

# 自己株式取得と インサイダー取引規制の関係の再考察

——米国の議論を手がかりに——

宮 崎 裕 介

- 一 はじめに
- 二 アメリカにおける自己株式取得とインサイダー取引規制
- 三 自己株式取得により生じうる株主・投資者の損害
- 四 自己株式取得にかかるインサイダー取引の抑止
- 五 むすび

## 一 はじめに

我が国で原則的に禁止されていた自己株式<sup>(1)</sup>の取得が認められるようになって20年が経過した。平成6年の商法改正前は原則として自己株式<sup>(2)</sup>取得が認められていなかったが、これは自己株式取得に伴う種々の弊害に対する懸念が根強かったためであり、その弊害の代表格とも言えるのがインサイダー取引の危険性<sup>(3)</sup>である。すなわち、自己株式<sup>(4)</sup>に関しては取得を実施する会社にまさる内部者はおらず、会社が有している自社の未公

- 
- (1) 本稿における自己株式取得は、有償での取得（repurchase）を指し、無償取得は議論の対象から外す。
  - (2) 平成6年法律66号。
  - (3) 前田雅弘「自己株式取得とインサイダー取引規制」論叢140巻5・6号251頁（1997）。
  - (4) 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

開情報を利用して他の投資者よりも有利な条件で取得して利益を得ることが可能となるからである。平成6年の自己株式取得の一部解禁に併せた同年の証券取引法の改正<sup>(5)</sup>では、自己株券買付状況報告書の制度が創設され投資者が会社による自己株式の取得状況を把握できるようにし、また会社が自己株式を取得することを決定したことを重要事実とすることでインサイダー取引規制の強化<sup>(6)</sup>が図られた。自己株券買付状況報告書は、自己株式の取得状況を会社に開示させることで投資者への投資判断の資料を提供すると共にインサイダー取引をはじめとした不公正取引を未然に防止<sup>(7)</sup>することを目的としたものである。また、重要事実<sup>(7)</sup>に自己株式取得の決定が加えられたため、これを発表するまでは会社の内部者は当該会社の株式の売買が禁止される。そのため、会社に自己株式取得に関する未公開の内部情報がある以上、内部者が法を犯してまで行わない限り自己株式取得はできない。もっとも、同改正では、自己株式取得を一定の要件のもとインサイダー取引の規制の対象外とする適用除外取引とすることで、会社が円滑に自己株式取得をできるよう配慮もしている。このように、我が国の現行法において自己株式取得について、インサイダー取引規制との関連では弊害ありきのスタンスで規制を強化しておきながら、一部で適用除外を認めるなど規制方法に一貫性がみえないのが現状と言えよう。

ここで一つの疑問が生じる。自己株式取得の大幅な緩和に踏み切った平成13年の商法改正<sup>(8)</sup>は、とりわけ上場会社における財務戦略上の必要性などを唱える産業界に後押しされて議員立法の形で実現されたものであ<sup>(9)</sup>る。言わば、コーポレート・ファイナンスの実務の要請を反映した上で

---

(2002).

(5) 平成6年法律第70号。

(6) 神崎克郎ほか『金融商品取引法』(青林書林, 2012) 78~79頁。

(7) 神崎ほか・前掲注(6)414頁。

(8) 平成13年法律79号。

(9) 江頭憲治郎『株式会社法(第5版)』(有斐閣, 2014) 246頁参照。ま

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

の法改正である。このような自己株式取得の解禁の背景を前提とすると、制度設計として規制の方向性を見出すことができていない現状の自己株式取得にかかるインサイダー取引規制は、結果としてコーポレート・ファイナンスの実務と法規制との間の溝を深めていると言えるのではないだろうか。<sup>(10)</sup>換言すれば、法改正により自己株式取得が可能になったとは言え、結局のところ、自己株式取得は会社にとって使い勝手の良いものではなく、財務戦略の一つとして自己株式取得の実施を必要とするコーポレート・ファイナンスの実務の期待に應えるに至ってはならず、かつ法規制としても一貫性を欠いているため、制度として中途半端と言わざるを得ない。

さらに、コーポレート・ファイナンスの実務上は自己株式取得がとりわけ上場会社にとって必要不可欠なツールになっている現状も無視できない。すなわち、2014年1月16日から算出が開始された新たな株価指数であるJPX日経インデックス400<sup>(12)</sup>により、上場企業にとって自己株式取得がより重要になったことである。JPX日経インデックス400は「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指標で、400銘柄の選定にあたっては、3年平均ROE（Return on Equity：自己資本利益率）の値が選定の際のスコアリングにおいて重視されている。<sup>(13)</sup>その

---

た、平成13年改正までの経緯については、龍田節「自己株式の自由化」神戸学院法学31巻2号353～355頁（2001）も参照。

(10) 川口・前掲注(4)54頁は、会社に未公表の重要情報があれば、公表されるまで自己株式の売買ができなくなり、会社の財務戦略として機動的に自己株式を利用できなくなる事態が生じていることを指摘する。

(11) 前田・前掲注(3)252頁参照。

(12) JPX日経インデックス400の概要については、JPX東京証券取引所のホームページを参照。 Available at: JPX Tokyo Stock Exchange: [http://www.tse.or.jp/market/topix/jpx\\_nikkei.html](http://www.tse.or.jp/market/topix/jpx_nikkei.html) (last visited 11/06/2014). なお、JPX日経インデックス400に言及している文献として、河本一郎「会社法制のゆくえ(11)・完 戦後会社法制の歩み」資料版商事法務358号16～17頁（2014年）。

ため、上場企業にとっては、JPX 日経インデックス400の構成銘柄に選定されるため（除外されないため）に、機動的かつ柔軟にROEを高めることができる自己株式取得<sup>(14)</sup>を行う必要性に迫られているとも言える。事実、2014年に入ってから、上場企業の大規模な自己株式取得が多く見られるようになった<sup>(15)</sup>。このような現状に鑑み、筆者は、自己株式取得の必要性がこれまで以上に増しているコーポレート・ファイナンスの実務と制度設計として方向性の定まっていない法規制との間にある必要性和許容性の観点からのギャップを埋める議論が必要なのではないかとの問題意識をもった。もちろん、必要性が増しているからと言って、自己株式取得の弊害として挙げられるインサイダー取引などの不公正取引を容認すべきであると主張するものではない<sup>(16)</sup>。

本稿では以上を踏まえ、アメリカにおける議論を参照して、自己株式取得にかかるインサイダー取引から生じる問題点の実質的な検討を重ねて規制の方向性を見出す。考察の上では、抽象的な弊害の危険性に依拠することのないように、自己株式取得に際してインサイダー取引が行われた場合に、誰が利益を得て、誰が損害を被っているのか、具体的な分析を行う。かかる検討を通して本稿では、コーポレート・ファイナンスの実務における自己株式取得の必要性の現状を考慮した上での最適な法

---

(13) 東京証券取引所第一部に上場している全銘柄を対象とした株価指標である TOPIX の平均 ROE と JPX 日経インデックス400の平均 ROE とでは後者の方が高いことを指摘する実証研究がある。西内翔ほか「JPX 日経インデックス400のパフォーマンス特性について」証券アナリストジャーナル52巻10号8頁（2014）。

