



## インサイダー取引規制に係る近時のノーアクションレター回答及びパブリックコメント案の検討

執筆者: 船越 涼介

### 1 はじめに

金融庁は、本年6月29日、インサイダー取引規制に係るノーアクションレター<sup>1</sup>に対する回答<sup>2</sup>(以下「本ノーアクションレター回答」といいます。)を公表しました<sup>3</sup>。これは、金融商品取引法(以下「金商法」といいます。)167条1項のインサイダー取引規制の対象とならない「公開買付者等」の意義、より具体的には「共同して買い集める」の意義についての解釈を示すものです。

また、金融庁は、同月30日、「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令及び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)」(以下「本パブコメ案」といいます。)を公表しました<sup>4</sup>。これは、①持株会加入資格の拡大及び②「知る前契約・計画」の電磁的記録による作成等について、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令(以下「定義府令」といいます。)及び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」といいます。)の改正案を示すものです<sup>5</sup>。

本稿では、本ノーアクションレター回答及び本パブコメ案について、若干の分析・検討を行います。

<sup>1</sup> 「金融庁における法令適用事前確認手続(照会書)」(令和2年5月28日)。

<sup>2</sup> 金融庁企画市場局市場課長「『金融商品取引法』に関する法令適用事前確認手続にかかる照会について(令和2年5月28日付照会文書に対する回答)」(令和2年6月26日)。

<sup>3</sup> [https://www.fsa.go.jp/common/noact/kaitou\\_2/kinsyou/index.html](https://www.fsa.go.jp/common/noact/kaitou_2/kinsyou/index.html)

<sup>4</sup> <https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200630/20200630.html>

<sup>5</sup> パブリックコメントの期限は、本年7月30日とされています。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: [newsletter@jurists.co.jp](mailto:newsletter@jurists.co.jp))

## 2 本ノーアクションレター回答について

### (1) 「公開買付者等」本人に対するインサイダー取引規制の適用関係

公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制(金商法 167 条)において、「公開買付者等」本人は、同規制の対象となる「公開買付者等関係者」(同条 1 項各号)に含まれていません。したがって、「公開買付者等」本人が、自分自身の「公開買付け等の実施に関する事実」(同条 2 項)を知りながら行う買付け等は、規制の対象とされておらず、また、当該公開買付者等の計算において、その役員等が行う買付け等についても、規制の対象とされていません<sup>6</sup>。

ここで、「公開買付者等」とは、公開買付け等をする者をいいます(金商法 167 条 1 項)。「公開買付け等」とは、上場等株券等の同法 27 条の 2 第 1 項に規定する公開買付け(以下「**発行者以外の者による公開買付け**」)といえます。)若しくはこれに準ずる行為として金融商品取引法施行令(以下「**金商法施行令**」)といえます。)31 条で定めるもの<sup>7</sup>(以下「**買集め行為**」)といえます。)又は上場株券等の同法 27 条の 22 の 2 第 1 項に規定する公開買付け(以下「**発行者による公開買付け**」)といえ、発行者以外の者による公開買付け及び発行者による公開買付けを合わせて「**公開買付け**」といえます。)をいいます(同法 167 条 1 項)。したがって、公開買付けをする者(以下「**公開買付者**」)といえます。)及び買集め行為をする者(以下「**買集者**」)といえます。)は、いずれも「公開買付者等」に該当し、自分自身の公開買付け又は買集め行為の実施に関する事実を知りながら行う買付け等は、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制規制の対象とされません。

また、複数の者が「共同して」行う買集め行為(以下「**共同買集め行為**」)といえます。)も、買集め行為に含まれており、「公開買付け等」に該当します(金商法施行令 31 条)。そして、共同買集め行為をする複数の者(以下「**共同買集者**」)といえます。)は、いずれも買集者に含まれており、「公開買付者等」に該当します(同条)。したがって、これらの者が、自分たちの共同買集め行為の実施に関する事実を知りながら行う買付け等は、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制規制の対象とされません。

このように、複数の者により買集め行為が行われる場合に、両者が共同買集者に該当するか否かは、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制の適用の有無に関わる重要な基準となりますが、どのような場合に「共同して買い集める」(金商法施行令 31 条)に該当するかについては、定義規定がなく、法令上明らかではありません。本ノーアクションレター回答は、この点について一定の解釈を示すものとなっています。

### (2) 本ノーアクションレター回答の検討

#### ア 「公開買付者等」の意義

本ノーアクションレター回答においては、まず、金商法 167 条 1 項に規定する「公開買付者等」とは、公開買付者並びに買集者及び共同買集者をいうとされています(本ノーアクションレター回答第 2 段落)。

