

情報伝達・取引推奨の規制について (1)

李 秀 宓

目次

1. はじめに
2. 情報伝達・取引推奨の規制
 - 2-1. 規制の導入経緯及び規制の趣旨
 - 2-2. 規制内容
 - 2-3. 事例
 - 2-4. 問題点 (以上本号)
3. アメリカにおける情報伝達・取引推奨の規制
4. おわりに

1. はじめに

インサイダー取引規制とは、上場会社等の会社の内部者等が株価に影響を与える可能性のあるインサイダー情報を知った場合、当該情報が公表される前に所定の有価証券を取引してはならないという規制である。今日、資本市場の参加者なら、金融商品取引法（以下「金商法」とし、また金商法の条文を記す場合、法律名を省略する）の規制の具体的な内容を知らなくても、その規制のおおよその内容は知っていると思われる。またインサイダー取引が違法であるという社会一般の認識は、1988年（昭和63年）にインサイダー取引規制が制定された当時の、インサイダー取引が「悪」

であるという認識が希薄であった状況とは大きく変わっており、インサイダー取引規制は広く社会に浸透している。

インサイダー取引規制は、株価に大きな影響を与える会社の内部情報が公表される前の、会社の関係者等による不正な取引を禁止している。他方、会社の内部情報に接近しうる特別な立場にいる者による他人への情報伝達行為は、インサイダー取引規制違反の教唆犯または幫助犯に該当する可能性があるものの⁽¹⁾、2013年（平成25年）の金商法改正までは特別の規制が設けられていなかった。会社の重要な内部情報の伝達は、インサイダー取引を誘発・助長しやすいのみならず、重要な情報が公表される前に、第一次情報受領者や第二次以降の情報受領者が当該情報に係る株式の取引に関与し、不自然な株価の変動を引き起こすことによって、資本市場に対する投資者の信頼を大きく損なうおそれがある。実際、2010年（平成22年）から2011年（平成23年）にかけて、証券会社の従業員による情報伝達に

(1) 教唆犯は、例えば、会社の関係者がその友人に対して重要事実を教示して株式取引を勧めた結果、当該友人が166条3項に違反する取引を行うことを決意して実際に株式の取引を行った場合には、当該会社関係者は、当該友人による同項違反の罪の教唆犯として処罰される。また幫助犯の例には以下のようなものがある。既に他からの情報により、会社の未公表の重要事実を知り、166条3項の情報受領者によるインサイダー取引規制に違反して取引を行おうとする知人から、当該重要事実の確認を求められた当該会社の関係者がこれに応じて、その知人が同項に違反する取引を行おうとすることを知りながら、重要事実の確認を行い、教示して、当該知人の犯行を容易にし、当該知人が実際に株式の取引を行った場合には当該会社の関係者は幫助犯として処罰される。詳しくは木目田裕＝上島正道監修『インサイダー取引規制の実務（第2版）』586-587頁（商事法務、2014年）[尾崎恒康・有松晶]。しかし実際に情報伝達者が教唆犯・幫助犯として処罰された例は稀である。情報提供者の故意の立証や教唆犯においては教唆の存在とインサイダー取引との因果関係の立証が必要であり、その立証が難しいとの指摘がある。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7頁（2013年）。

起因した公募増資インサイダー取引事案が相次いで起きた。これらの不正取引は、上場会社の公募増資に際し、引受主幹事証券会社から運用会社へ情報が漏洩し、さらに運用会社が顧客である海外ファンドの計算で公募増資に係る銘柄を大量空売りし、公募増資の公表後の下がった株価で買戻して上げた不正利益を海外ファンドに得させた。証券市場におけるプロである機関投資家が深く関与していたことは、投資者の市場への信頼を失墜させ、日本の資本市場に大きな波紋を引き起こした⁽²⁾。日本の資本市場に対する国内外の投資家の信頼を回復させるために、2012年(平成24年)に金融審議会は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「金融審WG」とする)を発足させ⁽³⁾、情報伝達・取引推奨の規制の在り方について検討を行い、同年に「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」と題する報告書(以下「金融審WG報告書」とする)を公表した⁽⁴⁾。翌年2013年(平成25年)

(2) 公募増資とは、新規に株式を発行して資金調達を行う方法である。既存株主にとっては1株当たりの価値が希薄化することや株式の需給関係の崩れにより、株価下落の要因になる。2010年から2011年にかけて行われた企業の公募増資の情報が主幹事証券会社から運用会社等の機関投資家に漏れ、機関投資家はその情報を悪用して空売りを仕掛けて、投資運用の委託者である海外ファンドに多額の不正利益を得させた。他方、公募増資の情報を知らない株主は突如の株価の急落で損失を被った。「増資インサイダー事件 情報漏洩した野村証券 主幹事の責任は重い」エコノミスト4236号15-16頁(2012.07.03)。

(3) 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(平成24年)(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/insider_h24_index.html 2023年11月18日最終閲覧)。

(4) 2012年(平成24年)12月25日付「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」と題する金融審WG報告書、金融庁ウェブサイト(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf 2023年11月18日最終閲覧)。

に情報伝達・取引推奨規制の新設等に関する金商法改正が成立し、2014年（平成26年）に施行されることとなった。

ところが、情報伝達・取引推奨規制が施行されて以降、資本市場への投資者の信頼確保というインサイダー取引規制の趣旨に反する、取引推奨規制について投資者が不公平感を感じる問題が浮き彫りになっている。株式市場に影響する未公開情報、例えば公開買付けや会社の合併、会社業績の修正等の情報に接近しうる者が、自分と特別な関係にある者に対して、その情報が公表される前に、有利な取引を行わせるために、株式の取引を強く推奨した事案が相次いだ。推奨された者は、その推奨に従い取引を行った結果、利益を得たり、損失を回避できたりしたにもかかわらず、未公開情報の伝達を受けていないため、インサイダー取引規制の対象とされず、刑事罰や課徴金の行政処分も受けない⁽⁵⁾。未公開の重要な会社情報の伝達を受けた第一次情報受領者と、会社の内部情報にアクセスできる特別な地位にある者から強く推奨された者とは、類似した取引の結果を得るにもかかわらず、前者はインサイダー取引規制の対象であり、後者は対象外であるということは、資本市場の参加者の目にどのように映るだろうか。

インサイダー取引の原因となった不適切な情報の伝達や、不正な取引の推奨は、利益を得させたり損失を回避させたりするためという主観的要件を満たし、被伝達者が提供された情報に基づいてインサイダー取引を行ったことや被推奨者が推奨に従って取引を行ったことではじめて犯罪行為として成立する。つまり、被伝達者や被推奨者が取引を行わなければ、犯罪行為としては成立しない。また、不正な取引の推奨に関しては、推奨者が自らインサイダー取引を行うわけではなく、内部情報も伝えていないため、インサイダー取引規制に違反するという意識が希薄であり、自分と特別な

(5) 被推奨者が未公表の重要事実に基づいて取引を行ったわけではないので、インサイダー取引規制の違反に問われることはない。

関係にある者に取引を促すことにはそれほど抵抗感がないように思われる。また、被推奨者もインサイダー情報を直接に伝えられていないため、推奨に従って取引を行ったとしてもインサイダー取引に該当しない。このように推奨者の希薄な違法意識と被推奨者に対する可罰性がないという事情を踏まえると、不正推奨が行われやすく、模倣性も高いと考えられ、資本市場の公正性や投資者の信頼が害されるおそれがある。資本市場の公正性や投資者の信頼を保護するために、現在の取引推奨規制が十分であるかを再考する必要があるのではないかと思う。

情報伝達・取引推奨の規制が施行されてから既に9年余りが経過し、その間に様々な事例が生じた。本稿は前記の不正推奨事件で浮き彫りになっている問題も含めて、情報伝達・取引推奨規制の在り方を検討することを目的とする。そのために、まず当該規制の制定経緯、規制内容を説明し、近時注目されている事例を検証した上で、規制の問題点を明らかにする。他方、証券取引がグローバルに行われる現在において、インサイダー取引規制は諸外国と同等であることが重要であるため、情報伝達・取引推奨規制の導入に際して行われた検討作業では、米国、欧州諸国の規制が取り上げられ、参考にされたことを踏まえて、米国における規制を検討対象とし、米国法の経験から日本法への示唆を提示したい。

