

2012年2月9日 全15頁

インサイダー取引規制見直し

に向けたWG報告

 資本市場調査部 制度調査課
 横山 淳

2012年金商法改正関連シリーズ

[要約]

- 2011年12月15日、金融審議会の「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」は、報告書「企業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」を公表した。
- 報告書は、①純粋持株会社等においては、重要事実に該当しない「軽微基準」は、単体ベースではなく、連結ベースの計数を基準とする、②組織再編による保有株式の承継は、一定の場合を除き、上場株券等の「売買等」としてインサイダー取引規制の対象とする、③発行者以外の者が行う公開買付けについても、TDnetによる開示をインサイダー取引規制上の「公表措置」として容認する、といった内容を盛り込んでいる。
- 報告書の内容のうち、法律改正が必要とされる箇所については、2012年通常国会に金融商品取引法の改正法案として提出されることが見込まれている。

【目次】

はじめに	2
1. 純粋持株会社等に係る重要事実	3
(1) 「報告書」のポイント	3
(2) 問題の所在	4
(3) 対象となる「純粋持株会社等」の範囲	7
2. 企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係	8
(1) 「報告書」のポイント	8
(2) 組織再編による保有株式の承継	8
(3) 組織再編の対価としての自己株式の交付	12
3. 発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置	13
(1) 問題の所在	13
(2) 「報告書」の考え方	14
4. 今後の予定	15

はじめに

○2011年12月15日、金融審議会の「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（以下、インサイダーWG）は、報告書「企業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」（以下、「報告書」）を公表した¹。また、2012年1月27日開催の金融審議会総会・金融分科会合同会合にも報告が行われている。

○2011年3月から新委員の下で審議が再開された金融審議会では、政務三役から諮問された次の事項について、ワーキング・グループを設置して審議が行われてきた。

- 我が国金融業の中長期的な在り方についての検討
- 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（注）
- 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

（注）具体的には「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」などが含まれている。

（出所）2011年3月7日付諮問事項（金融庁ウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20110307/03.pdf））

○インサイダーWGの「報告書」は、このうち3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」に対応した制度の見直しを提言するものである。具体的には、次の内容が盛り込まれている。

- ① 純粋持株会社等に係る重要事実
- ② 企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係
- ③ 発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置

○このうち①と②は、いわゆる会社関係者等のインサイダー取引規制（内部者取引規制）に関するものである。そ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。

○つまり、①は純粋持株会社等における「重要事実」の取扱いに関する問題、②は組織再編に伴った株式等の移転などが「売買等」に該当するかという問題を取り上げたものである。

○③は、いわゆる公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制に関するものである。そ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167条1項）。

公開買付け等をする者の関係者（公開買付者等関係者）が、その職務、権利の行使、権限などにより、公開買付け等の実施（中止）に関する事実を知った場合、その事実が「**公表**」された後でなければ、その公開買付け等に係る株券等に係る買付け等（売付け等）をしてはならない。

¹ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20111215-1.html）に掲載されている。

○つまり、③は、どのような場合に、公開買付け等の実施（中止）に関する事実が「公表」されたのかという問題を取り上げたものである。

○以下、順を追ってインサイダーWGの提言の概要を紹介する。

1. 純粋持株会社等に係る重要事実

(1) 「報告書」のポイント

○インサイダーWGが、純粋持株会社等について取り上げているのは、インサイダー取引規制のトリガーとなる「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、子会社への訴訟の提起、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））

○ただし、これら①～⑧に該当すれば常に「重要事実」に該当し、インサイダー取引規制の対象となるというわけではなく、「投資者の投資判断に及ぼす影響」という観点から一定の基準が設けられているものがある。

○例えば、「①上場会社等の決定事実」、「②上場会社等の発生事実」の一部の事項については、「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。

○また、「③上場会社等の決算に関する事実」に関して、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」として一定の形式基準に該当すれば、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 3 号）。この形式基準のことを、通常、「重要基準」と呼んでいる。

○こうした軽微基準、重要基準は、一定の財務上の計数（純資産額、売上高など）に基づいて定められている。インサイダーWGは、これらの軽微基準、重要基準において用いられる計数を、純粹持株会社等については、**単体ベースではなく、連結ベースとすべきことを提言している。**

