

2013年1月18日 全20頁

インサイダー取引規制の見直し

情報伝達者の処罰、運用業者に対する課徴金など

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2012年12月25日、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」は、インサイダー取引規制の見直しに関する報告書を取りまとめた。
- 報告書の主なポイントは、①重要事実等の情報伝達行為等についても、実際に売買等が行われたことなどを要件に、規制・処罰の対象とする、②資産運用業者が他人の計算でインサイダー取引を行った場合の課徴金額を現行よりも重いものとする、である。
- その他にも、公開買付け等を巡るインサイダー取引規制やインサイダー同士の取引（いわゆるクロクロ取引）などについても、見直しを行うこととしている。
- 今後、報告書の内容を踏まえて、金融商品取引法の改正が行われるものと考えられる。

【目次】

はじめに	2
1. 情報伝達・取引推奨行為に対する規制	3
(1) WG報告書のポイント	3
(2) 背景	3
(3) 主観的要件と取引要件	4
(4) エンフォースメント	7
(5) 重要事実の要求行為など（氏名公表措置）	8
2. 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し	9
(1) WG報告書のポイント	9
(2) 背景	9
(3) 「経済的利得相当額」とは何か？（考え方の変更点）	10
(4) 課徴金額の計算のための計数の把握が困難な場合の計算方法	11

(5) 課徴金額と「経済的利得相当額」との関係	11
3. 近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し	11
(1) 公開買付者等関係者の範囲の拡大	12
(2) 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外	13
(3) いわゆるクロクロ取引に係る適用除外	15
(4) いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外	16
おわりに	17
(1) WG 報告書全般に対するコメント	17
(2) 予想される効果（情報伝達行為等）	18
(3) 予想される効果（「他人の計算」による違反行為）	20
(4) 予想される効果（氏名公表措置）	20

はじめに

2012年12月25日、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」（以下、インサイダーWG）は、報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（以下、WG報告書）¹をとりまとめた。

近年、マスメディア等を通じて大きく報じられた、公募増資に関連したインサイダー取引事案（いわゆる増資インサイダー事案）などを踏まえて、2012年7月、松下金融担当大臣（当時）から金融審議会に対して、インサイダー取引規制に関し、次の事項について検討するように諮問がなされた²。

- ① 情報伝達行為への対応
- ② 課徴金額の計算方法
- ③ その他近年の違反事案の傾向や金融・企業実務の実態に鑑み必要となるインサイダー取引規制の見直し

これを受けて金融審議会は、インサイダーWGを立ち上げて、2012年7月以降、インサイダー取引規制の見直しについて検討を進めてきた。そして、このたび、WG報告書がとりまとめられることとなったものである。

¹ 金融庁のウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html) に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20120731/02.pdf) に掲載されている。

以下、WG報告書の概要を紹介する³。

1. 情報伝達・取引推奨行為に対する規制

(1) WG報告書のポイント

諮問事項の第一点である「情報伝達行為への対応」について、WG報告書は、インサイダー取引規制の対象者である会社関係者（金融商品取引法 166 条 1 項）や公開買付者等関係者（同 167 条 1 項）が行う次の行為を規制対象とすることを提言している。

- ◇情報伝達行為：未公表の重要事実を伝達するなどの行為
- ◇取引推奨行為：未公表の重要事実の内容自体は伝えないものの、その存在を仄めかし、又はそれを知り得る立場にあることを示しつつ取引を推奨するなどの行為

ただし、次の二つの要件をいずれも満たす行為に限ることとしている。

- ①情報伝達・取引推奨が「取引を行わせる目的」等により行われること（主観的要件）
- ②情報伝達・取引推奨が「投資判断の要素」となって実際に取引が行われたこと（取引要件）

(2) 背景

近年のインサイダー取引の摘発事案では、会社関係者や公開買付者等関係者といったいわゆる「内部者（インサイダー）」本人による違反行為よりも、むしろ「内部者（インサイダー）」から情報の伝達を受けた者（情報受領者）による違反行為が多くなっていると指摘されている⁴。

例えば、マスメディア等を通じて大きく報じられた、公募増資に関連したインサイダー取引事案（いわゆる増資インサイダー事案）も、引受主幹事証券⁵の役職員から上場会社の公募増資に関する情報の伝達を受けた機関投資家等による違反行為という点で、この類型に含まれるこ

³ なお、WG報告書では「IV. インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組み」として、当局や市場関係者に求められる対応も提言しているが、本稿では割愛する。

⁴ 平成 24 年 7 月 31 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第 1 回）「資料 4 証券取引等監視委員会事務局『説明資料』」pp. 4-6。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20120731/04.pdf

また、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 24 年 7 月）p.6 も参照。

http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20120706-1/01.pdf

⁵ 「当該上場会社等と契約を締結している者」（金融商品取引法 166 条 1 項 4 号）などとして、（情報受領者ではなく）会社関係者そのものに該当する。

ととなる。

その他にも、上場会社の役員を接客した際に、その会社の業績予想値の上方修正に関する情報の伝達を受けた飲食店従業員⁶や、上場会社の社員との飲食中に公開買付けの実施に関する情報の伝達を受けた知人（非上場会社役員）⁷など、様々なパターンが存在する。

これらの情報受領者によるインサイダー取引については、そもそも上場会社の役職員や引受主幹事証券など会社関係者・公開買付者等関係者による情報伝達行為がなければ、防ぐことができたのではないかと、いう指摘がある。今回のインサイダーWGでの議論も、こうした問題意識を出発点にしたものだといえるだろう。

わが国における現在の金融商品取引法の下でも、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、情報伝達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（情報伝達者）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⁸。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⁹として処罰されることもあり得るだろう¹⁰。

また、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、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）や、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 1 項 5 号）など、業務に係わる規制が法令によって定められている。そのため、第一種金融商品取引業者（証券会社）が情報伝達者となって、インサイダー取引の原因を作ったような場合には、これら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）。