2. 情報伝達・取引推奨の規制

1988年（昭和63年）に導入されたインサイダー取引規制は、会社の関係者等、公開買付者等関係者等、それらの者から重要な会社内部情報の伝達を受けた第一次情報受領者が、株価の変動に影響を与える会社の内部情報が公表される前に、当該会社の株式の売買を行うことを禁止した。しかし、インサイダー取引規制の対象者が自らは株式の取引を行わず、会社の内部情報を他人に提供する場合、教唆犯または幫助犯に該当する場合を除

き、会社の内部情報の伝達行為そのものに対する規制は設けていなかった。他方、2005年（平成17年）に課徴金制度が導入されてからの、インサイダー取引規制違反の課徴金事案・反則事件件数の推移をみると、会社の内部者等によるインサイダー取引より、会社の内部者等より情報の伝達を受けた情報受領者（第一次情報受領者）によるインサイダー取引の方が割合的に高く、上場会社の内部者からの情報漏洩がインサイダー取引の契機となっている状況が顕著となっている⁽⁶⁾。会社の内部者等による情報伝達行為に規制をかけなければ、インサイダー取引が誘発され、さらに増えていくのではないかと危惧され、情報伝達・取引推奨規制の導入に至った。以下では規制の制定経緯及び規制の趣旨を説明した上で、規制の内容及び事例の検討を踏まえて問題点を明らかにする。

2-1. 規制の導入経緯及び規制の趣旨

2-1-1. 規制の導入経緯

情報伝達・取引推奨規制の制定の契機となったのは、2012年（平成24年）に公募増資に絡むインサイダー取引事案が相次いで明るみに出たことである。2008年（平成20年）に米国の投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻を機に起きた世界的金融危機と不況に、日本企業も大きな打撃を受けた。傷んだ財務基盤を強化するために、2009年（平成21年）から2010年（平成22年）にかけて、上場会社の公募増資が増加した。

金融審WGで事務局より提示された下記の図表⁽⁷⁾によれば、2010年（平

(6) 「平成25年改正（公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応）の解説」別冊商事法務編集部編『平成二四・二五年インサイダー取引規制関係改正資料』別冊商事法務384号143頁（2014年）。

(7) 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第1回）資料4の11頁（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20120731/04.pdf 2023年11月18日最終閲覧）。

情報伝達・取引推奨の規制について (1)

公募増資に関連したインサイダー取引の事案（主幹事証券会社からの情報漏えい）

	課徴金 勧告日	課徴金 納付命令日	上場会社	公募増資 公表日	違反行為者	課徴金額	ファンドの 得た利益
①	平成 24 年 3 月 21 日	平成 24 年 6 月 27 日	国際石油開 発帝石	平成 22 年 7 月 8 日	(旧) 中央三井 アセット信託銀 行 (現) 三井住友 信託銀行)	5 万円	1,455 万円
②	平成 24 年 5 月 29 日	平成 24 年 6 月 26 日	日本板硝子	平成 22 年 8 月 24 日	あすかアセット マネジメント	13 万円	6,051 万円
③	平成 24 年 5 月 29 日	平成 24 年 6 月 27 日	みずほフィ ナンシャル グループ	平成 22 年 6 月 25 日	(旧) 中央三井 アセット信託銀 行 (現) 三井住友 信託銀行)	8 万円	2,023 万円
④	平成 24 年 6 月 8 日	－	東京電力	平成 22 年 9 月 29 日	・ファースト・ ニューヨーク証 券 ・個人	・1,468 万 円 ・6 万円	－ －
⑤	平成 24 年 6 月 29 日	－	日本板硝子	平成 22 年 8 月 24 日	ジャパン・アド バイザリー合同 会社	37 万円	1,624 万円

(出典) 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」(第 1 回) 資料 4「インサイダー取引に関する課徴金勧告及び告発の状況」11 頁

成 22 年) に複数の上場会社の公募増資に際して、主幹事証券会社（上記の図表には載っていない）の社内で公募増資の引受部門から、チャイニーズウォール⁽⁸⁾を超えて、営業部門の営業担当職員に公募増資の情報が伝わり、営業担当職員が顧客の運用会社における株式運用ファンドマネー

(8) 同一企業内の部門間に設けられる情報障壁のこと。証券会社においては、重要事実
に該当し得る情報は、法人関係情報として管理され、社内の各部署間での情報遮断や
例外的な共有方法等について一定のルールに従う。今井誠ほか「金商法一六六条一項
五号の『職務に関し知った』に関する考察」商事法務 2285 号 4 頁の注 (3) (2022 年)
参照。

ジャーに公募増資の情報を伝達した。そして運用会社のファンドマネージャーは海外の投資ファンドの計算で、公募増資が公表される前に、大量の空売りをを行い、公募増資が公表されてから下がった株価で株式を買戻して上げた不正利益を海外の投資ファンドに得させた（但し、上記の図表の④だけは海外の機関投資家が自己勘定取引を行った）。上記の図表からも分かるように、違反行為者に対する課徴金額は著しく少額である。これは、改正前の金商法の下、違反行為者である運用会社に対し、運用報酬を基準に、運用したファンドの残高に占める違反行為の対象銘柄が占める割合を乗じた金額を課徴金額とするからである（平成 25 年改正前金商法 175 条 1 項 3 号）。行為違反者に課する課徴金額がファンドの得た利益に比して著しく少額であったという問題が生じただけでなく、課徴金額が少額であるため、運用会社等の機関投資家の違反行為を抑止する力としては明らかに弱すぎるという課題も浮き彫りになった。加えて、情報伝達の禁止規制がないため、未公表の公募増資の情報を機関投資家に伝達した証券会社の職員は刑事罰や課徴金の対象とされないことも疑問視されていた。

一連の公募増資インサイダー取引事案を受けて、2013 年（平成 25 年）に情報伝達・取引推奨規制を新設した金商法の改正が行われた。この改正では、取引推奨行為は情報伝達行為の規制の潜脱に用いられる可能性があることから、取引推奨行為も禁止の対象とされた⁽⁹⁾。

2-1-2. 規制の趣旨

1988 年（昭和 63 年）のインサイダー取引規制の導入に際して、当時の証券取引審議会の報告書「内部者取引の規制の在り方について」では、インサイダー取引規制の必要性について、「上場会社の役員等は、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、また

(9) 松尾直彦『金融商品取引法（第 7 版）』699-700 頁（商事法務、2023 年）。

は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる。」⁽¹⁰⁾と記されている。インサイダー取引規制は基本的にこの報告書を踏まえて制定されたものであること、また証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を確保するという観点から罰則が新設されたことから⁽¹¹⁾、インサイダー取引規制の立法趣旨は証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保するためであることは明らかである。他方、「インサイダー取引を行った者が刑事罰の対象になることの根拠が証券市場に対する投資者の信頼確保より切実なものである必要がある」という有力な見解もある。この見解によれば、インサイダー取引は情報格差を利用した取引であるが、このような取引は市場における公正な価格の形成機能を阻害する公益に反する行為である。これをもって、インサイダー取引規制における刑事罰規制の保護法益は証券市場における公正な価格形成の機能にあるとされる⁽¹²⁾。従来、インサイダー取引規制の趣旨は、前述の通り、インサイダー取引規制の制定背景や当時の証券取引審議会の報告書及び立案担当者の解説を踏まえて、証券市場に対する投資者の信頼保護であると理解されてき

(10) 証取審不正取引特別部会報告書「内部者取引の規制の在り方について」商事法務 1138号 35頁 (1988年)。

(11) 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要(1)」商事法務 1148号 8頁(1988年)。

(12) 上村達男「流通市場に対する法規制 (三) —インサイダー取引規制」企業会計 53巻 10号 71頁 (2001年)。

た。他方、インサイダー取引の規模により、実際に証券市場における公正な価格形成の機能を阻害した事例も見受けられる⁽¹³⁾。これらのことから、証券市場における公正な価格形成の機能の保護という見解も傾聴すべきであると思われる。

ところでインサイダー取引規制の一環として導入された情報伝達・取引推奨規制の立法趣旨はどうあるべきか、つまり、伝達行為や推奨行為で直接に自分に利益の取得や損失の回避といった効果が生じるわけではないにもかかわらず、一定の要件の下、情報伝達者及び取引推奨者に対して刑事罰や課徴金を課してまで保護しようとする法益は一体何かについて、金融審WGの報告書が指摘している。報告書では①情報伝達規制について、次のように記されている。情報伝達行為はインサイダー取引を助長する可能性が高く、また伝達された未公表情報に基づくインサイダー取引が行われる蓋然性を高めるおそれがあり、情報伝達行為を規制しなければ、内部者に近い特別な者にのみ有利な取引が可能となる。証券市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼を確保するために、抑止策を設ける必要がある。②取引推奨規制については、次の通り記されている。「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