(14) 砂川伸幸ほか『日本企業のコーポレートファイナンス』（日本経済新聞出版社、2008）279頁。

(15) 日本経済新聞朝刊東京本社版2014年4月23日18面参照。

(16) 前田・前掲注(3)252頁は、「証券取引法によるインサイダー取引規制が効果的に働くことによって、商法が規制緩和をした自己株式取得があまり使いものにならないとしても、それは容認せざるを得ない」とインサイダー取引規制の重要性を説く。

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

規制はいかなるものかという文脈における議論に対する一つの回答を追究する。すなわち、単に自己株式取得にかかるインサイダー取引に関連する問題点の提示に留まらず、直接の被害者が存在しない<sup>(17)</sup>と言われているインサイダー取引について、自己株式取得にかかるインサイダー取引が行われることによって実際に損害を被る者がいることを提示し、これに対する制度設計としての解決策の提示を試みる。

## 二 アメリカにおける自己株式取得とインサイダー取引規制<sup>(18)</sup>

### 1 企業の自己株式取得の現状

近年のアメリカの上場企業の株主への利益還元 (payout, 以下「ペイアウト」<sup>(19)</sup>) というの手段は、配当から自己株式取得にシフトしつつあり、今や自己株式取得が主たるペイアウト手段であると言えよう。アメリカにおいて自己株式取得が配当に代わりペイアウト手段の主役たる地位となったのは、自己株式取得には、①株主の税負担の軽減、②余剰キャッシュフローの効率的な株主への分配、③従業員にストックオプションを付与するための自己株式保有、④企業の流動性 (liquidity) を高めることができる、等の点において配当と比べて会社経営者にメリットがある<sup>(20)</sup>と考えられているからである。アメリカでは、自己株式取得の大半は、

---

(17) 近藤光男ほか『金融商品取引法入門 (第3版)』(商事法務, 2013) 308頁。

(18) 本章における自己株式取得に関する規制枠組みの分類は, Jesse M. Fried, *Insider Trading via the Corporation*, 162 U. Pa. L. Rev. 801, 812-5 (2014) [hereinafter Fried Insider Trading]. の整理に依拠する。

(19) See e.g., Jesse M. Fried, *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, 67 U. Chi. L. Rev. 421, 427 (2000) [hereinafter Fried Insider Signaling].

(20) Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, 93 Cal. L. Rev. 1323, 1328 (2005) [hereinafter Fried Informed Trading]. 自己株式取得と配当との差違については、藤田友敬「自己株式取得と会社法〔上〕」商事1615号5~6頁(2001)も参照。

公開市場での買い付け (Open Market Repurchase, 以下「OMR」という)<sup>(21)</sup>で行われ、企業はブローカーを通して自己株式を市場で取得するのが一般的である。<sup>(22)</sup>

## 2 上場企業の自己株式取得に関する規制枠組み

上場企業は、OMRによる自己株式の取得に際して、インサイダー取引規制として (1) 取引所規則による報告義務、(2) 自己株式取得に対する SEC 規則 10b-5、(3) 自己株式取得の証券諸法に基づく開示義務、に服さなければいけない。以下では、それぞれの規制を概観する。

### (1) 取引所規則による報告義務

証券取引所に株式を上場している会社は、各取引所の上場規則により OMR に同意した取締役会の決定を速やかに開示しなければいけない。<sup>(23)</sup> もっとも、NASDAQ をはじめとした取引所の規則においては、開示という行為を要求しているのみで詳細については規定していない。すなわち、上場会社は、取得する自己株式の数額を明示する必要はなく、自己株式取得の実施期間を報告する義務もない。<sup>(24)</sup> そのため、会社が取得する自己株式の数額あるいは期間を開示したとしても自主的なものに過ぎないため、結局のところ実際にどれほどの自己株式を取得するかは市場の

---

(21) 自己株式取得のためのもう一つの主要な手段としては、公開買付による取得 (Repurchase Tender Offer) がある。See e.g., Fried, *Insider Signaling*, *supra* note 19, at 428.

(22) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 812.

(23) 例えば、NASDAQ の上場規則においては、「株式の価値あるいは投資者の投資決定に影響することが合理的に予測される重要情報 (material information) につき速やかな開示をしなければいけない」と規定しており、この重要情報に自己株式取得が含まれている。See NASDAQ Rule 5250; IM-5250-1 (2014).

(24) See e.g., Fried *Insider Trading*, *supra* note 18, at 813; see also Michael Simkovic, *The Effect of Mandatory Disclosure on Open-Market Stock Repurchases*, 6 Berkeley Bus. L. J. 96, 109 (2009).

動向を踏まえ会社が決定する。<sup>(25)</sup>

(2) 自己株式取得に対する SEC規則 10b-5

(i) SEC 規則 10b-5 によるインサイダー取引規制とその限界

アメリカにおいてインサイダー取引は、主として1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 10条<sup>(26)</sup>を受けた SEC 規則 10b-5 により規制されており<sup>(27)</sup>、これを制定法上の根拠として違反者に対して責任追及がなされる。この SEC 規則 10b-5 によるインサイダー取引の規制は、会社に対する信認義務 (fiduciary duty) を基礎としたものであり、州会社法のもとで会社に対して信認義務を負っている役員や取締役は、当該会社の株式を取引した時点で SEC 規則 10b-5 が適用されると解されている<sup>(28)</sup>。これが、アメリカにおけるインサイダー取引規制の基本的な構造である。しかしながら、次の点で規制に限界があることが指摘されている。第一は、「重要 (material)」とされた情報につき内部者が取引を行った場合にのみ<sup>(29)</sup> SEC 規則 10b-5 が適用されないことに起因する限界である<sup>(30)</sup>。この「重要性」については、問題となっている取引を実行するにあたって合理的な人間 (reasonable man) が重要性の認識を持つか否かで判断される<sup>(31)</sup>。かかる「重要性」の判断基準は、第二巡回区控訴裁判

---

(25) Fried *Insider Trading*, *supra* note 18, at 813.

(26) 15 U.S.C. § 78j(b).

(27) See e.g., JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION: CASE AND MATERIALS 905 (7th ed. 2012). SEC 規則 10b-5 のほか、州会社法に基いて内部者に対してインサイダー取引の責任追及をすることも可能である。デラウェア州の例として、宮崎裕介「インサイダー取引に対する州会社法に基づく派生的請求における会社の損害」商事2033号50頁 (2014) 参照。

(28) *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 227-29 (1980). 信認義務のほか、アメリカにおいてインサイダー取引を規制する根拠として、情報の平等理論・不正流用理論が判例法上唱えられているが、本稿はインサイダー取引規制の理論的根拠を論じるものではないため深くは立ち入らない。

(29) 17 C.F.R. § 240.10b-5(b).

(30) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 808.

