

早稲田大学審査学位論文（博士）

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—

山崎眞惟

目次

第1章	問題の所在	4
第1節	はじめに	4
第1款	問題意識	4
第2款	検討課題と研究方法	5
第2節	検討の視座	15
第1款	はじめに	15
第2款	行動パターン	15
第3款	利得類型	18
第4款	情報開示時期と取引時期の制御	24
第5款	情報の片面的遮断	26
第3節	比較法研究の対象法域と内部者取引規制の概観	33
第1款	はじめに	33
第2款	アメリカにおける規制の枠組み	33
第3款	EUにおける規制の枠組み	40
第4款	日本における規制の枠組み	48
第4節	本稿の構成	52
第2章	投資意思決定における未公表情報の影響と内部者取引規制の在り方	54
第1節	はじめに	54
第2節	規制根拠論	55
第1款	はじめに	55
第2款	投資家間の公平性への着目	56
第3款	市場の効率性への着目	69
第4款	経営者の行動に与える影響への着目	76
第5款	内部告発促進機能への着目	78
第6款	小括と付言	82
第3節	確率論の活用による未公表情報の累積上限がない場合の影響評価	83
第1款	はじめに	83
第2款	待ち行列理論による未公表情報が複数累積し得る状態の描写	84
第3款	未公表情報を覚知する確率（覚知力）	104
第4款	未公表情報が2個以上累積し得る場合の影響度評価	110

第5款	情報伝達・取引推奨を受けた場合の投資意思決定	122
第6款	小括と若干の考察	126
第4節	取引の実施・不実施と情報開示時期の調整	127
第1款	はじめに	127
第2款	売買のプロセスと内部者取引規制	128
第3款	保有基準と利用基準	142
第4款	取引実施・不実施と情報開示時期の調整にみる公表概念の在り方	156
第5款	知る前契約と知る前計画	164
第6款	未公表情報の累積上限がない場合への拡張	180
第5節	情報の伝播と投資意思決定	182
第1款	はじめに	182
第2款	情報伝達・取引推奨と取引実施・不実施の判断に関する法的処理	184
第3款	内部者足り得る者による取引実施と情報の片面的遮断	195
第4款	情報の片面的遮断が株式買取請求権にもたらす影響	215
第6節	規制の再構築	223
第1款	はじめに	223
第2款	市場取引たる内部者取引に対する規制	224
第3款	相対取引たる内部者取引に対する規制	234
第4款	外部者取引および情報伝達・取引推奨に対する規制	244
第5款	制裁の在り方	250
第6款	その他の要素	255
第7節	小括	259
第3章	新株予約権と内部者取引規制	263
第1節	はじめに	263
第1款	課題の概観	263
第2款	オプション概論	263
第3款	本章の構成	265
第2節	新株予約権の法構造	265
第1款	はじめに	265
第2款	オプションの法構造と内部者取引規制	266
第3款	新株予約権の法構造	275
第4款	株式会社に関係する権利者のオプション所持人としての定位	301
第5款	有利発行と不利発行の定式化	313
第3節	新株予約権の発行に対する内部者取引規制の在り方	334
第1款	はじめに	334
第2款	発行取引に関する会社法の責任制度	335

第3款	発行取引に関する金商法の民事責任制度	366
第4款	損害賠償制度の基礎理論と損害賠償額の決定方法	384
第5款	新株予約権の発行取引に対する内部者取引規制の在り方	398
第4節	新株予約権の行使に対する内部者取引規制の在り方	401
第1款	はじめに	401
第2款	新株予約権の行使に対する内部者取引規制の適用是非	403
第3款	未公表情報の覚知と新株予約権の行使戦略	406
第4款	未公表情報の存在可能性と新株予約権の行使戦略	417
第5款	新株予約権の行使に対する内部者取引規制の在り方	422
第5節	取得条項の発動に対する規制の在り方	423
第1款	はじめに	423
第2款	取得条項の発動に対する発行体の影響力	424
第3款	取得対価がない場合の取得条項発動と内部者取引規制	434
第6節	小括	435
第4章	結語	440

第1章 問題の所在

第1節 はじめに

第1款 問題意識

日本における内部者取引規制（インサイダー取引規制）は、昭和63年旧証券取引法改正により導入された。立案担当官の説明によれば、当該時点では内部者取引が規制されるべき行為であるという認識が世間一般に普及していなかったことに鑑みて、規制適用の有無に対する予見可能性を高めるため形式的な要件が採用されたという¹。そのような背景もあってか、内部者取引は講学上「形式犯」とは言われ続けており²、裁判例においても形式犯であると述べるものがある³。ここで形式犯とは、法益侵害がなくとも法文に規定された行為の遂行により成立する犯罪を指す⁴（なお、「法益」とは法的保護に値する利益を意味する⁵）。

形式犯という語による表現の背後には、内部者取引規制によって禁止される必要のない行為まで禁止されているという認識があると考えられるが、近時、この傾向に若干の変化が見られる。すなわち、その発足後に内部者取引規制を担当することになった金融庁が漸

¹ 横島裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989）16-17頁。

² 「形式犯」あるいは「形式犯的」として表現する文献として、野村稔『経済刑法の論点』（現代法律出版、2002）76頁（初出：現代刑事法1巻1号108-119頁（1999））、前越俊之「内部者取引の防止と責任」沢野直樹＝高田桂一＝森淳二郎編『企業ビジネスと法的責任』342-356頁（法律文化社、1999）344-345頁、上村達男「流通市場に対する法規制（3）—インサイダー取引規制」企業会計53巻10号68-76（2001）73頁、松井秀樹「インサイダー取引規制の変遷と現行制度の概要」旬刊商事法務1679号4-13頁（2003）10頁、並木和夫『市場法説に基づいた証券取引法』（中央経済社、2006）283頁、上田正和「インサイダー取引と刑事規制」大宮ローレビュー4号15-41頁（2008）36頁、李秀宓「インサイダー取引規制—情報保有基準および情報利用基準の検討を中心として」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』569-618頁（商事法務、2011）578-582頁、山口厚編著『経済刑法』（商事法務、2012）230頁〔橋爪隆〕、北村雅史「イギリスにおけるインサイダー取引の規制」大証金融商品取引法研究会研究記録（2012）〈

