

証券市場の監視体制と最近の事案傾向について

1. うっかりインサイダー

(1) 法律の構成要件

- ①会社関係者（インサイダー）及び第一次情報受領者は、
- ②投資判断に影響を及ぼす重要事実（インサイダー情報）を知ったら、
- ③公表前に、
- ④売買してはならない。

現実に儲けたり、損を回避したりすることは要件ではなく、儲けたい、損を回避したいとの主観的因果関係も要件ではない。

(2) 課徴金導入直後の運用

エンフォース手段として刑事告発しかない時代には、当然、主観的因果関係があり、現実に儲けたり、損を回避したりしているケースを摘発。課徴金導入直後には、法律上、課徴金が制裁手段ではなく不当利得の没収であり、賦課の裁量性を明示的に認めていないため、主観的因果関係が定かでないケースに適用。・・・自社株売買の事実上の禁止に等しいとの批判。

(3) 運用の見直し

現在では、主観的因果関係が定かでないケースには、原則として適用していない。但し、ワンマン経営者が、何ら情報管理をしないまま自在に自社株を売買しているようなケースでは、主観的因果関係が定かでなくとも、構成要件に従って課徴金を賦課することはある（コンプライアンス体制整備に努めている一般の上場企業とのバランス）。

(4) 長年の経済界からの要望

上記(1)④において、インサイダー情報を「利用して」売買してはならないという形で、主観的因果関係を構成要件上明確化して欲しい。

摘発の現実：つい出来心でしてしまった気の小さな人は、主観的因果関係をすぐ認める一方、確信犯的にインサイダー取引を繰り返す人は、主観的因果関係を否認。「確かに情報は聞いたが、オレの取引には影響してない。オレはオレの相場観で取引しているだけだ」。→「百歩譲ってそうだとすると、法律は、聞いちゃったもん負けになってるんだよ」。

2. チャイニーズ・ウォール

(1) リーマン・ショック後のQ & A

信託や投資一任で自社株取得する場合、チャイニーズ・ウォールで情報が遮断されていれば、「基本的には」インサイダー取引に当たらない。・・・信託や投資一任でない場合はどうか、他社株の場合はどうか、自社株であっても信託や投資一任契約締結後、インサイダー情報が発生したらどうするか等の疑問を惹起。

(2) 「基本的には」の含意（大証金商法研究会2010年5月19日号参照）

①現実のウォールは完全でない（善意のケース、悪意のケース）

完全に情報遮断されていても、会社全体として全く問題ないとも言い切れない（自社にプラスの情報が公表される前に、自社株買いをしているケースなど・・・一般投資家は不公平に感じる）。

(3) アバース・ザ・ウォール

アバース・ザ・ウォール（典型的には経営者）が、インサイダー情報を知って、その情報に基づき、イノセントな発注担当者に売買を指示したなら、当然、法人としてのインサイダー取引が成立。

インサイダー情報を知って、何もしなければどうなるか。不真性不作為犯になるか（アバース・ザ・ウォールで一般投資家との情報格差が生じた以上、自社株取引の停止を指示しなければならないとの筋論VSアバース・ザ・ウォールでは日常的にインサイダー情報が発生しているため、その都度停止指示をしては、事実上自社株取引ができないとの現実論）。

→取引審査の場において、通常、それほど微妙な事案には遭遇しない。仮に遭遇したら・・・。

(4) 銀行の顧問弁護士からのよくある質問

貸出先の株を担保にとっている場合、銀行には、貸出先のインサイダー情報が多く入ってくるので、担保処分しなければならない局面で処分できなくなってしまうのをどうすればよいか。

→貸出先の倒産前に、銀行がインサイダー情報によって売り抜けるなら、内部のウォールの如何に関わらず、許容されないというのが国民感情ではないか。であれば、貸出先の株は、そもそも担保としての適格性に乏しいのではないか。

3. バスケット条項

(1) 日本商事事件（監視委員会のインサイダー第1号）

開発中の新薬の副作用で患者が死亡したことが公表される前に、多くの会社関係者が売り抜け。バスケット条項を適用し、従業員は少額のため略式命令となったが、金額が多く唯一起訴された取引先の医師が最高裁まで争う。

