

日本取引所金融商品取引法 研究

第 13 号

2018年3月23日 開催

インサイダー取引規制の逐条検討(その1)－金融商品取引法第166条(1)

神戸大学大学院法学研究科教授 志谷 匡史

1

2018年4月27日 開催

インサイダー取引規制の逐条検討(その2)－金融商品取引法第166条(2)

神戸大学大学院法学研究科教授 志谷 匡史

35

2018年5月25日 開催

インサイダー取引規制の逐条検討(その3)－金融商品取引法第167条

神戸大学大学院法学研究科教授 行澤 一人

69

2018年6月22日 開催

インサイダー取引規制の逐条検討(その4)－金融商品取引法167条の2

神戸大学大学院法学研究科教授 行澤 一人

101

2019年3月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2017年10月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学法学部教授

特別会員

氏名	所属
龍田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の逐条検討(その1)－金融商品取引法第166条(1)

2018年3月23日(金) 15:00～16:55

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

石田	真得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

インサイダー取引規制の逐条検討（その1）－金融商品取引法第166条（1）

神戸大学大学院法学研究科教授

志 谷 匡 史

目 次

- | | |
|--------------------|-------------|
| I. 金商法 166 条の意義 | 1. 内部者取引の主体 |
| 1. 金商法 166 条の概要 | 2. 内部者取引の対象 |
| 2. 内部者取引の意義・規制理由 | 3. 重要事実 |
| 3. 規制の沿革・特色 | 討 論 |
| II. 金商法 166 条の構成要件 | |

○前田 定刻になりましたので、3月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

この研究会では、これから4回にわたりまして、インサイダー取引規制の逐条的な検討を行います。本日は、その第1回目といたしまして、神戸大学の志谷匡史先生からご報告をいただくことになっています。

それでは、志谷先生、よろしくお願いいたします。

○志谷 神戸大学の志谷です。今回と次回の2回にわたりまして、金融商品取引法（以下「金商法」という）166条（以下特に断りのない限り金商法の条文をいう）を取り上げます。お配りしております資料に沿って報告させていただきます。

金商法上の内部者取引規制は、166条及び167条の2類型から成っています。そのうち166条は、会社関係者に対する内部者取引規制を課す規定であり、内部者取引を規制する中核的条文とされています。逐条的な検討ということですから、オードックスに一から検討してみようということで、本日は、まず166条の意義を簡単に確認した

後で、同条の具体的な中身に入っていくわけですが、そのうち主体と取引の内容、そして重要事実のうち具体的に列挙されているところまで報告させていただきたいと思います。

I. 金商法 166 条の意義

これは皆様方もよくご存じのことなので、簡単な確認にとどめさせていただきます。

1. 金商法 166 条の概要

166条は、上場会社等の役員等の会社関係者、会社関係者でなくなった後1年以内の者（条文では「元会社関係者」とされています）及び第一次情報受領者等がその業務等に関し未公表の重要事実を知って、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡・譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引を行うことを禁じています（166条1項柱書・3項）。

同条の違反に対しましては、刑事罰と課徴金が課されます（197条の2第13号・175条1項・207条1項2号）。また、本条に違反して得た財産は没収、追徴の対象となります（198条の2）。さらに、平成25年改正で192条の2が創設され、金商

法令の違法行為を行った者の氏名等の公表規定が設けられました。当該規定に基づき、証券会社や投資家に対する注意喚起の観点から、繰り返し違反行為を行う可能性が高いと考えられる者として、内部者取引等の不正取引を反復して行った者などの氏名等を公表することが予定されています。

2. 内部者取引の意義・規制理由

改めて確認しますと、内部者取引というのは、有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な会社情報に接近できる特別の立場にある者が、その立場ゆえにかかる重要な情報を知って、その公表前に有価証券の取引またはデリバティブ取引を行うことだと定義することができるかと思えます。

なぜ刑事罰を課してまで禁圧するのかということですが、その規制理由は次のように説明されています。すなわち、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼の保護、ひいては、効率的な資源配分を行う資本市場の機能を守ることだと説明されています。この点につきましては、平成14年2月13日の最高裁大法廷判決（最大判平成14年2月13日民集56巻2号331頁）、これは具体的には短期売買差益の返還義務を定めた164条に関する合憲性が争われた事件ですけれども、その中でも今述べた規制理由が最高裁によっても確認されているところです。

3. 規制の沿革・特色

ちょうど今から30年前、昭和63年に証券取引法が改正されまして、その当時の条文でいいますと、190条の2（現在の166条）が新設されたわけですが、これは、その前年の昭和62年に発生したタテホ化学工業の内部者取引事件を契機に新設されたものです。

当時の改正方針は2点ありまして、一つは、内部者取引の規制対象を明らかにすること、もう一つは、規制する側にとって規制を実効的に運用できるようにすることです。もう少し縮めて言えば、明確性と形式性を重視することです。その後数次の改正を経ているわけですが

けれども、基本的には当初の規定を維持していますので、明確性と形式性の重視ということも基本的には維持されていると言っているかと思えます。

166条は、未公表の重要事実を知って取引することを形式的に禁止するものであると説明されています。すなわち、会社関係者及び重要事実を詳細に定義した上で、重要事実と取引の間には因果関係を要求せず、未公表の重要事実の入手と無関係に取引を行った場合であり、また利得がないような場合であっても、適用除外事由に該当しない限りは同条に抵触するという内容になっています。

もっとも、同条の主体や対象は徐々に拡大していき、また、違反の場合の法定刑などの制裁も一貫して強化の方向にあるということは、つとに指摘されているところです。

II. 金商法166条の構成要件

1. 内部者取引の主体

主体は大きく分けて2つございまして、一つは会社関係者と呼ばれるグループであり、もう一つは情報受領者です。

特徴ですけれども、会社関係者を中心に内部者取引の主体となり得る者の範囲を限定し、かつ厳密に定義しているということが言えようかと思えます。

（1）会社関係者（166条1項各号）と元会社関係者（166条1項柱書後段）

これは166号1項1号から5号に書き分けられています。

○1号

まず、1号ですが、「当該上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者」となっています。まとめて「役員等」と呼びます。ここでいう「上場会社等」というのは、金融商品取引所に上場されている社債券・優先出資証券・株券・新株予約権証券、店頭売買有価証券または取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券の発行者となります。これは163条1項の定義がその

ままここにも当てはまるということです。

単に上場会社等だけではなく上場会社等の親会社及び子会社の役員等も含まれるということに注意しておくべきだろうと思います。これは、平成10年の改正で、持株会社の解禁やそれに対応した株式交換、株式移転、連結重視の傾向の浸透などを反映するために含まれることになったという経緯がございます。

ところで、166条では、親会社と子会社についてはいずれも形式的に定義されています。例えば親会社というのは、166条5項で「他の会社を支配する会社として政令で定めるもの」とされていまして、金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）29条の3第1項を見ますと、他の会社が提出した直近の有価証券届出書等において親会社として記載・記録されたものとされています。また、子会社も同様でして、他の会社が提出した直近の有価証券届出書等において当該他の会社の属する企業集団に属する会社として記載・記録されたものとされていまして、極めて形式的に定義されているということがわかります。

次に、会社関係者とその親会社の会社関係者、その子会社の会社関係者について、禁止される内容に何か違いがあるかということですが、会社関係者と親会社の会社関係者については内容に違いはありません。すなわち、その職務に関し上場会社等または上場会社等の子会社に係る未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を売買することが禁止されています。

これに対して、子会社の会社関係者は、その規制範囲を狭めていまして、その職務に関し当該子会社の未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を売買等すること等を禁止されるというように、ここで違いが設けられているわけです。

その理由として、子会社の会社関係者がその地位ゆえに容易にアクセスできるのは子会社情報だとする整理がなされたためと言われています。

その上で、平成25年の改正により、上場投資法人等、その資産運用会社、特定関係法人（スポン

サー企業を想定)の役員等が規制対象に追加され、それまでの規制の穴を埋めるということが行われました。

さて、何度も出てきました「役員」というのは何者かということですがけれども、実は定義はありません。21条1項1号に金商法上の役員の定義があるのでありますが、なぜか、明文でもって166条を適用除外としています。そうすると、解釈に任せられるということなのですが、となりますと、会社法上の役員の定義に従うのが自然なのかなとも思います。そうしますと、常勤であるか否か、社内か社外かを問わない。それから、職務代行者や仮取締役も含まれることになりそうですけれども、顧問や相談役はどうも外れるということになるかと思えます。

代理人は、支配人と代理権を付与された弁護士などが例としてあげられています。

使用人その他の従業者は、これもよく言われていることですがけれども、派遣社員・アルバイト・パートタイマーであっても該当するということです。おもしろいのは、派遣社員が派遣先で派遣元の重要事実を知った場合はどうなるのかということですが、これは166条1項4号で処理されるということなのです。

この「使用人その他の従業者」の文言を解釈した重要な判例がございますので、ご紹介します。平成27年4月8日の最高裁の決定です（最決平成27年4月8日刑集69巻3号523頁）。大株主のケースでしたが、最高裁によりますと、「現実に当該上場会社等の業務に従事している者を意味し、当該上場会社等との委任、雇用契約等に基づいて職務に従事する義務の有無や形式上の地位・呼称のいかんを問わないものと解するのが相当である」として、この事件では、大株主がこの従業者に該当するという判断が下されているわけですが、この定義を使うこととなりますと、顧問や相談役であっても、上記定義に該当する者は内部者になるか、規制の対象になるのだと思えます。

今申し上げた「役員等」が内部者取引の規制の対象となるのは、条文によりますと、「その者の

職務に関し」重要事実を「知ったとき」に限って内部者取引を禁止するということです。

「職務」というのはどのように考えられているかという、その者の地位に応じた任務として取り扱うべき一切の執務を指す、とかなり広い解釈が一般に取られているところです。しかも、役員等がその職務自体により重要事実を知った場合に限定されないということは、今回の報告をするに当たって幾つか解説書等を読ませていただいたのですが、共通して指摘されているところです。ただ、そうしますと、その限界はどこにあるのかということが悩ましいところです。

よく言われているのが、物理的にアクセスしたというだけでは、「職務に関し」とはならないということです。たまたま聞いた、例えば休憩室で休んでいるときに同僚が話をしているのを立ち聞きしたという事例の場合はどうなのか、掃除をしているときにごみ箱に捨ててある書類を見たら重要事実が書いてあったという事例の場合はどうなのか、そういった例が取り上げられているところですが、文献を見てみますと、見解に違いがあるなあということでありまして、このあたりをどう考えていいかというのは、残された論点になっております。

○2号

2号は、当該上場会社等の会計帳簿等閲覧謄写請求権を有する株主・親会社社員を「会社関係者」と定めています。

2号の2は、投資主と親法人の投資主についても同様に「会社関係者」としています。

会計帳簿等閲覧謄写請求権を有する株主は、この権利を行使して上場会社等の内部情報を入手できる立場にありますし、親会社社員は、子会社の会計帳簿等閲覧謄写請求権を行使して上場会社等の内部情報を入手できる立場にあるということで規制の対象となっています。これらの株主が法人である場合は、当該法人のみならず、その役員等も会社関係者に該当し、法人でない場合は、その代理人・使用人も会社関係者に該当するというこ

とです。

これらの者については、「当該権利の行使に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引を禁止されています。

複数の者が持株要件を満たせばこの権限を行使できるわけです。そのような共同行使の場合ですと、たとえ一議決権しか有していない場合でも、「当該権利」の行使に関し重要事実を知ったものと考えられるわけです。

しかも、会計帳簿等閲覧謄写請求権の行使それ自体で知った場合に限らず、その権限の行使に密接に関連する行為により知った場合を含む、つまり、権利の「行使に関し」というところでこのように広く解釈されていまして、株主が当該権利を実際に行使したか否かは問わない。その結果、会計帳簿等閲覧謄写請求権の行使のための準備・調査・交渉の過程で、上場会社等の役員等から聞いたり書類を提示されたりする等して重要事実を知った場合も、当該権利の「行使に関し」知った場合に該当すると解釈されているわけです。

○3号

次に、3号ですけれども、当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者を「会社関係者」と定めています。これは準内部者と言われている者の一つです。

「法令に基づく権限」の意義ですけれども、かなり広いものでありまして、行政権・立法権・司法権に属する権限はもとより、地方公共団体に属する権限、さらには弁護士の照会権限や親会社監査役・会計監査人による子会社調査権もこれに当たるとされています。

「権限を有する者」の意義ですけれども、公務員、法令に委任を受けて検査等を行う民間団体の職員、法令によって直接権限を付与されている者に限らず、その者の部下・補助者として当該権利の行使に関与する立場にある者も含むとされ、さらには、文書提出命令により文書の提出を受けた訴訟当事者やその訴訟代理人弁護士も含まれるとされています。

これらの者は、「当該権限の行使に関し」重要事実を「知ったとき」に限り、内部者取引が禁止されるわけですが、その権限の行使の結果として知った場合のほか、権限の行使と密接に関連する行為により知った場合も含まれます。例えば、許認可権限を背景に行政指導の過程で重要事実を知ったという場合も該当するとされています。ただし、この3号に当たる者については、後に述べます5号の適用がありません。その理由は、守秘義務を負っているからであると説明されています。

○4号

4号は、当該上場会社等と契約を締結した者・締結の交渉をしている者を「会社関係者」と定めています。

契約の締結・履行・交渉に関して上場会社等の内部情報を知り得る立場にあることから、これも内部者に準じる者として規制対象とされているわけです。契約を締結した者・締結の交渉をしている者が法人である場合は、法人のみならず、役員等も会社関係者に含まれますし、法人でない場合は、代理人・使用人も会社関係者に含まれています。

これらの者は、「当該契約の締結もしくはその交渉・履行に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引が禁止されているわけです。

判例を2つばかりご紹介します。一つは、平成15年12月3日の最高裁の決定ですけれども（最決平成15年12月3日判時1845号147頁）、この中では、基本合意を具体化する交渉の中で、独占販売権を取得させる方法として合併をするという情報を知ったという事案ですけれども、これは「契約の履行に関し」に当たるのは明らかだと最高裁は判示していきまして、「所論は、同法166条1項4号にいう「当該契約」は重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである旨主張するが、そのように解すべき根拠はない」と退けています。

また、平成7年の東京簡易裁判所の略式命令によりますと（東京簡略式命令平成7年3月24日商

事法務1385号43頁）、上場会社と売買契約を締結し、目的物の引渡し等、自己の債務の履行は全て完了し、後は当該上場会社から売買代金の支払いを待つばかりの状態であった者が、当該上場会社、つまり債務者が振り出した手形の不渡情報入手して、その公表前にその者が保有する当該上場会社の株式を売り抜けたという事案ですけれども、やはり「当該契約の履行に関し」不渡情報を知ったものであるとされています。

つまり、債権の保全ということも「契約の履行に関し」に含まれると解釈されたわけですし、これらを見ますと、重要事実と関連している契約である必要はなく、契約の種類・内容・形式は問わず、契約の締結・交渉・履行行為自体によって知った場合のみならず、これと密接に関連する行為により知った場合も含まれるということになりますので、そうしますと、上場会社と関わるあらゆる契約の相手方が4号にひっかかってくるということになりそうです。

では、契約締結者の役員が当該契約の締結等のために上場会社の社屋を訪問した際にたまた社内での立ち話が耳に入って知ったという場合はどうなるのかということですが、「契約の履行に関し」という文言を広く読むと、どうもこれは該当しそうですなと思います。

もっとも、上場会社等の主幹事証券会社の役員が、具体的な引受契約等の締結等とは関係なく、上場会社から重要事実を聞いた場合であるとか、アナリストや新聞記者が取材において上場会社から重要事実を聞いたという場合は、「契約の締結・交渉・履行に関し」にはならないのではないかと思います。

○5号

5号は、2号・2号の2・4号に掲げる者であって法人であるものの役員等を「会社関係者」と定めています。

これは、法人は一つの組織体であり、ある部門が取得した情報が他の部門に流れることは当然予想されることから、これを一体として捉え、情報

受領者としてではなく、会社関係者として規制対象とした規定です。ただし、「その者の職務に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引が禁止されます。

これに関する興味深い判例として、東京高裁の平成29年6月29日の判例をご紹介します（東京高判平成29年6月29日金融・商事判例1527号36頁）。

読ませていただきますと、「上場会社等の契約締結の交渉中の法人等の他の役員等がその者の職務に関し重要事実を知ったとして法166条1項5号に該当するというためには、その者が職務に関し重要事実を構成する主要な事実を単に認識したというだけでは足りず、その者を会社関係者と位置づけることを正当化する状況、すなわち、その方法や態様等を問わないものの、当該契約の締結若しくはその交渉をする役員等が知った重要事実が法人内部においてその者に伝播したもの（流れて、伝わったもの）と評価することができる状況のもとで重要事実を構成する主要な事実を認識した場合であることを要するものと解するのが相当である」と判示しています。

これは、「職務に関し」の文言の従来解釈よりも、むしろ「伝達」に近いような解釈をしておられるのかなと思います。仮にこの解釈が今後定着するということになりますと、今まで説明した「職務に関し」知ったとか、「権限の行使に関し」知ったとかという——特に「職務に関し」知ったということについて——その解釈が従来よりも狭くなってきはしないのかなというところが気になるところです。

(2) 情報受領者（166条3項）

もう一つの主体として挙げられるのが情報受領者ですが、166条3項に規定があります。会社関係者（または元会社関係者）から重要事実の伝達を受けた者（166条3項前段）及び職務上重要事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等で、その職務に関し重要事実を知った者（同項後段）は、情報受領者として内部者取引の規制対象

となります。

前者については、脱法的な取引の規制として、また、情報受領者と会社関係者の間の特別な関係が考えられることに鑑み、規制対象とされました。もっとも、重要事実の伝達を受けた者であれば、実際に会社関係者との間に特別の関係がなくとも、規制の対象となります。会社関係者と元会社関係者が相当広範に捕捉されているのに対し、それらの者から重要事実の伝達を受けた者のうち内部者取引規制に服する者は、いわゆる第一次情報受領者に限られ、第二次以降の情報受領者は規制の対象外とされていまして、これについては、従来から学説の批判が強いところです。

これに対しまして後者は、平成10年改正で追加されたものでありまして、先ほど述べました5号と同様に、組織としての一体性が重視されたためと考えられます。その結果として、情報受領者からさらに重要事実の伝達を受けた第二次以降の情報受領者が規制対象とされていないという問題に対して、一定の歯止めとなると考えられています。

第一次の情報受領者に当たるか否かは、個別具体的に実質的に判断されると言われています。その判断要素としては、次の点が考えられるのではないかと思います。

第一に、「伝達する側の意図」です。ただ、これが166条の適用の成否にどの程度関連するかということは、ちょっと考えてみなければいけないことかなと思います。例えば、新聞記者の取材を受けて会社関係者が重要事実を伝達したというケースを考えてみますと、恐らくその会社関係者は、目の前にいる新聞記者の方に伝達するというよりは、その方が属しておられる新聞社、報道機関に対して伝達をしたという認識かなと思います。新聞記者の方が内部者取引に該当するようなことをした場合、そのような会社関係者の認識が新聞記者の方の内部者取引の成否に関係するのかわかれると、どうもそれはないように思うところです。証券アナリストの取材を受けて重要事実を伝達したケースについても、やはり同様かなと思います。

第二に、「伝達の態様」です。「伝達」に該当しなければいけないわけですから、立ち話を偶然聞いたというのはやはり無理だろうと思いますし、落ちていたのを拾うとか、場合によっては盗むなどして知ったケースというのは、恐らく対象外になるのだろうと思います。

それに対して、今自分が発言すれば、その場にいる人は皆その情報を知ることになるのだという認識がありながら、これを認容しているというケースでは、「伝達」になるのかなと思います。

第三に、「伝達される情報の中身」ですが、情報の一部にとどまる場合は、先ほどの判例にもありましたように、重要事実だと認識できるぐらいの部分が伝達されないことには、やはり伝達とは言えないだろうと思います。

これに対して、実は既に重要事実を知っていたのだけでも、これが真実かどうかということを確認しようと考えていたところに、確認に足る事実が伝達されたということになりますと、これは重要事実の確認を得たということで、「伝達」に該当するのではないかと思います。

2. 内部者取引の対象

当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引、これらをひっくるめて「売買等」と呼ばれており、これが166条の規制の対象となる取引行為です。

特定有価証券等の定義は、163条1項ですが、社債券、優先出資証券、株券または新株予約権証券その他の政令で定める有価証券でありまして、国内の者が発行する証券は、それが上場されているかどうか、店頭売買有価証券もしくは取扱有価証券かどうか、国内で流通しているか、外国で流通しているかを問わないとされています。

関連有価証券は、上場会社等の特定有価証券に係るオプションを表示する証券その他の政令で定める有価証券です。

「売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け」の意義ですけれども、株券等について有償でその所

有権を移転することをいまして、売買のほか、交換、代物弁済、現物出資などもこれに当たるとされています。金融商品取引所を通じた取引に限られず、相対取引であるとか、外国の取引所を通じた取引も含まれます。贈与や相続は該当しないということになります。

なお、売買等を行うことは、自己の計算か第三者の計算かを問わず禁止されています。

幾つか具体例を考えてみますと、募集株式の発行による取得は、従来より該当しないと説明されています。その理由として、会社法の手続や金商法の開示に関する規制が存在するからだと言われているわけですが、そうしますと、自己株式の取得や処分が同じ理由で該当しないとされるのかといいますが、そうではなくて、こちらのほうは文字どおり該当すると言われているところでありまして、ここに違いが出てくるわけです。

質権・譲渡担保の設定ですが、所有権の移転に着目すると、前者は該当せず、後者は該当するということになりそうです。

貸株・借株も、所有権の移転に着目すると該当すると言えそうですが、借株が該当するというのはそうでしょうけれども、本当に貸株が該当するかどうかは議論のあるところだろうと思います。

平成24年改正で、合併もしくは会社分割による承継が追加されました。その理由について、立案担当者は、「会社がその保有する上場株式に関し未公表の重要事実（たとえば、巨額な損害の発生）を知っている場合、それを利用して組織再編により当該株式を承継させてしまえば、損失を回避する（または利益を得る）ことが可能となる。特に承継させる権利義務のうち保有株式の割合が高いような場合には、インサイダー取引規制の潜脱として利用される可能性がある」（高木悠子・齊藤将彦・上島正道「店頭デリバティブ規制の整備、インサイダー取引規制の見直し、課徴金制度の見直し（1）」（商事法務1982号（2012年）10頁））ので規制対象とした、と解説しています。

その結果、事業譲渡の場合と平仄を合わせて規制対象となったわけですが、事業譲渡の場合も含

めて、合併や会社分割といった組織再編行為を内部者取引の規制対象とすることが本当に適切であったかどうかというのは、ちょっとよくわからないところで、誰を保護しようとするかというところが、内部者取引を規制する趣旨と本当に合っているのかなという疑問が残るところです。

デリバティブ取引については、定義が2条20項にありまして、極めて包括的です。

3点ばかり議論のあるところをご紹介しますと、市場全体の動きを反映する指数先物取引はここでいうデリバティブ取引かという論点がありまして、否定する説が有力ではないかと思えます。

それに対しまして、特定有価証券等を参照資産とするクレジット・デリバティブ取引につきましては、現物決済と現金決済について扱いが異なっていて、現物で決済するほうにつきましては適用除外(166条6項12号・有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(以下「取引規制府令」という)59条1項3号)の対象とされているのに対して、現金決済については明文の規定がありません。

また、トータル・リターン・スワップと言われている契約につきましても、特に規定がないので、解釈に委ねられており、従来議論のあるところではあります。

3. 重要事実

(1) 決定事実(166条2項1号)

会社の業務執行を決定する機関が166条2項1号に列挙された事項を行うことについて決定したこと、または公表されている決定に係る事項を中止することを決定したことが重要事実とされます。

幾つか検討しなければならぬ点がありますけれども、「会社の業務執行を決定する機関」については、既に平成11年6月10日の最高裁判決があります(最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁)。会社法所定の決定機関に限らず、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ができる機関であれば足りるということでありまして、当該会社における意思決定の実

情に照らして個別に判断されるということになります。そのため、外部の者から見ますとわかりにくい場合もありますし、恐らく正式の機関決定があつてから公表されるのでしょうから、そうしますと、重要事実が決定されたら認定されてから公表されるまでにはかなり時間が経過するということも考えられるわけで、その間禁止が解かれないということが、一つ問題点としては考えられるところではあります。

「行うことについての決定」ですけれども、166条2項1号に列挙された行為の実施それ自体やその実施に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことを言い、これもまたよく指摘される場所ですが、「決定」と言えるためには、その実現を意図して行ったことを要するけれども、確実に実行されることの予測が成り立つことを要しないということでありまして、多少なりとも具体的な作業に着手すれば、実現可能性が極めて低い場合を除いて、直ちに当該行為についての決定があるとされます(前掲最判平成11年6月10日)。

投資家の投資判断に影響を及ぼすと考えられる程度には具体的な内容を持つ決定でないと、決定事実には当たらないと言えるのではないかとすることが、従来から反論されているところではあります。一般的な調査研究に着手するという程度の決定は決定事実には当たらないのではないかと考えられますけれども、事前に予測可能性のある基準を示すことはかなり難しいかなと思えます。

一旦行うことについての決定がなされ、公表されますと、その決定の事実が市場に流布され株価に反映されると考えられるので、当該事項を行わないという決定がなされると、それが投資家の投資判断に影響を及ぼすものと考えられるとして、中止の決定が重要事実とされています。

この趣旨から考えますと、事実上、情報として流布し株価に反映されている決定事実については、公表されていないとしか考えられないので、したがって中止の決定は重要事実には当たらないのではないかと考えられます。この場合、会社関係者が中止の決定を知って取引を行っても、内部者取引には

当たらないということになりそうです。

そうしますと、ある事項を行うことについての決定がされたが、それが公表される前に当該決定事項を行わないことが決定されたことを知った場合に、その事実を知った人が証券取引を行えば内部者取引の規制が及ぶかという、果たしてどうでしょうか。内部者が優越的な地位にあるとは言えないのではないかと思います、議論のあるところだろうと思います。

会社が一度決定した事項の内容を変更した場合はどうなるのかということですが、当初の決定内容が重要事実該当しないという場合は、その変更決定も中止決定として重要事実には当たらないと思います。もっとも、変更の決定自体が新たな決定として重要事実には当たることが否定されるわけではありません。

これに対して、当初の決定内容が重要事実該当する場合は、その決定が公表されていた限りは、当初の決定を変更する旨の決定が中止の決定として重要事実には当たることがあります。

決定事実は、個別列挙に加えて政令で指定されています。

○個別列挙事項

資料の11ページ以降に、個別列挙事項について、株式や新株予約権の引受者の募集、資本金の額の減少、資本準備金または利益準備金の額の減少、自己株式の取得等を挙げています。このうちで取引規制府令49条の軽微基準に該当しますと、重要事実には該当しないという扱いになります。

例えば、株式の引受者の募集で言いますと、1億円未満と見込まれる場合は除かれています。普通社債の発行は、借入れと同視されたせいか、そもそも重要事実には含まれていません。

資本金の額や、資本準備金・利益準備金の額の減少については、軽微基準はありません。

自己株式の取得につきましては、総会に議案を提出することについての決定や、取締役会での個別具体的な取得についての決定が、重要事実になります。

株式・新株予約権の無償割当てについては、軽微基準が定められています。また、新株予約権の無償割当てについては、ライツ・オフリングで利用されているからか、株式の募集と無償割当ての両者がミックスされたような軽微基準が定められています。

株式分割についても、軽微基準がありますけれども、重要事実には挙げられています。無償割当てとか株式分割というのは、実質、増配への期待などがあるということで、従来からこういう発表があると株価が上がっていたということが意識されているのではないかと思います。

剰余金の配当ですけれども、ちょっと注意をしていただきたいのは適用除外規定のところにして、「前事業年度の対応する期間」と比べることになっています。例えば、中間配当の額が増額されたとしても、前事業年度の中間配当金額と比較して一定の範囲内に収まるのであれば、重要事実には当たらないという扱いになるということです。

次に、株式交換、株式移転、合併、会社分割などのいわゆる組織再編行為についての重要事実です。株式交換で言いますと、親会社になる場合は株主構成の変動、子会社になる場合は株主の地位の変動に着目されているわけですが、完全親会社となる場合には、資料に書いているような軽微基準が法定されています。完全子会社になる場合については、軽微基準はありません。

同様の理由で、株式移転の場合も、軽微基準はありません。

合併の場合は、存続会社となる場合に軽微基準が定められています。消滅会社となる場合は、軽微基準はありません。

会社分割は、分割会社となる場合の軽微基準と承継会社となる場合の軽微基準がそれぞれ詳しく定められています。

ちょっとおもしろいことには、例えば合併ですと、存続会社とその完全子会社間の合併も軽微基準に該当し、除外されているわけです。ところが、会社分割については、完全子会社との間での会社分割は除外されていません。

事業の全部または一部の譲渡・譲受けになりますと、これは会社分割と同様の軽微基準に加えて完全子会社からの事業の全部または一部の譲受けが除外されていまして、よく見てみると、違いが見られるということです。

解散については、軽微基準はありません。

新製品または新技術の企業化については、従来から指摘されているところですが、画期的なものであることを要しないとされています。会社が新たに市場に投入する製品とか、新たに開発・採用した技術の企業化ということで、開発された新製品・新技術をコマーシャルベースに乗せることが必要です。そして、財以外のサービスにつきましても、新たな事業の開始に該当するものであれば、そこで重要事実として捉えられるということです（金商法施行令 28 条 9 号）。

○政令指定事項 166 条 2 項 1 号ヨ→金商法施行令 28 号

以上の具体的な列挙事項に加えて、政令指定事項を、資料の 13 ページから挙げさせていただいています。項目だけを挙げますと、業務上の提携または業務上の提携の解消、子会社の異動を伴う株式等の譲渡・取得、固定資産の譲渡・取得、事業の全部・一部の休止・廃止等があります。

ちょっとおもしろいなというところを指摘させていただきますと、子会社の異動を伴う株式等の譲渡・取得が政令指定されているのですが、譲渡というのは特定承継だけでありまして、例えば会社分割を通して子会社が異動したというような包括承継については、この「譲渡」という言葉には含まれていないということになります。それに対して「取得」という言葉には、譲受けに加えて原始取得も含まれますので、例えば第三者割当増資を受けて子会社化したというの、子会社の異動を伴う株式等の取得に該当するという取扱いの違いが見られるところです。

(2) 発生事実 (166 条 2 項 2 号)

これも個別列挙事項プラス政令指定事項という

建付けになっています。

○個別列挙事項

災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害が挙げられていますが、ここでも軽微基準がありまして、損害額が会社の最近事業年度末日における純資産額の 3% 未満と見込まれる場合は軽微基準に該当し、したがって重要事実にならないという扱いを受けているわけです。

そうしますと、逸失利益は損害に含まれるかという論点については、否と。あるいは、財テクの失敗による含み損もここにいう損害には入らないのではないかと思います。一方、損害額算定に当たって、保険金額は考慮されるのではないかと思います。

また、主要株主の異動も挙げられていますが、これについては軽微基準はありません。

それから、特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの上場廃止または登録の取消しの原因となる事実も列挙事項の中に含まれています。

上場廃止または登録の取消しの原因となる事実ですが、例えば、形式的に特定株主の持株割合が一定基準を超えているということで上場廃止の猶予期間に入り、1 年間の猶予期間経過後に上場廃止を免れなかった場合については、「発生事実」に該当することに異論はないと思うのですが、財務諸表等の虚偽記載——これも上場廃止の原因となる事実なのですが——については、取引所の認定を待って重要事実の発生と解することになるのか。会社が意図的にしたのではないかと思うのですが、文言上は「発生事実」という扱いになるということです。

○政令指定事項 166 条 2 項 2 号ニ→金商法施行令 28 条の 2

財産権上の請求に係る訴えが提起されたことまたは当該訴えについて判決があったこともしくは当該訴えに係る訴訟の全部もしくは一部が裁判によらず完結したことが挙げられていまして、訴えの提起の段階で重要事実には該当しますし、財産権

上の請求に係る訴えということですから、これは幅広い概念だろうと思います。ここでは、軽微基準が詳細に定められているところです。

そのほか、事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分の申立てがなされたこと、当該申立てについて裁判があったこと、もしくは当該申立てに係る手続の全部もしくは一部が裁判によらずに完結したことであるとか、免許の取消し、事業の停止その他これに準ずる行政庁による法令に基づく処分、親会社の異動等々が列挙されているところです。

例えば「免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分」が挙げられていますが、いつの時点で重要事実になるのかということについては、行政庁内部で決定があれば、その時点であろうと思うところです。

他方、行政指導は「行政庁による法令に基づく処分」に当たるかと言われると、これは当たらないのではないかと考えられるところです。

さらに、「債務者または保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債務者に対する売掛金、貸付金その他の債権または当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと」ということで、債権回収できずに損害が生じるおそれ、求償権を取得しても債権回収できずに損害が生じるおそれが重要事実として挙げられているところです。「その他これらに準ずる事実」というのは、支払不能を客観的に裏づける事実と考えられます。保証債務だけが挙げられているのですが、物上保証の場合も含まれるのではないかと思います。「債務の不履行のおそれ」が生じたことが発生事実ですけれども、その有無は、単に担保を取得しているだけでは十分ではなく、債権回収の不安が全くないという事情がなければやはり「債務不履行のおそれが生じた」ことを否定できないと解されているところです。

そのほか、主要取引先との間の取引の停止、あ

るいは債権者による債務の免除または第三者による債務の引受けもしくは弁済、資源の発見などが挙げられているところです。

（3）業績の修正（166条2項3号）

投資家は、公表された数値を前提に、投資判断をしています。ですから、公表された数値と比較して新たな予想値または当該事業年度の決算において差異が生じたことが、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられたため、重要基準に該当する場合に限ってですけれども、そのような業績の修正が重要事実として挙げられています。

すなわち、会社の売上高、経常利益もしくは純利益（＝売上高等）もしくは剰余金の配当またはその会社の属する企業集団の売上高等（＝決算情報）について、公表がされた直近の予想値（当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値）に比較して当該会社が新たに算出した予想値または当該事業年度の決算において差異が生じたことは、重要事実となります。もっとも、投資家の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限られます。

「売上高」：投資家に開示される財務計算書類上の「売上高」

「経常利益」：営業利益金額（営業損失金額）に、営業外収益・費用を加減

「純利益」：経常利益金額（経常損失金額）に、特別利益・損失を加減し、さらに法人税・住民税・事業税等を加減した金額

いくつか注意しておくべきこととして、まず、「当該会社が新たに算出した予想値または当該事業年度の決算」という言葉が挙げられます。これは、会社の判断として実質的に確定した予想値という意味だろうと思います。そうしますと、会社の具体的な予想値ということで、決算の確定手続に即して判断されるということになります。

有名なマクロス事件（東京地判平成4年9月25

日判例時報 1438 号 151 頁) では、取締役会において、予想値の修正公表が避けられない事態に至っていることにつき報告がなされて承認されたことをもって算出されたものだと解釈されまして、結局、この事件では業績の修正には該当しないとされたわけですが、場合によっては、といたしますか、取締役会議の決議前であっても、例えば関係役員等がその修正をするということを決したという場合に、会社によっては「算出された」と言えることがあるのではないかとということが議論されているところです。

第二に、比較対象となる「公表された直近の予想値（当該予想値がない場合は公表がされた前事業年度の実績値）」につきましては、今期の予想値に限られ、166 条 4 項に定める方法によって公表されたものに限られています。

前事業年度の決算発表において、前事業年度の実績値（決算発表以前に公表された今期の予想値がない場合）と今期の予想値を同時に公表する場合で、両者の数値に重要基準を満たす差異が生じた場合はどう考えるのかということにつきましては、前事業年度の実績値の公表と同一のタイミングで今期の予想値が公表されたということですので、同時に内部者取引規制が解除されることになり、内部者取引規制の対象にならないだろうと考えるところです。

なお、業績の予想の修正につきましては、重要基準に該当して初めて重要事実該当します。その重要基準ですけれども、取引規制府令 51 条に、以下のように具体的な数値が定められているところです。

売上高：10%以上の増減

経常利益：30%以上の増減かつ増減額が前事業年度末純資産額と資本金額の少ないほうの金額の5%以上

純利益：30%以上の増減かつ増減額が前事業年度末純資産額と資本金額の少ないほうの金額の2.5%以上

剰余金配当：20%以上の増減

最後に、重要基準に該当する差異が生じたが、その情報が既に株価に反映されていた場合にどう考えるかという難しい問題がありまして、業績予想に限らず、他の重要事実にも共通して問題となります。

以上、端折って説明しましたので、わかりにくかったのではないかと心配していますが、私もよくわからない点多々ございまして、資料にクエスチョンマークをつけたりしているところもありますので、ご教示賜りますとありがたく存じます。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきまして、まず初めに、総論的な問題と、2 ページから 7 ページまでの取引主体の問題について、ご質問、ご意見をよろしく願います。

#### 【役員、「その他の従業者」の意義】

○北村 3 ページの主体のところですが、166 条 1 項 1 号の主体の中に役員定義がなく、21 条 1 項 1 号の役員定義のところでもわざわざ 166 条を外している意味はどういうことなのでしょう。○志谷 いろいろと文献を読んだのですが、これについて正面からお答えいただいたものが今までなかったので、実は困っているところです。なぜわざわざ省く必要があったのか、21 条 1 項 1 号に定義されている内容でもよかったのではないかなと思ったのですが、ただ、考えてみますと、やはり形式的に定めなければならないということが頭にあって、そうしますと、あまり広がるような定義はしにくかったのではないかと、そして役員というのを明確に定義しようとしても、適切なワーディングができるかというところが難しかったのではないかと、したがって何も書いていないのではないかと、というふうに想像している次第です。

けれども。

○北村 先生のご理解では、取締役の職務代行者や仮取締役は、21条1項1号の取締役には含まないということでしょうか。

○志谷 はい、含まないと。

○北村 そうすると、166条1項1号では役員  
の解釈として仮取締役等を含むという点で意味があるということですか。

○志谷 要するに書いていないわけですから、  
そうすると、役員と言われたら、会社法の役員  
の定義を持ってきたらどうかと考えて、この  
ように解釈してみたのですけれども、ちょっと  
広過ぎますか。

○北村 166条1項1号では「その他の従業者」  
が主体に含まれていて、これがいろいろなもの  
を拾っていくので、役員  
の定義を狭くして、その周辺にあるものを「  
その他の従業者」で拾っていくのかなとも  
思いました。

○志谷 私、うっかりしまして、今回報告を  
するまで「従業員」だとばかり思っていた  
のですが、よくよく見たら「従業者」なの  
ですね。おもしろいワーディングだと思  
ったのですけれども。しかも、平成27  
年4月8日の最高裁決定がこのように  
広く解釈したので、北村先生のおっしゃ  
るように、役員  
のところ  
で狭く解釈しても限定されたことにな  
らないということになってしまいますよ  
ね。

○前田 志谷先生が役員  
の範囲が形式的に定まらなければ困る  
とおっしゃいましたのは、21条1項  
1号では「又はこれらに準ずる者」と  
あるために、この定義をそのまま使  
えないということですね。確かに、も  
し21条1項1号の定義を使うとな  
ると、そこで「これらに準ずる者」を  
拾っておきながら、もう一度166  
条1項1号の「従業者」のところ  
で実質的な拾い方をするのは、規制  
の仕方としては好ましくないように  
は思います。

○志谷 ええ。これは冗談ですけれども、  
「従業員」のミスプリではないかとい  
うふうに思って（笑）、何度見ても  
「従業者」ですね。

○前田 細かなことですが、166条1  
項1号の「その他の従業者」という  
のは、前の部分

を全部含めているのでしょ  
うね、使用人だけではない  
なくて。

○志谷 ええ。「役員、代理人、使用  
人その他の従業者」というふう  
に。ここは資料ではちょっと切  
ってしまいましたけれども。

○前田 役員も「従業者」の例示の  
1つとして挙げられているとい  
うことですね。

○志谷 はい。

○久保 そうすると、今の点の  
確認ですけれども、あまり166  
条1項1号で役員  
の定義は何かというところを  
ぎりぎり詰めなくても、つまり「  
従業者」のところに全て含ま  
れるわけだから、従業してい  
ればよろしいということになる  
わけですかね。

そうすると、逆に言うと、形式的  
に役員に該当するのだけれど、  
例えば名目的取締役みたいな、  
実際には仕事していないとい  
う人の場合には、従業者には  
ならないから、除外される  
ということになるのでしょうか。  
そこは形式的に含まれるとい  
うことになるのですか。

○志谷 やはり入ってしまうの  
ではないですかね。

○久保 入るのですかね。

○志谷 だから、いわゆる名目的  
な取締役や登記簿上の取締  
役も、役員に入ってしまうの  
ではないですかね。

○久保 そこは、必ずしも仕事  
はしていないけれども、役員  
に該当した場合には、これは  
もう形式的に従業者に入れ  
るのだという、そういう解釈  
ということになるのですか  
ね。

○志谷 恐らく役員には入ら  
ないけれども、最決平成27  
年4月8日の事例の大株主  
さんのように、事実上取締  
役のように振る舞っておられ  
る方をどう扱うかということ  
で、最高裁は、この「従  
業者」の文言解釈によって  
入れたということですね。

○久保 そこは実質的に解釈  
するのだと。

○志谷 後でも議論になるか  
もしれませんが、条文は形  
式的に書いてあるのだけれ  
ども、裁判所は実質的に  
解釈というか、緩く解釈  
をするという



のが、内部者取引規制の特徴ではないかなというふうに思いますけれども。

○伊藤 今の久保先生のご質問のところですが、仮に役員の中に実質的に職務に従事していない者がいたとしても、いずれにせよ、この条文が適用されるときは、業務等に関して未公表の重要事実を知ったという行為をしなければいけませんので、事実を知っている局面では、業務等を行っているはずなのですね。なので、最終的にはやはり同じになるのではないのでしょうか。

○久保 確かにそうだろうとは思うのですが、ただ、実際に職務に従事していなくても、「職務に関し」というのが、先ほどのご報告の中でのお話でしたよね。そうすると、あやがあるのか、ないのか。

○志谷 全く会社に来たことがないという人の場合と、たまには会社に来るよねというような人がいて、そのたまに来たときに話を聞いたというのも、「職務に関し」ということになるのですかね。

○久保 まあ、どうなんですかね。ちょっとレアケースになるかもしれませんが。

○伊藤 志谷先生からお話のあった大株主の場合、どこの条文に該当していくのかということですが、先生としてはどういうふうに整理をされるのがよいと思われますか。

○志谷 166条1項1号の会社関係者の中に入れてしまった上で、あとは、先生からもう既にご指摘があったように、職務に関し知った場合に限ってという絞りがかかりますから、私も冗談で言ってしまったのですが、全く会社に来たことがないような人の場合は、「職務に関し」ではなくて、そういう場合は情報受領者としての扱いを受けるとか、そういう整理になるのかなというふうに思うのですが。

○伊藤 なるほど。そうなのでしょうね。

大株主は自然人の場合と法人の場合がありますので、法人だったら、親会社に該当すればそちらのほうで、あとはその当該親会社のさらに役員等が1号に入ったりするのだろうと思うのですね。

自然人だったら、先生のおっしゃったように、場合によっては従業者になるのだと思います。従業者ですし、条文も、業務等に関して知っていればいいので、法律上の職務等を別に有していなくても、それは恐らく事実として何らかの会社の意思決定に関与していたりすれば、入ってくるというふうな整理でいいですかね。

そして、それらで捕捉できない者は、情報受領者になれば情報受領者として捕捉するという、そういう整理なのではないでしょうか。

○志谷 そうですね。

○伊藤 逆に、条文ではっきり大株主はこうだということは書かれていないのも気になりますけれど。

#### 【「職務に関し」の解釈】

○久保 その場合の大株主の職務というのはどういうふうに考えることになるのですか。

○伊藤 「業務」では。

○久保 1号は、「その者の職務に関し知ったとき」ですよね。

○伊藤 あっ、そうか、こちらですね。すみません、「職務」ですね。でも、そうすると、やはり実質的なものまで職務に含めていかないといけないのでしょうかね。

○久保 だから、大株主がどういうふうにかかわっているかというところで、この判決の場合は、普段から関わっていて、実質的に役員的な行動をしていたから、そこを捉えて「職務」というふうにとったのかもしれませんが、あまり出てこない人がたまに出てきたというときに、その大株主の職務というのをどのように捉えるかというのは、案外難しい問題かもしれない。

○伊藤 なるほど。

#### 【法人内部の職務分担との関係】

○松尾 今の点に少し関係しますけれども、4号に当たるものが法人である場合には、その法人の従業者も5号で拾われます。この5号にも同じように「職務に関し」知った場合というのがある

のですが、これは1号で今問題にしていた「職務に関し」と同じと考えていいのか、それともやはり違ってくる可能性があるのか。条文の趣旨としてはそれぞれ違うように思いますし、先生もお書きになっているように、情報受領者との関係もどう整理したらいいのかというのがあると思いますので、ご見解をお聞かせいただければと思います。

○志谷 確かに、書き分けられている、条文が違うということなので、趣旨には違う点があるということは踏まえた上で、非常に単純な答えになってしまって申しわけないのですけれども、一応「職務」という同じ言葉を使っていますので、その者がその法人組織の中で与えられた地位に応じた任務が「職務」なのではないか。その職務を遂行する過程の中で重要事実を知るという場合を内部者として規制対象としているのではないのかなと考えましたので、それほど実質的に違ったような解釈は今まではしてこなかったのですけれども。

○松尾 例えば4号の契約の締結に関する者が当事者としては法人であるというような場合に、その契約の締結交渉に関連する職務をその法人で担っているという必要はなくて、一旦法人にその契約の締結に関して情報がもたらされたら、あとはそれを法人内の職務に関し知ってしまうと、規制の対象となるということでしょうか。

○志谷 先生のケースですと、最初に挙げられた方は4号ですね。その後、その情報を持ち帰って会社内で情報を共有して仕事をするということになりますと、その共有された側は5号という扱いになるのではないかと思いますのですけれど。

○松尾 4号は、これはどう見るのですかね。締結をしている者なので、これが法人の場合には、その法人でその契約に関する職務を行なっている自然人を5号で拾うという理解だったのですけれども。

○志谷 法人である場合は、その法人のみならず、その締結の仕事に携わっている役員等は会社関係者に含まれるのではないかと考えていたのですけれど。ですから、それは4号であると。

○松尾 交渉とか締結が職務となっている従業員

は4号ですね。

○志谷 一応法人を想定すれば、その法人を代表・代理してその締結の交渉に当たり、締結をするという方がいらっしゃるはずですね。その方は4号ではないのかな。

○前田 4号の括弧書きですね。

○松尾 それは、契約の締結・交渉を職務として行っている人ということでしょうか。

○志谷 それがまさに、その法人がその方に与えた職務になるのではないかと思いますけれども。

### 【アナリストと内部者取引】

○行澤 6ページの4号のところで、アナリストや新聞記者が取材において上場会社から重要事実を聞いた場合を4号の中で整理されているのですが……。

○志谷 いえいえ、これはむしろ入らないだろうということです。

○行澤 あっ、これは入らないですよ。

○志谷 はい、入らないということです。

○行澤 ただ、アナリスト契約を、例えば法人等が上場会社等のIR担当者らに依頼されて、というような場合はいかがでしょうか。

○志谷 アナリスト契約をした場合……。

○行澤 ええ。恐らく基本的に念頭に置いている契約とは違うと思うのですね、これ。しかし、頼まれて情報分析等を行った場合というのは、これは当たらないですかね。

○志谷 先生がおっしゃっているアナリスト契約というのは、上場会社との間の契約ですか。

○行澤 ええ、そういう意味です。

○志谷 そういうタイプの契約があるということは失念していました。今まで考えておりませんでした。証券会社なり、あるいは投資家なりとの間で契約を結んでいるアナリストが上場会社に取材に来たというのを典型として考えていましたので。

○行澤 アナリスト契約とは典型的にはそういうものだと思うのですが、しかし、仮に上場会社との間に何らかの契約があったと言えるような場

合には……。

○志谷 仮に……。

○行澤 ええ。

○志谷 仮にそのような契約がもしあったとしたら、ここでいう契約というのは、先ほど申し上げたように、もう本当に幅広く解釈されていますので、入ってくる可能性はあります。ありとあらゆる契約が入りかねないのではないかと思います。で、そこを絞った方がいいのか、それともむしろ広げた方がいいのかは、インサイダー取引をどこまで規制するかというまさに根本的な話と結びつくことになると思います。その価値判断と結びつくと思います。

#### 【契約当事会社役員の内情情報への接近】

○梅本 今ご議論になっているところよりちょっと上のところなのですけれども、契約者の役員が当該契約の締結等のために社屋に入って、その社内の立ち話が耳に入った場合は、先生はどちらかというところに入る方向で……。

○志谷 入るのではないかと考えたのですが。

○梅本 一般的にはどちらかというと、これは入らないのではないかなという気が……。

○志谷 入りませんか。

○梅本 例えば隣の会議室で会議していて、そこで話された内容が漏れ聞こえてきたとき、会社内部の役員や従業員であったとしても、それは職務関連性はないという解釈が多いのではないかと考えるのですけれども、もしそれと同じ解釈をするのであれば、契約締結についても——もちろん、先生がそういう解釈をとられないということであれば、また違うのかなと思うのですけれども。

○志谷 先生のおっしゃるように、会社内部者の場合に、同僚が話をされているのをたまたま立ち聞きをしたという場合、果たして職務に関し知ったと言えるのかということについては、議論があると思います。

単に物理的にアクセスできたというだけでは、やはり「職務に関し」には該当しないだろうということについては恐らくコンセンサスがあるのだ

ろうと思いますが、では、それを超えて、たまたま知っただけけれども、その方はまさに会社の従業員だからこそその場にいることができたのだと考えますと、入ってしまいそうにもなるし、先生がおっしゃるように、いや、それは「職務に関し」にはならないだろうというふうに解釈される方もあるということは私もよく存じていまして、どちらかというところ、その場に居合わせたことは、やはり会社の役職員だからなのではないかなという気持ち若干あったので、先ほどちらっと、これについては該当するのではないかなというふうには言ってしまったのですが。

○梅本 いえ、私がどちらの立場というわけではなくて、多くの方がそういう解釈をとっているのです、という、単にそういうお話です。失礼しました。

#### 【166条1項5号の解釈】

○黒沼 5号の「職務に関し」についてですけれども、私はこれは、例えば1号の「職務に関し」と違った解釈であってよいのではないかと考えています。

その理由は、5号というのは少し特殊な規定として、立法論として、会社の内部の人とか、あるいは契約を締結しているような取引相手の者など、「職務に関し」情報にアクセスできる者は全てインサイダー取引規制の対象にしようというのであれば別ですけれども、日本では、上場会社と契約を締結している者が契約の締結の交渉に関し知ったときというふうに限られているわけですね。そのような例えば4号の取引関係者の中で情報が伝達されていったような場合に、たやすく第二次受領者にならないようにするために5号が置かれていて、そういう趣旨を考えると、東京高判平成29年6月29日のような判示が出てくるわけです。

