

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

平成 24 年 12 月 25 日

インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ

# 「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」メンバー名簿

平成24年12月25日現在

座長	※ 神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー	阿部 泰久	日本経済団体連合会経済基盤本部長
	池永 朝昭	アンダーソン・毛利・友常法律事務所弁護士
	上柳 敏郎	東京駿河台法律事務所弁護士
	内田 貴和	三井物産(株)総合資金部長
	※ 大崎 貞和	(株)野村総合研究所主席研究員
	川口 恭弘	同志社大学法学部教授
	※ 神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	※ 黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	佐伯 仁志	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	武田 太老	東京証券取引所自主規制法人常任理事
	※ 田島 優子	さわやか法律事務所弁護士
	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科教授
	綿貫 治子	ゴールドマン・サックス証券(株)取締役
オブザーバー	久木元 伸	法務省刑事局刑事課長

(敬称略)

(※印は金融審議会委員)

## はじめに

インサイダー取引規制は、企業の内部情報を知り得る特別の立場にある者が未公表の重要事実を知って取引を行えば、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ことに鑑み、かかる取引を禁止するものである。一方、インサイダー取引を惹起する情報伝達行為については、インサイダー取引の教唆犯又は幫助犯に該当し得るものの特別の規制は設けられていない。

しかしながら、最近のインサイダー取引事案をみると、会社関係者等からの情報受領者が違反行為を行っているものが多く、また上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社からの情報漏えいに基づくインサイダー取引事案も生じている状況にある。これらの事案においては、資産運用業者が顧客の計算で違反行為を行った場合の課徴金額が違反抑止の観点から著しく低いとの課題も明らかとなっている。

当インサイダー取引規制に関するワーキング・グループは、こうした最近のインサイダー取引事案で明らかとなった課題への対応を検討するとともに、近年の金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制の見直しを行うため、本年7月から7回にわたり審議を行った。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける検討結果をとりまとめたものである。今後、関係者において、本報告書の趣旨を踏まえ、適切な制度整備等の取組みが進められることを期待する。

## I. 情報伝達・取引推奨行為に対する規制等

### 1. はじめに

証券取引等監視委員会による最近のインサイダー取引に係る課徴金勧告・刑事告発事案では、会社関係者や公開買付者等関係者から情報伝達を受けた者（情報受領者）による違反行為が増加しており、違反事案の多数を占める状況となっている。また、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事案も生じている。

情報受領者によるインサイダー取引は、情報伝達がなければ生じることはないため、このようなインサイダー取引の発生を防止していくためには、不正な情報伝達をいかに抑止していくかが重要な課題となっている。

## 2. 情報伝達・取引推奨行為に対する規制

### (1) 情報伝達行為に対する規制

上場会社の未公表の重要事実に基づく取引が行われた場合には、それを知らない一般投資家と比べ極めて有利であり、そのような取引が横行すれば、そのような証券市場は投資家の信頼を失いかねない。

こうした取引を助長する情報伝達行為は、未公表の重要事実に基づく取引が行われる蓋然性を高めるとともに、内部者に近い特別の立場にある者にのみ有利な取引を可能とする点等で、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り、適切な抑止策を設ける必要がある。

(注) 米国・欧州では一定の情報伝達行為が規制対象となっている。米国では情報受領者が取引を行った場合に規制対象が限られており、フランス・ドイツでも、取引の有無にかかわらず一定の情報伝達行為を規制対象としつつ、実務上、情報受領者が取引を行った場合に限って制裁等が行われている。

また、欧州では一定の取引推奨行為も規制対象であり、米国においても被推奨者による取引が行われた場合には規制対象となり得る。

### (2) 取引推奨行為に対する規制

情報伝達行為を規制する場合には、未公表の重要事実の内容は伝えず、その存在を仄めかし、又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などの潜脱的行為が行われるおそれがある。

また、内部情報を知り得る特別の立場にある者が、内部情報を知りながら不正に取引推奨すれば、被推奨者に取引を行う誘因が働き、未公表の重要事実に基づいた取引に結びついていくものと考えられる。このような取引推奨が行われることは、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の不信感を惹起するおそれがあることを踏まえると、不正な取引推奨行為についても適切な抑止策を設ける必要がある。

### (3) 規制対象

インサイダー取引規制の規制対象者である会社関係者（公開買付

者等関係者に係るインサイダー取引規制（金融商品取引法（金商法）167条）の場合は公開買付者等関係者）が情報伝達・取引推奨する行為を原則として規制対象とするが、上場会社の通常の業務・活動に支障が生じないように留意するとともに、金商法の目的も踏まえ、以下のような証券市場・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ことが適当である。

