

証券市場と情報

市場監視の現場から

後藤健二 証券取引等監視委員会事務局課徴金・開示検査課長

一 インサイダー取引は情報管理の問題

インサイダー取引と聞いて、読者の皆様はどのような印象をもたれるだろうか。「株好きの一部の不心得者が犯す法律違反の株式売買」……そんなイメージを抱く方が多いのではないだろうか。

金融商品取引法（以下「金商法」または単に「法」という）一六六条一項は、上場株券の発行会社やその会社と契約を締結している先の役員等（以下「会社関係者」という）によるインサイダー取引について次のように規定している（注）。

「（会社関係者の禁止行為）

第一六六条 第一項

次の各号に掲げる者（以下この条におい

て「会社関係者」という。）であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実

……を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引（以下この条において「売買等」という。）をしてはならない。当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を次の各号に定めるところにより知つた会社関係者であつて、当該各号に掲げる会社関係者でなくなつた後一年以内のものについても、同様とする。……」

また、法一六七条一項は、上場会社の株券等に対する公開買付者等関係者のインサイダー取引について法一六六条と同様の規定を置いてい

から直接情報の伝達を受けた者も、インサイダー取引規制の対象となる（法一六六条三項、一六七条三項）。

これらの条文に書かれていることを要約して言えば、金商法違反としてのインサイダー取引は、

- ① 誰が・会社関係者や公開買付者等関係者、あるいはこれらの者から直接情報を伝達された者が
- ② どんな場合に…重要事実を知つて（注二）
- ③ いつ…公表前に
- ④ 何をしたら…株券等の売買等をする

ここで会社関係者のインサイダー取引に係る重要事実とは、大きく決定事実、発生事実および業績予想値の修正の三種類に分けられる（法一六六条二項）。決定事実には、たとえば新株の発行や株式分割・交換・移転といった財務上の事項、合併、事業譲渡、業務提携といった業務運営上の事項が含まれ、発生事実には、たとえば災害等による損害、主要株主の異動、上場廃止原因といった事項が含まれ、業績予想値の修正には、売上高・経常利益・純利益等に係るものが含まれる。

注目すべきなのは、金商法はこれらの事項に着目して硬直的にインサイダー取引規制違反の線引きをしているわけではないことである。と

いうのは、一方でこれらの事項に該当する出来事であつても、内閣府令に掲げる軽微なもの（重要事実からはずすこととされており（軽微基準）、たとえば新株発行についていえば、募集の払込金額の総額が一億円未満であると見込まれる場合は重要事実にあたらないとされている（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「府令」という）四九条一号イ）（注三）。他方、法一六六条二項には、決定事実、発生事実、業績予想修正以外のもの、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすような事項を、広く重要事実にも含めることも規定されている（四号および八号のいわゆる「バスケット条項」）。つまり、法がインサイダー取引の射程に収めているのは、ある出来事の形式的な性格そのものではなく、それらが投資者の投資判断を通じて株券等の価格にどのような影響を与えるか、言い換えれば、証券市場において情報としてどのような重さを持つか、ということなのである。

条文は別建てになるが、公開買付けの実施や中止等が重要事実とされているのも、公開買付けは上場株券等を市場外で買い集めるものであるから、既存株主を引き付けるために市場価格に対してプレミアムを付した形で公開買付け価格が設定されることが多く、株価に大きなインパクトを与えることが明らかだからである。

そうした視点から、あらためて前述したインサイダー取引の四つの条件をみると何がいえる

だろうか。条件の④に明示されているとおり、わが国金商法においては、現に株式の売買等が行われることを違法行為の構成要件としている。しかし、そのほかの三点は、「①上場企業の株価にインパクトを与えるような重要な内部情報を知り得る特別な立場にある人が、②実際にその情報を知つて、③その情報が公表されて他の市場参加者にも周知される前に」売買等の取引を行うことを禁止していると理解することができる。つまり、その上場企業について内部で決定されたり、内外で発生したりしたさまざまな情報が、証券市場との関係でどのように管理されるべきか、という点を問題にしているのである。

二 情報という視点からみた金商法

筆者は、証券取引等監視委員会（以下「証券監視委」という）事務局で、金商法に定められた課徴金調査や開示書類の検査に係る実務を担当している。このうち開示書類の検査が、上場企業等による市場に対する情報開示の問題であることは当然であるが、課徴金調査においても、調査の結果一定の法令違反が認められた場合に行われる課徴金納付命令の勧告について、昨年（平成二二年）一年間の合計四五件のうち三二件がインサイダー取引規制違反に係るものであつたことから明らかに、業務のか

