

金商法 166 条-会社情報に関する内部者取引の禁止(その 2)

神戸大学 志谷匡史

1 金商法 166 条の意義

1-1 金商法 166 条の概要

1-2 内部者取引の意義・規制理由

1-3 規制の沿革・特色

2 166 条の構成要件

2-1 内部者取引の主体

2-2 内部者取引の対象

2-3 重要事実

①決定事実、②発生事実、③決算情報(以上、 前回報告)

④バスケット条項(166 条 2 項 4 号)

「前三号(上記①～③)に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」が重要事実とされる。

規定の趣旨は、昭和 63 年改正の解説書によれば「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすという実質に着目して重要事実を規定したものであり、いわば重要事実のバスケット条項」と説明されている¹。すなわち、複雑多岐にわたる経済活動を遂行する企業の内部情報を、あらかじめ網羅的に規定することは困難なため、事象の実質面に着目して包括的に重要事実を規定した。会社が決定した一定の事実や会社の意思によらないで発生した一定の事実がともに含まれる(上記解説書)。

・「前三号に掲げる事実を除き」

上記解説書によれば「本号は、第 1 号から第 3 号までに掲げられた重要事実以外の事実についての規定であり、」と説明されている。そして、たとえば新製品等の企業化であってその軽微基準に該当する事実などが、投資判断に著しい影響を及ぼすものとして本号に該当するということはないとされる。

・「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」←該当を判断するポイント

通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該上場株券について当然に「売り」または「買い」の判断を行うと認められることをいう(上記解説書)。

¹ 横畠裕介・逐条解説 インサイダー取引規制と罰則(1989 年) 119 頁。

◇裁判例

①東京地判平成4年9月25日判例時報1438号151頁(谷藤株事件)

上場会社の取締役である被告人が、自社が多額の架空売上計上を行っていたことなどを知って、係る事実が公表される前に、自らが保有する自社株を売却した事案。

「年間160億円の売上高が見込まれていた電子機器部門で8月末現在約40億円の架空売上が計上されていて過去の売上実績の少なくとも過半が粉飾されたものであったこと、右の事情に加え、同部門の売上げの大半を担っていた乙が失踪したこと等から、月々予定されていた売上げはそのほとんどが架空ではないかと思われるというのであるから、結局、同社の主要な営業部門として大きな収益を挙げているとされた電子機器部門につき、9月以降の営業をも含めて、売上予想値に大幅な水増しがされていたこととなって、経営状態が実際よりもはるかに良いように見せ掛けられ、その結果として株価が実態以上に高く吊り上げられた状態に置かれていたこととなるものといわなければならない。そればかりか、予定していた約40億円の売掛金の入金がなくなったことによって、今後約30億円もの資金繰りを必要とするという事態を招いているのであって、公表されていた売上高の予想値に大幅な架空売上が含まれていた事実、及びその結果現に売掛金の入金がなくなり、巨額の資金手当てを必要とする事態を招いた事実は、まさに投資家の投資判断に著しい影響を与える事実といわなければならない。すなわち、この事実は、証券取引法190条の2第2項3号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており（通常、3号の事実は、景気の変動や商品の売れ行きの変動が生じた場合の業績予想値の変動を念頭に置いたものと解される。）、かつ同項1号の事実に該当しないことは明らかであるうえ、性質上は2号に類する事実といえるが、同号及びその関係省令等を調べても、同号の事実に該当しないものと認められる。加えて、年間の売上高の見込みが230ないし290億円で、経常利益の見込みが20億円という谷藤の会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさにおいても、証券取引法190条の2第2項1ないし3号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は同条2項4号に該当するものと解するのが相当である。」（下線報告者追加）

→ 上記解説を意識して「前三号に掲げる事実を除き」の文言に抵触しないよ

う解釈を行った。日本商事株事件につながる解釈を示した。

②最判平成 11 年 2 月 16 日刑集 53 卷 2 号 1 頁(日本商事株事件)

皮膚科医院の院長であつた被告人が、主に医薬品の卸販売を業とする上場会社日本商事と医薬品の販売取引契約を締結している A 社の従業員から、同人が同契約の履行に関して入手した、日本商事開発・発売に係る帯状ほう疹の新薬ユースビル錠について、発売直後、これを投与された患者につき、フルオロウラシル系薬剤との併用に起因した相互作用に基づく副作用とみられる死亡例が発生したとの重要事実の伝達を受け、係る事実の公表前に、自己が保有する日本商事株 1 万株を売り付けた事案。

