

# インサイダー取引規制

2017.9.11

野畑証券役員研修  
拙書「金融商品取引法」  
第24章277頁～316頁

# 1. インサイダー取引を巡る米国の動き

## ○米国における議論の発端

SECの審決事案1961年

(キャディー・ロバーツ事件)

○証券取引所を通じた取引に初めて、  
ペナルティを課したケース

## ○証取法研究者の反応(ルイス教授)

「昨日まで、まったく問題とされなかった取引が、何の検討もなく今日から違法となった。」

# 議論の展開—規制の法的根拠

(取引を違法とする実質的理由)

1. 情報平等理論(1961年キャディー・ロバーツ事件)

誰もが入手できない情報入手し、不当に利益を得るのは、不平等である。

2. 信認義務理論

(1980年チアレラ事件)

情報入手する原因から生じる信認義務(コモン・ロー)に違反する。

3. 不正情報流用理論(現在の判例・多数説)

(1997年連邦最裁判所オヘーガン判決)

情報入手した目的以外に使うのは、義務に違反する。

# インサイダー取引肯定論V否定論

## 肯定説(マン教授・法と経済学)

- 1. エージェンシー問題の緩和策である。
- 2. 情報開示に繋がる。
- 3. 被害者のない犯罪である。

## 否定説(現在の多数説)

- 1. 市場に対する投資家の信頼の喪失になる。
- 2. 情報開示が遅れる。
- 3. 不公正である(効率的市場仮説ファーマ)。

# SEC規則10b-5 (金商法第157条)

10b-5 何人も、

直接または間接に、州際通商の手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、

証券の買付または売付に関して、次に掲げる行為をしてはならない。

(a) 詐欺を行うための策略、計略または技巧を用いること

(b) 重要事実について事実でない記載を行うこと又はそれが作成された状況に鑑み文書が誤解を招くものとならないための重要事実の記載を怠ること

(c) いずれかの者に対して詐欺もしくは欺罔となる、あるいはなりうる行為、慣行または業務を行うこと

第157条 何人も、

次に掲げる行為をしてはならない。

- 1 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること
- 2 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること
- 3 有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等を誘引する目的をもつて、虚偽の相場を利用すること

# 米国のペナルティ

## ○刑事罰（取引所法第32(a)）

- 個人＝20年以下の自由刑  
500万ドル以下の罰金  
又はその併科
- 法人＝2,500万ドル以下の罰金

## ○行政上の措置（第21(d)、第21A(a)等）

- 不当利得の吐き出し
- 民事制裁金  
制裁金の上限不当に得た利得の3倍

# SECによるペナルティの実行

(資料: Morrison & Foerster法律事務所)

区分	刑事罰(日本)	行政措置(日本)
2009	9 (7)	54 (38)
2010	9 (4)	56 (20)
2011	38 (6)	107 (15)
2012	31 (2)	55 (19)

## 2. わが国のインサイダー規制の導入

○昭和63年以前－放置

⇒未然防止を強調

○インサイダー取引は、旧証取法第58条  
に該当

(現金商法第157条)

○昭和63年5月 証券取引法の改正

(会社関係者の禁止行為第166条)



# 導入の背景

①昭和62年タテホ化学工業を巡るインサイダー疑惑

(阪神相互銀行の売逃)

②海外メディア、外国規制機関からの指摘

③東京証券市場のグローバル化

# 3. インサイダー取引規制の構造

特徴 形式主義(形式犯)

法律等で詳細に該当、非該当要件を規定

- ①対象有価証券
- ②行為者＝会社関係者・第一次情報受領者
- ③重要事実
- ④違反行為＝取引、情報提供、推奨
- ⑤公表

(参考)

