



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

「日本証券業協会の自主規制」（４）－企業情報の管理に関する規制－

第１部「金商法上の法人関係情報の規制」

第２部「日本証券業協会における法人関係情報の管理等に関する自主規制について」

2025年4月25日（金）15:00～17:00

大阪取引所５階取締役会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

| | | |
|----|----|--------------------|
| 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 |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学全学共通教育センター教授 |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学名誉教授 |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授 |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授 |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学法学学術院教授 |
| 齊藤 | 真紀 | 京都大学公共政策連携研究部教授 |
| 白井 | 正和 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 高橋 | 陽一 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授 |
| 前田 | 雅弘 | 追手門学院大学法学部教授 |
| 松尾 | 健一 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 山下 | 徹哉 | 京都大学大学院法学研究科教授 |
| 行岡 | 睦彦 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |
| 若林 | 泰伸 | 早稲田大学法学学術院教授 |

「日本証券業協会の自主規制」（４）－企業情報の管理に関する規制－

第１部「金商法上の法人関係情報の規制」

同志社大学法学部教授

川 口 恭 弘

目 次

はじめに

I. 「法人関係情報」の定義

II. 「重要事実」（インサイダー取引規制）との比較

1. 包括条項

2. 軽微基準

3. 公表

4. 子会社情報

5. 決定事実

III. 重要情報（FDルール）との比較

1. 「重要情報」の定義

2. 「公表」

IV. 「法人関係情報」と「重要情報」と「重要事実」の関係
討論

○川口 それでは、時間になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「「日本証券業協会の自主規制」（４）－企業情報の管理に関する規制－」と題して、日証協の松本常務にお越しいただき、研究会を開催いたします。

今回も２部制になっておりまして、私の方から協会の自主規制の前提となる「法人関係情報」の定義につきまして若干の論点の整理をさせていただいた後、松本常務にご報告いただくということにします。

○川口 金商法は、法人関係情報に関する禁止行為を定めています。これらは、レジュメに記載のとおりですが、内容については、松本常務のご報告を参照いただきたいと思います（第２部レジュメ４頁）。

これらの規制を遵守するために、法人関係情報の適切な管理が必要ということになります。法人関係情報の管理につきまして、金商法上は次のような規定を置いています。

金商法 40 条は、「金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することがないように、その業務を行わなければならない。」としまして、２号で「業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講じていないと認められる状況、その他業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況にあること」と規定されています。

その内閣府令は、金商業等府令の 123 条 1 項 5 号でして、「その取り扱う法人関係情報に関する管理又は顧客の有価証券の売買その他の取引等に

関する管理について法人関係情報に係る不公正な取引を防止するために必要かつ適切な措置を講じていないと認められる状況」とあります。以上のことから、金融商品取引業者等は、法人関係情報を適切に管理する体制を講じる必要があるということになるわけです。

この規定は、1988年の証券取引所法の改正でインサイダー取引規制が導入された同じ時期に規定されました。証券会社に対して、インサイダー取引の未然防止のために、今申し上げたものと同趣旨の規定が定められました。ただ、このときは是正命令の対象になっていました。

1998年の改正で、規制は証券会社に関するルールである行為規制府令に委ねられることになりました。これが現行法に引き継がれており、条文も、当時からほとんど変わっていません。

本日のご報告では、情報の管理体制につきましては松本常務にお願いし、私は法人関係情報の意義について検討いたします。

I. 「法人関係情報」の定義

「法人関係情報」については、金商業等府令の1条4項14号につぎの定義があります。

「法163条第1項に規定する上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの並びに法第27条の2第1項に規定する公開買付け（……）、……の実施又は中止の決定（……）に係る公表されていない情報をいう。」

「上場会社等」についての定義は、レジュメ2ページに記載の通りです。

「上場会社等の運営、業務又は財産に関する」、そして「公表されていない」「重要な情報」であって、「顧客の投資判断に影響を及ぼす」と認められるもの、これが「法人関係情報」ということになります。

この定義について、インサイダー取引規制における「重要事実」とFDルールにおける「重要情

報」との比較を通して、法人関係情報の意義を考えてみます。

II. 「重要事実」（インサイダー取引規制）との比較

1. 包括条項

まず、インサイダー取引規制における包括条項との比較をしたいと思います。

金商法166条2項4号では、重要事実について包括条項を規定し、「前3号に掲げる事実を除き、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」と定めています。

ここにいう「上場会社等」は、先ほど法人関係情報のところで述べた「上場会社等」と同じものが規定されています。

この包括条項は、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、それが「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」ということになります。

そこでは、法人関係情報と違い、「公表されていない」という要件がないのですが、重要事実につきましては、公表されれば重要事実でなくなるわけですので、当然、公表されていないというものになるわけです。

レジュメでは、いまの点を表にして比較しています（レジュメ3頁）。「法人関係情報」は、重要な「情報」であって、顧客の投資判断に「影響を及ぼす」と認められるもの。これに対して「重要事実」は、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」ということになります。

両者には次のような違いがあります。

まず、「情報」と「事実」の違いです。つぎに、「影響を及ぼす」というのと「著しい影響を及ぼす」という違いです。

一般的に、「事実」と「情報」を比べますと、「情報」の方が広いと言われています。事実でない情報もあり得るということかと思います。「影

響」という点においては、「重要事実」の方は「著しい影響」ということなので、対象を絞っているということになります。

以上のことから、「法人関係情報」の中に「重要事実」が含まれると考えて良いと思います。逆に言いますと、「重要事実」以外のものも「法人関係情報」として捉える場面があるということになるかと思います。

2. 軽微基準

さらに、「重要事実」につきましては軽微基準が定められているものがあります。軽微基準に該当すれば、重要事実ではなくなる、すなわち、インサイダー取引規制が及ばない、ということになります。そこで、「重要事実」について軽微基準に該当するようなものは「法人関係情報」に含まれるのかという論点があり得ます。

軽微基準は、条文上、「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの」となっています。「法人関係情報」は「投資判断に影響を及ぼすと認められるもの」という規定になっています。軽微基準で外すというのは影響が軽微なものであるというのが理由ですが、影響が軽微であっても、影響を及ぼすことに違いはないとも言えそうです。

そうすると、条文の規定からは、軽微基準に該当する事実も「法人関係情報」に入ることなのかもしれません。他方で、影響を及ぼすと認められるものが「法人関係情報」なので、影響が軽微であれば、影響を及ぼすと認められないというふうにも解されると思います。後ほど、この点についてご議論をいただければと思います。

なお、日証協の法人関係情報管理規程の社内規程モデル別表の前注がありまして、「……顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められる可能性のある項目を抜粋したものです。当該項目に該当する事象であっても、軽微基準等により、個別具体的には、投資判断に影響を及ぼす可能性のない事象もあると考えられます」と書かれています。ここでは、軽微基準で「重要事実」から外れるものに

ついては、「法人関係情報」にも該当しないものもあるという立場のようです。

3. 公表

続きまして、「公表」につきましては、インサイダー取引規制では、金商令 30 条に定義があります。もっとも、法人関係情報について「公表」の定義がありません。そこで、「公表」の概念について、インサイダー取引規制の場合と同様に考えてよいのかという論点があります。松尾直彦氏によりますと、金融庁は同義と解しているという指摘があります（松尾直彦・金融商品取引法〔第7版〕516頁）。ただし、その根拠は明示されていませんでした。さらに、ご自身の見解として、「公知」となれば、「公表」があったと考えてよいという見解も述べられていました（松尾・前掲517頁）。

私も、結論として、そのように考えで良いと思うのですが、別の視点も考えられるでしょうか。すなわち、「公知」となれば、「顧客の投資判断に影響を及ぼすもの」と認められない情報になり、これは「公表」の話ではなく、「法人関係情報」の定義自体から外れるという考え方です。この辺もご意見をいただければと思います。

4. 子会社情報

インサイダー取引の「重要事実」には、上場会社等の子会社に関する重要事実が規定されていて、決定事実、発生事実、決算情報の変更、包括条項があります。

他方で、「法人関係情報」については、定義上、子会社情報は規定されていません。先ほど述べた定義しかないわけです。そうすると、法令上、子会社に関する情報は「法人関係情報」には含まれない、したがって、これに関する規制、例えば情報管理の法令上の要求というものは適用されないのではないかという疑問があります。

法人関係情報を規制する趣旨ですが、広義のインサイダー取引規制という位置付けが一般的かと

思います。そうであるとするならば、本来は、「法人関係情報」の定義において子会社情報（包括条項）を規定しておくべきであったのではないかと思うわけです。

日証協はどういうふうに考えているのかということですが、「法人関係情報管理規程（社内規程モデル）」の別表を見えますと、上場会社等の子会社に関する重要情報（決定事実、発生事実、決算情報、包括条項）を規定しています。そうすると、これは法定の「法人関係情報」より広い範囲を規制しているということになりそうです。

これをどう考えるのかですが、一つは、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」に含めてしまっているという解釈の仕方です。ただ、重要事実では、子会社の重要事実は、別に規定しているということから考えると、やや無理があるような気がしています。そうであるとするならば、「法人関係情報」には入らないが、子会社の情報についても、同様の規制は適用していくという、そのようなスタンスではなかいとも考えられます。この点も、みなさんのご意見を頂戴できればと思います。

話が前後しますが、法人関係情報については、日証協の「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」によりますと、2条の1号で「金融商品取引業等に関する内閣府令1条4項14号に規定する法人関係情報をいう。」と書いていまして、これは法令上のものということになります。

