

証券取引審議会公正取引特別部会の「自己株式  
取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備に  
ついて」の報告書について

証券取引審議会・平6. 2. 7

証券取引審議会公正取引特別部会は、昨年11月15日の第1回会合以来、自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について審議を行ってきたが、去る2月7日開催の第5回会合において、その審議結果を「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」と題する報告書として取りまとめた。

同報告書は、自己株式取得規制の緩和に当たって証券取引の公正を確保するための諸措置として、①内部者取引規制、②自己株式の取得方法の在り方、③自己株式取得に関する開示、④自己株式取得と新株発行等との関係について考え方を整理しており、同報告を踏まえ、証券取引法の改正等の制度の整備が早急に図られていくことが期待されるとしている。

同報告書の概要及び全文はそれぞれ次のとおりである。

証券取引審議会公正取引特別部会報告の概要

自己株式取得規制の緩和に当たって証券取引の公正を確保していくためには、以下のような諸措置をとることが必要。

1. 内部者取引規制

- (1) 自己株式の取得の決定を内部者取引規制上の「重要事実」として規定し、これを公表しなければ会社及び会社関係者等は当該会社の株式の取得等を行うことができないとすることが適当。
- (2) ただし、具体的な取得予定日等を公表することはかえって相場の操縦等につながりかねないため、その公表を行わなくとも、会社自身は自己株式の取得を行えることとすることが適当。

## 2. 自己株式の取得方法の在り方

(1) 自己株式の取得に当たり、以下のような行為が行われる場合には、相場操縦禁止規定との関連で問題が生じ得るものであり、会社・市場関係者は、この点を十分に認識して対応する必要がある。

- 寄り付き前に前日の終値を上回る水準の指値で自己株式の買付けの委託を行うこと。
- 市場における取引終了前の一定の時間帯に自己株式の買付けの委託を行うこと。
- 多数の証券会社に同時に自己株式の買付けの委託を行うこと。
- 直近の約定価格又は買呼値気配を超える価格で自己株式の買付けの委託を反復継続して行うこと。
- 相場が一定の価格を下回ったときに自己株式の買付けの委託を反復継続して行うこと。

(2) また、次に掲げるような取引態様等については、不正取引行為を禁止した規定等との関係で問題が生じ得ることにも留意する必要がある。

- 自己株式の買付けに関して、取得計画の策定や具体的取得予定日、取得予定数量、取得方法等について風説を流布し、又はこれに類する行為を行うこと。
- 株主総会において承認され公表された取得計画が、当該授権期間終了後において、正当な事由なく、全く実施されていないこと又は当該計画に比べて実際の取得状況が著しく少ないこと。

(3) 利益による株式の消却のために、公開買付けの手続きを用いた自己株式取得をも行い得るよう制度の整備を図ることが適当。

## 3. 自己株式取得に関する開示

自己株式の取得等の計画及びその実施は、一般投資者の投資判断に与える影響が大きいことに鑑みると、現行の開示制度をさらに充実し、①株主総会において決議された取得計画及び②決議後例えは四半期ごとの取得状況等について開示を義務付けることが適当。また、自己株式取得の授権期間終了後においても、当該期間の取得状況等が有価証券報告書に記載されることが適当。

## 4. 自己株式取得と新株発行等との関係

新株発行等の価格決定に影響を及ぼし得る期間内に、又は新株発行等の期間中に、自己株式の取得を行う場合には、相場操縦禁止規定との関係で問題が生じ得るものであり、会社・市場関係者は、この点を十分に認識して対応する必要がある。

