

2015年9月18日 全14頁

# 「知る前契約」に関するインサイダー見直し

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- 2015年9月2日、インサイダー取引規制の適用除外規定に関する内閣府令及びガイドラインの改正が行われた。
- 具体的には、いわゆる「知る前契約」、「知る前計画」に基づく売買等について、より包括的な適用除外の規定を設けることとしている（内閣府令改正）。
- 加えて、いわゆる「対抗買い」（防戦買い）に係る適用除外規定について、解釈の明確化を図るものとしている（ガイドライン改正）。
- 改正後の内閣府令は、2015年9月16日から施行、ガイドラインは同2日から適用されている。

※本稿は、2015年8月6日付レポート「『知る前契約』に関するインサイダー見直し案」を、最終的な府令、ガイドラインに基づき書き改めたものである。

## はじめに

2015年9月2日、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」（内閣府令第50号。以下、改正府令）が公布された<sup>1</sup>。また、同日、「金融商品取引法等に関する留意事項について」（金融商品取引法等ガイドライン）も改正された<sup>2</sup>（以下、改正後の金融商品取引法等ガイドラインを改正ガイドラインと呼ぶ）。

これらは、2012年12月25日に取りまとめられた金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」報告書（「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」。以下、WG報告書）<sup>3</sup>を踏まえて、インサイダー取引規

<sup>1</sup> 平成27年9月2日付官報（号外第199号）。

<sup>2</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1.html>）に、改正府令の新旧対照表などとともに掲載されている。

<sup>3</sup> 金融庁のウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121225-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html)）に掲載されている。拙稿「イ

制の適用除外規定について、次のような見直しを行うものである。

◇いわゆる「知る前契約」、「知る前計画」に基づく売買等について、より包括的な適用除外の規定を設ける。

◇いわゆる「対抗買い」に係る適用除外規定について、解釈の明確化を図る。

## 1. 「知る前契約」、「知る前計画」

### (1) 改正府令の概要

改正府令では、会社関係者等に対するインサイダー取引規制の適用除外が認められる、いわゆる「知る前契約」、「知る前計画」に基づく**売買等**<sup>4</sup>として、より包括的な規定を設けるとしている。

具体的には、適用除外の新たな類型として、次の場合が追加される（改正後の有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下、取引等規制府令）59条1項14号。なお、2015年6月18日に金融庁が公表した原案（『有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）』及び『金融商品取引法等に関する留意事項について』（金融商品取引法等ガイドライン）の一部改正（案）の公表について）<sup>5</sup>からの主な変更点については、後述(4)参照。）

◇次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ. 重要事実を知る前に締結された書面による契約の履行又は重要事実を知る前に決定された書面による計画の実行として売買等を行うこと

ロ. 重要事実を知る前に、次に掲げるいずれかの措置が講じられたこと

①当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者（注1）に対して提出され、その提出の日付について、当該金融商品取引業者による確認を受けたこと（注2）

②当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（注3）

③当該契約又は計画が、（インサイダー取引規制上の）「公表」措置に準じ公衆縦覧に供され

「インサイダー取引規制の見直し」（2013年1月18日付レポート）も参照

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118\\_006704.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.html)。

なお、同報告書は、2013年2月27日に金融審議会金融分科会に報告され、「金融審議会金融分科会報告」としてとりまとめられている。

<sup>4</sup> 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又はデリバティブ取引をいうと定義されている（金融商品取引法166条1項）。

<sup>5</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150618-1.html>）に掲載されている。

たこと

ハ、当該契約の履行又は当該計画の実行として行う売買等につき、売買等の別、銘柄、期日、当該期日における売買等の総額又は数（注4）が、当該契約・計画において特定されていること、又は当該契約・計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること

（注1）第一種金融商品取引業（有価証券関連業に該当するものに限り、第一種少額電子募集取扱業務（いわゆる株式型クラウド・ファンディング業務）のみを行うものを除く）を行う者に限る。

（注2）当該金融商品取引業者が、その契約を締結した相手方又はその計画を共同して決定した者である場合を除く。

（注3）金融商品取引業者が、その契約を締結した者又はその計画を決定した者である場合に限る。

（注4）デリバティブ取引においては、これらに相当する事項。

イは、売買等が「知る前契約」、「知る前計画」に基づいて執行されること、ロは、その契約・計画が、重要事実を知る前に締結・決定されたことを担保するための措置を講じること、ハは、「知る前契約」、「知る前計画」に基づく売買等につき、裁量性・恣意性が排除されていることを求めるものと考えられる。

