

インサイダー取引規制について

平成24年5月8日



株式会社資本市場研究所きずな

増資インサイダー取引について

昨年6月、グローバルな投資家の業界団体であるアジア・コーポレート・ガバナンス協会(ACGA; Asian Corporate Governance Association)は、金融庁に対して、日本の上場企業の増資の在り方について要望をおこなった。その中で、ここ数年の日本企業の増資の在り方は、グローバルに長期投資を行う投資家にとって問題があり、増資に絡んだインサイダー取引の排除と既存株主の希薄化対策が、日本の資本市場でも必要だと主張した。

本年3月21日、証券取引等監視委員会(SESC)は2010年7月に実施された国際石油開発帝石株式会社の公募増資に関わり、ファンド運用でのインサイダー取引を行ったとして中央三井アセット信託銀行に対して5万円の課徴金納付命令の勧告を行った。対象となった取引は、当該企業の増資情報を公表の1週間前に主幹事証券の同行担当営業部員よりファンドマネージャーが入手し、合計210株(金額約1.1億円)の空売りをを行い利益(想定利益2000万円程度)を上げたことに対してだ。

この事件は、いくつかの驚きをもって業界で受け止められている。一つは、法令遵守に厳格であるべき国内の機関投資家が自らインサイダー取引を行ったこと。もう一つ

は、本来増資情報に事前に触れることはない筈の法人営業部員が自らの業務と直接関係無いインサイダー情報を入手したことだ。信託銀行内のコンプライアンス体制はさて置き、引受証券会社内での情報管理について、本来は増資情報など顧客企業の重要事実は法人関係情報として厳格に管理され、引受関連部門以外からは外部に流出するはずがないことが前提となっている。しかし、公表が近づくに従って他引受証券など外部関係者にも情報が伝わり、主幹事証券内においても増資株式の販売の準備作業に入る場合があり、社内の関連情報保有者が拡がることもある。

問題は情報伝達の管理の仕方だが、今後の主幹事証券の調査とその対策の公表が待たれる。

そもそも公募増資情報が売り材料として受け止められること自体にも問題があるが、発行済みの2割以上の増加を伴う大規模なファイナンスが許されている現状では、

投資家にとっては将来の成長より目先の希薄化が気になるのは致し方ない。そうであるならば主幹事証券において情報管理を厳格化するべきだが、大規模な公募増資では、海外投資家にも販売を行う為に、増資公表前の1ヵ月から数週間前に主要な海外投資家に新株の需要を打診（ソフトヒアリング）する慣行がある。ACGAが問題にしたのは、この慣行によって海外ファンドなどが増資銘柄に対する公表前の空売りを行った疑惑についてだった。

なお今回の中央三井アセットによるインサイダー取引の課徴金の少額であることが気になるが、現行の課徴金に関する内閣府令では、運用財産の運用としてインサイダー取引を行った場合の計算は次の様になっている。

