

2014年4月17日 全8頁

日本版スチュワードシップ・コードと 金融商品取引法 ④

インサイダー取引規制等を巡る論点

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2014年2月26日、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は、『責任ある機関投資家』の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」をとりまとめた。
- 基本的には、英国のスチュワードシップ・コードの諸原則・諸指針をベースとしつつ、投資先企業への関与を強めていく場合のガイドラインや集团的エンゲージメントに関する規定を設けていない一方、企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきことを明記するなど、独自の要素も盛り込まれている。
- 金融庁は、これに合わせて「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表している。これは、日本版スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家等の活動によって生じる可能性のある金融商品取引法上の論点（大量保有報告制度、公開買付規制、インサイダー取引規制等）について、金融庁の見解を示したものである。
- 本稿では、インサイダー取引規制等を巡る論点を紹介する。

はじめに

2014年2月26日、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（座長：神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授）（以下、有識者検討会）は、『責任ある機関投資家』の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～¹（以下、「日本版コード」）をとりまとめた。

「日本版コード」については、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」²の中でも、次

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>）に掲載されている。

² 首相官邸のウェブサイト（http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf）に掲載されている。

のように、その策定が求められていた。その意味では、政府の進める成長戦略の一環としても位置付けることができるだろう。

「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）について検討し、取りまとめる」³

「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる」⁴

これを受けて、金融庁が「民間有識者の知見をいかしつつ、機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則を策定することを目的」⁵として開催したのが、有識者検討会であった。

有識者検討会は、2013年8月以降、英国の（本家）「スチュワードシップ・コード」（“The UK Stewardship Code”、以下、「英国コード」）⁶を基に議論を重ね、2013年12月に「日本版コード」の原案を公表し、意見募集（パブリックコメント）を行った。これに対して寄せられた意見⁷などを踏まえ、原案に一部修正を加えてとりまとめられたのが、今回の「日本版コード」である。

「日本版コード」のとりまとめにあわせて、金融庁は、「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」⁸（以下、「法的論点」）を公表している。これは、日本版スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家の活動に伴って生じる可能性のある金融商品取引法上の論点について、金融庁の見解を示したものである。具体的には、「大量保有報告制度の重要提案行為」、「大量保有報告制度の共同保有者・公開買付規制の特別関係者」、「インサイダー取引規制等」の3項目が取り上げられている。

本稿では、「インサイダー取引規制等」を巡る論点を取り上げたい。

³ 「日本再興戦略」 p. 12。

⁴ 「日本再興戦略」 p. 28。

⁵ 金融庁『「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の開催について』（平成25年8月5日）。金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/01.pdf>）に掲載されている。

⁶ 本稿では、特に断らない限り、「英国コード」の日本語訳は、平成25年9月18日開催の有識者検討会に参考資料として提出された「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」から引用している。同資料は、金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20130918/06.pdf>）に掲載されている。

また、「英国コード」の原文は、Financial Reporting Council (FRC) のウェブサイト

（<https://frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>）に掲載されている。

なお、鈴木裕「検討進む日本版スチュワードシップコード～機関投資家に何を期待するか？」（『大和総研調査季報』2013年秋季号（Vol. 12） pp. 74-89（http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20131202_007936.html））なども参照。

⁷ 意見募集（パブリックコメント）は、和文（日本語）だけではなく英文でも行われた。その結果、和文については26の個人・団体から、英文についても19の個人・団体から意見が寄せられ（「日本版コード」前文3項参照）、「日本版コード」に対する関心が、内外ともに高いことが確認された。

⁸ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）に掲載されている。

図表 1 「日本版コード」と「英国コード」

	「日本版コード」の「原則」	「英国コード」の“Principle”
方針の策定・公表	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針（注1）を公に開示すべきである。
利益相反	2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表（注2）すべきである。
モニタリング (状況の把握)	3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリング（注3）すべきである。
エンゲージメント	4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化する（注4）タイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
協調行動（注5）	—	5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して（注5）行動すべきである。
議決権行使	5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表（注2）について、明確な方針（注1）を持つべきである。
報告等	6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。
判断を適切に行うための実力	7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	—

(注1) 原文では、“policy”（ポリシー）という表現が用いられている。

(注2) 原文では、「開示」を意味する“disclose”、“disclosure”という表現が用いられている。

(注3) 原文では、“monitor”（モニター）という動詞である。その意味では、「モニターすべき」、「監視すべき」といった方が、ニュアンスとしては近いかもしれない。

