

# 平成三〇年度の課徴金勧告事案にみる インサイダー取引規制に係る留意点

鍛冶雄一 証券取引等監視委員会事務局取引調査課証券調査官  
味香直希 証券取引等監視委員会事務局取引調査課証券調査官

## 一 はじめに

証券取引等監視委員会（以下「証券監視委」という）は、これまでに多くのインサイダー取引および相場操縦・偽計事案について課徴金納付命令勧告（金融庁設置法二〇条一項。以下「勧告」という）を行っており、平成三〇年度（「年度」とは、当該年の四月一日～翌年三月三十一日の期間をいう）においても、情報伝達・取引推奨規制（金融商品取引法（以下「金商法」という）一六七条の二）を適用した事案を含め三三件の勧告を行った（注二）。そのうち、インサイダー取引に係る勧告は一九件、情報伝達行為に係る勧告は一件、取引推奨行為に係る勧告は三件であった（注二）。

平成三〇年度のインサイダー取引に係る勧告のうち九件は、事業譲渡および民事再生手続開

始の申立ての各事実を同時に公表した上場会社の

の役職員九名が、これらの事実を職務上知りながら公表前に自社株の売付けを行ったというインサイダー取引であった。当該上場会社においては、自社株売買を許可に係らしめていたが（後記二3(2)イ(ア)の「許可型」、結果として、多数の役職員によるインサイダー取引が発生している。このような状況を踏まえると、民事再生などといった会社の危機的状況において、役員によるインサイダー取引を未然に防止するための内部管理（以下「インサイダー取引管理」という）が有効に機能しなかった可能性も考えられる。そこで、本稿の二では、上場会社の危機時におけるインサイダー取引管理について、当該事案や過去に証券監視委が行った勧告事案等も踏まえつつ、若干の検討を行いたい。

また、これまで取引推奨行為に係る勧告は、平成二八年度に取引推奨行為に加えて情報伝達

## 目次

- 一 はじめに
- 二 危機時におけるインサイダー取引管理
  - 1 事業譲渡・民事再生手続開始の申立てを重要事実とするインサイダー取引規制の概要
- 2 勧告事案の紹介
- 3 勧告事案等を踏まえた検討
- 三 取引推奨規制に係る対応等
  - 1 勧告事案の紹介
  - 2 勧告事案等を踏まえた検討

行為を行った者を対象とした事案が唯一のものであったところ（注三）、平成三〇年度においては、取引推奨行為のみを行った者を対象とする初の勧告が行われ、これに続いて同年度中に同じく取引推奨行為のみを行った者を対象とする二件の勧告が行われた。これらの勧告対象者は、いずれも、上場会社あるいは上場会社の子会社の役職員であり、筆者らは、調査・検査等を通じて、上場会社の役職員においてすら取引推奨規制が十分に浸透していないのではないかと懸念を抱いている。そこで、本稿の三では、平成三〇年度に勧告した取引推奨行為に係る三件の事案のうち、上場会社の役職員によるものを二件取り上げて、取引推奨規制の適用状況等を検討するとともに、上場会社としての対応策について、若干の留意点を述べることとした。

ただし、課徴金調査の性質上、各勧告事案の紹介に当たっては、各事案における事情を網羅的あるいは細部にわたって解説することは差し控えることとする。

なお、本稿のうち、意見にわたる部分は、すべて筆者らの個人的見解によつて構成されている。

## 二 危機時におけるインサイダー取引管理

### 1 事業譲渡・民事再生手続開始の申立てを重要事実とするインサイダー取引規制の概要

上場会社の役員によるインサイダー取引に関して、金商法一六六条一項一号は、上場会社の役員、代理人、使用人その他の従業者が、その者の職務に関し、「業務等に関する重要事実」(同条二項柱書。以下、単に「重要事実」という)を知ったときは、当該重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社の特定有価証券等に係る売買等をしてはならないと規定しており、金商法一六六条二項一号は、上場会社の「業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと」(注四)をインサイダー取引における重要事実の一つとして規定している。

そして、事業譲渡については、金商法一六六条二項一号が「事業の全部又は一部の譲渡又

は譲受け」を規定していることから、決定事実の一つとされている。事業譲渡を行うことについての決定は、会社の事業の基礎や今後の会社の経営方針等に重大な影響を及ぼすものであり、投資者の投資判断に影響を及ぼすと考えられることから、原則として重要事実とされたものである(注五)。ただし、上場会社が譲渡会社となる場合、事業譲渡に係る資産の帳簿価額および事業譲渡による売上高の減少額等の見込みが小さい場合には、軽微基準に当たり、重要事実に該当しないとされる場合もある(当該軽微基準の詳細については、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令四九条一項八号イを参照)。

また、民事再生手続開始の申立てについては、金商法一六六条二項一号ヨにおいて「業務上の提携その他のイからカまでに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項」と定められ、これを受けた金融商品取引法施行令(以下「施行令」という)二八条八号が「破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て」を規定していることから、決定事実の一つとされている。なお、民事再生手続開始の申立てを行うことについての決定は、それ自身が投資者の投資判断に重大な影響を及ぼすものとして重要事実とされており、軽微基準は設けられていない。

