

京都府立大学学術報告(公共政策)第4号 (2012年12月)

# インサイダー取引は有効に規制できるのか

大 島 和 夫

はじめに

- 1 証券取引法とインサイダー取引規制
- 2 証券業協会による予防システム
- 3 経済産業省の幹部によるインサイダー取引
- 4 金融庁によるインサイダー取引規制の緩和
- 5 増資インサイダー取引
- 6 投資銀行部門の幹部によるインサイダー取引
- 7 法令によるインサイダー取引の規制
- 8 インサイダー取引の疑惑
- 9 株式市場は操作されているのではないか

まとめ

はじめに

投資家が信託銀行や投資顧問会社に資金の運用を委託したり、証券会社に投資を一任するのは、それらの業者のもつ専門的な知識を信頼するからである。しかし、資本市場の現状を調べてみると、少なくとも1990年以降の証券市場においては証券投資で利益をあげることがきわめて困難であることに気づいた。証券会社や投資顧問会社が実際に利益を上げることができるのは、彼らが証券市場の各プレイヤーの内情を知っているからではないか、さらには相場操縦やインサイダー取引によって利益を上げているのではないかと疑うようになった。現実には内部情報に縁のない一般投資家が利益をあげることなどありえないのではないかと思われるほどである。そこで、インサイダー取引の代表的な事件を眺めたくて、現実には有効に規制できるものかどうかを検討する。

## 1 証券取引法とインサイダー取引規制

日本でインサイダー取引が違法とされたのは、1948年5月6日に施行された証券取引法から

である。証券取引法の166条は、アメリカの1934年証券取引所法10条b項、証券取引委員会（以下ではSECと記す）規則10b-5を、ほとんどそのまま受け継いだ<sup>\*1</sup>。ところが、日本ではアメリカと異なり、その後インサイダー取引が裁判に持ち込まれることはほとんどなかった。日本でインサイダー取引が行われることが少なかったからではない<sup>\*2</sup>。

1987年の夏にタテホ化学事件でインサイダー取引が問題となった。タテホ化学工業は債券先物取引に失敗し、280億円を越える損失を発生させた。そのことが明るみになる前に、同社の取締役や取引銀行のひとつである阪神相互銀行（現みなと銀行）が、保有するタテホ株を売却して損失を未然に防いだ。その後、9月2日になってタテホは9月期決算で債務超過になると発表した。大阪証券取引所による調査が行われたが、「内部情報利用による取引との確証は得られなかったものの、少なくとも誤解を招くような取引が散見された」として遺憾の意が表明されただけであった。証券取引所の調査に対する信用は大きく低下した。

次がリクルート事件である。同社の代表取締役等は事業展開の便宜を図ってもらうために、1986年9月、内閣官房長官、労働省事務次官、文部省事務次官、NTT会長ら政治家や官僚、財界の要人に対し、店頭登録後に値上がりしが確実な、関連会社であるリクルートコスモスの未公開株を譲渡した。事件は1988年6月以降に発覚した。リクルートの代表取締役等12人が贈賄罪で起訴され、2003年3月に全員に有罪判決が下った。贈賄事件とされたが、譲渡された者達は未公開株を利用したインサイダー取引を行う予定であったとも考えられる。この他にも多くの事件がある。

インサイダー取引規制の対象となるのは、上場会社等の特定有価証券の売買等である。後の立法では、リクルート事件を踏まえて、上場会社等が発行する株券等であれば、上場等の有無を問わず規制対象とされた。

これらの事件をうけ、証券取引法が改正され、1989年4月から施行された。これにより、上場企業の内部者等による重要事実の公表前の株の売買が禁止された。内部者とは、企業の役員、大株主、取引先をはじめ企業と特別な関係にあるものをいい、重要事実とは、企業の合併、増資、配当の増減、新製品の事業化など株価に影響を与える情報のこととされた。法律の整備にあわせて、日本証券協会も内部者取引管理規則という自主規則を定めたが、インサイダー取引そのものはなくなるどころか、かえって巧妙なやり方になっている。

その後、金融商品取引法の改正にあわせて、罰則の強化がなされ、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金または併科、法人両罰は5億円以下に引き上げられた。また、四半期報告書制度が導入されたことにより、子会社については、四半期報告書に記載されたものが追加された（2006年改正）。

日本におけるインサイダー取引の規制根拠は、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家

---

\*1 ただし、当初は違反に対する罰則がなかった。

\*2 インサイダー取引に関する主な判例と事例は、河本一郎／大武泰南『証券取引法読本・第7版』有斐閣2005年の353頁以下参照。

の信頼を確保することとされている<sup>\*3</sup>。しかし、証券市場で取引を行う者達に、そのような意識があるのだろうか。河本らは、日本では、有価証券取引に関する不正はマネーの問題として、また内部者がそれで利益を得るのは一種の役得として見逃している体質があったようにも思われると指摘している<sup>\*4</sup>。しかし、このままで良いわけではない。

## 2 証券業協会による予防システム

日本証券業協会は、インサイダー取引を未然に防ぐため、東京証券取引所のコンピューターに上場企業の役員の名前や生年月日、住所などの個人情報を登録し、証券会社が口座開設の際などに情報を紹介する仕組みであるJアイリスを2009年5月に導入した。

個人情報保護法の施行に伴って証券会社が顧客の属性を把握しにくくなり、インサイダー取引の増加を招くとの心配から金融庁も導入を後押しした。ただし、このシステムは、本人とは別名義で取り引きする悪意のある犯罪は防げない。それでも登録に対する上場企業の反応は鈍かった。「社外役員や外国人役員の理解を得られない」とか「役員には全株式の取引を禁じているから大丈夫である」といった反論が出され、2010年12月末時点での登録企業数は1789社と全上場企業の5割弱にとどまっていた。

このシステムの利用費用は証券会社が負担する。証券会社としては、登録企業が半数では実効性がないと不満である。そこで、日本証券業協会はシステムの登録を上場規則で義務づけるように全国の取引所に要請した。Jアイリスのような仕組みは米欧の市場には存在しない。厳しい罰則があるので必要性が薄いとみられているそうである<sup>\*5</sup>。

しかし、2011年には経済産業省の幹部によるインサイダー取引や増資インサイダー取引の増加などで、システムの利用が増え始めた。年の前半は1ヶ月平均で6社程度の登録であったものが、8月は77社、9月も65社となり、10月には累計で2000社を超え、全上場企業の56%に達した<sup>\*6</sup>。企業も遅まきながら、インサイダー取引の横行が投資家の不信を招き、自分たちにとって利益にならないことに気づき始めた。

## 3 経済産業省の幹部によるインサイダー取引

1 インサイダー取引を行うのは企業サイドばかりではない。産業政策を所管する経済産業省の職員は企業の内部情報に触れる機会が多く、簡単にインサイダー取引が行える。そのため、業務で担当する企業の株取引は省内規定で禁止されている。しかし、守られていない。