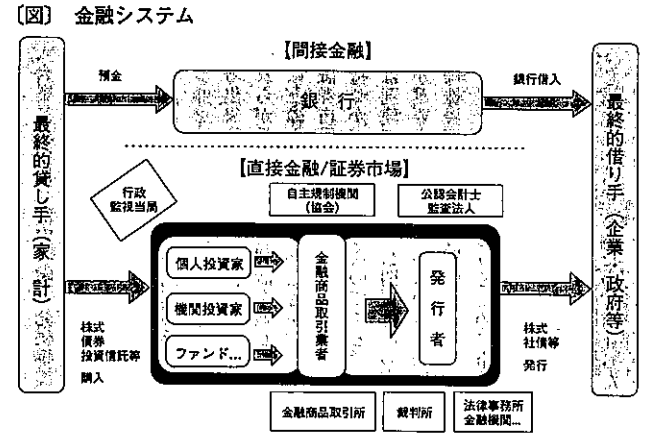
なりの部分が、証券市場における情報の問題に關係している。それはある意味偶然ではなく、金商法の目的や構成自体に起因しているということが出来る。

金商法は全一九章、条文数九〇〇条以上という膨大な分量の法律であるが、その実体的な規制内容は、市場監視の視点からみると大きく三つのカテゴリーに分けることができると思う。

第一に、開示に関する規定である。開示義務者である有価証券の公券を行う者、上場企業等、公開買付者、株券等の大量保有者が規制の名宛人となっている。市場参加者間における情報の共有という観点からは、何と云っても、投資対象としての金融商品が発行する上場企業等の発行体による情報開示が最も重要となる。

第二に、証券市場の専門家、あるいは証券市場を成り立たせるインフラストラクチャーの担い手に関する規定である。証券会社をはじめとする金融商品取引業者や、金融商品取引所等が規制の名宛人になる。

第三に、公正な取引の確保に関する規定である。これについては「何人も」その規制の名宛人になるが、念頭に置かれているのは主として一般的意味での投資家である。自己株を取得する際の発行体や自己勘定で投資する業者もこれらの規制に服するのはもちろんであるが、個人投資家、機関投資家、いわゆるファンド等、さまざまな規模・形態の投資家がすべて公正取引



【図】金融システム

規制の射程に入ることになる。
 金商法は、これらの規制によって何を実現しようとしているのだろうか。金商法一条は、次のようにいう。

第一条

この法律は、企業内容等の開示の制度を

整備するとともに、金融商品取引業を行う者に關し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な發揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な發展及び投資者の保護に資することを目的とする。」(傍線は筆者)

これを銀行法の目的と比較すると、

第一条

この法律は、銀行の業務の公共性にかんがみ、信用を維持し、預金者等の保護を確保するとともに金融の円滑を図るため、銀行の業務の健全かつ適切な運営を期し、もつて国民経済の健全な發展に資することを目的とする。」(傍線は筆者)

第二項

この法律の運用に当たっては、銀行の業務の運営についての自主的な努力を尊重するよう配慮しなければならない。」

傍線をみればわかるように、金商法と銀行法は、「国民経済の健全な發展に資する」という共通の文言を目的規定に掲げている。ここで「国民経済の健全な發展」とは、金商法については、市場を通じた資源の効率的配分や国民の

的には、発行体にとって最も基本となるのが開示規制であり、投資家が守らなければならないのが、主として流通市場における行為規範である公正取引規制等ということになる。投資家や発行体は、基本的に業規制などの行政監督の対象ではないので、これらのルールは、何よりも当事者による自主的な遵守が期待されることになる。

第四に、以上の特徴を反映して、証券市場はいわば複雑系になっており、投資家・発行体に加えて、システムが円滑に機能するためのさまざまな担い手を必要とする。具体的には、金融商品の取扱い専門家としての金融商品取引業者、透明で効率的な流通市場の開設者としての証券取引所、発行体が開示する財務情報の適正さを担保するための監査証明制度を担う公認会計士・監査法人、法律や税務の専門家等々のアドバイザー、金融機関、さらには、ルールの遵守状況を監視する行政機関や紛争解決の場としての裁判所も重要な役割を担う。

銀行が銀行内部で営んでいる企業の選別・モニタリング作業を、証券市場という前記のような特徴を持ったオープン・スペースで行うことができるようにするためには何が必要だろうか。投資家がある有価証券を取得するか、また、取得後、売却するか持ち続けるかを判断する際に必要となる情報が、正確・迅速・公平に市場に供給されるようにし、投資家がそれらの情報に

投資活動の促進による経済發展を、銀行法については、経済活動および国民生活に必要な資金が円滑に融通され循環する仕組みの整備を意味すると解されている(注四)。両者に共通しているのは、マクロ的に、資金剰部門から資金不足部門へと効率的に資金を配分・供給する仕組みの構築というゴールであり、比喩的にいえば、証券市場は、銀行という主体が業として行っている資源配分機能を、市場参加者の協働作業によって実現することを目指しているといえる(これを示したのもとして、【図】「金融システム」を参照(注五))。

マクロ的な資源の効率配分は、ミクロ的には、種々の経済資源を最も有効に活用できる企業を選別して必要な資金を供給し、供給された資金が実際に活用されているかを継続的に監視(モニタリング)していく活動の集積によって実現する。証券市場がそうした借り手企業の選別機能とモニタリング機能を發揮するには何が必要だろうか。これを、間接金融⇨銀行仲介型金融と比較した場合の証券市場型金融の特徴は何か、という問いに置き換えて考えてみた場合、次の四点を指摘することができる。

