

2021年2月

## 公開買付けに関する諸論点④ -公開買付けとインサイダー取引規制-

弁護士 飛岡 和明 / 弁護士 菅 隆浩 / 弁護士 牧 大祐 / 弁護士 中川 雄介

### Contents

- 前提：公開買付けの実施に関する事実・中止に関する事実の重要性
- 公開買付者(その役職員を含む。)とインサイダー取引規制
- 応募契約を締結する大株主とインサイダー取引規制
- 対象会社等とインサイダー取引規制

公開買付けは、完全子会社化、単純子会社化、持分法適用会社化といった支配権の獲得や、資本業務提携関係の実現やさらには純投資目的など様々な目的の下で実施されますが、いずれの場合にあっても、公開買付けの対象となる対象会社の株券等の価格形成に対して重大な影響を持つものです。そのため、金融商品取引法(「法」)は、公開買付けの対象会社が上場会社等である場合において、公開買付けの実施に関する事実や、公開買付けの中止に関する事実(但し、公開買付けの実施の決定について公表がされたものに限ります。)をインサイダー取引規制の対象となる事実とした上で、一定の者による対象会社の発行する株券等の取引について、当該事実が「公表」されるまで、原則としてこれを禁止する規定を設けています(法 167 条)<sup>1</sup>。また、対象会社が上場会社等である場合で、対象会社に係る業務等に関する未公表の重要事実を知った場合には、公開買付者は当該事実が「公表」されるまで、原則として対象会社の株券等を取得することができません(法 166 条)。このように、公開買付けを実施するにあたっては、関連するインサイダー取引規制の適用があることを認識する必要があります。

今回は、公開買付けを実施する上で留意するべきインサイダー取引規制についてご紹介します。なお、インサイダー取引規制の適用は、事実関係に大きく依拠するため、個々の場面に即した個別具体的な検討が必要であるという点には十分に留意する必要があります。

### 1. 前提：公開買付けの実施に関する事実・中止に関する事実の重要性

冒頭に記載したとおり、公開買付けの実施に関する事実・中止に関する事実は、対象会社の発行する株券等の価格形成に重大な影響を与えるものですが、このうち公開買付けの実施に関する事実(公開買付けを行おうと

<sup>1</sup> 法 167 条は公開買付け以外にも、対象会社の総株主の議決権の 5%以上の買集め行為(市場内外を問いません。)も「公開買付け等」として、その実施・中止に関する事実をインサイダー取引規制の対象となる事実を含めています(金融商品取引法施行令(「令」)31 条)。

する者が公開買付けに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定があったこと<sup>2)</sup>は、公開買付けの成否自体に大きな影響を与える事実です。

すなわち、公開買付けの実施に関する事実が、予期しない形で一般に明らかとなった場合、以下の事態が生じます。

- ① 対象会社の株券等の市場価格が高騰してしまい、当初予定していた公開買付価格ではプレミアムのインパクトが薄れてしまう結果、公開買付けが成立しない可能性(又は公開買付けの不成立を避けるため公開買付価格を増額しなければならない可能性)
- ② 第三者が対象会社が「売り(for sale)」に出される可能性を認識した結果、対抗提案を行うかどうかを検討する可能性
- ③ 第三者が対象会社の株券等の購入の上、公開買付けの開始後に公開買付価格の増額に向けて働きかけを行うことを検討する可能性

このように公開買付けの実施に関する事実は、公開買付けの成否に直結する事実であるため、実務上、情報管理について、最大の注意を払いつつ、慎重に行われています。

インサイダー取引規制の具体的な内容についての詳細は割愛しますが、インサイダー取引規制は大きく以下の3つに分かれます。なお、インサイダー取引規制は、(ア)上場している株券等、(イ)店頭売買有価証券又は(ウ)取扱有価証券に該当するものを発行する会社を対象会社としていますが、公開買付け制度における対象会社は、(その発行する株券等を理由として)有価証券報告書を提出している会社の株券等であることから、非上場の会社に対する公開買付け等、例外的にインサイダー取引規制に留意する必要のない公開買付けが存在し得ます。