## 自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について

証券取引審議会

公正取引特別部会

平成6年2月7日

### I. はじめに

今般、法制審議会は、自己株式取得等について、①利益による株式の消却のために行う自己株式取得の手続きの緩和を図る、②従業員持株会への譲渡等のための自己株式取得を認める等の商法改正案を取りまとめている。こうした規制の緩和について、企業財務、証券取引の観点からみると、企業が利益による株式消却を機動的に行い得ようになるので、過去のエクイティ・ファイナンスや株式の持ち合い状況、将来の自己資本利益率の見通し等を勘案し、自らの成長力に応じて財務政策等を選択していく上での自由度を広げることとなると考えられる。また、従業員持株会が機動的な株式取得を行う上での選択の余地が広がるものとなる。このような措置は、株式投資の魅力を高め、ひいては安定的で活力のある証券市場の確立にも資することが期待される。

### II. 証券取引の公正の確保を図るための措置の必要性

1. 我が国においては、証券取引審議会におけるこれまでの検討をも踏まえ、証券市場の取引の公正を確保するため、内部者取引規制、株式等の大量保有の状況に関する開示等の諸措置の導入、証券取引等監視委員会の設立等の制度の整備が図られてきている。
2. 今般の商法改正案により、企業が利益による株式の消却及び従業員持株会への譲渡等のために自己株式取得を行うことができることとなるが、自己株式取得は当該株式に関する情報を最も良く知っている者が行う取引であるだけに、会社の内部情報を用いた不公正な取引が行われることのないよう、あるいは、そのような疑いが持たれることのないよう制度の在り方やその運用についての考え方を整理しておく必要がある。また、自己株式取得は会社の財務・経営をあずかり、株価に直接の関心を持つ者自身が行うものであるだけに、相場操縦等の行為が行われることがないようにしていくことも重要である。さらに、当該会社が自己株式取得を行うこと、あるいは、その決定等を公表すること自体が投資者の投資判断や市場の動向等に対して大きな影響を及ぼし得ることを勘案すると、証券取引の公正を確保する観点からこれらの点についてどのように考えるかを検討しておく必要がある。
3. 自己株式取得等の規制の緩和に当たって証券取引の公正を確保し投資者の保護を図るためには、基本的には、現行証券取引法における制度をまず適切に運用することにより対処することが肝要である。しかしながら、自己株式取得の取引の性格に鑑み、特に①内部者取引規制、②自己株式の取得方法の在り方、③自己株式取得に関する開示等に関して、今般の商法改正案に対応

し、改めて現行制度の適用に当たっての考え方を整理するとともに、適切な制度の整備を図ることが必要である。

### Ⅲ. 証券取引の公正を確保するための諸措置について

#### 1. 内部者取引規制

(1) 現行の証券取引法においては、会社の業務等に関する重要事実を知った会社関係者等はその重要事実が公表された後でなければ自社の株式等を売買してはならないこととされるなどの内部者取引規制が設けられている。また、上場会社等の役員がその職務により取得した秘密を利用して株式等の売買を行い不当な利益を得ることを防止するための規定も設けられている。

しかしながら、自己株式取得は、会社の役職員が、会社の計算で、会社が保有する情報に基づいて行い得る取引であることに鑑みると、内部者取引規制の重要性は一層高まるものと考えられる。すなわち、会社の内部情報を用いて会社の計算で自己株式取得を行う、あるいは、会社関係者等が会社による自己株式取得に関する情報を知って自己の計算で当該会社の株式の取得を行う場合には、情報を的確に知り得ない一般の投資者は著しく不利な立場に置かれることになり、これが放置されれば証券市場に対する投資者の信頼が大きく損なわれることになりかねない。

したがって、自己株式取得等に係る規制緩和に対応して、内部者取引規制の実効性を確保するため、現行の内部者取引規制がどのように適用され得るかについての考え方を改めて整理しておくとともに、必要な制度の整備を図っておくことが重要である。

(2) まず、会社による自己株式取得の決定を内部者取引規制上の重要事実と位置付けるかどうかという点については、自己株式取得の決定が会社の財産に関するものであって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものであり、また、既に現行法上、新株等の発行、資本の減少、利益の配当等の決定が重要事実として明記されていることを勘案すると、この決定は内部者取引規制上の重要事実として考えることが適当であり、今般の商法改正案に対応し、法令によりこれを重要事実として規定すべきである。

