

## 第1回 金融タスクフォース 議事概要

- 1．日時：平成21年6月15日（金）16:00～17:00
- 2．場所：永田町合同庁舎2階 207A会議室
- 3．内容：有識者ヒアリング  
（テーマ）インサイダー取引規制の立法上の課題  
（参考人）早稲田大学大学院 法務研究科 教授 黒沼 悦郎 氏
- 4．出席：富山主査、翁副主査、森下専門委員

富山主査 では、定刻を過ぎましたが、金融タスクフォースを始めたいと思います。

今日は、早稲田大学の黒沼先生から「インサイダー取引規制の立法上の課題」について、お話を伺います。本日はどうもありがとうございます。

では、冒頭 20～30 分くらいでお話をいただいて、その後に質疑応答とします。どうぞよろしくお願いします。

黒沼教授 時間が 20～30 分ということでしたので、簡単なレジュメしか用意できませんでしたけれども、日本のインサイダー規制の立法上の課題について、私が考えるところを述べさせていただきます。

規制緩和との関係でインサイダー取引規制のいろんな提案がなされていると思いますが、今日私がお話をさせていただくところは、恐らく多くの研究者が共通に認識を持っているところだと思います。研究者は普通、規制緩和すべきだからここを直すとか、あるいは実際にインサイダー取引規制について、こういう不都合があるから、ここを直した方がいいとか、そういうような発想は余りしないんです。むしろ、そもそも規制はどうあるべきかというところから出発して、議論をしますので、議論としては大ざっぱなものになっているかと思います。

ですから、皆様の御議論にどれくらい役に立つかはわかりませんが、研究者というのは大体どういうことを考えているかを御紹介させていただければと思います。

日本のインサイダー取引規制は非常に特殊な状況でつくられて、立法形式も特殊なものではないかというところから話をいたします。インサイダー取引規制は昭和 63 年の証券取引法改正で導入されたのですが、これは私が見るところ、当時のアメリカの判例や SEC 規則を参照したのではないかと思います。

当時インサイダー取引を法律によって禁止していたのは、アメリカ以外ではイギリスがあっただけくらいです。EU 諸国は法律によるインサイダー取引規制は余り進んでいなかったんです。日本はインサイダー天国だから市場の国際化に伴ってインサイダー取引規制を整えなければいけないと言って、このときに立法をしたのですが、世界的に見れば比較的早い時期に法律によってインサイダー取引を規制したと思います。

アメリカは判例法の国ですから、そのためにアメリカではその後、判例の展開がありまして、いわゆる不正流用理論が最高裁の認めるところになって、インサイダー取引規制の範囲は広がって

ます。EU諸国では1989年に採択されたEUディレクティブに基づいて、その後90年代にEU諸国で立法化がなされました。それまでのEUのインサイダー取引規制は一部自主規制で行っていたところもあったんですが、その内容もEU指令に基づいたものになりましたので、相当統一性が取れていて、しかも困ったことにアメリカ法とEU法は相当違うのです。そこで日本法はアメリカ法ともEU法とも違う内容になっていると思います。

これも私の意見ですがけれども、立法当時はインサイダー取引の未然防止に主眼が置かれて、その点が強調されていました。そこで、内部者とか内部情報の範囲を限定的か明確にした。重要基準、軽微基準を設けて、何が法律違反になるかをわかりやすく規定する。そうした上で未然防止に力を入れるということを目的にしていたのではないかと思います。また、公表概念も極めて硬直的なものが取り入れられています。

当時は、罰則は非常に軽いものでして、インサイダー取引は形式犯として立法をされたと思われます。情報の利用は問わない。情報を知った状態で取引をすれば、それが得になる取引でも損になる取引であっても、インサイダー取引になるという形になっています。

そういう立法形式を取りましたので、どうしても過少規制や過剰規制が生じるのではないかと。規制されるべき行為が規制の対象から外れるという問題や、規制されるべきでない行為が規制の対象となっているという問題であります。

過剰規制の方は、運用で規制されるべきでないような行為は揭示処罰の対象にしなければいけないので、余り問題がなかったのですが、課徴金制度が取り入れられてからは、課徴金は原則として違反行為があれば、必ずかけるというやり方になっていますので、そこでいろいろと問題が出てきているのだらうと思います。特に後でも話をするように、決定にかかる重要事実が広過ぎるといった点が、過剰規制の問題として指摘されているところだらうと思います。

立法後に罰則が証取法の改正の際に何回か強化されまして、形式犯なんだけれども、罰則は非常に重くなっている。運用と形式の間の齟齬が生じているのではないかと思います。したがって、立法上の課題の大枠としては、規制されるべき行為を適切にとらえて、それに規制をかけるように改正が必要なのではないかと思います。その際、実質犯にふさわしい構成要件にする必要があるように思います。

現在のインサイダー取引規制上のインサイダー取引は、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と定義づけることができます。

この重要事実とか会社関係者、情報受領者、適用除外、公表、特定有価証券等、売買等といった概念がそれぞれ定義づけられていて、形式的なものになっているということです。

そこでそれぞれの構成要件を少し検討してみたいと思うのですが、まず重要事実については個別列挙方式と包括条項を併用しているために、過少規制になっているように思われます。これは包括条項を使っているから全部救うことができるのではないかとと思うかもしれませんが、包括条項は前3号に掲げる事実を除きとあって、個別列挙に当たる場合には包括条項は原則として適用できない形式になっているからです。

包括条項は上場会社等の運営、業務または財産に関する重要事実に関連して、これは解釈の問題なのですが、運営、業務、財産に関するもの以外の事実は、いわゆる内部情報に基づくインサイダー取引にかかる166条を適用しにくいことになっている。また、外部情報、すなわち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、167条で規制しているわけですが、そこでは公開買付と5%以上の買い集め決定のみが重要事実とされており、それ以外の外部情報を規制の対象としていません。

