

日本取引所金融商品取引法 研究

第 2 号

2014 年 5 月 23 日 開催

インサイダー取引規制の平成 24 年改正及び平成 25 年改正(投資法人関係)の検討

関西学院大学法学部教授 石田 眞得 1

2014 年 6 月 27 日 開催

インサイダー取引規制の平成 25 年改正(投資法人関係を除く)の検討

学習院大学法学部教授 小出 篤 91

2014 年 7 月 25 日 開催

インサイダー取引に関する最近の判例の検討

大阪大学大学院高等司法研究科准教授 久保 大作 133

2016 年 1 月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2015年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭 弘	同志社大学法学部教授
岸田 雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小 出 篤	学習院大学法学部教授
近藤 光 男	関西学院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部准教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森 田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
森 本 滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

特別会員

氏名	所属
河本 一 郎	神戸大学名誉教授・弁護士
龍 田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の平成24年改正及び
平成25年改正（投資法人関係）の検討

2014年5月23日（金）15:00～16:50

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
近藤	光男	神戸大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

インサイダー取引規制の平成24年改正及び
平成25年改正（投資法人関係）の検討

関西学院大学法学部教授
石 田 眞 得

目 次

I. 平成24年改正	(2) 上記(1)①について：改正内容
1. はじめに	(3) 上記(1)②について：改正内容
2. 純粋持株会社等に係る軽微基準・重要性基準の見直し	II. 平成25年改正（投資法人関係）
(1) 改正前の重要事実に係る規定	1. はじめに
(2) 改正の背景	(1) 投資信託・投資法人制度の改正
(3) 改正内容	2. 適用対象となる上場投資法人等の範囲
3. 他者株公開買付けにおける公開買付け等事実に係る公表措置の見直し	3. 会社関係者の範囲
(1) 改正前の公表措置	4. 重要事実
(2) 改正の背景	5. 重要事実の公表
(3) 改正内容	6. その他
4. 組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係の見直し	(1) 適用除外事由
(1) 改正事項	(2) 売買報告書・短期売買差益の返還義務
	(3) 公開買付等関係者のインサイダー取引 討 論

○黒沼 それでは、時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日から3回にわたって、インサイダー取引規制に関する報告と討論を予定しています。きょうは、石田先生にご報告をお願いしています。

それでは、石田先生、よろしくお願ひします。

○石田 関西学院大学の石田でございます。どうぞよろしくお願ひいたします。

本日のテーマは、インサイダー取引規制の平成24年改正及び平成25年改正（投資法人関係）の

部分の検討ということですが。

最初に、インサイダー取引とは、上場会社等や公開買付者等の役員など投資家の投資判断に影響を与える重要事実を容易に知り得る立場にある者、すなわち会社関係者や公開買付け等関係者、さらに、これらの者から情報を受領した者が重要事実を知って、その公表前に有価証券の売買を行う行為をいいます。

このようなインサイダー取引は、一般投資家との間で不公平感を生み出し、証券市場の公正性と健全性を損なうものであるということから、上場

会社等の会社関係者によるインサイダー取引は金融商品取引法（以下、金商法）166条で、公開買付け等関係者によるインサイダー取引は167条で禁止されているところです。

ところで、平成24年、続いて平成25年の金商法の一部改正及び政令、内閣府令の改正では、インサイダー取引規制の見直しが行われています。そこで、本日の私の報告は、これらを取り上げて、その内容と若干の検討をご報告することといたします。

I. 平成24年改正

1. はじめに

平成24年改正の主な内容は、資料1の平成23年12月15日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、平成23年WG報告）の提言を踏まえたものとなっています。

平成23年のワーキング・グループは、近年のグループ経営の一般化の実態を踏まえ、「企業が円滑なグループ経営を行っていく上で金融に係る制度の見直しが必要」であるとして、「上場会社等の単体ベースの決算値を基準としている現状のインサイダー取引規制のうち、合併等の重要事実に係る軽微基準及び決算情報変更に係る重要事実について、上場会社等が純粋持株会社である場合には連結ベースの決算値を基準とするような特例を設けること等について、検討」が求められたことを受けて、審議が行われたようです。

その提言内容は3つ挙げられます。

① 純粋持株会社等に係る軽微基準・重要性基準の見直し

→ 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下、取引規制府令）49～51条

② 他社株公開買付けにおける公開買付け等事実に係る公表措置の見直し

→ 金融商品取引法施行令（以下、金商法施行令）30条1項

③ 組織再編に係るインサイダー取引規制の適用

関係の見直し

→ 金商法166条1項・167条1項、金商法施行令33の3・33の4；適用除外事由として、166条6項8～11号・167条5項8～11号、取引規制府令58の2

①に関しては取引規制府令の改正で対応し、②に関しては金商法施行令の改正で、そして③に関しては、法改正と金商法施行令、取引規制府令の改正が行われています。これら①から③の改正は、施行日が平成25年9月6日とされましたので、既に施行済みです。

2. 純粋持株会社等に係る軽微基準・重要性基準の見直し

(1) 改正前の重要事実に係る規定

ご存じのとおり、我が国のインサイダー取引規制は、業務等に関する重要事実を個別列挙し、あわせてバスケット条項を置くという形式をとっています。会社関係者のインサイダー取引規制で言えば、重要事実は金商法166条2項1号で上場会社等の決定事実、2号で発生事実、3号で決算情報、4号でバスケット条項、さらに5号から8号では、当該上場会社の子会社重要事実等が規定されています。

もっとも、投資者との不公平感が問題になるのは、投資者の投資判断に影響を及ぼすであろうと考えられる情報を知って取引をすることなので、そうでない事実や情報は決定事実及び発生事実については軽微基準によって、決算情報については重要性基準によって、絞りがかけられています。

平成24年改正までは、上場会社等の軽微基準・重要性基準に、原則として単体ベースでの基準が用いられてきました。例外として、決算情報に関する重要性基準と子会社の軽微基準について、連結ベースでの基準が採用されてきたわけです。

(2) 改正の背景

このような中で、近年、純粋持株会社等を用いたグループ経営が一般化しており、従来単体ベースでの基準が用いられていた軽微基準や重要性基

準を見直す必要がないかという問題が出てきました。すなわち、事業会社は本業による売上げがあります。それに対して純粋持株会社等の売上げは、グループ傘下の子会社からの配当、経営指導料等が大部分を占めていて、純粋持株会社等の単体としての売上高はグループ全体の売上高と比べると小さいという事実があります。

平成23年ワーキング・グループの第2回配付資料を拝見すると、純粋持株会社の単体売上高が連結売上高の1%未満の会社が数社あり、1桁台の会社も少なくない状況でした。事業会社と同様の軽微基準・重要性基準を純粋持株会社等に適用すると、軽微基準等を満たさなくなり、重要事実となるケースが多くなるということです。

例えば、上場会社等が子会社を取得する場合、それが軽微基準で除外されるには、金商法166条2項1号ヨ、金商法施行令28条2号、取引規制府令(旧)49条11号イによって、子会社の最近事業年度末日における総資産の帳簿価額が、会社の最近事業年度末日における純資産額の30%未満であり、かつ、子会社の売上高が会社の最近事業年度の売上高の10%未満である子会社であることが必要となります。これが単体売上高2,000億円の事業会社の場合、売上高200億円未満の子会社取得であれば、軽微基準に該当して重要事実にならないのに対し、連結売上げ2,000億円、単体売上げ50億円の純粋持株会社の場合、単体ベースの基準でいくと、売上高5億円の子会社までしか軽微基準が認められず、重要事実になるケースが多くなるということです。

投資家の意識としては、純粋持株会社の場合、単体売上高で50億円の会社が5億円の子会社を取得するという見方ではなく、連結売上高で2,000億円のグループが5億円の子会社を取得するという見方をするのだという説明をすることも可能かと思われます。

平成23年WG報告の3ページでは、①投資家は、グループ企業全体に投資している。純粋持株会社等の単体決算にはそれほど関心が高くない。②事業会社と純粋持株会社等について、インサイダー

取引規制が必ずしも中立的ではない、との指摘をして、純粋持株会社等に係る軽微基準・重要性基準の連携ベースへの移行を提言しています。

(3) 改正内容

そこで、改正内容は次のとおりです。

まず、取引規制府令49条2項を新設して、「特定上場会社等」の定義を置きました。これによると、直近に公表された有価証券報告書に含まれる最近事業年度の損益計算書において財務諸表規則8条8項にいう「関係会社」に対する売上高が自らの売上高の総額の80%以上となっている上場会社等ですが、関係会社に対する売上高には、製品売上高及び商品売上高を含まないこととされています。この定義によると、純粋持株会社はもちろん含まれますが、これにかなり近い純粋持株会社に類する持株会社も含まれることとなります。

関係会社への収益依存度の水準を80%に設定したことに關してですが、80%未満の水準の上場会社等では、重要な事業をみずから行っている傾向があるので、投資者の投資判断が単体ベースの数値に影響を受けないとは言い切れないということが理由として挙げられています。

ところで、東京証券取引所の適時開示規則では、平成12年から連結ベースを主に開示規制を行っていて、そのうえで、単体ベースでの重要事実があれば、それも開示させるという方式をとっています。一方、今回の取引規制府令の改正では、将来的な見直しの可能性は否定しないものの、単体の財務諸表も開示されており、個別財務諸表の有用性も指摘されているという理由で、連結財務諸表提出会社全般にまで連結ベースでの軽微基準・重要性基準を採用することは見送られました。

なお、80%の依存度基準は、直近の公表された有価証券報告書の数値が基準とされ、事業年度途中で80%を下回るようなことがあっても、連結ベースで判断されるというのが、資料2の平成24年改正パブリック・コメント3ページの8番の回答で述べられているところです。具体的に条文上はどうなったのかといいますと、レジュメ3ページ

の中ほどあたりに書いていますように、「特定上場会社等である場合にあっては、会社の属する企業集団とする」、こういう文言を入れ込んだことによって、連結ベースでの計算が可能になったということです。

このような改正が、①決定事実については、子会社以外との株式交換で株式交換完全親会社となる場合など、②発生事実については、災害もしくは業務に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害など、レジュメ3ページから4ページに挙げているような事項について行われました。

なお、特定上場会社等は、③決算情報に関して、剰余金の配当だけは単体ベースでの基準が維持され、単体ベースでの売上高・経常利益・純利益は、取引規制府令51条の改正で「特定上場会社等の場合を除く」という文言が追加された結果、単体ベースでの売上高・経常利益・純利益の変動については重要性基準が適用されないこととなり、したがって、重要事実とはならないというようになりました（金商法166条2項3号括弧書参照）。

今回の取引規制府令の改正に伴い、企業内容等の開示に関する内閣府令の2号様式等における記載上の注意が改正されています。すなわち、有価証券報告書の事業内容の欄に、提出会社が「特定上場会社等に該当する旨」、及び「その内容」を具体的に記載することが求められるようになりました。記載事例を見ましたら、「なお、当社は特定上場会社等であります」「特定上場会社等に該当することにより、インサイダー取引規制の重要事実の軽微基準については、連結ベースの数値に基づいて判断することとなります」というのが一般的な記述のようです。

この記載の意義ですが、立案担当者の解説によると、通常軽微基準等と特定上場会社等に係る軽微基準等に違いがあることから、周知性を高めるための記載事項であるという位置づけをしています。特定上場会社等に該当するか否かは、あくまで有価証券報告書の損益計算書における売上高をもとに判断されるものであり、仮に有価証券報告書に特定上場会社等に該当する旨の記載がなか

ったとしても、有価証券報告書の損益計算書における依存度が80%以上であれば特定上場会社等に該当すると述べているので、つまり、連結ベースでの軽微基準等で判断すればよいということだと思います。

これとは逆に、特定上場会社等である旨の記載をしているときに、この記載を信頼して連結ベースの軽微基準によって取引をしたところ、実は特定上場会社等には当たらず、単体ベースの軽微基準が適用されてしまうケースも生じないとは言えませんので、このような場合に違反行為とされるのかどうか問題となると思われます。

3. 他社株公開買付けにおける公開買付け等事実に係る公表措置の見直し

(1) 改正前の公表措置

改正前は、公開買付け等事実の公表措置として、

①当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと

②公開買付開始公告、公開買付けの撤回等を行う公告・公表がされたこと

③公開買付届出書または公開買付撤回届出書が公衆縦覧に供されたこと

が金商法167条4項で定められていて、①については、金商法施行令30条1項2号、3号ロ、それから取引規制府令56条で、

(i) 公開買付け等事実を2以上の報道機関に対して公開し、公開したときから12時間が経過したこと（同条1項1号・2項）

(ii) 上場会社等が、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金融商品取引所に通知し、通知された公開買付け等事実が当該金融商品取引所において公衆縦覧に供されたこと（同条1項2号・3号ロ、取引規制府令56条）

を要求していました。

ただし、(ii)のTDnetを通じた公表は、金商法施行令30条1項2号括弧書で自社株公開買付けのみに限定されていました。

（2）改正の背景

ところで、実務上、上場会社は他社株公開買付けの実施を決定すると、公開買付け開始公告をする前に TDnet で決定情報を開示し、あわせて対象会社が賛同意見を表明するのが一般的であると言われます（東証・有価証券上場規程 402 条(1) x y 参照）。しかし、他社株公開買付けや買い集めでは、TDnet による開示が金商法 167 条 4 項の公表措置として認められないので、TDnet で開示したとしても、別途法定の公表措置をとらなければ、インサイダー取引規制が解除されないということになります。そのため、公開買付者や対象会社は、情報受領者のインサイダー取引を防止するためにアナリスト等への説明ができず、かえって情報開示を妨げているという問題が指摘されていました（平成 23 年 WG 報告 10 頁、齊藤ほか・商事法務 2012 号 44 頁）。

上場会社等の会社関係者によるインサイダー取引に関しては、TDnet による開示を公表措置として認めているので、タイムラグは問題とはならないのですが、他社株公開買付け実施に関しては、TDnet で開示公表されて公知の情報となっているのに、「公表措置」がなければインサイダー取引となることから、わずかなタイミングかもしれませんが、公表措置の定義を満たしていないため、違反行為に当たってしまうこともあり得るかと思えます。つまり、何が言いたかといいますと、どういう方法で公表されたかということ規制対象者が把握した上で取引をしているのかどうかということも問題かと思えます。

（3）改正の内容

a. 上場会社等が公開買付者等となる場合にあつては、金商法施行令 30 条 1 項 2 号・3 号ハにより、当該上場会社等が TDnet を使って公開買付け等事実を開示すれば、金商法 167 条 4 項の公表措置がとられたこととされます。

b. 上場会社等以外の者が公開買付者等となる場合にあつては、上場会社等ではない公開買付者

等は、TDnet を通じて開示できません。ですので、金商法施行令 30 条 1 項 4 号により、（i）対象会社または（ii）当該公開買付者等の親会社（上場会社等）に対し、公開買付け等事実を金融商品取引所に通知することを要請して、当該対象会社または当該親会社が、その要請に基づいて TDnet を通じて開示すれば、金商法 167 条 4 項の公表措置がとられたこととされるようになりました。

平成 24 年の改正パブリック・コメント 1 ページ、1 番の回答では、具体的には、連名によるプレスリリースに公開買付け等事実を記載または添付し、金融商品取引所に通知する方法が示されています。ただし、上場親会社が存在しない非上場の公開買付者等が敵対的な公開買付け等を行う場合、対象会社が連名による開示要請を受け入れるとは限りません（黒沼・ジュリスト 1460 号 29 頁）。その場合、事実上 TDnet の利用は難しく、従来通り 2 以上の報道機関への公開、12 時間経過の公表措置の利用を行うこととなりそうです。

公開買付者等が上場会社等であるか、上場会社等である親会社を持つのか、対象会社と友好的か否かといったような事情で、利用可能な公表措置が異なることになるわけです。つまり、TDnet による迅速な開示公表をすれば、それが公表措置として認められて、内部者取引が早期に解除されるというメリットを受けられることとなります。

これとはまた別の観点から見ると、従来から、公開買付者等が上場会社等か否かで、公開買付け開始決定の適時開示義務が生じるかどうかにつき違いがあることも問題ではないかと思っています。もちろん、TDnet の制度上やむを得ないところがあるとは思いますが、対象会社となる上場会社等の投資家にとってみれば、買付者が TDnet の利用可能な者であれば決定事実が早くわかる、利用不可能な者であれば決定の段階で情報が出てこないという違いがあることになるのではないのでしょうか。やはりその点は、適時開示義務の観点からは、同じように扱われるべきではないかと思っています。

4. 組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係の見直し

平成24年改正の最後のテーマとして、組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係の見直しですが、ここでは法改正も行われています。

(1) 改正事項

改正事項は次の2点です。

①特定有価証券等に係る売買等に、合併・会社分割により承継させ、または承継することを追加し（金商法166条1項柱書き）、この場合（事業譲渡の場合も含む）の適用除外を金商法166条6項8号から10号に決めました。公開買付者等関係者についても、金商法施行令33条の3、33条の4において、「株券等に係る買付け等」及び「株券等に係る売付け等」の定義に合併・会社分割による承継を追加し、同様の適用除外規定を金商法167条5項8号から10号で新設しています。

もう一点は、金商法166条6項11号、167条5項11号において、②組織再編の対価として自己株式を交付し、または取得する場合を、インサイダー取引規制の適用除外に追加しています。

(2) 上記(1)①について：改正内容

従来、金商法166条1項柱書きの「有償の譲渡若しくは譲受け」の文言は、特定有価証券等を有償で所有権を移転することであり、事業譲渡による特定承継はこれに該当するが（松尾直彦・金融商品取引法（第3版）574頁）、合併・会社分割等による包括承継は含まれないというのが一般的な理解でした（金商法コンメンタール(4)122頁[神作]）。

レジュメの7ページに3つの図を書いています。図1は、事業の一部譲渡・譲受けを行う際に、承継資産の中に上場会社Xの株式が含まれている場合で、譲渡会社または譲受会社がX社の重要事実等を知っているケースです。図2は、事業の全部譲渡・全部譲受けを行う場合であって、図3は吸収合併を行う場合です。

「有償の譲渡若しくは譲受け」の従来の理解によれば、レジュメの8ページに書いていますよう

に、図2は図3とかなり似ている行為をしていますが、図2はインサイダー取引規制の適用があり、図3の吸収合併には適用がない。図1の一部譲渡では、承継資産にa事業を含めるという承継資産の選別ができるケースですが、事業譲渡であるから、全部を承継させる図2が図1と同じように扱われる。つまり、図1では、全部譲渡や吸収合併よりもX株に係る投資判断の余地が広いのではないかと思います。もちろん、図3が規制の潜脱方法として用いられないとも言い切れません。しかし、いずれの場合であっても、重要事実を知って、その公表前にX株を承継させ、または承継すれば、一般投資家よりも有利な取引ができることとなり、その結果、投資家の不公平感が生じるのではないかと思います。

他方では、わずかなX株を保有しているだけで、図2の全部譲渡や図3の吸収合併が重要事実の公表まで実施が延期されるというようなことになるのも、円滑な組織再編を妨げるとも言えます。

そこで、平成23年WG報告の5ページ以下では、

- ・ 特定承継・包括承継いずれの手段であっても、上場株券等の取引の性格を有すること
- ・ 「組織再編の一方当事者が、上場株券等の発行者に関する重要事実を知りながら、組織再編により上場株券等を承継させ、又は承継した場合について、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがある点で、特定承継と包括承継とを区別する必要性は必ずしも高くないと考えられる」こと
- ・ 典型的にインサイダー取引に利用される危険性が低いと見込まれるものについては、組織再編の性質に鑑み、インサイダー取引規制の適用を除外することが適当であること

を提言しました。

今回の改正では、「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継（合併又は分割により承継させ、又は承継することを行う。）」というように、金商法166条1項柱書きを修正して、合併・会社分割による承継におい

て、承継させる行為も承継する行為も「売買等」に追加して、規制対象としました。

ただし、これには例外がありまして、組織再編の円滑を図る観点から、組織再編による特定有価証券等の承継がインサイダー取引に利用されるおそれが典型的に低いと認められる場合を適用除外としたと、金融庁の担当者は説明しています。

第1に、金商法166条6項8号において、(ア)承継資産に占める特定有価証券等の割合が低い場合と定められ、取引規制府令58条の2で、その割合を20%未満と定めています。割合が小さいと、承継対価全体に与える影響は軽微であり、あえて組織再編を仕組むことはコスト過大となり、インセンティブに乏しいからという理由が述べられています（古澤ほか・逐条2012改正59頁）。

ただ、この20%という数字がどこから出てきたのかというと、金融庁の担当者によれば、株主総会決議不要とされる簡易手続の数値を参照したとのこと。もっとも、このルールでいくと、承継資産に占める特定有価証券等の割合が20%未満であれば、重要事実を利用して取引をしたものではないであろうという推論はできそうですが、重要事実を知って取引を行ったとしても違反行為とはならないわけで、投資家の不公平感はやはり解消されないままであって、問題がないとは思えません。

今回の改正では、事業譲渡については、従来の理解どおり、「有償の譲渡若しくは譲受け」に該当することを前提としつつ、適用除外の対象となる行為として、金商法166条6項8号に、事業の全部もしくは一部の譲渡もしくは譲受けも含まれています。したがって、事業譲渡については、規制緩和となる改正であったと言えます。ただ、前述のように、承継資産を切り分けできる場合とそうでない場合、特に事業の一部譲渡や会社分割が、合併や全部譲渡と同じ扱いにされているのは適当なのかどうか、疑問が残るところです。

適用除外の第2は、(イ)合併等の契約（新設分割にあっては新設分割計画）の内容の決定について取締役会決議が重要事実を知る前になされた

場合において、当該決議に基づいて当該合併等により特定有価証券等が承継されることであって、金商法166条6項9号に規定されたものです。これはいわば当初の計画どおりに実施するものであって、特定有価証券等の承継が重要事実を知っていることと無関係に行われていることが明らかであるケースだから、一般投資家の信頼を損なうことはない（古澤ほか・逐条2012改正59-60頁）。あるいは、このようなケースにまで規制を及ぼすと、円滑な組織再編に支障が生じ得ると指摘されています（平成23年WG報告8頁）。

適用除外の第3は、金商法166条6項10号に規定された(ウ)新設分割を行う場合であって、共同新設分割は除かれるというものです。新設分割は第三者との取引を有しないのに対し、共同新設分割は、複数の分割会社が個々の承継資産の価値等に基づき新設会社の株式保有割合の調整を行うので、分割会社間の取引の側面を有するから、適用除外から外されたようです（古澤ほか・逐条2012改正60頁）。

なお、補足ですけれども、平成24年の改正は、規定の仕方から見て、金商法166条1項柱書きの「有償の譲受け」の定義を変更するものではないと思われまます。公開買付け規制における金商法27条の2第1項本文括弧書きの「株券等」の定義に出てくる「株券等の買付けその他の有償の譲受け」に関して、組織再編の当事会社が株券等を承継取得する場合は、「株券等の買付け等」に該当しないという理解が学説や金融庁のQ&Aで示されてきましたが、この点に変更を加えるものではないという金融庁の見解が、平成24年パブリック・コメントの2ページ、4番の回答で述べられています。

(3) 上記(1)②について：改正内容

自己株式の交付に関する適用除外です。ここでは、存続会社Aに重要事実が生じている場面ですが、合併等または株式交換の対価として自己株式の交付を行う場面、または交付を受ける場合は、金商法166条6項11号、167条5項11号で、適

用除外とすることとしています。

従来から、新株の発行とこれに対応する新株の原始取得は、会社法のほか、金商法の発行開示規制等によって株主や投資家保護が図られているから、売買等に該当しないとするのが通説でありました。これに対して自己株式の処分は、金商法166条6項2号・4号の2の適用除外を除いては、売買等に該当すると解されてきました。

一方、会社関係者や情報受領者に第三者割当てが行われる場合などでは、インサイダー取引の弊害がある、あるいは発行開示では、平成21年の金商法改正により、金商法2条3項、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令9条1号で、自己株式の処分は取得勧誘類似行為として募集と同様の扱いを受けるようになったこと、新規発行と自己株式処分の異なる扱いは、同様の規律を課している会社法の考え方と平仄が合わない、などの批判的見解もありました。

今回の改正では、①自己株式の交付をする場合、組織再編当事者間でのデュー・ディリジェンスを通じてインサイダー取引が抑止されるから、自己株式交付がインサイダー取引に利用される危険は典型的に低いこと。また、あまり説得的ではないとは思いますが、自己株式の交付を行う会社は、未公表の重要事実がないか網羅的に精査しなければならず、実務上多大なコストを要すること。組織再編の際の自己株式の交付には、原則として、株主総会の特別決議や、対価の相当性に関する事項等の事前開示義務などが要求されており、株主保護が充実していること。

さらに、②自己株式の交付を受ける場合については、新規発行について適用対象とされていないこと。対価の交付を受ける者が株主である場合、基本的に受動的な立場で交付を受けるにすぎないこと。対価の交付を受ける者のみが自己株式を交付する会社の重要事実を知っていることは極めて例外的であることなどから、組織再編の対価として交付する自己株式は適用除外とされました。

なお、平成23年WG報告9ページは、組織再編も含め、一般に新株発行と自己株式の交付に係る

インサイダー取引規制の適用関係をどのように整理するかは、引き続き検討されるべき課題であるとして、新規発行も自己株式交付も適用除外とする今回の扱いが確立したとまでは言えないかもしれません。

II. 平成25年改正（投資法人関係）

1. はじめに

(1) 投資信託・投資法人制度の改正

平成25年6月19日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」では、投資信託・投資法人制度に関して、投資信託の併合手続の簡素化や運用報告書の内容の合理化、ライツ・オフリングを可能にする法整備、インサイダー取引規制の導入など、多くの事項につき改正が行われました。これら改正事項の多くは、投資信託及び投資法人に関する法律の改正によるものではありませんが、インサイダー取引規制の導入は、金商法166条及び167条の改正が中心となっています。

インサイダー取引の導入は、1年以内の施行に係る部分で、平成26年4月1日に施行されています。あわせて、金商法施行令や取引規制府令の改正も行われています。投資信託・投資法人法制の見直しに関しては、資料3にあります平成24年12月7日の「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」（以下、投信WG報告）を踏まえたものであり、インサイダー取引規制の導入もその中で提言されています。

これまで投資法人の発行する投資証券等は、「関連有価証券」として特定有価証券等に含まれていましたが、投資法人等に係る重要事実等を知ってその公表前に取引をすることを禁止するというインサイダー取引規制の対象とはされていませんでした。もっとも、金商法166条の適用対象ではなかったわけですが、157条の適用可能性を指摘する論者はいました。インサイダー取引とは別に、東京証券取引所では、上場不動産投資法人への適時開示義務を既に課しています。

平成25年の改正で投資証券等をインサイダー取引規制の対象とすることになった背景には、か

つて投資口については、運用資産の純資産価額に基づく価格形成が行われ、インサイダー取引の余地が比較的小さいと考えられていたところ、実際の価格動向は、例えばスポンサー企業の変更、公募増資、大口テナントの退去等によって相当程度変動しており、証券市場の公正性、健全性に対する投資家の信頼を確保する必要があると考えられたこと、そして諸外国では規制対象とされていることが挙げられます。

2. 適用対象となる上場投資法人等の範囲

平成10年の投信法改正で投資法人制度が導入され、平成12年の投信法改正では、不動産への投資が可能となりました。投資信託協会が今年5月時点での上場不動産投資法人の数を発表していますが、45社あるようです。一方、上場証券投資法人は2本程度ようです。

さて、今回の改正では、まず、金商法163条1項に2条1項11号に定める有価証券、すなわち投資法人証券・投資法人債券で金融商品取引所に上場されているものが追加されましたが、括弧書きで「政令で定めるものは除く」ということになっています。そこで、金商法施行令27条2号、取引規制府令25条2項・3項を見ると、

- ①その資産総額の50%超の額を不動産等の資産（不動産、不動産の賃借権、地上権及びこれらの資産のみを信託する信託受益権。投資信託・投資法人法施行規則105条1号へ）に対する投資として運用することを規約に定めた投資法人
- ②最近営業期間の決算において投資法人の資産の総額のうちに占める不動産等の資産の合計額の割合が50%超である投資法人

及び、これらに類する外国投資法人以外の者が発行者である有価証券をいうとされています。要するに、規約の上で、または事実上、資産50%超を不動産等で運用することを定めており、また運用している投資法人の発行する投資法人証券・投資法人債券がここにいう有価証券であって、その発行者が、金商法166条から167条の2第1項ま

でにおいて「上場会社等」に含まれることとなります。したがって、規制の対象は、不動産投資法人の会社関係者ということになります。

3. 会社関係者の範囲

投資法人は、ご存じのように、資産運用のいわば器のようなものに設計されています。不動産のテナントや入居者から受け取る賃料収入、不動産の売却益などが投資家に分配される仕組みです。そして、内部的には、従業員を置かず、投資主総会、会計監査人以外の機関としては、1名以上の執行役員、執行役員の員数に1名以上を加えた数の独立した監督役員が置かれ、これらの者が役員会を構成するというシンプルなものとなっています。

投資法人自体は、投資運用の決定をすることができず、資産運用業務は資産運用会社に、不動産や金銭の資産保管業務は資産保管会社に、経理事務や投資主名簿の管理などは一般事務受託者というように、それぞれ外部委託をしないといけません。

会社関係者の範囲は、金商法166条1項各号に定められています。ちなみに、上場会社等における親会社、子会社は外されています。会計帳簿閲覧請求権（単独権）を有する投資主がその権利の行使に関し知ったとき（2号の2）、法令に基づく権限を有する者がその権限の行使に関し知ったとき（3号）、契約締結者・締結交渉者が契約の締結交渉または履行に関し知ったとき（4号）、法人である会計帳簿閲覧請求権請求権者、契約締結者・締結交渉者の役員等が職務に関し知ったとき（5号）、このあたりは従来の会社関係者の範囲と異なりません。

上場投資法人等では、役員等の範囲が広く定められていることが特徴的です。すなわち、上場投資法人等の役員等だけでなく、金商法166条1項1号括弧書きにより、資産運用会社の役員等及び資産運用会社の特定関係法人の役員等も「上場会社等」の役員等に含まれます。

資産運用会社は、本来、投資法人の契約締結者

という位置づけかと思いますが、金商法 166 条 1 項 1 号では、投資家の投資判断に影響を及ぼすような資産運用に関する情報は、資産運用会社のもとにかなり集まると考えられることから、投資法人と同じ位置づけがされています。

さらに特定関係法人も、投資法人及び資産運用会社と同じ位置づけがされています。特定関係法人は、いわゆるスポンサーと呼ばれるもので、資産運用会社の親会社等であることが多いようです。実際には、不動産会社や金融機関、商社や住宅メーカー、ゼネコンなどが単独または共同でスポンサーとなっているようです。スポンサーによって設立企画人となる株式会社が設立され、不動産投資法人の設立後、当該設立企画人が資産運用会社となるのが一般的で、スポンサーは資産運用会社の管理運営、不動産投資法人の運用する不動産の供給等に関与すると言われていています。

特定関係法人の具体的な定義は、金商法 166 条 5 項 1 号・2 号を受けて、金商法施行令及び取引規制府令で規制されています。①上場投資法人等が提出した直近の有価証券届出書、有価証券報告書等において資産運用会社の親会社と記載された会社（金商法 166 条 5 項 1 号、金商法施行令 29 条の 3 第 2 項、取引規制府令 55 条の 7 第 1 項）、②上場投資法人等が提出した直近の有価証券届出書、有価証券報告書等において、資産運用会社の利害関係人等（投信法 201 条 1 項）のうち、当該上場投資法人等との間での不動産の取得・譲渡・貸借等の取引を行い、または行った法人として記載された法人です（金商法 166 条 5 項 2 号、金商法施行令 29 条の 3 第 3 項、取引規制府令 55 条の 7 第 2 項）。

ただし、②については、特定資産の価値に及ぼす影響が重大なものに限るとされていまして、過去 3 年間における上場投資法人等のあらゆる不動産取引の取得・譲渡等の対価の合計額に対する利害関係人と当該上場投資法人等との対価の合計額の割合が 20%以上であることが基準とされています。

特定関係法人の名称は、有価証券報告書等の記

載事項となっています。

このように、上場投資法人だけでなく、その資産運用会社及び特定関係法人も会社関係者として位置づけられたのは、これらの会社が投資家の投資判断に影響を与える情報の発生源、あるいはそのような情報を共有するくらい一体的に資産運用業務に深くかかわっているというような認識のあらわれかと思えます。

その結果、スポンサーの契約締結者から情報伝達を受けた者を第 1 次情報受領者として規制対象に入れることができるように、適用範囲は広いものとなりました。

4. 重要事実

重要事実に関しては、金商法 166 条 2 項 9 号以下で規定されています。資料 8 に、全体をまとめてみました。形式としましては、現行の個別列挙プラス包括条項の規定方法がとられています。さらに、軽微基準または重要性基準も定められています。また、166 条 2 項 12 号・13 号では、資産運用会社の業務執行を決定する機関が当該資産運用会社について決定した事項、及び資産運用会社に発生した事項が上場投資法人等に係る業務等に係る重要事実に含まれているところも特徴的です。

もっとも、資産運用会社のあらゆる情報ではなく、当該投資法人の資産運用との関係で重要と考えられるものに限定された内容となっています。特定関係法人の決定情報や発生事実は重要事実には含まれていません。

5. 重要事実の公表

(1) 公表の方法については従来と同じです。ただし、(2) 公表の主体に関して、特徴的などころがあります。i) 上場投資法人等の決定事実・決算情報については上場投資法人等（金商法 166 条 4 項 2 号）、ii) 資産運用会社の決定事実については資産運用会社（同項 3 号）というように、投資法人自身あるいは資産運用会社自身が公表主体とされていますが、これに対して、iii) 上場投資法人等の発生事実・資産運用会社の発生事実・

バスケット条項については、上場投資法人等または資産運用会社のいずれか（同項4号）が公表主体とされています。

立案担当者の解説を読んでも、なぜこのような情報の発生源以外の者による公表を認める必要があったのか、あるいはどういうメリットがあるからこういう形にしたのかというのがよくわかりませんでしたので、この点ご教示いただければ幸いです。

6. その他

（1）適用除外事由

今回、適用除外事由も追加されています。レジュメの16ページです。反対株主による投資口の買取り請求（金商法166条6項3号）、防戦買いの要請による取引（同項4号）、投資法人債券（同項6号）が追加されています。

ただし、社債の場合と同様に、解散（金商法166条2項9号へ）や破産手続・再生手続開始の申立てや不渡り等（金商法施行令29の2の2第5号、29の2の3第4号・5号）は、投資債券に係る投資判断に影響を与えるものと考えられるので、その事実を知って売買する場合は除かれています（取引規制府令58条）。もう一つ、株式会社の持株会に相当する持投資口会を通じた買付けも適用除外に規定されています（金商法166条6項12号、取引規制府令59条1項4号・5号・8号の2）。

（2）売買報告書・短期売買差益の返還義務

金商法163条の売買報告書の提出義務及び法164条の短期売買差益の返還義務を負うのは、上場投資法人の役員及び資産運用会社の役員のみであって、他の上場会社のように主要株主を含んでいません。また、特定関係法人の役員も、このような義務は課せられていません。

（3）公開買付等関係者のインサイダー取引

これまで投資証券は、公開買付規制の対象となる「株券等」に含まれていましたが（金商法27条の2第1項、金商法施行令6条1項3号・1条

の4第1号）、インサイダー取引規制の対象とされていませんでした。そのため、今回の改正で、「特定株券等」に追加される手当てがなされます（金商法施行令33条1項4号）。

甚だ簡単ですが、以上で報告を終わらせていただきます。よろしくご教示、お願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○黒沼 ご報告ありがとうございました。

平成24年改正を大きく3つの部分に分けてご報告いただき、また平成25年改正のうち投資法人関係に係る部分について、ご説明いただいたと思います。

それでは、討論に入りたいと思いますが、まず平成24年改正の部分について、3つの部分のうちの論点からでも構いませんので、ご議論いただければと思います。

## 【子会社における決定等に係る連結基準との関係】

○片木 基本的なところで、私がこの辺の細かい内閣府令とかがよくわからないので質問なのですが、純粋持株会社またはこれに準ずる特定上場会社については、本体における子会社の取得あるいは合併等についても連結基準でいくということですね。それ以外の会社については、本体で行う子会社等の取得については単体基準でいくと。ただ、子会社が行う業務、子会社における決定とか重要事項というのは、現在でもたしか連結基準だと思うのですね。

○石田 そうですね。

○片木 そうすると、今でも、80%とは言わなくても、単体売上げと比べると連結売上げが倍ぐらいの会社は結構あると思うのですが、事項によっては、ここでいう特定上場会社に該当しない会社では、子会社が行ったM&Aといいますか取得とか合併は、連結基準で見るので、いわゆる軽微基準の関係で重要事実には当てはまらない。でも、親会社本体がやった場合には、単体基準で見るので

重要事項に当てはまるという、そういう何かねじれた議論が出てくるような気がするのですね。持株会社自身がやる場合も、その傘下の子会社がやる場合も、連結基準で見るので、同じ規制にかかるわけですから。

○石田 おっしゃっているのは、子会社の事実、これは連結ベースで判断される、その子会社が合併をするという、そういう場面ですね。

○片木 子会社における重要事実の発生というのは連結ベースで見ますから、子会社がほかの会社を合併するときの規模は連結ベースで見ると。それで、親会社がやったときには単体で見るから、結局、純粋持株会社で問題とされていた問題意識と全く同じなのでしょうけれども、結果的には、純粋持株会社ないしはそれに準ずる会社と言われている会社では、子会社でやったときには軽微基準に該当するけれども、本体でやったときには軽微基準に該当しないという、ややねじれたものが出てくることになるのではないかとということです。

○石田 おっしゃるように子会社の場合は連結基準になるので、全体の規模から見て、その合併が重要かどうかを判断するわけだから、恐らく軽微基準に該当するケースが多くなるということですね。それで、特定上場会社等の80%を満たさない会社が本体で合併などをするとき、単体でみるから、今度は軽微基準を満たして適用を回避するのが難しくなるという、そういう矛盾をおっしゃるわけですね。それは、確かにそうだと思います。

#### 【軽微基準と故意】

○岸田 一つは、軽微基準のことです。今の話と関係するのですけれども、インサイダー取引規制というのは、刑事罰と課徴金の2つの制裁があるのですが、刑事罰であれば、故意が要件ですね。そうすると、軽微基準で今のようなお話で、特定上場会社等と「等」がついていますけれども、よくわからないというか、現状、これは軽微基準に当たるのか、当たらないのかという、そういうボ

ーダーラインのケースが多くなるのではないかとということです。

もう一つは、今はおっしゃらなかったのですが、国際会計基準ですと、売上計上基準というのは現在とすごく違ひまして、商社とかデパートとかの売上高は、多い会社では純粋の今までの売上高ではなくて、売上げと原価の差額を計上するという、普通のこれまでの我が国の使っていた売上高と違ひておりまして、現在、上場会社等で国際会計基準を使う会社が約17社（適用予定会社は22社、平成26年3月末時点）あると思うのですけれども、それについての手当てがもしなされておれば、つまり売上高ということについて国際会計基準を適用する場合としない場合で基準が違ひのだからというような経過措置というか、もしそういうものがあるとすれば教えていただきたいと思います。

○石田 国際会計基準のほうまで勉強しておりませんでした。

1点目のお話は、要するに、軽微基準があるけれども、故意との関係で軽微基準を満たしているかどうかというのを認識していたかどうかという、そういう問題でしょうか。

○岸田 私は軽微基準に当たると思ったけれども、結果として軽微基準に該当しない場合であって、故意ではないけれども、故意があるとみなされる、そういう場合です。

○石田 有価証券報告書の記載をそのまま信用することができるかどうかというのは、恐らく金融庁の考え方から見ると、やはり自分で元のを調べなさいというスタンスなのではないかという気はいたします。ですので、恐らく、表示があるかと、なかろうと、軽微基準の該当性というのは、結局自分で見ないといけないと考えるのではないのでしょうか。

有価証券報告書にそういう看板を張られているから余計にややこしくなったわけであって、それがなかったら、そもそも軽微基準に当たるかどうかというのは通常調べると思うのです。なので、どうなのでしょう、それは違反に当たらないとは言にくいような気はいたします。

お答えになっていなくて、すみません。

○黒沼 今の点について、私から補足をさせていただくと、もし該当者が有価証券報告書などを調べて、ぎりぎりこれはセーフだと思ってやったけれども、過失か錯誤があってアウトだったというような場合は、事実の錯誤で故意を阻却する可能性があるかと思えます。通常何も見ない場合は、何となく重要な事実だというふうに認識していたときには、故意があると判断されるので、現実には、問題になるケースはあまりないのではないかと思います。

#### 【連結基準が適用される範囲】

○前田 同じく軽微基準のところ、今回の改正でとられた考え方、つまり、投資者の投資判断はグループ全体に向けられているからだという考え方はよくわかりますし、グループに属するかどうかを収益依存度で見るという考え方もわかるのですけれども、よくわからなかったのは、その収益依存度の計算のときに、なぜ製品及び商品の売上高を除くのかということです。自分で製造して子会社に売らせているときには、なぜグループに属しない扱いになるのか。つまり、なぜ今回の見直しは純粋持株会社に限らないといけないのか、事業持株会社でも同じではないかということです。この場面で、親会社が自分で製造しているかどうかということがそんなに大事なことなのかと思うのですが、いかがでしょうか。

○石田 ここで関係会社への商品売上げなどを控除することになっているのは、これは明らかに事業持株会社を排除したいという狙いがあることだと思います。事業持株会社の場合、本体でも本業の何らかのビジネスをやっているわけで、そうだとすると、連結ベース一本でいいのかどうかと言われると、やはり本体の例えば製造などに影響が出てくる情報があるかもわからない。そういうときに連結ベースでいくと十分カバーできないのではないかというような懸念があったのと、それからもう一つ、ワーキング・グループの議事録を拝見したところ、ほとんどすべての会社が連結持株

会社基準になるそうです。そうすると、軽微基準がかなり上に上がってしまって、全体的にかなり緩い基準になってしまうのではないかと、それも後でケアすれば済む話なのかもしれないですけども、そういう懸念があったようです。

○前田 ありがとうございます。ただ、繰り返しになりますが、持株会社自身が物を製造しているがいまいが、投資者が投資判断をするときにそれほど重要な違いが出てくるとはどうも思えないのです。例えば、石田先生が報告で挙げられた、グループに新たに子会社を取り込むという例を考えてみても、そのときに投資者の判断にそんなに違いがあるとは思われないのです。しかし、こういう規律がどのような考え方に基づいて設けられたのかということはわかりました。

#### 【特定上場会社等における単体情報とインサイダー取引規制】

○船津 インサイダーの情報に関して、特定上場会社等というのは連結でいくのだということになったわけですが、各号で特定上場会社については企業集団だとなっている部分に関しては、単体が傷んでいて、連結はこの基準を満たしているという状況のときに、インサイダー取引にならないというふうに完全に言い切っているのでしょうか。

例えば、災害等で単体で半分とか7割ぐらい毀損したという場合について、もうそれはインサイダー取引の対象外だというふうに考えていいのでしょうか。

○石田 各号に掲げられている事項で、まずは審査をすることになると思います。それに照らし合わせて軽微基準や重要性基準ではじかれる場合は、そこからさらに4号に行くようなことはないのではないのでしょうか。

○黒沼 そのある側面があるかどうか重大な問題なわけですね。

○石田 日本商事事件の最高裁のような考え方ですね。

○船津 それと関係するか、しないかよくわか



らないのですが、適時開示と重要事実という話とは、ワーキング・グループの議事録の中でも割とよく出てきていたと思います。しかし、法律上の適時開示的な制度である臨時報告書に関しては、私がひょっとしたら間違っているかもしれませんが、特に手当てがされていないような気がしています。仮にそうだとすると、単体が一定割合傷んだら臨時報告書を出さなければいけないということになる。臨時報告書を出さなければいけないということは、単体だけが傷んでいても、なおそれが投資判断に影響する可能性があるのだと考える余地もあるのかなど。

逆に、特定上場会社については連結でいくのだというふうに軽微基準がなったのだから、単体が傷んでも投資判断には影響を及ぼさないのだというふうに考えるのか、どちらにしたらいいのかなとちょっと考えていたのですけれども。

○石田 特定上場会社等については、それはやはり条文の適用上、1号から3号を除くというふうになっているから、まずその判断がなされると思うのですけれども、日本商事事件の最高裁の考え方に従えば、その事実に異なる側面があるというのだったら、たとえば、単体での重要事実であるとしても、4号の適用の余地は残されていると考えてよろしいのではないのでしょうか。

#### 【合併・会社分割・事業譲渡を適用除外としたことの妥当性】

○行澤 8ページから9ページの適用除外、つまり合併・分割・事業譲渡を一体的に捉えて適用除外するという点についてです。そこで（ア）承継資産に占める特定有価証券等の割合が低い場合、特に帳簿価額の占める割合が20%未満であるとき、適用除外にするということですが、これについて石田先生が疑問を示されていた点についてまず確認させていただきたいと思います。

逐条改正等の従来の説明は、わざわざそんな小さいもののために大きな仕掛けでインサイダー取引をするようなことがあるだろうかということだったのですけれども、それは当該組織再編の主た

る目的、専らの目的がインサイダー取引をするためである場合に通用する議論で、それが主目的でなくても、全体の事業譲渡や、もしくは会社合併・分割等の中にあるものを利用してインサイダー取引をするということはある得るわけです。それをこういう軽微基準を設けたということについて、本当に投資家の不公平感を解消できるのかという点は私も疑問に思ったのですが、石田先生のご疑問の視点もそういうことでよろしいのでしょうか。

○石田 はい、そうです。ただ、合併とか全部譲渡というのは、これは仕方がないような側面が何か私はあるような気がするのです。でも、会社分割なんかは、やはり切り分けは可能ですし、一部譲渡なんかはまさに選別できそうな気がするのですね。そうすると、これはやはり別次元じゃないのかなという気はしております。

○行澤 全部譲渡もしくは合併等の場合に仕方がないというのは、たまたま合併契約前にその重要事実を知ったとしても、軽微基準に当たれば、それで合併を差し止める、やめておけというのは酷だと、そういうご判断ですか。

○石田 難しいところですね。それをやると代替手段がないといえますか、ほかの引き渡す財産があり得るケースと、もうこれしかないというような場面とでやはり違うような気がするのです。

○行澤 それともう一点、これは単純に無知なのですが、事業譲渡については、従来インサイダー取引規制の適用対象だったと思うのですが、その場合、従来から軽微基準のようなものはなかったのでしょうか。

○石田 なかったと思います。

○行澤 軽微基準がなかったところに新設されて、純粹規制緩和だと。

○石田 ええ、規制緩和ですね。

○行澤 でも、もし言われているような説明が当てはまるならば、従来からあってもよさそうなものなのですが、それは議論されてこなかったのでしょうか。

○石田 すみません、実務上の要請がどうであったかは把握していませんが、私は見たことはな

いのですが。

○行澤 やはり議論されずに、この機会にこう  
いう議論になったということですね。

○石田 はい、そうだと思います。

○行澤 わかりました。ありがとうございます。

#### 【取締役会決議を要する意義】

○森本 今のご質問に関連して、報告書の7ページに20%未満の基準についての根拠づけがあります。私もこの20という数値について、会社法の規制なんかを参照することも悪くはないと思うのですが、この7ページの書きようはちょっと無理があるのではないかと感じました。確かに、7ページの上のコストなんかで危険性が低いと言われるのはその通りなのでしょう。また、その説明は、次の段落の最後の、承継資産の大宗云々ということが7ページの上の話とつながるのかなと思うのですが、この4行に比べて、その前の記述についてはあまり説得力がないように思われます。少なくとも、これは注ぐらいにすべきことではないかと思えます。会社法上、決議の不要なことは、株主総会と取締役会の権限の分配の話で、こちらは不正利用の話なので、基準が違うというように感じました。もっとも、これは単なる感想であり、議論してほしいというものではありません。

お聞きしたかったのは、レジュメの9ページの(イ)のところですが、取締役会決議があったらいいだろうということには合理性があるのですが、取締役会決議を要しないような場合ということですが、具体的に想定されるのは、取締役会非設置会社ということなのですか。つまり、これは何を想定されているのかということと、取締役会決議を要しない場合は、どこまで引き延ばされるのかということをお教えいただきたいと思えます。

大きな合併会社が問題になるわけですね。

○石田 はい。

○森本 それから、我が国には相当規模の取締役会非設置会社がどこまで多いのか。それは無視できない数があることは確かですから、そういう会社についてはこういうことですよというのを明

らかにしていただきたいなと思います。これは合併契約を締結する前の、事実上の決定のときまで後ろに下げよということですね、実質は。

○石田 そうです。

○森本 内容を私が誤解しているのかもわかりませんが、このルール、取締役会決議が要る場合についてはわかったのですが、取締役会決議が要らない場合というのは具体的にどういう場合で、その場合のバリエーションでいつがセーフになる場合かというのを明らかにしていただきたいと思えます。

○石田 取締役会決議になっていることの理由としては、この決議がなされた日が明らかになるということで、取締役会議事録がきちんと残るから取締役会決議の日を挙げているというような説明がなされていました。そうだとすると、取締役会設置でない会社でこのような決定をした場合において、取締役会と同様の適用除外が受けられるのかどうかということですが……。

○森本 いや、受けられないという前提はわかるのですが、定款で取締役会設置会社となっていない場合には、3人の取締役がいる場合でも、取締役会決議は要らないのですね。しかしながら、2人、3人取締役がいる場合には、合併をする場合には、取締役が合意をするような場合においては、同意書などの書類は、実務上、多くの場合つくられているのではないかと思うのです。したがって、そういう立証手段があったら何とかかなかなと思ったのだけれども、これは割り切られたのですね。その割り切られた理由と、それじゃその会社はいつになったらセーフになるのかということをお教えいただきたいということです。

○石田 むしろ取締役会決議に近いものがあれば、同様に扱えるのではないかというような方向で私は考えておりましたので、そうではなくて、ここから完全に切られているというふうに理解すると、そのような会社にあっては、決定の時期というのを、これはもう一律に除外を受けられないということになるのでしょうかね。

○森本 私も、それはおかしいということにな

りはしないかということで聞いているのですが、もう少し具体的にいつになるのというのを……。

○石田 大事なのは、いつ決定がなされたのかという、それさえはつきりすればいいわけですから、先生のおっしゃるようなきちんとした合議で何か記録を残しているとか、それでもやはり無理なのですね、この適用除外は。

○森本 そうじゃないかと思って質問しているのですが。それは前提が崩れたら、わかりました、合理的な規制です、で終わりますが。

取締役会決議があった場合には9号の規定を追加しましたよというのは、合理的な改正です。それは何の問題もありません。しかし、それ以外の改正についてどういう対応がなされるのか、よくわからなかったなあというのが質問の趣旨です。

○石田 明確なお答えができなくて申しわけありません。それはやはり適用除外が受けられないというようにしか持っていけそうにないような気がいたします。

**【組織再編をインサイダー取引規制の対象に含める意義】**

○伊藤 組織再編の場合をインサイダー取引規制の対象に加えるという改正のそもそものところが、ちょっと私は理解できないのですけれど。ワーキング・グループの報告書によれば、組織再編の一方当事者が重要事実を知りながら、組織再編によって上場株券等を承継させ、または承継した場合について、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがあるとされています。組織再編が脱法的に使われればそうかもしれませんが、通常の場合を考えると、なぜ証券市場の公正性、健全性に対する信頼が損なわれるのか、正直言って、全く理解できません。

適用除外があるから、結局は脱法的な場合だけを捕まえるということにはなるのだと思うのですが、組織再編でこういうことが行われれば、まずもって損をするのは相手方です。相手方との間の公平性ととどまらず、証券市場の公正性に対する一般投資家の信頼が損なわれるおそれがある

と言えるのでしょうか。

○石田 一般投資家は、取引をしているというようなイメージをやはり持つのではないのでしょうか。組織再編に紛れ込ませて取引をしているのではないかというように考えると、しかも大量にそういうのが含まれていると金額もかなり大きくなりますし、組織再編にかこつけて利益を得ようとしたというのは、かなり反感というか、投資家からみて不公平感をもちそうな気はいたします。

○伊藤 つまり、組織再編を脱法的に使う場合だけを捉えていこうという規制なのですね、逆に言うと。実際に問題になったことはあるのでしょうか。

○石田 いや、ちょっと聞いたことはないですね。

○伊藤 特に問題になったこともなく、あり得るからというだけでこういうふうな規制をつくるのがいいのかどうか、ちょっとわからないと思うのですけれど。

○前田 従来から相対取引についてもインサイダー取引規制が及ぶということは、異論のないところですね。相対取引では、確かに、直接的には市場の信頼を害するということはないけれども、ひいては投資者の市場に対する信頼を害するというようなことが言われてきたと思います。今回の改正は、その脱法になるおそれがあるということではなされたものだと思うのですけれども。ただ、平成25年改正のほうで、重要事実を知っている者同士の相対取引について、適用除外が広く認められるようになりましたね。それを前提にすると、組織再編の相手方に重要事実を教えてしまえば、そちらのほうで適用除外となる場合が多くなるのではないのでしょうか。

○石田 クロ・クロにしてしまうということですね。

○前田 ええ。そうすれば、今日ご報告いただいた適用除外の存在意義は、ひょっとすると、もうそれほど大きくはないのかもしれないですね。

○石田 なるほど。ありがとうございます。

○黒沼 伊藤先生のご疑問は、今前田先生が言

われたように、そもそも市場外の相対取引をインサイダー取引規制の対象とすべきでないという立場に立つ場合には、これは一つの例になると思います。ですから、そこから議論を始めるほうがいいのかもしれない。ただ、現行法は、市場外といっても規制の対象ということです。

それともう一つは、証券取得と売買等をどのように金商法で整理するかという大きな問題がありまして、この分野では、承継も売買等に含まれる方向で整理されたわけです。ただ、新株の発行については、規制から除外する方向で整理がされたわけですが、これまでの金商法によるいろいろな不均衡を是正するという意味では、私は意味のある改正だったように思います。

○小出 9ページの先ほどの組織再編のところ、石田先生のご報告の中で、事業の一部譲渡や会社分割のように承継資産を選択できる場合については、問題となっている株式を承継資産から除けばいいのだから、適用除外の規定を置くのはどうなのだろうかという問題提起だと思うのですが、先生のおっしゃることはそのとおりかとも思います。ただ一方で、もちろん現在、会社分割や事業の一部譲渡に、有機的一体性というような要件はかかりませんが、一般的には恐らく、事業を一まとめにして承継させたり譲渡したりすると思うのです。その場合に、たまたま承継資産に重要事実を知っていた株式が入っていたというので、それを承継資産から除外することは、結果的に、その会社は何かその株式についての情報を知っているのだなというシグナルを与えるのではないかと思うのです。したがってその意味で、やはりこういったある程度一括して承継や譲渡などが行われる可能性がある場合は、多少は適用除外が広く認められることも必要かなという私の感想ですが、いかがでしょうか。

○石田 確かに、そういう懸念はあると思います。要するに、この取引は待ってくれという、それが相手に対してシグナルを与えるという、そういうことですね。程度の問題あるいはバランスを考えた立法だったと思うのですが、不公

平感をどこまで犠牲にしてよいのか、選別が難しいようなときには、恐らくそんなに問題にはならないと思いますけれども、やはり選別の余地があるケースであっても資産割合で切るのには抵抗を感じます。

#### 【短期売買差益返還請求との関係】

○松尾 166条では組織再編による承継取得も含まれるということでした。ところが、短期売買差益のところは従来どおりなのですね。役員が事業譲渡等によって譲り受けるというのは考えにくいのですが、主要株主であれば、事業譲渡や合併等で取得するということはあり得ると思うのです。それは報告の対象にもせず、短期売買差益返還義務の対象にもしないというのは、そういうケースでは悪用される可能性は低いと、そういうふうと考えられたのでしょうか。今、黒沼先生がおっしゃった法体系の中での整備ということを考えると、同じようにしてもよかったようにも思うのですが、いかがでしょうか。

○石田 そろっていないのは確かにそうですね。主要株主が承継する場合と。可能性が低いとは一概に言えそうにないですけど。

#### 【公開買付け等事実に係る公表措置の見直し】

○川口 公表措置のところですが、石田先生の疑問といいますのは、上場会社以外のものが公開買付け等となる場合にはTDnetを使えなくて、これは不公平というか、規制がアンバランスではないかということですね。金商法施行令30条1項4号では、公開買付け等で上場会社以外の者について、公開買付けの事実をその会社とか親会社に通知することを要請して、その会社、親会社等が適時開示をすれば公表があったというふうな規定になっていますね。

○石田 そういうふうになります。

○川口 この点でも不公平ということですね。

○石田 残るのは、親会社を持たず、しかも相手が協力してくれないケースです。つまり、敵対的でどこかのファンドみたいなのが、上場もして

いないから、TDnet は使えない、さらに相手と一緒に連名で出してくれないというようなことになると、結局、従来の公表措置しか使えないということになります。

○川口 なるほど。要請があったらやらなければならないというようなものであれば良いのですが、そうはなっていないということですね。

○石田 それはないのではないかと。

○川口 協力しない場面があり得るということですね。

○石田 要請を受けた場合に、応じる義務がないことを前提にして、規定が作られているものだと思って、問題提起をいたしました。

○北村 上場会社でない公開買付者が対象会社等に金融商品取引所への通知を要請したとしても、要請だけでは公表にならないので、仮に要請を受けた側に協力義務があったとしても、取引所への通知を故意に遅らせれば、結局同じ問題が生じますね。

○石田 要請を受けた場合、これに応じないといけないということにはならないのではないですか。

○黒沼 これは条文どおりですから、要請を受けて開示をした場合に公表措置になるというだけなので、それ以外にそういう規定はないので、協力義務のようなものはないと思います。

○飯田 それは立法の経緯というか、レジユメの5ページのところで改正の背景として説明されている話では、アナリスト等に説明するのが事実上できなくなっているという話は、これは敵対的買収のことを考えていたというよりかは、むしろ友好的な買収の場合に問題が起きているので、それに差し当たり対処したというような改正なのではないかと思えますので、こういうややアンバランスな結論になっていますけれども、差し当たりの対応としては合理的だったのではないかと思います。

それを超えて敵対的買収者も使えるようにするというシステムを考えるとすれば、既存の TDnet みたいなものに依存するのではなくて、EDINET の

インサイダーバージョンみたいなものを金融庁でつくるとか、インターネットの技術で対応するということは将来的にはあり得るのではないかと思うので、理屈はそういう方向でもしかなかったら発展していくべきなのではないかなというふうに思うのですが、その辺はいかがでしょうか。

○石田 要するに開示を考えたときに、どうして買付者が異なると開示に違いが生じてくるのかというのはやはり疑問でありまして、それがひいては投資家への情報の伝達がある場合には早くて、ある場合には遅いというアンバランスだと。これはやはりちょっとおかしいのではないかと思っておりましたが、やはり、おっしゃるように TDnet では限界があるかもわかりません。

○飯田 それに関連してですが、TDnet を使って対象会社に要請をして、対象会社がこれに応じれば公表ということになるわけですが、それは要するに、公表の主体が従来であれば公開買付者等に限定されていたと思うのです。それがやや広がる、すなわち対象会社でも事実上公表をしているというのに近づいてくるわけですし、それが結局、15 ページで、平成 25 年改正のほうの投資法人のところでも同じように公表の主体について疑問を呈されていましたけれども、そこも絡んでくるのではないかと思います。

さらに言えば、平成 25 年改正で公開買付け等の情報を受領した者が公開買付けをしたいというときに、情報受領者になっているので、そのもとの人、ライバルの人が公表しない限り買付けが前に進めないという問題に対応する改正ができましたけれども、あれも要するに、情報受領者のほうで自分が行う公開買付けの開始公告で第三者から公開買付け情報を聞いていますということを開示すれば、それが適用除外のほうで規定されていますけれども、実質的には、第三者が公表しているのに近いわけですから、公表の主体という概念がどうも最近の改正では動きつつあるのではないかと、広くなりつつあるのではないかとこのようにも思えるのですけれども、その辺について何かご意見があれば教えてください。

○石田 今のお話を聞いて、ちょっと流れがわかりました。ただ、投資法人のところは、どうなのですかね。全くの他人、他会社というわけではないけれども、他のところで発生した事実を一方が公表できるというような、そういう仕組みは多分今までなかったと思うのです。要請をされて開示をするというのならあったけれども。だから、それは新しいものですけど、公表主体の概念の拡大の一環とみることができそうですね。

【不動産投資法人の投資証券に係るインサイダー取引規制】

○松尾 一点確認させていただきたいのですけれども、会社関係者の定義が広がっているということで、上場投資法人等には資産運用会社等も含まれるということですね。

○石田 はい。

○松尾 そうすると、資産運用会社と契約関係にある者が、その契約の履行に関して、資産運用会社の決定事実を知った場合、この資産運用会社の決定事実は上場投資法人等に係る重要事実になるということですから、今の場合はアウトということですね、売買してはならないと。

○石田 そういことです。

○松尾 資産運用会社と契約関係にある者が、契約の履行に関して上場法人等における決定事実を知ったという場合、資産運用会社ですから、そういう情報が来ている場合があると思うのですが、その場合も、契約の履行に関し知ったと言える限りにおいては、売付けまたは買付けはしてはならないという理解でよいのですかね。

○石田 その情報が上場投資法人に係る重要事実である場合ですね。

○松尾 上場投資法人側の決定事実なり発生事実なりを、資産運用会社と契約関係にある者がその契約の履行に関し知ったという場合も、これは別に区別することなく、当該上場投資法人等の投資持分の売買をしてはならないということになるのですね。

○石田 そうですね、情報源として一体として

見るのではないのでしょうか。

○松尾 ですから、直接上場投資法人等と契約関係になくても構わないというのが、定義を広げた意味ですよね。わかりました。ありがとうございます。

○行澤 15ページの4の重要事実には、特定関係法人の決定事実や発生事実は含まれていないところが、最初にご説明なさった背景説明で、13ページで、実際の価格動向は、スポンサー企業の変更や公募増資等々、スポンサー企業に係る事情によって動いていると。なのに、なぜスポンサー企業が想定されている特定関係法人の事実は重要事実に含まれないのかなという、そこをちょっと教えていただければと思います。

○石田 重要事実の列挙されているものを見ていきますと、特定関係法人に関しては、特定関係法人の異動が重要事情になっているわけです。ですから、利害関係基準を満たさないとか、親会社基準を満たさないというようなことがあれば、それは資産運用会社における重要事実というように位置づけるということのようです。ですから、スポンサー固有の問題というのは重要事実に挙がっていないということです。

それでいいのかなと調べていろいろ情報を見ていたのですが、やはりほかには見当たりませんでした。ただ、スポンサーがかなり財務的に苦しい状況にあるというような事実は、スポンサーにおいて発生する情報になるわけです。しかし、そうすると、テナントの供給がもしかしたら困難となって、運用に支障が生じることになる可能性も出てくるので、投資法人の投資主してみれば投資判断の影響があるともいえるという意味では、投資判断に影響を与えるような生じ得る情報として、規定してもよかったかもしれませんね。

○行澤 そうすると、例えば今のようなことは、資産運用会社の発生事実に含まれないのですね。

○石田 含まれないです。

○行澤 親会社の財務状況の悪化とか急激な損害の発生等は、資産運用会社に取り込まれないので、それを知って取引しても、当たらないという

ことですね。

○石田　　そうです。資産運用会社の発生事実の最後のところに挙げてある破産手続開始の申立て、ここまで行かなきゃいけないです。

○行澤　　よくわかりました。ありがとうございます。

【新株発行と自己株式の交付のインサイダー取引規制上の扱い】

○森本　　これは報告の考え方というか、将来のあり方ですので、できたら黒沼先生にお教えいただきたいと思うのですが。具体的には、報告書の9ページのところですけれども、(2)に「規制対象の見直し」とありまして、その後段ですが、このワーキング・グループでは、組織再編の局面に限定して整理した。そこで、一般的な新株発行と自己株式の交付についてのインサイダー取引規制の適用関係をどのように整理するかについては、その性質、利用実態の異動、他の規制との関係等を踏まえながら引き続き検討されるべき課題だということです。この報告書のニュアンスとしては、その性質も変わらないし、実態も変わらないし、他の規制、とりわけ会社法も会計を除いたらほとんど一緒だから、その方向でできたら処理しようとしていると理解してよいのか、あるいは、なかなかこれはうまくいかないかなあという感じなのか、そこら辺の感触を教えてくださいと非常にありがたいと思うのですが、いかがでしょうか。

○黒沼　　どのように整理するかについては引き続き検討されるべき課題であるというのが入っているのは、今回は組織再編に関連する問題として、自己株式の取得を従来の新株発行と同様の方向で整理しますと。しかし、ほかの局面については、例えば新株発行をインサイダー取引規制の対象とするようにして、そちらの方向に合わせる形で整理することも将来的には考えられると、そういう余地を残すという趣旨でこのような文言が入っていると私は理解しています。

私自身、今回はこれでいいけれども、将来的にはきちんと見直してくださいと言ったのが反映さ

れたものだと思います。

○森本　　ありがとうございます。

○黒沼　　よろしいでしょうか。もしよろしければ、活発な議論ができたと思いますので、今日の研究会はこれで終了させていただきたいと思いません。

次回は、6月27日に、小出先生に、インサイダー取引規制の平成25年改正の検討というテーマでご報告いただくことを予定しています。

インサイダー取引規制の平成24年改正および  
平成25年改正（投資法人関係）の検討

JPX金融商品取引法研究会  
2014.5.23  
関西学院大学 石田真得

I. 平成24年改正

1. はじめに

**趣旨**：近年のグループ経営の一般化の実体を踏まえ、「企業が円滑なグループ経営を行っていく上で金融に係る制度の見直しが必要」であるとして、「上場会社等の単体ベースの決算を基準としている現状のインサイダー取引規制のうち、合併等の重要事実に係る軽微基準及び決算情報変更に係る重要事実について、上場会社等が純粋持株会社である場合には連結ベースの決算値を基準とするような特例を設けること等について、検討」が求められた。

平成23年12月15日

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、平成23年WG報告）【資料1】

【審議事項】

- ①純粋持株会社等に係る軽微基準・重要性基準の見直し
  - 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下、取引規制府令）49条～51条
- ②他社株公開買付けにおける公開買付け等事実に係る公表措置の見直し
  - 金融商品取引法施行令（以下、金商施行令）30条1項
- ③組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係の見直し
  - 法166条1項・167条1項、金商施行令33の3・33の4；適用除外事由として、166条6項8号～11号・167条5項8号～11号、取引規制府令58の2

上記①～③改正の施行日：平成25年9月6日

2. 純粋持株会社等に係る軽微基準・重要性基準の見直し

(1) 改正前の重要事実に係る規定

(a) インサイダー取引の規制対象となる重要事実

【会社関係者：166条2項】

- ・当該上場会社等の決定事実（同項1号）、発生日（同項2号）、決算情報（同項3号）、バスケット条項（同項4号）
- ・当該上場会社等の子会社の決定事実（同項5号）、発生日（同項6号）、決算情報（同項7号）、バスケット条項（同項8号）

<sup>1</sup> 166条・167条の改正は、平成24年法律第86号。

【公開買付者等関係者：167条2項】

- ・公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定または当該決定（公表されたものに限る）に係る公開買付け等を行わないことを決定したこと

(b) 軽微基準・重要性基準

- ・決定事実・発生日・投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものを除く
- ・決算情報/投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものに限る
- ・公開買付け等の実施または中止/各年における買い集め等の数が発行者の総株主等の議決権の2.5%未満であること等

(2) 改正の背景

純粋持株会社等を用いたグループ経営の一般化、事業会社は本業による売上げがあるが、純粋持株会社等の売上げは、グループ傘下の子会社からの配当・経営指導料等が大部分を占める。純粋持株会社等の単体としての売上高は、グループ全体の売上高と比べると小さい。事業会社と同様の軽微基準・重要性基準を純粋持株会社等に適用すると、軽微基準等を満たさなくなり、重要事実となるケースが多くなる。

ex. **純粋持株会社**：連結売上げ2,000億円、単体売上げ50億円

→ 売上高5億円以上の子会社取得は、軽微基準に該当しないこととなる。

**事業会社**：単体売上げ2,000億円

→ 売上高200億円未満の子会社取得であれば、軽微基準に該当する。

（法166条1号ヨ、金商施行令28条2号、取引規制府令（旧）49条11号イにより、子会社の最近事業年度末日における総資産の帳簿価額が、会社の最近事業年度末日における純資産額の30%未満であり、かつ、子会社の売上高が会社の最近事業年度の売上高の10%未満である子会社）

①投資家は、グループ企業全体に投資している。純粋持株会社等の単体決算には、それほど関心が高くない。②事業会社と純粋持株会社等について、インサイダー取引規制が必ずしも中立的でない（平成23年WG報告3頁）。

(3) 改正内容

(a) 特定上場会社等の定義（取引規制府令49条2項の新設）

純粋持株会社に加え、純粋持株会社に類する会社も含む。

- ・直近に公表された有価証券報告書<sup>2</sup>に含まれる最近事業年度の損益計算書において
- ・関係会社に対する売上高が、売上高の総額の80%以上である上場会社等
- ・ただし、製品売上高および商品売上高を関係会社に対する売上高から除く

<sup>2</sup> 取等有価証券も特定有価証券等に含まれるため、有価証券報告書に類する書類として、取等有価証券（法67条の18第4号）について提出され、公衆閲覧に供される会社内容説明書（日本証券業協会・グリーンシート銘柄及びフューエニックス銘柄に関する規則15条）が含まれる（法49条2項括弧弧）。  
<sup>3</sup> 財務諸表規則8条8項にいう「関係会社」。財務諸表提出会社の親会社、子会社および関連会社ならびに財務諸表提出会社が他の会社等の関連会社である場合における当該他の会社をいう。