「第一審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、前記証券取引法 166 条 2 項 2 号イにいう「災害又は業務に起因する損害」が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、第一審判決の認定によると、前記ユースビル錠は、従来医薬品の卸販売では高い業績を挙げていたものの製薬業者としての評価が低かった日本商事が、多額の資金を投じて準備した上、実質上初めて開発し、その有力製品として期待していた新薬であり、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであったところ、前記のように、その発売直後、同錠を投与された患者らに、死亡例も含む同錠の副作用によるとみられる重篤な症例が発生したというのである。これらの事情を始め、日本商事の規模・営業状況、同社におけるユースビル錠の売上げ目標の大きさ等、第一審判決が認定したその他の事情にも照らすと、右副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬であるユースビル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るという面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価され得ない性質の事実であるといわなければならない。もとより、同号イにより包摂・評価される面については、見込まれる損害の額が前記軽微基準を上回ると認められないため結局同号イの該当性が認められないこともあり、その場合には、この面につき更に同項四号の該当性を問題にすることは許されないというべきである。しかしながら、前記のとおり、右副作用症例の発生は、同項 2 号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる

る別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項 1 号から 3 号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、結局これについて同項四号の該当性を問題にすることができるといわなければならない。このように、右副作用症例の発生は、同項 2 号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのために同項 4 号に該当する余地がなくなるものではないのであるから、これが同号所定の業務等に関する重要事実に当たるとして公訴が提起されている本件の場合、同項 2 号イの損害の発生としては評価されない面のあることを裏付ける前記諸事情の存在を認めた第一審としては、同項 4 号の該当性の判断に先立って同項 2 号イの該当性について審理判断しなければならないものではないというべきである。」(下線報告者追加)

→ 上記谷藤(マクロス)株事件の解釈と同様に、前三号に包摂されない評価が可能であれば「事象の実質面に着目」してバスケット条項を適用しようとした。

③東京地判平成23年4月26日(リサ・パートナーズ株事件)

被告人は、あおぞら銀行において融資案件の審査業務等に従事していたものであるが、不動産投資等を目的とし、東京証券取引所に上場しているリサ・パートナーズの代表取締役Bが、景気低迷等により不動産関連企業の新規資金調達が困難となっていた状況下で三井住友銀行ほか10行からなる銀行団による協調融資により総額約100億円の新規事業資金を調達できることが確実となった旨の、リサ・パートナーズの運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実をその職務に関して知り、あおぞら銀行においてBに対する融資営業等の業務に従事していたCにおいて、当該重要事実を職務上Bから伝達を受けていたところ、被告人は、平成21年3月6日ころ、当該重要事実を自己の職務に関して知り、同事実の公表前にリサ・パートナーズの株券を買い付けた事案。

「関係証拠によれば、サブプライムローン問題やリーマンショックの影響で、不動産関連の市場環境が著しく悪化する中、不動産関連事業を多く手がけるリサ・パートナーズも株価を下落させ、信用不安に関する風評が流れるなどの状況にあった事実が認められる。そうした中、銀行団によるシンジケートローンによって行われる100億円規模の資金調達が実現すれば、リサ・パートナーズ

の財務状況が改善されるだけでなく、その信用力や資金繰りの安定性などを市場や取引先等に対し強くアピールすることにもなることは明らかであり、現に、公表された融資額が被告人の得た情報より少ない95億円であったにもかかわらず、リサ・パートナーズの株価は、公表直前の3月26日終値と公表後の4月14日の高値を比較すると2.35倍に高騰している。また、eのほか、本件シンジケートローンにかかわったリサ・パートナーズ財務部長r、あおぞら銀行シニア・リレーション・マネージャーs、さらには、eのあおぞら銀行の担当者f等関係者の間では、本件シンジケートローンの実施が決まったことは、リサ・パートナーズの同業他社に対する信用力の優越、資金繰りの安定、信用不安の払拭を強く印象づける内容で、一般投資家に対して安心感を与え、株価を上げる要因であるなどといった認識で一致している。

さらに、リサ・パートナーズ株式を上場していたDでは、バスケット条項にいう「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とほぼ同義の「上場株券等に関する重要な事項であって、投資者の投資判断に著しく影響を及ぼすもの」を行うことについての決定をした場合はその内容を開示しなければならないとの定めがあり（有価証券上場規程第402条第1号a o）、「会社情報適時開示ガイドブック」において、その具体例として「当該決定事実による資産の増加又は減少見込額が、最近に終了した事業年度の末日における純資産額の30%に相当する額以上」に該当する場合が掲げられている。本件シンジケートローンの調達によるリサ・パートナーズの増加資産は、発表された95億円を基準としても、これを同社の平成20年12月期の純資産額238億5600万円で除すると39.8パーセントに達することから、同基準を優に超えている。このように、本件は、Dの有価証券上場規程でも開示を求められる事案に当たるのであり、このことも、本件のバスケット条項該当性を裏付けるものといえることができる。