もしこの「職務に関し」をそのまま形式的に解釈すると、例えば契約の締結を交渉しているその担当者が情報を知るよりも前に、その契約締結相手方の会社の中で誰かが自分の職務に関し情報を知ったとしたら、それはあまりあり得ないかもし

れませんが、それも形式的には5号の会社関係者になってしまうのです。それを処罰することは、現行の日本法ではちょっと考えられていないのではないかと思います。

そうすると、5号の「職務に関し」は、1号の「職務に関し」よりも狭く解して当然だと思いますし、このような裁判例があったからといって、1号の「職務に関し」も狭く解さなければならぬという理由にはならないように思いました。

○志谷 私先ほど申し上げたのは、東京高判のような「職務に関し」という文言についての解釈がもし定着してしまえば、1号の「職務に関し」というものも狭く解されてしまうのは、従来の判例・学説の態度とは違うのではないかとこのことを申し上げたのであって、私はそうすべきだというふうに申し上げたつもりはございませんので、その点だけ申し上げておきます。

#### 【伝達される情報の中身】

○北村 7ページの情報受領者のところの「伝達される情報の中身」について確認させてください。伝達されたものが情報の一部にとどまる場合は、先生のお考えでは、情報の伝達にはならないことになりますか。

○志谷 一部であっても……。

○北村 それだけであれば「重要事実の伝達」にならないということでしょうか。

○志谷 主要な部分が伝達されないことには、やはり受領者にはならないだろうと。だから、その情報を知らされたことによって重要事実を知ったと認識できたと言えるぐらいのものでないと、本当に断片的な一部分しか知らされなかったというのであれば、これは「伝達」とは言えないのではないかとこのように考えているのですけれど。

○北村 受領者のほうが独自の調査である程度情報を知っていて、最後に、それ自体は決定的ではないけれども、一部の情報が伝達されたことによって、トータルして受領者の得た情報が決定的なものになることがあり得ます。すなわち、会社関係者から伝達された情報は重要事実の一部なの

だけれども、受け手の側ではその一部が伝達されて情報が完璧なものになってしまったという場合は、重要事実の伝達を受けたと評価することはできないでしょうか。

○志谷 既にある程度認識していた重要事実をいわば確認といいますか……。

○北村 確認というよりは、まだ知らなかった一部の情報を受けた場合です。確認というのは、情報を一応全部知っていたけれども、自分の中で確信が持てなかったのを伝達によって確認したということですね。

○志谷 先生のご指摘の場合は重要事実の伝達になるのですかね。欠けていたピースがそれで埋まったと。

○北村 例えば相手先とか、時期とか、金額とかだけがわからない場合に、それが伝達されたときです。

○志谷 それによって内部者から受領者に対して初めて情報が伝達されたというより、もう既に知っていたわけですね。

○北村 ある程度は知っていた場合ですね。

○志谷 ある程度は知っていて、残されたピースだった場合か。難しい。（笑）微妙ですね。

#### 【合併・会社分割による株式の承継】

○前田 まだ取引主体関係でご議論があるかもしれませんが、次に、7ページ最後から9ページ中ほどまでの内部者取引の対象についてご質問、ご意見をお願いします。

○石田 8ページの下のところ、「合併もしくは会社分割による承継」ですけれども、これは保有資産に株式が多く含まれる場合にインサイダー取引の規制をする必要があるということで設けられたというご紹介がございました。これは恐らく、やはり一般投資家との取引の公平性というか公正性を考えたときには、こういう規制を入れざるを得ないという考え方だったと思うのですが、志谷先生のご報告の中で、誰を保護しようとしているのかというような問題提起をされました。このあたりは、先生はどのようにお考えなのでしょう。

○志谷 例えば、上場株式が含まれていると。その合併、会社分割、あるいは事業譲渡でもそうなのですから、それが対象として移転しようとしていると。要するに、当事者が本来よりも高く買わされた、あるいは安く買い取ることができたというような一種の不公正さ……。

○石田 当事者間の問題ですか。

○志谷 当事者間のことなのではないのかなど。それと一般投資家の保護という内部者取引規制との関係が今一つよくわからないなど考えていました。それで今回のご報告の中でちょっと問題提起を、と言うと大げさですけども、ひとつつってみようかなと思って指摘をしたのですけれども。

確かに事業譲渡の場合は、「売買その他有償の譲渡もしくは譲受け」に該当しますので、内部者取引規制の対象になると。にもかかわらず、同様の効果のある合併、会社分割については規制対象になっていないのは、規制に穴があるというご判断があって、平成24年の改正に至ったのだらうと思うのですが、そもそも事業譲渡も本当に規制する必要があったのでしょうかね、というのが疑問なのですけど。(笑)

○行澤 ちょっとうろ覚えで恐縮ですけども、立法当時、いわゆるインサイダー取引の市場に対する公正性を守ることがあって、それこそそういう形態を利用してインサイダー取引がなされることも考えられるので、そこを手当てしようということだったと思うのですが……。

○志谷 脱法行為を……。

○行澤 ええ。そうだとすれば、別に相手方がつかまされたということではなくても、やはりインサイダー取引禁止規制の趣旨に該当するのではないのでしょうか。

○志谷 そのような脱法行為だと言えるような場合であれば……。

○行澤 いえ、脱法行為に限定するというよりも、典型的にそれを捉えていくという議論だったように思うのですけれどね。

そもそもインサイダー取引の場合、先生がおっしゃったように因果関係は要求されていないです

から。

○前田 上場会社の株式であれば、相対取引であっても規制対象になることは異論のないところだと思います。ですから、合併とか会社分割による承継も含む理由はあるのではないのでしょうか。

#### 【重要事実としての「決定」「中止」の意義】

○前田 それでは、9ページ以下のところ、重要事実について、ご質問、ご意見をよろしく願います。

○行澤 10ページですけども、私もよくわからないので教えていただきたいのですが、確かに条文上は、166条2項1号で、決定事実とは「行うことについての決定」であり、そしてそれが公表された場合には、「当該決定に係る事項を行わないことを決定したこと」が決定事実になるということになっています。それで、先生がご指摘されたように、10ページの一番下のところに「もっとも、変更の決定自体が新たな決定として、重要事実にあたる可能性はある」とあるのですが、これを決定事実として捉えることができるのかというのはちょっと疑問です。

つまり、「行わないこと」の決定それ自体が独自の決定事実になるかという点について言えば、この条文の構造では、それはなりにくいのではないかとおっしゃったように、既に市場に流布しているような場合にはそれでいいのかと私も思うのですけれども、その辺はいかがでしょうか。

○志谷 内容を変更するという……。

○行澤 あ、これは行わないことではなくて、変更という意味なのですね。

○志谷 はい、内容の変更です。

○行澤 わかりました。変更ということですから、もはや新たな決定を行うことですからね。すみません、ご趣旨を読み違えていました。

○黒沼 今の中止の決定について、よくわからないことがあったので質問したいのですが、10ページの中ごろで、「事実上、情報として流布し株価に反映されている決定事実については、公表されていないと考えるしかなく」と書いてある部分

がよくわからなかったので、説明していただけますでしょうか。

○志谷 要するに、その後の中止の決定というのは公表されているということが文言上前提ですので、そうすると、公表されていないものについて中止をするという決定は、重要事実には当たらないのではないのでしょうか。

○黒沼 決定はされて、公表されていないけれども、情報として流布し株価に反映されているということですか。

○志谷 はい。

○黒沼 わかりました。

○志谷 今のご質問があったその下ですけれども、私、むにゃむにゃと言って答えなかったのですけれども、もう一度読むと、「ある事項を行うことについての決定がなされたことを知ったが、それが公表される前に、当該決定事項を行わないことが決定されたことを知った場合に、内部者取引の規制が及ぶか」。市場の投資家から見たら、会社内部である事実が発生したけれども、知らないうちにそれは泡として消えてしまったと。海は静かですぬというときに、では、内部者はその会社の株を売買してもよろしいかという……。

○前田 行わないことの決定は重要事実にはならないでしょうけれども、行うことについての決定は、なお重要事実になっているわけですね。

○志谷 重要事実にはなっているのですね。

○前田 形の上では重要事実に当たると。

○志谷 で、公表されていないと。しかし、その賞味期限は過ぎてしまった。（笑）

○行澤 そこに実質的に可罰性もしくは違法性はあるのでしょうか。公表前に売ったり買ったりすれば、それは形式的にはインサイダー取引に該当するのでしょうか。

○黒沼 中止、行わないことが決定された時点で、以前の決定はないと評価せざるを得ないのではないですか。

○志谷 この場合、文字どおり公表しなければいけないと解するのであれば、実は一旦やることを決定したのだけれども、やはりやめることにし

ましたという2つの決定内容を同時に公表しなければいけないということになってしまって、それは変だろうと。やはり規制の対象にならないですよ。

○久保 本当に平地で行くのと上がり下がりがありましたというのとでは、やはり意味が違うような気がしなくもないのですけれども、どうなのですかね。

○梅本 おっしゃるとおりだと思います。現行の日本の金商法でそれが構成要件に該当するかどうかを考えると、入らなさそうなのですから、おっしゃるように、おかしいなというところは残りますよね。

○久保 そういう上がり下がりがありましたということが投資家にとって重要である可能性はあり得るような気もするのですよね。

○梅本 そうすると、条文的にはどういうふうに書けますかね。中止の決定があったけれども、それは……。

○久保 だから、結局決定があったのですよね、最初に。

○志谷 最初の決定はあった。

○久保 最初の決定があったことは事実として動かないので、解釈として、その決定が消えてしまいましたということになるのかどうかということですね。いや、やめましたということになったとして、前の決定があったことが消えたことになるのか。それは歴史的には事実なのだから、事実として決定したことは必ず公表しなさいということになるのか。そこの分かれ目になるのだらうと思うのですけれど。

○行澤 そういう場合に、会社関係者は、例えばどういう行動をすることが懸念されるのですか。

○久保 ですから、私自身、全然確信があって言っているわけではないのですけれども、もしそういう事実があったのだったら、こういう決定をしましたけれどもやめましたという公表をしない限りは……。

○行澤 公表しないうちに、その会社関係者はどういうふうに行動することが懸念されるのです

か。つまり、市場が知らないうちに決定されて中止されたものが、市場に対してどういう影響を及ぼし得るのでしょうか。

○久保 やろうと思っていました、ただ何か状況が変わって結局中止しましたというときに、それはひょっとしたらそういうことをやる体力がなくなったということを示す何らかのインディケーターになるかもしれない。

○行澤 それは重要事実にあたるのですか。

○久保 どうなのですかね。

○梅本 今のご議論は、最初の決定と中止の決定が公表された後にどうなのかという話でしょうか。それとも、両方とも公表されていない中で、ということですか。

○行澤 志谷先生の設定は両方ともされていないということですね。

○志谷 されていない。

○梅本 されていない状況下でしたら、先に情報を得た人は、利益の機会というのはあるのではないかと思うのですね。どちらかの情報が市場に何らかの形で流れて、ボラティリティーが高まるという可能性はありますよね。で、自分は中止されているということを知っているのであれば、そこで有利な取引はできると思うのです。ただ、それがインサイダー取引規制違反になるかどうかはわかりませんが、利益機会というのは必ずあると思うのです。

○前田 ある事項を行うことについての決定がされて、金商法上の公表はされていないけれども、事実上株価が上がることはあり得ますよね。

○志谷 はい。

○前田 そのときに、中止の決定を知り、未公表の間に売買すれば、やはり規制はかけるべきではないかと思うのですけれども。

○志谷 未公表の間に取引が行われているという、株価が動いているということが前提ですね。

○前田 ええ。金商法上の公表概念も、画一的に決められていますのでね。

○行澤 なるほど、そういうことであれば分かります。

#### 【重要事実の形式性、バスケット条項との関係】

○梅本 決定事実について、15ページの「上場廃止・登録廃止・指定取消の申請」のところですが、先生が書いておられるように、いずれの理由も有価証券の流動性の喪失につながるからということですね。しかし、単独上場ならば確かにそうですけれども、重複上場をしている場合、例えば東京証券取引所にも名古屋証券取引所にも上場していて、名古屋で売買はほとんどされておらず、そこは無駄だから上場廃止の申請をしたという場合でも、一応重要事実にあたると思います。

○志谷 軽微基準がないので、重要事実にあたると思いますね。

○梅本 これがインサイダー取引というのはどうなのかなと思うのですけれど。(笑) 現行金商法のインサイダー取引規制はこういう規制形式なので、別にどうだと言うつもりはないのですけれども、数ある「おかしいなあ」と感じるころの一つかと思います。

○志谷 確かに、先ほどちょっと申し上げたように、合併、会社分割、事業譲渡でも軽微基準の扱いが違うのですよね。なぜ会社分割だけ違うのかと、これはわかりませんね。(笑)

○北村 13ページの事業譲渡のところを確認させてください。完全子会社からの事業の全部または一部の譲受けを除外しているのですが、完全子会社に対して事業の全部または一部が譲渡される場合は除外されていないということですか。

○志谷 はい、こうだったと思います。

○北村 ということは、譲渡は除外せずに、譲受けだけ除外する意味はどこにあるのでしょうか。つまり、子会社と取引しているからトータルで親会社の価値が変わらないから除外するというのであれば譲渡でも同じように思うのですが。また、事業譲渡とパラレルにするのであれば、会社分割の場合は承継会社側については事業譲渡と同じにするのが合理的であると言えそうですね。

○志谷 ええ。

○北村 確かに、この部分は整合性がとれていないと思います。

○志谷 おっしゃるとおり、右手に持っているのを左手に移しかえただけだというのであれば、譲渡であろうが、譲受けであろうが一緒でしょうということになりそうですけれども、違うのですかね。

○梅本 重箱の隅をつつくような議論になって恐縮ですが、13 ページの新製品または新技術の企業化のところ、これも、新製品を開発したが大した売上にはつながらないのであれば、それは除くということ、軽微基準があると。それで、一応売上高の10%を目安にしていますけれども、これは市場がそういった材料をどう評価しているかとも絡みますし、また、この10%未満という基準は、あくまでも会社にとっての予想値であって、確定値ではないわけですよね。

○志谷 はい。

○梅本 そうすると、場合によると会社の予想値よりも上がる可能性もある。会社としては10%未満だと思ったけれども、市場関係者の中に、これは画期的なものだ、長期的にはこれはすごい製品だと評価する者もいれば、株価が大きく反応する可能性もある。ただ、軽微基準はこう定めている、ということなのでしょうかね。

○志谷 はい。そうすると、軽微基準に該当するという信じて会社関係者が取引してしまった場合には、後から、それはインサイダー取引でしょうということになります、これはちょっと言いづらいでしょうね。

○梅本 逆の損失の例で、日本商事事件だと、軽微基準に入るかどうかはわからないけれども、たしかユースビル錠が日本商事にとってすごく画期的なもので、株価が上がっていたと。それで、その副作用による損害賠償等の全体の損失自体は軽微基準に当たるかもしれないけれども、副作用があったということ自体が包括条項のほうで評価可能だということでしたが、ここでも同じように評価できますかね。できるような気もするけれども、どうなのでしょう。包括条項でこちらを拾っ

てしまったら、何か元も子もないような気もするのですけれども。

○志谷 日本商事事件の判決は、バスケット条項で次回またご議論することになるかもしれませんが、どうでしょうか、あの判決を支持されている方が多いように思いますけれども、本当にそれでよかったのかなという疑問は残りますよね。軽微基準にかかって本来該当しないはずのものを、もう一度バスケットで拾うということは、本来やってはいけないはずのことなのではないかなとも思うけれども、いやいや事実は別の見方があるのですと、巧みな判決をお書きになったなというふうに思いますけれどもね。

○黒沼 仮に日本商事事件の判例に依拠するとした場合に、例えば新製品の売上高は10%未満にしかならないけれども、画期的な新製品であると。それは、売上高とは別の面を有する事実と言えるのですかね。私には、それは同じ面のようにも思えるのですが、別の面なのでしょう。包括条項の解釈の問題になるかもしれませんけれども。

それは同じ面を2回評価しているだけのように見えるのですが、しかし、そうだとすると、日本商事事件もその裏返しのような話なわけだから、似たような話だったのではないかという感じもするのです。画期的だと思っていたのが、そうではなかったというわけですから。

すみません、答えの出ない問題を聞いて。(笑)

○前田 それでは、これで3月の金融商品取引法研究会を閉会とさせていただきます。

志谷先生、どうもありがとうございました。



化学工業の内部者取引事件を契機に新設された(昭和63改正証券法190条の2)。  
 当時の改正方針：内部者取引規制の対象を明らかにする

→ 明確性・形式性の重視  
 規制者の側にとつて規制を実効的に運用できるようにする

その後、数次の改正を経ているが、基本的には当初の規定を維持している。  
 金商法166条は、未公表の重要事実を知って取引することを形式的に禁止するものであると解されている。すなわち、会社関係者および重要事実を詳細に定義した上で、重要事実と取引との間には因果関係を要求せず、未公表の重要情報の取得と無関係に取引を行った場合であり、また利益の獲得がないような場合であっても、適用除外事由に該当しない限りは同条に抵触する。  
 もっとも、同条の主体や対象は、徐々に拡大しており、また、違反の場合の法定刑などの制裁も一貫して強化の方向にある。

2 166条の構成要件

2-1 内部者取引の主体

特徴：会社関係者を中心に内部者取引の主体となり得る者の範囲を限定し、かつ、厳密に定義している。

①会社関係者(166条1項各号)、元会社関係者(166条1項柱書後段)

元会社関係者が規制対象とされる理由は規制漏れを防ぐため  
 1号 当該上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者(役員等)  
 上場会社等：金融商品取引所に上場されている社債券・優先出資証券・株券・新株予約権証券、店頭売買有価証券または取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券の発行者(163条1項)  
 上場会社等の親会社および子会社の役員等も含まれる。

←平成10年改正

→特株会社の解禁やそれに対応した株式交換、株式移転、連結重視の傾向の浸透などを反映するために含まれることとなった。

親会社：他の会社を支配する会社として政令で定めるもの(166条5項)  
 令29条の3第1項 他の会社が提出した直近の有価証券届出書・有価証券報告書等において親会社として記載・記録されたもの  
 子会社：他の会社が提出した直近の有価証券届出書・有価証券報告書等にお

金商法166条 会社情報に関する内部者取引の禁止(その1)  
 神戸大学 志谷匡史

金商法上の内部者取引規制は、166条および167条の2類型からなる。166条は会社関係者に対する内部者取引規制を課す規定であり、167条(公開買付者等関係者に対する内部者取引規制)および167条の2(情報伝達・取引推奨行為の禁止)と併せて、内部者取引を規制する中核的条文である。

1 金商法166条の意義

1-1 金商法166条の概要

金商法166条は、上場会社等の役員等の会社関係者、会社関係者でなくなつた後1年以内のもの(＝元会社関係者)、および第一次情報受領者等が、その業務等に関し未公表の重要事実を知って、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡・譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引を行うことを禁じる(166条1項柱書・3項)。

金商法166条の違反に対しては、刑事罰および課徴金が課される(197条の2第13号・175条1項・207条1項2号)。また、本条に違反して得た財産は没収あるいは追徴される(198条の2)。さらに、平成25年改正で、金商法令の違法行為を行った者に関する氏名等の公表規定が創設された(192条の2)。当該規定に基づき、証券会社や投資家に対する注意喚起の観点から、繰り返し違反行為を行う可能性が高いと考えられる者として、内部者取引等の不正取引を反復して行った者などの氏名等を公表することとしている。

1-2 内部者取引の意義・規制理由

有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な会社情報に接近できる特別の立場にある者が、その立場ゆえにかかる重要な情報を知って、その公表前に有価証券の取引またはデリバティブ取引を行うこと。

規制理由：証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼の保護、ひいては効率的な資源配分を行う資本市場の機能を守ること  
 最大判平成14年2月13日民集56巻2号331頁

1-3 規制の沿革・特色

昭和63(1988)年改正により、直接的には、昭和62(1987)年に発生したタテホ

取引法 166 条 1 項 1 号にいう「その他の従業者」に当たるといふべきである。」

その者の「職務に関し」「知ったとき」「知ったとき」に限り、内部者取引を禁止される。

職務：その者の地位に応じた任務として取り扱うべき一切の職務を指す。  
役員等が職務自体により重要事実を知った場合に限定されないということでは異論はないが、その外延は……？

2号 当該上場会社等の会計帳簿等閲覧請求権を有する株主・親会社社員  
(2号の2 会計帳簿等閲覧請求権を有する投資主・親法人の投資主)

会計帳簿等閲覧請求権を有する株主は、この権利を行使して上場会社等の内部情報を手でできる立場にあるため、親会社社員は、子会社の会計帳簿等閲覧請求権を行使して上場会社等の内部情報を手でできる立場にあるため、規制対象となる。これらの株主が法人である場合は、当該法人のみならず、その役員等も会社関係者に該当し、法人でない場合には、その代理人・使用人も会社関係者に該当する。

「当該権利の行使に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引を禁止される。共同行使の場合 そのようにして当該権利を行使した株主は、たとえ一議決権しか有していない場合であっても、当該権利の「行使に関し」重要事実を知ったものと解される。

会計帳簿等閲覧請求権の行使それ自体で知った場合に限らず、当該権利の行使に密接に関連する行為により知り知った場合を含む。株主が当該権利を実際に行使したか否かは問わない。→ 会計帳簿等閲覧請求権の行使のための準備・調査・交渉・交渉の過程で、上場会社等の役員等から聞いたり書類を提示されたりする等して重要事実を知った場合も含まれる。

3号 当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者

法令に基づく権限を有する者は、当該権限の行使に関し上場会社等の内部情報を知りうる立場にあることから、上場会社等の内部者に準じるものとして、規制対象とされた(準内部者)。

「法令に基づく権限」の意義

行政権に属する権限、立法権に属する権限、司法権に属する権限、地方公共団体に属する権限、弁護士・監査士の照会権限、親会社監査役・会計監査人による子会社調査権がこれにあたる。

いて当該会社の会社の属する企業集団に属する会社として記載・記録されたもの  
(166 条 5 項)

上場会社等の会社関係者は、その職務に関し上場会社等または上場会社等の子会社に係る未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を買買等することを禁止される。

上場会社等の親会社の会社関係者は、その職務に関し上場会社等または上場会社等の子会社に係る未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を買買等することを禁止される。

上場会社等の子会社の会社関係者は、その職務に関し当該子会社の未公表の重要事実を知って上場会社等の特定有価証券等を買買等することを禁止される。  
→ 子会社関係者の規制範囲が狭い理由は、子会社の会社関係者がその地位ゆえに容易にアクセスできるのは子会社情報だとする整理がなされたため

平成 25 年改正により、上場投資法人等、その資産運用会社、特定関係法人(ノンサー企業を想定)の役員等が規制対象に追加された。→規制の穴を埋める

役員 の定義は見当たらない。 Cf.21 条 1 項 1 号

常勤であるか否か、社内役員・社外役員を問わない。職務代行者や仮取締役も含まれる。顧問や相談役は？

代理人：支配人、代理権を付与された弁護士(4号にも該当する場合あり)

使用人その他の従業者

派遣社員・アルバイト・パートタイマーであっても該当する。

派遣社員が派遣先で派遣元の重要事実を知った場合は 4 号で処理

最決平成 27・4・8 刑集 69 卷 3 号 523 頁 大株主のケース

「まず、同号の文言及び会社関係者による内部者取引を規制する同条の趣旨等からすれば、同号にいう「役員、代理人、使用人その他の従業者」とは、当該上場会社等の役員、代理人、使用人のほか、現実に当該上場会社等の業務に従事している者を意味し、当該上場会社等との委任、雇用契約等に基づいて職務に従事する義務の有無や形式上の地位・呼称のいかんを問わないものと解するのが相当である。……上記のとおり、被告人は、A 社の代表取締役と随時協議するなどして同社の財務及び人事等の重要な業務執行の決定に関与するという形態で現実と同社の業務に従事していたものであり、このような者は、金融商品

「権限を有する者」の意義

公務員、法令に委任を受けて検査等を行う民間団体の職員、法令によって直接権限を付与されている者に限らず、その者の部下・補助者として当該権限の行使に関与する立場にある者も含む。文書提出命令により、文書の提出を受けた訴訟当事者やその訴訟代理人弁護士も含まれる。

「当該権限の行使に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引を禁止される。当該権限の行使の結果として知った場合のほか、当該権限の行使と密接に関連する行為により知り知った場合も含まれる。たとえば許認可権限を背景に行政指導の過程で重要事実を知った場合も該当する。ただし、5号の適用はない。

4号 当該上場会社等と契約を締結した者・締結の交渉をしている者

契約の締結・履行・交渉に関して上場会社等の内部情報を知りうる立場にあることから、内部者に準じる者として規制対象とされた(準内部者)。もともと、上場会社等の取締役は、上場会社等と委任契約を締結している者であるが、1号の規制対象となり、重ねて4号の規制対象とはならない。

上場会社等と契約を締結した者・締結の交渉をしている者が法人である場合は、当該法人のみならず、その役員等も会社関係者に含まれ、法人でない場合は、その代理人・使用人も会社関係者に含まれる。

「当該契約の締結もしくはその交渉・履行に関し」「知ったとき」に限り、内部者取引を禁止される。

契約は、重要事実と関連している契約である必要はなく、契約の種類・内容および形式は問わない。契約の締結・交渉・履行行為自体によって知った場合のみならず、これと密接に関連する行為により知り知った場合も含まれる。

→ 上場会社と関わるあらゆる契約関係の相手方が含まれる

最終平成15・12・3判時1845号-147頁

「以上の事実関係によれば、Aの代表取締役専務であった被告人は、本件基本合意を締結したことによって、合併の決定等のCへの投資判断に影響を及ぼす情報を知り得る立場に立ったものであり、本件基本合意で予定されていたというべき独占的販売権を取得させる方法に関するC側との交渉を行う過程で、Cの代表取締役社長が両会社を合併する旨決定したという重要事実を知ったと認められるから、被告人において上記重要事実に関する情報を得たことが平成9年法

律第117号による改正前の証券取引法166条1項4号にいう「当該契約の履行に関し知ったとき」に当たるのは明らかである。所論は、同法166条1項4号にいう「当該契約」は重要事実を前提として締結される契約に限定されるべきである旨主張するが、そのように解すべき根拠はない。」

東京簡略式命令平成7年3月24日 商事法務1385号-43頁

上場会社と売買契約を締結し、目的物の引渡し等、自己の債務の履行はすべて完了し、後は当該上場会社から売買代金の支払いを待つばかりの状態であった者が、当該上場会社からその振出しの手形の不滅情報を入力し、その公表前にその者が保有する当該上場会社の株式を売却した事例において、「当該契約の履行に関し」知ったものであるとされた。

契約締結者の役員が当該契約の締結等のために上場会社の社屋を訪問した際にたまたま社内立ち話が耳に入った場合かどうか？

上場会社等の主幹事証券会社(の役員)が、具体的な引受契約等の締結等とは関係なく、上場会社から重要事実を聞いた場合かどうか？

アナリストや新聞記者が取材において上場会社から重要事実を聞いた場合かどうか？

5号 2号・2号の2・4号に掲げる者であって法人であるものの役員等

法人は一つの組織体であり、ある部門が取得した情報が他の部門に流れることは当然予想されることから、これを一体として捉え、情報受領者としてではなく、会社関係者として、規制対象とした。ただし、その者の「職務に関し」知ったとき」に限り、内部者取引を禁止される。本号に該当する者は会社関係者となるため、同号に該当する者からさらに当該重要事実の伝達を受けた者は(第一次)情報受領者として規制の対象となる。

東京高判平成29年6月29日 金融・商事判例1527号-36頁

「したがって、上場会社等の契約締結の交渉中の法人等の他の役員等がその者の職務に関し重要事実を知ったとして法166条1項5号に該当するというためには、その者が職務に関し重要事実を構成する主要な事実を単に認識したというだけでは足りず、その者を会社関係者と位置づけることを正当化する状況、すなわち、その方法や態様等を問わないものの、当該契約の締結若しくはその交渉をする役員等が知った重要事実が法人内部においてその者に伝播したものと(流れて、伝わったもの)と評価することができる状況のもとで重要事実を構成す

当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け、合併もしくは分割による承継またはデリバティブ取引（＝売買等）

- ◆ 特定有価証券等の定義(163条1項) 特定有価証券+関連有価証券  
 特定有価証券＝社債券、優先出資証券、株券または新株予約権証券その他の政令で定める有価証券  
 国内の者が発行する証券は、上場されているかどうか、店頭売買有価証券もしくは取扱有価証券かどうか、国内で流通しているか外国で流通しているかを問わない。
- 関連有価証券＝上場会社等の特定有価証券に係るオプションを表示する証券その他の政令で定める有価証券

◆ 「売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け」の意義  
 株券等について有償でその所有権を移転することをいう。売買のほか、交換、代物弁済や現物出資なども「売買その他の有償の譲渡もしくは譲受け」にあたる。金融商品取引所を通じた取引に限られず、相対取引や外国の取引所を通じた取引も含まれる。もともと、相続や贈与による取得は該当しない。  
 なお、自己の計算、第三者の計算を問わず、売買等を行うことが禁止される。

募集株式の発行による取得 該当しない

理由：会社法の手続や金商法の開示に関する規制の存在？

自己株式の取得・処分 該当する

質権・譲渡担保の設定 所有権の移転に着目すると前者は×、後者は○になりそうだが……？

貸株・借株 所有権の移転に着目すると該当するといえそうだが……？

取得条項付種類株式・取得条項付新株予約権の取得 該当する

- ◆ 合併もしくは会社分割による承継 ←平成24年改正で追加  
 「会社が保有する特定有価証券等について、その発行者に係る未公表の重要事実を契約の締結等に関する知っている場合、合併や会社分割により当該特定有価証券等を承継させることにより、損失を回避し、または利益を得ることが可能となり得る。特に合併や会社分割によって承継を行う権利義務のうち特定有価証券等の割合が高いような場合には、インサイダー取引規制の

る主要な事実を認識した場合であることと解するのが相当である。」

②情報受領者(166条3項)

会社関係者(または元会社関係者)から重要事実の伝達を受けた者(166条3項前段)、および職務上重要事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等で、その職務に関し重要事実を知った者(同項後段)は、情報受領者として、内部者取引の規制対象となる。

前者については、脱法的取引の規制として、また、情報受領者と会社関係者との間の特別な関係が考えられることに鑑み、規制対象とされた。もともと、重要事実の伝達を受けた者であれば、実際に会社関係者との間に特別な関係がなくとも、規制の対象となる。会社関係者と元会社関係者が相当広範に捕捉されているのに対し、それらの者から重要事実の伝達を受けた者のうち内部者取引規制に服する者は第一次情報受領者に限られ、第二次以降の情報受領者は規制の対象外とされる。これについては、学説の批判が強い。

後者は平成10年改正で追加された。組織としての一体性が重視されたためと考えられる。その結果として、情報受領者からさらに重要事実の伝達を受けた第二次以降の情報受領者が規制対象となされていない問題に対して、一定の齟齬止めとなる。

第一次の情報受領者にあたるか否かは、個別具体的に実質的に判断される。

判断要素

・伝達する側の意図 →166条の適用の成否に関連するか？

新聞記者の取材を受けて重要事実を伝達したケース

証券アナリストの取材を受けて重要事実を伝達したケース

・伝達の態様

立ち話を偶然聞いた、遺失(盗んだ)書類から知ったケース →対象外

相手方が情報を知るところを認識し、これを認容したケース

・伝達される情報の内容

情報の一部に止まる場合はどうか？

すでに知っていた重要な事実の確認を得た場合はどうか？

2-2 内部者取引の対象

潜脱の可能性もあり得る。」(立案担当者の解説)  
 事業譲渡の場合と平仄を合わせて規制対象となったが、事業譲渡の場合を  
 めて合併・会社分割といった組織再編行為を内部者取引の規制対象とすること  
 は適切か?

- ◆デリバティブ取引 定義は2条20項 → 包括的  
 市場全体の動きを反映する指数先物取引は該当する?  
 特定有価証券等を参照資産とするクレジット・デリバティブ取引  
 現物決済型 適用除外(166条6項12号・取引規制府令59条1項3号)  
 現金決済型

トータル・リターン・スワップ  
 ペイヤーがレシーバーに対して参照資産からのすべてのリターンを引渡  
 し、レシーバーはその対価として、ペイヤーに対して想定元本に基づい  
 て計算された利息およびキャピタル・ロスを支払う旨の契約

## 2-3 重要事実

- ①決定事実、②発生日実、③決算情報、④バスケット条項、⑤会社情報  
 および⑥上場投資法人に関する事実
- ①決定事実(166条2項1号)  
 会社の業務執行を決定する機関が、同号に列挙された事項を行うことにつ  
 て決定したこと、または公表されている決定に係る事項を中止することを決定  
 したことが、重要事実とされる。これら「決定したこと」が投資家の投資判断  
 に大きな影響を及ぼすと考えられた。
- ◆「会社の業務執行を決定する機関」  
 会社法所定の決定権限のある機関に限られず、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ができる機関であれば足りる。最判平成11  
 年6月10日刑集53巻5号415頁  
 → 当該会社における意思決定の実情に照らし個別に判断される。  
 そのため、外部の者から見て、わかりにくい場合もある。
- ◆「行うことについての決定」  
 166条2項1号に列挙された行為の実施それ自体やその実施に向けた作業等を  
 会社の業務として行う旨を決定したことをいい、「決定」といえるためには、

その実現を意図して行ったことを要するが、確実に実行されることの予測が成  
 り立つことを要しない。前掲最判平成11年6月10日  
 → 166条2項1号に列挙された行為について多少なりとも具体的な作業に着  
 手すれば、実現可能性がきわめて低い場合を除きただちに当該行為についての  
 決定があるとされる

← 投資家の投資判断に影響を及ぼすと考えられる程度には具体的な内容を  
 もつ決定でないと、決定事実にはあたらないといえるのではない。したがっ  
 て、一般的な調査研究に着手するという程度の決定は決定事実にはあたらない  
 といえるのではないか。もつとも、事前予測可能性のある基準を示すことは難  
 しい。

なお、投資家の投資判断に影響を及ぼすと考えられる決定である限り、法律  
 上有効か否かを問わない。

いったん行うことについての決定がなされ、公表されると、当該決定の事実  
 は市場に流布され株価に反映されると考えられるので、当該事項を行わないと  
 いう決定がなされるとそれが投資家の投資判断に影響を及ぼすものと考えられ  
 る。

→ 中止の決定が重要事実とされる  
 事実上、情報として流布し株価に反映されている決定事実については、公表  
 されていないと考えるしかなく、したがって中止の決定は重要事実にあたらな  
 い。この場合、会社関係者が中止の決定を知って取引を行っても、内部者取引  
 にあたらない。

ある事項を行うことについての決定がなされたことを知ったが、それが公表  
 される前に、当該決定事項を行わないことが決定されたことを知った場合に、  
 内部者取引の規制が及ぶか?

会社が一度決定した事項の内容を変更した場合、そのような変更の決定は重  
 要事実となるか?

当初の決定内容が重要事実に該当しない場合は、その変更決定も中止決定と  
 して重要事実にあたることはない。もつとも、変更の決定自体が新たな決定と  
 して、重要事実にあたる可能性はある。

当初の決定内容が重要事実<sup>1</sup>に該当する場合、その決定が公表されていた限り、当初の決定を変更する旨の決定が、中止の決定として重要事実にあたる可能性がある。

◆個別列挙+政令指定  
(個別列挙事項)

軽微基準(取引規制府令 49 条)に該当→重要事実<sup>1</sup>に該当しない  
内部者取引規制について明確性を重視し未然防止の態勢をとりやすくする  
という基本方針に基づき、重要事実もまた形式的に規定されている。

◇株式・新株予約権の引受者の募集

払込金総額が1億円未満であると見込まれる場合を除く(届け出基準と平仄)。  
普通社債の発行はここでは重要事実に含まれない(借入れと同視?)。

◇資本金の額の減少

→会社の欠損を貸借対照上解消することにより以後の利益配当を可能にする。

◇資本準備金または利益準備金の額の減少

→資本金額の減少と同様の法的効果に着目

◇自己株式の取得

→市場の需給関係の変動、株価への影響に着目  
総会に議案を提出することについての決定や取締役会で個別具体的な取得  
について決定したことが重要事実となる。166 条 6 項 4 号の 2 参照

◇株式・新株予約権の無償割当て

株式無償割当て 株価変動の要因となる?

割当て株式数が1株あたり0.1株未満の場合は除外

新株予約権の無償割当て ライツ・オファリングにおいて利用される。

新株予約権行使時の払込金額の合計額が1億円未満、かつ、1株に割り当てられる新株予約権の目的である株式数が0.1株未満の場合は除外

◇株式分割

株価変動の要因となる?

1 対 1.1 未満の株式分割は除外

◇剰余金配当

→インカムゲインとして投資判断の本質的要素

1株当たりの剰余金の配当の額を前事業年度の対応する期間に係る1株当

たりの剰余金の配当の額で除して得た数値が0.8超1.2未満の場合は除外

◇株式交換

→株主構成の変動(親会社)、株主の地位の変動(子会社)

完全親会社となる場合に軽微基準あり

資産(子会社の最近事業年度末日の総資産額が親会社の最近事業年度末日の純資産額の30%未満)および最近事業年度の売上高(子会社が親会社の10%未満)の点において完全子会社となる会社の規模が小さい場合は除外  
子会社を完全子会社とする場合も除外

◇株式移転

→株主の地位の変動 軽微基準なし

◇合併

→会社の事業の基礎や今後の会社の経営方針に影響

存続会社となる場合に軽微基準あり

存続会社の資産増加額が当該会社の最近事業年度末日の純資産額の30%未満、かつ、存続会社の売上高増加額が、合併予定日の属する事業年度および翌事業年度の各事業年度においていずれも、合併についての決定のあった日の最近事業年度売上高比10%未満の場合は除外  
存続会社とその完全子会社間の合併も除外

消滅会社となる場合は軽微基準なし

◇会社分割

→会社の事業の基礎や今後の会社の経営方針に影響

分割会社となる場合の軽微基準

最近事業年度末日において、分割に係る資産の帳簿価額が会社の純資産額の30%未満であり、かつ、分割の予定日の属する事業年度および翌事業年度の各事業年度においていずれも、分割による当該会社の売上高の減少額が当該会社の最近事業年度売上高の10%未満の場合は除外

承継会社となる場合の軽微基準

分割による会社の資産の増加額が最近事業年度末日の純資産額の30%未満で、かつ、分割の予定日の属する事業年度および翌事業年度の各事業年度

において、いずれも、分割による当該会社の売上高の増加額が当該会社の最近事業年度売上高の10%未満の場合は除外

◇事業の全部または一部の譲渡・譲受け

- 会社の事業の基礎や今後の会社の経営方針に影響
- 会社分割と同様の軽微基準 + 完全子会社からの事業の全部または一部の譲受けを除外

◇解散 軽微基準なし

◇新製品または新技術の企業化 面期的なものであることを要しない

→ 会社の売上高等に影響

新製品：会社が新たに市場に投入する製品

新技術：会社において新たに開発・採用した技術

企業化：開発された新製品・新技術をコマーションベースに乗せること

財以外のサービス → 新たな事業の開始(令28条9号)

軽微基準

売上高基準 + 特別支出基準のいずれも満たす場合は除外

新製品の販売または新技術を利用する事業の開始予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度において、いずれも売上高増加額が最近事業年度の売上高の10%未満

新製品の販売または新技術を利用する事業の開始のために特別に支出する額の合計額が当該会社の最近事業年度末日における固定資産の帳簿価額の10%未満

(政令指定事項 166条2項1号ヨ → 令28号)

◇業務上の提携または業務上の提携の解消

→ 会社の事業の基礎や今後の会社の経営方針に影響

業務上の提携：会社が他の企業と協力して一定の業務を行うこと。

Ex. 仕入・販売提携、生産提携、技術提携、合弁会社の設立など

単なる資本提携や人事提携は該当しない

軽微基準

提携の場合

提携予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度において、いずれも売上高増加額が最近事業年度の売上高の10%未満

提携解消の場合

提携解消の予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度において、いずれも売上高減少額が最近事業年度の売上高の10%未満

◇子会社の異動を伴う株式等の譲渡・取得

→ グループ経営に影響

子会社の異動：子会社でない会社が子会社になること、子会社が子会社に該当しなくなること、新たな子会社を設立すること

「譲渡」：特定承継は含まれない。

「取得」：譲受け、原始取得いずれも含まれる。

軽微基準

子会社または子会社になる会社の最近事業年度末日における総資産の帳簿価額が会社の最近事業年度末日における純資産額の30%未満で、かつ、子会社または子会社になる会社の最近事業年度の売上高が会社の最近事業年度の売上高の10%未満

新たに設立する子会社の設立予定日から3年以内に開始する当該会社の各事業年度の末日における総資産の帳簿価額がいずれも会社の最近事業年度の末日における純資産額の30%未満で、かつ、各事業年度における売上高がいずれも会社の最近事業年度における売上高の10%未満

◇固定資産の譲渡・取得

→ 会社が一定規模以上の固定資産を譲渡または取得することは、会社の資産構成に影響し、会社の活動の基礎に変更を生じさせる。

固定資産：法人税法2条22号に掲げる固定資産

Ex. 土地、建物等の減価償却資産、電話加入権など

軽微基準

最近事業年度末日における当該固定資産の帳簿価額が会社の純資産額の30%未満(譲渡の場合)

当該固定資産の取得価額が会社の最近事業年度末日における純資産額の

30%未満(取得の場合)

- ◇事業の全部・一部の休止・廃止  
→会社の活動の基礎に変更を生じさせうる。  
軽微基準  
事業の全部・一部の休止・廃止の予定日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていづれも会社の売上高減少額が会社の最近事業年度の売上高の10%未満
- ◇上場廃止・登録取消・指定取消の申請  
→いづれも有価証券の流動性の喪失につながる。
- ◇破産手続開始等の申立て  
→投資判断に重要な影響を及ぼす  
会社自身が債務者として破産手続開始等を行う場合  
これに該当しない場合であっても、バスケット条項の適用があり得る。
- ◇新たな事業の開始  
→会社の事業の基礎に影響を及ぼす  
売上高増加基準・特別支出基準のいづれも満たす場合は除外
- ◇防戦買いの要請  
→株価上昇の要因  
防戦買いに便乗して行われる取引への対処
- ◇預金保険法74条5項の申出
- ②発生事実(166条2項2号)  
決定事実と異なり、上場会社等の意思によらない事実であるから、その中止や変更が問題となる余地はない。
- 個別列挙+政令指定  
(個別列挙事項)  
◇災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害  
→会社の業務や財務等に影響を与え、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす。  
逸失利益は損害に含まれるか？  
財務ク失敗による含み損は損害に当たるか？
- 損害額算定にあたり、保険金額を考慮するか？  
軽微基準  
損害額が会社の最近事業年度末日における純資産額の3%未満
- ◇主要株主の異動  
→会社の経営・支配への影響に鑑み、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす。  
主要株主：自己または他人の名義をもって総株主の議決権の10%以上の議決権を保有している株主  
主要株主の異動：主要株主に該当していた者が主要株主に該当しなくなる  
こと、または主要株主でなかった者が新たに主要株主に該当することとなること。
- ◇特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの上場廃止の原因となる事実  
→流通性の損失が投資家の投資判断に重要な影響を及ぼす。  
財務諸表等の虚偽記載 取引所の認定を待って重要事実の発生と解する？  
軽微基準  
単に社債券・優先株のみに係る上場廃止の原因となる事実が生じたにすぎない場合
- (政令指定事項 166条2項2号→令28条の2)  
◇財産権上の請求に係る訴えが提起されたことまたは当該訴えについて判決があったこともしくは当該訴えに係る訴訟の全部もしくは一部が裁判によらず完了したこと →会社の財産に影響  
訴え提起の段階で重要事実該当する。  
財産権上の請求に係る訴え→幅広い概念  
軽微基準  
訴訟の目的の価額が最近事業年度の末日における会社の純資産額の15%未満で、かつ、当該請求が当該訴えの提起後ただちに訴えのとおり認められて敗訴したとした場合、当該訴えの提起された日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度の売上高の10%未満



訴えが提起された場合の略徴基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合、または、訴えが提起された場合の略徴基準に該当しない訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であって、判決等により会社の給付する財産額が会社の最近事業年度の末日における純資産額の3%未満で、かつ、当該判決等のなされた事業年度の開始の日から3年以内に開始する各事業年度の判決等による売上高減少額が最近事業年度の売上高の10%未満

◇事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分命令の申立てがなされたことまたは当該申立てについて裁判があったこともしくは当該申立てに係る手続の全部もしくは一部が裁判によらずに完結したこと

→売上高等への影響の見地から重要事実になる。

Ex. 競業禁止契約に基づく事業の差止めを求める仮処分、知的財産権侵害を理由とする製品の製造・販売の差止めを求める仮処分

取締役の職務執行停止の仮処分、新株発行差止めの仮処分？

略徴基準

仮処分命令が申立て後ただちに申立てのとおり発せられたとした場合、申立ての日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていづれも仮処分命令による売上高減少額が最近事業年度の売上高の10%未満

仮処分命令の申立てについての裁判等があった場合は、裁判等の日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていづれも裁判等による売上高減少額が最近事業年度の売上高の10%未満

◇免許の取消し、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分

→売上高等への影響の見地から重要事実になる。

Ex. 銀行法 27・28 条による免許の取消し、道路運送法 40 条による事業停止、宅地建物取引業法 65 条 2 項による業務停止など

いつの時点で重要事実となるか？

行政指導は「行政庁による法令に基づく処分」に当たるか？

略徴基準

法令に基づき処分を受けた日の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていづれも処分による会社の売上高減少額が会社の最近事業年度の売上高の10%未満

◇親会社の異動

親会社の異動：親会社でない会社が新たに親会社に該当すること、親会社が親会社に該当しなくなること

→ 会社の経営、支配関係に影響

重要事実となる時点：親会社の異動となる株式の譲渡、合併等による移転があった時

◇債権者等による破産手続開始等の申立て等

→会社の財務内容の悪化を示唆、株価の下落要因

重要事実となる時点：破産手続開始等の申立てがなされた時

◇手形もしくは小切手の不渡りまたは手形交換所による取引停止処分

→会社の財務内容の悪化を示唆、株価の下落要因

「不渡り」の事由 支払資金不足に限定→会社の信用に直接関係

◇親会社に係る破産手続開始の申立て等

→会社の経済的信用、事業遂行能力への疑問

◇債権者または保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに準ずる事実が生じたことにより、当該債権者に対する売掛金、貸付金その他の債権または当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと

→債権回収できず、損害が生じるおそれ

求償権を取得しても、債権回収できず、損害が生じるおそれ

「その他これらに準ずる事実」：支払不能を客観的に裏付ける事実

物上保証の場合はどうか？

「債務の不履行のおそれ」の有無：単に担保を取得しているだけでは十分ではなく、債権回収の不安が全くないという事情がなければならぬ。

略徴基準

売掛金、貸付金その他の債権または請求債権については債務不履行のおそれのある額が会社の最近事業年度末日における純資産額の3%未満

◇主要取引先との取引の停止

→売上高の減少  
 主要取引先：前事業年度における売上高または仕入高が売上高総額または仕入高総額の10%以上である取引先  
 取引停止の原因は問わない。

軽微基準

主要取引先との取引の停止の目的の属する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていづれも取引停止による会社の売上高減少額が会社の最近事業年度の売上高の10%未満  
 他の製品の販売増で売上高減少が吸収される場合であっても、「取引停止による会社の売上高減少」がある限り、軽微基準上考慮されない？  
 業務上の提携の解消にも該当する場合、別途業務上の提携の解消(=決定事実)に係る軽微基準も合わせて充てた必要がある。

◇債権者による債務の免除または第三者による債務の引受けもしくは弁済

→会社の再建に向けて好材料  
 債務の免除：債権を無償で消滅させる債権者の行為  
 第三者による債務の引受け：免責的債務引受け、並存的債務引受け  
 第三者による債務の弁済：債務の内容を表現させる第三者の行為

軽微基準

債務の免除額または債務の引受・弁済額が最近事業年度の末日における債務の総額の10%未満

◇資源の発見

→売上高の増加  
 資源：鉱業法3条1項の鉱物、採石法2条の岩石等の鉱物資源  
 発見：会社において採掘・採取することができるものとして新たにその存在を認識すること  
 軽微基準

発見された資源の採掘…採集を開始する事業年度開始の日から3年以内に開始する各事業年度においていづれも当該資源を利用する事業による会社の売上高増加額が会社の最近事業年度の売上高の10%未満

◇特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの取扱有価証券としての

指定の取消の原因となる事実  
 →取扱有価証券の流通の喪失

軽微基準

優先株に係る取扱有価証券としての指定の取消しの原因となる事実もつとも、日証協規則に該当する規定がない。

③業績の修正(166条2項3号)

会社の売上高、経常利益もしくは純利益(=売上高等)もしくは剰余金の配当またはその会社の属する企業集団の売上高等(=決算情報)については、公表された直近の予想値当該予想値がない場合は、公表がされた前事業年度の実績値)に比較して当該会社が新たに算出した予想値または当該事業年度の決算において差異が生じたことは、重要事実となる。もつとも、投資家の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限られる。

→ 投資家は公表された数値を前提に投資判断をしていると思われるところ、公表された数値と比較して、新たな予想値または当事業年度の決算において差異が生じたことが投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすと考えられる。

決定事実・発生事実を補充する役割 Ex. 新技術導入によるコスト削減

「売上高」：投資家に開示される財務計算書類上の「売上高」

「経常利益」：営業利益金額(営業損失金額)に、営業外収益・費用を加減

「純利益」：経常利益金額(経常損失金額)に、特別利益・損失を加減し、さらに、法人税・住民税・事業税等を加減した金額

◆「当該会社が新たに算出した予想値または当該事業年度の決算」

会社の判断として実質的に確定した予想値  
 → 会社の具体的な予想値、決算の確定手続に即して判断されるマクロス事件(東京地判平成4年9月25日判例時報1438号151頁)

取締役会において、予想値の修正公表が避けられない事態にいたっていることにつき報告がなされて承認されたことをもって算出されたものとした。

取締役会議の決議前であっても、「算出された」といえる場合は？

◆比較対象となる「公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は公表がされた前事業年度の実績値)」  
 ここでの「予想値」も今期の予想値に限られる。166条4項に定める方法によって公表されたものに限られる。

前事業年度の決算発表において、前事業年度の実績値(決算発表以前に公表された今期の予想値がない場合)と今期の予想値を同時に公表する場合で、両者の数値に重要基準を満たす差異が生じている場合  
 →前事業年度の実績値の公表と同一のタイミングで今期の予想値が公表されたので、同時に内部者取引規制が解除されることになり、内部者取引規制の対象にならない。

重要基準(取引規制府令 51 条)

売上高：10%以上の増減

経常利益：30%以上の増減かつ増減額が前事業年度末純資産額と資本金額の少ないほうの金額の5%以上

純利益：30%以上の増減かつ増減額が前事業年度末純資産額と資本金額の少ないほうの金額の2.5%以上

剰余金配当：20%以上の増減

重要基準に該当する差異が生じたが、その情報がすでに株価に組み込まれていた場合をどう考えるか？

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の逐条検討(その2)－金融商品取引法第166条(2)

