

コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引の未然防止

岩崎, 勇

九州大学大学院経済学研究院 : 教授 : 財務会計 税務会計 監査論 コーポレート・ガバナンス

<https://doi.org/10.15017/15775>

出版情報 : 経済学研究. 76 (2/3), pp. 45-66, 2009-10-30. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :



コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引の未然防止

岩 崎 勇

Ⅰ はじめに

周知のように、インサイダー取引（内部者取引：insider trading）について非常に関心を集めた事件の一つとして、村上ファンド事件がある。このようなインサイダー取引は、2001年の商法（現会社法）改正に伴い自己株式の取得が原則として自由となり、また企業の資本政策の多様化、株主への還元策やM&Aの対価としての自己株式の利用等の理由によって、自己株式の取得等が増加するのに伴って、増加している¹⁾。さらに、従来の刑事罰に加えて、軽微なインサイダー取引についても迅速かつ容易に対応するために、2005年の証券取引法（現金融商品取引法）改正による行政上の措置として課徴金制度²⁾が導入されて以降、このようなインサイダー取引の摘発が増加している（吉松 [2007] 35頁）。そこで、本稿では、このようなインサイダー取引をどのように未然に防止したらよいのかについてコーポレート・ガバナンスの観点から検討していきたい。すなわち、本稿の問題意識として、コーポレート・ガバナンスの観点からインサイダー取引の未然防止は、どのように位置付けられ、また何を重視して経営者を監視したらよいのか、及びこれにはどのような社会経済的な意義があるのか。そして、このようなインサイダー取引を未然に防止するためには、どのような体制をとればよいのかというものである。

このために、本稿では文献研究に基づいて、まず、議論の前提として、コーポレート・ガバナンス及びインサイダー取引の意義とインサイダー取引規制の内容を明確にし、次に、コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引規制との関連を検討することによって、インサイダー取引の未然防止についてのコーポレート・ガバナンス上の位置付け及びその社会経済的な意義を明確化し、最後に、インサイダー取引により生じる種々のコストをリスクと考え、これを防止するための体制（内部統制）をリスク管理プロセスとして捉え、この観点からどのようなインサイダー取引の未然防止体制を整備運

1) インサイダー取引増加の背景としては、例えば、⑦非対面性・匿名性の高さ、本人確認の甘さを悪用したインターネットや携帯電話によるネット取引の普及、④規制緩和による自己株式の取得やM&A等の企業活動の自由度の拡大、②内部管理体制、特に情報管理体制の不備、⑤社外の会社関係者の規律の欠如、④売買のクロスボーダー化や海外との取引の増加、特に海外SPC、プライベート・バンキング口座の悪用、④証券市場の動揺（バブルや不況）等が挙げられる。また、インサイダー取引摘発の増加の背景には、例えば、⑦証券取引等監視委員会の組織の強化等に伴う市場監視体制の強化、④従来の刑事罰に加えて、行政措置としての課徴金制度の導入に伴って摘発しやすくなったこと等が挙げられる（吉松 [2008] 18-19頁、佐々木 [2008] 2-4頁）。

2) 課徴金制度は、証券取引等監視委員会の勧告に基づき金融庁により課徴金の納付が命じられる行政手続きである（池田 [2008] 51頁）。

用していくことが必要なのかについて検討する。

なお、インサイダー取引の未然防止をコーポレート・ガバナンスの観点から論じていること及び内部統制をリスク管理プロセスとして捉え、インサイダー取引の未然防止との関連で論理展開をしているという2点が、本稿のユニークさである。また、以下では、金融商品取引法を金商法と略称することもある。

II コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引の未然防止の検討

1 コーポレート・ガバナンス及びインサイダー取引の意義とその規制内容

(1) コーポレート・ガバナンス及びインサイダー取引の意義

以下での議論の前提として、ここでは最初にコーポレート・ガバナンス及びインサイダー取引の意義について明確にしたい。

まず、コーポレート・ガバナンスの意義についてであるが、コーポレート・ガバナンスとは、通常、企業統治とも呼ばれ、次のように、企業経営者の経営活動を律する枠組みのことである。すなわち、企業の利害関係者（主体）が、自己の利害（利害）に基づいて、自己の利益に一致するように（目的）、経営者が経営を行うように、何らかの手段（手段）を用いて、経営者の意思決定や行動に影響を及ぼすことである（経済企画庁経済研究所〔1999〕5頁）。具体的には、利害関係者が経営者の意思決定や行動に影響を及ぼすことにより、法令等違反や非倫理的な行動を行わずに、効率的な経営を行うように、経営者の規律付けを行うものである。

次に、インサイダー取引の意義についてであるが、インサイダーとは、一般に組織等の内部者のことであり、インサイダー情報とは、そのような内部者しか本来知りえない情報のことである。そして、インサイダー取引とは、一般に、特定の職務等に関して知った、本来内部者しか知りえない未公開のインサイダー情報に基づいて不正に特定の株式等の有価証券等の売買等を行うことである。このインサイダー情報の具体的な例としては、例えば、エネサーブ事件では大幅な業績の変動に関する情報（日経〔2009〕）がこれに該当する。

(2) インサイダー取引規制の内容

前述のように、コーポレート・ガバナンス及びインサイダー取引の意義が明確にされたので、次に、インサイダー取引を未然に防止するためには、その前提としてインサイダー取引規制という法的な制度の内容を正しく理解することが大切である。そこで、以下では、インサイダー取引規制の内容について検討していくことにする。

① インサイダー取引規制に関する根拠規定

まずここでは、このインサイダー取引規制に関する根拠規定として、どのような規定があるのかについて明確にする。これに関して、インサイダー取引規制³⁾は、当初1989年の証券取引法改正により導入され、現在まで20年以上が経過しているが、これについて現在大きく次の二つの規定がある。すなわち、一つは金融商品取引法第166条（会社関係者の禁止行為）の規定で、上場会社の運営、業務又は

財産に関する会社情報を利用した通常のインサイダー取引規制に関するものであり、他の一つは同法第167条（公開買付者等関係者の禁止行為）の規定で、公開買付け等の企業買収情報に関するインサイダー取引規制に関するものである。以下では、企業買収情報に関するインサイダー取引規制も基本的に通常のそれと同様な規制となっているので、これらのうち前者の通常のインサイダー取引規制に関する典型的なものについて検討していくこととする。この場合、この主な規制対象は、上場会社である自社及び取引先等の株券、社債券やこれに係わるオプション等の特定有価証券等⁴⁾であり、この場合の取引主体としては、個人と法人がある。

② インサイダー取引規制の構成要件

次に、どのような要件を満たした場合に、インサイダー取引に該当することとなるのかという通常のインサイダー取引規制の構成要件について検討することとする。

このような構成要件に関する考え方としては、⑦形式主義⁵⁾すなわち一定の構成要件を形式的に満たしていることを重視するものと、④実質主義⁶⁾すなわち一定の犯意（例えば、不当に利益を得る目的というような実質的な悪質性）を構成要件化することによって実質を重視するものがある。そしてこれに関して、インサイダー取引規制では、インサイダー取引に該当するか否かの判断として、罪刑法定主義⁶⁾（河本〔2000〕2頁）に基づく形式的構成要件主義（武井〔2008〕7頁）を採用している。そして、次の5要件を満たせば、自動的に違法になるものとしている。すなわち、⑦会社関係者で、④上場会社等に係る業務等に関する重要事実を、⑦一定の態様、つまりその者の職務に関して知ったものは、④当該業務等に関する重要事実が公表された後でなければ、④当該上場会社等の特定有価証券等の売買等をしてはならない（金商法166）⁷⁾、というものである。そこで、以下では、この5要件についてもう少し詳しく検討していくものとする。

まず、第1要件の会社関係者とは、次の五つのいずれか一つに該当する者のことである（金商法166①）。すなわち、第1が、上場会社等の役員等（以下、役員及び従業員を合わせて役職員という）で、

3) インサイダー取引規制の略年表

年	月	内 容
1989	4	（証券取引法改正）インサイダー取引規制導入、刑事罰の規定
1997	4	（罰則強化）3年以下の懲役又は300万円以下の罰金へ
2004	2	公表に、取引所の電子開示システムの追加
2005	4	課徴金制度の導入
2006	5	罰則：3⇔5年の懲役へ、300万円⇔500万円以下の罰金へ変更
2007	9	証券取引法等改正法により、証券取引法の金融商品取引法への改組
2008	12	・課徴金（①算定基準：公表日翌日の終値⇔公表後2週間の最高値（最安値）、②加算：過去5年以内の再犯⇔1.5倍へ、③減算：自己申告時⇔半額へ、④範囲：密接・特殊関係者（子会社、親族等）の計算⇔自己の計算へ） ・輕微基準の追加：子会社の解散⇔純資産の30%未満かつ売上減少10%未満

