

不公正取引規制

株式の譲渡が自由であることは、すでにみたとおりであるが、上場株式に代表されるように、株式市場における適切な市場価格の形成、あるいは市場取引の信頼というのが上場株式の取引においては重要となる。そこで、不公正な有価証券の取引は金商法が刑罰をもって規制をいっている¹。金商法による規制は、株式の取引に限らず、金商法上の有価証券その他の取引一般で問題となるが、特に株式の取引が重要であることは言うまでもない。

そのため、株式の売買の規制の一類型という趣旨で、ここで不公正取引規制、特に金融商品取引法第6章（金商法 157 以下）のうち株式売買規制として理解できる範囲で述べる。

1 不正行為の禁止

(1) 不正手段・計画・技巧の禁止

金商法 157 条 1 号は、有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引²等について、不正の手段、計画または技巧をすることを禁止する。

この規定は、不公正取引規制の最も一般的規定である。それだけに刑罰法規としてみた時の構成要件の抽象性が高い。そのため、罪刑法定主義の見地からの問題性も指摘されているようであり、あまり適用事例を見ない。ただし、最高裁³は「不正の手段」の意味に関し文理上明確としている。

構成要件としては、取引の種類や有価証券の種類に限定がなく、何人も行為者となりうる。市場内取引である必要もない。「不正の手段」とは、判例⁴によれば社会通念上不正と認められる一切の手段をいう。

この規定に違反すると、10年以下の懲役もしくは1000万円以下の罰金または併科（金商法 197 I ⑤）、法人の両罰規定では7億円以下の罰金が科される（金商法 207①）。また、当該犯罪行為により得た財産は、必要的に没収・追徴される（金商法 198 の 2。課徴金の対象とはされていない）。

(2) 虚偽文書使用による財産取得の禁止

金商法 157 条 2 号は、有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得することを禁止する。

構成要件としては、開示規制違反や相場操縦等の虚偽情報の表示に関する禁止規定などと重なる部分もあるが、本条の要件は、虚偽文書を使用した財産取得行為に処罰根拠があ

¹ 刑罰のほか、課徴金が問題となるものも存在する。

² デリバティブ取引について、金商法は2条20項から23項にかけて定義をしているが、要するに基本的には先物取引とオプション取引をイメージすればよい。

³ 最決昭和 40・5・25 裁判集刑 155-831。同条項に関する唯一の最高裁判例である。

⁴ 前掲注 3 最決昭和 40・5・25 裁判集刑 155-831。

る。

本規定違反の罰則は上記（１）と同じである。

（３）虚偽相場の利用の禁止

金商法 157 条 3 号は、価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもつて、虚偽の相場を利用することを禁止する。

構成要件としては、単なる虚偽相場の利用だけではなく、取引誘引目的が必要である。ただし、2号のように財産取得行為は必要ではない。

本規定違反の罰則も上記（１）と同じである。

2 風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止

何人も、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない（金商法 158）。

（１）風説の流布の禁止

本条は、まず、風説の流布を禁止する。「風説」とは、虚偽の情報である必要はなく、合理的根拠のない情報であれば足りると解されている⁵。「流布」とは、不特定多数の者に伝達することを意味し、その対応に制限はない。

主観的要件⁶として、次のいずれかの要件が必要とされる。

- i 有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため
- ii 有価証券等の相場の変動を図る目的

上記 ii の「有価証券等」とは、有価証券若しくはオプション又はデリバティブ取引に係る金融商品若しくは金融指標をいう。

上記 i の適用例として、自らが保有する株式の価格と吊り上げて売り抜けることを意図していた場合⁷がある。上記 ii の適用例としては、自社の株価のつり上げにより償還期が近づいた転換社債の転換を促そうとした場合⁸がある。

本条違反の罰則も上記 1（１）と同じである。さらに風説の流布により有価証券等の価格に影響を与えた場合には課徴金も科せられる（金商法 173）。

（２）偽計、暴行、脅迫の禁止

本条は、偽計を用いること、暴行、脅迫を行うことも禁止している。当然、上記（１）の i、ii の主観的要件が必要である。

⁵ その根拠は、戦前の取引所法が「虚偽の風説」の流布を禁止していたところ、その後の改正で「虚偽」という文言が抜け落ちたからだと言われる。

⁶ 本文 i の要件も主観的要件と解されているようであるが、有価証券取引またはデリバティブ取引を行う客観的状況が全くない場合まで問題となるとすれば、問題があるような気がする。

⁷ 東天紅事件（東京地判平成 14・11・8 判時 1828-142）

⁸ ティーエスデー事件（東京地判平成 8・3・22 判時 1566-143）

このうち、「偽計」とは、有価証券取引への参加者などに錯誤を生じさせるような詐欺的ないし不公正な策略・手段と解されている⁹。

罰則は、風説の流布の場合と同じであるが、課徴金は偽計を用いた場合のみに課される¹⁰（金商法 173）。

3 相場操縦行為の禁止

取引所による株式の取引等、市場取引については、基本的に需要と供給に基づいて競争売買により取引がなされ、かつその価格も公にされることから、時々刻々変動する株式の値動きは一応客観的に適正な価格とみなしてよい。しかし、実需に基づかない値動きや、誤った情報に基づく値動きに基づいた場合、およそその価格が適正なものとは言い難く、このような不適正な相場により取引を行った投資家には、不測の損害が生じることになる。

そこで、金商法は人為的に上記のような手段を用いて相場操縦を行う場合を取り締まっている。上場会社の上場株式の相場操縦行為は最も典型的に取り締まりの対象となる行為である。また、相場操縦により損害を受けた投資家による損害賠償請求も容易にできるような手当もしている。

相場操縦行為は基本的に、

- i 仮装取引
- ii 馴合取引
- iii 現実の取引による相場操縦
- iv 表示による相場操縦

に分けられる。

(1) 仮装取引

客観的要件と主観的要件に分けられる。

客観的要件は、権利の移転を目的としない仮装の有価証券の売買・先物取引・先渡取引（金商法 159 I ①）、金銭の授受を目的としない仮装の先物取引・先渡取引（金商法 159 I ②）、オプションの付与・取得を目的としない仮装のオプション取引・指標オプション取引（金商法 159 I ③）である。

1号の場合の最も典型的な事例は、A証券会社にある株式100株を100万円で買付け注文をすると同時に、B証券会社に同一銘柄の株式100株を100万円で売付け注文を出すことである¹¹。

主観的要件として、繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的が必要である（金商法 159 I 柱書）。この目的は、特定の銘

⁹ ライブドア事件（東京地判平成 19・3・16 判時 2002-31）が偽計も問題とした事例である。

¹⁰ 暴行・脅迫が課徴金の対象とならないのは、直接の被害者だけが影響を受けるにすぎないからではないかと言われている。

¹¹ 3号が問題となった事例として、最決平成 19・7・12 刑集 61・5・456（大阪証券取引所事件）。ある株式について新規のコールオプションの売りと、同一株式につき同一行使価格、同一限月のコールオプションの買いを同時期に行った。

柄の相場操縦だけではなく、市場全体の出来高の操作を意図して特定銘柄の出来高操作が行われた場合¹²や、他の目的が併存している場合¹³でもよい。

仮装取引は、その委託等¹⁴又は受託等¹⁵をすることそのものも禁止される（金商法 159 I ⑨）。したがって、仮装取引を行おうとする者が、証券会社等に仮装取引の委託をするだけで、実際に売付注文や買付注文をださなくても相場操縦行為として禁止の対象となる。証券会社もそれと知って受託するだけで相場操縦行為となる。

