HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	情報伝達・取引推奨規制についての詳解と論点考察
Author(s)	荻野, 昭一
Citation	經濟學研究, 63(2), 207-227
Issue Date	2014-01-24
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/54586
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES_63(2)_207.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 63−2
北海道大学 2014.1

情報伝達・取引推奨規制についての詳解と論点考察

荻 野 昭 一

1．はじめに

「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が平成25年6月12日に成立し，同月19日に公布された[1]。ほぼ毎年のように改正されている金融商品取引法（以下「金商法」又は「法」という。）であるが，今般の改正の中には，昭和63年に制定されたインサイダー取引規制の基本的構成を大きく変換させる改正が含まれている。

すなわち，インサイダー取引規制とは，上場会社等の役員等の特別の立場にある者が，重要事実等を知った場合において，これが公表される前に所定の有価証券の取引を行うことを規制しているものである。現行規制は，利益を図ることが目的とされていないのみならず，インサイダー情報に基づいて売買をすることやその情報を利用して売買することさえも要件とされていないなど，主観的かつ抽象的な評価概念を要件としない極めて形式的な規制体系となっている[2]。そして，情報受領者によるインサイダー取引を助長・誘発する可能性のある情報伝達行為については，インサイダー取引の教唆犯又は幇助犯に該当する可能性がある[3][4]ものの，その情報伝達行為自体は禁止の対象とはされてこなかった[5]。今般のインサイダー取引規制に関する部分の法改正（以下「改正法」という。）においては，これまで禁止行為とされてこなかった情報伝達行為及び取引推奨行為を規制の直接の対象としたところに大きな意義が認められる[6]。すなわち，従来，取引をしない限りにお

1）「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が平成25年4月26日に第183回通常国会に提出され，同年6月12日に成立した。同法は，情報伝達行為に対する規制の導入等のインサイダー取引規制の強化，投資一任業者等による運用報告書等の虚偽記載等に係る制裁の強化，投資法人の資本政策手段の多様化，大口信用供与等規制の強化，金融機関等の資産及び負債の秩序ある処理に関する措置の整備等広範かつ多岐にわたるものである。

2）このような規制体系は，客観的かつ具体的な構成要件を規定することによって，予測可能性を高め，取引の法的安定性への寄与と規制の実効性の確保を企図したものと評価できる（拙稿（2012）「インサイダー取引規制に係る決定事実とその判断基準」經濟學研究，62巻1号，14頁参照）。

3）これまでのインサイダー取引事案に関し，情報伝達を受けた者が教唆犯・幇助犯として処罰されたケースは，教唆犯として1件（平成11年告発のトーア・スチール株事件）とされていたところ（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3回資料論点メモ（1）」（2012.10.16）参照），その後，平成24年告発のSMBC日興証券執行役員による情報伝達行為の教唆犯が認められ，有罪判決が出ている（2013.9.30横浜地裁）。

4）平成16年法改正によって導入され，その活用が期待されている課徴金制度は，幇助犯や教唆犯が対象とされていないため，情報伝達行為をした者に対し，違反行為抑止のための措置を講ずることができない。

5）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・健全性に対する投資者の信頼を害するのであるから，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と考えられていた（横畠裕介（1989）『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』商事法務研究会，127頁参照）。

6）インサイダー取引は，不公正な情報利用の一形

いては，原則，インサイダー取引違反とはされてこなかったものが，今後は，自らの取引の如何にかかわらず，情報の伝達や取引の推奨のみによって，刑事罰が科されることもあり得ることとなる。

今般の改正は，平成 22 年から 23 年にかけて行われた公募増資に関し，平成 24 年にインサイダー取引事件が相次いで摘発されたこと等[7]を受け，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（以下「金融審 WG」という。）において取りまとめられた「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」報告書[8]（以下「WG 報告書」という。）を基盤としたものである。本稿は，WG 報告書の内容に照らしつつ，従来のインサイダー取引規制の基本的構成を大きく変換させることとなる情報伝達・取引推奨規制について，その構成要件を詳解した後，論点を抽出して考察を試みるものである[9]。

なお，当該改正法部分の施行日は，平成 26 年 4 月 1 日が予定されている。

2．改正法の概要

インサイダー取引規制は，上場会社等の重要事実に係る取引規制を法 166 条において，また，公開買付け等事実に係る取引規制を法 167 条において規定しているところ，改正法においては，情報伝達・取引推奨行為の禁止規定を法 167 条の 2 に新設し，これに違反する者に対する課徴金規定を法 175 条の 2 において，罰則規定を法 197 条の 2 第 14 号及び第 15 号において定めている。

具体的には，法 167 条の 2 第 1 項において，上場会社等の重要事実に係る情報伝達・取引推奨行為について，大要，次のように規定している。

①上場会社等に係る会社関係者（元会社関係者を含む）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法 166 条 1 項各号に定めるところにより知ったものは，②他人に対し，当該業務等に関する重要事実について公表がされたこととなる前に，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，③当該他人に対し当該業務等に関する重要事実を伝達し，

態であり，改正法は，より高い次元における情報の不正な利用こそが，本来は規制の対象となるべきとする考え方が問題意識にある（神田秀樹（2013）「インサイダー取引規制の難しさ」金融法務事情，1980 号，1 頁参照）。なお，重要事実の情報伝達行為についての共同正犯が争点とされた判例において，「金商法は，…公開買付者等関係者によるインサイダー情報の提供行為を，それ自体としては処罰の対象としていないのであって，このような法規制の趣旨からすれば，インサイダー情報が重要であるとはいえ，インサイダー情報を提供した公開買付者等関係者の全てについて，買付けを行った第一次情報受領者とのインサイダー取引の共同正犯として処罰するのは，相当でないといわざるを得ない。」（横浜地裁平成 25 年 2 月 28 日 LEX/DB 文献番号 25445402）とする判示は，最近の市場環境の状況を踏まえると，情報伝達行為に対する規制の導入を促しているようにも思える。

7）いわゆる増資インサイダー事件の多発に加え，インサイダー取引を行った機関投資家等に対して課された課徴金の金額が，事案によっては数万円といった少額に過ぎなかったことやインサイダー情報を伝達した証券会社社員の行為が課徴金の対象とされないなどへの批判が高まり，我が国のインサイダー取引規制は欧米諸国に比べて緩やかすぎるのではないかといった疑問が提起された（大崎貞和（2013）「インサイダー取引規制見直しの概要と今後の課題」月刊資本市場，331 号，22 頁参照）。

8）金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf）参照。

9）なお，本稿脱稿後において，立案担当者による解説やこれを踏まえた論文が公表され始めているが，本稿は，これらについては十分に反映されていないことに留意されたい。

④当該他人に対し当該売買等をすることを勧めてはならない。

また，法 167 条の 2 第 2 項において，公開買付け等事実に係る情報伝達・取引推奨行為について，大要，次のように規定している。

①上場会社等に係る公開買付者等関係者であって，当該公開買付者等の公開買付け等事実を法 167 条 1 項各号に定めるところにより知ったものは，②他人に対し，当該公開買付け等事実について公表がされたこととなる前に，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，③当該他人に対し当該公開買付け等事実を伝達し，④当該他人に対し当該買付け等若しくは当該売付け等をすることを勧めてはならない。

さらに，法 175 条の 2 において課徴金について，法 197 条の 2 第 14 号及び 15 号において罰則について，大要，次のように規定している。

①法 167 条の 2 第 1 項又は 2 項の規定に違反して情報伝達行為又は取引推奨行為をした者は，②当該違反行為により情報伝達を受けた者又は取引をすることを勧められた者（以下「情報受領者等」という。）が当該違反行為に係る重要事実について公表がされたこととなる前に当該違反行為に係る特定有価証券等に係る売買等をした場合に限り，③課徴金命令又は刑事罰の対象とする。

なお，法 167 条の 2 第 2 項の公開買付け等事実に係る情報伝達・取引推奨規制は，法 167 条の 2 第 1 項の上場会社等の重要事実に係る情報伝達・取引推奨規制と規制体系が同様であるため，以下，上場会社等の重要事実に係る規制を中心に記述する。

（1）規制の対象者

情報伝達・取引推奨行為が禁止される対象者は，会社関係者及び元会社関係者である。会社関係者とは，単に上場会社等の役職員（社外，社内，常勤，非常勤を問わない）のみならず，その顧問，契約社員，出向社員，派遣社員，アルバイト及びパートタイマーはもとより，上場会社等と契約を締結している者又は契約交渉中の者として，取引先，銀行，証券会社，公認会計士，弁護士，税理士及びコンサルタント等並びにこれらが法人である場合のその役員，社員，契約社員，出向社員，派遣社員，アルバイト及びパートタイマー等をいい，相当広範囲に規制の対象が及ぶこととなる。

