

# 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

—— いわゆる「知る前契約・計画」および「対抗買い」に係る  
インサイダー取引規制の適用除外規定の見直し等 ——

船越涼介 金融庁総務企画局市場課専門官

## 一 はじめに

本稿では、平成二七年九月二日に公布され、同月一六日に施行された「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」（内閣府令第五〇号。いわゆる「知る前契約・計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の見直し）および同月二日より公表・適用されている「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。以下「金商法等ガイドライン」という）の一部改正（いわゆる「対抗買い」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の解釈の明確化）について、解説を行うこととしたい（注一）。

## 二 改正の経緯

平成二四年七月四日、金融担当大臣より金融審議会に対し、わが国市場の公正性・透明性に対する投資家の信頼を確保する観点から、インサイダー取引規制の見直しの検討について諮問が行われた。

これを受けて、金融審議会金融分科会に設置された「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（座長・神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究所教授）において、平成二四年七月三一日から計七回にわたり審議が行われ、同年二二月二五日に、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

## 目次

- 一 はじめに
- 二 改正の経緯
- 三 いわゆる「知る前契約・計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の見直し
- 1 改正の背景・概要
- 2 取引規制府令五九条一項一四号イ・六三条一項一四号イ
- 3 取引規制府令五九条一項一四号ロ・六三条一項一四号ロ
- 4 取引規制府令五九条一項一四号ハ・六三条一項一四号ハ
- 5 「インサイダー取引規制に関するQ&A」
- 6 「知る前契約・計画」の活用方法
- 四 いわゆる「対抗買い」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の解釈の明確化
  - 1 改正の背景・概要
  - 2 改正金商法等ガイドラインの内容

ダー取引規制をめぐる制度整備について」（注二）。以下「インサイダーWG報告書」という）が取りまとめられ、平成二五年二月二七日、金融審議会総会・金融分科会合同会合において報告・承認された。

インサイダーWG報告書を踏まえ、平成二五年の金融商品取引法（以下「金商法」という）改正および関係政府令の改正により、情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入、資産運

用業者の違反行為に対する課徴金の引上げ、法令違反行為を行った者の氏名等の公表措置の創設、近年の金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制の見直し等が行われたが(注三)、インサイダーWG報告書における提言のうち、以下の二点については、今般、措置されることとなった。

- ① いわゆる「知る前契約・計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の見直し(有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(以下「取引規制府令」という)の改正)
- ② いわゆる「対抗買い」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の明確化(金商法等ガイドラインの改正)

これら①および②については、平成二十七年六月一八日から七月二一日まで行政手続法に基づく意見公募手続(パブリックコメント)が行われた(注四)。その後、①については、同年九月二日に公布され、同月一六日に施行された。②については、同月二日より公表・適用されている(注五)。

### 三 いわゆる「知る前契約・計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の見直し

#### 1 改正の背景・概要

上場会社等に係る業務等に関する重要事実を知った者が行う特定有価証券等に係る売買等であっても、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る場合には、証券市場の公正性と健全性に対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から、次の①および②が、インサイダー取引規制の適用除外とされている(金商法一六六条六項一二号)。

- ① 重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等に関する契約(いわゆる「知る前契約」)の履行として売買等をする場合
- ② 重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等の計画(いわゆる「知る前計画」)の実行として売買等をする場合

これら①および②については、適用除外範囲の明確性の確保等の観点から、取引規制府令に列挙されている個別の類型のみが適用除外の対象とされており、平成元年にインサイダー取引

規制が導入された当時は六類型に限定されていたところ、その後、類型が順次追加されてきた(取引規制府令五九条一項一号〜三三号)。しかし、適用除外の類型を個別に追加していく方法では、規制の必要性が乏しい類型を網羅的に適用除外の対象とすることが困難であり、規制範囲が過大となっているおそれがあるとの指摘がされていたところである。

このような背景を踏まえ、インサイダーWG報告書においては、「知る前契約・計画」に係る適用除外に関して求められる対応について、以下のとおり述べられている(注六)。

#### 4. いわゆる知る前契約・計画に係る適用除外

- (2) 求められる対応
  - 取引の円滑を確保する観点から、次の視点に基づいた基本的考え方を明確化し、より包括的な適用除外の規定を設けるとともに、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。

- ・ 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
- ・ 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など、裁量的に売買等が行われるものでないこと

・ 当該契約・計画に従った売買等であること

上述の見直しを行うに当たっては、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。この点については、反復継続して取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であれば、事後的に捏造されるおそれは類型的に低く、また、単発の取引を行うことを内容とする「契約」や「計画」であっても、未公表の重要事実を知る前に締結・決定したことが明確であるような措置（例えば証券会社等による確認を得るなど）がとられるならば、「契約」や「計画」が捏造されるおそれは低いところであり、これらの観点を踏まえ、適切な制度整備が図られることが必要である。

