

# 増資インサイダー事件後の規制改革

大崎貞和



## CONTENTS

- I 増資インサイダー事件の摘発
- II 動き出した規制改革
- III 金融商品取引法の改正
- IV インサイダー取引規制の課題

### 要約

- 1 2009年から10年にかけて日本の上場企業による大型公募増資が相次いだ。そうしたなかで、公募増資の発表前後に空売りなどによる株価の大幅な下落が生じるケースが目立ち、増資インサイダー取引疑惑が取り沙汰されるようになった。
- 2 この疑惑は、2012年3月以降、証券取引等監視委員会による摘発事案が相次いだことで、単なる疑惑から市場の信認を揺るがす深刻な不祥事へと発展した。再発防止策としての空売り規制の見直しや公募増資のあり方をめぐる検討も行われた。
- 3 2013年6月には、インサイダー情報の伝達や内部者等による投資推奨を禁じ、機関投資家等、「他人の計算」で取引を行う者のインサイダー取引に対する課徴金を引き上げる金融商品取引法の改正案が成立した。
- 4 この改正は市場に対する信認の確保という面で一定の効果を発揮するものと期待されるが、中長期的には、形式主義的な日本のインサイダー取引規制の再検討も必要であろう。また、将来新たな事件が起きたとしても、いたずらに規制強化だけを求めないことが重要である。

## I 増資インサイダー事件の摘発<sup>注1</sup>

2009年から10年にかけて、日本の上場企業の公募増資による資金調達額は、過去最高の水準を記録した（表1）。しかも、増資の規模が大型化した。この2年間の公募増資1件当たりの平均調達金額は811億円と、それまでの10年間の平均である148億円を大幅に上回ったのである。

その背景には、2008年9月のリーマン・ショック後の景気後退と急速な円高の進行で財務体質の悪化に見舞われた大手企業が資本増強を急いだことや、自己資本比率規制強化の動きが本格化し、国際的に業務を展開する金融機関が増資を迫られることになったという事情がある。

大規模な増資が行われれば、発行済み株式数の増加によって既存株主の持ち分が希釈化する。したがって、増資によって得られた資金が有効に活用され、希釈化の影響を打ち消すだけの増益につながるという期待が強くないかぎり、増資企業の株価は下落する可能性が高い。しかも、この時期は、欧州諸国の債務危機が表面化するなど、世界的に株価水準が低迷しがちな市場環境にあり、大型増資は悪材料視されやすかった。こうしたなかで、大型増資の公表前後に当該銘柄の売り注文が急増して株価が急落するという状況がたびたび生じたのである。

大型増資の公表を株価への悪材料と捉えた投資家が、保有株式を売却して損失を回避したり、空売りを行って利益をあげようとしたりすることは意外ではない。また、そうした取引行動を一概に問題視はできないだろう。しかし、増資の公表前から大規模な空売りが

行われるなどして株価が下落したとなれば、発行会社や引受証券会社から増資に関する未公表情報を入手した者による違法なインサイダー取引の可能性が疑われることになる<sup>注2</sup>。

このいわゆる増資インサイダー取引疑惑は、2012年3月以降、複数の事案が証券取引等監視委員会によって摘発されたことで、単なる疑惑にとどまらない、深刻な不祥事へと発展した<sup>注3</sup>。摘発された事案は、いずれも引受証券会社から上場会社の公募増資に関する未公表情報を入手した機関投資家等が、違法なインサイダー取引を行ったとされるものである（次ページの表2）。

一連の事件は、同時期に明るみに出たオリンパスによる粉飾決算やAIJ投資顧問による詐欺的な資産運用といった他の不祥事とも相まって、日本の株式市場の公正性に対する投資家の信頼を大いに揺るがせたといわざるをえないだろう。

