

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成 27 年金融商品取引法改正（2）

ープロ向けファンドの見直し（2）、インサイダー取引規制の適用除外の見直しー

2016 年 10 月 28 日（金）15:00～16:59

大阪取引所 5 階取締役会議室及び東京証券取引所 4 階 402 会議室

### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授

## 平成 27 年金融商品取引法改正（２）

### ープロ向けファンドの見直し（２）、

### インサイダー取引規制の適用除外の見直しー

早稲田大学大学院法務研究科教授

黒 沼 悦 郎

## 目 次

I. 前回の宿題 一欠格事由に該当する届出者の地位	範囲
II. 特例業務の出資者の範囲	1. 改正の内容
1. 改正の経緯	2. 検討
2. 改正法の内容	V. インサイダー取引規制の適用除外の見直し
3. 検討	1. 経緯
III. ベンチャーファンドの特例	2. 改正府令（取引規制府令 59 条 1 項 14 号）の内容及びその解説
1. 経緯	3. 「知る前契約・計画」に係る包括的適用除外規定の位置づけ
2. ベンチャーファンドの定義	4. 「対抗買い」に係る適用除外規定の解釈の明確化
3. ベンチャーファンドの出資者の範囲	
4. ベンチャーファンドに求められる相応の体制整備	
IV. 適格投資家向け投資運用業の出資者の	討論

○川口 それでは、定刻になりましたので、研究会を始めさせていただきたいと思います。

本日は、前回に引き続き、黒沼先生から、「平成 27 年金融商品取引法改正（２）ープロ向けファンドの見直し（２）、インサイダー取引規制の適用除外の見直しー」というテーマでご報告をいただきます。よろしくお願いします。

○黒沼 早稲田大学の黒沼です。本日の報告は、大きく分けて今ご紹介いただいた 2 点ですけれど

も、その前に前回の宿題部分を報告したいと思います。

それから、お手元にレジュメと資料を 3 部配付しておりますので、適宜ご参照いただければと思います。レジュメは長いですが、列挙して書いてある部分は飛ばして報告いたします。

I. 前回の宿題 一欠格事由に該当する届出者の地位

前回の研究会で前田先生から、金融商品取引法

(以下「金商法」という) 63 条 1 項は、一定の行為について金融商品取引業の登録を要しないとしているので、特例業務の欠格事由に該当する者による当該行為も登録を免除されており、無登録営業に該当しないのではないかと、ただ、この場合の欠格事由該当者の行為は、無届営業として処罰の対象になるのではないかとというご指摘を受けました。

この点について、立案担当者の書いたもので参考になるものではありませんでした。そこで考えてみますと、63 条の構造は、第 1 項で一定の行為を届出の有無にかかわらず登録の対象から除外し、第 2 項で、当該行為、適格機関投資家等特例業務を行う者に届出義務を課し、第 7 項で、次の各号のいずれかに該当する者は適格機関投資家等特例業務を行ってはならない、と規定しています。欠格事由に該当する者が適格機関投資家等特例業務を行った場合、63 条 7 項に違反するわけですが、この 63 条 7 項については、罰則はありません。

また、無届営業とは、63 条 2 項による届出をせず、もしくは虚偽の届出をし、または添付書類に虚偽記載をする行為として、これに対しては 5 年以下の懲役、500 万円以下の罰金という罰則が定められています(197 条の 2 第 10 号の 8)。

届出または添付書類に虚偽の記載をして欠格事由に該当しないかのように装って届出をした場合には、この無届営業に該当しますが、そのような虚偽記載がない場合に、欠格事由に該当するから届出の効力がなく、届出がないものと評価して無届営業と見るのは難しいように思われます。なぜなら、欠格事由に該当する者は本来、特例業務を行うことができないわけですから、届出をしていないから処罰するとは言えないように思われるからです。

そこで、欠格事由に該当する者の行為は、その者は届出の有無にかかわらず適格機関投資家等特例業務を行うことができないということですから、63 条 1 項の効果が発生せず、第二種金融商品取引

業または投資運用業の無登録営業となると解するのが妥当ではないかと思いました。

以上に対して、欠格事由に該当せず、届出をすれば特例業務を行うことができる者が届出をせずに特例業務を行うと、金商法は届出を登録免除の要件としていないため、この場合には無登録営業には当たらず、無届営業として処罰の対象になると考えられます。

また、以上とは別に、欠格事由に該当する者が行為規制の対象になるかという問題があり、前回の報告では、欠格事由に該当していた者はそもそも行政処分の対象にならないのではないかとという疑問を述べました。

しかし、この点も改めて考えてみますと、今回の改正では、特例業務の届出者に行為規制を課し、行政処分の対象としており、特例業務届出者とは、「63 条 2 項の規定による届出をした者」と定義されています(29 条の 4 第 1 項 1 号ロ(4)) ので、欠格事由該当者も届出をしている限り、届出者に当たることになり、行政処分の対象になると考えられます。欠格事由に該当する者は、無登録営業として処罰の対象となるとともに、届出をしていれば行政処分の対象になると考えます。

以上が、前回の宿題についての報告です。

## Ⅱ. 特例業務の出資者の範囲

### 1. 改正の経緯

次に、今回の報告対象である特例業務の出資者の範囲というところから入っていきたいと思います。

金融庁が平成 26 年 5 月にパブリックコメントに付した改正案(以下「パブリックコメント案」という)は、次の者(49 名以内)を出資者の範囲と提案していました。

- ・ 上場会社
- ・ 資本金 5 千万円超の株式会社
- ・ 上場会社等の子会社・関連会社
- ・ 年金基金(投資性金融資産〔株式、債券(国債

を含む）等の有価証券が主であり、預貯金や住宅といった資産は含まない」を 100 億円以上保有する厚生年金基金・企業年金基金）

- ・富裕層個人投資家（投資性金融資産を 1 億円以上保有する個人投資家）
- ・資産管理会社
- ・ファンド運營業者の役職員等

これらに当たらない一般個人投資家の出資は認めないことにしていました。

これに対し、投資運用等に関するワーキング・グループ報告（以下「WG 報告」という）は、投資者の範囲は「投資判断能力を有する者及び特例業務届出者に密接に関連する者」にすべきであるとした上で、審議で出てきた意見を集約する形で、パブリックコメントに付された改正案に対し、次のように出資者の範囲を拡大する修正を加えられました（WG 報告 6 頁、括弧内は脚注）。

①株式会社については、資本金のみならず、純資産も基準とすること。また、株式会社に加えて、その他の法人についても同様の基準とすること

（法人格を持たない海外機関投資家等による出資についても妨げられないよう配慮すべきである）。

②適格機関投資家等特例業務の届出者（特例業者）と密接に関連を有する者として以下のような者を含めること。

- ・当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者
- ・当該特例業者の親会社等、子会社等、運用委託先、投資助言者の役員、使用人、その親族（三親等内）

③政府・地方自治体を対象とすること。

## 2. 改正法の内容

### （1）金商法 63 条 1 項

63 条 1 項は、適格機関投資家等を、適格機関投資家とそれ以外の者で政令で定める者（49 人以下に限る）としていますけれども、この「政令で定

める者」について、改正前は「適格機関投資家以外の者」とされていたところ、改正法では、「適格機関投資家以外の者であって、私募・私募の取扱いの時点で次の各号のいずれかに該当する者」と規定しました（金融商品取引法施行令（以下「施行令」という）17 条の 12 第 1 項）。

1 号 国

2 号 日本銀行

3 号 地方公共団体

4 号 金融商品取引業者等

5 号 特例業務届出者

6 号 特例業務届出者と密接な関係を有する者として内閣府令で定める者

7 号 上場会社

8 号 資本金の額が 5,000 万円以上の法人

9 号 純資産の額が 5,000 万円以上の法人

10 号 特別の法律により特別の設立行為をもつて設立された法人

11 号 資産流動化法 2 条 3 項の特定目的会社

12 号 内閣府令で定める要件に該当する企業年金

13 号 外国法人

14 号 財産の状況その他の事情を勘案して内閣府令で定める要件に該当する個人

15 号 前各号に掲げる者に準ずる者として内閣府令で定める者

これらは、投資判断能力を有する者と特例業務届出者の密接関連者に大別されます。

### （2）「投資判断能力を有する者」

第 1 に、投資判断能力を有する者は、上記の 1 号から 5 号、7 号から 14 号、それに 15 号の内閣府令で定める者を加えたものとなります。

そして、15 号の内閣府令では、次のものが列挙されています。

・金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業府令」という）233 条の 2 第 4 項

1 号 議決権の 4 分の 1 以上を国もしくは地方公

共団体が保有する公益社団法人または拠出金額の4分の1以上を国もしくは地方公共団体が拠出している公益財団法人であって、地域の振興または産業の振興に関する事業を公益目的事業とするもの

2号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有資産が100億円以上であると見込まれる存続厚生年金基金

3号 外国の法令上企業年金基金又は2号に掲げる者に相当する者であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有資産が100億円以上であると見込まれる者

4号 次のいずれかに該当する法人

イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、資産が1億円以上であると見込まれること。

ロ 当該法人が業務執行組合員等であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、業務執行組合員等として当該法人が保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限る。）。

5号 次に掲げる者の子会社等または関連会社等

イ 金融商品取引業者等である法人

ロ 上場会社

ハ 資本金の額が5,000万円以上である法人

ニ 純資産の額が5,000万円以上である法人

6号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の日において、イの金額に対するロ・ハの合計額の割合が百分の七十以上であると見込まれる会社であって、代表者（個人出資者の要件を充たす者に限る）のためにその資産を保有し、または運用するもの

イ 当該一の日における当該会社の資産の帳簿価額の総額

ロ 当該一の日における次に掲げる資産（8号において「特定資産」という。）の帳簿価額の合計額

(1) 有価証券であって、当該会社の特別子会社の株式または持分以外のもの

(2) 当該会社が現に自ら使用していない不動産

（不動産の一部分につき現に自ら使用していない場合は、当該一部分に限る。）

(3) ゴルフ場その他の施設の利用に関する権利（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）

(4) 絵画、彫刻、工芸品その他の有形の文化的所産である動産、貴金属及び宝石（当該会社の事業の用に供することを目的として有するものを除く。）

(5) 現金および国内の金融機関に対する預貯金その他これらに類する資産

ハ 当該一の日以前の五年間において、当該会社の代表者及び当該代表者に係る同族関係者に対して支払われた剰余金の配当等および給与のうち法人税法の規定により当該会社の各事業年度の所得の金額の計算上損金の額に算入されないこととなるものの金額

