

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逐条検討（その3）－金融商品取引法第167条

2018年5月25日（金）15:00～16:51

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	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

【報 告】

インサイダー取引規制の逐条検討（その３）－金融商品取引法第 167 条

神戸大学大学院法学研究科教授

行 澤 一 人

目 次

- | | |
|-------------------------------|-----------|
| I. 規制の対象となる者 | IV. 公表の意義 |
| II. 禁止行為 | V. 適用除外 |
| III. 公開買付け等事実の意義（法 167 条 2 項） | 討論 |

○川口 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させていただきたいと思います。

本日は、インサイダー取引規制の逐条検討の 3 回目ということで、行澤先生より金融商品取引法（以下「金商法」といい、条文の記載時には「法」という）167 条についてご検討いただきます。よろしくお願いします。

○行澤 神戸大学の行澤です。よろしくご指導のほどお願いします。

2 回の担当の中で、本日は、公開買付者等関係者のインサイダー取引禁止規制である法 167 条について検討し、次回、できましたらさらに法 167 条の 2 の情報伝達や取引推奨の問題について検討したいと思っています。レジュメに即して報告させていただきます。

I. 規制の対象となる者

まず、法 167 条の規制の対象となる者ですが、**「公開買付者等関係者」**（法 167 条 1 項 1 号から 6 号までに掲げる者）であって、**「公開買付者等」**の公開買付け等の実施に関する事実また

は公開買付け等の中止に関する事実（以下「公開買付け等事実」という）を、同条 1 項 1 号から 6 号に定めるところにより知った者、およびその者から情報伝達を受けた第一次情報受領者（同条 3 項）です。

以下、それぞれの構成要素について検討していきます。

（１）「公開買付者等」

これには 3 つの類型があります。

- ・「上場等株券等」の公開買付け（法 27 条の 2）による義務的公開買付けをする者。
- ・公開買付けに準ずる行為をする者、すなわち金融商品取引法施行令（以下「施行令」という）31 条による「買集め行為」をする者。
- ・発行者による「上場株券等」の公開買付け（法 27 条の 22 の 2）による義務的公開買付けをする者。

なお、便宜上、以下では、法 27 条の 2 による公開買付けを「他社株公開買付け」、法 27 条の 22 の 2 以下の公開買付けを「自社株公開買付け」と

表現したいと思います。

施行令 31 条は、長々と書きましたが、いわゆる「買集め行為」に関する規定でありまして、内閣府令に関する部分についてはレジュメに記しています。なお、発行者等による「上場株券等」の意義については、法 24 条の 6 により、施行令 4 条の 3 が適用されるということになります。

「買集め行為」をざっと見ますと、単独もしくは共同して買い付ける場合であって、その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 100 分の 5 以上すなわち 5 % 以上である場合を、施行令 31 条で買集め行為と規定しており、但書では、当該買集め行為に関して、既に 5 % 未満の当該対象となる株券等を保有している者については、100 分の 5 すなわち 5 % を超える部分について買集め行為となるという規定になっています。

(2) 公開買付け等事実を知った「公開買付者等関係者」

これは法 167 条 1 項各号に規定されています。

・ 1 号 公開買付者等（親会社〔法 166 条 5 項〕を含む）の役員等（法 166 条 1 項 1 号に規定するものと同じく、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／公開買付者等が法人以外の者であるときは、その代理人または使用人）であって、その職務に関して知った者。

「その他の従業者」の意味については、前々回の志谷教授のご報告に依りますので、詳細は控えますけれども、最高裁（最決平成 27 年 4 月 8 日刑集 69 卷 3 号 523 頁）が、「現実には当該上場会社等の業務に従事している者を意味し、当該上場会社等との委任、雇用契約等に基づいて職務に従事する義務の有無や形式上の地位・呼称のいかんを問わないものと解するのが相当である」と、相当広く捉えていくという判断をしています。

・ 2 号 公開買付者等の会社法 433 条 1 項に定める権利を有する株主、すなわち会計帳簿閲覧請求権者、または同条 3 項に定める権利を有する社員、すなわち子会社会計帳簿閲覧請求権を有する親会社社員（当該株主または社員が法人であるときはその役員等、当該株主または社員が法人以外の者であるときはその代理人または使用人を含む）であって、当該権利の行使に関して知った者。

・ 3 号 公開買付者等に対する法令に基づく権限を有する者であって、当該権限の行使に関して知った者。

・ 4 号 公開買付者等と契約を締結している者または締結の交渉をしている者（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または使用人を含み、法人である公開買付者等の役員等または法人以外の公開買付者の代理人もしくは使用人である者は含まない）であって、当該契約の締結もしくはその交渉または履行に関して知った者。

・ 5 号 発行者による「上場株券等」の公開買付け（法 27 条の 22 の 2）以外の公開買付け（いわゆる他社株公開買付け）に係る上場等株券等の発行者（その役員等を含む）であって、当該公開買付者等からの伝達により知った者（当該役員等にあつては、その者の職務に関して当該公開買付者等からの伝達により知つたとき）。

ご案内のように、この 5 号というのは、平成 25 年改正によって導入されたものでありまして、被買付企業及びその役員等が公開買付者等関係者と位置づけられました。その趣旨は、被買付企業が公開買付者等との間に M&A に係る守秘義務契約等を締結していれば、法 167 条 1 項 4 号、すなわち契約の締結あるいはその交渉によって知った者という類型でカバーできると従前考えられていたところ、常にそうとは限らないということが指摘されました。すなわち、そのような M&A 契約に係る

守秘義務契約や、あるいはデューディリジェンス等に先立ちまして公開買付者等から当該公開買付け等事実を知らされた場合には、結局第一次受領者（法 167 条 3 項）とならざるを得ない。そうすると、被買付企業の役員等からの情報受領者は二次受領者となり、規制対象から外れてしまう。当時そのような被買付企業の役員等からの情報を得た者によるインサイダー取引等が問題視されていたので、それをカバーしようという改正でありました。

この点については、なお解決していない議論があると思われますので、論点 1 として議論の素材とさせていただきたいと思います。

○論点 1

本号によれば、公開買付者等以外からの情報伝達を受けても、対象会社の役員等は公開買付者等関係者にはならないことになります。それゆえ、公開買付者等のフィナンシャル・アドバイザーなどが対象会社に情報伝達をした場合には、本号は適用されないと指摘されています。これは本研究会の報告でも指摘されていたところです（「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」（日本取引所金融商品取引法研究第 2 号（2016 年）106 頁））。また、「公開買付けにおいては、公開買付者となる会社を設立する前に『公開買付け等を行うことについての決定』（金商法 167 条 2 項）がなされることが少なくない。そのような決定が公開買付けを行おうとする者から他の役職員に伝達されたとしても」、当該役職員は本号にいう公開買付者等関係者にならないという不都合が生じる点が指摘されています（黒沼悦郎「公開買付け等に係るインサイダー取引規制の改正」（金融法務事情 1980 号（2013 年）20－21 頁））。

とりわけ MB0 などの場合における対象会社の代表取締役からその決定事実を役員等が知らされても、結局本号によってカバーできないということになります。それをカバーするために、例えば、

まだ設立されていない会社によって決定がなされ、それが設立されていない会社から関係者へ伝達されたと構成するのは、やはり不自然であるという黒沼教授のご指摘があるとおりであります。そこで、そもそも情報の第二次受領者を規制対象とすることという抜本的な改正を提案され、また、公開買付者等の範囲を、情報源を有する対象会社に拡げることの提案や、あるいは公開買付け等事実の定義を拡張し、公開買付者等以外の者による決定を含めること、といった根本的な提案がなされているところです。これらの手当てがない限り、指摘された点は今もなお問題として残っていると解さざるを得ないわけです。

・ 6 号 2 号、4 号または 5 号に規定する態様によって法人の他の役員等が知った場合における当該法人の役員等であって、その職務に関して知った者。

（3）各号により知った公開買付者等関係者であって、公開買付者等関係者でなくなった後、六月以内の者

これもなお公開買付者等関係者として規律に服します。これは平成 25 年改正によって、従前の 1 年から 6 か月に短縮されたということです。

（4）情報受領者（法 167 条 3 項）〔第一次情報受領者〕

これは、法 167 条 1 項各号に定めるところにより公開買付け等事実を知った公開買付者等関係者（第一項後段に規定する者〔公開買付者等関係者でなくなった後、六月以内の者〕を含む）から、当該公開買付け等事実の伝達を受けた者、または職務上公開買付け等事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であって、その職務に関し当該公開買付け等事実を知った者が、第一次情報受領者ということになります。

