

## 論 点 メ モ ( 1 )

項 目	論 点	備 考
1. 背景・問題意識	<p>インサイダー取引規制は、インサイダー取引に関する社会的関心の高まりや、英米等における規制強化の動きを踏まえ、昭和 63 年の証券取引法改正により制定されたものである。</p> <p>その後、独占禁止法改正による持株会社の解禁や連結ベースのディスクロージャーへの移行、商法改正による金庫株解禁等に伴い、逐次、インサイダー取引規制に係る手当てが行われてきた。</p> <p>しかしながら、近年、企業の合併・再編が進み、一方、子会社や関連会社から構成されるグループ経営が一般化してきている実態を踏まえると、現行のインサイダー取引規制は、企業が円滑なグループ経営を行っていく上で、これに十分に対応した適切なものとなっていない部分があるのではないかと考えられる。</p> <p>こうした問題意識を踏まえ、以下の各論点について審議を行うものである。</p>	

<p>2. 純粋持株会社に 係る重要事実</p>	<p>1. はじめに</p> <p>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、当該上場会社等の株券等の売買等を行うことを禁止している。</p> <p>〔重要事実〕</p> <p>インサイダー取引規制において、規制の対象となる情報は、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき事実(重要事実)である。</p> <p>金融商品取引法(金商法)166条2項は、重要事実について、次の8類型を設けている。</p> <p>上場会社等の意思決定に係る事実  上場会社等の意思によらない事実  上場会社等又は上場会社等グループにおける決算情報変更に係る事実  ～ 以外の上場会社等の重要な事実であって、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの(バスケット条項)  子会社の意思決定に係る事実  子会社の意思によらない事実  上場子会社等における決算情報変更に係る事実  ～ 以外の子会社の重要な事実であって、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの(バスケット条項)</p>	
------------------------------	---	--

	<p>(軽微基準)</p> <p>上記 においては、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき性質の事実を列記する一方、当該事実該当する場合であっても、投資者の投資判断に及ぼす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、規制対象となる事実から除外することとしている。</p> <p>これは、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき性質の事実であっても、典型的にその影響が軽微と認められるものについては、それを知った会社関係者による株券等の売買等が行われても、証券市場の公正性及び健全性に対する投資者の信頼を損なうことが少ないことから、そのような取引を禁止するまでの必要性がないと考えられたことによるものと考えられる。</p> <p>現行制度では、軽微基準のうち、上場会社等に係る事実(上記 )に関するものは、上場会社等単体の売上高や純資産額等との対比で一定水準未満の影響しか生じない事実であれば、典型的に投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして定められている。</p> <p>一方、子会社に係る事実(上記 )に関する軽微基準は、連結ベースの売上高や純資産額等との対比で一定水準未満のものが定められている。</p>	<p>重要事実と軽微基準等の一覧(資料2 - 1)</p>
--	---	-------------------------------

〔重要基準〕

これに対し、決算情報変更に係る事実(上記 )については、売上高等の予想値等における差異が投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして定める基準(重要基準)に該当するものが重要事実該当することとされている。

これは、売上高等の予想値等に差異が生じることは当然のことであり、単に差異が生じたというだけでは投資者の投資判断に影響を及ぼすものではないと考えられたことによるものである。

現行制度では、重要基準(上記 )として、上場会社等単体の売上高、経常利益、純利益、剰余金の配当について数値基準が定められるとともに、連結グループでの売上高、経常利益、純利益についても数値基準が定められている。

	<p>2. 上場会社等が純粋持株会社の場合の軽微基準等について</p> <p>〔純粋持株会社の特徴〕</p> <p>いわゆる純粋持株会社については、必ずしも確立した定義はないが、例えば、事業を営む会社の株式を所有することを通じて、専ら当該事業会社の経営管理及びこれに附帯する事業を営む会社が考えられる。</p> <p>こうした純粋持株会社の収益は、自らの固有事業がないため、その子会社等が行う事業収益からの配当等、グループ会社からの収益に依存しているものと考えられる。</p> <p>また、グループ会社からの配当は、純粋持株会社の資金需要やグループ内の配当政策を勘案して決められるものであり、グループ会社からの配当等に依存した純粋持株会社単体の収益については、その企業グループ全体の経営成績とは関連性が低いという特徴がある。</p> <p>このため、純粋持株会社に対する投資者の主たる関心事項は、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、純粋持株会社単体の決算の状況については基本的に関心がないとの指摘がある。</p> <p>さらに、上記のような特徴から、純粋持株会社単体の売上高等</p>	<p>純粋持株会社等の財務の比較(資料2 - 2)</p>
--	--	-------------------------------

はグループ全体の規模に比して小さなものとなるため、同規模のグループにおける事業親会社の売上高等と比較すると、軽微基準等の水準が低く、必ずしも整合的ではないこととなっている。

