

論 点 メ モ (1)

項 目	論 点	備 考
I 情報伝達行為への対応 1. 現状認識	<p>〔違反事案の状況〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 証券取引等監視委員会による近年のインサイダー取引に係る課徴金勧告・刑事告発事案は、次のような状況にある。 ・会社関係者や公開買付者等関係者自身による違反行為に比べ、これらの者から情報伝達を受けた者(第一次情報受領者)による違反行為が最近増加しており、違反事案の多数を占める状況となっている ・上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社の営業職員による情報伝達に基づいたインサイダー取引が発生 <p>〔インサイダー取引規制導入時からの状況変化〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● インサイダー取引規制が制定された昭和 63 年当時とは次のような状況の変化が生じているのではないか。 ・近年、情報受領者によるインサイダー取引事案が増加しており、特に一連の公募増資に関連した違反事案が生じたことによつて、我が国市場に対する内外投資家の信認が損なわれかねな 	<ul style="list-style-type: none"> ● 近年の違反事案の状況(資料2 P1) ● 公募増資に関連したインサイダー取引事案(資料2 P2)

	<p>い状況となっている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・規制導入時(昭和 63 年)の罰則は6月以下の懲役等に過ぎなかったが、平成9年改正で3年以下の懲役等、平成 18 年改正で現在の5年以下の懲役等と法定刑の引上げが行われており、インサイダー取引に対する違法性の認識が社会的に高まっている状況にある。 ・これまでのインサイダー取引事案に関し、情報伝達者が教唆犯・幫助犯として処罰されたケースは、教唆犯として1件(トーア・スチール株事件)あるのみ(平成 11 年告発)。 <p>(注)平成 16 年の証取法改正により課徴金制度が導入されたが、教唆犯・幫助犯は課徴金の対象とされていないため、情報伝達者に対し、違反抑止のための措置を講じることができない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融取引がグローバルに行われる現在では、諸外国との規制環境の同等性が重要であるが、 <ul style="list-style-type: none"> ・米国では情報伝達行為が刑事罰・民事制裁金の対象(情報受領者が取引を行った場合に限る)となっており、 ・欧州でもEUの市場阻害行為指令(2003年)に基づき、EU全域において情報伝達行為が規制対象(英・独・仏をみると刑事罰・制裁金等の対象)とされたことにより、 <p>欧米ともに、インサイダー取引に加え情報伝達行為も規制対象となっている。</p>	<p>●トーア・スチール株事件の概要(資料2 P3)</p>
--	---	--------------------------------

<p>2. 情報伝達行為等への対応</p>	<p>〔情報伝達行為への対応〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 情報受領者によるインサイダー取引は、情報伝達行為がなければ生じることはない。情報受領者によるインサイダー取引を防止するためには、不正な情報伝達を断つことが重要なポイントとなる。 <p>上述のように、情報伝達に基づいたインサイダー取引が多く発生し、社会的な問題となっている事象も生じている現状や、インサイダー取引規制導入時からの状況変化を踏まえると、情報伝達行為を抑止していく必要性が高まっているのではないか。</p> <p>〔取引推奨行為への対応〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 内部情報を知り得る立場にある者が取引推奨すれば、重要事実の内容を伝達しなくとも、推奨を受けた者は何らかの重要事実が現にあるものと考え、取引を行う誘因が働くものと考えられる。 ● 内部情報を知る者が一部の者に対し不正に取引推奨を行い、それによって取引が行われることは、一般投資家にとって著しく不公平であり、そのような推奨行為・取引が行われるならば、我が国市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を失うこととなり得るのではないか。 <p>また、情報伝達行為を規制する場合には、重要事実の内容は伝えず、これを仄めかし、又は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し、相手方に利益を得させるような潜脱的行為が行われるおそれもある。</p>	
-----------------------	---	--

欧州では、EU の市場阻害行為指令(2003 年)に基づき、EU 全域において取引推奨行為が規制対象とされており、英・独・仏をみると刑事罰・制裁金等の対象になっている。米国でも、法令上明確には規制対象とされていないものの、取引推奨行為は法令違反となり得る(刑事罰・民事制裁金の対象)。

