

役員等の自社株売買情報の開示

なぜ日経新聞には役員の本社株売買情報が掲載されないのか？

梅本 剛正

1 問題の所在

(1) 日本のガラパゴス規制と役員らの自社株売買情報開示規制の欠如

諸外国の経済紙では、相場関連情報のエリアに会社の役員らの自社株売買情報が掲載されている。Financial Times⁵⁾、Director Dealings⁶⁾、Wall Street Journal⁷⁾、Insider Trading Spotlight⁸⁾。

ところが、わが国の代表的な経済紙である日本経済新聞には、役員の本社株売買情報のようなコーナーはどこを探しても掲載されていない。それはなぜだろうか？理由は簡単である。諸外国では、役員らによる自社株売買情報を適示に開示させる規制があるのに対して、日本の金商法では、類似の規制が存在しないからである。法律上の開示義務があるからこそ、情報が一般に利用されているのである。諸外国といっても、英米に限らずEU加盟各国ではすでに役員の本社株売買情報は上場会社のHPなどでタイムリーに開示されているし、EU非加盟の北欧諸国やカナダ、オーストラリア、シンガポール、香港など多くの国や地域においても、上場会社役員らの自社株売買情報は透明化されている。この点に関する限り、日本の金商法は「ガラパゴス規制」といっても過言ではない。

これまでは創業者一族などを除き、会社の役員であっても自社株式保有数はさほど多くなく、自社株の売買もさほど行われなかったため、そもそも問題とはなりえなかったのかもしれない。多くの上場会社では、内規で（許可制・届出制・売買禁止期間の設定など）会社内部者による自社株売買に制限を加えていることや、従来インサイダー取引規制の適用除外の範囲が狭かったので、役員らが売買を自重し、退職してから自社株式を処分していたものと推測される。二〇一五（平成二七）年に「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」が改正され、インサイダー取引規制の適用除外（いわゆる知る前契約・計画に係るセーフハーバー）の範囲が拡大された（取引規制府令五九条一項一四号⁽¹⁾）。そのため、現在では役員らの自社株売買は、法律上はかなり自由になっている。しかし、上場会社が内規等を改めて業績連動型報酬をより使い易くするまでには至っていないようである。改正された知る前契約・知る前計画に基づいてインサイダー取引規制の内規の変更等を具体的に進めている上場会社は、まだ限られているようである（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』（二〇一六）⁽²⁾）。

とはいえ、会社業績に連動するエクイティ型報酬の導入が進む中、会社内部者が自社株式を手にする機会が増え、インサイダー取引規制を踏まえた社内ルールなどの整備が進むにつれて、自社株を金銭にするため市場等で処分する機会も増えることは疑いない。過剰なほど自己抑制的であった自社株売買が、徐々に役員らの間で一般的になると同時に、会社内部者によるインサイダー取引規制違反のリスクは増えていくことが予想される。諸外国の制度を参考にして、わが国でも会社内部者の自社株売買の開示規制を検討する時期にきているといえよう。

(2) 自社株売買情報開示規制を導入する根拠

諸外国で導入されている自社株売買情報の開示規制には、いくつかの規制根拠が示されている。この議論はわが国で規制導入を議論するに当たっても参考になると思われるので、見ておくことにしよう。

① 不公正取引の防止

会社内部者による自社株式の売買情報を公衆開示し透明化することは、それによりインサイダー取引など内部者による不正な取引が抑止されることが期待される。インサイダー取引規制違反を摘発するのは規制当局であり、現行規制のように規制当局に対する報告義務があれば足りるとの見方もありうる。しかし、規制当局の摘発能力には限界がありすべての違法な取引にまで目が行き届かないのもたしかである。なによりも、不正行為は事後の摘発よりも事前予防こそ重視すべきである。自社株売買情報の開示は、内部者に不正取引を躊躇させる効果があるはずである。

さらに、インサイダー取引規制違反に該当しなくても、情報を利用した自社株式の取引により内部者が利益を上げることができる。インサイダー取引規制は、会社内部者が売買をすることが要件となっているが、投資判断には売買をしない、あるいは売買のタイミングを選ぶというものもある。売買を行わなくても利益機会がないとは言いが切れない。たとえば、保有する自社株の売付けを検討している会社関係者がおり、重要事実該当する上げ材料が間もなく公表予定であることを知っていたとする。その会社関係者が当該事実の公表前に買付けをすればインサイダー取引規制違反となるが、公表後に株価が高くなるまで売付けを遅らせる、という判断をしてもインサイダー取引規制違反は成立しない。このような自社株売買のタイミング選択において、会社内部者は他の投資者よりも情報上優位に立っているのはたしかである。インサイダー取引規制を適用することはできないにして

