

# TOBに関する インサイダー取引規制

制度調査部  
金本 悠希

5%以上の買集め行為も規制の対象

## 【要約】

2006年6月、有力ファンドの代表者がTOBに関するインサイダー取引規制違反の容疑で逮捕された。11月から、公判が開かれる予定である。

TOBに関するインサイダー取引規制とは、上場株券等にTOB等が行われることを知った関係者は、その事実が公表される前に株券等の買付けをしてはならないという規制である。

本稿では、TOBに関するインサイダー取引規制の概要について解説する。

## 1. はじめに

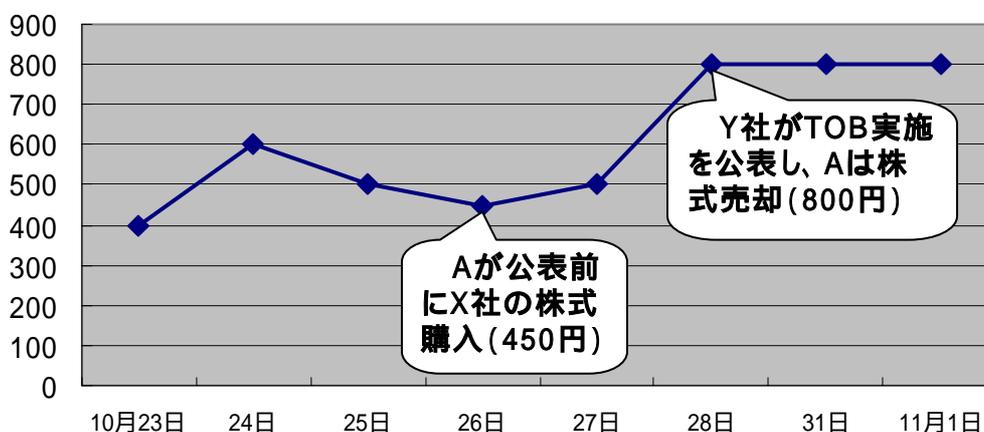
2006年6月、有力ファンドの代表者がTOBに関するインサイダー取引規制違反の容疑で逮捕された<sup>1</sup>。11月から、公判が開かれる予定である。本稿では、TOBに関するインサイダー取引規制の概要を説明する。

## 2. TOBに関するインサイダー取引規制の概要

Y社の社員Aは、会議においてY社がX社に対してTOBをかける予定であることを知り、TOBの発表前にX社株式（1株当たり450円）を買付けた。

予定通りY社はX社に対してTOBをかけることを公表し、株価がTOB価格（800円）まで上昇したのを見計らってX社株式を売却し、売却益を得た。

X社の株価



<sup>1</sup> 2006年6月6日日本経済新聞朝刊1面など

上の事例で、Aは1株当たり450円で購入していたX株式を1株当たり800円で売却して、1株当たり350円の利ざやを得ている。このようなことが可能であったのは、AがY社の社員であるという特別な地位に基づいて、Y社がX社に対してTOBをかけること公表前に知りえたからである。

しかし、AにX株を売却した投資家は、もしX社に対してTOBがかけられるという事実をその時点で知っていたら、X株を売却しなかったと考えられる。

Y社の社員のような特別な地位に基づいて、労せずして利益が得られるとすれば、一般の投資家は非常に不公平な地位におかれることになってしまう。このような状況が放置されると、一般の投資家は証券市場から逃げていき、証券市場に資金が集まらなくなってしまうことも考えられる。

このようなことを防ぐため、証券取引法ではTOBに関してもインサイダー取引規制を設けている。ただし、一般的なインサイダー取引規制は、たとえば、会社が新薬を開発した場合のように、株式を発行している会社自体の内部の情報に関して規制している。

一方、TOBに関するインサイダー取引規制は、他の会社(上の事例のY社)がその会社(上の事例のX社)に対してTOBをかけるというように、その株式を発行している会社自体の「内部」の情報ではない。証券取引法は、TOBに関するインサイダー取引規制を、一般のインサイダー取引規制とは別の条文で定めている。

	一般のインサイダー取引規制	TOBに関するインサイダー取引規制
根拠条文	166条	167条
主体	会社関係者等	公開買付者等関係者等
対象となる事実	重要事実	公開買付等事実
禁止される行為	特定有価証券等の売買等	株券等の買付等

TOBに関するインサイダー取引規制を定式化すると以下ようになる。

上場株券等の「**公開買付等事実**」を知った  
「**公開買付者等関係者**」は  
その「**公表**」前に  
「**株券等の買付等**」をしてはならない

上の事例でいえば、X株式のTOBを知った、Y社社員Aは、その公表前に、X株式の買付け等をしてはならない、ということになる(買付け等の定義は5ページ参照)。これに違反したAには、課徴金(証券取引法175条2項)・罰則(5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金、またはその併科(証券取引法197条の2第13号)<sup>2)</sup>が科せられる。

<sup>2)</sup> この条文は2006年7月4日から施行されている。それ以前の違反については、3年以下の懲役若しくは300万円以

### 3 . 公開買付等事実

証券取引法 167 条に規定されている公開買付等事実は以下のものである。

発行会社以外の者による T O B 発行会社による T O B 総議決権の 5% 以上の買集め行為 ( )
-------------------------------------------------------------

