広げる必要があるかどうかについては、検討の余地がないわけではないと思われる。この点については、本章第三節におい

て検討したい。

## 第二章 第二節 ～注釈～

- (1). 「（第 157条の 1 の）条文では行為者の主観的目的要件を定めていないが、解釈上、行為者が当該取引により利益を得ようとする主観的意図が必要である。」という意見がみられる。郭土木・上市公司董監事、経理人及大股東股權管理之研究（政治大学法律研究所修士論文〔未公表〕） 220頁（1988年 6 月）。郭氏は証券管理委員会の役人として務めながら、大学院の院生として研究を進めていた者なので、その研究論文はある程度、証券管理委員会の見解を反映したものだと考えられ、注目されている。しかし、郭氏は上述の意見を述べたが、なぜそう解釈すべきかについての理論的根拠を述べなかった。又、実務上、証券管理委員会は利益を得ようという主観的意図の有無が証券取引法第 157条の 1 違反の構成に影響を与える要素ではないという見解を取っている。
- (2). 「証券取引法部分条文修正要点説明」証券管理第 6 卷第 2 期。
- (3). 詳しくは本論文97頁以下参照。
- (4). 証券取引法第 6 条の規定は以下のとおりである  
「この法律において有価証券とは、政府債券、公開募集・発行する会社の株券、社債券及び財政部が認定するその他の有価証券を言う。」（第 1 項）  
「新株引受権証書、新株権利証書及び前項各種の有価証券の払込証書及びその権利を表彰する証書は有価証券と見做す。」  
（第 2 項）  
外国法人が発行する有価証券の台湾証券取引所への上場あるいは

は店頭市場での登録が認められていないので、ここにいう有価証券は台湾の法人が発行するものに限ると解される。又、新株引受権付社債についても法制度化されていないので、ここにいう社債券は、普通社債券及び転換社債券に限る。なお、現在、財政部の認定により証券取引法上の有価証券とされるものは証券投資信託の受益権証書のみである。

- (5). 台湾では新株の発行に際して原則的に株主の優先引受権が認められる。証券取引法第6条が定める新株引受権証書とは、この新株の発行に際して株主に与える優先引受権を証明するものである。株主に与えた新株優先引受権は現有の株式と分離して譲渡することができる（会社法 § 267 II）。
- (6). 新株権利証書は1988年証券取引法改正において証券取引法上の有価証券として新たに追加されたものである。しかし、証券取引法改正前に、すでに財政部の行政命令に基づきその発行及び集中市場における取引が認められていた。
- (7). ここにいう立法関係文献とは、例えば、今度の改正証券交易法の審議記録を掲載した「立法院公報」第76巻第42期～第77巻第4期；証券管理委員会が発表した「証券交易法部分条文修正要点説明」証券管理第6巻第2期；などである。
- (8). 財政部証券管理委員会編・1988年度証券統計要覧16頁参照。
- (9). 中華民国では、原則として私募債の発行は認められないが、今まで発行された普通社債は実質上全て私募債である。
- (10). 台湾では1988年2月に永豊餘造紙会社が発行した社債が国内転換社債第1号だと言われたが、これは他の上場会社の株式に転換する権利が与えられる社債であり、真の意味の転換社

債ではない。

- (11). 1987. 12. 31. (76)台財証(三)第8932号函「台北市証券商業同業公会証券商營業處所買売有価証券審査準則」。
- (12). 例えば、店頭登録会社の役員、大株主は持株の半数を官立の証券金融会社に交付し、保管させなければならない、満2年後、半年毎にその20%を取り戻すことができる。台北市証券商業同業公会証券商營業處所買売有価証券審査規則 § 3④。
- (13). 上場会社に対して法人税15%の特別減免が認められる。又、個人の所得税の計算においては、上場会社の配当は銀行預金の利息と合計して36万元まで免税とされる。証券管理委員会は企業の店頭登録意欲を高めるために、店頭登録会社に対しても上場会社と同じ税制上の優遇を与えようと主張したが、税務当局に反対され、結局実現できなかった。
- (14). 1989年下半期から、上場基準に満たさない中小企業は店頭登録に興味を示し始めた。これは、前述の上場企業に対して法人税15%の特別減免とう税制上の優遇を与える「奨励投資条例」が1990年末に正式に撤廃するという政策方針が明らかに伝えられたからであると考えられる。
- (15). 頼英照・証券交易法逐条釈義第三冊 353頁（1986年12月）。

### 第三節

## 日本法と中華民国法における内部者取引禁止の対象行為の比較研究

### 一. 基本的立法態度

証券取引法第190条の2第1項により禁止されている内部者取引とは、同項各号に掲げる会社関係者であって、上場証券等の発行者である会社の業務等に関する重要事実を当該各号に定めるところにより知ったものは、当該業務に関する重要事実の公表がされる前に、当該会社の上場株券等の売買等をする行為である。

証券交易法第157条の1第1項により禁止される内部者取引とは、同項各号に掲げる内部者等が、発行会社の株価に重大な影響を有する情報を知ったとき、当該情報が公開される前に、当該会社の証券取引所市場に上場されている株券又は証券会社の店頭で売買されている株券の買付け又は売付けをする行為である。

つまり、両国法は内部者取引については、ともに、発行会社の内部者等が当該会社の一定の重要な事実を知ったときは、その事実が公表されるまで、当然に、当該会社の上場株券等の売買をすることを禁止する、という立法態度をとっている。言い換えれば、両国法

はともに、違法の内部者取引の構成については、発行会社の内部者等が当該会社の内部情報を知ったこと、及びその情報が公開される前に当該内部者等が当該会社の有価証券を売買したこと、という形式的要件のみを求めている。情報を知ったことと取引との因果関係、即ちその取引が知った事実を利用して行われたものであるか否か、又、行為者の主観的目的、即ちその取引が知った事実に基づき利益を得又は損失を回避するために行われたか否か、を問わない。このように内部者取引の構成要件を形式的要件に限ることにより、問題となる証券取引が違法な内部者取引であるか否かの究明が容易に行われる。これにより、内部者取引禁止規制の実効性が確保されうるのである。

しかし、中華民国では、実務上、内部者取引禁止のこの基本的立法態度に対する認識は必ずしも一致ではない。証券交易法の主務機関である証券管理委員会は、「未公開情報の利用」又は「利益を得又は損失を回避する目的」の有無が違法の内部者取引の構成に影響を与える要素ではないという見解を示し、証券交易法第 157条の 1 第 1 項が定める形式的要件をもって違法の内部者取引を認定し、積極的に摘発してきた。そして、中華民国における内部者取引禁止規制違反第 1 号事件である「台湾煉鉄会社事件」の裁判官は証券管理委員会の見解を支持した。つまり、本件裁判官は被告の「問題の株

式買付けは、法定の役員最低限持株数の不足を補足するために行った行為であり、購入した株を売って利益を儲けようとする意図で行った行為ではない」という抗弁に対して、内部者取引禁止の違反においては、利益を図るといふ主観的意図の有無は刑罰の軽重を裁量する際に考慮される要素とはなるが、内部者取引禁止違反の成立に影響を与える要素ではないという見解を示し、被告に有罪判決を下した。

しかし、その後の新亜電器会社事件の裁判官はこれと異なった見解を示した。つまり、本件裁判官は、本件被告が知った情報は常識的に考えれば株価の上昇をもたらす情報だと認定し、従って、当該情報を知った後当該会社の株式を次々と売ってしまった被告の行為は明らかに情報を知ったことと関係なく行った行為であり、知り得た情報を利用して利益を図る意図をもって行った行為ではないという理由で、無罪判決を下した。

証券管理委員会が発表した「証券取引法改正理由説明」を見れば、立法者が第 157条の 1 の新設により禁止しようとする行為は、発行会社の内部者等が当社の未公開重要情報を知って「利益を図る目的で」当社株を売買する行為ではないか、とも読み取れる。この「証券取引法改正理由説明」の述べ方を鑑みて、新亜電器会社事件の裁判官が示したように、第 157条の 1 違反に該当するためには、行為

者に利益を図る主観的意図を有することが必要だと解すべきだという見解も考えられるであろう。

しかし、「未公開重要情報の利用」即ち情報を知ったことと取引を行ったこととの因果関係、又は「利益を図る或は損失を回避する目的」即ち行為者の主観目的の立証は極めて困難である。これらを内部者取引の構成要件にすれば、違法な内部者取引の摘発が困難となり、内部者取引禁止規制の実効性は疑問となる。従って、立法関係文献から、立法者は意識的に「内部情報の利用」及び「行為者の利益を図る或は損失を回避する目的」を禁止されるべき内部者取引の構成要件にしなかったかどうかは断言できないが、証券交易法第157条の1の条文においてそれらの要素が禁止されるべき内部者取引の構成要件とされていない以上、第157条の1を適用するためには、「内部情報の利用」又は「行為者の利益を図り或は損失を回避する目的」が必要だと解する必要がなく、またそう解すべきではないと考えられる。

上述のように、中華民国では実務上異なる見解がみられるが、禁止されるべき内部者取引については、日本法も中華民国法も形式的要件をもって認定する、という立法態度を取っている。これと関連して、両国法が異なるところがみられる。それは、内部者取引禁止規制の適用除外条項の有無である。内部者取引の禁止について、取

引の実質的な不正という点まで立ち入らず、形式的に一定の行為を禁止する結果としては、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼保護という目的を阻害しないものまでを規制範囲内に入れてしまうことが十分考えられる。この場合、証券市場の健全な発展を図ることを目的とする内部者取引禁止規制は、かえって内部者等の財産処分を過度に制限し、証券市場の発展を阻害するものとなってしまふ。このような不合理を解消するために、形式的に内部者取引に該当するが、明らかに内部情報を知ったことと関係なく、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼を損なわないと認められる有価証券取引を内部者取引禁止規定の適用範囲から除外する必要があると考えられる。そこで、日本法は、内部者取引禁止の適用免除条項を具体的に列挙している。これに対して、中華民国法はそれを設けていない。内部者取引禁止の適用免除条項の問題については、本論文第五章第二節において検討することとしたい。

## 二. 対象有価証券

日本法では、内部者取引禁止の対象有価証券は、株券に限らず、新株引受権証書、新株引受権証券、普通社債券、転換社債券、新株引受権付社債券を含む。そして、内国上場会社が発行する前述の有価証券であれば、それが上場されているものであるか否か、国内で発行するものであるか或は海外で発行するものであるかを問わず、又、外国法人が発行する前述の有価証券の性質を有するものであって、日本の証券取引所に上場されている有価証券であれば、内部者取引禁止の対象有価証券とされる。さらに、「上場株券等の売買取引に係るオプション」は、それ自体は証券取引法上の有価証券ではないが、便宜上、内部者取引禁止の対象有価証券にそれを含むものとする規定を設けている。

つまり、日本法は、その有価証券の性質から、その発行者である会社の業務等に関する重要事実により当該有価証券の取引価格が影響がされることが考えられ、その発行会社の関係者等が当該有価証券の価格に影響を及ぼしうる当該会社の業務等に関する重要情報を知って、当該情報が公開される前に、一般投資家を相手に当該有価証券の取引を行えば、一般投資家の証券市場の健全性、構成性に対する信頼が損なわれる恐れのあるものを可能な限りに、内部者取引禁止

の対象有価証券にしたのである。

これに対して、中華民国法では内部者取引禁止の対象有価証券とされるのは、株券に限られる。中華民国では、外国法人が発行する有価証券の台湾証券取引所での上場が認められておらず、又、新株引受権付社債については法律の定めがないので、新株引受権付社債券、新株引受権証券が存在しない。従って、当分の間、内部者取引禁止の対象有価証券については、これらの有価証券を論ずる必要がない。しかし、それ以外に、普通社債券、転換社債券、新株引受権証券、新株権利証券等が証券取引法上の有価証券として認められ、証券市場においての取引が可能である。それにもかかわらず、中華民国法はこれらの有価証券を内部者取引禁止の対象有価証券としなかった。なぜ立法者は有価証券禁止の対象有価証券を株券に限定するかについては、立法関係文献には全く説明されていないが、これは恐らく立法者が立法当時の中華民国証券市場の実情を鑑みた立法であろうと思われる。つまり、1968年中華民国の証券市場が創立された以来、1988年1月改正証券取引法が成立するまで、中華民国では、株式の取引高は常に証券市場全体の95%以上を占め、「株式市場以外の証券市場が存在していないと等しい」という状況であった。言い替えば、1988年証券取引法改正当時の実情を鑑み、株券以外の有価証券を内部者取引禁止の対象有価証券にする実際上の必要は

なかったと考えられるからである。

しかし、株券以外の有価証券の発行及び市場における取引が法によって認められている以上、その発行、取引が實際上、活発でないということで、内部者取引禁止の対象有価証券から外されることは妥当ではないと言うべきであろう。又、實際上、近来、中華民国では企業の資金調達方法の多様化が進みつつ、近い将来、中華民国の証券市場は今までの株券という単一商品の市場から多様な商品の市場へ変貌することは予想されている。証券市場の商品の多様化の下で、内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定する現行法の規定は、内部者取引により証券市場の健全性・公正性及び一般投資家のそれに対する信頼を損なうことを防止するという立法目的を十分に果たすことはできない。従って、第 157条の 1 を改正し、内部者取引禁止の対象有価証券の範囲を拡大すべきと考えられる。

### 三. 店頭登録証券

日本法では、内部者取引禁止の対象有価証券は、上場証券や、上場会社が発行する非上場証券と言った証券取引所市場関係のものに限られる。店頭市場において売買されている店頭登録証券については規制範囲外にされている。

これに対して、中華民国法は、内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定する一方、対象有価証券となる株券については、証券取引所に上場されている株券に限らず、証券会社の店頭で売買されている株券まで守備範囲を広げている。

このような違いに、日本の店頭市場がすでに相当な規模まで発展してきたのに対し、中華民国の株式店頭市場が発足ばかりで、1989年12月現在、株券の店頭登録会社は1社しかないという事実に対照して考えてみれば、実に興味深い問題が潜んでいると思われる。

日本では、店頭市場がすでに相当な規模まで発展してきたのにもかかわらず、内部者取引禁止の守備範囲から外された。そして、店頭市場を内部者取引禁止規制の守備範囲から外したことの理由のうち決定的な重みを持つのは、店頭市場における監視体制が不十分であり、内部者取引禁止規制を強行すれば、無用な混乱を引き起こしかねないことだと言われている。店頭市場において無用な混乱の発

生を予防するということには、店頭市場の発展がその無用な混乱により阻害されてしまうことを防ごうという意味もあるであろう。

これに対して、店頭市場をも内部者取引禁止の守備範囲に入れた  
中華民国では、中華民国の株式店頭市場は実際に発足したばかりである。そして、株式店頭市場に対して厳しい規制が課されていることが唯一の原因ではないが、それが企業の店頭登録の意欲を押さえてしまう重要な原因だと考えられる。しかし、前述のように、投資者の市場の健全性、公正性に対する信頼は店頭市場が成り立つ基礎であることは証券取引所市場と同じである。店頭市場において内部者取引が行われれば、やはり投資者の市場の健全性、公正性に対する信頼を損ない、このような取引が横行すればこそ店頭市場の健全な発展を阻害するものである。従って、株式店頭市場の健全な発展を図るために、株式店頭市場が発足ばかりで発達していないにもかかわらず、第 157条の 1 が内部者取引禁止の規制範囲を店頭市場の取引にまで広げることは有意義なことだと思われる。

#### 四. 規制対象となる取引の様態

日本では、内部者取引として禁止される取引の様態は、売買以外に、交換、代物弁済などの有償の譲渡又は譲受けを含む。これに対して、中華民国では売買に限られる。これは、中華民国では、上場有価証券について、証券取引所市場を通じる売買以外の所有権移転行為が原則として認められないからである。つまり、中華民国では、証券取引所市場を通さず上場株券の取引を行うことは、原則として、違法であり、従って、内部者取引規制において、改めてこのような違法の取引を禁止する必要がないからである。

しかし、前述したように、日本法も中華民国法も、内部者取引禁止について、情報と取引との因果関係も、行為者の主観的目的要件も問わない、という形式主義立法をとっている。このような立法態度の下では、そもそも、内部者取引禁止の規制対象を、証券市場における取引以外の取引まで広げる必要があるか否かについては、検討する余地がないわけではないと思われる。

内部者取引禁止について、現行法のような形式主義立法を取ったのは、内部者取引の当罰性は次のように考えられているからである。即ち、発行会社の内部者等がその会社との特別関係のゆえに発行会社の重要情報を知って、当該情報が公開される前に、当該情報を知

らない一般投資家を相手にして、当該会社の上場証券等の売買等を行うことは、当該内部者と一般投資家との間に、情報の不平等が生じ、一般投資家が極めて不利な地位に立つこととなる。このような内部者取引が横行すれば、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれ、一般投資家の証券市場離れをもたらし、証券市場の健全な発展が阻まれる恐れがあるからである。

しかし、ここで注意すべきことは、内部者等の取引の相手が証券市場における一般投資家だからこそ上述の内部者取引の当罰性の論理が成り立つのであろう。つまり、全ての投資者が、平等な地位に立ち、知ろうとすれば知ることができる情報に基づいて、投資判断をし、取引をすることは証券市場取引の基本である。投資者は、証券市場がこのように健全に、公平に運営されていることを信頼して証券市場において取引をするのである。証券市場においては、買手と売手との間の信頼関係はもっぱら証券市場の公正性と健全性に対する信頼に代替されるのである。証券市場取引の仕組の下では、投資者は予め取引対象の内容について、取引相手方と交渉する必要がなく、又、交渉しようとしても交渉しようがないのである。

証券市場における取引は、このような特性があるからこそ、投資情報における特権的地位の濫用により証券市場において行われた取引は、情報と取引との因果関係や行為者の主観的目的のいかんと関

係なく、かかる取引そのものが、一般投資家の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なうものであり、禁止すべき行為であると言えるであろう。

これに対して、証券市場を通らない取引の場合、証券市場取引のように、その取引双方の信頼関係が市場の仕組により保証されているのではなく、取引当事者は自ら責任をもって取引の内容を注意しなければならないのである。そのうえ、このような市場外取引を行う場合、その取引の相手は特定できない一般投資家ではなく、むしろ何か特別の関係を有する者だと考えられるであろう。発行会社の内部情報を知った内部者等が、当該情報が公開される前に、証券市場を通さず、特定の者を相手に取引をする場合、かかる特定の者は取引の相手の背景、取引の内容を検討した後にかかる取引に応じるか否かを決定することができ、また、そうすべきであろう。そこで、このような取引が行われた場合、それにより、当然に一般投資家の証券市場の健全性、公正性に対する信頼が損なわれることとなるであろうか。恐らく、そうとは言えないであろう。内部情報を知った内部者等による市場外取引と、一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれることと、必然的関連がなければ、このような市場外取引についても、現行法のように、情報と取引との因果関係や行為者の主観的目的のいかんを問わない形式的要件で規

制することは、合理的とは言えないであろう。

## 第三章

### 内部者取引禁止の対象主体

#### 第一節

#### 日本法における内部者取引禁止の 対象主体

証券取引法第190条の2の規制対象主体となるのは、同条第1項各号に掲げる者（以下において「会社関係者」という）であって、上場株券等の発行者である会社の業務等に関する重要事実（以下において「発行会社の重要事実」という）を当該各号に定めるところにより知った者である。即ち、発行会社の重要事実を、職務に関し知った当該会社の役員、代理人、使用人その他の従業者（第1号）、商法第293条の6第1項の帳簿閲覧権の行使に関し知った当該会社の株主（第2号）、当該会社に対する法令に基づく権限の行使に関し知った当該権限を有する者（第3号）、当該会社と締結している契約の締結又は履行に関して知った当該会社と契約を締結している者（第4号）、又、第2号又は第4号に掲げる者であって法人である場合、職務に関し知った当該法人の役員等、いわゆる派生的内部者、準内部者（第5号）である。

上述の会社関係者は言わば内部者取引禁止における第1次的規制対象主体であり、これを基礎にして、元会社関係者、即ち上述の会社関係者であったが、会社関係者でなくなった後1年以内の者（同条第1項後段）、さらに、情報受領者、即ち上述の会社関係者あるいは元会社関係者から発行会社の重要事実の伝達を受けた者（同条第3項）も規制対象主体とされるのである。

証券取引法第190条の3の規制対象主体となるのは、同条第1項各号に掲げる者（公開買付者等関係者）であって、公開買付者等の公開買付等の実施に関する事実又は公開買付等の中止に関する事実を当該各号に定めるところにより知った者である。証券取引法第190条の3がにおける公開買付等関係者、元公開買付関係者及び情報受領者に関する規定は、第190条の2と同様である。従って、以下、本節における内部者取引禁止の対象主体の検討は、第190条の2の規定について論述することとし、第190条の3の規制対象主体については、それを参照されたい。

## 一. 概説

内部者取引禁止の対象主体とされるのは、ただ一般投資者が知らない情報を知った者ではない。又、一般投資者が知らない情報を知った者がその未公開の重要事実を知りうる特別の地位にある者であれば、内部者取引禁止の対象主体とされることもない。内部者取引禁止においては、発行会社の未公開重要事実を知りうる特別の地位にある者が、その地位ゆえに、当該事実を知った場合のみが問題となる。

法が内部者取引の行為主体をこのように限定しているのは、内部者取引の禁止については、次のように考えられているからである。

まず、証券市場の参加者間の情報の完全な平等はありえないものである。即ち、有価証券の投資判断に影響を及ぼすであろう情報は多種多様であり、多くの通路を通じて伝播される。又、投資判断の基礎となる情報は、投資者毎に異なりうる。従って、単に一般投資者が知らない投資情報を知っているだけでその証券取引を禁止することは、实际的でもなければ合理的でもない<sup>(1)</sup>。

又、発行会社の役員など会社と一定の関係を有する者は、発行会社が開示しない限り一般投資者が知り得ない重要情報を、自ら関与し又はその一定の関係によって知ることができる。このような者は、

発行会社の重要事実を知ることにおいては、言わば特権的地位にあるわけである。それらの者がその特権的地位によって知った情報をもって、証券市場において一般投資者を相手に取引をすれば、一般投資者は著しく不利な立場に立つこととなり、一般投資者にとって極めて不公平である。このような取引が横行するとすれば、一般投資者はその市場の公平性、健全性に対し信頼し得なくなり、市場から退避することとなり、市場の発展が損なわれることとなる<sup>(2)</sup>。内部者取引の禁止は、証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するために、そのような投資者の市場に対する信頼を著しく損なう行為を禁止するものである。

言い換えれば、内部者取引禁止とは、発行会社の重要事実を知り得ることにおいて特権的地位にある者によるその特権的地位の濫用を禁止するものである。従って、内部者取引禁止においては、そのような特権的地位がゆえに発行会社の重要事実を知った場合のみが問題とされるのである。特権的地位にある者が、発行会社の重要事実をその特権的地位と関係なしに知った場合は、特権的地位にいない者が、たまたま発行会社の重要事実を知ったに過ぎない場合と違いがないと考えられている。従って、かかる情報を利用して当該会社の株券を売買しても、特権的地位の乱用に当らず、内部者取引禁止においては問題とされない<sup>(3)</sup>。

なお、不正な手段で発行会社の重要事実を知った者は、内部者取引禁止の規制対象主体ではない。この点については、以下のように考えられている。上述の会社関係者が発行会社との特定の関係により当該会社の未公開重要情報を知ったこと自体は責められるべきことではない。会社関係者が当該会社の株式を売買すること自体も別に法が許していないことではない。ただ、この二つのこと、即ち未公開重要情報を知ったことと当該会社の株式を売買すること、が結び付いた場合、会社関係者と一般投資者との間の投資情報における不公平が形成され、投資者の証券市場の公平性、健全性に対する信頼が損なわれることとなる。そこで、証券市場の公正性、健全性を維持するために、法がそのような内部者取引を禁止することになっているのである。しかし、不正の手段で発行会社の重要事実を知った場合、その不正の手段とは盗み行為にしる、だます行為にしる、その行為自体が責められるべきものである。それは証券市場の公正性、健全性以前の問題である。従って、不法の手段で発行会社の重要事実を知った者については、その不法の手段に着目してその違法性を追求すべき問題であり、それは単に証券市場の公正性、健全性を維持することを目的とする内部者取引禁止の規制範囲とするべきではない。

法第190条の2が定める内部者取引禁止の規制対象主体は、第1

項各号に掲げる会社関係者、第1項本文後段の元会社関係者、第3項の情報受領者と三つのカテゴリーに分けることができる。さらに、第1項各号に掲げる会社関係者のうち、内部者、準内部者、派生的内部者又は準内部者と分類することができる。即ち、第1号の発行会社の役員や従業員等及び第2号の株主は言わば典型的な会社内部者である。第3号の発行会社に対する法令に基づく権限を有する者及び第4号の発行会社と契約を締結している者は、会社の内部者ではないが、その法令に基づく権限又は会社と締結している契約を根拠として発行会社の重要事実を知り得る立場にあることから、会社の内部者に準ずるものとして同じく規制に服させる、いわゆる準内部者である。そして、第5号に掲げるのは、第2号の株主、第4号の契約を締結している者が法人である場合、その法人の内部者であるものも内部者取引禁止の規制に服させる、いわゆる派生的内部者又は派生的準内部者である。

以下においては、内部者（派生的内部者を含む）、準内部者（派生的準内部者を含む）、元会社関係者、情報受領者の順で内部者取引禁止の規制対象主体の範囲を検討していきたい。

## 二. 会社の内部者

### 1. 役員等

証券取引法第 190条の2 第1項1号において掲げる会社関係者は、発行会社の重要事実をその職務に関し知った当該会社の役員、代理人、使用人その他の従業者（以下において「役員等」という）である。

役員とは、取締役、監査役又はこれに準ずる者である<sup>(4)</sup>。代理人とは、会社の業務に関する代理権を与えられている者である<sup>(5)</sup>。使用人とは、会社に使用される者で、つまり会社と雇用契約を結んだ従業員である<sup>(6)</sup>。しかし、法は「その他の従業者」という包括規定を定めているので、本号に掲げる役員、代理人、使用人は、例示列挙事項にすぎず、上場株券等の発行者である会社の業務に従事する者の全てが本号の役員等に該当する。本号の役員等に該当するためには、その者がいわゆる正社員であろうが臨時社員あるいはパートタイムの従業員であろうが、その者の職務に対する報酬の支給形態が固定給であろうが歩合給であろうが、その者の職務が常勤職であろうが非常勤職であろうが、勤務時間の制約であろうが、なかろうが、それを問わない。又、会社と直接の雇用契約を結んでい

ない者であっても、例えば、他からの派遣職員又は派遣社員である者が会社の指揮・命令権の下で職務に従事すれば、当該会社の業務に従事する者に該当する<sup>(7)</sup>。

発行会社の重要事実を知った役員等を内部者取引禁止の規制対象主体にするためには、当該役員等がその情報を「職務に関し知った」のでなければならない。

ここでまず次のことを注意すべきである。つまり、法は、「職務に関し知った」という要件で、内部者取引禁止の規制対象主体を、特権的地位により発行会社の重要事実を知った者に限定しようとしながらも、「職務に関し」という比較的曖昧な言葉を用いることにより、その規制範囲を若干拡大しようとしたと考えられることである。以下においては、このような認識の下で、「職務に関し」の範囲を検討したい。

まず、「職務」は次のように解されている。つまり、「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である。従って、職務の範囲又は内容を定める会社の内規の有無を問わず、現在具体的に担当している事務であることを要せず、独立の決定権を有する場合に限らず、上司の指揮監督の下に行う従属的、補佐的職務でもよい。又、本来その者の地位に応じて取り扱うべきでない執務であるが、特命による場合その他事実上担当している職務も含

まれる<sup>(8)</sup>。「職務に関し」については、次のような意見がみられる。即ち、内部者取引禁止とは、本来、自由である証券取引を、証券市場の健全性、公正性を維持するために、行為者の主観的目的や、情報を知ったことと取引との因果関係を問わない形式犯的規定の形で禁止するものなので、前記のような解釈は余りにも漠然であり、規制対象主体の構成要件をさらに明確に定める必要があるという意見である<sup>(9)</sup>。しかし、規制対象主体の構成要件をこれ以上に具体的に掲げると、かえってその硬直な要件の下で多くの漏れが出てくる恐れがあるであろう。この「職務に関し」という要件の明確化は、裁判例等の重ね積みにより図ればよいであろうと考えられる。

「発行会社の役員等が当該会社の重要事実を職務に関し知った」における「職務に関し」については二つの意味が考えられる。即ち、役員等が、(1)その重要事実の内容と実質的に関連のある職務を担当している場合と、(2)言わば物理的な意味でその重要事実にアクセスできる職務にある場合である<sup>(10)</sup>。(1)の場合は、重要事実を知った役員等は、その事実が本当に重要な事実であるかどうかを判断する能力を有するが、(2)の場合は、重要事実を知った役員等は、必ずしもそれが株価に影響を及ぼすような重要な事実であると判断できるわけではない<sup>(11)</sup>。そこで、ここにいう「職務」を問題の重要事実を知ることが一般的に予定され、期待される職務であり、「職務に

関し」を問題の重要事実の内容を実質的に判断できるような特別の地位にいる者が、問題の事実にアクセス可能な状態にある、という狭い意味で解釈するのが妥当であろう<sup>(12)</sup>。

このような解釈に該当することを前提とし、役員等は直接、自らが担当している職務の内容から発行会社の重要事実を知った場合は勿論、直接の担当職務ではないが担当職務との関連で発行会社の重要事実を知った場合も、本号の内部者取引禁止の規制対象主体となる。その上、当該役員等はその重要事実を、誰から聞いたか、どのように知ったかという知った方法<sup>(13)</sup>、どこで知ったかという知った場所<sup>(14)</sup>、勤務時間内であったかどうかという知った時間<sup>(15)</sup>等は問わない。又、情報を知った役員等がその情報について決定権限、管理権限をもっているかどうか、或は事実上その情報について支配権限を有するかどうか、は問わない<sup>(16)</sup>。

## 2. 帳簿閲覧権を有する株主

内部者取引禁止の規制対象主体となる株主は、商法第293条の6第1項に定める権利を有し、当該権利の行使に関し知った株主である。又、当該株主が法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む）であるときはその役員等を、当該株主が法人

以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む（証券取引法 § 190の2 Ⅰ②）。

内部者取引禁止においては、発行会社の株主を規制対象主体にするためには、ただ単に発行会社の株主であること、上位何番目以内の大株主であること、又は一定数以上の株式を所有する株主であることなどの考え方をとっていない。

株式会社制度の下では、株式会社を所有するのは株主である。その意味で、発行会社においては、その株主は、まさに典型的な内部者である。しかし、現代の株式会社制度においては、経営と所有分離の原則がとられている。のみならず、内部者取引禁止規制において問題とされるのは上場会社であり、上場会社においては必然的に株式所有状況が極めて分散しており、一般の株主は、株主の地位だけで発行会社の未公開重要事実を入手できるのではない。従って、株主であるというだけで、内部者取引禁止の規制対象主体にすることは合理的ではない。

株主は、その持ち株数に応じて会社の経営に影響力を有することが考えられている。それがために、証券取引法においては、発行会社の上位10位以内の大株主、又は発行会社の発行済み株式総数の百分の十以上の株式を有している主要株主に対して、特別な規制を加えていることにもみられる。しかし、内部者取引禁止は、発行会社

の重要事実を知ることにおいて特権的地位にある者がその特権的地位を濫用することを禁止するものである。上位10位以内の大株主又は主要株主は、確かにその持ち株数に応じた会社への影響力をもって、一般の投資者と比べ、比較的に会社の未公開情報を入手しやすいであろうと考えられる。が、いわゆる会社への影響力は、客観的な判断基準を有せず、どのぐらいの持ち株数を有すれば発行会社に対しどの程度の情報提供を要求できることではない。つまり、大株主はその大株主たる地位にいることと、会社の重要事実を知り得たこととの間の確実な因果関係を有しない。従って、ただ発行会社の大株主であることで、内部者取引禁止の規制に服させることは合理的ではない。

そこで、株主としての権利を行使するということから、明確な基準として、商法第293条の6第1項の要件を備える株主を内部者取引禁止の規制対象主体にするのである<sup>(17)</sup>。

商法第293条第1項に定める権利は、発行会社の会計の帳簿及び書類の閲覧又は謄写を求める権利（以下において「帳簿閲覧権」という）である。帳簿閲覧権を行使できる株主は、当該会社の発行済み株式の総数の十分の一以上に当る株式を有する株主である。なお、定款をもって帳簿閲覧権の行使における株主の持ち株要件を緩和できるので、その緩和された要件に従いかかる権利を行使できる者も

勿論、ここにいう帳簿閲覧権を有する株主に該当する。なお、帳簿閲覧権の行使は、複数の株主がその所有株式を集めてその持ち株要件を満たす場合にも認められるので、この場合、それらの株主は全て内部者として内部者取引の禁止に服する<sup>(18)</sup>。

この帳簿閲覧権を有する株主が内部者取引禁止の規制対象主体となるためには、かかる株主が発行会社の重要事実を「帳簿閲覧権の行使に関し知った」でなければならぬ。ここにおいても、「関し」という表現が用いられているので、直接に「帳簿閲覧権の行使により」重要事実を知った場合のみではなく、当該権利を行使するための準備、調査、交渉の過程で知った場合も<sup>(19)</sup>。帳簿閲覧権を実際に行使しなくとも、その権利の行使を背景として、それを匂わせながら、会社側から重要事実を引き出したような場合も、ここにいう「帳簿閲覧権の行使に関し知った」に該当する<sup>(20)</sup>。

帳簿閲覧権を有する株主が法人等であるときには、内部者取引禁止の規制対象主体は、その帳簿閲覧権の行使に関して、法人を代表、代理して行為をする役員等であり、当該法人等自体ではない。つまり、内部者取引禁止は個人についての要請であり、法は、株主が帳簿閲覧権の行使に関し重要な事実を知ったときに内部者取引の禁止が及ぶと定めているが、そのような事実を知るのは、かかる罰則規定に関しては、個人だけが問題となるからである<sup>(21)</sup>。

なお、帳簿閲覧権を行使する株主は、一般的に言えば、発行会社の経営陣と対立関係にある株主だと考えられる。帳簿閲覧権の行使については、持ち株要件が求められており、従って、帳簿閲覧権を行使できる株主は、一般的に大株主であると考えられる。通常、発行会社の経営陣と友好関係を有する大株主は、帳簿閲覧権の行使に頼らなくても、発行会社の経営陣から会社の行動又は事情について事前に了解を求められ、説明を受け又は報告を受けることにより重要な事実を知ることが圧倒的であると考えられる。この場合、かかる大株主は内部者ではなく、情報受領者として規制されることとなる<sup>(22)</sup>。

### 3. 派生的内部者

帳簿閲覧権を有する株主が法人である場合、当該法人株主の役員等が当該権利の行使に関し発行会社の重要事実を知った場合、当該役員等以外の当該法人の役員等が当該法人における職務に関し当該重要事実を知ったとき、内部者取引の禁止に服する（証券取引法§190の2 1⑤）。これは、いわゆる派生的内部者である<sup>(23)</sup>。即ち、本来、発行会社と直接に関係を有しない者を、発行会社の内部者に該当する者との関係で、派生的に、発行会社の内部者として内部者

取引禁止の規制に服させるのである。

前述したように、内部者取引禁止の規制対象主体は個人であるので、帳簿閲覧権を有する株主が法人である場合、内部者取引の禁止に服するのは、その法人を代表し、代理して当該権利を行使することにより内部情報を知った役員等個人となる。しかし、この場合においては、帳簿閲覧権の行使と直接の関係を有しない当該法人の他の役員等は、当該法人における職務に関し当該内部情報を知ったときは、第3項の情報受領者に該当する場合を除けば、内部者取引の禁止に服さないこととなってしまふ。このような結果は、合理的ではない。このような不合理的を解消するために、帳簿閲覧権の行使と直接の関係を有しない当該法人の他の役員等が当該法人における職務に関し当該重要事実を知った場合、当該役員等をも内部者取引の禁止に服させることにしたのである。

### 三． 準内部者

#### 1. 法令に基づく権限を有する者

準内部者として内部者取引の禁止に服する者の第一の類型は、発行会社の重要事実を、当該会社に対する法令に基づく権限の行使に関し知った当該権限を有する者である（証券取引法 § 190の2 I ③）。

法令に基づく権限は、能動的に調査をし、検査する権限のみならず、受動的に届け出を受理し、報告を受ける権限も含まれる<sup>(24)</sup>。又、行政権に属するものに限らず、立法権、司法権に属するものも含まれる<sup>(25)</sup>。なお、その権限が継続的なものである場合は勿論、一回きりのものである場合も含まれる<sup>(26)</sup>。

法令に基づく権限を有する者は、直接にその根拠法令により権限を与えられている者のみではなく、その者の補助職的立場にあり、現実的にそのような権限の行使を行う者を含む<sup>(27)</sup>。又、法令に基づく権限を有する者は、公務員が多いが、公務員に限らない。例えば、商法第274条の3、商法特例法第7条第3項、第4項に基づき子会社に対する調査権を有する親会社の監査役及び会計監査人、法令の規定による委任を受けて輸出検査等を行う民間団体の職員、弁護士法に基づく照会を行う弁護士なども含まれる。

「当該権限の行使に関し知った」が要件となるので、直接に当該権限の行使により知った場合は勿論、当該権限の行使のための調査準備等の過程で知った場合も含まれる<sup>(28)</sup>。又、権限を有する者が自ら行使する場合に限らず、部下等に命じ又は他に囑託してその権限を行使させその結果を報告させる場合は勿論、上司等他に属する権限をその命令により行使する場合や、上司等の指揮監督の下に従属的、補佐的に行使する場合も含まれる<sup>(29)</sup>。又、知った情報は権限行使の範囲又は目的と直接関係のない場合も含む<sup>(30)</sup>。さらに、当該権限を実際に行使しなくても、当該権限の行使を背景に会社から重要な情報を入手したり、会社に対し重要事実の開示を求めたりする場合も含む<sup>(31)</sup>。

## 2. 契約を締結している者

準内部者として内部者取引の禁止に服する者の第二の類型は、発行会社と契約を締結している者であって、当該契約の締結又は履行に関し当該会社の重要事実を知った者である。又、当該発行会社と契約を締結している者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外のものであるときその代理人又は使用人を含む。なお、発行会社と契約を締結している者が当該者が当該発行会社の役員等で

ある場合は、第1号の規定により規制され、本号により規制されるのではない（証券取引法 § 190の2 1④）。

ここにいう「契約」は、その種類、形式又は契約期間の長短を問わない。しかし、その契約は発行会社の重要事実を知ることを内容とする契約に限らないが、契約の内容としては、「契約の相手方が、会社の未公開重要事実を知ることについて、会社側が承知している特別な関係」が存在していることが必要であろう<sup>(32)</sup>。

そこで、本号に該当する発行会社と契約を締結している者としては、次のような者が考えられる。

(イ). 専門的知識をもとに業務を行う者。例えば、発行会社との間に、法律問題の助言に関する契約を締結している弁護士；税務問題の助言に関する契約を締結している税理士；会計監査の契約を締結している公認会計士；経営助言に関する契約を締結している経営コンサルタントなど。

(ロ). 広い意味の金融サービスを行う機関。例えば、発行会社との間に、有価証券引受契約を締結している証券会社、融資契約を締結している銀行、社債の受託契約を締結している信託銀行、融資契約、団体保険契約、名義書換代理契約を締結している保険会社など。

(ハ). 発行会社と取引関係を有する一般事業会社。このうち、継続的契約関係にある者としては、原材料の供給会社、製品の販売会社

製造・加工に関する下請け会社等がそれぞれの取引関係で発行会社との間に契約が締結されている。又、発行会社との間に、契約後取引が直ちに終了してしまう契約が締結されている者としては、例えば、合併、営業譲渡等の契約の相手方である。

(二). その他の契約を締結している者。例えば、会社の内部書類の印刷を依頼された印刷業者；重要な業務提携の交渉の通訳を務める通訳業者；外国との取引文書の翻訳を務める翻訳者；上場契約が締結されている証券取引所など。

契約の締結とは、契約締結前にいろいろと交渉をして、相手方の事情を知った上で契約を締結するのである。従って、「当該契約の締結に関し知った」というのは、契約の締結の前に知ったわけである。しかし、本号に掲げる行為主体は、発行会社と「契約を締結している者」とされている。従って、契約締結ための交渉過程で発行会社の重要事実を知った者が、最終的に当該会社と契約を締結したとしても、契約の締結前に行われた当該会社の株式についての売買は内部者取引禁止の規制対象とならない<sup>(33)</sup>。

又、契約を締結しようとして交渉をしたが、契約の締結に至らない場合は、通常、発行会社の重要事実を知るに至ることは殆どないと考えられる上、契約締結まで至らなかった場合までも会社関係者を広げることは、その範囲が極めて不明確となる恐れがあり、妥当

でない。契約締結の交渉の過程において、相手方会社の役員等から重要事実を知らされた場合は、その知らされた者は、情報受領者としての規制で対処すれば十分である<sup>(34)</sup>。

一方、発行会社が自社の未公開重要事実を交渉の相手に開示することは、ある程度の契約成立の見込みがないと、しないであろう。つまり、この場合、本契約が締結されていなくとも、当事者双方の間に、基本契約、仮契約、又は守秘義務契約のような覚書が締結されていることが考えられる。従って、このような契約の存在があれば、かかる契約の当事者が、本号の準内部者に該当する<sup>(35)</sup>。

発行会社の重要事実を「当該契約の締結又は履行に関し知った」ことは、契約の締結又は履行行為自体による場合のほか、締結又は履行に密接に関連する行為により知った場合をも含む。又、契約締結のための代理権（代表権）を有する者の行為又は履行義務者本人の行為により知った場合に限らず、これを補助する者の行為により知った場合、同僚、上司が現実の担当者から報告を受けて知った場合も含まれる<sup>(36)</sup>。

### 3. 派生的準内部者

発行会社と契約を締結している者が法人であるとき、当該法人の

役員等が当該契約の締結又は履行に関し発行会社の重要事実を知った場合、当該役員等以外の当該法人の役員等が当該法人における職務に関し当該重要事実を知ったときも、内部者取引禁止の規制対象主体となる（証券取引法 § 190の2 I ⑤）。これはいわゆる派生的準内部者である。詳細は前述の「派生的内部者」を参照参照されたい。

## 四．元会社関係者

前述の内部者取引禁止の規制対象主体に該当する会社関係者であって、会社関係者でなくなった後1年以内の者（以下において「元会社関係者」という）も、内部者取引禁止の規制に服する（証券取引法 § 190の2 I 本文後段）。

会社関係者でなくなれば直ちに当該会社の株式について取引をしてもよいとすれば、内部者取引禁止規制の実効性が失われてしまう。極端な場合、会社関係者が重要事実を知った途端に会社を退職して、退職金で株式を買付け、巨額な利益を得る、といったことを許してしまうことになる<sup>(37)</sup>。しかし、会社関係者でなくなったとしても、その知った情報が公開されない限り、当該会社の株式についての売買が永久に禁止されるのも行き過ぎであるし、他方、通常、1年も経てば重要事実是有価証券報告書又は半期報告書等により公表されているであろう。そこで、元会社関係者の内部者取引禁止期間を会社関係者でなくなった後1年以内にしたのである<sup>(38)</sup>。つまり、元会社関係者は会社関係者と違って、会社関係者でなくなった後1年を経れば、係る重要事実が未だに公表されていなくても、元会社関係者の当該会社の株式における取引が解禁されるわけである<sup>(39)</sup>。

この「1年」の起算時点、即ち元会社関係者が会社関係者でなく

なった時点については、次のように考えられる。当該会社の役員等の場合は、当該会社を辞めた時点、帳簿閲覧権を有する株主の場合は、帳簿閲覧権の行使資格がなくなった時点、法令上の権限を有する者の場合は、その法令上の権限を有しなくなった時点；契約を締結している者の場合は、かかる契約関係が切れた時点、派生的内部者又は準内部者の場合は、所属する法人と発行会社との関係がなくなった時点以外に、当事者が当該法人での職務を辞めた時点、である。しかし、会社関係者が会社又は法人から退職するのではなく、会社又は法人内部での配属部署が変わっただけの場合では、依然として会社関係者であり、元会社関係者ではないと解すべきであろう。

## 五. 情報受領者

内部者取引の規制対象主体に該当する会社関係者及び元会社関係者から、重要事実の伝達を受けた者（以下において「情報受領者」という）は、会社関係者と同じように内部者取引禁止に規制に服する（証券取引法 § 190の2 III）。

会社内部者から重要事実の伝達を受けた者は、当該会社の株式の取引においては、一般投資者より有利な地位に立ち、不公平である。しかし、情報受領者を内部者取引の禁止に服させるのは、ただ投資者間の情報の格差が存在するからではない。会社関係者についてのみ内部者取引の禁止に服させることにすれば、会社関係者は知った情報を他の者に伝え、株式の売買を行わせることにより、容易に規制を回避して脱法的な取引を行うことができる。その上、会社関係者からそのような重要事実の伝達を受ける者は、通常、会社関係者と何らの特別の関係があると考えられる。このような者による取引を自由に行わせれば、やはり投資者の証券市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれると考えられる。そこで、内部者取引禁止規制を補完するという意味で、情報受領者も内部者取引の禁止に服させるわけである<sup>(40)</sup>。

内部者取引の禁止に服する情報受領者とは、会社関係者から重要

事実の伝達を受けた者である。従って、情報受領者に該当するかどうかの判断においては、重要事実の「伝達」の有無が要である。「伝達」は、ただ情報が相手方に流れていくことではなく、相手方に知ってもらおうという意図の存在が必要である。つまり、伝達の意味即ち相手方に知ってもらおうという意図があるこそ、情報提供者たる会社関係者と情報受領者との間に何らかの特別の関係の存在が推論され、従って、情報受領者の規制の必要性が考えられるのである<sup>(41)</sup>。会社関係者がその者に重要事実を伝達する意図がなかったにもかかわらず、直接、会社関係者から重要事実を知ったとしても、ここにいう情報受領者に該当しない。

会社関係者が意図的に情報受領者に重要事実を伝達した場合、その伝達の方法の如何を問わない<sup>(42)</sup>。対面して口頭で伝達したのは勿論、電話等の通信手段を用い、手紙等の書面を介し又は中間に他人を介在させて伝達した場合をも含まれる。又、会社関係者が相手方が不正な取引をするであろうと思いつつ、又は不正な取引をさせる意図で情報を伝える必要はない<sup>(43)</sup>。その情報の伝達行為は、会社関係者にとってその情報源との関係で義務違反を構成するものであるか否か、対価を受けて行うものであるか否かを問わない<sup>(44)</sup>。又、情報受領者は会社関係者から情報の伝達を受ける前にすでにかかる情報を知っていたとしても、内部者取引禁止の規制に服する<sup>(4)</sup>

5)。

なお、内部者取引禁止の違反には刑事責任を有する。刑事犯として処罰される場合、刑法の原則に従って、犯罪の構成要件についての認識が必要とされる。そこで、情報受領者が内部者取引禁止の違反として処罰されるためには、提供を受けた事実が法令に定める重要事実該当するものであること及び情報の提供者が内部者又は準内部者であることを知っているのみならず、それらの内部者又は準内部者がその地位によってその事実を知ったことを認識していることを要する<sup>(46)</sup>。

情報受領者に対する現行法の規定については、特に次の二つの問題について検討する必要があると思われる。一つは、情報受領者として内部者取引禁止の規制対象主体とされるのは、第1次情報受領者に限ることである。もう一つは、会社関係者の情報受領者に重要事実を伝達する行為自体は違法ではないことである。

(1)第1次情報受領者に限る。

規制対象主体となる情報受領者は会社関係者から情報の伝達を受けたものに限る。即ち、いわゆる第1次情報受領者に限り、第2次以降の情報受領者は内部者取引禁止の規制を受けない。この点については、取引市場の公平性を害する、国民の証券市場に対する信頼

が損なうという情報受領者の当罰性と言え、1次も、2次以降の情報受領者も同じではないか、と第1次情報受領者に限る現行規定を批判する刑法学者の意見がみられる<sup>(47)</sup>。しかし、前述したように、情報受領者を規制対象主体にするのは、単に投資者間の情報の不平等を是正するためではなく、内部者取引禁止規制を補完するための意味を有するのである。2次以降の情報受領者まで規制対象主体の範囲を広げれば、2次以降の情報受領者については情報源との特別関連性が薄れてしまい、又、2次以降になると情報内容がぼやけてしまい、そのような者にとっても、情報が特別の関係で取得されるものであるとの認識が実際に不明確になっている<sup>(48)</sup>。第2次以降の情報受領者をも内部者取引禁止の対象主体とすれば、その情報伝達過程の各段階について情報受領者と情報源との関係、情報内容の検討性を検討した上、内部者取引禁止の対象主体とされるべき情報受領者を決めなければならない。こうすれば、法の適用容易性が損なわれる。その認定にめぐる紛争も起こしかねない。従って、処罰従って、処罰範囲を明確にし、無用な社会的混乱を生じないように、政策的判断で第1次情報受領者に絞っているわけである。

法は、規制対象主体を第1次情報受領者に限定するが、第1次情報受領者が意図的に他の者を使い、かかる者も又そのことを十分承知の上でこの行為に加担をするというような場合においては、刑法

上の道具理論をもって、規制範囲を若干広げることができると考えられる<sup>(49)</sup>。

(2)重要事実の伝達自体は禁止されていない。

情報受領者が発行会社の重要事実を知って当該会社の株式売買を行えば、内部者取引禁止の違反として処罰されるが、発行会社の重要事実を情報受領者に伝達した会社関係者は処罰の対象ではない。

有価証券の投資判断に影響を及ぼす未公開の重要な事実を他の者に伝達することは、しばしば正当な営業活動の一環として行われる。例えば、資金の借入に際し銀行の融資担当者に、合併に関する法律問題の相談のために弁護士に、等である。又、発行会社が、重要事実のタイムリー・ディスクロージャーの手段として情報を新聞記者に伝達するようなむしろ奨励されるべき正当な目的をもって行われる場合もある。従って、情報受領者が内部者取引を行う危険性があるので、重要事実の伝達を禁止するということは实际的でもなければ合理的でもない<sup>(50)</sup>。

証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を害するのは、発行会社の重要事実を知った者が証券市場において取引を行ったことである。それ以前の、単なる重要事実の伝達行為について、これを直ちに処罰するまでの必要性に乏しいのである<sup>(51)</sup>。

しかし、重要事実の伝達そのものが禁止されていないことは、重要事実の伝達が全て内部者取引禁止に違反して処罰されないことを意味するのではない。情報受領者が違法な内部者取引を行うことを知ってかかる重要事実を伝達した者は、情報受領者の内部者取引の共犯として処罰されることになる。

又、いわゆる実際取引を行う者を道具として利用するということになる、その重要事実の伝達を行った会社関係者が、共犯ではなく、自ら内部者取引を行った者として処罰されることがあるであろう。

### 第三章 第一節 ～注釈～

- (1). 神崎克郎「インサイダー取引の禁止（上）」インベストメント 1988年6月号5頁。
- (2). 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(1)」商事法務第1148号8頁（1988年6月）。
- (3). 神崎克郎・前掲注(1) 5頁(注5)。
- (4). 取締役、監査役に準ずる者とは、例えば、仮取締役、仮監査役、取締役職務代行者（商法§270）、監査役代行者（商法§280 I, 同§270）。神崎克郎・前掲注(1) 7頁。
- (5). 例えば、支配人（商法§38）または業務に関する一定の代理権を与えられた弁護士等である。横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(2)」商事法務第1149号24頁（1988年6月）。
- (6). 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 126頁（1989年4月）。
- (7). 神崎克郎・前掲注(1)11頁(注16)。
- (8). 横畠裕介・前掲注(2)24頁。
- (9). 野村証券編著・事例インサイダー取引51～53頁参照（1988年12月）参照。
- (10). 座談会記録「証券をめぐる不公正取引の検討(1)インサイダー取引規制の諸問題」商事法務第1160号19頁芝原発言（1988年10月）。
- (11). 座談会記録・前掲20頁龍田発言。
- (12). 野村証券・前掲注(9)53頁。
- (13). 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(2)」商

事法務第1149号24頁（1988年7月）。

- (14). 内部者取引規制研究会編著・一問一答，インサイダー取引規制32頁（1988年7月）。
- (15). 野村証券・前掲注(9)93頁。
- (16). 証券取引法研究会「証券取引法の改正について－インサイダー取引の規制について－(3)」インベストメント1989年2月号24頁神崎報告。
- (17). 証券取引法研究会「証券取引法の改正について－インサイダー取引の規制について－(1)」インベストメント1988年10月号35頁神崎報告。
- (18). 神崎克郎・前掲注(1)11頁(注20)参照。
- (19). 横畠裕介・前掲注(13)25頁。
- (20). 野村証券・前掲注(9)133頁。内部者取引規制研究会・前掲注(14)28頁参照。
- (21). 神崎克郎・前掲注(1)11頁(注14)。
- (22). 神崎克郎・前掲注(1)11頁(注21)。証券取引法研究会「証券取引法の改正について－インサイダー取引の規制について－(2)」インベストメント1988年12月号31頁神崎報告。
- (23). 神崎克郎・前掲注(1)8頁。
- (24). 神崎克郎・前掲注(1)11頁(注24)。
- (25). 横畠裕介・前掲注(2)25頁。しかし、立法権に属する国会議員の国勢調査権はここにいう法令に基づく権限に該当するかどうかについては、議論がある。該当するとする説が多数みられるが、国勢調査権が極めて漠然とした権限だから、必ずしも該当するとは言えないとの意見もみられる。

- (26). 関根攻・前掲注(6)130頁参照。
- (27). 関根攻・前掲131頁。
- (28). 関根攻・前掲。
- (29). 内部者取引規制研究会・前掲注(14)41頁。
- (30). 野村証券・前掲注(9)26頁参照。
- (31). 内部者取引規制研究会・前掲注(14)40頁。
- (32). 野村証券・前掲注(9)102頁。
- (33). 研究会記録・前掲注(22)46頁森本発言。
- (34). 横畠裕介・前掲注(2)26頁。
- (35). 横畠裕介・前掲。内部者取引規制研究会・前掲注(14)143頁。
- (36). 横畠裕介・前掲注(2)26頁。
- (37). 野村証券・前掲注(9)201頁。
- (38). 関根攻・前掲注(6)136頁。
- (39). もっとも、会社の重要事実が、1年経過しても公表されていないことは殆どないので、この違いは大した意味を有しないとされている。証券取引法研究会記録「証券取引法の改正について(4) インサイダー取引の改正について」インベストメント1989年4月号47頁神崎報告。
- (40). 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(4)」商事法務第1151号27頁(1988年9月)。なお、発行会社と契約を締結している者、発行会社に対する権限を有する者等準内部者も会社の内部者から情報の伝達を受けたものである。準内部者と情報受領者との違いは、準内部者の場合は、契約、権限に基づいて内部者から情報の伝達を受ける権利を有するのに対して、情報受領者はそのような権利を有しないという

ことである。

- (41). 横畠裕介・前掲28頁参照。
- (42). 横畠裕介・前掲27頁。
- (43). 研究会記録・前掲注(22)53頁三井発言。
- (44). 研究会記録・前掲38頁神崎報告。
- (45). 横畠裕介・前掲注(40)28頁。
- (46). 神崎克郎・前掲注(1)12頁(注33)。
- (47). 研究会記録・前掲注(22)55頁三井発言。
- (48). 証券取引法研究会「証券取引法の改正について－インサイダー取引の規制について－(1)」インベストメント1988年10月号31頁神崎報告。
- (49). 研究会記録・前掲注(22)54頁神崎発言。
- (50). 神崎克郎・前掲注(1)5頁(注11)、研究会記録・前掲注(22)52頁神崎発言参照。
- (51). 横畠裕介・前掲注(40)28頁。