上記(1)のとおり、共同買集め行為は買集め行為に含まれ、共同買集者はいずれも買集者に含まれ(金商法施行令 31 条)、ただ両者が相互に共同買集者の関係にあるに過ぎないので、厳密には、買集者と共同買集者を別個の存在として並列する必要はありませんが、本ノーアクションレター回答においては、説明の便宜上、上記のとおり記載されたものと考えられます。

この点、本ノーアクションレター回答においては、「公開買付者等」に該当する者として共同買集者が挙げられる一方、公開買付者と共同して公開買付けを行う者(以下「**共同公開買付者**」)といえます。)は挙げられていません。しかし、複数の者が共同公開買付者として公開買付けを行う場合にも、単独の買付者が公開買付けを行う場合と同様の手続で、一体として公開買付けが行われることからすれば、共同公開買付者は当然に公開買付者に含まれ、「公開買付者等」に該当するはずであり、本ノーアクションレター回答も、共同公開買付者を「公開買付者等」から除外する趣旨ではないと考えられます。

また、①公開買付け以外の方法のみで総株主等の議決権数の 5%以上を買い集める場合、②公開買付けのみで総株主等の議決権数の 5%以上を買い集める場合、③公開買付けと公開買付け以外の方法を組み合わせて、全体として総株主等の議決権数の 5%以上を買い集める場合の三者間で、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制の適用関係を異ならせる実質的な理由はなく、上記③の場合にも、全体として一個の買集め行為があると見ることができます。そうすると、複数の者のうち、ある者は公開買付けを行い、他の者は公開買付け以外の方法で買付けを行い、両者が共同して、全体として総株主等の議決権数の

<sup>6</sup> 横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』(商事法務研究会、1989 年)178 頁。

<sup>7</sup> 株券等を買集める者が自己又は他人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をいいます(金商法施行令 31 条)。

5%以上を買い集める場合にも、公開買付け以外の方法のみで買い集める場合と同様、全体として共同買集め行為に該当し、両者は共同買集者として「公開買付者等」に該当し得ると考えられます。本ノーアクションレター回答は、この点を直接的には明示していませんが、下記ウのとおり、一律に否定する趣旨ではないと考えられます。

## イ 「共同して買い集める」の意義

上記(1)のとおり、どのような場合に「共同して買い集める」(金商法施行令 31 条)に該当するかについては、定義規定がなく、法令上明らかではありません。

本ノーアクションレター回答においては、共同して買集めをする場合に該当するといえるためには、いわゆる応援買いに係る適用除外(金商法 167 条 5 項 4 号)の場合と同程度の一体性を有することが必要であるとの一般論が示されています(本ノーアクションレター回答第 3 段落)。

この点、村上ファンド事件一審判決(東京地判平成 19 年 7 月 19 日刑集 65 卷 4 号 452 頁)においても、「インサイダー取引規制の適用除外となる『共同買集め』と認められるためには、少なくとも応援買いと同程度の一体性が認められることが必要であると解すべきである」と判示されていたところであり、金融庁は、「共同して買い集める」(金商法施行令 31 条)の意義について、同判決と同様の解釈をすることを明らかにしたといえます。

ここで、応援買いに係る適用除外(金商法 167 条 5 項 4 号)とは、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株券等の買付け等をする場合には、一定の要件の下でインサイダー取引規制の適用を除外するというものです。上記(1)のとおり、「公開買付者等」本人が行う買付け等は、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制の対象とされていないところ、いわゆる応援買いについて、「公開買付者等」本人による買付け等と同視し得る限りにおいて、規制の対象から除外する趣旨の規定です<sup>8</sup>。ただし、応援買いを口実とした公開買付者等関係者による取引を防止するため、適用除外の対象となるための上記「一定の要件」として、当該公開買付者等が会社である場合には取締役会が決定した要請に基づくものであること及び当該公開買付者等に当該株券等の売付け等をする目的をもって当該株券等の買付け等をする事とといった限定が設けられています。

このような応援買いに係る適用除外の趣旨及び要件に鑑みると、「共同して買い集める」の意義を応援買いの適用範囲より緩く解してしまうと、実質的に適用除外が拡大して、重ねて応援買いに係る適用除外規定を設けた意味が乏しくなってしまいます<sup>9</sup>。上記(1)のとおり、「共同して買い集める」ことは、自らが「公開買付者等」本人となって買付け等をするものである一方、応援買いは、応援する相手方である「公開買付者等」本人による買付け等と同視し得るものであり、いずれも「公開買付者等」本人による買付け等としての実態が認められるべきものであることからすれば、「共同して買い集める」の意義について、応援買いに係る適用除外の場合と同程度の一体性を有することが必要であるとする本ノーアクションレター回答の解釈は、妥当なものであるといえます。

