

2011年6月23日 全18頁

# 純粋持株会社における インサイダー取引規制の論点

 資本市場調査部 制度調査課  
 横山 淳

## [要約]

- 2011年3月から金融審議会が再開されている。その諮問事項の中に「インサイダー取引規制における純粋持株会社の取扱い等についての検討」が含まれている。
- インサイダー取引規制における決定事実（合併など）や発生事実（訴訟の提起など）の軽微基準は、上場会社本体については、原則、単体ベースの決算情報が基準とされている。そのため、純粋持株会社の場合、必ずしも適切な基準として機能しないのではないかと懸念がある。
- 決算情報変更（業績予想の修正など）は、連結ベースだけでなく単体ベースでも一定水準以上の修正があれば重要事実該当する。これも純粋持株会社の場合、単体ベースの情報にそれほどの重要性を認める必要があるのか、といった議論がある。
- これらの問題以外にも、上場会社本体と子会社における決定事実・発生事実の相違、子会社の会社関係者に適用される重要事実の範囲なども、特に純粋持株会社について問題となる可能性があるだろう。

## 【目次】

はじめに	2
1. 決定事実・発生事実の軽微基準	3
(1) インサイダー取引規制の概要	3
(2) 決定事実、発生事実の軽微基準に関する問題の所在	3
(3) 東証の取組み（適時開示の軽微基準）	5
(4) 課題	6
2. 決算に関する事実の重要性基準の問題	7
(1) 問題の所在	7
(2) 課題	8
3. 企業集団を巡るその他の論点	9
(1) 子会社に係る決定事実	9
(2) 子会社の発生事実	12
(3) 子会社の業績変動等	14
(4) 会社関係者と重要事実の範囲	15
(5) 短期売買利益の返還義務	17
(6) 臨時報告書など	18

## はじめに

○金融審議会とは、金融庁設置法等に基づいて金融庁に設置された審議会であり、次の役割を担っている（金融庁設置法7条1項）。

- ① 内閣総理大臣、金融庁長官又は財務大臣の諮問に応じて国内金融に関する制度等の改善に関する事項その他の国内金融等に関する重要事項を調査審議すること。
- ② 前記①に規定する重要事項に関し、内閣総理大臣、金融庁長官又は財務大臣に意見を述べること。
- ③ 内閣総理大臣又は金融庁長官の諮問に応じて自動車損害賠償保障法上の責任保険に関する重要事項を調査審議すること。
- ④ 前記③に規定する重要事項に関し、関係各大臣又は金融庁長官に意見を述べること。
- ⑤ 金融機関の金利に関し、内閣総理大臣、金融庁長官、財務大臣又は日本銀行の政策委員会に意見を述べること。
- ⑥ 内閣総理大臣、金融庁長官の諮問に応じて公認会計士制度に関する重要事項を調査審議すること。
- ⑦ 臨時金利調整法2条3項、同6条によりその権限（注）に属させられた事項を処理すること。

（注）具体的には、臨時金利調整法に基づき日本銀行政策委員会が金融機関の金利の最高限度を制定、変更、廃止する場合の諮問を受け（同法2条3項）、それに応じて調査審議し、その結果を答申すること（同法6条）。

○2009年の政権交代後、しばらく金融審議会の開催が見合わされてきたが<sup>1</sup>、2011年3月から改めて新委員の下で審議が再開されている。審議の再開に当たって、政務三役から金融審議会に諮問された事項は、次の通りである。

- 我が国金融業の中長期的な在り方についての検討  
我が国金融機関の国際競争力の強化、地域経済における金融機能の向上、更には両者があいまって我が国経済・金融業の一層の発展を図るための中長期的な課題等について検討。
- 保険会社のグループ経営に関する規制の在り方等についての検討  
保険会社による外国保険会社の買収等に係る子会社の業務範囲規制の見直しを含む保険会社のグループ経営の向上に資するような規制の在り方等について検討。
- インサイダー取引規制における純粋持株会社の取扱い等についての検討  
インサイダー取引規制に係る合併等の重要事実に係る軽微基準及び決算情報変更に係る重要事実について、上場会社等が純粋持株会社である場合には連結ベースの決算値を基準とするような特例を設けること等について検討。

（出所）金融庁ウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/soukai/siryou/20110307/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20110307/03.pdf)）

○本稿では、このうち三点目の「インサイダー取引規制における純粋持株会社の取扱い等についての検討」について、その論点を検討してみたい。

<sup>1</sup> なお、政権交代後の2009年12月に金融審議会金融分科会基本問題懇談会の報告が公表されている。金融庁のウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20091209-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20091209-1.html)）参照。

## 1. 決定事実・発生事実の軽微基準

### (1) インサイダー取引規制の概要

○会社関係者のインサイダー取引規制（内部者取引規制）の概要をまとめると次のように整理できるだろう（金融商品取引法 166 条 1 項）。

上場会社等の「会社関係者」が、その職務、権利の行使、権限などにより、業務等に関する「重要事実」を知った場合、その「重要事実」が「公表」された後でなければ、その会社の「特定有価証券等」に係る売買等をしてはならない。

○金融審議会の諮問事項として取り上げられているのは、このうち「重要事実」に関する問題である。

○「重要事実」とは、投資者の投資判断に影響を及ぼす可能性のある上場会社等の業務等に関する事実として、金融商品取引法及びその関連法令に規定されているもののことである。具体的には、次の 8 種類に分類されている（金融商品取引法 166 条 2 項）。

- ①上場会社等の決定事実（新株発行・自己株式処分、資本金の額の減少、自己株式の取得、合併など）
- ②上場会社等の発生事実（災害に起因する損害、主要株主の異動、訴訟の提起、行政処分など）
- ③上場会社等の決算に関する事実（業績予想、配当予想の修正等）
- ④上場会社等のその他の重要事実（会社の運営、業務、財産に関する重要事実で、投資者の判断に著しい影響を及ぼすもの（いわゆるバスケット条項））
- ⑤子会社に係る決定事実（子会社の合併、子会社の解散など）
- ⑥子会社の発生事実（子会社の災害に起因する損害、子会社の訴訟の提起、子会社の行政処分など）
- ⑦子会社の業績変動等（子会社の業績予想の修正等）
- ⑧子会社のその他の重要事実（子会社の運営、業務、財産に関する重要事実で、投資者の判断に著しい影響を及ぼすもの（いわゆる子会社に係るバスケット条項））