\*3 松本真輔『最新・インサイダー取引規制』商事法務2006年、8頁以下。

\*4 河本一郎／大武泰南『証券取引法読本』第7版348頁。なお、インサイダー取引に関する主な判例については、河本一郎／大武泰南『金融商品取引法読本・第2版』有斐閣2011年462頁以下も参照。

\*5 日経新聞2011年1月2日。

\*6 日経新聞2011年10月17日夕刊。

2005年、改正前の産業活力再生特別措置法<sup>\*7</sup>を担当していた元経済産業省情報通信機器課係長の中原拓也（32）が企業のTOB情報を悪用してインサイダー取引をしていた事件が発覚した。中原は2004年1月、産業再生法の審査を通じて、米コダックの子会社が東証2部上場だったチノン（その後コダックデジタルプロダクトセンター）株のTOBを決定したと知り、公表前に自分と妻の名義で同株計4万1000株を約1145万円で購入し、公表後に売り抜けて約280万円の利益を得た。

中原は証券取引法違反の罪で起訴され、2005年10月28日、東京地裁（野原俊郎裁判官）は、職務上知った未公表情報を利用して株取引したとして、懲役1年6ヵ月・執行猶予3年、罰金90万円、追徴金約1373万円を言い渡し、確定した。

判決によると、中原は、①小規模な取引は分からないだろうと思い込み取引を行った。②上司から案件の担当を任された翌日から取引を行った。③値上がりすると全ての株式を売却したとされる。しかし、判決は、妻名義の取引による利益には追徴金を課さなかった。

判決理由で野原裁判官は「国家公務員の立場を悪用して私利私欲を追求しようとした姿勢は、国民に対する背信行為として強く非難されるべきだ」と述べた。そのうえで、起訴事実を認め反省を深めているなどとして執行猶予を付けた。

国民の信頼（仮にあったとして）を裏切った罪の重さに比べて、刑罰は軽すぎるように思われる。事件後、経済産業省は全職員に株式の取得状況の報告を義務づけるなどの再発防止策をとったが効果は薄かった。

2 2011年7月7日の各紙に経済産業省の幹部によるインサイダー取引のニュースが載った。彼は、公的資金による企業の再生に従事し、そこで入手した企業の内部情報を利用して株取引を続けていた。

1980年代に日本はDRAMで世界シェアの80%を占め、1989年にはNEC、日立、東芝が世界のトップスリーとなった。しかし、やがて韓国のサムソンが圧倒的なシェアを獲得し、日本のメーカーは1999年から2002年にかけて撤退した。1999年、NECと日立がエルピーダメモリを設立し、2002年には三菱電機のDRAM事業も吸収した。しかし、エルピーダの経営はうまくいかず、2008年9月のリーマン・ショック後に経営不振となり、2009年3月期に1788億円の最終赤字を出した。

エルピーダは、2009年6月22日に改正産業活力再生特別措置法の適用を申請した。経済産業省は同月30日に同法の適用を認定し、日本政策投資銀行が第3者割り当て増資で優先株300億円を引き受けることを発表した。さらに同年9月には政策投資銀行と民間銀行で1100億円を協

---

\*7 企業の生産性向上に向けた再編や設備投資などを支援する目的で1999年に制定された。企業は事業再構築計画を書簡館長に提出し、認定されると、設備の特別償却などの税制上の優遇措置をはじめとする支援を受けられる。その後改正を重ね、2009年4月改正では、公的資金を活用して対象企業に資本注入する制度が盛り込まれた。以下では産業再生法とも記す。

調融資するなどの再建計画も決まり、同月には最大 780 億円の公募増資も行い財務基盤を強化した<sup>\*8</sup>。

それでも立ち直ることができず、2012 年 2 月 27 日に会社更生法の適用を申請した。その後、支援企業を決めるために入札が行われ、5 月 4 日に行われた第 2 次入札で、米半導体大手のマイクロン・テクノロジーが約 2000 億円の買収額を提示して買収した。こうして、日本から DRAM の企業が姿を消した。

この 2009 年 6 月 30 日の経済産業省の発表の前に、当時、経済産業省の審議官として政策決定に関与していた木村雅昭（1959 年生）がインサイダー取引を行っていた。当時、木村は、エルピーダ経営陣から報告を受けて改正産業活力再生特別措置法の適用条件となる事業計画の策定を同社側と連携して進めるとともに、出資や融資の調整のため日本政策投資銀行や民間銀行と直接交渉していた。エルピーダ経営陣から得た情報を基に、同社の再建計画の公表前に、他人名義で同社株を買付けた。2008 年夏まで 1 株 2000 ～ 4000 円台だった同社の株は、リーマン・ショック後の同年 11 月に 305 円の最安値を付けた。しかし政策投資銀行が出資した 2009 年 8 月末には 1500 円前後にまで回復した。

木村は 1981 年に経済産業省に入り、2007 年から約 2 年間経済産業省商務情報政策局担当の審議官を務めた。そこで情報通信産業分野の政策決定に関与していた。2010 年 7 月に資源エネルギー庁次長に就任したが、2011 年 6 月 22 日に突然、官房付になった。そして同月、証券取引等監視委員会の強制調査を受けた。

NEC エレクトロニクス株についても木村のインサイダー取引の容疑が判明した。2009 年当時、半導体国内 2 位のルネサステクノロジと同 3 位だった NEC エレクトロニクスは 2009 年 4 月上旬までに経営統合を進めることで事実上合意し、まもなく NEC エレクトロニクスの幹部らが霞ヶ関の経済産業省を訪れ、木村も出席していた同省幹部との会合で両社の合併を報告した。両社の経営統合の合意が正式に発表されたのは 4 月 27 日だったが、木村はその数日前に妻名義の証券口座を使い NEC エレクトロニクス株を購入したとみられる。さらに正式発表後に同社株を売却し 20 万円以上の利益を得ていたという。木村はエルピーダのインサイダー取引で得た資金を NEC エレクトロニクス株の購入資金に充てていたとみられる<sup>\*9</sup>。

NEC エレクトロニクスの株価は 4 月中旬に 800 円台で推移していたが、5 月に入り 1000 円台前半まで上昇した。両社の統合をめぐって経済産業相は NEC エレクトロニクスからの申請を受け、2010 年 3 月に統合新会社の税を減免する改正産業活力再生特別措置法の適用を決めた。

2012 年に入って木村の行っていたインサイダー取引の全容が明らかになった。2009 年 2 月 3 日に産業活力再生特別措置法の改正案が閣議決定されると、13 日に妻名義でエルピーダメモリ株の取引を開始し、1 年余の間にエルピーダメモリと NEC エレクトロニクス両社の株約 1 万

\*8 改正産業活力再生特別措置法は、業績が悪化した企業に公的資金を注入することを可能にするために 2009 年 4 月に成立したばかりで、エルピーダは適用第 1 号であった。

