

# 公正な証券市場の 確立に向けて

証券取引等監視委員会事務局  
課徴金・開示検査課長

天谷 知子

# 目次

- ・ 金融商品取引法によるインサイダー取引規制
  
- ・ 事後的な監視
  - 監視体制
  - 最近のインサイダー事件の傾向
  - TOB関連インサイダー取引の増加
  - 不公正ファイナンス
  
- ・ 未然防止
  
- ・ 上場企業の内部管理態勢-最近の課徴金事例から

- ・ 金融商品取引法による  
インサイダー取引規制

昭和63年2月 証券取引審議会

## 内部者取引の規制の在り方について（抄）

有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる。

内部者取引の規制が必要とされる所以である。

… 当審議会としては、内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきであるとの結論に達した。

# インサイダー取引

**誰が** : 発行会社 や公開買付等 の関係者が

- ・発行会社や公開買付者の役職員
- ・発行会社や公開買付者との契約締結者等
- ・これらの者から、直接情報の伝達を受けた者

**どんな場合に** : 重要事実を知って

- ・決定事実
- ・発生事実
- ・決算情報
- ( ・その他、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすようなもの )

**いつ** : 公表前に

- ・T D n e t を通じた適時開示
- ・新聞等報道機関 2 社以上 + 12時間ルール
- ・法定開示書類の公衆縦覧

**何をしたら** : 株式等を売買する

- ・利得の有無は関係なし

# 会社関係者・情報受領者

## 会社関係者

### 上場会社等の役職員

帳簿閲覧権を有する株主

法令に基づく権限を有する者(ex. 監督官庁の職員)

契約締結者、締結交渉中の者(関与する弁護士等も含む) 等

元会社関係者(該当しなくなってから1年以内の者)

## 情報受領者

会社関係者から重要事実の伝達を受けた者(ex. 家族、同僚)

情報受領者から情報を得た者(2次受領者は対象外)

# **重要事実**

**決定事実、発生事実  
決算情報、バスケット条項**

- 投資判断に重要な影響を及ぼす情報
  - 増減資、合併、業務提携、災害等による損害、主要株主異動  
業績修正、その他投資判断に著しい影響を与える情報 等
- 日常用語の「重要な事実」と同じではない
- 子会社に生じた事実も含まれる
- 重要事実の発生時期に注意！  
会社の正式な機関決定（取締役会決議など）よりも相当早い時期に実質的な決定がされたと認定されるのが通常  
社内体制の整備もこれを前提に

# インサイダー取引違反への制裁

違反者には、

刑事罰 : 5年以下懲役、500万円以下罰金  
没収・追徴

課徴金 : 利得相当額(法定の計算方法による)

