

CAPITAL MARKETS BULLETIN

2015年7月号 (Vol. 25)

取引の円滑化を図ること等を目的としたインサイダー取引規制の
包括的な除外規定の追加等について

- | | |
|----------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| I. はじめに | 森・濱田松本法律事務所 |
| II. 「知る前契約」「知る前計画」に係る
包括的な適用除外規定の追加 | 弁護士 箱田 英子
TEL. 03 6212 8320
eiko.hakoda@mhmjapan.com |
| III. 「対抗買い」に係る適用除外規定の明確化 | 弁護士 峯岸 健太郎 |
| IV. 終わりに | TEL. 03 6212 8331
kentaro.minegishi@mhmjapan.com |

I. はじめに

平成 27 年 6 月 18 日、金融庁は、インサイダー取引規制において、取引の円滑化を図ることを目的として、「知る前契約」「知る前計画」に係る包括的な適用除外規定の追加のための内閣府令¹（以下「取引規制府令」）の改正案と、実務面で利用しにくいとの指摘のあった「対抗買い」に係る適用除外規定についての解釈の明確化を図ることを目的とした解釈指針の追加のためのガイドライン²（以下「金商法等ガイドライン」）改正案を公表しました。いずれも、平成 25 年 2 月 27 日公表の金融審議会分科会報告「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巡る制度整備について」（以下「分科会報告書」といいます。）³で提言された以下の内容を踏まえたものとなっています。

○提言の概要

(1) 「知る前契約」「知る前計画」に係る適用除外

「知る前契約」「知る前計画」に基づくインサイダー取引規制の適用除外規定について、取引の円滑を確保する観点から、次の視点に基づいた、包括的な適用除外規定を設けることが適当である。

- ①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
- ②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等、裁量的に売買等が行われるものではないこと
- ③当該契約・計画に従った売買等であること

(2) 「対抗買い」に係る適用除外

¹ 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（平成 19 年内閣府令第 59 号）

² 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）

³ 当該報告は、金融審議会インサイダー取引規制ワーキング・グループが、平成 24 年 12 月 25 日に公表した「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巡る制度整備」における提言をその内容としています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

現行法の対抗買に関するインサイダー取引規制の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、解釈の明確を図ること

本稿では、これらに係る内閣府令及びガイドラインの改正案の内容を概説します。

なお、改正案は、平成 27 年 7 月 21 日までパブリックコメントに付された上で、その結果を踏まえて、金融庁から最終的な改正規定が公表される見込みですので、今後、公表されるパブリックコメントの結果及び最終的な改正規定の内容についてはご留意下さい。

II. 「知る前契約」「知る前計画」に係る包括的な適用除外規定の追加

1. 現行規定とその問題点

金商法のインサイダー取引規制は、形式的な要件の該当性を重視して規定されていることから、証券市場の公正性・健全性に対する投資者の信頼の確保という実質的な観点から規制する必要がないと解される場合につき、一定の適用除外がなされています(金商法 166 条 6 項)。重要事実を知る前から売買等の原因が存在する場合である、いわゆる「知る前契約」や「知る前計画」の履行や実行もそのひとつ⁴であり、例えば、重要事実を知る前に上場会社等との間で書面による契約をした売買に関する契約の履行、役員・従業員等の持株会による株券の買付け、重要事実を知る前に行われた合併等に係る取締役会決議に基づく有価証券の承継などが挙げられます⁵。また金商法は、「その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合(内閣府令で定める場合に限る。)」も適用除外となる⁶とする規定を設けている一方、現状このような場合が内閣府令には定められていないため、例えば、上場会社以外の者の間での「知る前契約」に基づく売買等が適用除外されない等の実務上の支障が生じている⁷など、現在内閣府令に列挙されている場合以外にも適用除外とすべき場合があるのではないかと指摘がなされています。

2. 改正取引規制府令の概要

上記のような指摘をふまえて、上記 I の提言の概要に沿って、上場会社等の重要事実に関するインサイダー取引規制(金商法 166 条 1 項・3 項)の適用除外となる「知る前契約」及び「知る前計画」につき、大要、以下の(i)から(iii)をすべて満たす場合にも適用除外をみとめる、包括的な適用除外規定の改正案(取引規制府令 59 条 1 項 14 号の新設)が公表されています。

