

# 大証金融商品取引法研究会

インサイダー取引防止及び法人関係情報管理の徹底に向けた対応について

平成 25 年 1 月 25 日（金） 15:00～17:03 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
川口 恭弘 同志社大学法学部教授  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部准教授  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森本 時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、日本証券業協会より常務執行役の平田公一様をお招きして、「インサイダー取引防止及び法人関係情報管理の徹底に向けた対応について」と題してご報告いただきます。その後引き続いて、大阪証券取引所の川本上席執行役員から取引所での公正取引に係る審査業務の概要についてもご説明いただく予定でございます。

それでは、最初に平田様、よろしくお願いいたします。

~~~~~

## 【報 告 1】

### インサイダー取引防止及び法人関係情報管理 の徹底に向けた対応について

日本証券業協会 常務執行役

平 田 公 一

日本証券業協会の平田でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

本日は、お手元の資料に基づきまして、昨今問題となっておりますインサイダー取引の事案につきまして、その内容がどのようなものであったのか、その未然防止あるいは再発防止に向けた各関係者の間でどのような対応を行ってきたかにつきまして説明させていただきたいと思っています。

#### 1. 公募増資に関連したインサイダー取引の事案

それでは、お手元の資料1「公募増資に関連したインサイダー取引の事案」をご覧くださいと思います。

リーマン・ショック後、特に平成22年ぐらいにかけて大型の公募増資が多く実施されていきました。リーマン・ショックで株価が大きく下がった後に大型公募増資が立て続けに実施されたことにより、株価をさらに押し下げる状況となり、証券界でも、大型公募増資はけしからんという議論が頻繁に行われていきました。その際に問題となったのは大型公募増資が実施されることによるダイリューションの問題であり、ここに掲げた一連のインサイダー事案に係る公募増資についても、ほとんどが15%以上のダイリューションが起こ

った案件でした。ダイレクションが最も大きかったのは、表の一番上にある国際石油帝石の55%です。

このように立て続けに大型公募増資が実施されたことにより、日経平均株価が1万円を割り込みなかなか株価が回復しないというマーケット環境の中、平成22年10月には、ウォール・ストリート・ジャーナルが、「公募増資が公表されると公募価格はディスカウントされて決まる。そうすると、空売りしておけば必ず収益が上がるマーケットなのだ、このような状況が続く日本のマーケットに明日はない。」という論評を掲載し、あるいはフィナンシャル・タイムズが、「監視委員会と東証が調査を開始したが日本のマーケットでは、公募増資をめぐる公然とインサイダー取引が行われている。」と指摘しました。

その後、監視委員会、取引所等が調査を行った結果、公募増資をめぐるインサイダー取引が明らかになったのが、今回の一連の事案だった訳です。

これに先立ち、平成23年12月には、公募増資が公表された後価格決定までの間、公募株で決済する空売りについて禁止する規制、いわゆる日本版レギュレーションMが新たに導入されました。

実際にはインサイダー取引を行った銘柄が他にもあったのではないかとされておりますが、金融庁、監視委員会が勧告・行政処分したインサイダー取引の対象銘柄は、お手元の資料の6銘柄です。今後の具体的な規制のあり方を検討する意味で、それぞれの個別の銘柄の状況について少し説明させていただきます。これは、金融庁や監視委員会が既に公表している資料で、本日使わせていただくことについて了解いただいたものです。

#### ① 国際石油開発帝石(株)のケース

平成22年7月8日に公募増資を公表しています。これに先立ち、主幹事証券である野村証券が発行会社と引受けの交渉を行いました。野村証券では、投資銀行部門、引受部門という、いわゆる法人関係情報を扱う部門が法人関係情報を管理し、そこから外部に情報が漏れないようチャイニーズ・ウォールが敷かれていましたが、営業担当部門、いわゆるチャイニーズ・ウォールの外の部門に法人関係情報が流出してしまっていました。

野村証券と実際にインサイダー取引をした中央三井アセット信託銀行(株)の報告書では、引受部門におけるシンジケート部という、公募増資のアロケーション（どういう投資家にどれだけ新株式を配分するかを決定すること）を行う部署の次長が、株価が低迷している中でこれだけの大型の公募増資で発行される新株式が消化できるか確認する必要があり、

機関投資家営業一部長に、銘柄名は言わないけれども、公募増資のスケジュール等の話をしてしまったとされています。チャイニーズ・ウォールの外に法人関係情報を提供する場合は適切な手続きを取る必要がありますが、法人関係情報を伝えたのではないという認識のもと、本件は適切な手続きをしないまま一部の情報を提供したため、チャイニーズ・ウォールに穴があいてしまいました。

営業部門は、基本的に機関投資家にさまざまな情報を提供し、勧誘行為を行っています。近々公募増資があるというのは投資判断を行う上でとても有用な情報でありますから、投資家も必要とする情報であり、いかにリサーチ情報あるいはマーケットの噂として投資家に提供できるかが証券会社の営業員の手腕として評価されることが一般的になっていました。そのような中で、証券会社の営業員の認識として、法人関係情報の提供は禁止行為であるが、個別の法人関係情報に当たらないような断片的な情報であれば噂として伝えても法令諸規則違反にはならないという誤解があり、このチャイニーズ・ウォールの内側に公募増資の情報を執拗に取りに行っていたと言われていました。

さらに、後ほど説明させていただきますが、アナリストのブラックアウト問題というのでも同時に発生しています。公募増資があると、当該銘柄担当のアナリストはアナリスト・レポートの作成をストップします。銘柄ごとにどのアナリストがアナリスト・レポートを書くのかという一覧表（「カバレッジ・リスト」と呼ばれています。）が作成されていましたが、レポートの作成をストップしたアナリストの名前はカバレッジ・リストから外されることとなります。したがって、カバレッジ・リストから当該銘柄を担当しているアナリストの名前が外れたことをもって、増資があるのではないかを推測することも、営業部門は行っていたわけです。

そのような状況で、野村証券の機関投資家営業部が中央三井アセット信託銀行のファンドマネージャーに情報を伝達してしまい、そのファンドマネージャーがインサイダー取引を行ってしまいました。

ただ、ここでの情報伝達は、金商法に掲げられている法人関係情報をそのまますべて伝えたわけではなく、情報の一部を伝えただけであるとされています。しかし問題なのは一部の情報提供でも、法人関係情報の保有を推測されてしまうということです。野村証券の担当者等へのヒアリングによりますと、機関投資家側も相当程度の情報を持っているようで、一部の断片的な情報を提供しただけでも、様々な情報と組み合わせることで公募増資があるのだなということを相手に推測されてしまうこととなります。公募増資の法人関係

情報そのものを丸々伝えたわけではなくとも、一部を推測されるような情報を提供したというのが本件事案だったということです。

また、野村証券の営業員と中央三井アセット信託銀行のファンドマネージャーの間では、常日ごろからさまざまな情報交換が行われ、また個人的にも非常に親しい関係にあったということです。情報を伝えやすい環境がそこにはできてしまっていた。どちらの立場に立っても、市場のうわさとして聞いたり話したりすることについては何ら問題ない、法人関係情報ではないのだから法令に反するわけではないという誤認があり、このような状況が起きてしまったと一連の調査報告書に記されています。

これにより、中央三井アセット信託銀行のファンドマネージャーは、運用していたファンド名義で当該銘柄について公表前に買付け及び空売りをを行い、ファンドはトータルで1,455万円の収益を上げました。これに対し金融庁は中央三井アセット信託銀行に、当該銘柄の運用に係る手数料相当額である5万円の課徴金の納付命令を出しています。

当該銘柄の直近の株価について、3ページにその推移を掲げています。真ん中辺に縦棒が引かれていますが、この部分は7月8日の発行決議日でありこの日に情報が対外的に公表されました。しかし、それに先立つ時期の株価変化を見ていただくと、株価が急落している状況が見てとれるかと思えます。最近においては大型の公募増資は株価を下落させる要因で、通常重要事実が公表されると空売りなどが行われるため大きく株価が下落しますが、このような株価の下落が重要事実の公表前に発生していることが判明したため、事前に情報が洩れインサイダー取引が行われたのではないかとの疑義が持たれ、東証及び監視委員会で調査に入ったところ、一連の事実が判明したわけです。

## ② 日本板硝子株のケース（その1）

こちらについては、同じように引受けの契約交渉していた主幹事証券、これはJPモルガン証券という外資系の証券会社による情報漏えい案件です。日本板硝子の場合は、公募増資の半分を海外で募集することを決め、海外募集分についてJPモルガンに主幹事を任せることにしていました。

当然ながら、JPモルガン証券にあっても引受部門とセールストレーダー部門の間には適切なチャイニーズ・ウォールが敷かれていました。野村証券同様、資本市場部と呼ばれる引受部門が当該銘柄を販売するに当たって、発行決議の数日前に想定される販売先である投資家への割り当て優先順位を決めるために、ウォールを超えて株式の営業部長に対し

て情報を提供しました。この法人関係情報の伝達は社内ルールに基づき適正な方法により行われ、当該部長をイン登録することで、チャイニーズ・ウォールの内側の者とみなされ管理されることになりました。ところが、このやり取りを見ていた営業部門のトレーダーが、公募増資があるらしいことを察知してしまったわけです。引受部門が発行会社と引受けの情報交換を行っていること、株式の営業部長がイン登録されたことを知り、公募増資があることを推知したということです。

このケースでは、あすかアセットマネジメントという運用会社に対して情報提供しているわけですが、あすかアセットマネジメント側でも、JPモルガンの営業部員から提供された情報が法人関係情報に当たる情報提供であったとの認識がなく、監視委員会から勧告を受けるまで、ファンドマネージャーの入手した情報は明示的な公募増資情報ではないために当該取引がインサイダー取引に当たるものではないという認識であったということです。JPモルガンの営業員による情報提供も公募増資をにおわせる情報ではあったけれども、それはマーケットの噂であり法人関係情報ではないとの認識のもと、情報提供が行われていたということです。しかし、この場合においても法人関係情報の一部を構成する情報の提供が、その情報を伝えることに伴って法人関係情報が存在することを相手に推知させてしまう結果となり、あすかアセットマネジメントの株式売却がインサイダー取引であると認定されるに至りました。

