

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

役員等の自社株売買情報の開示

2017年10月27日（金）15:00～16:26

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 真得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
龍田 節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授

役員等の自社株売買情報の開示

甲南大学大学院法学研究科教授

梅 本 剛 正

目 次

I. 問題の所在

1. 役員らの自社株売買情報開示規制の欠如——ガラパゴス規制？
2. 役員らの不公正な行為の防止など
3. その他 投資情報としての利用

II. 日本法における役員等の自社株売買情報の開示

1. 役員らの保有株式の開示
2. 金商法 163 条の沿革
3. 売買報告制度（163 条）の概要

III. アメリカ法

1. 規制趣旨
2. 規制概要
3. Jesse Fried 教授の事前開示規制の提案

IV. EU 法

1. Market Abuse Regulation
2. PDMR 等の開示義務

3. PDMR 及び関係者の範囲

4. 報告義務等の通知
5. 報告内容
6. 報告期限
7. 公衆開示
8. 規制負担の軽減措置
9. 閉鎖期間（closed period）

V. 自社株売買情報の開示につき検討すべき幾つかの論点

1. 改正の必要性
2. 規制趣旨と適用対象
3. 報告・開示時期
4. 負担軽減
5. エンフォースメント
6. 事前開示規制？

討論

○前田 それでは、定刻になりましたので、10月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、甲南大学の梅本剛正先生より、「役員等の自社株売買情報の開示」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、梅本先生、よろしくお願ひいたします。

○梅本 甲南大学の梅本です。よろしくお願ひ

いたします。

レジュメに書いていますとおり、会社内部者による自社株式の売買情報につきまして、先進国に限らず他の多くの国々の証券規制では公衆開示されていますが、我が国の金融商品取引法（以下「金商法」という）ではそのような規制は存在しません。金商法 163 条（以下特に断りのない限り金商法の条文をいう）は役員らに自社株式の売買情報の報告を求めていますが、モデルとしたアメリカ法と異なり、公衆開示はされていません。163 条

の規制趣旨は、164 条の短期売買利益返還制度の実効性を確保するものと狭く捉えられているからです。これまで我が国におきましては、役員らの自社株売買情報の開示に関し、規制の必要性についてはほとんど議論されていませんでした。しかし、エクイティ型報酬などが導入されていく中で、役員らによる自社株売買の機会が増えていくことは確実です。インサイダー取引などの不正取引の抑止や国際的な規制の調和という点からも、我が国においても自社株売買情報を透明化する規制を設けるべきではないかというのが、本日の報告の趣旨です。

I. 問題の所在

1. 役員らの自社株売買情報開示規制の欠如——ガラパゴス規制？

日本の金商法では、上場会社役員らの自社株式の売買情報は開示されていません。ところが、後に見ますアメリカ、EU はもちろんのこと、EU 以外のヨーロッパ諸国、それからざっと見ただけですけれども、カナダ、オーストラリア、シンガポール、香港など多くの国や地域におきまして、根拠は法規制に限らず自主規制によるものもありますが、上場会社役員らの自社株売買情報は透明化されています。この点に関する限り、役員らの自社株売買情報が規制当局に対して報告されるのみで公衆開示されない日本の金商法は「ガラパゴス規制」と言えるのではないかと思われます。

これまで、創業者一族などを除きまして、会社の役員であっても自社株式の保有数はさほど多くなく、自社株の売買もさほど行われてこなかったため、そもそも問題とはなり得なかつたのかもしれません。多くの上場会社では、内規等で自社株式売買の許可制、届出制、売買禁止期間の設定など、会社内部者による自社株売買に制限を加えていることや、あるいは従来インサイダー取引規制の適用除外の範囲が狭かつたので、役員らが売買を自重していたという事情もあるのかもしれません。

しかしながら、会社役員らに対して会社業績に連動するエクイティ型報酬の導入が進む中で、会社内部者が自社株式を手にする機会は増えてきています。自社株の一部を金銭にするために市場などで処分する機会も当然のことながら増えることは疑いなく、会社内部者によるインサイダー取引規制違反のリスクが高まっていくことは容易に予想されるところではないかと思われます。我が国におきましても、会社内部者の自社株式を衆人環視の下に置くべき時期に来ているのではないかと思われます。

2. 役員らの不公正な行為の防止など

(1) インサイダー取引の予防

会社内部者による自社株式の売買情報を公衆開示し透明化することによって、内部者による不正な取引が抑止されることが期待されるわけですが、これに対しては、インサイダー取引規制は規制当局が摘発するものであって、現行規制のように規制当局に対する報告義務があればそれで足りるのではないかという見方もあるかもしれません。しかしながら、規制当局の摘発能力には限界がありまして、全ての違法な取引にまで目が行き届かないのは確かです。情報を公衆開示して会社内部者の売買を透明化すれば、不自然な取引に気づく人も現れるでしょうし、内部者は衆人環視の下で違法行為をしようとは思わなくなるかもしれません。アメリカの Louis Brandeis 判事の言ったように、情報開示は「最善の消毒薬」と言ってよいかと思われます。

(2) 会社内部者の行為のチェック

インサイダー取引規制違反に該当しなくても、情報を利用した自社株式の取引により内部者が利益を上げることはできます。例えば、未公表の重要事実を知って売買すればインサイダー取引規制違反に当たりますけれども、売買を行わなければ、当然のことながら違反にはなりません。売買を行わなければ利益を得られないかというとそうでは

なくて、例えば、自社株の売付けを検討しているけれども、上げ材料が公表予定であることを内部者が知っているとしますと、それ待ってから売付けをすればいい、買付けを検討しているものの下げ材料が公表予定であれば、それを待ってから買付けをすればよいという形で、売買のタイミングを選ぶことは可能です。この売買のタイミングの選択の優位性によって、内部者はほかの投資者よりも自社株取引で利益を上げる蓋然性は高くなるというふうに言えるかと思います。

また、取締役が自社株式の売買をするに当たって、取締役として利益相反が絡む決定を行う可能性がないとは言えません。例えば、特定の内部者の保有株式の処分を目的としたり、あるいは役員らが間もなく満期を迎えるストックオプションを保有したりしていて、時価が権利行使価格を下回っているような状態が続いているとしますと、権利行使を促すことを目的として一時的に株高となるような決定、例えば規模の大きな自社株式の取得を公表するといったことも全くないとは限らないと思われます。

このような行為が公正でないのは確かです。我が国の現行規制では情報が開示されないので、問題として認識されませんけれども、会社内部者による自社株式の売買情報が公開されれば、これらの行為に株主や投資者らの利害関係人が何らかの評価をすることが可能になります。もちろん、任務懈怠責任を問えるとまでは言いませんけれども、かかる決定を行った役員らに対してその適格性、つまり次の株主総会で再任を認めない等の材料にはなるかと思われます。

3. その他 投資情報としての利用

規制趣旨というものではないかもしれません、内部者の自社株式の売買情報を知ることによって、他の投資者らが当該会社の株価の割高・割安を判断する目安とすることができます。実際に自社株売買情報が公開されている国々では、主要紙に情報が掲載されていた

り、インターネット上の投資サイトで当該情報が投資情報として分析対象とされたりしています。Wall Street JournalとかFinancial Timesでは、Insider Dealings や Directors Dealings など、内部者による自社株売買情報が公開されているのはご存じの方も多いかと思います。