米国:実質主義

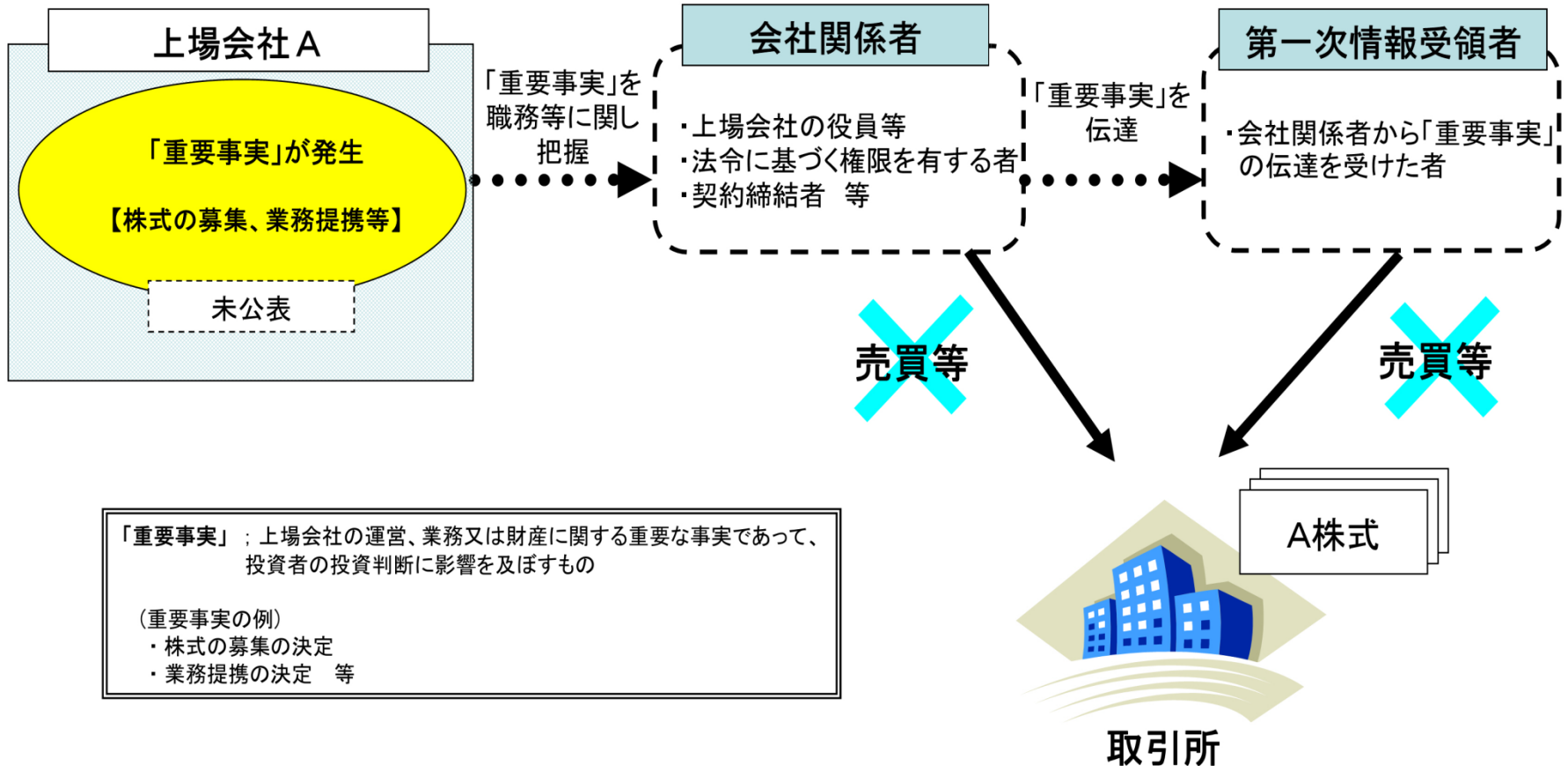
法律等では、大枠のみを定め、実質的に判断すべき事件を決定する。

# インサイダーの構成要件の比較

項目	日本(形式)	米国(実質)
対象有価証券	特定有価証券⇒株	全ての有価証券
行為者	会社関係者 第一次情報受領者	会社関係者 情報受領者は無限定
重要事実	決定事実・発生事実 決算変更＋包括規定	投資判断に影響を与える 事実・情報
違反行為	売買、 <b>情報提供、推奨</b>	売買、情報提供、推奨
公表方式	公表方式を法定	方式を不特定
ペナルティ	刑罰(5年500万円) 課徴金	刑罰(20年500万ドル) 吐き出し 制裁金(3倍)

