

座談会

インサイダー取引の

寺田達史

証券取引等監視委員会
総務課長

平田公一

日本証券業協会
常務執行役

平田 日本証券業協会(以下「協会」という)の平田です。
協会は、金融商品取引法(以下「金商法」という)に基づく認可金融商品取引業協会であり、金融商品取引業のうち有価証券関連業務に係る自主規制機関として活動しています。協会

インサイダー取引に対する摘発状況、すなわち課徴金納付命令勧告の状況および刑事告発の状況を紹介し、それらを踏まえた未然防止の必要性について述べたいと思います。
さて、監視委員会は、昨年二月一日に第七期の新たな体制となり、佐渡委員長、福田委員、吉田委員の三名からなる委員会となりました。そして本年一月八日に第七期のいわば基本方針である「公正な市場の確立に向けて」を発表しました。その中で第六期に引き継ぎ「監視委員会の使命」として、監視委員会は市場の公正性・透明性の確保と投資者の保護に取り組んでいくことを掲げていますが、「基本的な考え方」において、市場監視の実現のみならず、市場規律の強化に向けて働きかけを強めることとしており、各市場参加者による自主的な取組みを通じて市場規律機能が強化されるよう積極的に働きかけ、さらに市場参加者との対話、市場への情報発信も強化していくこととしております。そのような意味から、本日、私をご紹介します内容がインサイダー取引の未然防止に資することを願っています。

(4) 情報の伝達範囲の管理 (以上本号)
五 情報受領者のインサイダー取引
1 情報受領者のインサイダー取引の実態
2 情報受領者のインサイダー取引の未然防止策——情報管理を中心に——
六 役員インサイダー取引への関与
七 バスケット条項の適用
1 監視委員会の考え方
2 上場会社の取組み例
3 バスケット条項適用の予測可能性
八 おわりに
1 情報管理の徹底
2 J-I-R-I-S-Sへの登録
3 コンプライアンス意識の醸成
4 市場監視の徹底
5 社内教育の充実
私の業務は、主に自主規制の業務の中でも協会員が遵守すべき各種の自主規制規則を策定することです。本日のテーマであるインサイダー取引未然防止に関係がある規則も多数制定してまいり、たとえば、協会員が自らインサイダー取引を犯さないための株券等の取引に関する

実態とその未然防止〔上〕

國廣 正

弁護士

野口賢治

大日本印刷
常務取締役

武田太老

東京証券取引所
自主規制法人常任理事
(司会)

インサイダー取引規制については、平成一六年改正(平成一七年四月施行)の証券取引法により課徴金制度が導入され、平成二〇年改正(平成二〇年二月施行)の金融商品取引法により課徴金の金額水準の引上げが行われるなどの強化策が実施されているものの、近年においても多くの違反事例が摘発され、その件数は高い水準にある。
インサイダー取引の防止に向けては、二〇〇九年五月、上場会社の役員等の情報を登録し、データベース化したものを証券会社が自社の顧客情報と照合確認することで、インサイダー取引の未然防止等に活用する「J-I-R-I-S-S」という仕組みを構築するなどさらなる対策の強化が講じられている。
本座談会は、各界の方にこれらインサイダー取引の実態やその未然防止の取組みなどについてご議論いただいたものである。
(編集部)

一 はじめに

武田 本日は、証券取引等監視委員会総務課長の寺田達史さん、日本証券業協会常務執行役の平田公一さん、弁護士の國廣正さん、大日本印刷常務取締役の野口賢治さんにお集まりいただき、最近のインサイダー取引の実態とその未然防止について議論を深めることができばと思います。司会進行は私、東京証券取引所自主規制法人の武田太老が務めます。
まず、自己紹介を兼ね、日ごろどのような立場でインサイダー取引にかかわっておられるか、お話しただけです。

寺田 証券取引等監視委員会(以下「監視委員会」という)の事務局で総務課長を務めています寺田です。総務課長ですので全体の総合調整という立場であり、本日は監視委員会全体の

目次

- 一 はじめに
- 二 近時のインサイダー取引の特徴・傾向
- 三 インサイダー取引の未然防止のための近時の取組み
 - 1 J-I-R-I-S-Sとは
 - 2 上場会社の取組み例
 - 3 J-I-R-I-S-Sの効用等
- 四 TOBとインサイダー取引
 - 1 TOBに関連するインサイダー取引の実態
 - 2 TOBに関連するインサイダー取引の未然防止策
- (3) 公開買付者の取組み例
- (2) 証券界の取組み
- (1) 監視委員会の提言



平田公一氏

業と少し違い、いわゆるお客様的重要な情報、インサイダー情報とはいわれないまでも、そういった大切な情報をお預かりして、それを加工することを業としています。そのため、情報の管理ということに人一倍神経を使っています。そのような立場から、当社の取組みの一端を紹介できればと考えています。

武田 司会の私からも自己紹介をいたします。東京証券取引所自主規制法人で常任理事をしております武田です。同法人のコンプライアンス本部を構成する審査部と売買審査部を担当しています。売買審査部長も兼任しています。

売買審査部では、インサイダー取引や相場操縦といった不正取引につき、市場に最も近いところで審査を行っています。不正取引やその疑いのある取引を発見した場合には、監視委員会にすみやかに報告するとともに、証券会社



野口賢治氏

や上場会社に注意喚起して不正取引の未然防止を図っています。

また、東証自主規制法人では、東証Rコンプライアンス研修センター、通称「東証COMLEC」(コムレック)を二〇〇八年に設置し、セミナーの開催、社内研修のための講師派遣、各種コンテンツのご提供という形でインサイダー取引の未然防止のための社内教育の支援をしています。COMLECの活動を通じ、上場会社の生の声を聞く機会も多くあります。