2018年4月27日(金) 15:00～16:59

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授        |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授         |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授     |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授     |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授         |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授    |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 白井 | 正和 | 同志社大学法学部教授         |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授    |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |

【報 告】

インサイダー取引規制の逐条検討（その2）－金融商品取引法第166条（2）

神戸大学大学院法学研究科教授

志 谷 匡 史

目 次

- |                         |         |
|-------------------------|---------|
| I. 金商法 166 条の構成要件       | 1. 趣旨   |
| 1. 重要事実                 | 2. 列举事項 |
| II. 適用除外（金商法 166 条 6 項） | 討論      |

○川口 それでは、時間が参りましたので、金融商品取引法研究会を始めさせていただきたいと思ひます。

本日は、「インサイダー取引規制の逐条検討」の「その2」で、前回に引き続き、「金融商品取引法第166条（2）」と題しまして、神戸大学の志谷先生からご報告をいただきます。よろしくお願ひします。

○志谷 神戸大学の志谷です。

前回は、金融商品取引法（以下「金商法」という）166条（以下特に断りのない限り金商法の条文をいう）の意義から始まりまして、構成要件、そのうちの内部者取引の主体、内部者取引の対象という順に進みまして、重要事実の内容に入っていました。そのうち、決定事実、発生事実、決算情報につきまして報告を終えたというところですが、本日は、まず、重要事実の内容の続きといたしまして、バスケット条項について扱いたいと思ひます。

本日の報告につきましては、レジユメのほか、金融庁関係者の方々の解説を二点お配りさせていただいているかと思ひます。また、「金融商品取引法等に関する留意事項について（金融商品取引法等ガイドライン）」（以下「ガイドライン」と

いう）の一部と、「インサイダー取引規制に関するQ&A」もあわせて配付させていただいています。適宜ご参照いただきながら報告をお聞きいただければと思ひます。

I. 金商法 166 条の構成要件

1. 重要事実

(1) バスケット条項（166条2項4号）

前三号（決定事実・発生事実・業績の修正）に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの、これが重要事実とされています。

規定の趣旨は、昭和63年改正の解説書（横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」（1989年）119頁）によれば、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすという実質に着目して重要事実を規定したものであり、いわば重要事実のバスケット条項」と説明されています。すなわち、このときからこの条文は「バスケット条項」という名前で呼ばれていたわけですが、複雑多岐にわたる経済活動を遂行する企業の内部情報をあらかじめ網羅的に規定することは困難なため、事象の実質面に着目して包括的に重要事実を規定したと説明されていまして、会社が決定した一定の事実と会社

の意思に依らないで発生した一定の事実がともに含まれるのだということを明らかにしています。

規定上、「前三号に掲げる事実を除き」とされています。この限定の意味につきましては、上記の解説書では、「本号は、第1号から第3号までに掲げられた重要事実以外の事実についての規定であり」と説明されています。そして、その中で、例として、新製品等の企業化であってその軽微基準に該当する事実などが、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものとして本号に該当するということはないとされています。

すなわち、新製品の企業化というのは、前回ご報告しましたように、決定事実として掲げられている情報ですけれども、そこで軽微基準に該当するとしていわば重要事実ではないとされた情報が、改めて4号で重要事実とされることはないのだと明らかにしておられるわけです。

もう一点、この条文では、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」という文言が使われています。これがこの条項に該当するかどうかを判断するポイントになると思われます。この点につきましては、やはり上記の解説書の中では、通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該上場株券について当然に「売り」または「買い」の判断を行うと認められることをいうと指摘されています。これに該当すれば、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすと考えられるのだとされています。

#### ○裁判例

以下、バスケット条項が実際に適用された裁判例と課徴金事例を掲げさせていただきます。裁判例はいずれも刑事事件です。既に先生方もよくご存じの事件ではありますが、改めて見直してみたいと思います。

##### ①東京地判平成4年9月25日判例時報1438号151頁（マクロス（谷藤）株事件）

これは、上場会社の取締役である被告人が、自社が多額の架空の売上計上を行っていたことなどを知って、かかる事実が公表される前に、自らが

保有する自社株を売却したという事件です。少し長くなりますが、判旨の部分を読ませていただきます。

「年間160億円の売上高が見込まれていた電子機器部門で8月末現在約40億円の架空売上が計上されていて過去の売上実績の少なくとも過半が粉飾されたものであったこと、右の事情に加え、同部門の売上げの大半を担っていた乙が失踪したこと等から、月々予定されていた売上げはそのほとんどが架空ではないかと思われるというのであるから、結局、同社の主要な営業部門として大きな収益を挙げているとされた電子機器部門につき、9月以降の営業をも含めて、売上予想値に大幅な水増しがされていたこととなって、経営状態が実際よりもはるかに良いように見せ掛けられ、その結果として株価が実態以上に高く吊り上げられた状態に置かれていたこととなるものといわなければならない。そればかりか、予定していた約40億円の売掛金の入金がなくなったことによって、今後約30億円もの資金繰りを必要とするという事態を招いているのであって、公表されていた売上高の予想値に大幅な架空売上が含まれていた事実、及びその結果現に売掛金の入金がなくなり、巨額の資金手当てを必要とする事態を招いた事実、まさに投資家の投資判断に著しい影響を与える事実といわなければならない。すなわち、この事実は、当時の証券取引法190条の2第2項3号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており（通常、3号の事実は、景気の変動や商品の売れ行きの変動が生じた場合の業績予想値の変動を念頭に置いたものと解される。）、かつ同項1号の事実に該当しないことは明らかであるうえ、性質上は2号に類する事実といえるが、同号及びその関係省令等を調べても、同号の事実に該当しないものと認められる。加えて、年間の売上高の見込みが230ないし290億円で、経常利益の見込みが20億円という谷藤の会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさにおいても、証券取引法190条の2第2項1ない

し3号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は同条2項4号に該当するものと解するのが相当である」としています。

この判旨は、先ほどご紹介しました昭和63年改正の解説書を意識して、「前三号に掲げる事実を除き」という文言に抵触しないよう解釈を行っています。その上で、それには、例えば業績予想の変動としては評価を尽くせないというところを捉えて、4号のバスケット条項に該当するという解釈を展開しているわけです。これは、次にご紹介します有名な日本商事株事件につながる解釈を示したのではないかと思います。

## ②最判平成11年2月16日刑集53巻2号1頁（日本商事株事件）

これは、皮膚科医院の院長であった被告人が、主に医薬品の卸販売を業とする上場会社の日本商事と医薬品の販売取引契約を締結しているA社の従業員から、同人が同契約の履行に関して入手した、日本商事の開発・発売に係る帯状疱疹の新薬ユースビル錠について、発売直後、これを投与された患者につき、フルオロウラシル系薬剤との併用に起因した相互作用に基づく副作用と見られる死亡例が発生したとの重要事実の伝達を受け、かかる事実の公表前に、自己が保有する日本商事株1万株を売り付けた事件です。

これも長いですが、判旨を御覧になっていただきますと、「第一審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、前記証券取引法166条2項2号イにいう「災害又は業務に起因する損害」が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、第一審判決の認定によると、前記ユースビル錠は、従来医薬品の卸販売では高い業績を挙げていたものの製薬業者としての評価が低かった日本商事が、多額の資金を投じて準備した上、実質上初めて開発し、その有力製品として期待していた新薬であり、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであったところ、前記のように、

その発売直後、同錠を投与された患者らに、死亡例も含む同錠の副作用によるとみられる重篤な症例が発生したというのである。これらの事情を始め、日本商事の規模・営業状況、同社におけるユースビル錠の売上目標の大きさ等、第一審判決が認定したその他の事情にも照らすと、右副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬であるユースビル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいては投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るといえる面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価され得ない性質の事実であるといわなければならない。少し飛びまして、「しかしながら、前記のとおり、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、結局これについて同項4号の該当性を問題にすることができるといわなければならない」としまして、バスケット条項を適用しているわけです。

この事件につきましては、既に多くの先生方が評釈をされているわけですが、先ほどご紹介しましたマクロス株事件の解釈と同様に、前三号に包摂されない評価が可能であれば、横島氏の解説書の中に出てきた文言を使うならば「事象の実質面に着目」してバスケット条項を適用し得るとしたと思われます。

このように見てきますと、マクロス株事件と日本商事株事件は、いずれも昭和63年改正時の解釈から出発しています。つまり、1号から3号のどれかに該当するのだけれども、それについては軽微基準や重要基準に抵触することで、重要事実のハードルを超えることができなかったら、結局、インサイダー取引規制上の重要事実にならないとい

うことになりそうです。昭和63年当時の解説に従えばこの結論になります。もっとも、裁判所は、一つの事実を別の面から見るという解釈テクニクを使って、結果としては、バスケット条項の適用に道を開いた、その可能性を開いたと評価できるのではないかと思います。

### ③東京地判平成23年4月26日（リサ・パートナーズ株事件）

これは判例集には掲載されていませんが、データベースでは公表されている事件です。これも刑事事件でありまして、被告人は、あおぞら銀行において融資案件の審査業務等に従事していた者です。不動産投資等を目的とし、東京証券取引所に上場しているリサ・パートナーズの代表取締役Bが、景気低迷等により不動産関連企業の新規資金調達が困難となっていた状況下で三井住友銀行ほか10行からなる銀行団による協調融資によって総額約100億円の新規事業資金を調達できることが確実となった旨の事実をその職務に関して知り、あおぞら銀行においてBに対する融資営業等の業務に従事していたCにおいて、当該重要事実を職務上Bから伝達を受けていたところ、被告人は、平成21年3月6日頃、当該重要事実を自己の職務に関して知り、同事実の公表前にリサ・パートナーズの株券を買い付けたという事件です。

判旨ですけれども、「関係証拠によれば、サブプライムローン問題やリーマンショックの影響で、不動産関連の市場環境が著しく悪化する中、不動産関連事業を多く手がけるリサ・パートナーズも株価を下落させ、信用不安に関する風評が流れるなどの状況にあった事実が認められる。そうした中、銀行団によるシンジケートローンによって行われる100億円規模の資金調達が実現すれば、リサ・パートナーズの財務状況が改善されるだけでなく、その信用力や資金繰りの安定性などを市場や取引先等に対し強くアピールすることにもなることは明らかであり、現に、公表された融資額が被告人の得た情報より少ない95億円であったにもかかわらず、リサ・パートナーズの株価は、公

表直前の3月26日終値と公表後の4月14日の高値を比較すると2.35倍に高騰している」ということをまず指摘しています。

少し飛ばしまして、「さらに、リサ・パートナーズ株式を上場していたD（報告者注：東京証券取引所を指す）では、バスケット条項にいう「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とほぼ同義の「上場株券等に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」を行うことについての決定をした場合はその内容を開示しなければならないとの定めがあり（有価証券上場規程第402条第1号a）、「会社情報適時開示ガイドブック」において、その具体例として「当該決定事実による資産の増加又は減少見込額が、最近に終了した事業年度の末日における純資産額の30%に相当する額以上」に該当する場合は掲げられている。本件シンジケートローンの調達によるリサ・パートナーズの増加資産は、発表された95億円を基準としても、これを同社の平成20年12月期の純資産額238億5600万円で除すると39.8パーセントに達することから、同基準を優に超えている。このように、本件は、Dの有価証券上場規程でも開示を求められる事案に当たるのであり、このことも、本件のバスケット条項該当性を裏付けるものといえることができる」として、結論としてバスケット条項を適用しているわけです。

この事件は、先にご紹介した2件の裁判例とは異なりまして、他の条項との重複を気にしなくとも済んだ事例であったかと思えます。その上で、投資家の投資判断にとって重要な影響を与えるかどうかということを認定するに当たって、実際の株価の反応や上場先の取引所の自主規制を、バスケット条項該当性を肯定する根拠として持ち出しているということが注目されるところです。

### ○課徴金事例

次に、課徴金の事例を見てみたいと思います。課徴金納付命令発出勧告の件数は、平成28年度課



徴金事例集（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～不公正取引編～」（2017年）92頁）によれば、過去に10件あります。平成17年4月から平成29年3月までの間の違反行為者ベースで見ますと、課徴金納付命令が発出されている件数は268件あったようですが、そのうちの10件ということですので、数の上で言えば5%程度ということ、必ずしもバスケット条項が積極的に適用されているというわけではありません。しかしながら、実際に告発されて刑事事件になるという事例が随分減っていますので、課徴金納付命令が発出された事例もバスケット条項の現状を知る上で重要であろうと思い、ご紹介をする次第です。

お配りしています2件の金融庁関係者の方々の解説のうちの商事法務2097号（美崎貴子＝志村聡「インサイダー取引規制におけるバスケット条項の適用」（商事法務2097号（2016年）））の7ページから8ページにかけて、その10件が実際にはどのような事件であったかということが一覧表で紹介されています。

この論考の中でどのように分類をしておられるかということですが、6ページの真ん中から下の段にかけて分類をしておられるのですけれども、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」——ここが先ほど述べましたようにこの条項を適用できるかどうかのポイントですけれども——とされた事実は、次の5つに分類できるということです。

(a) 決算書類等の開示書類に問題が生じた事実（過年度の決算数値に過誤があることが発覚したこと、複数年度にわたる不適切な会計処理が判明したこと、会計監査人の異動、それに伴い有価証券報告書提出が遅延し、株式が監理銘柄に指定される見込みとなったこと）、(b) 財務上の問題が現実化した事実（第三者割当増資による転換社債型新株予約権付社債の発行が失権となる蓋然性が高まり、継続企業の前提に関する重要な疑義を解消するための財務基盤を充実させるのに必要な資金を確保することが著しく困難となったこと、発行会社の債務不履行により、契約解除の前提とな

る他社からの支払催告書が到達したこと）、(c) 提供中または提供予定の製品やサービス等に関して重大な問題が生じた事実（発行会社が製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざんおよび板厚の改ざんが確認されたこと、他社から、両社間の業務提携に係る不動産検索サービスの提供を停止するとの一方向的な通告を受けたこと、新薬開発のための第3相臨床試験の中止を決定したこと）、(d) 当局による調査を受けた事実（発行会社が、有価証券報告書虚偽記載の嫌疑による証券取引等監視委員会の強制調査を受けたこと）、(e) 株式の取得等に関する事実（発行会社が全部取得条項付種類株式を利用する方法により、発行会社を他の完全子会社とする決定をしたこと）の5類型です。

そして、この論考の中では、「実際の勧告事案においてバスケット条項が適用された事実はいずれも、有価証券報告書など上場会社の業績状況に関する開示書類の過誤や虚偽記載の嫌疑、上場会社における上場維持や事業継続への可能性に対する疑義、主要事業における問題発生など、上場会社の業績や事業の主要な部分に重要な影響を与える事実や、取引の対象となる株式が市場価格よりも高値で買い取られるという株価に直結する事実である」とされています。

さらに、平成28年度には、バスケット条項が適用され課徴金納付命令発出が勧告された事案が2件公表されています。これにつきましては、もう一つお配りしています商事法務2149号に掲載されている、やはり金融庁関係者の方々がお書きになりました論考の21ページ以下で紹介されています（志村聡＝鍛冶雄一＝河本貴大「公開買付けおよびバスケット条項に関するインサイダー取引規制」（商事法務2149号（2017年）））。

それによりますと、東洋ゴムが国の大臣認定を受けて子会社を通じて製造・販売していた本件製品について、出荷していた一部が性能評価基準に適合していないという事実、および、東洋ゴムが過去に複数回本件製品に係る国の大臣認定を取得しているが、その一部の大臣認定は、技術的根拠

のない性能評価基準の申請により受けていたという事実が、重要事実該当するとして、これが公表されていない間に株式を売買した会社関係者に対してバスケット条項を適用し、課徴金納付命令を発出しているわけです。

また、もう一つの事件においては、中華人民共和国に設立された江守グループホールディングスの連結子会社の主要得意先のほとんどについて売掛債権の回収可能性に疑義が生じたことなどに伴い、同社の平成27年3月期第3四半期連結累計期間において貸倒引当金繰入額約462億円を特別損失に計上することが確実にされた事実が重要事実とされ、バスケット条項が適用されています。

前者の東洋ゴムの事件につきまして、金融庁関係者の解説によれば、東洋ゴムの「社会的信用等への影響を検討するに当たって、大臣認定の性能評価基準に適合しない製品を出荷していた行為および本件製品の大臣認定を受けるに当たって技術的根拠のない申請を行っていた行為が、本件製品を使用した建築物の安全性に懸念を生じさせるものであったこと、そのことが東洋ゴムの社会的信用を毀損し、同社のその他の事業の展開にも支障をきたしかねないものであったことなどが総合的に考慮された」とされていまして、業務に起因する損害とも評価できないわけではないけれども、それでは評価し尽くせないとして、バスケット条項を適用しているわけです。ここには、先ほどご紹介しました日本商事株事件の判決の枠組みが使われているといたしますか、そのもとで運用されているということだろうと思います。

その上で、「事実は、時の経過や事態の進展に伴い刻々と変化し得るため、上場会社において顕在化したいかなる時点のいかなる事実が、当該上場会社の社会的信用や業績に著しい影響を及ぼすこととなり、結果、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと評価されるのかといった判断は必ずしも容易ではな」いが、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が当該上場会社において生じた」と判断された以前の段階から、製品の性能検査の過程におけるデータ処理に技術的根拠が

ないのではないかと疑義が社内で呈されていたようである。そして当該上場会社では、そうした疑義の有無について各種検査を行い、その結果が代表取締役社長らに報告等され、実態が徐々に明らかとなっていく状況が認められた。勧告事案では、こうした社内での検査等の進捗状況もつづさに検討の上、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が当該上場会社において生じた時点について判断された」と説明されています。

具体的には、代表取締役社長出席の会合でこの事実が報告された時点をもって、重要事実が発生したと判断をしているわけです。

このように、総計10件プラス2件において、バスケット条項が適用されているわけですが、適用件数が少ないだけではなく、この解説にあるバスケット条項の適用事例のいずれを見ましても、積極的にバスケット条項を使ってインサイダー取引事件を摘発しているかということ、必ずしもそうでもないのではないかと。つまり、日本商事株事件の判断枠組みに乗って、その上で昭和63年改正の解説書が指摘している、この事実を知ったら当然に投資家は「売り」または「買い」の判断をしたらどうかと考えられるかどうかということを慎重に考えて運用しておられるのではないかなど、そのような印象を持ちました。

## (2) 子会社情報(166条2項5号～8号)

166条2項の1号から4号までが、上場会社自身の事実のうち重要事実とされるものを列挙しているのですが、同項の5号から8号にかけては、子会社についての情報のうち重要事実該当するものを規定しています。

中身は、決定事実、発生事実、決算情報およびバスケット条項の順に規定されています。また、個別列挙と政令指定の組合せとなっています。さらには、軽微基準や重要基準を設定するという点を含めて、これまでご紹介しました会社情報と同じ形式をとっています。ただし、以下の諸点において、異なるのではないかと思います。

まず、5号の決定事実ですけれども、この決定

事実とされている情報の範囲が狭いわけですが。例えば、新株発行、資本金・法定準備金の減少、自己株式取得などは、決定事実の中には含まれていません。その理由としては、親会社に及ぼす影響という観点から、これらの情報を外したということだろうと思います。あるいは、子会社の自主性がそれほど自由ではないといえますか、制約をされている。例えば、新株発行を子会社がすることは想定されていないようにも思うわけですが。剰余金の配当につきましては、子会社連動株式についてのみ重要事実とされています（金融商品取引法施行令（以下「金商法施行令」という）29条8号）。

続きまして、6号の発生事実ですが、これもやはり範囲が狭くなっています。主要株主の異動、上場廃止、親会社の異動は規定されていません。孫会社の破産手続開始申立ては発生事実とされています。

親会社の異動が挙げられていないのは、親会社側といえますか、「会社情報」のほうで処理されるということかと思いますが、親会社以外にも主要株主が存在するという事は考えられるわけですが、その異動、あるいは子会社が上場している場合などの上場廃止については、ここでは挙げられておりません。

親会社に及ぼす影響につきましては、その属する企業集団の資産額や売上高等の変化の数値で示しています。軽微基準はいわゆる連結ベースで定められているわけですが、後で述べますとおり、例外があります。

さらに、売買される株式が子会社連動株式——これは、その剰余金の配当が特定の子会社の剰余金の配当に基づき決定される旨が当該上場会社等の定款で定められた株式、例えばトラッキング・ストックがこれに該当すると思いますが——であるか、それ以外の株式であるかで分けて、決定事実、発生事実ともに軽微基準が規定されています。

第三に、7号の業績の修正については、対象となる子会社が上場子会社あるいは子会社連動株式の対象子会社に限定されています（166条2項7

号の最初の括弧書き、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）55条1項）。業績予想の修正をするということ、その子会社が上場会社であれば、取引所規則でこれが義務づけられているということで、その修正が一定の重要性基準を満たせばインサイダー取引規制上重要事実と該当します。また、子会社連動株式の対象子会社に限定されているということで、これも、それらの株式を保有している親会社の株主から見れば重要な判断材料になる、したがって重要事実と該当するのかなと思います。

ただ、重要とされる情報は、子会社の売上高・経常利益・純利益——まとめて売上高等といいますがすけれども——の修正に限定されています。ですから、これは単体ベースです。そして、ここでは剰余金配当の予想の修正は含まれていません。

#### ○軽微基準の疑問点

軽微基準を読んでいたならば、1つよくわからなかったことがありました。それは、取引規制府令52条2項5号の2の規定です。連動子会社の解散が重要事実とされているのですけれども、条文を読んでみます。

「解散による当該連動子会社の資産の減少額が当該連動子会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該解散の予定日の属する当該連動子会社の事業年度及び翌事業年度の各事業年度においていずれも当該解散による当該連動子会社の売上高の減少額が当該連動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること」

私はこれを読んでいて、一体どういうことなのかなと疑問に思いましたので、後ほど教えていただけますと大変ありがたく思います。

（3）上場投資法人等の情報（166条2項9号～14号）

上場投資法人等の情報のうち、重要事実とされている情報が掲げられています。これは平成25年

改正により追加されたものです。

上場投資法人等の定義ですけれども、これは163条1項に規定がありまして、「投信法上の投資法人である上場会社等」とされています。

上場投資法人等の決定事実(9号)、発生事実(10号)、業績の修正(11号)およびバスケット条項(14号)の順に規定されている点、個別列举と政令指定の組合せという点、軽微基準・重要基準の設定という点では、会社情報、子会社情報と同じ形式です。もっとも、上場投資法人等の特色に応じて重要事実が法定されています。

特徴としましては、上場投資法人等の資産運用会社に関して、決定事実(12号)および発生事実(13号)が重要事実として法定されていることが挙げられます。ここにおいても、個別列举と政令指定の組合せという点、および軽微基準と重要基準の設定という点では同じ形式が踏まれています。ただし、資産運用会社に関する情報でバスケット条項(14号)の適用により重要事実とされる場合があるかどうかは、14号の条文上はどうもなさそうに読めるのですけれども、そのあたりは解釈に委ねられているように見えます。

ここまでが重要事実のご報告です。条文はその後、公表の定義、さらには親子会社の定義と続いていくわけですけれども、本日はそれについては割愛させていただきます。

## II. 適用除外(金商法166条6項)

### 1. 趣旨

昭和63年改正の解説書によれば、適用除外規定を置いた趣旨を次のように説明しています。「本条第一項……および第三項……の各規定は、取引の実質的な不正という点にまでは立ち入らず、いわば形式的に発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の事実を知った場合について、これが公表される前に一定の有価証券の取引を行うことを禁止するものであるが……、本項は、証券市場の公正性および健全性に対する投資家の信頼の確保という観点から、これらの規制を必要としないうる場合を具体的に列举している」と説明をしてい

ます(横島・前掲146頁)。つまり、形式的にはインサイダー取引に該当する場合であっても、禁止するに足る実質的理由に欠けると考えられる場合は適用除外とする趣旨であろうと思います。

### 2. 列举事項

これにつきましても、具体的に列举されています。昭和63年当時は1号から8号までの8項目でしたけれども、現行法を見ますと、1号から12号までの14項目に拡大しています。これを少しまとめてみますと、レジュメの10ページ以下になるかと思えます。

#### (1) 1号～2号の2

重要事実を知っていることと無関係に行われる株券等の取得等です。ここで挙げられているのは、株式を引き受ける権利、新株予約権、オプションの権利行使です。重要事実を知ることによって権利を積極的に行使したということも考えられるかと思いますが、ここでは無関係に行われたと割り切っているようです。

なお、重要事実を知って権利行使を見送るケースというのも考えられるわけですけれども、その場合は株式取得が行われない、つまり売買をしなかったもので、現行法上はインサイダー取引には当たらない、対象外ということですが。

#### (2) 3号

少数株主の利益の保護を優先させるとして株式買取請求権を行使する場合、または、法令上の義務の履行として行われる場合、例として単元未満株式の買取り、独占禁止法違反状態の解消としての株式譲渡などが考えられるかと思えます。

重要事実を知って組織再編に反対し、株式買取請求を行うことも考えられないわけではありませんが、それでも政策判断が優先されるということです。

#### (3) 4号 防戦買い

実は防戦買いにつきましても、167条5項5号

にも規定があります。それとこちらとどう違うのかということですが、昭和63年改正の解説書では、本号の趣旨は、「防戦買いは有効な防衛措置であるにもかかわらず、内部者取引規制ゆえにとれないとすると、会社自身が株券を取得することができる公開買付けあるいは買収を行う側との間で、被買収側が著しく不利になるという不均衡が生じるので、その解消にある」と説明されています（横畠・前掲149頁）。

つまり、防戦買いという事実も実は重要事実ですけれども、その防戦買いを要請された側が、その防戦買い以外に、166条2項に該当する重要事実をたとえ知っていたとしても、要請を受けた会社関係者による防戦買いを適法とするというのが、この166条のほうの防戦買いの趣旨です。

条文にありますように、買収対象会社の取締役会決議（法定防戦買い決議）による要請が必要です。対抗すべき対象たる公開買付け、これに準ずる行為の存在は必要かということが、従来論点として議論されてきたところです。

「これに準ずる行為」というのは、金商法施行令31条に次のように法定されていまして、「買い集める当該株券等に係る議決権の数の合計が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の数の百分の五以上である場合における当該株券等を買集める行為」ということです。これが本当に存在しなければならぬのか、もし存在しないにもかかわらず防戦買いを要請してしまって、それを受けた会社関係者が実際買付けをした場合、166条に定める重要事実をほかに知っていたというときに、それはインサイダー取引になってしまうのではないかということが議論されていたわけです。

この点につきまして、平成27年にガイドラインが改正されています。留意事項については、「被買付企業の取締役会が、当該被買付企業以外の者から公開買付け等を行うことについての具体的な提案を受けたことや、当該被買付企業以外の者が公開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏づける具体的な報道が行われたことといった合理的な根拠を踏まえ、『公開買付け等がある』

と判断し、それに対抗する目的で『対抗買い』の要請を行い、第三者が当該要請に基づいて買付け等を行った場合であれば、仮に実際には公開買付け等が存在しなかったとしても、『対抗買い』を口実とした不正な取引には当たらない」のだという趣旨だと、金融庁関係者の方が解説しておられます（船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説」（商事法務2079号（2015年）41頁））。

さらに、「インサイダー取引規制に関するQ&A」の間4を見ていただきますと、ガイドラインについて、（1）「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをいうのでしょうか、（2）被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか、（3）要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、どのような点に留意する必要があるのでしょうか、などといったことが質問事項として挙げられています。

その回答ですけれども、先ほど指摘をしました「公開買付け等に準ずる行為」を行うことについての決定をした事実であって、かつ、被買付企業の株券等の買集め行為を開始する直前における株券の所有割合が100分の5未満である場合には、公開買付けに準ずる行為を行うことについての決定した事実に加えて、100分の5を超えている事実があれば、買付け等があることとなると考えられます、というふうに回答しておられます。

そして、上記の各事実があることについて、合理的な根拠に基づく判断の必要があるとしておられるのですが、その合理的な根拠としては、その下の（2）のところで、具体的な提案を受けたとか、具体的な報道が行われたという場合が考えられるし、さらには、100分の5を超えている事実については、その被買付企業が当該企業以外の者から大量保有報告書が提出されたことを確認した場合のほか、100分の5を超えたことについての具体的な通知を受けた場合、さらにはその具体的な報道が行われた場合といったことが掲げられているところです。

## (4) 4号の2 自己株式の買付け

株主総会の取得決議が公表されていることを条件に、当該取得決議に基づいて行う自己株式の買付けを適用除外とすることで、円滑な買付けを期待した規定です。もっとも、他の重要事実を知っている場合は、適用除外が使えません。

## (5) 5号 安定操作取引

法令に定められた厳格な要件に従って行われるということから、重要事実を知っていることと無関係に行われる株券の買付けだとして適用除外とされます。政策的配慮かなと思います。

## (6) 6号 普通社債の売買等

普通社債もインサイダー取引の対象となる有価証券ですが、その売買において倒産情報以外の未公表の重要事実を知っていた場合は適用除外とされます。倒産情報としては、取引規制府令58条で、解散、破産手続き等の開始、不渡り等が挙げられています。

## (7) 7号 証券市場によらない取引（クロクロ取引の例外）

昭和63年改正の解説書は、「会社関係者又は情報受領者として上場株券等の売買等禁止される場合であっても、そのような者の間、すなわち発行会社の未公表の業務等に関する重要事実を知っている者の間で、証券市場によることなくいわゆる相対で取引を行うことは、通常、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害することはないと考えられる」ことを趣旨として説明しております（横島・前掲158頁）。

ただし、当時の法文は「第1項または第3項の規定に該当する者の間において」と限定していましたが、情報の受け手が会社関係者・第一次情報受領者でないと使えませんでした。一方、公開買付けに係るインサイダー取引の規律とは異なる建て付けになっておりました（167条5項7号参照）。

もっとも、現行法は「第1項に規定する業務等

に関する重要事実を知った者が当該業務等に関する重要事実を知っている者との間において」と改正されています。かつてのような限定は外されています。つまり、公開買付けの167条のクロクロ取引の側に引き寄せて改正が行われております。それだけ使いやすくなったのかということですが、もっとも、現行法においても、クロクロ取引として取引される株式が、証券市場で売却されることを知りつつ取引をする場合等は適用除外の対象とはならず、ここは外していないわけです。

## (8) 8号～11号 企業再編関連の適用除外

これは平成24年改正で新設されました企業再編関連の適用除外です。

この点につきましての金融庁関係者の解説によりますと、「組織再編を行うには相当の時間と費用を要すること等を踏まえると、インサイダー取引のために組織再編を行い、保有株式を承継させるおそれは必ずしも高くないことから、典型的に問題ないと考えられるものについては適用除外とすることが適切と考えられる」ということを趣旨として掲げています（高木悠子＝齊藤将彦＝上島正道「店頭デリバティブ規制の整備、インサイダー取引規制の見直し、課徴金度制度の見直し(1)」(商事法務1982号(2012年)10頁)）。

8号では、承継資産に占める上場株券等の割合が軽微な場合として、取引規制府令ではそれを20%としています。承継対象全体に占める影響が小さい、インサイダー取引のインセンティブに乏しいということかと思えます。

9号では、重要事実を知る前に行われた取締役会決議に係る適用除外が挙げられています。未公表の内部情報と無関係に承継が行われる、市場の公正を損なわないということかと思えますが、一種の「知る前契約」かなと思います。

10号は、単独新設分割に係る適用除外でありまして、分社化の機能を有する行為であるとして第三者との取引の性質を有しないということかと思えます。

11号は、8号から10号までがその上場株券等

が組織再編に伴って承継されるという場合であったのに対して、組織再編の対価として存続会社側から自己株式を交付するという場合を適用除外としていまして、その意味では、8号ないし10号とは違った観点から適用除外としていると思われま

す。  
存続会社、つまり自己株式を交付する側につきましても、通常の自己株式の交付よりも厳格な規制が付されていることや、デュエリジェンスが実施されるということで、合併条件の公正さが保障されているということから、インサイダー取引が行われる危険性は少ないというふうに説明されています。

一方、これを受け取る消滅会社株主側は、自己株式の交付を受ける場合も、対価として新株を取得することが適用除外とされていることとの均衡をとるため、適用除外とされたと説明されています。

#### （9）12号 知る前契約・計画に係る適用除外

ここに規定されている適用除外としては、以下の三点が挙げられています。

- 1) 「知る前契約」の履行として売買等をする場合
- 2) 「知る前計画」の実行として売買等をする場合
- 3) その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合

昭和63年改正の解説書によりますと、「会社の未公表の業務等に関する重要事実を知った者が行う上場株券等の売買であっても、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、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を損なうことはないと考えられること」が適用除外の趣旨として説明されています（横島・前掲159頁）。

もともと、適用除外範囲の明確性の確保の観点から、内閣府令で定める場合に限定されます。

昭和63年改正当時は、12号文末の括弧書き（現行法では「内閣府令で定める場合に限る」）は少

なくとも上記1)、2)に係ると解されていたようです。すなわち、現在でいう取引規制府令59条1項で知る前契約・計画について限定が定められていまして、同府令に規定されている場合以外の売買等は適用除外の対象とはならないと考えられます。

この点、昭和63年改正当時の大蔵省令では、6類型ありました。それが順次追加されて、平成27年改正前には14類型となっていますが、条文を見ますと、いずれも厳格・詳細と言えようかと思えます。

さらに、平成27年改正で1類型追加されました。これが14号です。包括的な適用除外規定だと金融庁の方は説明しておられます（船越・前掲33頁以下）。

内部者情報を何も知らない状況でないという利用できないというのでは、適用除外を定めた意味がないという指摘に対して、「インサイダー取引規制に関するQ&A」の問5で、そこに掲げられた場合には利用できると回答されています。

一方、3)の「その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合」については、これを限定する内閣府令は定められていません。これについては、実は昭和63年時から一度も定められたことはありません。この点について、昭和63年改正の解説書は、「一般的に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売買等を除外するものとなっている」とし、その例として「株先50」の取引や、現物と先物の価格差を利用してその差益を得るいわゆる裁定取引を行うことを挙げておられます。そして、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特別の事情があるという客観的な状況が存在することを要件とする、とされています（横島・前掲159頁）。

この適用除外に該当することとなる売買等は極めて限られるものだという趣旨で説明されているのかと思います（「インサイダー取引規制に関するQ&A」問3を参照）。そうしますと、内閣府令で定める場合に限るという文言の制限はないという前提で論じられているように読めますが、そう

すると、3)の「その他これに準ずる……場合」というのには一応何の限定もないが、それでは困るので、解釈で制限できるようにするのだという態度がどうもとられているようですけれども、それで本当にいいのかどうかということが若干疑問として残るところです。

最後に一言申し上げますが、包括的な適用除外規定と説明できるのかもしれませんが、前述したバスケット条項のように本当に包括的な規定として使われているかということ、そのようなことは決してないように思われます。

報告は以上です。ご教示のほどどうかよろしくお願いたします。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございます。本日のご報告は大きく2つに分かれ、前半部分が重要事実、後半部分が適用除外についてのお話であったかと思えます。

それでは、まず、重要事実についてご検討いただければと思います。よろしくお願いたします。

【決定事実等とバスケット条項の関連性】

○伊藤 マクロス株事件と日本商事株事件に関連してですが、マクロス株事件では、裁判所は、166条2項3号について、同号の「新たに算出した予想値」という文言に該当するためには、修正・公表が避けられない事態にあることの報告・承認があればよいとしつつ、結論としては、そのような報告・承認はなかったとしています。つまり、3号には該当しないとされたわけです。そうすると、レジュメの2ページの中ほどに引用されているような、「3号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており」といった説明をする必要があったのかということが疑問になります。

あるいは、日本商事株事件でも、副作用によると見られる重篤な症例が出て、副作用の被害者に

損害賠償をしなければいけない可能性があるということが、恐らく166条2項2号イにいう当該上場会社の「損害」と評価されたのだらうと思えます。しかし、2号イに該当するのは、実際に会社が被害者に損害賠償を支払った場合や、せいぜい被害者から損害賠償請求を受けた場合を言うのであって、これに対して、そのような損害賠償の原因になる副作用症例の発生自体は、もともと2号イの範囲外ではないかというふうにも思われます。したがって、日本商事株事件も最初から2号イには該当しないのではないかというふうにも考えられます。

そういうことからすると、そもそもマクロス株事件も日本商事株事件も、それぞれの事案でインサイダー取引の規定を適用するために、特に必要でない解釈論を展開しているのではないかとも思われます。あるいは、1号から3号までとバスケット条項とが重なり合うのでどうしようとか、そういうことを考えるのは、1号から3号までを柔軟に解釈してしまうからなのではないかとも思われるのですね。

そのように、1号から3号までとバスケット条項とが重なり合う場合があるという前提で、ある事実を別の面から見てバスケット条項を適用するという、かなりややこしい解釈が本当のところどこまで必要なのだらうかということについて、感触を教えていただけたらと思います。

○志谷 本当に感触程度のことしかお答えできないのですが、おっしゃるとおり、ポイントは、もともと厳格に規定されていたはずの要件を実際に適用しようとする、どちらかという、緩やかに解釈するということが判例では行われていますよね。例えば、決定事実における「決定」は、結構早い段階でその重要事実が発生したと判断するというように、かなり柔軟に解釈してしまう傾向がどうもあるのかな、そのことが関係しているのかなと、もう本当にさわりだけですけれども、そういう感想を持っております。

ただ、本当に厳密にびたつと分けてできるのかしらという点も実はありまして、悩ましいなとい

うところ。全然お答えにはなっていませんが。
○伊藤　ぎりぎり考えると、やはり重なるところはあると思うのですけれど、それにしても、1号から3号をもっと文字どおり解釈していくと、重なり合う面積は狭くなると思うのですね。マクロス株事件も日本商事株事件も特に必要ないのにそのような議論を展開しているようにも感じましたので、それだけ伺いたかっただけです。ありがとうございます。

○黒沼　今の論点は、私は、3号の場合と1号・2号の場合を分けて考える必要があると思います。3号について、決算数値の変動という数値の変動だけを見れば、伊藤先生のおっしゃるように、事実が発生したということと数値が変動したということは異なりますから、重なり合わないということになるのかもしれない。

それから、マクロス株事件では、私は重なり合うと言う必要はなかったと思っています。というのは、結局この事件では、3号に掲げる数値の変動を生じさせた事実というのが、1号や2号に列挙されている事実ではなかったからです。

もともと3号については、1号や2号と重なる可能性はあるわけですね。1号や2号の事実が発生して、その結果、決算数値が変動するということはいくらでもあるわけですから、そういう関係にあるのではないかと思います。

それから、日本商事株事件に関しては、損害の捉え方について違和感を持ちました。本件では、既に副作用によって重篤な症例が発生して死亡している人もいるわけですから、損害賠償が請求されなくても、それは損害が発生したと評価できる事案であったのではないかと思います。

そうすると、2号の事実と4号の事実が重なり合っている、そういう事案ではなかったかと思えますし、この事件を離れても、1号・2号、決定に係る事実と発生に係る事実であって、そこに掲げられていないものと4号のような場合が重なり合うことはいくらでもあるのではないかと思います。

【発生事実における損害の発生】

○伊藤　今の点ですけれども、損害賠償の可能性のある大きな出来事が生じれば、もうそれだけで「損害」だというふうに解釈するのは、通常の解釈よりはかなり柔軟過ぎるようにも思われます。黒沼先生のおっしゃったような解釈は、必ずしもそうでなければならないというものではないようにも思うのです。あくまで、2号の文言は、「次に掲げる事実が発生したこと」と「生じた損害」ですから。

○前田　具体的に損害賠償請求の訴訟を起こされなくても、副作用が生じたということがわかれば、損害賠償責任が発生したことはわかるわけですね。具体的な賠償額などは訴訟にならないとわからないのかもしれませんが。

○伊藤　もしそうならば、文言は「事実が発生した」とか「生じた損害」というふうにはしないのではないのでしょうか。普通、そういうところまで含めてここの意味に入れようとするのであれば、「損害が生じるおそれ」といった文言にするのではないかと思いましたので。

○久保　つまり、伊藤先生のご発言の趣旨というのは、損害賠償責任が発生したというのと損害とは違うという……。

○伊藤　そうですね。単純にはそういうことで、責任の発生と損害の発生は違うはずだと思いたので、先ほどの発言をさせていただいたわけですが、支持者がいないということもわかっております……。 (笑)

○川口　ほか、いかがでしょうか。この件はよろしいでしょうか。

【投資判断に対する影響】

○久保　私の質問は、「著しい影響」という4号の文言で、その判断の仕方がマクロス株事件とその後の例えばリサ・パートナーズ事件とで変わってきているのか、それとも変わっていないのかという点です。

ご報告いただいた中では、例えばマクロス株事件では、年間の売上高あるいは経常利益の見込み

額に比べて、その入ってくるお金の額が相当な額ですよ、だから重要性ないし影響の著しさというのがあるのですというような、起こった事実の影響の大きさというか、財産に対する比率のようなものを見て、影響の著しさというのを判断している。他方、リサ・パートナーズ事件では、ご紹介いただいたレジュメによると、公表直前の終値と公表直後の価格との比較であるとか、あるいは上場規則でこういったものは公表しなければいけないのですよというようなことを見て、重要性ないし著しい影響といったものを見ている。

また、ご紹介いただいた商事法務 2097 号に掲載されている勧告事案の一覧表の中で、金融庁担当官が株価状況というものを紹介しています。そこで、ストップ安になっているよとか、ストップ高になっているよといったことを挙げているということは、そこを見ているのだろうというふうに言えるのかもしれない。

そうすると、影響の著しさというものの見方、どうやって影響が著しいということ判断するのかということについて、判例ないし課徴金の事例の中で、判断基準がだんだん動いてきていると評価していいのか、それとも、実はそうではなくて、共通するもの、何か貫くものがあるのだよというふうに言えるのか。私もご感触を伺うような質問になるのですけれども、いかがでしょう。

○志谷 結局、昭和 63 年改正の解説書が、この事実を知れば投資家は当然に「売り」または「買い」の判断をするということが重要性を判断する際のポイントだと指摘していて、これがずっと解釈の底流にあって、それでは、当然に「売り」または「買い」の判断を行うというのは具体的にはどういう場合なのかということ当てはめようとすると、金額の大きさだけでも決まりということなのか。それとも、金額はともかくとして、実際に株価が反応していることとか、適時開示しなければならぬルールになっていることといった視点から重要性を判断するということなのか。後者は、基本的には、当然に売りまたは買いの判断をするという基準を当てはめようとしているのだ

ろうけれども、やはり当てはめ方が違ってきているように思うのです。どちらかというともっと投資家寄りというか、実際にどうなのかということ最近では重視してきているのだと思います。ただ、それが理論的に見てどうかという判断は、私自身はまだちょっと整理できていないところです。

○片木 今のお話ですと、事後的に株価がどう動いたかということをも以て重要性の判断をすると、取引する者にとっては、予測可能性という点から言えば、非常にわかりにくいことになりますよね。例えば、何百万個と売っている商品の中に 1 匹ゴキブリが入っていたということが起きた場合、最初は当事者もおそらく大したことはないと思っていましたが、SNS とかで流布することによって風評被害で大変な大ごとになったと。たまたま知って取引をしていた人はバスケット条項に該当してしまったというのも、何か事後的な評価で違法性を判断されるということになって、適切でないように思うのですけれども。

○志谷 となると、事前に何か明らかな基準を持ってこななければいけないのですけれども、それではそれがどういう基準なのかというと、必ずしもはっきりとしない。

○梅本 片木先生のご指摘はそのとおりで思うのですけれども、ただ、現行法の重要事実の規定では、単なる事実のみ列挙されているわけですね。しかし、本来的には、市場がどう評価するかといったところが問題となるはずで。株価が動くかどうか、特定の事実についてどうなるかというのは、その時点で恐らく一般の投資家であればわかる。でも、事前に客観的な基準を設定するというのは難しいでしょうね。

実際に当該売買等がインサイダー取引かどうかというのは、事後的に課徴金を課したり刑事訴追したりするときに問題になるのでしょうけれども、その時には、これは重要事実だよね、実際に株価も動いていたよねといった形で判断することになると思うのです。確かに先生がおっしゃるように、行為時において客観的に明らかではないではない

かということ、そのとおりだと思うのですが、ただ、事後的な株価の変動もあわせて見るというところは、私は、インサイダー取引の性格上仕方がない側面もあるのかなという気がいたします。

○行澤　　とはいえ、やはり行為時に一般の投資家の判断基準で、一般の投資家に対してであればおよそ著しい影響を及ぼさないだろうというような判断をなした場合、それを立証できた場合に免責されるというのが当然あってしかるべきだと思うので、事後的に株価が動いてしまったというのは、あくまで重要事実であったかどうかを判断する補完的・事後的資料にすぎないと考えべきだと思うのですけれどね。

○梅本　　おっしゃるとおりです。

○川口　　リサ・パートナーズ事件で、適時開示の要件を参考をしているというご報告でしたが、それはよいのでしょうか。すなわち、適時開示規制とインサイダー取引規制では、同じような文言が使われていますが、前者は開示せよという要請であるのに対して、後者は、公表まで取引をしてはいけないというものです。そのため、重要事実として同じような文言を使いながら、その内容は、異なる可能性もあるわけですね。例えば決定事実についての「業務執行を決定する機関」の意味も、両者では異なるというのが判例・通説です。このあたりは、どのようにお考えですか。

○志谷　　確かに違いはあるのかもしれませんが、一方で結構重なっているというか、同じように重要性を判断しているところもあるのかなと思いますので、これがだめだとまで言い切れるのかなというふうな感触は持っています。あくまで感触です。

○川口　　参考ぐらいには構わないという話なのでしょうかね。もともと適時開示制度が、インサイダー取引を予防する、すなわち、内部情報を早く出せばインサイダー取引は起こらないという趣旨で生まれたため、文言が似ているのは確かなのですが、その解釈まで同じで良いのかという疑問があったので、質問をさせていただきますし

た。

【重要事実の発生】

○松尾　　レジュメの7ページの東洋ゴムのところですが、ここでは、本件の重要事実、製品の一部分が基準に適合していない事実、および根拠がない申請によって大臣認定を受けていた事実であるとされています。他方で、お配りいただいた商事務務2149号の22ページの一番上の段を見ると、それぞれの事実が「判明したこと」と書かれているのです。さらに、22ページの一番下の段では、本件で重要事実がいつ発生したかという、遅くとも、社長等の前で報告された時点だとされています。製品の一部分が基準に適合していないという事実は、22ページの中段を見ると、社長等に報告された2年ぐらい前から既にその疑義が呈されていたということです。単に基準に適合していないという事実を重要事実だと捉えると、随分前からやっていたはずなのですが、「判明した」という文言を付けて、むしろ伊藤先生のご指摘とは逆に、重要事実の幅をやや狭めているように思うのですけれど。

疑義が生じている時点で、その事実を知って取引しても、インサイダー取引には当たらないということを言っているように読めるので、決定に係る重要事実のほうは随分早くから捉えるのに、発生に係る重要事実のほうはここまで遅くでいいのかしらという気がします。

基準に適合していないといった事実が「判明したこと」というのは、一体「発生」との関係では、どう理解すればよいのでしょうか、これもご感触というか、お考えをお聞かせいただければと思います。

○志谷　　レジュメの7ページには、ご指摘の論考の内容を少し書いておいたのですが、時々刻々変わる中で、いかなる時点で重要事実として、この時点以降公表されるまでの間に株式の取引をするとインサイダー取引になりますよという線をどこかで引かなければいけないといった要請が、やはりあるのではないかなと思います。

先生がおっしゃるように、前から社内ではうわさになっていて、そのうわさが次第に広がっていくという中で、では、どの時点の取引を捉えてインサイダー取引として課徴金を課すのか、場合によっては刑事事件に発展していくのかということになると、どうなのでしょう。決定事実については緩やかなのに、ここは厳格にしているのはおかしいではないかということですか。

○松尾　むしろそういった懸念については、「知って」の要件のほうで区切れればいように思うのですけれども。発生のタイミングを遅らせているように読めるので、なぜそういうことをする必要があるのでなかと。知らなければ取引規制はかからないわけですね。逆に、疑義を持っていたような人々は、疑義ですけれども知っていたわけなので、この人たちがやっていたら、それはやはりインサイダー取引ではないかなと思うのです。課徴金の決定原文は読んでいませんので、この論考頼りですけれども、発生した時点を随分遅らせているので、違和感があったということです。

○行澤　ひょっとしたら的外しているかもしれないのですが、私が読んだのは、データ処理に技術的根拠はないのではないかという疑義が社内で呈されていたようだという事です。確かに実際にその偽装をした人にとってはそれが事実だったかもしれませんが、それと、会社において一定の過程を経てこういう偽装が行われたことがほぼ確実な事実だと認定されていくプロセスとでは、やはりレベルが違うのではないかと思うのです。

つまり、投資者の判断に著しい影響を及ぼすまでの事実として膨れ上がったというか、確実になっていったのが、遅くとも取締役社長らに報告等がなされたときだということができるのではないかと思うのです。時々刻々と変わるとか、徐々に実態が明らかとなっていく状況というのは、そのあたりのことを言っているのではないかなと思います。だから、会社内の一部で起こった本当に小さな偽装の種、あるいはうわさがあるだけでは、全体としての会社においては、こういう事実が発

生している、重要な事実が発生しているということまではまだ至らないということではないでしょうか。

○松尾　では、いつから虚偽の申請をしていましたかと言われると、恐らく、いついつの時点から、ということにはなるのですよね。それは、先生のお考えですと、まだ投資家の判断に著しい影響を及ぼすほどにはなっていないかというふうに……。

○行澤　確たるものとはなっていないかと思うのです。会社全体の情報としては、まだ確たる事実にはなっていないか。多分報告するまでには、それこそいろいろな検査をしたり、担当者呼んで調査をしたり、またヒアリング等をして、会社として不正の事実を確認していくのだらうと思うのです。そのいずれかの時点で会社として重要な事実が確定されていくのではないかと。

○北村　志谷先生は、バスケット条項を適用した事例の検討のご報告の最後に、感想として、これらの事例は、積極的にバスケット条項を使ってインサイダー取引事件を摘発しているのではなく、この事実を知ったら当然に投資家は「売り」または「買い」の判断をいただろうと考えられるかどうかということを慎重に考えてバスケット事項を運用しているという印象を持ったとおっしゃいました。

それは、バスケット条項というのはあるのだけれども、発生した事実が投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすということを会社関係者が知っていなければ「重要事実」にならない、その意味では「重要事実」該当時期を遅らせているという意味で慎重にとおっしゃったのかどうか、私の理解を確認させていただければと思います。

○志谷　私は、この事件をずっと見ていて、やはり今までの議論の中にもあったのですけれども、例えば、重要事実が——これは発生事実ではないのですけれども——発生事実的に考えてどの時点で発生したのか、それが著しい影響を及ぼすのか、これを知れば必ず内部情報に当たると判断できる

というぐらいのインパクトのある情報なのか、といったことを認定してバスケット条項を適用していくことについては、やはりどちらかというところ積極的ではなくて、慎重に運用しておられるのではないかなと思います。