表1 東京証券取引所上場企業による増資の動向

年	株主割当て		公募		第三者割当て	
	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額
1998	—	—	8	278,181	32	688,016
99	—	—	28	349,715	75	2,347,286
2000	2	8,240	24	494,149	46	922,756
01	3	32,047	18	1,201,483	57	477,176
02	—	—	19	153,312	62	484,350
03	2	1,451	35	567,236	84	223,161
04	1	2,729	78	750,232	129	572,627
05	2	3,721	74	650,847	150	778,055
06	—	—	69	1,447,724	145	416,476
07	1	8,086	60	456,974	117	662,102
08	1	139	27	341,697	93	395,840
09	—	—	52	4,966,829	115	714,609
10	1	689	50	3,308,906	88	535,606
11	—	—	45	967,813	66	395,151
12	1	414	53	451,766	71	159,327

注) 2007年4月以降、東京証券取引所直接上場時の公募による調達を含む  
出所) 東京証券取引所資料より作成

表2 課徴金納付命令勧告の対象となった増資に絡むインサイダー取引事件

課徴金納付命令勧告日	上場会社	公募増資公表日	違反行為者	情報を伝達したとされる証券会社	ファンドの得た利益	課徴金額
2012年3月21日	国際石油開発帝石	2010年7月8日	中央三井アセット信託銀行	野村証券	1,455万円	5万円
2012年5月29日	日本板硝子	2010年8月24日	あすかアセットマネジメント	JPモルガン証券	6,051万円	13万円
2012年5月29日	みずほフィナンシャルグループ	2010年6月25日	中央三井アセット信託銀行	野村証券	2,023万円	8万円
2012年6月8日	東京電力	2010年9月29日	ファーストニューヨーク証券および個人	野村証券	—	1,468万円 6万円
2012年6月29日	日本板硝子	2010年8月24日	ジャパン・アドバイザー合同会社	大和証券	1,624万円	37万円
2012年11月2日	エルピーダメモリ	2011年7月11日	ジャパン・アドバイザー合同会社	野村証券	564万円	12万円

出所) 金融庁資料より作成

## II 動き出した規制改革

### 1 空売り規制の見直し

増資インサイダー問題が、まだ「疑惑」とどまっていた段階から、そうした疑惑が取り沙汰される背景の一つとして、市場規制の問題点も指摘されていた。そこで、最初に着手されたのが、公募増資に関連した空売り規制の見直しである。

公募増資における新株の発行価額は、一般に時価よりも低い水準で決定される。発行価額よりも時価のほうが低ければ、わざわざ公募に応じて増資新株を取得しようとする者が現れることは想定しにくいからである。

空売り自体は正当な経済行為だが、とりわけ大規模に集中的に行われた場合、株価に対する下落圧力を生じさせる。それだけに、公募増資の公表後に空売りを行った者が、時価よりも割安な水準で増資新株の割当てを受けて空売りを決済することは、いわば自ら株価を押し下げた者が、その株価下落による利益を享受することになり、他の市場参加者は不公平感を抱きやすいだらう。また、そうした

行為が容認されれば、公募増資発表後の株価形成が不安定となり、上場企業の円滑な資金調達を妨げる可能性もある。

こうした観点から、米国では、証券取引委員会（SEC）の定める発行市場ルールであるレギュレーションMによる規制の一環として、公募増資の発行価額決定の5営業日前から価額決定日までの間に空売りを行った者が増資新株を買付けることは禁じられている（規則105）。

そこで日本においても、この規則にならった規制の導入が検討されることとなり、2011年8月の政令改正で、増資公表後に行った空売りのポジションを増資に応じて決済する行為が禁止されたのである（金融商品取引法施行令26条の6）。この規制は2011年12月から施行され、公募増資公表後の空売りを抑制する効果を少なくとも一定程度は発揮しているようである。

### 2 インサイダー取引規制の見直し

一連の事件の処理をめぐっては、インサイダー取引を行った機関投資家等に対して課さ

れた課徴金の金額が、事案によっては数万円といった少額にすぎなかったことが批判を受けた。個人のポケットマネーでも容易に支払えるような金額では、多額の資産を運用する機関投資家による不正を抑止する効果は期待できないと思われるからである。

また、市場の公正性を維持する責務を負うはずの証券会社の社員が、インサイダー情報（未公表の重要事実）の漏えいにかかわったと指摘されながら、当該証券会社が課徴金賦課等の対象とされないことについても、違和感を抱く向きが少なくなかった。