https://www.jpex.co.jp/corporate/research-study/research-group/detail/tvdivq0000008vgb-att/23120_01.pdf>29頁〔河本一郎発言、黒沼悦郎発言〕、神山敏雄他編著『新経済刑法入門〔第2版〕』（成文堂、2013）206頁〔平山幹子〕、堀口勝「インサイダー取引の悪性に関する若干の考察」法政論叢50巻2号168-179頁（2014）169頁、上島正道『よくわかるインサイダー取引規制入門 Q&A』（商事法務、2016）4頁、西山芳喜編『アクチュアル企業法〔第2版〕』（法律文化社、2016）98頁〔前越俊之〕、芝原邦爾＝古田佑紀＝佐伯仁志編著『経済刑法：実務と理論』（商事法務、2017）483頁〔木目田裕〕など。

³ 東京地判平成23・4・26LEX/DB25471735。

⁴ 松宮孝明『刑法総論講義〔第5版補訂版〕』（成文堂、2018）62頁など。なお、一部の論者からは、法益侵害のない犯罪を認めることは妥当ではないとして、形式犯を、何らかの軽微な法益侵害を結果とする結果犯か、あるいは軽微な危険を結果とする抽象的危険犯として捉えるべきであるとも説かれている。山口厚『刑法総論〔第3版〕』（有斐閣、2016）48頁など。

⁵ 山口・前掲注（4）4頁。

次示してきた解釈・見解の一部について、従来は形式的であった規制を実質化するものであり、規制導入からある程度の時が経ち、適用対象を実質的な観点から捉え得る素地が固まりつつあることを示唆していると評されることがある⁶。他方、内部者取引規制は形式的な規制の枠組みを維持しつつ手直しが行われた結果、矛盾が生じているところもあるので、より実質的・包括的な規制として再構築する必要があるとの主張⁷もなされている。

しかし、導入時の規制態様は、本当に実質性が欠けていたのだろうか。また、今日において「実質的」な規制として主張されているそれは、本当に「実質的」なのだろうか。筆者も規制導入時に設けられた法文には形式的・技術的な部分があると考えているが、要件が形式的であることをもって直ちに形式犯になるわけではない⁸。これまでの内部者取引規制が本当に形式犯だったのか否かは、あくまで保護法益との関係で判断されるべきであり、近時の金融庁の解釈が妥当か否か判断するためにも、また、法改正を図る場合に目指すべき制度を考えるためにも、上記の点が明らかにされる必要がある。

本稿ではその一端を担うべく、内部者取引規制の保護法益を探求し、望ましい規制の在り方を探る。なお、「内部者取引規制」という語を、内部者取引を禁止する規制・取引推奨を禁止する規制（「取引推奨規制」）・情報伝達を禁止する規制（「情報伝達規制」）という3つの規制すべてを包含する形で用いる場合と、内部者取引の禁止のみを意味する形で用いる場合があるが、適宜、文脈により判断されたい。

次款において、検討課題を具体化するとともに、研究方法を示す。

第2款 検討課題と研究方法

第1目 はじめに

一般論として規制の適用範囲は何らかの基準により決定されるが、現行の内部者取引規制では、対称性を持っていると思しき事柄のうち片方には規制を適用するが他方には適用しない、という「非対称性」を生じさせる形で範囲を画する場面が複数存在する。本稿では、現下の内部者取引規制に存する非対称性のうち、規制の適用範囲に対して特に大きな影響を与える8つ（1つ目から5つ目は内部者取引規制、6つ目と7つ目は取引推奨規制、8

⁶ 平山幹子「経済刑法の理論的基礎と証券犯罪の刑事規制」刑法雑誌 55 卷 1 号 40-54 頁（2015）51-52 頁、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第4巻）〔改訂版〕』217 頁（金融財政事情研究会、2020）〔行澤一人〕。

⁷ 黒沼悦郎「インサイダー取引・情報提供規制の展開」ジュリスト 1512 号 51-56 頁（2017）56 頁。

⁸ 梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』521-547 頁（商事法務、2009）527 頁注 10、荻野昭一「インサイダー取引規制に係る決定事実とその判断基準」経済学研究 61 卷 1 号 7-28 頁（2012）13 頁注 32 参照。

もつとも、そのように説きながらも、未公表情報を「利用した」取引は市場に対する信頼という規制の保護法益を侵害するが、市場の信頼を害さない行為ないし実質的に違法性を欠く取引についても構成要件に該当するという問題意識も提示されているので（梅本・同 524 頁・541 頁など）、本文記載の意味としての「形式犯」化しているという潜在的な意識があることが伺われる。

つ目は情報伝達規制に関するものである)に注目し、その適否の分析を研究の骨格とする。以下、順に詳述する。

1 つ目は、取引実施と取引不実施の間における非対称性である。日本の内部者取引規制は、ある会社について一定の地位にある者が所定の経路により、当該会社について存在する未だ公表されていないものの公表されれば株価に影響を与えると見込まれる情報(以下、「未公表情報」という)を覚知した場合、当該会社の有価証券について取引を実施したならば制裁する、という基本構造を有する(金商 166 条 1 項柱書参照)。つまり、未公表情報を覚知した場合に取引を実施しなかったならば制裁する(取引実施を義務付ける)という制度ではない。これは形式犯と称される従来型の規制(以下、本款では単に「従来型の規制」という)で既に採用されていたものであり、近時支持されている「実質的」な解釈論においてもあまり問題視されていない⁹。