(注4) 原文では、“escalate”（エスカレート）という表現が用いられている。

(注5) 原文では、「集合的」、「集团的」を意味する“collectively”という表現が用いられている。その意味では、「集团的行動」といった方が、ニュアンスとしては近いかもしれない。

(出所)「日本版コード」、「英国コード」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成。なお、「英国コード」の日本語訳については、平成25年9月18日開催の有識者検討会に参考資料として提出された「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」から引用した（脚注8参照）。ただし、注釈は筆者による。

1. 「目的を持った対話」（エンゲージメント）と「インサイダー取引規制」

「日本版コード」は、「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能である」とした上で、「対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべき」との考え方を示している（「日本版コード」指針4-3）。

この考え方を踏まえる限り、理念的には、「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて「未公表の重要事実」の授受がなされない以上、インサイダー取引規制上の問題を惹き起こすことはないとの考え方もあり得るかもしれない。

しかし、実際には、インサイダー取引規制上の重要事実の範囲は、形式的に画されているわけではない⁹。つまり、事前に、何が重要事実に該当するかを正確に予測することは困難であり、例えば、投資先企業の経営状況などについての踏み込んだ「対話」が、事後的に、未公表の重要事実の授受に該当すると判断されるリスクを完全に拭い去ることは困難だと考えられる。

加えて、2013年の金融商品取引法等の改正により、情報伝達・取引推奨行為に対する規制も導入された（2014年4月1日施行）ことから、「対話」を通じて未公表の重要事実を機関投資家に伝達した投資先企業（の役職員など）も、一定の場合には摘発の対象となり得る（後述2）。

そのため、機関投資家及び投資先企業が、インサイダー取引規制に抵触することを恐れるあまり、踏み込んだ「対話」を行うことに不必要に委縮するのではないかという指摘もある¹⁰。

⁹ 例えば、重要事実の中には、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する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」（金融商品取引法166条2項4号）などといった包括的な規定（いわゆるバスケット条項）が含まれている。なお、筆者自身は、インサイダー取引規制上の重要事実について、こうした包括的な規定が設けられていることは、潜脱・脱法行為防止の観点から必要だと考えている。

¹⁰ 「法的論点」pp.12-13参照。有識者検討会第2回会合（2013年9月18日開催）、第4回会合（2013年11月27日開催）議事録（下記金融庁のウェブサイトに掲載）なども参照。

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20130918.html>

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20131127.html>

2. 「インサイダー取引規制」とは

インサイダー取引規制は、大まかに「会社関係者によるインサイダー取引規制」と「公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制」に分類され、概ね、次のような内容となっている¹¹（金融商品取引法 166 条、167 条）。違反者は、刑事罰（同 197 条の 2 第 13 号など）や課徴金（同 175 条）の対象とされる。

【会社関係者によるインサイダー取引規制（金融商品取引法 166 条）】

- ①上場会社等の役員や従業員、あるいは大株主や顧問弁護士などといった「会社関係者」は、
- ②その職務や権限に関連して、新株の発行、合併、災害による損失、業績予想の変動などのような「重要事実」を知った場合、
- ③その事実が「公表」されるまでの間は、
- ④その会社の株式など（特定有価証券等）の売買等を行ってはならない（注）。

（注）いわゆる「売り」・「買い」の両方が禁止される。

【公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制（金融商品取引法 167 条）】

- ①上場株式等の公開買付け又はこれに準ずる行為（公開買付け等）をする者（公開買付者等）の役員や従業員、あるいは大株主や顧問弁護士などといった「公開買付者等関係者」は、
- ②その職務や権限に関連して、「公開買付け等の実施（中止）に関する事実」を知った場合、
- ③その事実が「公表」されるまでの間は、
- ④その上場株式等（又はその発行会社の一定の有価証券など）の買付け等（売付け等）を行ってはならない（注）。

（注）「公開買付け等の実施に関する事実」の場合は、「買付け等」が禁止され、「公開買付け等の中止に関する事実」の場合は、「売付け等」が禁止される。

「会社関係者」、「公開買付者等関係者」に加えて、これらの者から重要事実の伝達を受けた者等（第一次情報受領者）にも、同様の規制が課されている（金融商品取引法 166 条 3 項、167 条 3 項）。