\*9 日経新聞 2011 年 10 月 30 日。

9000株を売買し、800万円を超える利益を得ていたと推定される<sup>\*10</sup>。

1月12日、東京地検特捜部は木村を金融商品取引法違反（インサイダー取引）容疑で逮捕し、2月1日に起訴した。

3 経済産業省は、2011年12月27日、全8630人の常勤職員を対象に株式などの取引に関する内部規則の遵守状況を調査した結果、特許庁の2人が違反していたとして戒告処分にしたと発表した。ただし、特許庁は「インサイダー取引に当たるとは認識していない」としている<sup>\*11</sup>。

#### 4 金融庁によるインサイダー取引規制の緩和

金融庁は2011年11月4日に開催した金融審議会で純粋持ち株会社に適用するインサイダー取引規制を緩和する案を大筋で了承した。産業界の要望に応えたものである。グループ全体の売上高の10%に満たない会社の合併や子会社化であれば、インサイダー取引規制の対象となる重要事実該当しないようにする。株価への影響が軽微な組織再編は規制の対象外とすることで、企業が迅速に意思決定できるようにするというものである。2013年中にも内閣府令を改正する。

現在は規模の小さな会社の合併や子会社化でもインサイダー取引規制の対象である。しかし、産業界は以前から、これでは「うっかりインサイダー」も取り締まられて困ると不満を表明していた。つまり、子会社化などの小規模な再編前に自社株買いを実施した場合に、「法令違反の意図がない」のに行政処分を科されるおそれがあるというのである。

そこで金融庁は傘下にある会社の売上高がグループ全体の80～90%以上を占めている純粋持ち株会社について、グループ全体の売上高を基準に規制を見直すとしている<sup>\*12</sup>。

そもそも、インサイダー取引規制の要件のひとつである重要事実の範囲を金融庁で決定できるのか疑問がわく。裁判所の判断によるべきではないのか。金融庁は行政機関であり、司法機関ではない。

金融庁はさらに株主割当増資や大口取引に対しても2012年4月からインサイダー取引規制の緩和を打ち出した。まず既存の全株主に時価よりも安く新株を購入する権利（新株予約権）を無償で割り当てるライツ・シシューという増資方法について緩和する。ライツ・シシューでは権利を行使しない株主の新株予約券を会社が取得して証券会社に売却するとインサイダー取引とみなされるおそれがある。そこで、決まった手続きに基づく場合にはインサイダー取引規制を適用しないとした。

証券会社が仲介目的で大株主から5%以上を買い取るブロックトレードに対しても、会社の支

---

\*10 日経新聞2012年1月12日夕刊。同13日夕刊。同14日。同15日。同16日。

\*11 日経新聞2011年12月27日夕刊。

\*12 日経新聞2011年11月5日。

配をねらう「買い集め」ではないとしてインサイダー取引規制を適用しないとした<sup>\*13</sup>。この時点では、金融庁はインサイダー取引の横行に対して投資家の信頼が薄れていっていることに十分に気づいていなかったようだ。

## 5 増資インサイダー取引

1 2010年の夏から秋にかけて大型の公募増資を実施した国際石油開発帝石や日本板硝子、相鉄ホールディングスなどでは、増資発表前から株価が不自然な形で下落した。増資に関する内部者情報を得た投資家が事前に空売りを出し、増資発表後の株価下落で利益を得たのではないかとの疑いが浮き上がってきた。これが2012年に大手証券会社を中心とする増資インサイダー取引スキャンダル発覚の幕開けであった。

増資銘柄に事前に空売りを出したファンドは国内籍と海外籍の両方があるが、運用資金が大きいファンドほど海外に拠点を置いていた。2010年9月の日本板硝子の増資では、香港やシンガポールに拠点を置く複数の海外ファンドが直前に大量の空売りを出した。

増資インサイダー疑惑の拡大を受け、証券取引等監視委員会は2011年春から調査に着手したようだ。市場関係者の間では「海外ファンドの摘発はむずかしい」とみられていた。海外ファンドに対して強制調査権限がないうえに、アメリカ当局と比べて日本の当局の捜査手法に限界があったからである。

金融庁も、インサイダー取引に対する規制の強化として課徴金の引き上げを検討し始めた。ただし現状では引き上げても海外ファンドに対して直接強制調査を実施することはできない<sup>\*14</sup>。それでも、2011年12月には、増資銘柄に事前に空売りを出した投資家には新株の配分を禁止する新たな規制を施行した。

増資インサイダー取引の疑惑が高まる中で、証券会社など関係金融機関への捜査が予想されるようになった。そこで、日本証券業協会は、早めに対応しようとした。

日本証券業協会は2011年10月に大手証券会社や運用会社、事業会社などで構成する検討部会を設置し、公募増資やIPO（新規株式公開）の新株配分のルールについて見直しの議論を始めた。

アメリカやイギリスでは、市場の透明性を確保するために証券業界の自主規制ルールや取引所規則で新株配分先を発行企業側に開示することが義務づけられている。しかし、日本ではバブル期に、値上がりが確実だった新株を発行企業からの指示で特定の個人や企業に優先的に配分した反省から、発行企業の介入を防ぐために証券会社側は新株をどこに配分したのかを企業に開示しないようになり、これが現在の市場慣行となった。

一方、2009年から10年に日本の株式相場が下落する中で、企業による生き残りをかけた大型のエクイティファイナンスが相次いだ。そのときにヘッジファンドからとみられる空売りで増資

---

\*13 日経新聞 2011年11月27日。

\*14 日経新聞 2011年12月14日。

発表前から株価が急落する増資インサイダー取引が浮上した。新株発行業務などを受託した証券会社の関与が強く疑われるようになった。これが日本の資本市場の不透明さの象徴として国内外の投資家や発行企業から批判が強まった。

企業は決算期末ごとに確定する株主名簿で自社の株主の名前を知ることができるが、増資前後を狙って売買するヘッジファンドの取引は数日から数週間で反対売買に動く短期取引が大半であるために株主名簿から投機筋の動きを捕捉することは難しい。

日本証券業協会の検討部会では、実務慣行を改め新株配分先を発行企業側にも開示していく方向で意見が一致した。ただし個別名を開示するのは大口販売先である機関投資家に限り個人投資家は含まれない。投資信託協会、日本証券投資顧問業協会など機関投資家側の意見も聞きながら開示ルールを固め12年7月には実施したいとのことであった<sup>\*15</sup>。

2 証券取引等監視委員会は2012年3月21日、中央三井アセット信託銀行に課徴金を科すよう金融庁に勧告した。事前に入手した公募増資に関する内部情報を基に発表前に株式を空売りし利益を得た、増資インサイダー取引によるものである。