同様の見直しは、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制の適用除外についても設けられている（改正後の取引等規制府令 63 条 1 項 14 号）。

なお、ここでいう「知る前計画」については、法人が決定したもののみならず、個人が決定したものであっても、「計画を、当該計画を実行する意思のもと、書面により作成すれば、通常、計画を『決定』したと言える」（金融庁「コメントの概要とそれに対する金融庁の考え方」<sup>6</sup>（以下、「金融庁の考え方」）No. 2）との見解が示されている<sup>7</sup>。

また、特定の書式はないものの、「書面による契約」・「書面による計画」である必要があり、電磁的記録により作成されたものは含まれないと解されている（「金融庁の考え方」No. 6、7）。

## (2) いわゆる「知る前契約」、「知る前計画」とは

会社関係者に対するインサイダー取引規制を前提にすれば、いわゆる「知る前契約」とは、「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契約」、「知る前計画」とは、「業務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」を意味している<sup>8</sup>（金融商品取引法 166 条 6 項 12 号）。

<sup>6</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1/01.pdf>）に掲載されている。

<sup>7</sup> 「知る前契約」については、「金融庁の考え方」では特に触れられていない。私見だが、「契約」と「計画」を分けて考えるべき理由はなく、同様に考えてもよいのではないかと思われる。

<sup>8</sup> 公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制の場合、「知る前契約」は「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株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する契約」、「知る前計画」は「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

こうした「知る前契約」の履行や「知る前計画」の実行として行われる売買等について、インサイダー取引規制の適用除外が認められる理由は、「重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であることが明らかな場合には、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうことはない」<sup>9</sup> ためと説明されている。

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

### (3) 見直しの背景

改正前の法令の個別列挙主義による規定の在り方は、「知る前契約」、「知る前計画」に該当する取引の範囲を明確にするメリットがあった。しかし、法令が定める類型に当てはまらない新たな取引形態が現れた場合、法令を改正して、改めて「知る前契約」、「知る前計画」に指定しない限り、適用除外が認められないというデメリットもあった。

WG 報告書は、こうした点を踏まえて、次のような提言を行った。

取引の円滑を確保する観点から、次の視点に基づいた基本的考え方を明確化し、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、必要に応じガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくことが適当である。

- ・ 未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画であること
- ・ 当該契約・計画の中で、それに従った売買等の具体的な内容が定められているなど、裁量的に売買等が行われるものでないこと
- ・ 当該契約・計画に従った売買等であること

上述の見直しを行うに当たっては、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに配慮する必要がある。この点については、反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」で

計画」を意味している（金融商品取引法 167 条 5 項 14 号）。

<sup>9</sup> WG 報告書 pp. 10-11。

あれば、事後的に捏造されるおそれは典型的に低く、また、単発の取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であっても、未公表の重要事実を知る前に締結・決定したことが明確であるような措置（例えば証券会社等による確認を得るなど）がとられるならば、「契約」や「計画」が捏造されるおそれは低いところであり、これらの観点を踏まえ、適切な制度整備が図られることが必要である。

（出所）WG報告書 p.11。なお、下線は筆者による。

改政府令は、基本的に、上記のWG報告書の提言（特に、下線部）を踏まえて、「知る前契約」、「知る前計画」に関する「より包括的な適用除外の規定」を定めるものといえるだろう。

#### (4) 原案からの主な変更点

改政府令に関して、2015年6月18日に金融庁が公表した原案からの主な変更点は、次の通りである。なお、技術的な語句の修正などは割愛している。

- a. 前記(1)ロ②の措置（「当該契約又は計画に確定日付が付されたこと」）について、原案では特に制限がなかったものが、改政府令では、「金融商品取引業者が、その契約を締結した者又はその計画を決定した者である場合に限る」との制限が設けられた。
- b. 前記(1)ロ③の措置（「契約」・「計画」の金融商品取引法166条4項・167条4項の公表措置に準じた「公衆の縦覧」）について、原案では「公開」又は「公衆の縦覧」とされていたものが、改政府令では、「公開」は不可とされ、「公衆の縦覧」のみとされた。
- c. 前記(1)ハの措置（「契約」・「計画」における売買等に関する事項の特定）について、契約又は計画によって特定すべき売買等に関する事項から「価格」が除外された。また、原案で「数」とされていたものが、改政府令では「当該期日における売買等の総額又は数」と改められた。