### (2) 決定事実、発生事実の軽微基準に関する問題の所在

○前記(1)の重要事実のうち、決定事実、発生事実については、「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの」として一定の形式基準に該当するものを、規制対象から除くこととされている（金融商品取引法 166 条 2 項）。この形式基準のことを、通常、「軽微基準」と呼んでいる。

○例えば、上場会社本体が存続会社となって他の会社を吸収合併することを決定した場合、これは、原則、重要事実に該当する（金融商品取引法 166 条 2 項 1 号ヌ）。しかし、次のイ又はロに該当する場合には、「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの」として重要事実には該当しないものとされている（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） 49 条 6 号）。

イ 合併による資産の増加額が、最近事業年度の末日における純資産額の 30%未満と見込まれ、かつ、合併予定日の属する事業年度及び翌事業年度の合併による売上高の増加額が、最近事業年度の売上高の 10%未満であると見込まれること

ロ 発行済株式又は持分の全部を所有する子会社との合併（合併により解散する場合を除く）

○前記イの軽微基準の指標となる「純資産額」や「売上高」は、あくまでもその上場会社本体の単体ベースの数値として定められている。

○ところが、同じ合併であっても、上場会社等の子会社の合併については異なる基準が採用されている。即ち、上場会社等の子会社が存続会社となって他の会社を吸収合併することを決定した場合も、原則、重要事実<sup>2</sup>に該当する（金融商品取引法 166 条 2 条 5 号ハ）。その場合の軽微基準は、次のイ又はロと定められている（取引規制府令 52 条 1 項 3 号）。

イ 合併による（その上場会社等の）企業集団（注）の資産の増加額が、その企業集団（注）の最近事業年度の末日における純資産額の 30%未満と見込まれ、かつ、合併予定日の属する事業年度及び翌事業年度の合併によるその企業集団（注）の売上高の増加額が、その企業集団（注）の最近事業年度の売上高の 10%未満であると見込まれること

ロ 合併による企業集団（注）の資産の減少額が、その企業集団（注）の最近事業年度の末日における純資産額の 30%未満と見込まれ、かつ、合併予定日の属する事業年度及び翌事業年度の合併によるその企業集団（注）の売上高の減少額が、その企業集団（注）の最近事業年度の売上高の 10%未満であると見込まれること

（注）いわゆるトラッキング・ストック等の場合は、「企業集団」ではなく「連動子会社」が対象となる（取引規制府令 52 条 2 項 3 号）。

○つまり、軽微基準の指標となる「純資産額」や「売上高」は、原則、「企業集団」、即ち、連結ベースの数値として定められているのである。

○これは、子会社についての重要事実が上場会社本体（親会社）の株主・投資者の投資判断に影響を及ぼすのは、「通常、連結ベースでのいわば間接的な影響によるもの」<sup>2</sup>と考えられているためであり、一定の合理性はあるものと言えよう。ただし、上場会社本体と子会社とで軽微基準の指標が異なることから、次のような問題が生じる可能性も指摘できる。

○通常、単体ベースの「純資産額」や「売上高」よりも、連結ベースの「純資産額」や「売上高」の方が大きいものと考えられる。そのため、例えば、企業グループからみて、同じ規模の M&A を行う場合であっても、上場会社本体が M&A の当事者となる場合（株式交換による完全子会社化）は重要事実<sup>2</sup>に該当するが、その子会社が M&A の当事者となる場合（子会社による吸収合併）には重要事実<sup>2</sup>に該当しないといたことが生じ得る。

○他方、子会社の多くが債務超過に陥っているなどにより、単体ベースの「純資産額」が、連結ベースの「純資産額」よりも大きい場合には、上記とは逆の事態が生じ得る。

○これらの問題は、特に、上場会社等がいわゆる純粋持株会社である場合により顕著になる。いわゆる純粋持株会社は、一般に、専ら子会社の経営管理を行うための会社であることから、その収益も専ら子会社から受領する配当や金利であることが多い。そのため、とりわけ「売上高」の基準について、連結ベースと単体ベースの乖離が大きくなる傾向がある。

○同様の問題は、発生事実についても生じ得る。例えば、訴訟（財産上の請求に係る訴え）の提起が、

<sup>2</sup> 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010 年）p. 221。

上場会社本体に対して行われた場合も、その子会社に対して行われた場合も、原則、重要事実に該当する（金融商品取引法施行令 28 条の 2 第 1 号、29 条の 2 第 1 号）。しかし、軽微基準については、その訴訟が上場会社本体に対してなされたのか、その子会社に対してなされたのかによって、次のような違いがある（取引規制府令 50 条 3 号イ、53 条 1 項 2 号イ）。

上場会社に対する訴訟の提起に関する軽微基準	その子会社に対する訴訟の提起に関する軽微基準
訴訟の目的の価額が最近事業年度の末日における純資産額 15%未満 かつ 直ちに敗訴したとした場合、訴訟提起日の属する事業年度開始日から 3 年以内に開始する事業年度において、その敗訴による売上高の減少額が最近事業年度の売上高の 10%未満	訴訟の目的の価額が（その上場会社の）企業集団（注）の最近事業年度の末日における純資産額 15%未満 かつ 直ちに敗訴したとした場合、訴訟提起日の属する事業年度開始日から 3 年以内に開始する事業年度において、その敗訴による売上高の減少額がその企業集団（注）の最近事業年度の売上高の 10%未満

（注）いわゆるトラッキング・ストック等の場合は、「企業集団」ではなく「連動子会社」が対象となる（取引規制府令 53 条 2 項 2 号イ）。

- つまり、上場会社本体に対して提起された場合は単体ベース、子会社に対して提起された場合は、原則、連結ベースで軽微基準が判断されることとなる。これも前述の決定事実の軽微基準と同様の理由によるものと考えられる。
- その結果、同じ規模の損害賠償訴訟であっても、訴訟がグループ内のどの会社に対してなされたかによって、重要事実に該当したり、しなかったりするという状況が生じ得る。
- ここでも問題は、特に、上場会社等がいわゆる純粋持株会社である場合により顕著になることは、前記の発生事実の場合と同様である。
- 以上のことを踏まえて、純粋持株会社に関する決定事実、発生事実の軽微基準については、連結ベースでの決算数値を用いて判断すべきではないか、といった議論がある。

