

# 上場会社コンプライアンス・フォーラム 2013(名古屋)

インサイダー取引及び不公正  
ファイナンス等に対する当局の取組み

平成25年11月26日

証券取引等監視委員会

事務局次長 太田 晃詳

# 構成

I .	不公正取引の規制全般	2
II .	インサイダー取引規制	3
III .	不公正ファイナンス	21

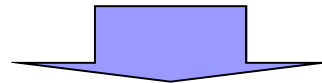
## I. 不公正取引の規制全般

1. インサイダー取引の禁止(金商法166条、167条)
2. 相場操縦行為等の禁止(同159条)
3. 風説の流布・偽計等の禁止(同158条)
  - ☆ 不公正ファイナンスは「偽計」に当たる。
4. その他

## Ⅱ. インサイダー取引規制

### 1. なぜインサイダー取引は規制されるのか？

会社と一定の関係がある者が、インサイダー情報を知ってその公表前に当該会社の有価証券の取引を行うことは、一般の投資家と比べ、著しく有利となってきわめて不公平。



これを放置すると、商品取引市場は人々の信頼を失い、市場の機能を果たし得なくなりかねない。

## 2. インサイダー取引の法規制の概要

### ① 会社関係者のインサイダー取引規制

- 典型例は、発行体の役員、従業員。
- 会社関係者の範囲は、相当程度広い。  
例：取引先、顧問弁護士（契約締結者）  
監督官庁の公務員（法令に基づく権限を有する者）等
- 会社関係者でなくなった後1年以内のものも同様。
- 会社関係者からの第一次情報受領者も対象。

