

## 論点メモ ( 2 )

項 目	論 点	備 考
1. 純粋持株会社等に 係る重要事実	<p>[前回の論点メモ等の概要]</p> <p>純粋持株会社、及び、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と考えられる会社については、連結ベースの数値との対比で軽微基準及び重要基準を定めることが適当である。</p> <p>連結ベースにより軽微基準及び重要基準を定めるべき会社の範囲については、次の2案が考えられる。</p> <p><input type="checkbox"/>案 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。</p> <p><input type="checkbox"/>案 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(製品・商品売上高を除く。主として配当や経営管理料等)が一定割合以上の会社については連結ベースの数値を用いる。</p>	

〔案（連結財務諸表提出会社とする案）について〕

案（連結財務諸表提出会社とする案）については、金商法の開示規制が連結中心の制度になっていることと整合的ではあるが、一方で、次のような問題があるのではないか。

- ・ 金商法の開示規制は、連結中心の制度となっているものの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についても開示対象としている。
- ・ 実務においても、「持株会社化などによって、親会社情報の意味が乏しくなっている」との指摘がなされる一方、信用リスク分析等における個別財務諸表の重要性に関する指摘もなされているところである。
- ・ また、上場会社の約9割（日経 225 構成銘柄の上場会社であれば全社）は連結財務諸表提出会社であり、これらの会社について軽微基準等を連結ベースとすると、軽微基準等の水準が全般的に上昇（日経 225 構成銘柄の上場会社平均で2倍の水準）することとなる。  
軽微基準等の水準を全般的かつ大幅に緩和することは、投資者の投資判断に影響を及ぼす事実が重要事実から漏れてしまうおそれがないと言い切れるか。

（社）日本証券アナリスト協会の意見書「個別財務諸表等の開示について」（2010年3月19日公表）。  
日経 225 構成銘柄の上場会社の計数（連結/単体倍率）（資料2）

	<p>・ さらに、上場会社には、その関係会社からの収益にほとんど依存せず、自ら事業を行っているものやグループの中で特に重要な事業を行っているものも多い。</p> <p>こうした上場会社の株券等の価値を最終的に担保するのは、基本的に、当該上場会社が行っている事業からの収益及びそれに基づく内部留保であるため、当該上場会社において、その事業に大きなインパクトを与えるような事実が生じた場合に、連結ベースでの影響が限定的であれば、投資者の投資判断に影響を及ぼす影響が軽微であると割り切ることが適当か。</p> <p>〔案（売上高のうち、関係会社からの収益が一定割合以上の会社とする案）について〕</p> <p>案（売上高のうち、関係会社からの収益が一定割合以上の会社とする案）については、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>) 計算が複雑となるのではないか</li> <li>) 連結ベースの対象に該当するか否かが、年度毎で頻繁に変動するのではないか</li> </ul> <p>といった指摘がある。</p> <p>しかしながら、これらの指摘については次のように考えられるのではないか。</p>	<p>例えば、事業会社であって、連結・単体の売上高の比が5倍超となるような上場会社であれば、上場会社単体に、その事業収益が半減するような事実が生じても、重要事実に当たらないこととなる。</p>
--	--	--

	<p>)計算が複雑となるか否か</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 連結ベースの軽微基準等を用いるか否かについては、直近の事業年度の計数に基づき判断することとなるため、基本的に年1回判定すればよいものと考えられる。</li> <li>・ 算定方法については、上場会社等の売上高や、それに占める関係会社からの売上高は、決算手続の過程で容易に算出し得る計数であり、過重な負担を求めることにならないのではないか。</li> </ul> <p>)年度毎で頻繁に変動するか</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 上場会社の売上高のうち、製品売上高・商品売上高を除外した関係会社からの収益の割合(以下「収益依存度」という。)については、特にその割合が高い会社をみると、年度毎に大きく変動するようなケースはあまり生じていない。</li> </ul> <p>) ) )ともに、一定の数値基準(例えば軽微基準)を用いるものについては、定期的な再計算や数値の変動が通常生じ得るものであり、本件に特有の問題ではないのではないか。</p> <p>これらを踏まえると、案(売上高のうち、関係会社からの収益が一定割合以上の会社とする案)とすることが適当ではないか。</p>	<p>連結ベースの軽微基準等を用いる基準(収益依存度基準)の計算(資料3)</p> <p>日経 225 構成銘柄の上場会社の計数(関係会社からの売上高)(資料4)</p> <p>収益依存度が高い会社では、ほぼ数%以内の変動しか生じていない。但し、10%を超える変動が生じている会社も一部ある。</p>
--	---	--

