

「第2回 マーケット・インフラ分科会」議事概要

日 時：	平成23年2月18日（金） 10時00分～12時00分
場 所：	東京証券会館5階 第1会議室

次 第

○「不公正取引の排除」について（2）

- ・ インサイダー取引の徹底排除に向けた取組み
- ・ その他発行市場や流通市場における諸問題

議 事

○「不公正取引の排除」について（2）

- ・ インサイダー取引の徹底排除に向けた取組み

東京証券取引所自主規制法人 売買審査部担当者から、取引所におけるインサイダー取引の防止に向けた取組みについて説明が行われ、引き続き、事務局から、証券業界におけるインサイダー取引の防止に向けた取組みについて説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。

【主な意見】

- ・ 「証券投資に関するアンケート」の調査結果からは、インサイダー取引の横行は、証券会社がよろしくないからであるといったニュアンスとして伝わってくるが、実態として、証券会社の役職員が、インサイダー取引の行為者や情報伝達者となっているようなケースはあるのか。
- ・ インサイダー取引は、摘発と発生の「いたちごっこ」となっている印象を受ける。平成22年に、一番問題となったのは、公募増資に関連した不公正取引であったと思うが、そういった問題は、諸外国でも発生しているものなのか、日本固有の問題であるのか。
- ・ 公募増資に関連した不公正取引に関する問題については、現在、日本証券業協会（以下「日証協」という。）の自主規制部門において検討中である。

- ・ 昨年 12 月、金融庁から「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」が公表された。その中で、増資公表前に内部情報に基づく不公正な取引が行われているとの指摘や、増資公表後、新株の発行価格決定までの間に空売りを行った上で新株を取得するという新株の発行価格を歪める取引が行われているとの指摘があることを踏まえ、自主規制機関に対し、増資公表前における上場会社や引受証券会社等の情報管理の徹底について検討が要請されるとともに、増資公表後、新株の発行価格決定までの間に空売りを行った上で新株を取得する取引を禁止することとし、金商法の関連政府令の改正を行う方針が発表されている。増資そのもの、あるいは、空売りそのものに問題があるわけではないが、それが併せて行われる場合の問題点について検討が進められているということである。
- ・ 米国や英国など諸外国においても、増資に絡んだインサイダー取引の摘発事例が発生しているようである。変な話であるが、インサイダー取引は、「儲かってしまうもの」なので、「いたちごっこ」といったお話もあったが、これを根絶することは非常に困難なことだと思う。もちろん、だからといって放っておいて良いということではない。
- ・ 証券会社の役職員が、インサイダー取引の行為者や情報伝達者となったケースがあるかというご質問について、恐らく、その件数は少ないものだと思うが、市場仲介者たる証券会社が絡んでいる場合には、世間の受け止め方に大きな違いが出てくるので、証券会社の役職員が絡んだインサイダー取引の方がより大きく見えてしまうといったことはあり、自主規制などで厳格に対応していく必要がある。
日本のインサイダー取引規制と諸外国のインサイダー取引規制の違いについて、日本のインサイダー取引規制においては、インサイダー取引の対象となる「内部者」や「重要事実」の定義が明確にされている一方、例えば米国においては、もっと抽象的に、判例の積み重ねによる柔軟な対応が図られているといった違いがある。
- ・ インサイダー取引について、市場参加者の視点から言えば、発覚していないだけで、実際にはもっとあるのではないかという印象を持っており、インサイダー取引の勧告件数の数字から議論をスタートすることには違和感を覚える。株価動向等から見て明らかにおかしいという現象を捉えて、検討を行うアプローチも必要ではないか。
- ・ インサイダー取引の勧告件数について、足元の平成 22 年度の状況は、前年度と比して増えているのか、減っているのか。また、当該勧告件数は、インサイダー取引の疑いがあるとして調査された取引のうち、何割程度のものなのか。
- ・ インサイダー取引の摘発事例には、勧告のほか告発もあるが、平成 22 年度の勧告件数

