

## 金融審議会インサイダー取引規制に関するWG提出資料

## 企業組織再編成に係るインサイダー取引規制について（私見）

2011年10月5日  
経団連経済基盤本部 阿部

## . 合併と事業譲渡の違いについて

現行インサイダー取引規制において、吸収合併と事業譲渡とを区別して扱うことには、一応の合理性がある。

事業譲渡は、対象事業の「有償の譲渡若しくは譲受け」であり、また、譲渡する資産・負債を個々に選択する余地があることから、インサイダー取引規制における「売買等」に含まれることはやむを得ない。

一方、合併は、消滅会社のすべての資産・負債を包括的に移転する組織再編成であり、「売買等」に該当せず、インサイダー取引規制の対象とはならない。

## (1) 事業譲渡は企業組織再編成ではない

事業譲渡と合併は、経済実態上は会社分割、株式交換・株式移転とともに企業組織再編（M & A）として位置付けられているが、法令上は、事業譲渡は組織再編成には含まれていない。

- ・会社法では、事業譲渡（第二編株式会社 第7章）と、合併（第五編組織変更、合併、会社分割、株式交換及び株式移転 第2章）は明確に分けて規定されており、事業譲渡は企業組織再編成とはされていない。
- ・金融商品取引法（第2条の2）では「組織再編成」とは、「合併、会社分割、株式交換その他会社の組織に関する行為で政令で定めるもの」とされており、施行令第2条で株式移転を追加している。
- ・法人税法においても「組織再編成」とされるのは、合併、会社分割、株式交換・株式移転、適格現物出資、適格現物分配である。
- ・なお、独占禁止法では、事業譲渡と合併はともに企業結合として同一の規制のもとに置かれているが、これは法的性質ではなく、経済実態に着目するものであることは明らかである。

## (2) 「売買等」の該当性

金融商品取引法（第166条第1項）において、「売買等」とは「特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け又はデリバティブ取引」とされている。

有償の事業譲渡は、事業の「有償の譲渡若しくは譲受け」であり「売買等」に該当する。なお、会社法における事業譲渡の「事業」とは、旧商法の営業譲渡における「営業」と実質的には同じであり、「一定の営業目的のため組織化され、有機的の一体として機能する財産（得意先関係等の経済的価値のある事実関係を含む。）の全部または重要な一部を譲渡し、これによって、譲渡会社はその財産によって営んでいた営業的活動の全部または重要な一部を譲受人に受け継がせ、譲渡会社はその譲渡の限度に応じ法律上当然に競争禁止義務を負う結果を伴うものをいうもの」と解され、本来は「事業」を単位とした移転であるが、実際には、個々の資産・負債について選別を行うことは可能である。

一方、合併は資産・負債の包括承継であり、特定有価証券等に対する投資判断を伴わず、情報格差を利用して利益を得る余地がないことから「売買等」には該当しないことは当然である。

### 合併と事業譲渡の違い

項目	合併	事業譲渡	
資産の移転	資産は包括的に移転され、個別的な移転行為を要しない	個々の資産につき個別的な移転行為が必要	
資産の除外	一部の資産を包括承継の対象から除外できない	事業の同一性が失われない範囲内で、一部の資産を譲渡対象から除外できる	
譲渡の対価	存続会社（新設会社）の株式等を消滅会社の株主に割り当て	金銭等を譲渡会社に支払う	
株主の地位	対価が存続会社の株式であれば、消滅会社の株主は、存続会社（新設会社）の株主になる	譲渡会社の株主の地位は変動しない	
会社の解散	消滅会社は清算手続を要せずに消滅する	譲渡会社が消滅するためには、解散決議・清算手続が必要	
課税関係	資産譲渡益課税	適格合併であれば簿価引継ぎ	通常の売買と同様に課税
	欠損金の引継ぎ	適格合併であれば消滅法人の7年以内に生じた繰越欠損金を引継ぎ可能	不可
	消費税	消費税の課税関係は生じない	通常の売買と同様に課税

ただし、規制の精緻化の観点からは、以下のような見直しが必要であると考え  
る。

1. 事業の全部の譲渡は、経済効果のみならず会社法の手続等からも合併と同様で  
あり、規制の対象外とすべきである。
2. 事業譲渡が重要事実を知る以前に決定されていた場合には、譲渡がその後にな  
されたとしても、インサイダー情報を用いた不公正な取引には当たらず、規制  
の対象外とすべきである。
3. 事業譲渡であっても、譲受け資産のうち問題となる上場株式の占める割合が軽  
微であり、事業譲渡が当該株式の取得を目的とするものでないことが明らかで  
ある場合には、規制の対象外とすべきである。