## 2 勧告事案の紹介

### (1) 事案の概要

本事案は、発行体である株式会社A(以下「A社」という)において、いずれも管理職クラスの社員であった甲ら九名が、その職務に関し、A社の業務執行を決定する機関が、①B社に対し事業譲渡を行うことについての決定、あるいは②民事再生手続開始の申立てを行うことについての決定をした旨のいずれかの重要事実を知りながら、前記両事実の公表がされる前に、A社株式を売り付けたものである。なお、甲ら九名は、複数名が示し合わせてA社株式の売付けを行ったものではない。

### (2) 事案の解説

本事案では、以下のような事情が存在したことから、甲ら九名が、その職務に関し、前記①あるいは②の重要事実を知った上で、前記両事実の公表がされる前に、A社株式を売り付けたと認定されたものと考えられる。

- ・ A社においては、社内での重大案件に係る決定は実質的に代表取締役社長が行っていた。

- ・ 事業譲渡あるいは民事再生手続開始の申立てについて、代表取締役社長が準備・検討を行うことを決定した後、甲ら九名は、それぞれ、事業譲渡に関するデューデリジェンスや、民事再生手続開始の申立てに

関する会計処理の準備など、両重要事実に係る準備・検討作業に職務として従事することにより、重要事実を知った。

・ 甲ら九名は、それぞれ、前記経緯により重要事実を知った後、自己の保有するA社株式を売り付けた。

・ A社株式は、公表日は売買停止、翌営業日にはストップ安となるなど、公表日の前営業日に一六〇円であった終値は、公表日の翌々営業日には三五円をつけるに至り、公表後二週間の最安値は一五円であった。なお、公表から約一カ月後、A社株式は上場廃止とされた。

(3) 過去の同種事案  
 本事案は事業譲渡を重要事実とする初の勧告事案である。

また、本事案と同様、民事再生手続開始の申立てを重要事実とする勧告事案は過去に三件あり(平成一七年度一件、平成二二年度二件。ただし、平成二二年度の二件は、民事再生手続開始の申立てを行うことについての決定をした上場会社の役員二名によるインサイダー取引であり、同一の民事再生手続開始の申立てを重要事実とするものである)、本事案を除く直近の勧告事案は平成二二年度のものであった。

なお、平成一七年度の事案では、重要事実公表直前の終値は二三〇円であったところ、公表日の翌営業日には一五〇円、翌々営業日には七

八円をつけるなど、発行体の株価は暴落した。平成二二年度の事案でも、公表後、ストップ安となるなど、発行体の株価は暴落した。

3 勧告事案等を踏まえた検討

(1) 問題意識

前記2の勧告事案は、企業活動の継続を前提としない事業譲渡(注六)や民事再生手続開始の申立ての準備を始める、といった当該会社の危機的状況において、当該重要事実に関与する立場にある九名もの管理職クラスの者が自社株の売付けに及んだものである。

上場会社の役員によるインサイダー取引が禁止されていることは、前記1で言及したとおりであるが、他方で、特に、上場会社が企業活動の継続を前提とせずに基幹事業のすべてを譲渡する場合、当該上場会社の企業価値は著しく毀損されかねないため、このような事業譲渡を行うことについての決定は、投資者の投資判断に否定的な影響を及ぼしやすく、ひいては、株価の下落につながる可能性が高い情報であるとと思われる。

また、民事再生とは、「経済的に窮境にある債権者について、その債権者の多数の同意を得、かつ、裁判所の認可を受けた再生計画を定めること等により、当該債権者とその債権者との間の民事上の権利関係を適切に調整し、もって当該債権者の事業又は経済生活の再生を図ること

を目的とする」ものであって(民事再生法一条)、当該上場会社が債務超過等の窮境にあることが前提の手続である。その上、たとえば、東京証券取引所の有価証券上場規程においては、上場会社が再生手続を必要とするに至った場合またはこれに準ずる状態になった場合が上場廃止基準の一つとして規定されており(有価証券上場規程六〇一条一項七号、六〇三条一項六号、六〇四条の二第二項三号、六〇四条の四第一項二号等)、当該上場会社の株式が上場廃止となることや、その手続において、一〇〇%減資が行われることも想定され得る。そのため、民事再生手続開始の申立てを行うことについての決定は、やはり、投資者の投資判断に否定的な影響を及ぼしやすく、ひいては、株価の下落につながる可能性が高い情報であると思われる(民事再生手続開始の申立てを重要事実とする過去の勧告事案における公表後の株価推移については、前記2(2)および(3)のとおり)。

したがって、上場会社としては、このような重要事実の特徴や傾向等を念頭に置いた上で、民事再生などといった会社の危機的状況におけるインサイダー取引管理を考慮していく必要がある。

なお、前記2の勧告事案においては、職務上の要請のない、不必要な情報共有がなされていたわけではないが、当該上場会社では、許可型の自社株売買に係る管理が有効に機能していな