かつて、インサイダー取引規制を許容すべきだという議論がありまして、その際、市場の効率性を促進するからという議論がありました。この考えは是認できるものではありませんけれども、適法な内部者の売買情報を公表し、それを他の投資者の参考情報にすることは、市場の効率性を促進すると言うことはできるかもしれません。

II. 日本法における役員等の自社株売買情報の開示

以下では、163条の沿革、とりわけどうして現行規制のような形を取りに至ったのかという点を概観し、それからアメリカとEUの規制を見ていきたいと思います。

1. 役員らの保有株式の開示

(1) 定期的な役員らの保有株式開示

日本法による役員等の自社株売買情報の開示につきましては、163条が主たるものですが、それ以外のものも含めて見ていきますと、まず、定期的な役員らの保有株式の開示というものがあります。株主総会の参考書類におきまして、役員保有株数が開示されます（会社法施行規則74条2項1号）。また、有価証券報告書におきまして、

【役員の状況】という欄で所有株式数が開示されます（企業内容等の開示に関する内閣府令15条、3号様式）。これにより、役員等の年度間の保有状況の推移については開示されています。

(2) 適時の開示

タイムリーな開示としましては、適用対象となれば、大量保有報告制度による開示がなされますけれども、これは例外的ではないかと思われます。

また、163条の売買報告制度がありますけれども、これも公衆開示されるのは極めて例外的な場合です。

2. 金商法 163条の沿革

昭和23年の旧証券取引法の制定の際に、188条といった形で条文が設けられていました。これは、役員・主要株主が自社株式の所有株式数等を当時の証券取引委員会に報告し、異動があったときは翌月10日までにその旨を報告するというものでした、後に見るアメリカ法の規定をほぼそのまま引き継いだ形となっています。しかし、旧証券取引法188条は、当初から規制当局への報告義務を定めるだけで、公衆開示については定めを置いていませんでした。この点は大きな違いと言えるかと思います。

それから、昭和28年に、この旧証券取引法188条は実効性がないという理由で削除されました。これは、大蔵省に送られる売買報告書が多くて適切に処理できないとか、仮設人名義が利用されることが多くて実効性を欠いている等の理由からだそうです。

しかしながら、これに対しましては、学界を中心に多くの批判が上がりました。代表的なものとしまして、竹内先生が「実効性がないというのなら、それを実効性あらしめるように解釈運用を改めるのが当然であって、実効性がないからといって法文自体を削除してしまうというのは、全く『後ろ向き』の措置である」という批判を加えられまして（竹内昭夫『会社法の理論I』314頁（1984年））、龍田先生（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）））、神崎先生、河本先生も同じように厳しく批判を加えていらっしゃいました。

それを受けまして、証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」では、旧証券取引法189条の実効性確保の見地から、報告制度の復活が提言されました。

昭和63年改正により、同規定は復活して現行法

の形をとるようになりました、金商法におきましては163条に整理され（平成4年）、若干の修正を加えられています（平成10年）。

短期売買利益の返還を求める会社や株主が、役員らが該当する取引を行っていることを知る手がかりがなかったために、当該規定はほとんど機能していなかった、「そこで本条はインサイダー取引を間接的に規制する第189条の機能を一層充実させるという観点から、役員または主要株主による当該会社の株券等の売買について、大蔵大臣に報告する義務を規定したものである」との規制理由が説明されています（横畠裕介「逐条解説 インサイダー取引規制と罰則」（商事法務（1989年）））。

しかしながら、これは昭和28年の批判の中心であります旧証券取引法189条（金商法164条）の実効性確保という点に焦点を当てられていて、その後の昭和63年改正においても、短期売買利益返還義務の実効性確保という点に主眼を置いて改正が行われているということは注意すべきかと思われます。

そうして改正の結果、164条が実際に実効的になりました、幾つかの民事訴訟も提起されるようになりました。憲法上の問題も含めまして、最高裁の判断（最判平成14年2月13日民集56巻2号331頁）が示される中、学界の関心も163条ではなく、164条のほうに移りまして、163条につきましては、我が国におきましてはほとんど顧みられず、役員らの自社株売買情報の開示という議論はなされないまま今日に至る、というふうに整理できるかと思います。

3. 売買報告制度（163条）の概要

（1）規制趣旨

現行規定についての概要をざっと見ておきますと、上場会社の役員及び10%以上の主要株主に対して自社の株式等を売買したときの報告義務を負わせるものです。短期売買利益返還規定の164条の実効性を高めるべきであるという、昭和63年改正の契機となった議論を反映したものでありまし

て、逆に言いますと、163 条は 164 条の実効性を高めることに目的を限定し、164 条の単なる添え物としての位置づけしか与えられていないと言つていいかと思います。

(2) 規制当局への報告義務（163 条）

上場会社の役員及び 10% 以上の議決権を有する主要株主は、自己の計算で特定有価証券等の買付けまたは売付け等をした場合は、翌月 15 日までに報告書を提出する義務を負うということです。

(3) 報告事項（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 29 条 1 項、別紙様式 3 号）

報告事項は、取引者の氏名住所、会社との関係、銘柄名、約定日、執行市場、買付売付の別、数量、単価、代金などです。

(4) 利益関係書類の限定的な公衆開示

公衆開示が例外的ななされると言いましたけれども、これは 164 条に規定されています。規制当局は、役員らが短期売買利益を得ていると認めたときには、利益関係書類の写しを当該役員らに送り、異議がなければ会社に写しを送るとされていて（164 条 4 項）、30 日経過してから公衆縦覧（164 条 7 項）に供せられます。しかしながら、短期売買利益が会社に返還された場合には、公衆開示はなされません。

この公衆開示は、164 条 2 項によって株主が代位請求できるようにすることが主たる目的です。

III. アメリカ法

1. 規制趣旨

さて、アメリカ法がどうなっているかということですけれども、1934 年証券取引所法 16 条(a) 項に定めが置かれています。主たる規制趣旨は、短期売買利益返還規定を実効的にするためというものであることは確かですけれども、それにとどまらず、内部者の自社株売買情報を投資情報として市場に提供させるという趣旨もあると理解されて

います（James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials 8th Ed. (2016)）。エンロン事件などで会社内部者が事前に売り逃げていたことを理由に報告時期が早められたことから、不正抑止のために売買情報を透明化するという趣旨も最近ではあるように思われます。

2. 規制概要

(1) 報告義務者（1 号）

報告義務者は、取締役、執行役（officer）、実質的に 10% 超を保有する株主です。

(2) 対象者の持株報告

取締役など報告義務者となった場合に、10 日以内にフォーム 3 に基づく持株報告書を提出することが求められています（2 号(B)）。

(3) 報告期限（2 号(B)）

対象者が自社株の売買等を行った場合は、その日から 2 日以内にフォーム 4 を SEC に提出することになっています。エンロン事件など企業の会計不祥事が頻発した時期に、事態が明らかになる前に経営陣らが売り逃げていたことから、サーベンスオクスレー法で、たしか以前は 4 日だったと思うのですけれども、それが 2 日以内に短縮化されています。