A: 運用資産の運用の対価として支払われる手数料部分（インサイダー取引を行った月ベース）＝約350万円

B: 運用資産内で当該銘柄の資産額（当該銘柄の株数に月ベースで最も高い価格を掛けたもの）＝約4415万円

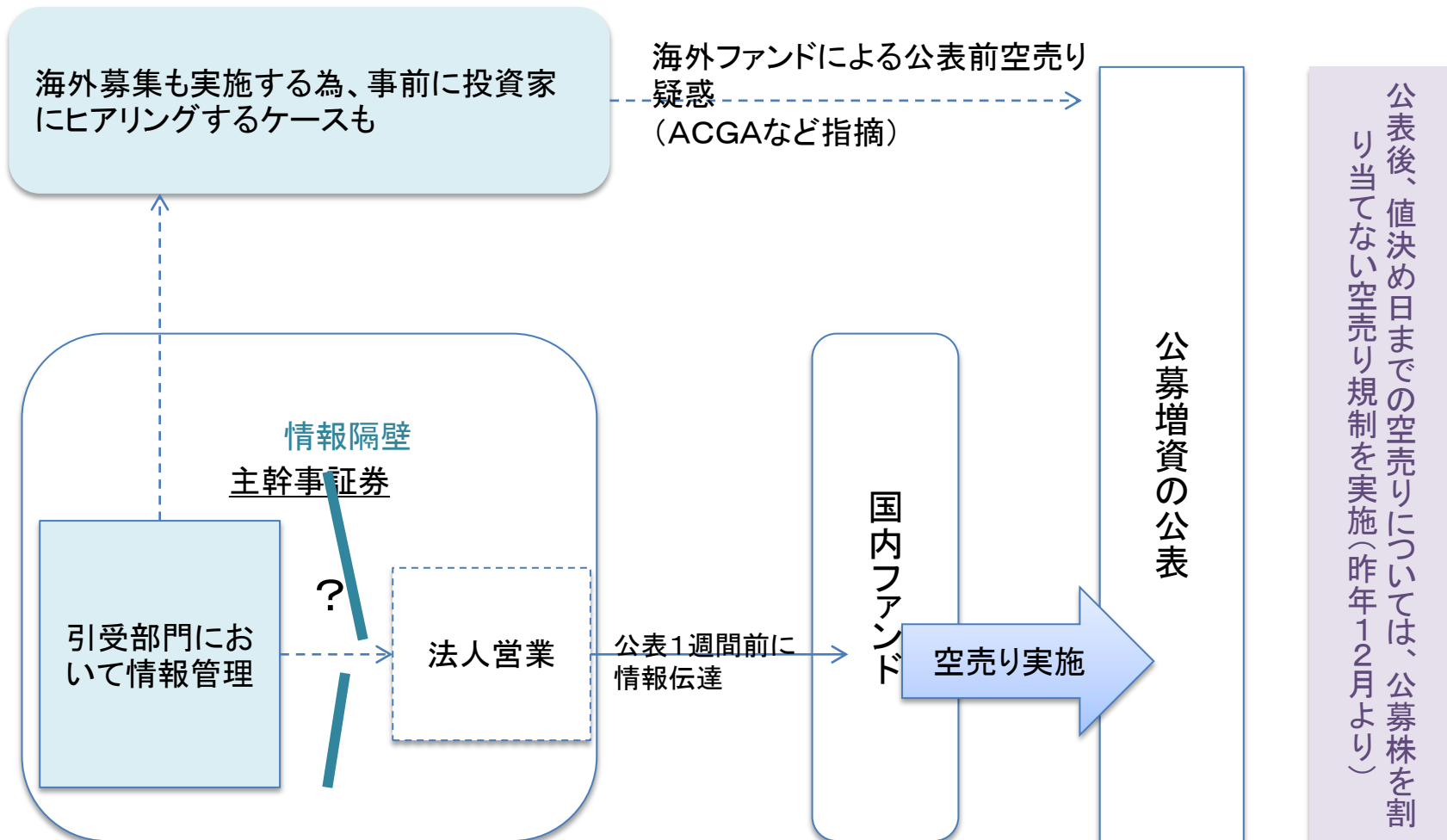
C: 運用資産総額＝約27.8億円

計算式＝ $A \times B \div C$ 結果⇒5万円

つまりこの計算式は、インサイダー取引を行ったファンドマネージャーが、運用するファンド内に保有していた当該銘柄の部分を計算したもので、実際当該銘柄を空売りの利益を計算したものではない。

なお、個人が行った場合のインサイダー取引の課徴金は、売買した株数に対して利益が最大となるよう計算される。（課徴金は、あくまでも行為者の経済的利得相当額とされているため）

公募増資インサイダー取引の構造



インサイダー取引規制の沿革と監視体制について

インサイダー取引規制は、金融商品取引法第166条に会社関係者の禁止行為として定められているが、敢えて簡単に言い切ると次のようになる。

“公表前の投資判断に影響のありそう情報を持って、その有価証券を売買してはいけない”

この規制は、昔から証券取引のルールとともにあったものではなく、欧米などでのインサイダー取引規制強化の動きを受け、旧証券取引法に取り入れられて平成元年4月から施行されたものである。制度導入にあたり、当時の証券取引審議会では制度導入の趣旨を以下の様に報告書で述べている。(昭和63年2月)

一有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を

知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。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家の信頼を失うこととなる。

なお、制度導入にあたり他の証券取引法違反行為と同様に刑事罰(6ヵ月以内の懲役若しくは50万円以下の罰金)も整備された。

その後、インサイダー取引に関する制裁強化は以下のように行われている。

- ・平成9年12月末より、罰則強化(3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金、若しくはこれらの併科。法人の場合罰金は3億円以下)
- ・平成10年12月より、インサイダー取引を含む不公正取引の罰則強化で、取引によって得た財産の没収・追徴制度の導入
- ・平成13年10月より、金庫株の解禁に伴いインサイダー取引規制を整備(自社株処分を重要事実を追加等)
- ・平成17年4月より、刑事罰である罰金とは別に違反者の経済的利得相当額を徴収する目的の課徴金制度を導入
- ・平成18年7月より、罰則強化(5年以下の懲役若しくは