- 関係会社への収益依存度の水準を80%に設定
- この水準に該当する会社は、関係会社からの売上げが配当や経営指導料等となっており、その他の売上げは不動産賃貸収入といった副次的なものが多い傾向。80%未満の水単の上場会社等では、重要な事業を自ら行っている傾向があるので、投資者の投資判断が単体ベースの数値に影響を受けないとは言い切れない。(平成23年WG報告4-5頁)。
- 連結財務諸表提出会社全般にまでは広げない。単体の財務諸表も開示されており、個別財務諸表の有用性も指摘されているから。ただし、将来的な見直しの可能性は否定しない(平成23年WG報告4頁)。
- 直近の公表された有価証券報告書の数値が基準となる。
- 事業年度途中で80%基準を下回っても、連結ベースで判断される(平成24年改正パブコム43頁8番の回答)。**【資料2】**

**(b) 概徴基準・重要性基準の変更事項**

特定上場会社等にあつては、連結ベースの数値を用いる。

- ex. 新たな子会社の取得(法166条2項1号ヨ、施行令28条2号、取引規則府令第1項11号イ)の場合

「次に掲げる子会社(令第29条第8号に規定する特定の子会社(以下「運動子会社」という。))を除く。)の異動を伴うものであること。

イ 子会社又は新たに子会社となる会社の最近事業年度の末日における総資産の帳簿価額が会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の最近事業年度の末日における純資産額の100分の30に相当する額未満であり、かつ、当該子会社又は新たに子会社となる会社の最近事業年度の売上げが会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合)にあつては、会社の属する企業集団とする。)の最近事業年度の売上げの100分の10に相当する額未満である子会社)

→ 子会社となる会社の純資産額が最近事業年度末日の連結ベースでの純資産額の30%未満、かつ、売上げが最近事業年度の連結ベースでの売上げの10%未満であれば、概徴基準に該当し、重要事実とならない。

①決定情報

- ・子会社以外の株式交換で株式交換完全親会社となる場合(取引規則府令第49条1項5号イ)
- ・完全子会社以外の吸収合併において存続会社となる場合(同項6号イ)
- ・会社分割により事業の全部もしくは一部を承継させ、または、承継する場合(同項7号)
- ・事業の全部もしくは一部の譲渡または完全子会社以外からの事業の全部もしくは一部の譲受けをする

4 金融庁・平成25年8月30日

- る場合(同項8号イ・ロ)
- ・新製品または新技術の企業化(同項9号)
- ・業務上の提携または解消をする場合(同項10号)
- ・子会社の異動を伴う株式・特分の譲渡または取得(同項11号)
- ・固定資産の譲渡または取得(同項12号)
- ・事業の全部または一部の休止または廃止(同項13号)
- ・新たな事業の開始(同項14号)

②発生情報

- ・災害もしくは業務に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害(同令50条1号)
  - ・財産上の請求に係る訴えの提起または判決等(同条3号)
  - ・事業の差止めを求める仮処分命令の申立てまたは裁判等(同条4号)
  - ・免許取消・事業停止等の行政処分(同条5号)
  - ・債務者等の債務不履行のおそれ(同条6号)
  - ・主要取引先との取引停止(同条7号)
  - ・債権者による債務免除または第三者による債務引受けもしくは弁済(同条8号)
  - ・資源の発見(同条9号)
  - ・決算情報
- 特定上場会社等の単体ベースでの売上げ・経常利益・純利益は、取引規則府令第51条1号~8号の適用なしとされた(同条書状添付書)適用がないので重要性基準に該当しないため、重要事実とならない(166条3項3号括弧書参照)。

(c) 投資家への周知方法

有価証券報告書の「事業内容」の欄に、提出会社が「特定上場会社等に該当する旨」および「その内容」を具体的に記載することが求められることとなった(企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式記載上の注意(27)h・第3号様式記載上の注意(7)・第8号様式記載上の注意(14)。平成25年9月6日施行)。

<記載事例>アサヒグループホールディングス株式会社(平成25.1.1~25.12.31)有報  
「なお、当社は特定上場会社等であり、特定上場会社等に該当することにより、インサイダー取引規制の重要事実の概徴基準については連結ベースの数値に基づいて判断することとなります。」<他社も同様の記載>

→ 立案担当者の見解：通常の概徴基準等と、特定上場会社等に係る概徴基準等に違いがあることから、周知性を高めるための記載事項。特定上場会社等に該当するか否かは、あくまで有価証券報告書の損益計算書における売上げを基準に判断されるものであり、仮に有価証券報告書に特定上場会社等に該当する旨の記載がなかったとしても、有価証券報告書の損益計算書における収益依存度が80%以上であれば、特定上場会社等に該当する(平成24年改正パブコム4頁8番の回答、齊藤ほか・商事法務2012号43頁)。

上場会社等が他社株公開買付けや買集め行為を行う場合にも、当該上場会社等がTDnetを通じて公開買付け等事実を開示すれば、167条4項の公表措置がとられたこととされる（金商施行令30条1項2号・3号ハ）。

b. 上場会社等以外の者が公開買付者等となる場合

上場会社等ではない公開買付者等は、TDnetを通じて開示できない。(i) 対象会社または(ii) 当該公開買付者等の親会社（上場会社等）に対し、公開買付け等事実を金融商品取引所に通知することを要請し、当該対象会社または当該親会社が、この要請に基づいて、TDnetを通じて開示すれば、167条4項の公表措置がとられたこととされる（同項4号）。

→ 具体的には連名によるプレスリリースに、公開買付け等事実を記載・添付し、金融商品取引所に通知（平成24年改正バゾノメ1頁1番の回答、齊藤ほか・商法務2012号45頁）

※ただし、上場親会社が存在しない非上場の公開買付者等が徹底的な公開買付等を行う場合、対象会社が連名による開示要請を受け容れるとは限らない（黒沼・ジュリスト1460号29頁）。事実上、TDnetの利用は難しく、従来通り、2以上の報道機関への公開・12時間経過の利用となりそう。公開買付者等が、上場会社等であるか、上場会社等である親会社をもつか、対象会社と友好的か否かといった事情で、利用可能な公表方法が異なる。

また、従来から、公開買付者等が上場会社等か否かで、公開買付開始決定の適時開示義務を負うかどうかにつき、違いがある。

#### 4. 組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係の見直し

##### (1) 改正事項

- ① 特定有価証券等にかかる売買等に、合併・会社分割による承継させ、または承継することを追加し（法166条1項本文）、この場合（事業譲渡の場合も含む）の適用除外を定めた（法166条6項8号～10号）。公開買付者等関係者についても、「株券等に係る買付け等」および「株券等に係る売付け等」の定義に合併・会社分割による承継を追加し（167条1項、金商施行令33条の3・33条の4）、同様の適用除外規定を新設（法167条5項8号～10号）。
- ② 組織再編の対価として、自己株式を交付し、または取得する場合はインサイダー取引規制の適用除外とした（法166条6項11号、167条5項11号）

##### (2) 上記①について：改正内容

###### a. 従来の考え方

「有償の譲渡若しくは譲受け」は、特定有価証券等を有償で所有権を移転すること。事業譲渡による特定承継はこれに該当するが（松尾直彦・金融商品取引法（第3版）574頁）、合併・会社分割等による包括承継は含まれない（金商法コメント40122頁〔神作〕）。

つまり、会社関係者等は、自分で、直近の有価証券報告書の損益計算書で収益依存度を計算して、特定上場会社等の堅実基準に依拠して良いか確認する必要がある。（特定上場会社である旨の記載があるからといって、連結ベースの堅実基準によるものと信頼できない）

### 3. 他社株公開買付けにおける公開買付け等事実に係る公表措置の見直し

#### (1) 改正前の公表措置

公開買付け等事実について  
 ① 当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと

② 公開買付開始公告、公開買付けの撤回等を行う公告・公表がされたこと

③ 公開買付届出書または公開買付撤回届出書が公衆縦覧に供されたこと（法167条4項）

→ 上記①につき、金商施行令30条

(i) 公開買付け等事実を2以上の報道機関に対して公開し、公開した時から12時間が経過したこと（同条1項1号・2項）

(ii) 上場会社等が、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金融商品取引所に通知し、通知された公開買付け等事実が当該金融商品取引所において公衆縦覧に供されたこと（同条1項2号・3号ロ、取引規制府令56条）

・ 上記(ii)のTDnetを通じて公表は、自社株公開買付けに限定（金商施行令30条1項2号括弧書）

・ 他社株公開買付けや買集めでは、TDnetによる開示が167条4項の公表措置として認められないので、TDnetで開示したとしても、別途(i)、②または③のいずれかの公表措置をとらなければ、インサイダー取引規制が解除されなかった。TDnetで開示・公表されて公知の情報となっているのに、「公表措置」がなければインサイダー取引となる不安定さ。

#### (2) 改正の背景

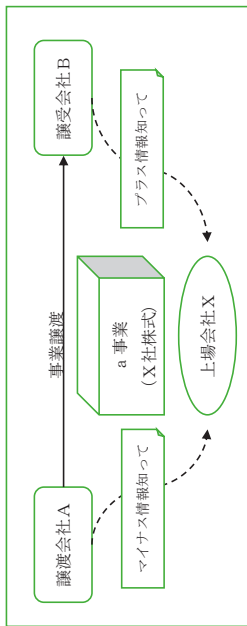
実務上、上場会社は、他社株公開買付けの実施を決定すると、公開買付開始公告をする前に、TDnetで決定情報を開示し、あわせて、対象会社が賛同表明を公表すること（東証・有価証券上場規程402条(1)x参照）が一般的だが、この決定情報の開示は167条4項の公表措置に当たらない。

→ そのため、公開買付者や対象会社は、情報受領者のインサイダー取引を防止するため、アナリスト等への説明ができず、かえって情報開示を妨げているという理由が挙げられている（平成23年WG報告10頁、齊藤ほか・商法務2012号44頁）。

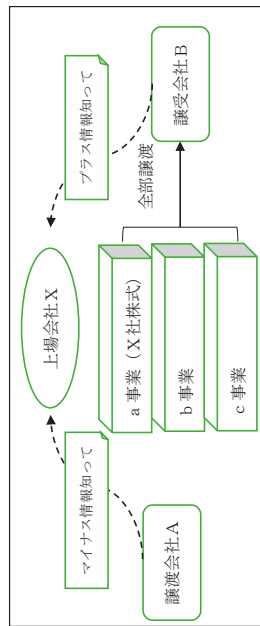
#### (3) 改正の内容

a. 上場会社等が公開買付者等となる場合

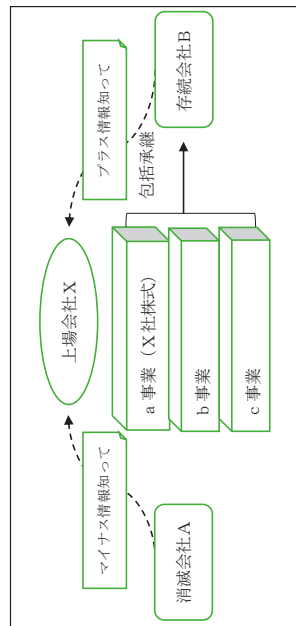
【図1. 事業の一部譲渡・譲受け】 個別の承継財産（a事業X株式）の選別が可能



【図2. 事業の全部譲渡・譲受け】 承継財産の選別はしない



【図3. 吸収合併】 包括的にすべての財産を承継



- 「有償の譲受け」の文言上、類似行為であるが、図2は適用あり、図3は適用なし。
- 個別に承継財産を選別できる図1と全部を承継する図2が、同じように扱われる。図2や図3よりも、図1の方が、X株にかかる投資判断の要素は大きい。
- 図3が、規制の潜脱方法として用いられないとも限らない。
- いずれの場合も、重要事実を「知って」公表前にX株を承継させ、または承継すれば、一般投資家よりも有利な取引が行われることとなる。投資家の不公平感。
- わずかなX株のため、図2や図3が事実公表まで実施を待たねばならないのは、円滑な組織再編の支障ともいえる。

**b. 平成23年WG報告の提言（6頁以下）**

- ・ 特定承継・包括承継いずれの手段であっても、上場株券等の取引の性格を有する。
- ・ 「組織再編の一方当事者が、上場株券等の発行者に関する重要事実を知らずながら、組織再編により上場株券等を承継させ、又は承継した場合について、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがある点で、特定承継と包括承継とを区分する必要性は必ずしも高くはないと考えられる。」
- ・ 類型的にインサイダー取引に利用される危険性が低いと見込まれるものについては、組織再編の性質に鑑み、インサイダー取引規制の適用を除外することが適当。

**c. 改正内容**

**(i) 合併・会社分割による承継を「売買等」に追加**

承継させる行為も、承継する行為も規制対象（法166条1項本文）。「…売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継（合併又は分割により承継させ、又は承継することを含む。）又はデリバティブ取引（以下この条において「売買等」という。）を…」（改正により下線部を追加）

**(ii) 適用除外事由**：組織再編の円滑を図る観点から、組織再編による特定有価証券等の承継が、インサイダー取引に利用されるおそれが類型的に低いと認められる場合を適用除外（古澤ほか・逐条2012改正59頁）

**(ア) 承継資産に占める特定有価証券等の割合が低い場合（法166条6項8号、取引規制府令58条の2）**

割合が小さいと、承継対価全体に与える影響は軽微。あえて組織再編を仕組むことはコスト過大となり、インセンティブに乏しい（古澤ほか・逐条2012改正59頁）。合併等（合併、会社分割、事業の全部・一部の譲渡・譲受け）による承継資産の帳簿価額の合計のうち、特定有価証券等の帳簿価額の占める割合が20%未満であるとき（平成23年WG報告7頁、承継ほか・商事法務2012号41頁によれば、株主総会決議不要とされた簡易手続きの数値を参照したとのこと）。

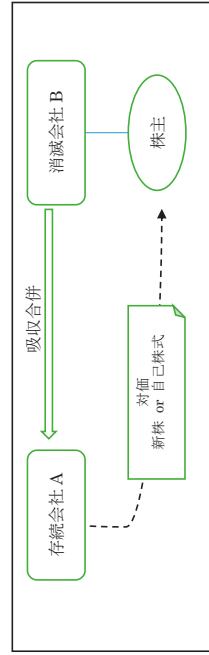
- ①組織再編の当事会社が株券等を承継取得する場合（会社法上の手続きで一定の透明性・公正性が確保されているから）
  - ②組織再編の当事会社の株主等が当該組織再編の対価として株券等の交付を受ける場合（株主が自らの意思のみでコントロールできないものであるから）
    - ①②いずれも、「株券等の買付け等」に該当しない。
- <事業の全部または一部の譲受けによる特定買付け等>
- 平成16年の金商施行令の改正により、公開買付規制の適用除外と規定された（法27条の2第1項ただし書・金商施行令6条の2第1項9号）。合併等と同様の効果をもたらすものであり、企業組織の再編等を促す観点から、強制的公開買付制度の適用除外とすることが適切であるから（前掲・平成15年ディスクローチャーWG報告27頁）。
- ⇒ 平成24年改正…規定の仕方からみて、166条1項注書の「有償の譲受け」の定義を変更するものではない。
- 公開買付規制への影響につき、金融庁の見解：
- 今回の改正は、「あくまでインサイダー取引規制における合併・会社分割による株券等の承継の位置付けを整理するものであり、『株券等の公開買付けに関するQ&A』に変更を加えるものではない（平成24年改正ハブコメ2頁4番の回答）。

**(3) 上記②について：改正内容**

合併等（合併、会社分割、事業の全部・一部の譲渡・譲受け）または株式交換の対価として、自己株式の交付を行う場合または交付を受ける場合は、インサイダー取引規制の適用を除外

**a. 従来の考え方**

ex. 吸収合併の際に、存続会社に重要事実が発生しており、消滅会社株主に新株を交付する場合と自己株式を交付する場合。



○ 新株の発行とこれに対応する新株の原始取得は、売買等に該当しない（通説）。会社法のほか、金商法の発行開示規制等により、株主・投資家の保護が図られるから（横

→ 20%未満であれば、重要事実を「知って」取引を行ったとしても、違反行為とならない。重要事実を利用しようとしたかどうか（いわゆる利用基準）の観点からの規制か？事業譲渡については規制緩和となる改正。組織再編の円滑を図る利益との調整がなされたのであるが、投資家の不公平感・証券市場への信頼は解消されるか？

承継資産を選択できる場合（事業の一部譲渡や会社分割）も同じ扱いにされているのは適当か？

(イ) 合併等の契約（新設分割にあつては新設分割計画）の内容の決定についての取締役会決議が重要事実となる前になされた場合において、当該決議に基づいて当該合併等により特定有価証券等が承継されるとき（法166条6項9号）。

→ 当初の計画通りの実施。特定有価証券等の承継が重要事実を知ったことと無関係に行われたことが明らかであるケース。一般投資家の信頼を損なうことはない（古澤ほか・逐条2012改正59-60頁）。規制を及ぼすと、円滑な組織再編に支障が生じうる（平成23年WG報告8頁）。

「取締役会決議」…承継対価を含めた合併契約等の締結の最終決定（平成23年WG報告7頁、古澤ほか・逐条2012改正60頁）

(ウ) 新設分割を行う場合、共同新設分割を除き、適用除外（法166条6項10号）。

新設分割は第三者との取引を有しないのに対し、共同新設分割では、複数の分割会社が各々の承継資産の価値等に基づき新設会社の株式保有割合の調整を行う。分割会社間の取引の側面を有する（古澤ほか・逐条2012改正60頁）。承継させる行為のみを規制。

**(補足) 公開買付け規制への影響**

「買付け等」の定義  
 → 「株券等の買付けその他の有償の譲受けをい…」（法27の2第1項本文括弧弧）  
 <学説等の状況>

合併、会社分割等による株券等の移動は、「有償の譲受け」に該当しない。同様の効果をもたらす事業譲渡についても同じ（神崎ほか・金融商品取引法468頁(注)20）。「合併、株式交換又は吸収分割による株券等の移動については、基本的には『有償の譲受け』には該当しないものと解されており、公開買付規制は適用されない」（ディスクローチャー・ワーキング・グループ報告（平成15年12月9日）27頁）

<金融庁Q&Aの問12><sup>5</sup>  
 たとえば、他の会社の株式のみを対象とする吸収分割（いわゆる無対価分割を除く）のように、実質的には相対での譲受けの一形態と認められるような場合を除き、

<sup>5</sup> 三井寿範＝土本一郎編『詳解 公開買付制度・大企業保有報告制度Q&A』（商事法務、2011年）67頁。

島・逐条解説 45 頁、証券取引法研究会・インベストメント 42 巻 2 号 (1989 年) 56-57 頁 [森本・神崎]、金商法コンメンタール(4)122-123 頁)。

○ 自己株式の処分や取得は、売買等に該当すると解されてきた (木田・インサイダー実務 253 頁、金商法コンメンタール(4)124 頁 [神作])。なお、適用除外として、166 条 2 号・4 号の 2。

○ ただし、会社関係者や情報受領者に第三者割当てが行われる場合などでは、インサイダー取引の弊害あり。新株発行にもインサイダー取引規制を及ぼす方向を示唆・主張 (神崎ほか・金融商品取引法 1219 頁、インサイダー取引規制 WG (第 3 回) 議事録 (大崎、川口、黒沼)。新規発行と自己株式処分の異なる扱いは、同等の規律を課している会社法の考え方と平仄が合わない (岩原ほか・金商法セミナー 328 頁 [藤田] 等)。  
※発行開示制度では、平成 21 年金商法改正により、自己株式の処分は、取得勧誘類似行為として、募集と同様の扱いを受けるようになった (法 2 条 3 項、定義府令 9 条 1 号)。

## b. 改正の根拠

① 自己株式の交付をする場合

- ・組織再編当事者間でデュー・ディリジェンスを通じて、インサイダー取引が抑止されるから、自己株式交付がインサイダー取引に利用される危険は類型的に低い。
- ・自己株式の交付を行う会社は、未公表の重要事実がないか網羅的に精査しなければならず、実務上多大なコストを要する。
- ・組織再編の際の自己株式の交付には、原則として、株主総会の特別決議や、対価の相当性に関する事項等の事前開示義務などが要求されており、株主保護が充実にいえる。

② 自己株式の交付を受ける場合

- ・新規発行について適用対象とされない。
- ・対価の交付を受ける者が株主である場合、基本的に受動的な立場で交付を受けるに過ぎない。
- ・対価の交付を受ける者のみが、自己株式を交付する会社の重要事実を知っていることは極めて例外的である (以上、古澤ほか・逐条 2012 改正 60-61 頁)。

※ 組織再編も含め、一般に新株発行と自己株式の交付に係るインサイダー取引規制の適用関係をどのように整理するかは、引き続き検討されるべき課題 (平成 23 年 WG 報告 9 頁)

## II. 平成 25 年改正 (投資法人関係)

### 1. はじめに

(1) 投資信託・投資法人制度の改正  
投資信託・投資法人法制の見直しについての検討の諮問 (平成 24 年 1 月 27 日)：

国民が資産を有効に活用できる環境整備を図るため、  
「一 投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等  
二 投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投

資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等」

平成 24 年 12 月 7 日「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」(以下、投信 WG 報告)【資料 3】を踏まえて、

・平成 25 年 6 月 19 日公布「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(平成 25 年法律第 45 号) 1 年以内施行部分は平成 26 年 4 月 1 日施行 【資料 4】

・平成 26 年 2 月 4 日関係政令の公布、同日 14 日関係内閣府令の公布 (同年 4 月 1 日施行)

行) 金商施行令【資料 5】、取引規制府令【資料 6】

[投資信託法制]

- ・投資信託の併合手続きの簡素化
- ・運用報告書の内容の合理化・提供方法の電磁化
- ・MRP 等についての損失補填禁止の例外

[投資法人法制]

- ・ライツ・オフアリングを可能にする法整備
- ・自己投資口取得の緩和
- ・海外不動産取得のための法人の株式取得に係る投資法人の過半数議決権保有制限緩和
- ・投資口発行差し請求制度の創設
- ・インサイダー取引規制の導入
- ・資産運用会社の利害関係人と投資法人との取引につき投資法人役員会の同意要求

### (2) 改正前の状況と背景

投資証券等は、インサイダー取引規制の対象とされていなかった。投資口について運用資産の純資産価額に基づく価格形成が行われ、インサイダー取引の余地が比較的小さいと考えられたから (投信 WG 報告 12 頁)。

※ただし、「関連有価証券」として、特定有価証券等に含まれていた。(上場会社等の特定有価証券に係るオプションを表示する方 2 条 1 項 19 号に掲げる有価証券その他の法令で定める有価証券。法 163 条 1 項)として、投資信託・外国投資信託の受益証券または投資証券・投資法人債券・外国投資証券であって、当該信託財産または資産を当該上場会社等の特定有価証券のみに対し投資することを信託約款または規約に定めた投資信託・投資法人・外国投資信託・外国投資法人に係るもの (金商施行令 27 条の 4

第1号・2号)

- ・投資証券は166条の適用対象ではないが、157条の適用可能性が指摘されていた<sup>6</sup>
  - ・東京証券取引所では、上場不動産投資法人の適時開示義務を課してきた【資料7】。
- <規制導入の背景> 投信WG報告 12頁
- ・実際の価格動向は、たとえばスポンサー企業の変更、公募増資、大口テナントの退去等によって相当程度変動しており、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を確保する必要がある。
  - ・諸外国では規制対象とされている。

## 2. 適用対象となる上場投資法人等の範囲

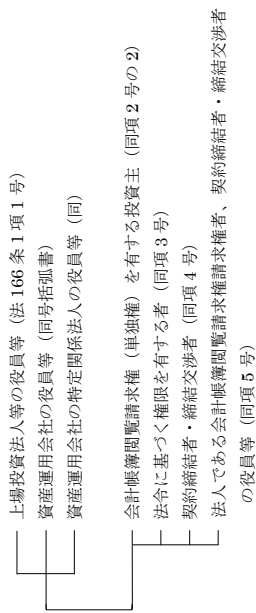
法163条1項：投資法人証券・投資法人債券（法2条1項11号）が追加されたが、政令で定めるものは除かれる。

金商施行令27条2号、取引規制府令25条2項・3項

- ① その資産総額の50%超の額を不動産等の資産（不動産、不動産の賃借権、地上権およびこれらの資産のみを信託する信託受益権。投資信託・投資法人法施行規則105条1号へ）に対する投資として運用することを規約に定めた投資法人
- ② 最近営業期間の決算において投資法人の資産の総額のうちにある不動産等の資産の合計額の割合が50%超である投資法人

→ 上場投資法人等のうち不動産投資法人が適用対象＝「上場会社等」に含まれる

## 3. 会社関係者の範囲



## (1) 「当該上場会社等」の定義

上場投資法人等に加え、その資産運用会社および特定関係法人を含む（法166条1項1号括弧書）

→ 資産運用会社や特定関係法人の契約締結者や会計帳簿閲覧請求権者は、会社関係

<sup>6</sup> 西村あさひ法律事務所編『最新金融レギュレーション』（商事法務、2009）393頁【戸田健一郎】。

者（準内部者）となる。この契約締結者や会計帳簿閲覧請求権者から情報伝達を受けた者は、第一次情報受領者となる（同条3項）。

つまり、上場投資法人だけでなく、その資産運用会社および特定関係法人が、投資家の投資判断に影響を与える情報の発生源となりうる（投信WG報告12頁）。

## (2) 資産運用会社

投資法人は、資産運用に係る業務を資産運用会社に委託しなければならない（投信法198条1項）。投資家の投資判断に影響を及ぼすような資産運用に関する情報は、資産運用会社が取得・保有・管理すると予定されている（古澤ほか・逐条2013改正98頁）。

## (3) 特定関係法人（法166条5項1号・2号）

資産運用会社の親会社等のこと。いわゆる、スポンサーを想定している。

※実務上、スポンサーによって設立企画人となる株式会社設立され、不動産投資法人の設立後、当該設立企画人が資産運用会社となるのが一般的。スポンサーは、資産運用会社の管理・運営、不動産投資法人の運用する不動産の供給等に関与する（大串ほか・不動産投資法人（REIT）の理論と実務58頁）。

①上場投資法人等が提出した直近の有価証券届出書、有価証券報告書等において、資産運用会社の親会社と記載された会社（法166条5項1号、金商施行令29条の3第2項、取引規制府令55条の7第1項）。

②上場投資法人等が提出した直近の有価証券届出書、有価証券報告書等において、資産運用会社の利害関係人等（投信法201条1項）のうち、当該上場投資法人等との間で不動産の取得・譲渡・貸借等の取引（特定資産の価値に及ぼす影響が重大なものに限る）を行い、または行った法人として記載された法人（法166条5項2号、金商施行令29条の3第3項、取引規制府令55条の7第2項）。

特定資産の価値に及ぼす影響の重大性にかかる基準として、たとえば、過去3年間における上場投資法人等のあらゆる不動産取引の取得・譲渡等の対価の合計額に対する、利害関係人等と当該上場投資法人等との対価の合計が数字の割合が20%以上であることなど（取引規制府令55条の8）。

cf.特定関係法人の名称等は、有価証券届出書・有価証券報告書の「投資法人の仕組み」において記載される（特定有価証券開示府令4号の3様式・記載上の注意(18)bの改正、7号の3様式・記載上の注意(1)f）

<sup>7</sup> 具体的には、①当該資産運用会社の親法人等、②当該資産運用会社の子法人等、③当該資産運用会社の議決権の過半数を有する個人株主が議決権を有する会社等（特定個人株主）、④これらに属する者（議決権の20%以上を有する主要株主）をいう（投資信託・投資法人施行令123条4号、投資信託・投資法人施行規則244条の3）。

4. 重要事実



▲ 特定関係法人の決定事実や発生日実は、重要事実に含まれていない。

5. 重要事実の公表

(1) 公表の方法

従来と同じ (法 166 条 4 項 柱書、金融施行令 30 条 1 項、取引規制府令 56 条)

①政令で定める方法または②重要事実を記載した有価証券報告書等が提出され公衆縦覧に供された場合

(上記①につき、(i) 重要事実等を2以上の報道機関に対して公開し、公開した時から12時間が経過したこと、または (ii) 金融商品取引所の規則で定めるところにより、重要事実等を金融商品取引所に通知し、通知された重要事実等が当該金融商品取引所において公衆縦覧に供されたこと)

(2) 公表の主体

- i) 上場投資法人等の決定事実・決算情報/上場投資法人等 (法 166 条 4 項 2 号)
  - ii) 資産運用会社の決定事実/資産運用会社 (同項 3 号)
  - iii) 上場投資法人等の発生日実・資産運用会社の発生日実・バスケット条項/上場投資法人等または資産運用会社 (同項 4 号)
- ※決定事実や決算情報は、当該法人 (会社) の業務執行を決定する機関が決するから、当該法人 (会社) 自身が公表
- ※上記 (iii) は、発生源以外の者による公表を含むが、なぜそうする必要があったのか?
- cf. 立案担当者の見解 (古澤ほか・逐条 2013 改正 122-123 頁)

ア) 上場投資法人等を公表主体とすることについて  
 「上場投資法人等は、…有価証券報告書の提出義務 (24 条 1 項) 等の継続開示義務を負っており、資産運用会社に関する一定の事実 (例：資産運用会社の大株主の状況) を有価証券報告書等に記載することとされている。このように、上場投資法人等は、その発行する「特定有価証券」に関する投資者の投資判断に影響を及ぼす事実全般についての情報を公表する責任を負う立場にあることから、…信頼に足る者による公表があるといえる。」

イ) 資産運用会社を公表主体とすることについて

「資産運用会社は、金融商品取引業者として金商法に基づき登録を受けて当局の監督に服する者であり…、一般的な情報開示の適切性は担保されるし、角上場投資法人等の資産運用会社は上場投資法人等の有価証券報告書等において特定して開示されており開示する情報が帰属する上場投資法人等も明確である。そして、投資法人の資産の運用に關して生じ投資者の投資判断に影響を及ぼす事実に関わる情報の取得・保有・管理は、…資産運用会社によって行われる…」ため、これらの事実について自らの業務に関するものとして自らの責任をもって情報開示を行うことができる者である。」

6. その他

(1) 適用除外事由

- ・投資口の買取請求 (法 166 条 6 項 3 号) を追加。クローズド・エンド型への規約変更、吸収合併・新設合併の反対投資主によるもの。
- ・防戦買いの要請に基づく取引への追加 (同項 4 号)。要請を決定する機関 (株式会社では取締役会) は、投資法人の役員会 (金融施行令 31 条の 2)
- ・投資法人債券を追加 (法 166 条 6 項 6 号)。ただし、解散 (法 166 条 2 項 9 号へ)、破産手続・再生手続開始の申立てや不渡り等 (金融施行令 29 の 2 の 2 第 5 号、29 の 2 の 3 第 4 号・5 号) を知って売買する場合は除く (取引規制府令 58 条)。
- ・持投資口会を通じた買付け (法 166 条 6 項 12 号、取引規制府令 59 条 1 項 4 号・5 号 8 号の 2)

(2) 売買報告書・短期売買差益の返還義務

上場投資法人の役員・資産運用会社の役員

- ・…法 163 条の売買報告書の提出義務および法 164 条の短期売買差益の返還義務を負う。<ただし>
- ・投資主は含まれない (帳簿閲覧請求権等を有するに過ぎない投資主が、資産の運用等に關する投資者の投資判断に影響を及ぼす事実に関する情報に接触する機会は限定的とも考えられるため。古澤ほか・逐条 2013 改正 98 頁)。
- ・特定関係法人の役員も含まれない。

(3) 公開買付等関係者のインサイダー取引

投資証券は、公開買付規制の対象となる「株券等」に含まれていたが (法 27 条の 2 第 1 項、金融施行令 6 条 1 項 3 号・1 条の 4 第 1 号)、インサイダー取引規制の対象とされていなかったため、「特定株券等」に追加 (金融施行令 33 条 1 項 4 号)

以上

【参考文献等】

- ・横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989年）
- ・木目田裕監修『インサイダー取引規制の実務』（商事法務、2010年）
- ・大串淳子＝田澤治郎＝竹宮裕二『不動産投資法人（REIT）の理論と実務』（弘文堂、2011年）
- ・岩原納作ほか『金融商品取引法セミナー「開示制度・不正取引・業規制編」』（有斐閣、2011年）
- ・古澤知之＝栗田照久＝佐藤則夫監修『逐条解説2012年金融商品取引法改正』（商事法務、2013）
- ・齊藤将彦＝小長谷章人＝上高正道＝山辺敏太郎「平成24年改正金商法政府令の解説(1) インサイダー取引規制に関する見直し等」 商事法務2012号（2013年）40頁
- ・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の改正」ジュリスト1460号（2013年）24頁
- ・古澤知之＝栗田照久＝佐藤則夫＝増田昌樹＝横尾光輔監修『逐条解説2013年金融商品取引法改正』（商事法務、2014年）



資料1

「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」メンバー名簿

平成23年12月15日現在

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

|        |         |                       |
|--------|---------|-----------------------|
| 座長     | ※ 神田 秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授     |
| メンバー   | 阿部 泰久   | 日本経済団体連合会経済基盤本部長      |
|        | 上柳 敏郎   | 東京駿河台法律事務所弁護士         |
|        | ※ 大崎 貞和 | 榊野村総合研究所主席研究員         |
|        | 川口 恭弘   | 同志社大学法学部教授            |
|        | 川田 順一   | J Xホールディングス㈱取締役常務執行役員 |
|        | ※ 神作 裕之 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授     |
|        | ※ 黒沼 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授       |
|        | 小林 繁治   | ㈱大阪証券取引所上席執行役員        |
|        | 佐伯 仁志   | 東京大学大学院法学政治学研究科教授     |
|        | 静 正樹    | ㈱東京証券取引所常務執行役員        |
|        | ※ 田島 優子 | さわやか法律事務所弁護士          |
|        | 田中 浩    | 野村證券㈱代表執行役専務          |
|        | 平田 公一   | 日本証券業協会常務執行役          |
|        | 柳川 範之   | 東京大学大学院経済学研究科教授       |
|        | 綿貫 治子   | ゴールドマン・サックス証券㈱取締役     |
| オブザーバー | 和田 雅樹   | 法務省刑事局刑事課長            |

(敬称略・五十音順)  
(※印は金融審議会委員)

平成23年12月15日

インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ

資料1

資料1

はじめに

インサイダー取引規制は、インサイダー取引に関する社会的関心の高まりや、英米等における規制強化の動きを踏まえ、昭和63年の証券取引法改正により制定されたものである。

その後、独占禁止法改正による持株会社の解禁や連結ベースのディスクロージャーへの移行、商法改正による金庫株解禁等に伴い、逐次、インサイダー取引規制に係る手当てが行われてきた。

しかしながら、近年、企業の合併・再編が進み、子会社や関連会社から構成されるグループ経営が一般化してきている実態を踏まえると、現在のインサイダー取引規制は、企業が円滑なグループ経営を行っていく上で、必ずしもこれに十分に対応した適切なものとなっていない部分がある。

当インサイダー取引規制に関するワーキング・グループは、こうした問題意識を踏まえ、本年7月から5回にわたり審議を行った。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける検討結果をとりまとめたものである。今後、関係者において、本報告書の趣旨を踏まえ、適切な制度整備が進められることを期待する。

## I. 純粋持株会社等に係る重要事実

### 1. はじめに

インサイダー取引規制は、上場会社等の会社関係者が、その職務等に関し、上場会社等の業務等に関する未公表の重要事実を知りながら、当該上場会社等の株券等の売買等を行うことを禁止している。一般に、重要事実とは、上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものとされている。

#### (1) 「軽微基準」

金融商品取引法（金商法）第166条第2項は、上場会社等の意思決定に係る事実、及び、上場会社等に発生した事実について、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき性質の事実を列記した上、当該事実に該当する場合であっても、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽

資料1

微なものとして定める基準（軽微基準）に該当するものについては、規制対象となる事実から除外することとしている。

これは、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき性質の事実であっても、類型的にその影響が軽微と認められるものについては、それを知った会社関係者による株券等の売買等が行われても、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうことが少ないことから、そのような取引を禁止するまでの必要性がないとの考慮に基づくものと考えられる。

現行の軽微基準は、上場会社等に係る事実に関し、上場会社等の単体の売上高や純資産額等との対比で一定水準未満の影響しか生じない事実について、類型的に投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして定めている。

#### (2) 「重要基準」

決算情報変更に係る事実についても、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき性質の事実とされており、売上高等の予想値等に関する差異が投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして定める基準（重要基準）に該当するものが重要事実には該当することとされている。

また、現行の重要基準は、上場会社等の単体の売上高、経常利益、純利益、剰余金の配当について数値基準を定めるとともに、連結グループでの売上高、経常利益、純利益についても数値基準を定めている。

## 2. 純粋持株会社等に係る軽微基準等

### (1) 純粋持株会社に係る軽微基準等

いわゆる純粋持株会社は、事業を営む会社の株式を所有することを通じて、専ら当該事業会社の経営管理及びこれに附帯する事業を営む会社であり、その収益は、自らの固有事業がないため、子会社からの配当や経営指導料など、グループ会社からの収益に依存していると考えられる。

資料1

このため、純粋持株会社に対する投資者の主たる関心事項は、一般的に、連結決算、連結グループ各社の事業展開やその結果としてのグループ全体の今後の見通し等であり、純粋持株会社の単体決算の状況についてはさほど関心が高くはないとの指摘がある。

加えて、純粋持株会社の売上高はグループ全体の規模に比して小さなものとなり、事業会社の売上高と比較すると軽微基準等の水準が低くなるため、両者についてインサイダー取引規制が必ずしも中立的ではないとの指摘がある。

このような純粋持株会社については、連結ベースの数値との対比で一定水準未満の影響しか生じない事実であれば、典型的に投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの（重要でない）と考えられることを踏まえ、軽微基準等について、連結ベースの計数を用いることが適当と考えられる。

（注）なお、決算情報変更に係る事実のうち、剰余金の配当に関するものは、グループとしての株主への配当は純粋持株会社から行われるものであるため、引き続き、純粋持株会社の単体を基準とすることが適当と考えられる。

## (2) 純粋持株会社に類する会社に係る軽微基準等

上述の収益・規模、投資者の関心事項に関する純粋持株会社の特徴は、純粋持株会社以外の会社であっても、自らの固有事業が副次的なものに止まり、グループ会社からの収益に依存している会社（純粋持株会社に類する会社）について当てはまると考えられる。

このため、上述の純粋持株会社に加え、純粋持株会社に類する会社についても、軽微基準等について連結ベースの計数を用いることが適当と考えられる。

## (3) 連結ベースの計数を用いる会社の範囲

軽微基準等について連結ベースの計数を用いる会社の範囲については、投資者の投資判断が基本的に連結ベースの計数について行われるかどうかで画されることが適当と考えられる。

3

資料1

これについては、上場会社等におけるグループ会社からの売上高（収益）の依存度に基づいて定めることが適当と考えられる。具体的には、上場会社等の単体の売上高のうち、グループ会社（関係会社）からの収益（主として配当や経営指導料等）の占める割合が一般基準を上回るような上場会社等を対象とすることが考えられる。この点、「投資者は、連結財務諸表を作成している事業会社一般について、投資判断に当たり連結ベースの情報を重視しているので、それらの会社全体について、軽微基準等を連結ベースの計数とすべきである」との指摘がある。投資者の意識の変化等を踏まえながら将来的には見直しを行っていくこともあり得るが、単体の財務情報についても開示対象とされており、個別財務諸表の有用性も指摘されている現状においては、上述の範囲での見直しを行うことが適当と考えられる。

なお、「グループ会社（関係会社）からの収益」の「上場会社等の単体の売上高」に占める「割合」の算定に際しては、上場会社等が製品・商品を製造しその子会社が販売会社である場合等があることを踏まえ、「グループ会社（関係会社）からの収益」からグループ会社への製品・商品売上高を除くこととすることが適当と考えられる。

## (4) 収益依存度の水準

現行の軽微基準等は、売上高に10%未満の影響しか及ぼさない事実であれば、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微（重要でない）としている。

一方、関係会社からの収益が大宗（80%以上）を占める会社については、関係会社からの売上げとその他の売上げを比較すると、関係会社からの売上げは配当や経営指導料等となっている一方、その他の売上げは不動産賃貸収入といった副次的なものが多いといった傾向にある。

また、関係会社からの収益依存度が特に高い会社については、年毎に大きく変動するような場合は少ないものの、その時々の特殊

4

要因によって一時的に変動が生じる可能性もある。

これらを踏まえ、上場会社等における関係会社からの収益依存度の水準は80%以上とすることが適当と考えられる。

この点、「より低い水準とすべきである」との指摘があるが、収益依存度が80%未満の水準の上場会社等においては、上場会社等が必ずしも副次的なものにとどまらない重要な事業を自ら行っている傾向にある。このような上場会社等について投資者の投資判断が当該上場会社等の単体の数値に影響を受けないとは言えないものと考えられる。

## II. 企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係

### 1. はじめに

会社が組織再編を行うに当たっては、事業譲渡や合併、会社分割、株式交換・株式移転が主要な手段となる。現行のインサイダー取引規制は、上場株券等に係る「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引（売買等）」（金商法第166条第1項）を対象としているため、組織再編に際してどのような手段を用いるかによって次のような相違が生じており、会社が選択する組織再編の手段に対するインサイダー取引規制の適用関係が中立的でないとの指摘がなされている。

- ・ 事業譲渡は個々の権利義務を承継させる行為（特定承継）であるため、「売買等」に当たり、インサイダー取引規制の規制対象である一方、合併や会社分割は権利義務を一括して承継させる行為（包括承継）であるため、「売買等」に当たらず、対象ではないと解されている。
- ・ 組織再編の対価として上場株券等を割り当てるときは、新株発行による場合は所有権の移転ではないため、「売買等」に当たらず、インサイダー取引規制の対象とならない一方、自己株式の交付による場合は既発行の上場株券等を移転させるものであるため、「売買等」に当たり、対象となると解されている。

## 2. 組織再編による保有株式の承継

### (1) 規制対象の見直し

会社が組織再編により他の会社に承継させる資産に上場株券等が含まれる場合、当該承継は、特定承継・包括承継のいずれの手段であっても、上場株券等を他の会社に承継させる点で、上場株券等の取引としての性格をも有するものと考えられる。

また、組織再編の当事者が、取引関係等に基づき承継資産に含まれる上場株券等の発行者に関する未公表の重要事実を知っていた場合には、その重要事実が組織再編の両当事者にとって外部情報となる。そのため、重要事実を知っている一方当事者が他方当事者に対しその情報を積極的に伝えない限り、当該他方当事者が把握することは難しい。

こうした場合中、組織再編の一方当事者が、上場株券等の発行者に関する重要事実を知りながら、組織再編により上場株券等を承継させ、又は承継した場合について、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがある点で、特定承継と包括承継とを区分する必要性は必ずしも高くないと考えられる。

これらの点を踏まえ、事業譲渡による場合と同様に、合併や会社分割による上場株券等の承継についても、インサイダー取引規制の対象とすることが適当と考えられる。

### (2) 適用除外

組織再編に際しての上場株券等の承継をみると、特定承継・包括承継のいずれであっても、次のような場合については、典型的にインサイダー取引に利用される危険性が低いと見込まれることから、組織再編の性質に鑑み、インサイダー取引規制の適用を除外することが適当と考えられる。

#### ① 承継資産に占める上場株券等の割合が低い場合

一般に、合併や会社分割、事業譲渡の承継資産に占める上場株券等の割合が低い場合、上場株券等の取引としての性格は必ずし

さいと考えられる。

また、組織再編は、当事者間において長期間の交渉やデュー・デリジェンス等を積み重ねた上で合意に至ることを踏まえ、取締役会で承継対価に関する事項を含む合併契約等の締結についての最終決定がなされた後においてもインサイダー取引規制を適用するならば、かえって円滑な組織再編に支障を生じさせることにもなりかねない。

なお、取締役会決議を経ずに組織再編が行われる場合もあり得るが、取締役会決議が行われる場合には、議事録が作成され、事後的に当該決議があったかどうかを検証することが可能である一方、取締役会決議以外の最終決定の場合は、当該決定を行った時点の特定が困難であり、典型的にインサイダー取引規制の適用を除外することには馴染まない。これらを踏まえ、適用除外の対象は、取締役会決議が行われた場合に限定することが適当と考えられる。

### ③新設分割による承継の場合

新設分割は、共同新設分割の場合を除き、分社化の機能を有するものであり、基本的に第三者との取引の性質を有しないため、インサイダー取引規制を適用する必要性は低いと考えられる。

## 3. 組織再編の対価としての自己株式の交付

### (1) 組織再編の対価に関する特徴

組織再編について、その性質をみると、通常、組織再編においては会社間で権利義務を承継させる点に主眼があり、新株や自己株式の割当てはその対価と位置づけられる。この点、未公表の重要事実を利用して上場株券等の売買を行う点に主眼があり、そのことにより利益をあげる典型的なインサイダー取引とは性質が異なると考えられる。

また、組織再編の局面に限定して検討する限り、仮にその対価に関し不正があったとしても当事者間における損害賠償等の問題で

も強くないと考えられる。すなわち、当該上場株券等に関し、投資判断に重要な影響を及ぼす未公表の事実が生じていたとしても、承継対価全体に及ぼす影響は小さく、また、その情報を利用して不正な取引を行うために組織再編を行うことはコストが過大であるため、インサイダー取引に利用される危険性は低いと考えられる。

この場合における承継資産に占める上場株券等の具体的な割合については、以下の点を踏まえ、「20%未満」を基準とすることが適当と考えられる。

- ・ 会社法上、組織再編は会社の基礎的変更にあたるため、原則として株主総会の特別決議が必要とされている。その一方、会社分割や事業譲渡による承継資産が総資産の20%を超えない場合には、分割会社や譲渡会社における株主総会決議は不要とされている（簡易手続）。

これは、組織再編を行おうとする会社にとつて基礎的変更とはいえない組織再編については、株主総会決議を要求する必要性が乏しいためと解されている。この考え方を敷衍すると、組織再編による承継資産のうち上場株券等の割合が20%未満であれば、承継資産全体にとつて重要性が低いものと考えられる。

- ・ 承継資産の大宗（80%以上）が上場株券等以外の場合には、仮に当該株券等の発行会社の株価に大きな影響を与えるような重要事実が生じていたとしても、承継対価全体に与える影響は必ずしも高くない。

### ②最終の取締役会決議後に重要事実を知った場合

一般に、取締役会において、承継対価に関する事項を含む合併契約や会社分割契約、事業譲渡契約の締結についての最終決定がなされ、当該決定に基づき合併契約等を締結する場合には、仮に当該決定後に未公表の重要事実を知ったとしても、そのことは無関係に上場株券等の承継が行われることとなるため、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれは小

あって、有価証券の売買等を行う市場取引とは関係性が高いとは考えられない。このため、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を確保することを目的としたインサイダー取引規制の対象とする必要性も必ずしも高くないと考えられる。

また、組織再編においては、通常、当事者間におけるデュエー・デリジェンスのプロセスにおいて、会社の事業や資産負債の状況について精査されるなど、自己株式の価値が慎重に吟味されることが一般的と考えられること、さらに、組織再編は原則として株主によるチェックを経て実施されることも踏まえると、未公表の重要事実を利用した不正な取引が行われる蓋然性は類型的に低いと考えられる。

## (2) 規制対象の見直し

上述の組織再編の対価に関する特徴を踏まえると、合併、会社分割、株式交換及び事業譲渡を行う際に、その対価として行う自己株式の交付及び交付された自己株式の取得については、新株発行を行う場合と同様に、インサイダー取引規制を適用しないこととするところが適当と考えられる。

なお、当ワーキング・グループでは、組織再編の局面に限定してその特性等に着目した検討を行ったものであり、組織再編以外も含め、一般に新株発行と自己株式の交付に係るインサイダー取引規制の適用関係をどのように整理するかについては、その性質や利用実態の異同、他の規制との関係等を踏まえながら引き続き検討されるべき課題である。

## Ⅲ. 発行者以外の方が行う公開買付けに関する公表措置

### 1. はじめに

現行の公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制では、公開買付け等事実の公表措置として、

- ①公開買付開始公告や公開買付届出書の公衆縦覧等がされたこと
- ②公開買付け等事実を2以上の報道機関に公開し、12時間が経過した

## こと

③上場会社が、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金融商品取引所に通知し、当該金融商品取引所において公衆縦覧に供されたこと

の3つの方法が定められている（金商法第167条第4項、金商法施行令第30条）。

このうち、③の方法の利用は、発行者による上場株券等の公開買付けの場合に限定されており、発行者以外の者による上場株券等の公開買付け（以下「他社株TOB」という。）やこれに準ずる買集め行為に関する公表方法として認められていない。これは、他社株TOB等の場合には、上場会社以外の者が公開買付者等となる場合があることを踏まえたものと考えられる。

## 2. 現行制度の問題点

他社株TOBにおいて、上場会社が公開買付者又は公開買付対象者となる場合、実務上、当該上場会社は金融商品取引所の適時開示ルールに基づき、TOB開始（公開買付届出書提出）前日以前にTdnnet（適時開示情報伝達システム）により、その決定事実又は賛同表明を公表することが一般的とされている。

しかしながら、上述のとおり、この公表は、インサイダー取引規制に関する公表措置に該当しないため、当該上場会社は、当該公表後であってもアナリスト等へ説明することができず<sup>(注)</sup>、かえって会社の情報開示を妨げているとの指摘がある。

また、実務上、インサイダー取引規制に関する公表措置の検討に当たっては、金融商品取引所における適時開示制度との整合性の確保が大切であるとの指摘もあった。

(注) 仮に当該上場会社のアナリスト等へ説明を行った場合、当該アナリスト等は「第一次情報受領者」として、インサイダー取引規制に服することとなる。

## 3. 上場会社による他社株TOBについて

資料1

公開買付者が上場会社である場合には、金融商品取引所の規則に基づき、当該金融商品取引所へ公開買付け等事実を通知することができ、これを公表措置として認めることが適当と考えられる。

なお、インサイダー取引規制に関する公表措置は、当事者が利用可能な手段・方法で行うものであり、公開買付者が上場会社である場合と上場会社以外の者である場合で公表措置の利用範囲が異なることはやむを得ない。

#### 4. 上場会社以外の者による他社株 TOB について

上場会社以外の者が他社株 TOB を行おうとする場合には、上場会社の場合と異なり、その者自身が金融商品取引所の規則に基づいて当該金融商品取引所に通知をすることはできない。

ただし、当該上場会社以外の者は、公開買付対象となる上場会社との合意の下、当該上場会社に、金融商品取引所へ両者の連名による通知をさせることが考えられる。

この場合、通知を受ける金融商品取引所は、当該通知内容について当該上場会社を通じて一定の管理を行うこととなるため、公表内容の正確性は基本的に確保されるものと考えられる。(なお、仮に金融商品取引所に対し、公開買付者の決定内容と異なる虚偽の通知が行われた場合には、当該決定内容が公表されていないため、引き続きインサイダー取引規制に服することとなる。その態様によっては風説の流布等に該当する場合もあり得ると考えられる。)

これらを踏まえると、上場会社以外の者による他社株 TOB についても、上述のような上場会社を通じた金融商品取引所への連名の通知・公衆縦覧がなされる場合には、これをインサイダー取引規制に関する公表措置として認めることが適当と考えられる。

なお、現行のインサイダー取引規制においても、法定開示書類の公衆縦覧や報道機関への公開など、公表方法の選択が可能であり、本件について特に公表方法の相違を利用した不適切な行為が行われるおそれは必ずしも高くないと考えられる。

資料1

以上の他社株 TOB に関する公表措置の見直しについては、公開買付けに準ずる買集め行為に関する公表措置としても同様の見直しを行うことが適当と考えられる。

資料2

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

凡例

本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

| 正式名称                        | 略称     |
|-----------------------------|--------|
| 金融商品取引法                     | 金商法    |
| 金融商品取引法施行令                  | 金商法施行令 |
| 金融商品取引法第六章の規定による種徴金に関する内閣府令 | 種徴金府令  |
| 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令         | 取引規制府令 |
| 企業内容等の開示に関する内閣府令            | 開示府令   |
| 金融商品取引法等に関する内閣府令            | 金商業等府令 |

資料2

| No. | コメントの概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 金融庁の考え方                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|     | <p><b>●金商法施行令</b></p> <p><b>▼インサイダー取引規制が解除される公表措置の見直し</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 1   | <p>上場会社以外の者が他社株式等の公開買付けを行う場合で、(公開買付者が) 公開買付対象となる上場会社 (以下「被買付会社」という。) 又は上場会社である自社の親会社 (以下「親会社」という。) に要請して当該事実を金融商品取引所の適時開示情報伝達システムを通じて公表する場合、以下(1)及び(2)の内容を記載した資料を公表することにより、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号に規定されるインサイダー取引規制上の公表措置がとられたと考えるか。(ただし、公開買付者と被買付会社又は親会社が連名で(2)の公表資料を作成した場合には、(1)の内容を記載した資料の公表を要しないとの理解でよいか。)</p> <p>また、公開買付けに準ずる買集め行為についても、同様の内容が資料に記載された場合には公表措置がとられたと考えるか。</p> <p>【公表資料に記載する事項】</p> <p>(1) 公開買付者と被買付会社又は親会社が連名により作成する公表資料</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公開買付者が公開買付けを実施又は中止する旨を記載</li> </ul> <p>(2) 公開買付者が作成する公表資料</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公開買付けの実施若しくは中止に関する事実を記載</li> </ul> <p>(公開買付けの内容を記載)</p> | <p>ご理解のとおりと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2   | <p>「上場会社以外の公開買付者等」が積極的に通知の要請を行うとは限らず、要請があった場合にも、開示文を見た第三者にとって公開買付者等の要請に基づき、どうか判別する事が出来ないため、本改正案によればインサイダー規制が解除されたか否か不明瞭な事態が生じ得る。従って、開示された事実又は開示文の内容それ自体から明確に判断できる要件とすべきである。具体的な要件として、被買付企業による開示については、「公開買付者等との連名による開示の場合」や「公開買付者等からの要請があり、その旨が開示文において明示されている場合」を新たな公表措置とすべきである。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <p>前段のご意見については、金商法第167条第4項は、公開買付け等の内容に関して公開買付者等により周知性の高い方法で公表がなされることを公表措置の要件とするものであるため、(被買付企業又は親会社との連名による資料など) 公開買付け等の内容以外についてまで公表することを金商法施行令において求めることは適当ではないと考えられます。ただし、ご指摘のとおり、インサイダー規制が解除されたか否かが判別容易となるよう、金融商品取引所において何らかの措置が講じられることが望ましいと考へられます。</p> <p>後段のご意見については、金商法第167条第4</p> |



資料2

|                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>た行為なども「特定関与行為に密接に関連するもの」に含まれ得ると考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                  | <p>前段のご意見については、ご理解のとおりと考えられます。<br/>後段のご意見については、製品売上高又は商品売上高に相当する科目があれば、それを除外すべきものと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <p><b>●取引規制府令</b><br/><b>▼純粋持株会社に係る重要事実の記載基準の見直し</b></p>                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <p>6 取引規制府令第49条第2項「特定上場会社等」の定義について、「特定上場会社等」とは、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第74条で規定する「関係会社」に対する売上高の金額（製品売上高及び商品売上高を除く）が、単体PLの売上高の総額の100分の80以上である上場会社等が該当するとの理解でよいか。<br/>また、ここでいう（製品売上高及び商品売上高を除く）というのには、例えば製造業でないため製品や商品という科目を使っていない会社もあると思われるが、文字通り「製品売上高及び商品売上高」に限られるとの理解でよいか。</p> | <p>ご意見を踏まえ、会社内容説明書を提出するグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄の発行会社についても「特定上場会社等」に該当するよう、取引規制府令第49条第2項を修正いたします。<br/>なお、グリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄は、いずれも金商法第67条の18第4号に規定する取扱有価証券に該当し、インサイダー取引規制の適用を受けている。<br/>また、会社内容説明書は、日本証券業協会が定める規則に基づき、当該有価証券報告書の「企業情報」に準拠して記載される。<br/>・重要事実の記載基準の適用要件について<br/>純粋持株会社等に係る重要事実の記載基準は、「特定上場会社等」に該当する旨を記載した有価証券報告書を提出した日以降に決定又は発生する重要事実と適用されるという理解でよいか。<br/>・重要事実の記載基準の適用要件について<br/>直前に提出した有価証券報告書には「特定上場会社等」に該当する旨の記載がある場合において、事業年度中に完全子会社と合併等することにより事業持株会社となった場合、当該事業年度に係る有価証券報告書が提出される迄の間は、純粋持株</p> |
| <p>7 第49条第2項に規定する「特定上場会社等」に関する規律に関し、金融商品取引法に基づく有価証券報告書を提出する上場会社等だけでなく、日本証券業協会が定める規則に基づき、会社内容説明書を提出するグリーンシート銘柄及びフェニックス銘柄の発行会社についても、適用を受けられることを確認したい。</p>                                                                                                                        | <p>ご理解のとおりと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <p>8</p>                                                                                                                                                                                                                                                                       | <p>ご理解のとおりと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

資料2

|                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>一方、上場親会社による開示については、元々、親会社にとって「子会社の公開買付行為」は要請の有無にかかわらず適時開示事由であることに加え、親会社による開示がなされる場合は、通常、子会社との間で十分に情報交換がされていることから、真实性担保の観点からあえて「要請」等の要件を設ける必要はなく、端的に「上場親会社が公表した場合を新たな公表措置とすべきである」。</p> | <p>項において「…当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」と規定されているため、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号の公表措置はあくまで公開買付者等が主体となつて行う必要があると考えられます。</p>                       |
| <p>3 売主が開示する場合の公表措置について、更なる検討を行って頂きたい。<br/>例えば、公開買付け等があった場合、それに応じて子会社株式を売却する場合、売主の「子会社の異動」として開示が必要となるケースが想定される。その場合、事実上、当該公開買付け等事実が開示されたにもかかわらず、インサイダー取引規制は解除されないこととなり、不都合が生じ得る。</p>     | <p>金商法第167条第4項において「…当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」と規定されているため、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号の公表措置はあくまで公開買付者等が主体となつて行う必要があると考えられます。</p>             |
| <p><b>▼企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の見直し</b></p>                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                          |
| <p>4 『組織再編の当事会社が株券等を保有する場合…通常、「株券等の買付等」には該当せず、公開買付を行う必要はない』とされている（「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」問12）。</p>                                                                                        | <p>今般の金商法改正及び金商法施行令改正は、あくまでインサイダー取引規制における合併・会社分割による株券等の承継の位置付けを整理するものであり、「株券等」の公開買付けに関するQ&amp;A」に変更を加えるものではありません。</p>                                    |
| <p>5 課徴金府令第1条の8の2第1項第2号で規定されている「特定関与行為に密接に関連するもの」とは具体的にどのようなものが含まれるのか。</p>                                                                                                               | <p>最終的には個別事情に基づき判断することとなりますが、例えば、特定関与行為に付随する行為のほか、特定関与行為を行うことにより顧客と一心同体の関係を構築したことや、顧客からの評価を高めたことなどを背景として、他の業務を受注した場合のように、特定関与行為により形成された人的関係等に基づいて受注し</p> |
| <p><b>●課徴金府令</b><br/><b>▼虚偽開示書類の提出に加担した外部協力者に対する課徴金</b></p>                                                                                                                              |                                                                                                                                                          |
| <p>一方、上場親会社による開示については、元々、親会社にとって「子会社の公開買付行為」は要請の有無にかかわらず適時開示事由であることに加え、親会社による開示がなされる場合は、通常、子会社との間で十分に情報交換がされていることから、真实性担保の観点からあえて「要請」等の要件を設ける必要はなく、端的に「上場親会社が公表した場合を新たな公表措置とすべきである」。</p> | <p>項において「…当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」と規定されているため、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号の公表措置はあくまで公開買付者等が主体となつて行う必要があると考えられます。</p>                       |
| <p>3 売主が開示する場合の公表措置について、更なる検討を行って頂きたい。<br/>例えば、公開買付け等があった場合、それに応じて子会社株式を売却する場合、売主の「子会社の異動」として開示が必要となるケースが想定される。その場合、事実上、当該公開買付け等事実が開示されたにもかかわらず、インサイダー取引規制は解除されないこととなり、不都合が生じ得る。</p>     | <p>金商法第167条第4項において「…当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」と規定されているため、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号の公表措置はあくまで公開買付者等が主体となつて行う必要があると考えられます。</p>             |
| <p><b>▼企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の見直し</b></p>                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                          |
| <p>4 『組織再編の当事会社が株券等を保有する場合…通常、「株券等の買付等」には該当せず、公開買付を行う必要はない』とされている（「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」問12）。</p>                                                                                        | <p>今般の金商法改正及び金商法施行令改正は、あくまでインサイダー取引規制における合併・会社分割による株券等の承継の位置付けを整理するものであり、「株券等」の公開買付けに関するQ&amp;A」に変更を加えるものではありません。</p>                                    |
| <p>5 課徴金府令第1条の8の2第1項第2号で規定されている「特定関与行為に密接に関連するもの」とは具体的にどのようなものが含まれるのか。</p>                                                                                                               | <p>最終的には個別事情に基づき判断することとなりますが、例えば、特定関与行為に付随する行為のほか、特定関与行為を行うことにより顧客と一心同体の関係を構築したことや、顧客からの評価を高めたことなどを背景として、他の業務を受注した場合のように、特定関与行為により形成された人的関係等に基づいて受注し</p> |
| <p><b>●課徴金府令</b><br/><b>▼虚偽開示書類の提出に加担した外部協力者に対する課徴金</b></p>                                                                                                                              |                                                                                                                                                          |
| <p>一方、上場親会社による開示については、元々、親会社にとって「子会社の公開買付行為」は要請の有無にかかわらず適時開示事由であることに加え、親会社による開示がなされる場合は、通常、子会社との間で十分に情報交換がされていることから、真实性担保の観点からあえて「要請」等の要件を設ける必要はなく、端的に「上場親会社が公表した場合を新たな公表措置とすべきである」。</p> | <p>項において「…当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」と規定されているため、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号の公表措置はあくまで公開買付者等が主体となつて行う必要があると考えられます。</p>                       |
| <p>3 売主が開示する場合の公表措置について、更なる検討を行って頂きたい。<br/>例えば、公開買付け等があった場合、それに応じて子会社株式を売却する場合、売主の「子会社の異動」として開示が必要となるケースが想定される。その場合、事実上、当該公開買付け等事実が開示されたにもかかわらず、インサイダー取引規制は解除されないこととなり、不都合が生じ得る。</p>     | <p>金商法第167条第4項において「…当該公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」と規定されているため、金商法施行令第30条第1項第4号又は第5号の公表措置はあくまで公開買付者等が主体となつて行う必要があると考えられます。</p>             |
| <p><b>▼企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の見直し</b></p>                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                          |
| <p>4 『組織再編の当事会社が株券等を保有する場合…通常、「株券等の買付等」には該当せず、公開買付を行う必要はない』とされている（「株券等の公開買付けに関するQ&amp;A」問12）。</p>                                                                                        | <p>今般の金商法改正及び金商法施行令改正は、あくまでインサイダー取引規制における合併・会社分割による株券等の承継の位置付けを整理するものであり、「株券等」の公開買付けに関するQ&amp;A」に変更を加えるものではありません。</p>                                    |
| <p>5 課徴金府令第1条の8の2第1項第2号で規定されている「特定関与行為に密接に関連するもの」とは具体的にどのようなものが含まれるのか。</p>                                                                                                               | <p>最終的には個別事情に基づき判断することとなりますが、例えば、特定関与行為に付随する行為のほか、特定関与行為を行うことにより顧客と一心同体の関係を構築したことや、顧客からの評価を高めたことなどを背景として、他の業務を受注した場合のように、特定関与行為により形成された人的関係等に基づいて受注し</p> |
| <p><b>●課徴金府令</b><br/><b>▼虚偽開示書類の提出に加担した外部協力者に対する課徴金</b></p>                                                                                                                              |                                                                                                                                                          |

資料2

|                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>会社等に係る重要事実の軽微基準が適用されるといふ理解でよいか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>重要事実の軽微基準の適用要件について<br/>有価証券報告書の最近事業年度の損益計算書をもとに計算すると「特定上場会社等」と考えられるものの、当該事業会社が有価証券報告書に「特定上場会社等」に該当する旨を記載していない場合は、純粋持株会社等に係る重要事実の軽微基準は適用されるのか。有価証券報告書の訂正報告書により「特定上場会社等」に該当する旨を開示した場合、どのような扱いになるのか。</li> </ul> | <p>「特定上場会社等」に該当するかどうかは、あくまで有価証券報告書の損益計算書における売上高を基に判断されることとなります。仮に有価証券報告書に「特定上場会社等」に該当する旨の注記がされていないにもかかわらず、有価証券報告書の損益計算書における売上高を基に計算すると「特定上場会社等」に該当するのであれば、「特定上場会社等」となります。ただし、「特定上場会社等」に該当するにもかかわらず、有価証券報告書にその旨の注記をしない場合は、金融法上の開示規制に違反することとなることにご留意ください。</p> |
| <p>9<br/>・連結ベースの係数を用いた軽微基準への見直しについて<br/>現在の金融法の開示規制や、金融商品取引所における開示制度が連結中心となっていることとの整合性を図り、「関係会社に対する売上高（製品・商品売上高を除く）」が売上高総額の80%以上であるか否かに依らず、全面的に連結ベースとするべく、更なる検討を速やかに開始すべきである。</p>                                                                                                          | <p>ご意見として参考させていただきます。</p>                                                                                                                                                                                                                                   |
| <p>10<br/>&lt;有価証券報告書の記載について&gt;<br/>開示府令第3号様式改正案では、有価証券報告書の【事業の内容】において、特定上場会社等に該当することとなる場合には、その旨及びその内容を具体的に記載することとされているが、「その内容」とはどのようなことを記載することを想定しているのか。</p>                                                                                                                             | <p>例えば、「特定上場会社等に該当することにより、インサイダー取引規制の重要事実の軽微基準については連結ベースの数値に基づいて判断することとなる」ことなどを記載することが考えられます。</p>                                                                                                                                                           |
| <p><b>●金商法等府令</b><br/><b>▼投資一任契約等に基づく運用報告書記載不要フアンド</b></p>                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <p>11<br/>第134条第2項に「～当該運用財産の額に対する割合が百分の三に満たないもの」との文言が追加されているが、当該割合は、運用報告書に記載すべき基準日における「有価証券の価額」（金商法等府令第134条第1項第2号ロ）を基に計算すると理解でよいか。（理由）<br/>「当該運用財産の額に対する割合」の計算方法を確認したい。</p>                                                                                                                | <p>ご理解のとおりと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                      |

資料2

|                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>12<br/>第134条第2項に「～当該運用財産の額に対する割合が百分の三に満たないもの」との文言が追加されているが、ここにいう運用財産は、顧客単位ではなく、契約単位で把握するとの理解でよいか。（理由）<br/>同一顧客との間で複数の一任契約を締結している場合における「運用財産」の理解を念のため確認したい。</p>                                                                            | <p>ご理解のとおりと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p>13<br/>インデックス運用を行う旨の投資一任契約が「特定の銘柄の対象有価証券（インデックス構成銘柄）を投資の対象とする方針」（金商法等府令第96条第2項）の契約である場合、対象有価証券に該当するインデックス構成銘柄については、フアンド関係者等の情報を契約締結前交付書面に記載する必要がある。（理由）<br/>改正案では、運用報告書についてのみ記載不要となる対象有価証券の範囲が設定されているが、契約締結前交付書面についても同様の設定を行うべきではないか。</p> | <p>個別の事案については実態に即して判断することとなるものと考えられますが、一般論としては、インデックス運用を行う旨の投資一任契約を行う場合は、当該インデックスを構成する銘柄全般を投資の対象とする方針であると考えると、特定の銘柄の対象有価証券を投資の対象とする方針ではないと考えられますので、契約締結前交付書面への記載は不要であるものと考えられます。</p>                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <p>14<br/>改正案で示された組み入れ比率3%未満の除外規定について、第134条第2項のみに適用されるような記載となっているが、第123条第1項第29号や第130条第1項第15号にも適用されるべきではないか。（理由）<br/>第134条第2項についてのみ除外規定を設ける理由を示して頂きたい。</p>                                                                                    | <p>金商法等府令第134条第2項の改正においては、運用報告書について、個々の銘柄に関し個々の基準価額の算出プロセスやフアンド関係者の状況等を投資家に情報提供させる必要性や、投資一任業者ひいては投資家のコスト負担などを考慮し、運用報告書について組み入れ比率の低い銘柄についてフアンドの詳細情報を記載することを不要としたものです。<br/>これに対し、金商法等府令第123条第1項第29号や第130条第1項第15号の措置は、投資一任業者によって基準価額や監査報告書の改ざんがなされることのないよう、第三者（国内信託銀行等）によるチェックを有効に機能させることを目的として設けられたものです。かかる趣旨から、指定外国金融商品取引所に上場されている有価証券など、基準価額等の改ざんのおそれが高いと考えられる一定の有価証券については適用を除外していただきます（同条第3項）が、それ以外の対象有価証券については、当該措置の対象とすることが適当であると考えられます。</p> |
| <p><b>●法律作成上の技術的なご意見</b></p>                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <p>15<br/>法令では、「こと」で終わる場合は、「。」を付するのが慣例である。</p>                                                                                                                                                                                               | <p>ご意見を踏まえ、金商法施行令第33条の3第2号及び第4号、第33条の15第2号並びに第33</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

平成 24 年 12 月 7 日

**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**

|            |                                                                                              |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>資料2</p> | <p>したがつて、金商法施行令改正案第33条の3第2号及び第4号、第33条の4第2号及び第4号、第33条の15第2号並びに第33条の16第2号の末尾に「。」を加えるべきである。</p> |
| <p>資料2</p> | <p>第の16第2号を修正いたします。</p>                                                                      |