単に数が少ないというだけではなくて、先ほども問題になりましたけれども、商事法務 2097 号に掲載されている勧告事案の一覧表の中にあるように、実際にこれだけのインパクトを株価に与えているのではないかなというふうなものもやはり考えた上で、勧告の発出に踏み切っているのではないかなというふうに、これも印象ですけれども、そう思います。それが果たしてバスケット条項を最初に定めたときの立法者の趣旨に合っているのかどうかというのは、ちょっとここでは触れないでおきますけれども、現状はそのように運用されているのだなという印象を持っています。

○片木 今のお話についてちょっと確認したいのですが、例えば不正な検査等が行われた、あるいは品質が確保されていない取引があって、その事実自体はずっとあったわけですが、それがある程度判明した時点で重要事実になるとすると、仮にその工事というか事業の担当役員が事実をずっと知っていた場合、判明する時点に行くまでは、やはり重要事実ではないのでしょうか。それとも、知っている限りは重要事実になるのでしょうか。

○志谷 改めて資料を確認しましたところ、東洋ゴムの事例で課徴金納付対象となった者は、同社の役職員ではなく、同社の子会社で性能評価基準に適合していない製品を製造・出荷していた会社の取引先である会社の役員です。その者が第一次情報受領者としてインサイダー取引を行ったとされています。したがって、東洋ゴム・その連結子会社の外部者が職務上伝達を受けた時点で当該情報が「内部情報」に該当することが必要でした。ですから、いつの時点で内部情報となったのが問題となったように思われます。

【子会社情報】

○川口 それでは、先に行かせていただいて、

子会社情報についてはいかがでしょうか。

○前田 子会社情報については決定事実の範囲が狭いというお話があり、その理由として、子会社の自主性が制約されているというお話があったのですが、その意味をご説明いただけますでしょうか。

○志谷 もう一度お話をさせていただきますと、例えば新株発行は、公開会社であれば子会社の取締役会の判断でできるのですが、事実上は、親会社の許しもなく子会社が新株発行するということはないのではないかな。そういう意味で、子会社の自主性が制約されているということが当然の前提としてあって、新株発行などは抜けているのではないかな。もしそれを実際に行ったということがあれば、その時はバスケット条項で処理するのではないかな、というように読んだのですが、

○前田 親会社の意向に反して子会社が新株発行を行うことはまずないだろうというのはおっしゃるとおりだと思うのですが、決定事実になるかどうかは、親会社株式の価格に影響があるかどうかだと思うのですね。親会社がいいと言ったかどうかは関係しないのかなと思ったのです。

○川口 これは、通常、子会社の増資や配当は親会社との間で行われ、連結ベースで見ると、親会社・子会社の財産総額に変化がないので、親会社株式についての投資判断に影響がないというふうに解されているのではないかなと思います。しかし、例えば、子会社が親会社以外に対して株式を発行をすることも考えられますので、その場合は、やはり、連結で見ても、親会社の株式の価値が変わってくるような気がします。この場合は、バスケット条項を使うのでしょうかね。

ほかにいかがでしょうか。

レジュメの8ページの下の方の疑問点ですが、これは具体的に何がご疑問ということなのですか。

○志谷 解散によって、確かに資産は減少するのでしょうか。解散による当該連動子会社の資産の減少額が当該子会社の100分の30に相当する額未満であると見込まれるという、これはどういう意味なのでしょう。解散してしまうのですから、

資産はなくなってしまうよね。あるいは、解散した翌事業年度の売上げなどがあるのかということ。具体的にはそういう点なのですよ。

【改めて東洋ゴムの事例について】

○伊藤 1つだけ確認させていただきたいことがあります。レジユメの7ページの真ん中で、東洋ゴムの場合について、日本商事株事件の判決の枠組みに依ったというご報告をされましたが、その意味だけちょっと確認させていただければと思います。

東洋ゴムの事件は、1号から3号には該当し得るものなのですかね。

○志谷 先ほどの損害の話に戻ってしまうのですけれども……。

○伊藤 わかりました、そういうご趣旨ですね。

○川口 そろそろ適用除外のところについていかがでしょうか。

【新株予約権等の行使】

○前田 新株予約権等の行使によって株式を取得する場合が適用除外になっていることについて、志谷先生は、重要事実を知ったからこそ権利を行使することがあるのではないかという問題点を指摘されました。しかし、重要事実を知ったからこそ新株予約権を行使するという場面は、実際にはほとんどあり得ないのではないのでしょうか。つまり、行使期間中に株価が行使価額を下回っていれば、グッドニュースを知って将来確実に株価が上がるということがわかったとしても、行使はしないはずだと思うのですね。つまり、株価のほうがいわけですから、新株予約権を行使せずに株式を直接に買うでしょう。

他方、行使期間中、株価が行使価額を上回っているのであれば、やはり重要事実を知るかどうかにかかわらず、通常は行使するはずだと思うのです。結局、重要事実を知ったかどうかは、通常は行使するかどうかの判断に影響しないので、適用除外にして差し支えないと思うのです。不公正で非難されるような株式の取得ではないと思ったの

ですけれども、いかがでしょうか。

○志谷 新株予約権はそうかもしれませんけれども、株式を引き受ける権利はそうでしょうか。

○川口 かつて、株主割当が盛んで、その引受価格も安い時代がありましたね。そこでは、引受人が、グッドニュースを知っているか否かにかかわらず、払い込むということはあったのでしょうか。払い込まないと損をするわけですから。けれども、そうでない場合、やはりインサイダー情報の有無によって買うか買わないかの判断をするということは起こり得るのではないのでしょうか。将来の株価が今より上昇すると思えば権利を行使する、そうでなければ行使しないという判断もあるような気がするのですけれども、そういうお話でしょうか。

○志谷 はい。今株価が上がっていても、将来下がるかもしれない。

○松尾 公表されるまでに行使期限が来てしまうようなケースですかね。

○梅本 いや、それならば、権利行使などなくて、市場で取得してしまえばいいのですよ。

○松尾 たしかに、そうですけど。

○志谷 そういう割り切りですよ。

○松尾 株式を引き受ける権利の場合は、そうはいかないので、それぐらいですかね。

○川口 新規発行ではインサイダー取引規制がかからないということも関係していますかね。

○志谷 それもありますね。

○川口 そうであれば、もともと、適用除外とする必要はない……、なぜここでわざわざ書くのかという話になりますね。

○志谷 そうですね。

○松尾 ああ、そうですね。

○川口 自己株式の処分は、既発行証券についてのものなので、ここに書いておかなければならないということも考えられるのでしょうか。

○志谷 自己株式の処分がそれほど簡単でなかった時代から、ずっとこれがあるのは不思議ですね。

○川口 そうですね。ほか、いかがでしょうか。

【防戦買い】

○伊藤 4号の防戦買いなのですが、現在これを適用除外にする必要性はどの程度あるのだろうかというのが気になります。昭和63年改正当時とはともかく、現在では防衛策としてはほかのものも使えますし、この必要性はどれくらいあるのか、あるいは防戦買いは実際どれくらい行われているのか、そのあたりについて、ご感触があればお聞かせ下さい。

○志谷 実際のところ、私もよくわからないところですが。当時と比べたらいろいろと防衛手段は整ってきているということはあるけれども、それならばもうなくしたらどうかと、そこまで言わなくてもいいかなという感じなのですけれどね。

○伊藤 あればあったでよいという感じなのですかね。

○志谷 例えば「準ずる行為」の存在がはっきりとわからないままに防戦買いを要請し、要請された方がこれに応じるというのは怖いということで、なかなか使えないという議論が従来されてきましたね。それを受けてのガイドラインだろうと思うのですけれども、例えば新聞報道があったら合理的根拠としているのですけれども、本当にそれでいいのかと言われると、ちょっとなあという感じはありますけれどね。

○川口 公表の概念では、スクープ新聞報道はだめだといっていますよね。（笑）

○志谷 結構うまいこと使い分けて……。

○黒沼 今の点について答えを持っているわけではないのですけれども、平成27年にガイドラインを制定するよりも前は、ほとんど使われていなかったと言われていましたね。

私は、この防戦買いの適用除外は政策的に設けられたものではないかと思っています。防戦買いの適用除外が意味することは、重要事実を示して、今当社の株を買っておけば将来もうかるから買ってください、防戦のためにも買ってくださいと言うことが許されるということなのです。他の重要事実が発生していて、それを知っていても適用除

外となるわけです。そういう防戦買いを許す政策的な意味はあるのかという点に、私自身は疑問を持っています。

それともう一つ、今回の改正後のガイドラインを見ると、それほど防戦買いが容易になっているのか、よくわかりませんでした。特に問4の答えの（1）ですが、準ずる行為、株券等の買集め行為の場合に、買集め前に100分の5未満であるということと、買集め決定後に100分の5を超えたという事実に加えて、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為を行うことについての決定をした事実がないといけないわけです。そういうふうはこの答えは読めるのですけれども、そうすると、100分の5未満から100分の5を超えたということを知っただけでは足りず、決定した事実をやはり知らないのだめだということになるのですね。これを知らないで特定の者が買っているということは、大量保有報告書を見ればわかるわけですが、決定した事実を知っているという事態はなかなか生じないのではないかと。そうすると、このガイドラインはあまり使えないようにも思うのですけれども、いかがでしょうか。

○志谷 買い集め側の内部で決定したということがわかるのかということですが、私がこれを読んだときの印象としては、例えば買い占めをしようとする第三者が対象会社を訪れて、今度おたくの株を買わせてもらいますよとかいいかげんな話をしてきたと。さあ、それで果たしてそれを信じて防戦買いができるのかという疑問が以前から実務家の方であって、それに答えようとしているようにも思うのですけれどね。だから、「知って」というところは、むしろそういう場合を考えておられるのかなというふうに思うのですけれどね。

答えになっていないかもしれませんが。（笑）

○黒沼 この答えとして、100分の5未満である場合には、「買い集め行為により100分の5を超えている事実があれば」ということだけを書いてくれば、比較的適用除外を受けやすい、合理的な理由があるというふうに理解しやすいのです

が、「決定をした事実に加え」と書いてあるのですね。やはりこの事実がなくてはいけないということなのですかね。

○川口 大量保有報告書で判断するということなのですから、それを提出する理由もいろいろとあるではないですか。例えば、純投資の場合だってあるわけですよね。このように、支配権を取得するための取得以外にも大量保有報告書を出す可能性があることを考えると、これで判断するということが良いのでしょうか。

○黒沼 いや、準ずる行為については、意思は要件とされていないのではないですか。

【クロクロ取引】

○志谷 私のほうから言い出しては何ですが、クロクロ取引って許すのは当然なのかな、と私の感覚としてはあるのですけれども。とはいえ、それが脱法的に使われて、その株がまた市場に戻ってしまう、一般の投資家が売買してしまうというのでは、それはだめですというのはわかります。形式的に考えればクロクロ取引にはインサイダー規制が適用されてしまうので、わざわざ適用除外だときちんと書いたのですということなのかもしれないけれども、それにしても、それにしても、最初は何か使い勝手が悪いようにも規定されていたのを、その後公開買付け側に合わせるような形で多少柔軟にどうか、改正したりしているのですが、クロクロ取引はそれほどきちんと適用除外だと書いておかなければいけないことなのですかね。

○川口 形式的には、公表前に内部情報を知って取引をするのですからインサイダー取引規制の適用があるのではないのでしょうか。その上で、取引の当事者間で、情報の非対称性がないから規制を外すということではだめなのですか。

ただ、取引の当事者はこれで良いとして、クロクロ取引が一般の投資家の信頼を損なわないかという点については、また違った検討が必要ではないのでしょうか。例えば、バッドニュースがあり、現在の株価は2,000円であるものの、それが公表されれば株価が暴落するというときに、クロの人

の間であれば、それを加味して、安値、例えば、500円で売買をするわけですよね。ところが、情報を知らない投資者、すなわちシロの人は、市場では2,000円で買付けをしているのですよね。この情報を知っていたら、株価が下がる銘柄を買うはずがない。そうであれば、やはりクロクロ取引を有効とすることに不満というか、疑問を持つということはある得るのかなと思うのですけれども。

○志谷 将来またリバウンドして株価が上がったときに、そのずるさがますますはっきりするという感じですかね。それはありますね。

【知る前契約の適用除外】

○川口 ほか、いかがでしょうか。

最後に疑問提起をされたのは、知る前計画・知る前契約の適用除外の規定の最後に「内閣府令で定める場合に限る」とされているところ、現在はそれを定める内閣府令は存在しないにもかかわらずこの規定を使っている、ということについてですね。

○志谷 前提としては、内閣府令に定める場合に限るというのは、レジユメの12ページに記載の1)と2)だけでなく、3)にも係っているのではないかなとまず読んだ、ということですが、

○川口 それは係っているのではないのでしょうか。

○志谷 この場所から言えばそうですね。

○川口 それで、内閣府令がないのに、それを使えるかという話ですよね。

○志谷 はい。

○前田 この12号の文末の括弧書きの意味については、前にも研究会で議論があったと思うのですけれども、この括弧の位置からして全部に係っていると読まざるを得ないですよね。ただ、金融庁の解釈によると、3つ目のその他の場合については、具体的な内閣府令が存在せず、存在しないということは限定がないという、おそらく普通の文言解釈では想像もつかないような考え方をとっているということですね。

○志谷 内閣府令で定める場合を除くではなく

て、「限る」となっている。（笑）

○前田 その結果、その他という部分こそが、適用除外についての真の包括条項に今のところなっていると。

○志谷 使えるという……。

【改めてバスケット条項について】

○志谷 ちょっと私のほうからいいですか。最初のところに戻りまして、バスケット条項ですけれども、もう随分と議論されてきているとは思いますが、日本商事株事件の最高裁の解釈に対して、現在先生方はやはり肯定的に考えておられますか。それとも、批判的でしょうか。本当に感触みたいなことですが、それをお聞かせいただくと大変今後勉強になるなと思って、本日は実は楽しみにしてきたのですけれども。

○川口 どの部分について肯定的という話ですか。1号から3号までに該当する可能性があるもので、それとは異なる要素があれば、4号が使えるかというような点についてですか。

○志谷 あるいは、4号を捉えるときには、確かに事実を1号ないし3号的に評価できる面もあるけれども、別の面があって、こちらが大事なのだと言って、これに4号を適用するという態度ですよね。どうなのでしょう、現在それに対しては肯定的なのでしょう。

○川口 黒沼先生は、「アクロバティックな適用だ」とどこかで書いておられたという記憶があるので、（笑）

○志谷 アクロバティックという表現はどういう……。

○黒沼 ですから、私は否定的なのですが、その解決方法としては包括条項一本にせよという、そういう立場です。

○志谷 その包括条項一本化をしたときに、今よりももっとインサイダー取引の摘発が増えるというか、積極的に運用されていくというふうに黒沼先生はお考えになっていらっしゃるのでしょうか。

○黒沼 いや、現在は包括条項をかなり柔軟に

解していると思いますので、あまり変わらないのではないかという気もしています。先ほど伊藤先生がご発言されそうになってやめた東洋ゴムの事例も、業務に起因する損害だと見ることもできると思うのですが、その点については特に言及せずに一般条項でやっていますので、どちらかというとは、一般条項を使うように実務は動いてきているという感じは持っています。

○志谷 これまでよりももっと広く積極的に摘発されるというふうに予想されているということでしょうか。

○黒沼 いや、ですから、包括条項にしたとしても変わらないだろうと思います。

○行澤 これも印象論なのですが、やはり罪刑法定主義との関係がクリアにされないまま包括条項を柔軟に使ってくるというのと、先ほど言われた、金融庁が基本的に刑事裁判に持っていきよりも課徴金で処理する、しかも課徴金事例でバスケット条項を使ったものはそれほど多くないという、その辺の慎重な態度が、ややバランスが悪いという感じがします。あるいは課徴金では包括条項を慎重に運用する代わりに、これを超えて刑事事件として立件するものについては包括条項を柔軟に使うよという暗黙の了解がもしあるとしたら、それは逆だろうという感じがします。罪刑法定主義との関係では、刑事事件においてこそ包括条項を安易に使用することに慎重な姿勢が求められるように思いますが、こちらの議論はたなざらしのような印象を受けます。

○志谷 それは、私は先生のお考えをちょっと誤解しているのかもしれないけれども、やはりこれまでの30年間の運用というものを重視するということでしょうか。

○行澤 私の発言の趣旨は、それこそ具体的な列举事由があるのだから、列举事由の方でしっかりと捉えていくべきなのか、それとも包括条項を重視して、こちらを主としてやるのかという議論が、特に罪刑法定主義との観点においてあいまいになったまま、実務が現状のようになっているというのはいかがなものか、ということです。

○川口 包括条項違反で課徴金事例にしていくのは、あまり好ましくないというような立場でしょうか。

○行澤 好ましいかどうかは別ですけど、罪刑法定主義との関係で言えば、課徴金事例のほうが、包括条項が使いやすいといえるのではないのでしょうか。

○川口 それで良いのでしょうか。刑事手続きより緩和された手続きで、包括条項を多用することが……。

○行澤 よいかどうかまではコメントする力がないのですけれども。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

どうもありがとうございました。

金商法 166 条-会社情報に関する内部者取引の禁止(その2)

神戸大学 志谷匡史

1 金商法 166 条の意義

1-1 金商法 166 条の概要

1-2 内部者取引の意義・規制理由

1-3 規制の沿革・特色

2 166 条の構成要件

2-1 内部者取引の主体

2-2 内部者取引の対象

2-3 重要事実

①決定事実、②発生事実、③決算情報(以上、前回報告)

④バスケット条項(166 条 2 項 4 号)

「前三号(上記①～③)に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」が重要事実とされる。

規定の趣旨は、昭和 63 年改正の解説書によれば「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすという実質に着目して重要事実を規定したものであり、いわば重要事実のバスケット条項」と説明されている。すなわち、複雑多岐にわたる経済活動を遂行する企業の内部情報を、あらかじめ網羅的に規定することは困難なため、事実の実質面に着目して包括的に重要事実を規定した。会社が決定した一定の事実や会社の意思によらないで発生した一定の事実がともに含まれる(上記解説書)。

・「前三号に掲げる事実を除き」

上記解説書によれば「本号は、第 1 号から第 3 号までに掲げられた重要事実以外の事実についての規定であり」と説明されている。そして、たとえ新製品等の企業化であってその概微基準に該当する事実などが、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして本号に該当するということはないとされる。

・「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」←該当を判断するポイント
通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該上場株券について当然に「売り」または「買い」の判断を行うと認められることをいう(上記解説書)。

1 横島裕介・逐条解説 インサイダー取引規制と罰則(1989 年) 119 頁。

◇裁判例

①東京地判平成 4 年 9 月 25 日判例時報 1438 号 151 頁(谷藤株事件)

上場会社の取締役である被告人が、自社が多額の架空売上計上を行っていたことなどを知って、係る事実が公表される前に、自らが保有する自社株を売却した事案。

「年間 160 億円の売上高が見込まれていた電子機器部門で 8 月末現在約 40 億円の架空売上が計上されていて過去の売上実績の少なくとも過半が粉飾されたものであったこと、右の事情に加え、同部門の売上げの大半を担っていた乙が失踪したこと等から、月々予定されていた売上げはそのほとんどが架空ではないかと思われというのであるから、結局、同社の主要な営業部門として大きな収益を挙げているとされた電子機器部門につき、9 月以降の営業を含めて、売上予想値に大幅な水増しがされていたこととなつて、経営状態が実際よりもはるかに良いように見せ掛けられ、その結果として株価が実態以上に高く吊り上げられた状態に置かれていたこととなるものといわなければならない。そればかりか、予定していた約 40 億円の売掛金の入金がなくなつたことによつて、今後約 30 億円の資金繰りが必要とするという事態を招いているのであつて、公表されていた売上高の予想値に大幅な架空売上が含まれていた事実、及びその結果現に売掛金の入金がなくなり、巨額の資金手当てを必要とする事態を招いた事実は、まさに投資家の投資判断に著しい影響を与える事実といわなければならない。すなわち、この事実は、証券取引法 190 条の 2 第 2 項 3 号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており(通常、3 号の事実は、景気の変動や商品の売れ行きの変動が生じた場合の業績予想値の変動を念頭に置いたものと解される。)、かつ同項 1 号の事実に該当しないことは明らかであるうえ、性質上は 2 号に類する事実といえるが、同号及びその関係各号等を調べても、同号の事実に該当しないものと認められる。加えて、年間の売上高の見込みが 230 ないし 290 億円で、経常利益の見込みが 20 億円という谷藤の会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさに於いても、証券取引法 190 条の 2 第 2 項 1 ないし 3 号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は同条 2 項 4 号に該当するものと解するのが相当である。」(下線報告者追加)

→ 上記解説を意図して「前三号に掲げる事実を除き」の文言に抵触しないよ

う解釈を行った。日本商事事件にながる解釈を示した。

②最判平成11年2月16日刑集53巻2号1頁1頁(日本商事株事件)

皮膚科医院の院長であった被告人が、主に医薬品の卸販売を業とする上場会社日本商事と医薬品の販売取引契約を締結しているA社の従業員から、同人が同契約の履行に関して入手した、日本商事開発・発売に係る带状ほう疹の新薬ユースピル錠について、発売直後、これを投与された患者につき、フルオロウラシル系薬剤との併用に起因した相互作用に基づく副作用とみられる死亡例が発生したとの重要事実の伝達を受け、係る事実の公表前に、自己が保有する日本商事株1万株を売却付けた事実。

「第一審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、前記証券取引法166条2項2号イにいう「災害又は業務に起因する損害」が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、第一審判決の認定によると、前記ユースピル錠は、従来医薬品の卸販売では高い業績を挙げているもの製薬業者としての評価が低かった日本商事が、多額の資金を投じて準備した上、実質上初めて開発し、その有力製品として期待していた新薬であり、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであったところ、前記のように、その発売直後、同錠を投与された患者らに、死亡例も含む同錠の副作用によるとみられる重篤な症例が発生したというのである。これらの事情を始め、日本商事の規模・営業状況、同社におけるユースピル錠の売上げ目標の大きさ等、第一審判決が認定したその他の事情にも照らすと、副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬であるユースピル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特別に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいては投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るとい面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価され得ない性質の事実であるといわなければならない。もとより、同号イにより包摂・評価される面については、見込まれる損害の額が前記賠償基準を上回ると認められたいめ結局同号イの該当性が認められないうこともあり、その場合には、この面につき更に同項四号の該当性を問題にすることは許されないとすべきである。しかしながら、前記のとおり、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる

別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、結局これについて同項四号の該当性を問題にすることができるといわなければならない。このように、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのため同項4号に該当する余地がなくなるものではないのであるから、これが同号所定の業務等に関する重要事実として公訴が提起されている本件の場合、同項2号イの損害の発生としては評価されない面のあることを裏付ける前記諸事情の存在を認め第一審としては、同項4号の該当性の判断に先立って同項2号イの該当性について審判判断しなければならないというべきである。」(下線報告者追加)

→ 上記谷藤(マクローズ)株事件の解釈と同様に、前三号に包摂されない評価が可能であれば「事象の実質面に着目」してバスケット条項を適用しようとした。

③東京地判平成23年4月26日(リサ・パートナーズ株事件)

被告人は、あおぞら銀行において融資案件の審査業務等に従事していたものであるが、不動産投資等を目的とし、東京証券取引所に上場しているリサ・パートナーズの代表取締役Bが、景気低迷等により不動産関連企業の新規資金調達が困難となっていた状況下で三井住友銀行ほか10行からなる銀行団による協調融資により総額約100億円の新規事業資金を調達できることが確実となった旨の、リサ・パートナーズの運営、業務又は財産に関する重要な事実であった。投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実をその職務に知り、あおぞら銀行においてBに対する融資営業等の業務に従事していたCにおいて、当該重要事実を職務上Bから伝達を受けていたところ、被告人は、平成21年3月6日ころ、当該重要事実を自己の職務に知り、同事実の公表前にリサ・パートナーズの株券を買い付けた事実。

「関係証拠によれば、サブプライムローン問題やリーマンショックの影響で、不動産関連の市場環境が著しく悪化する中、不動産関連事業を多く手がけるリサ・パートナーズも株価を下落させ、信用不安に関する風評が流れるなどの状況にあった事実が認められる。そうした中、銀行団によるシンジケートローンによって行われる100億円の資金調達が実現すれば、リサ・パートナーズ

の財務状況が改善されるだけでなく、その信用力や資金繰りの安定性などを市場や取引先等に対し強くアピールすることにもなることは明らかであり、現に、公表された融資額が被告人の得た情報より少ない95億円であったにもかかわらず、リサ・パートナーズの株価は、公表直前の3月26日終値と公表後の4月14日の高値を比較すると2.35倍に高騰している。また、eのほか、本件シンジケートローンにかかわったリサ・パートナーズ財務部長f、あおぞら銀行シニア・リレーション・マネージャーs、さらには、eのあおぞら銀行の担当者f等関係者の間では、本件シンジケートローンの実施が決まったことは、リサ・パートナーズの同業他社に対する信用力の優越、資金繰りの安定、信用不安の払拭を強く印象づける内容で、一般投資家に対して安心感を与え、株価を上げる要因であるなどといった認識で一貫している。

さらに、リサ・パートナーズ株式を上場していたDでは、バスケット条項にいう「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とほぼ同義の「上場株券等に関する重要な事項であつて、投資者の投資判断に著しく影響を及ぼすもの」を行うことについての決定をした場合はその内容を開示しなければならないとの定めがあり（有価証券上場規程第402条第1号a o）、「会社情報適時開示ガイドブック」において、その具体例として「当該決定事実による資産の増加又は減少見込額が、最近に終了した事業年度の末日における純資産額の30%に相当する額以上」に該当する場合は掲げられている。本件シンジケートローンの調達によるリサ・パートナーズの増加資産は、発表された95億円を基準としても、これを同社の平成20年12月期の純資産額238億5600万円を除くと39.8パーセントに達することから、同基準を優に超えている。このように、本件は、Dの有価証券上場規程でも開示を求められる事案に当たるのであり、このことも、本件のバスケット条項該当性を裏付けるものといえることができる。

以上要するに、市場が、本件事実をもってリサ・パートナーズの株価の上昇要因と受け取るであろうことは、平成21年3月26日ころの時点において明らかであり、本件事実は、バスケット条項にいう「上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」に当たると認められるのが相当である。（原文一部修正、下線報告者追加）

→ 前2件の裁判例と異なり、他の条項との重複を気にしなくとも済んだ事例。株師の反応や自主規制をバスケット条項該当を肯定する根拠とした。

◇課徴金事例

課徴金納付命令発出勧告の件数は、平成28年度課徴金事例集²によれば、過去に10件ある。金融戸関係者の分類³に従うと、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」とされた事実には、(a)決算書類等の開示書類に問題が生じた事実(年度の決算数値に過誤があることが発覚したこと、複数年度に亘る不適切な会計処理が判明したこと、会計監査人の異動、それに伴い有価証券報告書の提出が遅延し、株式が監理銘柄に指定される見込みとなったこと)、(b)財務上の問題が顕著化したこと(第三者割当による転換社債型新株予約権付社債の発行が失権となる蓋然性が高まり、継続企業の前提に関する重要な疑義を解消するための財務基盤を充実させるのに必要な資金を確保することが著しく困難となったこと、発行会社の債務不履行により、契約解除の前提となる他社からの支払催告書が到達したこと)、(c)提供中または提供予定の製品やサービス等に関して重大な問題が生じた事実(発行会社が製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざん及び板厚の改ざんが確認されたこと、他社から、両社間の業務提携に係る不動産検査サービスの提供を停止するとの一方的な通告を受けたこと、新薬開発のための第3相臨床試験の中止を決定したこと)、(d)当局による調査を受けた事実(発行会社が、有価証券報告書虚偽記載の嫌疑による証券取引等監視委員会の強制調査を受けたこと)、ならびに、(e)株式の取得等に関する事実(発行会社が全部取得条項付種類株式を利用する方法により、発行会社を他の完全子会社とする決定をしたこと)に分けられる。

「実際の勧告事案においてバスケット条項が適用された事実はいずれも、有価証券報告書など上場会社の業績状況に関する開示書類の過誤や虚偽記載の嫌疑、上場会社における上場維持や事業継続への可能性に対する疑義、主要事業における問題発生など、上場会社の業績や事業の主要な部分に重要な影響を与える事実や、取引の対象となる株式が市場価格よりも高値で買い取られるという株価に直結する事実である」とされている。

² 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～不正取引編～」92頁(平成29年8月) <https://www.fsa.go.jp/seiscj/jirei/torichou/20170829.htm>

³ 美崎貴子＝志村聡「インサイダー取引規制におけるバスケット条項の適用」商事法務2097号(2016年)6頁。

⁴ 美崎ほか・前掲12頁。

おいて生じた時点について判断された」と説明されている⁶。

⑤子会社情報(166条2項5号-8号)

- ・決定事実、発生事実、決算情報およびバスケケット条項の順に規定されている点、個別列挙と政令指定の組合せという点、軽微基準・重要基準の設定という点では会社情報と同じ形式。
- ただし、以下の諸点において異なる。
 - ・決定事実の範囲が狭い。← 親会社に及ぼす影響、子会社の自主性の制約
 - Ex. 新株発行、資本金・法定準備金の減少、自己株取得など。
 - 剰余金配当は、子会社連動株式についてののみ重要事実となる(令29条8号)
 - ・発生事実についても範囲が狭い。主要株主の異動・上場廃止・親会社の異動は規定されていない。なお、孫会社の破産手続開始申立てが発生事実とされる。
 - ← 親会社の異動は「会社情報」の方で処理

- 主要株主の異動や上場廃止は…?
- ・親会社に及ぼす影響を、その属する企業集団の資産額・売上高等の変化の数値で示している(軽微基準は連結ベース)。
- ・売買される株式が子会社連動株式(その剰余金の配当が特定の子会社の剰余金の配当に基づき決定される旨が当該上場会社等の定款で定められた株式、トランプキング・ストック)であるか、それ以外の株式であるかに分けて、軽微基準(決定事実、発生事実ともに)が規定されている。
- ・業績の修正について、対象となる子会社が上場子会社・子会社連動株式の対象子会社に限定されている(166条2項7号最初のかっこ書き、取引府令55条1項)。
- また、重要とされる情報は、子会社の売上高・経常利益・純利益(=売上高等)の修正に限定される(剰余金配当は含まれない)。
- ・軽微基準の問題点

取引府令52条2項5号の2 連動子会社の解散
 「解散による当該連動子会社の資産の減少額が当該連動子会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該解散の予定日の属する当該連動子会社の事業年度及び翌事業年度の各事業年度においていずれも当該解散による当該連動子会社の売上高の減少額

⁶ 志村ほか・前掲23-24頁。

さらに、平成28年度には、バスケケット条項が適用され課徴金納付命令発出勧告された事案が2件公表されており、一つは東洋ゴムが国の大臣認定を受け子会社を通じて製造・販売していた本件製品について、出荷していた一部が、性能評価基準に適合していない事実、および、東洋ゴムが、過去に複数回、本件製品に係る国の大臣認定を取得しているが、その一部の大任認定に際し、技術的根拠のない性能評価基準の申請により、大臣認定を受けた江守グループホールディングスの連結子会社の主要得意先のほとんどについて売却債権の回収可能性に疑義が生じたことなどに伴い、同社の平成27年3月期第3四半期連結累計期間において貸倒引当金繰入額約462億円を特別損失に計上することが確実になった事実が重要事実とされた。

前者の事件について、金融庁関係者の解説によれば、東洋ゴムの「社会的信用等への影響を検討するに当たって、大臣認定の性能評価基準に適合しない製品を出荷していた行為および本件製品の大臣認定を受けるに当たって技術的根拠のない申請を行っていた行為が、本件製品を使用した建築物の安全性に懸念を生じさせるものであったこと、そのことが東洋ゴムの社会的信用を毀損し、同社のその他の事業の展開にも支障をきたしかねないものであったことなどが総合的に考慮された」⁵(原文一部修正、下線報告者追加)。← 日本商事事件判決の枠組み

その上で、「事実は、時の経過や事態の進展に伴い刻々と変化し得るため、上場会社において顕在化したいかなる時点のいかなる事実が、当該上場会社の社会的信用や業績に著しい影響を及ぼすこととなり、結果、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと評価されるのかといった判断は必ずしも容易ではないが、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が当該上場会社において生じた」と判断された以前の段階から、製品の性能検査の過程におけるデータ処理に技術的根拠がないのではないかと疑義が社内で呈されていたようである。そして当該上場会社では、そうした疑義の有無について各種検査を行い、その結果が代表取締役社長らに報告等され、実態が徐々に明らかとなっていく状況が認められた。報告事案では、こうした社内での検査等の進捗状況もつづさに検討の上、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が当該上場会社に

⁵ 志村聡=鍛冶雄一=河本貴大「公開買付けおよびバスケケット条項に関するインサイダー取引規制」商事法務2149号(2017年)23頁。

①1号～2号の2 重要事実を知っていることと無関係に行われる株券等の取得等
 Ex. 株式を引き受ける権利・新株予約権・オプションの権利行使
 → 重要事実を知ることと権利を積極的に行使したということも考えられるが、
 が……？ なお、重要事実を知って権利行使を見送るケースも考えられるが、
 その場合は株式取得が行われない(売買をしなかった)ので、内部者取引の対象外
 ②3号 少数株主の利益の保護を優先させる(株式買取請求権行使)、または、法
 令上の義務の履行として行われる場合(単元未満株式の買取り・独禁法違反状態
 の解消としての株式譲渡など)
 → 重要事実を知って組織再編に反対し、株式買取請求を行うことが考えられ
 るが……？ それでも政策判断が優先？

③4号 防戦買い Cf.167条5項5号
 昭和63年改正の解説書では趣旨は、「防戦買いは有効な防衛措置であるにもか
 かかわらず、内部者取引規制ゆえにとれない」とし、会社自身が株券を取得
 することができると公開買付けあるいは買収を行う側との間で、被買収側が著し
 く不利になるという不均衡が生じるので、その解消にある⁸。→ たとえ他の
 重要事実(166条の重要事実)を知っていても、要請を受けた会社関係者による防
 戦買いを適法とする。

- ・ 買収対象会社の取締役会決議(法定防戦買い決議)による要請が必要
- ・ 対抗すべき対象たる公開買付け・これに準ずる行為の存在は必要？
 「これに準ずる行為」＝買い集める当該株券等に係る議決権の数の合計が
 当該株券等の発行者の総株主等の議決権の数の百分の五以上である場合におけ
 る当該株券等を買集める行為(金商法施行令31条)
- ・ 金融商品取引法等に関する留意事項について(金融商品取引法等ガイドライ
 ン) 平成27年改訂を参照(添付資料)
 「被買付企業の取締役会が、当該被買付企業以外の者から公開買付け等を行
 うことについての具体的な提案を受けたことや、当該被買付企業以外の者が公
 開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏づける具体的な報道が行
 われたことといった合理的な根拠を踏まえ、「公開買付け等がある」と判断し、
 それに対抗する目的で「対抗買い」の要請を行い、第三者が当該要請に基づい
 て買付け等を行った場合であれば、仮に実際には公開買付け等が存在しなかつ

⁸横島・前掲注(1)149頁。

が当該運動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満である
 と見込まれること。」

⑥上場投資法人等の情報(166条2項9号～14号)

平成25年改正により追加
 ・ 上場投資法人等の定義：投信法上の投資法人である上場会社等(163条1項)
 ・ 上場投資法人等の決定事実(9号)、発生日(10号)、業種の修正(11号)およ
 びバスケット条項(14号)の順に規定されている点、個別列挙と政令指定の組合
 せという点、軽微基準・重要基準の設定という点では会社情報と同じ形式。も
 つとも、上場投資法人等の特色に応じて重要事実が法定されている。
 ・ 特徴としては、上場投資法人等の資産運用会社に関して、決定事実(12号)お
 よび発生日(13号)が重要事実として法定されていることがあげられる。ここ
 においても個別列挙と政令指定の組合せという点、および、軽微基準・重要基
 準の設定という点では同じ形式が踏まれている。ただし、資産運用会社に関す
 る情報でバスケット条項(14号)の適用により重要事実とされる場合があるかど
 うかは、解釈に委ねられている。

3 適用除外(166条6項)

3-1 趣旨

昭和63年改正の解説書によれば、適用除外規定を置いた趣旨を、「本条第一
 項…および第三項…の各規定は、取引の実質的な不正という点にまでは立ち入
 らず、いわば形式的に発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の事実
 を知った場合について、これが公表される前に一定の有価証券の取引を行うこ
 とを禁止するものであるが…、本項は、証券市場の公正性および健全性に対す
 る投資家の信頼の確保という観点から、これらの規制を必要としない場合を具
 体的に列挙している。」と説明している⁷。形式的には内部者取引に該当する場合
 であっても、禁止するに足る実質的理由に欠ける場合を適用除外とする趣旨

3-2 列挙事項

昭和63年当時は1号～8号までの8項目が定められていた。現行法は1号～
 12号までの14項目に拡大している。

⁷横島・前掲注(1)146頁。

- たとしても、「対抗買い」を口実とした不正な取引には当たらない⁹
 ・「インサイダー取引規制に関するQ&A」問4)を参照(添付資料)
- ④4号の2 自己株式の買付け
 株主総会の取得決議が公表されていることを条件に、当該取得決議に基づいて行う自己株式の買付け → 適用除外とすることで円滑な買付けを期待。もともと、他の重要事実を知っている場合は、適用除外が使えない。
- ⑤5号 安定操作取引
 法令に定められた厳格な要件に従って行われる → 重要事実を知っていることと無関係に行われる株券の買付け。政策的配慮
- ⑥6号 普通社債の売買等
 倒産情報以外の未公表の重要事実を知った会社関係者等による普通社債の取引について、適用除外とする。
- ⑦7号 証券市場によらない取引(クロコ取引の例外)
 昭和63年改正の解説書は「会社関係者または情報受領者として上場株券等の売買等禁止される場合であっても、そのような者の間、すなわち発行会社の未公表の業務等に関する重要事実を知っている者の間で、証券市場によることななくいわゆる相対で取引を行うことは、通常、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害することはないと考えられる」ことを趣旨として説明している¹⁰。
- ただし、当時の法文は「第1項または第3項の規定に該当する者の間において」と限定していた。 → 情報の受け手が会社関係者・第一次情報受領者でないと使えない。公開買付けに係る内部者取引の規律と異なる建て付けであった(167条5項7号参照)。
- 現行法は「第1項に規定する業務等に関する重要事実を知った者が当該業務等に関する重要事実を知っている者との間において」と改正されている。もともと、現行法においても、クロコ取引された株式が証券市場で売却されることを知りつつ取引する場合は適用除外されない。
- ⑧8号~11号 企業再編関連の適用除外 ← 平成24年改正で新設
 金融庁関係者の解説によると「組織再編を行うには相当の時間と費用を要すること等を踏まえ、インサイダー取引のために組織再編を行い、保有株式を承継させるおそれることも高くないことから、類型的に問題ないと考えられるものについては適用除外することが適当と考えられる。」¹¹
- 8号 承継資産に占める上場株券等の割合が概微な場合
 → 承継対価全体に与える影響は小さい、内部者取引のインセンティブに乏しい。 取引規制府令58条の2は20%とする。
- 9号 重要事実を知る前に行われた取締役会決議に係る適用除外
 → 未公表の内部情報と無関係に承継が行われる、市場の公正を損なわれない。「知る前契約」の一種?
- 10号 単独新設分割に係る適用除外
 → 分社化の機能を有する、第三者との取引の性質を有しない
- 11号 組織再編の対価としての自己株式の交付(8号~10号とは異なる)
 → 存続会社：通常の自己株式の交付よりも厳格な規制
 デューデリの実施(合併条件の公正の保障)
 → 消滅会社株主：自己株式の交付を受ける場合も、対価として新株を取得する場合は適用対象ではないこととの均衡をとるため、適用除外とされた。
- ⑨12号 知る前契約・計画に係る適用除外
 ここに規定されている適用除外としては、
 1) 「知る前契約」の履行として売買等をする場合
 2) 「知る前計画」の実行として売買等をする場合
 3) その他これに準ずる特別の事情に基づき売買等であることが明らかかな売買等をする場合
- 昭和63年改正の解説書は「会社の未公表の業務等に関する重要事実を知った者が行う上場株券等の売買等であっても、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かな場合には、証券市場の公正性と健全性に対

¹¹ 高木悠子=齊藤将彦=上島正道「店頭デリバティブ規制の整備、インサイダー取引規制の見直し(1)商法務1982号(2012年)10頁。

- たとしても、「対抗買い」を口実とした不正な取引には当たらない⁹
 ・「インサイダー取引規制に関するQ&A」問4)を参照(添付資料)
- ④4号の2 自己株式の買付け
 株主総会の取得決議が公表されていることを条件に、当該取得決議に基づいて行う自己株式の買付け → 適用除外とすることで円滑な買付けを期待。もともと、他の重要事実を知っている場合は、適用除外が使えない。
- ⑤5号 安定操作取引
 法令に定められた厳格な要件に従って行われる → 重要事実を知っていることと無関係に行われる株券の買付け。政策的配慮
- ⑥6号 普通社債の売買等
 倒産情報以外の未公表の重要事実を知った会社関係者等による普通社債の取引について、適用除外とする。
- ⑦7号 証券市場によらない取引(クロコ取引の例外)
 昭和63年改正の解説書は「会社関係者または情報受領者として上場株券等の売買等禁止される場合であっても、そのような者の間、すなわち発行会社の未公表の業務等に関する重要事実を知っている者の間で、証券市場によることななくいわゆる相対で取引を行うことは、通常、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害することはないと考えられる」ことを趣旨として説明している¹⁰。
- ただし、当時の法文は「第1項または第3項の規定に該当する者の間において」と限定していた。 → 情報の受け手が会社関係者・第一次情報受領者でないと使えない。公開買付けに係る内部者取引の規律と異なる建て付けであった(167条5項7号参照)。
- 現行法は「第1項に規定する業務等に関する重要事実を知った者が当該業務等に関する重要事実を知っている者との間において」と改正されている。もともと、現行法においても、クロコ取引された株式が証券市場で売却されることを知りつつ取引する場合は適用除外されない。

⁹ 船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説」商法務2019号(2015年)41頁。
¹⁰ 横島・前掲注(1)158頁。

インサイダー取引規制に関するQ&A 目次

(問1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。…………… 1

(問2) 現在、一部の上場会社において、「役員員において、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役員員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。…………… 2

(問3) 上場会社の役員員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらの会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知っていれば、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであったとしても、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。…………… 3

(問4) 「金融商品取引法等に関する留意事項について」（金融商品取引法等ガイドライン）第1章166-1、166-2及び167-1について、
 (1) 「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをいうのでしょうか。
 (2) 被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか。
 (3) 要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、どのような点に留意する必要があるでしょうか。
 (4) 同166-2において、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら買付け等を行う場合についての留意事項が記載されているのに対し、同167-2が存在しないのは、どのような理由によるのでしょうか。…………… 5

(問5) 上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実を知っている以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。…………… 7

する投資家の信頼を損なうことではないと考えられること」を適用除外の趣旨として説明している¹²。

適用除外範囲の明確性の確保の観点から、内閣府令で定める場合に限られる。昭和63年改正当時より、12号文末の括弧書き(内閣府令で定める場合に限る)は少なくとも上記1)2)にかかると解されてきた。

→ 取引規制府令59条1項 知る前契約・計画について限定が定められており、同府令に規定されている場合以外の売買等は、適用除外の対象とはならない。

昭和63年改正当時の大蔵省令 6類型
 その後、順次追加されて、平成27年改正前には14類型 → 厳格・詳細

平成27年改正で1類型追加された(14号の追加)。→ 包括的な適用除外規定¹³
 内部者情報を何も知らない状況にないという指摘に対して、「インサイダー取引規制に関するQ&A」問5)を参照(添付資料)

一方、上記3)「その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかでない場合」については、これを限定する内閣府令が定められていない。この点について昭和63年改正の解説書は「一般的に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でない売買等を除外するものとなっている」とし、その例として「株先50」の取引や現物と先物の価格差を利用してその差益を得るいわゆる裁定取引を行うことを挙げている。そして、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でない特別な事情があるという客観的な状況が存在することを要件とする¹⁴。

→ この適用除外に該当することとなる売買等はきわめて限られる
 「インサイダー取引規制に関するQ&A」問3)を参照(添付資料)

¹²横島・前掲注(1)159頁。
¹³ 船越・前掲注(9)83頁以下。
¹⁴横島・前掲注(1)159頁。

平成20年11月18日
 (最終改訂：平成27年9月2日)
 金融庁
 証券取引等監視委員会

インサイダー取引規制に関するQ&A

(問2) 現在、一部の上場会社において、「役員員において、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役員員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。

(答)
 インサイダー取引規制違反が生じないよう、上場会社各社においてその実情に応じた社内ルールが整備されることは重要なことですが、同時に、社内ルールが過剰な内容になり、結果として自社株式売買を萎縮させることがないよう配慮が必要です。

御指摘のような、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止するという社内ルールは法令上求められるものではなく、各社の判断でこれを解除することは、インサイダー取引規制に抵触するものではありません。

(問1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。

(答)
 金融商品取引法第166条においては、「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知った者は、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。(インサイダー取引規制)

上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付主体となるところ、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当するかどうかが問題となります。

この点については、例えば、

- (1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、
- (2) ① 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、
 又は、

② 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、
 においては、一般に、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられます。

（問3）上場会社の役員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらの会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知って行ければ、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。

（答）
金融商品取引法第166条においては、上場会社の役員等の「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知ったものは、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。（インサイダー取引規制）

上場会社の内部情報を知り得る特別の立場にある「会社関係者」が、未公表の「重要事実」を知って売買等を行うことは、一般の投資家と比べて著しく有利となって極めて不公平であり、そのような売買等が横行すれば、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ります。インサイダー取引規制は、このような投資家の信頼を確保する観点から、「会社関係者」による一定の売買等を禁止しているものと考えられます。

しかしながら、投資家の信頼の確保という観点からは、「会社関係者」が未公表の「重要事実」を知った後に売買等を行ったとしても、当該売買等が「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、それにより証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれは乏しく、インサイダー取引規制によって抑止を図ろうとする売買等には該当しないものと考えられます。

このため、自社や取引先の未公表の「重要事実」を知っている上場会社の役員^{（注1）}が、それらの会社の株式を売買した場合であっても、例えば、『「重要事実」が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合』や『「重要事実」を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合』など、取引の経緯等から「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象とされることにはならないものと考えられます。

なお、いずれにしても、上場会社においては、役員がインサイダー取引に関与することのないよう、社内において相応の情報管理態勢の確保に努めることが求められます。^{（注2）}

（注1）「重要事実」を知らない役員については、単に重要事実を知り得る

立場にあることをもって、その売買がインサイダー取引規制違反となることはないものと考えられます。

（注2）日本証券業協会が運営し、上場会社の役員情報を管理・登録する仕組みである Japan-Insider Registration & Identification Support System（J-IRISS）への登録は、上場会社の役員によるインサイダー取引を防止するためのいわば「アラームシステム」としての機能を有しており、上場会社における法令遵守態勢の整備に資するものであるため、J-IRISSの登録が促進されることが強く望まれます。

した場合のほか、当該企業以外の者から株券等所有割合が100分の5を超えたことについての具体的な通知を受けた場合や、当該企業以外の者の株券等所有割合が100分の5を超えた事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合が考えられます。

- (3) 被買付企業の業務執行を決定する機関が公開買付け等に対抗するための要請を行うことについての決定をしたことは、被買付企業の業務等に関する重要事実であり、金融商品取引所における適時開示事項となっております。被買付企業の取締役会等の要請に基づいて、要請を受けた者が買付け等を行う際には、要請元である被買付企業が行う当該重要事実の公表等に基づき、当該要請が、公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づき、当該要請が、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものであるかにつき、適切に判断する必要があります。

- (4) 金融商品取引法第167条第1項、第3項の規定によるインサイダー取引規制は、公開買付け等があることを前提とする規制です。したがって、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知っている場合には、公開買付け等がない以上、同条第1項、第3項の規定によるインサイダー取引規制の適用の前提を欠き、当該規制の対象になりません（そのため、同条第5項第5号の規定による適用除外の対象になるか否かは問題になりません）。

(問4)「金融商品取引法等に関する留意事項について」(金融商品取引法等ガイドライン)第1章166-1、166-2及び167-1について、
 (1)「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをいうのでしょうか。
 (2)被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか。
 (3)要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、どのような点に留意する必要がありますでしょうか。
 (4)同166-2において、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら買付け等を行う場合についての留意事項が記載されているのに対し、同167-2が存在しないのは、どのような理由によるのでしょうか。

- (答)
 (1) 原則として、公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をした事実があれば、公開買付け等があることとなると考えられます。ただし、当該事実が、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為（金融商品取引法施行令第31条に規定する公開買付けに準ずる行為をいいます。以下この問4において同じ。）を行うことについての決定をした事実であって、かつ、当該公開買付者等が被買付企業の株券等の買集め行為（金融商品取引法施行令第31条に規定する買集め行為をいいます。以下この問4において同じ。）を開始する直前における当該公開買付者等の株券等所有割合（金融商品取引法施行令第31条ただし書に規定する株券等所有割合をいいます。以下この問4において同じ。）が100分の5未満である場合には、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為を行うことについての決定をした事実に加え、買集め行為により当該公開買付者等の株券等所有割合が100分の5を超えている事実があれば、公開買付け等があることとなると考えられます。
 被買付企業の取締役会等が公開買付け等に対抗するための要請を決定するに当たっては、上記の各事実があることについて、合理的な根拠に基づき判断する必要があります。

- (2) 公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をした事実があることについて「合理的な根拠に基づく」場合としては、例えば、被買付企業が当該企業以外の者から公開買付け等を行うことについての具体的な提案を受けた場合や、当該企業以外の者が公開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合が考えられます。
 また、買集め行為により公開買付者等の株券等所有割合が100分の5を超えている事実について「合理的な根拠に基づく」場合としては、例えば、被買付企業が、当該企業以外の者から大量保有報告書が提出されたことを確認

○ 金融商品取引法等に関する留意事項について（金融商品取引法等ガイドライン）

改 正 案	現 行
<p>第1章 金融商品取引法</p> <p>金商法第2条（定義）関係（略）</p> <p>金商法第166条（会社関係者の禁止行為）関係</p> <p>（公開買付け等に対抗するための上場会社等の要請に基づく買付けその他の有償の譲受けを行う場合）</p> <p>166-1 上場会社等の取締役会（これに相当するものとして金商法施行令第31条の2で定める機関を含む。167-1において同じ。）が決定した要請（監査等委員会設置会社にあつては会社法第399条の13第5項の規定による取締役会の決議による委任又は同条第6項の規定による定款の定めに基づく取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定した要請を含み、指名委員会等設置会社にあつては同法第416条第4項の規定による取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定した要請を含む。167-1において同じ。）が、公開買付け等（当該上場会社等の株券等（金商法第27条の2第1項に規定する株券等をいう。）に係る同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又はこれに準ずる行為として金商法施行令第31条で定めるものをいう。166-2において同じ。）があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものである場合には、当該要請は、金商法第166条第6項第4号の規定による要請に該当することに留意する。</p> <p>166-2 166-1の要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら行う買付けその他の有償の譲受けは、金商法第166条第6項第4号の規定による買付けその他の有償の譲受けに該当しないことに留意する。</p> <p>金商法第167条（公開買付者等関係者の禁止行為）関係</p> <p>（公開買付け等に対抗するための上場等株券等の発行者の要請に基づく買付け等を行う場合）</p> <p>167-1 上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請が、公開買付け等（当該上場等株券等の金商法第27条の2第1項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又はこれに準ずる行為として金商法施行令第31条で定めるものをいう。）があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われたものである場合には、当該要請は、金商法第167条第5項第5号の規定による要請に該当することに留意する。</p>	<p>第1章 金融商品取引法</p> <p>金商法第2条（定義）関係（略）</p> <p>（新設）</p> <p>（新設）</p>