しかし、現行法上、未公表の「重要事実」の伝達行為そのものを取り上げて、インサイダー取引規制違反を理由とする処罰（刑事罰、課徴金）の対象とする仕組みにはなっていない。WG 報告書は、この点を改めて、一定の要件の下で、未公表の「重要事実」の伝達行為そのものを刑事罰、課徴金の対象とすることを提言しているのである。

(3) 主観的要件と取引要件

前述の通り、今回、情報伝達行為や取引推奨行為を規制・処罰の対象に加えることとなった

⁶ 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 24 年 7 月）pp.16-17（事例 4）。

⁷ 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 24 年 7 月）pp.28-29（事例 9）。

⁸ 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・西村あさひ法律事務所危機管理グループ『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。

⁹ 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）。

¹⁰ 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ『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。

背景には、そもそも情報受領者によるインサイダー取引は、不正な情報伝達・取引推奨がなければ生じることはないという考え方がある。

もちろん、こうした考え方が、正論であることは間違いないだろう。しかし、過度に情報の伝達行為等を規制すれば、業務提携交渉やIR活動などにおける正当な情報伝達行為等も阻害されるおそれがある。その結果として、「上場会社の通常の業務・活動に支障」¹¹が生じることも懸念される。そのため、WG報告書は、新たな規制を設けるに当たっては、「証券市場・金融商品取引と結びついた不正な情報伝達・取引推奨行為に対象を限定する」¹²という方針を示している。具体的には、**次の二つの要件をいずれも満たす情報伝達・取引推奨行為**に限定して、規制・処罰の対象とすることを提言している。

①主観的要件

②取引要件

①主観的要件

「主観的要件」とは、行為者が、どのような意図・目的等（主観）で、その情報伝達行為等を行ったかを、処罰の可否の判断基準とするということである。より具体的には、WG報告書は、「立証可能性にも留意しつつ、『取引を行わせる目的』等の主観的要件を設ける」¹³としている。

こうした主観的要件を設ける理由について、WG報告書は「企業の通常の業務・活動の中で行われる情報伝達・取引推奨に支障を来たすことなく、他方で、未公表の重要事実に基づく取引を引き起こすおそれの強い不正な情報伝達・取引推奨行為を規制対象とするため」¹⁴と説明している。つまり、情報伝達行為等を規制対象とすることに伴う「副作用」を防止する趣旨ということであろう。こうした考え方の背景には、情報伝達者の意図に反する形で、情報が悪用されて、インサイダー取引を招いてしまったようなケースについてまで、情報伝達者の責任を追及することは酷であるとの判断があるのではないかと思われる。

なお、主観的要件は、意図・目的といった行為者の内面にかかわる事項を判断基準とする。そのため、WG報告書も指摘するように「立証可能性」、言い換えれば、摘発に当たっての立証の実務上のハードルに関する議論が避けて通れない。

私見だが、例えば、証券会社の営業員が、その業務に当たって、顧客の機関投資家に未公表の重要事実等（例えば、公募増資など）を伝達したような場合には、「これは世間話としてしたもので、取引を行わせる目的はありませんでした」といった主張は認められない（取引を行わせる目的があったと認定される）可能性が高いものと思われる。他方、上場会社の役員が、

¹¹ WG報告書 p. 3。

¹² WG報告書 p. 3。

¹³ WG報告書 p. 3。

¹⁴ WG報告書 p. 3。

新聞記者の取材を受けている中で、未公表の重要事実等を伝達したような場合には、（その役員と新聞記者との間に特別な個人的関係があるような場合を除けば）「取引を行わせる目的」があったと認定される可能性は低いように思われる¹⁵。

もっとも、現実の情報伝達の場面は、このような極端なケースばかりではない。むしろ、「取引を行わせる目的」があったか否か、判断が難しいケースも多いものと考えられる。おそらく現実には、その行為（情報伝達等）が行われた個々の状況やその前後の事情などの間接事実も踏まえて総合的に判断・推認されることになるのだろうと思われる¹⁶。いずれにせよ、最終的にどのような情報伝達行為等が、主観的要件に該当するののかについては、実際に法令が制定され、かつ、実務上、摘発事例が積み上げられるまで待たなければ明確にならないかもしれない。

②取引要件

「取引要件」とは、情報を伝達された情報受領者等が、実際に取引を行ったことを、情報伝達者等を規制・処罰するための要件とすることである。具体的に、WG報告書は、「不正な情報伝達・取引推奨が投資判断の要素となって実際に取引が行われたことを要件」¹⁷に、情報伝達・取引推奨行為を規制・処罰の対象とすることとしている。

海外、特に欧州の立法例では、不正な情報の伝達行為等を、実際に情報受領者等が取引を行ったか否かを問わず、独立の違反行為として規制しているものもある。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、単独の違反行為として、明文で禁止している（EU市場阻害行為指令3条）。これを受けた、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）なども、同様の規定を定めている。

こうした海外での立法例を受けて、インサイダーWGでも、実際に取引が行われたか否かとは関係なく、不正な情報伝達・取引推奨行為そのものを規制することも検討されたようである¹⁸。しかし、最終的にWG報告書は、「不正な情報伝達・取引推奨によって未公表の重要事実に基

¹⁵ もっとも、こうした情報のいわゆる「リーク」については、適時・適切な情報開示（例えば、適時開示など）という観点から問題とされる可能性がある。

¹⁶ 現行の金融商品取引法の下で、行為者に一定の目的があることが処罰の要件となっている「風説の流布等」（金融商品取引法158条）や「相場操縦行為等の禁止」（同159条）につき、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）p.490、p.502、日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社、2008年）p.680など参照。