1. はじめに  
 (1) これまでの沿革  
 投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）は、昭和 26 年に多数の投資家の資金を集めて有価証券に投資する仕組みを定めた「証券投資信託法」として制定された。その後、委託者の受益者に対する忠実義務の創設（昭和 42 年）、ファンド設定における個別約款承認制から届出制への変更や投資法人制度の創設（平成 10 年）といった改正が行われた。現行の法律名となった平成 12 年改正では、主たる投資対象を不動産等にも拡大し、不動産投資法人（J-REIT）を創設することが可能とされた。

その後、抜本的な改正は行われていなかったが、平成 22 年 6 月に閣議決定された「新成長戦略」、同年 12 月に公表された「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」、本年 7 月に閣議決定された「日本再生戦略」において、投資信託・投資法人法制を見直し、平成 25 年度までに制度整備の実施を行うこととされている。

様々な主体に対して適切な投資機会を提供するため、それぞれの資産規模や知識に応じ、国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備を図ることが重要である。また、資産運用業は、今後の金融・資本市場の発展や個人金融資産の拡大を担う中核的な業務の一つとして位置付けられるものであり、運用会社には、その運用力を強化し、顧客に適切な運用サービスを提供していくことが強く求められる。

このようなことから、本年 1 月、金融審議会に対し、以下のような観点から投資信託・投資法人法制の見直しについての検討を行うように諮問がなされた。

- 投資信託については、国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化や一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保等
- 投資法人については、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上や投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保等

(2) ワーキング・グループにおける議論の経緯等

上記の諮問を受けて、金融審議会は、投資信託及び投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ（以下「ワーキング・グループ」という。）を設置し、本年 3 月から審議を行ってきた。

本年 7 月には、それまでの 8 回に及ぶ審議における議論を整理するとともに、その後の方針を確認する位置付けで中間論点整理を作成し、本年 9 月以降の会合では、中間論点整理に基づき、

観点に基づくコンサルティング機能を発揮していくことが重要と考えられる。  
 また、運用会社・販売会社のインセンティブが一層顧客本位なものとなるような取組として、運用担当者の経歴や報酬体系等の顧客への提示や、報酬体系の取引ペースから殊高ペースへの移行が指摘された。これらについては様々な意見があったが、いずれにせよ、一律に法令化する性格の施策というよりもむしろ、競合会社との差別化といった観点から、各運用会社・販売会社が自主的に取り組むよう促すことが望ましい。さらに、運用会社が、商品開発能力のみならず、国内外資産に対する運用力を強化することにより、投資家のニーズに応じていくことが求められる。

第二に、次々と新商品が投入されることで、投資信託の累増・小規模化を招き、運営コストが報酬を上回っている投資信託が多い。投資信託運営に係る業務効率の向上に係る取組を検討することが必要である。その際、諸外国における状況も踏まえつつ、小規模な投資信託の増加につながっているような業界慣行等があれば、その見直しについても必要に応じて検討が行われるべきである。

第三に、海外資産への投資割合が上昇する一方、商品の複雑化・リスクの複合化が進行している。これらに伴い、投資信託に係る手数料率が上昇傾向にある。また、元本の払戻しを伴う多頻度の分配を行う商品の普及により、全体的な得失の把握が難しくなってきた。商品性やリスクに関する購入時の説明の一層の工夫や、投資開始後には全体的な得失を瞭然と理解できるための仕組みを検討することが必要である。また、そうした説明を尽くしても、突発的・不連続に発現するリスクに対しては、あらかじめ一定の制約を設けておくことの是非も検討に値すると考えられる。

第四に、投資信託市場の主要顧客層である退職前後の世代は今後減少することが予測され、同市場の拡大を持続させるためには、余資運用に限らず資産形成という視点も必要と考えられる。少子高齢化が進む中、現役世代の老後への備えとして、小口投資が可能で投資信託の商品性は一層重要になる。こういった課題に対しては、現役世代への投資信託の普及に向け、例えば、業界において、目的意識を明確にした積立投資の促進といった取組やETFの更なる活用が加速されることが望ましい。併せて、投資信託市場における確定拠出年金の役割について議論が行われていくことが望ましい。

以上の指摘については、基本的には、投資家・市場関係者の意見も聴きながら、関係業界の業態を超えた自主的な努力によって対応すべき領域が多い。特に、運用会社による投資信託の運営の適切性の確保について、投資家や受益者によるモニタリングを通じてガバナンスのみに期待することが難しい中、運用会社と受託会社は投資家や受益者に対する受託者責任を負う者として、適切な運営を行う必要がある。また、当局による規制や適切な検査・監督が求められる。さらに、関係業界を中心とした自主的なモニタリングを行うことも効果的である。具体的には、例えば投資信託協会が投資信託の運営につき、一層、幅広く投資家の声を集め、適切に運用会社間での共有を図るなど、多様な経路を通じて適切な投資信託運営が確保されることが望ましい。

(2) 国際的な規制の動向や経済社会情勢の変化に応じた規制の柔軟化

○ 引き続き検討を行うべきとされた事項について、具体的な議論を行うとともに、事務的に検討すべきとされた事項について、中間論点整理で示された方向性に従って事務局において検討を行い、主としてその検討結果の報告を受けるという方向で審議が進められたところである。

今回の最終報告については、これまでの計13回にわたる審議を踏まえ、投資信託・投資法人法制の見直しの際の基本的な考え方を提示するものとして、取りまとめられたものである。

2. 投資信託制度

(1) 我が国投資信託の現状と対応の方向性  
 我が国投資信託の現状につき、ワーキング・グループ・グループにおいては、以下の点が指摘された。

① 現在の投資信託市場を巡る環境とそれの下での経済活動等

投資信託の量的拡大は途上にあり、現在の規模では経費を投資信託の残高に運動した信託報酬で賄い切れず、販売手数料が重視されているとの指摘がある。投資信託の手料は、株式売買手数料や利ざやといった従来の収益源が不振となつている金融機関にとつて重要となつている。また、販売会社が顧客との関係をほぼ掌握している。こうした中で、投資家の投資意欲に動きかけやすいよう、市場の動向に応じた新しいテーマに基づく新商品が次々と設定・販売されてきた。

さらに、株価低迷・低金利環境が長期化し、伝統的な投資手法を用いて高いリターンを得ることが困難になってきている。こうした中、リターン追求に敏感な投資家のニーズに応える形で、海外資産を中心に運用する商品や複数の収益源を組み合わせた商品の開発や、預金利息等のような定期的収入を重視する投資家に働きかけやすい高頻度・高分配商品の開発が活発化している。また、近年、投資割合が上昇しつつある外国資産による運用については、外国運用業者の運用力や当該国での投資信託の運営に関するインフラ基盤等を利用するため、外国運用業者への外部委託又は外国運用業者が運用するファンドへの投資（いわゆるファンド・オブ・ファンズ）がなされることも多く、投資対象の多様化が進む一方で、商品性の複雑化の一因にもなつているとの指摘がある。

なお、こうした商品が投入される投資信託市場の主要顧客層は、退職前後の世代により形成されている。これは、我が国においては退職前後の世代に余剰資金が偏在する一方、退職後の生活への漠たる不安が広がっていることが一因と考えられる。

② 上記の結果もたらされた影響と対応の方向性

まず、第一に、販売手数料収入が重要な収益源である販売会社が商品供給に大きな影響を有している実態により、投資期間の短期化等の問題を招きかねず、投資信託商品の開発・販売において必ずしも投資家の資産運用ニーズが反映されていないとの指摘がある。そのため、投資信託商品の開発・販売に当たっては、顧客（投資家）本位の目線が一層必要である。例えば、顧客の生活設計やマネープランを踏まえた資産形成という

といった要件を全て充足する場合には「商品としての基本的な性格」に相違がないものとし、書面決議を不要とすることが適当である。

(c) 受益者数要件の撤廃

現在、書面決議においては、信託法の規定を踏まえ、議決権を行使することができる受益者の半数以上であって(受益者数要件)、当該受益者の議決権の3分の2以上の賛成を要することと規定されている。この点については、投資信託においては受益者の個性による影響が極めて限定的であることに加え、受益権の内容の均等性が担保されていることにも鑑み、約款変更や併合手続の見直しを促進する観点を踏まえ、受益者数要件を撤廃することが適当である。

(d) 反対受益者の受益権買取請求制度の見直し

現在、書面決議に反対した受益者は、受託者に対し自己の受益権の買取請求ができることと規定されている。しかし、基準価額が毎日算出され、当該価格による償還が随時可能なオープンエンド型投資信託においては、解約請求を行えば、解約時の基準価額に準じた価額によって償還金を受領することができる。よって、そのような投資信託については、反対受益者の受益権買取請求権を付与して投下資本の回収機会を追加的に設定しなくとも反対受益者に与える不利益は乏しいことから、同制度を適用しないこととするのが適当である。

② 同一投資信託における複数の報酬体系等の容認

現在、投資信託の受益権は均等に分割されなければならないはず、運用方針だけでなく信託報酬体系等も受益権間で同一である必要がある。その結果、例えば、同一の運用方針の下で信託報酬体系だけが異なる商品を組成する場合であっても複数の投資信託を組成する必要があり、必ずしも効率的ではないとの指摘がある。

他方、同一の投資信託において、仮に信託報酬体系や為替ヘッジの有無等について「均等」ではない複数のクラスの受益権の設定を行う場合、受益者保護を担保する観点からは、差異を認める事項に応じて、種類受益者ごとに実施する書面決議制度等の新たな利害調整の仕組みの導入も併せて考える必要がある。

そうした仕組みを導入する場合には、かえって投資信託の運営のためのコストが大きくなるなどの指摘もあることから、現時点においては、直ちに制度化を図るのではなく、引き続き、具体的なニーズを確認した上で、上記の論点等に関する検討を行うことが求められる。

③ 外部委託に関する規制の明確化

現在、投資信託委託会社の運用指図権限の外部委託については、委託先の範囲等に係る規定がある。他方、運用指図以外の業務については明文の規定がないため、委託の可否が不明との指摘がある。業務効率の向上を図る外部委託を妨げることのないよう、運用指図権限以外の権限の外部委託が可能である旨を何らかの形で明確化することが適当

① 効率的な投資信託運営のための受益者書面決議制度の見直し

現在、投資信託約款の重大な内容の変更や投資信託の併合を行う場合、当該投資信託の受益者による書面決議が必要と規定されている。しかし、受益者が多数の公募投資信託における同制度の実施には実務的な困難もあることから、併合等の阻害となっていないとの指摘がある。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

(a) 書面決議を要する約款変更範囲の見直し

現在、書面決議を要する約款の「重大な内容の変更」として、「商品としての同一性を失わせる」ことが規定されている。当該規定については、実務上、形式的な変更ではなない限り商品としての同一性が失われるものと慎重に解釈され、書面決議を要する範囲が広く捉えられている。これにより、投資信託の運営の機動性が阻害されている、あるいは、当初から運用方針等について幅広い記載しておくことで後の約款変更を回避する傾向があると指摘されている。

これについては、「重大な内容の変更」に該当するか否かの基準を、「商品としての基本的な性格の変更」と規定し、形式的な変更に限らないが書面決議を要しない約款変更があり得ることを法令上も明確化した上で、受益者保護にも配慮しつつ、

- 受益者の利益に資する約款変更
  - 事務的事項に係る約款変更であって受益者の利益には中立的なもの
  - 法令改正に伴い、法令適合性を維持するために行わざるを得ない約款変更
- については商品としての基本的な性格が変更しないものとして、約款変更の際し、書面決議を要しないこととするのが適当である。こうした観点から、書面決議が不要となるこれらの変更と解される具体的な事例を、今後、明確化していくことが適当である。

(b) 書面決議を要する併合手続の見直し

現在、投資信託間の併合に当たっては常に双方の投資信託において書面決議を要することとされている。これが、非効率な小規模投資信託を存続させ、ひいては経費率の上昇を通じて受益者の利益を害しているおそれがあると指摘されている。投資信託の併合を促進する観点から、併合の前後で「商品としての基本的な性格」に相違がない投資信託については書面決議を不要とすることが適当である。

その際、受益者保護に配慮し、具体的には、

- 併合後の投資信託に属することとなる財産が併合前の投資信託約款に記載された投資方針に反しないと認められること
- 投資信託の純資産額が併合対象である他の投資信託の総純資産額に比して、一定倍率以上であること(ただし、同一の指数に連動する投資信託どうしでの併合の場合など信託財産の内容が実質的に同じである場合には一定倍率以上であることは求められない)
- 併合前後の投資信託約款を比較して、実質的な相違が「受益者の利益に資するもの」、「事務的事項に係る相違であって受益者の利益には中立的なもの」又は「法令適合性を維持するために生じざるを得ないもの」に限られること

- 価格調査制度に関し、金融商品取引所又は金融商品取引清算機関のルールや商慣行などに基づき、取引条件及び経済的価値の算出方法が一定程度標準化され、価格調査によらずとも価格の公正性を確保することが可能であると考えられる種類の店頭デリバティブ取引について、制度の適用を除外すること
  - 利益相反のおそれがある行為が行われた場合の受益者等への書面交付の時期及び手法に関し、例えば、利益相反のおそれがある行為をすの度の電子的方法等による公告及び運用報告書への記載等により受益者等に報告することを認めること
- などについて、適切な措置を講じることが求められる。
- また、MRFF<sup>注</sup>等については、現在、基準価額が1口1円で固定されている。保有債券の突発的な価値の下落等により基準価額が1口1円を割り込んだ場合、追加設定・一部解約等に係る適切な対応に支障が生じるおそれがある。国際的な規制改革の動向も踏まえつつ、受益者の円滑な追加設定・一部解約等を目的とした運用会社等による劣化運用財産の買取り等を損失補填の禁止の適用除外とすることを含め、MRFF等の安定的な運営に資する措置の検討を進めることが適当である。

(3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保

① 運用報告書の改善等

運用報告書は、受益者の投資判断に当たって重要な情報を掲載していることから、運用状況を適切に把握するための情報が受益者にとって理解しやすい形で提供されることは重要である。

また、オープンエンド型投資信託の継続募集を行う場合に、一年ごとに提出することとされている有価証券届出書と、継続開示として提出が求められる有価証券報告書については、基本的に開示項目が重複していることを踏まえて、可能な限り両書面の統合を図っていくことが適当である。そのため、以下の点につき見直しを行うことが考えられる。

(a) 運用報告書の二段階化

現在、運用報告書に記載すべき事項は、一の運用報告書として受益者に交付することとされている。その結果、大部となることにより、書面での交付が原則となるため、受益者は情報を取捨選択することが困難であり、運用会社には多大なコストが発生している。こういった問題を改善するため、運用状況に関する極めて重要な事項を記載した交付運用報告書と、より詳細な運用状況等も含めて記載した運用報告書（全体版）に二段階化することが適当である。その際、交付運用報告書は、原則として受益者に書面または電子的な方法により交付すべきである。他方、運用報告書（全体版）は運用会社ホームページでの掲載など投資家にとってアクセスしやすい電子的方法による提供を原則としつつ、受益者から請求があった場合にのみ書面による交付を義務付けることが適

である。

④ 運用財産相互間取引の容認範囲の明確化

現在、運用財産相互間取引は、原則として禁止されているが、双方の運用財産にとつて必要かつ合理的と認められる場合等に限り、公正な価額に基づく上場有価証券等の取引であることを担保した上で、例外的に認められている。この「必要かつ合理的」の範囲は、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針において例示が列挙されているが、当該例示に必ずしも限られるものではない。しかし、例示された取引以外には行わない、また、結果として運用財産相互間取引になることを避けるため売買の発注時刻を意図的にずらす、といった慎重な対応を行っている例もある。

こうした状況を踏まえ、「必要かつ合理的」と認められるものとして、社内のリスク管理等の観点から投資制限を設定している場合にこれを超過することを避けるために行う取引などの例示を加えることが適当である。

また、現在の上記の例外的な取引の対象とはなっていない外国金融商品市場に上場されている有価証券についても、一定の外国金融商品市場に上場されている場合には、運用財産相互間取引を容認することが適当である。

⑤ 金銭設定・金銭償還の例外範囲の拡大

現在、投資信託は金銭設定・金銭償還が原則とされ、受益者保護に欠けるおそれのない場合に限り、現物設定・現物償還が例外的に認められているが、以下も例外とすることが適当である。

(a) 金銭と現物を混合した設定・償還の容認

現在、金銭と現物を混合した設定・償還は認められていない。そのため、現物設定・現物償還であるETFの場合、例えば、権利落ちの構成銘柄についても現物を用いて設定することとなり、現物を保有していた者は権利分の経済的損失を被るおそれがある。このような理由により、事実上、ETFを設定・償還できない期間が発生する。そのため、現物設定・現物償還であるETFでは、権利落ち等の構成銘柄について金銭での代替を認めることが適当である。

(b) 現物設定・現物償還の容認範囲の拡大

現在、機関投資家が一定の条件の下でETFを設定・償還する場合を除き、現物設定・現物償還は認められていない。投資に高い知識・理解力を有する機関投資家向けの投資信託の設定・償還につき、有価証券等のうち時価評価が容易なものをを用いる場合には、受益者保護に欠けるおそれが少ないことから、現物設定・現物償還を認めることが適当である。

⑥ その他の施策  
このほか、

<sup>注</sup> 証券会社に入金された証券決済用資金を運用することを目的とした公社債投資信託。信用度の高い債券を投資対象とする等、投資信託協会の規則により安定運用のための投資制限が定められている。

当である。なお、請求の有無にかかわらず一律に書面を交付するといった、見直しの趣旨に沿わない対応が行われることのないよう留意すべきである。

(b) 運用報告書記載事項等の見直し

運用報告書の二段階化を前提とした上で、受益者が運用状況等を正しく把握するため必要な情報を提供する観点から、交付運用報告書においては、他の投資信託と比較可能な方式で当該投資信託の現在及び過去の状況を記載する。また、グラフや図を活用し平易かつ簡素な表現で文章による解説を行うなどわかりやすい表示を行う。他方、運用報告書（全体版）においては、引き続き、必要な情報を詳しく記載する。なお、見直しの具体化に当たっては、交付運用報告書が既存顧客に運用状況に関する重要な事項を説明する大切な「コミュニケーション・ツール」であることを踏まえ、実務家を中心に、投資家の意見も交え、さらなる記載方法の検討を行うことが適当である。

(c) 有価証券報告書等との関係

有価証券届出書と有価証券報告書のそれぞれの役割に留意しつつ、近年の情報通信技術の進展も踏まえ、法定開示のコストを適正化するとともに、一般投資家にも理解しやすい開示とする観点から、有価証券届出書と有価証券報告書の双方について見直しを行うことが適当である。

有価証券届出書の見直しについては、有価証券届出書と有価証券報告書の記載事項の重複を解消する観点から、

○ 有価証券届出書について組込方式または参照方式を導入する

または

○ 有価証券届出書「第一部 証券情報」に相当する情報を記載した書面を、有価証券報告書と併せて提出した場合には、これらの書類を有価証券届出書とみなす制度を導入する

との方向で対応することが考えられる。なお、各案の検討においては、制度導入に要する費用等とその効果を比較検証することとし、その内容が合理的であり、かつ法制化が可能なものである場合には、後者の案により進めることが適当である。

有価証券報告書の見直しについては、その提出により有価証券報告書の一部とみなすことができる報告書代替書面制度を柔軟に活用することにより、一般投資家にも理解しやすい方法で、他の投資信託の有価証券報告書との間で見られる委託会社の情報に関する記載重複を解消することが考えられる。例えば、認定金融商品取引業協会である投資信託協会の規則に基づき作成され、ホームページ上で公表される委託会社の情報に関する書面については、報告書代替書面として利用できるようにするといった方向で対応することが適当である。

② トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入

現在、投資家は、各期の投資信託に係る分配金等が記載された取引残高報告書を証券会社等から交付されているが、投資信託購入時点から現在までの投資期間全体における

分配金の額は自ら計算する必要がある。適切な投資判断のための環境を整える観点から、受益者が自分の保有する投資信託に係る投資期間全体の累積分配金を含む累積損益を把握しやすくすることは重要である。

現在の状況としては、既に自社基準に基づくトータルリターン（一定期間の累積損益）を計算している販売会社も多いが、他方で当該計算に必要なシステムを備えていない販売会社もある。また、計算結果について定期的に定型の様式で顧客に通知している販売会社もあるが、問合せの都度、個別に回答を行っている販売会社もある。

上記の状況を踏まえ、別紙の方向で業界において制度の実施を図ることが求められる。この際、制度化されたレベルを超える事項の通知を販売会社が個別に行うことは妨げられないと取り扱うことが適当である。

③ 販売手数料・信託報酬等に関する説明の充実

現在、投資信託の購入・保有に関する費用については、目論見書等において、販売手数料の料率の上限、信託報酬の料率と運用会社、販売会社及び受託会社への配分率を表示することとされている。しかし、こうした費用を含めた投資家の負担の対価として享受するサービスについての説明は、必ずしも投資家の理解に資する形で充実しているとは言えない。投資家のコスト意識を醸成し競争の促進を期待する観点から、当該説明の充実を図ることが適当である。

④ 販売・勧誘時等におけるリスク等についての情報提供の充実

現在、法令において、交付目論見書にファンドの目的・特色、投資リスク等を記載することとされており、投資信託協会の規則において、その具体的な記載内容や記載方法等が定められている。

商品の複雑化・リスクの複合化（2.（1）②参照）が進行する中で適切に投資判断を行うためには、個々の商品の元本割れの可能性についての理解だけでなく、リスクの相対的な度合いの理解も重要と考えられる。こういった点を踏まえ、商品のリスクを投資家によりわかりやすく情報提供する取組を構築する必要がある。

これまでと同様に個々の投資信託における商品のリスクを定性的に説明することに加え、リスクの定量的な把握や比較が可能となるように、わかりやすく表示することが適当である。

なお、具体的な記載内容については、投資信託における商品のリスクを投資家によりわかりやすく情報提供する観点から、実務的な検討を通じ、引き続き整理を行うことが望ましい。その際、記載事項や方法については、各運用会社の工夫の余地を残しつつも、ファンド相互間の客観的な比較が容易になるように、当局及び業界においてある程度の統一化を行うことが求められる。

⑤ 運用財産の内容についての制限（一定の類型のリスクに対する規制）

現在、運用財産の内容についての制限としては、内閣府令におけるデリバティブ取引に係るリスクの制限、投資信託協会の規則における投資対象等への一定の制限に限られ

規律を含め、投資法人の運営や取引の透明性を確保する取組を講じる必要がある。

(2) 資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性の向上

① 資金調達・資本政策手段の多様化

資金調達・資本政策手段の多様化の具体策として、ライツ・オフアリング、転換投資法人債、種類投資口、無償減資及び自己投資口取得等の導入が挙げられている。このうち、転換投資法人債及び種類投資口に関しては、他の手段に比して、より高度な投資家間の利害の調整が必要になり得ると考えられる。

他方、投資法人は、投資家の資金を主として一定の資産に集合して運用し、その成果を投資家に分配する仕組みであり、原則として業務の外部委託が義務付けられ、そのガバナンス構造は簡素なものとなっている。また、主としてリターンに関心を有し、投資法人の運営が滞りなく行われている限り、運営全般について基本的・包括的な承を与えるのが一般的という投資主像を踏まえてみないし賛成制度が導入されている。

こうした、現行のみならず賛成制度等を前提とする簡素なガバナンスの仕組みのままでは、上記のような利害の調整を行うことが難しいとの問題が残されており、転換投資法人債及び種類投資口については、今般の投資法人法制の見直しにおける導入は時期尚早であると考えられる。

他方、ライツ・オフアリング、無償減資及び自己投資口取得に関しては、投資家間の公平性を害するものではないことからその利害の調整の必要性は低く、かつ投資法人の運営の安定に資するものであり、投資法人の性質を踏まえつつ、その導入に向けた制度整備を進めることが適当である。

② 簡易合併要件の見直し

現在、投資法人間の合併においては、消滅投資法人の投資主へ投資口を割り当てた後の投資口の数が存続投資法人の発行可能投資口総数以下であれば、存続投資法人の投資主総会の決議は不要とされている（簡易合併）。これについては、存続投資法人の財務内容に対する影響が大きい場合にも簡易合併が認められ、投資主利益が害されるおそれがあるとの指摘がある。そのため、簡易合併を、消滅投資法人の投資主に割り当てられる存続投資法人の投資口数が合併前の存続投資法人の発行済投資口の総口数に対して一定比率以下の場合とすると、要件の見直しを行うことが適当である。

(3) 投資家からより信頼されるための運営や取引の透明性の確保

① 投資家の信頼を高める意思決定確保のための仕組みの導入

現在、投資法人の資産運用業務は外部の資産運用会社に委託することとされている。委託先は原則として運用資産の取引について裁量を有し、委託先の利害関係者との取引を行う場合、投資法人等への報告義務を負う。しかし、当該報告は事後報告のため、投資主の利益を害する取引を必ずしも抑止できていないとの指摘もある。

こうした中、例えば、利害関係者との取引を投資法人の役員会または投資主総会や外部者を含めた資産運用会社のコンプライアンス委員会の監視にかからしめるなどのガバナ

ている。

この点について、一般論としては、金融のイノベーションや商品組成の自由度は最大限尊重し、投資信託が内包するリスクについて十分な説明・開示を行うことを通じて、市場による競争を通じた商品の適切な選択が投資家によって行われることが望ましい。しかし、ファンド・オブ・ファンズ等の普及等を通じて、商品の複雑化・リスクの複合化(2.(1)②参照)が進行しており、さらに、大きな信用リスクを抱えたいわゆる仕組型の投資信託も存在している。

このような、複合化したリスクや信用リスクは、説明・開示によりあらかじめ投資家に認識させることは困難であり、そうしたリスクの軽減・分散が不十分な場合には、投資家にとって突発的・不連続な損失が発生し得ることになる。そのため、そうしたリスク量をあらかじめ制限するよう仕組みを構築することが考えられる。具体的には、

- 信用リスクの分散については、一定の定量的な規制の枠組みを整備する
  - デリバティブ取引を行う場合のリスク量制限については、リスク量に係る計算方法を一定程度規格化し、その概要の情報を提供する
  - 我が国に持ち込まれる又は我が国の投資信託に組み込まれる外国籍投資信託についても、各国の法制の相違を踏まえつつ、原則として同様の取扱いとする
- という仕組みが考えられる。この点に関しては、投資信託の内包するリスクを一意的な定量的水準で規制することにより、投資信託の商品組成の自由度を阻害しないようすべきであるとの指摘に留意しつつ、適切なルールの整備を行うことが求められる。

3. 投資法人制度

(1) 我が国投資法人の現状と対応の方向性

平成10年に創設された投資法人制度は、その後投資対象に不動産等が追加されたことにより、主としてJ-REITとして活用され、その後の約10年間で金融商品としての位置付けを高めてきた。

他方、J-REITの投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産という原資産に裏付けられた商品であるものの、実際には、金融・資本市場の影響を大きく受けている。リーマンショック時には、資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化し、金融・資本市場の影響を受けた金融機関の貸出姿勢の変化が投資法人の資金繰りに大きく影響した。また、ミドルリスク・ミドルリターンの商品として想定されていたにも拘わらず、市場の影響を受け投資口価格のボラティリティは拡大し、投資家の投資姿勢の萎縮を招いた。こうしたことから、諸外国のREITに比べて資金調達・資本政策手段の面において制約が多いと指摘されることも踏まえつつ、その多様化を図る取組を講じる必要があると考えられる。

また、投資法人の運営を見ると、人員・ノウハウ、投資対象物件の提供等の面で、資産運用会社の親会社等（以下「スポンサー企業」という。）が大きな役割を果たしている。他方、スポンサー企業への依存については、信用補完といったメリットがあるものの、スポンサー企業と投資主との利益が必ずしも一致しないとの懸念も指摘されている。投資法人制度に対する投資家の信頼性を更に向上させるため、こういった利益相反に対する適切な



ンスの改善に向けた取組が考えられるところ、投資法人の役員会においては資産運用会社から独立した第三者（監督役員）が過半を構成しており、まずは、投資法人の役員会の権限を強化・活用することで利害関係者との取引に対する監視機能の向上が期待される。具体的には、投資法人と資産運用会社の利害関係者との間の重要な取引については、投資法人の役員会の事前同意の取得を義務づけることが適当である。この場合、監督役員については、現行の資産運用会社の利害関係者でないこととの要件に加え、スポンサー企業の利害関係者でないことを要件とすることが適当である。

また、現在、上場投資法人は、金融商品取引所の実務指針等により、取得した物件の鑑定評価書の概要を公表することとされている。市場関係者の事後的なチェック機能の向上に向け、資産運用会社の利害関係者との取引については、鑑定評価書の概要の開示項目の拡充を図るとともに、競争上の理由等により公表がええづいて投資家の利益を損ねるような場合の取扱いにも留意しつつ、鑑定評価額の算出根拠に係るより詳細な情報を公表することが求められる。

## ② インサイダー取引規制の導入

現在、上場投資法人に係る投資証券の取引は、原則としてインサイダー取引規制の対象外とされている。このこと背景としては、投資口について運用資産の純資産価額に基づき価格形成が行われ、インサイダー取引の余地が比較的小さいため対象外とされていたことが考えられる。しかし、実際の価格動向を見ると、例えばスポンサー企業の変更等によっても相当程度変動しており、こうした情報が公になる前に知り得る立場の人が当該情報を知って取引を行えば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を害するおそれがある。

諸外国では、一般に、上場投資法人に係る投資証券に相当するものはインサイダー取引規制の対象とされている。また、我が国の多数の上場投資法人は、投資証券がインサイダー取引規制の対象外であることをリスクとして投資家に説明している。

これらの事情を踏まえ、投資法人特有の事情を考慮しつつ、上場投資法人に係る投資証券の取引をインサイダー取引規制の対象とすることが適当である。

具体的には、投資法人では、主として業務委託先である資産運用会社で取得物件に関する重要情報の取得・保有・管理が行われており、規制対象とする取引主体の範囲を定めるにあたり、資産運用会社を「投資法人の契約締結先」との位置付けではなく、投資法人自体と同様に取引扱うことが適当である。また、スポンサー企業については、上記のような価格の変動が見られることに加え、人員・ノウハウや投資対象物件の提供等の面で大きな役割を果たしていることも踏まえ、規制の対象とすべきである。これにより、投資法人及び資産運用会社に加え、スポンサー企業の関係者がその職務等に関し、重要事実を知った場合及びこれら関係者からの情報受領者を規制対象とすることが適当である。

また、重要事実については、

- 投資口の内容及び条件の変化（例：公募増資の発表）
- 投資法人の財産の変化（例：大口テナントの退去の発表、業績予想の修正の発表）

- 投資法人の運営や業務の変化（例：倒産手続の申立ての発表）
- 資産運用会社の運営や業務の変化及びスポンサー企業の変遷等（例：スポンサー企業の異動の発表）

といった情報が投資家の投資判断に影響を与えていることを踏まえ、具体的な制度化を進めることが適当である。

## (4) その他の施策

### ① 海外不動産取得促進のための過半議決権保有制限の見直し

現在、投資法人が、海外不動産を取得すること自体は禁止されていない。他方、事業支配を制限する趣旨から、投資対象会社の株式の議決権の過半保有が投資法上禁止されている。そのため、外資による不動産投資につき規制がある国において事実上不動産の取得が困難となっている例がある。こういった場合、投資法人制度の信頼性が確保されることを前提に、投資法人の性質及び事業支配を制限する趣旨などを踏まえつつ、実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合について、当該海外不動産を取得するためのビークル（SPC）の株式に係る過半以上の議決権保有を認めていくことが適当である。

なお、投資法人における不動産運用方式の柔軟化や投資効率の向上を目指すべきとの考えの下、国内不動産への適用やビークルの階層化を認めるべきとの意見もあったが、投資法人の簡素なガバナンス構造や導管体としての性格も踏まえ、投資法人の投資対象の過度な複雑化を避けることも重要であり、引き続き検討が必要である。

### ② 投資口発行差止請求制度の導入

現在、投資主が投資法人に対し直接的に投資口の発行の差止めを請求できる制度は設けられていないが、上述のような資金調達・資本政策手段の多様化を認める上で、投資家保護の観点から、差止請求制度の整備を行うことが適当である。

このほか、

- 投資法人の役員任期（執行役員は2年を超えることができず、監督役員は4年）に関し、投資主総会開催時期の前倒しや役員の前倒しや役員の日付けでの選任がなされている現状を踏まえ、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合（例えば、2年ごとの決算期末から一定の期間内に開催）には、投資主総会の最終の時までとすること
- 投資主総会の招集に際し、開催日の2か月前までの公告を要することに關し、上記のように、あらかじめ投資主総会の開催時期を投資法人規約で定めた場合、会社法における株式会社の株主総会の取扱いに準じて、当該投資法人の投資主総会について公告を省略できるようにすること

- 一定の一般事務委託契約の内容変更は投資主への個別の通知事項とされていることに関し、事務委託の内容に影響を及ぼさない軽微な変更については、計算期間ごとにまとめて資産運用報告に記載することで代替できるようにすること
- について、適切な措置を講じることが求められる。

4. おわりに

以上の審議結果を踏まえ、本報告に示された考え方に基つき、適切な制度整備等を進めるとともに、その制度整備等を踏まえた関係業界の取組状況について、当局等において適切なフォローアップを行うことが期待される。

(以 上)

2. 投資信託制度

- (3) 一般投資家を念頭に置いた適切な商品供給の確保
  - ② トータルリターン把握のための定期的通知制度の導入  
計算方法、対象範囲、通知方法といった具体的な通知事項について、
    - 計算方法は、「(計算時点の評価金額＋累計受取分配金額＋累計換金金額)－累計付金額」を基本とする
    - 全ての公募投資信託(公募外国投資信託も含む)を対象としつつ、一定の商品(MRFなどの日々決算型の投資信託、ETF)については例外も認め得る
    - 個人投資家を対象とする
    - 過去のどの時点まで遡ってトータルリターンを計算するかについて、実行可能性を検証する
    - 具体的な通知方法としては、書面の交付(郵送による送付等)、電子メールによる送信、ホームページの顧客専用画面上での表示(この場合、当該方法で行うことについて事前に顧客に対し、確実に周知を図ることとする)のいずれかとする。なお、販売量が少なく、システムの整備等が困難な販売会社の場合においても、トータルリターン通知の取組を迅速に開始可能とする観点から、事前に顧客に対して確実に周知することを条件にした上で、顧客からの個別照会に対する回答による対応を容認することも例外的にあり得る。
- という方向が考えられる。また、販売会社のシステム対応等に必要な準備期間も踏まえ、制度内容の公表後、実施までには一定の期間を設けるとともに、制度の実施後に販売された投資信託を対象としつつ、実施時点で既に販売済みの投資信託についても可能な範囲で対象とすることが考えられる。

金融商品取引法等の一部を改正する法律案 新旧対照案文

資料4

一 金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号)

| 改正案                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 現行                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>(認定の公告)</p> <p>第七十九条の五十五 (趣)</p> <p>2 基金は、前項の規定により公告した後、同項の認定に係る金融商品取引業者(以下「認定金融商品取引業者」という。)について破産法第九十七条第一項(同法第二百九条第三項において準用する場合を含む。)の規定による公告、第五項の規定による通知その他の政令で定める事由が生じたときは、前項の規定により公告した届出期間を変更することができる。</p> <p>3 5 (趣)</p> <p>(上場会社等の役員等による特定有価証券等の売買等の報告の提出)</p> <p>第六十二条 第二條第一項第五号、第七号、第九号又は第十一号に掲げる有価証券(政令で定めるものを除く。)で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券の発行者(以下この条から第六十六条まで及び第六十七条の二第一項において「上場会社等」という。)の役員(役員信託及び投資法人に関する法律第三十二条第一項に規定する投資法人である上場会社等(第六十六条において「上場投資法人等」という。)の資産運用会社(同法第二條第十</p> | <p>(認定の公告)</p> <p>第七十九条の五十五 (趣)</p> <p>2 基金は、前項の規定により公告した後、同項の認定に係る金融商品取引業者(以下「認定金融商品取引業者」という。)について破産法(平成十六年法律第七十五号)第九十七条第一項(同法第二百九条第三項において準用する場合を含む。)の規定による公告、第五項の規定による通知その他の政令で定める事由が生じたときは、前項の規定により公告した届出期間を変更することができる。</p> <p>3 5 (趣)</p> <p>(上場会社等の役員等による特定有価証券等の売買等の報告の提出)</p> <p>第六十二条 第二條第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券(政令で定めるものを除く。)で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券の発行者(以下この条から第六十六条までにおいて「上場会社等」という。)の役員及び主要株主(自己又は他人(仮取入を含む。)の名義をもつて総株主等の議決権の百分の十以上の議決権(取得又は保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。)を保有している株主をいう。以下</p> |

-15-

資料4

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>九項に規定する資産運用会社をい。第六十六条において同じ。)</p> <p>の役員を含む。以下この条から第六十五条までにおいて同じ。)</p> <p>及び主要株主(自己又は他人(仮取入を含む。)の名義をもつて総株主等の議決権の百分の十以上の議決権(取得又は保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。)を保有している株主をいう。以下この条から第六十六条までにおいて同じ。)</p> <p>は、自己の計算において当該上場会社等の第二條第一項第五号、第七号、第九号若しくは第十一号に掲げる有価証券(政令で定めるものを除く。)その他の政令で定める有価証券(以下この条から第六十六条までにおいて「特定有価証券」という。)又は当該上場会社等の特定有価証券に係るオプションを表示する同項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券(以下この項において「関連有価証券」という。)に係る買付け等(特定有価証券又は関連有価証券(以下この条から第六十六条まで、第六十七條の二第一項、第六十七条の二及び第九十七條の二第十四号において「特定有価証券等」という。)の買付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条、次条及び第六十五条の二において同じ。)</p> <p>又は売付け等(特定有価証券等の売付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条から第六十五条の二までにおいて同じ。)</p> <p>をした場合(当該役員又は主要株主が委託者又は受益者である信託の受託者が当該上場会社等の特定有価証券等に係る買付け等又は売付け等をする場合であつて内閣府令で定める場合を含む。以下この条及び次条において同じ。)</p> | <p>この条から第六十六条までにおいて同じ。)</p> <p>は、自己の計算において当該上場会社等の同項第五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券(政令で定めるものを除く。)その他の政令で定める有価証券(以下この条から第六十六条までにおいて「特定有価証券」という。)又は当該上場会社等の特定有価証券に係るオプションを表示する同項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券(以下この項において「関連有価証券」という。)に係る買付け等(特定有価証券又は関連有価証券(以下この条から第六十六条までにおいて「特定有価証券等」という。)の買付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条、次条及び第六十五条の二において同じ。)</p> <p>又は売付け等(特定有価証券等の売付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条から第六十五条の二までにおいて同じ。)</p> <p>をした場合(当該役員又は主要株主が委託者又は受益者である信託の受託者が当該上場会社等の特定有価証券等に係る買付け等又は売付け等をする場合であつて内閣府令で定める場合を含む。以下この条及び次条において同じ。)</p> <p>には、内閣府令で定めるところにより、その売買その他の取引(以下この項、次条及び第六十五条の二において「売買等」という。)に関する報告書を売買等があつた日の属する月の翌月十五日までに、内閣総理大臣に提出しなければならない。ただし、買付け等又は売付け等の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合は、この限りでない。</p> |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

-16-

ところにより、その売買その他の取引（以下この項、次条及び第百六十五条の二において「売買等」という。）に関する報告書や売買等があつた日の属する月の翌月十五日まで、内閣総理大臣に提出しなければならない。ただし、買付け等又は売付け等の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定める場合は、この限りでない。

2 (略)

(上場会社等の役員等の短期売買利益の返還)

第百六十四条 (略)

2 当該上場会社等の株主（保険契約者である社員、出資者又は投資主（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第十六項に規定する投資主をい、同条第二十三項に規定する外国投資法人の社員を含む。）を含む。以下この項において同じ。）が上場会社等に対し前項の規定による請求を行ふべき旨を要求した日の後六十日以内に上場会社等が同項の規定による請求を行わない場合においては、当該株主は、上場会社等に代位して、その請求を行うことができる。

3 9 (略)

(会社関係者の禁止行為)

第百六十六条 次の各号に掲げる者（以下この条において「会社関係者」という。）であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実（当該上場会社等の子会社に係る会社関係者（当該上場会社等に係る会社関係者に該当する者を除く。）については、当該子会社の

2 (略)

(上場会社等の役員等の短期売買利益の返還)

第百六十四条 (略)

2 当該上場会社等の株主（保険契約者である社員又は出資者を含む。以下この項において同じ。）が上場会社等に対し前項の規定による請求を行ふべき旨を要求した日の後六十日以内に上場会社等が同項の規定による請求を行わない場合においては、当該株主は、上場会社等に代位して、その請求を行うことができる。

3 9 (略)

(会社関係者の禁止行為)

第百六十六条 次の各号に掲げる者（以下この条において「会社関係者」という。）であつて、上場会社等に係る業務等に関する重要事実（当該上場会社等の子会社に係る会社関係者（当該上場会社等に係る会社関係者に該当する者を除く。）については、当該子会社の

業務等に関する重要事実であつて、次項第五号から第八号までに規定するものに限る。以下同じ。）を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有価の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継（合併又は分割により承継させ、又は承継することをいう。）又はデリバティブ取引（以下この条、第百五十七条の二第一項、第百七十五条の二第一項及び第百五十七条の二第十四号において「売買等」という。）をしてはならない。当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を次の各号に定めるところにより知つた会社関係者であつて、当該各号に掲げる会社関係者でなくなつた後一年以内のものについても、同様とする。

1 当該上場会社等（当該上場会社等の親会社及び子会社並びに当該上場会社等が上場投資法人等である場合における当該上場会社等の資産運用会社及びその特定関係法人を含む。以下この項において同じ。）の役員（会計参与が法人であるときは、その社員）、代理人、使用人その他の従業者（以下この条及び次条において「役員等」という。）その者の職務に関し知つたとき。

11 (略)

11-1 当該上場会社等の投資主（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第十六項に規定する投資主をいう。以下この項において同じ。）又は同法第百二十八条の三第二項において適用する同法第百四十三條第三項に定める権利を有する投資主（これら

業務等に関する重要事実であつて、次項第五号から第八号までに規定するものに限る。以下同じ。）を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有価の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継（合併又は分割により承継させ、又は承継することをいう。）をしてはならない。当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を次の各号に定めるところにより知つた会社関係者であつて、当該各号に掲げる会社関係者でなくなつた後一年以内のものについても、同様とする。

1 当該上場会社等（当該上場会社等の親会社及び子会社を含む。以下この項において同じ。）の役員（会計参与が法人であるときは、その社員）、代理人、使用人その他の従業者（以下この条及び次条において「役員等」という。）その者の職務に関し知つたとき。

11 (略)

(新設)

資料4

の投資主が法人であるときはその役員等を、これらの投資主が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。) 投資信託及び投資法人に関する法律第百二十八条の三第三項に定める権利又は同条第二項において適用する会社法第四百三十三条第三項に定める権利の行使に関し知つたとき。

三・四 (略)

五 第二号、第二号の二又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等(その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号、第二号の二又は前号に定めるところにより当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知つた場合におけるその者に限る。) その者の職務に関し知つたとき。

2 前項に規定する業務等に関する重要事実とは、次に掲げる事実(第一号、第二号、第五号、第六号、第九号、第十号、第十二号及び第十三号に掲げる事実にあつては、投資者の投資判断に及ぼす影響が顕微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。)をいう。

一 当該上場会社等(上場投資法人等を除く。以下この号から第八号までにおいて同じ。)の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定(公表がされたものに限る。)に係る事項を行わないことを決定したこと。

イヨ (略)

二八 (略)

三・四 (略)

五 第二号又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等(その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号又は前号に定めるところにより当該上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知つた場合におけるその者に限る。) その者の職務に関し知つたとき。

2 前項に規定する業務等に関する重要事実とは、次に掲げる事実(第一号、第二号、第五号及び第六号に掲げる事実にあつては、投資者の投資判断に及ぼす影響が顕微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。)をい。

一 当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定(公表がされたものに限る。)に係る事項を行わないことを決定したこと。

イヨ (略)

二八 (略)

資料4

九 当該上場会社等(上場投資法人等に限る。次号から第十四号までにおいて同じ。)の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定(公表がされたものに限る。)に係る事項を行わないことを決定したこと。

イ 資産の運用に係る委託契約の締結又はその解約

ロ 投資信託及び投資法人に関する法律第八十二条第一項に規定する投資法人の発行する投資口を引き受ける者の募集

ハ 投資口の分割

ニ 金銭の分配

ホ 合併

ヘ 解散(合併による解散を除く。)

ト イからヘまでに掲げる事項に関する事項として政令で定める事項

十 当該上場会社等に次に掲げる事実が発生したこと。

イ 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害

ロ 特定有価証券又は特定有価証券に係るオプションの上場の廃止又は登録の取消しの原因となる事実

ヘ イ又はロに掲げる事項に関する事実として政令で定める事実

十一 当該上場会社等の営業利益(経常利益若しくは純利益(第四項第二号において「営業利益」という。)又は第九号三に規定する分配について、公表がされた直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表がされた営業期間(投資信託及び投資法人に関

(新設)

(新設)

(新設)

資料4

|                                                                                                                                                |      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| <p>する法律第三十九条第二項に規定する営業期間をい。以下この号において同じ。）の業績（損）と比較して当該上場会社等が新たに算出した当期又は当該営業期間の決算において差異（投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限る。）が生じたこと。</p> |      |
| <p>十二 当該上場会社等の資産運用会社の業務執行を決定する機関が当該資産運用会社について次に掲げる事項を行うこととしての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表がなされたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと。</p>                         | (新設) |
| <p>イ 当該上場会社等から委託を受けて行う資産の運用であつて、当該上場会社等による特定資産（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第一項に規定する特定資産をいう。第五項第二号において同じ。）の取得若しくは譲渡又は貸借が行われることとなるもの</p>                  |      |
| <p>ロ 当該上場会社等と締結した資産の運用に係る委託契約の解約</p>                                                                                                           |      |
| <p>ハ 株式交換</p>                                                                                                                                  |      |
| <p>ニ 株式移転</p>                                                                                                                                  |      |
| <p>ホ 合併</p>                                                                                                                                    |      |
| <p>ヘ 解散（合併による解散を除く。）</p>                                                                                                                       |      |
| <p>ト イからくまでに掲げる事項に連する事項として政令で定める事項</p>                                                                                                         |      |
| <p>十三 当該上場会社等の資産運用会社に次に掲げる事実が発生したとき。</p>                                                                                                       | (新設) |

資料4

|                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>イ 第五十二条第二項の規定による第二十九条の募集の取消し、同項の規定による当該上場会社等の委託を受けて行う資産の運用に係る業務の停止の処分その他これらに連する行政庁による法令に基づく処分</p>                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>ロ 特定関係法人の異動</p>                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>ハ 主要株主の異動</p>                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>ニ イからくまでに掲げる事実に関する事実として政令で定める事実</p>                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <p>十四 第九号から前号までに掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの</p>                                                                                                                                                                         | (新設)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <p>3 (略)</p>                                                                                                                                                                                                                                            | 3 (略)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <p>4 第一項、第二項第二号、第三号、第五号、第七号、第九号、第十号及び第十二号並びに前項の公表がされたときは、次の各号に掲げる事項について、それぞれ当該各号に定める者により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと又は当該各号に定める者が提出した第二十五条第一項（第二十七条において準用する場合を含む。）に規定する書類（同項第十一号に掲げる書類を除く。）にこれらの事項が記載されている場合において、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されたこととをい。</p> | <p>4 第一項、第二項第二号、第三号、第五号及び第七号並びに前項の公表がされたときは、上場会社等に係る第一項に規定する業務等に関する重要事実、上場会社等の業務執行を決定する機関の決定、上場会社等の売上高等若しくは第二項第一号トに規定する配当、上場会社等の属する企業集団の売上高等、上場会社等の子会社の業務執行を決定する機関の決定又は上場会社等の子会社の売上高等について、当該上場会社等又は当該上場会社等の子会社（子会社については、当該子会社の第一項に掲定する業務等に関する重要事実、当該子会社の業務執行を決定する機関の決定又は当該子会社の売上高等に限る。以下この項において同じ。）により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと又は当該上場会</p> |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>一 上場会社等に係る第二項に規定する業務等に関する重要事実であつて第二項第一号から第八号までに規定するもの、上場会社等(上場投資法人等を除く。以下この号において同じ。)の業務執行を決定する機関の決定、上場会社等の売上高等若しくは同項第一号に規定する配当、上場会社等の属する企業集団の売上高等、上場会社等の子会社の業務執行を決定する機関の決定又は上場会社等の子会社の売上高等 当該上場会社等又は当該上場会社等の子会社(子会社については、当該子会社の第一項に規定する業務等に関する重要事実、当該子会社の業務執行を決定する機関の決定又は当該子会社の売上高等に限り。)</p> | <p>社等若しくは当該上場会社等の子会社が提出した第二十五条第二項に規定する書類(同項第十一号に掲げる書類を除く。)にこれらの事項が記載されている場合において、当該書類が同項の規定により公衆の縦覧に供されたことという。</p> <p>(新設)</p> |
| <p>二 上場投資法人等に係る第三項に規定する業務等に関する重要事実であつて第二項第九号若しくは第十一号に規定するもの、上場投資法人等の業務執行を決定する機関の決定又は上場投資法人等の営業収益等若しくは同項第九号二に規定する配当 当該上場投資法人等</p>                                                                                                                                                                | <p>(新設)</p>                                                                                                                   |
| <p>三 上場投資法人等に係る第三項に規定する業務等に関する重要事実であつて第二項第十二号に規定するもの又は上場投資法人等の資産運用会社の業務執行を決定する機関の決定 当該上場投資法人等の資産運用会社</p>                                                                                                                                                                                        | <p>(新設)</p>                                                                                                                   |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>四 上場投資法人等に係る第三項に規定する業務等に関する重要事実であつて第二項第十号、第十二号又は第十四号に規定するもの<br/>     当該上場投資法人等又は当該上場投資法人等の資産運用会社</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <p>5 第一項及び次条において「親会社」とは、他の会社(協同組織金融機関を含む。以下この項において同じ。)を支配する会社として政令で定めるものをい、この条において「子会社」とは、他の会社が提出した第五条第二項の規定による提出書、第二十四条第二項の規定による有価証券報告書、第二十四条の四の七第二項若しくは第二項の規定による四半期報告書若しくは第二十四条の五第二項の規定による半期報告書で第二十五条第一項の規定により公衆の縦覧に供されたもの、第二十七条の三十二第二項の規定により公表した特定証券情報又は第二十七条の三十二第二項若しくは第二項の規定により公表した発行者情報のうち、直近のものにおいて、当該他の会社の属する企業集団に属する会社として記載され、又は記録されたものをい、第一項及び第二項において「特定関係法人」とは、次の各号のいずれかに該当する者をいう。</p> | <p>5 第一項及び次条において「親会社」とは、他の会社(協同組織金融機関を含む。以下この項において同じ。)を支配する会社として政令で定めるものをい、この条において「子会社」とは、他の会社が提出した第五条第二項の規定による提出書、第二十四条第二項の規定による有価証券報告書、第二十四条の四の七第二項若しくは第二項の規定による四半期報告書若しくは第二十四条の五第二項の規定による半期報告書で第二十五条第一項の規定により公衆の縦覧に供されたもの、第二十七条の三十二第二項の規定により公表した特定証券情報又は第二十七条の三十二第二項若しくは第二項の規定により公表した発行者情報のうち、直近のものにおいて、当該他の会社の属する企業集団に属する会社として記載され、又は記録されたものをいう。</p> |
| <p>一 上場投資法人等の資産運用会社を支配する会社として政令で定めるもの</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <p>二 上場投資法人等の資産運用会社の利害関係人等(投資信託及び投資法人に関する法律第二百一十條第一項に規定する利害関係人等をいう。)のうち、当該資産運用会社が当該上場投資法人等の委託を受けて行う運用の对象となる特定資産の価値に重大な影響を及ぼす取引を行い、又は行つた法人として政令で定めるもの</p>                                                                                                                                                                                                                                          | <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

6 第二項及び第三項の規定は、次に掲げる場合には、適用しない。

一 二の二 (略)

三 会社法第百十六條第二項、第四百六十九條第二項、第七百八十五條第一項、第七百九十七條第一項若しくは第八百六條第一項の規定による株式の買取りの請求若しくは投資信託及び投資法人に関する法律第百四十二條第一項、第百四十九條の三第二項、第百四十九條の八第一項若しくは第百四十九條の十三第一項の規定による投資口の買取りの請求又は法令上の義務に基づき売買等をする場合

四 当該上場会社等の株券等（第二十七條の二第一項に規定する株券等をいう。）に係る同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又はこれに準ずる行為として政令で定めるものに対抗するため当該上場会社等の取締役会（これに相当するものとして政令で定める機関を含む。次条第五項第五号において同じ。）が決定した要請（委員会設置会社にあつては、執行役の決定した要請を含む。）に基づいて、当該上場会社等の特定有価証券等又は特定有価証券等の売買に係るオプション（当該オプションの行使により当該行使をした者が当該オプションに係る特定有価証券等の売買において買主としての地位を取得するものに限る。）の買付け（オプションにあつては、取得をいう。次号において同じ。）その他の有価の譲受けをする場合

四の二・五 (略)

六 社債券（新株予約権付社債券を除く。）第二條第二項第十一

6 第二項及び第三項の規定は、次に掲げる場合には、適用しない。

一 二の二 (略)

三 会社法第百十六條第二項、第四百六十九條第二項、第七百八十五條第一項、第七百九十七條第一項若しくは第八百六條第二項の規定による株式の買取りの請求又は法令上の義務に基づき売買等をする場合

四 当該上場会社等の株券等（第二十七條の二第一項に規定する株券等をいう。）に係る同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又はこれに準ずる行為として政令で定めるものに対抗するため当該上場会社等の取締役会が決定した要請（委員会設置会社にあつては、執行役の決定した要請を含む。）に基づいて、当該上場会社等の特定有価証券等又は特定有価証券等の売買に係るオプション（当該オプションの行使により当該行使をした者が当該オプションに係る特定有価証券等の売買において買主としての地位を取得するものに限る。）の買付け（オプションにあつては、取得をいう。次号において同じ。）その他の有価の譲受けをする場合

四の二・五 (略)

六 社債券（新株予約権付社債券を除く。）その他の政令で定める

号に規定する投資法人債券その他の政令で定める有価証券に係る売買等をする場合（内閣府令で定める場合を除く。）

七 第一項に規定する業務等に関する重要事実を知つた者が当該業務等に関する重要事実を知つている者との間において、売買等を取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場によらないでする場合（当該売買等をする者の双方において、当該売買等に係る特定有価証券等について、更に同項又は第三項の規定に違反して売買等が行われることとなることを知っている場合を除く。）

八・九 (略)

十 新設分割（他の会社と共同してするものを除く。）により新設分割設立会社（会社法第七百六十三條に規定する新設分割設立会社をいう。次条第五項第十二号において同じ。）に特定有価証券等を承継させる場合

十一・十二 (略)

（公開買付者等関係者の禁止行為）

第百六十七條 次の各号に掲げる者（以下この条において「公開買付者等関係者」という。）であつて、第二十七條の二第二項に規定する株券等で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券と該当するもの（以下この条において「上場等株券等」という。）の同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）若しくはこれに準ずる行為として政令で定めるもの又は上場株券等の第二十七條の二二の二第一

有価証券に係る売買等をする場合（内閣府令で定める場合を除く。）

七 第一項又は第三項の規定に該当する者との間において、売買等を取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場によらないでする場合（当該売買等をする者の双方において、当該売買等に係る特定有価証券等について、更に第一項又は第三項の規定に違反して売買等が行われることとなることを知っている場合を除く。）

八・九 (略)

十 新設分割（他の会社と共同してするものを除く。）により新設分割設立会社（会社法第七百六十三條に規定する新設分割設立会社をいう。次条第五項第十号において同じ。）に特定有価証券等を承継させる場合

十一・十二 (略)

（公開買付者等関係者の禁止行為）

第百六十七條 次の各号に掲げる者（以下この条において「公開買付者等関係者」という。）であつて、第二十七條の二第二項に規定する株券等で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券と該当するもの（以下この条において「上場等株券等」という。）の同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）若しくはこれに準ずる行為として政令で定めるもの又は上場株券等の第二十七條の二二の二第一



項に規定する公開買付け（以下この条において「公開買付け等」という。）をする者（以下この条及び次条第二項において「公開買付け者等」という。）の公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実の公表がされた後でなければ、公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の発行者若しくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価証券（以下この条において「特定株券等」という。）又は当該特定株券等に係るオプションを表示する第二十条第一項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券（以下この項において「関連株券等」という。）に係る買付け等（特定株券等又は関連株券等（以下この条、次条第二項、第百七十五条の二及び第百九十七条の二第十五号において「株券等」という。）の買付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条、次条第二項、第百七十五条の二第二項及び第百九十七条の二第十五号において同じ。）をしてはならず、公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等（株券等の売付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条、次条第二項、第百七十五条の二第二項及び第百九十七条の二第十五号において同じ。）をしてはならない。当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を次の各号に定めるところにより知つた公開買付け者

項に規定する公開買付け（以下この条において「公開買付け等」という。）をする者（以下この条において「公開買付け者等」という。）の公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を当該各号に定めるところにより知つたものは、当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実の公表がされた後でなければ、公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の発行者若しくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価証券（以下この条において「特定株券等」という。）又は当該特定株券等に係るオプションを表示する第二十条第一項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券（以下この項において「関連株券等」という。）に係る買付け等（特定株券等又は関連株券等（以下この条において「株券等」という。）の買付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条において同じ。）をしてはならず、公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等（株券等の売付けその他の取引で政令で定めるものをいう。以下この条において同じ。）をしてはならない。当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を次の各号に定めるところにより知つた公開買付け者等関係者であつて、当該各号に掲げる公開買付け者等関係者でなくなつた後一年以内のものについても、同様とする。

等関係者であつて、当該各号に掲げる公開買付け者等関係者でなくなつた後六月以内のものについても、同様とする。

一～四（略）

五 当該公開買付け等（上場株券等の第二十七条の二十二の二第一項に規定する公開買付けを除く。）に係る上場等株券等の発行者（その役員等を含む。） 当該公開買付け者等からの伝達により知つたとき（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け者等からの伝達により知つたとき）。

六 第二号、第四号又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等（その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号、第四号又は前号に定めるところにより当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を知つた場合におけるその者に限る。） その者の職務に関し知つたとき。

2 （略）

3 公開買付け者等関係者（第一項後段に規定する者を含む。以下この項及び第五項において同じ。）から当該公開買付け者等関係者が第一項各号に定めるところにより知つた同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実（以下この条、次条第二項、第百七十五条の二第二項及び第百九十七条の二第十五号において「公開買付け等事実」という。）の伝達を受けた者（第一項各号に掲げる者であつて、当該各号に定めるところにより当該公開買付け等事実を知つたものを除く。）又は職務上当該伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に関し当該公開買付

一～四（略）  
（新設）

五 第二号又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等（その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号又は前号に定めるところにより当該公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を知つた場合におけるその者に限る。） その者の職務に関し知つたとき。

2 （略）

3 公開買付け者等関係者（第一項後段に規定する者を含む。以下この項において同じ。）から当該公開買付け者等関係者が第一項各号に定めるところにより知つた同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実（以下この条において「公開買付け等事実」という。）の伝達を受けた者（同項各号に掲げる者であつて、当該各号に定めるところにより当該公開買付け等事実を知つたものを除く。）又は職務上当該伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に関し当該公開買付

資料4

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に關し当該公開買付け等事実を知つたものは、当該公開買付け等事実の公表がされた後でなければ、同項に規定する公開買付け等の実施に關する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等をしてはならず、同項に規定する公開買付け等の中止に關する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等をしてはならない。</p> <p>4 第一項から前項までにおける公表がされたとは、公開買付け等事実について、当該公開買付け者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと、第二十七条の三第一項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。）の規定による公告若しくは第二十七条の十一第二項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。）の規定による公告若しくは公表がされたこと又は第二十七条の十四第二項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。同項において同じ。）の規定により第二十七条の三第二項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。同項において同じ。）の公開買付け届出書若しくは第二十七条の十一第三項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。）の公開買付け撤回届出書が公衆の縦覧に供されたことをいう。</p> <p>5 第一項及び第三項の規定は、次に掲げる場合には、適用しない。<br/>一 二の二（略）</p> | <p>を受けた者が所属する法人の他の役員等であつて、その者の職務に關し当該公開買付け等事実を知つたものは、当該公開買付け等事実の公表がされた後でなければ、同項に規定する公開買付け等の実施に關する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等をしてはならず、同項に規定する公開買付け等の中止に關する事実に係る場合にあつては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等をしてはならない。</p> <p>4 第一項から前項までにおける公表がされたとは、公開買付け等事実について、当該公開買付け者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと、第二十七条の三第一項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。）の規定による公告若しくは第二十七条の十一第二項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。）の規定による公告若しくは公表がされたこと又は第二十七条の十四第二項（第二十七条の二十二の二第二項において準用する場合を含む。以下この項において同じ。）の規定により第二十七条の十四第一項の公開買付け届出書若しくは公開買付け撤回届出書が公衆の縦覧に供されたことをいう。</p> <p>5 第一項及び第三項の規定は、次に掲げる場合には、適用しない。<br/>一 二の二（略）</p> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備に関する政令案新旧対照案文

1 金融商品取引法施行令（昭和四十年政令第三十二号）

資料5

| 改正案                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 現行                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>始の申立て等」という。）がなされたこと。</p> <p>二 手形若しくは小切手の不渡り（支払資金の不足を事由とするものに限る。）又は手形交換所による取引停止処分（以下「不渡り等」という。）があつたこと。</p> <p>ホ・ヌ（略）</p> <p>四・五（略）</p> <p>2 法第二十七条の十一第一項に規定する政令で定める重要な事情の変更は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一 四（略）</p> <p>五 当該公開買付け者及びその特別関係者以外の者による<del>取引手続開始</del>の申立て等がなされたこと。</p> <p>六（略）</p> <p>（上場会社等の有価証券から除くもの）</p> <p>第二十七条 法第六十三條第一項に規定する有価証券から除くものとして政令で定めるものは、次に掲げる有価証券とする。</p> | <p>二 手形若しくは小切手の不渡り（支払資金の不足を事由とするものに限る。）又は手形交換所による取引停止処分（以下この条において「不渡り等」という。）があつたこと。</p> <p>ホ・ヌ（略）</p> <p>四・五（略）</p> <p>2 法第二十七条の十一第一項に規定する政令で定める重要な事情の変更は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一 四（略）</p> <p>五 当該公開買付け者及びその特別関係者以外の者による<del>適当手続開始</del>、<del>再生手続開始</del>、<del>更生手続開始</del>又は企業担保権の履行の申立て又は通告がなされたこと。</p> <p>六（略）</p> <p>（上場会社等の有価証券から除くもの）</p> <p>第二十七条 法第六十三條第一項に規定する有価証券から除くものとして政令で定めるものは、法第二條第一項第五号に掲げる有価証券のうち当該有価証券の発行により得られる金銭を以て特定資産（<del>買付流動性</del>法第二條第一項に規定する特定資産をいう。以下この条において同じ。）を取得し、当該特定資産の管理及び処分により得られる金銭をもつて当該有価証券の債務が履行されることとなる有価証券（特定社債券を除く。）として内閣府令で定めるものとする。</p> |

|   |                                                                                                                                                                       |
|---|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一 | 法第二条第二項第五号に掲げる有価証券のうち当該有価証券の発行により得られる金銭をらつて特定資産（資産流動化法第二十条第一項に規定する特定資産をい。以下この号において同じ。）を取得し、当該特定資産の管理及び処分により得られる金銭をもつて当該有価証券の償還が履行されることとなる有価証券（特定社債券を除く。）として内閣府令で定めるもの |
| 二 | 法第二条第二項第十一号に掲げる有価証券のうち次に掲げる者が発行者であるもの以外のもの                                                                                                                            |
| イ | その資産の総額の百分の五十を超える額を不動産その他の内閣府令で定める資産に対する投資として運用することを規約に定めた投資法人（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第十一項に規定する投資法人をいう。以下この章において同じ。）                                                      |
| ロ | その資産の総額のうち占めるイに規定する内閣府令で定める資産の価額の合計額の割合が百分の五十を超える投資法人として内閣府令で定めるもの                                                                                                    |
| ハ | イ又はロに掲げる投資法人に類する外国投資法人                                                                                                                                                |

（その発行者が上場会社等となる有価証券の範囲）

第二十七条の二 法第六十三條第一項に規定する法第二条第二項第五号、第七号、第九号又は第十一号に掲げる有価証券（前条各号に掲げるものを除く。）で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものその他の政令で定

|  |      |
|--|------|
|  | （新設） |
|  | （新設） |
|  |      |
|  |      |
|  |      |
|  |      |

（その発行者が上場会社等となる有価証券の範囲）

第二十七条の二 法第六十三條第一項に規定する法第二条第二項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券（前条に規定するものを除く。）で金融商品取引所に上場されているもの、店頭売買有価証券又は取扱有価証券に該当するものその他の政令で定める有価証券

める有価証券は、次に掲げるものとする。

|   |                                                                                                                                                                                     |
|---|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一 | 法第二条第一項第五号、第七号、第九号又は第十一号に掲げる有価証券（前条各号に掲げるもの及び同項第十一号に掲げる外国投資証券を除く。次号において同じ。）で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの                                                            |
| 二 | 法第二条第一項第五号、第七号、第九号又は第十一号に掲げる有価証券（前号に掲げるものを除く。）を受託有価証券とする有価証券信託受益証券で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの                                                                     |
| 三 | 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち法第二条第一項第五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券（前条第一号に掲げるものを除く。以下この条において同じ。）の性質を有するもの又は同項第十一号に掲げる外国投資証券（前条第二号に掲げるものを除く。以下この条において同じ。）で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの |
| 四 | 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち法第二条第二項第五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券の性質を有するもの（前号に掲げるものを除く。）又は同項第十一号に掲げる外国投資証券（前号に掲げるものを除く。）を受託有価証券とする有価証券信託受益証券で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの           |

は、次に掲げるものとする。

|   |                                                                                                                                       |
|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一 | 法第二条第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券（前条に規定するものを除く。以下この条において同じ。）で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの                                   |
| 二 | 法第二条第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券（前号に掲げるものを除く。）を受託有価証券とする有価証券信託受益証券で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの                            |
| 三 | 外国の者の発行する証券又は証書のうち法第二条第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券の性質を有するもので、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの                                   |
| 四 | 外国の者の発行する証券又は証書のうち法第二条第二項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券の性質を有するもの（前号に掲げるものを除く。）を受託有価証券とする有価証券信託受益証券で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの |

五 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち法第二十条第一項第五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券の性質を有するもの（第三号に掲げるもの及び前号に掲げる有価証券信託受益証券の受託有価証券であるものを除く。）又は同項第十一号に掲げる外国投資証券（第三号に掲げるもの及び前号に掲げる有価証券信託受益証券の受託有価証券であるものを除く。）の預託を受けた者が当該証券若しくは証書又は当該外国投資証券の発行された国以外の国において発行する証券又は証書で、当該預託を受けた証券若しくは証書又は外国投資証券に係る権利を表示するもののうち、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

(特定有価証券の範囲)

第二十七条の三 法第五十三條第一項に規定する法第二十条第一項第五号、第七号、第九号又は第十二号に掲げる有価証券（第二十七条各号に掲げるものを除く。）その他の政令で定める有価証券（次条から第二十七条の六まで、第二十八條の二第十二号及び第二十九條の二の三第十号において「特定有価証券」という。）は、次に掲げるものとする。

一 法第二十条第二項第五号、第七号、第九号又は第十一号に掲げる有価証券（第二十七条各号に掲げるもの及び同項第十一号に掲げる外国投資証券を除く。）

二 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち法第二十条第一項

五 外国の者の発行する証券又は証書のうち法第二十条第二項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券の性質を有するもの（第二号に掲げるものを除く。）の預託を受けた者が当該証券又は証書の発行された国以外の国において発行する証券又は証書で、当該預託を受けた証券又は証書に係る権利を表示するもののうち、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

(特定有価証券の範囲)

第二十七条の三 法第五十三條第一項に規定する法第二十条第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券（第二十七条に掲げるものを除く。）その他の政令で定める有価証券（次条から第二十七条の六まで及び第二十八條の二第十三号において「特定有価証券」という。）は、次に掲げるものとする。

一 法第二十条第二項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券（第二十七条に規定するものを除く。）

二 外国の者の発行する証券又は証書のうち前号に掲げる有価証券

五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券（第二十七条第一号に掲げるものを除く。以下この条において同じ。）の性質を有するもの又は同項第十一号に掲げる外国投資証券（第二十七条第一号に掲げるものを除く。以下この条において同じ。）で、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

二 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち法第二十条第一項第五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券の性質を有するもの（前号に掲げるものを除く。）又は同項第十一号に掲げる外国投資証券（前号に掲げるものを除く。）で、これらの有価証券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券が、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

四 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち法第二十条第一項第五号、第七号若しくは第九号に掲げる有価証券の性質を有するもの（前二号に掲げるものを除く。）又は同項第十一号に掲げる外国投資証券（前二号に掲げるものを除く。）で、これらに係る権利を表示する法第二十条第一項第二十号に掲げる有価証券が金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

(関連有価証券の範囲)

第二十七条の四 法第五十三條第一項に規定する当該上場会社等の

の性質を有するもので、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

二 外国の者の発行する証券又は証書のうち第一号に掲げる有価証券の性質を有するもの（前号に掲げるものを除く。）で、当該有価証券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券が、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

四 外国の者の発行する証券又は証書のうち第一号に掲げる有価証券の性質を有するもの（前二号に掲げるものを除く。）で、これらに係る権利を表示する法第二十条第一項第二十号に掲げる有価証券が金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

(関連有価証券の範囲)