一方、合併であっても、消滅会社の資産の大部分が問題となる上場株式であり、  
合併の目的が当該株式の取得にあることが推定される場合には、規制の対象とす  
ることも検討の余地がある。

#### (1) 事業の全部譲渡について

事業の全部譲渡に際しては、「事業」に関わるすべての資産が移転されること  
となり、特定資産を選別することはない。

\*ただし、個々の資産について個別に移転手続を行うことが必要であり、負債につい  
ては債権者の同意を得て譲受会社に免責的債務引き受けをさせることが必要となる。

また、会社法上、略式手続、簡易手続による場合を除き、譲渡会社、譲受会  
社双方において株主総会の特別決議が必要とされ(第467条第1項一号、三号、  
第309条第2項十一号) 反対株主の買取請求権(第469条)、株式の価格の決  
定等(第470条)、合併と同様の規定が設けられている。

これらのことから、事業の全部譲渡の場合には「売買等」に該当しないこと  
としても、特段の弊害はないと考えられる。

#### (2) インサイダー取引の「意図」について

インサイダー取引規制の趣旨とは、会社の内部者情報に接する立場にある会  
社役員等が、その特別な立場を利用して会社の重要な内部情報を知り、その情  
報が公表される前にこの会社の株式等を売買することにより、一般の投資家と

の不公平が生じ、証券市場の公正性・健全性が損なわれることを防ぐものである。すなわち、インサイダー取引規制の保護法益は「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を確保すること」にあるとされる。

しかしながら、現行規制は、取引者の「意図」を考慮せず、特別の立場にある者が重要事実の公開前に当該株式を売買することを形式的な構成要件として、かかる行為がすべて「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼」を失墜させるものとするとして規制している。このため、「結果インサイダー」や「うっかりインサイダー」と言われるごとく、本来は問題にするに足りない行為までに制裁が課されている。

将来的には、形式犯的な構成が取られているインサイダー取引規制の在り方を根本から見直し、

禁止行為について、「利益を得または損失を逃れる目的で」という主観的要件の設定、

重要事実について、「投資者の判断に著しい影響を及ぼす」という要件の設定により、

実質犯化することも検討すべきである。

当面の措置として、企業組織再編成の目的と、企業組織再編成の付随的な結果としてのインサイダー取引となる上場株式の譲渡を比較考量して、「証券市場の公正性・健全性」を損ねることとはならない場合には、規制対象から除外すべきである。

具体的には、事業譲渡が重要事実を知る以前に決定されていた場合には、譲渡がその後になされたとしても、インサイダー情報を用いた不公正な取引には当たらず、規制の対象外とすべきである。この場合において「決定」とは、譲受会社における取締役会決議等の意思決定で足り、事業譲渡契約の締結までを要するものとはすべきでない。

また、事業譲渡であっても、譲受け資産のうち問題となる重要事実に関わる上場株式の占める割合が軽微であり、事業譲渡が当該株式の取得を目的とするものでないことが明らかである場合には、規制の対象外とすべきである。「軽微」であることの具体的基準については、現行規制における重要事実の軽微基準に照らして、10%を下回るべきではない。

逆に合併であっても、消滅会社の資産の大部分が問題となる上場株式であり、合併の目的が当該株式の取得にあることが推定される場合には、規制の対象とすることもやむを得ないと考える。

## ・新株発行と自己株式交付

現行インサイダー取引規制において、企業組織再編成における新株発行と自己株式交付を区別して扱っていることには合理的な理由はなく、同様の扱いとすべきである。

新株発行は資本取引であり、損益を認識するものではなく、「売買等」に該当せず、インサイダー取引規制の対象に含めることはあり得ない。

会社法上の手続きにおいて自己株式の処分は「募集株式の発行等」として、新株発行と同様の扱いとされている。

企業組織再編成においても、新株発行に替えて行われる自己株式の交付は、会社法の手続および会計処理について、新株発行と同様であり、インサイダー取引規制の対象から除外すべきである。

### (1) 企業組織再編成の対価としての新株と自己株式

会社法上では、吸収型企業組織再編成（吸収合併、吸収分割、株式交換）の対価に限定はなく、存続会社等の株式を対価として交付する場合には、新株と自己株式の間で手続等に差異はない。また、会社法全体をみても新株発行と自己株式の処分は「株式の交付」として原則同一の扱いとされている。

< 8月2日開催第2回WG資料4 - 4 参照 >

### (2) 企業組織再編成の性質

合併等の企業組織再編成は資産・負債の包括承継であり、特定有価証券等に対する投資判断を伴わず、情報格差を利用して利益を得る余地がないことから、「売買等」には該当せず、その対価が何であるにしても「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼」を損なうものではないことは明らかである。

少なくとも、企業組織再編成において自己株式を新株発行と区別してインサイダー取引規制の対象とすることは誤りである。

以上