例えば日銀の政策金利の決定は、重要事実には当たらないということになるんです。これは解釈によって、上場会社等の運営、業務または財産に関する重要事実と解することも不可能ではないんですが、これまでそういう外部情報を内部情報として構成して、インサイダー取引規制を適用した例はないと思います。

決定については一定の事項についての決定と書いてあって、実現可能性を考慮したものになっていないため、実現可能性の低い決定や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ように思われます。

そこで改善策としては、包括条項を一本にするというのが最も望ましい形態ではないかと思えます。軽微基準等は廃止するという事です。包括条項の規定の仕方ですが、例えば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影響を及ぼすおそれがあるもの、あるいはこれはEUのディレクティブに近い定義なのですが、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事実といった定義が考えられます。

次に、会社関係者（インサイダー）の範囲です。これも限定的であるため、過少規制となっていると思います。例えばアナリストや新聞記者は、日本では会社関係者ではないです。これらの者は情報受領者になりますけれども、日本では情報の第二次受領者が規制の対象でないので、アナリストや新聞記者からその情報を受け取った者は規制の対象外になってしまう。例えばアナリストの顧客というのは、情報受領者にならない可能性があります。

これについての改善策としても、会社関係者についての包括的な定義を導入する。例えばその地位または職務ゆえに見公開情報へのアクセスを有する者、これもEUの定義規定に近いのですが、こういうものを一本入れれば済む話ではないか。こういうものを入れれば、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ここに含まれるというわけです。重要事実を包括的なものにして、会社関係者の範囲もこのような包括的な定義にすれば、諸外国で実施されているインサイダー規制とほぼ同じものが実現できるのではないかと思います。

次に、情報受領者の範囲です。これは日本では構成要件と言いますか、処罰の範囲を明確にするために第二次情報受領者、すなわち情報受領者から情報を受け取った者は規制対象とされています。これは国際的に見ても問題ではないか。実際には第二次受領者が間接正犯であると構成して、第二次受領者も処罰の範囲に含めることは可能ですけれども、法律の形式上、すぐに脱法ができるような形になっているのは問題であろうと思います。

改善策としては、これはいろんなやり方があるんですが、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にするということも考えられます。ただ、この点はインサイダー取引の悪性をどこに求めるかということにも関連していきまして、例えば会社関係者以外のもので未公表の情報を知っている者をすべて情報受領者として規制の対象に含めるような立法例もあります。その立法例というのは、要するに情報の平等を確保しようという考え方、未公開の情報を持っている者はすべてインサイダーであって、その者は取引をしてはいけないという考え方に立脚しているのです。

しかし、例えばアメリカなどはそういう考え方ではありませんで、情報の平等性を厳格に課していくと、投資判断に役立つ情報を作成して、それを伝達し公表するという市場の効率性を増すような活動を抑制してしまうので、望ましくないと考えられているわけです。

そこで別の考え方としては、会社関係者の範囲を広く取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ます。例えば日本では株主はインサイダーではないんです。株主総会で日本では未公表の重要事実が知らされることはまずないんですが、株主総会で社長から話を聞いた者、その者は情報受領者ですけども、それを他に伝達して取引をさせれば、その者は第二次受領者ですので、処罰の対象ではなくなる。EUでは株主自身が内部者の定義に入っていますけれども、仮にそういう定義を置かなくても、その地位ゆえに未公開情報へのアクセスを有する者であることは間違いないので、株主が株主総会で聞いた話は内部情報になって、インサイダー取引は禁止されるということになります。そうすれば情報受領者の行為を規制の対象外とすることも考えられるということでもあります。

次に、情報の知得ということです。情報を知って売買をすれば違反となり、どちらの方向の売買であろうがインサイダー取引になる。情報を知る前に投資の決定を行っていた場合でもインサイダー取引になるという意味で、やはり過剰規制になっているのではないかと。

改善策としては、1つはインサイダー取引を実質犯化するというところで、情報の利用を要件とするということも考えられます。ドイツでは利用という語が使われていまして、情報の利用が要件になっているんです。実際にはどういう運用がなされるかは、よくは知らないのですが、情報の利用を要件とするとインサイダー取引規制は運用が極めて難しくなることも考えられますので、情報を知って取引をするのを処罰の対象としつつ、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ことも考えられます。

ただ、この場合、構成要件にうまくこのことを書き込めるのか。処罰の対象になっていますので、検察側がすべて立証責任を負うのが建前ですので、知る前に投資決定をしたということを被告人側が立証すると、処罰を免れるというような構成要件を立てることができるのかということとはよくわかりません。この辺りは刑法学者に聞いてみないといけないと思います。あるいは適用除外として定めるということも考えられるところです。

公表概念ですが、これも御存じのとおり形式的・硬直的であって、みんなが知っているも公表に当たらないという場合が出てきてしまっています。そこで一般的な公表概念を設けるべきではないかと思っています。

例えば不特定多数の当事者が当該事実を知り得る状態になったときというような定義規定を設

けることが考えられます。この場合、公表の主体を問わない。だれが公表するかという、その公表の主体を問わないでこういう規定を設ける。情報源以外のものができる公表措置の方式を法令で整備することも考えられると思います。

禁止行為ですが、日本では売買等のみが禁止の対象になっています。それとは別に金融商品取引業者の役職員に対する禁止行為として内閣府令で、内部情報に基づく投資勧誘が規制の対象になっていますが、それ自体は行政規制であって罰則は適用されません。

この点はEUでは売買等のほか、職務によらない情報の伝達や取引推奨を規制の対象に含めています。情報の伝達は要するに情報受領者が取引をしなくても、情報を伝達すること自体を規制の対象にするということです。取引推奨というのは情報を伝達しなくても、その情報に基づいて、この株式を購入した方がいいとか、これを売れとかいうことを例えば友人に勧めるというような行為も対象にする。これは主としてインサイダー取引あるいはそれに実質的に類するような行為を防止するための制度だろうと思います。

それから、適用除外です。日本では適用除外が個別に定められているんですが、適用除外の範囲が狭過ぎるという批判があるところです。改善策はそれぞれの適用除外について、いろいろと議論をすることができると思いますけれども、1つ大きなものとしては、先ほど情報の利用ということをや要件とする代わりに、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の一つとして定めることが考えられるのではないかと思います。