この日本板硝子のケースについても、株価は公表直近でかなり急激に下落している状況になっています。

### ③ ㈱みずほフィナンシャルグループのケース

これも野村証券の事案です。こちらは、冒頭の国際石油開発帝石よりももう少し悪質な事案です。そもそも中央三井アセット信託銀行のファンドマネージャーと野村証券の営業部門の営業員との間では、非常に頻繁な交遊関係があり、一般常識を超える接待、贈答が行われていたとされています。野村証券のシンジケート部門からヒアリングを受けた機関投資家営業部長がその情報を同じ部内の課長に伝え、当該課長が中央三井アセット信託銀行のファンドマネージャーに提供しました。また、同時期に部長自身もこのファンドマネージャーに法人関係情報の一部を提供していたといわれています。

本件は、銘柄名は言っていないといえども、「青い銀行」という言い方をしたといわれており、誰もが察知できるような言葉を利用すれば、いくら銘柄を言っていないと言えど

も銘柄が特定できてしまうわけで、このケースは一連の案件においてもっとも稚拙なケースであったといえます。

また、接待が非常に行き過ぎたものであり、中央三井アセット信託銀行の報告書では、1年間弱の間に39回の接待があり、トータルで89万円に上る、また、42回の贈答が行われている状況があったということで、容易に情報提供が行われる環境がそこには存在していたと言えるわけです。

この取引により、ファンドの利益は2,023万円でしたが、課徴金は8万円でした。

この事件の背景には、中央三井アセット信託銀行による証券会社の営業員を評価する仕組みの存在があるといわれています。つまり、運用会社側で証券会社を評価するのであれば、利益至上主義の考え方が強い証券会社では、それに応えなければいけないというモチベーションが働くことになり、このような状況が起こってしまったと解釈されています。

7ページは、株価の推移です。みずほフィナンシャルのケースにおいては、事前に日経新聞に情報が漏れたこともあり、少しほかの銘柄よりも株価の下落が早く始まっており、その後少しなだらかな状況になっていますが、ローンチ前の数日間は急激に株価が下落している状況が見てとれると思います。

#### ④ 東京電力(株)のケース

こちらは、海外の証券会社を巻き込んだ事案です。先ほどもお話しましたが、通常主幹事証券会社のアナリストは、直近でイン登録されアナリスト・レポートを作成しなくなる期間が存在し、カバレッジ・リストから名前が消されます。そこで公募増資の有無を把握したい野村證券の営業員が、この銘柄の担当アナリストがカバレッジ・リスト上でどうなっているのかを常にウォッチングしていました。東京電力の場合は、中期経営計画において資金需要があることを公表しており、一般的にはなんらかの資金調達があることが広く予想されていました。このようにいつ、どういう形でということについては、市場でいろいろな噂は出ていたものの、このような噂と併せてカバレッジ・リストの状況を把握すれば、そこからアナリストの名前が消された段階で増資があることが推知されるわけです。また、公募増資のローンチ直後に営業部門が発行会社に対して具体的な販売手法等をレクチャーすることになっています。そのため、その日は担当者は休めないことになっており、そこに目を付けた営業員が休んでいけない時期があるのか、休暇をとってもいいのかを同僚や上司に聞いて、この時期に公募増資がありそうだということを推測することも行われ

ていたと言われていました。

これらの情報をもとに公募増資があることを知った海外機関投資家等の取引を請け負う機関投資家営業二部の営業員担当者1名が、もともと野村証券の顧客であったコンサルティング会社の役員に情報を伝えたとされています。

実は、First New York Securities L.L.C. というアメリカにある自己売買専門の証券会社は、このコンサルティング会社の役員を通じて情報収集していました。本来であれば、コンサルティング会社の役員から情報を入手した First New York Securities L.L.C. は2次受領者になります。しかし本件は First New York 側がコンサルティング会社を使って情報を入手する行為を行ったということにより、1次受領者として認定され、課徴金の対象になったということです。

これにより、コンサルティング会社の役員に関しては First New York からもらった手数料相当額、First New York については、自己売買した結果として得た収益分が課徴金の対象になっています。

こちらにつきましても、発行決議の直前で株価が下落している状況になっています。

#### ⑤ 日本板硝子㈱のケース（その2）

先ほど説明した J P モルガン証券の事案には、国内募集分においても同様の情報提供行為が行われていました。J P モルガン証券の事案では海外販売分ということですが、こちらは、国内販売分における主幹事の大和証券が情報提供していました。通常大和証券では引受部門が営業部門にマーケット環境や公募増資を消化できる状況にあるかなどをヒアリングするために、正規の手続を踏んで営業部門の部長に情報提供しています。したがって、この部長はチャイニーズ・ウォールの内側で管理され、当該部長本人も外部に情報提供する行為は行っていませんでした。しかし非常に情報管理が杜撰でした。営業部門の部長が引受部門と当該銘柄のファイナンスの状況について、ほかの営業員に聞こえるような状況において電話で話していたために、多くの営業員が公募増資の存在に気が付くという状況にあったといわれています。いくらイン登録され適正な手続が行われたといっても、そのような杜撰な情報管理であったのなら、適切な管理がなされていないのと同じです。

結局、大和証券の営業部門においても、部長の電話で公募増資の存在を知った営業員が、さらに朝会で明日の午後に重要なミーティングがあるから誰も休むなという指示を受けたことで、それがローンチ日の発行会社へのレクチャーであると確信し、何時公募増資があ



るといふことも推知してしまつたわけです。

その結果として、営業員がジャパン・アドバイザーという顧問会社に対して情報を提供してしまいました。これに伴つて、このジャパン・アドバイザーの裏側にいる香港、シンガポール等々、ケイマン籍等も含めたいろいろな運用会社がインサイダー取引を行つていたということです。ジャパン・アドバイザーは、海外ファンドの投資顧問をしていましたが、実際にはファンドを運用していたと認定され、その後登録取り消しになっています。

ジャパン・アドバイザーは、常日頃から、日本株の取引を頻繁に行い、証券会社の営業から提供された情報の量や質でその発注先や手数料を決めるといふ仲介業者の強化基準を採用していました。そのため、大和証券においてはジャパン・アドバイザー側の情報提供要請がかなり強くあつたといわれています。様々な情報を提供しないと、おまえのところ注文を出してやらないぞと言われて、やむなく情報を出してしまつたということです。

#### ⑥ エルピーダメモリ株のケース

本件は、他の案件と異なり、野村証券の他の事案が監視委員会から指摘された後に、野村証券側で社内調査を行つた結果として、監視委員会に自ら報告した事案です。

この案件もアナリストのブラックアウトに関する情報提供案件でした。つまり、アナリストのカバレッジ・リストからアナリストの名前が消されたことをもつてこのアナリストが担当している銘柄に何かあるのかわかつてしまつたといふ事案です。

これは営業部門の営業員が情報提供したわけではなく、リサーチ部門が機関投資家からのヒアリングにおいて、アナリスト・レポートとともにカバレッジ・リストを提供したために情報漏えいが起きてしまいました。通常リサーチ部門のスタッフは公募増資の発行決議日が近づけばチャイニーズ・ウォールの内側で管理されることとなりますが、通常のリサーチ営業の一環として情報提供してつたのです。

以上のとおり、6つの案件においてそれぞれインサイダー取引を行つた者に関して、他人の計算で、あるいは自己の計算において課徴金の納付命令が出されています。

## 2. 法人関係情報の管理にかかる証券会社の処分状況

インサイダー取引を行った者へは行政罰として課徴金納付命令が出されていますが、情報提供した証券会社側への対応は、お手元資料の15ページにあるとおり、業者規制上の行政処分が科されています。

このリストにはSMB C日興証券もあわせて書いていますが、今説明した事例の中にSMB C日興証券はありませんでした。何故かという、SMB C日興証券の事案は情報漏えいがあったもののインサイダー取引が行われていないからです。SMB C日興証券では引受審査の最終的な会議を行う際に、営業部門の役員もその会合に正規な手続を踏んで招請します。しかし、その営業担当の役員が正規の手続を踏まずに部店長に情報を流してしまい、各部店ではその情報をもとに有価証券届出書が届け出られる前に顧客に対して勧誘を行っていました。8部店、23営業員が34の顧客に対して情報を提供し、勧誘したとされています。つまり、法人関係情報を用いての勧誘禁止という業府令に違反する行為を行っていたこととなります。また、他の2銘柄についても情報を提供して同じように勧誘していることが認められました。インサイダー取引は行っていないものの情報提供行為があったことにより、業府令の117条1項14号、法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止と、法人関係情報を管理する体制をとっていないという禁止行為に当たるということで、金融庁から業務改善命令が出されました。

本件については、金融庁の業務改善命令に加え、日証協は過怠金2億円の処罰を行っています。また、各取引所でも同様に処分が行われています。

野村証券の事案に関しては、同じように業府令に違反したとして、金融庁から業務改善命令が出されています。それに対して、日証協が3億円、東証が2億円、大証が1,600万円、名証が800万円の過怠金を科しています。

さらに、証券会社が法人関係情報を提供している案件が、公募増資のみならず、公開買付けでも発生しています。SMB C日興証券の元役員が、銀行時代から付き合いのあった者に対して情報提供するとともに、その情報提供した先がインサイダー取引を行ったということです。これは情報提供者と情報受領者が利益を一にする共謀であるとされ、現在刑事罰に係る裁判が行われています。裁判が出た後、協会として個人処分をどうするのかを決めたいと思います。

現在金商法のインサイダー規制上は、情報提供者に対する罰則は規定されていませんが、実際にはこのような形で証券会社、いわゆる情報提供者についても処分が行われています。

