

平成 28 年 3 月 7 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（追補）

敬和綜合法律事務所
弁護士 加藤 一真

1 はじめに

本シリーズ第 43 回（平成 27 年 8 月 3 日付）において、インサイダー取引規制の原則、その適用除外全般及び適用除外の中の「知る前契約」「知る前計画」について概観した上で、「知る前契約」「知る前計画」に関する改正案につき検討しました。同改正案は、平成 27 年 6 月に、金融庁から、「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として公表されました（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、平成 27 年 7 月 21 日までパブリックコメント手続に付されていましたが、その後同手続の結果が公表され、本改正案が一部変更された上で、平成 27 年 9 月 16 日から施行されました²。同施行後の有価証券の取引等の規制に関する内閣府令を、以下「新府令」と呼ぶこととします。

本稿では、上記一部変更と、パブリックコメント手続の結果の中で示された金融庁の考え方（「パブコメ結果」）³のうち重要と思われるものを取り上げます。

2 新府令での新たな適用除外の枠組み

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、次の 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るものでした⁴。

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）に対するパブリックコメントの結果並びにインサイダー取引規制に関する Q & A の追加等について』（<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1.html>）参照。

³ 「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」（<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1/01.pdf>）。

⁴ 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。

- 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

上記枠組みは、新府令においても変更はありません。



図1 新府令の適用除外

もともと、上記要件①及び②について、新府令ではいくつかの点で本改正案から変更が加えられました。(要件③については、実質的な変更はなされていません。)

3 新府令における本改正案からの変更点

(1) 「知る前契約」「知る前計画」の内容の特定に関する変更点

「知る前契約」「知る前計画」の内容の特定について、本改正案では、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要件とされていました。

これに対し、新府令では、上記「数、価格」が「当該期日における売買の総額又は数」に変更されました。すなわち、特定又は裁量の余地がない方式による決定が求められるのは、当該株式の売買について売買の別、銘柄、期日、及び当該期日における売買の総額又は数となります。

パブコメ結果では、上記変更自体については言及されているものの、上記変更の理由は示

されていません⁵。上記変更により、本改正案で「数 [及び] 価格」とされていたものが、新府令で「総額又は数」に変更されました⁶。総額とは数に価格を乗じたものですから、結局新府令では「(数×価格)、又は数」の特定等が求められ、価格の特定等は必ずしも要しないということになりました⁷。

上記変更が適切であったかどうかはやや疑問です。価格の特定されていない「知る前契約」の締結後、その一方当事者が重要事実を知って、当該契約による売買の期日における価格について自己に有利な金額を他方当事者に同意させることが想定され得ます。このような場合、重要事実を知ったことと無関係になされる売買という本適用除外の趣旨に反し、市場に対する投資家の信頼が損なわれる可能性が高いと思われます。

なお、パブコメ結果では、上記「裁量の余地がない方式」の解釈について、一般的な明確化はなされませんでした。他方で、個別のケースに関する見解が示されています。例えば、当該売買に実行条件が設けられている場合でも、当該条件成就の期日について裁量が認められなければ、当該売買の期日は「裁量の余地がない方式」により決定されていると考えられる、とされています⁸。また、上限又は下限を定めるのみでは、数が特定され又は裁量の余地がない方式により決定されているとはいえない、とされています⁹。

(2) 「知る前契約」「知る前計画」の確定に関する変更点

本改正案では、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を要件としていました。

- (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らない。

このうち「(a) 確定日付を付すこと」との要件については、新府令において、「金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る」との文言が

⁵ パブコメ結果 No. 29。

⁶ 新府令では、「当該期日における売買の」との文言も加えられています。しかし、本改正案においても、当該売買につき「数、価格及び期日」の特定等が求められていました。期日が特定された売買についての数及び価格は、当該期日における売買の数及び価格であると考えるのが自然ですので、上記文言の追加は実質的な変更といえないのではないかと思います。

⁷ パブコメ結果 No. 32。

⁸ パブコメ結果 No. 26。

⁹ パブコメ結果 No. 31。

追加されました。

上記変更は、前記パブリックコメント手続における指摘を踏まえたものとしてなされました¹⁰。当該指摘は、「同条件で買いと売りの2つの『知る前契約』を締結し、重要事実を知った後に不利な一方の契約を解除して、有利な他方の契約を履行した」との事例を想定した上で、確定日付を付す措置で足りるとすれば「実行しないこととした契約を隠匿することが容易であり、事実上規制をすり抜けることができる」というものです。もっとも、かかる指摘が上記変更の必要性を十分に裏付けるものか、疑問の余地があります。