### (3) 東証の取組み（適時開示の軽微基準）

- 実は、連結ベースの決算数値を基準として採用すべきという議論には、先行事例が存在する。東京証券取引所（以下、東証）による適時開示に関する自主ルールの改正である。
- 金融商品取引所は、その上場する有価証券に関する適切な投資判断材料が投資者・市場に提供されることを確保するために、重要な会社情報を直ちに開示するように上場会社に求めている（東証有価証券上場規程 402 条など）。これを「適時開示」と呼んでいる。
- ただし、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものと認められるものについては、適時開示は不要とされている（同前）。この影響が軽微か否かを判断する基準のことも、通常、「適時開示に係る軽微基準」と呼ばれている。
- 東証は、2010 年 6 月に実施した有価証券上場規程等の改正<sup>3</sup>において、「適時開示に係る軽微基準

<sup>3</sup> 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/taisho.html>）に掲載されている。なお、拙稿「適時開示の軽微基準、原則、連結ベースに」（2010 年 8 月 4 日付レポート）も参照。

の連結ベースへの見直し」として次のような制度の見直しを行った。

- ①適時開示に係る軽微基準については、連結財務諸表における数値（連結売上高）を用いる。  
 ②インサイダー取引規制上の重要事実該当する会社情報については、適時開示が必要であることを明確化する。

○このうち前記①が、連結財務諸表提出会社について、適時開示に係る軽微基準を連結ベースとするという改正である。適時開示が要求される事項によって詳細は異なるが、概ね、次のような単体ベースから連結ベースへの軽微基準の変更が行われた。

- が純資産額の○%未満 ⇒ ○○が連結純資産額の○%未満  
 ○○による売上高の減少（増加）見込額が直前事業年度の売上高の○%未満  
 ⇒ ○○による連結会社の売上高の減少（増加）見込額が直前連結会計年度の売上高の○%未満  
 ○○による経常利益の減少（増加）見込額が経常利益金額の○%未満  
 ⇒ ○○による連結経常利益の減少（増加）見込額が連結経常利益金額の○%未満  
 ○○による当期純利益の減少（増加）見込額が当期純利益金額の○%未満  
 ⇒ ○○による連結当期純利益の減少（増加）見込額が連結当期純利益金額の○%未満  
 など

○ただし、前記②によって、適時開示が要求される事項のうち、インサイダー取引規制の重要事実該当し得るものについては、取引規制府令が定めるインサイダー取引規制上の（重要事実に関する）軽微基準も満たさない限り、開示義務は免除されないこととされた。

○そのため、こうした項目については、実質的に、連結ベースの軽微基準に加えて単体ベースの軽微基準も満たさない限り、適時開示義務は免除されないということになった。

○例えば、決定事実のうち「固定資産の取得」については、改正前は、固定資産の取得価額が（単体ベースの）純資産額の 30%未満と見込まれば、軽微基準に該当して適時開示は不要とされていた（改正前の東証有価証券上場規程施行規則 401 条 6 号 b）。これが改正後は、固定資産の取得価額が連結純資産額の 30%未満と見込まれることに加え、インサイダー取引規制上の軽微基準である、固定資産の取得価額が（単体ベースの）純資産額の 30%未満（取引規制府令 49 条 12 号ロ）とも見込まなければ、適時開示が要求されることとなった（改正後の東証有価証券上場規程施行規則 401 条 1 項 6 号 b）。

#### (4) 課題

○連結ベースでの処理が一般化している会計、開示の諸制度や、市場の株価形成を踏まえれば、特に純粋持株会社である上場会社等におけるインサイダー取引規制の重要事実の判断基準について、連結ベースで行うことには合理性があるものと考えられる。

○また、前述のように東証における適時開示の軽微基準も連結ベースに改正されて、定着しつつあることも、制度の見直しを促す要素となるだろう。確かに、法律に基づくインサイダー取引規制と、自主規制ルールに基づく適時開示とは、根拠を異にする制度だが、TDnet に基づいた適時開示を行うことが、実質的にインサイダー取引規制における重要事実の公表と位置づけられていることから、

両者には密接な関係が存在するからである。

○ただ、実際に連結ベースの軽微基準を採用するに当たっては、次のような課題も生じることが考えられる。

①純粋持株会社のみに対象を限定するのか？（連結ベースの基準の適用範囲）

②連結ベースの基準を採用した場合、個別ベースの基準は存続させるのか？

○前記①は、連結ベースの基準の適用対象とする会社の範囲をどのように定めるのかという問題である。

○例えば、いわゆる純粋持株会社以外であっても、上場会社等によっては連結ベースの基準と単体ベースの基準との乖離が大きいケースが生じ得る。このような純粋持株会社に該当しない上場会社等についても連結ベースでの基準を採用すべきか否かが問題となる。

○前記②は、連結ベースの基準の適用対象となった上場会社等について、従来の単体ベースの基準を存続すべきか、廃止すべきか、という問題である。

○筆者の私見であるが、金融商品取引法上の法定開示においても、市場関係者のコンセンサスにおいても、連結財務諸表の作成会社は、連結ベースの財務情報等が開示の中心となっている。従って、前記①については、純粋持株会社に限定せず、上場会社全般について、インサイダー取引規制上の決定事実、発生事実の軽微基準について、連結ベースの基準を原則とすることが整合的であると考ええる。

○ただし、上場会社等の株主はあくまでも上場会社本体の株主であって子会社の株主ではない。その意味では、決定事実、発生事実の中には、単体ベースの財務情報の数値が、株主にとってより重要な意味を持つ事項もあるものと考えられる。従って、前記②については、単体ベースの基準の存続・廃止という単純な二者択一ではなく、単体ベースの基準の重要性に応じて両方の基準を併用することも考えられるのではないかとと思われる。

○例えば、上場会社本体の存続に係わるものの場合、連結ベースの基準では十分にその影響を評価し切れないことが多いものと考えられる。このようなケースでは、単体ベースの基準が必要となるものと考えられる。