Ⅱ. 禁止行為

当該公開買付け等事実（法 167 条 2 項）の「公表」（同条 4 項）がされる前に、（１）公開買付け等の実施に関する事実に係る場合にあっては、当該公開買付け等に係る上場等株券等または上場株券等の発行者である会社の発行する株券も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①（「特定株券等」）または当該特定株券等に係るオプションを表示する法 2 条 1 項 19 号に掲げる有価証券その他の政令で定める有価証券②（「関連株券等」）に係る買付け等（特定株券等または関連株券等（「株券等」）の買付けその他の取引で政令で定めるもの③）をしてはならないということになります。（２）公開買付け等の中止に関する事実に係る場合にあっては、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④）をしてはならないということになります。

① 施行令 33 条

② 施行令 33 条の 2

③ 施行令 33 条の 3 「値上がり局面で利益を確保する行為類型」

七 その他前各号に掲げる取引に準ずるものとして内閣府令で定めるもの

→ 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」という）60 条

④ 施行令 33 条の 4 「値下がり局面で利益を確保する行為類型」

七 その他前各号に掲げる取引に準ずるものとして内閣府令で定めるもの

→ 取引規制府令 61 条

Ⅲ．公開買付け等事実の意義（法 167 条 2 項）

公開買付者等（当該公開買付者等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう）が、それぞれ公開買付け等を行うことについての決定をしたこと、または公開買付者等が当該決定（公表がされたものに限る）に係る公開買付け等を行

わないことを決定したことが、公開買付け等事実です。

ただし、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、いわゆる軽微基準に該当するものは除かれるということになります。軽微基準については、取引規制府令 62 条が定めています。

・買集め行為（施行令 31 条）であること。

・当該買集め行為により各年において買い集める株券等の数が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の 2.5%未満であること。または、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（法 29 条の登録を受けた第一種金融商品取引業者（法 28 条 1 項））が有価証券の流通の円滑を図るために顧客を相手方として行うものであって、当該買集め行為により買い集めた株券等を当該買集め行為後直ちに転売すること。

このような買集め行為をする決定は、公開買付け等事実には含まれないということになります。

金融商品取引業者が顧客を相手方として行う、そして直ちに転売することを行うものは、平成 23 年改正によって整理されたものでありまして、ブロックトレードの仲介として証券会社が行う買付け行為であると理解されています。

ご案内だと思いますが、ブロックトレードとは、大口の取引を行いたい投資家がいるときに、その大口の注文を市場にそのまま発注してしまうと価格が大きく変動してしまい、市場の参加者に大きなインパクトを与えてしまうため、このような大きな取引を市場の外で行うことで市場にインパクトを与えないようにする相対取引の一種であるというふうに説明されています。

軽微基準とされた趣旨は、「その買付行為自体によって、買付対象の株券等市場における需給関係や当該株券等の発行会社の会社支配の状況に影響を及ぼすものではない」からだというふうに説明されています（日野正晴「詳解金融商品取引法

（第4版）」（2016年）954頁）。

公開買付者等が法人である場合は、その業務執行を決定する機関によって決定されたことが公開買付け等事実になるわけですが、この点については、ご案内のように最高裁が村上ファンド事件においてその判断を示しているところです（最決（一小）平成23年6月6日刑集65巻4号385頁）。これについては、既に本研究会でも相当議論がされているところですが、前回の報告で言及されていませんでしたので、あえて本日少し言及しますが、若干のコメントに留めたいと思います。

（1）「業務執行決定機関」の意義

村上ファンド事件におきましては、「業務執行決定機関」の意義について、レジュメに記載のように判示されました。具体的な事実関係の説明は省略させていただきますが、ライブドア内における堀江および宮内の立場等に加え、記録によれば、堀江および宮内以外のライブドアの取締役2名は、いずれも非常勤であり、堀江および宮内に対し、その経営判断を信頼して、企業買収に向けた資金調達等の作業の遂行を委ねていたと認められることに鑑みると、両名は、ニッポン放送株の5%以上の買集めを行うことについて実質的にライブドア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、すなわち（旧）証券取引法167条2項にいう「業務執行を決定する機関」に該当するものということができ、この点に関する原判断は正当である、というふうに示されました。

これもご案内のことですが、これについては、日本織物加工事件（最判（一小）平成11年6月10日刑集53巻5号415頁）において、次のように判示されていたものを踏襲したものであるというふうに理解されているところです。すなわち、「旧商法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』は、商法所定の決定権限のある機関には限られず、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る」という判断を踏襲したものだというふ

うに評価されているところです（西野吾一「最高裁判所判例解説」（法曹時報65巻12号（2013年）3128頁））。

この点、立法担当者が「証券市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を確保するという本条の趣旨のほか、そのような実質的な会社の意思決定の事実自体が投資家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も、会社の内部の権限の分配の適正ということよりも実質的に会社の意思が決定されたという事実が重要である」

（横畠裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」（1989年）52頁）と説明されているところと符合するものと思われます。

（2）「決定」の意義

最高裁は村上ファンド事件で「法167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、公開買付け等また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」と判示いたしました。

この点、日本織物加工事件では、次のように判示されていました。すなわち、「右決定をしたというためには右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は要しないと解するのが相当である。けだし、そのような決定の事実は、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知っている会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、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という法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである」です。

そして、これもご案内の通り、「決定」の意義に関する村上ファンド事件と日本織物加工事件、この両者の判断の関係がどうなっているのかということについても種々議論がなされてきたわけです。

通説と言えるかどうかわかりませんが、現在では、村上ファンド事件での最高裁決定を支持する見解として、「インサイダー取引罪は、抽象的危険犯としての性格を有するため、一定程度の実現可能性の存在を『決定』該当性の一要件と位置付けるのは相当ではない」とする見解（西野・前掲3125頁）が多いように見受けられます。むしろ、これが刑法学者らの多数説と言ってよからうかと思えます。

これに対して黒沼先生は、ご案内のように、次のように指摘して批判されています。すなわち、

「法 167 条 2 項所定の決定は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であるとは到底言えない」（黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」（商事法務 1945 号（2011 年）8 頁））とし、「法が特段の限定もなく『行うことについての決定』を規制対象としたのは、いかなる決定であっても投資判断に影響を及ぼし得ると考えたのではなく（そのような考えは前述のようにナンセンスである）、……『決定』の解釈において実現可能性を考慮した限定を加え、適

切な範囲でインサイダー取引を規制しようとする趣旨に出たものと考えるべきである」（同 9 頁）というふうに論じられています。そして、インサイダー取引規制の趣旨からすると、「当該情報に基づいて取引をすることが一般投資家にとって不公正と感じられる情報を重要な情報として規制の対象にすべき」（同 10 頁）であると主張されるわけです。

以上の点について、本研究会において久保先生が報告された回においてですが、松井教授のご発言がありまして、「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」とし、「そこを例えば実現可能性があるかないかということから判断する」こともできると指摘する見解もあります（「インサイダー取引に関する最近の判例の検討」（日本取引所金融商品取引法研究第 2 号（2016 年）148 頁））。実は私もこの見解に賛成です。

すなわち、公開買付け等事実の決定機関及び決定時期の確定作業自体において既に「実質的な会社の意思決定の事実自体が投資家の投資判断に影響を及ぼすべきものであるという観点」（横畠・前掲 52 頁）が反映されているわけですから、そのように確定された「決定」は、「一定程度の実現可能性がある」ものとして投資家に受け取られるべき性質のものだと言って差し支えないでしょう。すなわち、「決定があった」と判断したことの中に、一定程度の実現可能性が当然読み込まれていると解していいわけです。このような判断構造を無視して、インサイダー取引罪は抽象的危険犯だと言っても、ほとんど意味のない言明というほかないのではないのでしょうか。この点に対する先生方のご判断につき、ご教示をいただきたいところです。

IV. 公表の意義

公表の意義として法は3つの類型を提示しています。

(1) 公開買付け等事実について、多数の者の知り得る状態に置く措置として施行令 30 条 1 項に定められた方法が公開買付者等によってとられたこと

これが基本的な「公表」の意義とされています。施行令 30 条 1 項においては、1 号から 5 号が規定されています。

・ 1 号 公開買付者等（法人（法人でない団体で代表者または管理人の定めのあるものを含む）にあっては、当該法人を代表すべき者または管理人）もしくは当該公開買付者等から法 167 条 3 項に規定する公開買付け等事実を公開することを委任された者が、当該公開買付け等事実を同号イからハに掲げる報道機関の 2 以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された公開買付け等事実の周知のために必要な期間（同号イからハに掲げる報道機関のうち少なくとも 2 の報道機関に対して公開した時から 12 時間。施行令 30 条 2 項）が経過したこと。

この点の公表の意義も、法 166 条の関係で、最高裁がエルピーダメモリ事件（最決（一小）平成 28 年 11 月 28 日刑集 70 卷 7 号 609 頁）において既に判断を下しているところであり、本研究会においても詳細に議論されているところですので、議論の詳細は避けまして、言及だけさせていただきます。

