

# カナダのインサイダー取引規制(2)

木村真生子

- I. 問題の所在
- II. 規制の背景 —萌芽期—
- III. 規制の構造
  - 1. インサイダー取引の意義
  - 2. 規制の概要
    - (1) 州の規制
    - (2) 連邦の規制 (以上、筑波ロー・ジャーナル12号)
    - (3) 自主規制
- IV. 合法的なインサイダー取引とその規制
  - 1. 序論
  - 2. 制度創設の経緯
  - 3. 現行制度の枠組み (以上、本号)
  - 4. 制度の実効性に対する評価
  - 5. 小括
- V. 違法なインサイダー取引に関する規制と判例法
- VI. 規制違反に対する措置 (サンクション)
- VII. 考察
- VIII. おわりに

## III. 規制の構造

### 2. 規制の概要

#### (3) 自主規制

カナダの資本市場には2つの重要な自主規制機関が存在する。IIROC (Investment Industry Regulatory Organization of Canada) と MFDA (Mutual Fund Dealers Association of Canada) である。

IIROCはカナダの各州の証券委員会から認証を受けた公認自主規制機関である。規制の合理化の観点から、証券会社と市場(取引所及びQTRS (recog-

nized Quotation and Trade Reporting System）ならびに代替的取引システム（ATS）の双方に対して市場規制サービスを提供する事業者（market regulation services provider）となり、カナダ市場の株式取引を規制し、監視を行うことを主な任務としている<sup>1)</sup>。

IIROCの定める自主規制規則はUMIR（Universal Market Integrity Rules）と呼ばれる。市場の公正性を確保し投資者の信頼を維持することを目的とする。同規則は全カナダ市場の上場証券の売買に適用されるが、ATSの機能を調整するために例外規定も設けられている。

インサイダー取引との関係では、内部者の取引を監視するための規則6.2（Designations and Identifier）がある<sup>2)</sup>。これは各州の証券法が定める内部者取引報告制度の実効性を高めるための、市場監視に関わる規則である。具体的には、不正なインサイダー取引を摘発するために、発行者の内部者や主要株主（significant shareholder）の計算において取得された特定の証券の買いまたは売りの各注文にそれぞれ“IA”、“SS”と標識をつけ、取引の監視を行う。監視データは証券委員会が行う市場監視の有力な情報源として利用される。

他方で、MFDAはCSA（カナダ証券取引委員会）の主導により発足した国立の自主規制機関であり、IIROCのように各州の認可を得た自主規制機関ではない。投資信託業の特殊性と規制の実効性の観点から、他の証券業とは異なる、統一された独立の規制の下に再編を促され<sup>3)</sup>、1988年に国立の機関として再設立された。MFDAは各州の証券委員会に認可された投資信託業者を会員とし、投資者の保護と業界に対する投資者の信頼を高めるために、会員に対して行為

---

1) IIROCが提供する規制業務について契約を結ぶことにより、市場はIIROCの会員となる。IIROCの成り立ちについては、木村真生子「市場・取引所概念の再構築—PTS規制の現状と課題に関する一考察—（1）」証券経済研究71号（2010年）136頁注32を参照。

2) UMIR Rule 6.2 (1)(b) (xiv).

3) *Regulatory Strategies for the Mid-90s: Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada* prepared by Glorianne Stromberg for Canadian Securities Administrators, January 1995.

規制を課している。

インサイダー取引との関係では、MFDAはIIROCと類似の監視システムをもたないが、違法なインサイダー取引を行った会員に対する懲罰処分を附属定款によって定めている<sup>4)</sup>。

#### IV. 合法的なインサイダー取引とその規制

##### 1. 序論

市場で多数の内部者が証券を売却すれば、マーケットはその事実をネガティブな情報として受け取る。逆に、内部者が計画的に証券を購入していれば、マーケットはそれをポジティブな兆候として受け止める。このように、内部者による証券の売買情報は投資者にとって一つの有益な情報となりうるものである。

カナダでは、内部者の取引情報を投資者がインターネット上においていつでも閲覧することができる情報開示制度の仕組みが存在する。これは内部者取引報告制度と呼ばれる。そして報告書(Insider Trading Reports)に基づき内部者が取引を行うことは、合法的なインサイダー取引(legal insider trading)として位置づけられる。つまり、カナダではインサイダー取引が一律に禁止されおらず、特定の濫用事例のみを禁止するという方針が取られている。

翻ってわが国の制度をみると、確かに金融商品法取引法(以下、「金商法」という)163条(昭和23年証券取引法188条に相当)には同様の制度が存在する。すなわち上場会社の役員及び主要株主が自己の計算において特定有価証券等の買付け等または売付け等をした場合には、一定の場合を除き(同条1項ただし書)、内閣府令で定めるところにより、その売買等に関する報告書を売買等があっ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とされている。その目的は、同法164条が規定する短期売買差益返還制度を実効あらしめることにあるとされる<sup>5)</sup>。すなわち役員及び主要株主が、

---

4) MFDA BY-LAW No.1 (amended and consolidated to Dec. 3, 2012), s. 24.3.1(a)(iv).

その自社株式等を売買したときは内閣総理大臣への広告が義務づけられ、その報告により当該者が6ヶ月以内の売買から利益を得ていると認められれば、利益関係書類の写しが当該役員または主要株主に送付される。20日以内に申立てがないときはその書類の写しが上場会社等に送付されるため、最終的には株主が代位請求によって役員らに売買差益の提供を強制できる<sup>6)</sup>。これに対して短期売買差益返還制度を持たないカナダでは、異なる目的の下に内部者取引報告制度が存在していることになる。

以下では、アメリカの短期売買差益返還制度の導入を見送ったカナダの内部者取引報告制度の制定経緯を考察することを通じて、インサイダー取引規制のなかで内部者取引報告制度の果たす役割を検証する。また、現行のカナダの内部者取引報告制度の概要を明らかにするとともに、同制度の運用上の問題点についても若干の検証を行う。

## 2. 制度創設の経緯

### (1) 1934年米国証券取引所法16条(a)項の検討

内部者取引報告制度の導入に際して、キンバー委員会はアメリカの1934年証券取引所法（以下、「取引所法」とする）16条(a)項<sup>7)</sup>を範に取ることを検討した<sup>8)</sup>。確かに当時、オンタリオ州会社法や連邦会社法は、会社と取締役との

---

5) 改正前商法について、龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金法1191号（1987年）42頁、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年）230頁。金商法について、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コメンタール4』（商事法務、2011年）69頁〔中東正文〕など。

6) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法〔第3巻〕行為規制』（きんざい、2010年）88頁〔野崎竜一〕。

7) 1934年証券取引所法16条(a)項は、同法12条により登録されている持分証券のいずれかの種類の10パーセントを超える直接または間接の実質所有者または当該証券の発行者の取締役もしくは役員であるすべての者は、これらの者が実質所有者、取締役または役員となつてから10日以内に委員会（SEC）に本項が要求する説明書を提出しなければならないと定める（Section 16(a) of the Securities Exchange Act 1934（48 Stat. 896（1934）, 15 U.S.C.A. s 78 p(a)）。

