

2013年8月21日 全7頁

公開買付け等事実の公表措置の見直し案

インサイダー取引規制の見直しに関連して

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2013年6月27日、金融庁は、昨年（2012年）の金融商品取引法改正に関する一連の政令・内閣府令の改正案を公表した。この中に、インサイダー取引規制上の公開買付け等事実に関する公表措置の見直し案が含まれている。
- 具体的には、①公開買付者等が上場会社である場合に、自ら取引所に通知してTDnetで開示した場合、②公開買付者等が上場会社でない場合に、被買付企業（上場会社）などに取引所への通知を依頼し、その被買付企業が要請に基づいて取引所に通知してTDnetで開示した場合に、インサイダー取引規制上の公開買付け等事実に関する公表措置があったものとしている。
- 金融庁は、2013年9月上旬からの施行を予定している。

はじめに（金融商品取引法の2012年改正に関する政・府令案）

2013年6月27日、金融庁は「平成24年金融商品取引法等改正（1年以内施行）等に係る政令・内閣府令案の公表について」（以下、政令・内閣府令案）を明らかにした¹。これは、昨年（2012年）9月6日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」²や、一昨年（2011年）12月にとりまとめられた金融審議会の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「企業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」（以下、2011年WG報告書）³などに関連する政令・内閣府令の改正案を示したものである。

¹ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130627-2.html>) に掲載されている。なお、2013年7月29日までパブリック・コメント手続が行われていた。今後、寄せられた意見などをもとに、最終的な政令、内閣府令の改正に当たって、修正等がなされる可能性もある。

² 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/180/index.html>) に掲載されている。なお、拙稿「総合取引所などに関する金商法改正法成立」（2012年9月10日付レポート、<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/12091001securities.html>）も参照。

³ 金融庁のウェブサイト (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20111215-1.html) に掲載されている。なお、拙稿「インサイダー取引規制見直しに向けたWG報告」（2012年2月9日付レポート、<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/12020901securities.html>）も参照。

その主な内容をまとめると、次の通りである。

(1) インサイダー取引関連

- ① 純粋持株会社等に係る重要事実（重要事実に該当しないための「軽微基準」は、単体ベースでなく、連結ベースの計数を基準とする）⁴
- ② 発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置（TDnet による開示を容認する）
- ③ 合併又は会社分割による上場株券等の承継が、原則、インサイダー取引規制の対象とされたことに伴う規定の整備（「買付け等」の範囲、例外措置など）

(2) その他

- ④ 有価証券報告書等の虚偽記載に加担した外部協力者に対する課徴金の詳細など
- ⑤ 投資一任契約に関する運用報告書の取扱い

本稿では、これらのうち(1)②「発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置」を紹介する。

なお、インサイダー取引規制を巡っては、本年（2013年）も、いわゆる情報伝達行為を規制・処罰の対象とする金融商品取引法の改正が行われているが⁵、今回の政令・内閣府令案には、盛り込まれていない。

1. 政令・内閣府令案のポイントと背景

(1) 政令・内閣府令案のポイント

政令・内閣府令案では、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制において、公開買付け等事実を公表する措置として、新たに次の二つの方法を認めることとしている。

- ① 公開買付者等が上場会社である場合に、自ら取引所に通知して TDnet で開示した場合
- ② 公開買付者等が上場会社でない場合に、被買付企業（上場会社）などに取引所への通知を依頼し、その被買付企業などが要請に基づいて取引所に通知して TDnet で開示した場合

⁴ 拙稿「純粋持株会社等におけるインサイダー軽微基準の見直し案」（2013年8月8日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130808_007529.html）参照。

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

なお、政令・内閣府令案が取り上げているのは、あくまでも、その公開買付者等自身が、実施（又は中止）を意図している公開買付けやこれに準ずる買い集め行為（公開買付け等）に関する事実を公表するための手続である。

公開買付者等（X）が、被買付企業（Y）の役職員等からその未公表の重要事実（自己株式取得、災害に起因する損害、業績の修正など）の伝達を受けた場合に、伝達を受けたYに関する重要事実を、Xが公表するための手続を取り上げたものではない⁶。

(2) 見直しの背景（公表措置）

いわゆるインサイダー取引規制といった場合、一般に、会社関係者に対するインサイダー取引規制がよく知られている。その概要を示すと、次のように整理できる（金融商品取引法 166 条 1 項）。

上場会社等の会社関係者が、その職務、権利の行使、権限などにより、業務等に関する重要事実を知った場合、その重要事実が「**公表**」された後でなければ、その会社の特定有価証券等（株式など）の売買等をしてはならない。

そのほかにも、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制が設けられている。公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制の概要をまとめると、次のように整理できる（金融商品取引法 167 条 1 項）。