¹⁷ WG報告書p.3。

¹⁸ 平成24年7月31日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第1回）議事録（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gi_jiroku/20120731.html）黒沼委員発言、上柳委員発言など参照。また、原則として、実際に売買等が行われたことを、情報伝達行為等の処罰要件とするが、金融商品取引業者等の役職員が業務の推進等を図るため不当に情報伝達等を行った場合に限っては、実際に売買等の有無にかかわらず処罰対象とするという案も検討された模様である（平成24年10月16日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第3回）「資料1 論点メモ(1)」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121016/01.pdf）p.7など参照）。

づく取引を引き起こすことを防止」¹⁹することが目的であることや、「通常の業務・活動に影響を与えてしまうおそれがあること」²⁰から、情報伝達・取引推奨行為の規制・処罰の要件に、「取引要件」を定めることとしたものである。また、実務上、実際取引が行われていないにもかかわらず、情報伝達行為が処罰されている事例は、国際的に見ても少ないこと²¹なども、インサイダーWGの議論に影響したと思われる。

なお、WG報告書を厳密に読むと、単に情報受領者等が取引を行ったというだけでなく、不正な情報伝達等が「投資判断の要素」となったことを要件として求めていることがわかる。ここでいう「投資判断の要素」が何を意味するかについて、WG報告書に明確な説明はない。

仮に、これを文言通りに解するとすれば、伝達された情報等と全く無関係に取引が行われた場合までは、情報伝達行為等を規制・処罰の対象とはしないことを想定しているように思われる。しかし、不正な情報伝達等が「投資判断の決め手」になったことまで要求するものとも思われず、伝達された情報等が、どの程度まで情報受領者等の投資判断に影響を及ぼした場合に、情報伝達行為等が規制・処罰の対象となるのかは、現時点では明らかではない。この点についても、実際に法令が制定され、かつ、実務上、摘発事例が積み上げられるまで待たなければ明確にならないかもしれない。

(4) エンフォースメント

不正な情報伝達・取引推奨行為に対する制裁（エンフォースメント）として、これらの行為を刑事罰や課徴金の対象とすることをWG報告書は提言している。

このうち刑事罰については、WG報告書は、具体的な内容を、特段、明示していない。おそらく現行のインサイダー取引に対する刑事罰（「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」（金融商品取引法197条の2））などを参考に定められるものと思われる。

他方、課徴金については、WG報告書は、不正な情報伝達行為等を行った者の属性に応じて、図表1のような課徴金額とすることを提言している。

加えて、仲介業者の役職員が不正な情報伝達行為等を行った場合には、注意喚起・違反抑止の観点から、その役職員（補助的な役割を担った者を除く）の氏名を公表することとしている²²。なお、違反者の氏名を公表する措置に関しては、次の(5)も参照されたい。

¹⁹ WG報告書 p. 3。

²⁰ WG報告書 p. 3。

²¹ 例えば、フランスやドイツは、法令の文言上は、情報受領者等による取引の有無を問わず、情報伝達行為等を規制・処罰の対象としているものの、実務上は、情報受領者等による取引があった場合に限りて制裁等が行われているとされている。WG報告書 p. 2（注）、平成24年9月25日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第2回）「資料4 インサイダー取引規制の各国比較」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20120925/05.pdf） p. 3 など参照。

²² 現在、金融商品取引法に基づく課徴金制度の下では、違反行為の事実やその概要などは公表されているが、違反者（個人）の氏名は公表されていない。金融庁ウェブサイト「平成24年度課徴金納付命令等一覧」（<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05.html>） など参照。

図表 1 情報伝達行為等に対する課徴金額 (WG 報告書)

情報伝達行為等を行った者の属性	課徴金額
上場株券等の仲介業務を担う者 (仲介業者) の役職員 (注)	違反行為について典型的に得られる幅広い利得相当額 (例えば次のものを含む) —機関投資家からの定期的 (例えば3ヶ月毎) なブローカー評価に基づく継続的な売買手数料 —売さばき業務に関連した引受手数料 (増資に係る売さばき業務に関連した違反行為の場合)
上記以外の者	情報伝達等を行うことにより一般的に得られる利得相当額

(注) 課徴金納付命令は、実際に情報伝達行為等を行った役職員ではなく、その属する仲介業者を対象とすることが予定されている。

(出所) WG 報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(5) 重要事実の要求行為など (氏名公表措置)

一般のいわゆる増資インサイダー事案において、「ヘッジファンドの運用担当者が、証券会社のブローカー評価に基づき取引発注分量等を決定することを背景に、証券会社に対する影響力を強め、証券会社に対しいわゆる『耳寄り情報』の提供を継続・反復して求めていた」²³ことから、インサイダーWGでは、機関投資家等の運用担当者などが未公表の重要事実を要求する行為 (重要事実の要求行為) についても規制・処罰の対象とすることが検討された。

しかし、重要事実の要求行為そのものは「インサイダー取引の予備的な行為としての性格に過ぎない」²⁴ことや、それを直接、規制・処罰の対象とすれば、「有益な投資情報や銘柄の推薦を求める」²⁵といった通常の行為までを萎縮させかねないことを踏まえて、最終的には、見送られることとなった。

もっとも、重要事実の要求行為が、悪質性の強い行為であることから、WG報告書も適切な措置を講じる必要があるものとしている。具体的には、機関投資家等の運用担当者等が、その立場を利用して、重要事実の要求行為などを通じて、インサイダー取引を行ったような (課徴金²⁶) 事案については、違反行為の中心的な役割を担った者等の氏名を公表することとしている。

²³ WG 報告書 p. 5。

²⁴ 平成 24 年 12 月 11 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第 6 回)「資料 1 論点メモ(4)」(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121211/01.pdf) p. 5。

²⁵ 平成 24 年 12 月 11 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第 6 回)「資料 1 論点メモ(4)」 p. 5。