(3) 今般の商法改正案で想定されている手続きを考慮すると、取締役会等の株主総会への議案の提出の決定、株主総会における決議、具体的な取得方法についての決定等の各々の段階において決定が行われるが、自己株式取得の決定を重要事実と該当するものとして規定した場合、各段階において内部者取引規制がどのように適用されるのかについては、以下のように整理することができよう。

① 業務執行を実質的に決定する機関が行う一定の重要な決定は内部者取引規制上の重要事実と該当することとされている。したがって、取締役会等の実質的な業務執行決定機関により自己株式取得のための議案を株主総会へ提出することが決定された場合、あるいは、それに

向けて具体的な検討をするよう決定された場合においては、その決定の事実を知っている会社関係者等は、その時点以降これが公表されない限り、当該会社の株式の取得等を行うことができない。

- ② 商法改正案により許容される自己株式取得は、株主総会の決議が要件とされている。株主総会における自己株式取得の決議について、既に株主総会へ提出する議案が公表されている場合であって、これが株主総会で否決され、あるいは、修正の上可決されたときには、その決議の内容が公表されない限り、会社又はこれを知っている会社関係者等は当該株式の取得等を行うことができない。
- ③ 次に具体的な取得についての決定であるが、具体的な取得予定日、取得予定数量、取得方法等を公表することは株価に大きな環境を及ぼしかねず、会社が自己株式を円滑に取得することを困難にするおそれがあり、また、相場操縦等につながりかねない面もあることを考慮すると、会社自身が自己株式の取得を行う場合においては、具体的な取得予定日等の公表を行わなくとも自己株式取得を行えることとすることが適当である。また、株価が変動する可能性があること等を認識しながら、あえて具体的な取得予定日等の流布をするといった行為は、風説の流布等の禁止規定、相場操縦禁止規定等に抵触するおそれがあることにも留意する必要がある。

なお、会社関係者等が実際に具体的な取得予定日等の未公表の情報を用いて自らのために取引を行う場合には、まさに投資判断に影響を及ぼす重要事実についてその地位に基づき知った者が一般の投資者との保有情報量の格差を利用して取引を行うことにほかならず、内部者取引規制の対象になることは言うまでもない。

投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと考えられる規模の自己株式取得については重要事実から除外するべきであるとの考え方もあるが、前述のように会社の役職員が会社の計算で行う自己株式取得は具体的な取得予定日等を公表しなくとも行えることとすれば、新たに除外規定を設けずとも、実務上特に問題は生じないものと考えられる。

- (4) 新製品の企業化の決定や決算内容等の重要事実の公表前に会社の役職員が会社の計算で行う自己株式取得の場合については、現行の規定により内部者取引規制の対象となる。この場合に、自己株式取得を担当する会社の役職員が、新製品の企業化の決定等、自己株式取得の決定以外の重要事実が発生していることを知らずに自己株式の取得を行うという事態も考えられる。これを当該会社と投資者との関係でとらえた場合には会社内にも重要事実が存在しており、会社全体としてみれば重要事実が公表されないまま自己株式取得が行われるということになる。

こうした事態は内部者取引規制との関連で問題が生じ得るものであり、会社においては、自己株式取得に当たり担当役職員が他に重要事実が存在しないことの確認を行うなど、内部者取

引規制の趣旨を踏まえた適切な情報管理措置により対応をしていくことが肝要である。

## 2. 自己株式の取得方法の在り方

(1) 自己株式取得は会社の財務・経営をあずかる者自身が行うものであることから、このような者がこれを利用して相場操縦等を行おうとする誘因が強く働く可能性があるが、一方で、会社は、自己株式取得が相場操縦であるとの疑惑を持たれることをおそれて、自己株式取得に過度に慎重になることも考えられる。不公正な取引を防止する一方、公正な方法で自己株式取得が行われ得るようにするため、現行の証券取引法にある相場操縦禁止規定についての考え方を改めて整理しておく必要がある。

