

Title	内部者取引規制の法理
Sub Title	Rationale for Regulation of Insider Trading
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1991
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.64, No.3 (1991. 3) ,p.1- 21
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19910328-0001">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19910328-0001</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 内部者取引規制の法理

並 木 和 夫

## 序

第一、わが国における内部者取引規制の根拠

1、証券取引法改正の立法者意思

2、わが国における学説

第二、合衆国における内部者取引規制についての議論

1、内部者取引肯定論の主張

2、内部者取引否定論の主張

第三、結語に代えて

## 序

大蔵省に設けられた証券取引審議会は、一九八八年二月二四日に大蔵大臣に対して「内部者取引の規制の在り方について」と題する証券取引審議会報告書<sup>(1)</sup>を提出し、これを受けて政府は、同年三月一八日の閣議において、「証券取

引法の一部を改正する法律案」を決定し、同月二八日に国会に提出した。

同議案は、衆議院大蔵委員会における提案理由説明および参考人からの意見聴取を経て、衆議院本会議で付帯決議とともに可決され、続いて参議院大蔵委員会における提案理由説明および参考人からの意見聴取を経て、五月二五日に参議院本会議で付帯決議とともに可決され、同月三一日「証券取引法の一部を改正する法律」昭和六三年法律第七五号として公布され、証券取引法（以下、「証券法」と呼ぶ。）の一部が改正され、わが国においても、本格的に内部者取引規制が行われることとなった。

かくして、新設された証取法第一九〇条の二第一項は、会社関係者であって、上場株券等の発行者である会社の業務等に関する重要事実を、本条第一項各号が定めるところにより知った者は、当該業務等に関する重要事実が公表された後でなければ、当該会社の上場株券等の売買等をしてはならない、と規定し、同項一号以下は、「会社関係者」の定義内容として、証券発行人社の役員、代理人、使用人その他の従業者（「役員等」一号）、証券発行人社に対して帳簿閲覧権を有する株主（二号）、証券発行人社と契約を締結している者（四号）、等を挙げ、さらに同条第三項は、当該会社関係者から業務等に関する重要事実の伝達を受けた者は、当該業務等に関する重要事実の公表がなされた後でなければ、当該会社の上場株券等の売買をしてはならない、と規定し、これらの規定を受けて第二〇〇条は、第一九〇条の二第一項若しくは第四項の規定に違反した者を、六月以下の懲役又は五〇万円以下の罰金に処すものと規定した（本文、四号）。

本格的な内部者取引規制は、わが国の立法史上、初めての経験であり、およそ立法をするに際して合理的な根拠が存在しなければならぬことは、当然であるが、今回の立法の経緯を見ると、その立法の根拠が必ずしも明確ではない。そこで、本稿は、これについて研究することを目的とする。

## 第一、わが国における内部者取引規制の根拠

### 1、証券取引法改正の立法者意思

#### ア、証券取引委員会報告書

今回の内部者取引規制規定の新設の理由について、証券取引審議会報告書は、「始めに」において、「有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近し得る特別な地位にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる。内部者取引の規制が必要とされる所以である。」と述べている。<sup>(2)</sup>

#### イ、衆議院における提案理由説明

衆議院大蔵委員会における提案理由の説明は、「証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を一層確保するため、有価証券の発行会社の役員等が、その職務に関し内部情報を知った場合等において、その公開前に当該有価証券の取引をしてはならないこととし、この違反に対して刑事罰を科すこととしております。また、会社の役員及び主要株主による自社株等の売買の報告義務を設ける等の処置を講ずることとしております。」<sup>(3)</sup>と述べている。このように、証券取引審議会報告書も、また衆議院における提案理由説明も、内部者取引規制の根拠は、証券市場の「公正性と健全

「全性」の確保であるものとしている。

## 2、わが国における学説

### ア、神崎教授の見解

神崎教授は、その論文「会社機密関与者の証券取引の規制」<sup>(4)</sup>において以下のように述べている。

「会社の役員、取締役あるいは使用人がその会社の発行する証券を保有することは、それらの者と会社の利益をその証券所有を通じて共通にし、それらの者が会社の発展、利益増大のために業務を遂行する励みとなることであって、かかる証券保有を通じての会社役員等の誠実な業務執行の励みは、会社および証券保有者両者に利益をもたらすものである。ところで、これら会社の役員、取締役、使用人等は、しばしばその会社における地位の故に、いまだ一般に明らかにされていない、しかしもし一般証券市場に明らかにされるならば、会社の発行している証券の市場価格あるいは、その証券についての投資者の判断に重大な影響を及ぼすであろう重要な会社の情報を取得することがある。かかる会社機密の関与者が、その会社に対する職務または地位により取得した会社の重要な機密情報を利用して当該会社が発行している証券の売買を行うことは、情報を明らかにされない一般投資家の犠牲においてこれらの会社機密関与者が不当な利得をする結果をもたらし、また公正な証券市場の維持を妨げることになる。したがって、このような会社機密の関与者の会社の重要な機密を利用しての証券取引は、不当な取引行為として禁止されなければならない。」