### ② 公開買付者等関係者等のインサイダー取引規制

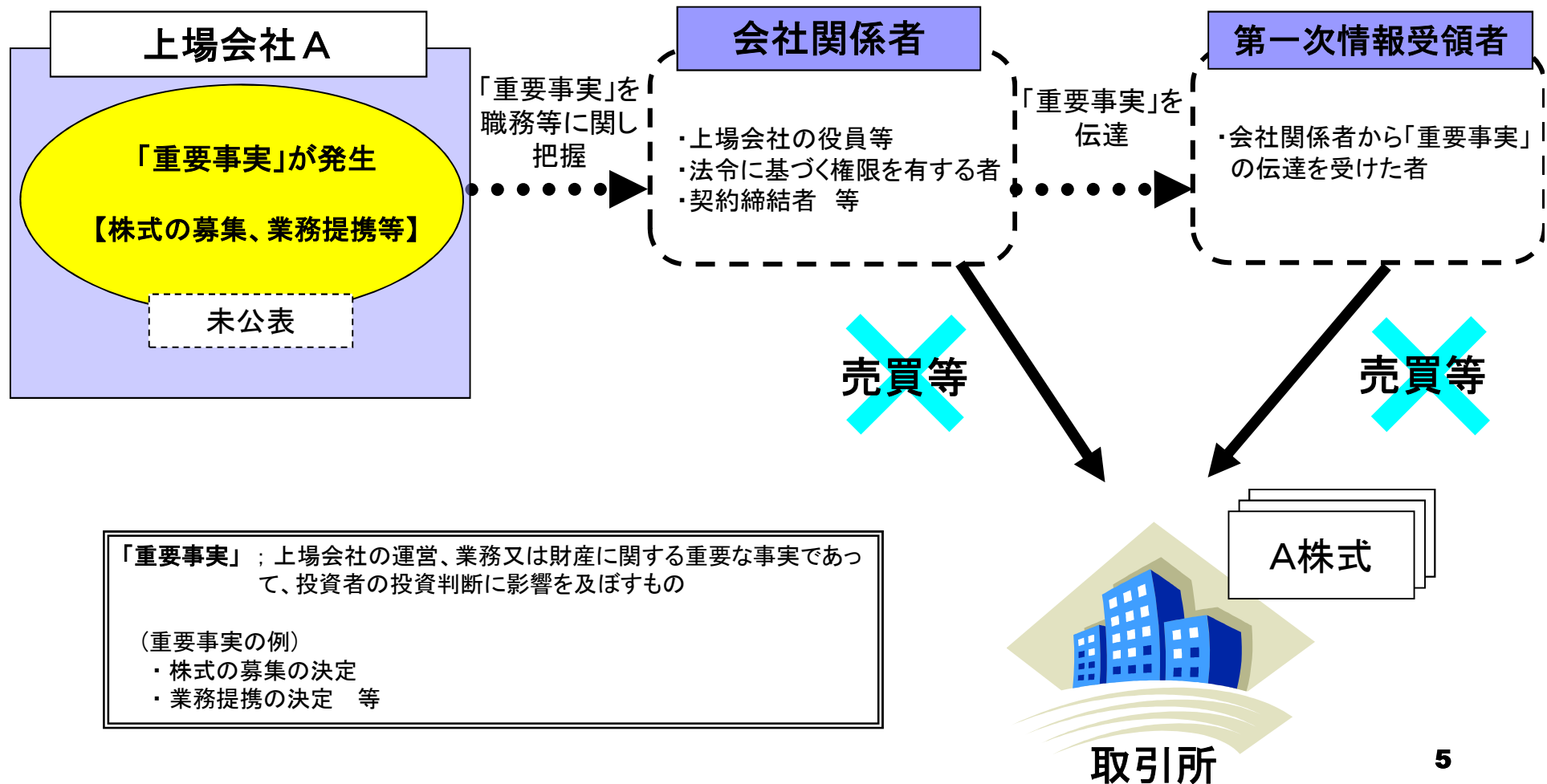
- － 規制の構造は、①と同様。

### ③ 役員・主要株主の自社株等売買に関する規定

- － 売買報告書提出義務、短期売買利益の提供義務

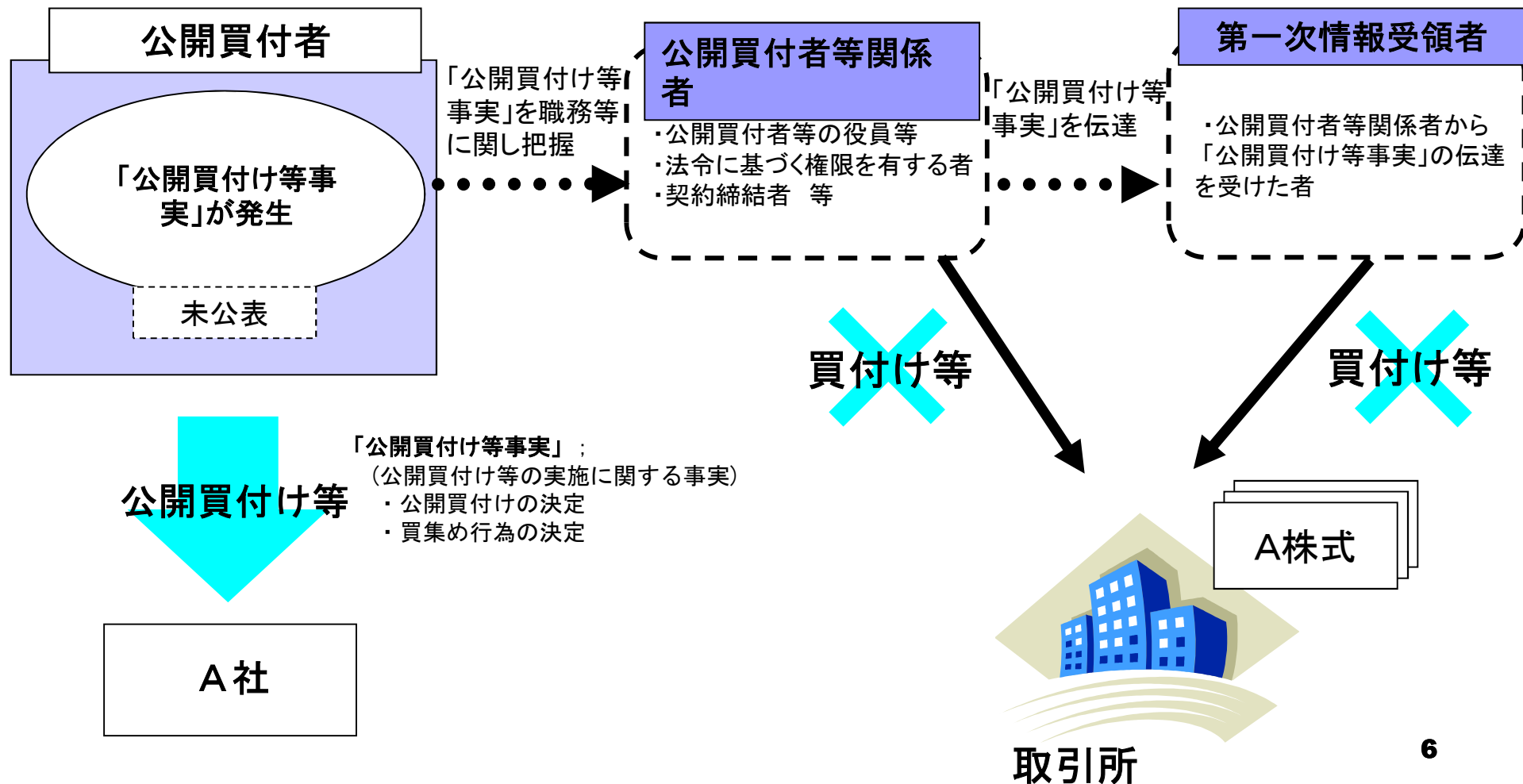
## 会社関係者のインサイダー取引規制(金商法166条)

「会社関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「重要事実」を知りながら（伝達を受けながら）、その公表前に、当該会社の株式の売買等を行ってはならない。



## 公開買付者等関係者のインサイダー取引規制(金商法167条)

「公開買付者等関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「公開買付け等事実」を知りながら（伝達を受けながら）、その公表前に、当該会社の株式の買付け等を行ってはならない。



### 3. エンフォースメント（法執行）の手法

#### ① 刑事罰（金商法197条の2、207条、198条の2）

- 証券取引等監視委員会の告発 → 捜査 → 刑事裁判
- 行為者である個人 → 5年以下の懲役・500万円以下の罰金
- 上記個人が代表者、従業者等である法人 → 5億円以下の罰金
- 違反行為により得た財産について、没収・追徴
- （裁判例）証券会社執行役員が関与した内部者取引事件  
横浜地裁平成25年2月28日判決は、情報受領者に対し、  
懲役2年6月（執行猶予4年）、罰金300万円、  
追徴金1億43万円余を命ずる。



## ② 課徴金 : 行政上の措置(同法175条)

- ・ 証券取引等監視委員会の勧告 → 審判 → 金融庁による課徴金納付命令(行政処分)。
- ・ 平成16年の改正で導入後、主要な法執行の手段となる。
- ・ 委員会は、毎年課徴金事例集を公表。

(課徴金の計算方法)

### ①インサイダー取引規制に違反する売買等が「自己の計算」で行われた場合

買付けの場合:(重要事実・公開買付け等の実施に関する事実の公表後2週間以内の最高値一買付価格)×買付株数

売付けの場合:(売付価格一重要事実・公開買付け等の中止に関する事実の公表後2週間以内の最安値)×売付株数

### ②インサイダー取引規制に違反する売買等が金融商品取引業者等により「他人の計算」で行われた場合 売買等に係る手数料、報酬その他の対価の額として内閣府令で定める額

※他人の財産を運用する場合における「内閣府令で定める額」

⇒違反行為が行われた月の報酬額×運用財産の総額に対する対象銘柄の割合

## 4. インサイダー取引規制違反の状況

- 内部者取引行為に対する課徴金勧告の件数は、平成17年4月の制度導入以降、平成25年6月末までに、144件（納付命令対象者ベース）となった。
- 平成21年度以降、勧告事案にかかる重要事実が多様化。平成24年度においては、「新株等発行」「公開買付け」「業務提携・解消」及び「業績予想等の修正」等のほか、制度導入以降初めて「新たな事業の開始」を重要事実とする事案を勧告した。
- 違反行為者でみると、平成21年度以降、会社関係者及び公開買付者等関係者（以下「関係者」という。）から重要事実の伝達を受けた者（第一次情報受領者）が行った事案の件数が、関係者が行った事案の件数を上回る状況が続いている。
- 情報伝達者の属性でみると、平成24年度においては、情報伝達者14件のうち、契約締結者が11件と全体の8割弱を占める状況となっている。