(2) 市場における自己株式取得について、不公正取引を防ぐ一方、取引を行う者が相場操縦の疑いを持たれずに取引を行えるようにするため、米国の例にならい、一種のルール（いわゆるセーフ・ハーバー・ルール）等を設けるべきである、との指摘がある。しかしながら、我が国の場合、次のような点を考慮する必要がある。

① 商法改正案で要請される手続きや取締役の責任、更に、上記の内部者取引規制等を勧案すると、一般的には自己株式取得の透明性や公正性は、ある程度制度的に担保されているものと考えられる。

② 我が国における相場操縦禁止規定は「売買取引を誘因する目的」等主観的要素、取引の態様等を総合的に勧案した上でその適用の有無が判断されてきているものであり、取得価格・数量等の外形的な基準によりあらかじめ相場操縦違反とはならない行為を類型として法令に規定することは難しい。

また、自己株式取得について法令によりあらかじめ市場における取引の態様を限定するということも考えられるが、現行の相場操縦禁止規定に加えて、あえて自己株式取得の場合に限って新たな規定を設け、これに違反した場合に制裁を課すような制度を設けることは、過剰な規制となるおそれがある。

以上の点を勧案すると、市場における自己株式の取得に関する一種のセーフ・ハーバー・ルールを法令で規定すること又は取引の態様を法令で限定することは困難である。しかしながら、自己株式取得に当たって、相場操縦禁止規定に違反するとの疑いを招くような具体的取引態様が何らかの形で示されることとなれば、これが避けるべき行為の一つの目安として機能し、公正かつ円滑な取引が行われていくことに資すると考えられる。

(3) 我が国における相場操縦禁止規定の適用に関する考え方については、平成4年1月の不公正取引特別部会中間報告（「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について」）において既に示されている。その考え方は自己株式取得についても当てはまるものであるが、自己株式取得の取引の性格や相場操縦禁止規定違反に関する過去の判例等をも勧案すると、例えば以下のよ

うな行為は相場操縦禁止規定との関連で問題が生じ得ることに留意する必要がある。特に、これらの行為が組み合わされて取得が行われた場合には一層問題が大きいと考えられる。

- 寄り付き前に前日の終値を上回る水準の指値で自己株式の買付けの委託を行うこと。
- 市場における取引終了時間前の一定の時間帯に自己株式の買付けの委託を行うこと。
- 多数の証券会社に同時に自己株式の買付けの委託を行うこと。
- 直近の約定価格又は買呼値気配を超える価格で自己株式の買付けの委託を反復継続して行うこと。
- 相場が一定の価格を下回ったときに自己株式の買付けの委託を反復継続して行うこと。

また、次に掲げるような取引態様についても、不正の手段、計画若しくは技巧をすること等不正取引行為を禁止した規定、風説の流布・偽計等を禁止した規定又は相場操縦等行為を禁止した規定との関係で問題が生じ得ると考えられる。

- 自己株式の買付けを、株式、転換社債、新株引受権付社債等の募集又は売出しの価格決定に影響を及ぼし得る期間内に、あるいは募集又は売出しの期間中に行うこと（「4. 自己株式取得と新株発行等との関係」参照）。
  - 自己株式の買付けに関して、取得計画の策定や具体的取得予定日、取得予定数量、取得方法等について風説を流布し、又はこれに類する行為を行うこと。
  - 株主総会において承認され公表された取得計画が、当該授権期間終了後において、正当な事由なく、全く実施されていないこと又は当該取得計画に比べて実際の取得状況が著しく少ないこと（「3. 自己株式取得に関する開示」参照）。
- (4) 会社・市場関係者は、上記のように、相場操縦禁止規定、不正取引行為禁止規定等の関連で問題が生じ得ることを十分に認識して対応する必要がある。