7号 外国出資対象事業持分の発行者（当該権利を有する者が適格機関投資家、出資対象事業持分の発行者、施行令17条の12第1項1号から14号に掲げる者または前各号もしくは次号に掲げる者である場合に限る。）

8号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、一の事業年度における総収入金額に占める特定資産の運用収入の合計額の割合が百分の七十五以上であると見込まれる会社であって前各号に掲げる者のためにその資産を保有し、または運用するもの

(3) 「投資判断能力を有する者」一個人

第2に、「投資判断能力を有する者」のうち14号の個人の財産要件は、内閣府令で定めていまして、金商業府令233条の2第3項で次の要件が規定されています。

1号 次のイ・ロのいずれにも該当する個人

イ 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、その保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれること。

ロ 当該個人が金融商品取引業者等（外国の法令上これに相当する者を含む。）に有価証券の取引又はデリバティブ取引を行うための口座を開設した日から起算して1年を経過していること。

2号 業務執行組合員等（外国の法令に基づくこれらに類する者を含む。）であって、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、業務執行組合員等としてその保有する資産の合計額が1億円以上であると見込まれる個人であること（業務執行組合員等として取引を行う場合に限る。）。

#### （4）「特例業務届出者の密接関連者」

第3に、「特例業務届出者の密接関連者」としては次の者が規定されています。

##### ・金商業府令 233 条の2 第1項

1号 特例業務届出者（ファンド資産運用等業者）の役員または使用人

2号 ファンド資産運用等業者の親会社等もしくは子会社等または当該親会社等の子会社等

3号 運用委託先

4号 投資助言者または投資助言者に対し投資助言を行う者

5号 2号～4号の役員または使用人

6号 ファンド資産運用等業者、1号、3号～5号に掲げる者の配偶者・三親等以内の血族・姻族

### 3. 検討

そこで、それぞれ私のほうでやや気になった点について検討を加えたいと思います。

#### （1）投資判断能力を有する者の範囲

これは、WG 報告の内容に沿ったものになっていると思われます。施行令 17 条の12 第1項に掲げる者のうち、1号・2号の国・日本銀行は、適格機関投資家ではありませんけれども、金商法上、適格機関投資家と同列に扱われています。

3号の地方公共団体は、特定投資家でさえないのに、投資判断能力を有する者に含められました。

この点は、WG の第5回のこれまでの議論をまとめた資料には入っておらず、その回にも討議されていないのに、第6回に提出された WG 報告に挿入されていました。その回にも説明されていないので、経緯がよくわかりません。けれども、「準ずる者」の1号の定め、15号の内閣府令のところに規定しているものですが、議決権の4分の1以上国もしくは地方公共団体が保有するということが入っていて、この規定から見るところ、地域産業の振興を目的とするファンドへの地方公共団体の出資を可能とする、そういう趣旨で入れられたものと思われます。

4号は、金融商品取引業者のうち第一種金融商品取引業または投資運用業を行う者のみが適格機関投資家であることから、それ以外の者をここに含ませる趣旨で規定されています。

10号は、いわゆる特殊法人です。

「準ずる者」として内閣府令で規定されているもののうち4号は、資産が1億円と見込まれる法人を挙げています。この者も WG 報告には記載されていませんが、個人投資家の資産要件が1億円であることから、水準を合わせたものと思われます。

ここにいう「資産」は、金商業府令 233 条の2 第2項に「資産（62条2号イからトまでに掲げるものに限る。次項1号イおよび2号ならびに4項2号から4号までにおいて同じ）」とあるところから、いわゆる「投資性金融資産」のことを指しています。

5号ニが純資産額を基準としているのは、中小優良企業には、資本金の額が小さくても純資産額が積み上がっている会社が多いことを考慮したものです。

8号は、グループ企業のために投資運用を行う会社を定義したものでありまして、このような会社は、小資本であるけれども、グループ企業の親会社が投資適格を有していれば、専門的能力に欠けるところはないと判断されました。

また、「取引の状況その他の事情から合理的に判断して」というのは、出資者の自己申告のみで

判断するのではなく、顧客が任意に提出した資料（例えば取引残高報告書または預金通帳の写し等）を活用して、全体として合理的に判断する必要があると解されています（監督指針Ⅸ－１－１（Ⅰ）①イ）。

これらの要件は、「私募又は私募の取扱いの相手方となる時点において」満たしていればよいとされています（施行令 17 条の 12 第 1 項）。したがって、権利の取得後に要件を充たさなくなっても、届出者は、引き続き当該出資者から既に出資を受けた資産の運用を行うことができると解されています（古角壽雄ほか「平成 27 年改正金融商品取引法の係る政府令等の改正の解説（下）－適格機関投資家等特例業務の見直し等」商事法務 2096 号（2016 年）37 頁）。

## （２）個人投資家の財産要件

1 号は、私募または私募の取扱い時に投資性金融資産 1 億円以上と見込まれ、かつ 1 年以上の有価証券投資またはデリバティブ取引の経験があること。

2 号は、組合の業務執行者となっている個人についての要件です。

1 号に類する規定は、特定投資家への移行が可能な個人投資家の要件（金商法 34 条の 4 第 1 項 1 号、金商業府令 61 条 2 項 1 号）に見られますが、それと比較しますと、投資性金融資産の額が 3 億円以上から 1 億円以上に引き下げられています。つまり、特定投資家に移行できない一般投資家も特例業務への出資が認められているということに注意が必要です。

2 号に類する規定は、同じく特定投資家への移行が可能な個人資産、個人投資家の要件に見られるところですが、後者が組合契約に基づく出資の合計額が 3 億円であることと、組合員全員の同意を要件としているのに対し、前者（2 号）のほうは、組合員の同意を要せず、また業務執行者としての出資金額が 1 億円以上であることを要件としています。

このような要件の相違が何を理由としているのかがよくわかりませんでした。組合員全員の同意を得ていれば、組合財産全部を基準にしてよいように思われますし、法人の投資性金融資産が 1 億円以上ある場合には、代表者の法人に対する出資額を基準とせずに、当該法人は出資者の要件を充たすわけですから、同じように業務執行組合員に投資権限が与えられているのであれば、業務執行組合員個人の出資額を基準とする必要はないようにも思われます。

「準ずる者」の 6 号は、個人の資産管理会社を定義したものです。個人が出資者の要件を満たす場合に、その資産管理会社をも出資者の範囲に含めるものです。

## （３）密接関連者

密接関連者の範囲も WG 報告に沿うものですが、ファンド運營業者の役職員等としていたパブリックコメント案からは、かなり広がっています。

これに含まれる個人は、ファンド資産運用等業者、その親会社等、その子会社等、その親会社等の子会社等、運用委託先、投資助言者、投資助言者の投資助言者を中核として、これらの者の役員または使用人、及び役員または使用人の配偶者・三親等以内の血族・姻族です。

密接関連者を出資者の範囲に含めたのは、これらの者もプロ向けファンドに出資しているという実態を踏まえたものと説明されています（古角ほか・前掲 36 頁）。

密接関連者は、ファンド資産運用等業者と一蓮托生であり、要保護性が欠けるから、投資判断能力を有するか否かにかかわらず、出資を認めるという趣旨でありましょう。前回報告したように、密接関連者のうちファンド資産運用等業者の支配下にある者の出資が 2 分の 1 以上となる場合は、特例業務として認められません（金商業府令 234 条の 2 第 1 項 2 号、2 項 2 号）。

以上が、一般のファンドに対する出資者の範囲を広げた話です。

### Ⅲ．ベンチャーファンドの特例

次に、ベンチャー・キャピタル・ファンド（以下「ベンチャーファンド」という）の特例について説明します。

#### 1．経緯

平成 26 年のパブリックコメント案に対しては、ベンチャーファンドからの反対が特に強く出されました。そこで WG において議論の上、ベンチャーファンドについては、相応の体制が整備されることを前提に、「投資判断能力を有する者」としての出資者の範囲を拡大することとされました（WG 報告 7 頁）。

ベンチャーファンドの特例を認める理由としては、①日本再興戦略に掲げられている「ベンチャーの加速」による成長分野の牽引を支援する役割を担っており、その役割に配慮していく必要があること、②米国及び欧州において特例が認められていることが挙げられています（WG 報告 7 頁、田原泰雅監修「逐条解説 2015 年金融商品取引法」（商事法務（2016 年）34～36 頁））。

WG で出された特例を支持する見解のうち、上記以外の理由としては、③ベンチャーファンドはその出資者がベンチャーの経営にも関与する点で共同事業に近く、ほかの投資ファンドとは異なる、④ベンチャー企業への投資はプロでなくてもできるのに、ベンチャーファンドへの投資はプロでないとできないというのはバランスを欠く、というものがありません。ただし、③のベンチャーファンドが共同事業性を有するという意見に対しては、疑問や批判もありましたし、④の株式会社との比較については、株式会社では株主の利益を守る仕組規制が整備されているのに対し、組合には厳格な仕組規制がないので業規制をかけているのだという反論がありました。

なお、ベンチャーファンドの多くは投資事業有限責任組合であり、詐欺事例の出ている多くは匿名組合だということです。

また、前回加藤先生からご発言があったように、風力発電、太陽光パネルなどの再生エネルギー事業などを支援する市民出資ファンドについても、共同事業型のファンドとして出資者の範囲を拡げてほしい、つまり広い層の市民の参加を認めてほしいとの意見がありました（第 4 回討議資料 5）。しかし、これに対しては、クラウドファンディングでもできないことを届出制で認めるわけにはいかないと、市民ファンドはプロ向けだから登録は不要というプロ向けファンドの規制理念の対極にあるといった反論が強かったのであります。

現行のベンチャーファンドと金融庁のパブリックコメント案との関係については、「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」で内部調査をしたところ、調査対象となった従来の 17 本のファンドのうち、パブリックコメント案が施行されていたら出資できなかったエンジェルや中小企業等の投資家が存在したファンドは 13 本（76.5%）あり、出資できなかったら投資家の出資割合はファンド総額の 20.1%で、これらの者の属性は、上場会社役員・元役員、企業財務等の実務経験者、弁護士・公認会計士・税理士・司法書士、親戚・知人、それらの資産管理会社等であったといえます（第 3 回会合討議資料 2・12 頁）。