## 2. 決算に関する事実の重要性基準の問題

### (1) 問題の所在

○インサイダー取引規制上の重要事実のうち、上場会社等の決算に関する事実（業績予想、配当予想の修正など。以下、決算情報という）に関しては、前記1. の決定事実、発生事実とは異なる取扱いがなされている。

○即ち、上場会社等（単体）の売上高等（売上高、経常利益、純利益）・配当、又はその上場会社等の属する企業集団（連結）の売上高等について、公表された直近の予想値（又は実績値）から比較して、新たな予想値（又は決算数値）において差異が生じた場合、これが投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものであれば、重要事実に該当する（金融商品取引法 166 条 2 項 3 号）。

- 具体的には、次の基準（重要性基準）に抵触した場合に重要性がある（重要事実に該当する）と判断される（取引規制府令 51 条）。

売上高（単体、連結）	変動率が 10%以上
経常利益（単体、連結）	変動率が 30%以上、かつ、変動幅が前事業年度末の純資産額と資本金の額のいずれか少なくない金額の 5%以上
純利益（単体、連結）	変動率が 30%以上、かつ、変動幅が前事業年度末の純資産額と資本金の額のいずれか少なくない金額の 2.5%以上
配当（単体）	変動率が 20%以上

- 決算情報については、現行法令の下でも、上場会社本体の単体ベースの売上高等・配当だけではなく、連結ベース（企業集団）の売上高等についての修正なども重要事実であると定められている。その意味では、既に、連結ベースを重視するという、今日の市場参加者のニーズに基本的に合致した内容となっていると評価することができるだろう。

- むしろ、問題となり得るのは、上場会社本体の単体ベースでの売上高等の修正の取扱いについてであろう。確かに、上場会社自身が、その企業グループの中核となる事業を行っている場合には、連結ベースだけではなく、その単体ベースでの業績の修正等も、投資者にとって重要な判断材料であると考えられる。しかし、上場会社が、専ら子会社の経営管理を行うための純粋持株会社であった場合、果たして純粋持株会社単体の売上高等の修正が、投資判断にとって本当に重要性があるのかという疑問が残る。

- こうした点を踏まえれば、純粋持株会社の決算情報の重要性は、原則、連結ベースによって判断すべきではないか、といった問題が考えられる。

- なお、上場会社等の子会社についても、その業績変動で投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものは、重要事実に該当することとされている（金融商品取引法 166 条 2 項 7 号）。子会社の決算情報に関する問題は、後述（3.（3））する。

## (2) 課題

- 前記 1. の決定事実、発生事実の軽微基準の問題は、制度設計によって規制対象が拡大する場合と縮小する場合の両方が想定できる問題であった。それに対して、決算情報の重要性基準の問題は、規制対象をほぼ縮小させる方向の議論である。

- 私見だが、通常、上場会社本体は、その企業集団の中でも特に重要な位置づけにあることが多い。従って、連結ベースの決算情報だけではなく、その上場会社本体の単体ベースの決算情報も、投資者の投資判断に重要な影響を与えることが多いものと考えられる。

- その意味では、上場会社全般について、決算情報が重要事実に該当するか否かの判断基準を連結ベースに一本化することは適切ではないものと考えられる。ただし、自ら営業等を行わず、専ら子会社の経営管理を行うための純粋持株会社に限っては、単体ベースでの業績修正等の重要性が乏しいとも考えられる。従って、純粋持株会社については、決算情報の重要性基準を連結ベースに一本化することは、検討する余地があるのではないかと思われる。



○もっとも、その際、純粋持株会社の範囲をどのように画するか、子会社単体の決算情報の取扱いをどうするか（後述3. (3)参照）、といった点が重要な論点となるものと考えられる。

### 3. 企業集団を巡るその他の論点

○純粋持株会社や、いわゆる企業集団を巡るインサイダー取引規制上の問題点は、軽微基準（前記1.）や重要性基準（前記2.）のほかにも想定し得る。

○以下、企業集団を巡るその他の論点のうち、いくつかを紹介する。

#### (1) 子会社に係る決定事実

○上場会社等の子会社における意思決定は、子会社自身だけではなくその属する企業集団全体や親会社の株主、投資者にも影響を及ぼすものが存在し得る。最近でも、子会社における一定の意思決定に親会社や親会社株主を関与させるべきだとの議論が、いわゆる公開会社法や企業結合法制などを巡って行われたが、これらも、同様の考え方が背景にあるものと考えられる<sup>4</sup>。

○金融商品取引法のインサイダー取引規制においても、上場会社本体の決定事実だけではなく、その子会社の決定事実についても「重要事実」として規制対象となっている（前述1. (1)）。

○上場会社本体とその子会社の決定事実について比較したのが、次ページの図表1である（金融商品取引法166条2項1、5号、金融商品取引法施行令28、29条）。

○上場会社本体について決定事実該当し、その子会社については決定事実該当しないものとしては、大まかに、次のように分類できるだろう。

- ①その株式等に関する事項（新株発行、自己株式の取得、株式分割など）
- ②その自己資本の計数に関する事項（資本金の額の減少など）
- ③上場廃止等に関する事項
- ④いわゆる防戦買いの要請

○これらが子会社に係る決定事実から除外されている理由としては、一般に、支配株主である親会社（上場会社本体）が存在することから、その影響も相対的に小さいと考えられているためと説明されている<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 日本取締役協会「公開会社法要綱案 第11案」（2007年）4.02以下、上村達男・中村直人「公開会社法とは何か〔第2回〕」（『企業会計』2010年 Vol.62 No.1）pp.147-148、同「公開会社法とは何か〔第3回〕」（『企業会計』2010年 Vol.62 No.2）pp.64-67など。

<sup>5</sup> 山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説」（有斐閣、2010年）p.298（注24）。

図表 1 上場会社本体とその子会社についてのインサイダー取引規制上の決定事実の比較

	上場会社本体	子会社
新株発行、自己株式処分、新株予約権発行など	○	×
資本金の額の減少	○	×
法定準備金の額の減少	○	×
自己株式の取得	○	×
株式無償割当	○	×
株式分割	○	×
剰余金の配当	○	△（注1）
株式交換	○	○
株式移転	○	○
合併	○	○
会社分割	○	○
事業譲渡・譲受け	○	○
解散	○	○
新製品・新技術の企業化	○	○
業務上の提携、提携の解消	○	○
子会社の異動を伴う株式等の譲渡・取得	○	○（孫会社）
固定資産の譲渡・取得	○	○
事業の休止・廃止	○	○
株券の上場廃止申請	○	×
株券の登録取消申請	○	×
株券の取扱有価証券指定取消申請	○	×
破産手続開始・再生手続開始・更生手続開始の申立て	○	○
新たな事業の開始	○	○
いわゆる防戦買いの要請	○	×
預金保険法 74 条 5 項の規定による申出（注 2）	○	○

