

## 論 点 メ モ ( 3 )

項 目	論 点	備 考
I. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外 1. はじめに	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制(金商法 167 条)では、公開買付者等関係者に加え公開買付者等関係者から「公開買付け等の実施に関する事実」(公開買付け等事実)の伝達を受けた者(情報受領者)についても、その公表前に公開買付け等対象者(被買付企業)の株券等を買付けすることを禁止している(同条3項)。</li> <li>● 当該禁止が解除されるのは、公開買付者等が公開買付け等事実を一定の方法により公表した場合、又は、法に定める適用除外規定に該当する場合に限られる。</li> <li>● このため、公開買付け等事実の情報受領者について、例えば次のような実務上の支障が生じているとの指摘がある。               <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ある上場会社の買収の実施を決定した者が他の潜在的な買収者に対して未公表の当該決定事実(買収の実施)を伝達した場合、当該他の買収者は情報受領者となり、原則としてインサイダー取引規制が適用されるため、当該上場会社の買収の実施を</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「公開買付者等関係者」とは、公開買付け等を行う者(公開買付者等)の役職員等をいい、「公開買付け等」とは、公開買付け又は総議決権の5%以上の上場株券等の買集め行為(金商法施行令 31 条)をいう。</li> <li>● 公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制の概要(資料2 P 1)</li> </ul>

	<p>決定した者は当該他の買収者の買付けを妨げることができる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ また、公開買付けの実施を決定した者(提案者)が他の者(被提案者)に共同公開買付けを提案したものの協議不調となった場合、当該被提案者は情報受領者となり、原則としてインサイダー取引規制が適用されるため、競争関係にある提案者が公開買付け実施の公表を行うまで、被買付企業の株券等の買付けができない。</li> </ul> <p>● これらを踏まえると、企業買収に関する公正な競争や、有価証券取引の円滑を図る観点から、証券市場の公正性・透明性に対する投資家の信頼を損なうことのない場合には、公開買付け等事実の情報受領者であっても、被買付企業の株券等の買付けを可能とすることを検討すべきではないか。</p>	
<p>2. 現行規制</p>	<p>● 現行法上、公開買付者等関係者から公開買付け等事実の伝達を受けた者(情報受領者)が、その公表前に被買付企業の株券等を買付けする行為は、情報受領者によるインサイダー取引として禁止される(167条3項)。</p> <p>● この禁止規制は公開買付け等事実の「公表」により解除されるが、当該「公表」は、次の3つの方法に限定されている(167条4項)。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「公開買付者等」が公開買付け等事実について2以上の報道機関に公開し、12時間経過したこと</li> </ul>	<p>● 発行者による自社株の公開買付け(27条の22の2)については、左記3つの方法のほか、「公開買付者等」が公</p>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「公開買付者等」が公開買付開始公告を行ったこと</li> <li>・「公開買付者等」が提出した公開買付届出書が公衆の縦覧に供されたこと</li> </ul> <p>このように、公開買付け等事実の「公表」については、「公開買付者等」が行うものに限定されているが、これはインサイダー取引規制による売買等の禁止を一般的に解除するものとして正確性が求められるため、その主体を、「公表」内容を正確に把握し得る者に限定する趣旨と考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 一方、このような「公表」が行われなくても、現行法上、公開買付け等事実の情報受領者は、次のような適用除外規定に該当する場合には、被買付企業の株券等を買付けすることが可能となっている。 <ul style="list-style-type: none"> <li>① 公開買付け等に対抗するため被買付企業の取締役会が決定した要請に基づいて買付けする場合(167条5項5号:いわゆる「対抗買い」)</li> <li>② 公開買付け等事実を知っている者から、市場外で買付けする場合(同項7号:いわゆる「クロクロ取引」)</li> </ul> </li> <li>● しかしながら、①は法定要件を満たした被買付企業の要請がある場合の買付けに限られる。また、②は、市場での買付けは対象でなく、市場外での買付けについても、公開買付け等の場面においては、売主となる多数の株主全員が「公開買付け等事実を知つ</li> </ul>	<p>公開買付け等事実を取引所に通知し、公衆縦覧されたことが「公表」の方法として認められている。</p> <p>また、他社株の公開買付けについても、インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ(平成23年度)の報告書において、次の方法を「公表」措置として認めることが適当とされている。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 上場会社である「公開買付者等」が公開買付け等事実を取引所に通知し、公衆縦覧されたこと</li> <li>② 上場会社以外の者である「公開買付者等」が公開買付対象となる上場会社を通じ連名により、公開買</li> </ul>
--	---	--