なお、協会のルールでは「高蓋然性情報」というものも入ってまして、2号で「現時点では法人関係情報ではないが、将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報をいう。」とありまして、これも含めて規制の対象にしているということです。

5. 決定事実

日証協の社内規程モデルを見ますと、「決定事実」を重要事実として列挙しています。この中身

は、重要事実で列挙されている決定事実に加えて、もっと広いものを規定しているわけです。

「決定事実」につきましては、金商法上、「業務執行を決定する機関」が決定するという定義になっているのですが（金商法166条2項1号）、「法人関係情報」については、特に決定機関についての定めは置いていません。「決定事実」という項目があるだけです。このときに、その決定機関はインサイダー取引規制のものと同じと考えてよいのかというのが、論点としてあり得ると思います。

III. 重要情報（FDルール）との比較

最後に、FDルールの「重要情報」との比較を行います。FDルールについては本研究会で石田教授による報告のもと検討がなされています（日本取引所金融商品取引法研究14号「フェア・ディスクロージャー規制（1）（2）」（2019年10月））。

その目的は、タスクフォースの報告書によりますと（金融審議会WG「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告」（TF報告）（2016年12月7日）、「投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、全ての投資家が安心して取引ができるようにする」とのことです。あるいはFDルールガイドラインで、FDルールは「投資家に対する公平な情報開示を確保するために導入されたものです。また、本ルールの導入により、発行者側の発行開示ルールが整備・明確化されることで、発行者による早期の情報開示、ひいては投資家との対話が促進されるといった積極的意義があるとされています」とあります。このようなものが一般的な解説ですけれども、「インサイダー取引を未然に予防するという視点が規定の内容から取り込まれている」といった指摘が飯田教授からなされています（飯田秀総・金融商品取引法125頁）。ということで、比較する価値はあると思い、これを取り上げています。

1. 「重要情報」の定義

そこで、FD ルールの「重要情報」の定義です。金商法 27 条の 36 第 1 項は、「……当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と規定しています。すなわち、上場会社等の「運営、業務又は財産に関する」「公表されていない」「重要な情報」で、それが「投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」となります。

「法人関係情報」と「重要情報」を比較すると、レジュメ記載の表のようになります（レジュメ 5 頁）。これを見ますと、両方とも重要な「情報」であって、投資判断に影響を及ぼすというのは一緒なのですが、「重要情報」の方は「重要な」影響を及ぼすとなっていますので、「重要情報」の方が狭く、「法人関係情報」の方が広いと、まずは言えるのではないかと思います。

この点、FD ルールのガイドライン制定の際の金融庁のコメントのなかで、「FD ルールにおける重要情報と、法人関係情報の関係については」というものがあるのですが、そこでは、「上場会社等や金融商品取引業者等によって管理する情報の範囲が異なり得ることなどから、一概に申し上げることは困難ですが」と前置きをしたうえで、「金融商品取引業者等の現行の実務においては、金融商品取引業者等の管理する法人関係情報の範囲に、FD ルールにおける重要情報が含まれる例が多いものと考えられます」としています。

2. 「公表」

続いて、「公表」の概念です。FD ルールにおける「公表」については、重要情報公表府令 10 条に列挙されていまして（レジュメ 6 頁）、インサイダー取引規制における「公表」よりも広いものが規定されています。

これによれば、上場会社が法人関係情報に該当する情報を自社のウェブサイトに掲載した場合、FD ルールでは公表されたことになります。他方で、

先に述べたように、法人関係情報において公表の定義がないのですが、上記の場合、公表されたものとなり、法人関係情報でなくなるのでしょうか。

これについて、あまり書いたものがなかったのですが、黒沼先生などのフェア・ディスクロージャー・ルールブックによりますと、法人関係情報の定義上の「公表」と FD ルール上の「公表」とは同じ、つまり「ウェブ公表」は含まれると解してよいのではないかといった記述がありました。理由として、「公表されていない重要な情報」という同じ文言が使われているというのと、FD ルールの「公表」がインサイダー取引の「公表」よりも広くて、それが合理的であるというのが根拠とされています（黒沼悦郎＝吉川純「フェア・ディスクロージャー・ルールブック」194 頁）。

法人関係情報に関する「公知」が「公表」に含まれるのかというのは、先ほど取り上げたところであります。「公知」という場合、それには、どのようなものが含まれるのか。「新聞などで報道された」というのがよく言われるわけです。もし、新聞報道などが含まれるならば、「ウェブ公表」は、会社が自社のホームページで公開するのですから、新聞報道より正確なわけですし、当然これは含まれてよいということになるのではないかと思います。「公知」が「公表」に含まれるのであれば、「ウェブ公表」も当然「公表」に含まれてよいというふうに考えられます。

IV. 「法人関係情報」と「重要情報」と「重要事実」の関係

最後に、「法人関係情報」と「重要情報」と「重要事実」の 3 つの関係はどうなるのでしょうか。前述のタスクフォースの報告では、「具体的な情報の範囲としては、インサイダー取引規制の対象とする情報の範囲をベースとすることが考えられる」、「したがって、本ルールの対象となる情報の範囲については、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行会社又は金融商品に

関係する未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含めることが考えられる」としています。

これらと先ほどの「重要情報」と「重要事実」などの比較をトータルで考えますと、一番広いの

が「法人関係情報」、次に絞っているのが「重要情報」で、一番狭いのが「重要事実」というふうになると思います。

以上で私の報告を終わります。

それでは、松本様のご報告をよろしくお願い申し上げます。

第2部

「日本証券業協会における法人関係情報の管理等に関する自主規制について」

日本証券業協会 常務執行役 自主規制本部長
松 本 昌 男 氏

目 次

- | | |
|---|---|
| <p>I. 金融商品取引法における法人関係情報に関する規制</p> <p>1. 法人関係情報の管理に係る規制</p> <p>2. 法人関係情報に関する禁止行為</p> <p>3. 国内金融機関における顧客情報管理の概要</p> <p>II. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」の制定</p> <p>1. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」制定前の推移</p> <p>2. 「野村証券元従業員インサイダー取引」の事案</p> <p>3. 法人関係情報に係る不公正取引の未然防止態勢を不十分とした行政処分</p> <p>4. 内部者取引防止に関する内部管理態勢等のあり方に関する論点整理</p> <p>5. 「内部者取引防止に関する内部管理態</p> | <p>勢等のあり方に関する論点整理」に基づく対応について</p> <p>6. 協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則</p> <p>III. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」の改正</p> <p>1. 「公募増資に関連したインサイダー取引」の事案</p> <p>2. 「公募増資に関連したインサイダー取引」の事案概要</p> <p>3. 公募増資案件に係る法人関係情報に関する管理不備に係る行政処分</p> <p>4. 法人関係情報の管理態勢に関する点検における課題及び取組みについてのまとめ（12社公表ベース）</p> <p>5. 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</p> |
|---|---|

6. 法人関係情報の管理態勢に係る対応要綱
7. 法人関係情報管理規則の改正及び規則の考え方の制定について
8. 銀証ファイアーウォール規制の見直し
9. 銀証ファイアーウォール規制の見直しに伴う金商業者等向け監督指針の改正

IV. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」の考え方

1. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」に関する考え方

討論

○松本 日本証券業協会の松本でございます。これまで本研究会におきまして3回にわたり報告をさせていただきましたが、今回の法人関係情報に関する報告が最後となります。これまで同様、よろしくお願いいたします。

本日の報告内容ですが、1頁の目次に書いてあります4点と、もし時間がありましたら、参考のアナリスト・レポートに関する規制についても触れさせていただきたいと思っています。

I. 金融商品取引法における法人関係情報に関する規制

1. 法人関係情報の管理に係る規制

3頁は、法人関係情報の定義や管理に係る金商業等府令の条文ですが、川口先生のご報告にありましたので、飛ばさせていただきます。

2. 法人関係情報に関する禁止行為

こちら川口先生に触れていただきましたが、法人関係情報に関する禁止行為として金商業等府令117条第1項14号～16号において、1つ目に、法人関係情報を提供して勧誘する行為、2つ目に、法人関係情報の公表前に顧客に利益を得させ又は損失を回避させる目的をもって勧める行為、3つ目に、いわゆるプレ・ヒアリングにおいては一定の措置を講じることにより法人関係情報を提供できますが、そういった措置を講じないで法人関係情報を提供する行為、4つ目に、法人関係情報に基づく自己の取引が規定されています。

3. 国内金融機関における顧客情報管理の概要

5頁は金融庁の市場制度WGの資料(2021年5月25日)から引用したものです。資料中段の右の証券会社の図を使いまして、証券会社における法人関係情報の管理の実態を少し紹介したいと思います。

証券会社におきましては、企業の資本政策やM&Aなどを手掛けて法人関係情報に係る案件を取り扱う投資銀行部門などをプライベート部門あるいは会社によってはイン部署と位置付けまして、それ以外の部門であるパブリック部門あるいはアウト部署との間にファイアーウォールを設けています。

このファイアーウォールは厳格に設定されており、例えば物理的な障壁としては、フロアを分けることや、パブリック部門の方の社員証のカードではプライベート部門の部室に入室できないなどの措置が取られています。

また、プライベート部門からパブリック部門への法人関係情報の共有は原則として禁止されていますが、業務上必要な場合には、最小限の範囲でパブリック部門への共有が行われ、共有された者は情報共有者として登録されます。証券会社では、この登録を「イン登録」などと呼んでいます。