(4) 報告事項（3 号）

フォーム 3 は地位に就任して最初の持株報告、フォーム 4 は取引の報告（SEC 規則 16a-3(g)）で、記載事項は、銘柄、売買の別、売買価格、売買数、執行場所等です。

(5) 公衆開示（4 号）

SEC は、報告を受けた翌日までに EDGAR で電子開示をすることになっていまして、発行会社も翌日までに会社のウェブサイトで報告内容を開示することとなっています（SEC 規則 16a-3(k)）。た

だ、よくわからなかつたのは、SEC に対する報告義務は定めていますけれども、発行会社はどのようにして知るかということです。根拠規定はわかりませんが、フォーム 4 のコピーが取引所や発行会社にも送られるということのようです。それによって発行会社はウェブサイトに開示するという流れのようです。

(6) 少額の報告義務

1 万ドルを超えない少額の取引につきましては、一定の適用除外を受けることになっています (SEC 規則 16a-10)。ただ、これは適時の開示は必要ないということでありまして、フォーム 5 という形で年度末から 45 日以内に報告書を提出することが求められています (SEC 規則 16a-6)。ここはその他適用除外を受ける取引などが一括して報告される形になっています (SEC 規則 16a-3(f))。

(7) エンフォースメント

違反に対しては、アメリカの証券規制一般と同様、課徴金や刑事罰などの適用がありますが、実効性については疑問も持たれています。そのため、かつて報告義務違反の日数に応じて制裁金を課す制度などが提案されていましたが、実現していません。かわりまして、役員らに証券取引所法 16 条(a)項の報告義務の不履行があった場合には、発行会社は年次報告書などにおいてその旨を記載する Regulation S-K Item 405 というものが設けられています。

3. Jesse Fried 教授の事前開示規制の提案

以上がアメリカ法の概要ですが、これに対しまして、ハーバード大学の Jesse Fried 教授が、事前開示規制というものを提案していらっしゃいます (Jesse M. Fried, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303 (1998))。10 年ほど前に日本に来てこのテーマについて報告されたので、出席された先生方もい

らっしゃるかと思いますけれども、Fried 教授は、証券取引所法 16 条(a)項のような自社株売買情報の事後開示では、内部者が不当に利益を得ることが可能になるので、取引前に情報を開示させるべきだという主張を展開されました。重要事実とは言えないけれども、株価に影響する情報 (sub material information) が存在するということを指摘して規制の必要を説くところが特徴的かと思われます。

内部者の自社株売買を、開示される情報から、一定のルールに基づいて保有株式を売買する「ルーティンの売買」と、何らかの投資判断に基づいた取引の「機会主義的な売買」とに区別して、情報の反映される取引であります後者の機会主義的な売買と同じ売買を行うことで、一定のリターンを確実に得ることができるという研究があります (LAUREN COHEN, CHRISTOPHER MALLOY, and LUKASZ POMORSKI, Decoding Inside Information, Journal of Finance 67 (2012) 1009)。Fried 教授は、このように内部者が確実に利益を得ているということから、この利益は不当な利益だ、だから事前に開示されることによって先に市場が当該情報を織り込むようにさせればよいのではないか、という提案をしていらっしゃいます。

事前開示とすれば、内部者が売買する前に市場価格が修正され、内部者が不当に利益を上げることはできなくなり、このようなルールが導入されれば、短期売買利益の返還を定める証券取引所法 16 条(b)項は不要になるので廃止するべきだ、という提案も同時にしているという点が特徴的かと思われます。

IV. EU 法

1. Market Abuse Regulation

イギリスでは早くから会社法で役員らの自社株売買報告義務が定められていましたが、EU におきましても、Market Abuse Directive に役員らの自社株売買情報の開示義務の規定が置かれています、2016 年 7 月に施行された EU の Market Abuse

Regulation (以下「MAR」という) にも引き継がれています。

EU 法の特徴としましては、自社株売買情報が開示される内部者の範囲が役員らに限られず、かなり広いという点を挙げることができますかと思います。それゆえ、内部者が開示義務を負うことを周知するための規制なども設けられています。

2. PDMR 等の開示義務

開示義務を負うのは、PDMR (Persons discharging managerial responsibilities) — 「経営上の職責を果たす者」とでも訳せばよいのでしょうか——及び PDMR と密接に関係する者 (persons closely associated with them) は、自社株式等の取引内容を当局及び発行会社等に報告する義務を負うという定めを置いています (MAR 19 条(1)項)。

3. PDMR 及び関係者の範囲

PDMR には、発行者の取締役会や監査役会のメンバーですとか、内部情報に継続的に接し発行者の将来に影響を与える経営上の意思決定に関与する上級職員が該当すると言われています。関係者には、PDMR の配偶者や子供、その他家計を同一にする親族、PDMR 等が経営責任を負う法人等が含まれるというふうに言われています。

4. 報告義務等の通知

発行会社は、PDMR に対して書面で本条の義務を通知するとともに、PDMR と関係者のリストを作成するということのようです。また PDMR は、配偶者や子などの関係者に対して書面で MAR 上の義務、つまり通知義務があるということを教えて、その通知の写しを保存する必要があるということです (MAR 19 条(5)項)。

5. 報告内容

報告書式、この具体的な記載内容につきましては、お配りましたイギリスの Financial Conduct

Authority の資料などを参考にしていただければいいかと思いますけれども、名前・名称、発行者における立場等、発行者、取引の詳細（証券の種類、取引の種類、取引価格、取引量、取引日、取引場所）などが報告事項とされています。

6. 報告期限

報告を受けた発行者は、迅速に、遅くとも取引の日から 3 営業日以内に当該情報を開示する義務を負うということでありまして (MAR 19 条(3)項)、Market Abuse Directive では 4 営業日以内とされていたものが 1 日短くなっています。

7. 公衆開示

発行者が公衆開示するという規定が置かれているのですけれども、MAR 19 条(3)項では、加盟国によっては、国が公衆開示するように定めることは妨げられないと規定されています。しかし、具体的に調べてみると、ドイツなどでは、規制はよくわからないのですけれども、発行会社のルフトハンザですかドイツ証券取引所などはホームページに内部者の自社株売買情報について開示していますし、イギリスにおいても幾つかの会社はホームページで同様の開示を行っています。オーストリアでは、規制当局が開示主体であったのが、最近、発行会社のホームページへの開示という形に改められたというふうに定めが置かれています。

8. 規制負担の軽減措置

Market Abuse Directive にはない新たな規定として、負担軽減措置が講じられています。この報告義務が生ずるのは、取引額が年ベースで 5,000 ユーロ以上となって以後であるとされています (MAR 19 条(8)項)。ただ、規制当局は、国によってはこの額を 2 万ユーロまで拡大することができるようすでけれども、その場合には一定の手続が必要だということです (MAR 19 条(9)項)。

9. 閉鎖期間 (closed period)

その他 MAR 19 条には閉鎖期間というものの定めが置かれています。PDMR は、発行者が開示義務を負う財務報告や年次報告の公表の 30 営業日前に自社株の取引をすることが原則的に禁止されています (MAR 19 条(11)項)。潜在的にインサイダー取引のリスクが高い期間であると同時に、多くの主要な資本市場においてそのような慣行があることが理由だとされています。ただし、一定の例外はあるということです (MAR 19 条(12)項)。

