

インサイダー取引違反とされた 「シャドー・トレーディング」

特定の上場会社に関する重要な未公表情報を入手した者が、当該会社と経済的にリンクする別の会社の株式やETF等を取引する行為は「シャドー・トレーディング」と呼ばれる。そうした取引が違法なインサイダー取引だとする判断が、米国の裁判所で示された。

違法とされた 「シャドー・トレーディング」

特定の上場会社に関する重要な未公表情報を入手した者が、当該情報の公表前に当該会社の株式等を売買する行為は、インサイダー取引として禁じられている。例えば、上場会社甲社の社員が、甲社が乙社によって買収されることを知り、甲社や乙社の株式を買付ければ典型的なインサイダー取引となる。

ところが、このほど米国の裁判所では、バイオ製薬会社M社が大手製薬会社P社によって買収されることを知ったM社の社員が、M社でもP社でもなく、M社の同業他社であるI社の株式（厳密にはI社株式を買う権利である個別株オプション）を買付けた行為が、違法なインサイダー取引にあたるという判断が示された^①。

P社によるM社買収が公表されれば、業界再編への期待が高まり、I社が次の買収ターゲットとなる見込みが大きくなる。だから「M社がP社によって買収される」という未公表情報は、M社やP社の株式ばかりでなく、M社と多くの共通点を持ち経済的にリンクしているともいえるI社の株式の投資判断にも著しい影響を及ぼす。したがって、当該情報の公表前にI社の株式を買付ける行為は、インサイダー取引として禁止されるというのである。

このように、重要な未公表情報を基づいて経済的にリンクする別の会社の株式や上場投資信託（ETF）などを取引する行為は、「シャドー・トレーディング」と呼ばれ一部で問題視されていた。とはいえ、裁判所がそうした取引の違法性を正面から認めたのは、今回の事案が初めてである。

曖昧さを伴う米国の規制

日本では金融商品取引法（以下、金商法）にインサイダー取引を禁じる明文の規定が設けられており、規制の対象となる会社関係者等や重要な未公表情報（重要事実）などが具体的かつ詳細に定められている。

これに対して米国法では、インサイダー取引を正面から規制する明文の規定は存在しない。日本の金商法にもある（金商法157条）一般的な不公正取引禁止規定をめぐる裁判所の判例やSECによる審決の積み重ねで、どのような取引が違法なインサイダー取引であるかが明らかにされてきた。

そうした歴史的経緯から、米国のインサイダー取引規制には一定の曖昧さが伴っている。「シャドー・トレーディング」のように、これまででは問題があるとしても明確に違法な取引とは言えないと考えられてきたような取引が、ある時点からインサイダー取引として違法視されるという現象が生じ得る。

今回の事案は、米国の法学者や法律実務家の間で大きな話題となっている。米国証券法の第一人者であるコロンビア大学のジョン・C・コフィー教授は、法的根拠に不明確さを残したままインサイダー取引規制の対象が拡大していくことの危険性を指摘し、議会による立法を通じた解決が求められるのではないかとの問題提起を行っている。

確かに、経済的にリンクしているといった漠然とした理由で規制対象が拡がるのでは、「風が吹けば桶屋が儲かる」といった類の連想で株式を買付けても違法とされることにもなりかねない。

不公正取引禁止の一般規定の活用

金商法のインサイダー取引規制では、M社に関する重要な未公表情報を知った者が、M社の同業他社であるI社の株を買付けたとしても、M社がI社を買収しようとしていた場合を別にすれば、違法なインサイダー取引とされることはない。「シャドー・トレーディング」がインサイダー取引として規制されることはない。

金商法のインサイダー取引規制のような具体的で詳細な法規制は、法的安定性という観点からは望ましいものだ。しかし他方で、悪質な事案を摘発することができず、市場の公正さに対する投資家の信認を低下させることにつながるという懸念も排除できない。

例えば、今回米国で違法とされた「シャドー・トレーディング」では、M社社員は、M社のCEOからの電子メールでP社による買収に関する情報を知った数分後にI社株式を買付けていた。当該社員は、投資銀行での勤務経験も有する株式市場のプロフェッショナルであり、M社に対してある投資銀行が行ったプレゼンテーションで、時価総額規模や事業分野の近い同業他社としてI社の名前が挙げられたことやP社がM&A（買収・合併）戦略を積極化させていることも知っていた。「シャドー・トレーディング」としても、かなり悪質な事案であったと言わざるを得ないように思われる。

また、これまで不公正な「シャドー・トレーディング」ではないかとして問題視されてきたのは、例えば、上場会社甲社に関する重要な未公表情情報を入手した者が、甲社株が組み入れられている業種別株価指数にリンクするETFを買付けるといった行為である。

NOTE

① カリフォルニア州北地区連邦地方裁判所で審理されている証券取引委員会（SEC）がマシュー・パニュワット（Matthew Panuwat）氏を相手取って提起した訴訟で、2024年4月5日、違法なインサイダー取引にあたるとする評決が陪審員団によって下された。

いわば間接的に甲社の株式を買付けるわけだが、金商法のインサイダー取引規制に抵触するとは思われない。しかし、とりわけ甲社が時価総額の大きい業界大手企業で、甲社の株価変動が業種別株価指数を大きく動かす可能性が高いといった場合には、脱法的な取引だと指弾されても仕方ないようにも思える。

そこで期待されるのが、米国ではインサイダー取引規制を基礎づけるものとなってきた一般的な不公正取引禁止規定である金商法157条の活用である。

この規定は、1948年に金商法の前身である証券取引法が制定された当時から存在するが、「抜かずの宝刀」などとも言われ、実際、一般に知られている適用事例は1960年代の1件だけである。これは当時の法文では相場操縦禁止規定の対象とされていなかった店頭登録銘柄について、権利の移転を目的としない仮装取引を行ったという事案で、その後の法改正で、店頭登録銘柄の仮装取引にも相場操縦禁止規定の適用が及ぼされることになった。

日本市場ではまだ現実の問題となっていない「シャドー・トレーディング」を念頭に置いて金商法のインサイダー取引規制を改正することまでは必要ないだろうが、不幸にして悪質な「シャドー・トレーディング」の事案が浮上した場合には、金商法157条を適用して刑事罰を科し、その後禁止される取引の範囲について詰めた検討を行うことが考えられるのではないだろうか。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は資本市場法
focus@nri.co.jp