

2013年6月6日 全12頁

公開買付け、クロクロ取引など 実務を踏まえたインサイダー取引規制見直し

2013年金商法改正関連シリーズ

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2013年4月16日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出された。この中には、インサイダー取引規制を巡る近年の金融・企業実務を踏まえた次のような見直しも盛り込まれている。
- (1) 公開買付け等の対象会社及びその役職員が、公開買付け等に関するインサイダー取引規制の対象である「公開買付者等関係者」に加えられる。
- (2) 公開買付け等の実施に関する事実の情報受領者について、①自ら公開買付けを行い、伝達を受けた事実を公開買付届出書等によって開示した場合、又は②最後に伝達を受けたから6ヵ月が経過した場合には、インサイダー取引規制の適用除外を認める。
- (3) 会社関係者又は第一次情報受領者との間の相対取引だけでなく、「重要事実を知っている者」同士（第一次情報受領者と第二次情報受領者など）の間における相対取引についても、インサイダー取引規制の適用除外を認める。
- これらの見直しについては、公布日から1年以内の政令指定日から施行することが予定されている。

はじめに

2013年4月16日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（以下、金商法等改正法案）が国会に提出された。

これは、次の報告書などを踏まえて、金融商品取引法のみならず、銀行法、保険業法、信託業法、預金保険法、投資信託及び投資法人に関する法律など、多くの金融関連法制の改正を行うものである。

- ◇金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成24年12月25日）¹（以下、WG報告書とよぶ）
- ◇金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」最終報告（平成24年12月7日）²
- ◇金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」報告書「金融システム安定等に資する銀行規制等の見直しについて」（平成25年1月25日）³
- ◇金融庁「AIJ投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」（平成24年9月4日）⁴

金商法等改正法案の主な内容をまとめると次のようになる。

1. 公募増資インサイダー取引事案を踏まえたインサイダー取引規制の強化
2. 金融機関の秩序ある破綻処理の枠組みの整備
3. 銀行等の議決権保有規制（いわゆる5%ルール）の見直し
4. 投資信託・投資法人法制の見直し
5. AIJ事案を踏まえた資産運用規制の見直し
6. その他

このうち、「1. 公募増資インサイダー取引事案を踏まえたインサイダー取引規制の強化」としては、具体的に次の事項が盛り込まれている。

- (a) 情報伝達・取引推奨行為に対する規制
- (b) 他人の計算による不公正取引に対する課徴金の引上げ
- (c) その他（公開買付者等関係者の範囲、適用除外など）

（注）インサイダー取引規制に関しては、上記のほか、「4. 投資信託・投資法人法制の見直し」の一環として、上場投資

¹ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html）に掲載されている。拙稿「インサイダー取引規制の見直し」（2013年1月18日付レポート）も参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.html）。

² 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1.html）に掲載されている。

³ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20130128-1.html）に掲載されている。

⁴ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20120904-2.html>）に掲載されている。

法人（J-REIT など）の投資口をインサイダー取引規制の対象とすることも盛り込まれている。

本稿では、「(c)その他（公開買付者等関係者の範囲、適用除外など）」の概要を紹介する。主な内容は、次の3点である。

- ①公開買付者等関係者の範囲の拡大
- ②公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外
- ③いわゆるクロクロ取引に係る適用除外

1. 公開買付者等関係者の範囲の拡大

(1) 金商法等改正法案のポイント（公開買付け等の対象会社及びその役職員も対象に）

金商法等改正法案は、「公開買付け等事実」（公開買付け又はそれに準じる行為（総議決権の5%以上の株券等の買集め行為）の実施又は中止）に係わるインサイダー取引規制の規制対象である「公開買付者等関係者」の範囲に次のものを加えることとしている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 167 条 1 項 5 号）。

対象者	「当該公開買付け等……中略……に係る上場等株券等の発行者（その役員等を含む。）」
公開買付け等事実の入手経路	「当該公開買付者等からの伝達により知ったとき（当該役員等にあつては、その者の職務に関し当該公開買付者等からの伝達により知ったとき。）」

（注）ここでいう「役員等」とは、「役員……中略……、代理人、使用人その他の従業者」をいう（金融商品取引法 166 条 1 項参照）。なお、本稿では、条文等の引用を除き、これを「役職員」と表記する。

