

論 説

証券取引法（続）——内部者取引

小 林 成 光

1. はじめに
2. 改正証券取引法の立法経過
3. 証券取引法の改正と三協精機事件
4. 内部者取引規制の根柢
5. おわりに

1. はじめに

前稿では、内部者取引を中心に証券取引法が昭和22年に成立し、昭和63年に改正されるまでを概観した⁽¹⁾。そこで明らかになったことは、最初にアメリカ型の内部者取引法制を導入したが、次第にその法規制を骨抜きをした歴史であった。これは、アメリカのように大恐慌というような内発的ではなく、占領政策の一環という外圧的に立法化されたことによる⁽²⁾。最終的にアメリカ型から離脱し⁽³⁾、タテホ事件を契機とさせて内部者取引の規制を実質的に緩和したものが昭和63年証券取引法の改正であった。この背景にあるものは何であるかを検証し、今後のあるべき規制の方向を探るのが本稿の目的である。

そこで、まず改正証券取引法の立法経過から検討しよう。

2. 改正証券取引法の立法経過

1. 経 緯

最初に、昭和44年7月5日に、証券取引審議会専門委員会の検討テーマとし

て、「189条は、会社の役員等いわゆる内部者が、内部情報を不当に利用して自分の会社の株式の売買によって利益を図る行為を防止する規定であるが、役員等に所有株式等の異動報告義務を課していないため、内部者による自社株の短期売買を発見するのは極めて困難である。また、役員の身内等重要な内部情報を取得する地位にある特別な関係者も、内部者として取り扱うことについて検討する必要はないか。なお、株主の代位請求についての規定が必ずしも整備されていないので、商法の代表訴訟制度を参考として検討する必要はないか」という内部者取引に関する問題提起が行われた⁽⁴⁾。

そこで、昭和45年12月4日に『企業内容開示制度等の整備改善について』と題する証券取引法改正に関する報告書がまとめられたが、そこには内部者取引の規制強化を盛り込まれず、今後の重要課題とされた⁽⁵⁾。

昭和50年6月12日にも、法務省民事局参事官室は、およそ300の関係機関、団体等に対して「会社法改正に関する問題点に関する意見照会」を行った。その第3の6において、内部者取引に関する規定を会社法に設けるべき意見について、意見照会したが⁽⁶⁾、結局のところ、会社法改正において内部者取引の規制が取り上げられることがなかった⁽⁷⁾。

また、昭和51年5月11日の証券取引審議会報告書『株主構成の変化と資本市場のあり方について』においても、「内部者取引を法律により厳重に規制することは、立法技術的にもきわめて困難であるし、また、あまり細かく法律で規制すると取引の円滑性を阻害するおそれが生じるので、慎重な取扱いが必要である」として、立法化を見送った⁽⁸⁾。このように、内部者取引の立法化については消極的であった。

しかし、昭和63年までの間に、わが国証券市場に内部者取引に関する疑惑がなかったわけではなかった⁽⁹⁾。とくに昭和49年7月の日本熱学倒産に際して、社長が株式を売逃げたが、適切な措置をとらないまま放置された⁽¹⁰⁾。

このような内部者取引の立法化に対する消極的態度にも拘らず、この規制が昭和63年に強化された理由には三つがあると言われている。

第一は、東京証券取引所は資本市場として世界最大の取引市場であったので、日本人は公正な取引市場のイメージを構築することを望んでいた。昭和22年の

証券取引法の制定以来、内部者取引の事件が殆ど全く暴露されなかつた。改正の6年程まえに、アメリカの経済雑誌「Business Week」が1984年10月15日号で日本の証券市場では内部者取引が日常化していることを大きく取り上げた⁽¹¹⁾。日本の証券市場が創設以来、「インサイダー（兜町の内部の者）が、アウトサイダー（投資者）を食って発展してきた」のが事実であるとも言われ、内部者取引規制がまともに実施されたら、これにまさる暴落材料はないとするわれていた。

第二は、内部者取引の防止が世界的な傾向であることである⁽¹²⁾。米国は1984年内部者取引制裁法⁽¹³⁾および1988年証券詐欺実施法を制定した⁽¹⁴⁾。後者の法律は日本において改正法の実現をみたときに検討中であった。欧州に目を転じると、英国は1985年会社証券（内部者取引）法および1986年金融サービス法を制定し⁽¹⁵⁾、フランス⁽¹⁶⁾、ドイツ⁽¹⁷⁾、スイス⁽¹⁸⁾、そして台湾（中華民国）も内部者取引規制を強化した。とくに、昭和61年12月12日に、ロンドンで日、米、英など先進主要10カ国の各行政当局が内部者取引に関する情報の相互交換に合意し⁽¹⁹⁾、アメリカ側の証券取引委員会が自国の内部者取引規制強化にからんで、日本側と証券取引に関する不公正取引の情報交換に関する協定を求めた。昭和62年4月8日に日英間⁽²⁰⁾、米英間でも同様な協定が締結された。日米英3国の認識は、証券取引の国際化により内部者取引規制も国際的に統一されたものでなければ尻抜けになるものであった⁽²¹⁾。