そこで、インサイダーWG報告書における前記のような提言を踏まえつつ、従前より規定されていた取引規制府令五九条一項一号〜一三号に加えて、より包括的な適用除外規定を設けることとした（同項一四号）。適用除外の要件の概要は、以下のとおりである。

イ 重要事実を知る前に書面による契約・計画の締結・決定を行い、当該契約・計画の履行・実行として売買等を行うこと  
ロ 重要事実を知る前に(1)〜(3)いずれかの

措置が講じられたこと

(1) 「知る前契約・計画」の写しが証券会社に対して提出され、提出日付について確認を受けたこと（当該証券会社が当該契約を締結した相手方または当該計画を共同して決定した者である場合を除く）

(2) 「知る前契約・計画」に確定日付が付されたこと（証券会社が当該契約を締結した者または当該計画を決定した者である場合に限る）

(3) 「知る前契約・計画」が金商法一六六条四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

ハ 売買等の別、銘柄および期日ならびに当該期日における売買等の総額または数が、「知る前契約・計画」において特定されまたは裁量の余地がない方式により決定されること

なお、公開買付け等事実に係る「知る前契約・計画」（金商法一六七条五項一四号、取引規制府令六三条）についても、同様の改正を行うこととしている（同条一項一四号）。以下では、主に重要事実に係る「知る前契約・計画」を念頭に置いて解説を行うが、公開買付け等事実に係る「知る前契約・計画」についても、基本的に同様の説明が当てはまると考えられる。

## 2 取引規制府令五九条一項一四号イ・六三条一項一四号イ

一四号の規定による適用除外を受けるためには、重要事実または公開買付け等事実（以下、併せて「インサイダー情報」という）を「知る前」に、契約が締結されまたは計画が決定される必要がある。

「締結された契約」に該当するためには、単に書面により契約の内容となる条項が作成されたのみでは足りず、契約当事者による当該契約を履行する旨の意思表示が必要とされる。これと同様、「決定された計画」に該当するためには、単に書面により計画の内容となる条項が作成されたのみでは足りず、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とされると考えられる。

たとえば、従業員持株会については、単に計画の内容となる持株会規約が作成されたのみでは足りず、個々の従業員が当該持株会規約に従って買付け等を行う旨の意思表示、すなわち従業員持株会への入会の申込みの意思表示が必要とされると考えられる。この場合、持株会規約と入会申込書がセットとなって「決定された計画」に該当することとなると考えられる。

計画を、当該計画を実行する意思のもと、書面により作成すれば、通常、当該計画は、「決定された計画」に該当するものとなつていと考

えられる(注七)。また、法人が計画を決定する場合には、当該法人における権限分掌規程等に從つて決定すれば、「決定された計画」に該当すると考えられる(注八)。

「知る前契約・計画」は、書面によるものであることが必要であるが、書式等については特に定めがない(注九)。口頭での契約・計画や、電磁的記録による契約・計画は認められない(注一〇)。

また、売買等が「契約の履行として」または「計画の実行として」行われること、すなわち「知る前契約・計画」に基づく売買等であることが必要である。たとえば、「知る前契約・計画」の内容とは異なる内容の売買等を行った場合には、当該売買等は、基本的に、「契約の履行として」または「計画の実行として」行われたとはいえないと考えられる。

**3 取引規制府令五九条一項一四号口・六三条一項一四号口**

一四号の規定による適用除外を受けるためには、契約・計画の事後的な捏造を防止する観点から、インサイダー情報を知る前に、次の①②③いずれかの措置が講じられることが必要である。

① 「知る前契約・計画」の写しが証券会社に対して提出され、提出日付について確認を受けたこと

② 「知る前契約・計画」に確定日付が付されたこと

③ 「知る前契約・計画」が公衆の縦覧に供されたこと

(1) 証券会社に対する提出等の措置(一四号口)

ア 証券会社による受入れおよび確認

契約・計画の事後的な捏造を防止するための措置の一つ目として、インサイダー情報を知る前に、契約・計画の写しが証券会社(注一一)に対して提出され、提出日付について確認を受けるといふ措置が定められている。インサイダーWG報告書においても、「例えば証券会社等による確認を得る」措置が提言されていたところである(注一二)。

