

不公正取引規制 インサイダー取引規制

野畑証券研修資料

2025年2月27日(木)

最近のインサイダー事例

○公開買付情報を利用した監督機関職員等によるインサイダー事件が目立つ

1. 金融庁職員（出向裁判官）による事件

2024年12月23日告発

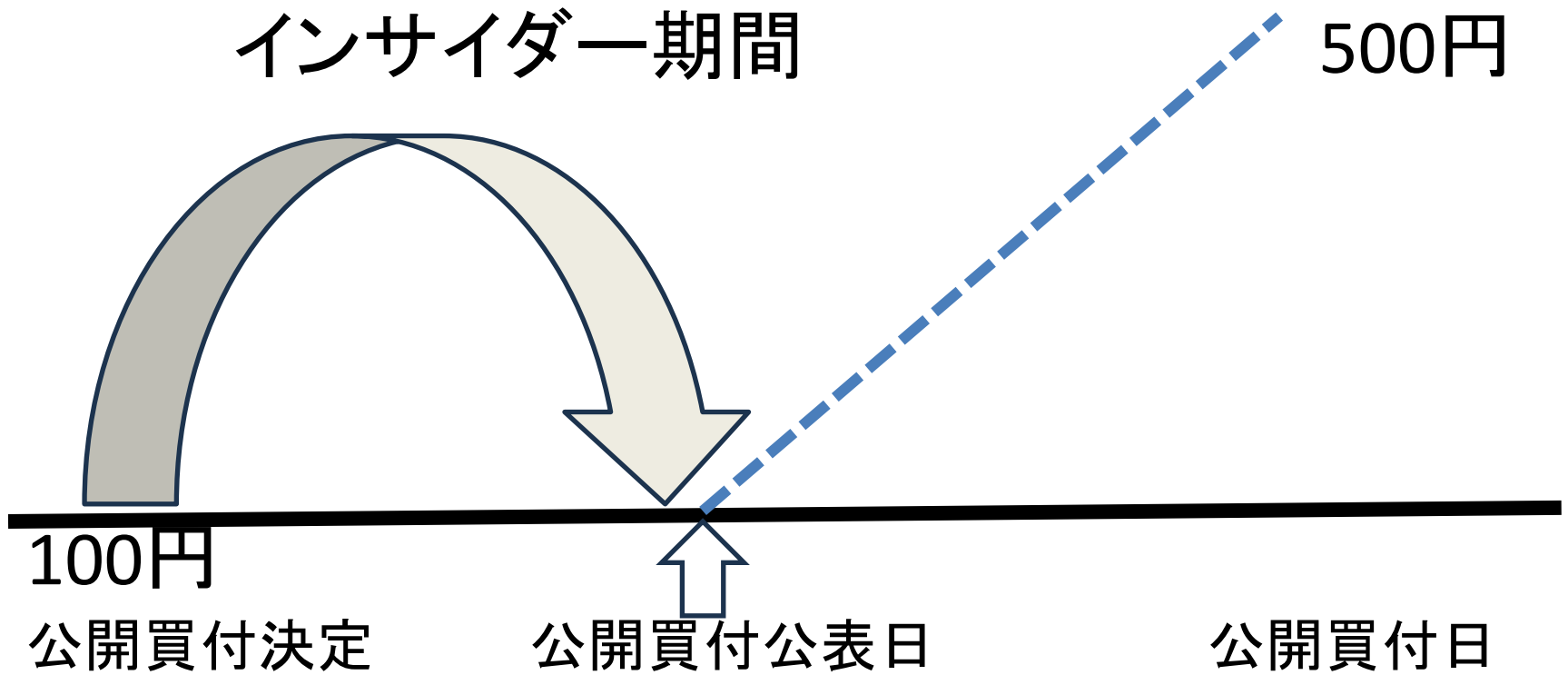
2. 東京証券取引所社員による事件

2024年12月23日告発

3. 三井住友信託銀行職員による事件

2025年2月6日 強制捜査情報

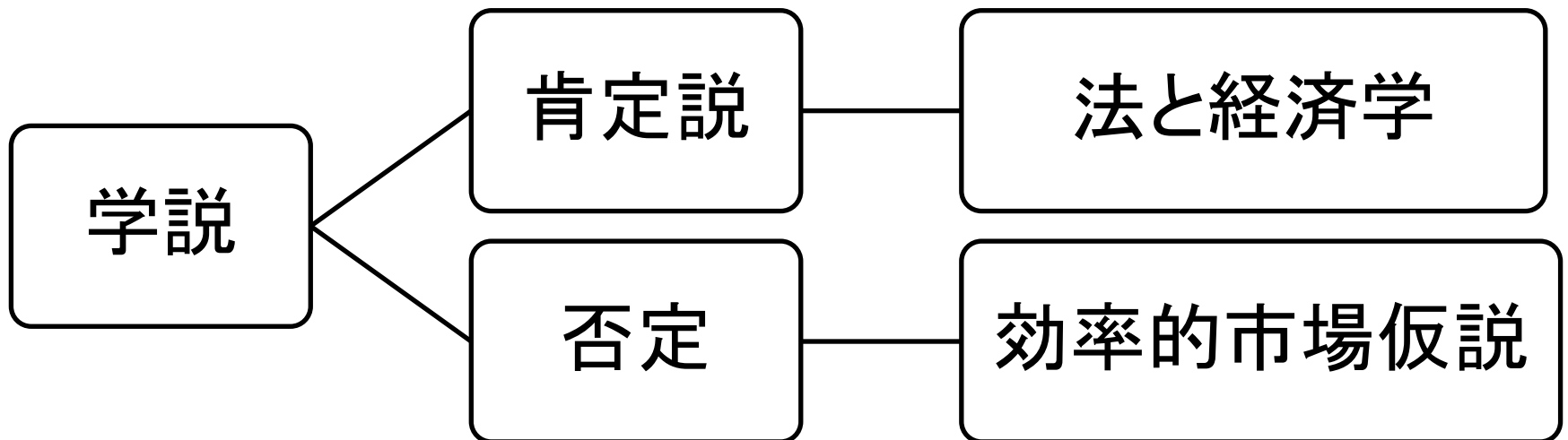
公開買付



インサイダー取引とは何か

- ① 会社内部者（関係者）しか知らない
- ② 重要事実・情報を基に
- ③ 未公表の段階で
- ④ その会社の株式取引を行う行為

インサイダー取引の認識 (肯定すべきか、否定すべきか)



インサイダー取引肯定論V否定論

肯定説(マン教授・法と経済学)

- 1. エージェンシー問題の緩和策
- 2. 情報開示に繋がる(効率的)
- 3. 被害者のない犯罪

否定説（現在の多数説・判例）

- 1. 市場への信頼喪失
- 2. 情報開示が遅延
- 3. 不公正である

（効率的市場仮説・ファーマ教授）

情報の種類

内部情報

財政状況

過去の株価

公開

効率的市場仮説(ファーマ教授)