(i)「重要事実」を知る前に締結(決定)された有価証券の売買等に関する書面に

⁴ 金商法 166 条 6 項 12 号

⁵ 取引規制府令 59 条

⁶ 金商法 166 条 6 項後段

⁷ 分科会報告書Ⅲ4(1)

CAPITAL MARKETS BULLETIN

よる契約（計画）の履行（実行）として売買等を行うこと

(ii) 「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（計画）に確定日付が付されたこと
- ②当該契約（計画）が、金商法 166 条 4 項に定める公表措置に準じ公開され、又は公衆の縦覧に供されたこと
- ③当該契約（計画）の写しが、証券会社⁸に対して提出され、当該提出の日付について当該証券会社による確認を受けたこと（当該証券会社が、当該契約の相手方や当該計画を共同して決定した者である場合を除く。）

(iii) 当該契約（計画）の履行（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（デリバティブ取引にあつては、これらに相当する事項）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

また、公開買付け等に係るインサイダー取引規制（金商法 167 条 1 項・3 項）についても、上記と同様の考え方の包括的な適用除外規定の改正案（取引規制府令 63 条 1 項 14 号の新設）が公表されています。

上記の規定の具体的な解釈については、今後、パブリックコメントの結果等により示されることになるものと思われませんが、今回追加される包括的な適用除外規定を活用して、未公表の重要事実を知る前に改正後の要件を備えた対応を行うことにより、役員がストックオプションの行使により自社の株式を取得しても、未公表の重要事実を知っている場合にはその売却が一切できない、あるいは役員が未公表の重要事実を知っている場合には新たに役員持株会に加入したり拋出金額（口数）を変更することは一切できない⁹といった、インサイダー取引規制の適用によりこれまで生じていた問題をある程度回避することが可能になるものと思われま

す。また、取得条項付新株予約権（新株予約権付社債を含みます。）の取得に際しても、改正案に合致した取得の条件等を定めた発行要項を公表しておくことにより、その取得時に未公表の重要事実があったとしても新株予約権を取得することが可能となります。

Ⅲ. 「対抗買い」に係る適用除外規定の明確化

1. 現行規定とその問題点

金商法は、インサイダー取引規制の一環として、公開買付けや 5%以上の買集め行

⁸ 取引規制府令改正案 59 条 1 項 14 号ロ(3)及び 63 条 1 項 14 号ロ(3)では、第一種金融商品取引業の登録を行う者のうち、有価証券関連業に該当するものを行う者に限り、第一種少額電子募集取扱業務のみを行う者（いわゆる株式のクラウドファンディングのみを取り扱う業者）を除くとされており、基本的には、これに該当する者は、証券会社と考えられます。

⁹ 一般にこれらの事案は、「個別の投資判断に基づかず」とは言えないものとして、インサイダー取引規制の適用除外とはならないものと解されています。なお、持株会の会員が、持株会から株式を引き出す行為は、「売買等」には該当せず、インサイダー取引規制の対象にはなりません。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

為が行われる場合に、公開買付者等関係者や第一次情報受領者は、当該公開買付けに係る事実の公表前には対象株式の一定の売買を行ってはならない旨の規定を設けています（金商法 167 条 1 項・3 項）。この「公開買付者等関係者」には、公開買付者等からの伝達により当該事実を知った対象会社及びその役員も含まれ（金商法 167 条 1 項 5 号）、これらから対抗買付けの要請を受けた者は、第一次情報受領者として対象会社の株式等を買付けすることが制限されることとなります。しかし、これでは公開買付け等への「対抗買い」が多くの場合禁止されることになって対抗措置を講じることができなくなり、公開買付者の側と不均衡が生じることから、適用除外規定が置かれています。具体的には、公開買付け等に対抗するため、上場会社（対象会社）の取締役会が決定した要請に基づいて上場株式等の買付けその他の有償の譲受けを行う場合には、当該公開買付け等に係る事実が未公表であるとしても、その要請を受けた者（第一次情報受領者）は、当該上場会社等の上場株式等の買付けを行うことができるものとされています（金商法 166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号）¹⁰。取締役会による要請が要件とされているのは、「対抗買い」を口実としたインサイダー取引を防止するためといわれています。