（２）馴合取引¹⁶

馴合取引は、仮装取引とほぼ同様の行為を、他人と通謀して行うことである（金商法 159 I ④乃至⑧）。典型的には、仮装取引で述べた事例のうち、売付け注文と買付け注文を別人が通謀して行う場合である。「同時期、同価格」での注文をすることが要件となっているが、これは、たとえば市場取引の場合、取引参加者は多数いることから、通謀者どおしで売買が成立するかどうかは偶然にすぎないため、通謀者間で売買が成立することまで要件としないことを意味すると解されている。

主観的要件は仮装取引と同じで、繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的が必要である（金商法 159 I 柱書）。

馴合取引においても、その委託等、受託等自体が禁止される（金商法 159 I ⑨）。

（３）現実の取引による相場操縦

現実の取引による相場操縦も、客観的要件と主観的要件に分けられる。

客観的要件は、有価証券売買等¹⁷が頻繁であると誤解させる取引、あるいは取引所金融商品市場における上場金融商品等¹⁸もしくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等を行うことである（金商法 159 II ①）。

主観的要件は、取引誘引目的があることである（金商法 159 II 柱文）。判例¹⁹は、ここで禁止しているのは、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的をもってする、相場を変動させる可能性のある売買取引等」であるとしており、取引誘引目的を重視しているといわれる。

（４）表示による相場操縦

客観的要件と主観的要件がある。

客観的要件は２種類あり、

¹² 前掲注 11 最決 19・7・12 刑集 61・5・456（大阪証券取引所事件）

¹³ 東京地判昭和 56・12・7 判時 1048-164（日本鍛工事件）

¹⁴ 媒介、取次ぎ又は代理の申込みをいう（金商法 44 I）。

¹⁵ 委託等を受けることをいう（金商法 44 の 2 I）。

¹⁶ 馴合取引が問題となった事例は、前掲注 13 東京地判昭和 56・12・7 判時 1048-164（日本鍛工事件）。

¹⁷ 有価証券売買等とは、有価証券の売買・市場デリバティブ取引または店頭デリバティブ取引をいう。

¹⁸ 金融商品取引所が上場する金融商品、金融指標またはオプションをいう。

¹⁹ 最判平成 6・7・20 刑集 48-5-201

i 取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場が自己又は他人の操作によって変動するべき旨を流布すること（金商法 159Ⅱ②）、

または、

ii 有価証券売買等を行うにつき、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすること（金商法 159Ⅱ③）、

である。いずれかの要件を満たすことが必要である。

主観的要件は、現実の取引による相場操縦と同様、取引誘引目的が必要である（金商法 159Ⅱ柱文）。

（5）違反の効果

（ア）損害賠償

相場操縦行為を行った場合、取引所金融商品市場等における有価証券の売買等²⁰及びその委託により受けた損害を賠償する責任を負う（金商法 160Ⅰ）。この責任は、相場操縦行為があったことを知ってから 1 年または当該行為があった時から 3 年で時効により消滅する（金商法 160Ⅱ）。

（イ）刑事罰

相場操縦行為違反による刑罰は、10 年以下の懲役もしくは 1000 万円以下の罰金またはこれの併科である（金商法 197Ⅰ⑤）が、違反者に財産上の利益を得る目的があった場合は、10 年以下の懲役および 3000 万円以下の罰金に加重される（金商法 197Ⅱ）。相場操縦行為により取得した財産の必要的没収・追徴がある（金商法 198 の 2）。両罰規定による法人の刑は、7 億円以下の罰金である（金商法 207Ⅰ①）。

（ウ）課徴金

表示による相場操縦の場合を除き、課徴金が課される（金商法 174、同 174 の 2）。課徴金の額は、違反中に確定した損益に、違反行為終了時までの売付け等（または買付け等）の価格と違反行為後 1 か月間の最安値（または最高値）の差額を基準とした額を加えたものである。

（6）安定操作

例えば、相場が下落基調にあるときに大量の買付け注文を入れて、相場の安定を図ることも、一種の相場操縦行為である。もともと下落基調にあったとすれば、大量買付け行為が終われば、いずれは大幅な相場下落に見舞われることになり、相場が安定していると誤解した投資家を害することになる。そのため、取引所金融商品市場における上場金融商品等又は店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的をもって、一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等を行うことは、それ自体相場操縦行為として禁止される（金商法 159Ⅲ）。損害賠償責任

²⁰ 相場操縦行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについての、取引所金融商品市場における有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭売買有価証券市場における有価証券の売買若しくは取扱有価証券の売買のことである。

(金商法 160)、刑事罰(金商法 197 I ⑤等)は普通の相場操縦行為と全く同様である。課徴金も、違反行為により確定した利益の額に、違反行為後 1 か月間の平均価格と違反行為期間中の平均価格の差額を加えた額が課される(金商法 174 の 3)。

しかし、例えば会社が新株を発行しようとする場合、一時的に市場における株式の供給が増加することにより需給の均衡が崩れて相場が下落することがあり得、その結果、順調な新株発行がなし得なくなる可能性も出てくる。このような場合に、新株発行を消化するために株価をある程度一定の水準に保っておく必要性も否定できない。そこで、安定操作の場合は政令規制の範囲で、有効になしうることを許容している。

具体的には、有価証券の募集・売出し²¹及び特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘²²を容易にする目的で取引所金融商品市場または店頭売買有価証券市場に限って安定操作を行いうる(金商法施行令 20 I)。実際に安定操作を行うのは、募集・売出しの元引受金融商品取引業者に限られ(金商法施行令 20 II)、金融商品取引業者に安定操作の委託を行いうる者も、募集・売出し・取得勧誘・売付け勧誘を行う有価証券の発行者の役員や、売出し、売付け勧誘を行う当該有価証券の所有者などに限定される(金商法施行令 20 III)。

安定操作を行いうる場所は、当該有価証券が上場している金融商品取引所などに限られ(金商法施行令 22 I)、安定操作ができる期間は、当該有価証券の募集・売出し・取得勧誘・売付け勧誘の申込期日もしくは申込期間の最終日から遡って 2 週間前から当該期日・期間の最終日までである(金商法施行令 22 II)。安定操作における買付け価格は、安定操作期間の前日の終値もしくは安定操作開始日の前日の終値から開始しなければならず、その後の安定操作は安定操作開始価格などでなければならない(金商法施行令 24)。

安定操作を行う場合は、情報開示も必要であり、i 目論見書への記載(金商法施行令 21)、ii 最初の安定操作を行った直後の安定操作届出書の金融庁長官への提出とその写しの金融商品取引所・金融商品取引協会への提出(金商法施行令 23)、iii 安定操作終了後の安定操作報告書の ii と同様の提出先への提出(金商法施行令 25)が必要である。

4 相場操縦に用いられうる取引の規制

金商法は、相場操縦行為そのものを禁止しているが、直接相場操縦行為を行う場合でなくとも、相場操縦行為の手段として利用されやすい一定の行為も禁止している。それが、空売り規制、逆指値注文の規制、自己株式取得規制²³である。このうち、自己株式取得規制については、自己株式の取得の場面で述べ、ここでは空売り規制、逆指値注文規制について述べる。

(1) 空売り規制

²¹ ここでいう募集、売出しは、50 名以上のものを相手にする場合に限られ、金商法 2 条 3 項、4 項でいう募集、売出しよりもその概念は狭いことに注意。

²² 特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘も 50 名以上のものを相手にする場合に限られる。