こうしたイン登録を行うに当たっては、多くの会社がコンプライアンス部門の事前の承認を必要としているのが実態です。

II. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」の制定

1. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」制定前の推移

日証協においては、1987年6月に「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を改正し、発行会社の役員等による不公正な内部者取引の防止に努める旨、また顧客管理態勢の一環として、内部者取引防止のための社内規則を制定する旨を規定しました。

これは、1987年5月頃に当時の大蔵省証券局からなされた、証券取引の国際化進展に伴う内部者取引に係る管理態勢の充実強化の要請を踏まえたものです。

その後、1987年9月、債券の先物取引に失敗して多額の損失が発生したタテホ化学工業について、取引銀行であった阪神相互銀行がその公表前にタテホ株を売却して損失を防ぐという事案が発生しました。これを踏まえて、大蔵省の証券取引審議会において検討が行われ、1988年2月に「内部者取引の規制の在り方について」が取りまとめられました。

この報告書においては、内部者取引の規制の在り方全般について見直しを行うこととし、法令や行政における手当てに加え、自主規制における手当てとして、情報管理に係る自主規制の徹底を図るとともに、情報の障壁、いわゆるチャイニーズ・ウォールを整備するなど、その充実を図る必要がある旨が提言されました。

この提言及びインサイダー取引に係る法規制の整備を受け、1988年6月、日証協の投資勧誘規則の中で、内部者取引管理態勢について独立した条を設け、社内規則の制定等、内部者取引に係る管理体制の整備に努めるという旨を規定しました。

また、1988年7月には、「内部者取引管理規則（社内規則モデル）」を策定し、その中で法人関係情報を取得した際の報告義務や書類の管理、また伝達の禁止などチャイニーズ・ウォール体制を確立するための規定を定めることとしました。

2. 「野村証券元従業員インサイダー取引」の事

案

上述のとおり、日証協においては、従前、内部者取引の防止については、独立した規則ではなく、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」において規制していましたが、その後、独立した「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」（以後、「法人関係情報管理規則」という）において規制することになります。そのきっかけになったのが、「野村証券元従業員インサイダー取引」事案です。

本事案は、野村証券の元従業員が在籍中に得たM&A 関連の非公開情報を友人に漏洩し、一部銘柄について、その友人と共謀して重要事実の公表前に株式を取得して、公表後にこれを売却し、不正な利益を得たということで、2008年6月に起訴された事案です。

この事案を受け、野村証券においては特別調査委員会を設置し、その報告書を公表しています。報告書によりますと、野村証券自身にインサイダー取引規制に抵触するという事実はなく、また、日証協の自主ルールで定める体制整備を怠っていることもないということでした。

一方、当時英国 FSA が示していた良好なプラクティスを参考にして評価を行った結果、幾つか反省すべき点があると指摘しています。具体的には、コードネーム使用の不徹底、アウトルック・スケジュール機能やホワイトボードへの記載方法の不統一、打ち合わせや電話での会話、また書類をプリントアウトする際の不注意などがあいつた場合、悪意のある者が担当外の案件情報を入手し得ると指摘しています。

また、同部における情報システムの実態やレイアウトについては、「個人フォルダ」にアクセス制限がついていないことや、課と課の間が背の低いロッカーで区切られているのみであること、プリンターが2つの課で共有されていることなどの指摘を行っています。

3. 法人関係情報に係る不公正取引の未然防止態

勢を不十分とした行政処分

こちらは省略させていただきます。

4. 内部者取引防止に関する内部管理態勢等のあり方に関する論点整理

本協会におきましては、上述の野村証券の事案を受け、内部管理態勢の強化を図ることを目的として専門のWGを設置し、その結果を論点整理として取りまとめました。

これまで法人関係情報の管理については、投資勧誘規則に基づいて社内規則の制定や社内体制の整備を行うとしていました。しかし、社内規則において具体的にどのような事項を規定するかということはこれまで規定していませんでしたので、この論点整理においては、社内規則において規定すべき事項を具体的に定めることで、各社が同じレベルで態勢整備を行う必要があるとしています。

そして、10頁記載のイからトの事項を含む法人関係情報に係る社内規則の制定及び管理態勢の整備について、自主規制規則として明文化することとされました。

5. 「内部者取引防止に関する内部管理態勢等のあり方に関する論点整理」に基づく対応について

この論点整理を取りまとめた後、日証協において検討を継続し、2008年6月、『「内部者取引防止に関する内部管理態勢等のあり方に関する論点整理」に基づく対応について』（2008年6月17日）において、「法人関係情報の管理に関する自主規制規則の制定」に係る具体的な対応方針を取りまとめました。その中で、自主規制規則の制定については、社内規則の作成義務や社内規則の必要的記載事項などを盛り込んだ新たな規則を策定すること、法人関係情報の明確化を行うことが示され、これに基づき、2010年4月に法人関係情報管理規則を制定するとともに、社内規則モデルも作成しました。

6. 協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則

12頁に法人関係情報規則の制定時の条文を記載しています。

第1条は飛ばしまして、第2条の定義規定において、法人関係情報について金商業等府令と同様の規定を置くとともに、法人関係情報を管理する部門を「管理部門」と、また投資銀行部門などの業務上、法人関係情報を取得する可能性の高い部門を「法人関係部門」と定義しています。

第3条においては、各社において法人関係情報を適切に管理するためには、その管理の要となつて行動する部署が必要ということで、法人関係情報について管理部門を定めなければならないとしています。

証券会社では、法人関係情報の有無などをもとにしてインサイダー取引等が行われていないか売買審査を行っていますので、その売買審査を行う部署を管理部門としている証券会社が多いようです。

第4条の社内規則の制定では、論点整理で盛り込むべきとされた事項について社内規則を定めるとしています。

第5条では、法人関係情報を管理部門において一元的に管理するためには、取得した法人関係情報がきちんと管理部門に報告される必要があることから、管理部門への報告など、法人関係情報を取得した際の手続を定めるとしています。

第6条では、先ほどの野村証券の調査委員会の報告書でも指摘がありました、情報管理に対する社内体制について規定しています。具体的には、第1項では、法人関係部門の他の部門からの物理的な隔離について、第2項では、法人関係情報が記載された書類の管理について、第3項では、電子的に記録されている法人関係情報の管理について、それぞれ適切な措置を講じるよう求めています。

第7条では、社内規則を策定した後、きちんとそれに則った態勢が取られ、運営がなされている

かについて定期的な検査を行うことを定めています。

Ⅲ．「協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則」の改正

1．「公募増資に関連したインサイダー取引」の事案

日証協においては、2010年に法人関係情報規則を制定して以来現在に至るまで、規則改正について主に2回検討を行っています。そのうち1回目の検討は、2012年に発覚した公募増資インサイダー事件を契機とするものです。

2008年にリーマンショックがあり、その後株価が低迷する中、2010年ぐらいいにかけて大型の公募増資が立て続けに行われ、その際、公募増資によるダイリューションが起き、公募価格がディスカウント価格で決定されることが続き、それに目をつけて空売りによるインサイダー取引が行われているのではないかといううわさや報道がなされていました。こうした中、証券取引等監視委員会による調査が行われ、15項に記載したように、2012年3月から6月にかけて、5件の事案について課徴金納付命令の勧告が行われました。

2．「公募増資に関連したインサイダー取引」の事案概要

これらの事案の概要を簡単に紹介します。

事案①は、国際石油開発帝石株式の事案です。本事案では、証券会社の営業員が、法人関係情報の提供は禁止されているが、一つ一つの情報としては必ずしも法人関係情報に当たらない断片的な情報であれば問題ないと考え、いわゆる早耳情報を求める機関投資家に法人関係情報の一部を伝達したとされる事案です。

事案②は飛ばしまして、事案③のみずほフィナンシャルグループ株式の事案では、当該銘柄の公募増資の伝達を受けていた営業員が、顧客に対して「青い銀行」というような誰もが推知できるような表現で顧客に情報を伝達したと言われている

す。

なお、この事案では、営業員による顧客への接待が1年弱で39回もあり、通常の営業員と顧客との関係性を超えた過度な関係が違法な情報伝達の背景になったとも考えられています。

事案④の東京電力株式の事案については、当社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いたことから、何らかの資金調達があることが広く予想されており、いつ、どのような形で資金調達がなされるか市場のうわさとなっていました。そういった中、証券会社の営業員は、東京電力が自社のアナリストカバレッジリストから外されることを注視していました。これは、当時、主幹事となった証券会社は、公募増資が近づくとその銘柄をアナリスト・レポートのカバレッジリストから外しており、そのようなことから資金調達が近いことが推測できるからでした。

また、通常、公募増資のローンチ直後には営業部門の職員に対して販売手法についてレクチャーを行うことから、その日、営業員は休めないことになっていたところ、営業員が休めない時期があるか上司に聞いて、公募増資の時期を推測していたということもありました。こういったことから、その営業員は公募増資の時期について実際に聞いたわけではありませんが、周辺情報から公募増資があることを知り、顧客にその情報を伝達したというケースです。

事案⑤は、日本板硝子株式の事案で、事案②と同じ公募増資案件ですが、別の証券会社における事案となります。

当該証券会社においては、公募増資のマーケット環境や消化見込みを引受部門から営業部門の部長にヒアリングをしていました。その際、営業部門の部長はイン登録される必要がありますが、それは手続に従い行われていました。しかし、この部長がファイナンスの状況について他の営業員に聞こえるように引受部門と電話で会話をしていたため、周りの営業員が公募増資の存在に気づく状況であったと言われています。また、そのような

