

2020年9月29日 全6頁

インサイダー取引規制の適用除外 「知る前契約・計画」、「持株会」の見直し

金融調査部 主任研究員 横山 淳

[要約]

- 2020年9月18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」が公布された。これは、インサイダー取引規制の適用除外が認められる「知る前契約・計画」、「役員・従業員持株会」の範囲を見直す（緩和する）ものである。2021年1月1日から施行される。
- 重要事実を知る前に締結・決定された一定の契約や計画（いわゆる「知る前契約・計画」）の履行・実行としての売買等は、インサイダー取引規制の適用除外とされている。「知る前契約・計画」については書面による作成等が必要とされている。今回の見直しでは、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も認めることとしている。
- 役員・従業員持株会を通じた一定の定時定額の買付けは、インサイダー取引規制の適用除外とされている。適用除外が認められる要件の一つとして、その役員・従業員持株会の加入資格が発行会社及びその子会社の役職員に限定されていることが求められている。今回の見直しでは、この「子会社」の定義を改正前の形式基準（50%超の議決権保有）から「実質支配力基準」に変更することとしている。

はじめに

2020年9月18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」](#)（改正府令）が公布された。これは、インサイダー取引規制の適用除外が認められる「知る前契約・計画」、「役員・従業員持株会」の範囲を見直す（緩和する）ものである。

なお、インサイダー取引規制には、厳密には、（上場会社等の重要事実に関わる）会社関係者等によるインサイダー取引規制（金融商品取引法 166 条）と、（公開買付けや買集め行為に伴う）公開買付者等関係者等によるインサイダー取引規制（金融商品取引法 167 条）がある。本稿では、会社関係者等によるインサイダー取引規制に沿って、改正府令による見直しの内容を紹介する。紙幅の関係で紹介できないが、公開買付者等関係者等によるインサイダー取引規制についても同様の見直しが予定されている。

1. 改政府令のポイント

改政府令は、インサイダー取引規制の適用除外が認められる「知る前契約・計画」、「役員・従業員持株会」について、次のような見直しを行うこととしている。

図表 改政府令のポイント

適用除外の項目	改正前	改正後
「知る前契約・計画」、	<u>書面</u> による作成等が必要	<u>電磁的記録</u> による作成等も可能
「役員・従業員持株会」 (注1)(注2)	持株会加入資格は、a. 及び b. の役員等 a. 株券の発行会社 b. いわゆる <u>形式基準</u> (50%超の議決権の保有)による子会社等	持株会加入資格は、a. 及び b. の役員等 a. 株券の発行会社 b. いわゆる <u>実質支配力基準</u> による子会社等

(注1) 「役員・従業員信託(いわゆる信託銀行方式の役員・従業員持株会)」についても同様の見直しが行われているが、本稿では説明を割愛する。

(注2) 法令上、一定の関係会社持株会、一定の取引先持株会による買付けについてもインサイダー取引規制の適用除外が認められているが、今回の改政府令での変更はない。

(出所) 改政府令を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「役員・従業員持株会」の範囲(加入資格)における「子会社」の定義を、形式基準(50%超の議決権保有)から「実質支配力基準」に変更する見直しは、集団投資スキーム持分(いわゆるファンド持分)規制の適用除外規定においても行われている。

2. 「知る前契約・計画」の見直し(電磁的記録による作成等)

重要事実を知る前に締結された一定の契約(「知る前契約」)の履行や、重要事実を知る前に決定された一定の計画(「知る前計画」)の実行としての売買等は、インサイダー取引規制の適用除外とされている。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等について、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」¹ためと説明されている。

「知る前契約」、「知る前計画」に該当する契約・計画として、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(取引等規制府令)に個別具体的な類型が列挙されている。併せて、取引等規制府令は、幅広い契約・計画を対象とした包括的な規定²も設けている。具体的には、次のイ～ハに掲げる要件のすべてに該当する契約・計画について、インサイダー取引規制の適用除外が認められる(改正前及び改正後の取引等規制府令59条1項14号)。

