

証券不祥事と法規制

——インサイダー取引規制——

小 谷 融

旧証券取引法¹⁾や金融商品取引法の問題点として、改正の頻度が極めて高いこと、部分的に精緻化しすぎて全体像把握が困難になりつつあることが指摘されている。これは、旧証券取引法や金融商品取引法の改正が証券不祥事や社会的問題あるいは外圧への対応として組み木細工のように行われてきたことによる²⁾。

本稿では、インサイダー取引規制を例に取り上げ、規制の契機となった証券不祥事や外圧と、その政策手段としてインサイダー取引規制がどのように導入されたのかを見ていきたい。

(目 次)

はじめに

1. インサイダー取引規制導入前夜
 - ・ インサイダー取引規制の必要性
 - ・ インサイダー取引規制導入経緯
 - ・ インサイダー取引は何故放置されてきたのか
 - ・ 旧証券取引法第58条でインサイダー取引を規制できなかったのか
2. タテホ化学工業事件
 - ・ タテホ化学工業事件
 - ・ タテホ化学工業事件の阪神相互銀行のケースを改正証券取引法に当てはめると
 - ・ 止められなかった財テク
 - ・ 啓蒙が必要 三協精機製作所事件
 - ・ インサイダー取引の未然防止体制
3. 外圧 東証はインサイダー天国
 - ・ 当時の米国におけるインサイダー取引規制の状況
 - ・ 米国におけるインサイダー取引の摘発 ボウスキー事件

1) 1948(昭和23)年に制定された証券取引法は、2006(平成18)年の金融商品取引法制の整備に含まれる2006(平成18)年証券取引法改正により、「証券取引法」の題名が「金融商品取引法」に改正された。

2) 宝印刷総合ディスクロージャー研究所編『金融商品取引法上のディスクロージャー制度に関する課題』別冊商事法務 No.369 2012年 11頁

- ・ 映画「ウォール街」
- ・ 海外における報道 東証はインサイダー天国
- ・ 大蔵省証券局・米国 SEC 定期会合

4. 現行のインサイダー取引規制

- ・ 会社関係者などによるインサイダー取引規制
- ・ 公開買付者等関係者などによるインサイダー取引規制
- ・ 刑事罰・課徴金

は じ め に

インサイダー取引とは、上場会社の株式の投資判断に影響を及ぼすような重要な未公表の情報を知ったその会社の役職員等が、その重要事実が公表される前にその会社の株式等の取引を行うことという。例えば、上場会社の経理担当者が業務の過程において、決算数値が業績予想数値よりも大幅に上回ることが分かったとする。そのような事実が公表されれば、当然その会社の株価は急騰する。そこでその情報が公表される前に、その経理担当者は自社株を購入し、その事実が公表された後にそれを売却すれば必ず利益を上げることができる。

わが国においては昭和の時代が終わるころまで、まだ、一般に知られていない未公表の情報を人より先に入手し、それを利用して儲けるのが当たり前と思う人が多かった。また、業界の関係者間でも内部者がそれで利益を得ることは一種の役得として見逃している体質があった。当時の証券取引法においてもこのようなインサイダー取引を規制する詐欺的不正取引の禁止規定はあったが、必ずしも規制の実行があがらなかった。

当時の証券取引法におけるインサイダー取引を規制する詐欺的不正取引の禁止規定は、母法といえる米国の1934年証券取引所法を導入したものである。米国では、この規定に基づき SEC（米国証券取引委員会）が様々な事例の摘発を行い、数多くの SEC の審決や裁判所の判決が積み重ねられ、抽象的な法律の文言を超えてインサイダー取引規制がルール化されていった。1986（昭和61）年には、ボウスキー事件などインサイダー取引に係る大規模な事件の摘発が相次いだ。これに合わせたように、欧米の新聞や雑誌では「日本の証券市場ではインサイダー取引の取り締まりをやっていない、東京証券取引所はインサイダー天国だ」といった批判記事が横行するようになってきた。また、証券市場の国際化に伴い、不正取引防止のための国際的な協調が求められるようになり、1986（昭和61）年には大蔵省証券局長と SEC 委員長との間で「不公正取引に係る情報の交換に関する覚書」が署名された。

このようなインサイダー取引規制強化の外圧が強まっていたときに発生したのが有名なタテホ化学工業事件である。1987（昭和62）年9月、タテホ化学工業が債券先物取引を利用した財テクの失敗で債務超過となったとき、そのことを知っていたのではないかと疑われる取引銀行が、その事実が公表される前にタテホ化学工業株を売却して損失を免れた。この事件により、インサイダー取引に関する国民の社会的関心が一段と高まった。

証券取引審議会³⁾ではそのような状況を踏まえて、1988（昭和63）年2月に「内部者取引の規制の在り方について」と題する報告書を大蔵大臣に提出した。この報告書の趣旨に沿って1988（昭和63）年5月に証券取引法が改正され、現行のインサイダー取引規制が創設された。

1. インサイダー取引規制導入前夜

いわゆるインサイダー取引に対しては、従前から旧証券取引法第58条（詐欺的不正取引の禁止）によって対処すべく取引の監視が行われてきた。その未然防止策として、大蔵省証券局長や全国証券取引所理事長・日本証券業協会長からインサイダー取引に関する通達が発出され、証券会社等において自主規制を確立させるなどの努力がなされてきた。このような通達が発出されるということは、わが国証券市場においてもインサイダー取引に関する疑惑があったということである。

しかし、学説上旧証券取引法第58条は、刑罰規定としては構成要件が抽象的である等から、わが国において、この規定を使って摘発を執行することは難しいといわれていた。実際、インサイダー取引にこの規定が適用された事例は1件も存在しなかった。

<インサイダー取引規制の必要性>

有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、または容易に接近しうる立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら有価証券に係る取引を行えば、確実に利益をあげたり損失を免れたりすることができる。このような取引は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平となる。したがって、このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなるためインサイダー取引を規制する必要がある⁴⁾。

昭和の時代が終わるころまで、投資家の間でインサイダー取引が違法であるとの認識が十分に浸透していなかった。そのため、1988（昭和63）年5月の改正証券取引法では、投資家にインサイダー取引の違法性を一般に認識させたうえで、会社関係者等に厳格な責任を課してインサイダー取引を抑止するため、法律にインサイダー取引規制そのものを直接規定することとされた。これは、インサイダー取引の構成要件を明らかにしないと、訴訟の維持が困難であったこと、また、投資家としても取引を行う時点において、その取引が処罰されるものなのか否かが明確に判断できるようなものにする必要があったことによる⁵⁾。

