The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	インサイダー取引を規制する根拠について
Author(s)	上田, 真二
Citation	阪大法学. 2012, 62(3,4), p. 389-410
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/60157
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

インサイダー取引を規制する根拠について

上田真二

一　はじめに
二　従来の説明と若干の検討
1　投資者との関係――主として倫理的な観点からの説明
2　証券市場との関係――主として経済的な観点からの説明
3　会社・情報源との関係――主として法的な観点からの説明
4　小括
三　試論
四　おわりに

一　はじめに

会社の取締役が自社の未公表情報を知って株式を買い、その後情報が公表され株価が上昇したところでその株式を売って利益を得ることは許されるか。こうした取引はインサイダー取引（内部者取引）と呼ばれ、わが国では金融商品取引法において規制されている。なぜインサイダー取引は規制されるのか、本稿の関心はその点にある。た

だし、インサイダー取引を規制することについてはもはや異論をみないとの指摘[1]がなされているところであり、しかも、規制の根拠についてもすでに多くの説明がなされている。そうだとすると、規制のあり方[2]はともかく、その根拠についてわざわざ検討する意味は何か。はじめにこの点について考えておきたい。

第一に、インサイダー取引を規制するとして、その範囲（そもそもインサイダー取引とはどのような行為か）について未だ広く合意がなされているわけではない、ということである。たとえば、わが国においてインサイダー取引を規制している（と思われる）金融商品取引法一六六条や一六七条については、一定の行為者や事実などを具体的に列挙して特定有価証券等の取引を禁止しているが、これは取引が処罰されるものであるか否かが明確に判断できるようなものとするという観点から設けられた規定であると説明されている[3]。言い換えれば、摘発（運用）の容易性を重視して、構成要件の明確化・客観化・具体化が図られた[4]。そうだとすると、これらの規定はインサイダー取引を定義しているわけではなく、形式的な規制であるともいえる[5]。

その大きな原因はインサイダー取引を規制する根拠が必ずしも定まっていないことにあると考えられ[6]、従来の説明が十分なものであったかを含め、検討する意味を見出すことができる[7]。この点に関連して、インサイダー取引を規制する根拠に関する従来の説明を見てみると、それらがさまざまな観点からなされていることに気づく。それらを整理することにも意味はあると考えている。本稿では、規制の根拠が多元的であり得ること、規制の根拠をいかに説明するかによって、インサイダー取引の捉え方や規制の範囲（典型的には規制対象とされる主体の範囲）が変わり得ることも明らかにしたい。

第二に、金融商品取引法一六六条や一六七条に違反した場合は罰則が科されるが（一九七条の二第一三号）、それが規定の制定以来、強化されてきている、ということである。当初は、証券取引法一九〇条の二一項三項・一九

〇条の三一項四項（それぞれ現行の金融商品取引法一六六条一項三項・一六七条一項三項）の違反に対しては六月以下の懲役または五〇万円以下の罰金であったが、現在では、五年以下の懲役、もしくは五〇〇万円以下の罰金に処することとし、これらの併科もできる。二〇〇四年には、同法一六六条一項三項・一六七条一項三項違反の行為に対して課徴金を課す規定（一七五条一項二項）も設けられた。

規定の制定までは、インサイダー取引が処罰に値するほど悪質な行為であるとの認識が薄かったにせよ、[8] 現在では金融商品取引法で二番目に重い罰則となっており、なぜそのような重い制裁をもって規制するのか、規定が制定された当初の説明で果たして十分なのか、再考してみる余地はある。より実質的な説明が必要かもしれず、そうした点からも規制の根拠を検討する意味はあるのではないかと考える。

本稿は以上のような認識に立って、インサイダー取引を規制する根拠について検討することとする。その際、従来なされてきた説明を素材に検討を進める。なお、従来の説明は、特定の条文についてその規制根拠を検討するものが多いが、本稿は特定の条文に限らず従来の説明を採りあげることとする。したがって、必ずしも特定の条文の規制根拠を探ることを目的とはしない。以下では、まず、従来の説明を大きく三つの観点に整理して、若干の検討を行う（二）。その後、それらを踏まえて試論を示すこととしたい（三）。

二　従来の説明と若干の検討

先にも述べたように、インサイダー取引を規制する根拠についての従来の説明は、さまざまな観点からなされている。本稿ではインサイダーあるいはインサイダー取引と、投資者との関係、証券市場との関係、会社や情報源との関係の3つに整理することとする。これらはそれぞれ、倫理的な観点、経済的な観点、法的な観点からの説明と

捉えることもできる。以下では、それぞれについて従来の説明を見ていき、若干の検討を行う。

1　投資者との関係――主として倫理的な観点からの説明

インサイダー取引を規制する根拠として、代表的なものの一つは、（情報を有しない）投資者との関係を問題にする立場である。この立場はさらに、(a)投資者一般との関係、(b)インサイダー取引と対向する取引を行う投資者（取引の相手方）との関係を問題にする立場に分けることができる。[9]

(a)まず、投資者一般との関係を問題にする説明として、インサイダー取引が行われるとすれば、有価証券の発行会社の役員等の立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資者と比べて著しく有利となり、極めて不公平であるとする。[10]また、インサイダー取引が放置されれば、株式市場に対する一般投資者の信頼を失うこととなる、[11]証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を失うこととなる、[12]との説明がなされてきた。