違反者所属企業には、

企業の信用が損なわれる

業績の低下等の深刻な事態につながることも・・・

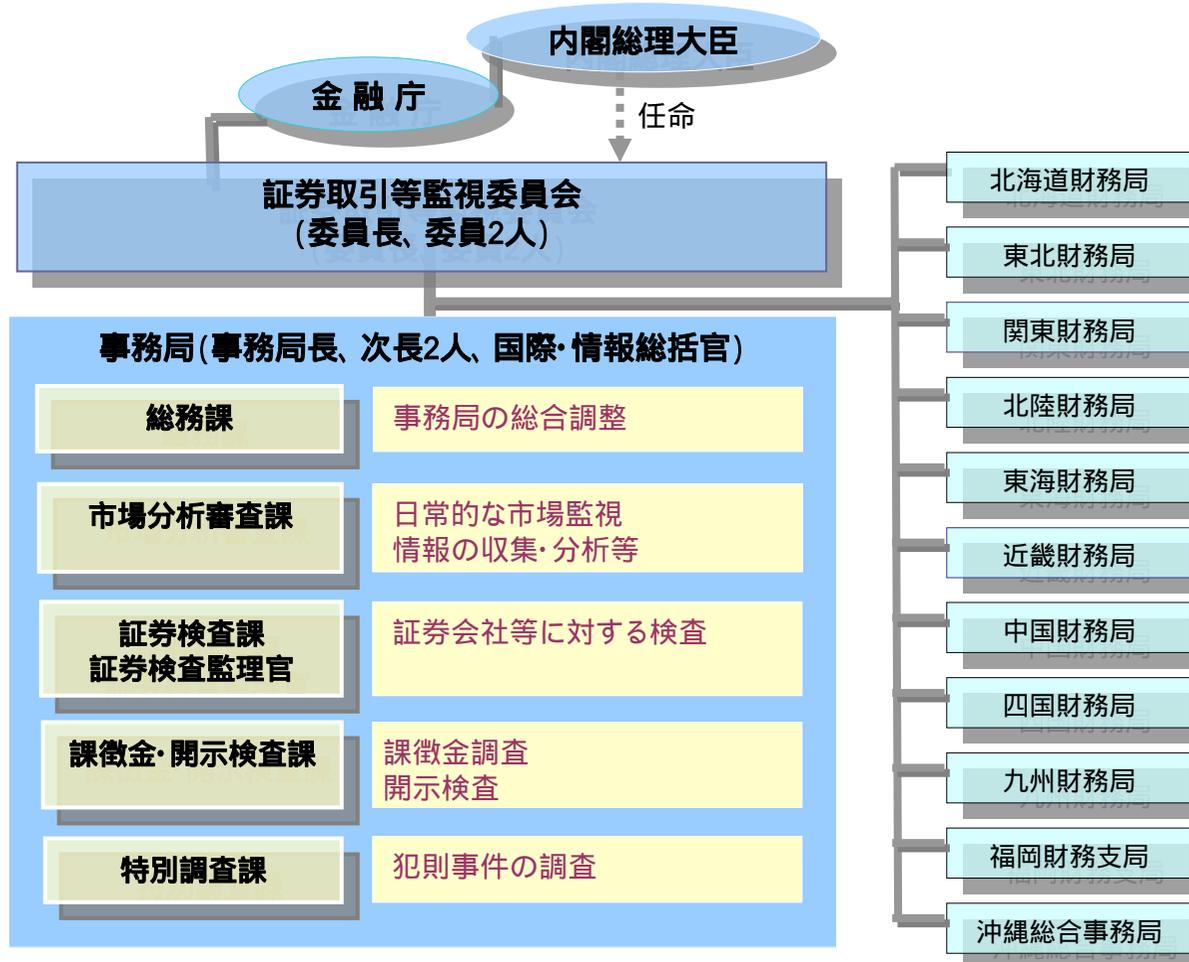
## . 事後的な監視

- 監視体制
- 最近のインサイダー事件の傾向
- TOB関連インサイダー取引の増加
- 不公正ファイナンス

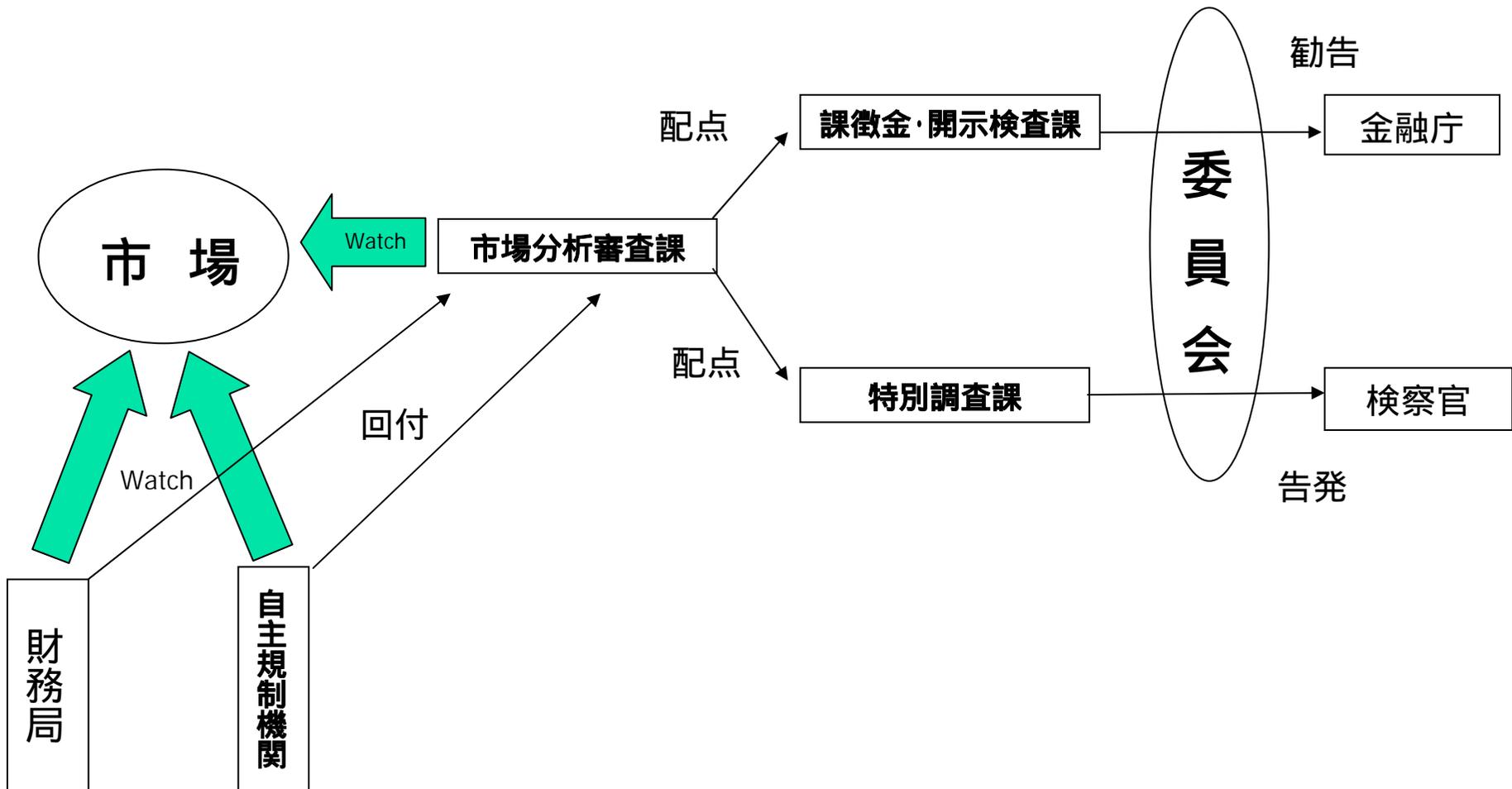
# 事後的監視

1. 市場分析審査; 監視の目の強化
  - 個別取引審査
  - ゲート・キーパーとしての証券会社、証券取引所との連携
  - 一般からの情報受付
2. 課徴金調査の活用
3. 犯則事件調査での対応

# 証券取引等監視委員会の組織



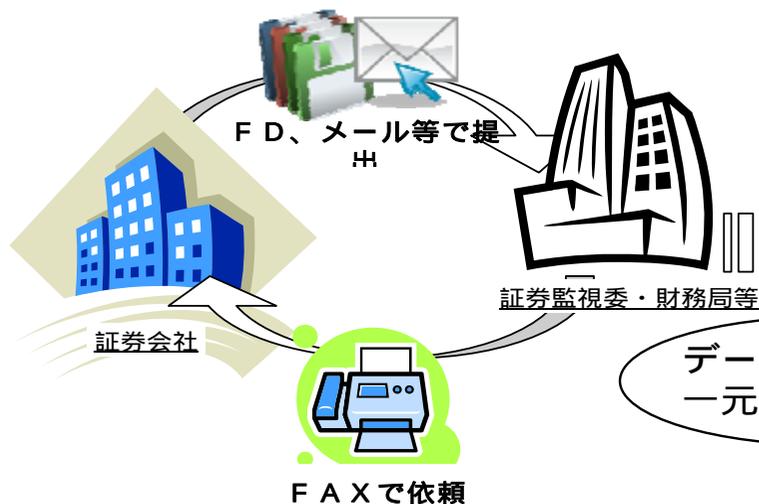
# 市場監視の業務フロー



# 証券監視委・財務局等と証券会社との売買データ授受について

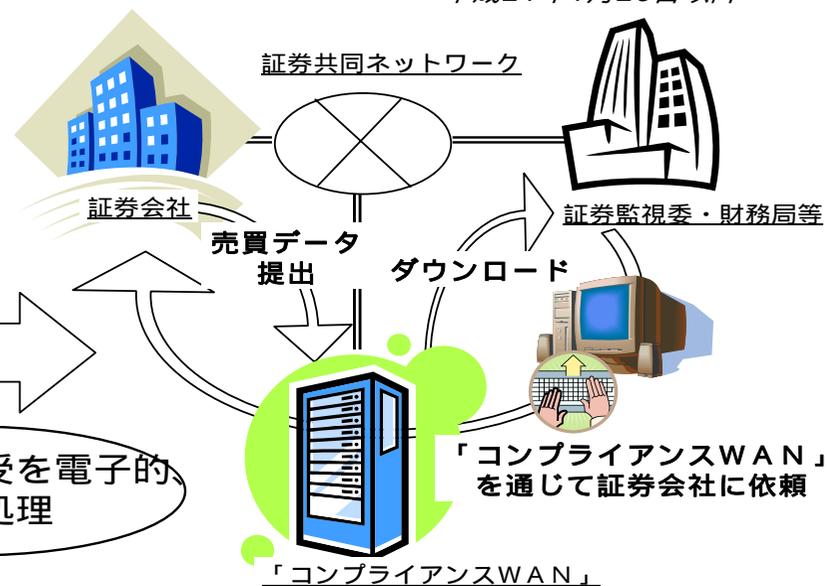
『コンプライアンスWAN』稼働前

平成21年1月25日まで



『コンプライアンスWAN』稼働後

平成21年1月26日以降



効果

- ・ データ授受にかかる時間の短縮
- ・ セキュリティレベルの向上

(注) 平成21年6月1日からは「コンプライアンスWAN」の個別メッセージ機能が稼働し、証券会社から売買明細以外のデータ授受が可能になるとともに、証券監視委・財務局等と証券取引所及び日本証券業協会との間でのデータのやり取りも可能となった。

平成15年12月 金融審議会金融分科会・第一部会報告

## 市場機能を中核とする金融システムに向けて（抄）

一般の個人が市場への参加を躊躇する背景には、証券投資に対する知識不足のみならず、市場において自らが公平に扱われるかどうかについての疑念が存在するものと考えられる。現在の監視委員会も、平成3年の証券不祥事において、力のある者だけが損失補填を受けたことへの国民の不公平感や怒りを契機に誕生した。...