- 上記を踏まえ、情報伝達行為に対する規制に併せ、重要事実を知って行う一定の取引推奨行為も規制対象とすることについてどう考えるか。

<p>3. 規制対象</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 規制対象を検討するに当たっては、情報伝達・取引推奨行為への規制が過度に広範なものとなることによって、上場会社等の健全な活動に支障が生じることのないように留意する必要がある。 ● 情報伝達・取引推奨行為について規制を設ける場合には、金商法が「金融商品等の取引等の公正、有価証券の流通の円滑、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等」を図ることを目的としていることを踏まえると、証券市場あるいは金融商品の取引と結びついた不正な情報伝達・取引推奨行為を対象とすることが考えられるが、どうか。 <p>[取引を行わせる目的の要否]</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 上場会社等では、例えば、業務・資本提携の交渉や法律相談等、健全な業務活動において重要事実を他者に伝達することや、IR活動などにおいて重要事実の存在とは無関係に当該会社への投資を勧めるようなケースがあり得る。 <p>こうした上場会社等の健全な活動の中で行われる情報伝達・取引推奨に支障が生じることがないような要件として、例えば、「『取引を行わせる目的』をもって重要事実を伝達・取引推奨する」などの主観的要件を加重することについてどう考えるか。あるいは、これに代わる適切な要件が考えられるか。</p> <p>[取引が行われたことの要否]</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 証券市場あるいは金融商品の取引と結びついた不正な情報伝 	<ul style="list-style-type: none"> ● 取引が行われたことを
----------------	--	--

	<p>達・取引推奨行為を対象とする場合には、当該伝達・推奨行為が現実の取引に結びつかない場合にまで制裁等の対象とする必要性は低いとの考え方があり得るが、どう考えるか。</p> <p>〔規制対象者〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 情報伝達・取引推奨行為の規制対象者については、本規制がインサイダー取引の防止を背景としたものであることを踏まえる必要がある。 <p>そうした観点から、その情報伝達に基づいて取引を行った者がインサイダー取引規制違反となるような情報伝達・取引推奨者、つまり会社関係者(公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制(金商法 167 条)の場合は公開買付者等関係者)を原則として規制対象とすることについてどう考えるか。</p>	<p>要件とする場合には、客観的処罰条件とすることが考えられる。</p>
<p>4. エンフォースメント</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 金商法では、不公正取引に関するエンフォースメント手段として、刑事罰及び課徴金制度が設けられている。情報伝達・取引推奨行為に対する規制についても、その実効性を確保するため、刑事罰及び課徴金の対象とすることを検討することが適当ではないか。 	

<p>5. 市場仲介業務を担う者をめぐる規制</p>	<ul style="list-style-type: none">● 金融商品取引業者等の一定の市場仲介機能を担う者の役職員が、不正に、一部の者にのみ重要事実の伝達・取引推奨を行うようなことが生じれば、そのような者の市場仲介機能によって支えられている証券市場に対する投資家の信頼は大きく損なわれるのではないか。● 金融商品取引業者等は、証券市場に対する投資家の信頼を確保するため、投資家の投資判断に影響を与えるような他社の重要事実が不公正な取引に結びつくことのないよう、内部情報の管理体制を適切に構築しなければならないものと考えられる。こうした観点を踏まえると、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・取引推奨を行った場合には、それにより現に取引が行われたか否かにかかわらず、相応の責任が問われる必要はないか。● また、金融商品取引業者等は、情報伝達・取引推奨を行うことによって、それに関連する幅広い利得（引受手数料・売買手数料など）を得ることが典型的に考えられることを踏まえると、課徴金水準等について特別な考慮をする必要はないか。● このため、金融商品取引業者等の一定の市場仲介機能を担う者の役職員に対し、その情報伝達・取引推奨行為に関して、通常の規制よりも厳格な規制を設けることについてどう考えるか。	
----------------------------	---	--

〔重要事実を要求する行為への対応〕

- 近時の公募増資に関連するインサイダー取引事案においては、ヘッジファンドのファンド・マネジャーが、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」の提供を求めていることが認められている。
- このような重要事実の要求行為は重要事実の伝達を助長するものであるが、それにより情報を得て取引を行えばインサイダー取引規制の違反となる。これを踏まえ、重要事実の要求行為について規制を設ける必要性をどう考えるか。

<p>Ⅱ インサイダー取引の罰則について</p>	<p>〔はじめに〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● インサイダー取引規制の違反者に対する法定刑は、現行制度上、5年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又はこれらの併科(法人重課5億円以下の罰金)とされている。公募増資に関連したインサイダー取引事案等を踏まえ、現状の法定刑がインサイダー取引に対する抑止力として十分なものとなっているか点検を行う必要がある。 <p>〔法定刑の推移〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● インサイダー取引規制の違反者に対する法定刑は、 <ul style="list-style-type: none"> ・昭和 63 年の規制導入時は、6月以下の懲役若しくは 50 万円以下の罰金又はこれらの併科(法人両罰(重課なし))であったが、 ・平成9年の金融関係罰則整備法により、3年以下の懲役若しくは 300 万円以下の罰金又はこれらの併科(法人重課3億円)に引き上げられ、 ・さらに、平成 18 年の金融商品取引法制定に係る改正により、現行の5年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又はこれらの併科(法人重課5億円)となっている。 ● このようにインサイダー取引規制の違反者に対する法定刑は累次の引上げが行われているところであるが、現行の法定刑が施行され、6年程度が経つ中で、その運用状況は次のようになっている。 	
--------------------------	--	--

