

8つの類型ごとに直近の勧告事案から考える インサイダー取引防止態勢の改善ポイント

証券取引等監視委員会事務局
総務課 課長補佐 宮田 俊
証券取引等監視委員会事務局
取引調査課 証券調査官 河本 貴大

はじめに

証券取引等監視委員会(以下、「証券監視委」という)は、インサイダー取引をはじめとする各種不正取引について調査を実施し、課徴金納付命令の対象となる法令違反が認められた場合には、内閣総理大臣および金融庁長官に対して、課徴金納付命令を発するよう勧告を行っている⁽¹⁾。

インサイダー取引事案について行った課徴金納付命令の勧告件数は近年も増加しており⁽²⁾、そのなかには、典型的なインサイダー取引事案も引き続き数多くみられる。

証券監視委は、第9期中期活動方針における戦略目標の1つとして、各事案の表面的な原因の究明にとどまらない、根本原因(foot cause)の追究を掲げており、各調査

においては、根本的な原因を究明し、再発防止につなげていくよう努めているところである。また、個別の問題事象の分析にとどまらず、他の同様の事案まで含めた横断的な広がりのある視点と、それによる深度ある分析を行うことを通じて、市場の構造的な問題の把握にも努めている。

このようななかで、発行者である上場会社、および当該上場会社の契約締結・交渉者等が関係する各勧告事案において、上場会社のインサイダー取引防止態勢について横断的にみた場合、上場会社がそもそもインサイダー取引防止規程を有していなかったというケースは見受けられなかったが⁽³⁾、当該規定を運用するうえで不備や、または不備とまではいえないものの、不徹底や改善の余地があるといった状況も見受けられたところである。

本稿は、上場会社におけるインサイダー取引防止の取組みに資するよう、平成28年度を中心とした直近のインサイダー取引に係る勧告事案(以下、「勧告事案」という)を念頭に、上場会社における態勢上の問題点・改善策等について分析するものである。他方で、あくまで、勧告事案に係る上場会社において改善し得る点を示すものであり、各勧告事案の直接的な原因を示唆するものではない点にはご留意いただきたい。

なお、本稿の内容については、筆者らのみが責任を負うものであり、意見にわたる部分は筆者らの個人的見解であって、証券監視委をはじめとした筆者らの現在および過去の所属組織の見解を代表するものではないことを付言する。

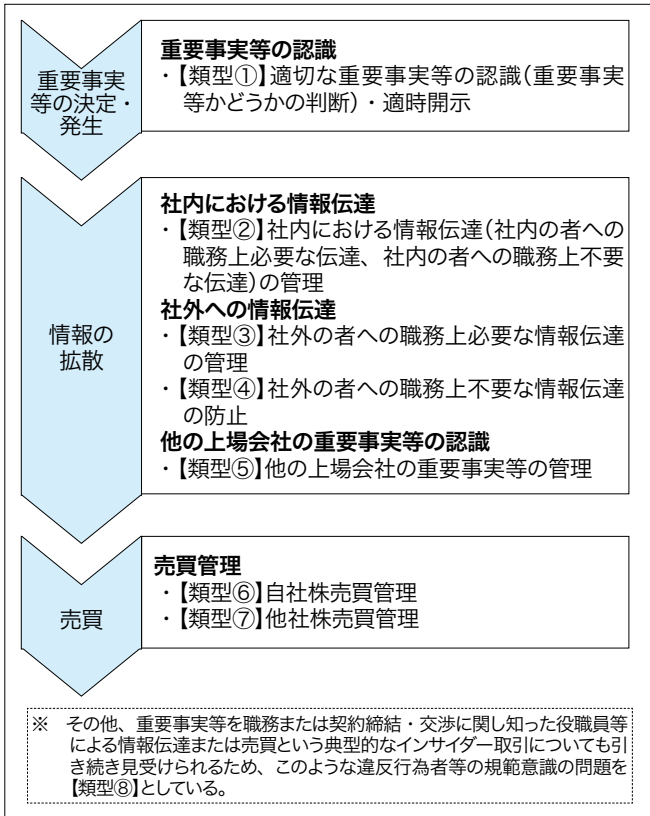
(1) 金融庁設置法20条1項。
(2) 過去5年のインサイダー取引に係る勧告事案件：平成24年度19件、平成25年度32件、平成26

