

逐条解説・金商法 167 条

(報告) 行澤一人

1. 規制の対象となる者

「公開買付者等関係者」(法 167 条 1 項 1 号から 6 号までに該当する者)であり、「公開買付者等」の公開買い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(公開買い付け等事実)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及び一次情報受領者(同条 3 項)。

(1) 「公開買付者等」

- ・「上場等株券等」の公開買付け(法 27 条の 2)をする者
- ・公開買付に準ずる行為―「買集め行為」(①)をする者
- ・発行者による「上場株券等」②の公開買付け(法 27 条の 22 の 2)をする者

① 施行令 31 条 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の発行する株券(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③。)、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③。)、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③。)、投資証券等(内閣府令で定めるものを除く③。)、新投資口予約権証券等(内閣府令で定めるものを除く③。) その他内閣府令で定める有価証券④(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(仮設人を含む。以下この条において同じ。)の名義をもつて**買い集める当該株式に係る議決権の数**(株券(外国法人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一百四十七条第一項又は第一百四十八条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(同法第二百二十八条第一項において準用する同法第一百四十七条第一項又は第一百四十八条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⑤をいう)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(株式等売渡請求により当該株券等を買い

集める行為を除く。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で除して得た割合をいう。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。

② 法 24 条の 6 → 施行令 4 条の 3（店頭売買有価証券、投資証券等）

③ 有価証券取引等規制内閣府令 57 条 1 項 - 5 項（完全無議決権株、完全無議決権投資証券等に関するものが除かれる）

④ 同府令 6 項（株券等信託受益証券、株券等預託証券[法 2 条 1 項 20 号]）

⑤ 同府令 7 項

（２）公開買付け等事実を知った「公開買付者等関係者」

・ 1 号 公開買付者等（親会社〔法 166 条 5 項〕を含む）の役員等〔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*・法 166 条 1 項 1 号〕（公開買付者等が法人以外の者であるときは、その代理人又は使用人）であって、その職務に関して知った者。

*判例（前々回志谷教授報告による。議論の詳細は控える）

最判平成 27 年 4 月 8 日刑集 69 卷 3 号 523 頁「同法 166 条 1 項 1 号にいう『その他の従業者』の意義について、・・・同号の文言及び会社関係者による内部者取引を規制する同条の趣旨等からすれば、同号にいう「役員、代理人、使用人その他の従業者」とは、当該上場会社等の役員、代理人、使用人のほか、現実に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・呼称のいかなを問わないものと解するのが相当である。」

・ 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〔会計帳簿閲覧請求権者〕又は同条 3 項に定める権利を有する社員〔子会社会計帳簿閲覧請求権を有する親会社社員〕（当該株主又は社員が法人であるときはその役員等、当該株主又は社員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）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又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又は使用人を含み、法人である公開買付者等の役員等又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、当該契約の締結若しくはその交渉又は履行に関し

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当該公開買付者等からの伝達により知ったとき）【平成 25 年改正によっ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付けられた。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 号に該当し、当該企業及びその役員等は「公開買付者等関係者」となるが、常にそうであるとは限らず、そうでない場合には、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ことの不都合をカバーしようとした。】

〔論点 1〕

本号によれば、公開買付け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け者等関係者にはならない。それゆえ、公開買付け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（日本取引所金融商品取引法研究第 2 号 106 頁[2014 年 6 月 27 日・小出篤報告]（2016 年 1 月、日本取引所グループ））。また、「公開買付においては、公開買付者となる会社を設立するよりも前に『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（例えば MBO における対象会社の代表取締役）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よる公開買付け者等関係者とはならないという不都合が生じる（黒沼悦郎・金法 1980 号 20-21 頁）。それをカバーするために、「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。」として、黒沼教授は、そもそも情報の第二次受領者を規制対象とすること、公開買付け者等の範囲を情報源を有する対象会社や公開買付け者等の親会社に広げること、あるいは公開買付け等事実の定義を拡張し、公開買付け者等以外の者による決定を含めること、といった提案をされる（黒沼・前掲 21 頁）。

・6号 2号、4号、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つて、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つて、公開買付者等関係者でなくなった後、6月以内の者。【平成 25 年改正による。従前の 1 年から 6 月に短縮された】

（4）情報受領者（法 167 条 3 項）〔一次情報受領者〕

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、又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。

2. 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①（「特定株券等」）又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 項第 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（特定株券等又は関連株券等（「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。

（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。

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
→有価証券取引等規制内閣府令 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
→有価証券取引等規制内閣府令 61 条

（３） 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又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。

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①に該当するものを除く。

① 有価証券取引等規制内閣府令 62 条（軽微基準）

・ 買い集め行為（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。

又は、

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とすること【平成23年改正による。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。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たときに、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り、「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」（日野正晴「詳解金融商品取引法（第4版）」954頁）という理由による。】