	<p>〔近時の裁判例〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 現行の法定刑が施行された後に行われたインサイダー取引事案についての裁判例では、法定刑の上限である懲役5年に近い判決はなく、懲役1年6月から3年程度の判決となっている。また、実刑が言い渡されたものはほぼなく、執行猶予期間3年から5年程度のものとなっている。 <p>このため、裁判例においては、インサイダー取引規制の違反者に対する処罰が、法定刑の上限により不十分なものとなっているといった状況にはない。</p> <p>〔公正取引ルールにおけるバランス〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 金商法は、「一般的な不正行為の禁止規制」(157条)を設けた上で、「相場操縦行為に対する規制」やインサイダー取引規制など、個別の不公正取引に関する規制を設けている。 <p>この中で、インサイダー取引規制の違反者に対する法定刑は、「一般的な不正行為の禁止規制」や「相場操縦行為に対する規制」等の法定刑(10年以下の懲役等)と比較して軽いものとなっているが、これは、インサイダー取引規制が、構成要件の明確化・客観化を重視し、取引の実質的な不正という点にまでは立ち入らず、形式的に禁止対象を設定していることによるものと考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● このため、法定刑を考える際には、取引の実質的な不正に着目した「一般的な不正行為の禁止規制」や「相場操縦行為に対する規制」等の法定刑(10年以下の懲役等)とのバランスに留意する 	<ul style="list-style-type: none"> ● 告発事件の概要一覧表(資料2 P4) ● 現行の法定刑が施行された後のインサイダー取引事案における実刑判決は以下の2例。 <ul style="list-style-type: none"> ・(株)LTT バイオファーマ株券に係る内部者取引事件(有印私文書偽造、同行使、詐欺とともに金商法違反で起訴)⇒懲役15年、罰金500万円、追徴金約4億1,223万円 ・グッドウィル・グループ(株)株券に係る内部者取引事件⇒懲役2年6月、罰金500万円、追徴金15億3,180万円
--	---	---

	<p>必要がある。</p> <p>〔欧米の法定刑との比較〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● インサイダー取引規制の違反者に対する法定刑について、米国は20年以下の自由刑等、英国は7年以下の自由刑等と我が国の規制における法定刑よりも重いものとなっている一方、ドイツは5年以下の自由刑等、フランスは2年以下の自由刑等となっている。 ただし、我が国のインサイダー取引規制は、欧米の規制とは異なり、動機や不正の意図という点を求めない外形的な構成要件としている点で、規制対象が欧米よりも広範であり、また、エンフォースメントし易いものとなっていること等に留意する必要がある、欧米の規制における法定刑と単純に比較することはできないものと考えられる。 ● 以上を踏まえ、現時点において直ちにインサイダー取引規制の法定刑を引き上げる必要性についてどう考えるか。 	<ul style="list-style-type: none"> ● インサイダー取引に係る規制の比較（資料2 P7）
--	--	--

<p>Ⅲ. 公開買付対象者に係る位置付けの見直し</p> <p>1. 背景・問題意識</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 近年、公開買付者等関係者による違反行為(金商法 167 条)のうち、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の割合が増加している。具体的には、平成 17 年度から平成 23 年度までの公開買付けに係るインサイダー取引規制違反の課徴金事案・犯則事件のうち、約半数が被買付企業の役職員又はその第一次情報受領者によるものである。 ● 現行法でも、被買付企業が「公開買付者等と契約を締結している者又は締結の交渉を行っている者」に該当すれば、被買付企業及びその役職員は「公開買付者等関係者」(167 条1項)となる。これまでの課徴金事案においては、公開買付者との守秘義務契約等を基に被買付企業及びその役職員を「公開買付者等関係者」と認定しているケースが相当数見られる。しかし、 <ul style="list-style-type: none"> ・一般的に、常に被買付企業を「公開買付者等と契約を締結している者又は締結の交渉を行っている者」と認定できるとは限らないこと、 ・後述のように、公開買付者等関係者が「契約の締結・交渉・履行に関し知ったとき」に規制対象となるが、被買付企業及びその役職員が「守秘義務契約の締結・交渉・履行に関し公開買付け等事実を知った」と認定できるとは限らないこと 等を踏まえれば、現行規制の見直しを検討する必要があるのではないか。 	<ul style="list-style-type: none"> ● インサイダー取引規制違反のうち公開買付け(TOB)等に係る課徴金事案・犯則事件件数、及び 167 条違反に係る課徴金勧告件数のうち公開買付対象者及びその情報受領者による違反行為の件数(資料2 P8、9)
--	---	---