ただし，重要事実を法 166 条 1 項各号に定めるところにより知った者に限られるため，仮に会社関係者の地位・立場にあったとしても，重要事実を知らない者はもとより，これらの地位・立場とまったく無関係に重要事実を知った場合であっても規制の対象者にはならない。対象者の範囲は，基本的にはインサイダー取引規制の対象者と同一であるが，第一次情報受領者は対象とされていない。

ところで，なぜ，第一次情報受領者は情報伝達・取引推奨規制の対象から除外されたのであろうか。これに関し，改正法が，情報伝達・取引推奨規制の対象者を画する基準として重視しているのは，役員等をはじめとした会社関係者が上場会社と有する特別な関係にあるとする見解[10]がみられる。この見解は，会社関係者と第一次情報受領者のそれぞれの立場の違いを重視

10）中村聡（2013）「インサイダー取引規制の平成二五年改正と実務上の諸問題」商事法務，1998 号，29 頁参照。「会社関係者から未公表の重要事実の伝達を受けた者（情報受領者）については，上場会社等の内部情報を通常知り得る特別の立場にはな」いとしていることもこれと同旨と考える（齊藤将彦ほか（2013）「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」金融法務事情，1980 号，96 頁参照）。

するものであると考えられる。確かに，上場会社等からみた会社関係者と第一次情報受領者との立場は異なり，この違いを重視する見解も尊重し得る。ただし，ここで特別な関係の意味するところは，上場会社等の重要事実を知り得る特別な立場にあると解されることからすると，両者に程度の違いこそあれ，規制を区分するほどの立場の違いがあるとは思えない。

そもそも，会社関係者は上場会社等と一定の関係があり，その地位，職務等により当該上場会社等の内部にある未公表の情報を知り得る立場にあると考えられる者である。このような立場にある者が，その職務等に関し，会社の業務等に関する未公表の事実を知り，その公表前に当該会社の特定有価証券等を取引することは，公表がされない限りそのような事実を知り得ない一般の投資者と比較して著しく不公平であり，証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を損なうことになると考えられるためインサイダー取引規制の対象としたものと解されている[11]。これに対し，第一次情報受領者は，会社関係者のみを対象とするのでは容易に潜脱的な行為が行われることが想定されることに加え，会社関係者から重要事実の伝達を受ける者は，通常，会社関係者と何らかの特別な関係があるものと考えられるためとされる[12]。すなわち，会社関係者に対する規制の補完的役割と，重要事実を知り得る特別な立場という二つの理由によって第一次情報受領者は規制の対象とされていることとなる。

インサイダー取引規制の必要性からは，第一次情報受領者を会社関係者同様の特別な立場を有するものと考えているのであり[13]，この観点からは先の見解を説明することは難しいように思える。

これに対し，現行法上，情報伝達を受けた者のインサイダー取引規制は，第二次以降の情報受領者には及ばない[14]ことからすると，そうした取引を助長・誘発する可能性のない第一次情報受領者による情報伝達行為には，会社関係者に対する規制の補完的役割は認められないこととなる[15]。すなわち，第一次情報受領者によるインサイダー取引の規制は，会社関係者によるインサイダー取引の禁止を補完するものと理解されているところ，情報伝達行為においては明らかに会社関係者と第一次情報受領者との役割が異なるため，このような補完の必要性がないと判断される。なお，取引推奨行為については，後述するように取引をすることを勧められた者による取引がインサイダー取引に該当するとは限らないため，このような考え方は必ずしもとり得ないものの，取引推奨行為は情報伝達行為禁止の潜脱防止的な趣旨から設けられたことからすると，規制の整合性をとったものと解することが可能である。

また，元会社関係者は，上場会社等に係る業

11）横畠・前掲注5）35頁参照。
12）横畠・前掲注5）121頁参照。
13）第一次情報受領者が，単に一般投資家の知らない重要事実を知っているということからインサイダー取引を禁止するのではなく，会社関係者から重要事実の伝達を受けたということに着目して，そのような者は，通常，会社関係者と何らかの特別の関係があるものと考えられるということから規制の対象としたもの（横畠・前掲注5）124頁参照）とされる。
14）第二次以降の情報受領者について，インサイダー取引規制の対象とした場合には，規制の対象者が極めて広範囲となり，その処罰の範囲が不明確となって，無用の社会的混乱が生ずるおそれがあるためとされる（三國谷勝範（1990）『インサイダー取引規制詳解』資本市場研究会，24頁。横畠・前掲注5）122頁）。同様に法的秩序の安定性という観点を重視する見解がある（参議院大蔵委員会会議録第15号〔藤田恒郎政府委員答弁〕（1988.5.19）参照）。
15）もっとも，第二次情報受領者を処罰の対象としない法制は異例であり，今回の改正で情報伝達の禁止を情報受領者にも及ぼすことによって，第二次情報受領者による取引を抑止するという立法政策をとることもできたとする見解も説得的である（黒沼悦郎（2013）「インサイダー取引規制の改正」ジュリスト，1460号，25頁参照）。

務等に関する重要事実を法166条1項各号に定めるところにより知った会社関係者であって，その会社関係者でなくなった後1年以内の者をいうのであるから，重要事実を会社関係者であった時点で知ったものであって，当該会社関係者でなくなってから情報伝達・取引推奨行為を行うときの元会社関係者が対象となる。すなわち，元会社関係者となった後に知った重要事実に係る情報伝達・取引推奨行為については，元会社関係者としての問題ではなく，法166条1項各号に定める会社関係者に該当するか否かの問題となる。

なお，規制の対象者には上場会社等自身は含まれていないが，これはインサイダー取引規制そのものも対象とされていないことと同旨と考える。すなわち，上場会社等は，その役員等を通じてしか情報伝達行為や取引推奨行為をすることができず，その役員等が上場会社等の業務として特定伝達等行為[16]をした場合には，当該上場会社等が課徴金命令の対象とされ（法175条の2第13項，14項），また，その役員等が違法に情報伝達・取引推奨行為を行った場合には，当該役員等が処罰の対象となるのに加え，当該上場会社等も両罰規定により処罰の対象とされる（法207条1項2号）。したがって，結果的には上場会社等自身にも規制の効果が及ぶこととなる[17]。

（2）主観的要件

改正法は，他人に対し重要事実の公表前に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という主観的要件が設けられている。これは行為者の主観に応じて規制対象を限定することにより，上場会社等の健全な事業活動に支障を生じさせない趣旨であり[18]，違法となる範囲を合理的に限定しようとする意図がある[19]と解される。主観的要件を設けた趣旨は，WG報告書によると，「上場会社の通常の業務・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」たものであるとし，「上場会社では，例えば業務提携の交渉や投資家向け説明など，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」ことから，「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」としている。すなわち，未公表の重要事実を知っている者による情報伝達・取引推奨行為のすべてが，規制の保護法益を侵害する危険性を惹起するものではなく，情報伝達・取引推奨行為のうち主観的要件を充足したものがその危険性を高めるためであると考えられる。

このようにWG報告書では，「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と提言されていたところ，改正法は，「売買等を

16）法167条の2第1項に規定する目的をもって同項の伝達をし，又は同項の売買等を勧める行為をいう（法175条の2第13項，第14項参照）。

17）上場会社等自身を規制対象とすると，重要事実を知らない社内の他の役員等が取引推奨行為をした場合であっても規制の対象となってしまうなどの弊害が想定される。

18）鈴木克昌ほか（2013）「情報伝達・取引推奨行為規制に対する米英からの示唆（下）」商事法務，2004号，28頁参照。

19）中村・前掲注10）30頁参照。さらに，情報伝達者の意図に反する形で，情報が悪用されてインサイダー取引を招いてしまったようなケースについてまで，情報伝達者の責任を追及することは酷であるという判断があるとする見解がある（横山淳（2013）「情報伝達行為等に対するインサイダー規制」大和総研証券・金融取引の法制度，2013年5月15日号，8頁）。

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」とされ，取引をさせることのほかに，利益取得又は損失回避目的とその因果関係が加重されている点[20]には留意が必要である[21]。この主観的要件の内容は，後述する取引要件との関連に鑑みると，実質的には，「不当な情報伝達・取引推奨行為を行って当該行為が相手方の投資判断の要素となって実際に取引を行わせる目的」[22]であると理解される。

ここで，取引をさせることにより，利益を得させ，又は損失の発生を回避させることが主観的要件とされ，条文上「させる」という文言が用いられていることに鑑みると，行為者の積極的な主観的要素が想定されているもの[23]と思われる。このような主観的要素が取引のほかに，損益にも求められていることは，情報伝達・取引推奨行為全般を規制対象とした場合に懸念される企業の通常業務・活動への支障を相当程度限定する機能を有するものと考えられる[24]。