## 第二節

# 中華民国法における内部者取引禁止の対象主体

### 一. 概説

証券交易法第 157条の 1 第 1 項各号は、内部者取引禁止の対象主体を定めている。第 1 号においては、会社の典型的内部者のうち、会社の経営に直接に携わる者として、取締役、監査役及び經理人が掲げられている。第 2 号においては、会社の典型的内部者のうち、会社の経営に直接携わっていない者として、当該会社の発行済み株式総数の百分の十を越える株式を有している株主が掲げられている。第 3 号においては、いわゆる準内部者を含めて、職業又は支配関係に基づいて情報を知り得た者が掲げられている。第 4 号においては、情報受領者として、前 3 号に掲げる者から情報を知った者が掲げられている。証券交易法第 157条の 1 第 1 項各号に掲げる者が、当該会社の株価に重大な影響を及ぼす情報を知って、当該情報が公開される前に、当該会社の上場株券又は証券会社の店頭で売買される株券を売買することは、内部者取引となり、それにより、刑事責任、民事責任を負わなければならない。以下、内部者取引禁止における

規制対象主体の範囲について、証券取引法第 157条の1 第1項各号に従い個別的に検討したいが、その前に、証券取引法では、内部者取引の行為主体は、個人に限らず、法人も内部者取引の行為主体となりうることを検討する必要があると思われる。

## 1. 法人による内部者取引

証券取引法第 157条の1 第1項においては、内部者取引禁止の対象主体を、第1号で「当該会社の取締役、監査役、経理人」、第2号で「当該会社の発行済み株式総数の百分の十を超える株式を有する株主」、第3号で「職業又は支配関係に基づき情報を知った者」、第4号で「前3号に掲げる者から情報を知った者」、と極めて簡明に定めている。このような定め方から、内部者取引禁止の対象主体とされる者は、上述各号に、特に第1号及び第2号に掲げる身分又は関係を有する者本人に限ると解さざるを得ない。中華民国では、法人が取締役や監査役に選任されることが認められており（後述）、上場会社等の公開会社の発行済み株式総数の百分の十を超える株式を有する大株主が法人であることが多く、そこで、役員である法人や大株主である法人による内部者取引が可能であるかが問題となる。

証券取引法第 179条は、「法人が本法の規定を違反した場合、本

章（第7章〔罰則〕）各条の規定により当該行為を為した当該法人の責任者（負責人）を処罰する。」と定めている。つまり、証券取引法においては、刑事責任が課される行為であっても、法人がその行為主体となることができるとされている<sup>(1)</sup>。従って、現行法の下では、法人による内部者取引が可能と解すべきである。

そこで、法人による内部者取引の構成は次のようなものとなるであろう。即ち、「法に掲げる身分を有する法人が当該発行会社の未公開情報を知って」、その情報が公開される前に、「当該法人の名義で、当該発行会社の株式の売買を行った」、ということである。

まず、「法人が発行会社の未公開情報を知った」をどう認定すべきかということが問題となる。この点については、法人の事務執行機関がかかる情報を知った場合は勿論<sup>(2)</sup>、当該法人において株式売買を担当する職員がかかる情報を知った場合でも、当該法人が発行会社の未公開情報を知ったと解すべきであろう。

次に、法人は組織体なので、法人の行為とは自然人が法人を代表又は代理して行われるものであり、そこで、法人を代表又は代理して問題の取引を行った自然人の責任のいかんが問題となる。この問題については、前述の証券取引法第179条の定めには注意しなければならない。証券取引法第179条により、法人が証券取引法の規定に違反した場合、その処罰対象とされるのは、単なる「行為者」では

なく、「当該行為を為した当該法人の責任者」である。従って、法人を代表又は代理して問題の取引を行った者に、直ちに内部者取引禁止違反の刑事責任が課されるのではなく、その者が当該法人の責任者でなければ、刑法上共犯の理論に従って、その刑事責任の有無を判断すべきと解すべきであろう。

「法人の責任者」については、証券取引法上定義がないので、会社法と民法の規定に従うしかない。会社組織の場合、会社法第8条には会社責任者を明確に定義している。即ち、合資会社、合名会社においては業務執行又は会社を代表する株主であり、有限会社、株式会社においては取締役である（第1項）、又、会社の経理人、清算人、株式会社の発起人、監査役、検査役、（更生手続き中の）管財人或は監督員も、その業務執行範囲内においては、会社責任者とされる（第2項）。会社組織でない法人については、民法は特にその責任者について定義をしていないが、解釈上、法人の一切の事務について法人を代表する理事（民法§27II）がその責任者となるであろう。

法人が証券取引法の規定に違反した場合、処罰対象とされるのは、当該法人の全ての責任者ではなく、当該行為を為した責任者である。従って、内部者取引の場合、その処罰対象は、問題の取引を為した当該法人の責任者である。ここでは、「問題の取引を為した」とい

う要件に該当するか否かは形式的に判断するのではなく、実質的に判断すべきであろう。つまり、当該法人の責任者に該当する者であって、当該法人で株式の取引を担当する者であれば、かかる者が自ら当該取引を行った必要がなく、部下等による問題の取引が行われた場合でも、かかる者が問題の取引を為した法人の責任者として、内部者取引禁止の違反の処罰対象となる。なお、問題の法人において、問題となる取引を担当する責任者が特定されていない場合、当該法人を代表する者を処罰対象とすると解すべきであろう<sup>(3)</sup>。

又、法人の内部の者が、法人における職務の執行に関し、発行会社の未公開重要情報を知り、当該法人の名義ではなく、自らの名義で当該発行会社の株式を売買する場合は、第3号の「職業に基づき情報を知った者」として内部者取引禁止の規制に服すると解すべきであろう。

## 2. 元会社内部者に関する規定の欠如

証券交易法第157条の1第1項各号の個別的検討に入る前に、述べておくべきことはもう一つある。それは、中華民国法においては日本法のような元会社関係者についての規定を有しないことである。

前述の「新亜電器会社事件」（本論文90頁）においては、この元

関係者に関する規定の欠如が問題となった。本件被告葉氏は新亜電器会社の大株主であり、新亜電器会社と株価に影響を及ぼしうる契約を締結した。当該契約の締結という事実が公開される前に、葉氏は新亜電器会社株を次々と売った。証券管理委員会は葉氏の行為は第 157条の 1 違反の行為だと認定し、葉氏を送検した。しかし、葉氏は第 157条の 1 第 1 項第 2 号の大株主としてか、又は第 3 号の職業に基づき情報を知り得た者として第 157条の 1 に違反したかについては、証券管理委員会と本件検察官の見解は必ずしも一致しなかった。後述するように、第 157条の 1 第 1 項第 2 号が定める大株主として内部者取引禁止の対象主体となるためには、発行会社の未公開重要情報を知ったことと大株主の身分を有することとの因果関係が求められていない。又、第 157条の 1 第 1 項第 3 号が定める職業又は支配関係に基づき情報を知り得た者については柔軟に解釈すべきであり、発行会社と重要な契約を締結した者はこの第 3 号が定める対象主体に該当すると解すべきである。従って、本件被告に対しては第 2 号の大株主としても、第 3 号の職業に基づき情報を知り得た者としても、第 157条の 1 の違反として刑事責任を問うことができる。問題は、本件の場合、葉氏の配偶者の名義での株式売却も大量に行われたことにある。第 157条の 1 第 5 項により証券取引法第 22条の 2 第 3 項を適用した結果、いわゆる典型的内部者の配偶者、

未成年の子の名義での株式取引も当然、内部者本人の株式取引と見做される。従って、葉氏の行為を大株主による内部者取引だと認定すれば、その配偶者の名義での取引も当然、葉氏の行為と見做され、葉氏に対して民事責任を追及する場合、より多くの損害賠償請求ができるという利点がある。しかし、中華民国法ではいわゆる元会社内部者に関する規定がないので、葉氏の行為を大株主による内部者取引だと認定すれば、葉氏が株式を次々に売って、そして大株主の身分がなくなった以後の取引は、大株主による内部者取引に該当するか否かは問題となる。

証券交易法第 157条の 1 第 1 項第 3 号の「職業又は支配関係に基づいて情報を知り得た者」の場合、職業又は支配関係に基づいて情報を知った者であれば、内部者取引禁止の対象主体となる。その者は取引の時点においても当該職業に従事し又はその支配関係にいるかどうかは問題にならないと解すべきである。これに対して、第 1 号の「発行会社の取締役、監査役、経理人」又は第 2 号の「発行会社の発行済み株式総数の百分の十を有している株主」の場合、その地位にいることが内部者取引禁止の対象主体となる要件となっている。従って、その者がかつてその地位にいた者であって、かつてその地位にいたときに発行会社の重要情報を知ったとしても、法に別段の定めがない限り、その取引の時点にその地位にいない者を

この第1号又は第2号の対象主体として内部者取引の禁止に服させることはできないと解さざるをえない。内部者取引禁止の対象主体とされた者が、法の掲げる地位にいなくなった途端に、今まで禁止されていた取引を自由に行うことができるようになれば、内部者取引禁止規制に大きな抜け穴ができてしまう。解釈論としては、発行会社の重要情報を知った元役員、元経理人を第3号の職業に基づいて情報を知り得た者として内部者取引の禁止に服させることが可能であるが、元大株主の場合は、このような解釈ではカバーできない。又、後述するように、現行法の下では、発行会社の役員、経理人に対しては、第3号の職業に基づいて情報を知り得た者より厳しい規制が加えられている。従って、元役員又は元経理人を第3号の職業に基づいて情報を知った者だと解して内部者取引の禁止に服させても、かかる者が、本来、役員又は経理人として受けるべき厳しい規制を免れることができってしまうのである。

上述の新亜電器会社事件においては結局検察官は葉氏を第157条の1第1項第2号及び第3号両方とも該当する者として起訴した。しかし、本件裁判官は葉氏と新亜電器会社との契約は常識的に考えれば株価の上昇をもたらす情報であると認定し、従って、葉氏が情報を知った後新亜電器会社株を売ってしまったことは明らかに情報を知ったことと関係なく行った行為だと判断し、葉氏に無罪判決を下

した。本件において表した元会社内部者の問題は裁判により明らかにされることはできなかった。

第 157条の 1 が元会社関係者に関する規定を設けていないので、前述のような問題が生ずる。会社の株価に重大影響な影響を及ぼす内部情報を会社関係者が、会社関係者でなくなれば直ちに禁止されていた内部者取引を自由に行うことができるということとすれば、内部者取引禁止規制に大きな穴ができてしまうこととなる。従って、立法論としては、元会社関係者をも内部者取引の禁止に服させる規定を設けるべきだと考えられる。

以下、内部者取引禁止の対象主体を定める証券取引法第 157条の 1 第 1 項各号の規定を検討したい。なお、証券取引法第 157条の 1 第 5 項は、証券取引法第 22条の 2 第 3 項の役員等の関係者の持ち株に関する規定の準用を定めており、これについても本節において検討することにする。

## 二. 発行会社の役員<sup>(4)</sup> :

証券取引法第 157条の 1 第 1 項第 1 号は、発行会社の未公開重要情報を知った当該会社の取締役又は監査役（以下において「役員」という）を内部者取引禁止の対象主体として掲げている。中華民国の監査役制度は、監査役の資格要件として行為能力を有する株主であることが求められている点（会社法 § 216 I ）を除けば、日本のそれと大差がない。これに対して、中華民国の取締役制度は日本のそれと違うところがあるので、以下においては、まず、中華民国の取締役制度について簡単に説明したい。

### 1. 中華民国の取締役制度

取締役の資格要件としては行為能力を有する株主であることが求められている。株主総会において、行為能力を有する株主から、3 人を下らない取締役を選任し、選任された取締役が取締役会を構成する（会社法 § 192 I ）。取締役会において取締役の互選により、一人の会長（董事長）を選任し、又、定款の定めにより、一人の副会長（副董事長）を選任することができる（会社法 § 208 I ）。又定款の定めにより、取締役の互選により 3 人を下らず、取締役員数

の3分の1を越えない数の常務取締役を選任し、常務取締役会を設置することができ、常務取締役会が設置されている場合においては、取締役会会長及び副会長の選任は常務取締役会により行われる（会社法 § 208 II ）<sup>(5)</sup>。

会社の業務執行を決定する機関は取締役が構成員となる取締役会である（会社法 § 202 ）。常務取締役会が設置されている場合、取締役会の休会期間中において、常務取締役会が随時集会して、法令、定款、株主総会決議及び取締役会決議に従い、取締役会の職務を執行する（会社法 § 208 IV ）。取締役会会長は、会社の内部においては、株主総会、取締役会及び常務取締役会の議長を務め、会社の外部においては、会社を代表する。取締役会会長が事情により職務の執行ができない時、副会長が会長の代理を務め、副会長を設置しておらず、又は副会長も事情により職務の執行ができない場合は、会長が常務取締役1人を代理として指定し、常務取締役を設置していない場合、取締役1人を代理として指定する。取締役会会長が代理人を指定しなかった場合、常務取締役又は取締役の互選により1人を選任し、取締役会会長の職務を代理する（会社法 § 208 III ）。つまり、日本では会社を代表する権限を有する代表取締役は数人でもよいのに対して、中華民国では株式会社の代表権を明確にするために、代表権を有する者を取締役会会長に限定しているのである。又

常務取締役会の設置が法により明確に認められている。しかし、常務取締役会は取締役会の休会期間において日常的な業務執行について決議する機関であり、取締役会の上に立つ機関ではなく、重要な業務執行の決定はやはり取締役会の権限である。

## 2. 内部者取引禁止の対象主体となる役員

証券取引法第 157条の 1 第 1 項は、内部者取引禁止の対象主体となる役員については、発行会社の役員であることと発行会社の未公開重要情報を知ったこと、のみを要件にしている。つまり、発行会社の未公開重要情報を知った役員が内部者取引禁止の対象主体となるためには、その知った情報が役員という地位にいるゆえに知り得た情報であるか否か、即ち役員という地位にいることと未公開重要情報を知り得たこととの因果関係は問題とされない。

前述のように、内部者取引の当罰性、次の点にあると考えるべきである。すなわち、一般投資者が知り得ない情報を知り得る地位にいる者が、その地位ゆえに、発行会社の有価証券の価格に重大な影響を及ぼす情報を知って、当該会社の有価証券について、証券市場において当該情報を知らない一般投資者を相手に取引を行えば、一般投資者が極めて不利な立場に立つこととなり、一般投資者の証券

市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれ、ひいては証券市場の健全な発展が阻害されてしまうことになる。そこで、このような取引を証券市場から排除すべきということである。

それにもかかわらず、第 157条の 1 は発行会社の役員である者が発行会社の未公開重要情報を知ったとすれば、それがかかる者が役員という地位にいるゆえに知った情報であるか否かを問わず、内部者取引禁止の対象主体とするのである。このような立法は前述の内部者取引の当罰性と一致しないではないかと思われるであろう。しかし、これは立法者が中華民国の証券市場の実情を鑑みた立法だと思われる。

発行会社の取締役は会社の業務執行機関の構成員であり、発行会社の監査役は会社の業務及び会計を監査する機関であるので、その地位にいる者は当然に発行会社の内部事情に詳しいと一般に考えられ、これらの者による自社株の売買は常に一般投資者の注目を集めるのである。その上、中華民国では上場会社の役員が証券市場において自社株を売買することは、頻繁に行われている<sup>(6)</sup>。役員による自社株における行動は中華民国の証券市場に対して極めて大きな影響を及んでいる。このような状況の下で、発行会社の役員による自社株の売買がかかる役員が当該会社の未公開重要情報を知って、当該情報が公開される前に行われたものであることが判れば、当該情報

が当該役員が役員としての地位ゆえに知り得た情報であるか否かと関係なく、そのような行為は一般投資者の証券市場に対する不信感をもたらしやすいものだと考えられる。そこで、情報を知ったことと役員という地位にいることとの因果関係を立証する手間を省くことができるという利点もあって、立法者は、役員という地位にいることに重点を置き、発行会社の未公開重要情報を知った役員を、それが役員であるゆえに知り得たか否かを問わず、内部者取引禁止の対象主体にしたのであろう。言い替えれば、投資情報を知ることに特権的地位にいる者がその特権的地位を濫用することを防ぐことが、内部者取引規制の目的であれば、立法者は、摘発の容易性を図る意味もあって、内部者取引禁止の守備範囲を一步手前に広げたのであろう。一方、公開会社の役員も、そのような重要な地位に就く者だから、自らの自社株における行動の一般投資者に対する影響の重大さについて自覚をもつべきであろう。従って、公開会社の役員が当該会社の未公開重要情報を知ったとき、それが役員としての地位ゆえに知り得た情報であるか否かを問わず、当該情報が公開される前に、自社株の売買を自粛せよ、と求められても過酷な規制とは言えないであろう。

発行会社の役員はその地位にいるという外見上の条件だけで、その自社株における行動は一般投資者の注目を集め、証券市場に対する

影響が大きいと考えられる。又、これがために、第 157条の1は、内部者取引禁止の対象主体とされる役員については、発行会社の未公開重要情報を知ったことと役員という地位にいることとの因果関係を問題としなかったと考えられる。従って、本号の発行会社の役員であるか否かを判断する際には、形式的に認定すると解すべきである。即ち、取締役会会長、副会長、常務取締役、平取締役、常勤監査役及び平監察役など法律上、又は実務上の肩書きを問わず、株主総会において選任され、主務機関において登記されている取締役又は監査役であれば、その者が実際に役員として行動しているかどうかを問わず、内部者取引禁止の対象主体となる。これに対して、株主総会において選任された役員ではないが、實際上役員の職務を携わる者いわゆる実質上の役員は、原則的には、本号の発行会社の役員として内部者取引の禁止に服しないと解すべきである。なぜならば、株主総会において選任された役員は、そのリストを主務機関に登記すべきなので（会社法 § 419 I ⑧； § 420 I ⑤； § 427）、その外見的要素が明確であるからである。これに対して、実質上の役員の場合、当該者が実際に役員の職務を携わり、又、発行会社の業務執行の決定に莫大な権限を持つかも知れないが、それはあくまでも会社内部の事情であり、一般投資者はそれを知ることができない。従って、当該者による自社株の取引は株主総会による選任され、主

務機関に登録されている役員による取引のように、一般投資者の注目を集め、証券市場に大きな影響を与えることはないと考えられる。実質上の役員については、その事件ごとに検討した上、第3号の職業に基づく情報を知った者又は第4号の情報受領者として、内部者取引の禁止に服させればと考えられる。

しかし、株主総会において選任された役員ではないが、裁判所により任命された更生手続き中の管財人又は監督員については、例外的に本号に掲げる役員に該当すると解すべきであろう。中華民国では、日本と違って、上場会社が更生手続き中であっても、当然に上場廃止にならない<sup>(8)</sup>。現実には、1989年6月現在、上場会社166社のうち、14社が更生手続き中の会社である<sup>(9)</sup>。更生手続き中の会社においては、原則として更生手続き開始時在職中の取締役が管財人を務めるが、それが不相当だと認められるときには、裁判所により、債権者又は（取締役以外の）株主から管財人を選任することもできる（会社法§290）。更生手続き中の会社においては、管財人が実質的に役員役割を果たし、又、その地位は裁判所の任命により明確にされている。従って、前述した本号の立法上の考慮を考えれば、更生手続き中の会社の管財人をも本号の役員として内部者取引の禁止に服させるべきと考えられる<sup>(10)</sup>。

一方、更生手続き中の会社においては、会社の業務運営及び財産管

理の権限は管財人に移し、会社の役員が停止する（会社法§293 1）。しかし、前述したように、本号の役員は形式的に判断すべきなので、権限停止中の役員であっても、内部者取引禁止の対象主体となると解すべきであろう。

なお、本条第5項により、証券取引法第22条の2第3項の規定を適用する結果、役員の関係人の名義での株券売買も内部者取引規制の対象となる。しかし、これは役員の関係人の名義での株券売買を役員本人の行為にするものであり、役員が内部者取引規制の対象主体となるわけではない（詳しくは後述）。

### 3. 法人役員の問題：

中華民国では、政府又は法人が会社役員に選任されることが認められているので、内部者取引規制における役員の問題が複雑となる。政府又は法人役員については、会社法第27条が以下のように定めている<sup>(11)</sup>。

第1項：政府又は法人が株主である場合においては、取締役或は監査役に選任されることができる。但し、職務の執行は自然人を指定し、法人を代表して行わなければならない。

第2項：政府又は法人が株主である場合においては、その代表人

が取締役或は監査役に選任されることができる。代表人が数人である場合においては、各々に選任されることができる。

第3項：前2項の代表人を、その職務関係により、随時に解任し、新たな者を任命し、任期を補足させることができる。

第4項：第1項、第2項の代表権に課す制限は、善意の第三者に対抗し得ない。

つまり、政府又は法人が株主である場合においては、発行会社の経営に参加する形態が二つある。

一つは、政府又は法人が自らの名義で役員に当選し（以下では「政府又は法人役員」という）、そして、自然人を代表人と指定し、役員職務執行を行わせる形態である。

もう一つは、政府又は法人が予め代表人を指定し、その代表人が政府又は法人代表の名義で役員に当選する（以下では「政府又は法人代表人役員」という）形態である。この場合、一つの法人の代表人は一人に限らず、数人の代表人を指定し、その数人の代表人が各々に役員に当選することもできる。

さらに政府又は法人役員代表人も、政府又は法人代表人役員も、政府又は法人が都合により、随時解任し、新たな代表人を任命することができる。

この法人役員を認める規定、特に一個の法人が数人の代表人を指定し、各々に役員に当選できる第2項の規定は、株主平等の原則に反するものであると批判されるべきである<sup>(12)</sup>。しかし、とにかく、現行法は法人役員を認めており、又、現実には、上場会社の役員のうち、法人役員又は法人代表人役員がかなりの割合を占めている。

「政府又は法人役員」の場合では、発行会社の役員は政府又は法人であり、その代表人ではない。しかし、実際に役員職務を執行するのは代表人であり、内部情報を得たのも代表人である。従って、内部者取引規制の立法目的を達成するためには、代表人個人の株式売買行為も内部者取引禁止規定の規制対象となると解すべきであろう。

一方、「政府又は法人代表人役員」の場合では、発行会社の役員はその代表人であり、政府又は法人ではない。しかし、政府又は法人がその代表人に対して指揮権を有し、その代表人も政府又は法人に対して発行会社の業務状況を報告する義務を有するので、内部者取引禁止の対象主体としては、政府又は法人をその代表人、即ち名義上の役員と同一視すべきであろう。

即ち、内部者取引規制が簡単に回避されてしまうことのないように、「政府又は法人役員」の場合はその代表人、「政府又は法人代表人役員」の場合には政府又は法人、これらの者は、名義上、発行会

社の役員ではないが、発行会社の役員と見做すべきである。

又、法人役員の問題と関連して、信託投資会社が上場会社の役員である場合においては、信託基金で当該上場会社の株式を売買する場合は内部者取引規制の適用があるかどうかの問題となる。信託投資会社の資金運用については、自己資金と信託資金と証券投資信託資金を分別して独立の帳簿を設け、お互いに流用してはならないと定められている（信託投資会社管理規則 §51）。そこで、自己資金と信託基金を別々の口座で運用する信託投資業界は、自己資金口座の持ち株で上場会社の役員又は大株主となった場合においては、信託資金口座で当該上場会社の株式を売買する行為は、内部者取引規制の適用がないと主張してきた。信託投資業界のこの主張に対しては、証券管理委員会は、信託投資会社が上場会社の役員、大株主となっている場合においては、信託投資会社が当該上場会社の株券について売買を行えば、それが自己資金をもって行ったか、信託資金をもって行ったかを問わず、内部者取引規制に関する諸規定の適用がある、という解釈令を出した<sup>(13)</sup>。信託資金で所有している上場株券であっても、実際には信託投資会社の支配下にあるので、証券管理委員会の解釈令を支持すべきだと考えられる。

### 三. 発行会社の経理人

発行会社の未公開重要情報を知った当該会社の経理人は役員と同列化され、証券取引法第 157条の1 第1項第1号に掲げる内部者取引禁止の対象主体とされている。

#### 1. 経理人の意義

証券取引法においては、経理人の定義が定められていない。「証券取引法上の経理人の取扱は、会社法上の経理人に関する規定に従う」という証券管理委員会の解釈令があるが<sup>(14)</sup>、会社法においても、経理人の定義は定められていない。民法上は、経理人を「商人のために事務管理及び署名する権限を有するもの」と定義している（民法 § 553 I）。又、経理人は、第三者に対する関係においては、商人、商人の支店又はその事務又はその一部について、管理上一切の必要行為をなす権限を有すると見做される（民法 § 554 I）。経理人は、その担当事務について、商人を代表して原告もしくは被告となり、又はその他一切の裁判上の行為を為す権限を有すると見做される（民法 § 555）。商人は数人の経理人に授権することができ

る。但し、経理人のうち二人の署名があれば商人に対し効力が生ずる（民法§556）。以上、民法の規定から見れば、中華民国民法上の経理人は、日本の商法第37条以下の支配人に類似するものであると言えよう。

しかし、民法上の一般規定は、会社組織のみならず、組合、個人商人にも及ぶ。一方、会社法は、会社の経理人の設置、権限、責任等に関する特別規定が設けられている。以下では、会社法上の経理人に関する規定に従い、「会社の経理人」の意義を検討したい。

会社の経理人は、その職務執行の範囲内においては、会社の責任者（公司負責人）である（会社法§8II）。会社は定款の定めるところにより経理人を設置することができる。経理人が2人以上である場合においては、1人を総経理とし、残りの者を経理としなければならない（会社法§29I）。又、会社は、定款の定めにより、総経理又は経理の補佐として、副総経理、協理、又は副理を1人又は数人を設置することができる（会社法§38）。経理人に関する規定は、副総経理、協理又は副理にも適用する（会社法§39）。経理人の選任、解任及び報酬の決定は、株式会社の場合は、取締役過半数の同意を要する（会社法§29II）。総経理を設置している会社においては、他の経理の選任、解任は、総経理が提案して、取締役過半数の同意をもって決める（会社法§29III）。経理人の権限は定款の

定め以外に、契約により決めることもできる（会社法 § 31）。経理人は、会社が会社法に基づき作成した書類に署名し、責任を負わなければならない。経理人が数人の場合においては、総経理が全ての書類に署名し責任を負い、その他の経理人が各々の担当部分に署名し責任を負わなければならない（会社法 § 35）。経理人の氏名、役職、住所、就任若しくは退任の年月日、及び株主であるか否か、取締役を兼務しているか否か、は会社登記事項であり、経理人の選任、解任又は配属変動があった度に、会社の会長は主務機関に対して登記変更の申請をしなければならない（会社法 § 402 I）。又、公開会社の場合においては、経理人が株主であれば、就任後にその持ち株数を主務機関に申告し、公告しなければならない。任期中に持ち株数の増減があったときも、また同様である（会社法 § 37）。

つまり、会社法上の経理人とは、総経理等法定の役職名をもって、会社の定款により設置される任意機関であり、会社の内部においては、会社の委任を受けて会社の事務を管理し、会社の外部に対しては、委任された事務に関する一切の裁判上また裁判外の行為について会社を代理する権限を有するものである。。しかし、経理人の会社を代理する権限は、取締役のようなその地位に就く者に当然に与えられている法定代理権ではなく、会社の代理権授与により生じたものである。つまり、経理人は会社の業務執行を補佐する機関にす

ぎず、会社の業務執行機関はあくまでも取締役会である。

## 2. 内部者取引禁止の対象主体となる経理人

証券取引法第 157条の 1 第 1 項 1 号が定める内部者取引規制の対象主体となる経理人とは、発行会社の未公開情報を知った経理人である。当該経理人の「職務に関し」未公開重要情報を知ったという要件が求められていない。従って、上場会社又は店頭登録会社の経理人が当該会社の重要情報を知った場合においては、その情報を当該経理人が職務に関し知ったかどうかを問わず、その情報が公開される前に、当該経理人が当該会社の株券を売買すれば、内部者取引禁止規定の違反となる。

前述したように、会社の経理人は、役員が会社の業務全般に権限を有し責任を負うのと違って、通常、その委任された部分に限り、権限を有し、かつ責任を負うのである。それにもかかわらず、第 157条の 1 は発行会社の経理人に対しては、その職務内容のいかん、その知った情報とその職務に基づいて知り得たものであるか否かを問わず、発行会社の未公開重要情報を知って当該発行会社の株券の売買を行えば内部者取引に該当させ、証券取引法違反の責任を問う。立法者が発行会社の経理人に対してこのような厳しい規制を課した

ことは、以下のような考慮によるものであらうと考えられる。

内部者取引規制を論ずる必要があるのは、あらゆる形態、規模の会社ではなく、上場会社又は店頭登録会社に限られる。このような会社は一定の規模を有し、従ってその内部制度も整備されていると思われる。このような会社においては経理人をみだりに設置するとは考えにくい<sup>(15)</sup>。つまり、上場会社又は店頭登録会社においては、定款が定める総経理、副総経理、協理、経理、又は副理等の役職名で、法定手続きに従って選任され、かつ主務機関において登記されている経理人は、会社内部においては、相当な地位を有する幹部であり、会社の経営に実際に携わっている者であると考えられる。つまり、上場会社又は店頭登録会社の経理人である者は、その外見的要素だけで、会社内部に重要な地位にある者であると一般に考えられ、これらの者による自社株における行動は、常に一般投資者の関心を集めている。従って、これらの者が自社の未公開重要情報を知って、当該情報が公開される前に、自社株を売買することが判れば、当該情報がその経理人の職務に基づいて知った情報であるか否かが究明される前に、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する疑いをもたらすこととなるであらう。内部者取引規制は、ただ内部者取引を行った者を処罰することを目的にするのではない。内部者取引が行われたため、投資者の証券市場の公平性に対する信

頼が損なわれることを防ぐことこそ内部者取引規制の目的である。そこで、この目的を達成するためには、立法者は、発行会社の経理人に対して、発行会社の未公開重要情報を知ったことと経理人職務内容との因果関係を立証する手間をはぶくことにより経理人による内部者取引の摘発を容易にしたのであろう。

一方、発行会社の経理人は、発行会社において重要な地位に就く者なので、会社の重要情報を知った場合においては、それが「職務に基づいて」知ったか否かを問わず、当該情報が公開される前に、自社株の取引を自粛せよ、と求められても過酷な規制とは言えないであろう。

これに対して、実務上、発行会社においては、経理人以外の役職を設け、これらの役職に対して経理人と同様な権限が与えられている即ち経理人という肩書きを持たない実質上の経理人の存在が見られる。このような実質上の経理人をも第 157条の 1 第 1 項第 1 号が定める経理人として内部者取引規制の対象主体にすべきか否かは問題である。発行会社の経理人について、その職務のいかんを問わず、当該者が発行会社の未公開情報を知ったとすれば、当然に内部者取引規制の対象主体とされるのは、発行会社の経理人であるという外観的な要素で、その者が当然に会社の重要幹部であると一般的に考えられ、このような者が当該会社の未公開情報を知って自社株の売

買を行うことは、一般投資者の証券市場の健全性、公平性に対する信頼が損なわれやすいと考えられるからである。しかし、実質上の経理人の場合、その役職名は会社によって様々であり、その外観的要素だけでは一般投資者は必ずしも当該者の会社内の地位を判断することができない。このような者が内部者取引を行ったかどうかについては、結局その職務内容から実質的に認定しなければならない。さらに、前述したように、公開会社の経理人が自社株を所有している場合に、主務機関にその所有株式数を申告し、公告することが求められており、その所有株式数の変動があったときにも同様であるとされているので、主務機関が経理人の株式変動状況を把握でき、内部者取引の摘発を効率よく行うことができる。しかし、実質上の経理人の場合、このような所有株式数の申告義務を負わないので、実質上の経理人を本号の経理人として内部者取引禁止規制に服させても、当該者による内部者取引の摘発は必ずしも効率よく行うことができない。

従って、第 157条の 1 第 1 項第 1 号が定める発行会社の経理人は、形式的に認定すべきである。発行会社の定款に定めのある総経理、副総経理、協理、経理又は副理という役職名で、法定の手続きに従って選任され、かつ主務機関において登記されている者であれば、当該者が発行会社の未公開重要情報を知った場合、内部者取引禁止

の対象主体となる。これに対して、実質上の経理人は、一般従業員と同じ、第3号の職業に基づいて情報を知った者として内部者取引禁止規制に服させればよいと解すべきである。

なお、本条第5項により、証券交易法第22条の2第3項の規定が適用される結果、経理人本人の名義での株式売買のみならず、経理人の関係人の名義での株式売買も経理人本人の行為として、内部者取引禁止の規制対象となる（詳しくは後述）。

#### 四． 発行会社の大株主：

証券取引法第 157条の 1 第 1 項第 2 号に掲げる内部者取引規制の対象主体は、当該発行会社の発行済株式総数の百分の十を越える株式を有している株主（以下において「大株主」という）である。発行会社の未公開重要情報を知った大株主であれば、それだけで内部者取引禁止の対象主体となり、当該大株主が当該情報を知ったのは、大株主としての特別権利の行使により知ったかどうかを問わない。

中華民国ではそもそも会社法、証券取引法において、発行会社の発行済株式総数の百分の十を越える株式を所有している大株主に対し特別な権利を与えていない<sup>(16)</sup>。しかし、法はこのような大株主に対して特別な義務、責任を課している。例えば、中華民国の証券取引法は公開会社の大株主に対し、持株を譲渡する時の事前届出義務（証券取引法 § 22 の 2 1）<sup>(17)</sup>、持株数及びその変動状況の報告義務（証券取引法 § 25 1）<sup>(18)</sup>を課している。これは、株式所有状況が極めて分散している公開会社においては、会社の発行済み株式総数の百分の十を越える株式を有している株主は会社の経営に大きな影響力を持っていると考えられるからである。つまり、このような大株主は誰であるかということ、及びその持株数の変動状況は会社の経営、支配関係に影響を及ぼしうる要素であり、従って、投資

者の投資判断に影響を及ぼすものと考えられる。このような投資情報は一般投資者に開示すべきだと考えられるからである。

これに対して、内部者取引禁止の目的は、発行会社の株価に重大な影響を及ぼしうる情報を知ることの特権的な地位にいる者がその特権的地位を濫用することを防ぐことにある。しかし、前述のように、中華民国では、法律上、発行会社の株主は大株主であるゆえに一般投資者が知り得ない発行会社の未公開重要情報を知り得る特別な権限はない。従って、大株主であるゆえに発行会社の内部者から発行会社の未公開重要情報を知った大株主であっても、情報受領者として規制に服させればよく、またそうすべきのではないかと思われるであろう。

しかし、立法者は発行会社の未公開重要情報を知った大株主を当然、内部者取引禁止の対象主体としている。これは以下の考慮による立法であろうと考えられる。発行会社の株主は会社の内部情報を知り得る法律上の特別な権限を有しないが、實際上、大株主はその莫大な持株数に応じて生じた影響力だけで、一般投資者が知り得ない会社の内部情報を知ることができると一般に考えられている。このような大株主の自社株における行動は、常に一般投資者の関心を集めており、又、實際上、中華民国では大株主による自社株の売買が頻繁に行われており、証券市場に対する影響は極めて大きい<sup>(19)</sup>

。発行会社の大株主が発行会社の未公開重要情報を知って当該情報が公開される前に、当該会社の株式を売買したことが判れば、それが大株主であるゆえに知り得た情報であるか否かを問わず、一般投資者はまず証券市場の健全性、公正性に対し疑いを生じるであろう。発行会社の未公開重要情報を知った大株主を前述のように、情報受領者として内部者取引禁止規制に服させようとしても、情報の伝達過程を究明しなければ、制裁を加えることができない。しかし、その立証は必ずしも容易ではない。そこで、大株主の自社株における行動が証券市場にもたらす影響の重大さに鑑み、大株主による内部者取引の摘発の容易性を図るため、立法者は発行会社の未公開重要情報を知った大株主を当然、内部者取引禁止の対象主体としたのであろうと考えられる。一方、発行会社の大株主は自らの自社株における行動の一般投資者に対する影響の重大さについて自覚を持つべきである。従って、発行会社の大株主が当該会社の未公開重要情報を知ったとき、当該情報が公開される前に、自社株の売買を自粛せよ、と求められても過酷な規制とは言えないであろう。

大株主の認定については、法は明確に定めていない。通説では、又、実務上でも、大株主の認定に際し、株主名簿上の記載に拘りなく、実質株主の概念をもって判断すべきとされている。即ち、株主本人が所有する株式数に、その配偶者、未成年の子、及び当該者に

利用されている他人の名義で所有される株式数を合計して、発行会社の発行済株式総数の百分の十を超えれば、本号に掲げる大株主となるのである。法の実効性を維持するためには、大株主の認定についてはこのように解釈すべきだが、立法論としては、大株主の認定について、実質株主の概念をもって判断することを明確に定めるべきと考えられる<sup>(20)</sup>。

条文では、内部者取引禁止の対象主体として、ただ「当該会社の発行済株式総数の百分の十を越える株式を有している株主」と定めているので、内部者取引規制の対象主体となるのは、大株主本人であると解さざるを得ないであろう。実務上、上場会社の発行済み株式総数の百分の十を超える株式を有する大株主は、法人であることが多い。法人である大株主による内部者取引については、本節概説部分（185頁以下）を参照されたい。

なお、本条第5項により、証券取引法第22条の2第3項の規定が適用される結果、大株主の関係者の名義での株式売買も内部者取引規制の規制対象となる。これは大株主の関係者の名義での株式売買を大株主本人の行為と見做すものであり、大株主の関係者が内部者取引規制の対象主体となるわけではない（詳しくは後述）。

## 五. 職業又は支配関係に基づいて 情報を知り得た者

証券取引法第 157条の 1 第 1 項第 3 号に掲げる内部者取引規制の対象主体は、職業又は支配関係に基づいて情報を知り得た者である。

前述の第 1 号及び第 2 号に掲げる役員、経理人及び大株主については、その地位にいることと発行会社の未公開重要情報を知ったこととの因果関係はそれらの者が内部者取引禁止の対象主体とされるためには、問題とされていない。これは、立法者はその地位にいる者の自社株における行動の証券市場に対する影響の重大さを鑑み、それらの者による内部者取引の摘発の容易性を図るためだからである。そのため、第 1 号及び第 2 号に掲げる内部者の範囲は明確でなければならず、それなりに規制範囲が狭くならざるを得ない。又、後述する第 4 号に掲げる情報受領者の範囲もそれなりに明確に限定されている。結局、現行法が内部者取引禁止の対象主体となるべきものをどこまでカバーできるかは、本号の解釈運用次第ということとなっている。特に、解釈の余地の多い「職業に基づき情報を知り得た者」についての解釈は、一般投資者の証券市場の公正性、健全性に対する信頼を損なう内部者取引をどこまで捕捉できるかということに、決定的な影響を与えるというべきであろう。

以下、以上の認識の下で、本号の規定を、職業に基づき情報を知り得た者と支配関係に基づき情報に知り得た者とに分けてその規制範囲を検討したい。

## 1. 職業に基づいて情報を知り得た者。

「職業」については、法律上は特に定義されていない。一般には、職業とは、暮らしを立てるために日常従事する仕事だと解すべきであろう。又、一般には、職業については、公務員、会社員、会計士、或は弁護士など職種のことを言う場合が多い。

しかし、ここにいう職業は、職種のことではなく、むしろ職、職務のことを指すと解すべきである。又、暮らしを立てるためとか、日常従事するとかにこだわる必要がなく、情報を知り得た者が従事する仕事の内容から、発行会社の重要情報を知り得ることが予想できるのであれば、ここにいう「職業に基づいて情報を知り得た」に該当すると解すべきであろう。一方、条文が「職業」と定めているので、それが定職であることは必要でないが、ボランティアのような無償の仕事は職業に該当しないと解すべきであろう。

「職業」を上述のように解釈した上で、本号に掲げる職業に基づき情報を知り得た者に該当する者は、次の3つのカテゴリーが考え

られる。

#### (1). 経理人以外の発行会社の従業員

発行会社の経理人も、発行会社の被雇用者であるが、その特別な地位ゆえに、役員と同列化して、第1号に掲げる対象主体とされる。経理人以外の発行会社の従業員による内部者取引は、本号により規制されると解すべきである。発行会社の従業員は典型的な会社内部者であるが、発行会社の従業員が内部者取引禁止の対象主体となるためには、「係る者が発行会社の従業員であること」と「係る者が当該会社における職務に基づき当該会社の未公開重要情報を知り得たこと」と二つ要件を満たすことが必要だと解すべきである。この二つの要件については日本証券取引法第190条の2第1項第1号に掲げる「発行会社の重要事実をその職務に関し知った当該会社の役員等」と同様に解釈すべきだと考えられる。日本法の規定は本論文157頁以下に述べたので、ここでは繰り返して述べることをせず、それを参照されたい。

#### (2). 準内部者

発行会社の内部にいる者ではないが、従事している仕事が発行会社と一定の関係があり、それが為に、発行会社の内部情報を知り得

た者は、本号の職業に基づいて情報を知り得た者として、内部者取引の禁止に服させるべきである。そこで、このカテゴリーに属する者としては、次のような者が考えられる。

イ. 発行会社に対する法令に基づく権限を有する者であって、その権限の行使に関し重要情報を知り得た者。

このような発行会社に対する法令に基づく権限を有する者であって当該権限の行使に関し発行会社の未公開重要情報を知り得た者についても、日本法上のそれ（証券取引法 § 190の2 I ③）と同様に解すべきだと考えられる。従って、これについても繰り返して述べることをせず、本論文 166頁以下を参照されたい。

ロ. 発行会社と契約を締結している者であって、当該契約の締結又は履行に関し重要情報を知り得た者。

発行会社と契約を締結している者であって当該契約の締結又は履行に関し重要情報を知り得た者についても、基本的には日本法上のそれ（証券取引法 § 190の2 I ④）と同様に解すべきだと考えられるので、本論文 167頁以下それについての論述を参照されたい。ただ、本節の概説部分（184頁以下）において述べたように、中華民国では法人が内部者取引の行為主体となることが認められているので、発行会社と契約を締結している者が法人である場合、当該法人も本号に掲げる内部者取引禁止の対象主体となりうることに注意された

い。

ハ. 派生的内部者又は準内部者。

第 157条の 1 第 1 項第 1 号から第 3 号までの定めにより内部者取引禁止の対象主体となる者が法人である場合、当該法人の内部者が当該法人の名義で、当該法人のために内部者取引を行えば、当該法人の証券取引法違反となり、当該取引行為を為した当該法人の責任者が刑事処罰の対象主体となり、実際に当該取引行為を為したものが責任者でない場合、刑法上の共犯理論により当該者の刑事責任の有無を判断する。これに対して、当該内部者取引禁止の対象主体となった法人の役員、代理人、使用人その他の従業者であって当該法人における職務に関し情報を知り得た者が、当該法人の名義ではなく、自己の名義又は他人の名義で、当該発行会社の株式の売買を行えば、本号の職業に基づき情報を知り得た者として証券取引法違反の刑事責任に問われると解すべきである。

### (3). 市場関係者

第 157条の 1 第 4 項は株券の市場需給に関する情報、いわゆる市場情報も、内部者取引の基礎となる「株価に重大な影響を及ぼす情報」とされている。市場情報については、本論文第四章において検討するが、現行法は、市場情報をも内部者取引の基礎にしている以

上、発行会社の従業員でもないし、従事している職業も発行会社とは直接に何の関係もない者であっても、従事している職業に基づき発行会社の株券の価格に影響を与える市場情報を知り得た者であれば、本号の規定により内部者取引禁止の対象主体とされるのである。

証券取引法第 157条の 1 第 4 項は、内部者取引の基礎となる株価に重大な影響を及ぼす情報については、日本法のような具体的列挙立法方式をとっていないので、市場情報の認定のいかんにより、ここにいう内部者取引禁止の対象主体となる市場関係者の範囲が左右される。基本的には、次の者が市場関係者として内部者取引禁止の対象主体となりうると考えられる。

まずは、証券市場の運営に直接関与している者、例えば、証券取引所又は証券会社の内部の者である。

次に、上場株券等の公開買付けをする者の内部者、準内部者等である。

## 2. 支配関係に基づいて情報を知り得た者。

「支配関係（控制関係）」については、証券取引法上定義がなく、立法関係文献からもその意味が明確にされていない<sup>(21)</sup>。1988年証券取引法の改正試案に参加した余雪明教授は、本号の「支配関係」

とは、即ち同じ企業グループ（中華民国では「関係企業」又は「企業集団」と一般に呼ばれている）に属する各企業間の関係であると解している<sup>(22)</sup>。これは立法の原意だと考えられる。

同じ企業グループに属する各企業間は、通常、株式の相互所有、業務上の往来、人事上の交流等が行われている。その上、同じ企業グループに属するゆえに、一般投資者が知り得ない内部情報が企業グループ内の各企業間に伝達されることも一般に考えられる。この場合、グループ内の他の企業の未公開重要情報を知った企業については、その事例毎に検討した上、大株主、発行会社と契約を締結している者又は情報受領者として、内部者取引禁止規制に服させることも考えられるが、必ずしもカバーできないところがある。

例えば、A、B、C 3社が同一の企業グループに属する。A社がB社、C社の株式をそれぞれ発行済み株式の25%所有し、B社もC社も他の2社の株式をそれぞれ発行済み株式総数の5%所有し、さらに、当該企業グループはグループ内の全企業の社長会議又はその他の形で情報の交流が行われていると仮定しよう。この場合、A社がB社又はC社の株価に重大な影響を及ぼす未公開情報を知って、B社又はC社の株券を売買すれば、本号の規定があるか否かと関係なく、A社がB社又はC社の大株主として内部者取引の禁止に服することとなる。反対に、B社或はC社がA社の未公開重要情報を知

ってA社の株券を売買する場合、又はB社がC社の未公開重要情報を知ってC社の株券を売買する場合、本号の規定がなくても、B社又はC社が情報受領者として内部者取引の禁止に服させることが可能であろう。しかし、後述のように、内部者取引禁止の対象主体となる情報受領者はいわゆる第1次受領者に限定される。そこで、B社の役員、従業員、大株主、契約関係者等B社との関係によりA社又はC社の未公開重要情報を知った者が第2次情報受領者となり、これらの者が当該情報が公開される前に、A社又はC社の株券を売買しても内部者取引禁止の規制に服さないこととなってしまう。

同一の企業グループに属するという関係で、企業グループ内の他の企業の、一般投資者が知り得ない未公開重要情報を知ることができると考えられる。このような関係に基づき発行会社の一般投資者が知り得ない投資情報を知って、証券市場において一般投資者を相手に株券の売買を行うことは、一般投資者の証券市場の公正性、健全性に対する信頼を損なう行為であると考えられる。このような関係に基づき発行会社の未公開重要情報を知ったことを内部者取引の構成要素にしなければ、一般投資者の証券市場の公正性、健全性に対する信頼を損なう行為だと考えられる取引を違法の内部者取引として捕捉できない場合が多いと考えられる。従って、本号において支配関係に基づき情報を知り得た者を内部者取引禁止の対象主体と

する現行法の規定を支持すべきだと思われる。

本号の支配関係を同一企業グループに属する各企業間の関係だと考えるので、支配する立場にいる企業と支配される立場にいる企業との間、又、同一の企業に支配される二つの企業の間においても、本号の支配関係が存在すると解すべきであろう。

しかし、当面、本号の規定においては一つの難問が存在する。それは、具体的に、支配関係の有無を如何に認定するかという問題である<sup>(23)</sup>。「企業グループ」はあくまでも一般用語であり、法律上の定義を有しないからである。1985年に経済部（日本の通産省相当）が発表した会社法改正試案においては、関係企業を次のように定義している<sup>(24)</sup>。即ち、「会社が他の会社の業務経営、人事を直接又は間接に支配し、又は会社が他の会社との間に、（その株主の間に）個人的な投資、親族関係及び取締役兼任の関係を有し、又は総管理処（企業グループの統括管理機関）を設置している場合、それらの会社を関係会社だと推定する」のである。この会社法改正試案は1989年9月現在でも、なお行政院（日本の内閣相当）において審査されており、未だに立法院（日本の国会相当）で審議されるという正式な立法段階に入っていないが、当分の間、本号が定める支配関係の有無を認定する際、この会社法改正試案における定義が重要な参考となるというべきである。

しかし、会社法改正試案における関係会社の定義は、このような関係を有する各企業間の利益輸送を規制するための規定である。関係会社だと推定される企業は、普段は関係企業であることを明確に示す必要がなく、事件毎に判断されればよいであろうか、それとも登記義務或は連結財務書類の提出義務が課されることにより明確にされるかについては、改正法が成立しない現時点では、予想できない。第 157条の 1 は、内部者取引の摘発を容易にするため、違法の内部者取引については行為者の主観目的を問わず、形式的要件をもって認定する。このような形式認定主義の実効性、合理性を図るためには、犯罪者の構成要件とされる形式的要件は明確でなければならない。なぜならば、本号の支配関係に基づき情報を知り得た者の場合を例にすると、支配関係の定義が明確にされなければ、発行会社の未公開重要情報を知った行為者は自分の知り得た情報が支配関係に基づき知ったか否か、従って、本号に掲げる者として内部者取引禁止の対象主体となるか否かさえ判断できないこととなる。このような者に対して、本号に掲げる者として内部者取引禁止違反の刑事責任を問うことは合理的でないというべきであろう。又、支配関係の定義が明確にされていない場合、証券市場管理の主務機関が本号により違法な内部者取引の摘発に際して大きな裁量権限を有することとなる一方、摘発機関の認定基準は必ずしも裁判所の認定基準

と一致せず、摘発機関が送検した事件は必ずしも立検され、有罪判決を得ることができません。

従って、会社法の改正を待たずに、証券市場管理の主務機関である証券管理委員会は本号の支配関係について明確に解釈することが必要だと思われる。

なお、実務上、本号の支配関係の意味は明確ではないからであろうか、本号の定めによりその者の責任を追究できるであろうと思われる事件においては、証券管理委員会はそれをしなかったのである。前述の中国人造繊維会社事件（この事件の事実関係は本論文88頁）はそうである。この事件においては、中国人造繊維会社の業績予想の大幅な修正という情報が公開される前に、当該会社の関連会社である大益企業会社の3名の職員により大量な株式取引が行われた。中国人造繊維会社の取締役会会長である王氏は同時に大益企業会社の取締役会会長でもあるので、証券管理委員会は王氏が株式の価格に重大な影響を及ぼしうる情報を知った内部者であって、他人を利用して内部者取引を行ったと認定し、王氏を送検した。結局、王氏と当該3名の職員との間の利用関係を立証することができなかったので、本件検察官は、本件について不起訴決定を下した。しかし、両者の取締役会会長が同一人物であるなので、前述の会社法改正試案の定義によれば、この両社は関係会社であり、この両社の間に支

配関係を有すると認定すべきである。そこで、この事件においては、当該両社の取締役会会長である者が職員の名義を利用して内部者取引を行ったことを立証できなければ、むしろ当該3名の職員が本号に掲げる支配関係に基づき情報を知り得た者としてその証券取引法違反の責任を追及したほうが効果的であつただらうと思われる。しかし、証券管理委員会も本件検察官も、これについては検討しなかつたようである<sup>(25)</sup>。

## 六． 情報受領者

第 157条の 1 第 1 項第 4 号は内部者取引禁止の対象主体となる情報受領者については、「前 3 号に掲げる者から情報を知り得た者」と非常に簡明な定めている。従って、内部者取引規制の対象主体となる情報受領者は、直接に内部者又は準内部者から情報を知り得た第 1 次受領者に限ると解すべきである。

内部者又は準内部者から情報を知り得たということは内部者又は準内部者には当該情報を当該情報受領者に伝達する意図を有することが必要と解すべきである。

本号に掲げる情報受領者については、基本的には、日本法上のそれと同様に解釈すべきだと考えられる。従って、ここでは繰り返して述べることをせず、本論文 174頁以下を参照されたい。

ただ、中華民国では、情報提供者には刑事責任がないが、内部者取引を行った情報受領者と連帯して民事賠償責任を負わなければならないことを注意すべきである（詳しくは本論文第五章第四節二）。

## 七. 役員等関係者の名義での取引

証券取引法第 157条の1 第5項は、「(証券取引法) 第22条の2 第3項の規定は、(本条) 第1項第1号、第2号において適用する」と定めている。証券取引法第22条の2は公開会社の内部者の株式譲渡規制に関する規定である<sup>(26)</sup>。その第3項は、「第1項に掲げる者(公開会社の取締役、監査役、経理人又は当該会社の発行済み株式総数の百分の十を越える株式を有している株主)が所有する株式は、その配偶者、未成年の子、及び他人名義を利用して所有するものを含む。」と定めている。

この第22条第3項の規定が適用される結果、発行会社の取締役、監査役、経理人及び当該会社の発行済み株式総数の百分の十を越える株式を有している株主(以下において「役員等」という)が発行会社の重要情報を知ったときに、かかる情報が公開される前においては、当該役員等本人の名義でのみならず、当該役員等の配偶者、未成年の子、又は当該役員に利用されている他人の名義(以下において「役員等関係者」という)で、当該会社の株券の売買を行えば、当該役員等本人の内部者取引禁止違反となる。

ここに注意しなければならないことが二つある。

- (1). まず、役員等関係者の名義での株式売買を内部者取引禁止の

規制対象と見做すことは、それら関係者の名義での株式売買を役員等本人の株式売買にすることであり、それら関係者を内部者取引禁止の対象主体にするのではない。つまり、内部者取引の行為主体として法律上の責任を負うのは、役員等本人であり、その関係者ではない。

(2). 次に、役員等関係者の名義での株式売買を役員等本人の株式売買と見做すための前提要件は、役員等本人が発行会社の未公開情報を知ったことである。役員等本人が発行会社の未公開情報を知ったならば、株式売買を行った関係者が発行会社の未公開情報を知っていたかどうかを問わない。一方、役員等本人が発行会社の未公開情報を知らないのに、役員等関係者は別の関係で、発行会社の未公開情報を知って、当該発行会社の株式の売買をした場合においては、役員等は関係なく、別に当該関係者独自の内部者取引該当性の有無を判断することとなる。

内部者取引禁止において役員等本人名義での株券売買のみを規制対象にすれば、当事者が身内、友人、さらに仮設人など他人名義を利用して株式の売買を行うことにより、規制を簡単に潜脱してしまふことができる。このようなことを防ぐためには、役員等本人の名義での株券売買ではなくても、実質的には役員等が行った取引だと認められる株券売買をも内部者取引規制の対象にする必要があると

考えられる。

そこで、法は、役員等本人の名義で所有されるものではないが、それが実質的には役員等本人が所有する株式だと考えるべき、従って、かかる株式についての取引も役員等本人の取引とすべき、内部者取引禁止の規制対象にすべきものを、役員等の配偶者若しくは未成年の子の名義で所有される株式、及び役員等が他人名義を利用して所有する株式だと挙げているのである。このように、役員等本人の名義での取引でなくても、役員等本人の取引にすべきものを明確に列挙することは、禁止される内部者取引の範囲を明確にし、違法の内部者取引の摘発も容易になるという点で意義を有すると考えられる。

しかし、このような規制は、言い換えれば、形式的には役員等本人以外の者の行為なのに、その行為のために、しかも、そのような行為があったという形式的要件のみで、役員等本人に2年以下の懲役又は罰金という重い刑事責任を負わせることとなる。従って、その列挙された形式的要件が妥当なものでなければ、このような規制のために、役員等本人を無理に犯罪者に仕上げてしまうものとなる。そこで、以下では、その者の名義での株式取引行為が役員等本人の行為とされる「役員等の配偶者」、「役員等の未成年の子」及び「その名義が役員等に利用される者」等、本号が掲げる形式的要件

の妥当性について検討したい。

## 1. その名義が役員等に利用される者

条文上の順序とは逆になるが、まず、「その名義が役員等に利用される者」の名義での取引について検討したい。

条文が掲げる形式的要件のうち、その認定が最も問題になりそうなのは、この「他人名義を利用して株式を所有する」という項である<sup>(27)</sup>。しかし、これについては、証券取引法施行細則第2条において、その構成要件が次のように厳しく定められているので、その範囲は明確であり、その構成要件を満たせば、当該者の名義で所有される株式を役員等本人が所有するものと見做すことは妥当であり、かつ必要であると考えられる。証券取引法施行細則第2条の定めは次の通りである