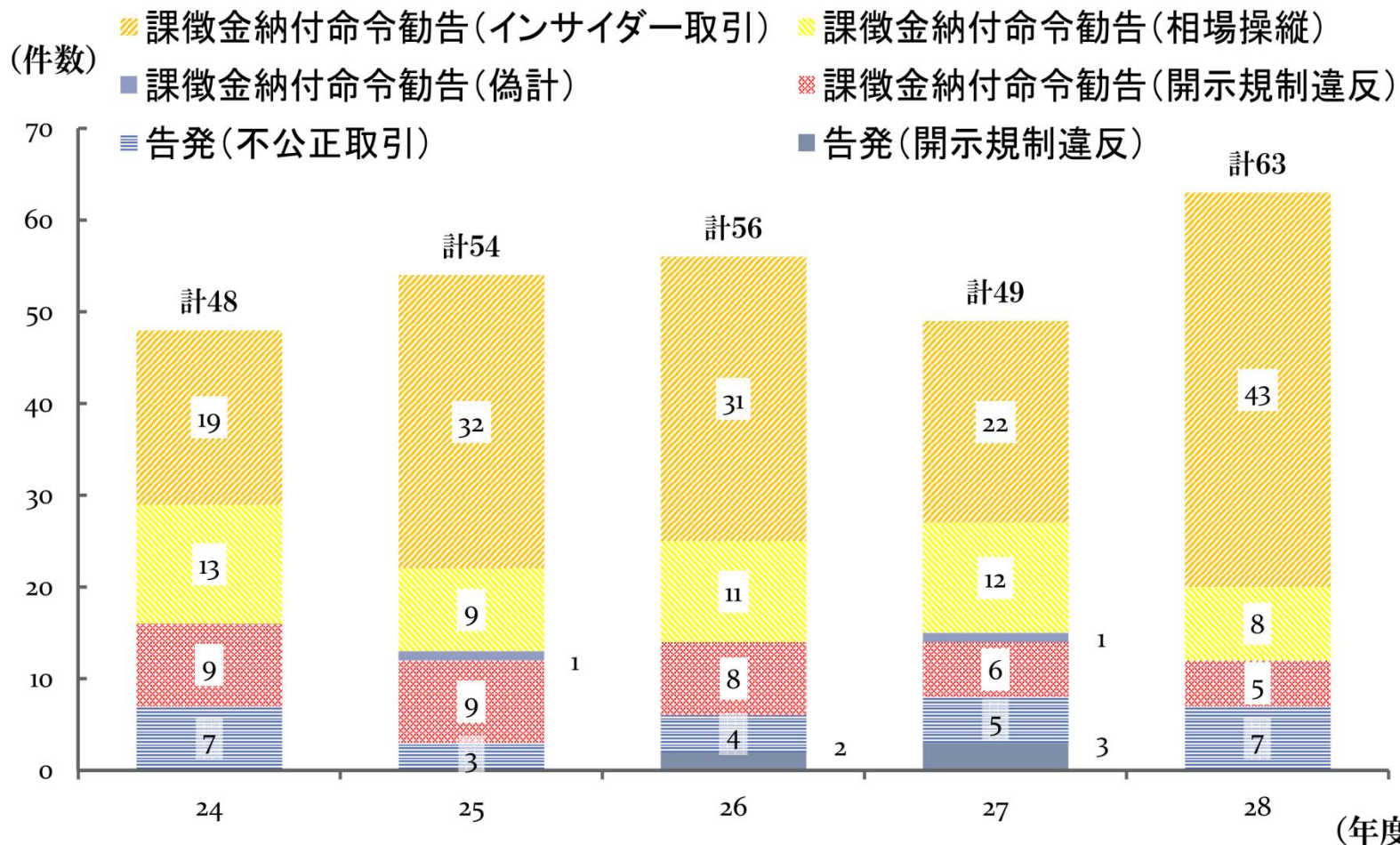
## 会社関係者のインサイダー取引規制(166条)