かった可能性がある。

この点も踏まえて、以下では、上場会社の危機時におけるインサイダー取引管理に係る対応策について、若干の検討を行う。

## (2) 対応策に係る考察

### ア 情報管理

まず、一般論としては、上場会社は、対応策の一つとして、自社の重要事実等(注七)に該当し得る情報の管理を徹底することが考えられる。

しかし、たとえば、事業譲渡のためのデューデリジェンスへの対応、民事再生手続開始の申立てに向けた資金繰り表の作成等といった準備作業をはじめとして、当該上場会社において重要事実等にかかわる業務は必然的に発生するところ、かかる業務に携わる役員にそのような重要事実等が伝わることは避けられない。

実際に、本事実における甲ら九名は、いずれも、その職務に関して、事業譲渡あるいは民事再生手続開始の申立てに係る重要事実を知ったのであって、A社の情報管理に不備があったとは言えない。

### イ 自社株の売買管理

このような役員等との関係においては、上場会社としては、研修や注意喚起のほか、自社の重要事実等に該当し得る情報を知った役員による売買等を規制することにより、インサイダー取引の発生を未然に防止することがより一

層重要になると考えられる。

そこで、まずは、通常時、上場会社が自社株の売買管理をどのように行っているかについて、日本取引所自主規制法人等が公表した「第四回全国上場会社インサイダー取引管理アンケート調査報告書」(平成二八年一〇月。以下「インサイダー取引管理アンケート」という)を参照しながら概観したい(注八)。

### (ア) 現状

#### (i) 一般的な類型

インサイダー取引管理アンケートでは、上場会社の自社株売買に係る管理方法が以下の五つに分類して集計されている(インサイダー取引管理アンケート一八頁以下)。

- |  |   |
|--|---|
| <p>(a) 許可型<br/>上場会社が事前に許可した場合に限り自社の役員等による自社株式等の売買を認めるもの</p> <p>(b) 事前届出型<br/>自社株式等の売買についての最終的な判断は役員等に委ねるものの、事前に予定する売買の内容を届出させるもの</p> <p>(c) 事後届出型<br/>上場会社が役員等による自社株式の売買動向の把握のみを目的として売買の実行後にその状況を役員に届出させるもの</p> <p>(d) 禁止型</p> | <p>(ii) 特定時期に係る一般的な対応<br/>さらに、インサイダー取引管理アンケートでは、特定時期の対応についても集計しており(注九)、①一定期間、役員等の自社株売買等を禁止する、②一定期間、役員等に対する注意喚起の頻度を増やす、③一定期間のみ役員等の自社株売買等を認めるなどといった制度を採用している上場会社が相当数存在することがわかる。ただし、ここにいる特定時期については、たとえば、決算期末など、重要事実としての業績予想の修正等(金商法一六六条二項三号)を念頭に置いたと思われる回答が多いようである。</p> <p>(iii) 小括<br/>前記のインサイダー取引管理アンケートの結果に加え、筆者らが実際に調査・検査等に当たった実感からも、自社株売買に係る管理方法として、許可型を採用する上場会社は多いよう</p> |
|--|---|

役員等の自社株等の売買を一切認めないもの

#### (e) 無関知型

上場会社自身は役員等の自社株売買に一切関知しないもの

このうち最も採用率が高いのは(a)の許可型であり、上場会社の七〇%以上が採用している。また、(b)の事前届出型が約一五%を占め、(a)および(b)の合計で八五%以上となっている。

#### (ii) 特定時期に係る一般的な対応

さらに、インサイダー取引管理アンケートでは、特定時期の対応についても集計しており(注九)、①一定期間、役員等の自社株売買等を禁止する、②一定期間、役員等に対する注意喚起の頻度を増やす、③一定期間のみ役員等の自社株売買等を認めるなどといった制度を採用している上場会社が相当数存在することがわかる。ただし、ここにいる特定時期については、たとえば、決算期末など、重要事実としての業績予想の修正等(金商法一六六条二項三号)を念頭に置いたと思われる回答が多いようである。

#### (iii) 小括

前記のインサイダー取引管理アンケートの結果に加え、筆者らが実際に調査・検査等に当たった実感からも、自社株売買に係る管理方法として、許可型を採用する上場会社は多いよう

に思われる。前記2の勧告事案のA社においても、許可型が採用されていた。

許可型をとるメリットとしては、インサイダー取引規制に関する複雑な法令等を理解し、かつ、自社の重要事実等に該当し得る情報の発生状況を管理する者（以下「情報管理責任者」という）が、申請がなされた売買を事前にチェックすることで、個別具体的に、インサイダー取引やその疑いの有無を検討して、その申請を許可するか否かを判断でき、インサイダー取引の未然防止を図ることができる点などが挙げられる。

