

早稲田大学博士論文概要書

内部者取引規制の非対称性がもたらす弊害に対する
是正策
—待ち行列理論による未公表情報の累積過程に関する
分析からの示唆—

早稲田大学大学院法学研究科

山崎眞惟

「内部者取引規制の非対称性がもたらす弊害に対する是正策
—待ち行列理論による未公表情報の累積過程に関する分析からの示唆—」

本稿は、公表されれば株価に影響を与えるであろう未公表の情報（未公表情報）が、1つの会社に2個以上同時に累積し得ることを前提とした場合における、内部者取引規制の在り方を検討する論文である。

第1章では最初に、日本における内部者取引規制が、適用有無の判断を容易にするため形式的な要件が採用されたものであること、および近年はその形式性が批判されることが多いことを確認した。その上で、内部者取引規制に関する一般的な説明では、1つの会社に同時に累積する未公表情報の上限を1個とする（2個以上の未公表情報が同時に累積することはない）という暗黙の仮定が置かれていることを指摘した。そして、当該仮定を外した場合、現在の内部者取引規制や実質的な規制として提唱されている内容は、未公表情報が投資意思決定に与える影響を正しく把握できていない可能性があることを示した。さらに、これらの問題点を検証するための手掛かりとして、日本の現行規制に存在する以下の8つの非対称性に着目することを述べた。

まず、内部者取引規制には、以下の5つの非対称性が存在する。①未公表情報を覚知した状態における取引実施の意思決定を制裁するが、取引不実施の意思決定は制裁しない。②未公表情報の覚知と取引実施の意思決定の先後につき、前者が先ならば制裁するが後者が先ならば制裁しない。③覚知された未公表情報の種類と実施が決定された取引の組み合わせのうち、公表されれば株価を上昇させるであろう情報（株価上昇情報）と購入、および公表されれば株価を下落させるであろう情報（株価下落情報）と売却という2つは制裁するが、株価上昇情報と売却、および株価下落情報と購入という2つは制裁しない。④既存有価証券の取引は制裁するが、新規に有価証券が創出される発行取引は制裁しない。⑤未公表情報を覚知している者による取引実施の意思決定を制裁するが、覚知していない者による意思決定は制裁しない。次に、取引推奨規制では、以下の2つの非対称性が存在する。⑥取引実施の推奨を制裁する条文はあるが取引不実施の推奨に関する規定はなく、⑦未公表情報を覚知している者による推奨行為は制裁するが、覚知していない者による推奨行為は制裁しない。さらに、情報伝達規制では、以下の1つの非対称性が存在する。⑧覚知された未公表情報の伝達を制裁する条文はあるが未公表情報を覚知していないことの伝達に関する規定はない。

第2節では、本稿における検討の視座として、投資意思決定者が選択し得る24通りの行動パターン、内部者足り得る者が未公表情報を知りながら実現できる利得の類型6種類、内部者による取引実施時期と未公表情報の公表時期に関する制御、および未公表情報の影響度評価における確率論を用いた評価態様的一种である「情報の片面的遮断」、という4つ

の要素を提示した。

第 3 節では、日本の内部者取引規制に関する議論でしばしば参照される、アメリカ法および EU 法における内部者取引規制を概観し、上述した非対称性の有無を確認した。その結果、アメリカ法では、4 つ目の非対称性（新規に発行される取引は制裁しない）は存在せず、また、3 つ目の非対称性（株価上昇情報を知りながら売却し、または株価下落情報を知りながら購入する）に関する議論は見受けられず不明であり、それ以外の非対称性はすべて存在すると判断した。また、EU 法では、4 つ目の非対称性（新規に発行される取引は制裁しない）および 6 つ目の非対称性（取引不実施の推奨は制裁しない）は存在せず、また、1 つ目の非対称性（取引実施は制裁するが取引不実施は制裁しない）も基本的には存在しないものとして位置付けた。

