

平成 27 年 8 月 3 日

インサイダー取引規制と「知る前契約」「知る前計画」の適用除外

敬和綜合法律事務所
弁護士 加藤 一真

1 はじめに

企業のコンプライアンスにおいて、インサイダー取引規制対応は重要な地位を占めています。インサイダー取引規制に関しては、いくつもの適用除外が定められていますが、今般金融庁は、このうちいわゆる「知る前契約」及び「知る前計画」に関する適用除外を拡大する内閣府令の改正案を公表しました（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）¹。以下「本改正案」といいます）。本改正案は、本年 7 月 21 日までパブリックコメント手続に付されており、近日中の公布及び施行が想定されています。

本稿では、インサイダー取引規制とこれに関する現行の適用除外を概観し、本改正案により導入が予定される新たな適用除外を検討した上で、その実務に対する影響に言及します。

2 インサイダー取引規制の原則

ご承知のとおり、インサイダー取引規制は、上場会社の関係者が、当該会社に係る重要事実を知った場合、当該重要事実の公表前に当該会社の株式の売買等を行ってはならない、というものです^{2 3}。かかる関係者から当該重要事実を伝達された者についても、同様の規制が適用されます^{4 5}。

ここで「売買等」とは、(ア)売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、(イ)合併若しくは分

¹ 金融庁『「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）の一部改正（案）の公表について』（<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150618-1.html>）参照。

² 金融商品取引法（「金商法」）166 条 1 項。

³ 実際には、売買が禁止されるのは株式だけでなく、株式のほか新株予約権や社債を含む「特定有価証券」及び「関連有価証券」です（金商法 163 条、同法施行令 27 条の 3 及び 27 条の 4）。本稿では、議論の単純化のため、以下株式に絞って論じることとします。

⁴ 金商法 166 条 3 項。

⁵ なお、公開買付け等に関するインサイダー取引も禁止されています（金商法 167 条）、これについては本稿では割愛します。

割による承継、又は(ウ)デリバティブ取引をいいます⁶。また、かかる「売買等」は、金融商品取引所における取引に限られず、相対取引も含まれます。

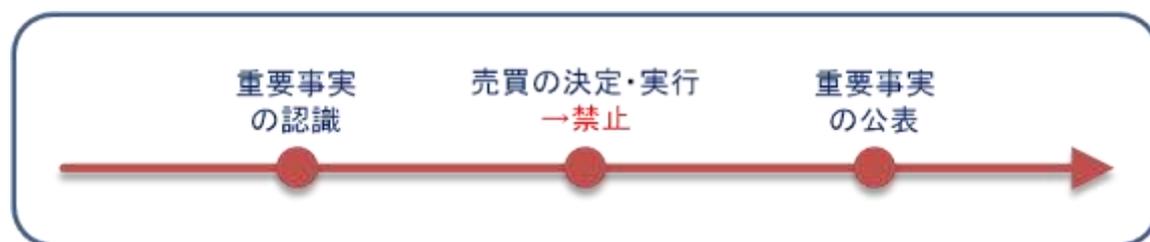


図1 インサイダー取引の禁止

このように、インサイダー取引規制は、重要事実を知った後当該事実が公表される前になされる株式の売買を禁止しています。すなわち、いかに以前から特定の株式の売買を行うことを考えていたとしても、その株式を発行する上場会社の重要事実を知ってしまった以上は、当該事実を利用して利益を得る意図がなかったとしても、当該株式の売買をすることはできないというのが原則です。

3 インサイダー取引規制の適用除外

インサイダー取引が禁止される理由は、未公表の重要事実を知った者による株式の売買が、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にあります。そうであれば、仮に重要事実を知った後に行われる売買であったとしても、当該重要事実を知ったことと無関係になされるものであれば、市場に対する投資家の信頼は損なわれず、禁止する必要はないということになります。そこで、金商法は、同法 166 条 6 項各号において、投資家の信頼が損なわれないような個別的なケースを、インサイダー取引規制に対する適用除外として限定列挙しています⁷。

金商法の定める株式に関するインサイダー取引規制の適用除外には、次のものがあります⁸。

⁶ 金商法 166 条 1 項柱書。

⁷ 前述の公開買付け等に関するインサイダー取引規制についても、ほぼ同様の適用除外が金商法 167 条 5 項各号において定められています。

⁸ 以下本文で挙げる適用除外に加えて、普通社債等に関する適用除外が規定されています（金商法 166 条 6 項 6 号、同法施行令 32 条の 2、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（「取引府令」）58 条）。