「法第22条の2第3項が定める他人名義を利用して株式を所有する者とは、次の要件を備える者をいう。

①直接若しくは間接に株券を他人に提供して売らせ、又は資金を他人に提供し株券を買付けさせること。

②当該他人が所有する株券に対して、管理、使用又は処分の権限を有すること。

③当該他人が所有する株券における利益又は損失の全部又は一部が本人に帰属すること。」

第22条の2第3項が定める他人名義を利用して株式を所有する者に該当するためには、施行細則第2条が定めるこの三つの要件を全て備えなければならない。そして、この三つの要件を全て備えれば、当該役員がその問題の株券の実質的所有者であり、又は、であったことは疑いのないことになる。従って、内部者取引規制において、当該他人の名義での株式売買を役員等本人の株式売買と見做すことは、妥当であり、かつ必要であるというべきである。しかし、この三つの要件を全て備えることを立証することは必ずしも容易ではなく、しかも、この三つの要件を全て備える者に限るのでその範囲は極めて狭くなる。従って、この「他人名義を利用して株式を所有する」という要件をもって実質的に役員等本人の内部者取引と見做すべき行為だと捕捉しようとする規制は、実効性が疑わしい<sup>(28)</sup>。

## 2. 役員等の配偶者

次に、「役員等の配偶者」の名義での取引について検討したい。

夫婦とは、法律上においても、一般社会通念上においても、緊密な関係を有するものである。夫婦間の財産の管理処分権が厳密に区

分されていない場合も多い。従って、発行会社の株価に重大な影響を及ぼす情報が公開される前に、当該会社の役員等の配偶者の名義で当該会社の株券の売買が行われたことが発覚すれば、それは、実質的に役員等本人の行為であって、ただその配偶者の名義を用いたに過ぎないと一般に考えられやすく、これにより、一般投資者の証券市場の公正性、健全性に対する疑いをもたらしやすいと考えられる。従って、このような一般投資者の心理をも考慮にいれ、役員等が配偶者の名義で自社株の売買を行うことにより法律の規制を簡単に潜脱してしまうことを防ぐためにも、内部者取引禁止規制において、発行会社の役員等の配偶者の名義で行われる取引について特別な規制を加える必要があると考えられる。しかし、現行法のように、役員等の配偶者の名義での取引を当然役員等本人の行為だと見做し、役員等本人にを当該行為のために内部者取引禁止の刑事責任に負わせることは、必ずしも妥当ではない。

内部者取引の禁止において、役員等の配偶者の名義での株券売買が当然役員等本人の行為とされるは、証券交易法第22条の2第3項の規定を適用するからである。証券交易法第22条の2は、発行会社の役員等の自社株譲渡における規制である。即ち、

発行会社の役員等が、

(1)不特定の者に対し、

(2)証券取引所市場又は店頭市場を通じて、1万株以上、又は、

(3)証券市場を通さずに特定人に対し、

といういずれかの方法で自社株を譲渡しようとするときに、事前の届出など一定の手続きに従わなければならない（証券取引法 § 22の2 1）。そして、その第3項は、役員等が所有する当該会社の株式には、その配偶者等関係者が所有するものを含むと定めているので、役員等関係者が所有している当該会社の株券の譲渡も役員等本人の所有する株式の譲渡と同様な規制を受けることとなる。

公開会社の役員等の自社株における行動が一般投資者に大きな影響をもたらすこと、及び夫婦とは極めて緊密な関係を有する者同士であることを考えれば、夫婦がそれぞれ独立した行為主体となり得るとしても、行為者に対して、少なくとも自らの配偶者が役員等となっている会社の株式における売買について特別な配慮を払え、と求めることは合理的であり、また必要である。その上、この第22条の2の規制は、前述の法が掲げる一定の場合に限って適用を有するものであり、しかも、法が定める手続きにさえ従えば、株式の譲渡は自由である。従って、証券市場の健全性、公正性を図るために、法が掲げる特定の場合に限り、発行会社の役員等の配偶者が所有する株式を役員等本人の所有株とし、その譲渡について役員等本人の所有株と同じ規制を受けさせるという、この第22条の2第3項の規

定は合理性を有するものだと考えられる。

これに対して、証券取引法第 157条の 1 の適用は、第22条の 2 第 1 項が掲げる特定な場合と限らない。第 157条の 1 の規定は、その規制対象主体の株式取引行為を禁止するものである。内部者取引の禁止において、第22条の 2 第 3 項の規定をそのまま適用し、即ち発行会社の役員等の配偶者が所有する当該会社の株式を役員等本人の所有株と見做し、かかる株式に関する売買を役員等本人の行為にすれば、次のよう結果になる。

まず、発行会社の役員等が発行会社の未公開重要情報を知ったときには、当該役員等の配偶者がその情報を知ったかどうかを問わず、当該役員等の配偶者による当該会社の株券を売買する行為が禁止されてしまうこととなる。その違反に対しては、役員等本人は 2 年以下の懲役又は 15 万元以下の罰金という重い刑事責任を負わざるを得ない。これは、結局、発行会社の役員等に対して、自社の未公開重要情報を知った度に、自らの配偶者にそのことを告知し、当該会社の株式を売買しないようにという義務を課すこととなってしまふ。

次に、とにかく、役員等の配偶者がその禁止されている株式売買を行った場合、当該役員等がその知った情報を配偶者に伝えたことがあるかどうか、又は当該役員等がその売買行為について知っていたかどうかを問わず、極端な場合、当該役員等はその株式売買に反

対したにもかかわらず、内部者取引禁止違反の正犯として、刑事責任を負わなければならないこととなる。、夫婦だから、このように自分の意思に反した配偶者の行為まで刑事責任を負わなければならない程の厳しい規制を受けることは果たして合理的であろうか。

確かに夫婦はおだかに法定代理権を有する。しかし、それは日常の家事に限られるものであり（民法 § 1003）、株式の売買は日常の家事とはいえない。又、夫婦の財産関係については、「連合財産制」（民法 § 1016～ § 1030の1）、又は「共同財産制」（民法 § 1031～ § 1041）をとっている場合、確かに夫婦間財産の管理処分権の区分は厳密ではない<sup>(28)</sup>・<sup>(29)</sup>。しかし、夫婦は、各々が自らの財産の所有権、管理権、使用収益権を保有する「分別財産制」（民法 § 1044～ § 1048）を約定することもできる。従って、夫婦だから、必然的にその財産関係が混同しているとも言えない。まして、現代社会では男女平等が進んでおり、夫婦の共働きも普及しつつある。夫婦が各々の経済的独立性を保っていることは多くなっている。その上、証券市場の発達により、株式の売買は一般的投資手段となっている。夫婦だと言っても、各々独立の投資主体として、独自の判断で、株式の所有、売買を行うことは十分考えられる。従って、夫婦であることだけで、夫婦の一方が行った株式売買行為を他方の行為だとすることは、十分な合理性を有しない。現行法のように、内部

者取引規制性においては、夫婦であるだけに、発行会社の役員等の配偶者による当該会社の株式の売買を当然、役員等本人の行為にし、その行為のために、役員等本人に重い刑事責任を負わせることは、合理的ではないというべきであろう。

公開会社の役員等の自社株における行動により証券市場にもたらす影響の重大さ、及び夫婦という極めて緊密な関係を鑑みれば、内部者取引規制において発行会社の役員等の配偶者の名義での取引に対して特別な規制を加える必要があると考えられる。役員等の配偶者の名義での取引をも前述の役員等が他人名義を利用して行った行為として規制することも可能である。しかし、前述のように、利用関係の立証は必ずしも容易ではない。そこで、内部者取引の禁止においては、公開会社の役員等が当該会社の未公開情報を知ったときに、その情報が公開される前に、当該役員等の配偶者の名義で、当該会社の株式の売買があった場合、それを「当該役員等本人の売買であると推定する」ことにするのが妥当であろう。

つまり、配偶者の名義での取引は役員等本人と関係を有しないことの立証責任を役員等に加えるのである。役員等がその配偶者との財産関係が独立していること、又、当該問題の取引がその配偶者自らの行為であり、役員等が当該情報を知ったことと関係を有しないことを立証できれば、役員等本人の当該取引に対する責任を免除す

る。この場合、当該役員等の配偶者独自の内部者取引該当性の有無を追究することになるのである。

このような規制は、発行会社の役員等の配偶者の名義による当該会社の株式における取引を当該役員等本人の行為だと推定することにより、違法の内部者取引の摘発の容易性を図ることができる一方、発行会社の役員等に過酷な責任を負わせることにもならないであろう。

### 3. 役員等の未成年の子

最後に、「役員等の未成年の子」の名義での取引について検討したい。

未成年者は完全な行為能力を有せず、親がその法定代理人となっている（民法 § 131；同 § 1086）<sup>(30)</sup>。即ち、未成年者の名義の財産は実質上、親が管理し処分するのである。従って、役員等の未成年の子の名義での株券売買を役員等本人の株券売買にし、内部者取引の禁止に服させることは、基本的には合理的であり、また、必要であるというべきであろう。しかし、これを前述の役員等の配偶者の株券売買の問題と併せて考えれば、必ずしも問題がないわけではない。なぜなら、未成年の子に対する親の法定代理権は、父母の双

方がそれを有し、父母が共同してそれを行使する必要がないと解されているからである<sup>(31)</sup>。つまり、未成年者の父母の一方が発行会社の役員等であって、当該会社の未公開重要情報を知った場合、父母の他方が当該未成年者の名義で当該会社の株券を売買すれば、役員等の配偶者についての検討において述べたのと同じ問題が生じるのである。従って、内部者取引の禁止においては、発行会社の役員等の未成年の子の名義での株券売買についても、役員等の配偶者の名義の取引と同じように、それを役員等本人の株券売買だと推定するとすればよいと考えられる。

なお、役員等の未成年の子の名義での取引について特別な規制を加える必要があることは、未成年者は完全な行為能力を有せず、親がその法定代理人となり、即ち、未成年者の名義の財産は実質上、親が管理し処分しているからである。従って、ここにいう未成年の子は、結婚した未成年の子を含まないと解すべきである。なぜならば、未成年者が結婚をしたことによって完全な行為能力を有し（民法§13Ⅲ）、親との法定代理関係がなくなるからである。

又、役員等の未成年の子以外の直系卑属、例えば、成年の子、未成年の孫など、又は直系尊属も、役員等と極めて緊密な親族関係を有する者である。しかし、これらの者は、役員等との間に法定代理関係を有しないので、内部者取引禁止規制において、これらの者に

対しては特別な規制を加える必要がないと考えられる。

### 第三章 第二節 一 注釈一

- (1) 頼源河・証券管理法規 376頁（1989年4月）。
- (2) 法人の事務執行機関は、民法上の法人の場合は、理事（民法§27）、株式会社や有限会社の場合は、取締役会（会社法§193、§108）、合資会社や合名会社の場合は、業務執行社員（会社法§45、§115）である。
- (3) 法人を代表する者は、株式会社の場合は、取締役会会長（会社法§208Ⅲ）、有限会社の場合は、取締役（会社法§108Ⅰ）、合資会社や合名会社の場合は、業務執行社員（会社法§56、§115）、民法上の法人の場合は、理事（民法§27Ⅱ）である。株式会社以外の法人の場合は、その法人を代表する者は、複数の者である可能性がある。しかし、これらの法人は、定款をもって、又は主務機関への登録により、法人を代表する者を特定することもできる（会社法§56Ⅰ、§115、§108Ⅰ、民法§48§61）。
- (4) 中華民国法では、取締役（董事）と監査役（監察人）を合わせて指す用語がない。実務上は、取締役と監査役を合わせて「董監事」という。
- (5) 常務取締役会を設置するかどうかは株式会社の任意による。常務取締役会の設置に定款の定めが必要であるか否かについては、会社法は明確に定めていない。通説では定款の定めが必要だと解されている。柯芳枝・公司法論381頁、382頁（1984年）。
- (6) 上場会社の役員による自社株取引の頻度についての正式な統計数字を有しない。上場会社の役員、大株主の持株譲渡届出の件

数は参考となる。1988年改正証券交易法において新設された第22条の2により、上場会社の役員、経理人、大株主が自社株について証券市場を通じて1万株以上を譲渡しようとする場合、事前に証管会に届出書を提出しなければならない。1989年度でこの届出書の提出件数は816件であった（1990年4月8日経済日報）。それ程多くないと見えるが、これは1万株以上の譲渡の数字であり、買入の数字を含んでおらず、また1989年度の台湾の上場会社が180社程度しかないということを鑑みれば、上場会社の役員による自社株の売買は少なくないというべきであろう。

- (7). 取締役会会長、副会長、常務取締役は、取締役の互選により選任されるものであるので、当然、これらの者は、取締役でなければならない。又、実務上、数人の監査役を有する場合、「常勤監査役」（常駐監察人）を設置する会社が多いが、これは任意機関であり、法律上特別な地位又は権限を有するものではない。
- (8). 中華民国では上場会社に対し更生手続き開始の決定があれば、当該会社の有価証券の取引方法変更の原因となるが、上場廃止の原因とはならない（「台湾証券交易所股份有限公司有価証券上市契約準則」（台湾証券取引所有価証券上場規程）第13条第1項第2号）。そして、更生手続き中の発行会社の株券の取引については、株券或は代金をあらかじめ証券会社に納めた後、限られた時間帯で取引するという方法に変更するのである。詳細は「台湾証券交易所股份有限公司変更交易方法股票交易作業辦法」参照。

(9). 1989年6月30日経済日報。

- (10). 発行会社の重要情報を知った更生手続き中の管財人については本項第3号の「職業に基づいて情報を知った者」として、内部者取引の禁止に服させればよいとも考えられる。現行法は、役員、経理人、大株主に対して、情報を知り得たこととその地位にいることとの因果関係を求めず、又、その関係者の持ち株をも規制対象にするという厳しい規制を加えていることは、これらの者の外見的身分だけで、その者の発行会社における地位が重要だと一般的に考えられ、それがために、その者の自社株における行動が一般投資者にもたらす影響が大きいと考えられるからである。更生手続き中の管財人も、同様に明らかに会社の重要地位にいる者であり、従って、役員と同様な厳しい規制を加える必要があると考えられる。
- (11). 会社法第27条は、政府または法人が合名会社、合資会社又は有限会社の社員である場合においても適用する。内部者取引の禁止において、問題となるのは株式会社に限るので、本論文では、説明の便宜上、株式会社の場合のみを挙げることにする。
- (12). 会社法第27条の規定は、1966年の会社法改正で、新設されたものである。1966年改正前の会社法では、役員は自然人でなければならないと定められていた。1960年代、経済発展のために、公営企業または官民合営の企業が数多く設立されたので、政府はこれらの企業における支配力維持のために、会社法を改正し、現行法の規定を設けたものと考えられる。なお、この規定に対する批判は、林詠栄・商事法新詮(上)187

頁、188頁注20（1984年）参照。

- (13). 財政部証券管理委員会1989.3.20.(78)台財証(二)第00581号（函）
- (14). 財政部証券管理委員会1988.9.2.(77)台財証(二)第5889号(函)
- (15). 現実には、業種により、又、特に規模の小さい会社ほど、經理、副理などの役職を漫りに設け、従業員に対してこれらの肩書きを乱発する現象が見られる。これらの従業員は經理人の肩書きを有するが、実際には、当然会社の内部重要情報と接触できるほどの地位にいない。しかし、内部者取引規制において問題とされる上場会社、店頭登録会社においては、このような經理人の濫設はが考えられにくい。
- (16). 会社法第 254条は、発行会社の発行済み株式総数の3%以上の株式を、継続1年以上所有する株主は、裁判所に対して、検査人を選任し、会社の業務帳簿、財産状況を検査することを請求することができる、と定めている。しかし、この検査は裁判所が選任した検査人が行い、又、検査結果の報告は当該検査を請求した株主に対し行うのではなく、裁判所に対して行うのである。従って、この検査人選任請求権を行使した株主は、その権利の行使により、他の株主が知り得ない情報を知り得ることができるわけではない。
- (17). 証券交易法第22条の2第1項は、公開会社の発行済み株式総数の百分の十を越える株式を所有している株主の持株の譲渡は、次の方式のいずれかによって行わなければならない。
  - 一、主務機関の許可を受け、または主務機関に提出した届け出の効力発生日後に、不特定の者に対して為す。

- 二. 主務機関が定める所有期間及び取引日毎に譲渡できる株式数比例に従い、主務機関に届け出た日から起算して3日後、集中市場または店頭市場において為す。但し、取引日ごとに譲渡される株式数が1万株を越えない場合は届出を免ずる。
- 三. 主務機関に届け出た日から起算して3日以内に、主務機関が定める条件を満たす特定の者に対して為す。
- (18). 公開会社の発行済株式総数の百分の十を越える株式を所有している株主は所有する株式の種類、株式数及び額面金額を主務機関に申告し、公告しなければならない（証券取引法§25I）。このような大株主は毎月5日までに前月の株式所有状況の変動を発行会社に報告し、発行会社は毎月15日までにこれらの報告を集計して主務機関に報告しなければならないが、主務機関が必要があると認める場合、発行会社にそれを公告せよと命ずることができる（証券取引法§25II）。
- (19). 上場会社の大株主による自社株取引の頻度については、注6参照。
- (20). 証券取引法第22条の2第3項は、発行会社の役員、大株主、経理人が所有する自社株には、その配偶者、未成年の子、またはそれらの者に利用されている他人の名義で所有される株式を含むと定めている。この規定により、証券取引法上の大株主の認定は、実質株主の概念で判断されると解すべき、という意味の論述がみられる（郭土木・上市公司董、監事、経理人及び大股東股權管理之研究 108頁）。しかし、第22条の2の条文の定め方から考えれば、この第22条の2第3項の規

定を、大株主の認定において実質株主の概念を用いるべき根拠にするのは、必ずしも妥当ではない。第22条の2は公開会社の役員等内部者の自社株の譲渡に一定の規制を加える規定である。そして、その第3項は、この規制の実効性を図るために、役員等の関係人の名義で所有されている株式をも同様の規制に服させる規定である。つまり、条文の定め方から考えれば、例えば大株主の場合、大株主の配偶者等関係者の持ち株も大株主本人の所有株と同様な規制を受けるために、その本人が大株主だと認定されたことが前提となっているのである。従って、この第22条の2第3項の規定を大株主の認定に際し実質株主の概念を用いるべきの根拠にするのは必ずしも妥当ではない。

- (21). 「支配関係（控制関係）」という用語は、少なくとも中華民国の商法、証券取引法関係では、本号において初めて用いられたものである。しかし、全く不思議なことに、この初めて用いられた用語について、証券取引法に定義がなく、証管会が発表した「改正証券取引法説明」でも触れられておらず、改正証券取引法の審議過程においても問題にされなかった。つまり、公的文献からは、この「支配関係」の意味を説明するための手掛かりは全くない状態である。
- (22). 余雪明・証券取引法 179頁（1988年5月）。
- (23). 前注余雪明教授の著書においても、本号の支配関係を企業グループに属する各企業間の関係だと解しているが、支配関係の有無をどのように認定すべきかについては具体的に述べていない。

- (24). 試案全文は1985年1月28日中華日報で掲載されている。
- (25). 中国人造纖維会社事件の送検理由書及び不起訴決定書は手に入ることができないが、新聞記事による限り、証券管理委員会も本件検察官もこの点については検討しなかったそうである。
- (26). 第22条の2は1988年改正証券交易法において新設された条文である。公開会社の役員等が証券市場で自由に巨額の株式を譲渡することは、取引の秩序、会社の経営及び市場の安定に影響を及ぼす恐れがあるので、役員等の持ち株の譲渡に必要な管理をする規定である。又、規制対象主体を役員等本人に限れば、役員等は関係人の名義で株式の売買を行うことにより、簡単に規制を回避することができる。従って、第3項の役員等の関係人の持ち株を役員等本人の持ち株と見做す規定をもってこれを防ごうとした。
- (27). 改正証券交易法の審議過程では、証券交易法第22条の2第3項の、「他人の名義を利用して所有している株式」については、その認定が困難で、それを巡って紛争を起こりやすいという理由で、これを削除する動きがみられた。これに対して、草案を作成した証券管理委員会は、「他人の名義を利用して所有している株式」の構成要件を証券交易法執行細則において明確に定めると説明したから、この条文が通ったわけである。立法院公報第76巻第56期 201頁（1987年5月）；同第76巻第69期47頁（1987年5月）参照。
- (28). 郭土木・前掲注(20) 109頁参照。
- (28). 証券交易法第22条の2第3項についての論述であるが、夫婦

の間に法定代理権を有すること及び夫婦間の財産関係は明確に区分されていないことが役員等の配偶者の持ち株を当然役員等本人の持ち株と見做すべき理由であるという意見がみられる。郭土木・前掲注(20) 55頁。

- (29). 夫婦が結婚前または結婚後において、民法親族編第2章婚姻第4節において列挙している3つの財産制、即ち連合財産制、共同財産制、分別財産制のいずれかを夫婦財産制として選択することができる。選択をしなかった場合、連合財産制をその夫婦財産制とする（民法§1004；§1005）。
- (30). 中華民国では、満20才を成年とする（民法§12）。又、未成年者の行為能力については、二つの段階に分けている。7才未満の未成年者は行為能力を有せず（民法§13I）、無行為能力者は、その法定代理人がその者に代わって、意思表示をなし、または意思表示を受ける（民法§76）。満7才以上の未成年者は制限行為能力を有し（民法§13II）、制限行為能力者は、その意思表示を為し又は受けるには、単に法律上の利益を受けまたはその年齢及び身分に鑑み日常生活上必要だと認められることを除けば、法定代理人の同意を必要とする（民法§77）。
- (31). 戴炎輝・戴東雄共著・中国親屬法改定二版 390頁（1987年8月）。

### 第三節

## 日本法と中華民国法における内部者取引禁止の対象主体の比較研究

### 一．概説

内部者取引禁止の対象主体について、日本法と中華民国法の規定は、それぞれ、本章第1節及び第2節において述べた。共通点として、両国の証券取引法はともに、内部者取引禁止の対象主体を具体的に列挙することにより、内部者取引の構成要件の明確化、客観化を図ろうとしていることが挙げられる。そのほかに、内部者取引禁止の対象主体となる情報受領者を第1次受領者にとどめることにしたことも、両国では同じである。

しかし、両国の規定の間には、多くの相違がみられる。その主たるものとしては、次の5点があげられる。

(1). 日本法では、内部者取引の行為主体は個人に限るのに対して、中華民国法では、個人に限らず、法人による内部者取引をも認めている。

(2). 日本法では、元会社関係者や元公開買付者等関係者をも内部者取引禁止の対象主体にするのに対して、中華民国法では、これに

についての規定を有しない。

(3). 日本法では、内部者取引禁止の対象主体となるためには、当該者が当該情報を知り得る特権的地位に在ることと当該情報を知り得たこととの間の因果関係が要件とされているのに対して、中華民国法では、原則として情報を知り得る特権的地位に在ることと情報を知り得たこととの因果関係が求められるが、公開会社の役員、経理人、大株主に限り、その地位に在る者が当該会社の株価に重大な影響を及ぼす情報を知ったならば、内部者取引禁止の対象主体となる。当該者が当該情報を知ったことは、当該者がその地位に在るゆえに知り得たかどうかを問題とされない。

(4). 中華民国法では、公開会社の役員、経理人、又は大株主（以下においては「役員等」という）の自社株における行動の一般投資者への影響の重大さを鑑み、法の実効性を図るために、証券交易法第22条の2第3項の規定を、内部者取引の禁止においても準用することとした。その結果、公開会社の役員等が所有する自社株には、役員等の配偶者等関係人が所有するものをも含むこととなり、公開会社の役員等が当該会社の株価に影響を及ぼす情報を知ったとき、役員等の配偶者等の名義での当該会社の株券の売買があれば、それは役員等本人の行為とされ、役員等本人が内部者取引禁止の違反に問われることとなる。これに対して、日本法では、このような規定

を有しない。

(5). 中華民法では、同一の企業グループに属する各企業間の緊密な関係に着目して、この支配関係に基づいて発行会社の重要情報を知った者を内部者取引禁止の対象主体としたのに対して、日本法では、このような規定を有しない。

(1)の法人をも内部者取引の行為主体だと認めることは、中華民国の証券交易法においては、一般的に、法人を証券交易法違反の行為主体だと認めているからである。特に内部者取引だから、それを認めるわけではない。又、法人を内部者取引の行為主体だと認めても、その処罰対象は当該行為を為した責任者なので、実務上の解釈運用の結果としては、日本法と大きな差異が生じないと思われる。

(2)の元会社関係者の問題については次のように考えられる。内部者取引禁止の対象主体とされた者が、法に掲げる会社との関係が切れた途端に、今まで禁止されていた取引を自由に行うことができるようになれば、内部者取引の禁止に大きな抜け穴ができてしまう。従って、日本法は明文をもって会社関係者でなくなった1年以内の元会社関係者をも内部者取引の禁止に服させるわけである。中華民法にはこれについての明文規定を有しない。証券交易法第157条の1第1項第3号「職業に基づいて情報を知り得た者」の解釈運用

により、この問題をかなりの程度まで解決できるが、完全にカバーできるわけではない。従って、立法論としては、中華民国法は、内部者取引禁止の対象主体とされた者に対して、法に掲げる会社との関係がなくなった後の一定の期間内においても、内部者取引の禁止に服させることを明文で定めるべきだと考えるべきである。しかし、中華民国法において元会社関係者に関する規定が設けられていないことは、ただ立法者の手落ちに過ぎないと思われる。立法者がこれについて独特な理念をもち、意識的に元会社関係者による取引を内部者取引禁止の規制範囲に入れなかったとは考えられない。従って、この相違点については特に検討する必要がないと思われる。

日本法と中華民国法における内部者取引禁止の対象主体に関する規定の相違については、内部者取引規制の理念上の問題として、特に検討する必要があるのは、(3)と(4)の中華民国法上の公開会社の役員、経理人、大株主に対する特別な扱い、及び(5)の支配関係に基づき情報を知り得た者を内部者取引禁止の対象主体にしたこと、だと思われる。以下、この二つの問題について検討したい。

## 二. 発行会社の役員、経理人、大株主に対する特別扱い

### 1. 情報を知り得る地位にいることと情報を知ったこととの因果関係

本論文第一章第一節において述べたことを繰り返して述べることとなるが、内部者取引の当罰性については、基本的には次のように考えられる。発行会社の役員など会社と一定の関係を有する者は、発行会社が開示しない限り一般投資者が知り得ない重要情報を、自ら関与し又は一定の関係によって知ることができる。このような者は、発行会社の重要事実を知ることにおいては、言わば特権的地位にあるわけである。それらの者がその特権的地位によって知った情報をもって、証券市場において一般投資者を相手に取引をすれば、一般投資者は著しく不利な立場に立つこととなり、一般投資者にとって極めて不公平である。このような取引が横行するとすれば、一般投資者はその市場の公正性、健全性に対する信頼を失い、市場から退避することとなり、市場の発展が損なわれることとなる。内部者取引の禁止は、証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するために、そのような投資者の証券市場に対する信頼を著

しく損なう行為を禁止するものである。

言い換えれば、内部者取引の禁止は、発行会社の重要事実を知り得ることにおいて特権的地位にある者によるその特権的地位の濫用を禁止するものである。従って、内部者取引禁止の対象主体とされるべき者は、そのような特権的地位ゆえに発行会社の重要事実を知った者に限るべきだと考えられる。そして、日本法はこの基本的理念を忠実に守っているのである。内部者取引禁止の対象主体とされる者は、証券取引法第 190 条の 2 第 1 項各号に掲げる会社関係者であって、当該各号に定めるところにより発行会社の未公開重要情報を知った者に限られる（情報受領者もこのような者から情報の伝達を受けた者に限る）。

これに対して、中華民国法は、必ずしも上述の内部者取引禁止の基本的理念を忠実に守っていない。中華民国法では、公開会社の役員、経理人、大株主が内部者取引禁止の対象主体となるためには、そのような地位にいることと、当該会社の株価に影響を及ぼす未公開重要情報を知ったことのみが要件とされている。当該情報を知ったこととその地位にいることとの間の因果関係の有無は問題とされない。さらに、役員等が所有する自社株にはその配偶者等関係人の所有株を含むという証券交易法第 22 条の 2 第 3 項の規定を準用する結果、公開会社の役員等が当該会社の株価に影響を及ぼす未公開情

報を知った場合、その配偶者等関係人の名義で当該会社の株券の売買があれば、それも役員等本人の行為として、内部者取引の禁止に服させる。

中華民国法のこの規定は、内部者取引禁止の基本的理念から見れば、次のように批判されるであろう。発行会社の株価に影響を及ぼす情報を知ることの特権的地位にいる者がその特権的地位と関係なく情報を知ったことは、そのような特権的地位にいない者がたまたま情報を知ったことと変わりがない。その者が証券市場において当該情報を知らない一般投資者を相手に有価証券の取引を行っても、それが特権的地位の濫用に当らず、証券市場の公正性、健全性を損なうことなく、従って、それを刑罰の対象にするのは適切ではない。

しかし、中華民国法で、このように特権的地位にいることと情報を知ったこととの間の因果関係を要件とせず、発行会社の株価に影響を及ぼす情報を知ったことだけで、内部者取引禁止の対象主体とされるのは、公開会社の役員、経理人、大株主に限ることに注意すべきである。

これらの者が発行会社の重要情報を知りうる立場にいるものだと一般に考えられ、しかも、一般投資者は、その者の外見的身分のみで、それが発行会社における重要な地位にいる者であると簡単に見分けることができる。従って、これらの者による自社株の売買は常

に一般投資者の注目を集め、これらの者による自社株の売買は証券市場に大きな影響をもたらすものだと考えられる。その上、實際上、中華民国では、発行会社の役員等による自社株の取引が盛んに行われており、証券市場に大きな影響をもたらしてきた。発行会社の役員等による自社株の売買に対する規制を如何に強化すべきかは、常に中華民国証券管理当局を悩ませる問題となっている。それがゆえに、中華民国の証券管理に関する法令においては、発行会社の役員等の自社株における行動を規制するための独特な規定は数多く見られる。例えば、役員等の自社株譲渡の事前届出義務（証券交易法 § 22の2）、役員最低持株数の補足義務（証券交易法 § 26）、店頭登録会社の役員の持株を特定機関に保管させる義務（台北市証券商業同業公会証券商営業処所買売有価証券審査準則 § 31④）、役員が任期中において選任当時の持株を半分以上譲渡すれば当然解任されること（会社法 § 197）などである。そこで、内部者取引の禁止において、発行会社の役員等については、役員等という地位にいることと発行会社の未公開重要情報を知ったこととの因果関係が内部者取引禁止の対象主体となるための要件とされなかったのも、立法者が中華民国の証券市場の実情を鑑みて為した立法だと考えられる。つまり、発行会社の役員等による自社株の売買の証券市場にもたらす影響の重大さを鑑み、これらの者による内部者取引の摘発を容易

にするため、現行法のような立法としたのであろう。一方、公開会社の役員等も、そのような重要な地位に就く者だから、自らの自社株における行動の一般投資者の影響の重大さについて自覚をもつべきであろう。従って、公開会社の役員等に対し、当該会社の株価に影響を及ぼす未公開情報を知ったとき、それが役員等の地位ゆえに知り得た情報であるか否かを問わず、当該情報が公開される前に、自社株の売買を自粛せよ、と求められても過酷な規制とは言えないであろう。

情報を知り得る地位にることと情報を知ったこととの因果関係が内部者取引禁止の対象主体となるための要件とする日本法は、内部者取引禁止規制の基本的理念に合致する立法だと考えられる。これに対して、発行会社の役員等の場合に限り、それが内部者取引禁止の対象主体となるための要件とならない中華民国法は、証券市場の現状を鑑みた立法だと考えられる。中華民国法の規定は、内部者取引禁止規制の基本的理念からやや逸脱してしまったと言えるであろう。しかし、現実に証券市場に大きな影響をもたらしている役員等による自社株売買に対し規制を強化するためには、現行法のように、情報を知り得る地位にることと情報を知ったこととの因果関係を、役員等が内部者取引禁止の対象主体となるための要件から外すことにより、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼

を損なう内部者取引の摘発容易性を図ることはやむを得ないというべきであろう。

## 2. 役員等の関係者の株式取引を当然役員等本人の行為と見做すこと

内部者取引の禁止において、その規制対象を内部者取引禁止の対象主体本人の名義の取引に限定すれば、内部者取引禁止の規制対象となる者は、他人名義を用いて取引を行えば、内部者取引禁止規制を簡単に逸脱することができることとなる。

そこで、中華民国では、証券交易法第 157条の 1 第 5 項の規定により、同法第 22条の 2 第 3 項の規定を、内部者取引の禁止においても準用することとした結果、公開会社の役員等が当該会社の株価に影響を及ぼす情報を知ったとき、役員等の配偶者等関係者の名義での当該会社の株式の売買があれば、それが役員等本人の行為とされ、役員等本人が内部者取引禁止の違反に問われることとなる。

日本法はこのような規定を有しない。しかし、解釈上、違法の内部者取引は、内部者取引禁止の対象主体となっている内部者等本人が問題の売買契約等の当事者として権利義務の帰属主体となる場合に限らず、当該者が他人に売買等の委託、指図をする場合を含み、

又、内部者等が自己の計算で売買等を行う場合に限らず、他人の計算で売買を行う場合も含むとされている。しかし、これらの取引のため、内部者等に内部者取引禁止違反の責任を負わせるためには、内部者等と問題の取引との実質関係を検討し、それを立証しなければならない。

これに対して、上述の中華民国法の規定により、当該者の株式取引が当然役員等本人の行為とされる役員等本人の関係者は、役員等の配偶者、未成年の子、及びその名義が役員等に利用される者である。そのうち、役員等に利用される者については、証券交易法施行細則第2条において、厳格な構成要件が定められているので、その要件を満たす場合、役員等本人が問題の株券の実質的所有人であることを確認することができる。従って、その者の名義での株券売買があった場合、それを役員等本人の行為として、役員等本人に責任を負わせることは、合理的であり、又、必要である。さらに、現行法の定めでは、証券交易法第22条の2第3項の適用を有する者は第157条の1第1項第1号、第2号に掲げる発行会社の取締役、監査役、経理人及び大株主であるが、それ以外の内部者取引禁止の対象主体についても、証券交易法施行細則第2条に掲げる要件を満たせば、当該他人の名義での株式取引を職業又は支配関係に基づき情報を知り得た者本人、又は情報受領者本人の行為と見做す、当該本人

の証券交易法違反の責任を問うと解すべきである。

しかし、役員等の配偶者、未成年の子の名義での株式取引行為については、当該取引と役員等本人との実質関係を問題とせず、役員等の配偶者又は未成年の子の名義での取引だつという形式的要件だけで、それを役員等本人の行為とし、役員等本人にその行為のために内部者取引禁止違反の責任を負わせることは合理性を持たない。

中華民国法のこの規定は、上述の情報を知り得る地位にいることと情報を知ったこととの因果関係を役員等が内部者取引禁止の対象主体となるための要件から外すことと同様に、発行会社の役員等の自社株における行動の証券市場に対する影響の重大さを鑑み、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なう内部者取引の摘発容易性を図るための立法だと思われる。つまり、夫婦とは極めて緊密な関係を有する者同士であり、その財産関係が厳密に区分されていない場合が多く、又、未成年者の財産は親が実質的に管理処分するのであり、それに、発行会社の役員等の自社株における行動は一般投資者の注目を集め、証券市場に対する影響が重大であることを鑑み、立法者は、発行会社の役員等に限り、その配偶者又は未成年の子の名義での株式取引について、当該取引と役員等本人との実質関係に立ち入らず、当該取引を役員等本人の行為とすることとしたのである。

しかし、夫婦だからと言ってその財産関係が必ず混同していることとはない。役員等の配偶者は独立した行為能力を有し、独自の判断で株式取引を行うことができる。現行法のように、役員等の配偶者であるという形式的要件だけで、当該者の株式取引を当然、役員等本人の行為と見做す結果、役員等本人に対して、自分が知らない行為、極端な場合、自分が反対をした行為についてまで、刑事責任を負わせることとなり、これは不合理である。又、未成年者の財産は実質的に親が管理するものである。この意味では、内部者取引の禁止において、役員等の未成年の子の名義での株券売買を役員等本人の行為とすることは合理的である。しかし、未成年者の法律行為は片方の親の法定代理権の行使又は片方の親の同意があれば有効であると解される。従って、役員等本人が知らず、又は反対したのに、役員等の配偶者が法定代理権又は同意権を行使して未成年の子の名義で株券の売買を行うことが可能である。現行法の下ではこの場合も、当該取引が役員等本人の行為とされ、役員等本人が当該取引のために、内部者取引禁止違反の刑事責任を問われることとなり、これは合理的ではない。

発行会社の役員等の配偶者又は未成年の子の名義での株式取引についても、当該取引と役員等本人との実質関係を検討した上、役員等本人の責任を追究することも考えられる。しかし、その実質関係

の立証は必ずしも容易ではない。一方、中華民国では、発行会社の役員等による自社株の取引は現実に証券市場に大きな影響をもたらしている。中華民国では、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を維持するために、特に発行会社の役員等による内部者取引の摘発をより容易にする現実の必要があると思われる。発行会社の役員等の配偶者は役員等と極めて緊密な関係を有する者であり、又、役員等の未成年のこの財産は実質的に役員等が管理処分できる。従って、発行会社の役員等が未公開重要情報を知った場合、当該情報が公開される前に、当該役員等の配偶者又は未成年の子の名義で当該会社の株式の取引があったことが判れば、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する疑いが生じやすいと考えられる。従って、発行会社の役員等の配偶者又は未成年の子の名義での株式取引に対して特別な扱いを加える必要があると考えられる。

そこで、立法論としては、現行法を改正して、発行会社の役員等の配偶者又は未成年の子の名義での株式取引を役員等本人の行為だと「推定」することにすることが妥当であろう。当該取引は役員等本人と関係を有しないことの立証責任を役員等に課すことにより、役員等による違法の内部者取引の摘発の容易性を図る一方、現行法のような形式的認定により生じる不合理を解消することができると思われるからである。

### 三. 支配関係に基づいて情報を知り得た者

中華民国法は、支配関係に基づいて情報を知り得た者を内部者取引禁止の対象主体としている。「支配関係」については、証券交易法には定義がないが、同一企業グループに属する各企業間の関係だと解されている。なお、この支配関係は、同一の企業グループ内、支配する立場にある企業と支配される立場にある企業との関係のみならず、同一の企業に支配される複数の企業の間を含むと解すべきである。これに対して、日本法は、このような同一の企業グループに属するという関係に基づいて発行会社の株価に影響を及ぼす未公開重要情報を知った者を内部者取引の禁止の対象主体にしない。

この問題における両国法の相違は、内部者取引禁止規制における構成要件の客観性に対する要求の程度に差があるからであると思われる。

同じ企業グループに属する各企業間は、通常、株式の相互所有、業務上の往来、人事上の交流等が行われている。その上、同じ企業グループに属するゆえに、一般投資者が知り得ない内部情報が企業グループ内の各企業間に伝達されることも一般に考えられる。しかし、日本法はあえてこのような関係に基づき情報を知り得た者を内

部者取引禁止の対象主体にしなかった。これは、日本法は内部者取引の禁止において、法の適用容易性を図るために、違法の内部者取引の構成要件の客観性を可能な限り求めるからであると思われる。

又、日本法は、発行会社の大株主について、商法第 293条の6 第1項に定める帳簿閲覧権の行使に関し当該会社の未公開重要情報を知った者に限り、内部者取引禁止の対象主体にするのも同様な考え方に基づくものだと思われる。つまり、発行会社の大株主又は発行会社と同じ企業グループに属する者は、確かに発行会社に対し相当な影響力をもち、又は発行会社と緊密な関係を有するものである。しかし、そうは言っても、このような者は、発行会社に対し未公開重要事実を知らせよと要求する権利があるわけではない。つまり、實際上、これらの者は発行会社に対して、未公開重要事実を知らせてもらう「力」があっても、又、発行会社はこれらの者に対して、実質的に、未公開情報を知らさざるを得ない関係にあるとしても、形式的には、発行会社がこれらの者に情報を提供することは、発行会社の主観的判断により、任意に行った行為である。発行会社の大株主又は発行会社と同一の企業グループに属する者は発行会社の未公開重要情報を知ったことは、発行会社とそのような関係を有するゆえに知ったのであることを立証するのが極めて困難である。従って、法の適用容易性を図るために、構成要件の客観性を可能な限り求め

る日本法は、これらの者を内部者取引禁止の対象主体にしなかったわけだと思われる。そして、日本の現行法の下では、これらの者に対しては、情報受領者として内部者取引の禁止に服させるしかないであろう。

日本法の下では、次のようなことが生じうるであろう。例えば、甲社が乙社の大株主である（又は甲社と乙社が同一の企業グループに属する）。いわゆる大株主説明会で（又は企業グループ幹部会議で）、甲社の役員Aは乙社から未公開重要情報の伝達を受けた。この場合、Aは情報受領者として内部者取引の禁止に服する。しかし、甲社の他の役員Bが職務上に関しAから当該情報の伝達を受けた場合、Bは第2次情報受領者となり、内部者取引の禁止に服せず、従って、Bは甲社の未公開重要情報を知りながら、甲社の株式を、自由に証券市場において一般投資者を相手に取引をすることができることになってしまう。このような発行会社と密接な関係を有する者の役員による取引は果たして一般投資者の証券市場の健全性、構成性に対する信頼を損なわないものであろうか。恐らくそうは言えないであろう。しかし、これは内部者取引の構成要件の客観性を追求するために、払わざるを得ない犠牲というべきであろう。

これに対して、中華民国法は、内部者取引の構成要件の客観性については、日本法ほど拘らなかったと思われる。同一の企業グルー

プに属するという緊密な関係に着目して、このような関係にいる者であって、このような関係に基づいて発行会社の株価に影響を及ぼす未公開重要情報を知った者をすべてを内部者取引禁止の対象主体とした。しかし、実務上の運用としては、支配関係を有することと情報を知ったこととの因果関係の立証が極めて困難であることは予想できる。まして、支配関係とは何かということすら明確にされていない現状のもとでは尚更である。しかし、現代の企業経営理念の下では、企業の系列化が進む傾向にあると思われるので、このような支配関係に基づき情報を知った場合を内部者取引規制の守備範囲に入れることは無益だというべきではないだろう。ただ、この規定を有効に運用できるようにするためには、まず、支配関係の意義を明文をもってはっきりさせることが必要であろう。

## 第二章

# 内部者取引の基礎となる重要事実

### 第一節

## 日本法における内部者取引の基礎 となる重要事実

### 一. 概説

証券取引法第190条の2が禁止する内部者取引は、会社関係者が当該会社の業務等に関する重要事実を法の定める一定の状況で知って、当該重要事実が公表される前に行われる取引である。証券取引法第190条の3が禁止する内部者取引は、公開買付者等関係者が公開買付等が公開買付等の実施に関する事実又公開買付等の中止に関する事実を法の定める一定の状況で知って、当該事実が公表される前に行われる取引である。

発行会社の有価証券の価格に影響を及ぼす情報としては、当該発行会社の業務等に関する重要事実に限らず、当該有価証券の市場需給に関する情報いわゆる市場情報や、経済全般又は業界一般に関する情報が考えられる。

有価証券の市場需給に係る情報としては、まず、株式に対する公開買付に関する情報が考えられる。株式に対する公開買付は、当該株式の時価を超える一定の割合を超える水準で買付けのが通常である。公開買付の対象となるという情報が当該株式の価格に与える影響は明確である。公開買付を行おうとする者の関係者が、当該公開買付に関する情報を知って、当該情報が公開される前に、当該情報を知らない一般投資家を相手に、当該公開買付の対象となる株式を売買する行為は、一般投資家が極めて不利な立場に立つこととなる。このような行為は、一般投資家の証券市場の公正性、健全性を損なう行為だと考えられ、このような行為を証券市場から排除する必要がある。そこで、証券取引法第190条の3は、このような行為について明文をもって禁止するわけである。

それ以外の市場情報は、例えば、有力機関投資家による特定の銘柄の大量購入、仕手筋等による特定の銘柄の買集め、大手証券会社の重点銘柄・参考銘柄の指定、有力証券会社の売買動向等が考えられる<sup>(2)</sup>。しかし、これらの市場情報については、例えば、有力な機関投資家がある特定の銘柄の株式を大量に買うことは典型的な市場需給情報であるが、この種の情報で株価が変動するのは、投資者の投資心理に深く係わっているものであり、いわば主観的情報である。構成要件の明確性を図る内部者取引規制においては、このよう

な主観的要件を基準とするのは妥当ではない<sup>(3)</sup>。市場需給情報をめぐる不健全な取引に関しては、特に証券会社の業務の適正を確保することが肝要だと考えられる。そこで、証券取引法第50条第3号及びそれに基づく健全性省令第1条第5号をもって、その違反に対して行政処分が行われることとなっている<sup>(4)</sup>。

経済全般又は特定業界に関する情報には、政府の決定に係る政策情報が多いが、それに限らない。経済全般に関する情報としては、例えば、貿易収支の状況、為替相場、公定歩合、マネー・サプライの政策、海外証券取引相場の動向等がある。特定の業界に関する情報としては、例えば、特定分野の製品についての外国政府の保護貿易政策、関税政策、これらの外国政府の動向に対し日本政府の対応策、特定の業界についての政府の産業政策等がある<sup>(5)</sup>。しかし、この種の情報が個別の銘柄の有価証券の価格に与える影響は間接的なものであり、又、実際問題として、この種の情報をも内部者取引の基礎にすれば、米国の公定歩合等まで規制対象となる情報となり、その範囲は際限なく広がってしまい、内部者取引の構成要件が極めて不明確なものとなってしまふことが懸念される。従って、このような経済全体又は特定の産業に関する情報を内部者取引の基礎にすることは妥当ではない<sup>(6)</sup>。

証券取引法第190条の2の下で、上場会社の会社関係者等による

当該会社の有価証券の取引のうち、内部者取引として禁止されるのは、会社関係者が当該会社の業務等に関する重要事実を法の定める一定の状況で知って、当該重要事実が公表される前に行われる取引である。つまり、内部者取引の禁止においては、内部者取引の基礎となる情報について問題になるのは、

- (1)その情報が発行会社の業務等に関する重要事実であるか否か、
- (2)その情報が法に定められた経路で入手されたかどうか、
- (3)その情報が公表されたか否か、である。

(2)については、第二章「内部者取引禁止の対象主体」においてすでに検討した。以下では、本節において、(1)の発行会社の業務等に関する重要事実とは何かを検討し、そして、第五章第一節において、(3)の情報の公表について検討したい。

証券取引法第190条の2第2項は、業務等に関する重要事実を4つのカテゴリーに分けて詳しく列挙している。第1号は、会社の決定事実として、イからチまでの8つの事項を具体的に列挙し、さらに、リの規定に基づいて証券取引法施行令第28条（以下において「施行令」という）が8つの事項を列挙している。第2号は、発生事実として、イからハまでの3つの事項を列挙し、さらに、ニの規定に基づいて施行令第29条は11の事項を列挙している。第3号は会社の決算情報として、売上高等会社の業績の変化を掲げている。第

4号においては、列挙主義立法の穴を埋めるための概括条項が設けられている。

法と施行令は事柄の形式的基準から内部者取引の基礎となる重要事実を取り上げているのである。さらに、大蔵省令により、数値基準の方式をもって、法と政令の列挙事項を量的な面からその適用範囲を明確にしているのである。つまり、日本では、内部者取引の構成要件については、世界でも他に例をみないような具体的列挙方式をとっている<sup>(1)</sup>。これらの法令に定める重要事実の範囲を検討する前に、まず、何故に法がこのような列挙主義立法をとったかを検討する必要があると思われる。

発行会社の内部情報は、企業活動が存在する限り必然的に生ずるものである<sup>(2)</sup>。企業の経営とは、「目標を定め⇒計画を立て⇒実行⇒成果を確認⇒新しい計画を立て」という循環活動である。このような循環活動の過程において様々な事象が生ずる。日常的・定例的な事象もあれば、非日常的・非定例的なものもある。危機対処的なものもあれば、会社の業績にとってプラスになるものもある。すでに確定的になったものもあれば、まだ流動的であるものもある。これらの事象は、それが公開されない限り、全て内部情報となるわけである。

しかし、内部情報であれば、その全てが内部者取引の基礎となる

のではなく、発行会社の業務等に関する事実に係る情報のうち、「重大性」、「具体性」、「确实性」を有するもののみを内部者取引の基礎とするべきである<sup>(8)</sup>。

投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと一般的に考えられる重大な事実に係るもの、即ち「重大性」を有するもののみを内部者取引の基礎にすべきである。

又、発行会社が多角化経営のために新規事業分野への進出が予定され、又そのために多額のファイナンスも予定されているようなことは、重大な事実だと考えられる。しかし、ただ新規事業分野への進出、資金の調達が予定されているが、それ以上に、進出する新規事業分野の内容が未だに確定しておらず、ファイナンスの金額、方法も決まっていない場合、その情報は具体性を欠いている。このような具体性のない情報を内部者取引の基礎にするのは妥当ではない<sup>(9)</sup>。

さらに情報の确实性が必要である。つまり、内部情報を内部者取引の基礎にするためには、それが裏付けのあるものでなければならず、単なる噂や推測又は想像によって得られたものであってはならない。例えば、会社が新たに算出した業績の予想値が前に公表された予想値と著しく異なることが内部者取引の基礎となる重要事実とされている。又、形式上法令が列举している重要事実該当する事

実に対しては当該事実が内部者取引の基礎となる重要事実<sup>10)</sup>に該当するか否か、又はその影響が軽微で内部者取引の基礎となる重要事実から除外するか否かについて、大蔵省令は、当該事実の会社に対する影響の見込み額をもって、その判断基準を定めている。しかし、ここにいう「予想値」や「見込み額」は単なる予想、見込みではなく、当該会社が種々の確実なデータに基づいて算出した予想値、見込み額でなければならないのである<sup>10)</sup>。

ただ「重大性」、「具体性」、「確実性」を内部者取引の基礎となるべき内部情報の判断基準として挙げ、実際には事案ごとにこれらの基準に基づき内部者取引の基礎となる内部情報に該当するか否かを判断する立法態度も考えられる。しかし、日本では、内部者取引について、従来、社会的に必ずしもこれが刑事罰で担保されるような行為だという認識が確立していたとは言えず、むしろ証券取引というのは、発行会社についての情報を早くキャッチして行われるものだというような認識すら一部にはあった。このような社会風土の中で抽象的な規定の仕方をすれば、その解釈を巡りかなりの混乱又は誤解が生ずる恐れがあり、それが法的安定性の観点から問題があると考えられる。従って、できるだけ具体的に構成要件を規定して、証券取引関係者が、如何なる行為をしてはいけないのかということをはっきり認識させることが重要だと考えられたわけである。

又、法の実効性に鑑みても、構成要件を具体的、詳しく規定する必要があると考えられている。つまり、内部者取引禁止の立法化は、そもそも抽象的に構成要件を定める法第58条が実際の適用が難しいことに対する反省から生じたものである。法第58条の二の舞にならないように、内部者取引の禁止においては、構成要件の具体化が求められていたわけである。さらに、内部者取引の禁止の最終の目的は、内部者取引の未然防止である。内部者取引の構成要件を詳細に規定することにより、関係者間の自主規制等の体制作りも容易になり、内部者取引の未然防止を容易にする効果があるのである<sup>(11)</sup>。

そこで、法は、施行令の定めを含めて、重要性、具体性、确实性の観点から、内部者取引の基礎となるべき情報を事柄自体の形式的基準で、個別列挙的・具体的に掲げ、その上、大蔵省令の定めをもって、その量的側面から、その範囲をさらに明確にすることとしたのである。なお、投資者の投資判断に及ぼす影響の重要度を判断する基準としての省令の定めについては、経済界の要望もあり、新たなデータによらずに算出できるように、基本的には、証券取引法上の臨時報告書の提出基準を用い、両者の整合性を図った<sup>(12)</sup>。臨時報告書の提出基準に盛り込まれていない事項についても、過去のデータを分析して、可能な限り簡潔な数値基準を定めたのである。

以下では、会社の「決定事実」、「発生事実」、「決算情報」及

び「概括条項」というカテゴリーに分けて、法令の掲げる重要事実の内容について検討することにする。

## 一．発行会社の決定事実

内部者取引の基礎となる重要事実の第一のカテゴリーは、会社の決定事実である。即ち、上場会社の業務執行を決定する機関が法第190条の2第2項第1号イからチまで、及び施行令第28条第1号から第8号までに掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表がされたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したことは、内部者取引の基礎とされる（法§190の2 II①）。

上述の法令に掲げる事項で、具体的にその量的側面から考察して当該事項についての決定があっても、それにより、投資家の投資判断が著しく影響されることがないと考えられる場合もある。そこで、会社の決定事実のうち、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして大蔵省令（会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令。平成元年で月3日大蔵省令第10号。以下において「取引規制省令」という）で定める基準（以下において「軽微基準」という）に該当するものは、内部者取引の基礎となる重要事実から除外されることとなる。

ここでまず注意すべきなのは、決定の対象となった事項自体が内部者取引の基礎となるのではなく、その事項についての「決定をし

たこと」こそ内部者取引の基礎となる重要事実である<sup>(13)</sup>。

「当該会社の業務執行を決定する機関」とは、会社の業務執行を實質上決定する機関であり、会社の経営の実態に即して判断されるべきである。従って、会社ごとに、又は決定事項ごとに異なりうる。取締役会は勿論、一般的には「常務会」又は「経営会議」等において会社としての実質的な意思決定がなされることも多いようだが、これらに限らず、代表取締役又は会長個人、場合によって取締役でない実質経営者をも可能である<sup>(14)</sup>。

本号に掲げる事項の多くは商法上、株主総会の決定事項又は取締役会の専決事項とされている事項である。例えば、資本減少、株式分割、利益配当、合併、営業の全部或は重要な一部の譲渡、営業の全部の譲り受け、解散等は株主総会の決定事項であり、株式や轉換社債の発行、中間配当等は取締役会の専決事項である。しかし、内部者取引禁止においては、商法とは別の見地から内部者取引の基礎となる重要事実を考えている。商法上、会社の重要な業務執行は取締役会で決定しなければならないが、又、一定の重要事項については株主総会の承認が必要とされている。しかし、実務上は、これらの事項であっても、常務会又は取締役個人が実質的に決定し、前述の取締役会の決議、株主総会の承認という法律上の最終決定は単なる形式となっていることが多い。これらの重要事実について事実上の

決定が行われた段階で、実際には情報としての価値が確実となり、その情報が公表されれば、株価に大きな影響を与え得るような状況になっている<sup>(15)</sup>。このような場合、取締役会の決議、株主総会の承認など法律上の最終決定という形式的な手続きを重要事実になる基準とすれば、内部者取引禁止が骨抜きとなってしまう。従って、内部者取引規制においては、何が内部者取引の基礎となる重要事実であるかの判断は、形式的な手続きを基準とするのではなく、実質的な実態に即して行うべきである<sup>(16)</sup>。

しかし、実務上、日本の企業の意思決定のプロセスは単純でない。つまり、コンセンサスの成立は日本の経営慣行の中で非常に大事なものであり、従って、会社の業務執行の決定については、通常、まず限られた人数の者又は特定の立場の者で検討した上で、関係者に打診、根回しなど慎重な内部検討を経て、常務会、経営会議、関係の役員の会議体で説明されることが多い。会社の業務執行の決定は、このような過程の中で徐々に形成されるものである。従って、実務上、何が決定機関であるか、いつ決定があったか、についての判断は、なかなか難しい<sup>(17)</sup>。そこで、本号の規定は、内部者取引の構成要件を形式的に明確にすることという改正証券取引法の立法方針と抵触するのではないかの批判がみられる<sup>(18)</sup>。この点については、前述したように、内部者取引禁止の実効性を求めるために会社の決

定事実については、実質の実態に即して判断する必要があること以外に、発行会社の内部者等は、通常、当該会社における意思決定の成り行きを知っていると考えられる上、取引の時点で自己の取引が禁止されるものであるか否かは容易に判断できると思われると説明される<sup>(19)</sup>。

