

自己株式の買受け・処分と内部者取引規制

—会社法と証券取引法の相互依存の一断面—

芳 賀 良

1. はじめに
2. 自己株式と会社法・証券取引法
3. 情報と取引—アメリカにおける規制—
4. 検討
5. むすび

1. はじめに

会社法が証券取引に関するある行為を禁止すれば、当該行為について証券取引法（以下、証取法とする。）は特別の手当てを施す必要性は乏しい。このような状況下では、仮に、会社法が当該行為に対する規制を緩和すれば、証取法の規制枠組も影響を受けることとなる。なぜなら、会社法の規制の変更により認められた行為は、証取法が追求する理念に抵触するおそれがあるからである。つまり、証取法は当該行為に対して枠組みを与えるために、証取法も会社法の改正動向に符合してその規制枠組を変更せざるを得ないのである。このように、会社法と証取法は不即不離の関係にたつ。この一例が、自己株式の買受け・処分をめぐる証取法上の諸問題である。自己株式の買受け・処分に関する規制は商法において定められている。しかし、自己株式買受け・処分によって生じる法的な問題は会社法上の枠内に留まらない。会社法上のある制度が証券取引に関するものであれば、当該会社法制の変更は証券取引上の問題をも惹起するのである。確かに、自己株式買受け・処分は、常に内部者取引の危険性を孕むものである。当然のことながら、商法改正によって、会社法上自己株式の取得・保有が自由化されたとしても、その手段

たる買受け・処分が、証取法による内部者取引規制による制約を免れるものではない¹⁾。他方、証取法による内部者取引規制の適用範囲が不明確な側面があるとすれば、このことにより、自己株式の買受け・処分が「阻害」される余地もある²⁾。会社法と証取法のそれぞれの制度が相互に依存しているとすれば、2つの法律が希求する理念を実現しうるように、両方の制度を調和させる解釈や立法政策が採用されるべきであろう。その意味で、証取法上の制度の射程が不明確であるということのみから、会社法上の制度が運用できなくなる事態は避けなければならないであろう。

このような視点から、本稿は、自己株式の買受け・処分と内部者取引との関係に一定の法的枠組みを与えた、アメリカの1934年証券取引所法規則10b5-1を比較考察の対象とする。そして、我が国の自己株式の買受け・処分と内部者取引規制の関係を分析し、重要事実が発生した場合、自己株式の買受け・処分の実行が可能か否か、という問題に対して、ひとつの指針を得ることを試みるものである。

2. 自己株式と会社法・証券取引法

そもそも、旧商法210条は、自己株式の取得を原則的に禁止していた。禁止の理由は、以下の4つの弊害に求められていた。第一の弊害は、「自己株式の有償取得は、実質的には、会社債権者に先立って株主に出资を払い戻すことと同視できるため、会社債権者を害するおそれがある³⁾」というものである。これは、資本維持の原則との関係に着目するものである。第二の弊害は、「会社が恣意的に一部の株主から株式を買い受けると、株主間に不平等を生じさせ、また、保有する自己株式を特定の者に時価より低い価額で売り

1) なお、本稿において、内部者取引規制とは、会社関係者等の証券取引を規制する166条と不正取引を一般的に禁止する証取法157条とに基づく規制を想定することとする。

2) 前田雅弘「自己株式取得とインサイダー取引規制」法学論叢140巻5・6号252頁(1997年)を参照。

3) 原田晃治=秦田啓太=郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説〔上〕」商事法務1607号9頁(2001年)。

渡すことにより株主間に不平等を生じさせるおそれがある⁴⁾」というものである。これは、株主平等原則との関係に着目したものである。第三の弊害は、「自己株式の取得により議決権を有する株式の総数を減少させ、一部の者の支配力を相対的に強めたり、保有する自己株式を特定の者に譲渡することにより、その者の支配力を強める等、会社支配の公正を害するおそれがある⁵⁾」というものである。これは、会社支配との関係に着目したものである。第四の弊害として、「株価の人為的な操作や未公表の経営情報をもとに株式の売買を行う内部者取引（インサイダー取引）が行われるおそれがある⁶⁾」というものである。商法上、自己株式の取得・保有が原則的に禁止されていたため、自己株式の取得・売却から生じる相場操縦や内部者取引に関して証取法も特別な措置を講じる必要性がなかったのである。

上記のような自己株式の取得を原則的に禁止する法政策に変化が生じたのは、平成6年の商法改正以降である⁷⁾。平成13年の商法改正によって、自己株式に関する規制は抜本的に改められ、自己株式の取得・保有は自由化された。自己株式取得規制等の見直しに関する改正法において、自己株式の取得を認めるべき理由として、(1) 代用自己株式としての利用、(2) 株式の需給関係の調整、(3) 敵対的買収への対抗策、の3つの点が挙げられた⁸⁾。そして、自己株式の取得・保有を自由化することに伴う内部者取引や相場操縦の弊害は証取法の改正により対応できるとされたのである⁹⁾。この点は、

4) 原田=秦田=郡谷・前掲(3)9頁。

5) 同上。

6) 同上。

7) 自己株式取得規制を巡る商法改正の変遷については、堀口亘「金庫株解禁と証券取引法」同志社商学53巻5・6号1頁以下(2002年)を参照。

8) 原田=秦田=郡谷・前掲(3)8~9頁。相沢英之ほか『一問一答金庫株解禁等に伴う商法改正』7頁(平成13年)。なお、自己株式取得に関する法制度に対する評価については、以下の文献を参照。藤田友敬「自己株式取得と会社法〔上〕〔下〕」商事法務1615号4頁以下、1616号4頁以下(2001年)。三枝一雄「金庫株解禁の意義」法律論叢74巻4・5合併号55頁以下(2002年)。