すなわち、「施行令 30 条 1 項 1 号は、重要事実の公表の方法の 1 つとして、上場会社等の代表取締役、執行役又はそれらの委任を受けた者等が、当該重要事実を所定の報道機関の『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の周知のために必要な期間（同条 2 項により 12 時間）が経過したことを規定するところ、……この方法は、当該報道機関が行う報道の内容が、同号所定の主体によって公開された情報に基

づくものであることを、投資家において確定的に知ることができる態様で行われることを前提としていると解される。したがって、情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対する重要事実の伝達は、たとえその主体が同号に該当する者であったとしても、同号にいう重要事実の報道機関に対する『公開』には当たらないと解すべきである」というふうに判断されたところです。判決文の続きは省略させていただきます。

・ 2 号 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っ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っ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）の規則で定めるところにより、当該上場会社等または当該上場会社等の資産運用会社が、公開買付け等事実（当該上場会社等が公開買付者等（法 167 条 1 項）となるものに限る）を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された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。

これは、平成 24 年改正で整備されました。自社株公開買付けのみならず、他社株公開買付けと買集め行為も含まれており、取引規制府令 56 条による電磁的方法による公衆縦覧、すなわち東京証券取引所における TDnet（タイムリー・ディスクロージャー・ネットワーク）の利用が想定されているわけです。

・ 3 号 上場会社等（法 163 条 1 項）による TDnet を利用した英語での公衆縦覧（取引規制府令 56 条）（ただし、自社株公開買付けにおける上場株券等（ロ）および他社株公開買付けにおける上場等株券等（ハ）がすべて特定投資家向け有価証券である場合に限られる）。

・ 4 号 上場会社等（法 163 条 1 項）以外の公開

買付者等が、上場等株券等の発行会社または自己の親会社に対して、それぞれが上場する金融商品取引所に公開買付け等事実を通知することを要請し、当該発行会社または親会社がそれに応じて、公開買付け等事実が金融商品取引所に通知され、TDnet を利用した日本語での公衆の縦覧（取引規制府令 56 条）に供されたこと。

これも平成 24 年改正で整備されたわけですが、趣旨としては、「親会社は、その子会社が TOB 等を行う場合には、あらかじめその検討・決定に参加することが通常であり、公開買付け等事実の内容を直接把握していると考えられること、及び仮に開示情報に虚偽があった場合には親会社の責任が問われることとなり、公表内容の正確性は基本的に確保されることが考えられること」によると説明されています（日野・前掲 958 頁）。

○論点 2

同 4 号について見ますと、非上場会社である公開買付者等の上場親会社あるいは対象会社は、公開買付者等による開示要請に応じる義務はなく、そのため、上場親会社があれば、通常その親会社等が TOB 情報について TDnet を利用したようなタイムリー・ディスクロージャーを行うでしょうけれども、上場親会社も存在しない非上場の公開買付者等が例えば敵対的な公開買付けを行う場合、対象会社が開示要請を受け入れるとは限らない、つまり、この方法による公表が使えないということが問題だとされています（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）29 頁））。この点、本研究会では、石田先生によって「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」と指摘する見解も既に示されています。また、立法論としては、飯田先生による「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のか、インターネット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」という発言もなされていたところではありますが、いずれについても、この問題点はなお残るということになります（「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」（日本取引所金融商品取引法研究第 2 号（2016 年）19 頁））。

・ 5 号 上場会社等（法 163 条 1 項）以外の公開買付者等が、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、当該発行会社または自己の親会社に対して、それぞれが上場する金融商品取引所に公開買付け等事実を通知することを要請し、当該発行会社または親会社がそれに応じて、公開買付け等事実が金融商品取引所に通知され、TDnet を利用した英語での公衆の縦覧（取引規制府令 56 条）に供されたこと。

（2）他社株公開買付け（法 27 条の 3 第 1 項・27 条の 11 第 2 項）および自社株公開買付け（法 27 条の 22 の 2 第 2 項による準用）における公開買付開始公告もしくは公開買付撤回等公告・公表がなされたこと

（3）他社株公開買付け（法 27 条の 14 第 1 項・27 条の 11 第 3 項）および自社株公開買付け（法 27 条の 22 の 2 第 2 項による準用）による公開買付届出書もしくは公開買付撤回書が公衆の縦覧に供されたこと

V. 適用除外

法に規定された適用除外規定（法 167 条 5 項）は全部で 14 号まであります。一般的には、それぞれ投資行為の判断形成自体が情報面での優位性を利用してなされたものではないから、というふう

に説明され得るものと思われます（日野・前掲 959 頁）。

・ 1号 会社法 202 条 1 項 1 号（株主割当による新株発行）に規定する権利を有する者が当該権利を行使することにより株券を取得する場合。

これは金庫株を取得するような場合にも適用除外とされるというところに意味があると説明されてきました。

・ 2号 新株予約権（これに準ずるものとして政令で定める権利①を含む）を有する者が当該新株予約権を行使することにより株券（これに準ずるものとして政令で定める有価証券②を含む）を取得する場合。

これを取得する場合も、同じく権利の行使としてなされるものの合理性があるということで適用除外です。

① 施行令 33 条の 4 の 2 による新投資口予約権

② 施行令 33 条の 4 の 2 による投資証券

・ 2号の 2 株券等に係るオプションを取得している者が当該オプションを行使することにより株券等に係る買付け等または売付け等をする場合。

これも、オプションとしての権利の行使ということで適用除外です。

・ 3号 会社法 116 条 1 項、182 条の 4 第 1 項、469 条 1 項、785 条 1 項、797 条 1 項もしくは 806 条 1 項の規定による株式買取請求（これらに相当する他の法令の規定による請求として政令で定めるもの①を含む）または法令上の義務に基づき株券等に係る買付け等または売付け等をする場合。

① 施行令 33 条の 4 の 3 による投信法上の投資口買取請求

・ 4号 公開買付者等の要請に基づいて当該公開買付け等に係る上場等株券等（上場等株券等の売

買に係るオプションを含む）を当該公開買付者等に売付け等をする目的をもって当該上場等株券等の買付け等をする場合。

これはいわゆる「応援買い」という類型として説明されているところです。

公開買付者等の要請については、当該公開買付者等が会社である場合には、その取締役会が決定したもの（監査等委員会設置会社にあつては会社法 399 の 13 第 5 項の規定による取締役会の決議による委任または同条 6 項の規定による定款の定めに基づく取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定したものを含み、指名委員会等設置会社にあつては会社法 416 条 4 項の規定による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ものを含む）でなければならない。

基本的には、取締役会が決定したことが要求されています。これについては、論点 7 において、共同買集め行為との区別という点につき少し言及させていただきたいと思います。

・ 5号 公開買付け等に対抗するため当該公開買付け等に係る上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請に基づいて当該上場等株券等（上場等株券等の売買に係るオプションを含む）の買付け等をする場合。

これはいわゆる「対抗買い」と言われているもので、ホワイトナイトの類型です。

これについては種々議論がありますけれども、取締役会の決定による対抗買いの要請は、それ自体が重要事実とされている（施行令 28 条 10 号）ことから、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る事実であるから、適時開示の対象となると考えるべきであると説明されています（黒沼・前掲金法 1980 号 26 頁）。このことの意味は、当該適時開示によって公開買付け等事実を知った一般投資家は、現行法上は、不自然ではあるが、第二次情報受領者であるゆえにインサイダー取引規制の対象とならないと解するほかない（黒沼・前掲金法 1980 号 27 頁）。つまり、この適時開示は法 167

条にいう公表には当たらないので、そのように解せざるを得ないということになります。非常に不自然ですが、現行法上はそう解さざるを得ないだろうというご指摘です。

・ 6号 法 159 条 3 項の政令で定めるところ①により株券等に係る買付け等または売付け等をする場合。

① 施行令 20 条から 26 条により安定操作取引をすることができる場合

・ 7号 法 167 条 1 項により公開買付け等の実施に関する事実を知った者が、当該公開買付け等の実施に関する事実を知っている者から、買付け等を取引所金融商品市場もしくは店頭売買有価証券市場によらないでする場合、または法 167 条 1 項により公開買付け等の中止に関する事実を知った者が、当該公開買付け等の中止に関する事実を知っている者に、売付け等を取引所金融商品市場もしくは店頭売買有価証券市場によらないでする場合。ただし、当該売付け等に係る者の双方において、当該売付け等に係る株券等について、さらに同項または第 3 項の規定に違反して売付け等が行われることとなることを知っている場合は除かれる。

これはいわゆる「クロクロ取引」と言われるもので、公開買付け等事実を知っている者同士の取引であるからということで適用除外とされているものです。

・ 8号 特定公開買付者等関係者①から当該公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者（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または使用人を含む）〔第一次情報受領者〕が株券等に係る買付け等をする場合であって、法 27 条の 3 第 1 項の規定により行う公告〔公開買付開始公告〕