	<p>ている者」であることは実務上想定されない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● このため、公開買付け等事実の情報受領者は、公開買付者等による「公表」が行われるまで、基本的に被買付企業の株券等を買付けすることができないこととなっている。</li> </ul>	<p>付け等事実を取引所に通知し、公衆縦覧されたこと</p>
<p>3. 論点</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金商法上、未公表の公開買付け等事実を知った者について、被買付企業の株券等の買付けが禁止されているのは次の理由によるものと考えられる。 <ul style="list-style-type: none"> <li>すなわち、公開買付け等を実施する場合には、通常、その対象となる株券等の相場が上昇するものと考えられるが、こうした未公表の事実を知る特別の立場にある者は、それを知り得ない一般の投資家と比べて著しく有利な立場となるため、そうした者により買付けが行われた場合には証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことによるものと考えられる。</li> </ul> </li> <li>● こうした観点から、次のような場合に該当すれば、情報受領者による買付けが許容されるものと考えられないか。 <ol style="list-style-type: none"> <li>① 情報受領者の取引の一般投資家の取引に対する有利性が相当程度解消されていると認められる場合（一般投資家との間の情報の非対称性が解消されている場合など）</li> <li>② 情報受領者が伝達を受けた情報が投資判断を行う上で有用性を失っていると認められる場合</li> </ol> </li> </ul>	

〔① 取引の有利性が相当程度解消されていると認められる場合〕

● 金商法上、公開買付けを行おうとする場合には、公開買付開始公告を行うことによって、その手続が開始される。公開買付開始公告がEDINET又は日刊新聞においてなされ、また、原則として当該公告を行った日に内閣総理大臣に公開買付届出書が提出される。提出された公開買付届出書は公衆縦覧に供されることとなっている。

未公表の公開買付け等事実の情報受領者が、自ら公開買付けを行おうとするときは、上記の公開買付規制により、公開買付開始公告及び公開買付届出書の提出が行われるため、情報受領者が伝達を受けた情報をこれらに記載すれば、一般投資家との情報の非対称性は解消されるものと考えられるが、どうか。

● さらに、未公表の公開買付け等事実の情報受領者が自ら公開買付けを行う場合、この情報受領者の公開買付けの開始に伴い、伝達の対象である当初の公開買付けが並行して行われるか否かが不確実なものになるなど、伝達を受けた情報の重要性に変化が生じるのではないか。

このような場合には、(伝達を受けた情報を公開買付開始公告及び公開買付届出書に記載するまでもなく、)インサイダー取引規制の対象としなくともよいのではないかと指摘もあり得るが、どう考えるか。

● 公開買付開始公告や公開買付届出書の重要な事項に虚偽の表示・記載が行われた場合には、刑事罰・課徴金の対象となる。また、風説の流布(158条)・表示による相場操縦(159条2項3号)にもなり得ることを踏まえると、投資家の投資判断を誤らせる目的等をもった不正な表示・記載が行われるリスクは低いものと考えられるのではないか。

● 適用除外のイメージ  
図①(資料2 P3)

〔②情報の有用性を失っていると認められる場合〕

- 公開買付け等事実の情報受領者が伝達を受けた後、相当の期間が経過しても公開買付け者等により当該事実が公表されない場合には、伝達を受けた情報の価値は劣化しており、情報受領者が過去に伝達を受けた公開買付け等事実に基づいて投資判断することは想定されにくいのではないか。
- このため、公開買付け等事実の情報受領者がいつまでも取引できない不安定な状況に置かれることのないよう、実務における公開買付け等の検討開始から公表までの期間等を参考に、情報受領者が最後に伝達を受けてから相当の期間が経過した場合には、情報受領者による取引を可能とすることを検討することについてどう考えるか。

〔いわゆる「対抗買い」に係る適用除外〕

- 公開買付け等事実の情報受領者による取引を可能とする適用除外規定として、現行法上、「公開買付け等に対抗するため被買付企業の取締役会が決定した要請に基づいて株券等の買付け等を行う場合」が定められている(166条6項4号、167条5項5号)。
- この対抗買いの適用除外規定については、
  - (1) 「公開買付け等に対抗するため」という要件に関して、「公開買付け等」に該当する事実が存在するか否かは、被買付企業にとって他者情報であるため、当該被買付企業がその存否を确实

- 適用除外のイメージ  
図②(資料2 P3)

- 適用除外のイメージ  
図③(資料2 P4)

