

上場会社コンプライアンス・フォーラム大阪

特別講演

「インサイダー取引に対する証券取引等監視委員会の対応」

証券取引等監視委員会 事務局次長 野山 宏

(平成 20 年 11 月 7 日、大阪国際会議場)

証券取引等監視委員会事務局次長の野山でございます。本日は、証券取引等監視委員会の紹介と私どもがインサイダー取引に対して日頃考えていることをお話しさせていただきます。資料でございますとおり、当委員会の活動全般、最近のインサイダー取引の状況、インサイダー取引への対応といった流れで説明いたします。

1. 証券取引等監視委員会の活動:基本方針と重点施策

まず、当委員会の活動、基本方針と重点施策について紹介させていただきます。当委員会の活動を判りやすく示すと三つに分類されます。一つ目は、不正取引の調査、すなわち証券市場の投資家のうち、インサイダー取引を含む不正取引を行う不心得者に対して犯則調査や課徴金調査をするものです。二つ目は、開示検査、すなわち証券市場に上場する企業に対して投資家に開示する有価証券報告書などに虚偽記載がないかを調査するもので、問題が発見されれば犯則調査や課徴金調査となります。三つ目は、証券検査、すなわち証券会社等の金融商品取引業者に対する検査を行うものです。

一つ目の不正取引については、本日の中心課題であるインサイダー取引のほかに、代表的なものとして、金融商品取引法は風説の流布、偽計、相場操縦などを禁止しており、また金商法 157 条に不正取引の一般的な禁止規定があります。これらの規定に違反すると、刑事罰と課徴金両方の対象となります。一部、技術的に課徴金の対象とならないものもあります。インサイダー取引などの不正取引が発見されると、悪質なものは刑事処分相当として検察庁に告発し、それより悪質性が劣るものは課徴金納付命令を発するよう金融庁に勧告しています。

二つ目の開示検査についてであります。上場会社が作成公表する有価証券報告書などに虚偽記載がないかと調査するものです。本日お越しの上場会社の皆様は「うちにはまだ来たことがない」と思っている方も多いと思いますが、三千数百社ある全上場会社の法定開示書類をすべてくまなく確認することは当委員会のリソースの限界もあり不可能ですので、問題のありそうな企業を中心に

立入検査を行っています。これも悪質なものは刑事処分相当として検察庁に告発し、それより悪質性が劣るものは課徴金納付命令を発するよう金融庁に勧告します。開示検査で問題になるのは、利益の額、損失の額あるいは純資産額の虚偽記載、いわゆる粉飾決算など利益関係の虚偽記載が圧倒的に多いです。しかし、それ以外の虚偽記載もあります。最近マスコミで話題になったものとして、転換社債発行会社が臨時報告書中に記載した社債払込金 300 億円の用途の虚偽記載の例があります。課徴金納付命令を発すべきではないかとして、金融庁が現在審判手続を進めています。このように粉飾決算以外の事案についても手掛けている旨、ご理解いただければと思います。どのような事案だったかと申しますと、300 億円の転換社債をある会社が発行する、臨時報告書には手取金の用途として 300 億円から発行費用 5,000 万円を引いた 299 億 5,000 万円を債務の返済に充てると記載されておりました。実際は、当該社債を総額引受して社債金 300 億円を払い込んでいた証券会社と社債発行会社との間にスワップ契約がありました。スワップ契約によれば、発行会社は証券会社から払い込まれた社債金 300 億円と同額の金銭を直ちに証券会社に支払い、証券会社は、その代わりに 1 年以上の期間をかけて分割で発行会社に対してその株価に連動して決まる不確定な金額を払うという契約形態になっていた、という事案であります。実質的には社債の払込日には証券会社から 300 億円のファイナンスを受けおらず、その後の株価動向に連動して決まり、結果的には 300 億円にはるかに満たない可能性のある、事前には不確定な金額のファイナンスを、将来にわたり少しずつ証券会社から受ける、というものになっていた訳であります。そこで、299 億 5,000 万円を債務返済に充てるという臨時報告書の記載には、二重の意味での虚偽があったと判断された訳です。