つまり、公開買付け等の対象となる**被買付企業（及びその役職員）**が、例えば、自社に対して公開買付け等が行われることを、その公表前に公開買付者等から伝達された場合（役職員に関しては、それが職務に関して行われた場合）に、インサイダー取引規制の対象とされる。

これは、WG 報告書の「被買付企業及びその役職員は、未公表の公開買付け等事実を公開買付者等からの伝達により知り得る特別の立場にあると考えられるため、『公開買付者等関係者』の範囲に加えることによって規制対象とすることが適当」⁵との提言を受けたものである。

⁵ WG 報告書 p. 8。

(2) 背景と見直しの趣旨

現行法令の下では、「公開買付け等事実」に係わるインサイダー取引規制の規制対象である「公開買付者等関係者」は、次の者と定められている（現行の金融商品取引法 167 条 1 項）。

- ①公開買付者等（注1）の役職員
- ②公開買付者等の会計帳簿閲覧請求権を有する株主等（注2）
- ③公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者
- ④公開買付者等と契約を締結している者、締結の交渉をしている者
- ⑤上記②④が法人の場合、その法人の他の役職員

（注1）その者が法人であるときは、その親会社を含む。

（注2）裁判所の許可を得て会計帳簿等の閲覧請求ができる親会社株主等（会社法 433 条 3 項）を含む。

つまり、あくまでも買収者サイドの関係者が、インサイダー取引規制の対象と定められている。他方、被買収者サイドの関係者は、その立場上、買収者から買収の意図を（その公表前に）伝達される可能性が高いにもかかわらず、法令の文言上は、直接、規制対象とは定められていない。そのため、被買収者サイドの関係者は、あくまでも買収者との関係において、次のような場合にインサイダー取引規制が課され得るにすぎないといえるだろう。

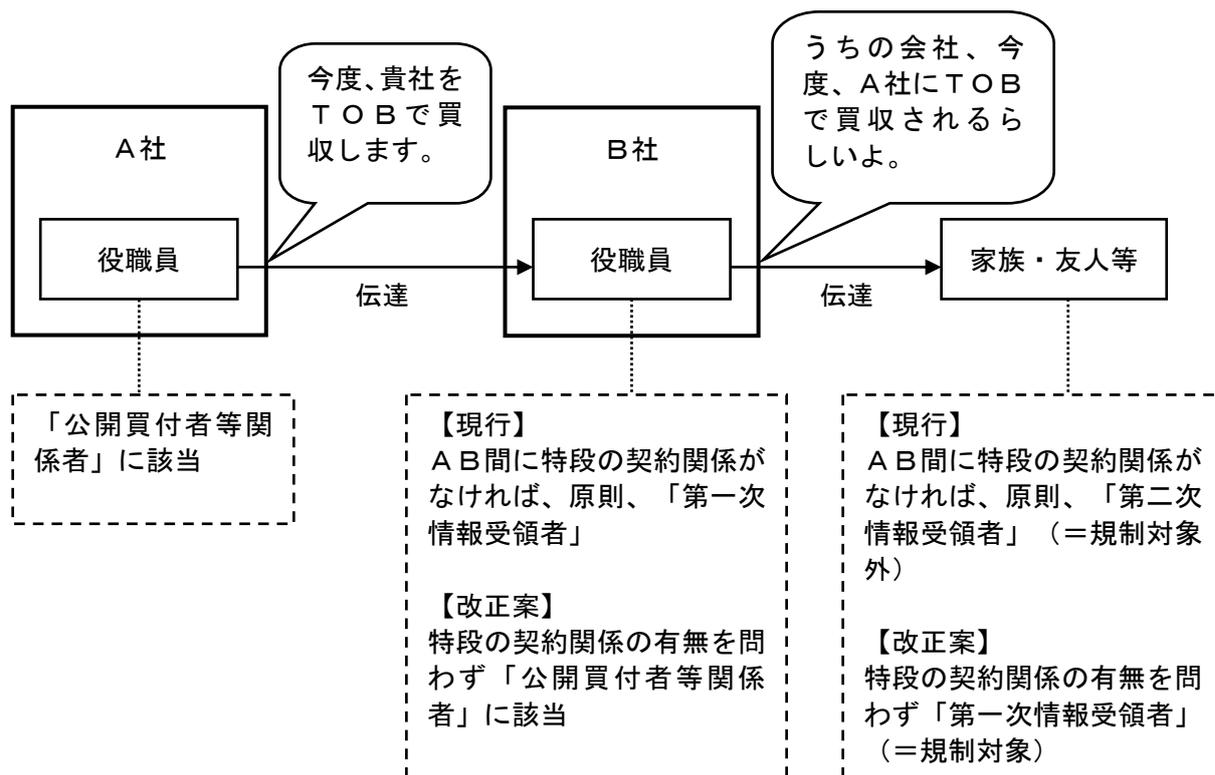
- (a) 買収者（公開買付者等）との間で守秘義務契約等の締結又は締結交渉がある場合、前記④の「契約を締結している者」又は「締結の交渉をしている者」に該当する。
- (b) 買収者（公開買付者等）から公開買付け等の意図の伝達を受けた場合、いわゆる第一次情報受領者に該当する。