## （事例を見ていて印象に残った点）

- 役職者の意識はしっかりしているが、若手の社員に意識が浸透していない事例がある。
  - ・ 役職者でないと規制の対象にならないといった誤解も。なお、勤務時間中に発注している例もみられる。
  
- 法規制の実質をみないで、形式的に大丈夫と判断した事例がある。
  - ・ 「という噂がある」とか「銘柄名を明示しない」なら問題なしとはいえない。
  
- 役職者自身が古くからのなじみの知人に情報を伝達した事例がある（特に公開買付け会社関係者に多い）。

## 5. インサイダー取引と法の不知

- インサイダー取引についての法規制を知らなかったからといって規制を免れることはできない。

← 課徴金納付命令等の行政処分について、行為者の主観的要件(故意・過失)は不要。そもそも、刑事事件としても、法の不知を理由に故意がないということはいできない。

もともと、

証券取引等監視委員会は、「必要があると認めるとき」に「勧告することができる」存在(金融庁設置法20条)。

この規定の読み方には複数の解釈があるが、現時点での委員会の勧告事案は、基本的には、インサイダー規制の趣旨に照らして実質的に行政処分が必要と認められる事案について勧告がされているものと思われる。

⇔ この1年間をみるに、いわゆる「うっかりインサイダー」(狭義)というべきものについて勧告がされたことはないと評価できるのではないか。

## 6. 平成25年金商法改正について

### (1) 情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入

#### ■ 改正の経緯

#### ■ 要件

- ・ 主体 会社関係者、公開買付者等関係者
- ・ 禁止行為 未発表の重要事実の伝達(情報伝達)  
公表前に取引を勧めること(取引推奨)  
\* 黙示の推奨行為もあり得る(意思表示の一般原則)。  
しかし、推奨と認めることのできる客観的状況が前提
- ・ 目的 他人に利益を得させる目的  
他人の損失を回避する目的
- ・ 情報受領者が違反行為に及んだこと(勧告等の要件)

#### ■ 金融庁によるQ&Aあり。

## (2) その他の改正点から

- 上場投資法人の投資口のインサイダー取引規制の対象化
- 公開買付者等関係者の範囲の拡大
  - 被買付企業の役職員やその情報受領者によるインサイダー取引に対応するもの。
- 氏名等の公表措置
  - 現在の運用では、課徴金事案では個人の氏名は勧告に際し原則非公表(ただし、争いのある審判事件の期日は公開)。
  - 公益又は投資者保護のために必要かつ適当であるときという要件。
    - … 投資家への注意喚起・違反行為の抑止という視点
  - 公表の性質は、権利を制限し、義務を課すものではないから、不利益処分ではないという理解。

## 7. 未然防止の重要性と関係者の取組み

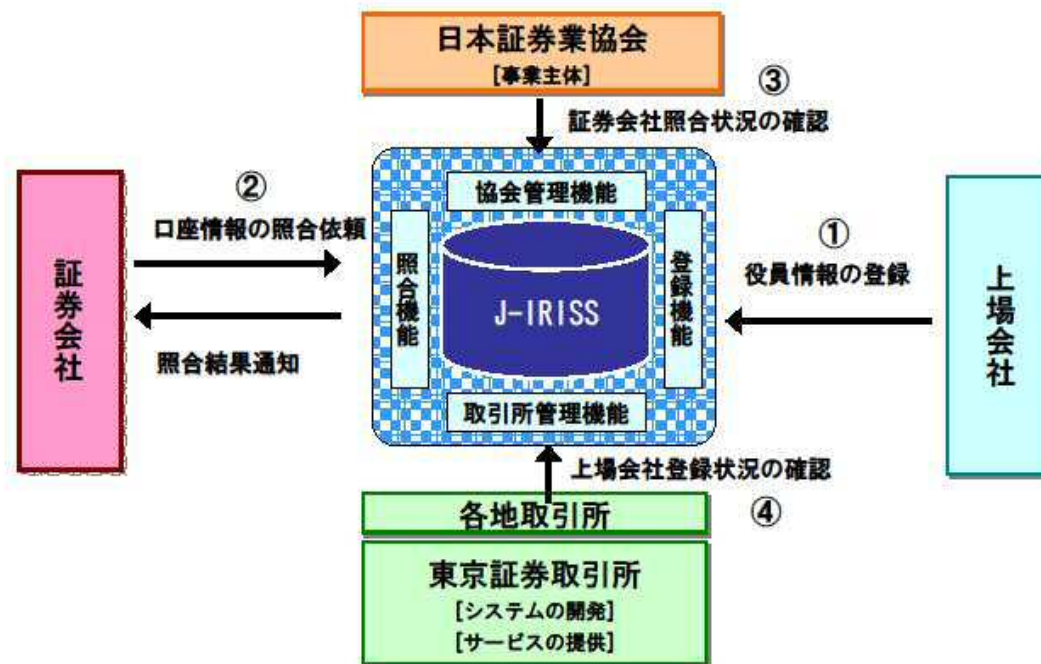
(ポイント)

- 未然防止の重要性(関係者による未然防止体制の整備は、インサイダー規制導入時の前提)
- 証券取引所の取組み  
(例 — セミナー開催、内部者取引管理アンケート調査等)
- 証券監視委の取組み(広報、課徴金事例集の公表、TOB関連のインサイダー取引の未然防止策を取りまとめ・公表等、市場規律の強化に向けた働きかけ)
- 役員・主要株主の短期売買報告制度の運営状況
- 市場関係者の取組み(例 — J-IRISS)
- 発行企業の取組み