第 2 章では、本稿の第 1 の検討課題として、未公表情報が投資意思決定にもたらす影響を検討した。その結果は次のように整理できる。

まず第 2 節では、内部者取引規制という制度それ自体に関する賛否について学説の状況を概観し、若干の検討を加えた。

次に第 3 節では、確率論を用い、1 つの会社に未公表情報が 2 個以上同時に累積し得る状況における、未公表情報の影響度評価を行う手段を定位した。第 1 章でも述べた通り、従前の内部者取引に関する議論では、1 つの会社に同時に存在する未公表情報の累積上限は 1 個であるという仮定が明示・黙示に置かれてきたといえる。しかし、実際の会社には同時に 2 個以上の未公表情報が累積している状態が発生し得ると考えられることから、累積個数に関する上限を取り払った分析を行う手段が必要となるためである。

第 1 款では、当該手法を、①累積上限に関する制約がない場合における未公表情報の累積個数別の実現確率を求めた上で、投資意思決定者の覚知力に基づき、それぞれの累積個数の下で投資意思決定者が覚知する個数の確率分布を求めるプロセスと、②投資意思決定時点における意思決定者自身による未公表情報の覚知状況に基づき、①で求めた確率を事後確率へ修正するプロセスの 2 つから構成されるものとした。

第 2 款では、上記①として、会社に未公表情報が滞留する状態および個数を、確率論を用いる学術分野である「待ち行列理論」が分析の対象とする待ち客の数に擬えることで、累積している個数別の実現確率を計算することを提唱した。

第 3 款では、上記②を実行するために必要となる要素として、未公表情報が存在する場合に、投資意思決定者が当該情報を覚知できる確率たる「覚知力」を措定した。これは、未公表情報が存在する場合において投資意思決定者が覚知できる 1 個あたりの確率である。なお、モデルを簡易化するために、投資意思決定者は未公表情報が発生した時点においてのみ覚知する機会を有する、といった各種の仮定を置いた。

第 4 款では、上記①と②を組合せ、具体的な数値例を用いつつ、未公表情報の影響度評

価を行うプロセスを詳述した。これにより、内部者足り得る者が一般投資家に対して有する優位性は、(1) 未公表情報が存在する場合に当該情報を相対的に高い確率で覚知でき（また、表裏一体として未公表情報が存在しない場合は存在しないと相対的に高い確率で判断でき）、(2) 自身における未公表情報の覚知状況（未公表情報を覚知しているか否か、覚知している場合は何個覚知しており、株価への影響度がどの程度であるか）を知りながら、(3) 取引を実施するか否か決定でき、また、(4) 未公表情報を覚知した状態で取引を実施する場合において、未公表情報が世間一般に明らかにされる時期と取引実施時期の先後を調整できる、という点を源泉とするものであることを明らかにした。なお、その際に、累積個数別の実現確率が株価上昇情報と株価下落情報で対称性を有するか否か、覚知力の高低、株価が未公表情報の影響度をどのように反映しているか、という要素が、最終的な評価結果に大きな影響を与えることを確認した。その上で、当該要素が不確定であるならば、覚知力が 0 ではなく、未公表情報が存在するならば当該情報を一定の確率で覚知できる者にとっては、未公表情報を覚知しているという事実と、未公表情報を覚知していないという事実は、未公表情報の影響度評価においては同等の価値を有する情報であることを究明した。これにより、一般的に覚知力が高い内部者取引規制の名宛人は、未公表情報を覚知している場合はもとより、覚知していない場合においても、一般投資家に比して有利な投資意思決定を実現できると結論付けた。

続いて第 4 節では、第 3 節の枠組みを用いながら、取引実施・不実施の間における投資意思決定に対する未公表情報の影響について検討した。

まず第 2 款では、売買契約が締結されるに至る一連のプロセスをいくつかの段階に区分し、各段階における内部者取引規制の適用に関する学説を整理した。

第 3 款では、内部者取引規制の制度設計として世界的に論点として認識されている、内部者が単に未公表情報を知りながら取引を実施すれば制裁する「保有 (possession)」基準と、内部者が取引実施により利益を得るために未公表情報を利用したことが答責の要件になるとする「利用 (use)」の対立を念頭に、保有基準および利用基準を措定した。