### ① 主観的要件

上場会社では、例えば業務提携の交渉や投資家向け説明（いわゆる「IR活動」）など、様々な場面で情報のやりとりが行われており、情報伝達・取引推奨行為全般を規制対象とした場合には企業の通常の業務・活動に支障が生じるとの指摘がある。

こうした企業の通常の業務・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、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ことが適当である。

### ② 取引要件

情報伝達・取引推奨行為に対する規制は、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づく取引を引き起こすことを防止しようとするものであり、情報伝達・取引推奨されたことが投資判断の要素となっていない場合にまで制裁等の対象とする必要性は必ずしも高くない。また、情報伝達・取引推奨が行われたのみで直ちに処罰・課徴金の対象にすると本来制裁等を課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も踏まえ、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とすることが適当である。

## 3. 違反行為の抑止策（エンフォースメント）

### (1) 違反行為の抑止策

違反行為の抑止を図り、規制の実効性を確保するため、現行の不正取引規制と同様のエンフォースメント手段（刑事罰・課徴金）を整備することが適当である。

課徴金については、現行の課徴金制度が違反行為による利得相当額を基準としていることに鑑み、情報伝達や取引推奨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のが適当と考えられる。

## (2) 上場株券等の仲介業務を担う者（仲介業者）

証券市場がその機能を十全に発揮するためには、公正な取引環境が備わり、市場に対する投資家の信頼が確保されていることが不可欠である。上場株券等の仲介業務を担う者（仲介業者）は、証券市場の門番（ゲートキーパー）として公共性の高い役割を担っており、市場の公正性・健全性を保つために、顧客の売買審査を行うなど、不公正取引を防止するための積極的な取組みを行うべき立場にある。仲介業者の役職員が、仮に、その職務に関し、一部の顧客に対し、企業の内部情報の伝達や内部情報に基づく取引の推奨を行った場合には、単に当該業者に対する不信が生じるだけでなく、我が国証券市場全体に対する信認の失墜につながるおそれがあるものと考えられる。

かかる仲介業者の役割の重要性等に鑑みれば、違反行為に対するエンフォースメント手段について、以下のような、より実効性のある抑止が図られる必要がある。

### ① 課徴金の計算方法

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は、仲介業者はその業務に関して行われた違反行為について典型的に幅広い利得があることを踏まえた、より抑止効果の高い計算方法とすることが適当である（例えば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考えられる）。

### ② 注意喚起のための氏名公表

仲介業者の役職員がその業務に関し違反行為を行った場合、課徴金の対象は、実際に情報伝達・取引推奨を行った役職員ではなく、当該仲介業者となる。この場合、当該役職員は違反行為を繰り返すおそれもある

ることに鑑み、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し、違反抑止を図る観点から、当該役職員（補助的な役割を担った者を除く）の氏名を明らかにすることが適当である。

なお、仲介業者の役職員は、上述の主観的要件や取引要件に該当するか否かにかかわらず、その業務の推進等を図るため不当に情報伝達・取引推奨することがあってはならない。この点については、現行の業規制では、法人関係情報を提供した勧誘が禁止されているため、上述の情報伝達・取引推奨行為に対する規制との整合性の確保を図りつつ、基本的には、このような業規制により、そうした行為の抑止が図られていくことが適当である。

### (3) 重要事実の要求行為

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ことが認められている。

こうした行為は、インサイダー取引の予備的な行為であるものの、情報伝達を助長してインサイダー取引を積極的に行うものであるため悪質性が強く、適切な違反抑止を図る必要がある。

こうした観点から、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などにより、インサイダー取引を行ったような事案については、違反行為において中心的な役割を担った者等の氏名を明らかにし、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していくことが適当である。

なお、上記の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いては、違反行為を繰り返すおそれがあることに鑑み、違反抑止の観点から違反行為を行った個人名も明らかにし、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していくことが適当である。

## Ⅱ. 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

### 1. はじめに

不公正取引に対する課徴金制度は、平成 16 年の旧証券取引法(現金商法)改正において、違反行為の抑止を図り、規制の実効性を確保する目的で導入された。そして、平成 20 年の金商法改正により、それまでの「自己の計算」による不公正取引に加え、「他人の計算」による不公正取引についても課徴金の対象とされた。

現行制度では、「他人の計算」でインサイダー取引が行われた場合、当該取引に係る「手数料、報酬その他の対価の額(として内閣府令で定める額)」の課徴金を課すこととなっており、内閣府令では、①資産運用として違反行為を行った場合には、「違反行為が行われた月の報酬額」に「運用財産の総額に対する対象銘柄の割合」を乗じた金額、②①以外により違反行為を行った場合には、「違反行為の対価」の額を課徴金額とすることが定められている。