(13) 公募増資インサイダー事案においては、発行会社による公募増資の決定の公表前に、情報漏れに起因した大量の空売りにより、発行会社の株価が大きく下がった。公募増資の公表前に行われたインサイダー取引により、証券市場における発行会社の株価の公正な価格形成の機能が働かず、発行会社は公募増資を円滑に行うことができない事態に陥った。また後述する情報伝達罪の事案では、インサイダー取引に係る銘柄は毎日の売買高が低く、公開買付けの公表前に、被伝達者による大量の買付けにより、当該銘柄の株価が大きく上昇した。これらの事案からも分かるように、インサイダー取引はその取引の規模や当該銘柄の流動性等の要因により、証券市場における公正な価格形成機能を阻害する弊害をもたらす、という側面も見落としてならない。

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⁽¹⁴⁾。金融審 WG 報告書によれば、情報伝達・取引推奨の規制の趣旨はインサイダー取引を防ぐことによって、証券市場の公正性と信頼性に対する投資家の信頼を確保しようとすることであるといえよう。

また違法性の観点からは、会社関係者等が重要な事実の公表前に取引を行わせることにより利益を得させることや損失を回避させる等の目的をもって特定の者に対して行う情報伝達・取引推奨行為は、証券市場に対する投資者の信頼を損ないかねない状況を当該会社関係者が自ら作り出している点で、当該会社関係者が自らインサイダー取引を行わなくても、インサイダー取引行為に準ずる違法性のある行為であると解されている⁽¹⁵⁾。

2-2. 規制の内容

情報伝達・取引推奨行為に対する規制は 167 条の 2 に定められており、インサイダー取引規制を定める 166 条（会社の関係者等を対象とする）及び 167 条（公開買付者等関係者等を対象とする）の後に条文が配置されている。

(14) 金融審 WG 報告書・前掲注(4)2 頁。

(15) 斎藤将彦ほか「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 27 頁（2013 年）。

2-2-1. 規制の概要

情報伝達・取引推奨の規制は基本的にインサイダー取引規制の枠組に沿って、(1) 会社関係者等を対象とした規制（167条の2第1項）と、(2) 公開買付者等関係者を対象とした規制（167条の2第2項）に分けて定められている。情報伝達・取引推奨規制の対象者は上場会社等の未公表の重要事実を通常知り得る特別の立場にある会社の関係者等及び公開買付等関係者等とされている。他方、この新規制は株価の変動に影響を与える上場会社等の内部情報にアクセスできる会社関係者等の特別の立場にある者からの不正な情報の伝達・取引推奨を防止することを目的としているため、第一次情報受領者は会社の内部情報や公開買付け等の情報にアクセスできる立場に立っていないこと⁽¹⁶⁾や第二次情報受領者以降の者がインサイダー取引規制の対象とされないことを踏まえて、第一情報受領者は情報伝達・取引推奨規制の対象とされていない⁽¹⁷⁾。

情報伝達・取引推奨の規制は、167条の2に基づき、会社関係者等及び公開買付者等関係者等（以下「会社関係者等」とする）は他人に対して、重要事実や公開買付等事実（以下「重要事実等」とする）が公表される前に、その他人に対し、当該他人をして売買等をさせることにより当該他人に利益を得させて、または当該他人の損失の発生を回避させる目的をもって、①当該重要事実等を伝達する行為、②当該売買等をするを勧めることを禁止している。また当該不正な情報伝達行為・取引推奨行為が刑事罰（197条の2第14号・15号、207条1項2号）及び課徴金（175条の2）の対象となるのは、被伝達者・被推奨者が当該重要事実等の公表前に売買等を行った場合である。つまり、相手方が株式の取引を行わなければ、当該不正な情報伝達行為・取引推奨行為は犯罪行為として成立しない。以下

(16) 斎藤ほか・前掲注(15) 27頁。

(17) 別冊商事法務編集部編・前掲注(6) 147頁。

では、金融審 WG で議論になった目的要件（主観的要件）及び取引要件について説明する。

(1) 目的要件（主観的要件）

166 条及び 167 条のインサイダー取引規制は、会社の関係者等の規制対象者が未公表の重要事実を知って、重要事実が公表される前に、当該重要事実に係る銘柄の取引を行った場合、その取引をインサイダー取引に該当するものとする。利益を得るため、または損失を回避するためという目的や違法性の認識等の主観的要件は問われない。いわゆる「形式犯的な構成」が採用されている。ところが、情報伝達・取引推奨規制は規制の対象者の主観的要件が必要とされる。すなわち、会社関係者等の規制対象者による情報伝達・取引推奨の行為に、被伝達者・被推奨者に対して、当該株式の取引により利益を得させ、または損失を回避させるという目的がないと、情報伝達・取引推奨規制の違反には該当しない。上場会社では、業務提携や投資家向けの説明や広報（IR 活動）等、様々な場面で会社の業務等に関する情報のやりとりが行われるので、この目的要件を課さないと、企業の通常の業務や活動に支障が生じるおそれがある⁽¹⁸⁾。またこの目的要件については、違法性という観点から処罰に値しない行為を除外しようとする趣旨で規定されているため、主観的違法要素として理解される⁽¹⁹⁾。

ところで、利益を得させる目的または損失を回避させる目的という行為者の主観的要件がどのようなものなのかについては、立案担当者は次のように解説している。「他人に重要事実の公表前に取引を行わせることにより当該他人に利益を得させることを意欲して情報伝達した場合や、証券市

(18) 金融審 WG 報告書・前掲注(4)3 頁。

(19) 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（2013 年）。

場において内部者に近い特別の関係にある者にのみ有利な取引を進んで行わせる行為が行われている点で、証券市場に対する一般投資家の信頼を失墜させる危険性が高まり、目的の存在が認められるものと考えられる。」さらに、「単に、他人が重要事実の公表前に売買等を行う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…。」⁽²⁰⁾

前記の立案担当者の解説によれば、情報伝達・取引推奨において、行為者が単に相手方に対して、重要事実の公表前に恐らく株式の取引を行うだろう、あるいはその取引に起因して利益を得ることができるだろうという可能性があることを認識していたにすぎない場合には、目的要件を満たさず、さらに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、目的要件の存在が認められると解されている⁽²¹⁾。

しかしながら、行為者の「積極的な意思」は言葉で上記のように説明できるとしてもあくまでも行為者の内心の問題である。外部から①利益を得て、損失を回避する可能性があるという「認識」と②伝達・推奨により、利益を得させまたは損失を回避させるという「積極的な意思」との区別を見分けることができるだろうか。つまり行為者が「単に認識していた」と供述した場合に、法執行者側が行為者には「積極的な意思」があったと認定するにはどうすればよいか、つまり立証の方法が問題となるのではないかと思われる。実務上は、実際に情報伝達・取引推奨を行った会社関係者等と情報伝達・取引推奨を受けた他人との関係や、これらの者の間で実際に交わされたやり取りなど、事案に現れた様々な事情、つまり状況証拠を総合的に考慮しながら、事案ごとに個別具体的に判断するしかないだろ

(20) 斎藤ほか・前掲注(15) 28頁。

(21) 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」商事法務 2036号6頁（2014年）。

う⁽²²⁾。

(2) 取引要件

167条の2に違反した情報伝達・取引推奨行為者は、その違反行為により情報受領者・被推奨者が当該違反行為に係る重要事実が公表される前に、当該違反行為に係る銘柄の取引をした場合に限り、課徴金命令または刑事罰の対象となる(175条の2、197条の2第14号・15号、207条1項2号)。すなわち、167条の2の情報伝達・取引推奨の規制に違反した者であっても、被伝達者・被推奨者が当該重要事実の公表前に取引を行わなければ、課徴金命令または刑事罰の対象とはならない。言い換えれば、情報受領者・被推奨者の取引要件は167条の2の禁止行為の構成要件ではなく、課徴金命令または刑事罰の要件として定められている。情報伝達・取引推奨に基づき取引が行われてはじめて証券市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼が侵害されるといえ、取引要件は可罰的違法性を基礎付けるという側面があると考えられる⁽²³⁾。