しかし、他方で、従業員の自社株売買を事前にチェックすることになる情報管理責任者にかかる負担は大きい。情報管理責任者においては、インサイダー取引規制に関する法令等の深い理解が不可欠であるし、自社の重要事実等に該当し得る情報を逐一把握しておく必要がある上、従業員から自社株売買に係る申請を受けた場合には、当該従業員がどのような職務に従事しており、どのような情報を入手しているか等について、その都度、確認することが必要になるためである。このように、上場会社においては、実務上の負担が大きいことから、自社株の売買管理体制を構築したものの、その後の運用が形骸化してしまうケースも少なくないものと思われる。許可型の運用が形骸化し、チェック機能が働かなかつた結果、自社の重要事実等を

知る従業員についても自社株の売買申請を許可してしまったような場合、当該従業員に対して、（インサイダー取引規制に違反するにもかかわらず）「会社の許可が得られた」ということは、インサイダー取引規制には違反しない」という誤解を与えてしまう可能性があることにも注意が必要である。

上場会社が、このような実情も考慮して禁止型を採用すれば、前記のような負担を回避しつつ、インサイダー取引を防止しやすい反面、従業員の自由な資産形成を阻害する側面や、自社株保有による業務へのインセンティブが働かなくなってしまうという側面もある。このような側面等からみても、前記(i)のいずれの管理方法が優れているとは一概には言い難い。

したがって、自社株売買に係る管理方法に関しては、管理の実効性はもちろん、当該上場会社における人員体制や費用対効果、従業員の資産形成の自由等にも鑑みて、持続可能かつ最も有効な体制を個別具体的に検討する必要がある（注一〇）。

(イ) 危機時における自社株の売買管理に関する一考

ここからは、許可型を採用している上場会社を念頭に検討していくが、民事再生などの上場会社の危機時においては、従業員による自社株の売却申請が数多くなされる可能性がある。そのような場合、仮に、平時においては、許可型

の自社株売買に係る管理が有効に機能している上場会社であっても、情報管理責任者の負担が過剰なものとなり、機能不全に陥ってしまう危険性もある。

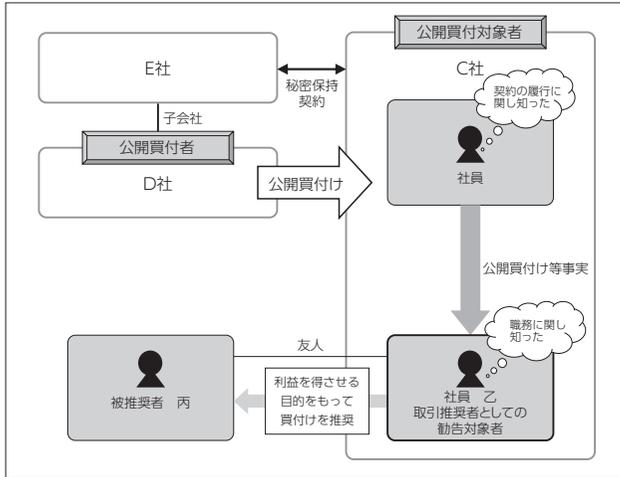
本事案のA社においても、甲ら九名は自社株の売却申請を行っていたようであり、その要因は必ずしも明確ではないが、許可型の自社株売買に係る管理が有効に機能していなかった可能性は否めない。

そこで、たとえば、許可型を採用している上場会社であっても、あらかじめ、社内規程等において、情報管理責任者が、一定の重要事実（民事再生手続開始の申立てなど）といった上場会社の危機時にかかわるものなどの存在を認定した場合には、その認定時期以降、情報管理責任者がその認定を解除するまでの間（以下「認定禁止期間」という）は、原則として自社株売買が禁止される旨を規定しておき、必要に応じて、禁止型に変更できるようにしておくことが考えられる。

しかし、このような変更に関連して、禁止型に変更したことを社内に周知することが必要になる場合もあると思われる。その周知の過程において、前記の重要事実がさらに広く知られたる可能性があり、その結果、インサイダー取引を誘発してしまう可能性もある。

そこで、たとえば、許可型という大枠を変更する形式にはせず、あらかじめ、前記のような

〔図表1〕 勧告事案の関係図



認定禁止期間においては、原則として、役員からの売却申請について、前記の重要事実当該し得る情報を知っている可能性があるとのみならず旨を規定しておくことで、原則不許可の対応をとることとし、情報管理責任者の負担を軽減することも考えられよう。

以上はあくまで一例であるものの、上場会社がインサイダー取引管理に係る体制を構築するに当たっては、危機時においては、平時とは異なる一時的な体制面もしくは運用面での手当てが必要となることも念頭に置いて検討をし、柔

軟な管理体制を構築することが望ましい。

### 三 取引推奨規制に係る対応等

取引推奨規制とは、上場会社等に係る金商法一六六条一項に規定する会社関係者であつて、当該上場会社等に係る重要事実を同項各号に定めるところにより知つた者について、他人に対し、当該重要事実の公表前に当該上場会社等の特定有価証券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、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（目的要件）、当該売買等を行うことを勧めることを禁止するものである（金商法一六七条の二第二項。なお、公開買付け等事実に係る取引推奨規制については、同条二項を参照）。この取引推奨規制は、平成二五年の金商法改正により新設され、平成二六年四月一日から施行されている。