FAMA Efficient Market Hypothesis

情報は直ちに市場の株価に反映する=効率的市場

①ウィーク型効率性(限定)

情報=過去の株価形成情報のみ

⇒ランダムウォーク⇒チャート分析は無意味

(テクニカル分析否定)

②セミストロング型・法定開示論拠 ⇔現実

情報=過去の株価形成情報+ファンダメンタル情報

(企業業績や財務内容)⇒ファンダメンタル分析否定

③ストロング型(無限定)

過去の株価形成情報+ファンダメンタル情報

+非公開情報 ⇒完全効率性

チャート屋(街の予想屋)

過去の株価から将来の株価を推測する者

誰も過去の株価・判っている

⇒競争優位は生まれない



ファンダメンタリスト

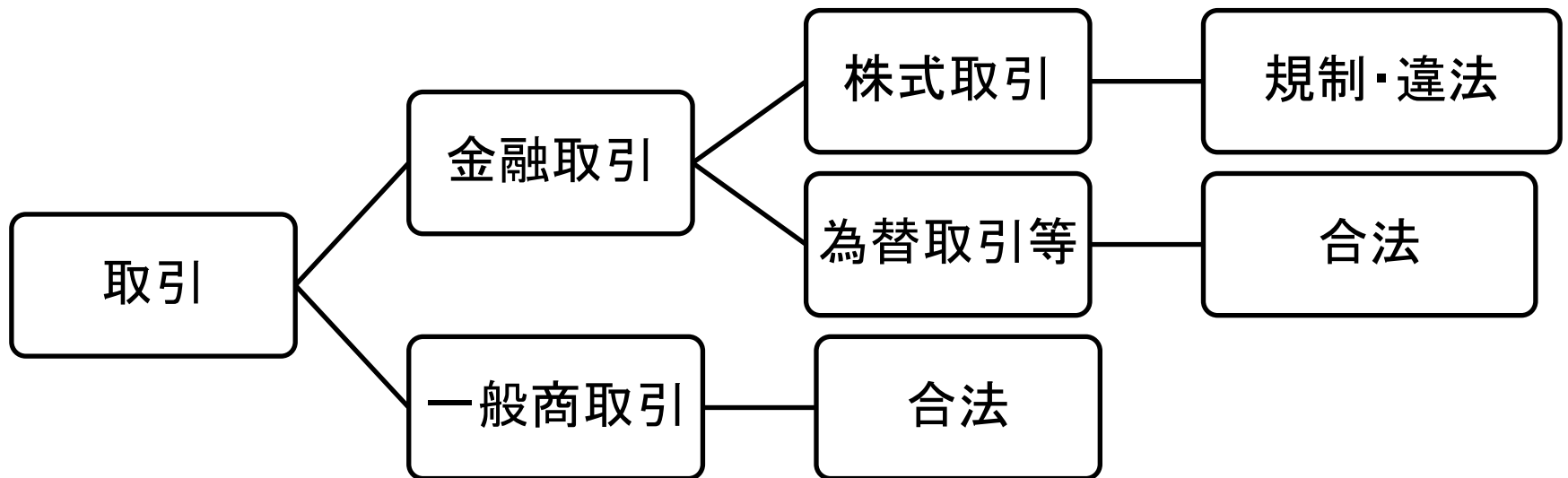
ウォーレン・バフェット

(世界の3大投資家の一人(注))

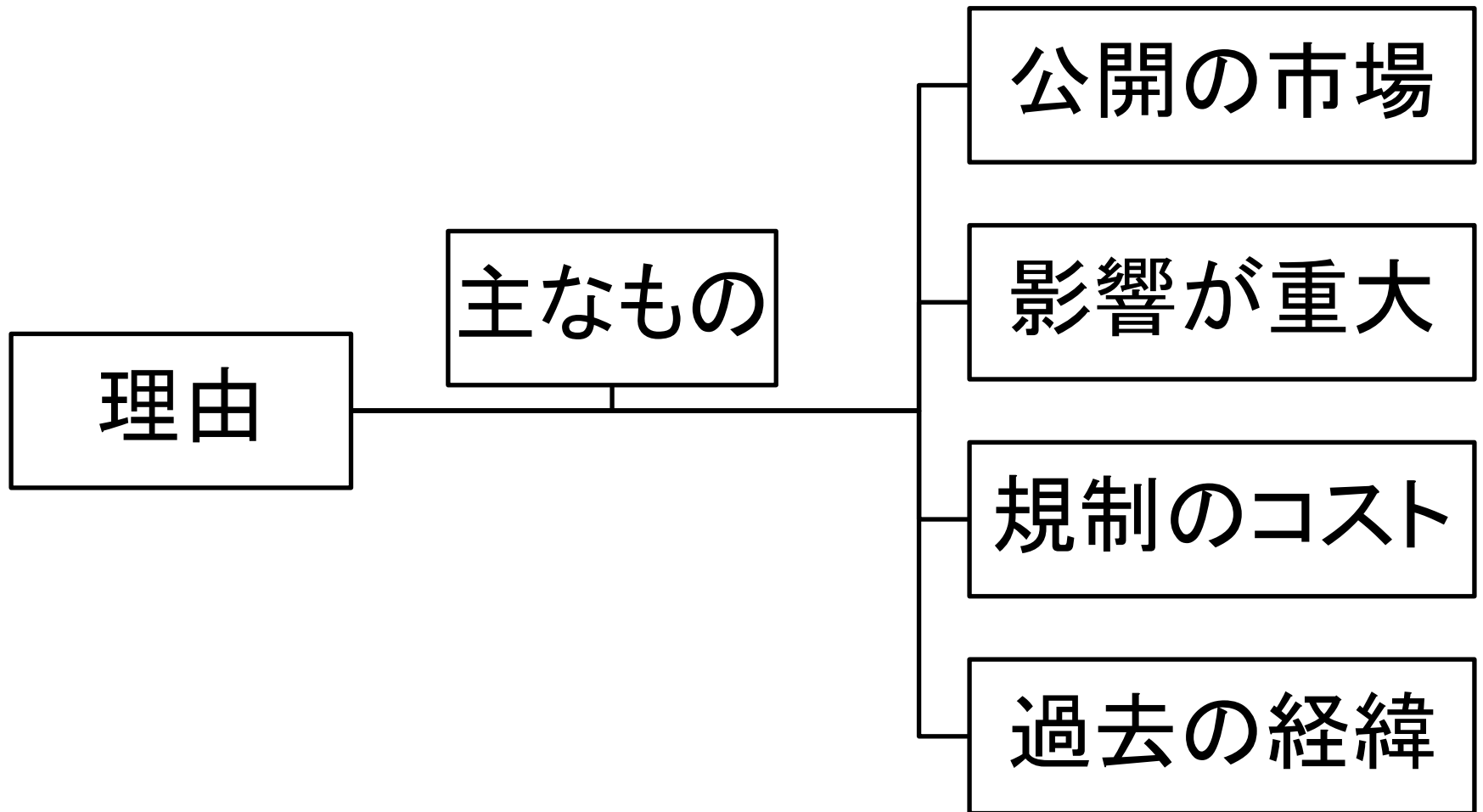
1. 長期投資を行うこと。
「バイ・アンド・ホールド」
2. バリューストックの投資
(財務諸表等をよく読む)
3. 知らない会社には投資しない