○：決定事実として列挙されている。 △：一定の場合のみ決定事実として列挙されている。 ×：決定事実として列挙されていない。

（注1）いわゆるトラッキング・ストック等に相当する場合に限る。

（注2）金融機関が、その財産をもって債務を完済することができないとき又はその業務・財産の状況に照らし預金等の払戻しを停止するおそれがあるときに行うことを義務付けられている内閣総理大臣への申出のこと。

（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

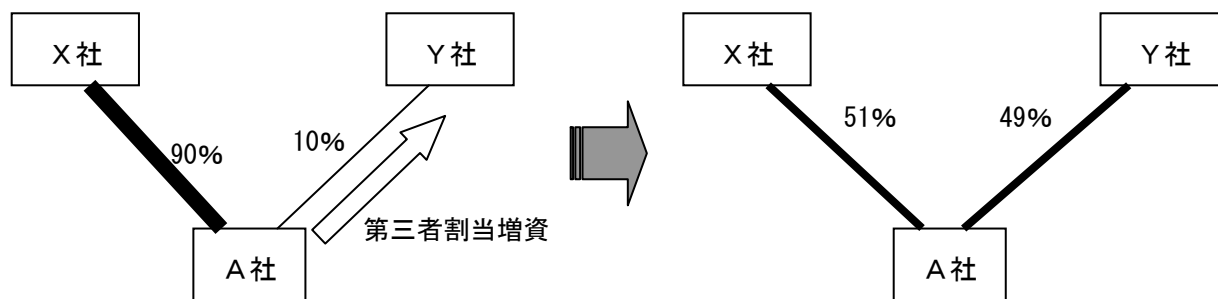
○このうち、③と④について考えれば、確かに、その子会社が非上場であれば、そもそも問題となることは想定し難い。逆に、その子会社が上場していれば、その子会社自身が「上場会社本体」として、自らの決定事実該当することとなる。その意味では、上場会社本体の決定事実だが、その子会社の決定事実には該当しないという現行の整理の仕方に、一定の合理性があると言えるだろう。

○他方、①と②について考えてみると、上場会社本体とその子会社が 100%の資本関係に立っている場合を前提とすれば、その 100%の資本関係が維持される限り、子会社の株式等や自己資本に変更が生じたとしても、上場会社本体の株主の投資判断に重要な影響が生じるとは考えにくい。

○しかし、例えば、上場会社本体が他の会社と合併でその子会社を設立しているようなケースでは、両者の資本関係に影響を及ぼすような子会社の株式等や自己資本の変更が、最終的に上場会社本体の株主・投資者の投資判断に影響を及ぼす可能性があるように思われる。

○例えば、X社が90%出資する子会社（非上場）A社が、Y社に大規模な第三者割当増資を実施した結果、X社の出資比率が51%に下がった場合を考えてみたい（図表2）。

図表2 子会社による株式発行に関する設例

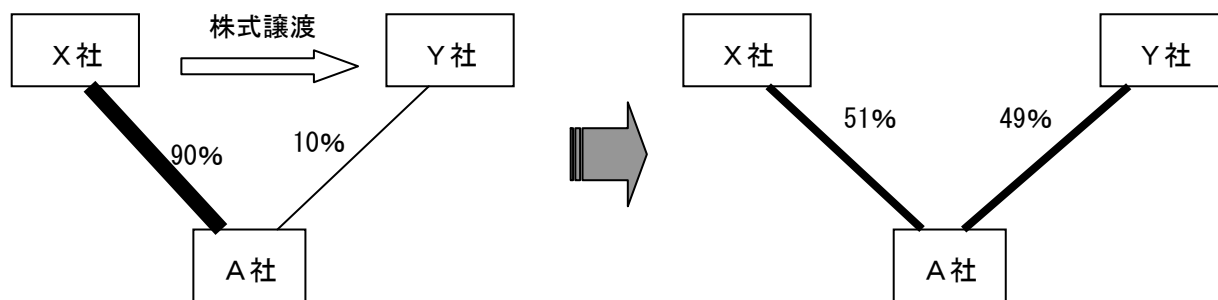


（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 仮に、A社（子会社）が自らも上場していれば、A社自身が「上場会社本体」として、自らの決定事実該当することとなる。しかし、このケースではA社は非上場のため、当てはまらない。
- 他方、A社に対する出資比率の変動に伴い、X社の連結ベースの業績予想等に重要な変動が生じる場合には、X社の決算情報に関する重要事実該当することになるだろう（前記2. 参照）。
- その意味では、確かに、A社に対するX社の出資比率の変動は、X社の連結ベースの業績予想等の重要な変動として、現行法令でも適切にカバーされているという考え方もあり得るだろう。
- しかし、これに対しては、業績予想等の定量的な要因だけでは評価し切れない、（出資比率の変動による）定性的な要因も株主・投資者の投資判断に影響を及ぼすとの反論も考えられるだろう。
- 私見であるが、この事例では、仮にA社がX社にとって重要性がある子会社である場合、このような大規模な出資比率の変動は、X社のA社に対する支配力が大きく低下すると考えられることから、本体の株主・投資者の観点から見て、影響は小さくないように思われる<sup>6</sup>。
- なお、厳密には、子会社の決定事実ではないが、同様の問題は、上場会社本体による子会社株式の売却についても発生し得る。例えば、X社が90%出資する子会社（非上場）A社の株式を、Y社に譲渡した結果、X社の出資比率が51%に下がったというようなケースである（図表3）。
- 現行法令の下でも、「子会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得」は、重要事実該当することになる。従って、上場会社本体の株主・投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすのは「子会社の異動」（子会社側から見れば「親会社の異動」）を伴う場合であり、この設例のように「子会社の異動」を伴わない、単なる出資比率の変動は重要性がないとの考え方もあるだろう。