かかる規定のうち、「公開買付け等に対抗するため」という要件に関しては、「公開買付け等」に該当する事実が存在するか否かは、対象会社にとって他社情報であるため、当該対象会社が公開買付者の主観的意図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か分かりにくいとの指摘があり、この点についての解釈を明確にしてはどうかとの提案がなされています。また、「取締役会が決定した要請」という要件に関しては、当該要請の決定が適時開示事項となっているため、対抗買いを行うにあたって実務面で利用しにくいとの指摘がなされてきました¹¹。

2. 改正ガイドラインの概要

今回、上記 1. の法文の規定自体については改正を行わずに、金商法等ガイドラインの改正による手当が提案されています。すなわち、上場会社の取締役会が決定した要請が、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、当該要請は、上記 1. の法文の規定による要請に該当することとする解釈指針が示されました（金商法等ガイドライン 166-1、167-1）¹²。

これにより、「公開買付け等に対抗するため」という要件の内容は従前よりは明確になったといえます。他方、適用除外を受けるためには、引き続き「対抗買い」の要請について取締役会による決定が必要であり、当該決定による要請は適時開示事由に

¹⁰ 対抗買付けの要請自体が、対象会社の株券等に関する未公表の重要事実に関連するものとされています（金商法施行令 28 条 10 号）。

¹¹ 平成 24 年 11 月 27 日開催の金融審議会「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）の資料 1「論点メモ(3)」6 頁から 7 頁参照

¹² 金商法 166 条 6 項 4 号については、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その他の有償の譲受けは、同号の適用がない旨も改正ガイドライン案で示されています。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

該当する¹³ことから、迅速性や機密性が求められる「対抗買い」において、当該規定の実務面での利用のしにくさは今後も残ることになるように思われます。

今後、パブリックコメントを踏まえて最終案が公表される見込みですが、「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」とは具体的にはどのような場合が想定されるのか、といった点については今後の実務の蓄積等によってより明確化されることが期待されます。

IV. 終わりに

今回の改正は、インサイダー取引規制における適用除外の範囲をより明確化するものとして評価できます。他方、「対抗買い」に係る適用除外規定の実務面での利用のしにくさは引き続き残るように思われます。

今後、パブリックコメントや実務の蓄積を経て、改正案の適用範囲や解釈がより具体的になっていくものと考えられますが、本稿が社内におけるインサイダー取引防止規程の改正の検討や役員又は会社における取引の検討の一助となれば幸いです。

セミナー・文献情報

- セミナー 『コーポレート・ファイナンス最新実務 ～リキャップ CB、Undocumented Offering、Global Offering などの法的手法と近時の傾向を徹底解説～』
開催日時 2015年8月4日(火) 13:30~16:30
講師 根本 敏光
主催 金融ファクシミリ新聞社
- 本 『金融商品取引法制の潮流』(2015年2月刊)
出版社 公益財団法人日本証券経済研究所
著者 中村 聡(共著)
- 論文 「<平成26年会社法改正を踏まえた実務の検討(4)>資金調達に関する規律の見直し」
掲載誌 旬刊商事法務 No.2060 2015年2月25日号
著者 戸嶋 浩二、熊谷 真和(共著)

¹³ 「公開買付け等に関する意見の表明等」には、対象会社の株式等に対する公開買付けや5%以上の買集め行為に対抗するための買付けその他の有償の譲受けの要請が含まれます(東京証券取引所の定める有価証券上場規程402条1号y、株式会社東京証券取引所「会社情報適時開示ガイドブック(2015年6月版)」203頁(注1))。

CAPITAL MARKETS BULLETIN

- 論文 「The Equity Capital Markets Handbook 2015」
 掲載誌 Capital Markets Intelligence 2015 年 4 月
 著者 中村 聡、根本 敏光
- 本 『新・会社法実務問題シリーズ・3 新株予約権・社債（第 2 版）』
 （2015 年 6 月刊）
 出版社 中央経済社
 著者 安部 健介、峯岸 健太郎（共著）
- 論文 「東証上場インフラファンド市場の開設」
 掲載誌 ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.25 May-June 2015
 著者 尾本 太郎、佐伯 優仁（共著）
- 本 『金融商品取引法 資本市場と開示編 [第 3 版]』（2015 年 7 月
 刊）
 出版社 商事法務
 著者 中村 聡、鈴木 克昌、峯岸 健太郎、根本 敏光、齋藤 尚雄（共著）