9) 原田=秦田=郡谷・前掲(3)9頁。

会社法が証券取引の公正さとの関連に着目した上で、この問題に対する解決を証取法に委ねたものである¹⁰⁾。上記弊害を予防する証取法の規制を導入すれば、自己株式の取得・保有を自由化することに生じる費用より、便益が上回ると判断したものと思われる。

このような要請から、証取法は相場操縦と内部者取引の規制について一定の手当を行った。まず、自己株式の買付けに伴う相場操縦の規制については、証取法162条の2を新設し、あわせて「上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」を定めた。また、内部者取引規制については、自己株式の取得・処分に関する事実をあらたに166条所定の重要事実として追加した（166条2項1号ニおよびホ）。

ところで、商法は、自己株式の買受けのために実施しうる方法と自己株式の処分のために実施しうる方法とを区別している。自己株式の買受けのために実施しうる方法について、商法210条9項は、原則として、市場における取引、または証取法が定める公開買付けによるものとし、例外として、株主総会の特別決議を前提とした相対取引によるものも認めている。他方、自己株式の処分のために実施しうる方法について、商法211条は、新株発行に関する多くの規定を準用することにより、原則として、新株発行類似の手続によることとしている¹¹⁾。その趣旨は、今回の改正により自己株式の取得と保有が自由となったことから、大量の自己株式を一度に処分する場合には既存株主との利害関係を調整する必要が生じたためとされている¹²⁾。処分方法に関して重要な点は、商法が、自己株式が市場価格のある株式であっても、市

10) 証取法による一般的な規制が弊害を除去する唯一の方法ではない。相場操縦については、一定期間内における自己株式の取得数量を規制する方法によって、ある程度規制することも可能であろう（藤田・前掲（8）〔下〕5頁を参照。）。証券取引の円滑化と規制の実効性の調和という視点からすると、立法論として、証取法による一般的な規制に全て委ねる方式には懐疑的とならざるを得ない。

11) 原田＝秦田＝郡谷・前掲（3）18頁。なお、例外はいわゆる代用自己株式として使用する場合である（同上17頁）。

12) 原田＝秦田＝郡谷・前掲（3）18頁。

場での売却を処分方法として認めていないことである¹³⁾。これに関連して、市場売却の可否については、「一般的に自己株式の市場売却を認めるときは、インサイダー取引や相場操縦が行われる危険性が高いことから、その有効な防止手段と併せて市場売却の可否を検討する必要があるため、今後の検討課題とされた」という¹⁴⁾。このことは、自己株式の市場売却に伴う内部者取引や相場操縦について、証取法による規制を勘案した上で、会社法上の制度である自己株式の処分方法に市場売却を加え得るかを判断するものである。これは、証取法が会社法上の制度を補完しうるか、という問題である。少なくとも商法改正時点では、証取法の規制を前提とすると、市場売却は認められないという判断があったものと思われる。

上記のように、商法は自己株式の買受方法と処分方法を区別している。つまり、買受けは市場で行えるが、処分は新株発行等と同様の規制に服し、市場では行えないこととなる。この点が後述するアメリカ法と異なるところである。この点との関連で、処分の場合は、そもそも、証取法の内部者取引規制の射程が及ぶのか、という問題がある。会社が自己株式を処分する場合、新株発行と類似する方法で行われることとなった。ところで、会社が新株発行を行う場合は、商法による規制や証取法の開示規制がおよぶことを理由に、内部者取引規制の適用が除外されると解されている¹⁵⁾。そうすると、会社が自己株式を処分する場合は内部者取引規制の適用が除外されると解する余地もある¹⁶⁾。しかしながら、会社が自己株式を処分する場合にも証取法の内部者取引規制は適用されると解するべきである。その理由はこうである。そもそも、情報が発生する前に開示することは不可能である¹⁷⁾。開示制度がこの

13) 原田=秦田=郡谷・前掲(3)19頁。

14) 同上19頁。

15) 横島裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』45頁(平成元年)。

16) 立法論として、金庫株処分について、証取法上の「売買その他の有償の譲渡若しくは譲受」に該当しない旨明らかにすべきだとする見解もある。(武井一浩「金庫株制度」(神田秀樹=武井一浩編著)『新しい株式制度 実務・解釈上の論点を中心に』108頁(2002年))。

ような限界に直面するとき、情報開示規制は、当該情報を保有した者に取引を禁止するという行為規制へと質的に変化する¹⁸⁾。このように内部者取引規制は、開示規制が潜在的に有する機能的限界をカバーする制度なのである。そうであるなら、会社が自己株式を処分する場合においても、開示規制の機能的限界は発生しうる以上、内部者取引規制の射程はおよぶと解される¹⁹⁾。このように自己株式の買受けおよび処分の両方の局面に内部者取引規制がおよぶのである。

前述のように、証取法は自己株式の取得・保有の自由化にともない、一定の手当てを行った。しかしながら、その手当は必ずしも十分なものではなく、内部者取引規制との関連においては次のような不明確な点が存在する。それは、自己株式の買受け・処分を決定した後、当該発行者に重要事実が発生した場合、発行者は当該買受け・処分を行うことができるのか、という問題である²⁰⁾。問題状況を明確化するために、次のような2つの類型を想定することとする。第1の類型は、個々の自己株式の買受け・処分について投資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、履行時点において重要事実が発生した場合である。第2の類型は、自己株式の買受け・処分について包括的・抽象的な投資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、個

17) 上村達男「投資者保護概念の再検討 — 自己責任原則の成立根拠 —」専修法学論集42号12頁(1985年)。なお当然のことながら、何らの情報の片りんも形成されていない状態においては、ソフト・インフォメーションの開示も不可能であるため、このような開示制度の機能的限界は開示制度全般に妥当する。