ところが、近年、「公開買付対象者（被買付企業）の役職員やその情報受領者によるインサイダー取引が増加している」⁶との指摘がある。特に、被買付企業の役職員から情報の伝達を受けた者（情報受領者）によるインサイダー取引の場合、上記(a)のケースに該当すれば、第一次情報受領者として、規制・処罰の対象となり得るが、そのためには公開買付者等（買収者）と被買付企業との間に守秘義務契約等の締結又は締結交渉の事実が認められなければならない。上記(b)のケースに該当するにすぎない場合、被買付企業の役職員からの情報受領者は、理論上、いわゆる第二次情報受領者となり、規制・処罰の対象とはならないこととなる。

⁶ WG 報告書 p.8。具体的な事案としては、例えば、平成 23 年度（判）第 13 号金融商品取引法違反審判事件（<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2011/13.pdf>）、平成 23 年度（判）第 17 号金融商品取引法違反審判事件（<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2011/20.pdf>）、平成 24 年度（判）第 12 号金融商品取引法違反審判事件（<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2012/12.pdf>）などが確認できる。

こうした問題を踏まえて、WG報告書は、被買付企業及びその役職員を「公開買付者等関係者」の範囲に加え、直接、インサイダー取引規制の対象とすることを提言したのである。被買付企業及びその役職員が、直接、「公開買付者等関係者」の範囲に加えらることで、被買付企業の役職員からの情報受領者も、（守秘義務契約等の有無にかかわらず）第一次情報受領者として規制・処罰の対象となるものと考えられる。

図表 1 公開買付者等関係者の範囲の拡大



(出所) 金商法等改正法案、WG報告書、金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」(平成25年4月、<http://www.fsa.go.jp/common/diet/183/setsume.pdf>) p.6などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

2. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外

(1) 金商法等改正法案のポイント (一定の場合には適用除外に)

金商法等改正法案は、公開買付者等関係者から(未公表の)公開買付け等事実の伝達を受けた第一次情報受領者について、次のいずれかに該当すれば、規制の適用除外を認めることとしている。すなわち、次のいずれかに該当すれば、第一次情報受領者は、被買付企業の株式等を買付けすることが可能となる。

- ①情報受領者が、自ら公開買付けを行い、その伝達を受けた情報を開示した場合
- ②情報受領者等が、最後に伝達を受けてから6ヶ月が経過した場合

上記①は、具体的には、特定公開買付者等関係者（その職務等により公開買付け等の実施に関する事実を知った公開買付者等関係者）から、その公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者⁷（第一次情報受領者）が、自ら公開買付けを実施し、その際に、下記(a)かつ(b)を通じて、下記イ～ハの事項を開示した場合には、インサイダー取引規制の適用除外が認められる（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 167 条 5 項 8 号）。

- (a) 公開買付開始公告におけるイ～ハの事項の明示
- (b) イ～ハの事項が記載された公開買付届出書の公衆縦覧

- イ 伝達を行った者の氏名又は名称
- ロ 伝達を受けた時期
- ハ 伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容として内閣府令で定める事項

なお、ここで適用除外が認められるのは、第一次情報受領者が、金融商品取引法に基づく「公開買付け」手続により株式等を買付ける場合のみである。それ以外の手続による買付け等については、適用除外は認められない（後述(2)(A)参照）。

上記②は、具体的には、次のように定められている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 167 条 5 項 9 号）。

対象者	起算点	期間
特定公開買付者等関係者（公開買付者等の役職員を除く）	職務等により公開買付け等の実施に関する事実を知った日から	6ヶ月が経過している場合
特定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の伝達を受けた者 ⁸ （情報受領者）	伝達を受けた日から	