500万円以下の罰金、若しくはこれらの併科。法人の場合罰金は5億円以下)

・平成20年12月より、課徴金の算定方式を見直し、実質的に金額水準を引き上げへ。

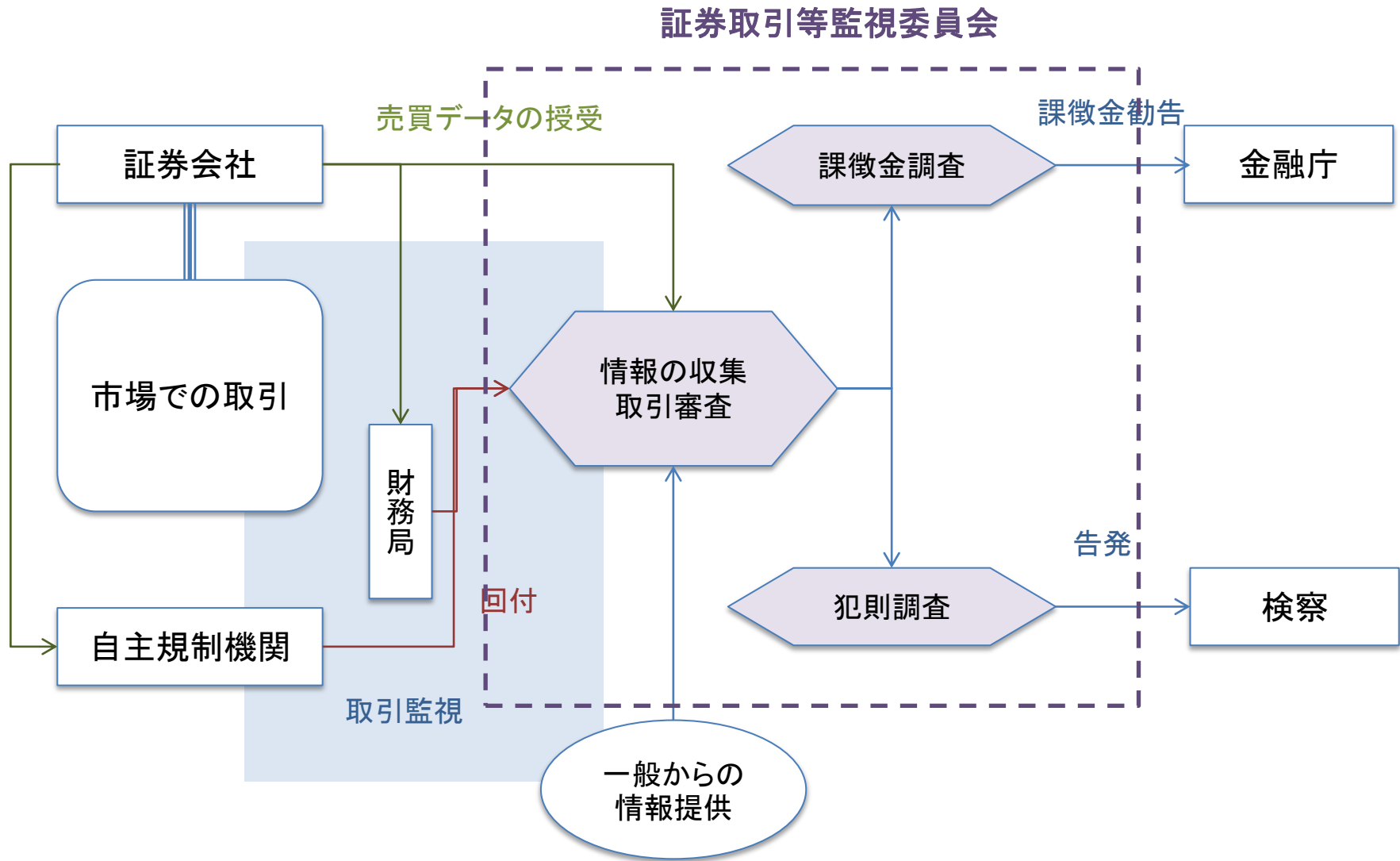
この様にインサイダー取引に対する制裁強化の動向は、貯蓄から投資の流れの中で一般投資家の市場への信頼を確保することが、より社会的にも重要になっていることを示している。

