

不公正取引に関する最近の動向について



平成30年10月7日
株式会社資本市場研究所きずな

不公正取引の概要と現状

資本市場の健全な発展の為には不公正取引の排除が必須だが、広義には金融商品取引法第6章有価証券の取引等に定められる部分に該当する。ただ、この部分には空売り規制や上場会社の役員などの禁止行為も規定されており、一般的な定義における不公正取引はインサイダー取引(内部者取引)や相場操縦、風説の流布・偽計等とされている。その不公正取引の類型については、次の通りとなっている。

◆包括的条項として以下の不正行為を禁止している(金商法157条)

- ・取引において、不正な手段、計画または技巧すること。
- ・重要な事項において虚偽の表示や、必要な重要な事実が欠けていること。
- ・取引を誘因する目的をもって虚偽の相場を利用すること。

◆相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い、または暴行・脅迫を行ってはならない。(金商法158条)

◆相場操縦行為として以下の行為を禁止している。(金商法159条)

[見せ玉]約定させる意思のない注文を発注することで第三者の注文を誘発して相場を動かし、自分に有利な値段で売買を行う行為。

[仮装売買]自らの売注文と買注文を同時に発注し約定させる、権利の移転を目的としない取引。

[馴合売買]売主と買主が連携したうえで行う上記と同様の取引

◆内部者取引は、以下の2類型に分けて禁止されている。

- ・会社関係者や情報受領者が、上場会社の未公開の重要事実を知ったうえで、その会社の株式等を売買すること。(金商法166条)

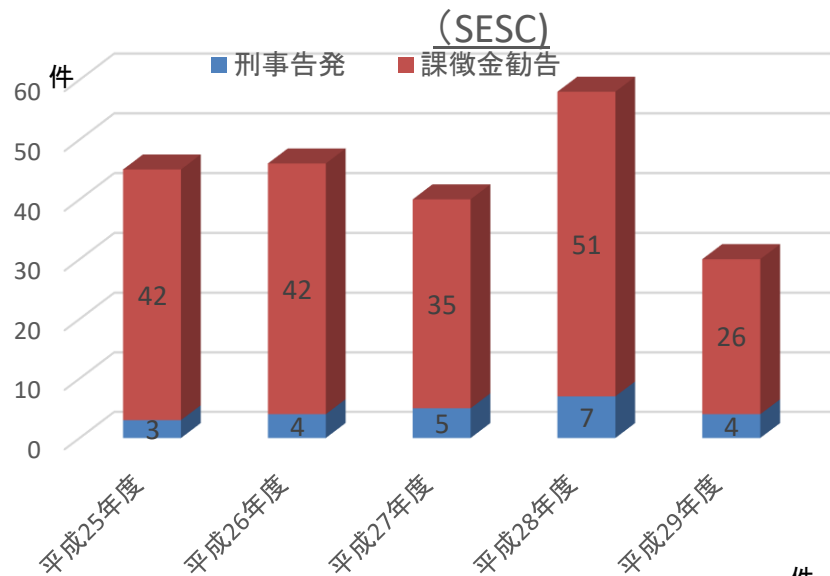
- ・公開買付の関係者や情報受領者が、未公開の公開買付

情報(実施及び中止を含む)を知ったうえで、その会社の株式等を売買すること。(金商法167条)

