

インサイダー取引と金融商品取引法改正

弁護士 草地 邦晴

1 インサイダー取引に対する規制

企業の内部情報を知る地位にある者が、未公表の重要事実を知って株式の取引を行うと、証券市場の公正性が損なわれ、証券市場における投資家の信頼を損なうおそれがあることから、金融商品取引法(以下「法」という)は、こうした行為をインサイダー取引として規制している。

規制の対象となっているのは、会社関係者等(会社関係者・元会社関係者・情報受領者¹⁾)が、重要事実(投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報²⁾)の発生後、公表前に、重要事実を知りながら、特定有価証券等を売買等することである(法166条)。また、公開買付者等関係者が、上場株券等の公開買付け等の実施に関する事実を知って、公表前に売買等する場合についても同様の規制がある(法167条)。

この規制の違反行為に対しては、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はその併科(法197条の2第13号)という刑事罰が定められており、法人の業務又は財産に関して行われた場合には、当該法人に5億円以下の罰金も定められている(法207条1項第2号)。また、課徴金の定めも置かれている(法175条1項、2項)。

2 法改正の経緯

しかし、こうした規制にもかかわらず、インサイダー取引は後を絶たず、とりわけ上場会社の公募増資に際して、引受主幹事証券会社からの情報漏洩に基づくインサイダー取引事案が相次いだ³ことから、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」を立ち上げて制度の見直しに着手し、平成24年12月25日にはその報告書がまとめられた⁴。これを受けて、平成25年6月には改正法が成立し、平成26年4月1日から施行されることとなった。

3 未公表の重要事実の伝達・取引推奨行為に対する規制の導入

今回の改正で最も注目されているのが、会社関係者による重要事実の伝達行為、取引推奨行為に対する規

制の導入である(法167条の2)。

インサイダー取引規制の対象となっているのは、前記のとおり、最終的に行われる株式の売買等の取引行為であり、公表前の重要事実を外部に漏らす伝達行為自体は、その結果行われた情報受領者によるインサイダー取引の教唆や幫助という位置づけにとどまっていた。しかし、こうした情報伝達行為自体が、インサイダー取引を誘発する危険性をもつことから、改正法はこれを規制の対象とすることとし、さらに、その潜在的な行為として行われる、未公表の重要事実自体は伝達せず、その存在を仄めかすなどして取引を行わせる行為をも規制の対象とすることとした。

他方で、上場会社では、契約交渉の場面やIR活動など、通常の業務として未公表の重要事実を伝達せざるをえない様々な場面があることから、こうした規制は企業活動に支障を生じさせるとの強い懸念が実務から指摘されていた。また実際に不公正な売買が行われていない場合にまで、処罰や課徴金の対象とする必要性にも疑問が持たれるところである。

そのため、改正法は、規制される行為について主観的要件(目的要件)を盛り込むとともに、刑罰や課徴金を課すためには、実際に不公正な取引が行われた場合(取引要件)に限ることとして、これらの不都合を調整することとした⁴。

4 伝達・取引推奨行為に対する規制(法167条の2)の概要

(1) 会社関係者(元会社関係者含む)であって、当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知った者は、他人に対し、公表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をもって、これを伝達し、又は当該売買等をするを勧めてはならないものとされた(法167条の2第1項)。

(2) インサイダー取引規制の要件(法166条1項)と比較すると、規定される重要事実等については統一的に定められる一方で、主体は、会社関係者と元会社関係者に限定されており、情報受領者(法166条3項)は、含まれていない。

また、前記した改正の趣旨を踏まえて、目的要件が加わっているが、その目的には、利益を得させる目的だけではなく、損失の発生を回避する目的も含まれている。改正の経緯を踏まえると、この利益には、情報受領者が自らの計算で直接的な利益を得る

場合だけではなく、間接的な利益を得る場合も含まれるものと解されよう⁵。

そして、禁止される行為には、未公表の重要事実の伝達だけではなく、重要事実を告げることなく、売買等を推奨する行為も含まれている。

(3) 本条に定められている伝達・取引推奨行為については、被伝達者、被推奨者が実際に不公正な取引を行ったかどうかは要件とされていない(但し、刑事罰や課徴金については後記のとおり取引要件がある。)。従って、実際には証券市場の公正性が害されることがなかったとしても、違法の問題を生じうることには注意が必要である。

また、未公表の重要事実を知った会社関係者がこれを他人に伝達する行為について、それが本条の規制行為にあたるか否かを分けるのは、前記の目的要件の存否ということになる。

その意味で、この目的要件は重要な意味を持つことになるが、こうした主観的要件の認定については、実際には、動機や、被伝達者の属性、伝達の経緯や内容、前後の行為態様等の客観的な事実関係から合理的に推認し認定される場合があることには留意が必要である⁵。もっとも、この目的要件が定められた趣旨からすれば、上場企業における通常業務に支障を来したり、過度の萎縮的効果が働くことのないよう、慎重さが求められるべきであろう。