その他の取引推奨規制の概要等については、過去の証券監視委員による論稿（注一）に譲り、以下では、平成三〇年度の勧告事案を紹介した上で、取引推奨規制の適用状況等を検討していく。

#### 1 勧告事案の紹介

##### (1) C社の社員乙による取引推奨事案

##### ① 事案の概要（図表一）

本事案の勧告対象者は、株式会社C（以下「C社」という）の社員であつた乙であり、乙は、C社において、金融機関からの借入れに関する交渉など資金調達の事務を統括する業務を行つていた者である。

乙は、C社株式に対する公開買付け（以下「本件公開買付け」という）に関して、C社のプロジェクトメンバーに加わり、デューデリジェンスへの対応などに従事するとともに、公表後における取引先金融機関に対する説明・問合せに対する回答内容の作成などにも従事し、他の社員と本件公開買付けに関する詳細をメール等やりとりする中で、職務に関し、株式会社D（以下「D社」という）の業務執行を決定する機関が、本件公開買付け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（金商法一六七条二項。以下、当該事実を「本件公開買付け等事実」という）を知つた（なお、当該他の社員は、C社がD社の親会社である株式会社Eらと締結した秘密保持契約の履行に関し、本件公開買付け等事実を知つた者であつた）。

その後、乙は、友人の丙に対して、利益を得させる目的をもってC社株式を買い付けることを勧めた。

これにより、丙は、本件公開買付け等事実が公表される前にC社株式を買い付けた。

##### ② 事案の解説

本事案では、以下のような事情が存在したことから、乙が丙に利益を得させる積極的な意思

の下に、丙に対して、C社株式の買付けを推奨したと認定されたものと考えられる。

・ 乙と丙との関係

乙と丙は、学生時代に知り合い、当時、親しい友人関係を継続していたところ、無職であった丙は、普段から、乙に対して、仕事やお金がない旨を伝えていた。一方で、乙は、丙と友人関係を継続する中で、丙がさまざまな相談に応じてくれていたことなどに感謝していた。

また、乙は、丙に対して、乙がC社に勤務していることのほか、C社における役職等についても伝えたことがあった。

・ 取引推奨に至る経緯、取引推奨の状況等  
乙は、本件公開買付け等事実を知った後、丙と会食した際、丙から仕事やお金がない旨の話を聞いた。

このとき、C社においては、本件公開買付けに係るプロジェクトが佳境を迎えており、近日中に本件公開買付け等事実が公表される予定であったところ、乙は、本件公開買付け等事実の公表後には、C社の株価が上がるだろうと思っていたことなどから、丙がC社株式の取引で儲けを出せば、丙の生活の助けになるのではないかなどと考えた。

そこで、乙は、自ら、丙に対して、口頭で、本件公開買付け等事実を伝えることなくC社株式の買付けを勧めた。

この際、丙は、乙に対して、C社株式の買付

けを勧める理由を質問した。しかし、乙は、C社に秘密保持誓約書を提出していたことなどから、本件公開買付け等事実を第三者に伝えてはならないと認識していた。そのため、乙は、丙からの質問には回答せずに、あらためて、丙に対して、C社株式の買付けを勧めた。

また、後日、乙は、丙に対して、自らがC社株式の買付けを勧めたことを口外しないよう伝えていた。

(2) F社の社員丁による取引推奨事案

① 事案の概要(図表2)

本事案の勧告対象者は、株式会社F(以下「F社」という)の社員であった丁であり、丁は、F社において、主に品質管理部門を管掌していた者である。

丁は、F社の社内会議への参加、取締役会に係る資料のメールの確認などをする中で、職務に関し、F社の業務執行を決定する機関が、株式会社Gとの業務上の提携を行うことおよび第三者割当てによる新株式の発行を行うことならびに株式会社Hの株式を取得して子会社化することについての決定をした旨の重要事実(金商法二六六条二項一号イ・ヨ、施行令二八条一号・二号。以下これらの事実を総称して「本件重要事実」という)を知った。