²³ ここでいう自己株式取得規制とは、会社法上の規制のことでなく、上場株式の自己株式取得に関する、金商法特有の規制のことである。

空売りとは、金商法の条文に即して言えば、有価証券を有しないで若しくは有価証券を借り入れて（これらに準ずる場合として政令で定める場合を含む。）²⁴その売付けをすること又は当該売付けの委託等若しくは受託等を行うことである（金商法 162）。空売りは、相場下落予想をする者が、下落予想をしている当該株式を自らは有しないまま売付け注文を出すことによって、下落予想が株式市場に反映されることになる。空売りにはこうした予想が市場に反映されやすくなる（その結果、迅速に市場価格が適正価格に誘導される）という有用性を有しているともいえる。しかし他方で、空売りによる過剰な売付け注文は、必要以上の市場価格の下落をもたらす恐れもある。しかも、現実問題としては適正な売付け注文か過剰な売付け注文かを判断することは、はなはだ困難と言わざるを得ない。さらには、自由な空売りを認めると、売り崩しによる相場操縦行為に利用される恐れもないわけではない。

また、別の問題として、空売りは、売りつけた株式を決済までに調達する必要があるが、その株式を決済までに調達できないと、決済不能²⁵となってしまう、市場が混乱するおそれもある。

以上の理由から、法は空売りを一定の範囲で規制している。

まず、金融商品取引所の会員は、自己の計算による売付けや売付けを受託した場合に、それが空売りか否かを取引所に対して明らかにしなければならず（金商法施行令 26 の 3 I）、顧客から受託するに際しても、それが空売りか否かを確認しなければならない（同条 II）。売付けの委託をする者も空売りか否かを明示する義務がある（同条 IV）。

つぎに、金融商品取引所の会員が空売りをするについては、取引所が直近で公表した価格以下の価格で空売りを行ってはならず（金商法施行令 26 の 4 I）、売付けの委託をする者も、直近公表価格以下での価格による空売りを指示してはならない（同条 II）。

ただし、先物取引、発行日取引などが適用除外となっており、ほかに空売り後の決済が確実と考えられる一定の場合が適用除外となっている（明示義務の適用除外につき金商法施行令 26 の 3V、証券取引規制府令 10、価格規制の適用除外につき金商法施行令 26 の 4 IV、証券取引規制府令 14）。

なお、いわゆる米国のサブプライムローン問題による世界的な株価下落に端を発し、平成 25 年 10 月 31 日までの時限措置²⁶として、空売り規制が強化されている。すなわち、金融商品取引所の会員が空売りを受託した場合、大量の空売りが行われることにより当該空売りに係る有価証券の受渡しに支障を生じさせるおそれがあるものとして金融庁長官が指定する有価証券について借入契約の締結その他の当該有価証券の受渡しを確実にする決済措置が講じられていることを確認できないときは、当該空売りを行ってはならない（金

²⁴ 有価証券の売付け後遅滞なく当該有価証券を提供できることが明らかでない場合が政令指定されている（金商法施行令 26 の 2）。

²⁵ 「フェイル」という言い方をする。

²⁶ 時限措置は、本文で後述する、金商法施行令 26 の 2 の 2 第 1 項柱書に基づく金融庁の指定が期限付きとなっていることによる。すでに数回延長されて、本文記載の期限となっている。なお、平成 25 年 4 月 30 日時点での時限措置の延長に関しては、金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130430-4.html>）参照。

商法施行令 26 の 2 の 2)。また、金融商品取引所の会員等は、大量の空売りが行われることにより公正な価格形成に支障を及ぼすおそれがあるものとして金融庁長官が指定する有価証券について、当該金融商品取引所の開設する取引所金融商品市場において残高情報を当該金融商品取引所に対し提供しなければならない（金商法施行令 26 の 5）。いずれの規制に関しても、現在すべての上場有価証券、店頭売買有価証券が金融庁長官により指定されている²⁷。

（２）逆指値注文規制

金商法は、逆指値注文、すなわち、有価証券の相場が委託当時の相場より騰貴して自己の指値以上となったときには直ちにその買付けをし、又は有価証券の相場が委託当時の相場より下落して自己の指値以下となったときには直ちにその売付けをすべき旨の委託等を行うことについても、政令による規制可能性を認めている（金商法 162 I ②）。これらも相場の高騰、暴落を加速させかねず、相場操縦行為に用いられやすいことから金商法は規制対象とする余地を認めている。

しかし、現在逆指値注文規制に関する政令指定がなされていない。そのため、逆指値注文に関して現在は特段の規制は存在しない状況である。

5 インサイダー取引規制

会社の重要な内部情報、例えば大きな損失の発生が公表される前に、会社内部者がその事実を知って持株を売却しておくこと、大きな損失の発生が公になって株価が大きく下落する前に、持株を売り抜けることができることになる。しかし、会社内部者がこのような内部者情報を利用して有価証券の取引を行うことは、不公平感が生じるうえ、仮に損失を発生させた原因者がこのような取引を行うことは、不公正でもある。さらに、会社内部者が会社役員であるとする、一般株主の損失をよそ目に自らのみが損失を回避することができることになるが、これは、株主の信認の上にその地位が成り立つはずの役員による、他の一般株主に対する背信的行為ともいえ、役員の善管注意義務、忠実義務との関係でも問題があるともいえるであろう²⁸。

公開買付けを行うことが公になる前に、その公開買付けを行う関係者が当該情報をもとに株式を購入するような場合も、公開買付けが公になることによる株価の確実な値上がりを見込んだ不公平・不公正な取引といえる。

以上のことから、金商法は、会社関係者や公開買付者等の関係者が、その重要な内部情報（インサイダー情報）を利用してこれが公表される前に上場有価証券の取引を行うことを規制している。それぞれの関係者についての規制内容は、i その主体はだれか、ii どのような情報が規制対象となるのか、iii どのような取引が規制対象となるのか、が問題とな

²⁷ 現在の指定は、平成 25 年度金融庁告示第 28 号及び第 29 号。前掲注 26 のとおり、平成 25 年 10 月 31 日までの時限措置となっており、この時限措置は平成 25 年 10 月 31 日限りで見直される可能性が高い。

²⁸ インサイダー取引の問題は、通常市場取引の不公平・不公正な点のみの説明に集中する。しかし、役員によるインサイダー取引は、本文で述べたような会社法的な問題点も存在するのではないかと思う。

る。

1 会社関係者などに関するインサイダー取引（金商法 166）

（1）主体

会社関係者などに関するインサイダー取引の主体は、i 会社関係者、および ii 情報受領者であるが、i 会社関係者はさらに5種類に分けられる。この会社関係者は当然に規制対象となるのではなく、重要情報をどのようにして知ったかによって規制対処となるか否かが決まる。

i 会社関係者

以下の場合が会社関係者とされる。また、会社関係者とされる者は、会社関係者でなくなった後一年間、やはり規制を受ける。

（a）上場会社等の役員等（金商法 166 I ①）

まず、当該上場会社等の役員等が主体となる。これらの者は、その者の職務に関して重要事実を知った時にインサイダー取引規制を受ける。

ここで、上場会社等とは、社債券、優先出資証券、株券、新株予約権証券であつて、金融商品取引所に上場され、または店頭売買有価証券あるいは取扱有価証券²⁹に該当するものの発行者のことであり（金商法 163 I）、さらにその親会社及び子会社を含む概念である（金商法 166 I ①第一括弧書）。したがって、当然、株式を発行しているいわゆる上場会社はこれに該当する。