項目	概要
会社関係者等のインサイダー取引規制(法 166 条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 会社関係者(上場会社の役員等や上場会社の契約交渉の相手方等)や、会社関係者からの第一次情報受領者が、上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知りながら、その公表前に、当該上場会社の株券等の売買等を行うことが原則として禁止される。</li> <li>■ 公開買付けを実施する関係では、公開買付けの対象会社の業務等に関する重要事実が問題となる(公開買付者自身の業務に関する重要事実が問題となるわけではない。)</li> </ul>
公開買付者等関係者等のインサイダー取引規制(法 167 条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付者等関係者(公開買付者の役員等や公開買付者の契約交渉の相手方等)や、公開買付者等関係者の第一次情報受領者が、上場会社等に関する①公開買付け等の実施に関する事実又は②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」といいます。))を知りながら、その公表前に、(公開買付け等の実施に関する事実の場合)当該上場会社等の株券等の買付け等、又は(公開買付け等の中止に関する事実の場合)売付け等を行うことが原則として禁止される。</li> <li>■ 法 167 条は公開買付者(共同公開買付者(公開買付届出書にて公開買付者として連名で記載される者)も含む。)自身には適用がない<sup>3)</sup>。そのため、公開買付者が公開買付けに関する準備を</li> </ul>

2 裁決平成 23 年 6 月 6 日刑集 65 巻 4 号 385 頁(村上ファンド事件上告審決定)参照。なお同決定によれば、公開買付け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されています。

3 金融庁は、法 167 条 1 項に規定する「公開買付者等」とは、(1)公開買付者並びに(2)令第 31 条に規定する買集者及び買集者と共同して同条に規定する買集めをする者を指すことを明らかにしていますが(2020 年 6 月 29 日付のノーアクションレター回答)、当該回答は直接的には 5%以上の買集めを行おうとする者とその協力者に関する法 167 条 1 項の適用可能性に関するもので、公開買付けを行おうとする者とその協力者に関するトピックを扱ったものではなく、その射程については留意する必要があります。

項目	概要
	<p>開始した後において、対象会社の株式を取得する行為は、別途、法 166 条に係るインサイダー取引規制に留意する必要があるものの、法 167 条に関するインサイダー取引規制を考慮する必要はない。なお、実務上、公開買付け用に特別目的会社を設立する場合があるが、特別目的会社の親会社は公開買付者ではない以上、法 167 条の規定に留意する必要がある(法 167 条 1 項 1 号括弧書参照)。</p>
<p>情報伝達・取引推奨規制(法 167 条の 2)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 未公表の上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知っている会社関係者、又は、未公表の公開買付け等事実を知っている公開買付者等関係者が、他人に対して、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、又は当該他人の損失の発生を回避させる目的をもって、情報伝達又は取引推奨することが禁止されている。</li> <li>■ 本規制は取引推奨だけでも成立してしまうため、インサイダー取引規制の対象となる事実の内容を他人に伝えない場合であっても、本条の適用対象となり得ることに留意する必要がある<sup>4</sup>。</li> </ul>

なお、インサイダー取引規制上の「公表」として認められる措置は様々なものがありますが(法 166 条 4 項、法 167 条 4 項、令 30 条)、①法 166 条の会社関係者等のインサイダー取引規制においては対象会社による TDnet による公衆縦覧、②法 167 条の公開買付者等関係者等のインサイダー取引規制においては、(ア)上場会社である公開買付者による TDnet(又は、公開買付者からの要請を受けた公開買付者の親会社(上場会社)による TDnet)による公衆縦覧、又は(イ)公開買付者からの要請を受けた対象会社による TDnet による公衆縦覧が実務上多く利用されます。なお、法 167 条の公開買付けの中止(すなわち撤回)に関する事実についても、公開買付け実施に関する事実と同様の方法により公表が可能であり、上記(ア)、(イ)の方法も利用することが可能です(法 167 条 4 項、令 30 条)。