第三は、タテホ事件が契機となったと言われる⁽²²⁾。タテホ化学は、円高による輸入不振などを補うため資金運用に積極的に取り組む、いわゆる財テク企業として有名であった。債券先物投資は総資産の何倍にも上っていた。しかし、昭和62年夏、同社は多額の売買損失を出し、一挙に債務超過に陥った。この中で同社株をめぐって内部者取引の疑惑が生じた。

タテホ化学が「債券先物投資に失敗し多額の損失を出した」と発表したのは同年9月2日である。しかし、その発表以前に証券市場で同社の株式が大量に売られていたことが明らかになった。このため、大阪証券取引所は特別チームを編成し、内部者取引について調査に乗りだした。

この調査結果は、次のようなものであった。阪神相互銀行は、事件が公表さ

れる2日前の8月31日夕刻にタテホ化学から「明日（1日）社長から説明したいことがあります」との連絡を受けた。タテホ化学では1日午後1時から銀行団に対する臨時説明会を開くことにした。緊急事態の発生と判断したこの銀行はタテホ株式の売却を決め、説明会開催直前の1日午前から翌2日にかけ手持ちの全株式を売り払った。

この一連の行動に対して、この銀行の幹部は、「タテホ化学の債券先物投資失敗の事実を知ったのは説明会の時がはじめてであり、それ以前には何の情報も得ていない。株式売却はまったく危機感によるものであった」として疑惑を否定した⁽²³⁾。

結局、調査報告書によると、内部者取引の確証が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とし、取引所が上場各社に対して内部者取引の防止への自覚を訴えた直後の事件だけに「誠に遺憾である」との見解が発表されたにとどまった⁽²⁴⁾。

しかし、NTT株の一般放出に伴い、数多くの一般大衆が株式投資に参加するようになって、内部者取引などの不公正取引に極めて敏感になり、タテホ事件に対する批判の声が一挙に高めることになった⁽²⁵⁾。

2. 証券取引審議会の設置

以上の状況から、各方面から次のような指摘がなされた。現行の法制には限界があり、法制が行き届かない部分を補完すべき役割を持っているはずの取引所、証券会社の自主規制が十分に機能していないというものであった。これが証券取引審議会の設置に結びつくことになった⁽²⁶⁾。

証券取引審議会は昭和62年10月19日の第179回総会において、証券市場における不公正取引の規制の在り方について検討を行うため、不公正取引特別部会設置を決定し、とりわけ内部者取引の規制の在り方について優先的に審議を進めることにした。

同部会は、昭和62年10月以降7回におよぶ会議を重ね、昭和63年2月16日の第7回会合において、「内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきである」という結論の報告書『内部者取引

の規制の在り方について』をまとめた。同報告書は、同年2月24日に行われた第180回総会で承認された。その報告書の特徴は以下の三点にある⁽²⁷⁾。

第一点は、単に刑事罰則を整備するだけでなく、内部者取引を起こさないようにすること、つまり未然防止体制の整備の重要性を強調している点である。「内部者取引取引の規制については、まず、その未然防止に万全を期すという考え方をとる必要がある。このため、重要な情報の発生源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所及び有価証券の取引を仲介する証券会社等が適切な未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、的確な対応を行うことが必要である。それに加えて、適切な刑事罰則を整備し適用すべきである」。

第二点は、刑事罰則の整備について、投資者にとって取引を行う時点において、その取引が処罰されるものか否かが明確に判断できるように構成要件を明確にすることの重要性を強調している点である。

第三点は、民事賠償については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り組む必要があるとして、立法改正を見送った点である。

3. リクルート事件と明電工事件

この報告書が提出されてから昭和63年6月になり、朝日新聞が川崎市の市有地売却をめぐる市の有力幹部とリクルートコスモスとの癒着を告発したことによる端を発した未公開株譲渡をめぐる疑惑が、大きな社会事件に発展した⁽²⁸⁾。この問題は、リクルートコスモス株の受領者のすそのの広さと、現代社会における構造的な政・官・財界の間の癒着にあった⁽²⁹⁾。