	<p>に把握することは難しく、どのような場合に要件を満たすのか分かりにくいとの指摘がある。この点について解釈を明確化することについてどう考えるか。</p> <p>(2) また、「取締役会が決定した要請」という要件に関しては、当該要請の決定が適時開示事項となっているため、対抗買いをを行うにあたって実務面で利用しにくいとの指摘がある。この点についてどう考えるか。</p>	
--	--	--

<p>Ⅱ. いわゆるクロクロ取引に係る適用除外</p>	<p>〔現行規制〕</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 金商法は、上場会社に係る未公表の重要事実・公開買付け等事実を知っている一定の者の間で取引所等の外において行われる相対取引(いわゆる「クロクロ取引」)を、インサイダー取引規制の適用除外としている(166条6項7号、167条5項7号)。</li> <li>● 現行法上、会社関係者のインサイダー取引規制(166条)に係る「クロクロ取引」については、会社関係者と第一次情報受領者との間での取引が適用除外の対象とされているが、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間で行う取引は適用除外の対象となっていない(同条6項7号)。</li> </ul> <p>〔論点〕</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● しかしながら、実務上、例えば次のような第一次情報受領者と第二次情報受領者の間におけるクロクロ取引についても適用除外の対象とする必要がある、との指摘がある。        例えば、上場会社の大株主が持株比率を下げる等のために、保有株を大口で売却する場合に、価格変動リスクを避ける観点から、市場外の相対でブロックトレードを行うことがある。その際、当該大株主が当該上場会社に係る未公表の重要事実を知っていた場合には、買手にその重要事実を伝えた上で取引を行うことがある。        (現行の実務では、当該大株主が第一次情報受領者に当たる場合、上場会社が大株主からの依頼に基づき、買主に重要事実</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公開買付者等関係者のインサイダー取引規制(167条)に係る「クロクロ取引」については、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間の取引も適用除外の対象となっている(同条5項7号)。</li> </ul>
-----------------------------	---	---

	<p>を伝達することにより、第一次情報受領者間の取引とする等、迂遠な手続が必要となっている。)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● このため、上述のようなニーズを踏まえ、会社関係者のインサイダー取引規制(166条)に係る「クロクロ取引」について、実務上の支障を解消する観点から、第一次情報受領者と第二次情報受領者の間におけるクロクロ取引についても適用除外の対象とすることを検討すべきではないか。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 適用除外のイメージ図④(資料2 P4)</li> </ul>
--	---	---

<p>Ⅲ. いわゆる知る前 契約・計画に係る適 用除外</p>	<p>[現行の制度]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 上場会社に係る未公表の重要事実を知った者が行う売買等であっても、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかな場合には、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を損なうことはないと考えられる。このため、金商法は、             <ol style="list-style-type: none"> <li>①上場会社に係る重要事実を知る前に締結された契約の履行として売買等をする場合(いわゆる「知る前契約」)</li> <li>②上場会社に係る重要事実を知る前に決定された計画の実行として売買等をする場合(いわゆる「知る前計画」)</li> </ol>             で、内閣府令の個別列挙に該当するものをインサイダー取引規制の適用除外としている(166条6項8号)。           </li> <li>● なお、公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制(金商法167条)においても同様の適用除外規定が定められている(同条5項8号)。</li> </ul> <p>[本規定の経緯]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 平成元年のインサイダー取引規制の施行当初は、知る前契約・計画に係る適用除外として、大蔵省令に6項目規定されていたが、その後の実務上の必要性等に応じて順次規定が追加され、現在は13類型となっている(公開買付者等関係者に係るインサイダー取引規制も同様)。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 知る前契約・計画に関する適用除外の類型の変遷(資料2 P5)</li> </ul>
---	--	--

	<p>〔論点〕</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 未公表の重要事実を知った者が行う売買等であっても、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らか な場合には、現行の 13 類型に限らず、必ずしもインサイダー取引規 制を適用する必要はないのではないか。</li> </ul> <p>(実務上支障が生じている例)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 上場会社との間で「知る前契約」を締結した者が行う一定の売 買等については、インサイダー取引規制が適用除外されるが (取引規制府令 59 条1項1号)、上場会社以外の者の間での 「知る前契約」に基づく売買等については(他の適用除外規定 に該当しない限り)適用除外されない。</li> <li>・ 持株会や累積投資契約による「知る前計画」に従った一定の 買付けはインサイダー取引規制が適用除外されるが(同項4号 ～9号)、それら以外の「知る前計画」に基づく買付けについ ては(他の適用除外規定に該当しない限り)適用除外されない。</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 「知る前契約」「知る前計画」については、インサイダー取引規制 を創設して以来、適用除外範囲の明確性の確保等の観点から、適 用除外となる類型を個別に定めてきたが、取引の円滑を確保する 観点から、単にルールベースとするのではなく、「知る前契約」「知 る前計画」として適用除外すべきもののプリンシプルを明確化し、 必要に応じて適用除外となる類型をガイドライン等で示すことが考 えられるのではないか。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 米国・EUにおける知る 前契約・計画の取扱い (資料2 P7)</li> </ul>
--	---	---