以下では、公開買付けを実施する上で留意すべきインサイダー取引規制について、関連する当事者ごとに適用のあるインサイダー取引規制についての分析を記載します。

## 2. 公開買付者及びその役職員とインサイダー取引規制

### (1) 適用のあるインサイダー取引規制

公開買付者及びその役職員は、(ア)自らの決定により①公開買付け等の実施に関する事実又は②公開買付け等の中止に関する事実を発生させるとともに(法 167 条)、(イ)対象会社と接触をする過程において未公表の対象会社の業務等に関する重要事実を認識することがあります(法 166 条)(但し、上記 1 に記載のとおり、公開買付者自身は法 167 条のインサイダー取引規制の適用を受けることはありません。)<sup>5</sup>。

以下は、公開買付けのプロセスごとに公開買付者及びその役職員に適用のあるインサイダー取引規制の概要を示したものです(情報伝達・取引推奨規制(法 167 条の 2)に関する記載は割愛しますが、法 166 条及び法 167 条の対象となる事実が存在する場合には適用が問題となります。)

4 金融庁が公表した「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)」(平成 25 年 9 月 12 日付)によれば、IR 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は、利益を得させる目的・損失を回避させる目的がなく、基本的に規制対象とはならないことが明らかにされています。

5 対象会社と事前の接触を伴わず開始する公開買付け(いわゆる突発型の公開買付け)であったとしても、公開買付けの開始以降、対象会社との交渉の過程で未公表の対象会社の業務等に関する重要事実を認識する場合もあります。

重要事実を認識する タイミング	公開買付者(その役職員を含む。)に適用のあるインサイダー取引規制
公開買付けの準備開始以降、公開買付けの公表前	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 【法 167 条関連】 公開買付けの実施に向けた準備を開始した時点において、公開買付け等の実施に関する事実が発生したものと考えられることから<sup>6</sup>、公開買付者等関係者(公開買付者の役員等や公開買付者の契約交渉の相手方等)による対象会社の株券等の買付けは原則として禁止となります(法 167 条)。なお、実務上、公開買付け用に設立された新会社が公開買付者となる場合がありますが、公開買付者が存在しない設立の前であったとしても、「公開買付け等の実施に関する事実」が生じうるという前提でインサイダー取引規制の遵守に向けた取り組みをする必要があります。</li> <li>■ 【法 166 条関連】 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 公開買付けの準備開始以降、通常、対象会社との接触が恒常的に行われますが(典型的には対象会社に対する各種デュー・デiligence、公開買付けのスキームに関するディスカッション、対象会社との間での公開買付けの賛同に関する契約、経営統合契約、資本業務提携契約の交渉等)、その過程で、未公表の対象会社の業務等に関する重要事実を認識することがあり、その場合には、法 166 条のインサイダー取引規制の適用の可能性も生じます。法 166 条のインサイダー取引規制は、公開買付者にも適用がありますので、公開買付者自身も対象会社の株券等を取得することが原則として禁止されることとなります(公開買付けによる取得であっても、法 166 条に係るインサイダー取引規制の適用があるため、未公表の業務等に関する重要事実を認識した上で公開買付けを開始し、株券等の取得をすることはできません。)。よって、実務上は、公開買付けの公表のタイミングで、対象会社に対して未公表の業務等に関する重要事実を全て公表してもらうよう働きかけることが通常です<sup>7</sup>。</li> <li>➢ 実務上、公開買付けを行おうとする者が公開買付けの応募への働きかけの対象となる対象会社の株主の特定のために、対象会社の株主名簿の閲覧・謄写を請求するべく、公開買付け開始前<sup>8</sup>に対象会社の株式を取得するニーズがあります。その際に、公開買付者が未公表の対象会社の業務等に関する重要事実を認識している場合には、法 166 条のインサイダー取引規制が問題となります。但し、法 166 条のインサイダー取引規制は一定の場合に適用除外を認めており、上記のようなケースでは、知る者同士の証券市場によらない取引(いわゆるクロクロ取引)の適用除外の規定(法 167 条 5 項 7 号)に基づき、対象会社の株式を取得することが検討</li> </ul> </li> </ul>