これらの説明は、必ずしもインサイダー取引と対向する取引を行った投資者に限定しない点で共通し、インサイダー取引と一般投資者との関係を問題とする。そして、「不公平」や「公正性」、「健全性」といった倫理的な観点から根拠づけようとする特徴を有する。[13]こうした説明は、わが国に限られず見られるところであり、[14]わが国においては現行の金融商品取引法一六六条・一六七条の制定時（当時は証券取引法一九〇条の二・一九〇条の三）より通説的な説明となっている。

たしかにインサイダー取引が行われた場合に、不公平さを感じることは否定しがたい。それが投資者の信頼を失うということ、ひいては、投資者が市場から離れることも想像できなくはない。ただし、不公平感は主観的なもので、客観的に測ることが容易でない。[15]しかも、刑事法の分野からは、「秩序やシステムそれ自体は刑法上の法益概

念としてはきわめて抽象的であり」「証券市場の「公正性」や「健全性」が具体的に何を意味するかも必ずしも明確ではないように思われる」との指摘[16]もなされている。かかる指摘は、刑罰によって規制することに対する疑問として受け止める必要はあるが、そもそも「公正性」や「健全性」という概念には曖昧さがあり[17]、そうだとすると、（たとえば刑罰による）規制を設けることの是非を含め[18]、証券市場の「公正性」や「健全性」が何かについて明らかにされる必要はある。

(b)次に、インサイダー取引と対向する取引を行う投資者（取引の相手方）との関係を問題にする立場は、情報を知らされていない相手方が利益を上げ損ないまたは損失を被ったということになり、このようなことが許されてよいはずはないと説明[19]する。また、「情報をあきらかにすれば、相手方が同一の条件で取引をしないことがあきらかである場合に、その情報をあきらかにすることなく取引をすることは、相手方を欺罔して取引を行うことであり、不正の手段、計画または技巧をなすことに該当する」との説明[20]もある。

前者の説明は特定の条文を念頭においた説明ではなく、インサイダー取引一般について述べたものであり、後者は現行の金融取引法一五七条を念頭に説明したものであるという相違はあるものの、いずれもインサイダー取引が行われた場合に対向する取引を行った投資者を「被害者」と捉える点に特徴がある[21]。しかし、少なくとも対向する取引を行った投資者は、インサイダー取引の「取引」によって損害を被ったといえるのか[22]。ここでは、情報が開示されなかったこと（不開示）が問題なのであり、対向する取引を行った投資者の損害については、情報を開示すべき義務を負う者（主として発行会社）との関係で捉えられるべきであろう[23]。

他にも、現行の金融商品取引法一六六条・一六七条を念頭に、インサイダー取引が行われた場合に、たまたまその相手方となった者が、本来形成されるべき公正な価格から乖離した不当に有利な価格で、買付けまたは売付けで

きてしまうという弊害を指摘する見解[24]もある。これについても、相手方との関係で考える限り、相手方は情報が開示されていれば異なった行動をとったかも知れないという意味で、問題の本質は情報が開示されなかったこと（不開示）に求めることができる。ただし、インサイダー取引によって、市場で形成される価格に影響を及ぼすという点については、（インサイダーの取引の相手方との関係での問題ではなく）証券市場の機能との関係で問題があるように思われる。この点については、後述する（二2・三）。

2　証券市場との関係――主として経済的な観点からの説明

この立場は、インサイダー取引が証券市場にもたらす害悪、あるいは、証券市場の有する機能に与える影響を問題とするものであり、主として経済的な観点から説明を行うものともいえる。[25] 1で見たような投資者との関係を対象とする観点とはやや異なる。

経済的な観点からインサイダー取引（規制）の是非を論じるものは数多くあり、それらの中には、インサイダー取引の効用を説くものが見られたところである。[26] 本稿ではこうした見解には立ち入らず、インサイダー取引を規制することを支持する立場の見解について採りあげていく。そして、この中にもいくつかの見解が見られ、それは(a)価格形成、(b)流動性に着目する見解に分けることができる。

(a)まず、インサイダー取引が、情報の格差（情報上の優越的地位）を利用した投資判断の形成行為が市場における公正な価格形成を阻害することによる反公益性に求められるべきであるとするものである。市場における公正な価格形成は投資者による取引客体に対する真摯な評価の積み重ねにより確保されるものであるところ、インサイダー取引の投資判断は他の投資者が知らない重要情報を自分だけが知っているという状況に基づいて形成された、

取引客体とは関わりのない投資判断であるところに市場阻害性があると説明する。[27]

この見解に対しては、インサイダー取引が価格形成を阻害するとして、「公正な」価格形成とは何かといった疑問が提示されている。[28] ただ、インサイダー取引が行われることによって価格形成に影響が生じることはあり得ることであり、この点は注目すべきであると考える。そして、公正な価格形成が取引客体に対する真摯な評価の積み重ねによって達成されるとして、取引客体に対する真摯な評価の積み重ねの前提となる枠組み、あるいは、金融商品取引法上の制度の説明が必要ではないかと思われる。この点については、後に詳しく検討する（三）。