第二十七条の四 法第五十三條第一項に規定する当該上場会社等の

特定有価証券に係るオプションを表す法第二条第二項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券(次条及び第二十七条の六において「関連有価証券」という。)は、次に掲げるものとする。

一 (略)

二 法第二条第二項第十一号に掲げる有価証券で、資産を当該上場会社等の特定有価証券のみに対する投資として運用することを規約に定めた投資法人又はこれに類する外国投資法人の発行するもの

三 七 (略)

(特定有価証券等に係る買付け等の範囲)

第二十七条の五 法第六十三条第一項に規定する特定有価証券又は関連有価証券(次条、第三十三条の十五、第三十三条の十六、第三十三条の十八及び第三十三条の十九において「特定有価証券等」という。)の買付けその他の取引で政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 四 (略)

(上場会社等の業務執行を決定する機関の決定に係る重要事実)

第二十八条 法第六十六条第二項第一号ヨに規定する政令で定める

特定有価証券に係るオプションを表す法第二条第二項第十九号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券(次条及び第二十七条の六において「関連有価証券」という。)は、次に掲げるものとする。

一 (略)

二 法第二条第二項第十一号に掲げる有価証券で、資産を当該上場会社等の特定有価証券のみに対する投資として運用することを規約に定めた投資法人(投資信託及び投資法人に関する法律第三十二条第二項に規定する投資法人をい。第三十二条の二第三号及び第三十三条の二第二号において同じ。)又はこれに類する外国投資法人の発行するもの

三 七 (略)

(特定有価証券等に係る買付け等の範囲)

第二十七条の五 法第六十三条第一項に規定する特定有価証券又は関連有価証券(次条において「特定有価証券等」という。)の買付けその他の取引で政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 四 (略)

(上場会社等の業務執行を決定する機関の決定に係る重要事実)

第二十八条 法第六十六条第二項第一号ヨに規定する政令で定める

事項は、次に掲げるものとする。

一 六 (略)

七 認可金融商品取引業協会に対する取扱有価証券である株式の取扱有価証券としての指定(認可金融商品取引業協会がその規則により有価証券を取扱有価証券とすることをいう。以下この章及び第四十三条の三第四項において同じ。)の取消しに係る申請

八 十一 (略)

(上場会社等に発生した事実に係る重要事実)

第二十八条の二 法第六十六条第二項第二号ニに規定する政令で定める事実、次に掲げるものとする。

一 四 (略)

五 債権者その他の当該上場会社等以外の者による破産手続開始の申立て等

六 不渡り等

七 十二 (略)

事項は、次に掲げるものとする。

一 六 (略)

七 認可金融商品取引業協会に対する取扱有価証券である株式の取扱有価証券としての指定(認可金融商品取引業協会がその規則により有価証券を取扱有価証券とすることをいう。次条第十二号、第三十条第一項第二号及び第四十二条の三第四項において同じ。)の取消しに係る申請

八 十一 (略)

(上場会社等に発生した事実に係る重要事実)

第二十八条の二 法第六十六条第二項第二号ニに規定する政令で定める事実、次に掲げるものとする。

一 四 (略)

五 債権者その他の当該上場会社等以外の者による破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て又は通告(第七号及び第八号並びに第二十九条の二第四号、第六号及び第七号において「破産手続開始の申立て等」という。)

六 手形若しくは小切手の不渡り(支払資金の不足を事由とするものに限る。)又は手形交換所による取引停止処分(第八号並びに第二十九条の二第五号及び第七号において「不渡り等」という。)

七 十二 (略)

資料5

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <p>（上場投資法人等の業務執行を決定する機関の決定に係る重要事実）</p> <p>第二十九条の二の二 法第百六十六条第二項第九号トに規定する政令で定める事項は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 投資信託及び投資法人に関する法律第百四十二条第一項の規定により行う同法第六十七条第四項に規定する最低純資産額の減少</p> <p>二 金融商品取引所に対する投資証券（投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券をいう。以下この条において同じ。）の上場廃止に係る申請</p> <p>三 認可金融商品取引業協会に対する投資証券の登録の取消しに係る申請</p> <p>四 認可金融商品取引業協会に対する取扱有価証券である投資証券の取扱有価証券としての指定の取消しに係る申請</p> <p>五 破産手続開始又は再生手続開始の申立て</p> <p>六 法第百六十六条第六項第四号又は第百六十七条第五項第五号に規定する要請</p> | <p>（新設）</p> |
| <p>（上場投資法人等が発生した事実に係る重要事実）</p> <p>第二十九条の二の三 法第百六十六条第二項第十号ハに規定する政令で定める事項は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 財産権上の請求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があつたこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。</p>                                                                                                                                                                                                                                                  | <p>（新設）</p> |

資料5

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| <p>二 資産の運用の差止めその他これに連する処分を求める仮処分命令の申立てがなされたこと又は当該申立てについて裁判があつたこと若しくは当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。</p> <p>三 投資信託及び投資法人に関する法律第百二十六条第一項の規定による同法第百六十七條の登録の取消しその他これに連する行政による法令に基づく処分</p> <p>四 債権者その他の当該上場会社等（法第百六十三條第二項に規定する上場投資法人等に限る。以下この条から第二十九條の二の五までにおいて同じ。）以外の者による破産手続開始又は再生手続開始の申立て</p> <p>五 不渡り等</p> <p>六 債務者又は保証債務に係る主たる債務者について不渡り等、破産手続開始の申立て等その他これらに連する事実が生じたことにより、当該債務者に対する差押金、貸付金その他の債権又は当該保証債務を履行した場合における当該主たる債務者に対する求償権について債務の不履行のおそれが生じたこと。</p> <p>七 主要取引先（営業期間における営業収益又は営業費用が営業収益の総額又は営業費用の総額の百分の十以上である取引先（営業期間が六月以下であるものとして内閣府令で定める上場会社等にあつては、内閣府令で定める取引先）をいう。）との取引の停止</p> <p>八 債権者による債務の免除又は第三者による債務の引受け若しくは</p> |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|

資料5

|   |                                                      |      |
|---|------------------------------------------------------|------|
| 九 | は、 <u>資源の発見</u>                                      |      |
| 十 | 特定有価証券又は特定有価証券に係るオプションの取扱有価証券としての指定の取消しの原因となる事実      |      |
|   | (上場投資法人等の資産運用会社の業務執行を決定する機関の決定に係る重要事実)               |      |
|   | 第二十九条の二の四 法第六百六十三条第二項第十二号に規定する政令で定める事項は、次に掲げるものとする。  | (新設) |
| 一 | 会社分割                                                 |      |
| 二 | 事業譲渡                                                 |      |
| 三 | 当該上場会社等から委託された資産の運用に係る事業の休止又は廃止                      |      |
| 四 | 当該上場会社等から委託を受けに行う資産の運用であつて、その全部又は一部が休止又は廃止されることとなるもの |      |
| 五 | 破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て                            |      |
| 六 | 当該上場会社等から委託を受けに行う資産の運用であつて、新たに開始されることとなるもの           |      |
|   | (上場投資法人等の資産運用会社に発生した事実に係る重要事実)                       |      |
|   | 第二十九条の二の五 法第六百六十三条第二項第十三号に規定する政令で定める事項は、次に掲げるものとする。  | (新設) |
| 一 | 当該上場会社等から委託された資産の運用に係る財産権上の請                         |      |

資料5

|   |                                                                                                                                                                           |               |
|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
|   | 求に係る訴えが提起されたこと又は当該訴えについて判決があつたこと若しくは当該訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。                                                                                                     |               |
| 二 | 当該上場会社等から委託された資産の運用に係る事業の差止めその他これに準ずる処分を求める仮処分命令の申立てがなされたこと又は当該申立てについて裁判があつたこと若しくは当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと。                                                      |               |
| 三 | 債権者その他の当該上場会社等の資産運用会社(投資信託及び投資法人に関する法律第二十九条第十九項に規定する資産運用会社をいう。以下同じ。)以外の者による破産手続開始の申立て等                                                                                    |               |
| 四 | 不渡り等                                                                                                                                                                      |               |
| 五 | 特定関係法人(法第六百六十三条第五項に規定する特定関係法人をいう。)に係る破産手続開始の申立て等                                                                                                                          |               |
|   | (親会社等)                                                                                                                                                                    |               |
|   | 第二十九条の三 (略)                                                                                                                                                               |               |
| 2 | 法第六百六十六条第五項第一号に規定する上場投資法人等の資産運用会社を支配する会社として政令で定めるものは、上場投資法人等(法第六百六十三条第一項に規定する上場投資法人等をいう。以下同じ。)の資産運用会社の財務及び営業又は事業の方針を決定する機関(株主総会その他これに準ずる機関をいう。)を支配している会社として内閣府令で定めるものとする。 | (親会社)<br>(新設) |

|    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |      |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 3) | <p>法第六百六十六条第五項第二号に規定する特定資産の価値に重大な影響を及ぼす取引を行い、又は行つた法人として政令で定めるものは、上場投資法人等の資産運用会社の利害関係人等（投資信託及び投資法人に関する法律第二百一十条第一項に規定する利害関係人等という。）のうち、次のいずれかに掲げる取引（当該資産運用会社が当該上場投資法人等の委託を受けて行う運用の対象となる特定資産（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第一項に規定する特定資産をいう。第四号において同じ。）の価値に及ぼす影響が重大なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限る。）を行い、又は行つた法人として内閣府令で定めるものとする。</p> <p>一 当該上場投資法人等との間における不動産、不動産の賃借権又は地上権（次号において「不動産等」という。）の取得又は譲渡の取引</p> <p>二 当該上場投資法人等との間における不動産等を信託する信託の受益権の取得又は譲渡の取引</p> <p>三 当該上場投資法人等との間における不動産の賃借の取引</p> <p>四 当該上場投資法人等の特定資産である第二号に規定する信託の受益権に係る信託の受託者との間における当該信託の信託財産にある不動産の賃借の取引</p> | （新設） |
|    | <p>（公表措置）</p> <p>第二十條 法第六百六十六條第四項又は第六百六十七條第四項に規定する多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとら</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |      |

|    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |      |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 3) | <p>法第六百六十六条第五項第二号に規定する特定資産の価値に重大な影響を及ぼす取引を行い、又は行つた法人として政令で定めるものは、上場投資法人等の資産運用会社の利害関係人等（投資信託及び投資法人に関する法律第二百一十条第一項に規定する利害関係人等という。）のうち、次のいずれかに掲げる取引（当該資産運用会社が当該上場投資法人等の委託を受けて行う運用の対象となる特定資産（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第一項に規定する特定資産をいう。第四号において同じ。）の価値に及ぼす影響が重大なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限る。）を行い、又は行つた法人として内閣府令で定めるものとする。</p> <p>一 当該上場投資法人等との間における不動産、不動産の賃借権又は地上権（次号において「不動産等」という。）の取得又は譲渡の取引</p> <p>二 当該上場投資法人等との間における不動産等を信託する信託の受益権の取得又は譲渡の取引</p> <p>三 当該上場投資法人等との間における不動産の賃借の取引</p> <p>四 当該上場投資法人等の特定資産である第二号に規定する信託の受益権に係る信託の受託者との間における当該信託の信託財産にある不動産の賃借の取引</p> | （新設） |
|    | <p>（公表措置）</p> <p>第二十條 法第六百六十六條第四項又は第六百六十七條第四項に規定する上場会社等若しくは当該上場会社等の子会社又は公開買付者等によ</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |      |

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |     |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| イ）ハ） | <p>（略）</p> <p>れたことは、次の各号に掲げる措置のいずれかがとられたこととする。</p> <p>一 法第六十三条第一項に規定する上場会社等、当該上場会社等の子会社若しくは当該上場会社等の資産運用会社を代表すべき取締役、執行役員若しくは執行役員（協同組織金融機関を代表すべき役員を含む。以下この項において同じ。）若しくは当該取締役、執行役員若しくは執行役員から重要事実等（法第六百六十六條第四項各号に掲げる事項をいう。以下この項において同じ。）を公開することを委任された者又は法第六十七條第一項に規定する公開買付者等（法人（法人でない団体を代表者又は管理人の定めのあるものを含む。）にあつては、当該法人を代表すべき者又は管理人）若しくは当該公開買付者等から同条第三項に規定する公開買付け等事実（以下この項において「公開買付け等事実」という。）を公開することを委任された者が、当該重要事実等又は当該公開買付け等事実を次に掲げる報道機関の二以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等又は公開買付け等事実の周知のために必要な期間が経過したことを。</p> | （略） |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |     |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| イ）ハ） | <p>（略）</p> <p>り多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたことは、次の各号に掲げる措置のいずれかがとられたこととする。</p> <p>一 法第六十三条第一項に規定する上場会社等若しくは当該上場会社等の子会社を代表すべき取締役若しくは執行役員（協同組織金融機関を代表すべき役員を含む。以下この項において同じ。）若しくは当該取締役若しくは執行役員から重要事実等（法第六百六十六條第四項に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実、上場会社等の業務執行を決定する機関の決定、上場会社等の売上高等若しくは同条第二項第一号トに規定する配当、上場会社等の属する企業集団の売上高等、上場会社等の子会社の業務執行を決定する機関の決定又は上場会社等の子会社の売上高等をいう。以下この項において同じ。）を公開することを委任された者又は法第五十七條第一項に規定する公開買付者等（法人（法人でない団体を代表者又は管理人の定めのあるものを含む。）にあつては、当該法人を代表すべき者又は管理人）若しくは当該公開買付者等から同条第三項に規定する公開買付け等事実（以下この項において「公開買付け等事実」という。）を公開することを委任された者が、当該重要事実等又は当該公開買付け等事実を次に掲げる報道機関の二以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等又は公開買付け等事実の周知のために必要な期間が経過したことを。</p> | （略） |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|



一 法第六十三條第二項に規定する上場会社等の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所（当該有価証券が店頭売買有価証券である場合にあつては当該有価証券を登録する各認可金融商品取引業協会とし、当該有価証券が取扱有価証券である場合にあつては当該有価証券の取扱有価証券としての指定を行う各認可金融商品取引業協会とする。以下この項において同じ。）の規則で定めるところにより、当該上場会社等又は当該上場会社等の資産運用会社が、重要事実等又は公開買付け等事実（当該上場会社等が公開買付け等（法第六十七條第一項に規定する公開買付け等をいう。以下この項において同じ。）となるものに限る。以下この号及び次号において同じ。）を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された重要事実等又は公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと。

二 法第六十三條第二項に規定する上場会社等であつて次のイからハまでに掲げる者であるものの発行する有価証券を上場する各金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該上場会社等又は当該上場会社等の資産運用会社が、当該イからハまでに定める事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において英語で公衆の縦覧に供されたこと。

イ・ロ（略）

ハ 法第六十七條第一項に規定する公開買付け等（上場株券等

一 法第六十三條第二項に規定する上場会社等が、その発行する有価証券を上場する各金融商品取引所（当該有価証券が店頭売買有価証券である場合にあつては当該有価証券を登録する各認可金融商品取引業協会とし、当該有価証券が取扱有価証券である場合にあつては当該有価証券の取扱有価証券としての指定を行う各認可金融商品取引業協会とする。以下この項において同じ。）の規則で定めるところにより、重要事実等又は公開買付け等事実（当該上場会社等が公開買付け等（法第六十七條第一項に規定する公開買付け等をいう。以下この項において同じ。）となるものに限る。以下この号及び次号において同じ。）を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された重要事実等又は公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと。

二 法第六十三條第一項に規定する上場会社等であつて次のイからハまでに掲げる者が、その発行する有価証券を上場する各金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該イからハまでに定める事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において英語で公衆の縦覧に供されたこと。

イ・ロ（略）

ハ 法第六十七條第一項に規定する公開買付け等（上場株券等

の法第二十七條の二十二の二第一項に規定する公開買付けを除き、当該公開買付け等に係る上場等株券等（法第六十七條第一項に規定する上場等株券等をいう。以下この項において同じ。）の発行者の発行する上場等株券等が全て特定投資家向け有価証券である場合に限る。）をする者 公開買付け等事実

四 公開買付け等（法第六十三條第一項に規定する上場会社等であるものを除く。次号において同じ。）が、その公開買付け等（法第六十七條第一項に規定する公開買付け等をいう。次号において同じ。）に係る上場等株券等の発行者又は当該公開買付け等の親会社（法第六十六條第五項に規定する親会社をいい、法第六十三條第二項に規定する上場会社等であるものに限る。以下この項において同じ。）に対し、公開買付け等事実を当該発行者又は当該親会社の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所に通知することを要請し、当該発行者又は当該親会社が、当該要請に基づいて、当該金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該公開買付け等事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと。

五 公開買付け等が、その公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の発行する上場等株券等が全て特定投資家向け有価証券である場合において、当該発行者又は当該公開買付け等の親会社に対し

の法第二十七條の二十二の二第一項に規定する公開買付けを除き、当該公開買付け等に係る上場等株券等（法第六十七條第一項に規定する上場等株券等をいう。以下この項において同じ。）の発行者である会社の発行する上場等株券等が全て特定投資家向け有価証券である場合に限る。）をする者 公開買付け等事実

四 公開買付け等（法第六十三條第一項に規定する上場会社等であるものを除く。次号において同じ。）が、その公開買付け等（法第六十七條第一項に規定する公開買付け等をいう。次号において同じ。）に係る上場等株券等の発行者である会社又は当該公開買付け等の親会社（法第六十六條第五項に規定する親会社をいい、法第六十三條第二項に規定する上場会社等であるものに限る。以下この項において同じ。）に対し、公開買付け等事実を当該会社又は当該親会社の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所に通知することを要請し、当該会社又は当該親会社が、当該要請に基づいて、当該金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該公開買付け等事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと。

五 公開買付け等が、その公開買付け等に係る上場等株券等の発行者である会社の発行する上場等株券等が全て特定投資家向け有価証券である場合において、当該会社又は当該公開買付け等の親会社

、公開買付け等事実を当該発行者又は当該親会社の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所に通知することを要請し、当該発行者又は当該親会社が、当該要請に基づいて、当該金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該公開買付け等事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において英語で公衆の縦覧に供されたこと。

2 (略)

(公開買付けに連する行為)

第三十一条 法第六十六條第六項第四号及び第六十七條第一項に規定する公開買付けに連する行為として政令で定めるものは、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当する株券（外国の者の発行する証券又は証書で株券の性質を有するものを含む。）又は投資証券等の発行者が発行する株券（外国の者の発行する証券又は証書で株券の性質を有するものを含むものとし、内閣府令で定めるものを除く。）、新株予約権証券（外国の者の発行する証券又は証書で新株予約権証券の性質を有するものを含むものとし、内閣府令で定めるものを除く。）、新株予約権付社債券（外国の者の発行する証券又は証書で新株予約権付社債券の性質を有するものを含むものとし、内閣府令で定めるものを除く。）、投資証券等（内閣府令で定めるものを除く。）その他内閣府令で定める有価証券（以下この条において「株券等」という

社に対し、公開買付け等事実を当該会社又は当該親会社の発行する有価証券を上場する各金融商品取引所に通知することを要請し、当該会社又は当該親会社が、当該要請に基づいて、当該金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該公開買付け等事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において英語で公衆の縦覧に供されたこと。

2 (略)

(公開買付けに連する行為)

第三十一条 法第六十六條第六項第四号及び第六十七條第一項に規定する公開買付けに連する行為として政令で定めるものは、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当する株券（外国の者の発行する証券又は証書で株券の性質を有するものを含む。）の発行者である会社の発行する株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券（外国の者の発行する証券又は証書で、これらの有価証券の性質を有するものを含むものとし、内閣府令で定めるものを除く。）その他内閣府令で定める有価証券（以下この条において「株券等」という。）を買い集める者（その者と共同して買い集める者がいる場合には、当該共同して買い集める者を含む。以下この条において同じ。）が自己又は他人（仮股人を含む。以下この条において同じ。）の名義をもつて買い集める当該株券等に係る議決権の数（株券（外国の者の発行する証券又は

）を買い集める者（その者と共同して買い集める者がいる場合には、当該共同して買い集める者を含む。以下この条において同じ。）が自己又は他人（仮股人を含む。以下この条において同じ。）の名義をもつて買い集める当該株券等に係る議決権の数（株券（外国の者の発行する証券又は証書で株券の性質を有するものを含む。）については株式に係る議決権（社債、株式等の振替に関する法律第百四十七條第一項又は第百四十八條第一項の規定により発行者に対抗することができない株式に係る議決権を含む。）の数を、投資証券等については投資口に係る議決権（同法第二百二十八條第一項において適用する同法第百四十七條第一項又は第百四十八條第一項の規定により発行者に対抗することができない投資口に係る議決権を含む。）の数を、その他のものについては内閣府令で定めるところにより換算した株式又は投資口に係る議決権の数をいう。以下この条において同じ。）の合計が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の数の百分の五以上である場合における当該株券等を買い集める行為（以下この条において「買集め行為」という。）とする。ただし、当該株券等を買い集める者の当該買集め行為を開始する直前における株券等所有割合（自己又は他人の名義をもつて所有する当該株券等に係る議決権の数の合計を当該発行者の総株主等の議決権の数の総て得た割合をいう。以下この条において同じ。）が百分の五未満である場合には、当該買集め行為のうち株券等所有割合が百分の五を超える部分に係るものに限る。

証券で株券の性質を有するものを含む。）については株式に係る議決権（社債、株式等の振替に関する法律第百四十七條第一項又は第百四十八條第一項の規定により発行者に対抗することができない株式に係る議決権を含む。）の数を、その他のものについては内閣府令で定めるところにより換算した株式に係る議決権の数をいう。以下この条において同じ。）の合計が当該株券等の発行者である会社の総株主等の議決権の数の百分の五以上である場合における当該株券等を買い集める行為（以下この条において「買集め行為」という。）とする。ただし、当該株券等を買い集める者の当該買集め行為を開始する直前における株券等所有割合（自己又は他人の名義をもつて所有する当該株券等に係る議決権の数の合計を当該会社の総株主等の議決権の数の総て得た割合をいう。以下この条において同じ。）が百分の五未満である場合には、当該買集め行為のうち株券等所有割合が百分の五を超える部分に係るものに限る。

(取締役に相当する機関)

第三十二条の二 法第六十六條第六項第四号に規定する上場会社等の取締役に相当するものとして政令で定める機関は、上場会社等(上場投資法人等に限る。)の役員会とする。

第三十二条の二 法第六十六條第六項第六号に規定する政令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。

一 社債券(相互会社の社債券を名目、新株予約権付社債券を除く。以下この条において同じ。)又は外国の者の発行する証券若しくは証書で社債券の性質を有するもの(以下この条において「社債券等」という。)

一の一 法第二条第一項第十一号に掲げる投資法人債券(以下この号において「投資法人債券」という。)又は同項第十一号に掲げる外国投資証券で投資法人債券に類する証券(以下この条において「投資法人債券等」という。)

二 第二十七条の四第一号に掲げる有価証券のうち、信託財産を当該上場会社等の社債券等又は投資法人債券等のみに対する投資として運用することを信託約款に定めた投資信託又はこれに類する外国投資信託に係るもの

三 第二十七条の四第二号に掲げる有価証券のうち、資産を当該上場会社等の社債券等又は投資法人債券等のみに対する投資として運用することを規約に定めた投資法人又はこれに類する外国投資法人の発行する投資証券等

(新設)

第三十二条の二 法第六十六條第六項第六号に規定する政令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。

一 社債券(相互会社の社債券を名目、新株予約権付社債券を除く。以下この条において同じ。)

(新設)

二 第二十七条の四第一号に掲げる有価証券のうち、信託財産を当該上場会社等の社債券のみに対する投資として運用することを信託約款に定めた投資信託又はこれに類する外国投資信託に係るもの

三 第二十七条の四第二号に掲げる有価証券のうち、資産を当該上場会社等の社債券のみに対する投資として運用することを規約に定めた投資法人又はこれに類する外国投資法人の発行する投資証券等

(前号)

四 第二十七条の四第五号に掲げる有価証券のうち、当該上場会社等の社債券等又は投資法人債券等を受託有価証券とするもの

(特定株券等の範囲)

第二十三条 法第六十七條第一項に規定する上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の発行する株券若しくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価証券(以下「特定株券等」という。)は、次に掲げるものとする。

一 (略)

二 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券

三 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち第一号に掲げる有価証券の性質を有するもの又は投資信託及び投資法人に関する法律に規定する外国投資証券のうち投資証券に類するもので、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

四 外国の者の発行する証券若しくは証書のうち第一号に掲げる有価証券の性質を有するもの(前号に掲げるものを除く。)又は投資信託及び投資法人に関する法律に規定する外国投資証券のうち投資証券に類するもの(前号に掲げるものを除く。)で、これらの有価証券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券が、金融

四 第二十七条の四第五号に掲げる有価証券のうち投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資法人債券及び外国投資証券で投資法人債券に類する証券

五 第二十七条の四第五号に掲げる有価証券のうち、当該上場会社等の社債券を受託有価証券とするもの

(特定株券等の範囲)

第二十三条 法第六十七條第二項に規定する上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の発行する株券若しくは新株予約権付社債券その他の政令で定める有価証券(以下「特定株券等」という。)は、次に掲げるものとする。

一 (略)

(新設)

二 外国の者の発行する証券又は証書のうち前号に掲げる有価証券の性質を有するもので、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

三 外国の者の発行する証券又は証書のうち第一号に掲げる有価証券の性質を有するもの(前号に掲げるものを除く。)で、当該有価証券を受託有価証券とする有価証券信託受益証券が、金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取扱有価証券に該当するもの

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若しくは取<br/>扱有価証券に該当するもの</p> <p>五 外国の者の発行する証券若しくは証券のうち第一号に掲げる有<br/>価証券の性質を有するもの（前二号に掲げるものを除く。）又は<br/>投資信託及び投資法人に関する法律に規定する外国投資証券のう<br/>ち投資証券に類するもの（前二号に掲げるものを除く。）で、こ<br/>れらに係る権利を差支する法第二十三条第二項第二十号に掲げる有価<br/>証券が金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券<br/>若しくは取扱有価証券に該当するもの</p> <p>（株券等に係る買付け等の範囲）</p> <p>第三十三条の三 法第六十七條第一項に規定する特定株券等又は関<br/>連株券等（次条、第三十三条の十五、第三十三条の十六、第三十三<br/>条の二十及び第三十三条の二十一において「株券等」という。）の<br/>買付けその他の取引で政令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一〜七 （略）</p> <p>（株式の買取りの請求に相当する他の法令の規定による請求）</p> <p>第三十三条の四の二 法第六十七條第五項第三号に規定する株式の<br/>買取りの請求に相当する他の法令の規定による請求として政令で定<br/>めるものは、投資信託及び投資法人に関する法律第四百一十條第一<br/>項、第四百九十九條の三第一項、第四百九十九條の八第一項又は第四百</p> | <p>四 外国の者の発行する証券又は証券のうち第一号に掲げる有価証<br/>券の性質を有するもの（前二号に掲げるものを除く。）で、これ<br/>に係る権利を差支する法第二十三条第二項第二十号に掲げる有価証券<br/>が金融商品取引所に上場されており、又は店頭売買有価証券若し<br/>くは取扱有価証券に該当するもの</p> <p>（株券等に係る買付け等の範囲）</p> <p>第三十三条の三 法第六十七條第一項に規定する特定株券等又は関<br/>連株券等（次条において「株券等」という。）の買付けその他の取<br/>引で政令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一〜七 （略）</p> <p>（新設）</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>十九條の十三第二項の規定による投資口の買取りの請求とする。</p> <p>（売付け又はその媒介若しくは代理及び募集又は売出しの取扱いに<br/>準ずる行為）</p> <p>第三十三条の四の三 （略）</p> <p>（未公開有価証券）</p> <p>第三十三条の四の四 （略）</p> <p>（重要事実を知つた会社関係者の取引等に係る課徴金の計算におけ<br/>る有価証券の売付け等）</p> <p>第三十三条の十五 法第七十五條第三項に規定する政令で定める取<br/>引は、次に掲げる取引とする。</p> <p>一〜四 （略）</p> <p>五 法第二條第二十二項第四号に掲げる取引（特定有価証券等又は<br/>株券等に係る金融商品の利率等又は金融指標の約定した期間にお<br/>ける変化率に基づいて金銭の授受を約する取引（この金銭の授受<br/>とあわせて当事者が元本として定めた金額に相当する金銭又は金<br/>融商品を授受することを約するものを含む。）に係るものであつ<br/>て、当該取引において当該金融商品の利率等又は金融指標が約定<br/>した期間に上昇した場合に金銭を支払う立場の当事者となるもの<br/>に限る。）</p> | <p>（売付け又はその媒介若しくは代理及び募集又は売出しの取扱いに<br/>準ずる行為）</p> <p>第三十三条の四の二 （略）</p> <p>（未公開有価証券）</p> <p>第三十三条の四の三 （略）</p> <p>（重要事実を知つた会社関係者の取引等に係る課徴金の計算におけ<br/>る有価証券の売付け等）</p> <p>第三十三条の十五 法第七十五條第三項に規定する政令で定める取<br/>引は、次に掲げる取引とする。</p> <p>一〜四 （略）</p> <p>五 法第二條第二十二項第四号に掲げる取引（法第六十六條第一<br/>項若しくは第三項の特定有価証券等又は法第六十七條第一項若<br/>しくは第三項の株券等に係る金融商品の利率等若しくは金融指標<br/>の約定した期間における変化率に基づいて金銭の授受を約する取<br/>引（この金銭の授受とあわせて当事者が元本として定めた金額に<br/>相当する金銭又は金融商品を授受することを約するものを含む。<br/>）に係るものであつて、当該取引において当該金融商品の利率等<br/>又は金融指標が約定した期間に上昇した場合に金銭を支払う立場<br/>の当事者となるものに限る。）</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

金融商品取引法第六卷の二の規定による懸賞金に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令案新旧対照表

資料6

| 改正案                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 現行                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>二 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(平成十九年内閣府令第五十九号)</p> <p>おれたをいう。以下この項において同じ。)ものでない場合は、最近営業期間の前営業期間の決算)又は公表がされず(最近営業期間がない場合又は最近営業期間の決算が公表がされたものでない場合であつて最近営業期間の前営業期間がない場合に限る。)において投資法人(投資信託及び投資法人に関する法律第二十条第一項に規定する投資法人をいう。以下同じ。)の資産の総額の五分の五に相当する前項に規定する不動産等資産の価額の合計額の百分の五十を超える投資法人とする。</p> <p>(役員及び主要株主の特定有価証券等の買付け又は売付けに含まれる場合)</p> <p>第二十八条 法第六十三條第一項本文に規定する内閣府令で定める場合は、上場会社等の役員(投資法人である上場会社等の資産運用会社(投資信託及び投資法人に関する法律第二十条第一項に規定する資産運用会社をいう。以下同じ。)の役員を令ら。第三十條第一項第二号及び第三号並びに第四十條第四項第二号を除き、以下この項において同じ。)又は主要株主(法第六十三條第二項に規定する主要株主をいう。以下この項及び次号において同じ。)が受益者である運用方法が特定された信託について、当該上場会社等の役員又は主要株主の指図に基づき委託者が当該上場会社等の特定有価証券等に係る買付け等(同項に規定する買付け等をいう。以下この項において同じ。)又は売付け等(同項に規定する売付け等をいう。以下この項において同じ。)をする場合とする。</p> | <p>(役員及び主要株主の特定有価証券等の買付け又は売付けに含まれる場合)</p> <p>第二十八条 法第六十三條第一項本文に規定する内閣府令で定める場合は、上場会社等の役員又は主要株主(同項に規定する主要株主をいう。以下この項において同じ。)が受益者である運用方法が特定された信託について、当該上場会社等の役員又は主要株主の指図に基づき委託者が当該上場会社等の特定有価証券等に係る買付け等(同項に規定する買付け等をいう。以下この項において同じ。)又は売付け等(同項に規定する売付け等をいう。以下この項において同じ。)をする場合とする。</p> |

資料6

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>(報告書の提出を要しない場合)</p> <p>第三十条 法第六十三條第二項ただし書に規定する内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。</p> <p>一 (略)</p> <p>二 上場会社等の役員又は従業員(当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社の役員又は従業員を含む。以下この号及び次号において同じ。)が当該上場会社等の他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の株券又は投資証券の買付けを行った場合(当該上場会社等が会社法第五十六條第一項(同法第六十五條第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。)の規定に基づき買付けしていた株券以外のものを買い付けたときは、金融商品取引業者に委託等として行った場合に限る。)であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合(各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。)</p> <p>三 上場会社等の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該上場会社等の株券又は投資証券に対する投資として運用することを目的とする信託契約を締結し、当該信託業を営む者が当該役員又は従業員の指図に基づき当該上場会社等の株券又は投資証券の買付けを行った場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合(当該役員又は従業員</p> | <p>(報告書の提出を要しない場合)</p> <p>第三十条 法第六十三條第二項ただし書に規定する内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。</p> <p>一 (略)</p> <p>二 上場会社等の役員又は従業員(当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社の役員又は従業員を含む。以下この号及び次号において同じ。)が当該上場会社等の他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の株券の買付けを行った場合(当該上場会社等が会社法第五十六條第一項(同法第六十五條第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。)の規定に基づき買付けしていた株券以外のものを買い付けたときは、金融商品取引業者に委託等として行った場合に限る。)であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合(各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。)</p> <p>三 上場会社等の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該上場会社等の株券に対する投資として運用することを目的とする信託契約を締結し、当該信託業を営む者が当該役員又は従業員の指図に基づき当該上場会社等の株券の買付けを行った場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合(当該役員又は従業員</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

る場合（当該役員又は従業員を委託者とする信託財産と当該上場会社等の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とは合同して運用される場合に限る。）

四 上場会社等（上場投資法人等を除く。以下この号から第六号までにおいて同じ。）の関係会社の従業員が当該関係会社の他の従業員と共同して当該上場会社等の株券の買付けを金融商品取引業者に委託等として行った場合（第二号に掲げる場合を除く。）であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合（各従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。）

五・六 （略）

六の二 上場会社等（上場投資法人等に限る。以下この号において同じ。）の資産運用会社又はその特定関係法人（法第五十六条第五項に規定する特定関係法人をいう。以下同じ。）の役員又は従業員が当該資産運用会社又は当該特定関係法人の他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の投資証券の買付けを金融商品取引業者に委託等として行った場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合（各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。）

七 累積投資契約により上場会社等の株券（優先出資証券を含む。第十四号において同じ。）又は投資証券の買付けが金融商品取引

員を委託者とする信託財産と当該上場会社等の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とは合同して運用される場合に限る。）

四 上場会社等の関係会社の従業員が当該関係会社の他の従業員と共同して当該上場会社等の株券の買付けを金融商品取引業者に委託等として行った場合（第二号に掲げる場合を除く。）であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合（各従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。）

五・六 （略）  
（新設）

七 累積投資契約により上場会社等の株券（優先出資証券を含む。第十四号において同じ。）の買付けが金融商品取引業者に委託等

業者を委託等として行われた場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合（各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。）

八 金融商品取引所で行われる銘柄の異なる複数の株券又は投資証券の集合体を対象とする法第二条第二十二項第二号に掲げる取引を行った場合

九 （略）

十 上場会社等の役員又は主要株主が、当該上場会社等の発行する特定有価証券等のうち次のいずれかに該当するものに係る買戻条件付売買であつて買戻価格があらかじめ定められているものを行う場合（当該役員又は主要株主が専ら自己の資金調達のために行う場合に限る。）

イ （略）

ロ 法第二条第二項第十一号に掲げる投資法人債券

ハ 法第二条第二項第十七号に掲げる有価証券でイの性質を有するもの又は外国投資証券と投資法人債券に類する証券

十一〜十三 （略）

十四 銀行等保有株式取得機構が上場会社等の株券若しくは投資証券の買付け（銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律（平成十三年法律第五十三号）第三十八条第二項に規定する特別株式買取り（同法第三十八条の二第二項の規定による株式の買取りを含む。）に該当する場合及び同法第三十八条の六第一項の規定に

をして行われた場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われたものと認められる場合（各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。）

八 金融商品取引所で行われる銘柄の異なる複数の株券の集合体を対象とする法第二条第二十二項第二号に掲げる取引を行った場合

九 （略）

十 上場会社等の役員又は主要株主が、当該上場会社等の発行する特定有価証券等のうち次のいずれかに該当するものに係る買戻条件付売買であつて買戻価格があらかじめ定められているものを行う場合（当該役員又は主要株主が専ら自己の資金調達のために行う場合に限る。）

イ （略）  
（新設）

ロ 法第二条第二項第十七号に掲げる有価証券でイの性質を有するもの

十一〜十三 （略）

十四 銀行等保有株式取得機構が上場会社等の株券の買付け（銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律（平成十三年法律第五十三号）第三十八条第二項に規定する特別株式買取り（同法第三十八条の二第二項の規定による株式の買取りを含む。）に該当する場合に限る。）を行った場合又は当該買付けした株券の売付け

による投資口の買取りに該当する場合に限る。)を行つた場合又は当該買付けした株券若しくは投資証券の売付けを行つた場合(同法第三十五条の規定に基づき、銀行等保有株式取得機構からその業務の一部について委託を受けた者が当該委託に基づき上場会社等の株券又は投資証券の買付け又は売付けを行つた場合を含む。)

2、4 (略)

(上場会社等の機関決定に係る重要事実の駆動基準)

第四十九条 法第六百六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第一号に掲げる事項に係るものは、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一、四 (略)

五 法第六百六十六条第二項第一号に掲げる事項 株式交換完全親会社(会社法第七百六十七条に規定する株式交換完全親会社をいう。第五十五条の五第二項第一号において同じ。)となる会社にあつて、次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ・ロ (略)

六、九 (略)

十 令第二十八条第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予

を行つた場合(同法第三十五条の規定に基づき、銀行等保有株式取得機構からその業務の一部について委託を受けた者が当該委託に基づき上場会社等の株券の買付け又は売付けを行つた場合を含む。)

2、4 (略)

(上場会社等の機関決定に係る重要事実の駆動基準)

第四十九条 法第六百六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第一号に掲げる事項に係るものは、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一、四 (略)

五 法第六百六十六条第二項第一号に掲げる事項 株式交換完全親会社(会社法第七百六十七条に規定する株式交換完全親会社をいう。)となる会社にあつて、次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ・ロ (略)

六、九 (略)

十 令第二十八条第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予

定日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の売上高の増加額が当該会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式(優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。)又は持分を新たに取得する場合、新たに取得する当該相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式又は持分の取得価額が会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少くない金額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

(2)・(3) (略)

ロ 業務上の提携の解消を行う場合にあつては、当該業務上の提携の解消の予定日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携の解消による会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場

定日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の売上高の増加額が当該会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式(優先出資を含む。(1)及び(2)において同じ。)又は持分を新たに取得する場合、新たに取得する当該相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式又は持分の取得価額が会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。)の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少くない金額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

(2)・(3) (略)

ロ 業務上の提携の解消を行う場合にあつては、当該業務上の提携の解消の予定日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携の解消による会社(協同組織金融機関を含み、特定上場会社等である場

合にあつては、会社の属する企業集団とする。）の売上高の減少額が当該会社（協同組織金融機関を含む、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。）の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社（協同組織金融機関を含む。）の株式（優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。）又は持分を取得している場合 取得している当該相手方の会社（協同組織金融機関を含む。）の株式又は持分の帳簿価額が会社（協同組織金融機関を含む、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。）の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少ない金額の百分の十に相当する額未満であること。

(2)・(3) (略)

十一 十四 (略)

2 (略)

(上場会社等に発生した事実に係る重要事実の軽微基準)

第五十条 法第六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第二号に掲げる事実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

合にあつては、会社の属する企業集団とする。）の売上高の減少額が当該会社（協同組織金融機関を含む、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。）の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社（協同組織金融機関を含む。）の株式（優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。）又は持分を取得している場合 取得している当該相手方の会社（協同組織金融機関を含む。）の株式又は持分の帳簿価額が会社（協同組織金融機関を含む、特定上場会社等である場合にあつては、会社の属する企業集団とする。）の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少ない金額の百分の十に相当する額未満であること。

(2)・(3) (略)

十一 十四 (略)

2 (略)

(上場会社等に発生した事実に係る重要事実の軽微基準)

第五十条 法第六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第二号に掲げる事実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一・二 (略)

三 令第二十八条の二第二号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（以下ロにおいて「判決等」という。）にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により会社の給付する財産の額が当該会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による当該会社の売上高の減少額が当該会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四 令第二十八条の二第二号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（以下ロにおいて「裁判等」という。）にあつては、当該裁判等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する

一・二 (略)

三 令第二十八条の二第二号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（ロにおいて「判決等」という。）にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により会社の給付する財産の額が当該会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による当該会社の売上高の減少額が当該会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四 令第二十八条の二第二号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（ロにおいて「裁判等」という。）にあつては、当該裁判等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事



各事業年度においていずれも当該裁判等による会社の売上高の減少額が当該会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

五十一 (略)

(子会社の機関決定に係る重要事実の軽微基準)

第五十二条 法第六十六條第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第五号に掲げる事項に係るもの(次項に規定する場合を除く。)は、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一六 (略)

七 令第二十九條第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予定日の属する当該上場会社等の属する企業集団の事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による当該企業集団の売上高の増加額が当該企業集団の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式(優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。)又は持分を新たに取得する場合 新たに取得する当該相

業年度においていずれも当該裁判等による会社の売上高の減少額が当該会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

五十一 (略)

(子会社の機関決定に係る重要事実の軽微基準)

第五十二条 法第六十六條第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第五号に掲げる事項に係るもの(次項に規定する場合を除く。)は、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一六 (略)

七 令第二十九條第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予定日の属する当該上場会社等の属する企業集団の事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による当該企業集団の売上高の増加額が当該企業集団の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式(優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。)又は持分を新たに取得する場合 新たに取得する当該相手方

手方の会社の株式又は持分の取得価額が当該上場会社等の属する企業集団の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

(2)・(3) (略)

ロ 業務上の提携の解消を行う場合にあつては、当該業務上の提携の解消の予定日の属する当該上場会社等の属する企業集団の事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携の解消による当該企業集団の売上高の減少額が当該企業集団の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式(優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。)又は持分を取得している場合 取得している当該相手方の会社の株式又は持分の帳簿価額が当該上場会社等の属する企業集団の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の百分の十に相当する額未満であること。

(2)・(3) (略)

八十一 (略)

2 子会社運動株式に係る売買等をする場合における法第六十六條

の会社の株式又は持分の取得価額が当該上場会社等の属する企業集団の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

(2)・(3) (略)

ロ 業務上の提携の解消を行う場合にあつては、当該業務上の提携の解消の予定日の属する当該上場会社等の属する企業集団の事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携の解消による当該企業集団の売上高の減少額が当該企業集団の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社(協同組織金融機関を含む。)の株式(優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。)又は持分を取得している場合 取得している当該相手方の会社の株式又は持分の帳簿価額が当該上場会社等の属する企業集団の最近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なくない金額の百分の十に相当する額未満であること。

(2)・(3) (略)

八十一 (略)

2 子会社運動株式に係る売買等をする場合における法第六十六條

第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと  
して内閣府令で定める基準のうち運動子会社の同項第六号に掲げる事  
実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に  
定めることとする。

一 六 (略)

七 令第二十九条第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれか  
に該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予  
定日の属する当該運動子会社の事業年度開始の日から三年以内  
に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による  
当該運動子会社の売上高の増加額が当該運動子会社の最近事  
業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ  
、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)か  
ら(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社（協同組織金融機関を言  
む。）の株式（優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。  
）又は持分を新たに取得する場合 新たに取得する当該相  
手方の会社の株式又は持分の取得価額が当該運動子会社の最  
近事業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれ  
か少なくない金額の百分の十に相当する額未満であると見込  
まれること。

(2)・(3) (略)

ロ 業務上の提携の解消を行う場合にあつては、当該業務上の提

第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと  
して内閣府令で定める基準のうち運動子会社の同項第六号に掲げる事  
実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に  
定めることとする。

一 六 (略)

七 令第二十九条第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれか  
に該当すること。

イ 業務上の提携を行う場合にあつては、当該業務上の提携の予  
定日の属する当該運動子会社の事業年度開始の日から三年以内  
に開始する各事業年度においていずれも当該業務上の提携による  
当該運動子会社の売上高の増加額が当該運動子会社の最近事  
業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれ  
、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合においては、当該(1)か  
ら(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社（協同組織金融機関を言  
む。）の株式（優先出資を含む。(1)及び(2)において同じ。)。  
又は持分を新たに取得する場合 新たに取得する当該相手方  
の会社の株式又は持分の取得価額が当該運動子会社の最近事  
業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少  
なくない金額の百分の十に相当する額未満であると見込まれ  
ること。

(2)・(3) (略)

ロ 業務上の提携の解消を行う場合にあつては、当該業務上の提

携の解消の予定日の属する当該運動子会社の事業年度開始の日  
から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務  
上の提携の解消による当該運動子会社の売上高の減少額が当該  
運動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未  
満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合に  
おいては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社（協同組織金融機関を言  
む。）の株式（優先出資を含む。以下(1)及び(2)において同じ。  
）又は持分を取得している場合 取得している当該相手方  
の会社の株式又は持分の帳簿価額が当該運動子会社の最近事  
業年度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少  
なくない金額の百分の十に相当する額未満であること。

(2)・(3) (略)

八 十一 (略)

(子会社に発生した事実に係る重要事実の軽微基準)

第五十三条 法第六十六條第二項に規定する投資者の投資判断に及  
ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第六  
号に掲げる事実に係るもの（次項に規定する場合を除く。）は、次  
の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一 (略)

二 令第二十九条の二第一号に掲げる事実 次に掲げるもののい  
ずれかに該当すること。

携の解消の予定日の属する当該運動子会社の事業年度開始の日  
から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該業務  
上の提携の解消による当該運動子会社の売上高の減少額が当該  
運動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未  
満であると見込まれ、かつ、次の(1)から(3)までに掲げる場合に  
おいては、当該(1)から(3)までに定めるものに該当すること。

(1) 業務上の提携により相手方の会社（協同組織金融機関を言  
む。）の株式（優先出資を含む。(1)及び(2)において同じ。)。  
又は持分を取得している場合 取得している当該相手方の会  
社の株式又は持分の帳簿価額が当該運動子会社の最近事業年  
度の末日における純資産額と資本金の額とのいずれか少なく  
ない金額の百分の十に相当する額未満であること。

(2)・(3) (略)

八 十一 (略)

(子会社に発生した事実に係る重要事実の軽微基準)

第五十三条 法第六十六條第二項に規定する投資者の投資判断に及  
ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第六  
号に掲げる事実に係るもの（次項に規定する場合を除く。）は、次  
の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一 (略)

二 令第二十九条の二第一号に掲げる事実 次に掲げるもののい  
ずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(以下ロにおいて「判決等」という。)にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により当該子会社(協同組織金融機関を含む。)の給付する財産の額が当該上場会社等の属する企業集団の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による当該企業集団の売上高の減少額が当該企業集団の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

三 令第二十九条の二第二号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(以下ロにおいて「裁判等」という。)にあつては、当該裁判等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該裁判等による当該上場会社等の属する企業集団の売上高の減少額が企業集団の最近事業年度の

イ (略)

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(ロにおいて「判決等」という。)にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により当該子会社(協同組織金融機関を含む。)の給付する財産の額が当該上場会社等の属する企業集団の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による当該企業集団の売上高の減少額が当該企業集団の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

三 令第二十九条の二第二号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(ロにおいて「裁判等」という。)にあつては、当該裁判等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該裁判等による当該上場会社等の属する企業集団の売上高の減少額が企業集団の最近事業年度の売

の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四〇八 (略)

2 子会社運動株式に係る売買等をする場合における法第六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち運動子会社の同項第六号に掲げる事実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一 (略)

二 令第二十九条の二第一号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(以下ロにおいて「判決等」という。)にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により当該子会社(協同組織金融機関を含む。)の給付する財産の額が当該運動子会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による売上高の減少額が当該運動子会社の最近事業年度の売上高の

売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四〇八 (略)

2 子会社運動株式に係る売買等をする場合における法第六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち運動子会社の同項第六号に掲げる事実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一 (略)

二 令第二十九条の二第一号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(ロにおいて「判決等」という。)にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により当該子会社(協同組織金融機関を含む。)の給付する財産の額が当該運動子会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該判決等による売上高の減少額が当該運動子会社の最近事業年度の売上高の百

の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

三 令第二十九条の二第三号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(以下ロにおいて「裁判等」という。)にあつては、当該裁判等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該裁判等による売上高の減少額が当該運動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四 八 (略)

(重要事実となる子会社の売上高等の予想値等)

第五十五条 法第六十六條第二項第七号に規定する法第二條第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券で金融商品取引所に上場されているものの発行者その他の内閣府令で定めるものは、令第二十七條の二各号に掲げる有価証券(法第二條第一項第十二号に掲げる有価証券及び当該有価証券に係るものを除く。)の発行者及び運動子会社(子会社運動株式に係る売買等をする場合に限る。)とする。

2 (略)

分の十に相当する額未満であると見込まれること。

三 令第二十九条の二第三号に掲げる事実 次に掲げるもののいずれかに該当すること。

イ (略)

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(ロにおいて「裁判等」という。)にあつては、当該裁判等の日の属する事業年度開始の日から三年以内に開始する各事業年度においていずれも当該裁判等による売上高の減少額が当該運動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四 八 (略)

(重要事実となる子会社の売上高等の予想値等)

第五十五条 法第六十六條第二項第七号に規定する法第二條第一項第五号、第七号又は第九号に掲げる有価証券で金融商品取引所に上場されているものの発行者その他の内閣府令で定めるものは、令第二十七條の二各号に掲げる有価証券の発行者及び運動子会社(子会社運動株式に係る売買等をする場合に限る。)とする。

2 (略)

(上場投資法人等の継続決定に係る重要事実の略称基準)

第五十五条の二 法第六十六條第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものととして内閣府令で定める基準のうち同項第九号に掲げる事項に係るものは、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一 法第六十六條第二項第九号ロに掲げる事項 投資信託及び投資法人に関する法律第九十二條第一項に規定する投資法人の発行する投資口を引き受ける者の募集の申込金額の総額が一億円(外国通貨をもつて表示される投資証券の募集の場合にあつては、一億円に相当する額)未満であると見込まれること。

二 法第六十六條第二項第九号ハに掲げる事項 投資口の分割により一口に対し増加する投資口の数の割合が〇・一未満であると。

三 法第六十六條第二項第九号ニに掲げる事項 一口当たりの金銭の分配の額を前営業期間に係る一口当たりの金銭の分配の額で除して得た数値が〇・八を超え、かつ、一・一未満であると。

四 法第六十六條第二項第九号ホに掲げる事項 合併による投資法人の資産の増加額が当該投資法人の最近営業期間の末日における純資産額の百分の三十に相当する額未満であると見込まれること。かつ、当該合併の予定日の属する営業期間及び翌営業期間の各営業期間(当該投資法人の営業期間が六月である場合にあつては、当該合併の予定日の属する営業期間開始の日から開始する特定営業期間(連続する二営業期間をいう。以下同じ。)及び翌特定営業期間

(新設)

資料6

期間の各特定営業期間)においていずれも当該合併による当該投資法人の営業収益の増加額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益(当該投資法人の営業期間が六月である場合にあっては、最近営業期間の営業収益の合計額)の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

(上場投資法人等に発生した事実に係る重要事実の軽微基準等)

第五十五条の三 法第六百六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと認められる場合には、同項第十号に掲げる事実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。

一 法第六百六十六条第二項第十号イに掲げる事実 災害若しくは業務に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害の額が投資法人の最近営業期間の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれること。

二 法第六百六十六条第二項第十号ロに掲げる事実 法第二十条第一項第十一号に掲げる投資法人債券に係る上場の廃止又は登録の取消しの原因となる事実(投資口の廃止の原因となる事実を除く)が生じたこと。

三 令第二十九条の二の三第一号に掲げる事実 次に掲げるものいずれかに該当すること。

イ 訴えが提起されたことであつては、訴訟の目的価額が投資法人の最近営業期間の末日における純資産額の百分の十五に相

(新設)

資料6

当する額未満であり、かつ、当該請求が当該訴えの提起後直ちに訴えのとおり認められて取訴したとした場合、当該訴えの提起された日の属する営業期間開始の日から三年以内に開始する各営業期間においていずれも当該取訴による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと(以下ロにおいて「判決等」という。)にあっては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等により投資法人の給付する財産の額が当該投資法人の最近営業期間の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該判決等の日の属する営業期間開始の日から三年以内に開始する各営業期間においていずれも当該判決等による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

四 令第二十九条の二の三第二号に掲げる事実 次に掲げるものいずれかに該当すること。

イ 仮処分命令の申立てがなされたことであつては、当該仮処分命令が当該申立て後直ちに申立てのとおり発せられたとした場合、当該申立ての日の属する営業期間開始の日から三年以内に

開始する各営業期間においていずれも当該仮処分命令による投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申立てに係る手続の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（以下ロにおいて「裁判等」という。）にあつては、当該裁判等の日の属する営業期間開始の日から三年以内に開始する各営業期間においていずれも当該裁判等による投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

五 令第二十九条の二の三第三号に掲げる事実 法令に基づき処分を受けた日の属する営業期間開始の日から三年以内に開始する各営業期間においていずれも当該処分による投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

六 令第二十九条の二の三第六号に掲げる事実 預借金、貸付金その他の債権又は義務について債務の不履行のおそれのある額が投資法人の最近営業期間の末日における純資産額の百分の三に相当する額未満であると見込まれること。

七 令第二十九条の二の三第七号に掲げる事実 主要取引先（同号に規定する主要取引先をいう。）との取引の停止の日の属する営業期間開始の日から三年以内に開始する各営業期間においていずれも当該取引の停止による投資法人の営業収益の減少額が当該投資

投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

八 令第二十九条の二の三第八号に掲げる事実 債務の免除の額又は債務の引受け若しくは弁済の額が投資法人の最近営業期間の末日における債務の総額の百分の十に相当する額未満であること。

九 令第二十九条の二の三第九号に掲げる事実 発覚された減価の採掘又は採取を開始する営業期間開始の日から三年以内に開始する各営業期間においていずれも当該資源による投資法人の営業収益の増加額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。

21 令第二十九条の二の三第七号に規定する営業期間が六月以下であるものとして内閣府令で定める上場会社等とは、営業期間が六月である上場会社等（上場投資法人等に限る。次条において同じ。）とし、同号に規定する内閣府令で定める取引先とは、最近二営業期間における営業収益又は営業費用の合計額が当該最近二営業期間における営業収益の総額又は営業費用の総額の百分の十以上である取引先とする。

31 第一項各号（第一号、第二号、第六号及び第八号を除く。）に定める基準について、投資法人の営業期間が六月であるときは、当該各号中「各営業期間」とするのには「各特定営業期間（一の特定営業期間の末日の翌日に開始するものに限る。）」と、「最近二営業期間の営業収益」とするのには「最近二営業期間の営業収益の合計額」と読み替えて、当該各号の規定を適用する。

(重要事実となる上場投資法人等の営業収益等の予想値等)

第五十五条の四 法第六十六條第一項第十一号に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なるものとして内閣府令で定める基準のうち当該上場会社等の営業収益等(同号に規定する営業収益等をいう。)又は分配に係るものについては、次の各号に掲げる事項の区分に応じ、当該各号に掲げることとする。

一 営業収益 新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における数値を公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表された前営業期間の実績値)で除して得た数値が一・一以上又は〇・九以下であること。

二 経常利益 新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における数値を公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表された前営業期間の実績値)で除して得た数値が一・三以上又は〇・七以下(公表された直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表された前営業期間の実績値が零の場合は全てこの基準に該当することとする。)であり、かつ、新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における数値と公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表された前営業期間の実績値)とのいずれかか少ない数値から他方を減じて得たものを前営業期間の末日における純資産額で除して得た数値が百分の五以上であること。

三 純利益 新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における

(新設)

数値を公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表された前営業期間の実績値)で除して得た数値が一・三以上又は〇・七以下(公表された直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表された前営業期間の実績値が零の場合は全てこの基準に該当することとする。)であり、かつ、新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における数値と公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表された前営業期間の実績値)とのいずれかか少ない数値から他方を減じて得たものを前営業期間の末日における純資産額で除して得た数値が百分の一・五以上であること。

四 金銭の分配 新たに算出した予想値又は当営業期間の決算における数値を公表された直近の予想値(当該予想値がない場合は、公表された前営業期間に係る金銭の分配の実績値)で除して得た数値が一・二以上又は〇・八以下(公表された直近の予想値又は当該予想値がない場合における公表された前営業期間の実績値が零の場合は全てこの基準に該当することとする。)であること。

(上場投資法人等の資産運用会社の機関決定に係る重要事実の略称基準)

第五十五条の五 法第六十六條第一項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なるものとして内閣府令で定める基準のうち同項第十一号に掲げる事項に係るものは、次の各号に掲げる事項の区分

(新設)

資料6

|   |                                                                                                                                                                                                                  |
|---|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|   | に於し、当該各号に定めることとする。                                                                                                                                                                                               |
| 一 | 法第百六十六条第三項第十二号イに掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。                                                                                                                                                                       |
| イ | 投資法人から委託を受けて行う資産の運用であつて、当該投資法人による特定資産（投資信託及び投資法人に関する法律第百六十六条第一項に規定する特定資産をいう。以下同じ。）の取得が行われることとなるものにあつては、当該特定資産の取得価額が当該投資法人の最終営業期間の末日における固定資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。                                        |
| ロ | 投資法人から委託を受けて行う資産の運用であつて、当該投資法人による特定資産の譲渡が行われることとなるものにあつては、当該特定資産の譲渡価額が当該投資法人の最終営業期間の末日における固定資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。                                                                                     |
| ハ | 投資法人から委託を受けて行う資産の運用であつて、当該投資法人による特定資産の貸借が行われることとなるものにあつては、当該特定資産の貸借が行われることとなる予定日の属する当該投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該貸借が行われることとなることによる当該投資法人の営業収益の増加額が当該投資法人の最終営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。 |
| 二 | 法第百六十六条第三項第十三号へに掲げる事項 株式交換完全                                                                                                                                                                                     |

資料6

|   |                                                                                                 |
|---|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
|   | 親会社となる資産運用会社にあつて、主要株主の異動が見込まれる株式交換以外の株式交換                                                       |
| 三 | 法第百六十六条第三項第十二号ホに掲げる事項 吸収合併存続会社（会社法第百四十九条第一項に規定する吸収合併存続会社をいう。）となる資産運用会社にあつて、主要株主の異動が見込まれる合併以外の合併 |
| 四 | 令第二十九条の二の四第一号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。                                                        |
| イ | 会社の分割により事業の全部又は一部を承継させる場合であつて、投資法人から委託を受けて行う資産の運用に係る業務の承継が行われると見込まれる場合以外の場合                     |
| ロ | 会社の分割により事業の全部又は一部を承継する場合であつて、主要株主の異動が見込まれる場合以外の場合                                               |
| 五 | 令第二十九条の二の四第二号に掲げる事項 次に掲げるもののいずれかに該当すること。                                                        |
| イ | 事業の全部又は一部を譲渡する場合であつて、投資法人から委託を受けて行う資産の運用に係る業務の承継が行われると見込まれる場合以外の場合                              |
| ロ | 事業の全部又は一部を譲り受ける場合であつて、主要株主の異動が見込まれる場合以外の場合                                                      |
| 六 | 令第二十九条の二の四第三号に掲げる事項 資産の運用に係る事業の休止又は廃止の予定日の属する投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においてい          |



|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>いずれも当該休止又は廃止による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。</p> <p>七 令第二十九条の二の四第四号に掲げる事項 投資法人から委託を受けて行う資産の運用であつて、その全部又は一部が休止又は廃止されることとなる予定日の属する当該投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。</p> <p>八 令第二十九条の二の四第六号に掲げる事項 投資法人から委託を受けて行う資産の運用であつて、新たに開始されることとなる予定日の属する当該投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該資産の運用が新たに開始されることとなることによる当該投資法人の営業収益の増加額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該資産の運用が新たに開始されることとなるために当該投資法人が特別に支出する額の合計額が当該投資法人の最近営業期間の末日における固定資産の帳簿価額の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。</p> <p>21 前項各号(第二号から第五号までを除く。)に定める基準について、投資法人の営業期間が六月であるときは、当該各号中「各営業期間」とあるのは「各特定営業期間(一の特定営業期間の末日の翌日に開始するものに限る。)」とし、「最近営業期間の営業収益」とあるのは「最近二営業期間の営業収益の合計額」と読み替えて、当該各号の規定を適用する。</p> |
|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | <p>「(土地投資法人等の資産運用会社に発生した事実に係る重要事実の顕微基運)</p> <p>第五十五条の六 法第百六十六条第二項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第十三号に掲げる事実に係るものは、次の各号に掲げる事実の区分に応じ、当該各号に定めることとする。</p> <p>一 法第百六十六条第二項第十三号イに掲げる事実 法令に基づき処分を受けた日の属する投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該処分による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。</p> <p>二 令第二十九条の二の五第一号に掲げる事実 次に掲げるものいずれかに該当すること。</p> <p>イ 訴えが提起されたことあつては、当該請求が当該訴えの提起後直ちに訴えのとおり認められて敗訴したとした場合、当該訴えの提起された日の属する投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれ</p> |
|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

(新設)

も当該裁判による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。』

ロ 訴えについて判決があつたこと又は訴えに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（以下ロにおいて「判決等」という。）にあつては、イに掲げる基準に該当する訴えの提起に係る判決等の場合又はイに掲げる基準に該当しない訴えの提起に係る訴訟の一部が裁判によらずに完結した場合であつて、当該判決等の日の属する投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該判決等による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。』

三 令第二十九条の二の五第三号に掲げる事実 次に掲げるものいずれかに該当すること。』

イ 仮処分命令の申立てがなされたことであつて、当該仮処分命令が当該申立て後直ちに申立てのとおり発せられたとした場合、当該申立ての日の属する投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該仮処分命令による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。』

ロ 仮処分命令の申立てについての裁判があつたこと又は当該申

立てに係る訴訟の全部若しくは一部が裁判によらずに完結したこと（以下ロにおいて「裁判等」という。）にあつては、当該裁判等の日の属する投資法人の営業期間開始の日から三年以内に開始する当該投資法人の各営業期間においていずれも当該裁判等による当該投資法人の営業収益の減少額が当該投資法人の最近営業期間の営業収益の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。』

2) 前項各号に定める基準について、投資法人の営業期間が六日であるときは、当該各号中「各営業期間」とあるのは「各特定営業期間（一の特定営業期間の末日の翌日に開始するものに限る。）」と、「最近営業期間の営業収益」とあるのは「最近二営業期間の営業収益の合計額」と読み替えて、当該各号の規定を適用する。

（特定関係法人となる者）

第五十五条の七 令第二十九条の三第二項に規定する内閣府令で定めるものは、上場投資法人等が提出した法第二十七条において適用する法第五条第五項において読み替えて適用する同条第一項の規定による届出書、法第二十七条において適用する法第二十四条第五項において読み替えて適用する同条第一項の規定による有価証券届出書若しくは法第二十七条において適用する法第二十四条の五第三項において読み替えて適用する同条第一項の規定による半期報告書若しくは法第二十七条において適用する法第二十五条第一項の規定により公表の縦覧に供されたもの、法第二十七条の三十一第二項の規定により

（新設）

|    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | 公表した同条第一項に規定する特定証券情報又は法第二十七條の三十三第二項若しくは第三項の規定により公表した同条第一項に規定する発行者情報のうち、直近のものにおいて当該上場投資法人等の資産運用会社の親会社として記載され、又は記録された会社とする <sup>91)</sup>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 2) | 令第二十九條の三第三項に規定する内閣府令で定めるものは、上場投資法人等が提出した法第二十七條において準用する法第五條第五項において読み替えて準用する同条第一項の規定による届出書、法第二十七條において準用する法第二十四條第五項において読み替えて準用する同条第一項の規定による有価証券報告書若しくは法第二十七條において準用する法第二十四條の五第三項において読み替えて準用する同条第一項の規定による半期報告書で法第二十七條において準用する法第三十五條第一項の規定により公衆の縦覧に供されたもの、法第二十七條の三十三第二項の規定により公表した同条第一項に規定する特定証券情報又は法第二十七條の三十三第二項若しくは第三項の規定により公表した同条第一項に規定する発行者情報のうち、直近のものにおいて、当該上場投資法人等の資産運用会社の利害関係人等（投資信託及び投資法人に関する法律第二百一十條第一項に規定する利害関係人等をいう。次条において同じ。）のうち、令第二十九條の三第三項各号のいずれかに掲げる取引（次条で定める基準に該当するものに限り）を行い、又は行った法人として記載され、又は記録された法人とする。 |

|    |                                                                                                                                                                      |      |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|
|    | (特定資産の価値に及ぼす影響が重大な取引の基準)                                                                                                                                             | (新設) |
|    | 第五十五條の八 令第二十九條の三第三項に規定する特定資産の価値に及ぼす影響が重大なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第一号及び第二号に掲げる上場投資法人等と当該上場投資法人等の資産運用会社の利害関係人等との取引に係るものは、第一号に掲げる金額に対する第二号に掲げる金額の割合が百分の二十以上であることとする。        |      |
|    | 一 前営業期間の末日から過去三年間において当該上場投資法人等が令第二十九條の三第三項第一号及び第二号に掲げる取引の対価として支払い、及び受領した金額の合計額                                                                                       |      |
|    | 二 前営業期間の末日から過去三年間において当該上場投資法人等が当該利害関係人等との間で令第二十九條の三第三項第一号及び第二号に掲げる取引の対価として支払い、及び受領した金額の合計額                                                                           |      |
| 2) | 令第二十九條の三第三項に規定する特定資産の価値に及ぼす影響が重大なものとして内閣府令で定める基準のうち同項第三号及び第四号に掲げる上場投資法人等及び同項に規定する信託の受託者と当該上場投資法人等の資産運用会社の利害関係人等との取引に係るものは、第一号に掲げる金額に対する第二号に掲げる金額の割合が百分の二十以上であることとする。 |      |
|    | 一 前営業期間における当該上場投資法人等の営業収益の合計額                                                                                                                                        |      |
|    | 二 次に掲げる金額のうちいずれが多い金額                                                                                                                                                 |      |
|    | イ 前営業期間の末日から過去三年間において当該上場投資法人                                                                                                                                        |      |

|                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>等及び令第三十九条の二第三項第四号に規定する信託の受託者が当該利害関係人等から同項第三号及び第四号に掲げる取引の対価として受領した金額の合計額の一営業期間当たりの平均額</p> <p>ロ 当営業期間の開始の日から三年間において当該土地投資法人等及び令第三十九条の二第三項第四号に規定する信託の受託者が当該利害関係人等から同項第三号及び第四号に掲げる取引の対価として受領することが見込まれる金額の合計額の一営業期間当たりの平均額</p>          |                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p>(株券等に含まない有価証券等)</p> <p>第五十七条 令第三十一条に規定する株券（外国の者の発行する証券又は証書で株券の性質を有するものを含む。）から除くものとして内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一 株主総会において決議することができる事項の全額につき議決権を行使することができない株式に係る株券</p> <p>(前号)</p> <p>二 外国の者の発行する証券又は証書で前号に掲げる有価証券の性質を有するもの</p> | <p>(株券等に含まない有価証券等)</p> <p>第五十七条 令第三十一条に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一 株主総会において決議することができる事項の全額につき議決権を行使することができない株式に係る株券</p> <p>二 新株予約権証券又は新株予約権付社債券のうち前号に掲げる株式のみを取得する権利を付与されているもの</p> <p>三 外国の者の発行する証券又は証書で前二号に掲げる有価証券の性質を有するもの</p> |
| <p>2) 令第三十一条に規定する新株予約権証券（外国の者の発行する証券又は証書で新株予約権証券の性質を有するものを含む。）から除くものとして内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一 新株予約権証券のうち前項第一号に掲げる株式のみを取得する</p>                                                                                              | <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                                              |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>権利を付与されているもの</p> <p>二 外国の者の発行する証券又は証書で前号に掲げる有価証券の性質を有するもの</p> <p>3) 令第三十一条に規定する新株予約権付社債券（外国の者の発行する証券又は証書で新株予約権付社債券の性質を有するものを含む。）から除くものとして内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。</p> <p>一 新株予約権付社債券のうち第一項第一号に掲げる株式のみを取得する権利を付与されているもの</p> <p>二 外国の者の発行する証券又は証書で前号に掲げる有価証券の性質を有するもの</p>                                                                                       | <p>(新設)</p>                                                                                                                                                                                                    |
| <p>4) 令第三十一条に規定する投資証券等から除くものとして内閣府令で定めるものは、外国投資証券で投資証券に類する証券のうち投資主総会において決議することができる事項の全額につき議決権を行使することができない投資口に係るものとする。</p> <p>5) 令第三十一条に規定する内閣府令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 有価証券信託受益証券で、株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券（外国の者の発行する証券又は証書で、これらの有価証券の性質を有するものを含むものとし、第一項から第三項までの各号に掲げるものを除く。次号において同じ。）又は投資証券等（投資証券及び外国投資証券で投資証券に類する証券をいい、前項に規定するものを除く。次号において同じ。）を受託有価証券</p> | <p>(新設)</p> <p>2) 令第三十一条に規定する内閣府令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。</p> <p>一 有価証券信託受益証券で、株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券（外国の者の発行する証券又は証書で、これらの有価証券の性質を有するものを含むものとし、前項各号に掲げるものを除く。次号において同じ。）を受託有価証券とするもの（次項第四号において「株券等信託受益証券」という。）</p> |

とするもの（次項第四号において「株券等信託受益証券」という。）

二 法第二条第一項第二十号に掲げる有価証券で、株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券又は投資証券等に係る権利を表示するもの（次項第五号において「株券等預託証券」という。）

6) 令第三十一条に規定する内閣府令で定めるところにより換算した株式又は投資口に係る議決権の数は、次に掲げる方法により換算した数とする。

一 一三 (略)

四 株券等信託受益証券については、次に掲げる受託有価証券の区分に応じ、当該各号に掲げる数とする方法

イ 一ホ (略)