そのインサイダー取引監視は、証券取引等監視委員会を中心に取引所・証券業協会の自主規制機関が市場での取引を調査(疑わしい取引に対して取引審査を行う)しながら、一般からも情報を収集することで実施されている。監視委員会が更に事案の調査を行った上で、金融商品取引法に基づいた課徴金勧告や刑事罰を科す為の検察への告発が行われる。最近5年間のインサイダー取引に関する摘発件数は、課徴金勧告が106件、告発が29件となっているが、対象となるインサイダー情報の内容(重要事実)は、約2割が公開買付け(TOB)に関するもの、同程度で新株発行や業務提携及びその解消に関するものだ。実際に誰が、インサイダー情報を漏洩しているかという点、摘発された事案からは企業やTOBの実施者よりファイナンスやM&Aに関係

する専門業務の委託を受ける金融機関や専業者などから約6割を占めていることが注目される。

また、インサイダー取引の実行者は、これら情報漏洩者からインサイダー情報を受取った者(第一次情報受領者)が44%を占め、会社関係者やTOBの実施者の34%、専門業務の委託を受ける者の22%を大きく上回っている。

インサイダー取引監視の業務フロー



インサイダー取引規制に関わる問題

【インサイダー取引に対する規制そのものの有り方】

取引規制なので、対象を定めていかなければならないが以下ことが問題になる。

・規制の対象となる会社関係者とはどの範囲まで指すのか
上場企業の役社員は当然だが、アルバイトや派遣も含まれるし、その業務(投資判断に影響を及ぼす様な)に関する外部の関係者も対象となる。例えば、許認可権を持つ官庁の公務員、弁護士や会計士、引受証券会社や金融機関、公告を受ける新聞社や印刷会社の社員なども含まれる。また、これらの会社関係者から未公表の情報を受け取った者(第一次情報受領者)も同様の規制対象となるが、更にその先の又聞きしたもの(第二次情報受領者)の行為はどうかという問題がある。

・投資判断に影響を及ぼす情報とは誰がどう判断するのか
規制により重要事実(子会社分も同様)として定められているが、ファイナンスやM&Aなど企業が決定するもの、被災や主要株主の移動など外部要因から発生するもの、業績や配当金など決算に関する情報の3つに分かれ、其々に

数値基準がある。またこれ以外に、その他投資判断に著しい影響を与えるものというバスケット条項もあって、これを誰が判断するかというのが議論になる。(正確には、判断するのは経営者だが、誰の判断基準を使うかという問題が残っている。)

【海外での日本株取引等に係るもの】

今や取引の6割を占める海外投資家の、海外での日本株取引に関する不公正取引(インサイダー取引や相場操縦行為)の摘発は難しいのではと見られていた。しかし、香港やシンガポール当局等による以下の摘発が行われている。

●平成15年2月:三井住友ファイナンシャルグループの優先株3000億円発行に係るインサイダー取引で、シンガポール政府投資公社が公表前に三井住友ファイナンシャルグループ株式を売却、優先株発行による普通株価格下落による損失を回避した件。シンガポール通貨監督庁が摘発。

●上記のファイナンスで、英国のヘッジファンドが同件の公表前に三井住友ファイナンシャルグループ株式をインサイダー取引として売却した件。英国金融サービス機構が摘発。

●平成15年12月:住友軽金属の新株予約権付社債(CB)

発行に伴い、クレディスイス香港のトレーダーが公表前にインサイダー取引として同株式の売付けを行った件。香港の証券先物委員会が摘発。

●平成18年7月：日本航空の公募増資に絡んで、香港のファンドは値決め日の大引け間際に大量の空売りをを行い、決められた決済日に決済を行わないフェイル（ネーキッド・ショート）を発生させ、その半数を公募株の割り当てで解消した。日本の空売り規制違反（当時はネーキッドショートが明確に禁じられていなかった）ので、売り下がり禁じたアップティック・ルール違反）及び相場操縦行為。香港の証券先物委員会が摘発。