(b)次に、内部情報を有する者とそうでない者とが併存する市場で証券取引がなされた場合、一種の逆選択が生じ、株式の指し値と付け値の間のスプレッドが広がってしまう可能性に言及する説明がある。少なくとも情報を有していない者が売り値を上げ、付け値を下げるという行動に出て、取引量を押さえることにつながり、市場の流動性が下がることは十分考えられ、市場の流動性の観点からは、少なくとも悪影響があり得ると説明する。[29] 市場の流動性に関連して、「市場でインサイダー取引や相場操縦が行われている場合には、投資者は安心して証券投資をすることができない。……このような不公正な取引が行われていること自体が、投資者を証券投資から遠ざける取引コストである」との説明もある。[30] こうした説明は以前からなされていたところであり、[31] インサイダー取引が行われれば、投資者が市場から離れ、市場での流動性が低下することで証券市場の機能が害される、ということになる。[32]

ここでは、インサイダー取引が規制されていない（あるいは規制は設けられていてもエンフォースメントが確保されていない）状況を想定することになるが、投資者はインサイダー取引が行われていることをいかに知ることになるか。結果として流動性が低下することが明らかであれば、それ自体で説明として十分かも知れないが、その原因（投資者が離れる原因）が何であるのか。投資者が感じる不公平感か、証券市場に対する不信感になるのか。また、

この説明では、規制されるべき行為とそうでない行為の間の線引きがはっきりしないことが指摘されており、より具体的には、インサイダーによる取引に限らず、情報の偏在を利用した取引一般が問題となるはずであるとされる。[33]

3　会社・情報源との関係――主として法的な観点からの説明

次は、インサイダーあるいはインサイダー取引と会社あるいは情報源との関係を問題にする立場であるが、これは、主として法的な観点からの説明であるともいえる。これにもいくつかの立場があり、ひとつは、(a)会社法上の観点から説明するものであり、インサイダー取引を行う者について発行会社の役員を想定する。もうひとつは、(b)情報に対する財産権の保護という観点から説明するもの、さらには、(a)と(b)を複合した説明として、(c)発行会社の役員による情報の開示や情報を利用した経営を問題とする説明がある。

(a)まず、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との説明[34]で、もう少し詳しい説明として「発行会社の役員は、少くとも実質的には、全株主に対し受任者（fiduciary）の地位にあり、もっぱらその利益の実現を図るべき立場に立つ。それが職務上知りえた情報を利用して私利を図るということは、委任者たる株主に対する裏切りである。……取締役の忠実義務違反として法的に規制する必要性がある」[35]というものがある。

インサイダー取引によって、会社に損害が生じ、役員に利益が生じていれば、このような説明は理解しやすい。たしかに役員は利益（私利）を得ているかもしれないが、果たしてインサイダー取引一般が会社に損害を与えるものであるのか。[36]また、インサイダー取引のなかでも、損失を免れるタイプの取引に妥当するとはいい難い。さらに、取引に関わる特定の株主や投資者に対しても忠実義務が及ぶと考えるのか。すなわち、取締役が株式を買付ける場

合はともかく（相手方は株主）、売付ける場合（相手方は株主とは限らない）にも忠実義務違反とまでいえるのかは疑問がある。

(b)もうひとつは、アメリカの判例法理を参考に、情報に対する財産権の保護という観点からの説明を試みる立場[37]である。具体的には、インサイダー取引規制を、職務を委託した者と委託された者との間における情報の利用権の割り当てをめぐるアレンジメントに関するルールとして契約的に捉える。そして、情報に対する財産権を会社に割り当てることにより、情報からのリターンを確保し、新たな価値ある情報の生産を促すインセンティブを与える役割を果たしているとし、インサイダー取引によって会社の情報に対する財産権が侵害されると説明する。

この立場は会社とインサイダーの関係に焦点を当てるが、投資者や証券市場とインサイダーの関係を考慮するわけではない。そして、インサイダーがその取引によって会社の情報に対する財産権を侵害した（より具体的には会社による情報の排他的利用権を侵害した）ことにインサイダー取引規制の根拠を求める。会社とインサイダーの関係に焦点を当てる点は先の(a)と共通するが、必ずしも取締役などの経営者に限定されない点で相違し、規制される（範囲としての）主体は広がり得ると思われる。

たしかに情報の中には新製品の開発情報のような、それを生み出すために投資が行われ、財産権を保護しないとすれば、そのような情報を生み出すための投資が行われなくなる可能性のある情報がある。ただし、不祥事や事故の発生のような情報（たとえば、金融商品取引法一六六条二項二号イ）の場合にまでこの考え方を及ぼすのは難しいかもしれない。より詳しくは、会社にとってマイナスの情報についてインサイダー取引が行われた場合に、会社の情報に対する財産権（排他的利用権）が侵害されたと見ることに躊躇を感じる。しかし、少なくとも情報のうちの一定の範囲のものについて説明することはできるものと思われる。最後に、この立場では、会社に情報の排他的

利用権を認めることから、会社がインサイダーに情報の利用権を与えた場合には、取引が可能となり得る点が問題になる。

(c)そして、同じように情報の利用について本来権利を有する者（会社（株主全体）と情報へのアクセスを許された者という関係性から説明する立場に立ちながらも、（c-1）会社のために（少なくとも一定期間）秘匿するべき情報に関して、もっぱら株主の利益のために行動するなら情報漏洩の危険から思いとどまるはずの株式取引が、役員らがそれによって利得を得られるがゆえに行われてしまう危険があるとの説明[38]がある。この立場に関連して、アメリカ法における信認義務の議論を参考に、インサイダー取引の禁止が、経営者が証券規制法の下でまたは会社の業務執行の一環として、市場に対して情報開示を行い投資者の投資判断に供する場合に、当該情報開示の品質を保全する機能があることを指摘する説明[39]が見られる。