- i. 株主割当てによる募集株式等の発行において、株式の割当てを受ける権利を行使する場合⁹
- ii. 新株予約権を行使する場合¹⁰
- iii. 当該株式に係るオプションを行使する場合¹¹
- iv. 会社法の規定による各種の株式買取請求がなされる場合¹²
- v. 法令上の義務に基づく場合¹³
- vi. 公開買付け等に対抗するため当該会社の取締役会が決定した要請に基づきいわゆる防戦買い（対抗買い）を行う場合¹⁴
- vii. 自己株式の取得に関する授權枠の決定を公表した後、当該決定に基づき自己株式を取得する場合¹⁵
- viii. 安定操作取引をする場合¹⁶
- ix. 重要事実を知る者同士により市場外にて行われる場合（いわゆるクロ・クロ取引）¹⁷
- x. 合併等により株式等が承継される場合で、承継資産の合計額に占める当該株式等の割合が20%未満のとき¹⁸
- xi. 単独新設分割により新設分割設立会社に株式を承継させる場合¹⁹
- xii. 合併等に際して当事会社が有する自己株式が交付される場合²⁰

以上のほか、金商法は、いわゆる「知る前契約」及び「知る前計画」に関する適用除外を定めています。

4 「知る前契約」「知る前計画」に関する適用除外

⁹ 金商法 166 条 6 項 1 号、会社法 202 条 1 項 1 号。

¹⁰ 金商法 166 条 6 項 2 号。

¹¹ 金商法 166 条 6 項 2 号の 2。

¹² 金商法 166 条 6 項 3 号、会社法 116 条 1 項、469 条 1 項、785 条 1 項、797 条 1 項及び 806 条 1 項。

¹³ 金商法 166 条 6 項 3 号。例えば、上場会社の子会社が有する親会社たる当該上場会社の株式を相当の時期に処分する場合（会社法 135 条 3 項）がこれに当たります。

¹⁴ 金商法 166 条 6 項 4 号。なお、本適用除外に関しては、解釈の明確化のため、本改正案と同時期に「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）」の改正案（<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150618-1/02.pdf>）が公表されています。

¹⁵ 金商法 166 条 6 項 4 号の 2。

¹⁶ 金商法 166 条 6 項 5 号、159 条 3 項、同法施行令 20 条 1 項。

¹⁷ 金商法 166 条 6 項 7 号。

¹⁸ 金商法 166 条 6 項 8 号、取引府令 58 条の 2。

¹⁹ 金商法 166 条 6 項 10 号。

²⁰ 金商法 166 条 6 項 11 号。

【設例 I】

平成 27 年 7 月 24 日、A 社取締役 X と同社株主 Y の間で、X が Y に A 社株式を同年 8 月 31 日に売却する契約が締結された。同年 8 月 28 日、X は「火災により A 社の海外の主力工場が操業を停止したこと（A 社の株価が下落する内容の重要事実）」を知った。当該事実は X から Y に共有されず、かつ A 社から公表されないまま、X は上記契約に基づき同年 8 月 31 日に当該株式を Y に売却した。X による売却はインサイダー取引規制違反に問われるだろうか？

前述のように、重要事実を知った後に行われる売買であっても、当該重要事実を知ったことと無関係になされるものであれば、市場に対する投資家の信頼は損なわれず、禁止する必要はないと考えられます。当事者が重要事実を知る前に契約を締結し又は計画を決定した後、これに基づいて株式の売買が行われる前に重要事実を知るに至った場合は、当該売買は重要事実と無関係になされたものであるということが出来ます。このような、重要事実を知る前に締結された契約は「知る前契約」、重要事実を知る前に決定された計画は「知る前計画」と呼ばれます。

もともと、現行の金商法及び取引府令は、「知る前契約」及び「知る前計画」に基づく売買について、包括的な適用除外を定めることはせず、個別的な類型をインサイダー取引規制の適用除外として限定列挙しています。規定されている類型は、具体的には次のとおりです²¹。

「知る前契約」の類型

- a. 重要事実を知る前に当該上場会社との間で締結した書面による契約の履行として行う場合²²
- b. 重要事実を知る前に締結した信用取引の契約の履行として反対売買を行う場合²³
- c. 重要事実を知る前に締結したクレジット・デリバティブ取引の契約の履行として株式を移転する場合²⁴

「知る前計画」の類型

- d. 当該上場会社の役員又は従業員持株会が行う買付けで、一定の計画に従い、個別の

²¹ 以下本文で挙げる適用除外に加えて、(i) 上場投資法人の発行する投資証券の買付けにつき、持株会と同様の適用除外が規定されています（金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 8 号の 2）。また、(ii) 新株予約権の取得又は売付けにつき、重要事実を知る前に公開され又は公衆縦覧に供されたコミットメント型ライツ・オフリングの計画に基づく場合が適用除外とされています（金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 13 号）。