（問5）上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実を知っている以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。

（答）
 売買等を行う時点において未公表の重要事実を知っていたとしても、「知る前契約」の履行又は「知る前計画」の実行として当該売買等を行う場合には、当該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かといえることから、インサイダー取引規制の適用除外とされています（金融商品取引法第166条第6項第12号）。
 このような趣旨を踏まえると、金融商品取引法第166条第6項第12号に規定する「知る前に締結された」又は「知る前に決定された」とは、「売買等を行う時点において知っていた未公表の重要事実を知る前」に締結又は決定されたことを意味すると考えられます。

具体例として、契約の締結又は計画の決定の時点において知っていた重要事実Aが売買等を行う前に全て公表又は中止され、また、当該契約の締結又は当該計画の決定の後知った重要事実Bが当該売買等を行う時点において未公表となつている場合を想定します（なお、当該契約の締結又は当該計画の決定の時点から、当該売買等を行う時点までの間に、重要事実A及びBのほか知知っている重要事実はないものとします。）。

ここで、売買等を行う時点において重要事実Bは未公表の重要事実ではありませんが、契約の締結又は計画の決定は重要事実Bを知る前に行われていることから、当該売買等が適用除外の要件を全て満たせば、「知る前契約・計画」に係る適用除外の対象となると考えられます。一方、重要事実Aとの関係では、その公表又は中止の後に売買等が行われているため、そもそもインサイダー取引規制上、問題は生じません。

このように、例えば、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実（上記例では重要事実A）を知っていたとしても、当該重要事実が全て公表された後に売買等を行うことを内容とする契約又は計画を締結又は決定することにより、売買等を行う時点において知っている他の重要事実（上記例では重要事実B）との関係で、「知る前契約・計画」として活用することができると考えられます。

なお、以上については、金融商品取引法第167条第5項第14号の規定による「知る前契約・計画」についても同様に考えられます。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の逐条検討(その3)ー金融商品取引法第167条

2018年5月25日(金) 15:00~16:51

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

インサイダー取引規制の逐条検討（その3）－金融商品取引法第167条

神戸大学大学院法学研究科教授

行 澤 一 人

目 次

- | | |
|---------------------------|-----------|
| I. 規制の対象となる者 | IV. 公表の意義 |
| II. 禁止行為 | V. 適用除外 |
| III. 公開買付け等事実の意義（法167条2項） | 討論 |

○川口 それでは、時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めさせていただきたいと思えます。

本日は、インサイダー取引規制の逐条検討の3回目ということで、行澤先生より金融商品取引法（以下「金商法」といい、条文の記載時には「法」という）167条についてご検討いただきます。よろしく願いいたします。

○行澤 神戸大学の行澤です。よろしくご指導のほどお願いします。

2回の担当の中で、本日は、公開買付者等関係者のインサイダー取引禁止規制である法167条について検討し、次回、できましたらさらに法167条の2の情報伝達や取引推奨の問題について検討したいと思っています。レジュメに即して報告させていただきます。

I. 規制の対象となる者

まず、法167条の規制の対象となる者ですが、**「公開買付者等関係者」**（法167条1項1号から6号までに掲げる者）であって、**「公開買付者等」**の公開買付け等の実施に関する事実または公開買付け等の中止に関する事実（以下「公開

買付け等事実」という）を、同条1項1号から6号に定めるところにより知った者、およびその者から情報伝達を受けた第一次情報受領者（同条3項）です。

以下、それぞれの構成要素について検討していきます。

(1) 「公開買付者等」

これには3つの類型があります。

- ・「上場等株券等」の公開買付け（法27条の2）による義務的公開買付けをする者。
- ・公開買付けに準ずる行為をする者、すなわち金融商品取引法施行令（以下「施行令」という）31条による「買集め行為」をする者。
- ・発行者による「上場株券等」の公開買付け（法27条の22の2）による義務的公開買付けをする者。

なお、便宜上、以下では、法27条の2による公開買付けを「他社株公開買付け」、法27条の22の2以下の公開買付けを「自社株公開買付け」と表現したいと思います。

施行令31条は、長々と書きましたが、いわゆる

「買集め行為」に関する規定でありまして、内閣府令に関する部分についてはレジュメに記しています。なお、発行者等による「上場株券等」の意義については、法24条の6により、施行令4条の3が適用されるということになります。

「買集め行為」をざっと見ますと、単独もしくは共同して買い付ける場合であって、その議決権の数の合計が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の数の100分の5以上すなわち5%以上である場合を、施行令31条で買集め行為と規定しており、但書では、当該買集め行為に関して、既に5%未満の当該対象となる株券等を保有している者については、100分の5すなわち5%を超える部分について買集め行為となるという規定になっています。

(2) 公開買付け等事実を知った「公開買付者等関係者」

これは法167条1項各号に規定されています。

・1号 公開買付者等（親会社〔法166条5項を含む〕の役員等（法166条1項1号に規定するものと同じく、役員（会計参与が法人であるときは、その社員）、代理人、使用人その他の従業者／公開買付者等が法人以外の者であるときは、その代理人または使用人）であって、その職務に関して知った者。

「その他の従業者」の意味については、前々回の志谷教授のご報告に依りますので、詳細は控えますけれども、最高裁（最決平成27年4月8日刑集69巻3号523頁）が、「現実に当該上場会社等の業務に従事している者を意味し、当該上場会社等との委任、雇用契約等に基づいて職務に従事する義務の有無や形式上の地位・呼称のいかんを問わないものと解するのが相当である」と、相当広く捉えていくという判断をしています。

・2号 公開買付者等の会社法433条1項に定める権利を有する株主、すなわち会計帳簿閲覧請求権者、または同条3項に定める権利を有する社員、

すなわち子会社会計帳簿閲覧請求権を有する親会社社員（当該株主または社員が法人であるときはその役員等、当該株主または社員が法人以外の者であるときはその代理人または使用人を含む）であって、当該権利の行使に関して知った者。

・3号 公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者であって、当該権限の行使に関して知った者。

・4号 公開買付者等と契約を締結している者または締結の交渉をしている者（その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人または使用人を含み、法人である公開買付者等の役員等または法人以外の公開買付者の代理人もしくは使用人である者は含まない）であって、当該契約の締結もしくはその交渉または履行に関して知った者。

・5号 発行者による「上場株券等」の公開買付け（法27条の22の2）以外の公開買付け（いわゆる他社株公開買付け）に係る上場等株券等の発行者（その役員等を含む）であって、当該公開買付者等からの伝達により知った者（当該役員等にあつては、その者の職務に関して当該公開買付者等からの伝達により知つたとき）。

ご案内のように、この5号というのは、平成25年改正によって導入されたものでありまして、被買付企業及びその役員等が公開買付者等関係者と位置づけられました。その趣旨は、被買付企業が公開買付者等との間にM&Aに係る守秘義務契約等を締結していれば、法167条1項4号、すなわち契約の締結あるいはその交渉によって知った者という類型でカバーできると従前考えられていたところ、常にそうとは限らないということが指摘されました。すなわち、そのようなM&A契約に係る守秘義務契約や、あるいはデューディリジェンス等に先立ちまして公開買付者等から当該公開買付け等事実を知らされた場合には、結局第一次受領者（法167条3項）とならざるを得ない。そうす

ると、被買付企業の役員等からの情報受領者は二次受領者となり、規制対象から外れてしまう。当時そのような被買付企業の役員等からの情報を得た者によるインサイダー取引等が問題視されていたので、それをカバーしようという改正でありました。

この点については、なお解決していない議論があると思われるので、論点1として議論の素材とさせていただきたいと思えます。

○論点1

本号によれば、公開買付者等以外からの情報伝達を受けても、対象会社の役員等は公開買付者等関係者にはならないこととなります。それゆえ、公開買付者等のフィナンシャル・アドバイザーなどが対象会社に情報伝達をした場合には、本号は適用されないと指摘されています。これは本研究会の報告でも指摘されていたところです（「インサイダー取引規制の平成25年改正（投資法人関係を除く）の検討」（日本取引所金融商品取引法研究第2号（2016年）106頁））。また、「公開買付けにおいては、公開買付者となる会社を設立する前に『公開買付け等を行うことについての決定』（金商法167条2項）がなされることが少なくない。そのような決定が公開買付けを行おうとする者から他の役職員に伝達されたとしても」、当該役職員は本号にいう公開買付者等関係者にならないという不都合が生じる点が指摘されています（黒沼悦郎「公開買付け等に係るインサイダー取引規制の改正」（金融法務事情1980号（2013年）20-21頁））。

とりわけMBOなどの場合における対象会社の代表取締役からその決定事実を役員等が知らされても、結局本号によってカバーできないということになります。それをカバーするために、例えば、まだ設立されていない会社によって決定がなされ、それが設立されていない会社から関係者へ伝達されたと構成するのは、やはり不自然であるという黒沼教授のご指摘があるとおりであります。そこで、そもそも情報の第二次受領者を規制対象とす

ることという抜本的な改正を提案され、また、公開買付者等の範囲を、情報源を有する対象会社に拡げることの提案や、あるいは公開買付け等事実の定義を拡張し、公開買付者等以外の者による決定を含めること、といった根本的な提案がなされているところです。これらの手当てがない限り、指摘された点は今もなお問題として残っていると解さざるを得ないわけです。

・6号 2号、4号または5号に規定する態様によって法人の他の役員等が知った場合における当該法人の役員等であって、その職務に関して知った者。

(3) 各号により知った公開買付者等関係者であって、公開買付者等関係者でなくなった後、六月以内の者

これもなお公開買付者等関係者として規律に服します。これは平成25年改正によって、従前の1年から6か月に短縮されたということです。

(4) 情報受領者（法167条3項）〔第一次情報受領者〕

これは、法167条1項各号に定めるところにより公開買付け等事実を知った公開買付者等関係者（第一項後段に規定する者〔公開買付者等関係者でなくなった後、六月以内の者〕を含む）から、当該公開買付け等事実の伝達を受けた者、または職務上公開買付け等事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であって、その職務に関し当該公開買付け等事実を知った者が、第一次情報受領者ということになります。

II. 禁止行為

当該公開買付け等事実（法167条2項）の「公表」（同条4項）がされる前に、（1）公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあっては、当該公開買付け等に係る上場等株券等または上場株券等の発行者である会社の発行する株券もしくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価

証券①（「特定株券等」）または当該特定株券等に係るオプションを表示する法2条1項19号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券②（「関連株券等」）に係る買付け等（特定株券等または関連株券等（「株券等」）の買付けその他の取引で政令で定めるもの③）をしてはならないということになります。（2）公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあっては、当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等（株券等の売付けその他の取引で政令で定めるもの④）をしてはならないということになります。

① 施行令 33 条

② 施行令 33 条の 2

③ 施行令 33 条の 3〔値上がり局面で利益を確保する行為類型〕

七 その他前各号に掲げる取引に準ずるものとして内閣府令で定めるもの

→ 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）60 条

④ 施行令 33 条の 4〔値下がり局面で利益を確保する行為類型〕

七 その他前各号に掲げる取引に準ずるものとして内閣府令で定めるもの

→ 取引規制府令 61 条

Ⅲ. 公開買付け等事実の意義（法 167 条 2 項）

公開買付者等（当該公開買付者等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう）が、それぞれ公開買付け等を行うことについての決定をしたこと、または公開買付者等が当該決定（公表がされたものに限る）に係る公開買付け等を行わないことを決定したことが、公開買付け等事実です。

ただし、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準、いわゆる軽微基準に該当するものは除かれるということになります。軽微基準については、取引規制府令 62 条が定めています。

- ・買集め行為（施行令 31 条）であること。
- ・当該買集め行為により各年において買い集める株券等の数が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の 2.5%未満であること。または、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（法 29 条の登録を受けた第一種金融商品取引業者（法 28 条 1 項））が有価証券の流通の円滑を図るために顧客を相手方として行うものであって、当該買集め行為により買い集めた株券等を当該買集め行為後直ちに転売すること。

このような買集め行為をする決定は、公開買付け等事実には含まれないということになります。

金融商品取引業者が顧客を相手方として行う、そして直ちに転売することを行うものは、平成 23 年改正によって整理されたものでありまして、ブロックトレードの仲介として証券会社が行う買付け行為であると理解されています。

ご案内だと思いますが、ブロックトレードとは、大口の取引を行いたい投資家がいるときに、その大口の注文を市場にそのまま発注してしまうと価格が大きく変動してしまい、市場の参加者に大きなインパクトを与えてしまうため、このような大きな取引を市場の外で行うことで市場にインパクトを与えないようにする相対取引の一種であるというふうに説明されています。

軽微基準とされた趣旨は、「その買付行為自体によって、買付対象の株券等市場における需給関係や当該株券等の発行会社の会社支配の状況に影響を及ぼすものではない」からだというふうに説明されています（日野正晴「詳解金融商品取引法（第 4 版）」（2016 年）954 頁）。

公開買付者等が法人である場合は、その業務執行を決定する機関によって決定されたことが公開買付け等事実になるわけですが、この点については、ご案内のように最高裁が村上ファンド事件においてその判断を示しているところです（最決（一小）平成 23 年 6 月 6 日刑集 65 巻 4 号 385 頁）。これについては、既に本研究会でも相当議論がさ

れているところですが、前回の報告で言及されていませんでしたので、あえて本日少し言及しますが、若干のコメントに留めたいと思います。

（1）「業務執行決定機関」の意義

村上ファンド事件におきましては、「業務執行決定機関」の意義について、レジュメに記載のように判示されました。具体的な事実関係の説明は省略させていただきますが、ライブドア内における堀江および宮内の立場等に加え、記録によれば、堀江および宮内以外のライブドアの取締役2名は、いずれも非常勤であり、堀江および宮内に対し、その経営判断を信頼して、企業買収に向けた資金調達等の作業の遂行を委ねていたと認められることに鑑みると、両名は、ニッポン放送株の5%以上の買集めを行うことについて実質的にライブドア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、すなわち（旧）証券取引法167条2項にいう「業務執行を決定する機関」に該当するものということができ、この点に関する原判断は正当である、というふうに示されました。

これもご案内のことですが、これについては、日本織物加工事件（最判（一小）平成11年6月10日刑集53巻5号415頁）において、次のように判示されていたものを踏襲したものであるというふうに理解されているところです。すなわち、「旧商法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』は、商法所定の決定権限のある機関には限られず、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」という判断を踏襲したものだというふうに評価されているところです（西野吾一「最高裁判所判例解説」（法曹時報65巻12号（2013年）3128頁））。

この点、立法担当者が「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を確保するという本条の趣旨のほか、そのような実質的な会社の意思決定の事実自体が投資家の投資判断に影響を及ぼすべきものである」という観点からも、会社の内部の権限の分配の適正ということよりも実質的に会

社の意思が決定されたという事実が重要である」（横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」（1989年）52頁）と説明されているところと符合するものと思われま

（2）「決定」の意義

最高裁は村上ファンド事件で「法167条は、禁止される行為の範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条2項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。したがって、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条2項の『公開買付け等を行うことについての決定』というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記『決定』をしたというためには、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等またはそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能があることが具体的に認められることは要しないと解するのが相当である」と判示いたしました。

この点、日本織物加工事件では、次のように判示されていました。すなわち、「右決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である。けだし、そのような決定の事実、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知ってする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、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という法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うこ

とについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである」です。

そして、これもご案内の通り、「決定」の意義に関する村上ファンド事件と日本織物加工事件、この両者の判断の関係がどうなっているのかということについても種々議論がなされてきたわけです。

通説と言えるかどうかわかりませんが、現在では、村上ファンド事件での最高裁決定を支持する見解として、「インサイダー取引罪は、抽象的危険犯としての性格を有するため、一定程度の実現可能性の存在を『決定』該当性の一要件と位置付けるのは相当ではない」とする見解（西野・前掲3125頁）が多いように見受けられます。むしろ、これが刑法学者らの多数説と言ってよからうかと思えます。

これに対して黒沼先生は、ご案内のように、次のように指摘して批判されています。すなわち、「法167条2項所定の決定は通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為であるとは到底言えない」（黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」（商事法務1945号（2011年）8頁））とし、「法が特段の限定もなく『行うことについての決定』を規制対象としたのは、いかなる決定であっても投資判断に影響を及ぼし得ると考えたのではなく（そのような考えは前述のようにナンセンスである）、……『決定』の解釈において実現可能性を考慮した限定を加え、適切な範囲でインサイダー取引を規制しようとする趣旨に出たものと考えべきである」（同9頁）というふうに論じられています。そして、インサイダー取引規制の趣旨からすると、「当該情報に基づいて取引をすることが一般投資家にとって不公正と感ぜられる情報を重要な情報として規制の対象にすべき」（同10頁）であると主張されるわけです。

以上の点について、本研究会において久保先生が報告された回においてですが、松井教授のご発言がありまして、「日本織物加工事件で、その決

定時点を法定の機関が決定した時点よりも前にずらすということをやっているのですけれども、その際に、投資家の投資判断に影響を与える時点がどこなのかという実質的価値判断が入っている」とし、「そこを例えば実現可能性があるかないかということから判断する」こともできると指摘する見解もあります（「インサイダー取引に関する最近の判例の検討」（日本取引所金融商品取引法研究第2号（2016年）148頁））。実は私もこの見解に賛成です。

すなわち、公開買付け等事実の決定機関及び決定時期の確定作業自体において既に「実質的な会社の意思決定の事実自体が投資家の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点」（横島・前掲52頁）が反映されているわけですから、そのように確定された「決定」は、「一定程度の実現可能性がある」ものとして投資家に受け取られるべき性質のものだと言って差し支えないでしょう。すなわち、「決定があった」と判断したことの中に、一定程度の実現可能性が当然読み込まれていると解していいわけです。このような判断構造を無視して、インサイダー取引罪は抽象的危険犯だと言っても、ほとんど意味のない言明というほかないのではないのでしょうか。この点に対する先生方のご判断につき、ご教示をいただきたいところです。

IV. 公表の意義

公表の意義として法は3つの類型を提示しています。

(1) 公開買付け等事実について、多数の者の知り得る状態に置く措置として施行令30条1項に定められた方法が公開買付者等によってとられたこと

これが基本的な「公表」の意義とされています。施行令30条1項においては、1号から5号が規定されています。

・1号 公開買付者等（法人（法人でない団体で

代表者または管理人の定めのあるものを含む）にあっては、当該法人を代表すべき者または管理人）もしくは当該公開買付者等から法 167 条 3 項に規定する公開買付け等事実を公開することを委任された者が、当該公開買付け等事実を同号イからハに掲げる報道機関の 2 以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された公開買付け等事実の周知のために必要な期間（同号イからハに掲げる報道機関のうち少なくとも 2 の報道機関に対して公開した時から 12 時間。施行令 30 条 2 項）が経過したこと。

この点の公表の意義も、法 166 条の関係で、最高裁がエルピーダメモリ事件（最決（一小）平成 28 年 11 月 28 日刑集 70 卷 7 号 609 頁）において既に判断を下しているところであり、本研究会においても詳細に議論されているところですので、議論の詳細は避けまして、言及だけさせていただきます。

すなわち、「施行令 30 条 1 項 1 号は、重要事実の公表の方法の 1 つとして、上場会社等の代表取締役、執行役又はそれらの委任を受けた者等が、当該重要事実を所定の報道機関の『二以上を含む報道機関に対して公開』し、かつ、当該公開された重要事実の周知のために必要な期間（同条 2 項により 12 時間）が経過したことを規定するところ、……この方法は、当該報道機関が行う報道の内容が、同号所定の主体によって公開された情報に基づくものであることを、投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としていると解される。したがって、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する『公開』には当たらないと解すべきである」というふうに判断されたところです。判決文の続きは省略させていただきます。

・ 2 号 各金融商品取引所（当該有価証券が店頭売買有価証券である場合にあっては当該有価証券を登録する各認可金融商品取引業協会とし、当該

有価証券が取扱有価証券である場合にあっては当該有価証券の取扱有価証券としての指定を行う各認可金融商品取引業協会とする）の規則で定めるところにより、当該上場会社等または当該上場会社等の資産運用会社が、公開買付け等事実（当該上場会社等が公開買付者等（法 167 条 1 項）となるものに限る）を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと。

これは、平成 24 年改正で整備されました。自社株公開買付けのみならず、他社株公開買付けと買集め行為も含まれており、取引規制府令 56 条による電磁的方法による公衆縦覧、すなわち東京証券取引所における TDnet（タイムリー・ディスクロージャー・ネットワーク）の利用が想定されているわけです。

・ 3 号 上場会社等（法 163 条 1 項）による TDnet を利用した英語での公衆縦覧（取引規制府令 56 条）（ただし、自社株公開買付けにおける上場株券等（ロ）および他社株公開買付けにおける上場等株券等（ハ）がすべて特定投資家向け有価証券である場合に限られる）。

・ 4 号 上場会社等（法 163 条 1 項）以外の公開買付者等が、上場等株券等の発行会社または自己の親会社に対して、それぞれが上場する金融商品取引所に公開買付け等事実を通知することを要請し、当該発行会社または親会社がそれに応じて、公開買付け等事実が金融商品取引所に通知され、TDnet を利用した日本語での公衆の縦覧（取引規制府令 56 条）に供されたこと。

これも平成 24 年改正で整備されたわけですが、趣旨としては、「親会社は、その子会社が TOB 等を行う場合には、あらかじめその検討・決定に参加することが通常であり、公開買付け等事実の内容を直接把握していると考えられること、及び仮に開示情報に虚偽があった場合には親会社の責任が問われることとなり、公表内容の正確性は基本

的に確保されると考えられること」によると説明されています(日野・前掲958頁)。

○論点2

同4号について見ますと、非上場会社である公開買付者等の上場親会社あるいは対象会社は、公開買付者等による開示要請に応じる義務はなく、そのため、上場親会社があれば、通常その親会社等がTOB情報についてTDnetを利用したようなタイムリー・ディスクロージャーを行うでしょうけれども、上場親会社も存在しない非上場の公開買付者等が例えば敵対的な公開買付けを行う場合、対象会社が開示要請を受け入れるとは限らない、つまり、この方法による公表が使えないということが問題だとされています(黒沼悦郎「インサイダー取引規制の改正」(ジュリスト1460号(2013年)29頁))。この点、本研究会では、石田先生によって「買付者が異なると開示に違いが生じてくるのかというのはやはり疑問でありまして、それがひいては投資家への情報の伝達がある場合には早くて、ある場合には遅いというアンバランスだ」と指摘する見解も既に示されています。また、立法論としては、飯田先生による「EDINETのインサイダーバージョンみたいなものを金融庁でつくるか、インターネット技術で対応するということは将来的にはあり得るのではなはいか」という発言もなされていたところではありますが、いずれについても、この問題点はなお残るといふこととなります(「インサイダー取引規制の平成24年改正及び平成25年改正(投資法人関係)の検討」(日本取引所金融商品取引法研究第2号(2016年)19頁))。

・5号 上場会社等(法163条1項)以外の公開買付者等が、公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の発行する上場等株券等が全て特定投資家向け有価証券である場合において、当該発行会社または自己の親会社に対して、それぞれが上場する金融商品取引所に公開買付け等事実を通知することを要請し、当該発行会社または親会社がそれ

に応じて、公開買付け等事実が金融商品取引所に通知され、TDnetを利用した英語での公衆の縦覧(取引規制府令56条)に供されたこと。

(2) 他社株公開買付け(法27条の3第1項・27条の11第2項)および自社株公開買付け(法27条の22の2第2項による準用)における公開買付開始公告もしくは公開買付撤回等公告・公表がなされたこと

(3) 他社株公開買付け(法27条の14第1項・27条の11第3項)および自社株公開買付け(法27条の22の2第2項による準用)による公開買付届出書もしくは公開買付撤回書が公衆の縦覧に供されたこと

V. 適用除外

法に規定された適用除外規定(法167条5項)は全部で14号まであります。一般的には、それぞれ投資行為の判断形成自体が情報面での優位性を利用してなされたものではないから、というふうに説明され得るものと思われ(日野・前掲959頁)。

・1号 会社法202条1項1号(株主割当による新株発行)に規定する権利を有する者が当該権利を行使することにより株券を取得する場合。

これは金庫株を取得するような場合にも適用除外とされるというところに意味があると説明されてきました。

・2号 新株予約権(これに準ずるものとして政令で定める権利①を含む)を有する者が当該新株予約権を行使することにより株券(これに準ずるものとして政令で定める有価証券②を含む)を取得する場合。

これを取得する場合も、同じく権利の行使としてなされるものの合理性があるということで適用除外です。

————

- ① 施行令 33 条の 4 の 2 による新投資口予約権
- ② 施行令 33 条の 4 の 2 による投資証券

・ 2 号の 2 株券等に係るオプションを取得している者が当該オプションを行使することにより株券等に係る買付け等または売付け等をする場合。

これも、オプションとしての権利の行使ということで適用除外です。

・ 3 号 会社法 116 条 1 項、182 条の 4 第 1 項、469 条 1 項、785 条 1 項、797 条 1 項もしくは 806 条 1 項の規定による株式買取請求（これらに相当する他の法令の規定による請求として政令で定めるもの①を含む）または法令上の義務に基づき株券等に係る買付け等または売付け等をする場合。

- ① 施行令 33 条の 4 の 3 による投信法上の投資口買取請求

・ 4 号 公開買付者等の要請に基づいて当該公開買付け等に係る上場等株券等（上場等株券等の売買に係るオプションを含む）を当該公開買付者等に売付け等をする目的をもって当該上場等株券等の買付け等をする場合。

これはいわゆる「応援買い」という類型として説明されているところです。

公開買付者等の要請については、当該公開買付者等が会社である場合には、その取締役会が決定したもの（監査等委員会設置会社にあつては会社法 399 の 13 第 5 項の規定による取締役会の決議による委任または同条 6 項の規定による定款の定めに基づく取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定したものを含む、指名委員会等設置会社にあつては会社法 416 条 4 項の規定による取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定したものを含む）でなければならない。

基本的には、取締役会が決定したことが要求されています。これについては、論点 7 において、

共同買集め行為との区別という点につき少し言及させていただきます。

・ 5 号 公開買付け等に対抗するため当該公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請に基づいて当該上場等株券等（上場等株券等の売買に係るオプションを含む）の買付け等をする場合。

これはいわゆる「対抗買い」と言われているもので、ホワイトナイトの類型です。

これについては種々議論がありますけれども、取締役会の決定による対抗買いの要請は、それ自体が重要事実とされている（施行令 28 条 10 号）ことから、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る事実であるから、適時開示の対象となると考えるべきであると説明されています（黒沼・前掲金法 1980 号 26 頁）。このことの意味は、当該適時開示によって公開買付け等事実を知った一般投資家は、現行法上は、不自然ではあるが、第二次情報受領者であるゆえにインサイダー取引規制の対象とならないと解するほかない（黒沼・前掲金法 1980 号 27 頁）。つまり、この適時開示は法 167 条にいう公表には当たらないので、そのように解せざるを得ないということになります。非常に不自然ですが、現行法上はそう解さざるを得ないだろうというご指摘です。

・ 6 号 法 159 条 3 項の政令で定めるところ①により株券等に係る買付け等または売付け等をする場合。

- ① 施行令 20 条から 26 条により安定操作取引をすることができる場合

・ 7 号 法 167 条 1 項により公開買付け等の実施に関する事実を知った者が、当該公開買付け等の実施に関する事実を知っている者から、買付け等を取引所金融商品市場もしくは店頭売買有価証券市場によらないでする場合、または法 167 条 1 項

により公開買付け等の中止に関する事実を知った者が、当該公開買付け等の中止に関する事実を知っている者に、売付け等を取引所金融商品市場もしくは店頭売買有価証券市場によらないでする場合。ただし、当該売付け等に係る者の双方において、当該売付け等に係る株券等について、さらに同項または第3項の規定に違反して売付け等が行われることとなることを知っている場合は除かれる。

これはいわゆる「クロクロ取引」と言われるもので、公開買付け等事実を知っている者同士の取引であるからということで適用除外とされているものです。

・8号 特定公開買付者等関係者①から当該公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者（その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人または使用人を含む）〔第一次情報受領者〕が株券等に係る買付け等をする場合であって、法27条の3第1項の規定により行う公告〔公開買付開始公告〕において次に掲げる事項（イからハ②）が明示され、かつ、これらの事項が記載された法27条の3第2項の公開買付届出書が法27条の14第1項の規定により公衆の縦覧に供された場合。

① 特定公開買付者等関係者とは、公開買付者等関係者であって、法167条1項各号に定めるところにより同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実を知った者。

②

イ 当該伝達を行った者の氏名または名称

ロ 当該伝達を受けた時期

ハ 当該伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容として内閣府令で定める事項（取引規制府令62条の2）

本号の趣旨は、既に本研究会でも検討されているところですが、平成25年改正によりまして、公

開買付者が競合する他社の企業買収を阻止する手段として用いられる可能性を排除し、「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」（「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」報告書（平成24年12月25日）（以下「WG報告」という）9頁）が考慮されたものであるとされています。

本号の場合には、第一次情報受領者が、公開買付者による公開買付けを実施することに係る情報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」（WG報告9頁）されるとの判断によるものです。もっとも、第一次情報受領者が本号による適用除外を受けるためには、法27条の2による公開買付手続によらなければなりません。すなわち、買集め行為には適用されません。それは、買集め行為については、現時点では、公開買付開始公告や公開買付届出書と同様の媒体がないからであるとされています（WG報告9頁）。

また、本号により適用除外とされるのは第一次情報受領者のみであり、他の公開買付者等関係者や情報受領者にはインサイダー取引規制は解除されないという弊害があります。

本号について、以下、論点3から論点5として、少し議論したいと思います。

○論点3

公開買付届出書等に伝達された事実を記載することにより一般投資家に対する有利性が解消されるということは、これを以て「公表措置」と考えていると解されるところ、そうであればこれを適用除外とするのではなく、率直に、法167条4項の「公表」があったものと見てよいのではないかと主張する見解が有力です（黒沼・前掲金法1980号23頁）。私もそれはそのとおりではないかと思えます。

○論点4

黒沼教授は、買集め行為であっても、5%ルールとして大量保有報告書もしくは変更報告書の提

出が求められるので、そこに情報受領の事実を記載させ、公衆縦覧後には公表があったものと取り扱うことを主張されています(黒沼・前掲金法1980号24頁)。そこで公開買付者等に関する情報や決定事実が開示されるのであれば、それは公表と認めてよいのではないかという点については、私も賛成したいと思います。

なお、黒沼先生は、報告書の公衆縦覧前であっても適用除外を認めることを主張されています。それは、第一次情報受領者は、大量保有・変更報告書を提出する「覚悟がなければ」(黒沼・前掲金法1980号24頁(注16))、本条によって当該株券等の買付けが禁止されるのであるから、濫用の危険は乏しいという理由によります。

私なりにこれを理解しますと、大量保有報告書の提出を以て公表だと考えるのであれば、買集めをする者がそこに至るまでにおける買集め行為も適用除外としないと、買集めをして5%以上に達したものが公表された、でもあなたはインサイダー取引規制に該当しますよということになるのは不合理だからだと思われまます。すなわち、5%以上の議決権を取得するという意図をもって買集めをする行為にも適用除外を認めるべきではないかというご見解だと拝察いたしました。

ただ、大量保有報告書が出される前は、公開買付け等事実が公にされない段階で買集め等がなされるという点で、情報の有利性はなお解消されていないわけです。ただ、もし大量保有報告書を以て公開買付け等事実を開示させることで公表と認める——これは公表と認めていいと私も思うのですが——ということになれば、そこに至るまでのプロセスも適用除外とするのが合理的だということだとしますと、仮に5%取得を企図して株券等の取得を開始しても、結果として同水準の保有に至らなかった場合、つまり、大量保有報告書が提出されないという事態に至った場合、それでもインサイダー取引規制が解除されるということになると、ややそれは問題があるのかなと思います。

つまり、意図というのは主観的なものですから、例えば大量保有報告書が結果的に出されない場合

で、本当は5%以上取得しようとしたのだと言いながら、実はそうではなかったような場合、主観的意図の問題ですから、容易にこのインサイダー取引の趣旨を潜脱できてしまうおそれがあるのではないかというふうに考えますので、結果的に5%以上を取得して大量保有報告書を出した場合には、私も、そこに至る報告書を出すまでのプロセスの買集め行為も適用除外としていいのだと思うのですけれども、そうでない場合には適用除外はやはり認めにくいのではないかと思います。

○論点5

さらに本号の適用除外は、公開買付け等事実に限定されるため、例えば敵対的な公開買付けが自社に向けて計画されていることを知った対象会社は、潜在的な公開買付者に、法166条2項に規定する「重要事実」を知らせることで、当該公開買付けを阻止することができることになりそうです。この問題も従来から議論されているところです。この場合、対象会社に当該重要事実を公表してもらおうことはほぼ無理だとすると、このようなケースを適用除外とする必要はあるのでしょうか。しかし、それをどのように整理するかという点は、なお問題として残っているように思います。

・9号 特定公開買付者等関係者①であって法167条1項1号に掲げる者以外の者、または特定公開買付者等関係者から公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者〔第一次情報受領者〕(特定公開買付者等関係者を除き、その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人または使用人を含む)が、株券等に係る買付け等をする場合であって、特定公開買付者等関係者にあつては公開買付け等の実施に関する事実を知った日から、もしくは当該伝達を受けた者〔第一次情報受領者〕にあつては当該伝達を受けた日から六月が経過している場合。

これは、情報伝達を受けてから6か月经過した場合には、情報の価値は劣化しており、陳腐化し

て有用性を失っているという判断によるものです
(WG 報告9-10 頁)。

① 公開買付け等関係者であって、法 167 条 1 項各号に定めるところにより同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実を知った者

なお、本号の「公開買付け等」には買集め行為も含まれるところ、当該情報は公開買付けのように公表されないこともあるので、当該情報の伝達後 6 か月を経ても当該情報の価値が劣化しない場合もあり得るが、その場合でも情報受領者の 6 か月経過後の買付け等については適用除外とされる。この点は「画一的な取り扱いを要する適用除外の性質上、やむを得ない」というふうに説明されています(黒沼・前掲金法 1980 号 25 頁)。

・10号 合併等(合併、分割または事業の全部もしくは一部の譲渡もしくは譲受け。法 166 条 6 項 8 号)により株券等を承継し、または承継させる場合であって、当該株券等の帳簿価額の当該合併等により承継される資産の帳簿価額の合計額に占める割合が特に低い割合として内閣府令で定める割合(20%〔取引規制府令 58 条の 2〕)未満である場合。

・11号 合併等の契約(新設分割にあつては、新設分割計画)の内容の決定についての取締役会の決議が公開買付け等の公開買付け等事実を知る前にされた場合において、当該決議に基づいて当該合併等により当該公開買付け等に係る株券等を承継し、または承継させる場合。〔「知る前」組織再編〕

・12号 新設分割(他の会社と共同してするものを除く)により新設分割設立会社に株券等を承継させる場合。

・13号 合併等または株式交換に際して当該合併等または株式交換の当事者であつて、公開買付け

等に係る上場等株券等または上場株券等の発行者である会社〔公開買付け等対象会社〕が有する当該会社の株券等〔自社株〕の交付を受け、または当該株券等を交付する場合。

・14号 公開買付け等の公開買付け等事実を知る前に締結された、当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等もしくは売付け等に関する契約の履行、または公開買付け等の公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等もしくは売付け等の計画の実行として買付け等または売付け等をする場合、その他これに準ずる特別の事情に基づく買付け等または売付け等であることが明らかな買付け等または売付け等をする場合。〔「知る前」契約・計画〕

これは公開買付け等のいわゆる知る前契約・知る前計画を適用除外とする規定です。これは取引規制府令 63 条の規制に服するものでありまして、取引規制府令 63 条 14 号は、平成 27 年に新設されたものですが、これはワーキング・グループ等で当初から内閣府令改正が指摘されていたところで

・取引規制府令 63 条 14 号
前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する書面による契約の履行又は公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の書面による計画の実行として買付け等若しくは売付け等を行うこと。

ロ 公開買付け等事実を知る前に、次に掲げるいずれかの措置が講じられたこと。

(1) 当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと

(当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。)

（2）当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る。）。

（3）当該契約又は計画が法第167条第4項に定める公表の措置に準じ、公衆の縦覧に供されたこと。

ハ 当該契約の履行又は当該計画の実行として行う買付け等又は売付け等につき、買付け等又は売付け等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における買付け等又は売付け等の総額又は数（デリバティブ取引にあっては、これらに相当する事項）が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること。

○論点6

本号については、黒沼先生による問題点の指摘がありまして、「通常、一般の投資家（少量の買付け等を行う投資家）は、特定の有価証券の買付け等を計画しても、買い付ける時期・価格・数量についての具体的な内容までは定めないことが多いから、公開買付け等事実を知らされて買付け等を妨害される危険を回避することができない」、だから本包括条項は狭過ぎるという評価があり得るといふ指摘をされていました（黒沼・前掲金法1980号24頁（注17））。

もっとも、これは、公開買付者等と競合するような他者との関係で、どのように公正な競争を確保するかという観点からの問題だとすると、一般投資家をも保護の視野に置く必要があるのかどうかについては疑問を留保したいと思います。

○論点7

これは割合昔から議論されているところですが、施行令31条における共同買集め者の意義を、適用除外としての応援買い（法167条5項4号）との関係においてどのように捉えるかという議論です。

共同買集め者は、公開買付者等本人と同視され、法167条1項の適用を受けないため、同条の適用

から除外されます。この点で、共同買集め者の意義を、公開買付者等本人との間で相互の行為を認識しているだけでは足りず、少なくとも大量保有報告書制度における「共同保有者」と同一の意義において捉えるべきだという見解が通説であろうかと思えます（三浦州夫・吉川純「株式公開買付け・買集めとインサイダー取引規制（中）」（商事法務1720号（2005年）55頁））。すなわち、5%以上の株券等を買集める合意が必要であります。

ただ、もし応援買いを適用除外とする理由につき、公開買付者等本人による買付け等と同視し得るからだという立法担当者の説明を是とするならば、応援買いと同様、共同買集め者が当該株券等公開買付者等本人に売付け等を行うこと、もしくは売付け等をするまで保有することを要求すべきであるとする見解も主張されています（木目田裕・上島正道監修『インサイダー取引規制の実務（第2版）』（商事法務（2014年）））。この点、施行令31条において共同買集め者を含めたのは、「共同買集め者が買い付ける分を合計して買集め行為の範囲を決定する」ためであるから、そもそも公開買付者等に対して買い集めた株券等を売り付けることを目的とする応援買いとは前提が異なっているのであり、共同買集め者であるためには、「買い集め対象とする株券等を買付けることについての合意があれば足り」と解すべきであるとの見解があり（黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」（金融法務事情1866号（2009年）52頁））、これが通説ではないかと思えます。

なお、公開買付者等に売り付けることを目的として当該株券等の買付け等を行う者は、応援買いの名目のもとにインサイダー取引規制の趣旨を潜脱するおそれが高いものであると言えます。それゆえ、公開買付者等の取締役会の決定等に基づく要請を以てインサイダー取引規制を解除するのが法167条5項4号の趣旨だと解すべきであって、上述の立法担当者のように、応援買いが適用除外とされる理由が「公開買付者等本人による買付け等と同視し得るからだ」という理由には、

十分賛成しがたいところを感じます。

以上、大変雑駁ではございますが、何とぞご教示いただきたく、また誤り等がありましたらご指摘いただければと思います。よろしく願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。それでは、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見があればお伺いしたいと思います。よろしく願いいたします。

#### 【公開買付者等関係者 一適用除外一】

○前田 レジューメ3ページの(3)のところ、やや細かな論点なのですけれども、公開買付者等関係者でなくなってから6か月以内の者は規制を受けますが、ここは平成25年改正で6か月に短縮されたということでした。関係者として公開買付け等事実を知ってから6か月もたてば、情報の価値が劣化しているという、適用除外規定の見直しのところでとられた考え方をここにも及ぼしているのではないかと思うのですけれども、他方、法166条のほうは、会社関係者でなくなっても1年間は規制を受け続けるということになっていて、こちらのほうは平成25年改正で変更はなかったのですね。情報の価値の劣化というようなことを考えるのであれば、合わせるのが合理的のかなと思ったのですけれども、ここはどう説明することになるのでしょうか。

○行澤 確信を持つては言えないのですけれども、いわゆる法166条の重要事実と公開買付け等事実というものの違いに由来しているのかなと思います。すなわち、公開買付け等事実というのはやはり劣化が早いと。これが6か月たったら情報の重要性というのは薄れるだろうと。これに対して法166条の重要事実というのは、多岐のものを含んでいまして、そう簡単に劣化を認めるべきではないのではないかとこの考え方が背景にあった

のではないかと推測しますが、いかがでしょうか。

○前田 ありがとうございます。

○川口 公開買付け等事実が本当に6か月で劣化するのか、疑問もあるところかと思いますが、重要事実については、確かに、様々なものがあるので、劣化の時期を個別に判断することは難しいですね。では、「なぜ1年なのか」と言われると困るのですが……。このところは、特に、触らず、公開買付け等事実についてのみ、改正をしたということでしょうかね。

○行澤 はい、一応それを是として……。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

#### 【村上ファンド事件について—「公開買付け等を行うことについての決定」の意義】

○梅本 6ページの村上ファンドの最高裁決定ですけれども、この研究会の先生方は実現可能性というものを解釈的に入れようというご意見が多数なのかもしれないのですけれども、私はどちらかというところ、現行法の建付けという点からすると、最高裁の立場というのもあり得るのかなと考えています。

というのは、現行のインサイダー取引規制というのは罪刑法定主義の見地から形式性、客観性というものを重視してかちっと定めていますよね。一定のことがあったら、売買するとインサイダー取引だよと。これは法166条について言えるのと同様、法167条にも言えるのではないかと思うのです。

例えば法167条におきましても、最近よく見られますディスカウントTOB、これが行われるという事実を知ったとしても株価は上がらないですよ。上がらないけれども買ってはだめだと。普通は、公開買付けというのはプレミアムをつけて行いますね。だから、その決定があれば市場も反応して株価が上がるということを前提にして、客観的、形式的に要件を定めているのだと思うのです。でも、ディスカウントTOBなどに法167条を適用するのはおかしいのではないかと、株価が上がらないのにインサイダー取引として規制する必要があ

るのかという議論につながると思うのですよ。

また、従来言われてきた実現可能性というのは、取締役会で正式決定する前の段階で、会社が本当にするかどうかわからないのに、この段階で捉えていいのかという話かと思うのです。しかし、会社が公開買付けを実施すると決定したとしても、例えばプレミアムをたったの5%しかつけないとか、公開買付け自体の実現可能性というと変ですけども、公開買付けが成功しないような決定をした場合に、株価がどう反応するかというところ、こんな公開買付けは失敗するだろうと市場関係者が見たら、株価は上昇しないわけです。このような公開買付け自体の実現可能性というか、成功可能性はインサイダー取引規制だとまず考慮しないですね。公開買付けの内容や実現可能性については基本的に考慮せずに、公開買付けという事実を事前に知ったら、その人は買ってはいけませんよというルールを定める。これが現行規制の建付けなのだと思うのです。

○行澤 そうですね。

○梅本 そうであれば、実現可能性というの、基本的には排除して考えるのが現行規制の立場なのかなと私は思った次第です。

○行澤 ご指摘ありがとうございます。ただ、私もちょっと現実の問題にはうといので申しわけないのですが、例えばディスカウント TOB の情報を公表前に知る、もしくはこんな TOB はおよそ実現しないよというような情報を知った場合に、一般投資家の投資行動としては、では、今買っておこうかという話になるでしょうか。

○梅本 いや、ならないですね。

○行澤 ですね。だから、確かにおっしゃるように、そういう場合でも公表前に買付け等を行うのはだめですよというルールはルールです。しかし、現実的に、買付け等を禁止されているけれども、誘惑がなかったら、そこはそれほど問題にしなくてもいいのではないかと思うのです。

とすると、その議論と、いわゆる日本織物加工事件や村上ファンド事件の決定機関の問題についてかなり柔軟にその実現可能性を判断していると

いうことと議論をリンクさせるのは、やや問題の次元が違うのかなという印象を持つのですが、いかがでしょうか。

○梅本 先生の議論を正しく理解しているのかどうかかわからないですけども、実現可能性の議論で、個々の事件においてインサイダー取引規制が問題となった行為を捉える限りは、ある一定の事実——実現可能性がどうかはわからないのですけれども——を知った人が売買を行っているということが前提なわけですね。

○行澤 そうですね。

○梅本 で、売買を行ったという場合は、その投資家にとってみると、これは買いだ、売りだという判断があったわけですね。

○行澤 そうですね。

○梅本 だから、個別の事案において実現可能性を問題にするという議論は、もちろん理論上はあるのですが、うまく言えないのですが、個別の事案についての先生のおっしゃった、実際は売買しないですねという議論との関係で、どう言ったらいいかわからないんですけども……。

○行澤 つまり、決定が公表される前に知って取引したらだめというのは極めて形式的なのですが、決定があったかどうか、つまり公開買付け等を行うことについての決定事実があったかどうかということ自体は、最高裁はかなり規範的に判断しているわけですね。そうだとすると、私が申し上げたいのは、そこに実質的には実現可能性という評価が組み込まれているので、形式的規範もしくは抽象的規範だと言ってもあまり意味のないことではないかということをお願いしたいわけですね。先生が最初に例示された、投資家が公表前に知っても、およそインサイダー情報として魅力に乏しいものに対しては、現実に応答しないだろう。そして、応答しなかったら、現実はこの規定がそのような有価証券の売買を抑制する、阻止する、阻害するというにはならないわけで、それはそれでいいのではないかなという気もするのですが。

【第二次情報受領者にまで規制対象を拡大することについて】

○川口 ほかになければ、レジュメの3ページの論点1で挙げていただいたところで、もともと黒沼先生の問題提起なのですが、設立されていない会社等によって伝達されたものは規制が及ばない、それを解消するためには、第二次情報受領者に適用を拡げるとか、親会社にまで拡げるとかといった提案がなされているのですが、この点について行澤先生ご自身はどのようにお考えでしょうか。

すなわち、例えば、この問題の解決として第二次情報受領者にまで拡大すべきなのか……。しかし、それをやり出すと、法166条全体の問題になってきますよね。それはそれで良いのでしょうか。

○行澤 正直ちょっと逃げさせていただいたというか、まだ十分に考えがまとまらないのですが、やはりご指摘のように、第二次情報受領者全般を規制対象にするということは、インサイダー取引規制の構造全体を見直すということになるのだらうと思いますので、ここだけの問題でそれを解禁するというよりも、それ自体は、黒沼先生のご見解のように、抜本的改正というレベルで検討されるべき問題ではないかと思えます。

とりあえず私としては、ご指摘の点は、MBOに特有の問題だと思えますので、その場合の、いわゆる発行会社の代表取締役による決定の伝達を受けた取締役を公開買付者等関係者に含める、というふうにカバーしていくほうが当面は良いのではないかと、そのような印象は持ちました。

○川口 黒沼先生のお名前が出ていますが、先生は、ここだけの話ではなく、情報受領者の範囲について、全体的に見直す必要があるという問題意識でよろしいのでしょうか。

○黒沼 そうですね。第二次情報受領者を規制対象とするのは、全体としての問題ですね。それから、情報源についても、MBOのような場合には、第二次情報受領者を適用対象にしても、カバーし切れないということになりそうなので、その場合には、より広く会社関係とか公開買付者等関係者

の定義自体を一般的なものにすべきだと考えています。

○前田 この論点1に関して誤解しているのかもしれないのですが、設立されていない会社によって決定がされたという場合に、金商法が公開買付者等と言っているのは、法人でない団体も含んでいると思うのですね。ですから、まだ会社が成立していなくても、何らかの団体があるはずであって、権利能力なき社団であれ、組合であれ、その従業者と見るべき者は、公開買付者等関係者に当たるのではないのでしょうか。

ですから、会社が成立するまでは実質的な団体が公開買付者等に当たり、設立されたら会社が公開買付者等になると考えて、会社が成立する前から規制を及ぼさないと具合が悪いのではないかと思うのです。

○行澤 それはおっしゃるとおりだと思うのですが、MBOのような場合、そういうご指摘が当たりますでしょうか。MBOの場合には、そういうSPCが設立される前に何らかの団体があるというよりは、やはり当該対象会社、すなわち被買付企業の代表取締役や取締役会等がMBOをやるぞというふうに決めていくのではないのでしょうか。

○前田 そうですね……。

○黒沼 今の点ですが、課徴金事例でも、MBOの場合、対象会社の代表取締役が、設立中の会社の取締役として決定をして、それが伝達された構成したものがあります。私もそういう構成も可能だと思うのですが、しかしまだ会社が頭の中にしかなない場合に設立中の会社を観念しているのだろうか、そういう疑問があるということです。

○行澤 その点については私も十分説得されているのですが、設立中の会社というのは、そもそも会社法上、いわゆる発起人組合の行為を設立後の会社にどのように帰属させるかという極めて技術的な法概念でありまして、設立中の会社を権利能力なき社団と考えるという会社法上の理論を、まるで会社が成立前から実体として存在しているかのように捉えて、それが本条の不具合をカバー

するという議論は、やはりちょっと適用の場面が違うのではないかなという印象を持ちました。

○前田 確かに、設立中の会社とか、あるいは組合のようなものですら認識できないような場合はあり得ると思うのですけれども、そのような場合であっても、やはり公開買付けについての決定がされているのであれば、たとえば対象会社の代表取締役を以て公開買付者等関係者と見てもいいような気がするのですけれども。

○行澤 組合などがあれば、それは先生のおっしゃるとおりで私もいいと思うのです。法人でなくてもいいわけですから。ただ、やはり MBO の場合、SPC がつくられるまで、経営判断を行う被買付企業と別個の何らかの実体があると見るのはちょっと難しいのかなという印象を持ちましたけれども、いかがでしょうか。

○前田 しかし、公開買付けを行うことについての決定を、誰かがしているわけですね。

○行澤 誰かがしています。ただ、それが公開買付者等でなければならないわけで、組合でも実体としてまだ存在していないような場合には、やはりどうしても法の間隙があると言わざるを得ないのではないのでしょうか。