また、「(b) 一定の開示を行う」との要件については、本改正案では、インサイダー取引規制に係る重要事実の公表の措置¹¹ に準じて公開し又は公衆の縦覧に供すること、と定めていました。これに対し、新府令では、公開するとの点は削除され、公衆の縦覧に供することのみが要件を満たすものとされました。

インサイダー取引規制に係る重要事実の公表の措置における公開には、多数の者の知り得る状態に置く措置として、「2以上の報道機関に対して公開し、かつ公開された事実の周知のために必要な期間が経過したことが含まれます¹²。しかしながら、「知る前契約」や「知る前計画」を報道機関に公開したとしても、インサイダー情報たる重要事実と異なり、ニュースバリューがないことが多いため報道されることは期待できません。これでは、多数の者の知り得る状態に置いたとはいえ、「知る前契約」等が実際には事後的に作成されたとの事態を防ぐことができません。そのため、上記「(b) 一定の開示を行う」の内容として、公開するとの点が削除されました。

上記(c)については、新府令で実質的な変更はなされていません。「証券会社に提出の日付について確認を受けること」として想定される具体的方法について、金融庁による一定の明確化が期待されますが、パブコメ結果においては「法令上、特段の定めはありません」と述べられるにとどまっています¹³。また、パブコメ結果では、当該証券会社について、あくまでも当該契約等が「証券会社に提出された日」を確認するものであり、結果的に当該売買がインサイダー取引に該当したとしても原則として責任を問われない、との理解が基本的に認められています¹⁴。

¹⁰ パブコメ結果 No. 19。

¹¹ かかる措置の具体的内容については、金融商品取引法（「金商法」）166条4項及び同法施行令30条参照。

¹² 金商法施行令30条1項1号。

¹³ パブコメ結果 No. 9。

¹⁴ パブコメ結果 No. 10 及び No. 13。

4 「インサイダー取引規制に関するQ&A」の追加事項

金融庁は従前から、証券取引等監視委員会と連名で「インサイダー取引規制に関するQ&A」（「Q&A」）を公表していました。今回のパブコメ結果の公表に合わせてQ&Aも改訂され¹⁵、「知る前契約」及び「知る前計画」に関する記述が「問5」として追加されました。

追加された「問5」では、「重要事実を知る前」との要件について、「売買を行う時点において知っている未公表の重要事実を知る前」を意味すると述べられています。売買の時点で知らない事実はインサイダー取引規制においてそもそも問題になりませんから、ここでのポイントは、「売買を行う時点において未公表の重要事実を知る前」を意味する点です。

もっとも、「売買を行う時点において未公表の重要事実を知る前」であるとは、事象の順序として「売買の決定・特定」→「重要事実の認識」→「売買の実行」→「重要事実の公表」ということであり、すなわち前記図1で示した時系列を指します。これも結局、「知る前契約」及び「知る前計画」の適用除外の枠組みを述べたにすぎないといえます。

「問5」ではさらに、次のように述べられています。

「契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実を知っていたとしても、当該重要事実が全て公表された後に売買を行うことを内容とする契約又は計画を締結又は決定することにより、売買を行う時点において知っている他の重要事実との関係で、『知る前契約・計画』として活用することができると考えられます。」

上記記述は、「重要事実Aの認識」→「契約・計画による売買の決定・特定」→「重要事実Bの認識」→「売買の実行」のケースでも、当該契約又は計画において「重要事実Aが全て公表された後に売買を行うこと」を条件とすれば、重要事実Bとの関係で適用除外を受けることができる、という趣旨です。ここで注意を要するのは、当該条件が前記3(1)の終わりで述べた実行条件に該当するということです。したがって、重要事実Aが公表されることについて、当該売買の当事者に裁量が認められるとすれば（例えば、一方当事者が当該株式の発行会社のIR責任者であった場合）、売買について「裁量の余地がない方式」により決定されているといえず、本適用除外に該当しない可能性があります^{16 17}。

¹⁵ http://www.fsa.go.jp/common/law/insider_qa/01.pdf 参照。

¹⁶ 重要事実Aについては売買の実行前に公表された（したがってインサイダー取引規制との関係で問題とならない）としても、その公表のタイミングについて裁量が認められることにより、未公表の重要事実Bとの関係で売買の時期を事後的に決定することがあり得ます。

¹⁷ パブコメ結果No.27参照。

<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）
敬和総合法律事務所入所
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 敬和総合法律事務所復帰

<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>

敬和総合法律事務所
〒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：2016年3月22日