6 どの時点をもって公開買付け等の実施に関する事実が発生しているのかについては個別具体的な検討が必要となりますが、遅くとも代表取締役や担当取締役が公開買付けの準備を行うことを決定した時点をもって法 167 条の適用があるものとして情報管理体制が構築されている必要があるものと考えられます。

7 公開買付けによる株券等の取得は、公開買付けが成立していることを条件とするため、たとえ対象会社の株主からの応募がなされ公開買付けに係る契約が成立していたとしても(法 27 条の 11 第 1 項参照)、公開買付けの成立(すなわち公開買付け期間の最終日)までに重要事実を公表すればよいという考え方は、インサイダー取引規制における「買付け等」の解釈(停止条件付売買であるという理由でもって、「買付け等」に該当しないということには直ちにならない)と整合しないため、公開買付けの公表日までに公表を行う方法が実務上採用されます。

8 公開買付けの開始以降は、公開買付けによらない対象会社の株券等の取得が禁止されますので(別途買付けの禁止(法 27 条の 5))、公開買付けの開始前に取得されることとなります。

重要事実を認識する タイミング	公開買付者(その役職員を含む。)に適用のあるインサイダー取引規制
	<p>される場合があります。すなわち、公開買付けを行おうとする者が、未公表の対象会社の業務等に関する重要事実を認識している場合であっても、売主となる株主(対象会社の役員又は従業員となる場合が多いです。)との間でお互いがインサイダー情報を認識していることを確認の上、証券市場外で対象会社の株式の売買を行うことはインサイダー取引規制の適用除外の対象となる取引として許容され得るため、そのような取引が検討されることとなります。</p>
<p>公開買付け開始の公表以降、公開買付けの決済前</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 【法 167 条関連】 法 167 条との関係では公開買付けの公表以降は、「公開買付け等の中止に関する事実」のみが問題となります(公開買付価格等の公開買付けの条件変更に関する検討も一般の株主にとっては影響があるものですが、条件変更は法 167 条における公開買付け等事実に該当しません。)。ここで、「公開買付け等の中止に関する事実」とは、公開買付者が公表した公開買付けについて行わないことを決定したことを意味します(法 167 条 2 項)。</li> <li>■ 【法 166 条関連】 公開買付けの開始以降、公開買付者は、対象会社に関する業務等に関する未公表の重要事実を認識する場合があります(典型的には、対象会社の業績予想の修正)。このような場合であっても、当該重要事実を知る前に公開買付開始公告を行った公開買付けの計画に基づく対象会社の株式の取得は、インサイダー取引規制の適用除外(いわゆる知る前計画。法 166 条 6 項 12 号、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」)59 条 1 項 10 号)となるため、対象会社による重要事実の公表の有無を問わず、これを行うことが可能とされています。もっとも、未公表の重要事実を認識した後に、公開買付けに係る条件を変更した場合には、当該変更後の公開買付けに基づく株式の取得については知る前計画の適用除外とはならないとする見解もある点には留意する必要があります。なお、実務上は、知る前計画の適用の有無にかかわらず、対象会社の業務等に関する未公表の重要事実が発生した場合には、対象会社においてプレスリリースにて公表の上、公開買付者においても公開買付届出書の訂正届出書を提出し、当該内容を公表することが検討されます(通常、公開買付届出書の「第 5 対象者の状況」の「6 その他」の欄に記載されます。)</li> </ul>

## (2) 任意の公表が期待できない場合①(対抗的買収者)

インサイダー取引規制は、未公表の業務等に関する重要事実や公開買付け等事実を認識した上で、上場会社等の株券等を取得又は売却することが問題とされています。よって、所定の公表がなされた場合には当該規制の適用対象とはなりません。そして、友好的な公開買付けにあつては、対象会社にて未公表の業務等に関する重要事実が生じた場合であっても、公表を行ってくれることが期待されます。

他方で、対抗的買収者(公開買付けを行おうとする者に先行して、又は同時に、対象会社の公開買付けや買集めを準備している者)が公開買付けや買集めの準備をしていることについては<sup>9</sup>、公開買付けを行おうとする者