において次に掲げる事項（イからハ②）が明示され、かつ、これらの事項が記載された法 27 条の 3 第 2 項の公開買付届出書が法 27 条の 14 第 1 項の規定により公衆の縦覧に供された場合。

① 特定公開買付者等関係者とは、公開買付者等関係者であって、法 167 条 1 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った者。

②

イ 当該伝達を行った者の氏名または名称

ロ 当該伝達を受けた時期

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（取引規制府令 62 条の 2）

本号の趣旨は、既に本研究会でも検討されているところですが、平成 25 年改正によりまして、公開買付者が競合する他社の企業買収を阻止する手段として用いられる可能性を排除し、「企業買収に関する公正な競争や、有価証券取引の円滑を図る観点」（「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（平成 24 年 12 月 25 日）（以下「WG 報告」という）9 頁）が考慮されたものであるとされています。

本号の場合には、第一次情報受領者が、公開買付者による公開買付けを実施することに係る情報を開示することにより、「一般投資家に対する取引の有利性が相当程度解消」（WG 報告 9 頁）されるとの判断によるものです。もっとも、第一次情報受領者が本号による適用除外を受けるためには、法 27 条の 2 による公開買付手続によらなければなりません。すなわち、買集め行為には適用されません。それは、買集め行為については、現時点では、公開買付開始公告や公開買付届出書と同様の媒体がないからであるとされています（WG 報告 9 頁）。

また、本号により適用除外とされるのは第一次

情報受領者のみであり、他の公開買付者等関係者や情報受領者にはインサイダー取引規制は解除されないという弊害があります。

本号について、以下、論点3から論点5として、少し議論したいと思います。

○論点3

公開買付届出書等に伝達された事実を記載することにより一般投資家に対する有利性が解消されるということは、これを以て「公表措置」と考えていると解されるところ、そうであればこれを適用除外とするのではなく、率直に、法167条4項の「公表」があったものと見てよいのではないかと主張する見解が有力です（黒沼・前掲金法1980号23頁）。私もそれはそのとおりではないかと思っています。

○論点4

黒沼教授は、買集め行為であっても、5%ルールとして大量保有報告書もしくは変更報告書の提出が求められるので、そこに情報受領の事実を記載させ、公衆縦覧後には公表があったものと取り扱うことを主張されています（黒沼・前掲金法1980号24頁）。そこで公開買付者等に関する情報や決定事実が開示されるのであれば、それは公表と認めてよいのではないかという点については、私も賛成したいと思います。

なお、黒沼先生は、報告書の公衆縦覧前であっても適用除外を認めることを主張されています。それは、第一次情報受領者は、大量保有・変更報告書を提出する「覚悟がなければ」（黒沼・前掲金法1980号24頁（注16））、本条によって当該株券等の買付けが禁止されるのであるから、濫用の危険は乏しいという理由によります。

私なりにこれを理解しますと、大量保有報告書の提出を以て公表だと考えるのであれば、買集めをする者がそこに至るまでにおける買集め行為も適用除外としないと、買集めをして5%以上に達したものが公表された、でもあなたはインサイダ

ー取引規制に該当しますよということになるのは不合理だからだと思われます。すなわち、5%以上の議決権を取得するという意図をもって買集めをする行為にも適用除外を認めるべきではないかというご見解だと拝察いたしました。

ただ、大量保有報告書が出される前は、公開買付け等事実が公にされない段階で買集め等がなされるという点で、情報の有利性はなお解消されていないわけです。ただ、もし大量保有報告書を以て公開買付け等事実を開示させることで公表と認める——これは公表と認めていいとも思うのですが——ということになれば、そこに至るまでのプロセスも適用除外とするのが合理的だということだとしますと、仮に5%取得を企図して株券等の取得を開始しても、結果として同水準の保有に至らなかった場合、つまり、大量保有報告書が提出されないという事態に至った場合、それでもインサイダー取引規制が解除されるということになると、ややそれは問題があるのかなと思います。

つまり、意図というのは主観的なものですから、例えば大量保有報告書が結果的に出されない場合で、本当は5%以上取得しようとしたのだと言いながら、実はそうではなかったような場合、主観的意図の問題ですから、容易にこのインサイダー取引の趣旨を潜脱できてしまうおそれがあるのではないかというふうに考えますので、結果的に5%以上を取得して大量保有報告書を出した場合には、私も、そこに至る報告書を出すまでのプロセスの買集め行為も適用除外としていいのだと思うのですが、そうでない場合には適用除外はやはり認めにくいのではないかと思います。

○論点5

さらに本号の適用除外は、公開買付け等事実に限定されるため、例えば敵対的な公開買付けが自社に向けて計画されていることを知った対象会社は、潜在的な公開買付者に、法166条2項に規定する「重要事実」を知らせることで、当該公開買付けを阻止することができることになりそうです。

この問題も従来から議論されているところです。この場合、対象会社に当該重要事実を公表してもらうことはほぼ無理だとすると、このようなケースを適用除外とする必要はあるのでしょうか。しかし、それをどのように整理するかという点は、なお問題として残っているように思います。

・9号 特定公開買付者等関係者①であって法167条1項1号に掲げる者以外の者、または特定公開買付者等関係者から公開買付け等の実施に関する事実の伝達を受けた者〔第一次情報受領者〕（特定公開買付者等関係者を除き、その者が法人であるときはその役員等を、その者が法人以外の者であるときはその代理人または使用人を含む）が、株券等に係る買付け等をする場合であって、特定公開買付者等関係者にあつては公開買付け等の実施に関する事実を知った日から、もしくは当該伝達を受けた者〔第一次情報受領者〕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。

これは、情報伝達を受けてから6か月経過した場合には、情報の価値は劣化しており、陳腐化して有用性を失っているという判断によるものです（WG 報告9－10 頁）。

① 公開買付者等関係者であって、法167条1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った者

なお、本号の「公開買付け等」には買集め行為も含まれるところ、当該情報は公開買付けのように公表されないこともあるので、当該情報の伝達後6か月を経ても当該情報の価値が劣化しない場合もあり得るが、その場合でも情報受領者の6か月経過後の買付け等については適用除外とされる。この点は「画一的な取り扱いを要する適用除外の性質上、やむを得ない」というふうに説明されています（黒沼・前掲金法1980号25頁）。

・10号 合併等（合併、分割または事業の全部もしくは一部の譲渡もしくは譲受け。法166条6項8号）により株券等を承継し、または承継させる場合であつて、当該株券等の帳簿価額の当該合併等により承継される資産の帳簿価額の合計額に占める割合が特に低い割合として内閣府令で定める割合（20%〔取引規制府令58条の2〕）未満である場合。

・11号 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の決議が公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に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当該公開買付け等に係る株券等を承継し、または承継させる場合。〔「知る前」組織再編〕

・12号 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に株券等を承継させる場合。

・13号 合併等または株式交換に際して当該合併等または株式交換の当事者であつて、公開買付け等に係る上場等株券等または上場株券等の発行者である会社〔公開買付け等対象会社〕が有する当該会社の株券等〔自社株〕の交付を受け、または当該株券等を交付する場合。

・14号 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株券等に係る買付け等もしくは売付け等に関する契約の履行、また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もしくは売付け等の計画の実行として買付け等または売付け等をする場合、その他これに準ずる特別の事情に基づく買付け等または売付け等であることが明らかな買付け等または売付け等をする場合。〔「知る前」契約・計画〕

これは公開買付者等のいわゆる知る前契約・知

る前計画を適用除外とする規定です。これは取引規制府令 63 条の規制に服するものでありまして、取引規制府令 63 条 14 号は、平成 27 年に新設されたものですが、これはワーキング・グループ等で当初から内閣府令改正が指摘されていたところです。

・取引規制府令 63 条 14 号

前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 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書面による契約の履行又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書面による計画の実行として買付け等若しくは売付け等を行うこと。

ロ 公開買付け等事実を知る前に、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、金融商品取引業者に対して提出され、当該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（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。）。

(2) 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（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。）。

(3) 当該契約又は計画が法第 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。

ハ 当該契約の履行又は当該計画の実行として行う買付け等又は売付け等につき、買付け等又は売付け等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における買付け等又は売付け等の総額又は数（デリバティブ取引にあっては、これらに相当する事項）が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは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。

○論点 6

本号については、黒沼先生による問題点の指摘がありまして、「通常、一般の投資家（少量の買付け等を行う投資家）は、特定の有価証券の買付け等を計画しても、買い付ける時期・価格・数量についての具体的な内容までは定めないことが多いから、公開買付け等事実を知らされて買付け等を妨害される危険を回避することができない」、だから本包括条項は狭過ぎるという評価があり得るという指摘をされていました（黒沼・前掲金法 1980 号 24 頁（注 17））。

もっとも、これは、公開買付者等と競合するような他者との関係で、どのように公正な競争を確保するかという観点からの問題だとすると、一般投資家をも保護の視野に置く必要があるのかどうかについては疑問を留保したいと思います。