も、自社株売買情報を透明化すれば、事後的にその事実を検証することは可能となる。

② 役員らの利益相反行為の危険

また、役員らが自社株式の売買をするにあたり、役員として利益相反が絡む決定を行う可能性がないとはいえない。ハーバード・ロースクールのジェシー・フリード (Jesse Fried) 教授は、重要事実とはいえないが株価に影響する情報 (sub material information) が存在することを指摘し、アメリカの自社株売買情報の現行開示規制ですら、内部者が不当に利益を得ることを抑止できないので、取引前に情報開示させるべきであるとの興味深い提案をしている。ある研究³⁾によると、開示される役員らの自社株売買情報の中で、一定のルールに基づいて保有株式を売買する「ルーティンの売買」と、なんらかの投資判断に基づいたり投資機会を狙ったりする「機会主義的な売買」とを区別し、後者の売買と同じ売買を追隨的に行うことで、一定のリターンを確実に得ることができるということである。このことは、会社内部者が機会主義的な自社株売買で利益を得ていることを意味するが、それは会社役員の正当な利益とはいいたくない。さらに、会社による自社株式取得決定の公表後に当該会社の株価は上昇する傾向があるが、上昇した株価で会社内部者が保有する自社株式を大量に処分している事実が一部の会社で観察されることがあることから、会社内部者は自社株を処分したいときに、一時的に株高を演出する決定をする可能性があると指摘する。たしかに、ストックオプションの権利行使価格が時価を下回っている会社の役員らが、満期を迎える前に権利行使を促すことを目的として、規模の大きな自社株式の取得など株高を誘導するような決定をすることが、ありえないとはいえない。事後開示であっても、会社内部者による自社株式の売買情報が公開されれば、これら行為を透明化することが可能となり、一定の抑止効果を持つことが期待できるであろう。

③ 投資情報としての利用

会社内部者の自社株式の売買情報を知ることにより、他の投資者らが当該会社の株価の割高・割安を判断する目安とすることができる。前述したように自社株売買情報の開示規制が行われている国々では、主要紙に当該情報が掲載されたりインターネット上の投資サイトで当該情報が投資情報として分析対象とされたりしている。適法な内部者取引を公表し追従売買が増えることは、市場の効率性を促進する側面があるため、このような点からも、自社株売買情報の開示規制は必要であるといえることができる。

2 日本法における役員等の自社株売買情報の開示

日本の現行法において役員らの自社株保有数の開示は、有価証券報告書などで行われているが、売買情報の適示の開示は大量保有報告制度が適用される大株主でない限り、なされていない。以下で見るように、短期売買報告制度（一六三条・一六四条）においては、情報が開示されるのは例外的であるし、開示される情報も極めて限定的なものとなっている。

(1) 金商法一六三条と一六四条の規律

金商法一六三条と一六四条は、役員や主要株主による自社株売買の報告義務と短期売買利益の提供義務について定める規定であり、証券取引法制定時に参考としたアメリカの規制を引き継いだものである。アメリカでも日本でもインサイダー取引規制ができる以前の規定であり、不徹底なものではあるが、会社関係者による不正な取引を防止することが期待された規定である。一六三条は一六四条の前提となる規定であり、短期売買の事実を明

らかにさせるために役員らに報告義務を定めたものである。

(2) 立法の沿革

現行金商法一六三条の原型は、一九四八(昭和二三)年に制定された証券取引法において、旧証取法一八八条として定めが置かれた。役員・主要株主は、自社株保有数等を(当時の)証券取引委員会に報告し、異動があったときは翌月一〇日までにその旨を報告する義務を課していた。後に見るアメリカの規定をほぼそのまま引き継いだものであるが、アメリカ法と異なり旧証取法一八八条は規制当局への報告義務を定めただけで、公衆開示については定めがおかれていなかった。当初から、母法を一部骨抜きにしてわが国の制度が設けられていた点は注目してよい。