⁷ 情報受領者が法人であるときはその役職員を、法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む。

⁸ 特定公開買付者等関係者を除き、その者が法人であるときはその役職員を、法人以外の者であるときはその代理人又は使用人を含む。

(2) 背景と見直しの趣旨

例えば、A社がX社に対する公開買付け等を検討していたところ、突然、B社の役職員から、B社が、同じX社を公開買付け等により買収する意図を持っていることを内々に伝達されたとする。この場合、A社は、公開買付者等関係者（B社の役職員）から未公表の「公開買付け等事実」の伝達を受けた第一次情報受領者という位置づけになる（金融商品取引法 167 条 3 項）。その結果、A社は、B社が「公開買付け等事実」の公表を行うまでは、X社の株式を買い付けることができなくなってしまう。逆に、これを利用すれば、B社は、自社によるX社の買収計画（公開買付け等事実）の公表時期をズルズルと先延ばしすることで、A社によるX社に対する公開買付け等を阻止・妨害することも、理論上は可能となってしまう。

こうした問題を踏まえ、WG報告書は、「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」⁹から、一定の場合には、仮に、B社が「公開買付け等事実」を公表しなかったとしても、A社がX社の株式等を買付けすることを可能にすることを提言した。具体的には、次の2点である。

(A) 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

WG報告書の第一の提言は、A社自らが、X社に対して公開買付けを行う場合には、それに伴う法定開示手続（公開買付開始公告及び公開買付届出書）において、B社（の役職員）から伝達を受けた情報を開示することを要件に、インサイダー取引規制の適用除外を認めるというものである。

これは、情報受領者（A社）が所定の情報（「B社もX社を公開買付け等により買収する意図がある」）を開示することにより「一般投資家に対する取引の有利性が相当程度解消」¹⁰されるとの判断によるものと考えられる。

また、ここで許容されるのは、A社が、金融商品取引法に基づく公開買付け手続によりX社の株式等を買付けする場合のみである。それ以外の手続による買付け等は認められない（例えば、「公開買付けに準じる行為」（総議決権の5%以上の株券等の買集め行為）なども不可）。その理由は必ずしも明らかではないが、公開買付け手続における法定開示手続と同程度に、（開示・提供される）情報の正確性等を担保できる仕組みを想定することが難しかったためではないかと思われる。ただし、WG報告書は、将来的な課題として、公開買付け手続以外の「買集め行為を行う場合についても同様の枠組みを設けること」¹¹を論点として指摘しており、今後、更に検討がなされる可能性があるだろう。