# ■ J-IRISS <http://www.jsda.or.jp/katsudou/j-iriss/index.html>

- H21. 5より稼動
- 参加上場企業数: 2,586社 (登録率73.07%) (H25. 8. 19現在)

## J-IRISS概要図



CONFIDENTIAL

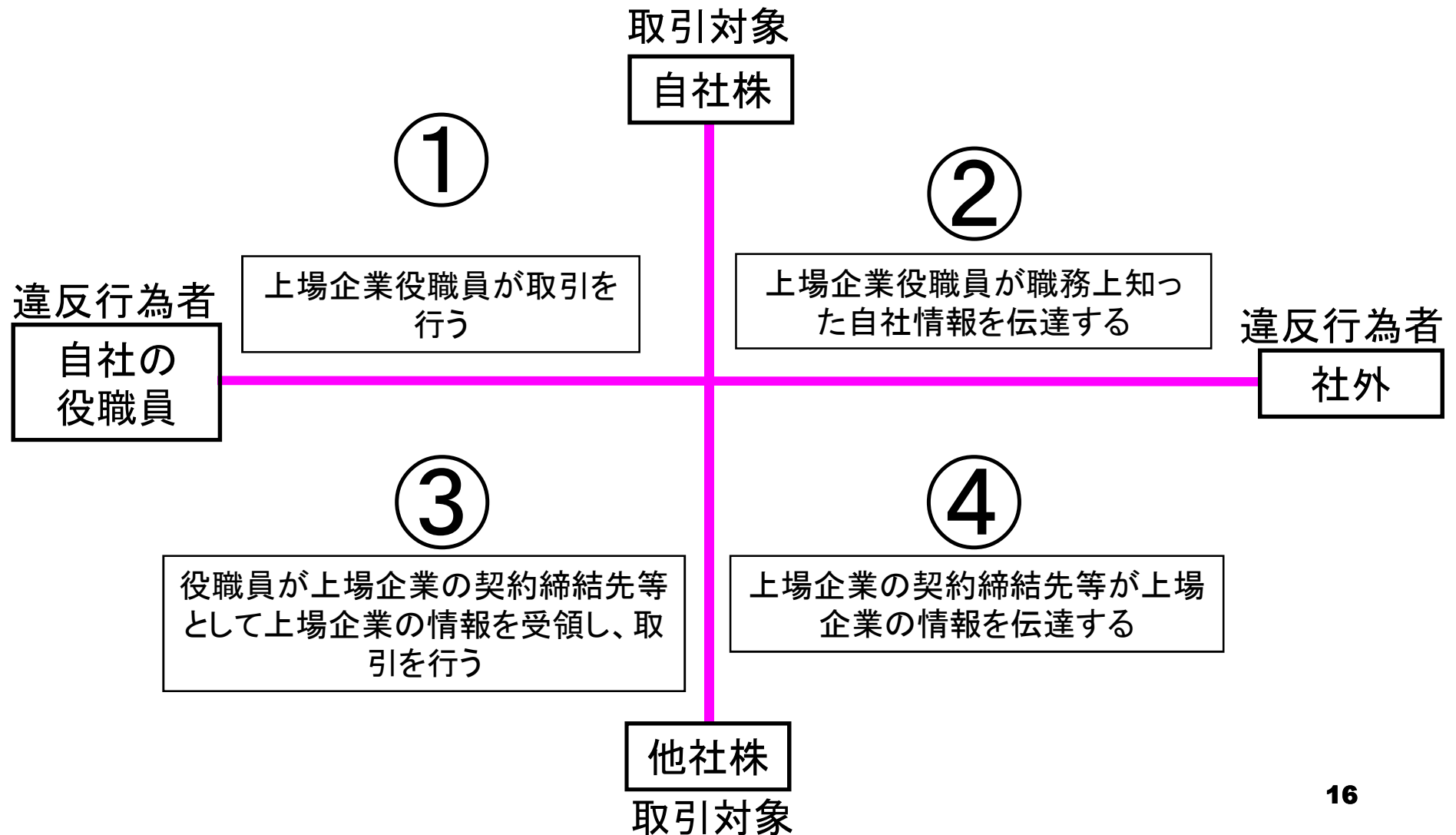
Copyright 2008 JSDA. All rights reserved.

(注) 英国では、法令上、上場企業に「内部者リスト」作成・保管・提出の義務あり。



# 未然防止に向けての発行会社の取組み(1/5)

(ご検討いただく際の視点)



## 未然防止に向けての発行会社の取組み(2/5)

### ① 自社の役職員による自社株のインサイダー取引

□ 社内での研修・周知

⇒ ルールの理解とともに、インサイダー取引規制の基本的理念、プリンシプルの理解を

□ 内部者取引管理体制の整備、J-IRISSへの役員情報の登録

□ 情報管理の徹底

(※ 自社の経営破綻や不祥事を「重要事実」とする事例も)

⇒ 重要事実は正式な機関決定よりも相当早い時期に実質的な決定がなされたと認定されるのが通常であり、社内体制の整備もこれを前提に

□ 重要事実の公表の迅速化(タイムリー・ディスクロージャー態勢)

### ② 社外への情報伝達／漏えいによるインサイダー取引

□ 情報管理の徹底・重要事実の公表の迅速化

(安易な情報伝達の防止、情報伝達範囲・内容の限定等)

□ 守秘義務契約の奨励

⇒ TOB関連のインサイダー取引未然防止策を参考に

## 未然防止に向けての発行会社の取組み(3/5)

### ③ 自社の役職員による他社株のインサイダー取引

□ 社内での職業倫理教育

□ 自社の業務特性から生じるリスクの管理(情報管理、取引管理等)

