

# CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

## CONTENTS

- 1 情報伝達・取引推奨行為に対する規制
- 2 情報伝達・取引推奨行為に対する規制に係る論点
- 3 WGによるその他の改正の提言

## インサイダー取引規制に係る改正の動向 — 情報伝達・取引推奨行為に対する規制の整備等

弁護士 多賀 大輔 | 弁護士 鈴木 杏里

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「WG」という。)より、インサイダー取引規制に関する今後の制度整備に向けた報告書「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「報告書」という。)が公表された。未だ金融商品取引法(以下「金商法」という。)の改正案が公表されていない段階ではあるものの、制度改正後の企業実務への影響は小さくないと思われることから、本ニュースレターでは、報告書のポイントを紹介する。

### 1 情報伝達・取引推奨行為に対する規制

報告書における主要な提言は、情報伝達・取引推奨行為に対する規制の整備に関するものである。

#### (1) 現行法の規定

現行の金商法第166条第1項および第3項においてインサイダー取引規制の対象となる行為は、会社関係者、元会社関係者またはそれらの第一次情報受領者が未公表の重要事実を知りつつ行った有償の譲渡等であり、また、同法第167条においてインサイダー取引規制の対象となる行為は、公開買付者等関係者、元公開買付者等関係者またはそれらの第一次情報受領者が未公表の公開買付け等事実を知りつつ行った買付け等または売付け等(上記譲渡等とともに、以下「売買等」という。)である。重要事実または公開買付け等事実(以下「重要事実等」という。)の伝達を受けた者が、これらの規制に違反して上場株券等の売買等を行った場合に、当該情報伝達者はその教唆犯または幫助犯として処罰され得るが、単なる情報伝達行為自体は、独立の規制対象とされていない。

未公表情報の管理については、業規制の枠組みの中でも規制されており、金融商品取引業者等は、その取り扱う法人関係情報に関する管理または顧客の有価証券の売買その他の取引等に関

する管理について、法人関係情報に係る不公正な取引の防止を図るため必要かつ適切な措置を講じることが義務付けられている。金融商品取引業者等が、顧客に対し、有価証券の発行者の法人関係情報を提供して売買等を勧誘する行為は禁止される。なお、「法人関係情報」とは、①上場会社等の運営、業務または財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの、および②公開買付け、これに準ずる株券等の買集めの実施または中止の決定に係る公表されていない情報をいい、刑事罰を伴うインサイダー取引規制における重要事実等に比べ、一般により広い範囲の情報を含むものとされている。

しかしながら、近年のインサイダー取引規制違反事例において、情報受領者が違反行為者となる事例が増加している現状等を背景に、情報伝達行為についても、不公正な取引が行われる蓋然性を高め、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おそれがあるものとして、独立に規制対象とする必要性が指摘されていた。

## (2) 改正の提言

上記の状況に鑑み、報告書においては、こうした情報伝達行為についても、一定の要件の下で独立の規制対象とすることが提言された。

さらに、情報伝達行為を規制した場合には、その潜脱として、例えば重要事実の内容は伝えずその存在を仄めかし、または未公表の重要事実を知り得る立場にあることを示しつつ取引を推奨するような行為が行われるおそれがあることから、このような取引推奨行為についても併せて規制対象とすることが提言された。

## 2 情報伝達・取引推奨行為に対する規制に係る論点

このような規制を設けることにつき、報告書において、主に以下4つの論点が提示されている。

### (1) 規制対象

情報伝達・取引推奨行為の規制対象について、報告書では、現行のインサイダー取引規制の規制対象者である会社関係者または公開買付者等関係者を対象とすることを原則としつつ、以下の要件を満たすものに限定するという方向性が示されている。これは、企業の通常の業務ないし活動に支障が生じ得るとの実務界から寄せられた懸念に配慮したものである。

#### ① 主観的要件

まず、情報伝達者・取引推奨者に「取引を行わせる目的」があったこと等の主観的要件を設けることが示されている。これは、業務提携の交渉やIR活動において一定の情報提供がされるという実情に鑑みたものであるが、具体的内容については、監督当局または検察の立証可能性に配慮する必要もあり、今後さらに詰められていくものと思われる。

#### ② 取引要件

また、情報伝達・取引推奨行為が情報受領者の投資判断の要素となり、実際に取引が行われたという取引要件を設けることが示されている。これは、情報伝達・取引推奨行為が投資判断の要素となっていない場合まで制裁等の対象とする必要は必ずしも高くなく、情報伝達・取引推奨行為が行われただけで直ちに制裁等の対象にすると、対象とすべきでない通常の業務・活動に影響を与えてしまうおそれがあることに基づくものである。

### (2) 制裁

情報伝達・取引推奨行為に対する制裁については、現行のインサイダー取引規制違反に対する制裁と同様に、刑事罰および課徴金の対象とし、課徴金の金額は、情報伝達・取引推奨行為を行うことにより一般的に行業者が得られる利得相当のものとすることが適当とされている。

### (3) 市場仲介業者に対する規制

上場株券等の仲介業務を担う証券会社等(市場仲介業者)については、その証券市場において果たす役割の重要性に鑑み、市場仲介業者が行う情報伝達・取引推奨行為について、以下のとおり、より抑止効果の高いエンフォースメント手段を設けることが提言されている。

#### ① 課徴金の計算方法

まず、市場仲介業者の役職員がその業務に関し不正な情報伝達・取引推奨行為を行い、それが投資判断の要素となって取引が行われた場合の課徴金について、例えば機関投資家からの定期的なブローカー評価に基づく継続的な売買手数料を含めることや、増資に係る売さばき業務に関連した違反行為の場合には売さばき業務に関連した引受手数料を含めることが提言されている。課徴金の金額は、一般に当該行為によって得た経済的利得相当額として計算されること、市場仲介業者の場合には、情報伝達・取引推奨行為を行うことにより、それに関連して、引受手数料や売買手数料等のより幅広い利得を得ることが典型的に考えられることから、それらに対応した制裁を課す必要があるという考慮に基づくものである。