リクルート事件の場合、形式的には江副浩正会長らが「内部者」、国会議員やマスコミ関係者が「準内部者」もしくは「情報受領者」になる疑いがあった。しかし、大蔵省の説明によれば、リクルート事件は、証券取引法改正前に行われた売買であるため、規制が適用されない。そのうえに、内部者取引規制の対象が上場有価証券に限定されたため、店頭登録株式の相対取引および、今回のような店頭登録前の株式売買には適用されない、というわけである⁽³⁰⁾。

また、店頭市場を舞台とし、仮名口座などを使って買い集め、株価が急騰したところで売り抜けるという手口の明電工事件の場合も、米国であれば内部者取引として罰せられる典型例であったが、所得税法違反として罰せられるに過ぎなかつた⁽³¹⁾。

これらの事件は、いずれも内部者取引の問題として処理すべきであったがそうされなかつたため、今後の問題を残すことになつた。すなわち、最も問題とされるべき「公務員」および「政治家」に甘い要因が残されることになつた。

4. まとめ

タテホ事件が契機になったと言われているか⁽³²⁾、第一と第二という外在的理由が主要であったために、日本の内部者取引規制は投資家保護になつてないと思われる⁽³³⁾。むしろ、リクルート事件に見られるように、政・官・財界の構造的癒着に内部者取引が利用されている面があつたのではないか。問題としては、内部者取引がなぜ違法であるかについて十分な回答がないままに未然防止を前面に出していることである⁽³⁴⁾。このことは、刑罰が極めて軽く、民事賠償についての立法改正を見送ることにつながつた。

3. 証券取引法の改正と三協精機事件

1. 立法経過

証券取引審議会の報告書は、内部情報に基づく不公正取引（内部者取引）を規制するための法整備を速やかに進められると指摘した⁽³⁵⁾。

これに対応して、大蔵省は証券取引法の必要な部分の改正作業に入り、内部者取引法の改正は業界にとって好ましくないので、証券先物市場の整備、企業内容開示制度の見直しなど、他の改正点と抱合せて「証券取引法の一部を改正する法律案」をまとめた⁽³⁶⁾。

これが昭和63年3月18日の閣議で決定され、同28日に国会に提出され、5月25日に可決成立した⁽³⁷⁾。

2. 三協精機事件

改正法が公布された直後に、新日本製鉄－三協精機問題が発生した⁽³⁸⁾。東京証券取引所（以下、東証という）の調査結果として、調査対象期間中に三協精機の売買をした三協精機の社員は15人、新日本製鉄社員は19人で、このうち両社の提携推進に関与していた社員が両社合わせて4、5人存在したことが判明した。東証は提携交渉に関与していた4、5人については、提携発表前に内部情報をを利用して売買した疑いが強いとして、両社の社長に厳重に注意するとともに「上場有価証券の発行者の通告等に関する規則」22条に基づき改善報告書の提出を求めた。

そこで、改正証券取引法の限界が明らかになった。三協精機、新日本製鉄両社の34人のうち大半は、今回の提携に直接に関与する立場にならなかったため、内部情報に基づいて三協精機株を購入したと特定するのが困難であり、改正証券取引法でも規制の対象にはならなかった。しかし、提携交渉に関与していた4、5人の場合は、提携による三協精機株の値上がりを見越して購入した疑いがあり、その場合は改正証券取引法違反になる可能性が強かった。ただ、東証は現行の証券取引法違反を問えないと判断し、発表では個人名を公表せず、疑わしい人間についても曖昧な表現にとどめた。全容解明にはほど遠い内容であった。

3. 証券取引法上の内容

三協精機事件により、昭和63年3月18日の閣議決定で5月31日に成立した改正証券取引法の中の内部者取引規制の一部条文を11月末の予定を早め、繰り上げて施行することが決められた。

具体的な内容としては、発行会社に対する大蔵省の検査権限強化を定めた規定を8月23日から施行すること、役員および主要株主による自社株売買の大蔵省への報告を義務づけた規定を10月1日から施行すること、そして「内部者」、「準内部者」、「内部情報」等の規定は政・省令等で年内に整備し、罰則規定は次年度の4月から施行することであった。

当初の案としては、58条の次に59条が空番号になっていたので、59条に、

「上場株券等の発行者である会社の役員等は、相場の変動により自己もしくは他人の利益を図り、または相場の変動による自己もしくは他人の損失を免れる目的をもって、…(中略)…未公開情報をを利用して・当該会社の上場株券等の売買その他の取引をしてはならない」を定めることが考えられていた⁽³⁹⁾。しかし、司法当局から要件があいまいとして強い反対があり、190条の2および190条の3（現行の166条および167条）が新設された。