この点、日本証券業協会の「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」(以下「投資勧誘等規則」という)において、証券会社は、インサイダー取引の未然防止に関する事項を定めた社内規則を制定するなど、インサイダー取引に関する管理体制を整備することが義務づけられている(投資勧誘等規則一五七条七項)。投資勧誘等規則一五七条七項に基づく社内規則については、日本証券業協会が社内規程モデルを作成・公表している。証券会社各社においては、同項に基づき、社内規程モデルを参考にしつつ、提出を受けた契約・計画の写しの提出日付の確認および当該写しの保存等について、適正に実施する

ことが求められる。

なお、証券会社は、顧客から契約・計画を受け入れるに当たって、基本的に、契約の締結日・計画の決定日や、契約・計画の内容を確認することまでは求められない。また、顧客から売買等の受託等をするに当たって、当該売買等の内容が、「知る前契約・計画」記載のとおりの内容となつていないことを確認することまでは求められない(注一三)。ただし、証券会社は、インサイダー取引規制に違反することまたは違反するおそれがあることを知りながら売買等の受託等を行うことが禁止されていることから(金融商品取引業等に関する内閣府令一七条一項一三号)、売買等の受託等をするに当たっては、少なくとも、顧客から、インサイダー情報に基づく取引でないことについて確認することが必要と考えられる。

イ 証券会社が「知る前契約」を締結した者  
 または「知る前計画」を決定した者である場合

証券会社が「知る前契約」を締結した者または「知る前計画」を決定した者である場合には、当該証券会社は、当該契約・計画の写しの提出先となることができない。

すなわち、「提出」という文言上、異なる者同士での受渡しが前提とされていることから、契約・計画を自分自身に対して提出するという行為は観念できないと考えられる。そのため、証

〔図表1〕 14号口(1)の措置の利用可否の概要

類 型	14号口(1)の措置の利用可否
顧客等が、証券会社A以外の者との間で締結した知る前契約を証券会社Aに対して提出する場合	○
顧客等が、単独でまたは証券会社A以外の者と共同して決定した知る前計画を証券会社Aに対して提出する場合	○
証券会社Aが、自らが締結した知る前契約を自分自身に対して提出する場合	×
証券会社Aが、自らが決定した知る前計画を自分自身に対して提出する場合	×
顧客等が、証券会社Aとの間で締結した知る前契約を証券会社Aに対して提出する場合	×
顧客等が、証券会社Aと共同して決定した知る前計画を証券会社Aに対して提出する場合	×
証券会社Aが、自らが締結した知る前契約を証券会社Bに対して提出する場合	○
証券会社Aが、自らが決定した知る前計画を証券会社Bに対して提出する場合	○
顧客等が、証券会社Aとの間で締結した知る前契約を証券会社Bに対して提出する場合	○
顧客等が、証券会社Aと共同して決定した知る前計画を証券会社Bに対して提出する場合	○

券会社が、自らが締結・決定した「知る前契約・計画」を自分自身に対して提出することはできないと考えられる。

一方、証券会社の顧客等が、当該証券会社を相手方として締結した「知る前契約」または当該証券会社と共同して決定した「知る前計画」を、当該証券会社に対して提出するという行為は観念し得る。しかし、この場合、当該証券会社は、自己の契約・計画を確認することとなり、事後的な捏造を防止する措置として適切ではないと考えられる。そこで、証券会社が「知

る前契約」を締結した相手方または「知る前計画」を共同して決定した者である場合については、顧客等が当該証券会社に対して当該「知る前契約・計画」を提出しても、適用除外の要件を満たさないこととしている（一四号口(1)かつ一書）。

以上を整理すると、図表1のとおりであり、証券会社が「知る前契約」を締結した者または「知る前計画」を決定した者である場合には、当該証券会社は、当該契約・計画の提出先となる

その場合であっても、他の証券会社に対して当該契約・計画を提出することは可能であり、また、確定日付の付与の措置（一四号口(2)）または公衆縦覧の措置（一四号口(3)）を講じることが可能である。これらの措置を講じることによって、一四号口の要件を満たすことができる（注一四）。

なお、「当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合」（一四号口(1)かつ一書）とは、証券会社が「知る前契約」の相手方または「知る前計画」の共同決定者である場合のことであり、「知る前契約・計画」の履行・実行として行う売買等の委託契約の相手方である場合のことではないと考えられる（注一五）。したがって、「知る前契約・計画」の履行・実行として行う売買等の委託先の証券会社に対し、当該「知る前契約・計画」を提出することが、一四号口(1)の措置の対象から除外されているものではないと考えられる。

また、前記2のとおり、「決定された計画」に該当するためには当該計画を実行する旨の意思表示が必要とされると考えられることと同様、「計画を決定した者」に該当するためには、当該計画を実行する旨の意思表示をした者であることが必要とされると考えられる。したがって、単に計画の作成や実行に関与したり協力したことをもって、「計画を共同して決定した者」に該