ㄱ 投資証券 当該株券等信託受益証券に表示される受益権の内容及び投資口に係る議決権の数

ト 外国投資証券で投資証券に類する証券 当該株券等信託受益証券に表示される受益権の内容及び投資口に係る議決権の数

五 株券等預託証券については、次に掲げる当該株券等預託証券において表示される権利に係る有価証券の区分に応じ、当該各号に掲げる数とする方法

イ 一ホ (略)

ㄱ 投資証券 当該株券等預託証券において表示される権利の目的である投資口に係る議決権の数

ト 外国投資証券で投資証券に類する証券 当該株券等預託証券

とするもの（次項第四号において「株券等信託受益証券」という。）

二 法第二条第一項第二十号に掲げる有価証券で、株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券に係る権利を表示するもの（次項第五号において「株券等預託証券」という。）

3) 令第三十一条に規定する内閣府令で定めるところにより換算した株式に係る議決権の数は、次に掲げる方法により換算した数とする。

一 一三 (略)

四 株券等信託受益証券については、次に掲げる受託有価証券の区分に応じ、当該各号に掲げる数とする方法

イ 一ホ (略)

(新設)

(新設)

五 株券等預託証券については、次に掲げる当該株券等預託証券において表示される権利に係る有価証券の区分に応じ、当該各号に掲げる数とする方法

イ 一ホ (略)

(新設)

において表示される権利の目的である投資口に係る議決権の数

(規制対象となる社債券に係る売買等)

第五十八条 法第六十六條第六項第六号に規定する内閣府令で定める場合は、同条第二項に規定する重要事実のうち同項第一号若しくは同第二十八條第八号に掲げる事項に係るもの、令第三十八條の二第五号若しくは第六号に掲げる事項に係るもの、同項第九号若しくは令第二十九條の二の二第五号に掲げる事項に係るもの又は令第二十九條の二の三第四号若しくは第五号に掲げる事項に係るものを知つて売買等をする場合とする。

(重要事実に係る規制の適用除外)

第五十九条 法第六十六條第六項第十二号に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等に関する取約の履行又は上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等の計画の履行として売買等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

一 一三 (略)

四 上場会社等の役員又は従業員（当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社の役員又は従業員を含む。以下この号及び次号において同じ。）が当該上場

(新設)

(規制対象となる社債券に係る売買等)

第五十八条 法第六十六條第六項第六号に規定する内閣府令で定める場合は、同条第二項に規定する重要事実のうち同項第一号若しくは同第二十八條第八号に掲げる事項に係るもの又は令第二十八條の二第五号若しくは第六号に掲げる事項に係るものを知つて売買等をする場合とする。

(重要事実に係る規制の適用除外)

第五十九条 法第六十六條第六項第十二号に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等に関する取約の履行又は上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等の計画の履行として売買等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

一 一三 (略)

四 上場会社等の役員又は従業員（当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社の役員又は従業員を含む。以下この号及び次号において同じ。）が当該上場

会社等の他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の株券又は投資証券の買付けを行う場合（当該上場会社等が会社法第百五十六條第一項（同法第百六十五條第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。）の規定に基づき買付けた株券以外のものを買付けるときは、金融商品取引業者に委託等をして行う場合に限る。）であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。）

五 上場会社等の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該上場会社等の株券又は投資証券に対する投資として運用することを目的として締結した信託契約に基づき、当該役員又は従業員が当該信託業を営む者に当該上場会社等の株券又は投資証券の買付けの指図を行う場合であつて、当該買付けの指図が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（当該役員又は従業員を委託者とする信託財産と当該上場会社等の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とが合同して運用される場合に限る。）

六 上場会社等（上場投資法人等を除く。以下この号から第八号までにおいて同じ。）の関係会社の従業員が当該関係会社の他の従業員と共同して当該上場会社等の株券の買付けを金融商品取引業者に委託等をして行う場合（第四号に掲げる場合を除く。）であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。）

七・八 (略)

八の二 上場会社等（上場投資法人等に限る。）の資産運用会社又はその特定関係法人の役員又は従業員が当該資産運用会社又は当該特定関係法人の他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の投資証券の買付けを金融商品取引業者に委託等をして行う場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。）

九 累積投資契約により上場会社等の株券（優先出資証券を含む。）又は投資証券の買付けが金融商品取引業者に委託等をして行われる場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。）

十 十三 (略)

2 3 4 (略)

(株券等に係る買付け等に準ずるもの)

第六十條 令第三十三條の三第7号に規定する内閣府令で定めるものは、次の各号に掲げる取引について、当該各号に定めるものとする。

一 株券等（法第百六十七條第一項に規定する株券等をいう。第六

に満たない場合に限る。次号において同じ。）

七・八 (略)

(新設)

九 累積投資契約により上場会社等の株券（優先出資証券を含む。）の買付けが金融商品取引業者に委託等をして行われる場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。）

十 十三 (略)

2 3 4 (略)

(株券等に係る買付け等に準ずるもの)

第六十條 令第三十三條の三第7号に規定する内閣府令で定めるものは、次の各号に掲げる取引について、当該各号に定めるものとする。

一 株券等（法第百六十七條第一項に規定する株券等をいう。第六

会社等の他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の株券の買付けを行う場合（当該上場会社等が会社法第百五十六條第一項（同法第百六十五條第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。）の規定に基づき買付けた株券以外のものを買付けるときは、金融商品取引業者に委託等をして行う場合に限る。）であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。）

五 上場会社等の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該上場会社等の株券に対する投資として運用することを目的として締結した信託契約に基づき、当該役員又は従業員が当該信託業を営む者に当該上場会社等の株券の買付けの指図を行う場合であつて、当該買付けの指図が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（当該役員又は従業員を委託者とする信託財産と当該上場会社等の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とが合同して運用される場合に限る。）

六 上場会社等の関係会社の従業員が当該関係会社の他の従業員と共同して当該上場会社等の株券の買付けを金融商品取引業者に委託等をして行う場合（第四号に掲げる場合を除く。）であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各従業員の一回当たりの拠出金額が百万円

に満たない場合に限る。次号において同じ。）

七・八 (略)

(新設)

九 累積投資契約により上場会社等の株券（優先出資証券を含む。）の買付けが金融商品取引業者に委託等をして行われる場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。）

十 十三 (略)

2 3 4 (略)

(株券等に係る買付け等に準ずるもの)

第六十條 令第三十三條の三第7号に規定する内閣府令で定めるものは、次の各号に掲げる取引について、当該各号に定めるものとする。

一 株券等（法第百六十七條第一項に規定する株券等をいう。第六

十二条及び第六十二条の二を除き、以下同じ。)に係る法第三十二条第二項第二号に掲げる取引 現実数値が約定数値を上回つた場合に金銭を受領する立場の当事者(売方関連株券等の場合にあつては、支払う立場の当事者。以下この条及び次条において同じ。)となるもの。

二 十六 (略)

(公開買付け等事実に係る略称基準)

第六十二条 法第六十七條第三項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準は、公開買付け等事実(同条第三項に規定する公開買付け等事実をいう。第六十三条第一項において同じ。)のうち令第三十一条に規定する買集め行為に係るものであつて、次の各号のいずれかに該当することとする。

一 当該買集め行為により各号において買い集める株券等(令第三十一条に規定する株券等をいう。以下この条において同じ。)の数が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の百分の二・五未満であるものに係ること。

二 (略)

(伝達を受けた公開買付け等の実施に関する事実の内容)

第六十二条の二 法第六十七條第五項第八号へに規定する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は、次に掲げる場合の区分に応じ、次に掲げる事項とする。

十二条を除き、以下同じ。)に係る法第三十二条第二項第二号に掲げる取引 現実数値が約定数値を上回つた場合に金銭を受領する立場の当事者(売方関連株券等の場合にあつては、支払う立場の当事者。以下この条及び次条において同じ。)となるもの。

二 十六 (略)

(公開買付け等事実に係る略称基準)

第六十二条 法第六十七條第三項に規定する投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準は、公開買付け等事実(同条第三項に規定する公開買付け等事実をいう。第六十三条第一項において同じ。)のうち令第三十一条に規定する買集め行為に係るものであつて、次の各号のいずれかに該当することとする。

一 当該買集め行為により各号において買い集める株券等(令第三十一条に規定する株券等をいう。以下この条において同じ。)の数が当該株券等の発行者である会社の総株主等の議決権の百分の二・五未満であるものに係ること。

二 (略)

(新設)

一 上場等株券等の法第二十七條の二第一項に規定する公開買付け(同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。)の実施に関する事実の内容の伝達を受けた場合、当該公開買付けに係る特定公開買付者等関係者(法第六十七條第五項第八号に規定する特定公開買付者等関係者をいう。以下この条において同じ。)から伝達を受けた事項であつて次に掲げるもの

イ 当該公開買付けに係る公開買付者等(法第六十七條第二項に規定する公開買付者等をいう。以下この条において同じ。)の氏名又は名称及び住所又は所在地

ロ 当該公開買付けに係る買付け等(法第二十七條の二第一項に規定する買付け等をいう。以下この条において同じ。)の対象となる同項に規定する株券等の発行者の名称及び当該株券等の種類

ハ 当該公開買付けに係る買付け等の期間、法第二十七條の二第三項に規定する買付け等の価格、法第二十七條の三第二項に規定する買付予定の株券等の数及び法第二十七條の十三第四項各号に掲げる条件の内容

二 令第三十一条に規定する買集め行為の実施に関する事実の内容の伝達を受けた場合、当該買集め行為に係る特定公開買付者等関係者から伝達を受けた事項であつて次に掲げるもの

イ 当該買集め行為に係る公開買付者等の氏名又は名称及び住所又は所在地

ロ 当該買集め行為の対象となる株券等(令第三十一条に規定す

一 上場等株券等の法第二十七條の二第一項に規定する公開買付け(同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。)の実施に関する事実の内容の伝達を受けた場合、当該公開買付けに係る特定公開買付者等関係者(法第六十七條第五項第八号に規定する特定公開買付者等関係者をいう。以下この条において同じ。)から伝達を受けた事項であつて次に掲げるもの

イ 当該公開買付けに係る公開買付者等(法第六十七條第二項に規定する公開買付者等をいう。以下この条において同じ。)の氏名又は名称及び住所又は所在地

ロ 当該公開買付けに係る買付け等(法第二十七條の二第一項に規定する買付け等をいう。以下この条において同じ。)の対象となる同項に規定する株券等の発行者の名称及び当該株券等の種類

ハ 当該公開買付けに係る買付け等の期間、法第二十七條の二第三項に規定する買付け等の価格、法第二十七條の三第二項に規定する買付予定の株券等の数及び法第二十七條の十三第四項各号に掲げる条件の内容

二 令第三十一条に規定する買集め行為の実施に関する事実の内容の伝達を受けた場合、当該買集め行為に係る特定公開買付者等関係者から伝達を受けた事項であつて次に掲げるもの

イ 当該買集め行為に係る公開買付者等の氏名又は名称及び住所又は所在地

ロ 当該買集め行為の対象となる株券等(令第三十一条に規定す

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>る株券等（以下、<u>く</u>において同じ。）の発行者の名称及び当該株券等の種類</p> <p>く 当該買集め行為に係る買付けの期間、買付けの価格及び買付けの株券等の数</p> <p>三 上場株券等の法第二十七條の二十二の二第一項に規定する公開買付けの実施に関する事実の内容の伝達を受けた場合、当該公開買付けに係る特定公開買付者等関係者から伝達を受けた事項であつて次に掲げるもの</p> <p>イ 当該公開買付けに係る公開買付者等の名称及び所在地</p> <p>ロ 当該公開買付けに係る買付け等（法第二十七條の二十二の二第一項に規定する買付け等をいう。<u>へ</u>において同じ。）の対象となる上場株券等の発行者の名称及び当該上場株券等の種類</p> <p>く 当該公開買付けに係る買付け等の期間、法第二十七條の二十二の二第三項において適用する法第二十七條の二第三項に規定する買付け等の価格、法第二十七條の二十二の二第三項において読み替えて適用する法第二十七條の第三第一項に規定する買付けの上場株券等の数及び法第二十七條の二十二の二第三項において適用する法第二十七條の十三第四項第二号に掲げる条件の内容</p> <p>（公開買付け等に係る規制の適用除外）</p> <p>第六十三條 法第六十七條第五項第十四号に規定する公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る</p> | <p>（公開買付け等に係る規制の適用除外）</p> <p>第六十三條 法第六十七條第五項第十三号に規定する公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る</p> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する契約の履行又は公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の計画の実行として買付け等又は売付け等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。</p> <p>一 公開買付け等事実を知る前に当該公開買付け等に係る上場株券等又は上場株券等の発行者との間で当該発行者が発行する株券等に係る買付け等（法第六十七條第一項に規定する買付け等をいう。第十号及び第十一号を除き、以下この項において同じ。）又は売付け等（法第六十七條第一項に規定する売付け等をいう。以下この項において同じ。）に関し書面による契約をした者が、当該契約の履行として当該書面に定められた当該買付け等若しくは売付け等を行うべき期日又は当該書面に定められた当該買付け等若しくは売付け等を行うべき期限の十日前から当該期限までの間において当該買付け等又は売付け等を行う場合</p> <p>二・三（略）</p> <p>四 公開買付け等に係る上場株券等又は上場株券等の発行者の役員又は従業員（当該発行者が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社の役員又は従業員を含む。以下この号及び次号において同じ。）が当該発行者の他の役員又は従業員と共同して当該発行者の株券又は投資証券の買付けを行う場合（当該発行者が会社法第五十六條第一項（同法第六十五條第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。）の規定に基づ</p> | <p>株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する契約の履行又は公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の計画の実行として買付け等又は売付け等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。</p> <p>一 公開買付け等事実を知る前に当該公開買付け等に係る上場株券等又は上場株券等の発行者である会社との間で当該会社の発行する株券等に係る買付け等（法第六十七條第一項に規定する買付け等をいう。第十号及び第十一号を除き、以下この項において同じ。）又は売付け等（法第六十七條第一項に規定する売付け等をいう。以下この項において同じ。）に関し書面による契約をした者が、当該契約の履行として当該書面に定められた当該買付け等若しくは売付け等を行うべき期日又は当該書面に定められた当該買付け等若しくは売付け等を行うべき期限の十日前から当該期限までの間において当該買付け等又は売付け等を行う場合</p> <p>二・三（略）</p> <p>四 公開買付け等に係る上場株券等又は上場株券等の発行者である会社の役員又は従業員（当該会社が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社の役員又は従業員を含む。以下この号及び次号において同じ。）が当該会社の他の役員又は従業員と共同して当該会社の株券の買付けを行う場合（当該会社が会社法第五十六條第一項（同法第六十五條第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。）の規定に基づき買付け</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|



づき買い付けた株券以外のものを買付けるときは、金融商品取引業者に委託等をして行う場合に限る。)であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(各役員又は従業員の一当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。)

五 公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該発行者の株券又は投資証券に対する投資として運用することを目的として締結した信託契約に基づき、当該役員又は従業員が当該信託業を営む者に当該発行者の株券又は投資証券の買付けの指図を行う場合であつて、当該買付けの指図が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(当該役員又は従業員を委託者とする信託財産と当該発行者の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とが合同して運用される場合に限る。)

六 八 (略)

八の二 公開買付け等に係る上場等株券等の発行者である投資法人の資産運用会社又はその特定関係法人の役員又は従業員が当該資産運用会社又は当該特定関係法人の他の役員又は従業員と共同して当該投資法人の投資証券の買付けを金融商品取引業者に委託等をして行う場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(各役員又は従業員の一回当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。)

九 累積投資契約により公開買付け等に係る上場等株券等又は上場

た株券以外のものを買付けるときは、金融商品取引業者に委託等をして行う場合に限る。)であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(各役員又は従業員の一当たりの拠出金額が百万円に満たない場合に限る。次号において同じ。)

五 公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社の役員又は従業員が信託業を営む者と信託財産を当該会社の株券に対する投資として運用することを目的として締結した信託契約に基づき、当該役員又は従業員が当該信託業を営む者に当該会社の株券の買付けの指図を行つた場合であつて、当該買付けの指図が一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(当該役員又は従業員を委託者とする信託財産と当該会社の他の役員又は従業員を委託者とする信託財産とが合同して運用される場合に限る。)

六 八 (略)

(新設)

九 累積投資契約により公開買付け等に係る上場等株券等又は上場

株券等の発行者の発行する株券又は投資証券の買付けが金融商品取引業者に委託等をして行われる場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。)

十 十一 (略)

十一 公開買付け等事実を知る前に発行者の同意を得た上場等株券等の売出し若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に係る計画又は令第三十条に定める公表の措置に準じ公開された上場等株券等の売出し若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に係る計画に基づき上場等株券等の売出し(金融商品取引業者が売出しの取扱いを行うものに限る。)又は特定投資家向け売付け勧誘等(金融商品取引業者が特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行うものに限る。)を行う場合

十三 (略)

2 前項第四号に規定する当該発行者が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社とは、次のいずれかに該当する会社(上場会社等を除く。)をいふ。

一 公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者が他の会社の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権を保有する場合における当該他の会社

二・三 (略)

3 (略)

株券等の発行者である会社の発行する株券の買付けが金融商品取引業者に委託等をして行われる場合であつて、当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合(各顧客の一銘柄に対する払込金額が一月当たり百万円に満たない場合に限る。)

十 十一 (略)

十一 公開買付け等事実を知る前に発行者である会社の同意を得た上場等株券等の売出し若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に係る計画又は令第三十条に定める公表の措置に準じ公開された上場等株券等の売出し若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に係る計画に基づき上場等株券等の売出し(金融商品取引業者が売出しの取扱いを行うものに限る。)又は特定投資家向け売付け勧誘等(金融商品取引業者が特定投資家向け売付け勧誘等の取扱いを行うものに限る。)を行う場合

十三 (略)

2 前項第四号に規定する当該会社が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社とは、次のいずれかに該当する会社(上場会社等を除く。)をいふ。

一 公開買付け等に係る上場等株券等又は上場株券等の発行者である会社が他の会社の総株主等の議決権の百分の五十を超える議決権を保有する場合における当該他の会社

二・三 (略)

3 (略)

| 上場不動産投資証券の適時開示義務<br>(東京証券取引所・有価証券上場規程 1213条2項1号) |                                                                                         |
|--------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| a                                                | 投資法人の決定事実(軽微基準あり)                                                                       |
| (a)                                              | 投資口の併合又は分割                                                                              |
| (b)                                              | 投資口の追加発行又は売却                                                                            |
| (c)                                              | 投資法人債の募集又は資金の借入れ                                                                        |
| (d)                                              | 合併                                                                                      |
| (e)                                              | 規約の変更又は解散                                                                               |
| (f)                                              | 国内の金融商品取引所に対する不動産投資信託証券の上場の廃止に係る申請                                                      |
| (g)                                              | 破産手続開始又は再生手続開始の申立て                                                                      |
| (h)                                              | 監査証明を行う公認会計士等の異動                                                                        |
| (i)                                              | 投資主名簿に関する事務を当取引所の承認する機関に委託しないこと。                                                        |
| (j)                                              | (a)から前(i)までに掲げる事項のほか、上場不動産投資信託証券又は当該投資法人の運営、業務若しくは財産に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの   |
| b                                                | 投資法人の発生事実                                                                               |
| (a)                                              | 投資信託法第214条の規定による業務改善命令                                                                  |
| (b)                                              | 上場廃止の原因となる事実                                                                            |
| (c)                                              | 純資産の額が投資信託法第124条第1項に定める基準純資産額を下回るおそれが生じたこと。                                             |
| (d)                                              | 投資信託法第215条第2項の規定による登録取消しの通告                                                             |
| (e)                                              | 監査証明を行う公認会計士等の異動                                                                        |
| (f)                                              | 有価証券報告書又は半期報告書を、内閣総理大臣等に対して、期間内に提出できる見込みのないこと及び当該期間内に提出しなかつたこと等                         |
| (g)                                              | 投資主名簿に関する事務の委託契約の解除の受領等                                                                 |
| (h)                                              | (a)から前(g)に掲げる事実のほか、上場不動産投資信託証券又は当該投資法人の運営、業務若しくは財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの     |
| c                                                | 資産運用会社の決定事実(軽微基準あり)                                                                     |
| (a)                                              | 国内の金融商品取引所に対する不動産投資信託証券の上場の廃止に係る申請                                                      |
| (b)                                              | 当該資産運用会社の合併                                                                             |
| (c)                                              | 当該資産運用会社の破産手続開始の申立て                                                                     |
| (d)                                              | 当該資産運用会社の解散(合併による解散を除く。)                                                                |
| (e)                                              | 当該資産運用会社の金融商品取引業の廃止                                                                     |
| (f)                                              | 法第31条第4項に規定する変更登録を受けることにより投資運用業を行う者でなくなること。                                             |
| (g)                                              | 当該資産運用会社の会社分割(事業の全部を承継させる場合に限る。)                                                        |
| (h)                                              | 当該資産運用会社の事業の全部の譲渡                                                                       |
| (i)                                              | 当該資産運用会社が法に基づき内閣総理大臣等に対して行う認可・承認の申請・届出                                                  |
| (j)                                              | (a)から前(i)までに掲げる事項のほか、上場不動産投資信託証券又は当該資産運用会社の運営、業務若しくは財産に関する重要な事項であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの |
| d                                                | 資産運用会社の発生事実                                                                             |
| (a)                                              | 法第51条の規定による業務改善命令                                                                       |
| (b)                                              | 上場廃止の原因となる事実                                                                            |
| (c)                                              | (a)及び前(b)に掲げる事実のほか、法に基づく内閣総理大臣等の認可・承認又は処分                                               |
| (d)                                              | (a)から前(c)までに掲げる事項のほか、上場不動産投資信託証券又は当該資産運用会社の運営、業務若しくは財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの |

|   |                                                                                                          |
|---|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4 | 令第四条の四第三項の規定は、第二項各号及び前項第一号の場合において公開買付け等に係る上場等株券等若しくは上場株券等の発行者又は第二項第二号若しくは第二号に掲げる会社が保有する議決権について適用する。      |
| 4 | 令第四条の四第三項の規定は、第二項各号及び前項第一号の場合において公開買付け等に係る上場等株券等若しくは上場株券等の発行者である会社又は第二項第一号若しくは第二号に掲げる会社が保有する議決権について適用する。 |

【上場投資法人の決定事実】

| 【監徴基準】                                   |                                                                                         |
|------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 資産運用に係る委託契約の締結または解約 (166条2項9号イ)          | —                                                                                       |
| 投資口を引き受ける者の募集 (同ロ)                       | 募集の申込総額が1億円未満と見込まれる (取引規則府令55条の2第1号)                                                    |
| 投資口の分割 (同ハ)                              | 分割による増加割合が0.1未満 (同2号)                                                                   |
| 金銭の分配 (同ニ)                               | 1口当たりの分配額が前営業期間に係る分配額の0.8倍超かつ1.2倍未満 (同3号)                                               |
| 合併 (同ホ)                                  | 資産の増加額が最近営業期間の末日における純資産額の30%未満と見込まれ、かつ、2営業期間のいずれも営業利益の増加額が最近営業期間の営業利益の10%未満と見込まれる (同4号) |
| 解散 (合併による場合を除く) (同ヘ)                     | —                                                                                       |
| 最低純資産額の減少 (同ト、金融施行令29条の2の2第1号)           | —                                                                                       |
| 金融商品取引所に対する投資証券の上場廃止に係る申請 (同2号)          | —                                                                                       |
| 認可金融商品取引業協会に対する投資証券の登録の取消しに係る申請 (同3号)    | —                                                                                       |
| 取敢有価証券である投資証券の取敢有価証券としての指定取消しに係る申請 (同4号) | —                                                                                       |
| 破産手続・再生手続開始の申立て (同5号)                    | —                                                                                       |
| 防戦買いの要請 (同6号)                            | —                                                                                       |

【上場投資法人の発生事実】

| 【監徴基準】                                            |                                                                                                     |
|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害 (166条2項10号イ)            | 損害の額が最近営業期間の末日における純資産額の3%未満と見込まれる (取引規則府令55条の3第1項1号)                                                |
| 特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの上場廃止または登録取消しの原因となる事実 (同ロ) | 投資法人関係に係る上場廃止または登録取消しの原因となる事実 (同2号)                                                                 |
| 財産上の請求に係る訴えが提起されたこと等 (同ハ、金融施行令29条の3第1号)           | 訴訟の目的の価額が最近営業期間の末日の純資産額の15%未満、かつ、直ちに取訴したとした場合の3営業期間における取訴による営業利益の減少額が最近営業期間の営業利益の10%未満と見込まれる等 (同3号) |
| 資産の運用の差止め等を求める仮処分命令の申立てがされたこと等 (同2号)              | 直ちに仮処分命令が発せられたとした場合の3営業期間における仮処分命令による営業利益の減少額が最近営業期間の営業利益の10%未満と見込まれる等 (同3号)                        |

|                               |                                                        |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 登録取消し等の行政処分 (同3号)             | れる等 (同4号)                                              |
| 債権者等による破産手続・再生手続開始の申立て (同4号)  | 3営業期間において行政処分による営業利益の減少額が最近営業期間の営業利益の10%未満と見込まれる (同5号) |
| 不渡り等 (同5号)                    | —                                                      |
| 債務者の不渡り等 (同6号)                | 債務不履行のおそれのある額が最近営業期間の末日における純資産額の3%未満と見込まれる (同6号)       |
| 主要取引先との取引停止 (同7号)             | 3営業期間において取引停止による営業利益の減少額が最近営業期間の営業利益の10%未満と見込まれる (同7号) |
| 債権者による債務の免除等 (同8号)            | 債務免除等の額が最近営業期間の末日における債務の総額の10%未満 (同8号)                 |
| 資産の発見 (同9号)                   | 3営業期間において資産による営業利益の増加額が最近営業期間の営業利益の10%未満と見込まれる (同9号)   |
| 取敢有価証券としての指定の取消原因となる事実 (同10号) | —                                                      |

【上場投資法人の決算情報】

| 【重要性基準】                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 営業利益、経常利益もしくは純利益または金銭の分配について、公表された直近予想値 (ない場合は公表された前営業期間の業績値) に比較して、新たに算出した予想値または当営業期間の決算において差異が生じたこと (166条2項11号) | <p>営業利益：新たに算出した予想値または決算における数値が直近の予想値の1.1倍以上または0.9倍以下</p> <p>経常利益：新たに算出した予想値または決算における数値が直近の予想値の1.3倍以上または0.7倍以下であり、かつ、新たに算出した予想値または決算における純資産額の5%以上</p> <p>純利益：新たに算出した予想値または決算における数値が直近の予想値の1.3倍以上または0.7倍以下であり、かつ、新たに算出した予想値または決算における数値と直近の予想値の差額が前営業期間の末日における純資産額の2.5%以上</p> <p>金銭の分配：新たに算出した予想値または決算における数値が、公表された直近の予想値 (実績値) の1.2倍以上または0.8倍以下 (取引規則府令55条の4)</p> |

【資産運用会社の決定事実】

| 【怪徴基準】                                                              |                                                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 当該上場会社等から委託を受けて行う資産の運用において、当該上場会社等による特定資産の取得もしくは譲渡または貸借（166条2項12号イ） | 特定資産の取得・譲渡価額が当該投資法人の最近営業期間の末日における固定資産の帳簿価額の10%未満と見込まれる。3営業期間において貸借による投資法人の営業収益の増加額が最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれる（取引規制府令55条の5第1項1号）                    |
| 当該上場会社等と締結した資産運用契約の解約（同ロ）                                           | —                                                                                                                                               |
| 株式交換（同ハ）                                                            | 株式交換完全親会社となる資産運用会社において、主要株主の異動が見込まれる株式交換以外（同2号）                                                                                                 |
| 株式移転（同ニ）                                                            | —                                                                                                                                               |
| 合併（同ホ）                                                              | 吸収合併存続会社となる資産運用会社において、主要株主の異動が見込まれる合併以外（同3号）                                                                                                    |
| 解散（合併による場合除く）（同ヘ）                                                   | —                                                                                                                                               |
| 会社分割（同ト、金融施行令29条の2の4第1号）                                            | 事業の全部・一部を承継させる場合であって、投資法人から委託を受けて行う資産運用業務の承継が行われると見込まれる場合以外、または、主要株主の異動が見込まれる場合以外（同4号）                                                          |
| 事業譲渡（同2号）                                                           | 事業の全部・一部を譲渡する場合であって、投資法人から委託を受けて行う資産運用業務の承継が行われると見込まれる場合以外、または、事業の全部・一部を譲り受ける場合であって、主要株主の異動が見込まれる場合以外（同5号）                                      |
| 当該上場会社から委託された資産の運用に係る事業の休止・廃止（同3号）                                  | 3営業期間において休止・廃止による投資法人の営業収益の減少額が、最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれる（同6号）                                                                                    |
| 当該上場会社から委託を受けて行う資産の運用であって、その全部・一部が休止・廃止されることとなるもの（同4号）              | 3営業期間において休止・廃止による投資法人の営業収益の減少額が、最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれる（同7号）                                                                                    |
| 破産手続・再生手続・更正手続開始の申立て（同5号）                                           | —                                                                                                                                               |
| 当該上場会社等から委託を受けて行う資産の運用であって、新たに開始されることとなるもの（同6号）                     | 3営業期間において運用が新たに開始されることによる投資法人の営業収益の増加額が最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれ、かつ、当該資産の運用が新たに開始されることにより投資法人が特別に支出する額の合計額が最近営業期間の末日における固定資産の帳簿価額の10%未満と見込まれる（同8号） |

【資産運用会社の発生事実】

| 【怪徴基準】                                                       |                                                                                  |
|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 登録取消し等の行政処分（166条2項13号イ）                                      | 3営業期間において行政処分による投資法人の営業収益の減少額が最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれる（取引規制府令55条の6第1項1号）          |
| 特定関係法人の異動（同ロ）                                                | —                                                                                |
| 主要株主の異動（同ハ）                                                  | —                                                                                |
| 上場会社等から委託された資産の運用に係る財産上の請求に係る訴えが提起されたこと等（同ニ、金融施行令29条の2の5第1号） | 直ちに取訴したとした場合の3営業期間における取訴による投資法人の営業収益の減少額が最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれる等（同2号）           |
| 上場会社等から委託された資産の運用に係る事業の差止めを求める仮処分命令の申立てがされたこと等（同2号）          | 直ちに仮処分命令が発せられたとした場合の3営業期間における仮処分命令による投資法人の営業収益の減少額が最近営業期間の営業収益の10%未満と見込まれる等（同3号） |
| 債権者等以外の者による破産手続開始の申立て等（同3号）                                  | —                                                                                |
| 不渡り等（同4号）                                                    | —                                                                                |
| 特定関係法人に係る破産手続開始の申立て等（同5号）                                    | —                                                                                |

【包括規程】

| 【備考】                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第9号から13号までに掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの（166条2項14号） | 当該事実を知っていれば、当然に当該投資法人の投資証券を買いの判断または売りの判断をしなければならぬもの。<br>立派担当者；たとえば、多額の投資をし、大部分の収益のもととなり見込まれていた建物の運用を開始したばかりで、建物に構造欠陥等があり、またこれによる建替えの必要性が確認された等の事実、税務上の導管性の喪失により相当額の法人税課税が発生して、投資主が受けるべき金銭の分配額を相当程度減少させるような場合（古澤ほか・逐条2013改正118頁） |

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引規制の平成25年改正（投資法人関係を除く）の検討

2014年6月27日（金）15:03～17:07

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者（五十音順）

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 加藤 | 貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 近藤 | 光男 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授・弁護士（特別会員）  |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部准教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授           |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 森本 | 滋  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友信 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授   |

【報 告】

インサイダー取引規制の平成25年改正（投資法人関係を除く）の検討

学習院大学法学部教授

小 出 篤

目 次

- I. はじめに
    - 1. 改正の経緯
    - 2. 改正の概要
  - II. 情報伝達行為・取引推奨行為に対する規制の導入
    - 1. いわゆる公募増資インサイダー問題
    - 2. 平成25年改正前の状況
    - 3. 平成25年改正による情報伝達行為・取引推奨行為規制の概要
  - III. 資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げ
    - 1. 平成25年改正前の状況
    - 2. 平成25年改正の概要
    - 3. 改正の趣旨・評価
  - IV. 氏名公表制度
  - V. 近年の金融・企業実態を踏まえたインサイダー取引規制の見直し
    - 1. 「公開買付者等関係者」の範囲の拡大
    - 2. 重要事実を知っている者同士の取引に係る適用除外の見直し
    - 3. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外規定の創設
- 討論

○黒沼 それでは、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、学習院大学の小出先生にインサイダー取引規制の平成25年改正についてご報告をお願いしています。

それでは、小出先生、よろしく申し上げます。

○小出 学習院大学の小出と申します。

インサイダー取引規制に関する平成25年改正のうち、投資法人関係を除く部分が今回の私の担当になっております。投資法人関係については前回既にご報告がありましたので、本日はそれ以外のものについてご報告します。

レジュメについては、新しいことが書いてあるわけではなく、これまでの立法並びに学説と、それらについての若干の実務的な検討を簡単に整理

した程度にとどめています。

I. はじめに

本報告につきましては、前述のとおり、平成25年6月19日に公布された平成25年法律第45号、金融商品取引法等の一部を改正する法律のうち、インサイダー取引規制に関する改正部分（投資法人関係を除く）が対象になります。

1. 改正の経緯

平成25年改正の経緯について、近年、情報受領者によるインサイダー取引が増加しているという状況があります。

本日、レジュメのほかに資料をつけていますが、その一つの「内部者取引に対する課徴金勧告状況」は、証券取引等監視委員会のホームページに載っ

ている公表資料です。特に表2は、平成17年度から25年度までの課徴金の勧告の状況をその行為者の属性ごとに分類したものです。17年度から25年度までを合計しますと、会社関係者は73件、公開買付者等関係者が6件である一方、第一次情報受領者は95件に上っています。ここからわかりますように、会社関係者本人よりは、情報受領者によるインサイダー取引が増加しています。

その一つの象徴的な例が、平成22年度から23年度ごろにかけてのいわゆる公募増資インサイダー問題です。こちらについては改めて言うまでもないと思いますが、例えば国際石油開発帝石などの事例では、公募増資をするという情報を主幹事証券会社が手に入れており、その証券会社の中の別の従業員が顧客である投資家に対して当該情報を伝達して、その投資家が取引をしました。後ほど事例をお出ししますが、そのような公募増資インサイダー問題が増加していたという状況がありました。

他方で、そのような公募増資インサイダーの事例などにおける情報受領者によるインサイダー取引に対するエンフォースメントについては、必ずしも十分ではなかったということが指摘されています。公募増資インサイダーの事例において、具体的に情報を受領した上でインサイダー取引を行ったのは、いわゆるファンドを運用する資産運用業者だったわけですが、資産運用業者は、インサイダー取引をしても、後ほど述べますとおり、課徴金額は非常に低く、十分な抑止が働いていませんでした。

以上のような状況のもと、金融審議会におきまして、この研究会の先生方も何人か参加されていますが、「インサイダー取引規制に関するワーキンググループ」が設置されました。このワーキンググループにおきましては、公募増資インサイダー問題ですとか資産運用業者への課徴金の問題だけではなく、近年の金融企業実務を踏まえてインサイダー取引規制に関するさまざまな見直しも行われました。

このワーキンググループは平成24年12月に報

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」を出しまして、その報告書に基づいて平成25年6月に「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が公布され、平成26年4月1日に施行されました。この法律のインサイダー関係の政令については平成26年1月21日に、内閣府令については2月14日に公布されて、いずれも平成26年4月1日に施行されました。

## 2. 改正の概要

本日のテーマである投資法人関係以外のインサイダー取引に関する平成25年改正については、大きく分けて5つほどの改正の内容があります。

1つ目は、情報伝達行為ないしは取引推奨行為に関する規制が導入されたこと。金融商品取引法で言いますと、167条の2の新設です。それに対するエンフォースメントとしまして、197条の2——刑事罰ですが——についても若干の改善がなされています。また、175条の2で課徴金の規定が設けられました。それから、後ほどまた出てきますけれども、新しいエンフォースメントとして氏名公表制度が設けられました。

2つ目は、資産運用業者が行った違反行為に対する課徴金(175条)の引き上げです。これにつきましては、インサイダー取引以外に課徴金が課せられるような不公正取引等についても同様の改正がなされていますけれども、本日は主にインサイダー取引の部分に関してのみお話をしたいと思います。

3つ目は、刑事罰や課徴金に加え、新しいタイプのエンフォースメントとしまして、法令違反行為を行った者の氏名公表制度が192条の2に設けられました。こちらのほうも、インサイダー取引に限らず、金商法及び金商法に基づく命令への違反行為一般に関する規定となっていますが、本日はこれについて割く時間はあまりないので、主にインサイダー取引に関する部分についてのみお話をしたいと思います。

4つ目として、今日の報告では触れられないの

ですが、実効性のある課徴金調査等のための制度整備として、当局に対して幾つかの権限を与えました。

5つ目は、公募増資インサイダーの問題などはちょっと離れまして、近年の金融・企業実務を踏まえて、インサイダー取引規制一般についてさまざまな見直しがなされています。（1）「公開買付者等関係者」の範囲の拡大、（2）重要事実を知っている者同士の取引（いわゆる「クロクロ取引」）に係る適用除外の見直し、（3）公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外規定の創設、（4）いわゆる「知る前契約・計画」に係る適用除外規定の見直しといったものがありますが、今回は（1）から（3）までを中心にお話したいと思います。（4）の問題についても、実は報告書では活発に議論されていまして、興味深い論点を提供しているのですが、金商法そのものの条文はおそらく改正されていないのではないかと思いますので、——関連政令で若干改正された部分があるのですが——時間の関係で、本日は簡単に触れることとします。

以上5つが本日の私のテーマの概要です。このうち1つ目と2つ目、すなわち情報伝達行為・取引推奨行為ないしは資産運用業者の課徴金の引き上げが公募増資インサイダー問題に対する対応策であり、3つ目と4つ目、すなわち氏名公表制度ないしは実効性のある課徴金調査のための制度整備に関しては、証券取引等監視委員会による一般的なエンフォースメントの強化という問題、そして5つ目のさまざまな見直しというものは、公募増資インサイダー問題以外の問題に対する対応と整理されます。

それでは、順番にお話をしていきたいと思いません。

## II. 情報伝達行為・取引推奨行為に対する規制の導入

### 1. いわゆる公募増資インサイダー問題

前述のとおり、いわゆる公募増資インサイダー問題が平成22年から23年ごろにかけて世間を非

常ににぎわせました。

例えば、みずほフィナンシャルグループの例ですけれども、ある信託銀行が投資一任契約に基づいて顧客の資産運用を行っていたところ、当該運用担当の同社社員が、株式会社みずほフィナンシャルグループとの株式引受契約の締結に向けた交渉を行っていた証券会社の社員甲及び乙から、同証券会社の他の社員丙が交渉に関して知り、甲及び乙がその職務に関して知った、みずほフィナンシャルグループの業務執行決定機関が公募増資を行うことについての決定をした旨の事実の伝達を受け、この事実が公表されるより以前に、この投資一任契約の相手方の顧客の計算において株式を売り付けたという事例です。

これがいわゆる公募増資インサイダー問題ですけれども、このほかにも、会社関係者から情報を受領した者によるインサイダー取引が近年増加しているという状況があります。この情報受領者によるインサイダー取引は、そもそも情報を受領することがなければ、その者は内部情報を手に入れられませんので、そのような取引は行われなはずです。したがって、このような情報伝達を抑止することがインサイダー取引を最終的に抑止すると、そういう問題意識が報告の中では述べられているわけです。

## 2. 平成25年改正前の状況

### A. 情報伝達行為

それでは、平成25年改正前の状況においては、これらの情報伝達行為については一切不可罰だったのでしょうか。まず条文上は、情報伝達行為そのものは規制の対象とされていませんでした。

その根拠については、レジュメ3ページの上のところですが、証券取引法制定時に当局の方が書かれた本の中に、上場会社の役職員といった一般の人々について、公務員等のような秘密を漏らしたことに關する罪を設けるのは適当ではない、そして実際に重要事実を知った者が取引を行うことが証券市場の公正性、健全性に対する投資家の信頼を害するのであるから、その重要事実を知った



者が取引を行う以前の単なる伝達行為については、これを直ちに処罰するまでの必要性は乏しいと考えられるというように説明されていました。

しかしながら、情報伝達行為がインサイダー取引規制そのものの対象となっていなかったとしても、それがインサイダー取引の共同正犯ないしは教唆犯もしくは幫助犯として処罰される可能性を否定するものではないと学説上は言われてきました。ただし、現実には、そのような実例はほとんどありませんでした。

しかしながら、実は今回の平成25年改正が公布された後に、つい最近ですけれども、このような情報伝達行為について共同正犯ないしは教唆犯の成立が判断された事例が出てきました。それが3ページの真ん中にある事例です。

これは、某銀行系のA証券会社の執行役員兼副本部長であった甲が、A証券会社がB社と締結したアドバイザリー契約等の締結の交渉又は履行に関して、B社が上場企業であるC社に対していわゆるMBOに伴う公開買付けを行うことについて決定をしたという旨の事実を知るに至ったわけですが、甲はその情報を知人である乙——甲の銀行員時代の取引先だったようすけれども——に対して伝達をしまして、乙がその事実の公表前にCほかの株券を購入して利益を上げたという事例です。

これは、横浜地判平成25年2月28日金法1980号153頁(①判決)と9月30日判例集未登載(②判決)の2つの判例で同じ事件が争われています。といいますのは、まず2月の①判決ですが、こちらでは主に乙、すなわち実際にインサイダー取引を行った乙について、第一次情報受領者としての正犯を認めました。同時に、甲が乙についての共謀共同正犯を構成するという主張がなされていたわけですが、こちらは否定しています。つまり、乙のみについて、第一次情報受領者による正犯を認めたという事例です。

その後9月30日の②判決では、今度は甲について、同様に167条3項違反の共謀共同正犯は否定したのですが、教唆犯を認めました。9月の判決は判例集にはまだ載っていないかもしれませんが、

判例体系には載っていません。

今回の改正ででき上がったような情報伝達行為に関する規制がなかったらどうなるのかということを考える上で、前提として考えなければいけないことは、そもそも情報伝達行為について法が規定を設けていない場合に共同正犯、教唆犯、幫助犯で罰することが認められるべきなのだろうか、情報伝達行為は、第一次情報受領者のいわば必要的共犯であって、特に処罰すべき規定がない以上は不可罰なのではないか(最判昭和43年12月24日刑集22巻13号1625頁参照)というようなことが一つの主張としてはあり得るわけです。

しかし、これに対しては、学説や②判決等は次のように述べています。まず、「法が特定の行為の一方を処罰する規定を設けている場合に、その相手方が共犯として不可罰」ということは一般的には言えないとした上で、情報伝達行為について平成25年改正前には処罰規定がなかったのは、情報伝達行為が行われたからといって、必ずしも情報受領者が買付け行為を行うとは限らないし、買付け行為を行わなかった場合については、必ずしも証券市場の公正性が害されるとは言えないということを考慮して、一律に処罰する必要はないと判断したからである。つまり、実際に情報受領者が買付け行為を行った②判決の事例のような場合は、ケース・バイ・ケースで証券市場の公正性維持のために必要があるのであれば、共犯として罰せられるかどうかは解釈にゆだねられているのだということです。

文献を読みましても、情報伝達行為について共犯として不可罰であると考えるのは、立法者意思でもないと言われていています(横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』211~212頁)。

私は刑法については専門外ですが、必要的共犯が不可罰であるということの根拠として、刑法学説の中では、例えば必要的共犯については実は正犯の被害者という状況もあるので、したがって不可罰なのだという議論もあるようですが、本件のような情報伝達行為に関しては、別に正犯の被害者であるというわけでは恐らくなかろうと。それ

から、他方で必要的共犯については、正犯が不特定多数と反復して共同行為を行っているという状況があり、したがって、その共犯者について必ずしも可罰的ではない場合があるということも言われているわけですが、正犯である情報受領者は、別に不特定多数の情報伝達者と行動しているわけでもありません。したがって、情報伝達行為は必要的共犯だから不可罰であると言う必要はあまりない状況があるわけですし、たとえば佐伯仁志先生なども、こういった状況では情報伝達行為も処罰可能であると考えべきではないかということ、論文（佐伯仁志「刑法から見たインサイダー取引規制」金融法務事情1980号7～8頁）で書かれています。

したがって、共同正犯、教唆犯、幫助犯といったいわゆる共犯として処罰される可能性があり得るということを前提としまして、では、実際はどのような形で情報伝達行為が処罰される可能性があったのか。逆に言えば、情報伝達行為が処罰される可能性はあったとしても、それが現実にはあり得なかったのであれば、やはり今回のように情報伝達行為についての罰則を立法することも含め、何らかの立法的な対策をとるべきであったということは言えるかもしれません。それでは、どれぐらいその可能性があったのかということですが、

#### ①共同正犯について

これについては、①判決、②判決の両方が論じていまして、4ページから5ページにかけて書いています。時間もありませんので読み上げませんけれども、①判決、②判決を私なりに読みますと、共同正犯とされるためには、まず一つは、インサイダー取引を行うについての意思の連絡というものが当事者同士にあること。この意思の連絡の存在については、インサイダー取引をするかもしれないという認識の上で情報を伝達すればいいと思われるわけですが、そういった意思の連絡があり、かつ有価証券売買の判断を直接に指示するなど重要な役割を果たす、ないしはその利益の分配を受けたりするというように、実際にインサイダー取

引を行った情報受領者と共同して買付けを行ったと言えるほどの事情がなければいけないということ、を述べています。

そのように考えますと、公募増資インサイダーの事例に関して言えば、意思の連絡についてはあったと言えるかもしれませんが、例えばレジメ2ページにある例もそうなのですが、実際に情報を伝達した者は、実際に利益の分配を受けているわけではありません。したがって、そのような状況を考えますと、正犯者と共同して買付けを行ったという状況まではなかなか認められないのではないかと考えられます。

結局、前述の公募増資インサイダー問題のような事例について、一般的に情報提供者が売買を指示したり直接買付けによって利益を得たりするというような行為が認められる例は少ないであろうと考えられますので、共同正犯が成立する可能性はあるとしても、多くの場合現実にはそれが認められるのはちょっと厳しいだろうと思われま

#### ②教唆犯について

他方、教唆犯のほうですが、これについては②判決が判断を示しています。教唆犯とされるためには、まず1つ目として、重要事実を教示した上で株式等の売買を勧め、そしてその結果として相手がインサイダー取引規制に違反する行為を決意して、すなわちその教唆の結果としてその行為を決意して、実際に取引を行ったということが必要であると考えられています。

このように考えますと、実際に②判決はこの事例について教唆犯を認めたわけですが、公募増資インサイダーの事例であっても教唆犯が成立する余地は十分にあり得るように思います。したがって、平成25年改正以前のこれまでも、少なくとも会社関係者による情報伝達行為については、教唆犯が認められる可能性は十分あり得たのだと思います。

しかし他方で、教唆犯ですので、そもそも正犯が成立していない以上、教唆犯のみが単独で成立することはあり得ません。したがって、第一次情

報受領者がさらに情報伝達をして、そして第二次情報受領者がインサイダー取引に相当するような行為を行った場合については、この第二次情報受領者による取引は、そもそもインサイダー取引の中に入らず不可罰ですので、したがって、その情報伝達者である第一次情報受領者も教唆犯とはなり得ないということになりそうです。

また、情報伝達の結果として相手方が金商法 166 条 6 項及び 167 条 5 項に定める適用除外に該当するような行為を行った場合も、同様に相手方のほうに正犯が成立しませんので、情報伝達にも教唆犯は成立しないと考えられそうです。

### ③ 幫助犯について

実際には①判決も②判決も幫助犯の判断はしていませんが、学説等では、レジュメに書いていますとおり、正犯者の犯罪行為を容易にする意思と幫助行為があった上で、その正犯がその犯罪を実行したことが必要であると言われています。

文献では、レジュメにあるような事例ですけれども、例えばすでにある未公表重要事実を知り、初めからインサイダー取引をしようと思っていた者から、重要事実を知っている者がその事実の確認を求められて、これに応じて、相手方がインサイダー取引をすることを知りながら重要事実を教示・確認した上で犯意を強めさせた場合については、幫助犯が成立する余地があるということが述べられています（横島・前掲）。

したがって、公募増資インサイダーの問題につきましても、このように幫助犯が成立することは十分あり得るだろうとは考えられるわけです。

さて、これらの判決ないしは学説を前提としますと、そもそも共犯、ないしは場合によっては共同正犯によって、情報伝達行為は処罰可能であるということになりそうです。そうすると、平成 25 年改正によって情報伝達行為・取引推奨行為についての規定を新設したわけですけれども、果たしてそのような必要があったのかということについては、本当はもう一度考えてみる必要があるのか

もしれません。

共犯・共同正犯とする場合と、新しい処罰規定をつくった場合とで、何が違うかということを考えてみますと、レジュメに書いた 3 つぐらいのことが言えそうです。

まず、刑罰の軽重に関して言いますと、基本的には、共同正犯と教唆犯は正犯と同じ罰であるとされており、他方で、情報伝達行為に関する罰則（167 条の 2）も、平成 25 年改正では、情報受領者によるインサイダー取引と同じ罰であるとされていますので、そこに違いはありません。ただし、幫助犯と 167 条の 2 とを比べると、幫助犯は刑が必然的に減輕されますが、167 条の 2 の場合は必ずしも減輕の必要はないので、そこに若干違いが出てくる可能性があります。

次に、教唆犯ですと両罰規定の対象にはなりません、167 条の 2 のように新しい刑罰類型がつくられますと、これについては両罰規定の対象となり得ることがあるかと思えます。

それからもう一つ、独立の規制を設けますと、刑事罰以外の課徴金や氏名公表、また金融商品取引業者がこういう行為を行った場合は違法行為として行政処分の理由となるということで、刑罰以外のエンフォースメントについては、共犯で罰する場合とは可能性として違いがあり得るところかと思えます。

平成 25 年改正によって情報伝達行為に関する規定ができたことで、同じ情報伝達行為について、今後は、いわゆる情報受領者によるインサイダー取引に対する教唆犯等の共犯と、167 条の 2 に反する情報伝達の罪との両方が成立し得ることになりそうです。

これについて、非常に難しい刑法上の競合論の議論がありまして、いわゆる観念的競合なのか法条競合かという話が、刑法的な議論としてはあり得るところかと思えます。

個人的には結論が出ているわけではありませんが、情報受領者によるインサイダー取引というものと情報伝達行為というものの保護法益が同じである、すなわちそれは市場の信頼の保護であると

するならば、これらは法条競合であり、したがって、どちらかが成立するというふうに考えることも十分にあり得そうかと思えます。

ただし、実はこれに関しましては、直接この刑事罰の議論ではないのですけれども、教唆犯・幫助犯がもし成立した場合は、刑事罰はもちろん課されますが、課徴金は課せられません。そうしますと、教唆犯・幫助犯として仮に検察が立件した場合については、それらの者は課徴金については負うことはないというふうになりそうです。これはアンバランスであるということが指摘されていまして、教唆犯・幫助犯が成立した場合であっても、課徴金との関係では情報伝達の罪、取引推奨の罪が成立したと考えると、課徴金を課すことを別途検討する余地があるのではないかというような解釈論が示されています。

この立場は、あるいは観念的競合として考えており、両方の罪が成立し得る。そして刑事罰の点ではそれが一罪になるのだと思えますけれども、しかしながら、両方の罪が成立することがあり得るというようなことを念頭に置いているようにも思われます。これについても議論のあるところかと思えます。

## B. 取引推奨行為

取引推奨行為に関しては、今回の定義からしますと、重要事実を伝えるという行為を行っているわけではありません。重要事実を知っている者が単に取引を推奨しただけという行為です。その推奨を受けた者は情報を受領したわけではありません。ということは、推奨を受けた者が売買を行ったとしても、情報受領者ではありませんので、基本的には不可罰であるということになります。そうしますと、推奨を受けた者に正犯が成立しない以上、平成25年改正前までは、それについての共同正犯・教唆犯・幫助犯も成立しないので、取引推奨行為というものは、これまでは基本的には不可罰であったと言えそうです。その意味では、平成25年改正は、これについて新しく罰することとしたと言えるのかもしれません。

## 3. 平成25年改正による情報伝達行為・取引推奨行為規制の概要

以上のとおり、平成25年改正の意義というものは、なお議論の余地があると思えますけれども、以下ではどのような規定ができたのかを見ていきたいと思えます。

### ①趣旨

まず、167条の2の趣旨ですけれども、もともとインサイダー取引の罰則の趣旨については、「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼」を損ねるためというのが通説判例でありました。そうしますと、特に会社との関係で「特別な立場にある者」である会社関係者等がその立場に基づいて得た情報を、当該会社関係者と「特別な立場にある」別の者に対して伝達や推奨をし、それによってその者に有利な取引をさせるということは、そういう一部の人が一般には知られていない情報を知っている状況があるということの意味するわけですし、それは証券市場に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがある行為であり、したがって、こういった一般投資家の信頼を損なうおそれという「抽象的な危険」のあるこれらの行為を違法として禁じているというのが、167条の2の趣旨ということができます。

前述のように、取引推奨行為に関しましては、新しい処罰類型であるということになります。なかなか難しいところがありまして、被推奨者は、前述のとおりインサイダー取引には該当しない状況にあるわけですが、そうしますと、取引推奨行為に関しては、取引推奨行為の結果として行われた株式売買行為ではなくて、推奨行為そのものが何らかの意味で投資家のマーケットに対する信頼を損ねているのだ、そういうタイプの抽象的な危険を持つ行為なのだという独立の意味を持ったものとして構成されているのだと思えます。

もちろん最終的には、市場の信頼に関しては、情報伝達行為も取引推奨行為も共通の要素を持つ

ていますけれども、情報伝達行為のように、情報伝達行為の結果として行われたインサイダー取引そのものが投資家の信頼を損ねるので、情報伝達行為も投資家の信頼を損ねるといようなものと比べると、取引推奨行為は若干意味合いが違う部分もあるのかという感じもします。

## ②対象行為の限定

さて、以上のようなことで、基本的には情報伝達行為・取引推奨行為といったものの「抽象的な危険」をもって禁止されているわけですが、そのような「抽象的な危険」というものは、情報伝達や、取引推奨を行うという場合には、濃淡こそあれ、常に生じているはずで、すなわち、未公表の情報が他人に移っているわけですから、常にそういった危険というものはあるわけです。それで、一番厳しく考えるのであれば、およそそういう抽象的な危険がある場合には全てそれを違法とするべきであるという立法も考えられると思います。しかしながら、167条の2の条文をよく読みますと、そのようにはなっていない。皆様ご承知のとおり、167条の2には、目的要件というものが課せられています。すなわち、重要事実や公開買付け等事実について公表がされたことになる前に当該上場会社等の特定有価証券等・株券等に係る売買等をさせることにより、当該他人に利益を得させ、また当該他人の損失の発生を回避させる目的が必要であると言われていています。

このような利益を得させる目的を設けている理由については、たとえばIRのように、実務において行われているさまざまな正当な情報提供に対する不当な萎縮となるのはおかしい。利益を得させる目的というものがなければ、情報受領者によるインサイダー取引が行われる危険は非常に少ないのではないかと。したがって、そういった情報提供を認めたとしても、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼は害さないと説明できる。このような理由で、これらの行為について「利益を得させる目的」という要件が課されたと説明されています。

もっとも、前述のとおり、抽象的な危険ということと言いますと、情報伝達者の主観的な目的は関係なく、情報受領者がインサイダー取引をしてしまう可能性はやはり出てくるだろうとは思いますが、したがって、ここが必ずしも理論的にすっきりした形で説明できているのかということ、若干疑問がないわけではありません。しかしながら、立法の説明としましては、やはり利益を得させる目的がない場合には、投資家の信頼を害するおそれも小さいというふうに言っています。

これをちょっと考えてみますと、やはり情報を有している者に利益を得させようという積極的な目的があると、情報を有している者と近い特別な関係にある者だけが有利な取引をしやすくなるという状況があるだろう。したがって、やはりそういう情報提供者の主観的な目的が投資家の信頼に影響するということなのかという気はします。

ただし、一般投資家は、こういった情報提供者の主観的な目的を知る由はないので、それによって一般投資家による信頼の度合いが変わってくるというのは理論的にはやや難しい問題があるかもしれません。しかしながら、条文上はこのような目的要件が課せられているということです。

この目的要件については、レジュメには書いていませんが、2つほど簡単にお話ししておきたいことがあります。

一つは、取引推奨行為に関しても、利益を得させる目的がある場合に、167条の2の要件を満たすことになっているわけですが、いわゆるIRについては、「利益を得させる目的」は、やはり抽象的にはあると言えらると思います。そもそもIRは、うちの会社はいい会社ですよ、したがってうちの株式を買うといいですよということを言うのが、一つの内容であるということと考えますと、その中には、うちの会社の株式を買ってくれば利益が得られますよという意味での利益を得させる目的というもの、やはり出てくるだろうと思えます。そうしますと、この目的要件を変に広く解釈してしまいますと、このIR活動も場合によっては取引推奨行為として可罰であると。ただし、IRを

受けて実際に株式を買った者は不可罰であるといったことが起こりかねないということです。

実はこのような問題につきましては、今日のもう一つの資料の、金融庁が出している Q&A である程度応答がされています。2 ページの（問3）がそのことを言っています、答えはある意味玉虫色なのかもしれませんが、「こうした活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わせ、それに起因した利益を得させるためのものではなく」、その利益目的を欠くと考えられるため、「基本的に規制対象とはならないと考えられます」と書いています。しかし、なぜこれが利益を得させる目的にはならないのか実はよくわからないというか、それでは「一般的な推奨」とそうではない推奨とは何が違うのかというのは、結構難しい解釈上の問題があるような気がします。

実際に未公表事実を知っている者が IR の一環としてうちの会社の株式を買ってほしいと勧めるときに、中には IR 先と何らかの関係があって、そこに利益を得させて、自分との関係をよくしたいといった意味で推奨したいという人もいるかもしれないわけで、これが一般的な推奨と言えるのか。このあたりについては、「基本的に規制対象とならない」と書いていますので、じゃあ基本的でない場合はどの場合なのかということについては、非常に難しい問題があるように思います。以上が1つ目の問題です。

2つ目は、黒沼先生も参加された座談会（黒沼悦郎＝武田太老＝木目田裕＝中村慎二「インサイダー取引規制の見直しと今後の課題〔下〕」商事法務 2012 号 4 頁）に出ていた論題ですけれども、前述のとおり、「当該他人に利益を得させる」目的というものが目的要件になっています。その「当該他人」というのは、情報伝達を受けた者です。つまり、情報伝達を受けた者が利益を得る目的で情報伝達をすることが、この目的要件を満たすというように条文上読めるわけです。ということは、その情報伝達先が他人の計算でその売買をした、

特に情報伝達者の計算で情報伝達先が売買をしたというような状況の場合は、一見しますと、167 条の2の情報伝達行為の目的要件を満たさず、したがって不可罰であると思えてしまう可能性が指摘されています。しかし、それは妥当ではないでしょうというのが、その座談会での結論でもありました。

ただし、そのロジックについてはなかなか難しいということもあって、「当該他人」の解釈をどうするのかといったようないろいろな話がなされたわけです。それで、私なりにちょっと考えてみたのですが、仮に情報伝達者自身が利益を得る目的で他人に対して情報伝達した場合というのは、もはやこれは共同正犯なのではないかと思えます。先ほどの平成25年の横浜地判も言うとおおり、自分が利益の分配を受けるというような共同して買付けを行ったと言える状況があることが共同正犯の一つの要素ですので、そのような目的で情報伝達した場合は、もはや情報伝達行為ではなく、166 条とか 167 条の一般的なインサイダー取引の共同正犯として罰せられることがあるのではないかと考えています。これについては、何かご指摘がありましたら、ぜひご教示いただければと思います。

### ③課徴金・刑事罰対象の限定

以上のとおり、目的要件によって、対象行為が限定されています。しかし、目的要件が満たされ、かつ情報伝達行為があったと認定されたとしても、その全てが課徴金ないしは刑事罰の対象となるわけではないというのが、今回の改正であります。特に刑事罰のほうについてのお話をしますけれども、実は課徴金も同じなのですが、これらのものが刑事罰や課徴金の対象になるためには、取引要件がかかります。刑事罰（197 条の2）ないしは課徴金（175 条の2）の条文にそういった要件があるわけです。すなわち、197 条の2に関して言いますと、167 条の2の違反によって、伝達・推奨を受けた者が重要事実等の公表前に当該違反行為に係る特定有価証券等の売買等をした場合に限り、当該伝達・推奨行為が刑事罰の対象と

なるということになっています。すなわち、伝達行為が行われても、実際に取引が行われなかった場合については処罰されないということで、情報受領者が取引を行ったことが処罰の条件であるとされています。この取引要件をどのように解釈するのかということについても、実は刑法上はいろいろな考え方があるようです。

客観的処罰条件と解釈する考え方と、一種の構成要件であるとする考え方の2つがありまして、仮に客観的処罰条件であると考えますと、これは構成要件ではありませんので、それについての故意過失は不要であるけれども、これが構成要件だとしますと、取引が行われたことについての故意過失が必要であるということが言われていたりします。

また、この取引要件においては、167条の2の違反行為によって相手方が売買等をしたということが求められています。このことは、情報伝達・取引推奨行為がその情報伝達先・推奨先の投資判断の要素となった、すなわち情報伝達・取引推奨行為と被情報伝達者・被推奨者の取引行為との間の一種の因果関係が必要とされると解釈されています。こういう解釈から考えますと、取引要件が客観的処罰条件だとしたら、一般的には条件と行為との間に因果関係は不要と考えられていますので、取引要件は一種の構成要件であると考えべきなのではないかというようなことを、例えば佐伯先生なんかはおっしゃっているわけですが、これについては刑法の難しい問題でもありますので、これ以上は措きます。いずれにせよ、この取引要件が設けられたことによって、167条の2に反する行為全てが可罰になるというわけではないということです。

では、なぜこの取引要件が課せられているのでしょうか。これに関しては先ほどの目的要件以上によく理由がわからない部分があります。というのは、情報伝達行為や取引推奨行為は、その抽象的な危険が問題になっていたはずなので、なぜ実際に取引されたことが刑事罰の要件として求められるのかということについては、理論的には

極めて難しい問題だということです。この辺については、松井秀征先生が最近の論文(松井秀征「インサイダー取引規制をめぐる今後の課題」神作裕之責任編集=資本市場研究会編『企業法制的将来展望 2014年度版』257頁)で書かれていたことであります。

それについて説明するならば、情報伝達行為や取引推奨行為を全て罰してしまうと、望ましい情報の伝達も行われなくなる可能性があるため、これはそういったものに対する萎縮効果を生まないための政策的判断であるといったことが説明されています。

確かに、全てを罰するのは望ましいことではないと思われまので、結論的には、こういった要件を課すことは必要かと思えますけれども、その理論的な根拠については非常に疑問のあるところだと思います。

#### ④課徴金の額

続いて、課徴金の額ですが、これについては、非常に複雑であるということのみを述べておきます。レジュメの8ページから9ページに書いてありますが、およそ課徴金というのは、刑事罰との二重処罰を回避するという観点から、利得相当額であることが強く求められていると一般的に考えられています。ですので、a、b、cに挙げられている金額は、いずれも情報伝達行為・取引推奨行為による利得相当額なのだと言明されています。しかし、なぜこれらが利得相当額になるのかということは、実はよくわかりません。後ほどの「資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げ」の点とも関係してくるのですが、課徴金が利得相当額であるべきという考え方については見直す必要があるのではないかということは、昔から言われていることです。

⑤の法定刑の話は省略いたしまして、情報伝達行為等についての解釈上の問題について学説上述べられていることについて若干触れておきます。

まず、目的要件での利益を得させる目的という

のは一体何かという話で、先ほどのIRの話とも絡んでくるのですが、これにつきましては2つの考え方があり得ます。一つは、インサイダー取引をさせることによって積極的にもうけさせようという目的が必要なのか、それとも、情報伝達をすることによって、もしかしたら相手方はインサイダー取引をするかもしれないという程度の認識でよいのかということです。仮に後者であると考えますと、例えば別の目的があって情報提供をする場合であったとしても、インサイダー取引をする可能性があるだろうと認識している場合は、全て情報伝達行為として罰せられる可能性があるということになりかねません。そうしますと、やはりそういった解釈はとるべきではなさそうです。

前述の金融庁のQ&Aはこれについて幾つかの事例に応じて書いてあるわけですが、全般的な考え方をまとめてみますと、どうやら当局は、積極的に利益を得させるということが必要なのだと解しているようです。単純に相手方がインサイダー取引をやるかもしれないというような認識程度では目的要件を満たさずに、相手方に利益を得させることを積極的に認識していたということが求められると解されているようです。

似たような問題ですが、次のような難しい問題もあります。すなわち、インサイダー取引については、167条の2に目的要件等の規制対象となる要件が書いてあって、刑事罰の197条の2に取引要件が書かれています。そうしますと、実際に情報受領者による取引がなされなかった場合については、情報伝達行為は基本的に不可罰です。ただし、利益を得させる目的で情報伝達をしたけれども実際に取引は行われなかった場合は、不可罰ではあるけれども、167条の2との関係では、違法であると解釈せざるを得ません。

ところで、166条6項ではインサイダー取引規制の適用除外取引を定めています。後でお話ししますいわゆるクロクロ取引のように、お互い情報を知っている者同士で取引をする場合は、これによりインサイダー取引規制の適用除外になります。すると、まずは相手方がその未公表情報を知って

いる状態にするために、情報を知っている者が情報を伝達して、相手も情報を知っている状況にした上で、この両者間で市場外で取引をしたような場合というのは、実はこれは166条のインサイダー取引規制の適用除外になり得るわけです。そして、197条の2第14号の取引要件で、情報伝達を受けた者が166条6項の適用除外取引を行った場合については、刑事罰の対象外としているのです。

このようにクロクロ取引をさせる目的で重要事実を伝達して、その結果として相手方がクロクロ取引を行った場合については、この情報伝達行為は不可罰ではあります。しかし、仮にこのクロクロ取引によって情報受領者に利益を得させるために情報伝達したという目的要件をもし満たすのであれば、この情報伝達行為は167条の2との関係では違法である。ということは、例えば金商業者に関しては、行政処分の対象になり得るというような問題を惹起し得ます。確かに罰則の規定の適用はないかもしれませんが、違法であれば、行政処分等の適用はあり得るというわけです。

しかし、不可罰だが違法というのは、どうしても気持ち悪い話です。そこで、これについては何とか違法ではないという説明をできればということで、さまざまな解釈の余地が検討されていたわけですが、これについても実は金融庁のQ&Aの間7で当局の見解が述べられています。当局は、他人に利益を得させるという目的要件を満たさないのではないかという解釈をとっています。

しかしながら、クロクロ取引をやる場合というのは、多分市場価格とは異なる当該未公表情報を織り込んだ価格で取引が行われることになりますので、売買の相手方は、例えば情報公表前に転売などをすれば、利益を得られる可能性は生じているわけです。そうしますと、情報公表までは一種の含み益のようなものを持つことになるわけで、もしそういったものも利益であると解釈するのであれば、まさに利益を得させる目的で伝達していることになり得ますから、これを利益を得させる目的がないと解釈するのは、妥当ではないという考え方もあるかもしれません。



ただし、やはりここは未公表情報によってインサイダー取引をさせることで利益を得させるという目的が目的要件の趣旨なのではないかという気がしますので、これを167条の2の違反であるというべきではなかろうと思います。金融庁のQ&Aに示されたような、何らかの解釈が考えられるべきであろうと思っています。

### Ⅲ. 資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げ

#### 1. 平成25年改正前の状況

資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げについてですが、もともと平成20年金商法改正で、他人の計算で資産運用業者がインサイダー取引をした場合についても課徴金の対象になることになっています。

しかし、平成25年改正前の課徴金の算定方法は、レジュメの9ページの下に記載したようなものでした。特に資産運用業者の場合については、顧客等の運用財産の運用として違反行為を行う場合が多いと思うのですが、その場合は、実際にインサイダー取引を行った銘柄がその顧客の総運用財産の中で何%を占めるのかを算定した上で、違反行為が行われた月に資産運用業者がその顧客からもらっている運用報酬額のうち、そのパーセンテージの分を課徴金とする、すなわち、これがインサイダー取引によって資産運用業者が得た利得であると考えていたわけです。

あくまでも課徴金は利得相当額ですから、他人の計算でインサイダー取引を行った場合の利得は、インサイダー取引を行った資産運用業務によって得られた利得とすべきであり、それはまさに運用報酬である。しかも、インサイダー取引を行った銘柄の部分に関する運用報酬になりますので、運用財産総額に占めるインサイダー取引銘柄のパーセンテージに限られる、という考え方になるわけです。

それで、先ほどのみずほの例で算定してみますと、課徴金は合計8万円です。非常に安く、これでは全く抑止効果が働かないという状況でした。

#### 2. 平成25年改正の概要

そこで、平成25年改正においては、課徴金の規定を完全に新しく作り直しました。そして、175条1項3号において、顧客の運用財産の運用の場合とそれ以外の場合を分けて規定しています。

主に顧客の運用財産の運用の場合について考えますが、運用財産の場合については、違反行為が行われた月における運用対象財産の運用の対価に相当する額の全額、しかも3カ月分というのが今回の課徴金です。そのように算定しますと、先ほどのみずほの例ですと、合計で約8,868万円となり、今後は1,000倍以上の課徴金が課せられることとなります。