190条の2は、本条第1項各号が定める方法で会社の業務等に関する重要事実を知った会社関係者および情報受領者は、その事実が公表された後でなければ、当該会社の上場株券等の売買等を禁止し、また、190条の3は、公開買付の実施または中止に関する事実を知った公開買付者および情報受領者は、その事実が公表された後でなければ、その公開買付等に係わる株券等の売買を禁止している（同条3項）。これらの規定を受けて、200条は、190条の2第1項もしくは第4項の規定に違反した者を、6月以下の懲役または50万円以下の罰金に処するものと規定した。構成要件を明確化するために、190条の2は、「会社関係者」の定義内容として会社の役員、代理人、使用人その他の従業員（1号）、会社に対して帳簿閲覧権を有する株主（2号）、会社に対して法令に規定される権限を有する公務員（3号）、および会社と契約を締結している者（4号）を列挙し、禁止される重要な事実とは何か、その事実の公表時期はいつかについて定められている。

これ以外にも、大蔵大臣の調査権が拡充され（154条）、会社の役員等の自社株売買に関する報告義務が旧188条の規定を修正する形で規定されたことを付言したい（189条。現行法163条）。

4. 問題点

内部者取引に関する証券取引法上の規定は複雑であって、しかも平成元年に政省令が制定されたため、かえって一般投資家にはわかりにくいものとなっている。そのため、新設規定が十分に告知機能を果たすことができるか否かで疑問が呈示されている⁽⁴⁰⁾。

さらに、この改正は内部者取引に名を借りた「一般的な開示促進立法」に過

ぎないという批判および⁽⁴¹⁾ 単に日本市場が公正であるということを外国人に説得するために証券取引法を改正したであるという批判も出てきている⁽⁴²⁾。

具体的には、何よりも、「6月以下の懲役または50万円以下の罰金」という罰則では、軽すぎて刑罰の抑止効果をもたない点が問題とされている⁽⁴³⁾。抑止力となるのは、刑事処分という不名誉をうけることおよび社内で不利益となるくらいであると言われている⁽⁴⁴⁾。

また、株価に重要な影響を与える政策決定をした政治家、官僚の行為は罰せられないのは問題であり、会社関係者から情報を受領したいわゆる第一次情報受領者のみが処罰の対象としているのも問題である⁽⁴⁵⁾。これは、第二次、第三次と情報を受領するものに拡大すると、法的安定性が害されると説明されている。

さらに、金利の改定および国土開発計画などの公的情報が株価に影響を与える場合があるが「重要事実」とは関係がない⁽⁴⁶⁾。

以上に述べたこと以外にも、189条は旧188条を復活したと言われているが、それよりも改悪されたという主張がある⁽⁴⁷⁾。旧法は、上場会社の役員および主要株主が自社株の売買したという事実に関係なく、株数の変動によって適用されたからである。

4. 内部者取引規制の根拠

このような内部者取引に対する規制の問題の背景には、欧米人が主張するように、日本社会自体が政財界を中心として「コネ」とか「人脈」というもので結び付いている「インサイダー社会（insider society）」に根本的原因を求めることができる⁽⁴⁸⁾。これでは、内部者取引規制の今後に悲観的にならざるを得ない。むしろ、このような状況であるからこそ、内部者取引の規制根拠を明確にすべきと考える。ではその規制根拠はどうあるべきであろうか。

1. 所有理論

取引参加者の間で所有される情報の平準化が重要であるという立場である。

すなわち、有価証券を取引する場合、その価格に関連する情報の量が、当事者間で著しく偏っていることをもって内部者取引であるという。これは、米国では「所有理論」と言われている⁽⁴⁹⁾。

このような情報の平準化は非現実的で適時開示の促進によって図られるべきであろうという批判がある⁽⁵⁰⁾。そこまで範囲を拡大すると、例えば、タクシーの運転手が乗客同士の会話を偶然耳にして、それに関係する株式を売買した場合も違法とされる恐れがある⁽⁵¹⁾。

2. 証券市場信頼論

内部者取引を考える場合に重要なのは、何よりも証券市場から一般投資者が離散するのを防ぐことを立脚点とする。

この方向からは、規制すべきなのは「一般投資者が接近できない特別の立場や地位にある者が、それをを利用して獲得した秘密の情報を使って有価証券の取引をして利益をあげること」と言えるであろう⁽⁵²⁾。この特別の立場にある者には、企業の役員や主要株主だけでなく、当然彼らと同様に情報に接近できる者（取引銀行など）も含まれる。