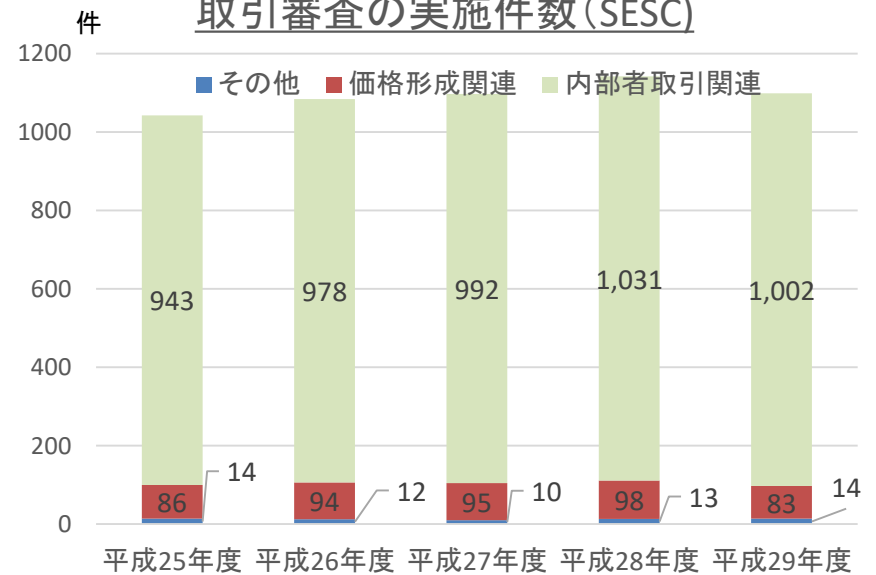
なお、不公正取引への刑事告発・課徴金勧告は証券取引等監視委員会(以下、SESC)の機能となっている。下図は、「証券取引等監視委員会の活動状況」(平成30年7月)で公表された不公正取引の勧告・告発件数と取引審査の実施件数それぞれの推移だが、平成29年度は1,099件の取引審査が実施された。課徴金納付命令勧告はインサイダー取引が21件、相場操縦が5件、刑事告発はインサイダー告発が2件、相場操縦が2件となっている。インサイダー取引の内訳については、最も多かったのは業務提携に関する未公開の重要事実を知っての売買で全体の3分の1となっているが、次に公開買付関係が4分の1程度で、昨年度初めての告発事案としては、固定資産の譲渡や上場廃止の原因となる事実に関するものもある。また、相場操縦の手法は複雑化・巧妙化しているとして、引け条件付きの成行注文を見せ玉として利用したケースや、売りポジションと引け後のブロックトレードを背景とした上値抑えなどのケースを上げている。市場仲介者としての証券会社に

とつても、不公正取引防止の為に、顧客の売買動向の的確な把握及び管理の徹底や、売買審査基準の策定及びその効果的活用が、金融庁の監督指針上も求められている。

不公正取引に関する告発・勧告件数



取引審査の実施件数 (SESC)



インサイダー取引について

個人が関わる可能性が最も高い不公正取引はインサイダー取引だが、上場会社の未公開の重要事実を知って売買する行為を指している。この重要事実(子会社分も含む)は、公開買付や業務提携など決定事実と災害・事故などの発生事実、業績修正などの決算情報変更に係る事実などがあって法令で軽微基準も含めて規定されているが、その他に運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものというバスケット条項もあって、該当の判断に難しい場合もある。

平成29年度にSESCがインサイダー取引で刑事告発した事例として次のものがある。

【事案1】(平成29年6月30日勧告:対象株式=サン電子(JASDAQ:6736))

・重要事実=平成28年3月期の業績予想値(経常利益27億円、当期純利益20億円)を、大幅に下方修正(経常利益4億円、当期純利益4億円)(平成27年10月7日公表)

・事案の概要=同社の業績下方修正は平成27年9月18

日の同社取締役会で報告され重要事実が発生。同社と契約を締結してるイスラエル在住の個人Aは、平成27年9月25日に同社との契約の履行に関して、同社の連結子会社(イスラエル)の業績悪化により同社の業績予想が下方修正されることを知った。Aはイスラエルの投資銀行を通じて、同社株3.4万株を平成27年9月30日、同10月1日に売却している。これらの注文は、イスラエルや英国、香港の複数の銀行・証券会社を通じて、日本の証券会社に取り次がれている。また、同社の株価は平成27年10月7日の1,285円から、公表後は同10月8日に985円まで下落、その後2週間の安値は686円までであった。(Aの課徴金:1,857円)

・事案の特徴=イスラエルで行われたクロスボーダーの不公正取引事案を摘発するのは、初めてで、イスラエル証券庁及び英国金融行為規制機構から支援がなされているところ、海外当局と緊密に連携することで、これまで摘発例がなかった海外地域においても、適切に対応する姿勢を内外に示した点で意義深い。