なお、情報伝達・取引推奨行為と被伝達者・被推奨者の取引との関係について、金融審WG報告書は情報伝達行為・取引推奨行為が投資判断の要素となって実際に取引が行われることを要件とすると提言している⁽²⁴⁾。また法文上「当該違反『により』」とされていることから、情報伝達・取引推奨行為と被伝達者・被推奨者の取引との間に因果関係が必要になると解されている⁽²⁵⁾。なお、因果関係の存否の判断においては、立案担当者の

(22) 志村聡=美崎貴子「インサイダー取引規制における「情報伝達・取引推奨規制」の適用」商事法務2096号14頁(2016年)。

(23) 佐伯・前掲注(1)14頁。

(24) 金融審WG報告書・前掲注(4)3頁。

(25) 萩野昭一「情報伝達・取引推奨規制についての詳解と論点考察」経済学研究63(2)216頁(2014年)。中村・前掲注(9)34頁。

解説によれば、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されている⁽²⁶⁾。

2-2-2. 刑事罰・課徴金

(1) 刑事罰

インサイダー取引規制に違反した者に対する法定刑と同じ水準である。すなわち 167 条の 2 の規制に違反する者には、被伝達者・被推奨者の取引要件が満たされている限り、5 年以下の懲役もしくは 500 万円以下の罰金またはこれを併科することとされている（197 条の 2 第 14 号・15 号）。また法人の代表者または代理人、使用人その他の従業者が、その法人の業務または財産に関し、197 条の 2 の規定に違反した場合には、両罰規定としてその法人に対し、5 億円以下の罰金刑が課される（207 条 1 項 2 号）。

インサイダー取引規制の違反者と同じ水準の刑事罰を科されることは、情報伝達者・取引推奨者が未公表の重要事実を知っている特別の立場にあることに重きを置いていると考えられる。行為者が情報伝達または取引推奨行為により、重要事実の公表前に有利な取引をさせ、そのような有利な取引に導くことだけでなく、そのような状況を情報伝達者・取引推奨者が自ら作り出したことで、行為者が自らインサイダー取引を行っていなくても、インサイダー取引を行うことに準じた違法性を有すると考えられるからである⁽²⁷⁾。

(2) 課徴金

金融審 WG 報告書は課徴金制度について次のような提言を行っている。

⁽²⁶⁾ 斎藤ほか・前掲注(15) 29 頁。

⁽²⁷⁾ 佐伯・前掲注(1) 10 頁。

(i) 課徴金について現行の課徴金制度が違反行為による利得相当額を基準としていることに鑑み、情報伝達や取引推奨を行うことにより一般的に行為者が得られる利得に相当するものが適当であること。(ii) 証券会社等の仲介業者を対象とする課徴金は、証券市場における仲介業者の役割の重要性に鑑み、仲介業者の役職等がその職務に関し、一部の大口の顧客に対し、企業の内部情報の伝達や内部情報に基づく取引の推奨を行った場合には、単に当該仲介業者に対する不信を生じさせるだけでなく、証券市場全体に対する信認の失墜につながるおそれがあると考えられる。したがって、仲介業者を対象とする課徴金の基準にはより実効性のある抑止効果が求められる。

現行法は上記の提言を踏まえて、課徴金について次の規定を設けている。

①課徴金 167 条の 2 に違反した者であり、かつ取引要件も充足されている場合において、情報受領者や被推奨者が取引により得た利得の 2 分の 1 に相当する額を課徴金額とする (175 条の 2 第 1 項 3 号)。情報伝達者・取引推奨者が 167 条の 2 の違反行為により情報受領者・被推奨者から、過去から将来にわたり、便宜の供与・人脈形成・サービス提供・情報提供等様々な有形無形の利得を得ることが考えられ、この利得は情報受領者・被推奨者が売買によって得た利益とは源泉が異なるものの、その取引利益の少なくとも半分程度の価値に当たる利得を享受していると擬制されている⁽²⁸⁾。

②証券会社等の仲介業者に対して、より実効性のある抑止策という観点から (i) 「仲介関連業務」に関し違反行為をした場合には情報受領者等からの仲介手数料等 3 か月分 (175 条の 2 第 1 項 1 号・2 項 1 号)、(ii) 「募集等業務」に関し違反行為をした場合には仲介手数料等 3 か月分と引受手数料等の 2 分の 1 の合計額 (175 条の 2 第 1 項 2 号・2 項 2 号) と定めら

(28) 松尾・前掲注(9) 729 頁。

れている⁽²⁹⁾。

2-3. 事例

今年(2023年)6月に証券取引等監視委員会が公表した令和4年度(2022年度)の不正取引における課徴金事例集⁽³⁰⁾によれば、インサイダー取引に係る課徴金勧告において、公開買付けに係る事案が割合的に高いことが判明した。公開買付けは公表後株価が上昇する確実性が高く、制度上その公表前に多数の関係者に情報共有をする必要があり、また公開買付けが公表されるまでに相当な時間を要することが多いため情報管理が難しい。このため、公開買付けに係るインサイダー取引に関する勧告件数も多いとされる⁽³¹⁾。また平成25年(2013年)金商法改正により公開買付けの対象会社の関係者も公開買付者等関係者となったため、規制の対象者の範囲がさらに拡大された。2014年(平成26)改正金商法が施行されてから、情報伝達・取引推奨規制の違反に関し、課徴金事案に加えて、刑事責任の追及事案も相次いでいるが、他方、インサイダー取引関連の課徴金の納付命令の取り消し裁判も増えてきた⁽³²⁾。本稿では実務で注目されている情報伝達事案と取引推奨事案を取り上げて検討する。

2-3-1. 情報伝達事案

金商法167条1項6号に定める「その者の職務に関し知ったこと」の意

(29) 松尾・前掲注(9)729頁。

(30) 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～』(<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20230630/01.pdf> 2023年11月18日最終閲覧)。

(31) 証券取引等監視委員会事務局・前掲注(30)7頁。

(32) 「増資インサイダー、11件中3件、相次ぐ処分取り消し、精緻な証拠収集に課題」日本経済新聞朝刊2019年10月21日(電子版)。

義に係る最高裁決定事件（最三決令和4年2月25日（第三小法廷決定）、以下「令和4年最決」という）⁽³³⁾である。

(1) 事実の概要

被告人は、A証券株式会社（以下「A社」という）の従業者のB（以下「B」という）らが、株式会社C（以下「C社」という）とのファイナンシャルアドバイザー契約の締結に関し知った、C社の業務執行を決定する機関が、東京証券取引所に上場していた株式会社D（以下「D社」という）の株式の公開買付け（以下「本件公開買付け」という）を行うことについての決定をした旨の公開買付けの実施に関する事実を、平成28年（2016年）7月27日頃、A社の従業者として、その職務に関し知った。その被告人は、知人のE（以下「E」という）にあらかじめD社の株式を買い付けさせて利益を得させる目的で、本件公開買付けの実施に関する事実の公表前にEに対して同事実を伝達した。Eは、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前である同月28日から同年8月3日までの間に、証券会社を介し、D社株式合計29万6000株を代金合計5326万8100円で買い付け、公表後にそのすべてを売却し、合計1539万円9400万円の利益を得た。

また控訴審判決の認定及び記録によれば、被告人が本件公開買付けの実施に関する事実を知った経緯は、以下の通りである。

① C社の業務執行を決定する機関は本件公開買付けを行うことについての決定をし、平成28年（2016年）7月11日、C社はA社との間で本件公開買付けの実施に向けた支援業務の提供を受けることを内容とするファイナンシャルアドバイザー契約を締結して、A社のF部（以下「F部」という）がその業務を担当していた。F部では、ジュニア（上司の指

⁽³³⁾ 最高裁判所刑事判例集76巻2号139頁、判例タイムズ1504号105頁（2023年）。

示を受けて業務に従事する下位の実務担当者)のBを含むA社の従業者数名が本件公開買付けに係る案件を担当し、Bらは、上記契約の締結に関し、本件公開買付けの実施に関する事実を知った。

被告人は、F部のジュニアであり、本件公開買付けに係る案件の担当ではなかったが、Bと同じ室内で執務しており、電話で通話中のBの発言を聞き取ることができた。F部に所属する従業者は、担当案件の公表前情報が担当外の従業者に知られないようにするため、発言に注意し、案件名等については社名が特定されないような呼称を用いることとされており、本件公開買付けに係る案件は「Infinity」と呼ばれていた。

また、F部では、上司がジュニアの繁忙状況を把握できるようにするため、ジュニアは、担当業務の概要をF部の共有フォルダ内の一覧表(以下「本件一覧表」という)の各自の欄に記入することとされており、F部に所属する従業者であれば本件一覧表にアクセスできた。