以上の議論の経緯から、ベンチャーファンドについてののみ、ほかよりも出資者の範囲を拡大する特例を認めることになったわけです。

#### 2．ベンチャーファンドの定義

特例を認めるには、ベンチャーファンドの定義規定を置かなければなりません。ベンチャーファンドは、金商法 63 条 1 項 1 号の委任を受けた施行令 17 条の 12 第 2 項各号及び金商業府令 233 条の 4 各号により、次のように定義されています。

①出資者の出資総額から現金または預貯金の額を控除した額の 80%を、株券・新株予約権証券・新株予約権付社債券（外国の者が発行するものを含み、投資した時点において内外の金融商品取引所



に上場されていないものに限る) に対して投資を行うものであること(施行令 12 条の 12 第 2 項 1 号イ、金商業府令 223 条の 4 第 1 項～3 項)。

②ファンドにおいて借入れまたは第三者の債務の保証をしないこと。ただし、短期(20 日以内)の借入・債務保証またはファンドの投資先に対する債務保証(当該投資先への投資額を超えないもの)であって、当該借入れ及び債務保証額の合計がファンドの出資総額の 15%を超えない場合は除く(施行令 17 条の 12 第 2 項 1 号ロ、金商業府令 233 条の 4 第 4 項)。

③やむを得ない事由がある場合を除き、出資者の請求により払戻しを受けることができないこと(施行令 17 条の 12 第 2 項 2 号)。

④ファンド持分に係る契約の締結までに、出資者に対し、当該ファンドが①から③の要件に該当する旨を記載した書面を交付すること(施行令 17 条の 12 第 2 項 4 号)。

①は、非上場会社のエクイティ投資が出資総額の 80%以上であること、②は、レバレッジをかけないこと、③は、ファンド持分の中間償還がないこと、④は、ベンチャーファンドとしての性質を説明することを意味します。これらは、米国や欧州の例を参照したものであり(前掲逐条解説 82 頁(注 1))、また WG 報告に沿うものです(WG 報告 7 頁)。

①の要件について詳しく見ますと、発行者の子会社等が上場している場合は定義から外れますが、発行者の親会社等が上場している場合は、親会社が会社法上の大会社である場合に限り定義から除外しています。これは、ベンチャーファンドの中には、上場会社等の一事業部分を切り離して独立させ、そこに投資を行うスピントアウトベンチャーに対する投資を行う者もあることから、上場会社である親会社が大会社でない場合には特例が適用されるベンチャーファンドの定義に含めたと説明されています(古角ほか・前掲 41 頁(注 6)、パブリックコメントに対する考え方 No. 106)。

親会社が大会社である場合にはスピントアウトベンチャーを認めない理由がよくわかりませんでした。施行令 17 条の 12 第 2 項 3 号は、ベンチャーファンドの定義というよりも、ベンチャーファンドが特例を受けられるための追加要件を規定したものですので、これについては 4 で説明します。

### 3. ベンチャーファンドの出資者の範囲

#### (1) 改正法の内容

出資の対象がベンチャーファンドの持分に該当し、かつ後述の追加要件を満たす場合は、出資者の範囲が、金商業府令 233 条の 3 各号に列挙する次の者に拡大されます。

1 号 上場会社の役員

2 号 資本金または純資産額が 5,000 万円以上であって、有価証券報告書を提出している会社の役員

3 号 取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有する投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行組合員である法人の役員

4 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日 前 5 年以内に 1 号～3 号のいずれかに該当していた者

5 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日 前 5 年以内に、4 号または 5 号に該当するものとして、同一の特例業務届出者等が発行するファンド持分を取得した者

6 号 私募または私募の取扱いの相手方となる日 前 5 年以内に、取引の状況その他の事情から合理的に判断して、保有する投資性金融資産の合計額が 1 億円以上と見込まれるファンドの業務執行役員である法人であった者

7 号 会社の役員もしくは従業員(特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを發揮して当該業務に従事した者に限る)またはコンサルタントとして、会社の設立、増資、新株予約権の発行、新規事業の立上げ、企

業買収、株式上場に関する実務、経営戦略の作成、企業財務、株主総会または取締役会の運営に関する実務に、私募または私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に1年以上従事した者

8号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に、有価証券届出書（新規上場時のもの）の上位50名までの株主として記載されている者

9号 私募または私募の取扱いの相手方となる日前5年以内に、有価証券届出書（新規上場時以外のもの）または有価証券報告書の上位10名までの株主として記載されている者

10号 認定経営革新等支援機関

11号 1号から10号（6号を除く）に該当する個人が支配する会社等

12号 1号から10号に該当する会社等の子会社等または関連会社等

## （2）解説・検討

このベンチャーファンドについて拡大される出資者の範囲は、WG報告（7頁）にほぼ沿ったものとなっています。このような者は、ベンチャー企業投資について投資判断能力を有する者として定型的に選び出されたものです。WGにおいては、投資判断能力、洗練された投資家であるか否かについて、投資者の自己申告に委ねるとか、自己申告に加えて弁護士からの意見書をとるという案もありましたが、登録制と違い行政監督の行き届かない届出業務については、投資者の範囲をできるだけ明確に規定することが望ましいとされました。

出資者の資格の確認時期は、出資者が私募または私募の取扱いの相手方となる時点です。4号から9号の該当性については、その時点でさらに5年前の状況について判断することが必要になります。

4号により、1号から3号の法人の役員は役員を辞めてから5年間は出資適格を有することになります。さらに、その者は、5年のインターバルをあけずに、同一の特例業務届出者等が発行する

ファンド持分を取得していれば、いつまでも出資適格を有することに注意が必要です。元役員が高齢化したときは、適合性の原則で対処することになると思います。

7号は、会社の役員、従業員、コンサルタントなどとして新規事業、ベンチャー的な業務の立ち上げにかかわった者、経営戦略の作成、企業財務、投資業務などにプロとしてかかわった者が投資できるようにするためのものです。このような者は、職業上の経験から投資判断能力が認められるため、過去5年以内に1年以上の経験が必要であり、同一の業者からファンドを取得する場合であっても、出資適格の5年ごとの更新はありません。

このような職業上の経験による適格を設けた背景には、投資性金融資産を基準として範囲を画すると、我が国には該当する投資家が限られてしまうこと、また、全資産を基準とすることも検討されたのですが、資産が多いことは必ずしも自己責任を問える前提とならないということがあったためです。

7号の要件のうち、専門的な能力を発揮して当該業務に従事したかどうかの確認については、自己申告のみで確認するのではなく、当該顧客が従事した職務の内容などの要件に関する事実（例えば、会社が作成した職歴証明書等）を十分に確認する必要があるとされています（監督指針Ⅸ－1－1(1)①ロ）。

もっとも、それは顧客が虚偽の申告をしていないかどうかを確認する手段にとどまり、顧客が真実を申告した場合でも、それが「特に専門的な能力であって当該業務の継続の上で欠くことができないものを発揮して当該業務に従事した者」に該当するかどうかの判断には、届出業者の大きな裁量が入り込む余地があります。

8号・9号の有価証券届出書・報告書上の大株主は、「独立系ベンチャーキャピタリスト等有志」のリストにあったものですが（第1回会合資料3・14頁）、WGではほとんど議論がなされずに、そのまま残りました。これは、投資性金融資産に

着目したものなのか、企業経営の経験に着目したものなのか、性格がやや曖昧です。範囲が明確であるというメリットはあると思われます。

10号は、当初、弁護士、公認会計士等の士業が挙げられていましたけれども、士業に就いている者を一律に出資者の範囲に含める根拠が弱いことから、税務、金融、企業財務に詳しい者を認定する経済産業省の制度である経営革新等支援機関の認定を受けている者に限定することにしました。

もっとも、経営革新等支援機関の認定を受けるには、弁護士、公認会計士等である必要はありません（中小企業等経営強化法第21条第1項に規定する経営革新等支援業務を行う者の認定等に関する命令）。

#### 4. ベンチャーファンドに求められる相応の体制整備

##### （1）趣旨

ベンチャーファンドへの出資者に特例を設けて範囲を拡大するには、ファンド側にも相応の体制整備が求められると考えられました。この点につき、WG報告（7頁）は、①ガバナンス体制の確保、②ファンド契約書類の提出、③株主総会開催・決算情報の投資家への開示及び④財務諸表の会計監査と公認会計士名等の公表を挙げていました。

##### （2）改正法の内容

このうち①については、ファンド持分に係る契約において業務の適正を確保するために必要なものとして金商法63条9項に規定する内閣府令で定める事項が定められていることが、ベンチャーファンド特例の要件とされています（施行令17条の12第2項3号）。

具体的には、金商業府令239条の2第1項各号において次の事項が列举されています。

- 1号 ファンド持分の名称
- 2号 ファンドの事業の内容
- 3号 ファンドの事業を行う営業所または事務所の所在地

4号 出資者およびファンド資産運用者の名称等

5号 出資者が出資等をする金額

6号 ファンド持分に係る契約の契約期間

7号 ファンドの事業年度

8号 ファンド資産運用者が、ファンドの事業年度ごとに財務諸表等を作成し、公認会計士等の監査を受けること

9号 ファンド資産運用者がファンドの事業年度終了後相当の期間内に、出資者に対し、財務諸表等および監査報告書の写しを提供すること

10号 ファンド資産運用者がファンドの事業年度終了後相当の期間内に、出資者を招集して、出資者に対し出資対象事業の運営および財産の運用状況を報告すること

11号 ファンドにおいて有価証券等に対する投資を行う場合に、ファンド資産運用者が出資者に対し、その投資の内容を書面により通知すること

12号 正当な事由がある場合、出資者の有するファンド持分の過半数（これを上回る割合を定めた場合、その割合以上）の同意を得て、ファンド資産運用者を解任できること

13号 ファンド資産運用者が退任した場合において、すべての出資者の同意により、新たなファンド資産運用者を選任できること

14号 ファンド持分に係る契約の変更（軽微な変更を除く）をする場合において、ファンド持分の過半数（これを上回る割合を定めた場合、その割合以上）の同意を得なければならないこと

これらファンド持分に係る契約事項は、投資事業有限責任組合モデル契約を参考にしたものであり（前掲逐条解説80頁）、このうちガバナンス事項に当たるのは8号から14号です。10号・11号は、WG報告の③総会・決算情報の投資家への開示に対応し、8号が④公認会計士による監査に対応しています。

②ファンド契約書類の提出については、金商法63条9項により、上記契約の写しを内閣総理大臣

に提出しなければならないとされました。契約内容の適正を確保するためです（前掲逐条解説 36 頁）。契約内容に変更があったときは、遅滞なく変更後の契約内容を届け出ます（63 条 10 項）。

