

近時のインサイダー取引規制の動向

- I. はじめに
- II. 村上ファンド事件最高裁決定
- III. 近時の課徴金納付命令事例
- IV. 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」
- V. 公募増資とインサイダー取引、空売り規制
- VI. おわりに

弁護士 安部 健介
☎ 03-6212-8323
✉ kensuke.ambe@mhmjapan.com

弁護士 井上 淳
☎ 03-6266-8566
✉ atsushi.inoue@mhmjapan.com

弁護士 宮田 俊
☎ 03-6266-8732
✉ suguru.miyata@mhmjapan.com

I. はじめに

近年、インサイダー取引に対しては、従前にも増して当局及び市場関係者から厳しい目が向けられております。かかる状況を背景に、インサイダー取引に関しては、司法・行政の分野で、一歩踏み込んだ実質的な判断がなされているとともに、立法の分野では、規制のあり方を巡って活発な議論が行われております。

裁判例では、平成 23 年 6 月 6 日にニッポン放送株を巡るインサイダー事件(いわゆる村上ファンド事件)について、最高裁決定があり、下級審段階では、地裁と高裁で異なる判断が示されていた「決定」の解釈について、重要な判断がなされております。また、課徴金事例においても、近時、行政庁により、事実認定の争いに関する判断のみならず、法律的な論点についても実質的な判断が示される事案が見受けられます。加えて、会社の経営形態、M&A、ファイナンス手法の多様化・複雑化等を背景に、インサイダー取引規制の見直し・補完が必要になってきており、新しい立法の必要性を検討する動きへと進展しております。

本稿では、かかる司法、行政、立法の各分野におけるインサイダー取引規制の近時の動向を概観し、現在の市場を取り巻く問題点の一端を照らし出すことを目的としております。

II. 村上ファンド事件最高裁決定

平成 23 年 6 月 6 日、最高裁は、村上ファンド事件について、被告人の上告を棄却する決定¹を行いました。

インサイダー取引は、上場会社等と一定の関係を有する会社関係者等が、未公表の重要事実を知って、上場会社等の発行する一定の有価証券の売買等を行うことがその成立要件であり、その重要事実の一類型としての決定事実があるというためには、金融商品取引法(以下「金商法」)に重要事実として列挙された事項が、上場会社等の業務執行を決定する機関により「決定」されていることが必要とされております。なお、同事件では、(業務執行を決定する機関による公開買付け等の実施に関する)決定(証券取引法(現金商法)第 167 条第 2 項)の有無が主要な争点となり、最高裁による判断も、公開買付け等の実施に関する決定の有無について示されましたが、その解釈は、同条が、禁止される行為の範囲について、客観的、具体的に定め、投資者の投資判断に対する影響を要件として規定していないことを前提として示されているため、上場会社等に係る業務等に関する重要事実のうち、金商法第 166 条第 2 項第 1 号に定めるいわゆる決定事実の解釈にも妥当することが想定されております。しかし、同項第 4 号に定めるいわゆるバスケット条項(包括条項)については、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」ことが要件として規定されていますので、一応、今回の最高裁の判断の射程外とみることが可能である点については、留意が必要です。

この点に関し、同事件の控訴審は、「主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて、...『決定』に該当する」と判断していましたが、最高裁は、「公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために...『決定』というべき実質を有しない場合があり得る」とはしつつも、「決定」をしたというためには、「(業務執行を決定する機関において)公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」としました。

¹ 最決平成 23 年 6 月 6 日判例集未掲載

かかる最高裁の判断については、重要事実に関する「決定」については投資者の投資判断に影響を及ぼし得る何らかの実質が存在することを求めているため、証券取引やM&Aを過度に萎縮させるおそれはないという見解もありますが²、最高裁の判断についてその文言を読む限りは、少なくとも列挙された決定事実の対象となる行為それ自体や当該行為に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定すれば、当該決定をもって、インサイダー取引規制における重要事実としての決定事実該当すると解されることから、例えば、公募増資における主幹事引受証券会社の選任、M&Aにおける経営者間での交渉やデュー・ディリジェンスの開始など、増資やM&Aの実施に向けた作業等について会社として決定すれば、増資やM&Aの実施そのものに関する取締役会決議がなされる前であったとしても、決定事実と取り扱われる可能性があると思われます。インサイダー取引規制は、役員・従業員による自社の株式の売買等や、上場会社等による自己株式取得・処分にも適用があるため、上記最高裁決定の内容を踏まえ、重要事実の決定の有無に関する判断も含めた慎重な対応が必要となります。