当するものではないと考えられる。たとえば、証券会社が従業員持株会規約のモデルを提供したり、顧客等から「知る前計画」の実行のため取引一任勘定取引の委託を受けたことをもって、「計画を共同して決定した者」に該当するものではないと考えられる(注一六)。

(2) 確定日付の付与の措置(一四号ロ②)

ア 確定日付

契約・計画の事後的な捏造を防止するための措置の二つ目として、インサイダー情報を知る前に、契約・計画に確定日付の付与を受けるといふ措置が定められている。

民法施行法五条一項に、確定日付があるときされる場合が列挙されているが、一般的には、公証人役場において公証人が契約書面・計画書面に日付ある印章を押捺する方法(同項二号)が利用されることになると考えられる。

イ 証券会社が「知る前契約」を締結した者

または「知る前計画」を決定した者である

場合

同一期日における同一銘柄についての売付けの計画と買付けの計画を両方準備した上で、当該期日において有利な計画のみを実行することとするなど、あらかじめ複数の契約・計画を準備した上で、有利な契約・計画のみを履行・実行し、不利な契約・計画を履行・実行しないこととする場合、形式的には別個の契約・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また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、一四号ハの要件を満たさず、行った売買等について適用除外を受けられないと考えられる(注一七)。

しかし、確定日付の付与を受けた契約・計画は、基本的に、公証人役場等においては保管されないことから、契約・計画を履行・実行する本人が隠匿することが容易である。そのため、確定日付の付与を受ける措置の利用を一般に認めると、あらかじめ複数の契約・計画を準備した上で、有利な契約・計画のみを履行・実行し、不利な契約または計画を履行・実行しないこととし、かつ、履行・実行しないこととした契約・計画を隠匿することによって、あらかじめ複数の契約・計画を準備した事実を隠匿して適用除外を受けるといふ、潜脱行為が容易にできることとなると考えられる。

そこで、このような悪用事例を防止する観点から、確定日付の付与を受ける措置は、一般には利用できないこととしている。もつとも、前記(1)イのとおり、証券会社が「知る前契約」を締結した者または「知る前計画」を決定した者である場合には、一四号ロ(1)の措置は、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することができないことから、このような場合に限っては、確定日付の付与を受ける措置の利用を認めることとしている(一四号

ロ)かつこ書)。

ただし、前記(1)アのとおり、証券会社は、インサイダー取引の未然防止に関する事項を定め社内規則を制定するなど、インサイダー取引に関する管理体制を整備することが義務づけられていることから(投資勧誘等規則一五条七項)、証券会社各社においては、確定日付の付与を受ける措置を利用する場合には、投資勧誘等規則一五条七項に基づき、日本証券業協会の社内規程モデルを参考にしつつ、自らが締結・決定した「知る前契約・計画」の保存等について、適正に実施することが求められる。

(3) 公衆縦覧の措置(一四号ロ③)

契約・計画の事後的な捏造を防止するための措置の三つ目として、インサイダー情報を知る前に、契約・計画を公衆縦覧に供するという措置が定められている。

公表の方法は、「法第六十六条第四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」(取引規制府令五九条一項一四号ロ③)、「法第六十七条第四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」(同府令六三条一項一四号ロ③)に限定されている。

「法第六十六条(第六十七条)第四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」とは、金商法一六六条(一六七条 四項または金融商品取引法施行令(以下「金商法施行令」という)三〇条一項二号)五号の規定に準じ、

公衆の縦覧に供されたことを指すものと考えられる(注一八)。一般的には、TDnet(東京証券取引所の適時開示情報伝達システム)を利用した適時開示の方法が利用されることになると考えられる。

これに対し、自社のウェブサイトで公表する方法や、大量保有報告書に記載して公衆の縦覧に供する方法は、金商法一六六条(二六七条)四項または金商法施行令三〇条一項二号、五号に規定されていないことから、「知る前契約・計画」の公表の措置としても認められないと考えられる(注一九)。

なお、金商法一六六条(二六七条)四項に定める公表の措置には、公衆縦覧の措置のほか、公開の措置もあるところ(金商法施行令三〇条一項一号)、金商法一六六条(二六七条)四項に定める公表の措置に準じ「公開されたこと」については、契約・計画の事後的な捏造を防止するための措置として認めないこととしている。「公開されたこと」とは、金商法施行令三〇条一項一号の規定に準じ、二以上の報道機関に対して公開されたことを指すものと考えられるところ、「知る前契約・計画」は、インサイダー情報とは異なり、報道機関に対して公開しても、必ずしも実際に報道されるものではないと考えられ、事後的な捏造を防止する措置として十分ではないと考えられるからである(注二〇)。