ウォーレン・バフェット、ジョージ・ソロス、ジム・ロジャーズ

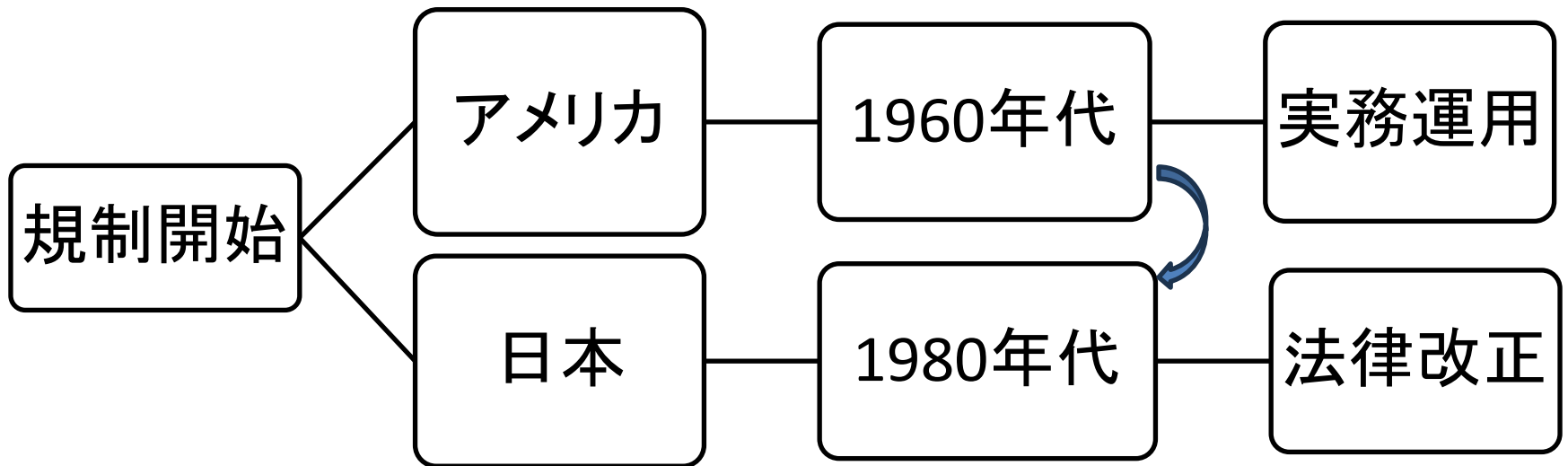
インサイダー取引が規制されている商行為の種類



株式取引だけ違法とする理由



インサイダー取引規制の歴史



アメリカSEC規則10b-5 操作・欺瞞的行為の禁止

- ① 詐欺を行うための策略、計略、または技巧を用いること、
- ② 重要な事実について不実表示をすること、または誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること、
- ③ 詐欺もしくは欺瞞となり、またはそのおそれのある行為、慣行、または業務を行うこと

アメリカの展開—規制の法的根拠10b-5

(インサイダー取引を違法とする実質的理由)

1. 情報平等理論(1961年キャディー・ロバーツ事件)

誰もが入手できない情報入手し、不当に利益を得るのは、不平等である。

2. 信認義務理論

(1980年チアレラ事件)

情報入手する原因から生じる信認義務(コモン・ロー)に違反する。

3. 不正情報流用理論(現在の判例・多数説)

(1997年連邦最裁判所オヘーガン判決)

情報入手した目的以外に使うのは、義務に違反する。

アメリカの議論展開 10b-5の解釈

1. 情報平等理論

(1961年キャディー・ロバーツ事件)

2. 信認義務理論

(1980年チアレラ事件)

3. 不正流用理論

(1997年オヘーガン事件)

1960年代の議論

○米国における議論の発端

SECの審決事案1961年

(キャディー・ロバーツ事件)

○証券取引所を通じた取引に初めて、

ペナルティを課したケース

○証取法研究者の反応(ルイス教授)

「昨日まで、まったく問題とされなかった取引が、何の検討もなく今日から違法となった。」

1960年代・情報平等理論

- 1961年キャディー・ロバーツ事件
- SECの処分・行政審判
- 会社役員が顧客に情報を漏洩
- 誰もが入手できない情報入手し、不当に利を得るのは、不平等である。

1970・1980年代・信認義務理論

- 1980年チアレラ事件
- 連邦最高裁判所判決
- 公開買付資料の印刷会社職員が
情報利用
- 情報を手に入る原因から生じる信
認義務(コモン・ロー)に違反する。

1990年代～・不正流用理論

- 1997年オヘーガン事件
- 連邦最裁判所判決
- 公開買付情報入手した買付け先の弁護士が利用
- 情報入手した目的以外に使うのは、契約義務に違反する。

日本のインサイダー規制

○法律規制以前 自粛通達

日本は「インサイダー天国」

インサイダー取引に関する社会的関心の高まり、
米英等の動きを踏まえ審議

○1988年（昭和 63）5月

規制を設け、刑事罰則を整備

（1989年4月1日施行）

金融商品規制法(旧証券取引法)

第166条

会社関係者であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実については、当該各号に定めるところにより知つた者は、当該業務等に関する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。

第167条

公開買付者等関係者の内部取引行為禁止

インサイダーの構成要件の比較

項目	日本(形式)	米国(実質)
対象有価証券	特定有価証券⇒株	全ての有価証券
行為者	会社関係者 第一次情報受領者	会社関係者 情報受領者は無限定
重要事実	決定事実・発生事実 決算変更＋包括規定	投資判断に影響を与える 事実・情報
違反行為	売買、情報提供、推奨	売買、情報提供、推奨
公表方式	公表方式を法定	方式を不特定
ペナルティ	刑罰(5年500万円) 課徴金	刑罰(20年500万ドル) 吐き出し 制裁金(3倍)