SESCは、インサイダー取引に関する取引審査を毎年1千件前後実施しているが、その年次報告として公表された

実施事例は下記の様なものだ。(下線は重要事実)

イ. A社が、B社株式をTOB(株式公開買付け)する旨を公表したところ、B社の株価が大きく上昇したことから、B社株式の公表前の取引について審査を行った。

ロ. C社が、業績予想の下方修正を公表したところ、その株価が大きく下落したことから、公表前の取引について審査を行った。

ハ. D社が、第三者割当による株式の発行を公表したところ、その株価が大きく下落したことから、公表前の取引について審査を行った。

ニ. 証券会社から、E社の株式について、内部者取引によって利益を得た可能性がある委託者がいる旨の情報提供があったことから、審査を行った。

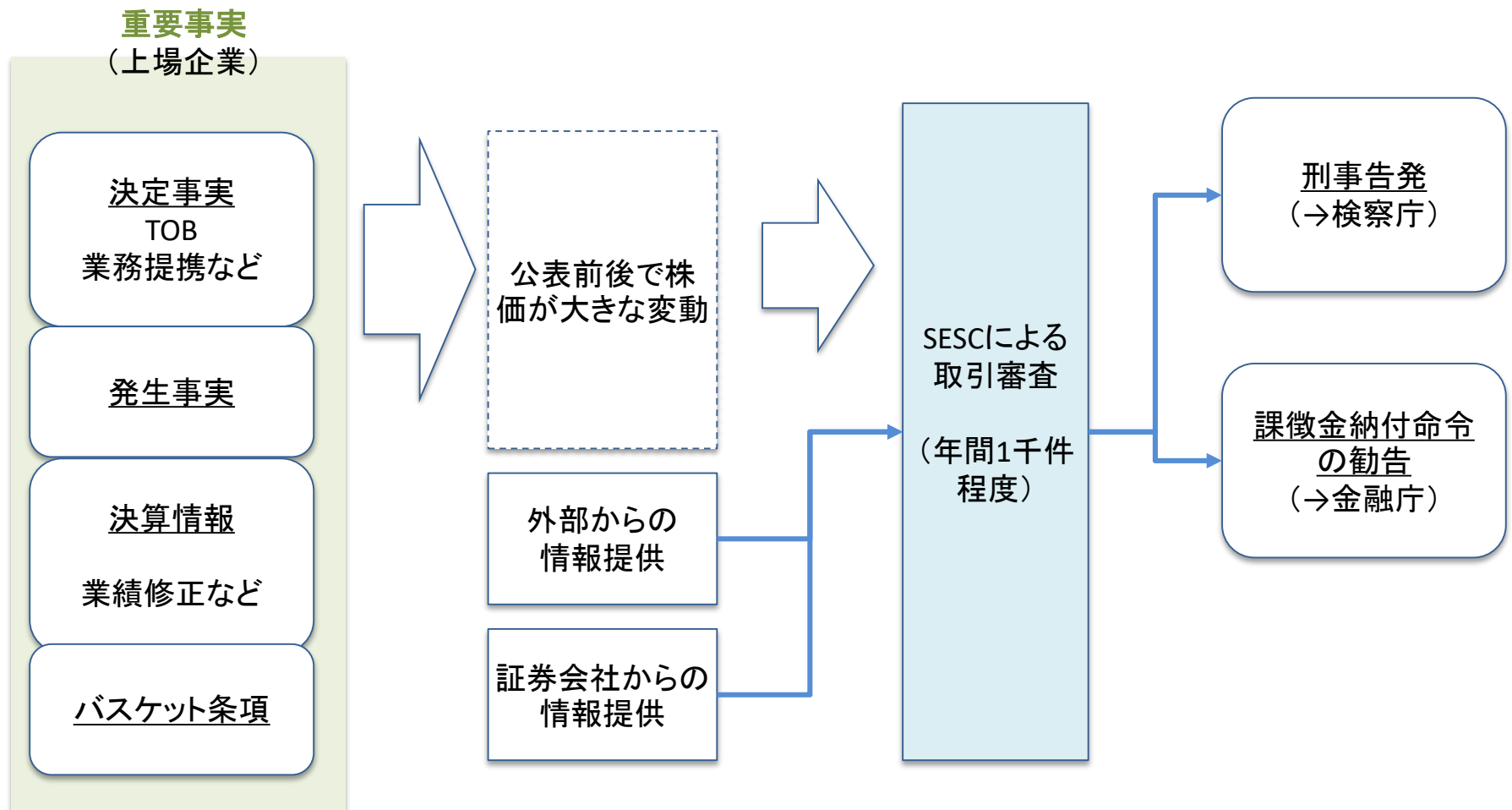
ホ. F社の株式について、F社の会社関係者が内部者取引を行った可能性があるとの情報提供があったことから、