○論点 7

これは割合昔から議論されているところですが、施行令 31 条における共同買集め者の意義を、適用除外としての応援買い（法 167 条 5 項 4 号）との関係においてどのように捉えるかという議論です。

共同買集め者は、公開買付者等本人と同視され、法 167 条 1 項の適用を受けないため、同条の適用から除外されます。この点で、共同買集め者の意義を、公開買付者等本人との間で相互の行為を認識しているだけでは足りず、少なくとも大量保有報告書制度における「共同保有者」と同一の意義において捉えるべきだという見解が通説であろうかと思います（三浦州夫・吉川純「株式公開買付け・買集めとインサイダー取引規制（中）」（商事法務 1720 号（2005 年）55 頁））。すなわち、5%以上の株券等を買集める合意が必要です。

ただ、もし応援買いを適用除外とする理由につき、公開買付者等本人による買付け等と同視し得るからだという立法担当者の説明を是とするならば、応援買いと同様、共同買集め者が当該株券等

公開買付者等本人に売付け等を行うこと、もしくは売付け等を行うまで保有することを要求すべきであるとする見解も主張されています（木目田裕・上島正道監修『インサイダー取引規制の実務（第2版）』（商事法務（2014年）））。この点、施行令31条において共同買集め者を含めたのは、「共同買集め者が買い付ける分を合計して買集め行為の範囲を決定する」ためであるから、そもそも公開買付者等に対して買い集めた株券等を売り付けることを目的とする応援買いとは前提が異なっているのであり、共同買集め者であるためには、「買い集め対象とする株券等を買い付けることについての合意があれば足り」と解すべきであるとの見解があり（黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法令解釈」（金融法務事情1866号（2009年）52頁））、これが通説ではないかと思います。

なお、公開買付者等に売り付けることを目的として当該株券等の買付け等を行う者は、応援買いの名目のもとにインサイダー取引規制の趣旨を潜脱するおそれが高いものであると言えます。それゆえ、公開買付者等の取締役会の決定等に基づく要請を以てインサイダー取引規制を解除するというのが法167条5項4号の趣旨だと解すべきであって、上述の立法担当者のように、応援買いが適用除外とされる理由が「公開買付者等本人による買付け等と同視し得るからだ」という理由には、十分賛成しがたいところを感じます。

以上、大変雑駁ではございますが、何とぞご教示いただきたく、また誤り等がありましたらご指摘いただければと思います。よろしくお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○川口     ありがとうございました。それでは、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見があれば伺いしたいと思います。よろしくお願いいたします。

## 【公開買付者等関係者 ―適用除外―】

○前田     レジュメ3ページの（3）のところ、やや細かな論点なのですが、公開買付者等関係者でなくなってから6か月以内の者は規制を受けますが、ここは平成25年改正で6か月に短縮されたということでした。関係者として公開買付け等事実を知ってから6か月もたてば、情報の価値が劣化しているという、適用除外規定の見直しのところでとられた考え方をここにも及ぼしているのではないかと思うのですけれども、他方、法166条のほうは、会社関係者でなくなっても1年間は規制を受け続けるということになっていて、こちらのほうは平成25年改正で変更はなかったのですね。情報の価値の劣化というようなことを考えるのであれば、合わせるのが合理的なのかなと思ったのですけれども、ここはどう説明することになるのでしょうか。

○行澤     確信を持っては言えないのですけれども、いわゆる法166条の重要事実と公開買付け等事実というものの違いに由来しているのかなと思います。すなわち、公開買付け等事実というのはやはり劣化が早いと。これが6か月たったら情報の重要性というのは薄れるだろうと。これに対して法166条の重要事実というのは、多岐のものを含んでいまして、そう簡単に劣化を認めるべきではないのではないかとという考え方が背景にあったのではないかと推測しますが、いかがでしょうか。

○前田     ありがとうございます。

○川口     公開買付け等事実が本当に6か月で劣化するのか、疑問もあるところかと思いますが、重要事実については、確かに、様々なものがあるので、劣化の時期を個別に判断することは難しいですね。では、「なぜ1年なのか」と言われると困るのですが……。このところは、特に、触らず、公開買付け等事実についてのみ、改正をしたということでしょうかね。

○行澤     はい、一応それを是として……。

○川口     ほかはいかがでしょうか。

【村上ファンド事件について―「公開買付け等を行うことについての決定」の意義】

○梅本 6ページの村上ファンドの最高裁決定ですけれども、この研究会の先生方は実現可能性というものを解釈的に入れようというご意見が多数なのかもしれないのですけれども、私はどちらかというと、現行法の建付けという点からすると、最高裁の立場というのもあり得るのかなと考えています。

というのは、現行のインサイダー取引規制というのは罪刑法定主義の見地から形式性、客観性というものを重視してかちっと定めていますよね。一定のことがあったら、売買するとインサイダー取引だよと。これは法 166 条について言えるのと同様、法 167 条にも言えるのではないかと思うのです。

例えば法 167 条におきましても、最近よく見られますディスカウント TOB、これが行われるという事実を知ったとしても株価は上がらないですよ。上がらないけれども買ってはだめだと。普通は、公開買付けというのはプレミアムをつけて行いますね。だから、その決定があれば市場も反応して株価が上がるということを前提にして、客観的、形式的に要件を定めているのだと思うのです。でも、ディスカウント TOB などに法 167 条を適用するのはおかしいのではないか、株価が上がらないのにインサイダー取引として規制する必要があるのかという議論につながると思うのですよ。

また、従来言われてきた実現可能性というのは、取締役会で正式決定する前の段階で、会社が本当にするかどうかわからないのに、この段階で捉えていいのかという話かと思うのです。しかし、会社が公開買付けを実施すると決定したとしても、例えばプレミアムをたったの 5%しかつけないとか、公開買付け自体の実現可能性というに変ですけれども、公開買付けが成功しないような決定をした場合に、株価がどう反応するかというと、こんな公開買付けは失敗するだろうと市場関係者が

見たら、株価は上昇しないわけです。このような公開買付け自体の実現可能性というか、成功可能性はインサイダー取引規制だとまず考慮しないですね。公開買付けの内容や実現可能性については基本的に考慮せずに、公開買付けという事実を事前に知ったら、その人は買ってはいけませんよというルールを定める。これが現行規制の建付けなのだと思うのです。

○行澤 そうですね。

○梅本 そうであれば、実現可能性というのも、基本的には排除して考えるのが現行規制の立場なのかなと私は思った次第です。

○行澤 ご指摘ありがとうございます。ただ、私もちょっと現実の問題にはうといので申しわけないのですけれども、例えばディスカウント TOB の情報を公表前に知る、もしくはこんな TOB はおよそ実現しないよというような情報を知った場合に、一般投資家の投資行動としては、では、今買っておうかという話になるのでしょうか。

○梅本 いや、ならないですね。

○行澤 ですね。だから、確かにおっしゃるように、そういう場合でも公表前に買付け等を買ってはだめですよというルールはルールです。しかし、現実的に、買付け等を禁止されているけれども、誘惑がなかったら、そこはそれほど問題にしないでいいのではないかと思うのです。

とすると、その議論と、いわゆる日本織物加工事件や村上ファンド事件の決定機関の問題についてかなり柔軟にその実現可能性を判断しているということと議論をリンクさせるのは、やや問題の次元が違うのかなという印象を持つのですが、いかがでしょうか。

○梅本 先生の議論を正しく理解しているのかどうかかわからないですけれども、実現可能性の議論で、個々の事件においてインサイダー取引規制が問題となった行為を捉える限りは、ある一定の事実——実現可能性がどうかはわからないのですけれども——を知った人が売買を行っているということが前提なわけですね。



○行澤　　そうです。

○梅本　　で、売買を行ったという場合は、その投資家にとってみると、これは買いだ、売りだという判断があったわけですね。

○行澤　　そうです。

○梅本　　だから、個別の事案において実現可能性を問題にするという議論は、もちろん理論上はあるのですけれども、うまく言えないのですが、個別の事案についての先生のおっしゃった、実際は売買しないですよという議論との関係で、どう言ったらいいのかわからないですけれども……。

○行澤　　つまり、決定が公表される前に知って取引したらだめというのは極めて形式的なのですが、決定があったかどうか、つまり公開買付け等を行うことについての決定事実があったかどうかということ自体は、最高裁はかなり規範的に判断しているわけですね。そうだとすると、私が申し上げたいのは、そこに実質的には実現可能性という評価が組み込まれているので、形式的規範もしくは抽象的規範だと言ってもあまり意味のないことではないかということをお願いしたいわけです。先生が最初に例示された、投資家が公表前に知っても、およそインサイダー情報として魅力に乏しいものに対しては、現実に応答しないだろう。そして、応答しなかったら、現実にこの規定がそのような有価証券の売買を抑制する、阻止する、阻害するというにはならないわけで、それはそれでいいのではないかなという気もするのですが。