<sup>9</sup> 公開買付けを行おうとする者は、対象会社を通じて対抗的買収者が公開買付け等の準備を行っていることを認識することがあります。

が働きかけることで、対抗的買収者が公表してくれるとは限りません(その結果、公開買付けを行おうとする者が法 167 条のインサイダー取引規制により公開買付けを実施することができなくなってしまう。)

法は、そのような場合に備えて、特別な公表方法を用意しており(法 167 条 5 項 8 号、取引規制府令第 62 条の 2 第 1 号)、公開買付けを行おうとする者が、対抗的買収者に関する以下の事項を、公開買付開始公告及び公開買付届出書のいずれにも記載することで、法 167 条のインサイダー取引規制の適用を受けることなく、公開買付けを実施することができます。

- ① 伝達を行った者(対抗的買収者)の氏名又は名称
- ② 伝達を受けた時期
- ③ その他の伝達を受けた事項(対象となる有価証券の種類、公開買付けに係る期間、価格等)

なお、伝達を受けてから 6 カ月が経過している場合にあっても、167 条のインサイダー取引規制の対象外となります(法 167 条 5 項 9 号)。

上記の規定は平成 25 年金融商品取引法等改正により新たに盛り込まれたものですが、本規定に従って対抗的買収者について、公開買付開始公告及び公開買付届出書に記載されている例は複数存在します<sup>10</sup>。

### (3) 任意の公表が期待できない場合②(突発的公開買付け・敵対的公開買付け)

対象会社と事前の接触を伴わず開始する公開買付け(いわゆる突発型の公開買付け)や、対象会社と事前交渉を行いつつも協議が整わなかったため、やむを得ず賛同を得られないまま実施される公開買付けにおいては、公開買付けを行おうとする者が、当該交渉過程等において、インサイダー取引規制法上の未公表の重要な事実を知った場合に、対象会社の協力が得られず、公開買付けの開始前に、自発的に公表してもらえない可能性が残ります。

その結果、公開買付けを行おうとする者は、法 166 条のインサイダー取引規制のリスクを抱えたままで公開買付けを実施せざるを得ない場合が生じます。このような事態を避けるためには、公開買付けの開始前においては対象会社と接触を極力控えることが望ましく、また、仮に対象会社と接触を行うとしても、予め未公表の業務等に関する重要事実を伝えないように依頼を行うことが肝要となります。

他方で、公開買付けの開始後に、未公表の業務等に関する重要事実を認識したとしても、上記(1)の知る前計画(法 166 条 6 項 12 号、取引規制府令第 59 条 1 項 10 号)による適用除外に依拠し、公開買付けにより株券等を取得することはインサイダー取引規制上問題とはなりません(但し、買付条件を変更した場合には、別途検討が必要となる点について、上記(1)を参照ください。)。よって、公開買付けに賛同してもらおうよう対象会社と交渉するタイミングについては、知る前計画に依拠できる公開買付けの開始以降に行うことが保守的と言えます。

なお、実務上、競争法上のクリアランスを得るために一定の期間が必要な状況において、公開買付けの開始の予告に関するプレスリリースが公表される場合がありますが、当該プレスリリースの公表以降であっても、知る前計画に依拠できるわけではない点に留意する必要があります(知る前計画は、あくまでも公開買付開始公告後に認識した業務等に関する重要事実を対象としているため)。

### (4) スクイズアウトに際しての株式取得とインサイダー取引規制

公開買付者が対象会社の完全子会社化を目的とする場合には、公開買付けの後、スクイズアウトに際して、

<sup>10</sup> 例えば、三井不動産株式会社が 2020 年 11 月 30 日に提出した公開買付届出書です(Oasis Management Company Ltd.による株式会社東京ドームに対する提案(発行済み株式の全部を取得する旨の提案))。