第一に、証券市場には、間接金融における銀行に相当するような、コアになるリスクの取り手がいない。企業は常に経営に失敗し、最悪の場合破綻するリスクを負っているから、資金の貸し手は本来信用リスクを負うことになるが、

基づいて自由に投資判断を行うことで正しい価格形成が行われ、活発な取引が行われるようにする仕掛けが不可欠である。こうした仕掛けの基礎を提供しているのが金商法であり、同法は、証券市場における情報の活用・管理について定めている法律であるということができる。

三 最近のインサイダー取引事例にみる情報管理の状況

前述のとおり、証券監視委は、昨年一年で合計四五件の課徴金納付命令勧告を内閣総理大臣(金融庁長官)に対して行った。その内訳は(表1)のとおりである。

(表1) から明らかなどおり、最も多いのはインサイダー取引に対する勧告で、四五件中三二件を占めている。これらのインサイダー事案をさらにみていくと、特徴として、重要事実が公開買付けである事案(一〇件)・(表2)参照)と、違反行為者が第一次情報受領者(会社関係者等から直接情報の伝達を受けた者)である事案(一五件)・(表3)参照)という二つの類型が目立っている。一で述べたとおり、インサイダー取引は本質的に上場企業や公開買付関係者の情報管理の問題ととらえることができるが、前記の二つの類型には、事柄のこうした本質が浮き彫りにされていると考えられるので、以下、いくつか事例を紹介することとしたい。

【表1】平成21年における課徴金納付命令催告

不正取引	インサイダー取引	32件
	相場操縦	3件
開示	有価証券報告書等虚偽記載	9件
	公開買付開始公告不実施	1件
合計		45件

【表2】インサイダー取引：重要事実別の勧告件数推移

	18年	19年	20年	21年
株式等発行	3	2	2	3
合併・株式交換	0	2	3	2
業務提携	3	2	10	0
会社更生・民事再生	1	0	0	8
業績予想値の修正	4	3	3	2
バスケット条項	0	0	0	4
会社関係者に係るその他の重要事実	2	1	0	3
公開買付け	0	1	3	10
(合計)	(13)	(11)	(21)	(32)

【表3】インサイダー取引：行為主体別の勧告件数推移

	18年	19年	20年	21年
発行体	1	2	0	0
発行体・公開買付者の役員	7	4	6	14
契約締結先	2	3	8	3
第1次情報受領者	3	2	7	15
(合計)	(13)	(11)	(21)	(32)

事例①…「日立製作所社員からの情報受領者」案件（二月一五日勧告）

【違反行為の概要】

違反行為者は、日立製作所で役員を補助する総務系の仕事をしていた同社の社員（違反行為者の親族）から、日本電産が、当時日立製作所の連結子会社だった日本サーボ（現・日本電産サーボ）株券の公開買付けを行うことを決定した事実の伝達を受け、公表（平成一九年三月三日）より前に、同株券二万五、〇〇〇株を四

九万円で買い付けた。

また、同じ日立製作所の社員から、同社が、当時持分法適用関連会社だった日立工機と日立国際電気の株券の公開買付けを行うことを決定した事実の伝達を受け、公表（いずれも平成二一年一月一五日）より前に、同株券をそれぞれ五、〇〇〇株および一〇、〇〇〇株、三二二万四、〇〇〇円および四八四万円で買い付けた。

【課徴金額】 七五二万円

象会社との意向打診や事前接触に始まり、最終的な合意・公表に至るまでかなりの時間がかかる。さらに、幹事証券会社、金融機関、IR会社、事業・法務・税務・会計などさまざまな分野のデューデリジエンスを行うアドバイザリー等、多くの関係者が関与することになり、そこに情報漏洩が起りやすいうリスクがある。

事例②では、買付者であるファーストリテイリング側の委託を受けてリンク・セオリー・ホールディングス社の資産査定を担当していた、PWCアドバイザリーの社員がインサイダー取引を行っている。

事例③…「オリエンタル白石社員および情報受領者」案件（二〇月三〇日勧告）

【違反行為の概要】

(i) 違反行為者七名のうち三名は、オリエンタル白石の社員であり、同社が会社更生手続開始の申立てを行うことを決定した事実を知り、公表（平成二〇年一月二六日午後五時三〇分）より前に、同株券一、二〇〇株、一〇万二、〇〇〇株を一五万円、一三二万九、四〇〇円で売り付けた。

(ii) 違反行為者のうち残りの四名は、オリエンタル白石およびその契約締結先の役員から本件事実の伝達を受け、公表より前に、同株券四、四〇〇株、三万株を五五万円、三二六万八、八〇〇円で売り付けた。

この事例は、オリエンタル白石が会社更生法の適用を申請する前日、同社の事業である土木工事の現場管理を統括する本部の社員が、当該申請が公表された後に現場に留意事項を周知するため準備していたメールを、社員数百人に対して誤送信してしまい、結果として社の内外で七名がインサイダー取引を行った案件である。