以上要するに、市場が、本件事実をもってリサ・パートナーズの株価の上昇要因と受け取るであろうことは、平成21年3月26日ころの時点において明らかであり、本件事実は、バスケット条項にいう「上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」に当たると認めるのが相当である。」（原文一部修正、下線報告者追加）

→ 前2件の裁判例と異なり、他の条項との重複を気にしなくとも済んだ事例。株価の反応や自主規制をバスケット条項該当を肯定する根拠とした。

◇課徴金事例

課徴金納付命令発出勧告の件数は、平成28年度課徴金事例集²によれば、過去に10件ある。金融庁関係者の分類³に従うと、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」とされた事実には、(a)決算書類等の開示書類に問題が生じた事実(過年度の決算数値に過誤があることが発覚したこと、複数年度に亘る不適切な会計処理が判明したこと、会計監査人の異動、それに伴い有価証券報告書の提出が遅延し、株式が監理銘柄に指定される見込みとなったこと)、(b)財務上の問題が現実化したこと(第三者割当による転換社債型新株予約権付社債の発行が失権となる蓋然性が高まり、継続企業の前提に関する重要な疑義を解消するための財務基盤を充実させるのに必要な資金を確保することが著しく困難となったこと、発行会社の債務不履行により、契約解除の前提となる他社からの支払催告書が到達したこと)、(c)提供中または提供予定の製品やサービス等に関して重大な問題が生じた事実(発行会社が製造、販売する製品の強度試験の検査数値の改ざん及び板厚の改ざんが確認されたこと、他社から、両社間の業務提携に係る不動産検索サービスの提供を停止するとの一方的な通告を受けたこと、新薬開発のための第3相臨床試験の中止を決定したこと)、(d)当局による調査を受けた事実(発行会社が、有価証券報告書虚偽記載の嫌疑による証券取引等監視委員会の強制調査を受けたこと)、ならびに、(e)株式の取得等に関する事実(発行会社が全部取得条項付種類株式を利用する方法により、発行会社を他の完全子会社とする決定をしたこと)に分けられる。

「実際の勧告事案においてバスケット条項が適用された事実はいずれも、有価証券報告書など上場会社の業績状況に関する開示書類の過誤や虚偽記載の嫌疑、上場会社における上場維持や事業継続への可能性に対する疑義、主要事業における問題発生など、上場会社の業績や事業の主要な部分に重要な影響を与える事実や、取引の対象となる株式が市場価格よりも高値で買い取られるという株価に直結する事実である」とされている⁴。

² 証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」92 頁(平成 29 年 8 月) <https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20170829.htm>

³ 美崎貴子＝志村聡「インサイダー取引規制におけるバスケット条項の適用」商事法務 2097 号(2016 年)6 頁。

⁴ 美崎ほか・前掲 12 頁。

さらに、平成 28 年度には、バスケット条項が適用され課徴金納付命令発出勧告された事案が 2 件公表されており、一つは東洋ゴムが国の大臣認定を受け子会社を通じて製造・販売していた本件製品について、出荷していた一部が、性能評価基準に適合していない事実、および、東洋ゴムが、過去に複数回、本件製品に係る国の大臣認定を取得しているが、その一部の大臣認定に際し、技術的根拠のない性能評価基準の申請により、大臣認定を受けていた事実が重要事実とされた。別の事件では、中華人民共和国に設立された江守グループホールディングスの連結子会社の主要得意先のほとんどについて売掛債権の回収可能性に疑義が生じたことなどに伴い、同社の平成 27 年 3 月期第 3 四半期連結累計期間において貸倒引当金繰入額約 462 億円を特別損失に計上することが確実になった事実が重要事実とされた。

前者の事件について、金融庁関係者の解説によれば、東洋ゴムの「社会的信用等への影響を検討するに当たって、大臣認定の性能評価基準に適合しない製品を出荷していた行為および本件製品の大臣認定を受けるに当たって技術的根拠のない申請を行っていた行為が、本件製品を使用した建築物の安全性に懸念を生じさせるものであったこと、そのことが東洋ゴムの社会的信用を毀損し、同社のその他の事業の展開にも支障をきたしかねないものであったことなどが総合的に考慮された」⁵（原文一部修正、下線報告者追加）。 ← 日本商事事件判決の枠組み

その上で、「事実は、時の経過や事態の進展に伴い刻々と変化し得るため、上場会社において顕在化したいかなる時点のいかなる事実が、当該上場会社の社会的信用や業績に著しい影響を及ぼすこととなり、結果、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものと評価されるのかといった判断は必ずしも容易ではないが、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が当該上場会社において生じたと判断された以前の段階から、製品の性能検査の過程におけるデータ処理に技術的根拠がないのではないかとの疑義が社内で呈されていたようである。そして当該上場会社では、そうした疑義の有無について各種検査を行い、その結果が代表取締役社長らに報告等され、実態が徐々に明らかとなっていく状況が認められた。勧告事案では、こうした社内での検査等の進捗状況もつづさに検討の上、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実が当該上場会社に