²² 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 1 号。

²³ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 2 号。

²⁴ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 3 号。

投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（証券会社方式及び信託銀行方式を含みます）²⁵

- e. 当該上場会社の関係会社の従業員持株会が行う買付けで、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（証券会社方式及び信託銀行方式を含みます）²⁶
- f. 当該上場会社の取引関係者持株会が行う買付けで、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合（証券会社方式のみが対象となります）²⁷
- g. 累積投資契約による買付けで、一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に行われる場合²⁸
- h. 発行者以外の者が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場合²⁹
- i. 発行者が重要事実を知る前に届出をした公開買付けの計画に基づく場合³⁰
- j. 重要事実を知る前に、発行者の同意を得た計画又は公開された計画に基づき売出し又は特定投資家向け売付け勧誘等を行う場合³¹

中間的な類型

- k. 重要事実を知る前に合併等の契約について取締役会決議がなされた場合に、当該決議に基づいて当該合併等により株式が承継される時³²

このように、現行法令の定める適用除外は個別的なものに留まっています。そのため、例えば、重要事実を知る前に締結された契約の履行として株式が売却される場合、契約当事者に当該株式を発行する上場会社が含まれていなければ（上記 a 参照）、いかにその後判明した重要事実と無関係になされた契約であったとしても、適用除外に該当しないことになります。

したがって、前述の【設例 I】については、X（及び Y）が A 社工場での火災発生を知る前に XY 間で契約が締結され、当該重要事実と無関係の株式売却であっても、X が株式を売却する相手方が A 社ではなく A 社株主 Y であることから、現行法上は適用除外に該当せず、インサイダー取引規制違反に問われることになります。

²⁵ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 4 号及び 5 号。

²⁶ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 6 号及び 7 号。

²⁷ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 8 号。

²⁸ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 9 号。

²⁹ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 10 号。

³⁰ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 11 号。

³¹ 金商法 166 条 6 項 12 号、取引府令 59 条 1 項 12 号。

³² 金商法 166 条 6 項 9 号。重要事実を知る前に当該取締役会決議がなされていれば、当該合併等の契約の締結は重要事実を知った後でもよいと解されています。

5 本改正案での新たな適用除外

本改正案は、「知る前契約」及び「知る前計画」に基づく売買について、上記の個別的・限定的な適用除外に加えて、より一般的な3つの要件が全て満たされる場合を包括的な適用除外として定めます。すなわち、本改正案は、「知る前契約」及び「知る前計画」の適用除外に関するいわゆるバスケット条項を設けるものです。上記3つの要件は次のとおりです³³。

- ① 知る前契約・知る前計画の内容の特定
- ② 知る前契約・知る前計画の確定
- ③ 知る前契約の履行・知る前計画の実行



図2 本改正案の適用除外

(1) 知る前契約・知る前計画の内容の特定

第1に、重要事実を知る前に締結された書面による契約又は重要事実を知る前に決定された書面による計画において、当該株式の売買につき売買の別、銘柄、数、価格及び期日が特定されていること又は裁量の余地がない方式により決定されることが必要です。

ここでいう「裁量の余地がない方式」の意味するところは必ずしも明確ではありません。上記要件の文言からすれば、売買の別、銘柄、数、価格及び期日のうち少なくとも1つが特定されていない場合が想定されているといえます。本適用除外の認められる根拠が、重要事実を知ったことと無関係になされる売買であるところにあることを考えると、ここでいう「裁量の余地」とは、当該契約締結又は計画決定後に重要事実を知って売買の条件を任意に特定ないし変更する可能性を意味すると解されます。

³³ 本改正案59条1項14号。なお、説明の都合上、要件の順序が同号の規定と本文の記述とで異なります。

例えば、成行注文（銘柄と株数は決めるが、価格は指定しない売買注文）や VWAP（出来高加重平均価格）に基づく売買の場合、価格が特定されずに売買が行われます。しかし、いずれの場合も、売買価格は市場における取引価格に基づき決定されることとなります。したがって、当該売買の期日（さらには時刻）が事前に特定されている限り、いずれの場合も重要事実を知ってから価格を任意に特定・変更することはできず、「裁量の余地がない方式」により決定された売買に該当することになると考えられます。

(2) 知る前契約・知る前計画の確定

第 2 に、当該契約又は計画について、重要事実を知る前に、次のいずれかの措置がとられたことが必要です。

- (a) 確定日付を付すこと。
- (b) 一定の開示を行うこと。
- (c) 写しを証券会社に提出し、当該提出の日付について確認を受けること。ただし、証券会社は当該契約又は計画の当事者であってはなりません。

本要件は、「知る前契約」や「知る前計画」とされるものが、実際には重要事実を知った後に作成されたものであったという事態を防ぐことを狙いとします。

「(a) 確定日付を付す」とは、例えば公証役場で確定日付印の押捺を受けることが考えられます³⁴。また、「(b) 一定の開示を行う」とは、具体的には、インサイダー取引規制に係る前記重要事実の公表の措置³⁵ に準じて公開し又は公衆の縦覧に供することをいいます。