まず、一つ目の嘘は、社債払込金 300 億円の直接の用途に関するものです。真実は、300 億円の直接の用途は、その全額をスワップ契約の履行として証券会社に支払うことなのに、臨時報告書には社債払込金をそのまま既存の債権者に対する債務の返済に充てるかのように記載されている点が重要な虚偽であると判定されました。二つ目の嘘は、最終的な用途に関するものです。臨時報告書には、発行費用を差し引いた 299 億 5,000 万円の全額が既存の債務の返済に充てられる、しかも社債の払込があった時点で直ちに弁済金として利用可能であるかのように記載されておりました。しかしながら、真実は、債務の返済に使用可能な金額は 299 億 5,000 万円をはるかに下回る可能性があり、スワップ契約により証券会社に支払ったきりになってしまう金額が大量に発生する可能性があったわけで、債務の返済として使用可能となる金額もその後 1 年以上にわたり分割で少額ずつ発生するにすぎないというものでおりました。発行会社のプレスリリースでは社債の払込があったことだけ記載し、スワップ契約があったことには何も触れておらず、投資家の中には、この会社は 300 億円のファイナ

ンスが無事受けられて安泰だと理解されている向きもあり、非常に重要な虚偽である、ということになりました。この事案については、当委員会が立入検査をするまでもなく、金融庁の報告徴求だけで虚偽記載の認定が可能でありましたので、当委員会はタイムリーな対応という観点から、あえて検査も勧告もしませんでした。その間ずっと金融庁と本件について議論を続けていた訳であります。このような業務も行っております。

三つ目の証券検査ですが、本日のテーマと異なりますので省略いたします。なお、証券取引所や証券業協会等の自主規制機関は、検査の対象というよりも当委員会と協力して市場の公正性・透明性の確保のための各種活動をしていただく機関でありまして、当委員会と協力関係にあります。なお、最近の刑事告発事例や課徴金事例を資料に記載しておりますので、このような事案に当委員会が関与しているということを概略ご理解いただければと思います。

今週は、某情報通信企業の社員が自社株でインサイダー取引を行い約 2,000 万円の課徴金納付命令が相当である旨の勧告をいたしました。数か月前には、某アパレルメーカーの取締役の自社株売買に係るインサイダーで 1,200 万円ほどの課徴金命令勧告をしたところではありますが、今回の事案は、インサイダー事案としては過去最高の 2,000 万円の課徴金ということで新聞でも随分取上げられておりました。刑事告発では、大手総合商社から某外資系証券の元社員が金銭を詐取したという事件の過程で、インサイダー取引があったことも発覚し、刑事処分が相当であると判断し刑事告発しております。

ざっと当委員会の紹介をいたします。資料 10 ページの図は、当委員会の権限拡大の様子であります。白い部分が当初の範囲でありましたが、その後順次拡大し、課徴金調査については平成 17 年から権限の範囲となりました。次ページの組織については、先ほど申しました三つの活動について、記載の各課が対応しております。定員についても、最近増えております。行政改革の中でも当委員会の役割の重要性が認識されている、ということの表れであろうかと思えます。あと、当委員会の特色としては、民間企業勤務経験者からの中途採用が多い、それから実は私もそうですが法曹関係者の出向や任期付任用が多くあります。また、公認会計士や不動産鑑定士などといった民間専門家も調査や検査に従事していただいております。

活動状況については、課徴金に関する勧告件数が平成 17 年の 9 件から平成 19 年は 31 件と倍増以上の伸びを見せています。非常に課徴金が活用されております。告発は毎年 10 件余りで、概ね横ばいといったトレンドになっております。

次に当委員会の基本方針ですが、パンフレット 15 頁、16 頁にも記載されております。平成 19 年 7 月に委員全員が改選された際に、現在の佐渡委員長を中心にどのような基本方針を採るかということを経験し、平成 19 年 9 月に公表したものであります。