##### (a) 「確定日付」

a. の変更は、「知る前契約」・「知る前計画」について、インサイダー取引規制の適用除外を、単に「確定日付が付された」というだけで認めれば、規制の潜脱を招く恐れがあるとの指摘を受けたものと説明されている。すなわち、包括的な「知る前契約」・「知る前計画」による適用除外を認めれば、「あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、（筆者注：入手した未公表の重要事実に基づいて）有利な契約又は計画のみを履行又は実行し、不利な契約又は計画を履行又は実行しないこと」（「金融庁の考え方」No.19の「コメントの概要」）で、実質的にインサイダー取引と同視されるような取引がなされる危険性がある。特に、「確定日付の付与を受ける措置については、実行しないこととした契約又は計画を隠匿することが容易であり、事実上規制をすり抜けることができる」（同前）との指摘が原案に対してなされていた。

金融庁は、こうした指摘を受けて、改政府令では、単に「契約又は計画に確定日付が付された」だけでは足りず、「金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る」とした。これは、指摘された潜脱行為を防止するために、「知る前契約」・「知る前計画」について金融商品取引業者（証券会社）の関与を求めることで、一種のゲートキーパーとしての機能を果たさせようというものだと思われる。

#### (b) 「公表」（「公衆の縦覧」）

b. の変更は、「報道機関に対して公開する措置及びホームページ上に公開する措置は、『知る前契約・計画』の公表措置として認めない」という趣旨だと説明されている（「金融庁の考え方」No. 21、22）。

また、ここでいう「公衆の縦覧」手続も、あくまで（金融商品取引法）「第 166 条（第 167 条）第 4 項に定める公表の措置に準じ公衆の縦覧に供されたこと」（「金融庁の考え方」No. 23）、すなわち、インサイダー取引規制上の「公表」（適時開示、臨時報告書など）に準じて行われることが求められている。その結果、例えば、「大量保有報告書の公衆の縦覧は、（筆者注：金融商品取引法第 166 条（第 167 条）第 4 項の定める）公表の措置に含まれていないことから、これに準ずる『知る前契約・計画』の公表措置としても認められない」（同前）との見解が示されている。

#### (c) 売買等に関する事項の特定

c. の変更は、「知る前契約」、「知る前計画」に基づく売買等についての裁量性・恣意性を排除するために、その契約・計画の中で特定されるべき事項のうち、原案では「数、価格及び期日」とされていた箇所が、「期日並びに当該期日における売買等の総額又は数」に改められた。

具体的には、まず、原案で掲げられていた「価格」が、改政府令では特定されるべき事項から除外された（「金融庁の考え方」No. 32）。

また、原案の「数」については、改政府令では「当該期日における売買等の総額又は数」と改められた。

これは、契約又は計画により、「売買等の総額又は数」が、「『期日』単位（1日単位）で特定され又は裁量の余地がない方式により決定されている必要」（「金融庁の考え方」No. 29）があることを意味する。「一定期間における売買等の総額又は数を定めるのみでは、『当該期日における売買等の総額又は数』が特定され又は裁量の余地がない方法により決定されているとは言えない」（同前）とされている。同様に、「『数』の上限又は下限を定めるのみでは、特定され又は裁量の余地がない方式により決定されているとは言えない」（「金融庁の考え方」No. 31）と解されている。

なお、「契約」・「計画」において、「当該期日における売買等の総額又は数」を定めたにもか

かわらず、結果的に、定めた「総額又は数」に満たない取引しかできなかった場合に、どのように取り扱われるか、という問題が考えられる。この点について、金融庁は、「計画のとおり売買等を行わなかったことは、『数』が特定され又は裁量の余地がない方法により決定されているか否かの問題ではなく、売買等が『計画の実行として』行われたと言えるか否かの問題」であって、「外部的な事情により、やむを得ず計画に満たない数の取引しか行えなかったことは、基本的に、売買等が『計画の実行として』行われたことを否定するものではない」との見解を示している（「金融庁の考え方」No. 30）。