一九五三(昭和二八)年には、この規定すら実効性が無いとの理由で削除された。しかし、これに対しては、「実効性がないというのなら、それを実効性あらしめるように、解釈運用を改めるのが当然であって、実効性がないからといって法文自体を削除してしまうというのは、全く『後ろ向き』の措置である⁽⁴⁾」として、学界において厳しく批判された。そのため、一九八八(昭和六三)年の改正により、旧証取法一八八条は復活した。当時の立案担当者は、「本条はインサイダー取引を間接的に規制する第一八九条の機能を一層充実させるという観点から、役員または主要株主による当該会社の株券等の売買について、大蔵大臣に報告する義務を規定したものである。」と説明している。同規定は一九九二(平成四)年に一六三条に整理され、若干の修正を経て今日に至っている⁽⁵⁾。

ところで、現行金商法一六三条は学界の批判を受けて復活をしたが、批判の対象となったのは、短期売買利益

の提供規定の実効性確保であり、復活した規定も従前とほぼ同じ規定、つまり役員等の自社株売買情報を公衆開示にする規定ではない。むしろ、この間の議論で一六三条は一六四条の実効性確保のための規定という理解が促され、役員らの自社株売買情報をいかに扱うべきか、という方向へ議論が広がらなかつた点は惜しまれる。

改正の結果、一六四条が実効的になり、短期売買利益返還を求める訴訟もいくつか提起されるようになった。憲法上の論点も含めて最高裁の判断（最判平成一四年二月一三日民集五六卷一三三二頁）が示されるなどして、注目を浴びたものの、学界の短期売買利益提供規定の主たる関心は一六四条に移り、一六三条については顧みられないまま今日に至っている。

(3) 短期売買報告制度の概要

① 規制趣旨

金商法一六三条は、上場会社の役員及び一〇%以上の主要株主に対して自社の株式等を売買したときに当局に対して報告する義務を負わせるものである。前述したように、短期売買利益提供義務を定める一六四条の実効性を高めることに目的を限定した規定といってもよい。

② 規制当局への報告義務

上場会社の役員および一〇%以上の議決権を有する主要株主は、自己の計算で特定有価証券等の買付けまたは売付け等をした場合、翌月一五日までに報告書を提出する義務を負う（一六三条一項）。

③ 報告事項

報告事項は、取引者の氏名、住所、会社との関係、銘柄名、約定日、執行市場、買付け売付けの別、数量、単

価、代金などである（取引規制府令二九条一項、別紙様式三号）。

④ 利益関係書類の限定的な公衆開示

規制当局は役員らが短期売買利益を得ていると認めるときには、利益関係書類の写しを当該役員らに送り、異議がなければ会社に写しを送る（一六四条四項）。写しを送付して三〇日経過してから利益関係書類は公衆縦覧される（一六四条七項）。この公衆縦覧は、一六四条二項により株主が代位請求できるようにすることを目的としたものである。

3 アメリカ法

(1) 規制趣旨

アメリカ法における役員等の自社株売買情報の開示は、わが国の金商法一六三条がモデルとした一九三四年証券取引所法一六条（a）項に定めが置かれている。主たる規制趣旨は短期売買利益返還規定を実効的にするため、というものであるが、それにとどまらず、内部者の自社株売買情報を投資情報として市場に提供するため、という趣旨もあると理解されている。エンロン事件などで会社内部者が会社の破綻前に売り逃げていたことを理由に、報告時期が早められたことから、不正抑止のために内部者の売買の透明化を図る趣旨もあるとされる。

(2) 規制概要

① 報告義務者（一号）

取締役、執行役（officer）、実質的に一〇%超保有する株主が報告義務を負う。

② 対象者の持株報告

取締役など報告義務者となった場合に、一〇日以内に「フォーム三」に基づく持株報告書を提出することが求められる（二号（B））。

③ 売買報告と報告期限

対象者が自社株の売買等を行った場合は、その日から二日以内に「フォーム四」をSECに提出することが求められる（二号（B））。エンロン事件など企業の会計不祥事が頻発した時期に、事態が明らかになる前に経営陣らが売り逃げていたことから、サーベンス・オクスレー法で報告期間の短縮化が図られた。

④ 報告事項

最初に提出する「フォーム三」は地位に就任して最初の持株報告であり、保有株数等が記載される（二号）。「フォーム四」は自社株取引の報告であり、記載事項は、銘柄、売買の別、売買価格、売買数、執行場所、等々である（規則一六a—三（g））。SECのみならず証券取引所や発行会社にも「フォーム四」のコピーが送られる。

⑤ 公衆開示

SECは報告を受けた翌日までにEDGARで電子開示をする（四号）。発行会社は翌日までに会社のウェブサイトで報告内容を開示する（規則一六a—三（k））。

⑥ 少額の報告義務

一万ドルを超えない少額の取引など一定の適用除外を受ける取引（規則一六a—一〇）は、フォーム五で報告すること（規則一六a—六）。「フォーム五」は、年度末から四五日以内に提出することが求められる報告書である。