基本方針としては、第1に、「機動性・戦略性の高い市場監視の実現」を掲げています。具体的には、各課縦割の弊害が生じないように、課徴金と犯則調査のどちらが良いのか、証券検査をどのように連動させるのが良いのか等を委員会全体で戦略的に考え、委員会として最適な行動をしようということでもあります。また、市場が相手でありますので、タイムリーな対応を目指します。先ほど説明した転換社債の事案で当委員会が立入検査や課徴金納付命令勧告をしなかったのは、そのような事に時間をかけない方が金融庁において早期に課徴金納付命令を打てると判断したからであり、タイムリーに対応しようとする当委員会の考えによるものであります。それから、国内の自主規制機関や海外当局等との連携を強化して全体としての市場監視の効果を高めるように対応していくことを考えております。

第2の基本方針として、「市場規律の強化に向けた働きかけ」があります。当委員会にルール整備の権限がある訳ではありませんが、現行のルールや制度に問題点があるのであれば、金融庁に建議として意見具申することや、正式な建議という形でなくとも意見交換をする、あるいは取引所や証券業協会等と意見交換する等して、自主規制ルールなどを改善していく働きかけをしています。また、上場企業や投資家などの市場参加者との対話を積極的に行い、市場への情報発信を強化して参ります。本日ここでお話しさせていただいているのも、その一環ということでもあります。

重点施策として五つほど掲げています。一つ目が発行市場・流通市場全体の監視であります。単に流通市場にのみ問題があるのではなく、発行市場にも問題があるのではないかと考えております。一つの例を申し上げますと、株式交換や合併により新株を発行するという発行市場もある訳ですが、上場企業が株式交換により、ある非上場企業を完全子会社化するときに、その非上場企業が実は債務超過であることを隠して共謀の上株式交換を行ったという例があり、金商法違反の偽計ということで刑事告発されました。無価値の非上場会社の株式を、株式交換という打出の小槌を使って、資産価値と流通性のある上場会社の株式に交換してしまっただけです。また、第三者割当増資に関して、既存の株主権を大幅に希釈化するような第三者割当増資を行ったり、正体不明の海外ファンド等に割り当てるなどの例があり、その背後にはインサイダー取引や株価操作、風説の流布その他の不公正取引があるのではないかと非常に危惧しております。あるいは大量の新株発行をするに際し、株式併合することで授権株式数の制限をクリアしようとする事例も見られました。これらの行為については、もしかしたら現行の会社法上は問題ないのかもしれませんが、金融商品取引法上何らかの問題があるのではないかと考えているところであります。

二つ目が、課徴金制度の一層の活用であります。刑事告発には非常に厳格な立証作業が必要になりますが、行政処分たる課徴金であれば、最終的には行政

訴訟で争われるので、そこまで厳格な立証は求められません。そこで、迅速性・効率性の観点から積極的に活用していこうというものであります。このため、先ほど説明しましたとおり課徴金の件数が伸びている訳であります。この基本方針を策定した直後くらいから金融審議会でも課徴金制度改正について議論が始まり、当委員会としても日々の業務の中から感じている点を、意見として述べさせていただきました。

三つ目の金融商品取引法の適切な運用については、本日のテーマから外れますので説明を省略します。

四つ目の自主規制機関との連携については、先ほど説明しましたとおり、引き続き証券取引所、証券業協会などの自主規制機関との連携を一層強化していきます。

五つ目のグローバル化への対応については、例えば、東京証券取引所にロンドンやシンガポールの居住者が注文を出してインサイダー取引を行うという例があります。日本の行政当局が外国に行って調査するという事は中々難しいのですが、イギリスやシンガポールの当局に情報提供して、現地の法制度に照らして違反があるようであれば現地当局に処分してもらうといった対応を講じています。これが海外当局との情報交換、法執行であります。また、ダイレクト・マーケット・アクセスなど国際的な電子取引にも注視していきます。