また、（c-2）インサイダー取引を認めることによって会社の経営者（情報へのアクセスを許された者）に会社への損失を与えるインセンティブを与えることにつながりかねない、不必要に株価の volatility を高める経営を行うインセンティブが生じる、との説明[40]もある。また、この立場に関連して、インサイダー取引の禁止が、経営者が会社に対して負う業務執行の義務の履行品質（ないし経営上の意思決定の品質）を保全する機能があるとの説明[41]もある。

（c-1）および（c-2）の説明も会社とインサイダーの関係を問題にし、情報の利用について本来権利を有する者と情報へのアクセスを許された者という関係性に着目する点で先の(b)の説明と共通する。しかし、（c-1）および（c-2）の説明では、会社はインサイダーが情報を私的利益のために利用することを禁止するのが合理的であるとする。すなわち、先に(b)の見解の問題として指摘した点について、情報漏洩や経営（業務執行）を歪める危

険から、会社はインサイダー取引を禁止することが通常であり、[42] 強行法的な規制（公的機関によるエンフォースメントも含め）を行うことも可能であることを指摘する。

（c-1）について、たしかにインサイダー取引を行うことによって情報が漏洩する危険や情報開示の品質低下（たとえば、情報の開示時期や開示内容が不適切であること）は考えられ、それが会社（株主全体）の利益を損なう場面はあり得る。また、情報漏洩の危険という観点にのみ着目すれば、ここでのインサイダーは、必ずしも経営者に限られない。他方で、（少なくとも一定期間）秘匿するべき情報という限定に留意する必要もある。少なくとも一定期間秘匿するべき情報とは、直ちに開示することで会社の利益を損なう性質のもの、たとえば、鉱脈の発見などが挙げられるが、ほかにも、新商品の開発や他社との合併なども考えられる。

（c-2）について、少なくとも会社の経営者に対してインサイダー取引を認めることの弊害は考えられる。この場合の弊害は会社に生じ、たとえば取締役であれば、（業務執行や意思決定が）善管注意義務や忠実義務の違反になり得る。そして、ここでのインサイダーとは、会社の経営（業務執行）に関わる地位にある者であることが前提となる。さらに、この場合の情報は、会社にとって大きなリスクを伴う決定のほか違法行為なども含まれ得る。

4　小括

以上の整理および若干の検討を踏まえて、ここでは、得られた示唆や課題について明らかにしておきたい。

それぞれの観点を踏まえ、インサイダー取引を規制する根拠として、困難な説明（1(b)・3(a)）、さらに検討を要する説明（1(a)・2(a)(b)）、一定の範囲で可能な説明（3(b)(c)）があることが明らかとなった。

まず、1で見たように、投資者との関係でインサイダー取引が規制されることを説明する場合、対向する取引を

行った投資者との関係を問題にする説明は適切ではない。投資者一般との関係を問題にする説明は、「不公平」や「公正性」、「健全性」など倫理的な観点からアプローチするものであった。これだけでは規制を根拠づけるには抽象的で不十分であると指摘したが、（脚注において紹介した）実証研究の成果を踏まえると説得性は増す。そうだとしても、この説明だけでは規制の範囲を確定することが困難であり、やはり「不公平」や「公正性」、「健全性」について、これらが何を指すのか、さらに考える必要はある。[43]

次に、2で見た説明では、必ずしも「流動性」に限ったものではないが、証券市場の機能・発展に関する実証研究はあり、規制の根拠として排除することは適当でない。そして、流動性への悪影響を持ち出す場合でも、投資者の「不公平感」や証券市場に対する「信頼」といった観点が問題になり得る。「価格形成」への影響については、インサイダー取引自体による価格形成を問題とし、さらには、情報開示制度との関係から考えるべきであり、この点は三で詳しく検討したい。なお、この2の立場からの説明でも、たとえば、インサイダーの範囲を具体的に画することは容易ではなく、未公表の重要情報を有する者が規制の対象となる。

さらに、3で見た(b)(c)の説明によれば、会社による情報の利用権に着目し、一定の範囲のインサイダー取引を禁止することには、理由があると思われる。情報の利用について会社に権利があることを前提にすれば、(b)の説明では、一定の情報のもとでの取引が禁止されることになる。他方で、(c)の説明からは、たとえば会社と委任契約の関係にある取締役によるインサイダー取引は、情報漏洩の危険、情報開示の品質、会社経営（業務執行）に損失をもたらす危険、といった観点から禁止されることとなる。ただし、(c)の立場では、少なくとも取締役など会社と一定の法律関係にある者が規制の範囲となり、必ずしもそうした関係にあるわけでない、いわゆる情報受領者による取引を禁止する根拠とまではなり難い。

最後に、それぞれの観点は、1(a)で紹介した「不公平」や「公正性」、「健全性」の問題と2(b)で紹介した「流動性」の問題のように、観点が異なるものの、つながり合う部分もあることが分かった。加えて、インサイダー取引を規制する根拠は、必ずしも排他的・択一的なものではなく、多元的であり得ることも指摘できる。そして、それぞれの理由から考えられる規制の範囲は重なり合う部分があるものの、必ずしも同一にはならないことにも気づく。たとえば、経済的な観点から導かれた規制の根拠では、未公表の重要事実を有する者による取引一般が規制対象となり、法的な観点の場合と比べて規制の範囲は広くなる。