4) 特定有価証券等とは、上場会社が発行している株券、社債券、優先出資証券、新株予約証券の他、これらの証券に係るオプション等を表示する、いわゆるカバードワラントや他社転換条項付社債券などのことである（JICPA〔2009〕15頁）。

5) 日本経済団体連合会は、実質主義を主張している（日本経済団体連合会〔2003〕3頁）。

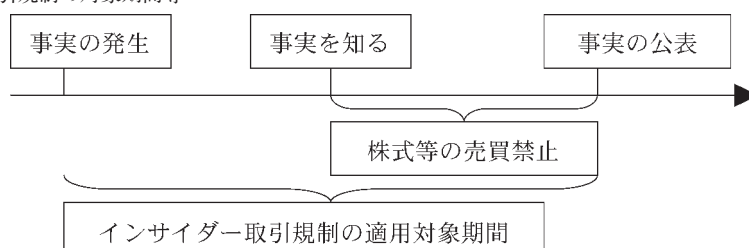
6) 何が犯罪に当たるのかを予め法律に明確に定めておかなければならないという考え方。

当該上場会社等の役員・代理人・使用人・その他の従業者で、その会社に直接役員・使用人等として業務に従事している者のことであり、また、第2が、上場会社等の帳簿閲覧請求権を有する者⁸⁾、例えば、3%以上の株式を保有している株主等のことである。第3が、上場会社等に対して法令に基づく権限を有する者（法的権限者）で、その上場会社等に対して許認可権等を有する監督官庁の公務員等のことであり、第4が、契約締結者又は契約締結予定者⁹⁾、すなわち当該上場会社等と書面等で契約を締結している又はしようとしている者のことで、例えば、取引先、公認会計士、弁護士等である。そして、第5が、過去の在籍者で、前述の1から4に該当し、退職後1年を経過していない者（元会社関係者）が挙げられる。そして、これらの者からインサイダー情報を聞いた者、つまり（第一次）情報受領者¹⁰⁾（金商法166③）を、上述の会社関係者に加えたものが会社関係者等である。

また、第2要件のインサイダー取引規制で問題とされる重要事実とは、どのようなものであろうか。これは、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事実¹¹⁾のことである（金商法166②）。そして、これに関しては個別規定と包括規定があり、前者の個別規定では、その上場会社及びその子会社に関する決定事実（上場会社等の業務執行を決定する機関の決定に係る重要事実）、発生事実（上場会社等に発生した事実の係る重要事実）、決算情報（上場会社等の売上高・配当等について、公表された直近の予想値と比較して、重要な差異が生じたこと）という3項目を重要事実としている。すなわち、例えば、株式募集、M&Aの実施の決定等の決定事実、災害による損失・業務遂行過程で生じた損害や債務免除等という発生事実又は業績予想の大幅な修正などの重要な決算情報が重要事実¹²⁾に該当する。なお、これらについては数値基準としての軽微基準があり、投資判断への影響が軽微なものについては、インサイダー取引規制の対象とされない¹²⁾（金商法166②）。このように、ここでは、ルール・ベース（細則主義）が採られている。

この他に、包括規定（包括条項）としていわゆるバスケット条項（catch-all clause: 小林 [2008] 156頁、JICPA [2009] 13頁）があり、その会社及びその子会社の運営、業務又は財産に関する情報で、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの¹³⁾は、重要事実¹⁴⁾に該当する（金商法166②）としており、ここではプリンシプル・ベース（原則主義）が採用されている。ここで何が著しい影響に該当するのかは、最終的には裁判所の判断の問題であり、非常に難しい問題であるが、上述の個別規定に該当しなくても、この規定にあてはまる可能性があるので、注意が必要である¹⁴⁾。

7) インサイダー取引規制の対象期間等



8、9）法人である場合には、その法人の役員等、例えば、証券会社の公開部門から営業部門への伝達等を含む。

10）tippeeとも呼ばれる（武井 [2008] 4頁）。

11）より具体的には、その会社の株価等に重要な影響を及ぼすと想定される事実のことである（吉松 [2008] 35頁）。

なお、インサイダー取引規制においては、上述の個別規定における業務を執行する機関の決定事実の発生時期すなわち「業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと」（金商法166。なお、下線は筆者）をどのように考えるかが問題となる。まず前者に関して、取締役会等での決定について、形式的に捉えるもの、すなわち法的な権限のある取締役会ないしこれに準ずる機関での決定と捉える考え方と、実質的に捉えるもの、すなわち取締役会決定以前に社長や常務会等による会社の意思決定と同視されるような機関の決定と捉える考え方とがある。このうちどちらを採用すべきかに関して、インサイダー取引規制では、市場取引の公正性の確保、それゆえ適時開示以前のどの時点から会社関係者による売買が規制されるかを問題としている（安達 [2008] 3頁）ので、実質主義的な観点から、形式的な取締役会での機関決定以前の実質的な会社方針の決定を重視し、それがなされたときに、インサイダー規制の対象になると考えている。また、後者に関しては、「事前の準備・作業等を会社の業務として行うことを決定したことが含まれる」（東京証券取引所 [2009] 19頁）。従って、この段階からインサイダー情報の管理を開始する必要がある。それゆえ、インサイダー取引に関する決定事実の発生時期に関しては、例えば、前述のM&Aを行うという例では、社長等がこれを行うという会社方針及びその準備等の開始を決定した時点である。

12) 軽微基準等には、次のようなものがある。

〔重要事実と軽微基準〕

摘 要		具 体 例	軽 微 基 準
上 場 会 社	①決定事実	㊦株式募集	募集払込金額の総額1億円未満
		㊦資本金・準備金の減少	なし（すべて重要事実）
		㊦自己株式の取得	なし
		㊦株式分割	増加割合10%未満
		㊦合併	合併による資産増加額が純資産の30%未満かつ合併による売上高増加額が10%未満
	②発生事実	㊦災害による損害及び業務遂行過程で生じた損害	損害額が純資産の3%未満
		㊦主要株主の異動	なし
		㊦債務免除	免除額が債務総額の10%未満
		㊦資源の発見	資源利用事業年度の売上高増加額が10%未満
	③決算情報	業績予想の大幅な修正	
		㊦売上高	変動率10%未満
		㊦純利益	変動率30%未満かつ変動額が純資産額の2.5%未満
		㊦配当	変動率20%未満
	④その他（バスケット条項）	上記の他、上場会社の運営、業務又は財産に関する重要事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの	
(2)子会社	上記①から④に対応	上記のものに対応するもの	

（出所）金融商品取引法第166条及び有価証券の取引等の規則に関する内閣府令第49条から第55条を参照して著作作成

13) 例えば、巨額の架空売上の発覚、重大な法令違反等の企業不祥事の発生、採掘権の取得等がある（JICPA [2009] 13頁）。

14) 最高裁平成11年6月10日第1小法廷判決平成10年(ホ)第1146号、第1229号証券取引法違反事件（日本繊維加工事件）。なお、東京証券取引所他 [2007] 22-24 頁を参照。また、個別の重要事実と包括規定との関係については、小林 [2008] を参照されたい。

そして、第3要件の一定の態様つまり職務に関連して知った重要事実とは、どのようなものなのか。これに関しては、役職員については、その会社での職務に関連して内部情報を知ったという場合であり、帳簿閲覧請求権を有する株主等については、その権利の行使により内部情報を知ったという場合である。また、法的権限者については、会社に対する法的権限の執行・履行に際し、内部情報を知ったという場合であり、契約締結（予定）者については、会社との契約の締結・交渉・履行の上で内部情報を知ったという場合である。さらに、過去の在籍者については、上述のことに関連して、過去において内部情報を知った場合であり、また、（第一次）情報受領者については、上述の者から内部情報を聞いた場合である（金商法166）。なお、「会社関係者であっても未公表の重要事実を知らなければ、規制対象とはなりません」（東京証券取引所〔2009〕4頁）。