III. 近時の課徴金納付命令事例

金融庁は、平成23年7月20日、ジェイオーグループホールディングス(以下「JOG社」)株式のインサイダー取引で、被審人に対し、982万円の課徴金の納付を命じる決定³を言い渡しました。本件は、①JOG社の無担保転換社債型新株予約権付社債(CB)発行による第三者割当増資の実施の決定⁴(重要事実①)及び、②当該CBの払込期日に払込予定額が払い込まれず、CBが失権することにより継続企業の前提に関する重要な疑義を解消するための財務基盤を充実させるのに必要な資金等を確保するのが著しく困難となったという、JOG社の運営、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著しい影響を及ぼす事実の発生(重要事実②)⁵に関し、これを知った会社関係者4名と、会社関係者を通じてこれを知った者(被審人)1名の計5名が、公表前に同社株式の売付け又は買付けを行い、金商法第166条に定めるインサイダー取引規制に違反する行為を行ったものです。

被審人は、自らは会社関係者からJOG社株式の買付け・売付けの勧奨を受けたに留まり、その根拠となる重要事実の伝達は受けていないこと、及び、買付け・売付けの勧奨を行った者がJOG社の関係者とは知らなかったため、重要情報の伝達者が金商法第166条第1項に定める「会社関係者」であるとの認識を有していなかったことなどを主張しました。本件における争点は、①被審人がJOG株式の買付け・売付けの勧奨を受けた際に、併せて重要事実の伝達を受けたか否かという事実認定の問題と、②課徴金納付命令が発出されるためには、被審人が情報伝達者を会社関係者と認識していたことが必要かという法律解釈の問題、そして③本件で被審人はその認識を有していたか否か、という3点でした。

これらの争点に関し、金融庁は本件決定において、以下のとおりの判断を示しました。まず争点①については、本件における被審人の売付け・買付けに関する行為態様、被審人の投資に関する知識・経験等に鑑みて、株価の上昇又は下落に関する具体的な根拠を示されないまま、被審人が相当額の株式取引を行うのは不自然であり、情報伝達者から株式の値上がり又は値下がり根拠となる具体的な情報を伝えられていたものとするのが合理的であるとし、被審人は重要事実の伝達を受けていたとの事実認定を行いました。そして、争点②については、課徴金納付命令は刑罰と異なり、金商法の規制の実効性確保を目的とした行政上の措置であって、原則として故意やこれに相当する認識の存在は必要としないこと、金商法第166条第3項は違反事実についての違反者の認識を明文で求めていることなどから、情報伝達者がJOG社の関係者と被審人が知っていたこと(認識)を要しないとしました。さらに、争点③については、争点①に関する判断を前提として、被審人に伝達された重要事実、発表前にはJOG社の関係者しか知りえないものであることからすれば、被審人に情報伝達者が会社関係者であることについての未必然な認識すらなかったとは考えにくい、として被審人の主張を斥けました。

課徴金納付命令の発出に当たって違反行為者に故意があることを要するか否かについては、行政上の措置であることを理由として不要と解されていたものの、この点に関する公的な見解はこれまで示されていませんでした。上記判断のうち、争点②に関するものについては、金商法上の課徴金制度においては原則として故意は要件とされないこと、ひいては故意についての刑法総則の適用はない旨の明確な解釈を示したものと重要な意義があるものと思われます。

IV. 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」

平成23年7月8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・グループの第1回会合が開催されました。当該ワーキング・グループは、同年3月7日に開催された金融審議会総会・金融分科会合同会合における金融担当大臣からの諮問事項のうち、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

