

2012年4月20日 全8頁

M&Aを巡る

インサイダー規制の見直し

金融調査部 制度調査課
横山 淳

2012年金商法改正関連シリーズ

[要約]

- 2012年3月9日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出された。法案には、組織再編を巡るインサイダー取引規制の見直しが盛り込まれている。
- 具体的には、①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、②組織再編の対価としての自己株式交付はインサイダー取引規制の適用除外とするという内容である。
- インサイダー取引規制の見直しについては、公布日から1年以内の政令指定日から施行することが予定されている。

1. はじめに

○2012年3月9日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（以下、金商法改正法案という）が国会に提出された¹。これは、2011年12月にとりまとめられた金融審議会の「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）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」）²や、2012年2月に公表された「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」³などを踏まえて、金融商品取引法などの改正を行うものである。

○金商法改正法案の主なポイントをまとめると次のようになるだろう。

1. インサイダー取引規制の見直し
2. 課徴金制度の見直し
3. 「総合的な取引所」の実現に向けた制度整備
4. 店頭デリバティブ規制の整備

○本稿では、これらのうち「インサイダー取引規制の見直し」の概要を紹介する。

¹ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>) に掲載されている。

² 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。なお、拙稿「インサイダー取引規制見直しに向けたWG報告」（2012年2月9日付レポート）も参照 (<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12020901securities.html>)。

³ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120224-2.html>) 参照。

2. インサイダー取引規制の見直しのポイント

○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）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。

○金商法改正法案が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」の範囲にかかわる問題である。

○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。

○それでは、合併などの組織再編に伴って生じる株式等の承継や交付などが果たしてインサイダー取引規制で禁じられる「売買等」に該当するかというのが、ここでの問題である。

○金商法改正法案は、この問題について、次のような見直しを行うこととしている。これらは、いずれも 2011 年 12 月のインサイダーWG 報告書を踏まえたものである。

①組織再編による保有株式の承継

◇合併又は会社分割による保有株式等の承継も、インサイダー取引規制の対象の「売買等」（注）とする。

◇合併、会社分割、事業譲渡によって保有株式等が承継される場合であっても、承継資産に占めるその保有株式等の帳簿価額の割合が低い場合などは適用除外とする。

②自己株式の交付

◇合併等の対価としての自己株式交付を適用除外とする。

（注）この場合、その保有株式等の実質的な買付け（購入）と判断されるものと考えられる。

3. 組織再編による保有株式の承継

(1) 金商法改正法案の内容

○金商法改正法案は、インサイダー取引規制上の「売買等」の定義について、次のような改正を行うこととしている（金商法改正法案に基づく金融商品取引法 166 条 1 項）。

現行	改正案
……前略……当該上場会社等の特定有価証券等に係る 売買 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（以下この条において「 売買等 」という。）……以下、略……	……前略……当該上場会社等の特定有価証券等に係る 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（以下この条において「 売買等 」という。）……以下、略……

○これは、法律上、「合併若しくは分割（筆者注：会社分割のこと）による承継」も、インサイダー取引規制が禁じる「売買等」に該当することを明示するものである。

(2) 改正の背景

○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」に該当するか否かという問題が、今回の改正の背景にある。

○現行法の下では、合併や会社分割の場合は「売買等」に該当せず、インサイダー取引規制の対象とならないが、事業譲渡の場合は、「売買等」に該当し、インサイダー取引規制の対象となると解されている（後述(4)の図表2参照）。それは、合併や会社分割は、権利義務の全部が一括して承継（包括承継）されるのに対して、事業譲渡は、個々の権利義務を承継（特定承継）させるためだと説明されている⁴。その結果、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、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という問題が生じていた。

○こうした問題について、インサイダーWGは報告書の中で、**「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」**（インサイダーWG報告書p. 6）と提言していた。金商法改正法案は、この提言を受けたものといえるだろう。

(3) 適用除外

○前記(1)の改正がそのまま実施されると、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る。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は報告書の中で、「類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」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⁵。

○これを受けて、金商法改正法案は、インサイダー取引規制の適用除外を認める場合として、新たに次の類型を定めている（金商法改正法案に基づく金融商品取引法 166 条 6 項 8～10 号）。