ファンド持分に係る契約に上記事項が定められていないときは、届出者は、内閣総理大臣による業務改善命令の対象になると思われます。契約書の写しを提出せず、または虚偽の契約書を提出した場合には、罰則の対象になります（198 条の 6 第 13 号の 2）。なお、契約書の写しは公衆縦覧の対象とはされていません。

④のうち監査人の氏名等の公表は、ベンチャーファンドについて財務諸表等の監査を行う公認会計士等の氏名・名称を特例業者の届出事項とし（63 条 2 項 9 号、金商業府令 238 条 2 号へ）、これを届出者及び内閣総理大臣における公衆縦覧事項とすることによって行われます（63 条 5 項 6 項、金商業府令 238 条の 4・238 条の 5・別表 20 号の 2）。

公認会計士等の氏名等の公衆縦覧は、違法な業務を行うファンドでは監査を行う公認会計士等を見つけていけないだろうということに着目して、公認会計士等の任用を義務づける（氏名等の公表はその証拠となる）ということで、それによって詐欺的なファンドを排除することを狙ったものです。

表面的な説明に終始してしまいましたけれども、ベンチャーファンドの特例に関する改正事項の説明は以上です。

#### IV. 適格投資家向け投資運用業の出資者の範囲

次に、適格投資家向け投資運用業の出資者の範囲についても改正が加えられています。

##### 1. 改正の内容

適格投資家向け投資運用業は、平成 23 年改正によって入った制度でありまして、通常の投資運用業よりも緩和された要件で登録できる投資運用業です（金商法 29 条の 5 第 1 項）。

投資者の範囲は、特定投資家概念を基準としつ

つ、投資運用業者と密接な関連を有する者を含め（29 条の 5 第 3 項）、申出によって特定投資家に移行した一般投資家を除外して定められていました（34 条の 2 第 5 項・8 項、4 条の 3 第 4 項・6 項）。

適格投資家向け投資運用業は、通常の投資運用業と適格機関投資家等特例業務の中間に位置づけられていたところ、今回、後者における出資者の範囲が拡大され、一部、適格投資家向け投資運用業よりも広がってしまいました。そこで、出資者である適格投資家の範囲が、従来の範囲では狭いと考え、規制緩和の観点から——これは立案担当者の解説にそう書いてあるわけですが（古角ほか・前掲 40 頁）、そういう趣旨から適格投資家の範囲に入る「密接な関連を有する者」の範囲（施行令 15 条の 10 の 7 第 4 号、金商業府令 16 条の 5 の 2）及び「特定投資家に準ずる者」の範囲（金商業府令 16 条の 6）を拡大しました。

この結果、適格投資家向け投資運用業における出資者の範囲と適格機関投資家等特例業務における出資者の範囲はほぼ一致することになったわけです。

##### 2. 検討

WG における審議の過程で、適格投資家の範囲と特例業務に関する出資者の範囲は常に意識されていましたが、両者が逆転しないようにという配慮は特になされませんでしたし、適格投資家の範囲を拡大すべきであるという議論もなかったように思います。

適格投資家向け投資運用業は、小規模な投資運用業への参入を促すために設けられたものでありまして、業者の資本金・純資産要件は、5,000 万円以上から 1,000 万円以上に緩和されます。この結果、業者の資力・信用に限界があるため、業者の運用財産の総額は 200 億円を限度とするという規制がかかっています（29 条の 5 第 1 項 2 号、施行令 15 条の 10 の 5）。

このような制度の出資者の範囲がどうあるべき

かは、理論的に決まる問題ではなく、平成 23 年改正が特定投資家概念を利用したことに理論的な根拠があるわけではありません。

改正前の金商業府令 16 条の 6 は、保有資産 100 億円以上の存続厚生年金基金・企業年金基金、保有する投資性金融資産が 3 億円以上と見込まれる法人または個人（個人の場合は 1 年以上の取引経験が必要）、ファンドの業務執行組合員等として保有する投資性金融資産が 3 億円以上と見込まれる法人・個人を挙げていました。

これに対し、改正後の金商業府令 16 条の 6 第 1 号は、適格機関投資家向け特例業務の出資者の範囲を定める施行令 17 条の 12 第 1 項から各号を拾っています。拾っていない号は、その者が既に適格投資家だからです。そして、16 条の 6 第 2 号は、ベンチャーファンドの出資者の範囲を定める金商業府令 233 条の 3 各号を拾っています。

この結果、適格投資家の範囲は、ベンチャーファンドの出資者とはほぼ等しい範囲まで拡大されるに至っており、適格投資家向け投資運用業は、もはや特定投資家制度を利用したものとは言えなくなっていると思われます。

以上が、特例業務とそれに関連する改正についての報告でした。

## V. インサイダー取引規制の適用除外の見直し

### 1. 経緯

情報の伝達、取引推奨の禁止を提言した平成 24 年 12 月 25 日のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告は、インサイダー取引規制の適用除外となる「知る前契約」「知る前計画」について、取引の円滑を確保する観点から、より包括的な適用除外の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していくことを求めていました（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 11 頁）。

この提言に基づく府令改正が平成 27 年 9 月に行われました。法改正は翌年行われていますので、この府令改正は非常に時間がかかったということ

がわかります。

インサイダー取引規制に関するワーキング・グループの提言について、私は、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」、いわゆる取引規制府令の 59 条 1 項や 63 条 1 項の 1 号から 13 号に列挙されている、金商法 166 条 6 項 12 号または金商法 167 条 5 項 14 号に係る適用除外を全部廃止して、包括的な適用除外規定を設けた上で、個別規定に当たるものをガイドラインで定めるものと思っていました。しかし、実際に行われた作業はそうではなく、従来の 1 号から 13 号を存置した上で、包括的な性質を有する 14 号を設けることになりました。本号については、2015 年 12 月 25 日開催の本研究会で、飯田先生により米国の規制との比較の観点から既に簡単に触れられています。

適用除外規定は、166 条関係と 167 条関係との 2 つありますが、その内容は実質的に同一ですので、以下では、166 条の重要事実に関する取引規制府令 59 条 1 項 14 号について内容を紹介するとともに、解説を加えたいと思います。また、適用除外は、「知る前契約」と「知る前計画」の 2 種類がありますが、多く利用されるのは「知る前計画」であると思われるので、以下では、「知る前計画」を例として説明します。

「知る前契約」「知る前計画」の活用方法として、立案担当者は次のものを挙げています（船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説」商事法務 2079 号（2015 年）39 頁）。

役職員等の個人による利用として、

- ①役員・従業員持株会の新規加入、拋出額の増額、持株会退会時の単元未満株式の売却等
- ②累積投資の新規開始、拋出額の増額等
- ③役員就任時の自社株の買増し
- ④ストックオプションの行使等により取得した自社株の売却
- ⑤その他、自社・関連会社・業務提携先・取引先

等の株券の売買等

上場会社等の法人による利用として、

- ①資本・業務提携に伴う相手方株式の取得
- ②担保株式の売却
- ③取得条項付新株予約権の取得条項による取得
- ④株主還元率達成のための自己株取得
- ⑤その他、自社・関連会社・業務提携先・取引先等の株券の売買等

## 2. 改政府令（取引規制府令 59 条 1 項 14 号）の内容及びその解説

取引規制府令 59 条 1 項 14 号は、以下の（１）～（３）の３つの要件を定めています。

（１）重要事実を知る前に書面によって締結された契約の履行、または書面による計画の実行として有価証券の売買等を行うこと（14 号イ）

書面による契約・計画を求めた理由について特に説明されていませんけれども、第２の要件である確認措置をとりやすく、また、捏造しにくいことに着目したものと思われます。

口頭での計画や電磁的記録による計画は認められません（船越・前掲 33 頁）。しかし、電磁的記録、例えば e メールでも確認手续をとることは可能であると思われますので、電磁的記録を排除する理由はよくわかりませんでした。

重要事実を知る前に計画されたと言えるためには、書面が作成されただけでは足りず、計画当事者による当該計画を実行する旨の意思表示が必要であるとされます（同前）。例えば従業員持株会については、持株会規約が作成されたのみでは足りず、個々の従業員による入会の申込みの意思表示が必要であるとされています（同前）。従業員持株会による計画的な買付けは既に適用除外となっています（取引規制府令 59 条 1 項 4 号）ので、これは従業員持株会への新規加入のときの買付けの話です。

また、後述のように、複数の期日に分けて行う売買等を計画しておき、都合のよい取引のみを実行するといった手法がとられる場合には、計画決定の時点において当該計画を実行する意思がないと考えられますから、そういった場合には「知る前計画」には当たらないと解することができます。

なお、重要事実を常に入手し続けるような地位にいる者も、「知る前計画」を利用できないわけではありません。その者は、「知る前計画」を決定した時点で知っている重要事実については適用除外を受けることはできませんが、決定後に知った重要事実について適用除外を受けることはできるわけです。このことを明らかにするために、金融庁の「インサイダー取引規制に関する Q&A」（以下「Q&A」という）の問 5 が平成 27 年 9 月 2 日に加えられています。

### （２）確認措置（14 号ロ）

次の３つの確認措置のうち、いずれかが採られることが必要です。

- ①証券会社による提出日の確認（14 号ロ（１））
- ②「知る前計画」に確定日付を得ること（14 号ロ（２））
- ③「知る前計画」の公衆の縦覧（14 号ロ（３））

①は、「知る前計画」の写しを、重要事実を知る前に証券会社に提出して、提出日について確認を受けることです。証券会社による確認は、「知る前計画」の事後的な捏造を防止するためのものです（船越・前掲 34 頁）。

確認を受けるのは提出日のみであり、投資者が「重要事実を知る前に」提出したことは、投資者が適用除外を受ける要件ではありますが、証券会社が確認する対象ではありません。まだ特定されていない重要事実を知らないことを確認することは、不可能に近いからです。

この点について、立案担当者は、証券会社は、インサイダー取引規制に違反するおそれがあるこ

とをしながら取引を受託することを禁止されているから（金商業府令 117 条 1 項 13 号）、売買等の受託等をするに当たっては、重要事実に基づく取引でないことについて確認する必要があると解説しています（同前）。

証券会社の規制としてはそのとおりですが、当該規制から導かれる確認の程度というのは、本号の定める提出日の確認の程度よりは相当に低いものではないかと思います。また、提出日を確認する証券会社は、投資者が取引を委託する相手方となる証券会社でなくてもよいとされていることにも注意が必要です。