第 4 款では、未公表情報を公表する権限を持つ内部者を念頭に、取引実施・不実施が実現される時点と未公表情報が公表される時期の相互調整を通じた利得機会の確保に関して、アメリカの先行研究を概観した。

第 5 款では、知る前契約および知る前計画について分析し、現行規制の内部者足り得る者の優位性を封じる手段としての機能に疑問を投げかけた。

第 6 款では、基本的に未公表情報の累積上限を 1 個としていた第 5 款までの議論を、累積上限がない場合へ拡張した。そして、経営者等に自社株式の売買を許容する限りそれらの者が未公表情報の影響度評価に関して有する優位性を完全に封じることはできないので、5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知している内部者による取引実施を制裁するが、未公表情報を覚知していない内部者足り得る者による取引実施を制裁しない）はやむを得ないが、未公表情報を覚知していない内部者足り得る者による取引実施を制裁するが覚知している内部

者による取引実施は制裁しない、という代替的な非対称性と比べた場合に、どちらの方が望ましいか判然としないとの立場を採った。

さらに第 5 節では、ある者における未公表情報の覚知状態および影響度評価の結果が他者に伝わる場面を取り扱い、第 2 款では、まず取引推奨規制における 6 つ目の非対称性（取引実施の推奨は明文で禁じられているが取引不実施の推奨は明文規定や制裁規定がない）を取り上げ、「買った方がいい」は「売らない方がいい」として、「売った方がいい」は「買わない方がいい」として理解し得ることから、日本の現行法においても 6 つ目の非対称性を緩和する解釈の余地があるが、制裁規定がない点は立法措置が必要であることを示した。また、7 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者による推奨は制裁しない）および 8 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者が覚知していないという事実を伝達しても制裁しない）は、第 3 節第 4 款の知見に照らして不当であると結論付けた。さらに、情報の片面的遮断が、自分が未公表情報を覚知していないことを片面的に他者に伝達する行為をその本質としており、8 つ目の非対称性と関連することを説いた。

第 3 款では、内部者取引規制の名宛人である者による取引実施が観察された場合、当該者が内部者取引を実施していないという前提が成立する限り、取引実施という事実が、当該者が未公表情報を覚知していないことを示唆する、という考え方を提示した。特に、3 つ目の非対称性（株価上昇情報を知りながら売却し、株価下落情報を知りながら購入する行為は制裁しない）があると、取引実施を観察した者において情報の片面的遮断と同様の効果が実現されることを確認した。

第 4 款では、第 3 款の内容を発展させ、企業買収における株式買取請求権と絡めて、3 つ目の非対称性が不当であることを示した。

最後に第 6 節では、第 5 節までの内容を踏まえて、可能な限り現下の規制に存在する非対称性に起因する弊害を除去できるように、内部者取引規制の制度設計案を提示した。

第 3 章では、新株予約権に対する内部者取引規制の在り方について検討を行った。

まず第 1 節では、本章の検討課題を明確化するとともに、新株予約権がオプションの一種であることからファイナンス理論の分野におけるオプション概念を概観し、議論の出発点を構築した。

次に第 2 節では、新株予約権の法構造を検討し、新株予約権が発行されることの法的意義、および発行された新株予約権が行使された場合にその機能を実現するプロセスを探求した。第 2 款では、オプションとしての機能を実現する法律構成について検討し、最終的に原資産が移動するまでのステップ数により分類を行い、それぞれに対する（第 2 章で提示した枠組みにおける）内部者取引規制の適用関係を整理した。オプションの区分としては、①一段階オプション、②二段階オプションその 1（権利行使により契約が締結され、当該契約の履行により原資産が移動する）、③二段階オプションその 2（停止条件付の売買契約が締結さ