⁵ 志村聡＝鍛冶雄一＝河本貴大「公開買付けおよびバスケット条項に関するインサイダー取引規制」商事法務 2149 号(2017 年)23 頁。

において生じた時点について判断された」と説明されている⁶。

⑤子会社情報（166条2項5号～8号）

・決定事実、発生事実、決算情報およびバスケット条項の順に規定されている点、個別列举と政令指定の組合せという点、軽微基準・重要基準の設定という点では会社情報と同じ形式。

ただし、以下の諸点において異なる。

・決定事実の範囲が狭い。← 親会社に及ぼす影響、子会社の自主性の制約

Ex. 新株発行、資本金・法定準備金の減少、自己株取得など。

剰余金配当は、子会社連動株式についてのみ重要事実となる（令29条8号）

・発生事実についても範囲が狭い。主要株主の異動・上場廃止・親会社の異動は規定されていない。なお、孫会社の破産手続開始申立てが発生事実とされる。

← 親会社の異動は「会社情報」の方で処理

主要株主の異動や上場廃止は…？

・親会社に及ぼす影響を、その属する企業集団の資産額・売上高等の変化の数値で示している（軽微基準は連結ベース）。

・売買される株式が子会社連動株式（その剰余金の配当が特定の子会社の剰余金の配当に基づき決定される旨が当該上場会社等の定款で定められた株式、トラッキング・ストック）であるか、それ以外の株式であるかに分けて、軽微基準（決定事実、発生事実ともに）が規定されている。

・業績の修正について、対象となる子会社が上場子会社・子会社連動株式の対象子会社に限定されている（166条2項7号最初のかっこ書き、取引府令55条1項）。また、重要とされる情報は、子会社の売上高・経常利益・純利益（＝売上高等）の修正に限定される（剰余金配当は含まれない）。

・軽微基準の疑問点

取引府令52条2項5号の2 連動子会社の解散

「解散による当該連動子会社の資産の減少額が当該連動子会社の最近事業年度の末日における純資産額の百分の三十に相当する額未満であると見込まれ、かつ、当該解散の予定日の属する当該連動子会社の事業年度及び翌事業年度の各事業年度においていずれも当該解散による当該連動子会社の売上高の減少額

⁶ 志村ほか・前掲23-24頁。

が当該連動子会社の最近事業年度の売上高の百分の十に相当する額未満であると見込まれること。」

⑥上場投資法人等の情報(166条2項9号～14号)

平成25年改正により追加

- ・上場投資法人等の定義：投信法上の投資法人である上場会社等(163条1項)
- ・上場投資法人等の決定事実(9号)、発生事実(10号)、業績の修正(11号)およびバスケット条項(14号)の順に規定されている点、個別列举と政令指定の組合せという点、軽微基準・重要基準の設定という点では会社情報と同じ形式。もともと、上場投資法人等の特色に応じて重要事実が法定されている。
- ・特徴としては、上場投資法人等の資産運用会社に関して、決定事実(12号)および発生事実(13号)が重要事実として法定されていることがあげられる。ここにおいても個別列举と政令指定の組合せという点、および、軽微基準・重要基準の設定という点では同じ形式が踏まれている。ただし、資産運用会社に関する情報でバスケット条項(14号)の適用により重要事実とされる場合があるかどうかは、解釈に委ねられている。

3 適用除外(166条6項)

3-1 趣旨

昭和63年改正の解説書によれば、適用除外規定を置いた趣旨を、「本条第一項…および第三項…の各規定は、取引の実質的な不正という点にまでは立ち入らず、いわば形式的に発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の事実を知った場合について、これが公表される前に一定の有価証券の取引を行うことを禁止するものであるが…、本項は、証券市場の公正性および健全性に対する投資家の信頼の確保という観点から、これらの規制を必要としない場合を具体的に列举している。」と説明している⁷。形式的には内部者取引に該当する場合であっても、禁止するに足る実質的理由に欠ける場合を適用除外とする趣旨

3-2 列举事項

昭和63年当時は1号～8号までの8項目が定められていた。現行法は1号～12号までの14項目に拡大している。

⁷横畠・前掲注(1)146頁。

①1号～2号の2 重要事実を知っていることと無関係に行われる株券等の取得等 Ex. 株式を引き受ける権利・新株予約権・オプションの権利行使

→ 重要事実を知ることによって権利を積極的に行使したということも考えられるが……？ なお、重要事実を知って権利行使を見送るケースも考えられるが、その場合は株式取得が行われない(売買をしなかった)ので、内部者取引の対象外