以下では、法令に掲げる事項について個別に考察したい。

## 1. 株式、転換社債及び新株引受権付社債の発行

株式、転換社債及び新株引受権付社債等の有価証券の発行は、株主の株式持分割合に重要な影響を及ぼし<sup>(20)</sup>、又、このようなエクイティの増加は、会社の将来に明るいものがあり、普通、歓迎相場が予想されると考えられる<sup>(21)</sup>。そこで、株式、転換社債及び新株引受権付社債の発行についての決定は、内部者取引の基礎とされる（法§190の2 Ⅱ①イ）。そして、取引規制省令が定める軽微基準は、次に掲げるもののいずれかに該当する場合である。

(1)発行価格の総額が5億円（外国通貨をもって表示される証券の発行の場合には5億円に相当する額）未満であると見込まれること（取引規制省令§1①イ）。

(2)準備金を資本に組入れた額若しくは額面株式の券面額を超えて

資本に組入れた額につき株主に対しその有する株式の数に応じて株式を発行する場合又は額面株式をその券面額を発行価額として株主に対しその有する株式の数に応じて発行する場合においては、株主の有する株式1株に対し発行する株式の数の割合が0.1未満であること（取引規制省令§1①ロ）。

ここで問題とされるのは、これらの有価証券の発行についての決定があったか否かということであり、何のためにこれらの有価証券を発行するか、なぜこれらの有価証券の発行を決めたか、は問題にならない。

又、普通社債やCPの発行、多額の借財なども株式等の発行と並んで会社の重要な資金調達的手段である。しかし、これらの資金調達手段は、株主の株式持ち分割合に影響を及ぼすものでなく<sup>(22)</sup>、又は、株価に与える影響がないものと考えられるから<sup>(23)</sup>、それらの方法で資金調達を行うことについての決定は、内部者取引の基礎ととされていない。なお、急激な業績悪化に基づく資金難の理由でCPの発行又は多額の借財を決定する場合は、4号の「重要事実」に該当すると考えられるという意見がみられる<sup>(24)</sup>。この場合、重要事実となるのは、CPの発行又は借財についての決定ではなく、「資金難」という事実であると解すべきであろう。

又、株式、転換社債及び新株引受権付社債の発行についての決定

は、内部者取引の基礎とされているが、転換社債の転換権又は新株引受権付社債の新株引受権の行使により新株発行が行われる場合、これにより、實際上、株主の株式持ち分割合、さらに一株当りの純資産額、一株当りの純利益額に対する影響が大きい。しかし、このような新株発行は、それらの社債権者の権利行使によりなされることであり、会社の業務決定機関が決定できるものではないから、会社の決定事実として内部者取引の基礎になることはない<sup>(25)</sup>。

株式、転換社債及び新株引受権付社債の発行についての決定が内部者取引の基礎とされるのは、これらの有価証券の発行は株主の株式持分割合に重要な影響を及ぼすものだと考えられるからであり、従って、一定範囲の金額の資金調達を決定したが、ただ株式、転換社債又は新株引受権付社債のいずれを発行するかについては最終的に決定されていない段階でも、その資金調達についての決定は、本号の重要事実と該当すると解すべきである<sup>(26)</sup>。

発行価額の総額が5億円未満であると見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微であると考えられ、それについての決定は、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される。発行価額の見込みは発行決定時に決まり、又、株式の時価発行の場合は、発行決定日の前日の株価終値を参考にし、外国通貨建てで発行する場合は、発行決定日の前日の為替レートで換算する<sup>(27)</sup>。取引規制

省令の輕微基準において問題とされるのは、あくまでも発行決定時の見込み額であり、実際の発行価格ではない。従って、決定の段階で5億円未満と見込まれていれば、実際の発行価格が結果的に証券市場の動向や外貨換算レートの変動により5億円以上になっても輕微基準に該当するものとして内部者取引の基礎となる重要事実から除外される<sup>(28)</sup>。

## 2. 資本の減少

資本の減少には、会社財産の払戻しによる實質上の資本減少、会社財産の払戻を伴わない計算上の資本減少がある。事實上の資本減少とは、会社財産を株主に一部返還するものである<sup>(29)</sup>。計算上の資本減少は、通常、多額の欠損を生じたような場合に、事後の利益配当を可能にするための措置として行われるものであり、これにより従来の資本のままでは不可能なはずの利益配当が可能となり、その結果、それだけの会社財産が社外に流出することになるものである<sup>(30)</sup>。つまり、資本の減少についての決定は、会社の将来にとって暗いもので、通常、株価の下落が予想されるものであると考えられる。従って、資本の減少についての決定は、内部者取引の基礎とされる（法§190の2 II①ロ）。又、資本の減少はその規模を問わず、

会社事業の基礎に重大な影響を生ずるものだと考えられているから、資本の減少については、軽微基準が設けられていない。

### 3. 株式の分割

株式分割（商法 § 293の4）は、資本に変動を生ぜしめることなく発行済み株式数を増加させ、それを株主へ持ち株数に応じて分割することであるので、理論的には、株主の地位に変化をもたらすことはない。しかし、株式を分割した結果、株式の流動性が増大し、又、配当を維持すれば、実質増配と同様の効果があるので<sup>(31)</sup>、投資家にとっては明るい投資判断材料だと考えられる。又、単なる額面変更のための株式分割の場合、例えば、額面五百円の株式を五十円にすると買いやすくなり、投資家が増えるという思惑で株価の上昇が期待される<sup>(32)</sup>。

従って、株式の分割についての決定は、投資家の投資判断に影響を及ぼすものと考えられ、内部者取引の基礎とされる（法 § 190の2 II ①ハ）。そして、株式の分割により一株に対し発行する株式の数の割合が1.1 未満である場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微なものだと考えられ、省令の定めにより除外される（取引規制省令 § 1 ②）。

#### 4. 直近のものと異なる利益配当又は中間配当

利益配当や中間配当の額や方法は、投資家にとって極めて重要な投資判断材料である。そこで、利益の配当又は商法第295条の5に定める中間配当についての決定は、その1株当りの額又は方法が直近のものと異なる場合に限り、内部者取引の基礎となる重要事実とされる（法§190の2 II①ニ）。そして、1株当りの利益の配当の額又は中間配当の額をそれぞれ直近の1株当りの利益の配当の額又は中間配当の額で除して得た数値が0.8を超え、かつ、1.2未満である場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微なものだと考えられ、省令の定めにより除外される（取引規制省令§1③）。

ここにいう「直近のものと異なる場合」とは、利益配当、中間配当がそれぞれ直近の同質のものを比較の対象とするのである。即ち、利益配当と直近の利益配当、中間配当と直近の中間配当と比較し、利益配当の額又は方法が直近の中間配当のそれと異なるとしても、ここにいう重要事実に該当しない。つまり、利益配当と中間配当とはそれぞれ異なる基礎に基づいて決められるものであり、従って、利益配当と中間配当との額又は方法が異なることはむしろ当然であると考えられ、それにより投資家の投資判断に影響を及ぼすことが

ないからである。これに対して、利益配当又は中間配当が直近のものと同程度以上に異なることとなるのは、会社の業績に変化があったと考えられ、内部者取引の基礎にする必要があると考えられる。しかし、ここに問題とされるのは、異なるという事実であり、なぜ異なるかということまで問題にする必要はない<sup>(33)</sup>。

現行商法上、利益配当の方法としては、現金配当と株式配当しか認められていない。従って、ここにいう配当の方法が異なることとは、直近の配当が現金配当で行われ、今期の配当が株式配当で行われる場合、又は直近の配当が株式配当で行われ、今期の配当が現金配当で行うことについて決定することである。配当の方法が異なれば、金銭で計算して配当金額が実質的に変わりがないとしても、それについての決定は内部者取引の基礎となる重要事実<sup>(34)</sup>に該当する<sup>(34)</sup>。

なお、取引規制省令が定める軽微除外基準は比率式なので、例えば、前期の20銭の配当に対して、今期が10銭の増、減配を行う場合、その差額の絶対値が小さくても、軽微除外の対象とならない<sup>(35)</sup>。

## 5. 合併

合併についての決定は内部者取引の基礎となる重要事実として列

挙げられている（法 § 190の2 II ①ホ）。そして、次のいずれかに該当する場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微なものだと考えられ、省令の定めにより内部者取引の基礎となる重要事実から除外されている（取引規制省令 § 1 ④）。

(1)合併による資産の増加額が最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該合併の予定日の属する事業年度及び翌事業年度の各事業年度においていずれも当該合併による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれる場合（取引規制省令 § 1 ④イ）。

(2)合併により解散する場合を除き、発行済株式又は持分の全部を所有する子会社との合併（取引規制省令 § 1 ④ロ）。

合併についての決定があった場合、その合併の実行により資産或は売上高に対する影響の見込みが取引規制省令が定める軽微基準に該当する場合を除き、合併の相手方が株式会社であろうが、有限会社であろうが、合名会社であろうが、合資会社であろうが、組織形態のいかんを問わず、又、それが親子会社間の合併であるか否か、その合併に新株の発行を伴うものであるか否か、を問わない。ただ、それが全額出資子会社との合併の場合は、連結ベースで見れば実質上変化がないので、投資家の投資判断に影響をもたらすことがない

と考えられ、このような合併についての決定は省令の定めにより内部者取引の基礎となる重要事実から除外されることとなっている<sup>(36)</sup>。

しかし、合併には、吸収合併、新設合併がある。新設合併の場合又は問題の会社が吸収合併における消滅会社である場合においては、問題の会社の存続そのものが問題となるので、当然に投資家の投資判断にとって著しい重要事実だと考えられる。従って、取引規制省令の軽微基準の定め方から見れば判るように、軽微基準に該当可能なのは、問題の会社が吸収合併における存続会社である場合のみである。

合併には当然に相手会社が存在する。合併についての決定を知った発行会社の内部者等が自社株ではなく、合併の相手会社の上場株券等を売買する場合は、通常、当該会社と契約を締結している者だということで、相手会社の準内部者又は派生的準内部者として規制されることとなる<sup>(37)</sup>。しかし、例えば、A、B両会社が吸収合併を行い、存続会社A社にとって、この合併は軽微基準に該当する場合、B社の内部者がA社の上場株券等を売買しても、内部者取引にならないと考えられる。

この問題については、以下のような意見がみられる<sup>(38)</sup>。日本では、公開買付けの代わりに、合併、業務提携（後述）などの方法で

M&Aを行うことが多い。しかし、合併、業務提携に関する重要事実を知って相手会社の上場株券等を売買することは、それらの契約を締結した後に始めて規制を受ける。この段階では公表済みなのが普通だろう。従って、市場情報の規制として、公開買付と並べて合併、業務提携も規定する方がよいのではないかという意見である。これについては、次のように考えられる。

公開買付けの場合、確かに相手会社の同意さらに協力を得ているいわゆる友好的公開買付もあるが、基本的には、公開買付けを行うものと相手会社との間に契約関係が結ばれていない。従って、当事者の間に契約関係が結ばれている合併、業務提携を公開買付けと同列させることは妥当であろうか。その上、準内部者の範囲についての検討において述べたように、合併のような重要な契約を締結する場合、本契約が締結される前に、通常、予備契約などが締結されている。従って、合併契約が締結される前に、関係者らはすでに内部者取引の規制を受けることとなっているのである。従って、合併、業務提携などを公開買付けと同列に規定する必要性はないと思われる。

## 6. 営業譲渡又は譲受け

営業の全部又は一部の譲渡又は譲受けについての決定は、内部者取引の基礎となる重要事実として列挙されている（法§190の2 II①へ）。

商法では、営業の全部又は重要な一部の譲渡、及び他の会社の営業の全部の譲受けは株主総会の特別決議を要する事項とされている（商法§245 I①；③）。しかし、内部者取引の基礎となる重要事実は、商法上、株主総会の特別決議を要しない「重要でない一部の譲渡」及び「他の会社の営業の一部の譲受け」を含む<sup>(39)</sup>。

しかし、次のいずれかに該当する場合、投資家の投資判断に対する営業が軽微だと考えれば、省令の定めにより内部者取引の基礎となる重要事実から除外されている（取引規制省令§1⑤）。

(1)営業の全部又は一部を譲渡する場合であって、最近事業年度の末日における当該営業の譲渡に係る資産の帳簿価額が同日における総資産の帳簿価額の百分の十未満であり、かつ、当該営業の譲渡の予定日の属する事業年度及び翌事業年度の各事業年度においていずれも当該営業の譲渡による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること（取引規制省令§1⑤イ）。

(2)営業の全部又は一部を譲受ける場合であって、当該営業の譲受けによる資産の増加額が最近事業年度の末日における総資産の帳簿

価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該営業の譲受けの予定日の属する事業年度及び翌事業年度の各事業年度においていずれも当該営業の譲受けによる売上高の増加額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること（取引規制省令 § 1 ⑤ロ）。

(3)発行済み株式又は持分の全部を所有する子会社からの営業の全部又は一部の譲受け（取引規制省令 § 1 ⑤ハ）。

営業の譲渡又は譲受けなので、当然に相手方が存在する。従って、営業の譲渡又は譲受けについての決定を知った会社の内部者等が相手会社の上場株券等を売買する場合、通常、相手会社の準内部者又は派生的準内部者として内部者取引の規制を受ける。しかし、係る相手会社にとって、当該譲渡又は譲受けが省令の軽微基準に該当する場合、当該会社の上場株券等を売買しても、内部者取引禁止の違反にならないと考えられる。

## 7. 解散

解散により会社は清算手続きに入り、最終的に株主は残余財産の分配を受けて会社が消滅することから、当然に株価に大きな影響を与えると考えられる。従って、解散についての決定が内部者取引の

基礎となる重要事実として列挙されている（法§190の2 II①ト）。なお、解散は会社の消滅に係わる事項であり、いわゆる投資家の投資判断に与える影響が軽微である解散の存在はあり得ない。従って、解散についての決定には、軽微基準が定められていないのも当然である。

合併による解散は、前述の合併にすでに規制を受けているので、それとの重複を避けるための整理として、ここでは、「合併による解散を除く」という注意規定を設けている。

破産又は会社更生の申立て等についての決定も、会社の消滅をもたらす可能性がある重要事実であるが、それは、本項第2号ハの上場廃止原因となる事実として内部者取引の基礎とされている<sup>(40)</sup>。

## 8. 新製品又は新技術の企業化

新製品の開発又は新技術の利用は、場合によって、会社の業績に大きな影響を及ぼすことが考えられる。そこで、新製品又は新技術の企業化についての決定は、内部者取引の基礎となる重要事実として列挙されている（法§190の2 II①チ）。

新製品とは、当該会社が新たに市場に投入する製品であり、新技術とは当該会社において新たに開発又は採用した技術である。その

新規性は、当該会社の立場から判断される。つまり、すでに他の会社が製造している製品、又は使っている技術であっても、その会社にとっての新製品、新技術であればよい。特に画期的なものである必要はなく、製品についてはその名称、形式、性能等を、又は技術についてはその内容等を勘案して新たなものと判断されるものであればよい<sup>(41)</sup>。

企業化とは、本来の営業活動の一環として、その新製品の製造、販売を開始すること、又は新技術を採用した製品の製造、販売を開始することなど、要するに商業ベースに乗せることである<sup>(42)</sup>。新製品の開発又は新技術の確立自体はいかに画期的なものであっても、それが企業化されるのでなければ会社の収益力に影響を及ぼすことがなく、従って、投資家の投資判断にも影響を及ぼさないと考えられる。従って、会社の新製品、新技術に関する情報が内部者取引の基礎となるためには、企業化というの要件が求められるわけである<sup>(43)</sup>。

しかし、新製品の販売又は新技術を利用する事業の開始予定日の事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該新製品又は新技術の企業化による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該新製品の販売又は新技術を利用する事業の開始のために特

別支出する額の合計額が最近事業年度の末日における固定資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれる場合は、その新製品又は新技術の企業化が投資家の投資判断に与える影響が軽微だと考えられ、省令の定めにより内部者取引の基礎となる重要事実から除外されている（取引規制省令 § 1 ⑥）。

ここにいう売上高の増加額は、当該新製品又は新技術の企業化により当該会社の全体の売上高の増加に寄与する額であり、従って、その新製品の販売開始によりその会社の既存の製品の売上高の減少が見込まれる場合、その減少額を控除すべきと解される<sup>(44)</sup>。

取引規制省令の軽微基準は、新製品又は新技術の企業化が売上高にもたらす影響以外に、その企業化のための特別支出額をも基準として加えている。これは、当該新製品又は新技術の企業化により当面の売上には余り影響を及ぼさないが、その企業化のために多額の費用を使う必要があるれば、やはり投資家の投資判断に重大な影響を及ぼすものだと考えられるからである。

複数の新製品又は新技術の企業化についての決定が同時にされるときは、これらの新製品又は新技術の企業化により売上高に対する影響又は企業化のための特別支出額の見込み額をまとめて軽微基準に該当するかどうかを判断すべきと解すべきであろう。複数の新製品又は新技術の企業化についての決定が異なる時期でされ、単独の

場合でそれぞれが除外基準に該当するが、まとめて計算すれば軽微基準を超える場合は、これらの企業化についての決定が公表されていない限り、これらをまとめて計算し軽微基準に該当するか否かを判断することとなると解すべきであろう。

## 9. 業務上の提携又は業務上の提携の解消

業務上の提携は、会社が他の者と業務上の協力関係を持つことの全てが含まれる<sup>(46)</sup>。例えば、製品の開発、製造、保管、運搬、販売等を共同で行うこと等である。業務上の提携はその内容、規模により、会社の業績に大きな影響を及ぼすことがあると考えられ、業務上の提携又は業務上の提携の解消についての決定は、内部者取引の基礎となる重要事実として列挙されている（施行令 § 28①）。

業務上の提携は、単純に業務上の提携を行う場合以外に、資本提携を伴う場合又は提携により他の会社と共同して新しい会社を設立する場合もある。省令は、これらの場合に即して、軽微基準を定めている。次に掲げることに該当する場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微なるものと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 1⑦）

イ. 業務上の提携を行う場合にあっては、当該業務上の提携の子

定日の事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該提携による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の10%未満だと見込まれ、かつ、次の各号に各げる場合においては、当該各号に定める基準に該当すること。

(1)資本提携を伴う業務上の提携を行う場合：

新たに取得する相手方の会社の株式又は持分の取得価額が会社の最近事業年度の純資産額（資産の帳簿価額の合計額から負債の額の合計額を控除した額。）と資本金の額のいずれか少ない金額の10%未満だと見込まれ、相手方に新たに取得される株式の数が会社の最近事業年度の発行済み株式総数の5%以下だと見込まれる。

(2)提携により他の会社と共同して新会社を設立する場合（取引規制省令第3条に定める子会社の設立に該当する場合を除く）：

新会社設立予定日から3年以内に開始する当該会社の各事業年度の総資産額に新会社設立時の出資比率（所有する株式の数又は持分の価額を発行済株式総数又は出資総額で除して得た数値。）を乗じて得たものがいずれも会社の最近事業年度の総資産額の10%未満だと見込まれ、かつ、当該新会社の当該各事業年度の売上高に出資比率を乗じて得たものがいずれも会社の最近事業年度の売上高の10%未満だと見込まれる。

ロ、業務上の提携の解消を行う場合にあっては、当該提携の解消

予定日の事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該提携の解消による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の10%未満だと見込まれ、かつ、次の各号の基準に該当。

(1)資本提携を伴う提携の解消の場合：

取得している相手方の会社の株式又は持分の取得価額が会社の最近事業年度の純資産額と資本金の額のいずれか少ない金額の10%未満だと見込まれ、相手方に取得されている株式の数が会社の最近事業年度の発行済み株式総数の5%以下だと見込まれる。

(2)他の会社と共同して新会社を設立して行っている提携の解消の場合：

新会社設立の最近事業年度の総資産額に出資比率を乗じて得たものが会社の最近事業年度の総資産額の10%未満だと見込まれ、かつ、当該新会社の最近事業年度の売上高に出資比率を乗じて得たものが会社の最近事業年度の売上高の10%未満だと見込まれる。

業務上の提携には、相手方が存在する。従って、業務上の提携についての決定を知った発行会社の内部者等が相手会社の上場株券等を売買する場合は、通常、相手会社の準内部者として規制される。しかし、相手会社にとって当該業務上の提携は取引規制省令の軽微除外基準に該当する場合は、相手会社の上場株券等を売買すること

は内部者取引規制において問題にならないと解すべきであろう。

なお、ここで問題とされるのは、業務上の提携に伴う資本提携であり、単なる株式の持ち合いは含まれない<sup>(47)</sup>。

業務上の提携の解消についての決定そのものが内部者取引の基礎となる。資本提携により取得している相手方会社の株式又は相手方会社に取得されている自社株、取得している合弁会社の株式又は持分を、提携の解消により実際に処分するかされるか、どの程度処分するかされるか、ということは要件となっていない。

#### 10. 子会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得。

ここにいう子会社とは、発行会社はその会社の議決権の過半数を実質的に所有している、当該会社が支配する会社である（取引規制省令 § 3；財務諸表規則 § 8 III）。

子会社の異動とは、子会社であった会社が子会社でなくなること、子会社でなかった会社が子会社となること、新たに子会社が設立されること（業務提携により子会社に該当する合弁会社が設立される場合を含む）である<sup>(48)</sup>。子会社である会社の株式保有割合を子会社としての範囲内で引き上げ又は引き下げることはここにいう「異動」ではない<sup>(49)</sup>。

次に掲げることのいずれかに該当する場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 1 ⑧）。

(1)すでに設立されている会社の場合：

子会社又は新たに子会社となる会社の最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額が会社の最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であり、かつ、当該子会社又は新たに子会社となる会社の最近事業年度の売上高会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満である場合。

(2)新設される会社の場合：

子会社の設立の予定日から3年以内に開始する当該子会社の各事業年度の末日における総資産の帳簿価額がいずれも会社の最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該各事業年度における売上高がいずれも会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれる子会社の設立。

## 11. 固定資産の譲渡又は取得

固定資産の譲渡又は取得は、その額により会社の資産構成に大き

な影響を与えるものだから、これについての決定は、内部者取引の基礎とされる（施行令 § 28③）。

ここにいう固定資産とは、法人税法第2条第23号に掲げる固定資産をいう。即ち、法人税法施行令 § 12①～④， § 13①～⑨に掲げるものである。有価証券、棚卸資産、繰延資産は対象外とされる一方、鉱業権、特許権、営業権と言った無形固定資産も含まれる。なお、条文が「取得」を用いているので、他の者からの譲り受けは勿論、当該会社において原始取得する場合も含む<sup>(50)</sup>。

次に掲げることのいずれかに該当する場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 1⑨）。

(1)固定資産を譲渡する場合：会社の最近事業年度の末日における当該固定資産の帳簿価額が同日における総資産の百分の十未満であること。

(2)固定資産を取得する場合：当該固定資産の取得価額が会社の最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

## 12. 営業の全部又は一部の休止又は廃止

営業の休止とは、再開を予定して営業を中止することであり、営業の廃止とは、再開を予定せずに営業を中止することである<sup>(51)</sup>。

営業の休止又は廃止は発行会社の業績に影響を及ぼすものだと考えられ、これについての決定は、内部者取引の基礎とされる（施行令 § 28④）。

しかし、営業の全部又は一部の休止又は廃止の予定日の属する事業年度開始の日から、3年内各事業年度においていずれも当該休止又は廃止による売上高の減少額が最近事業年度の売上高10%未満と見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 1 ⑩）。

### 13. 株券の上場の廃止に係る申請

株式の上場廃止により、証券取引所での取引ができなくなることは株式の流通性を減少させ株価に影響することだから、大蔵大臣又は証券取引所に対する株券の上場の廃止に係る申請についての決定は、内部者取引の基礎となる重要事実とされ（施行令 § 28⑤）、しかも、これについて軽微除外基準が定められていない。

複数の取引所に上場している場合、そのいずれかにこの申請につ

いての決定をすれば、内部者取引の基礎となる重要事実<sup>(52)</sup>に該当する。<sup>(52)</sup>。又、ここにいう証券取引所とは、日本国内の証券取引所を指し、外国の証券取引所は含まない。

なお、ここに掲げられているのは、上場会社が自発的上場廃止を申請する場合であり、上場廃止の原因となる重要事実の発生により強制的に上場廃止される場合は、本項第2号ハに掲げる事項である。

ここに注意すべきなのは、上場廃止の申請の具体的手続きは、証券取引法第113条、証券取引所に関する省令、各証券取引所の上場規程にいて定められているが、内部者取引の基礎となるのは、その手続きを行う以前の、申請についての決定である<sup>(53)</sup>。

#### 14. 破産、和議開始又は更生手続開始の申立て

ここにおいて問題とされるのは、破産、和議開始又は更生手続開始の「申立て」についての決定であり、破産等の「宣告」までは要求されていない。これらの事項の申立そのものが上場会社の財務状況が悪化したことを示しており、宣告を待たずともそれが公表されれば株価に影響があることだから、内部者取引の基礎となる重要事実とされ（施行令§28⑥）、しかも、これについては、軽微除外基準が設けられていない。

## 15. 新事業の開始（新商品の販売又は役務の提供の企業化を含む）

新商品の販売又は役務の提供の企業化を含む新事業の開始は、場合によって会社の業績に大きな影響を及ぼすことが考えられる。これについての決定は、内部者取引の基礎とされる（施行令 § 28⑦）。

この「新事業の開始」についての決定は、前述の「新製品又は新技術の企業化」を補完するために掲げられるものだと考えられる。つまり、新製品又は新技術の企業化だけでは、サービス産業を十分捕捉することができないからである<sup>(54)</sup>。

新事業の開始の予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該事業の開始による売上高の増加額が最近事業年度売上高の10%未満と見込まれ、かつ、当該事業の開始のために特別支出合計額が最近事業年度の固定資産額の10%未満と見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 111号）。

なお、新事業の開始は、新規事業への進出の意味を有するので、子会社の設立、合併、営業譲受け、技術提携等の業務提携、営業権等の固定資産の取得等を伴うことが多い。そちらの除外基準をもち

エックすべきである。

## 16. 防戦買いの要請

証券取引法第 190条の2 第5項第4号又は第 190条の3 第6項第5号に規定する要請は、いわゆる防戦買いの要請である。公開買付や株の買集めの対象となった会社が防戦買いを行えば、その会社の株価は上昇することが予想されるから、防戦買いの要請についての決定は内部者取引の基礎となる重要事実とされる（施行令 § 28⑧<sup>(55)</sup>）。又、これについて軽微除外基準が定められていないので、防戦買いの規模を問わず、全ての防戦買い要請についての決定が重要事実となる。

### 三．発行会社の発生事実

内部者取引の基礎となる重要事実の第2のカテゴリーは「発生事実」である。即ち、法第190条の2第2項第2号イからハまでに掲げる事実、及び同号ニの規定に基づき政令が定める第29条第1号から第11号までに掲げる事実が発生したことである。

このカテゴリーに属する重要事実は、その発生の契機が会社側の決定に係るものもある（例えば訴訟の和解による解決）が、会社の内部意思決定によらず、外的な事情で発生するものが大部分である<sup>(56)</sup>。

列挙された事実が発生した限り、代表取締役がそれを知ったか、会社の業務執行を決定する機関にその事実が報告され、そこでそれについて了承されたかを問わない<sup>(57)</sup>。

しかし、法及び政令に列挙されている事実は、その事柄自体の形式を基準としているが、その形式的基準に該当する事実であっても、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微なるものとして大蔵省令（取引規制省令）で定める基準に該当すれば、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される。

以下においては、法令に列挙された事実及び取引規制省令に定める軽微基準について個別的に検討したい。

## 1. 災害又は業務に起因する損害

災害又は業務に起因する損害が発生したことは、内部者取引の基礎とされる（証券取引法 § 190の2 IIイ）。そして、その損害額が最近事業年度の末日における総資産額の帳簿価額の1%未満であると見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2①）。

災害とは、天災や事故など会社の業務外において発生する損害である。業務に起因する損害とは、為替差損、債務者の倒産による債権の取立不能、先物取引の見込み違いによる損害、従業員の財産横領など会社の業務遂行の過程で生じた全ての損害である。

損害の発生につき会社の役員又は従業員に故意又は過失があったか否かを問わない。又、その損害について保険が付されているか否か、損害が賠償される可能性があるか否かを問わない。

なお、災害又は業務活動によって損害が発生することが問題とされ、その損害額が決算において確定され又は会計監査がなされたなど確定的に、明確になっていることを要しない<sup>(58)</sup>。

しかし、損害が現実に発生したことが必要であるかどうかについて

ては検討する必要があると思われる。この点については、「この場合の損害には、事故により操業不可能となったため、売上、利益が減少することが予想されてもこれによる減益分は含まれない。ただし、売上高、利益の減少については別途決算情報の変動として重要事実<sup>(59)</sup>に該当することがあり得る。」と解されている<sup>(59)</sup>。確かに、例えば、債券先物取引で多額の含み損が発生しても、決済しない限り損害は発生したとはいえない。又、例えば、事故や操作のミスで、会社の主要製品の生産に係わる機械が故障した場合、その機械の故障という損害そのものは、取引規制省令の軽微基準に該当するが、部品の取り寄せや修理の手間などのことで、当該工場の操業停止が相当長期的なものとなることが確実視されることも考えられる。この場合でも、機械の故障による操業停止はこれからのことであり、その時点で操業停止により減少する売上、利益の減少という損害がすでに発生したとは言えない。従って、前述の債券先物取引における含み損の発生や機械の故障による操業停止となったことは、その事実が公表されれば、投資家の投資判断に大きな影響を与えうると考えられても、本号の発生事実として内部者取引の基礎とならないと解される。このように、損害が現実<sup>(60)</sup>に発生していない限り、本号の発生事実として内部者取引の基礎に該当しないと解することは、構成要件の客観性、具体性を求める現行法の下で、払わざるを得な

い犠牲だと考えるべきであろう。

一方、法は、このような限定列挙立法の限界を配慮して、本項第4号において概括条項を設けている。従って、前述の損害が現実には発生していないにもかかわらず、それが公表されれば、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼしうると考えられるものについては、第4号に定める要件に従って判断した上、内部者取引の基礎となることもあるであろう。

## 2. 主要株主の異動

主要株主とは、自己又は他人の名義をもって会社の発行済株式総数の百分の十以上の株式を有する株主である（証取法188 1項）。ここにいう主要株主は、「ある者」が会社の発行済株式総数の百分の十以上の株式を有する場合のみを問題にし、内部者取引禁止の対象主体となる帳簿閲覧権を有する大株主の場合と違い、複数の者の持株を合わせて会社の発行済株式総数の10%以上になっけていても、ここにいう主要株主とならないことにまず注意すべきである。

主要株主の異動とは、主要株主であった者が主要株主でなくなり又は主要株主でなかった者が主要株主となったことである。従って、主要株主の地位に変化をもたらさない持株数の増減はここにいう主

要株主の異動と関係を有しない。

主要株主の異動は、会社の支配関係、さらには会社の経営そのものへも影響を及ぼす可能性があるため、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものだと考えられ、内部者取引の基礎とされている（証券取引法 § 190の2 IIロ）<sup>(60)</sup>。

ここにいう主要株主の異動は、実質的に判断されるのであり、名義変更の有無は問わない<sup>(61)</sup>。

なお、ここで問題にされるのは、主要株主の異動があった会社の有価証券に関する取引である。従って、異動する主要株主が上場会社である場合、当該上場会社の有価証券に関する取引は本号により規制されるものではない<sup>(62)</sup>。例えば、甲上場会社が乙上場会社の主要株主となった場合、この事実が甲社自体の運営にも重大な影響を及ぼすこともありうるが、本号で問題にされるのは、乙社の内部者等が乙社の上場株券等について取引することであり、甲社や乙社の内部者等が甲社の上場株券等について取引することは、本号により規制されるものではない。

### 3. 上場株券等の上場廃止の原因となる事実

有価証券の上場廃止は、有価証券の流動性を實際上大きく低下さ

せ、従って有価証券の価格を下落させる原因となる<sup>(63)</sup>。従って、上場株券等の上場廃止の原因となる事実の発生は、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすことだと考えられ、内部者取引の基礎とされる（証券取引法 § 190の2 IIハ）。しかし、社債券、新株引受権証券、優先株については、それぞれ特有の上場廃止原因が定められており<sup>(64)</sup>、それが同時に優先株以外の株券の上場廃止の原因となる事実でなければ、それらの原因事実が発生しても有価証券の価格に大きな影響はないと考えられ、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2 ②）。

上場有価証券の上場廃止の原因は、証券取引所の有価証券上場規程において定められている。そのうち、一義的に明確なもの、例えば、上場株式数基準、株式分布状況基準、有価証券の売買高基準、無配継続、債務超過基準等もあれば、必ずしも一義的に明確でないもの、例えば、債務諸表又は中間財務諸表の虚偽記載で、「その影響が重大であると（証券取引所）が認めた場合」、もある。しかし、債務諸表等の虚偽記載については、その影響が重大であると客観的に判断される限り、証券取引所が具体的にこれを「その影響が重大である」と認めたか否かにかかわらず、内部者取引の基礎となると解される<sup>(65)</sup>。ここでは事実の発生そのものを重要事実として規定

しており、証券取引所の判断を要件にしていなからである。

#### 4. 財産権上の請求に係る訴え

発行会社に対する財産権上の請求に係る訴えが提起された場合、その結果として、会社が莫大な出費を出さざるを得ないこととなる可能性がある。そこで、まず、施行令の定めをもって、形式的基準として、財産権上の請求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があったこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部又は一部が裁判によらずに完結したことという事実の発生を、内部者取引の基礎とする（施行令 § 29①）。

一方、取引規制省令の定めにより、量的な側面から、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられるものを内部者取引の基礎となる重要事実から除外する。省令が定める軽微基準は次のようなものである（取引規制省令 § 2③）。

(1) 訴えが提起された場合：

訴訟の目的の価額が最近事業年度の末日における総資産額の帳簿価額の5%に相当する額未満であり、かつ、当該請求が当該訴えの提起後直ちに訴えの通り認められて敗訴した場合、当該訴えの提起された日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事

業年度においていずれも当該敗訴による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の10%に相当する額未満であると見込まれること（取引規制省令 § 2 ③イ）。

(2) 訴えについて判決があったこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結した場合（以下にこの号において「判決等」という）：

(1) に掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又は(1) に掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であって、判決等により会社の給付する財産の額が最近事業年度の末日における総資産額の1%に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の10%に相当する額未満であると見込まれること。

つまり、訴えの提起時と解決時の二つの時点で重要事実であるか否かを判断することである。(1)の基準に該当する訴えはその提起されたこと自体が重要事実ではなく、内部者取引禁止規制に服しない。しかし、裁判の結果又は裁判によらない完結の内容は、給付額が総資産額の1%以上又は3年以内の売上高への影響が10%以上の場合、重要事実となり、内部者取引禁止規制に服する。

(1)の基準に該当しない訴えの場合、その訴えが提起されること自体が内部者取引の基礎となるのみならず、係る訴えの行方も重要事実だと解すべきである。それを公表しないと内部者取引の禁止に服する。しかし、(2)の基準に該当すれば、その一部が裁判によらずに完結したとしても、その完結という事実が内部者取引の基礎にならない。

財産権上の請求とは、経済的利益を内容とする権利関係に係るものであると解される。

判決があったということは、判決の言渡しがあったことであり、判決が確定したことではない。又、判決というのは、終局判決、中間判決、全部判決、一部判決を含む。

判決によらずに完結したこととは、訴えが取り下げられたり、請求の放棄・認諾・訴訟上の和解が行われたことである。

訴えの一部が裁判によらずに完結したこととは、例えば原告百人の共同訴訟において、そのうち1人が訴えを取り下げる場合、又は原告が訴えの一部を取り下げる場合等である。

なお、訴えの提起は、日本の裁判所に対してなされる場合は勿論、外国の裁判所に対してなされる場合を含む。

訴訟の目的の価額、即ち訴額とは、訴訟の目的である権利主張の内容が原告にもたらす経済的利益を金銭に見積った金額である。訴

額の算定は、訴えをもって主張する利益、即ち原告が全面勝訴の判決を受けた場合に有することとなる経済的利益を基準として行う（民事訴訟費用等に関する法律 § 4；民事訴訟法 § 22）<sup>(66)</sup>。

企業間紛争の場合、どのような状況が内部者取引の基礎となるべきかを定める本号の定めに対しては、次のような批判がみられる。まず、国際的な仲裁機関を使って解決することまでは視野に入れなかったことである。企業が紛争解決の必要があるときにおいては、時間のかかる裁判より短期間で結論が出ること、仲裁は通常全くの非公開であり、企業機密に係わる問題は公開が原則の裁判より仲裁で解決する方が都合がいいことから、裁判に持ち込むよりも、仲裁を選ぶことが少なくない。従って、「仲裁を視野に入れないと、企業間紛争の実態は捉え切れない」と言われており、そして、現行法の下では、「（大蔵省としては）大きな仲裁の場合は、関係者に株式取引を控えてもらうしかない」となっている<sup>(67)</sup>。これは、法令で規定されない内部者取引は処罰の対象とならない日本の制度の限界だと言わざるを得ないであろう。一方、規制の実効性のために構成要件の客観性、明確性を求めている現行法としては、仲裁の非公開性に鑑み、このような非透明的な方式で行われる仲裁を規制範囲に入れられないことも、やむを得ないというべきであろう。

なお、訴訟に係わる印紙税制度の違いで、日米間の企業紛争おい

ては、米国側はとりあえずでべらぼうな額を日本側に要求するケースが多く、従って、最初の訴額を基に重要事実を決める方式は、投資家をミスリードしかねないという意見もみられる<sup>(68)</sup>。しかし、このような実務上の生じている問題についても、構成要件の客観性、明確性を求める現行法としては、どうしようもないというべきであろう。

#### 5. 営業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分の申請

営業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分の申請がなされたこと又は当該申請について裁判があったこと若しくは当該申請に係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したことは内部者取引の基礎となる（施行令 § 29②）。

営業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分の典型例とは、例えば、特許権等の利益侵害を理由とする一定の製品の製造、販売の差止め等を求める仮処分である。これに準ずる処分を求める仮処分とは、直接営業の差止めを求めるものではないが、これにより実質的に営業活動に著しい影響を与えるような内容の仮処分であり、例えば、公害事件で工場廃水を流出させないことを求める仮処分である。このような内容の仮処分は、被保全権利の全部又は一部

を仮処分執行で充足してしまうことが可能となっていると言った実情を考慮し、本案訴訟でなくともこれを重要事実として補捉しておく必要があると考えられる<sup>(69)</sup>。

しかし、次の基準に該当する場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2④）。

(1)仮処分の申請がなされた場合：

当該仮処分が当該申請後直ちに申請の通り認められたとした場合、当該申請日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該仮処分による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の10%に相当する額未満であると見込まれること。

(2)仮処分の申請についての裁判があったこと又は当該申請に係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結した場合（以下においては「裁判等」という）：

当該裁判等の日に属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該裁判による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の10%に相当する額未満であると見込まれること。

6. 免許の取消し、営業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分。

免許の取消し、営業の停止その他これらに準ずる行政庁による法例に基づく処分を受けたことは、会社の営業活動に大きな影響を与えるものであるので、内部者取引の基礎とされる（施行令 § 29③）。

免許とは、例えば、銀行業の免許（銀行法 § 4）、証券業の免許（証券取引法 § 28）である。営業停止とは、例えば食品衛生法第22条に基づき厚生大臣又は知事によってなされる停止処分である。又、これらに準ずる処分とは、行政庁による処分のうち免許の取消し、営業の停止に準ずるような会社の営業活動、特に売上高に影響を与えるようなものだと解されている。例えば、薬事法第75条に基づく製造許可の取消し、独禁法第17条の2に基づく営業の一部譲渡命令である。

しかし、法令に基づく処分を受けた日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該処分による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の10%に相当する額未満と見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2⑤）。

なお、ここにいう行政庁は日本の行政庁に限らず、外国のそれも含む。又、行政指導は相手方の任意の協力を得て行われるものだから、ここにいう法令に基づく処分に該当しない<sup>(70)</sup>。

## 7. 親会社の異動

子会社の営業方針は、親会社の子会社運営政策により大きく左右されるので、親会社の異動により子会社の営業方針もそれにつれて変化し、業績の成り行きにも影響を与えることが考えられる。従って、親会社の異動があったことは投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものだと考えられ、内部者取引の基礎とされ、しかも、これについて軽微除外基準が設けられていない（施行令 § 29④）。

ここにいう親会社とは、当該会社を支配する会社、即ち、当該会社の議決権を有する株式の過半数を実質的所有する会社である（取引規制省令 § 3；財務諸表規則 § 8 III）。

親会社の異動とは、親会社でなかったものが親会社となり、又は親会社であった会社が親会社でなくなったことである。親会社の地位に変化をもたらすことのない持株数の増減は本号の重要事実とならないことはいうまでもない。

なお、ここにいう親会社は、それが日本の会社か外国会社かを問

わないと解されている<sup>(71)</sup>。

## 8. 当該会社以外の者による破産等の申立て、通告

債権者その他の当該会社以外の者により、破産、更生手続が開始され、整理開始又は企業担保権の実行の申立て又は通告がなされたことは、当該会社の財務内容が悪化していることを示すものであり、株価に大きな影響を与えるものだから、内部者取引の基礎とされ、しかも、これについて、軽微除外基準が設けられていない<sup>(72)</sup>（施行令 § 29⑤）。

当該会社以外の者による破産等の申立てとしては、次のものが考えられる。債権者による破産の申立て（破産法 § 132）、一定の債権者又は株主による会社更生手続開始の申立て（会社更生法 § 30 II）、取締役、監査役、一定の株主又は債権者による会社整理の申立て（商法 § 381 I）、企業担保権者による企業担保受権の実行の申立て（企業担保法 § 11）等である。

又、ここにいう通告とは、商法第 381 条第 2 項の定めにより、会社の業務を監督する官庁が裁判所に対し行う当該会社に債務超過の恐れがあるという旨の通告である。この通告があった場合には裁判所は職権をもって当該会社の整理開始を命ずることとされているた

め、その通告があったことも内部者取引の基礎とされるわけである。

なお、ここで問題とされるのは、それらの申立て又は通告の原因事実ではなく、それらの申立て又は通告があったという事実である。従って、本号の重要事実の発生時点は、会社が窮境に陥った時でも、支払不能又は債務超過に陥る恐れがあった時でもなく、債権者等が裁判所に対し破産等の申立てを行った時点、又は監督官庁が裁判所に通告した時点だと解される<sup>(73)</sup>。

#### 9. 手形又は小切手の不渡りor手形交換所による取引停止処分

支払資金の不足を事由とする手形若しくは小切手の不渡り又は手形交換所による取引停止処分は、会社の信用に直接影響のあるものであり<sup>(74)</sup>、しかも、通常、会社の財務内容が危機的状況に陥っていることを示すものであり、株価に大きく影響することであるから<sup>(75)</sup>、内部者取引の基礎とされ、しかも、これについては、軽微除外基準が設けられていない（施行令 § 29⑥）。

しかし、支払資金の不足以外の事由で、例えば、形式不備、盗難、偽造などの事由で不渡り又は取引停止処分を受けた場合、会社の財務と関係を有しないので、内部者取引の基礎とされていない。

不渡り又は取引停止処分が内部者取引の基礎となる時点は、不渡

りの場合は、金融機関において支払資金の不足を確認したときであり、取引停止処分の場合は、取引停止報告に掲載され参加銀行に通知された時点であると解されている<sup>(76)</sup>。

#### 10. 親会社又は子会社に係る破産の申立て等

親会社又は子会社は法律的には別人格だが、支配・被支配の関係にある会社間においては、通常、密接な取引関係がある。従って、上場会社の親会社又は子会社に係る破産、合議開始、更生手続開始、整理開始又は企業担保受権の実行の申立て又は通告があった場合、当該上場会社の株価に影響を及ぼし、最悪の場合、連鎖倒産に至ることも考えられるので、内部者取引の基礎とされ、しかも、これについて、軽微除外基準が設けられていない（施行令 § 29⑦）<sup>(77)</sup>。

#### 11. 債務者の債務不履行の恐れが生じたこと

上場会社が本来支払請求できるはずの権利であっても相手方の事情により債務不履行となれば、結局、上場会社の財務内容を悪化させることがあり、金額によってはその株価に影響することとなる<sup>(7)</sup>

8)。従って、まず、形式的基準として、債務者又は保証債務に係る主たる債務者について不渡り等（施行令 § 29⑥に掲げるもの）、破産の申立て等（施行令 § 29⑦に掲げるもの）その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債務者に対する売掛金、貸付金その他の債権又は当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務不履行の恐れが生じたことを内部者取引の基礎にしている（施行令 § 29⑧）。そして、その量的側面から、省令の定めをもって、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼしうる場合を選別するのである。つまり、売掛金、貸付金その他の債権又は求償権について債務不履行のおそれのある額が最近事業年度の末日における総資産額の1%に相当する額未満と見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2⑥）。

ここにいう「その他の債権」は、例えば損害賠償請求権、特許使用料請求権等あらゆる債権が含まれると解される<sup>(79)</sup>。

## 12. 主要取引先との取引の停止。

上場会社との取引額が当該上場会社の年間売上高総額又は仕入高総額の10%以上を占める者が、当該上場会社との取引を停止するこ

とは、通常、当該上場会社の営業内容に著しい影響を与えるものだと考えられ、従って、このような主要取引先との取引の停止は、内部者取引の基礎とされている（施行令 § 29⑨）。

しかし、このような主要取引先との取引が停止しても、上場会社はその代わりに、簡単に他の取引先を見つけられることなどにより、会社の業績に大きな影響が及ぼさないことも考えられる。そこで、主要取引先との取引の停止の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該取引の停止による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれる場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2⑦）。

内部者取引の基礎となる重要事実に該当するためには、取引停止の理由が何であるか、又は取引停止の原因がいずれの側にあるかを問う必要がない<sup>(80)</sup>。

なお、取引規制省令の軽微基準は、売上高への影響のみを基準としている。しかし、実務上、主要取引先との取引を停止し、他の取引先に切り替えることにより売上高に大きな変化がないとしても、その切り替える過程で、莫大の出費を要することが考えられる。つまり、主要取引先との取引の停止により、売上高に大した変化がな

くても、その売上高を達成するためのコストが増加し、従って、利益が減少することとなり、実際に会社の業績に大きな影響を与えることも考えられる。その上、投資家にとっては、投資判断材料としては、売上高への影響よりも利益への影響のほうに重みがあるであろう。従って、売上高への影響のみを基準とする現行省令に、利益への影響をも基準に加えた方がよいであろう。

13. 債権者による債務の免除又は第三者による債務の引受け若しくは弁済。

上場会社に対し、債権者による債務の免除又は第三者による債務の引受け若しくは弁済があったときは、上場会社は実質上債務の負担を免れ、その額によっては会社の財務内容が著しく向上することもあり得る。従って、これらの事実の発生が内部者取引の基礎となる重要事実とされる一方（施行令 § 29⑩）、債務の免除の額又は債務の引受け若しくは弁済の額が最近事業年度の末日における債務の総額の百分の十に相当する額未満である場合は、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2⑧）。

ここにいう債務は、基本的には金銭債務だと解され、又、債務の

免除は、債務の一部免除、条件付免除を含むと解される。

又、債務の免除等として内部者取引の基礎となる時点は、債権者から免除の意思表示を受けた時点であり、債権者が免除を決定した時点ではないと解される。

債務の総額とは、貸借対照表上の負債勘定から各種引当金を控除したものであり、通常、保証債務は含まない<sup>(81)</sup>。

#### 14. 資源の発見

業種によっては資源の発見が会社の業績に大きな影響を与えるものであり、従って、新資源の発見が内部者取引の基礎とされている（施行令 § 29⑩）。しかし、発見された資源の採掘又は採取を開始する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていずれも当該資源を利用する事業による売上高の増加額が最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれる場合、投資家の投資判断に及ぼす影響が軽微だと考えられ、内部者取引の基礎となる重要事実から除外される（取引規制省令 § 2⑨）。

ここにいう資源とは、鉱物資源（鉱業法 § 1）であり、具体的には、鉱業法第3条の「鉱物」、採石法第2条の「岩石」等の鉱物資源であると解される<sup>(82)</sup>。

省令が定める軽微基準は採掘又は採取後の売上高への影響度の見込みである。従って、具体的な採掘又は採取計画を立てないと見込むことができないので、これらの見込みが行われない段階では重要事実から除外することはできない。言い替えれば、新資源の発見は基本的に内部者取引の基礎となる重要事実だと考えられる。ただ、会社の当該新資源について具体的な採掘又は採取計画を立て、しかも当該計画により採掘又は採取の結果、当該会社の売上高に対する影響は取引規制省令の基準に該当すると見込まれる場合に初めて、内部者取引の基礎となる重要事実から除外されることができると考えるべきであろう<sup>(83)</sup>。

一方、省令の軽微基準に該当するか否かは会社が立てた採掘又は採取計画により決められるので、当該資源の埋蔵量が実際には莫大なものであっても、会社が立てた採掘計画又は採取計画が極めて保守的で、省令の軽微基準に該当するものであれば、内部者取引の基礎となる重要事実から除外されると解すべきであろう。これは、前述の新製品や新技術について、その企業化という要件が求められていることと同様な考え方に基づくものであろう。つまり、発見された資源がどれほど有望なものであっても、それを実際に採掘又は採取しなければ、会社の業績には影響を及ぼすことがないと考えられているからであろう。

なお、本号の新資源の発見についての軽微基準も売上高への影響のみを基準にしており、利益への影響を基準にしていない。しかし、實際上、例えば、菱刈金山で産出された金の売上高は住友鉱業の年間売上高の3%程度だが、利益面の寄与は遥かに大きいというような例もあり、利益への影響を重要事実の基準にしないのは不自然だという実務界の批判がみられる<sup>(84)</sup>。新資源の採掘又は採取により利益への影響の見込みをも基準にするのがよいであろう。

## 四. 発行会社の決算情報

内部者取引の基礎となる重要事実の第3のカテゴリーは、会社の決算情報である。

現実の会社経営では年間の事業計画を予算化し、証券取引所の要請もあってこれを基礎に売上高、受注高、経常利益などにつき半期及び年間の予想を公表しているのが通例である。そして、経営を進めていく過程で、当初の予算と異なった展開となり、予想数値とある程度異なった新予想数値や決算となるのもむしろ通例である。予想値の修正を招来する要因は様々であるが、公表された予想数値が投資家の投資判断の基礎をなしているものとの想定に立って、これの大幅な変動が算出され、それが公表されれば、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすことが考えられる<sup>(85)</sup>。従って、このような会社の決算情報を内部者取引の基礎にする必要がある。

投資家の投資判断に影響を及ぼし得る会社の業績に関する数値としては、売上高、経常利益、純利益、受注高、キャッシュ・フローなど数多く考えられる。しかし、これらの数値に関する情報の全てを内部者取引の基礎となる重要事実として列挙することは切りがなく、実際上も、不可能である。一方、会社の決算情報について抽象的な定めで規制すれば、構成要件の客観性、明確性を図る現行法の

立法方針にとって、都合が悪い。結局、法は、会社の業績に関する数値のうち、内部者取引の基礎となるものを売上高、経常利益及び純利益の3つに絞ることにしたのである。それは、会社の業績を判断する場合、その売上高、経常利益及び純利益が最も重要な数値であると一般に考えられており、しかも、上場会社が取締役会決議後直ちに売上高、経常利益、純利益及びそれらの予想値を内容とする決算短信を公表することが定着した慣行となっているからである<sup>(86)</sup>。

当該会社の売上高、経常利益又は純利益（以下において「売上高等」という）、公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）に比較して当該会社が新たに算出した予想値又は当該事業年度の決算において差異（投資家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）が生じたことは、内部者取引の基礎とされる（証券取引法 § 190の2II③）。

新たに算出された予想値又は当該事業年度の決算と比較される対象は、「公表がされた」直近の予想値であり、公表がされた直近の予想値がない場合は、「公表がされた」前事業年度の実績値である。幾ら予想値が算出されても、それが公表されない限り、一般投資家はそれを知らず、従って、投資判断材料となっていない。公表がさ

れた予想値又は前事業年度の実績値こそ一般投資家の投資判断材料となるのであり、言い換えれば、株価がそれに基づいて形成されているのである。従って、このような株価形成基礎と異なった新予想値が又は決算数値が算出されたことこそ、それが公表されれば、投資家の投資判断に影響を及ぼすものだと考えられるのである。

又、新たに算出された予想値又は当該事業年度の決算と比較される対象は、それが予想値の場合、公表がされた「直近」の予想値に限られる。例えば、会社がすでに2回にわたって業績に関する予想値を公表している場合に、さらに新たに予想値を算出した時は、その比較の対象は2回目の予想値に限られ、1回目の予想値との差異は問題にならない。1回目の予想値の投資判断材料としての価値は2回目の予想値の公表により吸収されたからである。つまり、1回目の予想値と2回目の予想値との差異がもたらした影響はすでに、2回目の予想値が公表された後の株価に反映されているからである。

前述したように、会社の経営を進めていく過程で、様々な要因によって当初の予算と異なった展開となり、予想数値とある程度異なった新予想数値や決算となることはむしろ通例である。従って、単に公表された予想数値と異なった新しい予想数値や決算数値が算出されることは、必ずしも投資家の投資判断に重要な影響を与えるものではない。新たに算出された予想値又は決算数値が公表された数

値と大きな差異があることこそ、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼし、内部者取引の基礎とされるべき重要事実である。

そこで、投資家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は、次に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に掲げることである（取引規制省令 § 4）。即ち、会社が新たに算出した予想値又は当該事業年度の決算における数値と、公表がされた直近の予想値（それが無い場合、前事業年度の実績値）との間に、

(1)売上高の場合：1割以上の差異があること。

(2)経常利益の場合：3割以上の差異（公表がされた直近の予想値又は前事業年度の実績値が0の場合は全てこの基準に該当することとする。）があり、かつ、その差額が前事業年度の末日における純資産額と資本金の額のいずれか少ない額の5%以上であること。

(3)純利益の場合：3割以上の差異（公表がされた直近の予想値又は前事業年度の実績値が0の場合は全てこの基準に該当することとする。）があり、かつ、その差額が前事業年度の末日における純資産額と資本金の額のいずれか少ない額の2.5%以上であること。

ここにいう「当該会社の売上高、経常利益又は純利益」については、条文の文言上、限定的に解釈すべき根拠はなく、又、連結決算ベースのもの、中間決算の数字も会社の業績として株価に与える影

響が小さくないので、連結決算ベースのもの及び中間決算は含まないと限定的に解釈する必要はないという意見がみられる<sup>(87)</sup>。しかし、その用語の通常の使用法からは、会社単独の、しかも事業年度全般に関するものを意味するものと解すべきである<sup>(88)</sup>。連結決算での、中間決算での業績も投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものであるが、ここでは問題にされないと解される。

ここにいう「売上高」は、広い意味での売上高であり、製造業における売上高は勿論、サービス業における営業収入、銀行業における経常利益、証券業における営業収益、保険業における正味収入保険料等を含むと解される<sup>(89)</sup>。

経常利益又は純利益は、経常損益又は純損益段階での会社の業績値を問題とするもので、経常損失又は純損失を含み、経常損益又は純損益の一定割合以上の変動は、ここにいう重要な事実と解されると解される<sup>(90)</sup>。なお、経常利益及び純損益の重要基準に、変動率（3割以上）に加え変動幅（純資産額又は資本金の5%以上）をも基準にするのは、変動率のみであると、特に市況産業等の会社において極端に利益水準が低下した事業年度の利益を基準とした場合、ごく僅かの変動で重要事実となってしまうケースが考えられ、こうした不都合を解消するためである<sup>(91)</sup>。

問題にされる予算値は「当該会社が算出した予想値」なので、当

然に、当該会社以外の者、例えば、投資顧問会社、証券アナリスト等による業績予想は問題にならない。なお比較の対象となる「公表がされた直近の予想値」も当該会社が算出し、公表したものであることを要するのはいうまでもない。「当該会社が算出した予想値」だから、それが、当該会社において予想値を算出する機関が算出したものであることを要する。このようなものである限り、代表取締役が承認したこと又は取締役会に報告されたこと又は監査役や会計監査人の適法監査を受けたものであることを要しない<sup>(92)</sup>。又、「当該事業年度の決算」についても、会社の決算を算出する機関が算出したものであることを要する。そうであれば、代表取締役が既にその内容を承認したこと、取締役会にその内容が報告されたこと、監査役や会計監査人の適法監査を受けたものであることを要しない。