は、平成 21 年度と概ね同水準で推移しているのではないかと。

- ・ 特に、平成 21 年に増加傾向を示した T O B に関連したインサイダー取引など証券取引等監視委員会における注力の違いというものはあるかもしれないが、概ね同水準で推移しているものと推測される。
- ・ 証券会社や発行会社の役職員の関与している事例などは、本来ゼロにしなければならないものだと思う。市場の信頼を大きく損なうものであり、例えば、e-ラーニングを活用した研修を受講させるなど、ゼロを目指した一層の取組みが必要ではないかと。
- ・ 日本のインサイダー取引規制は、諸外国に比して、非常に形式的であることに特徴があり、諸外国では規制の対象となっているものが規制の対象になっていない、逆に、諸外国では規制の対象となっていないものが規制の対象になっているなど、規制のガラパゴス化が起きている。
法令ではカバーされていないが明らかにおかしいというような事案が発見されたときの自主規制における対応についてお聞きしたい。
- ・ 日証協の自主規制では、必要に応じて自主規制規則の見直しの検討を行うことはあると思うが、日証協の自主規制規則は、協会員を対象とするものなので、どこまで実効性のある対応ができるのかは、事案の内容によると考えられる。
- ・ 先ほどの説明資料では、取引所におけるインサイダー取引に係る売買審査のフローは、法令上の重要事実の公表を端緒に始まっているが、そこを起点にした対応では遅いのではないかと。実際には、相場操縦に係る売買審査のように、株価動向等から始めるべきものなのではないかと。
- ・ 不自然な株価動向等が認められれば、相場操縦の観点から審査を行うが、その後、重要事実の公表がされるようなことがあれば、インサイダー取引に係る観点もあわせて審査することとなるため、対応が遅いということはないものと考えている。
- ・ 確かに、証券会社の役職員に関連したインサイダー取引は、本来ゼロを目指すべきではあるが、意図的に悪意をもって利益を得ようとする者に対して、どこまで事前規制で縛れるかについては疑義があり、むしろそういった行為を行った者に対しての制裁は、どうあるべきかという問題だと思う。また、罪刑法定主義の下で、法令で対応していくのは困難な部分もあり、倫理的な部分も含め、柔軟に対応できる業界の自主規制なども含めて対応していく方が望ましいのではないかと。

引き続き、事務局から、インサイダー取引等の防止及び証券市場の透明性・公正性の維持の観点から、日証協が構築したシステム「J-I R I S S」の現状について説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。

- ・ ネット証券会社においては、投資家にどのように注意喚起を行っているのか。
- ・ 例えば、一旦、取引を止め、コールセンターへの電話を促し、確認をして初めて取引をできるようにする方法や、ネットの画面上で確認を促すなどの方法がある。
- ・ 資本市場の利用者として不適格な者に対し一定の期間、市場の利用を制限するなど、何らかの抑止力となるようなペナルティは考えられないか。
- ・ J-I R I S Sに登録を行っている上場会社の中には、社内規程で役員の取引を禁止しているといっても、「うっかり」ということがあれば、やはり課徴金の対象となり、自社の信頼を大きく損なうことに繋がるので、J-I R I S Sへの登録を行っているという会社も多い。登録を行っていない会社には、しっかりと誤解を解いていくことが重要であるが、その他にどのような対応が考えられるかについては、関係者と引き続き、十分相談を行っていくことが重要だと思う。
- ・ 世界的に見ても、J-I R I S Sのようなシステムを構築し、インサイダー取引の未然防止に力を入れている国は、日本だけである。海外のメディアの中には、日本はいい加減だという論調も見受けられたが、全くの誤解であると思う。
- ・ J-I R I S Sの登録の促進については、取引所においても、取引所の役員から上場企業の役員に対し直接要請を行うなどの取組みを行っている。規則での登録の義務付けについては、上場会社に、個人情報をデータベースに出すことへの不安がある中で、義務付けられる側の理解なしに強制させることは難しい。J-I R I S Sの有用性や効果を丁寧に説明し、着実に理解を得ていく必要があると考えている。
- ・ J-I R I S Sへの登録の有無について、有価証券報告書や決算短信への記載を義務付け、公表させれば、他社との比較から、その利用を促すことができるのではないか。一方、矛盾するようであるが、海外では、悪意ある者は完全に排除できないと考えるが、日本は性善説的な観点から、ルールを厳格化すればするほど防げると考える。しかし、その効果は甚だ疑問である。