### (5) 「インサイダー取引規制に関するQ & A」

2015年9月2日、改訂府令に合わせて、金融庁は「インサイダー取引規制に関するQ & A」の改訂を行った（以下、「改訂Q & A」）<sup>10</sup>。この中で、新たに「知る前契約」・「知る前計画」と重要事実の入手・公表との関係の整理を行っている。

具体的には、「『知る前に締結された』又は『知る前に決定された』とは、『売買等を行う時点において知っている未公表の重要事実を知る前』に締結又は決定されたことを意味する」<sup>11</sup>という「原則」を示した上で、次のような事例を挙げて説明している。

具体例として、契約の締結又は計画の決定の時点において知っている重要事実Aが売買等を行う前に全て公表又は中止され、また、当該契約の締結又は当該計画の決定の後に知った重要事実Bが当該売買等を行う時点において未公表となっている場合を想定します（なお、当該契約の締結又は当該計画の決定の時点から、当該売買等を行う時点までの間において、重要事実A及びBのほかに知っている重要事実はないものとします。）。

ここで、売買等を行う時点において重要事実Bは未公表の重要事実ではありますが、契約の締結又は計画の決定は重要事実Bを知る前に行われていることから、当該売買等が適用除外の要件を全て満たせば、「知る前契約・計画」に係る適用除外の対象となると考えられます。一方、重要事実Aとの関係では、その公表又は中止の後に売買等が行われているため、そもそもインサイダー取引規制上、問題は生じません。

このように、例えば、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実（上記例では重要事実A）を知っていたとしても、当該重要事実が全て公表された後に売買等を行うことを内容とする契約又は計画を締結又は決定することにより、売買等を行う時点において知っている他の重要事実（上記例では重要事実B）との関係で、「知る前契約・計画」として活用することができると考えられます。

（出所）金融庁「インサイダー取引規制に関するQ & A」（平成27年9月2日改訂）問5

<sup>10</sup> 金融庁のウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/common/law/insider\\_qa/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/common/law/insider_qa/01.pdf)）に掲載されている。

<sup>11</sup> 「改訂Q & A」問5。

すなわち、「契約の締結」・「計画の決定」時点で未公表の重要事実（上記事例の「A」）を知っている場合、そのままでは「知る前契約」・「知る前計画」による適用除外は認められない。しかし、その重要事実（「A」）が全て公表されてしまえば、事後的に新たな未公表の重要事実（上記事例の「B」）を知ることになったとしても、「知る前契約」・「知る前計画」による適用除外が認められるということであろう。

## 2. 「対抗買い」

### (1) 改正ガイドラインの概要

いわゆる敵対的買収などにおいて、公開買付け等の対象となった上場会社等の取締役会が決定した要請に基づいて、その要請を受けた者が、いわゆる「対抗買い」（防戦買い）を行うことは、会社関係者に対するインサイダー取引規制の適用除外とされている（金融商品取引法 166 条 6 項 4 号）。

改正ガイドラインでは、上場会社等の取締役会による「対抗買い」要請の決定について、次のような解釈の明確化が図られている（改正ガイドライン 166-1～2）。なお、2015 年 6 月 18 日に公表された原案から大きな変更点はない。

- ①上場会社等の取締役会（注1）が決定した要請（注2）が、公開買付け等があることについての 合理的な根拠に基づく ものであり、かつ、当該公開買付け等に 対抗する目的 をもって行われたものである場合には、（インサイダー取引規制の適用除外が認められる要件である）「対抗買い」の要請に該当する。
- ②上記の要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら行う買付け等は、インサイダー取引規制の適用除外が認められる買付け等に該当しない。

（注1）上場投資法人等については、役員会（金融商品取引法施行令 31 条の2）も含む。

（注2）監査等委員会設置会社においては、取締役会の決議による委任に基づく業務執行取締役の決定した要請、指名委員会等設置会社においては、取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定した要請を含む。