大日本印刷は、日ごろから東証COMLECを利用されながらインサイダー取引の未然防止に大変尽力されており、ぜひその取組みの一端を紹介していただければと思いますからご参加をお願いし、ご快諾いただいた次第です。

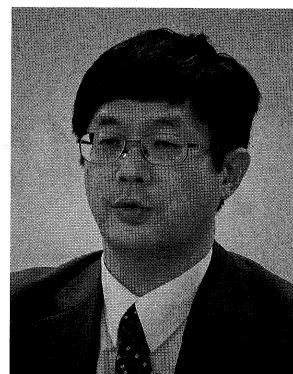


武田太老氏

二 近時のインサイダー取引の特徴・傾向

武田 それでは具体的内容に入っていきたいと思います。まず、近時のインサイダー取引の特徴や傾向につき、監視委員会から紹介させていただきます。

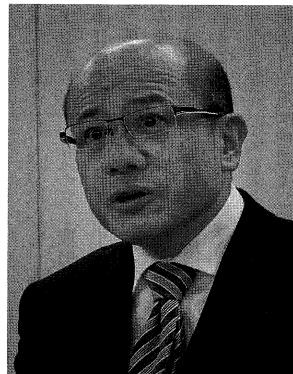
寺田 監視委員会が、近時、課徴金納付勧告なり刑事告発をしたインサイダー取引について若干の特徴等を述べたいと思います。「近時」という意味で、時間軸としては、監視委員会は四月〜三月という年度で統計をとっていますので、本来は暦年のほうがわかりやすいかもしれませんが、二〇一〇年四月から二〇一一年三月までの二〇一〇年度のうち、すでに実績の明らかになっている、二〇一〇年四月から同年二月までを、以下では「今年度」とさせていただきます。



寺田達史氏

る規則や、未公表の情報等について適切に情報管理を行うために、社内コンプライアンス体制を確立することを義務づけた法人関係情報の管理に関する規則、あるいは公募増資等で事前需要等の調査を行う際に一定の制限を課すプレ・ヒアリングの規制、さらに協会員は市場のゲート・キーパーとしての役割を果たすことになっていきますので、適切な売買管理業務を遂行するための規則、協会員がお客様から注文を受託する際にインサイダー取引でないかどうかを確認する内部者登録制度など、協会員が遵守すべき重要な自主規制規則を策定する役割を担っています。

協会の自主規制部門全体でいうと、行政の補完的な機能も兼ね備えていますので、法令諸規則の遵守に関する監査を行うとともに、それらの違反に対する処分等の実施といったエンフォースメント業務も行っている組織ということ



國廣正氏

とになります。

國廣 弁護士の國廣です。私は弁護士、実務家で、業務として、企業の内部統制システムの構築・整備を専門にやっています。

企業の内部統制システムというのは、要するに企業の不祥事防止のリスク管理体制であると考えています。そういう考え方でみると、インサイダー取引というのは企業にとつてきわめて大きなリスクになるわけです。なぜかというと、企業が、資本市場の一番ベーシックな公正さを侵害した状況がインサイダー取引と考えられるからです。特に上場企業でインサイダー取引が発生すれば、その企業にとって、上場企業としての適格性に疑いが生じた状況であると考えられます。そのような意味で、内部統制システムの構築・整備を業務として行う場合には、特にインサイダー取引防止体制にも重点を置いてアドバイスをしています。

もう一つ、私は企業の危機管理の分野も専門としています。これは企業で不祥事が起こったときに、企業としてどのようにしてそれを克服するのかという観点の仕事です。インサイダー取引が起こった状況は、企業にとって危機的な状況です。このような状況を克服するため、最近ではいわゆる「第三者委員会」方式の危機管理が行われることが多くなりました。これは、外部の専門家から構成される第三者委員会が徹底的に事実調査と原因の究明を行い、再発防止策を提言し、企業側がこれを受け入れることにより危機を克服していくというものです。この関係でいえば、私自身、NHK(日本放送協会)のインサイダー取引事件を担当しました。この事件を通じて、インサイダー取引の背後に何があるのか、インサイダー取引を誘発しやすい環境とはどのようなものなのか、などについて自分なりに経験し、調査報告書で報告したという経緯があります。

以上のような内部統制システムを整備する業務や危機管理実務の経験から、お役に立てることがあればということで本日は参加しています。

野口 大日本印刷の野口です。会社ではインサイダー取引防止委員会の委員長を務めていますが、私も印刷という業種は、通常の製造

きます。

「今年度」の二〇一〇年四月から二月の九カ月間でインサイダー関係の課徴金勧告は一七件、それから告発は三件でした。件数ベースで見ると、昨年度の二〇〇九年度(二〇〇九年四月から翌年の三月まで)は、史上最多で課徴金勧告が三八件、告発が七件ですが、その前の年度、二〇〇八年度は課徴金勧告が一七件、告発が六件ですので、今年度は昨年度ほどではありませんが、まだ四月から二月ですので、一昨年度と同程度か、それを上回るような水準というところで、引き続きインサイダー取引の摘発は高水準で推移しているといえようかと思えます。

そして、特徴について、三点申し述べます。まず一点目は重要事実についてです。どのような重要事実についてインサイダー取引が行われたかですが、昨年度は課徴金勧告三八件中一三件、それから告発の七件中二件がTOB(公開買付け)に集中していたという特徴がありました。われわれとしてはインサイダー取引の重要事実がTOBに集中したことについて問題意識を持ち、このことについて原因分析、それから未然防止のためのさまざまな情報発信を行ってきたところでです。