②被告人は、平成28年7月27日までに、本件一覧表のBの欄を閲覧し、BがInfinity案件を担当しており、同案件は、A社とファイナンシャルアドバイザー契約を締結している上場会社が、その上場子会社の株式の公開買付けを行い、完全子会社にする案件であるという事実を知った。

被告人は、同月27日、自席において、Bが、その席で電話により上司との間でInfinity案件に関する通話をする中で、不注意から顧客の社名として「C」と口にするのを聞き、Infinity案件の公開買付者がC社であるという事実を知った。

③その後、被告人は、インターネットで検索してC社の有価証券報告書を閲覧し、関係会社の中で上場子会社はD社のみであることを確認し、本件公開買付けの対象となるのはD社の株式であるという事実を知った。

被告人は当該公開買付けに関する契約業務を直接担当していなかったため、被告人が本件公開買付けの実施に関する事実を知ったことが「その職務に関し知ったとき」という要件(本要件)に該当するかが争点となった。

第一審判決は本要件該当性を肯定して懲役2年及び罰金200万円、懲役刑につき3年間執行猶予に処し、原判決もこれを是認したため、被告人が上告した。本決定は、上告趣意は適法な上告理由に当たらないとしつつ、本要件該当性について職権判示して原判断を是認し、上告を棄却した。

(2) 決定要旨

「所論は、原判決は公開買付けの実施に関する事実の一部を職務に関し知った場合にも金融商品取引法167条1項6号を適用できると解したものであり、このような解釈は、顧客に対して有用な情報を提供するため日常的に株式市場等に関わる情報を収集分析するなどの業務を行っている証券会社の従業者にとって処罰範囲が不明確であり、同法の解釈を誤った法令違反がある旨主張する。

しかしながら、F部に所属するA社の従業者であった被告人は、その立場の者がアクセスできる本件一覧表に社名が特定されないように記入された情報と、F部の担当業務に関するBの不注意による発言を組み合わせることにより、C社の業務執行を決定する機関がその上場子会社の株券の公開買付けを行うことについての決定をしたことまで知った上、C社の有価証券報告書を閲覧して上記子会社はD社であると特定し、本件公開買付けの実施に関する事実を知るに至ったものである。このような事実関係の下では、自らの調査により上記子会社を特定したとしても、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金融商品取引法の目的に照らし、被告人において本件公開買付けの実施に関する事実を知ったことが同法167条1項6号にいう「その者の職務に関し知ったとき」に当たるのは明らかである。

したがって、被告人について、同法197条の2第15号、167条の2第2項違反の罪の成立を認めた第一審判決を是認した原判断は正当である。」

(3) 検討

情報伝達罪が認められた本件では、被告人が上場会社から公開買付けに関する業務を受託した証券会社において、当該契約業務を直接担当していないため、「その職務に関して知ったとき」という要件に該当するかが争点となった。本件に関する評釈や紹介は既に多数刊行されており⁽³⁴⁾、本稿は情報伝達規制の趣旨及び情報伝達罪の成立要件にも焦点を当てる。

本件被告人から情報の伝達を受けた情報受領者 E は 167 条 3 項に違反するとして有罪とされた（大阪地裁令和元年 5 月 13 日公刊物未登載）⁽³⁵⁾。被告人は自らが直接に当該業務を担当していないことを理由に「職務に関して知った」という要件に該当しないと主張したが、原審は第一審と同様に「被告人は、A 社の従業員である B らの知った本件 TOB（公開買付け）の実施に関する事実について、同社の従業員としてこれを知り得る立場にあることに基づき、B らとの職務上の関わり合いを通じて、その事実を知ったものと認められる」としている。さらに本最高裁決定は被告人が当該公開買付け業務を担当する F 部署に所属する者でなければ、本件の一覧表のファイルを閲覧することができないことを重視し、また F 部署における本件公開買付けの担当者 B らの会話等の断片的な情報を組み合わせた上、自分の調査により、被告人が本件の公開買付けの実施を知ったと判断した。以下では①情報伝達罪の構成要件である目的要件及び取引要件、②

⁽³⁴⁾ 本決定に関する評釈や紹介は以下の通り。弥永真生「内部者取引をめぐる近時の裁判例を考える—イトーキ事件、モルフォ事件からみえてくるもの」ビジネス法務 22 巻 7 号 88 頁（2022 年）、大山徹「判批」刑事法ジャーナル 73 号 160 頁（2022 年）、松岡啓祐「判批」金融・商事判例 1662 号 2 頁（2023 年）、萬澤陽子「判批」ジュリスト 1576 号 118 頁（2022 年）、内藤恵美子「判批」ジュリスト 1579 号 122 頁（2023 年）、鈴木優典「判批」ジュリスト 1583 号 142 頁（2023 年）、満井美江「判批」新・判例解説 Watch33 巻 135 頁（2023 年）等。

⁽³⁵⁾ 今井ほか・前掲注(8) 29 頁の注 (8)。

「職務に関して知った」について検討する。

①目的要件及び取引要件

第一審で認定された事実によれば、本件では被告人と知人 E は大学入学以来の友人であり、株取引に関して情報交換をしたり、共同出資して株取引をしたりしたことがあった。E は被告人が F 部で勤務するようになってからも被告人からの情報を頼りに株取引を行うことがあった。被告人が当該公開買付け担当者の会話を契機に、本件の一覧表にアクセスして、担当者のインターネットによる検索・閲覧等の情報を基に、さらに自分で調査した結果、公開買付けの対象会社が D 社であることを特定し、また担当者の通話やスタッフィングシートの記載等で公開買付けの公表日も認識したと認められた。その後公開買付けの公表前に被告人は E に複数回にわたり当該公開買付けの情報を伝達した。被告人が E に本件の情報伝達のみならず、これまで複数回にわたり利益を得させるために情報を提供していたこと、また E がこれまで被告人の情報を頼りに株式の取引をしていたことも踏まえて、本件において被告人の E への情報伝達は E に利益を得させることが目的であったことが認められた。そして E は公開買付けの公表前に、D 社の株式 29 万 6000 株を 5326 万円で買付け、公表後にそのすべてを売却し、1539 万 9400 円の利益を得た。E が本件の伝達を受けてから、公開買付けの公表前に伝達された情報に基づいて、5000 万円を超えた規模で取引を行ったことから取引要件も充足している。

②「職務に関して知った」について

前述の通り、本件の争点となったのは直接に業務を担当していない者(以下「担当外役員等」という)が、社内の断片的な情報と自分の調査で、未公表の重要事実を知った場合が、167 条 1 項の 6 号にいう「その職務に関して知った」に該当するかということである。「職務に関して」という文

言は⁽³⁶⁾、一般的に職務それ自体に限定されないと理解されている⁽³⁷⁾。そして「職務に関して知った」とは、役職員等が職務自体により重要事実を知った場合だけではなく、より広く特権的地位であるがゆえに知ることができた場合も含むと解されている⁽³⁸⁾。本件の被告人は本件の公開買付けの業務を直接に担当していないため、「職務に関して知った」という要件に該当するといえるのに、被告人が社内の断片的な情報の取得について、証券会社の内部において、当該情報が被告人に伝播（流れ、伝わった）したと評価することができる状況（以下「伝播説」という）が必要かについて⁽³⁹⁾、

(36) 「職務に関して」には次の二つの問題が含まれるという指摘がある。すなわち、①職務に関してどのような経路で情報を得る必要があるのかという問題と、②職務に関してどのような情報を得る必要があるのかという問題である。梅本剛正「判批」私法判例リマークス 61 号 108 頁（2021 年）。

(37) 立案担当者によれば、「職務に関して」知ったときは会社関係者等がその職務自体により重要事実を知った場合に限られず、当該職務と密接に関連する行為によって知った場合も含まれる。横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』36 頁（商事法務研究会、1989 年）。

(38) 木目田＝上島・前掲注(1)59 頁 [山田将之・八木浩史]。

(39) インサイダー取引に関与したとして金融庁から 6 万円の課徴金納付命令を受けた元金融コンサルタントの女性 (X) が、国に取り消しを求めた訴訟の控訴審判決で、東京高裁は 2017 年（平成 29 年）6 月 29 日、処分を取り消した一審東京地裁を支持し、国の控訴を棄却した。公募増資インサイダーに関連して、金融庁の課徴金納付命令が司法の場で取り消された初めての事例である（東京高裁平成 29 年 6 月 29 日（以下「平成 29 年東京高判」とする。LEX/DB 文献番号 25546970）。