追加的に対象会社の株式を取得することがありますが、その際に留意すべきインサイダー取引規制の概要は以下のとおりです。

項目	概要
株式併合によるスクイズアウトの後に公開買付者が端数株式の合計数に相当する株式を取得する方法(会社法 235 条 2 項、234 条 2 項)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 株式併合の効力発生後の株式取得であるため、この時点では既に上場廃止しており、法 166 条の適用対象となる株式ではないのが通常であるため、法 166 条のインサイダー取引に留意する必要はない。</li> </ul>
株式等売渡請求により株式を取得する方法(会社法 179 条)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 株式等売渡請求の行使時点により売買契約が成立したこととなると思われるが、この時点では対象会社の株式については依然として法 166 条のインサイダー取引規制の適用対象となっている(上場している状態で株式等売渡請求がなされるため)。</li> <li>■ したがって、実務上は、未公表の重要事実が発生している可能性がある場合には、対象会社に働きかけることで公表をしてもらうことが通常である(その結果、法 166 条の適用がないように関係者間で調整がなされている。)</li> </ul>

### 3. 応募契約を締結する大株主とインサイダー取引規制

公開買付けにおいて、公開買付者が大株主と応募契約を締結する場合は大きく 2 パターンあり、①応募株主が自身の保有する対象会社株式を売却することを企図している文脈において締結される場合(応募株主主導)と、②公開買付者が応募株主に対して対象会社株式の売却を依頼する文脈において締結される場合(買付者主導)があります。

応募株主主導の場合には、法 167 条のインサイダー取引規制の適用対象となることを応募株主自身が認識している場合が多いものの、他方で、公開買付者主導の場合には予期せぬ形で応募株主が法 167 条の未公表の公開買付け等事実を認識する可能性があります。そのため、公開買付者主導の場合には、漠然とインサイダー取引規制の適用を受ける可能性が出てくるピックである旨を断った上で、面談に臨むという方法が採用されることがあります。この他、法 166 条のインサイダー取引規制に関する事実を認識しうる可能性があるという点では上記のいずれのパターンにおいても同じです。

応募契約に基づいて、公開買付けに応募する場合であってもインサイダー取引規制の適用対象となりますが、以下の理由から実務上は問題となる事態が生じることは通常ありません。すなわち、①公開買付けの公表に際して、対象会社は、通常、法 166 条に係る未公表の業務等に関する重要事実を全て公表するため(そうでなければ公開買付者が公開買付けを通じて株券等の取得ができないためです。)、公開買付け開始時点において未公表の業務等に関する重要事実該当するものが存在しないものと考えられること、②公開買付け期間中に法 166 条に係る未公表の業務等に関する重要事実を認識した場合にあっては、対象会社が自発的に公表を行うことが期待されること、又は、③公開買付者も同様に未公表の業務等に関する重要事実を認識することが多いため、上記2(1)でご紹介した、いわゆるククロ取引(法 167 条 5 項 7 号)として整理ができる可能性があることが理由として挙げられます。

なお、実務上は、応募契約上、大株主による応募の前提条件として、「未公表の業務等に関する重要事実がないこと」が盛り込まれることがあり、これにより大株主がインサイダー取引規制の違反を回避するための措置が採用されることもあります。

## 4. 対象会社等とインサイダー取引規制

### (1) 適用のあるインサイダー取引規制

以下は、公開買付けのプロセスごとに対象会社及びその役職員等に適用のあるインサイダー取引規制の概要を示したものです(情報伝達・取引推奨規制(法 167 条の 2)に関する記載は割愛しますが、法 166 条及び法 167 条の対象事実が存在する場合には適用が問題となります。)