〔案 による場合の具体的な収益依存度の水準〕

売上高に基づく軽微基準や重要基準は、いずれも、その 10%を基準としている。これは、売上高の 10%未満しか影響のない事実であれば、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微(又は重要でない)と考えられていることによるものである。

日経 225 構成銘柄の上場会社について、製品売上高・商品売上高を除外した関係会社からの収益依存度をみると、持株会社形態をとる会社は概ね 90%以上の層に分布しているが、一部には 80%から 90%の層にある会社もある。なお、これらの上場会社における年度毎の収益依存度の変動はほぼ数%以内に収まっている。

これらの上場会社について、関係会社からの売上げとその他の売上げを比較すると、関係会社からの売上げは配当や経営管理料等となっている一方、その他の売上げは不動産賃貸収入といった副次的なものが多い。

このため、両者の売上げのうち関係会社からのものが、性質的に投資者の投資判断にとって重要なものとなっている。

これらを踏まえると、軽微基準等を連結ベースとすべき関係会社からの収益依存度の水準は 80%以上とすることが適当ではないか。

例えば、売上高の新たな予想値又は決算の数値が、公表された直近の予想値から 10%以上増減する場合は重要なものとなる。

日経 225 構成銘柄の上場会社における関係会社からの売上高の割合(資料5)

これに加え、年度毎の変動を緩和するため、2事業年度の収益依存度の平均値を用いることも考えられる。

但し、現行の軽微基準等においては複数年度の数値の平均値を用いることは行っておらず、また、一般に数値基準を用いるものについては変動が生じ得るものであることを踏まえると、本件について特に平均値を用いる実務上の必要性はあるか。

2. 組織再編による  
保有株式の承継

〔前回の論点メモ等の概要〕

事業譲渡のような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適当である。

もっとも、以下のケースについては、インサイダー取引規制の適用を除外することが適当である。

- ・承継資産に占める上場株券等の割合が軽微な場合 【論点】
- ・重要事実を知る前の決定に基づき承継を行う場合 【論点】
- ・新設分割を行う場合(共同新設分割を除く)

【論点】承継資産に占める上場株券等の割合をどのように定めるか。

〔論点〕

以下の考え方に基づき、承継資産に占める対象株券等の割合が20%未満の場合には、証券取引としての性質が乏しく、インサイダー取引に利用される危険性が典型的に低いと考えられるのではないか。

	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 会社法上、組織再編行為は会社の基礎的変更に当たるため、原則として株主総会の特別決議が必要とされている。その一方、事業譲渡や会社分割による承継資産が総資産の 20%を超えない場合には、譲渡会社や分割会社における株主総会決議は不要とされている(簡易手続)。</li> </ul> <p>これは、組織再編を行おうとする会社にとってインパクトが小さく、基礎的変更とは言えない組織再編については、株主総会決議を要求する必要性が乏しいためである。この考え方を敷衍すると、組織再編による承継資産のうち 20%を超えないものについては、全体の承継資産にとって重要性が低いと考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 承継資産の大宗(8割以上)が対象株券等以外の場合には、仮に当該株券等の発行会社の株価に大きな影響を与えるような重要事実が生じていたとしても、承継対価全体に与える影響は小さい。</li> </ul> <p>(注)承継資産の大宗が対象株券等以外の場合、例えば、当該株券等の価値が半減するような事象が生じても、承継資産全体の価値には 10%程度の影響も及ぼさない。</p>	<p>事業譲渡では、譲渡資産が総資産の 20%を超えない場合、譲渡会社の株主総会決議は不要(会社法 467 条 1 項 1 号)。</p> <p>会社分割でも、承継資産が総資産の 20%を超えない場合、分割会社の株主総会決議は不要(同法 784 条 3 項)。</p> <p>(参考)一般に、新株発行において、払込金額が公正な発行価格(時価)より 10%程度低くても「特に有利」なものとはいえないと解されている。</p>
--	--	--