(2) 問題の所在

(a) 決定事実、発生事実の軽微基準

○まず、重要事実のうち、決定事実、発生事実における「軽微基準」について考えてみたい。

○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）

○上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、重要事実に該当する（金融商品取引法 166 条 2 項 5 号ハ）。ただし、その場合の軽微基準は、次の(A)又は(B)と定められている（取引規制府令 52 条 1 項 3 号）。

(A) 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

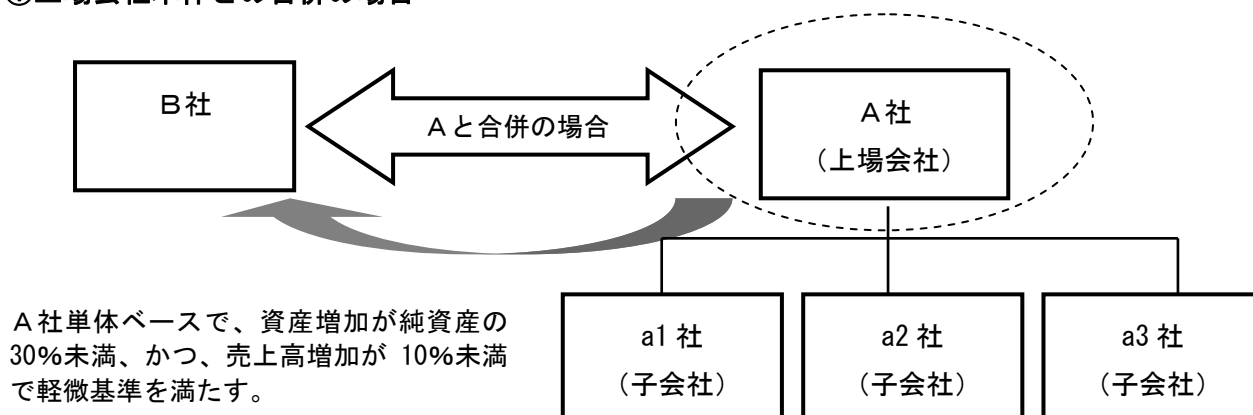
(B) 合併による**企業集団**（注）の資産の減少額が、**その企業集団**（注）の最近事業年度の末日における純資産額の 30%未満と見込まれ、かつ、合併予定日の属する事業年度及び翌事業年度の合併による**その企業集団**（注）の売上高の減少額が、**その企業集団**（注）の最近事業年度の売上高の 10%未満であると見込まれること

（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）。

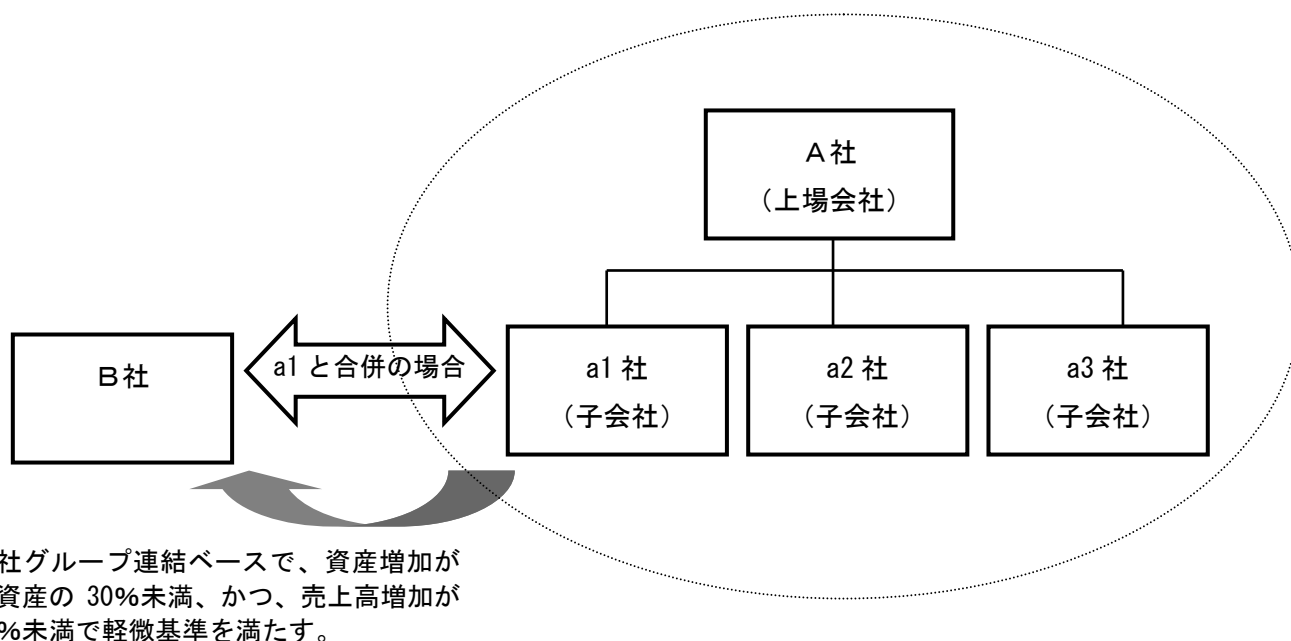
○つまり、軽微基準の指標となる「純資産額」や「売上高」は、原則、「企業集団」、即ち、連結ベースの数値として定められているのである。