日本の対象：有価証券

○「特定有価証券」

●特定有価証券

社債券、優先出資証券、株券等

●関連有価証券

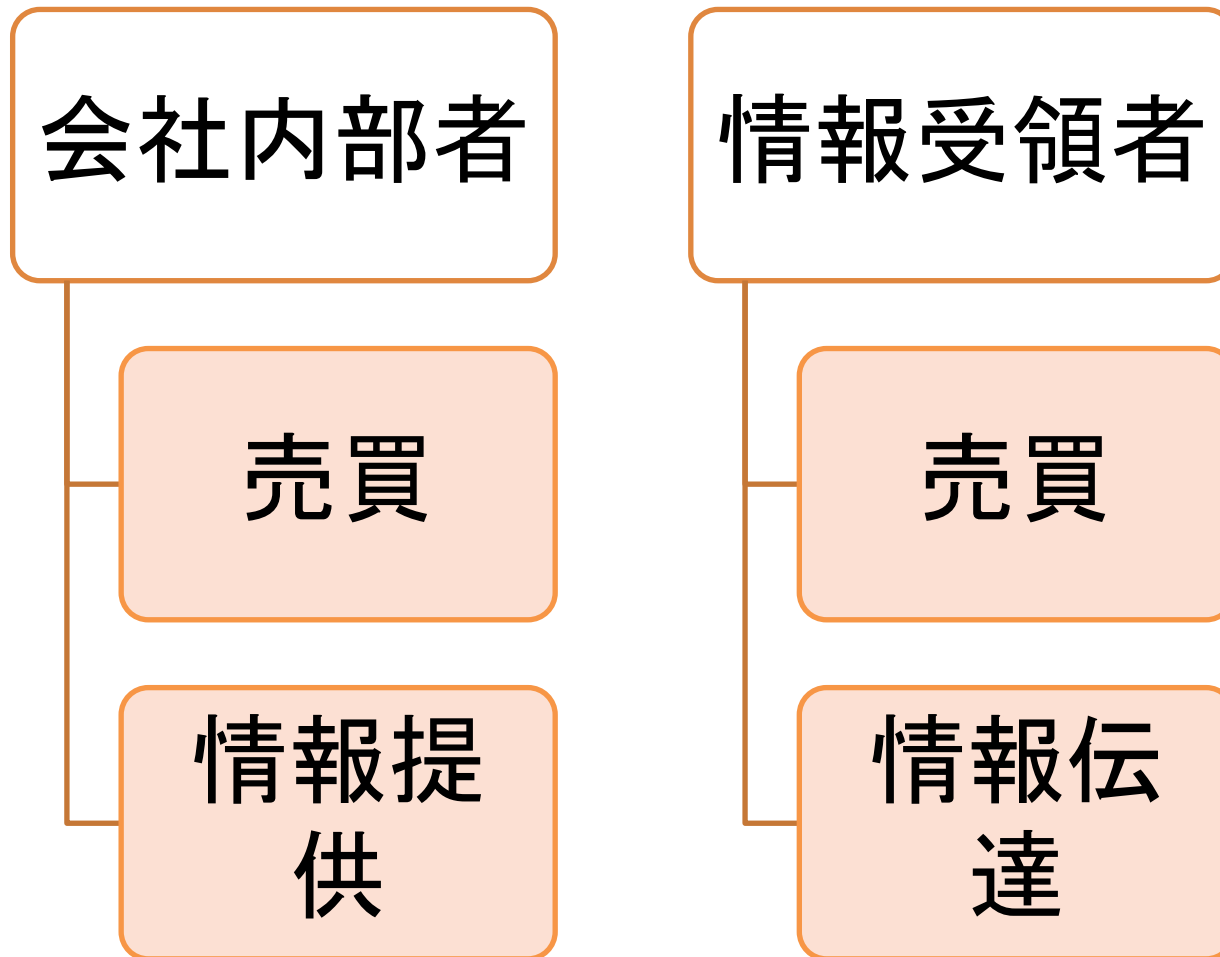
投資信託の受益証券等

（一般の投信、ETFは対象外）

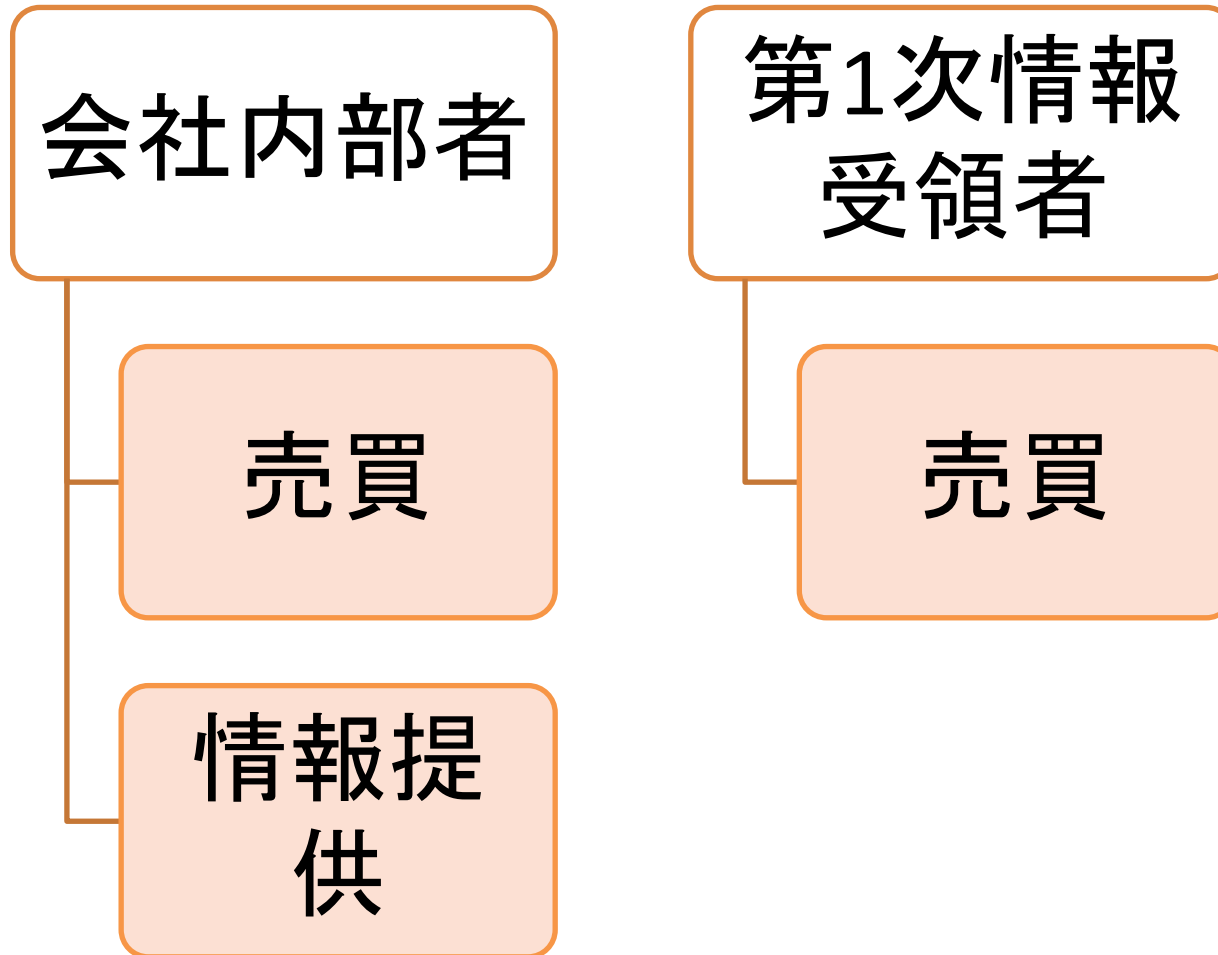
売買等

- 売買、交換、代物弁済等では有償で所有権を移転すること
事業譲渡の特定承継も含む。
- 貸株借株は、所有権が移らないため売買に該当しない(多数説)

アメリカの規制内容



日本の規制内容



会社内部者・関係者—1

○会社関係者 5類型(第166条1項各号)

①内部者

i 役員(含む退職後1年以内)