【第二次情報受領者にまで規制対象を拡大することについて】

○川口　　ほかになれば、レジュメの3ページの論点1で挙げていただいたところで、もともと黒沼先生の問題提起なのですが、設立されていない会社等によって伝達されたものは規制が及ばない、それを解消するためには、第二次情報受領者に適用を拡げるとか、親会社にまで拡げるとかといった提案がなされているのですが、この点につ

いて行澤先生ご自身はどのようにお考えでしょうか。

すなわち、例えば、この問題の解決として第二次情報受領者にまで拡大すべきなのか……。しかし、それをやり出すと、法166条全体の問題になってきますよね。それはそれで良いのでしょうか。

○行澤　　正直ちょっと逃げさせていただいたというか、まだ十分に考えがまとまらないのですが、やはりご指摘のように、第二次情報受領者全般を規制対象にするということは、インサイダー取引規制の構造全体を見直すということになるのだろうと思いますので、ここだけの問題でそれを解禁するというよりも、それ自体は、黒沼先生のご見解のように、抜本的改正というレベルで検討されるべき問題ではないかと思います。

とりあえず私としては、ご指摘の点は、MBOに特有の問題だと思いますので、その場合の、いわゆる発行会社の代表取締役による決定の伝達を受けた取締役を公開買付者等関係者に含める、というふうにカバーしていくほうが当面は良いのではないかと、そのような印象は持ちました。

○川口　　黒沼先生のお名前が出ているのですが、先生は、ここだけの話ではなく、情報受領者の範囲について、全体的に見直す必要があるという問題意識でよろしいのでしょうか。

○黒沼　　そうですね。第二次情報受領者を規制対象とするのは、全体としての問題ですね。それから、情報源についても、MBOのような場合には、第二次情報受領者を適用対象にしても、カバーし切れないということになりそうなので、その場合には、より広く会社関係とか公開買付者等関係者の定義自体を一般的なものにすべきだと考えています。

○前田　　この論点1に関して誤解しているのかもしれないのですが、設立されていない会社によって決定がされたという場合に、金商法が公開買付者等と言っているのは、法人でない団体も含んでいると思うのですよね。ですから、まだ会社が成立していなくても、何らかの団体があるは

ずであって、権利能力なき社団であれ、組合であれ、その従業者と見るべき者は、公開買付者等関係者に当たるのではないのでしょうか。

ですから、会社が成立するまでは実質的な団体が公開買付者等に当たり、設立されたら会社が公開買付者等になると考えて、会社が成立する前から規制を及ぼさないと具合が悪いのではないかと思うのです。

○行澤 それはおっしゃるとおりだと思うのですが、MB0 のような場合、そういうご指摘が当たりますでしょうか。MB0 の場合には、そういう SPC が設立される前に何らかの団体があるというよりは、やはり当該対象会社、すなわち被買付企業の代表取締役や取締役会等が MB0 をやるぞというふうに決めていくのではないのでしょうか。

○前田 そうですね……。

○黒沼 今の点ですが、課徴金事例でも、MB0 の場合、対象会社の代表取締役が、設立中の会社の取締役として決定をして、それが伝達されたと構成したものがあります。私もそういう構成も可能だと思うのですが、しかしまだ会社で頭の中にしかない場合に設立中の会社を観念しているのだろうか、そういう疑問があるということです。

○行澤 その点については私も十分説得されているのですが、設立中の会社というのは、そもそも会社法上、いわゆる発起人組合の行為を設立後の会社にどのように帰属させるかという極めて技術的な法概念でありまして、設立中の会社を権利能力なき社団と考えるという会社法上の理論を、まるで会社が成立前から実体として存在しているかのように捉えて、それが本条の不具合をカバーするという議論は、やはりちょっと適用の場面が違うのではないかなという印象は持ちました。

○前田 確かに、設立中の会社とか、あるいは組合のようなものですら認識できないような場合はあり得ると思うのですが、そのような場合であっても、やはり公開買付けについての決定がされているのであれば、たとえば対象会社の代

表取締役を以て公開買付者等関係者と見てもいいような気がするのですけれども。

○行澤 組合などがあれば、それは先生のおっしゃるとおりで私もいいと思うのです。法人でなくてもいいわけですから。ただ、やはり MB0 の場合、SPC がつくられるまで、経営判断を行う被買付企業と別個の何らかの実体があると見るのはちょっと難しいのかなという印象を持ちましたけれども、いかがでしょうか。

○前田 しかし、公開買付けを行うことについての決定を、誰かがしているわけですね。

○行澤 誰かがしています。ただ、それが公開買付者等でなければならないわけで、組合でも実体としてまだ存在していないような場合には、やはりどうしても法の間隙があると言わざるを得ないのではないのでしょうか。

○前田 極端な場合はもう対象会社の代表取締役がそれに当たると見ていいのではないのでしょうか。

○行澤 そうです。そのように考えていけばいいかと思います。

#### 【親会社を公開買付者等を含めることについて】

○川口 これも先ほどの一般論ですが、親会社の決定について子会社に決定があったと考えてよいのでしょうか。親会社にまで拡げるという話で、これは日本織物加工事件なんかで、実質親会社が決めているではないかということで、そこで決めた場合はもう決定があったと考えてよいのではないかという議論がたしかあったと思うのですが、法人格は別であるというような時に、法人格が否認されていたら別でしょうけれども、全く別の会社という場合に、解釈論でそこまで拡大できるとお考えなのではないでしょうか。

○行澤 公開買付者等を親会社を含めて解釈するというのは、比較的抵抗が少ないのではないかと思います。というのは、やはり会社法などを見ましても、そこは実質的に捉えているのではないのかなと思うのです。例えば会計帳簿閲覧請求

の場合についても、「請求者」の意義を法の趣旨から実質的に捉えていくのですが、それはそれでいいのではないかと私も思います。

○片木 法 167 条 1 項 1 号で「当該公開買付者等（その者が法人であるときは、その親会社を含む。）」と書いてありますが、それとはちょっと違うのですか。

○行澤 それに当たりますね。

○松尾 子会社が設立される前に親会社で決定された場合のことですね。

○行澤 本日の議論との関係で言うと、そういうことですね。

○片木 だから、先ほどからお話しになっているのは、そもそもその子会社がまだ設立されていないということで、議論になったのだらうと思いますけれども。

○行澤 そうですね。だから、親会社としてやる場合はそのものずばりですが、子会社も設立されておらず、既存の親会社ではなく、被買付企業が MB0 を決定する場合は難しいだろうということです。

○片木 MB0 以外であれば、設立前であっても、そもそも子会社をつくるつもりであれば、もう親会社もここにも入れてしまえばいいということですかね。

○行澤 そうですね。解釈論でそれはできるかもしれませんが。ですから、問題は、やはり MB0 のようなものに限られてくるのかなという気がします。

#### 【公表の意義—特にフェア・ディスクロージャー規制との関係について】

○森田 公表の意義について、報道機関に伝達しても、法 166 条と同じように公表とは言えないのだという解説であったと理解しているのですが、法 166 条にせよ法 167 条にせよ、もともとの保護法益は何ですかね。

○行澤 市場の公正性に対する信頼を保護することではないでしょうか。

○森田 条文どおりに 2 以上の報道機関に発表しても、報道しないこともありますよね。

○行澤 情報源を特定しなければ、ですね。

○森田 逆に、そのように 2 以上の報道機関に言わなくても、口を滑らせて新聞に載ってしまったとか、そのようなことになると、情報は社会に出るわけですね。

○行澤 そうです。

○森田 情報が社会に出たら、保護法益であるところの公正なる市場というのは、侵害されていないという状態になるのではないですか。

○行澤 まさにそれが議論されたのが、昨年 4 月の本研究会での川口先生のご報告であったと理解しております。

○森田 それで、例のフェア・ディスクロージャーといった観点が出てきましたので、その時の議論と比べて、あのようなものが出てきた以上、それを尊重するような解釈に改めるべきではないかというのが、私の意見です。

インサイダー取引規制が制定された時から、報道機関からは大きな反対があったのですよ。そんなことをしたらスクープがとれないとか、そういう意味で報道の侵害だという意見がものすごく強く出されたのですよ。本当はスクープでやりたいわけですよ。それを、2 以上の報道機関に対する記者会見で大本営発表のようなものをしなければいけないというわけでしょう。それでは報道の自由も促進されないし、ディスクロージャーが進まないだろうという反対意見ですね。ある種フェア・ディスクロージャーでどんどんディスクロージャーを進めていこうという改正がされましたので、秘密の管理も大事ですけども、情報の伝達も大事だという観点を考えた時に、なおあなたはそのままいかれるのですかということをお聞きしたい。

○行澤 私の見解というよりも、フェア・ディスクロージャーの規定が整備されることによって、かえってそういう方式によらない情報のスクープとか、漏洩と言うと変ですけども、流出はやは