所の判例法によると価値のある情報であればいかなるものであっても重要と評価するものであるが<sup>(32)</sup>、連邦最高裁は「内部者は財務上の利益を、事実を非開示にすることではなく他の株主の負担のもとで得ているため、かかる情報は重要事実とはなり得ない<sup>(33)</sup>」との判示をしており、「重要性」の判断基準を厳しく解している<sup>(34)</sup>。さらに、下級審の判断となると情報の「重要性」の認定に対してより謙抑的な裁判所の態度が顕著となる<sup>(35)</sup>。例えば、株価の急激な変動をもたらすような確実な買収の申し出などの“bombshell event”に関するものではない限り情報の「重要性」を實際上認めていない<sup>(36)</sup>。このように、「重要性」については、判例法上その認定のハードルが上げられているのが現状である。第二は、重要な未公開情報に基づく取引を常に阻止できるわけではないことである<sup>(37)</sup>。これは、SEC 規則 10b-5 違反を摘発する SEC そのものの調査能力の限界にその原因がある<sup>(38)</sup>。と言うのは、会社の内部者は年間で数百から数千にも及ぶ取引を行っており、そのうちの数件が SEC 規則 10b-5 に抵触する可能性があるが、登録届出書やリポートのレビュー、市場の監督から得られる限られた情報からはかかる取引を摘発するのには自ずと限界があるからである<sup>(39)</sup>。また、会社の内部者が SEC 規則 10b-5 に違反したことを証

(31) *Id.* at 809 (quoting *SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968).) なお、*SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co.* 判決は、同じ第2巡回区の判決である *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2d Cir. 1965). を引用し、本文に示した「重要性」の判断基準としている。

(32) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 809.

(33) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 240 n. 18 (1988).

(34) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 809.

(35) *Id.*

(36) Jesse M. Fried, *Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure*, 71 S. Cal. L. Rev. 303, 336 (1998) [hereinafter Fried *Reducing the Profitability*].

(37) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 809.

(38) Fried, *Reducing the Profitability*, *supra* note 36, at 332.

(39) *Id.*

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

明すること自体が困難であるという問題もある。<sup>(40)</sup> すなわち、SECをはじめとしたインサイダー取引の責任追及をする側は、①内部者が取引をした際の情報、②内部者が当該情報に基づいて取引をしたこと、③当該情報が重要かつ未公開であること、④内部者が当該情報につき重要かつ未公開であることを知っていたこと、の4点を主張・立証しなければなら<sup>(41)</sup>ない。しかしながら、いくつかの事例において内部者の内心 (state of mind) を示す証拠あるいは証人が見つからないという事態が生じ、そのためSECは多くを情況証拠に頼らざるを得なかつた。<sup>(42)</sup> 結果として、これらの事情から、内部者は重要性が認定されない情報 (sub-material information) を用いた取引により利益を獲得することができ、SEC規則10b-5はインサイダー取引規制において実効的なものとは言えなかつた。<sup>(43)</sup>

このようにSEC規則10b-5による規制はインサイダー取引の阻止においては十分とは言えない。かかる場合において、情報として価値がありながらも「重要性」が認定されないためインサイダー取引規制が実効的に機能しない状況下で補完的な役割を担うのが、1934年証券取引所法16条(a)項の「取引開示ルール (trade-disclosure rule)」である。<sup>(44)</sup> 取引開示ルールは、上級役員、取締役、および同法12条に基づきSECに登録されている証券のうちのいずれかのクラスの証券の10パーセント以上を直接あるいは間接的に保有している実質的所有者 (beneficial owner) は、取引後、当該会社の株式の売買について詳細に報告することを義務づけるものである。この報告は、取引後、2営業日以内にしなければなら<sup>(46)</sup>ず、

---

(40) *Id.*

(41) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

(42) Fried, *Reducing the Profitability*, *supra* note 36, at 332.

(43) *Id.*

(44) 15 U.S.C. § 78p(a).

(45) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 810.

(46) 上級役員、取締役、および実質的所有者の報告義務は、2002年以前は取引が行われた次の月の10日までとなっており取引が行われた日によっては最大40日の猶予があったが、2002年に制定されたサーベンス・オックス

この16条(a)項による開示義務は、次の点でSEC規則10b-5の補完的な役割を担うことが期待される。第一に、取引毎にその詳細の開示を内部者に求めることで、SEC規則10b-5に違反する重要な内部情報に基づく取引の発見および内部者に対する責任追及の可能性が高まり、SEC規則10b-5の抑止効果の増大とインサイダー取引の減少が見込める<sup>(47)</sup>。第二に、重要情報であるか否かを問わず16条(a)項は上級役員らに報告義務を課すものであるから、内部者が実際の価格と株価が乖離していることの情報<sup>(48)</sup>を有している可能性があること、および内部者が取引を行ったとしても取引後2日以内に一般投資者に警鐘を促すことが期待される。

(ii) 会社に対するSEC規則10b-5によるインサイダー取引規制の可否  
 (i)で述べたように、SEC規則10b-5は、規制の対象を役員・取締役と  
 いった会社に対して信認義務を負っている者らを対象としており、彼ら  
 に対して重要な未公開情報の開示やインサイダー取引の断念を求める規  
 制枠組みをとっている<sup>(49)</sup>。このとき、会社が自己株式を取得した場合にも、  
 当該会社に対してインサイダー取引規制が及ぶかは議論の余地がある<sup>(50)</sup>。  
 この点につき学説の多くは重要な内部情報を有している限り会社は内部  
 者としてSEC規則10b-5によって自己株式の取得が禁じられるべきで  
 あると解している<sup>(51)</sup>。もっとも、SEC規則10b-5によって会社自身が自己  
 株式を取得することがインサイダー取引に該当するとしても、前述した  
 情報の「重要性」に関し裁判所が高いハードルを設けていること、およ

---

り一法により取引後2営業日以内に短縮された。*Id.*

(47) *Id.*

(48) *Id.*

(49) *Id.* at 813.

(50) Mark J. Loewenstein & William K. S. Wang, *The Corporation as Insider Trader*, 30 Del. J. Corp. L. 45, 58-59 (2005).

(51) See e.g., Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 814.

(52) See Loewenstein & Wang, *supra* note 50, at 58.

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

び SEC 規則 10b-5 のエンフォースメントに限界があるという問題は同様に生じることには注意する必要がある<sup>(53)</sup>。

### (3) 自己株式取得の証券諸法に基づく開示義務

(2) で述べた 1934 年証券取引所法 16 条 (a) 項による上級役員らの取引後 2 日以内の報告義務は会社を対象としていないため、会社が市場で自己株式を取得した場合はこの規制に服することはない<sup>(54)</sup>。事実、2003 年以前は、会社は自己株式取得に関し何らの情報開示義務も課されていなかった<sup>(55)</sup>。2003 年以後、自己株式取得についての情報開示の必要性に鑑み SEC は、フォーム 10-Q あるいはフォーム 10-K による SEC への四半期報告において、当該四半期における各月の取得した自己株式の数および取得した各株式に支払われた平均取得額の報告を会社に義務づけた<sup>(56)</sup>。もっとも、フォーム 10-Q とフォーム 10-K のいずれも事後的な報告に過ぎないため、投資者にとっては会社による自己株式取得が行われたことを知ることができるのは、取得後最長で 4 ヶ月後となるため、適時性の観点からは会社の自己株式取得にかかる情報開示義務はなお手緩いものと言わざるを得ない<sup>(57)</sup>。

## 三 自己株式取得により生じうる株主・投資者の損害

### 1 内部者が自己株式取得を行うインセンティブ

二で論じたように、アメリカにおいては自己株式取得に関するインサイダー取引規制は不十分と言わざるを得ず、会社あるいは取締役らが、

---

(53) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 814.

(54) *Id.*

(55) *Id.*

(56) Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others, 68 Fed. Reg. 64,952, 64,961 (Nov. 17, 2003) (codified at 17 C.F.R. § 240.10b-18 (2013)).

(57) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 815.