さまざまな違反行為の程度や態様に応じ、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするためには、

金銭的負担を課す課徴金制度や...など、ツールの多様化を図る必要がある。

米国SECが連日のように、さまざまなツールを活用して摘発している事態につき、米国民は違反の多さに愛想を尽かすというより、ルール破りは割に合わないという規律を感じ、むしろ市場への信頼の源泉となっている。

# 最近のインサイダー事案の傾向(1)

## 1. 当事者

- インサイダー情報の当該会社の役職員(会社関係者)の問題; 社長、取締役、監査役
- インサイダー情報にアクセスできる社外関係者(契約締結者)による悪用; 監査法人、法律事務所、マスコミ、印刷会社、証券会社、投資銀行、due diligence 業者、税理士等
- 第一次情報受領者の問題

# 行為者属性(適用条項)別勧告状況

(件)

年 度	H17	H18	H19	H20	H21	計
会社関係者(166条)	4	6	8	14	13	45
発行体役員(1項1号)	0	1	1	2	4	8
発行体社員(1項1号)	4	3	3	4	7	21
契約締結者等(1項4号・5号)	0	2	4	8	2	16
発行体(175条9項)	0	2	1	0	0	3
公開買付者等関係者(167条)	0	0	0	1	4	5
買付者役員(1項1号)	0	0	0	1	0	1
買付者社員(1項1号)	0	0	0	0	1	1
買付者との契約締結者等(1項4号・5号)	0	0	0	0	3	3
第一次情報受領者	0	3	7	4	21	35
会社の重要事実(166条3項)	0	3	4	2	12	21
公開買付け事実(167条3項)	0	0	3	2	9	14
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	86

(注)平成20年度においては、違反行為者が複数の違反行為を行った結果、属性(適用条項)を重複して計上しているものが2件ある。(会社関係者中、発行体役員と契約締結者等とに重複計上しているものが1件、第一次情報受領者中、会社の重要事実と公開買付け事実とに重複計上しているものが1件)したがって、各欄の件数の合計と年度別勧告件数欄の数値とは一致しない。

# 情報伝達者の属性

(件)

年 度	H18	H19	H20	H21	計
会社重要事実の伝達(166条)	3	4	2	12	21
発行体役員(1項1号)	2	0	1	4	7
発行体社員(1項1号)	0	1	0	5	6
発行体の業務従事者(1項1号)	0	0	0	0	0
契約締結者等(1項4号・5号)	1	3	1	3	8
公開買付け事実の伝達(167条)	0	3	2	9	14
買付者役員(1項1号)	0	0	0	0	0
買付者社員(1項1号)	0	0	0	1	1
買付者の業務従事者(1項1号)	0	1	0	1	2
買付者との契約締結者等 (1項4号・5号)	0	2	2	7	11
うち 買付対象者役員・社員	0	0	2	3	5

(注)平成20年度においては、同一の違反行為者について会社重要事実についての発行体役員からの伝達と、公開買付け事実の契約締結者等(買付対象者役員)からの伝達とに重複して計上している。

## 最近のインサイダー事案の傾向(2)

### 2. インサイダー情報の当該会社の内部管理態勢 の未整備

- 情報管理態勢
- インサイダー取引防止態勢
- タイムリー・ディスクロージャー態勢

## 最近のインサイダー事案の傾向(3)

### 3. 重要事実

- TOBが最多
- 業務提携
- 業績予想修正
- ファイナンス
- 企業不祥事(バスケット条項の適用)

# 重要事実別勧告状況

(件)

年 度	H17	H18	H19	H20	H21	計
新株等発行	2	3	3	1	4	13
株式分割	0	2	0	0	0	2
株式交換	0	0	0	2	2	4
合併	0	0	2	1	0	3
業務提携・解消	3	0	5	8	0	16
民事再生・会社更生	1	0	0	0	8	9
行政処分の発生	0	0	0	0	2	2
決算情報	0	5	3	3	2	13
バスケット条項	0	0	0	0	4	4
子会社の重要事実	0	1	0	0	3	4
公開買付け	0	0	3	3	13	19
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	86

- (注) 1. 17年度には、新株発行及び業務提携の両方の事実を知って行われたものが2件あり、それぞれに重複して計上している。また、20年度には、業務提携の解消と公開買付けの両方の事実を知って行われたものが1件あり、それぞれに重複計上している。そのため、各欄の件数の合計と年度別勧告件数欄の数値とは一致しない。
2. 21年度の公開買付けには、公開買付けに準ずる行為を重要事実とするものも含んでいる。

# バスケット条項による告発、勧告事例

金商法166条2項4号

当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの

- ~ 過年度決算に過誤があった事実の発覚、複数年度にわたる不適切な会計処理の判明
- ~ 払込金の払込みがされず新株の失権が確実になったこと

## 最近のインサイダー事案の傾向(4)

### 4. 地域的広がり

- 国内地方都市
- 海外投資家、海外ファンド等の関与
- 「黒目の外人」の問題

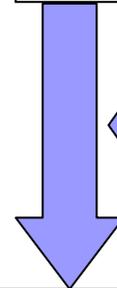
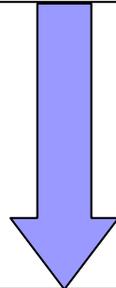
## 最近のインサイダー事案の傾向(5)