「…情報の開示義務は、会社の機密が会社の機密として当該会社あるいはその背後に存在する株主の保護のために行動することの要請から認められるものではなく、市場に参加する売主および買主が賢明な投資判断をなすうるために必要な証券の投資価値の判断資料を平等に利用しうることを前提とする、自由かつ公正な証券市場を

維持して一般投資者の利益を保護しようとの要請から生じたものである。…この機密情報開示の義務が、自由かつ公正な証券市場の維持による投資家の保護という取引上の要請から認められるかぎり、それは、当該会社の発行している証券の現在の所有者に対する関係においてのみならず、将来その証券の所有者たるうとする潜在的投資者に対する関係においても、すなわち、会社機密の関与者の証券買付に関連してのみではなく、その証券売付に関連しても同様に認められる」<sup>(6)</sup>。

「法は、自由にして公正な証券市場を維持することによって一般投資家を保護しようとしているのであり、かかる法の要請は会社機密の関与者が、当該会社の市場価値あるいは投資判断に影響をおよぼす重要な会社情報を開示すべきことを命じて、これらの者がその情報を不当に利用して証券の売買することを禁じている」<sup>(7)</sup>。

#### イ、龍田教授の見解

龍田教授は、その論文「内部者取引の効果に関する立法論的考察」<sup>(8)</sup>において、以下のように述べている。

「証券取引の公正さを損なう最たるものは相場操縦と内部者取引である。<sup>(9)</sup>…内部者取引は公正を害し、投資家保護をないがしろにして、資本市場の健全な発達を妨げるものであり、証券取引法一条の掲げる目的に真向から背馳する。単にその反道徳性を論すだけでなく、はっきりと違法行為であることを認めなければならない。他の違法行為についてと同じく、法的規制は、その効果的な抑制と、不幸にも違反があった場合、犠牲者の救済を図る内容のものでなければならない」<sup>(10)</sup>。

#### ウ、鈴木Ⅱ河本教授の見解

鈴木Ⅱ河本教授は、その著書「証券取引法〔新版〕」<sup>(11)</sup>において、以下のように述べている。

「会社経営者が内部情報を利用して自社株売買により、利益を得ることは、証券取引法の精神（証券取引法の目的を定めた証券法第一条がいう公正を指すのであろうか？）からいって最も嫌悪すべき行為である」<sup>12)</sup>。  
 このように、わが国における学説は、内部者取引禁止の根拠として、「公正性」を挙げている。

以上見てきたところによると、内部者取引規制の根拠として、証券取引法改正の立法者は、「公正性と健全性」を挙げ、また学説は「公正性」を挙げる。

そこで第一に問題とされなければならないことは、立法者は、公正性と健全性の二つの根拠を挙げるわけであるが、果たして両者はどのような関係にあるのか、すなわち、両者はそれぞれ無関係な別個の要請として存在するのか、また仮に両者の間には関連性があるとして、その関連性とはどのようなものであるか、ということであるが、証券市場の公正性の要請の実現によって、証券市場の健全性が達成されることになる、という関係に両者はあるものと理解することができる。

このように理解することによって、証券取引法改正の立法者も、また学説も、内部者取引規制の根拠として、公正性を挙げるものと理解されることとなる。

そこで第二に問題とされなければならないことは、「公正」とは、どのような状態であることを意味するのか、ということである。

この点について、証券取引審議会報告書においても、また衆議院大蔵委員会における提案理由の説明においても、何ら説明されておらず、さらに衆議院および参議院の各大蔵委員会、ならびに各本会議における審議においても、解明のための議論はなされておらず、このことは学界においても同様である。

他方、内部者取引規制について判例および学説の長い歴史を有し、しかもわが国の証券取引法に多大な影響をおよ

ほしたアメリカ合衆国において、内部者規制の根拠として「fair（日本語では、「公正」と訳される）」が挙げられることが多い。

そこで、以下において、アメリカ合衆国における、内部者規制についての議論を明らかにすることによって、「公正」とはどのような状態であることを意味するのかを明らかにして、わが国における「公正」の理解の一助としたい。