そして、そうした情報発信等による成果があったとすれば嬉しいのですが、今年度の重要事実はやや分散傾向であり、課徴金勧告の一七割を担っています。また、上場会社等の売買報告書の提出を金融庁等に行うとともに、日々売買管理業務を行うことを通じ不正取引が行われていないかどうか確認を行う業務も併せて行っています。

特にインサイダー取引に関しては、協会員は金融商品取引業等に関する内閣府令一七条一三号で、インサイダー取引であることを知りながら受託をすることは禁止されていますし、また同府令の一三三條五号で、いわゆる顧客の取引における不正取引を防止するための十分な体制を構築することが要請されています。このため、協会においては法規制の要請に適切に対応するため、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」において、あらかじめ内部者登録カードを備え置き、当該顧客が会社関係者であるかどうかのチェックを行う「内部者登録制度」を構築し、それを協会員において運営することを義務づけました。インサイダー取引の摘発事例が増加する昨今、これらの対応はますます重要性を増してきている状況にあるのではないかと考えています。

ただ、この内部者登録制度については、氏名、生年月日、住所などの情報を用い、顧客が上場会社の役員等に該当するかの確認が必要になります。従来各社が独自に顧客から上場会社の役員に該当するかどうか確認したり、あるいは外部の情報ベンダー等から上場会社役員等の情報

件中TOBは一件です。告発は、銘柄別に分けると、六銘柄中TOBは三件ということで、全体に占める比率は低下しました。ちなみに、課徴金勧告の重要事実について、やや分散したという中身は、ファイナンス関連、つまり新株等発行、自己株式取得が合計で六件、それから企業再編、提携絡みとして、株式交換、業務提携・解消、民事再生・会社更生が合計で七件というあたりが今年度は目立ったところです。重要事実別では分散傾向にあったということが一点目の特徴です。

二点目ですが、行為者の属性です。どのような人がインサイダーをしたかということですが、相変わらず、株式等発行体である会社の関係者から情報を聞いてインサイダー取引をした、「第一次情報受領者」によるインサイダー取引が多くなっています。今年度では、課徴金勧告一七件中一〇件、告発では六銘柄のうち三銘柄の取引が第一次情報受領者としての取引でした。他方、会社関係者のうち発行体役員そのものが行為者という事例は、課徴金勧告一七件中一件、告発ではゼロと減ってきています(昨年度は、勧告四件、告発三件)が、こうした事例は社会的なインパクトが大変大きく、内部統制上もそもそも根絶すべき案件との考え方もあると思いますので、減ってきたことだけを評価すべきかどうかという点は、また別の議論はあろうかと思えます。また、行為者属性の点では、

を入手することで、内部者登録カードの整備を行ってきたことが、個人情報保護法の施行以降、特に住所情報の入手が非常に難しくなり、顧客の属性把握が困難な状況となっています。たとえば、情報ベンダー等では主たる大手二社が上場会社の役員情報を提供していますが、一社はもう一社も全上場会社の約一・八%しか住所情報を載せていないという状況です。情報ベンダーからそのような形で住所情報が消えてしまっている一方で、顧客から直接上場会社の役員等であるかどうかを確認する方法も採られています。実際には顧客に尋ねると苦言を呈されたり、まったく回答してもらえないケースが非常に多くなっておりまして、なかなか内部者登録カードの整備が進まない状況にあります。口座開設の際に、上場会社の役員等に該当する場合、またその後役員等になった場合には申し出をもらうことを約款等に規定していますが、顧客の側から申し出てもらえるケースは非常に少ないのが現状です。このような状況の中で協会員は法令を守りゲート・キーパーとしての役割を果たしていかなければなりません。内部者登録カードの整備が不十分な状況であれば法律違反を問われるのみならず、そもそも証券市場の水際でインサイダー取引を防止するという未然防止機能が働かなくなってしまう。

発行体である会社の役員・社員ではないものの、発行体との契約締結者等が多いのも一つの特徴であり、課徴金勧告は一七件中四件、告発については六銘柄のうち三銘柄が、契約締結者等によるインサイダー取引であり、この点も目立ちました。

それから三点目ですが、重要事実にも関連するところで、バスケット条項を適用した案件が勧告一七件中三件、告発では六銘柄中一件ということ、前年度とほぼ同程度の件数となっています。このことから、バスケット条項の適用が定着してきたのかなという印象を持っています。

武田 ありがとうございます。寺田さんから挙げていただいた各トピックについては、後ほど個別に議論します。

三 インサイダー取引の未然防止のための近時の取組み

1 J-I-R-I-S-Sとは

武田 次に、インサイダー取引に関する近時の協会の取組みについて、ご紹介下さい。

平田 協会に加盟する協会員は、証券市場のゲート・キーパーとして顧客からの注文を受託する際にインサイダー取引、あるいは不正取引に該当するかどうか、事前にチェックする役

そこで、協会では、全国の証券取引所にご協力をいただき、上場会社等に提供していただいた自社の役員等の情報をデータ・ベース化し、当該データ・ベースに協会各社が自社の顧客情報を突合することにより内部者登録カードを整備する仕組みを構築しました。この仕組みが「J-I-R-I-S-S (Japan-Insider Registration & Identification Support System)」です。J-I-R-I-S-Sは事前に上場会社に役員情報等をデータ・ベースへ登録していただき、協会員が自らの口座における顧客情報(氏名、生年月日、住所)をデータ・ベースの役員情報等と照合・確認し、当該顧客が内部者に該当するかどうかを確認する仕組みです。これにより協会員は自社の内部者登録カードを整備し、未然にインサイダー取引を防止するという手続が行われます。