三　試論

先の小括でも触れたように、従来の説明の中でさらに検討を要するものがあり、以下ではそれを素材に試論を示したい。具体的には、インサイダー取引が「証券市場の公正性や健全性に対する投資者の信頼を失う」、「価格形成を阻害する」という説明を手がかりに、さらにその内容を明らかにしたい。これらに注目するのは、金融商品取引法一条が資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図ること、投資者の保護を同法の目的として規定していることにも沿うと考えるからである。すなわち、インサイダー取引は上記の目的を害する行為なのではないか、という点から検討を加えるものともいえる。

証券市場の有する機能の一つである価格形成機能は、情報開示制度によって担保される部分が大きい。金融商品取引法における情報開示制度は、「有価証券についての投資判断資料の提供を目的とする。情報開示は、投資者による個別銘柄の有価証券の相対的な投資価値の判断を可能にし、証券市場を通じての資源の効率的な配分を高めるのに役立つ[44]」と説明される。そうだとすると、同法は情報開示制度を通じて、開示された情報をもとに投資者に投

資判断を行わせ、それによって市場で形成される価格を同法一条にいう「公正な価格」と捉え、それが資源の効率的配分に資すると考えることができる。

しかも、金融商品取引法では、情報を即時に開示することを必ずしも要求していない以上（例えば、同法二四条の五第四項[45]）、（既に発生していたり、決定していたりする情報であっても）それが開示されないことが同法上認められる場合は、その情報が反映されていない価格も問題ないという前提で考えているのではないか。むしろ開示されていない情報を反映した価格が形成されることは（それが市場の情報効率性の議論にいう価格であっても）、金融商品取引法において情報開示制度が設けている枠組みに反するものであると考えられる[46]。

すなわち、インサイダー取引（ここでは、「開示されていない情報をもとに行われる取引」）を認めてしまうと、開示されていない情報を反映した価格形成がなされるおそれがあり、それが投資者（必ずしもインサイダーと取引を行う投資者に限られない）の証券市場の公正性や健全性に対する信頼を失わせると考えることができる。より詳しくは、開示されている情報からでは説明できない価格が形成されるおそれがあり（それによって効率的な資源配分を損なうことにもなりかねない）、それが投資者の証券市場における価格形成に対する信頼を失わせると理解する。

言い換えれば、(i)まず、インサイダー取引によって、需給の変化が生じ、価格の変動をもたらす可能性が問題になる[47]。この点で、（インサイダーにそのような意図はないにしても）結果としてインサイダー取引は相場を歪める行為と捉えることもできる。(ii)次に、そうして形成された価格が、投資者の証券市場の公正性や健全性に対する信頼を失わせることが問題になる。インサイダー取引を規制（ここでは「禁止」）することは、投資者の証券市場の公正性や健全性に対する信頼を確保するだけでなく、金融商品取引法上の情報開示制度を通じて達成しようとする価格形成機能を守り、効率的な資源配分を可能にすることにつながるのである。

四　おわりに

本稿では、インサイダー取引を規制する根拠について、まず、現在それを検討する意味があるか考え、規制の根拠を検討することはそもそもインサイダー取引とは何かを捉える試みでもあることを示した（一）。次に、わが国で従来なされてきた説明を採りあげ、それらを整理し若干の検討を行った（二）。そこでは、インサイダー取引の規制の根拠は必ずしも一つの観点からしか説明できないものではなく、いくつかの観点からのアプローチがあり多元的であることを明らかにした[48]。そして、さらに検討が必要と考える説明を素材に、インサイダー取引が証券市場に与える害悪に注目し、情報開示制度との関係および証券市場の公正性や健全性に対する投資者の信頼の保護という説明を組み合わせる形で試論を示した（三）。

ただし、その試論によっても、いくつかの課題は残っており、最後にそれらを指摘しておきたい。第一に、必ずしも現行法（とくに金融商品取引法一六六条・一六七条）の規定を整合的に説明できない点である。たとえば、金融商品取引法一六六条一項一号から五号では会社との一定の法律関係を基礎として会社関係者の範囲を設定し、重要事実をその地位等により知ったことを要件としている。こうした規定は証券市場の公正性や健全性の捉え方において、本稿で示した試論からでは説明しづらい。

第二に、試論で示した価格形成に影響を与えるという部分については仮説にすぎず、実証されているわけではない[49]。ただし、実証するとすればインサイダー取引規制のない状況（市場）を採りあげる必要があり、そこで行われるインサイダー取引がいかに価格形成に影響を及ぼしているかを観ることになると思うが、これは容易なことではない。

(1) 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務一九〇七号二六頁（二〇一〇年）。

(2) インサイダー取引を規制する場合でも、それを「禁止」する規定を設け、違反した場合に罰則を課すことだけが方法ではない。たとえば、金融商品取引法一六四条のように、取引によって得た利益を返還させるという規制もありうる。さらには、やや異なった方法としては、証券の発行会社に重要な情報を即時に開示させる（インサイダー取引が起こり得ない）こともあり得る。また、前田・前掲注(1)三〇頁では、刑事制裁を伴う現行法の規制とは別に、課徴金制度との関係において、一般的・抽象的な規制枠組みを構築することを提案している。

なお、インサイダー取引の規制のあり方について、上田真二「インサイダー取引規制のあり方について」私法六九号二三九頁以下（二〇〇七年）。

(3) 横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』一六―一七頁（商事法務研究会、一九八九年）。