3) 証券取引審議会は、旧証券取引法に基づいて設置された旧大蔵省の付属機関で、大蔵大臣の諮問に応じ有価証券の発行、売買その他の取引に関する重要事項について調査審議を行っていた。同審議会の報告、答申に基づいて証券取引法等の改正が行われていた。2000（平成12）年に金融庁に移管され、翌年、所掌分野は金融庁の金融審議会金融分科会に引き継がれた。

4) 証券取引審議会1988（昭和63）年2月24日「内部者取引の規制の在り方について」Ⅰ

＜インサイダー取引規制導入経緯＞

インサイダー取引については、1976（昭和51）年5月11日証券取引審議会報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」の中で「内部者取引の規制：会社の役員、主要株主等の内部者（インサイダー）が、職務上知り得た情報を不当に利用して利益を図ることは、会社に対する忠実義務に反するばかりでなく、このような行為を放置すれば、株式市場に対する一般投資者の信頼を失うことになる。内部者取引（インサイダー・トレーディング）が悪であるという認識は、近年米国を中心として欧州各国にまで広まっており、わが国においてもこのような考え方を一般的に定着させる必要がある。」旨の問題提起がなされた。これがインサイダー取引規制を公式に取り上げた最初の報告書である。残念ながら、この時点で、インサイダー取引を禁止する立法措置が講じられることはなかった。

その後においても、おそらく多数のインサイダー取引が行われていたと思われるが、長い間それが表沙汰になることはなかった。しかし、次のことから、わが国のインサイダー取引規制に関する法制度をこのまま放置することが許されなくなってきた⁶⁾。

- ① タテホ化学工業事件を契機とするインサイダー取引規制強化の必要性について、社会的関心が高まってきたこと。
- ② 諸外国においては、米国、英国等を中心にインサイダー取引の摘発が活発に行われるようになったことと併せて、インサイダー取引規制の強化ないし新規立法の動きが相次ぎ、規制強化の方向は世界的な潮流となってきた。それに伴い、日本はインサイダー取引天国だというような海外の新聞や雑誌が横行するようになった。わが国としては、証券取引の国際化の進展に著しいものがあることから、国際的な規制に足並みをそろえる必要性が大きくなってきたこと。

このような状況を踏まえ、1987（昭和62）年10月より証券取引審議会に設置された不正取引特別部会において検討が進められ、1988（昭和63）年2月には、同審議会から「内部者取引の規制の在り方について」と題する報告書が大蔵大臣に提出された。同報告書では、インサイダー取引に係る未然防止体制と法制の整備が提言されている。

この報告書の趣旨に沿って、1988（昭和63）年法律第75号として、同年5月25日に国会で成立し、同月31日に公布されたのが改正証券取引法であり、ここに現行のインサイダー取引規制が次のように創設された⁷⁾。

- ① 上場株券等の発行会社の役職員等が、当該会社の業務等に関する重要事実をその職務や権限の行使等に関して知ったとき、それぞれの重要事実の公表がなされるまで当該上場株券等の売買等を行うことを禁止し、その違反に対し刑事罰を科す（昭和63年改正証券取引法190条の2（新設）、200条4号）。

5) 三國谷勝範「金融行政におけるインサイダー取引規制の意義と課題」商事法務 No.2011 2013.10.5 30頁

6) 証券取引審議会1988（昭和63）年2月24日「内部者取引の規制の在り方について」I

7) インサイダー取引規制は、昭和63年改正証券取引法により創設された後、数次の改正を経ているが、基本的には当初の規定を維持している。

- ② 公開買付け等を行う者の関係者等についても、それぞれ公開買付け等に関する事実の公表がされるまでその対象となる上場株券等の売買等を行うことを禁止し、その違反に対し刑事罰を科す（昭和63年改正証券取引法190条の3（新設）、200条4号）。
- ③ 会社の役員および主要株主に対し、証券取引所に上場されている当該会社の株券等の売買に関する報告書の提出を義務付ける（昭和63年改正証券取引法188条（新設）、189条（改正））。
- ④ インサイダー取引の未然防止とも関連して、大蔵大臣は、証券取引所に対する監督の一環として、当該証券取引所だけではなく、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ても証券取引所の業務等に関し参考となるべき報告もしくは資料の提出を求めることができる（昭和63年改正証券取引法154条（改正））。

このわが国のインサイダー取引規制の特徴は、規制の実効性と明確化を図るため構成要件を明確にする、その中で重要事実についても個別具体的に列挙していく、さらに軽微基準や重要基準等も数値などを用いて客観化していることである⁸⁾。

なお、インサイダー取引規制の強化は関係者に反対の意見が多かったことから、他の項目との抱き合わせでの法改正が必要と考えられていた⁹⁾。このため、1988（昭和63）年の証券取引法改正には証券先物取引制度の創設や証券会社の営業年度に関するものが含まれている。

<インサイダー取引は何故放置されてきたのか>

いわゆるインサイダー取引に対しては、従前から旧証券取引法第58条（詐欺的不正取引の禁止）によって対処すべく取引の監視が行われてきた。その未然防止策として、次の通達が発出され、証券会社等において自主規制を確立させるなどの努力がなされてきた。このような通達が発出されるということは、わが国証券市場においてもインサイダー取引に関する疑惑があったということである。

- ① 1971（昭和46）年2月24日大蔵省証券局長蔵証秘第452号「事故防止等について」
証券会社は顧客から受注する売買がインサイダー取引に該当する場合またはそのおそれがある場合には、顧客に注意を喚起し、その受注を拒否しなければならないとしている。
- ② 1972（昭和47）年11月17日東京証券取引所通達第1621号「上場会社の関係者による自社株の売買取引について」
上場会社の関係者による自社株売買は、不公正取引行為を禁止している証券取引法58条に違反するおそれが生じやすいので留意しなければならないとしている。
- ③ 1987（昭和62）年6月17日全国証券取引所理事長・日本証券業協会長「内部者情報を利用した不公正取引の防止について」¹⁰⁾

8) 三國谷勝範「金融行政におけるインサイダー取引規制の意義と課題」商事法務 No.2011 2013.10.5 32頁

9) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（上）」商事法務 No.1142 63.4.15 2頁

次のとおりインサイダー取引の防止についての要請を行っている。

- a. 職務等を通じて知り得た未公開の情報を利用し、証券取引を行うことは、そのような情報を知得せず取引を行った一般の投資者にとって、著しく不利益になるものであり、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。
 - b. 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誤解を招かないよう慎重な対応が望まれること。
 - c. 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、さらに、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。
- ④ 1987（昭和62）年6月17日日本証券業協会通達第44号「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の一部改正

この規則により証券会社においては、1987（平成62）年9月1日から、自社の顧客のうち上場会社の役員等の自社株売買を管理すること、および取得した上場会社の内部情報を管理し、これに係る毎日の売買動向を監視すること等を主な内容とする内部管理体制の拡充・強化が図られている。