また、日本の証券取引等監視委員会は、次の海外事案を摘発している。

●平成18年3月期決算：旧ジェイブリッジ（9318）の大幅な業績下方修正に係り、同社経営者がシンガポールの金融機関に開設した法人名義（英領ヴァージン諸島国籍）口座を利用して、公表前に保有していた同社株式をインサイダー取引として売却した件。

【企業活動に対する影響について】

金融商品取引法に定められる現行の重要事実の数値基準などが、本来のインサイダー取引を防ぐ観点からみて企業再編活動に支障をきたしているか如何か、金融審議会で検討されていたが、以下の様な点について規制の見直し案が示されている。

○純粋持株会社の場合、一般の事業会社に比べ収益が事業子会社からの配当などに限られる為、重要事実（インサイダー取引の対象）に該当する数値水準が低く、一般の企業活動に支障をきたすこともあった。その為、グループからの収益が80%以上の純粋持株会社の場合は、重要事実の基準を連結ベースの数字で判断するように変える。

○組織再編の際、消滅会社が保有する取引先の株式（上場企業）を存続会社に承継する場合、インサイダー取引規制の対象となっていたが、この株式が承継資産の20%未満の場合、インサイダー取引である可能性が少ないとして、適用除外とする。

○組織再編の対価として、消滅会社の株主に対して自己株式を新規に発行する場合は問題なかったが、金庫株（存続会社が既に保有している自己株式）を割り当てる場合、規則上の売買に相当しインサイダー取引に該当する可能性があった。これを適用除外とする。

外部の業務委託者による主なインサイダー取引事例

摘発年	取引実行者	インサイダー取引概要
2006年	日経新聞社社員	法定公告などの依頼情報から株式分割情報を公表前に入手し売買
2008年	宝印刷社員	5社のTOB目論見書作成依頼情報から公表前に売買
2008年	複数のNHK記者	カッパクリエイトの資本提携のニュース原稿から公表前に売買
2008年	新日本監査法人会計士	担当する2社の未公表財務情報をもとに売買
2008年	野村証券M&A部員	担当以外の部内のM&A情報を入手し知人口座などで公表前に売買

市場の健全性の為に取組むべき対応

インサイダー取引規制は、取引規制である以上、その時の経済環境や社会情勢、また他の法規制の変化によってもその対応が変わっていく可能性がある。

例えば、前述したように企業の組織再編の為に会社法が変われば、インサイダー取引規制の対応もそれに合わせて修正する事が求められている。また、企業自身のインサイダー取引事例として、コマツや大塚家具が自社株取得に関して未公表の重要事実がある中で自社株取得を行ったとして2007年に摘発されたケースがあるが、その後2008年に金融庁より、実際の買付発注行為を信託銀行に一任する方式だと重要事実と隔離される為、規制に違反しないとの見解が示されている。

インサイダー取引に関して、去年は2つことが大きな話題となった。一つ目は、エルピーダメモリ支援に絡んで経済産業省の担当責任者によるインサイダー取引。二つ目は、大震災後に国会議員の東京電力を始めとする電力会社の株式の売買や保有。2つとも権限や対象企業の存続に大きな影響を与える政策決定に関わる為、一部に担当省庁や国会議員の株式取引の自粛すべきといった意見も聞かれた。

しかし、霞ヶ関や永田町であっても、一投資家として市場に参加できるような取組みを提供するのが金融・資本市場としてのあり方なのではないだろうか。その為には、インサイダー取引に関して一般国民に広く周知する必要がある。また、インサイダー取引に関与することの牽制機能が重要になってくる。