り公表にならないという判断に傾くのではないでしょう。

○森田 だから、あなたがこれをそのように解釈すると、余計そうなると思います。

○行澤 実質的に重要情報が報道等のスクープによってかなりの範囲で知れ渡っているという場合には、本来の法の趣旨に立ち戻って、インサイダー取引規制を解除すべきだという議論はもうずっと言われていまして、私も本来はそれでいいのではないかと思うのです。

ただ、ここまでかっちりとインサイダー取引規制を構成されて、適用除外とかフェア・ディスクロージャー等々、画一的な規制が敷かれてしまうと、「保護法益を侵害しないから、実質的には、これはインサイダー取引規制を解除すべきだ」ということはなおさら言いにくくなってきたというふうに考えます。もしそういう解釈をやるならば、やはりインサイダー取引規制の構造自体をもっと抜本的に見直さなければならず、部分的にここにだけ手をつけるというのは、やはりなかなか難しいのではないのでしょうか。

それこそ裁判所が、可罰的違法性とかを持ち出して、解釈として公表には当たらないけれども、実質的には情報の有用性が減殺されているので、類推適用するとか公表に準じるといった解釈をするのは、現在の規制構造ではやはりできないのではないかというふうに考える次第です。

○森田 そうですね。形式基準でやっていますからね。

○行澤 はい。

○森田 形式基準があまりにも厳し過ぎるから、実質的判断を持ち込む余地が非常に少ないということですが、フェア・ディスクロージャーには他方においてディスクロージャーの促進という面があり、そういう意味では、真にフェアなマーケットをつくろうとすればディスクロージャーも必要なのですから、むしろフェア・ディスクロージャーの規定をちょっとぐらいつくったって、このインサイダー取引規制がある以上は何ともなら

ないと、あなたは今そういうふうにおっしゃったように思うのですが、私もそう思います。

○行澤 ええ。

○森田 今あなたがおっしゃったように、フェア・ディスクロージャー・ルールをつくったって、むしろ逆行してしまうようなことになるというようになっては、寂しいことですね。（笑）

○行澤 逆行するというよりも、報道機関としては、情報源の秘匿とか、あるいは不確実であっても、彼らの勘とか、報道機関の責務とか、そういう意識でスクープを抜くわけですが、それはインサイダー取引規制との関係では、「公表」にはなりませんよということですね。

○森田 それが今回では反省されたことにならないのですね。

○行澤 情報源が秘匿された憶測的な新聞報道であっても、それで十分に情報の奥行が理解できるだけのスペシャライズされた人と、普通の一般投資家との間で差が出てはやはり困ると。そこをフェア・ディスクロージャーで、画一的に全ての投資家のアクセスをフェアで平等にし、情報の同質性を確保し得た段階でインサイダー取引を解除しようと、そういう趣旨ではないのでしょうか。

○森田 でも、情報が出たら、皆の理解は進むわけですよ。

○行澤 しかし、それを以て、これは本当に来るぞということがわかる人と、いやまだわからないと思う人との間で証券市場に対する行動が違ってきます。そうすると、それこそ北浜や兜町のプロがビビッと反応して、インサイダー取引に当たらずに取引できてしまうということになり、やはり不公平だという判断はあり得るのかなと思うのですね。

○森田 そうすると、ディスクロージャーが阻害されるということですね。それは報道機関が盛んに言っていました。この形式的な規制でいくから、とことんはっきりした基準が要るのだと。罪刑法定主義の要請にきちんと応えるためだけに、あなたがおっしゃるように確定的な事実が欲しい

のではないのでしょうか。

ただ、そのようなことを考えると、研究会レベルでは、このように改善したらどうかというふうになるのかなと思ったのですが、ご報告のようでは寂しいなと思っているという感想です。

○川口 今の森田先生の話は、公表概念を改正すべきだということなのですか。

○森田 そうですね。

○川口 それはどのように改正をすれば……。

○森田 ですから、実質的にある程度の公表であっても、全く秘密裏にされているよりは、表に出てしまったら、それはそれでいいのではないかと。

○川口 報道機関が報道するものには、真実でないものもありますよね。真偽が確かではないものは、公表概念として認められないというのが最高裁の立場なのではないですか。

○森田 いや、私はそうは思いません。つまり、罪刑法定主義をかなり強調しましたから、何を以てというのがわからないから、それで口実に逃げる人が出てくるのではないかというようなことで、何か厳しく律しましょうというような、そういう趣旨だったと思うのです。

しかし、逆にそうすると、そのままいけばきちんと真実がわかるのですかということ、わからないですよ。記者会見をしても記事を書けないこともたくさんありますからね。ですから、ファイリングでもするとか、そのような制度もできていますから、何時間後にはもうファイリングをしなさいというぐらいにしておけば、その時点から解除になっているとか、何かちょっと微調整でもいいから、緩和概念が採用できないかなと思います。

○川口 現在は、取引所のルールで、不確かな情報が報道されると、それを確認する制度が出来ていますよね。

○森田 もちろん、していますよ。

○川口 昔とは、その辺は大分違ってきているように思いますが……。

○森田 日本では答えなければならないと思っ

ているけれども、それは要請ですよ。だから、それはノーコメントですという答えもあり得ます。

○片木 記事が出た時にエルピーダメモリ自身がどのように答えたのかよく知らないのですが、まだ正式に公表する気がないところでスクープされた時には、会社側は、現段階ではなお決定に至っていない、適切に決定がなされたときに改めて公表いたしますというふうに言うわけでしょう。いや、おっしゃるとおりですというコメントをされたのなら、もうそれで公表されているわけだから、問題ないわけで……。

○行澤 そうですね。

○森田 いや、でも、それは基準ではだめでしょう。

○片木 だから、やはりその差は大きいのだと見るのか、内部者であれば、「ああ、バレたな」といった受取り方ですけれども、内部者以外の投資家であれば、スクープはされたけれども、まだ会社側は正式には認めていないという受取り方しかないでしょう。内部者サイドは、既に計画されたものがバレたという……。

○森田 それはそうですね。会社の中でもめっているとかいうのはちょっと具合が悪いですね。それは一枚岩でないといけないとは思いますがね。

○片木 だから、その差はやはり大きいということではないかと思います。

○森田 ただ、それが2社以上でして12時間ですかという、そうでもないのではないですかと。

○行澤 そういう場合、結局、スクープなどは公表に当たらないということになりますね。この点、先ほど私は、投資家の個々の資質によってアクセスや判断がばらばらになることは不公平だと言いましたが、もう一つ、やはりそれが公表に該当することがあり得るとすれば、混乱が生じるということもやはりあるのではないですか。

○森田 混乱とは何ですか。

○行澤 インサイダー取引になるのかどうかということに関して、どこまでならば解除されるか

ということについてのリスクを投資家に背負わせてしまうということもあるのではないのでしょうか。

○森田　　かもしれません。だから、こういう規制があるわけだね。ただ、ディスクロージャーを促進したいということがマーケットの要望だと私は思います。ですから、今度のフェア・ディスクロージャーはそうあるべきだと私は思っていたのに、あなたのおっしゃるようなこの規制があるがゆえに、かえって従来よりも発表しにくくなったと。あるいは記者会見に応じにくくなったと言われるのであれば、それはどうかなというふうには思いますよね。

○川口　　フェア・ディスクロージャーについては、後日石田先生によるご報告がありますので、またご議論いただければと思います。

○森田　　いや、私はフェア・ディスクロージャーを今議論しているわけではなくて、そういうのがあったから、こちらの公表概念の解釈も変わりませんかということをお尋ねしているのですよ。

○川口　　わかりました。ほかにいかがでしょうか。

【大量保有報告書等が提出される前に買集め行為を行った情報の第一次受領者の取扱い】

○黒沼　　それでは、12 ページの論点 4 に関してですが、私が書いたことに対して行澤先生にやや疑問が残ると書いていただいているのですが、改めて考えてみると、私もそのとおりだと感じました。しかも、結果的に大量保有報告書や変更報告書を提出した場合であっても、それを提出する前は、情報の非対称性は解消されていない状態で購入していますので、その点はやはり救えないと今は感じています。

これは、たしか立法論として書いたのではないかと思うのですが、立法論とするとき、この建付けをどうするかは非常に難しい問題と感じました。何かいいお知恵があったら教えていただきたいのですけれども。

○行澤　　黒沼先生は、知る前計画の運用によって救済してもいいのではないかというふうにも指摘されています。そこで、第一次情報受領者が買集めをする場合に、競合公開買付者等から事実を知らされてしまうわけですが、その前に買集めの計画、すなわち 5 % を取得することが計画されていれば、知る前計画等でうまく整理できるのではないかと私も思いました。