項目	概要
公開買付けの準備開始以降、公開買付けの公表前	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 【法 167 条】第三者が公開買付けの準備を開始し、それを対象会社にて認識した場合、法 167 条に基づいて公開買付けが公表されるまでは、対象会社は、原則として自己株式の取得を行うことはできません(対象会社の役職員においても対象会社の発行する株式を取得することは原則としてできません。)</li> <li>■ 【法 166 条】公開買付者による公開買付けの準備に際して、公開買付者が法 166 条の未公表の重要事実<sup>11</sup>に該当する可能性のある事実を認識した場合、対象会社に対して当該事実を公表するか<sup>11</sup>、公表ができない場合には当該事実を消滅させること(例えば、業務提携の終了の検討を行っている場合には、当該検討を終了すること<sup>12</sup>)を求めることがあります。業務提携等を検討している場合において検討段階で公表してしまうことで当該業務提携等に支障を及ぼす可能性もあるため、対象会社としては、未公表の重要事実が公表できるタイミングまで(例えば、業務提携であれば、業務提携に関する契約が締結されるまで)、公開買付けの開始を待ってもらおうといった対応を公開買付者側に求めることもあります。</li> </ul>
公開買付け開始の公表以降、公開買付けの決済前	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公開買付けの開始の公表以降、公開買付けの決済までの間において、対象会社が法 166 条に規定される対象会社に係る業務等に関する未公表の重要事実を認識した場合、公開買付者と開示の要否について協議が行われることがあります。このような場合においては、上記2(1)でご紹介したとおり、公開買付者は知る前計画の適用除外に依拠して、法 166 条の適用を回避できる可能性があります(但し、公開買付者からは公開買付届出書の不実記載の問題も生じることから、公開買付届出書の訂正届出書に記載したいため、公表してほしいといった要望がなされることもあります。)</li> </ul>

### (2) 対抗買いとインサイダー取引規制

対象会社が望まない形で、公開買付け又は対象会社の総株主の議決権の 5%以上の買集め行為を実施又は検討している者がいる場合において、当該公開買付け等に対抗するために、対象会社が、自身の株券等の買

11 例えば、MAI 株式会社による三菱自動車工業株式会社への公開買付けでは、対象会社が三菱 UFJ リース株式会社の連結子会社の株式の取得に向けて検討及び交渉を開始したことが、公開買付けの公表日と同日に公表されています(実務上、株式の取得に向けた検討及び交渉の開始時点でそれを公表することは一般的ではないため、公開買付けとの関係で公表をしたものと推察されます。)

12 未公表の重要事実の消滅は、単なる検討の延期や一時的な中断とは異なるものですので、一時的に検討を停止したに過ぎず、未公表の重要事実の消滅ではないと評価される可能性がある点に十分留意する必要があります。



付けをするよう第三者(典型的には大株主)に依頼することがあります(いわゆる「対抗買い」)。依頼を受けた第三者にとっては、(ア)第三者が公開買付け等を検討している事実自体が法 167 条におけるインサイダー情報であるとともに、(イ)対抗買の実施に向けた交渉に際して対象会社から法 166 条のインサイダー情報を入手する可能性があるため、対抗買を実施する上で、インサイダー取引規制が障害となり得ます。

そこで、法は、対象会社の取締役会が決定した要請に基づいて、公開買付け等に対抗する目的で、対象会社の株券等を取得する行為についてインサイダー取引規制の対象外としています(法 166 条 6 項 4 号及び法 167 条 5 項 5 号)。もっとも、あくまでも公開買付け等に対抗するために行われる必要があることから、金融庁は「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)」(最新版:令和 2 年 5 月公表)において、以下の 2 点を求めています。

- ① 公開買付け等があることについての合理的な根拠の存在
- ② 対抗買いを依頼された者が公開買付け等に対抗する目的でもって対象会社の株券等を取得すること

なお、上記金融商品取引法等ガイドラインでは、対抗買いの依頼を受けた者が、公開買付け等がないことを知っている場合には、法 166 条 6 項 4 号の適用がないことも明らかにされています。

- 
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
  
  - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。  
弁護士 飛岡 和明 ([kazuaki.tobioka@amt-law.com](mailto:kazuaki.tobioka@amt-law.com))  
弁護士 菅 隆浩 ([takahiro.suga@amt-law.com](mailto:takahiro.suga@amt-law.com))  
弁護士 牧 大祐 ([daisuke.maki@amt-law.com](mailto:daisuke.maki@amt-law.com))  
弁護士 中川 雄介 ([yusuke.nakagawa@amt-law.com](mailto:yusuke.nakagawa@amt-law.com))
  
  - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
  
  - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。