#### 4 取引規制府令五九条一項一四号ハ・六三 条一項一四号ハ

一四号の規定による適用除外を受けるためには、「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数」(取引規制府令五九条一項一四号ハ)、「買付け等又は売付け等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における買付け等又は売付け等の総額又は数」(同府令六三条一項一四号ハ)が、「知る前契約・計画」において特定されていること、または当該契約・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が必要である。

(1) 「売買等の別」・「買付け等又は売付け等の別」  
「売買等の別」(取引規制府令五九条一項一四号ハ)とは、売付け・その他の有償の譲渡・合併により承継させること、買付け・その他の有償の譲受け・合併により承継することといった、「売買等」(注二二)のうちいずれの行為を行うかの別をいう。

同様に、「買付け等又は売付け等の別」とは、買付け・その他の有償の譲受け・合併により承継すること、売付け・その他の有償の譲渡・合併により承継させることといった、「買付け等又は売付け等」(注二二)のうちいずれの行為を行うかの別をいう。

#### (2) 「期日」

「期日」とは、「平成二十七年六月一日」、「平成

二十七年一月五日」といった特定の具体的な日をいう。「平成二十七年一月五日までに」といった「期限」や「平成二十七年六月一日から同年一月五日まで」といった一日を超える「期間」を定めるのみでは、「期日」が特定されまたは裁量の余地がない方式により決定されているとはいえないと考えられる(注二三)。

「期日」が裁量の余地がない方式により決定される例としては、「契約・計画の締結・決定の後、東京証券取引所における終値がはじめて〇円を超えた日の翌日」を期日とするなど、売買等を行う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ようにする方法が考えられる。条件の成就が本人の裁量によらないといえるか否かは、個別事例ごとに、当該条件の具体的内容や本人の具体的地位等の実態に即して判断されると考えられる(注二四)。

また、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らずに期日が定まるようにする方法も考えられる。証券会社等への一任に当たっては、売買等の諸条件のうち、たとえば価格について、以下のような条件を設定した上で、当該条件を充足する期日に売買等を行うよう証券会社等に一任することも考えられる(注二五)。

① 特定の価格(あらかじめ定める方式により決定される価格を含む)以上(売り注文の場合)または以下(買い注文の場合)

② 特定の価格を基準値として適切な幅を特定したもの

③ 証券会社等に一日の取引の中で最良執行を要請した上で価格について当該証券会社等が裁量で定めること（いわゆる「CD注文」）

④ 一日の出来高加重平均価格等あらかじめ定める方式により決定される価格を目標とすること（いわゆる「VWAPターゲット注文」が含まれる）

(3) 「売買等の総額又は数」・「買付け等又は売付け等の総額又は数」

数量については、「売買等の総額又は数」（取引規制府令五九条一項一四号ハ）、「買付け等又は売付け等の総額又は数」（同府令六三条一項一四号ハ）と規定されているとおり、売買等（買付け等または売付け等）の総額を決める方法または売買等（買付け等または売付け等）の数自体を決める方法のいずれかの方法で、特定されまたは裁量の余地がない方式により決定される必要がある。

また、「期日」単位（一日単位）で特定されまたは裁量の余地がない方式により決定される必要がある。このことを明確にするため、「当該期日における売買等の総額又は数」（取引規制府令五九条一項一四号ハ）、「当該期日における買付け等又は売付け等の総額又は数」（同府令六三条一項一四号ハ）と規定している。そのため、一定

期間における売買等（買付け等または売付け等）の総額または数を定めたり、上限や下限を定めるのみでは、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いえないと考えられる（注二六）。

なお、売買等を行う当日の市場の状況等によつては、「知る前契約・計画」において予定していた「当該期日における売買等の総額又は数」に満たない数量の取引しか行えない場合も考えられる。このように、契約・計画のとおりには売買等を行わなかったことは、一四号ハの要件該当性の問題ではなく、売買等が「契約の履行として」・「計画の実行として」（二四号イ）行われたといえるか否かの問題となると考えられるが、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ことは、基本的に、売買等が「契約の履行として」・「計画の実行として」行われたことを否定するものではないと考えられる（注二七）。他方、意図的に取引の数量を少なくしたような場合には、「契約の履行として」・「計画の実行として」（一四号イ）行われたとはいえず、適用除外を受けられないと考えられる。

(4) いったん締結・決定した契約・計画を履行・実行しないこと

いったん締結・決定した「知る前契約・計画」を履行・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ないと考えられる。ま