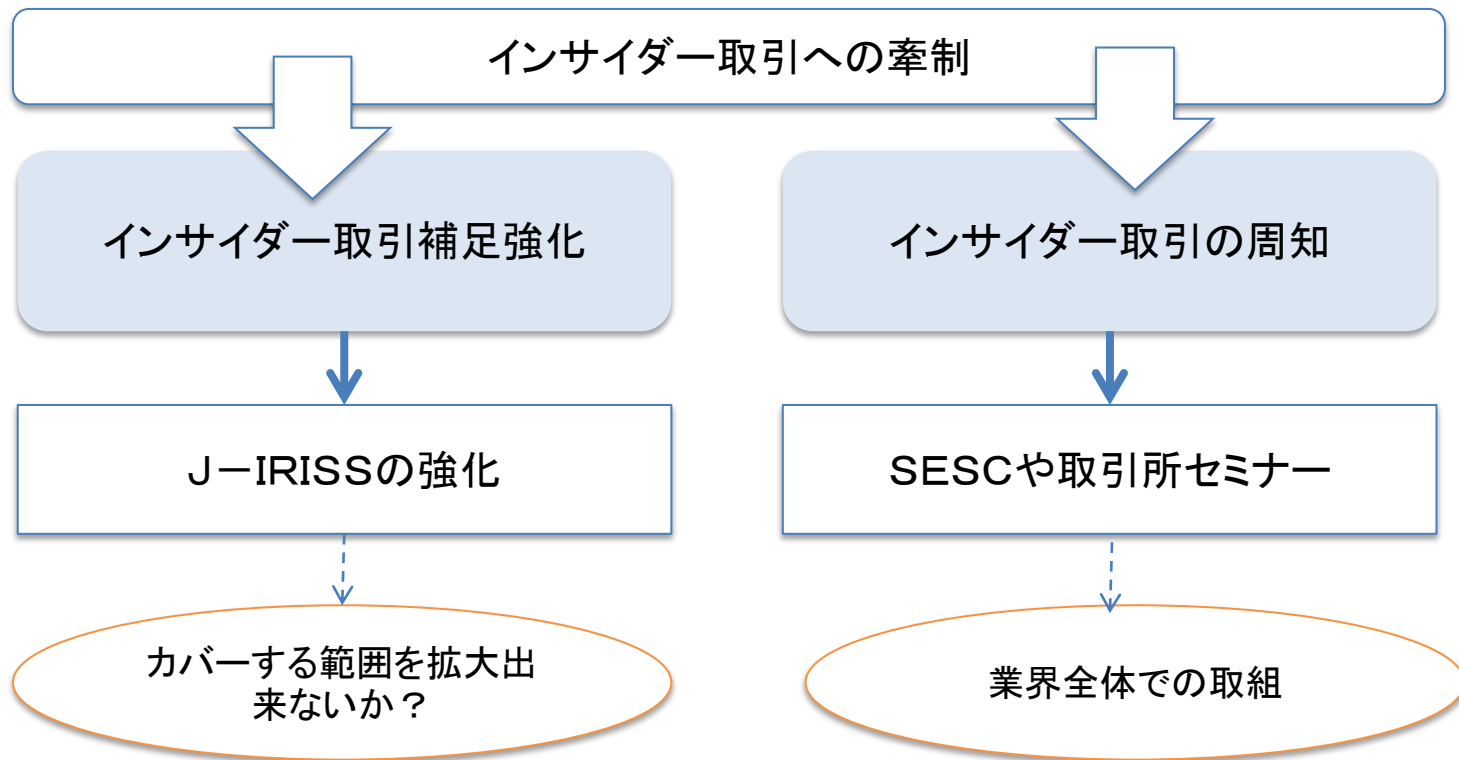
インサイダー取引は必ず捕捉されるという仕組みとして取引を監視しやすくするシステムが有効だろう。現在、日本証券業協会中心に取り組んでいるJ-IRISS (Japan-Insider Registration & Identification Support System) では、全上場数の約6割にあたる上場会社の役員やその家族情報を登録して、証券会社などの内部者取引チェックの照合に役立てている。これを全ての上場企業に広げることは当然として、企業内において重要事実に関与する社員、企業外において上場企業のM&Aやファイナンスに実務的に関与する者も含めて監視体制を強化することが望ましいのではないだろうか。

1988年に公開された米映画“ウォール街”では、大規模な取引と巨額の利益を上げるファンドマネージャーのマイケル・ダグラス扮するゴードン・ゲッコーに何がしかの恰好良さを感じた方がいたかも知れない。しかし、去年公開された続編では、彼はインサイダー取引などの罪状により8年間