中央三井アセットの株式運用部門のファンドマネージャーが、主幹事証券の1社の営業担当者から2010年6月30日に、国際石油開発帝石が公募増資するとの情報を入手した。そのマネージャーは7月8日の増資発表前に国際石油開発帝石株を空売りするなどし、発表後に下落したところで買い戻して、運用する海外投資家向け日本株ファンドに1400万円強の利益をもたらした。

証券取引等監視委員会は①主幹事証券の営業担当者が業務の中でインサイダー情報を伝えたこと、②大手の機関投資家である信託銀行が当事者だったこと、③投資家の資金を使ったインサイダー取引であったこと、の3点がいずれも初めてであると指摘した。

課徴金は不正に得た利益にかかる。この事件では運用で得た利益は投資家のもので中央三井アセットの利益は運用報酬しかないため、課徴金は5万円という少額となった。

インサイダー情報の伝達ルートは複雑である。企業が増資を正式に決定する前に海外の大口機関投資家に大まかな発行金額を伝え、購入希望を聞き取るプレヒアリングが不正取引の温床とされてきた。ただ、国内ではこれは規制されており、国際石油開発帝石の場合には海外向けのプレヒアリングも実施していなかった。

主幹事証券の営業担当者が中央三井アセットのファンドマネージャーに伝えたことは明らかにされたが、本来は営業担当者でも知り得ない増資の情報をどうやって入手したのかは不明である。証券会社は企業の増資などの相談に乗る投資銀行部門と、営業部門の間に情報の壁を設けているはずなのだが、どうもそれが機能していないようだ。

また日本では会社法の規定で増資決定から代金払い込みまで2週間以上の期間がかかり、その間に空売りが膨らむという問題がある。アメリカのように数日で増資を完了できる法改正も検討

---

\*15 日経新聞2012年2月6日。

しなければならない<sup>\*16</sup>。

3 証券取引等監視委員会は2012年4月13日、SMBC日興証券を処分するように金融庁に勧告した。同社は2009年にあるメガバンクの増資の主幹事を務めた。公表の数日前に増資引き受けの責任者が社内手続きに基づいて営業を担当する5人の役員に増資情報を伝達した。このうちの4人が社内の承認を得ずに全体で125店のおよそ半数に相当する65の営業店に増資情報を伝えた。このうちの8店に属する23人の営業担当者が未公表の増資情報を34の顧客に伝え、新株の投資勧誘をした。大半は個人投資家だった。さらに少なくとも21の営業店が増資公表前に勧誘していた。なお、その後、2010年度に主幹事を務めた公募増資でも情報が営業部門に漏れていた。

証券取引等監視委員会はSMBC日興の営業行為を重大な法令違反と認定したが、増資情報の伝達は組織ぐるみではないと判断した<sup>\*17</sup>。金融庁は、4月20日SMBC日興証券が金融商品取引法に違反していたとして業務改善命令を出した。5月18日までに改善策の実施状況を報告するように求めた。

4 証券取引等監視委員会は2012年5月29日、国内の独立系ヘッジファンド、あすかアセットマネジメント（東京・千代田）に13万円の課徴金を科すように金融庁に勧告した。公募増資に絡んでインサイダー取引をしたことによる。あすかアセットの運用担当社員は、日本板硝子が公募増資する計画を公表前に主幹事のJPモルガン証券から入手し、2010年8月5日から23日までに日本板硝子株を計215万株、4億6537万円を空売りで売却し、運用するファンドで約6000万円の不当な利益をあげた。

証券取引等監視委員会は同日、三井住友信託銀行（旧中央三井アセット）にも、今年2度目となる課徴金8万円の納付を勧告した。みずほフィナンシャルグループの2010年の公募増資で、旧中央三井アセットの運用担当者が主幹事の野村証券の営業担当者から公表前に募集勧誘を受け、保有していたみずほ株を市場で売却した。その後株価が下がってから公募増資に応募し、損失を回避した<sup>\*18</sup>。

## 5 海外の証券会社に初の課徴金

証券取引等監視委員会は2012年6月8日、東京電力が2010年に実施した5000億円規模の公募増資に絡んだインサイダー取引をしたとして、アメリカのファースト・ニューヨーク証券に1468万円の課徴金を科すように金融庁に勧告した。野村証券が主幹事となった増資に関連したインサイダー取引はこれで3件目となった。

公募増資の未公表情報は野村証券の営業員から国内のコンサルティング会社の女性役員を

---

\*16 日経新聞 2012年3月22日。

\*17 日経新聞 2012年4月14日。

\*18 日経新聞 2012年5月30日。

經由してファースト社に伝わった。ファースト社のトレーダーはこの情報をもとに増資公表の2日前から東電株約3万5000株(8000万円強)を空売りし、720万円の利益を上げていた。監視委員会はコンサル会社役員もインサイダー取引をしたとして6万円の課徴金を勧告した。ファースト社とコンサル会社は情報提供契約を締結している。ファースト社が東電増資に関する情報提供を依頼した。両社は実質的に一体で、インサイダー取引規制の対象となる「第1次情報受領者」に当たると監視委員会は認定した\*19。

6 日本証券業協会は2012年6月19日、SMBC日興証券に対し、公表前の公募増資にかかわる情報を利用し、不適切な勧誘行為があったとして2億円の過怠金を科すと発表した。合わせて再発防止策の策定などを勧告した\*20。

7 証券取引等監視委員会は6月29日、アメリカのヘッジファンド「ホイットニー」傘下の金融商品取引業者ジャパン・アドバイザー(東京・中央)に課徴金37万円を科すように金融庁に勧告した。ジャパン・アドバイザーは2010年の日本板硝子の公募増資のときに主幹事の大和証券から未公表だった増資情報を8月に入手し、空売りによって約1600万円の不正な利益をあげた。

ジャパン・アドバイザーは金融商品取引法上は投資助言会社だが、ホイットニーのシンガポール子会社に対して株式の売買を指示していた。証券取引等監視委員会は無登録の投資運用業者であったと認定した。同社は頻繁な売買で多くの手数料を支払う見返りに、証券会社を競わせてインサイダー情報を含む法人関係の情報を求めている。

こうして公募増資の主幹事証券会社からの情報漏れは、野村証券、SMBC日興証券、大和証券の3大証券すべてで行われていたことが判明した\*21。大手3社から情報が漏れた公募増資はすべて2010年に実施されている。この年の企業の増資額は3兆3000億円に達し、バブル期の1988年の2兆5000億円を上回る規模だった。

8 野村ホールディングスは6月29日に、渡部賢一CEOが記者会見し、一連の増資インサイダー取引への社員の関与と増資情報の管理に不備があったことを認めた。7月26日には渡部賢一CEOが引責辞任することを発表した。

9 金融庁は7月3日、国内の大手証券12社に、情報管理体制を点検し、その結果を報告するように命令した。報告期限は8月3日であった。主な点検項目は、①社内の組織体制、②法人関係情報の管理状況、③課題と取り組み、である。対象は過去3年間に100億円以上の公募増資を手

