

## インサイダー取引規制の制度整備

～「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」の公表を受けて～

- I. はじめに
- II. 本報告書の概要
- III. その他平成 23 年の注目動向
- IV. おわりに

弁護士 藤津 康彦  
☎ 03-6212-8326  
✉ yasuhiko.fujitsu@mhmjapan.com

弁護士 石井 絵梨子  
☎ 03-6212-8346  
✉ eriko.ishii@mhmjapan.com

### I. はじめに

平成 23 年 12 月 15 日付で、金融審議会金融分科会のインサイダー取引規制に関するワーキング・グループから「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」(「本報告書」)が公表されました<sup>1</sup>。

本報告書では、①グループ経営が一般化してきている実態に、現状のインサイダー取引規制が必ずしも十分に対応していない部分があるという問題意識に立ち、純粋持株会社等に係る重要事実の判断基準の改正を提案し、また、②組織再編に際してどのような手段を用いるかによってインサイダー取引規制の適用関係に相違があるため、これを整理することを提案しています。これらの提案を踏まえ、金融庁は来年度に必要な法令改正を行うことが予想されます。

本稿では、本報告書の概要を解説するとともに、平成 23 年を振り返り、特に注目すべき市場規制の動向も取り上げております。

### II. 本報告書の概要

#### 1. 純粋持株会社等に係る重要事実

インサイダー取引規制は、上場会社等の会社関係者が、その職務等に関し、上場会社等の業務等に関する未公表の「重要事実」を知りながら、株券等の売買等を行うことを禁止しています。ここにいう「重要事実」とは、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影響を及ぼすものとされており、個別の事実及びバスケット条項が定められています。もっとも、重要事実として列挙された個別の事実が発生した場合であっても、投資判断への影響が軽微なものとして定める基準(「軽微基準」)に該当するものについては、規制の対象外とされています。また、重要事実の一つである売上高等の変動については、一定の基準(「重要基準」)を超す変動が生じた場合にのみ重要事実と該当するものとされています<sup>2</sup>。

現行法上、軽微基準については、上場会社単体の売上高及び純資産額等との対比で定められており、これらを連結ベースで判断する規制にはなっていません。一方で、重要基準については、原則として連結ベース・単体ベースのいずれかにおいて、基準を超す変動が生じていれば、重要事実と該当するものとされています。

この点、純粋持株会社は、事業を営む会社の株式を所有することを目的とする会社であり、その収益は子会社からの配当や経営指導料など、グループ会社からの収益に依存しています。そのため、純粋持株会社の投資者の主たる関心事は、純粋持株会社単体の決算状況ではなく連結グループ全体の状況にあるものと考えられます。また、純粋持株会社単体の売上高はグループ全体の規模に比して少額となるため、これを基に算定される軽微基準・重要基準の水準が一般の事業会社に比して低くなり、両者についてインサイダー取引規制が必ずしも中立的でないとの指摘があります。

以上から、本報告書では、純粋持株会社については、軽微基準・重要基準を判断するにあたり、原則として連結ベースの数値を用いるのが適当であるとされています。

また、本報告書においては、連結財務諸表を作成している事業会社一般についても軽微基準・重要基準を連結ベースの計数とすることは時期尚早と判断されましたが、純粋持株会社に類する会社、すなわち関係会社からの

<sup>1</sup> 金融庁ホームページ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20111215-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20111215-1.html))

<sup>2</sup> 金融商品取引法(「金商法」)166 条 2 項、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 50 条、51 条

収益依存度が 80%以上の会社については、純粋持株会社同様に、連結ベースの計数を用いることが適当とされています。

## 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) 組織再編による保有株式の承継

組織再編の一方の当事者が未公表の重要事実を知りながら、組織再編により上場株券等を承継させ、または承継した場合のインサイダー取引規制の適用関係について、現行のインサイダー取引規制は、上場株券等に係る「売買等」を対象としているため、以下の不均衡があるとの指摘がなされています。

すなわち、事業譲渡については、個々の権利義務を承継する行為(特定承継)であるため、「売買等」に該当し、インサイダー取引規制の対象となる一方で、合併等の組織再編行為については、権利義務を一括して承継させる行為(包括承継)であるため、「売買等」に該当せず、インサイダー取引規制の対象ではないと解されています。

本報告書では、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点で、このように特定承継と包括承継とを区分する必要性は必ずしも高くないとして、合併や会社分割による上場株券等の承継についても、事業譲渡による場合と同様に、インサイダー取引規制の対象とすることが適当であるとされています。

一方、①承継資産に占める上場株券等の割合が低い場合(具体的には、20%未満の場合)、②組織再編に係る最終の取締役会決議後に重要事実を知った場合、③分社化の機能を有する単独での新設分割による承継の場合については、典型的にインサイダー取引に利用される可能性が低いと見込まれることから、特定承継・包括承継のいずれであっても、適用除外とすべきとの提案がなされています。