#### ② 行為者の氏名の公表

さらに、市場仲介業者の役職員がその業務に関しインサイダー規制違反を行った場合に、違反行為を行った役職員の氏名を公表することが提言されている。市場仲介業者の役職員による違反行為が行われた場合に課徴金の対象となるのは当該業者であるところ、行為者である役職員自身についても制裁の対象とするものである。

なお、WG の審議においては、市場仲介業者の行行情報伝達・取引推奨行為について、上記(1)の①主観的要件および②取引要件を設けることなくインサイダー取引規制の対象とすることも検討されていた。しかし、前述のとおり、現行法上、金融商品取引業者等についてはすでに法人関係情報を提供して行う勧誘が禁止されていることから、報告書においては、そうした事態については、基本的にかかる業規制の枠組みの中で抑止を図るべきものとされた。

### (4) 重要事実の要求行為への対応

例えば機関投資家等の運用担当者等が取引上の立場を利用して未公表の重要事実を要求する等により、インサイダー取引を行ったような事案について、違反行為において中心的な役割を担った当該運用担当者等の氏名を公表することが提言されている。機関投資家等が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、証券会社による情報伝達を助長している等の指摘に鑑み、そうした要求行為も規制対象に加えようとするものである。

また、そのようなケース以外についても、インサイダー取引など不公正取引を反復して行った者につき、その個人名を公表することが適当との指摘が示されている。

## 3 WGによるその他の改正の提言

以上のほか、報告書においては、以下のような提言がなされており、これらについても今後の改正動向が注目される。

### (1) 公開買付等関係者の範囲の拡大

現行法上、公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制において、被買付企業およびその役職員は、金商法第 167 条第 1 項各号では「公開買付等関係者」として明示的に列挙されていない。そのため、実務上は公開買付者との守秘義務契約等を根拠に同項第 4 号の契約締結者等と認定し、インサイダー取引規制を適用しているケースが多いものの、契約締結者等として認定できないケースも存在し得る。また、公開買付けのプロセス上、公表前に被買付企業に対して公

開買付者から公開買付け等の事実が告知される場合があり、このような被買付企業についてはインサイダー取引規制の対象とする必要性が指摘されていた。そこで、被買付企業およびその役職員についても「公開買付け等関係者」の範囲に加えることが提言されている。

#### (2) 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外の新設

現行法上、未公表の公開買付け等事実の情報受領者は、公開買付け等が当該事実を公表するまで、原則として被買付企業の株券等の買付けが禁止される。そのため、実務上、上場会社の買収の実施を決定した者が他の潜在的な買収者に対して未公表の公開買付け等事実を伝達することにより、当該他の買収者による買付けを妨げることができるとの弊害が指摘されていた。そこで、かかる弊害を防止すべく、情報受領者による取引について、①一般投資家の取引に対する有利性が相当程度解消されていると認められる場合（情報受領者が行った公開買付け開始公告や情報受領者が提出した公開買付け届出書に当該情報受領者が伝達を受けた情報が記載された場合等）や、②伝達を受けた情報が時間の経過等により投資判断を行う上で有用性を失っていると認められる場合には、規制の適用除外とすることが提言されている。

#### (3) いわゆる「クロクロ取引」に係る適用除外の拡大

現行法上は適用除外の対象となっていない、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間のいわゆる「クロクロ取引」についても、適用除外の対象に追加することが提言された。

#### (4) いわゆる「知る前契約」「知る前計画」に係る適用除外の拡大

金商法第 166 条第 6 項第 8 号、第 167 条第 5 項第 8 号の適用除外のうち、いわゆる「知る前契約」「知る前計画」について、より包括的な適用除外の規定を設けることが提言された。すなわち、現行法上、「知る前契約」「知る前計画」に基づく適用除外の対象となる事情は、内閣府令において個別に列挙されているが、列挙された事項に該当しない事例につき実務上の支障が指摘されていたことから、より包括的な規定を設けるとともに、適用除外となる類型をガイドライン等で示すことが提案された。

#### (5) 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の計算方法の変更

資産運用業者による「他人の計算」による違反行為に対する課徴金額について、現行法上の当該違反行為が行われた月の運用報酬額（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第 1 条の 21）ではなく、一定期間（例えば 3 か月）の運用報酬額を基準とすることが提言された。

## 4 今後の展開

以上の制度改正のほか、報告書では、金融庁および証券取引等監視委員会、金融機関各社および自主規制機関、ならびに金融商品取引所においてそれぞれ求められる取組みにも言及されており、これらと法改正とが相俟って、より適正な市場環境が実現されることが期待されている。今後、上記の法改正動向を注視するとともに、こうした多方面からの取組みにも留意していく必要がある。

□ 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の多賀大輔([daisuke.taga@amt-law.com](mailto:daisuke.taga@amt-law.com))または鈴木杏里([anri.suzuki@amt-law.com](mailto:anri.suzuki@amt-law.com))までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

□ Capital Markets Legal Update  
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩

本ニュースレターの配信またはその停止をご希望の場合には、お手数ですが、[cm-newsletter@amt-law.com](mailto:cm-newsletter@amt-law.com)までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、  
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>  
にてご覧いただけます。



## CONTACT INFORMATION

### アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036  
東京都港区六本木一丁目6番1号  
泉ガーデンタワー38階(総合受付)

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: [inquiry@amt-law.com](mailto:inquiry@amt-law.com)

URL: <http://www.amt-law.com/>