証券会社が、「知る前計画」の共同決定者であるときは、別の証券会社に提出日を確認してもらう必要があります。また、証券会社は、計画の決定日を確認する必要はありません（同前）。

確認をする証券会社が当該投資者から売買等を受託するときも、その売買等が「知る前計画」の記載どおりの内容になっていることを確認することまでは求められません（同前）。それは投資者が適用除外を受けるための要件ですが、確認の対象ではないということです。

②の重要事実を知る前に「知る前計画」に確定日付を得ることは、「知る前計画」の決定時期を明確にできる点で①と同様の効果を持ちます。

ただし、②の利用は、証券会社が知る前計画の共同決定者であり、①の方法を利用できない場合に限られます。そうした理由は、確定日付を受けた計画が公証人役場等で保管されないことから、複数の計画を準備して確定日付を得た上で有利な計画のみを実行するような濫用事例に確定日付が利用されやすいことに求められています（船越・前掲 36 頁）。つまり、実行しなかった計画については、その確定日付のついた書面を破棄してしまえば見つからないわけですから、濫用事例に利用されやすいということです。

もっとも、①の証券会社による確認の方法も、複数の証券会社を利用することで濫用事例であることを隠ぺいすることもできますから、利用され

やすいかどうかは程度問題でしょう。また、証券会社が「知る前計画」の当事者であっても、当事者は他の証券会社の確認を受けることもできますから、②の利用要件が濫用防止の観点から十分なものであるかどうか、検討の余地があるように思われます。

3 つ目の確認措置③は、重要事実を知る前に計画を公衆の縦覧に供することです。

その方法は、「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」に限定されています。公衆縦覧の事実があれば、事後に計画を捏造することができないというのがその趣旨です。つまり、ここでは、一般の投資者の投資判断に資するために「知る前計画」を公表させるのではなく、重要事実を知る前に「知る前計画」の決定があったことを確認できるようにする手段として公表措置が求められていることになります。

ここでいう「公衆の縦覧」とは、法定開示書類への記載とその公衆縦覧（166 条 4 項）、取引所の適時開示（施行令 30 条 1 項 2 号～5 号）をいい、2 以上の報道機関への伝達は、「公開されたこと」には該当しますが、「公衆の縦覧に供されたこと」には当たらないとされています（船越・前掲 37 頁）。報道機関が当該事実を公表するとは限らないからです。自社ホームページによる公表も、「知る前計画」の公表手段としては使えません（同前）。

そうすると、③を利用できる者はかなり限られるように思われます。飯田先生の報告によりますと、米国では、日本の「知る前計画」に当たる rule 10b5-1 計画は Form 8-K（臨時報告書）で任意に開示されることがあるそうです。SEC は、rule 10b5-1 計画を Form 8-K の開示項目に含める提案をしましたが、その提案は実現しませんでした。

米国においては、適用除外の濫用防止の観点から、計画の公表義務を課すという議論がありますけれども、それに対しては反対論もあったところでは。

日本の場合、発行者の役職員や発行者による「知る前計画」は臨時報告書の開示項目ではなく、取

引所の適時開示規則上も開示が必要な事項ではありません。臨時報告書や適時開示において、発行者がその役職員のために任意の開示をすることができるのかどうかは明らかでないように思われます。

(3) 「知る前計画」の実行として行う売買等につき、売買等の別、銘柄及び期日、当該期日における売買等の総額または数（デリバティブ取引にあっては、これらに相当する事項）が、当該計画において特定されているか、当該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（14号ハ）

有価証券の売買等は重要事実を知った後に行われるので、売買の実行時の裁量を極力排除しておかないと、適用除外規定が脱法的に利用されてしまうからです。

#### ①要件

これらの要件のうち、売買等の別とは、売付け、買付け、売付け・買付け以外の有償譲渡、合併による承継取得といった別を指し、期日とは、売買等を行う特定の日を指し、期間を定めるだけでは期日を特定したことにはなりません。そして、当該期日における売買等の総額または数が「知る前計画」において特定されているか、裁量の余地がない方式によって決定されていなければなりません。

裁量の余地のない期日の決定方式としては、「計画の決定の後、東京証券取引所における終値が初めて〇円を超えた日の翌日」を期日とするなど、本人の裁量によらない条件の成就により自動的に期日が定まる方式であることを要すると説明されています（船越・前掲 37 頁）。

これによると、決算発表日の翌取引日に売却するといった期日の定めは、売却者が決算発表について裁量を有する場合には、裁量の余地がない方式とは言えないこととなります。パブリックコメント 26④では、持株会規約において、入会資格喪

失時に端株を売却することを定める場合はどうかという問いがなされていたのに対し、金融庁は個別事情によるとして回答をしていません。例えば取締役役に就任すると従業員持株会の入会資格を喪失するようなときは、取締役役に就任するという条件の成就が本人の裁量によらないとは言えないため、14号の適用除外を受けられないようにも思われますが、他方で、具体的な就任の日時の決定については本人に裁量があるわけではないので、全体としては適用除外の対象とすべきように思われます。

ストックオプションの行使により取得した株式の売却期日について、パブリックコメント 28 では、具体的事例が①～⑨まで掲載されており、金融庁は、権利行使をした場合に株式入庫の翌営業日に売却するといったように権利行使の期日と売却の期日が関連づけられている場合、取引者が権利行使の期日について裁量を有する場合には売却期日についても裁量を有することになるから、14号の適用除外を受けられないとしています。

ストックオプションの行使による株式の取得は、インサイダー取引の適用除外対象になっています（166条6項2号）。適用除外対象ですけれども、行使期日と売却期日が関連づけられており、行使期日を左右することによって売却期日を変えられる場合には、売却取引について14号の適用除外を受けられないこともやむを得ないと思われます。

証券会社等に売買等の期日を一任することにより、売買等を行う本人の裁量により期日が決まらないようにする方法も認められます。この場合、法令上認められた一任勘定取引の方法をとることができます。

投資者が自ら売買等を行うときは、期日ごとの売買等の総額または数が定まっているか、裁量の余地のない方法で決定されていなければなりません。一定期間における総額または数を定めたり、上限と下限を定めたりするだけでは足りないということになります。



## ②売買等の額・数が予定に満たない場合

売買等を行う当日の市場の状況等により、予定より少ない額・数の売買等しか行えなかった場合は、売買等が計画の実行として行われたか否かという 14 号イの要件充足性の問題となり、外部的な事情により、やむを得ず予定に満たない取引しか行えなかったときは 14 号イの要件を充足していると解されています(船越・前掲 38 頁)。ただし、売買等の執行ができなかった分を翌取引日に執行するということは認められないように思います。

売買等を一日で執行できないことが予想される場合に、連続する複数の期日に売買等を行うことができるよう「知る前計画」を定めておく必要が生じることになりますが、このとき売買等の数が総売却数を超えるように計画を定めることも認められてよいように思われます。そうしないと、各期日の予定数を売却できなかったときに、残部を別の期日に売却することができないからです。

## ③知る前計画の不実施

一旦定めた計画を実行しないことは、基本的にインサイダー取引規制に違反しません(船越・前掲 38 頁)。インサイダー取引は、重要事実を知って有価証券の売買等を行う行為であり、有価証券の売買等を思いとどまる行為は処罰の対象とされていないからです。

立案担当者は、これに加えて、そこでは「また」という表現を用いているのですけれども、「知る前計画」を実行しない裁量を有することは、期日ごとの売買数量等があらかじめ定められているという 14 号ハの要件充足性を否定するものではないとします(同前)。

他方で、立案担当者は、期日における取引数量を意図的に少なくした場合には 14 号イの要件を充足しないと論じていますので、期日における売買等を全部実行しないときにはインサイダー取引規制に違反しないが、意図的に一部を実行しないときは、適用除外を受けられず、実行した残部についてインサイダー取引が成立する可能性がある

ということでしょうか。

しかし、例えば重要事実を知って売却を思いとどまるのは、株価を押し上げるよい情報を知った場合でしょうから、そのような場合に計画した一部の株式を売却する行為は、166 条 6 項 12 号の「特別の事情に基づく売買等」としての適用除外を受けられるはずであり、この点については後で紹介する Q&A をご参照ください。また、全部の売却を思いとどまった場合よりも悪性は低いと言えるのではないかと思います。

## ④濫用的な計画の不実施

立案担当者は、計画の不実施が濫用的に使われる例を 2 つ挙げて解釈論を展開しています。

第 1 に、あらかじめ複数の計画を準備した上で、有利な計画のみを実行し、不利な計画を実行しない場合、形式的には別の計画であっても、全体として見れば「売買等の別」や「期日」等について特定され、または裁量の余地の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、14 号ハの要件を満たさないといえます(船越・前掲 38 頁)。

わかりやすく説明すれば、次のようになるでしょう。同一人が同一の期日を含む株式の購入計画と売却計画を決定し、期日までによい情報を知った場合には、購入計画のみを実施して売却計画は実施せず、悪い情報を知った場合には、売却計画のみを実施し、購入計画を実施しない。

このとき、ある期日に着目すると、売買等の別について裁量を与えられていると見るができますし、一方の計画に着目しますと、複数ある期日のうち特定の期日にのみ取引を行うという裁量を与えられていると見るができるので、14 号ハの要件を満たさないということです。

第 2 に、複数の期日に分けて売買等を行うことを内容とする計画を準備した上で、有利な期日の売買等のみを行い、不利な期日の売買等を行わないこととするなど、全体として見れば、当該計画の実行として売買等を行っていると認められないときは、14 号イの要件を満たさないことになりま

す（同前）。典型的には、長期にわたる複数期日の株式購入計画を決定し、よい情報を知った場合には購入を行い、それ以外の場合には購入計画を実施しない場合が考えられます。

#### ⑤知る前計画の変更

「知る前計画」を変更するときは、変更時点で、上記（１）から（３）の要件を充足する必要があります。ただし、要件の再充足を要するのは、「知る前計画」を構成する事項が 14 号ハに規定する事項、具体的には、売買の別、銘柄、期日、各期日における売買等の総額または数、これらが方式によって決定されているときは当該方式の内容、こういった点に変更がある場合に限られ、計画に定めたその他の事項に変更がある場合には、要件の再充足を要しないとされています（船越・前掲 39 頁）。これも当然の解釈だろうと思います。