(4) 本条の違反を行った者については、金融商品取引業者等の場合には、行政処分の対象となり得るほか、上場会社の役職員の場合には、社内規定等に違反することとなり得る⁶。

さらに、本条の違反行為により重要事実の伝達を受け、あるいは取引推奨を受けた者が、現実にインサイダー取引規制(法166条)において定められる売買等を行った場合(取引要件を満たす場合⁷)、本条の違反者に対して、課徴金が命じられる(法175条の2第1項)ことがあり得るほか、刑事罰(5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はその併科)が科されることもあり得る(法197条の2第1項14号)。この場合、重要事実の伝達を受けた情報受領者(法166条3項)自身も、インサイダー取引規制に違反するものとして、前記した刑罰や課徴金の対象となり得ることとなる。

(5) なお、公開買付者等関係者が、上場株券等の公開買付け等の実施に関する事実を知って、公表前に売買等する場合のインサイダー取引規制(法167条)に関しても、今般、会社関係者に対するのと同様の伝

達・取引推奨行為に対する規制が導入されている(法167条の2第2項、175条の2第2項、197条の2第1項15号)。

5 その他インサイダー取引関連の主な改正点

その他、主な改正点は次のようなものである。

(1) インサイダー取引規制の強化と抑止力の強化

資産運用業者について、他人の計算において不公正取引をした者についての課徴金が、運用報酬の3ヶ月分に引き上げられた(法173条)。

投資法人の発行する投資証券等(例えばJ-REIT)の取引が、インサイダー取引規制の対象に加えられた(法166条)。

課徴金に関する調査に関して、物件の提出を命じ、あるいは公務所等に照会して報告を求めることを可能とした(法177条等)。

法令違反行為を繰り返すおそれがあり、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、違反者の氏名その他法令違反行為による被害の発生若しくは拡大を防止し、又は取引の公正を確保するために必要な事項を一般に公表することができることとした(法192条の2)。

(2) 金融・企業実務を踏まえた規制の見直し

未公表の重要事実を知った者が、この事実を知っている者との間で行う市場外の相対取引(いわゆるクロクロ取引)については、インサイダー取引規制を適用しないものとされた(法166条第6項7号)。

公開買付けにおける被買付企業やその役職員についても、公開買付者等関係者の対象に明確に位置づけた(法167条1項第5号)。

公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者が、自ら公開買付を行う際に公開買付届出書等に伝達を受けた情報を記載した場合や、伝達を受けてから6ヶ月が経過した場合には、有利性が解消され、あるいは情報が陳腐化しているため、これをインサイダー取引規制の適用除外とした(法167条5項8号9号)。

6 法改正を受けた対応について

上場会社の取締役については、その善管注意義務の内容として、インサイダー取引規制違反防止のための管理体制の構築や職員に対する指導監督を行う必要がある⁸。

多くの上場会社においては、役職員に対するインサイダー取引の直接的な制限のみならず、これを未然に

防止するために、より広い制限を構築していることが多いと思われ、すでに未公表の重要事実の伝達についても盛り込まれている場合が多いと考えられる。

ただ、今回の法改正では、取引推奨行為が規制されたこともあり、必要に応じて、情報管理に関する規定(内部者取引防止規程等)の見直しを検討すべき場合もあろう。また、情報伝達行為については、目的要件が重要となるため、これまで以上に未公表の重要事実の伝達に関しては、秘密保持義務の設定(目的外利用の禁止等)、伝達の目的や伝達名宛人についての特定、限定(場合により明示)などに留意していく必要がある⁹。

- 1 会社関係者には、上場会社の役職員、帳簿閲覧権者、法令に基づく権限を有する者、契約締結(交渉)者、それらが法人である場合の同一法人の他の役職員などが含まれる。元会社関係者とは会社関係者でなくなつてから1年以内の者を言い、情報受領者とは会社関係者・元会社関係者から重要事実の伝達を受けた者を言い、職務上の情報受領者と同一法人の他の役職員も含まれる。
- 2 募集株式の募集や、自己株式取得、上場会社の決算情報等が典型であるが、これに限られない。
- 3 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律に係る説明資料」(平25・6)
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/183/setsume.pdf>
- 4 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「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24・12)
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf
- 5 弁護士中村聡「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25頁(平25・5)
- 6 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)」(平25・9)
<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>
- 7 インサイダー取引規制の適用除外を定める法166条6項に該当する行為は除かれる。
- 8 東京地判平成21年10月22日判タ1318号199頁
- 9 弁護士戸嶋浩二ほか『事例でわかるインサイダー取引』(株式会社商事法務、平25・12)