平成 29 年東京高判は、「職務に関して知った」について「法 166 条 3 項は、会社の関係者から流れた内部情報を外部の者が取得した場合であるのに対し、同条 1 項 5 号は、法人内部において契約の締結、交渉をしている役員等から流れた内部情報を他の役員等が取得した場合であって、内部情報の伝達（流通、取得）という点では異なるものではないから、同号の職務に関して『知った』意義を法人内部における内部情報の伝播を前提にするものと捉えることは合理的で」とし、「その者が職務に関

原審は第一審と同様に、「伝播説」を採用せず、その代わりに「職務上の関わり合いを通じて」という判断の基準を示し、被告人が職務上の関わり合いを通じてその断片的な情報を知ったと認めた。情報伝達罪の規制対象を不当に制限しかねない「伝播説」を採用しないという原審及び第一審の判断は支持できる。不当な特権的立場の利用による情報格差が生じ、それゆえ投資者の市場への信頼を失いかねないことを危惧し、それを防ぐことが本規制の趣旨である。また本規制の処罰範囲を不当に拡張しすぎないように、実質的要件である主観的要件及取引要件が設けられた。本制度の趣旨及び目的要件・取引要件を踏まえて、仮に「職務に関して」という文言を「伝播説」に基づいて厳格・限定的に解釈すると、重要事実に係る職務を担当していない者が社内の情報管理規則に違反して一方的な調査等により契約や業務担当役員等の管理情報を得たなどの悪質な事案が規制されな

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、その者を会社の関係者と位置付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、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」に金商法166条1項5号の要件を満たすことを判示した（下線は筆者より）。

本判決は担当外役員等の「職務に関して知った」という要件について、条文の文言にない「伝播」という表現を初めて用いたが、「伝播」の具体的な意味を示さずに、情報を伝達した者とされた担当外役員等が「職務に関して知った」といえるために、当該重要事実が自分に流れて、それを知ることができる状況が必要であると判示した。言い換えれば情報伝播を要件とする本判決の立場は、条文の文言から離れており、「職務に関して」の意義に関する従来の学説上の理解と乖離し、また本判決で示した「伝播」という基準は明確でない等の批判が強い。湯山智教「判批」ジュリスト1529号110-111頁（2019年）、今井ほか・前掲注(8)26頁、岸田雅雄監修・神作裕之=弥永真生=大崎貞和編著『注釈金融商品取引法（第4巻）』176頁（行澤一人）（金融財政事情研究会、2022年）。

いことになり、インサイダー取引規制の趣旨が没却されかねないことになる⁽⁴⁰⁾。

「職務に関して」という要件に関する以上の説明を本件に当てはめて整理すると、本件の被告人は当該公開買付けの業務を直接に担当しておらず、また当該業務の担当者から直接にその情報の伝達を受けていない。しかし被告人は証券会社の従業員として、しかも本件の未公表重要事実を知りうる立場（所属部署の立場）を悪用し、本件公開買付けに関する断片的な情報を知った。これらの断片的な情報の取得は職務上の関わり合いを通じて行われ、自分の職務に密接に関連する行為であると考えられ、「職務に関して」という要件に該当するのは明らかである。

他方「知った」という要件については、一般的に「知った」には確定的な認識のみならず未必的な認識にすぎない場合も含まれると解されている⁽⁴¹⁾。本件の被告人が取得した断片的な情報は公開買付けの全部の情報ではないにせよ、これらの情報を組み合わせた上で、自己の調査により本件の公開買付けの実施に関する事実を知るに至った、つまりインサイダー情報への認識という要件に該当すると最高裁は判示した。しかし本決定では被告人が「知った」という要件に該当するといえるために、断片的な情報をどこまで取得すれば充足するかということについては具体的に示されていない。

職務に関してどのような情報を得る必要があるかについては、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき程度にまで情報を認識していれば、そのような情報を知らない他の投資者との関係で有利な立場にあるといえる⁽⁴²⁾。ま

(40) 今井ほか・前掲注(8)26頁。

(41) 木目田＝上島監修・前掲注(1)276頁〔平尾覚・小林和真呂〕。

(42) 松葉知久「情報受領者によるインサイダー取引事案の諸論点」商事法務2010号17頁（2013年）。

た情報伝達・取引推奨規制の目的は、会社の内部情報にアクセスできる者がその立場を悪用し、自分と特別な関係にある者にのみ有利な取引をさせることを防ぐためにあることに鑑み、最高裁は複数情報の組み合わせと、自分の調査とを合わせて、未公表の重要事実を知るに至ったという判断の枠組を示した。この判断の枠組は本件に関しては妥当である。なぜなら、被告人は一般の投資家がアクセスできない情報を知りうる立場にあり、また入手した情報は全部ではなく断片的なものにせよ、これらの情報がなければ本件の被告人の職業柄（証券会社の従業者）を踏まえたととしても、自分の調査だけでは本件の公開買付けの対象会社を特定することが難しいと考えられる。つまり被告人が入手した断片的な情報により、実施予定の公開買付けの対象会社がかなりの程度絞られたため、最後の対象会社を特定するための自己調査は相対的に容易になったと考えられるからである。したがって、社内で探索して得た情報の組み合わせと自分の調査でインサイダー情報への認識を肯定した、つまり「知った」という要件に該当するという本決定の判断の枠組は本件に関しては妥当であるといえよう。他方、職務に関して「主要な事実」を認識するとまで言えない場合に、どの程度認識すれば、職務に関し「知った」とされるかは、本決定により明らかにされていないという指摘もある⁽⁴³⁾。また本件と異なり、調査が容易でない場合や複数の会社が対象になり得るような場合等の問題は今後も検討の余地が残されているとの指摘もある⁽⁴⁴⁾。

2-3-2. 取引推奨事案

(1) 事案の紹介

【事案 A】

(43) 萬澤・前掲注(34) 123 頁。

(44) 内藤・前掲注(34) 125 頁。

被告人 Y が株式会社 A の代表取締役社長の立場にあったことで、公開買付けや完全子会社化の事実を知りながら、これらが A 社の株価の上昇要因になる可能性が高いと考え、公私ともに親交のあった知人 B に売買の差益を得させるため、3 回にわたって同株の買付けや買増しを推奨した。被告人はこれらの事実への具体的言及は避けながらも、相応の根拠があることを暗に示し、知人 B が買い付けた株数が 5000 株にとどまることを知ると、買付けの具体的な期限をも示唆して買増しを推奨した。このような積極的な取引推奨により、知人 B が合計 7 万 6500 株を代金合計約 4 億 3279 万円で買付け、合計約 6900 万円の売買差益を得た。被告人は、上記知人 B の尊敬や信頼を得るために本件に及んだとか、法改正により取引推奨行為が規制対象となったことは知らなかったなどと述べたが、東京地裁は、社内のコンプライアンスを徹底すべき立場にあった被告人がそのような動機で安易に犯行に及んだことは強い非難に値するとし、被告人 Y の上記推奨行為は 167 条の 2 の違反に該当し、また、被推奨者が重要事実の公表前に取引を行ったことは 197 条の 2 第 14 号・第 15 号にあたるとして、Y に懲役 2 年（執行猶予 4 年）を言い渡した⁽⁴⁵⁾。

【事案 B】

企業の株主対応支援を手掛ける上場会社甲株式会社の株式の取引を巡る不正取引推奨事件で金融商品取引法違反（取引推奨）罪に問われた同社元副社長 A は、2021 年（令和 3 年）3 月、社内の会議で同月期の売上高が 14 億円ほど下方修正となる見込みを把握した。同 4 月、公表前に知人女性 2 人（B、C）に甲社の株式の売却を促した。B、C の 2 人は前記の業績下方修正の公表前に保有株を計約 1 億 8 千万円で売却し、結果的に約 2200 万円の損失を回避した。A は 2 人に対し、業績の下方修正が公表さ

(45) 東京地裁令和 3 年 4 月 27 日（LLI/DB 文献番号 L07630271）。

れる前日、何度も売り抜কেを念押ししたという。判決は、Aが交際関係にあった2人に株保有を勧めており「損失を回避させたいとの思いがあった」と示した上、「身勝手な動機に基づく安易な犯行であり、上場会社の役員という責任ある立場の自覚を欠いていた」とし、Aに対して懲役1年6月（執行猶予3年）を言い渡した⁽⁴⁶⁾。