以上がアメリカと EU の規制の概要です。恐らく我が国におきましても、この点は議論するべき必要があるのではないかと思うのですけれども、検討すべき幾つかの論点について、最後にざっと見ておきたいと思います。

V. 自社株売買情報の開示につき検討すべき幾つかの論点

1. 改正の必要性

旧証券取引法 188 条 (金商法 163 条) が制定当初から自社株売買情報の公衆開示をしてこなかつた理由は明らかではありません。立法担当者らが上場会社の経営者に過剰に配慮したのかもしれませんし、そもそも規制の必要性が認められなかつたのかもしれません。ただ、さきに役員らの保有数が少なくて売買も不活発だと言いましたけれども、これとて噂以上のものではなくて、そもそも情報開示がなされていませんでしたので、実態はわからないというのが正しい理解ではないかと思われます。

法規制のみならず、コーポレートガバナンス・コードなどのソフトローでも自社株売買の透明化を図るということはなされていませんでしたので、日本では、この点については問題意識そのものが希薄だと言ったほうがよいのかもしれません。

しかし、上場会社における会社内部者の自社株売買情報を開示するというのが世界標準になっていることは疑いありません。株式取引が国際化し

ている今日、国際的な規制の整合性確保についても十分に配慮する必要があるのではないかと思われます。また、エクイティ型報酬の採用が進められ、会社の内部者による自社株取引の機会が増大していくであろうことを踏まえますと、自社株売買情報の開示規制の導入は我が国でも不可避ではないかと思われます。

2. 規制趣旨と適用対象

我が国におきまして会社内部者の自社株売買情報の開示を規制するとするならば、163 条を公衆開示規制に改めれば足りるという考え方があり得るかと思います。ただ、規制趣旨とも絡む問題ですけれども、EU のようにインサイダー取引規制の抑止のために規制対象を拡大することを考えるのであれば、単なる 163 条あるいは関連規定の改正ということでは済まないのではないかと思われます。

なぜなら、163 条は 164 条とセットになっていまして、163 条で売買報告義務を負う者は、164 条によりまして短期売買利益返還義務が生ずることになります。開示義務を負うだけならともかく、短期売買利益を剥奪されるというのはかなり負担が大きいと捉えられるでしょうから、164 条に目配りをするなら、163 条をあまり拡大することはできなくなってしまうのではないかと思われます。

ただ、そもそもインサイダー取引規制が既に整備された今日において、164 条についてはその必要性がどの程度あるのかを疑問視することはできるのではないかと思います。Fried 教授は、前述のように、事前開示規制を設けること前提に、短期売買利益返還規定の撤廃を主張しています。我が国におきましても、163 条改正という形を探るかどうかは別にしまして、役員らの自社株売買情報の開示規制を導入すると同時に、164 条の短期売買利益返還規定は削除してはどうだろうかというふうに考えます。

実際、日本経済団体連合会は、「インサイダー取引規制の明確化に関する提言」 (平成 15 年 12

月 16 日) におきまして、「証券取引法 164 条(短期売買差益返還)は、外形的・形式的規制であり、合理性が薄い上、国際的にも普遍的なものとは言いがたいことから、その廃止・合理化について検討がなされるべきである」と主張していました。裏から言いますと、合理性が強く認められる上に国際的にも普遍的な自社株売買情報の公衆開示規制については導入すべきだというふうに言えるのではないかと思われます。

3. 報告・開示時期

報告・開示時期につきまして 163 条をベースに議論を続けるのでありますと、報告期限は現在翌月 15 日となっていますけれども、諸外国の報告・開示時期を見ますと、売買から数日以内となっていきますので、やはり違法・不正行為の予防という見地からは適時開示、数日以内の開示がなされるべきではないかというふうに考えています。

4. 負担軽減

さらにまた、負担軽減措置についてはどう考えればいいのか、私はよくわからないのですけれども、163 条の報告義務には、少額免除などの規定はありません(有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 30 条の適用除外規定に含まれない)。しかしながら、金融商品取引業者等を通じて売買を行った場合には、業者を通じて報告書の提出が可能だという定めが 163 条 2 項にありますと、これは役員らの負担軽減を目的としたものと説明されています。業者から当局に報告されると同時に公衆開示もされないわけですから、少額か多額かで区別する必要も従来はなかったと言えるのではないかと思われます。ただ、仮に公衆開示とするのであれば、報告の事務負担と売買が開示される負担との違いがあることを考えますと、少額免除のような規制も併せて導入すべきことになるのかどうなのか、このあたりについては、私はまだ考えがまとまっていません。

5. エンフォースメント

規制が遵守されるのが重要なことは言うまでもありませんが、アメリカでは、この義務違反がかつて問題とされたことがあります。日本では、違反へのサンクションについてどのように考えるべきか。そもそも現行規制で、当局への報告義務違反があるのかどうかということ自体がよくわからないので、何とも言うことはできませんけれども、現行法の 163 条 2 項のように、業者を通じた報告が自動的になされるのであれば、少なくともエンフォースメントについては大きな問題はないのかなと。もちろん、業者を通じて売買をすることもあるのかもしれません、このルートでの報告が適切になされているのである限りは、違反ということはあまり考えなくてもいいのかなという気はします。もちろん、本人名義でない形で売買をすることがどの程度可能かということにも絡むのかもしれませんけれども。

6. 事前開示規制?

最後に、Fried 教授の主張する事前開示規制について簡単にコメントしておきたいと思います。

Fried 教授の主張というのは大変興味深いものです。ただ、内部者の取引に追随した売買によって一定の利益が上がるということについては、主張されているように、インサイダー取引に該当しない重要事実を前提とした不正な利益と言えるのかどうか、いま一つよくわからない。確かに不正なものでないのであれば、内部者の売買が市場を効率的にするという見方もできるのではないかと思います。

いずれにしましても、日本法の下では、会社内部者の自社株売買のデータそのものが公衆開示されていませんので、問題のある取引があるのかないのか、実証研究そのものが現在のところ不可能です。そうであると、差し当たり日本では事後開示という形で制度を導入して、それから検証する作業があればいいのではないかというふうに思う次第です。