## 第二、合衆国における内部者取引規制についての議論

### 1、内部者取引肯定論の主張

基本的観点として、内部者取引の問題は、取締役と会社の実質的所有者である株主との間の問題として把握され、内部者取引は効率的な資源配分の機能を有するのであるから、株主は内部者取引を認容するのであり、この株主の判断は社会的にも尊重されるべきである。

すなわち内部者取引は、以下の二点において会社に利益をもたらす。

第一に、内部者取引によって、株式の価格は、内部者が用いた内部情報が公開されたならば達成される価格にまで到達するのであって、適確な価格が達成されることは、会社のみならず社会にも利益をもたらす。

第二に、内部者取引は、内部者取引に用いられた価値ある情報の内容たる事実を創造（以下、「情報の開発」と呼ぶ。）した取締役に報酬を与える効率的な手段であって、これによって取締役に、価値ある情報の内容となる更なる事実の創造のための意欲が与えられ、かくして会社に利益がもたらされる。



ア、内部者取引が株式の価格に与える影響

株式について適確な (accurate) 値付がなされることによって社会的利益が生じることとは、内部者取引肯定論者もまた批判論者も、これを承認するところである。

内部者取引肯定論者(以下、「肯定論者」と呼ぶ。)である Calton および Fischel は、市場が効率的であることによって社会的な利益がもたらされる、と指摘し、また内部者取引批判論者(以下、「批判論者」と呼ぶ。)である Wang は、情報を開発した者が、株式の取引を行うことを許容されたものの、株式の取引を行わず、当該情報の開示を待つ場合においても、内部者取引は株価をより適確なものとすることによって、効率的な市場を実現させる、と指摘している。<sup>(14)</sup>

株式の正確な (correct) 価格とは、当該株式に関するあらゆる情報が公開された場合に、市場において決定される価格のことを指すが、適確な値付がなされることによって資本投資の配分が改善され、また急激な株価の変動が減少するので、社会的利益が生じる。<sup>(15)</sup>

株価の急激な変動が減少する結果、急激な株価変動に乗じて利得することが不可能となり、かくしてリスクを嫌う投資家にとって、株式投資への魅力が増大する。<sup>(16)</sup>

さらに、適確な値付がなされることによって、投資家にとって、不安が減少し、また経営者の効率性に対する監督が増進させられるので、個々の会社は利益を享受するほか、<sup>(17)</sup>投資家としては、その投資の完全な価値を回収することができる。

ところで、Brundney は、連邦の証券諸法は、会社による情報の開示を要求することによって、株式の適確な値付を促進しているが、開示を行うことが正当な事業の遂行を損ねる場合は、自己株式の取得は別段、開示が要求されないと指摘している。<sup>(18)</sup> Dooly は、この根拠について、資源の配分に影響を与えるような新たな情報の開発は、社会的利益を生み出すのであるから、情報を開発する者に対して誘因を与えるのは望ましいことであり、それにも拘らず、情

報の開示を要求することは、情報を開発するためにコストを負担した者から情報の開発について何等コストを負担しなかった者へ情報の価値を移転させることになり、このような社会的コストの発生を避けるために、法は情報の開発者に情報を留保することを許容している、と述べて<sup>(19)</sup>効率性の故に、情報の会社における留保が認められることを明らかにしている。

かくして、会社は重要な情報を保留するが、この場合、当該会社の株式の市場価格は、もはや適確価格ではなくなる。

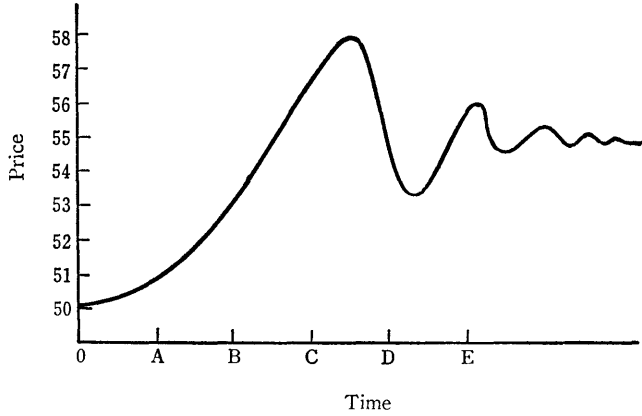
そこで、このようにして会社が重要な情報を留保するときに、内部者取引が行われた場合と、そうでない場合とで、株価に与える影響がどのように異なるかを *Manne*<sup>(20)</sup> に従って明らかにする。