5. 複合的案件：単なるインサイダーにとどまらない問題
- 粉飾、風説の流布、株価操縦等他の不公正取引との関連
  - 不公正ファイナンスとの関連

# TOB関連のインサイダー取引の増加

インサイダー取引の  
摘発件数の増加

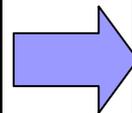
株式公開買付(TOB)の  
件数の増加



- ・対象会社の株式にプレミアム
- ・多数の関係者
- ・公表までの期間が長い

TOBを重要事実とするインサイダー取引が増加傾向

【従来】  
事後的な対応が中心



【今後】  
未然防止の観点がより重要

# TOBとは？

- Take Over Bid( )の略称
- 上場会社の株券等について、取引所外で一定の買付を行う場合に、買付者に買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ提示することを義務付け、株主に公平に売却の機会を与える制度
- 国内外の市場競争力強化を目的として、経営戦略の一環として定着、増加傾向
- 監視委員会はTOBに関する主要情報の広がりに注目
  - TOB取引の事実
  - 対象者名
  - 買付者名
  - TOB実施時期

公開買付制度とも呼ばれ、米国では、Tender offer と表記されることもある。

# 【関与者・情報内容・時間軸の観点による、TOB公表前までの情報の広がり】

時間軸 関与者		公開買付開始前(2~3ヶ月程度)						
		共通プロセス			TOBプロセス(公表日前1ヶ月)			
		取引方針の検討 対象者へのアプローチ	スケジュール及びスキームの決定	プロジェクト・チームの組成等、キックオフ・ミーティング	各デューデリジェンスの実施・対応	法定書類・適時開示書類作成等	TOB価格の検討	関係相手先との交渉等
		A(注1)	A+B	A+B	A+B+C	A+B+C	A+B+C	A+B+C
買付者側	公開買付者							
	FA(FA業務)	買付者	スキーム検討、全体プロセス管理	関係者の紹介、関係者間の仲介	DD支援		価格算定業務 交渉支援	
	FA(公開買付代理人業務)				買付者、FA、PE	書類作成		
	弁護士(法律事務所)	買付者、FA	スキーム検討	(関係者間の仲介)	DD支援	書類作成・レビュー	交渉支援	
	会計士(監査法人)	買付者、FA	スキーム検討		財務DD等実施	書類作成支援	価格算定業務	
	税理士(税理士法人)	買付者、FA、監査法人	スキーム検討		税務DD実施			
	金融機関	買付者				融資証明書、預金証明書発行		
	印刷会社				買付者	提出データ、印刷物作成等		
対象者側	プライベートエクイティ		スキーム検討		DD実施		条件等の調整・交渉	
	対象者	買付者						
	FA	対象者	全体プロセス管理	関係者間の仲介			価格算定業務 交渉支援	
	弁護士(法律事務所)	対象者、FA			DD対応	書類作成・レビュー	交渉支援	
その他の情報伝達先	印刷会社				対象者	提出データ、印刷物作成等		
	大株主	買付者、FA、対象者						
	株主側弁護士	大株主					応募契約に係るアドバイス、交渉	
	株主側税理士	大株主						
	メインバンク	買付者、対象者						
	取引先						買付者、対象者	
	特別関係者						買付者、FA	
	官公庁						買付者、FA、対象者	
取引所						買付者、FA		