今般の自己株式取得等の規制の緩和に対応した取引慣行が確立されていくまでにはある程度時間を要するものと思われるが、このような取引慣行が確立される過程において、上記で示したような取引態様が避けるべき行為の一つの目安として機能し、公正かつ円滑な取引が確保されていくことが期待される。

- (5) 今般の商法改正案においては、利益による株式の消却のために行う自己株式取得について、市場を通じた取得という方法に加えて、公開買付けの手続きを用いた取得という方法も容認している。公開買付けの手続きを用いた自己株式取得は、すべての株主に均等に会社への売却機会を与え得るとともに、①取引の透明性を確保し得る、②一般の投資者に対して公平に当該取得に関する情報を適切に開示できる、等の点で有効なものと考えられ、また、短期間に大量の株式消却を行いたいといった企業のニーズにも対応できるものである。今般の自己株式取得等の規制の緩和に伴い、利益による株式の消却のために、現行の公開買付けと同様の手続きを用いた自己株式取得を行い得るよう制度の整備を図ることが適当である。

公開買付けの手続きを用いた自己株式の取得は、市場における取得と同様に、株主総会決議で授権が与えられた取得計画に基づき行われるものであり、内部者取引規制の観点からこのような取得計画が公表されない限り、会社は自己株式取得を行うことはできない。こうした取得計画に基づく自己株式取得を公開買付けの手続きを用いて実施するとの具体的な決定は、その手続きに従っていずれ公告されることとなる。この決定は具体的取得予定日等の決定にほかならず、その公告前にこのような具体的取得方法等を公表するとかえって相場に影響を及ぼしかねないこともあるため、会社はこれを公表せずとも市場から自己株式取得を行い得ることとすることが適当である。ただし、会社関係者等が、公開買付けの手続きによる自己株式取得を実施するとの未公表の情報を用いて、自己の計算で当該会社の株式の売買を行う場合には、内部者取得規制の対象とすべきである。

なお、公開買付けの手続きを用いた自己株式取得を行うに当たっても、公開買付けの実施に関する風説の流布等によって相場の変動を凶るような不正行為は避けるべきであり、また、例えば新株発行等の価格決定に影響を及ぼし得る期間に公開買付けの手続きを利用するといった形で不正取引行為の疑いが持たれることのないよう十分認識していく必要がある。

### 3. 自己株式取得に関する開示

- (1) 会社がいかなる自己株式の取得・消却等を計画しているか、また、実際に取得・消却等を行っているかということは、当該会社の株主のみならず一般の投資者の投資判断に与える影響が大きい。この点を考慮すると、自己株式取得等の規制の緩和に対応して、現行の開示制度を更に充実し、取得予定総額、取得予定株数等一定の事項について、①株主総会決議後及び②取得後一定期間内に、適時に開示することを義務付けるような制度の整備を図ることが適当である。

この場合、株主総会決議後の情報開示については、相場に影響を及ぼす可能性を考慮し、株主総会において決議された取得計画を開示することにとどめ、具体的な取得予定日、取得予定数量等まで開示する必要はないものと考えられる。

また、取得後の開示については、タイムリー・ディスクロージャーの見地からできる限り頻繁に開示が行われることが望ましいが、他方、開示を行う者の事務負担に配慮し、過度の規制とならないよう留意する必要がある。例えば四半期ごとに遅滞なく自己株式の取得状況等について開示を義務付けることが考えられる。更に、自己株式取得の授権期間終了後においても、当該期間の取得状況等が有価証券報告書に記載されることが適当である。

なお、公開買付けの手続きを用いて自己株式取得が行われる場合においては、公開買付け期間終了後、現行の手続きに沿ってその買付けの結果が開示されることとなる。しかしながら、一定期間内に公開買付けによる取得のみならず市場を通じた取得が行われることもあり得るの

で、これを合わせた自己株式取得の全体の状況は、例えば四半期ごとに遅滞なく開示されるとともに、授権期間終了後においても当該期間の全体の取得状況の開示が行われることが必要である。

