

2015年8月6日 全8頁

「知る前契約」に関するインサイダー見直し案

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2015年6月18日、金融庁は、インサイダー取引規制の適用除外規定の見直しに関する内閣府令及びガイドラインの見直し案を公表した。
- 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。
- 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。

はじめに

2015年6月18日、金融庁は、『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¹（以下、改正案）を発表した。

これは、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）²を踏まえて、インサイダー取引規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。

¹ 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。

² 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html）に掲載されている。拙稿「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）。

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。

◇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) 改正案の概要

改正案は、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**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（改正案に基づく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）。

◇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) 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと

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

(3) 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）

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、数、価格及び期日（注3）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、その契約の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）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（改正案に基づく取引等規制府令 63 条 1 項 14 号）。

(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³（金融商品取引法 166 条 6 項 12 号）。

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」⁴ ためと説明されている。

現行法令の下では、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る。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（現行の取引等規制府令 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る。

(3) 見直しの背景

現行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る。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る。

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。

³ 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計画」と定義されることとなろう（金融商品取引法 167 条 5 項 14 号）。

⁴ WG 報告書 pp. 10-11。

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

今回の改正案は、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。

2. 「対抗買い」

(1) 改正案の概要

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）。

改正案では、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（改正案に基づく「金融商品取引法等に係る留意事項について」（以下、金融商品取引法等ガイドライン）166-1～2）。

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の取締役会が、「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・進行している事実まで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⁵（改正案に基づく金融商品取引法等ガイドライン 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）。

⁵ 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、予定されていないようだ。その理由は定かではないが、おそらく上場会社の取締役会が「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）は適用されないという考えに基づくものではないかと推測される。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. 342 参照。

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」⁶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に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たされてしまうというわけである⁷。

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になってしまう。
- 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)。

⁶ 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。

⁷ 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。

(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」⁸ 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。

(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」⁹ 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¹⁰。改正案による見直しは、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¹¹ という問題に対処するものだと考えられる¹²。

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、発行会社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、被買収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。

⁸ 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 なども参照。

⁹ WG 報告書 p. 10。

¹⁰ 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。

¹¹ 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.html) pp. 6-7

¹² 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) 参照。

今回の改正案では、「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することが予定されている¹³。これにより、(潜在的な)被買収企業にとって、「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。

もともと、どのような場合に「合理的な根拠」があると認められるのか、「対抗買い」の要請を行おうとする発行会社にとって、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¹⁴。

3. 今後の予定

今回の改正案については、2015年7月21日まで意見募集(パブリック・コメント手続)が行われた。今後、寄せられた意見を踏まえて検討が行われ、最終的な改正が行われるものと思われる。

¹³ 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. 363。

¹⁴ 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. 363-364。