また、前述の通り、2013 年の金融商品取引法等の改正により、情報伝達・取引推奨行為に対する規制も導入されている¹²（2014 年 4 月 1 日施行）。具体的には、会社関係者（公開買付者等

¹¹ 2013 年の金融商品取引法等の改正により、投資法人の投資口（いわゆる REIT など）もインサイダー取引規制の対象とされている（2014 年 4 月 1 日施行）。ここでは、説明の便宜上、株式会社を前提としている。

¹² 詳細は、拙稿「情報伝達行為等に対するインサイダー取引規制」（2013 年 5 月 15 日付レポート）など参照。
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130515_007165.html

関係者)が、重要事実(公開買付け等の実施(中止)に関する事実)の公表前に相手方取引させることにより、利益を得させ、又は損失の発生を回避させる目的をもって(主観的要件)、情報伝達・取引推奨を行うことが禁止される(金融商品取引法167条の2)。また、その情報伝達・取引推奨を受けた者が、実際に売買等を行った場合(取引要件)、情報伝達・取引推奨を行った者は刑事罰(同197条の2第14、15号など)や課徴金(同175条の2)の対象とされる。

3. 金融庁の見解

今回の「法的論点」では、「目的を持った対話(エンゲージメント)」と「インサイダー取引規制」の関係について、大きく「(A)投資先企業と情報伝達・取引推奨行為」と「(B)機関投資家による未公表の重要事実の受領」にわけて、金融庁の見解が示されている。なお、「日本版コード」に伴う「インサイダー取引規制」に関する法令上の手当ては、本稿執筆時点で予定されていないようである。

(1)投資先企業と情報伝達・取引推奨行為

金融庁は、平成25年(2013年)に公表した「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A」¹³(以下、「情報伝達規制Q&A」)の中で、上場会社によるIR活動に関して、IR活動には自社への投資を促す性質を有しているものの「通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前に売買等を行わせ、それに起因した利益を得させるものではなく、『重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる』等の目的を欠くと考えられるため、基本的に規制対象とはならない」(「情報伝達規制Q&A」問3)との見解を示している。

今回の「法的論点」でも、この見解を踏まえて「企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合には、『重要事実の公表前に(機関投資家に)売買等をさせることにより他人(機関投資家)に利益を得させる』等の目的を欠くと考えられるため、基本的に、情報伝達・取引推奨規制の対象にはならない」との解釈を示している。

(2)機関投資家による未公表の重要事実の受領

機関投資家が、投資先企業との「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じて「未公表の重要事実」を受領し、それが公表される前に、その投資先企業の株式を売買すれば、インサイダー取引規制に違反することは避けられない。

「日本版コード」が、「対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的に

¹³ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>) に掲載されている。

は慎重に考えるべき」との考え方を示しているのも（「日本版コード」指針 4-3）、基本的に、この前提に立っているためだと思われる。

加えて、「法的論点」では、「**機関投資家が、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために『未公表の重要事実』を受領する必要があると考える場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で対話に臨む必要がある**」¹⁴としている。つまり、「未公表の重要事実」を受領するのであれば、適切な措置を講じた上で、対話に臨むことを求めているのである。

4. 若干のコメント（私見）

私見だが、「目的を持った対話」（エンゲージメント）と「インサイダー取引規制」との間には、ある種の「厄介さ」、「相性の悪さ」があるように感じている。なぜなら、機関投資家に対して、投資先企業の「企業価値の向上や持続的成長を促す」責任を担う「責任ある機関投資家」になれば、と求めることは、「リスクを取って、リターンを追求する」普通の投資者の立場から、投資先企業の内部者（インサイダー）の側に一步踏み出せ、と言うのと同義のように思われるからである。内部者（インサイダー）の側に接近すれば、それだけインサイダー取引規制に抵触するリスクが高くなることは明らかだろう。

もちろん、このことから、直ちに、「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行う「責任ある機関投資家」を、インサイダー取引規制の対象である「会社関係者」などの範囲に含めるべきであるという結論が導き出されるわけではない。しかし、投資先企業との間で「目的を持った対話」（エンゲージメント）ができるという点において、「責任ある機関投資家」が、一般投資者と比較して、投資先企業とより密接なコミュニケーションを取り得る立場に立っていると、世間からみられることは避けられないものと考えられる。