*Manne* は、ある株式の価格が五〇ドル、重要情報の価値が五ドルの会社を例にして、以下のように説明する(グラフ)。

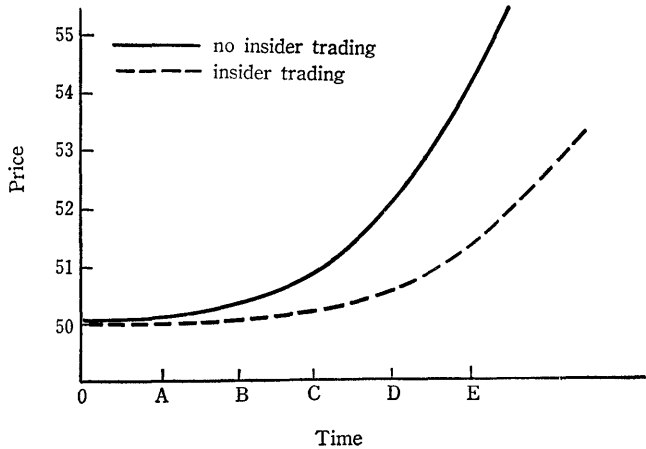
まず内部者取引が自由に行われる場合に、株価にどのような影響が及ぼされるかを考察する。内部者取引の方法としては、自社の未公開の情報を自らのために用いて株式の売買を行う方法、友人にこれを漏洩して、その者が株式の売買を行う方法、さらには、自ら株式の売買を行いつつ、情報を友人に漏洩して、その者に株式の売買を行なわせる方法などがある。以下、株式買受権の取引は全く行われていないという前提で考察を行う。株式の価格は、安定価格(stable price)五〇ドルから始まり、数名の内部者による株式の買付によって、価格は緩やかに上昇する。そこへ、何らかの情報を用いて株式が買付けられた結果として価格が上昇した、と信じる者が買を入れ始め(提灯買)、その数は対数函数(logarithmic function)的に増加し、株価を表すグラフは、図表において対数曲線ないし傾斜函数を描き、五五ドル付近のある点に達すると揺を見せ、株価は五五ドルを達成し、直線化の傾向を見せるものの、株価は五八ドルを達成し、その後、五三ドルに下落し、次いで五六ドルに戻すが、再度下落し、五四ドル五〇となり、情報によって受け

た影響から解放される。ところで、情報を受領し、これに依拠して株の買付を行う者の数が短期間に増加するだけで、指数曲線は上昇するが、情報の価値を織込んだ価格に株価が接近すると、内部者としては、売却によって得られる利益の獲得が不確実となり、当初に株式を取得した内部者は、株価が上昇する中で、株式を売却するか、買付を停止する。<sup>(21)</sup> 次いで、内部者取引が禁止された場合に、株価にどのような影響が及ぼされるかを考察するが、ここで認識して

(グラフ1)



(グラフ2)



おかなければならないことは、殆どの情報の開示は、その完全な影響が市場に及ぶ迄に時間がかかるということである。すなわち、情報が開示されたからといって、直ちに五〇ドルであった株価が五五ドルへと跳上がるというわけではない。そして、この時間のずれ (time lag) は、完全な開示の結果として生じる市場参加者の増加によって補償される。しかし、情報が速報テープやウォール・ストリート・ジャーナルによって伝播される速度は、口伝によって情報が伝播される内部者取引の場合に比べ、非常に速い。完全な開示が行われたとして、情報が伝播され、市場における情報への反応が生じるには、多くの場合、一秒あれば足りる。そこで、内部者取引が、情報の開示の効果が発生するまで禁止される場合について考察してみる。このような規制の方法としては、①開示が株価五〇ドルの時点で行われるとして、株価が五五ドル（これが五〇ドル五〇セントであっても結果は同じである）を付ける迄、内部者による取引を禁じる方法、②情報の開示の直前から情報が遍く伝播され、かつ理解される迄、あらゆる取引を禁じる方法、の二つが考えられる。前者の場合、株価の上昇線は急勾配となり、後者の場合、株価の上昇線は垂直となる。<sup>(21)</sup>

以上の Manne の議論で明らかになったことは、内部者取引が行われた場合にも、また内部者取引が行われず、会社によって情報の開示が行われた場合にも、市場においては適確価格が達成され、内部者取引は、会社による情報の開示の代替的機能を営むが、これに加えて、内部者取引が行われた場合の方が、内部者取引が禁止された場合に比べて、株価の急激な変動が少なく (グラフ2)、かくして内部者取引によって社会的利益が生じる。