ii 株主等

②準内部者

iii 監督行政機関等

iv 公認会計士・弁護士、提携会社等

v ii 又はivの者である法人の役員等

－2

- 第1次情報受領者（第166条3項）

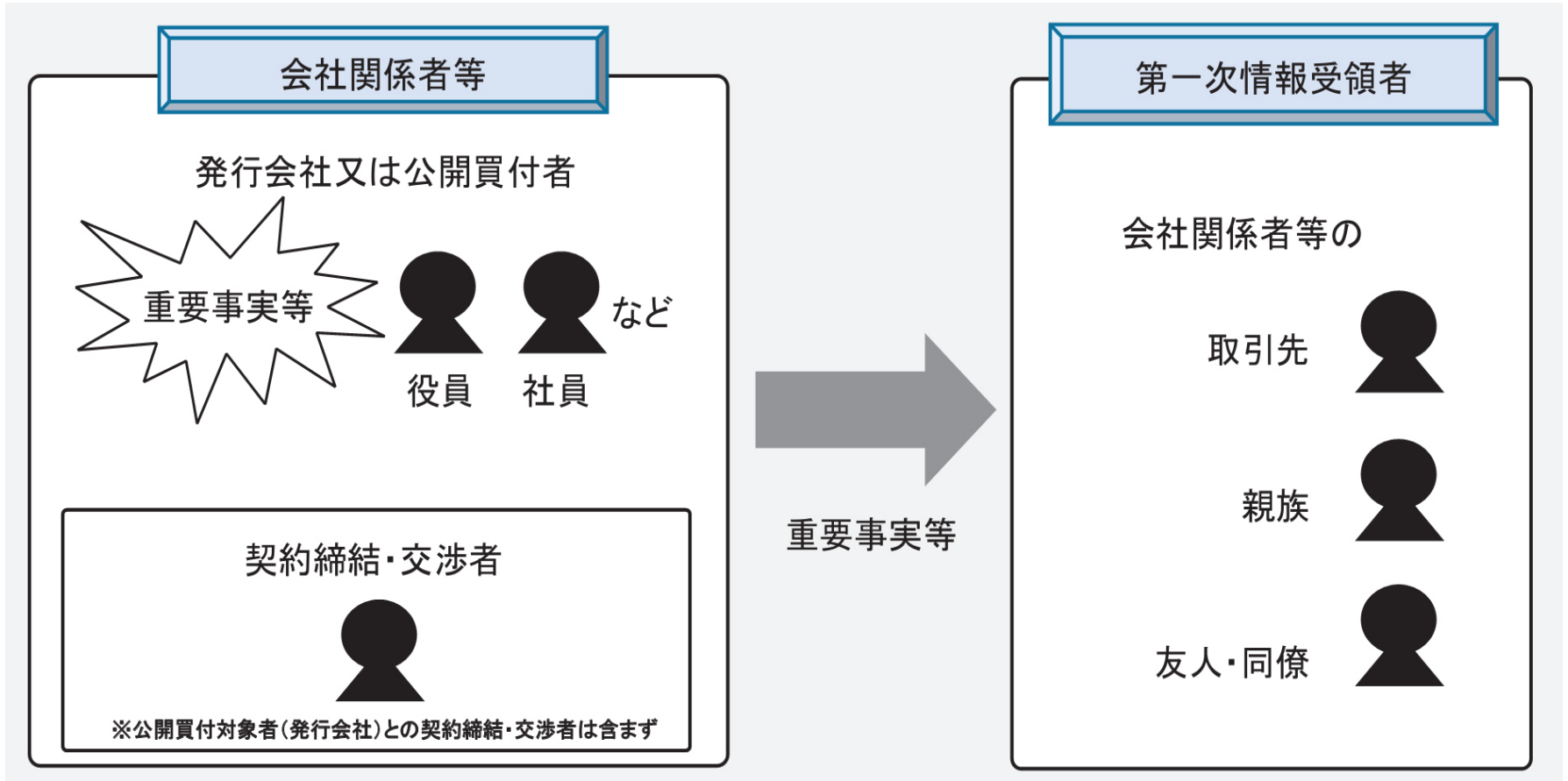
会社関係者から業務等の重要事実の伝達を受けた者

- 情報伝達を受けた者が属する会社の役員等でその職務に関し知った者も含まれる（平成10年改正）。

- そこで、第1次情報受領者と第2次との境界が非常に微妙なものになる。

プライベートなもの、偶然に見えるものも含まれる可能性がある。

違反行為者の属性



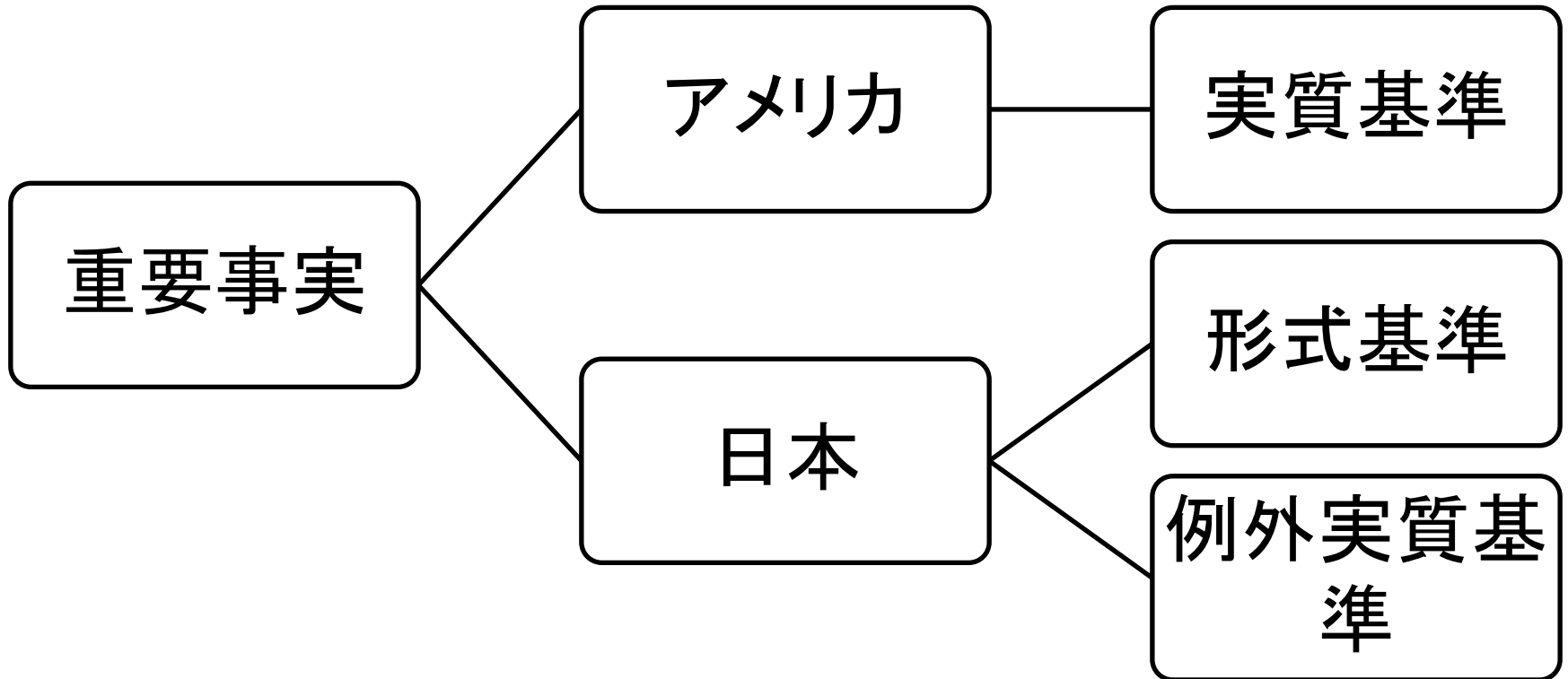
違反者の属性

会社関係者等			第一次情報受領者				
累計※	役員 (18名) 5.2%	社員 (72名) 20.6%	契約締結者等 (57名) 16.3%	取引先 (53名) 15.2%	親族 (24名) 6.9%	友人・同僚 (85名) 24.4%	その他 (37名) 10.6%
	発行会社 (3名) 0.8%						

※H17. 4(課徴金制度導入時)から R6. 3 までの累計

会社関係者等			第一次情報受領者		
令和5年度	社員 (2名) 16.7%	契約締結者等 (2名) 16.7%	親族 (1名) 8.3%	友人・同僚 (5名) 41.6%	その他 (2名) 16.7%

重要事実・情報



重要事実

○重要事実(法第166条2項柱書)

投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすべき
未公表の事実に関する情報

●決定事実(同1号・5号)軽微基準

●発生事実(同2号・6号)軽微基準

●決算情報(同3号・7号)重要基準

●バスケット条項(同4号・8号)