しかし、一体「当該会社において予想値を算出する機関」とは何か、言い替えば、問題となる数値がいつ「当該会社が算出した」予想値となるかについては、必ずしも明確にされていない。この点については、「単に経理担当者が算出したということだけでは不十分、当該会社の収支見込みや決算見込みを行う事実上の実質的な責任者まで報告ないし承認されていることが必要である」<sup>(93)</sup>、「上場会社内での一定の権限ある者によって了承された予想値であることを要する」<sup>(94)</sup>、「それを業績管理を行っている社内の機関に報

告し、予算達成率等の検討が行われているレベルに報告が行われた場合に、会社の新しい予想値になると考える」<sup>(95)</sup>等の意見がみられる。要するに、「会社が算出した予想値」になるためには、それが会社内部の機関が算出したものであって、しかも、社内で一定のレベルの者によって了承されたものでなければならない。そして、どのような者の了承が必要かについては、結局、個々のケースごとに実質的に判断せざるを得ないこととなるであろう。

企業においては、一般的には社内的に売上又は利益の業績管理という観点から、定期的に売上・利益の実績見込みを担当課が作成し、これを業績管理を行っている社内の機関に報告し、予算達成率等の検討が行われているであろう。そして、現代ではコンピューター技術が発達しており、このような売上・利益の実績見込みの作成は、さほど難しいことではなく、極端に言えば、ボタン一つで、いつでも最新の予想値が作成できるであろう。しかし、これはあくまでも社内における業績管理の検討のための数値である。会社が公表する予想値は、これを叩き台にし、マネージメントによる政策的判断が加味されたものであろう。つまり、本号で、比較の対象とされる「公表がされた予想値」もこのようにマネージメントによる政策的判断が加味されたものであると考えられる。従って、公表がされた予想値と比較する会社の新たに算出した予想値も、会社の一定のレベ

ルの者によって了承されたものである必要があるとすることにも、それなりの合理性があるというべきであろう。

しかし、会社の経理担当者などが算出した予想値は、そのまま会社が算出した予想値にならないとしても、社内の検討を経て、政策的判断が加味された結果、大きな変化があるとは考えにくい。それでも、そのような数値が算出され、会社が公表された直近の予想値と大きな差異を有することが明かである場合、それが一定のレベルの者の了承があったまで、内部者取引の基礎とならず、従って、それを知った内部者等が自由に有価証券の売買を行えることとなる。これは果たして妥当であろう。一方、このような解釈の下では、問題の数値がいつから会社が算出した予想値となるかということは極めて漠然となり、これは、構成要件の客観性、明確性を図っている現行法にとって、その立法方針に反したものとなるのではなかろうか。

何が会社の業績の予想値を作成する機関であるか、問題の予想値がいつ会社が算出した予想値となるかを巡る解釈が難問となり、そこで、内部者取引規制を抵触しないように、実務上は、社内ルールを作り、業績の予想に関する情報をきちんと管理することが必要となるであろう<sup>(96)</sup>。

大蔵省令に定める業績変化に関する情報の重要基準は、変動率と

変動幅の両面の基準を設けている。結局、変動幅の面で、資本の小さい企業ほど規制に該当しやすくなり、又、変動率の面で、価格変動で業績が大きく左右される市況関連業界、例えば、化学や石油産業などが該当しやすいこととなるという欠点が指摘されている。一方、本号の規定は、企業の財務内容を投資家にガラス張りにする効果を与えると言えるであろう。内部者取引禁止規制が施行された後、小幅の業績変化にもかかわらず、見直しを発表する企業が増えていることが報道されている。つまり、業績の変化が内部者取引規制における重要事実となるのは、新たな予想値又は当該事業年度の決算と直近の業績との差異によって決められ、そこで、的確な業績予想を、その都度、早目に公表していれば、決算情報について重要事実を内部に抱える心配がなくなるからである<sup>(97)</sup>。

## 五. 概括条項

法は、内部者取引の基礎となるべき重要事実を、ここまで述べたように、できるだけ具体的、客観的、詳細に列挙している。このような列挙立法により、内部者取引禁止規制の適用を容易にすることを図っている。しかし、列挙立法の宿命だともいうべきか、どんなに詳細に列挙しても、実際上の内部者取引らしいものについて必ずしも捕捉できないという危険をもたらす余地がないわけではない。そこで、このような弊害を防ぐために、証券取引法190条の2第2項第4号において概括条項が設けられている。即ち、「前3号（法第190条の2第2項第1号～第3号）に掲げる事実を除き、当該会社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」も内部者取引の基礎とされる。

本号の重要事実に該当するか否かについては、個々の事案毎に以下に述べる要件に従って検討されなければならない<sup>(98)</sup>。

まず、本号に該当する重要事実は、当該会社の運営、業務又は財産に関するものでなければならない。例えば、競争関係にある他の会社が画期的な新製品又は新技術を企業化すること、競争関係にある他の会社の主要製品に重大な欠陥があることが発覚されること、競争関係にある他の会社が会社更生法の適用を申請すること等の情

報は、会社の有価証券についての投資家の投資判断に重大な影響を及ぼすものではあるが、「当該会社」の運営、業務又は業務に関するものではないので、本号に該当しない。このような情報は、当該会社の内部者又は準内部者がその地位の故に知り得る特別の情報ではないからである。

次に、本号に該当する重要事実とは、当該会社の運営、業務又は財産に関する「重要な事実」でなければならない。本号下段に別に投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものとの限定があるから、ここで問題とされる「重要性」は、投資家の投資判断への影響度ではなく、会社の運営、業務又は財産それ自体の会社にとっての重要性の観点から判断されるものである。

さらに、本号に該当する重要事実とは、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものでなければならない。ここでの投資家は、理性的な通常投資家を意味し、必ずしも内部者取引が問題とされる特定の投資家とその基準となるものではない。

そして、本号の重要事実には該当するものとして考えられるのは、次のようなものがあるであろう。

即ち、大量契約の受注<sup>(99)</sup>、重要な子会社株式の公開、主要な製品についての重大な欠陥の発生、重要な業務についての業務停止処分、他の会社に対する大規模な企業買収、粉飾決算の発覚等である。

しかし、安易にこの条項が使われると法的安定性を失うことになるので、本号の運用は慎重に行うべきであろう。

## 六. 公開買付等に関する事実

証券取引法第190条の3が禁止する内部者取引の基礎となる事実とは、公開買付者等（当該公開買付者等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう。）が、それぞれ公開買付等を行うことについての決定をしたこと又は公開買付者等が当該決定（公表がされたものに限る。）に係る公開買付等を行わないことを決定したことである（証券取引法 § 190の3 II）。

公開買付等とは、証券取引法第27条の2第1項に規定する公開買付（同項ただし書に規定する政令で定める公開買付を除く。）又はこれに準ずる行為として政令で定めるものである（証券取引法 § 190の3 I）。

証券取引法第27条の2第1項に規定する公開買付とは、不特定かつ多数のものに対する株券その他の有価証券で政令で定めるもの（株券等）の有価証券市場外における買付けの申込み（有価証券との交換を含む。）又はその有価証券市場外における売付け（有価証券との交換を含む。）の申込みの勧誘である。このような行為は、原則として、大蔵大臣に対する届出義務が課されている。しかし、一定数量以下の買付けは、会社に与える影響が軽微であり、一般投資家の投資判断に重大な影響を及ぼさないものであると考えられるの

で、その届出義務が免除される。具体的には、公開買付による株券等の買付けを行った後において、公開買付届出義務者及び特別関係者が自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもって所有することとなる当該株券等の数の合計が、当該株券等の発行会社の発行済み株式総数の10%未満である場合等である（施行令 § 81）。証券取引法第190条の3は、同様の観点から、届出を要する公開買付が行われる場合を原則的な対象としたのである。

公開買付に準ずる行為として政令で定めるものは、上場株券の発行会社の発行する株券等（株券、新株引受権証書、新株引受権証券、転換社債券、新株引受権付社債券）を買い集める者（共同して買い集める者を含む。）が自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもって買い集める当該株券等の数の合計が当該発行会社の発行済み株式総数の5%以上である場合における当該株券等を買い集める行為である。但し、買い集める者が当該買集め行為を開始する直前における株券等の所有割合（自己又は他人の名義をもって所有する当該株券等の数の合計を当該会社の発行済み株式の総数で除して得た割合）が5%未満である場合には、当該買集め行為のうち株券等所有割合が5%をこう得る部分に係るものに限る（施行令 § 31）。

公開買付者等が前記の公開買付け等を行うことについての決定をしたことは、第190条の3が禁止する内部者取引の基礎となる。こ

れに対して、公開買付者等が前記の公開買付け等を行うことについての決定に係る公開買付等を行わないことを決定したことは、公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定が公表されたものである場合に限り、第190条の3が禁止する内部者取引の基礎となる。もしも公開買付等を行うことについての決定が公表されていない場合にはその事実は未だ有価証券の相場に反映されておらず、従って、実施決定が公表されていない限り公開買付を行わないことの決定は投資者の投資判断に影響を及ぼさないと考えられるからである。

なお、公表された公開買付等について、その条件の変更を決定することは、公表された公開買付等を中止し、新たな公開買付を決定するという意味を有するので、第190条の3が禁止する内部者取引の基礎となると解されている<sup>(100)</sup>。

第190条の3に規定する「公開買付」については、軽微基準の定めはないが、施行令第31条に規定する「買集め行為」については、取引規制省令第7条は軽微基準を定めている。即ち、施行令31条に規定する買集め行為に係るものであって、当該買集め行為により各年において買い集める株券等の数が当該株券等の発行会社の発行済株式の総数の2.5%未満であるものは除外されるのである。施行令が定める「買集め行為」に該当する規模の買集めであっても、その

買い集めるペースが遅いであり、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微であると考えられるからである<sup>(101)</sup>。

## 第四章 第一節 ～注釈～

- (1). 松川隆志「インサイダー取引規制政省令が出揃って」商事法務 1172号 3頁(1989年2月)。
- (2). 神崎克郎「インサイダー取引の禁止(中)」インベストメント 1988年8月10頁(注36)。
- (3). 内部者取引規制研究会編著・一問一答, インサイダー取引規制 83頁(1988年7月)。
- (4). 神崎克郎・前掲注(2)。
- (5). 神崎克郎・前掲注(2)10頁(注35)。 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 143頁(1989年4月)。
- (6). 神崎克郎・前掲注(2)。内部者取引規制研究会・前掲注(3)。
- (7). 向後延恒「インサイダー規制と経営活動」企業会計41巻5号60頁1989年5月。
- (8). 神崎克郎・前掲注(2) 2頁。
- (9). 神崎克郎・前掲注(2)10頁(注38)。
- (10). 神崎克郎・前掲注(2) 3頁。
- (11). 松川隆志・前掲注(1)。
- (12). 松川隆志・前掲注(1)。
- (13). 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(3)」商事法務第1151号28頁(1988年7月)。
- (14). 神崎克郎・前掲注(2) 3頁。同10頁(注40)。
- (15). 対談記録「松川隆志大蔵省証券局流通市場課長に聞く; インサイダー取引規制の主要点」企業会計第41巻第5号15頁松川発言(1989年5月)。

- (16). 神崎克郎・前掲注(2)10頁(注36)。
- (17). 向後延恒・前掲注(7)19頁。
- (18). 関根攻・前掲注(5)147頁。
- (19). 横畠裕介・前掲注(13) 28頁。
- (20). 神崎克郎・前掲注(2) 4 頁。
- (21). 反勝彦「インサイダー取引規制について」代行レポート第85号30頁(1989年1月)。
- (22). 神崎克郎・前掲注(2) 4 頁。
- (23). 横畠裕介・前掲注(13) 30頁。
- (24). 関根攻・前掲注(5)149頁。
- (25). 証券取引法研究会「証券取引法の改正について ―インサイダー取引の規制について―(3)」インベストメント1989年2月号57頁神崎報告。
- (26). 神崎克郎・前掲注(2)11頁(注45)。
- (27). 堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(2)」商事法務第1174号18頁19頁(1989年2月)。
- (28). 関根攻・前掲注(5)152頁。
- (29). 横畠裕介・前掲注(13)30頁。
- (30). 堀本修・前掲注(27)19頁。
- (31). 堀本修・前掲。
- (32). 反勝彦・前掲注(21) 9 頁。
- (33). 神崎克郎・前掲注(2) 5 頁。
- (34). 堀本修「インサイダー取引規制関係政省令に制定について」代行レポート第88号2頁(1989年6月)。
- (35). 堀本修・前掲。従って、復配または無配転落の場合は、当然

に軽微除外基準に該当しない。

- (36). 堀本修・前掲注(27)20頁。
- (37). 神崎克郎・前掲注(2)5頁。
- (38). 龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情第1191号41頁(1988年6月)。
- (39). 横畠裕介・前掲注(13)30頁。
- (40). 神崎克郎・前掲注(2)5頁。
- (41). 横畠裕介・前掲注(13)31頁。
- (42). 関根攻・前掲注(5)157頁。
- (43). 神崎克郎・前掲注(2)5頁。
- (44). 堀本修・前掲注(27)22頁。
- (45). この新製品又は新技術の企業化についての決定に関する省令基準は今回の省令基準のうち、実務界から最も批判を呼んだものである。例えば、日本経済新聞連載記事「動き出すインサイダー規制⑩」(1989年2月19日)を参照されたい。
- (46). 堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(3)」商事法務第1175号27頁(1989年3月)。
- (47). 堀本修・前掲28頁。
- (48). 堀本修・前掲注(46)30頁。
- (49). 関根攻・前掲注(5)161頁。
- (50). 堀本修・前掲注(46)30頁。
- (51). 関根攻・前掲注(5)163頁。
- (52). 堀本修・前掲注(46)31頁。
- (53). 上場廃止の具体的手続きは、証券取引法第113条、証券取引所に関する省令及び各証券取引所の上場規程により定められ

ている。

- (54). 堀本修・前掲注(46)31頁。
- (55). 堀本修・前掲注(46)31頁。
- (56). 向後延恒前掲注(7) 61頁。
- (57). 神崎克郎・前掲注(2) 6 頁。
- (58). 災害または業務に起因する損害については、神崎克郎・前掲注(2) 6 頁(注38)。同11頁(注52) 。研究会記録・前掲注(25) 61頁神崎報告引用した。
- (59). 堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(4)」商事法務第1176号26頁(1989年3月)。
- (60). 関根攻・前掲注(5)168頁。
- (61). 横畠裕介・前掲注(13) 31頁。
- (62). 神崎克郎・前掲注(2) 6 頁。
- (63). 神崎克郎・前掲。
- (64). 優先株に関する有価証券上場規定の特例第5条；債券に関する有価証券上場規定及び受託契約準則の特例第7条；転換社債券に関する有価証券上場規定及び受託準則の特例第4条；新株引受権付社債券に関する有価証券上場規定及び受託準則の特例第4条；新株引受権証券証券に関する有価証券上場規定の特例第4条等である。例えば、優先株としての存続期間の満了、債券の残存年数が1年未満となった、転換請求期間の満了、新株引受権の行使請求期間の満了は、それぞれの有価証券の上場配し原因となっている。しかし、このような事実の発生は前から予定されているものであり、そのような事実が発生により投資者の投資判断に大きな影響を及ぼすこと

がないわけである。

- (65). 神崎克郎・前掲注(2)11頁(注52)。
- (66). 財産権上の請求にかかる訴えについては、堀本修・前掲注(59)27頁、28頁を引用した。
- (67). 1989年2月23日日本経済新聞「動き出す インサイダー規制(13)」
- (68). 1989年3月16日日本経済新聞「動き出す インサイダー規制(22)」における弁護士柴田淳二氏の意見である。つまり、日本では訴訟額に比例して印紙税が高くなるため、訴額はそう巨額にはならない。これに対し、米国の税は一律百ドルなので、日米間の企業紛争でべらぼうな額を日本側に要求するケースが多い。実際には、弁護士が仲介する局面で理にかなう訴額まで下がるので、企業業績に与える影響はかなり小さくなるということである。
- (69). 堀本修・前掲注(59)28頁。
- (70). 免許の取消し等行政庁による処分については、堀本修・前掲注(59)29頁を引用した。
- (71). 堀本修・前掲注(59)29頁。
- (72). 関根攻・前掲注(5)174頁。
- (73). 堀本修・前掲注(59)29頁。
- (74). 堀本修・前掲。
- (75). 関根攻・前掲注(5)174頁。
- (76). 堀堀本修・前掲注(59)29頁。
- (77). 堀本修・前掲。
- (78). 関根攻・前掲注(5)175頁。

- (79). 堀本修・前掲注(59)30頁。
- (80). 関根攻・前掲注(5)176頁。
- (81). 債権者による債務の免除等については、堀本修・前掲注(59)30頁を引用した。
- (82). 堀本修。前掲。
- (83). この点については、「埋蔵量等からみて明らかに全て採掘しても軽微除外基準を越えることはないと考えられる場合、具体的な採掘計画ができていなくとも重要事実該当しないと判断してよい。」という意見がみられる。堀本修・前掲。しかし、このような解釈の前提としては、当該資源の埋蔵量等の評価に関する情報を一般投資者に明らかにする必要があると解すべきであろう。
- (84). 1989年2月17日日本経済新聞「動き出す インサイダー規制(11)」。
- (85). 向後延恒・前掲注(7)61頁。又、予想値修正の要因としては、経営環境の変化、例えば、為替rateの大幅変動、内需振興策の導入等、または、会社が提供する製品、service に対する需要の好不調等が考えられる。
- (86). 内部者取引規制研究会・前掲注(3)81頁。
- (87). 関根攻・前掲注(5)178頁。
- (88). 神崎克郎・前掲注(2)7頁。研究会記録・前掲注(25)77頁龍田発言。
- (89). 内部者取引規制研究会・前掲注(3)81頁。
- (90). 神崎克郎・前掲注(2)7頁。
- (91). 堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(5)」商事法務第11

77号14頁（1989年3月）。

- (92). 神崎克郎・前掲注(2)7頁。
- (93). 堀本修・前掲注(91)13頁。
- (94). 関根攻・前掲注(5)180頁。
- (95). 対談記録・前掲注(15)20頁松川発言。
- (96). 対談記録・前掲注(15)21頁松川発言。
- (97). 1989年2月6日日本経済新聞「動き出す インサイダー規制(4)」。しかし、同時に、一方的投函だけで公表を済ませたつもりなど、形式的に対応することでとりあえずトラブルを回避しようという姿勢も見られることも挙げられている。この情報の公表における態度の問題については、第五章第一節において検討する。
- (98). 第4号に該当する重要事実の判断基準については、神崎克郎・前掲注(2)8頁、9頁、11頁注(57)を引用した。
- (99). 大量の受注については、それが、は適時開示の対象となりうるが、刑事罰則に係わる重要事実には該当しないという意見が見られる。遠藤博志「インサイダー取引と経済界の対応」企業会計第41巻第5号49頁（1989年5月）。しかし、著者は理由を述べていない。又、前述の3つの要件を全てクリアした場合、これを内部者取引の基礎とすべきでないという理由がないであろう。
- (100). 研究会記録・前掲注(25)66頁神崎報告参照。
- (101). 横畠裕介・インサイダー取引規制と罰則184頁（1989年3月）

## 第二節

# 中華民国法における内部者取引の 基礎となる重要事実

### 一. 抽象的な定義

証券交易法第157条の1第4項は、内部者取引の基礎をとなる重要事実を次のように定義している。即ち、

「第1項において株式の価格に重大な影響を及ぼす情報とは、会社の財務、業務又は当該有価証券の市場における需給に係わるものであって、その株式の価格に重大な影響を及ぼし、或は正当な投資者の投資決定に重大な影響を及ぼす情報をいう。」

つまり、内部者取引の基礎となる重要情報は、(1)会社の財務・業務に係わるものであって、その株式の価格に重大な影響を及ぼし、或は正当な投資者の投資決定に重大な影響を及ぼす情報と、(2)当該有価証券の市場における需給に係わるものであって、その株式の価格に重大な影響を及ぼし、或は正当な投資者の投資決定に重大な影響を及ぼす情報と、性質の異なる二つの部類のものを含む。

(1)の会社の財務・業務に係わる情報は、会社の財務体質、経営成績、財産状況、事業内容など会社自身に係わるものであって、会社

の現在の経営パフォーマンス、将来の発展の見通しを判断する上に、必要なものである。これは言わば会社内部の情報である。

これに対して、(2)の当該有価証券の市場における需給に係わる情報は、株式の発行会社とは直接の係わりを有せず、当該株式に対する投資者の動向を示しているものである。これは言わば会社外部の情報である。

これらの情報であって、その株式の価格に重大な影響を及ぼし、或は正当な投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすものであれば、それが公開される前は、内部者取引の基礎となるのである。正当な投資者の投資判断とは、合理的な投資家が、どのような価格で当該株式の取引を行うか、或は行わないかの判断ということである。

条文は内部者取引の基礎となる重要情報の要件として、その情報が、その株式の価格に重大な影響を及ぼすこと、「或は」、正当な投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすこと、という二つの異なる要素に見えるように掲げているが、株式の価格に重大な影響を及ぼすことと正当な投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすこととは、実質的には同一のものと考えればよいであろう<sup>(1)</sup>。なお、証券取引法第 157条の1の規制対象有価証券とされている有価証券は株式に限られている。本条において有価証券に係る個所は全て「株式」と限定の言葉を用いているが、本項の市場情報のところだけが、

「当該有価証券」を用いている。これはただ文字上のミスだと考えられ、ここにいう当該有価証券は、当該株式と読み替えれば良いであろう。

本項が定める重要情報の定義は、極めて抽象的なものである。問題となる情報は内部者取引の基礎となるか否かは、実際の事例ごとに検討せざるを得ない。その場合、当該情報の「重大性」、「具体性」、「確実性」を検討した上、判断すべきと考えられる<sup>(2)</sup>。つまり、内部者取引の基礎となる重要情報は、「重大性」を有するものでなければならない。ここにいう「重大性」とは、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと一般的に考えられるということだと考えられる。重大性の判断は、個々の投資者の主観的な判断によるのではなく、平均的、合理的な投資者の社会通念に従って行うべきと考えられる<sup>(3)</sup>。

又、当該情報が具体的な事実にかかるものだと、「具体性」を有するものであることが必要である。例えば、会社が設備投資資金の獲得のために多額のファイナンスが予定されているとか、新規事業分野への進出を予定しているとか、他の会社との合併を計画しているとの事実は、それぞれ会社の財務、業務に関する重大な事実であるが、ファイナンスの方法、進出する新規分野の内容、合併の相手会社が明確でない場合、内部者取引の基礎としての具体性に欠ける。

このような具体性に欠けるものを内部者取引の基礎にするのは妥当でないと考えられる。

更に、内部者取引の基礎となる情報は、その内容が裏付けのあるものだと、確実性を有するものでなければならない。単なる噂や推測又は想像によって得られたものを内部者取引の基礎にすべきでない。

現在まで、証管会が摘発した3件の内部者取引事件において、内部者取引の基礎とされた重要情報は、以下のような事実であった（これらの事件の事実経過は本論文86頁以下参照）。

台湾煉鉄会社事件においては、台湾煉鉄会社が当社が所有する工場用地を17億元（約85億円）で売ったという事実である。この土地取引で、当社の1988年度上半期の財務状況が赤字から黒字に転じたのである。

新亜電器会社事件においては、新亜電器会社と本件被告葉氏との間に新亜電器会社の土地競売処分を免じさせるため、葉氏が新亜電器会社のために2,100万元の債務償還の保証金を拠出し、将来、当該土地の開発・利用は葉氏と新亜電器会社が共同して行うという内容の契約を締結した、という事実である。葉氏は契約とおり債務償還の保証金を拠出したので、裁判所が当該土地の競売命令を取り消したのである。

上記の両事件において、上述の事実を内部者取引の基礎だと認定した証券管理委員会の見解は妥当だと考えられる。そして、台湾煉鉄会社事件では被告は有罪判決を受けた。新亜電器会社事件では被告は無罪となったが、裁判所は、被告と新亜電器会社との契約を締結したという事実が株価に重大な影響を及ぼす情報であると肯定した。ただ、被告が行った取引が当該情報の株価に対する影響と反対方向のものであると認め、内部者取引に該当しないと判断し、被告に無罪判決を下したのである。

しかし、中国人造繊維会社事件において、証券管理委員会が認定した内部者取引の基礎となる重要情報は、必ずしも妥当なものではないと考えられる。

中国人造繊維会社は人造繊維用の化学原料を製造する上場会社である。1988年6月24日の株主総会において、当社の主力商品である「CO」という化学原料の国際価格が高騰したため、当社の当年度利益予想額を6千萬元（約3億円）から8億2千萬元（約41億円）に修正したと発表した。尚、「CO」という化学原料の国際価格の高騰は、1988年1月にアメリカにある当該化学原料の世界最大の製造工場に爆発事件が起こり、当該工場の操業停止により当該価格原料の世界的品不足となったからであると知られている。証券管理委員会は、本件被告に対して、1988年1月以後一連の取引から内部者

取引禁止の違反を追及をした。つまり、証券管理委員会は1988年1月のアメリカの工場爆発事件で、当該化学原料の世界的価格高騰をもたらしたという事実を、本件内部者取引の基礎となる重要情報だと認定したのである。

本件は結局、不起訴となった。しかし、その不起訴処分の理由は、当該会社の役員である被告と、実際に問題とされた取引をした者との間に利用関係があることを立証できないということである。証券管理委員会の内部者取引の基礎となる重要事実の認定の妥当性については触れなかった。しかし、当該アメリカの工場爆発事件、当該爆発事件が当該化学原料の世界的需給にもたらした影響、当該化学原料の世界的品不足を反映した当該化学原料の価額高騰などの事実は、中国人造繊維会社にとっては外部情報であり、中国人造繊維会社の内部者がその地位にあるゆえにこそ知り得ることができたものではない。これらの事実を内部者取引の基礎としての重要情報とするのは妥当でないと考えられる。これらの事実の影響として、当該化学原料を主力製品とする中国人造繊維会社の業績改善は当然予想されうる。しかし、ただの予想では確実性を有しない。当該会社がこれと関連するデータに基づき、マネージメントによる政策的判断を加えた上、新たな業績予想値を算出した場合にこそ、当該爆発事件に関しての中国人造繊維会社の内部情報が発生したと言えるであ

ろう。証券管理委員会は、この事件において、中国人造繊維会社が1988年6月24日の株主総会において発表した新たな利益予想値がいつ算出されたかについて全く追究せず、1988年1月のアメリカの工場爆発事件が発生した後の一連の取引から、本件被告の内部者取引責任を追究するのは正しい認定とは言えないと考えられる。

証券交易法は内部者取引の基礎となる重要情報については、抽象的な定義しか定めていない。従って、どのような情報が内部者取引の基礎となるのか、いつその情報が内部者取引の基礎となるのか、更に後述のように内部者取引の基礎となる情報がいつ公開の情報となる、即ち内部者取引の基礎でなくなるのかについては、実際の事例ごとに検討し、判断しなければならない。このような抽象的な定義は、柔軟性を有し、実際の事例ごとにその具体的妥当性を図ることができるという利点を有する。しかし、他方では、投資者が取引行為をしたときに、自己の行為が内部者取引禁止に触れるものとなるかどうかを予測できなくなる。内部者取引について、行為者の主観目的要件を問わず、形式的要件をもって認定するという規制方法の下で、内部者取引の基礎となる重要情報について具体的、客観的な認定基準を定めなければ、次のような結果となることが懸念される。つまり、投資者は、或は自分が想像も付かないまま内部者取引禁止違反の犯罪者となることを恐れ、投資活動を控え、その結果、

証券市場の正常な発展が阻害されてしまい、或は投資者は、自分の行為は内部者取引に該当しないと間違っただけで判断したため、違法の取引を行ってしまったように、本来生じないはずの犯罪者を作り出してしまふことになる。内部者取引について行為者の主観目的を要件とせず、形式的要件をもって認定する立法をとりながら、内部者取引の基礎となる重要事実について抽象的な定義しか定めていないことは、妥当でないと考えられる。

又、内部者取引の基礎なる重要情報についてあらかじめ具体的、客観的判断基準を定めず、実際の事例ごとに事後的に判断すれば、摘発機関に過大な裁量権を与える一方、摘発機関と裁判機関との見解が必ずしも一致せず、内部者取引摘発の効率は低くなる恐れがある。摘発機関は、摘発した内部者取引の立検、公判維持を図るために、内部者取引の摘発に過度に慎重な態度をもって臨むこととなる恐れもある。内部者取引についての裁判例が積み重なっている環境の下であれば、内部者取引の摘発及び裁判において従うべき基本的な準則が過去の判例により示されているので、内部者取引の構成について抽象的な定義をもって認定することにより、事件ごとの具体的妥当性を図ることは妥当で、有益だと考えられる。しかし、台湾では、過去には内部者取引についての判例の積み重ねがなく、一般投資者のみならず、摘発機関、裁判機関の内部者取引に対する認識

は必ずしも明確ではない。このような状況の下では、内部者取引の基礎となる重要事実について抽象的に定義することは妥当でないと考えられる。

内部者取引の基礎となる重要情報について具体的、客観的認定基準を設ければ、法令の適用が容易となる。一方、一部の内部者取引規制に服させるべきものが硬直な認定基準の下で逸脱してしまう恐れがないわけではない。しかし、投資者に明確な行為基準を与えるため、又、規制の適用容易性を図るため、これは払わざるを得ない犠牲と考えるべきであろう。

証券交易法第 157条の 1 の内部者取引禁止規制の立法目的の達成を図るためには、内部者取引の基礎となる重要情報について、具体的、客観的認定基準を設けるべきだと考えられる。そして、重要情報についての具体的、客観的認定基準は、法そのものにおいて定めることをせず、その追加、改正が比較的容易である証券交易法施行細則や主務機関の行政命令をもって定めるのが有益だと考えられる。

## 二. 市場情報

証券取引法第 157条第 4 項の重要情報の定義について、前述のその定義が抽象的なものであることの他に、もう一つの問題点は、いわゆる市場情報をも内部者取引の基礎とすることである。

会社の外部の情報であって、会社の株価に影響を及ぼす情報としては、経済全般或は特定産業に関する情報、及び当該会社の株式の市場需給に関する情報がある。これらの情報を内部者取引の基礎にするのは、基本的には妥当でないと考えられる。これについては、本論文269頁以下を参照されたい。

しかし、本項は、「当該有価証券の市場需給に係わるものであって、その株式価額に重大な影響を及ぼし、或は正当な投資者の投資判断に重大な決定を及ぼす情報」を、会社の財務、業務に係わる重要情報と同列にし、内部者取引の基礎としている。「当該有価証券の市場需給に係わるもの」については、これを特定の株式の市場需給に係わるものだと厳格に解釈すべきと考えられる。従って、貿易収支の状況、為替相場、公定歩合などの経済全般に関する情報、特定産業の製品についての外国政府の貿易保護政策、特定の業界についての政府の産業政策など特定の業界に関する情報は、内部者取引の基礎とならないと解すべきであると考えられる<sup>(4)</sup>。これらの経

済全般或は特定産業に関する情報をも内部者取引の基礎とすれば、内部者取引の基礎となる重要情報が際限りなく広がっていく恐れがあるからである<sup>(5)</sup>。

株式の市場需給に係わる情報としては、当該株式対する公開買付の計画、仕手筋等による当該株式の買集め、有力機関投資家による当該株式の大量購入、当該株式が有力証券会社の重点銘柄・参考銘柄に指定されること、さらに有力新聞・有力アナリストが当該株式を推奨の対象とすること等が考えられる。

これらの市場情報のうち、株式に対する公開買付けは、当該株式を時価の一定割合を越える水準で買付けを行うのが通常である。公開買付の対象となるという情報が当該株式の価格に与える影響は明確である。従って、公開買付けを行おうとする者の関係者が、当該公開買付に関する情報を知って、当該情報が公開される前に、当該公開買付の対象となる株式を売買する行為は、内部者取引の規制対象にするのは妥当、かつ必要であろう。

それ以外の市場需給に係る情報は、他の投資家の投資判断に与える影響という点でこれを客観的に評価することは困難であり、又、このような情報は上場会社又は上場証券の公開買付等の行為をする者の内部者又は準内部者としての地位の故に得られる情報ではないので、それを内部者取引の基礎とするのは必ずしも妥当ではない。

これについては、本項の内部者取引の基礎となる重要情報の定義が抽象的なものなので、内部者取引の基礎とされるべき市場情報を実際の事例ごとにその具体的妥当性を検討した上、判断すれば、実務上の運用においては大した問題にならないと考えられる。しかし、抽象的立法の欠点については、前述した通りである。重要情報の具体的、客観的な認定基準を定めるとき、内部者取引の基礎となる市場情報について具体的、客観的な認定基準を定めておけば 有益であると考えられる。

顧客の売買動向等特定の株式の市場需給にかかわる情報は、多くは証券会社の役職員がその職務の関係で知り得るものだと考えられる。しかし、中華民国の証券管理に関する法令は、証券会社の役員又は使用人がその職務の関係で知り得た株式の市場需給に関する情報の利用について、必ずしも明確な規制を課していない<sup>(6)</sup>。公開買付又はそれに準ずる行為に関する情報に係わる取引についても特別の規制を定めていない。証券交易法第 157条の 1 は、会社情報と市場情報に係わる内部者取引を同列して規制したわけである。このような立法は有効的だと言われているが<sup>(7)</sup>、全く問題がないとも言えない。本条により内部者取引禁止の規制対象主体となる者の範囲が複雑となるのである。本条の規制対象主体は、発行会社と特別の関係の有しない者まで広がっていることとなるわけである。この

場合、証券会社の役職員などの株式の市場需給に係わる市場情報を知った者は本条第1項第3号の職業に基づき情報を知り得たものとして規制に服することとなるであろう。そして、当該者から情報を知り得た者は同項第4号の情報受領者として規制に服することはいうまでもない。一方、証券交易法第157条の1は、内部者取引禁止の対象主体とされる発行会社の役員、経理人及び大株主については、当該者が情報を知ったこととその者の職務或は地位との因果関係を要件としていない。従って、これらの者がその会社外部の情報に属する市場情報を知った場合、それが情報受領者として知ったならば勿論のこと、全く偶然で知ったとしても、内部者取引禁止に服せざるを得ないこととなる。

## 第四章 第二節 ～注釈～

- (1). 条文の定め方から、未公開情報の重要性を判断する際に、時価基準及び合理投資者判断基準という二つの判断基準が採られている、という論述が見られる。楊清均・公司内部人員証券交易之研究（政治大学法学研究所修士論文，未公表）188頁（1987年6月）。又、張芬芬・証券法上内部人交易之民事責任（東吳大学法律研究所修士論文，未公表）140頁（1986年6月）にも類似な意見が述べられている。しかし、当該情報の株価に及ぼす影響は、当該情報の正当な投資者の投資判断に及ぼした影響を反映したものだと考えられるので、この二つの基準を実質的に同様なものだと思えるべきであろう。
- (2). 重要情報の判断基準については、主として、神崎克郎「インサイダー取引の禁止 [中]」インベストメント1988年8月号を参照した。
- (3). 前田重行「内部者取引に対する法規制—その問題点と改革の方向」代行レポート81号11頁参照。
- (4). 1988年9月25日に、中華民国財政部（日本の大蔵省相当）は、当時まで10年間、暫定措置として停止されていた証券取引所得税の課徴を1989年1月1日から、再開する決定を正式に公布した。これにより証券市場は20数日連続の大暴落を経験した。しかし、その前日の9月24日に、いくつかの特定の者による異例ともいふべきの大量売付けがみられた。これについて証券交易法第157条の1が定める内部者取引に該当するのではないかという疑念をもたらした。梁永煌「証所税課徴到底有没有内線交

易？」財訊雜誌1988年11月号299頁～301頁及び季子「誰做了内線交易？」經濟雜誌週刊1988年10月9日号12頁、13頁参照。有価証券取引所得稅課徵再開の決定に関する情報を事前に知り、それが公表される前に、株式の売付けを行った行為は、証券交易法第157条の1の内部者取引に該当するかということについて、上記の二つの記事は共に肯定する立場を取っている。しかし、このような市場全体に影響を与える情報は、「当該有価証券」の市場需給に係わるものと解すべきでないと考えられる。

(5). なお、この問題について、ある学者は中華民法は内部者取引について不正流用理論を取っていないという観点から、会社自身の内部情報でない国の政策の変更などの情報は、内部者取引の基礎とならないと述べている。覃正祥「論内線交易」法学叢刊134号121頁(1989年4月)。

(6). 証券管理委員会が定める「証券商管理規則」(財政部証券管理委員会1988.11.24.(77)台財証(二)第09467号令)第36条第9号は証券会社が有価証券売買の委託を受けるときに、顧客が発行会社の未公表の株価に重大な影響を及ぼす情報を利用していることを知りながら、当該売買の委託を受け付ける行為があってはならないと定めている。同規則第44条は、証券会社が証券業務の執行のために、上場株式或は店頭登録株式の価額に重大な影響を及ぼす情報を知った場合、当該情報が公開される前に、当該株式を売買すること、或は当該情報を顧客その他の者に提供することをしてはならないと定めている。これらの規定に違反した場合、行為者の職務解除命令、当該証券会社の業務停止命令、営業許可の取り消し等の行政処分にされうる。しかし、

これらの規制では、その対象となるものは市場需給に関する情報を含むと解すべきだが、必ずしも明確にされていない。

(7). 張芬芬・前掲注(1) 140頁。

### 第三節

## 日本法と中華民国法における内部者取引の基礎となる重要事実の比較研究

日本法は、内部者取引の基礎となる重要事実について、世界でも類例のないような具体的に列挙し、その量的な側面から数値式基準まで設け、こと細かく定めている。これに対して、中華民国法は、それについて極めて抽象的な定義しか定めていない。

一口に有価証券の価額に影響を及ぼす情報と言ってもその具体的内容は千差万別である。一定の者しか知り得ない未公表の、しかも確実に儲かるであろうというような重要事実を基礎とする取引こそ証券市場の公正性・健全性を害し、これに対する一般投資家の信頼を損なうものである。このような取引こそ証券市場から排除すべきである。従って、内部者取引の基礎となる重要情報とはいかなるものであるかを明らかにすることは、内部者取引規制の基本ともいべきであろう。「重大性」、「具体性」、「確実性」という判断基準をもって、投資者の投資決定に重大影響を及ぼす未公表の重要事実と認められる情報を内部者取引の基礎とするべきである。

日本では、内部者取引について、従来、社会的に必ずしもこれが

刑事罰で担保されるような違法な行為だという認識が確立していたとは言えない。このような社会風土の中で抽象的な規定の仕方をすれば、その解釈を巡りかなりの混乱又は誤解が生ずる恐れがある。従って、内部者取引の基礎となる重要情報を具体的に、客観的に定めることにより、投資者をして何が違法な内部者取引であることを証券取引の前に判断できるようにすることが必要だと考えられる。又、内部者取引禁止の立法は、そもそも抽象的な構成要件しか定めていない証券取引法第58条第1号が實際上適用しにくいことに対する反省から生じたものである。この第58条第1号の二の舞にならないように、つまり、法の実効性を図る観点からも、内部者取引の構成要件の具体化が求められているわけである。さらに、内部者取引の構成要件を詳細に規定することにより、市場関係者の自主規制等の体制作りも容易になり、内部者取引規制の最終目的である内部者取引の未然防止も効果的に行われると考えられる。

そこで、証券取引法は、施行令の定めを含めて、内部者取引の基礎となるべき情報を事柄自体の形式的基準で、個別列挙的・具体的に掲げ、さらに、大蔵省令の定めをもって、その量的側面から、その範囲をさらに明確にすることとしたのである。

つまり、内部者取引の基礎とされる発行会社の業務等に関する重要事実、会社の業務執行を決定する機関の決定に係るものとして

証券取引法第 190条の 2 第 2 項第 1 号及び施行令第28条に掲げる事項、会社の内部意思決定によらずに発生した事実として同第 2 号及び第29条に掲げる事項、会社の業績情報として同第 3 号が定める事項、及びバスケット・クローズ条項として同第 4 号が定める概括規定がある。内部者取引の基礎とされる有価証券の市場需給に関する情報は、証券取引法第 190条の 3 第 2 項及び施行令第31条が定める公開買付及び公開買付に準ずる行為に関する情報に限られる。さらに、会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令において、法及び施行令が列挙する重要事実該当するもののうち、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微で除外すべきと認められるものの判断基準、あるいは投資者の投資判断に及ぼす影響が重大で重要事実該当すべきと認められるものの判断基準を数値方式で定めている。

これに対して、中華民国では、証券交易法第 157条の 1 第 4 項は内部者取引の基礎となる重要情報について、会社の財務、業務又は当該有価証券の市場における需給に係わるものであって、その株式の価額に重大な影響を及ぼし、或は正当な投資者の投資決定に重大な影響を及ぼす情報であると極めて抽象的な定義しか定めていない。

内部者取引の基礎となる重要情報について、具体的、客観的に列挙し、数値的基準まで定めていることにより、その明確化を図る日本法に対しては、批判は少なくない。例えば、技術的に精密過ぎ、

漏れるところも大きいということ、内部情報が法律で定められると、情報管理的色彩が出てくること、財務指標や決算に関する重要事実については大企業に緩く、中堅企業に厳しいということ、企業活動を国内の視点でしか捉えておらず、国際的な企業活動の実態を反映していないこと、重要事実か否かの決定を発行会社の意思決定に係らしめたこと、法律・政令・省令から重層構造的規定で、複雑で判りにくいものとなっていること、規制対象の情報を個別企業のものにこだわり、片手落ちのものとなっていること、市場情報を公開買付と公開買付に準ずる行為に関するものに限りに、それ以外の市場情報は証券会社と銀行の役職員以外の者なら自由に利用できるものとなっていること等である。

しかし、構成要件を抽象的に定義した場合、違法・適法の限界を知るのに判例その他運用実績の参照が必要である。しかし、内部者取引については、日本にはそのような参照とされるべきものがなかった。従って、前述のように批判されている欠点があっても、投資者に明確な行為基準を与えるため、又、規制の実効性を図るため、内部者取引の基礎となる重要情報を具体的に列挙し、その客観化、明確化を図る基本的方向は肯定されるべきだと考えられる。

中華民国法は内部者取引の基礎となる重要情報について、抽象的な定義しか定めていない。このような抽象的な定義は、柔軟性に富

み、実際の事例ごとにその具体的妥当性を図ることができるという利点を有すると考えられる。日本法の硬直な認定基準から生じる弊害は、中華民国法にはない。しかし、内部者取引規制として、中華民国法が臨んでいる環境は日本法と同じである。つまり、禁止されるべき内部者取引について、行為者の主観的目的を要件とせず、形式的要件をもって認定する立法を取っている上、内部者取引規制についての判例その他の運用実績の蓄積がないのである。抽象的立法はそれなりの利点を有するが、中華民国ではその利点を発揮できる条件を備えていないというべきであろう。かえって、このような抽象的定義の下で、投資者が事前に自らの取引が違法の内部者取引に該当するか否かを明確に判断できないため、或は投資活動を控え、或は誤った判断で犯罪者となってしまう恐れがあると考えられる。内部者取引の摘発機関と裁判機関との見解が必ずしも一致しないことで、内部者取引摘発の効率も懸念される。従って、中華民国でも、内部者取引の基礎となる重要情報について、具体的、客観的認定基準を定めることが必要だと考えられる。なお、その認定基準は、法律改正によらず新しい事態に迅速に対処することができるため、証券交易法施行令或は主務機関の行政命令をもって定めるのが有益だと考えられる。

日本法は、証券取引法第 190条の 2 において個別の発行会社の内

容に係わる情報を基礎とする内部者取引を規制し、第 190条の3において公開買付及びそれに準ずる行為に係わる市場情報を基礎とする内部者取引を規制し、それ以外の顧客の売買動向等の市場情報に係わる取引については、健全性省令等の規定により証券会社及び銀行の役職員を対象にして規制を行っている。これに対して、中華民国法は、証券交易法第 157条の1において、個別の発行会社の内容に係わる会社情報と株式の市場需給に係わる市場情報を同列して規制を行っている。そこで、証券取引法第 157条の1の規制対象主体も複雑となる。内部者取引の基礎となる重要情報の定義が抽象的なものなので、実際の解釈運用により、会社情報と市場情報という異質のものを同一の条文に置くとしても、大きな支障を生じないであろうと考えられる。しかし、前述のように、中華民国では、内部者取引規制において、その構成要件を抽象的に定義することは必ずしも妥当ではない。内部者取引の基礎となる重要情報について具体的、客観的な認定基準を定める場合、会社情報と市場情報との異質性の問題を配慮して定めることが必要だと考えられる。

## 第五章

### 内部者取引の解禁と適用除外

#### 第一節

#### 内部者取引の解禁

#### (重要事実の公表)

内部者取引の禁止において、発行会社の有価証券の価格に著しい影響を及ぼす重要情報を知った当該会社の内部者等に対して禁止する行為は、当該情報が公表される前の当該会社の有価証券についての売買等取引である。発行会社の内部情報を知り得る地位にいる者がその特権的地位ゆえに知り得た情報をもって証券市場において当該情報を知らない一般投資者を相手に有価証券の取引を行えば、一般投資者は不利な地位に立つこととなり、一般投資者の証券市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれる。従って、発行会社の内部者等が知った内部情報が公表され、一般投資者也当該情報を知り得ることとなれば、発行会社の内部者等と一般投資者ととは平等な立場に立つこととなり、内部者等に対して取引を禁止する必要がなくなる。言い換えれば、発行会社の内部情報を知った内部者等に対する取引の禁止は、当該情報の公表により解除されるわけである。従

って、重要事実の公表があったか否かは内部者取引禁止規制においては、極めて重要な問題である。そこで、以下、本節においては、一．日本法における情報の公表、二．中華民国法における公表の定義の欠如、について検討したい。

## 一. 日本法における情報の公表

日本法における情報の公表については、次の諸問題を検討したい。

### 1. 法定の公表方法

上述したように、発行会社の内部情報を知った内部者等に対する取引の禁止は、当該情報の公表により解除される。しかし、内部者取引禁止の基礎となる重要事実がいつ公表がされたかは必ずしも簡単に判断できるものではない。そこで、法は、「公表がされたか否か」に巡る無用なトラブルが起こらないように、重要事実の公表の方法を具体的に定めている。法定の公表方法の内容及びこれに対する実務界の反応を検討する必要があると思われる。

### 2. ファイリング制度

法は重要事実の公表方法を具体的に定めているが、実務上の運用としては、さらに企業が法定の方法の通りに重要事実を公表したことを証明できる制度が必要とされる。そこで、証券取引所は通称「ファイリング制度」の「公開報告書等の提出・公衆縦覧制度」を設けた。この制度の内容及びこれに対する実務界の反応を検討する必要があると思われる。

### 3. 重要事実の公表と企業内容の開示

重要事実の公表は、内部者取引が解禁されたかどうかを決定する

要素である一方、上場会社の企業内容が重要事実の公表により一般投資者に対し開示される意味もある。重要事実の公表と企業内容の開示との関係を検討する必要があると思われる。

## 1. 法定の公表方法

### (1). 法定の公表方法の内容

証券取引法第 190条の2 第4項は、「公表がされた」を次のように定義している。即ち、「公表がされた」とは、会社の業務等に関する重要事実（証券取引法 § 190の2 I）、会社の業務執行を決定する機関の決定（同条II①）又は会社の売上高等（同条II③）（以下において「重要事実等」という）について、

イ. 当該会社により多数の者の知り得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、又は、

ロ. 当該会社が提出した証券取引法第25条第1項に規定する書類にこれらの事項が記載され、公衆の縦覧に供されたこと、である。

以下では、この二つの法定の公表方法について検討したい。

### イ. 政令が定める公表方法

当該会社により多数の者の知り得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とは、証券取引法施行令（以下においては「施行令」という）第30条に従い、一定の行為主体が、重要事実等を2つ以上の一定の報道機関に対して公開し、かつ、一定の期間が経過したことである。以下では、施行令第30条が定める公表の「行為主体」、「公開対象」となる報道機関、報道機関に対する「公開」、及び公開された重要事実等を一般投資者に周知させるために必要とされる「周知期間」について検討したい。

#### 「公表の行為主体」

公表の行為主体は、内部者取引の禁止において問題とされる上場株券等の発行会社を代表すべき取締役又は当該取締役から重要事実等の公開を委任された者である。

会社を代表すべき取締役とは、代表取締役である<sup>(1)</sup>。重要事実等を公開することを委任された者とは、当該重要事実等についてこれを公開することを任された者であり、通常は、広報担当者がこれに当るが、専従の広報担当者に限らない<sup>(2)</sup>。なお、重要事実等の公開の委任は、重要事実等の公開の都度代表取締役から個別の委任行為が行われる必要はなく、包括的な委任行為であってもよい。又、その包括的な委任行為は社内規則等で新たに規定される必要はなく、

従来からの慣行があればよいと解される<sup>(3)</sup>。

公表の行為主体を限定する理由は、重要事実等の公表は、発行会社の判断とその責任においてなされるべきものだと考えられるからである<sup>(4)</sup>。又、もし公表を行う者が多元的であると公表の起算時期が不明確になる恐れがあると考えられ、代表取締役は社内の情報を統括管理すべき地位にあることから、この者による公開行為こそ「公表」の基準とするにふさわしいと考えられるからである<sup>(5)</sup>。

#### 「公開対象となる報道機関」

発行会社の内部者等による取引が解禁される前提は、重要事実等の公表により一般投資者も当該事実を知り得る立場に立ち、内部者等との間の投資情報の不平等が解消されることである。発行会社が公開した情報を、迅速かつ正確に多数の投資者に周知させるためには、いわゆる国民の知る権利に奉仕するものと位置付けられる報道機関の伝播が必要である。従って、法は、報道機関、しかも報道機関のうち迅速な報道が期待でき、伝播の対象範囲が限定されていないものとして法に掲げる報道機関に対する公開を重要事実の公表の要件としている<sup>(6)</sup>。

施行令第30条が列挙している公開対象となる報道機関は、次の3種類のものである。

一つは、国内において時事を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社及び当該新聞社に時事に関する事項を総合的に伝達することを業とする通信社、いわゆる総合日刊紙及び通信社である（施行令 § 30 I ①）。「時事に関する事項を総合して報道する」とは、時事のうち特定の分野に限定せず、政治、経済、文化、社会といった各般の事項を総合して報道することを意味する<sup>(7)</sup>。時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙であれば、それが全国紙であろうが、ブロック紙であろうが、地方紙であろうかを問わない<sup>(8)</sup>。しかし、公開対象とされるのは「国内において」報道する新聞紙なので、外国の新聞紙は対象外だと解すべき、これに対して、新聞社にニュースを供与する通信社は外国の通信社であっても良いと解されている<sup>(9)</sup>。

公開対象となる報道機関の第二の種類は、国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社、いわゆる産業経済専門紙である（施行令 § 30 I ②）。ここにいう「産業及び経済に関する事項を全般的に報道する」とは、各業界全般にわたって報道していることを意味する。特定の業界に関する事項のみを報道する業界専門紙は、その性格上、一般の投資家はそこに掲載された情報に容易に接し得ないと考えられるので、公開対象となる報道機関にされなかった<sup>(10)</sup>。

公開対象となる報道機関の第三の種類は、日本放送協会及び放送法第2条第3号の3に規定する一般放送事業者である（施行令§30 I③）。即ち、NHK及び日本の電波法の規定により放送局の免許を受けたその他のラジオ・テレビ局である。

施行令は報道機関に対する公開を重要事実が公表されたことの要件としているが、報道機関が実際に当該重要事実等を報道したかどうかを要件にしていない。これは、報道自由の基本原則の下では、発行会社の公開した重要事実を報道するか否かは報道機関の判断により決めるものであり、法をもって強制すべきものではないからである。そこで、報道機関の競争により公開された情報が実際に報道される機会を増やそうとすることに加えて、公表とスクープの区別を付けるようにするという意味もあって、施行令は2以上の報道機関に対する公開を重要事実等の公表の要件をした<sup>(11)</sup>。この2以上の報道機関に対して公開するという要件は、実務界から厳しい批判を受けている（後述）。

#### 「報道機関に対する公開」

重要事実等を報道機関に対して公開することは、単に重要事実を報道機関に伝達することではなく、即座に報道してもらうために伝達し、広く投資者全体に知らしめる意図をもって行うものであるこ

とが必要である<sup>(12)</sup>。従って、喻え会社の代表取締役による記者に対する発言であっても、それがいわゆるオフレコのものであれば、ここにいう重要事実等の公開に当たらない<sup>(13)</sup>。報道機関に対する公開の様態としては、証券取引所を始め自社その他の適宜の場所における共同記者発表が典型であるが、資料配付、ファックスによる送信など、又、記者の取材に応じて公開することもあり得る<sup>(14)</sup>。

重要事実等について公表がされたことにより、内部者等による取引が解禁されることは、重要事実等の公表により一般投資家において内部者等と言わば対等の立場で投資判断を行うことができることを前提としている。従って、この前提を達成するためには、報道機関に対する公開は、次の要件を備えなければならないと解すべきであろう。即ち、当該重要事実の内容が全て具体的に明らかにされていること、及び「重要事実として」公開することである<sup>(15)</sup>。

なお、ここにいう報道機関に対して公開することは、当該報道機関に所属する記者等その者に公開すれば当該報道機関が報道することの期待できる者に対して公開することだと解すべきである<sup>(16)</sup>。

#### 「周知期間」

重要事実等の公表により一般投資者と内部者等との投資情報の格差が解消され、内部者等による取引が解禁されることとなる。しか

し、発行会社が重要事実等を報道機関に対して公開した途端に、当該情報が一般投資者へ浸透するわけではない。当該情報が一般投資者に周知させるためには一定の期間が必要である。内部者等による取引が解禁されるためには、このような周知のために必要な期間の経過が必要である<sup>(17)</sup>。そこで、施行令は、日本の現在の報道による情報伝播の実情を考慮した上、重要事実の周知のために必要な期間を、二つ以上の報道機関に対して公開したときから12時間とした（施行例 § 30 II）<sup>(18)</sup>。

12時間の周知期間の起算点は、二つ以上の報道機関に対して重要事実を公開した時である。従って、共同記者発表の場合は、その時であり、順次複数の報道機関に公開した場合は、二番目の報道機関に公開したときである<sup>(19)</sup>。なお、上場会社が報道機関に対し重要事実を発表したが、一定の時点まで報道を控えよと上場会社からの要望があったとき、その指定された「報道解禁時点」が周知期間の起算点となると解すべきである<sup>(20)</sup>。

#### ロ．企業内容開示制度による公表

重要事実等の公表のもう一つの方法は、「当該会社が提出した（証券取引法）第25条第1項に規定する書類にこれらの事項が記載されている場合において、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に

供されたこと」である（証券取引法 § 190の2 IV）。

「証券取引法第25条第1項に規定する書類」とは、有価証券届出書、有価証券の募集又は売出しに関する届出書及びその添付書類並びにこれらの訂正届出書（証券取引法 § 5 III）、発行登録書及びその添付書類、発行登録追補書類及びその添付書類並びにこれらの訂正発行登録書、有価証券報告書及びその添付書類並びにこれらの訂正報告書、半期報告書及びその訂正報告書、臨時報告書及びその訂正報告書である。「同項の規定により公衆の縦覧に供されたこと」とは、大蔵大臣が上述の書類を受理した日から、一定の期間においてそれを大蔵省に備え置き、公衆の縦覧に供することである。

これらの書類は、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る情報を一般に開示するものとして証券取引法により大蔵大臣への提出が必要とされて公衆の縦覧に供されるものであり、それにより投資者に対して公平、平等に重要事実の公表がされたものと考えられることから、重要事実等の公表方法とされたものと思われる<sup>(21)</sup>。