上場企業等の内部情報に直接間接にアクセスできる会社関係者等と異なり、情報受領者によるインサイダー取引は、会社関係者等から情報が漏洩されない限り生じ得ない。オリエンタル白石の例では、会社更生法の適用申請という究極のコーポレート・イベント前夜の混乱の中で起きたこととはいえ、一通のメール誤送信から、四名の第一次情報受領者によるインサイダー取引を誘発してしまっている。これは極端な例であるとしても、去年一年だけでも、この四名を含む合計一五名の第一次情報受領者がインサイダー取引による課徴金勧告の対象とされており、市場監視の観点からは危惧を感じざるを得ないところである。

四 企業内部での情報の共有と活用 — 開示書類の虚偽記載を例に

ここまで、情報が証券市場において果たす役割という観点からみて、一方では、上場企業が

事例④…「PWCアドバイザリー社員」案件（二〇月二三日勧告）

【違反行為の概要】

違反行為者は、ファーストリテイリングとアドバイザリーサービス業務の提供に関する業務委託契約を結んでいたPWCアドバイザリーの社員であったが、ファーストリテイリングがリンク・セオリー・ホールディングス株券の公開買付けを行うことを決定した事実を、同契約の履行に関して知り、公表（平成二一年一月二九日）より前に、同株券二〇株を二〇九万九、〇〇〇円で買い付けた。

【課徴金額】 一二九万円

前述したように、公開買付けが行われる場合には、通常市場価格にプレミアムを上乗せして買付価格が決定されるため、事前に情報を入手して株券を取得し、事後的に公開買付けに応募すれば必ず儲かるという点で、インサイダー取引が行われやすい明白なリスクがある。しかし、事例④では、日立製作所の社員は、こうしたきわめて価格センシティブな情報を三件にわたって不用意に親族に伝えてしまっており、結果として情報の管理が非常に不適切だったといわざるを得ない状態になっている。

また、公開買付けにおいては、価格面でのリスクに加え、事柄の性質上公開買付者と買付対自ら集約・整理した内部情報を適切に開示していく必要があること、他方では、情報漏洩のリスクとそれを防止することの重要性を意識する必要があることを説明してきた。

しかしながら、本来適切な情報管理は、市場規律の観点のみならず企業経営自体にとっても不可欠なはずである。企業が適正かつ効率的な経営を行っていることとすれば、社内の各部門や、本部から物理的に離れた現場で起きている事実を正確に認識し、的確な分析・判断をすること、また、その成果を各部門、各現場にフィードバックしていくことが必要になるのはいうまでもない。こうした要請は、企業が大きくなればなるほど重要性を増し、かつ困難になる。

市場監視の現場でこうしたリスクの顕在化に出会うのは、開示書類に掲載された決算情報の虚偽記載の事案である。金商法は、有価証券届出書や有価証券報告書等の開示書類に重要な虚偽記載がある場合、内閣総理大臣（金融庁長官）がその提出者に対し、法令で定められた方法で算定した金額の課徴金を納付するよう命ずることを定め、また、証券監視委に開示書類に関する検査を行う権限を付与しているが、証券監視委はこうした検査の結果に基づき、平成一八年一月の東日本ハウスを皮切りに、平成二二年一末まで計三〇件、開示書類の虚偽記載等（注六）に対する課徴金納付命令の勧告を行ってきた。

その様態はバラエティに富むが、ここでは、一昨年勧告が行われたIHI（旧・石川島播磨重工業）に係る事実を紹介したい。

事例④「IHIに係る有価証券報告書等の虚偽記載」案件（平成二〇年六月十九日勧告）

【違反行為の概要】

IHIは、まず継続開示書類について、売上の過大計上および売上原価の過少計上等により、①連結中間純損益が一〇〇億九、五〇〇万円の損失であったにもかかわらず、これを二八億一、七〇〇万円の損失と記載するなどした中間連結損益計算書を掲載した平成一八年九月中旬期半期報告書、②連結当期純損益が四五億九、三〇〇万円の損失であったにもかかわらず、これを一五八億二、五〇〇万円の利益と記載するなどした連結損益計算書を掲載した平成一九年三ヶ月有価証券報告書をそれぞれ提出。その上で、前記の半期報告書を参照書類とする有価証券届出書を提出することで、合計九三九億円の株券・社債券を発行した。

九円

一六億円弱という課徴金額は、これまでに課された最高額である。本件虚偽記載の発生を受けて、IHIは、社内および社外調査委員会を立ち上げてこうした不適正な会計処理が行われ

た原因を検証し、その結果を踏まえ、上場している各証券取引所に対して「改善報告書」を提出した。同報告書一頁〜二頁には次のような記載がある。

「……当社は過年度決算を訂正するに至った主たる原因は以下の二項目であると判断いたしました。」

- (i) 本社部門による事業本部・事業部情報のモニタリング体制の不備
過年度決算訂正の原因については、本社部門が事業本部・事業部に係る情報をモニタリングする体制が必ずしも万全ではなかった、もしくは、本社部門が充分なモニタリング機能を果たしていないおそれがあったと判断いたしました。
- (ii) 工事進行基準対象工事の総発生原価見通しの算出とチェックの上で必須情報を把握するプロセスが充分に機能していなかった問題