これを奇貨としてインサイダー取引を行う可能性は高い。では、実際に自己株式取得を決定・実施する取締役をはじめとした当該会社の内部者は何に動機付けられて自己株式取得にかかるインサイダー取引を行うのであろうか。これを解明するためには、自己株式取得にかかるインサイダー取引が実際に行われた場合に一般株主（一般投資者）にどのような損害が生じているのか具体的な場面をもとに考察する必要がある。

自己株式取得において、取得に応じなかった株主と取得に応じた株主らに利益と損失が顕著に表れるのが“bargain repurchase”が行われたときである。bargain repurchase とは、取得価格が実際の株価よりも低いことを会社が認識している状況で行われる自己株式取得である<sup>(58)</sup>。bargain repurchase が行われることによって、自己株式取得に応じた株主から取得に応じなかった株主に対して利益の移転が生じ、その利益は持株比率に応じて退出しなかった株主に分配される<sup>(59)</sup>。視点を変えれば、bargain repurchase は実際の株価よりも廉価での自己株式取得に応じた株主ほか一般投資者からの利益の搾取をもたらすものであるとも言える<sup>(60)</sup>。これにより、持株比率が高いほど取得に応じなかった株主は bargain repurchase から多くの利益を得ることができ、実際の株価よりも低い価格で自己株式取得が実施されていることを知っている内部者は廉価での自己株式取得に応じることはないため、他の一般株主がこれに応じることによって内部者へ利益が移転することになる<sup>(61)</sup>。したがって、自己株式取得価格が実際の株価よりも低いことを知っている内部者にとっては、持株比率が高ければ bargain repurchase を実施することで、より多くの利益を得ることができることから、bargain repurchase を行う強いインセンティブがある<sup>(62)</sup>と言える。

---

(58) *Id.*

(59) *Id.* at 815-816.

(60) Fried, *Informed Trading*, *supra* note 20, at 1357.

(61) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 816.

(62) *Id.*

## 2 Bargain Repurchase により移転する利益の算定

bargain repurchase により内部者へ移転する利益は、理論上は真実の株価と過小評価されている株価との差額から算定されるはずである<sup>(63)</sup>。しかしながら、実際上は企業の自己株式取得に関する開示義務が事後的かつ厳格ではないため、判断材料が乏しくその算定は容易ではなく、直接的にその差額を計算することは不可能であると考えられている<sup>(65)</sup>。このとき、真実の株価との差額の評価に用いられるのが、会社が自己株式取得の実施を公表した後に生ずる株価の異常な株価変動から得られる収益<sup>(66)</sup> (abnormal stock price return) である。近時のいくつかの実証研究によると、この収益は自己株式取得の発表後4年間で累計約25パーセントに達すると言われている<sup>(67)</sup>。このようなデータが示すのは、真実の株価は自己株式取得を発表する前の価格よりも平均して20パーセントから25パーセント<sup>(68)</sup> 高いということである<sup>(69)</sup>。この自己株式取得公表後の株価の上昇額から取得額を控除して、これに内部者の持ち株数を乗じて算定されたも

---

(63) Fried, *Informed Trading*, *supra* note 20, at 1358.

(64) 二2(3)で述べたように、2003年以前は、自己株式取得に関する何らの開示義務も会社は負っていなかった。

(65) Fried, *Informed Trading*, *supra* note 20, at 1358.

(66) *Id.* なお、この株価変動は、自己株式取得決定のアナウンスが市場に肯定的に受け入れられることで株価が上昇することを前提とする。See e.g., RICHARD A. BREALEY, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 405 (11th ed. 2013).

(67) 1991年から2001年までの3,481例の OMR をサーベイした近時の実証研究は、自己株式取得の発表後から4年間の株価の上昇を累計したものを平均すると24.25パーセントになるとのデータを提示する。See Urs Peyer & Theo Vermaelen, *The Nature and Persistence of Buyback Anomalies*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 1693, 1698-1701 (2009).

(68) Fried が引用した他の実証研究においても、自己株式取得の公表後の株価の上昇は本文で述べたレンジに収まっている。See Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 818 n78 (citing Konan Chan et al., *Economic Sources of Gain in Stock Repurchases*, 39 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 461, 472-73 (2004).).

(69) Fried, *Informed Trading*, *supra* note 20, at 1358.

のが、bargain repurchaseにより内部者が得る利益となる。<sup>(70)</sup>また、このbargain repurchaseは、結局のところ内部者がイニシアティブをとって行うので、内部者による間接的な株式の買い戻しとも言える。<sup>(71)</sup>

### 3 Bargain Repurchaseによる利益移転のシナリオ

2で述べたbargain repurchaseを敷衍して論ずるためFriedが説明のために単純化した設例を紹介し、実際にどのような利益移転が生じているか具体例をもとに検討を行う。検討に当たっては、社外株式が6株で将来の特定の日をもって清算されることが予定されているA社を仮定する。<sup>(72)</sup>このA社の社外株式のうち5株は一般株主、1株は内部者が保有しているものとし、清算日までの間に配当および増資など資本構成に影響を与える行為は行われぬものとする。<sup>(73)</sup>以下では、清算日までに自己株式取得を含め一切の取引が行われぬ場合とbargain repurchaseによる自己株式取得が実施される場合の二つのシナリオをもとに考察を行う。

#### (1) 2つのシナリオ

##### 【シナリオ1】一切の取引が行われぬ場合（清算日に全額還元）

この場合、自己株式取得をはじめ一切の取引が行われず、清算日に全株主に総額60ドルが分配される。社外株式の総数が6株であるので、1株あたり10ドルが株主に配分され、この場合のA社の1株あたりの清算日における株主価値は10ドルとなる。<sup>(74)</sup>

##### 【シナリオ2】清算日までにBargain Repurchaseを実施

---

(70) *Id.*

(71) *Id.* at 1357-1358.

(72) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 816.

(73) *Id.*

(74) *Id.*

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

シナリオ1の清算日におけるA社の1株あたり10ドルの株主価値が同社株の実際の価格であるとして、清算日以前にA社が社外株式のうち1株について自己株式取得を実施し、取得価格は自己株式取得時の市場価格である1株あたり6ドルに設定したとする。この自己株式取得は、前述した1株あたりの実際の株主価値である10ドルよりも4ドル安い価格での bargain repurchase となる。<sup>(75)</sup>そのため、bargain repurchase が行われることによって、清算日のA社の価値は自己株式取得が行われなかった場合の60ドルから54ドル<sup>(76)</sup>に低下することになる（自己株式取得によって何らの経済状態の変動が生じないものと仮定する<sup>(77)</sup>）。

このような bargain repurchase をA社が行う場合、同社の内部者は取得価格が真実の価格よりも低廉であることを知っているため取得に応じることはない。<sup>(78)</sup>その結果、前述の1株のみの自己株式取得に応じるのは一般株主のうちの1人となり、清算日においては54ドルが取得に応じなかった5株<sup>(79)</sup>に等しく分配され1株あたり10.80ドルが支払われる。

### (2) 2つのシナリオからのインプリケーション

2つのシナリオをまとめると表1のようになる。表1が示すように、シナリオ1とシナリオ2とでは株主に配分される総還元額に変わりはない。<sup>(80)</sup>すなわち、シナリオ1の場合は6株全てにそれぞれ10ドルが清算日に還元されることにより総額60ドルが支払われ<sup>(81)</sup>、シナリオ2の場合は自己株式取得に応じた1株には6ドルが支払われ、応じなかった5株に対

---

(75) *Id.* at 816.