( ) ただし、各年に買い集めるのが 2.5% 未満の場合は除く。

これらの事実を知った公開買付者等関係者は、その公表前に株券等の買付が禁止されることとなる。

のように、T O B 手続を取らない場合でも、対象会社の上場株券等の総議決権の 5% 以上の買集めの事実については、インサイダー取引規制が課せられることには注意が必要である<sup>3</sup>。

### 4 . 公開買付者等関係者

証券取引法 167 条で規制される公開買付者等関係者は以下の者である。それぞれ規制される場合を、公開買付等の事実を知った状況が以下に定める状況である場合に限定している。

#### (1) 公開買付者等関係者

公開買付者等 ( 1 ) の役員等 ( 2 )

その者の職務に関し知ったとき

公開買付者等の帳簿閲覧権 ( 3 ) を有する株主等

当該権利の行使に関し知ったとき

公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者

当該権限の行使に関し知ったとき

公開買付者等と契約を締結している者、締結交渉中の者

当該契約の締結・交渉・履行に関し知ったとき

、 が法人の場合、その法人の他の役員等

その者の職務に関し知ったとき

#### (2) 元公開買付者等関係者

公開買付者等関係者でなくなった後、1 年以内の者

#### (3) 情報受領者

(元) 公開買付者等関係者から公開買付等事実の伝達を受けた者

が所属する法人の他の役員等で、その職務に関して、公開買付等の事実を知った者

下の罰金、またはそれらが併科される (改正前証券取引法 198 条 18 号)。

<sup>3</sup> 上述の有力ファンドの代表者の逮捕もこの事実に関する容疑である。

- ( 1 ) 法人の場合は、その親会社を含む。
- ( 2 ) 役員、代理人、使用人を含む。
- ( 3 ) 総議決権または発行済株式数の3%以上を所有する株主に認められる。

#### (1) 公開買付者等関係者

「 公開買付者等の役員等」は、一般的に幅広く考えられており、派遣社員やアルバイトでも含まれると考えられている。

「 公開買付者等の帳簿閲覧権を有する株主等」は、上にあるように「当該権利の行使に関し知ったとき」が規制される。これは、もちろん実際に帳簿閲覧権を行使して公開買付等事実を知った場合を含む。しかし、それだけでなく「帳簿を見せなければ帳簿閲覧権を行使する」と言っただけで公開買付等事実を知った場合も含まれると考えられている<sup>4</sup>。

「 公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者」には、許認可権を有する公務員、子会社調査権を有する親会社の会計監査人、弁護士法 23 条の 2 に基づいて会社に対し照会を行う弁護士等が含まれる。

#### (2) 元公開買付者等関係者

「公開買付者等関係者でなくなった後、1年以内の者」を指す。最初の事例でいえば、Y社社員であったAがTOB公表前にX株式の買付け等を行ったのが、Y社を退社して1年以内の場合である。このように元公開買付者等関係者にもインサイダー取引規制が課されるのは、会社を退職することなどによってインサイダー取引規制を逃れるといった脱法行為に対処するためである。

なお、公開買付等関係者でなくなった後に知った事実については、インサイダー取引規制の対象外である。

#### (3) 情報受領者

「 (元) 公開買付者等関係者から公開買付等事実の伝達を受けた者」も、情報受領者としてインサイダー取引規制が課される。新聞記者などが典型例である。

この情報受領者は、(元)公開買付者等関係者から公開買付等事実の伝達を受けた第一次情報受領者は含まれる。しかし、さらにその者から聞いた第二次情報受領者、その者からさらに聞いた者はインサイダー取引規制の対象とはされない<sup>5</sup>。

「 情報受領者が属する法人の役員等」も、インサイダー取引規制が課される。新聞記者が公開買付等事実の伝達を受けて情報受領者となった場合に、その事実の報告を受けた上司などが含まれる。

<sup>4</sup> 内部者取引規制研究会「一問一答インサイダー取引規制」(昭和63年)33ページ

<sup>5</sup> これは、公開買付等事実の伝達を受けたものの全てをインサイダー取引規制の対象とすることは、処罰の範囲を不明確に仕法秩序の安定から望ましくないためと説明される(服部秀一「インサイダー取引規制のすべて」52ページ)。

## 5 . 公表

2 . で述べたように、公開買付等事実を知った公開買付等関係者は、その公表前に株券等の買付等を行うことが禁止される。よって、公開買付等事実が公表されることによって、それ以後公開買付等関係者は株券等の買付等を行うことができるようになる。

よって、「公表」には、公開買付等関係者による株券等の買付等を解禁するという機能がある。

証券取引法で認められている「公表」は以下のものである。

公開買付等開始公告、公開買付の撤回等の公告・公表

公開買付届出書・公開買付撤回届出書が公衆縦覧に供されること

公開買付等事実を、一般紙やNHK・一般放送事業者など法令で認められている2つ以上の報道機関に公開してから12時間が経過

証券取引所等に通知し、T D n e t などにより公衆縦覧に供されたこと ( )