図表 1 上場会社本体と子会社との軽微基準の違い

①上場会社本体との合併の場合



②子会社との合併の場合



(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○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」²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が指摘できる。

○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

² 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。

単体ベースの「純資産額」や「売上高」が基準となるため重要事実該当するが、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）には連結ベースの「純資産額」や「売上高」が基準となるため重要事実該当しないといったことが生じ得る。

- 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などであることが多い。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。
- 上場会社本体（単体ベース）とその子会社（連結ベース）とで、軽微基準の取扱いが異なるという問題は、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、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。
- こうした問題、指摘を踏まえて、インサイダーWGは、**純粋持株会社に関する軽微基準について、連結ベースでの決算数値を用いて判断すべき**との考え方を示している（前記(1)）。

(b) 決算に関する事実の重要基準

- 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）に関する重要基準についても、前記①と同様の問題が指摘できる。
- 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、それが、一定の基準（重要基準）に抵触すれば、「投資者の投資判断に及ぼす影響が重要」と判断される。現行法令の下では、具体的な重要基準は次のように定められている（金融商品取引法 166 条 2 項 3 号、取引規制府令 51 条）。

売上高（単体又は連結）	変動率が 10%以上
経常利益（単体又は連結）	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（単体又は連結）	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。ただ、「影響が重要」と判断されるのは、単体ベース、連結ベースのいずれか一方に抵触した場合である。つまり、上場会社本体の単体ベースでの売上高等の修正が一定以上であれば、連結ベースでの影響が小さいものであったとしても重要事実該当することとなる。
- 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、「一般的に、連結決算、連結グループ各社の事業展開やその結果としてのグループ全体の今後の見通し等であり、純粋持株会社の単体決算の状況についてはさほど関心が高くない」（「報告書」）とも指摘されている。
- こうした問題、指摘を踏まえて、インサイダーWGは、**純粋持株会社に関する業績の修正等の重要基準についても、連結ベースでの決算数値を用いて判断すべき**との考え方を示している（前記(1)）。
- ただし、「報告書」は、配当に関する修正等に関しては、「グループとしての株主への配当は純粋持株会社から行われるものであるため、引き続き、純粋持株会社の単体を基準とすることが適当」（「報告書」）と、単体ベースの基準を維持する考えが示されている。

(3) 対象となる「純粋持株会社等」の範囲

- インサイダー取引規制上の重要事実についての軽微基準・重要基準として連結ベースの計数を用いる対象となる会社について、インサイダーWGは、純粋持株会社のみではなく、「自らの固有事業が副次的なものに止まり、グループ会社からの収益に依存している会社（純粋持株会社に類する会社）」（「報告書」）も含めることとしている。これらの会社については、純粋持株会社と同様、投資者の投資判断が基本的に連結ベースでなされているとの判断に基づくものと考えられる。
- 具体的な基準として、インサイダーWGは、「上場会社等の単体の売上高のうち、グループ会社（関