この仕組みは上場会社等にはできる限りご負担をかけず、既存の設備を利用しつつ高度なセキュリティを確保するシステムとするために東京証券取引所に構築していただき、一昨年の二〇〇九年五月に稼働しました。これまで、各証券取引所の協力を得てその登録数を増加させるプロモーションを行ってきたところですが、残念ながら登録会社の数は、全体の約四九%程度にとどまっております。上場会社に登録を働きかけていますが、まだまだ完全な状況に至るには遠い状況です。現在も上場会社に登録を働きかけていますが、私どもの力が及ばずJ-I-R-I-S-S

【図表2】 J-IRISS登録のメリット

J-IRISSへの登録による上場会社のメリット

- ▶ 自社役員による意図しない不正取引を防ぐことが可能。
……インサイダー取引は意図性がなくても罰則の対象になり得る違反行為。
- ▶ 自社役員との同居者（配偶者、親族等）による不正取引も防ぐことが可能。
……最近のインサイダー取引で摘発されるケースとして、情報受領者による取引が増加。
- ▶ 退任した元役員による意図しない不正取引についても防ぐことが可能。
……役員退任後も1年間は法令上の規制対象者となり、注意が必要。
- ▶ 役員による証券取引に関して、次の法令の遵守にも役立つ。
 - ・特定有価証券等の売買等の報告（金融商品取引法163条）
 - ・短期売買利益の返還（金融商品取引法164条）
 ……見落としがちな法令であるが、十分な注意が必要。

取引する個人のリスクだけでなく、会社全体のリスクにも配慮が必要。J-IRISSは、上場会社にとって、コンプライアンスのアラーム・システムとして機能し得る。

が、それらをきちんと社内に周知させて、手続に則った行動をとってもらうようにすることで、三つ目は、社員の研修などを通じたコンプライアンス意識の向上で、この三つの柱で取り組んでいます。

先ほどお話のあった二〇〇九年にスタートしたJ-IRISSですが、当社は二〇〇九年の一月に登録しました。インサイダー取引防止委員会での登録の可否を検討した結果、役員として、インサイダー取引という不正行為の禁止を社内徹底させていく立場にあって、率先してそうした取組みをしていくことは当然であるということで、私から取締役会で、社外を含む取締役と監査役に説明して理解してもらい、「同意書」を提出してもらいました。

それから、当社には上場子会社がほかにもありますが、当社のそうした取組みを紹介して、子会社にも登録を要請し、実行してもらいました。

インサイダー取引の研修については、特に力を入れており、つい最近も、東証から講師を派遣していただき、役員と幹部社員約八〇〇名を対象に六回の集合研修を行いました。今回は、全国主要拠点をTV会議で結んで、現地で受講できる体制を取りました。そして一般社員については、ネットワーク・ラーニングを実施して、これまでに約二万五、〇〇〇名の社員が受講しています。

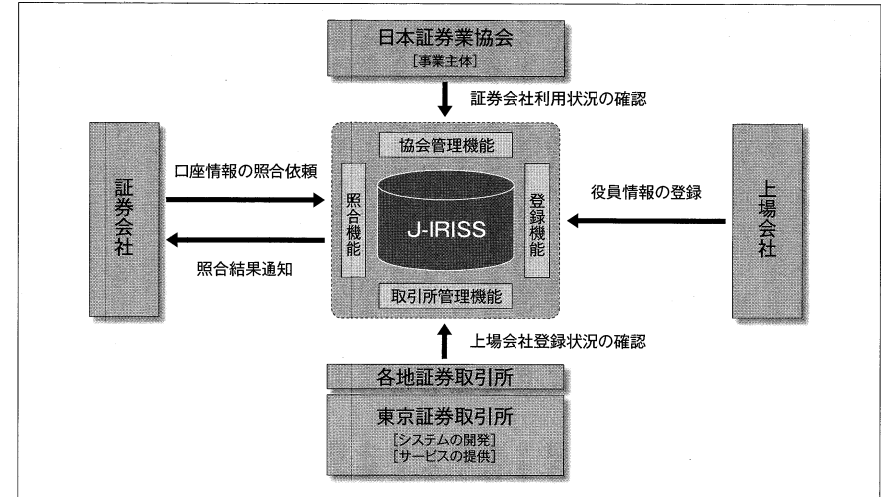
研修後、「わかりやすかったか」、「役に立ったか」、「これをどう活用していくか」といような項目について、アンケートをとったのですが、結果は、五満点で、実に四・五以上ということ、社内でやっている研修の中ではかなり高い評価を得ることができました。出された意見をみると、「定期的にこうした研修を受講することによって注意喚起され、役に立った」という声が多々ありました。

ただ、中には、「私は株取引はやりません。私は将来も株取引はやるつもりはございません」ということで、「こうした研修は私には無用です」という声もありました（笑）。まあ正直なところだと思いますが、そうした意味で、研修で大きな成果だと考えているのは、自らが株取引でインサイダー取引をしないということよりも、情報管理の重要性について注意喚起ができたことです。「会社の情報を人にしゃべることによって、他人のインサイダー取引を誘発してしまう」という声の恐ろしさについて再認識した」という声が多々ありまして、こうした研修は三年、四年ぐらいのスパンで定期的の実施していきたいと考えています。

3 J-IRISSの効用等

武田 それでは國廣さんからも、インサイダー取引の未然防止について日ごろお感じになつてお話を伺いますか。

【図表1】 J-IRISSの仕組み



Sの重要性や必要性について、まだまだ浸透していない状況にあります。昨今のインサイダー取引の事例をみても、もし、発行会社が役員情報等をJ-IRISSに登録しておけば未然に防止できたかもしれない事例がありまして、また、協会が顧客から自社の注文を受託する際にインサイダー取引情報の有無を確認したところ、インサイダー取引に該当するおそれがあることから取引を中止した事例や、顧客側から心配なので取引を中止する旨申し出られた事例も多々あります。まさに未然防止が図られています。この未然防止策の効果をさらに上げるためには、J-IRISSをベースとした内部者登録制度を完全な形で運営していく必要があると考へ、現在証券取引所の協力を得ながら対応を図っている状況です。