(論点)

これらを踏まえると、上場会社等のうち純粋持株会社に係る事実については、典型的に投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微か否かの基準(重要か否かの基準)は、事業会社の場合と異なり、連結ベースの数値との対比で定めることが適当ではないか。

換言すると、純粋持株会社については、連結ベースの数値との対比で一定水準未満の影響しか生じない事実であれば、典型的に投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの(重要ではない)と考えることができるのではないか。

なお、決算情報変更に係る事実のうち、剰余金の配当に関するものは、連結グループとしての株主への配当が純粋持株会社から行われるものであるため、引き続き、純粋持株会社単体の基準とすることとなる。

(注) 連結ベースとする対象は、財務数値(売上高等)を基準とする軽微基準等。(例えば発行済株式数等を用いた軽微基準は現行を維持。)

	<p>3. 純粋持株会社以外の上場会社等に係る軽微基準等について</p> <p>(論点)</p> <p>純粋持株会社以外の上場会社等であっても、純粋持株会社と同様に、投資者の投資判断が基本的に連結ベースで行われる会社については、連結ベースの数値との対比で一定水準未滿の影響しが生じない事実であれば、軽微なもの(重要ではない)と考えることができるのではないか。</p> <p><b>連結ベースとする範囲(案)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金商法上の開示規制では、投資者は連結ベースの情報を重視しているとの考え方の下で連結中心の制度になっている。これを踏まえると、インサイダー取引規制においても、連結財務諸表提出会社については連結ベースの数値を用いることが考えられる。</li> <li>・ もっとも、金商法上の開示規制では、投資判断に当たっての有用な情報の一つとして単体の財務情報も開示対象となっており、インサイダー取引規制において、連結財務諸表提出会社全体に対して投資者が連結ベースの財務情報だけで投資判断を行っているとの割り切りを行うことが適当かとの問題がある。</li> </ul> <p>連結財務諸表提出会社であっても、グループにおいて重要な事業を自ら行っているものもあり、こうした会社については、上場会社等単体の財務情報が重要性を有する場合もあるのではな</p>	<p>純粋持株会社以外の上場会社等に係る線引き(資料2 - 3)</p>
--	--	--------------------------------------

	<p>いか。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>また、インサイダー取引規制は、重要事実を上場会社等に関するものと子会社に関するものとに分けて定めており、重要事実に関する軽微基準等のみを全般的に連結ベースとすることが整合的かとの問題もある。</li> </ul> <p><b>連結ベースとする範囲(案)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>他方、上場会社等が、自らも事業を行っていたとしても、そのウェイトが小さいものにとどまり、主として、グループ会社からの配当や経営指導料等、グループ会社からの収益に依存している場合には、当該上場会社等に対する投資家は、そのグループ会社の営む事業に着目した投資判断を行うものと考えられるのではないか。</li> </ul> <p>こうした上場会社等については、軽微基準や重要基準について連結ベースの数値を用いることが考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>この場合、グループ会社からの収益に依存しているか否かの基準としては、上場会社等単体の売上高のうち、グループ会社からの収益が一定割合以上の場合とすることが考えられるが、どうか。</li> </ul>	<p>独禁法上の持株会社等及び日経 225 構成銘柄の上場会社の計数(資料2 - 4、2 - 5)</p> <p>(注) なお、連結ベースの数値を用いる対象会社に該当するか否かが、年度毎で頻繁に変動することは法的安定性の観点から好ましくないため、複数年度の平均値を用いることが考えられる。</p> <p>(注) 上場会社等がメーカーで、子会社が販売</p>
--	---	--



		<p>会社のようなケースでは、子会社への販売収益が上場会社等の売上高の大半を占めることもある。</p> <p>このため、グループ会社からの収益のうち、グループ会社への製品・商品売上高を除くこととすることが考えられる。</p>
--	--	--

<p>3. 企業の組織再編に係る規制の適用関係</p>	<p>1. はじめに</p> <p>会社が組織再編を行うに当たっては、事業譲渡や合併、会社分割、株式交換・株式移転が主要な法的手段となる。</p> <p>これらの行為については、会社法上、会社の基礎的変更として、原則として株主総会の特別決議を要することとされている。また、反対株主には株式買取請求権が認められ、多くの場合について、事前・事後の開示や無効の訴えの制度等の特別の規整が設けられている。</p> <p>一方、現行のインサイダー取引規制においては、会社が行うこれらの組織再編行為について、次のような適用関係となっており、組織再編に際してどのような法的手段を用いるかによって相違が生じている(中立的でない)ため、会社が円滑に組織再編を行う上で支障になり得るとの指摘がある。</p> <p>[中立的でない具体的な規制内容]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 事業譲渡のような個々の権利義務を承継する行為(特定承継)は規制対象とされる一方、合併や会社分割のような権利義務を一括して承継する行為(包括承継)は規制対象にならないと考えられている。</li> </ul> <p>下記「2. 組織再編による保有株式の承継について」の論点</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ また、組織再編の対価として上場株券等を割り当てる場合に</li> </ul>	<p>(参考)インサイダー取引規制の対象は、上場株券等に係る「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け」(金商法166条1項)であり、これは、上場株券等に</p>
-----------------------------	---	---