このような一連の公募増資インサイダー事件を契機に、情報提供したことによってイン

サイダー取引が起こってしまうのであれば、それを規制するのが本来あるべき姿であり、他国同様に我が国でも情報提供者について規制を強化すべきではないかという議論が行われ、現在に至っています。その検討状況は後程お話しします。

### 3. 法人関係情報の管理態勢関連及び引受証券会社と内外のプロ投資家

一連の事案に関する証券会社の内部での情報管理等について、17ページで総括させていただきます。

証券会社では、法人関係情報を扱ういわゆるインと呼ばれる部門、我々は「法人関係部門」と呼んでいます。基本的にはそこで情報管理することになっています。必要に応じてチャイニーズ・ウォールを越えて情報提供しなければいけない場合には、必要な手続を適切に踏んで行い、その先に情報が勝手に提供されない管理態勢を整備しなければいけないことになっていたわけですが、法人関係情報に関する認識の甘さがいわゆるイン部門にもありました。売れるかどうか知りたいがために、シンジケートの次長が営業部の部長に銘柄名を言わなければいいだろうと一部情報提供した事例が典型です。

アナリストについても、アナリストが事前に公募増資のための販売用資料をつくるために事前にイン登録されるケースや、募集の直前になってアナリスト・レポートが出ると、いわゆる届出書の提出前勧誘の議論があるということで、公募増資の前の一定期間アナリスト・レポートを書かせない運用が今までされてきました。基本的にはアナリストをイン登録することで、アナリストはチャイニーズ・ウォールの内側の者として管理され、情報提供してはいけないことになります。しかし、法人関係情報を管理するために構築された方法が、逆にアナリストがイン登録された段階でカバレッジ・リストから外されることで法人関係情報が推知されてしまうことにもなり、このチャイニーズ・ウォールには技術的な穴があったと言わざるをえません。

また、一方で、証券会社の管理においては、イン部門された情報をいかに管理するかという態勢整備について注力してしまったために、営業部門から情報提供を執拗に求める、あるいはさまざまな業務上のルーティンから情報を求めることについてあまり対処をしていなかったといえるでしょう。そのために、こういうところに技術的なチャイニーズ・ウォールの技術的な穴が存在し、見過ごされてしまっていました。

アナリストのカバレッジ・リストを見れば情報がわかるとか、あるいは発行決議の数日前にミーティングのアポイントメントが入るとか、あるいはイン登録された営業

部門とイン部門の会話をチャイニーズ・ウォールの外部の者が聞けるような状況になっていたとか、そういうさまざまな落とし穴といたしますか、管理すべきところが管理されていなかったという状況があったわけです。また、証券会社の営業部門では、いかに機関投資家に対して情報提供するかが競争になってしまっていたことで、そのような情報の収集・拡散が日常茶飯事で行われていた環境がありました。朝会とか、スケジュールを見ればわかってしまう、そういう情報を一人だけではなく、メールで、あるいは携帯電話を使って部内で情報を拡散する行為もありました。その延長に機関投資家に対して情報提供する行為があったということです。

一方で、18ページのとおり、証券会社側としては、シュリンクしている証券市場においていかに利益を上げるかが求められ、その結果収益至上主義に走らざるを得ない環境にあったということも一連の事件の背景にはありました。そのためバイサイドの言うことは絶対に聞くということが一つ命題になっていました。

また、バイサイドについてみると、彼らは高い情報収集能力を持つ存在です。法人関係情報をそのまま言わなくても、彼らにはわかってしまう状況になっていたにもかかわらず、法人関係情報には当たらないと誤解して「そうかもしれませんね」と言ったことが、実は相手方に情報を伝えることになってしまっています。一般の投資家に「そうかもしれませんね」と言っても、全然情報としては伝わらないかもしれませんが、いわゆるプロの分析能力を持っているファンドマネージャー等に対して、いろんな会話の中で「そうかもしれませんね」ということ自体が法人関係情報の一部を伝える行為になってしまっていたということです。証券会社の営業員、あるいは法人関係情報を管理しなければいけない部門の担当者の認識不足に加え、「もうその情報は知っているのだから、もっと違う情報をよこせ」というようなバイサイドからのかなり強いプレッシャーの中で、ファイナンスの銘柄予想は一般的に行われ、言われるままに情報を提供してしまっている状況でした。

当然ながらバイサイドも、日本のマーケットが非常にシュリンクしている状況で収益を上げていかなければいけないわけで、そうすると、希薄化懸念がある大型公募増資の場合は早く売れば儲かるので、収益を上げる手段として、できる限り他社よりも早く空売りを行いたいというニーズがありました。そういう環境があって、今回の一連の問題が起ってしまったわけです。

#### 4. 法人関係情報等に関する自主規制規則等

今まで長々と状況をお話しさせていただいたのは、そもそも我々は、証券会社における法人関係情報の管理に関しましては、19ページから始まっている一連の規則を既に平成22年に制定し、証券会社において社内規則を策定し、さらに管理体制の整備を行い、しかも定期的な検査を行わなければならないということを規則化しているにもかかわらず、こういう状況が起こってしまったことを知っていただきたかったからです。

このような状況では、いくらルールを厳しくしても、同じことのくりかえしになります。いかに利益絶対主義から脱却し、個々の営業員等が問題の本質を理解し意識を向上させいかが重要となります。一部の自主規制規則の見直しは現在進めていますが、それ以上にどのように再発を防止するかが、今の我々の課題であるともいえます。

## 5. 増資インサイダー問題に関連する対応及び検討スケジュール

27ページに、このような問題が起こったことに伴い、関係機関においてさまざまな検討が行われています。まず、図の右側の上ですが、金融庁においては、7月に証券会社12社に自主点検を要請しました。直近3年間に100億円以上の公募増資の主幹事を行った12社に対して、引受部門とか営業部門、管理部門の管理体制がどうなっていたのか、チャイニーズ・ウォールがどのように守られていたのか、守られていなかったのか、モニタリングをどのように行ったのか、点検した結果として何か課題があるのか、その課題についてどのように取り組むべきなのかということをもとめて提出せよという報告徴求命令が出されました。7月3日に命令が出され、8月3日を期限として各社が点検を行い、その結果については各社のホームページで概要が公表されているところです。

これを受け、金融庁監督局が監督方針を改正して、25年度の監督方針に、今回の事案を受けたかなり詳細なチェック項目を掲げています。時間の関係で飛ばさせていただきますが、46ページに掲載していますので後ほどご覧いただければと思います。

それから、今回の一連の対応の中でもっとも重要な部分が、金融審インサイダー取引ワーキングでの検討です。インサイダー取引は、今まで情報提供者については罰則がなかったもので、情報提供者についての罰則をどうするのか。また、先ほど説明しましたように、運用会社の場合は、他人の計算で行った収益について課徴金が科されるという問題が課題とされました。他人の計算による課徴金は、ファンド自体は数千万円の儲けがありながら、ファンド運用会社については数万円の課徴金が課されるだけで、これは金額としてはいかにも低過ぎるのではないかという議論があります。この2つを見直す必要があるという

ことで、金融審議会の下部にインサイダー取引規制ワーキンググループが設置され、この論点について検討してきました。

一方で、取引所においてもさまざまな対応を行っています。後ほど大証から詳細な紹介があるかと思えますけれども、東証では7月13日付で、考査と売買管理に関して、公募増資案件については非常に重要な案件として今まで以上に監視をしていくことを公表しています。これについては、47ページに東証が公表した資料を添付していますので、後ほどご覧いただければと思います。

それから、我々日証協においては、既に法人関係情報の規則が制定・運用されていながらこのような事案が発生してしまったことを勘案すると、今以上に規則を強化してもあまり意味がないのではないかと、むしろ実質的に情報が伝達されないような仕組みをつくる、あるいは社員を教育していくほうが重要ではないかという議論を行っています。もちろん法人関係情報の規則等の一部の見直しや現行規則の解釈の見直し等に着手してはいますが、それに加え、研修プログラムの見直しや資格試験制度の見直しについて現在検討しているところです。

あわせて、エクイティストーリーの描けない大型公募増資は、既存株主の利益を阻害し、市場に負のインパクトを与えるので問題が大きいという議論が業界内に前からあったことを受け、引受業務や公募増資の環境の見直しについて議論していくことが肝要であるとし、証券戦略会議の下部機関に「公募増資の在り方分科会」を設置しました。その上で、日本証券経済研究所に公募増資に関する基礎研究をお願いし、あわせて引受けに関する行動規範の策定、あるいは「経済成長と公募増資のあり方」という論題で、将来的にあるべき増資環境のあり方について検討を現在進めているところです。

## 6. 金融庁金融審議会「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成24年12月25日）

残りの時間は、金融審「インサイダー取引のあり方に関するワーキング・グループ」での議論について触れたいと思います。本金融審研究会にも、ワーキングメンバーとして参加されている先生方がいらっしゃいますので、後ほど私の説明が不足していたり間違っていた場合にはフォローしていただければと思います。

33ページ、報告書の「はじめに」をごらんいただきたいと思います。上から4行目ですが、「インサイダー取引を惹起する情報伝達行為については、インサイダー取引の教唆

犯又は幫助犯に該当し得るものの特別な規制を設けられていない。しかしながら、最近のインサイダー取引事案をみると、会社関係者等からの情報受領者が違反行為を行っているものが多く、また上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社からの情報漏えいに基づくインサイダー取引事案も生じている状況にある」との記載があります。

このワーキンググループで監視委員会から提出された資料では、最近の課徴金を科された事案を見ますと、平成17年、18年ぐらいの状況では会社関係者、つまり発行会社の会社の社長、役員、あるいは職員がインサイダー事件を起こしているケースが非常に多かったわけです。しかし21年以降を見ますと、課徴金事案の過半数が第1次受領者がインサイダー取引を行っています。このような状況を見ると、そこには情報提供が一つの問題となるのではないかという指摘がありました。