2 上場会社の取組み例

武田 次に、大日本印刷のインサイダー取引未然防止のための取組みにつき、野口さんからお話しいた

だけますか。併せて、大日本印刷は協会からお話のありましたJ-IRISSにも登録されていますので、ご登録に当たつての社内での議論等もご紹介下さい。

野口 少し当社の取組みを遡ってお話ししますと、インサイダー取引防止規程をつくったのは一九九八年で、防止管理責任者を置いて取り組んできましたが、積極的な未然防止の体制、取組みが始まったのは二〇〇七年月からとなります。インサイダー取引防止規程を全面的に改定し、たとえば従来はなかった自社株買いの事前許可制や特定の職務についている者の決算日から決算発表時までの自社株の取引の禁止など、かなり細かな規定を盛り込み、併せて社員教育にも力を入れるなど取組みを強化しました。

その背景には、一つは金商法の制定、もう一つは、当時、同業の、お客様の情報を預かる会社でインサイダー事件が発生し、社会的な非難を浴びたということがあります。当社としても、絶対にそうした事態は阻止しなければならぬということで取組みを強化したわけです。

具体的なお取組みとしては、インサイダー取引防止委員会、三つの重点施策を立て、実行しています。一つ目は重要情報の管理と適時開示です。二つ目は、インサイダー取引を未然防止するための社内の手続や制度をつくり、これがインサイダー取引防止規程に定められています

國廣 先ほども述べましたように、インサイダー取引が発生した場合に上場会社を受けるダメージから考えると、インサイダー取引の防止体制というのは非常に重要な内部統制システムの一つであると思います。

ところで、その内部統制システムを考える場合に、インサイダー取引を例にとれば、「インサイダー取引防止規程をつくる」「教育・研修を行う」などの対応が行われます。これはこれで重要なことです。しかしそれだけではなく、もしルール違反の株取引を行おうとした場合にアラームが鳴るといふシステムがあったほうが、もっとよいに決まっています。そう考えると、まさにJ-I-R-I-S-Sというのには、アラームを鳴らす非常に有効な内部統制システムの一つとして利用できるものだろうと思います。

いま大日本印刷の例を聞くと、ルールをはきり定めた上で、教育・研修もしっかりと行われている。問題はその先です。「だから、もうJ-I-R-I-S-Sはいらない」となるのではなく、「だから、J-I-R-I-S-Sにも入って万全を期する」という考え方なのです。さすが大日本印刷だと思えます。「意識の高い会社だからこそJ-I-R-I-S-Sにも入る」という関係が、いまのお話を聞いていてはつきりしました。このJ-I-R-I-S-Sという制度は、上場会社としてインサイダー取引という不祥事を防止するための保険であると同時に、役員などの登録する個人と

して自分自身の人生を棒に振らないための保険でもあると思うのです。

ただ、先ほどのお話を聞くと、参加率がまだ四九%ということなのですが、どうしてそんなに低いのですか。J-I-R-I-S-Sは有料ではないですよ。無料ですよ。

武田 はい。J-I-R-I-S-Sへの登録に関して上場会社が費用を負担することはありません。

國廣 なのにどうして、現時点で参加率が四九%程度にとどまっているのでしょうか。

武田 やはりまだスタートして二年弱しか経過していませんので、さまざまな誤解もありま

す。

國廣 どのような誤解ですか。

武田 J-I-R-I-S-Sは登録された役員情報を証券会社が網羅的に確認できるシステムではないのですが、登録された情報を証券会社が参照し、営業に使うのではないかと誤解されていることがあります。証券会社のように営業に使うことはそもそも不可能なシステムです。証券会社は、自社で管理する顧客情報の中の特定の項目をシステムに送信し、システムに登録されているデータと照合するのみであり、証券会社がそれ以外の目的に使用することは一切ありません。

ところで、上場会社がJ-I-R-I-S-Sに登録しない理由としてよく挙げられるのは、すでに

がここにも表れているのかという感じがします。先ほど申したように、これは会社の保険であり、役員個人を守るための保険なのです。保険に入るときに住所ぐらい伝えるのは当たり前、保険に必要な限度で住所が情報として提供されるのは当然のことであり、J-I-R-I-S-Sに入らない理由として個人情報保護を挙げているのは、いかげなものかという感じがします。参加率が低いのも一つの理由として挙げられている「周知不足」という部分については、やはり協会と取引所に頑張っていたく必要があると思います。

えば、住所以外の情報はすべて有価証券報告書等に記載されている公開情報です。なので、役員がJ-I-R-I-S-Sに登録するに当たって感情的なハードルがあり得るとすると、住所という個人情報登録する点です。この点、もちろん役員の個人情報の開示については、慎重に考えましたが、当社では、上場会社の役員のように入社インサイダー取引の未然防止の旗を振る立場の人間であれば、未然防止のためにできることは積極的にやるべきだということで全役員の賛同を得ることができました。

武田 J-I-R-I-S-Sに登録しない理由としてよく挙げられるものはほかに複数あります。まさにいまお話に出たとおり、役員の自宅住所を登録することになるので個人情報の漏洩が心配だとか、未だ制度を十分認識していなかったとか、最後の一つは日本のなのですが、他社の動向を確認しているとかです。