さらに、第4要件の公表には、どのような方法があるのか。これに関しては、次の三つの方法がある（金商法166④、金商法施行令30）。すなわち、第1は、新聞社（一般紙）や日本放送協会（NHK）等のテレビ局のうち二つ以上の報道機関に情報を公開し、かつそれから12時間¹⁵⁾を経過していることである。なお、ここでの要件は、二つ以上の報道機関及び12時間の経過なので、例えば、一つの報道機関だけへの公開の場合、ある新聞社が重要事実をすっぱ抜いて報道した場合、ないし12時間を経過していない場合等には、公表に該当しない。また、第2は、法定開示によるものであり、有価証券報告書や臨時報告書等の法定開示書類を取引所に提出して、それが公衆の縦覧に供されるという手続きを取った場合である。第3は、証券取引所¹⁶⁾における電磁的方法（電子開示システム）すなわち適時開示サービスによって公衆縦覧に供するものであり、取引所の適時開示情報閲覧サービス¹⁷⁾での公開が行われる場合である。例えば、東証のTDnet（適時開示情報伝達システム）などで情報開示がなされた場合には、公表がなされたことになる。したがって、このような公表がなされていない場合には、インサイダー取引になる。

最後に、第5要件の売買等には、どのようなものが含まれるのか。これに関しては、まず取引形態としては、売りも買いも含まれ、また、市場に関しては、基本的に市場内取引、市場外取引（相対取引）の双方が含まれる。そして、名義については、自己名義・自己計算のみならず、他人名義等の場合、例えば、妻・知人・親戚等の名前で売買（指示や委託売買）している場合にも、実質的に判断され、インサイダー取引に含まれる。さらに、売買主体（当事者）については、個人ばかりでなく、会社についても同様に含まれる。ただし、例えば、役員持株会や従業員持株会等で購入する場合で、定時・定額の買付けというような一定要件を満たすものについては、このインサイダー取引規制から除外され¹⁸⁾、安全に自社株の売買ができる。さらに、取引所には専門の相談窓口が設けられており、事前に相談できる体制が採られている¹⁹⁾。

15) 12時間ルールは、一般紙の新聞社に情報を提供してから、一般の読者が新聞でそれを目にするのは、少なくとも数時間必要であるので、このようなルールになっている。

16) 金融商品取引法の対象が拡大したことに伴って、法律上、証券取引所や金融先物取引所等は、金融商品取引所に変更されたが、実務上、証券取引所という名称を使用することは認められており、東京証券取引所の名称等は変更されていない。

17) なお、<http://www.tse.or.jp/listing/disclosure/index.html>を参照されたい。また、この方法が、実務上、よく用いられている（東京証券取引所〔2009〕8頁）。なお、会社のホーム・ページ上での情報公開では、公表に該当しない。

このように、ここでは、通常のインサイダー取引規制という法的な制度の内容について、形式的構成要件主義に基づく五つの構成要件を中心として明確にしてきた。なお、このような規制に対して、経営者がインサイダー取引の未然防止のために、どのように実務的に対応するのかは、各企業に任されている。

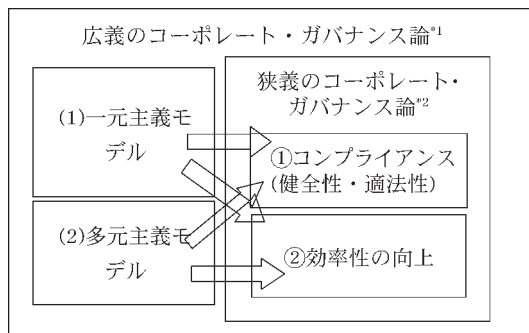
2 コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引規制との関連

これまでの検討によってインサイダー取引規制の内容が明確にされたので、これらを前提として、次にここでは、コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引規制との関連について、すなわちコーポレート・ガバナンスの観点からインサイダー取引の未然防止は、どのように位置付けられ、また何を重視して経営者を監視したらよいのか、及びこのことにはどのような社会経済的な意義があるのかを検討する。

(1) コーポレート・ガバナンスの観点からのインサイダー取引の未然防止の位置付け

コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引規制との関連について検討するために、まず、コーポレート・ガバナンス論に、どのようなものがあるのかを明確にしたい。なお、以下でのコーポレート・ガバナンスの議論は、会社法や金融商品取引法という法的な枠組みに囚われない、より広い議論を前提としている。これに関して、コーポレート・ガバナンス論には、一般に大きく広義のものと狭義のものの二つがある。そして、広義のものは、企業は誰の（ための）ものか、すなわちコーポレー

〔コーポレート・ガバナンス論〕（筆者作成）



* 1：企業は誰の（ための）ものかすなわちコーポレート・ガバナンスの主体をどのように考えるのかということを問題にするもの

* 2：経営者をどのように監視すべきかという経営監視のあり方を巡って大きくコンプライアンスと効率性を問題とするもの

18) インサイダー取引規制の適用除外になるものには、次のようなものがある。

インサイダー取引規制の適用除外の例	① 従業員・役員持株会を通しての株式の定時・定額での取得
	② 新株予約権（ストック・オプション）の行使により株式を取得
	③ 会社法規定に基づき株式の買い取り請求等を行う場合など

（出所）金融商品取引法第166条第6項を参照して著者作成

19) 東京証券取引所の取引相談窓口：電話03-3665-2729

ト・ガバナンスの主体をどのように考えるのかということを問題にするものであり、大きく一元主義モデルと多元主義モデルの二つがある。そして、前者の一元主義モデルは、アメリカ等で採用されている株主価値モデルである。また、後者の多元主義モデルは、日本やドイツ等で採用されているものであり、そこでは株主だけではなくて、例えば、従業員や銀行等の利害関係者をガバナンスの主体と考えるものである。そして、このような広義のコーポレート・ガバナンス論を前提として、狭義のコーポレート・ガバナンス論として、経営者をどのように監視すべきかという経営監視（制度）のあり方を巡って、大きくコンプライアンス（健全性の確保）と効率性を重視するものがある（荒木 [2006] 327頁、稲上 [2000] 11-13頁）。

そこで、広義のコーポレート・ガバナンス論で、誰がガバナンスの主体と考えるのかが問題となる。これに関して、インサイダー取引規制は、その根拠が金融商品取引法であり、現在株主のみではなく、潜在的な株主等を含めた投資者の保護をその目的としており、投資者が株主より広い概念なので、多元主義モデルに属するものと考えられる。したがって、以下では、多元主義モデルを前提として検討を進めることにする。

そして、投資者をコーポレート・ガバナンスの主体として考えた場合、狭義のコーポレート・ガバナンス論において、インサイダー取引の未然防止は、どのように位置付けられ、経営者をどのように監視すべきなのか。これに関して、インサイダー取引規制が、投資者保護や証券市場の公正性の確保等を目的とする金融商品取引法によって規定されているので、これはコンプライアンスすなわち法令等遵守の具体的な1適用領域として位置付けられ、これを重視して経営者を監視することが必要である。すなわち、インサイダー取引規制という法令等を遵守し、インサイダー取引の未然防止をすることは、コンプライアンスの一環であり、これを重視して経営者を監視することにより健全なコーポレート・ガバナンスに基づく経営がなされることになる。

このように、インサイダー取引規制をコーポレート・ガバナンスとの関係で整理すれば、広義のガバナンス論でのガバナンスの主体としては、投資家を中心とした利害関係者を想定し、その利害として（不公正ではないという意味で）公正な証券投資利益の獲得のために、後述のように、狭義のガバナンス論でのコンプライアンスを重視し、これに基づいたインサイダー取引の未然防止による証券市場への信頼性の確保とその結果としての証券市場・国民経済の健全な発展を目的として、経営者に内部統制の適切な整備運用を行わせることによってガバナンスをしていくということが考えられる。

〔コーポレート・ガバナンスモデル〕（筆者作成）

摘 要	モ デ ル		内 容	備 考	核
コーポ レート・ ガバナン スモデル	(1)一元主義 モデル	①伝統的株主価値モデル	⑦コンプライアンス重視 又は	米国等での従来型	株主 のみ
		②洗練された株主価値モデル		米国等での今日型	
	(2)多元主義 モデル	①二元主義モデル*1	④効率性重視	ドイツ・フランス等	複数
		②（狭義）多元主義モデル*2		日本	