もっとも，一般的には，他人に取引を行わせる目的があれば，その波及的効果としての利益取得又は損失回避の目的が付随するものと考えられること[25]から，両者を主観的要件とすることについて，特に大きな影響は生じないのかもしれない。ただし，個別の取引態様によっては，取引を行わせる目的は有するものの，利益取得又は損失回避目的は併存しないようなものもあり得ることが指摘されているところである[26]。

なお，行為者の積極的な主観的要素が求められるとはいっても，情報伝達者が積極的にインサイダー取引を行わせて，利益を得させる（損失を回避させる）ことを意図しているような場合のみには限定されないものと考えられる。例えば，未公表の重要事実を伝達すれば，情報受領者が取引を行って利益を得る（損失を回避する）強い蓋然性があるということを認識・認容していたという事実が認められれば，情報伝達者に「利益を得させ」又は「損失の発生を回避

20）金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A」（2013.9.12）問7参照。中村・前掲注10）30頁参照。

21）金融審WGの議論においては，「取引を行わせる目的」に限定した議論がなされたわけではなく，金融庁による論点整理にもみられるように「上場会社の健全な業務活動の中で行われる情報伝達・取引推奨行為に支障が生じることがないような要件として，例えば「『取引を行わせる目的』をもって重要事実を伝達・取引推奨する」などの主観的な要件を加重することについてどう考えるか。あるいは，これに代わる適切な要件が考えられるかが論点」とされている（金融審WG第3回議事録〔増田市場機能強化室長説明〕（2012.10.16）参照）。

22）松尾直彦（2013）『最新インサイダー取引規制』金融財政事情研究会，38頁参照。

23）中村・前掲注10）33頁参照。

24）業務上必要な社内外における情報交換や情報共有をした場合，日常会話の中で家族や知人に重要事実を話した場合，IR活動として自社への投資を促すような一般的な推奨をした場合については，主観的要件を欠くとする解釈が示されている（金融庁Q&A・前掲注20）問1～3参照）。

25）この場合の「利益」又は「損失」は，通常は「買いと売り」又は「売りと買い」の反対売買を経て初めて認識されるものであるが，このように解することは，そもそものインサイダー取引規制の趣旨を没却するものであり，「買い」のみ，「売り」のみで要件を充たすべきと考える。すなわち，重要事実の公表により価格が上昇すると判断したときの「買い」は利益の取得に該当し，価格が下落すると判断したときの「売り」は損失の発生の回避に該当すると解される。さらに，売買手数料や運用報酬（又はその減少の回避）等の経済的利益・損失も対象となると解される（佐伯仁志（2013）「刑法からみたインサイダー取引規制」金融法務事情，1980号，11頁参照）。

26）中村・前掲注10）30～33頁参照。これに関し，他人に未公表の重要事実の伝達をした上で，いわゆるクロクロ取引を行った場合には，情報伝達によって取引をさせる目的はあるものの，通常は利益を得させる目的要件は満たさないとして，両者の区分の意味を明らかにして解説しているケースもみられる（金融庁Q&A・前掲注20）問7参照）。

させる」目的があったと認定されるとの見解[27]も示されているところである。これに対し，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主観的要件の存在が認められるとする見解[28]もみられるが，いずれにしても，主観的要件の立証については，行為者自身の供述のほか，関係者の供述，情報受領者等との関係，情報伝達・取引推奨行為を行った経緯，状況，取引資金の流れなどを総合的に勘案することになるものと思われる[29]。

この主観的要件には，他人に取引をさせないことにより，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は，文理上，該当しないものと解される[30]。

なお，改正法は，「他人」の利益取得又は損失回避を主観的要件としている。しかし，そもそもインサイダー取引は，会社関係者等が，重要事実を知った場合について，これが公表される前に所定の有価証券の取引を行うことを規制しているものであって，その取引が自己の計算によるものか，他人の計算によるものかは問わない。また，取引そのものを規制しているのであって，利益取得又は損失回避の目的をも問わない。したがって，改正法のような主観的要件によって規制行為をある程度限定することの趣旨は理解できる[31]ものの，これをあまり厳格に解することは，規制の実効性を希薄にすることにもなりかねず[32]，現行のインサイダー取引規制体系との整合性が問題となるように思われる。

なお，情報伝達・取引推奨の行為時点において主観的要件が認められれば，結果として，情報受領者等が取引を行わなかった場合であっても，また，利益又は損失が発生しなかった場合でも法 167 条の 2 の規定は適用されるものと解される[33]。

（3）規制の対象行為（情報伝達行為）

規制の対象となる行為の一つ目は，他人に対し，未公表の重要事実を伝達する行為である。情報伝達行為を規制する理由は，WG 報告書によれば，「上場会社の未公表の重要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」ため，「こうした取引を助長する情報伝達行為は，未公表の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おそれがあり，適切な抑止策を設ける必要がある」とする。すなわち，インサイダー取引の未

27）池永朝昭（2013）「インサイダー取引規制に関する WG　報告書の検討と銀行業務への影響」金融，2013 年 3 月号，15 頁参照。
28）齊藤ほか・前掲注 10）97 頁参照。
29）衆議院財務金融委員会議事録第 9 号〔森本政府参考人答弁〕（2013.5.21）参照。
30）例えば，株式の売付けをしようとしていた他人が，上場会社の株価上昇の要因となるような未公表の重要事実の伝達を受けた場合には，その情報受領者は売付けを断念することにより，また，株式の買付けをしようとしていた他人が，上場会社の株価下落の要因となるような未公表の重要事実の伝達を受けた場合には，その情報受領者は買付けを断念することによって，利益取得又は損失回避をすることが可能となる。もっともこのことは，インサイダー情報を知って売買をしない行動をとった場合における現行インサイダー取引規制と同様の構造的な問題である。
31）情報伝達行為の内容が条文上明確ではなく，場合によっては相当広範な行為を含み得ることから，これを一定程度限定することには意味がある。
32）例えば，情報伝達の相手方である「他人」と利益取得・損失回避させる「他人」が同じ者とされていることから，情報受領者等が法人に属する役職員である場合には，「他人」の範囲を個人に限定するのか，法人まで拡大するのか，「他人の損益」の範囲を個人の計算に限定するのか，法人の計算まで拡大するのか等の問題が指摘されている（中村・前掲注 10）30～33 頁参照）。
33）もっとも，後述するように，取引が行われない場合には，課徴金や刑事罰の対象とはならない。

然防止の観点があると考えられる。

この場合の「伝達」については，第一次情報受領者を規制する法 166 条 3 項に規定する「伝達」と同様の解釈が相当と考えられる。すなわち，「伝達」とは，会社関係者から物理的に直接伝えられたかどうかといった形式的な判断ではなく，実質的に判断されるものであり，会社関係者が重要事実を伝達する意思で実際にその伝達行為を行い，その結果伝達の対象となった者が当該重要事実を知った場合には，その伝達の方法の如何を問わず，重要事実の伝達があったものと解されている[34]。すなわち，会社関係者が対面する相手方に直接重要事実を伝達する行為はもとより，電話・メール等の通信手段を用いて伝達する行為，中間に他の者を介在させて伝達する行為であっても，当該会社関係者が重要事実を伝達する意思をもって実際にその相手方に当該重要事実の伝達行為が行われ，その結果として相手方が当該重要事実を知るに至った場合には伝達があったものと判断されることとなる。

一方，会社関係者に伝達する意思がないことが明確である場合には，当該会社関係者から重要事実を知ったとしても伝達には当たらないと解される。例えば，会社の役員同士の立ち話がたまたま相手に聞こえてしまったような場合，会社関係者の話が盗聴され，または重要書類を盗み見されて重要事実が知られたような場合[35]などが考えられる。この点，先般の新聞報道[36]にあった上場会社のウェブサイトに不正にアクセスして未公表の決算情報を得たような事例も情報伝達行為には該当しないものと思われる[37]。

このように，「伝達する意思」が規制を区分する分水嶺の役割を果たすが，その判断に当たっては，未必的認識で足り，重要事実を法 166 条 1 項各号に定めるところにより知った会社関係者が，当該重要事実を情報受領者が認識するであろうことを予見しつつ伝えれば伝達されたものと解されている[38]。例えば，会社幹部による重要会議が，社外の会場を借りて行われた場合，社外の会場設営者やその従業員が会議の場にいることを会社幹部が承知しており，会議の内容が聞かれていることを黙認しながら会議を進めたような事情がある場合には，会社関係者は当該会場設営者やその従業員へ重要事実の伝達をしたものと解されている[39]。また，伝達行為を行う会社関係者の主観として，積極的に重要事実を伝えるという意図がなかったとしても，相手方が重要事実を知り得る方法・態様の伝達行為を意識的に行えば，通常は当該会社関係者に伝達の意思が認められるとする見解も示されている[40]。このような情報伝達者側の状況に加え，情報受領者側に受領の認識が伴わなければ「伝達」があったと評価することができないとする見解もみられる[41]。なお，伝達する内容は，重要事実の内容の一部であっても[42]，