＊判例

最判（一小）平成23年6月6日刑集65巻4号385頁〔村上ファンド事件〕

① 「業務執行決定機関」の意義

「・・・ライブドア内における堀江及び宮内の立場等に加え、記録によれば、堀江及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、堀江及び宮内に対し、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ふことができ、この点に関する原判断は正当である。」

この点についての判示は、最判（一小）平成11年6月10日刑集53巻5号415頁〔日本織物加工事件〕における「（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「踏襲したものであることは明らかであろう。」と評価されている（最判解・曹時65巻12号3128頁〔西野吾一〕）。この点、立法担当者の解説によると、「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」（商事法務研究会、平成元年）52頁）と説明されている。

② 「決定」の意義について

「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

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。」

この点、日本織物加工事件では、次のように判示されていた。「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。」ただし、そのような決定の事実、その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、その事実を知ってす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。」

村上ファンド事件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」とするものがある（前掲・最判解 3125 頁）。これが刑法学者らの多数説といってよからうか。

これに対して、本件判批商事法務 1945 号 4 頁〔黒沼悦郎〕は、「法 167 条 2 項所定の決定は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であるとは到底言えない。」（同 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らるべきである」（同 9 頁）とする。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。

以上の点について、「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ところから判断する」こともできると指摘する意見があり（日本取引所金融商品取引法研究第2号148頁[松井秀征発言]（2016年1月、日本取引所グループ）、私も同意見に賛成したい。すなわち、公開買付け等事実の決定機関及び決定時期の画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）が反映されているのであるから、そのように画定された「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あろう。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わけである。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らう。

（４）公表の意義

(i)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け者等によって取られたこと。

（1号）公開買付け等（法人（法人でない団体に代表者又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又は管理人）若しくは当該公開買付け等から法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報道機関（同号イ～ハ）の二以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された公開買付け等事実の周知のために必要な期間〔少なくとも二の報道機関に対して公開した時から12時間・令30条2項〕が経過したこと。

＊判例（議論の詳細は、2017年4月28日JPX金商法研究会・川口恭弘報告「近年の金融商品取引法に関する判例 ―インサイダー取引規制における「公表」の意義―」を参照されたい）

最判（一小）平成28年11月28日刑集70巻7号609頁〔エルピーダ・メモリ事件〕

「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。

また、所論がいうように、法令上規定された公表の方法に基づかずに重要事実の存在を

推知させる報道がされた場合に、その報道内容が公知となったことにより、インサイダー取引規制の効力が失われると解することは、当該報道に法 166 条所定の「公表」と実質的に同一の効果を認めるに等しく、・・・本件のように、会社の意思決定に関する重要事実を内容とする報道がされたとしても、情報源が公にされない限り、法 166 条 1 項によるインサイダー取引規制の効力が失われることはないと解すべきである。」

(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、当該上場会社等又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①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【平成 24 年改正。自社株 TOB のみならず、他社株 TOB 及び買い集め行為も含まれる】。

① 有価証券取引等規制内閣府令 56 条（電磁的方法による公衆縦覧。東証における TDnet の利用が想定される）

(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（有価証券取引等規制内閣府令 56 条）（ただし、自社株 TOB における上場株券等（ロ）及び他社株 TOB 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又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、当該発行会社又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（有価証券取引等規制内閣府令 56 条）に供されたこと。【平成 24 年改正による。「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则认为られること」によると説明される（日野正晴・前掲 958 頁）】

〔論点 2〕

非上場会社である公開買付け者等の上場親会社あるいは対象会社は、公開買付け者等による開示要請に応じる義務がない。そのため、上場親会社が存在しない非上場の公開買付け等が敵対的な公開買付け等を行う場合、対象会社が開示要請を受け入れるとは限らないとの指摘がある（黒沼・ジュリスト 1460 号 29 頁）。この点、「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、それが引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」指摘する見解もある（日本取引所金融商品取引法研究第 2 号 19 頁[石田眞得報告]（2016 年 1 月、日本取引所グループ））。また、この点、立法論的には、「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」とするものもある（前掲・飯田秀総発言）。

（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、当該発行会社又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、当該発行会社又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（有価証券取引等規制内閣府令 56 条）に供されたこと。

(ii) 他社株 TOB（法 27 条の 3 第 1 項・27 条の 11 第 2 項）及び自社株 TOB（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。

(iii) 他社株 TOB（法 27 条の 14 第 1 項・27 条の 11 第 3 項）及び自社株 TOB（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。

3. 適用除外

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、とされる（日野正晴・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

（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

① 施行令 33 条の 4 の 2 新投資口予約権

② 施行令 33 条の 4 の 2 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又は売付け等をする場合

(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 項若しくは 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。）又は法令上の義務に基づき株券等に係る買付け等又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〔応援買い〕

*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又は同条 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み）でなければならない。

(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〔対抗買い〕

*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又は同条 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み