電話での会話を聞いた営業員の一人が、明日の午後に重要なミーティングがあるから休まないようにという指示を受けたことで、それがローンチ日のレクチャーであると確信して、この情報を基に顧客に公募増資の情報を伝達したという事案です。

なお、この事案では、顧客からの情報提供のプレッシャーが大きく、そのようなプレッシャーに屈して法人関係情報を提供したという背景があると言われています。

3. 公募増資案件に係る法人関係情報に関する管理不備に係る行政処分

19 頁では、2012 年 8 月の金融庁による野村證券に対する業務改善命令の理由となった事実を抜粋しています。

イ. チャイニーズ・ウォールを越えた情報の伝達においては、機関投資家営業部署の職員は、銘柄名を聞かなければ銘柄が推知できて問題ないなどの安易な考えから、恒常的に公募増資案件に係る法人関係情報又は銘柄名を推知できる情報を積極的に取得し、営業に活用することが常態化していたと指摘しています。

また、ウ. セールス側から社内アナリストへの積極的な情報取得においては、ヘッジファンドを担当する職員は、社内アナリストが知り得る公募事実に係る情報を聞き出そうと執拗に接触を行い、公募増資案件に係る法人関係情報の積極的な取得を行っていたと指摘しています。

エ. 機関投資家営業部署内での情報共有においては、機関投資家営業部署内において職員が取得した公募増資に係る法人関係情報について、銘柄名を言う場合には、「うわさだが」などの付言をすれば問題ないとして、法人関係情報の共有が行われていたと指摘しています。

4. 法人関係情報の管理態勢に関する点検における課題及び取組みについてのまとめ（12 社公表ベース）

こうした公募増資インサイダー事件が発覚した

ことを受け、金融庁においては、2012 年 7 月、直近 3 年間で 100 億円以上の公募増資の主幹事を行った 12 社に対して、公募増資に関する部門の管理状況やチャイニーズ・ウォールの状況等について自主点検を行うこと、また、その結果を金融庁に報告するよう命令を発出しました。

各社の点検内容については、ホームページで概要が公表されており、その内容を取りまとめたものが 20 頁です。

それぞれ課題と取組みが示されており、まず、課題 1. 法人関係情報の取扱いの厳格化については、今回の事案を受けた取組み例として、法人関係情報に加え、法人関係情報を示唆する情報も管理の対象とすることや、法人関係情報の伝達を受けることができる者の範囲を絞るということが挙げられています。

課題 2. 営業部門と法人関係部門との関係見直しについては、従来は法人関係部門からそれ以外の部門に法人関係情報が流出しないようにという観点で管理していましたが、今回の事件では、営業部門が法人関係部門に対して情報を積極的に取りにいったことを踏まえ、取組み例として、営業部門からの法人関係情報に絡んだ問い合わせを原則として禁止すること、営業部門が法人関係情報を不正に追及・詮索することを規制することが挙げられています。

また、課題 3. 営業部門における内部管理態勢の強化としては、本来であれば伝達が禁止されている法人関係情報が営業部門に万一漏れてしまった場合でも、最終的には証券会社の中で情報をとどめ置く必要があることから、営業部門においても管理態勢を強化することが取組みとして挙げられています。

また、今回の事件では、顧客である機関投資家からのプレッシャーに屈した形で情報伝達が行われたケースもありますので、課題 4 として営業部門と顧客との関係見直しが挙げられ、取組み例として、顧客から不当に法人関係情報の提供を求められた場合の取扱いをルール化することや、そう

した投資家とは取引を停止することも挙げられています。

課題5．調査部門、アナリストに対する規制の見直しについては、アナリストへの接触を営業部門が行うことを規制することや、公募増資の直前にアナリスト・レポートの公表を止めること（ブラックアウト）により法人関係情報の存在が事前に知れてしまうことへの取組みとして、会社としては法人関係情報を保有していても、アナリストが保有していなければ、その銘柄のアナリスト・レポートの発行を可能とすることが挙げられています。

5．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

金融庁による前述の12社に対する自主点検要請の後、日証協、東京証券取引所及び大阪証券取引所の連名で、12社以外の証券会社に対しても法人関係情報の管理態勢に係る自主点検を要請しました。その結果を踏まえ、対応方針を取りまとめ、21頁に記載の6つの事項について対応が必要とされました。

6．法人関係情報の管理態勢に係る対応要綱

日証協においては、前述の対応方針の公表後、検討を行い、2012年12月、対応に係る基本的な方針を盛り込んだ「法人関係情報の管理態勢に係る対応要綱」を公表しました。

自主点検において課題とされた内容については、法人関係情報管理規則の規定におおむね含まれていることから、課題に対する対応としては、この規則をより適切に運用することができるよう管理態勢の整備を促すことが肝要であるとし、法人関係情報の管理に関し留意すべき事項や社内規則において定めるべき事項について具体的な例を示す「規則の考え方」を策定することが適当であるとされました。

これを踏まえ、2013年4月に法人関係情報管理規則を一部改正するとともに、「『協会員におけ

る法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則』の考え方」を制定しました。

7．法人関係情報管理規則の改正及び規則の考え方の制定について

23頁がその際の規則改正の内容であり、第8条を新設し、規則の運用等に関する事項について「規則の考え方」において定めると規定しています。

また、第7条について、従前は、法人関係情報の管理に関し定期的な検査を行うと規定していましたが、この定期的な検査が第三線における検査部門の検査のみを指すと読むことができ、それでは範囲が狭いということで、法人関係情報を管理する部門における日常的なモニタリングも含める意味で改正を行いました。

なお、「規則の考え方」の内容につきましては、この後説明をさせていただきます。

8．銀証ファイアーウォール規制の見直し

「規則の考え方」については、直近で2022年6月に改正を行っておりますので、その経緯について説明します。

金融庁の市場制度ワーキング・グループでは2020年から銀証ファイアーウォール規制について検討を開始し、2021年6月に報告書を取りまとめました。この報告書においては、銀証間の情報授受に関する規制について大胆な見直しを行うことが適当であるとし、上場企業等の顧客情報をグループ内の銀行と証券会社において共有する場合には、顧客の事前同意を不要とすることを提言しました。

また併せて、この規制緩和に伴い、顧客情報管理の実効性を確保する観点から、欧米の規制や実務を踏まえながら、チャイニーズ・ウォールの構築、その具体的な方法、ウォールクロスを行う際の態勢の在り方、また、「Need To Know原則」に基づく情報管理について監督指針に示していくことが適当であるとされました。

9. 銀証ファイアーウォール規制の見直しに伴う 金商業者等向け監督指針の改正（2022 年 6 月 22 日施行）

その後、市場制度 WG の報告を踏まえた金商業等府令の改正が行われ、上場会社等の非公開情報の銀証間における情報授受については、個別にオプトアウトの機会を提供することが不要とされました。

金商業等府令の改正に伴い監督指針の改正も行われ、例えば、金融グループに対するモニタリングについての規定を置く、顧客の取扱基準やアクセスの制限について「Need To Know 原則」に基づくことを明記するという改正がなされました。また、プライベート部門とパブリック部門とのチャイニーズ・ウォールに関し、インサイダー取引等の不公正な取引を防止するための措置を講じているかとしたうえで、「組織上の障壁」として、部門やレポーティングラインを分離すること、役職員の兼職制限の措置を講じること、「物理上の障壁」として、法人関係情報を管理する部署への出入制限や文書管理等の措置を講じること、「システム上の障壁」として、アクセス権限の管理等の措置を講じることなどが追加されました。

さらに、金商業者が海外に拠点を有している場合や国際的な金融グループに属している場合の留意点も追加されました。

日証協においては、これらの内閣府令及び監督指針の改正を踏まえた対応について検討を行い、その結果、規則を改正しなければ対応できない事項はないことから、「規則の考え方」の改正により対応することとし、2022 年 6 月に「規則の考え方」を改正しました。

IV. 「協会員における法人関係情報の管理態勢の 整備に関する規則」の考え方

31 頁から「規則の考え方」を記載しています。また、「規則の考え方」に加え、社内規程モデルの関連条文についても記載している箇所がありま

すので、併せてご確認をいただければと思います。

まず、31 頁の「自主規制規則の考え方」の最初のポツにあるとおり、この「規則の考え方」は、法人関係情報管理規則の運用に当たっての留意事項や具体例を示すものとなっています。

下線部は 2022 年 6 月に改正した箇所、監督指針の改正を踏まえ、グループ内の各社との連携等について規定しています。

規則上の「法人関係情報」の定義は金商業等府令を引用していますが、具体的にどのような情報が「法人関係情報」に該当するかについては、日証協が作成した社内規程モデルの「法人関係情報管理規程」の別表において示しています。

別表は、別紙資料の「法人関係情報規程」の 7 頁以降に記載がありますが、こちらで法人関係情報に該当すると考えられる項目を列挙しています。別表冒頭の 3 つ目の※にありますとおり、これらの項目は基本的に、金商法第 166 条の重要事実や取引所が定める適時開示項目から抜粋して作成しています。

各項目の説明は省略しますが、上場会社本体に係る法人関係情報としては、7 頁から 8 頁にかけて「決定事実」の 34 項目、また「発生事実」としては 8 頁から 9 頁にかけて 22 項目、さらに「決算情報」として、10 頁に 2 項目を掲げています。また、11 頁以降では、上場会社に加えて、上場会社の子会社に関する項目についても記載しています。

