

2012年6月20日 全21頁

# いまさら人には聞けない インサイダー規制のQ & A

金融調査部 制度調査課  
横山 淳

## [要約]

- 本稿では、インサイダー取引規制に関する基本的な事項をQ & A形式で紹介する。
- 具体的な項目としては、インサイダー取引規制の趣旨、規制対象となる情報受領者、情報提供者に対する規制の有無、「重要事実」の「公表」のあり方、今後の議論の方向性などを取り上げた。

## 【目次】

はじめに.....	1
Q 1 : インサイダー取引規制とは何か?.....	2
Q 2 : なぜ、インサイダー取引は規制されるのか?.....	3
Q 3 : 「会社関係者」とは、要するにその会社に勤務している者のことか?.....	5
Q 4 : 「会社関係者」から情報を伝えられた者も規制対象となるのか?.....	6
Q 5 : 情報を他の者に伝えた「会社関係者」は処罰されないのか?.....	8
Q 6 : 「重要事実」とは何か?.....	9
Q 7 : 「重要事実」が「公表」されたといえるのは、どのような場合か?.....	12
Q 8 : 「重要事実」は必ず「公表」しなければならないのか?.....	13
Q 9 : 「重要事実」を知っていても、取引に利用しなければ問題ないのではないか?.....	15
Q 10 : 社債の売買やデリバティブ取引も規制対象となるのか?.....	15
Q 11 : インサイダー取引規制に違反した場合、どのような罰則等が課されるのか?.....	16
Q 12 : インサイダー取引規制について、今後、どのような議論が行われそうか?.....	18

## はじめに

○昨今の公募増資に関連したインサイダー取引（いわゆる増資インサイダー）事案などを受けて、インサイダー取引規制に対する関心が改めて高まっている。

○本稿では、寄せられた質問などを基に、わが国における（上場会社を前提とした）インサイダー取引規制の基本をQ & A形式で紹介する。

○なお、公開買付け（TOB）やM&Aに係わる「公開買付者等関係者の禁止行為」も、インサイダ

一取引規制の一種と位置付けることができるが、本稿では、特に断らない限り、「会社関係者による内部者取引規制」のことをインサイダー取引規制と呼んで、説明することとする。

○また、本稿中の意見に係わる部分は、あくまでも一研究者としての見解に過ぎない。実際の法令の適用等については、弁護士に相談されたい。

## Q 1 : インサイダー取引規制とは何か？

**A 1 : 通常、上場会社等の関係者（会社関係者）が、その立場を利用して重要な情報（重要事実）を入手し、それが公にされる（公表）前に、その会社の株式等を売買することなどを禁止する金融商品取引法上の規制を意味する。**

### (1) インサイダー取引とは？

○インサイダー取引規制といえば、通常、金融商品取引法によって定められた次のような規制（会社関係者による内部者取引規制）のことを意味する（金融商品取引法 166 条）。

- ①上場会社等の役員や従業員、あるいは大株主や顧問弁護士といった「会社関係者」（Q 3）は、
- ②その職務や権限に関連して、新株の発行、合併、災害による損失、業績予想の変動などのような「重要事実」（Q 6）を知った場合、
- ③その事実が「公表」（Q 7）されるまでの間は、
- ④その会社の株式など（特定有価証券等）の売買等を行ってはならない。

○つまり、上場会社等の重要な情報にアクセスできる立場にある役職員などは、株価や業績などに大きな影響を及ぼすような情報を、他の者に先んじて手に入れることができる。これらの者が、その立場を利用して情報を手に入れ、何も知らされていない一般株主・投資者に先回りして、その会社の株式などを売買することを禁止するのがインサイダー取引規制である。

○更に、「会社関係者」から直接、こうした「重要情報」を伝達された者（「第一次情報受領者」）についても、同様の規制が課される（Q 4 参照）。

### (2) 広義のインサイダー取引規制

○前記(1)の「会社関係者による内部者取引規制」のほか、金融商品取引法に定められた次の規制も含めて、より広い意味での「インサイダー取引規制」と呼ぶ場合もある。

- (イ) 上場会社等の役員等による売買報告義務（金融商品取引法 163 条）
- (ロ) 上場会社等の役員等の短期売買利益返還（提供）義務（同 164 条）
- (ハ) 組合員等の売買報告義務と短期売買利益返還（提供）義務（同 165 条の 2）
- (ニ) 公開買付者等関係者の禁止行為（同 167 条）

○このうち(イ)～(ハ)は、前述の「会社関係者による内部者取引規制」を補完するための規制である。

- (イ)は、上場会社等の役員及び主要株主は、その会社の株式などの売買等を行った場合、内閣総理大臣（実際には財務局長等）に対して売買等の報告をしなければならないというものである。
- (ロ)は、上場会社等の役員及び主要株主が、その会社の株式などについて、6ヶ月以内の短期売買で利益を上げた場合、その役員や主要株主に対して、その利益の返上（吐出し）を求めるものである。具体的には、その会社（会社が請求しない場合は、株主が代わって請求できる）が役員・主要株主に対して、短期売買によって得た利益の返還（提供）を請求することになる。請求により返還（提供）された利益は、（国庫や請求株主ではなく）その会社自身が受け取ることとなる。
- (ハ)は、(イ)(ロ)の主要株主に課される義務を、法人格のない組合等（いわゆるファンドなど）に対しても課すというものである。
- 他方、(ニ)は、上場会社等の会社関係者ではなく、公開買付け（TOB）や大規模な株式取得などに伴って生じる同様の問題に対する規制である。
- 具体的には、公開買付け等をする者の関係者（公開買付者等関係者）が、その立場を利用して、公開買付け等の実施（中止）を知らされていない一般の株主・投資者に先回りして、対象会社の株式等の売買など一定の取引を行うことを禁止するというものである。

## Q2：なぜ、インサイダー取引は規制されるのか？

A2：わが国では、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保することが目的だとされている。なお、米国では、インサイダー取引は、証券取引を巡る詐欺的行為の一種と位置づけられている。

### (1) 公正性、健全性

- インサイダー取引を規制する目的・趣旨については、様々な考え方がある。
- わが国では、インサイダー取引規制の目的を「証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保する」<sup>1</sup>と説明するのが一般的である。
- 上場会社等が業務を進める中で、例えば、合併、災害、業績変動など、その会社の株価や業績などに大きな影響を与えるような様々な情報が発生する。こうした情報が全ての株主・投資者に等しく伝わるのであればよいが、実際には、そのようにうまくはいかない。
- 会社の役員や従業員、あるいは大株主などは、その立場から、他の株主・投資者よりも先に、会社の重要な情報にアクセスする機会がある。仮に、会社関係者がそうした立場で入手した情報に基づいて、その会社の株式等の売買などを行えば、他の株主・投資者に比べて著しく有利な立場で取引を行うことになる。逆に、そうした情報を入手できる立場にない一般の株主・投資者は、会社関係者のそうした取引行為によって大きな損失を蒙る危険性がある。