しかし、わが国においてはこの当時まで、インサイダー取引に基づく民事責任や刑事責任が追及された裁判例は存在しない。このことは、わが国ではインサイダー取引が行われていないことを意味するものではなく、むしろインサイダー取引が違法である旨の認識が一般に十分に浸透していなかったこと意味する¹¹⁾。

なお、証券会社の役職員に対しては、従前から旧証券取引法50条3項に基づく健全性省令1条5号により、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職務上知り得た特別の情報に基づいて有価証券の売買を行うことが禁止されていた。

<旧証券取引法58条でインサイダー取引を規制できなかったのか>

インサイダー取引を規制しているといわれていた従前の旧証券取引法58条1号については、詐欺的不正取引を一般的に禁止したものであった。インサイダー取引についても取引が行われた状況あるいは、具体的事実関係を総合的に判断し、本条に規定する不正の手段等の要件に該当するようなものであれば、本条を適用することも可能であると考えられていた。すなわち、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有する者が、それを明らかにすることなく、そのような情報を知らない相手方と証券取引を行うことは、証券取引につき不正の手段、計画または技巧をなすことに該当するというものである¹²⁾。

ただし、1976（昭和51）年5月の証券取引審議会「株主構成の変化と資本市場のあり方

10) この文書が発出された直後の1987（昭和62）年8月にタテホ化学工業事件が起きた。

11) 近藤光男「内部者取引」『証券取引法体系（河本一郎先生還暦記念）』商事法務研究会 昭和61年517頁

12) 神崎克郎『証券取引法（新版）』青林書院 昭和62年 611頁

について」の中では、インサイダー取引について、「証券取引法第58条については、詐欺的不正取引を一般的に禁止した立法趣旨からみて、これを直ちに内部者取引までに拡げることには限界がある。」との報告がなされている。

また、いわゆるインサイダー取引は同条に該当するのが有力であるが、一方学説上は、刑罰規定としては構成要件が抽象的である等から、わが国において、この規定を使って摘発を執行することは難しいといわれていた¹³⁾。実際、インサイダー取引にこの規定が適用された事例は1件も存在しない¹⁴⁾。

このようなことから、大蔵省においては、旧証券取引法第58条のインサイダー取引への適用問題については、慎重な対応がとられてきた。

(注) 旧証券取引法第58条（詐欺的不正取引の禁止）

何人も、次の各号の一に掲げる行為をしてはならない。

- 一 有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引等について、不正の手段、計画又は技巧をなすこと。
- 二 有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。
- 三 有価証券の売買その他の取引又は有価証券指数等先物取引等、有価証券オプション取引等若しくは外国市場証券先物取引等を誘因する目的をもって、虚偽の相場を利用すること。

2. タテホ化学工業事件

タテホ化学工業事件では、同社が債券先物取引を利用した財テクの失敗で債務超過となったとき、そのことを知っていたのではないかと疑われる取引銀行がその事実が公表される前にタテホ化学工業株を売却して損失を免れた。このことがインサイダー取引に関する国民の認識を深め、インサイダー取引規制導入に向けて証券取引法を改正する環境を作り出した。

タテホ化学工業事件を受け、インサイダー取引規制が創設された改正証券取引法は、1988（昭和63）年5月31日に公布され、翌年の4月に施行されることが予定されていた。法律制定後、その施行前の1988（昭和63）年7月に発生したのが三共精機製作所事件である。改正証券取引法が公布され、施行される前に、一流企業の多数の者が本名で2,000株、3,000株といったわずかの株数の取引を行っていた。本名で取引を行うということは、そこには、この時点においても、インサイダー取引が違法であるとか、あるいは大変悪辣な

13) 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法（新版）』有斐閣 昭和59年 555頁

14) 田中誠二＝堀口亘『再全訂コンメンタル証券取引法』勁草書房 平成8年 1024頁

行為であるという意識がなかったという証左である。この三協精機製作所事件は、会社関係者や投資家に対して、インサイダー取引の禁止について周知・徹底を図り、あるいは啓蒙を十分に行う必要があることを教えた事件であった。

<タテホ化学工業事件>

兵庫県赤穂市に所在するタテホ化学工業（大阪証券取引所第一部上場）は、電気ヒーターの絶縁材料、鉄鋼用転炉の耐火原料などに使用する電融マグネシアのトップメーカーで、国内市場の90%を握っていた。しかし、主力ユーザーの鉄鋼業が円高などから経営不振に陥り、同社の業績も足踏み状態が続いていた。これを補うため、1985（昭和60）年ころから財テクによる収益確保に走っていた。資金運用の中心は3%の委託証拠金で売買できる債券先物であり、1987（昭和62）年8月には運用額が1,000億円に達した。しかし、債券相場下落などから約286億円の売買損失を出し、債務超過に陥った同社は1987（昭和62）年9月2日に大阪証券取引所において、財テク失敗の事実を公表するとともに、「財務担当役員の見直しによる資金運用の失敗であった。8月の初めに債券先物取引の運用額が1,000億円近くなり、債券相場の下げで大きな穴を空けていることを知った。資金運用額の限度額など社内ルールを作っておらず、チェック体制が不十分だった。」旨の説明を行った¹⁵⁾。

なお、同社の1987（昭和62）年3月期の総資産は393億円、自己資本169億円、売上高57億円、経常利益26億5千万円、経常利益が2億円弱であった。この財テクの失敗は、当初、内部管理体制がズサンであったことによる経営トップの責任や損失が雪だるま式に増えていくなかで先物取引を継続させていた証券会社の営業姿勢が問題とされていた¹⁶⁾。

しかし、タテホ化学工業の財テク失敗は、9月2日の夕刻に行われた会社側の会見で初めて明らかにされたが、同日の午前から同社株は大量の売り物を浴びて急落していた。さらに、その数日前から幹事証券会社の日興証券を通じた売り手口が目立つなど、不審な取引が表明化したことから、大阪証券取引所はインサイダー取引の疑いがあるとして本格的な調査に乗り出した¹⁷⁾¹⁸⁾。

大阪証券取引所では、タテホ化学工業が巨額の損失発生を公表した9月2日を含め、同社株の売買状況を6月1日までさかのぼって実施した。財務運用に全権を握っていた前常務が債券先物投資で損失を抱えていることを社内で公表したのは8月20日の臨時取締役会であった。このため、8月以降の取引に重点を置いて調査を行った。その結果を1987（昭和62）年10月5日に次のとおり発表した¹⁹⁾。