その後、丁は、知人の戊に対して、利益を得させる目的をもってF社株式を買い付けることを勧めた。

これにより、戊は、本件重要事実が公表される前にF社株式を買い付けた。

② 事案の解説

本事案では、以下のような事情が存在したことから、丁が戊に利益を得させる積極的な意思の下に、戊に対して、F社株式の買付けを推奨したと認定されたものと考えられる。

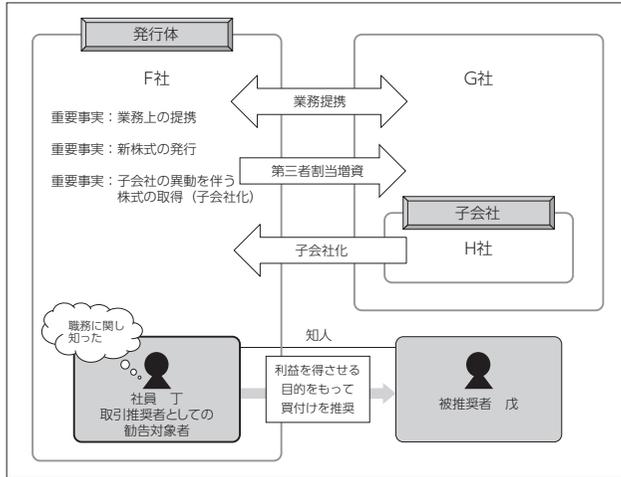
・ 丁と戊との関係

丁と戊は、同じ会社に勤務していた頃に知り合い、人事異動により戊が丁の部下となったこと等から公私にわたって親しく付き合うようになった。丁と戊は、戊の転職後も一緒に会食等をしたり、その際には、その費用を丁が負担したりするなど、両者は親しい交際を継続していた。

また、従前から、丁は、戊から、戊が保有していたF社株式の売却のタイミングについて相談を受けてアドバイスをするなど、株取引に関する相談を受けていた。加えて、丁が、戊に対して、自らがインサイダー情報を保有しているかのような言動をとることなどによってF社株式の買付けを勧めたところ、実際に、戊がF社株式を買い付けたことがあった(この点について、丁が、個別具体的なF社の重要事実等を知っていた事実は認められなかった)。

・ 取引推奨に至る経緯、取引推奨の状況等  
丁は、本件重要事実を知った後、戊に対して、F社の株価動向等を連絡する中で、F社には未

〔図表2〕 勧告事案の関係図



公表のインサイダー情報が存在することを示唆していた。

その後、丁は、自ら、戊に対して、スマートフォン上のメッセージアプリを用いて、近々株価上昇につながる事実が公表される旨を伝えるとともに（ただし、本件重要事実の内容を伝えただけではない）、その公表日も知らせることを伝えたとし、後日、実際に、丁は、戊に対して、繰り返し、その公表日や時間帯などを伝えた。

## 2 勧告事案等を踏まえた検討

### (1) 勧告事案における取引推奨規制の適用状況

（注一一）

#### ア 取引推奨行為

取引推奨行為は、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（注一三）。

前記1(1)および(2)の勧告事案における取引推奨行為の判断に当たっては、各勧告事案の「②

事案の解説」部分で述べたような事情が考慮されたと考えられるところ、これらの事情をみると、勧告対象となった取引推奨行為に係る言動に加えて、その前後の取引推奨者と被推奨者の間におけるやりとりや両者の関係性等も考慮されたことがうかがえる。

たとえば、前記2の勧告事案においては、丁が、戊に対して、明示的にF社株式の買付けを勧めた事実は認められなかったようである。しかし、同事案においては、従前から、丁は、戊から、株取引に関する相談を受ける関係にあり、以前にも、丁が、戊に対して、自らがインサイダー情報を保有しているかのような言動をとることなどによってF社株式の買付けを勧めた結果、戊がF社株式を買付けたことがあった。その後、丁は、本件重要事実を知り、戊に対して、F社には未公表のインサイダー情報が

存在することを示唆していた。

このような従前の経緯や関係性等がある中で、丁は、戊に対して、株価上昇につながる事実の公表が予定されている旨やその公表日時を繰り返し伝えるなどしており、丁の当該行為は、実質的には、F社株式について「買い」という投資判断を示したものであると評価される。取引推奨行為に該当すると判断されたと考えられる。

#### イ 目的要件

目的要件の判断に当たっては、取引推奨者と被推奨者との関係性、取引推奨に至る経緯、取引推奨の状況、関係者の供述内容等、事案に現れたさまざまな事情を総合的に考慮しながら、個別具体的に判断することが必要となる（注一四）。

前記1(1)および(2)の勧告事案における目的要件の判断に当たっても、各勧告事案の「② 事案の解説」部分で述べたような事情が考慮されたと考えられるところ、その判断過程においては、取引推奨者の上場会社における役職・業務の内容等に照らして、取引推奨行為が企業の正当な業務行為であったか否か、被推奨者に対する取引推奨行為の必要性があったか否かといった観点でも検討がなされたものと考えられる。この観点でみると、乙および丁は、いずれも、上場会社において、投資家等に対する自社の経営状況や財務内容等に関する広報活動に従事し

ていた者ではなく、その具体的な業務の内容や状況に照らしても、丙や戊に買付けを勧める必要性はなかったと評価されたと考えられる。

また、取引推奨の状況についてみると、乙および丁は、各重要事実等が公表される直前に、その内容や公表のタイミングを念頭に置きつつ、自ら進んで、被推奨者に対して、明示的に買付けを勧めたり（乙の行為）、あるいは、株価上昇につながる事実が公表される旨や公表日時を伝えるなどしたりしていた（丁の行為。なお、丁の当該行為が、F社株式について「買い」という投資判断を示したものであると評価され、取引推奨行為に該当すると判断されたと考えられることは前記アのとおりである）。

前記の乙の行為や丁の行為については、以上のような事情も踏まえて、積極的に、個別具体的な重要事実等が公表される前の買付けに起因した利益を得させる意思の下に行われたものであると評価され、目的要件を充足すると判断されたと考えられる。