<sup>6</sup> 図表2、3、5、6で掲げたものは、かなり極端な事例である。従って、こうした極端な事例は、いわゆるバスケット条項で対応可能であり、重要事実として個別列挙するまでもないとの批判があり得ることは、筆者としても理解している。

図表3 子会社の異動を伴わない株式等の譲渡に関する設例



(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 私見であるが、図表3の事例についても、仮にA社がX社にとって重要性がある子会社である場合、このような大規模な出資比率の変動は、X社のA社に対する支配力が大きく低下すると考えられることから、本体の株主・投資者の観点から見て、影響は小さくないように思われる。

## (2) 子会社の発生事実

- 子会社の発生事実についても、前記(1)と同様の議論が考えられる。
- 上場会社本体とその子会社の発生事実について比較したのが次の図表4である（金融商品取引法166条2項1、5号、金融商品取引法施行令28条の2、29条の2）。

図表4 上場会社本体とその子会社についてのインサイダー取引規制上の発生事実の比較

	上場会社本体	子会社
災害に起因する損害、業務遂行の過程で生じた損害	○	○
主要株主の異動	○	×
上場廃止等の原因となる事実	○	×
訴訟の提起、判決等	○	○
仮処分命令（事業の差止めなど）の申立て、決定等	○	○
行政庁による法令に基づく処分（免許の取消しなど）	○	○
親会社の異動	○	×
債権者等による破産手続開始の申立て等	○	○
手形等の不渡り等	○	○
親会社に係る破産手続開始の申立て等	○	×
孫会社に係る破産手続開始の申立て等	×	○
債権の取立不能、取立遅延	○	○
主要取引先との取引の停止	○	○
債務免除等の金融支援	○	○
資源の発見	○	○
取扱有価証券指定取消しの原因となる事実	○	×

○：発生事実として列挙されている。 △：一定の場合のみ発生事実として列挙されている。 ×：発生事実として列挙されていない。

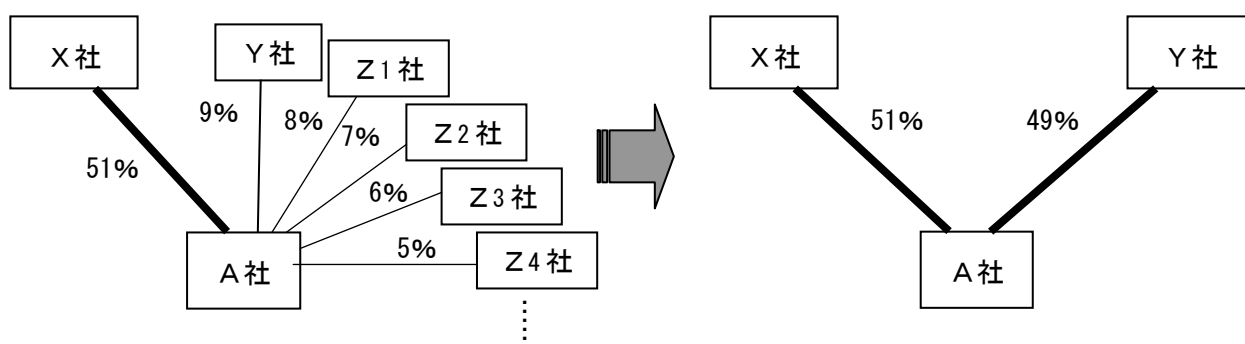
(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○前記(1)の子会社の決定事実の場合と同様に、支配株主である親会社（上場会社本体）が存在することから、その影響も相対的に小さいと考えられる事項が、子会社の発生事実から排除されているものと考えられる<sup>7</sup>。

○前記(1)での検討を踏まえて、ここで問題となり得るのは、子会社の「主要株主の異動」は発生事実には該当しないという点であろう。

○例えば、X社（親会社）が51%出資する子会社（非上場）A社において、それまでは10%以上の議決権を有する主要株主は存在していなかったところ、大規模な株式の移転があり、その結果、49%の議決権を保有する大株主が出現したようなケースが考えられる（図表5）。

図表5 子会社における「主要株主の異動」に関する設例（大株主の出現）



（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○確かに、このケースについて、X社のA社に対する出資比率（51%）は変わらない以上、その他のA社株主の構成がどのように変動したとしても、X社の株主・投資者の投資判断には重要な影響を及ぼさないとの考え方もあり得るだろう。

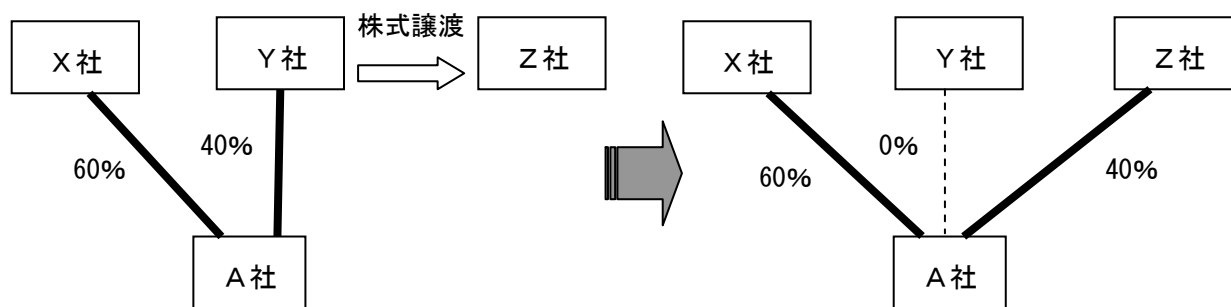
○しかし、実態面を重視すれば、X社にほぼ匹敵する出資比率（49%）を有するY社の出現により、X社の子会社A社に対するコントロールは、例えば、Y社との協議をより重視しなければならなくなるなど、大きく変容する可能性が高い。その意味では、私見だが、仮にA社がX社にとって重要性がある子会社である場合、最終的にはX社の株主・投資者の投資判断にも影響を及ぼす可能性があるように思われる。

○同様の問題は、例えば、X社（60%）とY社（40%）が合弁でA社を運営していたところ、Y社が保有するA社株式をZ社に全て譲渡してしまったようなケースでも生じ得る（図表6）。