2 つ目は、未公表情報の覚知と、取引実施・不実施という投資意思決定の先後に基づく非対称性である。従来型の規制では、未公表情報の覚知と、取引実施の意思決定という 2 つの要素が揃っていれば、基本的にはそれらが実現した先後を問わず制裁対象とされていた。これに対し、近時の金融庁による内部者取引規制の運用にあたって、未公表情報の覚知よりも前に取引実施が決定されていた場合には、取引が実施されたとしても制裁対象から外す方向性が志向されており、一部の学説からは、このような変化は規制が「実質的」なものに変化したことを示すものであるとして肯定的評価を得ている¹⁰。

3 つ目は、投資意思決定を行う者が覚知している情報種別と、実施が企図された取引種別に基づく非対称性である。従来型の規制では、ある会社の株式について取引を実施する場合に、当該会社について、①未公表情報のうち、株価を上昇させる要素である情報(以下、「株価上昇情報」という)を知りながら購入する行為、②株価上昇情報を知りながら売却する行為、③未公表情報のうち、株価を下落させる要素である情報(以下、「株価下落情報」という)を知りながら売却する行為、および④株価下落情報を知りながら売却する行為のいずれも、制裁対象とされていた。他方、近時の規制は、①と③は制裁するが②と④は制裁しないという枠組みに変化しており、これも規制の実質化として肯定的に評価されている¹¹。

4 つ目は、既存有価証券の取引と新規発行取引の間における非対称性である。内部者取引規制は、既存有価証券の取引に対して適用されるが、有価証券が新規創出されて引受人に帰属する原始取得型の取引には適用されないとされている。その帰結として、株式を例にすると、会社に帰属している株式を新株引受人に帰属させる行為(自己株式処分)は既存有価証券の取引なので内部者取引の適用対象となるが、どこにも存在していない株式が

⁹ 後述の通り、取引が実施されなかった場合に対する制裁について言及する文献は、数は少ないものの存在する。

¹⁰ 平山・前掲注(6) 52 頁、岸田監修・前掲注(6) 217 頁〔行澤〕。

¹¹ 岸田監修・前掲注(6) 217 頁〔行澤〕。

新規創出されて新株引受人に帰属する行為（新規発行）は射程外になる。この考え方は、従来型の規制から存在し¹²、学説において反対論はあるものの、「実質的」解釈論においても基本的には問題視されていない¹³。

5 つ目は、取引実施者における未公表情報の覚知有無による非対称性である。内部者取引規制は、その名宛人が未公表情報を覚知した状態で取引を実施すると制裁するが、未公表情報を覚知していない状態で取引を実施しても制裁しない（上記 1 つ目の非対称と相まって、取引不実施の意思決定も制裁されない）。内部者取引規制それ自体に対する議論はあるが（第 2 章第 2 節で取り上げる）、それは未公表情報を覚知した内部者による取引実施を禁じるべきか否かという点に集中しており、金商法 166 条 1 項各号に掲げられた地位にあり内部者取引規制の名宛人たる「内部者」となり得るが現に未公表情報を覚知していない者（以下、「内部者足り得る者」と呼ぶ）による取引実施を禁じるべきか否か、という点については議論がなく、制裁しないことが自明視されている。

6 つ目は、取引推奨規制における、取引の実施を推奨する行為（以下、「取引実施の推奨」という）と、取引の不実施を推奨する行為（以下、「取引不実施の推奨」という）に関する非対称性である。条文において禁じられているのは取引実施の推奨のみであり（金商 167 条の 2 第 1 項）、罰則に関する規定も推奨を受けた者が取引を実施した場合についてのみ設けられている（金商 197 条の 2 第 14 号）。学説においては、この規定の解釈として、取引不実施の推奨は禁じられていないとする見解¹⁴が提示されている他は、取引不実施の推奨を行うことが義務付けられる場合があり得るのではないかと、という形で論じられているのみであり（詳細は第 2 章第 5 節で取り上げる）、取引不実施の推奨が許容されることは不当視されていないと思われる。

7 つ目は、取引推奨を行う者における未公表情報の覚知有無に関する非対称性である。取引推奨規制では、未公表情報を覚知している者による推奨行為を禁じる一方で、覚知し

¹² 内部者取引規制導入時の立案担当官は、新規発行の場合、新株引受人にとっては原始取得となるので「売買等」に該当せず内部者取引規制は適用されないが、自己株式処分であれば既に存在する証券の移動が観念されるので規制が適用される、との見解を示している。横島・前掲注 (1) 45 頁。

¹³ 積極的に「解する」ものに限らず、特に異論をはさむことなくそのように「解されている」旨の記述を行うものを含めて一例を挙げれば、松本真輔『最新インサイダー取引規制一解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）194 頁（ただし、同 182 頁では両論併記）、木目田裕＝上島正道監修（西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編）『インサイダー取引規制の実務〔第 2 版〕』（商事法務、2014）295-296 頁〔上島正道〕、服部秀一『インサイダー取引規制のすべて〔新版〕』（金融財政事情研究会、2014）203 頁、黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（有斐閣、2020）453 頁など。

なお、松尾直彦『金融商品取引法〔第 6 版〕』（商事法務、2021）652 頁は、発行取引については会社法の開示規制と金商法の不公正取引規制の間に代替性があるか疑問であるとしつつ、第三者割当増資に対応する取得のほか、引受証券会社を通じて新株を取得する場合も原始取得に該当すると解してよいとする。

¹⁴ 服部・前掲注 (13) 305 頁、松尾・前掲注 (13) 655 頁。

ていない者による推奨行為は規制していない。覚知していない者による行為を制裁しないことに関する是非は議論されておらず、上記の 5 つ目の非対称性と同様、制裁しないことが自明視されている。

最後に 8 つ目は、情報伝達規制における、未公表情報を覚知しているという事実に関する伝達と、覚知していないという事実に関する伝達の間における非対称性である。条文において禁じられているのは、実際に覚知された未公表情報の内容に関する伝達（伝達する者における当該情報を覚知したという事実およびその内容の伝達）のみであり、自分が未公表情報を覚知していないことの伝達については規定がない。管見の限りでは、この非対称性に関する言及は存在せず、上記の 5 つ目および 7 つ目の非対称性と同様、制裁しないことが自明視されている。