「会社関係者」及び「第一次情報受領者」は、上場会社に関する「重要事実」を(職務等に関し)知りながら、その公表前に、当該会社の株式の売買等を行ってはならない。



# SESCによる課徴金納付命令勧告

## および刑事告発の総件数の推移



# 平成25年改正の概要（金融庁資料）

平成25年6月12日成立  
6月19日公布

## 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

先般の金融危機に  
関わる諸問題



市場型金融危機への対応、  
金融資本市場・金融業の信頼性回復・機能強化

### 公募増資インサイダー取引事案等 を踏まえた対応

#### インサイダー取引規制の強化

- ◆ 情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入
- ◆ 資産運用業者が「他人の計算」で違反行為を行った場合の課徴金額の引上げ

#### 企業実務等を踏まえた規制の見直し

- ◆ 公開買付け情報を聞いてから相当の期間が経過した場合についてインサイダー取引規制を適用除外

等

### AIJ 事案を踏まえた 資産運用規制の見直し

#### 不正行為に対する罰則の強化

- ◆ 投資一任業者等による運用報告書の虚偽記載等に対する罰則の引上げ

#### その他

- ◆ 年金基金が特定投資家（プロ）になるための要件の限定

等

### 金融機関の秩序ある処理の枠組み

リーマンショック等、金融市場を通じて伝播し、実体経済に深刻な影響を与える金融危機を防ぐため、G20 の合意等を踏まえ、金融機関の秩序ある処理の枠組みを整備

#### 対象

- ◆ 金融業全体（銀行、保険、証券、金融持株会社等）

#### 手続

- ◆ 金融危機対応会議（内閣総理大臣（議長）、内閣官房長官、財務大臣、金融担当大臣、日本銀行総裁、金融庁長官で構成）

#### 措置内容等

- ◆ 預金保険機構の監視等の下、流動性供給等により重要な市場取引等を履行（必要に応じ、資金援助・資本増強）
- ◆ 秩序ある処理に必要な措置（早期解約の制限等）