このような状況を受け、情報伝達・取引推奨行為に対する規制が必要なのではないかと問題意識の元、34ページ2の(1)のとおり、情報伝達行為に対する規制として、一般の投資家と比べて、その情報を伝達された者が取引を行うことは有利になり、投資家の信頼性を失いかねないことから、適切な抑制策を設ける必要があるという結論に達しています。

ここで問題となったのは、諸外国はどうなっているのかということです。お手元の資料の45ページ、これも金融庁でワーキンググループに提出された資料ですが、「インサイダー取引に係る規制の比較」に、日本、アメリカ、イギリス、フランス、ドイツを比較しています。

日本については、インサイダー取引規制はありますが、情報伝達行為、取引推奨行為についての規制はありません。一方、諸外国を見ますと、アメリカの場合は10b-5で情報伝達行為も不法行為として一括りにされており、その意味では情報提供者は一応規制対象になっています。取引推奨行為に関しては、法令上明確な規制は行われていませんが、被推奨者による取引が行われた場合には法令違反になり得るという解釈がなされていることから△の印がついています。イギリス、フランス、ドイツについては、情報提供者が情報を提供した場合、情報伝達行為、取引推奨行為ともに明確に規制の対象になっています。

ただし、フランス、ドイツにおいては、実質的には、情報受領者がインサイダー取引を行っていた場合について罰則の対象になっているということで、効果としては、取引要件があるのと同等の規制になっているのではないかという考え方が示されています。ただし、イギリスでは、一例だけですが、情報提供しただけで指摘される案件があったそうです。

しかし、この事例も他のインサイダー事案を調査している中で判明した物であり、エンフォース上は、情報提供だけを実際に摘発するのは難しい状況にあるといえます。このような諸外国の規制を勘案すると、日本においても情報伝達行為については罰則の対象にすべきではないかということで、海外と平仄を合わせるような検討が行われました。

34ページは、もう一つの取引推奨行為について触れています。未公表の重要事実の内容は伝えずに、存在をほのめかし、または未公表の重要事実を知り得る立場にあることを示す取引を推奨する行為、これについてもやはり罰則をかける必要があるであろうということです。

これらの規制については、経団連を中心として、一般的に情報伝達行為が通常の業務や活動に支障が生じないように留意してほしいという非常に強い要望が出されました。35ページの①に掲げられているとおり、情報伝達行為あるいは取引推奨行為を罰則の対象とする際には、不公正取引の原因となりやすい主観的要件を採用する必要があるのではないかの提案が行われました。その結果、通常の業務・活動に支障が生じることのないように、立件可能性にも留意しつつ、「取引を行わせる目的」等の主観的要件を設けることが適当であるという結論に達しています。

また、②のとおり、取引要件という考え方が示されています。情報伝達・取引推奨されたことが投資判断の要素となっていない場合にまで規制を課すことについては行き過ぎではないかという考え方のもと、不正な情報伝達・取引推奨が投資判断の要素となって実際に取引が行われたことを要件とすることが適当であるという結論に達しています。

ただし、当初の議論では、金商業者、特に証券会社においては、情報伝達することが取引を成立させてしまうインセンティブにもなるので、これは一般の人と違うのだから、主観的要件、取引要件を課さずに規制を課すべきではないかという案が示されていました。しかし、これについては、すでに法人関係情報の管理に関する業者規制（業法）もあることの並びで、証券会社であっても、主観的要件、取引要件を設けることとされました。

ただし、36ページのとおり、ゲートキーパーたる証券会社が情報提供を行い、インサイダー取引を誘発してしまっていることに鑑みますと、規制の手段、エンフォースメントは金商業者については少し厳しくしようということで、ここは一般の人に対する課徴金や罰則の適用よりも厳しくすべきだという考え方が示されています。その情報提供に基づく幅広い取得が生じた場合については、例えば定期的なブローカー評価に基づく継続的な売買手数料や増資に係る引き受け手数料相当額についても対象にする考え方が示されていま



す。

また、通常、行政罰だと、課徴金対象者の氏名は公表されないのが一般的ですが、これについては、罰則の意味も込め、氏名の公表を行うべきであるという形で取りまとめが行われています。

なお、37ページの第2パラグラフのなお書きに「仲介業者の役職員は、上述の主観的要件や取引要件に該当するか否かにかかわらず、その業務の推進等を図るため不当に情報伝達・取引推奨があってはならない。この点については、現行の業規制では、法人関係情報を提供した勧誘が禁止されているため、上述の情報伝達・取引推奨行為に対する規制との整合性の確保を図りつつ、基本的には、このような業規制により、そうした行為の抑制が図られていくことが適当である」と記載されています。今後、業府令の改正でこの辺がどのように反映されるのか、我々は注目しているところです。

一方で、重要事実等を情報要求したいいわゆる運用者側の罰則ですが、我々は、損失補填と同じように、情報要求した者についても罰則をかけてほしいという主張をさせていただきました。しかしこれは、情報要求してインサイダー取引をすればインサイダー取引として罰則がかかるのだから、そこまで入れる必要はないということで、特に情報要求した行為については規制の対象とはなりません。しかし、情報を要求する行為が結果として悪質なインサイダー取引を発生させてしまうのであるならば、そこは罰則を強化すべきではないかということで、氏名の公表についても証券会社と同様に課す規制が行われています。

それから、他人の計算による課徴金の見直しです。先ほどお話しさせていただいたように、運用者に対しての規制が非常に緩く、不当利得の吐き出しということで考えますと、インサイダー取引自体での収益は相当程度ありながら、運用会社に関しては手数料相当額しか入っていませんので、それを吐き出させたとしても、インパクトは小さく再発防止にはつながらないのではないかと意見が出されました。これをどのようにするのかというのが大きな論点となったわけです。

実際にインサイダー取引で収益が上がった金額そのものを吐き出させるべきではないかという意見も出されましたが、議論としては運用会社の目的はインサイダー取引で収益を上げるということだけではなく、今後その運用を長期に続けていく、あるいは新たな運用をとりに行くという目的で、運用成績を上げるインセンティブが働きインサイダー取引につながったのであれば、もう少し手数料相当額の部分を大きく取ってもいいのではないか

との指摘が議論の中心となりました。現在当該銘柄に係る手数料等の1カ月分の収益という形で計算が行われますが、これをもう少し長い期間、それから特定のインサイダー取引が行われた銘柄だけではなくて、実際に運用していた全銘柄を対象にすべきではないかということで、計算の見直しを行うことになっています。

以上のような検討が行われ、報告書が取りまとめられました。今後、本年の通常国会において金商法改正が行われる予定となっています。

#### 7. 日証協「インサイダー取引防止及び法人関係情報管理の徹底に向けた対応方針について」(平成24年10月16日)

最後に、少しだけ日証協での検討についてお話しさせていただきます。

57ページ記載のとおり、日証協においては、現在、研修プログラムの見直し、あるいは協会が行う罰則の見直しについて検討を行っています。ご高尚のとおり、このようなプログラムあるいは罰則は既に制度としてはでき上がっています。今後さらに今般の一連の不祥事の再発防止を行うため、もっとも重要なのは、証券会社の役職員のプロフェッショナル意識のさらなる向上であり、そのための対応を早急にはかかっていきたいと思っています。

一方で、今回の事案を分析すると、法人関係情報についても、法人関係情報全体がそのまま伝えられなければ法人関係情報にならない、あるいは断片的な情報では法人関係情報にはならないという誤った認識は、訂正しなければならないと考えています。つまり、複数の情報が相まって法人関係情報になるような示唆情報とか、名前を言わなければ法人関係情報にならないという誤認はやはり払拭しなければいけません。そういう情報のあり方について検討を行うとともに、営業部門が情報をとりに行く行為の禁止、あるいは営業部門が外部に情報を提供する際に、必要に応じてさまざまな規制を行うような体制整備や規則運用の明確化について、58ページから60ページまでに記載されているような方向性の議論を現在行っています。

さらに、60ページに記載の規制についても検討しております。先ほどのインサイダー取引があったと言われている銘柄については、公表前に株価がかなり下落しているという説明をさせていただきましたが、公募増資公表前において株価が大幅に下落していると認められる銘柄については、事前にその引受けについてどうするのかということをしちんと発行会社と協議することを義務付ける規則化を検討したいと考えています。

あわせて、公募増資に関する情報を利用したインサイダー取引が行われたり、公募増資に関する情報が発行決議の前に漏洩した場合について、事前に協議を行ったり、これを引き受けないという規則を策定する検討もあわせて行っているところです。さらに、先ほどお話しをさせていただきましたアナリストのブラックアウトの問題についても検討を進めています。できる限りブラックアウト期間が発生しないような運用をしていくことで今後の議論を進めたいと考えています。

なお、一連の事件を受け、「日本ではプレヒアリングが行われないがためにこういう情報伝達が行われてしまったのではないか」という意見が一部にあります。我々としてはそういう事実はないと考えていますが、このプレヒアリングの解禁に向けた議論も現在行っています。

ご高尚のとおり、業府令123条1項15号では、既に禁止行為で、反対読みしますと、一定のきちんとした体制を取ればプレヒアリングできる形になっていますけれども、日証協の規則でプレヒアリングを行ってはいけないことになっています。これは、届出書の提出前勧誘の禁止とバッティングするということで、この解釈が明確にされない限り、プレヒアリングを行うことは非常にリスクであることから規制しています。公募増資についてはあまりプレヒアリングを行うインセンティブはありませんが、公募増資に代わる望ましい増資形態として検討されているライツ・オフリングについてはプレヒアリングを行うニーズがあるため、プレヒアリングについての検討を現在行っているところです。

後半ちょっと駆け足になってしまいましたけれども、今現在以上のような各種の検討を行わせていただいております。

説明が不足した部分につきましては、質疑の中でまたお話しさせていただければと思いますので、一応これで私の話は終わらせていただきたいと思います。