2. 最近のインサイダー取引の状況

最近の不正取引全般の動向についてですが、流通市場だけを見ていけばよかつた時代から、発行市場とのからみで行われるインサイダー取引などの不正取引が増えてきている時代に変化したのではないかと思われまゝ。次に、新興市場を中心に経営不振の上場企業が著しく増えました。10年、20年ほど前は上場企業というだけでかなりの信用がありました。最近では上場企業の中にも業績不振企業が増え、そうした業績不振企業につけこむ不心得者も増えているように思われます。そして、商品、取引、スキームなどが非常に複雑化しています。M&A 関連については先ほどの新株発行に絡むものがあるなど、昔の単純なインサイダー取引から、非常に複雑化した不正取引が増えていきます。クロスボーダー化、ネット・トレーディングも増えています。実際、当委員会が摘発する案件のほとんどがネット・トレーディングによるものです。NHK 職員の場合も勤務時間中に携帯電話でネット証券にアクセスして取引をしているというものがあるなど、比較的容易に不正なことができてしまいます。

インサイダー事案の最近の傾向について説明します。従前は刑事告発するしかなかく、分厚い証拠が必要であったことや検察庁のリソースの問題もあり摘発

件数が限られておりましたが、課徴金制度が活用できるようになったことにより摘発件数が非常に伸びております。小規模なインサイダー取引も摘発されるようになりました。課徴金額が何十万円という小規模事案でも当委員会から金融庁に対して課徴金納付命令を勧告していることは既にご存知のとおりであります。それから、摘発された事案をみると、発行会社の内部管理体制が整っていないがためにインサイダー取引が発生したのではないかと思える事案が目立ちます。また、高い職業倫理が求められる職種における規律の欠如によるインサイダー事案、報道機関、公認会計士、証券会社、TOBなどの法定公告の印刷を行う印刷会社などで発生したインサイダー事案がみられます。高い職業倫理が求められる職種におけるインサイダー取引事案がこれ以上発生しないことを、当委員会としても願っています。

先ほど紹介した勧告や告発の件数は有価証券報告書等の虚偽記載の件数も含まれておりましたが、インサイダー取引についてのみの件数は、資料 24 頁にあるとおりです。平成 19 年は刑事告発は 2 件と少なかった訳ですが、課徴金納付命令勧告の件数は前年比で倍増しております。今後もさらに増加するのではないかと感じております。

3. インサイダー取引への対応

インサイダー取引への対応ということで、当委員会が考えていることについて説明させていただきます。

まず、各上場企業には内部管理体制を適切に構築していただきたいと思えます。そして、「仏作って魂入れず」ということにならないようにしていただきたい。違う分野のたとえ話ですが、救急医療の分野においてある病院を ER に指定して、救急措置も手術も入院も 24 時間対応可能ということで指定したとしても、実際は医者や設備が足りず救急患者が受け入れられないということでは、まさに「仏作って魂入れず」の典型例だと思えますが、社内におけるインサイダー取引の防止体制についても同様のことが起こりがちだと思っております。例えば、社員の自社株式売買について許可制や届出制といった制度が考えられますが、許可制を敷いたとしても許可する人間に適切な判断能力がないと、許可を受けた社員が安心して売買した後に実はインサイダー取引に該当していたということで当委員会に摘発されるといったことが起こりかねない訳です。許可制を適切に運用する能力がないのであれば、届出制にしたり、社員がすぐに会社の顧問弁護士に相談できる体制にした方が、許可制よりも良いかもしれません。これは各社の実情に合わせたものを採用していただく必要がある訳ですが、形だけを整えるのではなく、実効性の上がる体制整備をしていただければ幸いです。

いしたいと思います。

次に、インサイダー取引違反の効果ですが、刑事罰や課徴金の説明は省略します。効果の一つとして資料 27 頁に、「世間相場」と記載しておりますが、大学等で学生に対して講演するときに、私はこう言っています。君たちが将来就職した会社でインサイダー取引を行ったとしても、何十万円かの課徴金を払えばいいだけじゃないか、頑張れば払える程度の額じゃないかとは決して思っはいけない。インサイダー取引をすれば、普通は会社をクビになるだろうし、結婚していれば離婚されるかもしれない、インサイダー取引により自分の一生が台無しになるということを説明しています。私どもがみている限りでは、インサイダー取引で課徴金納付命令を受けたサラリーマンは、形式上は自主退職という形もあるようですが、多くは会社を辞めるハメに陥っている。それくらい大変なことだということを皆さんも、子会社を含め社員全員に伝えていただければと思います。それから、違反者所属企業も、会社の名前が新聞にでて会社の信用が落ちることになりますので、そうならないよう注意していただきたい。