【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（黒沼・金法 1980 号 26 頁）。なお、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される（黒沼・前掲 27 頁）】

(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又は売付け等をする場合

① 施行令 20～26 条により安定操作取引をすることができる場合

(7号) 第一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若しくは店頭

売買有価証券市場によらないでする場合、又は

第一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若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、更に同項又は第三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〔クロクロ取引〕

(8号) 特定公開買付者等関係者*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又は使用人を含む）〔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とき

- * 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もの
- イ 当該伝達を行った者の氏名又は名称
- 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（有価証券取引等規制内閣府令第 62 条の 2）

【平成 25 年改正による。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 報告と記す〕9 頁）が考慮されたものである。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ある。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 による公開買付け手続きによらなければならない（買い集め行為には適用されない）。それは、買い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る（WG 報告 9 頁）。また、本号により適用除外とされるのは一次情報受領者のみであり、他の公開買付け者等関係者や情報受領者には内部者取引禁止は解除されない。】

〔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、これをもって「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良いのではないかと主張する見解が有力である（黒沼・金法 1980 号 23 頁。黒沼教授は、公開買付け開始公告や公開買付け届出書は、上場会社による適時開示以上に情報の信頼性を確保する仕組みとして整っているとされる）。

〔論点 4〕黒沼教授は、買い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おり（黒沼・前掲 24 頁）、賛成したい。なお、黒沼教授は、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る。それは、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 24 頁〔注 16〕）、本条によって当該株券等の買い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る。しかし、もし 5%取得を企図して株券等の取得を開始すれば、結果として同水準の保有に至らなくても、内部者取引規制が解除されるということになると考えるなら、やや疑問が残る。

〔論点 5〕

さらに、本号の適用除外は、公開買付け等事実限定されるため、たと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、潜在的な公開買付け者に、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ある。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を期待するの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ろう（黒沼・前掲 24 頁）。

（9 号）特定公開買付者等関係者*であって法 167 条 1 項 1 号に掲げる者以外のもの

又は、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又は使用人を含む）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、

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

*公開買付者等関係者であつて、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つたもの

【平成 25 年改正による。これは、「(情報の) 伝達を受けた後、相当の期間が経過しても公開買付者等により当該事実が公表されない場合には、伝達を受けた情報の価値は劣化」しており（WG 報告 9－10 頁）、投資判断の材料としては有用性を失っているとの判断による。なお、本号の「公開買付け等」には買い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 か月経過後の買い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、やむを得ないと割り切るしかないであろう。」（黒沼・金法 1980 号 25 頁）】

（10 号）合併等（合併、分割又は事業の全部若しくは一部の譲渡若しくは譲受け・法 166 条 6 項 8 号）により株券等を承継し、又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%[有価証券取引等規制内閣府令 58 条の 2]）未満であるとき。

（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、又は承継させるとき。〔「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）合併等又は株式交換に際して当該合併等又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又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、又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

その他これに準ずる特別の事情に基づく買付け等又は売付け等であることが明らかな買付け等又は売付け等をする場合〔「知る前」契約・計画〕

この場合、有価証券取引等規制内閣府令 63 条による規制に服する。なお、同条 1 項 14 号（下記）は、**平成 27 年に新設されたものである。**

十四 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 167 条 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〕

「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たとしても、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。」として、本包括条項は狭すぎるという評価があり得る（黒沼・金法 1980 号 24 頁〔注 17〕）。もっとも、これは、公開買付け者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であり、一般投資家をも保護の視野に置く必然性がどこまであるかについては疑問を留保したい。

〔論点 7〕

施行令 31 条における「共同買集め者」の意義を、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。共同買い集め者は、公開買付け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る。この点で、共同買い集め者の意義を、公開買付け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（5%以上の株券等を買集めることに関する合意）見解が通説であるが（三浦／吉川・商事法務 1720 号 55 頁）、応援買いを適用除外とする理由が公開買付け者等本人による買い付け等と同視し得るからだとする説明（横畠・前掲 194 頁）に基づき、応援買いと同様、共同買い集め者が当該株券等を公開買付け者等本人に売り付け等すること、もしくは売り付け等するまで保有することを要求する見解もある（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）455 頁）。この点、施行令 31 条において共同買い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、そもそも公開買付け者等に対して買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、共同買い集め者であるためには「買集め対象となる株券等を買集めることについての合意があれば足り」と解すべきである（黒沼・金法 1866 号 52 頁）。なお、公開買付け者等に売り付けることを目的として当該株券等の買い付け等を行う者は、応援買いの名目の下に、インサイダー取引規制の趣旨を潜脱する恐れの高い者であると言える。それゆえ、公開買付け者等の取締役会の決定等に基づく要請をもってインサイダー取引規制を解除するのが法 167 条 5 項 4 号の趣旨と解すべきであり、上述の「公開買付け者等本人による買い付け等と同視し得るからだ」とする理由には賛成しがたい。