²⁶ 厳密には、WG 報告書は、必ずしも課徴金事案に限定する形で提言を行っているわけではない。ただ、刑事事件として起訴されるような場面においては、現在でも、通常、実名報道がなされていることを踏まえれば、課徴金事案を想定したものと思われる。なお、平成 24 年 12 月 11 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第 6 回)「資料 1 論点メモ(4)」 p. 6 参照。

その他、インサイダー取引など不公正取引を反復して行う者についても、違反行為を繰り返すおそれがあることから、違反行為者の個人名を公表する措置を講じることも提言されている。

2. 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

(1) WG 報告書のポイント

諮問事項の第二点である「課徴金額の計算方法」について、WG 報告書は、ファンドの運用資産を利用してインサイダー取引を行った場合など、運用委託契約等に基づき資産運用業務を行う者（資産運用業者）が、「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合の課徴金額を、次のように見直すことを提言している。

図表 2 資産運用業者の「他人の計算」によるインサイダー取引に対する課徴金

【現行制度】

$$\text{課徴金額} = \text{運用報酬（月額）} \times \text{運用財産の総額に占めるインサイダー取引を行った対象銘柄の割合}$$



【見直し案】

$$\text{課徴金額} = \text{（対象顧客からの）一定期間（例えば3ヶ月）の運用報酬全体}$$

（出所）WG 報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(2) 背景

現行の金融商品取引法に基づく課徴金制度では、課徴金額の水準を「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」²⁷とするという考え方が採用されている²⁸。具体的に、何をもちて「経済的利得相当額」と判断するかについては、違反行為の種類に応じて、一定の算定式を定め、行政裁量を排除する仕組みとされているものが多い²⁹。

²⁷ 日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社、2008年）p. 243。

²⁸ 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。

²⁹ 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）pp. 598-599 参照。

資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合、現行法令の下では、違反行為が行われた月の運用報酬（月額）を、運用財産の総額に占める（インサイダー取引を行った）対象銘柄の割合で按分するという課徴金額の算定式が定められている（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21第1項1号、図表2参照）。これは、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）であって、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。また、（運用報酬の全額ではなく）按分計算を行うのは、あくまでもインサイダー取引に係わる報酬相当額のみを抽出して課徴金額とする（それ以外の正当な資産運用に係わる部分は除外する）趣旨だと考えられる。

その意味で、資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合の現行の課徴金額の算定式には、理論上、一定の合理性があるものと考えられる。しかし、理論上、合理性があるからといって、必ずしも、現実に適用された結果に、妥当性が認められるとは限らない。特に、今般のいわゆる増資インサイダー事案に際しては、例えば、運用するファンドが多額の利益を得ていながら、前述の算定式によって計算される課徴金額は数万円～十数万円にとどまるといったケース³⁰などが明らかとなり、現行の課徴金額の水準では、抑止効果が十分に期待できないとの指摘が多くなされた。

WG報告書の提言は、こうした指摘を踏まえて、資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合の課徴金額を引き上げようというものである。

(3) 「経済的利得相当額」とは何か？（考え方の変更点）

WG報告書が示す、資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合の「経済的利得相当額」に対する考え方は、現行制度を次の点で大きく変更するものといえるだろう。

まず、現行制度の下では、違反行為のあった月の月額の運用報酬額を「経済的利得相当額」の基礎としている。WG報告書は、これをより長期の期間（例えば3ヶ月）の運用報酬額まで拡大することとしている。その趣旨について、WG報告書は「資産運用の委託は継続的な契約であり、投資家と資産運用業者の間で運用委託契約が締結されれば、相当の期間、運用報酬を継続的に得ることが可能であること」³¹を踏まえたものと説明している。

加えて、現行制度の下では、按分計算を行ってインサイダー取引に係わる運用報酬相当額のみを抽出して「経済的利得相当額」と認定している。これに対して、WG報告書は、（按分計算を行わずに）運用報酬全体を「経済的利得相当額」と認定することとしている。その趣旨について、WG報告書は「資産運用業者は、違反行為によって将来にわたり継続的に運用報酬を

³⁰ 平成24年11月7日開催金融審議会「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）「資料2 参考資料」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20121107/02.pdf）p.1、p.10。極端なケースだが、ファンドの得た利益が6,051万円で、課徴金は13万円という事例もあった。

³¹ WG報告書 pp.6-7。

維持・増加させることが可能であり、その利得は違反行為に係る対象銘柄に対応する部分だけでなく、顧客からの運用報酬全体に及んでいるものと考えられる」³²ためと説明している。

(4) 課徴金額の計算のための計数の把握が困難な場合の計算方法

WG報告書は、課徴金額の計算のための計数が直接把握できないような場合に、適切に課徴金額計算を行うことができる計算方法を検討することも求めている。

前述の通り、金融商品取引法上の課徴金制度の下では、違反行為の種類に応じて、その「経済的利得相当額」を計算するための一定の算定式を定めているケースが多い。そのため、仮に、違反事実（例えば、インサイダー取引の事実）が確認されたとしても、法令で定められた算定式に当てはめるべき計数が把握できなければ、結局、課徴金額を計算することができず、課徴金を課すことができないという事態も生じ得ることとなる³³。

WG報告書は、こうした事態を防止するために、課徴金額の計算のための計数の把握が困難な場合について、何らかの特例を設けることを求めているものと考えられる。ただ、具体的などのような特例を設けるのかについては、明らかにされていない。

(5) 課徴金額と「経済的利得相当額」との関係

インサイダーWGでの議論では、一部の委員から、違法行為に対する抑止効果の観点から、現行の金融商品取引法に基づく課徴金制度が、課徴金額の水準を「経済的利得相当額」を基準としていること自体の問題を指摘する意見も出された模様である³⁴。

こうした指摘を踏まえて、WG報告書は、「経済的利得相当額」を基準とする現行の課徴金制度のあり方自体について、（今回は見直しの対象には含まないものの）将来的には検討課題とすべきであると提言している。

