

# インサイダー取引規制について ～それぞれの立場の問題から



2019年3月31日  
株式会社資本市場研究所きずな

## インサイダー取引規制の概要

他者より有利な情報をもって取引を行うというのは、ナポレオン戦争に於けるワートルローの戦いのロスチャイルド家の有名な逸話もあるが、現代の株式市場においては、この有利な情報による売買というのは、インサイダー取引規制という関門を通過しなければならない。

このインサイダー取引について、簡略化していうならば、① 会社関係者に若しくは公開買付者等関係者が、② 上場会社等の業務等に関する重要事実若しくは公開買付け等事実を、③ その者の職務等に関し知りながら、④ 当該重要事実や公開買付け等事実が公表される前に、⑤ 当該上場会社等の株券等(含むデリバティブ)の売買等を行うこと。で、①には、会社と契約のある土業や証券会社・銀行の役社員や、会社関係者若しくは公開買付者等関係者から重要事実・公開買付け等事実の伝達を受けたものを含む。この行為は、金商法166条(会社関係者)同法167条(公開買付者等関係者)により禁止行為とされている。

インサイダー取引規制は、株式市場での取引の公正性・健全性を確保する為に必要なものだが、規制導入や強化の沿革は次の様なものだ。

- ・証券取引法によるインサイダー取引規制施行(1988年4月施行←1986年9月、タテホ化学工業の財テク失敗を巡る一連の取引)
- ・インサイダー取引等に対する課徴金制度を導入(2005年4月施行、法令遵守の実効性確保目的)
- ・金融商品取引法によるインサイダー取引の罰則強化(5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はこれらの併科。法人重課 5億円以下の罰金。へ(2006年7月施行)
- ・課徴金の金額水準の引上げ等(2008年12月施行←2006年6月ニッポン放送インサイダー事件等)
- ・金商法改正で企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の見直し(適用基準の明確化)(2013年9月)
- ・金商法改正で、情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入、資産運用業者などが「他人の計算」で違反行為を行った場合の課徴金額の引上げ(以上は2014年6月施行←2010年、2011年の増資インサイダー事件)、公開買付け