ざっと大まかな報告でございまして、詰めるべきところを十分に詰めずに報告させていただきましたが、いろいろとご教示いただければ幸いです。

~~~~~

### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告について、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしくお願ひします。

#### 【164条の合理性・必要性】

○前田 レジュメの8ページのところで、梅本先生は、164条の短期売買利益返還規定は削除してはどうかという立法論を提唱されました。本日のテーマである自社株売買情報の開示規制を導入したときに、現在の164条を残したままにすると何が不都合なのが、ご報告を聞いていてよくわかりませんでした。開示義務を負った上に短期売買の利益まで剥奪されるのは負担が大きいということですけれども、開示義務を負わせても、短期売買利益の返還義務が生じるのは、6か月内に売買をしたときだけですよね。必ずしもそれで負担が大きくなるわけではないとも思ったのですけれども、その点をご説明いただければと思います。

○梅本 私の基本的な発想は6か月以内に反対売買をしたら、その利益が自動的に剥奪されるというのは、株式の売買の自由を大幅に制限するものではないかと考えるわけです。現行規制そのものに合理性がないのではないかという立場です。

○前田 164条固有の問題として、もともとこの規定の合理性は疑わしいということですね。ただ、アメリカ法と比べますと、日本の現在のインサイダー取引規制は、しばしば言われますように画一的、形式的な規制であって、いわば抜け穴だらけですよね。そういう中にあって、こういうごく形式的な要件で利益を吐き出させる制度は重要なのではないかという気もしたのですけれども、

そこはおっしゃるように、恐らくは考え方の違いということになるのだと思います。

○伊藤 164条は、梅本先生としては廃止すべきだと考えられているということですけれども、これを163条の規制の適用範囲の問題と連動させる必要はないように思います。ご報告では、163条を公衆開示規制にして、しかも適用範囲を広げるというときに、164条が障害になるとのことでした。しかしこれは、現状では163条と164条の適用範囲がそろえられているというだけでして、例えばインサイダー取引を抑止したいから自社株売買情報の開示は適用範囲を広げようとか、あるいはそのほかの独自の趣旨を163条に持たせた上で適用範囲を広げようというふうに考えることは可能だと思います。つまり、163条と164条は独立して考えればよいのではないかと思うわけです。

○梅本 ご指摘のとおり、163条の問題と164条の問題を分けるという考え方も、私はあり得ると思います。ただ、先ほどの前田先生のご質問とも関係すると思うのですけれども、164条は果たして必要かなと、こういった問題意識が根底にあるものですから、そういった提案になったということです。

#### 【EU規制と主要株主】

○松尾 規制の対象者についてですけれども、EUは、主要株主に当たる者は対象になっていないというふうに考えてよろしいのでしょうか。

○梅本 法人も対象にはなるのですけれども、その会社の大株主ではなくて、PDMR等が経営責任を負う法人等ですから、その役員が別会社を経営していて大株主であれば適用範囲になるということですね。

○松尾 経営上の職責ということが大きなポイントになっているということですね。

○梅本 おっしゃるとおりです。単に株式を持っていればそれに当たるのか、それとも支配権を有するぐらいの影響力のあるような者でなければいけないのかという議論はあります。

○松尾　　日本で規制を厳しくて公衆開示も含めて 163 条で開示させるとして、さらに開示までの期間も短くするというときに、主要株主が入っていますと、5 % ルールよりも厳しくなると思います。そこで主要株主は別途考えるというようなことはできないのかなと。ご報告の趣旨からも、どちらかというと、まさに純粋な会社関係者というか、経営陣を念頭に置いておられるようでしたので、両者は区別していいのではないかなどと考えたのですけれども、いかがでしょうか。

○梅本　　すみません、主要株主についてはあまり考えがなくて、もともと純粋な内部者、自然人をベースに考えていましたので、もしかしたらご指摘のとおりかもしれません。

#### 【自社株売買情報開示とわが国インサイダー取引規制全体との理論的整理】

○松井　　非常に興味深いご報告をどうもありがとうございました。ちょっと抽象的なレベルの話で恐縮ですけれども、一点、梅本先生のお考えをお伺いできればと思います。

我が国の 163 条や 164 条、あるいはもとになつたアメリカの証券取引所法 16 条というのは、もともとの考え方として、役員等が自らの会社に対して負っている義務に違反して情報を利用したときに一定の規制がかかってくるというイメージでできているのだと思います。他方、EU の規制はもう少し違う観点から作られていて、例えば市場の完全性を損なうとか、あるいは情報の平等が確保されなくなるとか、そういう観点からできているのではないかと思います。

先生の今回の報告ですが、164 条は、その役割等を考えても廃止をして、新たに役員の売買情報等を開示させるという方向性が示されていますが、この場合、日本のインサイダー取引規制の基本的な考え方についても、EU におけるような、例えば情報の平等性を確保していくとか、市場の完全性を確保していくとか、そういった考え方に基づいて規制をつくっていくという方向になるので

しょうか。もともと日本の規制というのはこのあたりが非常に曖昧なままででき上がっているところがあるので、先生の今回のご提案は、そのあたりもきれいに理念的に整理をしていくということを含んでいるのかどうか、そのあたりについて、少しご感触等をお伺いできればと思います。よろしくお願ひします。

○梅本　　私の本日のご報告は、きれいに整理するというより、むしろ混乱しているほうです。例えば、アメリカにつきましても、おっしゃるように、制定当初は会社に対する義務といったあたりをベースにしていたのかもしれないですけれども、現在はどうもアメリカのインサイダー取引規制にいろいろと悩みがありますように、証券取引所法 16 条(a)項の位置づけにつきましても、必ずしも会社に対する義務と結びつけて考えられるものではないように思われ、むしろ情報を開示することによって資本市場の効率性に資するといったような議論もかなりあります。どう考えればいいのかよくわからないところです。ただ、実際上の問題として、インサイダー取引規制や不公正な取引の抑止という側面と、あるいは投資情報としての側面の両方があつて、実は私はどちらの意味でも売買情報の開示というのは望ましいのではないかというばやつとした考え方を持っております。

ですから、理論的な整理というのは、仮にこの規制が導入されるようになれば、それから改めて考えようかなと思っています。今のところ日本では、そもそも議論すらなされていないという状況ではないかと思います。お答えになつていなかかもしれませんけれども、以上でございます。

○松井　　大変参考になりました。ありがとうございます。

#### 【自社株売買情報の公衆開示と規制コスト】

○伊藤　　自社株売買情報を公衆に向けて開示させるという規制を設ける際には、規制のベネフィットとコストを考える必要があると思います。ベネフィットとしては、レジュメの 2 ページで説明

されているように、例えば役員は内部者取引規制には違反しないのだけれど、不公正な行為を行うことがあり得て、それを抑止しましょうとか、あるいは市場の効率性にも資する面がありますよというふうにおっしゃったわけですね。ただ、そういうベネフィットはいずれも間接的であるし、明瞭ではないように思われます。例えば、内部者取引規制には違反していないけれども不公正な行為があると考えるかどうか自体、まず一つの問題として、不公正というだけで積極的に規制によって抑止すべきかということも考えなければならない。このようにベネフィットが比較的間接的なものなのであれば、コストが大きい規制は正当化できないようにも思います。