(4) 志谷匡史「インサイダー取引規制の課題」ジュリスト一四三八号三六―三七頁（二〇一二年）。

(5) なお、これらの規定で捕捉できない取引について、不公正取引一般を規制する金融商品取引法一五七条の適用の可否が議論されてきた。また、金融商品取引法一六六条や一六七条が適用される取引であっても、とくに悪性の強い取引については重ねて一五七条が適用されるとするのが通説であるとされる。前田・前掲注(1)二七―二八頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門［第二版］』三一六頁（商事法務、二〇一一年）、河本一郎ほか「（座談会）証券をめぐる不公正取引の検討〔第一回〕――インサイダー取引規制の諸問題――」商事法務一一六〇号一五頁以下〔龍田発言〕（一九八八年）。

(6) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール4』一一二―一一三頁〔神作裕之〕（商事法務、二〇一一年）では、規制の根拠に関する説明が「多岐に分かれており、定説が形成されているとはいい難い状況である」とされる。また、たとえば、アメリカにおいてはSECの審決や判例を中心に、インサイダー取引を規制する根拠について議論されてきたが、その説明は変遷してきたことが知られている。See L. Loss, J. Seligman and T. Paredes Fundamentals of Securities Regulation Volume 2, 1321-1373 (6th ed. 2011).

(7) ただし、規制の根拠を説明できたからといって、規制の範囲が明確に定まるかは必ずしも明らかではない。

(8) 河本ほか・前掲注(5)一一頁〔芝原発言〕、佐伯仁志「インサイダー取引」西田典之編『金融業務と刑事法』二二〇

頁（有斐閣、一九九七年）。

(9) ここでは、インサイダー取引と対向する取引を行った投資者との関係から規制の根拠を説明する見解を採りあげている。とくにインサイダー取引が行われた場合、対向する取引を行った投資者を被害者と捉え、規制の根拠を説明する見解(b)がある一方で、上村達男「金融商品取引法がめざすもの」コーポレートコンプライアンス季刊第八号五四―五五頁（二〇〇六年）では、インサイダー取引と同方向に取引を行った投資者を被害者と捉えている。ただし、この見解は、インサイダー取引が規制されるべき行為であるという前提で、その被害者が誰か、について言及するものである点に留意する必要がある。

(10) 証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」（一九八八年）。この説明は、証券取引法一九〇条の二・一九〇条の三（現行の金融商品取引法一六六条・一六七条）が制定された際に示されたものである。

ここで問題となるのは、単に情報の不平等（格差）を問題にするか、情報へのアクセスあるいは投資者の間の「立場の質的な差異」を問題にするか、という点である。前者の立場（たとえば、板倉宏＝鈴木靖宏「インサイダー取引の保護法益に関する若干の考察」日本法学六二巻二号二〇頁（一九九六年））は少数であり、むしろ、後者の立場（たとえば、先の証券取引審議会の説明のほか、神崎克郎「内部者取引の禁止――その基本的構造――」金融・商事判例八〇六号一二二頁（一九八八年）、横畠祐介「インサイダー取引」金融法務事情一二七五号三九頁（一九九一年））が多い。

(11) 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」（一九七六年）。この説明は、現行の金融商品取引法一六四条・一五七条を念頭になされている。

(12) 証券取引審議会・前掲注(10)、竹内昭夫「内部者取引」同『会社法の理論Ⅰ』三一一―三一二頁（有斐閣、一九八四年）、芝原邦爾「インサイダー取引の処罰」同『経済刑法研究　下』六五八頁（有斐閣、二〇〇五年）。また、同法一六六条二項一号の適用が問題となった、日本織物加工事件最高裁判決（最高裁平成一一年六月一〇日第一小法廷判決（刑集五三巻五号四一五頁））においてもこの説明は用いられている。

(13) 企業倫理（あるいは経済倫理）の分野からの説明として、Moore, What is Really Unethical About Insider Trading? 9 The Journal of Business Ethics 171-182 (1990), Macey, Ethics, Economics, and Insider Trading: Ayn Rand Meets the Theory of the Firm, 11 Harvard Journal of Law and Public Policy 785-804 (1988), Engelen and Liedekerke, Insider Trading,

in FINANCE ETHICS 199-221 (J. Boatright ed. 2010). ただし、これらは倫理的な観点からインサイダー取引を規制することについて否定的な立場を採る。倫理的な観点に言及する他の文献として、竹内靖雄『経済倫理学のすすめ』一四七頁（中公文庫、一九八九年）。

(14) たとえばアメリカのSECでも、インサイダー取引が証券市場の公正性や健全性に対する投資者の信頼を害するものである、と説明している。U. S. Securities and Exchange Commission, Insider Trading, http://www.sec.gov/answers/insider.htm.［最終アクセス：二〇一二年九月二六日］

(15) インサイダー取引に限ったものではないが、資本市場における「信頼」に関する研究として、Guiso, Sapienza, and Zingales, Trusting the Stock Market, 63 The Journal of Finance 2557-2600 (2008). この研究では、オランダとイタリアのデータをもとに、資本市場に対する信頼が低い投資者ほど株式への投資が少ないことが示されている。

(16) 佐藤雅美「インサイダー取引と刑事規制――証券取引法改正をめぐって――」刑法雑誌三〇巻四号五六二頁（一九九〇年）。ほかに刑事法の分野からの同旨の指摘として、板倉＝鈴木・前掲注(10)六頁、一六頁。他方で、同じく刑事法の分野から、川崎友巳「インサイダー取引罪」刑法雑誌五一巻一号八七頁（二〇一一年）では、インサイダー取引規制の保護法益を準国家法益的に位置づけ、実際に証券市場の公正性や健全性が損なわれた場合だけでなく、その危険が抽象的なレベルで認められる場合も刑事規制の対象にする必要があると説明される。