年度31件、平成27年度22件、平成28年度43件。なお、本稿における年度は、4月1日から翌年3月31日まで。
(3) 一般的にみても、上場会社において、インサイダー取引防止規程を置いていないというところはほとんどない(日本取引所自主規制法人他「第4回 全国上場会社 インサイダー取引管理アンケート 調査報告書(2016年10月)」(以下、「JPIX-Rアンケート結果」という)10頁によれば、96.8%の上場会社がインサイダー取引を防止するための社内規程を定めている⁽⁴⁾。

インサイダー情報・ 取引管理上の問題点 の類型化

会社関係者および公開買付者等関係者(以下、両者をあわせて「会社関係者等」という)は、未公表の重要事実ならびに公開買付け等の実施に関する事実および公開買付け等の中止に関する事実(以下、これらをあわせて「重要事実等」という)を、職務等に関し知って、上場会社の株券等の売買等をしてはならない(金融

(図表) インサイダー情報・取引管理態勢の類型



商品取引法(以下、「金商法」という)166①、167①)。また、平成25年金商法改正(平成26年4月1日施行)により、会社関係者等が他人に対して上場会社の重要事実等に関する情報を伝達しまたは当該上場会社の株券等の売買等を推奨した場合についても、当該株券等の売買等により利益を得させる目的等がある場合には、情報伝達行為または取引推奨行為として課徴金納付命令の対象となり得る。

インサイダー取引は、通常、①重要事実等の決定・発生→②情報の拡散→③売買という時系列の推移のなかで発生する。上場会社の決定事実については、上場会社のコーポレート・アクションの一部であるから、その決定の時期について若干のコントロールができたとしても、上場会社の業務として必要であれば、根本的にはその決定を回避することはできないし、上場会社の発生事実や業績修正に係る事実については、そもそも発生の時期を含めてコントロールすることはほとんどできない。このような前提において、インサイダー取引を予防するためには、重要事実等をただちに公表するか、重要事実等の拡散を防止するか、株式等の売買を管理するほかない。重要事実等の決定・発生から行為

者において違反行為が行われるまでの時系列と、インサイダー取引防止の観点から、上場会社において考えるインサイダー情報・取引管理態勢を検討すると、図表のとおり整理することができる。以下では、管理態勢の各類型において、勧告事案にみられる留意点について検討する。

(4) なお、最高裁は、「行つことについての決定(金商法166②)の意義につき、株式発行のケースにおいて、株式発行自体の決定のほか、株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行つことを決定したことをいう旨判示しており(日本織物加工事件・最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁)、このことからすれば、インサイダー取引規制上の「決定」は、会社法上の正式な機関決定よりも前になされるものといえる。

重要事実等の決定・発生とその管理

○【類型①】適切な重要事実等の認識・適時開示

① 概要

インサイダー取引防止の観点からは、重要事実等の発生源である上場会社において重要事実等を適時・適切に認識することがスタート地点となる。この際、勧告事案においては、重要事実等の決定・発生の認識が十分に行われなかった事例がある。

具体例
上場会社の連結子会社の社員(会社関係者)が、当該連結子会社で起き

た不祥事を職務に関し知って、当該上場会社の株式の売付けを行った。当該上場会社においてインサイダー取引防止規程は制定されていたが、同規程で定められた重要事実等の判断権者において、本件が重要事実等に該当するとの判断がなされなかった。

② 留意点

まず、重要事実等への該当性判断においては、判断に必要な情報を社内における重要事実等の判断権者に一元的に集約することが必要であり、そのうえで、当該判断権者において、該当性について十分に検討し判断することが必要となる。

不祥事や事故においては、不祥事や事故自体の解決に注意が向けられ、通常の重要事実等への該当性判断のプロセスから逸脱するおそれ(たとえば、情報が一元的に集約されないおそれ、情報が集約されたとしても、それが重要事実等の判断権者に対して伝達されないおそれ)があり得、また、重要事実等の該当性および重要事実等の発生時点について判断することが困難である場合もあり得る。