係会社)からの収益(主として配当や経営指導料等)の占める割合」(「報告書」)が80%以上³となる会社を対象とすることを提言している。

2. 企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係

(1) 「報告書」のポイント

- インサイダーWGが、企業の組織再編について取り上げているのは、インサイダー取引規制により禁止される「売買等」の範囲に関する問題である。
- 即ち、未公表の重要事実を知った会社関係者が禁止されるのは、株券等の「売買」だけでなく、「その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引」も幅広く禁止される。
- これを前提に、合併などの組織再編に伴った株式等の移転などが果たして「売買等」に該当するかというのが、ここでの問題である。
- インサイダーWGは、この問題に関連して、次の2点を提言している。

①吸収合併等の組織再編による保有株式の承継は、事業譲渡の場合と同様、原則、株式の「売買等」に該当する。

②組織再編の対価としての自己株式の交付は、新株を対価とする場合と同様、株式の「売買等」に該当しない。

(2) 組織再編による保有株式の承継

(a) 問題の所在

- 企業同士のM&Aに伴って、特定の事業に関連して保有する取引先などの株式を(その事業とともに)相手方に移転させるケースがある。この場合における株式の移転が、インサイダー取引規制で禁じられる「売買等」に該当するか否かが問題となる。
- A社のX事業部門をB社がM&Aによって取得するに当たって、B社に引き継がれる資産の中に、取引先Y社(上場会社)の株式が含まれている場合を考えてみる(次頁の図表2)。
- B社がA社全部をそのまま合併(吸収合併)するケース(図表2①)は、A社の権利義務の全部が一括してB社に承継(包括承継)されることとなる⁴(会社法2条27号)。
- こうした権利義務を一括して承継させる行為は、有償で所有権を移転しているとはいえないことから、インサイダー取引規制上の「『売買等』に当たらず、(筆者注:インサイダー取引規制の)対象ではないと解されている」(「報告書」)。つまり、B社が、その吸収合併によってY社株式を

³ なお、「報告書」は、割合の算定に当たって、「上場会社等が製品・商品を製造しその子会社が販売会社である場合等があることを踏まえ、「グループ会社(関係会社)からの収益」からグループ会社への製品・商品売上高を除くこと」としている。