(76) 60ドルから清算日前に自己株式取得としてペイアウトされた6ドルを控除した額である。

(77) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 816.

(78) *Id.* at 817.

(79) *Id.*

(80) *Id.*

(81) *Id.*

しては<sup>(82)</sup>54ドルが清算日に還元されるため合計額は60ドルとなるからである。<sup>(83)</sup>

表1 Bargain Repurchaseによる利益移転<sup>(84)</sup> (ドル)

	総還元額	一般株主への還元額の合計	取得に応じなかった一般株主への還元額の合計	取得に応じた一般株主への還元額	内部者への還元額
シナリオ1	60.00	50.00	50.00	—	10.00
シナリオ2	60.00	49.20	43.20	6.00	10.80

この2つのシナリオの間で結論が異なってくるのは、一般株主と内部者として属性を分けて考えた場合である。

シナリオ1においては、清算日に内部者は10ドル、また一般株主は50ドルの配分を受けるので1株あたりの還元額は同一である。<sup>(85)</sup>

これに対して、シナリオ2においては、bargain repurchaseによる自己株式取得を実施することにより一般株主と内部者との間で1株あたりの平均還元額に差が生じる。すなわち、一般株主に関して、bargain repurchaseによる自己株式取得に応じなかった株主は1株につき10.80ドルが清算日に払い戻されるが、自己株式取得に応じた株主は6ドルの支払いを受けるに留まるので、一般株主への総還元額は49.20ドルとなり、<sup>(86)</sup>シナリオ1と比べると0.80ドル分だけ総還元額が減少し、1株あたりの平均払い戻し額も9.84ドルとなり0.16ドル減少することになる。<sup>(88)</sup>この現

(82) bargain repurchaseに応じなかった一般株主 $(10.80 \times 4)$ と内部者 $(10.80)$ の還元額の合計も当然に54ドルとなる。

(83) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 817.

(84) Friedの作成による表をもとに筆者が作成。Id. at 817 table 1.

(85) Id. at 817.

(86) 一般株主の49.20ドルは、自己株式取得に応じなかった株主の清算日における還元額の43.20ドルとbargain repurchaseによる自己株式取得の対価の6ドルの合計額である。

(87) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 817.

(88) 一般株主の総還元額の49.20ドルを株式数の5で除した額である。

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

象は、bargain repurchase は真実の株価との差額が持ち株数に応じて按分され、それらが取得に応じなかった株主に移転したと説明することもできる。要するに、シナリオ2においては、内部者は取得に応じなかった5株のうち1株を保有しているため、差額の4ドルをこれら取得に応じなかった株式数の5で除した0.80ドルの利益を得ることになる。これは、bargain repurchase の実施により、一般株主から内部者への0.80ドルの利益移転が生じたとも評価することができる。<sup>(89)</sup>

### 4 Bargain Repurchase による会社資本の毀損

bargain repurchase は、前節までに述べた一般株主から内部者への利益移転のみならず、会社に利益をもたらす投資機会がある場合には、会社資本 (firm's capital) の毀損をもたらすことも指摘されている。<sup>(90)</sup> この会社資本の毀損についても Fried が説明のために単純化した設例を紹介して、具体的に考察を行う。検討にあたっては3でモデルとしたA社を同じ条件で用い、清算日までに自己株式取得を含め一切の取引が行われない場合と会社に利益をもたらす投資機会があるにも関わらず bargain repurchase による自己株式取得に踏み切った場合の2つのシナリオに分けて分析する。<sup>(91)</sup>

#### (1) 2つのシナリオ

##### 【シナリオA】一切の取引が行われない場合（清算日に全額還元）

清算日までに自己株式取得をはじめ一切の取引が行われない場合は3で検討したシナリオ1と全く同じ結果となる。すなわち、清算日に60ドル全額が社外株式の6株に対して分配され、1株あたりの株主価値は10ドルとなる。<sup>(92)</sup>

---

(89) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 817.

(90) *Id.* at 831.

(91) *Id.*

【シナリオB】清算日までに Bargain Repurchase を実施

清算日までにA社がbargain repurchaseを実施し、取得の時点における同社の株式の市場価格が1株あたり5ドル（実際の価格である10ドルよりも5ドル低廉な価格）で、この5ドルによりA社が1株を取得すると仮定する。

このとき、A社には5ドルの投資に対し<sup>(93)</sup>2.50ドルの利益をもたらす投資機会が同時にある状況下において、この投資をせず自己株式取得に踏み切ったとするとA社の清算日における価値は、自己株式の取得価格である5ドルではなく、これに上記の2.50ドルを加えた7.50ドルを60ドルから減じた52.50ドルになると算定することができる。これは、自己株式取得ではなく必ず利益を生む投資に5ドル投じたならば得られていたはずの<sup>(94)</sup>2.50ドルの損失をさらに被ったと考えられるからである。

シナリオBにおいても、3で検討したシナリオ2と同様に内部者は取得価格の5ドルが実際の価格よりも低廉であることを知っているため内部者が取得に応じることはなく、一般株主のうち1人が自己株式取得に応じる<sup>(95)</sup>ことになる。以上を踏まえ、清算日における配分額である52.50ドルを取得に応じなかった5株で除した10.50ドルが、取得に応じなかった株主が保有する株式の1株あたりの価値となる。

(2) 2つのシナリオからのインプリケーション

2つのシナリオをまとめると表2のようになる。表2が示すように、シナリオAとシナリオBとでは株主に配分される総還元額にも差が生じ、3で検討したbargain repurchaseによる株主間の利益移転の場合とは異

---

(92) *Id.* at 832.

(93) 説明を単純化するため、投資そのものは確実に投資額の50パーセントにあたる利益をもたらすと仮定する（投資した事業が失敗となる可能性とそれによる損失は考慮しない）。

(94) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 832

(95) *Id.*

自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

なる結果となる。<sup>(96)</sup> すなわち、シナリオ A の場合はシナリオ 1 と全く同様の結果となるが、<sup>(97)</sup> シナリオ B の場合は取得に応じた一般株主に対しては 5 ドルが支払われ、<sup>(98)</sup> 応じなかった 5 株に対しては清算日に総額 52.50 ドルが払い戻され、これらの還元額を合計すると 57.50 ドルとなりシナリオ A の総還元額よりも 2.50 ドル分だけ株主に配分される金額が減じられるからである。<sup>(99)</sup>

表 2 Bargain Repurchase による会社資本の毀損 (ドル)<sup>(100)</sup>

	総還元額	一般株主への還元額の合計	取得に応じなかった一般株主への還元額の合計	取得に応じた一般株主への還元額	内部者への還元額
シナリオ A	60.00	50.00	50.00	—	10.00
シナリオ B	57.50	47.00	42.00	5.00	10.50

これら二つのシナリオの間で総還元額に差が出てくるのは、シナリオ B では投資した額の 50 パーセントの収益を確実に得られる投資機会があるにもかかわらず bargain repurchase に踏み切るからである。

具体的には、シナリオ B において 5 ドルを投資していれば 2.50 ドルの利益が得られたにも関わらず、5 ドルによる自己株式取得をしているため、利益をもたらす投資機会を見送ったことによる 2.50 ドルの経済的損失を A 社は被っていると考えることができるからである。<sup>(101)</sup> このように、シナリオ B が示す投資機会を無視した bargain repurchase を行うことによる 2.50 ドルの損失が発生することを前提とすると、シナリオ A では 60 ドルが清算日に全ての株主に等しく配分されるのに対し、シナリオ B で

(96) *Id.*

(97) *Id.*

(98) bargain repurchase に応じなかった一般株主 (10.50 × 4) と内部者 (10.50) の還元額の合計である。

(99) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 832.