この規制根拠に対して次のような反論がある。第一は、企業家などが技術開発などの有力なイノベーションを進めた場合、支払われる賃金・俸給にはそのことが十分に反映されず、むしろ内部者取引で得られる利得こそが、そのイノベーションへの正当な報酬になる。このため、内部者取引を規制すれば、企業のイノベーションは著しく抑制される、というのである⁽⁵³⁾。

しかし、この反論に対して次のような再反論がなされている。内部者取引に関与する者は、必ずしもイノベーションに携わる企業家だけではない。内部者取引による利得の獲得は、イノベーションといいたいわばプラスの情報だけでなく、減益、倒産のようなマイナスの情報によっても可能である。

第二に、内部者取引を認めた方が、情報公開後の株価の急激な変化をなめらかにしうるという反論もある⁽⁵⁴⁾。しかし、果して内部者取引にそのような効果があるのかどうかについて、多くの疑問が向けられている。内部者取引は株価に重大な影響を与えないというものである。

3. 不正流用論

情報が莫大な利得や損失の回避をもたらすという意味で財産的価値を有するようになると、その情報を窃取などの不正な手段で取得し、あるいは、その情報を不正に流用しようとするのが内部者取引である。このように内部者取引と不正流用と同一視することはおそらく刑事制裁に賛成する最も強力な議論であろう⁽⁵⁵⁾。しかし、わが国では、このような認識が不十分であったため⁽⁵⁶⁾、結局のところ不正流用理論は採用されなかった⁽⁵⁷⁾。

4. 反公益性論

証券取引審議会の報告書は、内部者取引を規制する目的として「証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼の確保」をあげ、2の立場に立脚している。しかし、証券市場の寡占構造という問題を解決しなければ、内部者取引の「公正」をいくら議論しても無益である。さらに、このような抽象的な法益の設定によって内部者取引の犯罪化を正当化することは適切でなく、証券市場の「公正性」の内実を一般投資家の利益を媒介として捉えることが必要となる⁽⁵⁸⁾。

上村達男教授によれば、「情報の格差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」が刑事罰の根拠とされる⁽⁵⁹⁾。これを発展させ、内部者取引は反公益性をもち、公序良俗に反する（民法90条）と考える。内部者取引を利用して、政治家が政治資金を稼ぐ温床となっているからである。

5. おわりに

以上において、不十分であるが、最近の改正である昭和63年から最近までの状況を見てきた。そこで明らかになったのは、証券取引法の改正で内部者取引を防止する上で前進があったと言われるが、まだそれほど事態は変わっていないというよりも、むしろ後退ではないかと思われる。その原因は、昭和23年証券取引法の改正はもちろんであるが、昭和63年証券取引法の改正も外圧によっ

て行われ、外圧を利用して巧妙に規制緩和を行ったことがある。

具体的には、旧58条である157条が現在でも適用が困難であるとする⁽⁶⁰⁾、刑罰という点では後退ではないかと思われる点である。少なくとも、利得没収制度を確立すべきであろう⁽⁶¹⁾。さらに、立法化以前から龍田教授が指摘されていましたように、今回の改正で欠落しているのは、内部者取引の被害者救済という視点である⁽⁶²⁾。

確かに、平成4年証券取引法改正により遅れて投資者保護を確保する観点から店頭市場も規制対象に加えられ⁽⁶³⁾、証券取引等監視委員会も大蔵省内に設置され⁽⁶⁴⁾、内部者取引の規制においては改善が見られる。しかし、実際に内部者取引で処罰されたのは、日新汽船（現シーコム）、谷藤機械工業（現フリージア）・マクロス事件、清水銀行事件および日本商事事件の4件であり、20万円から50万円までの罰金刑で終わっている。

問題とすべきは、このような民間企業の事件でなく、政治家による内部者取引である⁽⁶⁵⁾。今日では、政治資金に対する規制が厳しくなっているなか⁽⁶⁶⁾、「正当な経済行為」と主張することができ、短期間で資金調達が可能な株式の魅力は政治家にとって相当なものとなっているからである。そこで、内部者取引は公益に反し、民法90条の公序良俗に反する行為であることを理論的に明らかにし、政治家が規制の対象となることを明記すべきであると考える。詳細な検討は後日に期したい。