#### 3. 改正の趣旨・評価

この考え方を、利得の吐き出しとしてどうやって説明するのか。資産運用業者がインサイダー取引を行ったことによって、運用成績を上げました。そして、それによって将来にわたって相手方のお覚えがめでたくなり、継続的に運用報酬を維持させることができるようになる。それもインサイダー取引による利得なのだということです。したがって、当該銘柄部分だけではなくて、当該運用資産の顧客から受けている運用報酬全体が利得に該当しますし、しかもその報酬を継続的に受けられることも考えますと、例えばその3カ月分というものが課徴金として算定できるのだという考え方をしています。ただし、かなり技巧的な説明であることは否定し得ません。

これに対しては、もともと他人の計算でインサイダー取引を行っているということは、結局その利得の帰属は当該他人にあるわけで、例えばファンドの運用の場合、その利益はファンドに帰属するわけですから、そのファンドから課徴金を受け取るほうが望ましいのではないかということも実は指摘されています。ただし、これはあまり例のない立法であるということもあって、今回は見送られました。結局、利得の吐き出しという課徴金の理念からは、現実には相当離れてきたというのが

現状であろうかと思えます。

#### IV. 氏名公表制度

これは新しいタイプのエンフォースメントとして192条の2に規定があります。罰則、課徴金、行政処分に加えた新しい制裁の方法であり、特に資産運用業者や証券会社のように、いわゆるプロフェッショナルについてはレピュテーションの問題がありますので、氏名公表も相応の効果があるだろうと考えられます。かつ、氏名を公表することによって、将来の取引相手、その会社と取引に入ろうとする者に対して注意喚起を促すという意味で、そういった被害の抑止にもつながるであろうとも指摘されています。

ただし、これにつきましては、法的な性格が何だかよくわからないということも指摘されていて、氏名公表というものは、相手方の権利義務に直接影響を及ぼす行為ではありませんので、いわゆる行政処分には該当しない、したがって取消訴訟の対象ともならない、と行政法的観点から言われるかもしれません。

そうだとしますと、行政処分でない以上は、法による行政という考え方は適用されませんので、この条文を定めず、金融庁ないしは証券取引等監視委員会がそのまま独自の判断でこのような氏名公表を行ったとしましても、必ずしも法による行政に反することはないのだということも言えそうです。

そうだとすれば、この条文には一体どういう意味があるのかということについては、よくわからないのですけれども、法律によってこういった制度を宣言することにはそれ相応の意味があるように思いますので、新しいタイプのエンフォースメントとして、積極的に評価するということもあり得るのではないかと思います。

なお、これについては、行政処分ではありませんが、それ相応に相手方に対する影響力はありますので、適切な手続が必要かと思えます。今年の2月に出た内閣府令によって手続の規定が設けられており、例えば意見を述べる機会が相手方に付

与されています。

#### V. 近年の金融・企業実態を踏まえたインサイダー取引規制の見直し

最後に、公募増資インサイダー問題以外の近年の問題についてのインサイダー取引規制の見直しについて簡単に触れていきたいと思えます。

##### 1. 「公開買付者等関係者」の範囲の拡大

1つ目は、いわゆる公開買付け等事実に関するインサイダー取引、すなわち167条の当事者となり得る「公開買付者等関係者」の概念の範囲が拡大されたということです。

なぜこのような改正がされたのかという問題意識に関して、特に友好的な公開買付けにおいては、——実は通常は敵対的公開買付けもそうですが——公開買付けをする前段階で、買付者は対象会社に対して、これから公開買付けをするよという公開買付け等事実を通常は告知します。その結果、当然、対象会社の役職員は職務の過程で公開買付け等事実を知ることになります。それが通常です。そうしますと、そのような形で情報を知った対象会社及びその役職員がインサイダー取引を行った、すなわち未公表の公開買付け等事実があることを知って取引を行った、ないしはそれらの者が他の者にその情報を伝達して、その結果、その他の者が情報受領者としてインサイダー取引を行った場合はどうなるのかということが問題となります。実際に、近年はこういう事例があると言われてい

##### (1) 平成25年改正前の状況

これも、平成25年改正前はどうかを考えると、レジメ12ページの①ですが、まず対象会社及びその役職員自身がインサイダー取引を行った場合につきましては、今までの規定であったとしても、以下のレジメのa、bどちらかの方法によって、基本的には、インサイダー取引規制の対象となると言えたのだと思われ

まずaですが、対象会社及びその役職員は、特

に友好的買収等の場合については、通常は公開買付者と秘密保持契約ないしは公開買付け実施後の経営体制についての合意に関する契約といったものを事前に結んでいることがあります。そうしますと、公開買付者と契約を締結している者、又は契約の締結の交渉をしている者にその対象会社の役職員は該当する。それで、平成25年改正以前から、公開買付者等関係者として公開買付けに関するインサイダー取引規制の対象となっていました。

ただし、事前に告知を受けて公開買付等事実を知った場合に、秘密保持契約や公開買付け実施後の経営体制についての合意に関する契約の「締結もしくはその交渉又は履行に関し知った」というふうに考えてインサイダー取引の規制対象とすることができるかどうかということについては、厳密に考えますと、やや疑問な部分もあるかと思われます。特に、情報を知ったのと契約を結んだのとどちらが先かと考えますと、そのあたりはなかなか微妙なケースが多いのではないかとも思われるわけです。

しかしながら、仮にこのaがだめであるとしても、bとして記載していますとおり、対象会社及びその役職員が公開買付者等の役員等からの第一次情報受領者に該当するということは一般的に言えるのではないかと思います。つまり、公開買付者等の役員等から情報を聞いているわけですから、対象会社及びその役職員等は第一次情報受領者としてインサイダー取引の規制の対象になるということは今までも言えたのだらうと思います。

しかし、レジュメの②のほうの問題で、対象会社とその役職員等が知った情報を他の者に伝達した上で、その他の者が取引を行った場合については、これまでは難しい問題がありました。先ほどの①のaがもし成立しているケースであれば、公開買付者等関係者となる対象会社とその役職員等から伝達を受けた者は第一次情報受領者としてインサイダー取引規制の適用対象となっただらうと思いますが、①のaは成立せずbしか成立しない状況だった場合に関しては、第二次情報受領者になるわけですので、規制の対象になり得ないとい

うことになったと思われます。

そこで、平成25年の改正におきましては、当該買付者等からの伝達によって公開買付け等事実を知った対象会社及びその役職員や、その役職員と同じ会社の役職員が職務に関して公開買付け等事実を知った場合については、同様に「公開買付者等関係者」に含むこととする改正を行いました(167条1項5号6号)。

## (2) 平成25年改正をめぐる議論の状況

そうしますと、レジュメ13ページの下ですが、この改正で具体的に何が変わったのかと考えますと、まず、これまで情報受領者と一般的に考えられていた対象会社の役職員が、これからは公開買付者等関係者になったわけで、これまではもしかしたら第二次情報受領者とされてインサイダー取引規制の対象とならなかったかもしれないような、対象会社の役職員等から情報を聞いた者も、今後は第一次情報受領者としてインサイダー取引規制の対象となるということが、挙げられるのではないかと思います。

レジュメ14ページの②ですけれども、今回の改正について、まず167条1項5号で、公開買付けの対象会社及びその役職員が公開買付者等から伝達を受けて知ったことが要件とされています。ということは、公開買付者等以外から伝達を受けた場合については、仮に対象会社の役職員であったとしても5号には該当しないこととなります。実際には、対象会社の役職員は、公開買付者以外からこういった事実を知るといのはしばしばあることです。

例を挙げてありますが、例えば一つは、公開買付けの場合には、ペーパーカンパニーをつくった上で、そこが買付者となるということがよく行われるわけですが、そういった会社が設立される前の段階ですと、まだ買付者は存在していないものの、現実的には、例えばMB0であれば、——MB0をやろうとしている現経営者が実質的な買付者なのですが——そうした者が対象会社の役職員に対して公開買付け等事実の情報伝達をした場合は、

少なくとも条文上は、この5号には該当しないことになってしまいそうです。

もう一つの例ですが、公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーのような者がその対象会社に対して伝達をしてきた場合については、フィナンシャル・アドバイザーは公開買付者ではありませんので、やはり同様にこの5号は成立しないことになってしまいそうです。

それで、これらについても、解釈によって解決する必要があるということが指摘されており、例えば1つ目の例につきまして、実質的な買付者ないしは買付者の親会社等といったものも公開買付者等に含むというような解釈がなされています。

2つ目のフィナンシャル・アドバイザーの例については、これはいわば郵便局員と同じだということで、したがって、フィナンシャル・アドバイザーが公開買付者等の指示によって伝達をしているのであれば、それは公開買付者自身が伝達したと解釈すればいいのだと言われています。

これらの問題は、「公開買付者等関係者」の定義を細かく条文で定義してしまったからこそ出てきたような問題であるように思います。そうしますと、立法論としましては、公開買付者からの伝達ということをそもそも書く必要があったのか。一般的に対象会社というものは、対象会社への公開買付けに関する情報を知ったことで既に公開買付者等関係者と言っているのではないのか、ということが立法論としては言われています。

ただし、このような立法論がもし通ってしまうと問題があるかもしれないのは、例えば立ち話を偶然聞いたことによって、うちの会社が公開買付けの対象になっているということを知ったような者については、公開買付者からの伝達がなかったからインサイダー取引の対象にならないのだと説明されていたので、もしこれを外してしまいますと、立ち話で聞いたような者も公開買付けの規制の対象になってしまう可能性があるのではないのかということも考えられるわけです。しかしながら、立ち話を聞いたような場合については、そもそも職務に関し知ったわけではないと言えそうではあ

りますので、職員に関しては対象外にできそうです。ただし、対象会社にはこの「職務に関し」という要件が入っていませんので、対象会社の役員が立ち話で聞いた場合については、対象会社が公開買付者等に含まれてしまうということは、公開買付者からの伝達という要件を外した場合には起こり得る問題かもしれません。

## 2. 重要事実を知っている者同士の取引に係る適用除外の見直し

これは先ほどちょっとお話したクロクロ取引の問題で、これまでもあったインサイダー取引規制の適用除外の拡張という話です。すなわち、会社の重要事実を知っている者同士の取引は、一般的にこれをインサイダー取引の規制から除外しようというのが今回の改正の趣旨です。

これまでは、166条の会社の重要事実に関するインサイダー取引の規制に関しては、会社関係者及び第一次情報受領者同士が市場外取引をした場合については、お互いが情報を知っている上に、市場外を通じて行われているので、市場に対する影響はないという理由によって、インサイダー取引の規制対象外としていました(166条6項7号)。しかし、例えば会社関係者と第二次情報受領者、ないしは第一次情報受領者と第二次情報受領者が市場外取引をした場合については、適用除外の中に含まれない、すなわちインサイダー取引規制が適用されると考えられてきたわけです。しかしながら、これらは両方とも情報を知っているという意味では同じはずです。他方で、公開買付けに関するインサイダー取引規制については、第二次以降の情報受領者との間の取引についても、平成25年改正以前から適用除外とされてきました(167条5項7号)。そこで、今回の改正では、166条についても同様に、重要事実を知っている者同士の市場外取引については、いわゆるクロクロ取引として、一般的に規制対象から除外するという改正が行われています。

なお、インサイダー取引規制の趣旨が投資家の信頼を害する行為を止めることだと考えれば、つ

まり市場に対する信頼を守ることが目的だと考えるのであれば、何も情報受領者同士でなくても、そもそも市場の外で行われる行為に関しては、一般的にインサイダー取引規制の対象外としてもよいのではないかという考え方も成り立ちそうではあります。もちろん、市場外で買って、また市場で売るということはある程度ありますので、そう簡単には言えないのかもしれませんが、市場外で取引を行っているだけの段階では、必ずしも市場に対する悪影響は生じないわけです。したがって、市場に対する信頼を損なうこともないのではないかと、一般的に、市場外については規制の対象外とするのも可能ではないかというようなことは言えるかもしれません。その後また市場取引をするときに関しては、それが未公表の情報であれば、インサイダー取引規制の対象となるわけですから、市場外取引をしている段階では、市場に対する影響はないと考えてもいいように思います。

ただし、他方で、インサイダー取引規制の趣旨が、市場に対する信頼ではなくて、売買当事者間で情報格差があることが問題なのだと解釈するのであれば、クロクロ取引はその情報格差がない状態だから認められるのであって、市場外取引であっても情報格差があるのであれば、やはりそれは止めなければいけないということになり、今回のようにクロクロ取引に限ってインサイダー取引の規制対象外とするような改正のほう望ましいということになりそうではあります。

### 3. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外規定の創設

これはまたちょっとややこしい話でもあるのですが、まず問題意識は次のとおりです。公開買付け等事実の第一次情報受領者は、公開買付け等関係者になってしまいますので、したがって、その公表までは対象銘柄についての買付けはできないこととなります。このことは、情報受領者が行ってもよい取引を阻害してしまう効果を持っていると、かねてから指摘されてきました。2つの例があります。

1つ目の例として、まず、買収者が、競合して買収をしようとしているかもしれない他者に対して、あえてうちは今度公開買付けをするのだという情報を伝えます。そうすると、競合する買収者は第一次情報受領者になってしまい、競合買収者による公開買付けはもはやできなくなってしまうということが起こり得ます。

2つ目の例では、共同公開買付けをしようとしている場合に、その共同公開買付けの提案者が被提案者に対して一緒に買付けをしましょう等と言って情報の提供をします。ただし、結局その協議は不調に終わった場合は、この共同公開買付けの提案者が実際にこの公開買付けの公表を行うまでは、提案された者はずっとその対象株式について買付けができなくなるという問題も起こり得るということです。

しかし、この公開買付けに関するインサイダー取引規制の趣旨は、そもそも次のようなことから導かれると考えられています。すなわち、公開買付け等の事実について知っている者は、知らない者に対して著しく有利であるため、そういった者との取引を認めてしまうと、証券市場の公正性、健全性に対する信頼を阻害する、だからそれは禁じられているのだということです。この趣旨から考えれば、以下の2つの場合については、第一次情報受領者について対象株式の買付けを認めたとしても、趣旨には反しないように思われます。

1つ目は、第一次情報受領者が情報を知っているとはいっても、既に一般投資家に対する優位性が相当程度解消される状況が生じている場合、すなわち、第一次情報受領者は情報を持っているけれども、実は一般投資家も情報を持ったので、もはや有利ではないという状況です。2つ目は、その情報受領者が受けた情報が、その後の色々な状況によって投資判断上の有用性、意味を失った場合です。この2つの場合は、その情報受領者が取引をしたとしても、証券市場の公正性、健全性に対する信頼についての影響はないというふうに解されるわけです。

そこで、今回の改正では、167条5項の適用除

外規定に8号、9号が新設されました。

(1) 167条5項8号について

まず、8号について、第一次情報受領者が自ら公開買付けをしようとする場合は、公開買付け開始公告ないしは公衆縦覧に付される公開買付け届出書を出すことになります。そこに受領した情報を明記すれば、一般投資家もその公開買付け開始公告ないしは公開買付け届出書を見ることによってその情報を得られますので、第一次情報受領者は一般投資家との関係で特に有利な立場に立つわけではなくなくなります。したがって、この買付けを行ったとしても、これはインサイダー取引規制の適用除外としても構わないという規定であります。これは前述の、第一次情報受領者の一般投資家に対する有利性が相当程度解消されている場合に相当する適用除外ということになります。

これに関しては、そもそもなぜこれを適用除外と構成したのかということについて疑問が提起されています。これは、公開買付け開始公告ないしは公開買付け届出書の公衆縦覧をしているということが要件になっているわけです。すなわち、一般投資家もそれを見ており、それは一種の公表があったのだと捉えたほうがより素直なのではないかということです。仮にこれを公表だとすれば、適用除外になりません。公表があった以上は、インサイダー取引の適用はありませんので、当該情報を持っている他の者、すなわち適用が本来あるはずのほかの公開買付け等関係者や情報受領者の取引も解禁されるはずですが、しかし、今回の改正ではこれを適用除外と構成していますので、この場合は、第一次情報受領者のみがこの公開買付けを解禁されることになり、ほかの公開買付け等関係者については、依然として取引ができないという状況が残ってしまいます。それが妥当なのかについては疑問があるということです。

2つ目の問題としては、なぜ公開買付け開始公告ないしは公開買付け届出書の公衆縦覧の場合のみを適用除外としたのかという話です。一般投資家と第一次情報受領者との情報の非対称性を解消する

という目的であるとするならば、ほかの方法も考えられるのではないかということです。例えば公開買付けではなく、一般的な株式の買い集めの場合に、大量保有報告書や変更報告書が出されることがありますので、そこに書けばいいとも考えられそうですし、もっと一般的に言えば、情報受領者自身が何らかの形でプレスリリースなどを出して公表をすることも認められそうにも思われます。そうしますと、これらについては、より一般的に、第一次情報受領者に関しても公表という手段が認められ、その公表手段を規定する立法論があり得たのではないかということが言われています。

あるいは、公表という話ではなくて、情報を利用して取引をしたとは言えない、すなわち、既にその情報の非対称性が解消した以上は、取引をしたとしても、情報を利用したとは言えないので、そうした場合については、一般的にインサイダー取引規制の適用除外とすべきだと指摘されています。つまり、167条5項はもっと簡潔な適用除外の規定にしてしまって、情報を利用して取引をしなかったのであれば、およそ一般的に適用除外と規定する立法論もあり得るということです。仮にこのようにすれば、今からお話しする9号も実は要りませんし、今日はお話しできませんが、いわゆる「知る前計画」による類型というものも全て吸収できるように思われます。

ただし、こういった立法論については、もともとインサイダー取引規制の趣旨が証券市場に対する一般投資家の信頼であるということを考えますと、一般投資家からは、情報受領者がその情報を利用して取引をしたかどうかについてはわかりませんので、なかなか採用しにくい立法論であるのかもしれない。もしその立法をとるのであれば、インサイダー取引規制の趣旨を考え直す必要があるでしょう。例えば、それは市場に対する信頼ではなくて、およそ一般的な情報格差に対する規制なのだというように解釈したほうが望ましいように思われます。

(2) 167条5項9号について

167条5項9号の規定内容は情報の陳腐化に係っています。すなわち、公開買付け等事実を知ったときから6カ月経過した場合については、情報の有用性はもはやなくなると考えられまして、この場合も適用除外にされています。これに関しては、6カ月も経てば公開買付け等事実ももはや陳腐化すると考えた、と指摘されています。

これに対しても、なぜ適用除外として構成したのかということについて疑問が唱えられています。すなわち、6カ月も経った情報というのは、もはや公開買付け等事実ではない、重要事実ではないと判断すればよかったのではないかという考え方です。

最後に、情報の陳腐化という類型に関連して、166条のほうの重要事実についても、重要事実の伝達を受けてから6カ月以上、1年以上、2年以上というようにある程度の期間が経過した情報は、もはや情報として劣化している可能性があります。そういったものについても、ずっとその情報が未公表の間は取引ができないのはやや問題であるということも実務的には言えるかもしれません。しかしながら、167条の公開買付け等事実とは違いまして、重要事実には多様な情報がありますので、一律に劣化の期間は定められないだろうということも他方で指摘されています。ただし、これについても、前述のとおり、一般的に情報を利用していない取引については適用除外であると構成すれば、ケース・バイ・ケースで、166条についても、劣化した情報についてはその情報を利用したとは言えないということで適用除外とすることは可能であるようにも思われます。もっとも、これは立法論の話かと思えます。