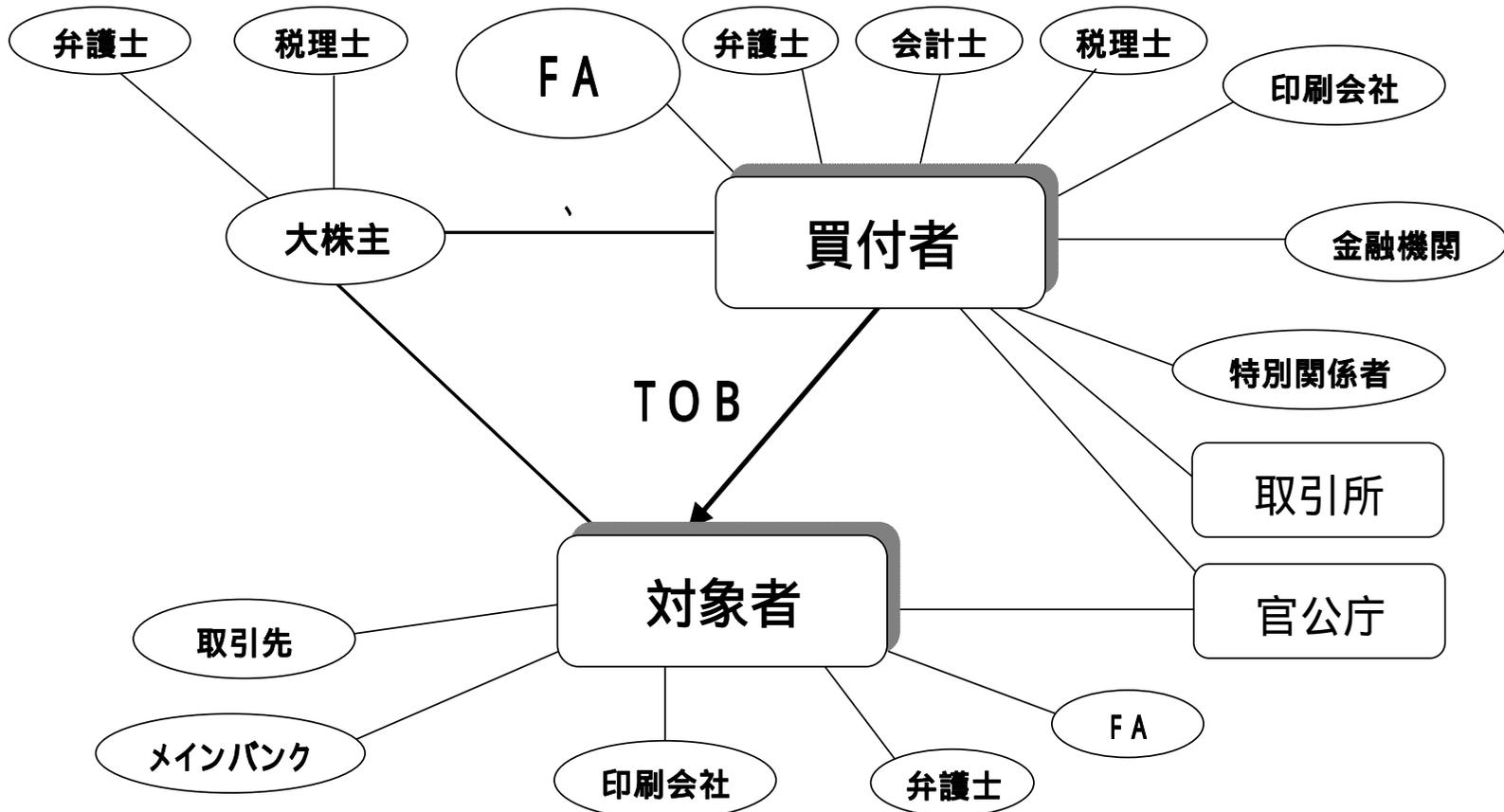
注1. 表のA、B、Cは各段階で知りうる情報の内容を示す。A = 対象者(買付者)の名前、B = TOBの事実、C = TOBの時期