3. 近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し

諮問事項の第三点である「その他近年の違反事案の傾向や金融・企業実務の実態に鑑み必要となるインサイダー取引規制の見直し」について、WG報告書は次の4つの事項を取り上げている。

³² WG報告書 p. 6。

³³ WG報告書 p. 7 は、具体的に「例えば複数のグループ会社が組成・関与する海外ファンドの運用を行うような場合には、違反事案の調査において、課徴金額の計算のために必要となるファンドの詳細な内容や違反行為者の得る利得の細部が必ずしも明確とならないケースも生じ得る」としている。

³⁴ 平成24年11月7日開催金融審議会「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（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gi_jiroku/20121107.html）川口委員発言、田島委員発言など参照。

- ①公開買付者等関係者の範囲の拡大
- ②公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外
- ③いわゆるクロクロ取引に係る適用除外
- ④いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外

(1) 公開買付等関係者の範囲の拡大

(A) WG報告書のポイント

WG報告書は、「公開買付け等事実」（公開買付け又はそれに準じる行為（総議決権の5%以上の株券等の買集め行為）の実施又は中止）に係わるインサイダー取引規制（金融商品取引法167条）の規制対象である「公開買付者等関係者」の範囲に、**被買付企業及びその役職員**を加えることとしている。

(B) 背景

現行法令の下では、「公開買付け等事実」に係わるインサイダー取引規制の規制対象である「公開買付者等関係者」は、次の者と定められている（金融商品取引法167条1項）。

- ①公開買付者等（注1）の役員、代理人、使用人その他の従業者（以下、役員等）
- ②公開買付者等の会計帳簿閲覧請求権を有する株主等（注2）
- ③公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者
- ④公開買付者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、その法人の他の役員等

（注1）法人であるときは、その親会社を含む。

（注2）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。

つまり、あくまでも買収者サイドの関係者が、インサイダー取引規制の対象と定められている。他方、被買収者サイドの関係者は、その立場上、買収者から買収の意図を（その公表前に）伝達される可能性が高いにもかかわらず、法令の文言上は、直接的に規制対象とは定められていない。あくまでも買収者との関係において、次のような場合にインサイダー取引規制が課され得るにすぎないといえるだろう。

- (a) 買収者（公開買付者等）との間で守秘義務契約等の締結又は締結交渉がある場合、前記④の「契約を締結している者」又は「締結の交渉をしている者」に該当する。
- (b) 買収者（公開買付者等）から公開買付け等の意図の伝達を受けた場合、いわゆる第一次情報受領者に該当する。

ところが、近年、「公開買付対象者（被買付企業）の役職員やその情報受領者によるインサイダー取引が増加している」³⁵との指摘がある。

特に、被買収企業の役職員からの情報受領者によるインサイダー取引の場合、上記(a)のケースに該当すれば規制・処罰の対象となり得るが、そのためには買収者と被買収企業との間に守秘義務契約等の締結又は締結交渉の事実が認められなければならない。上記(b)のケースに該当するにすぎない場合、被買収企業の役職員からの情報受領者は、理論上、いわゆる第二次情報受領者となり、規制・処罰の対象とはならないこととなる。

こうした問題を踏まえて、WG報告書は、「被買付企業及びその役職員は、未公表の公開買付け等事実を公開買付者等からの伝達により知り得る特別の立場にあると考えられるため」³⁶、「公開買付者等関係者」の範囲に加え、直接、インサイダー取引規制の対象とすることを提言している。これが実現すれば、被買収企業の役職員からの情報受領者も、（守秘義務契約等の有無にかかわらず）第一次情報受領者として規制・処罰の対象となるものと考えられる。

(2) 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外

(A) WG報告書のポイント

WG報告書は、公開買付者等関係者から未公表の「公開買付け等事実」の伝達を受けた情報受領者について、次のいずれかに該当すれば、規制の適用除外を認めることとしている。すなわち、次のいずれかに該当すれば、情報受領者は、被買収企業の株式等を買付けることが可能となる。

- ① 情報受領者が、自ら公開買付けを行い、その伝達を受けた情報を公開買付開始公告及び公開買付届出書により開示した場合
- ② 情報受領者が、最後に伝達を受けてから相当の期間（例えば6ヶ月）が経過した場合

加えて、現行の「対抗買い」（公開買付け等に対抗するためのいわゆる防戦買いなど）に関するインサイダー取引規制の適用除外を認める規定（金融商品取引法 166 条 6 項 4 号、167 条 5

³⁵ WG報告書 p. 8。

³⁶ WG報告書 p. 8。

項5号)について、実務上の使い勝手をよくするため³⁷、解釈の明確化等を図っていくことも求めている。

(B) 背景

例えば、A社がX社に対する公開買付け等を検討していたところ、突然、B社の役職員から同じX社を公開買付け等により買収する意図があることを内々に伝達されたとする。この場合、A社は、公開買付等関係者（B社の役職員）から未公表の「公開買付け等事実」の伝達を受けた第一次情報受領者という位置づけになる（金融商品取引法 167 条 3 項）。その結果、A社は、B社が「公開買付け等事実」の公表を行うまでは、X社の株式を買い付けることができなくなってしまふ。逆に、これを利用すれば、B社は、公表時期をズルズルと先延ばしすることで、A社によるX社に対する公開買付けを阻止・妨害することも、理論上は可能となってしまう。

こうした問題を踏まえ「企業買収に関する公正な競争や、有価証券取引の円滑を図る観点」³⁸から、一定の場合には、仮に、B社が「公開買付け等事実」を公表しなかったとしても、A社がX社の株式等を買付けすることを可能にしようというのがWG報告書の意図であるといえるだろう。