……このようなことが発生した原因は、各ライン部門と事業部管理部門、関係会社と事業部管理部門などプロジェクトの関係部門間の情報の伝達とその受け入れ手続きに不備があったためと思われる。さらに、工程の混乱などを端緒とした管理部門の混乱や、建設を担当する関係会社にも発生した同様の混乱が、各部門間の情報の授受と管理部門による評価の遅れに影響したと思

われます。……」
一読して明らかのように、同報告書におけるこうした分析は、企業内部の情報管理——保存・保護にとどまらず、情報を共有し活用すること——の重要性と難しさを端的に示している。

五 経団連の企業行動憲章——開示に関するベスト・プラクティス構築への期待

財務・決算情報に限らず、企業活動の過程で生産されたさまざまな情報を有効活用するのは、経営の責務といつてよい。会社法上も、内部統制システム構築の一環として、取締役会が「取締役の職務の執行に係る情報の保存及び管理に関する体制」や「取締役の職務の執行が効率的に行われることを確保するための体制」を整備することが求められている（注七）。そして、そうした情報活用場面は企業の内部的活動にとどまらない。日本経済団体連合会は、平成三年に「経団連企業行動憲章」を制定し、その後数次の改定（名称も「企業行動憲章」に改称）を経て、現在、会員企業が「〇〇の大項目、四八の小項目からなる憲章を自主的に実践するよう申し合わせている。」

そのうち、「情報」について直接的な言及があるのは下記の各項目である。

「1 社会的に有用な製品・サービスを安全性や個人情報・顧客情報の保護に十分配慮して開発、提供し、消費者・顧客の満足と信頼を獲得する。」

1-3 消費者・顧客に対して、製品・サービスに関する適切な情報を提供する。……

1-5 個人情報・顧客情報を適正に保護する。

3 株主はもとより、広く社会とのコミュニケーションを行い、企業情報を積極的かつ公正に開示する。

3-1 株主総会やインベスター・リレーションズ（IR）活動を通じて、株主・投資家などとのコミュニケーションを促進する。

3-2 インサイダー取引の防止に努める。

3-3 ステークホルダーに対して、適時適切に情報を開示する。

3-4 広報・広聴活動などを通じて、社会との双方向のコミュニケーションを促進する。

務に直接関係する事柄として、小項目「3-2 インサイダー取引の防止に努める。」が、企業情報の積極開示を謳った大項目3の中に位置づけられていることである。これは、インサイダー取引規制の本質である「開示か、若しくは取引の断念か（disclose or abstain from trading）」というテーゼが、憲章の項目立てに的確に反映されていることを示している。本稿一

で述べたように、インサイダー取引規制がきちんと機能するためには、このルールが「株好き」な一部の不心得者が犯す法律違反の株式売買の禁止」というにとどまらず、投資判断に必要な企業情報が、できるだけ正確・迅速・公平に市場に供給されるのを促すことと表裏一体であるとの認識が、市場参加者に広く共有されることが重要である。会社内の人間がインサイダー取引を行う場合はもちろん、仮に直接の違反行為者が会社外の情報受領者だったとしても、重要な情報が公表前に漏洩し、悪用されてしまったことに変わりはない。違反行為者の反対側には、必ず、同じ情報を知っていればその株式を

持ち続けていたであろう既存株主や、本来その株式に投資しなかつたであろう新規株主が存在し、彼らは企業の不適切な情報管理によって、投資家として不利な取扱いを受けてしまっている。もとより情報を管理する上場企業等からすれば、現実には、ある出来事が重要事実に当たるか否か判断に困ることも少なくないだろう。

だからこそ、株主に迷惑をかけないためにも大きな事実ではできるだけ公表する、という構えが大切になる。事実が公表された後には、インサイダー取引は起こり得ないのだから。

第二に、本稿での議論により大切なのは、個人情報・顧客情報の保護のみならず、消費者・顧客に対する製品・サービスに関する適切な情報の提供や、株主・投資家、さらには広く社会とのコミュニケーションに向けた企業情報の積極的活用が求められていることである。実際、あらゆる企業は外部の世界に対して、自社の提供する商品やサービスを広告・宣伝したり、投資家を惹きつけるためにIR活動をしたり、さらには、優秀な人材を募集し、生産・販売拠点や自治体や住民の理解を得る、といった多様な動機で情報発信をしている。情報発信には、不祥事の発生などマイナスの出来事が生じた際に説明責任を果たすことも含まれるが、そうした危機管理の以前に、企業には、自ら適切に内部情報を管理し、開示していくモチベーションがあるはずである。

金商法に足がかりのある証券市場への情報開示には、「法定開示」と「適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）」の二種類がある。前者は、金商法令自体がその具体的内容まで定めているもので、上場企業等（有価証券の発行者）については、有価証券の募集または売出しを行う際に提出する有価証券届出書等の発行