それでは、このような自社株式売買情報の公衆開示のコストとは何なのだろうかということですけれども、梅本先生が事前開示に関連して述べられていたように、内部者による自社株の取引自体が減ってしまうということはあるかもしれない。そうすると、例えば上場会社でエクイティ報酬を与えたとしても、そのエクイティ報酬の旨味が減るようにも思います。役員としてエクイティを与えられても、いざれば現金化しなければいけないわけですが、そこがちょっとやりにくくなってしまいます。あるいは、単純に上場会社の役員全員がこれから報告を上げていきますよというルールにすると、それ自体のコストであるとか、規制当局が全部それを処理するコストというのも考えなければいけないわけですね。このようなコスト、ベネフィットの大小をどう考えるかということですが、梅本先生ご自身はどういうご感触なのか、お聞かせいただければと思います。

○梅本 コストについては、例えば欧米のように主要経済紙に当然のように役員の自社株売買情報が開示され、投資情報サイトなどでも分析対象にされたりするのが一般的な風潮となると、売買への萎縮効果も小さいかもしれない。今ならば、売買情報を開示するなんてことをされるのならば売買そのものを控えるだらうということはご指摘

のとおりだと思うのですけれども、売買情報の開示が一般的になり、いざれ売買の抵抗感も薄まって、取締役の報酬のストックオプションを換金するのだから何が悪いのだという状況になるのであれば、売買が細るということはないのかなと考えます。

さらにまた、一定のルールに基づいた売買については追随しても利益は得られないというふうに先ほど申し上げましたけれども、実際、例えば3か月ごとに定期的に売却していくというやり方であれば、恐らくこれ自体を問題視されることはないと思います。保有株式を処分して現金化することは可能だと。また、それは一定のルールに基づいたエグジットなのだなということで市場も受け取ると思うのですね。

だから、情報に基づく売買をしていれば、開示すべきかなと。反対に 164 条のような役員等が自由に売買する利益を剥奪するルールというのは、私はとてもコストが大きいと思うのです。開示については、プライバシーの問題云々ということは言えるかもしれませんけれども、役員としてエクイティ報酬をもらうのだったら、それは透明化するのが当然かなという認識であります。

○伊藤 そうしますと、やはり梅本先生の中では、164 条の廃止は不可欠な話というふうに捉えられているわけですか。

○梅本 リンクさせるつもりはないのですけれども。

○伊藤 ありがとうございます。

○久保 今、164 条を残すことによるコストというお話があったのですけれども、具体的にはどういうコストがあつて問題だとお考えなのですか。

○梅本 普通、投資家が同一銘柄を手がけていて売買をする場合に、6か月以内に反対売買をするということはそれほど珍しいことではないと思うのですね。ただ、それを自社株でやっていいのかという問題はもちろんあると思います。それがコストなのか、それともやってはいけないことなのかということは、価値判断の違いかと思うので

すけれども、私は、少なくともインサイダー取引に該当しない限りは、6か月以内に自社株の反対売買、例えば定期的・形式的に自社株を売却していた会社関係者が、何らかの理由で買付けを必要とした場合に、インサイダー取引規制に違反しなくてもその自由が剥奪されるのは、ちょっとかわいそうかなと。

インサイダー取引規制に該当しない限りは、できる限り売買は自由にすべきという考え方に基づくものでありますて、逆に、先生方がおっしゃるように、164条は残すべきだという考え方も、全くおかしいとは思いません。

#### 【インサイダー取引規制に加えて自社株売買情報開示は必要か】

○川口 インサイダー取引の防止のためにも、さらなる情報開示を要求すべきというご報告であったかと思いますが、現行の166条のみでは、やはり不十分ということなのでしょうか。166条の規制に加えて、さらに、自社株の売買を開示させることは、よりコストをかけることになりますが、それだけのプラスがあるのかという質問なのですが。

○梅本 そういう側面もあると思います。自社株売買情報を公衆開示すれば、規制当局も日々の取引についてタイムリーに見ることができるので、一般の人たちも役員の個々の売買についてタイムリーに知ることによって、この取引は何かおかしいだろうということを見つけて指摘する人などが出てきて、新聞などメディアを通じて、特定会社の取引の公正さや不公正さについて情報・認識が共有されていくこともあるのではないかと思うのです。

○川口 その不公正というのは、先ほども出ていましたけれども、インサイダー取引ではない不公正な取引を念頭に置かれているのですよね。

○梅本 含めてです。（笑）

○川口 現行のインサイダー取引規制が機能しているとすれば、それ以上に規制をする必要があ

るのかとも思うのですけれども。

○梅本 インサイダー取引規制に限っても、事実がどうかということと、当局がそれをきちんと立証できるかという2つの問題があるかと思います。

○川口 やはり、現行の規制が不十分という認識から、そういう新たな提案をされているという話なのでしょうか。

○梅本 自社株売買情報について、事実は共有しようということですが、インサイダー取引に当たるかどうか、それを摘発できるかどうかということはまた別問題だという認識です。

#### 【自社株売買情報の開示と売買の委縮】

○森田 ディスクロージャーが消毒剤と言うのならば、例えばその会社の役員がトータルで1万株売買しましたという数字ではなくて、誰がどう売った今まで書けということですか。

○梅本 そうです。

○川口 もっとも、多くの会社では、社内規則などがあり、内部者は株を売れないのではないでしょうかね。

○森田 売れませんよ、実際は。

○川口 だから、開示を要求しても、あまり変わらないような……。

○森田 本日の梅本先生のご報告については、取引できるようにしてほしいなと思うのですよ。今回も役員報酬を株でしなさいというような雰囲気になってきていますけれども、それをされると、キャッシュ化はできない財産でもらうことになってしまっています。

だから、今がそういう状況だから、それを打開するにはどうしたらいいかというようなことが聞きたかったけれども、個別の取引の完全開示ではまた厳しくなるなという感じがしますね。

#### 【アメリカのインサイダー取引規制の知る前計画と役員等の売買情報開示】

○加藤 アメリカ法についてお伺いしたいこと

があります。SEC 規則 10b5-1 には知る前計画の例外というものがありますよね。証券取引所法 16 条(a)項の開示義務は、知る前計画の例外が適用される場合にも適用されるという理解でよろしいでしょうか。

○梅本 ちょっとうろ覚えなのですけれども、知る前計画の場合については、たしか証券取引所法 16 条の規制の適用除外とされていたのではないかと思います。ただ、ちょっとうろ覚えなので、確認してみます。

○加藤 ありがとうございます。役員報酬との関係では、事後的に取引の情報を開示しなければならないという規制がエクイティ報酬を導入する際のコストになるとのご指摘はそのとおりだと思います。ただ、このようなコストの存在がエクイティ報酬を導入する際の障害となるかどうかは、アメリカにおいて実際に役員報酬として株式を取得した役員たちがどのような形で株式を売却しているのかという実態とも関係があるように思います。例えば、機械的に知る前計画に基づいて株式を処分しているというのが実態であり、かつ、情報開示規制の対象からも除かれているのであれば、事後的な情報開示規制の導入はエクイティ報酬を導入する際のコストであるとの評価も少し変わってくるかなと思って質問しました。

○森田 知る前計画で取得はしていますよね。それはしていますけれども、売却のほうは、なかなかそう簡単にできないのではないかなと思いますけどね。

○梅本 アメリカでは売却も使われています。

○森田 日本ではやっているのでしょうかね。あまり売却の知る前計画の実例は聞きませんね。

○松尾 売却しやすくしたのですよね。エクイティ報酬を入れたら必要になるので、と言って。

○森田 しかし、梅本先生によると、それも書きなさいということになる。