間の利益相反取引について、取締役が得た利益を取締役会で申告する義務を定めていた<sup>9)</sup>。しかし開示が実効性をもつためには会社及び株主総会に出席する株主に対してのみ開示を行っても意味がなく、社会全般に対して開示を行う必要がある。取締役による取引だけに対象を限定していた会社法上の制度は、インサイダー取引の問題を克服するには効果的ではない<sup>10)</sup>。そこで、会社法の制度よりも適用対象を広げた新たな開示制度が、オンタリオ証券法に設けられることになった。

ただし、オンタリオ証券法にアメリカの制度をそのまま導入することを同委員会は躊躇し、以下の二点について修正を行っている。第1は、報告書の提出を義務づけられる「役員 (officer)」の定義である<sup>11)</sup>。アメリカの取引所法16条(a)項は「役員」について特に詳細な定義をしていない<sup>12)</sup>。しかしその定義が不明確になれば、多くの場合、ある者が会社の内部者に該当するかどうかの判断を下すことが難しくなる<sup>13)</sup>。そこで、「役員」とは「取締役会会長及び副会長、社長、副社長、秘書、財務部長、または会社の本部長またはそのような会社で地位を占める者が果たしているのと同様の役割を当該会社のために果たしている者<sup>14)</sup>、及び最高年棒を得ているそれぞれ5名の会社の従業員」であるとした<sup>15)</sup> (ただし、現在の定義には若干の変更が加えられている<sup>16)</sup>。

---

8) Davies, B. J., “Canadian and American Attitudes on Insider Trading” (Summer, 1975) 25 Univ. of Toronto L. J. 215, at 220.

9) Corporation Act (R.S.O. 1960), C.71, s. 71; Canada Corporations Act (R.S.C. 1952, c. 53, s. 96).

10) Report of the Attorney General Committee on Securities Legislation in Ontario (Toronto: Queen’s Printer, 1965) (Kimber Report), at para. 2.14.

11) Davies, *supra* note (8) at 221; Painter, W. H., *Federal Regulation of Insider Trading* (Charlottesville, VA: Michie Co., 1968) at 373.

12) わが国は金商法163条から167条における「役員」の定義を別途設けていない。ただし、法21条1項1号に列举された者の範囲と一致する(取締役、会計参与、監査役若しくは執行役又はこれらに準ずる者だが、相談役や顧問等は含めない)と解されている。(岸田・前掲注(6) 89-90頁〔野崎〕。)

13) Kimber Report, *supra* note (10) at para. 2.07.

第2は、会社と関係はないが、内部者と何らかの関係があるために会社とつながりを持つ者に報告義務を課さないとした点である。これについて、SECは1966年に取引所法16条(a)項を導入する際、法の目的との関係で、報告書の提出対象を内部者の配偶者や近親者にまで広げたが<sup>17)</sup>、キンバー委員会は、アメリカのように対象を広げることは実際的でないと判断した<sup>18、19)</sup>。

なお、報告書の提出時期については、イギリスのジェンキンス委員会が会社法に関する報告書において、報告は7日以内になされるべきだと提言していたが<sup>20)</sup>、それでは内部者に重い負担を課すとキンバー委員会は判断した。取引のあった月の末日から10日以内に報告書を提出することを義務づけていたアメリカの制度の方が、より現実的で公正だと考えたからである<sup>21)</sup>。

---

14) 肩書ではなく職務を重視している (Rockwell, K.D. and Johnston, D., *Canadian Securities Regulation* (Markham, ON: Butterworths, 2006) at 252)。

15) The section reads: ‘(T) he chairman and any vice - chairman of the board of directors, the president, any vice - president, the secretary, the treasurer, or the general manager of a company or any other individual who performs functions for the company similar to those performed by an individual occupying any such office, and each of the five highest paid employees of a company’, Business Corporations Act (BCA), s. I (I) 25; Ontario Securities Act: OSA (in force in 1975), I (I) 23.

16) 現在の定義ではCEO（最高経営責任者）、COO（最高業務執行責任者）、CFO（最高財務責任者）、秘書補佐（assistant secretary）、財務部長補佐（assistant treasurer）、会社の付属定款かまたはそれと類似のものにおいて執行役員として指名されたすべての自然人が加えられ、最高年俸を得ているそれぞれ5名の会社の従業員は削除されている（OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), I (I)）。

17) See, SEC, Securities Act Release No. 7793 (Jan. 19, 1966) and No. 7824 (Feb. 14, 1966).

18) Kimber Report, *supra* note (10) at para. 2.15.

19) 報告義務者の対象から内部者の家族が除かれたことについては、内部者取引をより実効的に防止するための完全な公開制度を目指した制度目的と矛盾するという批判がある (Davies, *supra* note (8) at 222)。

20) Board of Trade, Report of the Company Law Committee (presented on June 1962, Cmnd. 1749) at 35.

21) Kimber Report, *supra* note (10) at para. 2.07.

## (2) 取引所法 16条(b)項の検討

他方で、アメリカには、取引所法 16条(a)項に基づき取引を報告した者が得たいわゆる短期売買益を会社が取り戻すための規定として、16条(b)項<sup>22)</sup>が存在する。その目的は、内部者が先回り情報を用いて短期的な投機売買を行うことから外部にいる株主を保護することにある<sup>23)</sup>。キンバー委員会は(b)項の導入の是非についても検討を行い、主として以下の3点について問題性があると考えた<sup>24)</sup>。

第1は、法目的と実体との乖離である。取引所法 16条(b)項は内部者がその職務や地位を利用して得た情報を不当に利用することを防止するためにある。しかし実態は自社の証券等の売買をする内部者の処罰にあり<sup>25)</sup>、内部情報に基づいて取引をしたかどうかを理由とはしていない<sup>26)</sup>。つまり、こうした厳格責任は、内部者が自社の証券を購入したり売却したりするのは不適切な行為

22) Section 16(b) of the Securities Exchange Act 1934 (48 Stat. 896 (1934), 15 U.S.C.A. s 78 p (b)).

23) Loss, L., Seligman, J. and Paredes, T., *Securities Regulation* (vol. 5) 4<sup>th</sup> ed., (Frederick, MD: Aspen Publishers, 2010) at 247.