市場監視の観点からは、本章章について二つのことが印象に残る。第一に、証券監視委の実

開示と、その後継続的に企業の財政状態や経営成績などを公表する継続開示がある。法定開示書類の真实性・信頼性を担保するため、開示書類中の財務書類については公認会計士または監査法人による監査証明の制度が設けられている。開示書類を提出しなかったり、重要な事項について虚偽の内容を記載したりした場合に、課徴金を含む行政責任のほか、刑事責任を問われる可能性もある。

後者は、金融商品取引所が、その取引所に上場された有価証券の発行者に対して、投資家の投資判断に重要な影響を与える会社の業務、運営、業績等に関する情報を開示するよう求めるものである。金商法上、金融商品取引所は業務規程において、「有価証券の売買に係る有価証券の上場及び上場廃止の基準及び方法」を含む細則を定めなければならないこととされている（法一七条）。これを受けて、たとえば東京証券取引所を例にとると、業務規程においてさらに有価証券上場規程を定めることとした上で、有価証券上場規程において、どのような情報をどのような方法で適時開示すべきか等が具体的に定められている（四〇二条以下）。

企業内容の開示が証券市場において有する活的な重要性に比べ、この分野のベスト・プラクティスはまだまだ発展途上であるように思われる。情報開示が本来企業の内発的な情報活用の文脈に位置づけられるものであること、また、

会社法によっても内部統制システムの構築が要請されていることを踏まえると、幅広い市場関係者や法律専門家による議論と実践が積み重ねられることのニーズは大きく、この分野におけるルールの共有が今後大きく前進していくことが期待される。

六 証券監視委による市場監視の役割

証券市場が本来期待される機能を十全に發揮するためには、投資判断に必要な情報が市場の隅々まで行き渡り、それを基に自由な価格形成と活発な取引が行われなければならない。こうした目的を達成するための基本的な規制体系は金商法に定められているが、これら諸規制が実際に市場のルールとして作用するためには、その目的や内容が規制の名宛人によってよく理解され、自ら遵守される状態になっていることが必要になる。それに加えて、ルールの遵守状況に関する監視が行き届いていること、すなわち違反行為が適時に発見され、抑止される態勢が市場監視当局によって構築されていることも不可欠である。これをエンフォースメント(Enforcement・法執行)と呼ぶ。こうした観点から、二に示した金商法の規制カテゴリをあらためて眺めた場合、それぞれ名宛人を異にする三種の規制のうち、第二番目のカテゴリはいわゆる業規制であるから、所管行政庁である金

融庁と規制の名宛人である業者等の間には、参入規制としての登録・届出や免許等を出発点として、業務開始後も、法令に基づきさまざまな報告や随時のヒヤリング等、オフサイトの情報交換が相当程度行われている(注八)。規制の実効性を確保するエンフォースメントの手段も、これを前提として定期的な立入検査が基本となり、オフサイトの情報にオンサイトの検査で確認された事実などを組み合わせて、必要な場合には業務改善命令や業務停止命令などの監督上の措置が講じられることとなる。

これに対し、開示義務者を名宛人とした規制は、企業内容の開示に限っても、四、〇〇〇社弱の上場企業をはじめ有価証券の公募を行った者等がおしなべて対象となるし、公開買付規制、株券等の大量保有規制はすべての投資家が対象となり得る。公正取引規制も、前述のとおり「何人も」が規制対象である。これは単にポリシーームだけの問題ではなく、「何人も」はもろろんのこと、上場企業であっても金融庁や証券監視委にとって何ら監督対象ではない。したがって、業規制のエンフォースメントに当たって依拠できるようなオフサイトでの情報の流入や、経常的接触から生まれるコミュニケーションの土台が存在しないという難しさがある。

証券監視委の委員長・委員は三年の任期制であり(金融庁設置法二三条)、現在は平成四年の発足から数えて第六期となっている。今期委員

会の発足直後に策定された基本方針(注九)では、「基本的な考え方」の二本柱の一つとして「市場規律の強化に向けた働きかけ」を掲げ、自主規制機関等を通じた各市場参加者への働きかけや、幅広い市場関係者との間で対話・情報発信を強化していくことを明らかにしている。これは、前述のようなエンフォースメントに係る固有の困難さがある中で、証券監視委が「市場の公正性・透明性の確保」「投資者の保護」という目的を達成するために不可欠の課題である。

現に行われている市場参加者等との連携の一つに、インサイダー取引を含む不正取引の防止、違反行為の端緒発見に向けた官民の協力があある。投資家が有価証券を売買する場合、通常は証券口座を開設している証券会社に売買注文を出し、それが上場証券であれば、証券会社がその注文を金融商品取引所に取り次いで、取引所市場で約定・決済が行われることになる。その際証券会社は、不正取引防止の観点から、たとえば発注者である投資家が、売買しようとしている株券の発行体である上場企業の内部者として登録されているか等を、自社の中に蓄積された情報や、証券業協会のイニシアチブで経済界の協力を得ながら構築されつつある上場企業役員データベース(注一〇)と照合する。

