

# インサイダー取引の問題点

TMI総合法律事務所

弁護士 葉玉匡美

## 会社関係者等のインサイダー取引（166条）

要件＝

- ①会社関係者等が
- ②重要事実の発生後
- ③公表前に
- ④重要事実を知りながら
- ⑤特定有価証券等の
- ⑥売買等を行うこと

# 重要事実の発生

## ① 決定事実

株式・新株予約権の募集・減資・配当・自己株取得・株式分割・無償割当て・M&A・新製品の企業化等

→一部軽微基準あり

(配当金の増減比率が直前の事業年度と比べて20%未満である場合等)

## ② 発生事実

上場廃止の原因事実・主要株主の異動・損害賠償等

→一部軽微基準あり

## ③ 決算情報

単体・連結の売り上げ等の予想値の修正等

→重要基準あり

## ④ バスケット条項

(投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報)

## ⑤ 子会社の決定事実・発生事実・決算情報・バスケット条項

\* 子会社(166条5項)は、財務諸表規則8条3項4項と同じ。有価証券報告書に「その他●●社」というように社名も記載されていない者も含む。

# 決定の時期

「当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定（公表がされたものに限る。）に係る事項を行わないことを決定したこと」（同166条2項）

- \* 法定権限ある機関に限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りる（日本織物加工事件最高裁平成11年6月10日判決）。
- \* 準備開始の決定でも足りる。
- \* 実現可能性がまったくない場合は除かれるが、実現可能性があればその可能性の高低は問わない。

## 【改革すべき点】

- 1 「業務執行を決定する機関」を「取締役会又は取締役会から業務執行の決定の委任を受けた取締役もしくは執行役」と限定する。
- 2 未公表の決定事実について、これを取り消した場合には、公表することなく、インサイダー規制の対象外とする。
- 3 準備開始の決定があったと認められるかどうかについてSECに事前相談制度を設ける。
- 4 重要事実の効力発生日および公表予定日がともに6か月以上後である場合には、インサイダー規制の対象外とする。

# 新製品・新技術の起業化

\*新製品の研究・開発自体は、原則として重要事実にはならない。

\*新製品の製造販売についての決定の例

①企業化に向けた試験・研究を行う決定をしたとき

②法的手続きの準備等を行う決定をしたとき

<軽微基準>

① 新製品の販売等の開始予定日の属する事業年度から3事業年度の新製品等の企業化による売上高の増加額が、いずれも最近事業年度の売上高の10%未満であると見込まれ

かつ ② 新製品等の企業化のための特別支出額が最近事業年度の固定資産の簿価の10%未満であると見込まれる場合

**【改革すべき点】**

1 売上高の10%ではなく、当期利益の30%未満を軽微基準とする。

2 「見込まれる」ではなく「蓋然性が高い」とする。

# 子会社の組織再編等

子会社の組織再編等は原則として重要事実となる。

## <軽微基準>

- ① 組織再編による企業集団の資産の増減額が企業集団の最近事業年度末の純資産額の30%未満であると見込まれ
- かつ ② 組織再編予定日の属する企業集団の事業年度・翌事業年度においていずれも組織再編による企業集団の売上高の増減額が企業集団の最近事業年度の売上高の10%未満であると見込まれること

子会社の「解散」には、軽微基準がないので要注意  
(小松製作所のケース)

\* どんな小さな子会社の解散でも、重要事実となる。

## 【改革すべき点】

- 1 子会社の解散に軽微基準を設ける。

# 株式の持合・資本提携

株式の持合・資本提携は、重要事実となる場合が多い。

- 1 新株発行で持ち合う  
→インサイダー取引にはならない。
- 2 市場や関係会社から株式を取得する  
→インサイダー取引に該当する可能性あり

↓  
どの程度の割合の株式を、どの程度の期間で買い増すか？  
→バスケット条項で重要事実になる場合あり

## 【改革すべき点】

公開買付けを伴わない株式取得については、重要事実に該当しないことを明らかにする。

# 公表前

公表＝

- ①重要事実が2つ以上の報道機関に公開され、  
12時間経過（会社のホームページは不可）
- ②上場先の証券取引所等に重要事実を通知し、当該証券取引所等のHPに掲載（TDNET）
- ③重要事実の記載された有価証券報告書等の公衆縦覧  
（重要） 会社が公表しない限り、インサイダー規制は解除されない。

## 【改革すべき点】

- 1 重要事実を知った者が、自己の知った事実を公表することにより、インサイダー規制を解除することができるようにする。
- 2 重要事実の主要な部分が公表された場合には、インサイダー規制を解除する。