## (2). 法定の公表方法の検討

前述したように、会社関係者等がその地位により一定の重要な事実を知った場合に、どの時点までその事実に係る証券取引をするこ

とが禁止され、どの時点からその事実に係る証券取引を適法に行うことができるかを明確にするという目的の下で、法令をもって、重要事実の公表方法が定められている。このような重要事実を知った会社関係者等の取引禁止を解除する時点を明確に画する意義以外にも、さらに、「公表に関するルールを法令上明確にすることは、日本の経済社会においても会社が情報を適時に公表する慣行を定着させていくという面で、意義のあることと考えられる。」と<sup>(22)</sup>、公表方法の法定を積極的に評価する意見もみられるが、「もともと、証券取引法で『公表』を定義しようとしたこと自体に問題があった<sup>(23)</sup>と厳しく批判する意見もある。

法定の公表方法のうち、重要事実が記載されている有価証券報告書等書類の提出、公衆縦覧という方法については、それにより重要事実が投資者に公平、平等に開示されるものと考えられ、従って、これを内部者取引解禁の要件にしたことは特に批判されていない。これに対して、報道機関に対して公開するという政令が定める公表措置は、厳しく批判されている。政令が定める公表措置に対する批判は、大きく分ければ、形式主義に走り過ぎるということと、結果として報道の自由が制限されてしまう恐れがあるということの二つである。この二つのことは関連性を有するものであるが、以下ではとりあえず、形式主義に走り過ぎるということについて検討したい。

## イ. 形式主義に走り過ぎること

法令の定めで、内部者取引解禁の要件となる重要事実の公表方法が限定されている。そして、政令が定める公表措置とは、限定された者が重要事実等を限定された報道機関のうち2以上の報道機関に対して公開し、かつ、12時間の周知期間を経過するという形式的、手続的なものである。重要事実等の公開を受けた報道機関が当該情報を報道したかどうか、即ち、一般投資者が当該情報を知り得る立場に立つこととなったかどうかは問題とされない。このような制度の下では、報道機関が上場会社が発表した重要事実等を迅速に正確かつ完全に報道すれば問題はないが、次の二つの状況が問題となりうる。一つは、法定の方法での公表がなかったにもかかわらず重要事実が多数の投資者に知らされていることである。もう一つは、法定の方法で公表されたにもかかわらず公開対象の報道機関は当該重要事実を全く報道しなかったことである。前者の場合、会社関係者と一般投資者との間の投資情報の格差が実際になくなり、その上、当該重要事実がもたらす影響がすでに有価証券の価格に反映されていることも考えられる。にもかかわらず、会社関係者等に対する取引禁止が解除されず、かえって会社関係者が不平等な立場に追い込

まれてしまうこととなる。後者の場合、会社関係者等と一般投資者との間の投資情報の格差が実際に解消されていないにもかかわらず、会社関係者等は自由に証券取引を行うことができるようになる。

「法定の公表によらずに重要事実が周知された場合」

法定の公表方法に該当しないにもかかわらず多数の投資者が重要事実を知ってしまった場合の典型的な例は、重要事実がいわゆる特ダネ又はスクープの形で報道された場合であろう<sup>(24)</sup>。

上場会社の重要事実が特ダネとして広く報道された場合については、立法関係者は、その取材源が明らかでないことも多く、発行会社の判断と責任において発表した事実とは限らないので、これを内部者取引の解禁原因にすることは妥当ではないと説明した<sup>(25)</sup>。これに対して、部数が極端に少ない新聞ならともかく、大手全国紙に特ダネが載った段階では公表とは見做さないのは実際問題としておかしいとの批判も見られる<sup>(26)</sup>。

七かし、このような、法定の方法によらず、重要事実が特ダネ記事など報道機関の報道を通じて実際に多数の投資者に知らされていることは、内部者取引規制の問題としては、大きな混乱を引き起こしうるものではないと思われる。つまり、一般投資者は、最初からその取引が禁止されていないので、問題にならない。問題になりう

るのは、当該重要事実を知ったので取引が禁止されている会社関係者等である。この場合、内部者取引の禁止がまだ解除されていないにもかかわらず、会社関係者等が当該報道を見て当該重要事実が公表されたと思って取引を行えば違法になるのではないか、又、当該報道により多数の投資者が当該重要事実を知ったこととなり、そしてそれが当該会社の有価証券の価格に反映されつつあるにもかかわらず、会社関係者等がなお取引が禁止されるならば、かえって会社関係者が不利な立場に追い込まれることとなるのではないか、と思われるかもしれない。

しかし、会社関係者等を内部者取引禁止の違反として処罰するためには、会社関係者等が問題の取引を行ったときに当該重要事実がまだ公表されていないという認識があったことが必要だと解すべきなので、前述の疑問が大きな問題にならないと思われる。

自分が知っていた重要事実が新聞などで報道されたので、それで証券取引法上の公表があったと考え、証券取引をした会社関係者等は、当該重要事実が未だに公表されていないことについての認識を欠くので、内部者取引禁止の違反として処罰されることにならない。そして、当該重要事実が公表されていないことについての認識の有無の判断は、当該会社関係者等が公表のための措置がとられたか否かを知り得る状態にあったか否かによって大きく決まる。当該会社

の公表担当者又は公表を決定し或いはその監督をする立場にある内部者においては、そのような場合に、当該事実の公表が未だにないことの認識を欠くことは殆ど考えられないが、その他の会社関係者又は情報受領者の場合には、そのような認識がなかったものと認められる場合が多いであろう<sup>(27)</sup>。つまり、「公表」されなかった重要事実が実際にすでに多数の投資者に知られている場合、なおその取引が禁止される者は、法定の公表が未だにないことを知り得る立場にいるという限られる者である。なお、多数の投資者が重要事実を知り、そしてそれが当該会社の有価証券の価格に反映されつつあるにもかかわらず、会社関係者等がなお取引が禁止されるならば、かえって会社関係者等が不利な立場に追い込まれることとなるのではないか、という疑問については次のように考えられる。つまり、このような場合では、当該会社が当該重要事実について法定の公表措置をとれば、内部者取引が解禁されるにもかかわらず、当該会社は敢えてそれをとらないことには、当該会社としての考慮があるはずだと思われる。そして、前述したように、この場合においては、なおその証券取引が禁止される者は法定の公表が未だにないことを知り得る立場にいる者に限られる。このような者は、法定の公表措置をとるかどうかについて決定権を有しない者だとしても、当該会社とは非常に密接な関係を有する者だと考えられる。従って、これら

の者は会社と密接な関係があるので、会社の法定公表措置をとらないという決定のために、前述の不利な立場に立たされたのであり、法が無理にこれらの者をそのような立場に追い込んだわけではない。

発行会社が法定の公表措置を取らなかったのに、重要事実に関する報道がなされた場合、むしろ発行会社は当該報道に対してどう対応すべきかということを検討すべきである。この場合、スクープされた会社が直ちにその記事について適切な状況説明を行うことが望ましい。しかし、場合によって、会社としては当該事実については確定的な発表ができないこともありうる。例えば、合併又は業務提携についての談合が進行中であり、それを公表するとその話しがつぶれてしまう恐れがあるという場合である。この場合、その記事を否認すれば、投資者をミスリードすることとなるので、肯定も否定もせず、「ノーコメント」又は「流動的ながら交渉中」という返事で対応すべきであろう。しかし、スクープされた記事について全て「ノーコメント」で対応してよいことでもない。例えば、会社が新たに算出した業績予想値がスクープされた場合、その記事に対してはっきりした態度で対応しないと、かえって一般投資家の誤解を招く可能性があるからである<sup>(28)</sup>。

「法定の公表があったが、実際に報道されない場合」

「公表」という言葉については、二つの側面、即ち、「公表すること」と「公表されたこと」から考察するべきであろう。「公表する」とは、情報を一般の人達が知ろうとすれば知ることができるような状態にすることであり、言わば「情報を公にさらすという能動的態度」である。これに対して、「公表された」とは、情報が一般の人達が知ろうとすれば知ることができるような状態になったこと、言わば「情報が公になったという状態」だと解すべきであろう<sup>(29)</sup>。つまり、情報を公表することは態度であり、手段である。その目的は情報が公表されたという結果にある。しかし、政令が定める公表措置は、重要事実の報道機関に対する公開を要件としたが、報道機関による当該事実の一般投資者への報道の有無は問題にされない。従って、現行政令は、「公表という能動的態度」のみに着目して、その目的である「事実が公になった状態」を考慮していないといわざるを得ないであろう。確かに、報道の自由という観点からすれば、記事にするかどうかは、報道機関が決定することであり、情報を提供した発行会社がそれを記事にしろと要求する権利もないし、報道機関は購読者又は視聴者にこれを報道しなければならない義務もないし、法をもって報道を強制すべきでもない。しかし、重要事実の公表が内部者取引の解禁要因とされる理由は、重要事実の公表により会社関係者等と一般投資者との投資情報における格差が解消され

ることにある。発行会社が重要事実を2社以上の報道機関に対して公開したが、放送もされず新聞記事にもならなかった場合、又は地方版には掲載されたが全国版或は大都市版では削除されていた（これは實際上よくあるケースだと言われている。）<sup>(30)</sup>などの場合は、果たして現実として一般投資者が当該重要事実を知ろうとすれば知ることができる状態になり、会社関係者等と一般投資者との投資情報における格差が解消されたと言えるであろうか。情報の格差が解消されていないまま、とにかく発行会社は法定の公表措置をとったので、会社関係者が証券市場において一般投資者を相手に自由に証券取引を行うことができることとなるという論法は、果たして一般投資者に納得させることができるであろうか。しかし、前述したように、報道機関には報道の自由があり、言い替えば、報道しない自由もあるので、結局、このことは法の限界と言わざるを得ないであろう<sup>(31)</sup>。

なお、これを補完する意味もあって、いわゆるファイリング制度が実施されている。ファイリング制度については、後述するが、発行会社が報道機関に対して公開した重要事実が証券取引所において登録されても、わざわざ取引所まで見に行かなければ、一般投資者は依然として当該報道されなかった重要事実を知ることができないわけである。従って、ファイリング制度は、果たして公表の目的、

即ち、情報の周知徹底にどの程度の役割を果たせるかについては、恐らく消極的に評価せざるを得ないであろう。

この公表はしたが、一般投資者が依然として当該重要事実を知ることができないことにならないようにするためには、結局は、発行会社の投資者に企業内容を伝える努力に期待するしかないであろう。例えば、当該情報を報道してくれそうな報道機関に対して公開するなど報道機関の選別、又は投資者に対して説明文書を出すことなど自ら積極的に投資者に対して情報を伝達すること等である。

#### ロ．法定の公表と報道の自由

内部者取引解禁の要件である公表は、具体的な有価証券の取引が犯罪として処罰されることであるかどうかを区別する極めて重要な基準である。この基準を明確にするために、法令をもって公表の方法を具体的に定めたわけである。つまり、発行会社が法定の公表措置をとらなければ、当該会社の重要事実に関連するニュースが報道されたとしても、「公表」と認められず、内部者取引の解禁にならない。本来、公表とは、内部者取引解禁の要件であり、株式の取引さえしなければ、重要事実の伝達は自由であり、禁止されるものではない。しかし、現実には、上場会社は、いわゆる企業イメージを

極めて重視する。従って、上場会社が法定の公表措置をとらなかったのに、会社の重要事実がスクープされたら、情報管理が杜撰だと非難されたり、内部者取引があったのではないかと疑われることを招くであろうし、企業はそれを恐れるであろう。又、企業は公にしたくない段階の情報が断片的にせよ報道されたとき、取引所から全容を公表せよと強制されることを心配するであろう。結局、企業は公表以外には情報が流れないようにと、過剰なくらい情報管理する傾向に走ってしまう可能性が考えられる<sup>(32)</sup>。企業がこの傾向にあれば、報道機関の取材が制限され、報道機関の報道自由が制約され、企業内容の開示を後退させてしまう結果をもたらすであろう。従って、法定の公表措置の如何により、このような結果になるかどうかは大きく左右される。これについては、政令が定める公表措置は報道や取材の自由を制約しようとするものではなく<sup>(33)</sup>、又は、政令の策定に当っては、取材の制限とか報道の自由を制約することのないよう措置を講じたが、内部者取引規制の実効性を損なうことのないように配慮することも必要なので、完全に制約にならないとは言えないが、報道の自由と両立させている政令だと思ふ<sup>(34)</sup>、と立法関係者の説明があったが、報道機関からは、やはり批判的意見が多かった。

例えば、政令は、公表が発行会社の判断とその責任においてなさ

れるものを確認するために、公表の行為主体を代表取締役等一定の者に限定したが、これに対して、企業は社内規則で役員や社員に対し、代表取締役か広報担当者のいずれもが関与しない取材活動には応じないよう規制する恐れがあると批判されている<sup>(35)</sup>。

又、政令は、公表された情報が迅速かつ正確に伝播され、実際に多数の投資者が当該重要事実を知ることができる状態になることを図るために、公開対象となる報道機関をそれが期待できると認められるものに限定したが、これは報道機関を差別化することによって、国民の知る権利を制約するものであり、結果的には対象外マスコミの圧殺という形で言論統制にもつながるものだと批判されている<sup>(36)</sup>。

しかし、もっとも厳しく批判されているのは、2社以上の報道機関に対する公開が必要とされることである。政令としては、報道機関の競争により公開された情報が実際に報道される機会を増やそうとすることや、公表とスクープの区別が付けられるようにするという事で、2以上の報道機関に対する公開を重要事実等の公表の要件としたわけである<sup>(37)</sup>。これに対して、施行令の思想には、報道機関の活動実態への理解が欠けていると批判されている。つまり、新聞が官報にならないのは、各記者が独自に取材し、様々な情報を掘り起こしているからであり、たとえ発表であっても、突っ込んだ

取材をして他社と違うニュースに仕立てたい、というのが記者の心理である<sup>(38)</sup>。又、情報を得る投資家の立場からすれば、1紙にだけ公開した場合と、他社にも伝達したものの1紙にしか掲載されなかった場合と、どれ程の違いがあるのだろうか。まして、一般的に言えば、1紙にリークした場合と、そうでない場合とでは、当然報道機関の取扱方も違い。つまり、1紙のみにリークした場合は、かえって特ダネとして報道される可能性が高いわけである<sup>(39)</sup>。政令では、「2社以上」が要件となっているので、会社としては、投資家からの非難を避ける意味から取材活動に一定の制限を加える（例えば、単独1社の取材に応じない）であろうことは容易に推察できるであろう。結局、法定の公表方法は、情報統制・企業情報の官報化・大本営発表方式化をもたらすものだと厳しく批判されるものとなっている。

現実には、改正証券取引法が成立した後、証券取引所の記者クラブにおける決算発表だけしか念頭に置かずに、相手かまわず、勝手に発表ないし資料配付して、「公表」を単なる手続きだと誤解していると思われる行為、又は発行会社に対する取材が困難となってきたことは多く報道されきた<sup>(40)</sup>。又、証券取引所による公表に関する指導が行われていることも報道されている<sup>(41)</sup>。

法定の公表方法の如何は、企業の情報統制の傾向、報道機関の報

道自由の制約や取材の制限などに対して影響がないとは言えないが、もっと根本的な問題は、企業の企業内容開示に対する認識にあると思われる。つまり、公表はあくまでも会社関係者が自社株を売買した場合に内部者取引禁止の違反の有無を決めるための基準であり、企業に対して重要事実の開示義務を課すものではない。内部者取引を防止し、企業内容開示の徹底を図り、重要事実の公表を積極的に行うことは上場企業としての責務であるという認識が企業にあれば、どんな公表方法を定めても、情報の開示は円滑に進めるであろう。

しかし、現行の法定公表方法には、必ずしも妥当とは言えない箇所があることも否定できないであろう。それは2以上の報道機関に公開しなければ公表にならないという要件である。この2以上の報道機関に対する公開という要件については、立法関係者の論理は次のようである。報道機関には報道の自由があり、1社に公開するだけでは、必ずしも報道されない。従って、報道される機会を増やすため、又、公表とスクープとの区別が付くためには、2社に対する公開を要件としたわけである。又、次のことも言われている。2社に対する公開という要件は企業が単独1社の取材に応じることを禁ずるものではないので、単独取材に応じた場合、単独取材による会社の代表者等による情報公開の後、さらに他の1社に会社の代表者

等が重要事実を公開した時点で、2社以上という政令の要件を具備したことになる。従って、公表については個別の取材活動に応じて会社の代表者等が行うことを妨げるものではない<sup>(42)</sup>。

しかし、会社の代表者等が単独取材に応じて重要事実を公開し、しかもその重要事実がスクープでないとはっきり判る形で報道された場合、なぜ公表と認められないかは理解し難い。さらに、この要件があることは、情報開示に消極的であった企業を単独1社の取材に応じない傾向に走らせてしまう恐れがあると思われる。企業が最初から単独1社の取材を拒否することになれば、個別取材を妨げるものではないとは言えないであろう。

従って、立法論としては、1社に対する公開であっても、それが会社の代表者等による発表であることがはっきり判る形で報道されれば、例外的に公表があったと認めるのが有益であろう。これにより、発行会社の単独取材拒否の傾向を完全に防ぐことはないが、少しは押さえることができるであろうと思われるからである。

## 2. ファイリング制度

「重要事実の公表」が行われた証拠を残すため、全国の証券取引所が上場企業の提出資料を保管し、一般投資家はその資料を閲覧できるようにする制度として、通称「ファイリング制度」の「公開報告書等の提出・公衆閲覧制度」が、各証券取引所の自主ルールの形で1989年4月1日から実施された<sup>(43)</sup>。

この制度は、経団連が以下の理由をもって提案したものである。つまり、(1)公表したという事実を証拠として残す必要があること、これは又、内部者の取引解禁の時点を明確にする意味合いもある。(2)公表の媒体の適否についての議論を避けたいということである。(3)公表しても記事等として流れない場合が多いと思われるが、その場合公表したと言えるかという疑問が出されるおそれがある。さらには公表とは何かについて突きつめた議論に陥っていくおそれがあったということである<sup>(44)</sup>。上述の言わば消極的理由に対して、重要会社情報の公衆閲覧は、事実を知らされないことによって被る損害から投資者を保護するなどの観点に立って、不特定多数の一般投資者に法令上の「公開」済みの重要な会社情報を提供して適時開示の充実を図り、投資情報に格差があることによる取引の不公正の解消にも資するという積極的意義もある。そこで、法令上の「公開」

を行った事実とその内容を公正な第三者機関である証券取引所に届け出て、そこで報道の有無に係わらず一般に公開しておくという現行のファイリング制度が実施されたわけである<sup>(46)</sup>。

## イ. ファイリング制度の仕組み

以下では、ファイリング制度の仕組みの概略を述べる<sup>(47)</sup>。

### 「提出義務」

証券取引法第190条の2第1項に規定する業務等に関する重要事実その他の重要事実として認められる事実について法令上の公開があった場合、上場有価証券の発行者は、遅滞なく公開事項、公開日時及び公開方法等を記載した各証券取引所所定の「会社情報の公開に関する報告書」及び当該公開に係る資料（以下において「公開報告書等」という）並びにその写し3部を証券取引所に提出しなければならない（通告規則 §502 1）。

ファイリング制度の対象となる会社情報は、(a). 内部者取引の基礎となる法定の重要事実と(b). その他の重要事実として認められる事実である。ここにいうその他の重要事実として認められる事実とは、法定の重要事実以外の事実であって、会社情報の質的、量的重要性、流通市場における会社情報の受け止められ方の実態及びこれ

までの会社情報の適時開示の慣行等を総合的に勘案して、証券取引所が適時開示を要請している事実である<sup>(48)</sup>。具体的には、東京証券取引所が作成した「会社情報適時開示の手引き」（後述）に掲げられているものである。上述(a)、(b)の事実について法令上の公開（施行令第30条が定める公表措置として上場会社の代表者等が2以上の報道機関に対して公開したこと）があった場合、上場会社は公開報告書等を証券取引所に提出しなければならない。なお、このような義務づけられたファイリングに対して、ファイリング制度の対象として規定されている会社情報以外の情報であっても、上場会社が投資者の投資判断に影響を与えるものと判断する会社情報については任意にファイリングの対象とすることも認められる<sup>(49)</sup>。

証券取引所は発行会社と報道機関以外の第三者機関であり、かつ、投資者保護及び有価証券の公正な取引の確保に責任を負うものだから登録機関としてはふさわしいと考えられる<sup>(50)</sup>。又、登録機関となるのは、全国の8つの証券取引所であるが、上場会社は自社の有価証券が上場している証券取引所に公開報告書等を提出すればよい。

公開報告書等の提出期限は「法令上の公開があった場合、遅滞なく」とされており、具体的な期限を設けていない。又、提出方法については、持参するよう求められるが、証券取引所が認める場合には、公開報告書等のファクシミリによる送信をもって提出すること

も可能である（通告規則 §502 II）<sup>(51)</sup>。

#### 「公開報告書等の記載内容」

公開報告書の公開事項欄には、公開の対象となった事項の件名のみを記載する。当該事項の具体的内容は「当該公開に係る資料」によって示される。公開日時欄は公開を行った日時を記載する。公開方法欄は公開を実際にどのような方法において行ったかを記載するが、どの程度まで具体的に記載するかについては、ファイリング制度の「立証のため」という背景を十分踏まえて、上場有価証券の発行者において適切に判断すべきものである<sup>(52)</sup>。

#### 「公開報告書等の公衆閲覧」

上場有価証券の発行者は、提出又は送信した公開報告書等を証券取引所が公衆の縦覧に供することに同意するものとされている（通告規則 §502 III）。

公開報告書等の公衆閲覧は、午前9時から午後4時まで、証券取引所の閲覧室において広く一般に対して行われる。公衆閲覧の期間は、当該公衆閲覧の開始日から1ヶ月間である。又、公開報告書等の保管期間は、閲覧期間終了後の3年間である。公開報告書等の公衆閲覧において検討すべき問題は、閲覧開始の時点である。政令が

定める公表措置との整合性を鑑みた上、閲覧開始の時点は、登録した時点と関係なく、政令上の公表があった時点、即ち2以上の報道機関に対して公開したときから12時間を経過した時点とするべきであろう。このようにしなければ、重要事実が報道機関を通じて一般投資者に広く伝播する前に、すでに一部の閲覧者が当該情報を知ってしまうこととなる。しかし、ファイリング制度実施後、東京証券取引所は、「閲覧は報道を補完する制度であり、国内取引に影響がなければ閲覧させる」という理由で、一部のファイリング資料を当日中の取引終了以後に閲覧解禁することにした<sup>(53)</sup>。しかし、現行の内部者取引禁止は証券市場における取引に限らず、市場外取引をも規制対象にするので、東京証券取引所の論理は不十分だというべきであろう。

#### ロ. ファイリング制度の実際運用

ファイリング制度実施後1ヶ月間で東京証券取引所だけで633件の登録があった（大阪証券取引所では396件）<sup>(54)</sup>。企業は情報公開に積極的な姿勢を示していることは評価すべきであろう。しかし、公開の時期や内容の点から見れば、なお課題が残る。例えば、一般的な業績見通しの修正で、登録資料には経常損益の数字は書いてあるものの、何故そうなるのかの理由の説明がないものが多い。又、

「一部門の生産ラインの増強」など登録は不要と思われる情報も登録されたような企業の過剰反応も見られる。つまり、企業は、それがどの程度の重要性を有する情報かといった判断をしないまま、とりあえず、内部者取引規制に違反することにならないように、それを登録しておいた方が無難だと、ファイリングを「インサイダー保険」として行っている印象すら受け取られている<sup>(55)</sup>。

しかし、ファイリング制度は企業内容の適時開示を促進させるという積極的意味も含んでいるが、その基本的性格としては、政令の公表措置の挙証等の補助手段だと考えるべきであろう。政令上の公開がなければ、重要事実に関する資料をファイリングしても「公表」にならず、内部者取引の解禁にならないわけである。従って、ファイリングされた資料の内容の如何を論ずる前に、まず、その原点である「公開」とは何かを確認すべきであろう。政令が定める「報道機関に対する公開」は、重要事実を正確、完全に公開し、かつ重要事実として公開することであるべきとの考え方は\*頁において述べたが、このような公開に対する概念の確立は、ファイリング制度の実施を有意義にする前提というべきであろう。

### 3. 重要事実の公表と適時開示

上場有価証券の価格形成は、証券取引所市場において、多数の投資者の投資判断に基づく売り注文と買い注文とを競争売買の原則により投合することによって行われる。価格形成が公正に行われるようにするためには、適正な投資判断を可能にする会社情報が公平に提供されていることが必要である。従って、正確かつ公平な会社情報の開示は健全な証券市場の発展のために不可欠なものである。

企業内容開示制度としては、商法、証券取引法により有価証券の発行開示及び企業内容の継続開示が求められる。発行開示は、企業が株式或いは社債の発行又はこれらの有価証券の募集、売出を行うときに際し、当該有価証券の内容の開示を求めるものである。発行開示には、商法上の発行開示としては、株式申込証又は社債申込証の作成（商法 § 175, § 301）であり、証券取引法上の発行開示としては有価証券届出書の提出並びに公衆閲覧に供すること及び目論見書の投資者への交付義務（証券取引法 § 4, § 5, § 15, § 25）がある。継続開示は、企業内容を継続的に株主、会社債権者又は投資者に開示するものである。継続開示には、定時的性格を有するものとして、商法上の計算書類の定時総会前の公開義務（商法 § 281、

§ 282、§ 283 II、III、商法特例法 § 25)、定時総会後の承認された計算書類の内容の公告義務(商法 § 282 III、商法特例法 § 16 II)、及び証券取引法上の有価証券報告書、半期報告書の提出義務(証券取引法 § 24、§ 24の5 I)がある。このような定時的性格を有するものに対して、一定の重大な事実が発生したときにその事実についての臨時報告書の提出も継続開示の一環として求められる(証券取引法 § 24の5 II)。

上場会社の企業内容開示については、前述の法律による開示義務以外に、証券取引所の適時開示政策がある。証券取引所は、上場証券について公正な価格形成を確保するとともに投資者が合理的な投資判断をすることができるようにするために、上場会社に対して、その有価証券の投資判断に影響を与える重要な会社情報を一般投資者に対して遅滞なく、正確かつ公平に発表することを要求するとともに、そのような情報が存在し又は存在する疑いがあるにもかかわらずそれが投資者に周知されず或は明確にされていない時は、その有価証券の売買取引を停止する適時開示政策を採用している<sup>(56)</sup>。

証券取引所は、1975年6月に、「会社情報の適時開示について」と題する上場会社宛の通達で、「一般投資者が投資判断を行うに当たって、影響を受けることが予想される重要な会社情報の開示について」上場会社に対して一般的要請をすることによって、重要な会社

情報の適時開示に関する明確な基準を明らかにした。そして、今度の改正証券取引法により内部者取引禁止規制が実施されたことを機にして、東京証券取引所は、1889年3月27日付で、「会社情報適時開示に関する要請等について」の上場会社の代表者宛の理事長要請を行い、「会社情報適時開示の手引き」（以下において「手引き」という）を作成し、上場会社に送付した。

「手引き」は以下の3部から構成されたものである。即ち、第1部の、適時開示が要請される会社情報、重要な会社情報の東証への通告、適時開示の時期・方法等について、第2部の、適時開示が要請される会社情報について適時開示を行う際の目安、開示事項等、及び第3部の、これまでの開示資料の実例等である。「手引き」の中で適時開示が要請される会社情報は4つのカテゴリーに分けることができる。即ち、(1)法令上の「重要事実」、つまり証券取引法第190条の2第1項に規定する業務等に関する重要事実、(2)証券取引法上の臨時報告書の提出事由となる事項（企業内容等の開示に関する省令§19）のうち（(1)の重要事実には該当しないもの、(3)証券取引法第27条の2第1項に規定する公開買付、(4)その他の重要事実、つまり証券取引所の適時開示要請事項である。このうち、特に注目すべきなのは、(4)の証券取引所の適時開示要請事項である。これは、法令上の重要事実以外の事項又は法令上の重要事実であって省令の軽微

基準に該当するもののうち、その情報の質的・量的重要性、流通市場における受け止められ方の実態、及びこれまでの会社情報の適時開示の慣行等を総合的に勘案して、証券取引所が適時開示を要請している事項である。これにより、適時開示が必要とされる重要事実の範囲はかなり広げられることとなるわけである<sup>(57)</sup>。

重要事実が発生した場合に直ちに公表すれば、内部者取引発生の余地は少なくなるし、証券市場には当該会社に関する投資判断情報も豊富になる。この意味で、企業内容の適時開示は一方では投資者に合理的な投資判断情報を提供し、他方では内部者取引を未然に防止する機能を有するものである。しかし、そうは言っても、内部者取引の防止を全て企業に対する適時開示の要請によって行えるともいえない。何故なら、現在の市場経済社会は、企業間の競争の存在を前提に成立しているものであり、企業はこの経済システムの中でプレーヤーとして競争していくためには、経営の主体的判断で企業機密の保持がある範囲で許容されなければならないからである<sup>(58)</sup>。例えば、合併、営業譲渡、業務提携等を通じてのリストラクチャリング、新製品の企業化、新事業の介入、資金調達計画などについては、その実施がある程度具体的に意思決定されても、それを直ちに公開すれば、その実現が阻害され、又は状況の変化にスムーズに対応しにくくなることありうる。

従って、上場企業に対する適時開示の要請は、このような企業の企業機密保持の必要性に立った経営判断を尊重した上で行うべきであろう<sup>(59)</sup>。一方、上場企業としても、企業内容の開示が有価証券市場を利用するものとしての責務だと思い、確実な意思決定がなされ、しかも企業機密上の問題がない重要事実を可及的に速やかに公開するとともに、当分公開すべきでないと判断した情報を適正に管理するように努めるべきであろう。

## 二. 中華民国法における公表の定義の欠如

前述のように、日本において、形式主義に走り過ぎるとは言われているが、証券取引法第 190条の 2 第 4 項及びそれに基づく施行令第 31条は、内部者取引解禁の要件となる重要情報の公表について、その定義を明確に定めている。これに対して、中華民国では、証券交易法第 157条の 1 は、情報の公表について、定義をしなかった。1988年改正証券交易法案の審査過程において、第 157条の 1 は情報の公表について定義をしていないので、将来、内部者取引の基礎となる重要情報が公表されたものであるか否かの認定に巡る争議が起こり、第 157条の 1 の執行上の問題となる恐れがある、という立法委員の意見があった<sup>(60)</sup>。しかし、この問題については、深く追求されることがなく、第 157条の 1 は行政院が決定し、立法院に提出した試案通り、可決されたのである。

問題とされた投資者の投資判断に重大な影響を及ぼしうる情報が公表されたものであるか否かということは、内部者取引禁止の根本問題ともいうべきであろう。証券交易法第 157条の 1 がこれについて定義或は認定基準を定めていない現状の下では、それを認定するためには、まず、当該情報が証券交易法上の企業内容開示制度によ

り開示されたものであるか否かということが基準となる。公開会社が有価証券の募集、発行を行う際に、証券取引法第22条及びそれに基づき証券管理委員会が定める「発行人募集与発行有価証券処理準則」に従って有価証券の発行開示を行わなければならない。又、公開会社は、証券取引法第36条の規定に従って企業内容の継続開示を行わなければならない。企業内容の継続開示としては、年度財務報告書（証券取引法 § 36 I 本文）、半期財務報告書（同条 I ①）、四半期財務報告書（同条 I ②）、月次運営状況（同条 I ③）の公告及び証券管理委員会への届出という定期開示と、一定の事実の発生後2日以内にその事実についての公告及び証券管理委員会への届出という臨時開示がある。前記の届出書類については、その謄本を証券取引所及び証券業協会に送付して、公衆の縦覧に供することが必要とされる（同条 IV）。従って、投資者の投資判断に重大な影響を及ぼす情報が前記の法令に従って開示されれば、公開の情報となり、内部者取引の基礎となくなると認定することは、合理的である。

証券取引法上の企業内容開示制度による開示以外の場合、投資者の投資判断に重大な影響を及ぼしうる情報がいつ公開の情報となるかについては、「公表という積極的行為の有無」と「情報が公になった状態の有無」と二つの側面から検討し、判断することが可能だと考えられる。公表という積極的行為とは、当該重要情報を知った

者が、当該情報を広く投資者全体に知らしめる目的をもって当該情報の伝達を行う行為だと考えられる。又、情報が公になった状態とは、当該情報が一般投資家の周知のものとなった状態、少なくとも、一般投資者が当該情報を知ろうとすれば知ることができるものとなった状態だと考えられる。

しかし、内部者取引の禁止において、問題とされる重要情報が公開の情報となったか否かを判断する際に、前記の二つの考察の側面のうち、むしろ「公表という積極的行為の有無」に重点を置くべきだと考えられる。

情報が公になった状態の有無についての判断基準としては、まず、当該情報について新聞紙等マスコミの報道があったことが考えられるであろう。しかし、内部者等による公表という積極的行為の有無を問わず、ただ新聞紙などマスコミの報道があったことだけで、問題の情報が公になった状態にあると認定し、従って、一般投資者でも当該情報を投資判断の材料にすることができ、一般投資者と内部者等との間の投資情報の格差が解消され、禁止されていた内部者取引がそれにより解禁されたと考えるのは、必ずしも妥当ではないと思われる。なぜならば、新聞紙等マスコミにより当該情報についての報道があったとしても、それが当該情報に関与した者が責任をもって発表したものであるかどうかということ、即ち、当該情報の確

実性については、一般投資者には必ずしも把握することができない。内部者が当該情報を確実に知っているのに対して、一般投資者が当該情報の確実性を把握できないという状態では、両者の間に存在する投資情報の格差が解消されたとは言えないであろう。一方、問題とされる情報に関与した者が責任をもって、当該情報を広く投資者全体に知らしめる目的で当該情報の伝達を行おうとしても、新聞紙等マスコミによる報道がなければ、情報が公になった状態に至ることが困難だと考えられる。従って、「公表という積極的行為の有無は、当該情報を広く投資者全体に知らしめる目的をもって新聞社等報道機関に対する伝達の行為があったか否かを判断の基準とするのが妥当だと考えられる。

そして、中華民国の証券市場の構造を鑑みれば、日本の証券取引法施行令第31条が定める公表の定義を中華民国法に導入することは極めて有益だと考えられる。日本では、施行令が定める「公表」は、重要事実の報道機関に対する公開が要件とされているが、報道機関が当該重要事実を報道したか否かは問題としないということで、「形式主義に走り過ぎ」とか、「公表という能動的態度のみに着目して、その目的である事実が公になった状態を考慮していない」とか、批判的な意見が少なくない。これに対して、中華民国では、同様な「公表」がなされれば、当該事実が報道されない可能性は極めて低

いと考えられるからである。なぜならば、中華民国の株式市場の取引高はロンド市場を越え、世界3位となっているにもかかわらず、実際には、上場会社が180数社しかないという小規模の市場である。そして、証券市場の取引において個人投資家が占める比重が極めて大きく、証券会社において口座を持つ個人投資者は

280万人、即ち、総人口の13.9%となっている。国民の証券市場に対する関心は極めて高く、それが為に、報道機関の証券市場に関する報道に対しても積極的である。上場会社が180数社ということで、報道機関の報道対象における選択の余地は小さい。従って、上場会社により重要事実の「公表」が行われれば、それが報道されない可能性は極めて低いと考えるわけである。従って、日本法の「公表」の定義を中華民国法に導入すれば、問題とされる重要事実が公表されたものであるか否かを判断するためには、具体的な認定基準ができ、実際にも、それにより当該情報が一般投資者の周知するものとなることが期待できるわけである。

## 第五章 第一節 ～注釈～

- (1). 堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(5)」商事法務第1177号15頁(1989年3月)。
- (2). 横畠裕介「インサイダー取引規制と重要事実の公表」商事法務第1177号3頁(1989年3月)。
- (3). 堀本修・前掲注(1)。
- (4). 横畠裕介・前掲注(2)。
- (5). 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 111頁(1989年4月)。
- (6). 情報の伝播が一部の特殊な範囲に限られる報道機関に対して重要事実を公表したとしても、実際に多数の投資家が当該重要事実を知ることができるとは言えないからである。横畠裕介・前掲注(2)3頁参照。なお、公開対象となる報道機関が限定されることは、施行令が列挙しているもの以外の報道機関に対する重要事実の発表が制限される意味ではなく、ただ、列挙以外の報道機関に対して重要事実を公開しても内部者取引解禁の要件となる「公表」とならないわけである。
- (7). 対談記録「松川隆志大蔵省証券局流通市場課長に聞く；インサイダー取引規制の主要点」企業会計第141巻第5号28頁松川発言(1989年5月)参照。
- (8). 雑誌には日刊誌がない。週刊誌、月刊誌の場合、それが時事を総合して報道するものであっても、公開された情報を迅速に一般投資者に周知させることが期待できないので、公開対象の報道機関から除かれる。

- (9). 堀本修・前掲注(1)16頁。
- (10). インタビュー記録「大蔵省幹部が語る，インサイダー取引規制の真意」財界1989年4月臨時増刊号17頁松川発言。
- (11). 松川隆志「インサイダー取引規制政省令が出揃って」商事法務第1172号4頁（1989年2月）。
- (12). 河本一郎「企業は内部者取引規制におびえるな」エコノミスト1989年2月14日号49頁。
- (13). 堀本修「インサイダー取引関係政省令の制定について」代行レポート88号5頁（1989年6月）。
- (14). 横畠裕介・前掲注(2)。例えば、発行会社から自発的に重要事実を公開するのではなく、発行会社の代表取締役が記者の質問に対する「YES」又は「NO」との確定的回答も、場合によっては、ここにいう報道機関に対する公開に該当するであろう。
- (15). 例えば、合併についての決定を報道機関に公開する場合、合併相手会社の内容や合併の条件等が明らかにされなければ、前述の前提が成就されないので、それをもって重要事実が公表されたとは言えない。又、例えば新製品の企業化についての決定の場合、ただ単に新製品の名称、概要のみを報道機関に公開することでは意味がない。当該新製品の企業化により、業績に対する影響の予想、少なくともそれが軽微除外基準を越えることを明らかにするべきである。横畠裕介・前掲注(2)2頁、堀本修・前掲注(1)16頁参照。
- (16). 堀本修・前掲注(1)16頁。従って、例えば報道機関において新聞配達を担当する者に対して重要事実等を公開しても、報道

機関に対する公開に該当しないと解すべきであろう。

- (17). 周知期間の経過という要件を設けなければ、内部者等は報道機関に対する公開を行ったから一般投資者が当該情報を知る可能な状態になるまでの隙間を利用して、一般投資者より有利な立場で証券取引を行うことが可能となる。
- (18). 日本では、公開対象とされる報道機関のうち、放送機関は一日中何回もニュース番組があり、又、新聞紙の場合は、朝刊、夕刊という形で、1日2回報道する機会があることを考慮して、12時間を経過すれば、実際に多数の投資家が当該重要事実を知ることができる状態になっていると考えられる。松川隆志前掲・注(11)4頁参照。
- (19). 例えば、上場会社が某新聞社の単独取材に応じて、重要事実を公開し、当該新聞社が当該情報をいわゆる特ダネ記事として報道したとしても、周知期間の起算が始まらない。当該記事を見た他の報道機関が事実確認に発行会社にきて確定的回答をもらった時点が周知期間の起算点となる。インタビュー記録・前掲注(10)14頁松川発言参照。
- (20). 横畠裕介・前掲注(2)4頁参照。なお、この場合、報道機関が当該指定された「報道解禁時点」について了承があったかどうか、又、実際に当該時点の前に当該重要事実を報道したかどうかは問題にならないであろう。なぜならば、当該会社としては、とにかく、当該報道解禁時点までに、当該重要事実を一般投資者に周知させる意思はなかったからである。
- (21). 関根攻・前掲注(5)113頁。
- (22). 内部者取引規制研究会編著・一問一答，インサイダー取引規

制88頁（1988年7月）。

- (23). 竹居照芳「報道の役割と『公表』規定」企業会計第 141巻第 5号66頁（1989年5月）。
- (24). 重要事実を公開したが、法定の公表に該当しないので内部者取引の解禁にならない例としては、以下のものが考えられる。
  - ・重要事実を株主総会で報告。
  - ・公開の議会、法廷などで重要事実について証言。
  - ・代表取締役など法定の行為主体以外の者による発表。
  - ・単独1社の報道機関に対する公開。
- (25). 横畠裕介・前掲注(2)4頁。松川隆志・前掲注(11)4頁。
- (26). 1989年1月24日日本経済新聞上村達男教授意見。
- (27). 神崎克郎「インサイダー取引の禁止(下)」インベストメント 1988年10月号10頁、15頁注(65)。
- (28). 対談記録・前掲注(7)21頁、22頁松川発言参照。
- (29). 野村証券編著・事例インサイダー取引81頁（1988年12月）参照。
- (30). 大橋進「情報の根幹を無視した『公表基準』」週刊東洋経済 1989.1.14.号42頁。
- (31). 勿論、情報が市場参加者に十分に吸収されている状態になっていることを内部者取引の解禁要件にすることは理想である。しかし、何をもって情報が市場参加者に十分に吸収されている状態になっているか否かを判断するかは極めて難しい問題である。報道機関の報道があったことは、情報の一般投資者への浸透にもっとも効率的な方法であることは否めない。そうは言っても、報道機関の報道があってこそ重要事実の公表

があったと認めることも合理的ではない。何故なら、報道するかどうかは報道機関が決定することなので、内部者取引の解禁が報道機関の一存により決められることになってしまうからである。ただ、後述するように、1社に対する公開であっても、それが発行会社の代表者の正式発表だとはっきり判る形で報道された場合、例外として重要事実の公表があったと認めることは有益だと思われる。

- (32). 1989年1月19日日本経済新聞社説、商事法務第1159号35頁カ  
ラブル（1988年9月）参照。
- (33). 横畠裕介・前掲注(2)4頁は、政令が定める公表措置と報道の  
自由との関係について次のように述べている。内部者取引解  
禁の要件である公表は、具体的な有価証券の取引が犯罪とし  
て処罰されることであるかどうかを区別する極めて重要な基  
準である。これを法令で明確に規定することは人権保障の観  
点からも不可欠である上、その内容を厳格に規定したとして  
も、取材又は報道の自由そのものを制約するという関係には  
ない。
- (34). インタビュー記録・前掲注(10)14頁松川発言参照。
- (35). 日本経済新聞社説・前掲注(31)。
- (36). 大橋進前掲・注(29)43頁。
- (37). 当初の政令案では「同時に2社以上に公開」であったが、「  
企業側が一社単独取材を拒否する恐れがあること、複数の報  
道機関が揃わないと情報の伝達が行われず、タイムリーデイ  
スクロージャーを阻害する可能性があること」の理由で、在  
京報道機関9社経済部長会からの再考要請（1988.12.17.日

本経済新聞)など報道関係者、経済界からの反応を受けて、現行施行令では「同時」という要件が取り除かれたが、2社に対する公開という要件はなお残されている。

- (38). 竹居照芳・前掲注(23)66頁。
- (39). 一鶴「決算発表の集中と重要事実の公表」商事法務第1174号51頁スクランブル(1989年2月)。
- (40). 1989年3月28日日本経済新聞「検証株式取引第3部インサイダー規制本番(2)」参照。
- (41). 例えば、1989年10月8日、9日日本経済新聞「インサイダー規制半年、情報公開の現実[上、下]」。この特集記事によると、東京証券取引所などによる情報公開の管理・規制については、東京証券取引所は「情報規制をした事実はない」と強く否定したが、企業側からは「東証に相談すると発表の場所まで指定される」というケースもあった。又、具体例として、オリックス社の米国先物投資会社への出資決定、ティアック社の修正予想値の公表は東京証券取引所の指導により意図的に遅らされたこと、及び1989年9月に東京証券取引所に上場したニッカウイスキー社を東京証券取引所の意思で上場前に上場申請を否定させたことが書かれている。
- (42). 松川隆志・前掲注(11)4頁、横島裕介・前掲注(2)4頁。
- (43). 例えば、東京証券取引所の場合は、「上場有価証券の発行社の通告等に関する規則」第5条の2においてこのファイリング制度を定めることにより、実施したものである。
- (44). 遠藤博志「インサイダー取引規制と経済界の対応」企業会計41巻5号50頁(1989年5月)。

- (46). 久保幸年「企業情報の適時開示とファイリング制度」商事法務第1178号5頁（1989年4月）。
- (47). 前述したように、ファイリング制度は各証券取引所の自主ルールとして実施されたものである。従って、ファイリング制度の準拠となる規則はそれぞれの証券取引所の「上場有価証券の発行社の通告等に関する規則」となっている。しかし、各証券取引所の当該規則に違いを有しないので、本論文では当該規則を言及するとき、各証券取引所を区別せず、一律に「通告規則」ということにする。
- (48). 久保幸年「ファイリングの実施状況と留意事項」商事法務第1183号17頁（1989年6月）。
- (49). この任意のファイリングについては、次のように説明されている。投資判断に影響を与える会社情報は、非常に多種多様であり、かつ、その重要性も会社の業種業態など会社固有の事情及び経済環境、業界の状況など会社を取り巻く状況及び流通市場の状況など様々な要因によって多様である。ある時には投資判断に影響を及ぼすような重要な会社情報として位置付けられないものであっても、別の時には重要な会社情報として位置付けられるものもある。「会社情報適時開示の手引き」において全ての重要な会社情報を網羅できるわけではない。従って、「手引き」において適時開示の要請事項として掲げられていない事項も、上場会社の判断でファイリングもできることとしている。久保幸年・前掲17頁。又、これを認めることは、適時開示の趣旨から会社情報の開示を促進するためであるとも言われている。商事法務編集部「東証の会

社情報ファイリングの提出状況」商事法務第1179号29頁（1989年4月）。

- (50). 横島裕介・前掲注(2)5頁。
- (51). 証券取引所が公開報告書等のファクシミリによる送信をもって提出することを認める場合は、通告規則第5条の2第2項に例示しているような他の証券取引所にも上場しており、当該他の証券取引所に公開報告書等を提出している場合以外に、例えば、上場会社が外国会社の場合が考えられうる。
- (52). 公開方法の記載についての問題点は、具体的には、公開対象となった報道機関を明確に登録すべきか否かということである。このことについては、当初、証券取引所は、公開した証拠を残すには相手方の報道機関が記載されている方が望ましいと考えていたが、経済界は次の理由で消極的な態度を示していた。つまり、取材で知った情報を報道するか否かは報道機関の自由であり、公開の相手の報道機関名の登録を強制すれば、報道の自由の侵害になりかねない。又、公開対象となった報道機関を明らかにすれば、公開対象とならなかった報道機関と企業との間で摩擦が生じることが懸念される。1989年3月13日日本経済新聞参照。結局、この問題については、現行のように、「企業の自主判断に任せる」ことにした。
- (53). 1989年4月4日日本経済新聞。
- (54). 久保幸年前掲（注48）17頁。
- (55). 1989年5月4日日本経済新聞参照。
- (56). 神崎克郎・証券取引法〔新版〕226頁（1987年7月）。
- (57). 「会社情報適時開示の手引き」の解説は、新井彰「会社情報

適時開示の手引きの解説」商事法務第1179号7頁～12頁（1989年4月）及び久保幸年前掲（注46）2頁～4頁参照。

(58). 向後延恒「インサイダー規制と経営活動」企業会計第41巻5号63頁（1989年5月）。

(59). 遠藤博志「インサイダー取引規制と経済界の対応」企業会計第41巻第5号50頁（1989年5月）は、証券取引所の適時開示政策に対する経済界の意見として、次のように述べている。内部者取引規制との関連で今後適時開示の要請が強くなるとの見方がある。しかし、どの範囲のことを、どの時点で発表できるかは会社の経営者でなければ十分判断し得ないことであり、内部者取引規制と適時開示とを短絡する考え方には反対である。又、東証が発表した「（適時開示の）手引き」はあくまでも参考とすべきものであって、個々の事案毎に公表の可否、公表の内容等は会社が判断すべきであろう。株価が急激に動いた場合に証券取引所の事情聴取があり、噂の真偽等について会社の正式発表を余儀なくされることがあるが、この場合も会社側の判断を十分尊重すべきであろう。又、マスコミその他で内部者取引の疑いがあるかのような受け止め方がなされないよう、事情聴取については十分な配慮が望まれる。

(60). 黄河清委員発言（立法院公報第77巻第18期192頁）。

## 第二節

### 内部者取引禁止の適用除外条項

#### 一. 日本法における適用除外条項

証券取引法第190条の2（以下において「本条」という）第1項、第3項が定める内部者取引の禁止は、内部者等がその地位により重要事実を知った場合、当該重要事実が公開される前に、当然に証券取引を禁止されるものであり、つまり、取引の実質的な不正という点にまでは立ち入らず、言わば形式的に一定の行為を禁止するものである。しかし、その結果としては、証券市場の公正性及び健全性並びにそれらに対する投資家の信頼保護という目的を阻害しないものまでは禁止行為とされてしまう。従って、このような実際上の不合理を回避するため、本条第5項（以下において「本項」という）は、証券市場の公正性及び健全性の確保という観点から、内部者取引禁止の規制を必要としない場合を具体的に列挙している<sup>(1)</sup>。

以下では、本項第1号から第7号まで、及び第8号に基づいて会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令（以下においては「省令」という）第6条第1号から第6号までの法令が列挙している内部者取引禁止の適用除外条項を検討したい。

## 1. 証券取引法第190条の2第5項各号に掲げる適用除外事項

### (1). 新株引受権の行使又は転換社債の転換による株券の取得

新株引受権を有する者が当該新株の引受権を行使することにより株券を取得する場合（証券取引法 § 190の2 V ①）及び転換社債を有する者がその転換の請求により株券を取得する場合（証券取引法 § 190の2 V ②）は、内部者取引禁止の適用除外事項とされている。

第1号の新株引受権は、株主に付与する新株引受権と新株引受権付社債の新株引受権が含まれる。新株引受権付社債の場合、それが新株引受権分離型か、非分離型かを問わず、又、新株引受権の行使により株券を取得する際に、新たに払込金が必要とされるか又は当該社債の代用払込みが認められるかを問わない<sup>(2)</sup>。なお、本項により内部者取引禁止の適用除外とされるのは、新株引受権又は転換権の行使により株券を取得する行為であり、それらの有価証券自体についての売買は当然に適用除外の対象とならないことはいうまでもないであろう。

新株引受権の行使又は転換社債の転換請求により株券を取得する場合が内部者取引禁止の適用除外事項にされた理由としては、次のようなことが考えられる。まず、新株引受権又は転換権を有する者

の株券取得は当該権利が付与されたときに予定されたものであり、これらの権利を有する者が内部情報を知ったために当該権利の行使が妨げられては合理的ではないというべきであろう。又、新株引受権付社債及び転換社債は、潜在的株式という性格を有するものであり、その価値は株価と連動性を有するので、その権利の行使により株券を取得することがあってもなくても、株価に影響を及ぼす情報から受ける影響が同じである。従って、その権行使により株券を取得する行為は、その情報を知ったことと関係なく行われたものだと考えられるからである<sup>(3)</sup>。さらに、これらの権利の行使による株券取得は、会社が新たに発行する株券の原始取得であり、従って、取引の相手方である「被害者」が存在せず、これによって不公正取引により市場の健全性や公正性が損なわれるわけではないとも言われている<sup>(4)</sup>。

しかし、この第1号及び第2号の列挙事項から、本項の性格は、本来処罰されるものを例外的に除外する規定であるか、又はもともと処罰されないものを列挙する注意規定であるかの問題が提起された。つまり、本条第1項の「売買、有償の譲渡又は譲受」を厳密に解釈すれば、それが承継取得を前提とする「譲渡又は譲受」を指すものだと解すべきである。これに対して、本項第1号の新株引受権の行使又は第2号の転換社債の転換請求により新株を取得すること

は、有償の取得と言えるが、それが原始取得であり、承継取得ではない。そうすれば、第1号及び第2号の事項はもともと内部者取引規制外の行為だと解せざるを得ない。従って、少なくとも、第1号及び第2号に限っては、注意規定であると言わざるを得ないわけである。しかし、注意的不処罰規定と例外的除外規定を同一の条項に混在させることの理論的説明は見付けにくいので、結局、この第1号と第2号の事項を本項の適用除外条項において列挙したことは、立法者のミスだという考え方に賛成すべきであろう<sup>(5)</sup>。

## (2) 商法による株式の買取請求又は法令上の義務に基づく売買等

本項第3号が列挙した適用除外事項は、商法第254条の2、第349条第1項若しくは第408条の3第1項の規定による株式の買取りの請求又は法令上の義務に基づき売買等をする場合である。

商法第254条の2は営業の譲渡又は譲受等に反対する株主の株式の買取請求権に関する規定であり、商法第349条第1項は株式譲渡制限に反対する株主の株式の買取請求権に関する規定であり、又、商法第408条の3第1項は合併に反対する株主の株式の買取請求権に関する規定である。法令上の義務に基づく売買としては、独占禁止法第17条の2の排除措置としての株式の処分、又は商法第211条、第211条の2第2項の株式処分義務等が考えられる。

反対株主の買取請求権制度は、多数決制度が原則とされる中、少数派を救済するための制度である。本号は、少数派株主の利益の保護を優先させ、会社の未公表の重要事実を知っている株主であっても、商法の規定による買取請求権を行使できるようにしたものである<sup>(6)</sup>。法令上の義務に基づく売買等は、行為者が法令上の義務に基づいて行わなければならない行為であり、行為者が重要情報を知ってから自らの判断をもって行うか行わないかを定めるものではない。又、法令上の義務は、それぞれの法令の目的を遂行するために当事者に課すものであり、当事者が発行会社の重要事実を知ったために、当該義務の履行としての売買等行為が禁止されれば、当該法令の目的の遂行が阻害されることとなり、妥当ではない。以上の考慮で、法令上の義務に基づく売買等は、本項の適用除外事項とされたのであろう。

なお、単位未満株主の単位未満株式の買取請求（昭和56年改正商法付則§19I）も株主の会社に対する株式の買取請求であるが、本号の適用除外事項に含まれていない<sup>(7)</sup>。

### (3). 防戦買い

本項第4号が列举した適用除外事項は、当該会社の株券等（証券取引法第27条の2第1項に規定する株券等）に係る同項に規定する公

開買付（同項但し書に規定する政令で定める公開買付等を除く。）又はこれに準ずる行為として政令で定めるものに対抗するため当該会社の取締役会が決定した要請に基づいて、当該会社の上場株券等の買付け（オプションにあっては、取得（オプションの行使により当該行使をした者が当該オプションに係る上場株券等の売買取引において買主としての地位を取得するものに限る。）をいう。）その他の有償の譲受けるをする場合である。

証券取引法第27条の2第1項に規定する株券等とは、施行令第6条に定める証券取引法第24第1項により有価証券報告書の提出を必要とする会社の発行する株券、端株券、新株引受権証書、新株引受権証券、転換社債券、新株引受権付き社債券である。

証券取引法第27条の2第1項に規定する政令で定める公開買付とは、届出の必要がないとされた公開買付であり、即ち施行令第8条が定める公開買付による株券等の買付け後、公開買付届出義務者及びその親族等の特別関係者が所有することとなる株券等の数の合計が、株式に換算して、上場会社の発行済株式総数の10%未満である場合等である。このような公開買付が除外されるので、本号にいう公開買付は公開買付届出書の提出が必要とされるものに限るわけである。言い替えれば、会社支配に影響を与えるような規模の公開買付に限ることである。

公開買付に準ずる行為とは、施行令第31条が定める買集め行為である。即ち、上場株券（端株券を含む）の発行会社の発行する株券等を買集める者（その者と共同して買集める者がいる場合には、当該共同して買集める者を含む）が自己又は他人（仮設人を含む）の名義をもって買集める当該株券等の数の合計が当該発行会社の発行済株式総数の5%以上である場合における当該株券等を買集める行為である。そして、同条の但し書で、当該買集める者が当該買集め行為を開始する直前における株券等の所有割合が5%未満である場合には、当該買集め行為のうち株券等所有割合が5%を超える部分に係るものに限るとしている。又、買集め行為の対象となる「株券等」とは、株券、新株引受権証書、新株引受権証券、転換社債券、新株引受権付社債券であること、「買集める株券等の数」とは、施行令第8条第1項第1号に規定する株券等の数、即ち、株券の場合は株式の数、新株引受権証書、新株引受権証券、転換社債券、新株引受権付社債券の場合は「有価証券の公開買付けの届出等に関する省令」第3条に掲げる方法により株式に換算した数であること<sup>(8)</sup>、「株券等所有割合」とは、自己又は他人の名義をもって所有する当該株券等の数の合計を当該会社の発行済株式の総数で除して得た割合であることも明らかにされている。