(3) 知る前契約の履行・知る前計画の実行

第 3 に、当該契約の履行又は当該計画の実行として売買が行われることが必要です。

本改正案によれば、前記【設例 I】については、X が当該契約に基づき株式の売却を実行することは、売却の内容が当該契約で特定されていれば（上記要件(1)）、当該契約を確定する措置がとられていること（上記要件(2)）を条件として、本改正案の下で、包括的な適用除外に該当し、X にインサイダー取引規制違反は生じないこととなります。

³⁴ 民法施行法 5 条 1 項 2 号。

³⁵ かかる措置の具体的内容については、金商法 166 条 4 項及び同法施行令 30 条参照。

では、次の説例はどうでしょうか。

【設例Ⅱ】

平成 27 年 7 月 24 日、A 社取締役 X と同社株主 Y の間で、X が Y に A 社株式を同年 8 月 31 日に売却する契約が締結された。同年 8 月 28 日、X は「A 社が画期的な新製品の開発に成功したこと（A 社の株価が上昇する内容の重要事実）」を知った。当該事実は X から Y に共有されず、かつ A 社から公表されないまま、X は同年 8 月 31 日に上記契約を解除した。X による契約解除はインサイダー取引規制違反に問われるだろうか？



図3 「知る前契約」「知る前計画」による売買の中止

上記【設例Ⅱ】において、X は「知る前契約」の履行をしなかったのですから（上記要件(3)）、本改正案の適用除外には該当しません。そして、X は、重要事実を知った後に、当該事実に基づき「A 社の株価が上昇するであろう」という投資判断を行って、A 社株式を売却する契約を解除しています。契約解除も取引の一種であり、X は重要事実を知って株式の取引を行ったともみることができます。

しかしながら、前述のとおり、インサイダー取引規制は、株式の「売買等」を行うことを禁止するものです。「売買等」には、売買その他の有償の譲渡又は譲受けが含まれますが、売買の解除は含まれません。したがって、重要事実を知って売買契約を解除したとしても、インサイダー取引に該当せず、X はインサイダー取引規制違反に問われないと考えられます。

6 実務に対する影響

本改正案によって包括的な適用除外が設けられることで、「知る前契約」「知る前計画」に基づく株式の売買が現行の適用除外の個別的な類型に該当するか否かの判断を回避することが可能となり、インサイダー取引に関するコンプライアンスの負担が軽減されると考えられます。

ただし、本改正案には、解釈の分かれ得る文言が含まれています。例えば、前述の「裁量の余地がない方式」（前記要件(1)）や、「提出の日付について確認を受ける」（前記要件(2)(c)）などです。こういった点については、金融庁からガイドライン等が公表されることも予想されます。

特に、持株会については、前述のとおり、現行法令上も「知る前計画」に基づく株式の買付けが適用除外として認められています（前記「知る前計画」の類型 d～f）。しかし、現行の適用除外では、「一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず」に行われる買付けであることが要件とされていることなどから、「持株会の運用について、非常にグレーゾーンが多くて困っており」³⁶、「まじめな持株会が身動きがとれなくなっている」³⁷との見方があります。

持株会の適用除外に関する上記の見方は、本改正案の必要性を支える事情（立法事実）の1つとなっています。もっとも、本改正案の下では、「知る前計画」において当該買付けにつき、「売買の別、銘柄、数、価格及び期日が特定されていること又は裁量の余地がない方式により決定されること」が求められます（前記要件(1)）。かかる要件、特にその後段が、上記現行の「一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず」との要件と比べて明確になったといえるかどうかは疑問が残ります。本改正案の持株会との関係については、ガイドライン等によるさらなる明確化が待たれます。

³⁶ 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」（平成24年度第5回）（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20121127.html）阿部委員発言。

³⁷ 上記「ワーキング・グループ」上柳委員発言。

<筆者略歴>

平成9年 東京大学法学部卒業
平成17年 最高裁判所司法研修所入所
平成18年 同修了（第59期）
弁護士登録（第一東京弁護士会）
敬和綜合法律事務所入所
平成25年 KUルーヴェン大学（ベルギー）法学修士（ヨーロッパ法、*cum laude*）
平成25年～26年 クリアリー ゴットリーブ スティーン&ハミルトン LLP（米国ワシントン DC）
にて研修
平成26年 敬和綜合法律事務所復帰

<主要取扱い分野>

金融規制、金融取引、EU 関連案件、独占禁止法、M&A、代理店・ライセンス、商取引、会社法、訴訟・仲裁

<連絡先>

敬和綜合法律事務所
〒107-0052 東京都港区赤坂 2-11-7 ATT 新館 11 階
電話 03-3560-5051
FAX 03-3560-0801
e-mail kato@tyhomu.com
URL <http://www.keiwalaw.com>

掲載日：2015年8月17日