また、インサイダー取引は上場している有価証券の発行者に関する事実を知って行う取引についての規制ですけれども、市場外取引を適用除外とすることも検討に値すると思います。なぜならば、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と考えられるからです。現在でも両当事者が当該重要事実を知っている場合には、市場外取引は適用除外になっていますが、それを知らなくても、市場外の取引は確かに、一方に有利で一方に不利で、場合によっては詐欺罪に当たるような行為かもしれませんが、それは詐欺罪で処罰すればいいのであって、インサイダー取引規制の目的は一般の投資者の市場に対する信頼の確保ということですから、市場で取引をしている者が不当に不利益を被らないようにするための規制であって、市場外取引を一律に適用除外とすることも検討に値すると思います。

最後に自己株式取得の特殊性について、少し話をさせていただきたいと思います。インサイダー取引規制が厳し過ぎるというのは、特に自己株式の取得について最近言われているのですが、私自身はインサイダー取引について、現行の規制は厳し過ぎるところはあるのですが、自己株式取得については、その特殊性も考慮する必要があるのではないかと考えています。

それは会社が自己株式を所得する時には、会社と株主の利益が相反するということです。会社の役員が会社の名前で自己株式を取得するので、相手方は必ず株主なわけです。会社に有利に事実を隠して取引を行えば、それは株主にとって不利な取引になる。会社と株主の利益は相反するので、取締役としては会社法で言うところの忠実義務に違反するような行為とも言えるわけであります。

また、会社が株式についての取引をするときには、一般的に言って金融商品取引法上はディスクロージャー規制がかかってくる。例えば会社が株式の募集を行うときには、有価証券届出書にすべ

ての重要事実を記載する建前になっています。したがって、株式の新規発行の時には、それはインサイダー取引の規制対象には形式的になっていないのです。売買等に原始取得は含まれないとされていまして、それは、すべての重要事実を開示していることは前提になっているわけであります。

したがって、自己株式の取得に際しては、会社はすべての重要事実を開示され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ように思います。御存じのように最近、金融庁は信託方式を取ってチャイニーズ・ウォールを設けておけば、インサイダー取引違反にはならないというQ & Aを出したわけですが、理論的に考えてみると信託方式ならよいけれども、社内にチャイニーズ・ウォールを設けて、株式の売買を行う部門と重要事実が発生する部門を分けてしまえば、社内から注文を出すのはいけないとする理由はないはずで、理論的には両方同じなんです。

そうすると、なぜ信託方式だといいいのかというのはおかしな話でして、根本にさかのぼると会社内で重要事実が発生しているときに自己株式を取得していいのかという問題に帰着するわけであります。この点は余り議論がなされていないと思うんですが、自己株式の特殊性を考慮すれば、この点については規制は緩和しないというのも一つの考え方だろうと思います。

しかし、それでは余りにも規制が厳し過ぎるのが最近のいろいろな要望で出ているところでありまして、適用除外を設けるということも考えられるわけですが、それは政策的な判断だろうと思います。

実際、現行法でも幾つか政策的な適用除外が入ってまして、例えば防戦買いとか応援買いといったような企業買収に関わる行為については、政策的な適用除外が入っているのです。ですから、政策的な適用除外を設けることは一律に否定はされないと思います。

インサイダー取引規制については、私は細かな手直しではなくて、抜本的な改正が必要ではないかと思っています。金融庁の中でも一部の人はインサイダー取引規制については抜本的に改正する必要があると考えているように見受けられます。

ただ、御存じのように経済外からの反対が強くて、むしろ経済界は包括条項をやめて個別列挙方式で行くべきだという考え方です。しかし、学者の目から見ると、そういう規制にして、果たして国際的に見て恥ずかしくないインサイダー取引規制と言えるのかということ、疑問があります。むしろ学者は個別列挙方式をやめて包括条項一本で行くべきだと考えていまして、金融庁の中にもそういうお考えをお持ちの方もいらっしゃるようです。

ただし、それを実現しようとする、なかなか難しいというのが現状な用であります。特に上場会社の便宜という観点から個別に手直しをするにしても、それがインサイダー取引規制の趣旨に反しないかという点から、その規制緩和を正当化する理由づけを一つひとつ検討していくことが必要だろうと思います。

私自身は抜本的な改正がすぐ実現するとは思いませんので、不都合な点を一つずつ改正することを否定するものではありませんけれども、単にこれは不便だから変えてほしい、では変えましょうというのではなくて、それが本当に一般投資者の市場に対する信頼を損なうことはないのかという根本の立法理由にさかのぼって考えていく必要があるように考えております。

私からの報告は、以上です。

富山主査 ありがとうございます。では、質疑としたいと思っておりますので、委員の方々から何かもしあれば。

済みません。下世話な質問なんですけれども、この黒沼文案で行った場合に、村上事件は有罪なんですか。

黒沼教授 それは、実現可能性がどれくらいあったかということにかかっていると思います。

富山主査 それが低いとすれば、構成要件に該当しないと。

黒沼教授 はい。確かに、それでは構成要件は不明確になるのではないかと言う人も勿論いるんですが、構成要件の概念というのはドイツ法に由来するわけですけれども、EU規制のディレクティブが出て、ドイツでも一般的なインサイダー取引規制が入って、それが憲法違反だとか構成要件が不明確だという議論は、私は聞いてはいないです。

富山主査 それでは刑法が全部怪しくなってしまうですね。

黒沼教授 そうですね。重要事実についてももう少し細かい話をしますと、重要基準とか軽微基準というのを設けているのですが、私が一番問題があると思っているのは、そのときに公表されていて一般投資家が入手可能な情報に比べて、それを変更するような情報かどうかという側面からの定義規定は設けられていないんです。