34）横畠・前掲注 5）122 頁参照。
35）横畠・前掲注 5）124 頁参照。
36）平成 25 年 3 月 14 日付け日本経済新聞参照。
37）もっとも，不正アクセスや盗聴等が情報伝達行為に該当しないということにとどまり，問題のない行為であるとの趣旨ではない。
38）三國谷・前掲注 14）28 頁参照。服部秀一（2001）『インサイダー取引規制のすべて』商事法務研究会，55 頁参照。松尾直彦（2012）「証券取引等監視委員会と情報伝達規制のあり方」商事法務，1979 号，23 頁参照。
39）木目田裕監修，西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編（2012）『インサイダー取引規制の実務』商事法務，71 頁参照。
40）松葉知久（2013）「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 頁参照。
41）梅澤拓（2013）「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，48 頁参照。
42）齊藤ほか・前掲注 10）97 頁参照。横畠・前掲注 5）123 頁参照。木目田・前掲注 39）71・72 頁参照。なお，重要事実の一部だけでは投資判断に重要な影響があるとはいえない場合には重要事実の伝達には該当しないとする（梅澤・前掲注 41）49 頁参照）。

また，重要事実と認識し得る程度の内容であっても[43]情報伝達行為と判断される可能性があることを踏まえると，特に主観的要件との関係が重要となる[44]。

（4）規制の対象行為（取引推奨行為）

規制の対象となる行為の二つ目は，他人に対し，未公表の重要事実のある上場会社等の特定有価証券等に係る売買等を勧める行為である。取引推奨行為を規制する理由は，WG 報告書によれば，「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，また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の潜脱的行為が行われるおそれがある」ことと，「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」，「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」とする。すなわち，情報伝達行為禁止の潜脱防止の観点とインサイダー取引の未然防止の観点があると考えられる。

ところで，取引を推奨する要件として，WG 報告書は，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ことを記述しているが，改正法においてはこのような要件は設けられていない。そのため，他人に対し，未公表の重要事実のある上場会社等の特定有価証券等に係る売買等を勧める行為全般が規制の対象となり得ることには留意が必要である[45]。特に，取引推奨規制違反は，明示的に取引推奨を行う場合だけに限られるものではなく，規制違反に該当するか否かは行為者の言動等によって実質的に判断され，仮に明示的に取引推奨を行わなかったとしても，相手方に対して早期の，又は一定期間内の売買を促すような言動等を行った場合には規制違反となるおそれがあるとされている[46]。

上場会社等が行う IR 活動は，当該企業への理解を深め健全な株価の形成を目的としていることに鑑み，株式の取得を推奨する側面があるため，健全な IR 活動への懸念が指摘されているところであるが[47]，通常の IR 活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については，主観的要件を欠くため基本的には規制対象とならないとする解釈が示されている[48]。また，単なる情報提供，紹介や消極的な態様の行為は「勧める」に該当しないとする見解もある[49]。これらの点も主観的要件との関係

43）松葉・前掲注 40）19 頁参照。

44）より具体的には，相手方に取引をさせる意図がない情報伝達行為に関しては，取引をさせる目的がないことを明示し，相手方による公表前の取引が禁止されること又はインサイダー取引規制に違反するおそれのあることを明示することが適切であり，相手方が取引を行う可能性のあることを前提とした情報伝達行為に関しては，真の情報伝達目的を明示し，主観的要件に抵触するものでないことを明確にするなどの措置をとることが適切（中村聡（2013）「インサイダー取引規制における情報伝達・取引推奨行為規制の導入」金融法務事情，1971 号，5 頁参照）と考えられる。

45）この点，金融審 WG の議論の中で，「取引推奨というのは，会社関係者等であって，情報を知っている者が取引推奨をする行為を禁止しようというものであり」，「その取引推奨を受けた者は，やはり会社関係者との関係があって，特別な地位にあるために，そのような取引推奨を受けた者の行う有価証券の売買等が，一般投資家との関係で不公正と見られると考えられる」，「したがって，この場合には仄めかしとか，あるいは立場を示すということを要件にする必要はない」旨の意見が出されている（金融審 WG 第 3 回議事録・前掲注 21）〔黒沼悦郎発言〕参照）。

46）金融庁 Q&A・前掲注 20）問 5 参照。

47）鈴木ほか・前掲注 18）28 頁参照。

48）金融庁 Q&A・前掲注 20）問 3 参照。

49）松尾・前掲注 22）34 頁参照。

が重要となる[50]。

なお，取引推奨行為は，情報伝達行為禁止の潜脱防止の観点からは，通常，重要事実の伝達がない場合を想定しているものと思われ，この場合には取引をすることを勧められた者がその推奨に基づき取引を行ったとしても，インサイダー取引違反には該当しないものと解される[51]。

(5) 取引要件

情報伝達・取引推奨行為をした者は，その違反行為により情報受領者等が，当該違反行為に係る重要事実について公表がされたこととなる前に当該違反行為に係る特定有価証券等に係る売買等（法 166 条 6 項各号に掲げるインサイダー取引の適用除外に該当するときを除く）をした場合に限り，課徴金命令又は刑事罰の対象となる。すなわち，情報伝達・取引推奨行為をした者であっても，取引要件が充足しない限り，課徴金命令又は刑事罰の対象とはならないことには留意が必要である。この取引要件は，禁止行為の構成要件ではなく課徴金又は罰則の要件として規定されていることから，取引要件を充たさない情報伝達・取引推奨行為は，法律違反ではあるものの，課徴金命令又は刑事罰は科されないこととなる。

取引要件を設けた趣旨は，WG 報告書によると，「上場会社の通常の業務・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」たものであるとし，「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」こと，及び「情報伝達・取引推奨が行われたのみで直ちに課徴金・処罰の対象にす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」としている。上場会社等の健全な事業活動に支障を生じさせないようにするといった観点は主観的要件と共通するが，不正な行為が投資判断の要素となって取引が行われない場合には，課徴金命令又は刑事罰を科す必要性は低いと判断しているところは注目される。この点については後述する。

なお，取引要件について WG 報告書は，「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」と提言されていたところ，改正法には「投資判断の要素となって」という要件は反映されていない。ただし，条文上は，「当該違反（行為）により・・・当該違反（行為）に係る・・・売買等をした場合」とされていることから，情報伝達・取引推奨行為と取引との因果関係が必要になるものと解される。そして，その判断において，「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は制裁等の対象とする必要性は必ずしも高くない」ことからすると，すべての取引が要件の対象となるのではなく，投資判断の要素としての可否がその境界を分かつものと思われる[52]。

---

50) より具体的には，取引推奨と認定されるおそれのある行為を行う真の目的を明示し，主観的要件に抵触しないものであることを明確にしておくことが重要（中村・前掲注 44）5 頁参照）と考えられる。なお，主観的要件は単に行為者の主観に存在すれば良いわけではなく，客観的に取引が行われる一定程度の可能性が存在してい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との見解が示されている（佐伯・前掲注 25）15 頁参照）。

51) もっとも，情報伝達行為に併せて，取引推奨行為を行うような場合も排除されてはいないため，このような場合にはインサイダー取引規制が及ぶこととなる。

52) ただし，この点を探求すると，現行インサイダー規則との関係が問題となる。すなわち，現

（6）その他

金融商品取引業者等は，証券市場のゲートキーパーとして公共性の高い役割を担っており，市場の公正性・健全性を保つために，顧客の売買審査を行うなど，不公正取引を防止するための積極的な取組みを行うべき立場にある。その金融商品取引業者等の役職員が，その職務に関して顧客に対し，企業の内部情報に係る情報伝達行為や取引推奨行為を行った場合には，単に当該業者に対する不信が生じるだけでなく，我が国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ものと考えられる。そこで，WG 報告書では，金融商品取引業者等に対する実効性のある抑止策として，課徴金についてより抑止効果の高い計算方法とすることと，注意喚起及び違反抑止を図る観点から，当該役職員の氏名を明らかにすることが適当である旨の提言がなされた[53]。

これを受け，改正法は，法 167 条の 2 の規定に違反した金融商品取引業者等に対しては，取引要件が充足される限り，その業の類型に基づく手数料に着目した課徴金額を課すこととした。また，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，内閣府令で定めるところにより，法令違反行為を行った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規定（法 192 条の 2）を新設した。この公表規定は，インサイダー取引規制関連に限られず，広く金商法に違反する行為全般が対象となることから，その取扱いが明確化されることとなる[54]。