以上で一通りの説明は終わりですが、今回の府令改正によって導入された取引規制府令 59 条 1 項 14 号及び 63 条 1 項 14 号の性質を考えてみたいと思います。

### 3. 「知る前契約・計画」に係る包括的適用除外規定の位置づけ

取引規制府令 59 条 1 項 14 号は、同府令 1 号から 13 号に該当しない場合に、「知る前契約・計画」の種類を問わず適用されるという意味では、包括的適用除外規定です。

他方、14 号の要件はかなり形式的に定められています。その結果「知る前計画」について証券会社の確認手続きを受けずに、当該計画に基づく有価証券の売買等を行った場合、14 号に基づく適用除外を受けることはできません。

金商法 166 条 6 項 12 号の「知る前契約・計画」に基づく売買等は、内閣府令に列举されたもの以外であっても、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場合には、インサイダー取引の適用除外となります。そこで、前述のような売買等も、重要事実を知る前に決定された

計画に基づいて裁量のない方式で行われたのであれば、「知る前契約・計画」に基づく売買等に準ずる「特別の事情に基づく売買等」であることが明らかな場合に該当するのではないかと思われる。このように、真の包括的適用除外規定は、166 条 6 項 12 号にいう特別事情に基づく売買等でありまして、その意味で、14 号は包括的適用除外規定ではありません。

14 号は、形式的な要件を満たした場合に、投資決定が重要事実を知ったことと無関係に行われたか否かを問うことなく、インサイダー取引の罪に問われないセーフハーバー・ルールであると考えられます。14 号が規定する内容は形式的で、ある種厳格過ぎるように思われますが、そのことも、セーフハーバー・ルールであると考えると理解しやすいように思います。

また、金融庁は、投資決定が重要事実を知ったことと無関係に行われた場合を、「知る前契約・計画」とは別に、解釈上インサイダー取引に当たらないと考えているようです。その一つの例は、平成 20 年に制定した Q&A 問 1 において、上場会社が自己株式の取得を外部委託して実行する場合にインサイダー取引に当たらないための条件を示したものです。

今回の「知る前契約・計画」の包括的適用除外規定は、上場会社による自己株式の取得にも適用されますが、両者の関係について金融庁は、Q&A に従った自己株式の取得は、解釈上インサイダー取引に当たらないと解されるのであり、「知る前契約」に係る適用除外に該当することを根拠としてインサイダー取引規制に違反しないと考えるものではないと説明しています（パブリックコメントに対する考え方 No. 4）。

この回答を見ると、Q&A 問 1 に対する回答は、特別事情に基づく売買等にも該当しないように読めます。適用除外ではなくて、そもそもインサイダー取引に当たらないというふうに考えている節がありますが、その実質は、特別事情に基づく売買等の適用除外ではないかと思われます。

もう一つは、平成 26 年 6 月に追加された Q&A 問 3 において、重要事実を知っている上場会社の役員が株式の売買等を行った場合であったとしても、「重要事実」が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合や、「重要事実」を知る前に、証券会社に対して当該株式の買付けの注文を行っている場合など、取引の経緯等から「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、インサイダー取引規制違反とはならない旨を示している点であります。

これらを「知る前契約・計画」の包括的適用除外規定に盛り込むか否かは別にしても、このようにインサイダー取引規制の解釈はいわば実質化してきていると思われ、今回の府令改正を契機に、包括的適用除外規定の解釈が柔軟に行われることを望みたいと思います。

#### 4. 「対抗買い」に係る適用除外規定の解釈の明確化

##### (1) 経緯

適用除外となる対抗買いとは、重要事実または公開買付け等事実の情報受領者が、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行う有価証券の買付け等をいいますが(金商法 166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号)、「公開買付け等」に該当する事実が存在するかどうかを被買付企業が確実に把握することが難しいと指摘されていました。

また、対抗買いについて適用除外を受けるには、取締役会が決定した要請に基づく必要がありますが、当該要請の決定が金融商品取引所の適時開示事項とされているため、対抗買いを行いにくいという問題も実務上指摘されていました。

平成 24 年のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告は、「対抗買いに関する適用除外規定(金商法 166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号)についても実務面で利用しにくいとの指

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」としていました(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 10 頁)。対抗買いの要請を適時開示事項から除外するかどうかという点については、WG 報告は触れていません。

これを受けて、金融商品取引法等ガイドラインが平成 27 年 9 月 2 日に改正され、166-1、166-2 と 167-1 が新設されました。また、ガイドラインの細部を説明するために、Q&A に問 4 が加えられました。なお、この Q&A は、対抗買いの要請が適時開示されることを前提としています。

##### (2) 改正ガイドラインの内容

この開示ガイドラインは、本日の資料 3 の末尾に付していますので、その内容についてはそちらを御覧いただくとして、166-1・167-1 は、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公開買付け等に対抗する目的を持って行われたものである場合には、仮に実際には公開買付け等が存在しなかったとしても、適用除外を認める(船越・前掲 41 頁)という解釈を明らかにするものです。

①の「公開買付け等がある」とは、公開買付けに係る決定があること。5%以上の株式買集めについては、それに係る決定があり、かつ買集め行為により株券等所有割合が 5%を超えている場合をいいます(Q&A 問 4 答(1))。これは「公開買付け等」の定義から導かれる解釈であり、①は当該決定があったと対象会社が判断したことに合理的な根拠があったことを求めるものです。

「合理的な根拠に基づく」とは、公開買付けについて具体的な提案を受けたこと、報道がなされたこと、買集め行為については具体的な大量保有報告書で確認したこと、通知を受けたこと、報道がなされたこと等が例示されています(Q&A 問 4 答(2))

②は、対抗するためという 166 条 6 項 4 号から当然に導かれる要件です。

これらは、対抗買いの要請の要件の解釈として示されたものです。もっとも、刑事罰との関係では、要請を受けた者が「対抗買いの要請」がないのにそれがあると判断して、重要事実を知りつつ対抗買いの取引をしたときは、事実の錯誤として故意が阻却されると思われますので、そもそも処罰されることはなく、対抗買いの要請を広く解する必要はありません。

ところが、課徴金は、違反者の故意過失を問わずに課されるので、課徴金の賦課が酷にならないように、「対抗買いの要請」も広い解釈が必要になったわけです。このような事情を考慮すると、①、②の解釈は妥当であろうと思います。

「対抗買いの要請」を受けた者は、対象会社が行う当該重要事実等の公表等に基づき、当該要請が、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、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かについて適切に判断する必要があります（Q&A 問4 答（3））。

当該重要事実等のうち、「公表等に基づき」とあるのは、適時開示として公表される「対抗買いの要請」に、①、②の要件充足性を基礎づける情報が開示されていれば、それに依拠してよいという趣旨でしょう。

ところで、東京証券取引所の上場規則によると、「対抗買いの要請」の開示項目は、決定の理由、概要、今後の見通しといった一般的なものとどまっています（有価証券上場規程施行規則 402 条の2 第1 項1 号）。開示事項だけでは合理的な根拠の有無等がわからない場合、要請を受けた者は対象会社に問い合わせ、「対抗買いの要請」の要件充足性を確認する必要があると思われます。

他方、「対抗買いの要請」を受けた者が、公開買付け等がないことを知りながら株券等の買付け等を行うことは、「対抗買いの要請」を悪用するものなので、適用除外の対象にならないという解釈が示されました（ガイドライン 166－2）。

この解釈では、悪意者の買付け等は対抗買いの

要請に「基づいて」するものに当たらない、「基づいて」という要件を充足しないという構成がとられています（同前）。技巧的な解釈だと思いますけれども、内容は妥当だろうと思います。