24) 取引所法 16条(b)項が抱える種々の問題について、Loss, Seligman and Paredes, *supra* note (23) at 235を参照 (なお、現在、短期売買差益返還制度の合法性は取締役らが負う fiduciary duty の観点から説明される (See, ABA's Committee on Fed. Reg. of Securities, "Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading—Part II: Reform of Section 16" 42 Bus. Law 1087 (1987) at 1088)。なお、当時、取引所法 16条(b)項の存在意義を疑問視する有力な学説がアメリカで唱えられていたことから、カナダにおける同制度の導入をめぐる議論の過程では、アメリカの学説がよく分析されていたことが推察できる (訴訟適格についての定めがないことが株主の権利濫用につながり、訴訟が多発することを懸念する見解として、特に、Loss, L., *Securities Regulation* (vol. 2) 2d ed. (Boston: Little Brown and Company, 1961) at 1053-54がある。キンバー委員会による訴訟費用の分析については、Kimber Report, *supra* note (10) at para. 2.28などを参照。また、取引所法 16条(b)項と SFC 規則 10b-5との関連について、Painter, *supra* note (11) at 125-129などがある)。

25) See, *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F.2d 231 (2d Cir. 1943) cert. denied, 320 U.S. 751 (1943).

26) Davies, *supra* note (8) at 224.

だという結論を短絡的に導き出し、自由な市場の形成に負の影響を及ぼすおそれがある<sup>27)</sup>。

これに関してキンバー委員会は、「会社において役員や取締役らに株式等を買わせるのは、福利厚生を通じて会社から直接金銭的な権利を取得させることに他ならず、結果として会社にとっても有益であるといえる。このような役員らによる投資は、単にその投資が内部者によって行われたというだけで、実現したり換金できないとするには説得的でない」と結論づけて<sup>28)</sup>、自由な市場の機能を尊重する立場を明らかにした。

第2は、請求を基礎づける事実（cause of action）が存在するかどうかという問題である<sup>29)</sup>。一般に、不適切なインサイダー取引が行われると、他方当事者は損害を回復するために訴訟を提起できる権利を有すると考えられる。しかし多くの場合、その取引が不適切なインサイダー取引に基づいて行われたかどうかを知ることができないため、自らが訴訟原因を有するかどうかを株主は知ることができない。取引相手を特定することが困難な取引所を通じて取引がなされた場合はなおさらである。仮に取引相手を特定することができたとしても、損害に比べて訴訟コストが高いため、訴訟の提起が費用倒れに終わる公算が高くなる。以上を考慮すれば、アメリカ法のように、インサイダー取引が発生した事実をもって自動的に株主に訴訟原因があるとするのは適切ではなく、それは不正行為（wrong-doing or impropriety）が行われたときに限定されるべきであるとキンバー委員会は判断した<sup>30)</sup>。

第3は、取引所法16条(b)項が有する二重負担（double liability）の構造である。すなわち、アメリカ法において、内部情報を用いて実際に取引を行った者は同条による責任を負担しなければならないのと同時に、証券詐欺で損害を受けた投資者に対する民事責任を定めたSEC規則10b-5による責任をも負担す

---

27) *Ibid.*

28) Kimber Report, *supra* note (10) at para. 2.02.

29) *Ibid.*, at para. 2.24.



ることになる。なるほど、取引所法 16 条(b)項と SEC 規則 10b-5 はその機能において性質の違いがあり、その存在意義について論理的な矛盾はないかもしれない。前者は被害者に対する補償機能ではなく、犯罪の抑止機能を果たすのに対して、後者は判例上<sup>31)</sup> 損害の填補機能を有するものと位置づけられるからである。しかし抑止機能が強すぎれば法に対する敬意が払われなくなるおそれがあり、社会政策上の観点から二重負担を伴う制度は一般に受け入れがたいと言わざるを得ない<sup>32)</sup>。

また、イギリスのジェンキンス委員会が判例法の原則<sup>33)</sup> に代わり提言した規範、すなわち「自社または同じグループの他の会社の証券に関する取引で、当該証券の価値に確実に著しい影響を与えると思われる秘匿情報のうち特定の情報を利用する会社の取締役は、その際、当該情報がその者に知られていないかぎり、その行為により損害を受けた者に対して補償をする義務がある」という規範の新しさを重く見て、強い効果をもたらす二重責任は回避すべきであるという立場をキンバー委員会は採用した<sup>34)</sup>。そして仮に会社が法を適切に執行せず、法目的が達せられない場合には、行政当局が法執行権限を与えられる仕組みを用意すべきであると提唱した。すなわち会社が訴訟を提起しない場合、株主はオンタリオ上位裁判所の判事に対し、オンタリオ証券委員会に命じて訴

---

30) インサイダー取引規制が導入される以前でも、取締役が不適切なインサイダー取引を行って会社に損害を与えた場合、コモン・ロー上の権利を基礎として会社は取締役に対して損害賠償を請求することができた。しかし実際にはそのような訴訟はカナダでもまたイギリスでも提起されていなかったという。このため、キンバー委員会は、不正なインサイダー取引が行われた場合に限り株主及び会社が訴訟原因を有する（イギリスのジェンキンス委員会の提案では、株主のみが対象だった）ことを明示的に証券法で定めることを提言することになった（*Ibid.*, at para. 2.25）。

31) *See, Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961). ただし、SEC は取引所規則 10b-5 に犯罪の抑止機能があると考えていた（*See, Painter, supra note (11) at 370, note 4.*）。

32) *Painter, supra note (11) at 371.*

33) *See, Percival v. Wright* [1902] 2 Ch. 421 (Eng. Ch. Div.). なお、木村真生子「カナダのインサイダー取引規制 (1)」筑波ロー・ジャーナル 12 号 (2012 年) 103-104 頁も参照。

34) *Kimber Report, supra note (10) at para. 2.30.*

訟を提起させるよう要求することができるとした<sup>35)</sup>。

### (3) 小括

法のエンフォースメントの場面での実効性を高めるために、カナダではアメリカの制度を批判的に検証し、より合理的なインサイダー取引規制の構築を目指していたことがわかる。例えば、内部者取引報告制度については、内部者の主体的な法令遵守への取り組みを促すために、報告義務者となるべきものを明確にし、報告書提出までの合理的な期間を計算して過度な負担を強いることがないような配慮をしている。

また、短期売買差益返還制度についても、内部者による取引行為を一網打尽にするアメリカのような方策<sup>36)</sup>に対しては、合目的性や合法性、手続上の合理性の観点から、制度の導入を見送ったうえで、規制当局が主体となって不正を摘発する一元的な仕組みを作ったと考えられる<sup>37)</sup>。

しかし短期売買差益返還制度の存在がなくても、カナダの内部者報告制度には独自の存在意義があるといえる<sup>38)</sup>。第1は、内部者取引の情報伝達機能に着目している点である。合理性のある内部者取引は明示的に合法であるとし、その情報を完全に開示すれば、市場の透明性が確保され<sup>39)</sup>、市場の統合性に

---

35) *Ibid.*, at para. 2.29; OSA (R. S. O. 1970, c. 426), S. 114.