(2) 検討

167条の2によって規制されている取引推奨行為は、立案担当者によれば、「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⁽⁴⁷⁾、「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」とされる⁽⁴⁸⁾。事案A及び事案Bの行為者が被推奨者に早期の、一定期間内の売買を強く促したことは167条の2の禁止行為である取引推奨行為に該当し、また会話中で「うちの株を買った方がいい」や「うちの株が下がるから売った方がいい」等の勧めがあり、推奨者と被推奨者の関係や推奨の態様、頻度、被推奨者の取引行為、取引額等を総合的に判断し、目的要件が充足していると裁判所は判断している。

他方、上記2つの事案は被推奨者の得た利益や回避した損失の額が大きいかかわらず、被推奨者が処罰の対象とされないことは、社会に大きな波紋を投げかけた。事案Aでは不正推奨を行ったYは会社の社長であった。A事案について証券取引等監視委員会は、当初、知人やその親族ら

(46) 「IRジャパン元副社長有罪 東京地裁判決、株取引の不正推奨、『上場会社役員の自覚欠く』日本経済新聞朝刊 2023年10月6日（電子版）。

(47) 斎藤ほか・前掲注(15) 29頁。

(48) 斎藤ほか・前掲注(15) 29頁。

が会社の内部情報に基づき同社株を売買したインサイダー取引の可能性があると想定し調査していた。しかし、知人は前社長からの情報伝達を一貫して認めず、前社長自身も伝達行為を否定し続けた。その後の東京地検特捜部の解明作業を経て、推奨行為の実態が明らかになった⁽⁴⁹⁾。しかし本件のように、例えば、会社における高い地位にあり、しかも会社の経営の決定を左右できるほどの立場にいる者から、具体的な内部情報は伝達されなくても、推奨されれば、その推奨に基づく取引で利益を得て損失を回避することができる蓋然性が高いと被推奨者が思うはずである。加えて推奨者と被推奨者との間の特別な関係を加味すれば、なおさらである。

事案 B は事案 A と基本的に同じ構図である。同社元副社長は親しい関係にある知人 B、C に対し、業績の大幅な下方修正の公表の前日に、電話や対話アプリ LINE で同社の株式の売却を繰り返し強く促し、結果として被推奨者は業績の下方修正の公表前に株式の売り抜けができて大きな損失を回避できた。この事案においても事案 A と同様に他の投資家が株価の下落による損失を被っているのに、被推奨者は損失をうまく回避できたにもかかわらず規制の対象とされない。またこの裁判では、検察官の論告によると、A は以前にも未公表情報に基づいて同じ知人女性 2 人に別銘柄の株の買い付けを勧めた事案がある。今回の裁判では以前の推奨行為の刑事責任は問われていないが、行為者の不適切な振る舞いであることは弁護側も認めた⁽⁵⁰⁾。このことから、まだ明るみに出ていない不正な取引推奨事案がもっとあるのではないかと疑われても仕方がないと思われる。

(49) 「株不正推奨事件、知人は不問—ドンキ前社長のみ摘発、波紋、金商法の規定に死角（真相深層）」日本経済新聞朝刊 2021 年 3 月 25 日（電子版）。

(50) 「IR ジャパン元副社長『認識甘かった』 何度も株不正推奨」日本経済新聞 日経速報ニュースアーカイブ 2023 年 8 月 24 日（電子版）。

2-4. 問題点

2-4-1. 情報伝達規制

公開買付けや会社の組織再編等に関して、上場会社が証券会社等と契約を締結している場合、自社だけでなく、対象会社及び証券会社等がかかわっており、重要事実に係る情報を多くの役員等が共有し、また重要事実が公表されるまで時間を要する。情報を共有するインサイダー取引規制の対象者が自分と特別な関係にある者に利益を得させたい、または損失を回避させたいという心理が働く可能性は否めない。実際に情報管理が十分ではないため、公開買付けの対象会社が公開買付けの公表前に、既に数日にわたって株価が高騰し続けたような例も見受けられる⁽⁵¹⁾。情報漏れと思わせるような不可解な株価の変動事例において、情報がどこから漏れたかを特定することは困難な場合が少なくない。

本稿で取り上げた令和4年最決事案においては、目的要件及び取引要件よりは「職務に関して知った」という要件が論争を呼んだ。金融審WGで懸念されていた「目的要件」に関する立証問題は、本事案からも分かるように、伝達者と被伝達者の関係やこれまでの被伝達者の株式の取引の状況等の外形的な事実から「利益を得させる」という目的があったことの蓋然性を示すことはそれほど難しくないように考えられる。目的要件よりは、従来インサイダー取引規制において、規制の対象範囲が必ずしも明確でない「職務に関して知った」という要件の該当性に関する論点の方が注目されている。この論点に関しては議論が盛んに行われており、判例も蓄積されてきた。「職務に関して」は学説上多様な見解が示されており⁽⁵²⁾、裁判

(51) 長谷川敏郎「ニデック TOB の TAKISAWA 株、発表前に株価9連騰—『不可解な動き』2023年7月14日付 Bloomberg (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2023-07-14/RXRD4YT0G1KW01>) 2023年11月18日最終閲覧)。

(52) 「職務に関して」の意味については、次のような見解がある。①職務行為自体によ

実務においては「直接または間接の職務上の関わり合いを通じて知ることを要する」や本件の原審のように「職務上の関わり合いを通じて」という基準に固まりつつある⁽⁵³⁾。他方「知った」といえるために、行為者の独自の調査で重要事実に関してある程度把握している状況下、さらに会社内部において重要事実をどこまで知れば「知った」という要件が充足するといえるかについては、まだ明確な基準が形成されていないように思われる⁽⁵⁴⁾。

「職務に関して知った」という要件は、担当外役員等の場合において、

り知った場合のほか、職務と密接に関連する行為により知った場合も含むという見解、②職務行為自体により知った場合のほか、職務と密接に関連する行為により知った場合を含むが、その者が重要事実を知りうる地位にあることが必要とする見解、③有価証券の投資判断に影響を及ぼすべき特別な情報に自ら関与し、または接近しうる特別な立場にある情報を知ったときとする見解。④職務の実行に関して知る必要のある、または知る立場にある情報を知った場合とする見解がある。詳しくは木目田＝上島・前掲注(1)59-60頁 [山田将之・八木浩史]。

53) 今井ほか・前掲注(8)26頁。

54) この点に関して、例えば東京地裁令和1年(2019年)5月30日(金融・商事判例1572号14頁)の判決は次の通り述べている。「担当外役員等が契約担当役員等とは別の経路から重要事実に関する何らかの情報を入手した場合において、金融商品取引法166条1項5号による取引制限の対象に当たるというためには、当該別経路による情報だけでは重要事実を知ったというのに十分でなかったものが、契約担当役員等との直接又は間接の職務上の関わり合いを通じて得られた情報(内部情報)を加えることにより重要事実を知るに至ったと認められることが必要であり、例えば、別経路による情報は単なる推測や噂にとどまるものであったが、内部情報によりこれが確実なものであると裏付けられた場合など、これに当たるものというべきである。」

判決文に判示された例には「確実なもの」という表現はまだ議論の余地があるが、例えば、別経路で得た情報が既に強い推測に至った段階で、わずかな内部情報でその推測をさらに強めた場合も取引制限の対象になるのかは、前記の示された例の基準ではやはり判断しにくい。

令和4年最決で最高裁が示した判断の枠組が今後実務の運用において一つの指針となり得るが、他方本決定は事例判断であり、その射程がどこまで及ぶかはっきりしない部分がある。証券会社の従業員はその職業柄、日常的に証券市場等の情報に接し、業界内の様々な噂に触れている。顧客に投資情報等を提供することを業務の内容としている証券会社の従業員は、いわゆるチャイニーズウォールの外側にいる者であり、独自の調査で上場親子会社関係を解消するための公開買付けやシナジー効果を狙う公開買付けの候補会社や公募増資を行いそうな会社等、株価に影響を与える情報を収集し、推測を立てる場合がある。担当外役員等が自分の調査や収集した情報ですでに公開買付けの対象会社になりそうな候補会社複数に絞りをかけて推測を立てている状況下で、職場で耳に入った同僚の会話や同僚の出勤状況等でその推測を強めたような場合でも「職務によって知った」という要件に該当するかは、本決定が示した判断の枠組に基づいても判然としない⁽⁵⁵⁾。

