

インサイダー取引規制における「知る前契約」・「知る前計画」及び「対抗買い」等の適用除外の見直し

2015年9月16日、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施行され、インサイダー取引規制におけるいわゆる「知る前契約」・「知る前計画」に係る適用除外について、包括的な適用除外の規定が設けられました。また、「対抗買い」に係る除外規定についても、「金融商品取引法等に関する留意事項について」（「金商法等ガイドライン」）の改正による解釈の明確化が図られました。今回の改正により、これまで実務上制約が大きかった取引行為がより容易になると考えられます。

「知る前契約」・「知る前計画」に係る包括的な適用除外

改正の経緯

金融商品取引法（「金商法」）は、上場会社に係る未公表の重要事実を知った者が行う売買等であっても、当該売買等が重要事実を知ったことと無関係に行われるものであることが明らかな場合には、投資家の信頼は損なわれないため、いわゆる「知る前契約」・「知る前計画」（金商法166条6項12号、167条5項14号）として、インサイダー取引規制の適用除外を設けています。

もっとも、これまでは、金商法及び有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（「取引規制府令」）に定められる個別の類型に当てはまらない取引、例えば重要事実を知る前に締結された契約に基づく売買等であっても、当該契約が上場会社以外の者との間における「知る前契約」である場合には適用除外の対象とならないなど、これまでの適用除外の類型を個別に追加していく方法では、規制を及ぼすべきではない類型を網羅的に把握することが困難であるとの実務上の支障が指摘されていました¹。このような指摘を踏まえ、今回の改正では、取引の円滑を確保する観点から、「知る前契約」・「知る前計画」に係る包括的な適用除外の規定が設けられました。当該改正により、これまでは適用除外の類型に当てはまらなかった取引であっても、インサイダー取引規制を及ぼす必要性が乏しい取引については、インサイダー取引規制の適用除外を受けられるようになりました。

改正内容

「知る前契約」・「知る前計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外が認められるための要件は以下の3点です。

1. 未公表の重要事実を知る前に締結・決定された書面による契約・計画の存在
2. 売買等の具体的な内容が、あらかじめ特定されている、又はあらかじめ裁量の余地のない方式により決定されること
3. 当該契約・計画に従って売買等が履行・実行されること

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・グループの平成24年12月25日付報告書「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」

要件 1 に関しては、「知る前契約」・「知る前計画」の事後的な捏造を防止する観点から、下記のいずれかの措置を講じることが必要になります。

- (a) 当該契約・計画の写しが金融商品取引業者に対して提出され、当該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
- (b) 当該契約・計画に確定日付が付されたこと²
- (c) 当該契約・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³

要件 2 に関しては、裁量性を排除するために、当該契約・計画において、売買等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における売買等の総額又は額が特定されているか、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のない方式により決定されることが必要とされています。

要件 3 に関しては、あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、有利な契約又は計画のみを履行又は実行するなど、形式的には別個の契約又は計画であっても、全体としてみれば売買等の別や期日等について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認められないときは、適用除外を受けることができないとされています。また、複数の期日に分けて売買等を行うことを内容とする契約又は計画を準備した上で、有利な期日の売買等のみを行うなど、全体としてみれば当該契約の履行又は計画の実行として売買等を行っているとは認められないときも、適用除外を受けることはできないとされています。

今後の展開

今回の改正により、これまで実質的には投資家の信頼を損なう取引に該当しないにもかかわらず行うことができなかった種類の取引が活性化し、今後の新たな類型やスキームに基づく取引の円滑化が進むことが考えられます。また、包括的な適用除外が設けられたことで、「知る前契約」・「知る前計画」に基づく株式の売買等につき、従前のように限定的な適用除外の種類の枠組みの中で現実的な結論を導き出すための解釈論を展開する必要がなくなることが期待されます。

「対抗買い」の適用除外の明確化

公開買付け等が仕掛けられた場合に、被買付企業の取締役会が決定した要請があれば、インサイダー情報を有している者であっても「公開買付け…に対抗するため」に対抗買いを実施することができるとされています（「対抗買い」の適用除外（金商法 166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号））。しかし、今回の金商法等ガイドラインの改正以前は、公開買付けに該当する事実が存在するか否かについて被買付企業が正確に把握することは困難であるにもかかわらず、もし公開買付けが実際には存在しなかった場合には当該適用除外の要件を満たさなくなるため、実務上、どの程度の確実性をもって公開買付けがあると判断する必要があるのかが不明瞭であり、本除外規定は利用しがたいとの指摘がなされていました。

そこで今般、金商法等ガイドラインの改正により、この点に関する解釈の明確化が図られました（金商法ガイドライン第 1 章 166-1、166-2 及び 167-1）。

すなわち、次の 2 つの要件を満たす場合には、仮に対抗買いの要請決定の時点において実際には公開買付け等が存在しなかったとしても、対抗買いとしてインサイダー取引規制の適用除外となります。

² 但し、証券会社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されています（この場合、上記要件 1. (a) の措置が、他の証券会社に対して当該契約・計画を提出する方法でしか利用できないため。）。

³ 報道機関に対して公開する措置及びホームページ上に公開する措置は、「知る前契約」・「知る前計画」の公開措置としては認められないとされています。

被買付企業の取締役会が決定した対抗買いの要請が、

1. 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ること
2. 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こと

今回の金商法等ガイドラインの改正による解釈の明確化により、例えば被買付企業が第三者から公開買付け等を実施する旨の提案を受けたような場合に、かかる事実関係を踏まえて直ちに対抗買いを要請するなど、当該除外規定の適時な利用が進むことが期待されます。

お問い合わせ先

記事に関する詳細又はその他のお問い合わせは下記の者にご連絡ください。



神山達彦
(かみやまたつひこ)
パートナー

T: +(81 3) 5561 6395
E: tatsuhiko.kamiyama
@cliffordchance.com



茂木 諭
(もぎさとし)
カウンセラー

T: +(81 3) 5561 6295
E: satoshi.mogi
@cliffordchance.com



蒔 智子
(あざみともこ)
アソシエイト

T: +(81 3) 5561 6318
E: tomoko.azami
@cliffordchance.com

本稿はテーマとなる題材に関して一般的な解説を行うことを目的としており、全ての側面を網羅するものではありません。又、本稿は、法律その他のアドバイスをを行うものではありません。

クリフォードチャンス法律事務所
外国法共同事業

〒107-0052 東京都港区赤坂2丁目17番7号赤坂溜池タワー7階

© Clifford Chance 2015
Clifford Chance Law Office (Gaikokuho Kyodo Jigyo)

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

* Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.