た、「知る前契約・計画」を履行・実行しないことについて裁量を有することは、基本的に、一四号ハの要件を満たすことを否定するものではないと考えられる。

ただし、前記3(2)イのとおり、あらかじめ複数の契約・計画を準備した上で、有利な契約・計画のみを履行・実行し、不利な契約・計画を履行・実行しないこととする場合、形式的には別個の契約・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また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、一四号ハの要件を満たさず、行った売買等について適用除外を受けられないと考えられる。

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・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、全体としてみれば当該契約・計画の履行・実行として売買等を行っているとは認められないときは、一四号イの要件を満たさず、行った売買等について適用除外を受けられないと考えられる（注二八）。

(5) 契約・計画の変更

契約・計画の内容を変更する場合には、新たに契約・計画を締結・決定する場合と同様、当該変更の時点であらためて「知る前契約・計画」の要件を充足する必要があると考えられる（注二九）。

ただし、契約書面・計画書面に記載されているあらゆる事項について変更があるたびに、「知る前契約・計画」の要件を充足しなければならぬものではないと考えられる。すなわち、一四号の「知る前契約・計画」については、同号八に規定する事項が「知る前契約・計画」を構成する事項であるため、当該事項に変更がある場合には、その都度、一四号に規定する要件を充足する必要があると考えられる。一方、契約書面・計画書面には、それ以外の事項が記載されている場合も多いと考えられるところ、一四号八に規定する事項に影響を及ぼさない事項に変更があるにすぎない場合には、あらかじめ一四号に規定する要件を充足する必要はないと考えられる（注三〇）。

5 「インサイダー取引規制に関するQ&A」

上場会社の役員や主要株主等は、当該上場会社に係るインサイダー情報を逐次入手し続ける立場にあることも多い。そのため、インサイダー情報を何も知らない状態で当該上場会社株の売買等に関する契約・計画（知る前契約・計画）を締結・決定すること自体が困難な場合があるとの指摘がされている。

この点、何らかのインサイダー情報を知っている状況下であっても、「知る前契約・計画」に係る適用除外の対象となる場合があることを明らかにするため、「インサイダー取引規制に関

するQ&A」（以下「インサイダーQ&A」という）において、次の間について、考え方を整理した（インサイダーQ&A問5）。

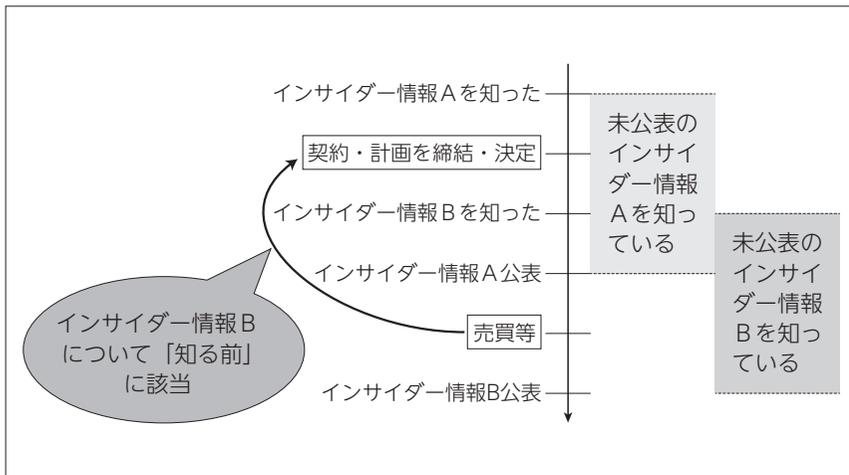
上場会社等に係る業務等に関する重要事実を逐次入手し続ける立場にある者は、いわゆる「知る前契約・計画」を活用することができないのでしょうか。すなわち、契約の締結又は計画の決定の時点において何らかの重要事実を知っている以上、当該契約又は計画は、「知る前契約・計画」とはいえないのでしょうか。

当該Q&Aにおいては、「知る前に締結された」・「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・決定されたことを意味すると考えられること（図表2参照）等を明らかにしているが、詳細については、金融庁ウェブサイトを参照されたい（注三一）。

6 「知る前契約・計画」の活用方法

従前は、以下のような事例において、インサイダー情報を知ってしまうと、インサイダー取引規制に抵触し、またはインサイダー取引と疑われることをおそれて、取引を行うことができなかつたが、今般の一四号の新設により、役員等の個人や上場会社等の法人による「知る前

【図表2】 「知る前に締結された」・「知る前に決定された」についての考え方



契約・計画」の活用が見込まれる。今後、実務の工夫の積み重ねにより、活用事例が広がっていくことが期待される。

- (1) 役員等個人の活用が想定される場面
- ① 役員・従業員持株会の新規加入、拠出額の増額、持株会退会時の単元未満株の売却等
  - ② 累積投資の新規開始、拠出額の増額等
  - ③ 役員就任時の自社株の買い増し
  - 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
- (2) 上場会社等の法人による活用が想定される場面
- ① 資本・業務提携に伴う相手方の株式の取得
  - 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