⁹ WG報告書 p. 9。

¹⁰ WG報告書 p. 9。

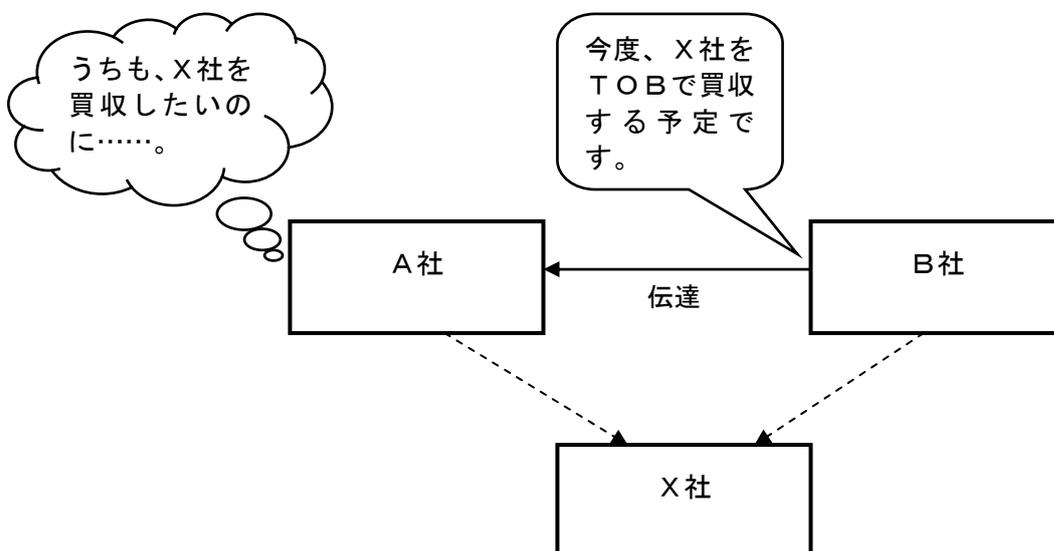
¹¹ WG報告書 p. 9。

(B) 情報が有用性を失っていると認められる場合

WG報告書の第二の提言は、A社が、最後に未公表の「公開買付け等事実」の伝達を受けてから「相当の期間（例えば6ヶ月）が経過した場合」¹²には、インサイダー取引規制の適用除外を認め、X社の株式等の買付け等（金融商品取引法上の公開買付け手続に限られない）を認めようというものである。

これは、「公開買付け等事実」の「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」¹³しており、投資判断の材料としての有用性を失っているとの判断によるものと考えられる。

図表2 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外



【現行】

B社が、公開買付け等事実を公表するまで、A社はX社株式を買付け不可

【改正案】

次の（i）又は（ii）なら、A社はX社株式を買付け可能

- （i）A社が自らX社に対しTOBを実施して、B社から伝達を受けた情報を開示
- （ii）B社から最後に伝達を受けてから6ヶ月経過

（出所）金商法等改正法案、WG報告書、金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（平成25年4月）p.6などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

¹² WG報告書 p.10。

¹³ WG報告書 pp.9-10。

(3) 退職者等に対する適用期間の見直し

例えば、公開買付者等の役職員だった者が、退職するなどにより、役職員でなくなったような場合でも、一定期間は、インサイダー取引規制が継続して課される。

金商法等改正法案では、前記(1)②の見直し（情報受領者等が、最後に伝達を受けてから6ヶ月が経過した場合には適用除外とする）に伴い、退職者等に対して規制が課される期間についても、現行の「1年」から「6ヶ月」に短縮することとされている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法167条1項）。

なお、期間が短縮されるのは、あくまでも公開買付け等に関するインサイダー取引規制のみである。会社関係者（上場会社の役職員など）に関するインサイダー取引規制については、従来通り、退職等の後「1年」は規制対象とされている（同166条1項参照）。

3. いわゆるクロクロ取引に係る適用除外

(1) 金商法等改正法案のポイント（第一次、第二次情報受領者間の相対取引も適用除外）

未公表の重要事実を知る者同士が、合意の上で、相対取引を行う場合（いわゆる「クロクロ取引」）であれば、「情報の偏在がなく、一方が他方に比べ著しく有利な立場で取引を行うという関係にない」¹⁴ことから、一定の要件の下で、インサイダー取引規制の適用除外が認められている。

金商法等改正法案では、会社関係者（上場会社の役職員など）のインサイダー取引規制について、いわゆる「クロクロ取引」として適用除外が認められる者の範囲を、次のように見直すこととしている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法166条6項7号）。

現行	改正案
（金融商品取引法166条）「第一項又は第三項の規定に該当する者の間において」行う相対取引	（金融商品取引法166条）「第一項に規定する業務等に関する重要事実を知った者が当該業務等に関する重要事実を知っている者との間において」行う相対取引

つまり、現行法では、会社関係者（金融商品取引法166条1項）又は第一次情報受領者（同3項）に該当する者間での相対取引を、適用除外の対象と定めている。それに対して、金商

¹⁴ 木目田裕監修、西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務』（商事法務、2010年）p. 313。

法等改正法案では、**重要事実を知っている者同士**の相対取引を、適用除外の対象と定めている。

その結果、例えば、現行法の下では適用除外が認められなかった、第一次情報受領者と第二次情報受領者との間での相対取引についても、一定の要件の下で、いわゆる「クロクロ取引」の一類型として、インサイダー取引規制の適用除外が認められることとなる。

なお、公開買付け等に関するインサイダー取引規制については、いわゆる「クロクロ取引」として適用除外が認められるのは、現行法の下でも、公開買付け等の実施（中止）に関する事実を知った者同士の相対取引とされている（現行の金融商品取引法 167 条 5 項 7 号）。現行の会社関係者のインサイダー取引規制のような、第一次情報受領者か、第二次情報受領者かといった区別は、そもそもなされていない。そのため、金商法等改正法案も、公開買付け等に関するインサイダー取引規制における、いわゆる「クロクロ取引」については、特段の改正は予定していない。