このように、肯定論者は、内部者取引によって効率的な市場の目標たる適正な値付が達成される結果、資本投資の配分がなされ、また株価の急激な変動を減少させる結果、社会的利益が生じるとして、内部者取引は許容されなければならないものとする。

イ、効率的な補償の手段としての内部者取引

Manne が、その著 *Insider Trading and the Stock Market* において、「内部者取引が行われた場合に、市場に対して与えられる影響は、あらゆる内部者取引を規制しようとする議論に対する最有力な論拠ではない。内部者取引の市場に対する影響についての議論は、この様な目的で論じたものではなく、批判論者による内部者取引に対する規制提案に対する抗弁として、このような主張も可能であることを示したのに過ぎない」と述べ、また、批判論者の議論に対応して著した「内部者取引防御論(In Defence of Insider Trading)」において、「本稿は、内部者取引についての論理的分析の出発点であり、ここにおいては、内部者取引が会社役員(corporate innovators)に対する、唯一ではないとしても、最善の補償手段であることについて論じる」と述べているように、肯定論者は、内部者取引が市場に対して与える影響をもって、批判論者に対する最大の反論内容とするものではなく、内部者取引が効率的な補償手段であることをもって、批判論者に対する最大の反論内容としている。そこで、ここでは、まず Manne の主張について見て行くこととする。

Manne は、以下のように述べる。

企業経営者は、企業家(entrepreneur)であって、企業家は、新たなアイデアを創造または入手し、かつアイデアを実現させる責務を負った者のことを指すが、企業家が果す功績は、それが実現される迄は、何人も、これを知ることができず、従って、企業家が果すべき功績を、予め評価することはできない。…これに対して、商業用人職(manager)は、既に決定されたところに従って、事業を執行するに過ぎない。従って、商業用人は、困難な業務を処理し、多額の報酬を受けるとしても、商業用人が果す職務は、あくまでも専門的技術者(technician)としての職務に過ぎず、企業経営者(executive)が、新構想導入者(innovator)機能と企業家機能とを果すのである。…企業経営者は、その職務の遂行に対して、経済学者らが言う「賃金(wage)」に相当する補償(compensation)を受ける。しかし、賃金と

は、経営能力についての市場価格に過ぎず、それ以上のものが支払われることはない。また、資本家は経済上の収益である「利益」を受ける。資本家が受ける「利益」も、また企業家たる企業経営者が受ける「賃金」も、いずれも資本または経営能力に対する市場報酬(market return)であるが、経営能力についての市場価格(market price)などというものは、本来存在しないし、また企業家が果す企業家機能を事前に換価することは不可能である<sup>(26)</sup>。他方、企業経営者に対して企業家機能を発揮させるための誘因として、企業に利益が発生した場合には、企業家機能に対する補償が与えられるが、補償の額は、企業に対する貢献の程度に対応していなければ、誘因とはなり得ない。にも拘らず、本来偶発的である筈の、企業が得る利益も、また経営者に対する貢献の度合も、これを事前に予測することはできないため、予め作定されている補償計画(compensation plan)に従って補償を与えることは、適切でない。月給(salary)には、事前に額が設定される点で、問題が存在するし、賞与(bonus)にも、事前に決定されるのが一般であるという点で、問題が存在する上に、それは総体としての企業利益に対応して支払われることが多く、経営者が果した企業に対する貢献に、必ずしも対応していない点でも、問題が存在する<sup>(26)</sup>。…これに対して、内部者に自由に自社の株式の購入または売却を認める方策の下では、このような問題は発生しない<sup>(27)</sup>。

このようにして、Manne は、企業経営者に対して企業家機能を発揮させるための誘因となるような、企業経営者に対する補償の与え方としては、内部者取引を自由に認めることが適切であることを明らかにする。この Manne の見解を敷衍し、これを補強したのが、Calton および Fishel であるが、Calton らは、次のような指摘を行っている。事後に看取された経営者の努力および努力の結果に基づいた再交渉(negotiation)を許容する(企業と経営者との間の)契約を用いることによって、経営者に対する補償と、経営者が果した努力および努力の結果、との間に関連をもたせることが可能であるが、このような再交渉を行うには、経営者が果した努力と努力の結果の測定が必ずしも容易ではないということ、再交渉を行うこと自体に大きなコストがかかる、という問題が存在し、企業としては、コス