決算情報についても、前に公表した予想値からどれくらい乖離があるかということで重要性を決めているんです。しかし、例えばアナリストが決算予想を公表していて、それと同じものが新たに算出されたとすると、それを公表しても余り株価は動かないはずなんです。ですから、そのときに利用可能な情報の総体、アメリカ法でトータル・ミックス・オブ・インフォメーションと言っているんですが、それを実質的に変更するかどうか重要性の要件であって、形式的に法令で重要性について定義するのは、相当無理があるのではないかと思うんです。そうすると軽微基準を緩和しろという、なかなか乗りにくい話ではあるんです。

富山主査 これは難しいですね。会社法の学者とか商法学者の中では、どんな感じなんですか。

黒沼教授 前に関西の学者が集まって、インサイダー取引規制の比較法研究というのを出したんですが、これは関西で証取法も勉強している有力な商法学者が集まってやったんですが、やはり比較をやっていると日本の規制はいかに特殊かというのがわかります。

ただ、東アジア諸国は日本の法律を参考にして規定を設けているものですから、そこは似たような規制になっています。ただ、私が知る限り、中国では個別列挙と包括条項の両方を置いていますけれども、個別列挙は言わば例示であって、それに当たっていても包括条項でカバーするという立法のようです。

森下専門委員 経済界が包括的な条項を嫌がるというのは、おそらく事後的に当局の判断とずれることが怖い。当局の相場観がうかがい知れないということがあると思うんですけれども、私も詳しくは知らないんですが、アメリカとかヨーロッパにおいて、エンフォースメント段階での当局と民間企業等との相場観の大きなずれは余りないのでしょうか。そのような相場観のずれがあったとしても、それが訴訟等によって是正されていくようであればいいのですけれども、当局がインサイダー取引だと言った場合に、そのような当局の判断はおかしいと思ったとしても、十分争える環境

がないとしますと、抽象的な包括条項に対するおそれがなおさら強くなるように思います。そこら辺はいかがでしょうか。

黒沼教授 それはなかなか難しい問題で、詳しく調べなければわからないんですが、アメリカでインサイダー取引が刑事訴追されるのはかなり極端な例で、会社の役員が会社の計算で通常の業務として行ったような場には、ほとんど適用されません。

情報の利用については、アメリカでは判例が分れていまして、情報を利用して取引するのがインサイダーなのか、それとも情報を知って取引をするのがインサイダーなのか判例が分れていたのですが、SECは独自にルールを設けて、そこでは保有ルールを採用したんです。つまり情報を知っていれば十分であると。

ただし、それはSECが法執行する場面に限られるので、結局、差止訴訟とか民事制裁金とか、そういうのを適用する場合にしか適用されない。インサイダー取引の判例法をむしろ拘束するものではないと、SEC規則も明言しています。

森下専門委員 少なくとも刑事罰との関係では非常にシリアスで、これはけしからぬというような場合にのみ刑事訴追されているということですか。

黒沼教授 はい。それから、イギリスでは情報を知らなくても、同じように取引をしたであろうことを証明できれば、処罰は免れることになっていますので、情報を知ったことと無関係に投資決定が行われている時には処罰されません。他社株についてはそれでいいと私は思っているんです。

森下専門委員 クレジットデリバティブなどでもインサイダー取引は結構問題になっているようです。契約が事前に締結されていて、契約に従って現物決済がされる段階であってもインサイダー取引が問題になるのではないかとということが議論されているようですが、先生がおっしゃられたように、事前に決まっているのであれば、特に問題はないかなとも思います。やはり抜本的な改正が必要ですか。

黒沼教授 私はそういうふうに見ています。ただ、それが今、問題になっていないのは、処罰すべきでないのは、運用で処罰していないからだとということなんだろうと思うんです。

翁副主査 公表概念というのは、非常に硬直的で形式的だというのはそのとおりだと思うんですけども、諸外国はこういう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という考え方でやっているんですか。

黒沼教授 そうです。

翁副主査 グローバルに考えたら、そういうやり方で考えていかないと、日本だけ異なる扱いになるのはおかしな話ですね。

富山主査 米国とEUではかなり違うというお話があったんですけども、できるだけ一致させておこうという議論は余りないんですか。

黒沼教授 それは案外ないです。公開買付規制も随分違いますし、EUはどちらかというと情報の平等理論に近いです。つまり未公開の情報を持っている人は取引を差し控えなさいという考え方に近いです。アメリカは不正流用理論とか信任義務理論といって、要するに信任義務にフィデューシャリーがフィデューシャリー・デューティーに反して情報を利用するというのは違法であると構



成しています。ですから、情報を託された者は、本人に対して、自分はこれからインサイダー取引をしますと宣言してやる場合には、インサイダー取引にならないんです。

ただ、それも大変おかしな話で、もともとインサイダー取引が、会社法上の会社役員のフィデューシャリー・デューティーに由来して発展してきた判例法理だからそうなっているだけで、一般投資家にとっては、インサイダーが本人から許諾を得ていようが得ていまいが、自分たちが普通に取引をしたら不利な結果になっているというのは同じなので、やはりそういうのが行われていたら、市場に対する投資者の信頼を損なうとは思いますが、アメリカではそういうアプローチは取られていないんです。

富山主査 でも、それは判例法的に発展したら、どうしてもそうなりますね。具体的争訟がないと。

黒沼教授 もう一つの問題は、市場に対する投資者の信頼の保護と言っても、何が信頼なのか、あるいは何が公平なのかは非常に難しいです。例えばインサイダー取引が自由に許されている市場があるとしたら、内部情報に基づいて取引をするのが当たり前であって、それが公平だとみんなが思っていれば、禁止したら市場に一般投資家が寄り付かなくなるわけですから、その場合にはインサイダー取引は禁止すべきではないということになるんです。

何が公平かははっきりしないので、アメリカではだれかに対する信頼を裏切って情報を利用することに詐欺性があると考えて、そこで線を引こうと考えているわけです。そこを過ぎてしまうと、今度は情報の平等理論まで行ってしまって、未公開の情報を持っている人は自分で調べて正当に得たものであって使えないということになってしまうんです。