(2) 取引推奨規制の浸透状況および現状を踏まえた対応策に係る留意点

ア 取引推奨規制の浸透状況

乙および丁の業務内容等については、前記1(1)および(2)において述べたとおりであり、また、平成三〇年度の取引推奨行為に係る勧告のうち残り一件の勧告対象者は、上場会社の子会社の役員であった。これらのことからわかると

おり、過去の取引推奨行為に係る勧告事案に関しては、上場会社あるいは上場会社の子会社において、一定の役職・地位にあり、相応の権限や責任を有している役員が取引推奨行為を行ったものが多かった。このような勧告対象者の中には、情報伝達規制については理解していたものの、取引推奨規制については理解しないまま、取引推奨行為に及んでいた者も存在した。

もちろん、上場会社では、従前から、社内規程を設けて情報管理や自社株の売買管理を行い、研修等を実施するなどして、インサイダー取引規制や社内規程の周知徹底を図っているものと思われる。取引推奨規制についても、平成二六年四月一日の施行以降、すでに五年以上が経過しているため、現時点においては、取引推奨規制を反映した社内規程の改訂を行ったり、研修等において取引推奨規制に係る注意喚起を行ったりするなどの対応をしている上場会社も多いと思われる。

しかし、筆者らが行った調査・検査等の過程においては、取引推奨者が取引推奨規制を理解していなかった事例や、前記のような社内規程の改訂や取引推奨規制に関する研修を行っていない上場会社が散見される。

なお、平成二八年一〇月公表時点の情報ではあるが、インサイダー取引管理アンケートによれば、情報伝達・取引推奨規制に関する対応に

ついて、「特段の対応は行わなかった」と回答した上場会社も二四・二％存在したようである（注一五）。

イ 現状を踏まえた対応策に係る留意点

このような状況を踏まえると、上場会社の役員においてすら取引推奨規制が十分に浸透しておらず、規制内容を理解していない役員が相当数存在する懸念がある。また、上場会社の役員によるインサイダー取引は、当該上場会社において、レピュテーションリスクや当局による調査・検査等に係る人的・時間的な負担を生じさせる可能性があり（注一六）、上場会社の役員による取引推奨規制違反においても、同様の問題が生じ得ると思われる。上場会社としては、役員によるインサイダー取引や情報伝達規制違反だけでなく、取引推奨規制違反についても、現実的なリスクとしてとらえ、具体的な対応策を講じていくことが必要であろう。

以下、役員による取引推奨規制違反を未然に防止するための上場会社の対応策について、若干の留意点を述べておきたい。

まず、上場会社では、あらためて、自社の社内規程が取引推奨規制を反映したのとなつていないか、自社で実施している研修の内容に取引推奨規制が含まれているか、などといった点を確認されたい。平成二五年の金商法改正以前から、不必要な情報伝達が禁止されていた上場会社は多いと思われるが、取引推奨を規制してい

た上場会社は少ないと思われる(注一七)。その後も、情報伝達規制と取引推奨規制の違いを意識することなく、当該改正への対応等を行わなかった結果、社内規程等に取引推奨規制が反映されていない上場会社が存在する可能性も否定できない。情報伝達規制と取引推奨規制は、規制対象となる行為も異なっており、それぞれについて、社内規程等に反映し、あらためて、役員に対する周知徹底を図る必要がある。

次に、上場会社では、合併や事業譲渡など一定の重要事実等が生じている場合に、当該重要事実等を知る役員に対して、秘密保持誓約書の提出を求めることが多く、同誓約書には、インサイダー取引を禁止する旨の条項、第三者に対する情報伝達を原則禁止する旨の条項が設けられていることも多いようである。しかし、そのような秘密保持誓約書においても、取引推奨規制に関する言及がない例も少なくない。前記1(1)の勧告事案においても、乙は秘密保持誓約書を提出していたが、同誓約書には取引推奨規制に係る条項はなかったようである。

役員に具体的な取引推奨規制違反のリスクを理解させるに当たっては、平時の研修等に加えて、実際に、重要事実等に該当し得る情報を知った者に対して、取引推奨規制にも言及した秘密保持誓約書の提出を求めたり、あらためて、特定の重要事実等を念頭に置いた取引推奨規制に係る注意喚起を行ったことも有効

であろう。特に、役員が、取引推奨規制を十分に理解しないまま、たとえば、重要事実等を伝達しなければ大丈夫などと考えて、利益を得させる目的で自社株の買付けを勧めてしまうといった事態を防止するためには、このような個別的な対応が一定の効果を発揮すると思われる。

もちろん、取引推奨規制を十分に理解した上で、意図的に取引推奨規制に違反しようとする者に対しては、その効果は限定的である。このような取引推奨規制違反を未然に防止するためにも、研修等を通じて、役員に対して、取引推奨規制の内容を正確に理解させるとともに、これに違反した場合、当該違反行為はいずれ発覚するものであり、当該役員に重大な不利益が生じるということを、また、前述のとおり、上場会社にもさまざまな不利益が生じ得るということを理解させる必要がある。