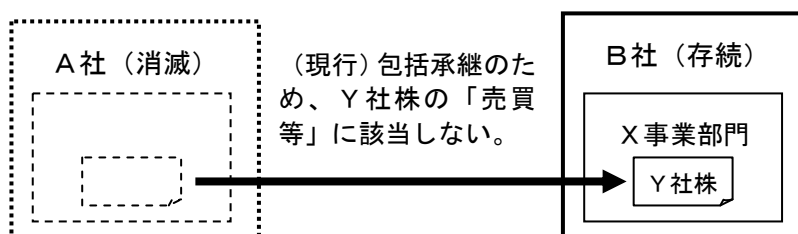
⁴ 江頭憲治郎「株式会社法 第3版」(2009年、有斐閣) p. 770。

取得しても、「売買等」には該当せず、（仮に、Y社に関する未公表の重要事実を知っていたとしても）インサイダー取引規制に抵触しないと解されている。

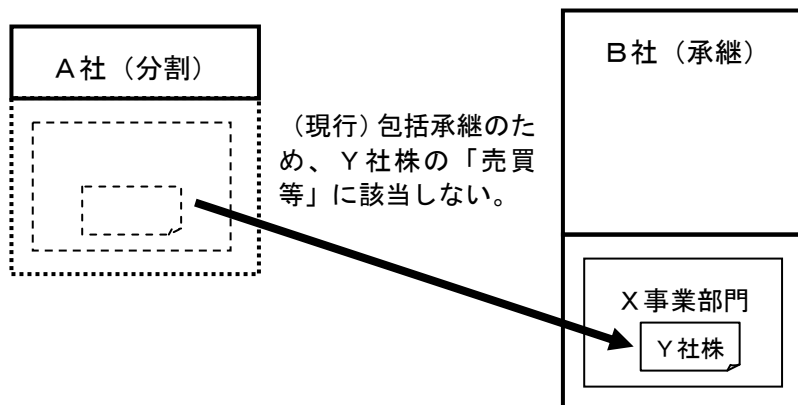
図表 2 組織再編に伴う保有株式の移転



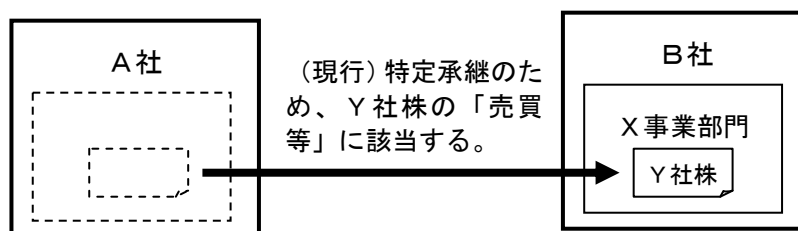
①合併（吸収合併）



②会社分割（吸収分割）



③事業譲渡



(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- A社がX事業部門を会社分割（吸収分割）してB社が承継するケース（図表2②）についても、B社は、分割契約の定めに従って、A社がX事業に関して有する権利義務の全部又は一部を包括承継することとされている（会社法2条29号）⁵。そのため、B社が、その吸収分割によってY社株式を取得しても、「売買等」には該当せず、（仮に、Y社に関する未公表の重要事実を知っていたとしても）インサイダー取引規制に抵触しないと解されている。
- それに対して、事業譲渡の場合（図表2③）、「個々の権利義務を承継させる行為（特定承継）であるため、『売買等』に当たり、インサイダー取引規制の規制対象である」（「報告書」と解されている。そのため、B社が、その事業譲渡によってY社株式を取得した場合、「売買等」に該当し、仮に、Y社に関する未公表の重要事実を知っているとすれば、インサイダー取引規制に抵触することとなる。
- このように組織再編に伴う保有株式の移動であっても、どの手続によって実施されるかによって、「売買等」に該当するか否か、即ち、インサイダー取引規制の対象となるか否かが異なってくることとなる。
- 特に、会社分割（吸収分割）については、「事業に関して有する権利義務の全部又は一部」として特定の資産（例えば、取引先の株式）のみを承継させることも、法令上は可能であり、事業譲渡に機能的に接近しているとの指摘もある⁶。確かに、図表2②の会社分割（吸収分割）と図表2③の事業譲渡は、A社の1事業部門をB社が買い取った際に、Y社株式も一緒に移転したという、ほぼ同じ経済実態があるにもかかわらず、その手続の相違によって、一方は「売買等」に該当せず、他方は「売買等」に該当するという違いが生じることになってしまう。

(b) 「報告書」の考え方

- 前述の問題を踏まえ、インサイダーWGは、「会社が組織再編により他の会社に承継させる資産に上場株券等が含まれる場合、当該承継は、特定承継・包括承継のいずれの手段であっても、上場株券等を他の会社に承継させる点で、上場株券等の取引としての性格をも有する」（「報告書」と指摘している。
- そして、**「事業譲渡による場合と同様に、合併や会社分割による上場株券等の承継についても、インサイダー取引規制の対象とすることが適当」**（「報告書」と結論付けている。
- なお、手続間の中立性という観点からは、いずれもインサイダー取引規制の対象とするという選択肢のほか、いずれもインサイダー取引規制の対象とはしないという選択肢も、理論上は、考えられることとなる。
- しかし、組織再編等の当事者である両社（A社、B社）にとって、移転する資産に含まれる株式の発行会社（Y社）に関する重要事実は、外部情報であって、必ずしも知り得る立場にはない。そのため、例えば、B社がY社の株価にプラスになる未公表の事実を知って、それを知らないA社から組織再編等を口実にY社株式を取得する、あるいは、逆に、A社がY社の株価にマイナスになる未

⁵ 江頭憲治郎「株式会社法 第3版」（2009年、有斐閣）pp. 839-840。

⁶ 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第3回）議事録（2011年10月5日）の神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授発言など参照

（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider/gijiroku/20111005.html）。

公表の事実を知って、それを知らないB社に組織再編等を口実に移転させる、といった行為が行われると「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがある」（「報告書」）ことから、いずれもインサイダー取引規制の対象とするとの判断がなされたものと考えられる⁷。