トを削減するために、再交渉の回数削減に努めようとするが、再交渉の回数削減自体が、新たなコストを発生させるし、再交渉が希にしか行われないならば、経営者に対して誘因を与えることができなくなってしまう。企業としては、この問題を解決するために、再交渉の機会を増加させることができるが、再交渉の機会を増加させることは、再交渉に伴うコストを発生させることになってしまう。そして、このような再交渉に伴って発生するコストの問題を解決するのが、内部者取引の許容である<sup>(28)</sup>。

このように、Caltonらは、「再交渉」という概念と「コスト」の概念を用いて、Manneの主張の補強を試みている。

**2、内部者取引否定論の主張**

内部者取引肯定論の主張は、内部者取引を許容することによって、効率的な市場が達成されるという点と、経営者に対して会社の利益のために努力するという誘因を与えることができ、このような誘因が与えられることによって、会社もまた会社経営者も恩恵に与かることとなる、という点にあった。このような肯定論者の主張に対して、否定論者は、まず、内部者取引は、市場の効率性を増進させるためのコスト面で効率的な方法ではなく、また企業経営者に対して誘因を与える方策として、内部者取引は補償付与計画(compensation plan)に優るものではないことを主張し、次に、内部者取引が、市場の効率性を増進させるためのコスト面で効率的な方法であって、かつ企業経営者に対して誘因を与える方策として、補償付与計画に優るとしても、内部者取引は、社会的コスト(social cost)を発生させるだけでなく、公正性(fairness)に反するのであるから、規制されなければならない、と主張する。そこで、ここでは、内部者取引によってどのようなコストが発生することとなるのかを見た後に、内部者取引は、どのような意味で、公正性に反するのかを見ることによって、否定論者の主張の内容を明らかにする。

ア、内部者取引がもたらす社会的コスト

①会社が作成した計画が損なわれることによって発生する社会的コスト

ここでは、A会社が、C会社の公開買付を目論んでいる、と仮定して、話を進める。内部者取引が許容されている場合には、A会社の取締役Bは、A会社が、C会社の公開買付を目論んでいる、ということを知ると、C会社の株式の買付を始め、これによってC会社の株式の市場価格は、徐々に上昇し、この結果、A会社がC会社の公開買付を行う際には、予定した価格以上の価格で、これを買付なければならなくなること<sup>(29)</sup>、および、より一般的には、内部者取引が行われると、何らかの秘密情報の存在が知られることとなり、会社にとって、情報の価値が減少させられることとなり、かくして会社による当該情報の利用が妨げられること<sup>(30)</sup>によって社会的コストが発生する。

②リスクが大きな企画が選択される結果として発生する社会的コスト

内部者取引が許容される場合には、リスクが大きな企画が選択される虞が存在する結果、社会的コストが発生することについては、Easterbrook<sup>(31)</sup>が、内部者取引が許容される場合には、経営者は、リスクが内部者取引によって得られるものに見合う限り、株主が好むよりも、より大きなリスクが伴う企画を選択し、これが失敗に終わった場合には、株主が全ての損失を被る、と述べ、またBrundney<sup>(32)</sup>が、内部者が情報を自らの利益のために用いることが許容されるならば、経営者としては、会社と株主とを犠牲にしがちになり、自らが事前の認識に基づいて内部者取引を行えるようにするために、債権の回収時期を早める決定や、減価償却方針の変更の決定のような、株価に影響が及ぶ、リスクが大きい決定を行うこととなるが、このような決定が行われることによって損失を被るのは、会社と一般株主である<sup>(32)</sup>と述べて、これを指摘している。このように、内部者取引が許容される場合には、内部者取引による利益獲得の見込みと獲得利益の増大が誘因となって、会社経営者が会社の経営方針を変更してリスクが大きな行為を行い、これによって会社と株主の利益が損なわれ、社会的コストが発生する虞が存在する。



③ 相場操縦(manipulation)が行われることによって発生する社会的コスト

内部者取引が許容される場合には、相場操縦が行われる結果、社会的コストが発生する虞が存在することについては、Scotland が、開示の重要情報に基づく内部者取引が許容される場合には、内部者としては、自社株式の価格に対する情報開示の影響について、非常に大きな利害を持つことになるので、違法な相場操縦が行われがちになる、と述べて、これを指摘している。<sup>(33)</sup>

④ 情報の遅延によって発生する社会的コスト

内部者取引が許容される場合には、情報が遅延させられて、社会的コストが発生する虞が存在することについては、Scotland が、未公開の重要情報に基づく取引が許容されるとすると、情報の開示に不当な遅延が発生させられる虞が発生する。…もし、内部者取引の抑止を諦めるならば、内部者としては、自らがより多くの株式の購入もしくは購入のための資金調達が進むまでは、情報の開示を遅延させることとなる、と述べて、これを指摘している。<sup>(34)</sup>