※ 社員が他社株のインサイダー取引で摘発を受けた銀行の第三者委員会調査報告書(H21.11提出・H22.7公表)より抜粋

「…本件行為者は、法令違反(インサイダー取引)の可能性を認識し、かつ、当行のインサイダー取引防止ルール(現行ルール)に違反することを認識しながら、発覚を免れる目的で借名口座を利用して多数の株取引を反復継続的に行ったものであり、その行為態様は悪質である。また、本件行為者は多くの機微情報に日常的に触れ、他の企業の従業員よりも厳格な守秘義務を負うべき銀行員であるにもかかわらず、さしたる心理的抵抗もなく、常習的に当行の顧客に関連する業務上の情報を私的に利用した株取引を行っていたものである。したがって、本件は「単発的なインサイダー取引事件」ではなく、「銀行員が守秘義務に違反する取引を常習的に行い、その一部がインサイダー取引の疑いを招くに至った事件」と評価すべきであろう。…」

### ④ 他社の役職員による他社株のインサイダー取引

特にTOBのように関係者が複数存在する場合に、典型的な例として、買付者または買付対象者と契約を締結する者が、公開買付けを行うことについて決定した旨の事実を第三者に伝達し、インサイダー取引が行われる可能性がある。このため、次のような対応策が有効。

## 未然防止に向けての発行会社の取組み(4/5)

### TOB関連のインサイダー取引未然抑止のための 対応策

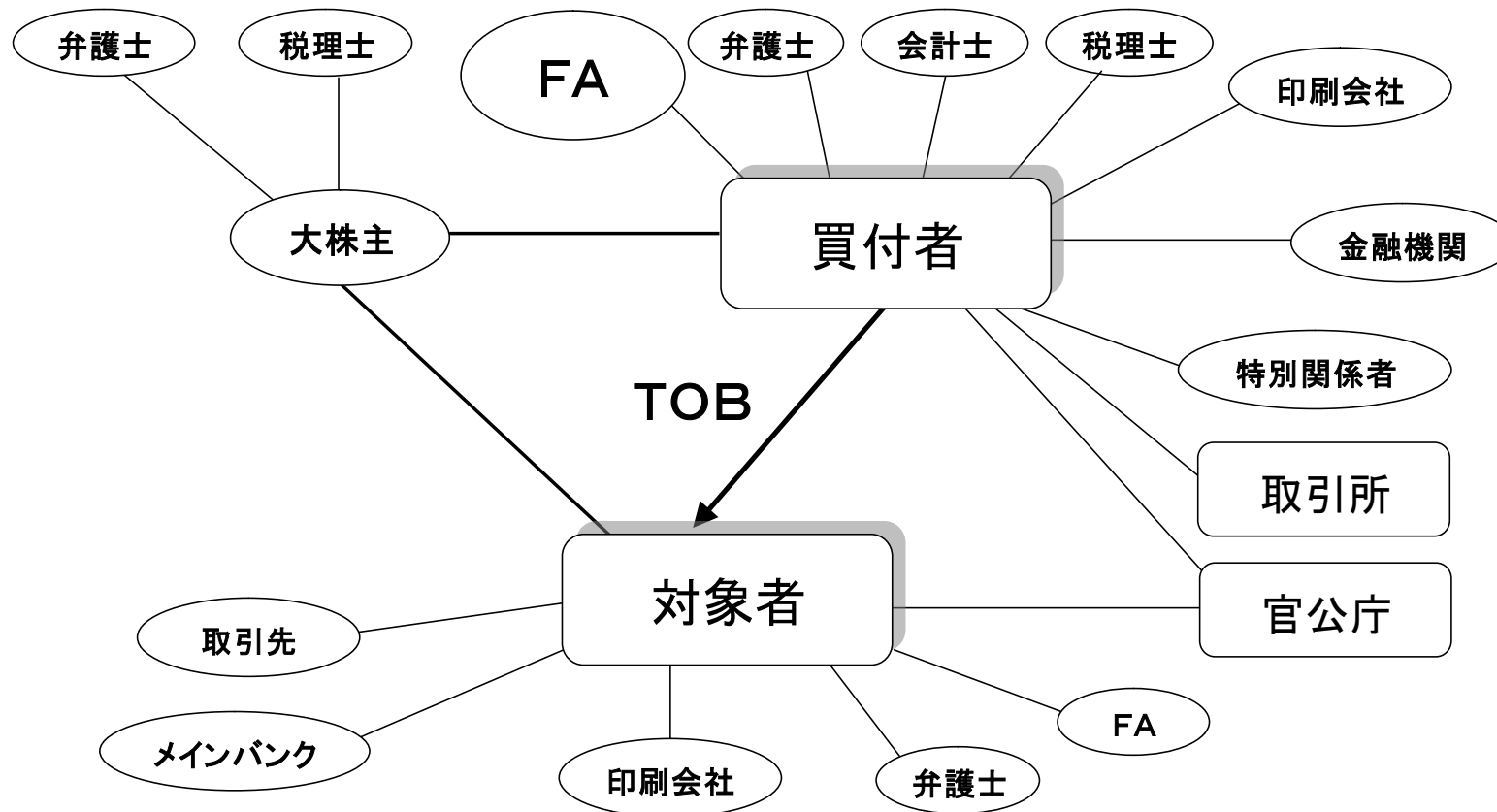
- インサイダー取引のリスクを軽減し、事前抑止するための対応策として、以下の点を検討することが有益
  - FAの注意喚起等の役割
  - 情報伝達範囲・内容の限定
  - 情報管理態勢の強化
  - 守秘義務契約締結の奨励
  - 経緯書の内容の充実

TOB関連のインサイダー取引に関する詳細はこちらへ  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/torikumi/torikumi.htm>

# 未然防止に向けての発行会社の取組み (5/5)

## TOBを取り巻く関係者

【TOB関係者相関図】



### Ⅲ. 不公正ファイナンス

1. 不公正ファイナンスとは何なのか
2. 不公正ファイナンス事案の実際
3. 不公正ファイナンスに利用されやすい「箱企業」
4. 不公正ファイナンス事案の告発
5. 今後に向けて
6. 企業経営者において留意していただきたいこと