NEWS

- **バンコクオフィス開設のお知らせ**
 当事務所は、2012 年にシンガポールオフィス、2014 年にはヤンゴンオフィスを開設し、アジアの新興国特有の諸問題にかかわるノウハウと豊富なクロスボーダー案件の経験を蓄積してまいりました。今般、タイ現地におけるサービスの提供体制をより一層強化すべく、これまでの MHM バンコクデスクを改変し、新たにバンコクオフィスを開設し、2015 年 4 月 1 日より業務を開始いたしました。
- **名古屋オフィス開設予定のお知らせ**
 当事務所は、この度、東海地区のクライアントの皆様の拠点設置へのご要望にお応えするため、名古屋オフィスを開設することを決定し、2015 年 9 月のスタートを目指して準備しております。開設日・オフィスの所在地等の詳細が決まりましたら、改めてお知らせいたします。
 ※ 名古屋オフィスは、弁護士法人森・濱田松本法律事務所の従事務所として開設する予定です。
- **Chambers Asia 2015 にて高い評価を得ました**
 Chambers Asia 2015 で、当事務所は Capital Markets を含む 15 の分野で上位グループにランキングされ、Capital Markets 分野で、以下の各弁護士が日本を

CAPITAL MARKETS BULLETIN

代表する弁護士に選ばれました。

- ・ Capital Markets 石黒 徹、中村 聡、鈴木 克昌
- ・ Capital Markets : J-REITs 藤津 康彦

➤ Chambers Global 2015 にて高い評価を得ました

Chambers Global 2015 で、当事務所は Capital Markets を含む 15 の分野で上位グループにランキングされ、Capital Markets 分野で、以下の各弁護士が日本を代表する弁護士に選ばれました。

- ・ Capital Markets 石黒 徹、中村 聡、鈴木 克昌
- ・ Capital Markets : J-REITs 藤津 康彦
- ・ Capital Markets : Experts Based Abroad – Singapore Tony Grundy

➤ The Sixth Edition of Best Lawyers in Japan にて高い評価を得ました

Best Lawyers(ベスト・ロイヤー)による、The Sixth Edition of Best Lawyers in Japan に当事務所の弁護士 57 名が選ばれ、Capital Markets Law 分野では、石黒 徹、中村 聡、安部 健介、藤津 康彦及び鈴木 克昌が選ばれました。

➤ Financial Times 紙による、Asia-Pacific Innovative Lawyers Report の FT Law 25 Asia-Pacific Headquartered Law Firms にて 3 位に選ばれ、Corporate & Commercial 分野及び Finance 分野にて高い評価を得ました

Financial Times 紙は、2015 年 6 月 11 日に、2 年目となる Asia-Pacific Innovative Lawyers Report を発表し、当事務所は、Asia-Pacific Innovative Lawyers Report の FT Law 25 list of Asia-Pacific Headquartered Law Firms で 3 位に選ばれました。これは、オーストラリアの 2 つの事務所に次ぐ順位であり、日本を含む他のすべてのアジアの法律事務所を大きく上回る順位でした。また、当事務所は Corporate & Commercial および Finance の両分野での業務について、5 つの案件 (standout ランク 1 件および highly commended ランク 2 件を含みます。) で高評価を得ました。

➤ ALB Japan Law Awards 2015 にて受賞しました

トムソン・ロイターグループの、国際的法律雑誌である ALB(Asian Legal Business)による ALB Japan Law Awards 2015 において、当事務所は Japanese Deal Firm of the Year と Japan Law Firm of the Year を含む、8 カテゴリーで受賞しました。

(当事務所に関するお問い合わせ)

森・濱田松本法律事務所 広報担当

mhm_info@mhmjapan.com

03-6212-8330

www.mhmjapan.com