ですから、法 167 条 5 項 14 号の問題としてこのような運用をしてもいいのかということですね。

○黒沼　　ただ、現在 14 号に関して取引規制府令による規定ができて、かなりがちがちに固められていますから、これを遵守するのは結構難しいですよ。

○行澤　　そうですね。

○黒沼　　論点 4 のような、最初から買集め行為を行おうとする者であれば、確かにこれを利用できるのかもしれませんがね。

○行澤　　はい。

【知る前契約・計画に対する適用除外の趣旨】

○松尾　　論点 6 の知る前契約・計画のところ、一般投資家には使いづらいのではないかということに対して、行澤先生は、公開買付者と競合するような他者との関係で公正な競争を確保するという観点からの適用除外だと説明されているのですが、これはこういう観点に限られるのですか。

○行澤　　いえ、一般論としては限られないと思いますが、問題提起として、公開買付け等事実を知らされて妨害されるような場合には、個人の一般投資家は予定されているのだろうかという問題意識です。

取引規制府令 63 条 14 号を個人投資家に当てはめる場合に、これはやはりかなり難しいなど。ただ、ここで私が書きました観点というのは、そういう妨害を受けるような場合については、という意味でした。誤解を招くようで、すみません。

○松尾　　そうすると、法 166 条のほうの重要事

実に比べると、一般の投資家が公開買付けに関する重要事実——公開買付け等の決定ですね、それを知ることは、知らされる場合以外にはないからというお考えですか。

○行澤 はい、そういう意味で、一般論として排除するつもりはありませんけれども、大体そういう場合が多いのではないかと思います。

#### 【今後の法令改正の必要性】

○森田 今、この条文で何か困った問題があるなということがあるのですか。大体判例を整理していったって、まあこのようなものですなという話で、つまり、大きな改正すべき点や問題点というのは、例えば MBO などが増えているから、先ほどおっしゃった特定目的会社についての条文などを新たにつくったほうがいいのではないですかとか、そういうことは特にご議論にはならないわけですか。

○行澤 いや、今なお問題は残っていると思いますが、それに対して、今のところそういう積み残しの問題に対してインテンシブな検討がなされているようには見えないということです。

○森田 それで、あなたとしてはそれでいいのかなと。（笑）

○行澤 いや、実務的には問題は出ていると。そこで、インサイダー取引規制だけに限りませんが、問題があったら、当面、政省令レベルあるいは府令レベルで対応するのが常ですけれども、それも使い勝手が悪いことが分かったという場合に、またこれも手当てしていかないといけないというイタチごっこになりがちです。ひょっとしたら金融庁も疲れているかなと。（笑）

○森田 だから、MBO というのが、ここの対象にやはりなるのですね。

○行澤 やはり MBO のような場合についても、もう少ししっかりと考えるべきかもしれません。

○森田 MBO の場合は、何かちょっと通常の投資者保護の問題を超えているような気もしますが、改正案までは、あなたはまだ考えないということですかね。

○行澤 私はやはり解決したほうがいいと思います。この条文については、MBO に限らず、M&A 一般、あるいは会社の支配権争い等がなされる場合に、インサイダー取引禁止規範がどうやって解除されるかということにおいて、実務家の関心は高いと思うのです。それに対して今なおクリアでない部分はきちんとクリアにしないと、かえって M&A 等の活発な促進を萎縮させることにもなるのではないかと思いますので。

ただ、それを従来のようにパッチワークよろしく場当たり的に手当てしていくというのは、本当にイタチごっこのようなことになりますよね。

○森田 そのときに、法律家ですから要件・効果論でいくわけでしょう。言葉が何か一個足りないかもしれませんね。（笑）あるいは、どの言葉をたどったら……。

○行澤 まあ、その辺は金融審議会でぜひご協議いただきたいところではあるのですが。

○森田 なるほど。

○川口 行澤先生が、これは問題だと思われて、立法の解決が必要だと思われる部分はどこですか。論点 5 みたいなところですか。

○行澤 そうですね、論点 3・4・5 のところでしょうか。まさに既に指摘されてきたとおりで、特に論点 3 で、それこそ先ほど森田先生が議論されたように、公開買付け届出書等を通して当該公開買付け等事実が一般的に公表されて知れ渡っているのに、適用除外とされるのは第一次情報受領者のみであり、その他の投資家はなおインサイダー取引が解除されない状況なのですね。これはやはり構造的に相当矛盾しているのではないかと思います。黒沼先生その他の先生方がご指摘のとおり、これは適用除外ではなく、やはり公表と考えるべきだと思うのですが、なぜこういう仕組みにしたのかなというのが逆によくわからないところなんです。

論点 4 についても、買集め行為は本当にインサイダー取引が適用除外とされないままでいいのかというと、知る前計画というのはやや使いにくい

面があるので、まさに M&A 取引を促進し、あるいは企業支配権市場を活発にすることであれば、やはり買集め行為にも、何らかの工夫をして、例えば飯田先生が提案されたように、インターネット等を利用した情報開示手段を活用する等、今の時代はいくらでもできるのに、上場会社のタイムリー・ディスクロージャーしか公表を認めないような状況というのは、果たしてそれでいいのだろうかという思いです。

○森田　やはり公表概念は見直すことが急務だと思います。

○川口　伝統的に、公表は、情報源自身が発信することを基本にしているのですよね。そこが出すから、事実が明らかになるわけであって、他人が発信するのはこのあたりが異なるということでしょうかね。

○行澤　そうなのです。おっしゃるとおりです。だから、公開買付者等が行うから公表なのだと。もしこの建付けを維持すべきだとしたら、公表以外の場合でもインサイダー取引規制を解除するような——やはり公表に匹敵するような質の情報開示があればそれこそインサイダー取引規制の趣旨が全うされるわけですから、そこはもっと適用除外の幅を拡げてもいいと思うのですけれども。

○川口　情報をつくった人以外の開示が公表にならないのは、やはり情報が不正確だからですかね。

○行澤　そうだと思います。

○川口　逆に言えば、情報の正確性を担保できれば、そう考えてもよいのではないかという話になるということですかね。

○行澤　ただ、その正確さをどうやって担保するのかというのは、やはり難しい。例えば公開買付者等が公開買付け等事実を競合者に知らしめればインサイダー取引規制で妨害できるわけですが、当該情報が、一般投資家にとって正確性が担保されていると言える程度に正確な情報であったかという、そこは必ずしもそうだと断言できないわけです。正確性の担保ということをあまり考え

過ぎると、やはり公表概念を厳格にせざるを得ないことになるのではないかと思うので、そこはあまり言うべきでないかもしれません。

○川口　ほかはいかがでしょうか。

【法 167 条に該当しない外部情報を利用した取引について】

○梅本　大雑把な話で恐縮ですが、公開買付けについては、法 166 条と違って、問題となる事実は法 167 条 2 項の公開買付け等の実施が中止ですよ。

○行澤　そうです。

○梅本　例えば、公開買付けの実施ではないけれども、1、2 年前、さが美という会社が公開買付けの対象になって（ディスカウント TOB）、あるファンドが競合的公開買付けをかけるのではないかという噂が出ました。

○行澤　噂が流れた、ということですね。

○梅本　そうです。それで、たしか公開買付価格よりも市場価格がかなり上がっていったことがあるのですよ。そういった公開買付けをするのではないかという噂の発生源である会社の関係者であれば、例えばその事実、あるいはそれを中止したという事実はわかるわけですよ。

○行澤　はい。

○梅本　それは 2 項には入らないわけですよ、この実施が中止に当たらない限りは。

○行澤　そうですね。

○梅本　でも、その情報を事前に知って売買すれば利益を得ることはできますよね。これは仕方がないのですかね。（笑）インサイダー取引には当たらない。包括条項はない。単なる実施と中止についての事実のみなわけですから。

○行澤　公開買付けが機関決定される前の段階でインサイダー取引まがいのことをするということですか。

○梅本　まさに実現可能性というところのもっと手前のあたりですから。

○行澤　公開買付者の内部者ならばわかるから



ですかね。

○梅本　　そう、競合先の。

○行澤　　ああ、競合先ですね。

○梅本　　ええ。でも、どこの条文にもかからないですよ。

○行澤　　はい。

○梅本　　外部情報一般の問題ということで……。

○行澤　　法 166 条で対処するということになるのでしょうか。

○梅本　　いや、それは内部情報ではないですね。外部情報です。

○行澤　　外部情報、すなわち潜在的な公開買付競合者の行動に関する噂だからですね。それはまさに、なぜ外部情報の中でも公開買付けだけを法 167 条として特に取り上げたのかという根本的な立法の考え方に関連するのではないかと思います。我が国の法も、基本的には、アメリカに倣ったのだと思うのですけれども、もっと一般的かつ広範に外部情報を捉えるべきとなると、かなり根本的な問題にならないでしょうかね。

○梅本　　おっしゃるとおりかもしれません。

○川口　　よろしいですか。それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。