#### 費用負担

- ◆ 原則として業界の事後負担（例外的に政府補助）

等

### 銀行等による 資本性資金の供給強化等

#### 銀行等による資本性資金の供給強化

- ◆ 銀行等による議決権保有規制（いわゆる5%ルール）について、企業再生や地域経済再活性化に資する効果が見込まれる場合に限り、規制を緩和

#### その他

- ◆ その他銀行等に関する規制（大口信用供与等規制や外国銀行支店規制等）の見直し

等

### 投資法人の資金調達・ 資本政策手段の多様化等

#### 資金調達・資本政策手段の多様化

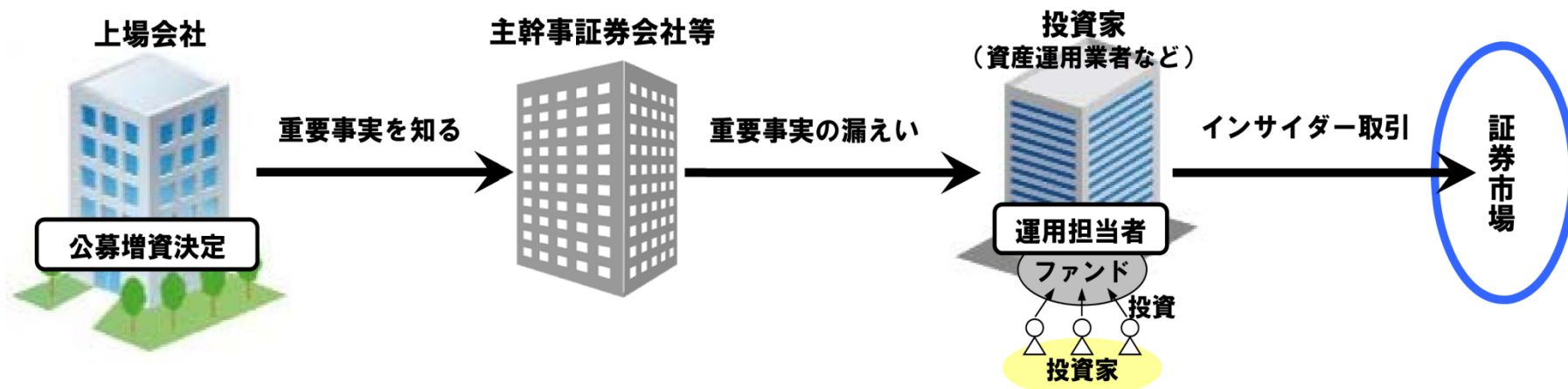
- ◆ 自己投資口の取得、投資主への割当増資の導入

#### その他

- ◆ 投資法人による海外不動産の取得促進のための措置
- ◆ 投資法人へのインサイダー取引規制の導入
- ◆ 投資信託の運用状況を投資家が理解しやすい形で提供するための措置

等

# 公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応 (「公募増資に関連したインサイダー取引」事案の概要)

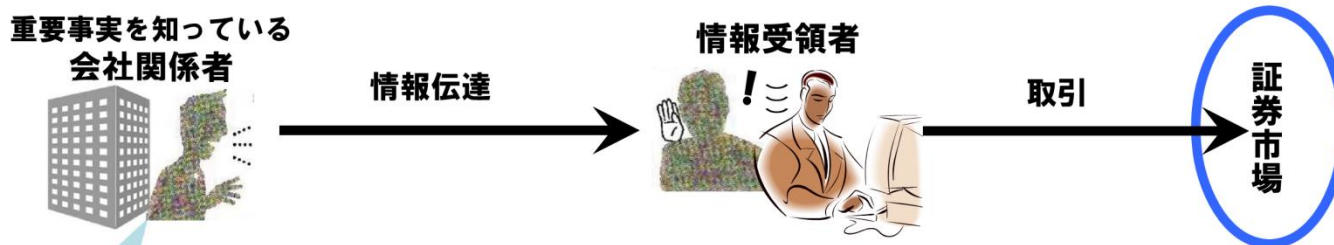


発行会社	公募増資 公表日	主幹事証券会社等	インサイダー取引行為者	課徴金勧告日 (納付命令日)	課徴金額
国際石油開発帝石	平成22年 7月8日	野村證券	(旧)中央三井アセット信託銀行 (現)三井住友信託銀行	平成24年3月21日 (平成24年6月27日)	5万円
日本板硝子	平成22年 8月24日	JPモルガン	あすかアセットマネジメント	平成24年5月29日 (平成24年6月26日)	13万円
みずほフィナンシャルグループ	平成22年 6月25日	野村證券	(旧)中央三井アセット信託銀行 (現)三井住友信託銀行	平成24年5月29日 (平成24年6月27日)	8万円
東京電力	平成22年 9月29日	野村證券	ファースト・ニューヨーク証券 個人	平成24年6月8日 (審判手続終結)	1,468万円 6万円
日本板硝子	平成22年 8月24日	大和証券	ジャパン・アドバイザー合同会社	平成24年6月29日 (平成25年1月8日)	37万円
エルピーダメモリ	平成23年 7月11日	野村證券	ジャパン・アドバイザー合同会社	平成24年11月2日 (平成25年4月16日)	12万円

(注1)野村證券については、昨年8月3日に同社に対して業務改善命令を発出。

(注2)ジャパン・アドバイザー合同会社については、昨年6月29日に同社に対して投資助言・代理業の登録取消処分を実施。

# 公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応 (情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入)



## 基本的考え方

- ・ 情報受領者によるインサイダー取引を防止するためには、不正な情報漏えいをいかに抑止するかが重要
- ・ 企業の通常の業務・活動に支障が生じないよう配慮しつつ、取引に結びつく不正な情報漏えいを規制