役員等とは、役員³⁰（会計参与が法人であるときはその社員）、代理人、使用人その他の従業者である（金商法 166 I ①第三括弧書）。結局、上場会社等で仕事に従事する者全員が含まれることになる。したがって、会社法上の「役員等」の概念（423 I）とは異なる。

これらの者が会社関係者とされ、その職務に関して重要事実を知ったときに、インサイダー取引規制を受けることになる。したがって、職務とは無関係に偶然知った場合は規制を受けないことになる。

（b）上場会社等の帳簿閲覧請求権を有する株主など³¹（金商法 166 I ②）

上場会社等に対して帳簿閲覧請求権（433 I）を有する株主、および親会社の社員（社員が法人である時はその役員等を、法人でないときはその代理人、使用人を含む）は、会社関係者とされ、帳簿閲覧権の行使により重要事実を知ったときに、インサイダー取引規制を受けることになる。

²⁹ 認可金融商品取引業協会がその規則において、売買その他の取引の勧誘を行うことを禁じていない株券、新株予約権付社債券その他内閣府令で定める有価証券（金融商品取引所に上場されている有価証券及び店頭売買有価証券を除く。）をいう（金商法 67 の 18④）。

³⁰ 会社法上の役員³⁰の定義（329 I）と同じで、取締役、会計参与、監査役をいう。なお、金商法を通じて「役員」とは、これより広い概念であるが、インサイダー取引規制に関する限り、この定義から除かれている関係にある（金商法 21 I ①）。ただ、わかりにくいのは、インサイダー取引規制の場面における「役員」の定義規定がないことである。解釈上、会社法上の役員³⁰の定義と同じであることが当然の前提となっているということなのであるが、やや問題があるように思われる。後掲注 43 参照。

³¹ 優先出資法に基づく普通出資者も問題となるが、会社法とは直接の関係がないので、ここでは一応省く。

(c) 上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者（金商法 166 I ③）

上場会社等に対して法令に基づく権限を有する者は、会社関係者とされ、当該権限の行使に関して重要事実を知ったときにインサイダー取引規制を受ける。許認可権限を有する公務員が典型的な例である。

(d) 契約締結者等（金商法 166 I ④）

上場会社等と契約を締結している者、契約締結交渉をしている者（その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む。）は、会社関係者とされ、当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し重要事実を知ったときにインサイダー取引規制を受ける。条文上、契約締結者等の中から当該上場会社の役員等が除外されているが、当該上場会社の役員等は 1 号により既に会社関係者とされているためである。

(e) 2 号、4 号の会社関係者が法人である場合の他の役員等（金商法 166 I ⑤）

上場会社に対して帳簿閲覧権を有する株主や上場会社との契約締結者等が法人の場合、担当の役員等は 2 号、4 号により会社関係者とされるが、その他の役員等も 5 号により会社関係者とされ、その職務に関して重要事実を知ったときは、インサイダー取引規制を受ける。

ii 情報受領者

会社関係者から重要事実の伝達を受けた者や、その者が法人に属している場合は当該法人の他の役員等がその職務に関し重要事実を知った者も、インサイダー取引規制を受ける（金商法 166 III）。会社関係者からの第一次的情報受領者もインサイダー取引規制に取り込む趣旨であり、二次的情報受領者は含まない。

(2) インサイダー情報となる重要事実

会社関係者が、公表前に知ったためにインサイダー取引規制を受ける重要事実は、金商法 166 条 2 項に詳細に規定されている。分類すると、i 決定にかかる重要事実（金商法 166 II ①）、ii 発生にかかる重要事実（同②）、iii 業績の変動（同③）であり、かつ、iv 包括条項が存在する（同④）。また、上場会社の子会社に関しても、v 決定にかかる重要事実（同⑤）、vi 発生にかかる重要事実、（同⑥）、vii 業績の変動（同⑦）も問題となり、かつ、viii 包括条項が存在する（同⑧）。

i 上場会社の決定にかかる重要事実

これは、

- イ 募集株式、新株予約権の発行
- ロ 資本金の減少
- ハ 資本準備金、利益準備金の減少
- ニ 自己株式の取得
- ホ 株式無償割当て
- ヘ 株式分割

- ト 剰余金配当
- チ 株式交換
- リ 株式移転
- ヌ 合併
- ル 会社の分割
- ヲ 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け
- ワ 解散（合併による解散を除く。）
- カ 新製品又は新技術の企業化
- ヨ 業務上の提携その他のイからカまでに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項

があり、上記ヨとして、金商法施行令で規定されており、上場会社が問題となる事項は、

- 一 業務上の提携又は業務上の提携の解消
- 二 子会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得
- 三 固定資産の譲渡又は取得
- 四 事業の全部又は一部の休止又は廃止
- 五 金融商品取引所に対する株券の上場の廃止に係る申請
- 六 破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て
- 七 新たな事業の開始
- 八 公開買付けに対抗するための買付要請

がある（金商法施行令 28）。ただし、軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当する場合は除かれ、証券取引規制府令 49 条で規定されている。これら事項を、業務執行を決定する機関が決定したこと、または当該機関が決定した事項で公表した事項を行わないことに決定したことが重要事実となる（金商法 166Ⅱ①）。

問題なのは、業務執行を決定する機関とは何かである。例えば、募集株式の発行でいえば、会社法上決定権限があるのは取締役会であるが、事実上、取締役会決議がなされる前に、一部幹部役員が意思決定し、そのことを知った者が取締役会決議前に当該会社の株式の取引を行うと、事実上、インサイダー取引規制が大幅に潜脱されてしまう。そのため、判例³²は、業務執行決定機関を、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える機関であれば足りるとし、決定とは、その実現を意図し、以上の作業を会社の業務として行う旨を決定したことをいい、それが確実に実行されるとの予測が成り立つことまでは要しない、とする。

ii 上場会社の発生にかかる重要事実

これには、

- イ 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害

³² 最判平成 11・6・10 刑集 53-5-415（日本織物加工事件）

- ロ 主要株主³³の異動
 - ハ 特定有価証券³⁴又は特定有価証券に係るオプションの上場の廃止又は登録の取消しの原因となる事実
 - ニ イからハマまでに掲げる事実為準る事実として政令で定める事実
- があり、上記ニとして、金商法施行令で規定されており、
- 一 財産権上の請求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があつたこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。
 - 二 事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分命令の申立てがなされたこと又は当該申立てについて裁判があつたこと若しくは当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。
 - 三 免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分
 - 四 親会社の異動
 - 五 債権者その他の当該上場会社等以外の者による破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て又は通告（以下、「破産手続開始の申立て等」という。）
 - 六 手形若しくは小切手の不渡り（支払資金の不足を事由とするものに限る。）又は手形交換所による取引停止処分（以下、「不渡り等」という。）
 - 七 親会社に係る破産手続開始の申立て等
 - 八 債務者又は保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債務者に対する売掛金、貸付金その他の債権又は当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと。
 - 九 主要取引先（前事業年度における売上高又は仕入高が売上高の総額又は仕入高の総額の百分の十以上である取引先をいう。）との取引の停止
 - 十 債権者による債務の免除又は第三者による債務の引受け若しくは弁済
 - 十一 資源の発見
 - 十二 特定有価証券又は特定有価証券に係るオプションの取扱有価証券としての指定の取消しの原因となる事実

がある（金商法施行令 28 の 2）。これら事項が発生することが重要事実となる（金商法 166 II ②）。発生にかかる重要事実にも軽微基準が内閣府令（証券取引規制府令 50）で除外規定がある。