私からの報告は以上です。よろしくご教示をお願いします。

~~~~~

## 【討 論】

○川口     ありがとうございました。本日のご報告は、プロ向けファンドの見直しと、インサイダー取引規制の適用除外の見直しとに大きく分かれます。

それに先立ちまして、前回の議論について補足をしていただきましたけれども、この点について特に何かございますか。

## 【前回の補足】

○伊藤     前回の宿題について報告されたことで1 つ伺いたいことがあります。それは、レジュメ1 ページの下のほうで、欠格事由に該当する者の行為は、届出の有無にかかわらず適格機関投資家等特例業務を行うことができない、その結果、金商法 63 条1 項の効果が発生しないと書かれているところです。

黒沼先生がこのように解釈される根拠を確認したいのですが、これは金商法 63 条1 項と7 項の条文の素直な文理解釈によるのか、それとも、このように解釈しなければ、欠格事由に該当する者の行為が無届けにも無登録にもならなくて、不都合だからこう解釈すべきだということなのか、どちらなのでしょう。

○黒沼     4 対6 ぐらいですね。（笑）後者のほうが大きいけれども、文言上も反しないと思いました。

○伊藤     なるほど。文言を狭く読むと、先に 63 条1 項がありますから、登録の対象にならないことが大前提になり、前回前田先生が質問されたよ

うな話になるとは思うのですね。そこまで狭く解釈しなくてもよいだろうというご趣旨なのですかね。

○黒沼　そうですね。7項に罰則を付すというやり方もあったと思いますけれども、そこに罰則が付されていないのでというのが、先ほどの2つ目の回答に近いところですが、そういうことも加味しています。

○伊藤　ありがとうございます。

○川口　よろしいでしょうか。

それでは、内容がかなり大部のものになりますので、次に移りたいと思います。最初に述べたように、まずは、プロ向けファンド規制についてご議論をお願いします。

#### 【ファンド持分に係る契約】

○伊藤　ベンチャーファンドの特例の話で、レジュメ13ページ真ん中あたりに、ファンド持分に係る契約について定めなければならない事項を定めていないときには業務改善命令の対象になるというお話があったと思います。私が伺いたいのは、これ以外に何か効果はないのかということです。

素朴に考えてみますと、この事項が定められていないときには、結局、施行令17条の12第2項が適用されないことになると思います。その結果、適格機関投資家以外の者として政令で定める者の範囲が狭くなって、17条の12第1項が定める者になるのでしょう。

もしその状態で、17条の12第2項によって拡張された部分、金商業府令233条の3に定められている範囲に含まれる者が出資をしていると、これは金商法63条1項1号の要件を満たさなくなってしまうのではないかと思います。

そうすると、これは登録が必要であったことになる。登録せずにこれをやっているのであれば、無登録営業ということになるのではないかと思いますので、こういう理解はおかしいでしょうか。

○黒沼　その点は考えておくべきであったので

すが、準備段階では思い浮かずに考えませんでした。確かに、体制整備がなされていないときは、その体制整備が要件になっているので、ベンチャーファンドの特例が適用されず、拡大された部分の者が出資をしているときには、金商法63条の効力が関係してきて、先ほどの欠格事由を有する者の行為と同じように無登録営業になるのではないかとご指摘ですね。その可能性はあると思いますが、なおよく検討しないといけないかなと思います。

○伊藤　ありがとうございます。

#### 【特例業務の出資適格】

○川口　ほかはいかがでしょうか。

それでは、私のほうから、これも非常に細かい話で恐縮ですが、レジュメ11ページのところで、役員を辞めてからも、5年間は出資適格を有するとあります。これは、5年以内であれば、そのファンドについてよく知っているから出資適格を認めるということかと思います。その際に、役員が高齢化したときには、適合性の原則で対処するということでした。もっとも、これが、金商法の適合性の原則のことだとしますと、条文上は、考慮要素は、知識・経験、財産の状況、投資目的なのですが、高齢化したときに、これで対処可能なのでしょうか。金商法の条文上は、いわゆる判断能力といったものは、考慮要素となっていないのですが。

○黒沼　確かに理解力は書かれていないのですが、一般的には理解力も適合性原則の要素の一つだと考えられていて、それは知識の点で、知識があっても活用できなければ知識と言えないわけですから、そこでかかってくるということは言えないのでしょうかね。

一般の株式投資などでも、高齢者に対する適合性原則の遵守については、証券会社は気を遣っていると思いますし、そのときに、理解力を見て勧誘しているのではないかと思いますけれども、どうでしょうか。

○川口 杓子定規的に言えば、適用は難しいように思ったのですが、条文を拡大して対処すべきというご意見であれば、それはそれで結構です。

ほかはいかがでしょうか。かなり細かくて技術的なことが多いのですけれども。

○船津 さらに細かい話ですけれども、先ほど川口先生からご質問いただいた、レジュメ 11 ページの役員のところです。ファンド持分を取得していれば、いつまでも出資適格を有すると書かれています。これは 233 条の 3 第 5 号なのかなと思ったのですけれども、ここでいう「取得した」というのは、どういう行為を指すのでしょうか。

取得しているという状態ではなく、取得したという行為であるのかと。要するに、一旦買ったという時期から 6 年経ちました、でも持っていますという状況のときに、この適格性を有するのかどうかということになるのかなと思うのですが。

○黒沼 これは、私募または私募の取扱いが行われるということなので、5 年をあげずに同じ業者から何らかの持分を取得するという行為が必要です。その間隔が 5 年以上あいてしまうと駄目なのだけでも、その運用期間が終わらずに持っているというだけでは足りないということだと思います。

○船津 そうすると、投資判断という観点でベンチャーファンドに投資適格があるのだという理解だとした場合に、それは買うことについての判断をしているというふうに理解せざるを得ないということになるのでしょうか。

○黒沼 買うことについての判断というのと、運用についての判断というのと、それほど違いますか。

○船津 売ることについての判断というものはしていないというか、関係ないのだという形になるのかということです。

○黒沼 これは基本的には解約できないのですよね、その期間が終わるまでは。ですから、売ることを基準にして要件は定めなかったということだろうと思いますが、買うことについての判断だ

けでいいのかと言われると、本来はそうではない、そうあるべきではないと思いますね。

○片木 レジュメ 10 ページのところで、先ほどちょっと出ていました金商業府令 233 条の 3 第 10 号というのが、もともとはちょっと違う議論だったのですけれども、認定経営革新等支援機関全体が入ったとなっていては思いますが、支援機関に弁護士や公認会計士も入っていると思いますが、実態から言ったら、地方の銀行の担当者とか、そういった方も入ってきますね。そういう方にベンチャー投資の資格を認める意義というのがそれほどあるのかということ。

もう一つは、実はこういう支援機関の立場は、再生型のファンドを利用して企業が経営再生に向かうようにまさに斡旋する立場のような感じがします。そういう人たちが自ら再生にかかわった会社のための再生ファンドに自らお金を出すというのが、利益相反といえますか、そういう立場からも気になるのですけれども。

○黒沼 この認定経営革新等支援機関に該当する者が入ったのは、片木先生がおっしゃったように、ベンチャーファンドに関する知識があるであろうところからでして、企業財務や投資業務にプロとしてかかわった経験があるというのに準ずるといいますか、形式的にここに挙がっている者はいいだろうという、そういう判断で入ったものだと思います。

再生ファンドを斡旋する行為が利益相反行為に当たるのではないかという点は、確かにそういう可能性はあると思いますけれども、出資できる者の範囲とは別問題といえますか、そもそも特例業務届出者の密接関連者の投資を認めていますので、そういったものも広く出資対象者に含めようという考え方で今回の改正は行われているのだと思います。

○川口 ほかはいかがでしょうか。

今のベンチャーのところですが、WG ではベンチャーについてのみ特例を認めることについて反対論もあったようですし、ご報告を聞く限り、

それも説得力があるように思うのですが、最終的にこのベンチャーの特例を認めたということについて、黒沼先生はどのようにお考えですか。

特例を認める根拠としてあげられたものは、どうも現状を壊さないように、といった配慮がにじみ出てはいるのですが、それを積極的に肯定するものは見当たらないような気がするのですが。

○黒沼 現状よりも後退しないようにという側面と、それから政策的な側面ではないでしょうか。ベンチャー企業振興という政策的な側面からこういう結果になっているのだと思います。

その広げる理屈については、かなり怪しいものも含まれているのは間違いないので、何らかの理屈がつくものは全部取り込んでいこうと、そういう態度だと思います。

また、他面では、形式的にある程度ははっきりしないと、うまく仕組みが動かないので、形式的に切れるような範囲で認めていこうという態度は見えてとれるかなと思っています。

○松尾 今のところですけども、立案担当者の解説等を見ていると、行為規制を課して、適合性の原則等もかかってくるので、具体的に勧誘する際に、形式的には資格を満たすけれども、よろしくない人に勧誘をしていけば、それは処分の対象になるということです。出資者適格のところ切ってしまうと、一切そういう人たちが出資できなくなってしまうので、それはいかなものかということかなと思います。

#### 【インサイダー取引規制の適用除外 ―特別事情に基づく売買等】

○川口 それでは、また戻っていただいても結構ですけども、インサイダー取引規制の適用除外のほうに移らせていただきたいと思います。いかがでしょうか。

○前田 ご報告いただきました今回の取引規制府令 59 条 1 項 14 号の規定は、形式的・画一的な規定になっていますので、真の包括的適用除外規定である 166 条 6 項 12 号にいう「特別事情に基づ

く売買等」の部分を柔軟に解釈すべきであるという黒沼先生のご指摘について、私も全くそのように思いました。ただ、この特別事情に基づく売買等の部分を柔軟に解釈する前提として、現在の金商法 166 条 6 項 12 号の規定の書きぶりが、既に指摘されていますように、恐ろしくわかりにくい規定になっているように思います。

つまり、12 号の最後のところに括弧書きで「内閣府令で定める場合に限る」とあり、これを普通に読めば、特別事情に基づく売買等も内閣府令に定める場合に限るという限定を受けるはずですね。それにもかかわらず、金融庁の伝統的な解釈では、この括弧書きの限定は受けずに、これが包括規定になっているということですよね。この解釈は相当無理があつて、ここは文言を改めるべきではないかと思うのですけれども、黒沼先生は、この規定はこのままで、真の包括的適用除外規定として働き得るとお考えでしょうか。

○黒沼 私は前田先生と全く同感でして、この規定はわかりにくいし、素直に読むと違った解釈になるので、この規定をきちんと活用するためには、この 12 号を改正したほうがよいと思っています。

この 12 号は、「知る前契約」「知る前計画」については内閣府令で定める場合に限るけれども、それに準ずるものとして、特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買については、内閣府令で定めずに、この条文に直接該当するという解釈が立案担当者によってされているのです。それはやはりおかしいと思ってまして、私はむしろ 12 号をもっと一般的な形で書いてしまつて、そのガイドラインでも定めればよかったのではないのかと思っています。

今回の改正では、12 号そのものを改正するのではなくて、内閣府令を改正することだったものですから、その内閣府令の中を包括条項一本にして、今までの 1 号から 13 号をやめてしまえばよかったのではないのかと思っています。

○前田 ありがとうございます。私も WG 報告を

読んだときは、黒沼先生がおっしゃいましたように、府令のほうで真の意味での包括的な規定ができるのかと思っていましたら、そうはならず、わかりにくい形式的・画一的な適用除外事由が1つ加わっただけに終わってしまったという印象を持っております。

インサイダー取引規制は、規制をかけるほうが、しばしば指摘されますように形式的・画一的な形で網をかける形になっており、規制漏れになるものがある一方、他方では、余分に網をかけてしまう部分がありますので、それを適切に外すためには、適用除外規定は柔軟に解釈する必要があるというように考えておりました。

#### 【書面による契約・計画】

○川口　いかがでしょうか。