## ウ 公開買付者との共同買集め行為

本ノーアクションレター回答は、上記イの一般論を踏まえた具体的な当てはめとして、「本件照会のケースでは、照会者が株券等の共同取得の合意をしたという相手方は、買集者ではなく公開買付者となる予定の者である上、照会者自身が行う予定の買付けについては、その具体的な時期、買付ける株券等の数量、株券等の取得後の保有・処分に関する予定等が未確定であるとされている」ことを理由として、「本件照会のケースにおいて、照会者は、必ずしも『公開買付者等』及び上記適用除外【**執筆者注：応援買いに係る適用除外**】に該当せず、法第 167 条第 1 項のインサイダー取引規制の対象となり得ると考えられる。」と結論付けています(本ノーアクションレター回答第 4・第 5 段落)。

本ノーアクションレター回答が、照会者が「公開買付者等」に該当しないと結論付けるに当たって、「照会者が株券等の共同取得の合意をしたという相手方は、買集者ではなく公開買付者となる予定の者である」ことを理由の一つとしている点については、上記アのとおり、本ノーアクションレター回答が、「公開買付者等」に該当する者として、公開買付者並びに買集者及び共同買集者のみを挙げていることと合わせて考えると、そもそも、共同取得の合意により「公開買付者等」に該当するのは、買集者と共同取得の合意をした場合のみであり、買集者ではなく公開買付者となる予定の者と共同取得の合意をした場合には「公開買付者等」に該当しないという趣旨であるようにも解釈し得るところです。

しかし、上記アのとおり、共同公開買付けの場合には、一体として公開買付けが行われるのであって、共同公開買付者も「公開

<sup>8</sup> 横島・前掲(注 6)194 頁。

<sup>9</sup> 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)454-455 頁。



買付者等」に該当するはずです。また、上記アのとおり、複数の者のうち、ある者は公開買付けを行い、他の者は公開買付け以外の方法で買付けを行い、両者が共同して、全体として総株主等の議決権数の5%以上を買い集める場合にも、全体として一つの買集め行為があると見ることができ、両者は共同買集者として「公開買付者等」に該当し得ると考えられます。

本ノーアクションレター回答も、「照会者が株券等の共同取得の合意をしたという相手方は、買集者ではなく公開買付者となる予定の者である」ことのみをもって、照会者が「公開買付者等」に該当しないと判断しているのではなく、これを判断要素の一つとしているに過ぎません。本ノーアクションレター回答は、複数の者のうち、ある者は公開買付けを行い、他の者は公開買付け以外の方法で買付けを行い、両者が共同して、全体として総株主等の議決権数の5%以上を買い集める場合にも、共同買集め行為に該当し得るということは前提としつつも、そのような場合には、両者とも公開買付け以外の方法で買付けを行う場合と比べて、両者の「一体性」が認められにくく、したがって「共同して買い集める」場合に該当しにくいとの考え方をとっているものと思われれます。

そのような考え方をとる理由について、本ノーアクションレター回答には明示されていません。もっとも、公開買付けは、公開買付開始公告及び公開買付届出書の提出が義務付けられ(金商法 27 条の 3)、公開買付説明書等の作成及び交付が要求される(同法 27 条の 9)など、法定の手續に則って実施されるものです。共同公開買付けであれば、両者はまさに共同しているといえますが、公開買付け以外の方法で公開買付者と共同するということは、少なくとも典型的なケースではなく、通常、応援買の方法で参画することが想定されるところです。それにもかかわらず、応援買ではなく「共同して買い集める」ものであるというためには、相応の根拠が必要であり、そのような意味で、公開買付者との「一体性」は認められにくいものと考えられます。本ノーアクションレター回答が、照会事項ではないにもかかわらず、応援買に係る適用除外に該当しないことにあえて言及しているのは、このような趣旨も含んでいるのではないかと思われれます。

本ノーアクションレター回答においては、上記のとおり、「照会者が株券等の共同取得の合意をしたという相手方は、買集者ではなく公開買付者となる予定の者である」ことに加え、①買付けの具体的な時期、②買い付ける株券等の数量、③株券等の取得後の保有・処分に関する予定等が未確定であることを理由として、照会者が「公開買付者等」に該当しないと判断されています。少なくとも、これら①～③がいずれも未確定である場合には、公開買付者との間において、応援買に係る適用除外と同程度の一体性が認められず、「共同して買い集める」場合に該当しないという趣旨であると考えられます。

この点、「共同して買い集める」の意義については、従前、大量保有報告制度における「共同保有者」(金商法 27 条の 23 第 5 項)の意義との整合性の観点から、複数の買付者が相互に他者の行動を認識しているのみでは足りず、総株主等の議決権数の5%以上を買い集めることに関する意思の合致(合意)があることが必要である上<sup>10</sup>、応援買に係る適用除外の場合とのバランスの観点から、少なくとも、共同買集者の一方が買い集めた株券等を他方に売付け等するか、売付け等するまでは保有し続けることが、両者の合意に含まれていることが必要ではないかと解されてきたところ<sup>11</sup>です。