* 1：共同決定法に基づく労使（従業員と資本家）の2元主義モデル

* 2：例えば、株主、銀行、従業員等が考えられる。

(2) コーポレート・ガバナンスの観点からインサイダー取引の未然防止の意義

次にここでは、コーポレート・ガバナンスの観点からインサイダー取引の未然防止には、どのような社会経済的な意義があるのか、について検討していくことにする。これに関して、インサイダー取引の未然防止が要請される社会経済的な理由は、インサイダー取引の性質が、偏在するインサイダー情報の利用による不公正な有価証券等の売買等であり(偏在情報の不公平利用)、市場でそのような不公正な取引は行われないという投資者の信頼を裏切る行為であり(市場に対する信任・信義則違反)、かつ本来組織内部の財産価値のある情報を私的に利用するものである(守秘義務違反・忠実義務違反)(ウィキペディア[2009] 6頁)という犯罪的な行為であるので、これを防止するためである。そして、それがなされた場合には、種々の方面で悪影響を及ぼすことになる。すなわち、例えば、投資者の信頼が裏切られ、また、当該会社の信頼やレピュテーションが失墜し、業績や企業価値・株価の下落等をもたらし、多額の罰金等が課されるという多大なコストがかかり、さらに、会証券市場の信頼性・公正性・健全性が損われ(蟹江[2008] 6頁)、その結果、その信頼回復のためには、多大なコストが当該会社及び社会的に生じることとなる。これらは、すべて業務リスクであり、その発生を防止することが重要となり、そのための対策として当然インサイダー取引の未然防止体制を企業のリスク管理の観点²⁰⁾から社内において整備運用する必要がある(吉松[2008] 19頁)。そして、コンプライアンスに基づくインサイダー取引の未然防止がなされれば、この側面での不正がなくなり、情報の公正な提供による平等な情報に基づく投資が行えるという意味で投資者の保護がなされ、日本経済の中で重要な社会的なソフト・インフラである証券市場(証券投資)の公正性が確保され(証券取引等監視委員会[2007] 1頁)、証券「市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼を確保する」(東京証券取引所[2009] 2頁)ことができる。また、証券市場全体の信頼の回復のためのコストも回避でき、このような意味で当該会社のコストや(信頼回復のための体制整備や監視の強化、摘発のためなどのコストである)社会的なコストが最小化され²¹⁾、その間接的な結果として証券市場や国民経済の健全なる発展が期待されるという社会経済的な意義がある。

なお、前述の社会経済的な観点からではなく、インサイダー取引に課される刑事罰という処罰根拠の観点から、インサイダー取引規制の根拠を議論することができる。この場合には、例えば、㊦インサイダー取引が行われると、一般の投資者は損失を回避するために、売却価格を上げ、買入価格を下げることになり、その結果市場での有価証券の取引量が減少し、流動性が低くなり、企業の資金調達が困難になるので、これを回避するためにインサイダー取引を罰しようとする市場影響説や、㊦㊧会社の内部者は株主に対して信託義務を負っており、インサイダー取引はこれに違反する詐欺的な行為

20) なお、この他に、インサイダー取引の未然防止の必要性を証券市場の担い手としての観点からも考えることができる。すなわち、上場会社は、証券市場において資金調達や資金運用を行うという市場参加者であり、証券市場の投資対象である有価証券を発行している(売買側面)と同時に、情報の発信者であり(情報側面)、両者の側面から証券市場の公正性・健全性を維持し、支える役割と責務を負っており(吉松[2008] 19頁)、証券市場の信頼性を確保するのは、会社の社会的責任の一つである。

21) 例えば、証券取引等監視委員会という「当局にとってもこの事後的調査摘発は相当のコストがかかる、…(中略)…事前防止の方が遥かに社会的経済的なコストが少ない」(佐々木[2008] 13頁)。

であると考え、これを罰しようとする伝統的信認義務違反説、⑥会社関係者は情報を知ることを許した情報源に対する信認義務があり、それを不正に私的に流用することは詐欺的行為であると考え、これを罰しようとする不正流用説といった信認義務違反説²²⁾等がある（濱口 [2009] 6-11頁）が、ここでは、法的な処罰根拠の側面を問題としていないので、この側面の議論の詳細は省略する。

このように、ここでは、広義のガバナンス論として投資者をガバナンスの主体として考え、狭義のガバナンス論としてインサイダー取引の未然防止をコンプライアンスの具体的な1適用領域の問題として位置付け、これを重視して経営者を監視することが大切であることを明確にした。そして、インサイダー取引の未然防止についての社会経済的な意義として、インサイダー取引の未然防止によって当該会社及び証券市場への信頼性を確保すると共に、当該会社及び社会的なコストを最小化し、ひいては証券市場と国民経済の健全な発展を期待し得ることであることを明確にした。

3 インサイダー取引の未然防止体制の必要性

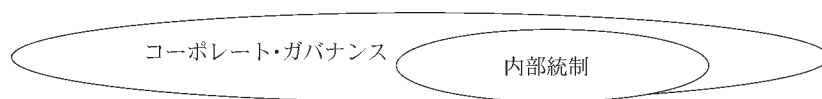
(1) コーポレート・ガバナンスと内部統制の関連

これまでの検討で、コーポレート・ガバナンスの観点からインサイダー取引の未然防止の必要性が明確にされたので、次の段階として、それに対処するための具体的な体制が必要となる。そこでここでは、コーポレート・ガバナンスとの関連で経営者が整備運用すべきインサイダー取引の未然防止体制、特に内部統制の内容について、リスクをキー概念として検討していくこととする。

この場合、まずコーポレート・ガバナンスと内部統制との関係が明確にされなければならないが、これに関しては、勿論コーポレート・ガバナンスの方が広い概念であり、そのうちの構成要素の一つとして内部統制がある。言い換えると、適切なコーポレート・ガバナンスを行うためには、その前提の一つとして内部統制が有効に整備運用されていることが必要となる。

ここで内部統制とは、一般に、法令等遵守により健全で効率的な経営を行うために経営者が構築する会社経営のコントロール及びチェックの体制・プロセスのことである。すなわち、法令等遵守や効率的な経営といった目的が達成されているとの合理的な保証を得るために、業務に組み込まれ、組織

〔コーポレート・ガバナンスと内部統制との関係〕



22) 信任 (fiduciary) とは、例えば、医者や弁護士などのように、能力などに大きな違いがある場合に、他の人のために一定の仕事を行うことを信頼によって任されることであり、その中心は、信認義務としての忠実義務 (duty of loyalty: 受任者は受益者の利益のためのみ行動すること [専一的受益ルール: exclusive benefit rule]) と注意義務 (duty of care: 善良な管理者としての注意義務を払うこと) である (今福 [2001] 3-4頁)。なお、その処罰の根拠として刑法の任務を証券市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼性の確保という法益保護に求めることができる。そして、ここで注意すべきことは、行為者-被害者関係での具体的な信頼ではなく、抽象的なシステムへの信頼が刑法上の保護対象となっている (金 [1996] 9頁) ということである。

内のすべての者によって遂行されるプロセスのことである（BADC [2007]）。そして、これは経営管理の観点からは、リスク管理のためのプロセスと見ることもできる。

なお、リスクの種類には大きく戦略リスクと業務リスクの二つのものがある。すなわち、このリスクは危機と訳すこともでき、それには、悪い側面（損害を被る危険）と良い側面（便益を得る機会）の双方があり、戦略リスクの方は、リスクのないところには利益がないといわれるように、積極的にリスクを取って経営活動を行う性質の戦略に関するリスクであるのに対して、業務リスクの方はできるだけ損失の発生を抑えるべき性質の業務に関するリスクである。なお、インサイダー取引に関するリスクは業務リスクの一つである。

〔リスクの種類〕（筆者作成）

摘 要		内 容		具体例		管理
企 業 リ ス ク	(2)業務リ スク* ¹	①内部リスク* ³ ・企業活動に悪い影響を及ぼす 種々の発生の可能性のある内部 の事象のこと	⑦法令等遵守 リスク	a：財務リスク* ⁴	粉飾決算など	ER M* ⁵
				b：非財務リスク	・インサイダー取引 ・産地偽装など	
		①⑦以外（非法令等遵守リスク）		・事務上の誤りなど		
	②外部リスク		風水害、地震、停電、通信不能など			
	(2)戦略リ スク* ²	経営戦略に伴い発生するリスクのこと		新製品の開発、新市場の開拓などに伴うリスク		

* 1：避けるべきリスク * 2：取るべきリスク * 3：会社法の内部統制の範囲

* 4：金融商品取引法の内部統制の範囲

* 5：enterprise risk management：統合的なリスク管理：COSOの内部統制の目的に戦略を加えて、戦略リスクも含めて、統合的なリスク管理をするもの

（2）インサイダー取引と内部統制

これまでの検討により、コーポレート・ガバナンスと内部統制の関係が明確にされたので、次にここでは、インサイダー取引の未然防止の観点から内部統制の目的と制度的な法律上の要請との関係について検討することにする。