前記(A)①は、A社自らがX社に対して公開買付けを行う場合には、それに伴う法定開示手続（公開買付開始公告及び公開買付届出書）において、B社（の役職員）から伝達を受けた情報を開示することを要件に、インサイダー取引規制の適用除外を認めようというものである。これは、情報受領者（A社）が所定の情報（「B社もX社を公開買付け等により買収する意図がある」）を開示することにより「一般投資家に対する取引の有利性が相当程度解消」³⁹されるとの判断によるものと考えられる。

また、ここで許容されるのは、A社が、金融商品取引法に基づく公開買付け手続によりX社の株式等を買付けする場合のみである。それ以外の手続による買付け等は認められない。その理由は必ずしも明らかではないが、公開買付け手続における法定開示手続と同程度に、（開示・提供される）情報の正確性等を担保できる仕組みを想定することが難しかったためではないかと思われる。ただし、WG報告書は、将来的な課題として、公開買付け手続以外の「買集め行為を行う場合についても同様の枠組みを設けること」⁴⁰を指摘しており、今後、更に検討がなされる可能性があるだろう。

前記(A)②は、A社が、最後に未公表の「公開買付け等事実」の伝達を受けてから相当の期間

³⁷ インサイダーWGでは、自社に対して「公開買付け等」に該当する事実が存在するか否か（自社に対する「公開買付け等」が本当に決定されたのか否か）を確実に把握することは困難であることから、どのような場合に「公開買付け等に対抗するため」という要件を満たすのか、わかりにくいといった問題が議論されたようである。平成 24 年 11 月 27 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第 5 回）「資料 1 論点メモ(3)」

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121127/01.pdf) pp. 6-7。

³⁸ WG報告書 p. 9。

³⁹ WG報告書 p. 9。

⁴⁰ WG報告書 p. 9。

(例えば6ヶ月)が経過した場合には、インサイダー取引規制の適用除外を認め、X社の株式等の取引を認めようというものである。これは(「公開買付け等事実」の)「伝達を受けた後、相当の期間が経過しても公開買付者等により当該事実が公表されない場合には、伝達を受けた情報の価値は劣化」⁴¹しており、投資判断の材料としての有用性を失っているとの判断によるものと考えられる。

(3) いわゆるクロクロ取引に係る適用除外

(A) WG報告書のポイント

未公表の重要事実を知る者同士が、合意の上で、相対取引を行う場合(いわゆる「クロクロ取引」)であれば、「情報の偏在がなく、一方が他方に比べ著しく有利な立場で取引を行うという関係にない」⁴²ことから、一定の要件の下で、インサイダー取引規制の適用除外が認められている。

WG報告書は、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間での相対取引について、「悪用が行われないよう留意しつつ」、いわゆる「クロクロ取引」の一類型として、インサイダー取引規制の適用除外を認めることとしている。

(B) 背景

会社関係者のインサイダー取引規制(金融商品取引法 166 条)の場合、いわゆる「クロクロ取引」として適用除外が認められるのは、会社関係者又は第一次情報受領者に該当する者における相対取引とされている(金融商品取引法 166 条6項7号)。第一次情報受領者と第二次情報受領者との間の相対取引は、適用除外の対象とはされていない。

他方、公開買付者等関係者のインサイダー取引規制(金融商品取引法 167 条)の場合、いわゆる「クロクロ取引」として適用除外が認められるのは、公開買付け等の実施(中止)に関する事実を知った者同士の相対取引とされている(金融商品取引法 167 条5項7号)。特に、第一次情報受領者か、第二次情報受領者かといった区別はなされていない。

WG報告書は、今回の見直しの趣旨を「例えば大株主が持株比率を下げる等のために市場外でブロックトレードを行う際などに、迂遠な手続が必要となっている現行規制の障害を解消する」⁴³ためと、実務上の要請に基づくものと説明している。加えて、現在、会社関係者のインサイダー取引規制と公開買付者等関係者のインサイダー取引規制で異なっている「クロクロ取引」における第二次情報受領者の取扱いを統一するという意味もあるものと思われる。

⁴¹ WG報告書 pp. 9-10。

⁴² 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ『インサイダー取引規制の実務』(商事法務、2010年) p. 313。

⁴³ WG報告書 p. 10。

(4) いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外

(A) WG報告書のポイント

重要事実や公開買付け等事実を知る前に締結された契約（「知る前契約」）の履行や、知る前に決定された計画（「知る前計画」）の実行として、売買等を行った一定の場合については、インサイダー取引規制の適用除外が認められている（金融商品取引法 166 条 6 項 8 号、167 条 5 項 8 号）。

WG報告書は、この適用除外が認められる「知る前契約」・「知る前計画」の範囲について、従来の個別類型の列挙ではなく、より**包括的な適用除外の規定**を設けることとしている。その際、次の視点に基づいた基本的な考え方を明確化する方針が示されている。

- ①未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画であること
- ②当該契約・計画の中で、それに従った売買等の具体的な内容が定められているなど、裁量的に売買等が行われるものでないこと
- ③当該契約・計画に従った売買等であること

なお、事後的な「契約」・「計画」の捏造を防止する観点から、WG報告書は、次のような対応を検討することも求めている。

- ◇反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」を対象とする。
- ◇（単発の取引の場合）未公表の重要事実を知る前に締結・決定したことを明確にするような措置（例えば、証券会社等による確認など）をとる。

(B) 背景

いわゆる「知る前契約」や「知る前計画」について、インサイダー取引規制の適用除外が認められるのは、「重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかな場合には、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことはない」⁴⁴ためと説明されている。

現行法令の下では、こうした「知る前契約」・「知る前計画」に何が該当するかについては、個別列挙主義が採用されている。すなわち、法令上、上場会社等との書面による契約の履行によるその上場会社等の株式等の一定の売買等、信用取引の一定の反対売買、役員持株会・従業員持株会等による一定の買付け、累積投資契約に基づく一定の買付けなどが、個別具体的に定