- (2) このような開示制度について、内部者取引規制との関連をも含め、自己株式取得に係る実務上の流れに沿って整理をすると、以下のようなものと考えられる。
  - ① 取締役会等で株主総会への議案の提出の決定が行われた場合、あるいは、それに向けて具体的な検討をするよう決定された場合においては、内部者取引規制上、その決定の事実を知っている会社関係者等がその決定以降当該会社の株式の売買を行うためには、その前に議案内容を公表することが求められる。
  - ② 株主総会において決議された自己株式の取得計画は有価証券報告書の記載事項とされることにより、一般の投資者に開示される。
  - ③ 自己株式の実際の取得状況等については、例えば四半期ごとに取得状況等を記載した報告書が遅滞なく大蔵大臣に提出され、公衆の縦覧に供されることにより開示される。
  - ④ 自己株式取得の授権期間終了後において提出される有価証券報告書に当該期間の自己株式の取得状況等が記載されることにより、一般の投資者に開示される。
- (3) 自己株式の取得・売却等の計画の公表自体が相場に影響を及ぼし得ることから、例えば株主総会において承認された取得計画が、正当な事由なく、全く実施されていない場合又は当該取得計画に比べて実際の取得状況が著しく少ないような場合について、開示の在り方等からみて検討する必要がある。仮にこのような行為が相場に影響を及ぼすとの目的のために行われた場合には、不正取引行為を禁止した規定との関係で問題が生じ得ることは既に述べたとおりであるが（「2. 自己株式の取得方法の在り方」参照）、市場の環境の変化等でそのような状況に至った場合においては、例えば有価証券報告書に取得を行わなかったことの理由の開示を求める等の開示制度の適切な運用により対応していくことが適当である。

#### 4. 自己株式取得と新株発行等との関係

- (1) 自己株式取得は企業財務の観点からは新株発行等と反対の効果を持つものである。しかしながら、自己株式取得によって株価の維持・上昇を図り、新株発行等の条件を有利にするために一種の相場操縦的な取引が行われるおそれもある。過去の実例を見ても、相場操縦が新株発行等に絡んで行われた事例がある。
- (2) このような不正取引を防止するため、新株発行等と関連して自己株式取得について一定の規制を設けることが考えられる。しかしながら、現行制度の下でもそもそも相場を安定させる目的をもって取引を行うことは基本的に禁止されており、また自己株式取得により新株発行等の条件を有利にしようとするような行為は、相場操縦禁止規定との関連で問題になりかねない

ことに留意する必要がある。また、新株発行等の決定は重要事実であることから、このような決定があれば、これを知りつつ公表せずに自己株式取得を行うことは、内部者取引規制上禁止されており、まずこうした規定の適切な運用により不公正取引に対処することが必要である。

更に、証券会社に対しても相場操縦的行為の予防的見地から新株発行等期間中における会社役員等の買付けの受託を行うことが規制されており、こうした規制を適切に整備することにより対応し得るものと考えられる。

- (3) 以上の点を考慮すると、新株発行等の価格決定に影響を及ぼし得る期間内に、あるいは新株発行等の期間中に自己株式の取得を行う場合には、相場操縦禁止規定との関係で問題が生じ得ることが十分認識されるよう、相場操縦との疑いを招くおそれのある行為の類型の一つとして示すとともに（「2. 自己株式の取得方法の在り方」参照）、新株発行等に際して相場操縦的行為の予防的見地から設けられている現行規制の適切な整備・運用を行うことにより対処することが適当であると考えられる。

#### Ⅳ. 結 び

以上のとおり、自己株式取得等の規制の緩和に伴う証券取引制度の在り方について検討を行い、その結果を取りまとめたところである。

本報告を踏まえ、証券取引法の改正等の制度の整備が早急に図られていくことが期待される。また、公正取引の確保のために、会社・市場関係者により責任と自覚をもってこの制度が適切に運用されることが何よりも肝要であることは言うまでもない。