~~~~~

○森本 盛りだくさんの内容を要領よくご説明いただきまして、ありがとうございました。

それでは続いて、大阪証券取引所の川本上席執行役員から、「内部者取引に対する大阪証券取引所の取組みについて」ご説明いただきたいと思います。よろしく願いいたします。

~~~~~

【報 告 2】

内部者取引に対する  
大阪証券取引所の取組みについて

株式会社大阪証券取引所 自主規制本部  
上席執行役員 川 本 哲 也

大阪証券取引所の川本でございます。よろしくお願いいたします。

本日は、当社における内部者取引に対する具体的な取組み状況についてもあわせてご報告をさせていただきたいと思っております。

お手元に「内部者取引に対する大阪証券取引所の取組みについて」という資料をご用意させていただいておりますので、これに基づきましてご説明申し上げます。

まず、内部者取引に関する法律上の位置づけでございます。金商法第84条第2項におきまして、自主規制業務の定義が定められております。その中の第3号でございますが、その他取引所金融商品市場における取引の公正性を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるものが掲げられております。それを受けました金融商品取引所等に関する内閣府令第7条第1号におきまして、取引所、金融商品市場における有価証券等の売買の内容の審査は自主規制業務であるというふうに明記されております。

金商法第84条第1項には、金融商品取引所は、取引所金融市場における有価証券の売買を公正にし、並びに投資者を保護するために自主規制業務を適切に行わなければならないと規定されております。このため、取引所は、売買審査に係る自主規制業務を適正に行う義務を負っていると解しております。当社といたしましては、「有価証券の売買等の審査に関する規則」を定めまして、その義務を履行しているところでございます。

なお、有価証券売買等の審査に関する規則におきまして、その目的部分におきまして、当社の市場における有価証券の売買等に関し、法令の違反行為や違反行為に該当するおそれのある行為を発見し、あわせて必要な措置を講じ、もって違反行為及び違反行為に該当

するおそれのある行為の防止を図るとともに、当社及び取引参加者等の信頼を確保し、公益または投資者の保護に資することをその目的に掲げております。

続きまして、私どもの内部者取引の具体的な審査のやり方についてご説明をさせていただきたいと思っております。資料の最終ページに、内部者取引に係る取引審査業務の概要のイメージ図をご用意させていただいております。その概要イメージ図に沿いましてご説明させていただきたいと思っております。

まず、イメージ図の左側に上場会社の枠がございますが、その真ん中あたりに「会社情報に係る経緯等の照会」とございます。当社は、上場会社ごとに審査担当者を定めおきまして、当該審査担当者は、自分が担当する会社につきまして日々株価の動き、売買高、売買の手口、さらにネットの書き込み情報など、種々の上場会社に関する情報を収集しております。そのような中におきまして、重要な会社情報、例えば第三者割当増資、合併、MBO等の会社情報が公表されて株価が大きく変動した場合、また、売買高が急増するなど当社がさらなる調査が必要と判断した場合には、当該会社に対しまして重要な会社情報の発生経緯につきまして照会を行っておるところでございます。

照会を受けました上場会社は、当該照会内容に対し、会社情報の公表に至る経緯に関する報告書というものを提出することになっております。当該経緯報告書には、例えば決定事実の場合ですと、重要な決定に関する会議の開催日時、開催場所、当該会議に出席した者、審議内容などが記載されております。当社は、当該経緯報告書の内容を確認いたしまして、重要事実の決定時期を確定するとともに、内部者取引の審査の対象となる期間を決定した上で、フロー図②のところに記載しておりますように、取引参加者に対しまして売買状況報告書を徴求することにいたしております。

売買状況報告書には、当該期間において売買を行った者の氏名、住所、年齢、売り買いの別、株数、価格、取扱支店等、取引参加者が有しております顧客情報がほぼ網羅されております。

私どもでは、売買状況報告書と経緯報告書を分析いたしまして、会社関係者に該当する者、あるいは該当する可能性のある者の取引の有無に加え、重要事実公表前にタイミングよく売付け又は買付けを行った者の有無もあわせて確認いたしております。

このタイミングのよい売買を行った者につきましては、経緯報告書において具体的に氏名が記載されているものではありませんが、その職業あるいは口座開設の経緯等を総合的に踏まえると、内部者取引の可能性が否定しがたいというものを抽出して、審査結果とし

て取りまとめておるところでございます。

私ども取引所では、個々の内部者取引の審査を行う際に、あわせて上場会社の内部者取引の未然防止に係る社内体制の整備状況も確認しております。通常、上場会社におきまして役職員による自社株の売買に関する社内規則を設けておるのが一般的でございます。その買付け及び売付けに係る手続におきまして、事前に総務部門等への届け出義務を課し、当該役職員が内部者情報を有しているかどうかを確認した上で、売買の承認を出すというところが通常の流れとなっております。

しかしながら、社内規則に反して事前に届け出がなされていない会社や、法令が改正されているにもかかわらず、社内規則がそれに応じて適正に整備されていない、あるいは会社において内部者取引規制に関する社内研修などが行われていないような会社も散見されております。取引所では、このような確認状況も含めまして、内部者取引に係る審査結果を取りまとめまして、当社の場合ですと、自主規制委員会に報告いたしております。

自主規制委員会では、当該審査結果に基づきまして、上場会社として内部者取引のおそれが認められるような場合、内部者取引の未然防止体制が不十分な場合、また当該取引を仲介いたします取引参加者について法令等の違反行為が認められる場合には、当該上場会社や取引参加者に対しまして、冒頭に申しあげました有価証券の売買等の審査に関する規則に基づきまして注意喚起を行い、必要に応じて改善報告書を徴求するといったことを決定しております。

フロー図③のところでございますが、自主規制委員会での審査結果報告及び措置の決定後、証券取引等監視委員会にもあわせて報告し、フロー図④、⑤に記載のように、上場会社や取引参加者に対して必要な注意喚起あるいは改善報告書の措置を行うことにしております。

なお、フロー図の中に具体的には明記しておりませんが、私どもでは、企業行動規範に関する規則というものを定めておりまして、その中で上場会社の遵守すべき事項として、上場会社は、当該上場会社の役員、代理人、使用人その他の従業員に対して、当該上場会社の計算による内部者取引を行わせてはならないという禁止規定を、また望ましい事項といたしまして、内部者取引の未然防止に向けた必要な情報管理の体制の整備を行うよう努めることという努力義務規定を設けております。このようにして、上場会社に対する内部者取引の未然防止に関する指導をしております。

一方、取引参加者に対しましては、取引参加者における不公正取引防止のための売買管

理体制に関する規則を定めております。その中で、証券会社は、内部者取引に係る売買審査を実施し、内部者取引のおそれがあると認識した場合には、顧客に対し注意の喚起を行い、その後も改善が認められない場合には、注文の受託の停止その他適切な措置を講じるとともに、フロー図⑥にございますように、その内容について当社に遅滞なく報告する義務を課しております。

次に、フロー図⑦及び⑧にございますが、当社内における内部者取引に関する情報連携について申し上げます。

私どもの中で、取引審査グループが内部者取引の審査をしております。当グループでは、上場会社の適時開示を担当しております上場グループとの間で日ごろより情報交換を行っております。具体的に申し上げますと、例えば上場会社が取引所に対し第三者割当増資の事前相談に見えられることがございます。そのようなときには、取引審査グループの担当者もその場に同席いたしまして、増資の決定に係る初期の段階からその内容を確認いたしており、そのことにより迅速な売買審査に努めております。

また、取引参加者に対しましては、取引参加者に対する検査を参加者監理グループというところを行っておりますが、そこの間でも連携を図っております。取引審査グループが確認いたしました取引参加者における不公正取引防止のための売買管理体制の問題等につきまして、検査の事前準備の段階におきまして情報交換を行い、検査において重点的に確認いたしております。

このように、私どもとしては、自主規制部門の中で各部門が連携を図りながら、内部者取引の審査や未然防止に努めておるところでございます。

以上が、取引所における具体的な内部者取引審査に係る取り組みでございます。

最後に、6ページにつけさせていただいておりますが、内部者取引の未然防止に係る当社の活動でございます。上場会社に対する啓蒙活動といたしまして、上場会社の社内研修への講師派遣、証券取引等監視委員会や他の自主規制機関との連携、上場会社向け、あるいは公認会計士・弁護士向けの定期的なセミナーの開催、あるいは内部者取引の規制をわかりやすく記載した入門書等を発刊等を通じて、内部者取引の未然防止に努めておるところでございます。

以上、大変駆け足でございますけれども、私からのご報告は以上でございます。よろしくお願いたします。

~~~~~

○森本 ありがとうございます。

いろいろとたくさんの内容を大急ぎでお聞きしましたので、必ずしも十分にそしゃくできたかどうかわかりませんが、皆様方、ご自由にご意見、ご発言をお願いいたします。

### 情報伝達行為に対する規制とその効果

○岸田 情報伝達・取引推奨行為に対する規制というところで、黒沼さんや川口さんがおられるので、傾向を教えてください。どういうことかという、情報伝達行為というのが罰せられるのは、結果としてインサイダー取引がその後にあった場合だと、仮にそういう理屈だとしますと、言っているときは全然違法ではないけれども、後になって違法だというような理屈は、今までの刑事罰ではあり得なかったわけです。それは予備とか未遂じゃなくて、結果としてそういうことを罰するというのだったら、全ての証券会社、証券取引に関係する人は、常に情報伝達について、例えば会社でデマとかメールとか、そういうのも全部録画しておかなければいけないという問題が出てくるので、実際に罰するのは難しいのではないかということが一つの問題です。

もう一つは、仮に結果としてインサイダー取引がなかったとしても罰せられるのだったら、非常に広がるので、そんなことが実際日本の法制上可能なかということ。お二人の先生方に、経過を含めて、具体的にどのようにすればこれができるのかということについて、ちょっと私は疑問に思っているの、教えていただければと思います。

○黒沼 まず、重要事実とか公開買付け等の事実該当する事実を伝達する行為そのものを処罰の対象行為とすることは、できると思います。EUでもやっていることですし、それ自体には問題はないと思います。

それから、取引要件を設けたのは、取引がなされなければ適法だということではなく、処罰要件として設けたという説明がされています。法律上、そういった処罰要件を設けている刑事罰則ほかに例があるそうです。

○川口 伝達行為があっただけで罰するかということについては、私は、それは行きすぎではないかと思っております。そういう意見もあり、「取引を行わせる目的」を持って情報伝達をするというようなものに限定されることになったと記憶しております。こ



れであれば、先生のご懸念は緩和されるのではないのでしょうか。

ただ、「取引を行わせる目的」という主観的要件は、内心の問題になりますので、その立証ができるのかというところが、今後の課題になるのではないかと思います。

○岸田　それでは、証券業協会にお伺いしたいのですけれども、先ほどおっしゃったインサイダー取引にはいろんな規制がありますが、各証券会社、あるいは信託銀行とかで、関係している部署の社員がやることについて全部、例えば24時間録音するとか、ビデオをとるとか、そういうことをやっているところも聞いたことがあるのですけれども、証券業協会でもそういうことをお勧めになっているわけですか。

そういうことをやっても、例えばチャイニーズ・ウォールをつくったとしても、フロアは別であっても、携帯電話とかメール、あるいは公衆電話をかければ絶対にわからないので、録音する効果とその費用の関係を教えていただきたいと思います。

○平田　少なくとも金融庁が点検命令を出した12社、いわゆる主幹事証券会社に関しては、金融庁が携帯電話等に録音機能を設けるよう指導をしています。実際、野村証券、大和証券は既に対応済みですが、他の会社についても、今年の半ばぐらいまでをめどに導入する予定です。各社とも、営業に関しては録音機能を持った携帯電話等を使わなければいけない、それ以外のものは一切使ってはいけないという社内規則を設けて、懲戒処分の対象にすることで、人事政策上も規制をかける対応を図っています。

非常にコストがかかりますので、それを引受けが行える全ての証券会社に対応させることになる、これは非常に難しいと思っていますが、少なくとも主幹事証券会社に関しては対応する必要があると思っています。もちろん通常の電話機に録音機能を持っているところはありますが、携帯電話まで録音機能を入れるとなると、億単位のコストがかかると言われていいますので、そこまでを全ての引受証券会社に求めるのは非常に厳しいと思っています。できるところはやってくださいと懇願させていただいています。

○岸田　わかりました。ただ、それをやりますと、電話24時間、たくさんの何百人とかけている全部を聞くたびにまた24時間かかるわけですね。それともう一つは、その携帯電話を使わないといけないといっても、会社から支給された以外のものを勝手に使えば、まずわからないわけです。だから、そういうコストをかける場合に、どの程度の実効性があるとお考えなのですか。そういうことをやっても意味がないのではないかと思います。