①決定事実：株式発行、合併など将来することの決定。

②発生事実：災害や業務上の損害、不渡りなど既に起こってしまったこと。

③決算情報

④バスケット条項：上記①～③以外で投資判断に著しい影響を及ぼすもの。

医師の主張：新薬の副作用による患者の死亡は、発生事実としての「業務上の損害」であり、であればバスケット条項を使うことはできない。

最高裁：確かに「業務上の損害」に該当し得るが、今後の新薬の販売に支障をきたし、製薬会社としての信用を低下させることまで、法律上の「損害」は想定していない。こういう場合には、バスケット条項を適用できる。

(2) 二つの立法論

①バスケット条項を廃止し、想像し得る限りの重要事実を列挙すべき。・・・ナンセンス（事前に想像できないからバスケット）。

②重要事実の列挙を廃止し、バスケット条項一本にすべき。・・・理論的には魅力があるが実務上の不安（摘発側も、未然防止に努力する側も）。

(3) 最近の事例増加（外延の拡大）傾向

規制の根拠：インサイダー情報を持たない一般投資家が、インサイダー取引が放置される市場は不公平と感じて市場から離れると、経済に必要な資金が供給されない。・・・バスケット条項を適用して摘発しないと一般投資家が不公平と感じるか、換言すれば、摘発しないと監視委員会は職責を果たしていないと感じるか否かが判断基準。

(4) 未然防止の取組みについて

役員や従業員の身上を完全に把握するのは無理（奥さんに小遣いを減らされ、消費者金融から借りてたりすると・・・）。事件は、起きるときには、起きる。一方、社内の情報管理体制や自社株売買の手続により、相当程度、発生の可能性を減らすことは可能（監視委員会ウェブサイト掲載の商事法務座談会）。事件が起きても、未然防止に十分取り組んできたなら諦めがつくが、事件が起きたのは取組みが不十分なせいだと考えると、費用対効果に疑問があり、

従業員の人間としての自由を制約する展開になりがち。大半のまじめな企業法務担当者が、インサイダー取引の形式的該当性さえ回避しようと努力する世界と、監視委員会がバスケット条項を適用するのは別の世界。

4. 村上ファンド事件

(1) 日本織物加工事件（弁護士インサイダー事件）

親会社から日本織物加工に派遣されていた社長が、親会社の役員に、自社の（第三者による）買収をよろしくお願ひします、と言った時点で決定があったと認定。日本織物加工を買収する第三者の顧問弁護士が、日本織物加工株を売買。

弁護士の主張：自分が買った時点では、まだ日本織物加工の取締役会決議がなされていないため、インサイダー情報（決定事実）とはいえない。

最高裁：事実上の決定権のある者（本件の場合、日本織物加工の社長）が、実現可能性のある決定をした時点で決定したと言える。

(2) 村上ファンドの主張

確かに、ライブドアからニッポン放送を買いたいという話は聞いたが、M&Aの世界では、さまざまな可能性につき、希望も含めて意見交換するのはよくあること。決定の認定が早すぎると日常会話もできなくなる。話を「聞いたかった」時点では、ライブドアは資金の手当てもできておらず、実現可能性はなかった。

(3) 裁判所の判断（いずれも有罪）

①地裁：決定の実現可能性は、ありさえすれば、ゼロでなければ足る。安ければ買い、高ければ売る利益至上主義に慄然。

②高裁：主観的、客観的に相応の実現可能性は必要。

③最高裁：実現可能性が全くあるいはほとんどなければ、決定と言えないが、実現可能性が具体的に認められる必要はない。・・・実務界の一部に危惧。

(4) 私見

投資し、株主として発行体に働きかけて株主価値を高め、必要なら影響力を強めるために買い増したりするアクティビスト・ファンドは、元来、インサイダー規制とあまり相性がよくない。また、共同で買い付ける場合には、インサイダー規制が適用されないことにも留意。

