

インサイダー取引についての当局の対応（メモ）

1. 最近の典型事例

- ①外資による自社の買収という情報を取締役会で知った専務が、秘書に対し、秘書名義での自社株の買付けを依頼
- ②秘書は、依頼された専務分を自らの名義（但し職業欄は実際と異なる）で売買するとともに、元夫に情報を伝えた上、元夫名義で売買
- ③利得額 専務分：20万円、秘書と元夫分：2850万円

行為者にとって・・・

- ・会社関係者と一見無縁の他人名義ならバレないということはない
- ・少額なら調査されないということはない

会社にとって・・・

- ・重要な情報を無関係な社内の人に早く伝えすぎない（伝えちゃったらさっさと公表）＝社員やその関係者に出来心を起こさせて不幸にしない
- ・発覚したら、割り切って調査に全面協力する

2. 監視手順

- (1) 株価に影響を及ぼす重要事実公表前の株価動向をチェック
- (2) 取引所から売買状況を入手
- (3) 証券会社から顧客の売買明細を入手し、整理
- (4) タイミング良く取引を行っている顧客を抽出
- (5) その顧客と会社との関係を把握
- (6) そして・・・

3. インサイダー規制の哲学

(1) インサイダー取引擁護論

- ・映画「ウォール街」（1987年）
- ・価格形成の効率性
- ・報酬としての効率性

(2) 世界の趨勢

- ・1990年以前、株式取引所を持つ103カ国のうち、インサイダー取引を禁じる法律のある国は34カ国、実際に厳格に法律を執行する意思のある国は9カ国→98年末までに103カ国中、それぞれ87カ国、38カ

国に増加

- ・チェコとポーランドの市場経済体制への移行過程の相違
(Saving Capitalism from the Capitalists, R.G.Rajan&L.Zingales)

(3) 日本の金融システム論から

- ・戦後一貫して銀行型システム（規格大量生産に整合的）
- ・80年代の転換期・・・アメリカと日本（市場型システムへの移行の成否）
- ・不良債権問題（実体経済のリスクが銀行にのみ集中）・・・失われた90年代以降・・・市場改革、「貯蓄から投資へ」路線
- ・2007年夏以降の金融・経済危機（強欲資本主義の破綻？市場型金融システムの終焉？）
- ・グローバル資本主義のなかでの国民の豊かさ

4. 監視体制

(1) 人員

1998年度		2009年度
監視委	98名	→ 374名
財務局	126名	→ 300名
計	224名	→ 674名

(2) 調査手法（取引所、証券会社及び海外当局との連携体制を含め）の確立

(3) 課徴金制度の導入

- ・司法の謙抑主義
- ・二重処罰を禁じる憲法との関係（「ペナルティ」ではなく「利得の没収」）

5. 規制の構造

- ①会社関係者（及び第一次情報受領者）が
- ②重要事実を知ると
- ③公表後でなければ
- ④株式を売買できない

重要事実

- ①決定事実・・・株式発行、自社株取得など
- ②発生事実・・・業務遂行の過程で生じた損害、債権者による債務免除など
- ③決算情報

④バスケット条項・・・①～③以外で投資判断に著しい影響を及ぼすもの

6. おわりに

- ・コンプライアンス体制（情報管理、チャイニーズウォール、社員の株式売買手続き、研修等）を整備する意味
- ・「うっかりインサイダー」・・・当局との徹底した対話
- ・当局の努力の方向

平成 20 年 11 月 18 日
追加平成 20 年 11 月 25 日（問 2）
金融庁
証券取引等監視委員会

インサイダー取引規制に関する Q & A

（問 1）上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。

（答）

金融商品取引法第 166 条においては、「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知った者は、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。（インサイダー取引規制）

上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付主体となるところ、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当するかどうかの問題となります。

この点については、例えば、

- (1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、
- (2) ① 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、
又は、
② 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、

においては、一般に、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられます。

(問2) 現在、一部の上場会社において、「役職員について、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役職員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。

(答)

インサイダー取引規制違反が生じないように、上場会社各社においてその実情に応じた社内ルールが整備されることは重要なことですが、同時に、社内ルールが過剰な内容になり、結果として自社株式売買を萎縮させることがないような配慮が必要です。

御指摘のような、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止するという社内ルールは法令上求められるものではなく、各社の判断でこれを解除することは、インサイダー取引規制に抵触するものではありません。

郷原信郎 桐蔭横浜大学法科大学院教授

大森泰人 金融庁企画課長

稲野和利 野村証券副会長

「情報の不正使用」を防ぐために

郷原——そういう公正な開示のあり方の問題の裏返しとして、インサイダー取引、情報不正使用を正すという問題があります。インサイダー取引に関してはいろんな答えが発生していますが、課徴金が導入されたことで機動的にインサイダー取引の摘発が行われるようになり、ずいぶんその状況が変わってきたと思います。インサイダー取引の摘発に関してはどうお考えでしょうか。