これらの点をめぐっては、欧米諸国ではより高額な課徴金等が課される可能性があるとか、インサイダー情報の伝達者も課徴金賦課等の対象とされる可能性があるといった指摘がなされ、日本のインサイダー取引規制が欧米諸国に比べて緩やかにすぎるのではないかという疑問が提起されることになったのである。

そこで、2012年7月以降、金融審議会に設置されたインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ（座長：神田秀樹東京大学教授）において、

- ①インサイダー情報の伝達やそれに基づく取引推奨行為に対する規制の強化
- ②「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

——の2点を中心に規制見直しに向けた検討が行われ、12月に報告書が取りまとめられた<sup>注4</sup>。そして、2013年4月には、この報告書の提言内容を踏まえた金融商品取引法（以下、金商法）の改正案が国会に提出される運びとなったのである。その内容については、次章で詳しく述べることにしたい。

### 3 公募増資のあり方をめぐる検討

増資インサイダー取引事件が、市場を揺るがす深刻な不祥事と受け止められたのは、一連の事件が、単に特定の機関投資家や証券会社における職業倫理の欠如が露わになった結果というよりは、日本の株式発行市場が抱える構造的ともいえる問題を浮き彫りにしたというべきものであったためである。

事実、さまざまなデータから、立件されたケースは「氷山の一角」であるといった指摘もなされている<sup>注5</sup>。また、金融庁は、一部の機関投資家が、増資に関する「耳寄り情報」を積極的に要求していたことを指摘する。それだけに、事件の背景となった大型公募増資をめぐる構造的な問題点について、何らかの対応が求められるのではないかといった声が高まったことは当然であろう。

そこで証券会社の自主規制機関である日本証券業協会は、2012年12月、我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会を設置し、公募増資の実態やそれに対する規制について国際比較を視野に入れた研究調査を行うとともに、証券会社としての対応方策について議論を開始した。

分科会においては、一定以上の利益を計上している企業だけに公募増資を認めるといったかつての規制が果たした機能などについてもあらためて検討が行われたが、上場企業の資金調達手法を一律に制約するような規制を導入する方向へは向かわなかった。2013年3月には、分科会での議論を踏まえ、会員の公募増資等の引受けにかかる行動規範が策定されることとなったほか、6月には今後の課題を整理した報告書が公表された。

### Ⅲ 金融商品取引法の改正

本章では、前章で触れた金商法改正の具体的な内容を紹介する。法案は2013年6月12日に国会を通過し、今後は、関連政令・内閣府令の改正が進められる。改正法の施行は、公布の日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日とされる。

#### 1 情報伝達行為の禁止

金商法によって禁じられるインサイダー取引とは、インサイダー情報を知った上場会社の役員や顧問弁護士、主幹事証券会社役員といった会社関係者または公開買付者等関係者（以下、内部者等）が、当該情報の公表前に行う取引である。また、内部者等から直接インサイダー情報を伝達された情報受領者による取引も規制の対象となっている（金商法166条、167条）。しかし従来は、インサイダー情報を伝達した者については、当該情報に基づく取引をそそのかしたり、取引が行われることを知ったうえで利益を山分けしたりしていたといった場合には、共犯として処罰される可能性があったものの、単にインサイダー情報を伝達しただけで直ちに刑事罰や課徴金賦課の対象となることはなかった。

これに対して欧州各国では、EU（欧州連合）の市場阻害行為（market abuse）指令（Directive 2003/6/EC）を受けて、各国で職務の適切な遂行として行う場合を除き、インサイダー情報を第三者に漏らす行為自体が禁じられているほか、証券会社等がインサイダー情報に基づいて取引推奨を行うことも禁じられている。また、米国では、情報伝達者がインサイダー取引の共犯として処罰される可

能性があるほか、証券取引委員会の公正開示規則（レギュレーションFD）によって、上場会社やその経営者が、インサイダー情報を証券会社のアナリストや機関投資家のファンドマネージャーに漏らす行為が禁じられている。

