

これまでのワーキング・グループでの議論の整理

I. 情報伝達・取引推奨行為に対する規制等

〔情報伝達・取引推奨行為に対する規制〕

○ 情報伝達行為に対する規制

- ・ 証券取引等監視委員会による最近のインサイダー取引に係る課徴金勧告・刑事告発事案では、会社関係者や公開買付者等関係者からの情報受領者による違反行為が増加しており、違反事案の多数を占める状況。また、上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社の営業職員による情報伝達に基づいたインサイダー取引事案も生じている状況。
- ・ 上場会社の未公表の重要事実に基づく取引を助長する情報伝達行為は、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ものであり、適切な抑止策を設けることが適当。

○ 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、重要事実の内容は伝えず、その存在を仄めかし、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するなどの潜脱的行為が行われるおそれ。
- ・ 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、取引を行う誘因が働くため、一般投資家の証券市場の公正性・健全性に対する不信感を惹起するおそれ。
- ・ これらを踏まえると、不正な取引推奨行為についても規制対象とすることが適当。

○ 規制対象

- ・ インサイダー取引規制の規制対象者である会社関係者（公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制（金商法167条）の場合は公開買付者等関係者）が情報伝達・取引推奨する行為を原則として規制対象とするが、上場会社等の健全な活動に支障が生じないように留意するとともに、金商法の目的も踏まえ、以下のような証券市場・金融商品取引と結びついた不正な情報伝達・取引推奨行為に対象を限定することが適当。

① 主観的要件

健全な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。

② 結果として取引が行われたことの要件

情報伝達・取引推奨が現実の取引に結びつか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く、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経済活動に萎縮効果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・取引推奨の結果として取引が行われたことを要件とすることが適当。

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

市場仲介業務を担う者の取扱い、及び、重要事実の要求行為等への対応については、論点メモ（4）（資料1）を参照。

Ⅱ. 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

○ 現行制度と課題

- ・ 金商法の課徴金制度は、違反行為の抑止という観点から、違反行為者に対して金銭的負担を課す行政上の措置。課徴金額の水準は違反抑止を図り、規制の実効性を確保する観点から十分なものである必要。

- ・ 現行制度において「他人の計算」でインサイダー取引が行われた場合の課徴金額は、当該取引に係る「手数料、報酬その他の対価の額(として内閣府令で定める額)」となっており、内閣府令では、①資産運用として違反行為を行った場合には、「違反行為が行われた月の報酬額」に「運用財産の総額に対する対象銘柄の割合」を乗じた金額、②①以外により違反行為を行った場合には、「違反行為の対価」の額、を課徴金額とすることが定められている。
- ・ しかしながら、最近の違反事案を踏まえると、現行の「他人の計算」による違反行為に係る課徴金は、違反行為に対する抑止効果が十分に期待できないものとなっているため、違反行為者が一般的に得られる便益を適切に捉えた計算方法になるよう見直しを行うことが適当。

○ 「他人の計算」による違反行為を行った者の便益

- ・ 「他人の計算」により違反行為を行う可能性がある者としては、①運用委託契約等に基づき資産運用業務を行う者、及び、②その他業者以外の者も含め主に単発の取引を行う者が典型的に考えられる。
- ・ ①については、資産運用業務を行う者は、違反行為によって将来にわたり継続的に運用報酬を維持・増加させることが可能であり、その便益は違反行為に係る対象銘柄に対応する部分だけでなく、運用報酬全体に及んでいるものと考えられる。
これらを踏まえると、月額報酬に運用財産の総額に対する対象銘柄の割合を乗じて計算する現行の課徴金額の計算方法は、資産運用を業として行う者が一般的に享受する便益を十分に捉えたものとなっていないため、その特性等を踏まえた課徴金額の計算方法に見直していくことが適当。
- ・ ②については、当該違反行為に基づく直接的な報酬等が違反行為者の得る一般的な便益と考えられるため、違反行為の対価を課徴金額とする現行の計算方法が基本的に適当。

○ 違反行為者の得る利得の計算

- ・ 違反行為者が、例えば複数のグループ会社が組成・関与する海外ファンドの運用を行うような場合には、違反事案の調査において、課徴金額の計算のために必要となるファンドの詳細な内容や違反行為者の得る利得の細部が必ずしも明確とならないケースも生じ得る。

- ・ こうした場合に、違反行為を行った事実は明らかであっても、課徴金額の計算ができず、課徴金を課すことができないこととなれば、違反行為の抑止を十分に図ることができず、また、課徴金調査を逃れるための潜脱的なスキーム作りが行われるおそれ。
- ・ このため、違反事実が認められたにもかかわらず、課徴金額の計算のための計数が直接に把握できないような場合について、適切に課徴金額を計算することができるような計算方法を検討することが適当。