○市場情報(需給動向)、政策情報(経済・金融政策)などは、構成要件の明確性の観点から除かれている。

－2

○決定事実

- 内容・新株発行、業務提携等

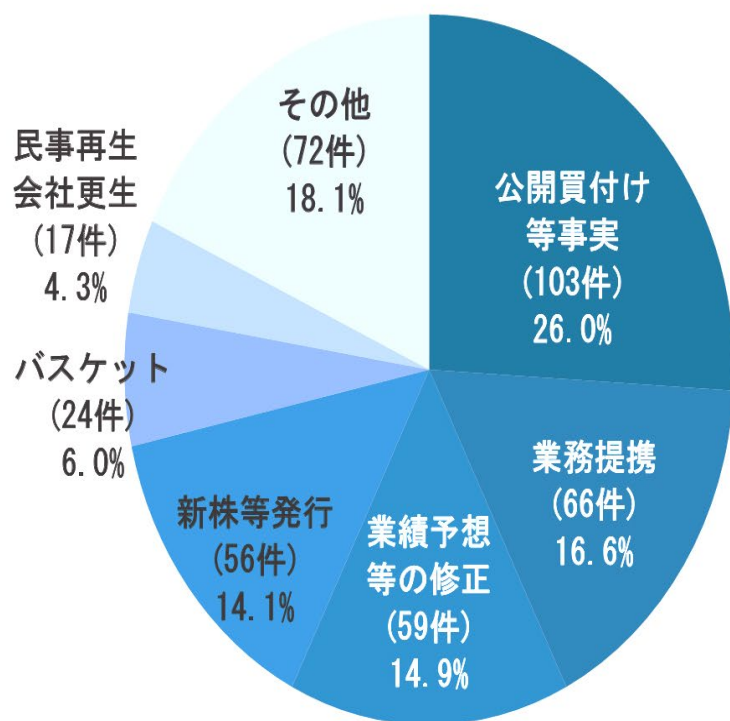
- 決定機関

「業務執行をする機関」⇒会社法の機関に限られず、実質的に意思決定できる機関であれば足りる（日本織物加工事件 最判平成11年6月10日）

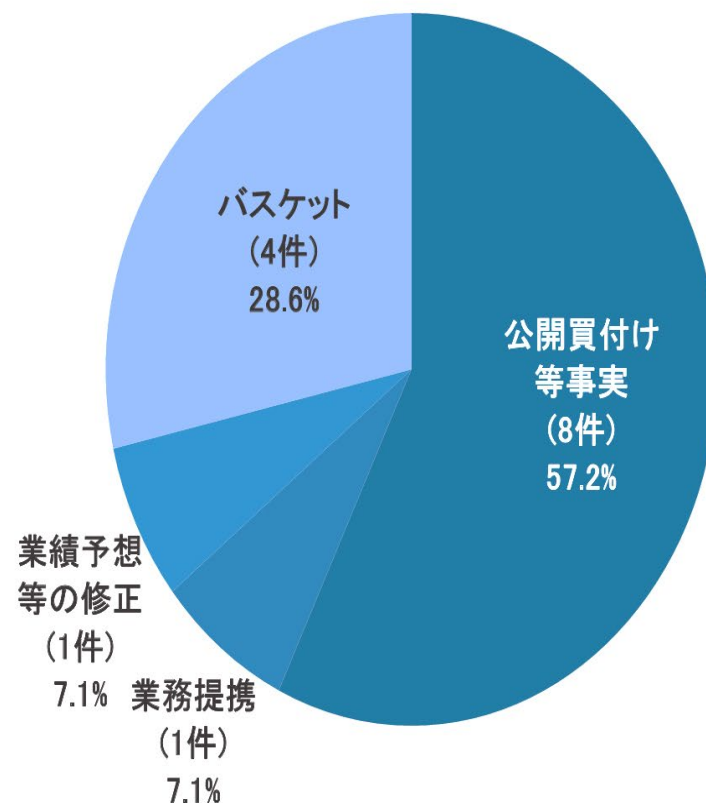
- 決定

「決定」をした⇒解釈は分かれているものの、実現を意図して行ったことを要するが確実に実行されるとの予測は不要とする（同上判例）

重要事実別構成割合



H17.4(課徴金制度導入時)から R6.3 までの累計



令和5年度

○「知った」

●知ったことと売買との因果関係不問

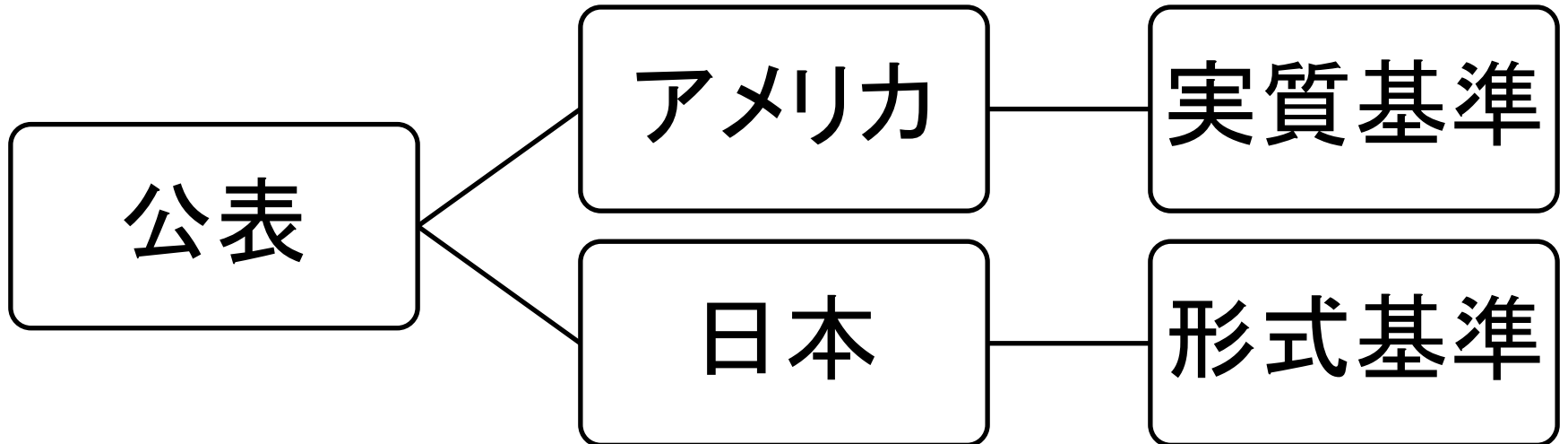
知らない場合には、当該情報を利用したとは認められない。

●構成要件の該当性の認識は不要。事実の認識(裸の事実)で足りる。法的評価ではない。

●違法性の意識も不要

●利益獲得、損失回避の目的、意思も不要