るが、（その他の適用除外など）報告されなかった取引についても記載することが求められている（規則一六 a 一三（f））。

⑦ エンフォースメント

違反に対してはアメリカの証券規制一般と同様、インジャンクション、課徴金、刑事罰などの適用があるが、実効性については疑問もある。かつて報告義務違反の日数に応じて制裁金を課す制度などが提案されたが実現していない。代りに現行法では、役員らに一六条（a）項の報告義務の不履行があった場合には、発行会社は年次報告書などにおいて、その旨を記載する必要がある（Regulation S-K Item 405）。

4 EU法

（1）市場濫用レギュレーション（Market Abuse Regulation）

イギリスでは早くから会社法に役員らの自社株売買報告義務が定められていたが、EUにおいても、市場濫用（6）
ディレクティブに役員らの自社株売買情報の開示義務が置かれ、二〇一六年七月に施行されたEUの市場濫用レ
ギュレーション（以下、条文はMARで引用）にも、その一九条において引き継がれている。^{（7）} EU法は元来、ア
メリカのような短期売買利益提供に関する規定を有さず、市場濫用レギュレーションの役員らの自社株売買開示
規制の規制趣旨は、かかる情報が価格情報として重要であると同時に不正取引の防止のために必要であるとされ
ている。そのためもあってか、EU法は自社株売買情報の開示を求める内部者の範囲が役員らに限られず、（お
そらくはインサイダー取引規制を意識して）役員の身内など関係者を広く含めている特徴を有している。同時に
かかる規制を実効的にするために、報告義務を負う者が当該義務を負うことを周知するための規制なども設けら

れている。

(2) 規制概要

① P D M R等の報告義務

発行者において「経営上の職責を果たす者」(Persons discharging managerial responsibilities ; P D M R) および P D M Rと密接に関係する者 (persons closely associated with them) は、自社株式等の取引内容を当局および発行会社等に報告する義務を負う (M A R 一九条一項)。

② P D M Rおよび関係者の範囲

「P D M R」には発行者の取締役会、監査役会のメンバーや内部情報に継続的に接し発行者の将来に影響を与える経営上の意思決定に関与する上級職員が含まれる (M A R 三条一項二五号)。

「関係者」には、P D M Rの配偶者や子、その他家計を同一にする親族、P D M R等が経営責任を負う法人等が含まれる (M A R 三条一項二六号)。

③ 報告義務等の通知

発行者はP D M Rに対して書面で本条の義務を通知するとともに、P D M Rと関係者のリストを作成する⁽⁸⁾。また、P D M Rは関係者に対して書面でM A R上の義務を通知し、通知の写しを保存する必要がある (M A R 一九条五項)。

④ 報告内容

報告書式⁽⁹⁾によると記載事項には、名前・名称、発行者における立場等、発行者、取引の詳細 (証券の種類、取

引の種類、取引価格、取引量、取引日、取引場所）などがある（M A R 一九条六項）。

⑤ 報告期限

報告義務者は遅くとも取引の日から三営業日以内に報告する義務を負う（M A R 一九条一項）。報告を受けた発行者は迅速に、遅くとも取引から三営業日以内に当該情報を開示する義務を負う（M A R 一九条三項）。これは市場濫用ディレクティブの四営業日を短縮したものである。

⑥ 公衆開示

発行者がH Pなどで公衆開示することとされているが、加盟国によっては、国が公衆開示しよう定めることは妨げられない（M A R 一九条三項）。

⑦ 規制負担の軽減策

ディレクティブにはない新たな規定として負担軽減措置が講じられた。すなわち、この報告義務が生ずるのは、取引額が年ベースで五〇〇〇ユーロ以上となって以後である（M A R 一九条八項）。ただし規制当局はこの額を二万ユーロまで拡大することができる（M A R 一九条九項）。

⑧ 閉鎖期間（closed period）

P D M Rは発行者が開示義務を負う財務報告や年次報告の公表三〇営業日前に自社株の取引をすることを原則的に禁止される（M A R 一九条一項）。潜在的にインサイダー取引のリスクが高い期間であると同時に、多くの主要な資本市場における慣行でもあることが理由とされる。ただし発行会社の許可を条件に、適用が除外される場合がある（M A R 一九条一二項）。