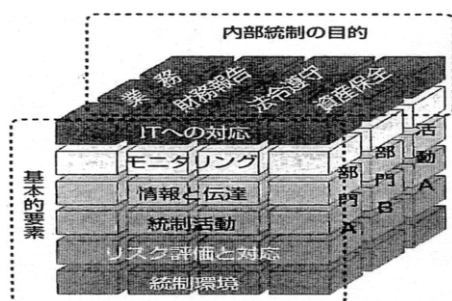
まず、内部統制の目的についてであるが、これに関して、一般に大きく広義の業務の効率性と法令等遵守の二つに大別され、それらはさらに、狭義の業務の効率性と資産の保全及び狭義の法令等遵守と財務報告の信頼性の四つに細分される²³⁾。

次に、内部統制の基本的要素は、一般に我が国では、統制環境(例えば、経営ビジョン、経営戦略、ガバナンスの体制等)、リスク評価と対応(リスクを適切に評価して、どのようにそれに対応していく

23) その内容として、狭義の業務の有効性・効率性とは、事業活動の目的の達成のために、業務の有効性及び効率性を高めることであり、資産の保全とは、資産の取得、使用及び処分が正当な手続き及び承認の下に行われるように、資産の保全を図ることである。また、狭義の法令等遵守とは、事業活動に関わる法令その他の規範の遵守を促進することであり、財務報告の信頼性とは、財務諸表及び財務諸表に重要な影響を及ぼす可能性のある情報の信頼性を確保することである。なお、このためには基本的に内部監査がその基礎となる。

なお、ERMでは、その目的として、戦略、業務、報告、コンプライアンスの四つを挙げ、かつ、その構成要素として、内部環境、目的の設定、事象の識別、リスクの評価、リスクへの対応、統制活動、情報と伝達、モニタリングの八つを挙げている（八田 [2006] 6-8頁）。

〔内部統制キューブ〕



(出所) 久保恵一監修『ひとめでわかる内部統制』21頁

かということ)、統制活動(経営管理者の指示通りにオペレーションを行うように統制すること)、情報とその伝達(内部者同士での情報、ないし内部と外部の情報をうまく伝達すること)、モニタリング(内部監査等によって内部統制の体制が有効に整備運用されているか否かをチェックすること)、ITへの対応(ITを活用してこれら内部統制全体の活動を適切に行うこと)の6要素であるとされている。そしてその中心は、リスク評価とその対応であり、内部統制全体をリスク評価とその対応のためのプロセスすなわちリスク管理プロセスと捉えることができる。

これまでに、内部統制の目的と基本的要素が明確にされたので、次にここでは、前述の内部統制の目的と制度的な法律上の要請との関連について検討する。これに関しては、会社法では、内部統制の前述の四つのすべて目的を達成するために、内部統制の整備を間接的に求めている。他方、金融商品取引法では、その目的として財務諸表の信頼性の確保のみを求めている²⁴⁾。そして、制度的な法律上の内部統制の位置付けについてであるが、これに関して、会社法では、どのように内部統制を整備運用するかは、各会社の取締役会の決定に任せられているという意味で、内部統制の整備を直接的には求めておらず、間接的な要請内容となっており、どのような意思決定を内部統制の整備運用に関して取締役会が行ったのかを事業報告に記載することを要求している。他方、金融商品取引法では、監査法人等による内部統制監査の実施を通して直接的に内部統制の整備運用を求めている。

そして、内部統制の目的との関連で、インサイダー取引の未然防止という目的が、どのように位置付けられるのかであるが、これに関して、これは、法令等遵守すなわちコンプライアンスに関連するので、会社法での内部統制に関連するが、金融商品取引法上の内部統制には直接的に関連しない。それゆえ、以下の議論では、法令との関連を強調するものではないが、あえて両者の関係を強調する場合には、会社法上の内部統制の整備運用を前提とした議論となるが、会社法では、前述のように、どのように内部統制を整備運用していくかは、各会社の判断に任せられている。

このように、インサイダー取引の未然防止との関連では、内部統制は、その目的では法令等遵守に

24) インサイダー取引が発生し、罰則等を課されても、それが適切に財務諸表に反映されていれば、財務諸表の信頼性が失われることはない。このような観点から、基本的には、インサイダー取引の問題は、金融商品取引法上での内部統制の目的(財務諸表の信頼性の確保)とは、直接には関連がない。

〔内部統制の整備運用に関する制度〕（筆者作成）

摘 要	会社法	金融商品取引法
①内部統制の目的	内部統制の4つの目的	財務諸表の信頼性の確保の目的
②内部統制の整備	直接的には要求されない	直接的に要請
③内部統制監査	無	有
④インサイダー取引規制との関連	有	無（内部統制の整備運用の観点からは無）
⑤内部統制の設計	自由に設計	監査基準に基づき設計

関連し、また、その構成要素との関連では、その中心はリスク評価とその対応のためのプロセスなので、内部統制をリスク管理プロセスと捉えて、以下では、インサイダー取引とリスクとの関連及びどのような内部統制を具体的に整備運用すべきかについて検討しておくこととする。

(3) インサイダー取引とリスク

次にここでは、インサイダー取引に関するリスクとは、どのような性質のものであり、また、それには具体的にどのようなものがあり、そして、それにどのように対処していくべきかを明確にしていきたい。

まず、インサイダー取引に関するリスクの性質についてであるが、これは、前述のように、戦略リスクではなく、企業活動に伴い企業目標の達成のために悪影響を及ぼす可能性のある業務リスクである。

次に、このリスクには、具体的にどのようなものがあるのかについてであるが、これに関しては、大きくその当事者としてインサイダーを起こした個人と会社に分けられる²⁵⁾。まず、前者のインサイダー取引を行った個人に対しては、証券取引等監視委員会等による犯則事件調査²⁶⁾の結果、刑事告発及び起訴され、有罪と判断された場合には、刑事罰として5年以下の懲役又は500万円以下の罰金ないし併科という罰則が課される（金商法197の2）と共に、違反した取引で得た財産は没収²⁷⁾され、その没収ができない場合には、その取得財産額相当額が追徴金として課される（金商法198の2）。他方、後者の会社に対しては、会社の代表者、その他の従業員が、会社又は人（行為者の雇用者のこと）の業務又は財産に関してインサイダー取引を行った場合に、5億円以下の罰金が会社に課される。また、両罰規定ということで、会社ばかりでなく、当該行為を行った個人についても、前述の罰則が課せられる（金商法207）²⁸⁾ことになる。そして、刑事罰が課されない時には、行政上の措置として課徴金が

25) インサイダー取引に係る制裁の種類 ○：制裁が課される （著者作成）

摘 要	刑事罰	課徴金	職 業 上 ・ 業 務 上	社 会 的
(1)個人	○	○	・ 守秘義務違反、役員に成れない、会社からの損害賠償請求など	・ 信用失墜、訴訟など
(2)法人	○	○	・ 内部統制の不備など	・ 信用失墜、業績悪化、株価の下落、訴訟など

26) インサイダー取引を調査しているのは、主に東京証券取引所自主規制法人（売買審査部）と証券取引等監視委員会である。

27) 没収額は、総額としての財産（売却代金全額）に対してなされ、純額としての利益額ではない。

課され、かつ違法な取引により得た利益は没収される²⁹⁾。もしこのように刑事罰が課されることになると、会社の信用・ブランド・レピュテーションが大きく失墜する可能性があり、また、それが会社の業績や株価にも悪影響を及ぼし、しかも信頼回復のためには莫大なコストがかかる。さらに、取締役が会社の業務等に関連してインサイダー取引をし、両罰規定が適用され、会社に損害が生じた場合には、株主代表訴訟の対象になり、しかも、インサイダー取引で罰せられた取締役等の役員については、会社法上の役員の欠格事由になるというリスクがある。

以上のように、インサイダー取引には、多くの重要な業務リスクがあるので、そのリスクを評価し、対処する必要がある。

そこで、まずリスクの評価を行わなければならないが、これに関して、識別されたりリスクの大きさ、発生可能性及び頻度等を分析する必要がある。まず、リスクの大きさに関してであるが、これについては、前述の罰金・課徴金等の金額、業績や株価への影響等に基づいて判断しなければならないが、一般にかなりの悪影響が予想される。また、発生可能性に関しては、適切な予防措置が取られない場合には、かなりの高さが考えられ、さらに、発生の頻度に関しても、予防措置が取られない場合には、頻繁に発生する可能性も否定できない。しかも、このリスクは、会社にとって重要なマイナス要因となることが想定される。それゆえ、何らかのリスクへの対応措置を講じる必要がある。