36) 当時、短期売買差益返還制度は「大雑把で正確ではないが実用的な方法 (crude rule of thumb)」と評されていた (Loss, Seligman and Paredes, *supra* note (23) at 235 and note 29)。

37) 6ヶ月という期間を法定することで、逆にその期間経過を待つて利益を獲得するインセンティブを内部者に与えてしまうことになるため、短期売買差益返還制度の趣旨が没却されるとして、同制度の存在自体を批判するカナダの学説がある (Davies, *supra* note (8) at 225)。

38) 証券取引法の下で、163条は、不正行為の抑止効果または機動的な法益侵害行為の事前差止め効果があるという指摘がなされているが (神田秀樹監修『注解証券取引法』有斐閣 (1997年) 1174 - 1175頁)、その根拠及び論拠は明らかではない。

39) Keith, N., *Insider Trading in Canada: a Practical Guide to the Law* (Markham, ON: LexisNexis Canada, 2012) at 37.

対する投資者の信頼が高まる<sup>40)</sup>。敷衍すれば、内部者の取引行動に関する情報は、結果として、発行者の見通しに対する内部者の考えを伝達することに資すると考えられている<sup>41)</sup>。これは発行者の開示コストを押し下げることにもつながると推察することができる。

第2は、報告書の有する違法行為や不正行為の抑止機能に着目している点である。報告書を提出させることは、内部者に対して私利のために内部情報を利用することを思いとどまらせる効果をもたらす<sup>42)</sup>。そこで、オプション付与の適時開示を義務化し、これを公衆の監視下に置くことで、オプション行使価格の後付け（backdating）や repricing、spring-loading などのご都合主義的なオプション付与など、発行者や内部者がストック・オプションを利用した報酬操作<sup>43)</sup>を行うことを防止するものと考えられている<sup>44)</sup>。

第3は、情報収集機能の一元化によって、機動的なインサイダー取引の監視を実現している点である。内部者取引報告書はインサイダー取引疑惑を調査する際に重要な調査手段となり、有益な証拠としても活用されている<sup>45)</sup>。

このように、カナダの内部者取引報告制度は市場の公正性や透明性を高めるとともに、違法な報酬操作の防止、市場監視のための道具的な機能を果たしているといえる<sup>46)</sup>。

---

40) Kimber Report, *supra* note (10) at para. 2.04.

41) National Instrument (NI) 55-104 Insider Reporting Requirements and Exemptions Companion Policy (CP), Part 1, 1.3 (1).

42) Rockwell and Johnston, *supra* note (14) at 258.

43) スtock・オプションを利用した報酬操作については、伊藤靖史「米国における経営者の報酬等の開示に関する近時の改正」同志社法学58巻7号（2007年）133頁、佐賀卓雄「経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム」証券経済研究59号（2007年）21頁、同60号（2007年）25頁、小立敬＝木村真生子「米国におけるストック・オプション付与をめぐる不正操作」商事法務1783号（2006年）33頁等を参照。

44) NI55-104 CP, Part 1, 1.3 (2).

45) Rockwell and Johnston, *supra* note (14) at 259.

### 3. 現行制度の枠組み

#### (1) オンタリオ証券法

発行者の内部者は、例外を除き、報告書を委員会に提出し、報告発行会社（reporting issuers）の証券の直接または間接の実質保有者であることを公表しなければならない。そこで、この制度の概要をみるまえに、報告発行会社及び内部者の定義について確認する。

#### a. 定義

##### i. 報告発行会社（Reporting Issuers）

報告発行会社とは、目論見書または公開買付けを通じて有価証券を発行した発行者、またはその有価証券が取引所に上場されている発行者をいう<sup>47)</sup>。カナダの証券法上、継続開示義務を負うのは報告発行会社だけである<sup>48)</sup>。

##### ii. 内部者（Insiders）

オンタリオ証券法において、内部者とは、報告発行会社の重要な未開示の情報を定期的に入手でき（routine access）、報告発行会社に大きな影響力を与える者をさす<sup>49)</sup>。すなわち取締役、上級執行役員及び公開会社の議決権付証券の10%以上を保有する株主をいう<sup>50)</sup>。また、自社株を保有する公開会社も内部者になり得る。さらに、報告発行会社の内部者、子会社の取締役または上級執行役員も内部者に該当する。

---

46) アメリカの取引所法16条(a)項も同条(b)項との関係だけで存在するのではなく、「純然たる開示（pure disclosure）」の機能を果たす（Loss, Seligman and Paredes, *supra* note (23) at 241）。

47) OSA（R.S.O. 1990, c. S.5），s. 106（2）；2006, c. 33, Sched. Z.5, s. 9. 政府関係発行者（Public Issuer）は除かれる。

48) ただし、報告発行会社ではない会社はインサイダー取引を禁止されないという規定が連邦会社法上にある（CBCA, s. 134（4））。

49) OSAのホームページを参照（[http://www.osc.gov.on.ca/en/Companies\\_insider-reporting\\_index.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/Companies_insider-reporting_index.htm)）。

加えて、間接的に他の会社の内部者になる者または会社、つまり主要株主も解釈上内部者に該当する。すなわち実質所有者 (beneficial ownership) である場合<sup>51)</sup> 及び報告発行会社の議決権付証券の10%以上を所有することにより直接または間接に支配し (control) または当該会社に指図 (direction) すること<sup>52)</sup> で当該者または当該法人が著しい影響を与える立場にあれば内部者に該当する。なお、証券のプット・オプション、コール・オプション、その他譲渡可能なオプションを得た場合も原証券の実質所有者に変更があったものとみ

---

50) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.1 (1) . オンタリオ証券法の定義はブリッティッシュ・コロンビア証券法 (BCSA) やケベック証券法 (QSA) などの定義と変わらない。刑法典は内部者を定義していないが、インサイダー取引の禁止規定のなかで内部情報を得た者を網羅的に捉えている。

51) 証券法上、内部者の定義は一応明確ではあるが、誰が内部者に該当するかどうかは定義だけでは直截に判断できない場合もあり、事案によって解釈が異なりうる。とりわけ、「実質所有者」、「支配」、「指図」の解釈について問題が生じ得る (Groia, J. and Hardie, P., *Securities Litigation and Enforcement* 2d ed. (Toronto: Carswell Thomson, 2012) at 260)。実質所有者の概念は、1983年のオンタリオ証券委員会 (OSC) のインサイダー取引事件をめぐる審決、*Re Burnett* ((1983), 6 O.S.C.B. 2751 (Ont. Securities Comm.)) Burnettが所有していた株式が第三者に預託されていたことから、実質所有者の該当性が問題になった事件) において、当該株式を保有することを通じて議決権を有していたかがインサイダー取引犯罪を決するうえで重要な基準になるとした。

なお、*Re Burnett* 審決での決定は、「実質所有者」の概念の外延を確立してきた2つの租税に関する判例法の系譜にある。1958年の最高裁判決 *Montreal Trust Co. v. Minister of National Revenue* ([1958] S.C.R. 146 (S.C.C.))。相続税法上、遺言者の死亡によりその財産を得る実質的な権利を、遺言によって、遺産受取人が有することになるかどうか争われた事件) では“sue for and recover test” (当該者が財産を求めて訴訟を起こしこれを回復できるか否か) という判断基準が確立した。また、1969年のイギリスの *Wood Preservation v. Prior (Inspector of Taxes)* ([1969] 1 All ER 364。営業譲渡時の営業損失の繰越処理をめぐる、Finance Act 1954 第17条に規定する beneficial ownership の解釈が問題となった事件) では、たとえ契約上に条件があっても、会社の売却によって売却者は実質所有者ではなくなり、その権利は買主に移るという考え方を示した。