<sup>1</sup> 最高裁判所平成11年（1999年）6月10日判決（いわゆる日本織物加工事件）。

- 確かに、このような情報の不平等（情報の非対称性）が、公平・公正な条件の下で、専ら、株主・投資者としての能力や努力の結果として生じたものだとすれば、これを正当化することもできるかもしれない。しかし、会社関係者が重要な情報にいち早くアクセスできるのは、あくまでも、その職務や権限などといった立場に基づくものである。そうした立場を利用して入手した情報を、自己の利益等のために利用して、株式等の売買などを行うことは、一般の株主・投資者から見れば、到底、公平・公正なものとはいえないだろう。
- 仮に、このような取引を放置すれば、「証券取引市場における公平性、公正性を著しく害し、一般投資家の利益と証券取引市場に対する信頼を損なうものであるから、これを防止する必要がある」<sup>2</sup>というのが、わが国におけるインサイダー取引規制の目的・趣旨といえるだろう。
- また、経済政策的な観点から、インサイダー取引を放置すれば、証券市場の公正性・健全性に対する株主・投資者の信頼が大きく損なわれることで、多くの健全な投資家が証券市場から逃避し、その結果、証券市場が機能不全に陥って、国民経済に重大な損害が及ぶような事態を防ぐといった説明<sup>3</sup>も、基本的な考え方は同様だと思われる。

## (2) 海外における考え方

- インサイダー取引規制の趣旨・目的を、市場の公正性・健全性と投資者保護と位置付ける考え方<sup>4</sup>は、EUでも採用されているものと考えられる。すなわち、EUの市場阻害行為指令<sup>5</sup>では「共同体における金融市場の完全性（integrity）を確保し、投資者の市場に対する信頼（confidence）を向上させる」ことが目的であると明記している（EU市場阻害行為指令前文12項）。
- それに対して、米国では、かなり異なるアプローチが採用されている。米国の場合、インサイダー取引を直接規制する法律上の規定は存在せず、判例によって、証券取引に伴う詐欺行為の一種として位置づけられている（米国1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）10条b項、米国証券取引委員会（SEC）規則Rule10b-5など）。
- 具体的には、取引の相手方に対する信認義務に違反して、事実を伝えなかったことが取引の相手方を欺く詐欺的行為に該当するといった説明（信認義務理論）<sup>6</sup>や、情報源に対する信認義務などに違反して、提供された情報を不正に流用して自己の利益を図ったことが、情報伝達者を欺く詐欺的行

<sup>2</sup> 最高裁判所平成14年（2002年）2月13日判決。なお、この判決は、インサイダー取引規制そのものではなく、短期売買差益提供義務（Q1参照）を巡る事案に対するものである。

<sup>3</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制Q&A」第五版（2009年）p.2など参照。

<sup>4</sup> こうした考え方は、「公の信頼」理論、あるいは「市場の廉潔性」理論と呼ばれることもある（萬澤陽子「アメリカのインサイダー取引と法」（弘文堂、2011年）p.40）

<sup>5</sup> 正式名称は“Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)”である。なお、2011年の新たなEUレギュレーション案（“Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)”）でも、同様の考え方が維持されているものと考えられる（同レギュレーション案前文2、7項参照）。

<sup>6</sup> Chiarella v. United States 445 U.S. 222 (1980)、Dirk v. SEC 463 U.S. 646 (1983)など。萬澤陽子「アメリカのインサイダー取引と法」（弘文堂、2011年）pp.68-90、マーク・I・スタインバーグ著・小川宏幸訳「アメリカ証券法」（2008年、雄松堂出版）pp.463-466、カーティス・J・ミルハウプト編「米国会社法」（有斐閣、2009年）pp.269-273、川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」（『民商法雑誌』125巻4・5号、2002年2月15日）p.11など参照。

為に該当するといった説明（不正流用理論）<sup>7</sup>がなされている。

- 若干、乱暴な説明になるかもしれないが、自分を信頼している相手方を裏切って、何も知らないことをよいことに高値で売りつける（安値で買ったたく）こと（信認義務理論）や、自分を信頼して業務等に役立てるために情報を提供してもらいながら、その信頼を裏切って、個人的な利益のために流用したこと（不正流用理論）を、詐欺的行為の一種と捉えるということだろう。

### Q3：「会社関係者」とは、要するにその会社に勤務している者のことか？

**A3：その会社に勤務する役職員はもちろんだが、会計帳簿閲覧請求権を有する株主、許認可権限を有する官庁の公務員、契約関係にある顧問弁護士・引受証券会社なども「会社関係者」に当たる。また、過去に勤務していた者（退職者）なども、「会社関係者」でなくなってから1年間は、インサイダー取引規制の対象となる。**

- インサイダー取引規制の対象となる「会社関係者」の範囲をまとめると次のようになる（金融商品取引法 166 条 1 項 1～5 号）。

- ①上場会社等（注1）（その親会社及び子会社を含む）の役員、代理人、使用人その他の従業者（以下、役員等）
- ②上場会社等の会計帳簿閲覧請求権を有する株主等（注2）
- ③上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者
- ④上場会社等と契約を締結している者、締結の交渉をしている者
- ⑤上記②④が法人の場合、その同一法人の他の役員等

（注1）店頭売買有価証券（現在、該当なし）、取扱有価証券（いわゆるグリーンシート）の発行者等を含む（金融商品取引法 163 条 1 項、金融商品取引法施行令 27 条の2）。

（注2）同様の権限を有する協同組織金融機関の普通出資者、裁判所の許可を得て会計帳簿等の閲覧請求ができる親会社株主等（会社法 433 条 3 項）を含む。

- ①には、その会社に勤務する役職員が該当することになる。ただし、その会社だけではなく、親会社や子会社に勤務する役職員も、これに含まれている。加えて、顧問、相談役、アルバイト、パート社員なども、これに含まれると解されている<sup>8</sup>。これらの者が、「その者の職務に関し」未公表の重要事実を知った場合には、インサイダー取引規制の対象とされる。

- ②には、会社法などに基づく会計帳簿閲覧請求権を有する株主、具体的には、議決権の3%以上（定款によって引下げ可能）を保有する株主などが該当する（会社法 433 条 1 項）。これらの者が、その「権利の行使に関し」未公表の重要事実を知った場合には、インサイダー取引規制の対象となる。

<sup>7</sup> United States v. O'Hagan 521 U.S. 642 (1997)。萬澤陽子「アメリカのインサイダー取引と法」（弘文堂、2011年）pp. 96-104、マーク・I・スタインバーグ著・小川宏幸訳「アメリカ証券法」（2008年、雄松堂出版）pp. 466-467、カーティス・J・ミルハウプト編「米国会社法」（有斐閣、2009年）pp. 274-276、川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」（『民商法雑誌』125巻4・5号、2002年2月15日）pp. 11-12など参照

<sup>8</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）pp. 41-42。

○③には、例えば、その会社の業務について許認可権を持つ官庁の公務員、国政調査権限を有する国会議員などが該当する<sup>9</sup>。これらの者が、「権限の行使に関し」未公表の重要事実を知った場合には、インサイダー取引規制の対象となる。

○④には、具体的には、顧問弁護士、顧問税理士、監査契約を結んだ公認会計士、融資契約等を締結している取引銀行、引受契約等を締結している証券会社などが、これに該当する<sup>10</sup>。現に契約関係にある者だけではなく、契約交渉中の者も、これに含まれている。これらの者が、その「契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し」未公表の重要事実を知った場合には、インサイダー取引規制の対象となる。