インサイダー取引規制の趣旨が、「証券市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼を確保する」¹⁵ことにある以上、「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行う「責任ある機関投資家」とインサイダー取引規制の関係については、特に、慎重な対応が必要だと筆者は考えている。もちろん、「責任ある機関投資家」や投資先企業が、その「目的を持った対話」（エンゲージメント）を適切に運用すれば、企業価値の向上などを通じて、一般投資者にもメリットとなり得るだろう。しかし、その運用を誤ると、投資先企業と一部の機関投資家との間の「密室の会話」に対して、一般投資者が強い不信感・不公平感を抱くであろうことは、想像に難くない。

その意味で、「日本版コード」及び「法的論点」が、「目的を持った対話」（エンゲージメント）における「未公表の重要事実」の授受に慎重な姿勢を取っていることは（前記 3 (2)）、理念的

¹⁴ 「法的論点」p. 14。なお、この内容は「日本版コード」注釈 10 とほぼ同一の内容である。

¹⁵ 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）p. 515。

には、妥当だと考えられる。ただし、「責任ある機関投資家」が、現実問題として、投資先企業との間で、どの程度の距離感を保つべきか、どの程度踏み込んだ「対話」を行うべきかについては、今後、更に議論を掘り下げる必要があると思われる。

加えて、「日本版コード」及び「法的論点」が念頭に置いているのは、主として、当初から意図的に「未公表の重要事実」の授受を行うケースだという点も気になる点である。言うまでもなく、機関投資家にとって意図せざる形で、投資先企業から「未公表の重要事実」を受領してしまう事態も、現実には起こり得る。こうした事態の防止策¹⁶や、こうした事態が発生した場合の対応策などについても、検討する必要があるように思われる¹⁷。

他方、投資先企業が、機関投資家との「目的を持った対話」（エンゲージメント）において、踏み込んだ対話を行ったとしても、通常、「情報伝達・取引推奨規制の対象とはならない」との見解が示されたことは（前記3(1)）、投資先企業に対して機関投資家との「対話」に積極的に応じることを促す上で、基本的に、歓迎すべきことだと評価できるだろう。

ただし、筆者としては、「情報伝達・取引推奨規制の対象とはならない」とする根拠として、「情報伝達規制 Q&A」における「IR 活動」に関する項目を掲げている点が気になっている。この「情報伝達規制 Q&A」の法的位置づけをどのように考えるべきかという問題もさることながら、いわゆる IR 活動と「目的を持った対話」（エンゲージメント）を果たして同列に論じてよいのか、という疑問を拭い去れないためである。

確かに、IR 活動と「目的を持った対話」（エンゲージメント）の間には、機関投資家と投資先企業とのコミュニケーションという共通点があることは事実であろう。しかし、例えば、有識者検討会においても、「大量保有報告制度の重要提案行為」に関する議論の中で、金融庁から、投資先企業が主体的に設定した「対話」と、投資者側が申し込んで投資先企業が受けた「対話」とでは、その性質は同一とは言い切れないといった趣旨の発言があった¹⁸。一般に、IR 活動は「前者」に該当するのに対し、「目的を持った対話」（エンゲージメント）は「後者」に該当するケースが多いものと考えられる。

もちろん、「重要提案行為」に関する議論が、そのまま「情報伝達・取引推奨規制」にも当てはまるわけではないが、IR 活動と「目的を持った対話」（エンゲージメント）の異同について、それぞれの目的、手段、態様などに照らして、もう少し議論を深める必要があるのではないかと筆者には思われる¹⁹。

¹⁶ 例えば、「英国コード」は、事前の合意なしに重要な情報を伝達しないように投資先企業に「期待する」としている（「英国コード」“Principle 3”の“Guidance”）。

¹⁷ なお、発行会社側が、未公表の重要事実をうっかり伝達してしまったような場合に、米国における公正開示規則のように、その重要事実の公表を求めること（Regulation FD §243.100）なども検討テーマとなり得るだろう。

¹⁸ 有識者検討会第4回会合（平成25年11月27日開催）議事録（前出注10）参照。

¹⁹ 蛇足ではあるが、例えば、機関投資家からの要請に応じて行う「対話」の場合、発行体が主体的に設定したIR活動以上に、「重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる」等の目的を認定することが難しい（情報伝達・取引推奨規制に抵触する可能性が低い）と考えることも可能ではないかと思われる。もっとも、いわゆる選択的開示の問題は残るだろう。