弁護士
鍜治　雄一
（かじ・ゆういち）

〈出身大学〉
同志社大学法学部
京都大学法科大学院

〈経歴〉
2010年12月
最高裁判所司法研修所修了（新63期）
大阪弁護士会登録
弁護士法人中央総合法律事務所入所
2016年4月
証券取引等監視委員会事務局証券調査官（取引調査課）
2018年7月
証券取引等監視委員会事務局開示検査課兼務
2019年7月
弁護士法人中央総合法律事務所に復帰
2019年8月
第一東京弁護士会に登録換え

〈取扱業務〉
民事法務、商事法務、会社法務、家事相続法務

インサイダー取引の未然防止

弁護士　鍜 治 雄 一

1　はじめに

皆様は、「インサイダー取引」という言葉を聞いて、どのようなことを思い浮かべるでしょうか。ある検索エンジンで「インサイダー取引」と入力しますと、検索候補として「罰則」や「逮捕」など刑事事件を連想させる言葉も出てきます。刑事事件と聞くと縁遠いと感じるかもしれませんが、最近は、上場会社が役職員に株式報酬を付与したり、役職員が自社の持株会に入会したり、自社株の売買を行ったりする例も増えています。このように身近になってきた株取引ですが、ひとたび、上場会社の役職員が自社株でインサイダー取引を行うと、役職員への罰則や課徴金等のみならず、上場会社にも様々な不利益が生じかねません[1]。

当職は、本年6月末まで、証券取引等監視委員会において、インサイダー取引等の調査・検査等に従事しており、現在は、その経験も踏まえて、インサイダー取引を未然に防止するための内部管理体制（以下「インサイダー取引管理体制」といいます）の構築・運用等にも関与しておりますので、本稿では、上場会社におけるインサイダー取引管理体制について、若干の留意点をご紹介させていただきます。

2　インサイダー取引の禁止―上場会社の新株発行の場合

本論に入る前に、まず、上場会社の新株発行を例として、金融商品取引法（以下「金商法」という）で禁止されるインサイダー取引の概要をご説明します。

金商法166条1項は、上場会社等に係る業務等に関する重要事実（以下、単に「重要事実」といいます）を、同項各号に定めるところにより知った会社関係者は、当該重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をしてはならない旨を定めており、上場会社の役職員は、この会社関係者に含まれます（同項1号）。

重要事実には様々なものがありますが、上場会社の新株発行は、金商法166条2項1号イに該当し、上場会社の「業務執行を決定する機関」が新株発行を「行うことについての決定をした」場合、その決定は当該上場会社の重要事実となります（金商法166条2項1号柱書、いわゆる「決定事実」の一つです。）。

ここにいう「業務執行を決定する機関」については、会社法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことができる機関であれば足りると解されています（最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁）。また、どのような機関が実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことができる機関に当たるかという点については、会社により、また決定する事柄によって異なるものと考えられますので、その実情に照らして個別に判断されます[2]。

また、ここにいう「行うことについての決定をした」については、新株発行に関して言えば、業務執行を決定する機関において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいい、当該機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するものの、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないと解されています（前掲最判平成11年6月10日）。

これらを踏まえますと、例えば、上場会社の代表取締役社長が「業務執行を決定する機関」であると認定され、当該代表取締役社長が、部下の役職員に対して、新株発行に向けた作業等を指示した時点では、仮に、実際の新株発行の成否が未確定であったとしても、「行うことについての決定」があったと認定される場合があり得ます[3]。

3　上場会社におけるインサイダー取引管理体制に係る若干の留意点

それでは、役職員によるインサイダー取引を未然に防止するために、上場会社として、どのような対応策を取ることが考えられるでしょうか。

まず、役職員自身にインサイダー取引規制を理解してもらうため、役職員に対する研修等を行うことが必要です[4]。

次に、上場会社では、（1）重要事実の情報管理や（2）役職員による自社株売買等の管理などを行っていることが多いのですが、（1）や（2）を有効に機能させるためには留意すべき点がございます。紙幅の関係上、以下では、そのうちのいくつかをご紹介します。

（1）重要事実の情報管理

一般に、インサイダー取引を未然に防止するためには、重要事実を把握する必要がある者に

限って必要な情報だけを共有し、無用な情報の拡散を防ぐことが必要となります。特に、重要事実が生じた時点以降においては、このような情報管理の必要性はさらに高まります。

決定事実に関して言えば、重要事実が生じる時点としての決定時期を正確に捉えるに当たって、当該会社における意思決定の実情等を把握しておく必要があります。例えば、新株発行であれば、当該会社において、新株発行に係る機関決定が行われるまでに、通常、どのような意思決定が行われるのか、また、どのような調査、準備、交渉等が行われるのか、さらに、各段階において、どの個人あるいは会議体がどのように関与するのか、などといった業務の過程を把握しておくことが重要になると思われます。