また、金融商品取引所には、上場銘柄に係る複数の証券会社からの注文が集約されることにな

るが、その過程で、重要事実が公表される直前の余りにタイミングの良い売買や、価格操作が疑われるような不自然な値動きがあれば、証券会社にも実態を確認しながら不正取引の可能性について検証を行うことになる。こうした一連の作業は売買審査と呼ばれる。

売買審査は前述のとおり、投資家と接する最前線の証券会社、全体の取引状況を把握される取引所において行われ、その結果、法令違反の疑いがあると考えられる取引については、証券監視委や財務局の証券監視官部門に連絡される(注一一)。なお現在では、投資家の委託を受けた証券会社から取引所への売買注文や、市場における取引の約定・決済まで一連の流れは基本的にすべてコンピュータによって行われている。インターネット取引が使われる場合は、投資家と証券会社とのやりとりも電子化されることになる。電子的取引にはすべてコンピュータ上記録が残るので、その意味で証券市場における違法行為者は、必ず足跡を残しているということになる。

七 市場参加者による自律——情報をめぐるルールの共有に向けて

エンフォースメントに話を戻すと、金商法上、開示規制と公正取引規制の実効性を確保するために三種類の手段が用意されている。

第一に、私法的規程がある。法定開示書類の虚偽記載については、当該開示書類の提出会社およびその役員等の無過失責任、監査証明をした公認会計士・監査法人の無過失責任、これらに係る損害額の推定等があり、不正取引については、インサイダー取引等の予防措置としての上場会社役員等による短期売買利益の返還や相場操縦行為者の無過失責任等が定められている。

第二に、行政規制がある。法定開示書類の虚偽記載については、当該開示書類の訂正命令や課徴金納付命令があり、不正取引については、課徴金納付命令がある。

第三に、刑事罰がある。開示規制違反については、最高懲役一〇年もしくは罰金一、〇〇〇万円(または併科)、不正取引については、最高懲役一〇年および罰金三、〇〇〇万円(相場操縦等)の法定刑が定められている。

このうち、証券監視委による市場監視の「出口」としては、行政処分(訂正命令・課徴金納付命令)を发出するべきとの内閣総理大臣(金融庁長官)への勧告や、刑事罰を科すべきとの検察官への告発があるが、同時に、私法的規程が活用され、民間主体の自律的な活動を通じて金商法のルールが機能していくことも期待されることである。しかし、これらの私法的規程は、現在のところ、予防の面でも事後抑止の面でも、十分に効果を発揮しているとはいえない

と思われ。加えて、近年、企業の情報管理や証券市場を取り巻く環境は非常に早いスピードで変化している。企業の経営環境を分析する際、IRM構造という枠組みが用いられることがある。IはInstitutions「制度」であり、企業の行動を規定する諸慣行や法制度を指す。RはResources「経営資源」であり、企業が使用することのできる人的資源、技術、金融資産等を指す。MはMarkets「市場」であり、市場での競争環境を指す。一九九〇年代以降、IRM構造は世界的に大きく変化したといわれる。日本においても、バブル崩壊後の系列・株式持合い・メインバンク制等の企業慣行の変化や会社法制・市場法制等の改正（一）、終身雇用制の終焉に伴う人材の流動化や社員の忠誠心の希薄化、ITの浸透がもたらした情報流通量の飛躍的拡大や拡散リスクの増加（R）、企業の買収や再編の増加、さまざまな形でアウトソーシングや事業提携の進展等（M）が観察される。さらに、本稿の問題意識からは、「市場」の変化に、DMAやアルゴリズムと呼ばれる機械化取引、個人投資家によるインターネット取引の増加等を含めることもできるだろう。

こうした環境変化は、発行体（企業）、投資家、市場仲介者、資金調達活動や投資活動を支える多種多様なアドバイザーといった証券市場の参加者に、多くのビジネスチャンスと激しい競争

を同時にもたらしている。その渦中で、すべての市場参加者には、これまで以上に情報に関する意識の高度化——保存・保護も、活用・開示も——が必要となっているのではないか。ここで一つのインサイダー取引事案を紹介したい。

事例⑤：「新日本監査法人職員」案件（平成二〇年三月一八日課徴金勧告）

【違反行為の概要】

違反行為者は、マーベラスエンターテイメント社の契約締結先である新日本監査法人の職員（公認会計士）であったが、同社が平成一九年三月期の業績予想を下方修正する事実を知り、公表（平成一九年三月二〇日午後三時）前に、株券二六一株を一、二二五万六、七〇〇円で売り付けた。

【課徴金額】 一三四万円

この事件は、所属の公認会計士が監査対象先の業績予想修正を知って自らインサイダー取引に及んだものであり、新日本監査法人にとって大きな衝撃となったと思われる。事件後、事実関係の解明、社員・職員の株式取引の実情把握等に加えて、法人内の内部管理や情報管理の実態と問題点を明らかにし、再発防止策を提言する目的で第三者委員会が設置された。同委員会は平成二〇年五月一五日付で最終報告書を提出しているが、その中に、以下のような記述がある。