②3号 少数株主の利益の保護を優先させる(株式買取請求権行使)、または、法令上の義務の履行として行われる場合(単元未満株式の買取り・独禁法違反状態の解消としての株式譲渡など)

→ 重要事実を知って組織再編に反対し、株式買取請求を行うことが考えられるが……？ それでも政策判断が優先？

③4号 防戦買い Cf.167条5項5号

昭和63年改正の解説書では趣旨は、「防戦買いは有効な防衛措置であるにもかかわらず、内部者取引規制ゆえにとれないとすると、会社自身が株券を取得することができる公開買付けあるいは買収を行う側との間で、被買収側が著しく不利になるという不均衡が生じるので、その解消にある」⁸。→ たとえ他の重要事実(166条の重要事実)を知っていても、要請を受けた会社関係者による防戦買いを適法とする。

- ・買収対象会社の取締役会決議(法定防戦買い決議)による要請が必要
- ・対抗すべき対象たる公開買付け・これに準ずる行為の存在は必要？

「これに準ずる行為」＝買い集める当該株券等に係る議決権の数の合計が当該株券等の発行者の総株主等の議決権の数の百分の五以上である場合における当該株券等を買集める行為(金商法施行令31条)

・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)平成27年改訂を参照(添付資料)

「被買付企業の取締役会が、当該被買付企業以外の者から公開買付け等を行うことについての具体的な提案を受けたことや、当該被買付企業以外の者が公開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏づける具体的な報道が行われたことといった合理的な根拠を踏まえ、「公開買付け等がある」と判断し、それに対抗する目的で「対抗買い」の要請を行い、第三者が当該要請に基づいて買付け等を行った場合であれば、仮に実際には公開買付け等が存在しなかつ

⁸横畠・前掲注(1)149頁。

たとしても、「対抗買い」を口実とした不正な取引には当たらない」⁹

・「インサイダー取引規制に関する Q&A」問 4)を参照(添付資料)

④4 号の 2 自己株式の買付け

株主総会の取得決議が公表されていることを条件に、当該取得決議に基づいて行う自己株式の買付け → 適用除外とすることで円滑な買付けを期待。もっとも、他の重要事実を知っている場合は、適用除外が使えない。

⑤5 号 安定操作取引

法令に定められた厳格な要件に従って行われる → 重要事実を知っていることと無関係に行われる株券の買付け。政策的配慮

⑥6 号 普通社債の売買等

倒産情報以外の未公表の重要事実を知った会社関係者等による普通社債の取引について、適用除外とする。

倒産情報 Ex. 解散、破産手続き等の開始、不渡り等(取引規制府令 58 条)

⑦7 号 証券市場によらない取引(クロクロ取引の例外)

昭和 63 年改正の解説書は「会社関係者または情報受領者として上場株券等の売買等禁止される場合であっても、そのような者の間、すなわち発行会社の未公表の業務等に関する重要事実を知っている者の間で、証券市場によることなくいわゆる相対で取引を行うことは、通常、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害することはないと考えられる」ことを趣旨として説明している¹⁰。

ただし、当時の法文は「第 1 項または第 3 項の規定に該当する者の間において」と限定していた。 → 情報の受け手が会社関係者・第一次情報受領者でないと使えない。公開買付けに係る内部者取引の規律と異なる建て付けであった(167 条 5 項 7 号参照)。

現行法は「第 1 項に規定する業務等に関する重要事実を知った者が当該業務等に関する重要事実を知っている者との間において」と改正されている。もっとも、現行法においても、クロクロ取引された株式が証券市場で売却されることを知りつつ取引する場合等は適用除外されない。

⁹ 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)41 頁。

¹⁰横畠・前掲注(1)158 頁。

⑧8号～11号 企業再編関連の適用除外 ← 平成24年改正で新設

金融庁関係者の解説によると「組織再編を行うには相当の時間と費用を要すること等を踏まえると、インサイダー取引のために組織再編を行い、保有株式を承継させるおそれは必ずしも高くないことから、類型的に問題ないと考えられるものについては適用除外することが適当と考えられる。」¹¹

8号 承継資産に占める上場株券等の割合が軽微な場合

→ 承継対価全体に与える影響は小さい、内部者取引のインセンティブに乏しい。取引規制府令58条の2は20%とする。

9号 重要事実を知る前に行われた取締役会決議に係る適用除外

→ 未公表の内部情報と無関係に承継が行われる、市場の公正を損なわない。「知る前契約」の一種？

10号 単独新設分割に係る適用除外

→ 分社化の機能を有する、第三者との取引の性質を有しない

11号 組織再編の対価としての自己株式の交付(8号～10号とは異なる)

→ 存続会社：通常の自己株式の交付よりも厳格な規制

デューデリの実施(合併条件の公正の保障)