18) 同上参照。

19) また、自己株式の処分行為は証取法上「売出し」として扱われる(「企業内容等の開示に関する留意事項」A2-3)。会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令6条1項10号は、売出しの主体にも内部者取引規制がおよぶことを前提に適用除外を定めたものであるから、やはり会社が自己株式を処分する場合にも内部者取引規制の射程はおよぶと解される。

20) この点については、既に以下のような先駆的な研究が存在する。前田・前掲(2)251頁以下。証券取引法研究会編『金庫株解禁に伴う商法・証券取引法』別冊商事法務251号(平成14年)。川口恭弘「金庫株制度と内部者取引規制」同志社法学53巻9号53頁以下(2002年)。

別の取引について投資決定を行う時点において重要事実が発生した場合である。これら2つの類型について、まず次節において、アメリカ法がどのような規定を用意しているのかを概観することとする。その後、アメリカ法から得られた示唆を一つの視座として、我が国の自己株式の買受け・処分と内部者取引規制の関係を分析し、上記2つの類型を検討することとする。

3. 情報と取引—アメリカにおける規制—

前述のように、発行者が自己株式を買受け・処分する場合、内部者取引規制との関係が問題となる。換言すれば、重要事実が未公表の段階で発行者が自己株式を買受け・処分することができるのか、という問題である。仮に、上記の状況下で自己株式を買受け・処分が可能であるとすると、どのような事情があれば内部者取引規制の適用が除外されるのか、ということが焦点となる。この点について、我が国の証取法の母法であるアメリカ1934年証券取引所法においては、2000年に証券取引所法規則10b5-1（以下、規則10b5-1とする。）を新設した²¹⁾。この規定は重要な未公開情報の発生と証券取引との関係を規律するものである。そこで、本節では、アメリカ法における重要な未公開情報と内部者取引との関係を明らかにするために、規則10b5-1を考察することとする。

(1) 規則10b5-1の位置付け

そもそも、規則10b5-1が新設される以前は、「利用」対「保有」(“Use” Versus “Possession”) という表現に象徴される、以下のような対立があった²²⁾。それは、規則10b-5の主観的要件 (Scienter) との関係から、ある取引

21) 17 C.F.R. § 240.10b5-1. なお、本規則の邦訳として以下を参照。吉川満「米国の新しい公正開示規則とインサイダー取引禁止規則〔上〕」商事法務1571号13～15頁(2000年)。

22) この論争については、以下を参照。Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* 645 (4th ed., 2002); Jennifer L. Neumann, *Insider Trading: Does “Aware” Really Resolve the “Possession” Versus “Use” Debate ?*, 7 *Journal of Law & Policy* 189 (2001). また、栗山修「米国インサイダー取引規制と内部情報～内部情報所有説・内部情報利用説の検討～」国際商事法務29巻3号290頁以下(2001年)。

が内部者取引に該当するためには、内部者が重要な未公開情報を有しているのみで足りるとするのか、あるいは、当該情報を利用して取引を行うことが必要なのか、という争いであった²³⁾。判例は、情報の保有を知覚していることのみで足りるとするもの (United States v. Teicher 判決²⁴⁾) と当該情報の利用も必要であるとするもの (SEC v. Adler 判決²⁵⁾ 及び United States v. Smith 判決²⁶⁾) とに分かれていた。この対立に終止符を打つべく登場したのが、規則10b5-1である。

証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission ; 以下、SECとする。) は、規則10b5-1を次のように位置付ける。まず、従来の内部者取引規制に関する判例法理と規則10b5-1については、規則10b5-1の前文において、同規則が内部者取引に関する従来の判例法理を変更するものではないことを確認している。SECは、内部者取引禁止の目標—投資者と証券市場のインテグリティの保護—をもっともよく達成しうる基準は、「保有の知覚 (Knowing possession)」基準であるとする²⁷⁾。しかし同時に、情報の保有に対する知覚または認識 (awareness) にもとづいた絶対的基準は、いくつかの局面で広きに失することも認めている²⁸⁾。そこで、本規則は、重要な未公開情報の「認識」をその指標とする一般的基準を採用する一方で、当該取引を行った者が負うべき若干の積極的抗弁を列挙することにより、上記の相対立する要請を調和させることとした、とする²⁹⁾。

規則10b5-1(b)によれば、有価証券の購入または売却を行った者がその購入

23) この問題の位置付けについて以下を参照。James D. Cox, Robert W. Hillman, & Donald C. Langevoort, *Securities Regulation* 952-953 (3rd ed., 2001).

24) 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993).

25) 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998).

26) 115 F.3d 1051 (9th Cir. 1998).

27) Securities and Exchange Commission, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, SEC Release Nos. 33-7881, 34-43154, 53 SEC Docket 1, at 21 (2000). なお、以下でこの文献を“SEC Release”として引用することとする。

28) Id.

29) Id.

また売却時に重要な未公開情報を知っていた場合、当該取引は重要な未公開情報に基づいて行われたものとする、と定義づけられている。前述のように、本規則は、重要な未公開情報の「認識」を基準とする一般的基準を採用しているのである。そして、積極的抗弁を列挙した規則10b5-1(c)は、適用除外規定として位置付けられている³⁰⁾。規則10b5-1(c)は、重要な未公開情報を認識する以前から存在する計画、契約、または指図に基づいた取引は、重要な未公開情報に基づいた取引に該当しない、という枠組みを採用している。そして、ある取引がこれらの取引類型に該当することを積極的抗弁として列挙しているのである。そうであるなら、積極的抗弁事由として列挙された事象は、規則10b5-1の射程を画する機能を有することとなる。そのため、次に規則10b5-1(c)所定の事由を概観することとする。