(100) Fried の作成による表をもとに筆者が作成。 *Id.* at 832 table 2.

(101) *Id.* at 832.

は自己株式取得に応じた一般株主に5ドルが支払われ、取得に応じなかった株主に対しては清算日に総額52.50ドルが配分され株主の総還元額は57.50ドルとなる。<sup>(102)</sup>

このとき、総還元額が示すようにシナリオBは全体としての株主価値の減少に伴う会社資本の毀損のみがもたらされているようにも見えるが、一般株主と内部者の利益状況から分析すると内部者は利益を得ていることがわかる。<sup>(103)</sup> すなわち、シナリオAでは全株主に同じ額が配分されているのに対して、シナリオBにおいては内部者が10.50ドルの配分を受け<sup>(104)</sup> るが、一般株主への総還元額は47ドルであり1株あたりの平均還元額も9.40ドル<sup>(105)</sup> となるからである。以上をまとめると、bargain repurchaseは、清算日に既存株主に分配されるべきの会社資本を毀損するばかりか、内部者への0.50ドル分の利益移転を生ぜしめている<sup>(106)</sup> と言える。<sup>(107)</sup>

## 5 Bargain Repurchase の評価

3で述べたbargain repurchaseがもたらす一般株主と内部者との利害状況および4で紹介したbargain repurchaseによる会社資本の毀損のいづれにおいても、実際の株価よりも低廉な買取価格で自己株式取得を実施することで一般株主から内部者への利益移転が生じている。

もっとも、内部者への利益移転があると言っても、実際に利益を搾取

(102) *Id.*

(103) *Id.*

(104) 自己株式取得に応じなかった株主の清算日における還元額の42ドルとbargain repurchaseによる自己株式取得の対価の5ドルの合計額である。

(105) 一般株主の総還元額の47ドルを株式数の5で除した額である。

(106) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 832.

(107) この点につき、資本市場が完全に機能していればA社は5ドルを外部から調達し確実に利益を得られる投資に資金を投じ、同時にbargain repurchase実施するはずであるが、実際、多くの市場は不完全であることを考慮するとA社をして投資とbargain repurchaseの両者を行うことは不可能である。See *id.* at 833.

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

されているのはシナリオ2とシナリオBにおける bargain repurchase による自己株式取得に応じた一般株主のうちの1人のみであり、取得に応じなかった他の一般株主はむしろ利益を得ている<sup>(108)</sup>。この点につき、Fried も自己株式取得に応じなかった株主の長期的な価値は bargain repurchase を実施することにより高まることを認めている<sup>(109)</sup>。もっとも Fried は、内部者が会社を通じてかかる取引を実施することで、当該会社の株式の売買を行った一般株主には言わば機械的 (systematically) な損失が発生していることも指摘する<sup>(110)</sup>。すなわち、bargain repurchase が行われる状況下の総還元額を平均すると一般株主は損失を被っており、かつシナリオBが示すように当該会社への投資に対する期待利益が減じられているとも評価できるため、これらの減じられた株式資本を会社が公開市場で取り戻すことはより困難だからである<sup>(111)</sup>。

また、会社資本の毀損について、Fried は、近年の実証研究を参照し<sup>(112)</sup>、自己株式取得を増加させている企業は、望ましい潜在的な投資機会を逸していることを示す<sup>(113)</sup>。その上で、かかる会社資本の毀損は、内部者が直接的にインサイダー取引に従事した場合には発生せず、bargain repurchase による自己株式取得を実施した場合に生じることを指摘する<sup>(114)</sup>。すなわち、内部者が直接的にインサイダー取引に従事した場合は会社の資本構成に何らの影響も与えることは無いが、bargain repurchase による

---

(108) *Id.* at 828.

(109) *Id.*

(110) *Id.*

(111) *Id.*

(112) Alok Bhargava, *Executive Compensation, Share Repurchases and Investment Expenditures: Econometric Evidence from US Firms*, 40 *Rev. Quantitative Fin. & Acct.* 403, 419-20 (2013). は、自己株式取得は会社からの資金流出をとまなうため、企業の研究開発資金 (R&D expenditures) に悪影響をもたらすとのデータを示す。

(113) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 833.

(114) *Id.*

自己株式取得を行うことにより内部者が間接的にインサイダー取引を行った場合は、会社からの資金の流出を必然的に招き、かつ清算価値（清算日における株主への還元額）を減少させるという結果をもたらすからである。<sup>(115)</sup>

#### 四 自己株式取得にかかるインサイダー取引の抑止

前章までで検討した自己株式取得にかかるインサイダー取引は、内部者による会社を介した間接的な取引として実施されるため、二2でも述べたようにアメリカの現行の規制のもとでは阻止することは容易ではない。<sup>(116)</sup>さらに、bargain repurchaseは、一般株主の負担のもと持株比率に応じた内部者への利益の移転をもたらすばかりか、会社資本を毀損しておきながら内部者が利益を得るという状況をも容認するものである。<sup>(117)</sup>これに対する、アメリカの学説における一つの回答がFriedの提唱によるtwo-day ruleによる開示義務の厳格化である。

##### 1 Two-Day Rule とは

二2(2)(i)でも述べたように、アメリカでは、現行の1934年証券取引所法16条(a)項により、取締役らの内部者が当該会社の株式取引を行う際はいかなる場合であっても取引から2日以内に詳細な情報の開示を義務づける「取引開示ルール」を採用している。<sup>(118)</sup>しかしながら、会社が自己株式取得を実施する際にはこの取引開示ルールは適用対象外となるため、数ヶ月後の事後的な開示で足り、その内容も四半期報告における各月の取得数と平均取得額の報告に留まり、厳格な開示義務が課されるとは言えない。<sup>(119)</sup>そのため、現状では内部者は三で検討したbargain re-

---

(115) *Id.*

(116) *Id.* at 834.

(117) *Id.*

(118) 15 U.S.C. § 78p(a).

(119) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 834.

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

purchase を実施して、一般株主の負担のもと利益を容易に得ることが<sup>(120)</sup>できる。

このような自己株式取得にかかるインサイダー取引を抑止するために Fried が提唱するのが取引開示ルールの適用対象を会社にまで拡大するという two-day rule である。すなわち、会社も自己株式にかかる取引を行った場合は、取引の日から2日以内の開示が義務づけられるというものであり、Fried は two-day rule を会社に対して適用することで法定開示を通じた企業の透明性がより高められると同時に、内部者による直接的なインサイダー取引だけでなく、例えば bargain repurchase を用いて行われるような間接的なインサイダー取引に関しても一般投資者に対して適時、正確かつ包括的な情報提供が期待できるとする<sup>(121)</sup>。この two-day rule について Fried は、当該会社が直接に取引をした場合のみならず、子会社を介した間接的な取引に関しても適用されるべきとし、会社は子会社を利用して two-day rule を潜脱することはできないと解している<sup>(122)</sup>。

two-day rule の規制のレベルに関して、Fried は、取引開示ルールが内部者に対する過度な負担を与えるものではないと認識されていることと同様に、会社に対して two-day rule を課すこととなっても過剰な義務を与えるものではないと評価する<sup>(123)</sup>。その理由としては、自己株式取得などの取引を行った後に、短い期間で開示が求められている英国などの諸外国の制度が機能していることを挙げる<sup>(124)</sup><sup>(125)</sup>。

---

(120) *Id.*

(121) *Id.*

(122) *Id.*

(123) *Id.* at 835.