そこで、次に、どのようにリスクへ対応すべきかが問題となる。このリスクへの対応方法としては、通常、その回避（リスクを避けるために、当該行為を行わないことなど）、低減（リスクを減らすために、何らかの手段を講じること）、共有（リスクに対して保険を掛けることなど）及び受容（リスクに対して対策を講じることなく、それが発生した場合には、それを受け入れること）という四つのものが考えられる。これらのうち、どの対応方法が最も適切であろうか。これに関して、まずリスク回避

28) インサイダー取引について、自社株か否か及び会社の役職員か否かの観点から、次のように分類し、検討できる。
〔インサイダー取引の分類〕（筆者作成）

摘 要	自 社 株 式		他 社 株 式	
当該会社の役職員	①当該会社の役職員による自社株の売買	⑦会社のため	②当該会社の役職員による他社の株式の売買	⑦関連する会社
		④自己のため		④無関係の会社
社外の人	③社外の人による当該会社の株式の売買		④社外の人による他の会社の株式の売買	

①⑦：両罰規定の適用⇔会社に著しく重大な影響 ①④：当該役職員に罰則適用⇔会社に大きな影響 ②⑦：当該役職員に罰則適用⇔会社に大きな影響 ②④：当該役職員に罰則適用⇔会社に大きな影響（以上、①②は当該会社のインサイダー取引の未然防止に関する内部統制の有効な整備運用が直接的に問われる。） ③：当該当事者に罰則適用⇔会社に影響（当該当事者が会社と何らかの関係がある場合には、当社の内部統制のうち情報管理等が問われる。） ④：当該当事者に罰則適用⇔一般に会社に影響はない。

29) 課徴金制度では、会社関係者に対する禁止行為に違反した者に対する課徴金納付命令が金融商品取引法第175条で規定され、証券取引等監視委員会が違反と判断すると内閣総理大臣（金融庁長官）に勧告し、審判手続を経て命令が出される。またこの場合、利益相当額が没収される（吉松 [2007] 38頁）。なお、この制度の目的は、米国では得た利益の剥奪と懲罰的損害賠償を特徴とする制裁を目的とし、懲罰的賠償制度の一環として民事制裁金として得た利益の3倍までの範囲内で制裁金が課される制度になっている（金 [1996] 11頁）が、日本では、これを目的とするのではなく、「利得を剥奪すること」ということになり、抑止力になりません。そこで（米国のように [著者]）利得の数倍の課徴金を課すべきだという意見も強い」（中村 [2008] 1頁）。なお、売付け違反（買付け違反）については、重要事実公表前に行った売付け等（買付け等）の価格と公表後2週間の最安値（最高値）の価額である（金商法175）。

〔売付け違反の場合〕 課徴金＝（重要事実公表前の売買価格－公表後2週間の最安値）×売却株数

であるが、リスクを回避するために、資本政策の一環として自己株式の取得等を行わないことは、経営の自由を拘束することとなり、適切な方法ではない。また、リスク低減であるが、これはリスクを減らすために、内部統制を整備運用していくなどの対応措置を講じるもので、最も合理的な方法である。そして、リスク共有であるが、保険を掛けてリスクに対応することなども考えられるが、これはあくまでも補助的な手段に過ぎない。最後に、リスク受容であるが、この方法を採用し、インサイダー取引が発生した場合には、法律違反になり、会社のレピュテーション等も大きく毀損することとなるので、適切な対処方法ではない。

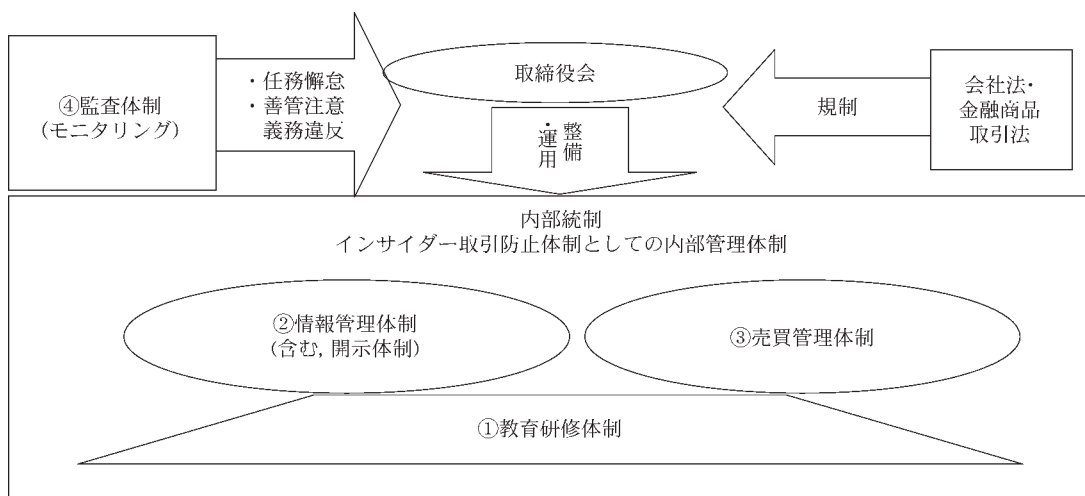
このように、リスクへの対応方法としては、リスクの低減が最も望ましい。そこで以下では、リスクを低減するためのリスク管理体制として、どのような内部統制の構築が求められるのかについて検討する。

(4) インサイダー取引の未然防止体制としての内部統制

次に、リスクへの対応方法としてのインサイダー取引防止体制としての内部統制が法的な制度の観点及び実務的な観点からどのような形で必要とされているのかについて、その概要を検討することとする。なお、前者の法的な観点からの検討は、既に前記(2)「インサイダー取引と内部統制」のところで検討済みなので、ここでは後者の実務的な観点からの検討をしていくこととする。

そこで、実務的な観点からインサイダー取引防止体制として具体的にどのような内部統制を整備運用しなければならないのかを検討する場合、インサイダー取引の性質の側面からそれを考えることが有用である。すなわち、インサイダー取引の性質は、⑦会社関係者等が、①未公表のインサイダー情報を利用して、②特定の有価証券等を売買等するものであるもので、それに対処するための未然防止体制としては、この三つの観点から、教育訓練体制（全従業員に対してインサイダー取引を未然に防止

〔インサイダー取引防止体制としての内部統制〕（筆者作成）

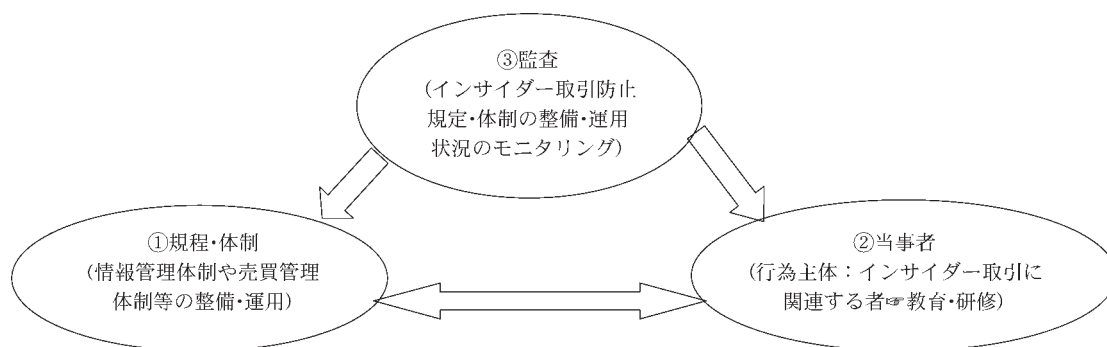


するための研修等を行う体制)、情報管理体制(開示体制を含む、情報管理に関する体制)及び売買管理体制(株式等の売買管理に関する体制)という三つのものと、これらの適切な整備運用がなされているか否かをモニタリングする監査体制(内部統制を適切に整備運用することに関して任務懈怠や善管注意義務違反をしていないか否かをモニタリングする体制)が必要である³⁰⁾。

なお、この場合、インサイダー取引の防止体制としては、規定・体制の整備、当事者(行為主体)及びモニタリングという3つの核が考えられる。すなわちまず、インサイダー取引の未然防止に関する規程・体制を情報管理体制や株式等の売買管理体制を中心として整備運用する。また、単に規定・体制を作成・整備するだけでは、実際に役立たないので、この規定・体制の内容を会社の全社員に理解させ、コンプライアンス意識を持たせるために、全社的かつ継続的な教育研修をしっかりと行うと共に、それらが適切になされているか否かをモニタリングしていくことが大切である。