國廣 いまの個人情報理由とするというのがよく理解できないですね。J-I-R-I-S-Sに提供した個人情報目的外使用されるというのであれば、もちろんそれは理由になります。そのようなことはあり得ないわけですし、提供された個人情報は、公的な制度としてインサイダー取引防止のアラームを鳴らすためだけに用いられるものです。個人情報といえど何でもノーといえるという、個人情報保護の意味を取り違え、これを金科玉条にする思考停止の弊害

インサイダー取引防止のための社内規程を整備済みで、役員の自社株売買を一律禁止していたり、事前許可制をとっていたりするので、役員がインサイダー取引を行ってしまうおそれはないというものです。しかし、社内規程が整備されているとしても、役員の方が社内手続を経ることなく取引を行ってしまう、意図せぬ形でインサイダー取引を行ってしまうおそれがないとはいえないので、セーフティネットとして利用していただきたいと考えています。

大日本印刷では社内規程上、役員の自社株売買は事前許可制ですか。

野口 在任中および退任後一年間は原則禁止です。

武田 役員は禁止で、一般社員が事前許可制ですか。

野口 はい。

武田 社内規程はきちんと運用されていますか。

野口 ええ、きちんと運用されていると思います。

武田 社内規程を整備し、その運用も適切になされている中、それでもやはりJ-I-R-I-S-Sには登録する必要があると判断されたのですか。

野口 おっしゃるとおりです。J-I-R-I-S-Sに登録する情報は、氏名、生年月日、住所、会社名、役職名であるところ、役員に関してい

の方から順次登録していただくことも可能です。一方、役員のみならず、幹部社員の方や経営企画部等の企画部門に携わっている社員の方など重要事実に接する可能性の高い職員まで広く登録されている上場会社も存在します。未然防止という観点からは望ましいことだと思います。さらに、J-I-R-I-S-Sの登録に関する事項を社内規程で定め、役員がJ-I-R-I-S-Sへの登録を義務化している会社もあると聞いています。

平田 一点だけ補足しますと、上場会社等にご登録いただいた住所などの個人情報に関しては、先ほど武田さんのお話のとおり、上場会社等の中にはJ-I-R-I-S-Sに登録された情報がそのまま右から左に協会員に提供されているのではないかと誤解されている方が非常に多いようです。つまり、個人情報保護の観点から問題があるのではないかと疑問をお持ちだということだと思います。しかし協会員はすでに顧客の氏名、住所、生年月日という顧客の情報はすべて持っているわけです。それらの情報をJ-I-R-I-S-Sに突合し、合致した場合にこの会社の役員なのかという情報を回答する仕組みですから、J-I-R-I-S-Sから協会員が保有していない顧客情報を含めそのまま生のデータが提供されることは一切ありません。その点は安心していただきたいと思えます。

四 TOBとインサイダー取引

武田 それでは次のトピックに移ります。TOBに関するインサイダー取引は金商法一六七条で禁止されていますが、TOBに関連したインサイダー取引の実態につき、まず監視委員会からご紹介下さい。

1 TOBに関連するインサイダー取引の実態

寺田 TOBを重要事実とするインサイダー取引は、昨年は、それ以前と比較してきわめて多く、課徴金勧告では、二〇〇九年度は三八件中TOB関係が一三件を占めていたわけですが（一昨年度は三件）。この原因として、私どもとしていくつか分析しましたが、一つには、わが国企業のM&Aの増加に伴いそもそもTOBそのものが増えていることが挙げられます。公開買付届出書の提出件数をみていくと、一番多かったのが二〇〇七年の二〇二件ですが、その後二〇〇八年、二〇〇九年、二〇一〇年と六〇から七〇件というあたりで、まだまだ高水準で推移しています。

さらに、このTOBについては多数の関係者が関与することが要因として大きいのだろうと思います。つまり、TOBを行うことに関連して、重要事実に係る情報を共有する方が大変多

い。さらに、対象会社の株式にはプレミアムが付くということから、プレミアムの付く株式に関する重要事実に係る情報を多数の関係者が共有することになってしまふ。しかも、重要事実の公表までの期間が長く、これらの要因がTOBを重要事実とするインサイダー取引の増加傾向の背景にあるのではないかと考えました。

したがって、このような摘発の増加とその背景を踏まえて、事後的に摘発を強化するのみならず、未然防止を強化する観点から、当事務局として昨年七月に「株式公開買付等に係る実務とインサイダー取引のリスク」という研究資料を公表しました。これは監視委員会のウェブサイトに載っていますので、ぜひご覧いただきたいのですが、その中では、どのような方がTOBに携わるのか、そしてそれらのTOB関係者についてどのようなリスクがあるのかを、まず明らかにしています。具体的には、各関係者が、一連のTOB手続の中で、どの段階で関与し、TOBに関する主要な情報がどのように拡散していくか、またそうした主要な情報を漏洩するリスクがどの程度あるのかということを分析しました。

たとえば代表的な方を挙げると、一番主体的な役割を果たすのは、買付け側のフィナンシャル・アドバイザー（FA）であり、作業量も関係者数もとても多い。特にFAが証券会社であり、公開買付代理人も併設する場合には支店の

のではないかと思います。

2 TOBに関連するインサイダー取引の未然防止策

(1) 監視委員会の提言

寺田 そうしたさまざまな関与者の状況を踏まえて、私どもとして五つの提言をしました。一点目は、FAの注意喚起等の役割の強化です。まずは、FAが、TOBの中心的な役割をされるので、自らがインサイダー取引防止策を講ずるのみならず、TOBの関係者へのインサイダー取引に対する注意喚起、とりわけ情報伝達先の限定や情報漏洩の防止対策を関係者に徹底させる役割を果たされることが重要であり、期待されます。