○前田 極端な場合はもう対象会社の代表取締役がそれに当たると見ていいのではないのでしょうか。

○行澤 そうです。そのように考えていけばいいかと思います。

#### 【親会社を公開買付者等に含めることについて】

○川口 これも先ほどの一般論ですけれども、親会社の決定について子会社に決定があったと考えてよいのでしょうか。親会社にまで拡げるという話で、これは日本織物加工事件なんかで、実質親会社が決めているのではないかというので、そこで決めた場合はもう決定があったと考えてよいのではないかという議論がたしかあったと思うのですけれども、法人格は別であるというような時に、法人格が否認されていたら別でしょうけれども、全く別の会社という場合に、解釈論でそこまで拡

大できるとお考えなのでしょうか。

○行澤 公開買付者等を親会社を含めて解釈するというのは、比較的抵抗が少ないのではないかと思います。というのは、やはり会社法などを見ましても、そこは実質的に捉えているのではないのかなと思うのですね。例えば会計帳簿閲覧請求の場合についても、「請求者」の意義を法の趣旨から実質的に捉えていくのですが、それはそれでいいのではないかと私も思います。

○片木 法 167 条 1 項 1 号で「当該公開買付者等（その者が法人であるときは、その親会社を含む。）」と書いてありますが、それとはちょっと違うのですか。

○行澤 それに当たりますね。

○松尾 子会社が設立される前に親会社で決定された場合のことですね。

○行澤 本日の議論との関係で言うと、そういうことですね。

○片木 だから、先ほどからお話しになっているのは、そもそもその子会社がまだ設立されていないということで、議論になったのだらうと思いますけれども。

○行澤 そうですね。だから、親会社としてやる場合はそのものずばりですが、子会社も設立されておらず、既存の親会社ではなく、被買付企業が MBO を決定する場合は難しいだろうということです。

○片木 MBO 以外であれば、設立前であっても、そもそも子会社をつくるつもりであれば、もう親会社もここにも入れてしまえばいいということですかね。

○行澤 そうですね。解釈論でそれはできるかもしれませんが。ですから、問題は、やはり MBO のようなものに限られてくるのかなという気がします。

#### 【公表の意義—特にフェア・ディスクロージャー規制との関係について】

○森田 公表の意義について、報道機関に伝達しても、法 166 条と同じように公表とは言えない

のだという解説であったと理解しているのですが、法166条にせよ法167条にせよ、もともとの保護法益は何ですかね。

○行澤 市場の公正性に対する信頼を保護するという事ではないでしょうか。

○森田 条文どおりに2以上の報道機関に発表しても、報道しないこともありますよね。

○行澤 情報源を特定しなければ、ですね。

○森田 逆に、そのように2以上の報道機関に言わなくても、口を滑らせて新聞に載ってしまったとか、そのようなことになる、情報は社会に出るわけですね。

○行澤 そうです。

○森田 情報が社会に出たら、保護法益であるところの公正なる市場というのは、侵害されていないという状態になるのではないですか。

○行澤 まさにそれが議論されたのが、昨年4月の本研究会での川口先生のご報告であったと理解しております。

○森田 それで、例のフェア・ディスクロージャーといった観点が出てきましたので、その時の議論と比べて、あのようなものが出てきた以上、それを尊重するような解釈に改めるべきではないかというのが、私の意見です。

インサイダー取引規制が制定された時から、報道機関からは大きな反対があったのですよ。そんなことをしたらスクープがとれないとか、そういう意味で報道の侵害だという意見がものすごく強く出されたのですよ。本当はスクープでやりたいわけですよ。それを、2以上の報道機関に対する記者会見で大本営発表のようなものをしなければいけないというわけでしょう。それでは報道の自由も促進されないし、ディスクロージャーが進まないだろうという反対意見ですね。ある種フェア・ディスクロージャーでどんどんディスクロージャーを進めていこうという改正がされましたので、秘密の管理も大事ですけども、情報の伝達も大事だという観点を考えた時に、なおあなたはそのままいかれるのですかということをお聞きしたい。

○行澤 私の見解というよりも、フェア・ディスクロージャーの規定が整備されることによって、かえってそういう方式によらない情報のスクープとか、漏洩と言うと変ですけども、流出はやはり公表にならないという判断に傾くのではないのでしょうか。

○森田 だから、あなたがこれをそのように解釈すると、余計そうなると思います。

○行澤 実質的に重要情報が報道等のスクープによってかなりの範囲で知れ渡っているという場合には、本来の法の趣旨に立ち戻って、インサイダー取引規制を解除すべきだという議論はもうずっと言われていまして、私も本来はそれでいいのではないかと思うのです。

ただ、ここまでかっちりとインサイダー取引規制を構成されて、適用除外とかフェア・ディスクロージャー等々、画一的な規制が敷かれてしまうと、「保護法益を侵害しないから、実質的には、これはインサイダー取引規制を解除すべきだ」ということはなおさら言いにくくなってきたなというふうに考えます。もしそういう解釈をやるならば、やはりインサイダー取引規制の構造自体をもっと抜本的に見直さなければならず、部分的にここにだけ手をつけるというのは、やはりなかなか難しいのではないのでしょうか。

それこそ裁判所が、可罰的違法性とかを持ち出して、解釈として公表には当たらないけれども、実質的には情報の有用性が減殺されているので、類推適用するとか公表に準じるといった解釈をするのは、現在の規制構造ではやはりできないのではないかというふうに考える次第です。

○森田 そうですね。形式基準でやっていますからね。

○行澤 はい。

○森田 形式基準があまりにも厳し過ぎるから、実質的判断を持ち込む余地が非常に少ないというのですが、フェア・ディスクロージャーには他方においてディスクロージャーの促進という面があり、そういう意味では、真にフェアなマーケットをつくらうとすればディスクロージャーも必要



なのですけれども、むしろフェア・ディスクロージャーの規定をちょっとぐらいつくったって、このインサイダー取引規制がある以上は何ともならないと、あなたは今そういうふうにおっしゃったように思うのですが、私もそう思います。

○行澤 ええ。

○森田 今あなたがおっしゃったように、フェア・ディスクロージャー・ルールをつくったって、むしろ逆行してしまうようなことになるというようにことになっては、寂しいことですか。（笑）

○行澤 逆行するというよりも、報道機関としては、情報源の秘匿とか、あるいは不確実であっても、彼らの勘とか、報道機関の責務とか、そういう意識でスクープを抜くわけですが、それはインサイダー取引規制との関係では、「公表」にはなりませんよということですね。

○森田 それが今回では反省されたことにならないのですね。

○行澤 情報源が秘匿された憶測的な新聞報道であっても、それで十分に情報の奥行きが理解できるだけのスペシャライズされた人と、普通の一般投資家との間で差が出てはやはり困ると。そこをフェア・ディスクロージャーで、画一的に全ての投資家のアクセスをフェアで平等にし、情報の同質性を確保し得た段階でインサイダー取引を解除しようと、そういう趣旨ではないでしょうか。

○森田 でも、情報が出たら、皆の理解は進むわけですよ。

○行澤 しかし、それを以て、これは本当に来るぞということがわかる人と、いやまだわからないと思う人との間で証券市場に対する行動が違ってきます。そうすると、それこそ北浜や兜町のプロがビビッと反応して、インサイダー取引に当たらずに取引できてしまうということになり、やはり不公平だという判断はあり得るのかなと思うのですね。

○森田 そうすると、ディスクロージャーが阻害されるということですね。それは報道機関が盛んに言っていました。この形式的な規制でいくから、とことんはっきりした基準が要るのだと。罪

刑法定主義の要請にきちんと応えるためだけに、あなたがおっしゃるように確定的な事実が欲しいのではないのでしょうか。

ただ、そのようなことを考えると、研究会レベルでは、このように改善したらどうかというふうになるのかなと思ったのですけれども、ご報告のようでは寂しいなと思っているという感想です。

○川口 今の森田先生の話は、公表概念を改正すべきだということなのですか。

○森田 そうですね。

○川口 それはどのように改正をすれば……。

○森田 ですから、実質的にある程度の公表であっても、全く秘密裏にされているよりは、表に出てしまったら、それはそれでいいのではないかと。

○川口 報道機関が報道するものには、真実でないものもありますよね。真偽が確かではないものは、公表概念として認められないというのが最高裁の立場なのではないですか。

○森田 いや、私はそうは思いません。つまり、罪刑法定主義をかなり強調しましたから、何を以てというのがわからないから、それで口實的に逃げ人が出てくるのではないかというようなことで、何か厳しく律しましょうというような、そういう趣旨だったと思うのです。

しかし、逆にそうすると、そのままいけばきちんと真実がわかるのですかということ、わからないですよ。記者会見をしても記事を書かないこともたくさんありますからね。ですから、ファイリングでもするとか、そのような制度もできていますから、何時間後にはもうファイリングをしないというぐらいにしておけば、その時点から解除になっているとか、何かちょっと微調整でもいいから、緩和概念が採用できないかなと思います。

○川口 現在は、取引所のルールで、不確かな情報が報道されると、それを確認する制度が出来ていますよね。

○森田 もちろん、していますよ。

○川口 昔とは、その辺は大分違ってきているように思いますが……。

○森田 日本では答えなければならないと思っているけれども、それは要請ですよ。だから、それはノーコメントですという答えもあり得ます。

○片木 記事が出た時にエルピーダメモリ自身がどのように答えたのかよく知らないのですけれども、まだ正式に公表する気がないところでスクープされた時においては、会社側は、現段階ではなお決定に至っていない、適切に決定がなされたときに改めて公表いたしますというふうに言うわけでしょう。いや、おっしゃるとおりですというコメントをされたのなら、もうそれで公表されているわけだから、問題ないわけで……。

○行澤 そうですね。

○森田 いや、でも、それは基準ではだめでしょう。

○片木 だから、やはりその差は大きいのだと見るのか、内部者であれば、「ああ、バレたな」といった受取り方ですけれども、内部者以外の投資家であれば、スクープはされたけれども、まだ会社側は正式には認めていないという受取り方しかないでしょう。内部者サイドは、既に計画されたものがバレたという……。

○森田 それはそうですね。会社の中でもめているとかいうのはちょっと具合が悪いですね。それは一枚岩でないといけないとは思いますがね。

○片木 だから、その差はやはり大きいということではないかと思います。

○森田 ただ、それが2社以上でして12時間ですかという、そうでもないのではないですか。

○行澤 そういう場合、結局、スクープなどは公表に当たらないということになりますね。この点、先ほど私は、投資家の個々の資質によってアクセスや判断がばらばらになることは不公平だと言いましたが、もう一つ、やはりそれが公表に該当することがあり得るとすれば、混乱が生じるということもやはりあるのではないですか。

○森田 混乱とは何ですか。

○行澤 インサイダー取引になるのかどうかという点に関して、どこまでならば解除されるか

ということについてのリスクを投資家に背負わせてしまうということもあるのではないのでしょうか。

○森田 かもしれません。だから、こういう規制があるわけですね。ただ、ディスクロージャーを促進したいということがマーケットの要望だと私は思います。ですから、今度のフェア・ディスクロージャーはそうあるべきだと私は思っていたのに、あなたのおっしゃるようなこの規制があるがゆえに、かえって従来よりも発表しにくくなったと。あるいは記者会見に応じにくくなったと言われるのであれば、それはどうかなというふうには思いますよね。

○川口 フェア・ディスクロージャーについては、後日石田先生によるご報告がありますので、またご議論いただければと思います。

○森田 いや、私はフェア・ディスクロージャーを今議論しているわけではなくて、そういうのがあったから、こちらの公表概念の解釈も変わりませんかということをお尋ねしているのですよ。

○川口 わかりました。ほかにいかがでしょうか。

**【大量保有報告書等が提出される前に買集め行為を行った情報の第一次受領者の取扱い】**

○黒沼 それでは、12ページの論点4に関してですが、私が書いたことに対して行澤先生にやや疑問が残ると書いていただいているのですが、改めて考えてみると、私もそのとおりだと感じました。しかも、結果的に大量保有報告書や変更報告書を提出した場合であっても、それを提出する前は、情報の非対称性は解消されていない状態で購入していますので、その点はやはり救えないと今は感じています。

これは、たしか立法論として書いたのではないかと思うのですが、立法論とするときに、この建付けをどうするかは非常に難しい問題と感じました。何かいいお知恵があったら教えていただきたいのですけれども。

○行澤 黒沼先生は、知る前計画の運用によっ

て救済してもいいのではないかというふうにも指摘されています。そこで、第一次情報受領者が買集めをする場合に、競合公開買付者等から事実を知らされてしまうわけですが、その前に買集めの計画、すなわち5%を取得することが計画されていれば、知る前計画等でうまく整理できるのではないかと私も思いました。

ですから、法167条5項14号の問題としてこのような運用をしてもいいのかということですね。

○黒沼 　ただ、現在14号に関して取引規制府令による規定ができて、かなりがちがちに固められていますから、これを遵守するのは結構難しいですよ。

○行澤 　そうですね。

○黒沼 　論点4のような、最初から買集め行為を行おうとする者であれば、確かにこれを利用できるのかもしれませんがね。

○行澤 　はい。

#### 【知る前契約・計画に対する適用除外の趣旨】

○松尾 　論点6の知る前契約・計画のところ、一般投資家には使いづらいのではないかということに対して、行澤先生は、公開買付者と競合するような他者との関係で公正な競争を確保するという観点からの適用除外だと説明されているのですけれども、これはこういう観点に限られるのですか。

○行澤 　いえ、一般論としては限られないと思いますが、問題提起として、公開買付け等事実を知らされて妨害されるような場合には、個人の一般投資家は予定されているのだろうかという問題意識です。

取引規制府令63条14号を個人投資家に当てはめる場合に、これはやはりかなり難しいなど。ただ、ここで私が書きました観点というのは、そういう妨害を受けるような場合については、という意味でした。誤解を招くようで、すみません。

○松尾 　そうすると、法166条のほうの重要事実と比べると、一般の投資家が公開買付けに関する重要事実——公開買付け等の決定ですね、それ

を知ることは、知らされる場合以外にはないからというお考えですか。

○行澤 　はい、そういう意味で、一般論として排除するつもりはありませんけれども、大体そういう場合が多いのではないかということです。

#### 【今後の法令改正の必要性】

○森田 　今、この条文で何か困った問題があるなということがあるのですか。大体判例を整理して行って、まあこのようなものですなという話で、つまり、大きな改正すべき点や問題点というのは、例えばMBOなどが増えているから、先ほどおっしゃった特定目的会社についての条文などを新たに作ったほうがいいのではないですかとか、そういうことは特にご議論にはならないわけですか。

○行澤 　いや、今なお問題は残っていると思いますが、それに対して、今のところそういう積み残しの問題に対してインテンシブな検討がなされているようには見えないということです。

○森田 　それで、あなたとしてはそれでいいのかなと。（笑）

○行澤 　いや、実務的には問題は出ている。そこで、インサイダー取引規制だけに限りませんけれども、問題があったら、当面、政省令レベルあるいは府令レベルで対応するのが常ですけども、それも使い勝手が悪いことが分かったという場合に、またこれも手当てしていかないといけないというイタチごっこになりがちです。ひょっとしたら金融庁も疲れているかなと。（笑）

○森田 　だから、MBOというのが、ここの対象にやはりなるのですね。

○行澤 　やはりMBOのような場合についても、もう少ししっかりと考えるべきかもしれません。

○森田 　MBOの場合は、何かちょっと通常の投資者保護の問題を超えているような気もしますが、改正案までは、あなたはまだ考えないということですかね。

○行澤 　私はやはり解決したほうがいいと思います。この条文については、MBOに限らず、M&A一般、あるいは会社の支配権争い等がなされる場合

に、インサイダー取引禁止規範がどうやって解除されるかということにおいて、実務家の関心は高いと思うのです。それに対して今なおクリアでない部分はきちんとクリアにしないと、かえってM&A等の活発な促進を萎縮させることにもなるのではないかと思いますので。

ただ、それを従来のようにパッチワークよろしく場当たりに手当てしていくというのは、本当にイタチごっこのようなことになりますよね。

○森田 そのときに、法律家ですから要件・効果論でいくわけでしょう。言葉が何か一個足りないかもしれませんね。(笑)あるいは、どの言葉をたどったら……。

○行澤 まあ、その辺は金融審議会ぜひご協議いただきたいところではあるのですが。

○森田 なるほど。

○川口 行澤先生が、これは問題だと思われて、立法の解決が必要だと思われる部分はどこですか。論点5みたいなところですか。

○行澤 そうですね、論点3・4・5のところでしょうか。まさに既に指摘されてきたとおりで、特に論点3で、それこそ先ほど森田先生が議論されたように、公開買付届出書等を通して当該公開買付け等事実が一般的に公表されて知れ渡っているのに、適用除外とされるのは第一次情報受領者のみであり、その他の投資家はなおインサイダー取引が解除されない状況なのですね。これはやはり構造的に相当矛盾しているのではないかと思います。黒沼先生その他の先生方のご指摘のとおり、これは適用除外ではなく、やはり公表と考えるべきだと思うのですけれども、なぜこういう仕組みにしたのかなというのが逆によくわからないところです。

論点4についても、買集め行為は本当にインサイダー取引が適用除外とされないままでいいのかというと、知る前計画というのはやや使いにくい面があるので、まさにM&A取引を促進し、あるいは企業支配権市場を活発にするということであれば、やはり買集め行為にも、何らかの工夫をして、例えば飯田先生が提案されたように、インターネ

ット等を利用した情報開示手段を活用する等、今の時代はいくらでもできるのに、上場会社のタイムリー・ディスクロージャーしか公表を認めないような状況というのは、果たしてそれでいいのだろうかやはり思います。

○森田 やはり公表概念は見直すことが急務だと思います。

○川口 伝統的に、公表は、情報源自身が発信することを基本にしているのですよね。そこが出すから、事実が明らかになるわけであって、他人が発信するのはこのあたりが異なるということでしょうかね。

○行澤 そうなのです。おっしゃるとおりです。だから、公開買付者等が行うから公表なのだと。もしこの建付けを維持すべきだとしたら、公表以外の場合でもインサイダー取引規制を解除するような——やはり公表に匹敵するような質の情報開示があればそれこそインサイダー取引規制の趣旨が全うされるわけですから、そこはもっと適用除外の幅を拡げてもいいと思うのですけれども。

○川口 情報をつくった人以外の開示が公表にならないのは、やはり情報が不正確だからですかね。

○行澤 そうだと思います。

○川口 逆に言えば、情報の正確性を担保できれば、そう考えてもよいのではないかという話になるということですかね。

○行澤 ただ、その正確さをどうやって担保するのかというのは、やはり難しい。例えば公開買付者等が公開買付け等事実を競合者に知らしめればインサイダー取引規制で妨害できるわけですが、当該情報が、一般投資家にとって正確性が担保されていると言える程度に正確な情報であったかということ、そこは必ずしもそうだと断言できないわけです。正確性の担保ということをあまり考え過ぎると、やはり公表概念を厳格にせざるを得ないことになるのではないかと思いますので、そこはあまり言うべきでないかもしれません。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

【法 167 条に該当しない外部情報を利用した取引について】

○梅本 大雑把な話で恐縮ですがけれども、公開買付けについては、法 166 条と違って、問題となる事実は法 167 条 2 項の公開買付け等の実施が中止ですよ。

○行澤 そうです。

○梅本 例えば、公開買付けの実施ではないけれども、1、2 年前、さが美という会社が公開買付けの対象になって（ディスカウント TOB）、あるファンドが競合的公開買付けをかけるのではないかという噂が出ました。

○行澤 噂が流れた、ということですね。

○梅本 そうです。それで、たしか公開買付け価格よりも市場価格がかなり上がっていったことがあるのですよ。そういった公開買付けをするのではないかという噂の発生源である会社の関係者であれば、例えばその事実、あるいはそれを中止したという事実はわかるわけですよ。

○行澤 はい。

○梅本 それは 2 項には入らないわけですよ、この実施が中止に当たらない限りは。

○行澤 そうですね。

○梅本 でも、その情報を事前に知って売買すれば利益を得ることはできますよね。これは仕方がないのですかね。（笑）インサイダー取引には当たらない。包括条項はない。単なる実施と中止についての事実のみなわけですから。

○行澤 公開買付けが機関決定される前の段階でインサイダー取引まがいのことをするということですか。

○梅本 まさに実現可能性というところのもっと手前のあたりですから。

○行澤 公開買付け者の内部者ならばわかるからですかね。

○梅本 そう、競合先の。

○行澤 ああ、競合先ですね。

○梅本 ええ。でも、どこの条文にもかからないですよ。

○行澤 はい。

○梅本 外部情報一般の問題ということで……。

○行澤 法 166 条で対処するということになるのでしょうか。

○梅本 いや、それは内部情報ではないですね。外部情報です。

○行澤 外部情報、すなわち潜在的な公開買付け競合者の行動に関する噂だからですね。それはまさに、なぜ外部情報の中でも公開買付けだけを法 167 条として特に取り上げたのかという根本的な立法の考え方に関連するのではないかと思います。我が国の法も、基本的には、アメリカに倣ったのだと思うのですけれども、もっと一般的かつ広範に外部情報を捉えるべきとなると、かなり根本的な問題にならないでしょうかね。

○梅本 おっしゃるとおりかもしれません。

○川口 よろしいですか。それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

2018. 5. 25. JPX 金融商品取引法研究会  
逐条解説・金商法 167 条

(報告) 行澤一人

1. 規制の対象となる者  
「公開買付者等関係者」(法 167 条 1 項 1 号から 6 号までに該当する者)であり、「公開買付者等」の公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実(公開買付け等事実)を、同条 1 項 1 号から 6 号に定めるところにより知り知った者及び一次情報受領者(同条 3 項)。

(1) 「公開買付者等」  
・「上場等株券等」の公開買付け(法 27 条の 2)をする者  
・公開買付に準ずる行為(「買集め行為」(D))をする者  
・発行者による「上場株券等」②の公開買付け(法 27 条の 2)をする者  
① 施行令 31 条 金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取  
扱有価証券に該当する株券(外国の者の発行する証券又は証券の性質を有するも  
のを含む。)又は投資証券等の発行する株券(外国の者の発行する証券又は証券  
の性質を有するものを含むものとし、内閣府令で定めるものを除く③)、新株予  
約権証券(外国の者の発行する証券又は証券で新株予約権証券の性質を有するものを含  
むものとし、内閣府令で定めるものを除く③)、新株予約権付社債券(外国の者の発行  
する証券又は証券で新株予約権付社債券の性質を有するものを含むものとし、内閣府令  
で定めるものを除く③)、投資証券等(内閣府令で定めるものを除く③)、新投資口予  
約権証券等(内閣府令で定めるものを除く③)その他内閣府令で定める有価証券④(以  
下この条において「株券等」という。)を買い集める者(その者と共同して買い集める者  
がいる場合には、当該共同して買い集める者を含む。以下この条において同じ。)が自己  
又は他人(仮設人を含む。以下この条において同じ。)の名義をもつて**買い集める当該株  
式に係る議決権の数**(株券(外国法人の発行する証券又は証券の性質を有するも  
のを含む。))については株式に係る議決権(社債、株式等の振替に関する法律第百四十七  
条第一項又は第百四十八条第一項の規定により発行者に對抗することができない株式に  
係る議決権を含む。)の数を、投資証券等については投資口に係る議決権(同法第二百二  
十八条第一項において準用する同法第百四十七条第一項又は第百四十八条第一項の規定  
により発行者に對抗することができない投資口に係る議決権を含む。)の数を、その他の  
ものについては内閣府令で定めるところにより換算した株式又は投資口に係る議決権の  
数⑤をいう。)の合計が**当該株券等の発行者の総株主等の議決権の数の百分の五以上であ  
る場合における当該株券等を買い集める行為**(株式等発議請求により当該株券等を買

集める行為を除く。以下この条において「**買集め行為**」という。)とする。ただし、当該  
株券等を買集める者の当該買集め行為を開始する直前における株券等所有割合(自己  
又は他人の名義をもつて所有する当該株券等に係る議決権の数の合計を当該発行者の総  
株主等の議決権の数で除して得た割合をいう。以下この条において同じ。)が百分の五未  
満である場合には、当該買集め行為のうち株券等所有割合が百分の五を超える部分に係  
るものに限る。

- ② 法 24 条の 6 一 施行令 4 条の 3 (店頭売買有価証券、投資証券等)
- ③ 有価証券取引等規制内閣府令 57 条 1 項 - 5 項 (完全無議決権株、完全無議決権投資証券等に関するものが除かれる)
- ④ 同府令 6 項 (株券等信託受益証券、株券等預託証券[法 2 条 1 項 20 号])
- ⑤ 同府令 7 項

(2) 公開買付け等事実を知った「公開買付者等関係者」  
・ 1 号 公開買付者等(親会社(法 166 条 5 項)を含む)の役員等(役員(会計参与  
が法人であるときは、その社員)、代理人、使用人その他の従業者\*・法 166 条 1 項 1 号)  
(公開買付者等が法人以外の者であるときは、その代理人又は使用人)であって、その職  
務に関して知った者。

\*判例(前々回志谷教授報告による。議論の詳細は控える)  
最判平成 27 年 4 月 8 日刑集 69 卷 3 号 523 頁「同法 166 条 1 項 1 号にいう『その他の  
従業者』の意義について、・・・同号の文言及び会社関係者による内部者取引を規制する同  
条の趣旨等からすれば、同号にいう「役員、代理人、使用人その他の従業者」とは、当該  
上場会社等の役員、代理人、使用人のほか、現実に当該上場会社等の業務に従事している  
者を意味し、当該上場会社等との委任、雇用契約等に基づいて職務に従事する義務の有無  
や形式上の地位・呼称のいかんを問わないものと解するのが相当である。」

・ 2 号 公開買付者等の会社法 433 条 1 項に定める権利を有する株主〔会計帳簿閲覧  
請求権者〕又は同条 3 項に定める権利を有する社員〔子会社会計帳簿閲覧請求権を有する  
親会社社員〕(当該株主又は社員が法人であるときはその役員等、当該株主又は社員が法人  
以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む)であって、当該権利の行使に関し  
知った者。

・ 3 号 公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者であって、当該権限の行使  
に関して知った者。

・ 4 号 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している者(その者が  
法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人又は使用  
人を含む、法人である公開買付者等の役員等又は法人以外の公開買付者の代理人もしくは  
使用人である者は含まない)であって、当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し

法167条1項各号に定めるところにより公開買付け等事実を知った公開買付け等関係者(第1項後段に規定する者[公開買付け等関係者でなくかつ、六月以内の者]を含む。)から、当該公開買付け等事実の伝達を受けた者、又は職務上公開買付け等事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その職務に関し当該公開買付け等事実を知った者。

2. 禁止行為

当該公開買付け等事実(法167条2項)の「公表」(同条4項)がされる前に  
 (1) 公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあっては、当該公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の発行する株券若しくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価証券①(「特定株券等」)又は当該特定株券等に係るオプションを表示する法2条1項第19号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券②(「関連株券等」)に係る買付け等(特定株券等又は関連株券等(「株券等」)の買付けその他の取引で政令で定めるもの③)をしてはならない。  
 (2) 公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあっては、当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等(株券等の売付けその他の取引で政令で定めるもの④)をしてはならない。

- ① 施行令33条
- ② 施行令33条の2
- ③ 施行令33条の3〔値上がり局面で利益を確保する行為類型〕  
 七 その他前各号に掲げる取引に準ずるものとして内閣府令で定めるもの  
 →有価証券取引等規制内閣府令60条
- ④ 施行令33条の4〔値下がり局面で利益を確保する行為類型〕  
 七 その他前各号に掲げる取引に準ずるものとして内閣府令で定めるもの  
 →有価証券取引等規制内閣府令61条

(3) 公開買付け等事実の意義(法167条2項)公開買付け等(当該公開買付け等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう\*)が、それぞれ公開買付け等を行うことについての決定をしたこと又は公開買付け等が当該決定(公表がされたものに限る)に係る公開買付け等を行わないことを決定したこと。  
 ただし、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものととして内閣府令で定める基準①に該当するものを除く。

- ① 有価証券取引等規制内閣府令62条(軽微基準)
- ・買集め行為(施行令31条)であること。

知った者。  
 ・5号 発行者による「上場株券等」の公開買付け(法27条の2)以外の公開買付けに係る上場等株券等の発行者(その役員等を含む)であつて、当該公開買付け等からの伝達により知り知った者(当該役員等)にあっては、その者の職務に関し当該公開買付け等からの伝達により知り知ったとき)【平成25年改正】によって被買付企業及びその役員等が公開買付け等関係者と位置付けられた。被買付企業が公開買付け等との間にM&Aに係る守秘義務契約等を締結していれば、法167条1項4号に該当し、当該企業及びその役員等は「公開買付け等関係者」となるが、常にそうであるとは限らず、そうでない場合には、第一次受領者(法167条3項)とならざるを得ない。そうすると、被買付企業の役員等からの情報受領者は二次受領者となり、規制対象から外れてしまうことの不都合をカバーしようとした。】

【論点1】  
 本号によれば、公開買付け者等以外からの情報伝達を受けても、対象会社の役員等は公開買付け者等関係者にはならない。それゆえ、公開買付け者等のフィナンシャル・アドバイザーなどが、対象会社に情報伝達をした場合には、本号は適用されない(日本取引所金融商品取引法研究第2号106頁[2014年6月27日・小出篤報告] [2016年1月、日本取引所グループ])。また、「公開買付けにおいては、公開買付けとなる会社を設立するよりも前に『公開買付け等を行うこと』についての決定(金商法167条2項)がなされること」が少なくない。そのような決定が公開買付けを行おうとする者(例えばMBOにおける対象会社の代表取締役)から他の役員に伝達されたとしても「当該役員は本号による公開買付け者等関係者とはならない」という不都合が生じる(黒沼悦郎・金法1980号20-21頁)。それをカバーするため、「まだ設立されていない会社によって決定がなされ、それが設立されていない会社から関係者へ伝達されたと構成するのは、やはり不自然である。」として、黒沼教授は、そもそも情報の第二次受領者を規制対象とすること、公開買付け者等の範囲を情報源を有する対象会社や公開買付け者等の親会社に広げること、あるいは公開買付け等事実の定義を拡張し、公開買付け者等以外の者による決定を含めること、といった提案をされる(黒沼・前掲21頁)。

・6号 2号、4号、5号に規定する態様によって法人の他の役員等が知った場合における、当該法人の役員等であつて、その職務に関し知った者。

(3) 各号により知り知った公開買付け等関係者であつて、公開買付け等関係者でなくかつ後、6月以内の者。【平成25年改正】による。従前の1年から6月に短縮された】

- (4) 情報受領者(法167条3項)〔一次情報受領者〕

・当該買集め行為により各年において買い集める株券等の数が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の2.5%未満であること。

又は、

有価証券関連業務を行う金融商品取引業者(法29条の登録を受けた第一種金融商品取引業者(法28条1項))が有価証券の流通の円滑を図るために顧客を相手方として行うものであるとして、当該買集め行為により買い集めた株券等を当該買集め行為後直ちに転売することとすること【平成28年改正】による。ブロックトレーダーの仲介として証券会社が行う買付け行為。ブロックトレーダーとは大口の取引を行いたい投資家がいたときに、その大口の注文を市場にそのまま発注してしまうと価格が大きく変動してしまい、市場の参加者に大きなインパクトを与えてしまうため、このような大きな取引を市場の外で行うことで市場にインパクトを与えないようにする相対取引の一種であり、「その買付け行為が自らによって、買付け対象の株券等市場における需給関係や当該株券等の発行会社の会社支配の状況に影響を及ぼすものではない」(日野正晴「詳解金融商品取引法(第4版)」954頁)という理由による。】

\*判例

最判(一小)平成23年6月6日刑集65巻4号385頁(村上ファンド事件)

① 「業務執行決定機関」の意義

「・・・ライブドア内における堀江及び宮内の立場等に加え、記録によれば、堀江及び宮内以外のライブドアの取締役2名は、いずれも非常勤であり、堀江及び宮内に対し、その経営判断を信頼して、企業買収に向けた資金調達等の作業の遂行を委ねていたと認められることに鑑みると、両名は、ニッポン放送株の5%以上の買集めを行うことについて実質的にライブドア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、すなわち(旧)証券取引法167条2項にいう『業務執行を決定する機関』に該当するものといふことができ、この点に関する原判断は正当である。」

この点についての判示は、最判(一小)平成11年6月10日刑集53巻5号415頁(日本織物加工事件)における「(旧)商法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』は、商法所定の決定権限のある機関には限られず、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。」という判断を「踏襲したものであることは明らかであろう。」と評価されている(最判解・曹時65巻12号3128頁【西野吉一】)。この点、立法担当者の解説によると、「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を確保するという本条の趣旨のほか、そのような実質的な会社の意思決定の事実自体が投資家の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点からも、会社の内部の権限の分配の適正ということよりも実質的に会社の意思が決定されたという事実が重要である。」(横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」(商事法務研究会、平成元年)52頁)と説明されている。

② 「決定」の意義について

「法167条は、禁止される行為の範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条2項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的に無影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。したがって、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されたいために、同条2項の『公開買付け等を行うことについての決定』というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記『決定』をしたというためには、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の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解するのが相当である。」

この点、日本織物加工事件では、次のように判示されていた。「右決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されることの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である。ただし、そのような決定の事実が、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知ってその会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、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という法的目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである。」

村上ファンド事件最高裁決定を支持する見解として、「インサイダー取引罪は、抽象的危険犯としての性格を有するため、一定程度の実現可能性の存在を『決定』該当性の要件と位置付けるのは相当ではない」とするものがある(前掲・最判解3125頁)。これが刑法学者らの多数説といつてよからうか。

これに対して、本件判例商事法務1945号4頁【黒沼悦郎】は、「法167条2項所定の決定は通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為であるとは到底言えない。(同8頁)とし、法が特段の限定もなく『行うこと』についての決定を規制対象としたのは、いかなる決定であっても投資判断に影響を及ぼし得ると考えたのではなく(そのような考えは前述のようにナンセンスである)、『決定』の解釈において実現可能性を考慮した限定を加え、適切な範囲でインサイダー取引を規制しようとする趣旨に出たものと考えるべきである(同9頁)とする。そして、インサイダー取引規制の趣旨からすると、「当該情報に基づいて取引をすることが一般投資家にとって不公正と感ぜられる情報を重要な情報として規制の対象にすべき(同10頁)である」と主張される。

以上の点について、「日本織物加工事件で、その決定時点が法定の機関が決定した時点よりも前にすらすらすることをやっているのであれば、その際に、投資家の投資判断に



影響を与える時点がどこなのかという実質的価値判断が入っている」とし、「そこを例えれば実現可能性があるかないかというところから判断する」こともできると指摘する意見があり（日本取引所金融商品取引法研究第2号148頁[松井秀征発言]（2016年1月、日本取引所グループ）、私も同意見に賛成したい。すなわち、公開買付け等事実の事実の決定機関及び決定時期の画定作業自体において既に「実質的な会社の意思決定の事実自身が投資家の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点」（横田・前掲）が反映されているのであるから、そのように画定された「決定」は、「一定程度の実現可能性がある」ものとして投資家に受け取られるべき性質のものだと言って差し支えないであろう。すなわち、「決定があった」と判断したことの中に、一定程度の実現可能性が当然読み込まれているわけである。このような判断構造を無視して、インサイダー取引罪は抽象的危険犯だ、と言っても、ほとんど意味のない言明というほかならう。

（4）公表の意義

① 公開買付け等事実について、多数の者の知り得る状態に置く措置として施行令30条1項に定められた方法が公開買付け等によって取られたこと。  
 （1号）公開買付け等（法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む。）にあっては、当該法人を代表すべき者又は管理人）若しくは当該公開買付け等から法167条3項に規定する公開買付け等事実を公開することを委任された者が、当該公開買付け等事実を報道機関（同号1～ハ）の二以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された公開買付け等事実の周知のために必要な期間（少なくとも二の報道機関に対して公開した時から12時間・令30条2項）が経過したこと。

\*判例（議論の詳細は、2017年4月28日JPX 金商法研究会・川口恭弘報告「近年の金融商品取引法に関する判例—インサイダー取引規制における「公表」の意義—」を参照されたい）

取判（一小）平成28年11月28日刑集70巻7号609頁[エルピーダ・メモリ事件]  
 「施行令30条1項1号は、重要事実の公表の方法の1つとして、上場会社等の代表取締役、執行役又はそれらの委任を受けた者等が、当該重要事実を所定の報道機関の「二以上を含む報道機関に対して公開」し、かつ、当該公開された重要事実の周知のために必要な期間（同条2項により12時間）が経過したことを規定するところ、……この方法は、当該報道機関が行う報道の内容が、同号所定の主体によって公開された情報に基づきものであることを、投資家において確定的に知ることができざる態様で行われることを前提としてあると解される。したがって、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する「公開」には当たらないと解すべきである。  
 また、所論がいうように、法令上規定された公表の方法に基づかず重要事実の存在を

推知させ報道がされた場合に、その報道内容が公知となったことにより、インサイダー取引規制の効力が失われると解することは、当該報道に法166条所定の「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、……本件のように、会社の意思決定に関する重要事実を内容とする報道がされたとしても、情報源が公にされない限り、法166条1項によるインサイダー取引規制の効力が失われることはないと解すべきである。」

（2号）各金融商品取引所（当該有価証券が店頭売買有価証券である場合にあっては当該有価証券を登録する各認可金融商品取引業協会とし、当該有価証券が取扱有価証券である場合にあっては当該有価証券の取扱有価証券としての指定を行う各認可金融商品取引業協会とする）の規則で定めるところにより、当該上場会社等又は当該上場会社等の資産運用会社が、公開買付け等事実（当該上場会社等が公開買付け等（法167条1項）となるものに限る）を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された公開買付け等事実が、内閣府令①で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公表の範囲に供されたこと【平成24年改正、自社株TOBのみならず、他社株TOB及び買い集め行為も含まれる】。

① 有価証券取引等規制内閣府令56条（電磁的方法による公表総覧。東証におけるTDnetの利用が想定される）

（3号）上場会社等（法163条1項）によるTDnetを利用した英語での公表総覧（有価証券取引等規制内閣府令56条）（ただし、自社株TOBにおける上場株券等（ロ）及び他社株TOBにおける上場株券等（ハ）がすべて特定投資家向け有価証券である場合に限られる）。

（4号）上場会社等（法163条1項）以外の公開買付け者等が、上場株券等の発行会社又は自己の親会社に対して、それぞれが上場する金融商品取引所に公開買付け等事実を通知することを要請し、当該発行会社又は親会社がそれに応じて、公開買付け等事実が金融商品取引所に通知され、TDnetを利用した日本語での公表の総覧（有価証券取引等規制内閣府令56条）に供されたこと。【平成24年改正による】。「親会社は、その子会社がTOB等を行う場合には、あらかじめその検討・決定に参加することが通常であり、公開買付け等事実の内容を直接把握している」と考えられること、及び仮に開示情報に虚偽があった場合には親会社の責任が問われることとなり、公表内容の正確性は基本的に確保されると考えられること」とよと説明される（日野正晴・前掲958頁）

【論点2】  
 非上場会社である公開買付け者等の上場親会社あるいは対象会社は、公開買付け者等による開示要請に応じる義務がない。そのため、上場親会社が存在しない非上場の公開買付け者等が敵対的な公開買付け等を行う場合、対象会社が開示要請を受け入れないとは限らないと指摘がある（黒沼・ジュリスト1460号29頁）。この点、「買付け者が異なる」と開示に違

いが生じてくるのかというのにはやはり疑問でありまして、それが引いては投資家への情報の伝達がある場合には早く、ある場合には遅いというアンバランスだと指摘する見解もある(日本取引所金融商品取引法研究第2号19頁[石田真得報告]〔2016年1月、日本取引所グループ〕)。また、この点、立法論的には、「EDINET」のインサイダーバージョンみたいなものを金融庁でつくるのか、インターネット技術で対応するということは将来的にはあり得るのではないかとするものもある(前掲・飯田秀純発言)。

(5号) 上場会社等(法163条1項)以外の公開買付者等が、公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の発行する上場等株券等が全て特定投資家向け有価証券である場合において、当該発行会社又は自己の親会社に対して、それぞれが上場する金融商品取引所に公開買付け等事実を通知することを要請し、当該発行会社又は親会社がそれに応じて、公開買付け等事実が金融商品取引所に通知され、TDnet を利用した英語での公衆の縦覧(有価証券取引等規制内閣府令56条)に供されたこと。

(ii) 他社株 TOB(法27条の3第1項・27条の11第2項)及び自社株 TOB(法27条の22の2第2項による準用)における公開買付開始公告もしくは公開買付撤回公告・公表がなされたこと。

(iii) 他社株 TOB(法27条の14第1項・27条の11第3項)及び自社株 TOB(法27条の22の2第2項による準用)による公開買付届出書もしくは公開買付撤回書が公衆の縦覧に供されたこと。

3. 適用除外

投資行為の判断形成自体が、情報面での優位性を利用してなされたものではないから、とされる(日野正晴・前掲959頁)。

(1号) 会社法202条1項1号(株主相当による新株発行)に規定する権利を有する者が当該権利を行使することにより株券を取得する場合

(2号) 新株予約権(これに準ずるものとして政令で定める権利①を含む。)を有する者が当該新株予約権を行使することにより株券(これに準ずるものとして政令で定める有価証券②を含む。)を取得する場合

- ① 施行令33条の4の2 新投資口予約権
- ② 施行令33条の4の2 投資証券

(2号の2) 株券等に係るオプションを取得している者が当該オプションを行使することに

より株券等に係る買付け等又は売付け等をする場合

(3号) 会社法116条1項、182条の4第1項、469条1項、785条1項、797条1項若しくは806条1項の規定による株式買取請求(これらに相当する他の法令の規定による請求として政令で定めるもの①を含む。)又は法令上の義務に基づき株券等に係る買付け等又は売付け等をする場合

- ① 施行令33条の4の3による投信法上の投資口買取請求

(4号) 公開買付者等の要請\*に基づいて当該公開買付け等に係る上場等株券等(上場等株券等の売買に係るオプションを含む)を当該公開買付者等に売付け等をする目的をもって当該上場等株券等の買付け等をする場合〔応援買い〕

\*当該公開買付者等が会社である場合には、その取締役会が決定したものの(監査等委員会設置会社にあつては会社法399の13第5項の規定による取締役会の決議による委任又は同条6項の規定による定款の定めに基づく取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定したものを含み、指名委員会等設置会社にあつては会社法416条4項の規定による取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定したものを含む)でなければならぬ。

(5号) 公開買付け等に対抗するため当該公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請\*に基づいて当該上場等株券等(上場等株券等の売買に係るオプションを含む)の買付け等をする場合〔対抗買い〕

\*監査等委員会設置会社にあつては会社法399の13第5項の規定による取締役会の決議による委任又は同条6項の規定による定款の定めに基づく取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定したものを含み、指名委員会等設置会社にあつては会社法416条4項の規定による取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定したものを含む

【取締役会の決定による対抗買いの要請は、それ自体が重要事実とされている(施行令28条10号)ことから、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る事実であるから、適時開示の対象となるべきである(黒沼・金法1980号26頁)。なお、当該適時開示によって公開買付け等事実を知った一般投資家は、現行法上は、不自然ではあるが、第二次情報受領者であるゆえにインサイダー取引規制の対象とならないと解される(黒沼・前掲27頁)】

(6号) 法159条3項の政令で定めるところ①により株券等に係る買付け等又は売付け等をする場合

- ① 施行令20~26条により安定操作取引をすることができる場合

(7号) 第一項により公開買付け等の実施に関する事実を知った者が、当該公開買付け等の実施に関する事実を知っている者から、買付け等を取引所金融商品市場若しくは店頭

表)があったものと見て良いのではないかと主張する見解が有力である(黒沼・金法1980号23頁。黒沼教授は、公開買付け開始公告や公開買付け届出書は、上場会社による適時開示以上に情報の信頼性を確保する仕組みとして整っているとされる)。

〔論点4〕黒沼教授は、買い集め行為であっても、5%ルールとして大量保有報告書もしくは変更報告書の提出が求められるので、そこに情報受領の事実を記載させ、公衆閲覧には公表があったものと取り扱うことを主張されており(黒沼・前掲24頁)、賛成したい。なお、黒沼教授は、報告書の公衆閲覧前であっても適用除外を認めることを主張されている。それは、一次情報受領者は、大量保有・変更報告書を提出する「覚悟がなければ」(黒沼・前掲24頁〔注16〕)、本条によって当該株券等の買い付けが禁止されるのであるから、濫用の危険は乏しいという理由による。しかし、もし5%取得を企図して株券等の取得を開始すれば、結果として同水準の保有に至らなくても、内部者取引規制が解除されるといえることになると考えられる(論点5)。

さらに、本号の適用除外は、公開買付け等事実に限定されるため、たとえば敵対的な公開買付けが自社に向けて計画されていることを知った対象会社は、潜在的な公開買付け者に、法166条2項に規定する「重要事実」を知らせることで、当該公開買付けを阻止することができることになりそうである。この場合、対象会社に当該重要事実を公表してもらったことを期待するのはほぼ無理だとすると、このようなケースを適用除外とする必要はあろう(黒沼・前掲24頁)。

(9号)特定公開買付者等関係者\*であって法167条1項1号に掲げる者以外のもの又は、特定公開買付者等関係者から公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者〔第一次情報受領者〕(特定公開買付者等関係者を除き、その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む)が、株券等に係る買付け等をすすめる場合であって、特定公開買付者等関係者等の実施に關する事実を知った日から、当該伝達を受けた者〔第一次情報受領者〕にあっては当該伝達を受けた日から、六月が経過している場合

\*公開買付者等関係者であって、法167条1項各号に定めるところにより同項に規定する公開買付け等の実施に關する事実を知つたもの

〔平成26年改正〕による。これは、「(情報の)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」しており(WG報告9-10頁)、投資判断の材料としては有用性を失っているとの判断による。なお、本号の「公開買付け等」には買い集め行為も含まれるところ、当該情報は公開買付けのように公表されないこともあるので、当該情報の伝達後6か月を経ても当該情報

売買有価証券市場によらないでする場合、又は  
 第一項により公開買付け等の中止に関する事実を知った者が、当該公開買付け等の中止に関する事実を知っている者に、売付け等を取引所金融商品市場若しくは店頭売買有価証券市場によらないでする場合 → ただし、当該売付け等に係る者の双方において、当該売付け等に係る株券等について、更に同項又は第三項の規定に違反して売付け等が行われることとなることを知っている場合は除かれる〔クロクロ取引〕

(8号)特定公開買付者等関係者\*から当該公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者(その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む)〔第一次情報受領者〕が株券等に係る買付け等をする場合であって、法27条の3第1項の規定により行行公告〔公開買付け開始公告〕において次に掲げる事項が明示され、かつ、これらの事項が記載された法27条の3第2項の公開買付け届出書が法27条の14第1項の規定により公衆の縦覧に供されたとき

- \* 公開買付者等関係者であって、法167条1項各号に定めるところにより同項に規定する公開買付け等の実施に關する事実を知つたもの
- イ 当該伝達を行った者の氏名又は名称
- ロ 当該伝達を受けた時期
- ハ 当該伝達を受けた公開買付け等の実施に關する事実の内容として内閣府令で定める事項(有価証券取引等規制内閣府令第62条の2)

〔平成25年改正〕による。公開買付者が競合する他社の企業買収を阻止する手段として用いられる可能性を排除し、「企業買収に關する公正な競争や、有価証券取引の円滑を図る観点」(インサイダー取引規制に關するワーキング・グループ)報告書(平成24年12月25日)〔以下、WG報告と記す〕9頁)が考慮されたものである。本号の場合には、第一次情報受領者が、公開買付者による公開買付けを実施することに係る情報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」(WG報告9頁)されたとの判断によるものである。もつとも、第一次情報受領者が本号による適用除外を受けるためには、法27条の2による公開買付け手続きによらなければならない(買い集め行為には適用されない)。それは、買い集め行為については、現時点では、公開買付け開始公告や公開買付け届出書と同様の媒体がないからであらうとされる(WG報告9頁)。また、本号により適用除外とされるのは一次情報受領者のみであり、他の公開買付け者等関係者や情報受領者には内部者取引禁止は解除されない。】

〔論点3〕  
 公開買付け届出書等に伝達された事実を記載することにより一般投資家に対する有利性が解消されるということは、これをもって「公表措置」と考えられると解されるところ、そうであればこれを適用除外とするのではなく、率直に、法167条4項の「公

- ロ 公開買付け等事実を知る前に、次に掲げるいづれかの措置が講じられたこと。
  - (1) 当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く）。
  - (2) 当該契約又は当該計画に確定日付が付されたこと（金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る）。
  - (3) 当該契約又は計画が法 167 条 4 項に定める公表の措置に準じ、公表の範囲に供されたこと。

【論点 6】  
 「通常、一般の投資家（少量の買付け等を行う投資家）は、特定の有価証券の買付け等を計画したとしても、買い付ける時期・価格・数量についての具体的な内容までは定められないことが多いから、公開買付け等事実を知らざれば買付け等を妨害される危険を回避することができない。」として、本包括条項は狭すぎるという評価があり得る（黒沼・金法 1980 号 24 頁（注 17））。もともと、これは、公開買付け者と競合するような他者との関係で、どのように公正な競争を確保するかという観点からの問題であり、一般投資家をも保護の視野に置く必然性がどこまであるかについては疑問を留保したい。

の価値が劣化しない場合もあり得るが、その場合でも情報受領者の 6 か月経過後の買付け等については適用除外とされる。この点は「画一的な取り扱いを要する適用除外の性質上、やむを得ないと割り切るしかないであろう。」（黒沼・金法 1980 号 25 頁【】）

(10 号) 合併等（合併、分割又は事業の全部若しくは一部の譲渡若しくは譲受け・法 166 条 6 項 8 号）により株券等を承継し、又は承継させる場合であつて、当該株券等の帳簿価額の当該合併等により承継される資産の帳簿価額の合計額に占める割合が特に低い割合として内閣府令で定める割合（20%）[有価証券取引等規制内閣府令 58 条の 2] 未満であるとす。

(11 号) 合併等の契約（新設分割にあつては、新設分割計画）の内容の決定についての取締役会の決議が公開買付け等事実を知る前にされた場合において、当該決議に基づいて当該合併等により当該公開買付け等に係る株券等を承継し、又は承継させるとき。「知る前」組織再編

(12 号) 新設分割（他の会社と共同してするものを除く）により新設分割設立会社に株券等を承継させる場合

(13 号) 合併等又は株式交換に際して当該合併等又は株式交換の当事者であつて、公開買付け等に係る上場株券等又は上場株券等の発行者である会社（公開買付け等対象会社）が有する当該会社の株券等（自社株）の交付を受け、又は当該株券等を交付する場合

(14 号) 公開買付け等事実を知る前に締結された、当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する契約の履行、又は公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の計画の履行として買付け等又は売付け等をする場合その他これに準ずる特別の事情に基づき買付け等又は売付け等であることが明らかにならな買付け等又は売付け等をする場合【知る前】契約・計画

この場合、有価証券取引等規制内閣府令 63 条による規制に服する。なお、同条 1 項 14 号（下記）は、平成 27 年に新設されたものである。

十四 前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合  
 イ 公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する書面による契約の履行又は公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の書面による計画の履行として買付け等若しくは売付け等を行うこと。