四 いわゆる「対抗買い」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の解釈の明確化

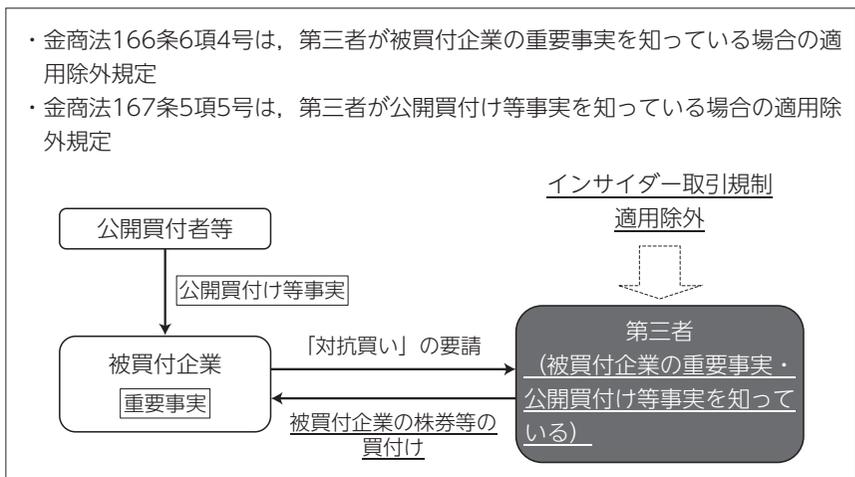
1 改正の背景・概要

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、当該被買付企業の役員や取引銀行等が当該被買付企業の株券等を買付けるいわゆる「対抗買い」は、非常時における企業防衛のための正当な行為であると考えられている。

しかし、そのような「対抗買い」にインサイダー取引規制を適用することとすると、被買付企業にインサイダー情報がある場合、「対抗買い」を行う者の多くが会社関係者・公開買付者等関係者等としてインサイダー取引規制の適用対象となり、被買付企業は有効な対抗措置をとることができなくなり、公開買付者等との間で被買付企業が著しく不利となるという不均衡を生じることとなると考えられる。

そこで、公開買付け等を仕掛けられた場合には、たとえ被買付企業のインサイダー情報を知っている会社関係者・公開買付者等関係者等であっても、当該被買付企業の取締役会が決定した要請に基づく限りにおいて「対抗買い」ができることとされている（金商法一六六条六項四

【図表3】 「対抗買い」に係る適用除外規定の概要



号、一六七条五項五号。図表3参照。

しかし、被買付企業の取締役会が自社に対する公開買付け等の存否を確実に把握することは困難であり、また、公開買付け等が実際には存在しなかった場合、「対抗買い」に係る適用除外

の要件を満たさないことになり得るとの問題が指摘されていた。

このような背景を踏まえ、インサイダーWG報告書においては、「Ⅲ2. 公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外」の項目において、公開買付け等事実の情報受領者に係る適用除外規定の新設についての提言に続き、以下のとおり述べられている（注三二）。

③ 現行の適用除外規定  
 上述の見直しに加え、現行の対抗買いに関する適用除外規定（金商法一六六条六項四号、一六七条五項五号）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。

そこで、インサイダーWG報告書における前記のような提言を踏まえつつ、金商法等ガイドラインにおいて、解釈の明確化を行うこととした（金商法等ガイドライン第一章一六六一、一六六二、一六七一一）。

2 改正金商法等ガイドラインの内容

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ったとしても、「対抗買い」を口実とした不正な取引には当たらないことから、「対抗買い」に係る適用除外の対象とすることが妥当と考えられる。

以上のような趣旨を踏まえ、金商法等ガイドライン第一章に、一六六一、一六七一一を新設することとした。具体的には、「対抗買い」の要請決定の時点で公開買付け等が現に存在することまでは必要なく、被買付企業の取締役会が決定した要請が、次の①および②の要件を満たす場合には、インサイダー取引規制の適用除外の対象となる「対抗買い」に係る要請に該当すると考えられることを明らかにした。

- 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

一方、「対抗買い」の要請を受けた第三者が、公開買付け等が存在しないことを知りながら、未公表の重要事実に基づく買付け等を行うおそれも考えられる。こうした買付け等は、被買付企業からの要請を悪用するものであり、取締役