このような解釈に照らしても、本ノーアクションレター回答の事例においては、株券等の取得後の保有・処分に関する予定が未確定であること等から、少なくとも応援買に係る適用除外の場合と「同程度の」一体性までは認められないため、それ以上の詳細な検討をするまでもなく、「共同して買い集める」場合に該当しないと判断されたものと考えられますが、どのような場合であれば、「共同して買い集める」場合に該当するかについては、今後、議論が深められていくことが望まれます。

### 3 本パブコメ案について

#### (1) 持株会加入資格の拡大について

持株会を通じた一定の要件を満たす株券の買付けについては、インサイダー取引規制の適用除外とされており、また、当該買付けに係る権利は、いわゆる集団投資スキーム持分の適用除外とされています。

上記適用除外としての持株会加入資格は、株券の発行会社及びいわゆる形式基準(50%超の議決権の保有)による子会社等の役員等とされているところ、企業のグループ経営の高度化等を踏まえ、この子会社等の範囲について、いわゆる実質支配力基準によるものに拡大するパブコメ案が示されています。

#### ア 現行規定の概要

インサイダー取引規制においては、いわゆる「知る前契約」の履行又は「知る前計画」の実行として売買等をする場合が適用除

<sup>10</sup> 三浦州夫＝吉川純「株式の公開買付け・買集めとインサイダー取引規制」[中]商事法務 1720 号(2005)55 頁、木目田＝上島・前掲(注 9)454 頁。

<sup>11</sup> 木目田＝上島・前掲(注 9)455 頁。

外とされており(金商法 166 条 6 項 12 号)、その範囲の明確性の確保等の観点から、取引規制府令 59 条 1 項 1 号～14 号に列挙されている個別の類型のみが適用除外の対象とされています。

持株会・持投資口会を通じた買付けに関しても、「一定の計画に従い」、「個別の投資判断に基づかず」、「継続的に行われる」、「各役員又は従業員の 1 回当たりの拠出金額が 100 万円に満たない」ものについては、「知る前計画」の一種として、次表の 6 類型が適用除外とされています(取引規制府令 59 条 1 項 4 号～8 号の 2)<sup>12</sup>。

四	証券会社方式による役員持株会、従業員持株会、役員持投資口会
五	信託銀行方式による役員持株会、従業員持株会、役員持投資口会
六	証券会社方式による拡大従業員持株会
七	信託銀行方式による拡大従業員持株会
八	証券会社方式による取引先持株会
八の二	証券会社方式による資産運用会社・特定関係法人従業員持投資口会、資産運用会社・特定関係法人役員持投資口会

上記 6 類型のうち、4 号及び 5 号の役員持株会・従業員持株会については、持株会を通じた買付けの対象となる株券を発行する上場会社等の役員・従業員が加入資格を有することはもとより、「当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社」の役員・従業員にも加入資格が認められています。

現行規定においては、「当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社」として、次の 3 つが掲げられています(取引規制府令 59 条 2 項)。

- ① 上場会社等が他の会社の総株主等の議決権の 50%を超える議決権を保有する場合における当該他の会社
- ② 上記①の子会社が他の会社の総株主等の議決権の 50%を超える議決権を保有する場合における当該他の会社
- ③ 上記②の孫会社が他の会社の総株主等の議決権の 50%を超える議決権を保有する場合における当該他の会社

すなわち、50%超の議決権保有という形式基準による子会社・孫会社・曾孫会社の役員・従業員に、役員持株会・従業員持株会への加入資格が認められています<sup>13</sup>。このような形式基準は、明確性・客観性の要請によるものとされ<sup>14</sup>、平成 24 年の取引規制府令改正においても、形式基準を前提としながら、子会社・孫会社の役員・従業員に加え、曾孫会社の役員・従業員にも、加入資格が拡大されたところでした(上記③)。

## イ 本パブコメ案の検討

本パブコメ案においては、「当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社」の意義について、現行の形式基準を改め、会社法上の「子会社」に合致させることとされています(本パブコメ案の取引規制府令 59 条 2 項、30 条 2 項)<sup>15</sup>。

会社法上の「子会社」とは、会社が他の会社等の財務及び事業の方針の決定を支配している場合における当該他の会社等を

<sup>12</sup> なお、本文中述べた重要事実に係るインサイダー取引規制(金商法 166 条)と同様、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制(同法 167 条)においても、同じ 6 類型が適用除外とされています(取引規制府令 63 条 1 項 4 号～8 号の 2)。また、同様の要件の下で、集団投資スキーム持分の定義からの除外(金商法 2 条 2 項 5 号二、金商法施行令 1 条の 3 の 3 第 5 号・6 号、定義府令 7 条 1 項 1 号～2 号の 2)、役員・主要株主の売買報告書提出義務・短期売買利益返還義務の適用除外(金商法 163 条 1 項、取引規制府令 30 条 1 項 2 号～6 号の 2、金商法 164 条 8 項、取引規制府令 33 条)及び特定組合等の売買報告書提出義務・短期売買利益返還義務の適用除外(金商法 165 条の 2 第 1 項、取引規制府令 40 条 4 項 2 号～6 号、金商法 165 条の 2 第 13 項、取引規制府令 45 条)の対象にもされています。