イ、公正性(fairness)の問題

内部者取引が不公正であるから、これを抑止すべきであるという主張は、古くから行われてきたが、それは、「公正性」ないし「不公正」という概念がどのような意味を持つのかを明らかにしないままで、行われてきた。詳細に検討すると、「公正性」の内容は三ないし四つに分けられる。<sup>(35)</sup>そこで、ここでは、「公正性」の内容を、忠実性の要請としての公正性、情報上の平等の要請としての公正性、及び加害禁止の要請としての公正性、の三つに分けて、これを検討する。

① 忠実性(Fidelity)の要請としての公正性

この点について、Brundney は、内部者は、自ら会社株式の売買を行って利するためではなく、会社の負担におい

て、かつ会社の事業遂行の目的で、株主の利益のために情報を入手したのであるから、このような情報を用いて自己の利益のために株式の売買を行うことは許容されない。…内部者が情報上の優位に立つことが否定されるのは、内部者取引者は、会社の事業を遂行する受託者(agent)資格において情報を保持するからである、と述べて、これを指摘している。<sup>(36)</sup>かくして、内部者は受託者資格において情報を入手するのであるから、株主と取引を行うに際しては、当該情報を用いてはならないこととなる。

② 情報上の平等の要請としての公正性

この点について、Brundney は、内部情報に基づく内部者取引の相手方たる一般投資家が、内部者取引者の情報上の優位を合法的に打ち崩すことができないということが、ある意味での不公正を発生させるのであり、内部者取引者は、知るべき理由の存在のゆえに、重要な会社情報を入手するのであるが、内部者取引の相手方は、これ(重要な会社情報)を知らされておらず、また少なくとも、会社の許可を受けない限り、これを会社から合法的に入手することができないのであって、外部者との間の取引において、内部者取引者に情報上の優位を許容することは、Cady, Roberts 事件の文言を用いれば「不公正」であり、それは、内部者取引者は情報の入手(access)を独占しているからである、と述べて、情報上の平等の要請としての公正性を指摘している。

③ 加害禁止の要請としての公正性

この点については、Scotland は、未開示の重要情報に基づく内部者取引を許容することによって発生する損害は、長期的投資家(この言葉は、短期的な投資を目的とする投機家とそれ以外の投資家を区別するために用いられているに過ぎない。||筆者注)に対する影響を考えてみれば、明白である。全ての市場参加者の中、とりわけ長期的投資家は、これがある意味で不公正と考え、市場からの撤退を考える。ここで、次のような例を考えてみる。前提は、内部者取引が許容されていること、株価に内部者取引の影響が及ぼされていないこと、および内部者取引が開示を遅延さ

せていないこと、である。この前提の下で、長期的投資家が株式を売却する。売却を行ったその時点で、彼を含む全ての者は、会社にとって非常に好ましい事柄が間もなく発表されることを知る。この事柄が実現した場合、株式の売却の後に株価が上昇するので、彼は不幸な状態に陥る。だが、彼は、株式投資にはこのようなこともあること (this is the way the game) を知っており、不幸な状態に陥ったことは公正なことであると思つて諦める。しかし、株式の売却の当時、もしかして内部者取引が行われていたのではなからうかと考えると、彼が抱く感情は、全く逆となり、これを諦めることができない。特に長期的投資家は、取引の公正と、自身と「自身」の会社の従業員の間、忠実関係のようものが存在することを期待している、と述べて、加害禁止の要請としての公正性を指摘している。<sup>(38)</sup>

### 第三、結語に代えて

以上、わが国において、本格的内部者取引規制が設けられたが、立法に際して、何故、内部者取引が禁止されなければならないかという点が殆ど議論されておらず、ただ「公正性」ということが挙げられているに過ぎず、また、学説においても「公正性」が挙げられているが、それがどのような意味を持つのが明らかにされていない。そこで、本稿では、内部者取引規制について長い歴史を有し、しかも日本の証券取引法の手本となった、アメリカ合衆国で行われている内部者取引についての議論を研究することによって、これを明らかにしようとする。

その結果、得られたことは、アメリカ合衆国においても、日本と同様に、「公正性」ということが内部者取引者取引禁止の理由の中にも含まれており、しかも、「公正性」の内容には、「忠実性の要請としての公正性」、「情報上の平等の要請としての公正性」、および「加害禁止の要請としての公正性」の三つが存在するということであった。