れ、権利者の意思により当該停止条件を成就させると売買契約が効力を生じ、その履行により原資産が移動する)、④二段階オプションその3(売買契約が締結され、権利者が当該契約の解除権を行使しないと売買契約の履行により原資産が移動する)、⑤二段階オプションその4(解除条件付の売買契約が締結され、権利者の権利行使により解除条件の成就が防がれて売買契約の効力が維持され、その履行により原資産が移動する)、および⑥三段階オプション(権利者の権利行使によりオプションの売りに売買契約を締結する義務が生じ、当該義務の履行により売買契約が締結され、当該契約の履行により原資産が移動する)という6つの形式を構築した。

第3款では、コール・オプションとしての性質を有する新株予約権がどの形式に属するか、新株予約権の法構造を検討した。まず、新株予約権の法構造に関する既存の学説を、新株予約権者はその権利を行使すると会社側の行為を要することなく株式を得るとして、上記の一段階オプションに類するものと位置付ける立場(一段階構成)と、新株予約権者が新株予約権を行使すると新株発行契約が効力を生じ、当該契約の履行により新株予約権者は最終的に株式を得るとして、上記の二段階オプションその1に類するものとして位置付ける立場(二段階構成)に整理した。その上で、新株予約権に関する会社法の条文を参照し、本稿では、新株予約権を二段階の形成権として定位した。

第4款では、第2款および第3款の内容も踏まえながら、株式会社に関係する権利者である金銭債権者、株主、および新株予約権者を、それぞれオプションの権利者として定位した。これにより、金銭債権者はプット・オプションの権利者、株主は金銭債権者としての地位(プット・オプション)を原資産とするコール・オプションの権利者、および新株予約権は株主としての地位(コール・オン・プット)を原資産とする二段階形成権たるコール・オン・コール・オン・コール・オン・プットの権利者として位置付けられた。株式会社はそれらのオプションの売り手であり、自身が発行したオプションを回収した場合は、オプションの権利者としての地位とオプションの売り手としての地位を併有するものとして定位した。その際に、回収されたオプションに「自己オプション」という名称を付し、自己オプションには経済的価値があるとの性質付けを行い、会社には自己オプションの経済的価値、および自己オプションの経済的価値と表裏一体となるオプションの売り手としての経済的負担が同時に帰属し、両者が常に完全に打ち消し合うので、自己オプションには経済的価値はあるが資産性はないという定式化を行った。

第5款では、株価上昇情報が存在する状態における新株発行が有利発行に該当し得ること、および株価下落情報が存在する状態における新株発行が不利発行に該当し得ることに着目し、新株予約権の有利発行・不利発行の意義を探る目的も兼ねて、新株有利発行および不利発行の基本的性質を明らかにした。これまで、新株有利発行により既存株主が被る希薄化損害の性質については、常に損害があるとする間接損害説、常に損害がないとする直接損害説、および発行時点において会社役員が為すべき行為が何であったかにより損害の有無が変化するとする折衷説が対立していた。本稿では、希薄化のプロセスを文字式により一般化して描写し、既存株主が被る損害は間接損害説における会社の損害概念を中継

して導出されることを明らかにし、有利発行においては常に間接損害説が正しいという立場を採った。併せて、会社に損害が発生して会社役員が対会社責任を負うならば会社には損害賠償請求権が帰属しており、当該請求権が損害を補っている限り会社の損害は回復されるという視点を導入し、従前の議論における間接損害説の位置付けが妥当でないことを示した。また、債務超過である株式会社が新規に金銭を借り入れて金銭債権を発行する場面を例に、純資産の部が減少する（債務超過の度合いが拡大する）ものの既存債権者に利益が生じる取引があり得ることを示し、これと平行に、有利発行により純資産の部が増加したことは必ずしも会社に利益が出たことは意味しないことを主張し、論拠を補強した。さらに、新株発行取引を自己株式処分に一本化するという解釈論、および自己オプションには経済的価値があるという前款の解釈論を組合せ、新株発行に際して会社からは自己オプションという会社財産が出ていくので、有利発行により会社が被る損害は消極損害としての面（もっと高い引受価額を実現できたはずである）と積極損害としての面を併有するものであるとの解釈を示した。