富山主査 例えば２ちゃんねるに流れた情報は、もう公開情報になるんですか。結構本当のことが書いてありますね。

黒沼教授 それは難しいところですね。

富山主査 ２ちゃんねる的ワールドは、今の議論のちょうど境目の議論ですね。今時の投資家には２ちゃんねるはちゃんとチェックしている人もいますね。あそこに割と本当のことが書いてあるんだから。

黒沼教授 EUでは情報の確実性を要求する国も多いですね。不確実な情報に基づく取引は、インサイダー取引ではない。ただし、むしろ不確実な情報だと知って、それを広めれば、風説の流布になるということなんでしょうね。

富山主査 法体系的には、黒沼先生の評価としては、アメリカ型とEU型と筋はどちらがよさそうな感じですか。

黒沼教授 筋がよさそうなのはEUです。ただ、少なくとも法律の条文を見る限りでは、EUでも国によっては少し違ってきます。

富山主査 日本人の素人的に言ってしまうと、インサイダーは要するに情報の平等理論なのかなと、みんなが思っていますね。信任義務と思っている人はいるんでしょうか。

黒沼教授 EUと日本で共通しているのは、基本的には地位に基づいて有利な条件で得た情報が内部情報で、それに基づく取引はインサイダー取引だということですね。楽しんでもうけるのは不公

平であるという考え方です。突き詰めて考えると、それが本当に楽をしてもうけていることになるのかというのは非常に難しい問題です。社長になるには努力が必要なわけですから。

森下専門委員 マーケット以外では、インサイダー情報を活用するのは当たり前で、頑張って情報を獲得した者が有利な地位を得るのは自然なように思います。

黒沼教授 そうですね。

森下専門委員 金融庁の中でも、このような抜本的な改正に対する気運は多少はあるのでしょうか。

黒沼教授 私は個人的に聞いただけなので、正式に聞いたことはないです。

森下専門委員 去年も、ここは緩和してほしいという形で幾つかの提案をしたのですが、今日のお話をお伺いしていると、緩和だけではなくて改革という意味で、規制漏れしているところもあるんだから、ワンセットで抜本的な見直しをする時期ではないかという方が、どちらかという筋はいいのかもしれないですね。

翁副主査 去年も個別項目ごとに提案してみて、その後全体を見直したらどうかという感じでも提案してみたんですけども、難しい状況でした。結局信託は去年で、おととしが子会社の軽微基準の緩和だったんですが、ちょうどこれらは東証などの議論とも重なっていたので両方とも見直しにつながりました。でも、この個別の要件だけでなく、抜本的に必要なだという認識は、いろんな先生方も問題意識をお持ちではありますね。黒沼教授 新たに重要事実がカテゴリーで生じてきて、それを規制の対象にしようと思って個別列挙の方に入れて、重要基準とかそういうのを入れると、私はかえって使いにくくなると思っているんです。子会社にかかる重要事実は平成 10 年の改正で入ったんですが、よく考えてみると、子会社にかかる重要事実は親会社の持っている子会社株式に関する重要事実なので、包括条項でも拾えたわけです。

ところがそれを重要事実に列挙して軽微基準を設けたので、軽微基準に該当するものは実質的に重要であっても包括条項で拾えなくなってしまうわけです。だから、やはり根本的に、個別列挙と包括条項を併用するというやり方は無理があると思うんです。

富山主査 いわゆる包括条項は生きているわけでしょう。

黒沼教授 今はあります。

富山主査 包括条項が一本になるのは嫌だと言っているんですか。

黒沼教授 はい。むしろ包括条項をやめると。

森下専門委員 なかなか難しいでしょうね。インサイダー取引自体がけしからぬということは、社会的に共有されている価値なので、包括的な条項を一切なくしてしまうということは、容認されないのではないかと思います。

富山主査 経団連的には、むしろセーフハーバーなものをもっと広く明確に定義してほしいという感じではないですか。あり体に言ってしまうと、普通の会社の経営とか、私のような仕事をしていると、よほど確信が持てないと株取引もできないに近いところがあって、要は重要と言って何が重要だか、確かに普通はびびってしまうわけで、小さいと思ったことが実は重要な場合もあったりするのでね。

黒沼教授 それは刑法的に言えば故意がないです。事実の錯誤であって、本当に重要でないと思っていれば、それは故意がないんじゃないですか。

富山主査 それは事実の錯誤と違法性の錯誤の微妙なところに入ってきてしまいませんか。

森下専門委員 課徴金が大きいですね。課徴金が課されただけで、ぱんと新聞にも出ますしね。

黒沼教授 課徴金の根拠規定を刑事罰のものから切り離して、課徴金についてはセーフハーバーを設けることは考えられますね。アメリカでSECがよくセーフハーバールールを設けているんですが、それは基本的にはSECの管轄があるものについてのセーフハーバーですので、インサイダー取引の刑事訴追というのは司法省がやります。

翁副主査 そういう要望は結構ありますか。セーフハーバーを知りたいと。金融庁とかにそういうのをより自由に問い合わせできるようにというか、そういう要望は去年も聞きました。

森下専門委員 刑事罰についてどうこうというのは、多分金融庁も言えないと思うのですけれども、証券連取引監視委員会が課徴金との関係で事前照会に応じるということは考えられるわけですね。

黒沼教授 それは考えられます。よく考えると現行法でも考えられるんですが、それは刑事訴追を排除するものではないということですね。

森下専門委員 そうですね。

富山主査 結局その会社のすごく保守的な対応としては、要するに社員にはうちの会社の関連の売買などはするなど。あるいは同一業界の売買はするなどと言ってしまっているケースが実はすごく多くて。どこで引っかけられるかわからないから。会社としてはそうになってしまうんです。不祥事が一番ね。トヨタの社員がインサイダー取引とか、特に朝日などでは絶対に書かれてしまう。