² 阿南剛「インサイダー取引における『決定』とは何か? 村上ファンド事件最高裁決定の検討」経理情報1280号(2011)81頁

³ 平成22年度(判)第18号金融商品取引法違反審判事件

⁴ 金商法第166条第2項第1号イ

⁵ 金商法第166条第2項第4号(いわゆる「バスケット条項」)

での検討を進めるために設置されたものです。審議事項としては、次の3点が掲げられております。

1. 純粋持株会社に係る重要事実

現行法上、インサイダー取引規制に係る重要事実に関しては、合併や子会社の変更等に関する軽微基準(売上高の10%未満等⁶)については単体ベース、決算情報変更に関する重要基準(売上高の10%以上等⁷)については、単体及び連結ベースでそれぞれ判断されることとされています。純粋持株会社に関しては、その売上高等が主としてグループ会社からの配当によっているというその特質に鑑み、軽微基準及び重要基準について連結ベースのみで判断することが妥当ではないかという問題意識から、その是非についてどのように考えられるかという点が1つ目の議題とされております。

例えば、売上高1,500億円の上場会社が、売上高150億円未満の会社を新たに子会社化する場合、軽微基準に該当するため、重要事実にはあたらないこととなります。また、売上高に関する決算予想値の変更についても、売上高1,500億円の上場会社の場合、当該変更額が150億円未満の場合には重要基準には該当しないため、重要事実にはあたらないこととなります。

他方、純粋持株会社に関しては、例えば、売上高1,500億円の子会社2社を有する持株会社であっても、それぞれの子会社から60億及び40億の配当(合計100億円)しか得ていない場合には、軽微基準及び重要基準は当該持株会社単体での売上高(すなわち、配当収入100億円)の10%を基準に判断されることとなります。そのため、当該持株会社が合併等を行う場合、当該合併等の相手方の売上高が10億以上であれば軽微基準に該当せず、重要事実にあたることとなります。また、決算情報についても、決算予想値の変更額が10億円以上の場合には、重要基準に該当するため、重要事実にあたることとなります。

このように、グループ会社からの配当を主な収益とする純粋持株会社について、一般の事業会社と同様に単体の数値を基準に重要事実を判断することとすると、投資家の投資判断に与える影響が極めて軽微であるものと思われるような事案についても軽微基準に該当しない、又は重要基準に該当するものとして重要事実となることとなるように思われますが、そのような取扱いが妥当かどうかという点が議論されることとなっております。

2. 企業の組織再編に係る規制の適用関係

2つ目の議題として、企業が合併等の組織再編を行う場合におけるインサイダー取引規制の適用が中立的でないという指摘、具体的には①保有株式の承継について、合併等の場合には、包括承継であるため、合併等に伴う保有株式の移転は、インサイダー取引に係る「売買等」(金商法第166条1項柱書)には該当しないと解される一方、事業譲渡の場合には、特定承継であるため、事業譲渡に伴う保有株式の移転は、「売買等」に該当すると解されること、②合併等の対価について、新株発行の場合には、原始取得であるため「売買等」に該当しないと考えられている一方、自己株式の交付の場合には該当すること等についてどう考えるかという点が議論されることとなっております。

例えば、A社が存続会社として、B社を吸収合併する場合に、B社において取引先の上場株式を有している場合があり、B社が保有する当該上場株式は、吸収合併に伴ってA社に移転することとなりますが、かかる上場株式の移転については、合併に伴う包括承継の一部として行われるものであることから、インサイダー取引規制に係る「売買等」には該当しないという整理がなされております。他方で、B社からA社へ全ての事業を譲渡する場合において、B社の保有する上場株式のA社への移転については、事業譲渡に伴う財産の移転は特定承継と解されることから、個別の財産の移転として「売買等」に該当すると理解されております。

また、D社がC社を吸収合併する際に、対価としてD社の新株を交付する場合、新株発行は原始取得であるため、「売買等」には該当しないものと考えられているのに対し、既発行の自己株式を交付する場合については、有償の譲渡として、「売買等」に該当するという整理がなされております。

