

インサイダー取引規制見直しの概要と今後の課題

野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員

大崎 貞和



1. 増資インサイダー事件を契機とした検討

2012年3月以降、引受証券会社から上場会社の公募増資に関する未公表情報を入手した機関投資家等が、違法なインサイダー取引を行ったとされる事案が証券取引等監視委員会によって相次いで摘発され、課徴金納付命令

〈目次〉

1. 増資インサイダー事件を契機とした検討
2. インサイダー情報の伝達等に対する規制
3. 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し
4. その他の提言内容
5. 形式主義アプローチの問題点
6. 現実を直視する対応の必要性

勧告の対象となった。いわゆる増資インサイダー事件である（図表）。

一連の事件は、同時期に明るみに出たオリンパスによる粉飾決算やAIJ投資顧問による詐欺的な資産運用といった他の不祥事とも相まって、日本の株式市場の公正性に対する投資家の信頼を大いに揺るがせた。また、インサイダー取引を行った機関投資家等に対して課された課徴金の金額が、事案によっては数百万円といった少額に過ぎなかったことやインサイダー情報（未公表の重要事実）を伝達した証券会社社員の行為が課徴金の対象とされないことなどへの批判が高まり、日本のインサイダー取引規制は欧米諸国に比べて緩やかに過ぎるのではないかといった疑問が提起された。

そこで、2012年7月以降、金融審議会に設置されたインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ（座長：神田秀樹東京大学教授）において、①インサイダー情報の伝達

(図表) 課徴金納付命令勧告の対象となった増資インサイダー事件

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リー 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リー 合同会社	野村証券	564万円	12万円

(出所) 金融庁資料

やそれに基づく取引推奨行為に対する規制の強化、②「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し、の二点を中心に規制見直しに向けた検討が行われ、12月に報告書が取りまとめられた^(注1)。今後、報告書の内容に沿う形での金融商品取引法（以下「金商法」という）や政令・内閣府令の改正が行われる見通しである^(注2)。本稿では、この報告書の主な内容を紹介するとともに、インサイダー取引規制のあり方をめぐる今後の課題について、若干の私見を述べることにしたい^(注3)。

■ 2. インサイダー情報の伝達等に対する規制

金商法によって禁じられるインサイダー取引とは、インサイダー情報を知った上場会社の役員や顧問弁護士、主幹事証券会社役員といった会社関係者または公開買付者等関係者（以下「内部者等」という）が、当該情

報の公表前に行う取引だが、内部者等から直接インサイダー情報を伝達された情報受領者による取引も規制の対象となっている（金商法166条、167条）。しかし、インサイダー情報を伝達した者については、当該情報に基づく取引を唆したり、取引が行われることを知った上で利益を山分けしていたといった場合には、共犯として処罰される可能性があるが、単にインサイダー情報を伝達しただけで直ちに刑事罰や課徴金賦課の対象となることはない。

これに対してヨーロッパ各国では、EUの市場阻害行為 (market abuse) 指令 (Directive 2003/6/EC) を受けて、各国で職務の適切な遂行として行う場合を除き、インサイダー情報を第三者に漏らす行為自体が禁じられているほか、証券会社等がインサイダー情報に基づいて取引推奨を行うことも禁じられている。また、アメリカでは、情報伝達者がインサイダー取引の共犯として処罰される可能性があるほか、証券取引委員会 (SEC) の公正

開示規則（レギュレーションFD）によって、上場会社やその経営者が、インサイダー情報を証券会社のアナリストや機関投資家のファンドマネジャーに漏らす行為が禁じられている。

この点について、今回のワーキング・グループ報告書は、内部者等による情報伝達や取引推奨行為に対する規制を新たに設けるべきだとした。具体的には、内部者等が「取引を行わせる目的」等の主観的要件を満たした上で、情報伝達や取引推奨行為を行い、それが投資判断の要素となって実際に取引が行われた場合を刑事罰・課徴金の対象とすべきだとしたのである。

ここで報告書が、「取引を行わせる目的」等の主観的要件を求めたり、実際に取引が行われたことを処罰要件とすべきとしたのは、インサイダー情報の伝達に対する規制が余りに幅広いものになれば、企業の通常の業務や活動に支障を生じさせ、処罰範囲を不当に拡大することになりかねないからである。例えば、上場会社の経営幹部が、自社の係わるM&A（企業の買収・合併）に関するインサイダー情報を報道記者に教えるとか、毎日帰宅が遅くなっている理由を家族に釈明するためにM&Aの動きに触れるといったことは、場合によっては社内規程に触れるといった可能性は排除できないだろうが、処罰の対象とすべきものとも思えない。

これに対して、「取引を行わせる目的」等の主観的要件を設けると、情報伝達者の自白

がない場合には違反の立証が困難になりかねないといった見方もできないわけではない。しかし、この点については、例えば今回の規制見直しの発端となった一連の事案のように、市場のプロフェッショナルが関与したケースなどでは、外形的な事実から「取引を行わせる目的」があったことの蓋然性を示すことはそれほど困難でないとも考えられ、主観的要件を定めることで、規制が「ザル」になるといった懸念は杞憂であるように思われる。