## 規制内容

- ①未公表の重要事実を知っている会社関係者(上場会社や主幹事証券会社の役職員など)が、他人に対し、
  - ②「公表前に取引させることにより利益を得させる目的」をもって、③情報伝達・取引推奨を行うことを禁止
- ⇒ 当該行為により公表前の取引が行われた場合には刑事罰・課徴金の対象

## 違反抑止策

	刑事罰	課徴金	注意喚起のための氏名公表
証券会社等の違反の場合	5年以下の懲役 500万円以下の罰金 法人重課5億円	証券会社等に対し、 ・ 取引を行った者からの仲介手数料(3月分) ・ [増資に係る売りさばき業務の違反の場合] (上記の)仲介手数料(3月分)+引受手数料の1/2	違反行為に関わった役職員 (補助的な役割を担った者を除く)
上記以外の違反の場合		・ 取引を行った者の利得の1/2	—



# インサイダー取引規制に係る見直し 情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入

## ①金融商品取引法第167条の2関係

イ.会社関係者であって重要事実を知ったものは、他人に対し、当該重要事実の公表前に取引をさせることにより利益を得させる等の目的をもって、当該重要事実を**伝達し、又は取引を勧めてはならない**。

ロ.公開買付者等関係者であって公開買付け等事実を知ったものについても、同様の規制を設ける。

## ②金融商品取引法第175条の2関係

①の違反により情報受領者等が公表前に取引をした場合、**違反者に対して課徴金(計算方式)を課す。**

イ 仲介関連業務に関し違反行為をした場合には、当該違反行為をした日の属する月における情報受領者等からの仲介関連業務の対価に相当する額に3を乗じて得た額

ロ 募集等業務に関し違反行為をした場合には、イの計算方法によって得た額及び募集等業務等の対価に相当する額に2分の1を乗じて得た額の合計額

ハ イ及びロ以外の場合には、違反行為により情報受領者等が行った取引によって得た利得相当額に2分の1を乗じて得た額

### ③金融商品取引法第197条の2、第207条 関係

①の違反により伝達等を受けた者が公表前に取引をした場合、

違反者を5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、又はこれを併科することとするとともに、

法人に対して5億円以下の罰金刑を科することとする。

## 4. 「フェア・ディスクロージャー・ルール (fair disclosure rule : FD)」

○一般に発行体・企業が

「公表前の内部情報を特定の第三者 (アナリスト等) に提供する場合に

当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを

確保するためのルール」

# FDの内容

- ①投資判断に重要な影響を与えるような情報（例えば、業績予想の大幅な修正など）で
  - ②未公表のものを、
  - ③特定の第三者（例、大株主、アナリストなど）にのみ提供すること
- 選択的開示（selective disclosure）は、原則として、許されない。

○仮に、特定の第三者に提供するのであれば、その情報が他の不特定多数の投資者にも同時に（あるいは速やかに）提供されるように必要な対応を行わなければならない、というルールである。

# FD規制の導入(2017年5月金商法改正)

金融審議会デスクロWGの報告28年4月検討要請

①米国は2000年にFD規則を導入(EU2003年)

しかし、当時我が国では不要との意見から見送り。

②近年、行政処分の事案において、上場会社が当該証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供していたなどの問題が発生している。

③外国投資家などからは、主要国並みに、市場の信頼を確保するためにも同様のルールを我が国においても導入する必要との指摘

④検討には、発行企業の萎縮、報道の自由の規制に配慮

# 未公表の企業情報の伝達が問題 となった近年の事例1

・2015年12月に行政処分を受けた例(B証券会社)

○東証1部上場会社A社は、2014年12月頃、公表前の四半期の業績に関する情報を、公表前にB証券会社のアナリストに伝達

○当該アナリストがB証券会社の営業員に上記情報を伝えたことにより、B証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてA社株式の売買を勧誘