なお，WG 報告書において，機関投資家等の運用担当者等が取引上の立場を利用して未公表の重要事実を要求するなどにより，インサイダー取引を行ったような，いわゆる重要事実の要求行為については，違反行為において中心的な役割を担った者等の氏名を明らかにし，将来の取引相手となり得る証券会社や投資者等に対して注意喚起していくことが適当である旨の提言がなされていた。

これに対し，改正法においては，重要事実の要求行為そのものを直接規制の対象とはしていないものの，重要事実の要求行為により情報を得て取引を行えばインサイダー取引違反となり，当該要求行為をした者は既述の公表措置の対象になるものと思われる。

3．課徴金命令・刑事罰

（1）課徴金命令

法 167 条の 2 の規定による違反行為をした者は，取引要件が充足される限り，課徴金命令の

行インサイダー取引は重要事実を知って取引をすることが禁止されているのであって，取引がどのような事情に基づいて行われたかという理由を問わないで「知った」という事実をもって規制の対象とされている。これに対し，情報受領者等の取引において不正な情報伝達・取引推奨行為との因果関係を求めることは，インサイダー取引そのものの立証において両者に乖離を生じさせることとなる。したがって，実務上はこの乖離を埋めるような運用がなされるものと想定される。立案担当者によると，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（因果関係は）充たされるとする（齊藤ほか・前掲注 10）98 頁参照）。

53）すでに金融商品取引業者等については，業規制や自主規制により法人関係情報の管理に関するルールが存在していることに鑑み，規制が過重なものとなることによって，市場仲介業務に萎縮効果が生じ，必要な情報の流通に支障を来たすことになれば，かえって証券市場の機能を低下させ，有価証券の円滑な取引を妨げることになり得ること等の配慮も踏まえ，違反行為に対するエンフォースメント手段について，より実効性のある抑止が図られるような提言がなされたとする（金融審 WG 第 6 回議事録〔増田説明〕（2012.12.11）参照）。

54）なお，公表措置そのものは，行政手続法上の不利益処分には該当しないと解されることから，同法に基づく意見陳述のための手続きの適用はないと考えられる。

対象となる（法 175 条の 2）。WG 報告書によると，「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相当のものとすることが適当」，「仲介業者の役職員がその業務に関し不正な情報伝達・取引推奨を行い，それが投資判断の要素となって取引が行われた場合の課徴金については，・・・より抑止効果の高い計算方法とすることが適当である」としている。

これを受け，改正法は，納付すべき課徴金額として，①原則として，違反行為により情報受領者等が行った売買等によって得た利得相当額の 2 分の 1 の額，②仲介関連業務[55]に関して違反行為をした場合（次の③を除く）は，情報受領者等から違反者に対して支払われる違反行為をした日の属する月における仲介関連業務の対価相当額として内閣府令で定める額の 3 倍の額，③募集等関連業務[56]に関して違反行為をした場合は，情報受領者等から違反者に対して支払われる違反行為をした日の属する月における仲介関連業務の対価相当額として内閣府令で定める額の 3 倍の額と，当該募集等業務及び当該募集等業務に併せて行われる有価証券の引受業務の対価相当額として内閣府令で定める額の 2 分の 1 の額との合計額が規定されている。

（2）刑事罰

法 167 条の 2 の規定による違反行為をした者は，取引要件が充足される限り，刑事罰の対象となり（法 197 条の 2 第 14 号・15 号），インサイダー取引違反と同様，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となる。また，法人の代表者又は代理人，使用人その他の従業者が，その法人の業務又は財産に関し，法 197 条の 2 の規定の違反行為をした場合には，両罰規定としてその法人に対して 5 億円以下の罰金刑が科される（法 207 条 1 項 2 号）。

4．諸外国の情報伝達・取引推奨規制

情報伝達・取引推奨規制の導入に当たり，金融審 WG において国際的規制環境の同等性の観点から，諸外国の規制を検討の材料としている。以下，長い資本市場の歴史を有する米国と英国の規制の概要についてみていく。いずれの国においても，情報伝達・取引推奨行為を規制の対象としていることがわかる。

（1）米国の規制

米国のインサイダー取引規制体系が，我が国や欧州とも大きく異なるものであることは周知のことと思われるところ，その基本的な規制構造は，1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act）10 条(b)項及び SEC 規則 10 b-5 に基づいている。すなわち，一般的な証券詐欺禁止規定を適用しており，インサイダー取引について，その定義をはじめ禁止されるべき行為すら規定されていない。もっぱら判例の形成によってインサイダー取引違反が構成されてきており，古くから[57]，信認義務理論[58]と不正流用

55）特定有価証券等に係る法 2 条 8 項 2 号（有価証券等の売買，媒介，取次ぎ又は代理）又は 3 号（取引所金融商品市場における有価証券等の売買の委託の媒介，取次ぎ又は代理）に掲げる行為，同項 4 号に掲げる行為（店頭デリバティブ取引の媒介，取次ぎ又は代理），同項 10 号に掲げる行為（いわゆる PTS 運営業務における有価証券の売買の媒介，取次ぎ又は代理）その他これらに類するものとして政令で定める行為に係る業務をいう（法 175 条の 2 第 1 項 1 号）。これは，金融商品取引業者のみならず，登録金融機関及び金融商品仲介業者が行う業務も含まれる。

56）特定有価証券等に係る法 2 条 8 項 9 号に掲げる行為（有価証券の募集若しくは売出しの取扱い又は私募若しくは特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い）に係る業務をいう（法 175 条の 2 第 1 項 2 号）。これは，金融商品取引業者のみならず，登録金融機関及び金融商品仲介業者が行う業務も含まれる。

57）市場取引についてのインサイダー取引が問題になったのは 1960 年代（Cady 審決（40 S.E.C.907

理論[59]の論理展開によってインサイダー取引の範囲が画されてきた。前者は発行会社の株主と信認関係に立つ者，後者は重要な未公開情報へのアクセスを許可した情報源と信認関係に立つ者に対してインサイダー取引を禁止するものである。この二つの理論は，現在においてもそれぞれ有効な理論として一般的にインサイダー取引事件に関して適用されている[60]。

我が国のインサイダー取引規制とは全く異なる規制体系と論理構成を持つ米国規制は，二つの点において我が国では不可解なものとみられている[61]。第一に，責任の成立に特定の主体に対する義務違反を要求すること，第二に，情報源に対する義務違反が証券詐欺と解釈されていることである。その考え方の根底には，我が国は，対市場との関係を重視し，証券市場に対する公正性・健全性の維持と投資者の信頼失墜回避を目的としてインサイダー取引を規制する立場をとっているのに対し，米国では行為者の詐欺理論の展開を重視していることにあるとみられている[62]。すなわち，特定の主体に対して義務違反を要求しているのは，証券詐欺を構成するためであり，その証券詐欺の構成が必要な理由は1934年証券取引所法10条(b)項及びSEC規則10b-5の条文に該当させるためであるという，多分に歴史的・沿革的な事情にあるとされる[63]。

そしてこの論理構成が，情報伝達・取引推奨行為に対する規制について重要な意味を持つこととなる。すなわち，信認義務理論においては，情報受領者等のインサイダー取引による責任が発生するためには，その前提として特定の者である情報伝達行為をした者に義務違反が発生していなければならないとされているためである。そして，①企業の内部者が，未公開情報を情報受領者等に伝達したことにより，当該企業の株主に対する受託者責任に違反したこと，②情報受領者等が，当該受託者義務違反について認識していたか又は認識すべきであったこと，の二つの要件が充足される場合には，情報伝達・取引推奨行為をした者に義務違反が発生し，情報受領者等も責任を負うとされる。この情報伝達行為をした者の受託者責任違反は，自ら何らかの個人的利益を得る目的があった場合にのみ認められるとされる[64]。この場合の個人

(1961))，SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 判決（401 F.2d 833(2nd Cir. 1968))とされるが，それ事前にも，相対取引によるインサイダー取引事例は存在した。Oliver v. Oliver 判決（45 S.E.232(Ga.1903))，Kardon v. National Gypsum Co.判決（73 F.Supp.798(E.D. Pen.1947))参照。

58) 初めて米国で信認義務理論が問題となったのは，Chiarella v. United States 判決（445 U.S. 222(1980))とされる。その後，信認義務理論をとることを確認した判決としてDirks v. SEC 判決（463 U.S.646(1983))が有名。

59) 信認義務理論ではその対象となる者があまりにも狭過ぎるという批判から出てきたのが不正流用理論であり，Chiarella 判決直後からいくつかの巡回区控訴裁判所で採用されていたが，初めて連邦最高裁判所で認められたのが1997年のUnited States v. O'Hagan 判決（521 U.S. 642(1997))である。