### (2) 組織再編の対価としての自己株式の交付

組織再編の対価としての上場株券等の割当てに係るインサイダー取引規制の適用関係について、現行のインサイダー取引規制下では、新株発行によるときは「売買等」に当たらず規制対象とならない一方、自己株式の交付による場合は「売買等」に当たり規制対象となると解されています。

しかし、組織再編における対価としての新株発行や自己株式の割当てに関しては、①未公表の重要事実を利用して上場株券等の売買をして利益をあげようとする典型的なインサイダー取引とは異なること、②有価証券の売買等を行う市場取引とは関係性が高いとは考えられず、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を確保することを目的としたインサイダー取引規制の対象とする必要性も必ずしも高くないと考えられること、及び③組織再編においては、当事者間におけるデュー・ディリジェンスが行われて自己株式の価値が慎重に吟味されることが一般的と考えられ、さらに、原則として株主によるチェックを経て実施され、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考えられます。

そこで、本報告書では、組織再編の対価として行う自己株式の交付及びその取得については、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とすることが適当とされました。

なお、上記は、あくまで組織再編の局面に限定した検討であり、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一般的な適用関係の整理については、本報告書の検討対象外とされていることには留意が必要です。

## 3. 発行者以外の者が行う公開買付けに関する事実の公表措置

公開買付け等に関する事実(「公開買付け等事実」)の公表方法については、現行法上、①公開買付開始公告や公開買付届出書の公衆縦覧等がされたこと、②公開買付け等事実を 2 以上の報道機関に公開し、12 時間が経過したこと、③上場会社等が金融商品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金融商品取引所に通知し、当該金融商品取引所において公衆縦覧に供されたこと、の 3 つの方法が規定されています。このうち、③の方法については、TD ネットを通じた適時開示が想定されていますが、現行法上、これを利用できるのは発行者による公開買付けの場合に限定されており、発行者以外の者が行う場合についてはこの方法の利用は認められていません。しかし、実務上は、公開買付届出書の提出の前日には、取引所規則に基づいて公開買付けに関する決定事実及び賛同表明が公表されており、既に公にされている事実についてインサイダー取引規制に服する結果となっています。

本報告書においては、かかる不都合を解消するため、発行者以外が行う公開買付けについても、上記③の方法による公表を認めることを提案しています。また、公開買付者が上場会社以外の場合は、公開買付者自身が上記③の方法をとることはできませんが、公開買付対象となる上場会社との連名で上記③の方法をとる場合には、これを公表措置として認めることを提案しています。

## III. その他平成 23 年の注目動向

### 1. 市場のグローバル化への対応

市場規制に関連する本年の注目すべき動向として、グローバルな市場監視対応への取り組みがあげられます。本年 1 月 18 日に証券取引等監視委員会が公表した『『公正な市場の確立に向けて』～『市場の番人』としての今

後の取組み<sup>3</sup>においては、基本的な考え方の一つとして「市場のグローバル化への対応」が掲げられており、証券取引等監視委員会は、本年 8 月、クロスボーダー取引等を利用した不公正取引の実態解明を専門に担当する国際取引等調査室を設置し、国際的な市場監督に向けた体制構築に取り組んでいます。

具体的な成果としては、本年 9 月 15 日には、平成 18 年に日本航空の公募増資に際して香港のファンド運用会社が日本市場で行った一連の取引について、同委員会が香港の証券先物委員会と連携して調査を進めた結果、不適切な取引として香港当局から処分がなされました。証券取引等監視委員会によれば、問題とされた一連の取引の内容は以下のとおりです。同社が運用するファンドは、日本航空の公募増資が公表された後に、新規の募集に申し込んだ上、発行価格決定日に、①大引け直前の 15 分間に大量の引け成りの買い注文を発注し、その後それらを取り消し、②大引け前 5 分間に、日本航空株式の大量の空売りを行った（これらの空売りには直近公表価格以下での空売りを禁じる日本の証券取引法（当時）に違反するものも含まれていた。）とのことです。そして、同社が運用するファンドは、一連の空売りの決済日において、その約定分の約 7 割という大規模なフェイルを発生させ、その後、当該ファンドは公募株券等で当該フェイルの約 5 割を解消させているとのことです。

## 2. 証券取引等監視委員会による建議

証券取引等監視委員会は、本年 12 月 20 日、内閣総理大臣及び金融庁長官に対して、「『金融商品取引業者等』に該当しない者が、他人の計算において不公正取引を行い、対価を得ている場合においても、課徴金を課すことができるようにする必要がある」旨の建議を行いました<sup>4</sup>。