# 事例2

2016年4月に行政処分を受けた例(D証券会社)

○東証1部上場会社C社は、2015年9月、公表前の半期の連結業績予想(営業利益)に関する情報を、公表前にD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストが上記情報をD証券会社の営業員に伝えたことにより、D証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてC社の株式の買付けを勧誘。

○東証1部上場会社であるE社ほか少なくとも3社において、2015年9月～10月、公表前の業績に関する情報をD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストは、上記情報をアナリストレポートに記載するなどにより、複数の顧客に当該情報を提供。

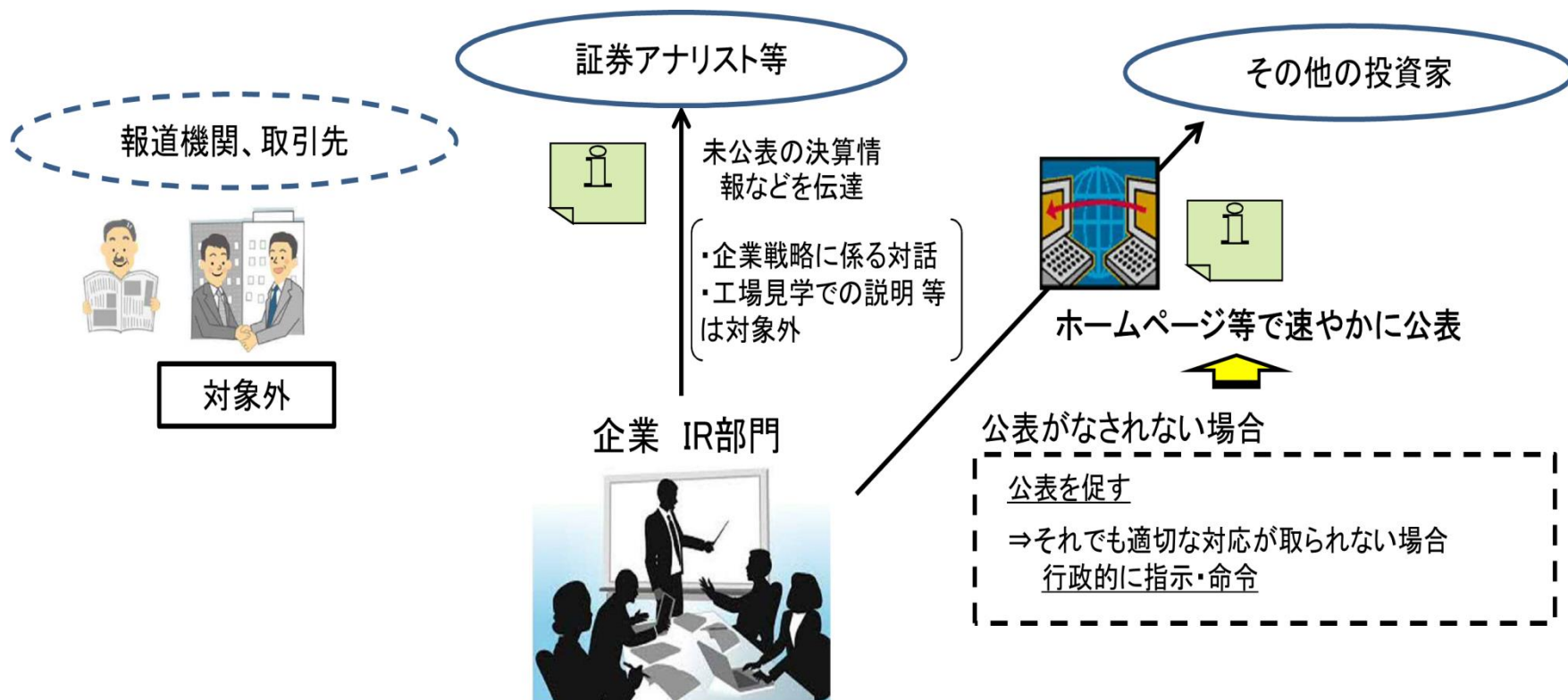


# 米国のFD規則及びEU規則

項目	欧米の状況
対象となる情報の範囲	〔米国〕重要な未公表の情報(「重要な」とは、「合理的な株主が投資判断に際して重要と考える相当の蓋然性があること」) 〔欧州〕発行者または金融商品に直接または間接に関係する未公表の正確な情報であって、公表されれば金融商品等の価額に重大な影響を及ぼす可能性があるもの
対象となる情報受領者の範囲	〔米国〕証券市場の問題に対応するため、以下の市場関係者に限定 <ul style="list-style-type: none"><li>・ ブローカー・ディーラー及びそれらの関係者</li><li>・ 投資顧問業者、機関投資家の投資マネージャー及びそれらの関係者</li><li>・ 投資会社及びその系列にある者</li><li>・ 発行者の発行した有価証券を保有する者で、その情報に基づき当該有価証券を購入又は売却することが合理的に予想される者</li></ul> 〔欧州〕広く「第三者」としている
公表が不要な情報提供の範囲	〔米国、欧州〕 守秘義務を負う者に対して情報提供した場合は、公表は不要
情報を公表する場合の方法	〔米国〕臨時報告書を提出するか、広範かつ非限定的な方法で公開 ※ 自社ホームページやSNSも認められる 〔欧州〕一般人が迅速にアクセスでき、完全・正確・適時に情報を評価することができる方法。各国で採用されている具体的な方法は以下のとおり <ul style="list-style-type: none"><li>・ 英: 当局公認の情報配信サービス</li><li>・ 仏: 自社ホームページ</li><li>・ 独: 情報配信サービス及び自社ホームページ</li></ul>

## フェア・ディスクロージャー・ルールの概要

- 上場会社等が公表されていない重要な情報をその業務に関して証券会社、投資家等に伝達する場合、