先ほどの川口先生からのご報告にありましたとおり、法人関係情報の定義は、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」とされているところ、子会社の情報をどう解釈するかについて、日証協としては、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」の中に子会社の情報も含まれるとの解釈のもと別表を作成しており、子会社の情報も法人関係情報そのものとして示しています。

法人関係情報の範囲は今申し上げたとおりですが、先ほど紹介した公募増資のインサイダー事案を勘案しますと、規則の目的である不公正取引の

防止のためには、法人関係情報のみの管理では必ずしも十分ではないと考えられます。そこで、32 頁の「自主規制規則の考え方」において、3 つ目のポツにあるとおり、現時点では法人関係情報ではないが、将来法人関係情報になる蓋然性が高いと考えられる情報（高蓋然性情報）についても情報管理の対象とすることが考えられるとしています。そのうえで、高蓋然性情報の例として、「具体的方法の決定には至っていないが、一定の時期や規模が想定される資本調達ニーズに関する情報等」を挙げています。

なお、高蓋然性情報は法人関係情報に当たらないと位置付けていますので、法人関係情報の管理に関する「規則の考え方」において、法人関係情報に当たらない情報を取り上げることは、体系的におかしいというご指摘もあろうかと思います。しかし、公募増資インサイダー事件のような株式市場の信頼性を大きく損ねるような事件が二度と発生することがないように、各社が管理すべき情報を網羅する必要があることから、「規則の考え方」において、高蓋然性情報についても留意事項を示しています。

また、それ自体は法人関係情報に該当しないものの、他の情報とあいまって法人関係情報となり得る情報を「示唆情報等」と定義しており、これについては原則として伝達を制限するとしています。

そして、示唆情報等を 2 つに分けており、「法人関係情報を取得していることを示唆する情報（示唆情報）」と「ノンネームでの増資情報等の情報」を挙げています。「示唆情報」としては、アナリスト・レポートの公表が制限されているという情報や、ブロック取引の事前確認に対して取引が不可とされたという情報を例示しています。これらの情報は、それ自体は法人関係情報に該当するものではないと思いますが、自社において増資等の案件が進行中の場合にこのような措置が取られることから、このような情報を伝達することにより、自社が法人関係情報を有していること

が推知されてしまうことになります。

また、「ノンネームでの増資等の情報」としては、銘柄名は伝達しなくても、業種、増資の時期、増資の規模等を伝達することにより、法人関係情報を推知し得る情報が該当します。

なお、32 頁の※にありますとおり、「規則の考え方」において「高蓋然性情報」と「示唆情報等」をあわせて「関連情報」と呼んでいます。

従前、法人関係情報については、法人関係部門から情報が出ていかにするため、又は漏れないようにするため、法人関係部門における管理を中心に態勢整備を求めています。しかし、公募増資インサイダー事件を経て、法人関係部門以外の部門においても態勢整備の必要性が認識され、33 頁のイの営業部門、ロのトレーディング部門、ハの調査部門においても、法人関係情報について業務に応じた必要な取扱いを定めることが考えられると規定しています。

第 3 条は飛ばしまして、第 4 条に移ります。規第 4 条 1 号の法人関係情報を取得した際の手続に関する事項の考え方において、具体的に社内規則で定める事項として、法人関係情報の取得者が報告する事項、報告すべき相手、報告する方法、報告を受けた場合の行動を例示しています。

また、社内規程モデルにおいては、法人関係情報を取得した場合の報告手続について規定しています。

第 2 号では、法人関係情報を取得した者等における情報管理手続に関する事項について社内規則を定めるとしています。これに対する考え方として、「Need To Know 原則」を踏まえて社内規則を定めるとしています。

「Need To Know 原則」は、もともと欧米の金融機関において取られている原則であるため、欧米の金融機関でどのように運用されているかという点が参考になると考えられますので、アメリカ SEC のスタッフレポートにおける「Need To Know 原則」の内容を紹介しています（35 頁）。

3 号の管理部門の明確化及びその情報管理手続

に関する事項については、管理部門の明確化とは、協会員において法人関係情報の管理を誰が責任を持っているかを周知徹底することを指すということ。「規則の考え方」で示しています。

4号の法人関係情報の伝達手続に関する事項に基づく社内規程モデルでは、第1項で、法人関係情報と示唆情報等について伝達禁止である旨、第2項で、例外として伝達認められる場合、第3項で、その場合の留意事項を規定しています。

5号の法人関係情報の消滅又は抹消手続に関する事項においては、法人関係情報等の消滅・抹消について、どのような状況になれば管理する必要がなくなるかという観点で考え方を示しています。

法人関係情報については、発行体が法人関係情報に係る事案を公表した場合や中止の決定の連絡を受けた場合、また高蓋然性情報については、相当期間経過しても具体的な進展が見られず、かつ投資判断に影響を及ぼすような情報として認められない場合には情報を抹消するとしています。

また、法人関係情報等として管理している情報については、それが公表されていないか又は中止されていないか、定期的に確認する必要があるとしています。

6号の禁止行為に関する事項については、規則の考え方において、イの法人関係情報に加えて、ロの示唆情報等や高蓋然性情報といった関連情報についても伝達禁止である旨、ハにおいて、法人関係情報について管理部門等に不正な情報追求や詮索を行ってはならない旨、ニにおいて、アナリストに対しても詮索等を行ってはならない旨を規定しています。

7号のその他協会員が必要と認める事項については、アナリストに対する営業部門からの照会及びその回答の際の手続きを社内規則に定めることや、公募増資インサイダー事件において取引継続等の力関係を背景に機関投資家からの不当な情報提供要求に応えてしまったというケースがあることを踏まえ、社内規程モデルにおいて、そのような要求に応えてはならない旨、また、そのような

要求があったことの報告について規定しています。

次に、第6条第1項に対する考え方においては、チャイニーズ・ウォールの設定として、「組織上の障壁」「物理上の障壁」「システム上の障壁」の対応例を示しています。また、法人関係情報に加えて関連情報についても管理を行うことを規定しています。これを踏まえた社内規程モデルにおいては、組織上、物理上、システム上の障壁について、先ほど紹介した監督指針の内容に基づき具体例を示しています。

第7条の管理態勢の充実については、「定期的な検査等のモニタリング」において、イは第3線が行う検査部門、ロは法人関係部門又は管理部門が自ら行う定期的又は随時の自己点検、ハは法人関係部門又は管理部門が行う日常的なモニタリングの必要性について規定しています。

法人関係情報規則の考え方については以上です。

ちょうど時間となりましたので、一旦説明は終わらせていただき、次の頁から参考として記載しています「アナリスト・レポートに関する規制」につきましては、もしご質問があれば、若しくはご要望がありましたら、説明させていただきたいと思います。

私からは以上でございます。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 詳細なご報告をありがとうございます。

それでは、どこからでも結構ですので、ご意見、ご質問があればお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

## 【法人関係情報と子会社情報】

○伊藤 川口先生のご報告で議論されました法人関係情報と子会社に関する情報の話ですけど、レジュメの4頁に書かれている話で、ご報告では2つの可能性が指摘されていました。子会



社に関する情報も「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」に含まれるというふうに解釈するという可能性と、子会社に関する情報はそこには含まれなくて、つまりは法人関係情報には含まれないのだけれど、日証協が自主規制で子会社に関する情報の管理まで要求しているというふうに考えるという可能性、この2つの可能性が指摘されていたわけです。

私は、そのうちでは前者のように解釈する方がよいのではないかと思います。川口先生もおっしゃっていたことですが、やはり子会社に関する情報が親会社の株式についての投資判断に影響を及ぼすことはあり得るわけで、ところが、後者のように解釈すると、子会社に関する情報の管理が適切でなかったような場合に、金商法の行為規制には違反しないということになります。しかし、それは適切ではないのではないかと思います。

ご報告では、法人関係情報ではないが、規制を拡大して及ぼすとされているわけですが、その意味は恐らく自主規制のことだと思うのですが、そういう理解でいいですかね。

○川口　そうです。協会のほうで拡大して規制を適用しているのではないかと思います。

○伊藤　しかし、やはり法人関係情報そのものに子会社に関する情報が含まれると解釈しないと、金商法の行為規制は適用されないことになってしまっていて、それは適切ではないと思うのです。

それで、前者のような解釈は金商法の文言の解釈として全く不可能だともいえないのではないかと思います。例えば、166条の重要事実の場合、確かに川口先生がご報告されたように、2項の方では、当該会社に関する重要事実と子会社に関する重要事実は分けて規定されています。しかし、166条1項の柱書の規定ぶりを見ると、上場会社等に係る業務等に関する重要事実の中に子会社に関する重要事実も含まれるという形で文言が作られていて、もちろん法人関係情報の定義の言葉の使い方はそれと違うわけですが、

同様に解釈することは不可能ではないように思うのです。同じ文言は同じように解釈すべきなのかもしれませんが、この場合、刑事罰が科されるわけでもありません。

さらに考えていくと、子会社に関する情報は、親会社が持っている子会社株式の価値にも影響を与え得るわけですから、上場会社等の財産に関する情報だと言えなくもないわけです。

今までいろいろ申し上げたようなことからすると、文言の解釈として素直ではないかもしれないけれど、法人関係情報の中に子会社に関する情報がもともと含まれているという解釈をすることは、無理ではないし、結論としてはそちらの方が妥当ではないのかなというふうに考えた次第です。

○川口　子会社に何か大変なことが起きた場合、親会社の株価に大きな影響があり得ますので、インサイダー取引規制を適用すべきというのは当然です。そうすると、未然防止という観点で、管理においても子会社情報を管理すべきというのは、伊藤先生と同意見です。しかし、文言の規定のからすると、やや難しいのではないかと思います。