取引所等。なお、文中意見に係る部分は証券取引等監視委員会の公式な見解ではなく、筆者の私見である。

（注一） 法一六七条一項では、インサイダー取引の構成要件として「公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を……知つたものは」と規定されているが、本稿においては、説明の便宜上、これらの公開買付け関係の事実も、法一六六条規定の「上場会社等に係る業務等に関する重要事実」と併せて重要事実と呼ぶ。

（注二） 逆に、業績予想値の変動には重要性基準が設けられており、たとえば売上高については、新たに算出した予想値が修正前の数字に比べて一割以上増減した場合のみ、重要事実と該当することとされている（府令五一一条一号）。

（注三） 金商法の目的規定について、近藤光男「吉原和志」黒沼悦郎「金融商品取引法入門」（商事法務、二〇〇九）七頁、銀行法の目的規定について、小山嘉昭「詳解 銀行法」（金融財政事情研究会、二〇〇四）五六頁をそれぞれ参照。

（注四） 間接金融の担い手として、銀行の他に信用金庫等のさまざまな預金取扱金融機関があるが、本稿では、説明の便宜のため銀行に代表させて記述している。

（注五） うち一件は公開買付開始公告の不実施。

（注六） 会社法三六二条四項六号を受けた会社法施行規則一〇〇条一項一、三、五号。

（注七） ただし、金商法の下で認められた集団投資スキーム（いわゆるファンド）については四、〇〇〇社を超える登録・届出が行われており

る。「……証券市場は、かつてのような悪感と未確認情報が入り乱れた単なる投機の場ではなく、企業内容が適正かつ迅速に開示され、それに基づいて投資家が投資判断を行うことで企業の客観的な内容と株価が連動するものが、公正な証券市場であり、そこでは、公認会計士が監査対象企業から財務会計に関する未公開情報を提供され監査を行った上で確定される決算内容や業績見通しが、当該企業の株価に直接的に反映されることとなる。公認会計士は、まさに証券市場の公正の実現のために中核的な役割を果たすべき存在となったのである。」

……このように、公認会計士及び監査法人をめぐっては、証券市場との関係が質的に変化し、監査業務の中で入手し得る情報の投資判断における重要性が高まっていることに加えて、監査法人の寡占化による企業に関する情報の集中、情報機器の発達による株式取引の利便化で情報の不正使用のリスクが増大しているが、その一方で、監査業務を取り巻く状況の変化に伴う労働環境の変化が、不正行為防止のための内部管理の機能を低下させる結果になっており、情報をめぐる不正行為に関して危険な状態が生じていると言わざるを得ない。……」

この報告書は、証券市場をめぐる情報と公認

（平成二二年一〇月末、これらの業者とたとえば証券会社とは、こうした情報交換の密度において大きな差があるのが実態である。

（注八） 公正な市場の確立に向けて、「市場の番人」としての今後の取組み（平成一九年九月五日）。

（注九） JRISS（ジエイ・アイリス：Japan-Insider Registration & Identification Support System）と呼ばれる。

（注一〇） 平成二二年一月以降は、当局を含む市場関係者間にコンプライアンスWANと呼ばれる専用回線によるネットワークが構築され、売買審査に係る情報共有の迅速性、安全性の向上が図られた。

（注一一） 平成二二年一月以降は、当局を含む市場関係者間にコンプライアンスWANと呼ばれる専用回線によるネットワークが構築され、売買審査に係る情報共有の迅速性、安全性の向上が図られた。

（注一二） 平成二二年一月以降は、当局を含む市場関係者間にコンプライアンスWANと呼ばれる専用回線によるネットワークが構築され、売買審査に係る情報共有の迅速性、安全性の向上が図られた。

会計士・監査法人の関わりについて述べたものであるが、ここで強調されている情報環境・市場環境の変化やそれに伴うリスクの高まりは、幅広い市場関係者が共通に対応を迫られている課題でもあると思われる。証券市場は、多数の投資家による自由な投資判断を通じて、企業が選別・モニタリングされる場であると述べたが、裏を返せば、そうしたプロセスを経て未来に向けて付加価値を生み出すことのできるアイデアや技術が発掘され、事業化に必要な資金と出会う場でもある。情報やマネーには国境も国境もない。日本の証券市場が賑わい、その賑わいを通じて、金商法の目指す国民経済の健全な発展が実現されるよう、証券市場における情報の意味が幅広いステークホルダーの共通認識となり、開示や公正取引に係るルールの共有と高度化が進むことを願ってやまない。

（注一） 本稿は、条文に則した金商法の正確な解説を意図するものではないため、ここでの記述は規制の概要であり、実際には、法令上詳細なルールが設けられていることに留意されたい（以下、条文の解説に係る部分についてはすべて同様）。また、インサイダー取引規制の詳しいルールについては、自主規制機関である証券取引所から実務的な解説資料が発行されているので、併せて参照されたい。たとえば、「こんぶらくんのインサイダー取引規制Q&A」（東京証券取引所自主規制法人）、「ポイント解説インサイダー取引規制入門」（ジャスターク証券