60) 鈴木克昌ほか（2013)「情報伝達・取引推奨行為規制に対する米英からの示唆（上)」商事法務，2002号，21頁。

61) 大証金融商品取引法研究会「アメリカのインサイダー取引規制」〔萬澤陽子報告〕(2012.10.26）参照。

62) 米国が我が国のように対市場との関係を根拠とした不公正としてインサイダー取引を禁止することができない理由は，市場との関係においては，インサイダー取引の行為は詐欺になり得ないためであるとする。すなわち，米国では，インサイダー取引について，個別具体的な条文ではなく詐欺を禁ずる一般条項で規制されてきたため，このルールによって禁止するためには，インサイダー取引を詐欺と解釈する必要があったためであり，我が国のように金商法166条や167条のような個別具体的な条文をつくらずに，10b-5という詐欺を禁ずる条項でインサイダー取引を規制しようとした以上，しかたのない帰結だったとする（大証研究会・前掲注61）萬澤発言参照)。

63) 大証研究会・前掲注61)〔伊藤靖史発言〕参照。

64) 鈴木ほか・前掲注60）23頁参照。

的利益は極めて広く解釈されており，経済的利益に限らず，行為者自身の評判の向上，見返りに何らかの情報を得られるという期待，満足からでも足りるとされる[65]。

また，不正流用理論においても，情報伝達行為をした者が，情報源に対する信認・秘匿義務に違反して情報受領者等に伝達した場合には，当該情報受領者等に責任が発生すると考えられている[66]。

なお，いずれの理論においても，情報受領者等の取引が行われた場合に限り，情報伝達行為又は取引推奨行為を行った者が責任の対象とされる。もっとも，情報伝達行為と取引推奨行為の二つの類型の区分については，特段重視されておらず[67]，実務上は情報伝達行為の事実認定の問題として取引推奨行為が処理されることが多いとされる[68]。

(2) 英国の規制

英国におけるインサイダー取引規制体系は，やや複雑であり，1993年刑事司法法（Criminal Justice Act 1993），2000年金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act 2000）及び2012年金融サービス法（Financial Services Act 2012）の3つの規制体系により規定されている。

もっとも，まったく異なる3つの規制内容が併存しているわけではなく，現実には，刑事司法法及び金融サービス法7章に基づく刑事上のインサイダー取引及び不公正取引と，金融サービス・市場法に基づく行政規制違反としての市場阻害行為には重複する部分も多い[69]。したがって，規制当局[70]は一つの事案において，別個の法令に基づく複数の訴追手続きを有することとなり，インサイダー取引規制に関する理解を複雑なものとしている[71]。

刑事上のインサイダー取引及び不公正取引については，訴追者が当該違反行為につき合理的な疑いを超える程度の証明を行うことが求められるのに対し，行政規制違反としての市場阻害行為の訴追については，これよりも証明度が低い当該行為の蓋然性の証明のみで足りるとされている[72]。

刑事司法法52条1項及び2項は，内部者として情報を有する者が，当該情報が価格に影響を及ぼす証券（price-affected securities）の取引を行うこと（deal），当該情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を他人に推奨すること（encourage），又は他人にその情報を開示すること（disclose）を，それぞれ刑事上のインサイダー取引とする。ただし，刑事司法法52条の規制は，上場株式の取引であっても，市場を通さない相対取引は原則的に規制の対象外となる。これは，インサイダー取引規制の趣旨が，証券市場に対する信頼の確保にあることの表れであるとされる[73]。

65）鈴木ほか・前掲注60）23頁参照。
66）同上。
67）未公表の重要事実自体を提供したのか，又は取引推奨のみであったのかは，違法なインサイダー取引の要件の一つである情報の出し手による責任違反の有無の判定，情報の出し手の責任違反についての情報の受け手による認識等を判定する際に間接的に影響を及ぼす程度にすぎないためである（鈴木ほか・前掲注60）21頁）。
68）金融審WG第2回資料「インサイダー取引規制の各国比較」（2012.9.25）参照。
69）英国法のインサイダー取引規制は，EU法のインサイダー取引規制に対応するための改正を経て現在の規定ぶりへと変化してきた。インサイダー取引規制としては先行していた英国法がEU指令に合わせて改正したため，英国の規制体系がより複雑化してきている。
70）従来の規制当局であったFSA（Financial Services Act）は，2013年4月1日より後続機関として設立されたFCA（Financial Conduct Authority）に引き継がれている。
71）鈴木克昌ほか（2013）「情報伝達・取引推奨行為規制に対する米英からの示唆（中）」商事法務，2003号，23頁。
72）同上。
73）大証金融商品取引法研究会「イギリスにおけるインサイダー取引の規制」〔北村雅史報告〕（2012.11.30）参照。

内部情報は，刑事司法法 56 条 1 項において個別具体的な列挙ではなく抽象的に定義されている。すなわち，内部情報とは，「①特定の（particular）証券又は特定の証券発行者に関する情報であって，証券一般又は証券発行者一般に関するものではなく，②具体的又は正確なものであって（specific or precise），③公表されておらず，かつ，④公表されたとすれば証券の価格に重大な（significant）影響を及ぼす可能性のあるもの」とされる。

このように，刑事司法法においては，情報伝達行為及び取引推奨行為そのものをインサイダー取引として規制の対象としている。規制される情報伝達行為は，「内部者の雇用，役職又は専門的職務に基づく任務の適切な遂行ではない場合に，他人に内部情報を開示すること」とされる（刑事司法法 52 条 2 項（b））。この場合，内部情報を開示された他人が取引を行うことは要件とはされていない。もちろん，「雇用，役職又は専門的職務に基づく任務の適切な遂行」がなされた場合には，違反行為には当たらない。

また，規制される取引推奨行為は，「他人に，当該情報によって価格に影響を及ぼす証券の取引を行うことを推奨すること」である（刑事司法法 52 条 2 項（a））。この場合に，取引推奨者は，他人が規制市場（regulated market）又は職業的仲介者（professional intermediary）を通して取引が行われるであろうことを知り，又は合理的な根拠に基づいて認識していることが必要となる。ただし，実際に当該他人が取引をしたことは要件ではなく，当該他人が，自己が証券の取引を推奨されたことを認識していたかどうかも要件ではない。

これに対し，金融サービス・市場法 118 条 2 項は，「インサイダー取引とは，内部者が内部情報に基づき，当該情報に関係する適格投資商品を取引すること又は取引しようと試みること」と規定される。また，同条 3 項は，「内部者が，その者の雇用，専門的職務又は義務の適切な履行の過程によらないで，他人に内部情報を開示すること」を規制対象とする。これは，刑事司法法 52 条 2 項（b）と同旨である。さらに同法 123 条 1 項(b)は，インサイダー取引を自ら行った場合に加え，情報を他人に推奨（encourage）又は要求（require）した場合もインサイダー取引による市場阻害行為として規定している。

情報伝達行為が「雇用，専門的職務又は義務の適切な履行の過程」によるものに該当するか否かについては，適用除外が具体的かつ広範に示されており，上場企業の通常の事業活動や取引に関連した情報開示が違反行為に当たらないことが明確になるような配慮がなされている（市場行為規程 MAR 1.4.5）。

なお，情報伝達行為又は取引推奨行為の規制の対象は，情報受領者等の取引が行われたことは要件としていないことは刑事司法法と同じである。

5．取引要件を充足しない情報伝達・取引推奨行為禁止の意義

（1）論点

改正法においては，取引要件を充足しない情報伝達・取引推奨行為は，法律違反ではあるものの，課徴金命令又は刑事罰の対象とはならないこととされている。ところで，情報伝達・取引推奨行為に対する規制は，そのような行為が情報受領者等の投資判断の要素となっていない場合にまで課徴金命令又は刑事罰の対象とする必要性は必ずしも高くないと考えられているにもかかわらず，当該行為自体を法律上の禁止行為の新たな類型として設定したことの意義は何であろうか。

主観的要件を充足した情報伝達・取引推奨行為は，情報受領者等による取引の有無によって後から行為自体に変化が及ぶ性質のものではない。つまり，取引をさせることにより，利益を得させ又は損失の発生を回避させる目的をもっ

て行った情報伝達・取引推奨行為は，その行為時点において禁止行為としては既に完結しており，その後，情報受領者等が取引を行うか否かはあくまで結果論に過ぎない。そうであるとすると，その行為自体を禁止する以上は，禁止すべき理由が明らかにされなければならない。