○平田　　ご指摘のとおり運用は非常に難しいと考えています。基本的には、懲戒処分の対象にし、不正行為がいかにか大きな損失を生むかを周知し、その規制の中で運用していかざるを得ないと考えています。会社の外に出たらどこまでプライベートをチェックできるかということになりますから、その抑止力なり規制の効果は、なかなか難しいところがあると思いますが、別の面でそこはフォローするしかないと思います。

ただ、一方で、今回の事案を見ますと、それぞれの営業員の方々の認識があまりにも低かったことに起因している問題なので、ある意味、そういうことをやることによって意識の向上につながると思います。

もちろん24時間、録音を聞くのは無理だと思います。事案ごとに、後々にある程度チェックをかけることは可能なので、一定程度発見の端緒にはなるということで、一定の効果はあるのではないかと理解しています。

○岸田　　ありがとうございました。

#### **重要事実の内容の一部伝達に対する規制**

○前田　　初めにご説明くださったインサイダー取引の事案は、いずれも法人関係情報そのものを伝達したのではなく、情報を受けた側がほかのいろいろな事情を考え併せて初めて内部情報の存在を知るに至ったという事案だと思います。このような場合が内部情報の伝達に当たるかどうかは、議論のあり得るところだと思います。これを内部情報の伝達に当たらないと言えれば穴だらけになってしまいますので、私は当たると考えたいのですが、ただ、金商法の166条3項では、金商法が定める「重要事実の伝達を受けた者」という書き方をしています、この文言からは異論もあり得るようにも思われます。ここは解釈は固まっているのでしょうか。

○平田　　監視委員会が今回業務改善命令を出したときの解釈としては、166条3項の「重要事実の伝達を受けた者」については、投資者の判断に重要な影響を及ぼすべき当該事実の内容の一部の伝達を受けた者も含むのだということです。このような考えは平成元年に、横島裕介さんが「商事法務」に「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」において書いていますが、その記載をベースに監視委員会は動いているのではないかと思われます。横島さんは現在、内閣法制局の次長をされている方ですが、一部の情報伝達であっても情報を受けた者は、情報を受けていない他の人に対して不公平が生じるから、たとえ一部の情報伝達であっても、やはり伝達を受けたと解釈しないと法規制上問題が

あるということです。

○龍田 取引と結びつかない単なる情報提供まで規制するのは広げ過ぎではないかというご意見も出ています。確かに言論の自由とかというようにことを単純に捉えて言うならばそうかもしれません。ここで問題になっているような情報の伝達が規制されると企業活動に支障が生じる、こういう意見がかなり強くあるようですが、どういう支障が生じるのでしょうか。営業に関係していない私どもには想像が付きません。それをもう少し具体的に教えていただければ、ああ、そういうこともあるのかと納得ができるかもしれません。そうでないと、何かためにする議論のような気がして仕方がないのです。

○平田 非常に難しいところです。証券会社の営業部門は、本来であれば法人関係情報を持っていないはずですが。当然ながら、法人関係情報を持っている部署とは、チェーンズ・ウォールがあり、その情報は伝わっていないはずであるとするならば、営業員がしゃべる行為自体は、基本的には法人関係情報ではないはずですが、市場にはいろいろなうわさが出回っています。例えばアナリストが増資を予想することもありますし、あるいは発行企業がIRの中で業績の将来予想を出すこともあります。そういうものも、証券会社としては通常の正規な情報提供として行っているわけです。ひとたび公募増資があるという情報がその隔壁を越えて営業員に伝わってしまった瞬間に、アナリストの公募増資の予想の情報、あるいはマーケットでこういううわさがあることを知っていながら言ってしまうことによって情報が伝達されることは、十分あり得る話であると理解しています。説明が非常に難しいのですが、情報を持っていない場合に「公募増資があるかもしれませんね」と言うことと、情報を持っていて「公募増資があるかもしれませんね」と言うことでは、ものすごく大きな違いがあるということだと思えます。

通常の情報提供には、適正な情報提供としてそのマーケットのうわさがあるはずですが。公募増資を知っていてしゃべってしまうと情報が伝わるのだから、それはだめよというのは当たり前だと思うのですが、知らないでしゃべっているのだったらいいですよねということがあると。法律上は公募増資を知っていてしゃべる行為を禁止しているので、証券会社として、それはだめですよというのは当たり前ですが、知っているのか、知らないのか、基本的には受け手はわからないわけです。ですから、増資があるかもしれないと推測されてしまう非常に断片的な情報を提供したことによって、相手方が推測してインサイダー取引を行った場合に、その情報提供が本当にアウトなのかどうかをどこで見きわめるのかは、すごく難しいと思えます。

そのような状況が発生すると、証券会社のコンプライアンスは何をやるかという、自分たちがハンドリングできないことに関しては情報提供してはいけないということに走ってしまうわけです。市場で出回っている断片的なうわさを投げること自体が、隔壁があったとしてもだめだということになってしまう可能性が非常に高いので、通常の正当な情報伝達行為もしにくくさせるような状況が生まれてしまうのではないかという心配があります。

それからもう一つ発行会社側が言っていることは、発行会社は、公募増資を計画している場合でも、例えば業績予想とか、今後の資金調達の状況をIRで説明する場面が多々出てくる。それ自体ができなくなると、IR活動が非常に小さくなって、あまりきちんとできなくなってしまうことがあるので、通常の情報提供行為はできるようにしてほしいというニーズが経済界に非常に強くあると聞いています。

私が前半に言った話はなかなか伝わりにくいと思いますが、後半の発行会社自身が行うIRに関しては、発行会社は、将来的に公募増資を行うことをある程度想定していながら、IR活動をしていく中で、資金計画をしゃべってしまうと、一部そういう情報を伝達することにつながってしまうので、そういう気づかれるようなことはやめてくださいということを行っているのだと思っています。

○龍田 誰が言ったかということと、そのときにどういう状況であったかということによって、同じ語られた言葉、書かれた言葉でも意味が違うと思います。広く規制されるのは困るといわれることはわかりませんが、こういうコンテキストで問題になっている事態に関する限りは、知らずに言ったとか、関係がない事柄として言ったというのであれば、情報を提供した者の側で立証する責任が少なくともありそうに思われますね。

### 証券会社における内部管理態勢

○平田 もう一つあるとすれば、ブラックアウトの問題と非常に近いのかもしれませんが。証券会社は、重要事実を知った、あるいは法人関係情報を知って、そういう情報を一切言うてはいけませんということになった場合、機関投資家から、この銘柄は公募増資があると聞いたけれどもどうなのだと問い合わせを受けたときに、「それは言えません」と言った途端、それが情報提供になってしまう可能性はあるわけです。

○森田 今おっしゃっている中で、アナリストとか証券会社の人、我々素人と違って、情報を集めて、それを顧客に提供するという職業ですね。我々よりもはるかに鋭敏なネ

ットワークをお持ちでしょうから、ちょっと変わったようなサインが出れば、我々は気づかなくても気づかれることは、プロとして当たり前のことだと思います。

○平田 おっしゃるとおりです。

○森田 それをおかしいというのは、おかしいと思うんです。

ただ、きょうの議論は2つに分かれていると思うのですが、龍田先生の言われるような場面もあると思います。それは、例えば引受契約に基づいて守秘義務を負って、当然にサウンディングもしかるべく行えと発行会社も期待している。そのチャイニーズ・ウォールをいいかげんに、龍田先生がおっしゃるように、そんな気持ちはありませんでしたと言っただけで許されるというと、それはおかしいと思います。

しかし、それ以外の、例えばブラックアウト期間というのが客観情報としてあるわけだから、それを見て判断することもインサイダー取引だと言われたら、プロとして営業できないということです。そんなものを制度的には出さんほうがいいと思いますけどね。

私は、インサイダー情報というのは、情報の伝達、開示していくということとの裏腹の関係があると考えています。アメリカであった判例では、何か企業に不正があるのではないかというので一生懸命アナリストが調べて、これだというのをつかんだ。そして、そのような情報がディスクロージャーされる前に顧客に知らせ、顧客に売りか買いかの取引に行動させた。これ自体は、僕は正当な営業活動だと思うのですよ。そのときに、インサイダー情報としてインに入っている人から情報が漏れてそこへ行くというのは、これはやはり大きな間違いだと思います。ですから、そこを区別しないと、関連情報的なものをつかんだプロが「あっ、それだ」というのは当たり前で、それをつかまえるというのは、どうもおかしいのではないかという気がします。

きょうのお話の中で、引受業務をやることのインに入っている人にむやみにチャイニーズ・ウォールを越えさせることについて、厳格な義務の履行が足りなかったのではないかという位置づけはわかりませんが、アナリストたちの努力による情報入手による取引をしてはいけないとか、インサイダー自身の基本の定義を変えていくとか、そこまでやるのは、私はどうもおかしいのではないかと思うのですけどね。

○近藤 ちょっと気になったのですけれども、今回の議論は、公募増資に関連したインサイダー取引ということでスタートしたと思います。ここでの議論というのは、公募増資に関する情報ということから出発しているのですけれども、これを一般的な内部情報というふうに広げて考えていくべきものなのかどうかという点がよくわからなかったわ

けです。その情報の種類によって、何らかの区別が必要なのではないのでしょうか。

○平田 ワーキンググループでの議論は、特に公募増資だけでなく、発行会社の未公表の重要事実を対象に議論されていますので、そういう意味では、通常のインサイダー取引の規制全般に関する制度の見直しと私は理解しています。

○近藤 しかし、情報の管理の仕方とか情報の漏れやすさとかという面では、情報によっても違いがあるのではないかと思うのですけれども。

○平田 それはそうだと思います。基本的にTOBと公募は非常に似ています。発行会社の業績予想の仮情報と全く同じに語られていいのかどうかについては、いろんな議論があるのかもしれませんが。

○川口 おっしゃるように、ワーキンググループが立ち上がったのは、公募増資の問題が起きたのがきっかけであったことは間違いなくと思います。そこでは、これは証券会社固有の問題ではないのかという話も確かにありました。それであれば、証券会社の内部管理体制さえしっかりさせておけばそれで済む話ではないかということになり、私もそういう気がしたのですけれども、内部管理体制が守られていない状況になっており、何とかしなければならないというので、内部者取引規制自体の強化という話になってきたのだと思います。

他方で、先ほどご紹介がありましたように、TOBなどで、証券会社以外の者による情報伝達が行なわれ、第1次情報受領者が処罰されているというケースも結構見られるようになってきたという事情が紹介され、証券会社に限らず、情報伝達行為一般を規制すべきだという議論になったということです。諸外国でも、ご紹介がありましたように、伝達行為自体を規制しているというような状況があり、国際的に見劣りのしない制度設計をする必要があるのではないかという意見があったと承知しております。