課徴金制度は、違反行為の抑止という観点から、違反行為者に対して金銭的負担を課す行政上の措置であり、課徴金額の水準は、違反抑止を図り、規制の実効性を確保するために十分なものである必要がある。しかしながら、最近の違反事案を踏まえると、現行の「他人の計算」による違反行為に係る課徴金額の計算方法は、違反行為に対する抑止効果が十分に期待できないものとなっているため、違反行為者が一般的に得られる利得を適切に捉えた計算方法になるよう見直しを行うことが適当である。

### 2. 「他人の計算」による違反行為を行った者の利得

「他人の計算」により違反行為を行う可能性がある者としては、①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)、及び、②その他業者以外の者も含め主に単発の取引を行う者が典型的に考えられる。

①については、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。

このため、現行の課徴金額の計算方法は、資産運用業者が一般的に享受する利得を十分に捉えたものとなっていない。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を踏まえ、課徴金額については、一定期間（例えば3ヶ月）の運用報酬額を基準とする計算方法に見直していくことが適当である。

一方、②については、違反行為に基づく直接的な報酬等が違反行為者の得る一般的な利得と考えられるため、違反行為の対価を課徴金額とする現行の計算方法が基本的に適当である。

### 3. 違反行為を行った者の利得の計算方法

違反行為者が、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。こうした場合に、違反行為を行った事実は明らかであっても、課徴金額の計算ができず、課徴金を課すことができないこととなれば、違反行為の抑止を十分に図ることができず、また、課徴金調査を逃れるための潜脱的なスキーム作りが行われるおそれがある。

このため、違反事実が認められたにもかかわらず、課徴金額の計算のための計数が直接に把握できないような場合について、適切に課徴金額を計算することができるような計算方法を検討することが適当である。

### 4. その他の課題

課徴金制度は、違反行為の抑止を目的とするものであり、抑止効果の観点からは違反行為者の利得に必ずしもとらわれる必要はないとの指摘もあった。本ワーキング・グループでは「他人の計算」で違反行為を行った場合の特性等に着目し、現行の利得相当額を基準とする課徴金制度の枠内で課徴金額の計算方法の見直しを検討したものであるが、そのような現行の課徴金制度のあり方自体についても将来的には検討されるべき課題である。

### Ⅲ. 近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し

#### 1. 公開買付者等関係者の範囲の拡大

##### (1) 現状の課題

最近の「公開買付者等関係者」（金商法 167 条 1 項）に係るインサイダー取引事案では、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。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多い。

しかし、現行制度は、被買付企業及びその役職員であることをもって「公開買付者等関係者」と位置付けていないため、一般的に常に被買付企業及びその役職員を「公開買付者等関係者」と認定できるとは限らない状況にある。

##### (2) 求められる対応

我が国における公開買付けの大半は、あらかじめ公開買付者と被買付企業が合意の上で行う友好的なものであり、また、敵対的な公開買付けの場合でも、その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。買集め行為の場合についても、買集めを行う者が被買付企業の経営に影響を及ぼす目的を有していることなどから、公表前に被買付企業に対して買集めに関する事実を伝達する場合もある。

これらを踏まえれば、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、「公開買付者等関係者」の範囲に加えることによって規制対象とすることが適当である。

#### 2. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外

##### (1) 現状の課題

公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制では、未公表の公開買付け等事実の情報受領者は、公開買付者等が公開買付け等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できないこととなっている。このため、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

達した場合には、当該他の買収者による買付けを妨げることができ  
るなどの支障が生じていることが指摘されている。

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  
から、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  
とのない場合には、未公表の公開買付け等事実の情報受領者であつ  
ても、被買付企業の株券等の買付けを可能とすることが適当である。

## (2) 求められる対応

未公表の公開買付け等事実を知った者について被買付企業の株券  
等の買付けが禁止される趣旨を踏まえると、情報受領者による取引  
について、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や、情報受領者の伝達を受けた情報が投資判  
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、情報受領  
者による買付けが許容されるものと考えられる。

### ① 取引の有利性が相当程度解消されていると認められる場合

未公表の公開買付け等事実の情報受領者が、自ら公開買付けを行  
おうとするときは、公開買付規制（金商法 27 条の 3 等）に基づき公  
開買付開始公告及び公開買付届出書の提出・公衆縦覧が行われる。  
これらに情報受領者が伝達を受けた情報を記載した場合には、一般  
投資家に対する取引の有利性が相当程度解消されているため、情報  
受領者による取引を可能とすることが適当である。