公開買付又はこれに準ずる行為（以下において「公開買付等」と

いう)に対抗するための買付けは、通常、「防戦買い」と呼ばれている。本号の防戦買いとして、内部者取引禁止規制の適用を免除されるためには、次の二つの要件が必要とされる。

一つは、実際に発行会社の株券等に対する公開買付等が存在することである。つまり、単に公開買付等の対象会社にされる恐れがあり、それを予防するための行為はここにいう防戦買いにならないわけである。この要件に関しては、特に施行令第31条が定める買い集め行為に対抗するための防戦買いの場合が問題となりうる。施行令第31条が定める買い集め行為とは、買い集める対象会社の発行済株式総数の5%以上の株券等を買集める行為である。そして、同条但し書により、当該買い集める者が当該買い集め行為を開始する直前における株券等の所有割合が5%未満である場合には、当該買い集める者がすでに対象会社の発行済み株式総数の5%を越えて買い集めていなければ、内部者取引禁止の適用免除となる防戦買いの発動が認められない<sup>(9)</sup>。しかし、公開買付の場合、その買付は公開しなければならないが、買い集めの場合、それを公開する義務がない。結局、買い集めの対象会社は、買い集める者が5%以上買い集めることを決めたことを、自らの責任において判断することが必要となる。さらに、対象会社の要請を受けて、防戦買いをする会社は、内部者取引規制の適用を免除するため、自己の責任において、買い集める

者がすでに対象会社の発行済み株式総数の5%を越えて買い集めていることを確認してそれから防戦買いを発動しなければならないこととなる。結局、この問題を解決するためには、アメリカ証券取引法の5%取得報告義務の導入が必要とされている<sup>(10)</sup>。

本号の防戦買いとして内部者取引禁止規制の適用を免除されるためのもう一つの要件とは、それが公開買付等に対抗するため当該会社の取締役会が決定した要請に基づいて行われるものでなければならないことである。つまり、法は、防戦買いを口実として、会社関係者等による不正な取引を防止するという観点から、取締役会が決定した要請を要件としているわけである<sup>(11)</sup>。なお、ここにいう取締役会が決定した要請は ある程度、買付け時期、買付け数量などが特定されている必要があると解される<sup>(12)</sup>。

防戦買いとして取得した株式を売却する場合は、本号の適用がないことはいうまでもないであろう。

防戦買いを内部者取引規制の適用除外事項にする必要性は、次のように説明されている。つまり、「発行会社は商法第210により自己株式の取得が禁止されているから、発行会社に対する公開買付や買収に対抗するためには、発行会社の要請により、その役員を始め取引銀行等において株券を買いつけるいわゆる防戦買いが行われており、一般的にそのような措置を採ることは、非常時における企業

防衛のための正当な行為だと考えられている。発行会社に未公表の重要事実がある場合、会社のために防戦買いを行う者の殆どが会社関係者として株券の売買が禁止されることから、有効な防衛措置を採ることができなくなり、会社自身が株券を取得することができる公開買付又は買収を行う側との間で、被買収側が著しい不利となる不均衡を生ずることとなる。」<sup>(13)</sup>ということである。ここにいわれる買収側と被買収側との不均衡とは、買収、被買収両側とも会社（法人）なのに、買収側が相手方の株式を取得することができるのに、被買収側は対抗のために株式を取得することができないという不均衡であろう。つまり、買収対象となる会社は、経営権が危うくなり、防戦買いは、このような非常時における企業防衛のための正当な行為なので、それをできるようにする必要があるというわけである<sup>(14)</sup>。

#### (4). 安定操作取引

本項第5号に掲げる内部者取引規制の適用免除事項は、証券取引法第125条第3項の政令で定めるところにより売買等をする場合である。証券取引法第125条第3項は、有価証券等の相場を釘付けし、固定し、又は安定させる目的をもって、有価証券市場における一連の有価証券の売買取引等、即ち安定操作取引、又はその委託若しく

は受託を原則として禁止する一方、政令の定めをもって、有価証券の募集又は売出しを容易にするためという目的で行われる安定操作取引又はその委託若しくは受託を例外的に認めている。そして、施行令第20条から第26条まで、さらに施行令の定めに基づいて定める「安定操作取引の届出等に関する省令」（昭和46.6.14.大蔵省令43号）において、この例外的に認められる安定操作取引の要件、手続き等を詳細に定めている。

例外的に認められる安定操作取引は、有価証券の募集又は売出しを容易にする目的で行われるものであり、言い替えれば、発行会社の増資等により資金調達を容易にする目的で行われるものである。従って、会社関係者等が内部情報を知ったためにその取引が禁止されることによって増資の遂行が妨げられれば、必ずしも適切ではないであろう<sup>(15)</sup>。その上、法令に定められた厳格な要件にしたがって行われる安定操作取引及びその委託は、たとえ会社の未公表の重要な事実を知っている会社関係者等によって行われたとしても、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害することはないと考えられる<sup>(16)</sup>。

このように実際上の需要があり、又、内部者取引規制の目的を害することにならないと考えられるので、法令に従って行う安定操作取引を内部者取引規制の適用除外事項にしたわけである。

## (5). 普通社債の売買等

本項第6号に掲げる内部者取引規制の適用免除事項は、証券取引法第2条第1項第4号に掲げる社債券（転換社債券及び新株引受権付社債券を除く。）又は当該社債券の売買取引に係るオプションの売買等をする場合（大蔵省令で定める場合を除く。）である。

転換社債券及び新株引受権付社債券を除く社債券は、即ち普通社債券である。転換社債及び新株引受権付社債は、潜在的株式という性格を有し、その価値は株価と連動しているのに対して、普通社債はそのような性格を有しない。普通社債は、会社の業績に関係なく一定の利息を受け取り、満期になれば元本の償還が約束されているものなので、一般に発行会社の運営、業務又は財産に関する重要な情報で、株価に重大な影響を及ぼすものであっても、普通社債の価格に対しては大きな影響を及ぼさない。つまり、一般に、普通社債については内部者取引の危険性は高くないと考えられる。従って、普通社債券の売買等は原則として内部者取引規制の対象から除外されたわけである。

しかし、社債のデフォルトに係る情報、つまり、企業の存立を危うくする情報は、普通社債の取引においても投資者の投資判断に影響を及ぼすものだと考えられるので、このような情報を知って普通

社債の売買等をする場合は、内部者取引の規制に服させる必要がある。そこで、普通社債の売買等に内部者取引規制の適用がないという原則の例外として、省令第5条は、普通社債における内部者取引の基礎となる重要事実を定めている。即ち、解散についての決定（証券取引法 § 190の2 II ①ト）、破産、和議開始又は更生手続き開始の申立て（施行令 § 28⑥）、債権者その他の当該会社以外の者による破産、更生手続き開始、整理開始又は企業担保権の実行の申し立て又は通告（施行令 § 29⑤）、手形若しくは小切手の不渡り又は手形交換所による取引停止処分（施行令 § 29⑥）である。

#### (6). 証券市場によらない内部者同士間の取引

本項第7号に掲げる内部者取引規制の適用除外事項は、本条第1項の会社関係者又は第3項の情報受領者に該当する者の間において、有価証券市場によらないで売買等をする場合（当該売買等の当事者双方において、当該売買等に係る上場証券等について、さらに内部者取引の禁止に違反して売買が行われることとなることを知っている場合を除く。）である。

本号の適用免除事項に該当するためには、取引の当事者双方が重要な事実を知っていることと、証券取引所が開設する市場によらないで取引をすること二つの要件が必要とされる。

発行会社の内部情報を知っている者同士間の取引はお互いの同意の下で行われるのだから、そこには特権的地位の濫用などという不公正の要素は何ら存在しない。又、市場外の相対取引だから、市場の健全性や公正性が失われることもない<sup>(17)</sup>。従って、会社関係者等の財産権に対する制約を必要以上にならないようにという意味で、このような証券市場によらない内部者同士間の取引を、内部者取引禁止の適用除外事項にしたわけである<sup>(18)</sup>。

しかし、証券市場によらない内部者間の取引であっても、それが相手が内部者取引規制に反し更に取引することが判っていながら行う取引である場合、全体として見ればやはり内部者取引を構成するものであり<sup>(19)</sup>、証券市場の健全性や公正性を侵害する前提となる行為であるから、本号の適用除外事項からさらに除外された<sup>(20)</sup>。

本号の適用除外事項は實際上相当に重要な意義を有するものだとと思われる。つまり、現行法の下で、内部者取引の構成要件は、発行会社との一定の関係により内部情報を知り、当該情報が公開される前に当該会社の株券等を売買する、という形式的なものである。内部情報を知った内部者等は、株券等の取引を断念するか当該情報を開示するかしか選択の道がないこととなるわけである。しかし、重要事実を知っている者はかならずしもその事実を公開する権限を持たない。特に現行法令の下では、重要事実の公表の行為主体が当該

会社の代表取締役又は代表取締役から重要事実の公表について委任される者に限るので、なおさらである。しかし、重要事実を知っているが当該重要事実を公開する権限を持たない内部者がどうしても資金の需要があり、手持ちの自社株を売却しなければ賄うことができないことも考えられうる。この場合は、本号の内部者同士の相対取引を利用することは、その問題を解決するしかないであろう。

## 2. 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として 大蔵省令が列挙している適用除外事項

本項第8号に掲げる内部者取引規制の適用除外事項は、本号において例示している場合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であって、大蔵省令で定める場合である。本号において例示している場合とは、発行会社の業務等に関する重要事実を知る前に、(1)締結された当該会社の上場株券等の売買に関する契約の履行として売買をする場合、(2)決定された当該会社の上場株券等の売買等の計画の実行として売買をする場合である。本号の規定に基づいて大蔵省令第6条は、第1号から第6号まで、六つの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を定めている。以下では、省令が定め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検討したい。

(1). 発行会社との書面による契約の履行：

省令第6条第1号が定める内部者取引規制の適用除外事項は、重要事実を知る前に上場会社との間で当該会社の上場株券等の売買等に関し書面による契約をした者が、当該契約の履行として当該書面に定められた当該売買等を行うべき期限の十日前から当該期限までの間において売買等を行う場合である。

発行会社と金融機関等の大株主との間でいわゆる安定株主の持株比率の維持や拡大を目的として政策投資について契約を締結することがあり、こうした契約の締結後に重要事実を知った場合、その履行日等について条件を付した上で契約に従い売買等を行うことは、当該重要事実を知ったことと無関係に行う売買等であると考えられるからである<sup>(21)</sup>。又、当該重要事実を知る前に締結した書面契約には、当該上場会社との間で購入すべき株式数、購入のスケジュール等の約定があることが必要であると解すべきであろう。なぜならば、重要な事実を知った後に購入株式数や購入スケジュールが自由に変更できるものであれば、その購入は、重要な事実を知ったのと無関係に行われるものとはならないからである<sup>(22)</sup>。

なお、ここにいう上場会社との間で当該会社の株券等の売買等に

関する契約を締結したこと自体は、内部者取引の基礎である重要事実となっている場合が多いと思われる。例えば、救済融資と伴って融資相手の株式を取得する契約又は業務提携に伴う相手会社の株式を取得する契約等である。この場合、本号の規定により内部者取引規制の適用免除とされるのは、当該契約の履行として行う取引に限る。当該契約の締結を知った会社関係者等が当該契約の履行としての取引以外の取引を行う場合、やはり内部者取引の禁止に服すると解すべきであろう。

## (2). 信用取引の反対売買

省令第6条第2号が定める内部者取引規制の適用除外事項は、重要事実を知る前に証券会社との間で信用取引の契約を締結した者が、当該契約の履行として証券取引所の定める売付け有価証券又は買付け代金の貸付にかかる弁済の繰延期限の十日前から当該期限までの間において反対売買を行う場合である。

信用取引とは、証券取引法第49条が定める証券会社が顧客に信用を供与して有価証券の売買その他の取引である。そして、「証券取引法第49条に規定する取引及びその保証金に関する省令」（昭28年大蔵省令75号）は、その仕組みを定めている。

信用取引は、その決済のため一定期間内に反対売買をすることが

あらかじめ予定されているものであり、しかも、信用取引では絶対期日といわれる弁済の繰延期限があるので、弁済の繰延期限の10日前までから繰り延べ期限までの間における反対売買であれば、それは、重要事実を知ったので反対売買を行ったのではないことが客観的に明らかである<sup>(23)</sup>。信用取引が円滑に行うことができるようにするためには、このような取引を内部者取引禁止の適用対象から除外する必要があると考えられるからである。

### (3). 従業員又は役員持株会の買付

省令第6条第3号及び第4号に掲げる適用除外事項は、従業員又は役員持株会の買付である<sup>(24)</sup>。第3号はいわゆる証券会社型従業員又は役員持株会の買付であり、即ち、上場会社の役員又は従業員が当該会社の他の役員又は従業員と共同して当該会社の株券の買付けを証券会社に委託して行う場合であって、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行う場合である。第4号はいわゆる投資信託型従業員又は役員持株会の買付であり、即ち、上場会社の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該会社の株券に対する投資として運用することを目的として締結した信託契約に基づき、当該役員又は従業員が信託業を営む者に当該会社の株券の買付けの指図を行う場合であって、当該買付けの指図

が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行う場合（当該役員又は従業員を委託者とする信託財産と当該会社の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とが合同して運用される場合に限る。）である。なお、証券会社型従業員又は役員持株会か投資信託型従業員又は役員持株会かを問わず、各役員又は従業員の1回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限ることとされている。

従業員又は役員持株会の買付として内部者取引規制の適用除外事項に該当するためには、特に「持株会」という名称や組織であることは必要でないが<sup>(25)</sup>、しかし、それが、「一定の計画に従い」、「個別の投資判断に基づかず」、「継続的に行われる」ことでなければならない<sup>(26)</sup>。

「一定の計画」は、買付日等の買付基準が明らかにされているものであることが必要と解される<sup>(27)</sup>。又、随時入会できるものや拠出金額を頻繁に変更できるようなものは内部情報の利用の可能性があるので、内部者取引規制の適用除外対象とならないと解すべきである<sup>(28)</sup>。

「個別の投資判断に基づかない」とは、株価形成要因を無視して機械的に一定期間、毎回一定額を同一銘柄の株式に投資していくことであると解される<sup>(29)</sup>。従って、相場水準を見て、安い時を見計らって買付けを行うとすれば、ここにいう「個別の投資判断に基づ

かない」に反するものである。

「継続的に行われる」は、原則として、毎月、買付けが行われている必要があるが、出来高などによって買付けできない場合、繰り延べて、例えば2ヶ月分を一度に買いつけることは、一回当りの拠出が定額で担保されているから差し支えないと解される<sup>(30)</sup>。

なお、持株会の株式取引として内部者取引規制の適用除外対象となるのは、買付け行為だけに限られている。従って、持ち株会を通じて買付けた株式を引き出してそれを名義変更して売却するときは内部者取引規制に服することはいうまでもないであろう。

役員以外の一般従業員に自社株を取得させることを目的とするいわゆる従業員持ち株制度は、従業員の経営と分配への参加という本質的目的以外に、労使協調、愛社精神の涵養、貯蓄奨励、従業員獲得、移動抑制等労働政策的効果、又、安定株主の育成、株価安定、企業支配防止等株主政策的効果もあるので、今では上場会社の採用率が90%を越え、制度として完全に定着していると言われている<sup>(31)</sup>。これに対して、上場会社においては役員持株会の運用はむしろ消極的であった。その理由は、会社のファイナンスに際し、役員がそれを決定する立場にあり、価格形成上望ましくないこと、元々持ち株会は零細資金の月掛けを前提としており、役員の報酬から見てそぐわないなどの認識にあるであろうといわれる<sup>(32)</sup>。

しかし、現実には、法は株主であることを役員に就任する条件に  
していないにもかかわらず、上場会社では株主であることが役員と  
しての不可欠な要件であり、しかも最低の持ち株数を内規なり申し  
合わせ事項として決めているので、新しく役員に就任した者は直ち  
に義務付けられた株数までの自社株を取得しなければならないこと  
が多い。

## 二. 中華民国法における適用除外条項の欠如

### 1. 適用除外条項の欠如と現行の証券管理体制

前述のように、証券交易法第 157条の 1 は適用除外条項を設けていない。従って、現行法の下では、第 157条の 1 が定める形式的要件に該当する株式取引であれば、それが明らかに内部情報を知ったことと関係なく、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼を損なわないものであっても内部者取引禁止違反の行為となり、証券取引法違反の責任が問われる。しかし、このような取引は内部者取引禁止の適用範囲から除外する必要があると思われる。なぜならば、適用除外条項を伴わない形式認定主義の内部者取引禁止規制は、内部者等の財産処分の自由を過度に制限し、不必要な犯罪者を作り出すものになる虞がある。このような規制は、証券市場の健全な発展に有益だと考えられる取引、例えば計画的に継続的に当社株を買い付ける従業員持株会による取引などを間接的に禁止してしまうものにもなる。この場合、証券市場の健全な発展を図ることを最終的目的とする内部者取引禁止規制は、かえって証券市場の発展を阻害するものとなる。

では、なぜ立法者は第 157条の 1 の適用除外条項を設けなかったか。それは、中華民国の現行の証券管理規制の下で、又は中華民国の証券市場の現況の下で、第 157条の 1 の適用除外条項を設けなくても、前述の弊害を生ずる恐れがないからであろうか。この問題については、中華民国法と同じく内部者取引について形式的認定立法を採用しながら内部者取引禁止の適用除外事項を具体的に定めている日本法の規定を参考にして検討するのが有益だと思われる。

まず、日本証券取引法第 190条の 2 第 5 項第 1 号、第 2 号及び第 6 号が新株引受権の行使又は転換社債の転換による株券の取得及び普通社債の売買等を内部者取引禁止の適用除外事項として列挙している。しかし、第 157条の 1 が禁止する行為の様態は、「株券の売買」なので、これらの事項はそもそも第 157条の 1 の規制範囲外の行為であり、これを第 157条の 1 の適用除外事項にする必要はない。更に、中華民国では、上場株券の市場外売買は原則として認められていないので、日本証券取引法第 190条の 2 第 5 項第 7 号が列挙する内部者同士間の証券市場によらない取引も第 157条の 1 の適用除外事項にする必要がない。又、日本証券取引法第 190条の 2 第 5 項第 3 号は商法の規定による株式の買取り請求又は法令上の義務に基づく売買等を内部者取引禁止の適用除外事項として列挙している。しかし、これらの行為については、刑法第 21 条第 1 項「法令に従う

行為は罰しない」の適用があると解すれば、これらの行為を第 157 条の 1 の適用除外事項として列挙する必要もない。

次に、日本証券取引法第 190 条の 3 が公開買付者等関係者等による内部者取引に関する規定であり、又、日本証券取引法第 190 条の 2 第 5 項第 4 号が列挙する公開買付に対抗するための防戦買い及び取引規制省令第 6 条第 5 号が列挙する重要事実を知る前に大蔵大臣への届出をした公開買付の計画に基づき買付けも公開買付に関係する事項である。中華民国では 1988 年改正証券取引法において初めて公開買付に関する規定を定めた。即ち、新設された証券取引法第 43 条の 1 第 2 項は「有価証券集中市場を通さず、不特定の者に対し公開発行会社の有価証券について公開買付をすることは、主務機関の許可がなければしてはいけない。」と定め、同第 3 項は「前項公開発行会社有価証券公開買付規則は主務機関が定める。」と定めている。しかし、この第 43 条の 1 第 2 項、第 3 項の公開買付に関する規定は、そもそも「証券市場の未来の発展に備えるために」設けられた規定であるので<sup>(33)</sup>、現在その必要性はまだないと考えられているであろうか、証券管理委員会は未だに公開買付規則を定めていない。つまり、現階段では、中華民国では公開買付を行うことはできない。従って、当分の間、公開買付に関する事項を第 157 条の 1 の適用除外事項にする必要はない。

なお、日本証券取引法第 190 条の 2 第 5 項第 5 号が安定操作取引を第 157 条の 1 の適用除外事項として列挙している。しかし、中華民国証券取引法においては、安定操作に関する規定を有せず、安定操作取引を行うことが認められず、従って、このような取引を第 157 条の 1 の適用除外事項にする必要はない。

そのほかに、取引規制省令第 6 条第 3 号又は第 4 号が列挙するような証券会社に委託し又は信託業者との信託契約に基づき当社株を継続的に買付ける役員又は従業員持株会は中華民国には存在しない<sup>(34)</sup>。又、中華民国では、有価証券の売出しという概念は 1988 年改正証券取引法がそれを導入するまではなかったものである。そして、1988 年改正証券取引法が施行されて以来、未だに有価証券の売出しの実例がなかった。従って、これらの取引が行われたことにより生じた内部者取引禁止規制の適用問題は未だにない。

## 2. 具体的な問題点

上述のように、日本法において内部者取引禁止の適用から除外すべきだと考えられ、列挙されている事項の殆どは、中華民国の現行の証券管理規制の下では、第 157 条の 1 の適用除外事項として列挙する必要がなく、又は、証券市場の現状から見れば当分の間ではそ

れを列挙しなくても深刻な問題を引き起こさないものである。しかし、だからといって中華民国では内部者取引禁止の適用除外条項を設ける必要がないというべきでもない。

まず、現行法により認められている行為、例えば有価証券の売出し、又は現行法により禁止されていない行為、例えば当社株を計画的、継続的に買い付ける従業員持株会による取引について、それが現在実際に行われていないので、内部者取引の適用除外事項にする必要がないと考えるべきではない。

上場証券又は店頭登録証券の売出しは、証券管理委員会に有価証券売出届出書を提出し、証券管理委員会が有価証券売出届出書を受理した日から原則として十日を経過した日に届出の効力が生じ、届出の効力が生じた後、証券会社に委託して、届出書に記載されている売り出される予定の有価証券の数、価格及び期間に従って行わなければならない（発行人募集発行有価証券処理準則 § 34 I、 § 36 II、 § 37 I 及び別紙様式九）。発行会社の未公開重要事実を知る前に提出した有価証券売出届出書に従う取引を内部者取引禁止の適用範囲から除外させなければ、有価証券の売出しを行おうとする者が有価証券売出届出書を提出した後、発行会社の未公開重要事実を知った場合、証券取引法の違反として刑事責任に問われることにならないようにするためには、当該売出しを中止せざるを得なくなる。しか

し、前述のように、法令の厳格な制限の下で、上場証券又は店頭登録証券の売出を行う者は、有価証券届出書を提出した後、発行会社の未公開重要事実を知ったとしても当該売出しの数、価格、期間について裁量の余地を有せず、従ってこのような取引が行われても、証券市場の公正性、健全性及びそれに対する一般投資者の信頼が損なわれまいと考えられる。このような取引を内部者取引禁止規制に服させる必要がないと考えられる。更に、このような内部者取引禁止規制に服させる必要がないと考えられる有価証券の売出しを内部者取引禁止の適用範囲から除外することは、現行法の下では、積極的意義を有することだと考えられる。なぜならば、資本の大衆化を図ることは、現行の証券取引法の目的の一つであり<sup>(35)</sup>、その上、有価証券の売出しは有価証券の所有を分散させる意味を有するからである。内部者取引禁止規制が資本の大衆化という目的に有益である有価証券の売出しにとって不必要な障害とならないようにするため、内部者取引禁止規制に服させる必要がないと考えられる有価証券の売出しを内部者取引禁止の適用範囲から除外する必要があると考えられる。

発行会社の従業員がその構成員であり、当社の株式を一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に買い付けるという従業員持株会制度の下では、従業員持株会の構成員である発行会社の

従業員が発行会社の未公開重要事実を知ったとしても、従業員持株会がその一定の計画に従い当該会社の株式を買い付けることは、証券市場の公正性、健全性及びそれに対する一般投資者の信頼が損なわれまいと考えられる。従って、このような取引を内部者取引禁止規制に服させる必要がないと考えられる。中華民国では、このような従業員持株会は実際に存在していない。しかし、従業員持株の普及化は政府当局が労使関係の促進及び企業経営の安定を図るための政策目標の一つである<sup>(36)</sup>。一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に当社の株式を買い付ける従業員持株会は、従業員持株の普及化に有益な制度だと考えられる。しかし、このような制度の下で行われる株式取引を内部者取引禁止の適用除外事項にしなければ、このような制度が内部者取引禁止規制により実質的禁止されてしまう結果となる。なぜならば、構成員である従業員が発行会社の未公開重要事実を知った場合、証券取引法の違反として刑事責任に問われまいようにするため、予定されている株式の買い付けを止めざるを得なくなり、その結果、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に買い付けるという要件が満たせなくなるからである。従って、上述のような従業員持株会制度の実行を可能にさせるために、このような制度の下で行われる取引を内部者取引禁止規制の適用範囲から除外する必要があると考えられる。

次に、発行会社の未公開重要情報を知る前に締結した信用取引契約の履行として売付け有価証券又は買付け代金に係る弁済のために反対売買を行う場合も問題となる。信用取引による売りつけ有価証券の弁済期限は原則として6ヶ月であり、又、買い付け代金の弁済期限は原則として1年間である。この弁済期限内においては、行為者は反対売買の実行のタイミングについて裁量の余地を有する。従って、信用取引による売りつけ又は買い付けの弁済として行われる反対売買を当然内部者取引禁止の適用がないにすることは適当でない。しかし、信用取引による売りつけ又は買い付けを行った後に当該銘柄に係る重要事実を知った故に、反対売買による決済の途を完全に閉ざすことは適当でないと考えられる。弁済期限の最後の一定期間、即ち行為者がその反対売買の実行のタイミングについて裁量の働く余地がないような期間内における取引について、内部者取引禁止の適用を免除するのが有益だと考えられる。

又、法令上の義務に基づく取引を刑法の原則に従い当然第157条の1の適用がないと解することは必ずしも妥当ではない。特に、中華民国証券取引法第26条及びこれに基づき制定された「公開発行会社取締役、監査役持株割合及び査定実施規則」が定める役員の最低限持株数の補足義務の履行としての取引が問題となる<sup>(37)</sup>。中華民国では、証取法第26条において、公開会社の役員全体としての最低

限持株数の規定が設けられてる。役員のうち誰かが持株を売ったことにより、役員全体が所有する株式数が法定の最低限持ち株数を下ってしまった場合、役員全員の責任として、1ヶ月以内に、それを補足しなければならない。中華民国では上場会社の役員が証券市場において当社株を売買することはごく普通なことである。その結果として、役員のうち誰かが最低限持株数の補足義務の履行としての取引も頻繁に行われている。現在まで、証券管理委員会が摘発した3件の内部者取引事件のうち、2件がこの役員のうち誰かが最低限持株数の補足義務の履行と関係性を有するものである。しかし、役員のうち誰かが最低限持株数の補足義務の履行と内部者取引との関係については、司法界の見解は必ずしも一致してはいない。つまり、台湾煉鉄会社事件においては、裁判官は、被告の株式取引が役員のうち誰かが最低限持株数を補足するための行為であることを理由に内部者取引規制の適用を免除することをせず、ただ、そのことを配慮して、被告に軽い罰金刑を処した。しかし、その後の中国人造繊維会社事件においては、検察官は、役員のうち誰かが最低限持株数の補足義務の履行としての株式取引は内部者取引禁止の適用範囲から排除されるべきだと、台湾煉鉄会社事件判決と異なった見解を示し、不起訴決定を下した。この問題に関して両事件における最大の相違点は、台湾煉鉄会社事件の場合、内部情報を知った内部者は自発的に不足となった持株数を補足したのに対して、中国人造繊維

会社事件の場合、内部情報を知った内部者は証券管理委員会が発した補足通知の下で持株数を補足したことにあると思われる。刑法の「法令に従う行為を罰しない」という原則に従えば、中国人造繊維会社事件検察官の見解が正しいというべきであろう。

しかし、刑法が定める刑事犯はその行為自体が強烈な反社会性を有し、正義の理念に基づいて当然に排斥すべきものであるのに対して、証券取引法違反の犯罪は、行政犯である。行政犯は、その行為自体は必ずしも反社会性を有せず、国家が行政上の管理の目的を達成するために、法令の定めをもって行為者に作為又は不作為の義務を課し、その違反に対して制裁を加えるものである。言い替えれば、刑事犯は道徳に反するので違法とされるものに対して、行政犯は法律に違反するので道徳にも反するものとされるものである<sup>(38)</sup>。行政犯と刑事犯とはこのような本質的な相違があるので、証券取引法の違反に対して、刑法上の原則を当然に適用すべきと解するのは必ずしも妥当ではないと考えられる。

役員 of 最低限持株数の補足義務の履行の場合、その期限は発行会社又は証管会が補足通知を発してから1ヶ月以内ということになっているので、役員は、この1ヶ月間において、補足義務の履行としての株式取引の実行のタイミングについて裁量の働く余地がある。この場合、内部情報を知った役員は、低い価格で補足すべき株式を

買い付けることができるようにするため、内部情報の公開を意図的に遅らせる危険性が十分考えられる。このような行為は、投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なう行為だと考えられる。従って、発行会社又は証券管理委員会の補足通知に基づいて行った株式取引であっても、それが法令上の義務の履行として、当然、内部者取引禁止の適用範囲から排除することは妥当でないと考えられる。前述の中国人造繊維会社事件における検察官の見解は支持すべきでないとと思われる。しかし、役員の最低限持株数の補足義務の履行としての株式取引を当然、内部者取引禁止規制に適用させ、ただ刑罰の軽重を決定する要素の一つにすることも必ずしも妥当ではない。なぜならば、このような行為はやはり法令上の義務に基づく行為だからである。従って、取引の実行のタイミングについて裁量の働く余地がない場合、即ち履行期限の最後の一定の期間内における取引は、内部者取引禁止の適用を免除することは妥当だと考えられる。

役員の最低限持ち株数の補足義務の履行行為を当然内部者取引禁止規制の適用範囲から除外すべきでないことに対して、会社法上の少数株主の株式買取請求権の行使に応じて発行会社が自社株を買い取る場合（会社法 § 186； § 317 I），内部者取引禁止の適用除外事項にすべきだと考えられる。少数株主の株式買取請求権は少数株主

の利益を保護するために設けた規定である。しかも、株式買取請求権を行使するためには、少数株主は、あらかじめ書面で反対の意思を通知し、当該株主総会においてこれに反対しなければならないという厳格な要件が課されている。一方、発行会社は少数株主の株式買取請求を拒むことができない。つまり、発行会社はこの取引においては受動的な立場にあり、それに応ずるか否かについて裁量の余地がない。従って、このような取引が行われても、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なわず、このような取引を内部者取引禁止の適用範囲から排除することが妥当であり、又、必要である。

一方、発行会社が少数株主の株式買取請求権の行使に応じて買い取った株式を処分する場合は、当然、内部者取引禁止の適用を免除することは妥当ではない。なぜならば、中華民国の会社法は、その処分の期限を6ヶ月以内という長い期間を置いている（会社法§167 II）からである。会社は処分義務の履行としての株式取引の実行のタイミングについて裁量の余地があるので、前述の内部情報の公開を意図的に遅らせる危険性が十分考えられるからである<sup>(39)</sup>。しかし、少数株主の株式買取請求権は発行会社の自己株式所有禁止原則の下で法が少数株主の利益を保護するために、設けた例外である。このような例外を早く解消する必要があるので、発行会社に対して

少数株主の株式買取請求権の行使に応じて買い取った株式を6ヶ月以内に処分しなければならないという義務を課しているのである。この義務に違反した場合、1年以下の懲役又は2万円以下の罰金に処する。株式を買い取った発行会社が当該株式を処分する前に、株価に影響を与える重要事実が発生したことにより株式取引が禁止されることとなれば、発行会社が進退窮まった局面に陥ってしまう。これも合理的ではない。従って、取引の実行のタイミングについて裁量の働く余地がない場合、即ち履行期限の最後の一定の期間内における取引は、内部者取引禁止の適用を免除することは妥当だと考えられる。

### 3. 第157条の1の適用除外条項のあり方

上述のように、内部者取引禁止規制の合理性を図るためには、形式的に第157条の1が定める形式的要件に該当する有価証券取引であるが、明らかに内部情報を知ったことと関係なく、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼を損なわない取引を内部者取引禁止規制の適用範囲から除外させるべきである。第157条の1は適用除外条項を設けていない。しかし、現行の証券管理体制の下で適用除外条項を設けなくても弊害を生ずる恐れがないでも

ない。従って、現行法を改正し、第 157条の 1 の適用除外条項を設ける必要があると考えられる。第 157条の 1 の適用除外条項を設ける場合、適用除外事項を概括的、抽象的に定める立法と適用除外事項を具体的に列挙する立法と二つの方法が考えられる。

第 157条の 1 の適用除外事項を具体的に列挙することをせず、ただ抽象的に「明らかに内部情報を知ったことと関係なく行った取引は本条の適用を免除する」というような適用除外条項を設けることは妥当ではない。なぜならば、このように適用免除条項を設ければ、事件毎に問題の取引と内部情報を知ったこととの関係を検討せざるを得ず、その結果として、内部情報を知ったことと取引を行ったこととの因果関係が違法な内部者取引の構成要件となってしまうからである。このような適用除外条項は、内部者取引禁止規制の実効性を図るために内部者取引の構成について形式的認定主義を採用した現行法の立法態度に反するのである。

現行法は内部者取引の構成について形式的認定主義を採用しているので、第 157条の 1 の適用除外事項を具体的に列挙する立法を採用すべきである。しかし、中華民国の証券管理体制はまだ流動的な要素を有する。例えば、公開買付は証券取引法により認められているが、施行規則がまだ定められていないのである。従って、第 157条の 1 の適用免除事項を改正、追加が容易でない証券取引法におい

て具体的に列挙する立法方式よりも、証券取引法においては、抽象的な適用除外条項を設け、その具体的な事項は、改正、追加が比較的容易である証券取引法施行令をにおいて列挙するのが適切であろう。

## 第五章 第二節 ～注釈～

- (1). 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(5)」商事法務第1153号16頁(1988年7月)、証券取引法研究会記録「証券取引法の改正について－インサイダー取引の規制について－(4)」インベストメント1989年4月号64頁神崎報告。
- (2). 神崎克郎「インサイダー取引の禁止(下)」インベストメント1988年10月号15頁注(69)。
- (3). 証券取引法研究会記録・前掲注(1)48頁神崎報告参照。
- (4). 野村証券編著・事例インサイダー取引30頁(1988年12月)。
- (5). この問題についての議論は、証券取引法研究会記録・前掲注(1)56～58頁参照。
- (6). 横畠裕介・前掲注(1)16頁。
- (7). 反対株主の買取請求は、会社の合併等自己の個人的な事情により左右できないことによって買取をし得る機会が与えられ、しかも買取請求は結局反対ならば、これをするということである。これに対して、単位未満株式の買取請求は、いつでもできるし、単位未満株主の裁量によってその権利行使が常時認められるということである。つまり、単位未満株式の買取請求の場合は、単位未満株主が重要事実を知ったために当該行為をなしたことがありうるからである。証券取引法研究会記録・前掲注(1)48～49頁神崎報告。
- (8). 有価証券の公開買付けの届出等に関する省令第3条は株券以外の有価証券の株式に換算する方法を次のように定めている。  
第1号：新株引受権証書又は新株引受権証券については、新

株の引受権の目的である株式の数（新株の引受権の目的である株式の発行価格及び発行価額の総数が表示されている場合には、当該発行価格の総額を当該発行価格で除して得た数（1未満の端数があるときは、当該端数を切り捨てて得た数）。第3号において同じ。）とする方法。

第2号：転換社債券については、券面額を転換により発行すべき株式の発行価格で除して得た数（1未満の端数があるときは、当該端数を切り捨てて得た数）とする方法。

第3号：新株引受権付け社債券については、当該新株引受権付社債券に付与されている新株の引受権の目的である株式の数とする方法。

- (9). 施行令第31条が定める買集め行為についての決定を知ったことは、証券取引法第190条の3の公開買付者等関係者の取引禁止の基礎であるが、施行令第31条但し書の規定は、防戦買いが適用除外される要件にのみ関わってくるものである。例えば、3月20日にB社株の3%を所有しているA社がさらにB社株の8%を買い集めることを決定した。3月25日にB社がA社の買集め決定を知り、取締役会の決定に基づき、C銀行に対して防戦買いの要請をした。A社の買集め行為は4月1日から始まり、そして、4月15日にA社がB社株の5%を超える株式を所有することとなった。この場合、公開買付者等関係者として証券取引法第190条の3の取引禁止に服する者は、当該買集めの決定を知った日からB社の株券等の買付け等が禁止される。これに対して、C銀行が防戦買いを行い得るのは、4月15日以降である。堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説(6)」商事法務

第1178号60頁（1989年4月）参照。

- (10). 対談記録「松川隆志大蔵省証券局流通市場課長に聞く；インサイダー取引規制の主要点」企業会計第41巻第5号23～24頁  
松川発言（1989年5月）、遠藤博志「インサイダー取引と経済界の対応」企業会計第41巻第5号50頁（1989年5月）。
- (11). 横畠裕介・前掲注(1) 17頁。
- (12). 内部者取引規制研究会編著・一問一答，インサイダー取引規制98頁（1988年7月）。
- (13). 横畠裕介・前掲注(1) 17頁。
- (14). 横畠裕介・前掲。野村証券・前掲注(4)31頁。  
しかし、「会社の」経営権が危うくなるということは、結局、現経営陣の経営権が危うくなることである。理論的には、株主が買収に応じるかどうかは自由であるはずである。現経営陣が自らの経営権を確保するために、株主に対し会社の現状、自らの経営方針又は経営理念を説明する上、株主の判断に任せるのが妥当ではないか。事実を開示せず、現経営陣の決定で、会社の名で、買収に対抗することは果たして企業の正当な防衛と言えるであろうか？
- (15). 龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情第1191号41頁（1988年6月）参照。
- (16). 横畠裕介・前掲注(1) 18頁。
- (17). 野村証券・前掲注(4)33頁。
- (18). 横畠裕介・前掲注(1) 18頁。
- (19). 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 190頁（1989年4月）。

- (20). 内部者取引規制研究会。前掲注(12)95頁、野村証券・前掲注(4)33頁。
- (21). 堀本修・前掲注(9)32頁。
- (22). 神崎克郎・前掲注(2)15頁(注70)参照。
- (23). 堀本修・前掲注(9) 32頁。
- (24). 従業員又は役員持株会の運営上の問題に関しては、山上一夫「役員持株会の導入と運営－新しいIT規制を踏まえて」経理情報第542号(1989年1月)、山本巖「内部社取引規制と役員持株会の運用」商事法務第1162号(1988年11月)参照。
- (25). 関根攻前掲注(19)193頁。
- (26). このような一定の計画に従い、個別の投資判断に基づくことなしに、継続的に行われる自社株持株会の典型的な形態はドル・コスト平均法と呼ばれるものである。ドル・コスト平均法はフォーミュラプランの一種で、株価の水準に係わりなく、一定の期間をおいて定期的に株式を買付けることによって、買入平均株価を引き下げ、株式のリスク・キャピタルとしての欠点を除去して、有利な株式投資を行おうとする方法である。投資金額が毎回一定しているので、株価が高い月には購入株数が少なくなり、株価が低い月には購入株数が増える。その結果は、購入平均単価は平均株価を下回ることが普通、又、株価が20%~30%下落しても損失を被らないと言われている。山上一夫・前掲注(24)18頁。
- (27). 堀本修「会社役員・主要株主の株券等の売買に関する省令の解説」(上)商事法務第1159号10頁(1989年9月)。
- (28). 堀本修・前掲注(9) 32頁、山本巖・前掲注(24)20頁。

- (29). 堀本修・前掲注(25)10頁。
- (30). 山本巖・前掲注(24) 21頁。
- (31). 山本巖・前掲注(24)23頁、山上一夫・前掲注(24)16頁。
- (32). 山本巖・前掲注(24)18頁。
- (33). 「証券取引法部分条文修正要点説明」証券管理第6巻第2期
- (34). 中華民国では上場会社により従業員持株会に類似する組織を設けるところがある。しかし、それは会社法上発行会社が新株を発行する際に従業員に一定割合の新株引受権を与えなければならないという義務を履行するために設けたものであり、取引規制省令第6条第3号または第4号が列挙するような証券会社に委託し又は信託業者との信託契約に基づき当社株を継続的に買付ける役員または従業員持株会と性質が違うものである。
- (35)資本の大衆化を図るためには、上場会社が現金による新株を発行する場合、新株発行数の10%を一般投資者に対して公募すべきという義務が課されている（証券取引法 § 28の1）。
- (36)政府当局が主導する従業員持株制度の普及化運動の経過については、洪貴参・公司法有関員工之規定 4～14頁(1989年4月)参照。なお、従業員持株の普及を図るために、会社法は株式会社が新株を発行する際に、新株発行額の10～15%を従業員の優先引受額として留保しなければならないと定めている（公司法 § 267 I）。
- (37)証券取引法第26条の規定は以下の通りである。
- 「①この法律に従い有価証券を公開募集しまたは発行する会社は、その取締役または監査役 全体が所有する記名株式の

総数は、それぞれ会社の発行済株式の総数の一定割合を下  
ってはならない。

②前項の取締役、監査役の持株割合及び査定実施規則は、主  
務機関が命令をもって定める。」

この第26条第2項の規定に基づいて「公開発行会社取締役、監  
査役持株割合及び査定実施規則」（「公開発行公司董事、監察  
人股權成数及査核実施規則」財政部証券管理委員会(78)台財証  
(二)第00035号令修正發布）が制定された。その第2条は、

「公開発行会社の全体取締役及び監査役が所有する記名株券の  
株式総額は、それぞれ左に掲げる会社の発行済株式総数の割  
合を下ってはならない：

- 一、会社の資本額が3億元以下の場合、取締役全体が所有す  
る記名株式の総数は、会社の発行済株式総数の15%（監  
査役全体が1.5%）を下ってはならない。
- 二、会社の資本額が3億元～10億元の場合：10%；1%。
- 三、会社の資本額が10億元～20億元の場合：7.5%；0.75%
- 四、会社の収資本額が20億元を超えた場合：5%；0.5%

第5条は

「①公開発行会社の取締役または監査役が任期中において持  
株を譲渡しまたは取締役あるいは監査役の一部が解任さ  
れるため、取締役または監査役全体の持ち株総数が第2  
条に定める割合を下ることとなった場合、取締役または  
監査役全体が1ヶ月以内にそれを補足すべきである。

②会社が毎月15日まで法第25条第2項の規定に従い、取締役  
、監査役、経理人及び会社の発行済株式総数の10%を越え

る株式を有する株主の持株変動情報を証管会に申告するとき、取締役または監査役全体の持株総数が第2条に定める割合を下った場合、直ちに取締役または監査役全体に対して前項が定める期限に従い補足すべき旨を通知し、かつ証管会に通告しなければならない。

③第1項が定める期限は、証管会または会社が通知した日から起算する。」

と定めている。

(38) 頼源河・証券管理法規 375頁 (1989年)。

## 第六章

### 内部者取引禁止違反の責任

#### 第一節 刑事責任

##### 一. 日本法における刑事責任

証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 の違反に対して、6ヶ月以下の懲役又は50万円以下の罰金が科される（証券取引法 § 200 ④）。これは極めて軽い刑である。外国の内部者取引に対する刑事罰と比べればそうであるのみならず、日本証券取引法に定められている罪としても最も軽い刑罰である<sup>(1)</sup>。

内部者取引禁止の違反に対して軽い刑罰しか科さないということは、今回の改正法で最も批判されているところの一つである。

内部者取引禁止の違反に対する刑罰の軽重についての批判として、次のような意見がみられる。

つまり、証券取引法上、6ヶ月以下の懲役または50万円以下の罰金に科されるのは、報告書提出義務の懈怠など形式的な違反行為である。しかし、内部者取引は、証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を損なう有害な行為である。内部者取引が悪いと感じ

られるのは、それが本質的に不公平だからである。情報の収集・分析に努力した結果ではなく、特定の地位に基づいて知りうる情報が、その地位と無関係な利得を約束するからである。倫理に悖る行為である。証券市場に対する信頼を損なう点においては、内部者取引と相場操縦は甲乙をつけがたい。証券取引法第 125条が定める相場操縦の違反に対して同法第 197条により 3 年以下の懲役または 300 万円以下の罰金という同法が定める最も重い刑が科されるのに対して、内部者取引禁止の違反を、報告書提出義務の懈怠など形式的な違反行為と同列に並べ、証券取引法上、最も軽い刑に処するのは、内部者取引の危険性・悪性と釣り合わない<sup>(2)</sup>。証券取引法第 200条第 4 号に規定されている他の犯罪は、行政的な目的を達成するために実質的に犯罪性のない行為に対して、極めて軽い罰則を課しているものである。従って、内部者取引禁止の違反をこれらの行為と同列に置く改正法は、内部者取引固有の違法性を全く評価しておらず、改正法の本質は、内部者取引規制に名を借りた一般的な開示促進立法に過ぎないと極端に批判する意見すら見られる<sup>(3)</sup>。

又、内部者取引禁止の違反に対して、民事責任も制裁金もない上に、軽い刑罰しか科さないならば、内部者取引は「やり得」になると懸念されるということである<sup>(4)</sup>。つまり、このような軽い刑罰の抑止力に対して疑念を持つわけである。

なぜ内部者取引禁止の違反に対してこのような軽い刑罰しか科さないかについては、次のような理由があげられる。即ち、内部者取引禁止の違反については行為者の主観目的というような実質要件を要求していないこと、又、内部者取引は、証券取引法第58条、第125条のように、行為者が売買行為以外に、特定の者に対して又は市場に対して積極的に不公正な行為をするわけではないこと、さらに、内部者取引については、まだ一般的にはそれが重大な不正行為だと広く認識されておらず、従って、このような行為に対して重い刑を科すことは妥当ではないということである<sup>(5)</sup>。

6ヶ月以下の懲役または50万円以下の罰金という刑罰を、内部者取引により獲得可能な利益と比べれば軽いものであるかもしれない。しかし、これはあくまでも罰則であって損害賠償または被害者救済という観点に立つものではない。内部者取引のような経済事犯にとっては、刑罰はむしろ一種の名誉刑と考えたほうがよいであろう。経済事犯に対していくら重い刑を科すとしても、それが死刑、無期懲役でない限り、犯罪により獲得可能な莫大な利益と比較して、犯罪を選んでしまう者があるであろう。従って、内部者取引に対しては、行為者を犯罪者とすることによって社会的制裁を受けさせるのが、かえって効果的だと考えられる。つまり、内部者取引の場合、内部者取引禁止の違反を犯した者は、一般投資家ではなく、発行会

社と特別な関係を有する者である。通常、ある程度の社会地位を有する者である。これらの者にとって、刑の軽重はそれ程重要なものではなく、重要なのは、犯罪者となることにより失う社会地位である。特に日本の社会では、犯罪者となることは、係る者の社会的信用が失われ、その事業生命の結末となるのと同じである。このような社会的制裁こそ内部者取引に対して抑制力を有するものだと考えられる。

証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 は、適用の容易性を図るため、禁止されるべき内部者取引については、証券取引法第58条のように行為の不正性、不当性という実質面に立ち入らず、形式面、外形面のみに着目してそれを処罰するものであるし、利益を得たか否か、又は取引手段において不正があったか否かを問わない。その代わりに、内部者取引禁止違反の罰則を軽くせざるを得なくなる。しかし、内部者取引の実質的不正まで立ち入り、それに対して重い刑を科し、その代わりに適用が必ずしも容易でない規制方法と比べれば、現行のような罰則が軽くて適用しやすい規制はより実効的だと考えられる。

なお、証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 の違反は、証券取引法第 207条の両罰規定の適用がある<sup>(6)</sup>。又、未遂犯の処罰は法律の明文の根拠が必要であるのに対して、内部者取引未遂を処罰

する明文はなく、従って、内部者取引の未遂は処罰されることはない<sup>(7)</sup>。

## 二. 中華民国法における刑事責任

証券取引法第 157条の 1 の違反に対して、2 年以下の懲役、又は 15 万元（約 75 万円）以下の罰金が処される（証券取引法 § 175）。中華民国証券取引法上が定める罰則は、一般的には、日本のそれより重い。例えば、日本証券取引法第 58 条に相当する証券取引法第 20 条の不正取引の一般的禁止の違反に対しては、7 年以下の懲役、又は 25 万元（約 125 万円）の罰金を科することとされ（証券取引法 § 171）。法定の財務書類の虚偽記載に対しては、5 年以下の懲役又は 20 万元（約 100 万円）の罰金を処することとされている（証券取引法 § 174⑤）。そこで、内部者取引禁止の違反に対して比較的軽い刑罰しか科さないことは、やはり、立法者が、内部者取引禁止の違反について行為者の主観目的というような実質要件を要求していないこと、又、内部者取引は、行為者が売買行為以外に、特定の者に対して又は市場に対して積極的に不公正な行為をするわけではないことを考慮したからであると考えられる<sup>(8)</sup>。

1987 年改正証券取引法が成立・施行されて以来、主務機関である証券取引委員会は内部者取引の摘発に積極的に努めてきた。現在まで、3 件の摘発例から見れば、不起訴処分と無罪判決が 1 件ずつで、有罪とされる事件においても、5 万元（約 25 万円）の罰金しか科さ

れなかった。摘発の成績は必ずしも芳しいとは言えないが、主務機関の内部者取引を証券市場から排除させる決心と努力が見受けられる。それにもかかわらず、証券市場において内部者取引の疑いが強い取引は跡を絶たない。そこで、証券取引委員会は、内部者取引規制の実効性を向上させるために、証券取引法の改正試案を作成した。試案においては、証券取引委員会に準司法的調査権を与えること、必ずしも明確でない内部者取引の構成要件を証券取引法施行細則において具体的に列挙すること、それとともに、第 157 条の 1 の罰則は軽すぎて、十分な抑止力を持たないと考えられ、内部者取引禁止違反の罰則を 7 年以下 1 年以上の懲役に引き上げるように提案された<sup>(9)</sup>。

しかし、この内部者取引禁止違反の罰則を引き上げる提案は賛成すべきでないと考えられる。確かに、中華民国では、経済事犯に対する社会的制裁の抑止力は必ずしも日本ほど強くないと思われる。日本のように内部者取引に対する抑止力を社会的制裁に大きく頼ることはできないと考えられる。しかし、中華民国では、内部者取引禁止の違反に対して民事責任が科されている。しかも、民事制裁金の意味もあって、内部者取引を行った者が負うべき損害賠償責任額は、裁判所の判断でそれを内部者取引により得た利益額の 3 倍まで引き上げることができる（証券取引法 § 157 の 1 II）。これにより、

内部者取引の「やり得」という懸念が大きく減少されることが考えられる。内部者取引は一般投資家の証券市場の公正性、健全性に対する信頼を損なう行為である。このような証券市場の健全な発展を阻害しうる行為を証券市場から追い出す必要がある。しかし、現行法は、内部者取引禁止規制の適用容易性を図るため、違法とされる内部者取引については、その行為の不正性、不当性という実質面に立ち入らず、形式的要件をもって認定し、行為者が当該取引により利益を得たか否か、又は取引手段において不正があったか否かを問わないという形式犯的規制をとっている。違法な内部者取引について行為者の主観的意図を問わずに形式的要件をもって認定しながら、それに対して7年以下1年以上、特にこの1年以上という裁量の余地のない重い刑を科すことは、妥当でないと考えられる。

他方、前述のように、現在まで証券取引委員会が摘発した3つの事例は、不起訴か無罪とされ、有罪とされた事例も5万元という軽い刑しか科さなかったように、内部者取引禁止の違反に対して比較的軽い刑しか科さない現行法の下でさえ、その認定について、行政管理機関と司法機関との見解が異なっている。内部者取引禁止の違反に対する罰則を試案のような重い刑に引き上げる結果、その摘発、罪の決定については、現在よりさらに慎重な態度で臨まないといけないうであろう。相対的に、内部者取引の摘発、罪の決定は現在より

困難となることが予想されうる。

内部者取引規制の実効性を図るためには、構成要件の明確化・具体化、摘発機関の調査権の強化は必要と考えられるが、罰則の加重によりその抑止力を引き上げようとする考えは必ずしも妥当ではないと考えられる。

### 三. 日本法と中華民国法における 刑事責任の比較研究

証券取引法第 190条の 2 及び第 190条の 3 の違反に対して、6ヶ月以下の懲役又は50万円以下の罰金が科される（証券取引法 § 200 ④）。これに対して、証券取引法第 157条の 1 の違反に対して、2年以下の懲役又は15万元（約75万円）以下の罰金が科される（証券取引法 § 175）。しかし、「2年以下」対「6ヶ月以下」ということで、中華民国では内部者取引の悪性についての評価は、日本のその4倍とされているというべきではない。中華民国では、一般的に、証券取引法上の罰則は日本のより重いである。不正取引の一般的禁止の違反や相場操縦禁止の違反に対する7年以下の懲役または罰金、又は法定の財務書類の虚偽記載に対する5年以下の懲役または罰金等と比べれば、内部者取引禁止の違反に対する2年以下の懲役又は15万元以下の罰金という刑罰は、比較的軽い刑である。つまり、日本法も、中華民国法も、違法とされる内部者取引については、その行為の不正性、不当性という実質面に立ち入らず、形式的要件をもって認定するという形式犯的規制をとっているため、内部者取引禁止違反の罰則を軽くしたのである。内部者取引の証券市場にもたらす危害は相場操縦と同様に評価されるべきだが、相場操縦規制

の違反は証券取引法が定める最も重い刑に処されるのに、内部者取引禁止の違反は軽い刑しか処されないことは、内部者取引の危険性、悪性と釣り合わないと批判されている。しかし、内部者取引規制の適用容易性を図るため、内部者取引について形式犯的規制をとった以上、これはやむを得ないことだというべきであろう。一方、刑罰が軽すぎて、十分な抑止力を持たないことが懸念されている。これに対して、日本では、内部者取引のような経済事犯については、刑罰の軽重よりも、社会的制裁の抑止力が強いと考えられる。従って、内部者取引について形式的要件をもって認定することにより、罰則が軽くならざるを得ない代わりに、適用が容易となる内部者取引規制は、かえって実効性があると考えられる。一方、中華民国では、内部者取引のような経済事犯に対する社会的制裁の抑止力は日本のそれと同じように期待されることができないが、内部者取引禁止の違反に対して民事責任が科されており、しかも、裁判所の判断により、内部者取引を行った者の損害賠償責任額を、内部者取引により得た利益額の3倍まで引き上げることができるとされている。従って、現行の規定は十分な抑止力を有するものだと考えられる。内部者取引について形式犯的規制をとっている以上、現行の刑罰より重い刑を科すことは必ずしも妥当でないと考えられる。

上述のように、日本法と中華民国法における刑罰規定は、単純に

数字的に比べれば、軽重の差が見られるが、実質上の意味は同じだ  
というべきであろう。又、両国の法規制のもとで、内部者取引の刑  
罰規定としては、それぞれ妥当なものだと考えられる。ただ、日本  
では、内部者取引の違反については、民事責任を定めておらず、民  
事制裁金の規定も有しない。刑事責任のみをもって内部者取引規制  
に臨むことは、内部者取引の「やり得」となる懸念はないとは言え  
ないであろう。これについては、次節の「民事責任」において検討  
することとしたい。