# 特定有価証券等の売買等

## 売買等

= 売買その他の有償の譲渡もしくは譲受けまたは有価証券等先物取引、有価証券オプション取引、外国市場証券先物取引もしくは有価証券店頭デリバティブ取引

- \* 交換、代物弁済、現物出資として株式を譲渡する場合を含む。
- \* 市場外の取引も含まれる。
- \* 賃貸は含まれないという見解有力だが、消費貸借は株式の譲渡を含むから、リスクあり。
- \* 質権設定は含まれない。譲渡担保権の設定も含まれないという見解が有力だが、リスクあり。譲渡担保権の実行としての売却は含まれる。流質は含まれるが、その他の実行は含まれないと解される。

### 【改革すべき点】

- 1 担保権の実行による担保株式の処分は、売買等から除外する。
- 2 質権の法定実行は、売買等に含まれないことを明確化する。
- 3 消費貸借は、売買等から除外する。
- 4 株価上昇原因については売却を、株価下落原因については譲受けを、「売買等」から除外する。

# 売買等に関する適用除外(1)

- 1 株式の割当てを受ける権利の行使により株券を取得する場合（166条①）
- 2 新株予約権を行使することにより株券を取得する場合（166IV②）
- 3 特定有価証券等に係るオプションを行使することにより特定有価証券等の売買等をする場合（166IV②の2）
- 4 株式買取請求または法令上の義務に基づき売買等をする場合（166IV③）
- 5 防戦買い（公開買付け等に対抗するため取締役会または執行役が決定した要請に基づく場合166IV④）

## 売買等に関する適用除外(2)

- 6 自己株式の取得について株主総会・取締役会の決議等につき公表後、当該株主総会決議等に基づき自己株式の買い付けをする場合（166Ⅳ④の2）
- 7 安定操作のために売買等をする場合（166Ⅳ⑤）
- 8 普通社債などに係る売買等をする場合（デフォルト情報は除く。166Ⅳ⑥）
- 9 インサイダー同士の市場外取引（166Ⅳ⑦）
- 10 重要事実を知る前に締結された契約の履行又は重要事実を知る前に決定された計画の実行として売買等をする場合等（166Ⅳ⑦）  
【改革すべき点】
  - 1 自己株式の処分を適用除外する。
  - 2 発行会社の再建のために発行会社の提携先等に株式を売買する行為を適用除外する。