なお、情報受領者が公開買付けではなく、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が論点となるが、公開買付開  
始公告や公開買付届出書と同様の媒体が考えられないかといったこ  
とを含め、後述の「知る前計画」の活用状況やこの適用除外の枠組  
みに基づく実務の運用状況等を見極めながら将来的には検討される  
べき課題である。

### ② 情報が有用性を失っていると認められる場合

一般に、公開買付け等はその実施決定後、ある程度短期間の内に  
公表・実施されることを踏まえると、未公表の公開買付け等事実の  
情報受領者が伝達を受けた後、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

値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた未公表の公開買付け等事実に基づいて投資判断することは想定されにくいものと考えられる。

このため、未公表の公開買付け等事実の情報受領者がいつまでも取引できない不安定な状況に置かれることのないよう、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）が経過した場合には、情報受領者による取引を可能とすることが適当である。

### ③ 現行の適用除外規定

上述の見直しに加え、現行の対抗買いに関する適用除外規定（金商法166条6項4号、167条5項5号）についても、実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえ、解釈の明確化等を図っていくことが適当である。

## 3. いわゆるクロクロ取引に係る適用除外

### (1) 現状の課題

金商法は、上場会社に係る未公表の重要事実を知っている一定の者の間で行われる相対取引（いわゆる「クロクロ取引」）をインサイダー取引規制の適用除外としている（金商法166条6項7号）。但し、現行法上、会社関係者及び第一次情報受領者との取引が適用除外の対象とされているが、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間で行う取引は適用除外の対象となっていない。

### (2) 求められる対応

第一次情報受領者と第二次情報受領者との間のクロクロ取引についても、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観点から、適用除外規定の悪用が行われないうよう留意しつつ、適用除外の対象とすることが適当と考えられる。

## 4. いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外

### (1) 現状の課題

金商法は、上場会社に係る未公表の重要事実を知った者が行う売買等であっても、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ため、いわゆる「知る前契約」「知る前計画」（金商法166条6項8号、167条5項8号）として、内閣府令の個別列挙に該当するものであれば、インサイダー取引規制を適用除外している。

これまで適用除外範囲の明確性の確保等の観点から、適用除外となる類型を個別に定めてきたが、当該類型に当てはまらない取引であれば適用除外されないため、例えば、上場会社以外の者の間での「知る前契約」に基づく売買等が適用除外されないなど、実務上の支障が生じている。

## (2) 求められる対応

取引の円滑を確保する観点から、次の視点に基づいた基本的考え方を明確化し、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、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が適当である。

- ・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
- ・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
- ・当該契約・計画に従った売買等であること

上述の見直しを行うに当たっては、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに配慮する必要がある。この点については、反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であれば、事後的に捏造されるおそれは典型的に低く、また、単発の取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であっても、未公表の重要事実を知る前に締結・決定したことが明確であるような措置（例えば証券会社等による確認を得るなど）がとられるならば、「契約」や「計画」が捏造されるおそれは低いところであり、これらの観点を踏まえ、適切な制度整備が図られることが必要である。

#### IV. インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組み

##### 1. はじめに

未公表の重要事実に基づく取引やそれに結びつく不正な情報伝達・取引推奨を防止していくためには、法令による規制のみではなく、各関係者がそれぞれの立場において求められる役割を適切に果たし、不公正な取引等を未然に防止するような市場環境を醸成していくことが必要である。

##### 2. 金融庁・証券取引等監視委員会における取組み

違反行為の一般予防を図るとともに、企業活動の不必要な萎縮を回避する観点から、例えば、現在の課徴金事例集について、過去のインサイダー取引事案がより実務の参考になるような取組みを行うことが適当である。

##### 3. 金融業界における取組み

証券会社においては、各社における法人関係情報の管理態勢の点検・改善等の取組みを継続し、投資家の信頼回復に努めていくことが求められる。

また、自主規制機関においても、金融業界全体の法令遵守態勢や情報管理の質的向上に向け、自主規制ルールの見直しや自主規制ルールに基づくエンフォースメントの強化、営業姿勢等に係る実務慣行の見直し等に取り組んでいくことが求められる。

##### 4. 金融商品取引所における取組み

金融商品取引所においては、不正な情報伝達を行った者の所属する上場会社に対し、情報管理に関する先進的な取組み事例等の情報提供や注意喚起を行うなどの取組みを行うことによって、市場の公正性を確保し、適正な取引環境を整備していくことが求められる。

また、上場会社に係る重要事実についてスクープ報道がなされた場合、当該上場会社において、当該報道に関する事実についてより踏み込んだ情報開示が行われるよう検討することが求められる。なお、そうした検討を踏まえながら、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（金商法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である。