情報を聞いてから相当の期間が経過した場合について  
インサイダー取引規制を適用除外、投資法人へのインサイ  
ダー取引規制の導入（以上は2014年12月施行）

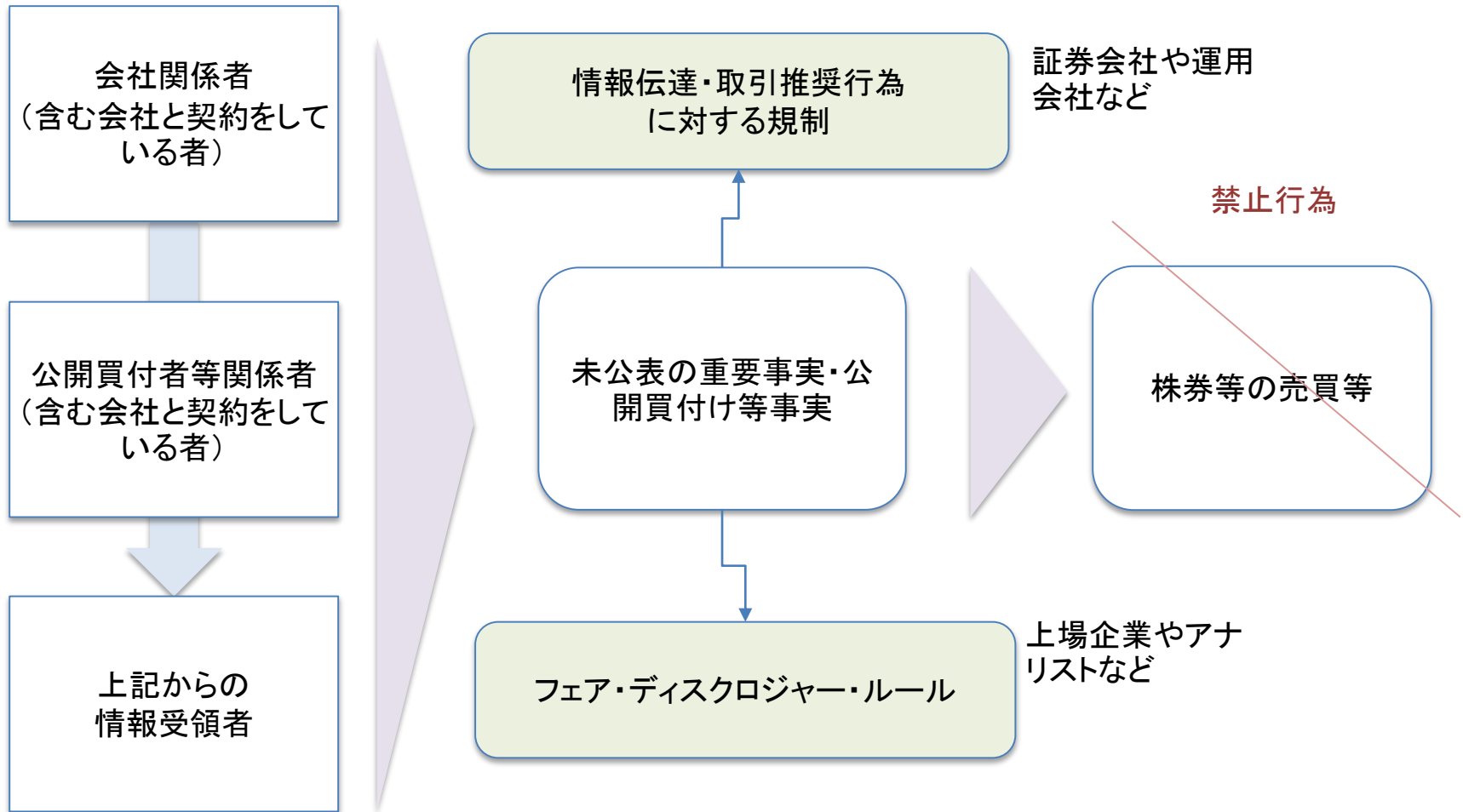
・金商法改正で、フェア・ディスクロージャー・ルールガイド  
ラインの導入（2018年4月）

インサイダー取引規制は、上場企業の株式取引を行う者  
だけではなく、企業の資本政策や企業再編活動にも影響  
を及ぼしており、証券会社や運用会社もその規制対象と  
なっている。

この規制において「重要事実」の定義が重要で、簡単に  
言い切ると株価に影響を及ぼす可能性がある情報だが、  
ファイナンスや配当・企業再編などに関係する決定事実、  
災害などの発生事実、決算情報以外にもその他のバス  
ケット条項として上場会社等の運営、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  
及ぼすものについて子会社を含めて対象となっている。市  
場の公平さを確保する為には、インサイダー取引の防止  
や摘発は必要だが、一方でインサイダー取引規制

そのものが上場企業の資本政策や企業の経済活動に支  
障があっても問題なので、企業活動の変化に合わせた規  
制の在り方も求められている。

# インサイダー取引規制の概要



## インサイダー取引の実態

証券取引等監視委員会は、インサイダー取引違反者が絶えない理由として、次の問題を上げている。

- ・重要事実に基づいて株式を売買すれば確実に儲けられるとの誘惑
- ・膨大な取引が行われており自分の取引は見つからないだろう、自己名義口座では取引できなくても、他人名義口座を利用すれば大丈夫だろうとの誤解
- ・自分は取引できなくても、親しい友人には儲けさせてあげたいとの思惑

このインサイダー取引の対象となるのは、会社関係者・公開買付等関係者と彼等からの情報提供を受けた者（第一次情報受領者）で、彼らが未公表の重要事実を知って上場株券等の売買を行うこと禁止しており、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金又はこれらの併科と課徴金が課せられる。

課徴金制度が導入（2005年4月）されてから2018年3月までの、証券取引等監視委員会からの課徴金勧告件数の累計は289件（違反者ベース）で、累計課徴金額は6億1882万円、平均214万円となっている。

制度開始以降の違反内容の状況については、次の様になっている。（証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」（平成30年6月より）

まず、何の情報インサイダー取引対象となったかについては、その期間中の重要事実等307件を分類すると、公開買付け等事実79件（25.7%）、業務提携55件（17.9%）、業績修正48件（15.6%）、新株等発行48件（15.6%）となっているが、その他に企業側の判断が難しいバスケット条項の適用を受けたものが16件（5.2%）ある。バスケット条項を適用した行政側の理由とその事例では次の様なものがある。