したがって、重要事実等への該当性を判断する段階においては、情報の集約フローと判断プロセスの高度

化・専門化が重要となる。たとえば、

情報集約フローについては、平時の場合は明確に判断権者が決まっていたとしても、有事の場合に、当該判断権者に情報を集約することが適切か(別の者が情報集約を担当する必要はないか)、重要事実等に接した場合に判断権者に報告する態勢が整っているか等を点検することが有効と思われる。また、判断プロセスについては、重要事実等の該当性判断が困難である場合に、ただちに外部専門家に判断を仰げる態勢が整っているか、社内においても複数名で判断する仕組みを設けることが可能かといった点も、あらためて確認してみることが有益であろう。

一方で、重要事実等を適切に認識したとしても、不祥事や事故の場合、情報が流動的であり、インサイダー取引規制との関係で公表すべき内容が判然としないため、現実的には公表が難しいあるいは遅くならざるを得ないケースもある。不祥事においては、多方面のステークホルダーへの影響があり得るところ、取引先等、直接の関係者等への影響のみならず、投資家および株式市場への影響についても十分に検討する必要がある。適切な開示がなされるよう、適時開示のあり方等についても、近時のインサイダー取引案を踏まえて

検討していく必要がある。

情報の拡散と その管理

(1) 【類型②】社内における情報伝達の管理

① 概要

上場会社内において適切な情報管理がなされなかったため、職務上必要のない社内への伝達や共有が行われる事例や、職務上必要な情報の伝達であっても、情報伝達の管理が十分になされていないといった事例がある。

具体例

上場会社の社員(会社関係者)が、業績予想の下方修正を職務に関して、当該上場会社の株式の売却を行ったとともに、他社との業務提携を職務に関し知って、当該上場会社の株式の買付けを行った。各部署のファイルサーバー等に当該各部署および管理者がアクセス可能であったところ、重要事実等に関連する部署のファイルサーバー等に重要事実を含む資料が保存されていた。そして、管理者としてファイルサーバー等にアクセスするためのIDおよびパスワードの付与先が

管理されていなかったうえ、当該パスワードが長年変更されていなかった。

② 留意点

上場会社のインサイダー情報については、当該情報が当該上場会社にとって重要な情報であるとともに、投資家にとって関心が高い情報であるがゆえに、当該情報を入手した者にとつて、情報を伝達したいという衝動に駆られやすく、また、いったん情報が職務上関係のない者へ拡散し始めた場合には、拡散させてはならないという規範意識が薄弱になる可能性がある。一方で、会社を挙げた業務提携やM&Aのプロジェクト等、社内関係者における情報共有が重要である場合もあり、一概に情報の共有が妨げられるべきではない。

インサイダー取引規制は、重要事実等を知ったうえで取引することを禁止する規制であるから、職務上関係のない者への伝達は避けるということがインサイダー取引防止の見地から重要である。たとえば、共有のファイルサーバー等で誰でも重要事実等にアクセスできるという状況は慎むべきであるし、プロジェクトごとにパスワード等により文書の格納フォルダおよび当該フォルダ内の文書を管理する、特に重要な案件で、

関与する役員等が多数に上るものについては、情報に接触した役員等の範囲を一覧化して管理する等、情報伝達範囲の管理、情報取扱方法の整理等が肝要と思われる。

(2) 【類型③】社外の者への職務上必要な情報伝達の管理

① 概要

上場会社の役員等が、職務上の必要性により、契約締結・交渉者または職務上の関係者等に重要事実等を伝達したところ、当該契約締結・交渉者または職務上の関係者等が、情報伝達または売買を行うといった事例がある。

具体例1

上場会社が、株式の募集にあたって、フィナンシャル・アドバイザー(以下、「FA」という)候補者との間で、FA契約の締結を交渉していたところ、当該FA契約締結交渉者(会社関係者)が、契約交渉に関し当該事実を知って、親族・同僚に伝達し、当該親族・同僚(第1次情報受領者)が当該上場会社の株式の買付けを行った。上場会社とFA契約締結交渉者との間には、交渉時点で、秘密保持契約が締結されていなかった。