○松尾 アメリカでも開示していたと思います。適用除外になつていなかつたと思います。

○梅本 たしか EU 法で、閉鎖期間については原

則的に売却できなくなるので、EU の株式を持っているアメリカ人は困るよねという話はどこかで見たことがあるのですけれども、アメリカの場合の知る前計画に基づく売却は、松尾先生がおっしゃるように、適用除外にはなつていなかつたかもしれませんですね。

○飯田 その点について過去に私が報告したのではないかと思いまして、そのときの資料を見ますと、知る前計画に基づいて取引したときも、フォーム 4、すなわち証券取引所法 16 条に従つた開示はするということになっているかと思われます。

○梅本 ありがとうございます。

### 【知る前計画自体の開示】

○飯田 ついでに質問させていただければと思います。知る前計画を利用して役員がインサイダー取引規制に違反しない形で取引を行うことがあると思うのですけれども、知る前計画それ自体についても開示させる必要があるかどうかについて、もし先生のお考えがあれば教えていただければと思います。

○梅本 それは難しい議論になるかと思います。ただ、開示を区別するということがうまくできるならいいけれども、知る前計画の場合は適用除外にして、それ以外のものは適用対象にするといいういや、基本的に全部開示させたほうがいいのかなというのが私の感覚です。知る前計画そのものにつきましても、たしかアメリカでの議論によると、実は濫用的に利用されているという話もありましたので、そういうこともチェックするのであれば、やはり知る前計画であるか否かを問わず、開示義務を課すのであれば、一律に課すと言うべきかと考えます。

○飯田 ありがとうございます。知る前計画それ自体を公表させるかどうかというのはいかがでしょうか。つまり、今おっしゃったように、知る前計画を濫用することもあるのだとすれば、本日のご報告の趣旨からいけば、開示情報を充実させるという延長線上の論点になり得ると思いました。

本日のご報告とは別の論点でもあるので、もしご意見があればという趣旨でお尋ねしました。

○梅本 アメリカの開示の仕方は、ちょっと記憶があやふやでして、これはむしろ飯田先生のほうがよくご存じではないかと思うのですけれども、アメリカではどうなのでしょうか。

#### 【インサイダー取引規制に違反しない自社株売買の情報開示】

○飯田 知る前計画それ自体の公表の義務は全くないので、自発的にするケースとしないケースに分かれているということだったと思います。

証券取引所法 16 条での報告の仕方の中で、知る前計画に基づく取引だったという記載をする事項があったかどうかまでちょっと記憶は定かではないのですけれども、いずれにせよ、知る前計画それ自体については、公表義務は課されていないという状況だったかとは思います。

それから、役員の売買状況がほかの投資者にとっての有益な情報であるという可能性がもう一つのメリットとして考えられるのかもしれないですが、それが本当に有意義な情報であるとすれば、裏を返すと、インサイダー情報に基づく取引をやっているから有益な情報になるという可能性もあるよう思いました。そうすると、メリットないしはデメリットというような、役員の取引を認めるとか認めないと、そういう話というのは、結局のところ、インサイダー取引の重要な事実の規定がどうなっているかというところに左右されるのであって、インサイダー取引に当たらないけれども、役員が売ったとか買ったということを開示させるそのこと自体に何かメリットはあり得るのか、ということについて教えていただければと思います。

○梅本 まず、インサイダー取引規制に該当するには売買をすることが要件です。しかし、内部者であれば、情報を知っているがゆえに売買を見合わすということはあり得るわけですね。インサイダー取引規制に該当しないが、売買のタイミング

を選ぶことはできるわけです。自社株を買うつもりだが、もうしばらくしたら下げる材料が公表される、あるいは売ろうと思ったけれども、ポジティブな情報が間もなく公表されるというのであれば、公表まで売買を見合わすということはあるはずです。

なぜ内部者が売買しないのかというのはよくわからないけれども、現在のところ会社関係者が売買を控えているということは、市場には知らせることができます。それで、情報を公表した後に会社関係者が一斉に売買を行えば、そういう理由があつたのかと一般の人たちは知ることができる。だから、インサイダー情報が売買に反映されない、つまり売買をしないといった形で、内部者が情報を市場に発信するということもあり得ると思うのです。そこに売買の不公正を感じることもあるかもしれません。

そうであれば、売買情報、あるいは売買しない情報といったものを公表させることによって、インサイダー取引ではないけれども、ほかの投資者が利益を得るということはあり得ると思うのです。お答えになったかどうかわからないですけれども。

○飯田 ありがとうございました。要するに、売買タイミング、つまり、役員が売買をしているかということそれ自体が持っている情報の価値があるということですね。わかりました。

○森田 プライバシーはないんですね。（笑）

#### 【Fried 教授の事前開示規制の提案】

○船津 プライバシーの話がありましたけれども、事前開示規制ってどうなのだろうかということがご報告の中であったと思うのですが、これは実際にどのような開示をすることになっているのかということがいま一つイメージできませんので、本当にそのようなことができるのだろうかというのをちょっと疑問に思っているところです。例えば、この株を 1 万円で何日に売りますというような情報を流すことがあるのだろうか、といったあたりがちょっとよくわからなかつたので、どうい

う形を想定されているのかご質問させていただければと思ひます。

○梅本 ご質問の件は、たしか Fried 教授が日本に来たときもいろいろと議論になったところです。その当時の話によりますと、たとえば 1 週間前にある役員が 1 万株売るということを公表する。恐らく成行で売るということになるのではないかと思うのですけれども、1 万株売るということを公表する。それで、実際に 3 日後に 1 万株売るという取引をする。ただ、予想外に大きく市場が動いた場合には見合せてもいい、その代わりにペナルティーを払え、というふうに結構ややこしく、いろいろなルールとセットにしないとワークしないという説明を Fried 教授はしていました。だから、ご質問のように、それほど簡単なものではないというのは、そのとおりだと思います。

○船津 仮に成行売買だったとしても、流動性の低いような銘柄、とりわけ株式報酬が小さい会社で使われた場合には、当然狙い撃ちにされる危険性が出てくるので、誰も出さなくなるのではないかなどと思ったので、質問させていただきました。

○川口 事前に役員の売買の予定を公表すると、かえって、市場関係者に、変なシグナルを送る危険性はないですか。

○梅本 確かにそういう危険もあると思います。

○川口 市場は何かあるのではないかと思いますよね。 (笑)

○梅本 そうですね。 (笑)

○森田 操縦はできると。

### 【売買情報の開示と投資情報】

○石田 先ほどの飯田先生のご質問とほぼ同じで大変恐縮ですけれども、結局、先生が投資情報とおっしゃっているところは、大量保有報告制度で言うようなマーケット・インフォメーションとしてなぜ株価が動いているかを知らせる、そういう意味での投資情報ではないという理解でよろしいのですね。

○梅本 大量保有制度と違う投資情報と言いま

すと……。

○石田 つまり、今株価が少し上がったり下がったりしたのは大株主が売買を行っているからだ、というような情報を市場に流していくという意味ではない、ということですね。

○梅本 そうですね。恐らく最も一般的に使われているインサイダーの売買情報については、内部者が多く買い向かっているということであれば、その会社の株価が安く評価されているのだ、売っているということは、株価が高く評価されているのだ、というふうに一般の市場の関係者が評価するのが最も素朴な見方だろうと思うのです。

○森田 だから、163 条とか 164 条は、インサイダー情報でもうけた利益を出しなさいという趣旨だったのですけれども、ころっと趣旨が変わってしまって、内部者の取引状況がマーケットに有益な情報であるから、それを出させるようにしましょうというふうに変質してしまう。それは新説ですね。