⁴⁴ WG報告書 pp. 10-11。

められており（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 59 条、63 条）、これらのいずれかに該当する場合にのみ、適用除外が認められるものとされている。

確かに、こうした規定のあり方には、「知る前契約」・「知る前計画」に該当する取引の範囲を明確にするメリットがある。しかし、法令が定める類型に当てはまらない新たな取引形態が現れた場合、法令を改正して、改めて「知る前契約」・「知る前計画」に指定しない限り、適用除外が認められないというデメリットもある。

WG 報告書は、こうした点を踏まえて、該当する「知る前契約」・「知る前計画」を個別列挙する現行の方法を改め、「知る前契約」・「知る前計画」が満たすべき原理・原則（プリンシプル）を示して包括的に定める方法を採用するように提言しているのである。もっとも、包括的な規定が採用された場合、今度は「知る前契約」・「知る前計画」に該当する取引の範囲が曖昧になる可能性がある。そこでWG 報告書は、「必要に応じガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくこと」⁴⁵を併せて求めている。

おわりに

(1) WG 報告書全般に対するコメント

最後にWG 報告書に関する筆者の雑感を述べさせていただきたい。なお、これはあくまでも筆者の個人的な見解であることを予め断っておく。

近年のいわゆる増資インサイダー事案が、わが国の証券市場に対する信頼を大きく損なったことは否定できない。そうした中で、金融担当大臣の諮問を受けた金融審議会が、インサイダーWG を立ち上げて、インサイダー取引規制の見直しを検討したことは、わが国証券市場に対する信頼を回復する上で、必要な対応であったといえることができるだろう。

もっとも、筆者自身は、わが国のインサイダー取引規制が諸外国と比較して「甘い」「緩い」とする一部の論調には賛成できない。むしろ、当局の有する執行権限や立証可能性なども含めて総合的に判断すれば、わが国の規制の水準は、諸外国に劣るものではないと考えている。特に、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（事実を知った上での売買等）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）。判例上、信認義務違反の認定が必要と解されている米国や、法令上、（単に知っているだけではなく）インサイダー情報に基づいて取引を行うことを規制・処罰の対象としている英国（1993 年刑事司法法 52 条 1 項、2000 年金融サービス市場法 118 条 2 項）と比較すれば、わが国のインサイダー取引規制は国際的に見ても厳しい内容だといえるだろう。

とはいえ、個別項目についてみれば、わが国のインサイダー取引規制に課題が残されていることも事実である。今回のインサイダーWG でも重要な論点となった、情報伝達行為等に対す

⁴⁵ WG 報告書 p. 11。

る対応や、ファンドの運用資産を利用したインサイダー取引に対する抑止効果について、規制上の脆弱性があつたのではないかといわれれば、筆者もそれを否定することはできない。

その意味では、今回のWG報告書の提言が示す方向性については、わが国のインサイダー取引規制を「アップデート」という点で、概ね妥当なものであると評価することは可能であろう。ただし、具体的な見直しの内容から期待される効果については、冷静な分析・検討が必要だと思われる。

(2) 予想される効果（情報伝達行為等）

例えば、情報伝達行為等に対する規制・処罰は、報道等では、いわゆる増資インサイダー事案を踏まえて導入されるものと説明されていることが多い。確かに、市場仲介者としての責任を担う証券会社（第一種金融商品取引業者）の役職員が、不当な情報伝達行為等を行い、インサイダー取引を誘発していたという事実は重大であり、社会的に強い非難の対象となつたのも当然だと思われる。しかし、現行法令の下でも、証券会社（第一種金融商品取引業者）には、例えば、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）や、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 1 項 5 号）など、業務に係わる規制が課されている。そのため、第一種金融商品取引業者（証券会社）が情報伝達者となつて、インサイダー取引の原因を作つたような場合には、これら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⁴⁶（金融商品取引法 51 条、52 条など）。

加えて、違反した証券会社は、自主規制機関（日本証券業協会）による懈怠金（上限 5 億円）などの金銭的なペナルティーの対象にもなり得る（日本証券業協会定款 28 条 3 項、4 項）⁴⁷。

そうした中で、情報伝達行為等に対する規制・処罰が導入されることによる、最も重要な変更点は、不正な情報伝達行為等を実行した証券会社の役職員個人が刑事罰の対象となり得る点だと考えられる。もっとも、そうした役職員個人は、現在でも、所属する証券会社からの解雇や、自主規制機関によるいわゆる「業界追放」（一級不都合行為者、日本証券業協会「協会の従業員に関する規則」4 条 2 項、12 条など）の対象となり得る。それらに加えて刑事罰の対象となることが、インサイダー取引の抑止等として、どれくらいの効果があるのかは、議論の分かれるところであろう。

他方、証券会社に関しては、確かに、今回の見直しにより、新たな制裁措置が設けられることとなる。すなわち、不正な情報伝達行為等は、（刑事罰のほか）課徴金の対象とされるが、仮に、証券会社の役職員が、その職務に関し、不正な情報伝達行為等を行ったのであれば、課徴金納付命令の対象は、（役職員（個人）ではなく）証券会社とすることが予定されている。

⁴⁶ WG 報告書 p. 5 参照。

⁴⁷ 日本証券業協会「協会員に対する処分及び勧告について」（平成 24 年 10 月 16 日）では、いわゆる増資インサイダー案件に関連して、3 億円の懈怠金を賦課する処分を下している
(<http://www.jsda.or.jp/shiru/syobun/kyokaiin/files/20121016PRESSRELEASE.pdf>)。

加えて、その役職員（個人）の刑事罰に伴う両罰規定が設けられれば、その属する証券会社にも罰金刑が科されることになるだろう。しかし、こうした罰金や課徴金は、あくまでも金銭的なペナルティーである。証券会社に対する金銭的なペナルティーは、前述の通り、自主規制機関（日本証券業協会）による懈怠金など既に存在している。その意味では、経済的な側面からの抑止効果に着目する限り、金額の多寡を除けば、今回の見直しの証券会社への影響は限定的であるようにも思われる⁴⁸。