5 まとめ

(1) ガラパゴス化の背景と今後

証取法の旧一八八条（金商法一六三条）が制定当初から自社株売買情報の公衆開示をしておこなった理由は明らかではない。経済団体のロビーイング活動の成果であるようにも思われるが、そもそも上場会社の役員らによる自社株売買が行われてこなかったなら、経済界としても守るべき利益がない以上、敢えて規制導入を回避するために力を入れる必要はなかったと思われる。かりに、法規制が必要でありながら経済界が抵抗していたとするなら、自主規制などのソフトローで自社株売買の透明化を図ることもありえたと思われるが、そうっていないのは、これまでは必要性がそもそもなかったと見る方が妥当かも知れない。

日本を除く諸外国で設けられているルールであれば、学界が関心を持つはずであるが、既述のとおり、わが国の法律学界においては一六四条の実効性確保手段という点を除いて一六三条に対して関心は向けられてこなかった。加えて、役員らの自社株売買そのものが行われてこなかったとするなら、さして議論に値するテーマとは認められてこなかったのかもしれない。

しかし、上場会社の会社内部者の自社株売買情報を開示するのが、世界標準となっていることは疑いない。株式取引が国際化している今日、世界有数の証券市場を有するわが国としては、国際的な規制の整合性確保ということも十分に配慮する必要がある。エクイティ型報酬の採用が進められ、会社の内部者による自社株売買の機会が増大していくことを踏まえると、自社株売買情報の開示規制の導入は不可避であろう。穿った見方をするならば、立法者ないし規制当局は、業績連動型役員報酬制度が広く活用されるのを待っているのかもしれない。業績連動型役員報酬制度は譲渡制限株式にせよストックオプションにせよ、自社株式を市場で売却して金銭に替えて初め

て報酬としての意義を有する。ところが、前述したように、ストックオプションを念頭においたインサイダー取引規制の適用除外の導入は、二〇一五（平成二七）年まで待たなくてはならなかった。各社の社内体制が整うまで、もうしばらく時間を要するようである。業績連動型報酬の採用と自社株の市場売却という流れが実務においてスムーズに行われる前に、役員らの自社株売買情報を透明化したりすると、かえって業績連動型報酬活用の流れに水を差すことになりかねない。かりにそういう理由で規制を加えていなくとするなら、わが国における役員らの自社株売買情報開示規制の導入は、その是非ではなくいつ導入するかという時間の問題といえそうである。日経新聞に役員らの自社株売買情報が掲載される日も遠くないのかもしれない。

（２）規制趣旨と適用対象など

いずれにせよ、わが国で会社内部者の自社株売買情報の開示規制を設けるなら、その規制趣旨や規制内容について、そろそろ議論を詰めておく必要があるのはたしかである。まず考えられるのは、規制趣旨を投資情報とみるか違法抑止とみるかによって規制の設計は変わりそうだということである。違法抑止という観点から捉えるなら、それほど迅速に開示させる必要はないようにも思われる。しかし、アメリカがエンロン事件などを契機に報告期間を短縮化したことを考えると、必ずしもそういうことにはならないようである。企業の変調あるいは不祥事の露見に基づく株価の下落等は突発的に見られることがあり、情報を知る（同時に原因を作った）会社内部者による売り逃げを許すべきではないという見地からは、諸外国並みに数日以内の開示が必要だといえそうである。また、EJ法から得られる示唆としては、適用対象はインサイダー取引規制違反が問題となりうる者を広範に含めることも検討に値するということである。投資情報としての有用性を強調するのであれば、役員以外にも規制

範囲を広げるべきかはともかく、迅速な開示が求められることはいうまでもない。

(3) 規制形式

規制形式については、モデルとしたアメリカ法にならつて金商法一六三条を公衆開示に改めれば足りるという考え方がありうる。ただし、規制趣旨とも絡む問題だが、EUのようにインサイダー取引規制の抑止のために、規制対象を拡大するなら、単なる一六三条(ないし関連規定)の改正ということでは済まない。なぜなら、一六三条は一六四条とセットになっており、一六三条で報告義務を負う者は一六四条により短期売買利益の提供義務が生ずることになる。開示義務を負うだけならともかく、短期売買の利益を剥奪されるというのは、あまりに負担が大きい。一六四条に目配りすると一六三条はあまり広げることではできなくなってしまう。

しかし翻つて考えてみると、インサイダー取引規制が整備された今日では、一六四条については、どの程度必要なのか疑問があるのもたしかである。⁽¹⁰⁾実務界にとって無用な負担を課しているのであれば、役員らの自社株売買情報の開示規制を導入すると同時に、一六四条の短期売買利益の返還規定を削除することは検討されてもよい。⁽¹²⁾