注

- (1) 拙稿「証券取引法—内部者取引」岩崎稜先生追悼論文集『昭和商法学説史』近刊予定（日本評論社、1996）。
- (2) Zoglin, *Insider Trading in Japan: A Challenge to the Integration of the Japanese Equity Market into the Global Securities Market*, 1984 COLUM. BUS. L. REV. 419, 421 (1984).
- (3) Swan, *The 1988 Japanese Insider Trading Amendments: Will Japan See Results from These Tougher Laws?*, 12 U. P.A. J. INT'L. BUS. L. 275, 288 (1991).
- (4) 証券取引法研究会「証券取引法の諸問題」商事493号27頁（1969）。

- (5) 商事545号18頁 (1970)。
- (6) 『会社法根本改正の論点—昭和50年法務省照会事項を中心に—』35頁 (商事法務研究会, 1976)。回答者の殆どが内部者に関する規定を強化し, 会社法に設けることに賛成した。Isizumi, *Insider Trading Regulation: An Examination of Section 16 (b) and a Proposal for Japan*, 47 FORDHAM L. REV. 449, 492(1979).
- (7) 法務省民事局参事官室は昭和53年12月に「株式会社の機関に関する改正試案」を発表したが, その中でも, 内部者取引を行った取締役に対して, 課徴金その他の制裁を課する旨を会社法において規定するか否かは今後の検討課題とされた。田中誠二監修『会社機関改正試案の研究』金判増刊572号157頁 (1979)。
- (8) 大蔵省証券局年報編集委員会『第14回大蔵省証券局年報昭和51年版』57- 8頁 (金融財政事情研究会, 1976)。
- (9) 河本一郎「法改正に至る経緯」田中誠二監修『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究—インサイダー取引規制を中心に—』金判増刊806号99頁。
- (10) 龍田節「インサイダー取引の禁止—不公正取引の規制 (その2)」法教159号66頁 (1993)。
- (11) Bus. Wk., Oct. 15, 1984. ここで取り上げられているのは, 幹事証券が日立製作所の転換社債発行のために株価を釣り上げているとか, 大証券会社が住友銀行と相談して住友銀行の株価を急に上げた話であり, 内部者取引というよりも株価操縦の問題である。奥村宏『株とは何か [改訂版]』249-50頁 (朝日文庫, 1992)。Lu, *Are the 1988 Amendments to Japanese Securities Regulation Law Effective Deterrents to Insider Trading?*, 1991 COLUM. BUS. L. REV. 179, 194 (1991).
- (12) 各国の動向については, 神崎克郎『証券取引の法理』517-38頁 (商事法務研究会, 1987) 参照。
- (13) 瀬谷ゆり子「米国における1984年内部者取引制裁法」際商14卷1号11-17頁 (1986)。
- (14) 本法の翻訳は, 岸田雅雄「米国の内部者取引及び証券詐欺規制法」商事1170号23- 6頁 (1989)。
- (15) イギリスの内部者取引規制法については, 岩崎稜「英国におけるインサイダー取引規制の現状」大阪市立大学証券研究年報3号73-105頁 (1988); 青木英夫「諸外国における規制の状況—イギリス—」前掲注(9)63-70頁。
- (16) フランスの内部者取引規制法については, 荒谷裕子「機密関与者による株式取引の規制—フランス1983年法を中心として—」福法30卷2号517-60頁 (1983); 井上明「諸外国における規制の状況—フランス—」前掲注(9)71- 7頁。
- (17) ドイツの内部者取引規制法については, 坂本延夫「諸外国における規制の状況—ドイツ—」前掲注(9)78-92頁。
- (18) スイスの内部者取引規制法については, 細田淑允『スイス会社法』149-91頁 (同文館, 1990) 参照。