○このケースについては、X社のA社に対する出資比率（60%）は変動しない上に、合弁相手の出資比率（40%）も変動しない。従って、X社の株主・投資者の投資判断には重要な影響を及ぼさないとの考え方もあり得るだろう。

<sup>7</sup> 山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説」（有斐閣、2010年）p.300（注30）。

図表6 子会社における「主要株主の異動」に関する設例（合併相手の異動）



（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- しかし、実態面を重視すれば、X社からみた場合、Y社と合併を行うのと、Z社と合併を行うのでは、相手の事業内容や企業風土などの違いから、子会社A社の運営スタンスが、大きく変容することも考えられる。その意味では、私見だが、仮にA社がX社にとって重要性がある子会社である場合、最終的にはX社の株主・投資者の投資判断にも影響を及ぼす可能性があるようにも思われる。

### (3) 子会社の業績変動等

- 上場会社等の子会社についても、その業績変動等で投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものは、重要事実該当することとされている（金融商品取引法 166 条 2 項 7 号）。ただし、これが適用される子会社は次のものに限定されている（同前、取引規制府令 55 条 1 項）。

- ◇その子会社自身が上場会社等に該当するもの
- ◇いわゆるトラッキング・ストック等の対象となる連動子会社

- これは、一般に、連結ベースでの業績変動が上場会社自身の重要事実該当し（前記 2.）、子会社の決算情報一般を独立して重要事実として規制する必要性は乏しいことから、「連結ベースのいわば間接的な影響だけでは評価しきれないような投資判断に影響を及ぼす場合をとくに取り出して、重要事実として明示したもの」<sup>8</sup>と解されている。
- ところが、このような現行規制の下では、重要性の乏しい子会社であってもいわゆる上場子会社であれば、その業績修正は子会社の決算情報として重要事実該当することになり得る。他方、重要性の高い子会社であっても、非上場かつトラッキング・ストック等の対象となっていなければ、その業績変動は、あくまでも連結ベースの決算情報について間接的な影響があるだけで、子会社単体の決算情報としては重要情報に該当しないということになる。
- こうした子会社の決算情報を巡る問題は、上場会社本体が純粋持株会社である場合、特に顕著とな

<sup>8</sup> 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）pp. 233-234。

るものと考えられる<sup>9</sup>。即ち、純粋持株会社である上場会社本体は自ら営業等を行わず、専ら子会社の経営管理を行っていることから、その企業グループに対する投資判断を行う上で、どの子会社においてどのような業績変動があったかを知ることは特に重要だと考えられるためである。

- もっとも、これに対処するために、その決算情報が重要事実該当する子会社の範囲をどのように見直すべきかは、難しい問題であることも事実であろう。仮に、純粋持株会社について、決算情報が重要事実該当するか否かの判断基準を連結ベースに一本化することとした場合(前記2.参照)、その傘下の重要な子会社の単体ベースの決算情報については、広く重要情報に該当することとすべきとの考え方もあり得るだろう。

#### (4) 会社関係者と重要事実の範囲

- 例えば、上場会社X社の子会社A社の役職員Pが、会議の席上で親会社XにM&Aの計画があることを知った場合、この役職員に対するインサイダー取引規制の適用関係はどのようになるだろうか？
- 現行のインサイダー取引規制の規制対象となる会社関係者には、上場会社本体だけではなく、親会社や子会社の会社関係者も含まれている(金融商品取引法166条1項1号参照)。従って、A社(子会社)の役職員Pも、X社(親会社)株式の売買についてインサイダー取引規制の対象となる。
- ここでまず、子会社の会社関係者(P)が、直接、親会社本体(X社)の会社関係者には該当しないものとして考える。
- 子会社の会社関係者については、その職務などに関連して「当該子会社の業務等に関する重要事実」(前記1.(1)⑤~⑧)を知った場合が規制対象とされている(金融商品取引法166条1項本文)。言い換えれば、その職務などに関連して知ったのが、上場会社本体(親会社)や兄弟会社の業務等に関する重要事実であれば、文言上は、直接、規制の対象とはされていないこととなる。その結果、A社(子会社)の役職員Pにとって、X社(親会社)のM&Aに関する決定事実は、直接には、規制対象とはならないことになってしまう。
- このような現行の規制のあり方について、特に、純粋持株会社における重要な子会社の会社関係者を念頭に置いた場合、どう評価すべきか、という問題が指摘できる。
- もちろん、現行の規制のあり方にも理由はある。即ち、親子会社間の支配・従属の関係を踏まえれば、親会社の会社関係者は容易に子会社の重要事実にアクセスすることできるのに対して、子会社の会社関係者は容易には親会社や兄弟会社の重要事実にはアクセスできるとは限らないと考えられるからである<sup>10</sup>。
- 他方、この点について、グループ会社内での連携や情報共有が進展すれば、それだけ子会社の会社

<sup>9</sup> 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ「インサイダー取引規制の実務」(商事法務、2010年)p.235参照。なお、同書は「上場子会社の単体の決算情報を重要事実として挙げることに合理的理由があるかどうかは疑問である」と指摘している(p.234)。

<sup>10</sup> 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ「インサイダー取引規制の実務」(商事法務、2010年)pp.38-39。

関係者による親会社や兄弟会社の重要事実へのアクセス可能性も高くなるという反論も考えられる。また、いわゆる持株会社形態を採用するか、同一法人内におけるいわゆる社内分社化を採用するかは、経営判断の問題であるにもかかわらず、どちらの形態を採用するかによってインサイダー取引規制における会社関係者と重要事実の範囲に違いが生じるというのは、イコールフットイングの点からも問題があるとの指摘も考えられるかもしれない。

