

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
- II. 規制の対象者
- III. 目的要件

- IV. 規制の対象となる行為
- V. 刑事罰

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。よろしくお願ひします。

○行澤 神戸大学の行澤です。よろしくお願ひします。

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な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、未公表の重要な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、未公表の重要な事実の内容は伝えず、その存在を仄めかし、又は未公表の重要な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、未公表の重要な事実に基づいた取引に結びつ

し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われます。

(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」を利用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います。

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など理解しました。

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。

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「公募増資に関する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っ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っ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つ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どのようなものであるかということです。

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」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「計算で売買等をする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责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みます。

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つ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。知つていれば、これはクロクロ取引の適用除外なりません。

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つ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つて、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ということを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」であつ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す。そもそも、何をもって「正しい価格」とい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います。恐らくは、アームズ・レンジスの取引価格だから、どちらに特に利益を得させることはないという意味だと思うのですが、情報に偏在がなければ必ずアームズ・レンジスの取引になるかというと、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ことが目的であって、… …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（中村聰「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。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。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す、すなわち、「公開買付者等の要請」（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者等（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者等に対して）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が疑われるわけです。これも、得される利益に公表後の転売というものを含めるとすれば、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かだろうか。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と。そうすると、応援買いをした者が後に公開買付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うべきでしょうか。

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（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、別に対抗買いという外形を利用して対抗買い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」（志村聰ほか「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ないのかなど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する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」があつたことまでを認識している必要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・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、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」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帮助の類型のところでよく議論されていたかと思いますけれども、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」という問い合わせ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の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す。

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けれども、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、「例えは」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いなければならないというふうに刑法学者が考へ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パラレルに考えると、やはり167条の2の情報伝達行為もくし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版やブログなどにおいて完全に匿名で売買を推奨する場合には、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て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(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結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とも、その後、特段この点につき議論された形跡はありません。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幇助犯としてであり、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」（横畠裕介『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・課徴金の対象にな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、刑事责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・幇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けれども、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・幇助が成立すると考えていいのではないか。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

すから、このように一罪吸收ということでいいの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すんで、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・帮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ます。

十分検討し切れていない感はぬぐえませんけれども、ぜひともご教示、ご指導をいただけましたら幸いです。よろしくお願ひします。

~~~~~

### 【討 論】

○川口 ありがとうございました。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おいいでしょうか。

何が言いたいかというと、株価が下がる情報を知っているときに、今は買うなと言い、上がる情報を持っているときに、今は売るなと言うという場合は、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うのです。ただ、そのような状態を放っておいていいかというと、必ずしもそう考えない人も多いかなと。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れば、167条の2については、微憑があるというか、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いうことを考えると、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か。

○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が、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ろうと思います。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つて、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惑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ぬのですけれども、例えば株価が上がることがわかっている、上がる情報だということを伝えて売ると。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けれども、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つてホールドし続けることはできるわけですよね。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。なかつたのに、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しただけなのです。その行為は許されるわけですね。

○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

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、それはやはりするいことをさせているのではないのかという疑念に応えないといけない。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」と思うかというと、そうはならないのではないかでしょうか。

○船津　　それはまあ、そういう考え方もあるとは思います。

#### 【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で、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、悪いことなのだけれども、捕捉が難しいから規制がかけられないということなのでしょうか。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のでしょうか。後者の考え方もあり得ると思います。

そしてもう一つ、素朴な話なのですけれども、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のでしょうか。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、重要事実等をもち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るのだというような説明が多いですね。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るのですが、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、もとから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ませんとは思います。少なくとも、例外なく事後的なクロクロが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　そうですよね。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、というものだとすると、条文もこういうつくり方になるのかな

と思います。やめておけといえば、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ると、確かに不公平ですよね。私は売ってしまったのに、どうしてあなたは売らなかつたのか。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。

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か。

○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、私もそのとおりだと思います。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、やはりこれは不公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ところは、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囲に伝えていって、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。

○梅本 それは規制すべきだという立場はあり

得ののではないかとは思います。

○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だけれども、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るのではないでしょうか。

○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よね。

やはり法改正が必要なのでしょうかね、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と言う、損をするから買うな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と言うつもりで言つたら、買い増してしまったことがあるわけですけれども、それでも恐らくは167条の2にはひつ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けれども、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なく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 売るなと言ったけれども、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けれども。

○行澤 ああ。

○川口 ほん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で、転売利益について議論があつたと思いますが、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方からすれば、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、従来は帮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よそ考えられませんから、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には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、たまたま後ろに持つていつ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とすることによって、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ね。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いのか、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と、やはり可罰的違法性という感覚があつて、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——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かがわれるのですが、答えになつていなか面もあるかと思いますが、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に書いてあるということは、これはやはり構成要件的結果ではなくて、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つたということは、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つたら、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。

○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的結果と解すべきではないのではないかということです。

○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、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けれども、167条の2に書き込んだら、構成要件的結果になるのではないか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、先ほどの船津先生や梅本先生のご指摘と関連するわけすけれども、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つ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、いろいろとご指摘をいただいたのですけれども、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と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けれども——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明確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けれども、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すけれども、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、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。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ついていたというか非常に懸念していたのは、萎縮効果が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ど。

そして、やはり刑事責任、刑事罰の謙抑性ということはなお維持しなければいけないのでないか。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——これは教育的に入っているのだろうと思うのですけれども。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。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、こ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つ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、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と、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、それはやはり一般的の投資家から見ればインサイダー取引と同じような不公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、私には思われないです。

○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かるのかかもしれません、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いますか、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。誰かよく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、そうしたことであらないのであれば、罰せられないからそれでいい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ね。

○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。そのとおりかと思います。

#### 【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、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は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には、先生のおっしゃるようにうっかり言ってしまったというだけではなくて、重要事実等だとわかった上で、でも業務上伝えないとけない場合もあるし、連絡させないとけない場合もある。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。そういうと萎縮させてしまう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をする場合とか、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して、まさか買おうとしていると思っていなかつたという話はないですから……。

○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けれども、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つ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なと思って言う場合があるのではないかと。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 逃げるようすれども、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。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つたように、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ができませんよ、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言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。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かけれども、勧告事例等々でならしているという感じでしようかね。

○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けれども、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けれども。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のでしょうから、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ろうと思うのですけれども、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だめなのでしょうね。

○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いますけれども。

### 【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ページの下のほうの、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つて、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、それを受け取引した、あるいは刑事罰が科されない單なる167条の2の違反になるかどうかであれば取引をしなくとも、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つたと思いますが、佐伯先生の書き方によると、「同様に、本来の目的も單に行行為者の主觀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す。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でしょうか。

○北村 具体的な事例は言えないですけれど、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ね。

○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つかかるところ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、事実認定のところで、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、重要事実等を知つたら、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ね。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 重要事実等はにおわせない。

○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、「売買せよ」ではなくて、「売れ」か「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、当該売買等をすること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ろうと思います。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、多分船津先生の考え方にはならないのではないか。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、

パラレルに考えていくという考え方に対する立場ではないでしょうか。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す。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うのですけどね。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か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、時間が来てしましました。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たいと思います。

ありがとうございました。