

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 改正の経緯
- 2 「知る前契約」、「知る前計画」に係る適用除外について
- 3 「対抗買い」に係る適用除外について
- 4 まとめ

インサイダー取引規制における「知る前契約」、「対抗買い」等に係る適用除外の改正

弁護士 白川 もえぎ

2015年6月18日、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」および「金融商品取引法等に関する留意事項について」の改正案が公表された。これは、インサイダー取引規制に関するいわゆる「知る前契約」、「知る前計画」に係る適用除外について、包括的な規定を設けるとともに、「対抗買い」に係る適用除外についても実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえて解釈の明確化を図るものである。

パブリック・コメントに対する回答は未だ公表されていないものの、改正に至る経緯からは、概ね公表された内容に沿って改正法令が公布・施行されることが見込まれることから、本ニュースレターでは、その内容および意義について概観することとしたい。

1 改正の経緯

2013年6月に成立し、2014年4月1日に施行された金融商品取引法等の一部を改正する法律は、情報伝達・取引推奨行為に対する規制を導入し、投資法人の発行する投資証券等を新たに規制対象とし、課徴金額の計算方法を見直す等、当時の違反事案等を踏まえて、インサイダー取引規制を一部厳格化した。

しかし、改正の契機となったインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告書「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」（2012年12月25日公表。以下「報告書」という。）では、いわゆる「知る前契約」、「知る前計画」に係る適用除外につき、現行の個別列挙事由に該当しないものを捕捉し得るよう、より包括的な適用除外規定を設けるとともに、ガイドライン等により法令の解釈を事前に示すことが提言されていたにもかかわらず、上記改正法の施行時点では、「知る前契約」、「知る前計画」に係る適用除外についての対応は見送られていた。

また、報告書では、現行の対抗買いに関する適用除外についても、実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえて解釈の明確化等を図っていくことが適当とされていたにもかかわらず、これまで、これに対応するガイドライン等は制定されていなかった。

以下では、報告書中の残された課題であったこれらの点に対応した今回の改正内容について、詳述する。

2 「知る前契約」、「知る前計画」に係る適用除外について

(1) 現行の規制およびその課題

インサイダー取引規制において、重要事実を知ったことと株券等の売買等との間の因果関係はインサイダー取引の成立の要件とされていないため、重要事実を知った者による株券等の売買等は一律に制限される。もっとも、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、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、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を損なうことはないと考えられる。このため、金融商品取引法は、以下に掲げる場合であって内閣府令の個別列挙に該当するものに限り、インサイダー取引規制の適用を除外することとしている。

- (i) 上場会社に係る重要事実を知る前に締結された契約の履行として売買等をする場合(いわゆる「知る前契約」)
- (ii) 上場会社に係る重要事実を知る前に決定された計画の実行として売買等をする場合(いわゆる「知る前計画」)

すなわち、重要事実を「知る前」からの契約や計画に基づく取引であっても、内閣府令の個別列挙に定める類型に当てはまらないものについてはインサイダー取引規制の適用を除外されない。例えば、上場会社との間で「知る前契約」を締結した者が行う一定の売買等については、インサイダー取引規制の適用を除外されるが、上場会社以外の者との間で締結された「知る前契約」に基づく売買等については、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等であっても、原則として適用除外の対象とならない。また、持株会や累積投資契約による「知る前計画」に従った一定の買付けは、内閣府令に個別列挙されているためインサイダー取引規制の適用を除外されるが、同じく重要事実を「知る前」からの計画であっても、例えば、公開買付開始公告が行われない株式の買集めの計画に基づく買付けについては、内閣府令に個別列挙されていないため、原則として適用除外の対象とならない。

ワーキング・グループでの議論を踏まえ、報告書では、取引の円滑を確保する観点から、単にルールベースとするのではなく、「知る前契約」・「知る前計画」として適用除外とすべきものの基本的な考え方を明確化し、より包括的な適用除外規定を設ける(すなわちプリンシプルベースとする)とともに、必要に応じガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくことが適当である旨の提言がなされた。その際には、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに配慮する必要があることも付記された。

(2) 改正の内容

上記提言において示された視点を踏まえ、これまで適用除外とされてきた類型に当てはまらない取引であっても、インサイダー取引規制上問題のない取引についてはこれを円滑に行うことができるよう、今回の改正案では、次の3要件を中心とする、より包括的な適用除外規定を設けることが提案された。

- ① 未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画に基づく売買等であること。
- ② 未公表の重要事実を知る前に、かかる契約または計画に関し、確定日付の取得、公開、公衆縦覧または金融商品取引業者による確認等の措置が取られていること。
- ③ 当該契約・計画の中で、売買等の具体的な内容(売買等の別、銘柄、数、価格および期日)が定められているか、またはあらかじめ裁量の余地がない方式により決定されること。

上記3要件のうち、①については、まさに、重要事実を知ったことと無関係に行われる売買等を包括的に対象とするものである。②は、報告書で指摘がなされた、事後的に契約や計画が捏造されるリスクに対応するものである。③については、現行の「知る前契約」に係る適用除外には明示的に規定されていないが、これまでも、重要事実を知った者が、売買の数量や時期を自由に変える