インサイダー取引規制では、先ほどもおっしゃったように、「重要事実」に、「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」としてその会社の情報を規定しておいて、さらに、わざわざ子会社について別の規定があるのに、法人関係情報では、同じような「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」と言っておきながら、そこに子会社情報を含めるというのは、なかなか難しいように思います。結論として、これを管理すべきだというのは私も賛成です。

この点、協会としては、先ほど「上場会社等の運営、業務又は財産に関する情報」に含めて子会社情報を考えているというご発言があったんですね。

○松本　そのように解釈をしています。

○川口　この点について、ほかにご意見のある方はいらっしゃいますでしょうか。

○松尾 ひょっとすると、今のところは「事実」と「情報」の違いで何か関係はしないのかなという気がします。

「事実」は、発生するのも決定されるのも当該法人、子会社ですと、子会社で発生して子会社で決定されるのであって、子会社での事実は親会社のものとは別であるとなりそうです。他方「情報」ですと、発生したものが親会社の方に流れてきて、それを親会社でどう管理するかということになるのではないのでしょうか。情報が業者等に最終的には流れて来るわけですけど、伊藤先生、川口先生のおっしゃるように、その情報が親会社に影響することは間違いないと思うのですね。

つまり「事実」というのは、発生なり決定するなりのところが重要なのかなと。情報ですと、一旦発生してそれが流れて行った後は、同じに扱っていい、親会社に関する情報ということで扱っていいのではないかなという気がいたしました。全く的外れかもしれませんが、違うところといえばそこが違うので、ひょっとしたらそういう解釈もあり得るかもしれないと思いました。

#### 【投資家と顧客】

○行澤 非常に初歩的な質問ですけども、法人関係情報の場合は、金商業者にとっての顧客ということで、顧客の判断に影響を与える情報であるということです。他方、インサイダー取引とか、あるいはフェア・ディスクロージャー・ルールの場合は、一般投資家が念頭に置かれています。この点、顧客と投資家という違いについては、基本的には同じと考えてよろしいのですかね。レジュメの6頁で「重要事実」「重要情報」「法人関係情報」と包摂関係で表現なさっていて、私もこれでいいと思うのですけれど。

○川口 私は同じで良いのではないかと考えています。投資家も、業者から見ると顧客ですね。

○行澤 私もそういうことでいいのかなと。ありがとうございます、確認までです。

#### 【高蓋然性情報について】

○川口 ほかにいかがでしょうか。別のテーマでも結構ですので、お願いいたします。

○船津 高蓋然性情報についてですが、「法人関係情報」は、基本的にはインサイダー取引の重要事実になるという、いわば熟度の高まった状態であるのに対して、高蓋然性情報はそれに至らないような熟度の低いものという理解をされて社内規程モデルなどを日証協の方で作られていると思うのですが、業等府令の「法人関係情報」の定義として、インサイダー取引の未然防止という制度趣旨からするならば、当然、高蓋然性情報も含まれるべきではないかと思うわけです。

そのあたり、「法人関係情報」が本当に熟度の高いものだけでよいのかというのは、解釈論なのか、立法論なのか分かりませんが、少し気になっているところでして、その点について川口先生のご意見と、あと日証協としてのお立場を、もちろん、日証協のスタンスとして高蓋然性情報を含めて管理をすべきだというのは、まさに制度趣旨に則った話だと思うのですけれども、日証協の解釈として「法人関係情報」に含まれないとされている理由というか、そのあたりを聞かせていただければと思います。よろしくお願いします。

○川口 今の船津先生のご意見は、上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるものの中に、高蓋然性情報が入り得るのではないかと、そういうご趣旨ですね。

○船津 そうですね、はい。

○川口 高蓋然性情報というのは、後から入ったのですね、いろいろな事件があって、これも規制すべきという話になりました。そのため、当初からの規定はこれを念頭に置いていなかったといえます。

○船津 沿革的にというのは分かるのですけれども、がちがちに考えた場合に、もしかしたら重要事実になるような、インサイダー取引の芽となるような情報であっても、法律上は雑に管理して

いいという解釈になってしまうように思われるのです。日証協としては、上乘せでそういうものもしっかり管理してねというスタンスになっているのは、制度趣旨からして私は正しいと思うのですが、法律の解釈としてはおかしいということになってしまうのではないかと、そういう趣旨でございます。

○黒沼 法人関係情報を管理する趣旨から考えると、舩津先生のように考える研究者は恐らく多いと思います。他方で、情報の管理を段階的に行うというような実務的な観点からすると、法人関係情報ではないけれども、将来そうなる蓋然性が高い情報についても管理してくださいというのも、よく分かるのですね。

私が松本様に教えていただきたいのは、この高蓋然性情報の例といたしますか、どういうものを具体的に想定して規則を定めているのかということについて教えていただければ、我々の理解も進むのではないのかなと思いました。

○松本 高蓋然性情報をどう捉えるのかは、我々としても少し難しいと思っています。どこから法人関係情報になるかもはっきりしないところですが、趣旨としては、できるだけ前広に情報を管理していこうということで、法人関係情報になっていない段階のものであっても、将来的に法人関係情報になり得る情報について、高蓋然性情報として管理していこうという趣旨です。

我々として、例としてどういうものを考えているかについて、資料 32 頁に記載の「例えば、具体的な方法の決定には至っていないが、一定の時期や規模が想定される資本調達ニーズに関する情報等」以上のものはありません。では、実態として証券会社がどのように管理しているかという、高蓋然性情報という概念はあまり使っておらず、法人関係情報を前広に捉えて管理している会社が多いようです。

その理由として、高蓋然性情報と法人関係情報の区別がつきづらいということ、高蓋然性情報と法人関係情報を分けて考えると、一定の時期にお

いて高蓋然性情報から法人関係情報に移行しなければならず、その移行をどのタイミングですればよいのかも判断がつかないということで、多くの証券会社においては、法人関係情報を前広に捉え、高蓋然性情報として管理していることはあまりないと思っております。

規則の考え方を策定したときは、当時の背景もあってこのような整理となったと理解していますが、実務上はワークしづらいということかと思えます。

○黒沼 ここに書かれているように、確かに「決定事実」に類するような情報であってまだ決定に至っていないもの、そういうものが流れてきたら、もうそれは前広に管理すべきだというのはよく分かります。聞こえてきた以上、それは法人関係情報になりそうな、あるいは法人関係情報に該当するようなものでしょうから、実際に証券会社がどう扱っているかということも含めて、よく理解できたと思います。

#### 【決定情報の決定機関】

○川口 「決定情報」の決定機関は、「重要事実」の決定機関と同じでよいのでしょうか。そこはいかがでしょうか。

もともと、重要事実の「決定事実」の決定機関自体がファジーでして、そのため、インサイダー取引において前倒しで管理するという実務がなされてきました。法人関係情報についても同様の実務が必要かということですね。このあたり、日証協ではどのようにお考えですか。

○松本 何をもって重要事実の機関決定とするのかは難しいと思うのですが、我々としては、重要事実という機関決定より前に、法人関係情報として管理することが望ましいと思っています。

ただ、それがどの段階かといふとなかなか難しく、例えば、増資等について発行会社において検討を始めたときなど、各社によって基準を設けているところはあろうかと思いますが、我々としては、重要事実になるよりも前の段階で法人関係情

報として管理することを証券会社に指導等を行っているところです。

【市場の仲介者である金融商品取引業者の役割と情報管理の範囲】

○梅本 大変興味深くおもしろいお話をありがとうございました。ただ、なかなか難しい話でもありますので、基本的なところから自分の頭の中を整理しつつ質問させて頂ければと思います。

松本様の資料の4頁の「法人関係情報に関する禁止行為」、ここから質問させていただきたいのですが、川口先生がご報告になったように、インサイダー取引規制の重要事実よりも法人関係情報は広いということ、ただ、重なるところもあるわけですから、例えば一番下のポツの「法人関係情報に基づいて、自己の計算において法人関係情報に係る有価証券の売買その他の取引等をする行為」というのは、チャイニーズ・ウォールがちゃんと機能していなくて、法人として自己の計算で売買したとなると、インサイダー取引規制違反に該当することなのかと。

また、一番上のポツの、顧客に対して法人関係情報を提供して勧誘する行為というのは、情報伝達・取引推奨規制に違反するということで、これがもし重要事実に当たるのであれば、同様にインサイダー取引規制違反に問われるのでしょうか。

ただ、ご説明にありましたように、法人関係情報というのはインサイダー取引規制の重要事実よりも広いものなので、必ずしもそれがインサイダー取引規制違反に当たるわけではないと、こういう理解でよろしいでしょうか。

○川口 そのような前提で、話をしておりました。

○梅本 ありがとうございます。松本様がご説明になりました自主規制の方ですが、高蓋然性情報ですとか示唆情報というところまで広げて規制しているところは、とても興味深かったです。高蓋然性情報や示唆情報というのは、先ほどの法人関係情報ではなくて、その外側のものだと。そう

いう情報に基づき顧客を勧誘するというのは各社ともやめましょうという勧誘規制的なものと理解したのですが、法律上の規制趣旨、つまり禁止行為の38条9号はインサイダー取引の予防が目的であって、勧誘方法についての禁止行為ではないと、そういう理解でよろしいのでしょうか。