公表



日本の公表基準

①12時間ルール

新聞等報道機関2以上に対して公開してから
12時間が経過したこと

②取引所の公衆縦覧

取引所に通知し、取引所がその旨電子的に公
表すること

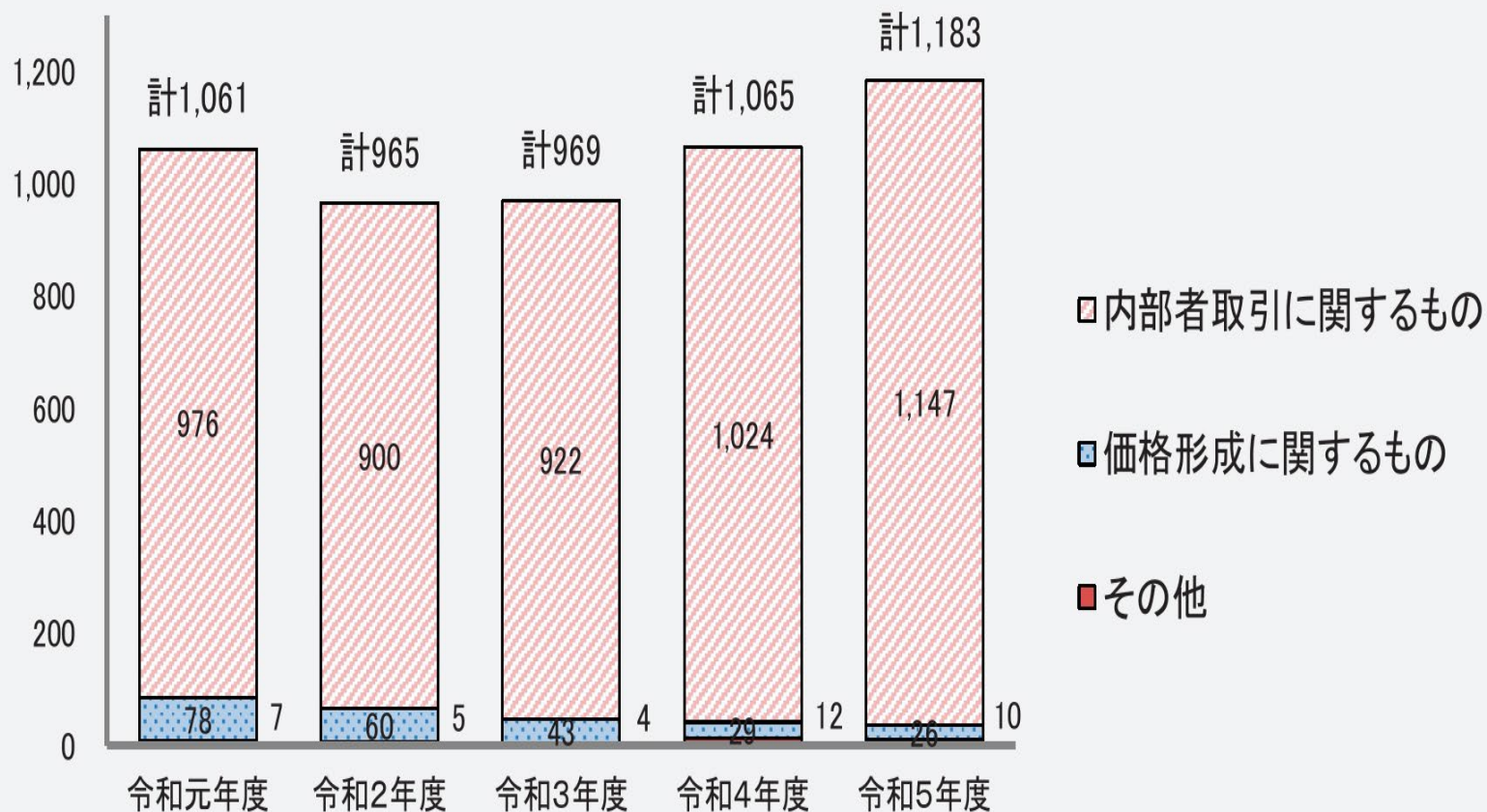
③有報等の公衆縦覧

その旨が記載された有価証券報告書、臨時報
告書などが公表されること

取引審査件数(2023年度)

インサイダー取引 1,147件

単位:件数)

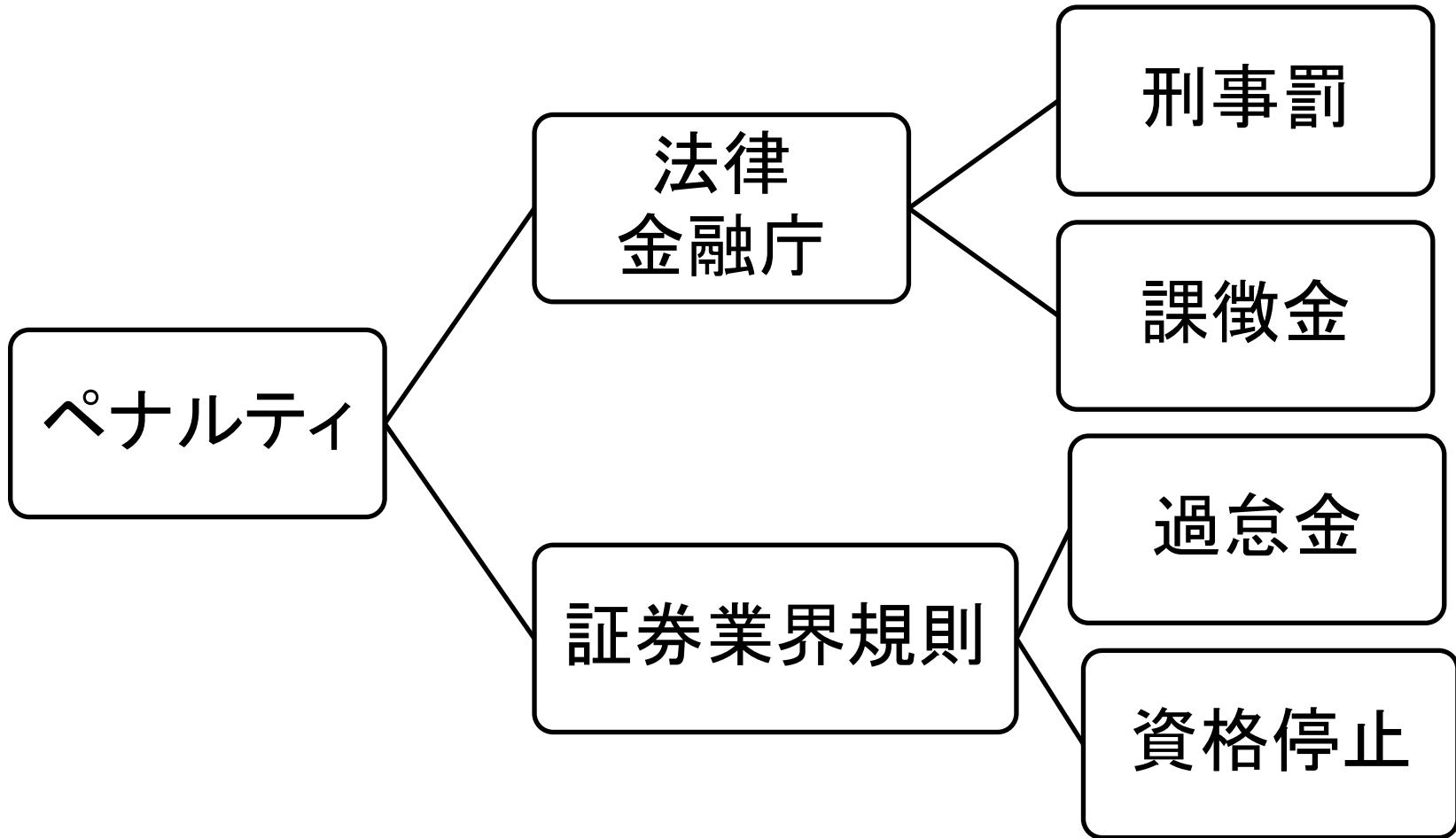


米国のペナルティ

- 刑事罰（取引所法第32(a)）
 - 個人 = 20年以下の自由刑
500万ドル以下の罰金
又はその併科
 - 法人 = 2,500万ドル以下の罰金

- 行政上の措置（第21(d)、第21A(a)等）
 - 不当利得の吐き出し
 - 民事制裁金
制裁金の上限・不当に得た利得の3倍

日本の違反行為に対する対応



刑事罰

○自ら規制に違反する売買等を行った場合

→5年以下の懲役又は500万円以下の罰金(金融商品取引法197条の2第13号)

○情報を違法に伝達した先の他人が、インサイダー取引規制に違反する売買等を行った場合

→5年以下の懲役又は500万円以下の罰金(金商法197条の2第14号、第15号)

○法人の代表者・代理人・使用人その他の従業者が、上記いずれかの罰則規定に該当する場合

→法人にも5億円以下の罰金(金商法207条1項2号)

課徴金

(金商法175条1項、175条の2第1項)

自らインサイダー取引規制に違反する売買等を行った場合

(a)自己の計算による場合

→獲得した利益又は回避した損失の全額

(b)他人の計算による場合

→投資運用業者であれば運用報酬の3倍、それ以外であれば受け取った対価相当額

—2

○第一次情報受領者が違反売買等を行った

①情報伝達が、売買等の媒介・取次ぎ・代理業の一環として行われた場合

→受け取った手数料等の3倍

②情報伝達が、有価証券の募集・売出し等の取扱業の一環として行われた場合

→受け取った手数料等の3倍（有価証券の引受けも行っている場合、引受対価の2分の1を加算）

③それ以外の場合

→第一次情報受領者が得た利得相当額の2分の1

課徴金納付命令勧告案件の推移

(注)クロスボーダー事案を含む