本稿では、上述した 8 つの非対称性の適否を検討することをもって、日本の内部者取引規制が妥当なものか否か判断する。その際に、未公表情報がもたらす投資意思決定における優位性はどのようなものか、および、新株予約権に対して内部者取引規制を適用すべきか否か、という 2 つの検討課題を設定し、その検討を通じて上記課題を遂行する。次目では前者の課題について、第 3 目では後者の課題について、それぞれ 8 つの非対称性との関係と研究方法を詳述する。

第 2 目 未公表情報もたらす優位性

上述の通り、本稿では第 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優位性を探求する。これまでの議論では、内部者足り得る者および実際に内部者となった者が、それらに該当しない者（以下、「一般投資家」と総称することがある）に比していかなる点で優位なのか、という規制の出発点たるべき要素が十分に説明されていないように見受けられるためである。

例として、従前の説明では、ある会社について株価上昇情報を知っている者が当該会社の株式を購入し、または、株価下落情報を知っている者が当該会社の株式を売却することで、一般投資家に比して有利な投資成果を実現できるとされている¹⁵。

しかしここでは暗黙の裡に、1 つの会社に存在し得る未公表情報は 0 個または 1 個のみである、という仮定が置かれていると目される。未公表情報が 2 個以上累積し得るならば、たとえば、ある会社に株価上昇情報 1 個と株価下落情報 2 個が存在し、未公表情報全体では株価下落情報の方が優勢であり、未公表情報がすべて同時に公表されれば株価は下落するという状況が生じ得る。そして当該状況下では、株価上昇情報 1 個のみを覚知した者が当該会社の株式を購入したところ、その直後にすべての未公表情報が公表されたため株価が下落した（つまり、当該者は取引実施により損害を被った）、という事態が生じる確率はゼロではない¹⁶。このような可能性を踏まえてもなお、ある会社について株価上昇情報を 1

¹⁵ 株価上昇情報について、上島・前掲注 (2) 1 頁。

¹⁶ 中国で摘発された違法な内部者取引について、法的文書 (legal documents) によれば

個のみ覚知した者が当該会社の株式を購入すると一般投資家に比して有利なのか否か、また、有利であるならばそれはなぜか、前段落の説明からは判然としない。他方、当該状況下では、上記のようにして購入を企図した者が、株価下落情報 2 個を知っている知人から当該情報を教えてもらい、購入を取り止めて損害を防いだ、という展開もあり得る。つまり、未公表情報は、「取引を実施する」という意思決定はもとより「取引を実施しない」という判断も惹起し得るはずであり、また、投資意思決定後に覚知された場合においても（当該決定を維持するか否かという選択が可能である限り¹⁷）投資行動に影響を及ぼし得ると考えられる。さらに、ある会社に株価上昇情報 2 個のみが累積しているとの認識に基づき購入取引を実施しようとしていた者が、知人である当該会社の代表取締役から当該者は未公表情報を 1 個も覚知していないという事実を内々に教えてもらったことで、取引実施を取り止めることもあるであろう。

また、より根本的には、上記の議論は未公表情報の影響度を株価が中立的に評価していることを前提としていると考えられる。株価は、未公表情報の影響を捨象して算出される企業価値と、未公表情報の影響度に関する評価に基づき定まると思われる。ここで、市場において、現に未公表情報が覚知されていない状態で未公表情報が存在する確率に基づく期待値ベースで評価を行った結果、株価上昇情報の方が優勢であると判断されれば、未公表情報の影響度は加算要素となる。その状態で、未公表情報が存在するならば高い確率で覚知できる者が現に未公表情報を覚知していないとき、当該者は、市場において未公表情報の影響度を加算要素とされていることが誤った評価であると判断し、株価が企業価値を過大評価したものであると考えることが可能である。そのため、株価に反映されている期待値ベースの影響度が非対称である（株価上昇情報と株価下落情報のいずれかが優勢であると判断されている）とき、未公表情報を覚知していないという事実に基づく投資意思決定は、有利な投資成果を実現し得ると予想できる。

よって、前目で言及した非対称性のうち、1 つ目（取引不実施ならば制裁しない）、2 つ目（取引実施の意思決定後に知った場合は取引が実施されても制裁しない）、5 つ目（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）、6 つ目（取引不実施の推奨は制裁しない）、および 7 つ目と 8 つ目（未公表情報を覚知していない者による覚知していないという事実に基づく推奨、および未公表情報を覚知していない者による覚知していないことの伝達は制裁しない）が妥当か否か、また、妥当であるならばその根拠は何か、明らかにされる必要

内部者が取引実施により損害を被った事例が 69 件あると言明するものとして、Yezhou Sha, Zixuan Zhang & Lanlan Liu, *Is Illegal Insider Trading a Sure Thing? Some New Evidence*, 56 EMERGING MARKETS FIN. & TRADE 2929, 2930 (2020).

なお、それらの損害が、複数の未公表情報が存在しており本文記載のような状況になったことに起因するものなのか、それとも、未公表情報は 1 個しか存在しておらず、未公表情報とは関係のない株式価値の変動に起因するものなのかは、明示されていない。

¹⁷ 取引を実施するという意思決定の場合は、そのまま実施するか実施を取り止めるかという選択の余地があり、また、取引を実施しないという意思決定の場合は、そのまま実施しないか実施するかという選択の余地がある。

がある。その際に、投資判断に影響を与える「ある者が情報を覚知しているか否か」に関する情報の伝達は、多様な形で可能であることへの留意が必要である。たとえば、当事者2名の間で取り決めがあるとき、作為と不作為のいずれによっても情報の覚知有無に関する事実が伝播され得るので¹⁸、未公表情報のやり取りにより有利な投資判断が実現されることを防ぐためには、さまざまな形で実現され得る伝達に対し、幅広く対応する必要がある。