¹ 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「[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](#)」(平成24年12月25日) pp. 10-11

² 拙稿「[『知る前契約』に関するインサイダー見直し](#)」(2015年9月18日付大和総研レポート)参照。

- イ. 重要事実を知る前に締結された「書面」(改正府令では、「書面(電磁的記録を含む)」)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、次の①～③の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」(改正府令では、「契約若しくは計画又はこれらの写し」)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)
 - ②当該契約又は計画に確定日付が付されたこと(注3)
 - ③当該契約又は計画が、(インサイダー取引規制上の)「公表」措置に準じ公衆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売買等につき、売買等の別、銘柄、期日、当該期日における売買等の総額又は数(注4)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、その契約を締結した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) 金融商品取引業者が、その契約を締結した者又はその計画を決定した者である場合に限る。

(注4) デリバティブ取引においては、これらに相当する事項。

今回の改正府令で重要な点は、上記イの要件の見直しである。すなわち、上記イの要件では、これまで契約・計画が書面によって締結・決定されることを求めている。これには、電磁的記録により作成されたものは含まれないと解されてきた³。今回の府令改正では、「電磁的記録を含む」ことが明記されている(改正後の取引等規制府令59条1項14号)。

3. 役員・従業員持株会の範囲(加入資格)の見直し

広義の「知る前契約・計画」の一類型として、一定の持株会を通じた定時定額の買付けが、インサイダー取引規制の適用除外とされている。今回の見直しの対象である、いわゆる役員・従業員持株会については、次の(a)～(d)の要件をすべてみたまつ場合に適用除外が認められている(取引等規制府令59条1項4号(改正府令による変更なし))。

(a) 上場会社等(その子会社(注1)を含む)の役員又は従業員が(その上場会社等(その子会社を含む)の)他の役員又は従業員と共同して当該上場会社等の株券又は投資証券の買付けを行う

(b) 金融商品取引業者に委託等をして行う(注2)

³ 2015年9月2日金融庁「[コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方](#)」No. 7。

(c) 当該買付けが一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる

(d) 各役員又は従業員の一当たりの拠出金額が百万円に満たない

(注1) 厳密には、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。

(注2) 当該上場会社等が会社法156条1項(165条3項により読み替えて適用する場合を含む)により取得した自己株式以外の株券を買い付ける場合。

上記(a)の要件は、その持株会への加入資格が発行会社及びその子会社の役職員に限定されていることを求めるものである。改政府令は、この「子会社」の定義について、改正前の形式基準(50%超の議決権の保有(間接保有を含む))に基づく子会社を、「会社法2条3号に規定する子会社」に該当する会社(組合やその他の法人は含まない⁴⁾)、**いわゆる実質支配力基準に基づく子会社**に見直すこととしている(改正後の取引等規制府令30条、59条2項)。

実質支配力基準とは、ある会社(A社)が他の会社(B社)の「財務及び事業の方針の決定を支配している場合」に、B社はA社の子会社に該当する、というものである。その具体的な要件は、会社法施行規則(3条)に定められている。要約すると、次の①～③のいずれかに該当する場合に、A社は、B社の「財務及び事業の方針の決定を支配している」と判断されることとなる。ただし、財務上又は事業上の関係からみて、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は除かれる。

① A社(注1)が自己の計算において所有している(B社に対する)議決権割合が50%超

② A社が自己の計算において所有している(B社に対する)議決権割合が40%以上(①に該当する場合を除く)であって、次のイ～ホのいずれかの要件に該当

イ 次の(1)～(3)の合計(自己所有等議決権数)の議決権総数に対する割合が50%超

(1) A社が自己の計算において所有している議決権

(2) A社と出資、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A社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) A社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