³³ 名義の如何を問わず、総議決権の 10 パーセント以上の議決権を保有する株主をいう（金商法 163 I 第三括弧書）。例外は、後掲注 44 参照。

³⁴ 特定有価証券とは、上場会社等の社債券、優先出資証券、株券、新株予約権をいう（金商法 163 I）。

iii 上場会社の業績の変動

これは、当該上場会社等の売上高等もしくは剰余金配当又は当該上場会社等の属する企業集団の売上高等について、公表がされた直近の予想値に比較して当該上場会社等が新たに算出した予想値又は当事業年度の決算において差異が生じたことが重要事実となる（金商法 166Ⅱ③）。この差異にも軽微基準が存在する（同号第 3 括弧書き、証券取引規制府令 51）。

ここで、売上高等とは、売上高、経常利益、純利益をいう。

iv 上場会社の包括条項

決定にかかる重要事実、発生にかかる重要事実、業績の変動のほか、上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な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も、重要事実とされている（金商法 166Ⅱ④）。判例³⁵では、新薬販売直後の死亡例を含む重大な副作用症例があったことが、ここでの重要事実とされる可能性を認めた事例がある。

また、上記 i 乃至 iii からの除外事項たる軽微基準に該当する場合は、規制から除外する趣旨であるから、軽微基準に該当する事項を包括条項で問題とすることはできないというべきであるが、形式的に軽微基準に該当する場合でも、上記 i 乃至 iii に包摂・評価されえない面を有する場合は、なお包括条項を問題となしうるとするのが判例³⁶である。

v 子会社の決定にかかる重要事実

上場会社の子会社における決定にかかる重要事実として、

- イ 株式交換
- ロ 株式移転
- ハ 合併
- ニ 会社の分割
- ホ 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け
- ヘ 解散（合併による解散を除く。）
- ト 新製品又は新技術の企業化
- チ 業務上の提携その他のイからトまでに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項

があり、上記チとして上場会社に関係する規定として金商法施行令は、

- 一 業務上の提携又は業務上の提携の解消
- 二 孫会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得
- 三 固定資産の譲渡又は取得
- 四 事業の全部又は一部の休止又は廃止

³⁵ 最判平成 11・2・16 刑集 53-2-1（日本商事事件）

³⁶ 前掲注 35 最判平成 11・2・16 刑集 53-2-1（日本商事事件）。副作用情報が、金商法 166Ⅱ②イの適用に関し軽微基準に該当するとしながら、なお、当該症例の発生が、製薬業者としての信用低下、ひいては以後の業務展開や財産状態に重要な影響を及ぼしうるのであれば、同号イに包摂・評価されえない面を有するとして、包括条項が問題となりうるとした。

五 破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て

六 新たな事業の開始

七 上場会社の定款で子会社の配当に連動する配当をする旨の定めがある場合の子会社の剰余金の配当

を規定している（金商法施行令 29）。

子会社の業務執行を決定する機関でこれら事項を行うことを決定したこと、または当該機関が決定した事項で公表した事項を行わないことに決定したことが親会社の重要事実となる（金商法 166Ⅱ⑤）。軽微基準が存在すること（証券取引規制府令 52）、業務執行を決定する機関の解釈など、i と同様である。

vi 子会社の発生にかかる重要事実

これには、

イ 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害

ロ イに掲げる事実為準ずる事実として政令で定める事実

があり、上記ロとして、

一 財産権上の請求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があつたこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。

二 事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分命令の申立てがなされたこと又は当該申立てについて裁判があつたこと若しくは当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。

三 免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分

四 債権者その他の当該子会社以外の者による破産手続開始の申立て等

五 不渡り等

六 孫会社に係る破産手続開始の申立て等

七 債務者又は保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債務者に対する売掛金、貸付金その他の債権又は当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと。

八 主要取引先との取引の停止

九 債権者による債務の免除又は第三者による債務の引受け若しくは弁済

十 資源の発見

が金商法施行令で規定されている（金商法施行令 29 の 2）。子会社においてこれら事項が発生することが、親会社の重要事実となる。（金商法 166Ⅱ⑤）。軽微基準が存在すること（証券取引規制府令 53）は、ii と同様である。

vii 子会社の業績変動

当該上場会社等の子会社の売上高等について、公表がされた直近の予想値に比較して当該子会社が新たに算出した予想値又は当事業年度の決算において差異が生じたことが、親会社における重要事実とされる（金商法 166Ⅱ⑦）。ここでの子会社とは、株式等を上場しているものの発行者その他の内閣府令で定めるものに限られる（同号第一括弧書）。注意すべきは、上場会社自体の業績の変動の場合とは異なり、子会社の業績変動においては、剰余金の配当がその指標として含まれていないことである。なお、ここでも軽微基準が存在すること（証券取引規制府令 55）は、iiiと同様である。

viii 子会社の包括条項

子会社の運営、業務又は財産に関する重要な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も、包括的に親会社の重要事実となる。ここでの解釈も、ivと同様である。

（3）規制対象となる取引

重要事実を知った会社関係者や情報受領者が規制される有価証券の取引は、当該重要事実が公表される前に社債、株式、新株予約権及びこれらに係るオプションを表示する有価証券等³⁷の取引（デリバティブ取引を含む）をすることが禁止される（金商法 166Ⅰ柱文）。当然、株式の売買も含まれる。問題となるのは、「公表」とは何かである。

第一は、一言でいえば、多数の者の知りうる状態に置く措置をとることである（金商法 166Ⅳ前段）が、もう少し詳しくいうと、

- i 重要事実の公表にかかる権限を有する者³⁸が、2以上の報道機関³⁹に当該重要事実を公開し、12時間を経過すること（金商法施行令 30Ⅰ①、同条Ⅱ）
- ii 上場会社等が、その上場する金融商品取引所の規則の定めに従って、当該取引所に重要事実を通知し、かつ、当該事実が当該金融商品取引所で公衆縦覧に供されること（金商法施行令 30Ⅰ②）

である。

第二は、有価証券届出書や有価証券報告書などの発行開示書類、継続開示書類が公衆縦覧に供されることである（金商法 166Ⅳ後段）。ただし、自己株券買付状況報告書は除かれる。

（4）適用除外

一定の取引に関しては、重要事実の発生やそれを知ったこととは無関係に行われたり、あるいは市場の信頼を損ねる恐れが低いものがある。そのような一定の取引に関しては、インサイダー規制の適用除外となっている（金商法 166Ⅵ）。

上場会社で適用除外が問題となるのは、次のとおりである。

- i 株主割当増資により株式を引き受ける権利を有する者がその権利行使により株式を取得する場合（同項①）

³⁷ 会社法とは関係ない証券として優先出資証券も含まれ、これらを合わせて「特定有価証券等」と定義される。

³⁸ 上場会社及び子会社の代表者や代表者から公開を委任された者である。

³⁹ 時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙を販売する新聞社、これに時事に関する事項を総合して伝達する通信社、産業経済に関する事項を全般に報道する日刊新聞紙を販売する新聞社、日本放送協会、一般放送事業者である。

- ii 新株予約権の行使により株式を取得する場合（同項②）
- iii オプションの行使による有価証券の売買（同項②の②）
- iv 会社法上の株式買取請求権の行使や法令上の義務に基づく売買（同項③）
- v 公開買付けに対抗するために要請された有価証券やオプションの取得（同項④）
- vi 自己株式取得についての機関決定の公表後における、当該自己株式の取得（同項④の②）
- vii 安定操作による場合（同項⑤）
- viii 社債の売買（新株予約権付社債を除く）（同項⑥）
- ix 会社関係者・情報受領者間でなされる、市場外での売買（同項⑦）
- x 重要事実を知る前に締結された契約の履行の場合（同項⑧）