15) 日本経済新聞1987（昭和62）年9月3日朝刊1頁

16) 日本経済新聞1987（昭和62）年9月3日朝刊17頁、日経産業新聞1987（昭和62）年9月8日28頁、「財経詳報」1987.9.28 No.1663 17頁「企業財テクに警鐘を鳴らすタテホショック」

17) 「財経詳報」1987.10.19 No.1666 14頁「望まれるインサイダー取引の規制強化」

18) 財テク失敗からその事実公表までの足取りは、「週刊ダイヤモンド」1987.9.26 28頁「タテホ化学転落の一部始終」が詳しい。

◆ タテホ化学工業株式会社の関係者

- ① タテホ化学工業株式会社の役員3名が、1987（昭和62）年8月11日から21日にかけて売却している。うち1名は、証券取引法189条に該当する6カ月以内の短期売買により利益を得ていたため、会社に利益を返還するよう指導を行った²⁰⁾。いずれも、内部情報を有して売却したことは、否定している。
- ② 上位10位以内の大株主（ただし、証券取引法189条でいう持株比率10%以上の主要株主には該当しない。）2名が売却している。いずれも、内部情報を有して売却したことは、否定している。

◆ 幹事証券

幹事証券である日興証券の役職員の売却はない。また、同証券会社の自己売買はあったが、ブローカー業務の補完として行ったものであり、売り買い株数も同数で特に問題はなかった。

◆ 取引銀行

タテホ化学工業株式会社の取引銀行8行のうち、1行²¹⁾が9月1日保有株式全株337千株を売却している。銀行側が説明する売却理由は、「1987（昭和62）年8月31日に、9月1日取引銀行8行を集め、説明会を行う旨の通知があったこと、及び同株式の売買数量が、8月末にかけて急増したことに疑問を感じて売却したものであり、タテホ化学工業株式会社が債券先物による損失を受けたとの情報により売却したものではない。」としている。

◆ その他の大口売却者

その他2万株以上の大口売却者76名について証券会社を通じ売却理由を聴取したところ、「タテホ化学工業株式会社が財テクに失敗したらしいとのウワサを聞いて」、「相場観」、「企業資金の必要性にせまられた」等の理由をあげているが、具体的な内部情報に基づき売却したことは、全員が否定している。

大阪証券取引所は、この調査結果を基にして次のような見解を発表した。

「大阪証券取引所は、タテホ化学工業株式の売買取引における内部者取引の有無に関し、全力をあげて調査し、可能な限り事実の解明のために努力を行ってきた。

調査の結果、内部情報利用による取引との確証は得られなかったものの、少なくとも誤解を招くような取引が散見された。

このことは、6月17日、本所が全上場会社に対し要請を行い²²⁾、いわゆる内部者取引

19) 日本経済新聞1987（昭和62）年10月6日朝刊1頁・14頁

河本一郎「内部者取引規制 法改正に至る経緯」金融・商事判例1998年増刊号806号 98頁

20) 証券取引法は、189条（役員又は主要株主の不当利益の返還請求）により、6カ月以内の売買利益について会社による不当利益返還請求と株主による代位訴訟とも規定していた。

21) 大阪証券取引所は記者発表において、この1行が阪神相互銀行であったことを明らかにしている（日本経済新聞1987（昭和62）年10月6日朝刊1頁）。

22) 全国証券取引所理事長・日本証券業協会会長1987（昭和62）年6月17日「内部者情報を利用した不公

防止に対する自覚を訴えた直後の出来事であり、誠に遺憾である。

内部者取引は、投資家の証券市場に対する信頼を裏切る不公正な取引であることを、この際、強く指摘したい。

本所としては、これを契機に内部情報を利用した不公正取引を防止し、流通市場における信頼性の確保のため、更に努力を行う所存であるが、上場会社及び証券会社等、関係各位に置かれても、不公正取引排除のため、万全を期されるよう望むものである。」

以上のように、タテホ化学工業事件は灰色で決着した。次の二つのことから旧証券取引法58条違反として摘発することができなかった。

① 証券取引法上、証券取引所はもとより、大蔵大臣の調査権限にも欠如があった²³⁾。

② 証券取引法58条の適用について、本条が詐欺的な不公正取引を一般的に禁止した立法趣旨から見て、これを直ちにインサイダー取引まで広げることに限界があった²⁴⁾。

当時、わが国では、まだ、一般に知られていない情報を人より先に入手し、それを利用して儲けるのが当たり前と思う人が多かった。それだけに、法律によるインサイダー取引規制には馴染みにくい懸念があった。タテホ化学工業事件において、インサイダー取引の疑いをもたれた人たちの大半も損失を少なくする行為を悪いこととは考えもしなかったのではないか。その意味で、タテホ化学工業事件はインサイダー取引に関する国民の認識を深め、法改正しやすい環境を作り出した²⁵⁾。

<タテホ化学工業事件の阪神相互銀行のケースを改正証券取引法に当てはめると>

タテホ化学工業の財テク失敗のような事項は、1988（昭和63）年改正証券取引法190条の2第2項2号イに掲げる「災害又は業務に起因する損害」に該当すると考えられる。その場合、この会社と契約関係を有する取引銀行がこの事実を知って、その公表前に当該会社の株券を売却した場合には、1988（昭和63）年改正証券取引法190条の2第1項4号に該当し処罰されることになる。

ただし、阪神相互銀行が大阪証券取引所に説明したことがすべて事実だとすれば、「取引銀行8行を集め、説明会を行う旨の通知」は1988（昭和63）年改正証券取引法190条の2第2項2号イの重要事実には該当せず、それが法令に列挙されている他の重要事実またはハイライト条項に該当するとは断定しにくいところがある。

正取引の防止について

23) 1988（昭和63）年改正証券取引法において、「大蔵大臣は、証券取引所に上場されている有価証券の発行者に対し証券取引所の業務等に関し参考となるべき報告若しくは資料の提出を求めることができる」（154条）こととされた。

24) 刑罰規定としては構成要件が抽象的であること等から告発した場合、公判を維持できるのかという懸念があった。

25) 日本経済新聞1987（昭和62）年10月7日朝刊2頁

<止められなかった財テク>

わが国企業の株式や転換社債・新株引受権付社債による時価ファイナンスは、1985（昭和60）年39,029億円、1986（昭和61）年65,251億円、1987（昭和62）年111,042億円、1988（昭和63）年165,264億円、1989（昭和64）年251,567億円と急増した。この時期に時価ファイナンスが大幅に増加したのは、①銀行が国際銀行（BIS）の自己資本比率規制を達成するために増資を活発に行ったこと、②企業業績の堅調を背景として設備投資資金需要が大きかったこと、③一般企業も株式市場の活況を背景に積極的に資金調達を行ったこと、④平成元年末までの株式市場の活況を背景として、転換社債および新株引受権付社債の発行コストが低水準で推移したこと²⁶⁾等による²⁷⁾。