○⑤は、大株主（②）や契約締結・交渉先（④）である法人等において、その案件を担当していない他部署の者も、「会社関係者」に該当するということである。

○例えば、事業会社の営業部門が契約交渉に関して入手した取引先等の情報を、同じ事業会社の財務部門の役職員が知った場合<sup>11</sup>、銀行の融資部門が入手した融資先に関する情報を、同じ銀行の投資部門の役職員が知った場合<sup>12</sup>、証券会社の引受部門が入手した公募等に関する情報を、同じ証券会社の営業部門の役職員が知った場合などが、これに当てはまると考えられる。これらの者が、「その者の職務に関し」未公表の重要事実を知った場合には、後述する「情報受領者」（Q4）としてではなく、「会社関係者」そのものとしてインサイダー取引規制の対象となる。

○また、職務等に関連して未公表の重要事実を知った「会社関係者」は、例えば、退職や契約満了などで、「会社関係者」に当たらなくなった場合（「元会社関係者」）でも、その後1年間はインサイダー取引規制の対象となる（金融商品取引法166条1項後段）。

○更に、「会社関係者」から直接、「重要情報」を伝達された者（いわゆる「情報受領者」）についても、インサイダー取引規制の対象となる（金融商品取引法166条3項、Q4参照）。

#### Q4：「会社関係者」から情報を伝えられた者も規制対象となるのか？

A4：「会社関係者」や「元会社関係者」から直接、「重要事実」を伝えられた者（いわゆる「第一次情報受領者」）も、インサイダー取引規制の対象となる。

#### (1) 情報受領者について

○わが国のインサイダー取引規制においては、「会社関係者」や「元会社関係者」だけではなく（Q3参照）、これらの者から直接、「重要事実」を伝達された者（いわゆる「第一次情報受領者」）も、規制の対象とされている（金融商品取引法166条3項）。

<sup>9</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）pp. 58-59、内部者取引規制研究会「一問一答 インサイダー取引規制」（商事法務研究会、1988年）pp. 40-43など。

<sup>10</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）pp. 62-63、内部者取引規制研究会「一問一答 インサイダー取引規制」（商事法務研究会、1988年）pp. 35-36など。

<sup>11</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）p. 66。

<sup>12</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制Q&A」第五版（2009年）p. 4。

- 加えて、職務上、「重要事実」の伝達を受けた者が所属する法人における他の役職員などについても、「その者の職務に関し」、その「重要事実」を知った場合は、同様にインサイダー取引規制の対象とされる（金融商品取引法 166 条 3 項後段）。
- 具体的には、例えば、報道機関の記者が、取材先の会社から「重要事実」の伝達を受けた場合、その記者が「第一次情報受領者」としてインサイダー取引規制の対象となることはいうまでもない。加えて、その記者が伝達を受けた「重要事実」を、同じ報道機関の企画担当者や編集担当者などが「職務に関し」知った場合（その職場である報道機関の情報端末や館内放送で知ったなど）にも、同じ「第一次情報受領者」としてインサイダー取引規制の対象となるのである<sup>13</sup>。
- 他方、これらの「第一次情報受領者」から更に伝達を受けた者（いわゆる「第二次情報受領者」）や、その後、転々と流通する情報を知った者（いわゆる「第三次、第四次……情報受領者」）は、インサイダー取引規制の規制対象とはなっていない。
- もっとも、情報の伝達を受けた者（「情報受領者」）が、「第一次」なのか、「第二次」「第三次」……なのかは、実態を踏まえて判断されることと解されている。例えば、「会社関係者」Aが「重要事実」をBに伝達したのち、BがCに伝達した場合であっても、Bが実質的にメッセンジャー（使者）の役割を果たしているような場合には、B、Cともに「第一次情報受領者」としてインサイダー取引規制の対象となるものと考えられる<sup>14</sup>。
- わが国において、「情報受領者」の取扱いが、「第一次」と「第二次」以降で異なる理由については、一般に「第二次」以降の情報受領者まで規制対象に含めると「インサイダー取引規制の対象となる者が極めて広範囲にわたり、無用の社会的不安が生ずるおそれがある」<sup>15</sup>ためと説明されている。つまり、インサイダー取引規制で処罰される者の範囲が、際限なく拡大することを防ぐため、ということだろう。
- また、他にも「会社関係者」との距離の近さ（親密さ、密接さなど）が問題とされているとの指摘もある<sup>16</sup>。

## (2) 海外における考え方

- 情報受領者に関して、わが国のように「第一次」と「第二次」以降といった区分を設けることは、国際的に見ると必ずしも一般的とはいえない。
- 例えば、EUの市場阻害行為指令では、「インサイダー情報を有しており、それがインサイダー情報であることを知る（knows）又は知り得べき（ought to have known）者」を規制対象にすると定めている（EU市場阻害行為指令 4 条）。つまり、「第一次」、「第二次」といった形式的な基準ではなく、情報受領者がインサイダー情報であることを認識しているか（あるいは認識すべき立

<sup>13</sup> 証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集」（平成 21 年 6 月）pp. 31-33。なお、東京証券取引所自主規制法人「こんぶらくんのインサイダー取引規制 Q & A」第五版（2009 年）p. 5、p. 18 も参照。

<sup>14</sup> 内部者取引規制研究会「一問一答 インサイダー取引規制」（商事法務研究会、1988 年）pp. 46-47。

<sup>15</sup> 内部者取引規制研究会「一問一答 インサイダー取引規制」（商事法務研究会、1988 年）p. 45。

<sup>16</sup> 川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」（『民商法雑誌』125 巻 4・5 号、2002 年 2 月 15 日）pp. 60-61。

場にあるか)、といった実質に基づく基準が定められているのである。

- また、米国の場合も、そもそも明文の法令ではなく、判例によってインサイダー取引規制が形作られたという事情もあって(Q 2 (2)参照)、情報受領者に対する処罰の可否についても、解釈上、形式よりも実質を踏まえた判断がなされるようである。
- すなわち、情報を提供することが(情報提供者に課せられた)信認義務に違反しており、情報受領者がそのような信認義務違反を知っていた(又は知り得べきであった)場合(信認義務理論)<sup>17</sup>や、情報源に対する(情報受領者の)信認義務などに違反して、情報を不正に流用した場合(不正流用理論)<sup>18</sup>には、情報受領者もインサイダー取引規制の対象となると解されているようである。

#### Q 5 : 情報を他の者に伝えた「会社関係者」は処罰されないのか？

**A 5 : わが国では、情報提供者は、直接、処罰の対象とはされていない。ただし、共犯として処罰される可能性があるほか、金融商品取引業者の場合は、その業務に係わる規制に違反したとして、行政処分の対象となり得る。  
なお、海外では、情報提供者も処罰対象とする立法例もある。**

#### (1) 共犯

- わが国における現在の金融商品取引法では、未公表の「重要事実」を提供しただけでは、インサイダー取引規制違反による処罰の対象とはされていない。
- ただし、売買等を行った情報受領者との共犯関係が認められれば、情報提供者も処罰の対象となり得ると考えられる(刑法 60 条、65 条など)。
- 例えば、「会社関係者」Aがその友人Bに「重要事実」を伝えて、インサイダー取引を行うように唆したような場合であれば、実際に売買を行ったB(第一次情報受領者)だけではなく、唆したA(情報提供者)も、インサイダー取引の共犯(教唆犯、幫助犯)として処罰される可能性がある<sup>19</sup>。また、Aが、より積極的にBと共謀していたような場合には、共同正犯<sup>20</sup>として処罰されることもあり得るだろう<sup>21</sup>。