この点について、今回の改正では、内部者等がインサイダー情報の公表前に、他人に利益を得させ、または損失を回避させる目的をもって、当該情報を伝達したり、売買推奨をしたりする行為が禁じられることとなった（金商法167条の2）。この規定に違反した者は、情報伝達や売買推奨を受けた者がインサイダー取引を行った場合にかぎり、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金またはその併科という罰則も設けられた（金商法197条の2第14号、15号）。また、情報受領者が得た利得相当額の50%という課徴金も賦課される（金商法175条の2第1項3号、2項3号）。

ここで改正法が、違法な情報伝達の構成要件として他人に利益を得させ、または損失を回避させる目的という主観的要件を定めたり、実際に取引が行われたことを処罰要件としたりしたのは、インサイダー情報の伝達に対する規制があまりに幅広いものになれば、企業の通常の業務や活動に支障を生じさせ、処罰範囲を不当に拡大することになりかねないからである。たとえば、上場会社の経営幹部が、自社のかかわるM&A（企業の買収・合併）に関するインサイダー情報を報道記者に教えるとか、毎日帰宅が遅くなっている理由を家族に釈明するためにM&Aの動きに触れるといったことは、場合によっては社内規程に触れる可能性は排除できないだろうが、

処罰の対象とすべきものとも思えない。

この点をめぐっては、改正に向けた検討を行った金融審議会のワーキング・グループにおいて、一部の委員から、「主観的要件を設けると情報伝達者の自白がない場合には違反の立証が困難になりかねない」といった懸念も示された。しかし、たとえば今回の改正の発端となった一連の増資インサイダー取引事案のように、市場のプロフェッショナルが関与したケースなどでは、外形的な事実から「取引を行わせる目的」があったことの蓋然性を示すことはそれほど困難でないと考えられる。主観的要件が定められたことで、規制が「ザル」になるといった懸念は杞憂であろう。

また、ワーキング・グループでの議論では、公正な市場の担い手であるべき証券会社などの仲介業者による違反行為は市場に対する投資家の信頼を大きく損なうものであり、実際に取引が行われなかった場合も規制対象とすべきではないかといった指摘もなされた。この点については、すでにインサイダー情報を含む法人関係情報を提供して勧誘をすることが業規制上禁じられているといった事情に鑑み、最終的には、違反に対する課徴金の計算において、証券会社などの仲介業者については典型的に幅広い利得があることを踏まえて機関投資家からの定期的なブローカー評価に基づく継続的な売買手数料の金額などを考慮することや、情報伝達・取引推奨を実際に行った役職員の氏名を公表するといった対応を講じるべきとの提言がなされた。

これを受けて改正法では、証券会社が株式の売買仲介や公募等に関連して行った違反に対する課徴金の計算に関し、情報受領者から

支払われる月間仲介手数料等相当額の3倍や募集手数料等相当額の50%とするといった規定が設けられている（金商法175条の2第1項1号・2号、2項1号・2号）。

## 2 「他人の計算」による違反行為に対する課徴金の見直し

金商法上の課徴金制度は、規制の実効性を確保するために、法令違反行為によって行為者が本人が得た経済的利得を没収するという基本的な考え方に立脚して組み立てられている。一連の増資インサイダー取引事件において、機関投資家等に対して課された課徴金の金額が少額にとどまったのは、他人から資産運用を委託されている機関投資家等の場合、違法な取引によってあげられた利益全体ではなく、当該取引によって機関投資家等が直接得たと考えられる資産運用報酬に着目して課徴金額を計算することになっていたためである<sup>36</sup>。

この点については、課徴金の行政上の制裁としての性格を考えれば、違反行為者の利得という概念に必ずしもとらわれる必要はないという見方もできる。他方、課徴金の制裁としての性格を強調しすぎることは、憲法39条の禁じる二重処罰との兼ね合いで問題だといった見方もあるだろう。