(2) 規則10b5-1(c)について

適用除外規定は、規則10b5-1(c)(1)と(2)とに大別される。規則10b5-1(c)(1)は自然人と法人の双方に適用があり³¹⁾、規則10b5-1(c)(2)は法人にのみ適用がある³²⁾。規則10b5-1(c)(1)の枠組みは以下のようなものである。まず、規則10b5-1(c)(1)(i)によれば、ある有価証券の購入または売却が重要な未公開情報に基づく取引に該当しないためには、3つの要件を満たさなければならない³³⁾。第一に、有価証券の購入または売却を行う者は、当該取引が、重要な未公開情報を知る前に、①当該有価証券を購入もしくは売却を行う契約を締結していた場合、②当該有価証券を自己の計算で購入もしくは売却を行う指図を他の者に与えていた場合、または、③有価証券取引を行うための書面による計画を採用した場合、という①乃至③のいずれかに該当することを立証しな

30) 以下を参照。Richard W. Jennings, Harold Marsh, Jr., John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *Securities Regulation* (8th ed. 2001 supp.) 96.

31) *Id.* at 97.

32) Hazen, *supra* note 22, at 647.

33) SEC Release, *supra* note 27, at 23.

ればならない (規則10b5-1(c)(1)(i)(A)(1)-(3))。

第二に、適用除外に該当し得る契約、指図または計画 (以下、契約等とする。) は、以下のような要件を満たさなければならない (規則10b5-1(c)(1)(i)(B)(1)-(3))³⁴⁾。当該契約等は、①有価証券の購入もしくは売却の数量、価格、および日程が特定されていること、または、②有価証券の購入もしくは売却の数量、価格、および日程を決定するための定式、アルゴリズム、もしくはコンピュータ・プログラムが書面に記載されていることを充足していなければならない。また、③購入または売却の方法、時期、もしくは実行の可否について、購入または売却の実行者以外の者 (影響力を行使する時点で重要な未公開情報を知らない者に限る。) が影響を及ぼしうる場合は、購入または売却の実行者が事後的な影響力の行使を許すものではないことが必要となる。

第三に、執行された購入または売却が契約等に従ったものでなければならないことも充足していることが必要である (規則10b5-1(c)(1)(i)(C))。

また、規則10b5-1(c)(1)(ii)によれば、上記規則10b5-1(c)(1)(i)に該当する取引について、契約、指図または計画が善意に実行または締結されたものであり、且つ、本条による禁止を回避するためのものでない、という要件をも充足しなければならない、とされている。

以上のことから、規則10b5-1(c)(1)に基づいて、適用除外を受けるためには以下のことを立証しなければならない。

(1)内部情報を知る前に、売買契約の締結、売買の指図、または書面による売買計画の採用を行ったこと。

(2)売買の数量、価格、および日程が特定されているか、もしくは一定の方法で決定されること、または、方法、時期、もしくは実行の可否について、内部情報を知らない第三者が決定すること。

(3)執行された売買が契約等に従ったものであること。

(4)当該取引についての契約、指図または計画が善意に実行または締結され

34) なお、以下を参照。Jennings, Marsh, Jr., Coffee, Jr. & Seligman, *supra* note 30 at 96.

たものであり、且つ、本条による禁止を回避するためのものでないこと。

このように、規則10b5-1(c)(1)は、ある取引が内部者取引に該当するか否かの分水嶺を、投資決定の時点で重要な未公開情報の保有を認識しつつ当該投資決定を行ったか否かという点に求めているのである³⁵⁾。また上記のことから明らかなように、内部者以外の者が売買に関与する場合において規制の適用除外を受けるためには、(1) 当該関与者が未公開の重要情報を知らないこと、および、(2) 内部者が当該関与者の投資行動に干渉しないこと、という2点も充足しなければならない³⁶⁾。

次に、規則10b5-1(c)(2)の枠組みを概観することとする。規則10b5-1(c)(2)は、前述のように法人にのみ適用がある規定である。それによると、以下の2点を立証すれば、当該有価証券の購入または売却は重要な未公開情報に基づかずに行われたものとして扱われる。適用除外を受けるために立証すべき点とは、(1)有価証券を購入または売却する投資決定をなす者は、当該情報を知らないこと、および、(2)当該行為者が、投資決定を行う自然人が重要な未公開情報に基づいた取引を禁止している法律に違反しないように保障する合理的な施策と手続を事前に採用していたこと、である。上記の合理的な施策と手続とは、投資決定を行う自然人が重要な未公開情報に基づいた取引を禁止する規則やこのような情報を当該投資決定者が知り得ないようにする規則を含むものとされている。この規定は、公開買付時における内部者取引を規制した規則14e-3を参考にしたものであるとされている³⁷⁾。規則14e-3所定の合理的な施策と手続には、情報隔壁としてのチャイニーズ・ウォールも含まれるとされている³⁸⁾。そうであるなら、規則10b5-1(c)(2)の合理的な施策と手続にも、情報隔壁としてのチャイニーズ・ウォールも含まれると解される。

留意すべきは、SECは、発行者自身も内部者取引における内部者として

35) なお、以下を参照。SEC Release, *supra* note 27, at 22.

36) なお、以下を参照。Id. at 24.

37) Id.

38) VIII Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation* 3735 (3rd ed. 1991).