つまり、敵対的買収などの脅威にさらされている上場会社等の取締役会が、「合理的な根拠」に基づいて（後述(4)(b)参照）、自社に対する公開買付け等があると判断して、それに対応する目的で要請を行ったのであれば、インサイダー取引規制の適用除外要件を満たす。言い換えれば、「対抗買い」の要請に当たり、真に公開買付け等が存在・進行している事実を確認することまでは求められないという趣旨であろう。

ただし、上場会社等の取締役会は、「合理的な根拠」に基づいて、自社に対する公開買付け等があると信じて「対抗買い」要請を行ったが、その要請を受けた者の方では、実は公開買付け

等の事実は存在しないことを知っていた場合には、インサイダー取引規制の適用除外は認められないこととされている（②）。

なお、①と同様の見直しは、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制（金融商品取引法 167 条）の適用除外についても設けられている<sup>12</sup>（改正ガイドライン 167-1）。

## (2) いわゆる「対抗買い」（防戦買い）とは

いわゆる「対抗買い」（防戦買い）とは、上場会社等の株券等に係る公開買付け又はこれに準ずる行為（公開買付け等）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に基づいて、当該上場会社等の特定有価証券等の買付け等を行うことであり、会社関係者に対するインサイダー取引規制の適用除外が認められている（金融商品取引法 166 条 6 項 4 号）。

こうした「対抗買い」（防戦買い）の実行として行われる売買について、インサイダー取引規制の適用除外が認められる理由は、（いわゆる敵対的買収において）「発行会社側に武器対等の観点から最低限の防戦買いの機会を与える」<sup>13</sup>ためと説明されている。これは、例えば、次のような事情により、「対抗買い」（防戦買い）の要請先が、被買収者の「**会社関係者**」に該当する可能性が高いことが背景にあるものと思われる。

- ①被買収者が、「対抗買い」（防戦買い）を要請する相手は、通常、その会社の親密先、例えば、取引先などであることが想定される。
- ②ところが、被買収者の取引先などは、「会社関係者」に該当する可能性が高く（金融商品取引法 166 条 1 項 4 号）、取引関係などを通じて被買収者の未公表の重要事実を知っていれば、インサイダー取引規制の対象者となってしまう可能性も高い。

その結果、インサイダー取引規制の適用除外が認められないと、上記のような場合、そもそも「対抗買い」（防戦買い）ができなくなり、買収者に対して被買収者が著しく不利な立場に立

<sup>12</sup> ②に相当するガイドラインの見直しは、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制（金融商品取引法 167 条）については、行われていない。その理由は、上場会社等の取締役会が「合理的な根拠」に基づいて存在すると信じた自社に対する公開買付け等が、本当は実在しなかったというような場合、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制の前提となるべき「公開買付け等事実」そのものが存在しないこととなる。その結果、そもそも「公開買付け等事実」が存在しない以上、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制（金融商品取引法 167 条）の適用の前提を欠くという考えに基づくものだと説明されている（「改訂 Q & A」問 4(4)）。岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011 年）p. 342 も参照。

<sup>13</sup> 木目田裕・上島正道監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務[第 2 版]』（商事法務、2014 年）p. 350。

たされてしまうというわけである<sup>14</sup>。

また、同様の（「対抗買い」に関する）適用除外規定は、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制についても設けられている（金融商品取引法 167 条 5 項 5 号）。こちらにも、基本的には、買収者と被買収者の「武器対等」のための措置と考えられるが、会社関係者に対するインサイダー取引規制とは異なり、「対抗買い」（防戦買い）の要請先が、「**公開買付け等事実**」の「**第一次情報受領者**」に該当してしまうという、次の①～③のような事情が背景にあるものと思われる。

- ①被買収者は、「対抗買い」（防戦買い）の要請を行うに当たって、通常、買収者から公開買付け等事実の伝達を受けたことを説明するものと考えられる。
- ②ところが、被買収者は、法令上、買収者の「公開買付者等関係者」に該当するため（金融商品取引法 167 条 1 項）、被買収者から要請と共に公開買付け等事実の伝達を受けた者は、「第一次情報受領者」となり、インサイダー取引規制の対象者となってしまう。
- ③さらに、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制の場合、規制が解除されるための「公表」措置は、原則として、（被買収者などではなく）買収者（公開買付者等）が主体とならなければならない（注）（金融商品取引法 167 条 4 項）。