注2.  は、ケースにより関与することを示す。

注3.  は、情報の入手元を示す。

# TOBを取り巻く関係者

【TOB関係者相関図】



# 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
  - F A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>

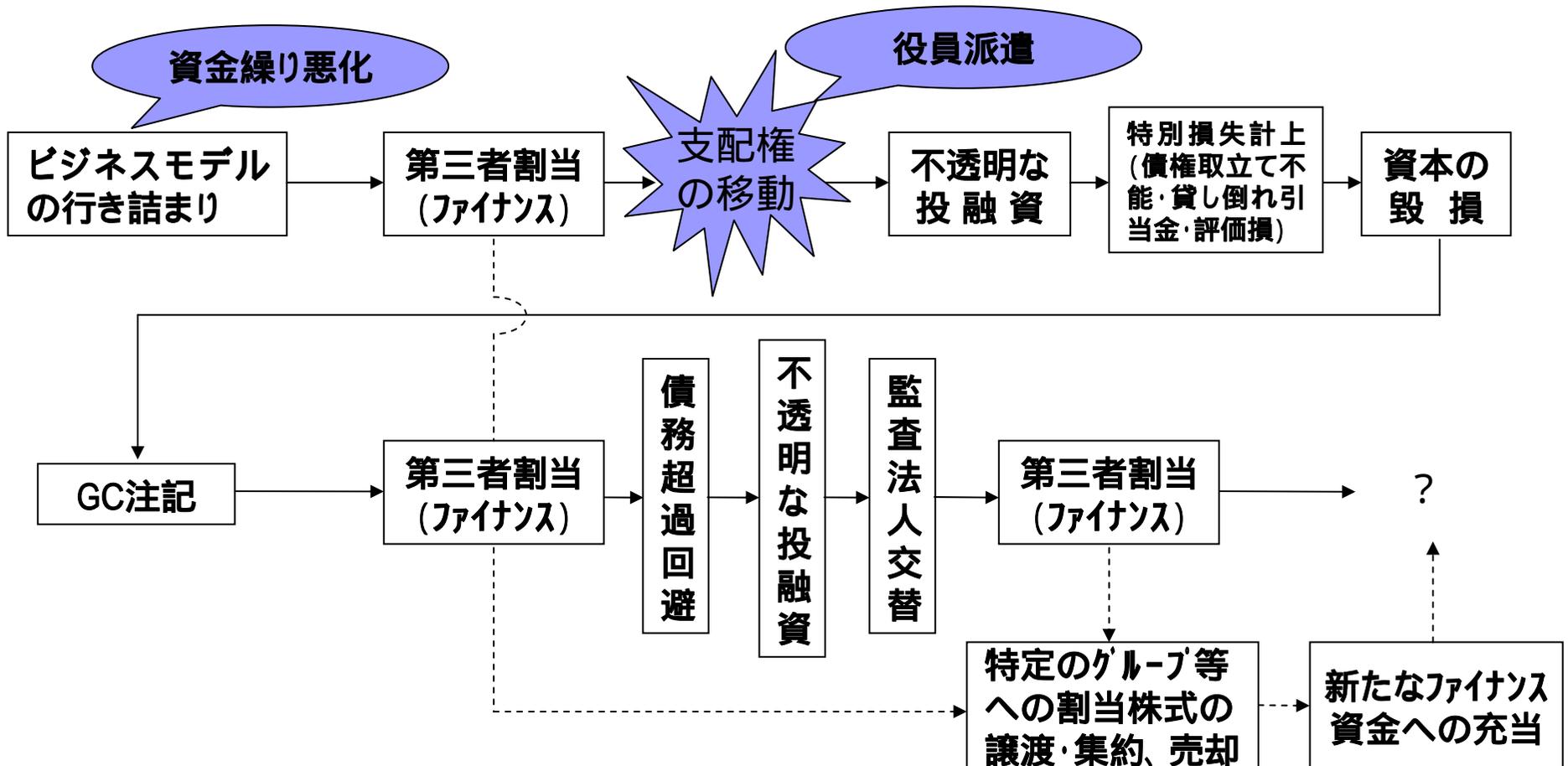
# 不公正ファイナンス

- 金商法上の不公正取引: インサイダー、株価操縦、風説の流布等いずれも流通市場での犯罪
- しかし、単なる流通市場での問題にとどまらない不公正取引の増大
- 発行市場での不適切なファイナンス (第三者割当増資、MSCB等) に起因する流通市場での不公正取引

# 「箱」企業によるファイナンス

- 新興市場への上場
- 経営不振、資金繰り困難(銀行の融資困難)
- 第三者割当増資等ファイナンスの反復
- 海外の正体不明のファンド等への割当
- 支配権の再三の移動
- 証券市場から資金調達するためだけの「箱」企業化
- 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)

# 上場企業の「箱企業」化への道



# . 未然防止

# 未然防止の重要性

- 事後的調査・摘発のコスト
- 事前予防の効率性
- 関係者の啓蒙、意識の向上
  - 発行企業への働きかけ
  - 証券業協会での検討
  - 関係団体への情報発信
  - 課徴金事例集の公表

([http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2010/2010/20100702-1.htm](http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2010/2010/20100702-1.htm))

## 内部者取引の規制の在り方について（未然防止関係・要旨）

内部者取引の規制については、まず、その未然防止に万全を期すという考え方をする必要がある。このため、重要な情報の発生源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所及び有価証券の取引を仲介する証券会社等が適切な未然防止体制を整備するほか、行政当局としても未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、的確な対応を行うことが必要である（それに加えて、適切な刑事罰則を整備・運用）。

- ・発行会社  
重要な情報の管理の徹底、一般投資家へ適時適切に開示するよう特段の努力
- ・証券取引所  
上場会社に対する適時開示の指導強化、適切な開示前の売買取引の停止措置の運用
- ・証券会社、金融機関等  
法人関係情報の管理体制、情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）の整備
- ・行政当局  
証券会社等への監督強化、監視体制の強化、取引所・証券会社との連携
- ・未然防止制度  
役員等の自社株短期売買報告制度の充実・強化

# 未然防止体制の意義

罰則の新設は、もとより新たな犯罪者をつくりだすことを目的とするものではなく、また、罰則を設けることによって直ちに不正行為が防圧されるというものでもない。刑罰は、できる限りの未然防止体制を整備した上でなお違反行為を行う者がある場合にこれに対して科すべきものである。証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を確保するという観点から重要なのは実際にインサイダー取引が行われないうことであり、そのためには未然防止体制の整備が不可欠であるとともに、そのような未然防止体制が整備され、内部情報の取扱いや内部情報を知った者の行動のルールが確立することによって、ひるがえって違反行為の「悪性」も浮き彫りにされることとなるように思われる。

(出典) 横畠 裕介「インサイダー取引規制と罰則」(商事法務研究会 平成元年)