森下専門委員 そこでインサイダー取引というときに、刑事と課徴金は区別されていないのですね。

富山主査 されていないし、書かれてしまったらインパクトが大きい。

黒沼教授 個人でやる場合には課徴金はかかってきますけれども、会社にはかかってきませんので、会社の計算でやる時にだけ。

富山主査 問題なのは新聞に載るということをどう考えるかという話で、なぜか日本の社会では社員がしでかした不始末は全部社長の責任なんです。

森下専門委員 どここの社員がインサイダー取引と出てしまう。

富山主査 10万人もいたら、一人ひとりの行動まで監視できるか、できるわけないだろうと思うんですけれども、最近の法規制の流れはそういうトーンも強くなってきているので、うちの会社もそうですけれども、基本的には原則として個別銘柄取引は禁止です。株を買いたかったら黙ってETFを買えとなってしまいうんです。あれが一番明確なセーフハーバーなんです。

森下専門委員 このまま何も動かないというのは、経済活動に支障もありますし、おっしゃられたように学問的にも理論的にも落ち着きが悪いということであれば、何か具体的な一步を踏み出したいということですね。

黒沼教授 一番受け入れやすいのは、情報を知ったことと無関係に行われる取引を適用除外とす

るということですね。それを個別的に列挙して書いてある適用除外情報もありますけれども、一般的にそういうのを適用除外として設ける。ただ、自社株については、私は異論があるということなんです。他社株については全く問題ないと思います。自社株でも従業員が行う場合には問題ないんです。従業員は株主に対して信任を負っているとは考えられませんので。

富山主査 その適用除外は、ある種のセーフハーバーなんですかね。

森下専門委員 アメリカなどはSECに対する事前のクリアランスみたいな制度はあるのでしょうか。

黒沼教授 法令解釈についてはありますけれども、インサイダー取引については余り聞いたことがないです。

森下専門委員 税金についてはそのような事前照会はワークしているようなのですが、インサイダー取引については性格的に難しいのでしょうか。

黒沼教授 難しいと思います。千差万別ですからね。

翁副主査 東証にまずは問い合わせているのではないですか。

黒沼教授 本当に一番あいまいな概念は、職務関連性の要件ですね。契約の締結に関して知ったと。そのに関してとは何かというのは非常に難しいです。一般的に言えば、その情報を知ったら取引したくなるようなものについては、取引をするなということに尽きるんだと思うのです。

富山主査 政策論的にはインサイダー規制に対する過剰な反応のせいで、株式投資が非活性化するのはいかなものかという議論なんでしょう。

翁副主査 そうです。

黒沼教授 それは私ももっともだと思うんですが、研究者の反応としては、要するに企業が過剰な反応をしなければいいと思うだけなんです。そのためにルールを変えるのは本筋と違うのではないか。社会の見方がおかしいのであれば、社会の見方の方を変えればいい。個人の犯罪なんだから企業は関係ないと、みんなが思えばいいでしょうということなんです。

富山主査 法学的的にはそうですね。でも経済学的には法律がつくり出すインセンティブの問題だとかになってしまう。

森下専門委員 エンフォースメントの部分が大きいように思います。先ほどおっしゃられたように、本当に悪いものしか捕まえないという理解が共有されていれば、ある程度の包括条項に移行することも合意されるのでしょうかけれども、そのような包括条項のエンフォースメントについての予測可能性がないとなかなか厳しいのでしょうか。

富山主査 そうということでしょうね。課徴金をするときには、見つけたら課徴金を課すことになってしまうんでしょう。考えてしまいますね。

黒沼教授 それも金融庁は必ずしもそうではないと言っているんです。資源の問題があるからと彼らは説明しています。

富山主査 相当お目こぼしをしていることは交通違反と同じで、それはしょせんお目こぼしであって、お目こぼしをしないとと言われるときに、法の下での平等を叫んでも、きっとお目こぼしをしてもらえないので萎縮させる。

森下専門委員 すぐにはなしにしても、抜本的な改正はいずれ必要な課題です。

翁副主査 いろいろな課題がありますから。

森下専門委員 小手先で軽微基準を入れていったら、またその軽微基準の解釈をめぐって、どんどん複雑になります。個別の改善に加えて、包括的な見直しを、例えばすぐにできなくても、検討を始めるといったことに進めればと思います

マーケットの環境も変わってきていますし、クレジットのさまざまな取引も行われるようになってきているわけですから、インサイダー取引のあり方についても、そうした環境の変化も踏まえ、インサイダー取引規制が経済活動の阻害要因にならないように、望ましいあり方を考えていくことが必要です。

富山主査 話がずれてしまうんですけども、経営者による業績予測のような主観的なものを開示していること自体がこの国の大間違いだと思っています。あれを変更する、しないなどは結局、最終的には経営者の判断マターではないですか。あんなものを開示しろと言っているのは日本だけでしょう。

黒沼教授 開示しなくても、一種の重要事実が生じていることになるのではないかと思うんですけどもね。

富山主査 そもそも業績予測などというものを出さなければ。

黒沼教授 でも、形式的にはつくっているわけでしょう。

富山主査 あれは予測ではなくて計画です。

黒沼教授 計画の見直しですか。

富山主査 アメリカでは、計画を見直したときに重要開示事項になっていますか。

黒沼教授 今は予測値が算出されたときに重要事実になるとなっていますけれども、包括的な条項の下では、やはり重要な情報が社内では生じていることになるのではないかと思うんです。初めから何もやらなかったら、それは生じていないです。

富山主査 ただ、予測と計画は意味が違うので、計画というのは意思の問題であって、予測というのは客観的にこういうふうに予測すべきだという議論であって、あそこにそもそも主体と客体の混同があると思っています。

予測という行為を経営者自身がするという点に関して。予測は経営者が出してきた、要は経営上の関係事実に基づいて勝手に市場がやればいだけの話であって、乗っている騎手と馬が、私は今度は1位になることを予測されますと言っているのと同じなので、そういうことは普通はあり得ないでしょう。あるいはタイガー・ウッズは、私は今度は1位になりますと予測しますかという問題であって、思いとしてはみんなが優勝しようと思っているわけでしょう。その計画的意思としては、何が目標ですか、優勝することですと全員が言うわけです。