◆上場廃止や信用低下の恐れ、業務展開に重大な支障を生じる恐れなど

- ・過年度の決算数値に過誤があることが発覚したこと
- ・第三者割当による転換社債型新株予約権付社債の発行が失権となる蓋然性が高まり、継続企業の前提に関する重要な疑義を解消するための財務基盤を充実させるのに必要な資金を確保することが著しく困難となったこと
- ・会計監査人の異動、それに伴い有価証券報告書の提出が遅延し、株式が監理銘柄に指定される見込みとなったこと
- ・発行会社の債務不履行により、契約解除が前提となる他社からの支払催告書が到達したこと

#### ◆業績悪化の恐れ

- ・発行会社が製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざん及び板厚の改ざんが確認されたこと
- ・発行会社子会社が施工した工事の一部について、施工データの転用及び加筆があったことが判明したこと
- ・新薬開発のための第3相臨床試験の中止を決定したこと
- ・他社から、両社間の業務提携に係る不動産検索サービスの提供を停止するとの通告を受けたこと

◆企業再編や行政庁による調査で株価が変動することが予想されたこと

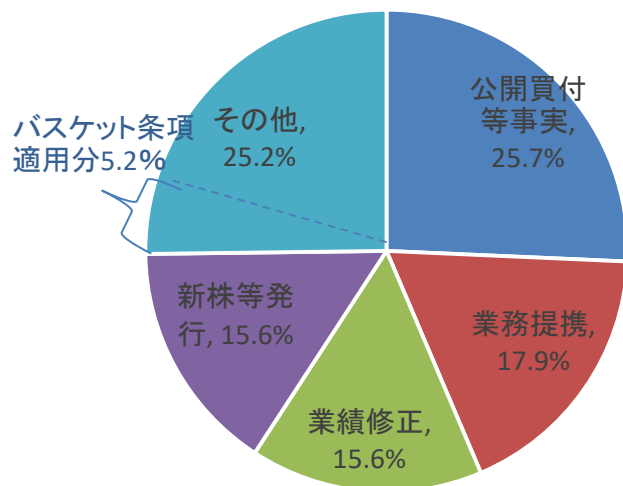
- ・発行会社が全部取得条項付種類株式を利用する方法により、他社の完全子会社となる決定をしたこと
- ・発行会社が、有価証券報告書虚偽記載の嫌疑による証券取引等監視委員会の強制調査を受けたこと

次に違反者の内訳だが、会社関係者等が42.6%（内訳、役員14.0%、社員43.8%、契約締結者等39.7%、発行会社2.5%で、第一次情報受領者が57.4%（内訳、取引先30.2%、親族11.7%、友人・同僚43.2%、その他14.8%）となっている。なお、違反者を、社内と社外で大別すると、社内が25.8%、社外が74.2%となっており、社外の者による違反行為は社内の約3倍となっている。

また、違反者に重要情報を伝えた情報伝達者162名の内訳を見ると、役員38名（23.5%）、社員22名（13.6%）、契約締結者等（契約締結予定者も含む）102名（63.0%）となっており、FA契約、引受契約、業務提携契約等の正式な契約の締結前の段階での重要情報の外部流出も多いことが分かる。