このように考えると、情報伝達行為等に対する規制・処罰が導入されることに伴う影響は、証券会社よりも、むしろ上場会社やその役職員にとって大きいのではないかと思われる。経済界から、今回の見直しに関する議論の中で、企業の金融取引やIR活動等への影響を懸念する声⁴⁹があがっていたのも、こうした事情を反映したものであろう。

こうした指摘を踏まえて、WG報告書が、情報伝達行為等を規制・処罰の対象とするに当たり、「主観的要件」や「取引要件」を設けるといふ慎重な対応を示したことは、確かに、ルール作りという観点からは、一定の評価をすることができるだろう。しかし、実務への影響という観点からは、別途、様々な角度からの検証が必要となるものと思われる。

例えば、上場会社のコンプライアンス実務において、過度に保守的な対応がなされることを通じて、企業による情報開示やIR活動等が萎縮する懸念が指摘できるだろう。本来、問題とされるべきは、特定の相手に対する選択的な情報伝達であって、市場全体に対する情報発信は、むしろインサイダー取引を抑止する観点からも望ましいことだと考えられる⁵⁰。しかし、こうした本来の趣旨から遠ざかり、企業実務の現場が形式的・画一的な対応に走るようであれば、結果的にマイナスの影響の方が大きくなることも危惧されるだろう⁵¹。

また、インサイダー取引規制のうち、売買等に対する規制は「形式犯」である一方、情報伝達行為等に対する規制は「目的犯」（「取引を行わせる目的」等の立証が必要）となる点も、筆者には気がかりである。残念ながら、筆者には、未だ具体的なアイデアがあるわけではないが、今後、こうした規制の構造により、現実の執行実務においてどのような影響が生じ得るのか、慎重に検討する必要があるものと思われる。

⁴⁸ もっとも、同じ金銭的なペナルティーであっても、自主規制機関によるものと、法令に基づくものとは、その証券会社（第一種金融商品取引業者）のレピュテーションに与える影響が異なるとの考え方はあり得るかもしれない。

⁴⁹ 日本経済団体連合会「インサイダー取引規制の見直しについての意見」（2012年12月11日、<http://www.keidanren.or.jp/policy/2012/087.html>）参照。

⁵⁰ この点に関連して、本稿では特に取り上げなかったが、WG報告書がインサイダー取引等の未然防止等に向けた金融商品取引所における取組みとして「一定の要件を満たす情報開示については、インサイダー取引規制が解除される重要事実の『公表』措置（金融商品取引法166条4項）に該当するのではないかという点についても検討することが適当」と提言していることは、注目に値する。

⁵¹ 例えば、ドイツの場合、インサイダー情報の伝達行為等を禁止すると同時に（ドイツ有価証券取引法（Gesetz über den Wertpapierhandel）14条1項2号、3号）、発行会社に対して、原則として、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（いわゆる適時開示義務）を、法律により義務付けている（同15条1、3項）。「市場の公正性、公平性」の確保という観点からは、ドイツの立法例のように、市場・投資者全体への適時・適切な情報開示義務とワンセットで、不正な情報伝達行為等の禁止を位置付けた方が、規制としての整合性がとれるように、筆者には思われる。

(3) 予想される効果（「他人の計算」による違反行為）

今回の見直しにより、資産運用業者が行う「他人の計算」によるインサイダー取引に対する課徴金は、課徴金額の水準を「経済的利得相当額」とするという現在の枠組みの中で考え得る限り、最も高いレベルまで引き上げられると評価できるだろう。しかし、これによって「他人の計算」によるインサイダー取引に対して、十分な抑止効果が期待できるかという点、疑問が残る。

そもそも課徴金額の水準を「経済的利得相当額」とするという枠組みは、違法行為によって得た「利益を吐き出させる」という考え方との結びつきが強いと考えられる。これに「制裁」としての抑止効果を期待しても、どうしても限界があるものと思われる⁵²。他方、「経済的利得相当額」という枠組みそのものを見直すとなれば、「二重処罰の禁止」（憲法 39 条）との関係を巡る議論に改めて向かい合う必要があるだろう⁵³。

（インサイダー取引に限らず）違反行為に対する抑止効果を追求するのであれば、WG 報告書も指摘するように（前記 2 (4)）、「経済的利得相当額」を基準とする現行の課徴金制度のあり方そのものについて、将来的な検討課題とする必要があるだろう。

(4) 予想される効果（氏名公表措置）

WG 報告書が、「将来の取引相手となり得る証券会社や投資家等に対して注意喚起」するなどの観点から、違反者の氏名を明らかにする措置（氏名公表措置）を講じることとしている点は、今後のエンフォースメントのあり方として興味深いものといえる。

確かに、こうした措置は、行為者が日本人であり、その活動圏が日本国内である限り、一定の効果を持ち得るものと期待できるだろう。しかし、例えば、違反行為を行った外国人が母国に帰ってしまったケースや、違反行為を行った日本人が現在は外国を拠点に活動しているケースなどについてまで実効性があるかといえば、疑問が残る。

市場の国際化が進む今日において、こうした事例に対しても、氏名公表措置を実効性あるものとしたのであれば、様々な工夫（例えば、英語での氏名と違反事実の公表、外国当局や外国投資者に対する制度の周知など）を併せて行うことが必要となるものと思われる。

⁵² 平成 24 年 11 月 7 日開催金融審議会「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（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20121107.html）川口委員発言、神田座長発言など参照。注 28 も参照。

⁵³ 今回のインサイダーWGの議論においても、この論点は取り上げられたようである。平成 24 年 11 月 7 日開催金融審議会「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）「資料 2 参考資料」（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121107/02.pdf）pp. 5-9 参照。