さらに、情報伝達手法の多様性という見地からは、情報の経済学における「シグナリング」の概念が示唆的である。シグナリングとは、何らかの事柄について人々の間に情報格差（情報の非対称性）がある場合に、情報優位にある者が、情報劣位にある者に対して自身の行動を観察させることで、自身のタイプに関する情報を発信する行為を指す¹⁹。ある行動がシグナルとして機能するためには、そのシグナル発信者と同じタイプに属する者にとっては利益になるが、それとは異なるタイプの者にとっては損になる行動である必要がある²⁰。これを踏まえると、3つ目の非対称性（株価下落情報を知りながら購入し、あるいは株価上昇情報を知りながら売却する行為は制裁しない）は、単に未公表情報を覚知しているだけならば実行され難いと予想される行為²¹を許容するので、何らかのシグナリングの余地を生じさせて²²優位性の源泉になっているのではないか、という疑義を生じさせる。他方、株価上昇情報1個・株価下落情報2個が累積しているという上述の状況で、株価上昇情報1個のみを覚知している者は実際には売却の方が有利な投資成果を実現できる状況にあったことから、株価上昇情報のみを知っているが売却し、また、株価下落情報のみを知っているが購入する、という投資意思決定が合理的となる場合が存在する余地があるのではないか、という疑問も生じる。総合すると、3つ目の非対称性は、それにより許容される行為自体が行為者にとって定型的に不利なものであればその実行により発生し得るシグナリング効果を念頭に置く必要がある一方、必ずしも不利ではないならば（シグナリング効果は弱化する一方で）内部者に優位性が存在しており内部者取引規制により規制する

¹⁸ たとえば、登録した公共交通機関について遅れや運転見合わせ等があった場合にメール等により通知を受けられる、というサービスを利用している者は、通知を受け取ればサービス提供者が遅延等の発生という情報を有している（登録している路線の運行は正常でない）ことを知り、また、通知を受け取っていないならば当該者が情報を有していない（登録している路線は正常に運行している可能性が高い）と判断できる。

¹⁹ 神取道宏『ミクロ経済学の力』（日本評論社、2014）421頁。

²⁰ 神取・前掲注（19）427頁。そうでなければ、自分のタイプを偽って有利な外観を作出することが容易になるので、観察された行動はタイプに関する情報として機能しない。

²¹ 先述の通り、従来の説明では、株価上昇情報を知りながら購入し、株価下落情報を知りながら売却することで、有利な投資成果を実現できるとされる。3つ目の非対称性はこれとパラレルであるから、不利な投資成果を実現するものと定位されるはずである。本稿では、このような説明の適否も検討の対象としているので、本文では「実行され難いと予想される」と表現している。

²² あえてそのような選択を行うことで、その種の取引を実行した者について、未公表情報の覚知に加え、さらに何らかの情報を有していることのシグナルとなり得る。

べき状況を許容している虞がある。しかし、管見の限り、従前の議論ではこれらの点はまったく考慮されていない。

以上の諸点より、未公表情報が投資意思決定に与える優位性の探求という第 1 の検討課題は、1 つの会社に未公表情報が同時に 2 個以上累積し得る状況における投資意思決定の仕組みを考察し、前目で定位した 4 つ目以外（1 つ目、2 つ目、3 つ目、5 つ目、6 つ目、7 つ目、および 8 つ目）の非対称性の是非を解き明かし、望ましい内部者取引規制の在り方を探ることがその中核となる。

その際に、世界で最初に内部者取引規制を導入したアメリカの制度、およびアメリカとは異なる理念に基づき内部者取引を規制している EU の制度を、比較考察の対象とすることで、制度設計の在り方を探る。そして、確率という概念を含む上述の問題意識からは、未公表情報が存在し得る状況における投資意思決定を確率的な判断として定位した分析が有益であると予測できるので、検討手法として確率論を活用する。その端緒として、内部者取引規制に係る論考の 1 つである、Jesse M. Fried, essay, *Insider Abstention*, 113 YALE L.J. 455 (2003) が用いる枠組みを発展させたものを、考察の視座として利用する（以下、文中で上記論文に言及する場合は「Fried 論文」²³と表記する）。Fried 論文は、未公表情報の累積上限を 1 個としつつ、確率の概念を用いて、内部者および内部者足り得る者による取引実施と取引不実施の間の意思決定に着目して分析を展開する論考である。その主題は前目の定義における 1 つ目の非対称性（取引不実施ならば制裁しない）の検討であるが、2 つ目（取引実施の意思決定が未公表情報の覚知に先行していれば制裁しない）と 3 つ目の非対称性（株価下落情報を知りながら買い、株価上昇情報を知りながら売るときは制裁しない）にも関係する内容を含んでいる。なお、視座の具体的な内容は、第 2 の検討課題にも関係することを踏まえ、次節で詳述する。

第 1 の検討課題の結論を先取りすると、内部者足り得る者の一般投資家に比した優位性は、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その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²⁴、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、ということになる²⁵。現に未公表情報を覚知していることに起因する優位性

²³ 脚注においては、本注を起点とする。Jesse M. Fried, essay, *Insider Abstention*, 113 YALE L.J. 455 (2003).

²⁴ また、確率論を踏まえた検討から、株価上昇情報のみを知りながら売却を実施し、あるいは株価下落情報のみを知りながら購入を実施する、という意思決定が合理的である場合が存在し、本文①および②の優位性により、内部者はそのような意思決定が合理的であるか否か判断できる。

²⁵ そしてこれらの諸点は、内部者足り得る者は、投資判断における「事後確率」（本章第 2

は、②と④のみである点が重要である。本稿では、内部者取引規制を、これらの優位性を可能な限り事前に封じることで市場機能の確保を目指す制度として定位する。この枠組みの下で、5つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者自身による投資意思決定は制裁しない）が存在することはやむを得ないこと、および1つ目および2つ目の非対称性について、それらを有する合理的な制度を構築することは可能であるが、現行規制はこれに合致しない不適切なものであることが判明する。また、3つ目の非対称性が存在することによってこそ、内部者および内部者足り得る者が自身に有利な状況を作出できる場面が生まれ、そのことが会社法上の問題を引き起こし、すべての上場会社のコーポレート・ガバナンスに潜在的な悪影響を及ぼしている可能性があることが示される。とどのつまり、現行規制に関して「実質的」と評されている内容の一部は、内部者および内部者足り得る者の優位性を正しく把握できていない状態下の評価に過ぎず、実際には、従来型の規制が（運が良かったため図らずも）有していた実効性を毀損する不適切なものであることが明らかになる。さらに、取引推奨および情報伝達における6つ目（取引不実施の推奨は制裁しない）、7つ目（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（未公表情報を覚知していない者による覚知していないという事実の伝達は制裁しない）の非対称性は、すべて不当であるとの主張に帰結する。