ロ B社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(注2)の数の割合が50%超

(1) A社の役員

(2) A社(注3)の業務を執行する社員

(3) A社の使用人

(4) 上記(1)～(3)までに掲げる者であった者

ハ A社がB社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

ニ B社の資金調達額(注4)の総額に対するA社が行う融資額(注5)(注6)の割合が50%超

⁴ 2020年9月18日付金融庁「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。

ホ その他 A 社が B 社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

- ③ 自己所有等議決権数の議決権総数に対する割合が 50%超（A 社の計算において議決権を所有していない場合を含み、①②に該当する場合を除く）であって、②ロ～ホのいずれかの要件に該当

（注 1）A 社の子会社などを含む。

（注 2）B 社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る。

（注 3）A 社（その子会社などを含む）が持分会社（合名会社、合資会社、合同会社）である場合。

（注 4）貸借対照表の負債の部に計上されているものに限る。

（注 5）債務の保証及び担保の提供を含む。

（注 6）A 社と出資、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額を含む。

（注 7）①～③に該当する場合であっても、B 社が再生手続開始決定、更生手続開始決定、破産手続開始決定などを受けたものであって、有効な支配従属関係が存在しないと認められる場合は除かれる。

4. インサイダー取引規制以外の分野（集団投資スキーム持分）

「役員・従業員持株会」の範囲（加入資格）における「子会社」の定義を、形式基準（50%超の議決権保有）から「実質支配力基準」に変更する見直しは、集団投資スキーム持分（いわゆるファンド持分）規制の適用除外規定においても行われている（改正後の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（定義府令）6 条）。

集団投資スキーム持分とは、出資者が、出資・拠出した金銭を充てて行う事業から生じる収益の配当などを、受けることができる組合契約等に基づく権利のことである（金融商品取引法 2 条 2 項 5 号）。例えば、いわゆるファンド持分などが該当する。集団投資スキーム持分は、金融商品取引法上、「有価証券」とみなされ、金融商品取引法に基づく各種の規制が課される。

役員・従業員持株会も、役職員が出資者となり、その拠出をした金銭を充てて行う事業（自社の株式への投資）に係る財産の分配などを受けることができるという意味で、形式的には集団投資スキーム持分に該当するものと考えられる。しかし、その場合、例えば、役員・従業員持株会への加入の勧誘には、金融商品取引業者等の資格が必要となってしまうなどの問題が想定される⁵。そこで、一定の要件の下、役員・従業員持株会は、集団投資スキーム持分に該当しないとの特例（適用除外）が認められている（金融商品取引法施行令 1 条の 3 の 3 第 5 号）。

役員・従業員持株会が、集団投資スキーム持分の適用除外を認められるためには、その持株会への加入資格が発行会社及びその「被支配会社等」の役職員に限定されていることが求められている（定義府令 6 条 1 項）。改訂府令では、この「被支配会社等」の定義について、改正前の形式基準（50%超の議決権の保有（間接保有を含む））に基づく子会社から、「会社法 2 条 3 号に規定する子会社」に該当する会社（組合やその他の法人は含まない⁶）、いわゆる**実質支配力基準**に基づく子会社に見直されている（改正後の定義府令 6 条 3 項）。実質支配力基準については、前記 3 の通りである。

⁵ 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016 年）p. 43 など参照。

⁶ 2020 年 9 月 18 日付金融庁「[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。

5. 施行時期など

改正府令は、2021年（令和3年）1月1日から施行される。

「知る前契約・計画」の見直し（電磁的記録による作成等）は、ITの進展を踏まえたものであり、ペーパーワークの事務負担の軽減を通じて、「知る前契約・計画」の活用の促進が期待されるだろう。

役員・従業員持株会の範囲（加入資格）の見直しは、「企業のグループ経営の高度化等」⁷を踏まえたものと説明されている。会社法、金融商品取引法の「子会社」の定義との平仄が合うことで、同じ「子会社」でありながら加入資格の有無が分かれるといった状況が解消することが期待されるだろう。

⁷ 金融庁[ウェブサイト](#)参照。