- ・ 強制ではなく、上場会社のインセンティブとなるような対応を考えられないか。
また、上場会社や証券会社の役職員以外の者として、例えば、TOBの際の契約締結者等関係者（弁護士、公認会計士、報道機関や印刷会社など）に対する教育制度はあるのか。
- ・ 取引所では、上場会社以外でも依頼があれば社内研修に講師を派遣するといったことは行っている。ただ、個人の投資者についていえば、直接の接点がないので、証券会社に、e-ラーニングの研修コンテンツを買っていただいて、自社の顧客が自由に使えるようにしていただくなど、基本的には証券会社を通じて行うこととなる。
- ・ **その他発行市場や流通市場における諸問題**
フィデリティ投信の三瓶委員から、増資に係る発行市場及び流通市場の問題について説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。

【主な意見】

- ・ 増資発表から発行価格決定までの2週間程度は、現状、ブックビルディングの期間として活用されているが、この間にヘッジファンド等の売り浴びせを受け、発行会社の株価が下げられているのが実情であり、やはり、期間が短縮されることが望ましいと思う。
また、ブックビルディング時の投資家情報が発行体には分からない実態にある中で、例えば、発行体がブックの中身をチェックしてヘッジファンドの排除にあたる、といった対策を講じることにについては、現実的には発行体が責任をもって行うことは困難と考えられる。ただし、現状の仕組みについて、何らかの対応は必要ではないかと思う。
インサイダー取引については、情報の管理が何よりも重要である。増資時のインサイダー疑惑などというものは、日本の企業にとって当然望ましいものでなく、高い倫理観を持って、内部統制できっちりと対応していくしかないと思う。一部の不法な役職員のために、資本市場の利用が制限されるなどという議論はおかしな話であると思う。
- ・ 過去の増資時に、ブックビルディング期間中、証券会社が投資家情報を開示してくれなかったために、証券会社と衝突することがあった。どこかに、発行体と証券会社との間で話しあえるような公正な場があってもよいのではないか。
- ・ 市場で資金調達することが上場の目的であり、増資自体が悪いわけではない。日本には増資はいけないうことだという空気が蔓延していることは最も危険だと思う。
- ・ 本分科会は、マーケット・インフラに関する分科会なので、マーケット・インフラと

しての市場の機能を発行体を含めた関係者がどのようにしっかりと維持していくかに主眼をおいてはどうか。様々な要因はあるだろうが、投資家が疑問に思うような増資が行われたとの指摘があることは事実であり、仲介者は、市場が中・長期的に資金調達の場合としてきちんと機能するような行動をとるという視点も持つべきではないか。

- ・ ヘッジファンドは、情報の非対称性を利用して儲ける仕組みを作っている。儲けるために情報を収集した結果、インサイダー取引と疑われるような取引が行われている状況になっているとすると、マーケット・インフラといった観点からは、ヘッジファンドはどのような位置づけとなるのか。また、海外と日本とのルールの違いがあるとすると、雇用のグローバル化にどう対応していくのか。

- ・ 日本でも海外でも不正な取引を行う者はおり、ルールの違いについても、どちらのルールが良いのか、一方的に決め付けることはできないと思う。常に、比較・研究して一番良いものを考えていくしかないのではないか。

増資発表から発行価格決定まで2週間以上かかるという点については、制度的な要因によるものなのかどうか、研究する必要がある。

- ・ 発行価格の決定は早くできると思うが、何らかの届出が求められることが要因とも聞いている。

- ・ J-I R I S Sは、役員の情報だけではなく、社内の内部者情報に深く関わりのある者の登録も可能であり、実際に行っている会社もある。

- ・ ヘッジファンドなど、市場に多様な投資目的を有する投資家が存在すること自体は良いことである。ただし、増資時において、ヘッジファンドが得意とする空売りを行い得るような機会を制度的に提供してしまっていることが問題ということである。

インサイダー情報が出回ることは実際にある。日本では、インサイダー情報が出てしまうことを問題視するが、欧米では、むしろ情報が出た後の処理を重要視し、情報が出た際の迅速な取引停止や、当該情報の早期の正式公表を企業に働きかけたりする。日本でも、今後はこうした対応を検討することが重要ではないか。

- ・ 欧米においては、証券会社と発行会社との間の力関係はどのようなものとなっているのか。日本の証券業界ないしは日証協の地位は、もっと向上してもよいのではないか。

- ・ 力関係の判断は難しいが、欧米においては、発行会社側が、発行条件やT O Bの条件決定等に関してリードしているのは事実だと思う。

3. 今後の予定

次回開催は3月23日（水）。

以 上

お問い合わせ先：政策本部 企画部（TEL:03-3667-8535）

本議事要旨は暫定版であるため、今後変更があり得ます。