公開買付けやこれに準ずる買い集め行為（以下、公開買付け等）をする者の関係者（公開買付者等関係者）が、その職務、権利の行使、権限などにより、公開買付け等の実施（中止）に関する事実を知った場合、その事実が「**公表**」された後でなければ、その公開買付け等に係る株券等に係る買付け等（売付け等）をしてはならない。

今回の政令・内閣府令案が取り上げているのは、「重要事実」や「公開買付け等の実施（中止）に関する事実」が、どのような場合に「公表」されたことになるのかという、「公表措置」の問題である。

⁶ 公開買付者等（X）が、対抗買付者（Y）から同じ被買付企業（Z）に対する公開買付け等による買収の意図を伝達された場合に、ZによるYに対する公開買付け等事実をXが公表する手続については、別途、金融商品取引法改正による手当てがなされている（施行は、公布日（2013年6月19日）から1年以内の政令指定日）。拙稿「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6月6日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130606_007282.html）参照。

現行法令の下、会社関係者に対するインサイダー取引規制と、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制とでは、認められる公表措置に違いがある。その違いを整理すると図表1のようになる（金融商品取引法 166 条 4 項、同 167 条 4 項、金融商品取引法施行令 30 条）。なお、ここでは「特定投資家向け有価証券」⁷（いわゆるプロ向け銘柄）、「取扱有価証券」（いわゆるグリーンシート銘柄）は考慮していない。

図表 1 現行法令下の会社関係者と公開買付者等関係者による「公表措置」の違い（注1）

会社関係者における公表措置	公開買付者等関係者における公表措置	
	自己株式公開買付けの場合	それ以外の場合
①会社の代表取締役・代表執行役・その委任を受けた者が、重要事実を所定の報道機関2以上に対して公開してから12時間が経過したこと	①公開買付者等（注2）・その委任を受けた者が、公開買付け等事実を所定の報道機関2以上に対して公開してから12時間が経過したこと	①同左
②金融商品取引所の規則で定めるところにより、重要事実を取引所に通知し、その金融商品取引所において所定の電磁的方法により公衆縦覧に供されること（注3）	②金融商品取引所の規則で定めるところにより、公開買付け等事実を取引所に通知し、その金融商品取引所において所定の電磁的方法により公衆縦覧に供されること（注3）	— （該当する規定なし）
③重要事実に関する事項が記載された臨時報告書、有価証券報告書などが公衆縦覧に供されること	③公開買付け等事実に関する事項が記載された公開買付届出書、公開買付撤回届出書などが公衆縦覧に供されること	②同左

（注1）特定投資家向け有価証券（プロ向け市場のみに上場している場合など）、取扱有価証券については考慮していない。

（注2）法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む）の場合、その法人を代表すべき者又は管理人。自己株式公開買付けであれば、通常、その会社の代表取締役・代表執行役が該当するものと思われる。

（注3）実務上は、TDnet を用いて公衆縦覧が行われている（東京証券取引所自主規制法人「こんぶらくんのインサイダー取引規制 Q&A」（2009 年）p.8 など）。

（出所）大和総研金融調査部制度調査課作成

つまり、2以上の報道機関に公開してから12時間経過した場合については、会社関係者に対するインサイダー取引規制と、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制、いずれの場合においても「公表措置」として認められている（いわゆる12時間ルール、図表1①）。

また、所定の法定開示書類が公衆縦覧された場合についても、いずれも「公表措置」として認められている。すなわち、会社関係者に対するインサイダー取引規制であれば、臨時報告書や有価証券報告書などにより開示された場合、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制であれば、公開買付届出書などで開示された場合についても、それぞれ重要事実・公開買付け等事実が公表されたものと認められる⁸（図表1③）。

⁷ 例えば、TOKYO PRO Market に上場している銘柄などが、これに該当する。本文6ページも参照。

⁸ ただし、公開買付届出書は、「公開買付け等」のうち、あくまでも金融商品取引法が定める「公開買付け」手続において提出されるものである。従って、「公開買付け等」であっても（厳密には「公開買付け」手続に該当しない）「これに準ずる買集め行為」の場合については、公開買付届出書の提出義務が生じないため、公表

それに対して、金融商品取引所における公衆縦覧（実務上、TDnet を用いる）は、会社関係者に対するインサイダー取引規制においては認められている一方、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制においては、（上場会社が）自己株式取得のために実施する公開買付けの場合を除き、認められていない。言い換えれば、他社を買収するケースなどにおいては、TDnet を通じた適時開示は、公開買付け等事実を公表する方法としては認められないということになる。