→ 消滅会社株主：自己株式の交付を受ける場合も、対価として新株を取得する場合が適用対象ではないこととの均衡をとるため、適用除外とされた。

⑨12号 知る前契約・計画に係る適用除外

ここに規定されている適用除外としては、

1)「知る前契約」の履行として売買等をする場合

2)「知る前計画」の実行として売買等をする場合

3) 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

昭和63年改正の解説書は「会社の未公表の業務等に関する重要事実を知った者が行う上場株券等の売買等であっても、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

¹¹ 高木悠子＝齊藤将彦＝上島正道「店頭デリバティブ規制の整備、インサイダー取引規制の見直し、課徴金制度の見直し(1)」商事法務1982号(2012年)10頁。

する投資家の信頼を損なうことはないと考えられること」を適用除外の趣旨として説明している¹²。

適用除外範囲の明確性の確保の観点から、内閣府令で定める場合に限られる。

昭和63年改正当時より、12号文末の括弧書き(内閣府令で定める場合に限る)は少なくとも上記1)2)にかかると解されてきた。

→ 取引規制府令59条1項 知る前契約・計画について限定が定められており、同府令に規定されている場合以外の売買等は、適用除外の対象とはならない。

昭和63年改正当時の大蔵省令 6類型

その後、順次追加されて、平成27年改正前には14類型 → 厳格・詳細

平成27年改正で1類型追加された(14号の追加)。→ 包括的な適用除外規定¹³

内部者情報を何も知らない状況にないと利用できないというのでは、適用除外を定めた意味がないという指摘に対して、「インサイダー取引規制に関するQ&A」問5)を参照(添付資料)

一方、上記3)「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」については、これを限定する内閣府令が定められていない。この点について昭和63年改正の解説書は「一般的に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売買等を除外するものとなっている」とし、その例として「株先50」の取引や現物と先物の価格差を利用してその差益を得るいわゆる裁定取引を行うことを挙げている。そして、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ような特別の事情があるという客観的な状況が存在することを要件とする¹⁴。

→ この適用除外に該当することとなる売買等はきわめて限られる

「インサイダー取引規制に関するQ&A」問3)を参照(添付資料)

¹²横畠・前掲注(1)159頁。

¹³ 船越・前掲注(9)33頁以下。

¹⁴横畠・前掲注(1)159頁。

インサイダー取引規制に関するQ & A 目次

- (問1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。 1
- (問2) 現在、一部の上場会社において、「役職員について、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役職員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。 2
- (問3) 上場会社の役職員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらの会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知っていれば、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであったとしても、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。 3
- (問4) 「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) 第1章 166-1、166-2 及び 167-1 について、
(1) 「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをいうのでしょうか。
(2) 被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか。
(3) 要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、どのような点に留意する必要があるでしょうか。
(4) 同 166-2 において、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等を行う場合についての留意事項が記載されているのに対し、同 167-2 が存在しないのは、どのような理由によるのでしょうか。 5
- (問5) 上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、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る以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。 7

インサイダー取引規制に関する Q & A

(問 1) 上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合において、インサイダー取引規制に違反しないためには、どのような配慮が必要でしょうか。

(答)

金融商品取引法第 166 条においては、「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知った者は、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。(インサイダー取引規制)

上場会社が信託方式又は投資一任方式によって自己株式取得を行う場合、実際には第三者である信託銀行等が買付主体となるところ、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当するかどうかが問題となります。

この点については、例えば、

- (1) 信託契約又は投資一任契約の締結・変更が、当該上場会社により重要事実を知ることなく行われたものであって、
- (2) ① 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行わない形の契約である場合、
又は、
② 当該上場会社が契約締結後に注文に係る指示を行う場合であっても、指示を行う部署が重要事実から遮断され、かつ、当該部署が重要事実を知っている者から独立して指示を行っているなど、その時点において、重要事実に基づいて指示が行われていないと認められる場合、

においては、一般に、上記の会社関係者が重要事実を知って売買等を行う場合に該当しないと考えられることから、基本的にインサイダー取引規制に違反しないものと考えられます。

（問２）現在、一部の上場会社において、「役職員について、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止する」という社内ルールが設けられている例があるが、年末まで又は年度末までなど一時的にこの社内ルールを解除し、インサイダー規制に反しない限り役職員が自社株式を取得してよいこととしたいと考えますが、インサイダー取引規制との関係で問題がありますか。

（答）

インサイダー取引規制違反が生じないように、上場会社各社においてその実情に応じた社内ルールが整備されることは重要なことですが、同時に、社内ルールが過剰な内容になり、結果として自社株式売買を萎縮させることがないような配慮が必要です。