（注）例外としては、例えば、買収者（X）が上場会社である被買収者（Y）に要請して、Y が取引所における適時開示を行って「公表」するというケースがある（金融商品取引法施行令 30 条 1 項 4 号）。また、「公表」措置ではないが、Y から「対抗買い」（防戦買い）の要請を受けた者（Z）が、自ら Y に対する公開買付けを実施した上で、X による Y に対する「公開買付け等事実」を公開買付開始公告などを通じて開示することでも、インサイダー取引規制の適用除外が認められる（金融商品取引法 167 条 5 項 8 号）。もっとも、いずれもいわゆる敵対的買収とそれに対する「対抗買い」（防戦買い）の局面では想定しにくいものだと考えられる。

その結果、「買収者が主体となって公表を行わない限り、買収者側は自由に買集め等を行えるが、被買収者側は緊急の防戦買いができない」<sup>15</sup>こととなり、買収者に対して被買収者が著しく不利な立場に立たされてしまうというわけである。

<sup>14</sup> 木目田裕・上島正道監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務[第 2 版]』（商事法務、2014 年）p. 350、岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011 年）pp. 336-337。

<sup>15</sup> 木目田裕・上島正道監修・西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務[第 2 版]』（商事法務、2014 年）p. 469。なお、岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011 年）p. 340 など参照。

### (3) 見直しの背景

WG 報告書は、「対抗買い」（防戦買い）に関する適用除外規定について「実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえ、解釈の明確化等を図っていくことが適当である」<sup>16</sup>と提言していた。

もっとも、使い勝手が悪い理由については、いくつかの指摘がある<sup>17</sup>。改正ガイドラインによる見直しは、そのうち、『公開買付け等』に該当する事実が存在するか否かは、被買付企業にとって他者情報であるため、当該被買付企業がその存否を確実に把握することは難しく、どのような場合に要件を満たすのか分かりにくい<sup>18</sup>という問題に対処するものだと考えられる<sup>19</sup>。

すなわち、「対抗買い」を根拠とするインサイダー取引規制の適用除外が認められるためには、「公開買付け等」に対抗するため、上場会社等の取締役会が行った要請に基づいて行われなければならない。ところが、対抗するべき「公開買付け等」の事実が、真に存在しているか否かについて確認することは、被買取企業の取締役会にとって極めて困難である。例えば、あるファンドから「御社の株式を買い付けたい」との意向を伝達されたとしても、そのファンドが本気で買収を仕掛けてくるつもりなのか（あるいは、実行に着手しているのか）、それとも単なる「脅かし」に過ぎないのかは、対象となった会社としては容易に判断がつかない。

改正ガイドラインでは、「対抗買い」の要請が、「公開買付け等」があることについての「合理的な根拠」に基づくものであればよく、真に「公開買付け等」の事実が実在していることまでは問わないとの解釈を明確化している<sup>20</sup>。これにより、（潜在的な）被買取企業にとって、「対抗買い」の要請がやりやすくなることが期待されているようだ。

もっとも、現実には「対抗買い」の要請を行おうとする上場会社等にとって、どの程度、使い勝手がよくなるのかなどについては、今後の運用を見る必要があるだろう<sup>21</sup>。

<sup>16</sup> WG 報告書 p. 10。

<sup>17</sup> 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011年）pp. 343-345 など参照。

<sup>18</sup> 平成 24 年 11 月 27 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第 5 回）配布資料「論点メモ(3)」([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider\\_h24/siryoku/20121127/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryoku/20121127/01.pdf)) pp. 6-7

<sup>19</sup> 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」では、そのほかにも、「対抗買付け」の要請の決定が、適時開示事項となっていること（東京証券取引所有価証券上場規程 402 条 1 号 y）も議論に取り上げられたようである。平成 24 年 11 月 27 日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第 5 回）議事録 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider\\_h24/gijiroku/20121127.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20121127.html)) 参照。

<sup>20</sup> もちろん、同様の解釈は、元来、可能であったとの指摘もある。岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011年）p. 369。

<sup>21</sup> 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011年）pp. 369-364。

#### (4) 「インサイダー取引規制に関するQ & A」

2015年9月2日に改訂された「インサイダー取引規制に関するQ & A」（「改訂Q & A」）の中でも、改正ガイドラインを踏まえた「対抗買い」に関する金融庁及び証券取引等監視委員会の解釈が示されている。