〔論点7〕  
 施行令31条における「共同買集め者」の意義を、応援買い（法167条5項4号）との関係においてどのように捉えるか。共同買集め者は、公開買付け者等本人と同視され、法167条1項の適用を受けないため、同条の適用から除外される。この点で、共同買集め者の意義を、公開買付け者等本人との間で相互の行為を認識しているだけでは足りず、少なくとも大量保有報告書制度における「共同保有者」と同一の意義において捉える（5%以上の株券等を買集めることに関する合意）見解が通説であるが（三浦／吉川・商事法務1720号55頁）、応援買いを適用除外とする理由が公開買付け者等本人による買付け等と同視し得るからだとする説明（権田・前掲194頁）に基づき、応援買いと同様、共同買集め者が当該株券等を公開買付け者等本人に売り付け等すること、もしくは売り付け等するまで保有することを要求する見解もある（木目田裕・上島正道監修「インサイダー取引規制の実務」〔第2版〕（商事法務、2014年）455頁）。この点、施行令31条において共同買集め者を含めたのは、「共同買集め者が買付け等の分を合計して買集め行為の範囲を決定する」ためであるから、そもそも公開買付け者等に対して買集めた株券等を売り付けることを目的とする応援買いと前掲が異なっていることであり、共同買集め者であるためには「買集め対象となる株券等を買付けすることに ついての合意があれば足り」と解すべきである（黒沼・金法1866号52頁）。なお、公開買付け者等に売り付けることを目的として当該株券等の買付け等を行う者は、応援買いの名目下に、インサイダー取引規制の趣旨を潜脱する恐れの高い者であると言え。それゆえ、公開買付け者等の取締役会の決定等に基づく要請をもってインサイダー取引規制を解除するのが法167条5項4号の趣旨と解すべきであり、上述の「公開買付け者等本人による買付け等と同視し得るからだとする理由には賛成しがたい。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の逐条検討(その4) —金融商品取引法167条の2

2018年6月22日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授        |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授         |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授     |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授     |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授  |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授         |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授    |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授         |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |

【報 告】

インサイダー取引規制の逐条検討（その4）－金融商品取引法 167 条の 2

神戸大学大学院法学研究科教授

行 澤 一 人

目 次

- |            |                |
|------------|----------------|
| I. 規制の趣旨   | IV. 規制の対象となる行為 |
| II. 規制の対象者 | V. 刑事罰         |
| III. 目的要件  | 討論             |

○川口 それでは、時間が参りましたので、金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

インサイダー取引規制の逐条検討は、今回で4回目になりますが、前回に引き続き行澤先生からご報告いただきます。よろしくお願いします。

○行澤 神戸大学の行澤です。よろしくお願いします。

本日は、前回に続きまして金融商品取引法（以下「金商法」という）167条の2第1項と第2項（以下特に断りの無い限り金商法の条文をいう）ということで、情報伝達もしくは取引推奨に係る規制について検討を加えたいと思います。なお、エンフォースメントとして課徴金及び刑事責任の規定がありますけれども、本日は刑事責任にのみ若干触れるということで、課徴金については時間の関係で割愛させていただければ幸いです。

I. 規制の趣旨

まず、167条の2の規制の趣旨ですけれども、これについては、「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）というインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告（以下「WG報告」という）が出されて

いますので、ここから引用させていただきます。

「（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。

（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。」

私なりに考えますと、それぞれ次のようにまとめることができるのではないかと思います。

#### (1) 情報伝達行為禁止の趣旨

それが、①第一次情報受領者による禁止取引の蓋然性を高めるから、②会社関係者（もしくは公開買付者等関係者。以下「会社関係者等」という）に近い「特別な者」を利する点で市場に対する投資家の信頼を損なうから、ということと考えられます。

#### (2) 取引推奨行為禁止の趣旨

①会社関係者等による取引推奨は、被推奨者による取引の蓋然性を高め、法規制によって抑止しようとしている「未公表の重要事実（もしくは公開買付け等事実。以下「重要事実等」という）に基づく取引」を招く結果に結びつく。それは、情報伝達行為を禁止した（1）の①の規制の趣旨の潜脱となる（もっとも、この場合、被推奨者による取引は禁止取引には該当しません）。さらに、②取引推奨行為が行われているかもしれないという疑心は、市場に対する投資家の不信感を惹起する。こういうことかと思えます。

こういった第一次情報受領者による禁止取引の助長、つまり、蓋然性を高めるもしくはその潜脱となる行為を禁止し、ひいては投資家の市場に対する信頼を守る、という二段構えの規制の趣旨なのかと理解しました。

## II. 規制の対象者

### (1) 会社関係者及び公開買付者等関係者

条文の規定によりますと、(i) 166 条 1 項に規定する「会社関係者」及び「会社関係者」でなくなった後一年以内の者（本条第 1 項）、167 条 1 項に規定する「公開買付者等関係者」及び「公開買付者等関係者」でなくなった後六月以内の者

（本条第 2 項）が規制の対象となるということですので。

これに関連して、(ii) 情報受領者もしくは被推奨者は、本条の適用対象とはならないこととなります。その理由につき、立法担当者は、①本条の規制の趣旨が、未公表の重要事実等を通常知り得る特別な立場にある者による情報伝達・取引推奨行為は禁止取引が行われる蓋然性を高めるといふ点にあるところ、情報受領者や被推奨者はそのような者には必ずしも該当しない、②金商法は、そもそも第二次情報受領者による情報に基づく取引を禁止していないから、第一次情報受領者もしくは被推奨者による情報伝達行為や取引推奨行為にはそもそも共犯的な違法性がない（齋藤将彦ほか「公募増資に関連したインサイダー取引事案等を踏まえた対応」（商事法務 2012 号（2013 年）27 頁））、こういったことが考慮されてのことであると説明されています。

### (2) 未公表の重要事実等を通常知り得る方法によって知った者

条文の要件によりますと、166 条 1 項に規定する業務等に関する重要事実を同項各号によって知った者（本条 1 項）、167 条 1 項に規定する公開買付け等事実を同項各号によって知った者（本条 2 項）ということになります。このように規定された理由は、立法担当者によって次のように説明されています。すなわち、「職務外の私的な関係等により通常知り得る契機以外によって未公表の重要事実を知った場合には、それは会社関係者であるがゆえの特別な立場に基づくものとは異なる」からだということです（齋藤ほか・前掲 27 頁）。そもそも情報伝達行為・取引推奨行為が禁止される趣旨として、それが「一般投資家の信頼を損ないかねない状況を当該会社関係者自らが作り出している点で、当該会社関係者の行為は、自らインサイダー取引を行うことに準ずる違法性のある行為である」と説明されているところ（齋藤ほか・前掲 27 頁）、そこを強調するならば、本来、会社関係者等が取引を行っても禁止取引に該当しない



ような場合（たとえば偶然重要事実等を知った場合）などにおいては、当該会社関係者等による情報伝達行為・取引推奨行為のみを禁止するのは筋が通らないことになります。

### Ⅲ. 目的要件

#### （1）主観的違法要素

主観的違法要素であると解されています。当該業務等に関する重要事実について同項（166条1項）の公表がされたこととなる（同条4項）前に当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的が必要とされます。これが167条の2第1項です。

167条の2第2項の場合には、当該公開買付け等事実について同項（167条1項）の公表がされたこととなる（同条4項）前に、同項（同条1項）に規定する公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等をさせ、又は同項（同条1項）に規定する公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的が必要とされます。

ポイントは、その情報伝達もしくは取引推奨を受けた者に、法が定める「公表」となる行為の前にその取引、つまり売買等をさせることによって利益を得させ、損失を回避させようという目的を、情報伝達ないし取引推奨の時点で伝達者もしくは推奨者が持っていなければならないということです。

#### （2）目的要件が置かれた趣旨

この点についてはWG報告を引用しますが、目的要件は、「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」というWG報告の趣旨を条文化されたものであると理解されます。

この点については、平成25年9月12日公表の金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A」（以下「Q&A」という）の問1及び問3に規定されているところです。なお、レジュメの9ページ以降にそのQ&Aの全文を記載していますので、後ほどご参照いただければと思います。

さらには、立法担当者の説明によりますと、「企業の正当な業務行為以外であっても、たとえば、家族に対し世間話として自己が取り組んでいる業務内容について話をするような場合もあり得るが、こうしたケースを規制対象とすることは家庭生活等に対する公権力の過度な介入となり得る」という説明がされています（齋藤ほか・前掲28頁、Q&A問2）。

#### （3）行為者の認識

そこで問題となるのは、行為者の具体的な認識、すなわち目的と言えるための認識というのはいかなるものかということなのです。

まず、立法担当者の解説ですけれども、「単に、他人が重要事実の公表前に売買等を行う可能性や当該売買等に起因した利益を得る可能性があることを認識していたということではなく、結果発生に対する積極的な意思が認められる場合に限り、目的の存在が認められるものであることを示しているものと解される」。単なる未必的な認識では、「それにより、証券市場に対する一般投資家の不信感を惹起するおそれはない」と解されるからであるということです（齋藤ほか・前掲28頁）。

注目すべきは、ここで立法担当者が、他人が重要事実の公表前に売買等を行う可能性や当該売買等に起因した利益を得る可能性も含めている点で

して、当該売買等に起因した利益とは何なのかということが問題になってくるところです。

さらに、「公表前に売買等（買い付け等又は売り付け等を含む。以下、同じ）をさせることにより」利益を得させ、損失を回避させることを意図する必要があります。これは、「取引から生じる経済的利益を指すものと解され」、例えば証券会社の営業担当者による情報伝達等を受ける「投資運用業者がファンドの計算」——つまり他人の「計算で売買等を行うことにより得られる利益も含まれる」と解されています（齋藤ほか・前掲 28 頁）。すなわち、手数料等の利益もこの経済的利益に含まれるということが解説されています。

ただし、人事評価や社会的評価などの身分上の利益や損失については、「重要事実等の公表前に売買等をさせることにより」得させるものとは関係ないので、目的要件の「利益」には当たらないと解されているようです（木目田裕・鈴木俊裕「情報伝達・取引推奨規制における若干の解釈論—目的要件・氏名公表措置—」（商事法務 2036 号（2014 年）7 頁））。

適用除外規制との関係で、禁止取引の適用除外となるべき取引類型に該当する場合における情報伝達行為は、刑事責任及び課徴金については免責されています。刑事免責については 197 条の 2 第 14 号・15 号、課徴金については 175 条の 2 第 1 項・2 項に規定されています。

すなわち、197 条の 2 第 14 号では、166 条 6 項各号、すなわち情報伝達を受けた者もしくは被推奨者の取引が適用除外となる類型に掲げる場合に該当するときは、刑事責任から除外される。15 号は同じく、167 条 5 項各号に掲げる場合に該当するときは除くということで、情報伝達を受けた者もしくは被推奨者が行う取引が適用除外になるような場合には、そもそも情報伝達行為もしくは取引推奨行為は刑事責任及び課徴金を免れるということです。もっとも、これらの場合であっても、167 条の 2 の違反自体は免れないように見えます。

特に Q&A の問 6 の答えの（注）の中で、「なお、重要事実の公表前にした売買等がインサイダー取

引規制の適用除外に当たる場合についても、処罰や課徴金の対象から除外されています」と書かれています。しかし、課徴金や刑事罰が免除されていても、167 条の 2 の違反自体は免れないのではないかというふうに思われるところです。これでは社内規制違反や行政処分等のリスクは回避できないのではないかという懸念が残ります。

そこで、この点についての議論が立法当初からされてきたところです。特に難しいと思うのが、クロクロ取引（166 条 6 項 7 号、167 条 5 項 7 号）です。これに関して Q&A の問 7 は、「会社関係者が、資金調達を目的として未公表の重要事実を伝達した上で保有株式を売却するような場合において、情報伝達に当たり、単に、情報の受領者が当該売却に起因した利益を得る可能性があることを認識していたというだけでは、通常の場合、「他人に利益を得させる」という目的要件を満たさないと考えられる（下線報告者）」と答えています。

先ほど言及しましたように、金融庁が Q&A の中で答えた「当該売却に起因する利益」とは何を指すのかがいまひとつよくわからないということで、もしこれを「情報受領者による公表後の転売利益」を指すと考えれば、単に「公表後転売利益を得る可能性があることを認識していたというだけでは」目的要件には該当しないという意味に読めます。

次に、Q&A は、これも問 7 の答えの中で次のように説明しています。「クロクロ取引が市場価格よりも割り引いた価格で行われるような場合には、取引の相手方は取得価格と市場価格との差額の利益を得ることができる可能性があります。しかしながら、情報伝達・取引推奨規制の目的要件を満たすか否かについては、単に市場価格よりも割り引いたという事実があったか否かによってではなく、他人に対し、特に「重要事実の公表前に」売買等を行わせ、「それに起因した」利益を得させる目的があったか否かによって判断されることとなります」と説明しているわけですが、この趣旨についてはどう解すべきでしょうか。

Q&A がさらに解釈を要求しているということで、もっとわかりやすく書いてもらえればと思ったの

ですけれども、ここで、第一次情報受領者がクロクロ取引によって市場価格よりも安値で取得したことによりどのように利益を上げることができるかを考えてみることにします。そうすると、まず、当該重要事実等が公表される前の時点における転売によって得られる利益のことを指しているとは考えにくい。なぜなら、そもそもクロクロ取引の適用除外に該当するためには、「当該売買等をする者の双方において、当該売買等に係る特定有価証券等について、更に同項（166条第1項）又は第3項の規定に違反して売買等が行われることとなることを」知らない場合（166条6項7号）でなければいけない。また、公開買付けの場合には、「当該売付け等に係る者の双方において、当該売付け等に係る株券等について、更に同項（167条第1項）又は第3項の規定に違反して売付け等が行われることとなることを」知らない場合（167条5項7号）でなければなりません。知っていれば、これはクロクロ取引の適用除外となりません。

そうすると、もし情報伝達者・取引推奨者が、情報受領者・被推奨者に公表前の転売利益を得させることを認識していたなら、そもそも当該売買自体が規制取引に該当してしまう。つまり、これは、「情報の受領者が当該売却に起因した利益を得る可能性があることを認識していたというだけでは、通常の場合、「他人に利益を得させる」という目的要件を満たさない」という場合の「利益」には当たらないはずです。

それでは、当該重要事実等の公表後についてはどうか。そもそも当該重要事実等が、当該発行会社の企業価値を上げるような積極的な情報であるような場合には、それが未公表であることによって形成されている情報伝達時の市場価格はおよそ低く見積もられているはずであるから、別に売却価格が「市場価格よりも割り引いた価格」であろうがなかろうが、情報受領者は公表後に転売利益を得る可能性があります。あるいは、当該重要事実等が当該発行会社の企業価値を下げるような消極的な情報である場合には、市場価格よりも割り引いた価格で売却されているからといって、それ

が必ずしも情報受領者に公表後の転売利益を得させるものとは言えない。

もし Q&A の問7が以上のようなことを述べているに過ぎないのであれば、およそ目的要件の意義については積極的な意思が必要であって、単に利益を得る可能性を知っているだけでは足りないということ論じておけば十分なわけです。

そこで、クロクロ取引に当たる場合に固有の理解として、そもそも売買当事者間に情報の偏在がないのであるから、そこで約定される売買価格はそれ自体「正しい価格」であって市場価格に比して高いとか安いとかいうことは考える必要がない。それゆえに、情報伝達者に相手方に利益を得させる目的はおおよそ認められないという見解も主張されています（木目田ほか・前掲10頁）。しかし、情報に偏在がないということと約定価格が「正しい価格」かどうかは別の問題ではないかと思われまます。そもそも、何をもって「正しい価格」と言うのかということについても議論が必要ではないかと思えます。恐らくは、アームズ・レングスの取引価格だから、どちらに特に利益を得させるといことはないという意味だと思のですが、情報に偏在がなければ必ずアームズ・レングスの取引になるかということ、決してそうではないように思うからです。

これについては、ほかに、本条の「利益」とは、インサイダー情報を知らない者との間の情報格差によって生じる利益のみを意味すると解する見解（宮下央「金商法改正による M&A 実務への影響－インサイダー取引規制の改正を中心に」（金融法務事情1972号（2013年）9頁））、あるいは当該情報伝達は「当事者間で売買するにあたり情報格差を解消しようとするのが目的であって、…未公表の重要事実があるところで取引を行わせること「により」いずれかの当事者に利益を取得させまたは損失を回避させることを目的としているわけではない」と解する見解（中村聡「インサイダー取引規制の平成25年改正と実務上の諸問題」（商事法務1998号（2013年）30頁））などが披瀝されていたところです。

もっとも、このような見解、すなわち公表前の取引というものが、いわゆる情報提供者と第一次情報受領者との間のクロクロ取引であって、それ自体は何ら利益を提供することを意図するものではないとしても、情報伝達者において情報受領者が公表後の転売利益を得ることを積極的に意識していたような場合には、やはり本条の目的要件を満たすということは否定できないのではないかと。すなわち、クロクロ取引の外形といいますか、そういう装いの中で、価格設定によって転売後の利益を得させようという意欲を持つ場合もあるのではないかと。それに対して167条の2の違反を問わなくていいのかということです。たとえ刑事罰や課徴金規制が課せられないとしてもなおそういう場合には違法性というものを認めなければいけないのではないかとという疑問がどうしてもぬぐえないわけです。これがクロクロ取引に係る議論の整理です。

公開買付け等に対する応援買い(167条5項4号)や対抗買い(同条5項5号)の場合にもやはり議論されているところでありまして、すなわち、「公開買付け等の要請」(4号)や「当該公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請」(5号)を受けて当該上場等株券等の買付け等をする者は第一次情報受領者となり、したがって公開買付け等(4号)や発行者(5号)は167条の2第2項における「情報伝達者」となるわけです。もっともこれらの「買付け等」は、投資行為の判断形成自体が情報面での優位性を利用してなされたものではないとの理由で禁止取引の適用除外とされているところです。

この点を本条との関係でどのように解するかにつき、議論があります。基本的には、これらの類型においては、情報受領者は、公開買付け等事実が公表されないうちに市場価格で買い付けて、公表後、高値で(応援買いの場合には公開買付け等に対して)売却することが可能だということになりますので、情報提供者において情報受領者に当該買付け等により利益を得させる目的があったのではないかと疑われるわけです。これも、得させ

る利益に公表後の転売というものを含まるとすれば、こういうことになります。

そもそも応援買いが適用除外とされる理由は、「公開買付け者等本人の行為と同視できる限りにおいては、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を損なうこともないと考えられ」たからであると説明されています(木目田裕・上島正道監修『インサイダー取引規制の実務(第2版)』(商事法務(2014年)468頁))。つまり、情報提供者が情報受領者から当該上場等株券等を買付けすることによって情報受領者に提供されるべき利益というのは、公開買付け者等に代わって応援買いを行うことに伴い支弁されるコストの償還とも言えるのではないだろうか。そもそも応援買いが適用除外されているということは、応援買いをした後、公開買付け者等にその取得した株式をさらに売るということが前提になっているわけで、だからこそ公開買付け者等本人の行為と同視できるから、そういう応援買いについては公表前の買付けであっても適用除外にしようということだとすれば、こういうふうにも考えられるのかなど。そうすると、応援買いをした者が後に公開買付け者等に売却して利益を得る可能性があるわけですが、それはここにいう利益には該当しないと考えていいのではないかとというふうに考えます。

次に、対抗買いについてですが、この場合、応援買いのように情報伝達者、すなわち発行者が、情報受領者が買い付けた当該上場等株券等を後に購入するということは想定されていませんので、応援買いと同様の理屈で目的要件を満たさないということは言えない。もっとも、対抗買いを要請する情報伝達者においては、情報受領者が後に高値で売却して利益を得る可能性を認識してはいるが、対抗買いを行う者がしばらくは発行会社の支配権を維持してくれることを期待しているのが通常であろうから、常に情報受領者に利益を得させる積極的意思があるということにはならないと言えませんか。

なお、発行者の取締役会の決定による対抗買いの要請は、それ自体が重要事実とされている(金

商法施行令 28 条 10 号) ところですから、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る事実として適時開示の対象となると考えるべきというのが、前回ご報告しましたとおり黒沼先生のご見解です(黒沼悦郎「公開買付け等に係るインサイダー取引規制の改正」(金融法務事情 1980 号(2013 年)26 頁))。そうすると、発行会社が適時開示を行う限りにおいて、本条における利益を得させる目的がないことを認定するという方法もあるかもしれません。というのは、発行会社が防衛策として対抗買いをお願いしましたという取締役の決定を速やかに公開することで、別に対抗買という外形を利用して対抗買をする者を利する意図はないのだということを示すこともできると考えるからです。

#### (4) 立証の問題

結局のところ、目的というのは立証の問題にかかわるわけです。この規定ができた後、何件かの勧告事例がありまして、それらを検討した金融庁や証券取引等監視委員会の書いたものを拝見しますと、「情報伝達・取引推奨を行った者と情報受領者(金商法 166 条 3 項・167 条 3 項)・被取引推奨者との関係性、具体的な情報伝達・取引推奨の状況、情報受領者によるインサイダー取引への情報伝達を行った者の関与の状況、その他情報伝達・取引推奨を行った者の供述等を総合考慮」(志村聡ほか「情報伝達・取引推奨規制に関するインサイダー取引規制等」(商事法務 2150 号(2017 年)9 頁)) することによって目的の有無が認定されるということです。

結局、このように総合的かつ具体的に状況に鑑みて、積極的に利益を得させ、損失を回避させる目的があったかどうかということを判断するしかないということです。単なる可能性や蓋然性の認識では足りず、積極的に関与する意思との境目はどの辺にあるのかというのは、結局、個々の事実における当該行為の悪質性というものを考慮しなければならぬのかなと考えられるところです。

#### IV. 規制の対象となる行為

##### (1) 情報伝達・取引推奨の相手方

情報伝達・取引推奨の相手方というのは「他人」です。「他人」には、自然人及び法人が含まれるというのが立法担当者の解説です(齋藤ほか・前掲 28 頁)。

なお、本条の規定ぶりによれば、情報伝達・取引推奨された「他人」と、利益を得させ、損失の発生が回避されることが企図された「当該他人」とが同一であることが前提になっています。そこで、会社関係者等が個人に対して情報伝達・取引推奨を行ってはいても、当該個人が所属する法人に利益を得させる目的を有していたような場合が問題となり得る点についても、立法当初から指摘されていたところです(中村・前掲 32 頁)。この点、立法担当者の解説によると、「情報伝達・取引推奨の相手方は、情報伝達・取引推奨を行う者の意図、態様等から実質的に判断されるものと解される」(齋藤ほか・前掲 28 頁)とありますので、このような場合には、当該法人を「情報受領者」と解すべきであります。

また、情報伝達・取引推奨された者が、第三者の計算で売買を行う場合には、前述の目的要件における「利益」の中には「投資運用業者がファンドの計算で売買等を行うことにより得られる利益も含まれる」(齋藤ほか・前掲 28 頁)ということですから、この場合は、当該情報伝達・取引推奨された者、つまり投資運用業者に「利益」を得させる目的という解釈が成り立つと解されます。

##### (2) 情報伝達行為

口頭や書面等により重要事実の内容を伝えることであると立法担当者によって説明されています(齋藤ほか・前掲 28 頁)。この点、166 条 3 項、167 条 3 項における第一次情報受領者の意義についての議論が妥当することから、「会社関係者に重要事実を伝達する意思がない場合には、会社関係者から重要事実を知ったとしても、伝達を受けた者に当たらない」と解されています(梅澤拓「情報伝達・取引推奨行為に関するインサイダー取引規制の強化と実務対応」(金融法務事情 1980 号

(2013年)48頁))。例えばメールの宛先を誤って送信してしまったというような場合は、伝達そのものがないと解されます(梅澤・前掲48頁)。また、情報伝達者において、情報受領者が「当該重要事実等を知った」ことについて未必的な認識があれば足り、確定的な認識は必要ないと解されています(梅澤・前掲48頁)。

情報受領者においても、「情報提供者が会社関係者であり、その立場・職域等によって情報を知ったこと、伝達された事実が重要事実であること、伝達された重要事実が未公表であること」についての認識が必要と解されているところです(三國谷勝範『インサイダー取引規制詳解』(1990年)26頁)が、情報伝達者に本条の「目的」があったことまでを認識している必要はないと解されています(梅澤・前掲49頁)。

なお、立法担当者の解説によれば、「必ずしも重要事実の内容のすべてを伝えるものである必要はなく、その一部を伝えることも含まれる」と説明されています(齋藤ほか・前掲29頁)。この点、「いくつかの課徴金事例では、具体的な内容の一部の伝達でも重要事実や公開買付け等事実の伝達があったものと認定しているが、実際に伝達された情報が単体でも重要事実・公開買付け等事実該当すると判断することができた事例と考えられる」(梅澤・前掲49頁)と評価する見方もあります。通説は恐らく、重要事実等の一部であっても、その他の断片的な情報等を寄り集めれば、重要事実等の全貌が明らかになって、未公表の段階でのインサイダー取引の危険性が増す、すなわち保護法益が危険にさらされるというような考え方を取るのだと思います。

さらに、情報受領者が既に当該重要事実等を知っている場合でも、会社関係者等による当該重要事実等の伝達は、本条に該当すると考えられます。それは、「さらに情報伝達者から重要事実の伝達を受けたことにより、重要事実に基づく取引が行われる蓋然性をより高め」ることになるからであると説明されています(梅澤・前掲50頁)。

恐らく平成25年改正前には、こういう問題は第

一次情報受領者によるインサイダー取引の補助の種類のところでよく議論されていたかと思いますが、今日では、情報伝達行為として独立して167条の2によって違法評価されるということになると思います。

### (3) 取引推奨行為

立法担当者の説明を述べますと、「明示的に売買等を勧める場合のみに限られるものではなく、売買等を勧める行為を行ったか否かは、行為者の言動等によって実質的に判断される」とされ(齋藤ほか・前掲29頁)、「他人に対し、早期の、または一定期間内の売買等を促すような言動等を行った場合には、規制違反に該当する可能性がある」と解されています(齋藤ほか・前掲29頁)。なお、Q&Aの問5においては、「上場会社等の未公表の重要事実を知っている証券会社の営業部門の役職員が、顧客から当該上場会社等の評価を求められた場合、明示的に取引推奨を行わなければ取引推奨規制の違反にならないのでしょうか」という問いに対する答えにおいて指摘されているように、「一般に証券会社等については、上場会社等の法人関係情報を提供して勧誘する行為が禁じられており(金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第1項第14号)、証券会社等においては、上場会社等の内部情報が、本来知る必要のない営業部門の役職員に伝わることをないよう適切に情報管理することが求められ」ていることに留意すべきでありましょう。

ですから、本来、営業部門の役職員はその重要事実等を知らないことが前提だということです。それでも知っていて、どうなのですかと顧客から尋ねられた場合にどう答えるべきか。取引推奨は明示的でなくてもいいのだとすると、「いや、その点についてはお答えできません」と言うこと自体、取引推奨をしていることにならないのかとか、いろいろと難しい問題はあろうかと思いますが、本日は割愛させていただきたいと思います。

取引推奨時点において、被推奨者が、取引推奨者が会社関係者等であることの認識を有していた

ことは必要であると解する意見があります。これは佐伯教授の論文によるわけですが（佐伯仁志「刑法から見たインサイダー取引規制」（金融法務事情1980号（2013年）15頁。なお同脚注（30）参照）、Q&Aにおいては、「例えば」ということで、内部情報等を持っていることを仄めかすという場合が例示されているわけですがけれども、会社関係者等であることの認識を被推奨者が持っていなければならないというふうに刑法学者が考えているということです。つまり、第一次情報受領者が情報を受けたかどうかということに関しては、故意が必要であるということです。166条3項、167条3項における情報受領者においても、情報伝達者が会社関係者等であり、その立場・職域等によって情報を知ったことについての認識が必要とされていることと平行に考えると、やはり167条の2の情報伝達行為もしくは取引推奨行為においても、相手方が会社関係者等であることの認識を有している必要はあるのではないかと思います。

それとの関係で、取引推奨者において「（未公表の重要事実の）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」（WG報告）の行為は必ずしも必要ではないと解されています（梅澤・前掲50頁）。しかし、もしそのような事情もなく、つまり会社関係者等であることを明示もせず、もしくは仄めかしもせず、取引推奨者が匿名掲示板やブログなどにおいて完全に匿名で売買を推奨するような場合には、被推奨者において取引推奨者が会社関係者等であること、あるいは内部情報等を持っていることについての認識を持つことは容易ではありませんし、情報伝達行為規制の潜脱となるおそれは小さいと思われるため、本条を満たさないと解してよいのではないかと（梅澤・前掲51頁（注45））と思います。

## V. 刑事罰

### （1）取引要件

刑事罰には、ご案内のように取引要件が付加さ

れています。197条の2第14号・15号は、それぞれ本条1項・2項違反に対して、それぞれ刑事罰を規定しています。法定刑は、インサイダー取引罪と同じく、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金ということになっています。ただし、刑事罰が科せられるためには、本条の要件が充足されることに加えて、情報受領者もしくは被推奨者が「当該違反に係る特定有価証券等に係る売買等をした場合」（14号）、「当該違反に係る株券等に係る買付け等又は売付け等をした場合」（15号）（以下「当該取引」という）に該当することが必要です。

この取引要件の法的性質については、客観的処罰根拠説と構成要件的结果説が対立し得るわけですが、佐伯教授は後者であると解すべきであるとし（佐伯・前掲14頁）、私もそれが妥当だと考えます。立法当初は幾つか議論があったようですが、その後、特段この点につき議論された形跡はあまりありません。すなわち、情報伝達者・取引推奨者において、「当該取引が行われること」についての故意が必要であり、さらに当該情報伝達・取引推奨行為と当該取引の間に相当因果関係がなければならない、ということです。それは条文上、当該違反「により」という文言からも導かれるというわけです。もっとも、「具体的には、情報伝達・取引推奨を受けたことが決め手となって取引が行われたというほどの強い関連性を必要とするものではなく、一つの考慮要素となった程度の関連性があれば満たされるものと解される」と立法担当者は解説しています（齋藤ほか・前掲29頁）。

なお、刑事罰を科すために、わざわざ取引要件を加えた趣旨は、平成25年改正以前において、インサイダー取引罪における情報提供者の行為が処罰され得るのは、教唆犯あるいは共同正犯もしくは幫助犯としてであり、情報受領者において同罪の実行行為がなされることが必要と解されていたこと、「実際に、重要事実を知った者が取引を行うことが、証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を害するものであるから、それ以前

の単なる重要事実の伝達行為については、これを直ちに処罰するまでの必要性は乏しい」（横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（1989年）127頁）とされていたこと、そしてこのような説明、つまり可罰的違法性に乏しいという説明は、平成25年改正時点においても妥当であったと考えられること（佐伯・前掲9頁）が挙げられるでしょう。

この点、WG報告において「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」と議論されていたところにも合致すると考えられます。

## （2）適用除外取引

先ほど見ましたように、197条の2第14号・15号は、当該取引が166条6項各号及び167条5項各号における適用除外に該当する場合には、構成要件該当性が阻却されると規定されているところ、当該情報伝達・取引推奨行為の時点で、適用除外取引に該当することを認識していれば、不可罰という結論が導かれます。したがって、刑事責任との関係に関して言えば、例えばクロクロ取引を行わせる目的で未公表の重要事実等について伝達したところ、情報受領者が適用除外に該当しない取引を行ってしまったという場合に、当該情報伝達者を不可罰とするために、前述のように、目的要件、特に「利益」の意義についての難しい議論をするまでもないということになります。これは佐伯教授の説明ですが（佐伯・前掲12頁）、刑事罰との関係で言えばそうなのだろうと思います。

## （3）共犯との関係

不正な情報伝達を行った場合、情報伝達規制の違反とインサイダー取引の教唆・幫助のいずれの罪についても成立要件が満たされる場合には、後者は前者に吸収され、一罪と評価されるものと解されています（齋藤ほか・前掲30頁）。それは、「両罪ともに、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼という保護法益を同じくするものである一方、情報伝達規制は、重要事実の伝達による違反類型について特に禁止規制を設けていること等に鑑み」て、と説明されているところです（齋藤ほか・前掲30頁）。

レジュメには書かなかったのですが、恐らく167条の2に該当するような情報伝達を行った場合、その第一次情報受領者（3項）がインサイダー取引を行ったことに対する教唆・幫助が成立すると考えていいのではないかと。そうであれば、立法担当者が言うように、わざわざ独立の要件として情報伝達行為を処罰すると言っているわけですから、このように一罪吸収ということではないかと思われま

す。逆に、第一次情報受領者に対する教唆のあり方というのは、別に情報を伝達するだけではありませんで、さまざまな教唆の方法があります。つまり、教唆というのは、他人に犯罪の実行を決意させることであって、他人に犯罪実行の決意を生じさせる意思と教唆行為があればいいわけですから、何も情報伝達行為だけが教唆行為に該当するわけではありません。第一次情報受領者によるインサイダー取引罪に対する教唆・幫助が成立する場合というのは、167条の2に該当する場合以外もたくさんあり得るわけです。

十分検討し切れていない感はぬぐえませんが、ぜひともご教示、ご指導をいただけましたら幸いです。よろしくお願いします。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございます。それでは、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をお願いいたします。

【目的要件－情報伝達もしくは取引推奨が「売買等を行わないこと」に向けられていた場合】

○船津 まず、確認といいますか、基本的な考え方をお聞きしたいのですが、167条の2の目的要件は、あくまで売買等をさせることによって云々という目的であって、売買をさせないことによる云々という目的は規制の対象ではないということでしょうか。

何が言いたいかという、株価が下がる情報を知っているときに、今は買うなど言い、上がる情報を持っているときに、今は売るなど言うという場合は、いわゆる損失の回避とか利益を得させる目的はありますが、取引をさせない方向ということになると、条文構造上恐らくこれはかかからないように読めるのではないかと思います。そうなったときに、一般的なインサイダー取引自体が、売買をしないことについての規制はないということと平仄がそろっているのかとは思っています。ただ、そのような状態を放っておいていいかという、必ずしもそう考えない人も多いかと。ただ、取引を計画していたけれども、重要事実等を知ってやめましたという場合の証明が難しいということで、本当はだめなのだけれども、そこは見逃すというか、カバーできないという発想であるとするれば、167条の2については、徴憑があるというか、伝達という行為が表にあらわれているので比較的わかりやすいのではないかと考えてみると、実は売買させることの目的だけではなくて、売買させないことの目的まで含めて規制してもよかつたのではないかという気がするのですが、そのあたりはいかがでしょう。

○行澤 非常に鋭いご指摘をありがとうございます。十分に考えておりませんでした。刑事罰も与えられるというインサイダー取引の構造として、先生が今おっしゃったように、やめておけというものはやはり含まれていないということで、

一貫して整理されているのだらうと思います。167条の2については、基本的には、166条と167条という実行行為があって、本来は、それを助長するとか促進することに対する投資家の疑念ということに向けられていますので、その議論はやはり166条と167条のインサイダー取引のそもそもの規制のつくり方の問題に帰着するのではないかなと思います。

では、おまえはそこをどう考えるのかと言われると、すみません、ちょっと時間をいただければと思います。むしろ先生方に教えていただければと思います。

【クロクロ取引の場合において情報受領者に公表後転売利益を得させることは問題か】

○船津 その点と関係があるのかないのかわからないのですが、5ページのクロクロ取引のところの9行目辺りに「情報伝達者において、情報受領者が公表後の転売利益を得ることを積極的に意識していた場合には、本条の目的要件を満たすことは否定されないのではないかと結論づけられています。私もクロクロ取引のイメージがよくわからないのですが、例えば株価が上がるということがわかっている、上がる情報だということ伝えて売ると。それで、買った人が公表後に売ったことによって上がった利益が得られる、そういう目的があるのではないかとお考えだと思うのですが、伝達者側は、当然最初から株を持っているわけですね。で、その人が重要事実等を知ってホールドし続けることはできるわけですね。それで公表後、上がったものの利益を得るということはできる。

○行澤 はい、できます。

○船津 にもかかわらず、伝達してしまうと、被伝達者がその利益を受け取ることはできないという意味だとすれば、それはちょっとどうなのかなという気がしました。

○行澤 その点については、情報受領者は、本来はそういう立場にはなかったわけですね。例えばこの場合でしたら、重要事実等を持っている

人は、そのまま公表してから売ったり買ったりしたらいいわけですがけれども、本来情報受領者はそういう立場になかったわけですね。なかったのに、情報を伝達してもらって、そして公表後売れるようになったことにより得られた利益ですから、情報伝達者とはちょっと状況が違うのではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

○船津 いえ、何となく、ホールドし続けて、公表後に伝達者のような人が売った後でその利益を被伝達者に当たる人に分けているのとどう違うのかなという気がただけなのです。その行為は許されるわけですよ。

○行澤 もちろん。

○船津 その行為が許されるのだとしたら、こういう事例についても、被伝達者が売った利益をもらうということがあってもいいのかなと。

○行澤 そこは形式的な議論になるかもしれませんが、「取引に起因する利益」を得させる目的があれば、そこはやはり捉えるよということなのではないでしょうか。今おっしゃったように、後で利益を与えるのは、別に他の法令に違反しなければそれでいいのですけれども、それは取引に起因した利益にはならないと思うので……。

○船津 いや、何というか、市場に対する公正性とか、そういう市場へのインパクトとしては変わらないのかなというふうに思ったのですよ。

○行澤 いや、市場においては、重要事実等が公表されていない段階でもらって、そしてそれを公表後に売って利益を得るという行為は、基本的にはやはり不信感というか、投資家の信頼を損ねますよね。ただ、それがクロクロ取引という形で刑事責任等は免除されるような形で行われているけれども、実質的には、それはやはりずるいことをさせているのではないのかという疑念に答えないといけない。それに対して、今先生がおっしゃったように、後で利益を情報受領者に与えるのは、別に市場がそれに対して不信感を持ち、「そのようなことをされているのか、それだったらもう市場で売ったり買ったりするのをやめよう」と思うかということ、そうはならないのではないでしょ

か。

○船津 それはまあ、そういう考え方もあるとは思いますが。

【クロクロ取引における「知っている者」の意義】

○伊藤 船津先生のご質問に関連して2つ伺いたいと思います。まず、船津先生のご質問の前半のところ、プラス情報を持っている会社関係者等が上がるまで持ち続けていること自体は、インサイダー取引としては、今は捕捉されていないという話をされていました。それは、悪いことなだけけれども、捕捉が難しいから規制がかけられていないということなんでしょうか。あるいは、単にそれは悪いことだとは思われていないということなんでしょうか。後者の考え方もあり得ると思います。

そしてもう一つ、素朴な話なのですが、クロクロ取引のルールで、情報の伝達によってクロクロになった場合は、なぜクロクロ取引とすべきなんでしょうか。つまり、166条6項7号で「知った者」とか「知っている者」という文言が出てきますけれども、取引の相手から情報伝達によって知った者は、いつでもこの文言に当てはまるのでしょうか。

○行澤 いろいろな方の書いているものを見ますと、例えばQ&Aの事例では、会社が保有している株式を売却したいと。でも、重要事実等をもろん保有していますから、売れない。そこで、売るためにわざわざクロクロにして売らなければならないという説明が多いのです。クロクロ取引というのは、やはりそのように利用されている。例えば、前回ご報告しましたが、敵対的買収の場面で、公開買付け等事実を知らせてそれを持っていることにさせることで敵対的買収を阻止する、といったように戦略的に使われているようでもありますが、クロクロ取引についても、どうもそのように戦略的に使われている向きがあるのではないかと思うのですけれども。

○伊藤 素朴に考えると、もともとクロクロだったときだけをクロクロ取引とすることで足りる

ようにも思ったものですから。

○行澤 解釈上、そこに限定できるかということ、文言上はちょっと難しいように思います。なぜその情報受領者がクロなのかという原因については規定していませんので。むしろ条文の趣旨としては、情報の格差がないということがポイントなのです。もともと知っていたのか、相手方が知らせたかによらず、それで情報の偏在とか格差はなくなるわけですから、そうすると、立法趣旨にもかかなうことになるのかなと思いますけれど。

○伊藤 私は別にそう考えるべきだと思っているわけでもないのですけれども、規定の趣旨をどう考えるかで、その解釈を違える余地はあるかもしれないとは思っています。少なくとも、例外なく事後的なクロクロ取引に当たるとも考えなくてもよいように思います。

○行澤 そうですね。クロクロに当たるかどうかということ自体は、166条や167条の要件解釈によると思うのですが、少なくとも167条の2に関して言えば、刑事的には免責されるとはいえ、転売後の利益を与えるように価格を設定してやったような場合も含めて、全てのケースで167条の2自体にも違反しないとするのはどうかと思うので、そこは何か先生と感覚が一致しているような気がしました。

【クロクロ取引が免除される理由－インサイダー取引規制の趣旨】

○志谷 重要事実等を持っているけれども、今のところはホールドしておこうかと。それで、それが公表されて予定どおり株価が上がったのでやおら売るというのは、確かに情報を知っているという会社関係者等の役得かなという感覚はあるのですけれども、一方、ホールドしていて未公表の間は取引していないのだというのであれば、刑事罰まで科すようなことかと言われると、ちょっとどうかな、というのが今の私の感想めいたことです。

○行澤 そうですね。先ほどの船津先生の最初のご質問にあった、やめておけというのがインサ

イダー取引規制の対象にならないのはなぜかという点に関連していて、これは私の誤解かもしれませんが、インサイダー取引はなぜ罰せられるかという議論につながってくるように思います。日本のように証券市場の公正に対する信頼ということを全面的に打ち出していけば、おっしゃるように、何でそのようなことをあなただけやれるのだということにはなるのでしょうかけれども、逆に売らなければ、誰も巻き込んでいないと言えば巻き込んでいないわけですね。日本のインサイダー取引規制の趣旨が、どうも、情報格差がある、一方は知っている、一方は知らない、そこでなされる取引は不公平だからそこは押さえよう、というものとすると、条文もこういうつくり方になるのかなと思います。やめておけといえ、誰も巻き込まないわけですね。ただ、不公平ではないかと言われると、確かに不公平ですね。私は売ってしまったのに、どうしてあなたは売らなかったのか。いや、値上がりすることを知っていたのだよと。これは不公平だろうと。

ですから、単に日本のインサイダー取引を市場に対する公正性への信頼だけで説明し切れることはやはり難しい。情報の偏在がないところでの取引はいい。しかし、情報が不平等な間で取引すること、知っている者が知らない者を巻き込むようなことはやはりだめなのだと。こういう趣旨が一枚かんでいないと、船津先生のようなご指摘には十分に答えられないのかなというふうに思いましたが、その辺はいかがなのでしょう。

○梅本 その話ですけれども、先生方がおっしゃるように、会社関係者等が売買をしないことによって利益を得ることは規制しようがないというのは、私もそのとおりでと思います。しかしながら、情報を第三者に伝えることによって、その第三者が売買をしないことによって利益を得ることでまで認めていいかというのは、また別の話ではないかと思います。

8ページの真ん中の辺りで書いていらっしゃるように、立法担当者の立場として、「実際に、重要事実を知った者が取引を行うことが、証券市場

の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を害するものであるから、それ以前の単なる重要事実の伝達等については、これを直ちに処罰する必要性は乏しい」とありますけれども、情報伝達を受けた者に売買しないことによるメリットを与えることを認めていいのかというと、やはりこれは不正ではないかと思われる。会社関係者等が売買をしないということは、まあ仕方がないなど。でも、情報伝達行為で会社関係者等がどんどん周りに伝えていって、会社関係者等と関係のある者は売買をしないと。

○行澤 それで規制は守っているよと。

○梅本 それは規制すべきだという立場はあり得るのではないかと思います。

○行澤 そうですね。

○松尾 ちょっと確認したいのですけれども、単に持っている銘柄について株価が上がるような重要事実等を知って持ち続けたというのと、何か売るアクションを起こしていた、端的には売り注文を出していたけれども、執行前に知ってキャンセルしたとかというのはちょっと話が違いますね。重要事実等を知って保有し続けるというだけなら規制の対象にはなりませんね。

○行澤 そうですね。

○松尾 それは第三者に伝達したときも同じで、伝達を受けた人が保有し続けることが規制の対象になるというようなことになると、それはそれでおかしいと思います。持っていたものを売ろうとしていたのをやめさせたということであれば、話は別ですが。船津先生は当初そのようにおっしゃったと理解していたのですけれども、単に保有を続けるということにはやはり規制はかからないのではないのでしょうか。

○行澤 よくわかります。そして、先ほどご指摘いただいたように、売るなどということを言ったことが違法でないのはおかしいとしても、しかし解釈として、167条の2でそこを導くのはやはり難しいですね。

やはり法改正が必要なのではないでしょうか、もしそこまで含めるとしたら。

○川口 やはり、現行法のもとでは難しいですかね。

○船津 高値になる情報を知っていて売るなどと言う、損をするから買うなどと言うというのがセーフだとした場合に、167条の2では、そういう情報を伝えていいということになると。高値になる情報を持っているから売るなど言うつもりで言ったら、買い増してしまったということがあるわけですが、それでも恐らくは167条の2にはひっかからないということになるわけですね。

○行澤 はい。

○船津 それは別に最終的に取引した人を捕捉すればいいではないかという話になると思うのですが、情報伝達行為も取引要件があるのならば、最終的には取引のところのインサイダーの範囲で捕まえられるところまでしか捕まえていいのではないかという議論にもなってくるのかなと思ったので、伝達のところにも売買要件を課すというのは、結構抜けてくるのかなという印象をちょっと受けました。

○行澤 その場合、教唆犯にもなりませんものね。やめておけと言っただけだから、売買を教唆したわけでもないし。

○船津 売るなど言っただけでも、裏読みすれば、買ったほうがいいというふうにも読めるわけですから、それは言い方の問題もあるとは思いますが、

○行澤 ああ。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

【適用除外類型を免責する規定が刑事罰則規定に置かれたことの意義をめぐって】

○飯田 2つ質問です。1つ目は、167条の2の目的要件のところ、転売利益について議論があったと思いますが、それについて次のような考え方はありますかという質問です。つまり、情報伝達を受けて取引することそれ自体が利益であると言えないでしょうかという質問です。

インサイダー取引は、売買をした時点で既遂であるという考えからすれば、その後に転売利益が

発生したかどうかは、基本的には問うていないと思います。そうすると、167条の2は、従来は幫助犯にしか当たらなかった類型の行為を正犯化する規定だとすれば、そこもそろえて、特に転売利益というまでもなく、当然にもう利益を得ているといえないだろうかというのが1点目の質問です。

もう一言言えば、損失の回避については、恐らく売りをすると思うので、そのときは、その後の転売というのもおおよそ考えられませんから、情報伝達を受けて取引をすること自体が利益であるという考え方もあり得るのではないかと思ったということです。

2つ目は、166条で言えば6項の適用除外の場合は167条の2で除くという規定にせず、刑事罰の197条の2や課徴金のところで適用除外のときは除くという規定にした趣旨として、何か深い意味があるのかを考えていました。最後のほうの佐伯論文についてのご議論からすると、刑事罰とか課徴金のところでは結論は変わらないということになると思うのですね。そうすると、167条の2に違反したという法令違反行為はあるけれども、刑事罰や課徴金は課さないという議論をするのか、それとも目的規定のところの解釈で難しい議論をして、167条の2の違反もそもそもないと議論するかということになります。その議論の実益は、法令違反行為だから例えば行政処分の対象にすることを意図していたとか、そういう深い意味があるのか、それとも単に立法技術的に、167条の2の目的要件に書き込むのが難しかったから、たまたま後ろに持っていっただけなのでしょうか。どのような事情があったのか、もしご存じなら、教えてください。

○行澤 まず、第1番目のご質問の点につき、私も考えました。考えたし、そう考えることもできるのかなと思った一つの理由は、要するに、クロクロ取引において、未公表の段階でその重要事実等が伝達され、それを売買等ができることとによって、いわゆる上場の株券ですから、既に市場価格と本来の価値との間にずれがある。そのずれを利益と考えることもできなくはないのかな

と思ったのですが、それを指して利益を与えたとと言えるかどうか。情報を受けた者にとっては経済的利益としては潜在的なわけですよ。だから、売買すれば利益を得られるような状態をもって果たして本当に利益と言っているのか、ちょっと自信がなかったところです。

それから、第2番目のご質問ですが、私も立法経緯とかを見まして、おっしゃるように、適用除外規制を167条の2に組み込むというのは、この研究会でもかつて議論がなされたことですし、そうすべきではなかったかという意見も強い。では、なぜ刑事責任のみそうさせたかということ、やはり可罰的違法性という感覚があって、違法だけれども、刑事罰で罰するまでのことはないという事態を念頭に置いているのかもしれませんが——すみません、質問の趣旨というのは取引要件でしたよね。

○飯田 そうです。

○行澤 取引要件、つまり情報受領者が取引しない場合にまで果たして情報伝達行為に可罰的違法性を認めるかという点で、刑事責任は躊躇されると。しかし、市場の信頼を損ないかねない行為であることに疑いはないので、そこは、刑事責任ではないけれども、法令違反として捉えるべきものがあるだろうという考え方。これに対して、情報受領者が適用除外に当たるような取引をしたような場合には、そもそも目的要件で違法性もないと言うべきなのではないかという発想がやはり一方である。他方で、そもそも取引自体が適用除外であれば、違法性がないのだから、それに対する情報伝達・取引推奨行為にも違法性はないとすべきだという発想もある。こういう整理の仕方が立法経緯や学説を見ますとうかがわれるのですが、答えになっていない面もあろうかと思いますが、いかがでしょうか。

○飯田 要するに、167条の2には違反するけれども、刑事罰や課徴金は課さないという事態を想定しているのか、それとも、刑事罰や課徴金もないのであれば、167条の2の解釈として、そもそもそういうことは違反ではないのだと解釈するのかという趣旨で伺いました。

○行澤 私見では、例えばクロクロ取引のように適用除外取引であっても、やはりそこは刑事責任を課すだけの違法性はないが、それと行政処分等で課すべき違法性とは分けて考えるべきであると思います。

【取引要件の法的性質—構成要件か、客観的処罰条件か】

○黒沼 今の点に関連して、取引要件について言えば、これが罰則のところを書いてあるということは、これはやはり構成要件の結果ではなくて、客観的処罰条件なのではないでしょうか。つまり、この取引要件について故意が必要だとか、因果関係が必要だということを佐伯先生はおっしゃっていて、そうすると結局、構成要件に書き込んだのと同じことになるのですが、しかし、構成要件として167条の2のほうに書き込まなかったということは、これは構成要件ではなくて、客観的処罰条件と解すべきではないかと私は思っているのですけれども。

○行澤 なるほど。そうすると、佐伯先生のご見解ですと、そもそも取引が結果的になされなかったら、本来、行政処分等にもならない、そういう違法性もないのだと。

○黒沼 いえいえ、行政処分にはなります。行政処分になるという点は変わりがないのですが、ただ、8ページに書いてあるような、故意が必要だとか、相当因果関係が必要だというような意味での構成要件の結果と解すべきではないのではないかとということです。

○行澤 そうすると、黒沼先生のお考えがまだわかっていないかもしれませんが、167条の2に書き込むとしたら、それは、この場合には、取引をした場合は刑罰を科すというような書き方になるのでしょうか。