# 1. 不公正ファイナンスとは何なのか

- 従来型の金融商品取引法上の不公正取引
    - インサイダー、株価操縦、風説の流布等、いずれも上場株式の“流通市場”での不適切な行為
  - しかし、“流通市場”での問題に留まらない不公正な取引の増大
    - 上場株式の発行過程における不適切な行為
      - 架空増資(見せ金増資)
      - 不動産を過大評価した現物出資
      - 資金流出(開示目的外の使用)
      - 既存株主の権利侵害(株式価値の希薄化)
      - 特定者の利益確保(特定者への利益供与)等
- “発行市場”と絡めた“流通市場”での不適切な行為

## ■ “不公正ファイナンス”概念の採用

- ・上場株式の発行過程及び流通市場における複数の不適切な行為を要素として構成される不公正取引
- ・不特定多数の者の権利・財産を毀損させる行為
- ・市場や株主・投資者を騙す(欺く)行為

## 2. 不公正ファイナンス事案の実際

### ①用いられるファイナンス手法

- 第三者割当増資(金銭債権、現物出資)...原株、新株引受権
- MSCB等
- その他
  - (実質的な第三者割当となる)株主割当増資
  - (ファイナンスの範疇ではないが実質的に同じ効果を持つ)株式交換

※ なぜ第三者割当増資等が選ばれるのか？

⇒ 株式を安価で、しかも大量に仕入れられるから

### ②舞台設定、登場人物

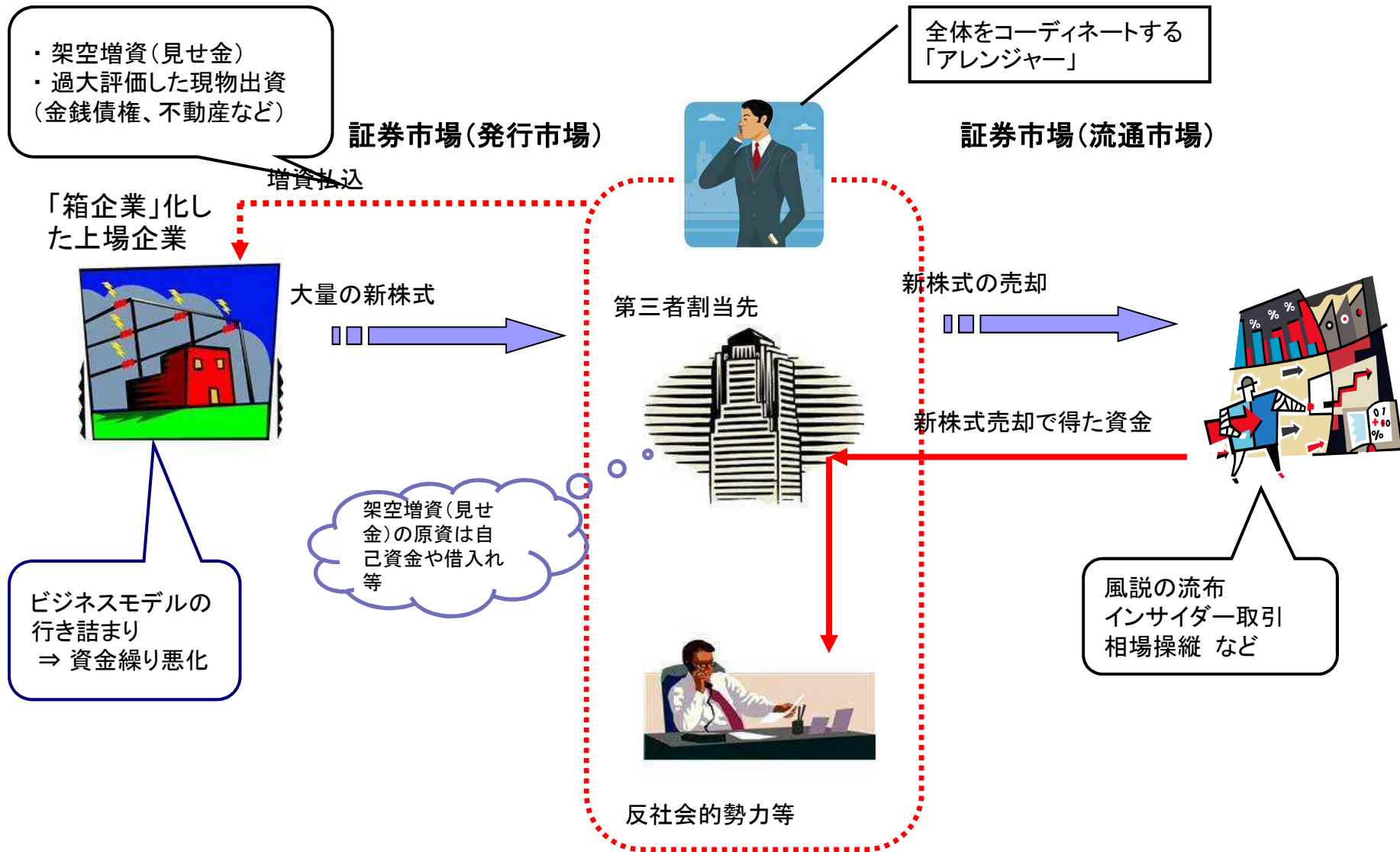
- 舞台は事業実態が怪しくなった「箱企業」
- 主な登場人物
  - “アレンジャー”、“コンサルタント”、“指南役”・・・と呼ばれる者達
  - 金主(きんしゅ)
  - ファンド