本件の場合、ライブドアという、雑談で出た話でも、ひょうたんから駒みたいなノリで実現してしまうような会社だったことが、実現可能性という条文

にない言葉をめぐる判決の変遷に影響。→条文に戻って、投資判断に影響を及ぼす情報かどうかで判断する。

(5) 投資判断への影響とは

普通の人々が、その情報を知ったら、(儲けるために) 買いたい、あるいは(損を避けるために) 売りたい、と思うか否か。思う人が多いほど、実際にその情報が公表されれば、多く買われ、あるいは多く売られて株価は大きく反応する。事後的に摘発する側にとっては、株価が大きく反応した情報の公表前の売買を審査することにより、普通の人々が買いたいとか売りたいとか思う情報(投資判断に影響を及ぼす情報)に基づくインサイダー取引を摘発することになる。そして、それは事実上、情報を知った時点で実現可能性があったということとほぼ同義になる。

儲けの額(あるいは回避した損の額)が同じでも、売買額が大きくて株価変動が小さいケースより、売買額が小さくて株価変動が大きいケースのほうが、摘発価値が高い。

5. 刑事告発と課徴金

(1) 課徴金導入の経緯

刑事犯罪者になると社会的生命が失われるため、「少額のインサイダー取引でこの人の人生壊すのも」とためらえば、少額のインサイダー取引の抑止力は存在しないに等しくなる。

金銭的措置の必要性。だが、日本では、憲法が二重処罰を禁止しているため、刑事罰の対象となる行為に対する金銭的措置が「制裁」であってはならない。違法行為によって得た「不当利得の没収」という内閣法制局の論理。

(2) 導入時(2004年証取法改正)

インサイダー取引(利得を公表翌日の終値で計算)、変動操作型相場操縦、発行開示義務違反など、違法行為と不当利得の因果関係が明瞭な類型に限定して導入。施行前に西武鉄道事件(上場廃止要件への抵触を回避するため、40年以上に渡って株主構成を虚偽開示)が起き、継続開示義務違反を課徴金対象としていないことを国会が問題視。→議員立法により導入。

(3) 見直し(2008年金商法改正)

課徴金対象となる違法行為の範囲を拡大。

インサイダー取引による利得の計算基準を公表後2週間の最高値(最安値)に延長。

違法行為を繰り返した場合の加算、自主申告した場合の減算制度を導入（繰り返すほど儲かっているはずの不当利得の没収、との論理）。

（４）取引審査から調査への流れ

①重要事実の公表後、株価が変動する前の取引を悉皆チェック。

②取引所（どの証券会社からの売買か）、証券会社（誰の売買か）からオンラインで記録を入手して分析。・・・神の予知能力かインサイダー情報がなければ困難と思われる取引を抽出。

発行体から行為者への情報伝達ルートを探る（行為者と発行体の関係が比較的容易に推測できるケース）。

利得額の規模と、

職業、立場、情報伝達のシチュエーションなどの悪質性、を総合勘案して、刑事告発チームと課徴金チームに割り振り。犯罪者として償ってもらわねばならないのか、カネを払って反省してくれればよいのか。課徴金導入直後の日経新聞の広告担当者（刑事告発）とNHK記者たち（課徴金）のケースが典型。