○黒沼 いや、どう書くかはわかりませんが、167条の2に書き込んだら、構成要件の結果になるのではないかなと思っているのです。

簡単に言うと、佐伯説は、あまり文言に沿ったような解釈ではないように思われるということで

す。

【情報伝達行為のみに可罰的違法性までは認められないという議論は今日も有効か】

○加藤 レジュメの8ページの真ん中辺りの「なお」から始まる段落のところで、情報伝達行為自体は、実際に取引が行われることと結びついていない場合には、可罰的違法性は乏しいという立場に立って、この167条の2の立法は行われているのだというご説明がなされています。私の質問は、そのような立場は現時点でも維持することができるのかということです。例えば、最近フェア・ディスクロージャー・ルールができたことで、先ほどの舩津先生や梅本先生のご指摘と関連するわけですが、会社関係者等が特定の相手方に情報を提供することによりいっそう否定的な態度がとられることになったわけです。確かに、フェア・ディスクロージャー・ルールの違反に対しては強いエンフォースメントが予定されてはいませんが、この段落でご指摘されていることは、何の留保もなく現時点で妥当するか、再検討しても良いと思います。

○行澤 おっしゃるとおり、平成25年当時は妥当していたとしても、現在まで妥当するかどうかはなお検討を要すべきというのは、なるほどと思います。そうすると、逆に言うと、取引要件そのものの存在は、もう要らないのではないかという方向に議論は進みますかね。

○小出 数年前、ここについて報告させていただいて、いろいろご指摘をいただいたのですが、本日久しぶりに勉強させていただいて、当時は考えが甘かったなということがよくわかりました。実はそのときに加藤先生に、刑法の論理に引きずられすぎていると指摘されたことではあるのですが、当時、私は、167条の2の趣旨というものが、先ほどから議論があるように、抽象的にはマーケットに対する信頼の保護みたいなものに求められるであろうということから考えるならば、伝達行為さえあればマーケットに対する信頼は影響を受け、取引があったかなかったかという

ことは本質的にはマーケットへの信頼というものは直接には結びつかないという議論をしたと思うのです。なので、やはり167条の2というものの趣旨を考えると、構成要件に取引要件を書き込むということは、本筋としてはなかなか難しいことで、処罰条件として説明するのも、本来は難しかったように、私も当時思ったわけです。

それで、先ほどの加藤先生の指摘も踏まえて考えると、取引要件を——それは構成要件とすべきなのか、処罰条件とすべきなのかというのはもちろん大事な問題なのですが——入れたのは、当時実際にあった問題への一種の対症療法として、実務をあまり阻害しないようにという考慮に基づいていたような気がして、加藤先生のご指摘のとおり、フェア・ディスクロージャー・ルールや内部者取引規制の現状の全体構造を踏まえたときに、慎重には検討すべきでしょうけれども、ここを見直す必要はあるのではないかという気がします。

そう考えると、目的要件のほうも本当は微妙な気がしていて、取引をさせる目的というものがあるかないかということを確認には区別することが難しい事例も多いであろうということや、また、取引をさせる目的がなかったら投資家の信頼は損なわれないのかみたいなことも考えると、以前、加藤先生からご指摘いただいたように、情報伝達という行為そのものを内部者取引規制などの全体構造の中でどのように考えるのかというより本質的な問題を考えるべきだったのだろうと改めて思いました。

先ほどの船津先生のご指摘も全てそうなのですが、結局はマーケットに対する信頼云々ということでいくのならば、非常に要件を限定した現在の形のインサイダー取引規制の構造そのものも含めて、やはり本質的に考えてみる必要があるのだと思います。

○行澤 ありがとうございます。本日はご紹介できずに残念だったのでありますが、小出先生が前の研究会で「抽象的危険犯」ではないかというご議論を展開されて、抽象的危険犯説というのは当時は斬新だったかもしれませんが、ひょっとし

たら議論の状況がだんだんと先生の立場に近づいているのかもしれませんが、ただ、おっしゃるとおりだと思うのですが、やはり立法当時も気にしていたというか非常に懸念していたのは、萎縮効果の実務に及ぼされるということで、これをとても心配していたのだと思います。刑事罰ということになりますと、これはかなり萎縮効果が大きくなる。そして、客観的処罰条件的に考えますと、結果、自分の刑事責任になるかどうかという運命が自分の与り知らないところで決まってしまう。そのようなことをやったあなたが悪いのだ、ということにはなるのですけれども、やはり刑事罰という制裁はかなりドラスティックなものだろうという配慮は、私はわからなくはないなと。

そして、やはり刑事責任、刑事罰の謙抑性ということはお維持しなければいけないのではないかな。だからこそ、課徴金が非常に重要なツールになっているし、あるいは勧告事例等で世論喚起をしている——これは教育的にしているのだろうと思うのですが、目的要件にしても、結局、そういう萎縮効果を与えないために目的要件を設けたのだということからすると、情報伝達という事実のみを違法であると捉えてしまうと、実務に対するインパクトは、今でもなお大きいのではないかな。ひょっとしたら平成25年の議論に引きずられているだけなのかもしれませんが、そうした印象は持ちます。いかがでしょうか。

【取引推奨行為における被推奨者の認識（1）】

○黒沼 7ページにある取引推奨行為ですが、ここでも佐伯説として、「取引推奨時点において、被推奨者が、取引推奨者が会社関係者等であることの認識を有していたことは必要である」とされているのですが、これも私にはよく理解できないところです。つまり、推奨者が有価証券の売買等によって利益を得させる目的をもって重要事実等を伝達しているのに、相手方の認識によって処罰されたり処罰されなかったりするのが条文の正当な解釈なのか。もしそうだとしたら、その解釈はどこから出てくるのかがよくわからないのですけ

れども、これはどう考えたらよろしいのでしょうか。

○行澤 その点につきましては、やはり条文というよりは趣旨でしょうかね。証券市場に対する侵害、つまり、実際に未公表の情報が利用されて取引がされてしまうという危険性が蓋然的に低いという、刑事法的と言ったら語弊があるかもしれませんが、そういう発想でしょうかね。

○黒沼 その点なのですけれども、取引推奨行為の場合には、被推奨者が取引をしても、その者に可罰性はないわけです。では、なぜ取引推奨行為が禁止の対象になっているかという、会社関係者等が取引推奨をして、それに応じて取引がなされたならば、それを外から全体として見れば、内部情報を知っている者の意向に基づいて取引がなされたという、内部情報を有している者が取引をしたのといわば同視できるような状態にあるからだと思うのです。

これを同視できると言えるためには、推奨を受けた者が、相手方が会社関係者等であると認識していたことが本当に必要なのだろうか。その認識がなくても、取引をさせようという人がいて、それに応じて取引をしたならば、それはやはり一般の投資家から見ればインサイダー取引と同じような不正な行為に映るのではないかと思うのです。だから、趣旨から言っても、この解釈が正当化されるようには、私には思われたいのです。

○行澤 その点については、私の理解したところでは、要するに、誰かわからないような人に推奨されて、間違いないから買っておけと言われて買ったり売ったりすることの蓋然性と、会社関係者等だよということを言って、あるいは会社関係者等だよということが十分わかる状況で推奨されて売買等がなされる蓋然性とで、やはり線を引くべき類型的な違いがあるのではないかと思います。ひょっとしたら、この議論も刑事法的な謙抑性というところがかんでいるのかもしれませんが、先生がおっしゃるように、内部情報を持っている者が取引したのに等しいと言えるだけの因果的連鎖といえますか、それは両者のケースで違うのかな

ということで一応は納得した次第ですが、いかがでしょうか。

○黒沼 おっしゃることはわかりました。誰かわからない人から推奨されても、普通は取引はしないだろうと。会社関係者等から推奨されたとわかっているときには取引をする蓋然性が高いというのはよくわかりましたけれども、しかし結局取引が行われなければ、処罰の対象にはならないわけですから、蓋然性が低ければ、処罰の範囲が狭くなるというだけで、そこでバランスはとれているようにも思うのです。

まあ、これ以上議論しても、佐伯先生に伺わないとわからないことだと思いますので……。(笑)

○行澤 蓋然性が低くて、そうしたことで売らないのだったら、罰せられないからそれでいいのではないかというのは、おっしゃるとおりですが、多分、結果はどうなるかということよりも、類型的に捉えたいという刑事法的発想があるのでしょうか。

【情報伝達者に要求される認識】

○前田 やや細かな点なのですけれども、情報伝達行為のほうの、何が伝達になるかという問題について、会社関係者等に重要事実等を伝達する意思が必要だというご説明の中で、例として、メールの宛先を誤って送信したような場合は、伝達そのものがないと解する考え方を示されました。しかしこのような場合に、伝達そのものがないと考えるのがいいのでしょうか。167条の2第1項の1つ目の他人、つまり情報の伝達先になる他人は、別に誰でもいいわけですよ。

○行澤 はい。

○前田 そうすると、伝達はあるけれども、当該他人に利益を得させる目的がないと見るほうがむしろ実態に合っているのではないのでしょうか。このようなケースに、未公表の重要事実等を誰かに伝えているのに、伝達がないと考えるのは違和感があるのですけれども、いかがでしょうか。

○行澤 どこで切るかということですね。最初の他人ではなくて、後ろの目的要件で切れと。な

るほど、わかりました。そのとおりかと思えます。

【IR活動と「利益を得させる目的」】

○片木 Q&Aの問3で、IR活動の場合には原則該当しませんと。あるいはファンドに対して投資勧誘をする場合も同じなのかもしれませんが、これは要するに、IR活動やファンドへの説明時に、意図せざる形で未公表の重要事実等が入ってしまった場合、積極的にそれを出すというのではなくて、よく考えたらこれはまだ未公表だったといいますか、そこに積極的に期限前までに買わせるという意図はなく、不注意にもそのような話が入ってしまった場合には、この目的要件には該当しません、という理解でよろしいのですか。それとも、意図的に未公表の重要事実等を入れたときでも、なお目的要件に入ってこないこともあるということも考えているのでしょうか。

○行澤 恐らく後者ではないかなと。立法担当者等の考え方は、先生のおっしゃるようによく言い訳してしまっただけではなくて、重要事実等だとわかった上で、でも業務上伝えないといけない場合もあるし、連絡させないといけない場合もある。でも、普通の正当な業務行為の中では、まさか相手が未公表の段階で売ったり買ったりしないだろうと。つまり、売るかもしれないけれども、まさかそういうことはないだろうと思っている場合には、目的要件で切れるのだと。そうしないと萎縮させてしまうのではないかというのが立法担当者の発想のように思うのですが、いかがでしょうか。

○片木 いや、正当業務で何か伝えたと。例えば製薬会社の従業員が医者に対して、この薬には副作用がありますよと伝えたと。すると、医者がたまたまその製薬会社の株を持っていたから売りました、あるいは空売りしましたという場合、これは目的要件に該当しないというのはわかりやすいのですが、ただ、ファンドに対して説明する場合とか、IR活動をしている場合は、まさに株を買ってもらおうとして説明をしているわけですし、まさか買おうとしていると思っていなかったとい

う話はないわけですから……。

○行澤 おっしゃるとおりで、私も多分前のときの議論では、そちらに寄ったような質問をさせていただいた記憶があるのですが、これは全くの思いつきではあるのですが、いわゆる重要事実等だとわからなかっただけではなくて、わかった上で伝える場合でも、相手方のほうで、例えば情報規制があったり、インサイダー取引の未然防止のための体制があったりすることを一応信頼して、まさか売ることはないだろうと思って言う場合があるのではないのかと。まさに目的要件で「積極的な意思」と言っているのは、そういう意味ではないのかなと。

○片木 プロの運用者や投資者であれば、ここで売ったらインサイダー取引に該当しますというのはわかっているでしょうと。それなのにやってしまったと、そういう場合を言っているということなのですか。

○行澤 逃げるようではすけれども、立証の問題で個々具体的なケースを見ると言っていますので、どのように立証されていくかはわからないのですが、恐らく常識的に、別に積極的にあなたに利益を与えてやろうというのではなくても、ここだったら買わない手はないよなという状況の中で積極的に情報伝達をしたら、ひょっとしたら、その積極的な利益を得させる意思というのは認められるのかもしれませんが。ただ、立法担当者の説明は、いろいろなケースがあり得るので、単に未公表の重要事実等だということを知って伝えただけで違法だとしてしまうと、やはり萎縮効果を与えてしまうのだ、というようなものになっているように思うのですけれども、いかがでしょうか。

○志谷 例えば、会社の中で情報をお互いに共有して仕事をされると。先ほどもご指摘があったように、167条の2第1項は「他人」を区別するような定義を置くわけではないから、社内で情報共有するのは当たり前でしょう、そうでなければ仕事できませんよ、というご意見に対して、だから目的が入っているので大丈夫ですよというのならわかるけれども、それを超えてIR云々という

ようなことは言わなくてよいのにな、というのが率直な私の印象です。以前は行澤先生もそういうお立場ではなかったかと思ったのですが。(笑)

○行澤　そうです。以前はそちらに寄った見解を申し上げたような気もするのですが、逆に、最初に加藤先生が指摘されたように、そういう情報の公平性を担保するような制度ができればできていくほど、IR等で特別のグレースを与えるという行為が目的ではないという理解は、厳しくなっていくのかもしれませんが。その辺が、もちろん刑事罰に踏み切るのは難しいのでしょうけれども、勧告事例等々でならしていつているという感じでしょうかね。

○久保　今の片木先生の質問は、Q&Aの問3に関連するものだったと思うのですが、問3自体は、取引推奨規制の話なので、重要事実等を伝達した場合まで、問3の射程に入っているのかという議論になりませんか。

○行澤　確かに……。

○久保　重要事実等の場合も一般的なIR活動なのだから、というのとは、ちょっと利益状況が変わるような気がしていて、重要事実等の場合は、やはりどうしても強く規制をかけないと不公平だという問題がより強く出てくるのではないかという気がするのですが、一般的な取引推奨の場合は、もちろん未公表の情報は持っていないことのほうが少ないでしょうから、そのときに、それは言わずに、でも私たちの株を買ってください、私たちの企業はいい企業ですというふうに言って売ることを自体まで禁止していたら、それこそIR活動はできないという話になってしまうのだらうと思うのですが、重要事実等を伝えてしまうと、それはまた別の話になるのではないか、それは問3の射程の外の話ではないかという気がします。

○片木　一般的な推奨規制の問題である限りでは、ということですね。

○川口　やはり重要事実等は伝えてはダメなのでしょうね。

○久保　ええ。それはやはり伝えてしまったら

アウトということかと。前にも同じようなご議論がこの研究会であったかと思えますけれども。

【取引推奨行為における被推奨者の認識(2)】

○北村　先ほど黒沼先生が問題とされたところに戻ってしまうのですが、7ページの下の方の、佐伯先生の見解についてお伺いします。「被推奨者が、取引推奨者が会社関係者等であることを認識していたことは必要である」というこの部分は、刑事罰との関係でこの要件が入っているのか、あるいは被推奨者が取引をしなかったために刑事制裁が科されない場合でも、167条の2の推奨行為があれば行政処分の対象になるわけですから、単に167条の2の違反になるためにも、被推奨者がそのような認識をしていなければいけないのかというのが、お伺いしたい1点目です。

次に、それを前提にすると、例えば、いわゆる株式取引のチャットのようなものがあって、チャットネームにより、参加者がそこでやりとりをしているとします。チャットネームなので匿名なのですが、参加者の中に会社関係者等がいたとして、その者が取引を推奨したというときに、他のチャット参加者が、それを受けて取引した、あるいは刑事罰が科されない単なる167条の2の違反になるかどうかであれば取引をしなくても、チャットでそれを聞いた人が、この人はよく知っているから会社関係者等だなどと思わなければ、167条の2の違反にはならないことになってしまいますけど、それは、かなり規定の趣旨から外れるように思うのですが、いかがでしょうか。

○行澤　先ほど来、佐伯教授の見解をおまえは本当に代表しているのかどうかというご質問等があったと思いますが、佐伯先生の書き方によると、「同様に、本来の目的も単に行為者の主観に存在すればよいわけではなく、客観的に取引が行われる一定程度の可能性が存在することが必要であり、そのためには最小限、推奨を受ける者に推奨者が会社関係者であることの認識が必要であると解すべきである」と。そして注釈によって、詐欺罪においても、欺罔行為、錯誤処分行為という特別な

因果関係が要求されているように、本来は、会社関係者による推奨であることを認識した上での売買の決意に基づく売買の実行という特別因果関係が必要と解する余地があるかもしれないというような言い方をされています。

ですので、やはり発想は、刑事責任を念頭に置かれた議論かなとも思うのです。ただ、従来、第一次情報受領者が情報を受け取ったと言えるためには、会社関係者等であることを認識し、重要事実等であることを認識し、未公表であることを認識していることが必要だという議論と平仄を合わせるという考え方もありまして、そうだとすると、単なる刑事責任だけの問題でもないのかなという気もするのですが、1点目はそのように思います。

第2点目は、チャットネームで一般の掲示板で推奨して、そうしたものは推奨行為にならないというのはおかしいと。すみません、世間知らずで申しわけないのですけれども、おかしいとお考えになる事情を、ちょっと教えていただけませんか。

○北村 具体的な事例は言えないですけど、そういう株式取引に関するチャットに入ってくる人は、取引をしようとしているわけですよ。

○行澤 ああ、そうか。

○北村 そこに会社関係者等が情報を流しても、匿名だったら問題ないというのにややひっかかる場所があるということです。

○行澤 なるほど。それは何となく——何となくという言い方は無責任ですが、チャットの中で会社関係者等であることをにおわせて、重要事実等というのをにおわせてやっているということであれば、事実認定のところ、それこそ目的立証ということで、あるいは推奨行為があったという認定もできるのではないかというふうにも思います。

だから、やはり具体的な事情次第なのかなという気がしますが。

【取引推奨行為と取引の因果関係】

○梅本 取引推奨行為の内容ですが、先ほど船

津先生がおっしゃっていたことですかね、重要事実等を示して「買え」と言ったのに、売ってしまったとかいう話で、取引推奨というのは、売りか買いかという推奨行為だけなのか、それとも、単にこういう重要事実等があるから売買しなさいよといったのも入るのか、あるいは、先ほどの「売り」と言いながら買ってしまうというのは、本当に外れるのかどうなのかということです。というのは、会社関係者等であれば、重要事実等を知ったら、それが上げ材料か下げ材料かを問わず、売買してはいけないわけですよ。それで、前提として、この取引推奨行為は、重要事実等は伝えるわけですね。

○行澤 いえ、取引推奨ですから、伝えない。

○梅本 伝えない。取引推奨だけですか。買え、売れだけですか。

○行澤 そうです。

○梅本 重要事実等にはおわせない。

○行澤 重要事実等を伝えたら伝達行為になりますから、推奨ではなくて。

○梅本 ああ、そうか。では、その場合は、「売れ」ではなくて、「買え」かなのですか。

○行澤 いやいや、だから、条文的に言いますと、当該売買等をするを勧めてはならない。

○梅本 そうすると、先ほどの船津先生の話で言うと、「買え」と言って売るということは入らない。

○行澤 取引推奨行為として買いの推奨をして、結果売ったというのは、因果関係の法的評価なのか事実評価なのかわかりませんが、まさに刑事責任との関係で言いますと、取引要件に該当するかどうかだと思うのです。つまり、佐伯説だと、推奨と取引行為の結果には因果関係が必要ですので、「売れ」というのに全然関係ない投資判断で買った、あるいはその逆も、その場合は多分、取引要件は外れると見るのだらうと思います。ただ、それも結局、事実状況によって、例えば最初は「買え」と言っていた状況は同じなのだけれども、他の状況が加わって売ったというふうに投資判断に

影響を与えていれば、やはり取引要件を満たすことになるのではないのでしょうか。

【取引推奨行為を禁止する趣旨—情報伝達行為の潜脱防止か、マーケットの信頼保護か】

○小出 取引推奨行為が今回対象行為になっているのは、情報伝達行為の脱法を防ごうという趣旨である、というご理解なのですか。つまり、推奨行為そのものがマーケットの信頼を損ねるからということではなく、情報を伝達すると当然対象になるので、情報は伝達しないまでも、情報伝達と同じような結果をさせようとしている行為と考えておられるのでしょうか。

先ほどから議論になっている佐伯先生の考え方をもし正当化するのであれば、取引推奨行為を情報伝達行為の潜脱として捉えるのだとすると、相手方が認識しているということが必要になると思うのですけれども、そうではなくて、ご指摘のように、そもそもよく知っている人間が推奨して、一部の人だけが結果的に利益を得ることがあるかもしれないということ自体が、マーケットに対する信頼を損ねる独自の要因なのだとすると、多分舩津先生の考え方にはならないのではないかと。そこはどう理解するかによって変わってくるのではないかとと思うのですけれども、先生は、これは潜脱だと考えておられるわけですね。

○行澤 おっしゃるとおりで、私がどう考えるかというよりも、最初に規制の趣旨を長々と書きましたのは、やはり取引推奨行為の理解として、もちろん市場の信頼を損ねるというものもあるのですが、やはり第一に潜脱なのだと。容易に潜脱されるから、そこも捕捉しないとだめなのだと。だから、ポイントは伝達行為に匹敵する、取引を惹起させる危険性にあるのだと考えているのではないかとと思うのですね。立法担当者なども、佐伯説のように伝達行為に平仄を合わせていくというか、平行に考えていくという考え方に立っているのではないのでしょうか。もし市場に対する信頼を損ねるということであれば、取引推奨行為が非常に広がる。ただ、広がっていくところにどのよう

に限定をかけていくのかなというところは若干気になるところではあります。

【情報受領者の認識の内容】

○伊藤 情報伝達行為のほうでも、ご報告のレジュメの6ページの下から4行目あたりから、情報受領者の認識が必要と書かれていまして、こちらのほうは特に争いはないのでしょうか。この解説自体は、恐らく情報受領者によるインサイダー取引についての解説だと思うのですけれど。

○行澤 そうです、おっしゃるとおりです。その理解が、167条の2に直ちにはスライドしないかということですが、先ほど黒沼先生がご指摘されたように、条文上直ちに出てくるというよりも、やはりどこかで趣旨をかませないといけないようですね。

○伊藤 これ、認識の内容自体も、私はやや怪しげなところがあるとは思いますが、特に伝達された事実が重要事実であることを認識していなければならないというのが、それが重要事実であるという法的評価まで認識しなければいけないというのは、166条3項の解釈としても何かおかしそうなのですけれども。

○行澤 なるほど。三國谷氏の解説をもう一回吟味させていただきます。(発言者注：この点、三國谷前掲26頁では、「それぞれの事実が法律に当てはまっているかどうかの認識は必要ではありません」と記す。すなわち、「重要事実」を伝達されたかどうかは最終的には裁判所の判断に委ねられるのであり、当事者はこの点評価リスクを負う。これは、「法律の不知は、規制の消極的要件になりません。」(三國谷前掲26頁)と述べられるところである。)

○川口 まだほかにも質問や意見があろうかと思いますが、時間が来てしまいました。活発なご議論を有難うございました。

それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

ありがとうございました。

1 規制の趣旨

「近年の違反事案及び金融・企業表務を踏まえた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 報告】と記す）。

「(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へ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。

(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濫発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。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。」

(1) 情報伝達行為禁止の趣旨 - それが、①一次情報受領者による禁止取引の蓋然性を高める。②会社内部者（もしくは公開買付者等関係者。以下、会社関係者等と記す）に近い「特別な者」を利用する点で市場に対する投資家の信頼を損なう。

(2) 取引推奨行為禁止の趣旨 - ①会社関係者等による取引推奨は、被推奨者による取引の蓋然性を高め、法規制によって抑止しようとしている「未公表の重要事実（もしくは公開買付等事実。以下、重要事実等と記す）」に基づく取引」を招く結果に結びつく。それは、情報伝達行為を禁止した(1)①の趣旨の潜脱となる（この場合、被推奨者による取引は禁止取引に該当しない）。②取引推奨行為が行われているかもしないという疑心は、市場に対する投資家の不信感を惹起する。

2 規制の対象者

(1) 会社関係者及び公開買付者等関係者

(i) 法 166 条 1 項に規定する「会社関係者」及び「会社関係者」でなくかつ後一年以内の者（本条第 1 項。法 167 条 1 項に規定する「公開買付者等関係者」及び「公開買付者等関係者」でなくかつ後六月以内の者（本条第 2 項）。

(ii) 情報受領者もしくは被推奨者は、本条の適用対象とはならない。その理由は、次のように説明される。①本条の規制の趣旨が、未公表の重要事実等を通常知り得る特別な立場にある者の情報伝達・取引推奨行為が禁止取引が行われる蓋然性を高めるという点にあるところ、情報受領者や被推奨者はそのような者には必ずしも該当しない。②金商法は、そもそも第二次情報受領者による情報に基づく取引を禁止していないから、第一次情報受領者もしくは被推奨者による情報伝達や取引推奨にはそもそも非犯法的な違法性がない（齋藤将彦他「公募増資に関連したインサイダー取引事案等を踏まえた対応」商事法務 2012 号 27 頁参照）。

(2) 未公表の重要事実等を通常知り得る方法によって知った者

(i) 法 166 条 1 項に規定する業務等に関する重要事実を同項各号によって知った者（本条 1 項。法 167 条 1 項に規定する公開買付等事実を同項各号によって知った者（本条 2 項）。

(ii) このように規定された理由は、次のように説明される。「職務外の私的な関係等により通常知り得る契機以外によって未公表の重要事実を知った場合には、それは会社関係者であるがゆえの特別な立場に基づくものとは異なる」からである（齋藤他 27 頁）。そもそも、情報提供行為・取引推奨行為が禁止される趣旨として、それが「一般投資家の信頼を損ないかねない状況」を当該会社関係者自らが作り出している点で、当該会社関係者の行為は、自らインサイダー取引を行うことに準ずる違法性のある行為である（下線報告者）（齋藤他 27 頁）ことを強調するならば、本来、会社関係者等が取引を行っても禁止取引に該当しないような場合において、当該会社関係者等による情報提供行為・取引推奨行為のみを禁止するのは、筋が通らないことになる。

3 目的要件

(1) 主観的違法要素であると解される。

当該業務等に関する重要事実について同項（法 166 条 1 項）の公表がされたこととなる（同条 4 項）前に当該業務等の特有証券等に係る売買取等がされたことにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的（本条 1 項）。

当該公開買付け等事実について同項（法 167 条 1 項）の公表がされたこととなる（同条 4 項）前に、同項（同条 1 項）に規定する公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあっては当該公開買付け等に係る証券等に係る買付け等をさせ、又は同項（同条 1 項）に規定する公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあっては当該公開買付け等に係る証券等に係る売買取等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的（本条 2 項）。

(2) 目的要件が置かれた趣旨

益を得させる』という目的要件を満たさないと考えられる(下線報告者)という。ここで、「当該売却に起因する利益」とは何を指すのかが良く分からない。もし、これを情報受領者による公表後の転売利益を指すと考えれば、単に「利益を得る可能性」を認識していたというだけでは「目的要件には該当しない」という意味に読める。

次に、Q&Aは、「クロクロ取引が市場価格よりも割り引いた価格で行われるような場合には、取引の相手方は取得価格と市場価格との差額の利益を得ることができている可能性があります。しかしながら、情報伝達・取引推奨規制の目的要件を満たすか否かについては、単に市場価格よりも割り引いたという事実があったか否かによってではなく、他人に対し、特に『重要事実の公表前に』売買等を行わせ、『それに起因した』利益を得させる目的があったか否かによって判断されることとなります。」と説明するが、この趣旨についてはどう解すべきか。ここで一次情報受領者がクロクロ取引によって市場価格よりも安値で取得したことからよりどのような利益を上げることができているかを考えると、まず、当該重要事実が公表される前の時点における転売によって得られる利益のことを指していることは考えにくい。なぜなら、そもそも、クロクロ取引の適用除外に該当するためには「当該売買等をする者の双方において、当該売買等に係る特定有価証券等について、更に同項(第一項)又は第三項の規定に違反して売買等が行われることとなることを」知らない場合(法166条6項7号)及び「当該売却等に係る者の双方において、当該売却等に係る株券等について、更に同項(第1項)又は第三項の規定に違反して売却等が行われることとなることを」知らない場合(法167条5項7号)でなければならないので、もし情報提供者が、情報受領者に公表前の転売利益を得させることを認識していたならば、そもそも当該売買自体が規制取引に該当するからである。では、当該重要情報等の公表後についてはどうか。そもそも当該重要事実が、当該発行会社の企業価値を上げるような積極情報である場合には、それが未公表であることにより形成されている情報伝達時の市場価格はおよそ低く見積もられていないはずであるから、別に売却価格が「市場価格よりも割り引いた価格」であろうがなかろうが、情報受領者は公表後に転売利益を得る可能性がある。あるいは、当該重要事実が、当該発行会社の企業価値を下げるような消極情報である場合には、市場価格よりも割り引いた価格で売却されるからといって、それが必ずしも情報受領者に公表後の転売利益を得させるものとは言えない。いづれにしても、「公表後に転売利益を得る可能性」を認識しているだけでは、目的要件を満たさないと述べていることは前述の通りである。

もしQ&A(問7)が以上のようなことを述べているに過ぎないのであれば、およそ目的要件の意義について論じておけば足りることである。

そこで、クロクロ取引に当たった場合に固有の理解としては、そもそも売買当事者間に情報の偏在が存在しないかという点であるから、そこで約定される売買価格はそれ自体「正しい価格」であって市場価格に比して高いとか安いとか安いかということはない。ゆえに、情報伝達者と相手方に利益を得させる目的はおおよそ認められないという見解も主張されている(木目田裕他10頁)。しかし、情報に偏在がないこと、約定価格が「正しい価格」

「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すことなく、他方で、未公表の重要事実に基づき、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。』【WG報告】。なお、この点につき、平成25年9月12日金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A(以下、Q&Aと記す)」(問1)及び(問3)を参照。

「企業の正当な業務行為以外であっても、たとえば、家族に対し世間話として自己が取引組んでいる業務内容について話をするような場合もあり得るが、こうしたケースを規制対象とすることは家庭生活等に対する公権力の過度な介入となり得る。」(齋藤他28頁)。

なお、Q&A(問2)参照。

(3) 行為者の認識

(i) 単に、他人が重要事実の公表前に売買等を行う可能性や当該売買等に起因した利益を得る可能性があることを認識していたということではなく、結果発生に対する積極的な意思が認められる場合に限り、目的的存在が認められるものであることを示しているものと解される。単なる未必的な認識では、「それにより、証券市場に対する一般投資家の不信感を惹起するおそれはない」と解されるからである(齋藤他28頁)。

(ii) 「公表前に売買等(買い付け等又は売り付け等を含む。以下、同じ。)をさせることにより」利益を得させ、損失を回避させることを意図する必要がある。これには「取引から生じる経済的利益を指すものと解され」、たとえば証券会社の営業担当者による情報伝達等を受ける「投資運用業者がファンドの計算で売買等を行うことにより得られる利益も含まれる」と解されている(齋藤他28頁)。ただし、人事評価や社会的評価などの身分上の利益・損失については、「重要事実等の公表前に売買等を行わせることにより」得させるものは関係ないので、目的要件の「利益」には当たらないと解される(木目田裕・鈴木俊裕「情報伝達・取引推奨規制における若干の解釈論—目的要件・氏名公表措置—」商事法務2036号7頁)。

(iii) 適用除外規整との関係

禁止取引の適用除外となるべき取引類型に該当する場合における情報伝達行為は、刑事责任及び課徴金については免責される(法197条の2第14号・15号/法175条の2第1項・2項)が、法167条の2の違反自体は免れないように見える(Q&A(問6)参照)。

(a) クロクロ取引(法166条6項7号、法167条5項7号)に関して、Q&A(問7)は、まず、「会社関係者が、資金調達を目的として未公表の重要事実を伝達した上で保有株式を売却するような場合において、情報伝達に当たり、単に、情報の受領者が当該売却に起因した利益を得る可能性があることを認識していたというだけでは、通常の場合、『他人に利

からも、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る事実として適時開示の対象となると考えらるべきである（黒沼悦郎・金法 1980 号 26 頁）とすると、発行会社が適時開示を行う限りにおいて、本条における利益を得させる目的がないことを認定する（セーフハーバーとして）と解する方法もあるかもしれない。

(4) 立証の問題

「情報伝達・取引推奨を行った者と情報受領者（金商法 166 条 3 項・167 条 3 項）・被取引推奨者との関係性、具体的な情報伝達・取引推奨の状況、情報受領者によるインサイダー取引への情報伝達を行った者の関与の状況、その他情報伝達・取引推奨を行った者の供述等を総合考慮」（志村聡他「情報伝達・取引推奨規制に関するインサイダー取引規制等」商事法務 2150 号 9 頁）することによって目的の有無が認定される。

4 規則の対象となる行為

(1) 情報伝達・取引推奨の相手方

「他人」には、自然人及び法人が含まれる（齋藤他 28 頁）。

なお、本条の規定ぶりによれば、情報伝達・取引推奨された「他人」と、利益を得させ、損失の発生が回避されることが企図された「当該他人」とが同一であることが前提である。そこで、会社関係者等が、個人に対して伝達・推奨を行ってはいいても、当該個人が所属する法人に利益を得させる目的を有していたような場合が問題となり得る（この点について、中村 3 2 頁参照）。この点、立法担当者の解説によると、「情報伝達・取引推奨の相手方は、情報伝達・取引推奨を行う者の意図、態様等から実質的に判断されるものと解される」（齋藤他 28 頁）とあるから、このような場合には、法人を「情報受領者」と解するべきである。また、情報伝達・取引推奨された者が、第三者の計算で売買を行う場合には、目的要件における「利益」の中には「投資運用業者がファンドの計算で売買等を行うことにより得られる利益も含まれる」（齋藤他 28 頁）から、当該情報伝達・取引推奨された者（投資運用業者）において「利益」を得させる目的、という解釈が成り立つと解される。

(2) 情報伝達行為

口頭、書面等により重要事実の内容を伝えることである（齋藤他 28 頁）。この点、法 166 条 3 項、167 条 3 項における情報の一次受領者の意義についての議論が妥当することから、「会社関係者に重要事実を伝達する意思がない場合には、会社関係者から重要事実を知ったとしても、伝達を受けた者に当たらない」と解されている（梅澤拓「情報伝達・取引推奨行為に関するインサイダー取引規制の強化と実務対応」金法 1980 号 48 頁）。例えば、メールの宛先を誤って送信してしまったというような場合は、伝達そのものがないと解される（梅澤 48 頁）。また、情報伝達者において、情報受領者が「当該重要事実等を知った」ことについて未必的な認識があれば足り、確定的な認識は必要ないと解されている（梅澤 48 頁）。

情報受領者においても「情報提供者が会社関係者であり、その立場・職域等によって情

かどうかが別の問題であろう。これについては、他に、本条の「利益」とは、インサイダー情報を知らない者との間の情報格差によって生じる利益のみを意味すると解する見解（宮下央「金商法改正による M&A 実務—インサイダー取引規制の改正を中心に」金法 1972 号 9 頁）、あるいは当該情報伝達は「当事者間で売買するにあたり情報格差を解消しようとする」ことが目的であって、・・・未公表の重要事実があるところから取引を行わねこと『により』いずれかの当事者に利益を取得させまたは損失を回避させることを目的としているわけではない」と解する見解（中村聡「インサイダー取引規制の平成 25 年改正と実務上の諸問題」商事法務 1998 号 30 頁）などが披歴されている。もともと、このような見解によっても、情報伝達者において、情報受領者が公表後の販売利益を得ることを積極的に意識していた場合には、本条の目的要件を満たすことは否定されないのではないかと。

(b) 公開買付け等に対する応援買い（法 167 条 5 項 4 号）や対抗買い（同条 5 項 5 号）の場合、「公開買付け等（4 号）や『当該公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請』（5 号）を受けて当該公開買付け等をする者は第一次情報受領者となり、したがって公開買付け等（4 号）や発行者（5 号）は法 167 条の 2 第 2 項における「情報伝達者」となる。もともとこれらの「買付け等」は、投資行為の判断形成自体が情報面での優位性を利用してなされたものではないとの理由で禁止取引の適用除外とされる。この点を本条との関係でどのように解するかにつき、議論がある。基本的には、これらの類型においては、情報受領者は、公開買付け等が公表されないうちに、市場価格で買い付けて、公表後、高値で（応援買いの場合には公開買付け等に対して）売却することが可能であるため、情報提供者において情報受領者に当該買付け等により利益を得させる目的があったのではないかが疑われるわけである。

そもそも応援買いが適用除外とされる理由は、「公開買付け者等本人の行為と同視できる限りにおいては、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を損なうこともないと考えられ」たからである（木目田裕・上島正道監修「インサイダー取引規制の実務（第 2 版）」（商事法務、2014 年）468 頁）。つまり、情報提供者が情報受領者から当該上場等株券を買い付けることにより情報受領者に提供されるべき利益は、公開買付け者等に代わって応援買いを行うことに伴い支弁されるコストの償還とも言えるのではないだろうか。それゆえ、私は、かかる売買差益は、本条における「利益」には該当しないと解すべきと考ええる。

次に対抗買いについてであるが、この場合、応援買いのように情報提供者（発行者）が、情報受領者が買い付けた当該上場株券等を後に購入するということは想定されていないので、応援買いと同様の理由で目的要件を満たさないう理屈は取れない。もともと、対抗買いを要請する情報提供者においては、情報受領者が後に高値で売却して利益を得る可能性を認識しているが、対抗買いを行う者がしばらくは発行会社の支配権を維持し続けることを期待しているのが通常であろうから、情報受領者に利益を得させざるを得ないという点にはならない、というべきであろうか。なお、発行者の取締役会の決定による対抗買いの要請は、それ自体が重要事実とされている（施行令 28 条 10 号）こと

報を知ったこと、伝達された事実が重要事実であること、伝達された重要事実が未公表であること」についての認識が必要と解される(三國谷勝範「インサイダー取引規制詳解(資本市場研究会、1990年)26頁参照)、情報伝達者に本条の「目的」があったことまでを認識している必要はないと解される(梅澤49頁)。

なお、立法担当官の解説によれば、「必ずしも重要事実の内容のすべてを伝えるものではない必要はなく、その一部を伝えることも含まれる。」(齋藤他29頁)とされる。この点、「いくつかの課徴金事例では、具体的な内容の一部の伝達でも重要事実や公開買付け等事実の伝達があったものと認定しているが、実際に伝達された情報が単体でも重要事実・公開買付け等事実に該当すると判断することができた事例と考えられる」(梅澤49頁)と評価する見方もある。

情報受領者が、既に当該重要事実等を知っている場合でも、会社関係者等による当該重要事実等の伝達は、本条に該当すると考えられる。それは、「さらに情報伝達者から重要事実の伝達を受けたことにより、重要事実に基づく取引が行われる蓋然性をより高め」ることになるからである(梅澤50頁)。

(3) 取引推奨行為

「明示的に売買等を勧める場合のみに限られるのではなく、売買等を勧める行為を行ったか否かは、行為者の言動等によって実質的に判断される。」(齋藤他29頁)。「他人に対して、早期の、または一定期間内の売買等を促すような言動等を行った場合には、規制違反に該当する可能性がある」と解されている(齋藤他29頁)。なお、Q&A(問5)「上場会社等の未公表の重要事実を知っている証券会社の営業部門の従業員が、顧客から当該上場会社等の評価を求められた場合、明示的に取引推奨を行わなければならない取引推奨規制の違反とならないのでしょうか。」に対する答えにおいて指摘されているように、「一般に証券会社等商品取引業等に関する内閣府令第117条第1項第14号)、証券会社等においては、上場会社等の内部情報が、本来知る必要のない営業部門の従業員に伝わることもないよう適切に情報管理することが求められ」ていることに留意すべきであろう。

当該取引推奨時点において、被推奨者が、取引推奨者が会社関係者等であることの認識を有していたことは必要であると解される(佐伯仁志「刑法から見たインサイダー取引規制」金法1980号15頁。なお、同脚注(30)参照)。

取引推奨者において、「(未公表の重要事実)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」(WG報告)の行為は必ずしも必要ではないと解される(梅澤50頁)。もし、そのような事情もなく、当該取引推奨者が匿名掲示板やブログなどにおいて完全に匿名で売買を推奨するような場合には、被推奨者において当該取引推奨者が会社関係者等であることの認識を持つことは容易ではないし、情報伝達行為規制の濫脱となる恐れは小さいと思われるため、本条を満たさないと解される(梅澤51頁[注45]参照)。

5 刑事罰

(1) 取引要件

法197条の2第14号・15号は、本条1項・2項違反に対して、それぞれ刑事罰を規定している。法定刑は、インサイダー取引罪と同じ(5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金)である。ただし、刑事罰が科せられるためには、本条の要件が充足されることに加えて、情報受領者もしくは被推奨者が「当該違反に係る特定有価証券に係る売買等をした場合」(14号)、当該違反に係る証券等に係る買付け等又は売付け等をした場合」(15号)(以下、当該取引と記す)に該当することが必要である(取引要件)。この取引要件の法的性質については、客観的処罰根拠説と構成要件的结果説が対立し得るが、後者であると解すべきである(佐伯14頁)。すなわち、情報伝達者・取引推奨者において、「当該取引が行われること」についての故意が必要であり、さらに当該情報伝達・取引推奨行為と当該取引の間に相当因果関係がなければならない、ということである(当該違反「により」)。もともと、「具体的には、情報伝達・取引推奨を受けたことが決め手となって取引が行われたというほどの強い関連性を必要とするものではなく、一つの考慮要素となった程度の関連性があれば満たされるものと解される。」(齋藤他29頁)。

なお、刑事罰を科すために、わざわざ取引要件を加えた趣旨は、平成25年改正以前において、インサイダー取引罪における情報提供者の行為が処罰され得るのは、教唆犯、あるいは共同正犯としてであり、情報受領者において同罪の実行行為がなされることが必要と解されていたこと、「実際に、重要事実を知った者が取引を行うことが、証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を害するものであるから、それ以前の単なる重要事実の伝達行為については、これを直ちに処罰するまでの必要性は乏しい」(横島裕介「逐条解説インサイダー取引規則と罰則」(商事法務研究会、1989年)127頁)とされていたこと、そして、このような説明(可罰的違法性に乏しい)は平成25年改正時点においていたことであつたと考えられること(佐伯9頁)が挙げられよう。この点、WG報告においても、次のように指摘されていた。「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つ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。」

(2) 適用除外取引

法197条の2第14号・15号は、当該取引が法166条6項各号及び167条5項各号における適用除外に該当する場合には、構成要件該当性が阻却されると規定されているところ、

関係者の所属する上場会社等の他の役員も会社関係者であり、金融商品取引法第166条第1項第1号の「職務に關し」は広く解釈されるため、会社内で会社関係者から重要事実の伝達を受けた他の役員（注）が、他人に対して重要事実を伝達することも規制の対象となり得ます。（注）業務上正当な行為として伝達を受けたものでない場合も含まれると考えられます。

一方、目的要件を満たさない情報伝達は規制の対象ではなく、業務上必要な社内外での情報交換や情報共有は、通常の場合、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって行うものではないと考えられるため、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

（問2）未公表の重要事実を知っている上場会社等の役員が、家族や知人に対し世間話として重要事実を話してしまつた場合には、情報伝達規制の対象となるのでしょうか。

（答）情報伝達・取引推奨規制の対象となる行為は、上場会社等の重要事実を職務等に關し知つた会社関係者が、「他人」に対し、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって情報伝達・取引推奨を行うことです。

このため、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を有していなければ、日常会話の中で重要事実を話したとしても、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

ただし、上場会社等の未公表の重要事実を、業務とは関係のない他人に話すことは、インサイダー取引が行われるおそれを高めるものであり、また、上場会社等の社内規則に違反するおそれもあるため、情報管理に留意する必要があると考えられます。また、日常会話の中で重要事実を聞いた家族や知人が重要事実の公表前に取引を行えば、当該家族や知人はインサイダー取引規制の違反となることにも留意する必要があります。

（問3）未公表の重要事実を知っている上場会社等の役員が、IR活動を行うことは取引推奨規制の対象となるのでしょうか。

（答）上場会社等では、IR活動として、投資家等との間で自社の経営状況や財務内容等に関する広報活動が一般的に行われているものと考えられます。

こうした活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わず、それに起因した利益を得させるためのものではなく、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

当該情報伝達・取引推奨行為の時点で、適用除外取引に該当することを認識していれば、不可罰という結論が導かれる。したがって、刑事責任との関係に關して言えば、たとえば、クロック取引を行わせる目的で未公表の重要情報等について伝達したところ、情報受領者が適用除外に該当しない取引を行つたという場合に、当該情報伝達者を不可罰とするために、前述のように、目的要件、特に「利益」の意義についての難しい議論をするまでもないということになる（佐伯12頁）。

（3）共犯との関係

不正な情報伝達を行つた場合、情報伝達規制の違反とインサイダー取引の欺瞞・ほう助のいずれの罪についても成立要件が満たされた場合には、後者は前者に吸収され、一罪と評価されるものと解される（藤藤他30頁）。それは、「両罪ともに、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼という保護法益を同じくするものである一方、情報伝達規制は、重要事実の伝達による違反類型について特に禁止規制を設けていること等に鑑みて、と説明される（藤藤他30頁）。

平成25年9月12日 金融庁
情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A（金融商品取引法第167条の2関係）

※インサイダー取引規制には、会社関係者を対象とした規制（金融商品取引法第166条）と公開買付者等関係者を対象とした規制（同法第167条）があります。これを踏まえ、情報伝達・取引推奨規制についても、会社関係者を対象とした規制（同法第167条の2第1項）と公開買付者等関係者を対象とした規制（同法第2項）があります。本Q&Aでは、会社関係者を対象とした情報伝達・取引推奨規制について解説をしていますが、公開買付者等関係者を対象とした情報伝達・取引推奨規制についても同様の考え方となるものと考えられます。

（問1）未公表の重要事実を知っている上場会社等の役員が、業務上の必要から取引先に重要事実を伝達することは情報伝達規制の対象となるのでしょうか。また、社内で重要事実を伝達することも当該規制の対象となるのでしょうか。

（答）情報伝達・取引推奨規制（金融商品取引法第167条の2）の対象となる行為は、上場会社等の重要事実を職務等に關し知つた会社関係者が、「他人」に対し、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させ、又は他人の損失を回避させる目的（目的要件）をもって情報伝達・取引推奨を行うことです。

情報伝達の相手方となる「他人」については、特に限定はなく、会社関係者が会社内の役員を含む他人に対して重要事実を伝達することが規制の対象となります。なお、会社

場合についても、処罰や課徴金の対象から除外されいます(金融商品取引法第175条の2、第197条の2第14号・15号)。

しかしながら、他人に対し「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって情報伝達・取引推奨を行うことは、インサイダー取引等を引き起こすおそれの強い不正行為であり、結果的に重要事実の公表前の売買等が行われなかったとしても、(処罰や課徴金の対象にならないもの)、規制違反に該当することとなります。

このため、金融商品取引業者等がこのような行為を行った場合には、行政処分の対象となし、(問7)会社関係者が、保有株式を売却して資金調達するため、他人に対し、未公表の重要事実を伝達した上で、インサイダー取引規制の適用除外となる、いわゆるクロクロ取引(注)を行った場合、(1)情報伝達を受けた者は重要事実の公表により利益を得ることもあり得ますが、会社関係者がその可能性を認識しながら情報伝達した場合には、(取引要件を欠くため)処罰や課徴金の対象にならないもの、)情報伝達規制の違反になるのでしょうか。(2)当該クロクロ取引が市場価格よりも割り引いた価格で行われた場合には、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」目的があることとなるのでしょうか。(注)金融商品取引法第166条第6項第7号

(答) 情報伝達・取引推奨規制は、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的があることが要件(目的要件)として必要であるとされています。このため、(1)会社関係者が、資金調達を目的として未公表の重要事実を伝達した上で保有株式を売却するような場合において、情報伝達に当たり、単に、情報の受領者が当該売却に起因した利益を得る可能性があることを認識していたというだけでは、通常の場合、「他人に利益を得させる」という目的要件を満たさないと考えられるため、基本的に規制違反とはならないものと考えられます。

(2)クロクロ取引が市場価格よりも割り引いた価格で行われるような場合には、取引の相手方は取得価格と市場価格との差額の利益を得ることができると考えられます。しかしながら、情報伝達・取引推奨規制の目的要件を満たすか否かについては、単に市場価格よりも割り引いたという事実があったか否かによってではなく、他人に対し、特に「重要事実の公表前に」売買等を行わず、「それ」に起因した「利益を得させる目的があったか否か」によって判断されることとなります。

(問4)証券会社等において、一部の役員が上場会社等の未公表の重要事実を知っていたとしても、チャイニーズウォールにより営業部門の役員がそれを知らなければ、当該営業部門の役員が顧客に取引推奨することは可能でしょうか。

(答)証券会社等の一部の役員が上場会社等の未公表の重要事実を知っていたとしても、取引推奨を行う営業部門の役員がそれを知らない場合には、当該取引推奨行為は基本的に規制違反とはならないものと考えられます。

(問5)上場会社等の未公表の重要事実を知っている証券会社の営業部門の役員が、顧客から当該上場会社等の評価を求められた場合、明示的に取引推奨を行わなければ取引推奨規制の違反とならないのでしょうか。

(答)一般に証券会社等については、上場会社等の法人関係情報を提供して勧誘する行為が禁じられており(金融商品取引法等に関する内閣府令第117条第1項第14号)、証券会社等においては、上場会社等の内部情報が、本来知る必要のない営業部門の役員に伝わることはないよう適切に情報管理することが求められます。こうした情報管理態勢が適切に確立されていれば、証券会社の営業部門の役員について、ご指摘のような場面が生じるおそれは低いものと考えられます。

証券会社等の営業部門の役員が上場会社等の未公表の重要事実を職務等に關し知っている場合でも、一般論としていえば、投資判断を示すものではない一般的な会社の評価に触れることは差し支えありません。しかしながら、取引推奨規制の違反に該当するのは明示的に取引推奨を行う場合だけに限られるのではなく、規制違反に該当するか否かは行為者の言動等によって実質的に判断されることに留意が必要です。したがって、仮に明示的に取引推奨を行わなかったとしても、顧客に対して早期の、又は一定期間内の売買を促すような言動等を行った場合には、規制違反となるおそれがあります。

いずれにしても、証券会社の営業部門の役員は、仮に未公表の上場会社等の重要事実を職務等に關し知っている場合には、より慎重な対応を行うことが求められるため、顧客が取引推奨をされたらと受け止めることのないよう、言動等に十分留意する必要があります。

(問6)情報伝達や取引推奨を行った者は、情報伝達や取引推奨を受けた者がインサイダー取引等を行わなかった場合でも、情報伝達・取引推奨規制の違反になるのでしょうか。

(答) 情報伝達・取引推奨規制に違反した者が処罰や課徴金の対象となるのは、当該違反により情報伝達・取引推奨を受けた者が、重要事実の公表前に売買等をした場合に限ることとされています(注)。

(注)なお、重要事実の公表前にした売買等がインサイダー取引規制の適用除外に当たる

日本取引所金融商品取引法研究 第13号 2019年3月

ISSN 2188-2150



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。