- (19) 大蔵省証券局年報編集委員会『第25回大蔵省証券局年報昭和62年版』531頁（金融財政事情研究会，1987）。
- (20) 正式には「日本国大蔵省証券局と英國貿易産業省との間の情報交換について」という。その内容については、大蔵省証券局年報編集委員会・前掲注(19)42頁。
- (21) 二上季代司「1980年代の規制緩和と証券業」証券経済167号35頁（1989）。
- (22) タテホ事件については、「特集・インサイダー取引I」週刊東洋経済1987年10月24日号4-12頁、および「タテホ化学転落の一部始終」週刊ダイヤモンド1987年9月26日号28-34頁参照。
- (23) 阪神相互銀行はタテホ化学工業のメイン・バンクであったので、同社の内部情報を知り得る立場にあったことは疑いない。東忠尚『日本型株式市場論』92-3頁（リーベル出版，1993）。
- (24) アメリカであれば、タテホ事件は明らかに規則10b-5に違反するものとして規制できるものと思われる。See Swan, *supra* note 3, at 282.
- (25) 竹居照芳『インサイダー取引規制』113頁（教育社，1989）。
- (26) 業界代表はあえて審議会の委員に加えなかった。しかし、ウォール・ストリート・ジャーナル誌によれば、大蔵省が1988年に内部者取引法案を起草するときに、その官僚は他の諸国の立法調査において日本の4大証券会社からの援助を求めたと言われている。WALL ST. J., Dec. 20, 1989. これが事実であれば、立法経過そのものに問題があったのである。
- (27) 財団法人 資本市場研究会編『内部者取引の規制の在り方について』118頁（財団法人 資本市場研究会，1988）。
- (28) 朝日新聞横浜支局『追跡リクルート疑惑』（朝日新聞社，1988）。
- (29) リクルート事件に類似した事件が昭和の初めに存在した。帝人事件と呼ばれるもので、1929年の昭和恐慌によって倒産した鈴木商会の保有していた帝人株を、新興財界人グループの番長会のメンバーが台湾銀行から引き出し、政・官界の首脳に配ったというものである。室伏哲郎『実録昭和の獄獄史』18-97頁（勁文社，1989）、および小林和子『株式会社の世紀－証券市場の120年－』110-17頁（日本経済評論社，1995）。
- (30) 西井泰之・西前輝夫「政・マスコミ界を汚染するリクルート商法」朝日ジャーナル1988年7月15日号23頁。
- (31) 日本経済新聞社編『インサイダーハンブック』43頁（日本経済新聞社，1989）。
- (32) 佐藤雅美「インサイダー取引と刑事規制」刑法30卷4号101頁（1990）。
- (33) 同趣旨は、森田章『インサイダー取引』146頁（講談社，1991）。
- (34) 森田章『現代企業法入門』188頁（有斐閣，1995）；同・前掲注(33)148頁。
- (35) 財団法人資本市場研究会編・前掲注(27) 6頁。
- (36) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化〔上〕」商事法務1142号4頁（1988）。
- (37) 衆議院および参議院における審議については、大蔵省証券局年報編集委員会

- 『第26回大蔵省証券局年報昭和63年版』48-51頁（金融財政事情研究会、1988）参照。
- (38) 新日本製鉄－三協精機問題については、日本経済新聞社編・前掲注(31)46-56頁。
- (39) 河本一郎「企業は内部者取引規制におびえるな」エコノミスト1989年2月14日号46頁。
- (40) 中山研一・神山俊雄・斎藤豊治編『経済刑法入門第2版』85頁〔佐藤雅美〕(成文堂、1994)。
- (41) 渡辺征二郎『インサイダー取引法』33頁(中央経済社、1989)。
- (42) Lu, *Securities Regulation in Japan: An Update*, 22 DENV. J. INT'L L. & POL'Y 121, 153 (1993).
- (43) 内部者取引事件は、交通事犯並みの輕微事犯として扱われない。神山敏雄「インサイダー取引と経済刑法」岡法40巻3・4号74頁(1991)。
- (44) 中村直人「日本商事株事件とインサイダー取引対応の見直し」商事1372号 11頁(1994)。
- (45) 上村達男「転機に立つ証券取引法8－インサイダー取引〈2〉」税弘38巻8号 146頁(1990)。
- (46) 栗林良光『大蔵省証券局』311頁(講談社、1988)。
- (47) Note, *Regulation of Insider Trading in Japan*, 89 COLUM. L. REV. 1296, 1311 (1986).
- (48) George, Stanberry, and Boss, *New Steps to Prohibit Insider Trading in Japan: A Serious Commitment or Simply Saving Face*, 3 J. OF ECO. AND INTER. RELA. 325, 326-28 (1990); KAREL VAN WOLFREN, THE ENIGMA OF JAPANESE POWER (1989).
- (49) ELIZABETH SZOCKYI, THE LAW AND INSIDER TRADING: IN SEARCH OF A LEVEL PLAYING FIELD 40-3 (1993).
- (50) BRENDA HANNIGAN, INSIDER DEALING 8 (2d. ed. 1994).
- (51) 証券取引研究会「インサイダー取引規制②—規制の立場—」日本経済新聞1988年5月27日号。
- (52) 証券取引研究会・前掲注(51)。
- (53) HENRY G. MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1966). 本書の紹介および評価は、龍田節〔1971-2〕『アメリカ法』283-91頁、松井一郎「アメリカにおける内部者取引擁護論について(上)(下)」日法50巻1号1-82頁(1984), 同50巻2号21-73頁(1984), および仮屋広郷「Manneの内部者取引擁護論とその批判的検討」一橋111巻1号113-30頁(1994)を参照されたい。
- (54) 黒沼悦郎「インサイダー取引と情報の流通」青竹正一・浜田道代・山本忠弘・黒沼悦郎編『現代企業と法』353-74頁(名古屋大学出版会、1991)。
- (55) JANET DINE, CRIMINAL LAW IN THE COMPANY CONTEST 57 (1995). 不正流用理