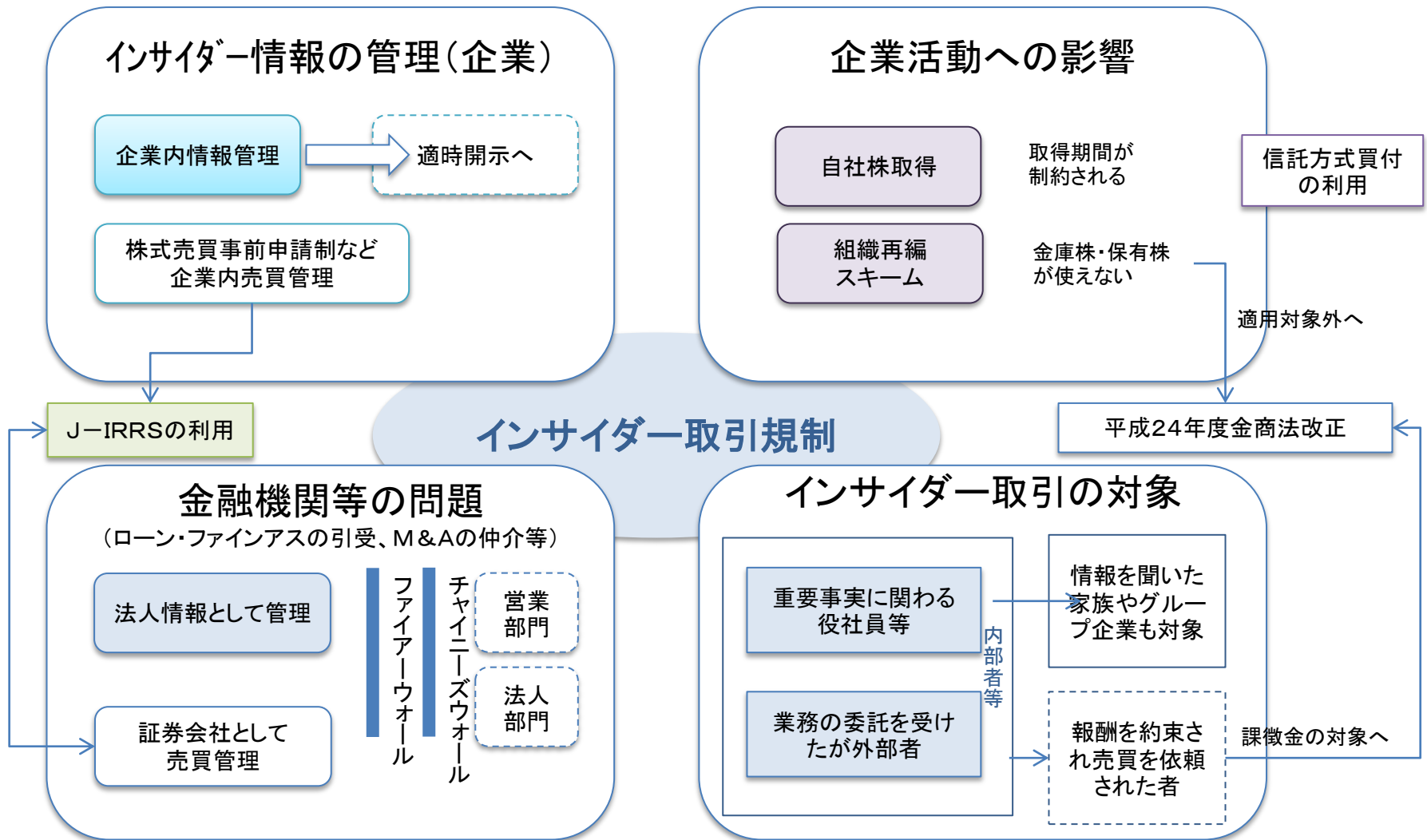
刑務所で暮らし、財産が没収され家族も失ったことが分かる。

SESCや取引所からの情報発信のみならず、インサイダー取引など不公正取引排除に関する取組みを業界上げて強化することも必要なのではないだろうか。アジアのメインマーケットとしてある為は、何より投資家からの信頼確保が重要だ。

取組むべき対応



(まとめ) インサイダー取引規制に関する問題の概要



インサイダー情報の管理(企業)

企業内情報管理

適時開示へ

株式売買事前申請制など
企業内売買管理

企業活動への影響

自社株取得

取得期間が
制約される

信託方式買付
の利用

組織再編
スキーム

金庫株・保有株
が使えない

適用対象外へ

J-IRRSの利用

インサイダー取引規制

平成24年度金商法改正

金融機関等の問題

(ローン・ファイナンスの引受、M&Aの仲介等)

法人情報として管理

証券会社として
売買管理

ファイアー
ウォール

チャイニー
ウォール

営業
部門

法人
部門

インサイダー取引の対象

重要事実に関わる
役社員等

内部者等

情報を聞いた
家族やグルー
プ企業も対象

業務の委託を受け
たが外部者

報酬を約束され
売買を依頼
された者

課徴金の対象へ