今回の改正を議論したワーキング・グループの報告書は、課徴金制度のあり方自体も「将来的には検討されるべき課題である」としつつも、当面は、従来の考え方に依拠しながら計算方法を改めるべきだと結論づけた。具体的には、機関投資家等が違反行為を行う背景には、将来にわたり継続的に運用報酬を維持・増加させるねらいがあるという観点か

ら、現行のように個々の違法な取引にとらわれることなく、一定期間（たとえば3カ月）の運用報酬額を基準とする計算方法に基づいて課徴金額を算出すべきだとしたのである。

これを受けて、今回の改正では、他人の計算で資産運用を行う過程でインサイダー取引を行った場合の課徴金額を月間運用報酬相当額の3倍とすることが明確にされるとともに、風説の流布などその他の不公正取引類型についても同様の規定が設けられることになった（金商法175条1項3号ほか）。

### 3 その他の改正内容

このほか今回の改正には、増資インサイダー取引事件とは直接関係のない重要な内容もいくつか盛り込まれている。

第1に、インサイダー取引規制上の「公開買付者等関係者」に被買付企業およびその役員が新たに加えられることになった（金商法167条1項5号）。これは日本市場における株式公開買付（TOB）の多くが、あらかじめ対象会社の同意を得た友好的なものであるという実態を踏まえ、被買付企業やその役員からインサイダー情報を伝達された者が第二次情報受領者として取引規制を受けないという不合理を解消するための改正である。

第2に、未公表の公開買付等事実を知った者について、自らが公開買付けを行うために公開買付届出書を提出し、そこに未公表の公開買付等事実を伝達された旨を記載した場合や、情報を伝達されてから6カ月間が経過した場合には被買付企業の株式等の買付けが可能とされることになった（金商法167条5項8号、9号）。これは、TOBを行おうとする場合に、競合する買付けを仕掛ける可能性の

ある者に意図的に未公表情報を伝達してしまえば対抗的な買付けが困難になるという従来の規制の問題点に対処するための改正である。

第3に、インサイダー情報を知っている者同士が市場外で行う相対取引（いわゆるクロクロ取引）にかかわるインサイダー取引規制の適用除外の対象が、内部者等から直接インサイダー情報を伝達された者（第一次情報受領者）と第一次情報受領者からさらに情報を伝達された者（第二次情報受領者）との間で行われる相対取引に拡大されることとなった（金商法166条6項7号）。

第4に、従来インサイダー取引規制の適用対象とされていなかった上場不動産投資信託（J-REIT）にも規制が及ぶこととなった（金商法166条1項2号の2ほか）。従来、J-REITについては、運用資産の純資産額に基づく価格形成が行われるのでインサイダー取引の余地は小さいものと考えられてきた。しかし、現実の価格動向を見ると、たとえばスポンサー企業の変更などによっても大きな変動が生じている。そこで、そうした情報入手できる者によって市場の信頼を損ねるような取引が行われる可能性も否定できないとして、改正が行われることになったのである。

ここでは、J-REIT自身だけでなく資産運用会社に関する事実が重要事実に含まれることに加え、資産運用会社を支配するスポンサー会社やその役員が会社関係者等に含まれるなど、J-REITの一般の株式とは異なる特性を踏まえた立法がなされている。

今回の改正へ向けた検討を行ったワーキング・グループの報告書では、以上の諸点のほ

か、インサイダー情報を知る前に締結・決定された契約・計画（いわゆる「知る前契約」「知る前計画」）に関する包括的な適用除外規定を設けるとともに、必要に応じガイドライン等で法令の解釈を事前に示していくことが提言されていた。この点については、現行法の規定（金商法166条6項12号）は改正されていないが、詳細を定めた内閣府令の規定が改められることになる。

また、報告書では、インサイダー取引等の不公正な取引を未然に防止するような市場環境を醸成していくために、

- ①金融庁・証券取引等監視委員会が過去のインサイダー取引事案がより実務の参考となるような形で事例を整理すること
- ②証券会社や自主規制機関がコンプライアンス（法令遵守）態勢の強化や実務慣行の見直しに取り組むこと
- ③証券取引所が不正な情報伝達を行った者の所属する上場会社への注意喚起を行ったり、上場会社にかかわる重要事実についてスクープ報道がなされたりした場合の情報開示のあり方について検討すること