実質的には目的が同じ手続であっても、包括承継か特定承継か又は新株発行か自己株式の処分かという法的性質の違いにより、インサイダー取引規制に係る取扱いが異なることについて、規制が中立的ではないのではないかという指摘がなされており、かかる点について議論がなされることとされております。

3. グループ経営に関するその他の事項

その他、ワーキング・グループの第1回会合では、一部の委員より、他社株の公開買付けを行う場合における公表措置について、現行法上は、2社以上の報道機関への公開及び12時間の経過が公表措置として必要とされているところ、TDnetを利用した即時の公表措置等が可能となるよう仕組みを検討すべきであるとの指摘がなされております。

ワーキング・グループは、平成23年8月2日に第2回会合が開催され、純粋持株会社の関係者等からのヒアリングや若干の論点整理が行われており、今後、本格的に議論が開始されることとなりますが、グループ経営やM&Aの実務に与える影響も少なくないため、引き続き議論を注視していく必要があります。

⁶ 金商法第166条第2項第1号乃至ヲ、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第49条第5号乃至第8号

⁷ 金商法第166条第2項第3号、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令第51条

V. 公募増資とインサイダー取引、空売り規制

平成 22 年夏以降、大型の公募増資において、その公表前後に株価が急落する事例が相次ぎました。

公表前の株価下落の原因の一つとして、増資発表前に行われる海外での投資家の需要調査(以下「プレ・ヒアリング」)の過程で情報が漏れ、公表前の増資情報に基づくインサイダー取引や相場操縦が行われた可能性を指摘する声も少なくありません。日本国内における募集に関するプレ・ヒアリングは、日本証券業協会の規則により原則として禁止されておりますが⁸、海外で行われる募集に関しては、プレ・ヒアリングを禁じる規定はありません。そのため、海外募集に関しては、海外投資家に対するプレ・ヒアリングは一般的に行われており、その際相手方との間では守秘義務契約が締結されるものの、これが確実に守られている保証はなく、この過程で伝達された情報により不正な取引が行われた可能性があるのではないかと考えられています。

また、公募増資が行われる局面においては、1株当たりの価値の希薄化懸念により、増資発表後に短期的に株価が下落する傾向にあることから、空売り後に下落した価格で増資に係る新株を取得し、それを空売りのために借りた株式の返却に使用することでその差額分を利益とすることができるため、不公正な利益を得るための空売りを誘発していたとの指摘がありました。他方で、増資を行う企業としても、株価が下がった分だけ、当初の予定よりも調達金額が減り、又は、必要な資金を調達するために株式をより多く発行する必要に迫られることから、健全な資本市場の発展にとって重大な障害となっておりました。

公表前のインサイダー取引の防止については、金融庁、証券取引等監視委員会、証券取引所により、違法行為の調査、取り締まり強化の姿勢はうかがわれますが、日本企業が海外で発行する新株等の販売先は海外のファンド等が多いため、国内市場だけでの監視や摘発では必ずしも十分ではなく、海外規制当局とのさらなる連携強化が強く求められます。

他方、公表後の空売りへの対応としては、金融庁が、平成 23 年 8 月 26 日「『金融商品取引法施行令の一部を改正する政令(案)』等に対するパブリックコメントの結果等について」を公表し、有価証券の募集又は売出しが公表されてから発行価格又は売出価格が決定されるまでの期間(具体的には、有価証券届出書又は臨時報告書の提出から、訂正届出書又は訂正報告書の提出まで⁹)に当該有価証券と同一銘柄につき空売りを行った場合には、公募増資に応じて取得した有価証券を当該空売りのために借りた有価証券の返却に使用することを禁止しました(改正金商法施行令第 26 条の 6 第 1 項)¹⁰。

本改正は、増資公表後の空売りや、新株取得自体を禁止するものではなく、空売りに係る借入れのポジションを増資により取得する新株によって解消することを禁止することにより、不公正な空売りを抑制することを目的とするものです。これにより、増資公表後における空売りとその決済によって不公正な利益を取得する行為は禁止されることとなりますが、空売りと新株取得が別の証券会社で行われた場合には、違反を未然に発見することが困難になるとの指摘もあり、監視体制の確立、実効性の確保が今後の課題になります¹¹。