	<p>は、新株発行とこれに対応する株式の原始取得は規制対象にならない一方、自己株式の交付とこれに対応する株式の承継取得は規制対象になるものと考えられている。</p> <p>下記「3. 組織再編の対価としての新株発行と自己株式の交付について」の論点</p>	<p>ついて有償で所有権を移転することと解されている。</p>
--	---	---------------------------------

	<p>2. 組織再編による保有株式の承継について</p> <p>〔上場株券等の承継の特性等〕</p> <p>会社がその資産として保有する上場株券等を他の会社に承継することは、特定承継・包括承継のいずれも、実質的に上場株券等の取引としての側面を有すると考えられる。</p> <p>また、会社が保有する上場株券等の発行者に関する情報は、当該会社にとって外部情報に属するものであり、当該会社が組織再編の相手方にその情報を積極的に伝えなければ、組織再編の相手方がそれを把握することは難しいものと考えられる。</p> <p>〔論点〕</p> <p>そうした中で上場株券等の発行者に関する重要事実(外部情報)を知りながら上場株券等を承継させ、又はした場合には、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のではないか。</p> <p>このため、特定承継のみならず、合併や会社分割のような包括承継による上場株券等の移転についても、インサイダー取引規制の対象とすることで中立的な規制とすることが考えられるのではないか。</p> <p>〔適用除外〕</p> <p>もっとも、典型的に不公正取引に利用される危険性が低いもの</p>	<p>保有株式等の承継に関する見直し(資料2 - 6)</p>
--	---	---------------------------------

については、インサイダー取引規制の適用を除外することが考えられるのではないか。かかる場合としては、例えば、次の3つのケースが考えられる。

重要事実を知っていても承継資産に占める上場株券等の割合が軽微な場合には、

- ・ 承継対価全体に与える影響は小さく、
- ・ インサイダー取引のために組織再編を行うにはコストが過大であり、インセンティブに乏しい

と考えられるため、不公正取引に利用される危険性は典型的に低いと考えられるのではないか。

重要事実を知る前に締結した契約に基づき承継を行う場合には、重要事実を知ったことと無関係に行う取引であるため、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ことはないと考えられるのではないか。

新設分割は分社化の機能を有するものであり、基本的に第三者との取引の性質を有しないため、インサイダー取引規制を適用する必要性は低いのではないかと考えられるか。

上記 ~ の他に、適用除外することが適当と考えられるケースはあるか。

	<p>3. 組織再編の対価としての新株発行と自己株式の交付について</p> <p>〔新株発行と自己株式の交付に関する金商法・会社法の取扱い〕</p> <p>会社法上、自己株式の交付は新株発行と同じ手続によることとされており、金商法上の開示規制においても、自己株式の交付は新株発行と同じ規制に服することとされている。</p> <p>これに対し、インサイダー取引規制においては、これらと異なり、新株を発行する場合と自己株式を交付する場合で規制の適用関係が異なっている。その在り方については、金商法の他の規制との関係等も踏まえながら検討を行っていくべき課題である。</p> <p>〔論点〕</p> <p>会社が組織再編を行う際に、その対価として新株発行や自己株式の交付を行う場合については、下記のような組織再編の特性等に鑑み、いずれもインサイダー取引規制の適用除外とすることで中立的な規制とすることが考えられるのではないか。</p> <p>〔組織再編の特性等〕</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 組織再編に際しては、市場取引と異なり、組織再編当事者においてデューデリジェンスが行われ、会社の事業や資産負債の状況(内部情報)について精査されるなど、対価の相当性について慎重に吟味される。</li> </ul>	<p>新株発行と自己株式の交付の手続の概要(公開会社)(資料2 - 7)</p> <p>新株発行と自己株式交付に関する見直し(資料2 - 8)</p>
--	--	---

- ・ また、組織再編行為は原則として株主によるチェックを経て実施されることとなる。

これらを踏まえると、未公表の重要事実(内部情報)を利用したり、それに基づいた不公正な取引が行われたりする蓋然性は典型的に低いのではないか。

- ・ さらに、組織再編は、会社間において行われる組織上の行為であり、仮に組織再編の対価の決定プロセスに不正があったとしても、組織再編当事者間の問題(損害賠償等)であって、有価証券の売買等を行う市場取引とは関係性が低いものと考えられる。

このため、仮に組織再編の対価の決定プロセスに不正があったとしても、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は典型的に低いのではないか。