#### (2) 第一種金融商品取引業者の場合

- 第一種金融商品取引業者(証券会社)の場合、インサイダー取引規制そのものではないが、例えば、業務に係わる次のような規制が法令によって定められている。

<sup>17</sup> Dirk v. SEC 463 U.S. 646 (1983)、川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」(『民商法雑誌』125 巻 4・5 号、2002 年 2 月 15 日) pp. 81-82。

<sup>18</sup> United States v. O'Hagan 521 U.S. 642 (1997)。川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」(『民商法雑誌』125 巻 4・5 号、2002 年 2 月 15 日) pp. 82-83。

<sup>19</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制Q&A」第五版(2009 年) p. 40、木目田裕「インサイダー取引規制の実務」(商事法務、2010 年) pp. 69-70 など参照。

<sup>20</sup> 二人以上共同して犯罪を実行した者のこと。すべて従犯(教唆、幫助)ではなく正犯とされる(刑法 60 条)。

<sup>21</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」(商事法務、2010 年) p. 404 など参照。

- ◇顧客に対する誠実義務（金融商品取引法 36 条 1 項）
- ◇顧客の取引等がインサイダー取引規制に違反すること（又は違反するおそれがあること）を知らず、その受託等を行うことの禁止（金融商品取引法 38 条 7 号、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、金融商品取引業等府令） 117 条 1 項 13 号）
- ◇発行会社の法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止（金融商品取引法 38 条 7 号、金融商品取引業等府令 117 条 1 項 14 号）
- ◇法人関係情報等の適切な管理（金融商品取引法 40 条 2 号、金融商品取引業等府令 123 条 5 号）など

○そのため、第一種金融商品取引業者（証券会社）が情報提供者となって、インサイダー取引の原因を作ったような場合には、上記の規制に違反したとして行政処分（登録取消し、業務停止命令、業務改善命令）の対象となり得る（金融商品取引法 51 条、52 条など）。

### (3) 海外の立法例

- 海外では、情報伝達行為も違法として、情報伝達者も処罰対象とする立法例もある。
- 例えば、EU市場阻害行為指令は、インサイダー情報の伝達行為（雇用、職務、義務の遂行における通常の過程（in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties）でなされるものを除く）や、インサイダー情報に基づいた推奨行為等を明文で禁止している（EU市場阻害行為指令 3 条）。
- これを受けて、英国の刑事司法法（Criminal Justice Act of 1993、52 条 2 項）や金融サービス市場法（Financial Services and Market Act of 2000、118 条 3 項）、ドイツの有価証券取引法（Gesetz über den Wertpapierhandel、14 条 1 項 2、3 号）などが、同様の規定を定めている。
- また、米国においても、解釈上、情報提供が、（内部者の）信認義務に違反して行われた場合（信認義務理論）や、情報源に対する信認義務などに違反して、情報を不正に流用して行われた場合（不正流用理論）には、（情報受領者による違法な取引が行われたことを前提に）情報提供者も規制対象となると解されているようである<sup>22</sup>。

#### Q 6 : 「重要事実」とは何か？

**A 6 : 投資者の投資判断に影響を及ぼす可能性のある上場会社等の業務等に関する事実である。会社の意思決定に関わる事実（新株発行など）、会社に発生した事実（災害に起因する損害など）、会社の決算に関わる事実（業績予想など）、その他の事実が、広範に定められている。**

<sup>22</sup> 川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」（『民商法雑誌』125 巻 4・5 号、2002 年 2 月 15 日）p. 115。

## (1) 「重要事実」とは

○「重要事実」とは、投資者の投資判断に影響を及ぼす可能性のある上場会社等の業務等に関する事実として、金融商品取引法及びその関連法令に規定されているもののことである。具体的には、次の8種類に分類されている（金融商品取引法 166 条 2 項）。

- ①上場会社等の決定事実（新株発行・自己株式処分、資本金の額の減少、自己株式の取得、合併など）
- ②上場会社等の発生事実（災害に起因する損害、主要株主の異動、訴訟の提起、行政処分など）
- ③上場会社等の決算に関する事実（業績予想、配当予想の修正等）
- ④上場会社等のその他の重要事実（会社の運営、業務、財産に関する重要事実で、投資者の判断に著しい影響を及ぼすもの（いわゆるバスケット条項））
- ⑤子会社に係る決定事実（子会社の合併、子会社の解散など）
- ⑥子会社の発生事実（子会社の災害に起因する損害、子会社の訴訟の提起、子会社の行政処分など）
- ⑦子会社の業績変動等（子会社の業績予想の修正等）
- ⑧子会社のその他の重要事実（子会社の運営、業務、財産に関する重要事実で、投資者の判断に著しい影響を及ぼすもの（いわゆる子会社に係るバスケット条項））

○上場会社等本体に関わる事実（①～④）と、その子会社に関わる事実（⑤～⑧）があるが、内容で分類すれば、「決定事実」（①⑤）、「発生事実」（②⑥）、「決算情報（業績予想の変動）」（③⑦）、「その他の重要事実（バスケット条項）」（④⑧）ということになるだろう。

○「決定事実」とは、会社の「業務執行を決定する機関」が、一定のコーポレート・アクション等に関する意思決定を行ったというものである。

○ここでいう「業務執行を決定する機関」とは、必ずしも会社法などの法律で定められた機関（例えば、取締役会）である必要はなく、「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のできる機関であれば足りる」<sup>23</sup>と解されている。

○また、「決定」の有無に関しても、「実現可能性が全くあるいはほとんど存在」しない場合を別として、「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」とした判例がある<sup>24</sup>。

○「発生事実」とは、会社の意思に関わりなく、その会社について発生した事項である。

○「決算情報（業績予想の変動）」は、会社の業績や配当などに関わる事項である。具体的には、上場会社等（単体）の売上高等（売上高、経常利益、純利益）・配当や、その上場会社等の属する企業集団（連結）の売上高等が、公表された直近の予想値（又は実績値）から比較して、新たな予想値（又は決算数値）が一定以上変動した場合が、これに該当する。

<sup>23</sup> 最高裁判所平成 11 年（1999 年）6 月 10 日判決（いわゆる日本織物加工事件）。

<sup>24</sup> 最高裁判所平成 23 年（2011 年）6 月 6 日決定（いわゆる村上ファンド事件）。なお、この事案は、会社関係者ではなく、公開買付者等関係者に関する事案である。拙稿「インサイダー取引規制における『決定』と実現可能性」（2011 年 6 月 16 日付レポート）も参照（<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/11061601securities.html>）。

- 「その他の重要事実（バスケット条項）」は、投資者の判断に著しい影響を及ぼし得る事実を包括的に規定するものといえるだろう。
- 今日の経済・社会の状況を踏まえれば、全ての重要事実を予め法律で定めておくことは不可能だといえる<sup>25</sup>。そのため、このような広い範囲の事項をカバーできる包括的な規定を設けているものと考えられる。過去の判例や課徴金納付命令では、粉飾決算やそれに関する当局の強制調査<sup>26</sup>、開発された新薬の重篤な副作用<sup>27</sup>、強度試験の検査数値等の改竄<sup>28</sup>などを、「その他の重要事実（バスケット条項）」に該当すると判断した事例がある。