【具体例2】

上場会社の従業者(会社関係者)が当該上場会社の不祥事を、職務に關し知って、取引先の役員に伝達したところ、当該取引先の他の役員(第1次情報受領者)が当該不祥事を職務上知って、当該上場会社の株式の売却を行った。当該不祥事は当該取引先へ納入している製品に関するものであったため、当該従業者は、職務上の必要性から取引先に情報を伝達したが、当該取引先には、当該情報が重要事実等に該当する可能性があるとの注意喚起がなされなかった。

② 留意点

上場会社と取引先や第三者との行為が重要事実等に該当する場合、必然的に当該取引先や第三者が重要事実等を認識する場合がある。また、上場会社としては、重要事実等が発生した場合に、職務上、それを取引先の社外の者に伝達する必要がある場合もある。

そういった場合、上場会社から取引先等への情報伝達は避けられないものであるところ、当該取引先等による情報伝達または売買は上場会社のコントロール下でないため、上場会社でのインサイダー情報・取引管理には限界がある。上場会社として

は、FA契約、株式引受契約、業務提携契約など正式な契約の締結前に(交渉に入る段階で)、秘密保持契約を締結することが一般的であると思われるが、秘密保持契約を締結しない場合であっても、最低限、当該事実がインサイダー取引規制上の重要事実等に該当する旨の注意喚起が必要と思われる。また、不祥事や事故の発生等では、取引先等への情報伝達の必要性・緊急性はあるものの、上場会社としては、同時に株式市場や投資家への影響についても考える必要がある、そういった観点からは、秘密保持の重要性も高い点について認識のうえ、取引先等へ情報管理を十分に要請することが必要である。

③

【類型④】社外の者への職務上不要な情報伝達の防止

① 概要

職務上の必要がないにもかかわらず、上場会社の役員等が、自社の重要事実等を社外の者に伝達するといった事例がある。

【具体例】

上場会社の役員(会社関係者)が業績予想の下方修正について職務に關し知って、親族・知人(第1次情報受領者)に伝達したところ、当該親族・

知人が当該上場会社の株式の売却を行った。当該役員は、職務上必要がないにもかかわらず、親族・知人に重要事実等を伝達していた。

② 留意点

親族や知人などへの重要事実等の伝達の結果、当該親族や知人などがインサイダー取引を行うというのは、典型的なインサイダー取引の類型の1つであるといえる。

社外の者に対する伝達は、情報の拡散という点では、社内の者に対する伝達と類似する面もあるが、伝達の必要性について正当化できる場合は多くない。

伝達の必要性の有無にかかわらず、重要事実等の情報受領者が取引を行えば、インサイダー取引違反となる可能性はあるが、不必要な情報伝達は行わないということができるのであるから、常に慎むべきであろう。また、前記「インサイダー情報・取引管理上の問題点の類型化」とおり、株式等の売買等により利益を得させる目的等が認められる場合には、重要事実等の情報伝達者自身が、情報伝達行為者として課徴金納付命令の対象となり得るということも認識する必要がある。

上場会社において、役員等が情報を社外に伝達しようとすることを

事前に発見し、予防することは非常に困難な面もある。しかし、必要性のない情報伝達の一因としては、社内における重要情報の管理意識の低さなどがあり得るところであるから、研修などを通じた意識向上、抜き打ちチェックなどによる管理意識の維持に取り組んでいくことが有益であろう。

④ 【類型⑤】他の上場会社の重要事実等の管理

① 概要

上場会社が、他の上場会社の重要事実等に該当し得る情報の伝達を受け、または契約締結・交渉に關し知ったところ、当該情報の管理が適切になされず、当該上場会社の役員等が当該他の上場会社の重要事実等を利用して情報伝達または売買を行うといった事例がある。

【具体例】

公開買付者の契約締結交渉者の役員・公開買付者等関係者が、公開買付けの実施に關する事実を契約交渉に關し知って、交友関係のある他の会社の役員に伝達したところ、当該他の会社第1次情報受領者が当該上場会社の株式の買付けを行った。当該契約締結交渉者も上場会社であったところ、当該契約締結交渉者の役