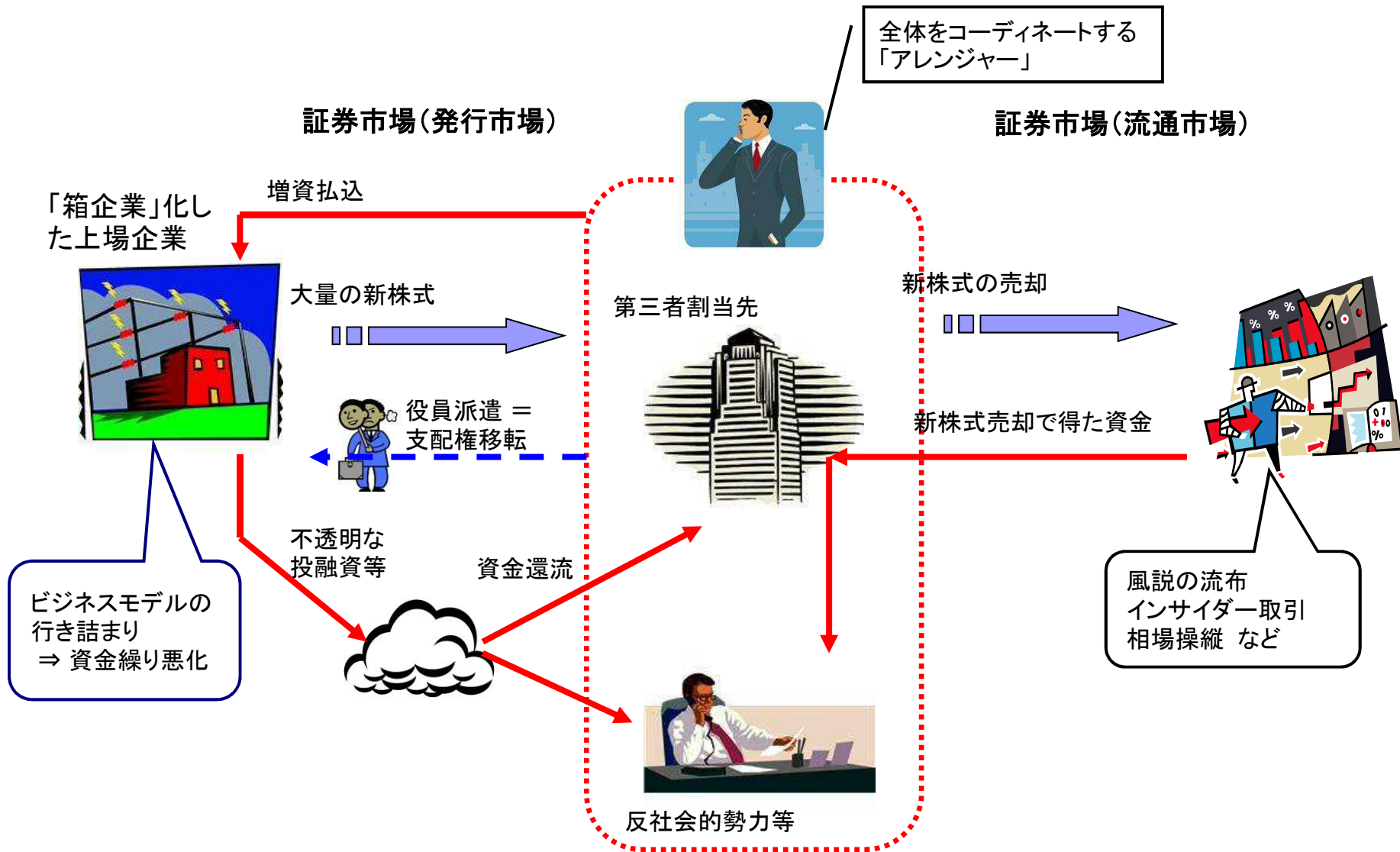
反社会的勢力  
等の可能性



# ☆ 不公正ファイナンスのイメージ① (架空増資)



# ☆ 不公正ファイナンスのイメージ② (資金還流)

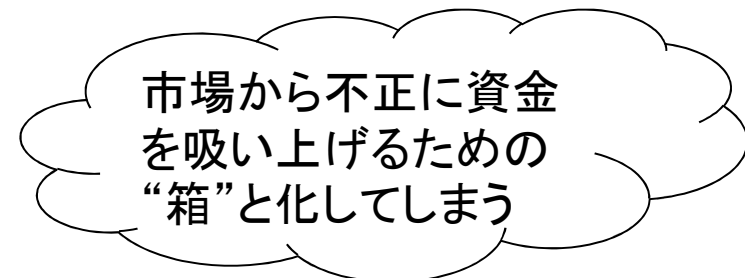


### 3. 不公正ファイナンスに利用されやすい「箱企業」

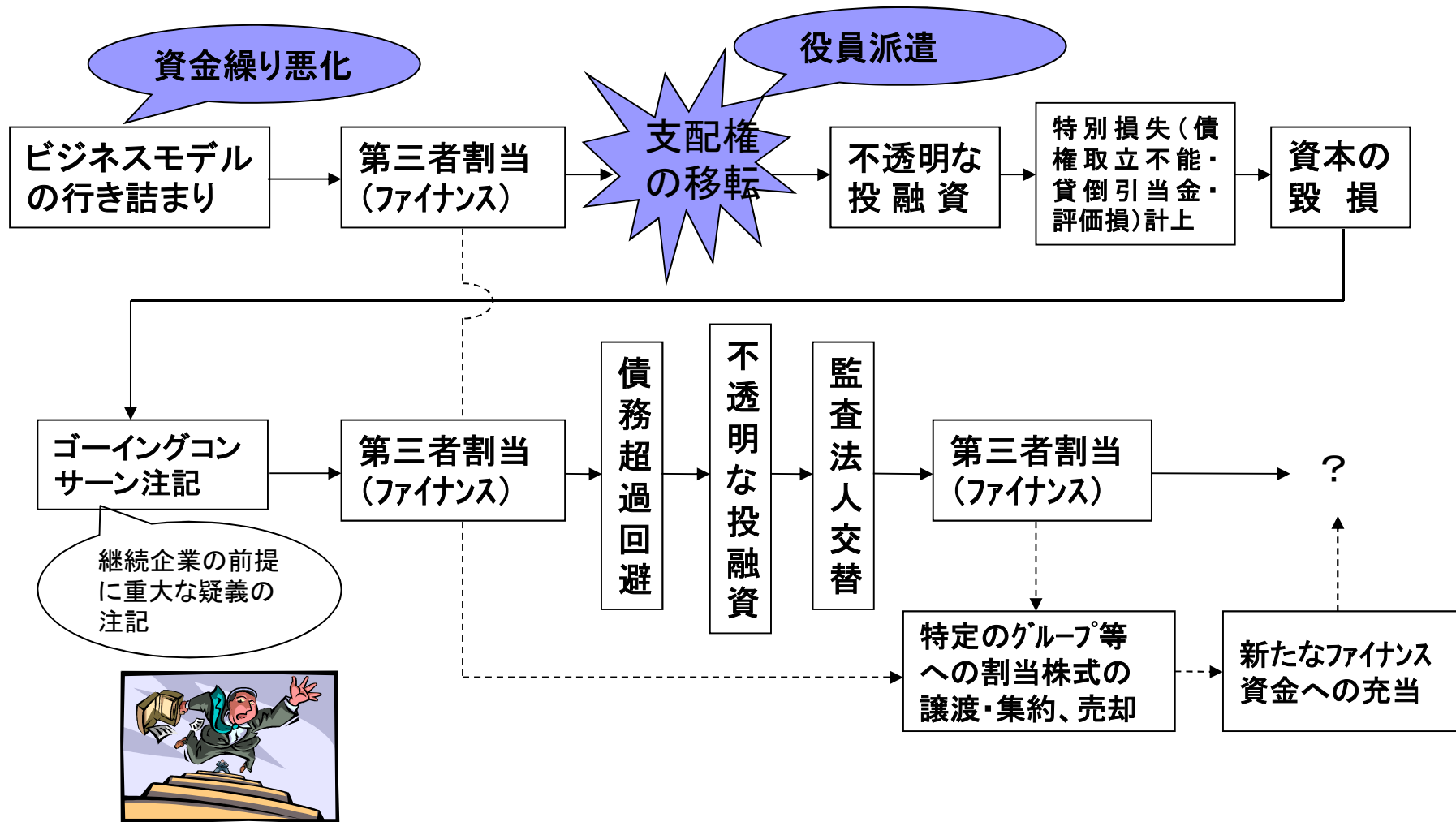
- 経営不振、資金繰り困難(銀行の融資が受けられない)
- 上場廃止基準(債務超過、時価総額基準等)への抵触



- 第三者割当増資等のファイナンスの繰返し
- 正体不明の者への割当て
- 支配権の移転
- 不透明な投融資
  - 調達した資金は社外へ流出(投融資実施後焦げ付き、特別損失計上)



# ☆上場企業から見た「箱企業」化への道(イメージ)



## 4. 不公正ファイナンス事案の告発

### ① “偽計罪”の適用

- 上場株式の発行過程(発行市場)における不適切な行為だけでは、(不当な)利益を実現できない
- 株式の流通市場において、手に入れた株式を売却するなり、その株式の価値を高めるなりして、初めて、(不当な)利益を実現できる
- このような仕掛けは、発行市場と流通市場を跨いだ舞台設定をし、この一連の仕掛け全体のシナリオを描く者(“アレンジャー”)が存在してこそ成り立つ



- 一連の仕掛け全体に関与する者や企業を逃すことなく摘発するには、個々の法令違反(公正証書原本不実記載や有価証券報告書虚偽記載等)で捉えるのではなく、この一連の仕掛け全体の中で「偽計」となる行為について「有価証券の売買等のため」又は「有価証券等の相場の変動を図る目的をもつて」と捉え、その適法性/違法性を問うことが、問題の本質に沿ったものとなる。



**“偽計罪”(金融商品取引法第158条)を適用**

※金融商品取引法158条(風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止)「何人も、有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない。」