位置付けている点である³⁹⁾。そうすると、発行者に未公開の重要情報が発生する場合、発行者と具体的な投資決定を行う者との関係が問題となる。両者を一体として捉えると、当該重要情報が未公開の段階において自己株式の売買に関する投資決定を行うことができない。他方、発行者と投資決定者を区別すれば、上記と異なる理論構成が可能となる。即ち、発行者が公開の重要情報を保有していたとしても、投資決定者が当該情報を知らなければ、投資決定者は投資決定の時点で重要な未公開情報の保有を認識せずに当該投資決定を行ったこととなり、発行者による自己株式の売買も内部者取引に該当しないと構成することも可能になるのである。規則10b5-1(c)(2)は、後者の理論構成を前提にした上で、発行者による自己株式の売買と内部者取引規制との関係にひとつの枠組みを与えたものと推察される。つまり、発行者による自己株式の売買について特別な規定を設けることにより、違法行為と適法行為の境界を明確化することを意図したものである。

以上のことを総括すると次のようになる。規則10b5-1(c)(1)によれば、ある取引が内部者取引に該当するか否かの分水嶺は、投資決定の時点で重要な未公開情報の保有を認識しつつ当該投資決定を行ったか否かという点に求められる。つまり、投資判断決定時点における未公開の重要情報に対する認識の有無が、当該取引の違法性を判断するメルクマールの1つとなるのである。従って、投資決定の時点で重要な未公開情報を知らないこと等を立証すれば、その後重要な未公開情報の保有を認識したとしても、当該取引は内部者取引に該当しないこととなる。また、内部者以外の者が売買に関与する場合において規制の適用除外を受けるためには、(1) 当該関与者が未公開の重要情報を知らないこと、および、(2) 内部者が当該関与者の投資行動に干渉しないこと、という2点も充足しなければならない。このように、規則10b5-1(c)(1)が規制の適用除外として想定する売買は、我が国の証取法166条6項8

39) William K.S. Wang & Marc I. Steinberg, *Insider Trading* 297-298 (1996). なお、アメリカにおける伝統的な用語法においても「内部者」概念に、自己株式を取得する際の発行者は包含されるという。VIII Loss & Seligman, *supra* note 38 at 3584-3585.

号が定めるいわゆる「知る前契約」や「知る前計画」に基づく取引に類似するものである。そうすると、個々の自己株式の買受け・処分について投資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、履行時点において重要事実が発生した場合（前節で分類した第1の類型）、規則10b5-1(c)(1)所定の要件を立証すれば、当該投資決定に基づく売買は内部者取引に該当しないこととなる。また、自己株式の買受け・処分について包括的・抽象的な投資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、個別の取引について投資決定を行う時点において重要事実が発生した場合（前節で分類した第2の類型）であっても、個別の取引についての投資決定に対して内部者が干渉できないこと等を立証すれば、同様のこととなる。

次に、規則10b5-1(c)(2)は、法人のために投資決定を行う者が重要な未公開情報を知らず、且つ、内部者取引を防止するための措置を講じていることを、当該法人が立証すれば、規制の適用が除外されることを定めている。そのため、法人の場合、投資決定時点において未公開の重要情報を当該法人が保有していたとしても、投資決定者が上記情報を知らず、且つ、内部者取引を防止するための措置を講じられているとするならば、当該投資決定に基づく取引は内部者取引に該当しないとされる余地があることとなる。そうすると、自己株式の買受け・処分について、発行者が包括的・抽象的な投資決定を行う時点において重要情報を保有していなかったが、投資決定者が個別の取引について投資決定を行う時点において発行者に重要情報が発生した場合（前節で分類した第2の類型に属するケース）、規則10b5-1(c)(2)所定の要件を立証できれば、当該投資決定に基づく売買は内部者取引に該当しないこととなる。

4. 検討

(1) 規則10b5-1について

前述のように、アメリカ法は、発行者による自己株式の売買を行い得ることを前提にした上で、これらの取引に対しても、内部者取引規制の網をかけ

ている。そして規則10b-5の要件との関係から、内部者取引の成立要件として、取引行為者が重要な未公開情報を認識していることのみで足りるのか、それとも当該情報を利用することまでも必要なのか、という問題が生じることとなる。この問題に対して、SECは、規則10b5-1が内部者取引に関する従来の判例法理を変更するものではないことを確認した後、本規則において重要な未公開情報の保有に対する認識のみで足りることを明らかにした。他方、規則10b5-1は、上記規制の適用除外も定めている。適用除外規定は、規則10b5-1(c)(1)と(2)とに大別される。規則10b5-1(c)(1)は自然人と法人の双方に適用があり、規則10b5-1(c)(2)は法人にのみ適用がある。そして、規則10b5-1(c)(1)は、日本法における「知る前契約」・「知る前計画」と類似する取引スキームに対して規制の適用を除外するものである。また、規則10b5-1(c)(2)は、法人のために投資決定をおこなう者が重要な未公開情報を知らず、且つ、インサイダー取引を防止するための措置を講じていることを、当該法人が立証すれば、当該売買に対して規制の適用を除外するものである。このような規定を設けることにより、内部者取引規制の実効性確保と証券取引の自由を調和させる趣旨であると思われる。

もともと、日本の証取法166条は、会社関係者等が重要事実を認識して有価証券の売買等を規制の対象としている。つまり、会社関係者等が重要事実を知って有価証券の売買を行うことを原則として禁止しているのであり、当該重要事実を利用したことや当該重要事実に基づいたことを要件としていないのである⁴⁰⁾。そうであるなら、日本法においては、アメリカ法で問題となった点、即ち、ある取引が内部者取引に該当するためには、内部者が重要な未公開情報を有しているのみで足りるとするのか、あるいは、当該情報を利用して取引を行うことが必要なのか、という争いは生じないこととなる。また、アメリカの規則10b5-1は、積極的抗弁を基軸とするシステムを採用している。この点も、日本の法執行システムを異なるものである⁴¹⁾。

40) 旧190条の2および旧190条の3について、横島・前掲(15)17頁。

しかしながら、内部者取引規制の実効性確保と証券取引の自由との調和を希求する規則10b5-1は、我が国の自己株式の買受け・処分をめぐる内部者取引規制について、以下の2点のような示唆を与えてくれる。第一の示唆は、規則10b5-1が、適用除外への該当性のメルクマールを、投資決定時点における重要な未公開情報の保有に対する認識の有無という点に求めていることである。このことは、前述のように、投資決定時点において重要な未公開情報の保有に対する認識がなければ、当該投資決定にもとづく取引は内部者取引としての属性を有しない、という判断に結びつく。これは、我が国における適用除外の制度趣旨を検討する上でも有益な視座を与えるものである。