員は、職務上必要がないにもかかわらず、取引先に他社の重要事実等を伝達していた。

② 留意点

他の上場会社に関する重要事実等に該当し得る情報を受領した場合に、当該情報が当該他の上場会社の重要事実等に該当するかどうか判断するには、当該情報だけではなく、当該他の上場会社の状況等を踏まえる必要があるため、当該判断を行うことは困難な場合が多い。

そのため、他社の重要事実等の管理については、関知しないという上場会社も多いものと思われる。

しかしながら、他の上場会社と契約締結・交渉関係があれば、契約に関し情報を知った上場会社またはその役員等自身が、会社関係者等に該当する場合もあるし、そういった関係がなくても第1次情報受領者となる場合もあり、他人事では済まされない場合もある。

情報の伝達を受けた時点で、重要事実等であることが明らかでありまたは重要事実等に該当する旨上場会社より告知された場合に、情報の拡散を防ぐように厳重に管理する態勢があれば、インサイダー取引を未然に防止できる可能性は高まる。そのため、最低限、そういった場合には、

情報の拡散を防止するなどの対策を講じることにも一考に値するのではないかと思われる。

売買とその管理

(1) 【類型⑥】自社株売買管理

① 概要

重要事実等が決定・発生しているにもかかわらず、自社株の売買管理、グループ会社などの売買管理が適切になされていないといった事例がある。

具体例

上場会社の役員(会社関係者)が、業務遂行の過程で多額の損害が発生することが確実になったことを職務に関し知って、当該上場会社の連結子会社の社員に伝達したところ、当該社員第1次情報受領者が当該上場会社の株式の売付けを行った。インサイダー取引防止規程は定められていたものの、売買管理の制度を機能させるには不十分な内容であった。

② 留意点

上場会社における自社株の売買管理の方法としては、許可制、事前届出制、事後届出制などがあるが、当

該制度の適用対象、すなわちインサイダー取引防止規程の適用対象が適切に規定されていないければ、当該制度は機能しないことから、当該制度が機能するようなインサイダー取引防止規程の適用対象となっているか、確認する必要がある。

また、許可制、事前届出制であっても、許可・受理等の権限を有する者において、重要事実等の該当性のほか、重要事実等を職務に関し知った者の範囲を適切に把握していない場合には、適切な判断が行えない。

そのため、重要事実等の該当性や重要事実等を職務に関し知った者の範囲を特定できない場合、または重要事実等に該当する可能性が定型的に高い案件が起こった場合には、一定期間一律に自社株の売買を禁止する⁽⁵⁾という対応方法もある。ただし、自社株の売買を一律に禁止するという措置をとることで、重要事実等の存在を推知され、無用の興味を引きかねない点に留意する必要がある。また、自社株の売買を制限するという点については、個人の経済活動を制約するという側面もあることから、必要以上に制約することにならないかという点も考慮すべきである。

(2) 【類型⑦】他社株売買管理

① 概要

上場会社が、他の上場会社の重要事実等に該当し得る情報の伝達を受け、または契約締結・交渉に関し知ったところ、当該上場会社の役員等が当該他の上場会社の重要事実等を利用して情報伝達または売買を行うといった事例がある。

具体例

上場会社が、他の上場会社の株式等の募集にあたって、株式等引受契約の締結を交渉していたところ、当該上場会社の社員(会社関係者)が、職務に関し当該事実を知って、当該他の上場会社の株式の買付けを行った。当該上場会社においては、当該他の上場会社との案件を進めていくに際し、全社員に対して、その事実をメールにて一斉送信していたが、売買を管理する態勢は取られていなかった。

② 留意点

自社の役員等が他の上場会社の株式を売買することについて、何らかの制約を設けようとした場合、対象銘柄や対象役員等の範囲が広範にならないよう、役員等業務上の職責に応じた制度の構築・運用が必要となる。自社の役員等が他の