その理由としては、TDnet は、あくまでも上場会社が適時開示を行うためのシステムであることが挙げられる。上場会社が、自己株式公開買付けを行う場合であれば、公開買付者等もその上場会社自身であることから、TDnet を通じた適時開示により、公開買付け等事実を公表することに特段の問題は生じない。これに対し、他社に対して公開買付け等を実施する者には、上場会社以外の者（例えば、ファンドなど）も含まれ得る。こうした上場会社以外の者は、TDnet を利用することはできず、仮に利用を認めたとしても、その内容の真実性について自主規制機関である取引所が管理することが難しいという問題があるとされている⁹。そのため、公開買付け等事実の公表は、TDnet 以外の方法（いわゆる 12 時間ルールや、法定開示書類）を通じて、行うことを求めているというわけである。

ところが、この規制の結果、（TDnet を利用可能な）上場会社が他社の株式の公開買付け等を行う場合などについて、TDnet を利用した「公表措置」が認められないことから、例えば、次のような問題点が指摘されている。ある上場会社が、他の会社に対して公開買付けを実施する場合、その上場会社は、取引所の規則に基づき、TDnet を通じて「公開買付けの開始に関するお知らせ」などの適時開示を行うこととなる。ところが、前述のように、他社を買収するケースでは、公開買付け等事実そのものの公表措置として、TDnet を通じた適時開示は認められていない。そのため、TDnet を通じた適時開示が行われたとしても、インサイダー取引規制上は、未だ公開買付け等事実そのものは公表されていないこととなってしまう。その結果、仮に、この時点で、買収者である上場会社が、アナリスト等に公開買付け等に関する説明を行うと、説明を聞いたアナリスト等が「第一次情報受領者」に該当してインサイダー取引規制の対象となってしまうため（金融商品取引法 167 条 3 項）、「アナリスト等へ説明することができず、かえって会社の情報開示を妨げている」¹⁰というわけである。

そこで、2011 年 WG 報告書は、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制において、新たに次の場合についても、TDnet を通じた適時開示による「公表措置」を認めるべきことを提言した。

措置として利用することが難しいだろう。

⁹ 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」（第 4 回）議事録（2011 年 11 月 4 日）の増田金融庁市場機能強化室長発言など参照

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider/gijiroku/20111104.html。

¹⁰ 2011 年 WG 報告書 p. 10。

◇公開買付者が上場会社である場合

◇公開買付者である上場会社以外の者が、公開買付対象となる上場会社との合意の下、金融商品取引所へ両者の連名による通知・開示を行う場合

今回の政令・内閣府令案による見直しは、この2011年WG報告書による提言を受けたものである。

2. 具体的な改正（案）の内容

今回の政令・内閣府令案により、公開買付け等事実について、金融商品取引所における公衆縦覧（実務上、TDnetを用いる）が、「公表措置」として認められるものの範囲が、図表2のように見直される（政令・内閣府令案に基づく金融商品取引法施行令30条1項2、4号）。

基本的には、2011年WG報告書の提言（前記1(2)参照）に沿ったものとなっているが、公開買付者等の親会社が上場会社である場合に、その（上場）親会社を通じてTDnetによる適時開示を行うケースについても、「公表措置」の一つとして認めることとされている（図表2中の改正案②b）。

図表2 公開買付け等事実について、金融商品取引所における公衆縦覧（実務上、TDnet）が、「公表措置」として認められる場合

現行	改正案
◇上場株券の自己株式公開買付けの場合 (新設)	①上場会社等が、公開買付者等となる場合 ②公開買付者等が、次のa又はbに対し、公開買付け等事実を上場先の金融商品取引所に通知することを要請し、その要請に基づいて、a又はbが、金融商品取引所に通知する場合 a. その公開買付け等に係る上場等株券等の発行会社 b. その公開買付者等の親会社

(出所) 政令・内閣府令案に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

なお、「公表措置」としての金融商品取引所における公衆縦覧は、原則として、「日本語」で行うことが求められている。ただし、その発行する上場株券等が全て「特定投資家向け

有価証券」である場合¹¹については、金融商品取引所における公衆縦覧を「英語」で行うことを認める特例が設けられている。今回の政令・内閣府令案では、この「特定投資家向け有価証券」につき、「公表措置」を「英語」の公衆縦覧で実施する特例に関しても、同様の見直しが行われている（政令・内閣府令案に基づく金融商品取引法施行令 30 条 1 項 3、5 号）。

3. 施行時期

金融庁は、政令・内閣府令案を 2013 年 9 月上旬から施行することを予定している。

¹¹ 具体的には、いわゆるプロ向け市場（TOKYO PRO Market など）にのみ上場しているケースが想定されているものと考えられる。