二点目は、各関係者において、情報伝達範囲、内容をきちんと限定することが大事です。たとえばFAのリスク、特にリテール部門への情報伝達や、銀行内における情報の伝達範囲の広がりにリスクとして認識される以上、NEED TOWNの原則の徹底が有益ではないかという事です。

三点目として、当然のことながら情報管理体制の強化です。これは先ほどの話でいえば、印刷会社やデューデリジェンス業者でもそうで、すし、またわれわれ官公庁も自らの胸に手を当てて、未発表のTOB案件などの相談に関してはきちんとした情報管理が必要ではないかと考

えています。

それから四点目は、関係者間での守秘義務契約締結が奨励されるのではないかとことです。法律上守秘義務を負っている専門家以外の方々は、それぞれの関係者ごとに守秘義務を強化しているといっても、やはり業務を委託する際には契約を締結することがさらにインサイダー取引の抑止に資するのではないかとことです。

五点目は、経緯報告書の内容を充実していただくことです。これは、監視委員会の調査・審査に有用であるということだけでなく、発行体自らの情報管理体制の整備にも有用であると考えます。

こうした分析をしたところ、実は昨年の五月に告発したあおぞら銀行職員のインサイダー事件では、まさにTOBに関連する業務を行う審査第一の中でのTOBの情報が漏れていた疑いがあるということ、TOBに銀行が関与する中では、やはりその情報が拡散するおそれがあるという私どもの分析がほぼ裏書きされた形となつてしまつたわけです。

そうしたことから、私ども、ただいまの分析をたとえば全国銀行協会や日本証券業協会、また国際銀行協会などさまざまな方々に説明していますし、また各種刊行物にも「商事法務」も含めて掲載して情報発信をしているところで

リテールの関係にも情報が伝達されます。FAの各社は、当然のことながら自社の情報管理やルール整備を強化しておられますが、さらにリテール部門の管理、それからコンフリクト・チェック時の法人関係情報の登録の可否など、比較的早い段階からTOB情報に接する機会があり、またデイル全体においてもさまざまな部分で重要な役割を果たしていると考えています。

また、銀行も関係者の中に入ってきます。当然ながらTOBを行うに当たって融資を行う立場で関与する場面のみならずメン・バンクとして情報を得る場合や残高証明書を発行する際に情報を得る場合など、さまざまな立場でTOBに関与することが考えられます。

それから、公認会計士、税理士、デューデリジェンス業者といった方々は、再編スキームの検討の中でデューデリジェンスに関与します。ただ、たとえば公認会計士や税理士は、法律上の守秘義務があるため、比較的リスクは少ないのではないかとといったそれぞれの関与者ごとのリスク要因などを分析しています。

ちなみに、印刷会社も関係者の一つとして、関与するタイミングは非常に遅く、最後のほうになりますから、関与者が多数いますので、先ほど野口さんからお話がありましたように、情報管理体制を強化されているということですが、買付者との間で守秘義務契約の締結等も必要な

しかしながら、そうした説明をする機会の中では、「自分のところはできていないのだ、ほかの業界のほうが問題ではないか」というご発言もあって、なかなか当事者意識が不十分な部分もあるなあと感じ、危惧していましたが、今年度は幸いにもこれまでのところはTOB絡みは課徴金勧告の一件、告発の二件のみとなっています。ただ、その課徴金勧告の一件が非常に興味深いというか、なかなか評価の難しい案件だと考えています。というのは、先ほど申し上げたように、「株式公開買付等に係る実務とインサイダー取引のリスク」では、私どもとしては網羅的に、TOBに関連する関係者のリスクや情報の拡散状況を分析したつもりでした。そしてその中で公認会計士は、デューデリジェンス関係者の立場で、買付者、もしくは買い付けられる側のデューデリジェンスを行う者として登場されるだろうとリスク分析をしたところでした。

ところが、本年度の課徴金勧告の一件は、あの上場会社のMBOに伴う上場廃止の案件でした。上場会社のオーナーがMBOをするために会社をつくって、その会社が上場会社に対してTOBをするのですが、それに伴い既存の会社は上場廃止になるため監査業務がなくなるわけです。このため、会社が、関与監査法人に対して、TOBによる上場廃止で業務がなくなるといふことを告げたわけですが、監査法人の公認

会計士が、監査業務に携わっていた他の公認会計士にその旨を伝え、その情報伝達を受けた公認会計士がインサイダー取引を行ったもので、私どもとしてはそのような形でTOB情報というものがインサイダー取引の契機になるという分析はしていませんでした。

その意味で、TOBにおいて、情報の拡散する余地はまだまだ本場に多々あるのだなあと、いうことを思い知らされたところであり、さらなる情報発信等により、関係者の未然防止をお願いしたいと思っています。

(2) 証券界の取組み

武田 寺田さんからいくつもの貴重なご示唆をいただいたと思います。FAの問題、関係者の情報管理、守秘義務、経緯報告書の充実等々ということですが、平田さんから証券界としての取組みについてもお話をいただけますか。

平田 残念ながら、証券界でも、四、五年前に大手証券会社においてTOBを含むM&A業務で入手した情報を職員が漏洩するとともにインサイダー取引を行うという大きな不祥事が発生してしまいました。その反省を踏まえて、協会では協会が入手した未公表の法人関係情報を適切に管理する体制を整えることを義務づける規則を制定し、実施に移しました。

なお、法人関係情報の規則は、登録等金融機関業務を行っている金融機関である銀行、あるいは生損保等の特別会員にも有価証券関連業務

については適用されますが、M&A業務に関しては銀行業本業の付随業務であることから、協会の適用範囲外となってしまうため、別途全国銀行協会において同様の規則手当てを行っていただきたい旨のお願いをし、現在では同協会において適切な措置が図られています。