第3目 新株予約権に対する内部者取引規制の適用

前述の通り、新株予約権に対する内部者取引規制の適用に関する是非が、本稿における第2の検討課題である。基本的には、望ましい内部者取引規制の在り方に関する私見、つまり第1の検討課題の結論に基づき、演繹的に検討を加えることになる。

新株予約権に対する適用が問題となり得る場面としては、①会社が新株予約権を発行する段階、②新株予約権者が新株予約権を行使する段階、③発行された新株予約権に取得条項または取得請求権が付されている場合に、それらにより会社が新株予約権を取得する段階、④上記③における取得の対価として有価証券が交付される段階、⑤上記④における対価に1に満たない端数が含まれているために端数処理が必要になる段階、および⑥新株予約権の行使により取得した株式の売却、という6つが考えられる。以下、それぞれについて概要と大まかな結論を示すが、後述の通り⑤と⑥については固有の検討を行わないので、第2の検討課題は①乃至④により構成される。

まず①について。既存の学説としては、先述した4つ目の非対称性に従い、新株予約権の新規発行は発行取引であるため内部者取引規制は適用されない、という説明²⁶がある。本稿では、第1の検討課題の結果を踏まえてこの結論が不当である（4つ目の非対称性は不

節第5款で説明する）の修正能力に関して、一般投資家に比して優位である、という形に一般化される。

²⁶ 梅本剛正「ストックオプションとインサイダー取引規制」証券経済研究 83号 79-90頁（2013）81頁。

適切なので解消されるべきである)ことを示す。その上で、新株予約権の行使により新株予約権者へ株式が帰属するプロセスに着目し、新株発行取引を原始取得と自己株式処分に二分せず、概念上は自己株式処分に一本化する解釈論を提示し、これに基づき発行取引に対して内部者取引規制を及ぼすというアイデアを展開する。

次に②について。現行法において、内部者取引規制の規制根拠となる条文は、金融商品取引法（以下、この法律の条文に言及する場合、単に「法」という場合がある）の中では法 157 条・165 条・166 条・167 条・167 条の 2 が該当するところ、新株予約権の行使に対して適用され得るのは法 157 条および法 166 条である。このうち法 166 条に関しては、適用除外規定があるので内部者取引規制は適用されないと説かれている²⁷。第 1 の検討課題の結論から当該規定は不適當な結果を招来し得ることが示されるため、本稿では同規定の削除を提案する。

③と④は、取得条項または取得請求権に基づき新株予約権が取得される部分と取得対価の交付を捉えたものであり、表裏一体である。そのため、(第 1 の検討課題に関して先取りした結論の通り、情報種別と取引種別に基づく 3 つ目の非対称性は妥当ではないことから)片方が内部者取引に該当する場合は他方も該当すると解するので、以下の説明では③に一本化する。この点につき、金融庁は、発行体が取得条項付新株予約権(付社債)を取得条項に基づき有償取得すると、内部者取引規制が適用され得るとの見解²⁸を示したことがある。これに対し、規制対象外とするべきであるとの主張として、発行体に取得条項発動の裁量がなければ未公表情報が存在する状況で取得が実現しても規制の趣旨に反しないとの見解²⁹、あるいは法令上の義務に基づく売買等として適用除外(同 3 号)になるとの見解³⁰があった。さらに、平成 27 年に知る前契約および知る前計画(以下、両者をまとめて「知る前契約・計画」と表記することがある)の範囲が拡張されたことを受けて、それ以後は取得条項付新株予約権(付社債)の取得条項が発動した場合も適用除外の対象となり得るとする見解³¹もある(なお、当該拡張前から、知る前契約の一種として適用除外になる可能性を提示

²⁷ 梅本・前掲注(26) 81 頁。

²⁸ 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」<<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>> (2007) 569 頁。

²⁹ 日本経済団体連合会ウェブサイト<<https://www.keidanren.or.jp/policy/2012/087.html>>参照。なお、裁量が無い場合はそもそも内部者取引規制の対象とならないか、適用除外となるとの見解として、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法〔第 3 版〕』(商事法務、2019) 1183 頁。

³⁰ 戸嶋浩二＝久保田修平編著『事例で分かるインサイダー取引』(商事法務、2013) 310 頁。

³¹ 寺崎大介＝渡邊真澄「『知る前契約・計画』と『対抗買い』：インサイダー取引規制の改正の概要と解釈上の留意点」旬刊経理情報 1429 号 58-63 頁(2015) 61 頁。なお、小西真樹「インサイダー取引規制の一部緩和に関する実務上の論点〔上〕—知る前契約・計画に係る適用除外規定の活用と留意点—」旬刊商事法務 2082 号 4-14 頁(2015) 11-12 頁は、取得の有無や時期を決定する裁量が会社側にある場合につき、新株予約権やオプションが適用除外となっていることとの対比で、会社側についても適用除外にすることが妥当では

する見解³²はあった)。これらのうち、知る前契約・計画に引き寄せる見解は、2 つ目の非対称性（未公表情報の覚知前に取引実施が決定されていた場合は制裁しない）が是認されることを所与として、取得条項の設定が未公表情報の覚知前であることを前提として規制の適用排除を主張するものである。本稿では、上記の枠組みに対し、取得条項に基づき発行体が新株予約権を無償取得した場合に対する規制の適用可能性と、有償取得した場合の規制の枠組みについて、会計学の知見を参照しながら検討し、会社側の裁量が肯定される範囲について考察し、内部者取引規制を適用すべき場合があることを示す。