---

\*19 日経新聞2012年6月9日。

\*20 日経新聞2012年6月20日。

\*21 日経新聞2012年6月30日。

がけた証券会社で、SMBC日興証券、ゴールドマン・サックス証券、シティグループ証券、JPモルガン証券、大和証券、ドイツ証券、野村証券、みずほ証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、メリルリンチ日本証券、モルガン・スタンレー MUFJ証券、UBS証券の12社である<sup>\*22</sup>。また金融庁は6日に、ジャパン・アドバイザーとの取引関係を詳細に報告するよう12社に求めた。

12社は8月3日までに報告を提出した。その結果、全社がジャパン・アドバイザーから株式売買の発注を受けていたことが判明した。金融庁はジャパン・アドバイザーが増資インサイダー取引の中心的な存在だったとみており、実態の解明を急いでいる<sup>\*23</sup>。

10 証券取引等監視委員会は7月31日に、企業の公募増資を巡るインサイダー取引問題で、企業情報の管理が不十分だったとして、金融商品取引法に基づき野村証券を処分するように金融庁に勧告した。金融庁は8月3日、業務改善命令を出した。10日までに再発防止策について報告を求めており、その後も3ヶ月ごとに取り組み状況の報告を義務づけた<sup>\*24</sup>。

## 6 投資銀行部門の幹部によるインサイダー取引

1 横浜地検は、2012年6月25日、SMBC日興証券（旧日興コーディアル証券）がTOBなどをめぐり、インサイダー取引をしたとして、同社元執行役員・吉岡宏芳容疑者、金融会社社長・加藤次成容疑者ら4人を金融商品取引法違反で逮捕した。大手証券会社の幹部が初めてインサイダー取引で刑事責任を問われることとなった。

この事件は増資インサイダー取引ではないが、企業の重要情報を直接扱う投資銀行部門の幹部がかかわった点で看過できない。吉岡元執行役員は三井住友銀行在籍中に取引先だった加藤社長との間の融資トラブルに巻き込まれ、そのときの損失の穴埋めにインサイダー情報を流したものとみられる。2010年12月ごろから2011年2月ごろの間、大手物流会社が川崎市の自動車部品物流会社「バンテック」にTOBを実施すると未公開情報を入手し、公表前の2011年2月22,23日にバンテックの20株を約240万円で買い付けた疑いが持たれた。株価はTOBの公表後に高騰し、加藤社長は株を売り抜けて2百数十万円の利益を得たという。

インサイダー取引規制では、情報を伝達しただけでは原則として処罰の対象にならない。今回について、横浜地検と証券取引等監視委員会は違法な株の売買が情報伝達先と一体で進められ、双方とも利益を得たと判断した<sup>\*25</sup>。

7月15日横浜地検は、吉岡、加藤等4人を金融商品取引法違反容疑で再逮捕した。4人は、

---

\*22 日経新聞 2012年7月3日夕刊。

\*23 日経新聞 2012年8月4日。

\*24 日経新聞 2012年8月4日。

\*25 日経新聞 2012年6月26日。

2011年3～7月に雑貨販売会社「パルス」（東京・渋谷）がMBOを実施すると未公開情報を入手して、公表前に同社の247株を約1860万円で購入した疑いが持たれている。さらに同年4～7月の間、テレビ受信機メーカー「マスプロ電工」（愛知県日進市）のMBO実施を巡り、未公開情報に基づき同社の6万6900株を約4325万円で買い付けた疑いも浮上した。

4人はMBOの実施が発表された後、公開買い付け価格近くまで高騰した2銘柄を売り抜けて計数千万円の利益を得たとみられる<sup>\*26</sup>。

## 7 法令によるインサイダー取引の規制

1 金融商品取引法166条が、証券取引法の規定を引き継いでいる。ただし、最近の法律は、この金融商品取引法も含めて、きわめて長文で複雑な内容となっており、一般の人々だけでなく、法学部の学生でもそう簡単には理解できない。166条は、たったひとつの条文だけでA5版の4頁もある。以下では概要を説明する。

2 166条には「会社関係者の禁止行為」という見出しが付けられている。会社関係者は、対象となる有価証券について、内部者として重要事実を知っている場合には、それが公表される前に取引をしてはならない（同条1項）。このインサイダー取引規制は公開買付者等の関係者にも適用される（同167条）。

対象有価証券は、上場会社等の特定有価証券等で、その内容は政令で規定されている。金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券または取扱有価証券のうち、普通社債、新株予約権付社債、優先出資証券、株券、新株予約権証券である。外国の者が発行するこれらの証券も対象となる。

会社関係者とは、まず、内部者といわれる上場会社等の役員、代理人、使用人、帳簿閲覧権を持つ株主である。次に、準内部者として、監督官庁の職員のような当該会社に対して調査権、報告書の受理権限等、法令に基づく権限を持つ者、当該会社と契約を締結している者、または締結の交渉をしている者も含まれる。さらに内部者でなくても、情報受領者としてかれらから重要事実の伝達を受けた者も規制の対象となる。

3 重要事実としては、株式、新株予約権および新株予約権付き社債の発行、資本金額の減少、自己株式の取得、株式または新株予約権の無償割当て、株式分割、剰余金の配当、合併、会社の分割、事業譲渡・譲受け、解散、新製品の企業化等の具体的な事項（決定に係る重要事実、166条2項1号）と、災害、業務上の損害、主要株主の異動、上場廃止等の事実が発生したとき、売上高等について公表された直近の予想値と新しく算出した予想値や当該事業年度の決算との間に差異が生じたとき、その他当該会社の運営、業務または財産に関する重要な事実で投資者の投資

---

\*26 日経新聞2012年7月16日。

判断に著しい影響を及ぼすものと定められている。

もちろん、それだけに限られるわけではなく、これらに準じる業務提携、あるいは提携の解消、破産手続きの申立て、新事業の開始、その他、裁判に巻き込まれる可能性の発生や、手形・小切手の不渡り、資源の発見等も含まれる。

さらに当該会社だけでなく、その子会社に関する情報も重要事実となるし、持分法が適用される連結決算会社についても同様である。なお、自己株式取得の決定が公表されるまでの間に他の重要事実が存在するときは、自己株式を取得することはできないため、実務では取得資金を信託銀行に信託するか、証券会社と投資一任契約を結び、これらの機関が自己株式の購入の決定、執行を行うことによって、この規制を免れようとするところが多い。しかし、これによっても会社が利益を得た場合にまで無条件にこの方法が合法と認められるかは問題である<sup>\*27</sup>。

4 要するに株価に大きな影響を与える事実や決定はすべて重要事項なのである。しかし、重要事項であっても、投資判断に及ぼす影響が軽微な場合は除外されており（166条2項括弧内の注）、その基準は内閣府令で、①上場会社等の機関決定、②上場会社に発生した事実、③子会社の機関決定、④子会社に発生した事実に区分し、詳細に定められている。