大森——経済界からの講演依頼が一番多いのが「インサイダー規制を解説してください」というものです。数年前までは、制度の体系をひとつお話しして、「一見ややこしく見えるけど、要はやましいのであればやらないというだけのこと」と言っていれば済みましたが、最近はそれで済まなくなってきたんですね(笑)。

刑事罰というのはよほどのことで、対象者を社会的に葬るに等しいから慎重にしなければいけません。しかし、刑事罰でなかったら全くお咎めなしというのも市場規律としてよくないので課徴金を導入したわけです。すると、先ほども話が出ていたように、形式的には該当するが、実質的にはどこが悪いのかよくわからないといった案件を見つけてくる人が私たちの側にも出てきます。野村証券のケースは、誰が見ても犯罪だと思いますが、NHKの3人で100万円というのは、看過はできないけれど、犯罪者にするにはいささかセコいかな、と。そういうときのために課徴金制度があるんです。毎日いろんな情報が入ってくる社長にとって、たまたまその中に重要事実が入っていた場合、自社株取引と何の因果関係もないのに、後知恵で摘発するために導入したわけではないのです。

郷原——インサイダー取引の摘発が行われると、それに対する反応として、何がインサイダー取引に当たるのかという法令の中身、規制の中身を周知徹底させようというような対応が今まで一般的だったと思います。しかし私は、重要なことはそれではないと思うのです。自分たちにとって何が情報の不正使用として職業倫理上許されないか、根本のところをまず見直す、皆で再確認するということが重要なのです。出来合いの東証のビデオか何かを借りてきて、皆に見せるというようなインサイダー取引防止対策というのは、かえってマイナスではないかと思うのです。

大森——マイナスですよ。野村証券はどう社内対応されたか知りませんが、NHKの場合、発覚後、記者たちが受けた社内調査は、職業上知り得た情報に基づいて株式取引をしたことがあるか、みたいな質問だったそうです。「子供の健康診断じゃあるまいし」と記者連中も皆、大笑いしていました。それを集計して、「他にはありませんでした」と公表しても意味ないですよ。それがコンプライア

スですか」というような対応が多いです。

郷原——野村証券は2008年、インサイダー取引で社員が摘発されるという経験をされましたが、それに対する事後対応として教育や研修という面では、どのような工夫をされているのでしょうか。

稲野——もともとコンプライアンスに対しては結構充実したプログラムがありました。今回、法人関係情報、特にM&Aの重要事実に接している部署に所属する社員の犯罪だったわけです。その後、経営に携わる者が研修の場などで、技術的な話以前の職業倫理について語る機会を増やしています。もちろん、舞台となった場所に監視カメラが入ったというようなこともあります。やはり経営者自身が、きちんとコンプライアンスについて自分の言葉で話し続けていくことが何よりも重要だと思っています。

郷原——これは日本のインサイダー取引規制の禁止規定の一つの欠陥だと思うのですが、情報を知ったことと売買との因果関係を問わずに、一律に、画一的に規制の対象にしています。要するに、本来はそこに因果関係があって、「そういう情報を得たからこそ買った」という場合が制裁の対象にされるべきであり、「最初から買うことにしていた株の情報をたまたま聞いたけど、そのとおりに買った」と、それが立証できるようなものまで規制の対象にしてしまっています。だから、知らないほうがいい、知ることにならないほうがいいという話になるのです。そのあたりの規制に対する考え方としてはどうでしょうか。

大森——違反に対して行政処分するルールなら、金融行政当局だけで決められますが、刑事犯罪となると、やはり霞ヶ関のなかで然るべく調整して、というプロセスを経て現在の構成要件が形成されています。今日まで相当事案も積み重なってきたし、落ち着いて“そもそも論”をしてもいい時期にはきていると思いますが、明確な方向感を持ち合わせていません。因果関係という主観を要件にすると、本当に悪い奴を摘発できなくなる恐れもありますし、そこは私たちの摘発センスの向上で対処したほうがよいのかも知れません。私もあと何年行政官をやっているかわかりませんが、ご指摘は私自身が常に痛切に感じていることなので、ライフワークとして、あり方を考えていきたいな、と思っています。

稲野——そこは、もう一回原点から議論したほうが良いとは思っています。ただ、大多数の人はそこまでの経緯を知りません。事実上このように規定されている、というところだけを理解しているので、そういう問題意識を持っている人はそう多くはないですよ。

郷原——形式犯の規定のままであれば、ちょっとした課徴金を払わせるぐらいならいいのですが、罰則を適用するのは重すぎます。そういう意味では課徴金という制度が導入されて、インサイダー取引に該当するからといってすべてに刑事罰が出てくるのではなくて、お金で済ませる余地が出てきたのは前進であることは間違いなくと思います。