審査を行った。

なお、インサイダー取引に関する外部からの情報提供は毎年300件前後あり平成29年度は299件だった。

インサイダー取引に関しては、リーマンショック後の2009年・2010年に大企業による大規模公募増資が増加した時期に、証券会社等から公表前のファイナンス情報を入手したファンドなどの増資インサイダー事件が複数発生したが、金商法改正(平成26年4月1日施行)において情報伝達・取引推奨行為に対する規制が導入され、証券会社や金融機関などがファンドや運用会社に対して取引を獲得する目的で、未公開情報を提供することが、インサイダー取引規制の対象となり、同時に運用会社の違反行為に対する課徴金の引上げも行われた。

インサイダー取引に関するSESC機能の概要



相場操縦行為について

外部からのSESCに対する情報提供で最も多いのは相場操縦に関するもので、毎年2、3千件の通報がなされており平成29年度は2,270件あった。最近は、IT社会の進展に合わせて個人が利用できる売買手法や情報伝達方法が多様化しており、それに沿って相場操縦行為も高度化していると言われている。平成29年度の相場操縦事案に関しては、SESCによると、その傾向は不公正取引の発覚を避けるために複数証券会社の口座を利用して発注を行うこと、引け条件付きの成行注文を見せ玉として利用する手法や、見せ玉と対当売買を組み合わせることにより他の投資者のアルゴリズム取引注文を誘引する手法など、ITの発展を背景とする取引手法の複雑化・巧妙化が見られたとしている。また、機関投資家が売りポジションと引け後のブロックトレードを利用して売買利益を得るために、大引けにかけて上値抑えを行った相場操縦事案もあった。具体的相場操縦の刑事告発事案としては以下のものがある。

【事案2】(平成30年1月16日告発:対象株式=エボラブルアジア(当時マザーズ、現東証1部:6191))

- ・犯則嫌疑者=アセットデザイン株式会社(投資運用業及び第2種金融商品取引業、以下B社)
- ・相場操縦の目的=同社株式を大引け後のブロックトレードで安く買い付ける目的で、上値抑え。
- ・相場操縦の手法=B社が、まず売りポジションを作り、その後大引けにかけて大量の売り注文を発注することにより、上値抑えを行い、大引け後に、終値を基準とした価格で取引されるブロックトレードにて、大口の買付けを行った。
- ・相場操縦の流れ=①平成29年2月16日、同社株の売建てを始め、違反行為直前までに、約11万株の売りポジションを保有②同日午後2時53分頃~大引け間際にかけて、最良売り気配及び最良売り気配付近に売り注文を25本、合計7万2000株発注して上値抑え③同日午後3時、午後3時終値:3395円5万9500株の売り注文が未約定のまま失効(約定率17.3%)④同日午後5時8分頃、ブロックトレードにて、3225.25円(終値の5%ディスカウント)で証券会社より45万株を買付け。なお、以上の発注はDMA(Direct Market Access)を利用して行われた。(B社の課徴金額:1億341万円)