(124) 英国においては、FCA (Financial Conduct Authority) が定める上場規則 (Listing Rules) により、会社が自己株式を取得した日の翌営業日の午前7時30分までに RIS (Regulated Information Service) に通知しなければいけない。See FCA LR 12.4.6. Available at <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR/12/4> (last visited 11/06/2014).

(125) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 835.

## 2 Two-Day Rule のメリット

two-day rule は、会社に対して取引から短いスパンで取引に関する詳細な情報提供を求めるため、SEC をはじめ規制当局としては、かかる情報に基づいて会社による潜在的な違法取引を摘発し、会社に対する適切なサンクションを課すことなどが可能となる<sup>(126)</sup>。このように、two-day rule には、より一層のエンフォースメントの強化と、それに伴うインサイダー取引など違法な取引に対する抑止力の増大が期待され、その結果として会社による違法なインサイダー取引などを通した内部者への利益移転の減少が見込めることにそのメリットがあると考えられている<sup>(127)</sup>。

また、two-day rule は、現行法のもとでは規制に限界がある自己株式取得を介したインサイダー取引<sup>(128)</sup>を利用した内部者への利益移転の抑止にも効果があり、自己株式取得に関する会社の開示義務の厳格化に資するとも言える。すなわち、two-day rule のもとでは、企業は最初の取引から2日以内に取引内容を継続的に開示しなければならなくなり、これらの開示内容から当該企業が自社に都合の良い価格で取引をしようとしている意図があると市場参加者が認識するに至れば、市場参加者は当該会社の株式の価値につき会社側の意図を踏まえて再評価することが可能となるからである<sup>(129)</sup>。この市場参加者による再評価は、企業にとっては不利<sup>(130)</sup>なるからである<sup>(131)</sup>。この市場参加者による再評価は、企業にとっては不利

(126) *Id.* at 836.

(127) *Id.*

(128) 二2(2)(ii)参照。

(129) Fried, *Insider Trading*, *supra* note 18, at 836.

(130) この点につき、Fried は「市場参加者は自己株式取得あるいは株式発行の真の動機を知らないため、結果として会社の開示による株価の調整は取引の裏にある内部情報を正確には反映したものにはならない」と述べ、開示に基づく投資者らの株式価値の再評価が実際には機能しないとするが、「開示を通して内部情報そのものが持つ価値の大半を、株価の調整の代わりとして取得できる」と指摘し、two-day rule による開示で内部者の利益搾取を抑止する効果はあるとする。See *id.* at 837.

(131) *Id.* at 836.

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

な株価の変動をもたらす可能性が高いため、多くの会社は開示が行われた2日後からは当初意図していたものよりも不利な値段での取引を行わざるを得なくなる<sup>(132)</sup>。このように、会社を介したインサイダー取引により内部者へ移転する利益の削減が期待できることも two-day rule のメリットである<sup>(133)</sup>。

### 3 Two-Day Rule は十分な規制か

two-day rule は、アメリカの現行の規制と比べると、自己株式取得などに関して会社に対してよりタイムリーな開示を要求するものであり、その意味で厳格なものと言える。このように、two-day rule は取引から2日という短期間での開示を会社に求めるものではあるが、内部者が、かかる2日間の「空白」を利用して会社を介した自己株式取得をはじめとした間接的な取引を秘密裏に行い利益を得ることはなお可能である<sup>(134)</sup>。これに関しては、Fried も改善の余地があるとする。その理由としては、第1に、個々の自己株式取得が開示されるまでの2日間の空白期間に取引が行われてしまうと、その間は取引の公衆への開示の効果としての当該会社の株式の価格調整が起りえないことである<sup>(135)</sup>。第2は、取引の開示により提供された情報に市場が実際に反応し、市場における価格調整機能が作用するまでの開示後の言わば「延長期間」を利用して会社がなお内部情報を利用して利益を獲得し続けることは可能なことである<sup>(136)</sup>。これらの点につき、Fried は、two-day rule を1934年証券取引所法16条(a)項の適用範囲を会社にまで拡大すべきであるという問題提起を出発点としているだけで、2日という期間にこだわっているわけではない。むしろ

---

(132) *Id.*

(133) *Id.* at 837.

(134) *Id.* at 838.

(135) *Id.*

(136) *Id.*

(137) *Id.*

ろ、取引後1日以内や取引日当日といったより短いスパンでの開示義務を課すことがベターと<sup>(138)</sup>考えており two-day rule に改善の余地があることを認めている<sup>(139)</sup>。このように、Fried は、two-day rule を提唱することで、現状における「正しい道筋への方向付け」<sup>(140)</sup>のきっかけとし、より厳格な開示ルールが好ましいと<sup>(141)</sup>考えている。

## 五 むすび

以上の検討を通して、自己株式取得にかかるインサイダー取引による損害は抽象的なものではなく、具体的な数額として算定できることが明らかになった。これに対する学説の一つの回答として Fried の所説を紹介し、アメリカでは取引から公表までの期間をより短くしたタイムリーな開示ルールが、会社による自己株式取得によるインサイダー取引を抑止するためには効果的であることを示した。

もっとも、本稿は、単にインサイダー取引抑止の方策を追究するものではなく、自己株式取得の文脈におけるインサイダー取引の問題点を具体的な投資者の損害に基づいて分析するものである。その意味で、Fried が例示した bargain repurchase によるインサイダー取引が実施された場合の内部者と一般株主の利害関係を具体的に考察したことで、本稿の一次的な目的は達せられたのではないだろうか。さらに、bargain repurchase による利益移転を防止するための方策としての Fried が提唱する two-day rule を紹介したことで、自己株式にかかるインサイダー取引規制の制度設計の方向付けへの一つのヒントを得ることができたと思われる。すなわち、本稿ではインサイダー取引に論点を絞ったが、とりわけ

---

(138) *Id.*

(139) さらに Fried は、内部者と会社に対して企図している取引を事前に開示すべきとする「取引事前開示ルール (pre-trading disclosure rule)」も提唱していることが注目される。*Id.*

(140) *Id.* at 838-839.

(141) *Id.* at 839.