(4) 負担軽減

一六三条の報告義務には、少額免除などの規定はない(取引規制府令三〇条の適用除外に含まれない)。ただし、金融商品取引業者等を通じて売買を行った場合には業者を通じて報告書の提出がなされており(一六三条二項)、これは役員らの負担軽減をも目的としたものと考えられる。業者から当局に報告されると同時に公衆開示もされない以上、従来は少額か多額かで区別する必要もなかったといえる。これを公衆開示とするなら、報告事

務の負担と売買が開示される（心理的）負担との違いを考えると、少額免除のような規制も併せて入れることが考えられてよいかもしれない。

(5) エンフォースメント

規制が遵守されるのは重要であるが、アメリカでは義務違反への対応が問題とされたことがある。日本法では金融商品取引業者等を通じた売買については業者等を通じて報告することとなっており、大きな問題にはならなないであろうが、そうでない場合には問題となるかもしれない。これまでのわが国のインサイダー取引が近親者名義で行われるものが少なからずあることに鑑みると、近親者を通じた売買に報告義務を課すか否かとも絡む問題のように思われる。

※本稿を作成するにあたり、二〇一八年一月二七日開催の証券経済研究会および二〇一七年一〇月二七日開催の日本取引所グループ金融商品取引法研究会において、参加者各位より有益なご意見を頂戴した。ここに記して感謝申し上げる。本稿にあり得べき誤り等が筆者のものであることはいうまでもない。

注

(1) 知る前契約・知る前計画の適用除外は、それまでは原則的に買付けの場合に限定して設けられていたため、ストックオプションなどで保有することになった株式を処分する場合にはインサイダー取引の制度上の適用除外は存在しなかった。関連して、梅本剛正「ストックオプションとインサイダー取引規制」証券経済研究八三号七九頁（二〇一三年）

参照。

- (2) 上場会社におけるインサイダー取引の未然防止体制の整備状況を把握することなどを目的に、日本取引所自主規制法人などが定期的に行っている調査である。
- (3) LAUREN COHEN, CHRISTOPHER MALLOY, and LUKASZ POMORSKI, Decoding Inside Information, *Journal of Finance* 67 (2012) 1009.
- (4) 竹内、後掲三二四頁
- (5) 横島、後掲二一九頁
- (6) Brexit後に、イギリス法がどうなるのか不明だが、EU法で規制が設けられるはるか以前の一九四八年会社法の頃から役員らの自社株売買情報の開示規制が置かれていたので、大きな変更はないものと思われる。
- (7) 加盟国であったイギリス法に由来するもののように思われるが、そうではなく、アメリカ法に強く影響を受けた結果設けられた規制のようである。Moloney後掲七二八頁、Venturuzzo and Mock後掲四九七頁参照。
- (8) 内部者リスト (Insider List) と称され、一定の書式に従った内部者リストを備えることが求められている(一八条)。
- (9) Commission implementing regulation(EU) 2016/523 of 10 March 2016.
- (10) 前述のフリード教授は(事前開示を前提に) 短期売買利益提供規定の撤廃も主張する。
- (11) 日本経団連は、「インサイダー取引規制の明確化に関する提言」(二〇〇三年二月一六日)において、「証取法一六四条(短期売買差益返還)は、外形的・形式的規制であり、合理性が薄い上、国際的にも普遍的なものとは言いがたいことから、その廃止・合理化について検討がなされるべきである。」と主張していた。
- (12) 石角莞爾弁護士は、アメリカの一六条(b)項に対して批判的検討を加えた論文の中で、日本法においても、インサ

イダー取引規制を強化し一六三条を公衆開示として予防効果を高めるとともに、一六四条を撤廃することを提言していた。石角莞爾「米国の内部者取引規制の批判的検討―証券取引所法一六条（b）項の問題点―」商事法務八四八号一頁（一九七九）

参考文献

- ・ 竹内昭夫『会社法の理論Ⅰ』三一四頁（一九八四）
- ・ 横島裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』（一九八九）
- ・ 梅本剛正『現代の証券市場と規制』（二〇〇五）
- ・ Jesse M. Fried, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303 (1998).
- ・ Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation 3rd Ed. (2014)
- ・ James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials 8th Ed. (2016)
- ・ Marco Venturizzo and Sebastian Mock ed., Market Abuse Regulation. (2017)

（うめもと よしまさ・甲南大学教授）