(c) 適用除外

○前記(b)の「報告書」の考え方をそのまま法制化すると、組織再編等により承継される資産に上場株式が含まれる場合、当事者が意図しない形でインサイダー取引規制に抵触するリスクが高まることとなり、その結果、M&A活動等に萎縮効果をもたらす可能性がある。

○こうした点を踏まえて、インサイダーWGは、「典型的にインサイダー取引に利用される危険性が低いと見込まれる」（「報告書」）ものについて、インサイダー取引規制の適用除外とすることを求めている。具体的には、次の類型が掲げられている。

- ①承継資産に占める上場株券等の割合が低い場合
- ②最終の取締役会決議後に重要事実を知った場合
- ③新設分割（共同新設分割を除く）による承継の場合

○①は、組織再編等における承継資産に占める上場株券等の割合が低ければ、そもそも「上場株券等の取引としての性格は必ずしも強くない」（「報告書」）との考えに基づくものであろう。

○具体的な要件（割合）については、承継資産に占める上場株券等の割合が「20%未満」の場合とすることが提言されている⁸。

○②は、組織再編等に関する契約締結について、最終的な取締役会の意思決定がなされた後に未公表の重要事実を知ったとしても、その組織再編等（及びそれに伴う株式の取得）は、重要事実とは無関係に実施されたと考えられることから、インサイダー取引規制の適用除外とするものであろう。

○③の、新設分割とは、会社はその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を、分割手続中で新たに設立する会社に承継させるものである（会社法2条30号、図表3）。

○複数の会社が共同して行う共同新設分割を除けば、新設分割は、通常、分社化によるグループ内再編の手続であると考えられる。

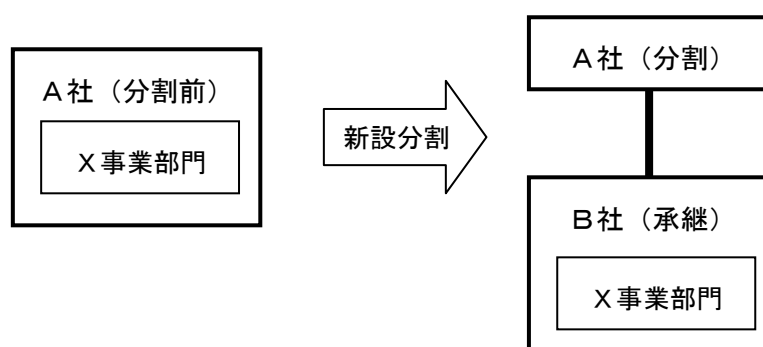
○そのため、「基本的に第三者との取引の性質を有しない」（「報告書」）と考えられることから、インサイダー取引規制の対象から除外されたものであろう⁹。

⁷ 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第3回）議事録（2011年10月5日）の黒沼悦郎早稲田大学大学院法務研究科教授発言など参照。

⁸ 「20%未満」の根拠としては、会社法上、株主総会の特別決議が不要とされる簡易組織再編手続の要件などが参考とされたようである。

⁹ 例えば、現物出資による100%子会社の設立も、新設分割と類似の機能・性格を有すると思われるが、その取扱いについて「報告書」は特に説明していない。

図表3 新設分割のイメージ



(注) 単独の会社分割で、いわゆる「人的分割」に該当しないケースを想定している。

(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

(3) 組織再編の対価としての自己株式の交付

(a) 問題の所在

- 合併や株式交換などの組織再編に伴い、対価として新株や自己株式が買収会社から被買収会社の株主に交付されることが多い。ここで問題となるのは、こうした組織再編に伴い新株や自己株式を交付する（あるいは交付を受ける）行為が、インサイダー取引規制上の「売買等」に該当するか否かという点である。
- まず、新株の交付については、有価証券の発行・原始取得と位置づけられることから、一般に、インサイダー取引規制上の「売買等」には該当しないと解されている¹⁰。
- それに対して、自己株式の交付については、自己株式の処分と位置づけられることから、一般に、インサイダー取引規制上の「売買等」に該当すると解されている¹¹。
- そのため、同じ組織再編であっても、対価として交付されるのが新株か自己株式かによって、インサイダー取引規制の適用の有無が異なるという問題のほか、そもそも組織再編における対価の交付を通常の株式の売買等と同列に扱うべきかという問題も指摘されている。