調達された資金が設備投資や借入金返済に振り向けられていれば、その後の財テクの失敗や損失補てん問題に発展しなかったであろう。しかし、当時、企業業績が拡大していたこともあり、内部留保分で設備投資資金や借入金返済資金を賄うことができた。その結果、企業が資金調達の際に内閣総理大臣に提出する有価証券届出書や投資家に頒布する目論見書の資金使途には、「調達の使途は設備投資」と明記されていたにもかかわらず、ファイナンスで調達した資金の大部分は企業の手元資金として残り、特定金銭信託やファンドトラストなどを通じて金融商品への運用に回された。

当時の財務担当者にとっては、有利な資金調達と高利回りの運用実績が出世の道具であった。そこに証券会社の甘い勧誘があった。しかし、先物などのデリバティブ取引は、十分なリスク管理が行われていなければ、タテホ化学工業のように思わぬ損失につながる可能性が高い。実際、その後もいくつかの取引事故が発生している。デリバティブ取引に係る企業の財務情報は、オフバランスになっているものが多く、その実態を把握できていない経営者も少なくいた。財テクに十分なリスク管理がなされていなかった当時、タテホ化学工業事件を契機にインサイダー取引規制とともに有価証券報告書に金融商品の時価情報開示を導入していれば、企業のリスク管理体制が確立され、大きな財テク失敗事例はなくなり、ひいては損失補てんにはつながらなかったであろう。タテホ化学工業事件を扱った当時の新聞や雑誌に、そのような論調はなかった。

有価証券報告書にける金融商品の時価情報開示は、1991（平成3）年3月期から市場性のある有価証券・先物取引・オプション取引が、1994（平成6）年3月期から先物為替予約が、1997（平成9）年3月期から非上場のデリバティブ取引が導入されたところである。

<啓蒙が必要 三協精機製作所事件>

改正証券取引法は、1988（昭和63）年5月31日に公布され、翌年の4月に施行されることが予定されていた²⁸⁾。法律制定後、その施行前に三共精機製作所事件が発生した。

26) 海外で発行した転換社債などの中には、為替スワップを使った後の実質コストがマイナスになるといった案件も一時出るほどであった。

27) 大蔵省証券局『第28回大蔵省証券局年報—平成2年版—』平成3年 金融財政事情研究会11頁

28) 改正証券取引法の一部（会社役員等の有価証券についての短期売買差益の提供に関する規定）は

新日本製鉄と三協精機製作所は1988（昭和63）年7月29日、資本参加・業務提携の基本契約に調印したと発表した。新日本製鉄は三協精機製作所の発行済み株式数の約18%に当たる14,103,000株を1株当たり1,088円総額153億円で取得し、筆頭株主となった。

この資本参加・業務提携の発表は、7月29日に午後に行われたが、三協精機製作所の株価が発表前の29日の前場から急伸した。これを受け、東京証券取引所は前場の引け後に同社株の売買を後場から停止すると発表した。市場関係者の間には「インサイダー取引があったのでは」との声もあがった。東京証券取引所では、事前に関係者から資本参加・業務提携の情報が漏れていた疑いが濃いと判断し、調査を開始した²⁹⁾。

東京証券取引所は1988（昭和63）年8月26日に、このインサイダー取引についての調査結果を次のように発表した³⁰⁾。

- ① 東京証券取引所は3月25日から7月29日までに三協精機製作所株を売買した2,700人について、調査を進めてきた。
- ② 調査対象期間中に三協精機製作所株を購入していたのは、三協精機製作所の社員15人、新日本製鉄の社員19名、合計34人、このうち両社の提携推進に関与した社員は両社合わせて4、5人いた。
- ③ 34人の購入の大半は両社が取締役に提携を付議した6月29日以降のもので、提携が正式に発表された7月29日以前の10日間の購入が半分以上であった。
- ③ 三協精機製作所、新日本製鉄両社のうち大半は、この提携に直接関与する立場にないため、インサイダー情報に基づいて三協精機製作所株を購入したと特定しにくい。改正証券取引法でも規制の対象にはならないと考えられる³¹⁾。しかし、提携交渉に関与した4、5人の場合は、提携による三協精機製作所株の値上がりを見越して購入した疑いがあり、改正証券取引法違反になる可能性が高い。
- ④ 改正証券取引法違反になる可能性が高い4、5人についても、改正前証券取引法違反には問えない。
- ⑤ 三協精機製作所、新日本製鉄の社員34人のほか、取引銀行の八十二銀行など両社以外の関係者の購入もあった。しかし、両社以外の関係者については、インサイダー情報を利用した事実は認められなかった。

改正証券取引法が公布され、施行される前に、34名は本名で2,000株、3,000株といったわずかの株数の取引を行っていた。本名で取引を行うということは、そこには、この時点においても、インサイダー取引が違法であるとか、あるいは大変悪辣な行為であるという意識がなかったという証左である。当時のインサイダー取引に関する意識は、日本を代表する企業の中核におられる方々でもこのような状況であった。三協精機製作所事件は、会

1988（昭和63）年10月1日から施行されたが、中心となるインサイダー取引自体の規制部分については1989（平成元）年4月1日に施行された。

29) 日本経済新聞1988（昭和63）年7月30日朝刊1頁、7月31日朝刊1頁

30) 日本経済新聞1988（昭和63）年8月27日朝刊1頁

31) これらの者についても、第一次情報受領者に該当し、規制の対象になる疑いが高いと思われる。

社関係者や投資家に対し、インサイダー取引の禁止について周知・徹底を図り、あるいは啓蒙を十分に行う必要があることを教えた事件であった³²⁾。

<インサイダー取引の未然防止体制>

平成63年改正証券取引法において創設されたインサイダー取引規制の整備にあたっては、市場関係者や発行会社においての認識を十分確立させ、規制の周知徹底と未然防止体制の確立を図る観点から、同法の平成元年4月1日からの施行に併せて次のような措置が講じられた³³⁾。

- ① 日本証券業協会において内部者取引管理規則を制定し、各証券会社におけるブローカー部門とアンダーライター部門の間の情報の遮断（いわゆるチャイニーズ・ウォールの構築）等のインサイダー取引未然防止のための措置。
- ② 金融機関（銀行、信託、投信、保険、投資顧問）においても、それぞれの業務内容に即したガイドラインが制定され、それを踏まえた各金融機関における社内体制の整備。
- ③ 発行会社においても、それぞれ自主的判断により役職員の自社株売買、重要情報の管理・公表等についての社内ルールの整備。
- ④ 東京証券取引所においては、適時開示の促進およびインサイダー取引の未然防止の観点から、法令に定める重要事項等について新たに報告を求めるなど「上場有価証券の発行者の通告等に関する規則の取扱い」における所要の改正³⁴⁾。