## 第六章 第一節 一注釈一

- (1). 諸外国の内部者取引に対する罰則は、例えば、アメリカでは10年以下の懲役または百万ドルの罰金、オーストラリアでは、5年以下の懲役又は2万オーストラリアドルの罰金、又イギリス、フランス、カナダもそれぞれ2年以下の懲役または罰金を処するのである。内部者取引規制研究会編著・一問一答、インサイダー取引規制 112頁（1988年）。
- (2). 龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号157頁（1990年1月）
- (3). 渡辺征二郎・インサイダー取引33頁（1989年4月）。
- (4). 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説 254頁（1989年4月）。
- (5). 研究会記録「インサイダー取引に関する研究会(1)」インベストメント1988年12月号38頁神崎克郎報告。
- (6). 詳しくは、横畠裕介・インサイダー取引規制と罰則213頁～215頁参照（1989年）。
- (7). 内部者取引未遂の可能な形態は次のようなものが考えられる。即ち、内部情報を知って注文を出したが、①証券会社が間違っ  
て別の銘柄を買いつけてしまった、②証券会社が注文の執行を忘れてしまった、③証券会社が注文を断った、④市場で取引が成立しなかった等である。野村証券編・事例インサイダー取引41頁（1988年12月）参照。
- (8). 郭土木・上市公司董、監事、経理人及大股東股權管理之研究（政治大学法律学研究所修士論文）220頁（1988年6月）参照。

(9). 1989年9月24日經濟日報。

## 第四節 民事責任

### 一. 日本法における民事責任

1988年5月改正証券取引法において新設された内部者取引規制は、刑事的規制を中心とした立法だと言えるであろう。改正法における内部者取引の民事的規制の強化としては、証券取引法第188条の会社役員・主要株主の売買報告義務を復活させること、又、同法第189条の会社役員・主要株主の短期売買差益提供義務について、規制対象有価証券の範囲を拡大することと共に、大蔵大臣の関与を中心とする規定の整備を行ったことがあげられる。しかし、会社の役員・主要株主の短期売買差益の提供義務は、言わば間接的な内部者取引規制であり、内部者取引そのものを規制するものではない。内部者取引を直接に規制する第190条の2及び第190条の3については、民事責任が定められていない。

発行会社の内部情報を知った会社関係者が取引をしなくても、同様な価額での取引が成立されうる。それがために、内部者取引は、しばしば被害者のいない犯罪と言われている。しかし、事情を知っていれば取引をしなかった、少なくともその価格では取引しなかったはずの投資者は、内部者取引の被害者というべきであろう。従っ

て、内部者取引規制においては、被害者の救済としての民事責任の問題を論ずる必要がないわけではない。

理論的には、第 190条の 2 及び第 190条の 3 について民事責任の規定を定めなくても、それらの違反に対して、民法第 709条が定める不法行為の損害賠償請求権により民事責任を追及することができる。

しかし、この場合、まず、原告の適格性の問題が生じる。日本の訴訟制度では、被害者が加害者の行為と因果関係のある損害を被ったことを立証する必要がある。内部者取引として問題になるのは、多くは、証券取引所市場における取引である。取引所市場における取引は、集中取引なので、当日あるいは当該期間中、当該銘柄について成立した取引は問題の取引しかないという極めて例外の場合を除けば、相手方が誰であるか取引の当事者には判らない。即ち、内部者取引による被害者は誰かはっきりしないのである。

次に、損害額の算定も問題となる。取引所における価格は刻々変化していく。内部者取引による損害額の計算に当たって、重要情報公開前と公開後と比較すればよいと言っても、どの時点で比べればよいかははっきりしないのである。

さらに、因果関係の立証の問題がある。取引所での価格は内部者取引の基礎となる内部情報だけで左右されるわけでもない。需給関

係、相場動向など様々な様相が絡み合って形成されたもので、内部者取引によって被った損害とは何かははっきりしない<sup>(1)</sup>。

従って、民法第 709 条に基づき、取引所を通しての内部者取引に対する損害賠償責任を追及するのは、ほとんど不可能に近いと言われている<sup>(2)</sup>。

内部者取引の損害賠償責任の追及を実際に容易にするためには損害額の算定基準及び請求権を有する者を法定することが有益であるという意見は改正法成立前にすでに提出されている<sup>(3)</sup>。しかし、内部者取引について、前述のような原告の適格性、損害額の算定、因果関係の立証等の難問を除去できるような特別な民事賠償責任制度を設けることは、結局、日本の従来 of 訴訟制度とは根本的に異質な制度とならなければならない。これについては、慎重な検討が必要だと考えられる<sup>(4)</sup>。加えて、現在の日本の法律制度の下では、内部者取引禁止の違反について民事責任の規定を設けても、民事責任の追求による内部者取引の防止又はそれに対する制裁的な効果は大きく期待できないと考えられる。なぜならば、取引所取引の特性を鑑みれば、請求権者の決定及び請求額の算定を法定の方法でおこなう場合、その方法は、内部者が売買したと同時に、反対方向の取引をした全員に損害賠償請求権を与え、これらの請求権者がそれぞれの取引額に応じて、内部者が当該取引により得た利益額或はそれ

を加重した額の範囲内で、比例的に損害賠償請求額を決めるという  
ようなものとなるであろう。この場合、個々の投資者の損害賠償請  
求額が小さくなり、損害賠償を請求するインセンティブが薄くなる。  
個々の投資者による損害賠償権の行使は余り期待できない。その上、  
日本では、法律制度上、例えば弁護士報酬について成功報酬が認め  
られておらず、アメリカで内部者取引の損害賠償訴訟においてよく  
利用されるクラス・アクションについても法制上の整備が十分でな  
い。従って、内部者取引禁止の違反について民事責任の規定を設け  
ても、民事責任の追求による内部者取引の防止又はそれに対する制  
裁的な効果は大きく期待できないと考えられるわけである<sup>(5)</sup>。上  
述の考えの下で、今回の改正法は、内部者取引禁止の違反について  
民事責任の規定を定めなかった。

日本では、内部者取引に対しては刑事責任のみを科している。刑  
事罰の罰の効果は、社会的な制裁をかなり伴うものだから、刑事罰  
のみであっても相当内部者取引の抑止力はあると考えられる。しか  
し、そうはいつでも、内部者取引によって利得をした者がその利益  
を保持することを許すのは不当である。内部者取引によって利得を  
した者はその利益を保持できないようにする措置をとらなければ、  
「やり得」に対する懸念が残される。

刑法第19条、第19条の2の没収・追徴の規定は、証券取引法第1

90条の2、第190条の3の違反についても適用があると解されている<sup>(6)</sup>。しかし、刑法上、没収の対象は「物」であり、「利益」ではないので、内部者取引の利益の吐き出しに刑法の没収を活用することには限界があると考えられる<sup>(7)</sup>。内部者取引の「やり得」の除去を刑法の没収・追徴の規定に頼ることは必ずしも十分ではない。

そこで、内部者取引によって利益を得た者に対する課徴金制度を設けるべきだとの主張が唱えられる。内部者取引に対する課徴金制度を設ける場合、内部者取引により得た利益、即ち課徴金の額は、内部者取引とされた問題の取引の取引価額と内部者取引の基礎となる内部情報が公表された結果を反映した有価証券の市場価額、例えば情報公表後一定期間の市場価格の平均値、との差額を基礎に算定するものとするのが合理的であろう。内部者取引だと認定された場合、強制的に、法定の計算方法により算定した額の課徴金を供出せしめる。さらに、裁判所の裁量により、課徴金の額を法定の方法で算出した内部者取引により得た利益の一定倍数、アメリカの例では3倍、まで引き上げることを可能にすれば、課徴金制度による内部者取引に対する抑止力はさらに強化できると考えられる。

課徴金制度を設けることには、内部者取引により不正に得た利益の算定方法など、困難な問題がないわけではないが、請求権者即ち

取引の相手方についての問題を配慮せずに済めるという点で、内部者取引の民事賠償責任制度を設けることと比べれば、比較的容易であると考えられる。又、すでに、独占禁止法においてカルテル形成との関係で、課徴金制度が採用されており、不正に得た利益の吐き出しにある程度の成果を上げている。従って、立法論としては、内部者取引をした者に対する民事責任の追及が困難である状況の下では、内部者取引により得た不正な利益を吐き出させ、証券市場の公正さを図る手段として、内部者取引に対する課徴金制度を設けることは有益であると考えられる。

課徴金制度は民事制裁金の意味を有するものであり、被害者救済のためのものではない。課徴金の供出先は国であり、それを被害者に分配するためのものではないと考えられる<sup>(8)</sup>。刑事罰及び課徴金はあくまでも内部者取引をした者に対する制裁である。そして、被害者の救済は、民事の損害賠償により図るべきである。内部者取引における被害者の救済を可能にさせなければ、内部者取引により破壊された証券市場の公正さの完全な回復は求められないであろう。前述のように、日本では、内部者取引の民事責任の追及は種々の難点を有する。1988年証券取引法改正当時の状況では、内部者取引の民事責任について慎重に検討し、適切な制度を考案する時間的余裕がなかったと考えられる。これから、内部者取引の民事責任の問題

を内部者取引規制の改善における重要な課題として取り組んでいくべきと思われる。

## 二. 中華民国法における民事責任

### 1. 内部者取引をした者の民事責任

証券交易法第 157条の 1 第 2 項は内部者取引をした者の民事責任及びその損害賠償責任限度額の算定方法を定めている。即ち、

「前項（第 1 項）の規定に違反した者は、情報が公開される前に当該株式を買付け又は売り付けた価格と情報公開された後十営業日の終値の平均価格との差額を限度として、善意の反対売買を行った者に対して損害賠償責任を負う；その違反の事情が重大であるとき、裁判所は、善意の反対売買を行った者の請求によりその責任限度額を 3 倍に引き上げることができる。」

本項が定める内部者取引をした者の損害賠償責任限度額の算定方法は、明確なものだと考えられる<sup>(9)</sup>。

この算定方法は、内部者取引をした者が当該取引により得た利益を基準とするものである。即ち、内部者取引をした者が情報公開前に行った取引の価額と株式の投資判断に影響を及ぼす重要な情報が公開された結果を反映した当該株式の市場価額との差額を内部者取引により得た利益額とし、これを内部者取引をした者の損害賠償責任限度額とするのである。内部者取引の基礎となる重要情報が公開

された結果を反映した当該株式の市場価額については、当該情報が公開された後十営業日の終値の平均価額だという機械的な方法で決める。当該情報が公開された後の「合理的期間」の市場価額で決めるという方法と比べれば、本項が定める方法は弾力性を欠くが、明確であり、「合理的期間」の認定を巡るトラブルを避けることができる<sup>(10)</sup>。損害賠償請求権者の立証責任の負担も軽減できるのである<sup>(11)</sup>。なお、本項の算定方法により算出した損害賠償責任限度額は法定の推定額に過ぎず、当事者双方とも他の証拠方法によりこの損害賠償責任額の増減を主張することができる<sup>(12)</sup>と解されている<sup>(12)</sup>。

なぜ「十営業日」の終値の平均価額を算定の基礎とすることは、特に理論的根拠を有するわけではないが<sup>(11)</sup>、多少説明を加える必要があると思われる。。台湾では、180社余りの上場会社しか有しないのに、取引高がロンドン市場を抜き、世界第3位となっているように、証券市場の売買回転率が極めて高いのである。このような市場では、株価の重要情報に対する反応が極めて迅速であり、従って、株式の投資判断に影響を及ぼす情報が公開された結果を反映した市場価額を当該情報公開後の十営業日の終値の平均価額をもって計算するのは、期間的には長すぎるのではないかと思われるかもしれない。しかし、台湾では、証券取引所市場、店頭市場を問わず、

公開市場での有価証券売買について、厳格な値幅制限を定めている。現在では、有価証券売買の値幅制限は、前日の終値の7%とされている。このような厳格な値幅制限のもとでは、算定基礎とされる期間を余りに短くすれば、公開された内部者取引の基礎となる重要情報の株価に及ぼす影響が十分に反映されていない恐れがある。従って、内部者取引の基礎となる情報が公開された結果を反映した市場価額を情報公開後の「十営業日」の終値の平均価額で決めるのは、妥当なものだと考えられる。

その違反の事情が重大であるとき、裁判所は、善意の反対売買を行った者の請求によりその責任限度額を3倍に引き上げることができる。前述のように、本項の内部者取引の損害賠償責任限度額の算定方法は内部者取引により得た利益額を意識したものである。内部者取引をした者の損害賠償責任限度額を当該者の内部者取引により得た利益額に限定すれば、内部者取引に対する抑止力は必ずしも強くない。なぜならば、内部者取引が発見されなかったら、儲けたことになる。発見されても、その得た利益を吐き出せばよく、何も損しないこととなるからである。そこで、裁判所に損害賠償責任額を法定の方法で算出した額の3倍まで引き上げる権限を与えることにより、その抑止力を期待するのである。この規定は、アメリカにおける民事制裁金制度を民事損害賠償責任に移植したものであると

考えられる。民事制裁金の拠出先は国庫であるのに対して、損害賠償の場合、それは被害者に分配されるものとなる。

なお、本項の民事責任は第 157条が定める会社の役員、経理人及び大株主の自社株短期売買差益の提供義務と両立できないものではない。問題とされた内部者取引が第 157条の短期売買差益の提供義務発生の基礎となる取引にもなる場合、第 157条の規定によりその取引により得た利益を会社に提供したとしても、本項の損害賠償責任はそれによって解消されることはないと解すべきである。つまり、この場合、内部者取引をしたものは2重の責任を負うのである。

本項は内部者取引をした者の損害賠償責任限度額を定めているが条文は内部者取引禁止規制に違反した者は善意の反対売買をした者に対し損害賠償責任を負うと定めているだけである。損害賠償請求権を有する者の範囲、その請求権行使の範囲については、明確にされていない。

善意とは当該重要情報を知らないことを意味するのは言うまでもない。重要情報が公開される前に、内部者取引と反対方向の取引を行った者はすべて善意な者だと推定すると解すべきであろう。善意の反対売買をした者として損害賠償請求権を有する者は、取引の相手方が確定できる場合、その取引の相手方とし、取引所市場のような取引の相手方が確定できない場合、内部者取引の当日に善意の反

対売買を行った者とする<sup>(14)</sup>。取引所市場における集中取引では、取引の相手方を確定することはできず、内部者取引が行われた当日に反対売買を行ったのであれば、内部者取引の相手方となる可能性はないからである<sup>(15)</sup>。

条文は「前項（第1項）の規定に違反した者は、．．．善意の反対売買を行った者に対して損害賠償責任を負う」と定めているので、内部者取引をした者の刑事責任の確定がその民事責任発生の前提要件だと解すべきである。内部者取引をした者の刑事責任が確定されれば、内部者取引の当日に反対売買を行った者は全て善意な者と推定され、損害賠償請求権を有する。当該反対売買により積極的損害を受けたか否かは損害賠償請求権発生の要件ではないと解すべきである。

損害賠償請求権を有する者の請求権の行使範囲については、法は定めなかった。学説上は、請求権を有する者が行った反対売買の量と当日に当該株式における取引の総量との比例に、本項の算定方法により算出した損害賠償責任限度額内に、損害賠償の請求ができるとされている<sup>(16)</sup>。即ち、内部者取引の損害賠償請求権の範囲は、請求権を有する者の売付けたまたは買付けた株式数を当日の当該銘柄の全取引量で除したものに、本項の算定方法に基づき算出した損害賠償責任額を乗じた額とするのである。

現在まで、有罪とされた内部者取引事件は台湾煉鉄会社事件のみである（この事件の事実経過は本論文86頁参照）。この事件の被告陳氏の刑事責任が確定された後、1989年8月、陳氏に対して本項に基づき損害賠償請求の民事訴訟が提起された<sup>(17)</sup>。陳氏が台湾煉鉄株20万株を買った日に同社株18万株を売った原告は、上述の学説上の計算方法で算出した額を請求額とした。しかし、本件民事訴訟は、結局、和解で終わったので、この学説上の請求権範囲の計算方法を裁判により確認されることはできなかった。

## 2. 情報提供者の連帯民事責任

証券交易法第157条の1第3項は、情報提供者の連帯民事責任を定めている。即ち、

「第1項第4号に掲げる者は、前項の損害賠償について、第1項第1号ないし第3号に掲げる者で情報を提供した者と連帯して賠償責任を負う。ただし、第1項第1号ないし第3号に掲げる者で情報を提供した者は、当該情報がすでに公表されたものであると信ずるべき正当な理由を有するときは、この限りではない。」

内部者取引の規制対象主体となる情報受領者は第1次受領者に限ると解すべきなので、本項により内部者取引の連帯民事責任が課さ

れる者は、証券取引法第 157条の 1 第 1 項第 1 号から第 3 号までに掲げる者に限る。発行会社の内部者、準内部者が当該会社の株価に重大な影響を及ぼしうる未公開情報を知って、当該情報を他人に伝達すること自体は、刑事罰の対象とならないが、情報提供者は、本項の規定により、内部者取引をした情報受領者と連帯して民事責任を負わなければならない。

しかし、本項但し書が定める情報提供者の連帯責任の適用免除規定は、必ずしも合理的なものではないと考えられる。本項但し書は、情報提供者は当該情報がすでに公表されたものであると信ずるべき正当な理由を有するときは、当該者から情報の伝達を受けた情報受領者が内部者取引をしたとしても、情報提供者が連帯民事責任を負わないとしている。この但し書の規定を有意義のものとするためには、この場合でも、当該情報の伝達を受けて、当該会社の株式を売買した情報受領者は内部者取引の刑事責任、民事責任を負うべきでなければならない。しかし、情報提供者が当該情報がすでに公表されたものであると信ずる正当な理由を有し、当該情報を他人に伝達した場合、当該情報の伝達を受けた情報受領者は更に当該情報がすでに公表されたものであると信ずる理由を有するはずである。内部者取引の構成には、行為者が自分の知った情報が未公開のものであるとの認識が必要だと考えられる。情報受領者が自分の知った発行

会社の重要情報が未公開のものであるとの認識を有しない場合、当該情報が公開される前に、当該会社の株式を売買しても、そもそも内部者取引を構成しないと解すべきである。従って、本項の但し書の規定は無意義のものと考えれる。

### 三. 日本と中華民国における民事責任の比較研究

日本法は特に内部者取引の民事責任についての規定を設けていない。理論上、内部者取引の被害者は、民法上の不法行為の損害賠償責任に関する規定をもって内部者取引をした者に対して損害賠償の請求を行うことができる。しかし、内部者取引は殆ど取引所市場において発生したものである。取引所市場取引の特性を鑑みれば、民法上の規定をもって、内部者取引をした者の民事責任を追及しようとすれば、原告の適格性、損害額の算定、因果関係の立証などの難問があり、實際上不可能に近いと考えられる。内部者取引に対する刑事罰則は極めて軽いものとはいえ、それに伴う社会的制裁の効果を考えれば、相当な抑止力を有するものである。内部者取引について特別な民事責任規定を設けようとすれば、それが日本の従来の訴訟制度と根本的に異質な制度とならざるを得ず、慎重な検討が必要である。加えて、弁護士成功報酬が認められておらず、クラス・アクションについての法制上の整備も十分でない日本では、内部者取引の民事責任の規定を設けても、民事責任の追及による内部者取引の防止またはそれに対する制裁の効果は大きく期待できないと考えられる。上述のことで、1988年5月の改正証券取引法は内部者取

引の民事責任についての規定を定めなかった。

しかし、内部者取引を被害者のいない犯罪と考えるべきでないだろう。事情を知っていれば取引をしなかった、少なくともその価格では取引をしなかったはずの投資者は、内部者取引の被害者というべきであろう。被害者が存在する以上、被害者に救済手段を与えない法律は良い法律とは言えないであろう。1988年改正証券取引法は言わば緊急の立法であり、内部者取引の民事責任の規定を慎重に検討し、適切な制度を考案する時間的余裕がなかったと考えられる。今後とも、内部者取引の民事責任を内部者取引規制の改善における重要な課題として取り組んでいくべきだと思われる。

これに対して、中華民国法は、内部者取引をした者の民事責任を明文で規定し、内部者取引により得た利益を基礎とする損害賠償責任限度額の算定方法をも明確に定めている。裁判所の判断により、その賠償責任限度額を3倍まで引き上げることができるという民事制裁金の意味を有するものも、内部者取引をした者の損害賠償責任として内部者取引をした者に課している。請求権者の範囲、請求権行使の範囲などは必ずしも明確にされていないが、これらの問題は、実際の事件において、裁判所の判断により明らかにすることが期待できる。中華民国法の内部者取引の民事責任についての規定は、内部者取引の被害者の救済手段としても、内部者取引の制裁手段とし

ても、その効果が期待できるものだと考えられる。

## 第六章 第二節 ～注釈～

- (1). 内部者取引規制研究会編著・一問一答，インサイダー取引規制 116頁（1988年）参照。
- (2). 前田重行「内部者取引に対する法規制—その問題点と改革の方向」代行レポート81号6頁（1988年3月）。
- (3). 神崎克郎「内部者取引の規制の問題点」商事法務1100号21頁（1987年1月）。（神崎克郎・証券取引の法理（1988年）503～516頁収録）参照。
- (4). 「内部者取引の規制のあり方について」と題する1988年2月24日付きの証券取引審議会報告書は、内部者取引をした者の相手に対する損害賠償責任の実効性を持つような措置を講ずる必要性を肯定しながら、「取引所に関する損害賠償のあり方については、原告適格、訴訟手続き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。」と述べている。
- (5). 証券取引法研究会記録「証券取引法の改正について(4)—インサイダー取引の規制について—」インベストメント1989年4月号39頁神崎報告参照。
- (6). 横島裕介・インサイダー取引規制と罰則205頁（1989年）。
- (7). 内部者取引規制研究会・前掲（注1）116頁。
- (8). 龍田節教授は、内部者取引の課徴金について、「「刑罰を科さないときにも課徴金を取り立てることにすれば、額に応じた抑止力が期待できよう。取り立てた課徴金を被害者に分配することにすれば、公正さの回復にも役立つだろう。」と述べている

。龍田節「インサイダー取引規制」ジュウリスト948号157頁（1990年1月）。しかし、取り立てた課徴金を被害者に分配しようとする場合、結局、被害者が誰かの確定、被害者が課徴金を受けることの理論根拠などは、内部者取引の民事責任における同様な問題が出てくるであろう。これらの問題が解決できれば、内部者取引の民事責任の形で行えばよいのではないか。又、刑罰を科さないときにも課徴金を取り立てることの意味もよく理解できない。もしそれが証券取引法第190条の2又は第190条の3の違反を構成せず、刑罰を科す余地のない取引であっても課徴金の取り立てを行うという意味であれば、係る取引に対し課徴金を取り立てる理論根拠は何であろう。もし、それが、株価に影響を及ぼす情報の発生した後、当該情報が公表される前に、会社の関係者等が取引を行えば、それが当該会社関係者が当該情報を知って行ったのか否かを問わず、当然、課徴金を取り立てる対象とすることを意味するとすれば、会社関係者等の自社株の取引が実質上禁止されることとなり、これは合理的な規制と思われぬ。

- (9). 証券取引法は「情報の公開」について定義をしていない。従って、本項の「情報公開後十営業日」の起算日は必ずしも明確ではないと言われるかもしれない。しかし、本項の適用の前提は、第1項即ち内部者取引禁止の違反である。情報がいつ公開されたかということは内部者取引の禁止の違反の有無を判断するときに、確定されるべきものである。従って、内部者取引をした者の損害賠償責任限度額の算定方法としては、本項の規定は明確なものだというべきである。

- (10). 楊清均・公司内部人員証券交易之研究（政治大学法学研究所  
修士論文，未公表。） 188頁（1987年6月）。
- (11). 余雪明・証券交易法 180頁（1988年5月）。
- (12). 余雪明・前掲。
- (13). 本項の損害賠償責任限度額の算定方法は、カナダの立法例を  
参考したものであり、カナダでは情報公開跡の20日間の平  
均株価を算定の基礎とするのに対して、台湾の市場規模が小  
さく、株価に影響を及ぼす要素が比較的複雑ということを鑑  
みて、算定の基礎を情報公開後の10営業日の終値の平均価  
額としたのである、という説明がみられる。蘇松欽・証券交  
易法修正詳論 316頁（1988年5月）。
- (14). 蘇松欽・前掲317頁参照。
- (15). 余雪明・前掲注(11) 179頁。台湾では、証券取引所の取引時  
間は午前のみので、内部者取引の「当日」に反対売買を行っ  
た者が内部者取引の相手方となる可能性を有すると考えて良  
いであろう。なお、内部者取引がなされたから、情報が公開  
された日まで、全ての、善意の反対売買を行った者は損害賠  
償請求権を有すると解する意見もみられる。覃正祥「論内線  
交易」法学叢刊134期121頁(1989年4月)。しかし、損害賠償  
請求権を有する者の範囲をこのように広げれば、内部者取引  
をした者の損害賠償責任額が限定されている現状では、被害  
者各々が請求できる額が相対的に少なくなり、内部者取引を  
した者に民事責任を課すことにより被害者の救済を図ること  
の意味が薄くなってしまう。このような解釈を支持すべきで  
ないと考えられる。

(16). 蘇松欽·前揭注(13)317頁參照。

(17). 1989年8月12日經濟日報。

## 第七章 結論

### 一. 両国法における主な異同

内部者取引は証券市場の健全性、公正性及びそれに対する一般投資家の信頼を損なう行為であって、証券市場から排除すべき行為である。日本では、1989年5月に、「証券取引法の一部を改正する法律」が成立し、証券取引法第190条の2及び第190条の3を新設し、内部者取引の禁止を明文化した。これに対して、中華民国では、日本より約半年早く、1988年1月に証券交易法の大幅な改正が行われ、改正証券交易法は内部者取引の禁止規定として、第157条の1を新設した。両国の内部者取引禁止規制の内容及びその比較研究は、前述各章において述べたが、その主な異同は次のようなものであると考えられる。

#### 1. 形式的認定主義及び適用除外条項

両国は、内部者取引禁止については基本的には同様な立法態度を取ったのである。即ち、内部者取引の禁止においては、行為者の主観的目的を構成要件とせず、形式的要件をもって禁止されるべき内

内部者取引を認定するのである。両国はともに、内部者取引の禁止について、証券詐欺概念を用いることなく、証券市場の公正性、健全性及びそれに対する一般投資家の信頼の保護を法益にしたのである。内部者取引の構成を形式的要件をもって認定する立法は、問題とされる取引が違法な内部者取引であるか否かの究明を容易にし、内部者取引禁止規制の実効性が確保されうると考えられる。

ただ、中華民国では、実務上、内部者取引禁止のこの基本的立法態度に対する認識は必ずしも一致していない。新亜電器会社事件の裁判官は、本件被告が行った株式取引は、問題となる重要情報が株価に及ぼすべきものと反対方向のものだと認定し、従って、本件被告の行為は、当該情報を知ったことと関係なく行った行為であり、当該情報を利用して利益を図る意図をもって行った行為ではないという理由で、本件被告に対して無罪判決を下した。証券交易法第157条の1は適用除外条項を定めていない。内部者取引の禁止について、取引の実質的な不正という点まで立ち入らず、形式的に一定の行為を禁止する結果、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する投資者の信頼保護という立法目的を阻害しないものまで規制範囲に入れてしまうことが十分考えられる。従って、法の合理性を図るためには、このような行為を、明文をもって内部者取引禁止規制の適用範囲から除外する必要がある。一方、法定の形式要件に該当す

る行為は、それが明文に定められている適用除外事項でなければ、裁判官の裁量により内部者取引禁止規制の適用を免除させることは妥当ではない。なぜならば、このように裁判官の裁量を許せば、形式的立法の意義がなくなってしまうからである。

従って、新亜電器会社事件の裁判官が示した見解は支持すべきでないと考えられる。内部者取引の禁止においては、行為者の主観的目的の如何は量刑に際して考慮すべき要素ではあるが、内部者取引禁止違反の成立に影響を与える要素ではないと考えるべきである。内部者取引禁止の基本的立法態度に対する実務界の認識もそういう方向に一致することが望まれる。

他方、内部者取引禁止について、形式的認定主義をとっているにも係わらず、適用除外条項を設けていない証券交易法第 157条の 1 は、欠陥のある立法と言わざるを得ないであろう。法の合理性を図るために、内部者取引禁止の適用除外条項を設けることが望まれる。そして、中華民国の証券管理体制はまだ流動的な要素が多く存在しているので、証券交易法において抽象的な適用除外条項を設け、その具体的事項は、改正、追加が比較的容易である証券交易法施行令において列挙する方式を取る方が、有益だと考えられる。

## 2. 内部者取引禁止の対象有価証券

日本法は、証券市場の公正性、健全性並びにそれに対する一般投資家の信頼を損なう内部者取引の対象となりうるものを可能な限り、内部者取引禁止の対象有価証券にした。これに対して、中華民国法は、内部者取引禁止の対象有価証券を株券に限定した。立法当時まで、株式の取引高は常に証券市場全体の95%以上を占め、中華民国の証券市場は株券という単一商品の市場と等しいという実情を鑑みた立法だと考えられる。中華民国では日本のように有価証券の多様化が進んでいなかった。日本で内部者取引禁止の対象有価証券とされている新株引受権付き社債券、オプション取引は中華民国では法制化されていない。国内転換社債の発行も、1988年1月改正証券交易法が成立当時、実質的にはできなかった。しかし、近来、中華民国では企業の資金調達方法の多様化が進みつつあり、特に転換社債の発行の利用が期待されている。實際上、1990年4月、国内転換社債第1号の発行が予定されている。中華民国の証券市場は多様な商品へ変貌することが予期される。証券市場の変化に対応して、証券交易法第157条の1を改正し、内部者取引禁止の対象有価証券の範囲を拡大することが必要だと考えられる。

一方、日本法は内部者取引禁止の対象有価証券を上場証券や上場会社が発行した非上場証券といった証券取引所市場関係のものに限

定した。これに対して、中華民国法は、内部者取引の対象有価証券を株券に限定する一方、対象有価証券となる株券については、証券取引所に上場されているものに限らず、店頭市場で売買されているものをも規制範囲に入れた。日本の店頭登録銘柄は 200 を超え、中華民国の上場会社数より多いというような決して小さいとは言えない規模までに発展してきた。従って、店頭市場の規模がまだ小さく、一般投資家には馴染みがまだ薄いなどを理由として店頭市場が内部者取引禁止の規制範囲からはずされるのは、説得力を有しない。店頭市場における監督・監視体制が不十分であり、内部者取引規制を強行すれば、無用な混乱を引き起こしかねないということは、日本法が店頭市場を内部者取引禁止の規制範囲にいれなかった最も大きな理由だと考えるべきであろう。しかし、店頭市場も公開の証券市場であり、その公正、健全を確保する必要性は、取引所市場より低いとは考えられない。監督・監視体制の整備に努め、店頭市場に係わる取引も内部者取引禁止の規制範囲内にいれることが望ましいというべきであろう。これに対して、中華民国では改正証券交易法が成立した当時、株式店頭市場はなかった。2 年余りを経た 1990 年 3 月現在でも株式の店頭登録会社は 1 社しかないという状態である。店頭市場の活性化を図るためには、現行の取引所市場と殆ど変わらない厳しい規制を多少緩めてもよいのではないかという意見もみられ

るが、しかし、前述のように、店頭市場における公正性、健全性及びそれに対する投資者の信頼を確保する必要性は、取引所市場のそれより低いとは考えられない。従って、中華民国の株式店頭市場は、実際に発達していないとはいえ、それを内部者取引禁止の規制範囲に入れることは有意義なことだと考えられる。

### 3. 内部者取引禁止の規制対象となる取引の態様

日本では、内部者取引禁止の規制対象となる取引の態様は、売買を始め、それ以外の有償の譲渡または譲受けを含む。これに対して、中華民国では、売買に限られる。中華民国法は特に内部者取引の性格を鑑みた上、内部者取引禁止の規制対象となる取引の態様を売買に限定したとは考えられず、それは、中華民国では上場証券について、取引所市場を通じる売買以外の所有権移転行為が原則として認められていないからである。

しかし、内部者取引の禁止について、情報と取引との因果関係も、行為者の主観的目的も要件もとしない形式主義的立法のもとでは、そもそも規制対象を証券市場における売買取引以外の取引態様まで広げる必要はないと思われる。内部者取引禁止について、形式的認定主義立法を採用した場合、内部者取引の当罰性は次のようなもの

だと考えられる。即ち、投資者の投資判断に重大な影響を及ぼしうる情報を知ることの特権的地位にある者が、その地位ゆえに知り得た情報が公開された前に、当該情報を知らない一般投資者を相手取引を行えば、一般投資者が極めて不利な地位に立つこととなる。このような行為は、証券市場の健全性、公正性並びにそれに対する一般投資者の信頼を損なうものだということである。しかし、この理論は証券市場における取引の場合こそ成り立つのであろう。なぜならば、全ての投資者が、平等な地位に立ち、知ろうとすれば知ることができる情報に基づいて、投資判断をし、取引をすることは証券市場の基本である。投資者は、証券市場がこのように健全に、公平に運営されていることを信頼して証券市場において取引をするのである。証券市場においては、買手と売手との間での信頼関係は専ら証券市場の公正性と健全性に対する信頼に代替されるのである。証券市場取引の仕組みの下では、投資者はあらかじめ取引相手方と取引対象の内容について交渉する必要がなく、又交渉しようとしても交渉しようがないのである。このような特性があるからこそ、投資情報における特権的地位の濫用により行われる内部者取引は、情報と取引との因果関係や行為者の主観的目的のいかんと関係なく、かかる取引そのものが、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を損なうものであり、禁止されるべき行為であると言え

るであろう。

これに対して、証券市場を通らない取引は、取引当事者双方の信頼関係が市場の仕組みによる保証はなく、その取引の相手方も特定できない一般投資者ではなく、むしろ何か特別の関係を有する者だろうと考えられる。このような市場外取引の場合、その取引当事者の一方が未公開重要情報を知っている内部者等であって、その取引により証券市場の健全性、公正性及びそれに対する一般投資者の信頼が必然的に損なわれるとは言えないであろう。従って、内部者取引禁止について、情報と取引との因果関係や行為者の主観的目的の如何を問わず、形式的要件で規制する場合、証券市場を通らない取引までをその規制範囲に入れることは必ずしも合理的ではないと思われる。

#### 4. 内部者取引禁止の対象主体

内部者取引禁止の対象主体について、両国法の共通点としては、ともに内部者取引の構成要件の明確化、客観化を図るために、内部者取引禁止の対象主体を具体的に列挙したこと及び内部者取引禁止の対象主体となる情報受領者を第1次受領者にとどめることにしたことである。内部者取引禁止の対象主体となる情報受領者を第1次

受領者と限定したことについては、取引市場の公平性を害し、国民の証券市場に対する信頼を損なうという情報受領者の当罰性と言え、第1次のも、第2次以降の情報受領者も同じではないか、第1次の者が規制対象となり、第2次以降の情報受領者が共犯になるような場合を除いて、自由に有利な取引することができるという区別自体は、不公平ではないか、という批判がある。しかし、情報受領者を規制対象主体にするのは、単に投資者間の情報の不平等を是正するためではなく、内部者取引禁止規制を補完するための意味を有するのである。情報の転々伝達につれ、情報受領者と情報源との特別関連性が薄くなり、その情報内容もぼやけてゆく。第2次以降の情報受領者をも内部者取引禁止の対象主体とすれば、その情報伝達過程の各段階について情報受領者と情報源との関係、情報内容の検討性を検討した上、内部者取引禁止の対象主体とされるべき情報受領者を決めなければならない。こうすれば、法の適用容易性が損なわれる。その認定にめくる紛争も起こしかねない。従って、処罰範囲を明確にし、無用な社会的混乱を避けるために、政策的判断で内部者取引禁止の対象主体となる情報受領者を第1次受領者に限定したことは肯定すべきものだと考えられる。

そして、内部者取引禁止の対象主体について、両国法の相違するところとしては、次の5点があげられる。

(1). 日本法では、内部者取引の行為主体は個人に限るのに対して、中華民国法では、個人に限らず、法人による内部者取引をも認めている。

(2). 日本法では、元会社関係者や元公開買付者等関係者をも内部者取引禁止の対象主体にするのに対して、中華民国法では、これについての規定を有しない。

(3). 日本法では、内部者取引禁止の対象主体となるためには、当該者が当該情報を知り得る特権的地位にいることと当該情報を知り得たこととの間の因果関係が要件とされているのに対して、中華民国法では、原則として情報を知り得る特権的地位にいることと情報を知り得たこととの因果関係が求められるが、公開会社の役員、経理人、大株主に限り、その地位にいる者が当該会社の株価に重大な影響を及ぼす情報を知ったならば、内部者取引禁止の対象主体となる。当該者が当該情報を知ったことは、当該者がその地位にいるゆえに知り得たかどうかは問題とされない。

(4). 中華民国法では、公開会社の役員、経理人、または大株主が当該会社の株価に影響を及ぼす情報を知ったとき、当該情報が公開される前に、当該者の配偶者等の名義での当該会社の株券の売買があれば、それは当該者本人の行為とされ、役員等本人がそれにより内部者取引禁止の違反に問われることとされる。これに対して、日

本法では、このような規定を有しない。

(5). 中華民国法では、同一の企業グループに属する各企業間の緊密な関係といった支配関係に基づいて発行会社の重要情報を知った者をも内部者取引禁止の対象主体としているのに対して、日本法では、このような規定を有しない。

中華民国証券交易法においては、一般的に、法人を証券交易法違反の行為主体だと認めており、特に内部者取引のときだけ、それを認めるわけではない。又、法人を内部者取引の行為主体だと認めても、その処罰対象は当該行為を為した責任者なので、実務上の解釈運用の結果としては、日本法と大きな差異が生じないと思われる。

内部者取引禁止の対象主体とされた者が、法に掲げる情報源との関係が切れた途端に、今まで禁止されていた取引を自由に行うことができるようになれば、内部者取引の禁止に大きな抜け穴ができてしまう。従って、これについての規定を設けていない中華民国法は、欠陥を有すると言わざるを得ない。証券交易法第 157条の 1 第 1 項第 3 号「職業に基づいて情報を知り得た者」の解釈運用により、この問題をかなりの程度まで解決できるが、完全にカバーできるわけではない。立法論としては、中華民国法は、これについての明文規定を設けることが望ましいと考えられる。

前にあげた相違のうち、最も目立つのは、中華民国法における発

行会社の役員、経理人及び大株主（以下においては「役員等」という）に対する特別扱いという点であろう。

内部者取引禁止の基本的理念としては、投資情報を知ることの特権的地位にいる者が、その特権的地位の濫用により行った取引は、当該者と一般投資者との間の投資情報の本質的な不公平をもたらす、このような取引を規制すべきということである。日本法はこの基本的な理念を忠実に守っている。内部者取引禁止の対象主体となるためには、当該者がそのような特権的地位にいることと当該情報を知ったこととの間に因果関係を有することが要件とされている。これに対して、中華民国法では、発行会社の役員、経理人及び大株主に限り、これらの者が内部者取引禁止の対象主体となるためには、そのような地位にいることと、未公開重要情報を知ったこととが求められるが、その地位にいることと情報を知ったこととの間の因果関係は問題とされていない。中華民国法のこの規定は、内部者取引禁止規制の基本的理念からやや逸脱したものと言わざるを得ないであろう。しかし、これは証券市場の現状を鑑みた立法だと考えられる。現実に証券市場に大きな影響をもたらしている発行会社の役員等による自社株取引に対し規制を強化するためには、その地位にいることと情報を知ったこととの因果関係を内部者取引禁止のふ制対象となるための要件から外すことにより、これらの者による内部者

取引の摘発容易性を図ることはやむを得ないというべきであろう。

中華民国では、証券交易法第 157条の 1 第 5 項の規定により、同法第 22条の 2 第 3 項の規定を、内部者取引の禁止においても準用することとした結果、公開会社の役員等が当該会社の株価に影響を及ぼす情報を知ったとき、役員等の配偶者、未成年の子及び役員本人に利用される他人等関係者の名義での当該会社の株式の売買があれば、それも役員等本人の行為とされ、役員等本人が内部者取引禁止の違反に問われることとなる。

内部者取引禁止の規制対象となる者が他人名義を用いて取引を行うことにより、内部者取引禁止規制を簡単に逸脱してしまうことができないように、内部者取引の禁止は、対象主体本人の名義の取引に限定すべきでないと考えられる。しかし、中華民国法のような機械的認定方式は妥当なものとは考えられない。

役員等に利用される者については、証券交易法施行細則第 2 条において、厳格な構成要件が定められているので、その要件を満たす場合、役員等本人が問題の株券の実質的所有人であることを確認することができる。従って、その者の名義での株券売買があった場合、それを役員等本人の行為として、役員等本人に責任を負わせることは、合理的であり、又、必要である。しかし、役員等の配偶者は役員等と極めて緊密な関係を有する者だと言っても、役員等の配偶者

という形式的要件だけで、当該者が行った取引を当然、役員等本人の行為とし、役員等本人に対し刑事責任を追及することは不合理だと言わざるを得ない。特に、内部者取引について、行為者の主観的目的を問わず、形式的要件をもって認定する場合は、尚更である。役員等本人は自分が知らない行為、極端な場合、自分が反対をした行為についてまで、刑事責任に問われることとなる恐れがあるからである。未成年者の財産は実質的に親が管理するものであるという意味で、内部者取引の禁止において、役員の子の名義での株式取引を役員等本人の行為とすることは合理的であろう。しかし、未成年の子に対する法定代理権の行使は片方の親でも行えることを考えれば、役員等の配偶者が行う取引と同様な問題が出てくる。

一方、中華民国では、発行会社の役員等による自社株の取引は現実に証券市場に大きな影響をもたらしており、一般投資者の証券市場の健全性、公正性に対する信頼を維持するために、特に発行会社の役員等による内部者取引の摘発をより容易にする現実の必要があると思われる。前述のように、発行会社の役員等の配偶者は役員等と極めて緊密な関係を有する者であり、又、役員等の未成年のこの財産は実質的に役員等が管理処分できる。発行会社の役員等がその配偶者或は未成年の子の名義を利用することにより、簡単に内部者

取引禁止の規制から逸脱することができないように、発行会社の役員等の配偶者または未成年の子の名義での株式取引に対して特別な扱いを加える必要があると考えられる。そこで、立法論としては、現行法を改正して、発行会社の役員等の配偶者又は未成年の子の名義での株式取引を役員等本人の行為だと「推定」することにした方が妥当であろう。それで、当該取引は役員等本人と関係を有しないことの立証責任を役員等に課すことにより、役員等による違法の内部者取引の摘発の容易性を図る一方、現行法のような形式的認定により生じる不合理的を解消することができると考えられるからである。

内部者取引禁止の対象主体について、両国法におけるもう一つの相違は、中華民国法では、同一の企業グループに属する各企業間の緊密な関係といった支配関係に基づいて発行会社の重要情報を知った者をも内部者取引禁止の対象主体としたのに対して、日本法では、このような規定を有しない。現代の企業経営理念の下では、企業の系列化が進む傾向にあると思われるので、このような支配関係に基づき情報を知った場合を内部者取引規制の守備範囲に入れることは必ずしも無益ではないだろう。ただ、実務上の運用としては、支配関係を有することと情報を知ったこととの因果関係を立証することは極めて困難だと予想される。まして、支配関係とは何かということすら明確にされていない現状のもとでは尚更である。従って、

この規定の実効性を図るため、まず、支配関係の意義を明文をもってはっきりさせることが望まれる。

## 5. 内部者取引の基礎となる重要情報

内部者取引の基礎とされるべき重要情報は、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼしうる公開されていない重要事実でなければならない。従って、内部者取引の基礎となるべき重要情報については、情報の内容の重要性、即ち重要情報たるべきものの範囲と、重要情報の公開性、即ち重要情報たるべき時期と、二つの側面から考察すべきである。

日本法は、内部者取引の基礎となる重要事実について、世界でも類例のないような具体的に列挙し、その量的な側面から数値式基準まで設けるように、こと細かく定めている。重要情報となる時期のみならず、重要情報でなくなる時期、即ち内部者取引解禁の要素となる「公表」の意義も画一的に定めている。これに対して、中華民国法は、重要事実について極めて抽象的な定義しか定めていない。「公表」について、その定義すら定めてられていない。

日本の内部者取引禁止の立法は、そもそも抽象的な構成要件しか定めていない証券取引法第58条第1号が實際上適用しにくいことに

対する反省から生じたものである。この第58条第1号の二の舞にならないように、つまり、法の実効性を図る観点から、内部者取引の構成要件の明確化、具体化が極力に図られた。そして、その取極めがこの内部者取引の基礎となる重要情報に関する規定に表れているというべきであろう。日本法の重要情報の定義については、法律・政令・省令から重層構造的規定で、明確だが複雑で判りにくいものとなっていること、市場情報を公開買付と公開買付に準ずる行為に関するものに限り、それ以外の市場情報は証券会社と銀行の役職員以外の者なら自由に利用できるものとなっていること、内部情報が法律で定められると、情報管理的色彩が出てくること、又、公表の意義については、形式主義に走り過ぎること、報道の自由を制限してしまうことなど、批判的意見は決して少なくはない。

内部者取引の構成要件を抽象的に定義することは、確かに、柔軟性に富み、実際の事例後とにその具体的妥当性を図ることができるという利点を有する。しかし、構成要件を抽象的に定義した場合、違法・適法の限界を知るのに判例その他運用実績の参照が必要である。内部者取引については、日本にはそのような参照とされるべきものがなかった。従って、投資者に明確な行為基準を与えるため、又、規制の実効性を図るため、内部者取引の基礎となる重要情報について、具体的、客観的な判断基準を設けることによりその明確化

を図るといふ基本的方向は肯定されるべきだと考えられる。その基準が硬直的なものとなるとか、形式的になり過ぎるとか、列挙主義立法において必ず出てくるともいふべき漏れるところがあるとか、等の問題については、立法技術によりその改善を図ればよいと考えられる。

一方、中華民国は内部者取引となる重要情報について抽象的にしか定めていない。内部者取引解禁の要素となる「公表」に対して定義をしていない。しかし、内部者取引規制として、中華民国法が臨んでいる環境は日本法と同じといふべきであろう。つまり、中華民国でも抽象的立法の利点を発揮できる条件が備えられていない。内部者取引規制についての判例その他の運用実績の蓄積がなければ、内部者取引の構成要件について抽象的定義しかあたえないことは、投資者が事前に自らの取引が違法の内部者取引に該当するか否かを明確に判断できないため、或は投資活動を控え、或は誤った判断で犯罪者となってしまう恐れをもたらすと考えられる。又、内部者取引の摘発機関と裁判機関との見解が必ずしも一致しないことで、内部者取引摘発の効率も懸念される。従って、中華民国でも、内部者取引の基礎となる重要情報について、具体的、客観的認定基準を定めることが必要だと考えられる。なお、その認定基準は、法律改正によらず新しい事態に迅速に対処することができるために、証券交

易法施行令或は主務機関の行政命令をもって定めるのが有益だと考えられる。

## 6. 内部者取引禁止違反の刑事責任

両国の内部者取引禁止の違反に科する刑事罰則は、単純に比較すれば、日本法の「6ヶ月以下の懲役または50万円以下の罰金」と、中華民国法の「2年以下の懲役または15万元以下の罰金」と軽重の差がみられる。しかし、その実質上の意味は同じだというべきであろう。なぜならば、「6ヶ月以下」又は「2年以下」という刑は両国共それぞれの証券取引法においては比較的軽い罰則であるからである。日本法も、中華民国法も、違法とされる内部者取引については、その行為の不正性、不当性という実質面に立ち入らず、形式的要件をもって認定するという形式犯的規制をとっているため、内部者取引禁止違反の罰則を軽くしたのである。このような軽い罰則は、内部者取引の危険性、悪性と釣り合わないと批判されるが、内部者取引規制の適用容易性を図るため、内部者取引について形式犯的規制をとった以上、これはやむを得ないというべきであろう。軽い刑罰の内部者取引に対する抑止力も懸念されている。これに対しては、日本では、刑事罰則に伴う社会的制裁が期待されうる。一方、中華

民国では、内部者取引禁止の違反に対して民事責任が科されており、しかも、裁判所の判断により、内部者取引を行った者の損害賠償責任額を、内部者取引により得た利益額の3倍まで引き上げることができるという民事制裁金の意味を有する規定が設けられている。従って、現行の2年以下という比較的軽い刑でも、その抑止力が十分だと考えられる。中華民国では、内部者取引に対する抑止力を高めるため、内部者取引禁止違反の罰則を1年以上7年以下の重い刑に引き上げる案が証券管理委員会により提出されたが、内部者取引禁止について、形式犯的立法をとった以上、その違反に対してこのような重い刑、特に1年以上という裁量の余地のない刑を科すことは、妥当でないというべきであろう。証券管理委員会の提案は支持すべきでないと考えられる。

内部者取引禁止の違反として負うべき刑事責任の立場から言えば、現行の両国の内部者取引禁止違反に科する罰則は、両国の法規制の下では、それぞれ妥当なものだと考えられる。ただ、日本では、内部者取引の違反については、民事責任を定めておらず、民事制裁金の規定も有しない。刑事責任のみをもって内部者取引規制に臨むことは、内部者取引の「やり得」となる懸念が全くないとは言えないであろう。

## 7. 内部者取引禁止違反の民事責任

内部者取引は、しばしば被害者のいない犯罪と言われている。しかし、事情を知っていれば取引をしなかった、少なくともその価格では取引しなかったはずの投資者は、内部者取引の被害者というべきであろう。従って、内部者取引規制においては、被害者の救済としての民事責任の問題を論ずる必要がないわけではない。

日本法は特に内部者取引の民事責任についての規定を設けていない。理論上、内部者取引の被害者は、民法上の不法行為の損害賠償責任に関する規定をもって内部者取引をした者に対し損害賠償の請求を行うことができる。しかし、取引所市場取引の特性を鑑みれば、それは、實際上不可能に近いと考えられる。

内部者取引について特別な民事責任規定を設けようとするれば、それが日本の従来訴訟制度と根本的に異質な制度とならざるを得ず、慎重な検討が必要である。加えて、法律制度上の問題で、日本では、内部者取引の民事責任の規定を設けても、民事責任の追及による内部者取引の防止またはそれに対する制裁の効果は大きく期待できないと考えられる。1988年改正証券取引法は言わば緊急の立法であり、内部者取引の民事責任の規定を慎重に検討し、適切な制度を考案する時間的余裕がなかったからであろうか、1988年5月の改正証券取

引法は内部者取引の民事責任についての規定を定めなかった。

被害者が存在する以上、被害者に救済手段を与えることは、法としては義務ともいうべきであろう。従って、今後は、内部者取引の民事責任問題を日本の内部者取引規制の改善における重要な課題として取り組んでいくことが必要だと思われる。

なお、内部者取引の「やり得」となることに対する懸念を軽減するためには、実効性のある損害賠償請求制度を考案し設置することができる前にも、その設置が比較的簡単だと思われる「課徴金」制度を設ける方が有益であろうと考えられる。

これに対して、中華民国法は、内部者取引をした者の民事責任を明文で規定し、内部者取引により得た利益を基礎とする損害賠償責任限度額の算定方法をも明確に定めている。裁判所の判断により、その損害賠償責任限度額を3倍まで引き上げることができるという民事制裁金の意味を含めて、内部者取引をした者の損害賠償責任として内部者取引をした者に課している。損害賠償責任と民事制裁金が混同されていると批判されるかもしれないが、中華民国法の内部者取引の民事責任についての規定は、内部者取引の被害者の救済手段としても、内部者取引の制裁手段としても、その効果が期待できるものだと考えられる。

## 二. 規制施行効果の検討

日本と中華民国の内部者取引禁止規制は、明文化されてから、それぞれ2年余りと2年近くになる（1990年3月現在）。日本の内部者取引摘発事例は皆無のに対して、台湾では証券管理委員会により摘発され、送検された内部者取引は3件である。摘発実績の有無、或は摘発件数の多寡は、摘発機関の態度、摘発体制の整備、当該市場従来取引風土、実際上当該規制に対する被規制者の意識など様々の要素に左右されるものであり、それをもって規制そのものを評価すべきべきではないと考えられる。しかし、摘発事例の内容及び3件の摘発例のうち有罪となったのはただの1件という芳しくない結果から、日本法と中華民国法における内部者取引禁止規制の基本的な相違が伺われる。

日本の規制は、「明確だが複雑で判りにくい」、「技術的に精密過ぎ、罪刑法定主義はクリアだが、漏れるところも大きい」、「かなり細部にわたる定義及び具体的数値を明示した除外基準が示されており、公表の仕方に関する諸規則と合わせて、まさに、内部者取引規制法というよりは、ディスクロージャー法とでも名付けた方が分かり易いのでは、と錯覚をおこす程」と批判される。しかし、構成要件が客観化、明確化がされていることこそ今回日本の内部者取

引禁止規制立法における大きな特色である。つまり、日本は、内部者取引禁止の立法に際して、投資者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を明確に判断できるようなものにするという観点から、できる限り、抽象的な評価概念を用いることなく、客観的、具体的に構成要件を規定するという努力が払われている。構成要件の客観化、明確化により、摘発側と裁判側の見解の一致も達成しやすく、摘発された内部者取引の立検、公判維持も容易になる。なお、構成要件の客観化、明確化により、市場関係者の自主規制等の作りも容易になり、内部者取引の未然防止にも寄与することができる。又、實際上、内部者取引禁止の立法化に対応して、証券取引所、証券業協会、全国銀行協会連合会等の関係業界団体、それぞれの発行会社は内部者取引未然防止のための自主規制を定めたのである。日本の内部者取引禁止の規制は決して欠陥のないものとは言えない。店頭市場が規制範囲から外されていること、内部者取引禁止違反の民事責任或は民事制裁金に関する規定の欠如で内部者取引が「やり得」となることが懸念されることなどがそうである。しかし、少なくとも、法が定めている枠内で、安易な内部者取引の発生が起りにくくなるであろう。

これに対しては、中華民国法は、日本法と同様に、内部者取引の禁止において行為者の主観的目的を問わない形式犯的立法を取りな

がらも、内部者取引の構成要件の客観化、明確化に必ずしも力をいれなかった。抽象的な構成要件の下では、投資者が行為をするときに、自己の行為が内部者取引の禁止に触れるものかどうか明確に判断することができない一方、摘発機関に過大な裁量権を与えてしまうこととなる。構成要件が具体性、明確性に欠けるために、摘発側と裁判側の見解の不一致を生じやすいのである。加えて、適用除外条項の欠如、元内部者に関する規定の欠如、公表の定義の欠如等規制の緻密性に欠けている。これらのことは、現在まで、摘発された3件の内部者取引の事例において多くの問題点が現れ、又、3件のうち、1件が不起訴処分、1件が無罪という芳しくない摘発結果となった所以である。

なお、内部者取引禁止規制の根本的な目的は、内部者取引の未然防止にあり、内部者取引禁止規制により犯罪者を作り出すのではない。内部者取引の未然防止という目的がどれだけ達成できるかは、国民の内部者取引規制に対する認識、及び実務界の内部者取引禁止規制の立法化に対する反応に大きく左右されると思われる。しかし、これらの点については、両国においては大きな差があると思われる。このことは、両国の規制の構成要件の具体化、明確化の程度が違っていることにも関係を有するが、その主な原因は両国の立法当時の背景が違っていたことにあると思われる。1988年5月の日本の証券

取引法改正は、内部者取引禁止の明文化を中心としたものであり、加えて改正前のタテホ化学事件、改正後施行前の新日鉄－三協精機事件があった。新聞等マスコミが頻繁に内部者取引に関する問題を取り上げたことで、国民の関心をも引いてきた。国民の関心があるといったことで、証券取引所、証券業協会、発行会社、関係業界も積極的に内部者取引防止の自主規制を定めた。これは内部者取引の未然防止に非常にプラス的效果をもたらしたと考えられる。これに対して、1988年1月の中華民国の証券交易法改正は、証券交易法の約3分の1の条文に及ぶという大幅な改正である。証券会社の業務、信用取引制度、有価証券発行制度などに関する重要な改正がつらりと並んでいるのである。内部者取引禁止の立法化は必ずしも国民の関心を引かなかった。實際上、内部者取引禁止の立法に対して、発行会社、業界団体は何らの対応措置も取らなかった。加えて、証券取引委員会が積極的に内部者取引の摘発を努めてきたが、裁判機関との見解の不一致で、芳しい効果がなかったことで、市場関係者の内部者取引の未然防止に力を入れることに強いインパクトを与えることができなかった。

中華民国での内部者取引規制が効果的に施行できるようにするためには、構成要件の具体化、明確化を図ることともに、手段を講じて国民、市場関係者の内部者取引に対する関心及び認識を高めるこ

とが望まれる。