(b) 「報告書」の考え方

- 前記(a)の点を踏まえて、インサイダーWGは、「未公表の重要事実を利用した不公正な取引が行われる蓋然性は典型的に低い」（「報告書」）との理由から、（合併、株式交換などの）「対価として行う自己株式の交付及び交付された自己株式の取得については、新株発行を行う場合と同様に、インサイダー取引規制を適用しない」（同前）ことを提言している。

¹⁰ インサイダー取引規制実務研究会「インサイダー取引規制実務Q&A」（財経詳報社、1989年）pp.110-112、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.251など参照。

¹¹ 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.253など参照。なお、自己株式取得が「売買等」に該当することについては、金融商品取引法175条9項なども参照。

- もっとも、新株発行や自己株式処分に対するインサイダー取引規制の適用関係が問題となるのは、合併、株式交換などの組織再編に限られるものではない。また、そもそも新株発行や自己株式処分をインサイダー取引規制の対象とすべきか否かについて、立法論からも様々な議論がある¹²。
- そのため、インサイダーWGは「一般に新株発行と自己株式の交付に係るインサイダー取引規制の適用関係をどのように整理するかについては、その性質や利用実態の異同、他の規制との関係等を踏まえながら引き続き検討されるべき課題である」（「報告書」）として、更なる検討が必要であることを指摘している。

3. 発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置

(1) 問題の所在

- 前記1、2は、いわゆる会社関係者に対するインサイダー取引規制の問題であった。3で取り上げるのは、いわゆる公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制の問題である。具体的には、どのような場合に、公開買付け等の実施（中止）に関する事実が「公表」されたといえるのかという論点を取り上げたものである。
- 現行法令の下、会社関係者と公開買付者等関係者とで認められる公表措置の違いを整理すると図表4ようになる（金融商品取引法166条4項、同167条4項、金融商品取引法施行令30条）。なお、ここでは特定投資家向け有価証券（いわゆるプロ向け銘柄）は考慮していない。

図表4 現行法令下の会社関係者と公開買付者等関係者の公表措置の違い（注1）

会社関係者	公開買付者等関係者	
	自己株式公開買付けの場合	それ以外の場合
①会社の代表取締役・代表執行役・その委任を受けた者が、重要事実を所定の報道機関2以上に対して公開してから12時間が経過したこと	①会社の代表取締役・代表執行役・その委任を受けた者が、公開買付け等事実を所定の報道機関2以上に対して公開してから12時間が経過したこと	①同左
②取引所の規則で定めるところにより、重要事実を取引所に通知し、その取引所において公衆縦覧に供されること（注2）	②取引所の規則で定めるところにより、公開買付け等事実を取引所に通知し、その取引所において公衆縦覧に供されること（注2）	— （該当する規定なし）
③重要事実に関する事項が記載された有価証券報告書、臨時報告書などが公衆縦覧に供されること	③公開買付け等事実に関する事項が記載された公開買付届出書、公開買付撤回届出書などが公衆縦覧に供されること	②同左

（注1） 特定投資家向け有価証券については考慮していない。

（注2） 実務上は、TDnetを用いて公衆縦覧が行われている（東京証券取引所自主規制法人「こんぶらくんのインサイダー取引規制Q&A」（2009年）p.8など）。

（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

¹² 岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信「金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編」（有斐閣、2011年）pp.323-332など参照。