(2) 論点考察

① 禁止の理由

情報伝達・取引推奨規制導入の検討に当たり，金融審 WG の議論において大きく二つの意見の対立がみられた[74]。すなわち，情報伝達・取引推奨行為そのものを禁止すべきとする意見と，あくまで情報受領者等が行うインサイダー取引が行われて初めて当該行為を規制すべきとする意見である。前者の意見としては，インサイダー取引自体が抽象的危険犯であり，さらにその抽象的な危険を取り除くという意味で，結果としての取引を要件とする必要はないとするもの，不公正な取引の一つの類型として取り出して規制すべきとするもの，理論的にはインサイダー取引の存在を前提とすべきであるが，規制の手法として伝達行為者についての独自の類型として規制すべきとするもの等である。

これに対し，後者の意見としては，インサイダー取引の悪性は，市場への悪影響，投資者への信頼喪失にあるので，情報の伝達によるインサイダー取引が行われて初めて規制の対象にすべきとするもの，取引の要件がなければ規制が強すぎて何も発言できなくなってしまうなど弊害が大き過ぎるため，インサイダー取引が行われた場合の教唆犯，幇助犯的なものとして考えるべきとするもの，情報伝達行為を規制する目的は，違法なインサイダー取引規制の前段階の行為を規制することにあると考えられるため，あくまでインサイダー取引規制が外在的な制約になるとするもの等である。

これらの意見を踏まえ，WG 報告書では，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主観的要件を設け，他方で，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高くないため取引要件を設けることが適当とされた。すなわち，不正な情報伝達・取引推奨行為そのものは規制対象とすべきであるが，制裁等の必要性は当該行為に取引要件が充足した場合に限定されるという考え方である。

このような考え方を前提とすると，改正法のような規制体系となることは自然の帰結と考えられる。それは，主観的要件と取引要件の両者を充足することを要件として不正な情報伝達・取引推奨行為を禁止するといった規制を設けることは困難であるためである[75]。すなわち，情報伝達・取引推奨行為の行為時点においては，取引要件を充足することは不可能であり，後からの取引要件の該当性を遡って既に完結している行為の禁止の要件とすることはできないためである[76]。

ただし，そうであるとしても，取引要件該当の如何にかかわらず，主観的要件を充足した情報伝達・取引推奨行為自体を禁止するためには，その理由が明らかにされなければならない。この点，そもそも規制の対象となる情報伝達・取引推奨行為をする会社関係者は，重要事実を知っている者であり，当該会社関係者が情報受領者等に対し，取引をさせることによって利益取得や損失回避させる目的をもって重要事

74) 金融審 WG 第1回議事録各委員発言（2012.7.31）参照。

75) 主観的要件に加え，取引要件も充足した場合にのみ情報伝達・取引推奨行為を禁止するという考え方もあり得るが，事後の取引の有無によって事前の行為の禁止の可否が変わるという問題が生じてしまう。

76) 敷衍すると，不正な情報伝達・取引推奨行為終了後，情報受領者等による取引が行われるまでの間においても，禁止行為は成立していることとなる。

実を伝達することや取引することを勧めること自体，情報受領者等がインサイダー取引に至る可能性のあることを認識・認容して行う行為であると考えられる。すなわち，インサイダー取引という不公正取引を行わせる目的をもった伝達行為又はそれに準ずる取引を行わせる目的をもった推奨行為は，その行為自体，明らかに不公正取引の実現に関与した行為であると評価でき，そのような不正な行為自体には禁止すべき明確な理由が存在すると考えられる[77]。

また，別の観点からも禁止すべき理由を説明することが可能である。犯罪者の常套句である「出来心」や「魔が差す」は人間の本能の一つである欲への導管である。普通に欲を持つ普通の者が起こすことが想定される犯罪であるとすれば，インサイダー取引をこの世から根絶することは不可能に近いことを意味する[78]。すなわち，インサイダー取引を未然に防止することの重要性は極めて高く，その前提となり得る不正な情報伝達・取引推奨行為を排除することは大きな意義を有することとなる。敷衍すれば，主観的要件を充足した情報伝達・取引推奨行為は，インサイダー取引を助長・誘発するおそれが高いため，そのような取引を未然に防止するためには，インサイダー取引が行われたか否かを問わず，その前提となる行為自体を禁止すべきことが必要となる。

以上が，不正な情報伝達・取引推奨行為を禁止すべき理由であると考えられる。

しかし，そうであるとすれば，取引要件如何にかかわらず，不正な情報伝達・取引推奨行為自体を課徴金や刑罰の対象とすべきとする考え方も生じ得る。この点，WG 報告書では，情報伝達・取引推奨されたことが取引要件に該当しない場合にまで制裁等の対象とする必要性は高くないことをその理由としている。すなわち，不正な情報伝達・取引推奨行為は，取引要件の該当如何にかかわらず禁止すべきであるが，当該行為自体には制裁を科すほどの違法性は認められず，取引要件を充足した場合に限り，課徴金及び罰則の対象とするというものである。このことは，議論の経緯からみると，企業活動への支障・経済の混乱回避，国際的規制環境の同等性といった観点を総合的に勘案してとられた施策と評価できるが，論理的に整理すると，不正な情報伝達・取引推奨行為という法律違反をしただけでは刑事罰等の制裁の対象とされるべきものではなく，あくまでもインサイダー取引違反等の実行行為を通じて間接的にその法益侵害を惹起させる点に制裁の根拠があると解することができる。すなわち，制裁に関しては，不正な取引行為という結果発生に間接的に関与するという行為の違法性を捉えたものと評価できる。

②　禁止の意義

ところで，禁止行為として規制の対象となることと，課徴金・刑罰による制裁の対象となることの違いは何であろうか。端的には，主観的要件を充足した情報伝達・取引推奨行為であっても，取引要件を充足しない限り，課徴金命令や刑事罰の対象とはならないこと。つまり，法令違反行為をした場合であっても，それにより，直接，制裁は科されないということである。ただし，法律上特定の立場にいる者の場合には，必ずしもそうならないことには留意が必要である。例えば，金商法上の金融商品取引業

77）金融庁は，主観的要件を充足した情報伝達・取引推奨行為について，インサイダー取引等を引き起こすおそれの強い不正な行為としてみている（金融庁 Q&A・前掲注 20）問 6 参照）。この点，取引推奨行為による取引はインサイダー取引には該当しないが，不正な情報伝達に起因するインサイダー取引を防止するためには，取引推奨行為も規制対象とする必要があるとする（齊藤ほか・前掲注 10）95 頁参照）。なお，会社関係者が行う取引推奨行為自体に，投資者の証券取引及び証券市場に対する信頼を損なう違法性があると捉える見解がある（中村・前掲注 10）30 頁参照）。

78）拙稿（2011）「インサイダー取引の未然防止手段」日本公認会計士協会北海道 CPA ニュース，175 号，4 頁参照。

者等[79]が法令違反をした場合には，同法に基づく行政処分や自主規制機関による処分の対象となり得，会社法上の役員等[80]は同法に基づく任務懈怠責任等の対象となり得，公認会計士法上の公認会計士は同法に基づく行政処分の対象となり得る。

すなわち，このような行政上又は民事上の責任を伴う特定の立場にいる者は，一般の者と比較して，未公表の重要事実を知り得る立場に近く，反復継続してそのような情報を知り得る機会が多いと想定される。したがって，そのような者に対し，不正な情報伝達・取引推奨行為自体を法律上の禁止行為とすることは，インサイダー取引の未然防止やこれと同様に重視すべき再発防止に対する効果が特に大きいと考えられる。換言すれば，課徴金命令や刑事罰の対象とはならない法律違反であっても，法律上特定の立場にいる者にとっては，法令遵守のための十分な実効性が確保されることとなる。不正な情報伝達・取引推奨行為自体を法律上の禁止行為としていることの意義はここにあるものと考えられる。

6．取引要件における取引の範囲の問題

(1) 論点

改正法は，インサイダー取引の発生を防止するための方策として評価されているところ，この趣旨からは主観的要件及び取引要件における取引の範囲において一貫した整合性がとれていないところが見受けられる。

すなわち，改正法は，重要事実を法 166 条 1 項各号に定めるところにより知った会社関係者は，「主観的要件」（他人に対し取引させることにより，利益を得させ，又は損失の発生を回避させる目的）をもって，情報伝達行為又は取引推奨行為をすることを禁止するものである。そして，当該禁止行為により，「取引要件」（当該情報受領者等が重要事実の公表前に取引（インサイダー取引の適用除外取引を除く）をした場合）に該当した場合に限り，課徴金命令又は刑事罰の対象としている。

ここで改正法は，主観的要件及び取引要件のいずれにおいても，その「取引」の範囲についてはインサイダー取引に限定していない。すなわち，主観的要件にいう「取引」は，法 166 条 6 項各号に掲げる適用除外取引が除かれていないため，本来禁止の対象とされていない取引までもが目的に含まれることになってしまう[81]。したがって，主観的要件の設置趣旨である行為者の主観に応じて規制対象を限定することにより，上場会社等の健全な事業活動に支障を生じさせないこととの整合性が問題となる。