52) 「支配」または「指図」の解釈については、1993年のアルバータ証券委員会による審決、*Re Borealis Exploration Ltd.* ([1993], 2 C.C.L.S. 72) などが重要判例として参照されている。

なされる。すなわち、投資信託会社が議決権付証券の10%以上または投資信託会社及び関連する投資信託会社で20%以上の議決権付証券を保有している場合に、その発行者は当該投資信託会社または各々のファンドの関係者もしくは関係会社とみなされ、購入または売却の申込みの受諾を譲渡したものとされる<sup>53)</sup>。また、その者ないし法人が関連会社や被支配会社、子会社の定義に該当する場合<sup>54)</sup>、影響力を行使するのに十分な議決権を有し、契約・協定・誓約や暗黙の合意に基づいて一致した行動をとる者または法人であれば内部者とみなされる可能性がある。

なお、これらの内部者は、違法なインサイダー取引の禁止規定との関係で用いられる「特別関係者」の概念<sup>55)</sup>の一部をなしている。「特別関係者」は、未公開の重要事実や重要な変更に基づいて取引を行うことを禁じられている。また、オンタリオ州は後述する統一規則、National Instrument (NI) 55-104「内部者取引報告書の要件と例外規定」<sup>56)、57)</sup>を採択しているため、同規則で定義されている Reporting Insider も内部者に該当し、内部者取引報告書の提出義務を負う。

---

53) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s. 106 (2) ; 2006, c. 33, Sched. Z.5, s. 9.

54) *Ibid.*, s.1 (2), (3), (4).

55) *Ibid.*, s. 76 (1), (5).

56) National Instrument (NI)、すなわち全国規則集は、CSAが州法の調和を目的に策定する一連の規則をいう。同規則が州に採択されて発効すると、自動的にその州の規則 (Rule or Regulation) となる。NIについては、木村真生子「市場・取引所概念の再構築—PTS規制の現状と課題に関する一考察—(下)」証券経済研究72号(2010年)183頁注(4)も参照。

57) NI55-104は、従来、内部者の報告免除について規定していたNI55-101及びデリバティブ取引に係る内部者報告書の要件を定めたNI55-103に代わるものとして、2010年4月30日に発効した。NI55-104は従来の制度に大きな変更を加えるものではなく、内部者報告制度の意義を内部者や発行者にわかりやすく解説し、内部者等による適時で有効なコンプライアンスの向上を最終目的とするところに意義がある。

## b. 提出者及び提出時期

オンタリオ証券法 107(1)条は、内部者取引報告書の提出者の義務について定める。すなわち内部者に該当してから10日以内に、報告発行会社の内部者に該当する者または投資信託会社以外の会社は、同法に規定する方法及び形式に基づいて<sup>58)</sup>、直接または間接に報告発行会社の証券を保有または支配しもしくは指図すること及び当該金融商品における利害関係（付随する権利義務）を開示する報告書を提出するものとし、また当該内部者は規則が求めるその他の開示を行うものとされる<sup>59)</sup>。なお、「当該金融商品における利害関係」とはデリバティブ取引を指し、近年利用が拡大してくると共に複雑化してきたデリバティブ取引による内部者取引についても適用対象を拡げている<sup>60)</sup>。ここで留意すべきなのは、報告書提出義務を負わなければならないのは純粋な内部者であり、違法な内部者取引に関する「特別の関係（special relationship）」の定義に該当する者が報告書を提出する必要はないことである。

また、内部者は、実質所有者等に変更があった場合も同様に当該変更から10日以内（2010年10月31日後に発生した取引については、5日以内）に報告書を提出する義務を負う<sup>61)</sup>。さらに、議決権付証券が内部者である実質所有者の名義以外の者または法人の名義で登録されている場合で、その際、実質所有者が報告書を提出する義務を怠ったことをその者または法人が知っていた場

---

58) 内部者は電子開示システム SEDI で報告書の形式や関連情報を入手することができる (National Instrument (NI) 55-102 *System for Electronic Disclosure by Insiders* (SEDI), Part2, 2.2 (1) and Part1, 1.1. なお、情報には [www.sedi.ca](http://www.sedi.ca) からアクセスすることが可能である)。SEDI format (FORM 55-102F6) については本稿末尾の資料を参照。

59) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.107 (1) ; 2006, c. 33, Sched. Z.5, s. 10.

60) See, *ibid.*, s.1 (1) ; NI55-104 *Insider Reporting Requirements and Exemptions*, Part 1, 1.1, (2010) 33 OSCB 3673, at 3678; NI55-104CP, Part 2, 2.1, (2010) 33 OSCB 3333, at 3688. なお、“related financial instrument” は、従来の“certain derivative instruments”に代わるもので、デリバティブ取引の適用対象を広く捉えている (NI55-104 CP, Part 1, 1.4 (3), (6))。

61) *Ibid.*, s. 107 (2) ; 2006, c. 33, Sched. Z.5, s. 10; NI55-104, Part2, 2.2, (2010) 33 OSCB 3673, at 3678; NI55-104CP, Part 2, 2.1, (2010) 33 OSCB 3333, at 3688.



合、当該名義変更が真の借入の担保目的のためになされた場合を除いて、当該者または当該法人は報告書を提出しなければならない<sup>62)</sup>。

### c. 報告書の記載内容

内部者取引報告書に記載すべき事項は概ね以下の3つに分かれる。第1は、報告発行会社の証券の直接または間接の受益所有権、または当該証券に対する支配や指図の関係であり、第2は、報告発行会社の証券に関係した関連金融商品における権益、権利・義務関係、第3は第1及び第2の点に関する情報の変更についてである<sup>63)</sup>。これらについて、証券の買付けや売却を行った日、その価格、数量、オプションの行使に関する情報などを記載する。

補足的報告事項としてのデリバティブ取引に関する記載については、オンタリオ証券法ではなく、NI55-104のPart4が定めている。すなわち内部者の属する報告発行会社の証券における経済的権益（Economic Interest）ないし報告発行会社に対する経済的なエクスポージャー（Economic Exposure）を直接または間接に変化させる取引について報告が求められる<sup>64)</sup>。経済的権益の概念は判例法上認められた実質所有者の概念と等しく、本質的に利息や配当、配当の再投資の性質をもつ利益や評価損益をさす。具体的には、証券価格の下落リスクを減殺ないし排除するエクイティ・スワップなどのデリバティブ取引が該当する<sup>65)</sup>。経済的エクスポージャーは、貸株やタックス・プランニング、リスク・マネジメントなどの理由で株式を現金化する（equity monetization）際に結ばれる契約である。内部者の発行会社に対する経済的エクスポージャーを変

---

62) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.109.