- ①合併等（注1）における承継資産の帳簿価額に占める特定有価証券等の帳簿価額の割合が特に低い割合として内閣府令で定める割合未満であるとき
- ②合併等の契約（注2）の内容の決定についての取締役会決議が、合併等で承継される特定有価証券等の発行会社の業務等に関する（未公表の）重要事実を知る前にされた場合
- ③新設分割（共同新設分割を除く）により、新設分割設立会社に承継させる場合

（注1）合併、会社分割、事業の全部又は一部の譲渡・譲受けが対象とされている。

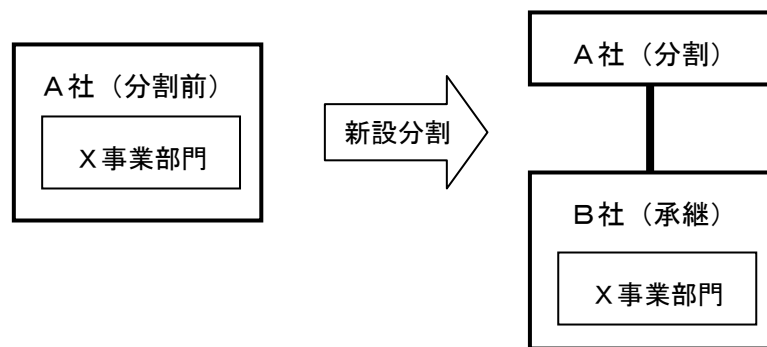
（注2）新設分割にあつては、新設分割計画。

⁴ インサイダーWG報告書 p. 5 参照。

⁵ インサイダーWG報告書 p. 6 参照。

- 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」（インサイダーWG報告書 pp. 6-7）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、内閣府令に委任されており、現時点では明らかではない。ただ、インサイダーWGでは、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た⁶。
- 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ケースである。この場合、その組織再編等（及びそれに伴う株式の取得）の意思決定は、重要事実とは無関係にな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、会社が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1）。

図表1 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）大和総研金融調査部制度調査課作成

- 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、新設分割により新設分割設立会社（図表1のB社）に上場株券等を承継させても、「基本的に第三者との取引の性質を有しない」（インサイダーWG報告書 p. 8）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。
- なお、これらと同様の適用除外事項は、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も設けられている（金商法改正法案に基づく金融商品取引法167条5項8～10号）。

⁶ インサイダーWG報告書 p. 7 参照。「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。

(4) 設例（改正によりどのように変わるか？）

- 以上の金商法改正法案の内容を踏まえて、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⁷（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、現行法の下では、インサイダー取引規制上の「『売買等』⁸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」（インサイダーWG報告書 p. 5）。つまり、B社が、その吸収合併によって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。
- 金融法改正法案の下では、合併による承継も「売買等」に該当することになる。そのため、B社が、その合併によってY社株式を承継した場合、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。ただし、B社が合併によりA社から承継する資産（承継資産）全体に占めるY社株式の割合が一定以下である場合などには、適用除外が認められる（前記(3)参照）。
- 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）⁹。従って、現行法の下では、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。
- 金融法改正法案の下では、会社分割（吸収分割）による承継も「売買等」に該当することになる。そのため、B社が、その会社分割によってY社株式を承継した場合、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。ただし、承継資産全体に占めるY社株式の割合が一定以下である場合などには、適用除外が認められる（前記(3)参照）。
- 事業譲渡の場合（図表2③）、現行法の下でも「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」（インサイダーWG報告書 p. 5）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、仮に、Y社に関する未公表の重要事実を知っていれば、インサイダー取引規制に抵触することとなる。
- 金商法改正法案の下でも、B社が、事業譲渡によってY社株式を取得した場合、「売買等」に該当する。仮に、B社がY社に関する未公表の重要事実を知っていれば、インサイダー取引規制に抵触することとなる点も同じである。ただし、承継資産全体に占めるY社株式の割合が一定以下である場合などには、新たに適用除外が認められることとなる（前記(3)参照）。