そこで残された問題は、アメリカ合衆国という法体系が異なる国における理解をそのままわが国に持ち込んで、わ

が国においても、公正性の内容として、これら三つが存在するものと理解しても差支えないかどうか、ということである。「情報上の平等の要請としての公正性」、および「加害禁止の要請としての公正性」、の二つについては、問題はないうように思われるが、問題となりそうなものは、「忠実性(Fidelity)の要請としての公正性」が、英米上の信託関係の受託者に認められる忠実性(Fidelity)の概念を用いていることであろう。しかし、少なくとも典型的な内部者については、商法第二五四条ノ三が忠実という概念を用いており、これをどのような根拠に基づくものと理解すべきかについては、商法学者の間において、議論が存在するが、判例は、本条は善管注意義務を敷衍し、いっそう明確にしたものにとどまるものであって、通常の委任関係に伴う善管注意義務とは別個の高度な規定したものではないとしており<sup>39)</sup>民法学説においても、有力学説は、「本条(民法第五七条)も一〇八条も、ともに、他人と信託関係に立って他人の事務を処理する者が通常負う忠実義務に関する規定である。忠実義務は、①本人と利益相反する地位に身を置いてはならない、②本人の不利益において第三者の利益をはかつてはならない、③事務処理によって自ら利益を受けてはけない、の三原則を含む。」としており<sup>40)</sup>、わが国においても、「忠実性(Fidelity)の要請としての公正性」が認められるものと理解される。

- (1) 資本市場研究会編「内部者取引の規制の在り方について—証券取引審議会報告—」(一九八八)。
- (2) 前掲注(1)、七頁。
- (3) 昭和六三年四月二六日衆議院大蔵委員会議事録第一四号九頁。
- (4) 神崎克郎「会社機密関与者の証券取引の規制」証券取引規制の研究九一頁以下。
- (5) 神崎、前掲注(4)、九一〜九二頁。
- (6) 神崎、前掲注(4)、一一九〜一二〇頁。
- (7) 神崎、前掲注(4)、一三四頁。
- (8) 龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察—大隅古希記念企業法の研究六九八頁(一九七七)。

- (9) 龍田, 前掲注(8), 六九八頁。
- (10) 龍田, 前掲注(8), 七〇一~七〇二頁。
- (11) 鈴木∥河本「証券取引法」(一九八五)。
- (12) 鈴木∥河本前掲注(11), 五五七頁注一。
- (13) Calton & Fischel, 'The Regulation of Insider Trading', 35 Stan. L. Rev. 857, 866 (1983).
- (14) Wang, 'Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Market', 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1226 (1981).
- (15) Calton & Fischel, supra note 13, at 866.
- (16) Wang, supra note 14, at 1226.
- (17) Calton & Fischel, supra note 13, at 867.
- (18) Brundney, 'Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws', 93 Harv. L. Rev. 322, 337 (1979).
- (19) Dooly, 'Enforcement of Insider Trading Restrictions', 66 Va. L. Rev. 1, 63 (1980).
- (20) Manne, 'Insider Trading and the Stock Market' (1966).
- (21) Id., at 86-89.
- (22) Id., at 119.
- (23) Manne, 'In Defence of Insider Trading', Harv. Bus. Rev. Nov.-Dec. 1966 at 113.
- (24) Id., at 114.
- (25) Id., at 116.
- (26) Id., at 117.
- (27) Id., at 118.
- (28) Calton & Fischel, supra note 13, at 870.
- (29) See Calton & Fischel, supra note 13, at 884.
- (30) Kitch, 'The Law and Economics of Rights in Valuable Information', 9 J. Legal Stud. 683, 719 n. 89 (1980).
- (31) Easterbrook, 'Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information', 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 322.

- (32) Brundney, *supra* note 18, at 335 n. 53.
- (33) Scotland, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, 53 Va. L. Rev. 1425, at 1449-50 (1967).
- (34) *Id.* at 1448-49.
- (35) Easterbrook, *supra* note 31, at 323-30. <sup>44</sup> 公正性を fairness as identical returns, fairness as ability to trade at the right price, fairness as the absence of wealth transfer, fairness as equality of information の四つに分けるが、本稿で <sup>45</sup> Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 U. Fla. L. Rev. 35, 55 (1986). の分類に従った。
- (36) Brundney, *supra* note 18, at 344.
- (37) *Id.* at 346.
- (38) *Supra* note 33, at 1450-51.
- (39) 最大判昭和四五年六月二十四日民集二四卷九号六二五頁。
- (40) 四宮和夫「民法総則」一〇六一七頁(一九八七)。

(一九九〇年八月一五日脱稿)