⑤は、新株予約権に付された取得条項が発動する際の、取得対価における端数処理に際しての内部者取引規制の在り方に関する問題である。すなわち、取得条項付新株予約権の対価として新株予約権者に交付されるべき取得の対価に、1 株に満たない株式が含まれることがある。そのような新株予約権者が複数発生する場合、各人に帰属する 1 株に満たない株式を合算して、整数部分に相当する数の株式を売却することになる（会社 234 条 1 項）。この点に関連して、（取得条項の発動に限定せず）1 株に満たない株式を合算するために会社が取得する際に、当該プロセスは内部者取引規制の対象になるとする見解³³がある。本稿では、暫定的にこの解釈を支持し³⁴、取得条項の発動に際しての端数処理もその射程範囲に含まれるものとして位置付ける。学説において特段の異論は見られず、また、規制を及ぼす根拠は上記①～④に関する検討の中で自ずと明らかになるので、固有の検討は行わない。

最後に⑥について。新株予約権者が新株予約権の行使により株式を取得した場合、継続保有することもあるが、経営者が株式報酬の一種として新株予約権を行使した場合など、保有資産のリスクを分散するため即座に売却することもある。この売却取引に対する内部者取引規制の適用関係、および、その適用を免れるための仕組みの妥当性が問題となるが、これは第 1 の検討課題にかかる検討を通じて自ずと明らかになるので、固有の検討は行わない。

ないかとする。また、森・濱田松本法律事務所編（安部健介＝峯岸健太郎著）『新株予約権・社債〔第 2 版〕』（中央経済社、2015）97 頁は、発行会社によるオプション行使としての適用除外（金商 166 条 6 項 2 号の 2）または知る前契約の一種として適用除外（金商 166 条 6 項 12 号）になる場合があり得るとする。

³² 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 4』（商事法務、2011）126 頁〔神作裕之〕。

³³ 大阪株式懇談会編『会社法実務問答集 II』（商事法務、2018）406 頁〔北村雅史〕。

³⁴ この解釈は、1 株に満たない株式が株主に一度帰属し、それが会社により回収されるといふ仕組みを前提とするものである。しかし、そのような理解が、端数処理に関する会社法の規定（会社 234 条、同 235 条）により実現される状態として正しいものか否かは、別途検討が必要である。

第2節 検討の視座

第1款 はじめに

本節では、本稿における検討の視座を説明する。これは、①内部者による有価証券の売買に関する行動パターン、②未公表情報の存在する場合に有価証券の売買により実現される利得の類型、③情報開示時期と取引時期の制御、および④情報の片面的遮断、という4つの要素から構成される。これらのうち、特に②および④は Fried 論文の知見を基礎とするものである。以下、順次詳述する。

第2款 行動パターン

第1目 はじめに

本款では、①検討対象となる売買が現物購入・現物売却・空売りのいずれであるか、②ある者が未公表情報を知る時期と、当該者による売買実施有無の検討時期の先後、③当該者が覚知した未公表情報が株価上昇情報と、株価下落情報のいずれであるか³⁵、および、④最終的な決定内容が取引の実施と不実施のいずれであるか、という4つの基準に基づき、投資家が置かれ得る状況について類型化を行い、24種類の行動パターンを措定する（現物売買が16パターン、空売りが8パターンとなる）。なお、便宜的に未公表情報の累積上限を1個と仮定して記述するが、累積上限を撤廃する場合は、③における株価上昇情報と株価下落情報を、内部者が現に覚知した未公表情報ではなく、投資意思決定者の認識において影響度がより大きく優勢である方の未公表情報³⁶として読み替えるべきことになる。一覧表は、次のようになる。

³⁵ 以下の議論では、別途記載のない限り未公表情報の公表以外の株価変動要因は存在しないこととし、また、株価上昇（下落）情報が公表されれば株価は上昇（下落）する、という関係が必ず成立すると仮定する。

なお、会社が未公表情報を正式に「公表」する前の段階で当該情報が世間に広まり、かつ、当該情報が株価に過大な影響を与えている場合には、情報の「公表」により、一般論としての株価上昇情報と株価下落情報の性質とは逆転した結果を招来し得る点に留意が必要である（別途記載のない限り、このような要素はないものとする）。たとえば、梅本・前掲注（8）546頁注58は、ある製薬会社が開発・発売した新薬について重大な副作用が発生したという情報（一般論としては株価下落情報である）が、会社による正式発表前に明るみに出て株価が下落したという場面について、株価の反応が情報の正確な内容からすれば過剰であり、会社自身による正確な情報の開示により過剰反応だった分が是正される時、当該副作用に関する情報は株価上昇情報となる旨を説く。

³⁶ その具体的な判断方法を、第2章第3節において確率論を用いて措定する。

態様	パターン	情報種類	反応
購入検討前 に知る	1	上昇	買う
	2	上昇	買わない
	3	下落	買う
	4	下落	買わない
売却検討前 に知る	5	上昇	売る
	6	上昇	売らない
	7	下落	売る
	8	下落	売らない
購入決定後 に知る	9	上昇	買う
	10	上昇	買わない
	11	下落	買う
	12	下落	買わない
売却決定後 に知る	13	上昇	売る
	14	上昇	売らない
	15	下落	売る
	16	下落	売らない
空売り検討前 に知る	17	上昇	空売りする
	18	上昇	空売りしない
	19	下落	空売りする
	20	下落	空売りしない
空売り検討後 に知る	21	上昇	空売りする
	22	上昇	空売りしない
	23	下落	空売りする
	24	下落	空売りしない

表1-1 行動パターン (出典：筆者作成)

以下、一番左の列である「態様」を起点として、24パターンについて順に解説する。

まず、未公表情報の取得が取引実施有無の検討・決定に先行する場合で、検討・決定の内容が株式の購入であるケースを対象とする「購入検討前に知る」について。パターン1・2は、購入を検討する前に株価上昇情報を知るもので、知った後に行われる取引実施・不実施に係る意思決定の結果として、1では購入し、2では購入しない³⁷。パターン3・4は、購入を検討する前に株価下落情報を知るもので、知った後に検討した結果として3では購入し、4では購入しない。