それから、情報伝達規制の対象者の範囲に関する問題も浮き彫りになった。情報伝達規制の対象者は、インサイダー取引規制の対象者と異なり、第一次情報受領者は含まれない。立案担当者の解説によれば、第一次情報受領者は、上場会社等の内部情報を通常知り得るべき立場にはない。情報受領者のような、会社の内部情報を通常知り得ない者に対する、会社関係者等からの不正な情報伝達・取引推奨を防ぐことが重要である。さらに第一次情報受領者からさらに情報伝達された者(いわゆる第二次情報受領者)がインサイダー取引規制の対象外であることを考慮して、第一次情報受領

⁽⁵⁵⁾ この点に関連して、チャイニーズウォールの内側で管理されている「重要事実」を認識するに足る、重要なシグナルないしヒント(示唆情報)を認識することが必要とされる見解が参考になる。詳しくは深水大輔「『公募増資インサイダー事案』に見られる解釈・事実認定上の課題について」信州大学法学論集22号153-154頁(2013年)。

者も情報伝達規制（取引推奨規制も含む）の対象外とされた⁽⁵⁶⁾。このように、情報伝達・取引推奨規制の趣旨及び現在のインサイダー取引規制の対象の規定からは、第一次情報受領者が情報伝達・取引推奨規制の対象から除外された。しかしながら、この規制手法が果たして妥当であるかはさらに議論する余地があるように思われる。

第二次以降の情報受領者がインサイダー取引規制の対象外であるということも根拠とされるが、そもそもインサイダー取引規制がなぜ第二次以降の情報受領者を規制の対象から除外したのかを確認する必要がある。当該規制は次のような理由に基づく。①投資者間における情報の不平等性を重視する立場をとると、情報受領者の範囲を、会社の内部情報を有するすべての者に拡大することとなる⁽⁵⁷⁾。そうすると、その規制対象が広がり過ぎるおそれがある。その懸念から、情報受領者をどこまで規制の対象にすべきかを考えるに当たって、投資者間の情報の不平等をなくすのではなく、会社関係者等との関係に重きを置いている。すなわち、会社関係者等から重要事実の伝達を受けた者（第一次情報受領者）は、通常、会社関係者等と何らかの特別な関係にあると考えられる。さらに第一次情報受領者が重要事実の公表前に当該会社の有価証券の取引を行うことは、会社関係者等に起因するとも考えられ、会社の関係者の場合と同様、証券市場の公正性と健全に対する投資者の信頼を害するので、第一次情報受領者は規制の対象とされる⁽⁵⁸⁾。また②立法当時は処罰の範囲が不明確となり、無用な社会的混乱が生じることが危惧されていたため、インサイダー取引規制対象の範囲が無制限に広がらないように、規制範囲の明確性を確保するために、

⁽⁵⁶⁾ 斎藤ほか・前掲注(15)頁。

⁽⁵⁷⁾ 川口恭弘ほか「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌 125 巻 4・5 号 61 頁（2002 年）。

⁽⁵⁸⁾ 横畠・前掲注(37) 122 頁。川口ほか・前掲注(57) 61 頁。

第一情報受領者に限定された⁽⁵⁹⁾。

ところで伝達情報の精度という観点から、第一次情報受領者が会社の関係者から伝達された情報は精度が高く、そして第一次情報受領者から伝達された第二次情報受領者が受け取った情報の精度はまだそれほど劣化していないと考えられる。第二次情報受領者がインサイダー取引規制の対象外となることは、証券市場の公正性という観点から、投資者の信頼を損なわないだろうか。さらに規制対象の範囲の明確性についても第三次以降の情報受領者はともかく、第二次情報受領者までを規制の対象範囲に入れても規制範囲の明確性をそれほど害しないのではないかと思われる⁽⁶⁰⁾。

第二次以降の情報受領者をインサイダー取引規制の対象外とする現行のインサイダー取引規制に対する前記の反論を踏まえて考えれば、第一次情報受領者が情報伝達・取引規制の対象外であることを悪用する弊害が生じないかという懸念が残る。会社関係者等の情報伝達者が、伝達された第一次情報受領者が重要事実の公表前に取引を行わなければ、情報伝達者は刑事罰や課徴金の対象にならない。第一次情報受領者がこの規制を知っていて、自らは取引を控えつつ、伝達された重要な内部情報を不正に利用し、自分と特別な関係にある者へ情報の伝達を行おうとする可能性は否定できない。そうすることにより、第二次以降の情報受領者が増え、彼らが当該重要事実に係る銘柄の取引に参加することにより、不自然な株価の変動を引き起こせば、投資者の市場への不信感を招きかねない。

(59) 横島・前掲注(37) 122 頁、松尾・前掲注(9) 676 頁。

(60) この点に関して、次の提言がなされている。「立法論としては、第 2 次情報受領者の取引も禁止の対象とすべきである。処罰の範囲が不明確になるとの危惧については、重要事実の源泉が会社関係者であることを知っている者を情報受領者と定義すれば足りる。」黒沼悦郎『金融商品取引法（第 2 版）』438 頁（有斐閣、2020 年）。

2-4-2. 取引推奨規制

取引推奨に基づいて取引が行われても、インサイダー取引罪は成立せず、その共犯も成立しないので、取引推奨行為は、従来はまったく処罰されない行為であった。それにもかかわらず、情報伝達行為と並んで取引推奨行為も併せて処罰することとされたのは、脱法行為を防ぐためである⁽⁶¹⁾。金融審 WG の検討資料は取引推奨行為への対応について次のような指摘をしている。①内部情報を知り得る立場にある者が取引を推奨すれば、重要事実の内容を伝達しなくとも、推奨を受けた者は何らかの重要事実が現にあるものと考え、取引を行う誘因が働くものと考えられる。②内部情報を知る者が一部の者に対し不正に取引推奨を行い、それによって取引が行われることは、一般投資家にとって著しく不公平であり、そのような推奨行為・取引が行われるならば、我が国市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を失うこととなり得る。③情報伝達行為を規制する場合には、重要事実の内容は伝えず、これを仄めかし、又は重要事実を知り得る立場にあることを示しつつ取引を推奨し、相手方に利益を得させるような潜脱的行為が行われるおそれもある⁽⁶²⁾。取引推奨行為は投資者の市場の公正性への信頼を損なうおそれがあることは前記の①と②で示されているが、そこで情報伝達規制の潜脱として用いられることを防ぐために、取引推奨規制が設けられている。すなわち、情報伝達規制だけが設けられている場合、会社関係者等は自分と特別な関係にある者に重要事実の伝達を回避しつつ、取引の推奨だけを行い、重要事実の公表前に被推奨者が取引を行えば、情報伝達と同じ効果が得られ、しかも行為者自身は情報伝達規制に違反しない。このような脱法行為を防ぐために取引推奨規制が設けられた。

(61) 佐伯・前掲注(1)14頁。

(62) 金融審 WG (第3回)資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20121016/01.pdf 2023年11月18日最終閲覧)。

しかし皮肉にも現在摘発されている取引推奨事案では、まさに懸念されたような情報伝達規制の潜脱に類似した状況が現れている。会社の社長や副社長のような、会社の重要な決定に深く関わっている者が重要事実を伝えなくても、被推奨者にとっては、推奨の頻度や推奨の態様、及び推奨者との関係等を踏まえて、重要事実を知らなくても、推奨に従えば利益を得られるだろう、あるいは損失を回避できるだろうとの推測が働く。そして被推奨者は推奨に従い取引を行ったことで、大きな利益を得てまたは損失を回避できるとしても、処罰の対象にはならない。これでは金融審 WG の検討資料が指摘している①と②の通り、投資者の市場への信頼を失いかねないのではないかと思われる。

これまで情報伝達・取引推奨規制の制定背景、規制内容を概観し、注目の関係事案を検討した。これらの作業を踏まえて、本規制の実効性をさらに高めるために、問題点の析出を試みた。情報伝達・取引推奨規制は、会社の内部情報にアクセスできる者が重要事実の公表前に自ら取引をしなくても、一定の要件の下で、情報伝達罪・取引推奨罪を成立させる。この規制は会社関係者等が未公開の会社の内部情報を不正に利用することを抑止しようとする側面もある。本規制が施行されてから徐々に効果も出つつあるが、投資者の市場への信頼を一層高めるために、規制対象の範囲が十分であるか、被推奨者への適切な法規制はどうあるべきか等の課題がまだ残されている。