<sup>13</sup> なお、投資法人は原則として子会社等を持つことができないこと(投資信託及び投資法人に関する法律 194 条、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則 221 条)から、投資法人の子会社等の役員・従業員が、当該投資法人の役員持投資口会・従業員持投資口会に加入するということは、基本的に想定されないと考えられます。

<sup>14</sup> 金融庁『「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令及び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)」に対するパブリックコメントの結果等について(平成 24 年 12 月 14 日)における「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」No.1。

<sup>15</sup> 本パブコメ案においては、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制の適用除外における「当該発行者が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社」の意義(本パブコメ案の取引規制府令 63 条 2 項)、集団投資スキーム持分の定義からの除外における「被支配会社等」の意義(本パブコメ案の定義府令 6 条 3 項)、役員・主要株主の売買報告書提出義務・短期売買利益返還義務の適用除外における「当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社」の意義(本パブコメ案の取引規制府令 30 条 2 項)及び特定組合等の売買報告書提出義務・短期売買利益返還義務の適用除外における「当該上場会社等が他の会社を直接又は間接に支配している場合における当該他の会社」の意義(本パブコメ案の取引規制府令 40 条 5 項)についても、同様に、会社法上の「子会社」に合致させることとされています。

いいます(会社法 2 条 3 号、会社法施行規則 3 条 1 項)。ここで、「会社等」とは、会社(外国会社を含みます。)、組合(外国における組合に相当するものを含みます。)その他これらに準ずる事業体をいいます(同施行規則 2 条 3 項 2 号)。また、「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」とは、具体的には次表とおりです(同施行規則 3 条 3 項)<sup>16</sup>。

一	他の会社等の議決権の総数に対する自己 <sup>17</sup> の計算において所有している議決権の数の割合が 50%を超えている場合
二	他の会社等の議決権の総数に対する自己の計算において所有している議決権の数の割合が 40%以上である場合 <sup>18</sup> であって、次に掲げるいずれかの要件に該当する場合
イ	他の会社等の議決権の総数に対する自己所有等議決権数 <sup>19</sup> の割合が 50%を超えていること。
ロ	他の会社等の取締役会その他これに準ずる機関の構成員の総数に対する次に掲げる者 <sup>20</sup> の数の割合が 50%を超えていること。 (1) 自己の役員 (2) 自己の業務を執行する社員 (3) 自己の使用人 (4) (1)から(3)までに掲げる者であった者
ハ	自己が他の会社等の重要な財務及び事業の方針の決定を支配する契約等が存在すること。
ニ	他の会社等の資金調達額 <sup>21</sup> の総額に対する自己が行う融資 <sup>22</sup> の額 <sup>23</sup> の割合が 50%を超えていること。
ホ	その他自己が他の会社等の財務及び事業の方針の決定を支配していることが推測される事実が存在すること。
三	他の会社等の議決権の総数に対する自己所有等議決権数の割合が 50%を超えている場合 <sup>24</sup> であって、上記二のロからホまでに掲げるいずれかの要件に該当する場合

※ 例外

- ・ 「財務上又は事業上の関係からみて他の会社等の財務又は事業の方針の決定を支配していないことが明らかであると認められる場合」については、「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」から除外されており、当該「他の会社等」は子会社に該当しません(会社法施行規則 3 条 3 項柱書)。
- ・ 次に掲げる会社等であって、有効な支配従属関係が存在しないと認められるものは、「他の会社等」から除外されており、子会社に該当しません(同項 1 号)。
  - イ 民事再生法の規定による再生手続開始の決定を受けた会社等
  - ロ 会社更生法の規定による更生手続開始の決定を受けた株式会社
  - ハ 破産法の規定による破産手続開始の決定を受けた会社等
  - ニ その他イからハまでに掲げる会社等に準ずる会社等
- ・ 特別目的会社<sup>25</sup>については、次に掲げる要件のいずれにも該当する場合には、当該特別目的会社に資産を譲渡した会社の子会社に該当しないものと推定されます(同施行規則 4 条)。

<sup>16</sup> 財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則における「子会社」と実質的に同一の基準となっています(同規則 8 条 3 項、4 項)。

<sup>17</sup> 「自己」には、その子会社及び子法人等(会社以外の会社等が他の会社等の財務及び事業の方針の決定を支配している場合における当該他の会社等をいいます。)を含みます。