- 次に、子会社の会社関係者（P）が、親会社（X社）の会社関係者に該当し得るか否かを考える。
- 例えば、子会社の役職員が親会社の役職員を兼務していれば、その者は、子会社だけではなく、親会社の会社関係者にも、当然、該当する。
- 前述の例で、PがX社（親会社）とA社（子会社）の役職員を兼務していたとすれば、（A社ではなく）X社の会社関係者が、その職務などに関して、X社のM&Aに関する決定事実を知ったと認定される可能性が高い<sup>11</sup>。仮に、その会議後、Pが、X社の株式を売買すれば、インサイダー取引規制違反で摘発されることになるだろう。
- また、役職員を兼務していない場合であっても、親子会社間には、通常、契約関係・取引関係などがあることから、子会社の役職員を上場会社本体（親会社）と「契約を締結している者又は締結の交渉をしている者」（金融商品取引法 166 条 1 項 4 号）と考えれば、上場会社本体の会社関係者と位置づけることは現行法の下でも可能との考え方がある<sup>12</sup>。
- もちろん、この理論構成は多くの場合において妥当と思われる。前述の例でも、仮に、X社（親会社）がA社（子会社）に業務委託を行っており、PがX社のM&Aに関する決定事実を知った会議も、その業務委託に関連するものであれば、Pのインサイダー取引が摘発されることは、ほぼ間違いなさだろうと思われる。
- しかし、この理論構成が常に活用できるかといえれば疑問が残る。例えば、純粹持株会社の場合、その子会社との間で契約関係・取引関係などの認定が常に可能だとは限らない。さらに、子会社の会社関係者は、子会社の役職員に限られる訳ではない。例えば、子会社に対する法令に基づく権限を有する者（子会社の監督官庁の担当者など）が、子会社から親会社や兄弟会社に関する情報を提出させる場合（金融商品取引法 166 条 1 項 3 号）などについても同様に解することができるのかという問題も考えられる。
- なお、子会社の役職員を、直接、親会社の会社関係者と認定することが困難な場合であっても、親会社の会社関係者からの第一次情報受領者（金融商品取引法 166 条 3 項）と位置づけることで対処可能という考え方もある<sup>13</sup>。
- 前述の例でも、親会社X社のM&Aに関する情報は、X社の役職員から伝達された可能性が高いと考えられる。従って、この理論構成を用いても、子会社A社の役職員Pのインサイダー取引を摘発することは可能であろう。しかし、この考え方の下では、その子会社の役職員などから伝達を受け

<sup>11</sup> 木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）p. 39。

<sup>12</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制Q&A」（2009年、第五版）pp. 15-16。

<sup>13</sup> 東京証券取引所自主規制法人「こんぷらくんのインサイダー取引規制Q&A」（2009年、第五版）pp. 15-16、木目田裕・西村あさひ法律事務所危機管理グループ「インサイダー取引規制の実務」（商事法務、2010年）p. 39 など。



た者は、基本的に、第二次情報受領者と位置づけざるを得なくなってしまう。つまり、子会社A社の役職員Pから親会社X社のM&Aに関する情報を伝えられたその社外の友人Qは、インサイダー取引規制の適用対象外ということになってしまう。

- この結論を受け入れられるかどうかは、おそらく意見が分かれるところだろう。ただ、筆者としては、前述の事例では、やはり子会社Aの役職員Pは、第一次情報受領者ではなく会社関係者そのものとして位置づけられるような制度整備が必要であるように思われる。

## (5) 短期売買利益の返還義務

- なお、インサイダー取引規制そのものではないが、前記(4)と類似した問題は、短期売買利益の返還義務の対象者についても指摘し得る。
- 金融商品取引法上、上場会社等の役員又は主要株主が、その上場会社等の株式等について、自己の計算において6ヶ月以内の短期売買を行って利益を得た場合は、その上場会社等は、その役員又は主要株主に対して利益を提供することを請求できるとされている（金融商品取引法 164 条 1 項）。その上場会社等が適切に請求権を行使しない場合には、株主がその上場会社等に代位して請求を行うことも認められている（同 2 項）。
- ところが、現行の規制においては、（インサイダー取引規制と異なり）短期売買利益の返還義務の対象となる「上場会社等の役員」の範囲に、「子会社の役員」は文言上、含まれていない（金融商品取引法 163 条 1 項参照）。
- 短期売買利益の返還義務は、一般に、上場会社等の役員や主要株主は、その職務や地位により、未公表情報を取得できるべき立場にあることから、そのような立場を利用して入手した秘密を不当に利用してインサイダー取引を行うことを防止するために設けられたと説明されている<sup>14</sup>。
- この趣旨を踏まえて、純粋持株会社について考えると、純粋持株会社である上場会社本体は自ら営業等を行わず、専ら子会社の経営管理を行っている。その意味では、その企業グループ内における重要な業務に関する未公表情報は、上場会社本体（親会社）ではなく、その子会社を発生源とすることも多いものと考えられる。
- もちろん、上場会社本体である持株会社の役員も、子会社の経営管理を行う上で、子会社の重要な業務に関する未公表情報を入手できる立場にあることは事実である。しかし、そうした未公表情報に、より近い立場にあるのは、むしろ重要な子会社の役員であり、これが規制対象から外れているのは問題だとも考えられる。
- 他方、短期売買利益の返還義務の本質について、「上場会社等の役員が自社株売買の短期利益を追求することは会社に対する忠実義務を怠ったものとして上場会社等に返還請求することを認めたもの」とする考え方もある<sup>15</sup>。

<sup>14</sup> 山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説」（有斐閣、2010年）p. 311、河本一郎・関要「〔新訂版〕逐条解説 証券取引法」（商事法務、2002年）983頁など参照。

<sup>15</sup> 日野正晴「詳解 金融商品取引法」（中央経済社、2008年）p. 710。

- こうした考え方に従えば、子会社の役員が親会社である上場会社等の株式の短期売買を行うことが誰に対する忠実義務違反になるのか、という難しい問題が生じることが考えられる。
- より具体的には、仮に、「子会社の役員」に対して短期売買利益の返還義務を課すとすれば、短期売買で利益を上げた「子会社の役員」に対して、利益の返還を請求するのは上場会社本体（親会社）なのか、子会社なのか、上場会社本体（親会社）株主による代位請求は認められるのか、といった問題が想定できる。

## **(6) 臨時報告書など**

- 前記1、2、3(1)(2)のような重要事実に関する見直しを行えば、重要事実の公表方法である臨時報告書や（金融商品取引所の）適時開示における開示事項や開示基準についても、改めて見直す必要が生じる可能性があるだろう。
- 特に、純粹持株会社について、他の上場会社等とは異なる重要事実に関する取扱いを定めた場合、開示事項や開示基準に関しても異なる取扱いが求められる可能性がある。
- こうした対応が受け入れられるか否かについては、意見が分かれることも考えられるだろう。