第二の示唆は、法人にのみ適用がある規則10b5-1(c)(2)に関するものである。同規則は、前述のように、(1) 有価証券取引の投資決定を行う者が重要な未公開情報を知らないこと、および、(2) 当該行為者による内部者取引を禁圧することを趣旨とした合理的な施策と手続を事前に採用していたこと、の2点を立証すれば、当該取引は重要な未公開情報に基づかずに行われたものとして扱われる規定である。この点は、自己株式の買受け・処分について、発行者が包括的・抽象的な投資決定を行う時点において重要情報を保有していなかったが、投資決定者が個別の取引について投資決定を行う時点において発行者に重要情報が発生した場合（第2節で分類した第2の類型に属するケース）について、重要な解決指針を与えるものである。これらの示唆を指針として、以下において日本法を検討することとする。

(2) 日本法について

証取法166条6項4号の2は、発行者による自己株式の取得を適用除外としている。しかしながら、同項は、「当該自己の株式の取得についての当該上場会社等の業務執行を決定する機関の決定以外の第1項に規定する業務等

41) 積極的抗弁を基軸とする規則10b5-1は当事者主義的な実務運用を前提とするものと推察されるため、同規則が定める制度をそのまま日本法に移植することは厳に慎まなければならない。

に関する重要事実について、同項に規定する公表がされていない場合」を除外している。つまり、自己株式の取得についての重要事実以外の重要事実が存在する場合は、当該自己株式の取得は適用除外とならないのである。

そもそも、発行者が未公表の重要事実を保有しているにもかかわらず、自己株式を売買した場合、証取法166条の射程はおよぶのだろうか。166条が列挙する会社関係者という概念に、発行者は該当しない。つまり、166条によって売買を制限される者は、取締役や従業員という個人に限定されているのである。このことから、166条は、取締役や従業員という個人による売買を禁止することによって、発行者による内部者取引も禁止していると解されている⁴²⁾。そうすると、発行者自身は会社関係者に該当しないという規制類型においては、ある重要事実が生じた部門と自己株式の買付け・処分を担当する部門との間にチャイニーズ・ウォールのような情報伝達を遮断する措置を講じるならば、発行者のために行われる当該自己株式の買付け・処分に対して、166条の適用が除外されると解し得る余地がある⁴³⁾。他方、発行者と当該買付担当者を一体として把握するならば、内部者取引と同視することもできる⁴⁴⁾。ところで、166条・167条は、157条の適用を排除する趣旨ではないと

42) 河本一郎「自己株式取得規制緩和とインサイダー取引」金融法務事情1382号8～9頁(1994年)、前田・前掲(2)263頁、川口・前掲(20)63頁。

43) 前田・前掲(2)264頁。

44) 証券取引審議会・不公正取引特別部会「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」Ⅲ1(4)(平成6年2月7日)は、以下のように述べる。

「新製品の企業化の決定や決算内容等の重要事実の公表前に会社の役職員が会社の計算で行う自己株式取得の場合については、現行の規定により内部者取引規制の対象となる。この場合に、自己株式取得を担当する会社の役職員が、新製品の企業化の決定等、自己株式取得の決定以外の重要事実が発生していることを知らずに自己株式の取得を行うという事態も考えられる。これを当該会社と投資者との関係でとらえた場合には会社内にのみ重要事実が存在しており、会社全体としてみれば重要事実が公表されないまま自己株式取得が行われるということになる。

こうした事態は内部者取引規制との関連で問題が生じ得るものであり、会社においては、自己株式取得に当たり担当役職員が他に重要事実が存在しないことの確認を行うなど、内部者取引規制の趣旨を踏まえた適切な情報管理措置により対応をしていくことが肝要である」と(商事法務1346号25～26頁(1994年))。

解されている⁴⁵⁾。そうであるなら、上記スキームを166条の脱法行為としてとらえて、当該売買が157条1号の「不正の手段」に該当する、と解することも可能である⁴⁶⁾。

ここで、取引担当者を重要事実から隔離して自己株式の買受け・処分を行わせるスキームが、証取法166条6項8号及び会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令（以下、取引府令とする。）が定める適用除外にあたるか否かが問題となるのである。

そもそも166条6項8号及び取引府令はどのような趣旨の規定なのであろうか⁴⁷⁾。上記の規定は、会社の業務等に関する重要事実を知って取引した場合であっても、当該事実を知る以前から締結している契約の履行として売買する場合等のように、特別の事情に基づく売買等であることが明らかである場合には、規制の必要性がないため、これらの売買等を適用除外としたとされている⁴⁸⁾。問題は、「特別の事情」として認められる範囲である。この点は、前述のようにアメリカ法の議論が参考となる。即ち、適用除外への該当性のメルクマールを、投資決定時点における重要な未公開情報の保有に対する認識の有無という点に求めるべきであろう。

ところで、166条6項8号には、「その他これに準ずる特別の事情に基づく売買等であることが明らかな売買等をする場合」という文言がある。これを

45) 旧190条の2（現行の166条に相当する。）および旧190条の3（現行の167条に相当する。）と旧58条（現行の157条に相当する。）との関係については、横島・前掲（15）14～16頁。

46) 157条の位置づけについては、以下を参照。近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察 —証券取引法157条を規則10b-5の比較—」（河本一郎先生古希祝賀）『現代企業と有価証券の法理』171頁以下（1994年）、岸田雅雄＝森田章＝近藤光男編（神崎克郎先生還暦記念）『逐条・証券取引法 —判例と学説—』448頁以下〔砂田太士〕（平成11年）。