<sup>18</sup> 上記一に掲げる場合を除きます。

<sup>19</sup> 「自己所有等議決権数」とは、次に掲げる議決権の数の合計数をいいます。

- (1) 自己の計算において所有している議決権
- (2) 自己と出資、人事、資金、技術、取引等において緊密な関係があることにより自己の意思と同一の内容の議決権を行使すると認められる者が所有している議決権
- (3) 自己の意思と同一の内容の議決権を行使することに同意している者が所有している議決権

<sup>20</sup> 当該他の会社等の財務及び事業の方針の決定に関して影響を与えることができるものに限りします。

<sup>21</sup> 貸借対照表の負債の部に計上されているものに限りします。

<sup>22</sup> 債務の保証及び担保の提供を含みます。

<sup>23</sup> 自己と出資、人事、資金、技術、取引等において緊密な関係のある者が行う融資の額を含みます。

<sup>24</sup> 自己の計算において議決権を所有していない場合を含み、上記一、二に掲げる場合を除きます。

<sup>25</sup> 「特別目的会社」とは、資産の流動化に関する法律 2 条 3 項に規定する特定目的会社及び事業の内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいいます。



- 一 当該特別目的会社が適正な価額で譲り受けた資産から生ずる収益をその発行する証券<sup>26</sup>の所有者<sup>27</sup>に享受させることを目的として設立されていること。
- 二 当該特別目的会社の事業がその目的に従って適切に遂行されていること。

すなわち、本パブコメ案は、①50%超の議決権保有という形式基準ではなく、「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」という実質支配力基準により、役員持株会・従業員持株会の加入資格を判断すること、②会社のみならず、外国会社、組合、外国における組合に相当するもの、その他これらに準ずる事業体についても、実質支配力基準を満たす場合には、それらの役員・従業員に加入資格を認めることという2点において、現行規定を改める内容となっています。

本パブコメ案は、議決権保有割合が50%以下であっても会社法上の「子会社」に該当する会社等の役員・従業員にも、上場会社等の役員持株会・従業員持株会に加入する道を開くものとなっている一方、当該会社が倒産手続中である場合(会社法施行規則3条3項1号イ～ニ)や特別目的会社である場合(同施行規則4条)等には、たとえ議決権保有割合が50%を超えていても「子会社」とならず、役員持株会・従業員持株会への加入資格が認められないことがあることには、注意が必要です。

上記アのとおり、もともと形式基準がとられていたのは、明確性・客観性の要請によるものであったところ、役員持株会・従業員持株会の加入資格を判断するのは、加入しようとする役員・従業員本人、あるいは会社の持株会事務局等であり、それらの者にとっては、会社法上の「子会社」該当性は容易に確認可能であることから、実質支配力基準への移行によって大きな弊害が生じることにはならないと考えられます。

なお、いわゆる拡大従業員持株会(取引規制府令59条1項6号、7号)の対象となる「関係会社」の定義については、本パブコメ案においても改正の対象となっておらず、引き続き、①議決権保有割合25%以上、②売上高割合50%以上、③仕入高割合50%以上のいずれか、という形式基準が維持されています(取引規制府令59条3項)。実務上のニーズが必ずしも大きくないことから改正が見送られたということかもしれませんが、今後、例えば、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則における「関連会社」概念(同規則8条5項、6項)と同様の実質影響力基準に改めることにより、他の規定との平仄を図ることも考えられるところ。

また、金商法166条においても、「子会社」との用語が使われており、同条1項の「会社関係者」に子会社の関係者が含まれ、同条2項5号～8号に子会社の重要事実が規定されるなどしていますが、ここでは、直近の有価証券報告書等に子会社として記載されたものが「子会社」となり<sup>28</sup>、会社法上の「子会社」とは異なる概念であることには、注意が必要です。

インサイダー取引規制の名宛人は、必ずしも上場会社等やその子会社の役職員に限られておらず、役職員以外のものであっても、会社関係者や第一次情報受領者としてインサイダー取引規制の対象になる可能性があることから、金商法166条における「子会社」概念については、より明確性・客観性が求められ、直近の有価証券報告書等に記載されているか否かにより判断することとされていると考えられます。

この点、役員持株会・従業員持株会の加入資格を改正するに当たっては、金商法166条における「子会社」概念と合致させるという方向性もあり得たところですが、前掲(注12)のとおり、役員持株会・従業員持株会については、インサイダー取引規制の適用除外と同様の要件の下で、集団投資スキーム持分の定義からの除外等の対象にもされており、これらの規定相互間の平仄の観点から、本パブコメ案においては、金商法166条における「子会社」概念ではなく、会社法上の「子会社」概念と一致させることとしたものと考えられます。