63) *Ibid.*, s.107.

64) NI55-104, Part 4, 4.1-4.3.

65) NI55-104CP, Part 1, 1.4, (3). 報告対象となるデリバティブ取引には、(1) 報告発行会社の証券に関連する先物、先渡契約及びそれに類似する取引、(2) 内部者の所属する報告発行会社以外の発行者によって発行されたオプション、(3) DSU (deferred share units, PSU (performance share unit), RSA (restricted share awards), SAR (stock appreciation rights) などの株式型報酬も含まれる。



化させる効果をもつため、内部者取引報告書による開示が必要とされる<sup>66)</sup>。

なお、デリバティブ取引について報告を義務づけられる報告者は、内部者取引報告書において当該取引の重要な条件について開示を行う必要がある。

#### d. 電子開示

内部者が作成した報告書は、CSAが策定した規則NI55-102に基づき、内部者による電子開示システム（System for Electronic Disclosure by Insiders：SEDI）を通じて電子的に提出される。

SEDIは報告発行会社と内部者の双方から入力されるデータによって構成される。まず、報告発行会社は、SEDIが発行者情報を登録するシステムSEDAR（System for Electronic Document Analysis and Retrieval）と情報を共有していることから、SEDIへの情報の入力に際してSEDARの情報が正確であるかどうかを確認しなければならない<sup>67)</sup>。確認後、SEDIへの初期登録を報告発行会社が済ませると、報告発行会社はSEDI Issuerとなり、初期登録後3日以内に規定のフォームに基づいてIssuer Profile Supplement（発行者プロフィール情報に係る補完書）を作成して提出する<sup>68)</sup>。SEDI Issuerは剰余金の配当や株式分割などを報告するために、登録後も継続して事象報告書（event reports）を提出する義務を負い、提出したデータに変更が生じた場合には適時に訂正を行う<sup>69)</sup>。

---

66) Economic Exposureについては、従来、Multilateral Instrument 55-103 *Insider Reporting for Certain Derivative Transactions (Equity Monetization)* において規律されていた。なお、CSAはEconomic Exposureを「ある者の経済的・金銭的利害関係と、その者が内部者である場合の報告発行会社の経済的・金銭的利害関係との関連をいう」としている（NI55-104CP, Part 1, 1.4, (4)）。

67) CSA Staff Notice 55-316—*Questions and Answers on Insider Reporting and the System for Electronic Disclosure by Insiders (SEDI)*, (2010) 33 OSCB 5217, at5223.

68) NI 55-102, Part 2, 2.3 (1).

69) *Ibid.*, Part 2, 2.3 (3).

これに対して、内部者は、SEDIへの初期登録を行ったあと、規定のフォーム（55-102F1）を用いてプロフィール情報の登録や修正を行う<sup>70)</sup>。内部者の名前やSEDI Issuerとの関係に変更が生じた場合、内部者は5日以内に当該プロフィール情報を修正しなければならない<sup>71)</sup>。

SEDIの情報は無料で投資者に公開される一方で、オンタリオ証券委員会はSEDIの情報を基に月次ベースで情報を要約することが証券法上義務づけられている<sup>72)</sup>。

#### e. 適用除外要件

内部者による取引の一部は、SEDIを通じた報告が免除されている。この例外措置が認められるか否かは、当該取引が資本市場の効率性を不当に損ねないかどうかという観点で決められる<sup>73)</sup>。ただし、例外を認めるかどうかの判断は各州の証券委員会の裁量に委ねられる<sup>74)</sup>。

オンタリオ州では、報告書の提出免除に関する要件を証券法121条で規定している<sup>75)</sup>。まず、121(1)条において、報告発行会社が他の管轄地で設立・組織されまたは存続している場合に、その法域で実質的にオンタリオ証券法と同じ要件を報告発行会社に課していれば、発行者は当該管轄地で提出を求められている報告書をこれに代えて提出できるとし、続く同(2)条で、前(1)条の要件を満たす以下の場合には、証券委員会が利害関係人または利害関係会社の請求によって、報告書の提出を免除できるとしている（申請はSEDIを通じて行うことができる）。

第1は、報告発行会社が設立・組織されまたは継続している管轄の定める内

---

70) *Ibid.*, Part 2, 2.1 (3).

71) *Ibid.*, Part 2, 2.3 (3).

72) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.120.

73) Rockwell and Johnston, *supra* note (14) at 260; Keith, *supra* note (39) at 41.

74) Keith, *ibid.*.

75) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.121 (1), (2).

部者取引報告制度に係る法の要件と、オンタリオ州法の要件が一致しない場合であり、第2は、そうすることに相当の理由 (adequate justification)<sup>76)</sup> がある場合である。この免除規定は、カナダの様々な法域に子会社を設立してネットワークを形成している会社にとって、内部者報告書の提出義務にかかる多大な負担を軽減することに役立っている<sup>77)</sup>。なお、申請によってではなく、申立てによって請求を行う場合も委員会は提出を免除することができる<sup>78)</sup>。

以上のように、オンタリオ証券法は比較的抽象的な要件を定めていることから、具体的にどのような場合に報告書の提出が免除されるのかは必ずしも明らかではない。しかし1967年の審決、*Re British American Oil Corporation Limited*によって、特定の未公開の秘匿情報を自由に入手できることが、免除の可否を判断するうえでの最も重要なメルクマールとなった<sup>79)</sup>。このため、少額の株式を保有しかつ未公開の重要な情報を得る立場にない対象者は、実務上内部者取引報告制度の適用が免除されると考えられている。

しかしながら、委員会によって免除が認められた事例は実際は様々であり、その数も決して少なくはない。また、オンタリオ州規則<sup>80)</sup> や、NI55-104以外に存在する他の4種類のNational Instrument(継続開示義務、公開買付制度等)<sup>81)</sup>

---

76) 相当の理由の判断にあたり、証拠及び利益相反の存在を根拠に報告免除を認めなかった先例として、*Denison Mines Ltd. v. Ontario* (1981), 32 O.R. (2d) 469がある。

77) *Rockwell and Johnston*, *supra* note (73).

78) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.121 (2) (b).

79) *Re British American Oil Corporation Limited* (Ont. S.C., 1967). 申請者は、140の子会社を有する親会社の配下にある会社の1つで、その会社自体は75の子会社を有しており、全取締役について報告書の提出が求められていた。免除申請に対して証券委員会は、秘匿情報にアクセスすることがあり得るか、または当該内部者取引が株価に重要な影響を及ぼし得る場合にだけ、内部者に報告書提出義務が発生すると判断した。

80) Ontario Regulation 1015 (R.R.O. 1990), Part VIII.