一方，取引要件にいう「取引」は，法 166 条 6 項各号に掲げる適用除外取引が除かれていることから，このような問題は生じないものの，会社関係者から取引をすることを勧められた者が，重要事実の公表前に取引を行ったとしても，取引をすることを勧められた者は重要事実の伝達を受けていないのであるから，インサイダー取引には該当しない[82]。したがって，課徴金命令又は刑事罰を科すために加重された取引

79）金融商品取引業者若しくは登録金融機関又は金融商品仲介業者等が該当する。なお，これらの業者の役職員に法令等に反する行為があったことを知った場合には，当該業者は金融庁に対し，その旨の届け出を義務づけられている（金商業府令 199 条 7 号等）。

80）取締役，会計参与，監査役，執行役又は会計監査人をいう（会社法 423 条 1 項）。

81）現実問題としては，適用除外取引を行わせようとする主観的要件をもってそのような取引が行われた場合の情報伝達・取引推奨行為や，適用除外取引を行わせようとする主観的要件をもって適用除外に該当しない取引がなされた場合の情報伝達・取引推奨行為が問題となる。この点，改正法 167 条の 2 の適用範囲が不当に広がるおそれがあり，主観的要件を合理的に解釈する必要がある（松尾・前掲注 22）28 頁）として懸念が示されている。

82）取引推奨行為であってもインサイダー取引を引

要件には，違法でない取引までもが含まれてしまうこととなる。

すなわち，情報伝達・取引推奨行為の禁止が，インサイダー取引の発生の防止を直接の目的とするのであれば，禁止行為の範囲を限定し，インサイダー取引をさせることを主観的要件の取引範囲とすべきであるし，制裁の範囲を限定し，インサイダー取引が行われたことを取引要件として設けるべきと考えられる。しかし，改正法はそのようなものに限定されていない。

従来のインサイダー取引規制の基本的構造を変換させるような新たな規制が加えられたのであるから，違法性をもたない取引を助長・誘発する情報伝達・取引推奨行為の禁止理由はどこにあるかが明確にされる必要があるように思われる。

(2) 論点考察

規制対象とするために設けられた主観的要件と，制裁のために設けられた取引要件とは，その趣旨を区分していることがWG報告書からわかる。すなわち，主観的要件は，未公表の重要事実に基づく取引を助長・誘発させる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に設けられたものである。一方，取引要件は，制裁の対象として区分するため，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ることを要件とするものである。

したがって，主観的要件にいう「取引」は，インサイダー取引規制の趣旨を損なうおそれのある取引全般の防止を最優先し，そのようなおそれのある取引の範囲を広く捉えることを重視したものと解することができる[83]。このような取引自体の中には厳密にはそれ自体違法性を伴わないものがあるとしても，重要事実を知った会社関係者による不正な情報伝達・取引推奨行為によって取引が行われた場合には，通常，未公表の重要事実に基づいた取引が一連のものとして行われたと評価され，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者の信頼が失われるおそれは十分にあるからである。改正法は，このようなインサイダー取引規制の趣旨を損なうような取引を助長・誘発させるおそれのある前段階の行為を広く捉えて新たな違反類型として規定したものと考えられる。

他方，取引要件にいう「取引」は，制裁としての構成要件に該当する範囲を画するためのものであり，その趣旨から，インサイダー取引規制の適用除外取引を除くとともに，取引推奨行為が投資判断の要素となって行われる取引は，情報の非対称性を利用した取引であり，たとえインサイダー取引に該当しない取引であったとしても，既述のようにこれを適切ではない取引として捉え，規制の対象としたものと考えられる。

7．総括

情報伝達を受けた者によるインサイダー取引は，その情報伝達行為がなければ起きることはないことから，情報受領者によるインサイダー取引を防止するためには，不正な情報伝達行為を排除することが重要となる。また，重要事実を知り得る立場にある会社関係者が取引推奨行為をすれば，重要事実の内容を伝達しなくと

き起こすと判断されている事例もあるとする（齋藤怜香（2012）「インサイダー取引の実務上の注意点と最近の摘発事例（情報伝達の観点から）」月刊監査役，606号，60頁参照）が，形式的に取引推奨行為であった（そのようにみえた）としても，法的には情報伝達行為として認定されているものと考えられる。

83）もっとも，各構成要件を詳細に規制しているインサイダー取引規制体系との整合性の観点からいえば，主観的要件において法166条6項各号に掲げる適用除外取引の取扱いについて，もう少し丁寧に詳細な規定を置くことも可能ではなかったかと思える。

も，情報を受けた者は何らかの重要事実が現にあるものと想定し，取引を行う誘因が働くこととなるため，このような取引を防止するためには不正な取引推奨行為を排除することが重要となる。すなわち，改正法は未然防止の観点を優先した制度設計が図られたものと評価できる。

これに加え，本来，共犯として捉えるべき事案において，行為者の役割がアンバンドル化されたがゆえに刑事罰が追及できないことを補完するという趣旨，すなわち，情報伝達行為が教唆又は幇助の故意により行われたか否かの立証が極めて困難なことから，教唆犯又は幇助犯の立件によって規制の実効性を確保することが難しいことを背景として，インサイダー取引規制の趣旨を維持するためには，会社関係者が行う不正な情報伝達・取引推奨行為そのものを捉えて規制の対象としたという見方ができるのではなかろうか[84]。

その際に，広範な趣意を有する情報伝達・取引推奨行為において，「不正」という概念が，市場の公正性・健全性に対する信頼を害するということを基礎付けることとなり，企業活動への支障・経済の混乱回避，国際的規制環境の同等性といった観点から，その不正該当性の分水嶺として，禁止行為については主観的要件を，課徴金又は罰則については取引要件が設けられたものと考えられる。

そもそも，インサイダー取引規制の趣旨は，会社関係者等は，投資者の投資判断に影響を及ぼすべき事実について，その発生に自ら関与し，又は容易に接近し得る立場にあり，そのような特別の立場にある者が，当該事実を知って，その公表前に当該上場会社等の有価証券の取引を行うことは，一般投資家と比べ著しく有利となって極めて不公平であるとする直接的な理由と，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者の信頼が失われることとなり，ひいては証券市場として果たすべき機能を果たし得なくなるとする間接的な理由によって説明される[85]。情報伝達・取引推奨行為に対する規制も広く不公正な情報利用の一形態として，このような趣旨を徴表するものであると考えられる[86]。

改正法は，規制の過不足を埋める有効な方策の一つとして評価し得るものである。

8．むすびに代えて

昭和23年に制定された金商法（証券取引法）は，GHQによる占領政策の一環として米国の1933年証券法及び1934年証券取引所法を母法とされたものであるところ，その多くの条文が米国法の影響を受けている。そのような中，昭和63年に新たに導入されたインサイダー取引規制は，諸外国にはみられない我が国特有の規制体系が進展しているところに大きな特徴がある。すなわち，諸外国のインサイダー取引規制の大勢は，法令において構成要件を抽

84）理論的には，情報伝達規制違反に係る刑事罰とインサイダー取引規制違反の教唆・幇助犯が重複することはあり得る。この場合の罪数関係については，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，違反類型について特に禁止規定を設けていること等に鑑みると，インサイダー取引の教唆犯・幇助犯は，情報伝達規制違反に吸収され一罪として評価される（齊藤ほか・前掲注10）99頁参照）。

85）大蔵省証券取引審議会報告「内部者取引の規制の在り方について」（1988.2.24）。横畠・前掲注5）9・10頁，三國谷・前掲注14）3頁各参照。

86）重要事実を知り得る会社関係者による特定の者に利益を得させる等の目的をもった行為が，重要事実の公表前の有利な取引を引き起こす点で，証券市場に対する一般投資家の信頼を損なう行為であり，また，そうした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とされる（齊藤ほか・前掲注10）96頁参照）。

象的に規定し，行政措置や裁判を通じてその解釈を明らかにする実質主義がとられているのに対し，我が国では，構成要件の細目が法令で明確かつ具体的に規定されている形式主義による[87]。

この点についての今後の方向性は，多様な見解が百出しており，現時点において議論の収束はみえないが，情報伝達・取引推奨規制が導入されたことによって，これまでの形式的な規制体系に新たに主観的な要件や抽象的な概念が加わることとなり，インサイダー取引規制体系の整合性の問題が惹起されることとなった。果たしてこのことは何を意味していると考えるべきか。けだし，我が国インサイダー取引規制そのものが有する中長期的な構造的課題が依然として残されていることを意味しているように思えてならない。

87）松尾直彦（2013）『金融商品取引法（第 2 版）』商事法務，534・535 頁参照。