## (2) 「知る前契約・計画」の電磁的記録による作成等について

インサイダー取引規制の適用除外に係るいわゆる「知る前契約・計画」については、書面による作成等が必要であるところ、情報通信技術の進展等を踏まえ、電磁的記録による作成等を可能とするパブコメ案が示されています。

### ア 現行規定の概要

上記(1)アのとおり、インサイダー取引規制においては、いわゆる「知る前契約」の履行又は「知る前計画」の実行として売買等をする場合が適用除外とされており(金商法166条6項12号)、取引規制府令59条1項1号～14号に具体的な類型が列挙され

<sup>26</sup> 当該証券に表示されるべき権利を含みます。

<sup>27</sup> 資産の流動化に関する法律2条12項に規定する特定借入れに係る債権者及びこれと同様の借入れに係る債権者を含みます。

<sup>28</sup> どのような場合に有価証券報告書等に「記載された」といえるかについての考え方の詳細は、木目田＝上島・前掲(注9)415-417頁参照。

ています。このうち同項 14 号は、個別具体的な場面に限って適用除外の対象とする 1 号～13 号と比べて、より包括的な適用除外規定となっており、平成 27 年の取引規制府令改正により追加されたものです。現行の同号の適用除外の要件の概要は、以下のとおりです<sup>29</sup>。

イ	重要事実を知る前に書面による契約・計画の締結・決定を行い、当該契約・計画の履行・実行として売買等を行うこと
ロ	重要事実を知る前に(1)～(3)いずれかの措置が講じられたこと
	(1) 「知る前契約・計画」の写しが証券会社に対して提出され、提出日付について確認を受けたこと(当該証券会社が当該契約を締結した相手方または当該計画を共同して決定した者である場合を除く。)
	(2) 「知る前契約・計画」に確定日付が付されたこと(証券会社が当該契約を締結した者または当該計画を決定した者である場合に限る。)
	(3) 「知る前契約・計画」が金商法 166 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	売買等の別、銘柄および期日ならびに当該期日における売買等の総額または数が、「知る前契約・計画」において特定されまたは裁量の余地がない方式により決定されること

## イ 本パブコメ案の検討

本パブコメ案においては、現行の取引規制府令 59 条 1 項 14 号イにおける「書面による」との要件について、電磁的記録による契約・計画も認めることとされています(本パブコメ案の同号イ)<sup>30</sup>。「電磁的記録」とは、「電子的方式、磁気的方式その他の知覚によつては認識することができない方式で作られる記録であつて、電子計算機による情報処理の用に供されるもの」をいい(金商法 13 条 5 項)、要するに Word ファイルや PDF ファイル等の電子データを意味します。

また、本パブコメ案においては、現行の取引規制府令 59 条 1 項 14 号ロ(1)における、契約・計画の「写し」を証券会社に提出し、提出日付の確認を受けるとの要件について、「写し」に限らず、契約・計画それ自体を提出することも認めることとされています(本パブコメ案の同号ロ(1))。電子データによる契約・計画については原本と写しの区別がないことや、書面による契約・計画についても、原本を提出するか写しを提出するかによって実質的な違いはないことから、このような案とされたものと思われる。

平成 27 年に同号の適用除外が新設された当時は、知る前契約・計画の内容面では、個別具体的な場面に限定せず、より包括的に適用除外を認めることとされた一方、知る前契約・計画の形式面・手続面では、契約・計画が事後的に捏造・改ざんされたり、契約・計画が安易に濫造されて都合の良いものだけが履行・実行されるといった不正を防止する観点から、契約・計画を書面により作成することや、契約・計画の写しを証券会社に提出して提出日付の確認を受けることといった要件が設けられました。

その当時には、電子データによる契約・計画についての具体的なニーズは見られず、むしろ電子データによる契約・計画の提出を受けることとなる証券会社の事務負担上の懸念が想定されたところでした。それから約 5 年が経とうとする現在、同号の適用除外の活用も徐々にではあるものの広がる中で、書面による契約・計画の作成後、その写しが証券会社の店舗等に持参又は郵送され、証券会社による提出日付の確認が行われるまでの間にタイムラグが生じ、その間に重要事実を知って適用除外を受けられなくなるリスクがあるなどの不便さが指摘されていたところ<sup>31</sup>。また、新型コロナウイルス感染症の流行も収まらず、ますます電子化が進む現代社会において、人と人との間での物理的な受渡しを要しない電子データによる契約・計画の作成・提出を認めることは、時代の流れから見ても必然であったと思われる。この点、本パブコメ案が成立すれば、対面店舗を有しないいわゆるネット証券においても、知る前契約・計画を利用した取引を行う顧客を取り込むビジネスチャンスにつながるのではないかと考えられます。

<sup>29</sup> なお、本文で述べた重要事実に係るインサイダー取引規制(金商法 166 条)と同様、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制(同法 167 条)においても、同様の知る前契約・計画に係る適用除外が定められています(取引規制府令 63 条 1 項 14 号)。