⁷ 江頭憲治郎「株式会社法 第3版」（2009年、有斐閣）p. 770。

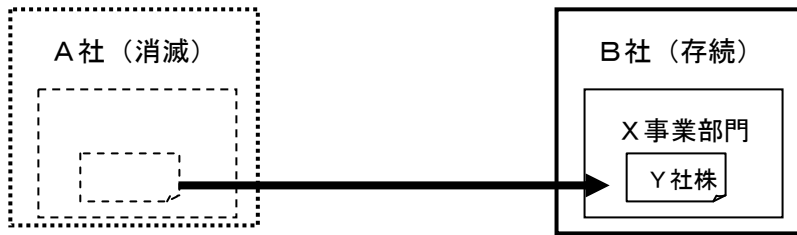
⁸ この設例では、Y社株式の買付け（購入）。

⁹ 江頭憲治郎「株式会社法 第3版」（2009年、有斐閣）pp. 839-840。

図表 2 組織再編に伴う保有株式の移転

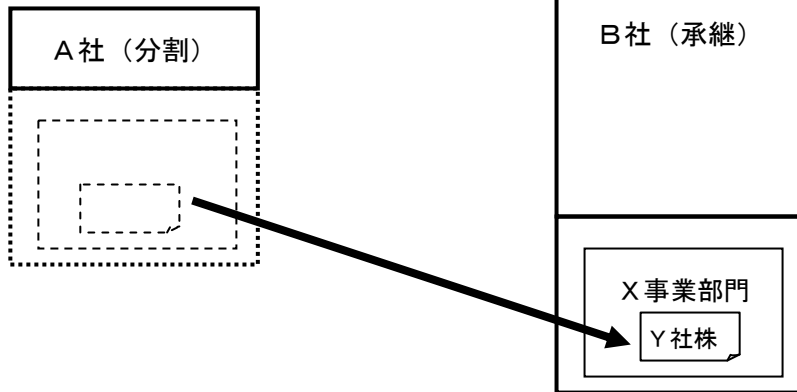


①合併（吸収合併）



(現行)
 ◇ Y社株の「売買等」に該当しない。
 ◇ インサイダー取引規制の適用対象外

②会社分割（吸収分割）



(改正案)
 ◇ Y社株の「売買等」に該当する。
 ◇ インサイダー取引規制の適用対象。
 ◇ 承継資産に占める割合が一定以下である場合などは適用除外

③事業譲渡



(現行)
 ◇ Y社株の「売買等」に該当する。
 ◇ インサイダー取引規制の適用対象

(改正案)
 ◇ Y社株の「売買等」に該当する。
 ◇ インサイダー取引規制の適用対象。
 ◇ 承継資産に占める割合が一定以下である場合などは適用除外

(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

4. 自己株式の交付

(1) 金商法改正法案の内容

- 金商法改正法案は、インサイダー取引規制の適用除外を認める場合として、新たに次の類型を定めている（金商法改正法案に基づく金融商品取引法 166 条 6 項 11 号）。

合併等（注）又は株式交換に際して、その当事者である上場会社等が有するその上場会社等の特定有価証券等を交付し、又はその特定有価証券等の交付を受ける場合

（注）合併、会社分割、事業の全部又は一部の譲渡・譲受けが対象とされている。

- つまり、合併などに際して、その対価として自己株式を交付したり、自己株式の交付を受けたりする場合は、インサイダー取引規制の適用除外とするものである。
- なお、同様の適用除外事項は、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も設けられている（金商法改正法案に基づく金融商品取引法 167 条 5 項 11 号）。

(2) 改正の背景

- 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問題が、今回の改正の背景にある。
- 現行法の下では、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が指摘されている。
- こうした問題を踏まえて、インサイダーWGは報告書の中で、「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」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」ことを提言していた¹²。金商法改正法案は、この提言を受けたものといえるだろう。

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。

¹² インサイダーWG報告書 p. 9 参照。

5. 今後、予定される見直し¹³

○2011年12月のインサイダーWG報告書は、この他にも次のようなインサイダー取引規制の見直しを提言していた。

- ◇純粋持株会社等に係る重要事実（重要事実該当しないための「軽微基準」は、単体ベースでなく、連結ベースの計数を基準とする）
- ◇発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置（TDnetによる開示を容認する）

○これらの事項については、今後、政令・内閣府令改正での対応を検討している模様である¹⁴。

6. 施行日

○金商法改正法案のうち、インサイダー取引規制の見直しについては、公布日から1年以内の政令指定日から施行することが予定されている（金商法改正法案附則1条2号）。

¹³ 拙稿「インサイダー取引規制見直しに向けたWG報告」（2012年2月9日付レポート）も参照
（<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/12020901securities.html>）。

¹⁴ 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）。