インサイダー取引の要件は、とても覚えきれないほどで大量かつ複雑なので、要件を一々覚えるように社内教育しても必ずしも効果的ではないと思います。法務が専門でない方々が、部下の法務担当の方にインサイダー取引規制の要件を社員に覚えさせろと指示することは必ずしも適切ではありません。私も当委員会において、法律問題について相談されることがありますが、必ず一つ一つ条文を開いて文言を確認しながら考えますし、条文を見ずに即答なんて危なっかしくてとてもできない、というのが私の偽らざる実感であります。

社員の他社株売買によるインサイダー取引についてですが、自分が規制対象の第一次情報受領者か、規制対象外の第二次情報受領者かは、本人には分からないことも多いと思います。会社関係者から情報の伝達を受けた者が規制対象の第一次情報受領者になりますが、会社関係者には、株式発行会社の役職員ではない人、すなわち株式発行会社と契約交渉中や契約中の会社の役職員も含まれているからです。会社関係者のうち、発行会社の役職員から直接情報提供を受けたときは自分が第一次情報受領者ということが判ると思いますが、会社関係者のうち発行会社と契約交渉中・契約中の会社の役職員から重要事実の伝達を受けたときは、自分が第一次情報受領者なのかどうか判りにくいと思います。また、第一次情報受領者となった社員が社内で職務上別の社員に他社の重要事実を伝達すると、その別の社員も第一次情報受領者として扱われますが、この場合も、その別の社員は自分が何に当たるのか判りにくいと思います。自分が仕事上知ることのできた他社情報をもって個人的に他社株式を売買した場合には、インサイダー取引に該当する可能性があり、少しでも疑問があれば会社に相談する、それくらいの気持ちでいる必要があるように思います。一般投資家

でも知っている情報をもとに売買する、勤務先に在籍していたから知ることのできた自社や他社の情報をもとに売買しないというくらいの心構えが必要だろうと思います。

重要事実については、発生時期に注意してください。課徴金事例集を当委員会のHPに掲載しておりますが、掲載事例の全部が、社内の正式な機関決定前に重要事実が発生したと認定されています。悪いと知りつつ、敢えてインサイダーをやろうとする人の心境に立てば、8、9割確実そうな未公開情報を手に入れば、正式な機関決定前であっても、その情報をもとにインサイダー取引をやってしまうということが、その背景にあります。担当取締役が決めればほぼ確実に最終決定になるというのがその会社の実態であれば、取締役会決議の前でも重要事実になるものと扱われています。まだ取締役会で決議がされていなくても重要事実になるんだ、ということで社内体制の整備に努めていただきたいと思います。適時開示を行う時期と重要事実が発生する時期は異なる、重要事実が発生する時期は適時開示を行う時期より相当早い、ということをご認識していただきたい。

公表については、早めに公表することが社内から違反者を出さず可能性を低くするため、開示できる段階になったら早急に情報開示に努めていただきたいと思います。公表後の売買であればインサイダー取引になりません。何が公表措置となるのかについてもよく勉強していただければと思います。

最後に、インサイダー取引の調査についてですが、証券取引所も当委員会の市場分析審査課も重要事実が公表された案件については、必ず全件監視対象としています。すべての取引は監視委員会にみられている、という認識でいて欲しいと思います。そのことを社内で広く周知していただきたいと思います。

あと、従業員持株会制度などを運用している会社が多いかと思いますが、上場株式は流動資産ではありますが、自社株はインサイダーの問題があるので、いつでも自由には売れないかもしれないということも社内で周知していただきたいと思います。子供が大学に進学する、住宅を買うその他いろいろな理由により持株を売りたいという要望があると思いますが、すぐには売れないかもしれないので、いつなら売れるかということ、早めに相談することが重要であると社員に周知していただきたいと思います。

当委員会は、証券市場に関するさまざまな情報提供を受け付けております。インターネットでも受け付けており、どんな情報でも構いませんので、どんどん情報をお寄せいただければ幸いです。

以上で私からのお話しは終わらせていただきます。

以上