2 公開買付け等に関するインサイダー取引（金商法 167）

公開買付けに関してインサイダー取引が問題となる場合は、上場株式、店頭売買有価証券、取扱有価証券に対する公開買付けの場合と、これら株式の総議決権の5%以上の株式の買い集め行為の場合である（金商法 167 I、金商法施行令 31）。その主体、重要事実の内容、規制される取引が問題となるが、ここでの重要事実の内容は、公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実であり（金商法 167 I）、具体的には、公開買付者等（当該公開買付者等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう。）が、それぞれ公開買付け等を行うことについての決定をしたこと又は公開買付者等が当該決定（公表がされたものに限る。）に係る公開買付け等を行わないことを決定したことをいう（金商法 167 II）。ここでいう業務執行決定機関の決定とは、会社等関係者のインサイダー取引における決定にかかる重要事実の解釈と同様に、業務執行決定機関としては取締役会決議以前の実質的決定機関の決定とし、同機関が公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しないというのが判例⁴⁰である。

軽微な公開買付け等は除かれる（金商法 167 II 但書、証券取引規制府令 62）。

（1）主体

公開買付等におけるインサイダー取引が規制される主体は、i 公開買付者等関係者、ii 情報受領者であり、i はさらに5種類に分けられる。基本的な考え方は会社等関係者における主体が上場会社等において問題となったものが、公開買付者において問題となるほかは、ほぼ同様であり、公開買付者等関係者でなくなってから1年経過するまで規制が及ぶのも、会社関係者の場合と同様である。

（a）公開買付者等の役員等（金商法 167 I ①）

公開買付者等の役員等が主体となる。これらの者は、その者の職務に関して公開買付け

⁴⁰ 平成 23・6・6 刑集 65-4-385（村上ファンド事件）

等の事実を知った時に公開買付者等関係者としてインサイダー取引規制を受ける。その他の解釈は、会社関係者の場合と同様である。

(b) 公開買付者等の帳簿閲覧請求権を有する株主など（金商法 167 I ②）

公開買付者等に対して帳簿閲覧請求権を有する株主などは、その権利行使に関して公開買付け等の事実を知ったときに、公開買付者等関係者として、インサイダー取引規制を受ける。ここでの株主などの範囲など、会社関係者の場合と同様である。

(c) 公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者（金商法 167 I ③）

公開買付者等に対して法令に基づく権限を有する者は、その権限の行使に関し公開買付け等の事実を知ったときに、公開買付者等関係者として、インサイダー取引規制を受ける。これも、会社関係者の場合と同様である。

(d) 契約締結者等（金商法 167 I ④）

公開買付け者等との契約締結者または契約締結交渉者は、契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し、公開買付け等の事実を知ったときに、公開買付者等関係者としてインサイダー取引規制を受ける。これも会社関係者の場合と同様である。

(e) 2号、4号の会社関係者が法人である場合の他の役員等（金商法 167 I ⑤）

公開買付け者等に対して帳簿閲覧権を有する株主や公開買付け者等との契約締結者等が法人の場合、担当の役員等は2号、4号により公開買付者等関係者とされるが、その他の役員等も5号により公開買付者等関係者とされ、その職務に関して公開買付け等の事実を知ったときに、インサイダー取引規制を受ける。会社関係者と同様である。

ii 情報受領者

公開買付者等関係者から公開買付け等の事実の伝達を受けた者は、情報受領者としてインサイダー取引規制を受ける（金商法 167 III）。

(2) 規制対象となる取引

公開買付け等の事実を知った公開買付者等関係者や情報受領者が規制される有価証券の取引は、当該事実が公表される前に社債、株式、新株予約権及びこれらに係るオプションを表示する有価証券等（特定有価証券等）の取引（デリバティブ取引を含む）をすることが禁止される（金商法 167 I 柱文）。

公表とは、多数の者が知りうる状態に置く措置が取られたことであるが、これも上場会社等のインサイダー取引の場合と同様である。ただし、開示書類の公衆縦覧に関しては、公開買付開始広告、公開買付けの撤回の広告、もしくは公開買付届出書または公開買付撤回届出書の公衆縦覧がこれに該当する（金商法 167 IV）。

適用除外もほぼ上場会社等のインサイダー取引の適用除外とおおむね同様である⁴¹。

3 刑事罰

41 ただし、上場会社等のインサイダー取引に存在する、自己株式取得についての機関決定公表後の自己株式の買付けに関する適用除外規定はなく、公開買付け者のインサイダー取引特有の適用除外として、公開買付け者の要請に基づく上場株式等の買い付けが適用除外とされている（金商法 167 V ④）。

インサイダー取引規制に違反した場合、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金またはこれらの併科の刑事罰がある（金商法197の2⑬）。両罰規定があり、法人が罰せられる場合は、罰金が5億円以下となる（金商法207I②）必要的没収、追徴の規定も存在する（金商法198の2I①、同条II）。ただし、財産取得の状況、損害賠償履行の状況その他の事情に照らして当該財産の全部または一部を没収することが相当でないときは、没収しないことができる（金商法198の2I本文但書）。

4 課徴金

インサイダー取引規制違反は、課徴金の対象となる（金商法175I、II）。その額は、規制対象となる情報の公表日以前6か月以内に自己の計算でなされた売付け・買付けの価格と、当該情報が公表された後2週間の最低価格と最高価格との差額を基準として、これに実際の取引量を乗じて計算される。

ただし、罰金、没収、追徴に関する確定裁判があるときは、その額が控除される（金商法185の7XIV、XV）。

6 インサイダー取引関連規制

インサイダー取引に関する規制としては、上記**5 インサイダー取引規制**で述べた直接的禁止規制のほか、関連する規制として、

- 1 役員等の短期売買報告書と短期売買利益の返還
- 2 役員等による空売り規制

がある。いずれも、上場会社等の役員や主要株主などによるインサイダー取引を間接的に規制するものとして、インサイダー取引規制の重要な一部をなしている。しかし、特徴的なのは、いずれもインサイダー情報を利用したことが要件となっていないことである。これは、インサイダー情報を利用しうる地位にある者に関し、客観的事情のみで一律に規制を課すことにより、未然にインサイダー取引を防ぐ意味がある。

1 短期売買報告書と短期売買利益の返還

ここでの規制の主眼は、上場会社等の役員等が、短期間の間に当該上場会社等の株式などの売買をすることにより利益が発生した場合は、その利益を当該上場会社等に吐き出させることが主眼である。そして、短期売買利益を把握するために、上場会社等の役員等に短期売買報告書の提出義務を課すものである。短期売買利益は吐き出さなければならないとすることによって、インサイダー取引が行われることを間接的に防ぐのである。

(1) 主体

規制主体は、上場会社等⁴²の役員⁴³、主要株主、および特定組合等の組合員である。

⁴² 「上場会社等」とは、インサイダー取引規制で述べたのと同じで、社債券、優先出資証券、株券、新株予約権証券であって、金融商品取引所に上場され、または店頭売買有価証券あるいは取扱有価証券に該当するものの発行者のことである（金商法163I）。ここでの定義が、インサイダー取引規制における「上場会社等」の共通の定義となっている。

⁴³ ここでの「役員」の定義も、インサイダー取引規制で述べたのと同じように、金商法21条1項1号の役員の定義で

主要株主とは、名義の如何を問わず、上場会社等の総議決権の10パーセント以上を保有する株主⁴⁴をいう（金商法 163 I 第三括弧書）。このような株主は、会社法上の少数株主権を行使してインサイダー情報を取得する可能性があり、また、直接・間接に事実上の経営にかかわる可能性もあり、その過程でインサイダー情報を取得する可能性があるから、このような株主も規制対象としているのである。