続いて第3節では、新株予約権の発行に対する内部者取引規制の適用について検討した。従前の説明では、新規創設的に有価証券が発行される取引については内部者取引規制を適用しないという4つ目の非対称性は、発行開示や発行取引に関する会社役員の民事責任制度が存在し、投資家の保護がそれらで足りることから許容されるとされていた。そこで、開示規制に違反があった場合の民事責任制度、および発行取引を介して損害を被った者に対する会社役員の民事責任制度を検証し、発行取引における内部者取引に内部者取引規制を適用しない場合の投資家保護が十分なものか否か考察することとした。

第2款では、まず発行取引に関する会社法の責任制度を取り上げた。会社役員は民事責任として対会社責任（会社423条）と対第三者責任（会社429条）を負うので、その内実を検討した。その際に最初に、経営者が不当に委縮しないように日本の裁判所が日本版経営判断原則を採用している、という近時の支配的な学説を支持しないことを述べた。続いて、対会社責任と対第三者責任の相互関係を検討し、株式会社という制度それ自体が社会厚生を増大により経済成長に寄与することを目的としているとの規範的見地も踏まえ、対第三者責任は間接損害と直接損害のいずれについても請求可能であるが、間接損害の請求は会社役員に対する損害賠償請求権が会社に帰属している場合に限定されるべきこと、および会社に利益が出る形のカルドア=ヒックス効率的な行為により第三者が被った直接損害については責任が否定されるとの立場を採った。また、間接損害について、企業価値が低下したことで生じた間接損害を補う損害賠償義務を会社が負った場合に、当該義務もまた企業価値を低下させ、当該義務も損害賠償の対象となれば再び企業価値を低下させる、というフィードバックがループすることを示し（フィードバック・ループ）、フィードバック・ループの影響をすべて補い被害者における原状回復を実現するために必要な損害賠償の量を計算する方法を示した。これにより、有利発行の場合は調達された資金が会社の損害を超過する利益を生み出す場合は対会社責任と対第三者責任のいずれも否定され、また、不

利発行の場合は調達された資金が富を創出して企業価値を増大させれば対第三者責任が発生しないと結論付けた。

第 3 款では、金商法の発行開示において不実開示があった場合に発行者（会社）に課される民事責任を検討した。当該制度では、不実開示の下で投資家が有価証券を購入するために拠出した金額と、請求時点における有価証券の時価（継続保有している場合）または有価証券の売却対価（既に売却している場合）の差額が損害賠償額として法定されている（法定損害額）。従来の説明では、これは被害者における原状回復を実現するものとされてきたが、本稿では、発行された有価証券が株式である場合を例に、フィードバック・ループの影響を踏まえると現在の制度運用では原状回復の実現は不可能であり、会社が負い得る損害賠償義務を株価が適切に反映できないことを示した。その上で、不実開示の下で新株を引き受けた者は、損害賠償請求時点で継続保有しているよりも売却した方が損害を軽減できるため、売却圧力が生じると結論付けた。そして、内部者取引として新株を引き受けた者は未公表情報の公表状況次第で売却による対処ができないため、新株を引き受ける際に要求するディスカウント量が増大し、社会厚生を低下させている可能性があることを示した。

第 4 款では、民法における損害賠償制度の基礎理論と損害賠償額の算定方法を参照し、第 2 款および第 3 款で提示したフィードバック・ループの影響すべてを補う賠償額を一度の訴訟でまとめて認容することが可能か否か調べ、差額説と損害事実説のいずれにおいても、損害賠償請求とその認容が繰り返されることで生じるというフィードバック・ループの構造上、将来給付の訴えに依る必要があると解されてしまい一度の請求で損害を完全には回復できない虞があるとの結論を得た。