その上で、上場会社としては、実際の業務の進捗を具体的に把握しつつ、社内外への情報共有に際しては、業務上の必要性を踏まえて、共有する人的な範囲及び共有する情報の範囲を慎重に検討し、それらを管理する必要があります。具体的な方策としては、重要事実が生じ得る業務を担当する社内の関係者には、その進捗について、情報管理を行う役職員あるいは部門(以下、総称して「情報管理部門」といいます)への一定の報告(日時、場所、関係者の氏名、作業の内容や協議・交渉の結果等)を求めつつ、情報管理部門において、時系列順に、当該業務の進捗を具体的に記録していくことが考えられます。あるいは、当該業務を担当する部署において、このような記録化を担当する者を指定し、情報管理部門においては、担当者による記録を管理することなども考えられます。また、情報共有を行おうとする関係者には、事前に、情報共有の必要性等を検討した上で情報管理部門に一定の報告(いつ、どのような必要性に基づいて、誰に、どのような情報を、どのような方法で共有するのか等)を行うよう求めることも考えられます。

ただし、一定のインサイダー取引管理体制が構築されていても、適切に運用されていないと思われる例も少なくなく、情報管理部門が社内で共有された情報を重要事実として認識していないケースや情報管理部門が情報共有の事実自体を把握していないケースも散見されます。このような状況は、(2)で言及する役職員による自社株売買等の管理において、役職員からの許可申請に対して、誤って許可を与える原因になりかねませんので、注意が必要です。

(2)役職員による自社株売買等の管理

自社の役職員によるインサイダー取引の未然防止のため、自社株売買等の管理を行っている上場会社は多く、許可制や事前届出制を採用している会社が相当数存在します[5]。

このうち許可制は、典型的には、許可申請をした役職員が重要事実を含む情報を知っているか否かにかかわらず、自社の役職員による自社株売買等を原則禁止し、会社が事前に許可した場合に限って、自社株売買等が認められるものです[6]。

このような許可制が有効に機能するためには、申請の拒否を判断する者(以下「判断権限者」といいます)が、自社の重要事実に該当しうる事実やその情報共有の状況を正確に把握した上で、申請された自社株売買等のインサイダー取引該当性等を検討することが必要になります。そのため、判断権限者に、これらの情報を速やかに集約することが不可欠です。特に、判断権限者が、(1)の情報管理を行う役職員ではなく、情報管理の過程で、重要事実に該当しうる事実やその情報共有の状況を把握する立場にいない場合には、(1)とは別に、上記のような集約体制の構築・運用も必要になります。

また、(1)でも言及したとおり、インサイダー取引管理体制が構築されていても、その運用が形骸化していると、自社の重要事実を知る役職員からの許可申請についても、誤って許可を与えかねません。このような許可がなされた場合、当該役職員に対して、(インサイダー取引であるにもかかわらず)「インサイダー取引ではない」といった誤解を与える可能性があるため、上場会社としては、このことも踏まえて、インサイダー取引管理体制の構築・運用を行う必要があります[7]。

4 終わりに

これらはあくまで一例に過ぎず、実際に、インサイダー取引管理体制の構築・運用を行っていく際には、会社の状況等に応じた検討が必要となります。規程の整備だけでなく、具体的なガイドラインやマニュアルの作成等が必要になることもあると思われます。

インサイダー取引規制やインサイダー取引管理体制の構築・運用等につきまして、お悩みのことやご不明点等ございましたら、お気軽にご相談ください。

---

1 レピュテーションリスク等のほか、役職員によるインサイダー取引を未然に防止できなかったことに関して、取締役の善管注意義務違反が争われるリスクもあり、実際に、その点が争われた裁判例もあります(東京地判平成21年10月22日判時2064号139頁、結論としては善管注意義務違反を否定。)。なお、東京証券取引所の有価証券上場規程においては、上場会社に、役職員によるインサイダー取引等の未然防止に向けた体制整備の努力義務が課されています(有価証券上場規程449条)。

2 横畠裕介『逐条解説　インサイダー取引規制と罰則』(商事法務研究会、1989)52頁、平野龍一ほか編『注解特別刑法　補巻(2)』(青林書院、1996)220頁〔土持敏裕=榊原一夫〕参照。

3 木目田裕=上島正道監修『インサイダー取引規制の実務〔第2版〕』(商事法務、2014)95頁参照。ただし、重要事実としての決定は、それが投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点から、ある程度具体的な内容をもつものでなければならないとの指摘もあります(横畠・前掲注(2)53頁)。

4 特に、平成26年4月1日から施行された取引推奨規制(金商法167条の2)については、上場会社の役職員であっても、その内容を十分に理解していないことが少なくないと思われますので、取引推奨規制も含めた研修等の実施が必要でしょう。なお、取引推奨規制についての上場会社としての対応策については、鍛治雄一=味香直希「平成三〇年度の課徴金勧告事案にみるインサイダー取引規制に係る留意点」商事法務2201号4頁以下をご参照ください。

5 日本取引所自主規制法人ほか「第四回全国上場会社インサイダー取引管理アンケート調査報告書」(2016)18頁～22頁。

6 日本取引所自主規制法人ほか・前掲注(5)18頁。

7 鍛治雄一=味香直希・前掲注(4)7頁以下。