VI. おわりに

経営形態や取引の多様化・複雑化に対応するため、金商法の開示規制、公開買付規制等の関連する分野では矢継ぎ早に改善が図られてきましたが、インサイダー取引規制については、ここ 10 年ほど実質的に大きな改正は行われてきませんでした。現在一部で見られる不正行為の実態を捉えつつも、公正な取引や企業活動を阻害することのないような、インサイダー取引規制の解釈・運用の深化が望まれます。

最近の法令改正等の状況

- 平成 23 年 8 月 30 日、金融庁より、「平成 23 年金融商品取引法等改正(6ヶ月以内施行)に係る政令・内閣府令案等」が公表されました。
- 平成 23 年 9 月 16 日、金融庁より、「金融庁・開示制度ワーキング・グループ 法制専門研究会報告～ライツ・オフリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について～」が公表されました。

⁸ 日本証券業協会「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」第 9 条

⁹ 有価証券の取引の規制に関する内閣府令第 15 条の 5。したがって、有価証券の募集又は売出しが当該有価証券の発行価格又は売出価格の決定後に行われる場合には、規制の対象とはなりません(パブコメ回答 No.15)

¹⁰ 施行日は、平成 23 年 12 月 1 日とされております(金融商品取引法施行令の一部を改正する政令附則第 1 条及び有価証券の取引等の規制に関する内閣府令及び金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令附則第 1 条)

¹¹ 米国の空売り規制(レギュレーション M)については、セオドア・A・パラダイス=マイケル・T・ダン=杉山浩司「公募に関連する空売りに対する米国の規制—レギュレーション M ルール 105—」旬刊商事法務 1934 号(2011)27 頁ご参照。

セミナー・文献情報

- セミナー「日本企業のアジア上場戦略～香港・シンガポール・台湾・韓国ほか～」
 - 開催日時 2011年10月12日(水)14:00～17:00
 - 講師 安部 健介、湯浅 紀佳
 - 主催 経営調査研究会 (<http://www.kinyu.co.jp/seminar.html>)

- 書籍『金融商品取引法 資本市場と開示編[第2版]』
 - 出版社 株式会社商事法務 2011年7月刊
 - 著者 中村 聡(共著)、鈴木 克昌(共著)、峯岸 健太郎(共著)、根本 敏光(共著)、齋藤 尚雄(共著)

- 書籍『過年度決算訂正の法務[第2版]』
 - 出版社 中央経済社 2011年7月刊
 - 著者 藤津 康彦(共著)、鈴木 克昌(共著)

- 論文「【上場会社投資と資本政策の事例分析 第5回】他社株公開買付けにおける融資証明書・出資証明書」
 「【上場会社投資と資本政策の事例分析第6回・完】他社株公開買付けにおける買付者と株主・対象者の間の契約」
 - 掲載紙 資料版／商事法務 No.328 2011年7月号・No.329 2011年8月号
 - 著者 戸嶋 浩二(共著)、久保田 修平(共著)、邊 英基(共著)

- 論文「支配株主との重要な取引等に係る企業行動規範の実務上の留意点」
 - 掲載紙 旬刊商事法務 No.1938 2011年7月25日刊
 - 著者 園田 観希央

- 論文「自社株対価 TOBの実務上の諸問題[上]・[下]」
 - 掲載紙 旬刊商事法務 No.1942 2011年9月15日刊・No.1943 2011年9月25日刊
 - 著者 小島 義博(共著)、峯岸 健太郎(共著)、藤田 知也(共著)

News

- **Who's Who Legal - The International Who's Who of Capital Markets Lawyers & Economists 2011 - にて高い評価を得ました**

Who's Who Legal - The International Who's Who of Capital Markets Lawyers & Economists 2011
 - に、当事務所の 石黒 徹 弁護士と 鈴木 克昌 弁護士が選ばれました。

Capital Markets Bulletin 2011年第3号(通算第8号) [2011.9.30 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