上場会社の株式を売買する場合に何らかの制約を設けることについては、消極的な上場会社が多いが⁽⁶⁾、前記類型⑤と同様に、少なくとも重要事実等であることが明らかでありまたは重要事実等に該当する旨の上場会社より告知された場合における、当該情報に触れた役員等について、売買を制限するという対応は必要ではないかと思われる。

(5) たとえば、決算日の一定期間前から決算発表までは一律に売買を禁止する等、ブラックアウト期間を設けることは上場会社においてよく見受けられる。
(6) JPIX-Rアンケート結果23頁においても、「役員等による自主的な管理に委ねる傾向が見られました」と記載されている。

その他

○ 【類型⑧】規範意識

① 概要

社内規則上、情報伝達や売買が禁止されているにもかかわらず、上場会社の役員等が、職務に関し重要事実等を知って情報伝達または売買を行うといった事例がある。

【具体例1】

上場会社の役員(会社関係者)が業績予想の上方修正について職務に関し知って、知人に伝達したところ、当該知人(第1次情報受領者)が当該上場会社の株式の買付けを行った。当

該役員は、当該知人に喜んでもらいたかったからという単純な動機によって伝達した。

【具体例2】

上場会社の社員(会社関係者)が業績予想の修正等を職務に関し知って、親族名義で当該上場会社の株式の買付けを行った。当該社員は、違反行為の発覚を避けるため、借名口座で取引を行っていた。

② 留意点

上場会社の役員等が、重要事実等を職務に関し知って自ら売買を行うまたは情報伝達を行うことは、インサイダー取引の典型的なケースであり、各所より注意喚起がなされているものの、引き続き件数自体は少なくない。上場会社においては、役員等への教育・研修、J-IIRISSの利用等のさらなる取組みが望まれる。

また、借名口座を使用したインサイダー取引も非常によくみられるケースであるが、借名口座を使用したからといってインサイダー取引の発覚を免れるわけではない。上場会社においては、インサイダー取引の予防に実効性を持たせるため、自社の役員等が、親族等からの借名口座を使用して取引を行うケースも想

定したインサイダー取引防止規程の策定や、売買管理を行う必要性についてあらためて認識することが必要であろう。

おわりに

上場会社の役員等により違反行為が行われた事例など、引き続き、違反行為等の規範意識の問題といわざるを得ない事例(類型⑧)が後を絶たない状況にある。また、契約締結・交渉者など社外の第三者による違反行為など、上場会社によるインサイダー情報・取引管理が困難な事例(類型③)も少なくなく、その他、バスケット条項の適用事例など、重要事実等の認識上の困難さを伴うものもある(類型①)。

しかしながら、上場会社としては、自社の役員等による違反行為はもちろんのこと、契約締結・交渉者による違反行為であっても、自社株式を対象とするインサイダー取引が発生した場合には、証券監視委の調査対象となることがあるとともに、情報管理や自社株式の売買管理が徹底されていない、ひいては、コンプライアンスの意識が欠如しているとして、レピュテーションに重大な影響を及ぼす可能性もある。自社の役員等の規範意識の問題

については、究極的には個人の責任であるという考え方があるところではあるが、上場会社としてのリスクのコントロールという観点からは、研修などによる一般的な意識向上に加えて、情報管理・売買管理といった制度的な管理が不可欠である。

また、上場会社としては、契約締結・交渉者に対して、秘密保持契約の締結はもちろんのこと、事案の重要性等に応じて通常よりも高度の情報管理態勢の構築・徹底を求めるなど、リスク状況に応じた対応を要請することも検討すべきではないだろうか。FAや法律事務所などが中心となり、パブリシティ・ガイドライン等を策定のうえ、当該案件だけのための高度な情報管理態勢が採られている場合などが参考となろう。

他方、不祥事に絡むインサイダー取引については、重要事実等の認識が重要となることから、情報集約から重要事実等の該当性の判断までのプロセスの高度化・専門化が一層求められる。

これまで述べてきたように、上場会社におけるインサイダー情報・取引管理においては、困難さや限界に直面することがあると思われるものの、各上場会社におけるベタープラクティスを追求していくことが望ましいものといえる。