

1. 日本のインサイダー取引規制の特殊性

昭和 63 年証券法改正で導入

- ・当時の米国判例・SEC 規則を参照

その後、判例の展開。EU 指令に基づく EU 諸国での立法

- ・未然防止に主眼

内部者・内部情報の範囲を限定、重要基準・軽微基準を設けた。

硬直的な公表概念

- ・形式犯として立法（罰則は軽い）

情報の利用は問わない、損を生じる取引にも適用。

過少規制（規制されるべき行為が規制の対象から外れる）

過剰規制（規制されるべきでない行為が規制の対象とされている）

規制されるべき行為を適切に規制するように、改正が必要。

実質犯にふさわしい構成要件にする必要がある。

インサイダー取引：重要事実を一定の関係を通じて知った会社関係者または情報受領者が、適用除外に該当しないのに、当該事実の公表前に特定有価証券等の売買等をする行為

2. 重要事実

(1) 問題点

個別列挙方式と包括条項を併用しているため、過少規制となっている。

上場会社等の「運営、業務または財産に関する重要事実」に限定されている。

外部情報（発行者以外を情報源とする情報）に基づくインサイダー取引は、公開買付け・5%以上の買集め決定のみが重要事実となっており、それ以外の外部情報を規制の対象としていない。

例）日銀の政策金利の決定は重要事実でない。

実現可能性の低い決定、実施が中止された事実に係る決定も重要事実となり、過剰規制となっている。

(2) 改善策

包括条項一本にする。軽微基準は廃止する。

「有価証券の発行者または有価証券に関する未公表の事実であって、投資者の投資判断に重大な及ぼすおそれがあるもの」

「有価証券の発行者または有価証券に関する未公表の事実であって、公表された場合に当該有価証券の市場価格に重大な影響を及ぼすおそれがあるもの」

3. 会社関係者の範囲

(1) 問題点

会社関係者（インサイダー）の範囲が限定的であるため、過少規制となっている。

例) アナリストや新聞記者は会社関係者でない。

(2) 改善策

包括的な定義を導入する。

「その地位または職務ゆえに未公開情報へのアクセスを有する者」

発行者との関係に限定されず、外部情報へのアクセスを有する者も含まれる。

4. 情報受領者の範囲

(1) 問題点

第2次情報受領者が規制対象となっていない。 国際的にみても問題

(2) 改善策

インサイダーに由来することを知って当該情報を入手した者を規制の対象とする。

会社関係者の範囲を広くとれば多くの情報受領者が会社関係者になるため、情報受領者の行為を規制対象外とすることも考えられる。

5. 情報の知得

(1) 問題点

情報を知って売買等をすれば違反となり、過剰規制となっている。

(2) 改善策

情報の利用を要件とする。

情報を知る前に投資決定をした場合には処罰を受けないようにする。

構成要件に書き込めるか？ 適用除外として定めるか？

6．公表概念

(1) 問題点

公表概念が形式的・硬直的

(2) 改善策

一般的な公表概念を設ける。

「不特定多数の投資者が当該事実を知り得る状態になったとき」

公表の主体は問わない。情報源以外がとれる「公表措置」を整備する。

7．禁止行為

(1) 問題点

売買等のみが対象。

(2) 改善策

売買等のほか、職務によらない情報の伝達、取引推奨を規制の対象に含める。

8．適用除外

(1) 問題点

適用除外の範囲が狭すぎるという批判がある。

(2) 改善策

「重要事実を知る前に投資決定が行われたとき」を適用除外とする。

市場外取引を適用除外とすることも検討に値する。

) 市場外で一方当事者に有利な取引が行われても、市場に対する投資者の信頼は害されない。

9．自己株式取得の特殊性

会社が自己株式を取得するときは、会社と株主の利益が相反する。

会社が株式の募集を行うときは、有価証券届出書にすべての重要事実を記載することが建前となっている。

(a) 自己株式の取得に際して、会社はすべての重要事実を開示しなければ、インサイダー取引に問われるとすることにも一理ある。

Cf. 信託方式ならよいが、チャイニーズ・ウォールを設けて社内から取得の指示を出すのはいけないとする理由はない。

(b) 政策的な適用除外規定を設ける。

おわりに