割り振り後、調査の進展に応じての配転換えもある。

課徴金→刑事告発：調べていったら、こいつ、他にもたくさんやってる。

刑事告発→課徴金：金額は結構大きいけど、つい、出来心でやったみたいだ。

6. 監視委員会の体制・取組み方針（パンフレットで説明）

（１）合議体行政組織

佐渡委員長（検察）、福田委員（会計士）、吉田委員（弁護士）

（２）実働部隊としての事務局

1992年（発足時）200名→現在700名。既に3分の1が民間出身者。

7. グローバル化対応

（１）居住者による海外を経由しての違法行為

国内上場会社の会長が、シンガポールを経由して、自社株をインサイダー取引。・・・シンガポール当局と連携して、監視委員会が刑事告発。

（２）非居住者による日本市場での違法行為

日本企業の公募増資公表前の海外ファンドや投資銀行によるインサイダー取引（公募増資に応ずるとともに空売りして、下落した発行価格で借株を決

済)・・・ファンド等の所在地の当局と連携して、所在地当局が摘発。

最近の事例

2006年半ば、JAL取締役会は、株主総会の直後に、4割近く希薄化する公募増資を決議（当然、発行価格決定日までに株価は大幅下落）。

香港当局の認可を受けて活動している投資運用法人のオアシスは、JALの公募増資に大量に応じるとともに、発行価格決定日の大引け15分前に、大量の終値成行き買い注文を発注。別途、大量の空売りを行うとともに、大引け直前に買い注文を取消し。・・・これが、他の投資家の狼狽売りを招き、株価はさらに下落。・・・オアシスは、さらに下落した発行価格で入手した公募株で借株を決済。

先般、香港当局は、オアシスに対し、戒告処分とともに史上最高額の制裁金を賦課。

今後の課題：刑事告発を前提とした域外活動はできないが、課徴金の域外適用は可能。

(3) 公募増資インサイダー疑惑

昨年、大型公募増資の公表前から、空売りにより株価が大幅に下落するケースが相次ぎ、発行体や引受証券会社の情報管理体制への疑念が生じている。本年末から、制度的に、空売りするとともに公募増資に応じ、公募株で借株を決済する行為は禁止。残された課題は、何故、公表前から確信を持って空売りができたかの解明。・・・インサイダー情報を持つプロでもない限り儲けられないと、アマが愛想尽かして市場から去らないようにするために、監視委員会は存在。

引受部門と営業部門のウォールの実態、暗号や隠語が国境を超えていく世界の追跡。

8. 不公正ファイナンス

(1) 典型パターン

- ①新興企業の一発芸ビジネスモデルが受けて、新興市場に上場。
- ②一発芸が受けなくなって、他の芸を模索するが、うまくいかない。
公募増資できる状況になく、取引先銀行にも見放され、「その筋の調達先」を頼る。
- ④調達先から乗り込んできた人たちに支配され、腐っても上場企業である以上、「不正の箱」として利用される。

(2) 利用例

- ①引き受けた株を高く売るために風説を流布し、相場操縦する。
- ②債務超過の非上場企業と株式交換し、わずかに残った企業価値を社外流出させる。
- ③MSCBを発行させて、株を空売りし、利ざやを得る（負けない賭け）。

(3) 架空増資

そもそも、増資の引受自体が、会社のカネが循環しているだけで実際には資本増強されていないとか、間を置かず流出してしまうケースも多い。最近では、二束三文の不動産価値を過大評価して現物出資する事実上の架空増資も散見される。

「虚偽記載」として摘発しようとする、虚偽の定量的な認定が必要。「偽計」であれば、市場を偽り計っていることの認定で足る。インサイダー規制のバスケット条項と同様、偽計条文を使わなければ、一般投資家の信頼感を守れなければ使う。

市場を偽り計っているとはいえないが、「不正の手段、計画、技巧」といえる看過できない事態に遭遇すれば、他に方法がなければ、金商法157条を適用することはあり得る。

(4) 販売ネットワーク

引き受けた株を無登録業者が販売。オレオレ詐欺と共通のネットワーク。

9. 差止命令

(1) 使用されてこなかった理由

監督下でない業者の違法行為に対し、行政当局が裁判所に申し立て、差止命令を出してもらった金商法192条（アメリカからの輸入条文）。使用されてこなかった理由として挙げられてきたのは、アメリカと違い、

日本の裁判は時間がかかる。

②差止命令に違反された場合のエンフォース機能が弱い。

差止命令と合わせて発動される財産保全や利得吐き出し権限が存在しない。

実際には、監督下でない無登録業者に対して、権限を行使する発想を行政当局が持ち得なかった。

(2) 申立権の監視委員会への委任（2008年金商法改正）

監視委員会が検査し、違法行為を確認できれば、そのまま裁判所に差止命令

の申立てをするのが効率的。昨年から運用開始。

価値の疑わしい有価証券を販売する場合、

①第二種金融商品取引業の登録を受ける（二種ファンド）。・・・登録がお墨付きになる。

②無登録のまま行う。・・・行政当局から目立たない。

上記①に対しては、業者として検査し、業務停止や登録取消などの行政処分を行い、上記②に対しては、裁判所への差止命令申立てを行う。だが、違法行為が終了していると、差し止める対象が存在しない。