特定組合等の組合員に関しては次のとおりである。まず特定組合等とは、民法上の組合、投資事業有限責任組合⁴⁵、有限責任事業組合⁴⁶及びこれらに類するもので外国の法律に基づいて設立された団体（以上を「組合等」と定義されている）のうち当該組合等の財産に属する株式に係る議決権が上場会社等の総議決権の10パーセント以上であるもののことである（金商法 165 の 2 I、金商法施行令 27 の 8）。要するに、組合等が主要株主となっている場合である。この場合は、その組合員が規制対象となるのである。

（2）短期売買報告書の提出

上記主体に該当する役員、主要株主が自己の計算において当該上場会社等の発行する特定有価証券等⁴⁷の買付け⁴⁸、売付け⁴⁹等⁵⁰をした者は、当該売買等に関する報告書を、売買等をした日の属する月の翌月 15 日までに内閣総理大臣に提出しなければならない⁵¹（金商法 163 I）。特定組合等の組合員がその組合等の財産に関して売買等をした場合も、執行した組合員が同様に提出しなければならない（金商法 165 の 2 I）。一般に、短期売買報告書といわれる。金融商品取引業者や取引所取引許可業者に委託して売買等を行った場合や、取引の相手方がこれらの業者である場合は、当該金融商品取引業者や取引所取引許可業者を経由して提出する必要がある（金商法 163 II、165 の 2 II）。ただし、単元未満株式のみに関する買付けや売付けの場合など、報告書の提出を要しない場合がある（金商法 163 I 但書き、165 の 2 I 但書き、証券取引規制府令 30、40IV）。

この、短期売買報告書が提出されることにより、後述する短期売買利益の把握が容易となるのである。

（3）内閣総理大臣による写しの送付と公衆縦覧

内閣総理大臣は、提出された短期売買報告書の記載に基づき、役員、主要株主、特定組

はなく、会社法上の「役員」とほぼ同じとされている。ところが、ここでの「役員」には、委員会設置会社の執行役も含まれていると解釈されているようである。しかし、会社法上の「役員」の定義は、取締役、会計参与、監査役のみが役員であり（329 I）、執行役は定義上役員とはされていない（特に 371IV 参照）。立法政策上、インサイダー取引規制における「役員」の定義規定を明文で置くべきであろう。

⁴⁴ ただし、次の場合は除かれる。i 信託業者が信託財産として有する場合、ii 有価証券関連業を行う者が有価証券の引受けまたは売出を行う業務により取得した場合、iii 証券金融会社はその業務として保有する場合（証券取引規制府令 24）。

⁴⁵ 投資事業有限責任組合契約に関する法律 2 条 2 項。

⁴⁶ 有限責任事業組合契約に関する法律 2 条

⁴⁷ 前掲注 37 の「特定有価証券等」の定義と同じである。

⁴⁸ 買付けの厳密な内容は、金商法施行令 27 の 5、証券取引規制府令 26。

⁴⁹ 売付けの厳密な内容は、金商法施行令 27 の 6、証券取引規制府令 27。

⁵⁰ 買付け、売付けに含まれる場合として、役員、主要株主が受益者である信託で、同人らの指図に基づいて受託者が買付け、売付けをする場合がある（証券取引規制府令 28）。

⁵¹ 短期売買報告書を提出せず、もしくは虚偽の報告書を提出した場合、6 か月以下の懲役もしくは 50 万円以下の罰金、またはその併科の罰則がある（金商法 205^⑨）。

合等の財産につき、買付け等の後6か月以内の売付け等、あるいは売付け等の後6か月以内の買付け等により利益が出ていると認める場合、報告書のうち当該利益にかかる部分（利益関係書類）の写しを、当該役員、主要株主、報告書を提出した特定組合等の組合員に対し送付する（金商法164IV本文前段、165の2IX本文前段）。これに対し、当該役員、主要株主、特定組合等の組合員は、利益関係書類に誤りがあると認める場合は、書類受領後20日以内に内閣総理大臣に異議申立てができる（金商法164V、165の2X）。異議申立てがあった場合⁵²は、その申し立てにかかる報告書の記載はなかったものとみなされる（金商法164VI、165の2XI）。異議申立てがない場合⁵³は、当該利益関係書類の写しを上場会社等にも送付する（金商法164IV本文後段、165の2IX本文後段）。

また、内閣総理大臣が利益関係書類を送付した場合、当該送付をした日から30日を経過した日から後述する短期売買利益の返還義務が消滅する日まで、または短期売買利益の返還がなされたことを内閣総理大臣が知った日までの間、利益関係書類が公衆縦覧に供される（金商法164VII本文、165の2XII本文）。

こうした内閣総理大臣の一連の措置は、後述する上場会社等からの短期売買利益の返還請求を容易にするためであり、また、短期売買利益の返還請求に関しては後述するように株主代表訴訟も認められていることから、短期売買利益の発生を一般投資家にも知らしめるために公衆縦覧に供されるのである。そのため、この内閣総理大臣の一連の措置は、短期売買利益が上場会社等に返還されたことを内閣総理大臣が知った場合には行われぬ（金商法164IV但書き、VII但書き、165の2IX但書き、XII但書き）。

（4）短期売買利益の返還請求

役員、主要株主が自己の計算で短期売買報告提出義務が発生する取引を行い、その結果、買付け等の後6か月以内の売付け等、あるいは売付け等の後6か月以内の買付け等により利益を得た場合、上場会社等はその利益を上場会社等に提供すべきことを請求できる（金商法164I）。特定組合等の組合員がその組合財産に関して取引を行った場合は、当該特定組合等の財産をもっても利益を提供するよう請求できる（金商法165の2III）。これが、短期売買利益の返還請求である。前期（2）や（3）の制度も、すべてこの短期売買利益の返還請求を容易にする目的のために存在する制度といえるのである。

この、短期売買利益の返還制度があると、たとえインサイダー情報を利用した売買を行っても、その利益を短期間のうちに確定させるとその利益はすべてこの規定により吐き出さなければならなくなる。そのため、インサイダー取引そのものが抑制されることが期待されるのである。条文上も「その職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」という目的規定が挿入されているほどである。ただし、短期売買利益の返還請求の要件として、実際に秘密を不当に利用することが要件とは解されていない⁵⁴。

⁵² 当然、異議申立てに理由があることが大前提であろう。

⁵³ 当然、異議申立てに理由がない場合も含むのであろう。

⁵⁴ 最大判平成14・2・13民集56・2・331（技研興業事件）。返還請求の行使に当たり、秘密の不当利用の有無、またはそれにより一般投資家の利益が現実に損なわれたかどうかは問わないという。

短期売買利益の返還請求は、株主代表訴訟も可能である（金商法 164Ⅱ、165 の 2Ⅶ）。株主代表訴訟行使の要件は、会社法上の株主代表訴訟（847）とほぼ同様である⁵⁵。

特定組合等の財産で返還する場合で、当該財産で完済できない場合及び強制執行が功を奏さない場合は、組合員がその負担割合に応じて責任を負う。ただし、強制執行が功を奏さない場合でも、組合員が強制執行が容易な組合財産の存在を証明した場合は責任を負わない（以上、金商法 165 の 2Ⅳ乃至Ⅵ）。

