

M&Aにおけるインサイダー取引規制の留意事項

第1 株式取得を利用したM&Aの手法

- 1 大株主からの株式譲受
- 2 株式市場での株式買い付け
- 3 株式公開買い付け
- 4 第三者割当増資

株式取得を利用したM&Aの場合に、インサイダー取引規制との関係で注意すべき点は、以下の2点である。

- 1 M&A取引に関わる会社関係者等が当該取引に関連するインサイダー情報を利用して不正な取引を行なうことを如何に防止するか
- 2 当該取引によって対象会社の株式を取得しようとする買収者がインサイダー取引規制に抵触しないか、そのおそれがある場合いかに対処すべきか（M&Aにおける買収者は、LOIやNDA（CA）締結により166条1項4号に該当するため。）

M&Aにおける弁護士の役割は、買収者を代理して、契約交渉、法務監査等を行うことが業務の中心であるため、今回は2番目の注意点について中心に述べる。

第2 株式取得による M&A とインサイダー取引の関係及び実務上の注意点

1 大株主からの株式譲受

(1) 原則—インサイダー取引該当

例外—インサイダー間の相対取引（167条6項7号）

インサイダー情報を有している者の間において、売買等を取引有価証券市場（店頭有価証券市場）によらないでする場合（証券市場によらない取引であることを要するので、ToSTNeT等の立会外取引は証券市場による取引であるから、適用除外にならない。）

(2) 実務上の留意点

- ・ 契約書において、特記事項として重要事実の内容を記載し、両当事者が認識している事実が一致していることを確認すべき。

①会社関係者又は情報受領者であること

②職務に関し重要事実をしったこと

③重要事実の内容の認識

上記除外の3要件を記載すべきか？

→ インサイダー取引の適用除外であることを明確化するため、特に重要事実の認識についてはお互いの認識に齟齬が生じていることが後に発覚する可能性があるため、記載した方が望ましいのではなかろうか。

- ・ 相手方が重要事実を知らない第三者に対して売却等をしたり、市場で売却することとなることを売主と買主の双方が知っている場合には適用除外にならない。ということは、契約書上さらにインサイダー取引が行なわれないことについて表明等で手当てをした方が安全であろうか？（例えば、当該重要事実の「公表」までは譲渡制限をつける等）

2 株式市場での株式買い集め

(1) 原則—インサイダー取引該当

例外—知る前契約に基づく売買等（166条6項8号、取引規制府令6条1項1号）

事業会社同士の資本提携等に利用される場合が考えられる。

(2) 実務上の留意点

- ・ 契約は上場会社等との契約でなければならない（市場売買も含む）。当該上場会社の株式について第三者との間で契約をした場合は含まれない。
- ・ 知る前契約は書面である必要あり。証拠として残すため、確定日付を得ておくことも検討。
- ・ 知る前契約に該当するためには、契約で確定的な期日又は期限を定める必要がある。売買等の実行時期を何らかの条件にかからしめた場合は、該当しない。

MA契約の前提条件との関係？

→ 取引のタイミングに裁量の余地が働くわけではないので直ちに知る前契約に該当しなくなるわけではない。

しかし、取引実行日を一定の日、又は当事者間で別途定めた場合、変更が重要事実を知った後である場合は、知る前契約に該当しない

- ・ 数量については確定的に定められていなくてもよい。しかし、上限金額も数量も定められていない場合は該当しないので注意。

3 株式公開買い付け

(1) 原則—インサイダー取引該当

(2) 実務上の留意点

ア 166 条に関する問題点

A 友好的買収の場合に D.D.で重要事実を入手したときの手当て

- ・ 重要事実の公表を条件に公開買付開始

(公開買付価格が問題。特に入札の場合、不利に働く可能性あり。)

- ・ 公開買付届出書で重要事実を開示

(条文の文言からは、「公表」に当たらないためインサイダー規制の適用可能性あり。故意否定？敵対的買収において対象会社から重要事実を知らされてしまった場合にこの場合を認める意味が出てくるのでは？)

B MBO の場合

経営陣が公開買付者である法人に出資したり、役員として参画している場合、重要事実を知らながら公開買付を行なう可能性への手当て。

C 防戦買い (166 条 6 項 4 号、167 条 5 項 5 号)、応援買い (167 条 5 項 4 号)

- ・ 決議前—情報を伝えずに要請。→後に、問題となるおそれあり。
- ・ 決議後—取締役会決議済みであることを契約書上明記。

イ 167 条に関する問題点 (公開買付者等関係者の等の禁止行為)

～村上事件の論点～

起訴事実

村上世彰被告は平成16年11月8日ごろ、ライブドア (LD) 前社長の堀江貴文被告らから、LDがニッポン放送株の5%以上を買い集める決定をしたことの伝達を受け、この事実の公表前の翌9日から17年1月26日までの間、ニッ

ポン放送株計約193万株を約99億円で買い付けた。

構成要件

① 主体

公開買付者等関係者から、これらの者が知った公開買付等事実の伝達を受けた者（167条3項前段）

* 村上氏への「伝達」の有無

② 時期

公開買付等事実の発生後、公表前

② 主観的要件

当該公開買付等事実を知っていたこと

認識の対象→業務執行を決定する機関が、公開買付等（株式買い集め行為）行為実現への決定にいたること

* 重要事実「決定」の有無

日本織物加工事件最高裁判決（H11/6/10）

「決定」とは、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、右決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない

村上事件地裁判決

（重要事実の）実現可能性が全くない場合には除かれるが、可能性があれば足り、その高低は問題とならない

4 第三者割当増資

(1) 売買等の該当性

有価証券の発行及びこれに対応する原始取得は、「売買その他有償の譲渡もしくは譲受けまたはデリバティブ取引」（「売買等」）に当たるか？

例えば、M&A をするにあたって、資金調達が必要という場合（M&A 目的のために増資がされる場合）や、新事業のために資本提携をする場合（増資自体が M&A の手段である場合）など。

*王子製紙事件の事例

三菱商事への増資の際、北越製紙は王子製紙からの TOB 提案について知らせることはなかった。知ってしまった場合、増資はできないのか？という点で問題となり得た。

ア 否定説

- ・ 会社法や証取法の開示が義務付けられていることから問題ないとする。
- ・ 原始取得は「売買等」に該当しないとし、166 条 6 項 1 号、2 号はその旨明確にするための規定。

イ 肯定説

- ・ 166 条 6 項 1 号、2 号は原始取得の性質を有する行為について適用除外を定めていることからすると、原始取得は前提としてインサイダー取引規制の適用対象であると理解できる。
- ・ 実際にもインサイダー情報を知っている会社関係者の取引を除外する必要はないこと。

* 自社株式処分の場合（会社法 199 条 1 項）との関係

自社株式処分は発行及びこれに対応する原始取得とは言えないのではないか。

また、一部は発行する株式、一部は自社株式の処分の場合は新規発行と自社株式の

処分でインサイダー取引規制の適用が異なるような結論は妥当か？

(2) 実務上の留意点

第三者割当増資については、売買等に該当性しないという見解が現時点では多数派である。しかし、売買等に該当しないとは言い切れず、該当することを前提に売買契約を締結するのが妥当ではないか。

知る前契約、相対取引等の適用除外に該当するような契約を結ぶべきであろう。

(以 上)