〔事業譲渡・会社分割と合併との場合で基準を分けることについて〕

事業譲渡や会社分割は、必ずしも合併のように会社の資産の全部を承継するものではないため、承継対象となる資産を選択する余地はあるが、次の点を踏まえると、対象資産の選択の可否に基づいて規制の適用関係を区別することは不適當ではないか。

- ・ 事業譲渡や会社分割による承継資産が多くなればなるほど、合併に近い性質を有することとなる。このように事業譲渡等であっても、承継資産の内容によって、合併に近い性質のものや、そうでないものがあり得るため、一律に合併とは異なる基準を設けることは適當ではない。
- ・ また、合併であっても承継資産に占める上場株券等の割合が一定以上を占める場合には、全体として、証券取引としての性質を帯び得ることは、事業譲渡等の場合と同様である。
- ・ さらに、合併であっても、例えば、事前に資産の一部を他の会社に移した上で合併を行うことによって、選択的に資産を承継することは可能である。

事業譲渡とは、事業の全部又は重要な一部の譲渡(会社法 467 条)。  
会社分割とは、事業に関して有する権利義務の全部又は一部の承継(会社法 2 条)。

	<p>【論点】どの時点において重要事実を知る前であれば、適用除外とするか。</p> <p>〔重要事実を知る前の契約について〕</p> <p>インサイダー取引規制は、未公表の重要事実を知って売買等を行うことを禁止している。その既遂時期については、「売買等の契約が成立することにより既遂」となり、「現実に株券や代金を受領したり引き渡したりすることまでは要しない」と解されている。</p> <p>組織再編に関しては、会社の資産を承継する取引は合併契約等の締結によって成立し、株主総会の承認を経て、効力発生日に組織再編が実施されることとなる。このため、インサイダー取引規制違反となるのは、会社関係者が未公表の重要事実を知って合併契約等を締結する行為である。</p> <p>したがって、重要事実を知る前に締結した合併契約等に基づき承継を行うことは、重要事実を知らないで売買等を行ったこととなるため、インサイダー取引規制の構成要件に該当しないこととなる。</p>	<p>(参考) 現行のいわゆる「知る前契約」に係る適用除外規定は、未公表の重要事実を知る前に締結した契約の履行として、別途の売買等をする場合を適用除外するもの。</p>
--	---	--

〔重要事実を知る前の取締役会決議について〕

一方、未公表の重要事実を知る前の取締役会において、合併契約等の決定(承継対価が決定されるもの)がなされていれば、その後、契約締結までの間に会社関係者が未公表の重要事実を知ったとしても、重要事実を知ったこととは無関係に株券等の承継が行われることになるため、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。

さらに、組織再編は、組織再編当事者間において長期間の交渉やデューデリジェンス等を積み重ねた上で合意に至ることを踏まえると、取締役会で合併契約等の決定(承継対価の決定)がなされた後においてもインサイダー取引規制を適用するならば、むしろ円滑な組織再編に支障を生じさせることにもなりかねない。

これらを踏まえると、未公表の重要事実を知る前に行われた、合併契約等を決定する最終の取締役会決議(承継対価が決定)に基づいて組織再編行為を行う場合には、インサイダー取引規制を適用除外することが適当ではないか。