- つまり、2以上の報道機関に公開してから12時間経過すること（いわゆる12時間ルール）と法定開示書類の公衆縦覧については、いずれの場合においても「公表措置」として認められている。
- それに対して、TDnetを利用した取引所における公衆縦覧は、会社関係者に対するインサイダー取引規制においては認められている一方、公開買付者等関係者に対するインサイダー取引規制においては、自己株式取得のために実施する公開買付けの場合にのみ認められている。
- 言い換えれば、他社を買収するケースなどにおいては、TDnetは、公開買付け等事実を公表する方法としては認められないということになる。
- その理由としては、TDnetは、あくまでも上場会社が適時開示を行うためのシステムであることが挙げられる。即ち、他社に対して公開買付けを実施する者には、上場会社以外の者（例えば、ファンドなど）も含まれ得る。こうした上場会社以外の者は、TDnetを利用することはできず、仮に利用を認めたとしても、その内容の真実性について自主規制機関である取引所が管理することが難しいという問題があるとされている¹³。そのため、公開買付け等事実の公表は、TDnet以外の方法（いわゆる12時間ルールや、法定開示書類）を通じて、行うことを求めているというわけである。
- ところが、この規制は、上場会社以外の者が公開買付け等を行う場合だけではなく、（TDnetを利用可能な）上場会社が公開買付け等を行う場合にも適用されている。その結果、例えば、次のような点が指摘されている。
- ある上場会社が、他の会社に対して公開買付けを実施する場合、その上場会社は、取引所の規則に基づき、TDnetを通じて「公開買付けの開始に関するお知らせ」などの適時開示を行うこととなる。
- ところが、前述のように、他社を買収するケースでは、公開買付け等事実そのものの公表措置として、TDnetは認められていない。そのため、TDnetを通じた適時開示が行われたとしても、インサイダー取引規制上は、未だ公開買付け等事実そのものは公表されていないこととなってしまう。
- その結果、仮に、この時点で、買収者である上場会社が、アナリスト等へ公開買付け等に関する説明を行うと、説明を聞いたアナリスト等が「第一次情報受領者」に該当してインサイダー取引規制の対象となってしまうため（金融商品取引法167条3項）、「アナリスト等へ説明することができず、かえって会社の情報開示を妨げている」（「報告書」）とされている。

(2) 「報告書」の考え方

- 前記(a)の点を踏まえ、インサイダーWGは、上場会社が他の会社に対して公開買付けを行う場合と、上場会社以外の者（ファンドなど）が他の会社に対して公開買付けを行う場合に分けて、次のような提言を行っている。

(a) 上場会社による他の会社に対する公開買付け

- インサイダーWGは、上場会社が他の会社に対して公開買付けを行う場合については、TDnetを用

¹³ 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第4回）議事録（2011年11月4日）の増田金融庁市場機能強化室長発言など参照（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider/gijiroku/20111104.html）。

いた適時開示をインサイダー取引規制上の「公表措置として認めることが適当」（「報告書」）との考えを示している。

(b) 上場会社以外の者による他の会社に対する公開買付け

- 他方、上場会社以外の者（ファンドなど）については、そもそも TDnet を用いることができないため、これをインサイダー取引規制上の公表措置とすることはできない。
- 上場会社と上場会社以外の者について対応が分かれる点について、インサイダーWGは「インサイダー取引規制に関する公表措置は、当事者が利用可能な手段・方法で行うものであり、公開買付者が上場会社である場合と上場会社以外の者である場合で公表措置の利用範囲が異なることはやむを得ない」との考え方を示している。
- ただし、上場会社以外の者であっても、公開買付けの対象となる上場会社との合意の下、その上場会社が連名で TDnet を通じた適時開示を行うことは可能である¹⁴。
- このような連名での適時開示のケースについては、「通知を受ける金融商品取引所は、当該通知内容について当該上場会社を通じ一定の管理を行うこととなるため、公表内容の正確性は基本的に確保されるものと考えられる」（「報告書」）として、インサイダーWGは、インサイダー取引規制上の公表措置として認めることを提言している。

4. 今後の予定

- 金融庁は、「報告書」の提言事項のうち、前記2の「企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係」については法律改正、それ以外の事項については政令・内閣府令改正での対応を検討している模様である¹⁵。
- 今後、「報告書」の内容のうち、法律改正が必要とされる事項については、2012年通常国会に金融商品取引法の改正法案として提出されることが見込まれる。

¹⁴ この場合、適時開示を行ったのは、第一義的には、公開買付けの対象となった上場会社ということになるだろう。

¹⁵ 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第4回）議事録（2011年12月2日）の増田金融庁市場機能強化室長発言など参照（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider/gijiroku/20111202.html）。