○森本 この問題についてほかに何かございますか。

○松尾 川口先生のおっしゃったことにも関連して、今回問題になったのは、取引の推奨、あるいは勧誘に内部情報・法人関係情報を利用した行為ですね。そうすると、規制を強化する必要があるとしても、業規制として強化すればいいのではないのか。勧誘を規制するルールとして規制強化したらいいのではないかということはずっと思っていました。

そうであれば、取引要件も主観的要件も要らないという形の業規制にすべきでないかと思います。業府令はそういう形のルールを置くのだと思うのですけれども。ワーキン

ググループの報告ですと、インサイダー取引規制の改正、それに合わせて整合性のある形で業府令も改正するという事になっています。やはりこれは、現行の法人関係情報に関する業規制というのはインサイダー取引規制を補完するものであるから、本則であるインサイダー取引規制のほうを変えないと、こちらだけを強化するというのは難しいということなのではないでしょうか。例えば極端に言えば、勧誘規制としての法人関係情報規制違反に課徴金を課すというような選択肢はなかったのでしょうか。

○黒沼 金融審議会で議論があったかという点、その点についての大きな議論はありませんでした。ただ、業規制があるから十分であるという議論はありました。

松尾さんのご意見に対するコメントですけれども、インサイダー取引というのはやはり市場における不公正な取引であって、私は、業規制と一般人の規制を変えるべきではないと思っています。海外でも、業規制と一般の投資家に対する規制が違っている例はないのではないのでしょうか。一般投資家に対する関係では要件を厳しくして、業のほうは要件を緩やかにするのは、整合的な規制ではないように思います。

○森本 ありがとうございます。それでは、黒沼さん、ご意見のほうをよろしくお願ひします。

#### 公募増資インサイダー取引に関する取引審査

○黒沼 今回6件の課徴金の事例が挙がってきたわけですが、いずれも公募増資の公表前に株価が下落していて、取引高も多くなっていますね。こういう場合、取引所などでは取引審査を行うのではないかと思うのですけれども、監視委員会が捜査を始めるまで、取引審査ではこれらの例はひっかからなかったのでしょうか。これが一つ目の質問です。

第2に、公募増資前に株価が下落するという事は、恐らくほかの銘柄でもあったと思います。そういったときには取引高は増えているでしょうから、似たような事例でインサイダー取引が見つからなかったのかどうか。もし見つからなかったとすると、なぜそういうところでは見つからないのかということのほうは、もしかしたら問題かもしれない。

平田さんは、ほかにもあるといううわさもあったけれども捜査をしたら6件しかなかったと断言されたのですが、エンフォースメントの状況から見て、本当にこの6件しかなかったのか。それとも、公表前に株価が下がっているのは、厳密にインサイダー取引に当たるとは言えないが、やはり情報が漏洩していて、それによって取引が行われた結

果ではないかと。そのあたりのことについてご感想をお聞かせいただければと思います。

○川本　今回挙がりましたのは主に東証市場で行われていまして、私どもでは今回の状況がどうだったかということは、直接はわからないというのが正直なところですが。一般的なことを申し上げますと、取引所の審査というのは、先ほど申しました手続きに基づいてやっております。その中では、やはり今回挙がったような方の名前とか、そういうのは多分直接的には挙がってき難いと思います。しかしながら、先ほどちょっと申しましたが、タイミングのいい買付けあるいは売付けを行っている者というのは相当程度抽出出来るわけですが、取引所の審査の中で、それが直接インサイダー取引だと認定できるのかどうかというのは、正直言って難しいところがあるのではないかと、個人的には思っておるところです。

あくまで取引所の審査というのは、取引参加者に対するヒアリング、上場会社に対するヒアリングが中心でございますので、限界があるというのが正直なところでございます。

○平田　これは全て監視委員会と東証が動いた案件なので、我々も細かい話は聞き及んでいません。これら問題となった銘柄に関しては、全て東京証券取引所で、案件があった直後から具体的な調査が始まっていたと聞いています。

東証が民主党のヒアリングに呼ばれた際、東証は似たような株価のトレンドがあった銘柄が二十数名柄あったと明言していますが、中には、事前に新聞報道等ですっぱ抜かれてしまっているがために、証券会社から情報が漏れたということが明確に立証できていないようなものもあり、必ずしも因果関係を追及できていないという話は聞いています。

監視委員会が指摘したのがこの6件です。中央三井アセット信託銀行の報告書でも、ほかの銘柄でももしかしたらそういう情報の伝達があったかもしれないとか、あるいは野村証券、大和証券の調査でも、一般的にそういう事前の情報の共有みたいなことがあったとするならば、明確にないと言えないと記載していますけれども、少なくとも因果関係が立証できたのはこの6件だったということです。

## 情報伝達を行う動機

○黒沼　ありがとうございます。

それから、もう一つだけお伺いしたいのですけれども、公募増資に絡むインサイダー取引のニュースに接したときに、私は、証券会社は、引受事業を犠牲にして個々のイン



サイダーにもうけさせるようなことをするはずがないと思ったのです。こういうことをやれば引受けが失敗する可能性も出てきますし、証券会社の評判を傷つけることにもなりますから、別に法で処罰しなくても、証券会社が内部管理をしっかりするのは利益の追求をする上で当然のことであると思ったのですけれども、それにもかかわらずこういう事例が出てきてしまっている。全ての証券会社でこういうことが行われているとは言いませんけれども、ある意味常態化しているような面も見られる。これについて、証券会社の内部の方の印象はどういうものなのでしょうか。

○平田 黒沼先生がおっしゃったとおり、公募増資を引受けて手数料を得る証券会社の立場とすれば、まさに事前に情報が漏れ、空売りで株価が下がることになりまして、引受け手数料自体がかなり下がってしまう。多分、それぞれの案件を見ると、引受けという観点ではかなり損をしていると思います。

一方で、野村証券のケースは、機関投資家との営業を恒常的に末永く続けていく、いわゆる中長期的な利益を追求して、個別の公募増資の利益を捨てても構わないという営業部隊の収益至上主義がまかり通ってしまったがためにこういうことが起きてしまったと、野村証券自身が分析しています。多分、そういうことは営業部門としてあり得たのではないかというのが、一般的な証券会社側の感想だと思います。行き過ぎてしまった営業があったのではないかとされています。

○黒沼 最後にもう一点だけ発言させていただきたいのですけれども、私は、公募増資で株価が下がるということがそもそも一番の問題、根本的な問題ではないかと感じています。

会社法の教えるところによれば、増資を公表して株価が下がるのであれば、その増資はしてはいけないのですね。取締役が株主の利益になるように行動するのであれば、してはいけないはずですが。しかし、公募増資を公表すると株価が下がって、それにもかかわらず公募増資は行われるという実態があるわけです、日本では。それはもちろん発行者にとって必要だから行われているわけですし、それが社会にとって悪い行為だとは全く思いませんけれども、そうだとすると、これは非常にうがった見方をしてしまうのですが、公募増資を公表した後に株価が下がるぐらいだったら、公募増資をする前に株価が下がっていたほうが、証券会社にとっては評判は下がらないわけです。公募増資を公表してもそんなに株価は下がらなかったということになりますから。そうすると、証券会社にとって公表前のインサイダー取引を許すような空気がもしかしたらあったのかな

というふうに思っていたのですが、そんなことはないのですよね。（笑）

○平田 それはないと信じたいと思います。

○龍田 お話を聞いていますと、これは以前の損失補填問題の再燃そのものですね。繰り返しになりますが、研究を深め、あるいは公表情報を努力して集め、そういうすぐれた分析の結果として、良い銘柄を探り当てることは、決してインサイダー取引ではありません。このことは、タテホ化学のインサイダー取引が規制の発端になった当初からの常識でしょう。他の人の立場では得られない情報を利用したとことがインサイダー取引の本質であるのは動かないはずですよ。

知らなかったことを証明するのは難しいですが、場合によっては必要ですね。限られた立場の人、限られた状況に置かれた人が、頬に手を当てますと、「ほ」は補填の「ほ」を表し、これだけで損失補填をしますという信号が伝わりましたね。それと同じことなので、ファイアウォールあるいはチャイニーズ・ウォールがちゃんとありましたということの証明は、していただくことが必要ではないでしょうか。それを踏まえた上であれば、取引と関係のない情報伝達を規制すべきではないと思います。しかし、まだそこまで納得はさせていただいておりません。

○行澤 レジュメの35ページ、改正後の金融商品取引法で主観的要件、すなわち主観的違法要素として「取引を行わせる目的」とありますが、「取引を行わせる目的」という要件を置いたから、果たして可罰範囲を適切に絞れるのかどうかということがまず疑問なのです。

つまり、本当に主観的に取引を行わせようと思っていたかどうかの問題になるよりも、普通こういう状況で伝達すれば、当然それを聞いた人は取引を行うだろうと、そういう客観的な蓋然性に基づいて、「取引を行わせる目的」というのは認定されるのだと思うので、インサイダー情報であることを知っていれば、それをどのような方法で伝達しても、やはりこれは「取引を行わせる目的」に当たってしまうのではないかと。まさか取引に使うとは知らなかったとか、あるいはファンドの相手方が絶対取引なんかしないと約束したとかいう事情で「取引を行わせる目的」はなかったと認定されるケースというのは恐らくほとんどないのではないかとというのが一点です。

それから、森田先生が先ほど言われたように、「知っている」ということの程度として、プロなら、ここまでの状況がそろえばほぼ確信できるという客観的事情があれば、情報そのものを断定的に伝えられたわけではなかったとしても、それはもう故意になる

のではないかと、というのが第二点です。

最後に、投資判断の要素として取引が行われたかどうかですけれども、これもやはり客観的状況で、こういう情報であれば当然それによって取引したということが合理的に推認できるのであれば、「いや、全然因果関係はありません、もともと買うつもりでしたから」と言うようなことはできないだろうということを考えると、ここで「取引を行わせる目的」という主観的要件を加えるか加えないかというのは、結論にあまり大きな差異をもたらすことにならないのではないかと。

そうすると、たとえ主観的要件としての取引要件を課したとしても、可罰範囲が広がり過ぎるという批判は妥当してしまうのではないかと、そんな印象を持ったのですが、その辺の感触をお聞かせいただければと思います。