なお、合併等を行う場合、組織再編の当事者となる会社においては、基本的に取締役会決議が行われることとなる。取締役会決議が行われれば議事録が作成されるため、事後的に決議の有無等をチェックすることが可能となる。

<p>3. 発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置</p>	<p>〔はじめに〕</p> <p>インサイダー取引規制には、次の2種類がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 会社関係者によるインサイダー取引規制(166条) 上場会社等の会社関係者が、その職務等に関し、<u>未公表の重要事実</u>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。</li> <li>・ 公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制(167条) 公開買付者等の関係者が、その職務等に関し、<u>未公表の公開買付け等事実</u>を知りながら、当該公開買付け等に係る株券等の売買等を行うことを禁止。</li> </ul> <p>〔重要事実等の公表措置〕</p> <p>現行制度では、重要事実や公開買付け等事実の公表措置として次の3つの方法が設けられている。</p> <p>重要事実等が記載された法定開示書類(有価証券届出書、公開買付届出書等)が公衆縦覧されたこと</p> <p>重要事実等を2以上の報道機関に公開し、12時間が経過したこと</p> <p>上場会社等が、取引所の規則で定めるところにより、重要事実等を取引所に通知し、当該取引所において公衆縦覧されたこと</p>	<p>「公開買付け等」には、</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>) <u>発行者以外の者</u>による株券等の公開買付け</li> <li>) )に準ずる買集め行為</li> <li>) <u>発行者</u>による上場株券等の公開買付け</li> </ul> <p>の3種類がある。</p> <p>実務上、東京証券取引所の適時開示情報伝達システム(TDnet)により公衆縦覧が行われている。</p>
-----------------------------------	---	---



がある。

〔【論点1】上場会社による他社株 TOB について〕

公開買付者が上場会社である場合には、取引所の規則に基づき取引所に通知することができるため、以下の理由により、これを公表措置として認めることが適当ではないか。

➤ インサイダー取引規制に係る公表措置は、一般投資家が会社関係者等と対等な立場により投資判断し得るだけの事実が公表されたものとして、売買等の禁止を解除するものである。

その公表方法については、一般投資家と会社関係者等との間で、情報の非対称性が解消されたと看做し得る周知性があるか否かに基づいて判断されるべきものである。

この点、取引所の規則に定めるところによる通知・公衆縦覧は、投資者に公平・平等に情報が開示されるものとして、重要事実等の公表措置として認められている以上、他社株 TOB の場合についても、これらと同様に周知性があるものとして取り扱うことが整合的である。

➤ なお、公表は、当事者が利用可能な手段・方法で行うものであり、公開買付けを行う上場会社と非上場会社との間で公表措置の利用範囲が異なっても、問題ないものと考えられる。

〔【論点2】非上場会社による他社株 TOB について〕

非上場会社による他社株 TOB についても、当該非上場会社が、取引所の規則で定めるところにより取引所にその事実を通知し、公衆縦覧された場合には、周知性があるものとして、インサイダー取引規制の公表措置として認める余地があるのではないか。

もっとも、非上場会社は取引所の自主規制の対象ではないため、通知内容の真実性等について十分に管理することができないことになり得る。

この点、公開買付対象者となる上場会社との連名により、非上場会社が他社株 TOB を公表する場合であれば、当該上場会社に対する取引所の管理を通じ、事実上、通知内容について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のではないか。

なお、実務においては、公開買付対象者である上場会社が TOB の賛否を表明するに際し、公開買付者のプレスリリースを添付するケースもあるが、プレスリリースの添付では、公開買付者によって公開買付け等事実が公表されたと考えることはできないため、公表措置として認めることは不適當ではないか。

虚偽の公表を行った場合、その態様によっては風説の流布に該当する場合もあり得る。

なお、インサイダー取引規制は、重要事実等の公表を義務付けるものではなく、適正な内容の公

		<p>表措置がとられることを直接の目的とするものではない。</p> <p>現に、報道機関への公開による公表措置については、その内容に関する真実性を担保する措置は設けられていない。</p>
--	--	---