47) 内部者取引規制導入当初の旧190条の2第5項および旧「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令」については、以下の文献を参照。横島・前掲（15）145～165頁、堀本修「内部者取引規制関係政省令の解説〔6・完〕商事法務1178号31～33頁（1989年）。

48) 旧166条5項について、田中誠二＝堀口亘『再全訂コンメンタール証券取引法』1044頁（1996年）。

規定する内閣府令がないことから、適用除外とされる売買は、取引府令に列挙されるものに限定されるのか、という問題が生じる。これについて、166条6項8号によって適用除外とされる売買は、取引府令に定められたものに限定されず、弊害のないものであればこれに該当するとする見解も成り立ち得る⁴⁹⁾。しかしながら、166条6項8号には「(内閣府令で定める場合に限る。)」という文言がある以上、文理上、適用除外とされる売買は取引府令所定のものに限定されると解さざるを得ないと考える⁵⁰⁾。

以下では、第2節で分類した2つの類型と関連性を有するいわゆる「知る前契約」や「知る前計画」を概観することとする。「知る前契約」とは、取引府令6条1項1号に該当する契約である。「知る前契約」の履行としての売買は、内部者取引規制の適用を除外されることとなる。「知る前計画」とは取引府令6条1項3号ないし7号に該当するものである。買付けの方法は、証券会社を利用する方法と信託銀行を利用する方法とがある。上記「知る前計画」による買付けは、内部者取引規制の適用を除外されることとなる。このように、「知る前契約」・「知る前計画」は発行者と取引を行う「相手方」や「役員持株会等」を主体とする投資判断を基準とするものである。つまり、発行者サイドの投資判断を基準とするものではない。従って、発行者と「個別の投資判断を行う取引担当者」を情報障壁により分断することを前提にして、恒常的におこなわれる自己株式の買受け・処分を適用除外とすることを想定するものでないように思われる。なぜなら、取引の相手方や持株会は重要事実を知ったとしても、公表する手段がないのに対して⁵¹⁾、発行者サイドからすれば、発行者に生じた重要事実を公表または相手方に伝達すればよいから(166条6項7号参照)、「知る前契約」・「知る前計画」は、基本的に、取引の相手方や持株会の取引を正当化することのみを射程にしていると考え

49) 旧法について、堀本・前掲(47)31~32頁、横島・前掲(15)159頁を参照。

50) 服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』222頁(平成13年)。

51) 証取法上、公表主体は発行者である(163条1項・166条4項)。もっとも、「知る前契約」には、発行者の相手方は発行者に当該重要事実を伝達することもできるが、これは無意味であろう。

る。

以下において、第2節で分類した2つの類型を検討することとする。まず、個々の自己株式の買受け・処分について投資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、履行時点において重要事実が発生した場合（第1の類型）である。公開買付により自己株式を買受ける方法を採用するケースでは、取引府令6条1項9号に該当すれば、適用除外となる。その他の手段により自己株式の買受け・処分を行うケースでは、証取法166条6項8号および取引府令6条1項1号が定める「知る前契約」の要件を充足すれば、相手方の売買は166条の適用が除外されることとなる。しかしながら、内部者取引規制の観点からは、発行者サイドの売買と相手方の売買とは区別されるから、適用除外とされる売買が取引府令所定のものに限定されると解するならば、発行者が行う公開買付け以外の自己株式の買受け・処分は適用除外にならないこととなる⁵²⁾。アメリカ法のように、投資判断時点における重要事実に対する認識の有無が適用除外のメルクマールだとすると、上記の結論は妥当性を欠くこととなる。この点は、取引府令において、適用除外にあたることを明確化すべきであろう。

次に問題となるのが、自己株式の買受け・処分について包括的・抽象的な投資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、個別の取引について投資決定を行う時点において重要事実が発生した場合（第2の類型）である。これは、以下のような2つのケースに細分化できる。それは、(a)ある一定の投資計画に基づいて、機械的に自己株式の買受け・処分を行う場合と(b)発行者が包括的・抽象的な投資決定を行う時点において重要情報を保有していなかったが、投資決定者が個別の取引について投資決定を行う時点において発行者に重要情報が発生した場合とにわけられる。(a)の場合は、投資計画

52) ところで、166条6項7号によれば、相対取引の場合は、相手方に当該重要事実を伝達した上で処分を行えば、インサイダー取引規制の適用が除外される余地がある。そのため、自己株式の処分の場合、相手方に重要事実を伝達すればよいという議論も成り立つ。しかし、更に第三者に転売されうる場合には適用除外とならないことに留意しなければならない(166条6項7号参照)。

を実施する主体が一定の計画に基づいて機械的に買受け・処分を行う点に特徴がある。この場合、ある一定の投資計画を採用する時点で発行者において重要事実が発生しておらず、且つ、発行者が投資計画を実施する主体に対して介入できないのであれば、重要事実発生後に投資計画を実施する主体が計画に基づいて機械的に買受け・処分を行うのであるから、実質的に、投資判断時点において重要事実を認識していなかった場合と同視できる。もっとも、取引府令がいわゆる「知る前計画」として適用除外を認めるのは、従業員持株会等が買付けを行う場合のみである（取引府令1項3号および4号参照）。ここで、(a)の場合もいわゆる「知る前計画」に類似する行為として、適用除外とすることができるのかが問題となる。前述のように、適用除外は制限列举と解さざるを得ないため、(a)の場合を適用除外として扱うことは困難であると思われる。