(17) 戸田暁「内部者取引禁止の一機能（一）」法学論叢一六三巻五号三七頁（二〇〇八年）においても、インサイダー取引が「他の行為と如何様に相違するのかを明らかにせず、一般的な不公正取引規制の理念の表明に過ぎないとも考えられる」と指摘される。

(18) もし、不公平感がインサイダーが利益を得た（あるいは損失を回避した）ことによるならば、規制の方法としては利益を得たこと、あるいは、損失を回避したことが要件とされることが望ましいことになり、刑罰をもって規制することが適切であるかについても慎重に検討する必要がある。

(19) 堀口亘『最新証券取引法［新訂第四版］』六六一頁（商事法務、二〇〇三年）。他にも金融商品取引法一六四条に関して、田中誠二＝堀口亘『再全訂コンメンタール証券取引法』一〇〇〇頁（勁草書房、一九九六年）。金融庁「証券取引法施行令の一部を改正する政令（案）及び会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣

府令（案）に対するパブリックコメントの結果について」（平成一五年六月二四日）も参照。

(20) 神崎克郎『証券取引法［新版］』六一一頁（青林書院、一九八七年）。

(21) 龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」大隅健一郎先生古稀記念『企業法の研究』六九九頁（有斐閣、一九七七年）は、必ずしもインサイダー取引によって取引の相手方が損害を被っていると捉えているわけではないが、「相手方が内部者を非難することには十分理由がある」として、インサイダーと取引の相手方との関係を問題にする。

(22) See Fridrich v. Bradford, 542 F. 2d 307 (6th Cir. 1976).

(23) なお、情報の開示については、主として発行会社に対して課されている義務であること、その開示のタイミングも発行会社の判断によってなされるべきであること、また、インサイダーは通常、機密情報については情報保持義務を課されていると考えられること、現実的にインサイダーが個人で証券市場において情報を開示することは困難であることから、インサイダーに情報を開示すべき義務を認めることは妥当ではない。この詳細については、上田真二「インサイダー取引における『開示または断念』の原則について――アメリカ法を参考として――」彦根論叢三四〇・三四一号一六一頁以下（二〇〇三年）参照。

(24) 神田秀樹監修＝野村證券株式会社法務部・川村和夫編集『注解証券取引法』一一九八頁（有斐閣、一九九七年）。仮屋広郷「内部者取引規制基礎理論再考――アメリカ法を中心として――」一橋研究一七巻二号七〇―七一頁（一九九二年）でも、インサイダーによる取引が投資者を取引に誘引し、それが投資者の損害と評価できるかが検討されているが、インサイダーの取引自体によって直接的に損害を被っているという議論にはあいまいな点が多いとしている。

(25) 森田果「インサイダー取引規制の経済分析の現状」法律時報八一巻一一号一六頁以下（二〇〇九年）では、近時の実証分析を中心に紹介がなされているが、「データの入手困難性ゆえにインサイダー取引規制それ自体の是非についてのものにとどまっており、未だ不十分なものと評価されてもやむを得ないだろう」とする。

(26) 代表的なものとして、H. Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966), Carlton and Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stanford Law Review, 857-895 (1983).

(27) 上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』一八〇頁以下（商事法務、一九九七年）。これは、金融商品取引法一六六条・一六七条を念頭に刑事罰を科す根拠について説明したものである。

(28) 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」竹内昭夫先生追悼論文集『商事法の展望――新しい企業法を求めて――』五八七頁（商事法務、一九九八年）。

(29) 藤田・前掲注(28)五八五―五八六頁、太田亘「インサイダー取引規制」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之『会社法の経済学』三五四頁以下（東京大学出版会、一九九八年）。これらは、とくに特定の条文を念頭に置いた説明ではない。

(30) 黒沼悦郎「証券取引と投資家保護――投資家保護に関する一考察――」同『証券市場の機能と不公正取引の規制』一一頁（有斐閣、二〇〇二年）。

(31) 龍田・前掲注(21)六九九頁。

(32) インサイダー取引に限ったものではないが、Glaeser, Johnson, and Shleifer, Coase Versus the Coasians, 116 The Quarterly Journal of Economics 853-899 (2001) では、一九九〇年代のポーランドとチェコを対象に証券市場規制の程度（情報開示規制や規制機関の権限などが強調されている）によって証券市場の発展に相違があるかが検証されている。結果は、（エンフォースメントの確保も含め）厳しい証券市場規制を設けたポーランドは急速な発展を遂げ、他方で、証券市場規制に対して無干渉（hands-off）の立場を採ったチェコは停滞が続いたことが示されている。インサイダー取引規制が無ければ、証券市場の発展が阻害される可能性はある。

流動性についてではないが、インサイダー取引規制があること（より正確にはエンフォーメンスメントの確保）によって、企業の資金調達コストが下がることを示す研究として、Bhattacharya and Daouk, The World Price of Insider Trading, 57 The Journal of Finance 75-108 (2002).