<p>2. 現行規制</p>	<p>[公開買付者等関係者の範囲]</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 現行法上、インサイダー取引規制の対象となる「公開買付者等関係者」の範囲は以下のように定められている(167条1項)。 <ul style="list-style-type: none"> ① 公開買付者等の役員等(1号) ② 公開買付者等の帳簿閲覧権を有する株主等(2号) ③ 公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者(3号) ④ <u>公開買付者等と契約を締結している者又は締結の交渉を行っている者(その者が法人であるときはその役員等を含む。)</u>(4号) ⑤ ②又は④に掲げる者であって法人であるものの役員等(その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ2号又は4号に定めるところにより公開買付者等の公開買付け等の実施又は中止に関する事実を知った場合におけるその者に限る。)(5号) ● 公開買付者等関係者は直ちにインサイダー取引規制の対象となるものではなく、それぞれ、公開買付け等の実施又は中止に関する事実を、以下の態様で知ったときに規制の対象となる。 <ul style="list-style-type: none"> ① その者の職務に関し知ったとき(1号) ② 当該権利の行使に関し知ったとき(2号) ③ 当該権限の行使に関し知ったとき(3号) ④ <u>当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知ったとき</u>(4号) ⑤ その者の職務に関し知ったとき(5号) 	<p>(注)公開買付者等とは、一定の公開買付け又は買集め行為を行う者をいう。また、公開買付者等が法人であるときは、その親会社を含む。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● なお、公開買付け等そのものは規制対象ではないため、公開買付者等本人は「公開買付者等関係者」に含まれていない。
----------------	---	---

	<p>〔現行規制の考え方〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 公開買付者等関係者の範囲は、公開買付け等の実施又は中止に関する事実を現実知っている者であるか否かに基づくものではなく、基本的に公開買付者等の内部にある当該事実を知り得る特別の立場にあるか否かにより画されているものと考えられ、規制の対象となるのは、かかる立場にある者が当該事実をその職務等に関して現実知った場合に限ることとされている。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 「公開買付者等関係者」の範囲の説明（資料2 P10）
<p>3. 論点</p>	<p>〔論点①〕</p> <p>被買付企業及びその役職員は、公開買付者等の内部にある公開買付け等の実施又は中止に関する事実を知り得る特別の立場にあるといえるか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 我が国における公開買付けの大半は友好的であり、友好的な公開買付けにおいては、被買付企業は、公表前に公開買付者による公開買付けの実施又は中止に関する事実を知らされている。 ● また、敵対的な公開買付けの場合でも、公開買付けに対する賛否を確認するために、公表前に、公開買付者から被買付企業に対して公開買付けに関する事実を告知する機会が多いものと考えられる。 ● 買集めの場合についても、買集めを行う者が対象会社の経営に 	<p>(参考)公開買付けが「友好的」か「敵対的」かは、被買付企業の経営陣が当該公開買付けに賛同しているか否かによって区別することが一般的。</p>

影響を及ぼす目的を有していることなどから、公表前に、対象者に対して買集めに関する事実を告知する場合もあると考えられる。

- 以上を鑑みると、被買付企業及びその役職員は、公開買付者等の内部にある公開買付け等の実施又は中止に関する事実を知り得る特別の立場にあるといえるのではないか。
- 以上を踏まえ、被買付企業及びその役職員も「公開買付者等関係者」の範囲に加えることについてどう考えるか。

〔論点②〕

被買付企業及びその役職員を「公開買付者等関係者」の範囲に加える場合、被買付企業及びその役職員が公開買付け等の実施又は中止に関する事実を「何に関し知ったとき」に、規制の対象とすることが適当であるか。

- 現行規制は、公開買付者等の内部にある公開買付け等の実施又は中止に関する事実を知り得る特別の立場にある公開買付者等関係者が、当該事実を、通常知り得る方法により知った場合に規制対象とする趣旨と考えられ、こうした観点から公開買付け等の実施又は中止に関する事実を知る契機を限定しているものと考えられる。
- 以上を踏まえ、例えば、被買付企業及びその役職員が、公開買

	<p>付け等の実施又は中止に関する事実を、公開買付者等からの告知により知ったとき(その場合において、当該告知により知った役員以外以外の被買付企業の役員については、その者の職務に関し知ったとき)に規制対象とすることなどが考えられるが、どうか。</p>	
--	--	--