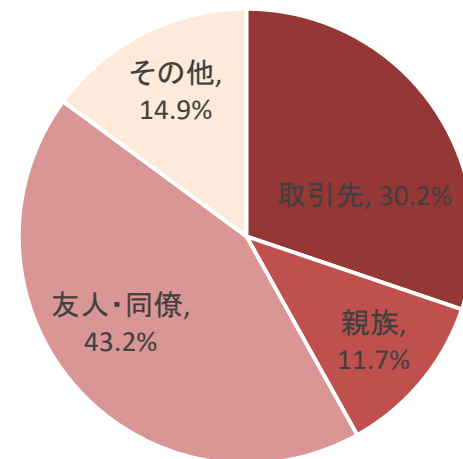
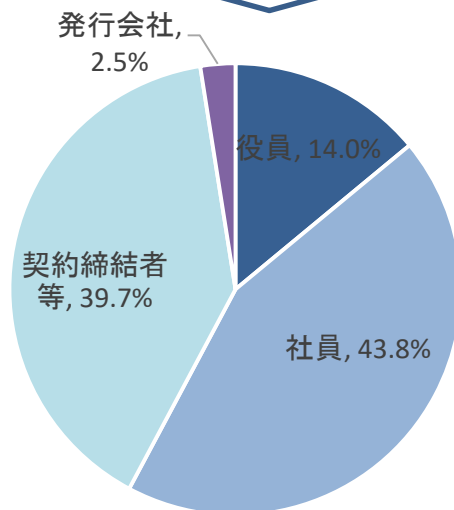
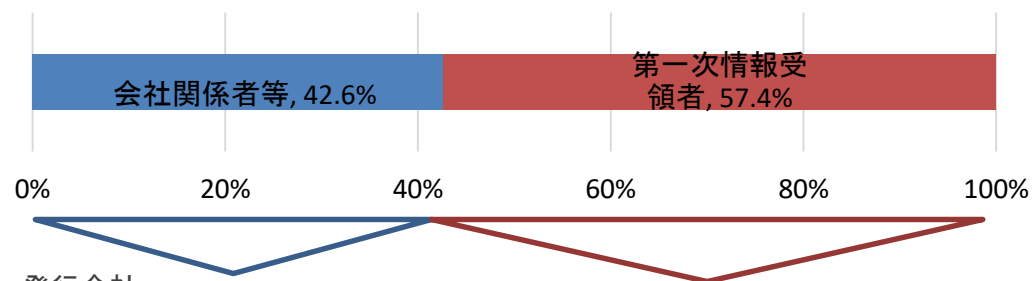
## 重要事実等別の構成割合

(2005年4月～2017年3月)



## 重要事実における違反行為者の内訳

(2005年4月～2017年3月)



## 企業にとってのインサイダー取引

企業にとってもインサイダー取引対策は、単に法令遵守に留まらず上場企業としての態勢整備・取引先を含めた社会的信用の維持などで、必須でかつ重要になっている。

先ず、上場企業としての重要事実等の発信源としては、その管理の厳格化が求められる。重要事実は、公表までは、必要最小限の関係者内で管理し、出来るだけ早期に公表した方は発行会社としてのリスクは少ないと考えられている。公表については、次の何れかの方法を取ることが認められている。

- 2以上の報道機関に対して公開され、12時間経過したこと
- TDnet等により公衆の縦覧に供されたこと
- 有価証券届出書等に記載し、公衆の縦覧に供されたこと

重要事実等の発生から公表までの所要日数を直近事例

(2017年度課徴金勧告事案)から見てみると、業務上の提携や公開買付けは、3か月から半年近くかかっている。業績予想の修正や上場廃止の原因となる事実は1か月以内となっている。また、直近事例での社内のインサイダー取引管理態勢については、殆どの企業が情報管理・売買管理規定があるものの、多くは入社時にけるインサイダー取引防止のための研修を行っており、その後の研修フォローが無いので、事案では職務上不要な伝達や情報伝達規制違反を犯しているケースが多かった。

昨年4月から導入されたフェア・ディスクロージャー・ルールでは、金商法改正で新たに「重要情報」(金融商品取引法27条の36第1項)が定義されたが、この制度目的は「公表前の内部情報を発行者が第三者に提供する場合に当該情報が他の投資家にも提供されることを確保するルール」とされており、取引の公正さを確保する為にインサイダー取引規制における「需要事実」より範囲がひろい。例えば「重要事実」では財務情報などで軽微基準があって、売上高10%未満かつ経常利益・純利益30%未満の変動要因なら「重要事実」の対象外となるが、「重要情報」では軽微基準以下の数値が予想される要因であっても公表