論については、関俊彦「アメリカのインサイダー取引における不正流用理論」竹内昭夫先生還暦記念『現代企業法の展開』51-139頁（有斐閣、1990）。最近の米国連邦最高裁判所は不正流用理論を否定する傾向がある。United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (2d Cir. 1991) (en banc), cert. denied, 503 U.S. 1004 (1992); SEC v. Cherif, 933 F. 2d 403 (7th Cir. 1991), cert. denied, 502 U.S. 1071 (1992)。

- (56) 横畠裕介『インサイダー取引規制と罰則』10-1頁（商事法務研究会、1989）。竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化〔下〕」商事1144号12頁（1988）も同趣旨である。
- (57) Note, *supra* note 47, at 1312.
- (58) 佐藤・前掲注(40)563頁。
- (59) 上村達男「会社情報の適時開示とインサイダー取引規制」証券業報530号35頁（1995）。
- (60) 近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察－証券取引法157条と規則10b-5の比較－」河本一郎先生古稀祝賀『現代企業と有価証券の法理』189-90頁（有斐閣、1994）。学説の多くは、計画的で規模の大きい、悪性の強い内部者取引に、167条を適用すべきと解する。龍田・前掲注(10)68頁。157条によれば、3年以下の懲役または300万円以下の罰金が科せられる。
- (61) 中村・前掲注(44)12頁。刑法19条1項3号、19条の2に規定する任意的没収・追徴は、証券取引法200条4号の刑罰規定にも適用できるという考え方がある。永野義一「インサイダー取引の禁止（2）」研修531号19頁（1992）。この考え方によれば、利得没収制度は必要でなくなる。
- (62) 龍田・前掲注(10)66頁、野田博「インサイダー取引の害悪と規制の整合性について－民事責任の当否とその在り方の検討を中心として－」新報96巻6号91-141頁（1990）、およびParker, *Insider Trading in Japan: Introducing a Private Right of Action*, 73 WASH. U. L. Q. 1399 (1995)。最近において、内部者取引の被害者救済という観点から論じたものとして、和田伸一「インサイダー取引における被害者救済に関する立法論的考察」1-42頁『筑波大学大学院経営・政策科学研究生科修士論文』（1995年9月30日）があり、公刊が期待される。
- (63) 財団法人 資本市場研究会編『証券取引審議会報告－証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則のわが国への適用について－－店頭市場に対する行為規制の適用について－』141頁（財団法人 資本市場研究会、1991）。
- (64) 証券取引等監視委員会については、斎藤誠「証券取引等監視委員会の展望」ジュリ1082号149-55頁（1996）参照。独立した証券取引委員会を創設すべきであるという主張については、宮尾尊弘『「経済敗戦国」日本』125-126頁（東洋経済新報社、1995）参照。国家行政組織法1条に基づく監視委員会は、大蔵設置法により、一応の独立性を確保されている。

- (65) 塩田潮『大蔵省の不覚』226頁（日本経済新聞社，1993）。イギリスでは、国家公務員および地方公務員（元公務員を含む）が職務上知り得た情報などを利用して証券取引することを禁止しているが、政治家にもその規制が及ぶか否かは明確でない。岩崎稜・注(15)80-1頁。但し、イタリアでは、閣僚に内部者取引の規制が及ぶという趣旨の提案がある。*Wymeersch, The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A Comparative Overview, IN EUROPEAN INSIDER DEALING 75 (Klaus Hopt & Eddy Wymeersch eds.)*. Lu氏のように、日本の政治家自身が内部者取引を禁止する意図がないという意見がある。Lu, *supra* note 42, at 151.
- (66) 1994年政治資金規正法については、本間要宏「政治資金規正法及び政党助成法の制定」ひろば47巻6号23-32頁（1994），および荒川雅行「行政腐敗と刑事規制－政治改革関連立法における刑事規制を中心として－」関学46巻2号1-22頁（1995）参照。1948年法から1975年法までの変遷については、小栗実・前原清隆「日本における企業献金と民主主義－憲法・政治資金規正法を中心として－」法時64巻11号55-57頁（1992）。