ワーキング・グループにおける議論の中では、公正な市場の担い手であるべき証券会社などの仲介業者による違反行為は市場に対する投資家の信頼を大きく損なうものであり、実際に取引が行われなかった場合も規制対象とすべきではないかといった観点からの検討も行われた^(注4)。

この点については、現行法の下でもインサイダー情報を含む法人関係情報を提供して勧誘を行うことが業規制上禁じられているといった事情に鑑み、最終的には、違反に対する課徴金の計算において、証券会社などの仲介業者については典型的に幅広い利得があることを踏まえて機関投資家からの定期的なブローカー評価に基づく継続的な売買手数料の金額などを考慮することや情報伝達・取引推奨を実際に行った役職員の氏名を公表するといった対応を講じることが提言されることとなった。

■ 3. 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

金商法上の課徴金制度は、規制の実効性を確保するために、法令違反行為によって行為者本人が得た経済的利得を没収するという基本的な考え方に立脚して組み立てられている。一連の増資インサイダー事件において、機関投資家等に対して課された課徴金の金額が少額にとどまったのは、他人から資産運用を委託されている機関投資家等の場合、違法な取引によって上げられた利益全体ではなく、当該取引によって機関投資家等が直接得たと考えられる資産運用報酬に着目して課徴金額を計算することになっているためである(注5)。

この点については、課徴金の行政上の制裁としての性格を考えれば、違反行為者の利得には必ずしもとらわれる必要はないという見方もできる。他方、課徴金の制裁としての性格を強調しすぎることは、憲法39条の禁じる二重処罰との兼ね合いで問題だといった見方もあるだろう。

今回のワーキング・グループ報告書は、課徴金制度のあり方自体も「将来的には検討されるべき課題である」としつつ、当面は、従来の考え方に依拠しながら計算方法を改めるべきだと結論づけた。具体的には、機関投資家等が違反行為を行う背景には、将来にわたり継続的に運用報酬を維持・増加させる狙い

があるはずだという観点から、現行のように個々の違法な取引にとらわれることなく、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基づいて課徴金額を算出すべきだとしている。

■ 4. その他の提言内容

このほか今回のワーキング・グループ報告書は、近年の金融・企業実務を踏まえた規制の見直しとして、①インサイダー取引規制上の「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こと、②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ヵ月)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こと、③内部者等から直接インサイダー情報を伝達された者(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者(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こと、④インサイダー情報を知る前に締結・決定された契約・計画(いわゆる「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こと、を提言している。

また、報告書は、インサイダー取引等の不

公正な取引を未然に防止するような市場環境を醸成していくために、①金融庁・証券取引等監視委員会が過去のインサイダー取引事案がより実務の参考となるような形で事例を整理すること、②証券会社や自主規制機関がコンプライアンス態勢の強化や実務慣行の見直しに取り組むこと、③証券取引所が不正な情報伝達を行った者の所属する上場会社への注意喚起を行ったり、上場会社に係る重要事実についてスクープ報道がなされた場合の情報開示のあり方について検討すること、などを求めている。

■ 5. 形式主義アプローチの問題点^(注6)

以上のようなワーキング・グループ報告書の提言内容は、いずれもインサイダー取引等の不公正な取引の防止と市場の公正性に対する投資家の信頼の向上に資するものと期待される。一連の改正が実現すれば、日本のインサイダー取引規制は、国際的にみても遜色のないものとなるだろう。しかし、同時に、日本のインサイダー取引規制が、より中長期的に検討されるべき構造的な課題とでも言うべきものを抱えていることも見落としてはならない。

金商法166条及び167条の条文を一読しただけで明らかなように、日本のインサイダー取引規制は、規制の対象となる内部者等や情報受領者、重要事実、公表といった概念を極め

て技術的かつ詳細に定義している。こうした規制手法は、形式主義に基づくものと呼んでいいだろう。これに対して、アメリカやEUでは、インサイダー取引規制の構成要件を抽象的に規定するにとどめる実質主義のアプローチが採られているのである^(注7)。

日本法が形式主義のアプローチを採用したのは、インサイダー取引規制が違反に対する刑事罰を伴うものであるため、罪刑法定主義の観点から構成要件を厳格に定める必要があるからだとされる。しかしながら、そうした規制の下では、常識的に考えて市場の公正性に対する信頼を損なう可能性があり得ないような取引が、形式的に法令違反とされてしまう危険もある。いわゆる「うっかりインサイダー取引」という問題である。その典型例は、事実上休眠状態にあった子会社を解散した後、その事実を公表するまでに行った自社株買いがインサイダー取引にあたるとして、上場会社が金融庁による課徴金納付命令を受けた事案（2007年3月）である。

こうした「うっかりインサイダー取引」をめぐっては、情報管理の努力もしないで経営者が自在に自社株を売買しているというようなコンプライアンス不在とも言うべきケースでもない限り、市場を萎縮させる作用が大きいため、現在では証券取引等監視委員会としても摘発しない運用になっていると述べる当局者もいる^(注8)。しかし、そのような運用が公式に制度化されているとまでは言えないだろう。