[判断の視点]

- 重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかでない場合か否かは、例えば次のような視点に基づいて判断することが考えられるのではないか。
  - ①重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画であること
  - ②当該契約・計画の中で、それに従った売買等の具体的な内容が定められており、裁量的に売買等が行われるものでないこと（例えば、売買の期日・期限、数量、価格が予め定められている場合や、計算式等により自己の意思によらずして決まることが定められている場合などが考えられる。）
  - ③当該契約・計画に従った売買等であること
- 上述のような視点に基づく場合には、事後的に契約や計画を捏造することによって規制が潜脱されることとならないよう留意する必要がある。この点、
  - ・ 反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であれば、事後的に捏造されるおそれは典型的に低いと考えられないか。
  - ・ また、単発の取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であっても、重要事実を知る前に締結・決定したことが明確であるような措置（例えば証券会社等による確認を得るなど）がとられるならば、「契約」や「計画」が捏造されるおそれは低いと考えられないか。

	<ul style="list-style-type: none"><li>● こうした観点からインサイダー取引規制を適用する必要性の乏しいものについては、より包括的な適用除外の規定を設け、その上で必要に応じ、ガイドライン等でこれを補っていくことを検討すべきではないか。</li></ul>	
--	---	--

#### IV. その他の課題

##### 〔インサイダー取引等の未然防止に向けた取組み〕

- 近年の情報受領者による違反事案の増加や、公募増資に関連したインサイダー取引事案の発生を踏まえ、インサイダー取引及びそれにつながる不正な情報伝達を防止していくためには、法令による規制のみではなく、各関係者がそれぞれの立場において求められる役割を適切に果たし、不公正な取引等を未然に防止するような市場環境を醸成していくことが必要と考えられる。

##### 〔金融庁・証券取引等監視委員会における取組み〕

- こうした観点から、インサイダー取引規制に関する予測可能性を向上させていくことが必要ではないか。具体的には、違反行為の一般予防を図るとともに、不必要な企業活動の萎縮を回避する観点から、例えば、現在の課徴金事例集について、過去のインサイダー取引事案がより実務の参考になるような取組みが必要ではないか。

##### 〔金融業界における取組み〕

- 市場仲介機能を担う証券会社においては、各社において法人関係情報の管理態勢の点検が行われ、必要な改善に取り組んでいるところであるが、引き続きこうした取組みを継続し、投資家の信頼回復に努めていくことが求められるのではないか。

また、自主規制機関においても、金融業界全体のコンプライアンス態勢や情報管理の質的向上に向け、自主規制ルールの見直

し(例えば、法人関係情報の取扱いの厳格化や、内部部門間及び顧客との関係の見直し等)や自主規制ルールに基づくエンフォースメントの強化(不都合行為者制度の見直し等)、営業姿勢等に係る実務慣行の見直し等に取り組んでいく必要があるのではないか。

〔取引所における取組み〕

● 会社関係者が他人に取引を行わせる目的等で不正な情報伝達を行い、それによってインサイダー取引が行われたような場合には、企業の情報管理の実態を広く把握し得る取引所においては、例えば当該会社関係者の所属する上場会社に対し、情報管理に関する先進的な取組み事例等の情報提供や注意喚起を行うなどの取組みを行うことによって、市場の公正性を確保し、適正な取引環境を整備していく必要があるのではないか。

● また、取引所においては、例えば、スクープ報道がなされた場合、当該報道に関する事実について、より踏み込んだ情報開示が行われるような対応が検討されるべきではないか。

なお、そうした適時開示に関する実務慣行の改善に向けた検討を踏まえながら、インサイダー取引規制が解除される重要事実の「公表」措置への該当性についても検討がなされるべきではないか。

● 実務上、例えば新聞(朝刊)においてスクープ報道がなされた場合には、一時的に「当社から発表したものではない」といった適時開示が行われ、一方、当日の大引け後に改めて正式決定がなされた旨の適時開示が行われる事例が生じている。