○森本　　そういう解釈論をお聞きしても気の毒だという感じもするのですが。それは法律ができたなら、また検討させていただくということで、むしろきょうのご報告の事実とか実態についてご質問いただいたほうがありがたいと思います。

○行澤　　わかりました。

### 適正な情報伝達行為

○森田　　審議会に関係しておられる方にお聞きしたいのですが、伝達というときに、例えばある特定の投資家にお伝えするという場合と、投資勧誘情報とか、アナリスト情報とか、そういう雑誌みたいなものを持っておられて、そこへ一般推奨みたいな感じでその情報を配布するという場合も、これは伝達になるのですか。

つまり私が言いたいのは、インサイダー情報とされている重要情報は、ディスクロージャーを促進させたいというところがあると思うのです。そのときに、発行体自体はまだ認めていないけれども、証券会社側としてはそうじゃないかと思って書いて、それを配布する。そのときに、間接証拠として引受けが何か動いていると思ったというようなことが許されるのかどうか知りませんが、極端に言うと、それである人だけを得させようとするわけではなくて、マーケットにはこういう情報が必要なのですよということで配布する。これもインサイダー情報になるのですか。

○森本　　もう少し具体的に敷衍させていただくと、自分が一生懸命調べたけれども、それが例えばインのところから出ている情報ないしはそこから出た何らかのものとなるかと……

○森田 だから、何らかのものを使ったということは本当はよくないのですけれども……

○森本 以心伝心をどうするかという、その限界ですね。

○森田 基本的にグレーなのですね、ある意味では。自分自身としては、多分これは公募増資が行われるのではないかと、いろいろIRなどから見てそう思ってきた。そこへ例えばブラックアウト期間が出たというのを足したら、これはそうだと思いますね。そこで、何か自分のアナリスト情報紙に記載するとか、一般推奨をすることも、それもひっきりな気がするけれども、そこまではしなくてもいいのではないかと私は思うのですが。

○平田 今、我々が議論している証券会社側の体制の見直しでは、ブラックアウト期間の存在で公募を知り情報提供した場合は、それは法人関係情報となるものでありアウトになるという方向で検討しています。

○森田 ブラックアウト情報を見れば……

○平田 ブラックアウト情報を見て、少なくとも公募増資であると確信をした人が故意にその情報を用いて対外的に情報を伝達した。それが特定の人であろうが、一般の人であろうが、そこに区別はありません。

○森本 今回のこととの関連で、ご報告でプレヒアリングをするとアウトがインになるとかおっしゃいましたが、プレヒアリングの解禁を求める意見もあるけれども、証券業協会としては消極的であるが、しかしライツ・オファリングについては考える余地があるというようなご発言があったと思いますが。

○平田 証券会社からプレヒアリングを解禁してほしいという強い意見はあまりありません。一般的な見方として、プレヒアリングができないから裏で情報提供があったのではないかとされているので、プレヒアリングを解禁すればそういうことがなくなるのではないかと、特に民主党の議員の先生方を中心に言われました。公募増資に関しましては、届出書提出前勧誘の禁止が大きな障害としてあります。日本ではアメリカのShelf registrationのような発行登録が非常に使いにくい、また、日本の機関投資家は非常に保守的で、情報を聞いてしまうと取引ができなくなるので、うちにはプレヒアリングに来てくれるなという機関投資家が圧倒的に大多数だという実態があるので、プレヒアリングは非常にしにくい状況です。

したがって、公募増資に関してプレヒアリングを行ってほしいというニーズはない一

方、証券会社のスタンスからすると、ライツ・オフリングに関しては、行使が進まないと全て証券会社が抱えなければいけなくなるので、大株主に対するプレヒアリングは行いたいというニーズは非常に強くあります。ただ、今のライツ・オフリングはものすごく期間が長いので、そういうところを解消した後にプレヒアリングができるとさらに便利だという、その程度の議論ではないかと思います。

○石田 非常に細かい話ですが、業府令という法人関係情報の管理体制に関してですが、引受部門から営業部門への発行証券の消化需要に関する調査分析とか、そういう情報、これは依頼してもよいという前提でお聞きしたのですが、それはそれでよろしいでしょうか。

○平田 基本的には、そういうことはあります。実際に大和証券では、シンジケートから営業部の部長に対してヒアリングすることは、正規な手続を踏んだため可能となっていたわけです。いつ、どういう情報をどういう形でその人に伝えたのか、伝えられた人は、当然インに登録します。ウォールを越えて内側に入れますので、その人は業務上正規な手続を踏んで情報提供する以外は一切しゃべっちゃいけないという手続になります。

○石田 ありがとうございます。適正な手続をお聞きしようと思っていたので。

○黒沼 森田先生が指摘された点について一言申し上げたいのですが、実際には法律ができて、その法律の解釈の問題になると思うのですが、審議会の報告書のきょうの資料の35ページでは、業務提携の交渉や投資者向け説明など、さまざまな場面で情報のやりとりが行われており、情報伝達・取引推奨行為全般を規制対象とすると問題があるから、「取引を行わせる目的」等の主観的要件を設けることは適当であると書いてあります。

ここは、私は初め、少し違和感があったのです。それはどこかということ、投資家向け説明のときに取引推奨をするのはいいけれども、未公表の重要事実をそこで伝達してしまうのは、IR活動ではなくて、それはやはり内部情報の伝達になるのではないか。それで私は、ここは業務提携の交渉で、つまり正当な職務上の行為として情報伝達をするとか、IRの活動として取引推奨を行うと、そういうふうを読むべきではないかと思いました。

例えばIR活動の中で未公表の重要事実に言及した。それはまだ法律上の概念としては公表されていないというときには、対象の相手方の人数がかなり多くても、やはりそれは取引を行わせる目的に含まれると考えるべきだろうと思っています。これは、正式

には条文ができてから、その条文の解釈の問題になるかとは思いますが。

- 岸田　大証の対応についてお伺いしたいのですが、ことしの7月に現物株が東証に統合されると伺っています。インサイダー取引は大体现物株が多いと思うのですが、それについての対応をもしお考えでしたら、教えていただきたいと思えます。
- 川本　大証としては、ことしの1月に東証との組織統合を行いまして、7月の時点で、現物株については東証に移管することになっておりますが、同時に、自主規制業務につきましても東証自主規制法人に一本化しようというふうに思っております、インサイダー取引等の調査については自主規制法人において行うということをご予定しております。
- 船津　今回の公募増資に関しての対応策としては、チャイニーズ・ウォールで抑えるというところ、営業行為を抑えるというところがあるかと思えます。お話を聞いたイメージだけなのですが、日証協さんとしては、どうもチャイニーズ・ウォールで抑えるというところに重点に置かれていて、営業行為については、やはり自由競争的な要素があるので、あまりそこについて厳しい規制を置かないというようなご方針のように聞こえたのですが、そういう認識は正しいでしょうか。
- 平田　基本的には、情報管理という意味では、営業であろうと、法人関係部門であろうと、そこは変わりありません。当然情報を持ったらしゃべるな、伝えるなということをご厳格化しようと思っております。ただ、今の機関投資家営業の通常のやりとりまで我々として規制するつもりはありません。あくまでも情報が伝わらないような仕組みをつくりなさい、情報を伝えられたら一切しゃべっちゃいけないですよ、それから、故意に情報をとりに行ってはいけません、そこをきちんと確立しなければいけないと思っております。
- 森本　細かなことで恐縮ですが、今回の報告書では、個人名の公表ということが出てきて、このようなことは少なくとも金商法レベルではまだなかったことですね。個人名の公表というのが日本においてどのような事実上の機能というかサンクションになるのか。そして、証券会社の社内においてそういう公表措置がなされた人たちがどのようなことになるのか。その感触をお教えいただけたら、ありがたいと思っております。
- 平田　まず、業府令、いわゆる業規制では、会社を処分するだけで、個人まで処分が

できないので、何らかの形で悪いことを行った人たちに反省を促す意味で、個人名の公表は必要ではないかということ、金融庁から説明を受けています。当然ながら、やってはいけないことを繰り返し行った者がわからないと、今後さらに繰り返されてしまう可能性があります。それは運用者側もそうですし、証券会社の営業サイドもそうだと思います。やはりそこは厳しく、この人が悪いことをやったのだという情報を流すことによって、ある程度抑止力が働き、なおかつ実際に行った者を罰する意味では、我々としてはしようがない、必要な行為であると思っています。

ただ、一方で、我々も証券界から永久追放する規則を持っています。その人が本当にそれに該当する者であるのかどうなのか。もしそうじゃないのだとすると、その人たちの再雇用などはどうやって保障されるのかという問題はあると思っています。だから、公表する者の行為の重さをどこで金融庁なり監視委員会は判断されるのかは、非常に注目すべきと思っています。

○森本 あと何か1つぐらい、ご質問ございますでしょうか。

○松尾 インサイダー取引の行為主体の特定方法についてお尋ねしたいのですけれども、新聞報道等で、会社の役員に当たる人が重要事実を知り、妻名義の口座で取引をしたというような報道を見る場合があります。この場合、本人が妻名義の口座で取引したというのと、妻に情報を伝達して妻が取引したというのと、妻に教唆して取引させたというのは、どういうふうに区別していらっしゃるのですか。実は、現在もかなりの部分、内部情報の伝達行為というのは事実上、内部者本人の取引として規制されているのかなという気がしたものですから、実際はどうされているのでしょうか。

○川本 取引所では、妻に言ったとか、言ってないとか、正直、そこまでは確認できません。ただ、上場会社から、従業員とか役職員の方の住所録を頂戴しますので、委託者の住所と同一住所で家族であるということは実は分かります。それらの者についてはタイミングのいい委託者であるということを監視委員会に報告する。それを受けて、具体的に犯則か、あるいは課徴金かというところは監視委員会のほうで動くことになると思います。

○松尾 その場合は、役員本人が違反行為者ということになるのですよね。

○川本 そうということです。

○平田 たしか味の素の事例がそれだと思います。まさに電話で注文を発注したことが認定できたから、本人の行為だと認定されています。

○森本　　少し時間が超過いたしました，熱心なご議論，ありがとうございました。本日は，東京からわざわざ平田さんにお越しいただきまして，また川本さんからも興味深い実態をお教えいただきました。ありがとうございました。お二人に心から御礼申し上げます。

それでは，本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

なお，次回の研究会ですが，いつものように2月は休みにさせていただきます，3月22日（金曜日），ここからは近藤先生が司会を務められますが，まず最初に，川口先生から相場操縦規制についてご報告いただく予定と聞いております。