## (2) 軽微基準、重要性基準

- 「重要事実」に該当する事項であっても、その影響が小さい（あるいは重要性に乏しい）と考えられるものについては、「重要事実」として取り扱わない、即ち、インサイダー取引規制を適用する必要性がない、というのが、国際的に見ても一つのコンセンサスとなっているものと考えられる<sup>29</sup>。
- わが国の金融商品取引法に基づくインサイダー取引規制も同じ考え方を採用しているが、重要性の判断に当たって、一定の形式要件に当てはまるという点が大きな特徴となっている。
- まず、「重要事実」のうち、「決定事実」、「発生事実」については、「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの」として一定の形式基準に該当するものは、「重要事実」として取り扱わず、インサイダー取引規制の対象から除くこととされている（金融商品取引法 166 条 2 項 1、2 号）。この形式基準のことを、通常、「軽微基準」と呼んでいる。
- 例えば、災害に起因する損害であれば、損害の額が純資産額の 3% 未満である場合が、「軽微基準」として定められている（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（取引等規制府令）50 条 1 号）。
- また、「重要事実」のうち、「決算情報（業績予想の変動）」については、変動幅が一定の形式基準以上であった場合に、重要性がある（「重要事実」に該当する）と判断することとされている（金融商品取引法 166 条 2 項 3 号）。この形式基準のことを通常、「重要性基準」と呼んでいる。
- 例えば、売上高の変動であれば、変動率が 10% 以上の場合に「重要事実」に該当することとされている（取引規制等府令 51 条 1 号）。

---

<sup>25</sup> 大森泰人「インサイダー第 1 号事案」（『金融法務事情 No. 1888』2010 年 1 月 25 日号）p. 5 参照。この中で大森氏は「事前に想像できないようなことが起こってしまったから投資判断に影響する事件なのである」と指摘する。筆者も、この指摘に全く同感である。

<sup>26</sup> 平成 4 年（1992 年）9 月 25 日東京地方裁判所判決、平成 21 年（2009 年）5 月 27 日さいたま地方裁判所判決など。

<sup>27</sup> 平成 11 年（1999 年）2 月 16 日最高裁判所判決（いわゆる日本商事事件）。

<sup>28</sup> 証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集」（平成 21 年 6 月）pp. 51-52。

<sup>29</sup> 例えば、EU 市場阻害行為指令は、規制対象となるインサイダー情報と判断されるためには、「価格に著しい影響を及ぼすであろう（would be likely to have a significant effect on the price）」ことを求めている（EU 市場阻害行為指令 1 条 1 項）。また、米国においても「重要な情報でなければ、内部者取引の規制対象にならない」と解されている（川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」（『民商法雑誌』125 巻 4・5 号、2002 年 2 月 15 日）p. 56）。

**Q 7 : 「重要事実」が「公表」されたといえるのは、どのような場合か？**

**A 7 : ①2以上の報道機関に公開してから12時間が経過、②TDnetを用いた公衆縦覧、③有価証券報告書、臨時報告書などの公衆縦覧のうち、いずれかの手続を行ったときに「公表」されたこととなる。なお、実務上は、②の手続が一般的である。**

- 「重要事実」が「公表」されたといえるためには、法令上、定められた一定の手続を踏む必要がある。これは、市場に参加する投資者全体に向けて、透明、公正に「重要事実」が開示されることを確保する趣旨だと考えられる。
- 具体的には、次のいずれかの手続が行われた場合に、「重要事実」が「公表」されたことになると定められている（金融商品取引法166条4項、同167条4項、金融商品取引法施行令30条）。なお、ここでは特定投資家向け有価証券（いわゆるプロ向け銘柄）は考慮していない。

- ①会社の代表取締役・代表執行役・その委任を受けた者（注1）が、重要事実を所定の報道機関2以上に対して公開してから12時間が経過したこと
- ②上場会社等が、取引所の規則で定めるところにより、重要事実を取引所に通知し、その取引所において電子的に公衆縦覧に供されること（注2）
- ③重要事実に関する事項が記載された有価証券報告書、臨時報告書などが公衆縦覧に供されること

（注1）子会社に関する一定の重要事実については、子会社の代表取締役などでも可。

（注2）特定投資家向け有価証券の場合、いわゆるプロ向け市場を開設する取引所の規則に従い、重要事実を取引所に通知し、その取引所において英文により電子的に公衆縦覧されることも「公表」と認められる。

- ①が、いわゆる「12時間ルール」と呼ばれるものである。具体的には、代表取締役など、その会社の情報開示に関する責任を有する立場にある者が、所定の報道機関2社以上に対して、広く投資者全体に周知する意図をもって伝えて<sup>30</sup>（「公開」）から12時間が経過した場合に、「重要事実」が「公表」されたこととなる。
- 「公開」から「公表」までの間に12時間の周知のための期間が設けられている趣旨は、一般に「夕方一般紙に対して情報を公開しても、それが実際に一般投資者の目に触れるのは、翌日の朝刊であるため」と説明されることが多い<sup>31</sup>。
- なお、時折、報道機関によって「報道」されてから12時間経過後、といった説明を見かけることがあるが、これは誤りである。例えば、マスメディアによって、いわゆるスクープ報道がなされたとしても、その会社の情報開示の責任者等による「公開」がなされていない場合には、まだ「公表」されたとはいえないこととなる<sup>32</sup>。

<sup>30</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）p.274、インサイダー取引規制実務研究会「インサイダー取引規制実務Q&A」（財経詳報社、1989年）p.115など。

<sup>31</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制Q&A」第五版（2009年）p.8。

<sup>32</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）pp.268-269、インサイダー取引規制実務研究会「インサイダー取引規制実務Q&A」（財経詳報社、1989年）pp.88-89など。

- ②は、取引所の適時開示制度を活用して、「重要事実」が適時開示された場合に「公表」があったとするものである。なお、単に取引所に通知するだけでは足りず、そのシステムを通じて誰もがアクセス可能な状態（公衆縦覧）となったときに、「公表」されたということになる。現在、実務上は、TDnet というシステムを用いて公衆縦覧が行われている<sup>33</sup>。
- ②の手続の場合、①の手続と異なり、12 時間経過することは求められていない。そのため、「公表」までの時間が、実質的に短縮されることとなる。そうした理由もあって、今日では、この②の方法が最も一般的な「公表」の手続となっている。
- ③は、金融商品取引法に基づく法定開示書類を通じて、「重要事実」が開示された場合（原則、EDINET というシステムを用いて行われる）に「公表」があったとするものである。

#### **Q 8 : 「重要事実」は必ず「公表」しなければならないのか？**

**A 8 : わが国では、「重要事実」の「公表」（又は開示）が、必ず義務付けられているという訳ではない。もっとも、海外では、原則、「公表」（又は開示）を義務付ける例がある。**

#### **(1) インサイダー取引規制と「公表」の要否**

- わが国のインサイダー取引規制は、あくまでも「会社関係者」による有価証券等の売買等を禁止するものである。従って、「重要事実」を「公表」しなかったからといって、直ちにインサイダー取引規制違反となる訳ではない。
- その意味では、「重要事実」の「公表」の要否は、インサイダー取引規制よりも、むしろディスクロージャー規制との関係で、問題になるものと考えられる。
- 金融商品取引法上、上場会社を含む有価証券報告書の提出義務が課される会社に対しては、一定の事由が生じた場合に、臨時報告書による開示を行うことが義務付けられている（金融商品取引法 24 条の 5 第 4 項）。もっとも、臨時報告書による開示が義務付けられる事項の中には、インサイダー取引規制上の「重要事実」と重複しているものもあるが、両者が完全に一致している訳ではない。
- その意味では、わが国において「重要事実」の「公表」（又は開示）が、法令上、常に義務付けられているとはいえないだろう。
- なお、上場会社は、取引所規則に基づき、重要な会社情報を直ちに開示すること（適時開示）が義務付けられている（東京証券取引所有価証券上場規程 402 条など）。上場会社の適時開示義務の対象となる事項については、インサイダー取引規制上の「重要事実」がおおむね盛り込まれている。
- その点では、取引所の適時開示制度は、TDnet に基づいた適時開示を行うことが、実質的にインサイダー取引規制における重要事実の公表と位置づけられていることとも併せて（Q 7 参照）、実態として、インサイダー取引規制とリンクしている面があると見ることも可能だろう。