さて、(b)の場合である。この場合は、抽象的な投資決定を行う者と個別・具体的な投資決定を行う者とが分離されているところに特徴がある。前述のように、166条は、発行者自身が会社関係者に該当しないという規制類型を採用している。そのため、ある重要事実が生じた部門と自己株式の買付け・処分を担当する部門との間にチャイニーズ・ウォールのような情報伝達を遮断する措置を講じるならば、当該自己株式の買付け・処分には166条の適用が除外される余地がある。そもそも、チャイニーズ・ウォールには、会社内部の各部門間の情報伝達を遮断するものと自己株式の買受け・処分を担当する部門とそれを統括する上級者との情報伝達を遮断するものがあるとされる⁵³⁾。後者は指揮命令系統間に設置される情報遮断措置である。とりわけ、指揮命令系統間に設置される情報遮断措置との関連で、売買担当者を指揮命令しうる者が重要事実を知っていた場合、売買担当者が当該重要事実を認識していなかったと評価しうるのかということは一つの問題である⁵⁴⁾。また、このことは、売買担当者を指揮命令しうる者が重要事実を知りながら、自己

53) 元木伸監修『平成六年商法改正に基づく自己株式取得の実務〔続編〕』別冊商事法務184号43～45頁。

株式の買受け・処分を放任しておいてよいのか、という問題も惹起する⁵⁵⁾。確かに、現行の166条は、発行者自身が会社関係者に該当しないという規制類型を採用していることから、理論上は、売買担当者が知らず、且つ、重要事実が発生後、売買担当者に対する干渉が行われなければ、投資判断時点における重要事実に対する認識の有無が適用除外のメルクマールとする基準をあてはめることも可能である。もっとも、どのような手続きや措置を履行すれば、166条の適用を受けないのか、必ずしも明確ではない。しかしながら、発行者全体として考察すると、当該取引は内部者取引と同視され、157条1号の「不正の手段」に該当すると解することも可能である。この問題は、解釈論に属する問題ではなく、立法政策に属する問題と考える。会社法との調和を強調する見解をとれば、上記売買は、166条6項8号に該当する適用除外と実質的に同視すべきであろう。この見解にたつならば、証取法1条の証券取引の円滑化を確保する観点から、アメリカの規則10b5-1(c)(2)等を参考にして取引府令による基準の明確化が必要であると考ええる。他方、投資者の市場への信頼を強調する見解をとれば、上記売買に対する立法的な手当を差し控えることとなろう。そうすると、上記売買は157条1号の「不正の手段」に該当することとなる。

上記(b)の場合において上記売買が適用除外と実質的に同視できるという見解を前提にすると、重要事実を知った上級者が売買担当者の買付け・処分等を差し止めることができるのかという問題がある⁵⁶⁾。純粹理念型の証取法を想起できるとすれば、重要事実が未公表の段階で上級者が売買担当者の買付け・処分等を差し止めることは、内部者取引規制の理念に合致しそうである。

54) このような情報遮断措置の有効性を疑問視する見解もある(前田・前掲(2)265頁注(40))。

55) 川口・前掲(20)71頁注(24)。なお、信託銀行を利用した場合も類似の問題が発生することが指摘されている(証券取引法研究会編・前掲(20)83頁〔河本発言〕)。

56) 公開買付けは撤回することが法により規制されている。しかし、理論上、公開買付けによる自己株式の買受けを決定した後、重要事実が発生し、開始公告を行う前にその撤回を観念することができる。

しかし、上記(b)の場合に当該売買を166条の射程外におく見解を前提とする
とこのような結論を支持することができない。なぜなら、自己または発行者
の利益を図るため、ある時は売買担当者の売買を黙認し、ある時は差し止め
るという悪しき裁量を認めることとなるからである。内部者取引は売買を行
うことにより成立するものである。そのため、売買を差し控えることは行為
類型として想定されていない。しかし、総合的に考察して、売買を差し控え
ることが自己または発行者の利益を図るために行われている場合は、一般的
な不正取引を禁止する157条1号の「不正な手段」に該当すると考える。

5. むすび

本稿では、会社法と証取法の相互依存が顕在化する自己株式の買受け・処
分という局面を証券取引の公正さという視点から分析を試みた。前述のよう
に、自己株式の買受け・処分と内部者取引規制との関係は、現行法において
は整備すべき点がある。第1に、個々の自己株式の買受け・処分について投
資決定を行う時点において重要事実を知らなかったが、履行時点において重
要事実が発生した場合である。この場合、発行者が行う公開買付け以外の自
己株式の買受け・処分が適用除外にならないこととなる。会社法上の政策変
更を考慮するならば、このような結論の妥当性を再考する必要性があろう。
第2に、自己株式の買受け・処分について包括的・抽象的な投資決定を行う
時点において重要事実を知らなかったが、個別の取引について投資決定を行
う時点において重要事実が発生した場合である。まず、(a)発行者がある一定
の投資計画に基づいて、機械的に自己株式の買受け・処分を行う場合には、
当該行為を適用除外とする明文の根拠を欠いている。このような結論の妥当
性も再考する必要性があると思われる。次に、(b)発行者が包括的・抽象的な
投資決定を行う時点において重要事実を保有していなかったが、投資決定者
が個別の取引について投資決定を行う時点において発行者に重要事実が発生
した場合には、投資決定者に対する重要事実の伝達遮断措置への法的
評価が不明確である。

会社法と証取法の相互依存という現象を前提とするなら、会社法上の自己株式の取得・保有の自由が証取法上の取引の円滑化という要請に昇華され、内部者取引規制の実効性確保という他の要請との調和が必要となろう。取引府令による適用除外基準の明確化が上記2つの要請を調整させる支点の役割を果たすものと思われる。

(2002年1月5日・脱稿)

[付記] 筆者は九州大学産業法研究会第546回例会（2002年12月21日開催）において「自己株式の買受け・処分とインサイダー取引」と題する研究報告を行った。本稿は、上記研究報告の内容を大幅に加筆・修正したものである。