3. 外圧 東証はインサイダー取引天国

米国では、1934年証券取引所法10条(b)項に基づきSEC（米国証券取引委員会）が様々な事例の摘発を行い、数多くのSECの審決や裁判所の判決が積み重ねられ、インサイダー取引規制がルール化されていった。1986（昭和61）年には、ボウスキー事件などインサイダー取引に係る大規模な事件の摘発が相次いだ。これに合わせたように、欧米の新聞や雑誌では「日本の証券市場ではインサイダー取引の取り締まりをやっていない、東京証券取引所はインサイダー天国だ」といった批判記事が横行するようになってきた。また、証券市場の国際化に伴い、不公正取引防止のための国際的な協調が求められるようになってきた。このような外圧も証券取引法を改正してインサイダー取引規制を導入する一因となった。

<当時の米国におけるインサイダー取引規制の状況>

インサイダー取引を含めた詐欺的不公正取引を規制する法律は、以前から米国（1934年

32) 神崎克郎発言「座談会 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 No.1160 63.10.5 9頁

33) 大蔵省証券局『第27回大蔵省証券局年報－平成元年版－』平成2年 金融財政事情研究会 54頁

34) 大蔵省証券局『第28回大蔵省証券局年報－平成2年版－』平成3年 金融財政事情研究会 372頁

証券取引所法10条(b)項、証券取引委員会規則10b-5)にもわが国(証券取引法58条1号)にもあった。

米国では、法律の規定そのものがインサイダー取引を規制しているものではないが、SEC(証券取引委員会)がその規定に基づいてさまざまな事例の摘発を行い、数多くのSECの審決および裁判所の判決が積み重ねられた。その結果、抽象的な法律の文言を超えてインサイダー取引の該当事例が極めて広範囲にわたってルール化されていった³⁵⁾³⁶⁾。他方、わが国では、おそらく多数のインサイダー取引が行われていたと思われるが、それが表沙汰になり、まして訴訟に持ち込まれることはなかった。

その違いは規制体制の違いもあるが、そのもとには日本では有価証券取引に関する不正は、預金中心の国民、一般投資家には関係のないマネーの問題として、また関係者間でも内部者がそれで利益を得るのは一種の役得として見逃している体質があったように思われる³⁷⁾。

(注1) 1934年証券取引所法10条(b)項

1934年証券取引所法10条

いかなる者も、直接または間接に、州際通商の方法もしくは手段、郵便、または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(b) 委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則に違反して、国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されていない証券の購入または売却に関して相場操縦のまたは詐欺的戦略もしくは術策を用いること。

(注2) 証券取引委員会規則10b-5

いかなる者も、直接または間接に、州際通商の方法もしくは手段、郵便、または国法証券取引所の施設を利用して、証券の購入または売却に関して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) 詐取を行うための策略、計略または技巧を用いること、

(b) 重要な事項について事実と異なる記載を行うことにより、またはそれが作成された当時の状況に鑑み記載につき誤解を避けるために必要な重要事項の記載を省略すること、または、

(c) いずれかの者に対して欺瞞もしくは詐欺となりまたは欺瞞もしくは詐欺となるおそれのある行為、慣行または業務方法を行うこと。

米国において、インサイダー取引が本格化したのは1960年代に入ってからであり、以降、規制が拡大強化されるとともに、1984(昭和59)年には違反者に対する民事制裁金を規定するインサイダー取引制裁法が制定されている。同法により、インサイダー取引により利益を得た者に対して、裁判所は、得た利益の3倍までの民事制裁金を科すことができることとなった。また、1986(昭和61)年のボウスキー事件などインサイダー取引に係る大規

35) 証券取引審議会1988(昭和63)年2月24日「内部者取引の規制の在り方について」

36) 「財経詳報」1987.10.19 No.1666 14頁「望まれるインサイダー取引の規制強化」

37) 河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本』有斐閣 2008年 433頁

模な事件の摘発が相次いでいる³⁸⁾。さらに、1987（昭和62）年にインサイダー取引の規制の範囲を一層明確化するための「1987年インサイダー取引禁止法案」が議会で提出された。

<米国におけるインサイダー取引の告発 ボウスキー事件>

著名な鞆取り業者であったアイバン・ボウスキーは1985（昭和60）年4月ころから、自社株購入による財務再編、株式公開買付け、合併その他の情報を、その公表前に大手証券会社に勤務するデニス・レビンから得て、これらを買集め、公表後に売却するという手口で2億3千万ドルの利益を得ていた。このうち違法な利益と認定されたのは5千万ドルである。代表的なインサイダー取引は、ナビスコ社がR・J・レイノルズ社との合併の可能性について検討しているという情報を入手し、その情報が公表される前にナビスコ社の株式を大量に購入し、情報が公表された後に全株を売却することにより400万ドルの利益を得たものである³⁹⁾。1987（昭和62）年末にボウスキーは、5千万ドルの利益の吐き出しと5千万ドルの民事制裁金合わせて1億ドルの支払いに同意し、3年間の拘禁刑が確定した。

このほか有名な事案としてワイナズ事件がある。1983（昭和58）年10月、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の株式コラム「ハード・オン・ザ・ストリート」の記者であったワイナズは、市場に影響力を与える同コラムの掲載前に、その内容を2人の株式ブローカーに通報し、これらの情報に基づいて売買を行ったブローカーらは、69万ドルの利益を得た⁴⁰⁾。ワイナズは、4,500ドルの利益吐き出しに同意し、刑事訴訟では、郵便通信詐欺罪と証券取引所法10条(b)項違反により、拘禁刑18ヶ月、400時間の強制労働および5,000ドルの罰金刑が1987（昭和62）年11月の最高裁で確定した。

<映画「ウォール街」>

インサイダー取引を題材にした映画に「ウォール街」がある。1987（昭和62）年12月公開のアメリカ映画で、わが国では翌年の1988（昭和63）年4月に公開された。

若き証券マンのバド・フォックス（チャーリー・シーン）は、大物乗っ取り屋である投資銀行家のゴードン・ゲッコー⁴¹⁾（マイケル・ダグラス）に取り入るため、父親の勤める会社ブルースター航空のインサイダー情報を提供した。そのインサイダー情報とは、「連邦航空局から、ブルースター航空の墜落事故の原因が航空機メーカーにあり、航空会社の機体整備に責任はないとする調査結果が近々公表される」というものであった。この情報は

38) インサイダー取引摘発件数は、SECのアンニュアル・レポートによると、1982（昭和57）年20件、1983（昭和58）年24件、1984（昭和59）年13件、1985（昭和60）年20件、1986（昭和61）年34件、1987（昭和62）年36件となっている。