御指摘のような、持株会を通じる方法以外での自社株式取得を禁止するという社内ルールは法令上求められるものではなく、各社の判断でこれを解除することは、インサイダー取引規制に抵触するものではありません。

（問３）上場会社の役職員が、自社や取引先の株式を売買する場合、それらの会社に係る未公表の重要事実を職務等に関し知っていれば、取引の経緯等から重要事実を利用する意図がないことが明らかであったとしても、インサイダー取引規制違反として課徴金納付命令等の対象となるのでしょうか。

（答）

金融商品取引法第 166 条においては、上場会社の役職員等の「会社関係者」であって、上場会社に係る業務等に関する「重要事実」を知ったものは、その事実が公表された後でなければその会社の有価証券等の売買等をしてはならない旨が規定されています。（インサイダー取引規制）

上場会社の内部情報を知り得る特別の立場にある「会社関係者」が、未公表の「重要事実」を知って売買等を行うことは、一般の投資家と比べて著しく有利となって極めて不公平であり、そのような売買等が横行すれば、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれがあります。インサイダー取引規制は、このような投資家の信頼を確保する観点から、「会社関係者」による一定の売買等を禁止しているものと考えられます。

しかしながら、投資家の信頼の確保という観点からは、「会社関係者」が未公表の「重要事実」を知った後に売買等を行ったとしても、当該売買等が「重要事実」を知ったことと無関係に行われたことが明らかであれば、それにより証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なうおそれは乏しく、インサイダー取引規制によって抑止を図ろうとする売買等には該当しないものと考えられます。

このため、自社や取引先の未公表の「重要事実」を知っている上場会社の役職員^{（注１）}が、それらの会社の株式を売買した場合であったとしても、例えば、『「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して課徴金納付命令等の対象とされることにはならないものと考えられます。

なお、いずれにしても、上場会社においては、役職員がインサイダー取引に関与することのないよう、社内において相応の情報管理態勢の確保に努めることが求められます。^{（注２）}

（注１）「重要事実」を知らない役職員については、単に重要事実を知り得る

立場にあることをもって、その売買がインサイダー取引規制違反となることはないものと考えられます。

(注2) 日本証券業協会が運営し、上場会社の役員情報を管理・登録する仕組みである Japan-Insider Registration & Identification Support System (J-IRISS) への登録は、上場会社の役職員によるインサイダー取引を防止するためのいわば「アラームシステム」としての機能を有しており、上場会社における法令遵守態勢の整備に資するものであるため、J-IRISS の登録が促進されることが強く望まれます。

(問4)「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)第1章166-1、166-2及び167-1について、

(1)「公開買付け等がある」とは、どのような状態のことをいうのでしょうか。

(2)被買付企業の取締役会等が決定した要請が「合理的な根拠に基づく」場合とは、どのような場合でしょうか。

(3)要請を受けた者が買付け等を行うに当たっては、どのような点に留意する必要があるでしょうか。

(4)同166-2において、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等を行う場合についての留意事項が記載されているのに対し、同167-2が存在しないのは、どのような理由によるのでしょうか。

(答)

(1)原則として、公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をした事実があれば、公開買付け等があることとなると考えられます。

ただし、当該事実が、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為(金融商品取引法施行令第31条に規定する公開買付けに準ずる行為をいいます。以下この問4において同じ。)を行うことについての決定をした事実であって、かつ、当該公開買付者等が被買付企業の株券等の買集め行為(金融商品取引法施行令第31条に規定する買集め行為をいいます。以下この問4において同じ。)を開始する直前における当該公開買付者等の株券等所有割合(金融商品取引法施行令第31条ただし書に規定する株券等所有割合をいいます。以下この問4において同じ。)が100分の5未満である場合には、公開買付者等が公開買付けに準ずる行為を行うことについての決定をした事実に加え、買集め行為により当該公開買付者等の株券等所有割合が100分の5を超えている事実があれば、公開買付け等があることとなると考えられます。

被買付企業の取締役会等が公開買付け等に対抗するための要請を決定するに当たっては、上記の各事実があることについて、合理的な根拠に基づき判断する必要があると考えられます。

(2)公開買付者等が公開買付け等を行うことについての決定をした事実があることについて「合理的な根拠に基づく」場合としては、例えば、被買付企業が当該企業以外の者から公開買付け等を行うことについての具体的な提案を受けた場合や、当該企業以外の者が公開買付け等を行うことについての決定をした事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合が考えられます。

また、買集め行為により公開買付者等の株券等所有割合が100分の5を超えている事実について「合理的な根拠に基づく」場合としては、例えば、被買付企業が、当該企業以外の者から大量保有報告書が提出されたことを確認

した場合のほか、当該企業以外の者から株券等所有割合が 100 分の 5 を超えたことについての具体的な通知を受けた場合や、当該企業以外の者の株券等所有割合が 100 分の 5 を超えた事実を裏付ける具体的な報道が行われた場合が考えられます。