10. 無届募集に対する課徴金事例

(1) ワールド・リソースコミュニケーション社（W社）

会社概要「ガーナ共和国の政府要人たちとともに、ガーナにおける金の事業を中心として、アフリカ大陸との親交、貿易、寄付、さまざまな事業を手がけて参りました」、「種をまき、水を注ぎ、大切に育ててきた事業は、ここにきてようやく実り、多くの成果を上げることができました」。

(2) W社の勧誘（国民生活センター）

「社債を買い増して大株主にならないか、高額な配当もつく」、「この金額では大株主になれない」、「配当が良い、年金の代わりになる」。→やがて、解約に応じてもらえない、追加購入を断ったら既存購入分の利払いを拒否される、利払いそのものが遅延し停止する、といった段階に至り、当局に相談。不特定多数から社債を公募するなら、有価証券届出書によるディスクロージャーが必要だが、勧誘先50人未満の少人数私募なら届出義務はない。償還期限や利率が違えば別の社債になり、W社の社債（と称するもの）は、50人未満ごとに利率を0.001%刻みで違える。・・・かくて無届のまま水面下で、2300人に対し、89億円を販売。

(3) 検査による勧誘実態の把握

勧誘段階では、償還期限3年なら利率12%強というざっくりした条件提示。顧客が購入を決めた後、50人未満ごとに利率を0.001%刻みで違えて割り当てる。法律を実質解釈して同一商品の認定するにためらいの生じない業務フローだが、販売は既に終了。・・・無届募集を理由に課徴金を課す選択肢しか残されていない。

(4) 背景

展望なく続く金融緩和、中高年既得権層への若者の反発。

付録 アメリカと日本のインサイダー規制小史

アメリカ

州法である会社法のガバナンスが弱かった大恐慌前バブルの教訓を踏まえ、連邦法として証券規制を導入し、相場操縦と証券詐欺を禁止。連邦機関SEC（初代委員長が相場師ジョセフ・ケネディ）が監視する体制が確立。証券詐欺の禁止は日本の金商法157条に相当する一般条項。

1960年代、証券詐欺の禁止条項に基づき、インサイダー取引の規制が始まる。有望な鉱脈を発見したテキサスの鉱山会社の取締役が、その情報を秘したまま、既存株主から自社株を買ったのをSECが摘発。この会社が、有望な鉱脈の地主から、その情報を秘したまま、鉱脈を買ったのは問題にされない。地主と株主の違いは何？・・・会社は株主に信認義務を負う。逆に、マイナスの情報を秘したまま自社株を売ったら、未だ株主でない者への信認義務に反するのか？あるいは、インサイダーから情報伝達された者の取引はどうなのか？・・・情報は不正に流用してはならない。

インサイダー取引擁護論（規制反対論）

- ①需給に基づく価格形成を作為的に歪める相場操縦と異なり、インサイダー情報は真実なのだから、真実が市場に早く反映されることにより、価格形成は効率化する。
- ②会社に利益をもたらすイノベーションを企画する経営者や従業員にとって、利益が会社全体に帰属するのでは、企画するインセンティブが高まらない。インサイダー取引を認めることにより、イノベーションが促進される。

上記擁護論は90年代以降下火、同じ頃、市場経済に移行したポーランドとチェコの対照的経験。

ポーランド：インサイダー取引を法律で禁止し、監視機関を設ける。

チェコ：そこまで固いことしなくても、と市場の自律性に委ねる。

日本

バブルの最中の1987年、タテホ化学の巨額債券損失の公表前に、同社取締役や取引先銀行が売り抜けていたことが、発覚。・・・89年からインサイダー規制を施行。

バブル崩壊後、証券会社の損失補填の発覚を受け、92年に監視委員会を設立。