<sup>30</sup> 本パブコメ案においては、公開買付け等事実に係るインサイダー取引規制(同法 167 条)の適用除外についても、同様に、電磁的記録による知る前契約・計画を認めることとされています(本パブコメ案の取引規制府令 63 条 1 項 4 号イ)。

<sup>31</sup> 金融庁「規制改革ホットライン検討要請項目の現状と対応策」(平成 30 年度分)受付番号 310206041(内閣府での回答取りまとめ日:平成 31 年 4 月 5 日)。



## ウ 電子データによる契約・計画の作成・提出方法

電子データによる契約・計画を証券会社に提出するに当たってのファイル形式(PDF ファイル等)や提出方法(電子メールへの添付、ウェブサイト上でのアップロード等)等については、今後、日本証券業協会において詳細が議論され、契約・計画が事後的に捏造・改ざんされたり、複数の契約・計画が作成されて都合の良いものだけが履行・実行されるといった不正を効果的に防止するための方策が取りまとめられるものと考えられます。

提出日付についての証券会社による確認方法は、必ずしも証券会社の担当者による確認が行われなくても、例えば、証券会社において、知る前契約・計画の提出専用メールアドレスや専用アップロードページを設け、契約・計画が添付された電子メールの受信や契約・計画のアップロードの完了を通知する電子メールの機械的な自動送信(返信)をもって証券会社による確認とし、当該自動送信(返信)メールの日付をもって契約・計画の提出日付とすることができれば、契約・計画の作成とのタイムラグを短縮し、その間に重要事実を知ってしまうリスクを軽減できると考えられます。

また、証券会社の現行実務においては、事後的な改ざんを防止したり、顧客の知る前契約・計画の作成に関与していないことを明確にする観点から、契約・計画を提出しようとする顧客に対し、封緘して提出するよう求め、提出を受けた契約・計画を開封せずに保管するというも行われているようです。これと同様の対応を電子データによる契約・計画についても行おうとするならば、例えば、電子データによる契約・計画にパスワードを付して、パスワードを知らせずに提出するよう、顧客に求めるということも考えられるところ<sup>32</sup>。しかし、契約・計画を提出した顧客本人しかパスワードを知らず、証券会社も、金融庁・証券取引等監視委員会も、顧客本人の協力なくして契約・計画の内容を確認できないということになれば、顧客がパスワードを忘れ、あるいはパスワードを忘れたふりをしたような場合には、契約・計画が事後的に捏造・改ざんされていないか、また、複数の契約・計画が作成されて都合の良いものだけが履行・実行されていないかなどについて、事後的に検証することができなくなり、契約・計画を証券会社に提出して提出日付の確認を受けることを要件とした趣旨が損なわれかねません。そのため、パスワードを付して提出することを求めるという対応は、とるべきではないと思われま

す。いずれにせよ、今後、上記の各論点について、パブリックコメント回答や Q&A 等により、考え方が明確化されることが望まれます。

以 上



ふなこし りょうすけ  
船越 涼介

西村あさひ法律事務所 弁護士

[r.funakoshi@jurists.co.jp](mailto:r.funakoshi@jurists.co.jp)

2009 年弁護士登録。2014-2016 年、金融庁総務企画局市場課および法令等遵守調査室出向。2017-2018 年、Alston & Bird LLP 出向。2018-2019 年、野村証券株式会社取引コンプライアンス部出向。主たる業務分野は、企業不祥事の実態調査・対応助言等の危機管理・訴訟、インサイダー取引規制・金融商品取引業者等に対する業規制をはじめとする金融規制法、コンプライアンス体制整備。

<sup>32</sup> 前掲(注 31)の規制改革ホットラインの提案においては、提出する文書にパスワードを付すことについて言及されています。

当事務所危機管理プラクティスグループは、経営責任追及が想定される重大な紛争・不祥事等の危機発生時の対応についてリーガルサービスを提供しています。具体的には、(1)関係当局による調査・捜査への対応、(2)適時開示を含めた証券取引所対応、(3)監督官庁等の官公庁対応、(4)マスコミ対応、に関する助言をするほか、国際的な案件では、外国法律事務所等との連携のもとに対応策を助言します。また、紛争・不祥事発生の原因となった事実関係の調査をするとともに、対応策の一環として再発防止策の策定等を行います。これらの業務を遂行するに当たっては関係当局での勤務経験を有する弁護士が関与することにより、実践的な対応を心がけています。危機予防的観点から、コンプライアンス・リスクマネジメント・内部統制に係る体制整備についての助言も行います。

本ニュースレターは、クライアントの皆様のニーズに即応すべく、危機管理分野に関する最新の情報を発信することを目的として発行しているものです。