<sup>33</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制 Q & A」第五版（2009 年）p. 8 など。

## (2) 海外の事例

- 米国では、伝統的に、インサイダー取引規制に基づく義務を「開示をするか、さもなければ取引を断念するか（disclose or abstain）」と解するのが一般的である<sup>34</sup>。その意味では、理念的には「取引を断念」するのであれば、必ずしも「開示」を求められるわけではないという考え方に行き着くものと思われる。
- もともと、米国の場合、「開示」を行うからには、特定の市場関係者のみに開示（選択的開示）を行うことは、原則、許されず、公衆がアクセス可能な形で開示することを、法令により、義務付けている点に留意する必要があるだろう（Regulation FD Rule.100、101(e））。
- 他方、EUでは、発行会社にインサイダー情報をできるだけ速やかに公表することを求めるスタンスが明確に示されている（EU市場阻害行為指令6条1項）。例えば、ドイツの場合、正当な利益を守るために不可欠であり、公衆を誤解させるおそれがなく、かつ、その機密を保証できる場合を除き、発行会社に対して、自身に関するインサイダー情報を遅滞なく公表することを、法律により義務付けている<sup>35</sup>（ドイツ有価証券取引法15条1、3項）。
- これらの米国やドイツの規制は、インサイダー取引行為そのものとは直接関係なく、情報の開示やその方法を定めるものである。その意味では、前述のわが国における適時開示制度と類似した面があるといえるだろう。
- しかし、わが国の適時開示制度は、あくまでも取引所の自主ルール（ソフト・ロー）であり、違反者に対する措置も、上場廃止、改善報告書、上場契約違約金などに限られることになる。それに対して、米国の選択的開示の原則禁止や、ドイツのインサイダー情報の公表義務は、いずれも法令に基づく義務であり、違反者は法令に基づく制裁の対象となり得る点で、より強制力の強いものとなっている（米国1934年証券取引所法32条、ドイツ有価証券取引法39条2項2号、5号など）。
- 加えて、うっかりとインサイダー情報を伝達してしまったような場合に、情報伝達者がとるべき措置（遅滞なく開示・公表）を定めているという点も、これらの米国及びドイツの法令の重要なポイントだといえるだろう（Regulation FD Rule.100 a 2、ドイツ有価証券取引法15条1項）。
- 私見だが、インサイダー取引規制の趣旨を、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資者の信頼性確保に置く以上、どのように「会社関係者」の取引を制約するだけでなく、どのように「重要事実」の速やかな「公表」（開示）を企業が行うかも、重要な要素ではないかと考える。

<sup>34</sup> 川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」（『民商法雑誌』125巻4・5号、2002年2月15日）p.115、

<sup>35</sup> 松井秀征「インサイダー取引規制に関する比較法的研究・序説—ドイツのインサイダー取引規制について—」（財団法人資本市場研究会「平成22年度委託調査研究会活動報告—目指すべき資本市場のための規制・法制の改革—」（2011年10月）所収）pp.249-252 参照。

**Q9：「重要事実」を知っているにもかかわらず、取引に利用しなければ問題ないのではないか？**

**A9：わが国では、「重要事実」を知った状態で売買等を行うことが禁じられている。「重要事実」を売買等に利用したか否かは関係ない。**

- わが国のインサイダー取引規制の特徴として、形式的に特定の行為を行った者を、違法と定めている点がある（いわゆる形式犯）。その行為の目的・動機や結果は、問わないこととされている。
- 「重要事実」と売買等の取引との関係についても、金融商品取引法上、「重要事実」を知って売買等を行うことが禁止されており（金融商品取引法 166 条 1 項）、「重要事実」と売買等との間に因果関係があるか否かは関係がない。
- つまり、「重要事実」とは無関係に売買等を行ったとしても（例えば、資金繰りのために換金した、自分の相場観で売買したなど）、インサイダー取引規制に抵触するものと考えられる<sup>36</sup>。
- なお、EU市場阻害行為指令は、「当該情報を用いて（using that information）」行う売買等を規制する内容となっている（EU市場阻害行為指令 2 条 1 項）。つまり、情報と取引との間に、一定の因果関係が存在する場合に、違法となるという考え方を採用している。

**Q10：社債の売買やデリバティブ取引も規制対象となるのか？**

**A10：社債を含む特定有価証券等や、特定有価証券等に係るデリバティブ取引も規制対象となる。もっとも、普通社債については、「重要事実」の範囲が大幅に狭くなっている。他方、特定有価証券等と関係のないデリバティブ取引は、規制対象とされていない。**

- インサイダー取引規制により売買等が禁止されるのは、「特定有価証券」及びその「関連有価証券」であり、これらは総称して「特定有価証券等」と呼ばれている。加えて、これらの「特定有価証券等」に係るデリバティブ取引も、インサイダー取引規制の対象とされている（金融商品取引法 166 条 1 項）。
- 「特定有価証券」としては、株券、新株予約権証券、社債券、優先出資証券などが指定されている（金融商品取引法施行令 27 条の 3）。「関連有価証券」とは、これらの特定有価証券に関連するものであり、例えば、その会社の株券についての預託証券やオプションなどが、これに該当する（同 27 条の 4）。他方、国債、地方債などは対象には含まれていない。
- 以上を踏まえると、例えば、社債の売買等についても、インサイダー取引規制の対象ということになる。もっとも、社債（CB を除く。以下、普通社債という）の売買等に関する「重要事実」の範囲は、株式等（Q6 参照）と比較して大幅に狭くなっている。具体的には、次の事項のみが（普通社債の売買等に関する）「重要事実」と定められている（金融商品取引法 166 条 6 項 6 号、取引等

<sup>36</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010 年）pp. 5-7、大森泰人「情報伝達ルート」（『金融法務事情 No. 1894』2010 年 3 月 25 日号）p. 6 など。

規制府令 58 条)。

- ◇解散（合併によるものを除く）
- ◇（上場会社等自身による）破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始の申立て
- ◇債権者等による破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始、企業担保の実行の申立て・通告
- ◇手形・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）、手形交換所による取引停止処分

○つまり、普通社債の売買等に関しては、基本的に発行会社のいわゆるデフォルト情報のみが「重要事実」として掲げられている<sup>37</sup>。もっとも、私見ではあるが、社債投資者の投資判断に及ぼす影響が重要な事項が、これらに限られるかといえは疑問が残る。例えば、社債発行会社の重要な資産に（銀行など他の債権者のために）担保を設定する行為などは、社債投資者にとって無視できるような情報ではないように思われる。いずれにせよ、今後、社債市場の活性化を進める中で、改めて検討する必要が生じるのではないかと思われる。