# インサイダー取引の防止のために(1)

## 1. インサイダー取引は「必ずばれる」という意識の徹底

- ・金額の多寡、借名取引等にかかわらない
- ・監視委員会、取引所、証券会社の連携によるきめ細かい監視の実態

## 2. 制裁の深刻さについての認識の徹底

- ・刑事告発
- ・課徴金納付
- ・勤務先からの懲戒解雇等の処分
- ・その他社会的制裁

# インサイダー取引は必ずばれる

「…元社員Aは、SESCによる事情聴取を通じて、SESCの調査力に舌を巻いたと述べている。その上で、元社員AはSESCの調査能力がそこまで高いと知っていたなら、本件インサイダー取引を行うことはなかったと述べており、借名取引であってもSESCの調査能力からすればインサイダー取引は必ず発覚することを周知・徹底することが肝要である。…」

社員によるインサイダー取引が摘発されたX社特別調査委員会による調査報告書(H21年7月公表)より抜粋

# インサイダー取引の防止のために(2)

## 3. 情報管理の徹底

- ・インサイダー取引の意図がなくても、話した内容を悪用されたインサイダー取引(第一次情報受領者)
- ・情報管理上の責任: 当該者への制裁(勤務先からの処分等)、当該企業の信用失墜

## 4. ルールの理解とともに、インサイダー取引の基本的理念、プリンシプルの理解、常識の重要性

- ・ 上場企業の内部管理態勢
  - 最近の課徴金事例から

# 上場企業に期待されること; 内部管理態勢の構築

インサイダー取引防止の前提としての内部管理態勢の構築の必要性

- 情報管理
- タイムリー・ディスクロージャー
- 株取引等に関する規定、規則等の整備
- 職員(含む業務の外部委託先、派遣社員等)のコンプライアンスの徹底:研修等
- 内部管理態勢の実効性の検証:内部監査

# 重要事実をわかってますか？

- 伝達者及び違反行為者ともに、上場企業の役職員であるにもかかわらず法令上の重要事実該当するという認識がなかった事例
- バスケット条項の適用によるもの

何がバスケット条項に該当するか？

「投資者に投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とは？

株価が動きそうか？ 情報を知った者が抜けがけで取引をしたくなるか？  
法務任せで片付かない。上場企業としての自覚と感度が問われる。

# いつ誰に何をどのように伝えるか

- 不必要に社内に情報をばらまいていないか？

メールの誤送信事例

共有サーバーへの保存事例

全役職員への告知事例

個人情報保護等他の情報管理事案と共通する論点が多い。

# いつ誰に何をどのように伝えるか

- 本当にこのタイミングでこの相手に伝える必要があったのか？ 伝えるとすれば何に注意すべきだったのか？

販売促進等イベント企画委託先に知らせていた事例

不祥事の発表にともない顧客対応にあたる職員等に知らせていた事例

業務提携に伴う人事異動を内々示していた事例

# 内部者取引にかかる社内ルール・教育

- 役職員による自社株の取引について何ら社内ルールが定められていなかった事例
- 不注意による伝達、身内への伝達について十分な認識がなされていなかった事例

**\* 他社の重要事実を知らされる立場になった場合にも注意**

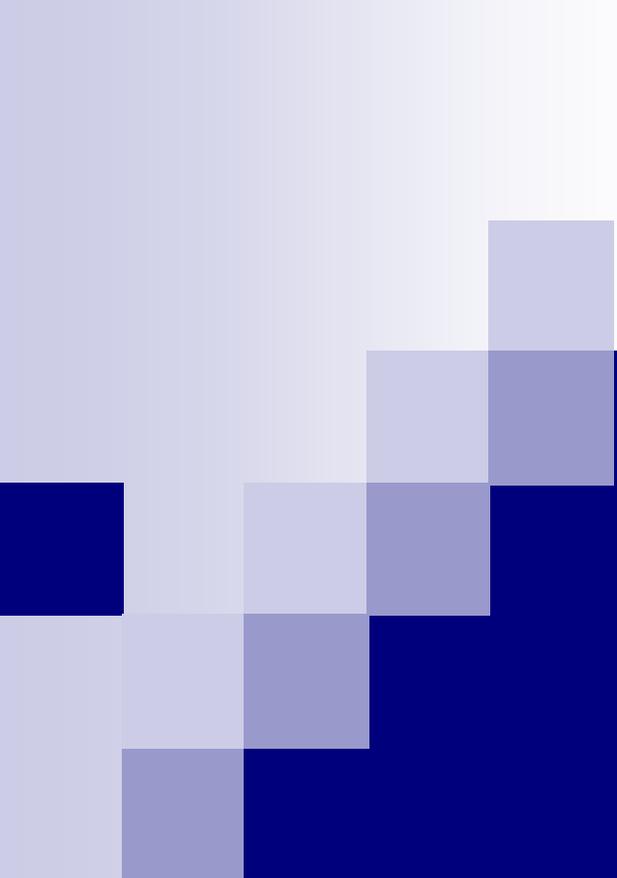
# そして全ての裏付けとして……

上場企業であるということは、

市場にいる一般投資家に

“馬鹿をみた”“ワリを喰った”(= 不当な扱いを受けた)  
と思わせてはいけないという

自覚と感度が求められるということ



***<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>***

**情報提供は**

**<http://www.fsa.go.jp/sesc/watch>**

**tel: 03-3581-9909**