大変長くなって申しわけありません。私の報告は以上です。

~~~~~

【討 論】

○黒沼 どうもありがとうございました。今回の報告も、本来は2回ぐらいに分けて議論したほ

うがよかったというほど豊富な内容だったと思います。

それでは、討論に移りますけれども、情報伝達行為・取引推奨行為に対する規制の導入の話とそれ以外に分けたいと思います。前者について、まず自由にご発言いただければと思います。

【情報伝達行為の対象・氏名公表制度の性格】

○岸田 3つほどお伺いしたいと思います。

1つ目は、情報伝達行為における情報とは何かということ。つまり、一般的なインサイダー取引だと、全ての情報ではなくて、ほんの一部だけの情報の伝達ということもあると思いますが、例えば、お互いにあるとわかっているけれども、他の人にはわからないという場合に、どこまで情報伝達における情報というものに意味があるのか、ということが第1点目です。

もし先生がおっしゃったように、現行法に基づく教唆とか幫助も使えるのだとすると、教唆と幫助の規定が使える場合と新しい法律の範囲は違うのではないかと。新しい法律によって規制される意味は広がるのか、狭まるのか。いろんな符号を使って、当事者間以外はわからないようなやり方で情報を伝達する場合もあり得るのですが、そういう場合も全て罰せられるのでしょうか。

氏名公表について、氏名公表というのは行政処分ではないとおっしゃいましたが、それでは何に当たるのでしょうか。つまり、当たるものがないと、氏名公表が個人情報保護法等に違反しないのか、犯罪者であれば保護されないため、公表しても差支えないのかということ。また、インターネットで公表することは公表に該当するのか。一般に行政官庁が公表するのは官報ですが、それも含まれるのでしょうか。

この3つについてお願いします。

○小出 正確に答えられるかどうか分かりませんが、1つ目の情報伝達行為についての情報とは何かということですが、167条の2では、当該業務等に関する重要事実を伝達してはいけないとされていて、その重要事実を使ってインサイ

ダー取引をすることが問題なのだとすると、この重要事実とは166条1項に規定している重要事実ではないか。そして、166条1項と167条の2で重要事実という解釈を変える必要があるのかという、私は基本的には、前述のとおり、いわば教唆犯と同じように、情報伝達行為は相手方がインサイダー取引を行うことを勧めてしまうような行為であるから禁止されるのだという考え方からすれば、そこは違いをつけるべきではないのではないかと考えています。先生のご質問の趣旨と違いましたら、またご指摘いただければと思います。

2つ目の、情報伝達行為と教唆犯などとの違いということですが、私もこれについては違いがあり得るかもしれないと思います。すなわち、2つの円は完全に重なるわけではなくて、もしかしたらほとんどの部分は重なるのかもしれませんが、情報伝達行為には該当するけれども教唆犯には該当しない、ないしは教唆犯には該当するけれども情報伝達行為には該当しないというようなこともあるのかもしれないと思います。

一つの例は、先ほどお話しした話で、167条の2には目的要件が入っているわけですが、その目的要件の中に、当該他人に利益を得させる目的というように書いてあるので、先ほどお話ししたとおり、当該他人ではなくて、情報伝達先が他人の計算で、つまり、例えば情報伝達先に情報伝達者の計算でインサイダー取引を行わせる情報伝達行為をした場合というのは、解釈の余地はあるかもしれませんが、少なくとも条文では、167条の2は適用されないように見えます。

しかしながら、こういったものも、前述のとおり、恐らく教唆犯には該当し得るでしょうし、場合によっては共同正犯にもなり得るかもしれません。ですから、教唆犯のほうが広くカバーする部分があるのかもしれないとは思いますが、すなわち、教唆犯の場合は何をもって教唆とするかというのは、解釈によっていろいろ考えられますが、167条の2というのは、その対象をここに書いてある目的要件を満たす目的でなされた伝達行為に限定

しているわけなので、その意味では、多少両者の規制対象がずれてくるということはあり得るのかなというようにも考えております。

最後に、氏名公表制度が行政処分ではないということの意味ですが、行政処分である、つまり処分性があると言うためには、私人の権利義務に影響が及んでいる必要があるのではないかと。その氏名を公表するというのが、例えば典型的な行政処分である業務停止命令のように、その者の何かの権利を制約するようなものと一般的に言えるのかどうかということについて、ただ氏名を公表するだけではそうは言えないのではないかと。ところが、多分立法の考え方なのではないかと思えます。

それでは何なのかといいますと、よくわからないのですが、政策的に行われる当局の行為の一つというようなことなのだと思います。

行政処分ではないということの意味ですが、行政処分ですと、行政訴訟の対象となり得るということで、処分取消訴訟の対象となり得ると思いますが、行政処分ではなしとしますと、そういったものの対象にはならないということがあるかもしれません。

しかしながら、確かに先生のおっしゃるとおり、本当に行政処分ではないのかと言われると、当事者にとっては行政処分に近いぐらいの相当のインパクトのある行為なのかなとも思えます。だからこそ、わざわざ「金融商品取引法令に違反する行為を行った者の氏名等の公表に関する内閣府令」を定めまして、その手続保障を比較的丁寧に、といっても条文は2条しかないのですが、わざわざ規定したのかなという気はしております。

しかも、そこで与えられた手続として、対象者の意見を述べる機会の付与があることから見るとおり、氏名公表が行政処分に近いような性格を持っていることは認識しているのかなという気はします。

公表方法については、「適切な方法」というように書いてありまして、行政処分でないこともあり、細かく書いていないのですが、「インターネ

ットの利用」という形で、インターネットによる公表も認められています。

それから、公表の主体に関しては、金融庁長官とされています。

お答えになったかどうかわかりませんが、以上です。

○岸田 ありがとうございます。もう一度最初の問題についてお伺いしますが、情報伝達行為というものは非常に罰しにくいと思います。というのは、Aがこう思ったということがBにそのまま伝わらないと、情報伝達になったとは言えないと思うのです。Aがあることを言ったけれども、Bは誤解していたときは、全ての情報が伝達されたわけではないためそれを罰するというのは非常に難しいのではないかとということをお聞きしたかったわけです。

○小出 それはそのとおりにかなという気もします。ただし、恐らく、重要事実も何か決まったものがあるわけではないので、情報伝達者が知った重要事実のうち、情報受領者が受け取ったのはその一部かもしれないし、情報受領者が誤解している部分もあるかもしれませんが、その情報受領者が受け取ったもので重要事実を構成するのであれば、それで罰せられるのではないかなと感じます。

○岸田 ありがとうございます。

【情報伝達行為・取引推奨行為を規制対象とするものの弊害】

○森田 大変詳しく報告していただきまして、よくわかったように思うのですが、よくわからなくもなりました。(笑)それは不正流用理論というアメリカの考え方に近いかなとは思いますが、167条の2は、不正流用理論で言えば、盗んで使うことを予防するという予防規定のようですね。これを予防規定だとすると、そんなに罰をかけてもらってはかなわないなと思いますね。つまり、不正流用をしたのなら、それは悪いことをしたことになりますが、167条の2は不正流用予防規定のように読めるわけです。

そうすると、おっしゃったような教唆犯等というのは、何か悪いことをやっているという場合の話ですね。ところが、これはそこまで行っていないのに、情報伝達そのものを阻害しようとしているのではないかというような気がして、危険性が大きいので、私はこの立法に強く反対なのです。

あなたは問題点も言いながら報告されたのですが、このような予防規定が、しかもそれでサンクションで国庫にお金を入れるというような立法がいいと思いますか。

○小出 確かに先生のおっしゃるとおりで、大変根本的なご指摘だろうと思います。ただし、こういうものをわざわざ条文に書いておかなければいけなくなったというのは、よく指摘されていることですが、やはり日本のインサイダー取引規制は特殊なところがあって、要件等を全て細かくつくっていったって、何か問題が起きたら、それに対応して新しい要件をつくっていくことで抑えようとしたのだと思うのです。

今回も、この条文ができた経緯として、まさに公募増資インサイダーのような問題があって、あのような問題については、色々な考え方があると思いますけれども、恐らく森田先生も、あのような証券会社の行為はやはりけしからんと思われるのではないかと思います。そうだとすれば、それをどのように止めるのか。確かに、先生のおっしゃった教唆犯でもいいのかもしれませんが、それに対して、今の日本の金融商品取引法のインサイダー取引規制の体系で考えると、やはりこうやって細かく条文をつくらなければいけなくなった。その結果として、先生のおっしゃるとおり、それが実は情報伝達を阻害するような条文としてでき上がってしまったということになっているのではないかという気がします。

先生のご指摘は、このような金商法によるインサイダー取引規制の根本的な体系に対するご指摘で、私はおっしゃるとおりだと思います。

○森田 たしかに金融庁も大分気を遣っているようで、おっしゃったように、Q&Aの問3で、IRではめったにそのようなことはありませんよと言

っていますが、情報伝達については、ディスクロージャーが行き届くということもマーケットとして必要な行為ですよね。ですから、情報伝達行為をどんどん促進してもらいたいという流れがある一方で、インサイダー取引は困りますという、こういう矛盾する2つがありまして、フェア・ディスクロージャーというような観点を立法でもう少し考えてもらったほうがよかったですのではないかと思いますね。

問3は、ご報告にあったように、もう一つ不十分な手当の仕方ではないかなと思います。だから、そういう意味では、フェア・ディスクロージャーについての何らかの手当てが別に要るのではないかと思ったのですが、あなたはなかなか鋭くご指摘されていましたので、有難いと思いました。

そういうことで、私のスタンスは、本当は証券詐欺の概念でインサイダーを捕まえるように行くときがもう来ているのではないかと思います、まあまあ今の段階では、あなたがおっしゃったような答えになると思います。どうもありがとうございました。

○川口 今の件ですが、森田先生がおっしゃるように、情報を伝達しただけで罰するというのは行き過ぎだということで、立法では、情報の伝達をしてそれによって取引がなされた場合に捕まえるという方法を採用したのです。したがって、森田先生のご懸念については、一応配慮していると思うのです。刑事罰の程度が伝達者と取引者で同じというのは、行為の悪性の違いからして違和感があるのですが、これは上限ですので、たとえば運用で、一連の行為について伝達者の責任を取引者の責任よりも軽くするということが可能であるという気がします。

○森田 2つに分けて質問するように言われたから、前半だけ質問したのですが、川口先生がおっしゃったように、トータルとしては、取引した場合に罪が生じるというシステムになっていますから、一応安全であるのかもしれませんが、ただし、ディスクロージャーをより促進していくというところで、どうも日本では今、この規定がかえって

邪魔をして、企業活動の全般にわたってあまりにも厳しい予防規制が敷かれているので、そういう意味でやや過剰規制的なところもあるのではないかとということで申し上げました。

日本の規制が滅茶苦茶だとは言いませんが、フェア・ディスクロージャーについて、別途何らかの手当てをしたほうがいいのではないかと、いうぐらいには思いますね。さらに言えば、根本的に証券詐欺的なところで捕まえて、救済はみんな投資家に返っていくようなシステムがいいと思っています。

○川口 何度も恐縮ですけれども、IR活動を阻害するという点も、立法では相当に配慮したのです。そこでは、「他人に対して、重要事実の公表前に売買等をさせることにより当該他人に利益を得させ、又は損失を回避する目的をもって」というようになり絞っているわけです。

IR活動に関しては、確かに無駄話だけをしてIRの意味はありませんが、IR活動とはいえ、情報公表前の売買、インサイダー取引を誘発するようなものは規制されるべきではないでしょうか。IR活動での情報伝達は大事ですが、この点で、伝達内容に限界があると思います。このようなことにも配慮しながらできた法律が、改正法の規定ではないかと思います。

○森田 IRでわかっている事実だけ出していたら、誰も来ませんわ。(笑)だから、日本のIRは世界的に評判が悪い。絶対に大事なことは言わないということになっている。アナリスト等が来て一生懸命聞いていただいて、おかしな点で重要な展開を知ろうとすると、つついほだされてインサイダー取引の重要事実にあたることを言うてしまうということは当然あり得ますよ。そうしたときに、それを聞いた人はプロですから、当然自分のお客さんにその情報を出して利益を得ますが、アメリカではそれをオーケーと言っていますよ。

○黒沼 インサイダー情報を言ったら、それはもうアウトなのです。

○森田 そんなことはありません。

○黒沼 今ここで問題となっているのは取引推

奨の問題でして、IR活動との関係で問題になった。IRだからといって、未公表情報をそこで伝達したら、それはもうアウトといたしますか、やってはいけないことなのです。情報を示さず取引推奨することはどの程度まで許されるかという問題です。

○森田　　そういうふうに考えるのだったら、日本のマーケットは死んでしまいます。アメリカは、それはオーケーだと言っていますよ。ただし、認められるのは12時間とか24時間だけです。それまでに公表しなさい、その間は自分のお客さんに言うのはオーケーです、というのがフェア・ディスクロージャーの精神ですよ。そのようなものを考えずに捕まえるばかりでは、誰が情報を出しますか。そんなことをしたら、マーケット全体にビビッドな情報は来なくなりますよ、ということを、私は心配しているわけです。

○黒沼　　取引推奨の点について、重要事実の公表前に売買を行わせる目的がなければ処罰の対象にならないので、一般的に当社の株を買ったほうがいいですという場合には、目的要件に当たらないのですね。しかし、早く買ったほうがいいですと言うときが問題で、そのときに内心の意思として、重要事実の公表前に買ったほうがいいですという趣旨でそういう推奨をしたという、形式的にはこれに当たってくるのですね。

ただし、実際にそれが事件になったときに、そういう意思で言ったのかどうかというのは誰にもわかりませんから、いや、そういう意味ではなくて一般的に推奨したのですと言えば処罰を免れるのかというところは、はっきりしませんね。

しかし、いずれにしても、未公表の重要事実を知っている役員がIR活動を行うということは、やめたほうがいいのではないかと私は思っています。

○森田　　だから、日本は下っ端ばかり来て上の人はいらない、IRをばかにしている、等と言われているのでしょ。

【情報伝達行為・取引推奨行為における「取引要件」(金商法197条の2第14号・15号)】

○伊藤　　まず、8ページの*のところ、この取

引要件は、「違反により……売買等をした」ことが必要であるという要件であり、これは一種の因果関係を要求しているとされています。しかし、条文の文言は、当該違反により同項の伝達を受けた者又は同項の売買等をするを勧められた者が当該違反に係る166条1項に規定する云々と書かれていて、この文言を素直に読めば、「違反により」というのは、伝達・推奨を受けたというところにだけかかるように読めます。因果関係は要らないとも読めるわけです。ここで因果関係が要するというのは、一般に言われていることなのでしょう。

2つ目は、仮にここで因果関係が要ると考えるとして、現実に情報伝達を受けた者が重要事実公表前に取引をしたときに、因果関係はないと評価される場合が、具体的にあり得るのでしょうか。

3つ目として、なぜ取引要件は167条の2の本体の要件に含められなかったのでしょうか。つまり、情報伝達とか取引推奨そのものだけでも、目的があれば、167条の2の構成要件は満たされるのですね。でも、取引をするというところまで含めて、これはいけないことなのだ、危険なことなのだ考えるのであれば、167条の2の本体に取引要件まで構成要件として書くのが素直だと思えるのですけれども、なぜ情報伝達や取引推奨そのものの抽象的危険を重視しているのかということですね。

金融庁の説明では、167条の2の要件は、情報伝達・取引推奨と、それから目的要件が満たされていたら、取引が後でされなくても行政処分の対象になり得るということです。しかし、条文の書き方として、167条の2の本体に取引要件を入れたとしても、情報伝達等があっただけで行政処分を行うということは可能だと思います。ですから、そのあたり、なぜ取引要件は課徴金や刑事罰を科すための要件として別のところに定められているのかが、私にはよく理解できません。

○小出　　まず1つ目ですが、確かに、私もこれを最初に読んだときには、違反により情報伝達・取引推奨をしたというふうに読めたのですけれど

も、これは別に私のオリジナルというわけではありませんで、立法担当者などが書いているものを見ますと、例えば、情報伝達・取引推奨規制の「違反により」とされているのは、情報伝達・取引推奨が被伝達者、被推奨者の投資判断の要素となって取引が行われたことを必要とする趣旨だと言われていまして、因果関係と言うとちょっと言い過ぎかもしれませんが、違反と売買との間のある程度の関連性を要求する趣旨が、この「により」の意味だということが書かれています。日本語としては、確かに私もやや違和感を覚えるところではありますけれども、そういうこととして理解をしました。

2つ目については、仮に因果関係だとした場合に、情報伝達・取引推奨行為を受けながら、売買と因果関係がないということがあり得るのだろうかというご指摘だったと思います。確かに一般的には、伝達行為を受けてその後売買をした場合については、先ほども言ったように決め手となったということまでは求められずに、何らかの投資判断の要素となれば構わないので、大体の場合にはそういった何らかの関連性はあるとは言えると思います。しかし、例えば情報伝達をされたけれども、それが重要な情報だとは全然わかっていなかったなど、主観的な状況がもしかしたらここで検討される余地があるのかもしれないというように、先生のご質問を聞いていて思いました。

つまり、そういう因果関係というか関連性が否定されるような状況を考えるときには、当事者の実際の取引のための判断要素を全て洗ってきて、伝達された情報がそこにどれぐらい効いたのかということを見ていくことになるのかなと。それが、わざわざここに「により」を入れた意味なのかなというふうにも思いました。少し検討させていただければと思います。

○伊藤 立案担当者の頭の中がそうだというお話と、条文を素直に解釈する場合にそのような意味が出るのかという話は別だと思います。仮に立案担当者が本当にそう考えているのだったら、そう日本語で書けよという話だと思うのです。

○小出 3点目は、なぜ取引要件が167条の2のほうの構成要件ではなくて、刑事罰、課徴金のほうの要件に入っているのかというご質問だったと思います。

これもなかなか難しいところだと思いますけれども、先ほど申しましたとおり、もともと情報伝達行為が規制される趣旨を考えると、一つは、やはりあくまでも市場に対する信頼を損なうおそれのある行為ということだと思うのです。そうしますと、取引がなされなかったのならば、そのような抽象的な危険はなかったのだというふうにはやはり言えないように思えます。ですので、本来取引要件というのは、理論的に正当化するのが実は難しいものなのではないかなという気がします。だからここに入れたというわけではないのかもしれませんが、あくまでもこの条文の趣旨としては、情報伝達・取引推奨という行為そのものが市場に対する信頼を害するような行為なのだということを前提として、しかしながら、このような取引要件を満たさなかった場合について言うと、刑事罰を科すまでの強い違法性は認められないので、その刑事罰のところをこれを除外したという趣旨なのかなという気がします。

先ほど言った目的要件についても実はそういう状況はあるのですけれども、目的要件のほうはまだ抽象的な危険に結びつけやすい部分が多分あって、つまり167条の2が考えている保護法益と結びつきやすい部分があって、しかし取引要件というものは、167条の2が本来考えている保護法益とは大分離れたもので、しかしこういう規定を置くことによって想定以上に広く処罰がなされるという一種の弊害を防ぐために、政策的にあえて条文を置いたというのが立法の考え方なのかなということだと思います。

先生のおっしゃるとおり、私も、本当はどちらかに置けば素直だというふうに思いますけれども、立法の意思を付度すればそういうことではないでしょうか。

○伊藤 その点に関して、逆に取引があったからこそ、市場への信頼が失われると考えることは

無理なのでしょう。一般の人からすれば、一部の人だけが不当な手段を用いて儲けているということから、市場への信頼を失うわけですよ。取引があるからこそ、あいつは一部の間人しか手に入らない情報をもとに儲けているからけしからんというふうに信頼を失わせていると考えるのは無理なのでしょう。

○小出 マーケット全般に対する信頼についていえば、そういう情報伝達みたいものが横行しているという状況こそがやはり信頼を害する行為であって、つまり、その中の一部が実際に取引にまで至るようなおそれがある情報伝達行為が横行しているということ自体を防ぐのが規制の趣旨だと考えると、取引をしたというところまで求めることには必ずしもつながらないのではないかという気がしているのですが。

○伊藤 しつこいようですけども、そのような情報伝達に基づく取引が横行していることから市場に対する信頼が失われるとは、本当に考えられないですかね。

○森田 この規定はもともと未然防止でした。だから最初は罰も非常に軽かった。今は重くなってきたし、だんだん実質犯的になってきているけれども、そこまで行くのだったら、私としてはもう本格的に実質犯にしてほしいなと思うのですね。

○前田 私も、刑事罰と課徴金との関係でだけ取引要件がかかってくるという規制の構造に、まったく疑問がないわけではありません。しかし、課徴金との関係で言うと、実際に取引がされないと、利得というものを、いかに想像力を働かせても考えにくいと思うのですね。

刑事罰との関係でどう考えるかは、先ほど川口先生のお話にもあったように、情報伝達とか取引推奨だけで処罰までするのは、やはり少し行き過ぎであって、何らかの絞りをかけないといけない。説明としては、現実に売買がされて初めて刑事罰を科すべきほどに悪性が強くなるという考え方をとらざるを得ないのかなというように思います。

それと、伊藤先生から、もともとの167条の2のほうに取引要件を入れてしまったらいいのでは

ないかというお話もありましたけれども、行為の悪性を捉えれば、現実に売買がされようがされまいが、つまり情報伝達や取引推奨された後にどうなるかが、悪性のある行為であることに変わりはないと思うのです。ですから、現実に売買されなくても、少なくとも行政処分の対象にしておこうという規制の仕方には、合理性がないとは言えないと思うのです。

【情報伝達行為・取引推奨行為における「目的要件」と「取引要件」との関係】

○加藤 取引要件について一点確認したいことがあります。小出先生のご報告では、197条の2第14号及び第15号の「違反により……売買等をした」とは、情報受領者が情報伝達行為又は取引推奨行為の影響を受けて取引をしたという意味で因果関係を要求していると説明されていました。そうすると、例えば情報伝達行為の受領者が取引をした場合、受領者は166条3項又は167条3項違反を問われるように思います。166条3項及び167条3項では取引要件は存在しないと思いますので、仮に受領者が情報伝達行為によって得た情報とは無関係に取引をした場合でも、これらの規定に違反するという結論になりそうです。そうすると、取引要件を満たさない場合、受領者側は内部者取引規制違反に問われるけれども、情報を伝達する側は問われないという事態があり得るのかという点が気になりました。

あと、課徴金に関するご報告について、一点、コメントさせていただきます。課徴金のウリは迅速さであることを踏まえると、課徴金は簡単な手続で課すことができるという仕組みと、課徴金の要件として取引要件を要求することが整合するか疑問があります。刑事罰と課徴金を一緒に扱って取引要件を要求するのは、望ましくないように思います。

最後に、すでに大阪で大変議論のあったところですけども、小出先生のきょうのご報告を伺っていると、「抽象的な危険」という言葉が何度も出てくるのですが、何か刑法の理論に引きずられ

ているのではないかという気がしています。刑事罰が成立するかどうかという判断の前のところで、内部者取引規制は何を目的としているか、レベル・プレイング・フィールドを目指してどの程度の規制を設けるかというところが先にあるべきだと思うのです。対症療法的に改正を繰り返すことはやむを得ないとは思いますが、刑事罰をかけたほうがいいのかというところだけに議論が集中していて、内部者取引規制の全体像の中で伝達行為などを規制するというところにどういう意味があるかなどを今後も検討すべきであるように感じました。

○小出 おっしゃるとおりだと思います。最後のことは確かにそのとおりなので、今後検討したいと思います。

初めにおっしゃったことで、情報伝達者のほうは目的要件を満たして推奨をしたのだけれども、その受領者のほうはその情報をあまり気にせず買ったということを理由として、それがこの取引要件に該当しない可能性があるのではないかと、だから不可罰の可能性はあるのではないかと。

○加藤 取引要件を要求することが、そのような解釈を可能にするものではないと私は思います。

○小出 確かにそうですね。この取引要件というものに要求される因果関係をそこまで強く見ると、加藤先生のおっしゃったようなことが確かに起こり得て、そこまで強い因果関係、「決め手となった」ということまで書いていますけれども、それが求められるのかということですね。これはむしろ、どういう情報を伝達したかといった、そちらのほうなのですかね。初めの岸田先生のご質問とかかわるのかもしれませんが。

○加藤 情報伝達行為が167条の2に違反するためには、重要事実が伝達されていなければならないのですよね。

○小出 それはそうですね。

○加藤 重要事実を伝達されて取引をした以上、公表前なので166条にはひっかかると。

○小出 受領者はそうですね。

○加藤 そういった場合に、取引要件を満たすためには、重要事実の伝達を受けた受領者が事実

として取引をしたということに加えて何らかの要素が必要となるのであれば、受領者が内部者取引規制に違反するが伝達者は違反に問われないという状態があるのかどうかというのがちょっとよくわからなかったので伺いました。

○小出 確かに。

【情報伝達行為・取引推奨行為にかかる課徴金の計算】

○松尾 8ページの課徴金の額の計算のところですが、④のbで引受証券会社等が売りさばき業務に関する違反行為をした場合、引受業務の対価の2分の1というのわかるのですが、この場合も仲介手数料の3カ月分が加算されます。ということは、重要事実が売りさばき業務に関して入手し、それを仲介業務に関して伝達した場合についてのみ課徴金が科される。つまり、売りさばき業務に関して得た重要事実を、私的に知人などに伝達しても課徴金は課されない、引受業務の対価の2分の1だけという課徴金の課し方はないというふうに読むべきなのかどうかという点をお伺いしたいのですが。

○小出 引受証券会社の場合というのは、一般的に有価証券の発行者からまず募集に係る引受手数料をもらいますね。その後、引き受けたものについて、それをさらに売りさばくという段階で仲介手数料がかかってくるのかなという気がします。つまり、引受証券会社の業務は、その引受けのところと、それから売りさばきの仲介のところと2つあって、それぞれについて手数料をもらっているから、そこでこの利得というもので両方かかってきているのかなと、そういう印象なのですけれども。

○松尾 そういう趣旨ですか。売りさばきのときに伝達する必要はあるのですよね。

○小出 伝達に関して言うと、これは有価証券の売りさばき業務に関して違反行為をしたということですから、そうですね、売りさばきをしたところで伝達をするという、それはそのとおりだと思います。

○松尾 そうすると、先ほどおっしゃった公募増資インサイダーのような例で、対象有価証券の売りさばきとは関係なく、ファンドの運用者に公募増資をやるぞという情報を伝達しましたという場合はどうなるのでしょうか。

今のお話だと、引き受けた証券を売りさばく段階で顧客に対して伝達するといった事案が想定されていたのかなと思ったのですが、そうではなくて、引受業務に関連して得た新株発行の情報をファンドの営業担当に伝えることが仲介関連業務に関する違反行為だと思っていたのですが。

○小出 なるほど。でも、それはaのほうの違反行為ではないですか。一般的に仲介に関して違反行為を行っているわけですから。

○松尾 その場合は幾ら課されるのですか。引受業務の対価の2分の1は課されないのですか。

○小出 今の事例だと、あくまで違反行為というのは、まさに仲介関連行為のところで行っているわけですね。つまり、募集の売りさばきではないわけですから、募集等の売りさばきをしたときについて違反行為をした場合というbでは、別のファンドなどを売った場合というのは認めないということですね。そうすると、それはやはりaになるのではないのでしょうか。

その場合、この利得というのは、伝達をしたことによって得られた利得なのですね。つまり、ブローカー業務の利得というのは、そういう情報を与えたことによって、こいつはいいブローカーだ、だから今後も買ってやろうと、そういうところで多分利得を得たと考えられるので、その場合の利得というのはaのほうであって、つまり、引き受け業務から利得を得ているわけではないというふうに考えるのではないのでしょうか。

○黒沼 難しい問題で、条文に沿って見ないといけない話だと思います。時間がなくなっている状況ですので、情報伝達・取引推奨行為の規制以外の部分についてのご質問・ご意見をお願いしたいと思います。

【第一次情報受領者と第二次情報受領者との区別

について】

○飯田 14ページの公開買付け関連の改正について、先生のご報告で少し聞き取れなかったところがあるので質問したいのですが、ご報告の趣旨としては、第二次情報受領者も全てインサイダー取引規制の対象に含めていく方向で立法を考えるべきだという基本的な立場からのご報告だったという理解でよろしいのでしょうか。

○小出 私自身、インサイダー取引についてまだ勉強途中ですので、結論を出せるわけではありませんが、いろんな文献を読んでいて、そういう立場は、その方向性としては説得的には感じました。ただし、それが現実的に条文化できるかどうか、しかも細かい規定を置く日本でそれがうまくできるかどうかについてはやや疑問があるというか、検討する必要はあると思います。しかし、基本的にはそう考えていただいて結構です。

○飯田 そうすると、結局、立法の目的との関係で見れば、第二次情報受領者であっても、そこで不当に儲けている者がいると投資家の市場への信頼が保護されずに、市場がうまくいかなくなるんだというふうに社会も動いてきたということでしょうか。

○小出 これは、マーケットに対する信頼を保護するためと考える場合もそうですし、それから、情報格差を埋めるためのものだと考えてもそうなのかもしれませんが、情報が問題になっていることを前提とするならば、情報受領者が一次か二次かということではすばっと切れるような話ではないのだろうかと、一般論としてはそう思うのです。ですから、実際に今回も、今まで第二次受領者だったものを第一次受領者に含めて拡大していくような解決がなされたわけですので、今のよう簡単に第一次受領者とそれ以降ですばっと切るというのは、やはりちょっと限界が来ているということについては、学説のとおりかなというふうに思います。

○飯田 わかりました。

○黒沼 今の点に関連して一つだけ、これは意見になるかもしれませんが、情報受領者に係る適

用除外を設けて、公開買付けを行う者が開始公告と公開買付け届出書に情報を記載した場合に適用除外になる。これは、やり方として非常におかしな方法だと私は思っています。ここでは、まさに情報が公表されているわけです。それを見た一般投資家は適用除外を受けられない。しかし、その一般投資家はそれを見て取引をしても、処罰されないのですね。なぜかという、第二次情報受領者だから。このやり方というのは、第二次情報受領者は処罰されないということを前提に、網渡りの形で定められている。ここまで来たら、——これは立法論ですけれども——やはりこれはもう公表概念を変えるべきではないかと感じています。

【情報伝達行為・取引推奨行為における「他人に利益を得させ」る目的の意義】

○片木 確認ですが、8ページに戻らせていただくと、この目的規定には、「当該他人に利益を得させ」「当該他人の損失の発生を回避させる」と書いてあるのですけれども、規定の趣旨から見ると当然に、資産運用業者のように第三者の計算で行っている場合も含めるべきだという指摘があるようです。インサイダー取引でこういう情報受領者の規定を置いた経緯から考えても当然だろうと思うのですが、ただし、そこまで行くのだったら、なぜ規定上それが明記できなかったのか。何か立法技術上不可能だったということがあるのでしょうかという質問です。

○小出 それは私もなぜかと聞きたいところではあるのですが、単なる立法の不備なのか、それとも何か意図があつてのことなのか、よくわからない部分があります。

ただし、先程来言っていることを繰り返して恐縮ですけれども、少なくとも情報伝達者に利益を得させる目的については、条文を置かなくても、共同正犯のほうでいけるというふう考えたのかなと思いました。でも、確かに、なぜ「当該他人」に限定しているのかというのは、先生のおっしゃるとおり、私もあまりわからないところです。先

生方で何かご存じであれば、教えていただければと思います。

○黒沼 これは、利益の帰属を問題とするときに、それをうまく書き切ることが難しいという立法技術の問題かなと私は思いました。他方で、他人の計算におけるその他人を「当該他人」と解釈することが仮に解釈論として難しければ、運用業者も間接的には利益を得ているわけですね。運用成績がいいと契約を更新してもらえると、そういう利益を得ているので、そこにひっかければ何とか解釈できないかと感じたのですが、そういう解釈は無理ですか。

——よろしいでしょうか。それでは、時間を超過していますので、これで本日の研究会を終わりたいと思います。

次回は、7月25日の金曜日を予定しています。報告者は大阪大学の久保先生で、テーマは、インサイダー取引に関する最近の判例についてのご報告をお願いしています。

2014年6月27日
 インサイダー取引規制の平成25年改正(投資法人関係を除く)の検討
 小出篤(学習院大学)

- <1. はじめに>
- ・本報告の対象
 - 「金融商品取引法との一部を改正する法律」(平成25年6月19日公布、平成25年法律第45号)のうち、インサイダー取引規制に関する改正部分(投資法人部分を除く)
- ・改正の経緯
 - 近年、情報受領者によるインサイダーが増加している
 ex.平成22～23年頃にかけてのいわゆる公募増資インサイダー問題
 - 資産運用業者が顧客の計算で違反行為を行った場合の課徴金額は著しく低い
 - ↓
 - 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」設置
 - *上記の問題のほか、近年の金融・企業実務を踏まえた見直しも行われた
 - 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。以下「報告書」という)
 - ↓
 - 「金融商品取引法との一部を改正する法律」(平成25年6月19日公布、平成25年法律第45号。平成26年4月1日施行)
 - 関連の政令は平成26年1月21日、内閣府令は同2月14日に公布され、いずれも同4月1日施行
- ・改正の概要
 - ① 情報伝達行為・取引推奨行為に対する規制の導入(167条の2の新設)
 - *エンフォースメントとして、197条の2第14号・15号(刑罰罰)、175条の2(課徴金)、192条の2(氏名公表)
 - ② 資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げ(175条1項3号・2項3号など)
 - *インサイダー取引以外の課徴金についても、同様の改正がなされている(173条1項4号、174条1項4号、174条の2第1項2号、174条の3第1項2号)
 - ③ 法令違反行為を行った者の氏名等の公表規定の新設(192条の2の新設)
 - *インサイダー取引に限らず、金商法令の違反行為一般に関する規定となっている
 - ④ 実効性ある課徴金調査等のための制度整備
 - (1) 物件提出命令を出せるようにした(177条1項2号)

- (2) 公務所・公私の団体への照会をできるようにした(177条2項など)
- ⑤ 近年の金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制の見直し
 - (1) 「公開買付者等関係者」の範囲の拡大(167条1項5号の新設・6号)
 - (2) 重要事実を知っている者同士の取引(いわゆる「クロクロ取引」)に係る適用除外の見直し(166条6項7号)
 - (3) 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外規定の新設(167条5項8号9号の新設)
 - (4) いわゆる「知る前契約・計画」に係る適用除外規定の見直し(金商法166条6項12号および167条5項14号の条文は改正無し。有価証券の取引等の規制に関する内閣府令59条1項8号の2・63条1項8号の2の新設(平成26年2月4日改正))

*上記のうち、①・②はいわゆる「公募増資インサイダー」問題への対応、③・④は一般的なエンフォースメントの強化(さらに③については、インサイダー取引を含む不正取引に限らず金商法違反行為一般への適用もありうる)、⑤は主に「公募増資インサイダー」以外の問題に関する対応

<2. 情報伝達行為・取引推奨行為に対する規制の導入>

・いわゆる公募増資インサイダー問題

例：「三井住友信託銀行株式会社は、平成24年4月1日に同社との吸収合併により消滅した中央三井アセット信託銀行株式会社の業務を承継したものであるが、中央三井アセット信託銀行株式会社は、その締結する3つの投資一任契約に基づき、3つの顧客財産の運用を行っていたところ、当該運用を行っていた同社社員が、株式会社みずほフィナンシャルグループとの株式引受契約の締結に向けた交渉を行っていた証券会社の社員甲及び乙から、同証券会社の他の社員丙が交渉に関して知り、甲及び乙がその職務に知り知った、株式会社みずほフィナンシャルグループの業務執行を決定する機関が株式の募集を行うことについての決定をした旨の事実の伝達を受け、この事実が公表されるより以前の平成22年6月24日に、投資一任契約の相手方である各顧客の計算において、株式会社みずほフィナンシャルグループ株式合計117万8600株を総額1億8418万1825円で売り付けたものである。」(平成24年5月29日付証券取引等監視委員会の課徴金納付命令勧告より)

*このほかにも、情報受領者によるインサイダーが近年増加している→このようなタイプのインサイダー取引は、情報伝達行為が行われなければならないことがない。したがって、そうした情報伝達行為を抑制する方策が必要(「報告書」1頁)

情報伝達行為について規定がないのは、「公開買付者等関係者が第一次情報受領者に対して重要事実を伝達した全ての場合において、第一次情報受領者が実際に買付け行為を行うとは限らず、買付け行為が行われなかった場合には、必ずしも証券市場の公正性が害されるとはいえないことを考慮して、重要事実の伝達行為を一律に処罰するまでの必要性はないと判断したことによる」ものであって、証券市場の公正性維持のためには共犯として罰せられる必要がある場合もある（②判決）

情報伝達行為を必要共犯として不可罰とするのは、立法者意思ではない（横島・211～212頁）。また、必要共犯として不可罰とすべき必要性もない（たとえば、情報伝達行為者が正犯の被害者という立場にあるわけでないし、正犯が不特定多数と反復して共働しているわけでもない）。したがって、処罰可能と考えべき（佐伯・7～8頁）。

①共同正犯について

「一般に、2名以上の者について犯罪の共同正犯が成立するためには、犯罪を共同して遂行する意思を通じ合うことに加えて、自己の犯罪を犯したといえる程度に、その遂行に重要な役割を果たすことが必要である。そして、本件のような経済犯罪において、後者の要件（正犯性）を判断するに当たっては、取引を実行する判断を誰が行ったか、取引による損益が誰に帰属するかという観点からの検討が重要である。」（甲は、本件買付けの基となるインサイダー情報を乙に提供しており、乙との意思の連絡があったことは認められるが、本件買付けに対する甲の寄与は、この情報提供の行為に尽きており、それ以上に、甲が上記買付け行為に重要な役割を果たしたという事実を認められない・・・前記のとおり、甲は、本件買付けを具体的に実行する判断やその損益の帰属には一切関与しておらず、むしろ無関心であったとさえいえる）。「甲は、上記買付け行為について、自己の犯罪を犯したといえる程度に、その遂行に重要な役割を果たしたとはいえない。」（金商法が情報伝達行為を処罰対象としていないことの趣旨からすれば、「インサイダー情報を提供した公開買付者等関係者の全てについて、買付けを行った第一次情報受領者とのインサイダー取引の共同正犯として処罰するのは、相当でないといわざるを得ない。結局、インサイダー取引の罪の共同正犯が成立するには、公開買付者等関係者が単なるインサイダー情報を提供するにとどまらず、実質的に第一次情報受領者と共同して買付けを行ったといえるだけの重要な役割を果たすことが必要であると解される。」甲には、利益が帰属しておらず、共同正犯を構成するだけの直接的動機が認められない。（①判決）

「甲について、インサイダー取引の共同正犯が成立するためには、（1）乙との間で、インサイダー取引を行うことについての意思の連絡があること、（2）甲が自己の犯罪としてこれらの取引を行ったといえるだけの重要な行為を行ったことが

・平成25年改正前の状況

A. 情報伝達行為

インサイダー取引規制の対象外

→「わが国においては、公務員、弁護士、公認会計士等の特に他人の秘密に関与する特別の職にある者について、秘密漏示罪が設けられているが、たとえば上場会社の役員といったそのような特別の職にあるわけではない一般の人々について、同様の秘密漏示罪を設けることは必ずしも適当とは考えられない。また、実際に重要事実を知った者が取引を行うことが証券市場の公正性および健全性に対する投資家の信頼を害するのであるから、それ以前の、単なる重要事実の伝達行為については、これを直ちに処罰するまでの必要性に乏しいように考えられる。」（横島・127頁、傍線報告者）

ただし、情報伝達者は、情報受領者によるインサイダー取引の①共同正犯、あるいは②教唆犯・幫助犯として処罰される可能性は否定されないとするのがこれまでの学説。もっとも、実際には、これまで情報伝達行為が共同正犯・教唆犯・幫助犯として処罰された例はほとんどなかったとされるが、最近、情報伝達者の共犯による処罰が認められた事例があらわれた

Ex. 甲は、A株式会社（銀行系の証券会社）の執行役員投資銀行本部副本部長であった者であり、乙はその知人（甲の銀行員時代の取引先）である。甲は、Aが株式会社Bほか2社との間で締結したアドバイザリー業務委託契約等の締結の交渉又は履行に関し、Bほか2社の業務執行を決定する機関が、株式会社Cほか2社（東証上場）の株券の公開買付け（MBO）を行うことについての決定をした旨の「公開買付けの実施に関する事実」を知った。乙は、その頃、甲から当該事実の伝達を受け、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前に、D株式会社に、東京証券取引所において、E名義で、Cほか2社の株券合計6万7167株を代金合計6426万7400円で買い付け、計約3617万円の利益をあげた。

→横浜地判平成25年2月28日金法1980号153頁（①判決。乙に第一次情報受領者（167条3項）としての正犯を認めたが、甲の共謀共同正犯は否定）

横浜地判平成25年9月30日判例集未登載（判例体系I D28213830）（②判決。甲に、167条3項違反の罪の共謀共同正犯は否定したが、教唆犯を認めた）

* 法が規定を設けていない情報伝達行為について、共同正犯・教唆犯・幫助犯が認められるべきか？ 第一次情報受領者の必要共犯であって不可罰ではないか？

「法が特定の行為の一方を処罰する規定を設けている場合に、その相手方が共犯者として不可罰」ということはない。

る以上) 教唆犯とはなりえない。また、情報伝達の結果として、相手方が適用除外(166条6項、167条5項)に該当する行為を行った場合も、情報伝達者に教唆犯が成立することはありえない。

③ 教唆犯について

- a. 正犯者の犯罪行為を容易にする意思と補助行為があつて、
- b. さらに正犯がその犯罪を遂行したことが必要。

→

ex. すでに未公表重要事実を知り、インサイダー取引規制に違反した行為をしようとしている者から、重要事実の確認を求められ、会社関係者がこれに応じて、その者がインサイダー取引を行うことを知りながら重要事実を教示・確認して、その犯意を強めさせ、あるいはその犯行を容易ならしめ、実際に正犯者がその取引をした場合に、補助犯が成立する余地がある(横島・前掲)。

* 正犯が成立しないと補助犯も成立しない点は、教唆犯と同様。

* ② 判決を前提とすると、共犯によって情報伝達行為は処罰可能ということになる。それとは別に、情報伝達行為を独立に規制する規定を新設する必要があるか? 特に、後述のように、情報伝達行為は、共犯を正犯として処罰することとし、構成要件を明確化したと説明されると、ますますその意味はよくわからなくなってくる

↓

- a. 刑罰の軽重でいうと、共同正犯・教唆犯は正犯と同じ罰となる。167条の2に反する行為も、情報受領者によるインサイダー取引と同じ罰とされており(後述)、特に違はない(ただし補助犯だと刑の必要的減軽だが、情報伝達の罪は減軽不要)
- b. 刑罰規定の対象となる
- c. 課徴金・氏名公表・行政処分など、刑罰以外のエンフォースメントの対象となる

* 今後は、同じ情報伝達行為について、情報受領者によるインサイダー取引の共犯と167条の2に反する情報伝達の罪との両方が成立しうることになる

- 観念的競合か、法条競合か
 - 同じ保護法益なのだから、法条競合と考えるべきか
- なお、教唆犯・補助犯だと課徴金が課せられないので、仮に教唆犯・補助犯として立件された場合でも、課徴金との関係では情報伝達の罪・取引推奨の罪が成立したと考えるべきとの解釈論が提示されている(観念的競合と考えているのか?)

B. 取引推奨行為
インサイダー取引規制の対象外

必要である。」本件では、甲は乙がインサイダー取引に及ぶだろうと認識した上で重要事実を伝達したと認められるので、「意思の連絡」はあった。また、乙はこれまで甲が銀行員時代に紹介した融資先が焦げ付いて甲に責任追及や見返りを要求していたという事情があり、甲には情報提供の動機も認められる。しかし、① 判決と同様の理由から、甲は実質的に第一次情報受領者と共同して買付けを行ったといえるだけの重要な役割を果たしていない。」(② 判決)

→ 共同正犯とされるためには、

- a. インサイダー取引を行うことについての意思の連絡(インサイダーをやるだろうという認識の上で重要事実を伝達していればよい)があり、かつ、
- b. 有価証券の売買の判断を直接に指示するなど重要な役割を果たしたり、その利益の分配を受けたりするというような、情報受領者と共同して買付けを行ったといえるほどの事情が必要

→ 公募増資インサイダーのような事例は、一般には情報伝達者は利益の分配を受けたりしていないなどの事情から、共同正犯といえることは少ないといえそう

* 共同正犯である以上、不可罰な行為についての共同正犯は成立し得ない。

② 教唆犯について

「一般に、教唆とは、正犯者に特定の犯罪を遂行する決意を生じさせることをいうが、インサイダーの罪については、特定の公開買付等事実ごとに犯罪が成立すると解され、インサイダー取引の罪について教唆犯が成立するためには、特定の銘柄の公開買付等事実に基づく取引について、具体的に決意を発生させることが必要である。」(乙は、・・・甲から重要事実を伝達される前は、せいぜいインサイダー取引を行う一般的な傾向を有していたにすぎず、具体的な犯行を決意し得なかったものであり、甲から重要事実の伝達を受けて初めて、当該銘柄のインサイダー取引を実行する具体的な決意を固めたものと認められる。」「したがって、甲による本件3銘柄の重要事実の伝達は、金商法167条3項の罪の教唆に該当するといふべきである。」(ただし、以後のMBOの進捗状況の報告は、既に生じたインサイダー取引の犯意を強固にただけなので、教唆に該当しない。)(② 判決)

→ 教唆犯とされるためには、

- a. 重要事実を教示して株式等の売買を勧め、
 - b. その結果、相手がインサイダー取引規制に違反する行為を決意して実際に取引を行うことが必要(横島・211頁参照)
- 公募増資インサイダーのような事例でも、教唆犯が成立する余地は十分にありうる

* 正犯が成立していないと教唆犯は成立しない。したがって、第一次情報受領者による情報伝達行為は、(第二次情報受領者によるインサイダー取引が不可罰であ

重要事実を伝えるわけではないのではなく、重要事実を知る者が取引を推奨しているだけであるため、その推奨を受けた者は「情報受領者」たりえず、推奨を受けて売買を行ったとしても不可罰→正犯が成立しない以上、共同正犯・教唆犯・幫助犯も成立しないため、取引推奨行為はまったく不可罰であった

・平成25年改正による情報伝達行為・取引推奨行為規制の概要

<p>(未公表の重要事実の伝達等の禁止) 第百六十七条の二</p> <p>1 上場会社等に係る第百六十六条第一項に規定する会社関係者（同項後段に規定する者を含む。）であつて、当該上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を同項各号に定めるところにより知つたものは、他人に対し、当該業務等に関する重要事実について同項の公表がされたこととなつた前記に当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等を得させることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的をもつて、当該業務等に関する重要事実を伝達し、又は当該売買等をするものを勧めたものとする。</p> <p>2 公開買付け等に係る前条第一項に規定する公開買付け等関係者（同項後段に規定する者を含む。）であつて、当該公開買付け等事実を同項各号に定めるところにより知つたものは、他人に対し、当該公開買付け等事実について同項の公表がされたこととなる前に、同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実に係る場合に於ては当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等を得させ、又は同項に規定する公開買付け等の中止に関する事実に係る場合に於ては当該公開買付け等に係る株券等に係る売付け等を得させることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的をもつて、当該公開買付け等事実を伝達し、又は当該買付け等若しくは当該売付け等をするものを勧めたものとする。</p>
--

①趣旨

もともとインサイダー取引は、「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼」を損ねるために規制対象とされているというのがわが国の通説判例であるが、特に会社との関係で「特別な立場にある者」である会社関係者等が情報伝達行為・取引推奨行為を行うことによつて当該会社関係者等と「特別な立場にある」者に有利な取引をさせることは、証券市場に対する一般投資家の信頼を損なうおそれのある行為

- 「抽象的な危険」のある行為をもつて違法としている
- *取引推奨行為は、新たな処罰類型（被推奨者は、重要事実の内容までは聞いていないので、インサイダー取引にならない。すると、実際の株式売買行為ではなく、推奨行為のみで、投資家の信頼を損ねるということになる）
- 情報伝達行為（被伝達者もインサイダー取引になる）と異なる性質ももつが、趣旨（投資家の信頼を損ねるおそれのある行為を禁ずる）は共通

②対象行為の限定

*「抽象的な危険」が違法であるなら、本来は情報伝達行為・取引推奨行為が行われればそれだけで違法とされるべき→しかし、167条の2はそうしていない
「目的要件」→「当該業務等に関する重要事実について同項の公表がされたこととなる前に当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等を得させることにより当該他人に利益を得させ、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的」（「利益を得させる目的」が要件となっている（主観的違法要素）

→実務における情報提供（IRなど）に対する不当な萎縮とならないように限定している
→目的がなければ証券市場の公正性・健全性に対する信頼を害さない？しかし、おそれ問題であるなら、そのような目的がなくとも、情報受領者がインサイダー取引をしてしまうおそれとは当然にある。
→目的があること、情報を有している者と特別の関係にある者だけが有利な取引をしやすくするという意味で、一般投資家の信頼をより失わせる状況にある

③課徴金・刑事罰対象の限定

課徴金→175条の2
刑事罰→197条の2第14号15号

「取引要件」→167条の2の違反により伝達・推奨を受けた者が重要事実等の公表前に、当該違反行為に係る特定有価証券の売買等をした場合に限り、刑事罰・課徴金の対象となることとされている（客観的処罰条件（これだと故意過失不要）？構成要件の結果（これだと故意過失必要）？）

*「違反により・・・売買等をした」ことが必要→情報伝達・取引推奨行為が投資判断の要素となつた（一種の因果関係）ことが必要（決め手となつたことまでは求められない）；客観的処罰条件だと条件と行為との因果関係は不要と一般に解されるが、この取引要件についてはそうではない
→抽象的な危険が問題なのに、なぜ取引がなされたことが求められるのか？
→萎縮効果を生まないための政策的判断？

④課徴金の額

課徴金の金額→考え方は「利得相当額」であるが、情報伝達・取引推奨の利得とは何か
a. 仲介関連業務に関する違反行為→仲介手数料3ヶ月分
b. 引受証券会社等（売りさばき業務に関する違反行為）→仲介手数料3ヶ月分+引受業務の対価の1/2

ex.上述のみずほフィナンシャルグループ株式に関する公募増資インサイダーの事例
 →運用財産が3つあるので、それぞれについて算定

運用財産1：2,046,936円(運用報酬月額)×約0.72%=14,729円
 運用財産2：13,982,402円×約0.18%=24,574円
 運用財産3：13,541,782円×約0.32%=43,688円
 以上を合計し、1万円未満を切り捨て、課徴金は8万円とされた

- ・平成25年改正の概要
- 175条1項3号(重要事実について)・2項3号(公開買付け等事実について)の改正
 課徴金府令の改正

たとえば175条1項3号は、課徴金を以下のとおり2つのパターンに分けた

① 顧客等の運用財産の運用として違反行為を行った場合

「違反行為が行われた月における、運用対象財産(課徴金府令で定められる)の運用の対価(課徴金府令で定められる)に相当する額」×3(=3ヶ月分の運用報酬額)

② ①以外の場合として違反行為を行った場合

「違反行為に係る手数料、報酬その他の対価の額」(課徴金府令で定められる)

- * 「運用対象財産」とは? →課徴金府令1条の10第1項等
 複数のファンドを運用している場合は、違反行為の利益または損失が帰属するものが対象となる(つまり、違反行為をその計算で行ったファンドの運用報酬の3ヶ月分が課徴金となり、運用ファンドすべての運用報酬3ヶ月分になるわけではない)
- * 運用報酬額が算出できない場合は、インサイダー取引については違反行為に係る取引をした価格にその数量を乗じて得た額の1/10を、運用報酬額と擬制する(課徴金府令1条の21第5項)

⇒上記のみずほの例では、
 2,046,936×3+13,982,402×3+13,541,782×3=約8,868万円
 とする

- ・改正の趣旨・評価
 課徴金は利得の吐き出し(利得相当額を超えると憲法39条(二重処罰の禁止))との抵触が生ずる
 →資産運用業者がインサイダー取引を顧客の運用財産運用において行った場合の利得は、それによって運用成績を挙げて将来にわたり継続的に運用報酬を維持・増加させることも含まれるので、当該銘柄部分だけでなく、運用報酬全体の、さらに3ヶ月分を課徴金

c.それ以外に関する違反行為→情報受領者等が売買等によって得た利得相当額の1/2

⑤法定刑
 インサイダー取引行為者と同じ(教唆犯と結果は同じ)

- ・いくつかの解釈上の問題
- ① 「目的要件」での「利益を得させる目的」とは?
 →積極的に利益を得させる目的が必要か、相手方がインサイダー取引を行うだろうという認識程度でOKか(後者と考えると、他の目的での情報伝達を本意阻害する)
 →積極的に利益を得させる必要があるというのが当局の解釈か(資料・「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A」参照)

②インサイダー取引規制の「適用除外」(166条6項)の取引(たとえばクロクロ取引)を行わせる目的で重要事実を伝達した場合

→適用除外の取引は、166条1項の適用対象外の行為であって、それを被伝達者が行ったとしても、「取引要件」を充たさず、情報伝達者は不可罰。

しかし、それによって被伝達者が利益を得たのであれば、167条の2との関係では、違法となりうる

- 不可罰だが違法?
 (実益は、特に金融業者においては行政処分の対象となりうるなど)
 ⇒「利益を得させる目的」が否定されると解釈されるか(前掲Q&A問7)

<3、資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引き上げ>

・資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合には、課徴金の対象となる(平成20年金融法改正)

- ・平成25年改正前の状況
 課徴金の額は、違反行為にかかる「手数料、報酬その他の対価の額」とされ、具体的には「金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令」(以下「課徴金府令」)により以下の通り算定されることになっていた

①顧客等の運用財産の運用として違反行為を行った場合

「違反行為が行われた月の運用報酬額」×「当該運用財産の総額に占める違反行為の対象銘柄の総額の割合」

② ①以外の場合として違反行為を行った場合

「違反行為の対価の額」

⇒特に①につき、しばしば極めて少額のものとなりがちであり、抑止効果が働きにくい

買付け等事実を知るに至ることになる。
 ①対象会社およびその役員がインサイダー取引をした、あるいは②他の者に情報を伝達してその情報受領者がインサイダー取引をした場合はどうか？（近年かかる事例が増加している）

- ・平成25年改正前の状況
 - ① 対象会社・その役員によるインサイダー取引について
 - a. 対象会社およびその役員等が「公開買付者等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者」（167条1項4号）に該当するケース
 - 「公開買付者等関係者」として167条の対象になる。ただし、その場合は公開買付け等事実を「当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知った」ことが必要となる。
 - ex. 公開買付者と対象会社とが秘密保持契約や公開買付け実施後の経営体制についての合意に関する契約を締結している場合など
 - ただし、これらの契約よりも前にまず公開買付け等事実を買付者から告げられることが通常であり、その場合に公開買付け事実等を秘密保持「契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知った」ということは困難
 - b. 対象会社およびその役員等が「公開買付者等の役員等」（167条1項1号）からの第一次情報受領者に該当するケース
 - こちらは、通常は認められると考えられる
 - ② 対象会社およびその役員からの情報受領者によるインサイダー取引について
 - a. 上記①a.のケース
 - 「公開買付者等関係者」からの情報受領者として167条の対象になる
 - b. 上記①b.のケース
 - 「第二次情報受領者」であり、167条の対象でなくなる

*しかし、以上のように、対象会社およびその役員が公開買付者等関係者に一般的には該当しないとすると締結は妥当か。インサイダー取引の趣旨は、「会社と一定の関係がある者」がその特別な立場によって知り得る情報に元々、その公表前に取引をすることを認めると、一般投資家と比べてあまりに有利で不公平であり、かかる証券市場に対しては一般投資家からの信頼が失われ、ひいては市場が機能しなくなるといえる点に求められるとされる。すなわち、公開買付け等事実に関しては、対象会社およびその役員は、一般に買付者から事実を告げられる立場にありそれを知り得る特別の立場にあるといえるのではない。

額とする、という考え方を採用
 cf.利益の帰属するファンドを課税金の対象としたほうが、本来の趣旨からは素直だが、諸外国にも例がなく見送られた（「報告書」6頁以下）

- * 本主に利得の吐き出しという考え方が維持されているのか？
- < 4. 氏名公表制度 >
 - ・ 192条の2
 - 罰則、課税金、(金融商品取引業者の場合) 行政処分に加え、新たな制裁の方法
 - 特に、資産運用業者や証券会社など、プロフェッショナルの場合は、相応の効果もあると思われる
 - 将来の取引相手への注意喚起
 - ・ 手続きについて、「金融商品取引法令に違反する行為を行った者の氏名等の公表に関する内閣府令」を新設→対象者に意見を述べる機会を付与している（同2条）。公表方法はインターネットなど適切な方法（同1条）。
- ・ 本制度の法的性格？
 - 氏名公表は行政処分か？（そうであれば取消訴訟の対象ともなりうる）
 - 対象者の権利義務に直接効果を及ぼさないもので、行政処分には該当しないとするのが有力な考え方。
 - では、わざわざ条文を作る必要があったのか？（行政処分でないのであれば、法による行政の問題も生じず、条文がなくても氏名公表はできたはず）
- < 5. 近年の金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制の見直し >
 - * 公募増資インサイダー以外の問題
 - < 5. 1. 「公開買付者等関係者」の範囲の拡大 >
 - ・ 公開買付け等事実に関するインサイダー取引（167条）の概要
 - 「公開買付者等関係者」であって公開買付け等事実を知った者が、その公表前に株券等の買付け・売付けをすることを禁じる
 - * 「公開買付者等関係者」→167条1項各号で列挙。各号ごとに、公開買付け等事実をどのように知った場合に167条の対象となるかを定めている。
 - ・ 平成25年改正への問題意識
 - 特に友好的公開買付けにおいては（通常は敵対的公開買付けの場合も）、対象会社は公表前に公開買付け等事実を買付者から告げられており、その結果、対象会社の役員も公開

二次情報受領者も規制対象とするべきとの立法論
 「会社と一定の関係」(会社との距離の近さ) というのは、相対的な概念にすぎない

cf. 6号(改正前5号)も、同様に本来であれば「第一次情報受領者」のような立場の者を「公開買付者等関係者」としている。「公開買付者」から見れば、そこから伝達を受けた対象会社社職員からさらに伝達を受けた第二次情報受領者のような地位ともいえる。

②5号では、公開買付者等から(役職員の場合は職務に関し)伝達を受けて知ったことが要件とされているが、公開買付者等以外から伝達を受けた場合は5号に該当しなくない

ex.1 公開買付け等の主体となる法人等の設立前に実質的な買付者から伝達を受けた場合(たとえばMBOの場合)：この場合、そもそも公開買付け等事実があるといえるかも問題となりうる

ex.2 公開買付者のフィナンシャル・アドバイザーから伝達を受けた場合
 ⇒解釈で解決可能か？

ex.1については実質的な買付者や買付者の親会社等を公開買付者等に含むと解釈する？

ex.2については、FAが公開買付者の指示で伝達していれば、それは公開買付者からの伝達と解釈する(いわば郵便局員と同じ)？

*なお、通常FAは公開買付者等と契約を結んだ者(167条1項4号)に該当するので、FAから伝達を受けた者は、第一次情報受領者にはなりうる

細かく公開買付者等関係者を条文中で定義したことから出てきた問題

立法論：「公開会社からの伝達」という要件を外す

→この要件があるからだとええ立ち話を偶然聞いた場合が除かれるとも説明されるが、この要件がなくても役職員については「職務に関し」というところで切れる。もともと、対象会社には「職務に関し」の要件はないので、対象会社の役員が立ち話で聞いた場合には公開買付者等に含まれてしまう？

- ＜5. 2. 重要事実を知っている者同士の取引に係る適用除外の見直し＞
- ・平成25年改正前の状況
- ・会社の重要事実を知っている会社関係者および第一次情報受領者相互間の市場外取引は、インサイダー取引規制の適用除外(166条6項7号)であったが、第二次以後の情報受領者との市場外取引は、同様に重要事実を知っている者同士であってもインサイダー取引の適用除外とはされてこなかった
- cf.公開買付けに関するインサイダー取引規制では従来から第二次以後の情報受領者と

・平成25年改正→167条1項5号6号

五 当該公開買付け等(上場株券等の第二十七条の二十二の二第一項に規定する公開買付けを除く。)に係る上場株券等の発行者(その役員等を含む。) 当該公開買付者等からの伝達により知り知ったとき(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。)

六 第二号、第四号又は前号に掲げる者であつて法人であるものの役員等(その者が役員等である当該法人の他の役員等が、それぞれ第二号、第四号又は前号に定めるところにより当該公開買付者等の公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実を知った場合に於けるその者に限る。) その者の職務に関し知ったとき。

5号→公開買付者等から伝達を受けて公開買付け等事実を知った対象会社およびその役員

* 自社株等公開買付けの場合は、対象会社およびその役員は公開買付者等から伝達を受けて知るわけではないので除外(167条1項1号により公開買付者等関係者とされる)。

* 役員については「その職務に関し」とされているので、たとえばまたまた公開買付者と私的な会合等で公開買付け事実等を知っても含まれない(第一次情報受領者にはなりうる)

6号→公開買付者等から伝達を受けて公開買付け等事実を知った対象会社の役員が存在する場合に、当該役員以外で、その職務に関し公開買付け等事実を知った対象会社の役員

* 「その職務に関し」とされているので、たとえばまたまた公開買付者と私的な会合等で公開買付け等事実を知った場合は、6号には含まれない(第一次情報受領者にはなりうる)

cf. 「公開買付者等関係者」とされると、株券等の売買(167条)はもちろん、情報伝達・取引推奨行為(167条の2)も禁じられる

・平成25年改正をめぐる議論の状況

①この改正で何が変わったか？→対象会社およびその役員は、これまでは一般的には「情報受領者」の立場でインサイダー取引が禁じられていたのが、これからは「公開買付者等関係者」としての地位でインサイダー取引が禁じられることになる

⇒対象会社およびその役員からの情報受領者が、第一次情報受領者として原則としてインサイダー取引の対象に含まれることになった(第一次情報受領者の範囲の拡大)

* 第二次情報受領者であっても規制をするべき主体が存在するという実態→端的に第

関する事実を知っている者は、知らない一般投資家に比べて著しく有利であり、そうした者による取引を認めると、証券市場の公正性・健全性に対する信頼を阻害するから、そうであれば、

- ① 第一次情報受領者の一般投資家に対する有利性が相当程度解消されている場合
- ② 情報受領者が伝達を受けた情報が投資判断の上での有用性を失っている場合は、第一次情報受領者に対象株式の買付けを認めても、趣旨に反しない。

・平成25年改正

167条5項（適用除外）に8号9号の新設

<p>ハ 特定公開買付け等関係者（公開買付け等関係者であつて第一項各号に定めるところにより同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実を知つたものをいう。次号において同じ。）から当該公開買付け等の実施を受けた者（その者が法人であるときはその役員等を、その者が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。）が株券等に係る買付け等をする場合（当該伝達を受けた者が第二十七条第三項の規定により行う公告において次に掲げる事項が明示され、かつ、これらの事項が記載された当該伝達を受けた者の提出した同条第二項の公開買付届出書が第二十七条の十四第一項の規定により公衆の縦覧に供された場合に限る。）</p> <p>イ 当該伝達を行つた者の氏名又は名称</p> <p>ロ 当該伝達を受けた時期</p> <p>ハ 当該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</p> <p>九 特定公開買付け等関係者であつて第一項第一号に掲げる者以外のもの又は特定公開買付け等関係者から同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者（特定公開買付け等関係者を除き、その者が法人であるときはその役員等を、その者が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。）が株券等に係る買付け等をする場合（特定公開買付け等関係者にあつては同項各号に定めるところにより同項に規定する公開買付け等の実施に関する事実を知つた日から、当該伝達を受けた者にあつては当該伝達を受けた日から六月が経過している場合に限る。）</p>
--

・167条8号について

第一次情報受領者が自ら公開買付けをする場合に、公開買付開始公告および公衆縦覧に付される公開買付届出書において、受領した情報を明示・記載すれば、一般投資家もその情報が得られるので、第一次情報受領者は特に有利な立場ではなくなる→適用除外に

* 第一次情報受領者の一般投資家に対する有利性が相当程度解消されている場合＝第一次情報受領者と一般投資家との間の情報の非対称性が相当程度解消されている場合

[検討]

の間の取引も適用除外であった（167条5項7号）
 →しかし、未公表情報を知っている者同士で市場外で取引をするのであれば、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を害するおそれは低く、第二次以後の情報受領者との間の取引を外すことに合理的な理由はないとかねてより指摘されていた実務上も、重要事実を知っている大株主が市場外の相対取引をしようとする場合、大株主から重要事実を相手方に伝えても第二次情報受領者であつて適用除外とならないので、会社経由で伝えてもらうなどの迂回な手続きが要求されていた

・平成25年改正

166条6項7号の改正→重要事実を知っている者相互間の取引（いわゆるクロクロ取引）一般的に規制対象から除外

・検討

仮に市場への一般投資家の信頼を害する行為を止めることがインサイダー取引規制の目的であるなら、市場外取引は一般的にインサイダー取引対象外としてもよいのではないか？

他方で、売買当事者間の情報格差がインサイダー取引規制の趣旨だとすれば（少数説）、クロクロ取引は売買当事者間に情報格差がない状態だと説明できるのである。もっとも、会社関係者・第一次情報受領者に比べて、第二次以後の情報受領者は会社から「遠く」、その情報に依拠して投資するという信頼も強くない可能性があり、やはり情報格差はあるということになる。その観点からは、今回の改正は行き過ぎということになるかもしれない。もっとも、売買当事者間で重要事実を通知して、クロクロ取引を作り出しているのであれば、会社関係者・第一次情報受領者と第二次以後の情報受領者との間で、情報に対する依拠の度合いは違わないようにも思われる。

< 5. 3. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外規定の新設 >

・問題意識

公開買付け等事実の第一次情報受領者は、その公表まで株券等の買付けができない（167条1項）

→これが当該情報受領者による適切な取引を阻害する効果を持つことが指摘されていた ex.1 競合他社にあえて公開買付け予定という情報を伝え、競合他社による対抗公開買付けを阻止する

ex.2 共同公開買付けを提案した後、協議不調となった場合に、提案者が公開買付け公表を行うまでの間、被提案者は対象株式の買付けができなくなる

→しかし、公開買付けに関するインサイダー取引規制の趣旨は、未公表の公開買付けに

- a.なぜ「適用除外」と構成したのか。
 公告および公衆縦覧といったことを要件としていることから、これを一種の公表と見ているということもできる。それによって当該情報が公表されたと見るのであれば、適用除外という構成をとらず、公表として、当該情報を持っている他の者（公開買付者等関係者や情報受領者）の取引もはやインサイダー取引の要件を満たさないと認めてよいのではないか。
- b.なぜ6ヶ月か？
 通常の公開買付け実務から
 cf.166条1項後段（会社関係者でなくなつたあとと1年以内の者）
 167条1項後段（公開買付者でなくなつたあとと6ヶ月以内の者）
- cf.166条の重要事実については、情報の劣化による有用性の喪失はないのか？
 →多様な情報があり、一律に劣化の期間を決められない
 前述のように、一般的な情報利用要件を作れば、ケースバイケースで外れていくかも知れない

- a.なぜ「適用除外」と構成したのか。
 公告および公衆縦覧といったことを要件としていることから、これを一種の公表と見ているということもできる。それによって当該情報が公表されたと見るのであれば、適用除外という構成をとらず、公表として、当該情報を持っている他の者（公開買付者等関係者や情報受領者）の取引もはやインサイダー取引の要件を満たさないと認めてよいのではないか。
- b.なぜ公開買付開始公告および公開買付届出書における明示・記載のみを適用除外としたのか。
 第一次情報受領者と一般投資家との間の情報の非対称性を解消することは、他の場合・他の方法でも可能はず。
 Ex.公開買付けではなく、株式買い集めの場合→大量保有報告書・変更報告書における記載
 *より一般的に、第一次情報受領者が公表する手段を認めるべきとの立法論
 *あるいは、情報を利用して取引をしたといえない場合を一般的に適用除外とするべきとの立法論（→上記ex.のような例のみならず、9号や「知る前計画」類型も吸収できる）
 →ただし、証券市場への一般投資家の信頼、という立法趣旨から考えると、こうした立法論はとりこいくいかもしれない（一般投資家からは、情報を利用したかどうかはわからない）
- cf.166条の重要事実を知らされた対抗買付者は、これをたとえば公衆縦覧される公開買付届出書に記載すれば、取引を認められるか？→「適用除外」の明文の規定はない。一般投資家に周知されればもはや「重要事実」にあたらぬとの解釈？
- ・167条5項9号について
 公開買付け等事実を知った時（特定公開買付者等関係者について）または伝達を受けたとき（第一次情報受領者について）から6ヶ月たった場合、情報の有用性がなくなつた→適用除外に
 この場合は、情報自体の有用性に着目しているため、第一次情報受領者だけではなく、公開買付者等の後職員など（彼らは事実を知った後すみやかに当該事実の存否がわかるのが普通）以外の特定公開買付者等関係者も適用除外となる
- 【検討】
 a.なぜ適用除外と構成したのか？
 もはや「公開買付け等事実」でなくなつたとすればよかつたのではないか？

○内部者取引に対する課徴金勧告状況

(表1) 重要事案別勧告状況

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	計
新株等発行	2	3	3	1	4	6	3	6	10	38
自己株式取得	0	0	0	0	0	1	0	0	1	2
株式分割	0	2	0	0	0	0	0	0	1	3
剰余金の配当	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
株式交換	0	0	0	2	2	2	0	0	0	6
合併	0	0	2	1	0	0	0	0	3	6
業務提携・解消	3	0	5	8	0	3	2	3	5	29
子会社異動を伴う株式譲渡等	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2
民事再生・会社更生	1	0	0	0	8	2	0	0	0	11
新たな事業の開始	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
損害の発生	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
行政処分の発生	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2
業績予想等の修正	0	5	3	3	2	1	2	3	6	25
バスケット条項	0	0	0	0	4	3	1	3	0	11
子会社に関する事実	0	1	0	0	3	0	2	0	2	8
公開買付け	0	0	3	3	13	2	7	5	5	38
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	20	15	19	32	172

(注) 1. 年度とは当年4月～翌年3月をいう。
 2. 件数は、納付命令対象者ベースで計上(以上、(表2)(表3)において同じ)。
 3. 複数の重要事案を知って内部者取引を行った場合、それぞれに重複計上している。
 4. 公開買付けには、公開買付けに準ずる行為を重要事案とするものも含んでいる。

(表2) 行為者属性(適用条項)別勧告状況

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	計
会社関係者(166条)	4	8	9	14	13	8	2	5	10	73
発行役員(1項1号)	0	1	1	2	4	1	0	1	1	11
発行体社員(1項1号)	4	3	3	4	7	2	1	3	3	30
発行体(1項1号)	0	2	1	0	0	0	0	0	0	3
契約締結者等(1項4号・5号)	0	2	4	8	2	5	1	1	6	29
公開買付者等関係者(167条)	0	0	0	1	4	0	1	0	0	6
買付者役員(1項1号)	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
買付者社員(1項1号)	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
買付者との契約締結者等(1項4号・5号)	0	0	0	0	3	0	1	0	0	4
第一次情報受領者	0	3	7	4	21	12	12	14	22	95
会社の重要事実(166条3項)	0	3	4	2	12	10	6	9	17	63
公開買付け事実(167条3項)	0	0	3	2	9	2	6	5	5	32
年度別勧告件数	4	11	16	17	38	20	15	19	32	172

(注) 平成20年度においては、違反行為者が複数の違反行為を行った結果、属性(適用条項)を重複して計上しているものが2件ある。(会社関係者中、発行体役員と契約締結者等とに重複計上しているものが1件、第一次情報受領者中、会社の重要事実と公開買付け事実とに重複計上しているものが1件)したがつて、各欄の件数の合計と年度別勧告件数欄の数値とは一致しない。

(表3) 情報伝達者の属性

	年 度	18	19	20	21	22	23	24	25	計
会社重要事実の伝達(166条)		3	4	2	12	10	6	9	17	63
発行人役員(1項1号)		2	0	1	4	1	2	0	3	13
発行人社員(1項1号)		0	1	0	5	1	0	2	1	10
発行体の業務従事者(1項1号)		0	0	0	0	1	0	0	0	1
契約締結者等(1項4号・5号)		1	3	1	3	7	4	7	13	39
公開買付け事実の伝達(167条)		0	3	2	9	2	6	5	5	32
買付者役員(1項1号)		0	0	0	0	1	0	1	0	2
買付者社員(1項1号)		0	0	0	1	0	2	0	2	5
買付者の業務従事者(1項1号)		0	1	0	1	0	0	0	0	2
買付者との契約締結者等(1項4号・5号)		0	2	2	7	1	4	4	3	23
うち 買付対象者役員等		0	0	2	3	1	3	3	3	15

(注) 平成20年度においては、同一の違反行為者について会社重要事実についての発行人役員からの伝達と、公開買付け事実の契約締結者等(買付対象者役員)からの伝達とに重複して計上している。

情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A
(金融商品取引法第167条の2関係)

※インサイダー取引規制には、会社関係者を対象とした規制(金融商品取引法第166条)と公開買付者等関係者を対象とした規制(同法第167条)があります。これを踏まえ、情報伝達・取引推奨規制についても、会社関係者を対象とした規制(同法第167条の2第1項)と公開買付者等関係者を対象とした規制(同法第2項)があります。本Q&Aでは、会社関係者を対象とした情報伝達・取引推奨規制について解説していますが、公開買付者等関係者を対象とした情報伝達・取引推奨規制についても同様の考え方となるものと考えられます。

(問1) 未公表の重要事実を知っている上場会社等の役員が、業務上の必要から取引先等に重要事実を伝達することは情報伝達規制の対象となるのでしょうか。また、社内で重要事実を伝達することも当該規制の対象となるのでしょうか。

(答) 情報伝達・取引推奨規制(金融商品取引法第167条の2)の対象となる行為は、上場会社等の重要事実を職務等に関し知った会社関係者が、「他人」に対し、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させ、又は他人の損失を回避させる目的」(目的要件)をもって情報伝達・取引推奨を行うことです。

情報伝達の相手方となる「他人」については、特に限定はなく、会社関係者が会社内の役員を含む他人に対して重要事実を伝達することが規制の対象となります。

なお、会社関係者の所属する上場会社等の他の役員も会社関係者であり、金融商品取引法第166条第1項第1号の「職務に関し」は広く解釈されるため、社内で会社関係者から重要事実の伝達を受けた他の役員(注)が、他人に対して重要事実を伝達することも規制の対象となります。

(注) 業務上正当な行為として伝達を受けたものでない場合も含まれると考えられます。

一方、目的要件を満たさない情報伝達は規制の対象ではなく、業務上必要な社内外での情報交換や情報共有は、通常の場合、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって行うものではないと考えられるため、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

(問2) 未公表の重要事実を知っている上場会社等の役員が、家族や知人に対し世間話として重要事実を話してしまった場合には、情報伝達規制の対象となるのでしょうか。

(答) 情報伝達・取引推奨規制の対象となる行為は、上場会社等の重要事実を職務等に関し知った会社関係者が、「他人」に対し、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって情報伝達・取引推奨を行うことです。

このため、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を有していないければ、日常会話の中で重要事実を話したとしても、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

ただし、上場会社等の未公表の重要事実を、業務とは関係のない他人に話すことは、インサイダー取引が行われるおそれが高めるものであり、また、上場会社等の社内規則に違反するおそれもあるため、情報管理に留意する必要があると考えられます。また、日常会話の中で重要事実を聞いた家族や知人が重要事実の公表前に取引を行えば、当該家族や知人はインサイダー取引規制の違反となることにも留意する必要があります。

(問3) 未公表の重要事実を知っている上場会社等の役員が、IR活動を行うことは取引推奨規制の対象となるのでしょうか。

(答) 上場会社等では、IR活動として、投資家等との間で自社の経営状況や財務内容等に関する広報活動が一般的に行われているものと考えられます。

こうした活動の一環として行う自社への投資を促すような一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わせ、それ起因した利益を得させるためのものではなく、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的に規制対象とはならないものと考えられます。

(問4) 証券会社等において、一部の役員が上場会社等の未公表の重要事実を知っていたとしても、チャイニーズウォールにより営業部門の役員がそれを知らなければ、当該営業部門の役員が顧客に取引推奨することは可能でしょうか。

(答) 証券会社等の一部の役員が上場会社等の未公表の重要事実を知っていたとしても、取引推奨を行う営業部門の役員がそれを知らない場合には、当該取引推奨行為は基本的に規制違反とはならないものと考えられます。

(問5) 上場会社等の未公表の重要事実を知っている証券会社の営業部門の役員が、顧客から当該上場会社等の評価を求められた場合、明示的に取引推奨を行わなければ取引推奨規制の違反とならないのでしょうか。

(答) 一般に証券会社等については、上場会社等の法人関係情報を提供して勧誘する行為が禁じられており（金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第1項第14号）、証券会社等においては、上場会社等の内部情報が、本来知る必要のない営業部門の役員に伝わることのないよう適切に情報管理することが求められます。こうした情報管理態勢が適切に確立されていれば、証券会社の営業部門の役員について、ご指摘のような場面が生じるおそれは低いものと考えられます。

証券会社等の営業部門の役員が上場会社等の未公表の重要事実を職務等に関し知っている場合でも、一般論としていえば、投資判断を示すものではない一般的な会社の評価に触れることは差し支えありません。しかしながら、取引推奨規制の違反に該当するのは明示的に取引推奨を行う場合だけに限られるのではなく、規制違反に該当するか否かは行為者の言動等によって実質的に判断されることに留意が必要です。したがって、仮に明示的に取引推奨を行わなかったとしても、顧客に対して早期の、又は一定期間内の売買を促すような言動等を行った場合には、規制違反となるおそれがあると考えられます。

いずれにしても、証券会社の営業部門の役員は、仮に未公表の上場会社等の重要事実を職務等に関し知っている場合には、より慎重な対応を行うことが求められるため、顧客が取引推奨をされたらと受け止めることのないよう、言動等に十分留意する必要があります。

(問6) 情報伝達や取引推奨を行った者は、情報伝達・取引推奨を受けた者がインサイダー取引等を行わなかった場合でも、情報伝達・取引推奨規制の違反になるのでしょうか。

(答) 情報伝達・取引推奨規制に違反した者が処罰や課徴金の対象となるのは、当該違反により情報伝達・取引推奨を受けた者が、重要事実の公表前に売買等をした場合に限ることとされています^(注)。

(注) なお、重要事実の公表前にした売買等がインサイダー取引規制の適用除外に当たる場合についても、処罰や課徴金の対象から除外されています（金融商品取引法第175条の2、第197条の2第14号・15号）。

しかしながら、他人に対し「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって情報伝達・取引推奨を行うことは、インサイダー取引等を引き起こすおそれの強い不正な行為であり、結果的に重要事実の公表前の売買等が行われなかったとしても、(処罰や課徴金の対象にならないものの。)規制違反に該当することとなります。

このため、金融商品取引業者等がこのような行為を行った場合には、行政処分の対象とな

資料2

り得るほか、上場会社等の役員がこのような行為を行った場合には、上場会社等の社内規則に違反することとなり得ます。

(問7) 会社関係者が、保有株式を売却して資金調達するため、他人に対し、未公表の重要事実を伝達した上で、インサイダー取引規制の適用除外となる、いわゆるクロクログ取引^(注)を行った場合、
 (1) 情報伝達を受けた者は重要事実の公表により利益を得ることもあり得ますが、会社関係者がその可能性を認識しながら情報伝達した場合には、(取引要件を欠くため) 処罰や課徴金の対象にならないもの、情報伝達規制の違反になるのでしょうか。
 (2) 当該クロクログ取引が市場価格よりも割り引いた価格で行われた場合には、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益をさせる」目的があることになるのでしょうか。
 (注) 金融商品取引法第166条第6項第7号

(答)

情報伝達・取引推奨規制は、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的があることが要件(目的要件)として必要であるとされています。

このため、

(1) 会社関係者が、資金調達を目的として未公表の重要事実を伝達した上で保有株式を売却するような場合において、情報伝達に当たり、単に、情報の受領者が当該売却に起因した利益を得る可能性があることを認識していたというだけでは、通常の場合、「他人に利益を得させる」という目的要件を満たさないと考えられるため、基本的に規制違反とはならないものと考えられます。

(2) クロクログ取引が市場価格よりも割り引いた価格で行われるような場合には、取引の相手方は取得価格と市場価格との差額の利益を得ることができるとは考えられます。しかしながら、情報伝達・取引推奨規制の目的要件を満たすか否かについては、単に市場価格よりも割り引いたという事実があったか否かによってではなく、他人に対し、特に「重要事実の公表前に」売買等を行わせ、「それ起因した」利益を得させる目的があったか否かによって判断されることとなります。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

インサイダー取引に関する最近の判例の検討

2014年7月25日(金) 15:00~17:02

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所15階第一会議室にて

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
近藤	光男	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授・弁護士(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	東京大学大学院法学政治学研究科教授

【報 告】

インサイダー取引に関する最近の判例の検討

大阪大学大学院高等司法研究科准教授

久保大作

目 次

- | | |
|---|-----------------------------|
| I. 最近 10 年間のインサイダー取引に関する裁判例 | III. エルピーダメモリ等株券インサイダー取引事件 |
| II. 村上ファンドインサイダー取引事件 | 1. 業務執行を決定する機関について |
| 1. 本判決の意義 | 2. いつ「決定」があったか |
| 2. 166 条 2 項ないし 167 条 2 項は形式的に全ての重要な事実を網羅しているとして解すべきか | 3. 公表の有無 |
| 3. 「決定」の範囲を絞るための要因 | 4. 重要事実が公知の事実となっていたとの主張について |

討論

○黒沼 それでは、時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、大阪大学の久保先生に「インサイダー取引に関する最近の判例の検討」というテーマでご報告をお願いしております。

それでは、久保先生、よろしく申し上げます。

○久保 大阪大学の久保でございます。本日は、「インサイダー取引に関する最近の判例の検討」というテーマをいただきまして、報告させていただくことになりました。

I. 最近 10 年間のインサイダー取引に関する裁判例

検討を始めまして最初に悩んだのは、最近というのはいつまでかという話でして、何年前まで遡ればいいのか少し考えてみました。十年一昔という言葉もありますし、ここ 10 年間でどのぐらいインサイダー取引の判決が出ているのかというところから調べてみましたところ、刑事裁判例で 13 事

例、行政裁判例で 1 事例のインサイダー取引に関する裁判例が出ているようです。必ずしも網羅的に調べ切れていないかもしれませんが、あるいはひょっとしたら落ちている事件もあるかもしれません。お気づきの点があればご指摘いただけたらと思いますが、平成 17 年以降平成 26 年までの間に 13 事例、一部の事例につきましては、控訴審等があって判決が幾つか出ているものもありますけれども、あとは行政裁判例が 1 事例ということになっています。

一応判決年月日とデータベースの文献番号、掲載紙等の情報、あるいはどんな事件かという簡単な事例の紹介等も書いていますが、ご覧いただければわかりますとおり、ほとんどの事件において、インサイダー取引規制違反であるということについての争いはされていません。もちろん、細かい刑罰的な争点、例えば⑥事件（東京地判平成 22 年 4 月 5 日判タ 1382 号 372 頁）ですと、追徴の範囲ですとか、あるいは没収額等についての刑罰的な争点というのはあったわけですが、イン

サイダー取引規制に関しては、大きな問題は取り立ててないというところがあります。

そういった中でとりわけ大きな事件として存在するのは、やはり何といても⑧の村上ファンドインサイダー取引事件(最高裁平成23年6月6日決定)と、あとは⑫のエルピーダメモリ等株券インサイダー取引事件(東京地判平成25年6月28日)かと思えますので、ここから先は、その2つの判決を中心にご報告しようかと思っています。ほかの判決につきましてもある程度は調べてきていますので、答えられる範囲で答えたいとは思いますが、あまり紹介されていないというところもありますし、大きな見るべき議論はないように私は考えていますので、以下では、村上ファンド事件とエルピーダメモリ事件を取り上げたいと思います。

II. 村上ファンドインサイダー取引事件(最決平成23年6月6日 刑集65巻4号385頁)

(原審=東京高判平成21年2月3日、第一審=東京地判平成19年7月19日)

これは皆様もご承知のとおりで、この中にも評釈を書かれている方が何人いらっしゃいますので、今さら私がしゃしゃり出るのもどうかという気もしますが、せっかくですので、多少考えなども述べてご叱声をいただけたらと思っています。

【事実】

まず、被告人Y1というのが村上さんになりますが、この方が投資顧問会社であるY2社という被告会社の取締役であって、実質的経営者としてはY2社やその運用する投資事業組合等を統括していたという事実があります。さらにもう一つの前提事実としまして、Y1は株式会社N放送——ニッポン放送ですが、N社と呼びます——の株券を多数取得すれば、N社が筆頭株主となっているFテレビ——フジテレビの経営も間接的に支配できることに着目し、平成13年1月ごろからN社株を順次買い付けていたという事実関係があります。

それで、平成16年9月15日にY1がLD(ラ

イブドア)社のH(堀江さん)とM(宮内さん)の2人に対してN社株の大量買い集めを働きかけました。その直後に、H及びMは、N社株の議決権の3分の1の取得に強い興味を持ち始めまして、その実現のための資金調達であるとか具体的方策の検討を従業員に対し指示するということを始めしています。

その後、これは控訴審の事実認定で最高裁もこういう形で紹介しているものですが、11月8日までに3分の1を目標にN社株を購入するための作業等を行っていく旨をLD社の中で決定したという、これを決定事実と捉えています。

そして、平成16年11月8日にLD社側の要請で会議が開催されまして、その会議の中で、Y1がMから、資金の用途が立ったので具体的に進めさせてくださいという旨の発言を聞いています。

その後、Y1がY2の業務及び財産に関し、11月9日から翌年の1月26日までの間にN社株を相当程度買い付けたという事例でした。

【争点】

これも皆様恐らくご承知だろうとは思いますが、第一審から最高裁の上告審まで一貫して有罪という判決が出されています。ただ、決定時期がいつか、あるいはその決定において実現可能性がどの程度考慮されるべきか、といった点について、一審、原審及び最高裁は微妙に異なる判決をしています。

一々読み上げるのもどうかと思いますので、長くは読みませんが、第一審(東京地判平成19年7月19日)は、実現可能性の高低に関しては問題にならないといった判示をしまして、客観的な実現可能性というものに関する高い、低いというのは決定であるかどうかということについては問題としないのだという姿勢を示しています。その上で、決定時期については9月15日と認定していたかと思われます。

これに対して原審(東京高判平成21年2月3日)は、実現可能性については、主観的、客観的にそれ相応の根拠を持って実現可能性があるものと判

断している必要があるというような判示をしています。そこで、決定時期は9月15日ではなく、先ほどもご紹介しましたが、9月15日の会談以降、11月8日までの間に決定がなされたと認定をしています。

【判示】

そこで、最高裁に上告されたわけです。最高裁は、上告棄却ということで、原審の有罪という判断を維持していますが、その実現可能性に関する判示としては、原審とはやや異なる判示をしていることとなります。ここは少し読み上げさせていただきます。

——証券取引法167条2項にいう「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するかについて検討する。同条1項は、同条にいう「公開買付け等」の意義を定め、同条2項は、法人の業務執行を決定する機関が公開買付け等の決定をしたことが同条1項にいう「公開買付け等の実施に関する事実」に当たることを定めるとともに、ただし書において、投資者の投資に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除くものとしている。同条は、禁止される行為の範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条2項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。したがって、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記「決定」をしたというためには、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、

公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しないと解するのが相当である。これを本件についてみると、上記1(5)から(8)記載の事実に照らし、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在しないという状況でなかったことは明らかであって、上記「決定」があったと認めるに十分である。そうすると、原判決が、主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性があることを上記「決定」該当性の要件としたことは相当でないが、本件決定が同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するとした結論は正当である。——

【検討】

1. 本判決の意義

それでは、多少の検討に移りたいと思います。本判決の意義につきましては、これもやはり皆様ご案内のとおり、本件決定も引用している最高裁平成11年6月10日の日本織物加工インサイダー取引事件判決において重要な判示がされており、そこでは、「株式の発行を行うことについての決定をした」ことの意義について、本件でも判示されているような内容ですが、その業務執行を決定する機関において株式の発行それ自体や、株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行うことを決定したことをいうものであり、当該機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことを要しないと解するのが相当であるという判示をしています。

多少これを分解してみますと、決定の中には、当該行為をすること自体の決定だけではなく、それに向けた作業を会社の業務として行うという、その隣接区域の決定も決定に含むということを一方で判示しています。さらにそれが決定というためには、決定機関において当該行為の実現を意図して行ったということが必要である。ただし他方で、当該行為——日本織物加工事件の場合は株式の発行だったわけですがけれども、その株式の発行

が確実に実行されるとの予測は必要ないという判断を示しています。

そこで、確実に実行されるとの予測は必要ないとする、一体どこまでの予測が必要なのかという問題が議論されていたわけです。本決定については、実現可能性というのほどまで要求されるのか。ある程度の実現可能性はやはり必要なのか、そんなことは全然ないのかという点について、解釈を示したという意味で、今回の決定は重要な意義を持っているというのが大方の理解だろうと思います。

原審は、この点について、前述のとおり、主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性等があると言えることが必要という判断をしていたわけですが、本決定はこの点を破棄しまして、実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般投資家の投資判断に影響を及ぼすことが想定されない場合を除いては、実現可能性が具体的に認められる必要はないのだという判断をしています。

このような本決定の判断は、少なくとも二つのことが言えるだろうと思います。まず一つは、形式的には、決定というものが行われているように見えても、それが一般投資者の投資判断に影響を及ぼすことは到底できないという場合には、実質判断をして、形式的に決定をしているように見えるけれども決定ではない、そういう判断をすることを認めている、そのように読むこともできるかと思っています。

ただし、そのときに実質判断をどの程度認めるのかということ、実質判断を介入させる余地はほとんどない、少しでも実現可能性があればよいのだと。そういう意味でいうと、実質判断をすることもあるよと言いつつ、ほとんど実質判断はしませんよと言っていると、そのような判断をしているのだと読むこともできるのではないかと思います。

ここで判決が示している実質論というか理由づけというのはどういったものかということですが、最高裁が理由づけの中で示しているものとしては、167条2項が、予測可能性の見地から、決定の事

実があればそれだけで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定しているのだという理解を示していて、そうだとすると、全く影響を及ぼさない場合はともかく、そうでない場合には決定に該当するというふうに認めるべきだという実質判断をしているのではないかと考えられます。

このような形式的に決定という事実該当するならば、それだけで投資判断に影響を及ぼし得るのだというような理解は、ある程度立案担当者の当初の解説に沿った理解なのかなという感触です。もっとも、後でご紹介しますが、立案担当者も抽象的にある事柄に関する決定を全て本条ないし166条の決定の対象として見ているわけではなくて、ある程度具体性を要求している——後で横畠さんの見解などもご紹介しますが——点で、ある程度決定概念を解釈しているのではないかと思われる部分はあります。

2. 166条2項ないし167条2項は形式的に全ての重要な事実を網羅していると解すべきか

そこで、本判決をめぐる、あるいは日本織物加工事件の判例評釈なども含めてですが、どういう理解を学説の中で示しているかという点について多少触れてみたいと思います。

166条2項ないし167条2項は形式的に決定事実あるいはその他の重要な事実を決め切れているのかということです。

形式的に166条2項ないし167条2項に該当すれば、もうそれだけでいいと考えるのか、そうでないのかという点に関して、主に刑法学者の方々ですけれども、実現可能性とか影響可能性といったものはあまり考慮しない、そういう見解を示す方が何人かいらっしゃいます。例えば小林憲太郎先生は日本織物事件の判例評釈の中で（ジュリ1208号270頁）、166条2項の1号ないし3号について、これは典型的に見て投資者の投資判断に影響を与えるという意味で形式面に着目しているのだ、だからこれは形式的に適用すればよろしいのであって、1号に定める重要事実と言えるため

には、それが実際に投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものでなくてもいいはずであると、こういう理解を示しているところです。

あるいは、本件について橋爪先生が示しているところ（論究ジュリ7号237頁）ですと、166条1項の決定事実について思い付きのようなものも全部入ってしまうのではないかと黒沼先生が危惧を示されていたところがありますけれども、そういう批判に対しては、2号、3号においてはそういう具体的影響を考慮しないという解釈がされているのに対して、1号の解釈に限ってそういう具体的影響を要求するのはおかしいのではないかと。これもやはり、1号の解釈についてかなり形式的に判断できるのだという理解のもとにこういうご意見を示されているのだらうと思います。

ただし、これはあまりにも形式的に過ぎるというか、立案担当者が立案の際になるべく形式的に判断できるように立法したのだという説明に余りにも寄りかかった理解のような気がします。本件、あるいは日本織物加工事件判決の評釈において、例えば池上政幸氏の評釈（研修613号23頁）の中では、いかに定型的に文言を構成したとしても、重要な事実を完全に形式的に捉え切るのは立法技術的に限度がある、そうすると、やはりある程度影響というものを考慮しなければならないだろうというような解釈を示されていますし、黒沼先生も、本件の最高裁判決に対する評釈（商事法務1945号8頁）の中で、最初のごくごく準備段階のような行為であっても、決定として捕捉されてしまうのではないかといった懸念を示されているところです。

3. 「決定」の範囲を絞るための要因

そうしますと、やはり167条ないし166条2項といったところが、あの文言だけで定型的に重要な行為全てを拾えていると考えるのはやや無理があって、やはり何らかの形でその重要性、重要な事実というものを絞り込んでいく必要があるのではないかと。とりわけ決定事実に関しては、最初はもやもやとした意向というか、意思というか、そ

ういったものがだんだん具体的なベクトルとして、じゃあ、あっちに行こうというようなものとして形成されていく、そういう過程を考えてみますと、やはり何らかの形で絞り込んでいく必要があるのではないかと。発生事実などについては、みんなが発生しているかどうかかわからないところを、ある日手品師がハンカチを取りのけるようにパッとあらわれてくるという意味で言うと、あまり実質面を捉えなくても、ある程度形式的に捉えることができるのかもしれませんが、決定事実に関しては、最初のうすぼんやりとした、混沌としたところからだんだん具体的なものができ上がっていくという過程のグラデーションのどこをとるかというのは、やはり重要な問題として挙がってくるのではないかと気がしています。

そうすると、何らかの形で、いろんなうすぼんやりした決定からかなり具体的な決定までのグラデーションの中で、どこでインサイダー取引規制の対象としての決定を捉えるかという問題が出てくるのだらうと思います。

裁判所はこれについて何も考えていないのだらうかというふうに考えると、ある程度何かしら考えているのではないかという意見もあるようです。つまり、決定の中身の成熟性ないし具体性というものを捉えて、ある程度成熟した決定である、あるいはある程度具体的な形で決定されているという点を重視しているのではないかという意見がありました。例えば内田幸隆先生の本件評釈（刑事法ジャーナル31号109頁）の中でも、最高裁は、原審の一般論は否定したのに、決定を原審と同じように11月8日までの間と捉えて、一審のように9月15日に決定があったという判断は示さなかった。その点を見ると、最高裁は、その決定というものについてある程度の成熟性ないしある程度の具体性を要求していると読み取ることもできるのではないかとというような指摘をされています。

もちろん、最高裁がそういう捉え方をしたことについては、もうちょっとシニカルな見方もあります。これは橋爪先生のご意見（論究ジュリ7号236頁）ですけれども、11月8日までに決定とい

うものが認定できれば十分だったのだから、あえてそんな早い段階で決定があったのだということを示さなくてもよかった、あえて判断する実益がなかったから判断しなかつただけだという見方を示しています。どちらの読み方もあるだろうと思いますが、内田先生のおっしゃるような成熟性というものを最高裁の判示の中に読み解くことも可能なのかもしれません。

学説でも、決定があった、あるいは決定だということのためには、何らかの具体性が必要であるという指摘は多くされています。代表的なものとして、横島裕介氏の解説（『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』53頁）では「重要事実としての決定は、それが投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点から、ある程度具体的な内容をもつものでなければならない」といった指摘がなされているところでありまして、これがほかの評釈、とりわけ法務省系の方の解説とかにはよく引かれるところです。例えば買収相手を物色するとか、そのような段階の決定というのは具体性に欠けるから、合併を行うことについての決定とは言えないといった説明が示されているところです。

もっとも、決定の中に成熟性ないし具体性というのは必要ないという考え方を示している方もいらっしゃいます。橋爪先生はこういう指摘をされます（論究ジュリ7号238頁）。「会社の意思決定のあり方は様々であり、社内の意思決定が常に十分な検討・熟慮を踏まえてなされているわけではないと思われる。……『社長が言い出したら、もう後戻りはできない』という会社が存在するのであれば、単なる思い付きであっても、それは十分に確定された意思決定であり、『決定』としての実質を有しているという理解もありうるであろう」。

この橋爪先生の指摘は、ある程度ぼんやりした決定であったとしても、それがマーケットに対して何らかのインパクトを与える可能性はあるのかもしれない、そういうところを指摘する点では一面真理をついているのではないかという気がしま

す。しかし、先ほどご紹介したとおり、実現可能性などを考慮する必要はないというような見解に立ちつつも、実は今の橋爪先生の議論の中には、実現可能性のようなものが議論として忍び込んできているのではないかという気がします。つまり、橋爪先生はここで、社長が言い出したらもう後戻りはできないといった会社だったら、ぼんやりした具体性のあまりないような決定でも決定になり得るといようなご意見を示されているわけですが、それはつまり、後戻りができないということ周りが認識していると、そこに実現可能性に対する客観的な評価というのが忍び込んでいないかという気がします。そういう形で実際に行動に出る可能性が示されているという周りの投資判断、あの会社はああいう会社で、社長が言い出したから動くだろうという形で評価として入り込んでいるという部分があるのではないかと。

実現可能性というものは決定者の主観的意図の判断の一要素だとする議論もあるわけですが、こういう形で、単なる主観的意思の強弱だけではなくて、それが実際に実現する可能性をどれほど客観的に持っているか、もう少し言うと、実際に実現する可能性をどれだけ持っているかという部分が考慮しないと、その決定というものがインパクトを持っているのか、重要性を持っているのかということの判断はできないような気がします。

そうであるとしても、判決が仮に成熟性ないし具体性というものを重要事実かどうかについての判断要素として示しているのだとしても、実はそれだけでは不十分で、これは黒沼先生が既にあちこちで示されているご見解ではあるわけですが、当該決定に係る行為の持っているインパクトとそれの実現可能性というものの積によって、それが投資判断にとって重要かどうかということは判断されるのではないかと考えられます。そうだとすると、今回の最高裁の、実現可能性の高低はほとんど問わないのだといった判示は、やや行き過ぎという評価をすべきなのかもしれないという気が

しています。

こういったところが私の今のところの村上ファンド事件に対する評価というか検討の内容です。

Ⅲ. エルピーダメモリ等株券インサイダー取引事件（東京地判平成 25 年 6 月 28 日）

【事実】

被告人の Y は、経済産業省の大臣官房審議官でありまして、経済産業省の中でそれなりの地位を占めており、今回のエレクトロニクスの関係のところに関する権限を持っている、そういう認定がされています。

今回の事件では、「エルピーダメモリ」というのが事件名として出てくるわけですが、これもご案内のとおり、2つの会社の株式が問題になっていまして、NEC エレクトロニクス社とエルピーダメモリ社です。

まず、NEC エレクトロニクス社株式会社についてですが、これは NEC エレクトロニクス社とルネサステクノロジ社の事業統合についての情報を被告人が得まして、それが公表される前に妻名義で買い付けたという事件です。

具体的には、3月2日ないし6日に NEC エレクトロニクス社の側でルネサステクノロジ社との事業統合に向けた交渉を始めるということが決まりました。判決は、この時点で交渉を業務として行うことを決定し、ここで決定事実が発生したという認定をしているわけですが、その後、Y がそれに関する情報を受け取りました。その後、4月16日に日本経済新聞がこの事業統合に関する記事を掲載したのに対して、NEC エレクトロニクス社側は、これは同社が発表したものではなくて、まだそういう再編を決定した事実はありませんという旨の適時開示をしているということになっています。その後、21日に妻名義で買い付けをしまして、23日に基本合意を締結することになりましたという報告を受けた後、さらに買い付けを行っている。そして27日に基本合意を締結して、TDnetにより公表しました。それで、4月21日ないし4月27日に行われた買い付け行為がインサイ

ダー取引規制違反ではないかということが問われている事件です。

もう一つのエルピーダメモリ（エルピーダ）社については、これもかなりややこしい事実が並んでいるわけですが、エルピーダ社の経営状態、業績がかなり悪化していて、純資産維持条項にひっかかりかねない、このままだと債務の償還が求められる可能性が非常に高いということで資金調達に奔走していたわけですが、その過程で、平成20年12月から翌年1月下旬にかけて、エルピーダ社の社長や財務責任者が経産省に Y を訪問し、政策投資銀行から融資ないし出資を受けるなどの政府支援を求めています。

その間、政策投資銀行側はかなり消極的な意見を述べていたわけですが、2月4日に、産業活力再生法（産活法）が成立すれば、その一般企業に資金注入する制度を活用する検討に入ったという記事が日経新聞に掲載されました。また、2月6日の決算説明会において、その新制度の適用を申請するののかという質問に対して、産活法のスキームが決まった後に決めたいといった趣旨の発言をしています。

その後、2月中旬あたりにエルピーダ社の社長がさらに政策投資銀行と打ち合わせをしている中で、産活法の枠組みを使って資金を出してくれませんかみたいなスキームの提示を行っていたり、あるいは経産省からエルピーダ社に対して、なぜ支援が必要なのかということの説明する資料をつくれといった指示が出されたりしています。最終的には、政策投資銀行の側が姿勢を軟化させています。

さらに3月23日、台湾の DRAM 業界関係者が来日した際に、エルピーダ社が支援対象になりそうですよという経産省側の説明があったということで、エルピーダ社は、これは使えるぞということになったのだと思われませんが、3月26日に、産活法に基づく出資を受けることを準備・検討していることを取締役会に報告しまして、この方針が事実上承認されています。判決は、この3月26日の取締役会における事実上の承認をとって、B社長

が決定を行ったという認定をして、ここが決定事実だという判示をしています。

その後、4月22日に産活法が成立した後、4月25日に読売新聞がエルピーダ社のB社長のインタビューを載せていまして、できるだけ早く申請したいという旨を述べていたというような報道がされました。それで経産省に怒られまして、その後5月12日の決算発表会では、検討中という発言に終始しています。もっとも、この段階で既に、経産省とエルピーダ社の内部では産活法による認定を受けることが前提になった準備活動を行っていたということも認定されています。

決算発表会で検討中という発言をした後の5月15日、18日には、妻名義でエルピーダ社株式の買付けがなされまして、その後とんとんと進んでいくわけですが、最終的に6月30日に経済産業大臣の認定を受けたという公表をするまでに何回か報道がなされているのに対して、エルピーダ社側は同社が発表したものではないという旨の適時開示をするということが繰り返されていまして、最終的に6月30日に公表ということになっているわけです。

【判旨】

結論は有罪なわけですが、判旨の読み上げは省略させていただきまして、検討のほうに入らせていただきたいと思います。

【検討】

1. 業務執行を決定する機関について

この判決では、NEC エレクトロニクス社については同社のI社長が決定機関であった、あるいはエルピーダ社については同社のB社長と、この2人が決定を行ったということが認定されているわけですが、この判決の特徴の一つとして、これまでほかの判決でされてきたような、ほかの取締役から実質的に決定を行う権限を付与されていたということについての認定が必ずしも明確にはされていないという点があるかと思えます。

例えば、先ほどの村上ファンド事件ですと、ラ

イブドア社において堀江さん、あるいは宮内さんが決定権者だったということについて、ライブドア社における業務執行のあり方等も含めてかなり詳細に認定しているという部分があったわけですが、この判決ではあまり細かい判定をしていないという点は既に指摘されています。実際、弁護士もこの点について積極的に争っていないように見えます。これは、例えばエルピーダ社の場合に、取締役会が決定機関でしたという認定がされてしまうと、決定期間の前倒しというのが、ここで認定されている事実関係上は難しいということになってしまいますので、B社長が決定機関だったという点は争わずに、B社長が早い時期に決定をしていたのだということを認定させて、恐らく公表されていたでしょう、だからインサイダーじゃないですよと、そういう方針で闘っていたのかなというところが見えるわけです。

ただ、今までの判決例と比べると、かなりあっさりとして決定機関を認めているというところは見とれるのかもしれませんが、社長であれば、事実上そのような権限付与を受けている、あるいは考えているのかもしれませんが、この点はあまり争われなかったから、あまり厳密に認定しなかったということなのかもしれません。この点は評価の問題があるかと思えます。

2. いつ「決定」があったか

次に、決定時期についてですが、本件で特に争いになったのは、エルピーダ社において資金調達に関する決定が行われたのはいつごろだったのかという点です。弁護人の側は、1月末ないし遅くとも2月4日までには産活法に基づいて資金調達をするということについての決定があったというような議論をしていたわけですが、判旨1では、その点を明確に退けています。

どのような退け方をしているのかといいますと、弁護人の主張の時期については、例えば産活法の内容についてB社長が把握していたわけではなく、あるいは制度の具体的な適用に向けての準備・検討をする段階に至っていたとは言えないと

か、あるいは会社として推進することに決したという段階にまで至っていたとは言いがたい、つまり、まだベクトルが定まっているというような状況ではなかったというような判示をして、だから決定には至っていないのだと、そういうロジックであるように読めます。

そうだとすると、本判決における決定というのは、ほかの選択肢ではなく、産活法を利用して出資を受ける、そういう選択をすることが明確になった時点、これが3月26日なのだから、その時点で決定があったのだという、決定のベクトルがかなり明確になることを要求しているように読めます。このような姿勢は、日本織物加工事件において「決定」というためには、行為が実現する意図を持って行われる必要があるという、この「実現の意図」をかなり具体的なレベルまで押し下げて、ほかの選択肢は排除してこれでいくというような判断、かなり具体的な選択というものを要求する姿勢というふうに評価することもできるのかもしれませんが。

もしそう読むのだとすると、この場合、エルピーダ社は何らかの形で資金調達ができればよかったわけで、資金調達という最終的な目標に向かっていく中で幾つか選択肢があります。融資でも、劣後ローンみたいな形でもよかったし、産活法に基づく出資でもよかったのかもしれませんが。そういういろいろな選択肢を同時並行的に追い求めていくという場合には、決定がなかったということになってしまうのかなという疑問が出てきてしまいます。そうだとすると、やや遅過ぎるというか、準備段階でも決定というふうに読むことができるのだという日本織物加工事件の判旨をかなり狭める方向に行くのではないかという感じがします。

さらに言うと、2月中旬の時点でB社長は、政策投資銀行との交渉の中で、融資プラス産活法認定後に出資に振り替えるという出資スキームを具体的に提示して交渉を行っているという事実が認定されているところからすると、ほかの手段と比較して——ほかの手段も示しつつかもしれませんが、最終的に行われた産活法認定による出

資というそのスキームが既に2月中旬の時点でそれなりに準備・検討されていたというふうに読めなくもない。にもかかわらず、かなり後のほうの3月26日まで決定事実がないというふうになると、具体性というものをかなり要求する、準備段階であるとかの実現可能性をかなり要求するという点で、今までの判決とは程度の違う問題があるのではないかという気がします。

仮に2月の前半とか中旬と3月26日という決定が違うのだというふうに読むとすると、もう一つの読み方として、これは松井秀征先生の判例評釈の中で示されている分析（商事法務2018号10頁）ですが、1月下旬と3月26日の決定では、資金調達のバックグラウンドとか目的とかが違うと。財務条項にひっかかるのを回避するという目的から中長期的な資金繰りという方向に目的が変化しているのだから、決定との連続性を持たない、だから3月26日を決定としたというふうに読み取ることができるのだという、そういう読み方もあるのかもしれませんが。

ただ、こういう読み方をしているのかなという気はしています。判決をこういうふうに読める可能性があるというのは私自身も認めるのですが、もしそう読むと、資金の用途が変わると決定としての連続性が切れるということになってしまうと、一連の資金調達の検討をしているのだけれども、その目的はこころろ変わりましたというときに、変わるごとに決定としての質が変わっていくことになってしまうのではないかという気がします。それだと、きのうまでは例えば富津の工場に投資することを考えていたけれども、きょうは水島のほうに変えましたということになると、これで決定としての連続性が切れるのですかという話にもなりかねない可能性はあり得ます。同じようなインパクトを与えるであろう資金調達が、その目的というところで切られてしまうということになると、規制過少になる可能性があるような気がします。

私自身は、この判決というのは、例えばエルピーダ事件の場合、Yが5月の買付け行為を行った

時点で、産活法を使って出資を受けることがほぼ確実だという認識を持っていた、この認識がいつエルピーダ社の中で形成されたかという形で決定事実というものを認定していったというのが、今回のエルピーダ事件の決定事実の認定だったのではないかという気がしています。

つまり、今までの各判決の中でも、かなり具体性のある段階での決定というのが認定されてきたわけですが、それは実は結果論であって、各行為者がある程度具体的な事実を認識したところでインサイダー取引をやったから、そういう具体的な認識のもとになった決定がいつ行われたのかというのが具体的なところで認定されていたのであって、ひょっとしたら、早い時期の段階でかなりうすぼんやりした決定が市場にインパクトを与えますということを知っていて取引をしたのだとしたら、そのうすぼんやりした決定はいつなのかということが争いになるのかもしれない。ただし、そんな事件は今までに起こっていないから判例としては登場していないというだけなのかもしれないと、そういう印象を持っています。ただし、これはあくまでも印象論ですので、いくらでもたかかれる覚悟はしています。

3. 公表の有無

決定に関してはこれぐらいにさせていただきます。公表の有無ですけれども、これについては、判旨2の①が NEC エレクトロニクス社の事件について、また②がエルピーダメモリの事件についてです。

判旨2の①のところは、4月16日のスクープ報道について公表概念を厳密に当てはめまして、NEC エレクトロニクス社の代表取締役あるいは広報担当者が会社の正式な意図として広く一般投資家に知らしめる意図をもって取材に応じたとは考えがたい、公表はなかったのだというような判旨を示しています。公表概念につきましては、人権保障という観点から明確にしたのだという立案者の意図からして、法に定めた方法でなければ公表にはならないということになるわけです。

この考え方を前提にしますと、認定事実による限りは、これは公表措置とは言えないと。リークだったのだらうと思われませんが、明確に公表したとは言えないので、このような判旨の結論にしかないのではないかという気がします。

また、エルピーダ社につきましては、B社長によって決算説明会が行われており、これは公表措置にはなり得るわけですが、判旨は、決算説明会においてなされた説明あるいは決算説明会で配布された資料における説明は検討途上であるということを示すものであると理解する、既に決定した事柄としてこれを推進するという姿勢を示したのではなく、やはり重要事実に関する公表があったとは言えない、そういう判断をしています。この点につきましても、前述のとおり、本件インサイダー取引が行われた時点でのYの認識というのは、申請を前提とした第三者割当てでありまして、これが重要事実として認定されていたわけですが、それと実際に説明会でされている説明に違いがある以上は公表があったとは言えない。この点に関する判決の結論というのは妥当なのではないかというふうに考えます。

4. 重要事実が公知の事実となっていたとの主張について

最後に、本件の特徴的な部分として、重要事実が公知の事実になっていたのだから、もう既に重要事実には該当しないのだとの主張が弁護人からされています。これはかなり斬新というか、特徴的なものとしてあちこちで取り上げられています。これに対して、判旨3の①ないし②は、Yと一般投資家との間にはなお情報の格差があったという形で、この弁護人の主張を退けています。

この判旨をどのように読むかですが、主張自体失当というような形で切るのではなくて、一般投資家と被告人の間にはなお情報の格差があったのだから、そのような主張は認められないというような切り方をしているということは、逆に言うと、情報格差がなくなっているような場合、いわば公知の事実になっているような場合については、

刑事責任が否定され得る可能性があるということ自体は、判決は認めているように思われます。これは、黒沼先生が『商事法務』の座談会でそのようなご見解を示されています（商事法務 2011 号 11 頁）が、私もこの判決はそういう可能性を示したものだと思っていいだろうと思います。

ただし、これも既に松井先生のご評釈（商事法務 2018 号 12 頁）で示されていたかと思いますが、本件で情報格差があると認定したときに、判決が示している事実は何だったのかといいますと、会社は公表していないではないかという点です。報道されたときに、会社側が適時開示でこの公表は当社が開示した事実ではございませんと言っているし、その後この事実に関する適時開示はなかった、だから情報格差はあったのだと、そういう認定をしているわけですが、これはいわば公表がなければ情報格差は残りますよ、と言っているといえます。そういう意味で言うと、公知の事実になったら刑事責任を否定する場合はあり得ますけれども、この枠組みをとっている限り、よっぽど例外的な事例、例えば空から書類が降ってきて、全面的に報道されて正しさが客観的に示されてしまいました、というような、ごくごく例外的な場合に限られてしまうのではないかという気がします。どういう場合が具体的に公知の事実になると考えられるのかは、いろいろ難しいところもあろうかと思いますが、私はこの点に関してはちょっとアイデアがないというところです。

あともう一つは、これは恐らく刑事法上の体系的な位置づけの問題になるのだらうと思いますが、情報格差がなくなったと認められる場合に重要事実該当性がなくなるという議論をしているのですが、本当に重要事実該当性がなくなるという議論なのかなという気がします。私のつたない刑法の知識ですと、少なくともまだ公表されていないという段階では、重要事実であるという形式的な部分は揺るがない。判例も実際に形式的にそれなりに捉えようとしているように見えるところで、公表がなされていないにもかかわらず、今までは重要事実だったけれども、ここからは重要事

実ではないとするロジックは見つけられるかという、ちょっと見つけにくいのではないかと、整合性が難しいのではないかという気がします。

むしろ、この種の行為時にはもう既に法益侵害の可能性がなかったのだからという議論は、私が調べた限りでは、可罰的違法性論のような形でなされるのではないかというふうに思われます。もちろん、体系をどうとるかというのは、結論にはあまり影響はないのかもしれませんが、刑法上の位置づけとしてどういう形で位置づけていくのかという点は、まだもう少し議論の余地があるのかもしれないというふうに感じたというのが、私の今回のこの件に関する検討です。

恐らくあちこちに大穴があいていることだろうと思いますので、どうぞ皆様のご教示をいただければと思います。私からは以上です。ありがとうございました。

~~~~~

#### 【討 論】

○黒沼 久保先生、どうもありがとうございます。

それでは、きょうのご報告は大きく 2 つの部分に分かれると思いますので、最初に、村上ファンド事件の検討をされた部分までについてご質問やご意見を自由にお出しいただければと思います。

#### 【公開買付けにおける実現可能性の考慮の必要性】

○加藤 村上ファンド事件は、公開買付けに関する事実の話だったと思います。久保先生のご報告では、決定や実現可能性の意味について、一般論として 166 条と 167 条を横断的に検討されていたと思いますが、公開買付けに関する事実は特殊ではないかと思います。なぜかという、公開買付けは、ほとんどの場合は株価が上がる情報ですね。しかし、例えば 166 条 2 項で挙げられた事実の中には、プラスかマイナスか、どちらもあり得る情報が含まれています。例えば剰余金の配当の決定ですが、単純化しすぎかもしれませんが、剰

余金の配当が前期よりも低かったらマイナスに株価が動き、高かったら株価はプラスに動くわけです。このように、166条の対象になっている事実と公開買付けとは、株価に与える影響の方向性という点で違いがあると思います。

そうすると、例えば実現可能性を厳密に要求する若しくは具体化を厳密に要求する必要性は、167条についてはあまりないという考え方も正当化できるのではないかと印象を持ったのですが、久保先生のご意見はいかがでしょうか。

○久保 質問に質問で返すようで申しわけないのですが、公開買付けの場合は、何らかの形でインフォメーションが流れれば、株価が上に張りつくということなので、実現可能性というのがそんなに考慮される必要はないという、そういうご意見だということによろしいですか。

公開買付けの場合に実現可能性をあまり考慮しなくてもいいのではないかとというのが恐らくご趣旨なのだろうと思うのですが、もし誤解していたら申しわけないのですが、もしそういうことだとすると、なぜ上に張りつくことが実現可能性を考慮しなくてもいいというところに動いていくのかというのが今一つ見えにくいのですけれども、その点を教えていただけたらと思うのですが。

○加藤 実現可能性の話と具体化の話と一緒にして質問してしまったのですけれども、例えば村上ファンド事件では、かなり初期の段階でライブドアの堀江さんが日本放送を買収しようと思いを発言しました。この段階ですら、仮に実現可能性があるかないか分からない、まだ全然準備もしていないような段階でも、公開買付けをしますという情報に対して、多くの場合、市場はかなり反応すると思います。公開買付けの場合には、公開買付けを行う意思があるという情報だけでも、かなり市場を動かすようなインパクトがありますね。

それと、166条についてですが、例えば剰余金の配当をしますという情報を会社が出したとしても、幾らの剰余金の配当をするかというのがわからない場合、そのような情報は、ある意味、中立

的な情報なのではないかという気がします。しかし、公開買付けについて言えば、具体的にどういう条件で買うということが決まっていな段階でも、公開買付けを行う場合には市場価格より高い買付価格が提示される可能性が高いことは公知の事実のように思います。ですから、公開買付けに関する事実とそのほかの事実を区別して考えたほうがいいのではないかとというのが、質問の趣旨です。

○久保 ご趣旨はわかりました。そのとおりでと思います。さらに言うと、公開買付けとそれ以外というのでなくとも、例えば今加藤先生が挙げたような配当金の話だって、抽象的に配当しますよというだけだったらあんまり影響はないかもしれませんが、幾らかわからないけれども配当を減らす方向で行きますという情報が出たら、これは影響が出るわけですね。そういう形で、具体性はあんまりないかもしれないけれども、何らかの影響を及ぼすような情報というのはあり得ると思います。

具体性をあまりきつく求めると、さっきエルピーダ事件のところでもちらっと申し上げたところではあるのですが、まだベクトルはきちんと決まっていなけれども何らかの方向性はありますよという段階でも、それは決定事実だというふうに言うべき場面、今加藤先生がおっしゃったような場面というのはまさにそれだと思うんですね。具体性はあまり決まっていなけれども、公開買付けをやる方向で行きますよということは決まったというような話は重要事実になり得るのではないかと気はしています。

私の理解ですけれども、今までの事件は、ある程度具体的な情報を握った段階でインサイダー取引に入ったという事件が多いので、具体的な事実を決定した時点を決定の時期として捉えているのではないかと。だから、もし例えば村上さんがうすぼんやりした、もうちょっと事例が変わって、ライブドアのほうでうすぼんやりした、でも公開買付けをやる方向で行くとなったような状況で情報を捉えていたときに、それがまだ公表されていな

い段階で取引に入っていたとしたら、ひょっとしたらそれが市場を揺るがす情報である限りは、それが後で発表されたときにインサイダー取引になるという可能性はやっぱりあり得るのではないかという気はしています。

お答えになっていますかね。

○加藤 堀江さんが村上さんに公開買付けをやりますと伝えた時点で決定がなされたと解釈することは、167条の解釈として、私は賛成です。しかし、さきほどの久保先生のご報告の内容は、公開買付けの場合にも、実現可能性を重視しなければならないとの趣旨だった気もしますが、ただいまのご回答との関係はどのようになるのでしょうか。

○久保 全く考慮しないような判旨はよくないのではないかという意図です。だから、ちょっと報告の中で整理し切れていなかったのかもしれないところはありますけれども、本当にうすぼんやりしている場合では、ある程度の実現可能性はやはり要求されると思います。例えばライブドアの事件でも、堀江さんだったらやるだろうとみんなが周りで見ているところがあると思うわけです。例えばそれを僕が言ったとしても、誰もそんなことは信じない、あいつにそんな金があるかという話になるわけですので、あの人だったらそういうことをやる可能性があるよねという、それなりの可能性がやはり必要になってくる部分はあるのかなという感じはしています。

○森田 発行会社の場合には、継続開示義務がありますから、ある一定の段階では四半期報告書とかの適時開示をしなければいけないし、時間とともに開示の内容も詳細になってくる、またそういう報告義務というのも出てくるでしょう。ところが、公開買付けというのは買うかどうかだけの話ではないかと。開示は一発限りではないかというご趣旨とも言えるのですけれどね。

○久保 そうですね、あんまりそこまで細かく考えてきていなかったのですが、公開買付けだとやっぱり変わるのでしょうか。

#### 【最高裁判決における実現可能性の重み】

○森本 最高裁の理解についてなのですが、久保先生は、実現可能性についてどのように考えるべきかという観点をメインに整理されたのですが、実現可能性ということについて、一審と二審で少し違うわけですね。そのことを重要だと思って整理したと捉えられたわけですか。