○デリバティブ取引も、前述の通り、株式、社債など「特定有価証券等」に係るものはインサイダー取引規制の対象となる。他方、「特定有価証券等」と関係のないデリバティブ取引（例えば、FX、ソブリン CDS など）であれば、現行のインサイダー取引規制の適用対象外ということになる。この点についても、今後、議論の余地があるだろう<sup>38</sup>。

**Q11：インサイダー取引規制に違反した場合、どのような罰則等が課されるのか？**

**A11：懲役刑（5年以下）、罰金刑（500万円以下）といった刑事罰の対象となる。また、違反者だけでなく、その所属する法人等に対しても罰金刑が科される場合がある（両罰規定）。加えて、犯罪財産は没収される（没収・追徴）。その他、課徴金の対象となる場合もある。**

### (1) 刑事罰

○インサイダー取引規制の違反者に対しては、**「5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する」**と定められている（金融商品取引法 197 条の 2 第 13 号）。ここで「併科」というのは、懲役刑と罰金刑の両方を科するという意味である。

### (2) 両罰規定

○インサイダー取引規制違反に対しては、いわゆる両罰規定も設けられている。

○両罰規定とは、法人等の代表者・代理人・使用人などが、その法人等の業務・財産に関して違反行為（ここではインサイダー取引）を行ったときに、違反者だけでなく、その違反者が代表者・代理人・使用人などとなっている法人等に対しても罰金刑を科するという規定のことである。

<sup>37</sup> 木目田裕「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）pp. 311-312。

<sup>38</sup> 大森泰人「FXとリートのインサイダー」（『金融法務事情 No. 1885』2009年12月15日号）p. 5 参照。

○具体的には、法人等の代表者・代理人・使用人などが、その法人等の業務・財産に関してインサイダー取引を行った場合、その違反者に上記(1)の刑事罰が科されるだけでなく、その所属している法人等に対しても「**5億円以下の罰金刑**」を科すこととされている（金融商品取引法 207 条 1 項 2 号）。

### (3) 没収・追徴

○上記(1)(2)に加えて、「犯罪行為により得た財産」は、原則、没収・追徴することとされている（金融商品取引法 198 条の 2）。

○ここで没収・追徴の対象は「犯罪行為により得た**財産**」と定められており、「**利益**」とは定められていない。つまり、犯罪行為（ここではインサイダー取引）によって得た（利益ではなく）財産すべてが没収・追徴されると解されている。

○例えば、「重要事実」の「公表」前に、200 万円で株式を取得し、「公表」後の株価高騰を受けて、300 万円で売り抜けたという場合、没収・追徴の対象となるのは、利益である 100 万円（＝300 万円－200 万円）ではなく、売り抜けた売却代金の全額である 300 万円であると解されている<sup>39</sup>。

### (4) 課徴金

○インサイダー取引規制違反に対しては、課徴金納付命令の対象にもなり得る。課徴金の算定方法の概要は次の通りである（金融商品取引法 175 条 1 項）。

インサイダー取引の態様	課徴金の額
① 会社関係者による売付け等 (注)	(売付価格 × 売付数量) - (重要事実公表後 2 週間の最低値 × 売付数量)
② 会社関係者による買付け等 (注)	(重要事実公表後 2 週間の最高値 × 買付数量) - (買付価格 × 買付数量)
③ 金融商品取引業者等が、その顧客等の計算において行う取引	(その取引についての) 手数料、報酬その他の対価相当額

(注) 「重要事実」の「公表」日以前 6 か月以内に行われたものが対象。

○①②は、会社関係者が自己の計算でインサイダー取引を行ったケースを想定したものである。この場合、インサイダー取引を行った価格と「重要事実」の「公表」後 2 週間の最高値・最安値の差額を利益相当額とみなして課徴金額を算定する。

○なお、会社関係者が他人の計算でインサイダー取引を行う場合であっても、それが、親会社・子会社、親族などといった密接、特殊な関係を有する者の計算で行われた場合には、上記と同様の方法で課徴金が算定される（金融商品取引法 175 条 10、11 項、金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令 1 条の 23）。

<sup>39</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制 Q & A」第五版（2009 年）p. 11。なお、裁判所は「その取得の状況、損害賠償の履行の状況その他の事情に照らし、当該財産の全部又は一部を没収することが相当でないときは、これを没収しないことができる」と定められており（金融商品取引法 198 条の 2 第 1 項但書）、実際の事案でもこの規定を利用して、没収・追徴額が調整されている事例もある。

- ③は、金融商品取引業者等が、その顧客等の計算でインサイダー取引を行った場合を想定したものである。例えば、投資運用業者や信託銀行のファンドマネージャーが、運用資産を利用してインサイダー取引を行ったようなケースがこれに該当するだろう。この場合、①②と異なり、インサイダー取引によって得た利益相当額ではなく、他人の計算でインサイダー取引を行った者が、その違反行為について受け取る（受け取った）手数料などの報酬相当額を、課徴金額としている。
- これは、金融商品取引法における課徴金の水準を「対象行為ごとに一般的・抽象的に想定しうる経済的利得相当額を基準」<sup>40</sup>とするという考え方を踏まえたものと思われる<sup>41</sup>。即ち、他人の計算でインサイダー取引が行われた場合、仮に、そのインサイダー取引によって利益が生じたとしても、それが帰属するのは違反者に運用の委託等を行った者（顧客など）である。違反者自身が得る「経済的利得相当額」は、あくまでも受け取る（受け取った）手数料などの報酬相当額だと考えられるからである。
- もっとも、不公正取引によって巨額の利益が生じているにもかかわらず、課される課徴金手数料などに相当する限定的な金額のみということになれば、違反行為に対する抑止力や制裁の実効性の観点から、強い批判がなされる可能性もあるだろう。いずれにせよ、課徴金の適切な水準を巡っては、さらなる議論が必要となることも考えられよう（Q12 参照）。

#### Q12：インサイダー取引規制について、今後、どのような議論が行われそうか？

**A12：2012年通常国会に、インサイダー取引規制における合併等の取扱いや課徴金に関する金融商品取引法改正案が提出されている。**

**今後は、昨今の問題を受けて、情報伝達者に対するエンフォースメントのあり方などを巡る議論がなされる可能性があるだろう。**

#### (1) 2012年金融商品取引法改正法案など

- 2012年3月に国会に提出された「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（以下、金商法改正法案という）<sup>42</sup>の中に、インサイダー取引規制の一部見直しが盛り込まれている。
- 主な事項は、次の通りである。このうち①と②は、2011年12月にとりまとめられた金融審議会の「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（以下、インサイダーWG）報告書（「企

<sup>40</sup> 日野正晴「詳解金融商品取引法」（中央経済社、2008年）p. 243。

<sup>41</sup> もちろん、このことから、直ちに、金融商品取引法上の課徴金制度が、（制裁よりも）不当利得の剥奪を目的とする制度だと結論付けられるわけではない。なお、金融商品取引法上の課徴金制度の本質を、「不当利得の剥奪」と考えるか、「制裁」と考えるか、を巡っては、様々な議論がある。大森泰人「課徴金（上）」（『金融法務事情』No. 1895（2010年4月10日号））pp. 126-127、同「課徴金（下）」（『金融法務事情』No. 1896（2010年4月25日号））pp. 6-7、岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信「金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編」（有斐閣、2011年）pp. 425-430など参照。

