

証券市場の監視体制と最近の事案傾向について

一 公正な証券市場の確立に向けて

一 最近の証券不公正取引と証券取引等監視委員会の取組み

1 不公正取引の傾向

昨年秋以降の世界的な金融危機による「証券市場の混乱」及び「実態経済の悪化」はインサイダー取引や不正ファイナンスなどの不正取引を誘引する大きなリスクとなっている。

最近の不公正取引の傾向としては、複雑なスキームを用いた不正ファイナンスが頻発していることなどが挙げられる。また、最近の不公正取引はクロスボーダーで行われることが少なくない。

(1) 不正ファイナンス

「不正ファイナンス」とは、金商法上 100% 違法ではないものの、適切であるとはいえないファイナンスをいう。具体的には、資金繰りが困難な新興市場上場企業が海外の正体不明のファンド（金主は日本国内にあるフロント企業など）を割当先とする第三者割当増資や MSCB 等のファイナンスを指す。不正ファイナンスが行われると、企業の支配権は割当先のファンドに移動し、当該企業は証券市場で資金調達をするだけの実業のない「箱」企業と化す。世界的金融危機、信用収縮に起因し、昨年からのような不正ファイナンスが増加傾向にある。従来、この種のファイナンスは新興市場上場企業のみで行われていたが、近時は、東証 1 部・2 部上場企業にも広がっている。

不正ファイナンスの問題点としては、次のような点を挙げる事ができる。

- ・既存株主の利益の希薄化（dilution）

第三者割当増資により希薄化が生じる。1 回の増資で、発行済株式の 2 倍、5 倍、10 倍、悪質なケースでは 1000 倍を発行するケースもある。

- ・違法行為の誘発

「箱」企業化した会社はガバナンスが崩壊しているため、金商法以外の刑法犯も犯す可能性が高い。

- ・証券不公正取引

当該ファイナンスに伴い株価操縦、風説流布、インサイダー取引、粉飾、偽計といった証券不公正取引が行われやすい。

(2) インサイダー取引

証券取引等監視委員会によるインサイダー取引の審査件数及び課徴金納付勧告件数・告発件数は増加傾向にある。インサイダー取引増加の原因としては、証券市況の悪化、ネット取引の普及、クロスボーダー取引の容易化、企業再編に伴う TOB の増加などを挙げることができる。

最近のインサイダー事案としては、海外投資家・海外ファンドが関与するケースや日本人が海外ファンド・海外口座を経由して行うケースがある。

不正ファイナンスに際し粉飾、風説流布、株価操縦等と合わせインサイダー取引が行われるなど、案件の複合化も最近のインサイダー事案の傾向といえる。

2 証券取引等監視委員会の対応

証券市場の公正を実現するためには、発行体をはじめとする市場参加者による自己規律・市場規律の強化が不可欠である。証券取引等監視委員会（以下、「SESC」という）としては、市場参加者による市場規律の強化を促進するため、市場参加者との対話、市場への情報発信に努めているところである。

不正ファイナンスへの取組みは SESC の top priority であり、金融庁、取引所及び財務局と連携しその監視を強化している。

インサイダー取引の事後的調査・摘発は、SESC にとっても、違反者にとっても、インサイダー情報の当該会社にとっても著しいコストがかかる。そのため、SESC としては、インサイダー取引をできる限り未然に防止するため、市場参加者への働きかけを積極的に行っているところである。上場企業には、インサイダー取

引を防止するための内部管理体制の構築が期待されるが、最も重要なことは企業のトップが内部管理体制の重要性を認識することであると考える。

二 インサイダー取引未然防止のために

インサイダー取引を防止するためには、当然のことではあるが、金商法 166 条 1 項及び 167 条 1 項の構成要件該当事実が起こらないようにすることを考えるべきである。そこで、以下では 166 条 1 項の構成要件該当事実に対してインサイダー取引を防止するための注意点について述べる。167 条についてもこれに準じて考えられる。

(1) 「会社関係者…であつて」

会社関係者及び情報受領者によるインサイダー取引を防止するための注意点としては次のようなことが挙げられる。

① 不用意な情報開示・共有は避けること

適時開示前に重要事実をメールで社員に伝達するなど不用意に情報を開示しないことが重要である。

公表前に取引先等第三者へ重要事実を知らせる必要がある場合には、取引先に株取引をしないように告知することが必要な場合がある。特に、相手方が個人・非上場であつて、インサイダー情報の管理に不慣れた相手方の場合は注意を要する。

また、秘密保持契約を締結していても、不必要なインサイダー情報の共有は避ける必要がある。秘密保持契約はインサイダー防止契約ではない。

② 適切な情報管理態勢を構築すること

社内では情報経路を問わず、職務に関して重要事実を知った者は全員インサイダー取引規制がかかりうる（166 条 1 項 5 号及び 3 項並びに 167 条 1 項 5 号及び 3 項参照）。そのため、このことを前提とした情報管理体制を構築する必要がある。共有サーバー内にあるファイルを見

た社員にも規制がかかることに注意を要する。

(2) 「重要事実を…知ったものは」

決定事実（新株発行、合併等）については、取締役会の決定を待たずして早めに管理する必要がある点に注意する（第三者割当増資の事案につき、平成 21 年 6 月版「課徴金事例集」6 番参照）。

発生事実（業務上の損害、債務者の不渡等による債務不履行のおそれ等）については、その発生を覚知した後、それらに対する企業としての対処に加え、直ちにインサイダー情報としての管理も怠らないことが必要である。特に、企業不祥事系の情報がバスケット条項に基づく重要事実となる可能性に注意を要する。

インサイダー取引を防止するためには、重要事実を知る必要のない者に「知らせない」のみならず、「知ったことを自覚させる」ことも重要である。つまり、ある事実を今後重要事実として取り扱い、以降のかかる重要事実に基づく株式等の取引はインサイダー取引となりうることを今一度関係者に確認する機会を持つことが必要な場合があるということである。

(3) 「公表がされた後でなければ」

公表措置までは確実にインサイダー情報が管理され、自社株等の売買は管理される必要がある。

(4) 「売買等…をしてはならない」

許可制や届出制により、役員等の売買をコントロールすることになる。インサイダー取引の恐れが高い場合に安直に許可や届出の受理がなされてはならない。許可や届出の受理の判断を行う者が適切に判断できることが重要である。

(5) tipping の防止、その他事項

課徴金・告発事例においても、tipping（重要事実の違法な伝達）に基づき行われたインサイダー取引の事例が複数見られる。今一度「必要がないのに社外の者に重要事実を言ってはならない」ということを周知徹底する必要がある。

また、包括的に「……をしてはならない」、「十分留意する」と定めた投網的な規程は社員に無

視されがちである。各上場会社は社員の職責に着目したより詳細な規程を整備すべきではないかと考える。

三 課徴金制度について

1 金商法改正と課徴金制度

平成20年12月、金商法改正により、規制の実効性を確保するため、課徴金算出式における「重要事実公表後の価額」が「重要事実公表後2週間の最安値（最高値）」に変更された。

また、同改正では、他人の計算によりインサイダー取引の実行行為をした者についても課徴金を科すことができる場合が設けられたほか、課徴金額の減算制度・加算制度が設けられた。

2 課徴金調査にかかる今後の課題

主として、相場操縦や偽計といった違法行為が複雑に絡まっている事案、不公正ファイナンス事案に対して課徴金調査機能をいかに機動的・戦略的に活用していくか、いかに市場参加者に課徴金事例集の積極活用を促し違法行為の抑止効果を高めるか、などが挙げられる。