( ) この公表措置が認められるのは、発行会社によるT O B の場合に限る。

ここにあげられているものでなければ、仮に多数の投資家の知りうるところとなったとしてもインサイダー取引規制の「公表」に当たらないので注意が必要である。

たとえば、報道機関に対して公開していないにもかかわらず、報道機関がスクープして公開買付等の事実が明らかになったとしても、「公表」があったとはされない。よって、依然として公開買付等関係者は株券等の買付等が禁止されることとなる。このような場合、会社としては上のいずれかの方法によって、公開買付等事実を「公表」することが望まれる。

## 6 . 株券等の買付等

公開買付等事実を知った公開買付等関係者が禁止される行為は、以下の行為である。

公開買付等の実施の場合

...株券等の買付け等 ( 1 )

公開買付等の中止の場合

...株券等の売付け等 ( 2 )

( 1 ) 有償の譲受けや、行使することにより売主としての地位を取得するオプションを表示する関連株券等の売付け等が定められている(証券取引法施行令33条の3、会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令7条1項)。

( 2 ) 有償の譲渡や行使することにより買主としての地位を取得するオプションを表示する関連株券等の買付等が定められている(証券取引法施行令33条の4、会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令7条の2第1項)。

このように、公開買付等を実施する場合は、買付けは禁止されるが、売付けの場合は禁止されていない。これは、公開買付等を実施する場合、通常株価が上昇するため、売付けを規制する必要がないためと考えられる。

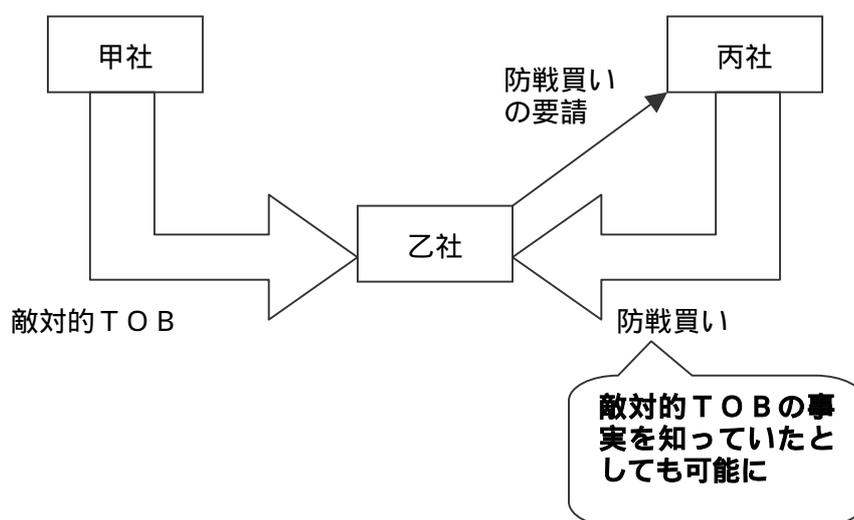
## 7 . 適用除外

以上が原則であるが、以上の要件を満たしていても、一定の場合には適用が除外される。これは以下の場合である（証券取引法 167 条 5 項）。

募集株式の割当てを受ける権利の行使  
 新株予約権の行使  
 株券等のオプションの権利行使  
 株式買収の請求又は法令上の義務に基づく場合  
 応援買い  
 防戦買い  
 安定操作取引  
 相対取引  
 特別事情に基づく売付け等又は買付け等

このうち、防戦買いは、敵対的 T O B が行われた場合にいわゆるホワイトナイトによる株式の買付けを規制から除外する規定である。

たとえば、甲社が乙社に対して、敵対的 T O B を行う予定であると通知した場合、乙社としては丙社にホワイトナイトとして乙社の株式の買付けを要請することがありうる。原則どおりであれば、この場合、仮に丙社が甲社による（敵対的）T O B の情報を知っていたら、その情報が公表されていない限り、丙社は株券の買付けが禁止され、防衛側にとって非常に不利な状況となってしまう。このようなことがないように、防戦買いが適用除外とされている（なお、規制の明確化のため、取締役会が防戦買いの要請を行った場合に限られる）。



---

相対取引で適用除外が認められるのは、その相対取引がお互いがT O B等がなされることを知った上でなされる場合である。この場合、取引の相手方もT O B等がなされることを知っており、保護する必要性がないため適用除外とされていると考えられる。

ただし、相対取引によって株券を取得した譲受人が、さらにT O B等がなされることを知らない第三者に不利な条件で転売する予定であることを知っている場合などには、この適用除外は認められない。このような場合は、この第三者に対して不利な条件で取引が行われ、証券市場に対する信頼が失われるためと考えられる。

特別事情に基づく売付け等又は買付け等には、公開買付け等を知る前に締結した契約を履行する場合、公開買付け等を知る前に締結した信用取引の反対売買を行う場合、役員持株会・従業員持株会で株券を買付ける場合などが定められている(会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令8条)。ただし、これらについては脱法行為が行われないう、一定の条件が課せられることには注意が必要である。