会が決定した要請に「基づいて」買付け等をするものとはいえず、適用除外の対象にならないと考えられる。このような趣旨を踏まえ、金商法等ガイドライン第一章に、一六六一二を新設することとした（注三三）。

（注一） 本稿の作成に当たっては、安部博之市場課有価証券係長および高岡瑛希同課課徴金係長等から、執筆上の協力を得た。本稿における解釈や意見に関する記述は、執筆者の個人的な見解によるものであり、所属機関の見解を公式に示すものではないことに留意されたい。

（注二） 金融庁ウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/sing/sing\\_kinw/okin/20121225-1.html](http://www.fsa.go.jp/sing/sing_kinw/okin/20121225-1.html)）参照。

（注三） 詳細については、齊藤将彦「滝琢磨」上島正道「山辺紘太郎」公募増資に関連したインサイダー取引事案等を踏まえた対応」本誌二〇一二号（二〇一三）二四頁および小長谷章人「古角壽雄」上島正道「山辺紘太郎」公募増資に関連したインサイダー取引事案等を踏まえた対応、ファンド販売規制の見直し」本誌二〇二九号（二〇一四）四八頁参照。

（注四） 金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/26/syoken/20150618-1.html>）参照。

（注五） 金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/27/syoken/20150902-1.html>）参照。

（注六） インサイダーWG報告書一頁参照。

（注七） 『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（案）及び「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）の一部改正

(案) に対するパブリックコメントの結果並びにインサイダー取引規制に関するQ&Aの追加等について」における「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」(以下「パブリックコメントに対する考え方」という) 二頁(二番) 参照。

(注八) パブリックコメントに対する考え方一頁(一番) 参照。

(注九) パブリックコメントに対する考え方二頁(六番) 参照。

(注一〇) パブリックコメントに対する考え方二頁(七番) 参照。

(注一一) 「金融商品取引業者(法第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業(有価証券関連業に該当するもの)に限り、法第二十九条の四の二十項に規定する第一種少額電子募集取扱業務のみを行うものを除く。)を行う者に限る。……)」と定義されている(取引規制府令五九条一項一四号ロ①)。

(注一二) インサイダーWG報告書一一頁参照。

(注一三) パブリックコメントに対する考え方二頁(三頁(一〇番)一四番) 参照。

(注一四) パブリックコメントに対する考え方四頁(二八番) 参照。

(注一五) パブリックコメントに対する考え方三頁(一五番) 参照。

(注一六) パブリックコメントに対する考え方三頁(四頁(一六番、一七番) 参照。

(注一七) パブリックコメントに対する考え方四頁(二九番)、九頁(三七番) 参照。

(注一八) 平成二四年二月一〇日付金融庁「平成二三年金融商品取引法等改正(一年以内施行)に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」における「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」三四頁(三五頁(八五番、八六番) 参照。

(注一九) パブリックコメントに対する考え方五頁(二二番、二三番) 参照。

(注二〇) パブリックコメントに対する考え方五頁(二二番) 参照。

(注二一) 「売買等」とは、金商法一六六条一項に規定する売買等をいう(取引規制府令五二条一項一二号)。すなわち、「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、合併若しくは分割による承継(合併又は分割により承継させ、又は承継することをいう。)又はデリバティブ取引」をいう。

(注二二) 「買付け等」とは、金商法一六七条一項に規定する買付け等をいう(取引規制府令六三条一項一号)。具体的には、金商法一六七条一項に規定する「売付け等」とは、金商法一六七条一項に規定する「売付け等」をいう(取引規制府令六三条一項一号)。具体的には、金商法施行令三三条の四に規定されている。

(注二三) パブリックコメントに対する考え方五頁(二四番) 参照。

(注二四) パブリックコメントに対する考え方五頁(七頁(二六番)二八番) 参照。

(注二五) パブリックコメントに対する考え方八頁(三三番) 参照。

(注二六) パブリックコメントに対する考え方七頁(二九番)、八頁(三二番) 参照。

(注二七) パブリックコメントに対する考え方七頁(三〇番) 参照。

(注二八) パブリックコメントに対する考え方四頁(二九番)、九頁(三七番) 参照。

(注二九) パブリックコメントに対する考え方九頁(三八番) 参照。

(注三〇) パブリックコメントに対する考え方九頁(一〇頁(四〇番) 参照。

(注三一) 金融庁ウェブサイト・前掲(注五) 参照。

(注三二) インサイダーWG報告書一〇頁参照。

(注三三) また、インサイダーQ&Aにおいて、金商法等ガイドライン第一章一六六一、一六六一、一六七の補足説明を行うこととした(インサイダーQ&A問4)。詳細については、金融庁ウェブサイト・前掲(注五) 参照。(ふなこし・りようすけ)