重要事実を知って有価証券を取得または売買しても、内部者取引をしたことにならない場合も詳しく定められている。新株引受権を有する者がその新株引受権を行使することによって株券を取得する場合、新株予約権を有する者がその新株予約権を行使することによって株券を取得する場合、特定有価証券等にかかるオプションを取得している者がそのオプションを行使することによって特定有価証券等にかかる売買等をする場合、会社法の規定による株式の買取請求または法令上の義務として売買等をする場合、公開買付け等に対抗するため取締役会の決定した要請に基づいて対抗買いを行う場合、会社法156条に基づき株主総会決議等によって自己株式を取得する場合、もしくは会社法163条に基づき株主総会もしくは取締役会の決議によって子会社の保有する自己株式を取得する場合、安定操作のために売買等をする場合、社債券またはその売買取引にかかるオプションを売買等する場合、会社関係者等の中でインサイダー同士の相対取引を行う場合である。

このうち、安定操作は、それが濫用されると相場操縦となるので、厳格な要件の下でのみ認められるべきであり、現状の再点検が必要である<sup>\*28</sup>。

特別の事情に基づく売買も適用除外とされている。①重要事実を知る前に上場会社等との間で締結された書面による売買契約の履行として、約定期日または約定期限の10日前から期限までの間に売買等を行う場合、②重要事実を知る前に金融商品取引業者との間で信用取引の契約を締結した者が、当該契約の履行期限の10日前から当該期限までの間で反対売買を行う場合、③役員持株会・従業員持株会・拡大従業員持株会を通じた株券の買付けで、一定の計画に従い、個別

\*27 河本一郎／大武泰南『金融商品取引法読本・第2版』458頁以下参照。

\*28 前掲書443頁以下参照。

の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合、④株式累積投資制度を通じた株券の買付けで、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合、⑤重要事実を知る前に公開買付開始公告を行った公開買付けの計画に基づいて買付け等が行われる場合、⑥重要事実を知る前に届出をした公開買付けの計画に基づき自己株式の公開買付けを行なう場合、⑦重要事実を知る前に発行会社の同意を得た計画または公開された計画に基づく売出を行う場合である\*29。

## 8 インサイダー取引の疑惑

以上のように、株価に大きな影響を与える事実や決定は、例外にあてはまらない限りすべて重要事実である。

1 バブル崩壊後は、そのような例にいとまがない。最近ではルネサスの株価に大きな変化があった。2012年8月29日の新聞は、アメリカの投資ファンドKKRが経営難に陥っているルネサスエレクトロニクスの第三者割当増資を1000億円で引き受けると報じた。すると東京株式市場では29日にルネサス株が制限値幅の上限にまで急反発した。ルネサス株は財務への不安から5月に198円という年初来安値を付け、28日も228円で取引を終えていた。それが、KKRの第三者割当増資のニュースにより、80円高（35%）の308円で取引を終えた。関連してNECの株も上昇した。KKRの第三者割当の引受けをどれくらいの範囲の人々が知っていたのであろうか。

2 同じように液晶パネルの不信から経営難に陥ったシャープに対しては台湾の鴻海（ホンハイ）精密工業が、2012年3月27日に資本・業務提携を発表した。出資比率は9.9%とされ、当時の株価550円で取得すると670億円の出資が予定された。しかし、その後、シャープの株価下落を受けて8月30日に最終的な価格の話し合いを行う予定であった。ところが、郭台銘董事長は30日のシャープ経営陣との話し合いには出ず、記者会見もせずに帰国した。これは事情を知っている者にきわめて大きな内部者取引の可能性を与える行為である。現に、31日のシャープの株価は終値で前日比29円（12.78%）安の198円に下落した。ホンハイが出資を大幅に引き下げると発表すれば、シャープの株価はさらに大きく低下するだろう。しかし、郭台銘董事長が「出資の約束を守る」と発言すれば、今シャープの株を購入した者には大きなチャンスが訪れることになる。その後シャープはホンハイ以外との提携に力を入れ始めた。

3 日興コーディアルの場合は東証の関係者にインサイダー取引の大きなチャンスを与えた。この事件は、証券会社ぐるみの最も深刻な事件なので、詳しく説明する。

2006年12月、日興コーディアル・グループが2005年3月期決算に子会社間で生じた利益だけを計上して、総額500億円の社債を発行した疑いがあることを証券取引等監視委員会がつきと

---

\*29 前掲書459頁以下参照。

めた。監視委員会は、12月18日に金融庁に対し、日興コーディアル社に対し5億円の課徴金の納付を命じるよう勧告した。

日興コーディアルの100%出資の子会社「日興プリンシパル・インベストメンツ（NPI）」は、2004年7月に東証1部上場のコールセンター業大手の「ベルシステム24」の株式を取得する方針を公表した。実際に取得に携わったのは、NPIの100%出資の子会社「NPIホールディングス（NPIH）」（特別目的会社SPC）で、2005年1月までに、第三者割当増資やTOBなどにより全株式を取得した。買収費用の2400億円はNPIが提供した。

この過程でNPIHは、2004年8月に総額約1042億円の社債（他社株転換債・EB債）を発行し、NPIが購入した。この社債は、ベル社株と交換でき、株価の変動によって、一方に利益がでると、他方には同額の損失が出る仕組みになっていた。その後、TOBなどでベル社の株価が上昇したことからNPIに含み益約140億円が発生した。しかし、このことは、他方でNPIHに同額の含み損が発生したことを意味していた。

日興コーディアルは2005年3月期決算で、この約140億円を株式の評価益としてグループ全体の財政状況や収支を表す連結財務諸表に取り込んだ。しかし、NPIHについては連結決算の対象外にして同額の含み損を計上しなかった。NPIHを子会社として連結していれば、利益と損失が相殺されたことになるはずだった\*30。監視委員会によると、日興はベル社の株価が2004年9月中旬に上がったことからEB債を発行したが、その際、組織ぐるみで帳簿や会議録を改ざんし、株価があがる前の8月に発行したように見せかけて含み益を大きくしたと見ている\*31。

日興コーディアルは、2005年11月、利益を過大に計上した2005年3月期有価証券報告書が記載された開示書類を提出し、総額500億円の社債を発行した。証券取引法では、開示書類の虚偽記載による課徴金の額は、社債の発行総額の1%と定められているので、証券取引等監視委員会は5億円の課徴金の納付を勧告した\*32。

日興は、2006年12月18日に、「担当社員に過失があった」との理由で決算を記載した有価証券報告書の訂正と担当役員の辞任を発表した。この訂正によると、2005年3月期の計上利益は777億円から588億円に、当期利益は469億円から351億円にそれぞれ減少する。