○ その他の課題

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

Ⅲ. 近年の企業・金融実務を踏まえた規制の見直し

○ 公開買付者等関係者の範囲の拡大

- ・ 最近の「公開買付者等関係者」（金商法 167 条 1 項）に係るインサイダー取引事案では、公開買付対象者（被買付企業）の役職員やその情報受領者によるインサイダー取引が増加。これまでの課徴金事案においては、公開買付者との守秘義務契約等を基に被買付企業及びその役職員を公開買付者等関係者と認定しているケースが多い。
- ・ しかし、現行制度は、被買付企業及びその役職員であることをもって「公開買付者等関係者」と位置付けていないため、一般的に常に被買付企業及びその役職員を「公開買付者等関係者」と認定できるとは限らない状況。
- ・ 被買付企業及びその役職員は、公開買付け等事実を公開買付者等からの告知により知り得る特別の立場にあると考えられるため、「公開買付者等関係者」の範囲に加えることによって規制対象とすることが適当。

○ 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外

- ・ 公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制では、公開買付け等事実の情報受領者は、公開買付者等が公開買付け等事実を公表するまで、原則として被買付企業の株券等の買付けができないこととなっている。
- ・ 企業買収に関する公正な競争や、有価証券取引の円滑を図る観点から、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことのない場合には、公開買付け等事実の情報受領者であっても、被買付企業の株券等の買付けを可能とする必要。
- ・ 公開買付け等事実の情報受領者による取引について、一般投資家の取引に対する有利性が相当程度解消されていると認められる場合や、情報受領者の伝達を受けた情報が投資判断を行う上で有用性を失っていると認められる場合には、情報受領者による買付けが許容されるものと考えられる。

① 取引の有利性が相当程度解消されていると認められる場合

公開買付け等事実の情報受領者が、自ら公開買付けを行おうとする際に、その伝達を受けた情報を公開買付開始公告及び公開買付届出書に記載した場合、情報受領者による取引を可能とすることが適当。

なお、情報受領者が公開買付けではなく、買集め行為を行う場合についても同様の枠組みを設けることが論点となるが、公開買付開始公告や公開買付届出書と同様の媒体が考えられないかといったことを含め、後述の「知る前計画」の活用状況やこの適用除外の枠組みに基づく実務の運用状況等を見極めながら将来的には検討されるべき課題。

② 情報が有用性を失っていると認められる場合

公開買付け等事実の情報受領者が最後に伝達を受けてから相当の期間が経過した場合、情報受領者による取引を可能とすることが適当。

- ・ 上述の見直しに加え、現行の対抗買いに関する適用除外規定（金商法 166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号）についても、解釈の明確化等を図っていくことが適当。

○ いわゆるクロクロ取引に係る適用除外

- ・ 上場会社に係る未公表の重要事実を知っている一定の者の間で行われる相対取引（いわゆる「クロクロ取引」）に係る適用除外（金商法 166 条 6 項 7 号）について、例えば大株主が持株比率を下げる等のために市場外でブロックトレードを行う際などに、迂遠な手続が必要となっている現行規制の障害を解消する観点から、適用除外規定の悪用が行われないよう留意しつつ、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間で行う取引についても適用除外の対象とすることが適当。

○ いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外

- ・ いわゆる「知る前契約」「知る前計画」（金商法 166 条 6 項 8 号、167 条 5 項 8 号）については、これまで適用除外範囲の明確性の確保等の観点から、適用除外となる類型を個別に定めてきたが、当該類型に当てはまらない取引であれば適用除外されないため、実務上の支障が生じている。
- ・ このため、取引の円滑を確保する観点から、次の視点に基づいた基本的考え方を明確化し、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、必要に応じガイドライン等でこれを補っていくことが適当。
 - ① 重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画であること
 - ② 当該契約・計画の中で、それに従った売買等の具体的な内容が定められており、裁量的に売買等が行われるものでないこと
 - ③ 当該契約・計画に従った売買等であること
- ・ 上述の見直しを行うに当たっては、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに配慮する必要がある。この点については、反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であれば、事後的に捏造されるおそれは典型的に低く、また、単発の取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であっても、重要事実を知る前に締結・決定したことが明確であるような措置（例えば証券会社等による確認を得るなど）がとられるならば、「契約」や「計画」が捏造されるおそれは低いところであり、これらの観点を踏まえ、適切な制度整備が図られることが必要。

IV. インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組み

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

○ 金融庁・証券取引等監視委員会における取組み

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

○ 金融業界における取組み

- ・ 証券会社においては、各社における法人関係情報の管理態勢の点検・改善等の取組みを継続し、投資家の信頼回復に努めていくことが求められる。
- ・ 自主規制機関においても、金融業界全体の法令遵守態勢や情報管理の質的向上に向け、自主規制ルールの見直しや自主規制ルールに基づくエンフォースメントの強化、営業姿勢等に係る実務慣行の見直し等に取り組んでいくことが求められる。

○ 金融商品取引所における取組み

- ・ 金融商品取引所においては、不正な情報伝達を行った者の所属する上場会社に対し、情報管理に関する先進的な取組み事例等の情報提供や注意喚起を行うなどの取組みを行うことによって、市場の公正性を確保し、適正な取引環境を整備していくことが求められる。
- ・ また、上場会社に係る重要事実についてスクープ報道がなされた場合、当該上場会社において、当該報道に関する事実についてより踏み込んだ情報開示が行われるよう検討することが求められる。なお、そうした検討を踏まえながら、インサイダー取引規制が解除される重要事実の「公表」措置（166条4項）への該当性についても検討することが適当。