(33) 藤田・前掲注(28)五八六頁。

(34) 証券取引審議会・前掲注(11)。

(35) 竹内・前掲注(12)三一一頁。

(36) ただし、公開買付情報を知って行われるインサイダー取引は、公開買付会社に損害を与える可能性がある。

(37) 仮屋広郷「インサイダー取引規制再考」柴田和史＝野田博編著『会社法の現代的課題』一七八頁（法政大学出版局、二〇〇四年）。情報を会社の財産と捉えることに消極的な見解として、品谷篤哉「インサイダー取引の規制根拠――日米比較を通じて」上田寛編『国際組織犯罪の現段階　世界と日本』一四二頁以下（日本評論社、二〇〇七年）。

(38) 藤田・前掲注(28)五九三頁。

(39) 戸田暁「内部者取引禁止の一機能（二）・完」法学論叢一六三巻六号四四頁以下（二〇〇八年）。

(40) 藤田・前掲注(28)五九五頁。また、竹内・前掲注(12)三一一頁でも、インサイダーが「より有利な取引をなしうるように、会社の決定……を操作しようとするに至る」とあるのもこうした観点に分類できるかもしれない。

(41) 戸田・前掲注(39)四二頁以下。

(42) 藤田・前掲注(28)五九二頁以下では、役員等の報酬やインサイダー取引が情報伝達機能を有するというプラスの効果についても言及されているが、これらは他の手段でも代替可能であるとされる。

(43) たとえば、情報へのアクセスあるいは投資者の間の「立場の質的な差異」を不公正と捉えれば、規制される主体はある程度限定できる。前掲注(10)も参照。

仮屋・前掲注(24)七一頁以下では、インサイダー取引によって投資者の会社情報の開示に対する権利が侵害されるとの立場から、「市場における公正さ」について明らかにする必要があるとする。そして、「公正さ」とは、「正当な競争利益が確保できることを保証された市場を保つための基準」であると定義される。ここで注目すべきは、投資者のあげた収益（「競争的な利益」か「独占的な利益」か）に目を向けている点ではないかと思う。しかし、この見解に対して藤田・前掲注(28)五八七頁は、「正当な競争利益」という概念の内容が十分明らかではないと指摘される。

(44) 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』一九三―一九四頁（青林書院、二〇一二年）。神崎克郎『ディスクロージャー』二―三頁、七〇―七五頁（弘文堂、一九七八年）も参照。また、龍田節「開示制度の目的と機能」法学論叢一一〇巻四・五・六号一二四頁（一九八二年）においても「投資証券の価値は、発行会社の財務内容のほか、事業の見込や経営方針など、多くの要因によって決まる。証券取引法の開示制度は主に、そのような投資判断に必要な情報を提供するよう発行会社に強制し、投資者が賢明に行動できる基礎を確保しようとする」との説明がなされている。

(45) 会社法においても、たとえば同法三一四条や同法施行規則七一条、同法三七一条によれば、開示が強制されない場合がある。

(46) 市場の情報効率性の議論に対する反論として、太田・前掲注(29)三五二頁では、「インサイダー取引では市場に情報を適切に伝えられない可能性もある」とし、一般投資者が株価の変化の原因を正しく推測することが難しい場合には、内

部情報が市場に適切に伝達されるとは限らないと指摘される。また、藤田・前掲注(28)五八六頁でも、内部情報がいち早く株価に反映するからメリットがあるといえる程事態は単純ではないと述べられている。

さらに、近時のわが国におけるインサイダー取引の告発事例をもとに、インサイダー取引に未公開情報の伝達機能が見られたかどうかを実証的に分析した論文として、三好祐輔「インサイダー取引が株価形成に与える影響」金融経済研究第二五号七二頁以下（二〇〇七年）がある。同論文では、未公開情報を用いてインサイダー取引を行った時点で、企業の内部情報が株価に反映されていないことが明らかにされている。ただし、同論文では（近時のわが国における事例を素材としているため当然であるが）、インサイダー取引が規制されている状況（市場）で行われた取引を対象に株価形成に与える影響を検討している。インサイダー取引が規制されるべきかどうかを考える場合、規制されていない状況（市場）で行われる取引の株価形成への影響を観る必要があり、インサイダーの行動は、インサイダー取引が規制されている状況（市場）と規制されていない状況（市場）とでは異なってくるように思われる。他にも、インサイダー取引規制が強化される前後の株価変動に注目した研究として、村瀬安紀子「インサイダー取引規制と株価変動」大東文化大学経済論集七〇号一頁（一九九七年）。

(47) インサイダー取引擁護論者の指摘する、インサイダーの取引行動から情報を読みとって価格形成がなされるという議論（市場の情報効率性の議論）とは分けて考えている。インサイダー取引を擁護する立場から市場の情報効率性を主張するものとして、Manne, supra note 26, at 77-91.

(48) ただし、本稿ではインサイダー取引規制の根拠を検討する中で、規制の範囲についても言及するよう試みたが、それらは十分とはいえなかった。他の機会に行いたい。

(49) インサイダー取引が疑われるケースについて、個別の銘柄で株価が不自然に急騰（急落）するケースがあるようである。たとえば、いわゆる増資インサイダー疑惑のケースで、国際石油開発帝石が増資を公表する前に株価が低下していたことが指摘されている。日本経済新聞二〇一二年三月二二日朝刊三頁。インサイダー取引が規制されている状況においても、そのような現象が観られるとすれば、規制されていない状況ではより顕著に現れる可能性は考えられる。

[付記] 本稿は公益信託山田学術研究奨励基金の助成による研究成果の一部である。