##### (a) 「公開買付け等がある」

前述(1)のように、改正ガイドラインでは、「公開買付け等…中略…があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われたもの」である場合であれば、適用除外が認められる「対抗買い」の要請に該当するとされている。

ここでの「公開買付け等…中略…がある」について、「原則として、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をした事実があれば、公開買付け等があることとなる」<sup>22</sup>と考えられている。

ただし、決定されたのが（金融商品取引法上の）「公開買付け」そのものではなく、「公開買付けに準ずる行為」<sup>23</sup>であり、かつ、公開買付者等が被買付企業の株券等の買集め行為を開始する直前における（その公開買付者等の）株券等所有割合が5%未満であるときは、次の①に加えて、②の事実があれば、「公開買付け等がある」こととなると解されている<sup>24</sup>。

- ①公開買付者等が「公開買付けに準ずる行為」を行うことについての決定をした事実
- ②買集め行為により（公開買付者等の）株券等所有割合が5%を超えている事実

以上を踏まえて、被買取側の取締役会が、「対抗買い」の要請を決定する際には、「上記の各事実があることについて、合理的な根拠に基づき判断する必要がある」<sup>25</sup>とされている。

##### (b) 「合理的な根拠」

次に、「公開買付け等…中略…がある」と判断するに当たって、どのような場合に「合理的な根拠」に基づいているといえるか、が問題となる。

<sup>22</sup> 「改訂Q & A」問4(1)。

<sup>23</sup> 具体的には、金融商品取引所に上場されている株券等を買集める者（その者と共同して買集める者がいる場合には、当該共同して買集める者を含む。）が自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもって買集める当該株券等に係る議決権の数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5%以上である場合における当該株券等を買集める行為（株式等売渡請求により当該株券等を買集める行為を除く。）と定められている（金融商品取引法施行令31条）。

<sup>24</sup> 「改訂Q & A」問4(1)。

<sup>25</sup> 「改訂Q & A」問4(1)。

「改訂Q&A」は、「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をした事実」があることには、例えば、次のような場合に「合理的な根拠」に基づくと考えられるとしている<sup>26</sup>。

- ◇被買付企業が当該企業以外の者から公開買付け等を行うことについての具体的な提案を受けた場合
- ◇当該企業以外の者が公開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合

(注)「公開買付け等」には、定義上、「公開買付けに準ずる行為」も含まれるため（金融商品取引法 167 条 1 項）、「公開買付者等が公開買付けに準ずる行為を行うことについての決定をした事実」（前記(a)①)についても、同様に解するものと思われる。

また、「買集め行為により（公開買付者等の）株券等所有割合が5%を超えている事実」（前記(a)②)については、例えば、次の場合が考えられるとしている<sup>27</sup>。

- ◇被買付企業が、当該企業以外の者から大量保有報告書が提出されたことを確認した場合
- ◇当該企業以外の者から株券等所有割合が5%を超えたことについての具体的な通知を受けた場合
- ◇当該企業以外の者の株券等所有割合が5%を超えた事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合

### (c) 「要請を受けた者」の留意事項

「対抗買い」の要請は、インサイダー取引規制上の重要事実であり（金融商品取引法施行令 28 条 10 号）、金融商品取引所における適時開示事項でもある（東京証券取引所所有価証券上場規程 402 条 1 号 y など）。これを踏まえて、「改訂Q&A」は、「要請を受けた者」に対し、被買収側の取締役会からの要請を受けて「対抗買い」を行う際、次の点につき、適切に判断することを求めている<sup>28</sup>。

…前略…要請元である被買付企業が行う当該重要事実の公表等に基づき、当該要請が、公開買付け等があることについての合理的な根拠に基づくものであり、かつ、当該公開買付け等に対抗する目的をもって行われるものであるかにつき、適切に判断する必要があります。

<sup>26</sup> 「改訂Q&A」問4(2)。

<sup>27</sup> 「改訂Q&A」問4(2)。

<sup>28</sup> 「改訂Q&A」問4(4)。

### 3. 施行日

改政府令は、2015年9月16日から施行されている（改政府令附則1項）。

改正ガイドラインは、2015年9月2日から適用されている。