自主規制の建付けは、示唆情報や高蓋然性情報を顧客に伝えて株式の売買を勧誘するというのは、インサイダー取引を防ぐという趣旨に加えて、そのような営業方法はダメだという趣旨もあるのかなと思った次第です。あるいは自主規制についても主たる目的はインサイダー取引予防というお立場なのか。ここら辺はどう考えればいいのかというところがちょっと分からなかったのですが、ご教示いただければと思います。

○松本 法人関係情報の管理については、インサイダー取引の防止という目的が大きいと思いますが、我々としては、顧客間の情報格差や、証券会社だけが持っている情報で公知でない情報を使って不公正な取引を行うことを防止するという広い目的があり、その主なところがインサイダー取引の防止と考えています。

ご質問に必ずしも答えられていないかもしれませんが、示唆情報とは、法人関係情報を持っているということが分かるような、それを示唆するような情報ですので、法人関係情報と別のものというよりは、まさに法人関係情報があることを推知させるような、そういうことを言うと法人関係情報を有していることが分かってしまうような情報をいいます。したがって、示唆情報を言うことが、結果として法人関係情報を言っていることと変わりが無いケースも多いと思っています。

高蓋然性情報として管理することはあまり行われていないものの、高蓋然性情報は法人関係情報とは別のものであるため、高蓋然性情報があれば、それを登録して管理するということと認識しています。一方で示唆情報については、例えばアナリスト・レポートの公表が停止されているという情報自体を登録し、管理するということではなく、そ

ういった情報は伝達してはいけないということになるので、考え方が法人関係情報や高蓋然性情報とは少し違うと思っています。

○梅本     ありがとうございます。

○川口     もともと法人関係情報の管理態勢というのは、今日松本様のご報告にもあったように、インサイダー取引規制の導入とほぼ同時にできたということで、当初はインサイダー取引規制を念頭に置いていたと考えられます。その後、市場の仲介者は、それ以外も不公正な取引というものに関与すべきではないという観点も加わってきたのではないのでしょうか。

例えば監督指針で、これは、私のレジュメの最後に付けたものですが、「法人関係情報を利用したインサイダー取引等の不公正な取引の防止に係る留意事項」とあるように、インサイダー取引以外にも不公正取引というようなものがあり得て、それも含めて、そういうものに関与すべきではないといった考えが監督官庁にはあるように思います。

#### 【示唆情報を利用した勧誘】

○高橋     示唆情報に関して質問させていただきます。レジュメですと 32 頁ですが、狭い意味での「示唆情報」は、イのところで「法人関係情報を取得していることを示唆する情報」と定義されています。他方、「示唆情報等」という用語もあり、社内規程モデル第2条の3号で、「法人関係情報に該当するわけではないが、他の情報と相まって法人関係情報となり得る情報」と定義されています。この2つは、一応別のものかと思います。

それで、この示唆情報や示唆情報等というのは、法人関係情報には該当しないというのであれば、法令違反にはならないという理解でよいのでしょうか。それとも、示唆情報の「法人関係情報を取得していることを示唆する情報」というのは、結局は法人関係情報の管理に関する問題になってくるので、こちらについては法令違反になり得るのでしょうか。

○松本     法令違反になり得るかどうかですが、「示唆情報等」については、それを顧客に伝えたときに問題になり得るということかと思います。そこは恐らく事実認定や当てはめの判断の話になると思いますが、例えばみずほフィナンシャルグループに公募増資の予定があるというのは、明らかに法人関係情報を提供していますが、「青い銀行が」と言っても、それは恐らく同じだと思います。ロのいわゆる「ノンネーム」での増資等の情報については、顧客がどういう情報を知っているかということも踏まえて判断することもあり得ますので相対的な判断になるかと思いますが、「示唆情報等」の提供が法人関係情報を提供した勧誘に当たることはあろうかと思います。

イの「示唆情報」についても、その情報を伝えた顧客がそれをもって法人関係情報の提供と同じような理解をするということであれば、法人関係情報を提供した勧誘になり得ると思っています。

○高橋     ありがとうございます。事例に応じて当てはめていくということですかね。

○松本     そうですね。また、投資家がどの程度の情報を知っているのかも、関係すると思っています。一般の個人投資家と機関投資家とでは、保有している情報が違いますので、一般の個人投資家と機関投資家に同じことを言っても、判断が変わってくることはあり得るかもしれません。

#### 【軽微基準との関係】

○行岡     先ほどの梅本先生のご質問との関係で、法人関係情報の管理に関する規制の趣旨がインサイダー取引の予防に尽きるのか、それともそれ以上のものを含むのかという議論がありまして、松本常務から、少なくとも日証協の規則については、インサイダー取引の予防に尽きるものではなく、インサイダーしか知り得ない情報を用いた不公正な取引を広く予防するということを趣旨に含んでいるのだというご説明があったかと思います。

また、その後川口先生から、監督指針においても「インサイダー取引等」という表現が使われて

いて、必ずしも法令上のインサイダー取引規制違反の予防に尽きるものではないという理解が示唆されたのかなと思いました。

これらのことは、川口先生のレジュメの3頁の「重要事実」について、軽微基準に該当するものがここで規制対象となる法人関係情報に含まれるのかという論点と、直結はしないけれども、関連するのだらうと思われま

す。すなわち、仮に法人関係情報に関する規制の趣旨が、金商法上のインサイダー取引の予防のみに尽きるのであれば、軽微基準に該当するためインサイダー取引規制上の重要事実

に該当しないような事実については、法人関係情報に該当しないと解することが整合的であると理解できるのに対して、仮にそうではなく、法令上のインサイダー取引規制違反に当たらないようなものであっても、不公正と見られるような取引の予防を含む趣旨だと解するのであれば、たとえ金商法上の軽微基準に該当するとしても、投資家の投資判断に影響を及ぼすと考えられるような情報であれば、法人関係情報に当たると解釈することが妥当であるように思われます。

要するに何が言いたいかというと、この問題は規制の趣旨に照らして判断すべきものであり、先ほどから議論されている規制の趣旨の理解からすれば、たとえ軽微基準に該当するとしても、法人関係情報に該当しうると解することが妥当ではないか

かと思いましたがというのが私のコメントでありまして、川口先生に、以上のような私の考えについてどのようにお考えになりますでしょうか、という質問をさせてください。

○川口 規制趣旨が、インサイダー取引規制以外の不公正取引も予防するというようなものであれば、そこで規制される事実が違ってくるのではない

かということ、まさしくおっしゃるとおりです。

○行岡 ありがとうございます。私もこの法人関係情報の「重要な情報」及び「投資判断に影響を及ぼす」の具体的な線引きがどうあるべきか、具体的な案件においてどのように解されるかというのは、難しい解釈問題になり得ると思っ

て、そういう意味で、軽微基準に該当すれば、ある種のセーフハーバーであるというような形式的な基準があれば、それは規制範囲の明確化には資するとは思

#### 【高蓋然性情報について（その2）】

○行澤 32頁の協会の自主規制規則の中で、高蓋然性情報について、法人関係情報ではないけれども、監督・管理の態勢の中に含めて考えるという建付けな

のですけれども、場合によっては高蓋然性情報も、見る人が見ればほとんど重要事実

に匹敵するようなものになり得る。高蓋然性情報がそういうものだ

証券会社の方と話していても、発行会社がアイデアの段階で増資をしようと思っているのが0、実際に増資等を決定したのが10と仮定したところ、時間が経過し0から10になっていく段階で、法人関係情報はその中の4や5の段階、高蓋然性情報は2や3の段階という整理はできなくはないかもしれませんが、それを実際に捉えるのは難しいので、高蓋然性情報と法人関係情報を分けて管理することは、少し難しいと思っております。それよりも、法人関係情報を前広に捉えて、そのうえで法人関係情報として一つのカテゴリーで管理をしていくことが、実務上はワークしやすいと思っています。

法人関係情報は、法令上の定義ですので、日証協に解釈権限があるわけではないのですが、少なくとも証券会社における管理の姿勢としては、前広に法人関係情報として管理することは望ましいと思っています。

○行澤 つまり、法人関係情報に含めて考えるということで、そこはもう問題ないということですね。

○松本 そういう管理をすることについては、問題はございません。

○行澤 だから、概念整理上の問題だということですね。

○松本 おっしゃる通りです。

○行澤 分かりました。

○川口 協会の方で法人関係情報の定義を解釈するのは難しいというのはそのとおりだと思います。他方で、現行の規制では、規則にいう法人関係情報は法令と同じものと書かれているのですね。この部分を変えれば、もっと、広く、法人関係情報としていろいろなものを規制することはできるのですね。

○松本 自主規制として、そういうことはあり得ると思います。

○川口 法人関係情報管理規程とか、法人関係情報と同じ言葉を使っているのですが、内容が異なると別のところでややこしくなるかもしれませんね。

○松本 協会で「法人関係情報等」と定義して、その情報の管理を求めることはあり得ると思います。

#### 【公表の意味】

○行岡 川口先生へのご質問で、これは単なる説明の仕方の問題かもしれないのですが、お伺いさせてください。レジュメ3頁の真ん中より少し下のところで、「公表」の意義について、インサイダー取引規制おけるような厳密に定義された意味での「公表」に限られるのか、それともより広い「公表」の概念を認めてよいのかという文脈の中で、「公知」となれば、顧客の投資判断に影響を及ぼすものとは認められない情報になり、法人関係情報の定義から外れるという解釈の可能性が示唆されています。