このうちインサイダー取引の防止規程については、その例として、例えばインサイダー取引管理規程(内部者取引管理規定・内部者取引防止規程)あるいは株式取引規程や企業倫理に関する行動基準等という形で作成する。そして、そこにおいて、インサイダー取引規制の趣旨、規制対象者、規制対象行為、役職員の遵守事項、罰則などについて規定をする。この場合、その内容としては、重要事実として管理する情報の範囲やその管理体制という情報管理体制とインサイダー取引の未然防止のための役職員による株式の売買ルール等という売買管理体制に関するものを中心とし、それを具体的に機能させるための教育・研修体制やモニタリングするための監査体制に関し、遵守すべき手続きや構築すべき体制について規定をする必要がある(安達[2008] 4-5)。なお、これについては、定期的な検証・見直しが必要である(東京証券取引所他[2007] 6頁)。

〔インサイダー取引の防止体制〕(筆者作成)



(5) 内部統制

これまでの検討により内部統制の整備運用についての概要が明確にされたので、次にここでは、インサイダー取引の未然防止体制として具体的にどのような内部統制が必要なのか、すなわち教育研

30) この他に、内部通報制度を整備することも考えられる(JICPA[2009] 7頁)。

修・情報管理・売買管理及び監査体制の具体的な内容について検討する。

① 教育研修体制

まず、どのような教育研修体制が内部統制の一環として必要であろうか。これに関しては、コーポレート・ガバナンスの場合と同様であるが、インサイダー取引の未然防止に関する単なる知識よりも、それについてのしっかりした意識が必要である。このためには、まず、前述のようなインサイダー取引の未然防止に関する規定を整備すると同時に、教育研修により、全ての役職員に倫理観や誠実性を持たせ、コンプライアンス意識を向上させ、主体的に法令等を遵守する行動をとらせ、内部統制を機能させることである。すなわち、教育研修によって各個人のコンプライアンス意識・倫理観・誠実性をどの程度高めてやるかということが、インサイダー取引の未然防止のために最も重要である。その一方で、無知による意図せぬインサイダー取引というリスクを回避するためには、知識も大切である。そこで高いコンプライアンス意識と必要な知識とが身に付くように、適切な教育研修体制の整備運用が必要となる。その方法としては、継続的かつ全社的に社内・社外研修、テスト、eラーニング、本等いろいろなやり方で、これを実施していく必要がある（安達〔2008〕6頁）。

② 情報管理体制

次に、どのような情報管理体制が内部統制の一環として必要であろうか。これに関して、まず、インサイダー情報の管理部署の決定が必要であり、この部署としては、総務部や法務部等のコンプライアンス担当部門が考えられる。それと同時に、インサイダー情報の管理責任者³¹⁾を決定することが必要であり、通常は前述のインサイダー情報の管理部の部長である総務部長等が総括責任者となり、その他に個別的に各部門の部長等が個別の責任者となる。また、情報を管理するタイミングとしては、前述のように、正式な取締役会での機関決定を行う以前の業務を執行する機関（例えば、社長等）の実質的に会社の意思決定と同視される決定時に、重要事実としてインサイダー情報の管理対象としなければならない。このように、「重要事実に該当する可能性のある情報が発生した場合に、それを適時適切に把握し、管理できる体制を整備することが求められる」（東京証券取引所〔2009〕24頁）。そして、この対象情報の単位については、軽微基準が原則として連結ベースで適用されるので、連結ベースの情報管理をする必要があり、さらにその他関連会社等の情報も含めて、総務部等で登録して集中的に一元管理する。この場合には、必ず情報が適切に情報管理部門に到達するように全社的な連携が行われる体制の整備が必要である（東京証券取引所〔2009〕25頁）。と同時に、情報の取扱いについて守秘義務規定を設け、会社に関する重要事実が不用意に拡散し、インサイダー取引に繋がらないようにしていくことが大切である。

さらに、社内における情報共有に関して、社内において情報を共有するか否かの決定が重要であり、その決定に基づいて情報を共有すべき場合には、速やかに情報の共有を図り、反対に共有すべきでない秘密の情報については、総務部等で情報障壁（チャイニーズ・ウォール）（東京証券取引所〔2009〕

31) この役割として、例えば、インサイダー取引防止規定の作成、その教育・研修の実施、質問等への対応、遵守についての定期的なモニタリングなどが考えられる（JICPA〔2009〕7頁）。

33頁)を設けるなど厳重に管理して、情報を流さないというような情報の上流での管理(武井他[2008] 11頁)が必要となる。一方、社外への情報開示に関して、まず情報を開示不能なもの、開示可能なものの、開示すべきものの三つに分け、開示不能な情報については外部に漏れないようにし、反対に会社情報等で開示すべき情報があれば、TDnet等を利用してできるだけ早く開示して情報の非対称性の解消(情報ギャップの解消)をさせ、これに伴うインサイダー取引のリスクを軽減する必要がある。さらに、情報の伝達範囲や管理方法の決定、情報の報告体制の確立などが必要である。

③ 売買管理体制

そして、どのような有価証券の売買管理体制が内部統制の一環として必要であろうか。これに関しては、まず、会社の役職員の自己株式等を中心として有価証券の保有状況の把握と定期的なフォロー・アップを行う体制を整えた上で、さらに、有価証券の売買ルールないし売買手続きを整備し、それに基づいて管理を行なうことが必要である。そして、この有価証券の売買ルールとして、例えば、決算日から決算発表日までの自社株式の売買を禁止するという(一定期間)売買禁止制、自社株等の売買については事前に会社に届け出るという事前届出制³²⁾、あるいは事前に会社から自社株式等の売買に関する許可を得なければならないという事前許可制及び自社株式等の売買について役職員の自己責任に委ねるという自己責任制などが考えられる。このうちリスク管理の観点からは、売買禁止制度を除き、会社のコントロールが効くという意味で、事前許可制が最も望ましい³³⁾。また、その管理対象となる株式の範囲としては、一般に、自社株のみならず上場子会社等の関係する会社の株式売買の取扱まで含めることが望ましい。さらに、その対象者の範囲としては、役員のみならず正社員等まで含めることが望ましいが、各企業の状況に応じて最終的な決定を行う必要がある(安達[2008] 5頁)。

④ 監査体制

最後に、どのような内部監査体制が内部統制の一環として必要であろうか。これに関して、経営トップの強い認識とコミットメントという前提の下で、統制環境が整備され、インサイダー取引の防止体制が適切に整備運用されているか否かをモニタリングしていく必要がある。その中心はあくまで内部監査であり、監査を継続的に行なうことによって、いつでも監査されているという気持ちを持たせ、インサイダー取引についての抑止効果を醸成することが大切である。

そして、この場合、どのような具体的な監査手続きがなされるのか。これに関しては、例えば、役員の自社株についてその保有数を四半期ごとに把握して、その増減が正しく届け出られているかをチェックしたり、自社株の取得・処分が規程どおりの手続きを経て行われているか否かをチェックすることなどが挙げられる。

このように、ここでは、リスク低減のための対処方法としてインサイダー取引の未然防止体制として、教育訓練体制、情報管理体制、売買管理体制、監査体制として、どのようなものが必要なのかに関して具体例を挙げながらその内容を明確にしてきた³⁴⁾。

32) 株の売買動向の把握のみを目的とする場合には、事後届出制を採用することもある。

33) 他社株の売買では、役職員の自己責任に委ねる自己リスク型制度が多い(東京証券取引所他[2007] 7頁)。

III むすび

以上のように、本稿では、まず議論の前提として、コーポレート・ガバナンス及びインサイダー取引の意義を明確にすると共に、インサイダー取引規制が形式的構成要件主義によっていることを指摘し、その具体的な五つの構成要件すなわち会社関係者等、重要事実、一定の態様、公表及び売買等の内容を明確にした。

そして、コーポレート・ガバナンスとインサイダー取引規制との関連すなわちインサイダー取引の未然防止についてのコーポレート・ガバナンス上の位置付けとその社会経済的な意義について検討した。そして、前者については、投資者をコーポレート・ガバナンスの主体として捉え、公正な証券投資利益を確保するために、インサイダー取引の未然防止は、コンプライアンスの具体的適用領域の一つとして位置付けられ、これを重視して経営者を監視することが必要であることを明確にすると共に、後者については、インサイダー取引の未然防止によって当該会社及び証券市場への信頼性を確保すると共に、当該会社及び社会的なコストを最小化し、その結果として証券市場や国民経済の健全な発展を可能にし得るといふ社会経済的な意義があることを明確化した。