短期売買利益の返還義務は、利益の取得があった日から2年で消滅する（金商法 164Ⅲ、165 の 2Ⅷ）。

（5）適用除外

内閣総理大臣による利益関係書類の写しの送付・公衆縦覧、短期売買利益の返還については適用除外があるが、その内容は、短期売買報告書提出義務が免除される場合と全く同じである（金商法 164Ⅷ、165 の 2ⅩⅢ、証券取引規制府令 33）。結局、短期売買報告書提出義務が免除される場合は、その他の適用も除外となるのである。

また、短期売買利益の返還義務に関しては、判例上、典型的にみて取引の態様自体から秘密を不当に利用することが認められない場合には、短期売買利益の返還義務は発生しないとしている⁵⁶。

2 役員等による空売りの禁止（金商法 165、165 の 2ⅩⅤ）

ここでの空売り規制は、相場操縦規制としての空売り規制とは異なる規制である。上場会社等の役員や主要株主などが空売りを行う場合は、未公表の不利益情報を有している可能性が高く、不利益情報に基づくインサイダー取引を防ぐために、特別に主体を限定して空売りを禁止しているのである。

（1）主体

インサイダー取引関連規制としての空売り禁止の対象となる主体は、上場会社等の役員、主要株主、特定組合等の組合員であり、短期売買報告・利益返還の主体と同じである（金商法 165 柱文、165 の 2ⅩⅤ柱文）。

（2）規制対象となる取引

要は、特定有価証券等の空売りの場合であり、平たく言えば、売主が保有する特定有価証券の額・数量よりも多額・多量の売付けをする場合であるが、もう少し正確には次の2種類の取引である。

- i その売付けの額が、売主の有する当該上場会社等の同種の特有価証券等の額を超える場合（金商法 165①、165 の 2ⅩⅤ①）
- ii その売付けにおいて授受される金銭の算出基礎となる特定有価証券等の数量が、

⁵⁵ ただし、管轄など会社法上の株主代表訴訟における手続きの特則に関する規定と同様の規定は存在しない。必要に応じて会社法の規定を類推すべきなのであろう。また、おそらくこの株主代表訴訟を行使するにあたっては、個別株主通知（社債株式振替 154 以下）が必要なのであろう。ただし、代表訴訟における個別株主通知の要否に関しては、代表訴訟の解説で再度述べる。

⁵⁶ 前掲注 54 最大判平成 14・2・13（技研興業事件）。

売主の有する当該上場会社等の同種の特有価証券の数量を超える場合（金商法 165 ②、165 の 2ⅩⅦ②）

上記 i は、一般の売付けが想定され、上記 ii はデリバティブ取引が想定されている。

（3）罰則

この空売り規制に違反した場合、6 か月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金、またはその併科である（金商法 205⑳）

7 その他の取引規制

1 無免許市場における取引禁止

何人も、違法に開設された金融商品市場で有価証券の売買や市場デリバティブ取引をしてはならない（金商法 167 の 2）。これに違反した者は、1 年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金またはこれが併科される（金商法 200⑱）

2 虚偽公示相場の禁止

何人も、有価証券等の相場を偽って公示し、または公示し若しくは頒布する目的をもって有価証券等の相場を偽って記載した文書を作成し、若しくは頒布してはならない（金商法 168Ⅰ）。また、何人も、発行者、有価証券の売出しをする者、特定投資家向け売付け勧誘等をする者、引受人または金融商品取引業者等の請託を受けて、公示しまたは頒布する目的をもって、これらの者の発行、分担又は取扱いに係る有価証券に関し重要な事項について虚偽の記載をした文書を作成し、または頒布してはならず（金商法 168Ⅱ）、発行者、有価証券の売出しをする者、特定投資家向け売付け勧誘等をする者、引受人または金融商品取引業者等は、重要な事項について虚偽の記載をした文書を作成し、又は頒布を請託してはならない（金商法 168Ⅲ）。

これらの規制に違反した者は、1 年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金またはこれが併科される（金商法 200⑳）。

3 対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限

何人も、発行者、有価証券の売出しをする者、特定投資家向け売付け勧誘等をする者、引受人、金融商品取引業者等、公開買付者等から対価を受け、又は受けるべき約束をして、有価証券、発行者、公開買付者に関し投資についての判断を提供すべき意見を新聞紙若しくは雑誌に掲載し、又は文書、放送、映画その他の方法を用いて一般に表示する場合には、当該対価を受け、又は受けるべき約束をして行う旨の表示を併せてしなければならない（金商法 169 本文）。これらの発行者などから対価を受けて行う意見表示は、多少なりとも発行者などに有利な意見となりがちであるため、対価を受けての意見であることがその意見表示からわかるようにする趣旨である。

この規制に違反した者は、6 か月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金またはこれらが併科される（金商法 205⑳）。

ただし、広告料を受け、又は受けるべき約束をしている者が、当該広告料を対価とし、

広告として表示する場合については、この規制を受けない（金商法 169 但書）。

4 有利買付け等の表示の禁止

何人も、有価証券の不特定多数者向け勧誘等を行うに際し、不特定かつ多数の者に対して、これらの者の取得する当該有価証券を、自己又は他人が、あらかじめ特定した価格や一定の基準により算出される価格若しくはこれを超える価格により買い付ける旨、またはあらかじめ特定した価格若しくはこれを超える価格により売り付けることをあつせんする旨の表示をし、又はこれらの表示と誤認されるおそれがある表示をしてはならない（金商法 170 本文）。この規制の趣旨は、市場価格が大きく変動する有価証券を表示どおりに買い戻すことができなくなった場合に投資家が大きな損害を被るためであるといわれる⁵⁷。

不特定多数者向け勧誘等とは、新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘又は既に発行された有価証券の売付けの申込み若しくはその買付けの申込みの勧誘のうち、不特定かつ多数の者に対するものをいう。

この規制に違反した者は、1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金またはその併科の罰則がある（金商法 200 第 21 号）。

ただし、この規制はリスク商品において問題となりうることから、国債など元本保証のあるような有価証券は適用除外となっている（金商法 170 但書）⁵⁸。株式が適用除外ではないことは、当然である。

5 一定の配当等の表示の禁止

有価証券の不特定多数者向け勧誘等をする者又はこれらの者の役員、相談役、顧問その他これらに準ずる地位にある者若しくは代理人、使用人その他の従業者は、当該有価証券の不特定多数者向け勧誘等に際し、不特定かつ多数の者に対して、当該有価証券に関し一定の期間につき、利益の配当、収益の分配その他いかなる名称をもってするかを問わず、一定の額またはこれを超える額の金銭の供与が行われる旨の表示（当該表示と誤認されるおそれがある表示を含む。）をしてはならない（金商法 171）。株式のような有価証券の場合、配当は都度決定されるもので、あらかじめ確定しているわけではないにもかかわらず、確定しているかの如くに投資家に誤解を生じさせてしまう恐れがあることから、一種の断定的判断を禁止する趣旨といえる。

以上の趣旨からすると、国債などのように、性質上収益の分配があらかじめ確定している有価証券は適用除外となっている（金商法 171 第一括弧書）。

本条に違反した者は、1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金またはその併科の罰則がある（金商法 200 第 21 号）。

⁵⁷ もっとも、当該規制が設けられた当初の立法趣旨はともかく、今日的にはむしろ損失補てん的約束（しかも実際に損失補てん的約束が守られるかどうか分からない）をして投資家にリスク商品売りつけることそのものの問題性が取り上げられてもよさそうである。

⁵⁸ ただし、市場金利の動向次第で国債なども価格は上下するので、リスクの小さいことが適用除外の理由といえよう。