この議論は、恐らく次のようなロジックだと思いました。すなわち、既に「公知」になっている情報というのは、既に顧客の投資判断に織り込まれているのだから、それが新たに公表されたとしても、顧客の投資判断に影響を及ぼすことにはならないから、顧客の投資判断に影響を及ぼすものと認められない情報になる。したがって、法人関係情報に当たらなくなるという、こういう理解でよろしいでしょうか。

○川口 はい、そうです。情報の非対照性がなくなり、この点で規制の必要もなくなるのでは、ということですが。

○行岡 ありがとうございます。ここは私もあまり自信がなくて、間違えているかもしれませんが、この影響を及ぼすかどうかというのは、顧客が知っているかどうかはさておき、当該情報の内容ないし性質に照らして、顧客の投資判断に一般的に影響を及ぼすかどうかという観点から判断されるものではないかと思いました。そうすると、「公知」かどうかというのは、投資判断に影響を及ぼすかどうかという枠組みとは別のものとして位置付ける方が説明としてはきれいなのではないかと、思ったのですが、この点のご感触をお伺い

できればと思います。

○松本 「公表」の意味ですが、当該顧客がその情報を知っているということが重要なのか、そういった情報が世に出ていることで、株価に織り込まれていることが重要なのか、というところも少し関係するかと思ったのですが。

○行岡 そうですね……。

○川口 もう既にそれで儲けるような情報にはなっていないのではないかということですかね。そうすると、影響を及ぼすものにならないと。

○黒沼 それだったら「公表」と言ってしまっているのではないですか。

定義はないわけですし、一般的に一般の投資家が知り得る状態になっていれば、「公表」と解釈してよろしいのではないのでしょうか。

○行岡 私の先ほどの発言は、恐らく同じ考え方を前提としていて、既に株価に織り込まれているなど、当該情報が既に市場一般の投資判断の中に織り込まれていると言える状態は、これは文言で言うところの顧客の投資判断に影響を及ぼすかどうかの問題ではなく、公表されているかどうかの問題として整理する方が説明としてはきれいではないかという、そういう趣旨の発言でした。その意味で、ご議論の実質的な内容の当否ではなく、単なる説明の仕方の問題にすぎない点についてのコメントでした。

○松本 分かりました。ありがとうございます。

○川口 公表の話なのですけれども、今日は規則の細かいところでは説明にならなかったのですが、法人関係情報管理規程の7条で、「当社は、法人関係情報の公開を必要と認めたときは、当該上場会社等及び上場会社等の子会社に当該法人関係情報の公表等適切な措置を講じるよう要請するものとする。」とあります。これはどういうことを念頭に置いたものでしょうか。

○松本 日証協の法人関係情報管理規程の別表で示している法人関係情報の項目について、これは取引所の適時開示の項目から投資判断に影響を与えるものを選んでおり、基本的に、法人関係情

報に該当するものは適時開示が必要なものという関係にありますので、こういった規定を置いています。

○川口 ここで「公開」と「公表」を使い分けられているのですが、この「公開」は適時開示を想定したということでしょうか。

○松本 適時開示も「公表」の一部ではありますが、そのような趣旨でございます。

○川口 分かりました。ありがとうございます。

### 【アナリスト・レポート】

○川口 本日は、アナリスト・レポートについてのものご用意いただきましたので、ご説明いただけますでしょうか。

○松本 資料の43頁をご覧ください。先ほども説明をさせていただきましたが、公募増資インサイダー事件では、いわゆるブラックアウト・ピリオドと呼ばれる、公募増資前にアナリスト・レポートの公表が控えられたことで、公募増資が行われることが推知されてしまいました。

当時、そういった措置を講じていた理由の一つとして、公募増資前にレポートを公表すると、有価証券届出書提出前の勧誘に当たるのではないかという懸念があり、それを避けるためにアナリスト・レポートの公表を避けていたと言われていました。この点については、企業開示ガイドラインの改正が行われ、通常の業務過程で行われるレポートの公表は届出前勧誘に当たらない旨が明記されています。

次頁ですが、これを受け日証協においては、アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則とその考え方において関連する規定を置いています。規則4条6項1号の本文で、アナリスト・レポートの社内審査における留意事項として、通常業務の過程において行われるアナリスト・レポートの公表は届出前勧誘に当たらないことを示したうえで、そのようなレポートについても原則として公表を行うという旨を規定し、アナリスト・レポートが突然取り下げられることで公募増資が近いこ



とが推知されないように対応をしています。

○川口     ありがとうございます。

#### 【法人関係情報管理規程】

○川口     法人関係情報の管理に関する社内規程ですが、各証券会社は、独自性を出しているものが結構あるのでしょうか。あるいは、横並びのものが多いのでしょうか。確か、今回のテーマに関する第1回目の研究会のときに、協会としてはどのようにチェックしているのかといった議論がありました。

○松本     社内規程については監査部門で確認をしています。法人関係情報管理規程については、多くの会社で社内規程モデルに沿った社内規程を設けていると理解しています。

別表に定める項目も、少し項目を付け足している会社もあるようですが、基本的には、この別表の項目をそのまま各社で定めていると理解しています。

○黒沼     留意事項の方で、上場会社である発行者に係ると書いてありますので、これは IPO には適用されないという理解でよろしいのですか。

○松本     そうです。

○黒沼     IPO の場合にアナリスト・レポートが出るかどうか、それも知らないのですけれども、もしそんなことがあるとすると、ガン・ジャンピングの問題が生じそうな感じがしたものですから。

○松本     おっしゃるとおりで、「上場会社等」になるので、上場前の IPO は該当しません。通常 IPO の銘柄については、上場前や直後にアナリスト・レポートが出ることはあまりなく、一定期間を経た後にアナリスト・レポートを出すのが、多くの会社での実務になっています。また、社内規則で上場から何日経過後からアナリスト・レポートを出すと決めている会社も多いと思います。

#### 【法人関係情報の範囲を柔軟に解釈することについて】

○伊藤     今日幾つかの議論で、子会社情報です

とか高蓋然性情報について、これを金商法にいう法人関係情報に含まれるものと解釈すべきかどうかという論点が出てきました。そして、いずれにしても日証協の自主規制では、そういった金商法上の法人関係情報に限定されることなく、もう少し広い範囲での情報の管理もきちんとやりなさいということが要求されているのかなと思います。

ただ、私が疑問に思うのが、そもそも、金商法にいう法人関係情報の範囲を広く解釈すると柔軟に解釈するということで、誰が困るのですかね。また、それはどの程度不都合なことなのですかね。

なぜ法人関係情報について文言に忠実な解釈をしなければいけないのかが私にはいまひとつ理解できなくて、そのあたり、ご感触があれば伺いたいと思います。

○川口     法人関係情報に該当すれば、その管理態勢を構築する義務が発生します。それを怠った場合、金商法上のサンクションがあるわけですよ。そういう面では、やはりある程度明確にするという必要性はあるのではないのでしょうか。

○伊藤     金商法上の行為規制のサンクションであれば、それを広く課しても、そこまで不都合はないのではないかと思います。

○川口     いや、証券会社は困るのではないですかね。

○松本     実際には、行政処分やその勧告がなされると、金融庁や監視委員会のホームページで公表され、報道もされるので、レピュテーションという意味では、証券会社への影響はかなり大きいと思います。またレピュテーションだけでなく、行政処分があると、引受シ団に入れない等のビジネス上のダメージもあり得ますので、影響はかなり大きいと思います。

そういった面からすると、法人関係情報について明確に範囲が決まっていることが望ましいと思います。ただし、管理上として幅広にすべきという考え方はあろうかと思います。

○加藤     先ほどの伊藤先生のご質問と関係するかもしれませんが、自主規制で法人関係情報を法

令よりも若干広めを取っていることは、まさに自主規制のあるべき姿のようにも思います。これに対して、会員から不満が寄せられることはあるのでしょうか。

つまり、本来であれば法令の定める法人関係情報に該当しない可能性のある情報を使った勧誘も自主規制は制限するわけですが、こういった形で広めに法人関係情報の取扱いについて自主規制をかけるということについての会員の証券会社の皆さんの受け止め方ということについて、もし何か内部で議論などがあったのであれば、是非、教えていただきたいです。よろしくお願いします。

○松本 法人関係情報として幅広く管理することを日証協として求めていることについて、大きな不満等が寄せられていることはございません。

先ほどの繰り返しになりますが、法人関係情報自体の範囲が、情報の範囲もそうですし、いつから法人関係情報になるのかも明確でない中においては、証券会社においても、幅広く、前広に管理する必要があると思っておられるので、日証協として広めに捉えていることに対して、大きな不満が寄せられているという状況ではありません。

○加藤 ありがとうございます。

○川口 ほか、よろしいでしょうか。

○松本 これまで4回にわたって報告する機会をいただき、JPXの皆様、また川口先生には感謝を申し上げたいと思います。私の説明で皆様のお役にどれだけ立ったかは疑問ではありますが、少しでも研究のお役に立てたらと思っております。

また機会があれば協力させていただきたいと思いますので、引き続きどうぞよろしくお願いいたします。ありがとうございました。

○川口 本来、1回か2回ぐらいで報告をお願いするとかいう話でしたが、検討するなかで、これもこれもという形で合計4回になってしまいました。松本様に多大なご負担をおかけすることになりました。

ただ、これまで、日証協の自主規制を検討するという機会があまりなかったものですから、我々にとっても非常に有意義な研究会になったと思います。厚く御礼を申し上げたいと思います。

それでは、以上で研究会を閉じさせていただきたいと思います。ありがとうございました。