### 【売買情報が日本では非開示とされてきた理由】

○梅本 ただ、どうして日本では逆に売買情報が公開されてこなかったのでしょうか。

○森田 プライバシーの侵害もあるでしょう。

○梅本 やはりプライバシーでしょうか。

○森田 それはそうでしょう。私が売ろうと買おうと、どうして開示するのですか。 (笑) ですから、トータルで開示されるというのならばまだわかりますよ。市場の情報としてであれば、買い向かっているかどうかだけならば、内部者全員の取引量を出せばいいでしょう。

○船津 結局のところ、インサイダー取引の防止と考えるのか、市場の効率性と考えるのかという話で、梅本先生の中でも若干まざっている部分があるのかなという気がしています。市場の効率性の観点から考えて、先ほどどういう意義があるのかというところで梅本先生がご説明された、まさに役員が売買していないのだという情報こそが一番価値があるのだと考えるのであれば、森田先

生がおっしゃったように、役員がいつ取引したか、総量幾らかだけで済むと。ところが、それにインサイダー取引の防止というものを加えると、誰がやったのかという問題になってくるということかな、という気がしました。

○森田 ご解説ありがとうございます。（笑）

○船津 なのかなあ、というクエスチョンマーカつき。（笑）

○片木 実際にインサイダー取引の抜け穴を使えるような取引が、どれだけあるのかよくわからないのですけれども、そういう怪しいのが出るかもしれないから、164条で短期売買を規制してしまうと。主要株主を相手にそこまでやっていいのかというのは、確かに気にはなるのですけれども、少なくとも役員については、短期売買を規制することで抜け穴になるかもしれない取引をかなり防止して、かつ、短期売買を禁止することでの弊害は、役員については少ないのではないかというものが、今の164条の建付けだと思うんですね。すると、今の話にあったように、163条と164条の2つについて、役員についてトレードオフの関係にあるというのは、あまり腑に落ちないのでしょう。

○梅本 私は、163条の公衆開示は強く主張しますけれども、164条の撤廃については、それほど強くは主張しません。（笑）

ただ、規制の必要性ということであれば、国際的な規制の調和ということは、最近の金商法改正の議論ではよく説かれていますけれども、どうして日本の金商法では、この規制については国際的な規制との調和といったことが議論されないのでしょう。

○片木 私は全然詳しくないので教えて欲しいのですけれども、EUのインサイダー取引規制は、我が国のような細かな形式規定になっているのですか。アメリカと日本の規制とは全然違うというのはわかるのですけれども。

○梅本 申し訳ありません、私よりもご存じの先生からお答えいただいたほうが……。

#### 【売買報告制度・短期売買利益返還制度の沿革とインサイダー取引規制】

○龍田 第二次世界大戦後の占領初期には、旧証券取引法でも独占禁止法でも、随分厳しい制度を設けさせられましたが、日本が独立を回復した段階で振り戻しが来て、厳し過ぎる制度は占領期の遺物として廃止されました。短期売買利益の規定もそのうちの一つです。

もっとも、当時はインサイダー取引を一般的に禁止する規定は全然なかった。短期売買利益の規定は、形式面で押さえられる制度だから使いやすいだろう、それでもってインサイダー取引の規制がないのを少しでも補うことができるのではないか、という点に存在意義が認められていたのだろうと思います。それを実効性がないという理由で廃止してしまった。実効性がないなら実効性があるようにしろというのが、先ほど言わされた竹内先生のご批判ですね。

インサイダー取引を正面からとらえる規定は、その後に出てきましたね。アメリカはかなり早くから、一般的な詐欺禁止規定を使って対処を始めましたが、日本はこれには従わず、昭和63年の刑罰規定が最初の対応だったでしょう。インサイダー取引に対する規制がきっちり行われていれば、6か月間の短期売買利益などを問題にする必要はないはずでしょうね。これは川口先生が言われたとおりです。一般的な規制が不十分な状態であるのならば、役員らの短期売買利益をとらえる方法で補う必要があるという議論にも説得力がありそうに思えますね。

○森田 先ほども議論に出ていましたけれども、実際のところは、日本のいわゆる会社関係者は今はほとんど取引できない状態ですね。ですから、その規制云々というのはどうかと思います。ただ、他方、M&Aなどで大量取得して売買するといったことがしばしば起こってきてまして、そのときに憲法違反じゃないかとか言われるぐらいに利益返還の義務が行き過ぎるのではないかという

ような面は出ているかもしれません。本当に敵対的な買収者がこれで捕まっているという例はあったわけですし、そういう意味では、龍田先生のおっしゃるように、そういうのは不必要な規制かなというふうに思いますけれどね。

だから、実際は、龍田先生のおっしゃったように、タテホ化学工業とか何かの事件の後で、非常に詳細に決めてしまったり、しかも厳しく、役員の人は会社の中で売買誓約書のようなものを書かされていました。それで証券会社は全部把握していますし、ほとんど取引ができなくなっていますよね。売買しようと思うと、よほど勇気が要りますね。

○川口 梅本先生のお考えを入れると、そこがやりやすくなるというのであれば、制度導入の価値はあるように思いますが、はたして……。

○梅本 売買は自由にできると思います。(笑)

○川口 そうですが、結局、インサイダー取引を疑われる可能性があるから、事実上できないという話でしたよね。

○森田 それはもう、取締役会に出ていたら、頻繁に経営の現状の話が出てきますから、全然知らない状態ということはあり得ませんよね。それが大ヒットになるのかどうか知りませんけれども、いわゆる事業情報に接していることは間違いないですね。ですから、売りにくいと言えば売りにくいと思います。だから、逆に言えば、いつになつたら売れるのですかと。一時は、決算発表をしたときだったら売れるのではないかというような議論がありましたけれどね。

#### 【売買情報開示規制の負担軽減と少額の取引】

○飯田 EU もアメリカも、少額の取引の場合は軽減策が導入されているということでしたが、先ほどのやりとりから考えてみると、役員が取引を控えているという情報が重要だということだとすれば、その取引の額が幾らであるかということを理由に開示規制の対象から外すということは、論理的には一貫せず、事実上大変だからといった

ような別の政策的な理由で負担軽減を入れるかどうかを考えるということになるのでしょうか。

○梅本 インサイダー取引に当たらないけれども開示するのは意味があるというのは、例えば、会社が大量の自社株買いを公表した、その後株価が上がって、なぜか知らないけれどもそれまで自社株の売却を控えていた役員らが、会社の公表後に株価が上がったところで一斉に大量の株式を処分したというような場合であっても、それが投資情報として有益かどうかは別にして、利益相反絡みで開示すべきかなと思います。

先ほど来お話が出ていますように、インサイダー取引の抑止なのか、不公正な行為の抑止なのか、あるいは市場の効率性のためなのかという規制趣旨が、私の中ではまだごちゃごちゃになっていますが、規制の負担との関係で少額のものについては免除してもいいという考え方は、EU やアメリカを見ると検討に値するのかなとは思います。ただ、証券会社を通じて売買を報告すればいいという 163 条 2 項の負担軽減措置を前提にすると、事務負担という点をことさら考える必要はないのかなとも思います。しかし、公表されてしまうことが嫌だという心理的負担の点からは、少額のものについてはお目こぼしでもいいのかなというふうには思う、という程度のことです。

○飯田 少額であれば、あまり重大な事実に基づく取引ではむしろないのだというような評価も、もしかしたらあり得るのかしらという気も若干しましたけれども、先生のお考えはわかりました。ありがとうございました。

○前田 それでは、今月の金融商品取引法研究会はこれで閉会とさせていただきます。梅本先生、どうもありがとうございました。