原審も、実現可能性について注目していると言ってもいいのですが、最高裁が言いたいのは、内部者取引規制というのは極めて形式的、画一的、具体的な規制であって、投資判断に対する個々の具体的な影響の有無・程度は問わないのですよということ、これが大事ですね。

○久保 そうですね。

○森本 したがって、この公開買付け等、ここでは具体的には買い集めですが、買い集めについて、その実現を意図して、それに向けた作業等を会社が業務として行う旨の決定がされたら、極めて例外的な場合は別にして、実現可能性といった実質判断はしないと、そういうふうに言っただけであって、この判決から、実質的に実現可能性を少しは考えているといろいろな憶測をする意味があるのか、よくわからなかったのですが。

要するに、形式的、具体的ですよ、したがって実現を意図する必要があると。ただ、刑法のように、これで殺せると思ってビタミン剤を投与したって、これは法的な意図ではないと、そういう場合がありますよという程度のことではないのでしょうか。つまり、これは決定でないというように、決定ということを重視しているように思われます。したがって、実現可能性をメインに分類されることに少し違和感を持ったのですが、これは誤解なのでしょうか。

○久保 今回の成熟性とか具体性とかという議論をどこで読むのですかというご質問だというふうに捉えてよろしいかと思いますが、恐らく成熟性とか具体性とかというのは、最高裁の判示で言えば、公開買付け等、またはそれに向けた作業等に当たるかというところの問題なのだろうと思うのですね。だから、そちらのほうで議論すればよ

かったと言われれば、確かにそのとおりで、私の議論が、そういう意味で言うとまだきちんと整理できていないままにご報告申し上げたということになるのかもしれませんが。

確かに、実現可能性のほうにばかり着目して議論してしまったというのはあまりよろしくなかったのかもしれませんが。実際のところ、一般論の枠組みが違ったとしても、結論は全部同じというところになっていると、実現可能性という議論がどこまで効いているのかという話がありますので、それは確かに、今森本先生にご指摘いただいたとおり、あまり実現可能性のほうにばかりに着目した議論をするのはよくなかったのかもしれませんが。

○森本 ありていに言えば、10ページの最後の3行がよくわからないなということであり、こういう形で最高裁を検討しても、あんまり生産的ではなかったのではないかなということなのですが。

○久保 さっき下でコーヒーを飲みながら考えていたときに、ちょっとこれはどうだったかなというのは確かにあるのですが、頭がバターのように溶けているところで準備していたというところがありますので、ちょっとここら辺はご容赦いただけたらと思います。

○森本 最近では刑罰も重くなりましたから、ある種の実質的な判断をすることが合理的だということとは言えるでしょうけれども、もともとこのルールは、いい悪いは別にして、要するに形式犯的、届出義務違反的なものですよということから出発した。そこら辺のことから、最高裁はそういうふうに言っているのかなと思ったという、それだけのことです。最近の事情にうといものがピンぼけの議論をしているのかもわかりませんが、いろいろご指摘いただいたことは非常に興味深かったけれども、最高裁の強調したいこととうまくかみ合っているのかどうかよくわからなかったということで、ゆっくり考えさせていただきます。

○久保 すみません。私のほうも、ちょっとまだ練れていないうちにテーブルに上げてしまったというところは申しわけないところかと思えます。

#### 【「決定というべき実質」と実現可能性の関係性】

○黒沼 今の点について一点、よろしいでしょうか。

最高裁は、実現可能性があることが具体的に認められることは要しないと言ったわけで、最高裁の判旨の中で、さらに実現可能性を読み込むところがあるかという議論をすることは、あまり意味がないかもしれないのですけれども、もしそれをするとしたら、久保先生がおっしゃったように、実現を意図してそれに向けた作業を行う旨の決定があったか否かで見ると、少し無理があるのではないかと思います。

実現を意図してそれに向けた作業を行うという決定は、かなり形式的に判断できるものでして、しかも早い時期に実現すると思うのです。ただし、判旨は、それよりも前の部分で、決定というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、と書いているのですね。だから、実現を意図してそれに向けた作業を開始する旨を決定したけれども、なおその場合でも、決定というべき実質を有しない場合があることを最高裁も認めているわけです。だから、実現可能性とか成熟性とか具体性、そういうことをなお議論する余地は、むしろ決定というべき実質を有しない場合がどういふものかということにあると感じました。

○森本 ただ、この事件では、9月15日の時点は決定ではなくて、11月8日だと言っているわけですね。それで、9月15日の従業員に対する指示とかは、まだ決定に至っていない。これは実現可能性とかそういう議論とは別の、決定概念から素直に出てくるのではないかということです。

少なくとも下級審は、9月15日ではなくて、11月8日としたというのは、9月15日ではまだ決定とは言えないというような判断をしたのは実現可能性のコンテキストから基準を決めたのではなくて、むしろ決定の概念から出てくるのではないかというふうに感じたということです。

○松井 日本織物加工事件で、その決定時点を法定の機関が決定した時点よりも前にずらすということをやっているのですけれども、その際に、

投資家の投資判断に影響を与える時点がどこなのかという実質的価値判断が入っているのですね。ですから、決定概念で決まるのだといった場合でも、結局、決定時点を判断するには、投資者の投資判断に影響を与える時点はどこかという実質的価値判断が入らざるを得なくて、そこを例えば実現可能性があるかないかというところから判断するというのは、私はあり得るのではないかと思います。

ですから、決定という概念から最高裁が判断しているということは、恐らく表面上はそうなのですが、やはりその背後では投資者の投資判断への影響ということを考えなければいけない。では、投資者の投資判断に影響するというのはどういうことなのかといえば、結局、実現可能性のある程度なければ影響しないのではないかと。こういう議論が成り立つのかなと私は思うのですが、このあたりはどうなのでしょう。

○久保 そのあたりをはっきりしようと思って、結局ははっきりできなかったのが、実はきょうの報告でありまして、むしろ皆さんのご意見を伺って、どんなものなのかというところを伺って見たかったというところなんです。実現可能性をどう位置づけたらいいのかというのは、結局、きょうの報告のここに来るまでわからないままで来ているというのが正直な感想です。

ぼんやりと考えているのですけれども、例えばものすごく大きなインパクトの話が、例えば会社の財産の半分を使ってどこかの会社を買取りに行きますよ、といったうすぼんやりした計画が、実現可能性がよくわからないところでどんと出てきても、ひょっとしたら投資家に対して何らかの影響を与える可能性もあるのかもしれないというようなことです。具体性もあんまりないし、実現可能性もどうなのかあんまりよくわからないけれども、あの社長だったらやるかもしれないとか、そういうところで影響を与えるというようなことも起こってくるので、黒沼先生のインパクト掛ける実現可能性の積だというこの議論というのも、一般的にはそうなのだろうと思うのですけれども、

これだけで捉え切れているのかどうかというと、最後の確信にまで至っていない、けれどもこれ以外は今のところ考えにくいから賛成しているという感じなのです。

この場合はむしろ、やっぱりインパクトが大きいかから、実現可能性が低くても、影響する重要事実なのだとか捉えているのかなとか、でも、どちらも何か、具体性も低いしとなってくると、具体性というのをこの中でどういうふう位置づけるのかとか、今ちょっとよくわかっていないところがあります。

なので、今松井先生が投げてくださいました質問に対して答えていることに全然ならないというのは承知の上で申し上げているのですけれども、具体性とインパクトの大きさと実現可能性というものをどういうふう捉えればいいのかというふう考えたときに、具体性というのは実はあんまり問題にならないのかもしれないとも感じるし、だからといって、実現可能性を判断するときに、ある程度の具体性がないと、投資家はそもそも判断できないとか、そこら辺で堂々めぐりをしているのが、今の私の頭の中の解剖図というところです。なので、今の松井先生のご質問にお答えになっていないのですけれども、そういうところを迷っている、迷子になっている状況ですということだけ申し上げておきたいと思います。

○松井 実現可能性とか具体性というのは、結構言葉の問題というところもあります。村上ファンド事件で、原審は9月15日ではなくて11月8日にしたのですが、事実関係を見ていくと、9月15日のときにはまだ堀江さんは「フジテレビ、いいですね」とかしか言っていないで、かつそれぞれの部門等に指示が入る、村上ファンド側にも指示が入るという段階でした。この後、資金調達ができるかどうか認定されて、11月8日になると資金の目途が立ったと言って、村上ファンドに話が行くのです。つまり、実現可能性とか具体性とかいったときに、裁判所が拾っている事実が何かというのが実は重要で、それとあわせて具体性なり実現可能性という概念を見ていくというのが

一つ大事なかなというのが、私の追加のコメントです。ありがとうございました。

○伊藤 やはり最高裁は「決定というべき実質を持っているかどうか」が最初の基準だと言っていると思います。ただ、実現可能性がほとんどない場合には決定というべき実質を有しないというわけですから、実現可能性はやはりカウントされるというふうに考えて別におかしくはないのではないのでしょうか。結局、第一審とあんまり違わないように思います。

ただ、私がむしろ気になるのは、実現可能性は要らないと考えながら、なぜ9月15日にはまだ決定がされていないことになるのか。決定概念だけで押すのだったら、9月15日に決定していると認定して全然問題はないように思うのですけれども、なぜ9月15日には決定されなかったのでしょうか。さっきの森本先生のお話ですと、決定概念から考えれば9月15日は決定ではなく、11月8日は決定になっているというふうに見られるということだったのですが、私はむしろそこがわかりません。

つまり、4ページに挙げられた事実を見ると、H及びMの業務執行機関がこれから具体的な方策を検討してくださいと指示していますので、別にこれで決定されているように読んでもよさそうなのですが、なぜこれでは決定にならないのでしょうか。

これで決定にならないということは、逆に言うと、資金調達の見途なども立たないと、これは決定できることにならないことになり、結局、実現可能性は含まれていることになるのではないのでしょうか。

○久保 それは恐らく一つの可能性としてはあるでしょうね。最高裁自身があまりはっきりとは言っていない部分があるので、一つの理解としては、さっき私の報告の中で示したように、具体性が全然決まっていなかった段階では、成熟度が低いからだめなのだという理解もあるでしょうし、あるいはもう一つの可能性としては、今おっしゃっていただいたように、まだその段階では実現可能性

というのが全然ないから決定とは言えないのだというような理解で、実はこの2つは同根なのではないですかというのがさっきの松井先生のコメントかなと理解したわけですが、どっちに引きつけて読むべきなのかというのは、よくわかりませんし、伊藤先生が今おっしゃった疑問というのも十分あるのだと思います。

ただ、最高裁の言葉を字義どおり読んだときに、9月15日の段階で実現可能性が全くあるいはほとんどないと言えるのかというと、全くない、あるいはほとんどないとは言えないのではないかという気がするのです。にもかかわらず、ここで決定じゃないと言うとなると、その実現可能性のところではなくて、前のところのどこかで切らなきゃいけない。少なくとも最高裁はそこで切っているのだとすると、やはり何らかの形の具体性がないから、ここは決定じゃないと言っていると理解するか、あるいはシニカルな見方をすれば、それこそ橋爪さんみたいに、要するに11月8日の時点の認識をもって村上さんは取引をしており、11月8日までに決定があったと言えればいいたから、原審はそこら辺をちょっとおまけしてやるような示し方をしたのか。私はどっちかということ、ひょっとしたら思考過程としては、橋爪式の見方のほうが案外合っているのかもしれないという気はしているのですけれども、厳密にどう考えたらいいかというのは、ちょっと考えあぐねるところです。

#### 【166条事案と167条事案の区別の必要性／実現意図と実現可能性の関係性】

○伊藤 もう一つあるのですけれども、166条1項1号の話と、それから167条の話、両方を含めて、実現可能性ですとか、具体的内容ですとか、決定というべき実質という話をずっとされてきていると思いますが、これ、個別の項目ごとにやっぱり全然違うと思うのですよ。ですので、例えばこの事件であれば、買い集め行為についての決定というべき実質は何かとか、そういうことを考えていくべきなのではないのでしょうか。167条だ

って、公開買付けと買い集め行為ではまた違うものなので、あるいは166条に列挙されている細かい事実ごとに考えるべきだと思うのですけれども。

○久保　それは恐らくそのとおりなのだろうとは思いますが。ただ、最高裁自身が、167条の事件であるにもかかわらず、166条の判決を引っ張ってきているということは、少なくとも今の最高裁は、ここの根っこは同じだと考えていると読むべきでしょうし、それは恐らく事例の蓄積があれば、そういう形でだんだんと要件のいろいろなものが重なっていくでしょうし、それが恐らく望ましいのだらうと思えますけれども、今すぐ、じゃあ個別に全部考えろと言えるかということ、ちょっと難しいかなという感じはしています。

○伊藤　なぜこんな細かいことを言うかといいますと、例えば公開買付けについての決定といいますが、金商法では、申し込みの勧誘を行って買付け等を行うことを公開買付けとしていて、勧誘するだけでは公開買付けではないのですよね。勧誘をやって買うこと全体が公開買付けです。でも、公開買付けというのは失敗することもあるわけで、そうすると、むしろ勧誘をやることを決めることが公開買付けの決定なのじゃないかと思ったりもするわけです。あるいは買い集めだって、相手が売ってくれないと買い集めはできないわけですけど、その買い集めについて決定するというのは、じゃあ売ってくれることが確実じゃないとダメなのかということ、もちろんそうではなくて、買いに行こうということを決めるわけですね。むしろこういうミクロなことを考えないと、適用の有無は決められないのではないかと思いますので、ちょっと質問してみたわけです。

○森本　時間をとるつもりはないので、一言だけ言わせていただきますと、実現意図を持ってということと実現可能性の関係を少し整理する必要があると思うのですが、最高裁は、先ほど読み上げましたところで、公開買付け等の実現を企図して行う決定がなされたり、実現可能性があることを具体的に認められたりすることは要しないとか、後ろのほうでもそういうことを言っているのです

ね。だから、個別具体的にこの事案について実現可能性があるかないかというのではなくて、普通の人を考えたら実現されないような状況があったら、実現意図がないわけです。

殺すつもりでも、殺せないもので殺そうとしても犯罪にならないわけです。そういうレベルの問題じゃないかということです。実現意図という形でおっしゃるような可能性を考慮していると言われてたらそうかもわからないけれども、主観的にも、客観的にもそれ相応の実現可能性がある、ないという意味での可能性の低い、高いというのは、少なくとも最高裁は何も言っていないし、それはそれでいいのかなと思うということです。

そして、地裁の事実認定を詳細に調べないといけません、9月15日はまだ実現を意図した作業段階であり、きちっと判断したのは11月8日ですという判断も不可能ではないであろうということです。

○久保　今の実現の意図と実現可能性の整理が必要だというのは、私もそのとおりだと思っています。そこをまだちょっと攻めあぐねているところは、森本先生にご指摘いただいたとおりでらうと思います。

#### 【投資者の投資判断に与える影響の具体的内容】

○黒沼　次の判例にも行かなければいけないので、小出先生にご発言いただいて、それで次へ移りたいと思います。

○小出　実現可能性というのは別に条文のどこに出てくることもないわけで、これは刑事事件ですので、恐らく裁判所は、こういう条文にない言葉をメルクマールとして有罪か無罪を判断するというのにやはり抵抗があったのではないかと思います。そうすると、「決定」というのは条文にありますし、それから「投資者の投資判断に及ぼす影響」というのは条文にあるところなので、裁判所はそこで判断したかったのだというふうに、私は個人的には思っています。

そうすると、一般の投資家の投資判断に影響を及ぼすか及ぼさないかというのは、結構重要な判



断基準になった気がしていて、それで久保先生にお聞きしたいのは、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼす、及ぼさないというのは、結局それは株価に対する影響があるかないかという問題と考えてよろしいのでしょうか。

○久保 最終的には、そういう形で判断せざるを得ないだろうとは考えています。株価に影響を及ぼすかどうか、それを厳密にはかることができるかどうかというところで今かなり悩んでいるところはあると思いますけれども、投資判断に影響を及ぼすというのは、要するに買いに出るか、売りに出るかという話になるわけですので、何らかの形で株価にインパクトのある事実だと考えるべきなのではと思います。

○小出 ありがとうございます。そのように考えざるを得ないだろうと思うのですが、実務的に考えて恐らく怖いだらうなと思うのは、結局、インサイダーになるかどうかというのを事前に判断した上で決定を行わなければならないわけですが、株価に影響を与えるか与えないかということについては結果論なので、決定の段階では、株価に影響はないと思っていても、それが実は後で株価に影響を与えてしまったら、それはやはりインサイダー取引だと言われてしまうこともあるのかなという気はしていて、そうやって考えると、一般投資者の投資判断に対する影響というところについて、今後もう少し検討していく必要があるのではないかと。それに何がはまるのかということを考える必要があるのではないかなと。

以上、感想でございます。

【決定事実が段階的に公表される場合における重要事実の判定基準】

○黒沼 それでは、2つ目の判決の検討についてのご質問・ご意見をお願いします。

○森田 2番目のエルピーダ事件で被告になった人は官僚ですね。

○久保 はい。

○森田 証券アナリストとか証券会社とか、そういう人間がいたとしまして、それで例えば2月

4日に新聞記事が出ている、2月6日に決算説明会でこんなことをやっている、それで質問もしているかもしれませんが、これはやっとなと思って、買い注文か売り注文か知りませんが、それを自分のお客さんに案内していくというようなことは当然行われると思いますね。

○久保 まあ、あり得べしでしょうね。

○森田 そのときは、今の法制では、あなたのご説明では、まだ確定的な重要事実の公表ではなかったから、それはフリーリーにオーケーですと、こういうことでいいのでしょうか。

○久保 前提ですけれども、例えば証券アナリストといった人たちは、いわゆる記者会見的な決算説明会で話を聞いて、その情報をもとにお客さんに推奨しているわけですね。そうすると、そもそも公表された情報をもとに推奨しているということになるから、インサイダー取引にはかからないのではないですか。

○森田 それでいいのでしょうか。

○久保 だって、公表された情報に基づいて取引しているわけですね、今の事例だと。

○森田 公表された事例ですけれども、ここで問題事例とされているのは、後になればそれは重要事実であったというような評価を受ける一連の事実ですよ。

○久保 そうですね。

○森田 今のところ、それで証券関係者は捕まらないというのは、今みたいな解釈で、決定はもっと後だったというふうに言えば済むと、こういうことですか。

○久保 だから、恐らくこういうことを検討し始めましたというのも、何らかの影響を与えるというふうに仮定するとしても、それはその時点で検討を始めたところまでは公表されていたことになるわけですよ。だから、それは公表事実になっているからセーフと。だけど、検討の段階を超えて、もうこの方向で動きますよというのが後で出てくる……。

○森田 それは確定的になりましたと。

○久保 これはまだ公表されていませんねと。

○森田 確定的になりましたというだけが重要事実という扱いですね、どちらかというところ。

○久保 私はそういうふうには捉えましたが、でも。

○森田 いや、結構です。その辺だけ知りたかったのです。

○黒沼 今回の点に関連して1つだけ質問したいのですが、久保先生はご説明の中で、被告人がした取引のときに認識していた事実は何かということをついて、この判決は何が決定事実かを決めているのではないかとおっしゃいましたが、そうだとすると、例えば被告人が2月4日より少し前に取引をした場合には、何らかの別の事実をついて、やはりインサイダー取引をやったと構成する可能性もあったのでしょうか。

○久保 私はそういうふうには捉えています。もし何らかの検討をしているというのが市場にインパクトを与える重要な事実だということになっていけば、そういう事実が公開されない限りはだめなんじゃないですかという可能性はある。可能性はある段階で、実際に裁判所がそう捉えているというふうにするのかどうかというのはわかりませんが、何か一見すると、産活法を使って資本調達しますよというのは、それこそ日本織物加工判決のあの枠組みを使うと、そういうことに関する準備に見えるわけですね。もしその段階で何らかの取引に入っていて、その後公表されて、準備に入ったということで株価が動くことになると、インサイダーになる可能性はあるのではないかと気はしています。

○黒沼 今回の森田先生のご意見に対する対応で、最終的な決定だけが重要事実になるとおっしゃいませんでしたか。

○久保 いや、だから、段階があるのではないかとことです。検討を行いますというところと、その検討の段階を抜け出して実際にベクトルをこっちに向けますという段階の決定等、段階にグラデーションがあるのではないかと。で、今の森田先生のお話の中では、2月4日なり6日なりというのは、その前段階の決定について公表した

話ということになるわけですね。それで、その前段階についての検討を始めましたという決定については、これは公表されたということですから、そこまでは既に公表された事実だということになる。ところが、その検討の上のさらにもうちょっと具体的な決定というのは、まだ公表されていない決定だということになりますから、その公表されていない決定に基づいて取引に入るとインサイダー取引になるという、そういう理解でよろしいのではないかとことです。だから、最終的な決定だけが決定じゃないというふうには考えてはおりません。

○黒沼 この事件は、そのように段階的に決定がなされて、それが段階的に、正式の公表ではないかもしれないけれども、事実上公表されていったという特徴があると思うのですが、そういったときに、最終的な決定は、最終的な決定であるがゆえに、それ自体、重要決定事実ということになるのですかね。

つまり、資金調達を何らかの方法ですることはもう決まっていて、あとはその手段がよくわからない。その手段もいろいろな情報は出ているわけですが、その最終的な決定は、裁判所の認定によると3月26日にあったとすると、その決定を知って公表前にした者は、これは先ほどの議論の蒸し返しになってしまうといけません、インサイダー取引だということになる、そういう理解でしょうか。

○久保 途中で聞き取りづらくなったところがあるので、黒沼先生のご意見をちゃんととれているかどうかかわからないのですけれども、少なくとも3月26日の時点で産活法を使うことについての正式なベクトル向けというのが明確になったということで、そのことをYが知って取引に入ったことは、そのベクトル向けがされましたという情報が市場に出てこない限りは、それはインサイダーの規制にひっかかるということになるのではないかとことです。

○黒沼 それはそのとおりのかもしれないのですが、ちょっと自分の考えを言わせてもら

と、決定事実というのは、実現可能性が徐々に高まっていった、そこに何段階ものいろんな決定があると思うのです。普通は途中の決定は公表されていないので、最後の決定を知って、その公表前に買った人がインサイダー取引になるのですが、その前段階のところ徐々に公表されていった場合にどう考えたらいいかという問題を、この事件は提起しているように思えます。

○久保 私もそう思います。ですので、例えば2月の中旬の段階では、Yが持っていたのは、検討に入っていますよ、実際に検討作業をやっていますよというだけの情報ですよ、少なくとも判示を見る限りは。その段階で、2月6日で検討はしたいということをやっていたということになると、市場に流れていた情報とYが持っていた情報はずれていないと言われる可能性はあるのではないかという気はします。その段階で取引していたとすると、インサイダー取引ではないというふうになる可能性はあるかもしれないと思います。

しかし、5月の取引の段階で、かなり具体的なところまで詰めて決まってきたという状況のもとで、まだ検討中ですよ、何とかですよというグラデーションの下のほうの薄い段階の情報しか流れていない、少なくとも判決はそういうふう認定しているわけで、そういう状況だとすると、やはりグラデーションの低いところの情報と、実際に握っていた情報はグラデーションがかなり濃くなって、もうほとんど煮詰まってもうすぐジャムですというところの情報とでは段階のずれがあるとすると、やはりインサイダーだということになるのではないかという気はします。

○黒沼 ありがとうございます。

#### 【優越的な情報保持者に対するインサイダー取引規制適用の厳格化の可否】

○岸田 公表についてですが、この被告人は、大臣官房審議官という非常にたくさんの情報を知り得る地位にあります。そのため例えば10を公表したとしても、この人はその10から100を推定でき知っている情報すべてを公表・開示したとして

も、それ以外の情報をたくさん知っているわけですから、より厳しくインサイダーの規制を適用すべきではないかと思うのです。単に自分が知っている情報をすべて公表したから、もうそれで取引をやっているというのではなくて、この人は当事者の一人ですから、公表する、しないにかかわらず、その辺は考慮すべきじゃないかと思いますが、いかがでしょうか。

○久保 渦中の人であることは確かですね。渦中で動いているアクターの一人であることは確かですけれども、だから厳しくという話になるのですかね。それを伺っていると、何か感情論に近いところのように聞こえなくもないというか、中にいる人なのだから厳しく捉えるべきなのではないかというふうに聞こえました。もしそれが、断片的な情報であっても、ほかの情報と全部組み合わせると、これが重要事実だとわかるだけの情報を受け取っているのだから、インサイダーとしての規制をきちんと受けなさいというご趣旨のご発言だとすれば、それはそのとおりだろうと思います。

きょうご紹介した中で、ほとんど触れていない判決ですけれども、奥さんからちょぼちょぼとM&Aの話の聞いたら、本人もM&A取引の経験者で、そのちょぼちょぼとした話のなから、あっ、これは買い取りをやるのだなと嗅ぎ取って取引に入ったという事例は、インサイダー取引規制の重要事実を知ったと判示した判決がありますから、そのちょぼちょぼという断片が重要事実の伝達に当たりますよということになるのはあり得べしというご議論かと思いますが、それを超えて、もし官僚だからというご趣旨なのだだとすると、ちょっと違うかなという感じはいたします。

岸田先生のご見解を私のほうで誤解しているということであれば、遠慮なくご指摘いただけたらと思います。

○岸田 今申し上げたのは、普通の人ならば、10の情報を公表すれば、10でしか取引できないのですけれども、この人は10の情報を出すことによって100の知識があるためよりその取引をする可能性は高いわけですね。すると、公表した瞬間に

取引することは無理でないとしても、それに近い時期に取引ができる可能性が高いわけです。この人は前から情報を知っているわけですから、普通の場合の情報の公開とは公開の中身の意味が違うのではないかと、そんなことを申し上げているわけです。

○久保　私が誤解していたということがよくわかりました。おっしゃるのはそのとおりだろうと思います。ある程度バックグラウンドに関する知識をほかの人よりも持っているというときに、断片的な情報を手に入れたとしても、ジグソーパズルのピースの最後の1個がばたんとはまりましたというような事実を受け取ったということになると、それが重要事実の伝達になって、インサイダー情報が完成するということになる可能性はあるのだろうとは思っています。

ただ、そこら辺はまだ詰め切れていません。断片的な情報だけを聞いてもインサイダー取引になりますと言い切ってしまうといいのか、まだ自信を持って言い切れないのですけれども、そういう考え方の判決例が実際に出ているというのはそのとおりですし、そういう考え方はあり得べしかなというふうには思っております。

#### 【公知の事実として評価される時点】

○森田　インサイダー取引で規制、規制と今考えているけれども、マーケットに対しては、情報が適時開示されていくほうが望ましいですよ。

○久保　そうですね。

○森田　そうすると、段階、段階を踏んで開示していったということは非常に望ましい行為だったと思いますね。それで不幸にしてインサイダー取引をした人がいると、こうなっているのですけれども、実際問題として、岸田先生のような言い方をすれば、2月ぐらいに買ってあげばいいものを、5月15日かな、大分後に買いましたね。ということは、非常に確実になってから買っているわけですね。そうなったら情報はみんな出ているから、重要事実は特になかったと、このような評価はできないのですか。恐らくその人はそう思った

と思う。

○久保　恐らくそう思ったのだろうとは思いますがすけれども、だから、そう言えるのかというのがまさに争点になったわけですね。報道があって、最近の日経新聞を信頼していいのかという別の論点はあるかもしれませんけれども……。

○森田　続けて決算発表はするわ、新聞には取り上げられるわで、読売新聞もやったのかな。

○久保　読売新聞はインタビューです。だから、一番問題なのはそこだと思うのですね。読売新聞のインタビューがあって、かなり具体的に検討に入っていますという話をしたということで……。

○森田　まさにIRみたいなものですね。それで、情報はマーケットに出て行って、ああ、こんなことをするのと違うかとみんなに伝えていくと。

○久保　今回の報告では触れませんでしたけれども、ここをどう評価するのというのは、実は問題になり得たのではないかという気はしています。後追いをする情報機関が何もなかったので、2社以上に対する公表にならなかったという話になるのかもしれないけれども。

○森田　それはお上の規制としてはそうですよ。しかし、実際問題としては、そうやってマーケットにどんどん情報が出て行くということは好ましいことで……。

○久保　確かに好ましいことです。

○森田　そこまでいって、岸田先生の言い方をすれば、官僚の地位を利用して不当なもうけをしたというのだったら、2月ぐらいに買っていたのだったらまさにそう思うけれども、5月15日ぐらいだったら、もうみんな見ているし、もういいではないかと思っているかもしれないね。でも、最終決定はまだ出てなかった。

○久保　みんな出ていると評価していいのかが、恐らくこの一つの問題でしょうね。

○森田　それはそうですね。

○久保　少なくともこの判決の立場を擁護するとすれば、まだ正式発表もやっていないのに、全部出ていると言っているのか、ということなのだろうと思いますね。やはり何だかんだ言っても、

会社からのプレスリリースは出ていませんという段階で、みんなああ言っているけれども、本当のところはどうなんですかねという最後のひっかかりみたいところが取れていませんということになったら、それを例えば官僚筋から、いや、あれは本当にやるらしいというふうに聞いていると、そこはやっぱり格差がありますね、それはやはりおかしいですよという話になるのかもしれない。

【インサイダー取引規制における情報の格差の位置付け】

○船津 今の点に若干関係するところですがけれども、20ページの重要事実が公知の事実となっていたとの主張について、情報格差があったとして退けたのだけれども、格差がなくなった場合には刑事責任が否定される可能性があること自体は認められているというこの判決に関しては、重要事実該当性が否定されるという説明ではなく可罰的違法性がなくなるという説明のほうが整合性が保てるのではないかと久保先生はおっしゃっているのですけれども、そもそもの問題として、久保先生は情報の格差がなければ処罰しなくてよいとお考えですか。

○久保 形式犯だということの話ですか。

○船津 いや、形式犯だということもあるのですけれども、インサイダー取引は何を保護するのかというところがまさに問題になってくるところで、情報の格差の是正という、それに対するペナルティーというためだけではなくて、むしろアメリカ法的な信認関係というような話もあるとしたら、情報の格差がなくなっている、やはり公表するまではそういう立場にいる人はやってはいけないのだという、そういう考え方もありうるような気がしまして、情報格差がなかったらオーケーだとは必ずしもならないのかなという気がしました。

○久保 なるほど。ただ、少なくとも現行のインサイダー取引規制を説明するときに言われる話というのは、内部にいて情報を獲得した人が出し抜いて取引するというのはずるいよねという不公

正な部分を立法趣旨として挙げているというところがありますね。それが立法者意思なのだと。その点を考慮すればいいのだということになれば、もしも情報がみんなに流通していますよということになれば、立法者が意図したような情報格差でずるいことをやるという局面ではなくなっているのだから、もういいだろうということになるのだろうと思いますね。少なくとも現在の立法に対する説明からだけだと、そういう説明になるのだろうと。少なくとも証券取引法にインサイダー取引規制が導入されたときの説明はそういう説明だったわけで、それが今でもずっと続いていると理解するのであれば、これでいいというふうになるのだろうなと思います。

もちろん、ほかの規制趣旨もあり得るという話は存じていますが、まだそこまでちょっと理解が及んでいないというところがありますので、ほかの立法趣旨も取り込んで考えていくということになれば、今船津先生がおっしゃったように、情報格差がなくても、やはりそんなことをやったらだめだという話になる可能性があるのは、そのとおりだと思います。私がこういう立論をしてこれだというのは、少なくとも日本の証券取引法にこういう規制が取り込まれたときの説明はこうだったのだから、そこから説明するところなるということなのだと思っただけで理解していただければと思います。

○黒沼 ほかはいかがでしょうか。よろしいでしょうか。

それでは、ちょうど時間ですので、きょうの研究会はこれで終了とさせていただきますと思います。

8月は休会の予定で、次回研究会は、9月26日に大阪市立大学の高橋英治教授をお招きして、「ドイツにおける経営判断原則」についてお話を伺う予定です。

J P X 金融商品取引法研究会 2014年7月25日(金) 報告  
『インサイダー取引に関する最近の判例の検討』

大阪大学 久保大作

1. 最近 10年間のインサイダー取引に関する裁判例  
＝刑事裁判例 13 事例、行政裁判例 1 事例

①大阪高判 H17-10-14 (LEX/DB 文獻番号 28135391)

↑大阪地判 H17-5-2 裁判所ウェブサイト (LEX/DB 文獻番号 28105216)

◎代表取締役が、純損益・配当について直近の予想値よりも大幅に下がることを知り、損失回避のために同社株券を売却した事例。

※インサイダー取引規制違反の成立については争っていない模様。  
控訴理由は量刑不当。

②東京地判 H18-12-25 (LEX/DB 文獻番号 28135098)

◎大手新聞社の金融広告部員だった者が、申し込まれた広告の内容に含まれる株式分割等の情報を利用して株券を買い付けた事例。

※インサイダー取引規制違反の成立については争っていない模様。

③札幌地判 H19-9-10 裁判所ウェブサイト (LEX/DB 文獻番号 28135447)

◎F社の代表取締役であるYが、F社の社外取締役でありA社代表取締役であるBに対しF社の経営方針につき報告した際、BからA社が共同持株会社設立のために株式移転を行う旨の伝達を受け、A社株式を買い付けた事例。

※インサイダー取引規制違反の成立については争っていない模様。

④札幌地判 H20-1-16 裁判所ウェブサイト (LEX/DB 文獻番号 28145231)

◎A社代表取締役であるYが、株式移転による共同持株会社設立について、プレス配布資料作成等の業務についての業務請負契約の締結・交渉の過程でこれを知り、株券を買い付けた事例。

※規制違反の成立については争っていない、とするもの、事実認定について弁解があり、それに対して応答している。166条1項4号にいう「当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し知ったとき」の意義について、「当該契約の締結・交渉・履行に密接に関連する行為により知り知った場合も含む」と判示した。(プレス配布資料の作成自体については話し合っていないものの、これと密接に関連する経営統合後のコーポレートアイデンティティに関する語合いがされており、これがプレス配布資料作成と密接に関連する業務であり、その意味でプレス配布資料作成の請負契約締結の交渉といえる、とした。)

⑤大阪地判 H21-5-25 裁判所ウェブサイト (LEX/DB 文獻番号 25440833)

◎I Rコンサルティング契約を締結していた者が、経営利益の予想値の下落を知り、同社の株券を売却したほか、取締役を務めていた会社について予想配当額が実績値を下回ることを知り、同社株券を売却付けた事例。

※インサイダー取引規制違反の成立については争いはなかった模様。

⑥東京地判 H22-4-5 判タ 1382 号 372 頁

◎上場会社の社員から重要情報の伝達をうけた者およびその知人が、共謀して、信用取引により当該会社の株式を売却付けた事例。

※インサイダー取引規制違反の成立については争っていない模様。  
「犯罪行為により得た利益」の解釈として、信用取引によって得た差益とくらべて売付代金が高額にのぼるなど、全額の没収が犯人に対して過酷な結果となる場合には、差益等のみを没収することも合理的な裁量として許される、とした。また、共犯者の一部が売却代金を取得している場合に、必要の没収・追徴の趣旨が損なわれないのであれば、一部の共犯者のみから追徴することも許される、とした。

⑦東京地判 H23-4-26 (LEX/DB 文獻番号 25471735)

◎銀行のソニア・クレジット・マネージャーが、業務に関して第三者割当増資の事実について知った後、当該会社の株式を買い付ける等の行為を行った事例。

※「決定」の意義について、村上ファンド事件控訴審判決を引用。

⑧最決 H23-6-6 刑集 65 巻 4 号 385 頁 (村上ファンドインサイダー取引事件)

↑東京高判 H21-2-3

↑東京地判 H19-7-19

【後述】

⑨東京地判 H24-9-7 (判例体系判例 ID28211327)

◎被告人が、同人の妻から、同妻が社外取締役を務めるE社と資本提携に関する基本契約を締結しているD社が、E社株券の公開買付けを行うことを決定した事実の伝達を受け、E社株券を買い付けた事例。

※D社において「決定」がなされたのがいつか(業務執行決定機関として決定したのは誰(どの組織)か)、妻は本件事実を基本契約の履行に関し知ったといえるか、妻から被告人に対し事実の伝達があったといえるかが争いとなった。

⑧最決 H23-6-6 刑集 65 巻 4 号 385 頁 (村上フアン・ドイン・サイダー 取引事件)  
(原審=東京高判 H21-2-3、第 1 審=東京地判 H19-7-19)

【事実】

- ・ 被告人 Y 1 = 投資顧問会社である Y 2 社 (被告会社) の取締役であり、実質的経営者として Y 2 社やその運用する投資事業組合などを統括
- ・ Y 1 は、株式会社 N 放送 (以下「N 社」) の株券を多数取得すれば、N 社が筆頭株主となっている F テレビの経営も間接的に支配できることに着目し、平成 13 年 1 月から N 社株を順次買付けしていた
- ・ 平成 16 年 9 月 15 日、Y 1 は L D 社の H 及び M に対し、N 社株式の大量買い集めを働きかける。その後、H および M は N 社株の議決権の 3 分の 1 取得に強い興味を持ち、その実現のための資金調達や具体的方策の検討を L D 社従業員に指示  
⇒その後、11 月 8 日までに、3 分の 1 を目標に N 社株を購入するための作業等を行っていく旨を決定【決定事実】
- ・ 平成 16 年 11 月 8 日、L D 社側の要請で会議開催。Y 1、M から「資金の目的が違ったので、具体的に進めさせてほしい」という旨を聞く
- ・ Y 1 は、Y 2 の業務及び財産に関し、平成 16 年 11 月 9 日から平成 17 年 1 月 26 日までの間、投資事業組合等の名義で N 社株合計 193 万 3100 株を 99 億円余で買付け

【争点】

167 条 2 項にいう「決定」において、実現可能性が低い場合は除外されるのか

【判旨】

第 1 審=有罪

「前記判例 (注：最高裁判平成 11 年 6 月 10 日第一小法廷判決・刑集 53 巻 5 号 415 頁 (日本織物加工事件のこと) の趣旨からすれば、同法 167 条 2 項にいう「公開買付け等を行うことについての決定」をするに当たり、当該公開買付け等が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である。すなわち、実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高値は問題とならないと解される。弁護人の見解は、法が特段の限定もなく「決定」という意思決定自体をもって足りるとした趣旨を損ない、実現可能性の高い、低い、投資者の投資判断に実質的な影響を及ぼす程度か否かという主観的かつあいまいな評価要素を持ち込み、処罰範囲を不明確にするものであり、到底採用できない。」

このように解したとしても、処罰範囲が広がり過ぎることにはならない。なぜなら、前記のとおり、実現を意図してそれに向けた作業等を会社の業務として

⑩大阪地判 H25-2-21 裁判所ウェブサイト (LEX/DB 文庫番号 25445899)

◎インサイダー取引を行ったことを理由として課徴金納付命令を受けた者が、事実認定等を理由として処分の取消しを求めた訴えが認められなかった事例。

⑪横浜地判 H25-2-28 金法

⇒⑩判決を参照。

⑫東京地判 H25-6-28 (エルビーターメモリー等株券インサイダー取引事件)

【後述】

⑬横浜地判 H25-9-30 裁判所ウェブサイト (LEX/DB 文庫番号 25446020)

◎⑩判決の被告人が⑩判決被告人に対して重要情報を伝達し、⑩判決被告人がそれに基づいて株券の取引を行っていた事例。

※検察官は両者を共同正犯として起訴していたが、裁判所は⑩判決被告人について、買付け数量等の決定に関与しておらず、また取引から生じた利益について取り決めがなく、事後的な分配にも与っていないとして正犯性を否定し、訴因の変更を求めた。結果として、⑩判決被告人は単独正犯として、また⑩判決被告人はその幫助犯として、それぞれ処罰されている。

⑭東京地判 H25-11-22 (LEX/DB 文庫番号 25502467)

◎上場会社の会長秘書が、業務上の提券・株式交換を行う旨を決定した事実を職務上知り、E 社株券を買付けた事例。

※違法性の意識・利得目的について争ったが、裁判所は双方とも認定。

なお、本判決において株券不発行により債権の性質を有することとなった株式の没収について、没収された債権の処分等の手続規定がないという不備が指摘され、平成 26 年改正につながっている。

行うなど、ある程度具体的内容を持っていなければ「決定」といえないのであるから、実現可能性が限りなく低いものは「決定」の段階にまで到達し難いのである。また、いわゆるチャイニーウォール（情報遮断壁）構築するなど適切な情報管理措置を講じたり、信託を利用すれば不都合は除去できると考えられる反面、処罰基準を不明確にすれば、正当な取引までも広汎に萎縮させることになり、弊害が大きくなると考えられる。」

原審＝有罪判決は維持したが、量刑を変更

「公開買付け等を行うこととする者が行った当該「決定」が証券取引法167条2項にいう「決定」に該当するか否かは、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を確保するというインサイダー取引規制の理念に沿って、当該「決定」が、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否かを、その者の当該「決定」に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況、対象企業の特定状況、対象企業の財務内容等の調査状況、公開買付け等実施のための内部の計画状況と対外的な交渉状況などを総合的に検討して個別具体的に判断すべきであり、「決定」の実現可能性の有無と程度という点も、こうした総合判断の中で検討していくべきものである。なぜなら、同項に規定する「決定」が、会社の機関による最終的な決議を意味する一義的なものではなく、「……公開買付け等を行うことについての決定」という文言が用いられている幅のある概念であり、抽象的、一般的な方針の検討から会社の機関による最終的なものに至るまで種々のレベルの決議があり得るのであり、それが、同項に規定する「決定」に該当するか否かは、一義的、形式的に判断できるものではなく、どうしても、上記のようなそれが投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであるか否かという観点から実質判断をしなければならぬのであるが、その検討過程においては、その検討対象としての決議が果たして実現可能か否かという問いかけは、それがいかなるレベルのものであれ、常に問題となるのであり、「実現可能性」は、上記実質判断の検討過程における重要な指標として機能すべきものであるからである。

そして、上記の観点から見ると、証券取引法167条2項の「決定」に該当するといえるためには、決定に係る内容（公開買付け等、本件でいえば、大量株券集め行為）が確実に行われるという予測が成り立つことまでは要しないが、その決定にはそれ相応の実現可能性が必要であると解される。その場合、まず、内部的に（主観的に）、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定のできる機関において、それ相応の根拠を持って実現可能性があるものと判断している必要がある。しかし、この「決定」に該当するか否かの判断に当たっては、投資者の投資判断に影響を及ぼすものであるか否かという点が重要な判断要素となるのであるから、第三者の目から見ても（客観的にも）、実現可能性がある

といえるか否かについても検討しななければならない。すなわち、主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて、証券取引法167条2項の「決定」に該当するといえるのである。」

最高裁＝上告棄却

「証券取引法167条2項にいう「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するか否かについて検討する。同条1項（ただし、平成16年法律第97号による改正前のもの。以下同項につき同じ。）は、同条にいう「公開買付け等」の意義を定め、同条2項は、法人の業務執行を決定する機関が公開買付け等の決定をしたことが同条1項にいう「公開買付け等の実施に関する事実」に当たったことを定めても、同条1項において、投資者の投資に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除くものとしている。同条は、禁止される行為の範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していない。これは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条2項の決定の事実があれば通常そのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解される。したがって、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記「決定」をしたというためには、上記のような機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しないと解するのが相当である（最高裁平成11年6月10日第一小法廷判決、刑集53巻5号415頁参照）。これを本件についてみると、上記1（5）から（8）記載の事実を照らし、公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在しないという状況でなかったことは明らかであつて、上記「決定」があったと認めるに十分である。そうすると、原判決が、主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性あることを上記「決定」該当性の要件としたことは相当でないが、本件決定が同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するとした結論は正当である。



【検討】

1. 本判決の意義

- ・ 最一小判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁（日本織物加工事件）  
 =証券取引法166条2項1号にいう「株式の発行を行うことについての決定をした」ことの意義について、業務執行を決定する機関において株式の発行それ自体や、株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行うことを決定したことをいうものであり、当該機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことを要しないと解するのが相当、と判示
- ・ 当該行為をすること自体の決定だけではなく、それに向けた作業を会社の業務として行うことも「決定」を含む
- ・ 決定機関において当該行為の実現を意図して行うことが必要  
 ⊕ 確実に実行されるとの予測は必要ない(★)

本判決=この(★)の部分について、どの程度の実現可能性が要求されるのか、という点について解釈を示した判決

- ・ 原告が「主観的にも客観的にもそれ相応の根拠をもって実現可能性があるといえることが必要」とした点を破棄し、実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されない場合を除いて、実現可能性が具体的に認められることは要しない、と判断  
 ↓
- ・ 形式的には決定に該当しても、一般投資者の投資判断に影響を及ぼすことが到底できない場合は実質判断をすることを認めている
- ・ ただし、少しでも実現可能性があればよい、という判断

判決が示す実質論

- ・ 167条2項が、予測可能性の見地から、決定の事実があればそれだけで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定している、という理解  
 一 立案担当者による解説に沿った理解をしている  
 ※ もともと、立案担当者も、抽象的な「ついでに決定」を含めすべてを本条(+166条)の対象と考えているわけではなく、ある程度具体性を要求している点で、「決定」概念を解釈しているのではないか(後述)

2. 167条2項は形式的にすべての重要な事実を網羅していると解すべきか

- ・ 実現可能性を顧慮しないことを支持する見解  
 → 167条2項や166条2項1号等が、形式面に着目していることを強調する  
 → それらに該当しさえすれば他の考慮は不要、と考えている？  
 「(166条)1ないし3号は類型のみで投資者の投資判断に影響を与えようという意味で『形式』面に着目し、…4号は実際に投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすという意味で『実質』面に着目(する構成要件である)。…そうだとすると、1号に定める重要事実といえるためには、必ずしもそれが実際に投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものでなくてもよいはずである。」(小林憲太郎「日本織物加工判決判批」ジュリ1208号270頁)
- 「(166条1号の決定事実についてかなり早い段階の思いつきも該当してしまうのではない」という批判に対して)2号・3号の会社においては要求されていない投資判断に対する具体的影響が、1号の解釈に限って要求されるという解釈は明らかに不自然であろう  
 (橋爪隆「本件判批」論究ジュリ7号237頁)

・ しかし、167条(や166条)が過不足なく定型的に重要事実を拾えているとはいえない、という批判が正当ではないかと思われる

「(166条2項)1号ないし3号の解釈にあたり、投資者の投資判断に及ぼす影響その他の法の趣旨を全く考慮してはならず、文理的・形式的解釈のみで『重要事実』の該当性を判断すべきであることまでとはいえない。いかに定型的に投資判断の要因となり得る事実を概念的・客観的に挙挙げたとしても、立法技術的には限度があり、どうしても、ある程度解釈の余地のある記述的な規定方法を採らざるを得ないものがある。そうした場合に、各条項の解釈に当たっては、投資者の投資判断に及ぼすであろう影響の程度、証券市場に対する一般投資家の信頼を確保するという本条の趣旨に加え、投資者にとつて取引を行う時点においてその取引が処罰されるものであるか否かを明確とする規制範囲の明確化の見地など総合考慮し、適切な解釈を行い、『重要事実』の該当性の判断を行うことが必要とされる…」  
 (池上政幸「日本織物加工判決判批」研修613号23頁)

「公開買付けの対象として適切な範囲があるか否かを調査することを会社の業務の業務として行う旨の決定が法167条2項の所定の決定と解釈される可能性もある…」  
 (黒沼悦郎「本件判批」商事法務1945号8頁)

3. 「決定」の範囲を絞るための要因

「決定」かどうかの判断に際し、投資判断への影響を考慮するための限定要因として

裁判所は何も考えていないのか、

→「成熟性」(ないし「具体性」)を要求している？

(最高裁が、原審の一般論を否定しつつ「11月8日までの間に決定があった」とする結論自体は是認したと認めることについて) このことから、公開買付け等の実現可能性の高低は問わないが、当該案件が成熟し、その内容が具体化していく過程に最高裁が着目しているとも読み取れる。

(内田幸隆「本件判例」刑事法ジャーナル 31号 109頁)

↓ ↑

単に「11月8日までに『決定』がなされたことを認定すれば十分であり、…9月15日時点で『決定』がなされたか否かについてあえて判断する実益がな」かったから判断しなかったのだ、という見方もある

(藤爪隆「本件判例」論究ジュリ 7号 236頁)

学説でも、決定というためには具体性が必要であるという指摘が多い

「もとより、重要事実としての決定は、それが投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点から、ある程度具体的な内容をもつものでなければならぬ。したがって、合併に関する法的手続について一般的に調査研究を行うとか適当な合併手を探すためいくつかの候補会社について基礎資料の収集を行うという程度の決定では、合併を行うことについての決定をしたとはいえないであろう」

(横田裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』58頁)

↓ ↑

成熟性・具体性は必ずしも必要ない、という考え方もある

「会社の意思決定のあり方は様々であり、社内の意思決定が常に十分な検討・熟慮を踏まえてなされているわけではないと思われる。…『社長が言い出したら、もう後戻りはできない』という会社が存在するのであれば、単なる思い付きであっても、それは十分に確定された意思決定であり、『決定』としての実質を有しているという理解もありうるであろう」

(藤爪隆「本件判例」論究ジュリ 7号 238頁)

※この後者の考え方は実は「実現可能性」のような考え方が恐ろしいではないか？

……成熟度がある程度低くても、「もう後戻りはできない」＝実際に行動に出る可能性が高いことが、投資判断に対して影響を与えたと考えられる

…単なる主観的意思の強弱だけでなく、それが実際に実現する可能性をも

考慮しなければ、このような判断はできないのではないか

→成熟性・具体性だけでは事実の重要性を判断するための基準として不十分であり、「行為のインパクト」×「実現可能性」によって判断されるのではないか

→実現可能性の高低をほとんど問わないかのような判示は、行き過ぎではないか

②東京地判H25-6-28 (エルピーダメモリ等株券インサイダー取引事件)

【事実】

被告人Y＝経済産業省大臣官房審議官

<1：NECエレクトロニクス社株式について>

3月2日 NECエレクトロニクスのI社長、NECのJ専務からの提案により、ルネサステクノロジ社との事業統合を検討することとする

3月6日 ルネサスの次期社長Kと解散、本件事業等に向けた交渉を進めることについて合意する

【判決はこの時点で「同交渉を会社の業務として行うことを決定」とする】

3月9日 Y、NECのJ専務より、NECエレクトロニクスの事業統合を検討していると報告を受ける

4月16日 日経、本件事業統合に関する記事掲載

→NECエレクトロニクス社は「同社が発表したものではなく、かかる事業再編を決定した事実はない」旨の適時開示

【4月21日14時台に2回、4月23日9時12分、妻名義にて買付け】

4月23日10時30分ごろ Y、NECのJ専務から、4月27日に基本合意を締結し、同日付で対外発表する旨の報告を受ける

【4月27日 午前中に2回、妻名義にて買付け】

4月27日15時 本件事業統合について基本合意を締結、TDnetにより公表

<2：エルピーダメモリ株式について>  
平成20年10月末頃、エルピーダ社、業績悪化により、21年3月末時点で純資産維持条項に反しかねない状況に

同年12月から1月下旬にかけて、エルピーダ社のB社長・C最高財務責任者、経産省にYらを訪問し、エルピーダ社が政策投資銀行から出資や融資を受けるなどの政府支援を要請。政投銀に対しても同様の要請を行っていたが消極的な回答を得るにとどまっていた

↓  
Yら経産省側も政投銀関係者と面談、エルピーダ社への支援を求める。その際、経産省側から「融資→産活法改正後に出資へ切り替え」というスキームの検討を要請するも、政投銀側は消極的な意見

2月3日 産活法改正案、閣議決定のうえ国会提出

2月4日 日経、エルピーダ社が公的資金を使って一般企業に資金注入する制度を活用する検討に入ったという内容の記事掲載

→B社長は実際に検討等には着手したわけではなかったが、経産省側と協議のうえ、当社からの発表ではないこと、産活法が成立した場合には資本増強の選択肢の一つとして検討したいと考えていること、開示すべき事項が生じた場合には速やかに開示する旨の適時開示を実施

2月6日 第3四半期の決算説明会の説明資料において「新制度の適用を申請するかどうかは決まっていない、選択肢の1つとなるかどうかは詳細な制度設計を見たいうえで決めた」旨の記載。説明会においてB社長は「産活法についてはまだ決まっていたわけではないが、このようなスキームができるということはエルピーダにとつて望ましい、申請するかどうかは産活法のスキームが決まった後決めたい、非常に大きな選択肢のうちの1つであると考えている」と発言

2月7日 日経、エルピーダ社が公的資金活用を正式表明した旨の記事掲載

→経産省側はノーコメントとする旨を指導、Yにも報告

2月中旬 エルピーダ社B社長、Yら経産省側と相談したうえで、政投銀側と面談、出資や融資の要請を行う

→「ローン形式で資金を出したのち、産活法の出資枠組みができた時点で出資に振り替える」スキームが示されるが、政投銀側は消極姿勢

- 5月1日 経産省E参事官、エルピーダ社H役員に対して、勝手に対外的なコメントを行わないように指示（同月7日にも同様の申請（指示？））
- そのころ E参事官とH役員、エルピーダ社が産活法による事業再構築計画の認定を受けられるようスケジュール案を作成、Yらの了解を得る。その際、決算発表における想定問答を打合せ、申請中（検討中？）と答えることはやむを得ないということになり、Yにもその旨が説明される
- 5月12日 エルピーダ社決算発表および説明会。B社長、公的資料（支援？）を申請するかどうかは今の時点で検討中と発言。  
↓  
翌日「検討中、するともしないとも言っていない」趣旨の報道がされる
- 【5月15日・18日、Yの妻名義で買付け】
- 6月15日 エルピーダ社取締役会、産活法の適用申請を可決
- 6月18日 経産省・政投銀・民間金融機関とのミーティングで融資決定
- 6月19日 各紙、エルピーダが月内にも産活法の適用を申請する旨の記事を掲載  
⇒同社が発表したものではない旨の適時開示
- 6月22日 エルピーダメモリ、産活法に基づく認定申請
- 6月27日 日経、エルピーダが産活法の危機対応出資を申請し、政府が来週中にも認可の見通し、なる旨の記事を掲載  
⇒同社が発表したものではない旨の適時開示
- 6月30日 日経・産経、政府が同日に産活法の適用を認定する旨の記事を掲載  
⇒同社が発表したものではない旨の適時開示
- 同日 経済産業大臣の認定を取得→11時10分、第三者割当について適時開示

- ↓  
経産省のE参事官、B社長に対しエルピーダ支援の必要性を説明する利生の作成を指示、受け取った資料に修正を加える
- 2月25日 エルピーダ社H最高財務責任者、政投銀側に出資や融資を依頼したところ、産活法成立後、エルピーダ社が適用認定を受ければ出資に協力することになるといふような話を受ける→これをYらに報告
- 3月23日 台湾のDRAM業界関係者がYらと面談した際、Y、政府系金融機関から一般企業への出資が可能とする法案が上程されていること、成立すれば出資が可能になること、エルピーダが支援対象の典型例であることなどを説明  
↓  
エルピーダ社B社長ら、政投銀の反応やYによる言明をうけ、産活法による出資の見込みが立ったと考え、また政投銀の支援がなくなると取引先からの出資などによって純資産維持事項問題については解決の見通しが立ったことから、中長期的な資金繰りのために政投銀からの出資を求める方向で準備を進めることに  
↓  
政投銀への第三者割当増資のためには定款変更が必要なことから、事前に取締役会の承認をえておく必要があると考えた
- 3月26日 エルピーダ社取締役会において、H役員が産活法に基づく出資を受けることを準備検討していることを報告し、特に反対意見なし一方針が事実上承認  
【判決は、この時点で、B社長が改正産活法に基づく事業再構築計画の認定を取得し、これによって政投銀に第三者割当を行うことで増資することの準備を会社の業務として進めることを決定したものと認定】
- 4月22日 改正産活法、成立
- そのころ 経産省内で、守秘義務を厳守してインサイダー取引をしないように注意
- 4月25日 読売新聞、エルピーダ社B社長のインタビュー記事掲載。これによれば、公的資金を活用した資本増強について、DRAMメーカーが産活法に与える影響は非常に大きく、できるだけ早く申請したいと述べ、5月7日以降に500億円規模の出資を申請する方針を明らかにした、とのこと。  
↓

判旨2① (NECエレクトロニクスの重要事実の公表時期)について：判時141頁4段目～142頁1段目)

「NECエレクトロニクスの重要事実が4月27日午後3時の適時開示により公表されたと認められることは前示のとおりである。また、同月16日付け日本経済新聞朝刊紙上の記事及びそれに引き続く後追い報道があったことは弁論人が指摘するとおりである。

しかしながら、上記日本経済新聞の記事内容は、NECエレクトロニクスが発表したというものではなく、情報源が判然としないものであり、また、NECエレクトロニクスは、その直後に上記2(8)のとおり、同記事は同社が発表したのではなく、報道にあるような事業再編を同社として決定した事実はないという旨の適時開示を行っている上、その日のうちに、N 相佐(筆者注：経産省の官僚である)が、報道内容について、ルネサステクノロジ及びNECエレクトロニクスの両社が発表したのではなく、現時点で報道されたような事業再編について決定した事実はないとの報告を受けた旨の記事解説を作成して経産省内に配布している。NECエレクトロニクスは、従前より適時開示という手段によって情報を一般投資家に知らしめていたものであり、また、NECエレクトロニクス内部でも秘密裏に本件事業統合を検討していたという状況もあり、上記日本経済新聞の記事及びその後追い報道も含めて、NECエレクトロニクスの代表取締役ないし広報担当者等が会社の正式な意思として広く一般投資家に知らしめる意図をもって取材に応じたとは考え難い。弁論人が、各報道内容及びそれについての取材の有無についての弁論人から報道機関への照会内容、あるいは、この種報道の実情等に言及して指摘するところを検討しても、このような報道について、NECエレクトロニクスに対する何らかの裏付け取材があった上での報道であり、4月21日の被告人によるNECエレクトロニクス株券の買付け開始に至るまでの間に、NECエレクトロニクスの重要事実の公表があったなどという疑いは生じない。」

判旨2② (エルピーダメモリの重要事実の公表時期)について：判時143頁1～3段目)

「エルピーダメモリは、6月22日、改正産活法に基づく事業再構築計画の認定申請を行い、同月30日、経産省大臣の認定を取得し、同日午前11時10分、TDnetにより適時開示を行い、エルピーダメモリの業務執行を決定する機関が改正産活法に基づく第三者割当増資を行うことについての決定をした旨のエルピーダメモリの重要事実を公表した。エルピーダメモリは、重要事実の公表を東京証券取引所のTDnetによる適時開示で行うこととしており、かつ、適時開示を行うに当たっては、投資家に会社情報を正確に伝えるため、開示文案について、担当部署において作成するなどし、東京証券取引所の事前チェックを受けた上で適時開示していたことに照らしても、上記公表がエルピーダメモリの重要事実の公表に当たると認めることができる。

弁論人は、2月4日付けのエルピーダメモリによる適時開示、同月6日あるいは5月12日のB社長による報道機関への説明内容に言及し、これらにより、エルピーダメモリが改正産活法の適用を検討していることは既に一般投資家の間で広く知られるところであり、各株券買付け時点では未公表ではなかったと主張する。この点、上記エルピーダメモリによる適時開示は、改正産活法の成立に連れ、資本増強の選取の一環として検討することに前向きな内容(なお、開示すべき事項が生じた場合には、速やかに開示する旨の会社の意向も付記されている)となっており、また、B社長による報道機関に対する説明では、

【判旨】有罪。

判旨1 (エルピーダメモリの重要事実)について：判時142頁2段目から143頁1段目)

「金融商品取引法166条2項1号にいう業務執行を決定する機関は、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足り、同号にいう第三者割当増資を行うことについての決定をしたというは、業務執行を決定する機関において、第三者割当増資を自己や第三者割当増資に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうと解されるところ、エルピーダメモリの業務執行を決定する機関といえるB社長が、3月26日に開催されたエルピーダメモリの定時取締役会が、改正産活法に基づく取締役への第三者割当増資を行う方針を示して事実上承認を受け、この日にB社長が、取締役への第三者割当増資を行うことに向けた準備をエルピーダメモリという会社の業務として進めることを決定したことにより、同社の業務執行を決定する機関による第三者割当増資を行うことについての決定がされたと認めることができる。

弁論人は、エルピーダメモリの重要事実の決定時期について、1月末ごろには、あるいは、遅くとも2月4日までには決定された旨主張する。そこで検討すると、平成20年から平成21年にかけてのエルピーダメモリの懇念は、平成21年3月期における財務制限事項への抵触であり、これを回避するために投資家に働き掛け、経産省の助力も求められていたことである。そのような中で、いわゆる産活法の改正が取り沙汰されるようになり、エルピーダメモリとしては、B社長としては、この新たな制度が自社に適用されることを期待していたことは明らかである。しかしながら、弁論人が指摘する時期をみると、産活法の改正は、閣議決定の上国会に提出されたという段階にすぎず、エルピーダメモリとしても、具体的制度の内容を把握していたわけではないし、制度の具体的な適用に向けて、会社としての準備、

検討をする段階に至っていないとはいえない。B社長の上記期待は、改正産活法による資本増強という具体的な方策に向いてはいるが、なお現実的にそれを会社として推進することに決したという段階にまで至っていないとはいえず、それは、弁論人が指摘する時期のB社長の発言に「選取のうちの一つである」という趣旨がみられることにも現れており、改正産活法の適用を申請し、それにより資本増強を行うことを検討するとの意思は表されていても、それをもって重要事実の決定があったこととみることではできない。そして、B社長は、この平成21年3月の段階に至り、上記財務制限事項への抵触を回避すること及び確実な増勢となり、かつ、改正産活法の内容が明らかとなり、中長期的な資金繰りという観点で同改正に基づく新制度の適用を検討したというのであり、その後前示のような台湾関係等との協議の席上における被告人の発言があり、期待を深めたB社長が第三者割当増資の実施に必要な会社内の手続を目指し、3月26日の定時取締役会において改正産活法に基づく第三者割当増資を行うことの方針を報告し、事実上の承認を得た上で第三者割当増資を行うこと、それに向けた準備を進めることとしたと認められるのである。このような経緯や検討状況についてのB社長による説明は、当時エルピーダメモリの置かれた状況をよく反映し、その上で3月26日の定時取締役会での報告と事実上の承認の意味を説明するものであることに加え、H役員の供述とも整合している。そうすると、その他弁論人が主張するところを踏まえても、エルピーダメモリの重要事実は3月26日に決定されたと認められるのが相当である。」

あるいは、そのような期待を有していることは否定してはいない。しかしながら、本件では、政投議を対象とする第三者割当増資に関して、エルピーダメモリの通時開示がなされていなかった状況があり、複数のこれに関連する報道があったとしても、会社の意思としての情報の公開とは異なるものである。産産省の内部に開示する報道があればこそ、そのような情報の漏洩に通じていたといえるのであり、一般投資家と被告入との間にはなお格差があったといえる。エルピーダメモリの重要事実が公知の事実となっており、投資家の投資判断に影響を有するものではなくてはならないから、「業務に関する重要事実」には当たらないなどという弁護人の主張は採用しない。」

【検討】

1. 業務執行を決定する機関について

- ・ NECエレクトロニクス＝同社のI社長、と認定
- ・ エルピーダメモリ＝同社のB社長、と認定

→いずれも、これまで判決でされたような「他の取締役から実質的な決定を行う権限を付与されたこと」の認定はされていないように思われる

↓ (弁護人も積極的に争っていない…決定時期を前倒しさせたいから?)

↓

社長であれば、事実上、そのような権限付与を受けている、と考える?

2. いつ「決定」があったか

=エルピーダメモリにおける決定の時期が争いとなる

判旨1…弁護人主張の時期においては、「産活法の内容を把握していたわけではない」

「制度の具体的な適用に向けて準備・検討をする段階に至っていたとはいえない」

「会社として推進することに決したという段階にまで至っていたとは言い難い」

→ほかの選択肢ではなく、「産活法を利用した出資」という選択をすることが明確になった時点が3月26日である、という判断をしているように思われる

①日本織物加工事件における「実現の意図」を、かなり具体的な選択を行った時点で認定する姿勢、といえそう

↓↑

「資金調達」という最終的な目的に向かっていくつかの選択肢を同時並行的に追及している場合には、「決定」はなかった、ということになるのか?

※2月中旬の時点で、B社長は「融資+産活法認定後に出資振替え」というスキームを政投銀團に示している

→決定機関たるB社長において、それなりの準備・検討がされた?

改正産活法の申請は未定であるが、そのようなスキームはエルピーダメモリによって望ましく、申請するかどうかはスキームが決まった後で決めたいが、大きな選択肢のうちの一つであると考えているなどといううのもである。発表用資料には、エルピーダメモリが新制度の適用を申請するかどうかは決まっていないとしつつも、詳細な制度設計を見ただ上で選択肢の一つとなるかどうか決めたという旨の記載がある。しかしながら、いずれの発言等もおおむね検討上であることを示すものと理解できるものであり、B社長の当時の発言内容が、改正産活法に基づいて政投議から出資を受けるということについて、既に決定した事柄としてこれを推進するというような姿勢を示したものは解されない。B社長は、「6月30日の通時開示までは本件重要事実を公表したことはない、5月12日の記者発表及び決算説明会において本件重要事実を公表したとの認識はない」旨を述べ、エルピーダメモリの役員、産産省のE参事官及びD課長も同様の供述をしている。このような各供述は自然なものと評価できるし、また、前記2(12)で認定したような経産省からの秘密保持の要請、エルピーダメモリの報道への対応等に関する事実関係とも矛盾せず、いずれも信用できるものといえる。

そうすると、被告人が同社の株券を買い付けた5月15日及び同月18日の時点において、エルピーダメモリの重要事実が公表されていたことはできず、この点に関する弁護人の主張は理由がない。」

判旨3③ (NECエレクトロニクスの重要事実が公知の事実となっていた、との主張について；判時142頁1～2段目)

「4月16日付けの日本経済新聞紙上の報道等があり、それが社会に発信されていたとしても、それをもって会社の意思が表明されたことを示すものと直には解されないことは明らかであり、しかも、前示のとおり、上記日本経済新聞紙上の記事について、NECエレクトロニクスは、同日中に、同社が発表したものでなく、報道にあるような事業再編を同社として決定した事実はないという旨の通時開示を行っている。加えて、NECエレクトロニクスの重要事実に関し同社からは通時開示がなされていない。そうすると、NECエレクトロニクスの重要事実が、被告人が同社の株券を買い付けた同月21日ないし同月27日午前10時40分の期間においても、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼし得る情報であったとみることができ、被告人は、その立場の故に、NECエレクトロニクスに関する情報に接することができていたのである。一般投資家と被告入との間で情報の格差があったのは明らかである。NECエレクトロニクスの重要事実が、報道により同月21日より前に公知の事実となっており、重要事実ではなくないなど、被告入の主張は採用できない。」

判旨3② (エルピーダメモリの重要事実が公知の事実となっていた、との主張について；143頁3～4段目)

「また、エルピーダメモリの通時開示やB社長の報道機関への説明により、被告入と一般投資家との間には情報上の隔ちは存在せず、エルピーダメモリの重要事実が公知の事実となっており、既に投資家の判断に影響を有するものではなくないから「業務に関する重要事実」には該当しない、あるいは、該当しないことになったとの主張について検討すると、エルピーダメモリが改正産活法の適用を検討していることが報道されていたことは弁護人が指摘するところであり、B社長も、そのような検討をしていること、

4. 重要事実が公知の事実となったとの主張について

弁護人…NEC エレクトロニクスについては4月16日付報道等により、エルピーダメモリについては適時開示や決算説明等により、それぞれの重要事実が公知の事実

となっており、「重要事実」に該当しなくなった、と主張

↓↑

判旨3①②＝「一般投資家と被告人との間には情報の格差があった」として退ける

※公知の事実といえるような場合、一般投資家との間に情報格差がなくなつて場合に、刑事責任が否定される可能性があること自体は、認めているように思われる

↓↑

ただし、本件で情報の格差を認定する際に「公表がない」事実だけを挙げている  
→事実上、公表がなければ情報格差はずつと残る、という立場をとっている？

※情報の格差がなくなつたと認められた場合、重要事実該当性がなくなる？

↓

少なくとも表面上は形式的に重要事実を捉えているように見える判例に対して、重要事実該当性をなくすというロジックは整合性で難があるように思われる  
→可罰的違法性がなくなる、という説明のほうが整合性を保てるのではないか

②1月下旬と3月26日の決定では資金調達目的が異なるから、1月末時点での

検討は3月26日の決定と連続性をもたない、ということ？

↓ (松井秀征「本件判批」商事法務2018号10頁の分析)

↓ 資金の使用用途が変われば連続性は切れる、ということになると、むしろ

規制が過少になってしまう可能性があるのではないか？

↓

むしろ、本件買付け行為が行われた時点でYが認識していた重要事実が、どの時点で確定的なものとなったのかを判断した、ということではないか？

3. 公表の有無

判旨2①＝スクープ的報道に対して、公表概念(166条4項)を厳密に当てはめている

・「公表」概念…人権保障の観点から明確に規定する、というのが立案者の意図

⇒法に定めた方法でなければ「公表」にはならない、ということになる

…認定事実による限り、NEC エレクトロニクスが行ったのは公表措置とはいえず、

このような結論にしか言いえないのではないかと思われる

判旨2②＝B社長による説明会での説明…公表措置には該当しうる

→判旨は、「いずれの発言等もおお検討上であることを示すものと理解でき」

「既に決定した事柄としてこれを推進するというような姿勢を示したものと

とは解されない」と判示して公表があったとはいえない、とする

↓

重要事実(申請を前提とした第三者割当増資に向けて準備する)と説明内容(検

討中である)とに違いがある以上、公表があったというのは難しい

日本取引所金融商品取引法研究 第2号 2016年1月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。