第 5 款では、新株予約権の発行に対する内部者取引規制の適用について検討した。まず、第 2 款の結論から、発行取引により調達された資金が企業価値の増加をもたらすならば、有利発行・不利発行に起因する損害それ自体は富の移転である（富を減少させるわけではない）ことから、発行取引全体としては社会厚生を増大に寄与しており、会社に損害が生じていないので、会社法上の民事責任制度に基づき投資家が損害賠償を受けることはできないとの結論を導出した。次に、第 3 款の結論から、法定損害額の運用が不適切な形となっていることから、投資家は金商法の民事責任制度に基づき損害賠償を受けることはできるものの、原状回復は実現されず損害が残存する可能性が高いことを示した。それらの内容を踏まえ、発行取引における内部者取引を抑止するという見地からは、発行取引に内部者取引規制を適用する必要があるとの結論を提示した。なお、新株発行を自己株式処分に一本化するという解釈論を新株予約権にも拡張し、新株予約権の発行をすべて自己新株予約権処分に一本化することで、特段の法改正を要せず上記の結論を実現できるとの立場を採った。

第 4 節では、新株予約権の行使に対する内部者取引規制の適用について検討した。第 2 款では、現行法で新株予約権の行使による株式発行に関して内部者取引規制の適用除外規

定が設けられている理由について、学説を参照し、その中では、未公表情報の覚知有無が新株予約権の行使に関する意思決定に影響を与えない、という理由付けが最も有望そうであることを確認した。第 3 款では、第 2 款の結果を受けて、未公表情報の覚知有無が行使戦略に影響を与えるか否か先行研究の知見を参照し、税制上の理由から株価が低い時期に行使した方が有利である場合があり得ることを確認し、日本の税法においても当該要素が存在し得ることを確認した。また、配当に関する未公表情報は、新株予約権が該当し得るアメリカン型コール・オプションの行使戦略に影響を与え得ることも主張した。第 4 款では、支配株主が存在する会社におけるライツ・オファリングと未公表情報の影響に関する先行研究を参照した。当該研究では、未公表情報に関する情報の非対称性を奇貨として、株価下落情報の存否を把握している支配株主が、これを把握していない少数株主を搾取する手段としてライツ・オファリングを利用し得ること、および支配株主が権利を行使するか否かを少数株主による権利行使の判断前に開示させれば搾取を防ぐことができる、という結論が示されていることを確認した。その上で本稿では、単に権利の行使有無を開示させるだけでは、株価上昇情報の影響度に関する情報の片面的遮断に類する、事後確率の片面的な修正が生じる結果、少数株主はなお搾取され得る立場にあることを主張した。第 5 款では、第 4 款までの検討結果を踏まえ、新株予約権の行使に対して内部者取引規制を適用すべきであることを結論付けた。

最後に第 5 節では、新株予約権に取得条項が付されている場合における、取得条項の発動に伴う新株予約権の移動に対する内部者取引規制の適用について検討した。第 2 款では、主として会計学の領域における知見を活用し、取得条項が新株予約権を発行した会社の財務書類を参照している場合や、株価を参照している場合、取得条項の発動有無に対する会社の影響力がないとはいえず、ひいては取得条項の発動に対して一定程度の裁量を有していると捉えざるを得ない、という結論を出した。第 3 款では、取得条項が発動した場合の取得対価がゼロである場合に対する内部者取引規制の適用可能性を取り扱った。現行法では内部者取引規制は有償取引にしか適用されないこととされているが、取得条項の取得対価が何らかの指標を参照して変動する形で定められており、取得条項が発動した時点ではたまたま対価がゼロになったに過ぎないような場合は、結果として無償取引であったとしても、内部者取引規制を適用すべきであるとの結論を提示した。

最後に第 4 章では、本稿のまとめを行った。本稿の結論としては、5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない内部者足り得る者による投資意思決定は制裁しない）の存在はやむを得ないこと、1 つ目の非対称性（取引不実施は制裁しない）および 2 つ目の非対称性（未公表情報を覚知する前に取引実施を決定していたならば制裁しない）は適切な形で維持し得るが日本の規制では不適切な形であり弊害を生んでいること、それ以外の非対称性は常に不適切であると主張すること、およびその対応策を提示したことを総括した。