ようなことがあれば、証券市場の公正性と健全性に対する信頼が損なわれるとして、それらについて裁量のある契約に従った売買等は「知る前契約」に係る適用除外の対象とならないと解されてきたことから、③はこれを注意的に規定したに過ぎないと考えられる。

(3) 改正の意義

現行の「知る前契約」・「知る前計画」の建付けは、適用除外範囲の明確性の確保に資する一方、市場において日々進化する新しい類型やスキームの取引は、その都度、内閣府令の改正によって個別列挙事由に組み入れられない限り、インサイダー取引規制の適用除外を受けられないということの意味している。そのため、これまで、事前に決定された契約や方式による機械的な売買等についてインサイダー取引規制の適用を除外すべきと考えられるときには、①「(内閣府令で定める場合に限る。)」という法文の規定にもかかわらず、「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(金融商品取引法第166条第6項第12号)に当てはまるという解釈をしたり、②そのような売買等を行う場合には、適用除外ではなく違法性または責任が阻却されるとする解釈をすることによって、インサイダー取引の問題を解決する努力がなされてきた。今般の改正によって、これらの問題のうちのかなりの部分を解決することができるのではないかと期待される。

なお、報告書では「必要に応じガイドライン等により法令の解釈を事前に示していくことが適当である」旨の提言もなされていた。今般の改正案においては、「知る前契約」・「知る前計画」に係るガイドラインの創設等は提案されていないが、今後公表されるパブリック・コメントに対する回答が一定程度その用を達するものと思われる。

3 「対抗買い」に係る適用除外について

(1) 現行の規制およびその課題

公開買付け等事実の情報受領者による取引を可能とする適用除外規定として、金融商品取引法上、公開買付け等に対抗するため被買付企業の取締役会が決定した要請に基づいて株券等の買付け等を行う場合が定められている。この対抗買いの適用除外規定については、以下のような指摘がなされてきた。

- (i) 「公開買付け等に対抗するため」という要件に関して、「公開買付け等」に該当する事実が存在するか否かは、被買付企業にとって他者の情報であるため、当該被買付企業がその存否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のか分かりにくい。
- (ii) 「取締役会が決定した要請」という要件に関して、被買付企業の取締役会による当該要請の決定が金融商品取引所の定める適時開示事項となっているが、買付者の意思が明確でない状態で適時開示するのはそれ自体難しく、また、かかる状態で不確定な情報が出回って市場が混乱する懸念もあることから、対抗買いの要請を行うにあたって実務面で利用しにくい。

報告書では、「現行の対抗買いに関する適用除外規定についても、実務面で利用し難いとの指摘があることを踏まえ、解釈の明確化等を図っていくことが適当である。」との提言がなされていた。

(2) 改正の内容

今般、「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)の改正が提案されており、この中で、上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請が、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り、かつ、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場合には、「公開買付け等に対抗するため被買付企業の取締役会が決定した要請」に該当することが明らかにされている。

なお、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買付けその他の有償の譲受けを

行う場合には、適用除外となる買付けその他の有償の譲受けに該当しないことも、当然のこととして規定された。

(3) 残された問題

上記(1)に記載された指摘事項のうち、今回の改正で対応がなされた点は(i)のみである。(ii)については、東京証券取引所その他の金融商品取引所の判断となろうが、本ニュースレターの執筆時点においては、この点に関する有価証券上場規程等の改正の予定は公表されていない。東京証券取引所は、2012年11月のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループにおいて、「『対抗買い』の要請の適時開示を求めないこととした場合には、例えば、会社関係者等による便乗買いといったインサイダー取引の発生リスクも高めることにもなり、万一、そういった事態が生じた場合には、証券市場の公正性に対する投資家の信頼が毀損されてしまうといった副作用もあわせて考慮いただきたい」と述べ、対抗買いの要請に関する適時開示義務を緩めることに否定的な見解を示していたことから、この点については、当面の変更はないと考えられる。

4 まとめ

今回の改正は、既存の法律の枠内における内閣府令およびガイドラインの改正に留まるため、施行すべき時期に制限はない。もともと、これらの改正は、本来2014年4月に施行されたインサイダー取引規制の改正と同一の報告書を基礎とするものであり、いわば同改正における宿題となっていた事項である。また、今回改正が提案されている2項目はいずれも適用除外を拡大する方向での改正であり、市場参加者において規制変更に対応するための期間を要するものではない。このことから、現状の改正案に対してこの先大きな異論が出ることは考えにくく、本件に関するパブリック・コメントに対する回答の公表とその施行にはそれほど時間がかからないと考えてよいであろう。施行後にこれらの適用除外規定の利用がどの程度進展するかが注目される。

- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の白川もえぎ(moegi.shirakawa@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

- Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦
本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいますようお願い申し上げます。

- 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html>にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051

東京都港区元赤坂一丁目2番7号
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>