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

証券市場で生じうる自己株式取得の弊害は、開示制度の適時性、開示内容の正確性と詳細さを高めれば予防できる可能性が高まると考えられるからである。

ここで日本法に立ち戻ると、一で述べたように、現行の金融商品取引法（以下、「金商法」という）のもとでは、会社に未公開の重要情報がある限りそれらを公表するまでは自己株式取得を実施することはできず<sup>(142)</sup>（金商法166条2項1号ニ）、機動的かつ柔軟な運用が求められる自己株式取得制度を硬直的にしているとも言える<sup>(143)</sup>。そのため、我が国では、チャイニーズ・ウォールを設けて会社の部門ごとの情報の遮断をするか、または信託を利用することで自己株式取得にかかるインサイダー取引規制に抵触しないような工夫が試みられている<sup>(144)</sup>。このような我が国の規制のレベルは自己株式取得の際に生じうるインサイダー取引の弊害を除去するという点においては効果的<sup>(145)</sup>と思われるが、近年そのプレゼンスが飛躍的に増大している自己株式取得の現在の位置付けに鑑みると規制の方向性を定めた上で必要性を加味した上での議論が必要とも思われる。

このとき、本稿で検討したアメリカでの議論が参考になるのではないだろうか。これに関し、近年になって自己株式取得を許容するに至った日本と古くからこれを認めているアメリカとでは、そもそもバックグラウンドが異なるばかりか、インサイダー取引規制の制度枠組みも異なる点が多いため、アメリカでの議論をそのまま日本に導入することには無

---

(142) もっとも、一で述べたように市場取引などによる自己株式取得に関しては、株主総会あるいは取締役会の決議により取得枠（取得する自己株式の数・取得総額・取得期間）を決定し（会社法156条1項、165条3項）、これを公表した後は、当該決議に基づいて会社が自己株式を買い付けることは適用除外取引としてインサイダー取引規制の対象から外れる（金商法166条6項4号の2）。

(143) 川口・前掲注(4)54頁参照。

(144) 川口・前掲注(4)63頁以下参照。

(145) 前田・前掲注(3)252頁参照。

(146) 砂川ほか・前掲注(14)275頁。

理があるものの、日本法の現状を鑑みるに、Friedが提唱する two-day rule による開示ルールの厳格化は、問題意識として相容れないものではなく、我が国の今後の自己株式取得とインサイダー取引規制の方向性を考えるにあたり、参考になるのではないだろうか。すなわち、現行法の枠組みでは上場会社は自己株式取得については、自己株券買付状況報告書により自己株式の取得状況・保有状況・処理状況を1ヶ月ごとに開示しなければいけないが<sup>(147)</sup>（金商法24条の6）、これは取得から開示されるまで最長で1ヶ月のタイムラグが生じることもあり適時性の観点から疑問が残る。この点については、金融商品取引所の上場規定により株主総会<sup>(148)</sup>あるいは取締役会の決議により自己株式取得の決定をした場合は直ちに開示することが求められている<sup>(149)</sup>。この金融商品取引所の規定は、適時開示の観点からは法定開示よりも有用とも評価できるが<sup>(150)</sup>、開示されているのはかかる上場規程に従った自己株式の取得を決議した株主総会あるいは取締役会により決定された取得枠に留まる点に注意が必要である。すなわち、取得枠が公表されていれば、個々の取得の決定については公表しなくても、適用除外取引としてその後の自己株式取得はインサイダー取引の規制対象からは外れるからである。これは、個々の取得に先立って<sup>(151)</sup>具体的な取得内容について公表すると、株価が上昇する可能性が高く<sup>(152)</sup>、

(147) 近藤ほか・前掲注(17)267頁参照。

(148) 神崎ほか・前掲注(6)414頁。

(149) 東京証券取引所の場合は有価証券上場規定402条(1)eに規定されている。

(150) 黒沼悦郎＝太田洋編著『論点体系 金融商品取引法 1』267頁〔高橋真弓〕（第一法規，2014）。

(151) 会社は、株主総会あるいは取締役会決議に基づいた自己株式の取得枠さえ公表すれば、その後の個別具体的な取得の決定については公表する必要はない。松尾直彦『金融商品取引法（第3版）』（商事法務，2014）582～583頁。

(152) たとえば、神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール4—不正取引規制・課徴金・罰則』146頁〔神作裕之〕（商事法務，2011），服

## 自己株式取得とインサイダー取引規制の関係の再考察

財務上の措置としての性質をもつ自己株式取得が困難になることを防止すべきとする政策的な理由によるものである。このような点を考慮すると、我が国においては、インサイダー取引との関連において自己株式取得にかかる開示は必ずしも厳格とは言えない。これらを踏まえると、Fried が指摘したアメリカの規制枠組みの問題点と共通する部分があると言え、個別具体的な自己株式取得の取引から短いスパンでその都度開示すべきとするより厳格な開示義務を求めるというスタンスへ規制の方

---

部秀一『[新版] インサイダー取引のすべて—平成元年～平成25年規制の実務の手引き』（金融財政事情研究会，2014）231頁，長島・大野・常松法律事務所『アドバンス金融商品取引法（第2版）』（商事法務，2014）1096頁など。

(153) 神田ほか編著・前掲注(152)146頁〔神作裕之〕。

(154) 平成26年の金融商品取引法改正（平成26年法律第44号）においては、自己株券買付状況報告書などや金融商品取引所の適時開示ルールにより、発行者の大量保有報告書において自己株式の保有状況を開示させる有用性は無くなったとして、大量保有報告書の提出が義務付けられる5パーセントの保有割合の算出の分子（保有株券等の数）から自己株式が除外された（平成26年改正金商法27条の23第4項）。改正法の解説として、大谷潤ほか「平成26年改正金商法等の解説（3）新規上場企業の負担軽減および上場企業の資金調達円滑化に向けた施策」商事2040号70頁（2014）、神作裕之「平成26年金商法関連法制の見直し」ジュリ1473号31頁（2014）。

(155) 大量保有報告書における保有する自己株式の開示義務を免除した平成26年金商法改正は、発行者の負担は軽減したものの、投資者が得られる発行者の自己株式に関する情報を減らしたとも言え、情報開示の観点からは金商法および取引所の開示ルールの重要性がこれまで以上に増したと言えよう。前掲・注(154)参照。

(156) 東京証券取引所「会社情報適時開示ガイドブック（第11版）」（東京証券取引所，2014）117頁によると、取得対象株式の種類・株式の総数・取得価額の総額については「個々の取得をした場合には、速やかに……開示することとしてください」とのガイドラインを示していることから、個別具体的な自己株式取得取引についてもその都度開示することを求めているようである。また、川口恭弘ほか「金庫株と証券取引法改正—ディスクロージャー規制」別冊商事251号51頁〔大島眞発言〕（2002）は、自己株式の買受状況はTDnetに登録されて開示されるため毎日確認できるとする。もっ

向性を改めることも検討に値するのではないだろうか。その上で、近時の自己株式取得の必要性も念頭に置いた制度設計を模索すべきと思われる。

本稿は、現行の自己株式取得規制が最適なものであるか再考察する必要があるという筆者の問題意識について、自己株式取得がもたらす弊害のひとつであるインサイダー取引を素材として考察した。その上で、自己株式取得にかかるインサイダー取引で一般株主・一般投資者が被る損害の具体化の作業を行い、これを防止する方策として開示制度の厳格化があるべき制度設計の一つであることを示した。これは本稿の目的でもある自己株式取得をめぐる実務上の必要性和法規制の許容性とのギャップを埋める作業の出発点に過ぎないが、自己株式取得規制を考える上で開示制度が鍵となっていることが示せたのではないだろうか。

【付記】本研究は、公益財団法人野村財団より国際交流助成（研究者の海外派遣）を受けました。記して御礼申し上げます。

---

とも、筆者が東京証券取引所に上場している企業を調べた限りでは、多くの企業の自己株式取得に関する開示は、①東京証券取引所上場規定402条(1)eに基づく「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」（インサイダー取引規制の適用除外となるための公表も兼ねる）、②「自己株式の取得状況に関するお知らせ」、③「自己株式の取得状況（取得結果）および取得終了に関するお知らせ」であり、取得期間中に開示される②の記載内容を見ると、実務上、個別具体的な買受状況を投資者に開示することはなされていないようである。