なお、役員の不利益としては、たとえば、課徴金が挙げられる。取引推奨規制違反に係る課徴金額に関しては、特定の場合を除き、被推奨者が得た利得相当額の半額が課徴金額の基準となるため(注一八)、当該利得相当額が高額となった結果、課徴金額も高額になる場合が想定される。また、取引推奨規制違反に関して、懲戒等の社内処分を受ける場合も想定される。上場会社の役員であったインサイダー取引規制の違反行為者(取引推奨者も含む)が、違反行為

後に勤務先を退社することになった事例も少なくなく、取引推奨規制に違反することは、当該役員にさまざまな不利益を生じさせるものといえる。

上場会社においては、役員に対する研修等の一環として、取引推奨行為のみを行った者が勧告対象者とされた具体的な事例を紹介したり、証券監視委事務局作成の課徴金事例集や本稿などを参考にしたケーススタディを実施したりすることなども検討していただければ幸いである。

(注一) 本稿における件数については、勧告対象者の数を基準としている。

(注二) 残る一〇件は、相場操縦・偽計に係る勧告であった。

(注三) 志村聡「鍛冶雄一・河本貴大「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」本誌二一五〇号(二〇一七)六頁参照。

(注四) 「業務執行を決定する機関」や「行うことについての決定」の意義については、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、一九八九)五二頁以下や三國谷勝範編著「インサイダー取引規制詳解」(資本市場研究会、一九九〇)三〇頁以下、最判平成一年六月一〇日刑集五三巻五号四一五頁等を参照。

(注五) 三國谷・前掲(注四)五三頁。

(注六) 本事案における事業譲渡は、民事再生手続の中でA社の基幹事業を譲渡するものであ

り、かかる事業譲渡によってA社は実質的に企業活動を停止するに至った。

(注七) 以下では、重要事実と公開買付け等事実(金商法一六七条二項・三項)を併せて「重要事実等」という。

(注八) インサイダー取引管理アンケートでは、管理対象となる役員等を、(ア)役員、(イ)一定の管理職、(ウ)重要情報に接する可能性の高い部署の職員、(エ)前記以外の職員、(オ)派遣職員、パート・アルバイト、(カ)退職後一年以内の者、(キ)配偶者・同居家族に分類して集計しているが、本稿では、重要事実に触れる可能性の高い役員によるインサイダー取引管理について検討すべく、(ア)～(ウ)の役員に限って分析を行う。

(注九) インサイダー取引管理アンケート三二頁以下。

(注一〇) なお、許可型等をとつつ情報管理責任者の負担を減らすため、①売買申請者の有する情報を正確に把握できる直属の上司や所属部門の統括責任者を売買申請の決裁過程に入れる、②特定の役員が重要事実等に該当し得る情報を知った際には、所属部門等の責任において、当該役員に秘密保持宣誓書を提出させることとし、同宣誓書の提出状況を情報管理責任者が把握して、同宣誓書を提出した者については原則として自社株売買を許可しない、③同宣誓書は提出させずとも、所属部門ごとに、重要事実等に該当し得る情報を共有した者を登録しておくシステムを構築し、④と同様、情報管理責任者が一覧的に同情報共有者を把握できるようにする、などといった制度の導入も検討に値

するであろう。

(注一一) 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」本誌二〇九六号(二〇一六)四頁以下。

(注一二) 各事案における取引推奨規制の適用は、各事案に現れたさまざまな事情を前提として個別具体的に判断されたものであり、本稿で言及する事情や評価等が一義的な判断基準や判断要素となるものではないことに留意された。

(注一三) 古澤知之ほか監修『逐条解説』二〇一三年金融商品取引法改正(商事法務、二〇一四)一四九頁。金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A(金融商品取引法第一六七条の二関係)」(平成二五年九月二二日)問五参照。

(注一四) 志村「鍛冶」河本・前掲(注三)五頁(九頁参照。志村「美崎・前掲(注一)七頁(一一頁も参照)。

(注一五) インサイダー取引管理アンケート一六頁。

(注一六) 河本貴大「志村聡」鍛冶雄一「業務上の提携に関するインサイダー取引規制」本誌二一四七号(二〇一七)一二頁参照。

(注一七) インサイダー取引管理アンケート一六頁。

(注一八) 金商法一六七条の二第一項の取引推奨規制違反に係る課徴金額については、金商法一七五条の二第一項一号に規定する仲介関連業務や同項二号に規定する募集等業務に関し違反行為をした場合を除き、違反行為により被推奨者が行った売買等によって得た「利得相当額」に

二分の一を乗じて得た額が基準となる(金商法一七五条の二第一項三号)。金商法一六七条の二第二項の取引推奨規制違反に係る課徴金額については、同法一七五条の二第二項を参照。なお、金商法一七五条の二第一項三号および同条二項三号の「利得相当額」については、同条三項および四項を参照。

(かじ・ゆういち  
あじか・なおき)