言っているんだけど、企業体が持っている客観的な競争力であるとか市場上の地位であるとか、現在のバランスシート、過去のPLが見て、この人の計画上の意思というものがどれだけ実現するかどうかという予測は、市場が勝手にやればいいのであって、それを経営者が一緒にやるのは概念矛盾だと思います。

黒沼教授 目標を公表するのであれば、それはそれでいいんですが、目標自体は別に重要事実にはならないと思うんだけど、それを支えるような何らかの変化ですね。

富山主査 それは前提事実の変化を開示すればいいわけですね。だけれども、予測を変える、変えないという議論は絶対におかしいと思います。

黒沼教授 でも、それは客観的な事実に基づいて予想値が算出されているという前提で出てきている。

富山主査 だから、その客観的事実の変動があったということを開示すればいいだけの話であって、この事実の変動に基づいて、アナリストの皆さんは予測の変更をするなら変更してくださいと言えいいのであって。要は実際に会社の中で何が起きているかということ、これだけの客観情勢が起きたときに予測の変更をしなければいけないか、するべきかという議論があって、はっきり言ってこの半年間はそればかりやっています。

それが重要開示事項になっていて、開示をしなかったら重要開示義務違反になるし、あるいはその開示したこと自体がインサイダーに関わるので、まずその間はだれも株の取引はできない。当然会社がそろってできなくなるし、その重要開示事項に合っているか合っていないかで、まずここで予測変更を出すべきか、出さないべきかということをお散々議論して、予測変更を出さなければいけないと、保守的に考えたらどんどん出していけばいいわけだから、そうするとまじめな会社は毎月毎月、予測変更を出すわけです。そんなことばかりやっていると、そんなことをやっている暇があったら、さっさとリストラとか実際の事業実態のことをやった方がいいんですけども、実際の経営状態はそれどころではなくなってしまって、要はナンセンスなことに半年間追いかけられた半年という実態があって、それは一体何のためにやっているのかという感じが正直するわけです。現場の感覚からすると。

黒沼教授 わかりませんが、現行法に照らして言うと予想値が算出された時点で重要事実なので、予想値を算出する義務があるかどうかはまた別問題ですね。あとはその前提となる事実が大きく変化したら、それはそれとして重要事実になると思います。

富山主査 インサイダーとして、それはいいんだけど、SOX法がそもそも予測を出すことを義務づけているんですけどか。

黒沼教授 タイムディスクロージャーですね。

富山主査 あれが大間違いだと思っているんです。

黒沼教授 そういう議論があるのはわかります。

富山主査 こういう実際のルールは、現場には重複してかぶってくる。

黒沼教授 でも、アナリストに情報提供をして書かせるんだったら自分でやった方が、投資家にとっては信頼性の高い情報になります。あと、アメリカでよく議論をされているのは、更新義務があるかとか、アナリストのレポートを訂正する義務があるかという話です。これは、インサイダーではないんですが、インサイダーに適用されるのと同じ rule10b-5 の問題で、アナリストに情報提供をしてレポートを書かせた場合に、そのレポートが間違っていると思ったら、それを会社として訂正する義務があるか。過去に自発的に出した情報が古くなって、間違っているというときに訂正

する義務があるかというレベルで議論をされています。

簡単に言うと、アナリストの情報についての訂正義務というのは、会社がどのくらいそのレポートに関与しているかによって違って来る。会社が自ら出した情報の更新義務があるかどうかは、その情報が生きているか、もう死んでいるかによって違う。その情報が死んで過去のものであれば、更新する必要はないけれども、まだ投資者に利用されているようなものであれば更新しなければならぬというのが、民事責任のレベルですけれども、言われていることです。

富山主査 今みたいに四半期決算になってしまうと、3か月ごとに直近のデータが開示されているわけですね。現実問題として、次の決算発表があって、その決算まで3か月間しかないわけじゃないですか。ということは常に開示されている情報は、会社の実態に関しては3か月以内の直近の情報でしょう。それだけのフレッシュネスがあるんだから、要はそんなものは、勝手におまえらで予測しろよという感じに思ってしまうんです。

それだけの情報があって、逆に会社の今後の動向とか状況とかは、会社自身が予測しないとわからないなという者は、そもそも株など買うなと思ってしまうんですけれども。実感としてそういう感情を持ってしまいます。私も投資する立場だったし、経営する両方の立場をやってみて、これでわからない者はもう退場しろという感じが正直します。

仮に前のように1年に1回しか決算開示をしないのであれば、確かに1年間の間にいろんな状況変化が起きるので、それに対してメルクマールになる予測を会社が出しておいた方がいいのではないかという議論はわからないでもないというのがあるのと、確かに1年間のようないろんな状況変化が起きるので、そこで1年という単位において重要な変動があった場合に、決算予測値を変えましょうというのはわかるんです。けれども、3か月の単位でそれをやっているというのはちょっとね。

黒沼教授 もう一つの切り口としては、会社が何らかの取引をするときということがあるんです。アメリカでも問題になったことがあるんですが、期中に新株発行をする。そのときに期中なんだけれども、大体決算がどうなるかというのはわかっている。それはアナリストの予想と大きくかけ離れている場合には、発行登録の追補書類とか、そういうところで開示しなさいといったものがあります。

富山主査 株価の価格形成の健全性を保つためですね。そういうのは全然、そのとおりだなと思うんです。質的な議論です。すごく正直に言ってしまうと、今の決算予測は上方修正は怒られないけれども、下方修正は怒られるので、多くの会社は保守的な計算をして出すんです。予測値は統計学的には恐らく正規分布の一番真ん中の期待値でいるべきなんでしょうけれども、多分正規分布というと、1シグマ分くらいは安全側にみんな出すんです。それこそ風説の流布ではないかと思ったり。でも、現実問題としては、そういうインセンティブが働くんです。それをけしからぬと法学者の方は言うかもしれませんが、実態としてはそれが起きてしまうんです。ある種のプロサイクリシティをそこで起こしています。