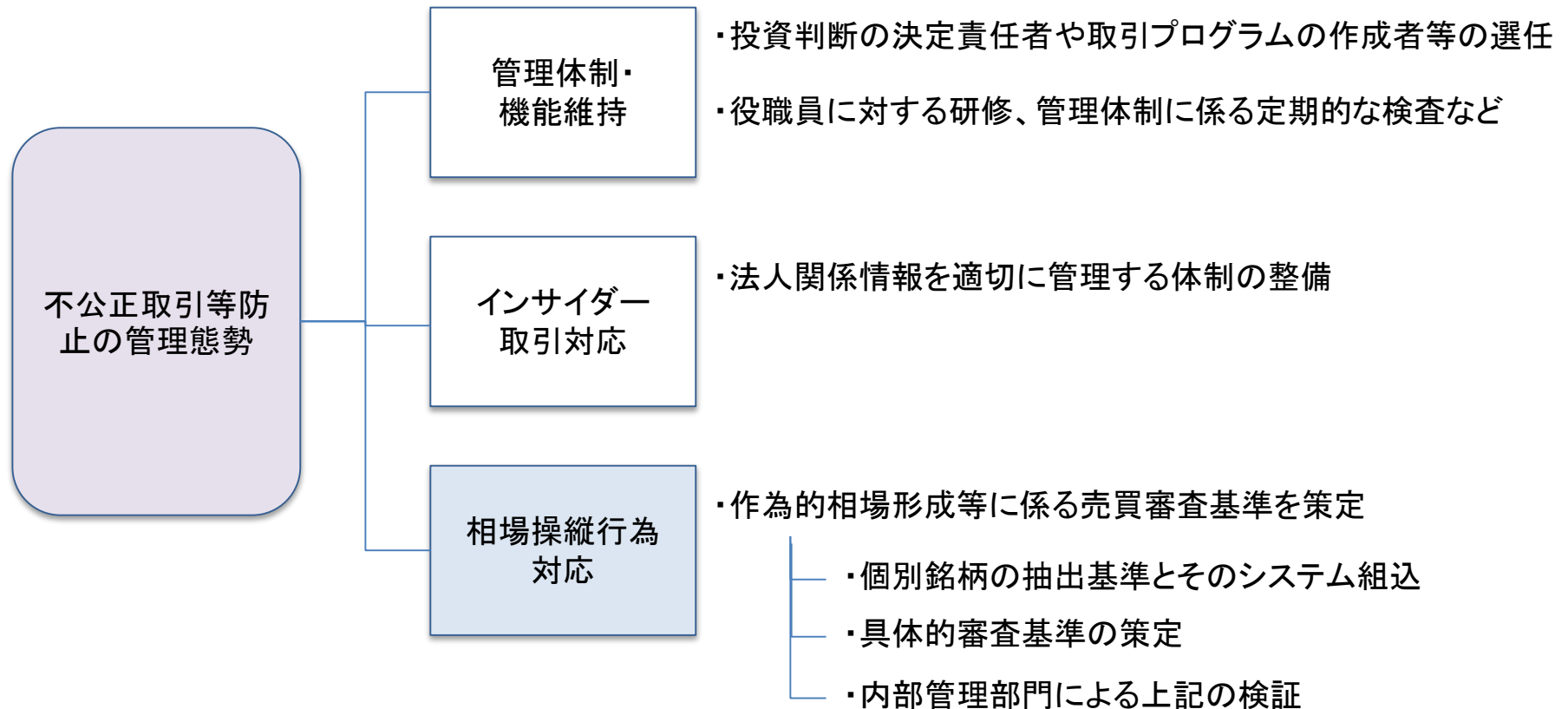
市場取引における不公正取引に関する監視は、注文の委託を受ける証券会社や取引所でも行われるが、東京証券取引所における売買審査は、次の様な手順で行われている。

- 1.調査銘柄の抽出:売買審査システムによる抽出、取引所マーケット部門や外部からの情報提供
- 2.調査:株価、売買高の推移分析、証券会社毎の売買シェアの偏向性の有無を調査、証券会社等へのヒアリングで売買を行った顧客情報等を照会
- 3.審査銘柄の抽出:証券会社に売買委託者データの提出を依頼し、内容を分析
- 4.審査:証券会社に注文の受託・執行の経緯や顧客売買等の詳細な内容について照会・分析
- 5.処理:証券取引等監視委員会への報告、必要に応じて証券会社や上場会社への注意喚起を実施