(2) 背景と見直しの趣旨

今回のいわゆる「クロクロ取引」に関する見直しは、WG 報告書の「第一次情報受領者と第二次情報受領者との間のクロクロ取引についても……中略……適用除外規定の悪用が行われないうよう留意しつつ、適用除外の対象とすることが適当と考えられる」¹⁵との提言を受けたものである。その趣旨について、WG 報告書は、「例えば大株主が持株比率を下げる等のために市場外でブロックトレードを行う際などに、迂遠な手続が必要となっている現行規制の障害を解消する」¹⁶ためと、実務上の要請に基づくものと説明している。

4. 今後予定される見直し（いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外）

(1) WG 報告書のポイント

金商法等改正法案には盛り込まれていないが、WG 報告書は、前記 1～3 以外にも「いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外」の見直しを提言している。具体的には、「知る前契約・計画」として適用除外が認められる類型を、現行法令のように個別具体的に定めるのではなく、より**包括的な適用除外の規定**を設けるべきだとしている。

今後、（法律ではなく）内閣府令・ガイドラインなどの改正によって対応されるものと思われる。

¹⁵ WG 報告書 p. 10。

¹⁶ WG 報告書 p. 10。

(2) 「知る前契約・計画」とは

いわゆる「知る前契約」とは、重要事実や公開買付け等事実を知る前に締結された契約のことである。いわゆる「知る前計画」とは、重要事実や公開買付け等事実を知る前に決定された計画のことである。こうした「知る前契約」の履行や、「知る前計画」の実行などとして行われたことが明らかである一定の取引については、インサイダー取引規制の適用除外が認められている（金融商品取引法 166 条 6 項 8 号、167 条 5 項 8 号）。

こうした「知る前契約」や「知る前計画」について、インサイダー取引規制の適用除外が認められるのは、「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・健全性に対する投資家の信頼を損なうことはない」¹⁷ためと説明されている。

(3) 背景と見直しの方向性

現行法令の下では、「知る前契約」・「知る前計画」として、具体的に、何が該当するのかについては、個別列挙主義が採用されている。すなわち、法令上、上場会社等との書面による契約の履行によるその上場会社等の株式等の一定の売買等、信用取引の一定の反対売買、役員持株会・従業員持株会等による一定の買付け、累積投資契約に基づく一定の買付けなどが、個別具体的に定められており（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 59 条、63 条）、これらのいずれかに該当する場合にのみ、適用除外が認められるものとされている。

確かに、こうした規定のあり方には、「知る前契約」・「知る前計画」に該当する取引の範囲を明確にするメリットがある。しかし、法令が定める類型に当てはまらない新たな取引形態が現れた場合、法令を改正して、改めて「知る前契約」・「知る前計画」に指定しない限り、適用除外が認められないというデメリットもある。

WG 報告書は、こうした問題を踏まえて、「知る前契約」・「知る前計画」に該当する取引を個別列挙する現行の方法を改め、「知る前契約」・「知る前計画」が満たすべき原理・原則（プリンシプル）を示して包括的に定める方法を採用するように提言しているのである。その際、次の視点に基づいた基本的な考え方を明確化することが求められている¹⁸。

- ①未公表の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いるなど、裁量的に売買等が行われるものでないこと

¹⁷ WG 報告書 pp. 10-11。

¹⁸ WG 報告書 p. 11。

③当該契約・計画に従った売買等であること

また、こうした見直しに当たっては、事後的な「契約」・「計画」の捏造を防止する観点から、WG報告書は、次のような対応を検討するように求めている¹⁹。

- ◇反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」を対象とする。
- ◇（単発の取引の場合）未公表の重要事実を知る前に締結・決定したことを明確にするような措置（例えば、証券会社等による確認など）をとる。

なお、包括的な規定が採用された場合、今度は「知る前契約」・「知る前計画」に該当する取引の範囲が曖昧になる可能性がある。そこでWG報告書は、「必要に応じガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくこと」²⁰を併せて求めている。

5. 施行時期

金商法等改正法案は、前記1～3に関する見直しにつき、公布日から1年以内の政令で定める日から施行することを予定している（金商法等改正法案附則1条）。

なお、前記4に関する見直しは、今後、内閣府令・ガイドラインなどの改正によって対応されるものと思われる。

¹⁹ WG報告書 p. 11。

²⁰ WG報告書 p. 11。