39) 「ウォール街での内部者取引事件の摘発－ボウスキー事件の投げかけたもの－（海外情報）」商事法務 No.1097 61.12.15 50頁

40) 近藤光男「ワイナズ事件と不正流用理論」商事法務 No.1133 63.1.5 76頁

41) ゴードン・ゲッコーは、米国におけるインサイダー取引で有名なボウスキー事件のアイバン・ボウスキーがモデルとされている。

ブルースター航空の株価を上げるものである。したがって、この情報が公表される前に同社の株式を購入し、情報が公表された後にその株式を売却すれば確実に利益を得ることができる。

バドは、このインサイダー情報の提供が功を奏しゴートンに気に入られた。ゴートンとの関係を保つため、引き続きインサイダー情報の収集を行いゴートンに提供するようになる。緊密な関係が続いたが、その後、二人の関係は、ブルースター航空の買収でバドがゴートンを裏切ることで終わった。その直後、バドは以前のインサイダー取引でSEC（証券取引委員会）に摘発されてしまう。

結末は、ゴートンが仮出所したバドを呼び出してさんざん殴りつける。だが、そのときにゴートンが怒りに任せて話した言葉をバドはテープに録音していた。バドの身体には、SECに盗聴依頼をされていた小型録音機が仕掛けられていた。それはゴートンがインサイダー取引を告白しているものであった。

当時、映画を見たわが国の若い人たちは、インサイダー取引規制をどのように思ったのだろうか。「映画が終わった後、隣の席の若い女の子たちの会話が記憶に残った。『えー、（バド役の）チャーリーなんで捕まっちゃたんだろ？』、『わかんない、かわいそーお』。やれやれ、アホかこいつらはと思ったが、その反応は無理もない。当時、日本にはまだ、インサイダー取引規制は存在していなかったのである。⁴²⁾といったところのようだ。

「ウォール街」から23年後の2010（平成22）年9月に、続編として「ウォール・ストリート」が公開されている。インサイダー取引で長年服役して出所したゴートンを再びマイケル・ダグラスが演じた。

<海外における報道 東証はインサイダー天国>

証券市場が国際化し、東京市場がその比重を高め、当時、時価総額ではニューヨーク取引所を抜くような状況であった。米国では、1986（昭和61）年にはボウスキー事件などインサイダー取引に係る大規模な事件の摘発が相次いだ。一方、わが国では証券取引法が施行されてから40年を経過しても摘発された例はない。

このような状況を踏まえ、「日本の証券市場ではインサイダー取引の取り締まりをやっていない、東京証券取引所はインサイダー天国だ」といった次のような海外の雑誌に批判記事が横行するようになってきた。それらの雑誌を読む欧米の証券関係者たちも日本の証券市場に対する見方がそのようになっていった。

① 1987（昭和62）年5月18日 フォーブス誌「日本のインサイダー天国特集」

「東京の株式市場では、60年前のアメリカと同じようにインサイダー取引でいっぱいである」旨のことが掲載されている。

② 1987（昭和62）年12月7日 New York Times 誌「東京株式市場の特異性」

記事の小題「株価操縦とインサイダー取引」では、「多数の市場アナリストは、東

42) 大森泰人『霞が関から眺める証券市場の風景』金融財政事情研究会 平成27年 11頁

京市場は旧システムの一面、すなわち株価操縦およびインサイダー取引は持続している。市場アナリストのほとんどの者は、業務上の関係を恐れて、公然とこのことを認めるものはいないが、このような行為がはびこっていると信じている。証券会社や大蔵省はこのような取引がなされていることは強く否定している。『日本ではインサイダー取引は決して存在しない。』と大蔵省の職員は述べた。東京には SEC に相当する機関はない。これまで大蔵省の行ってきた調査は、インサイダー取引についての会社の潔白を明らかにしてきた。」と述べている。

<大蔵省証券局・米国 SEC 定期会合>

証券市場の国際化に伴い、インサイダー取引を含む不正取引防止のための国際的な協調が求められてきたことから、大蔵省証券局と海外の規制当局との間で、次のとおり、不正取引防止に係る覚書が交換された。

1986（昭和61）年5月23日、大蔵省証券局（当時）と SEC（米国証券取引委員会）の第1回会合が開かれ、会合の終わりにあたり、証券局長と SEC 委員長は、「情報の交換に関する SEC と証券局との間の覚書」に署名した。同覚書においては「それぞれの当局が、ケース・バイ・ケースで監視・検査情報を容易に要求できるようにすること」で合意した。

また、1987（昭和62）年4月8日、大蔵省証券局と英国貿易産業省との間でも上記と同様の覚書が取り交わされている。英国においては、1980（昭和55）年よりインサイダー取引規制が導入され、その後、1985年会社証券（インサイダー取引）法に基づき規制が行われている。なお、同法は、1986（昭和61）年10月に成立した金融サービス法において修正・強化されている。

さらに、1988（昭和63）年2月17日の大蔵省証券局と SEC 第2回会合では、証券局より、インサイダー取引規制に関して、現段階での法案のごく大まかな枠組みを説明したところ、SEC より、アメリカの摘発例の大部分をカバーしているとの評価を得た。会合の終わりには、証券局長・SEC 委員長共同記者会見を行い⁴³⁾、上記インサイダー取引規制を含む会合の成果を盛り込んだプレス・リリースを発表している⁴⁴⁾。

4. 現行のインサイダー取引規制の概要

昭和63年改正証券取引法により創設されたインサイダー取引規制は、その後も証券市場の国際化や拡大に伴い、またインサイダー取引規制の重要性の認識が深まってきたことから、数次の改正を経て、徐々に規制強化が行われ、今日の金融商品取引法に引き継がれてきた。

43) 記者会見で、SEC 委員長は SEC の1987年度（1986年10月～1987年9月）に摘発してインサイダー取引件数が36件であることを明らかにした（栗林良光『大蔵省証券局』講談社1998年 314頁）。これに対してわが国はゼロであった。

44) 大蔵省証券局『第26回大蔵省証券局年報－昭和63年版－』昭和63年 金融財政事情研究会 43, 44 頁

現行の金融商品取引法におけるインサイダー取引規制には、①会社関係者などによるインサイダー取引規制と、②公開買付者等関係者などによるインサイダー取引規制の2つがある。また、公募増資に関連したインサイダー取引事案⁴⁵⁾をはじめ、会社関係者または公開買付等関係者から情報伝達を受けた第1次情報受領者によるインサイダー取引の増加などから、2013（平成25）年改正金融商品取引法により、会社関係者および公開買付等関係者の情報伝達行為・取引推奨行為の規制が導入されている。