他方、「インサイダー取引規制における重要事実とは公表されれば株価に大きな影響を及ぼすような事実である」と定義するような実質主義の規制への移行に対しては、予測可能性を低下させ、コンプライアンスを困難にするとして経済界を中心に抵抗が強い。しかし、1988年の導入当初は、「形式犯」のようなものと考えられ、最高刑が懲役6ヵ月以下と軽かったインサイダー取引規制も、現在では市場の信認を損なう重大な犯罪との認識が定着し、最高刑も懲役5年へと約20年で「10倍」に引き上げられた。今後、情報伝達等にも規制が課され、処罰範囲が拡大されることを踏まえれば、法の定める構成要件は幅広いものとしつつ、より実質的な違反だけを厳しく取り締まる方向へと舵を切る必要性が高まっていくだろう（注9）。

6. 現実を直視する対応の必要性

公正な市場の担い手であるべき証券会社が不正取引に関与したとされる一連の増資インサイダー事件は、社会に衝撃を与え、再発防止策の徹底を求める声が高まった。ワーキング・グループ報告書に示された法令改正に加えて、証券会社や機関投資家等の社内におけるコンプライアンス態勢の強化が急がれるのは当然である。

しかし、他方で、どれだけ規制を整備し、罰則を強化し、監視体制やコンプライアンス

体制を整えたとしても、インサイダー取引をゼロにすることは不可能だという現実を直視し、冷静な対応を講じることも重要である。

典型的なインサイダー取引を行えば、濡れ手に粟の利益を上げることができる。金銭欲は人間の根源的な欲望の一つであり、窃盗や強盗がこの世からなくならないように、証券市場が存在する限りインサイダー取引は決してなくなることはない。実際、アメリカではインサイダー取引に対する刑事罰は最高刑が20年以下の懲役と重く、日本の当局以上に人員や予算が充実しているSECが、毎年4、50件のインサイダー取引を摘発しているが、だからと言って、インサイダー取引を根絶するには至っていないのである。

誤解しないでいただきたいが、筆者はインサイダー取引を取り締まることが無益であると言っているわけでは全くない。むしろ、効果的に問題事案を摘発し、厳しい制裁を加え続けること以外に、市場の公正性を維持し、投資家の信頼を確保するための方策はないと考えている。

筆者が懸念するのは、「再発防止策」の効果に過大な期待が抱かれ、「防止策を講じた以上不正はなくなったはずだ」として現実を直視しない思考法に陥ったり（注10）、再び社会的な注目を浴びるような不正取引事案が起きた時に、更に規制対象を拡大し罰則を重くするという方向ばかりに議論が集中してしまうことである。

現状でも、多くの企業や機関が、インサイ

ダー取引の未然防止という名目で、役職員の株式取引を制限し、事前の届出や一定期間以上の保有を一律に義務づけるなど、必ずしも合理的ではないルールを設けている。同時に、そんなルールなど意に介さないかのような悪質なインサイダー取引も現実に行われている。今後、更に規制の強化だけが一方的に進められれば、正当な情報のやり取りや株式の取引もままならず、「君子危うきに近寄らず」とばかりに善良な市民は株式投資から遠ざかるような社会に行き着いてしまうのではないかというのが、筆者の率直な感想である。

(注1) 「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」http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf

(注2) 本稿執筆時点では、改正法案等は作成・公表されていないが、現在開会中の通常国会において法改正が行われるものと予想される。

(注3) 筆者は、インサイダー取引規制に関するワーキング・グループのメンバーとして、報告書の取りまとめに向けた議論に参加したが、本稿の内容のうち意見にわたる部分は全て個人的見解であり、ワーキング・グループや筆者の勤務先の見解を示すものではない。

(注4) ワーキング・グループ第3回会合議事録 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20121016.html) 参照。

(注5) (運用財産の運用として当該売買が行われた月について当該売買をした者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、又は支払われるべき金銭その他の財産の価額の総額) × (当該売買が行われた日から当該売買が行われた月の末日までの間の当該運用財産である当該売買の銘柄の総額の

うち最も高い額) ÷ (当該売買が行われた月の末日における当該運用財産の総額) である (金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令1条の21第1項)。

(注6) 本節と次節の記述の多くの部分は、大崎貞和「インサイダー取引規制のあり方」『証券アナリストジャーナル』51巻1号(2013)68頁に基づいている。

(注7) 松尾直彦『金融商品取引法』商事法務(2011)516~517頁。

(注8) 大森泰人「インサイダー規制との付き合い方」『週刊金融財政事情』63巻40号(2012)27頁。

(注9) 今回の改正論議以前から実質主義の規制への転換を主張した論文として、梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」川濱昇ほか編『森本滋先生還暦記念 企業法の課題と展望』商事法務(2009)521頁がある。

(注10) 大森泰人「行政処分」『週刊金融法務事情』60巻14号(2012)102頁は、増資インサイダー事件に関与したある証券会社について、過去に社員が起こしたインサイダー取引事件を教訓に体制整備に大きな努力を払ったことで、「こんなに努力した以上、うちから情報が漏れたはずがない、との思い込みが生まれる」と指摘している。