## ② これまでの告発事例

- ペイントハウス(平成21年7月)
- ユニオンホールディングス(平成21年12月)
- トランスデジタル(平成22年3月)
- NESTAGE(平成23年8月)
- 井上工業(平成23年12月)
- セラーテムテクノロジー(平成24年3月)
- セイクレスト(平成24年12月)

- ✓ アレンジャーの行為も対象として、金融商品取引法158条(偽計罪)違反などを問うて告発。
- ✓ 平成25年11月には、初の課徴金勧告事案。海外当局との連携も強化。
- ✓ 更に、“未然防止”のための広報活動も強化。

## 5. 今後に向けて

### ■ 不公正ファイナンスに関する包囲網

- 証券取引等監視委員会は、不公正ファイナンスの監視、摘発を重点施策として取り組んできた。
- また、金融庁、財務局、各証券取引所、証券業協会、公認会計士協会、弁護士会、国交省、不動産鑑定士協会、その他関係諸団体と連携し、不公正ファイナンスの未然抑止に向けたルール整備等に貢献してきた。

### ■ 強化されたルールや監視の網をすり抜けるための新たな手口、手法の出現への備え

- 証券取引等監視委員会は、金融庁、財務局、各証券取引所、証券業協会等と情報を共有し、監視の一層の強化を図っている。



## 6. 企業経営者において留意していただきたいこと

(万一の場合に、「当事者」とならないために)

- “上場維持”のための行動をする前の心得
  - 不正な手段で“上場維持”はできない。
  - 不正な手段は、上場廃止に留まらず、会社としての社会的生命を絶たれる可能性。
  
- 会社を立ち直らせるとして連絡を取ってくる者に対し、不正な意図を持っていないかを冷静に見極めること。



**ご清聴ありがとうございました。**

**証券取引等監視委員会は、証券市場における不公正取引等の監視に積極的に取り組んでおります。**

**発行会社の皆さまにも、  
不公正取引の未然防止体制の整備を  
よろしく願いたいいたします。**

本講演及び本資料において意見に関わる部分は、講演者の私見であり、証券取引等監視委員会の公式見解ではありません。また、聴講される方のご理解を助けるために、資料の中では一部事実を抽象化等している部分もあります点を予めご了承ください。