——なども提言されていた。こうした点についても、今後、各方面における対応が進められていくものと予想される。

## IV インサイダー取引規制の課題

### 1 形式主義アプローチの問題点

前章で紹介したインサイダー取引規制の改正は、不公正な取引の防止と市場の公正性への投資家の信頼の向上に資するものと期待される。しかし、同時に、日本のインサイダー

取引規制が、より中長期的に検討されるべき構造的な課題とでもいふべきものを抱えていることも忘れてはならない。

金商法166条および167条の条文を一読しただけで明らかなように、日本のインサイダー取引規制は、規制の対象となる内部者等や情報受領者、重要事実、公表といった概念を極めて技術的かつ詳細に定義している。こうした規制手法は、形式主義に基づくものと呼んでよい。これに対して、米国やEUでは、インサイダー取引規制の構成要件を抽象的に規定するにとどめる実質主義のアプローチが採られている<sup>7</sup>。

日本法が形式主義のアプローチを採用したのは、インサイダー取引規制が違反に対する刑事罰を伴うものであるため、罪刑法定主義の観点から構成要件を厳格に定める必要があるからだとされる。しかしながら、そうした規制の下では、常識的に考えて市場の公正性に対する信頼を損なう可能性がありえないような取引が、形式的に法令違反とされてしまう危険もある。いわゆる「うっかりインサイダー取引」という問題である。その典型例として、事実上休眠状態にあった子会社を解散した後、その事実を公表するまでに行った自社株買いがインサイダー取引に当たるとして、上場会社（コマツ）が金融庁による課徴金納付命令を受けた事案（2007年3月）を挙げることができるだろう。

こうしたうっかりインサイダー取引をめぐることは、情報管理の努力もしないで経営者が自在に自社株を売買しているというようなコンプライアンス不在ともいふべきケースでもないかぎり、市場を萎縮させる作用が大きいため、現在では証券取引等監視委員会として



も摘発しない運用になっていると述べる当局者もある<sup>注8</sup>。しかし、そのような運用が公式に制度化されているとまではいえず、上場企業等や投資家にとって、「うっかり」が原因で摘発されるリスクは無視しえない。

他方、「インサイダー取引規制における重要事実とは公表されれば株価に大きな影響を及ぼすような事実である」と定義するような実質主義の規制への移行に対しては、予測可能性を低下させ、コンプライアンスを困難にするとして経済界を中心に抵抗が強い<sup>注9</sup>。

しかし、1988年の導入当初は、「形式犯」のようなものと考えられ、最高刑が懲役6か月以下と軽かったインサイダー取引規制も、現在では市場の信認を損なう重大な犯罪との認識が定着し、最高刑も懲役5年へと、約20年で「10倍」に引き上げられた。今回の改正によってインサイダー情報の伝達や投資推奨にも規制が課され、処罰範囲が拡大されることとなったことを踏まえれば、より実質的な違反だけを厳しく取り締まる方向へと舵を切る必要性が高まっていくのではなかろうか<sup>注10</sup>。

## 2 現実を直視する対応の必要性

公正な市場の担い手であるべき証券会社が不正取引に関与したとされる一連の増資インサイダー取引事件は、社会に衝撃を与え、再発防止策の徹底を求める声が高まった。金商法の改正に加えて、証券会社や機関投資家等の社内におけるコンプライアンス態勢の強化が急がれるのは当然である。

しかし他方で、どれだけ規制を整備し、罰則や監視を強化し、コンプライアンス態勢を整えたとしても、インサイダー取引をゼロにすることは不可能だという現実を直視し、冷

静な対応を講じることも重要ではなかろうか。

典型的なインサイダー取引を行えば、濡れ手に粟の利益をあげることができる。金銭欲は人間の根源的な欲望の一つであり、窃盗や強盗がこの世からなくならないように、証券市場が存在するかぎりインサイダー取引は決してなくなることはない。