81) NI51-102 (*Continuous Disclosure Obligation*), NI62-103 (*The Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues*), NI71-101 (*The Multijurisdictional Disclosure System*), NI 71-102 (*Continuous Disclosure and Other Exemptions Relating to Foreign Issuers*) において、報告書の提出を免除するための要件が定められている。

でも別途免除要件が定められている。このため、適用免除に関する報告義務者の理解は著しく困難になっている<sup>82)</sup>。本稿では続く3(2)において、NI55-104の免除規定について取り上げることとし、NI55-104でなされたその他の主要な変更点についても確認する。

#### f. 報告書の不提出及び虚偽記載等に対する制裁

報告書に関する制裁には、レポートの不提出と虚偽記載があり、有罪判決（conviction）を受けると、違反者は5百万ドル以下の罰金若しくは5年以下の懲役に処せられ、またはこれを併科される<sup>83)</sup>。なお、期日に報告書を提出しなかった場合は延滞料が賦課されるほか、データベース上で「提出遅延者（late filer）」としてラベル付けされ、一般に公開される。また、不提出者には排除措置命令が下され、提出が行われるまで当該報告発行会社の証券や関連金融商品の直接または間接の取引を行うことを禁じられる。

### (2) NI55-104の概要

#### a. 定義

NI55-104は新たに“Reporting Insider”という用語を定義した<sup>84)</sup>。これは、証券法上定められている内部者（Insider）の定義とは別に、内部者取引報告制度自体との関係で内部者を意義づけ、その義務内容を明確にするものである。証券法との関係では、狭義の内部者を意味すると考えられ、これに対して広義の内部者は、違法なインサイダー取引を禁止されるように証券法上追加的な義務を負う。

Reporting Insiderの定義は(a)から(i)までに限定列挙されている。報告義務を負う者を厳密に定義するために、オンタリオ証券法に比べて内部者をより簡潔

---

82) Keith, *supra* note (39) at 43.

83) OSA (R.S.O. 1990, c. S.5), s.122.

84) “Reporting Insider”の定義はIIROCの定める自主規制規則UMIRにおいても同じ意味で用いられている。

に定義しているところに特徴がある。例えば(a)項から(c)項では、CEOら上級執行役員を始めとし、主要な事業部門等に関与する者または法人に至るまで、会社の組織の階層別に内部者に該当する者を列挙している。

しかし内部者を詳細に規定したことで、結果的に報告義務者の範囲は広がったと解されており、例えば(f)項では、発行者やその子会社の資産運用や管理サービス等を提供する management company の者や法人も内部者に該当すると明記された。さらに、(i)項ではバスケット条項が追加され、(i)通常の業務において未公開の重要な情報を入手でき、かつ(ii)直接または間接に報告発行会社の業務や資本、開発活動に影響力を行使する者または行使可能な個人が追加されている。

なお、Reporting Insider の重要な要素の1つを構成する“Major Subsidiary”の概念については、報告発行会社の連結純資産または負債に占める割合が20%以上から30%以上と変更されている。

#### b. 提出時期

前記したように、実質所有者等に変更があった場合の報告書の提出期限は、10日から5暦日に短縮されている。

#### c. 適用除外要件

NI55-104では、内部者取引報告書提出義務が免除される場合をPart 5からPart 10で規定する。Part 5から順に、一種の報酬制度であるASPP (automatic securities purchase plan)<sup>85)</sup>、一定のストック・オプションの付与、流通市場を通じた自社株買い (NCIB : normal course issuer bid)<sup>86)</sup>、発行者に係る特定事象 (剰余金の配当、株式分割、報酬、合併、再編成など)、免除に関する通則、裁量免除が定められている。

---

85) 独立した第三者である証券会社から会社の幹部社員が当該会社の普通株式を自動的に購入していく制度で、購入者は一切購入に関する指示等ができない。

ASPPやストック・オプション等の付与については、報告書の提出義務を年次ベースに変更したり、内部者取引報告書の提出を免除する代わりに別途報告書の提出義務を課したりしている。

例えば、ASPP及び発行者等と締結した報酬契約を通じて証券を購入する場合は、SEDIを通じ、毎年3月31日に発行者が内部者取引報告書を提出しさえすればよい。オプション等の付与日、付与したオプション数の内訳、価格及び行使価格、行使によって得られる証券の数や種類、SEDARで開示していない重要な条件を報告する。なお、報告発行会社はそのような報酬契約の存在や重要な契約事項を事前にSEDAR上で公開しておく必要がある<sup>87)</sup>。また、NCIBについては従来通り、証券の購入が実施される月の末日から10日以内に報告書を提出すればよく、重要な開示事項は事前にSEDAR上で公開する。

この新しい措置により、内部者取引報告書の提出を義務づけられる取締役や役員の数に相対的に減っている。現在、内部者取引報告書の提出を義務づけられる内部者は、たとえ重要な未公開情報を利用できる場合でも、発行者に対して相当な権力や影響力を持つ者に限られると解されている<sup>88)</sup>。

---

86) NCIBは open-market share repurchaseを意味する法律用語である（TSX Rule Book, Rule 6-501; TSX Company Manual, Part VI, Sec. 628 (ix), 629）。トロント証券取引所（TSX）の許可を得て、発行済み株式の5%を超えない範囲の株式の購入を、開始してから12か月以内に完了しなければならないなど一定の制約がある。なお、カナダでは自社株買いの大半がTSXを通じて行われることから、この種の買付けをTSXの規則が規律している。また、当該TSXの規則は州の証券法にも優先する。（McNally, W. J. and Smith B. F., “Do Insiders Play by the Rules?”（University of Toronto Press, Jun., 2003）29 Canadian Public Policy (No.2) 125, at 128）。

87) 持株証券等の譲渡に関するASDP（automatic securities disposition plan）については、第三者との契約に依らず、発行者自身が管理している場合があるため、NI55-104で適用免除の対象にされていない。ただし、場合によっては適用免除になる可能性があることがCSAによって示唆されている（NI55-104CP, Part 5, 5.1 (3), (2010) 33 OSCB 3691）。

88) Tory's LLP, *Torys on Corporate and Capital Market* (C&CM 2010-1), January 27, 2010, available at <http://www.torys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/CCM2010-1.pdf>.





INSTRUCTIONS

Insider Reports in English and French are available from Manitoba, Ontario and Quebec. If you are in one province, follow the provisions of Québec, you will receive correspondence in French. If you are in the province of Québec, you will receive correspondence in both English and French.

When an insider of a reporting issuer files an insider report, the issuer is required to disclose the reporting issuer or which an insider's ownership or interest in a report over each class of the reporting issuer's securities outstanding from the date report filed. A report is not required unless reports are required to be filed in the issuer's province, the National Reporting System, National Income System or the issuer.

If you have any questions about this form you should be using to file your report, see National Instrument 58-102 System for Electronic Disclosure by Issuers (SEDI).

**BOX 1 - Name of the reporting issuer**  
Provide the full legal name of the reporting issuer. Use a separate report for each reporting issuer.