SESCは、有価証券の価格を変動させることを目的とした虚偽の情報や、相場操縦の疑いがある情報をWeb上の掲示板やブログSNSから効果的に収集し、情報ベースとして

ストックした上で利用するインターネット巡回監視システムを導入している。また、HFTを行うものは、本年4月から高速取引行為者として登録制となっているが、不公正取引等防止の管理態勢が求められており、作為的相場形成等に係る売買審査基準をとして、個別銘柄の騰落率や自社の市場関与率及び特定の発注担当者による売買状況等を勘案した仕組みを取引システムに組み込む等しているかなどが求められている。

高速取引行為者の求められる不公正取引等防止 の管理態勢



不公正取引への対応強化について

FinTechの進展に伴い、金融取引や投資活動におけるプロセスやビジネスモデルが変わりつつあることや、ITの進展に伴い、監視対象とする情報に質的变化や量的拡大が生じていることから、SESCでは新たな市場監視システムの導入に向けた検討が始まっている。例えば、SESCが金融機関や自主規制機関等の市場関係者から、市場監視に必要なデータの授受を低コストで、かつ円滑に実施するための技術としてブロックチェーン・オープンAPIなどを利用することや最終的に市場監視におけるAI導入に向けた事前検証を行うとしている。

取引所として市場監視を行う日本取引所自主規制法人 売買審査部では、本年3月から「Hitachi AI Technology/H」、「NEC Advanced Analytics -RAPID機械学習」の2つのAIを適用した売買審査業務を開始している。これは、前章で取り上げた取引所の売買審査プロセスにおいて、1.調査銘柄の抽出と2.調査の一部をAIに行わせるものだ。現在、1日に4千万件程度(過去の世界的イベント時には9千万件超え)ある注文件数だが、売買審査システム

で抽出された注文情報について、審査担当者が分析・判断する代わりに、AIが不公正取引の可能性について評価する。100を不公正取引の可能性が高いものとして、0~100の間で数値化したものを、売買審査担当者が判断し本格調査段階に入ることによって担当者の業務負担増加を緩和している。注文データ&審査担当者の要否判断結果を継続的な学習データとしてAIに追加することなどでAIの品質維持を図るとしているが、今後は売買審査プロセスのどの段階までAI活用が進むか注目される。なお、本年4月にスタートした分散台帳技術(DLT)や生体認証、人工知能等の先端技術を活用した新たな金融インフラの検討を目指す「証券コンソーシアム」において、8月にSBI証券が取りまとめとなって共通事務ワーキンググループが設立されたが、売買審査へのAI活用を来年5~6月をめどに実用化を目指すとしている。

一方、重要事実の情報発信元になる上場会社においても、コーポレートガバナンス・コードに定める適切な情報開示と透明性の確保(基本原則3)の遵守は勿論、不公正取引に関する意識を高めて社内における重要事実の管理などへの対応も必要となってくる。本年4月からフェア・

ディスクロージャー・ルールガイドラインが施行されているが、金融商品取引業者などの「取引関係者」(例えば、証券会社のアナリスト)に、未公表の重要情報の伝達を行う場合には、その伝達と同時に、その重要情報を公表しなければならないことが定められ、投資家間の企業情報取得の公正性を確保しようとするものだ。なお、アナリスト(証券会社や格付機関)の発信する格付情報も投資家の投資判断に大きな影響を与える場合もあるが、それぞれの格付情報は、各社のチャイニーズウォールによって営業部門などから隔離されている。

HFTやロボアドバイザーなど投資に係る技術の進歩は、同時に審査業務など取引をモニタリングする側の情報処理能力及び判断能力の向上と、新たな規制への対応負担(行政等への報告や社内記録)の増加を証券会社・取引所・行政側に求めることとなるが、最近これに対応する為にRegTech(レグテック)という言葉が使われ始めている。Regulatory(規制)とTechnology(技術)を掛け合わせた造語だが、欧米では顧客情報をレグテック提供会社で集中管理し、新しい規制要件への情報更新を適宜行い、データベース化して、複数の金融機関が共同利用する取組みが

進められている。一方、不公正取引は本質的に投資家側の問題である為、不公正取引に関する問題と情報を分かり易く投資家に伝えていくことも、市場の公正性・透明性の維持には必要なことだろう。

不公正取引への対応概略