たとえば、米国ではインサイダー取引に対する刑事罰は最高刑が20年以下の懲役と重く、日本の当局以上に人員や予算が充実しているSECが、毎年40から50件のインサイダー取引を摘発しているが、だからといって、インサイダー取引を根絶するには至っていないのである。

誤解しないでいただきたいが、筆者はインサイダー取引を取り締まることが無益であるといっているわけでは全くない。むしろ、効果的に問題事案を摘発し、厳しい制裁を加え続けること以外に、市場の公正性を維持し、投資家の信頼を確保するための方策はないと考えている。

筆者が懸念するのは、一つには、「再発防止策」の効果に過大な期待が抱かれ、「防止策を講じた以上、不正はなくなったはずだ」として現実を直視しない思考法につながってしまうことである<sup>注11</sup>。また、将来再び社会的な注目を浴びるような不正取引事件が起きたときに、さらに規制対象を拡大し罰則を重くするという方向ばかりに議論が集中してしまうことである。

現状でも、多くの企業や機関が、インサイダー取引の未然防止という名目で役職員の株式取引を制限し、事前の届け出や一定期間以上の保有を一律に義務づけるなど、必ずしも

合理的ではないルールを設けている。同時に、そんなルールなど意に介さないかのような悪質なインサイダー取引も現実に行われている。今後、さらに規制の強化だけが進めば、正当な情報のやり取りや株式の取引もままならず、「君子危うきに近寄らず」とばかりに善良な市民は株式投資から遠ざかるような社会に行き着いてしまうのではないか、という懸念を抱かざるをえないのである。

#### 注

- 1 本稿は、『月刊資本市場』2013年3月号に掲載された拙稿「インサイダー取引規制見直しの概要と今後の課題」に基づきながら、その後成立した法改正の内容を盛り込むなど、大幅な加筆修正を行ったものである
- 2 企業経営者の言動や貸株市場の需給状況、競合他社の動向等から近いうちに増資に踏み切る可能性があるかと判断して空売りを行ったケースや売り注文の増加を見て空売りを行ったケースなども考えられるので、増資公表前の空売りがすべて違法なインサイダー取引であると決めつけるのは適切でない
- 3 最初にこの疑惑を取り上げた報道は、Michiyuki Nakamoto and Lindsay Whipp, “Tokyo hit by claims of insider trading,” *Financial Times* 電子版, October 28, 2010である
- 4 「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」  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf)
- 5 加藤政仁・鈴木健嗣「増資インサイダー問題と資金調達コスト」『証券アナリストジャーナル』51巻1号、2013年、日本証券アナリスト協会
- 6 (運用財産の運用として当該売買が行われた月について当該売買をした者に当該運用財産の運用の対価として支払われ、または支払われるべき金銭その他の財産の価額の総額) × (当該売買が行われた日から当該売買が行われた月の末日までの間の当該運用財産である当該売買の銘柄の総額のうち最も高い額) ÷ (当該売買が行われた月の末日における当該運用財産の総額) である(金商法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令1条の21第1項)
- 7 松尾直彦『金融商品取引法』【第2版】商事法務、2013年
- 8 大森泰人「インサイダー規制との付き合い方」『週刊金融財政事情』63巻40号、2012年、きんざい
- 9 むしろ重要事実の定義にかかわるバスケット条項(金商法166条2項4号、8号)の廃止を求める声もあるほどである
- 10 今回の改正論議以前から実質主義の規制への転換を主張した論文として、梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」(川濱昇・前田雅弘・洲崎博史・北村雅史編『森本滋先生還暦記念 企業法の課題と展望』2009年、商事法務)がある
- 11 大森泰人「行政処分」(『金融法務事情』60巻14号、2012年、きんざい)は、増資インサイダー事件に関与したある証券会社について、過去に社員が起こしたインサイダー取引事件を教訓に体制整備に大きな努力を払ったことで、「こんなに努力した以上、うちから情報が漏れたはずがない、との思い込みが生まれる」と指摘している

#### 著者

大崎貞和 (おおさきさだかず)  
未来創発センター主席研究員  
専門は証券市場論、資本市場法