

インサイダー取引規制の見直し

2013年 3月

株式会社野村総合研究所
未来創発センター 主席研究員
東京大学大学院法学政治学研究科客員教授

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

検討の背景と経緯

- 2012年3月以降、公募増資に関する情報を公表前に入手し、株式の売買を行ったとして証券取引等監視委員会による課徴金納付命令勧告が相次いだ。
- 2012年7月～12月、金融審議会ワーキンググループで規制の見直しについて検討。報告書「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」公表。

課徴金納付命令 勧告日	上場会社	公募増資公表日	違反行為者	情報を伝達したとされる 証券会社	ファンドの得た 利益	課徴金額
2012年3月21日	国際石油開発帝石	2010年7月8日	中央三井アセット信託 銀行	野村証券	1,455万円	5万円
2012年5月29日	日本板硝子	2010年8月24日	あすかアセットマネジメント	JPモルガン証券	6,051万円	13万円
2012年5月29日	みずほフィナンシャルグループ	2010年6月25日	中央三井アセット信託 銀行	野村証券	2,023万円	8万円
2012年6月8日	東京電力	2010年9月29日	ファーストニューヨーク証券及 び個人	野村証券	—	1,468万円 6万円
2012年6月29日	日本板硝子	2010年8月24日	ジャパンアドバイザー合同 会社	大和証券	1,624万円	37万円
2012年11月2日	エルピーダメモリ	2011年7月11日	ジャパンアドバイザー合同 会社	野村証券	564万円	12万円

情報伝達・取引推奨行為に対する規制

- 情報受領者によるインサイダー取引は、情報伝達がなければ生じることはない。不正な情報伝達を抑止することが必要であり、欧米でも一定の対処がなされている。
 - 現行規制の下でも刑事事件であれば、情報伝達者を共犯として処罰することは可能だが、共謀が否定されたケースも。
- 情報伝達行為規制の潜脱を防止するといった観点から未公表の重要事実を知った上での取引推奨行為を規制することが必要。
 - 情報を伝達しない取引推奨に基づく取引推奨の場合、取引者の行為は不可罰。
- 会社関係者または公開買付者等関係者が情報伝達・取引推奨する行為を原則として規制対象とするが、規制対象を限定する。
 - 「取引を行わせる目的」等の主観的要件を設ける。
 - 実際に取引が行われたことを処罰要件とする。

(参考)欧米における情報伝達の規制

- アメリカでは情報伝達者はインサイダー取引の共犯として処罰されるほか、SECの公平情報開示規則(レギュレーションFD)が存在。
 - アナリストや機関投資家への選択的情報開示(未公表の重要事実の伝達)を禁止。
 - 但し、レギュレーションFDは、発行会社及びその役職員による情報伝達を禁じるのみで、証券会社等から投資家への情報伝達を禁じる趣旨ではない。
 - 報道関係者への選択的情報開示は禁じられていない。
- ヨーロッパでは権限なく第三者に内部者情報を伝達することや内部者情報に基づいて売買の推奨・勧誘を行うことが禁止されている。
 - 但し、ドイツでも情報伝達だけの処罰例はまれ。

証券会社による情報伝達・取引推奨をめぐる議論

- ワーキンググループにおける検討の過程では、証券会社による情報伝達・取引推奨については、取引が行われたことを処罰要件としないといった厳しい規制が必要との意見もあった。
 - 検討のきっかけとなった事案が証券会社による情報伝達であったことが議論に影響。
 - 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いることに着目した議論とも言える。
- 最終的には、①課徴金の計算方法をより抑止効果の高いものとする事(機関投資家のブローカー評価に基づく継続的な売買手数料や引受手数料を計算に含める)、②注意喚起のために違反行為を行った役職員の氏名を公表する、という対応が提言された。
- 現行の業規制でも法人関係情報を提供した勧誘が禁じられていることから重ねての規制は不要との見方もあり得る。

重要事実の要求行為

- 公募増資インサイダー事案では、ヘッジファンドの運用担当者が、証券会社に対して「耳寄り情報」の提供を継続・反復して求めていたとされる。
- 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場合、中心的な役割を担った者の氏名を公表する。

「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

- 運用委託契約等に基づき資産運用業務を行う者の場合、違反行為によって将来にわたり継続的に運用報酬を維持・増加させることが可能であり、その利得は運用報酬全体に及んでいる。
- この点に着目し、一定期間(例えば3ヵ月)の運用報酬額を基準とする計算方法に改める。
- ファンドの詳細な内容が明確とはならないために課徴金額の計算ができない場合について、計算方法を検討する。
- 違反行為の抑止を目的とするという課徴金制度の趣旨からは、違反行為者の利得に必ずしもとらわれる必要はないとの意見も出されたが、課徴金制度のあり方自体の再検討は、将来的な課題と位置づけられた。

近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直し

- 「公開買付者等関係者」に被買付企業及びその役職員を新たに加える。
- 未公表の公開買付等事実を知った者について、自らが公開買付を行うために公開買付届出書を提出し、そこに未公表の公開買付等事実を伝達された旨を記載した場合や情報を伝達されてから相当の期間(例えば6カ月)が経過した場合などには被買付企業の株式等の買付けを可能とする。
- 第一次情報受領者と第一次情報受領者から更に情報を伝達された第二次情報受領者との間で行われる相対取引を規制の対象から除外する(クロクロ適用除外の拡大)。
- インサイダー情報を知る前に締結・決定された契約・計画(「知る前契約」「知る前計画」)に関する包括的な適用除外規定を設けるとともに、必要に応じガイドライン等で法令の解釈を事前に示していく。

インサイダー取引等の未然防止等に向けた取組み

- 金融庁・証券取引等監視委員会が、課徴金事例集について、過去のインサイダー取引事案がより実務の参考になるような取組みを行う。
- 証券会社が、法人関係情報の管理態勢の点検・改善を進める。自主規制機関でも自主規制ルールの見直しや営業姿勢等に係る実務慣行の見直しを進める。
- 証券取引所において、上場会社への情報管理に関する先進的な取組み事例等の情報提供や注意喚起などを行う。
 - 重要事実に関するスクープ報道がなされた場合の情報開示をより踏み込んだ内容とするよう検討する。

インサイダー取引規制の課題に関する私見

■ 処罰範囲の拡大が正当な取引を萎縮させかねないのでは？

- 既に多くの機関、企業は、役職員の株式取引を一部または全面的に禁じたり、事前の届出や一定期間以上の保有を義務づけるといった対応を講じている。
- こうした内規があっても、明らかに不正な取引も行われている。
- 情報伝達行為の規制が企業のIR活動等を萎縮させかねない懸念も。

■ 形式主義的な規制から実質主義への転換が必要では？

- 特定の未公表情報が株価を変動させるかどうかは、個別具体的な状況に依存するため、事前に要件を明確化することには限界。
- 「形式犯」でなくなった現在では実質的に違法性を欠くような取引まで構成要件に該当するような規定は問題（「うっかりインサイダー」）。
- 取引時点で株価変動の可能性を認識できたかどうかで区別すれば、処罰範囲が不明確になるとは言えないのではないか。