でも、考え方としては、先ほど先生がおっしゃった二段構えでしばらく。

森下専門委員 やはり声は出していかないといけないですね。

富山主査 法体系上は、確かにいまひとつうまくできていない感じはよくわかりました。ただ、とんでもない悪いヤツがいるのも事実ですからね。

翁副主査 インサイダー取引違反は本当に最近多いですね。

富山主査 個人的には本当に悪い者は、先生の言われるように、実質犯的な議論でやるのであれば、私は課徴金 100 億円でもいいと思っています。

森下専門委員 事前照会を受け付けてくれるだけでも全然違うと思うのです。最低限、課徴金に関しては。

富山主査 でも、真っ当な人たちが萎縮することを最小化したいという社会的な要請はあるわけですね。悪い者を徹底的に懲らしめたいというのも一方で、この両方をどうバランスをすることになってしまうんでしょう。金融庁の捕まえているのはとんでもない話ばかりなんですね。どちらかというところと刑事罰にしたいようなものを課徴金にしている感じが最近はずる。

黒沼教授 例のコマツなどが問題だったわけでしょう。

翁副主査 コマツは典型的です。

富山主査 そこは難しいところですね。今日も出ていたけれども、犯意の悪質性は重要なんでしょうね。事実上、過失犯になってしまうと萎縮しますね。

黒沼教授 課徴金は無過失ですからね。知ってという要件になっていますけれども。

富山主査 それは危険ですね。要は事実上、無過失になってしまうと、自分が知らない間に悪いことをしてしまっているというあれでしょう。せめて故意でなかったことを立証したら許してもらえとか、そういうのにはしてもらえないんですか。

黒沼教授 課徴金の場合にどうなるかですね。つまりその事実は知っていたけれども、重要事実とは思わなかったというときに、刑法では故意は阻却されると思うんですが、課徴金は無過失でも処罰の対象だから、会社にはお金はかけますということになるのかどうか、よくわからないところです。

富山主査 萎縮させるのは最大はそこなんですね。結局知らない間に地雷を踏んでしまっている。多分会社がああいうふうな過剰な反応をするのは、結局その問題なんです。

翁副主査 そうですね。いわゆる「うっかりインサイダー」だったと。

富山主査 知らない間に地雷を踏む危険性が社員にあるなと思ったら、地雷のあるところには行くなということでしょう。法デザインの問題だから難しい。例えばレギュレーションデザインとして、結果論として萎縮が起きているとすれば、うまくないところがいっぱいあるんでしょうね。形式犯ということは別に課徴金自体は大した問題ではないんだよというのが本来の前提なのに、いちいち新聞に書かれるようなことではないだろうということでしょう。本質的に交通違反と一緒にですね。免停になったからといって、いちいち朝日新聞に出るかよという。でも、インサイダーはなぜか出てしまうんです。

森下専門委員 一度新聞等に出てしまいますとなかなか争えないというところが難しいところですね。

富山主査 それを交通違反と一緒にだとうそぶいたら、ますます騒がれてしまう。



翁副主査 黒沼先生は自己株のところは結構特殊だとおっしゃっていたけれども、経済的には企業が自己株取得ができるという方向でやっていった方がいいので、促進できるように、規制を見直ししていった方がいいかなという気がするんです。

富山主査 セーブハーバー方式とか何かつくれないんですか。こういうふうに買っているんだしたら、何をしてもセーフみたいなもの。

森下専門委員 法的には何をしてもセーフというのは難しいのかなと思います。

富山主査 ただ、外部取締役とかに就任するじゃないですか。一応、外部取締役は取締役なので、その会社の株を持っておいた方がいいかなと考えるわけですね。ところが買うのが難しいんです。インサイダーフリーの時間はすごく短くて、忙しいので、ふと気が付くとインサイダーフリーではないんです。今度はいつフリーかを聞いて、恐らく次の取締役が終わって開示してから1週間ですとか言われて、そうかなと思って待ったら、その取締役のときにはそうじゃない議案になってしまって、例えば重要な議決が次回に先送りされてしまって、またそうでなくなってしまうなどと言っているうちに、気が付くとまた1年経っていて、また今年も持株ゼロですかと株主総会で怒られてしまうという、そのくらい現実には結構不自由なんです。

翁副主査 やはりM & Aとかたくさん出てきているから、もうほとんど自己株取得ができる期間がないんです。

富山主査 すごくなくて、だったらサインするから、要は機械的に買っていくから、因果関係なしにするから、とにかく3か月置きに1,000株ずつ買い上げるという形にするから、それで許してねと。それを許してくれたら、多分それは自動的に。それをセーブハーバーにしてくれれば、1年経ったら6,000株くらい買えているんですけども、現実にはほとんど買えない。

大体、外部取締役をやっている人は普通は忙しい人なので、毎日ネット前の人だったら、じっと待っていて買うんでしょけれども、気が付いたら過ぎてしまっているんです。経団連の偉い人たちはみんな同じ目に遭っていて、顔ぶれを思い浮かべると、それで困ると言っている人が個人的には多いような感じもするんです。現実に株など買うチャンスがほとんどない。その辺はうまいデザインはできないんですか。さっきのがあればいいのか。どうせ因果関係がないということ。

黒沼教授 今は知る前計画とか知る前契約が適用除外になっていますが、あれは従業員持株会とか、そういうものに限定されているんですか。

富山主査 取締役に関してはないということですね。

黒沼教授 そういうのをつくるか、先ほどのようなものを1本入れればいいですね。その場合は他社株ですから、私の議論から言っても問題はないです。

富山主査 そういう提案は金融庁に通らないですか。少なくとも経団連には受けると思います。そうすると私も大分楽になるんですけども。ほかに何かありますか。よろしいですか。

今日はお忙しい中、長々とありがとうございました。先生の方からは何かありますか。

黒沼教授 私が今日言いたかった趣旨は、抜本改正が必要であるということですよ。

富山主査 どうもありがとうございました。