# ストック・オプション

インサイダー規制なし

ストック・オプションの付与

=新株予約権の発行

≠売買等（有償の譲渡・譲受け等 166 I）

\*擬似ストックオプションとして自己新株予約権を譲渡する場合でも、「無償」ならば、売買等に該当しない。

ストック・オプションの行使

≠売買等（166 VI②）

\* 行使により株式が発行されれば、そもそも売買等に該当しないが、自己株式の処分がされる場合には売買等に該当するので、適用除外規定が置かれている。



ストック・オプション行使後の株式売却

→インサイダー取引規制の対象

【改革すべき点】

ストックオプションの行使期間を、発行時から一定期間（3か月程度）に制限し、かつ、その期間内に行使によって発行を受けた株式を売却するときは適用除外にする。

# 役員・従業員・関係会社持株会

## 適用除外（166Ⅳ⑧・内閣府例6条③④）

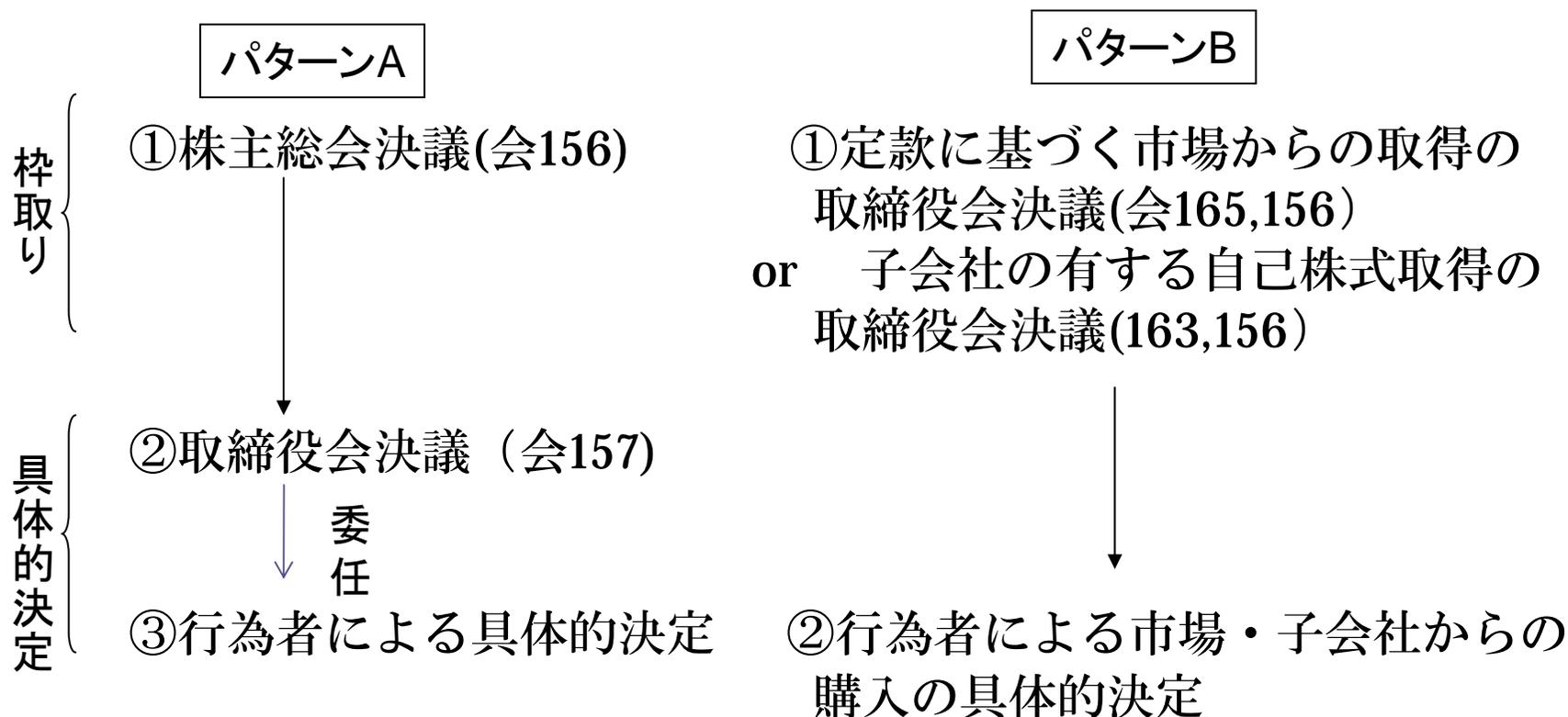
- ①証券会社方式・信託銀行方式による役員持株会又は従業員持株会が
- ②一定の計画に従い、個別の投資判断に基づかず、継続的に買付けを行う場合で
- ③各役員・従業員・関係会社の1回あたりの拠出金額が100万円未満
  - \*子会社・孫会社の役職員も含む。
  - \*取引先持株会は含まれない。
  - \*役職員の加入・拠出金の増加は、インサイダー取引になる（通説）
  - \*役職員の株券の引き出しは、インサイダー取引にならないが、引き出し後に売却する行為は、インサイダー取引になる。

### 【改革すべき点】

持株会については、100万円未満ならば、役職員の加入・拠出金の増加も適用除外にする。

# 自己株式の取得（１）

自己株式の取得については、適用除外規定（166IV④の2）があるが、要件が厳しいので留意が必要。



# 自己株式の取得（2）

- 1 株取りの株主総会(パターンA①)・取締役会(パターンB①)の決議につき公表後に、具体的な取得決定(A②③、B②)の公表なしに取得することについて適用除外されている。
- 2 会社関係者等が自己株式の取得の決定以外の重要事実を知っている場合には、除外されない。
- 3 取締役・監査役の売買は除外されない。  
→具体的な取得決議を公表する  
or 会社が自己株式取得しない期間を設ける。
- 4 売主である株主には、適用除外規定がない。  
→持ち合い解消売りの場合には、公表の上、TOSTNET 2により売買することが多い。  
市場外で特定の株主から取得する手続(会160等)を採れば、インサイダー間の取引として、適用除外になる。

## 【改革すべき点】

- 1 株取りの株主総会または取締役会の決議において、議決権行使者が重要事実を知らず、かつ、当該決議において、取得期間を具体的に定めた場合(決議から1年以内に終了する期間であって、取得期間の合計が2か月を超えないものに限る。)には、当該取得期間内の取得は、取得者が自己株式の取得決定以外の重要事実を知っている場合であっても、適用除外する。
- 2 売主についても適用除外とする。