そして最後に、インサイダー取引により生じる種々のコストをリスクとして考え、このインサイダー取引に関するリスクの具体例として、罰金・懲役刑や課徴金などが課され、また会社の信用・ブランド・レピュテーションが大きく失墜する可能性があり、さらにそれが会社の業績や株価にも悪影響を及ぼし、しかも信頼回復には莫大なコストがかかることなどがあることを指摘した。

そして、経営者はこのようなリスクに対応する必要がある、その対応としてはリスクの低減が最良の方策であり、このリスクの低減のために、リスク管理体制としての内部統制が求められることを指摘した。そして、これを防止するための体制をリスク管理プロセスとして捉え、この観点からどのようなインサイダー取引の未然防止体制を整備運用していくことが必要であるが、インサイダー取引が会社関係者等による未公開情報の不正利用による有価証券等の売買等であるので、その未然防止のためには、教育研修体制、情報管理体制及び売買管理体制の三つのものに、それが実際に有効に整備運用されているか否かをモニタリングする内部監査体制を加えた内部統制を適切に整備運用することが必要であることを、具体例を挙げながら明確にした。

【参考文献一覧表】

- 安達精司 [2008] 「インサイダー取引の未然防止上の留意点」 上場会社コンプライアンス・フォーラムの資料
- 荒木尚志 [2006] 「コーポレート・ガバナンスと雇用・労働関係〔上〕」 落合誠一、藤田潔、神作裕之

34) インサイダー取引規制に関する今後の論点としては、例えば、次のようなものがある（吉松 [2008] 21頁）。

・重要事実への該当の有無の判断が難しい部分の明確化、・実態に応じた要件の見直し（例えば、子会社の解散や持株会変更時の適用除外等）、・軽微基準の財務諸表数値ベースへの一元化、・防戦買要件の緩和、・公表措置の柔軟化、・自己株式取得等に係るセーフ・ハーバー・ルール（適用除外ルール）の導入、・望ましい社内管理体制の明確化など

- 編『上級商法第2版 ガバナンス編』商事法務
- 池田和世 [2008]「注目される最近のインサイダー事件」『会計・監査ジャーナル』第640号
- 今福愛志 [2001]「フィデュシャリー・アカウンティングの全体像」日本アクチュアリー会 年金理論研究会 報告資料
- 今西宏次 [2006]『株式会社の権力とコーポレート・ガバナンス』文眞堂
- ウィキペディア [2009]「内部者取引」<http://ja.wikipedia.org/wiki/>
- 植藤正志 [2000]『現代リスク・マネジメント論』税務経理協会
- 江頭憲治郎・神作裕之・藤田友敬・武井一浩編著 [2006]『改正会社法セミナー 企業統治編』有斐閣
- 大崎貞和 [2007]『金融商品取引法 第3版』弘文堂
- 奥島孝康監修 [2007]『企業の統治と社会的責任』金融財政事情研究会
- 柿崎環 [2005]『内部統制の法的研究』日本評論社
- 蟹江章 [2008]「インサイダー取引の未然防止と内部統制」上場会社コンプライアンス・フォーラムの
パワーポイント資料
- [2008]『会社法におけるコーポレート・ガバナンスと監査』同文館出版
- [2009]「インサイダー取引の未然防止と内部統制」『月刊 監査研究』第35巻第4号
- 企業会計審議会 (BADC) 内部統制部会 [2007]「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実
施基準」企業会計審議会内部統制部会
- 菊池敏夫・平田光弘編著 [2001]『企業統治の国際比較』文眞堂
- 金尚均 [1996]「インサイダー取引に対する刑事規制についての一考察」『立命館法学』第247号
- 久保恵一監修 [2006]『ひとめでわかる内部統制』東洋経済新報社
- 河本一郎 [2000]「最近の証券取引法の改正について—インサイダー取引規制の改正について—」『代
行通信』第78号 (株)だいこう証券ビジネス<http://www.daiko-sb.co.jp/pdf/guide/78.pdf>
- COSO [2004] Enterprise Risk Management - Integrated Framework. (八田進二監訳 [2006]『全
社リスクマネジメント—フレームワーク篇』東洋経済新報社
- 小林俊夫 [2009]「内部者取引規制におけるいわゆるバスケット条項について」『東京大学法科大学院
ローレビュー』第3号
- 小林秀之 [2007]『内部統制と取締役の責任』学陽書房
- 経済企画庁経済研究所編 [1999]『日本のコーポレート・ガバナンス』大蔵省印刷局
- 経済産業省企業行動課編 [2007]『コーポレート・ガバナンスと内部統制』経済産業省企業行動課編
- 佐久間信夫 [2007]『コーポレート・ガバナンスの国際比較』税務経理協会
- 佐々木清隆 [2008]「インサイダー取引に対する証券取引等監視委員会の対応」上場会社コンプライア
ンス・フォーラムの資料とパワーポイント資料
- 証券取引等監視委員会 [2007]「公正な市場の確立に向けて」[http://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/
g20070905.pdf](http://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20070905.pdf)
- [2008]「金融商品取引法における課徴金事例集」http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/jirei_

20080624.pdf

関孝哉 [2006]『コーポレート・ガバナンスとアカウンタビリティ』商事法務

新保博彦 [2006]『日米コーポレート・ガバナンスの歴史的展開』中央経済社

鈴木克昌 [2007]『会社法・金商法下の内部統制と開示』商事法務

関根愛子他 [2009]「インサイダー取引規制の留意点と内部管理体制の整備・運用」日本公認会計士協会研修資料

武井一浩 [2008]「インサイダー取引の社会的影響と対応の必要性」上場会社コンプライアンス・フォーラムの資料とパワーポイント資料

武井一浩他 [2008]「上場会社におけるインサイダー取引の未然防止策と今後の課題」上場会社コンプライアンス・フォーラムのパネルディスカッションの資料

土田義憲 [2007]『内部統制の評価モデル』中央経済社

中村直人 [2008]「金商法の課徴金制度とインサイダー取引規制」<http://www.tosyodai.co.jp/topics/nakamura/037.html>

高橋俊夫編著 [2007]『コーポレート・ガバナンスの国際比較』中央経済社

土屋守章 [2004]『コーポレート・ガバナンス論』有斐閣

十本清幸 [2009]「インサイダー取引に対する東証の取組みと内部監査上の留意点について」『月刊 監査研究』第35巻第4号

東京証券取引所自主規制法人 [2009]『こんぷらくんのインサイダー取引規制Q & A』

東京証券取引所他 [2007]「全国上場会社内部者取引管理アンケート調査報告書一」<http://www.tse.or.jp/sr/unfair/enq.pdf>

ビジネス・ブレイン太田昭和訳 [1999]『コーポレート・ガバナンス』生産性出版

藤川信夫 [2007]『国際経営法学』信山社

日本公認会計士協会 (JICPA) [2009]「インサイダー取引に関するQ & A」9月

日本経済新聞 [2009]「エネサーブ」日本経済新聞社 1月23日

日本経済団体連合会 [2003]「インサイダー取引規制の明確化に関する提言」<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2003/124.html>

濱口耕輔 [2009]「インサイダー取引規制の現状と課題」http://www.j.u-tokyo.ac.jp/~jjweb/research/MAR2003/hamaguchi_kousuke.pdf

林康史・茶野努監訳 [2008]『統合リスク管理入門』ダイヤモンド社

町田祥弘 [2007]『内部統制の知識』日本経済新聞出版社

村上亨・瀬谷ゆり子・井形浩治・水谷内徹也・鈴木基史 [1999]『コーポレート・ガバナンスの多角的研究』同文館出版

平山幹子 [2009]「インサイダー取引規制と共犯の成立範囲」<http://www.21coe-win-cls.org/activity/pdf/8/06.pdf>

保坂武志 [2008]「インサイダー取引規制セミナー」『代行通信』第103号<http://www.daiko-sb.co.jp/>

pdf/guide/103.pdf

吉川吉衛 [2007]『企業リスク・マネジメント』中央経済社

吉松和彦 [2007]「インサイダー取引の現状と上場会社における体制整備」『経営財務』No.2838

———[2008]「インサイダー取引に対する関係機関の取組みと未然防止上の留意点」『商事法務』No.
1848

渡辺智子 [2006]『コーポレート・ガバナンスと企業理論』慶応義塾大学出版会

〔九州大学大学院経済学研究院 教授〕