レジュメ 16 ページの電磁的記録を排除する理由は何かというところですが、これは書面に比べると改ざんの可能性が高いからということなのではないでしょうか。もちろん、書面も偽造することはできるのですが……。

○黒沼　そうですね、改ざんの可能性は電磁的記録のほうがやや高いかなとは思いますが。ただ、それも、ログを調べたりすれば、わからなくはないのでしょうか。実際にはそこまで問題になることは多くないといえますか、刑事罰がかかってくるときに、あるいは課徴金をかけるときに、最終的にそういう要件を充足していたかどうか問題となるのはごく例外的な場合でしょうから、日常的な取引をするときに、手続として書面を求めたのは、やや規制としては重いように感じました。

#### 【確認措置】

○伊藤　取引規制府令 59 条 1 項 14 号の中の確認措置について伺いたいと思います。確認措置は大事なものだと思うのですが、やはり 1 つ目と 2 つ目の措置では、よからぬことが行われる余地もあるでしょうから、3 番目がきちんとできるかど

うかが、大事なのかなと思います。

そこで、3 番目の「知る前計画」の公衆の縦覧ですが、「166 条 4 項に定める公表の措置に準じ」と書かれていまして、その「準じ」の意味を伺いたいと思います。つまり、「準じ」ですから、金商法 166 条 4 項の措置そのものでなくてもよいはずですが、レジュメ 18 ページに書かれているお話を読むと、166 条 4 項で定めているものかなり近い状態でなければ認められないように解釈されているのかなと感じました。

むしろ立法論としては、1 つ目、2 つ目の措置よりも、「公衆縦覧に準じ」ではなく、「知る前計画」が公表されたといった措置を定めたほうがよかったのではないのかなと思いました。

○黒沼　私も、「準じ」という言葉がどういうことを意味しているのかというのは疑問に思ったのですが、よくわからなかったところでもあります。最初は、これはインサイダー取引の重要事実の公表なので、今ここで使っているのは重要事実の公表ということではありませぬので、文脈が違うから「準じ」という言葉が使われていると思ったのですが、14 号で規定しているのは、166 条 4 項にいう公衆の縦覧を利用しているだけなので、別に「準じ」と書かなくてもそのことは明らかかなわけですから、その点が違っていてもいいのかもしれないと思いました。

それから、臨時報告書とか適時開示で書けるかという点は、私が調べた範囲では、特に東京証券取引所の上場規程に改正がなされてもいないので、従来どおりとすると書けないと思ったのですが、もしこれが書けるようになった場合には、そこに書くことで公衆の縦覧に供されたと言えるわけです。そういう場合を含むために、「準じ」という言葉が使われているのではないかとも思いました。ちょっと答えになっているかどうかわかりませんが……。

○伊藤　ありがとうございます。

○黒沼　それから、公表が最もよい措置ではないかということですが、しかし、皆が皆公表する



ということになると、投資者にとって重要でない情報も含まれてきますので、ディスクロージャー制度全体としてどうなのかなという疑問もあります。むしろホームページ上での公表を認めたほうがよかったという考え方はできないでしょうかね。

○伊藤　もちろんそれもよいと思いますね。

○黒沼　公表時期について改ざんの可能性があるのですかね。

○伊藤　ホームページでは、まだそこが足りないということなのですかね。1つ目、2つ目でも結局同じならば、仕方がないのかもしれませんが。

○川口　今の点ですけれども、報道機関への伝達がなぜ外れるかという、報道機関がその事実を公表するとは限らないということでした。もっとも、同様のことは、インサイダー取引の重要事実についても同じで、報道機関に伝達しても、12時間たっても公表しないこともあります。しかし、そこでは公表として扱われることになります。両者は、やはり何か違うのでしょうか。

○黒沼　インサイダー取引についての、2以上の報道機関に伝達してから12時間というのも、理論的にはおかしいと思います。ただ、やや程度が違うのかなという感じはするのです。つまり、情報が重要であれば報道される蓋然性は高いけれども、重要事実にあたらないような計画であれば、報道されない可能性のほうが高いでしょうから、程度が少し違うのかなと思います。

○川口　ありがとうございます。

#### 【知る前計画の不実施】

○松尾　別のところですが、レジュメ20ページの上のほうの一旦定めた計画を実行しない場合の解釈ですが、実行しない裁量を有することは、取引規制府令59条1項14号ハの要件を否定するものではない。その下にcf.とあって、意図的に少なくした場合にはイの要件を充足しないというのは、これは立案担当者の解説にそうあるということですね。

○黒沼　そうです。

○松尾　その後、先生の解釈を書いておられるのですけれども、重要事実を知って売却を思いとどまるというケースについては書かれているとおりかと思いますが、例えば悪いニュースを知って、今買うよりも、そのニュースが公表された後に安くなってからよりたくさん買いたい、特定の期日の売買数量を減らして、公表後の期日の買付けに回したいというようなことがあると、やはり特定の期日の取引数量を意図的に少なくするというのは、なお問題があるのかなと思います。前提として、ここで書かれている「意図的に少なくする」というのは、どういうことを想定しているのですか。

○黒沼　予定していた数量がやむを得ない事情によって買えなかったということではなくて、買わなかったということだと思います。

○松尾　買付けの数量について裁量を有するものでないことというのは、やはり違うということですよ。ハの要件の充足性を否定するものではないということになると、どうやって意図的に少なくするのか、もう一つわからなかったのですが、意図的にできるとすると、先生がbutと書かれているところですが、やはり買付けを今回は控えて、バッドニュースは避けられないので、それが公表されて安くなってから、計画に基づく買付量をより多くしようとか、少なくともこの直前は少なくしたいという事例はあり得るのかなと。そういう事例は、適用除外にすべきではないと思うのですが。

○黒沼　その場合、悪いニュースが公表されてから買う数量については、やはりあらかじめ定まっていますので、量を増やすことはできないのです。だから、悪いニュースが公表される前に量を減らすという行為だけはやはり問題になる。そうすると、それは実行していない部分についてインサイダー取引が成立するとは言えないように思うのですけれども。

○松尾　しかし、少なくした残部は買っている

わけですね。それが適用除外になるかどうかという話ですね、ここは。

○黒沼 残部というのは、悪いニュースが公表された後のほうですね。

○松尾 いえいえ、その期日に 100 株を買う予定だったのですが、この期日には極力買いたくないと。どういう方法かわかりませんが、意図的に 20 株に減らしたときに、その 20 株が適用除外を受けられるかどうかという話ですね。それはやはり駄目なのではないかと私は思うのですが。

○黒沼 しかし、残部は悪い情報を知って買う行為、それが公表されるよりも前に買う行為ですから、損をするわけですね。その部分については、Q&A の問 3 からいくと、特別事情に基づく取引として、インサイダー取引に該当しないということになるのではないのでしょうか。

○松尾 ただ、計画に基づいて買っているわけで、除外されるのは計画に基づいて買っているからだよということなので、計画どおりであれば 100 株買わないといけなかったところを意図的に減らした、80 株を買い控えたにすぎないのですけれども、やはり駄目なのではないかということですが。

○黒沼 適用除外は受けられないのですけれども、悪い情報が公表される前に買うという行為は、そもそもインサイダー取引に当たらないのだというのが Q&A の問 3 で出されたのです。そうすると、適用除外は受けられないけれども、インサイダー取引には当たらないということになるのではないかと。

○松尾 なるのですかね。

○志谷 しかし、悪い情報が公表されて、そのことにより株価がぐんと下がって、それまで待つわけでしょう。それはインサイダーではないですか。（笑）

○黒沼 いや、待った後に買える部分はもともと計画したものに限られますから。

○志谷 なるほど。そのように解釈するのですかね。

○松尾 でも、やはりそれはその後に買う分も

含めて計画自体を濫用しているようにも思うので、全体としてというか、適用の対象にしていいいのではないかなという気がしたのですが、それは難しいですかね。

○黒沼 そこは議論があってしかるべきだと思います。

○森田 直接文言とは関係ないのですが、会社役員になりましたと仮定してください。そして、この会社は伸びるなと思って、夢を持って皆頑張っています。さて、役員は、累積株式取得計画に基づいて買うのはよろしいと。だけど、もっと買いたいなと途中で思っても、普通そういう規約では、年に 1 回だけ変更してよろしいということなどになっているのですね。

内部者たちの免除ができないのでしょうか。例えば会社の決算期発表のすぐ後 1 か月間は自由であるとか。ディスクロージャーは一応されたわけでしょう、決算期ごと、あるいは四半期ごとでも。その後の 1 か月間は、全役員は、特別に知っている人は別ですよ、だけど特別に知らないで、一般の例えば私のような監査役の人とか社外取締役の人とかが一応買ってもインサイダーになるわけですね。そうすると、そのような人たちは買おうと思ってもずっと買えないというのが現実です。そうすると、株式取引の活発化というふうな観点で、決算発表のすぐ後ぐらいは何週間か、有価証券報告書の発表後のある時期については買えるようにしてあげるとというのが有益かと思うのです。そういう発想の適用除外とかはないのですかね。

○黒沼 この適用除外にもそういう発想は入っていると思います。入っているのですけれども、要件はかなり形式的に定められていまして、しかも特に最後の買付けの数量や額は裁量のない方式で定められているというのは、かなり難しい要件ですので、実際には、森田先生がおっしゃるような効果を発揮できないのではないかと思います。

○森田 発想はあるのに駄目なのですね。（笑）それでは、もうちょっとうまい規制を考えてほしいですな。

○川口 決算発表で重要事実がすべて公表されればよいでしょうけれども、やはり公表されない重要事実もあることを考えると、この期間に限定しても、取引を解禁するのは難しいのではないのでしょうか。

○森田 そうなのです。重要情報というのが、何かある製品の開発とかで特定されていればいいですよ。しかし、全般に皆頑張っていると思ったというときに、なかなかインサイダーであるがゆえに買えないのですよ、それは逆にね。株式取引を活発にしようというのに、もったいないですよ。

ここで黒沼先生がご紹介されたような「知る前計画」とか、何かそのようなものは、それにアクセスしようというふうな雰囲気はものすごく感じるのですけれども、具体的にはなかなかそういうニーズには応えられていないなと思ひまして、何かいい案があったらなと思って黒沼先生に聞いたら、発想はあるけど駄目というのは、ちょっとまづいのではないですか。（笑）

#### 【適格投資家向け投資運用業】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

○志谷 少し前に戻ってレジュメ 14 ページのところですが、いつの間にかこういう制度ができていたのだなというふうに思ったのですが、適格投資家向け投資運用業というのがレジュメにありまして、その下に、小規模な投資運用業への参入を促すためにこの制度は設けられたのだという説明がされているのですが、具体的に言うと、「小規模な投資運用業」というのはどういう業者の方を想定してこの制度が導入されたのか、せっかくですから黒沼先生にお教えしていただければと思って質問させていただきました。

○黒沼 これはあまり利用されていないと聞いています。松尾先生の書いた論文に、5 業者だったか、8 業者だったか参入があったという記述があったと記憶しているのですが（注：松尾直彦「金商法において利用されない制度と利用される制度

の制限」金融商品取引法研究会記録 52 号（2015 年）11 頁によると 8 社）、要するに、資本金や純資産要件を緩和しましたから、小規模な会社もやろうと思えばできるようになったということぐらいですね。

何を想定していたかというのは、実はよくわかりません。この改正というのは、金融審議会を通していないのです。金融審議会のワーキング・グループ等を通さずに成立したものでして、本日も紹介したように、特定投資家という制度を利用して、この分野で中間的な段階のものをつくろうとしたと、そういう制度だけれども、あまり利用されていないということだろうと思います。すみません、答えになっていないで。

○志谷 そうしますと、立法担当者の方の机にどなたかがメモを入れられたのだなというふうに想像させていただきます。ありがとうございました。

○川口 いかがでしょうか。よろしいでしょうか。

ちょうど時間になりましたので、本日の研究会を終わらせていただきたいと思います。ありがとうございました。