決算訂正を受け、東京証券取引所は第1部に上場する日興が上場廃止基準にゆれる可能性があるとして、12月18日付で監理ポストに割り当てた。

2007年1月30日、日興の特別調査委員会が有価証券報告書の虚偽記載問題についての報告書を発表した。報告は、前経営陣の利益水増しへの関与について、具体的証拠はないとしたが、「有村純一前社長は全貌を知りうる立場にあり、関与の疑いを完全に払拭できず、重大な経営上の責

\*30 2006年12月17日各新聞。

\*31 朝日新聞2006年12月19日。

\*32 課徴金は2004年の証券取引法の改正によって導入された。さらに、2005年の改正で、有価証券報告書等の継続開示書類の虚偽記載についても、課徴金が課されることになった。日興コーディアルの社債発行は、この継続開示書類の虚偽記載にあたる。証券取引法172条1項。本件の場合、その1号の募集にあたる。金融商品取引法172条1項にも引き継がれている。

任がある」と厳しく指摘した。これを受けて、桑島正治社長は、諮問委員会で前経営陣の責任追及をする考えを示した。

2月13日には、桑島社長が東京証券取引所内で会見し、再発防止のための機構改革を発表した。①企業体質や報酬制度の問題に関する情報を収集し、外部有識者のアドバイスも取り入れ適切に対処する「経営倫理委員会」を設置する、②グループの子会社から不正に関する情報を収集し、社内に不正行為がないか調べる「グループリスク管理部」を新設する、③グループの内部統制を統括する「グループ統制部門執行役」と「グループリスク管理部門執行役」の2人の執行役を新設するなど、持ち株会社と子会社間の相互チェック機能の強化が中心となり、両社間の役員の兼職も原則として禁止するとした。しかし、有価証券報告書の虚偽記載の舞台となったNPIについては、具体的な機構改革にふれることはなかった。

2月27日、日興コーディアルGは、旧経営陣に対して損害賠償請求を行う方針を発表した。有村純一前社長、当時の財務担当役員の山本元氏、不正会計の舞台となったNPIの当時の社長平野博文氏の3人に対し31億円を請求する。金子昌資前会長に対しても監督責任を認めて3億円の私財の提供を求めた。しかし、刑事告訴については証拠が不十分であるとして見送った。さらに、不正会計による利益の水増しが発覚した2005年3月期と2006年3月期の決算で支払われた業績連動型報酬の過大支払分の自主返上を求めた。上記の4人の他、桑島社長ら当時の執行役員3人の計7人から、総額1億円の返還を求めた。

3月6日、米金融グループ大手のシティグループは、TOBにより日興コーディアルグループの子会社化を目指すを発表した。シティグループは、2004年に富裕層向け業務の不祥事で行政処分を受け、日本における事業を大幅に縮小しなければならなくなっていた。チャールズ・プリンス会長は、腹心のダグラス・ピーターソンを在日支店のCEOとして派遣し、法令遵守体制の見直しに着手し、2007年7月には外国銀行では初めて金融持ち株会社と現地法人銀行の設立が認可される見通しとなり、再進出の機会をうかがっていた。そこに日興の不正会計問題が降ってわいてきたので、チャンスと判断したのである。シティは日興株の過半数取得を目指すため、TOBをかけなければならない。シティが発表した公開買付価格は3月6日の終値とほぼ同じ水準の1350円であった。これで過半数の株式を取得した場合の買付総額は6000億円を超えることとなる。

3月12日、東京、大阪、名古屋の各証券取引所は日興コーディアルグループの株式上場を維持すると発表した。記者会見した東証の西室泰三社長は、日興の不正会計が「組織的、意図的とまでいえない」と発言した。この日興の上場維持の決定こそ、インサイダー取引による巨額の利益の可能性を生んだ。問題を列挙してみよう。

(1) 上場廃止か、それとも維持かの基準は極めて曖昧である。東証の上場廃止基準は約40年前に作られ、虚偽記載の影響が重大な場合に廃止とされるが、その判断は取引所に委ねられている。そのために、どうしても証券取引所の会員（現在の株式会社制度をとるまえは会員制であった）

である証券会社に対しては甘い扱いとなっている。名目的には投資家に対する重大な影響を考慮してとされるが、本当にそうなら、むしろ、虚偽記載に対してもっと厳しい態度をとるべきである。過去の例と比較しても納得できない。2004年に上場廃止となった西武鉄道は40年以上も虚偽記載を続け、取締役会も7年以上開かれないうなど、上場企業としての資格自体を疑わせた。2005年に上場廃止となったカネボウは5年間で2156億円もの粉飾を行い、債務超過を隠し続けた。訂正報告書にも監査法人が意見を表明しなかった。両社とも上場廃止後には経営陣が逮捕された。従って、これら両社の場合に、上場廃止の決定に対して疑問は生じない。これに対し、日興の場合には赤字や債務超過を隠したのではないし、2月27日に提出した訂正報告書には、あらた監査法人が適正意見を付け、新経営陣は刑事告発を見送った。だから、西武やカネボウよりも重大性が軽いというのである。そうだろうか。日興の修正額は2年間で418億円であり、しかもそれをもとにして社債を発行している。なによりも証券会社である。私は、これだけで十分に上場廃止に値すると考えるし、現実にも多くの新聞が3月12日までは、上場廃止を予想していた<sup>\*33</sup>。東証の甘い判断に納得できない。

(2) もっと深刻なのは、2006年12月18日に監理ポストに入れられてから、上場維持の決定までに3カ月もかかったことである。この間、投資家は上場継続かそれとも廃止かをめぐって振り回されることになった。新聞報道が直前まで日興の上場廃止と予想して報道したことにより株価は下がり、その間、海外のファンドが大量に日興株を買い集めた。これらのファンドは、東証の身内に甘い体質を見抜いていたといえる。これは、りそなへの公的資金投入の場合もそうであったが、投資家保護を軽視し、インサイダー取引を発生させる危険を作り出した。海外では虚偽記載など大きな問題があれば、直ちに取引を停止するのが一般的であり、正しい情報が提供されれば再開されるが、その期間は一般に10日から20日ということである<sup>\*34</sup>。

4月23日、日興コーディアルグループは、投資子会社を通じた不正会計問題で損害を蒙ったとし、有村純一前社長、山本元・前財務担当役員、平野博文・NPI前会長の3人に対し総額33.6億円の損害賠償を請求して東京地裁に提訴した。

4月27日、アメリカのシティグループは、日興株のTOBが成立したことを発表した。TOBは、日興株1株当たり1700円で3月15日に始まり、4月26日に応募が締め切られた。発行済み株式の56.15%がTOBに応募した（シティの保有は61%に達した）。買収額は7000億円を超える。日興は国内で109店舗を展開し、預かり資産は40兆円、2007年3月期の連結純利益は781億円。米シティグループは1812年に設立され、100カ国以上に約2億の口座を持つ。2006年の純利益は前年よりも12%減少したものの215億ドル（約2兆5600億円）。全世界における従業員は約