**BOX 2 - Insider roles**  
Indicate all of your relationships to the reporting issuer using the following codes:  
Reporting issuer that has acquired securities issued by itself 1  
Subsidiary of the reporting issuer 2  
Security holder who beneficially owns or who exercises control or direction over more than 10% of the securities of the reporting issuer (Ontario Securities Act - 10% of a class of shares) to which the attached voting rights or an unlimited right to a share of the profits and to its assets in case of winding up 3  
Director of a reporting issuer 4  
Senior officer of a reporting issuer 5  
Director or senior officer of a security holder referred to in 3 6  
Director or senior officer of an issuer or subsidiary of the reporting issuer, other than in 3, 4 and 6 7  
Control holder - if beneficial holder becoming an insider 8

If you have filed a report before, indicate whether your relationship to the reporting issuer has changed.  
Specify the date of the last report you filed, and if it is an initial report, the date on which you became an insider.

**BOX 3 - Name, address and telephone number of the insider**  
Provide your name, address and business telephone number.

**BOX 4 - Jurisdiction**  
Indicate each jurisdiction where the issuer is a reporting issuer or the registrant.

**BOX 5 - Insider holdings and changes**  
Show direct and indirect holdings separately, both in the initial report and where a transaction is reported. Indicate only one transaction per line.

For an initial report complete only:  
(A) Acquisition of stock or securities held  
(B) Current balance of stock or securities held  
(C) Initial or immediate (see List of Codes)  
(D) Identification of the registered holder where ownership is not direct

If you acquire or dispose of securities while an insider, complete sections (A) to (F):  
(A) Indicate a transaction of the securities (indicate full to sufficient to identify the class, including yield, dates, maturity)  
(B) Indicate the number of securities, or for debt securities, the aggregate nominal value, of the class filed, directly and indirectly, before the transaction has been reported.  
(C) Indicate for each transaction:  
• the date of the transaction (and the settlement date)  
• the nature of the transaction (see List of Codes)  
• the number of securities acquired or disposed of or the debt securities, the aggregate nominal value  
• the unit price paid or received on the day of the transaction, excluding the commission  
• if the report is in United States dollars, check the "US" box

List of Codes

BOX 5 (C) Nature of transaction	
<b>General</b>	
Acquisition or disposition in the public market	10
Acquisition or disposition carried out privately	11
Acquisition or disposition under a prospectus	15
Acquisition or disposition under a prospectus exemption	16
Acquisition or disposition pursuant to a takeover bid, merger or acquisition	22
Acquisition or disposition under a purchase agreement	30
Stock dividend	35
Conversion or exchange	20
Block sale or consolidation	37
Participation in a takeover or acquisition of securities	38
Over-allotment	40
Compensation for property	45
Compensation for services	46
Acquisition or disposition by gift	47
Acquisition by inheritance or disposition by bequest	48
<b>Issuer Derivatives</b>	
Stock of options	60
Exercise of options	51
Expiration of options	52
Stock of warrants	53
Exercise of warrants	54
Expiration of warrants	55
Trade of rights	56
Exercise of rights	57
Expiration of rights	58
<b>Third Party Derivatives</b>	
Acquisition or disposition (including of thin party derivative)	70
Expiration of third party derivative	71
Other settlement of third party derivative	72
Expiration of third party derivative	73
<b>Miscellaneous</b>	
Change in the nature of ownership	80
Other	81

(1) Indicate the number of securities, or for debt securities, the aggregate nominal value, of the class held, directly or indirectly, after the transaction has been reported.

(2) Indicate the nature of ownership, control or direction of the class of securities held using the following codes:

Direct ownership	1
Indirect ownership (identify the registered holder)	2
Control or direction (identify the holder or holder)	3

(3) For securities that are indirectly held, or over which control or direction is exercised, identify the registered holder.

**BOX 6 - Remarks**  
Add any explanation necessary to make the report clearly understandable.  
If space is needed for any item is insufficient, additional sheets may be used. Additional sheets must date to the appropriate list and must be properly identified and signed.  
Office staff are not permitted to alter a report.

**BOX 7 - Signature and filing**  
Sign and date the report.

File one copy of the report in each jurisdiction in which the issuer is reporting within the time limit prescribed by the applicable law of that jurisdiction.  
Manually sign the report.

Legibly print or type the name of each individual signing the report.  
If the report is filed on behalf of a company, partnership, trust or other entity, legibly print or type the name of that entity after the signature.  
If the report is signed on behalf of an individual by an agent, there shall be filed with each jurisdiction in which the report is filed a duly completed power of attorney.

If the report is filed by electronic in accordance with National Instrument 58-102 System for Electronic Disclosure by Issuers (SEDI), the report should be sent to the appropriate securities regulatory authority at the appropriate number set out below.

Alberta Securities Commission 4th Floor, 800 - 8th Avenue SW, Calgary, AB T2P 5C4 Internet: Information Centre * Telephone: (403) 297-8656 Fax: (403) 297-8159	Securities Commission of Newfoundland P.O. Box 426, 2nd Floor West Block Concession Building St. John's, NF A1B 4X5 Alternative: Director of Securities * Telephone: (709) 728-1188 Fax: (709) 728-9187	Commission des valeurs mobilières du Québec ** 515, Exchange Tower, P.O. Box 245, 22nd Floor 300 Victoria Square Montreal, PQ H5Z 1G2 Attention: Responsable de l'accès à l'information * Telephone: (514) 919-9150 or (514) 381-6075 (in Québec) Fax: (514) 873-3129
British Columbia Securities Commission PO Box 10142, Pacific Centre 791 West Georgia Street Vancouver BC V7Y 1K2 Attention: Electronic Initial Reporting * Telephone: (604) 693-9522 or (604) 693-9500 (in BC) Fax: (604) 693-9552	Nova Scotia Securities Commission 2nd Floor, 440201 Henry Building 1500 Huxley Street, P.O. Box 400 Halifax, NS B4B 5J9 Attention: PDI Office * Telephone: (902) 424-1703 Fax: (902) 424-4823	Saskatchewan Securities Commission 200 - 1820 Broad Street Regina, SK S4P 3K7 Attention: Disclosure * Telephone: (306) 797-6605 Fax: (306) 797-5889
The Manitoba Securities Commission 1180 - 405 Broadway Winnipeg, MB R3B 2A6 Attention: Commission Disclosure * Telephone: (204) 945-9100 Fax: (204) 945-9100	Ontario Securities Commission Suite 162, Box 53, 29 Queen Street West Toronto, ON M5H 1S6 Attention: PDI Coordinator * Telephone: (416) 593-8314 Fax: (416) 593-3666	* For questions about the collection and use of personal information ** In Québec questions about the collection and use of personal information may also be addressed to the Commission's Access à l'Information du Québec: (514) 985-2271



(本研究は、JSPS 科研費 23530088 の助成を受けたものである。)

お詫びと訂正

以下の箇所に誤りがありました。お詫びして訂正いたします。

『筑波ロー・ジャーナル 12号』

103頁上から9行目

誤) 事前に

正) 適切に

106頁下から2行目

誤) ……当することになる10日前までに

正) ……当することになってから10日以内に

(きむら・まきこ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻准教授)