- (3) 被買付企業の業務執行を決定する機関が公開買付け等に対抗するための要請を行うことについての決定をしたことは、被買付企業の業務等に関する重要事実であり、金融商品取引所における適時開示事項となっています。被買付企業の取締役会等の要請に基づいて、要請を受けた者が買付け等を行う際には、要請元である被買付企業が行う当該重要事実の公表等に基づき、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、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かにつき、適切に判断する必要があります。
- (4) 金融商品取引法第 167 条第 1 項、第 3 項の規定によるインサイダー取引規制は、公開買付け等があることを前提とする規制です。したがって、要請を受けた者が、公開買付け等がないことを知っている場合には、公開買付け等がない以上、同条第 1 項、第 3 項の規定によるインサイダー取引規制の適用の前提を欠き、当該規制の対象になりません（そのため、同条第 5 項第 5 号の規定による適用除外の対象になるか否かは問題になりません。）。

(問5) 上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、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る以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。

(答)

売買等を行う時点において未公表の重要事実を知っていたとしても、「知る前契約」の履行又は「知る前計画」の実行として当該売買等を行う場合には、当該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といえることから、インサイダー取引規制の適用除外とされています（金融商品取引法第166条第6項第12号）。

このような趣旨を踏まえると、金融商品取引法第166条第6項第12号に規定する「知る前に締結された」又は「知る前に決定された」とは、「売買等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」に締結又は決定されたことを意味すると考えられます。

具体例として、契約の締結又は計画の決定の時点において知っている重要事実Aが売買等を行う前に全て公表又は中止され、また、当該契約の締結又は当該計画の決定の後に知った重要事実Bが当該売買等を行う時点において未公表となっている場合を想定します（なお、当該契約の締結又は当該計画の決定の時点から、当該売買等を行う時点までの間において、重要事実A及びBのほか知っている重要事実はないものとします。）。

ここで、売買等を行う時点において重要事実Bは未公表の重要事実ではありますが、契約の締結又は計画の決定は重要事実Bを知る前に行われていることから、当該売買等が適用除外の要件を全て満たせば、「知る前契約・計画」に係る適用除外の対象となると考えられます。一方、重要事実Aとの関係では、その公表又は中止の後に売買等が行われているため、そもそもインサイダー取引規制上、問題は生じません。

このように、例えば、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（上記例では重要事実A）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等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、売買等を行う時点において知っている他の重要事実（上記例では重要事実B）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。

なお、以上については、金融商品取引法第167条第5項第14号の規定による「知る前契約・計画」についても同様に考えられます。

○ 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）

改 正 案	現 行
<p>第1章 金融商品取引法</p> <p>金商法第2条（定義）関係 （略）</p> <p><u>金商法第166条（会社関係者の禁止行為）関係</u></p> <p><u>（公開買付け等に対抗するための上場会社等の要請に基づく買付けその他の有償の譲受けを行う場合）</u></p> <p><u>166－1 上場会社等の取締役会（これに相当するものとして金商法施行令第31条の2で定める機関を含む。167－1において同じ。）が決定した要請（監査等委員会設置会社にあつては会社法第399条の13第5項の規定による取締役会の決議による委任又は同条第6項の規定による定款の定めに基づく取締役会の決議による委任に基づいて取締役の決定した要請を含み、指名委員会等設置会社にあつては同法第416条第4項の規定による取締役会の決議による委任に基づいて執行役の決定した要請を含む。167－1において同じ。）が、公開買付け等（当該上場会社等の株券等（金商法第27条の2第1項に規定する株券等をいう。）に係る同項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又はこれに準ずる行為として金商法施行令第31条で定めるものをいう。166－2において同じ。）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、金商法第166条第6項第4号の規定による要請に該当することに留意する。</u></p> <p><u>166－2 166－1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行う買付けその他の有償の譲受けは、金商法第166条第6項第4号の規定による買付けその他の有償の譲受けに該当しないことに留意する。</u></p> <p><u>金商法第167条（公開買付者等関係者の禁止行為）関係</u></p> <p><u>（公開買付け等に対抗するための上場等株券等の発行者の要請に基づく買付け等を行う場合）</u></p> <p><u>167－1 上場等株券等の発行者の取締役会が決定した要請が、公開買付け等（当該上場等株券等の金商法第27条の2第1項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）又はこれに準ずる行為として金商法施行令第31条で定めるものをいう。）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、金商法第167条第5項第5号の規定による要請に該当することに留意する。</u></p>	<p>第1章 金融商品取引法</p> <p>金商法第2条（定義）関係 （略）</p> <p>（新設）</p> <p>（新設）</p>