\*33 2007年3月13日の日経新聞「本紙『日興、上場廃止へ』報道の経緯」参照。

\*34 日経新聞2007年3月13日。

32万7000人、日本では約7400人であった<sup>\*35</sup>。

日興コーディアルグループの株価は、TOBの終了後も高値で推移した。これは珍しいことだった。5月2日の終値も1729円であった。シティが引き続き追加的な買付を行うとの思惑から買いが集まった。シティはTOBで日興の発行済み株式の61%を握ったが、外資系ファンドなど一部の大株主は「買い付け価格が安すぎる」という理由で応じず、その結果、合併などの重要議案を通すための2/3には達しなかった。日興の不正会計が発覚する前の2006年5月ごろの日興の株価は1800円から1900円台だった。

一方で東証の規則では、上位10株主が株式の75%超を持つ企業は1年以内に上場廃止となる。日興がこの条件に抵触して上場廃止となれば、株価は大きく下落する。日興株を保有し続けることにはリスクもあった。

4 りそなの場合には政府関係者にインサイダー取引のチャンスを与えることとなった。経営破綻のおそれが生まれたりそなは、地域の中小企業を貸し出し対象とする銀行であり、公共性が高いとされた。政府は2003年5月17日に、預金保険法に基づく初の金融危機対応会議を開いて、公的資金の注入を決定した。破綻前に政府が経営に関与する実質国有化の「特別支援銀行」第1号となった。6月10日の決定では、1兆9600億円を注入し、国がりそなの議決権の2/3以上を持つこととなり、取締役を派遣し、2年間を集中監視期間とし、公的資金は15年間で返済させる計画となった。この計画が発表されるとりそなの株価は直ちに2倍に跳ね上がった。

経営者は退陣という形で責任をとるが、金銭的な超過負担を強いられるわけではない。りそなの場合の損失は、株主ではなく納税者が負担することとなった。りそなが公表した経営健全化計画では人件費の大幅削減を打ち出している。役員報酬の4割削減、従業員の年収を3割引き下げ、従業員数を15%削減する。従って、2番目に損失を負担するのは従業員となった。一方で、株主は大きな利益をあげた。

2003年6月10日の決定を巡っては、これを事前に知る立場にあった者のインサイダートレーディングの可能性が浮上する。前述の経済産業省の官僚による内部者取引の実態から、このような裁量的決定を認めること自体が、インサイダートレーディングを引き起こす大きな原因となることが分かる。

## 9 株式市場は操作されているのではないか

1 りそなの処理は、小泉構造改革の基本理念である「市場の評価」に対して問題を残した。株式市場による企業価値の評価について理論的な疑問を感じるが、小泉構造改革は「市場による企業の評価」を目指すべき改革の目標の1つに置いていて、それが商法改正などにも影響した。この考え方でいけば、3月期決算で最終赤字が8330億円となって自己資本比率が2%台に落ち込ん

---

\*35 日経新聞2007年4月27日。

だ「りそな HD」の株価は下落し、株主はそれなりの負担を強いられても当然であった。ところが、2003年6月に行われた「危機の未然防止」のための1兆9600億円の公的資金の投入は、グループ全体で100人以上の経営陣が退任を強要されたものの、株価自体は上昇するという結果になった。これは、市場が「政府が介入すればつぶれることはない。自己資本比率も12%台になる」と判断したためである。このように、不明瞭な政府の介入が続けば、「市場が企業を評価する」というアメリカ型のガバナンスそのものが、日本では働かなくなる。端的に言えば証券市場に対する信頼を政府自身がゆがめる結果になった。りそなに対する公的資金の投入は、りそなの破綻のリスクを、株主ではなく国民が負担するという構図を示し、相も変わらぬ日本型システムの健在ぶりを示した。

ところが、皮肉なことに同じことが2008年秋のリーマン・ショック後のアメリカでも起こった。まず金融機関であるAIGやシティグループは「金融機関であり公共性が高い」とか「システムリスクの発生を防ぐために」という口実で莫大な公的資金が投入され、次いでGMやクライスラーなどの製造業にも「大きすぎてつぶせない」という根拠で公的資金が投入された。国民に住宅資金を提供する政府保証のついた二つの住宅供給公社にも莫大な資金が投入された。こうなると、本家のアメリカでも、「市場が企業を評価する」とか「市場が企業を淘汰する」といったことを本気で信用する者はいなくなるのではないだろうか。

2 政府がこれだけ市場に介入するようになると、決定に参加した人々やその周辺の人々は、その隣接時期における株取引について、自己申告義務を負うようにしなければ、発見できないし、不公正である。他人名義で行った場合にはすぐには把握できないが、発覚した場合の罰金（利益の吐き出しを含む）を大きくすることで、リスクを意識させることが必要である。2012年の経済産業省の役人の不正は氷山の一角にすぎないと思う。

## まとめ

貯蓄から投資へという資産形成の流れに政府が責任を持つのであれば、一般投資家の利益を守ることは何よりも必要である。もし、守れないことが判明すれば、もはや人々は誰も政府の言うことも証券市場も信用しなくなる。「株に手を出す人はばくち打ちよりもたちが悪い」という古くからの言い伝えは、現在も当てはまることとなる。

一方で、企業が経済活動を維持・発展させていくためには機動的な資金調達が必要であり、そのためには、企業が利用しやすい調達方法を確保することも政府の役目である。結局は資本調達の容易さと一般投資家の利益保護を上手に調整することが求められている。具体的には、すべての取引をIT技術を用いて記録し、不正が発見された場合には、速やかに摘発し、利益の吐き出し、刑罰の適用を行うことが必要である。また、その前提としてはすべての取引主体の把握（IT技術による総番号付け）が必要である。株式取引においてプライバシー保護が認められてはならな

いのである。

現在の日本の企業の資本調達（特に増資）は、大きな問題を抱えている。第3者割り当て増資の場合には、既存の株主は価格の低下という不利益を被りながら、第3者は支配権の獲得も含めて、大きな利益を得ている。増資インサイダーも事前の情報を得た特定のファンドや個人だけが空売りで利益を手に入れている。

インサイダー取引による利益は、取引者に認められたボーナスでもなんでもなく、不正な利益である。既存の株主や一般投資者が蚊帳の外に置かれるような増資方法は本来、認めてはならない。現在の日本は、公正で透明なルールを形成していく入り口にたったばかりである。

また、本来、証券会社や銀行の内部において投資銀行部門と営業部門を遮断することが可能なのかも真剣に見直す必要がある。たとえ効率性を阻害することがあっても、客から資金を預かる部門と、投資を担当する部門は、一緒になってはいけないことを再確認する必要がある。マドフ事件やAIJ事件が教えるように、他人の資金を運用している者に対しては、いくら監視人を付けても、多すぎるということは決してないのである。

(2012年9月10日受理)

(おおしま かずお 公共政策学部公共政策学科教授)