このように協会において、情報管理はかなり適切に行われていると考えています。さらなる会員である証券会社がTOBに関連する行為を行う場合、先ほど寺田さんからご指摘があったFAの業務がメインだろうと思えます。そこで、監視委員会からの要請により、協会員に対してFA業務を行う際に自ら情報管理を徹底することに加えて、さらに社外のTOB関係者に対しての情報提供を行う際に、適切な情報管理を行うよう要請する旨注意喚起通知を発出したところです。協会員から外に出た情報に関しては協会の自主規制規則の適用が及ばないため、まずは、TOB等に関連した法人関係情報を外部に提供する際には情報の受け手に対してきちんと管理するよう要請することから始めていくところです。

(3) 公開買付者の取組み例

武田 大日本印刷は二〇一〇年に自らが買付者という立場でTOBを実施されたとうかがっていますが、そのときの未然防止のための取組み等について、差し支えない範囲でご紹介をいただけますか。

すべて秘密保持契約を締結しました。

二月一日に取締役会でTOBを決議して、それを公表するまで数時間のタイムラグがあったわけですが、取締役会の中でもその情報に触れた人に対するわずかな時間の情報管理を徹底するよう注意喚起をしました。このように社内的情報管理については非常に神経を使って取り組みました。

武田 貴重なお話をありがとうございます。國廣さんからもご意見をいただけますか。

國廣 大日本印刷の対応は、素晴らしい、これがTOBに関するリスク管理のお手本だなという感じがします。

TOBの件を考えると、まず押さえておかなければならないことは、資本市場は資本主義経済の基礎を成すインフラ、つまり「公共財」であるということです。そして、「公開買付け」という言葉からもわかるように、その公共財としての資本市場を有効に機能させてオープンな形でM&Aなどを行う手法、これがTOBということなのだろうと思います。そして、もしここでインサイダー取引などの不正が行われるとすれば、それは公共財の機能に対する信用を侵害するものとなるのです。

すなわち、先ほどインサイダー取引は企業のリスクであり個人のリスクであると申しましたが、さらにいえば、公共財である資本市場自体をリスクにさらす行為なのです。だからインサ

野口 二〇一〇年の二月に取締役会でTOBを決議しまして、ただちに公表して、三五営業日でTOBを実施し、結果としてTOBが成立しましたが、社内の情報管理という点では非常に神経を使いました。TOBというのは、一般的にはプレミアムがつきますし、当社のケースでもかなりのプレミアムを予定していましたから、事前に購入していれば、確実にそのぶん儲かります。

昨年二月に公表したと申しましたが、どこから検討が始まったのかというと、実はその五カ月前でした。インサイダー情報の発生時期についてはいろいろ議論があるうかと思いますが、私どもは、一番早い段階、まさに担当の部署数人で検討が始まった段階をインサイダー情報の発生時期ととらえて、その時点から社内の情報管理を徹底しました。

具体的に申しますと、まず検討チームの人数を最小限に絞りました。その情報に触れる人数を最小限の人数に絞り込んだということ、もし人にその情報を伝える場合については、きちんと伝達記録を残すようにしました。それから、絞り込んだ人数一人ひとりから、守秘と株取引を行わない旨の誓約書を取りつけて、インサイダー取引に対する注意喚起をしました。

それから、社外については、もちろんFAやデューデリジエンスを行う会社、それから買付代理人の証券会社、さらに印刷会社に対して

イダー取引は徹底して取り締まらなければいけないということになるわけですね。そのような意味においては、特にTOBなどにおけるインサイダー取引は、日本経済の基本的インフラである公共財を侵害する行為であるという自覚が必要なのだろうなと思います。

そのようにTOBに関連するインサイダー取引というのはきわめて重大なものです。他方、先ほどからお話にあるように、最終的な公表まで時間がかかる、関係者がきわめて多いという形でリスクの拡散が不可避です。他方、TOB銘柄は確実に儲かるという意味で「動機において誘惑的」です。このようなことから、たまたま本年度は数が昨年度ほどではないとはいうものの、やはり引き続き注意が必要だと思えます。

その注意が必要なのは、対象会社、つまり当事者会社自身もちろんですが、銀行や証券会社などの金融機関、弁護士や公認会計士などの専門家、あるいはファンド関係者など、多岐にわたります。したがって、それぞれの関係者もいろいろな立場できわめて注意深く対応しなければなりません。TOBは、依然として重大な問題であり続けていると感じています。

(4) 情報の伝達範囲の管理

武田 先ほど寺田さんから経緯報告書についてコメントがありましたので、東証からも経緯報告書について少し述べたいと思います。

取引所の売買審査においては、インサイダー取引の調査をしていく中で必要がある場合には、上場会社に経緯報告書の提出をお願いしています。

経緯報告書とは、会社情報の発生から公表に至るまでの事実関係を時系列で一覧表形式にまとめた報告書です。重要事実などに接する機会が存在した関係者の範囲や、重要事実の発生時期を特定するために使用しており、TOBなど関係者が多数に上る事案では相当の分量になることもあります。

経緯報告書には、会社情報の公表に至るまでの経緯について、いつ、だれが、どのような議論にかかわったのかということの詳細に記載していただいています。

社内の重要な情報がいっ発生し、社内もしくは社外のことまで伝達されているかといったことをリアルタイムで管理していただくことは、社内の情報管理の徹底の観点から非常に有益だと考えています。

てらだ・たつし
ひらた・こういち
くにひろ・ただし
のぐち・けんじ
ただけ・たろう