近年、クロスボーダー取引を通じた不公正取引に注目が集まっている背景には、平成 22 年に実施された公募増資において、公募増資発表の前から不自然な株価下落が続いたことがあげられます。これは、主に海外のファンドが、公募増資に係るインサイダー情報に基づいて、その公表の直前に多量の空売りを行ったことが影響しているのではないかと指摘もされているところです。しかし、現行法上、わが国の金商法上の「金融商品取引業者等」に該当しない海外のファンド運用会社が他者（ファンド）の計算において取引を行った場合は、刑事罰の適用の可能性はありうるものの、課徴金の対象とならないため<sup>5</sup>、上記のような不公正な取引を十分に抑止できていないおそれが指摘されていました。

建議では、このような規制の隙間を埋めることが想定されているものと思われます。「金融商品取引業者等」に該当しない海外のファンド運用会社のインサイダー取引が課徴金の対象となったとしても、日本の証券取引等監視委員会が直接かつ強制的に海外のファンド運用会社の調査をすることはできないため、実効性には課題があるとの指摘もありますが、課徴金対象となることによる抑止効果は期待できます。

## IV. おわりに

第一四半期に発生した震災の影響を受け、本年はわが国の資本市場にとっても極めて困難な年でした。わが国の資本市場の回復・発展のためには、市場の公正性・健全性の確保は必要不可欠の要素であるため、来年度の法令改正が過不足なく行われることを期待したいところです。

### 最近の法令改正等の状況

- 2011 年 11 月 4 日、金融庁より、「平成 23 年金融商品取引法等改正（1 年以内施行）に係る政令・内閣府令案等の公表について」が公表されました。ライツ・オファリングに係る開示制度等の整備等について手当てするものとなっております。意見募集期間は同年 12 月 5 日に終了しており、施行予定日は 2012 年 4 月 1 日とされております。
- 2011 年 12 月 1 日、公募増資に関連する空売り規制が施行されました。
- 2011 年 12 月 10 日、平成 24 年度税制改正大綱が閣議決定されました。
- 2011 年 12 月 14 日、法務省より、「会社法制の見直しに関する中間試案」が公表されました。現在、意見募集期間中です。

<sup>3</sup> 証券取引等監視委員会ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/sesc/whatnew.htm>)

<sup>4</sup> 証券取引等監視委員会ホームページ ([http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2011/2011/20111220-2.htm](http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2011/2011/20111220-2.htm))

<sup>5</sup> 金商法 175 条 1 項 3 号は、金融商品取引業者等が顧客等の計算においてインサイダー取引規制違反の取引を行った場合に、当該取引に関する手数料・報酬その他の対価の額として内閣府令で定める額を課徴金として賦課する旨を定めていますが、海外のファンド運用会社はここにいう「金融商品取引業者等」に該当しないため、課徴金を課すことができません。

## セミナー・文献情報

- セミナー 『IR プランナー講座上級コース「コンプライアンス」』  
開催日時 2012年1月19日(木)19:00~21:00  
講師 峯岸 健太郎  
主催 (株)アイ・アール ジャパン([http://www.ircareer.net/program\\_s.php](http://www.ircareer.net/program_s.php))
- 書籍 『エクイティ・ファイナンスの理論と実務』  
出版社 株式会社商事法務 2011年10月刊  
著者 鈴木 克昌、峯岸 健太郎、久保田 修平、根本 敏光、前谷 香介、田井中 克之、宮田 俊(共著)
- 書籍 『事例分析からみた上場会社法制の現状 -上場会社投資と資本政策-』  
出版社 株式会社商事法務 (別冊商事法務 No.364) 2011年12月15日刊  
著者 戸嶋 浩二(編著)、久保田 修平、峯岸 健太郎、佐藤 貴哉、松下 憲、本間 隆浩、李 政潤、豊田 百合子、邊 英基(以上共著)
- 論文 「危機対応 -不正会計問題への実務対応の概要-」  
掲載紙 会計・監査ジャーナル Vol.23 No.12 2011年12月号  
著者 藤津 康彦
- 論文 「インサイダー取引規制上の決定事実-神は細部に宿る-」  
掲載紙 金融法務事情 2011年11月25日刊  
著者 中村 聡

## News

## ➤ IFLR1000にて高い評価を得ました

IFLR1000 (2012 Edition) で、当事務所は他分野と同様に Capital Markets の分野でも上位グループにランキングされました。

Capital markets - debt and equity の分野における Leading Lawyers として、石黒 徹 弁護士、安部 健介 弁護士が選ばれました。



## ➤ Legal 500にて高い評価を得ました

The Legal 500 Asia Pacific 2012 にて、当事務所は他分野と同様に、Capital Markets の分野でも上位グループにランキングされました。

Capital Markets の分野における Leading Individuals として、石黒 徹 弁護士、鈴木 克昌 弁護士が選ばれました。



Capital Markets Bulletin 2011年第4号(通算第9号) [2011.12.28発行]

(当事務所に関するお問い合わせ)  
森・濱田松本法律事務所 広報担当  
mhm\_info@mhmjapan.com  
03-6212-8330

[www.mhmjapan.com](http://www.mhmjapan.com)