  - ・意図的な伝達の場合は、同時に、
  - ・意図的でない伝達の場合は、速やかに、当該情報をホームページ等で公表。
- 情報受領者が上場会社等に対して守秘義務及び投資判断に利用しない義務を負う場合、当該情報の公表は不要。



# インサイダー規制とFD規制の違い

## インサイダー

上場会社等の運営、業績又は財産に関する公表されていない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

(法人関係情報規制)

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影響を及ぼすと認められるもの

## FD

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

(インサイダー取引規制に係る重要事実該当する**該当する以外の情報のうち**、発行者または金融商品に係る未公表の**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**を含む)

項目	内容
対象となる情報	投資判断に影響を及ぼす重要な情報(インサイダー取引規制で列挙されている重要事実よりは幅広く、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある確定的な情報を含むが、その情報のみでは直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえないモザイク情報は対象外)
情報提供者	発行者の役員のほか、従業員。使用人並びに代理人のうち、規制対象となる情報受領者への情報を伝達する業務上の役割が想定される者に限定。
情報受領者	証券会社、投資運用業者、投資顧問業者、信用格付業者などの有価証券に係る売買や財務内容等の分析結果を第三者へ提供することを業として行う者、その役員や従業員。 発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者。
公表不要情報	ルールの対象となる情報受領者への情報提供であっても当該情報受領者が第三者に伝達しない義務(守秘義務)及び投資判断に利用しない義務を負う場合は公表義務は課されない。 情報受領者が守秘義務に違反してルールの対象となる他の者に当該情報を伝え、その伝達の実を発行者が把握した場合には、発行者に対して当該情報の公表が求められる。
公表方法	法定開示(EDINET)及び金融商品取引所の規則に基づく適時開(TDnet)のほか、発行者のホームページによる公表を認める。
違反対応	当局が発行者に情報の速やかな公表を促し、適切な対応がとられなければ行政的に指示・命令を行うことで実効性を確保。