<会社関係者などによるインサイダー取引規制>

会社関係者などによるインサイダー取引規制の概要は次のとおり⁴⁶⁾（金商法166条1項・3項）。

- ① 上場会社の「会社関係者」または会社関係者からの「第1次情報受領者」であって、会社関係者とは、a) その上場会社の役職員、b) その上場会社の会計帳簿等の閲覧等請求権を有する株主など、c) その上場会社に対する法令に基づく権限を有する者、d) その上場会社と契約を締結している者または締結の交渉をしている者、e) 上記b) または d) の者である法人の役職員、f) 会社関係者でなくなった後1年以内の元会社関係者をいう。
- ② その上場会社に係る「業務等に関する重要事実」を知った者は、業務等に関する重要事実とは、上場会社またはその子会社に係るa) 決定事実⁴⁷⁾、b) 発生事実、c) 決算情報およびd) バスケット条項⁴⁸⁾からなり、a) およびb) については具体的項目が列挙されている（金商法166条2項）。
- ③ その重要事実の「公表」がされた後でなければ
- ④ その上場会社の株券を「売買」してはならない。

会社関係者による情報伝達行為・取引推奨行為規制の概要は次のとおり（金商法167条の2第1項）。

- ① 上場会社の会社関係者であって、
- ② その上場会社に係る業務等に関する重要事実を知った者は、
- ③ 他人に対し、その重要事実が公表される前にその上場会社の株券を売買させることによりその他人に利益を得させ、または損失の発生を回避させる目的を持って、
- ④ その重要事実を伝達し、または売買することを勧めてはならない。

45) 上場会社の公募増資に際し、引受証券会社の営業部門等の職員が、機関投資家等に対して公募増資に関する内部情報を漏えいし、機関投資家等によるインサイダー取引を誘引したものの。例えば、2012（平成24）年6月27日に課徴金納付命令を受けた中央三井アセット信託銀行事案がある。

46) インサイダー取引規制の対象となる有価証券は上場会社の株券に限定されないが、分かりやすくするため、ここでは上場会社の株券を例にとる。

47) 決定事実とは、その上場会社または子会社の業務執行機関が一定の事項を行うことを決定することをいう。新株発行、業務提携・解消、合併、株式分割等がこれに該当する。

48) バスケット条項とは、決定事実・発生事実・決算情報を除く、その上場会社または子会社の運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものをいう。

なお、情報伝達行為・取引推奨行為規制において刑事罰または課徴金の対象となるのは、それらの違反により情報伝達・取引推奨を受けた者（情報受領者）が重要事実・公開買付け等事実の公表前に売買をした場合に限るとされている。

<公開買付者等関係者などによるインサイダー取引規制>

公開買付者等関係者などによるインサイダー取引規制の概要は次のとおり（金商法167条1項・3項）。

- ① 「公開買付者等関係者」または公開買付者等関係者からの「第1次情報受領者」であって、
公開買付者等関係者とは、a) その公開買付者等の役職員、b) その公開買付者等の会計帳簿等の閲覧等請求権を有する株主など、c) その公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者、d) その公開買付者等と契約を締結している者または締結の交渉をしている者、e) その公開買付け等にかかる上場株券の発行者、f) 上記b) d) またはe) の者である法人の役職員、g) 公開買付者等関係者でなくなった後6ヶ月以内の元公開買付者等関係者をいう。
- ② その公開買付者等関係者による「上場会社の株券の公開買付け」または「上場会社の5%以上の株券の買い集め行為」の実施または中止を知った者は、
- ③ その事実が「公表」された後でなければ、
- ④ その上場会社の株券を「売買」してはならない。

公開買付者等関係者による情報伝達行為・取引推奨行為規制の概要は次のとおり（金商法167条の2第2項）。

- ① 公開買付け等における公開買付者等関係者であって、
- ② 公開買付け等の事実を知った者は、
- ③ 他人に対し、その公開買付け等の事実が公表される前にその公開買付け等に係る株券を売買させることによりその他人に利益を得させ、または損失の発生を回避させる目的を持って、
- ④ その公開買付け等の事実を伝達し、または売買することを勧めてはならない。

<刑事罰・課徴金>

インサイダー取引規制（金融商品取引法166条1項・3項、167条1項・3項）違反の罰則は、「5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金または併科」とされている（金融商品取引法197条の2第13号）⁴⁹⁾。また、両罰規定として、会社の代表者、代理人、使用者その他の従業員が行った会社の業務に関する違反行為についても、会社に対して5億円以下の罰金が科される（金融商品取引法207条1項2号）。平成25年改正金融商品取引法により新

49) 昭和63年改正証券取引法によるインサイダー取引規制の導入時の罰則は、「6ヶ月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金または併科」であり、法人の両罰の場合も50万円以下の罰金とされていた。

設された情報伝達・取引推奨規制違反に対する罰則も同じ水準となっている（金融商品取引法197条の2第14号・15号、207条1項2号）。

金融商品取引法157条の不正取引行為の禁止違反や159条の相場操縦等の禁止違反の場合の10年以下の懲役または1,000万円以下の罰金（金融商品取引法197条1項5号）に比べて量刑が軽くなっているのは、インサイダー取引規制に対する違反の場合、規制の実効性確保の見地から、行為の形式的違反の次元で刑罰を科すことによる。つまり、刑を重くするとそれだけ適用範囲を厳しくしなければならず、インサイダー取引のように複雑で多様な要件が交錯していると、解釈によって実質的にこれを防ぐ可能性が狭まってしまうからである⁵⁰⁾。

また、インサイダー取引規制違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保する観点から次の者に対して課徴金⁵¹⁾が課される。

- ① インサイダー取引規制（金融商品取引法166条1項・3項、167条1項・3項）に違反して売買等または買付け等・売付け等をした者（金融商品取引法175条1項・2項）
課徴金の水準は、「重要事実などの公表前6カ月以内の売付け等（買付け等）の価格と重要事実などの公表後2週間における最安値（最高値）の価格との差額」とされている。
- ② 情報伝達・取引推奨規制（金融商品取引法167条の2）に違反した者であって、情報受領者が当該違反行為にかかる売買等または買付け等・売付け等をした場合（金融商品取引法175条の2第1項・2項）
課徴金の水準は、原則として、情報受領者等の「利得相当額」の2分の1とされている。

50) 河本一郎＝大竹泰南『金融商品取引法読本』有斐閣 平成20年 453頁

51) 課徴金制度は平成16年改正証券取引法により導入され、2008（平成20）年の改正金融商品取引法により課徴金水準の引き上げなどの改正が行われた。また2013（平成25）年改正金融商品取引法により情報伝達・取引推奨規制違反に対する課徴金が新設された。