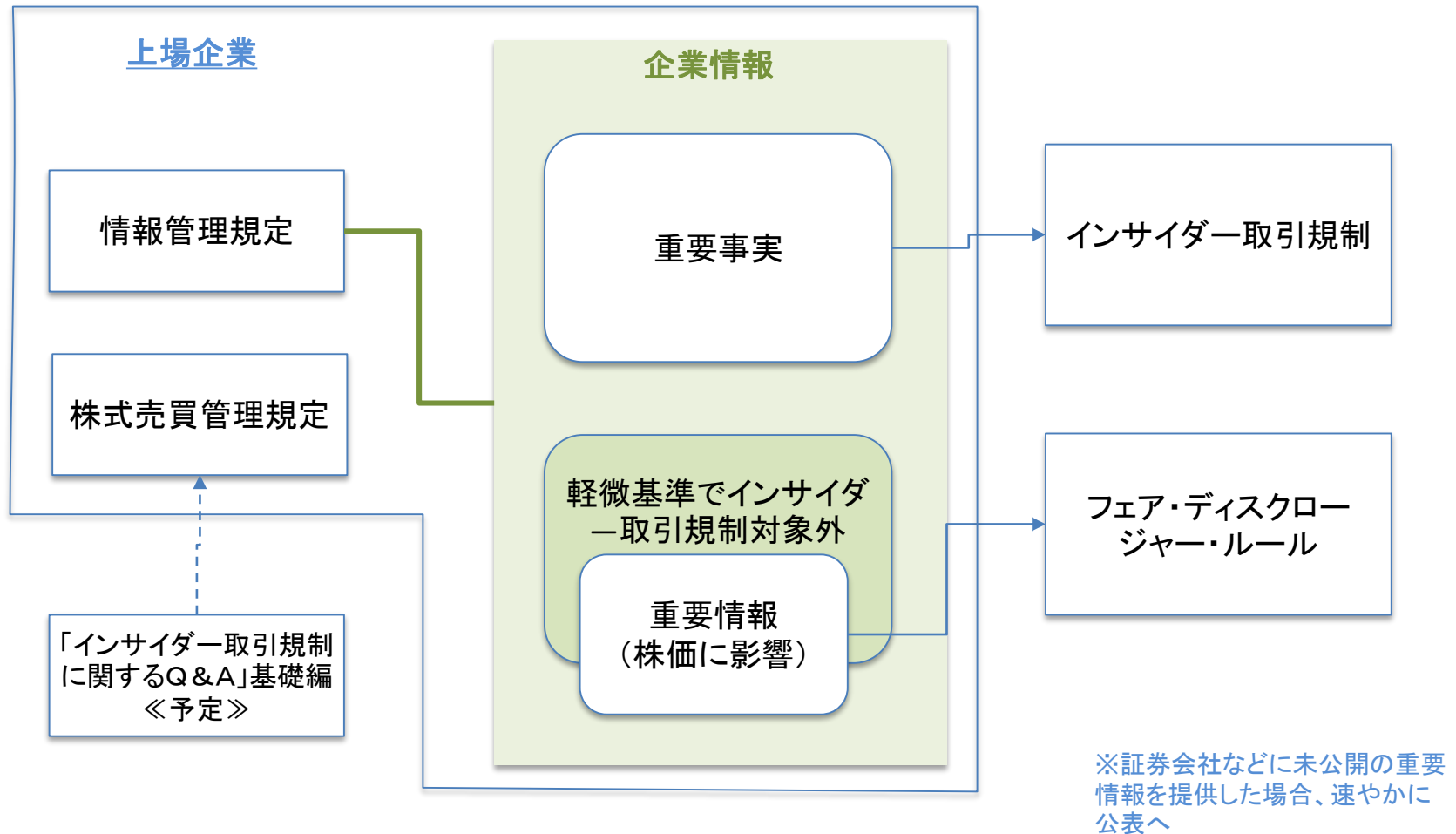


されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものが対象となる。分かり易く言い換えれば、市場のコンセンサスから見て既に織り込まれているのかどうかといったことが問題となる。このルールの導入は、欧米でのフェア・ディスクロージャー・ルール導入の動きを受けてもいるが、上場企業のIR活動や条件会社のアナリストの活動に影響は大きいと市場関係者には解さされている。

一方、企業自らが株式等の買い手となるケースとして、自己株式の取得や他の上場企業株式の公開買付けなどがある。自己株式の取得については、基本的には未公表の重要事実がない時期(重要事実を公表した後で通常は決算発表後の一定期間)が望ましいが、上場企業が信託方式(買付主体が信託銀行)又は投資一任方式(同、証券会社)によって自己株式取得を行うのであれば、指示を出す部署が重要事実から遮断されていれば認められる(金融庁、インサイダー取引規制に関するQ&Aより)。また、上場企業株式の公開買付けについては、重要事実がすべて公表されたあとの株価算定期間を設けてからの実施が望ましいと一般的には考えられている。