<sup>42</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>）に掲載されている。なお、拙稿「M&Aを巡るインサイダー規制の見直し」（2012年4月20日付レポート）も参照

（<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12042001securities.html>）。

業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」)<sup>43</sup>を踏まえたものである。

#### ①組織再編による保有株式の承継

◇合併又は会社分割による保有株式等の承継も、インサイダー取引規制の対象の「売買等」(注1)とする。

◇合併、会社分割、事業譲渡によって保有株式等が承継される場合であっても、承継資産に占めるその保有株式等の帳簿価額の割合が低い場合などは適用除外とする。

#### ②自己株式の交付

◇合併等の対価としての自己株式交付を適用除外とする。

#### ③インサイダー取引を含む不公正取引に関する課徴金の対象拡大

◇金融商品取引業者等以外の者(注2)が、他人の計算で不公正取引をした場合も、課徴金の対象とする。

(注1) この場合、その保有株式等の実質的な買付け(購入)と判断されるものと考えられる。

(注2) 金融商品取引業者等が他人の計算で不公正取引をした場合は、現行法の下でも課徴金の対象とされている(Q11参照)。

○また、2011年12月のインサイダーWG報告書は、この他にも次のようなインサイダー取引規制の見直しを提言していた。これらの事項については、今後、政令・内閣府令改正での対応を検討している模様である<sup>44</sup>。

◇純粋持株会社等に係る重要事実(重要事実該当しないための「軽微基準」は、単体ベースでなく、連結ベースの計数を基準とする)

◇発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置(TDnetによる開示を容認する)

## (2) 最近の事案を巡る議論

○具体的な改正に向けた動きは未だ見えないものの、昨今の公募増資に関連したインサイダー取引(いわゆる増資インサイダー)事案などを受けて、次のような問題が議論されることが多くなっている。最後に、これらの論点について、コメントしておきたい。

#### ①情報伝達者に対するエンフォースメントのあり方

#### ②他人の計算でインサイダー取引を行った者に対する課徴金の水準

#### ③規制対象とされる情報受領者の範囲

○①は、わが国における現在の金融商品取引法上は、未公表の「重要事実」を提供しただけでは、インサイダー取引規制違反による処罰の対象とはされていないことを問題視するものである。この立場からは、例えば、EUのようにインサイダー情報の伝達行為や、インサイダー情報に基づいた推奨行為等も、明確に禁止すべきだとの主張がなされている(Q5)。

<sup>43</sup> 金融庁のウェブサイト ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20111215-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20111215-1.html)) に掲載されている。なお、拙稿「インサイダー取引規制見直しに向けたWG報告」(2012年2月9日付レポート)も参照

(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12020901securities.html>)。

<sup>44</sup> 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第4回)議事録(2011年12月2日)の増田金融庁市場機能強化室長発言など参照 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider/gijiroku/20111202.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider/gijiroku/20111202.html))。

- 筆者も、個人的には、こうした主張に共感する部分は大きい。もっとも、実際に立法化することは難しい面が多いと考えられる。例えば、わが国のインサイダー取引規制の特徴として、形式的に特定の行為を行った者を、その目的・動機や結果は問わず、違法と定めている点がある（いわゆる形式犯）。これをそのまま情報伝達者にも当てはめると、うっかり口が滑った場合なども、すべて違法ということにもなりかねないこととなる。また、その結果、企業が情報開示や IR などに消極的になるというリスクも考えられるだろう。
- もちろん、処罰の範囲が拡大しすぎないようにするという観点から、情報伝達者については、例えば、情報受領者が提供された情報に基づいてインサイダー取引を行うおそれがあることを認識していた（認識すべきであった）場合に限り違法とするという方法も考えられるだろう。しかし、この方法の場合、違法となるか否かの判断が、情報伝達者の認識（主観）によって異なってくることから、現行の形式犯という枠組みとの整合性が問題となる可能性がある。
- 私見だが、インサイダー取引規制の趣旨を、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資者の信頼性確保に置くのであれば、情報提供者の処罰の可否を議論するだけではなく、米国のような選択的開示の原則禁止や、ドイツのような「重要事実」の速やかな「公表」（又は開示）の確保などについても、検討する必要があるのではないかと考えている（Q8 参照）。
- ②は、他人の計算でインサイダー取引を行った者に対する課徴金が低すぎるという指摘である。例えば、投資運用業者や信託銀行のファンドマネージャーが、運用資産を利用してインサイダー取引を行ったようなケースでは、その違反行為について受け取る（受け取った）手数料などの報酬相当額が課徴金額となる（Q11 参照）。そのため、インサイダー取引によって巨額の利益が生じているにもかかわらず、課される課徴金は限定的となり、違反行為に対する抑止力や制裁の実効性に疑問があるという訳である。この立場からは、インサイダー取引によって上げた利益相当額を課徴金として、違反者（投資運用業者や信託銀行など）あるいは違反者の運用資産に対して課すべきだとの主張がなされている。
- この主張についても、筆者は、個人的に共感している。ただ、こうした主張に沿った見直しを行うためには、金融商品取引法における課徴金の水準を「対象行為ごとに一般的・抽象的に想定しうる経済的利得相当額を基準」<sup>45</sup>とするという考え方自体を改める必要があるように思われる。
- なお、違反者が運用している資産に対して課徴金を課すことについては、その資産の本来の持ち主（運用の委託者）は、直接、インサイダー取引に関与していない以上、不適切だとの指摘もあるようだ。この指摘については、筆者は同意できない。
- 確かに、運用の委託者は、直接、インサイダー取引に関与している訳ではない。しかし、その資産にインサイダー取引によって得た不当な利益が含まれていることは間違いがない。そのような不当な利益を放置することは、結果として、違法なことをしてでも運用成績を上げてくれる運用会社に、運用を委託するインセンティブともなりかねない。運用の委託者が、資産運用の委託先のコンプライアンス体制により関心を払うように動機付けるという観点からも、違反者が運用している資産に対して課徴金を課すことには妥当性があるものと、筆者は考えている。

<sup>45</sup> 日野正晴「詳解金融商品取引法」（中央経済社、2008年）p. 243。

- ③は、処罰対象とされる情報受領者の範囲が狭すぎるという指摘である。現行のインサイダー取引規制の下では、第一次情報受領者のみが規制対象とされている。第一次情報受領者から更に伝達を受けた者（いわゆる「第二次情報受領者」）や、その後、転々と流通する情報を知った者（いわゆる「第三次、第四次……情報受領者」）は、インサイダー取引規制の規制対象とはなっていない（Q4）。このような規制のあり方は、情報の伝達ルートが多様化、複雑化している現在においては、十分に機能していないという訳である。
- この論点については、筆者もその懸念を理解できるものの、現実的にどのような見直しが可能なのかについては慎重に検討する必要があると考えている。
- 仮に、より広い範囲の情報受領者を規制の対象とするとしても、その線引きを「第2次」にするのか、「第3次」にするのかについて、合理的な説明をすることは困難である。また、EUのように「それがインサイダー情報であることを知る（knows）又は知り得べき（ought to have known）者」といった実質基準を採用することも理念的には考えられるが、その場合、わが国のインサイダー取引規制の形式犯という枠組みとの整合性が問題となるだろう。