また、上場企業は殆どが株式の売買規定を設けているが、役社員の資産形成目的の株式売買の禁止を求めている訳ではないので、金融庁と証券取引等監視委員会で共同で「インサイダー取引規制に関するQ&A」基礎編において、自社株式を含めた有価証券投資が可能な旨の公表を準備してるところだ。

# 企業における重要事実・重要情報の管理について



## 証券会社にとってのインサイダー取引規制等

市場のゲートキーパーとしての役割を担う証券会社にとって、インサイダー取引規制等に関して業務上対応を求められることは多い。主に次の3つの業務に係る部分で規制等に関与している。

### ◆ 売買審査:

2006年6月に施行された自主規制ルールにより、証券会社は顧客取引をモニタリングし、不公正な取引の疑いがあれば顧客へ注意喚起等を行う「売買審査」が義務付けられている。また、上場会社の役員情報を登録してデータベース化し、証券会社が自社の顧客情報を照合・確認することで、インサイダー取引の未然防止等を目的としたJ-IRISS (Japan-Insider Registration & Identification Support System) は、2009年5月から日本証券業協会が運用している。また、証券会社の売買審査部門は、取引所による売買審査や証券取引等監視委員会による取引審査に協力するが、2017年度におけるインサイダー取引に関する審査件数は、取引所が113件(問題のありそうな事案の抽出である調査件数は1,018件)、証券取引等監視委員会が

1,002件となっている。

### ◆ 法人関係情報管理:

上場企業を顧客とする証券会社の法人営業部門では、ファイナンスなど資本政策に関する情報や公開買付けの検討などに関する情報を入手することがあるが、この情報は法人関係情報として管理部門で厳格に管理しなければならない。しかし、リーマンショック後に2010年から2011年にかけて大企業による大型の公募増資が急増していた時期に、主幹事証券の営業部門より増資情報がファンドなど機関投資家に漏洩し、公表前に大きく株式が売却された“増資インサイダー事件”が複数の大手証券・外国証券で起きた。本来の証券会社機能としては、重要事実に関与しやすい引受け部門やM&A部門と顧客の取引に関与する営業部門の間では、チャイニーズ・ウォールを設けて法人情報を隔離するが、これが機能していなかった。この複数のインサイダー取引事案を受けて、未公表の重要事実・公開買付け等事実を知っている会社関係者・公開買付者等関係者が、他人に対し、情報伝達・取引推奨を行うことが禁止された。また、この規制に関する新たなエンフォースメントとして法令違反行為を行った者(個人)の氏名等の

公表措置が新設された。証券会社等の役職員で、その業務に関して不正な情報伝達・取引推奨を行った者、機関投資家等の運用担当者等で、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中心的に行った者などが想定される。

◆アナリスト活動：

アナリストは、上場企業の調査を行い独自の分析を投資家に伝えていく職務だが、企業の未公開情報に接することがある。しかし、以下の事案は問題があるとして、金融庁より法人関係情報の管理に不備がある状況と、法人関係情報を提供した勧誘を行ったことで、行政処分が下されている。

・上場会社A社は、2014年12月頃、公表前の四半期の業績に関する情報を、公表前にB証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストがB証券会社の営業員に上記情報を伝えたことにより、B証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてA社株式の売買を勧誘。

・上場会社C社は、2015年9月、公表前の半期の連結業績予想に関する情報を、公表前にD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストが上記情報をD証券会社の

営業員に伝えたことにより、D証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてC社の株式の買付けを勧誘。D証券は他3社も同様の対応あり。

上場企業に関する未公開の情報は、重要事実、重要情報、法人関係情報として証券会社等においてその管理が厳格化することが求められているが、公平・公正な情報開示は証券市場の健全な発展に必須であり、特にインサイダー取引を防止していく為に、上場企業に対してはダイムリーディスクロージャーを促していくことも証券会社に求められている。

# 証券会社とインサイダー取引規制等