³⁷ 株価上昇情報を知ったあと、そもそも購入の有無を検討しないという不作為によってもパターン2は実現する（後述するパターン4・6・8・18・20においても同様である）。

次に、未公表情報の取得が取引実施有無の検討・決定に先行する場合で、検討・決定の内容が売却であるケースを対象とする「売却検討前に知る」について。パターン 5・6 は、売却を検討する前に株価上昇情報を知るもので、知った後の検討の結果として 5 では売却し、6 では売却しない。パターン 7・8 は、売却を検討する前に株価下落情報を知るものであり、知った後に検討した結果として 7 では売却し、8 では売却しない。

続いて、取引実施の決定³⁸が未公表情報取得に先行する場合で、決定されている取引が購入であるケースを対象とする「購入決定後に知る」について。パターン 9・10 は、購入決定後に株価上昇情報を知ったというもので、9 ではそのまま購入し、10 では購入を取りやめる。パターン 11・12 は、購入決定後に株価下落情報を知ったというもので、11 ではそのまま購入し、12 では購入を取りやめる。

さらに、取引実施の決定が未公表情報取得に先行する場合で、決定されている取引が売却であるケースを対象とする「売却決定後に知る」について。パターン 13・14 は、売却決定後に株価上昇情報を知ったというもので、13 ではそのまま売却し、14 では売却を取りやめる。パターン 15・16 は、売却決定後に株価下落情報を知ったというもので、15 ではそのまま売却し、16 では売却を取りやめる。

最後に、空売りを実施するという意思決定の前に未公表情報を取得した場合を対象とする「空売り検討前に知る」、および空売りを実施するという意思決定の後に未公表情報を取得した場合「空売り検討後に知る」について。前者につき、パターン 17・18 は株価上昇情報を知った後に空売りを行うか否か意思決定するというものであり、17 では空売りを行い、18 では空売りを行わない。パターン 19・20 では株価下落情報を知った後に空売りを行うか否か意思決定するというものであり、19 では空売りを行い、20 では行わない。また、後者につき、株価上昇情報を覚知した場合のうち、パターン 21 では空売りを行い³⁹、22 では空売りを行わない。パターン 23・24 では空売り実施の意思決定後に株価下落情報を取得した場合であって、23 では空売りを行い⁴⁰、24 では空売りをやめる。

空売り類型のパターン数は 8 個であり現物売買類型 16 個の半分であるが、これは空売りとパラレルな概念としての「空買い」が含まれていないことに起因する。「空買い」を措定するならば、株式の購入代金を有しない状態で買い注文を出し、現金を借り入れて決済し、株価上昇後に売却して売却代金から借入金を返済して残った差額を利得する、というものになろう⁴¹。しかし、これをパターン 1~4・9~12 と区別して独立した類型として

³⁸ 未公表情報を知らずに取引不実施の決定を行い、その後で未公表情報を知った場合は、パターン 1~8・17~20 となる。

³⁹ 内部者取引規制がないならば、既に空売りが約定している場合、現物買いを行う（株価上昇情報を知ってから購入実施の意思決定を行っているのでパターン 1 である）ことでポジションを解消できる。

⁴⁰ パターン 21 と同様に、内部者取引規制がないならば、既に空売りが約定している場合は現物買いを行う（パターン 1 を実現する）ことでポジションを解消できる。

⁴¹ このように空買いを定義するものとして、戸塚貴晴＝渋谷武宏＝小杉綾「空売り規制に関連する実務上の諸課題について」十市崇編・黒田康之ほか編著『金融商品取引法の諸問

扱う意義を見出せなかったため、上記のように整理した。

なお、内部者による取引は「売買」として一括りにされているが、購入と売却に対するニーズは非対称であり、流動性（現金）確保のために既保有証券の売却が必要になる場面はあり得るが、購入ではそのような事情は考えにくい⁴²。内部者取引規制の構築にあたってはこの点に対する留意も必要となり得るが、本稿の検討の視座においては反映しない。

第2目 各種パターンのグループ化

上述の通り、上記の 24 パターンは、現物取引のパターン 1～16 と、空売りのパターン 17～24 の 2 つに大別され、また、前目における説明の通り、4 パターン毎に「態様」の項目名に従い 6 つに区切られる。

さらにその内部においては、原則として、パターン 1・2、パターン 3・4 というように、ある奇数パターンと当該奇数+1 の偶数パターンがペアになっており、内部者はその 2 つのいずれかを選択することになる、という点が肝要である。たとえば、株価上昇情報を知った者は、購入するか（パターン 1）購入しないか（パターン 2）選択することになる。なお、これと同時に売却するか（パターン 5）売却しないか（パターン 6）選択することにもなるが、これは購入の有無の意思決定とは別個の独立した判断である。このような各ペアからの選択という要素は、現物取引類型と空売り類型に共通して妥当する。

ここから導出されるのは、規制により禁止できるのは各ペアの中のいずれか片方のみである、ということである。両方禁止すると情報を知っただけで制裁されることになり、実質的には、情報を知ったならば当該情報を開示する義務が課されるに等しい。このような義務を、開示規制を補完する仕組みとして位置付けることも可能ではあるが、迂遠であり、また、開示義務は開示規制として一本化することで規制の齟齬や漏れを防止する方が望ましい。このため本稿では、禁止行為を設定する場合においては各ペアの片方のみとすることを基本方針とする。

第3款 利得類型

第1目 はじめに

本款では、Fried 論文の知見を基礎として、未公表情報に基づき当該情報を知らない市場参加者よりも利得できる類型（以下、「利得類型」という）を整理する。ここでの「利得」には、未公表情報の公表による株価上昇益を享受するものと、株価下落損を回避するもの

題』83-121 頁（商事法務、2012）86 頁。

⁴² Jana P. Fidrmuc, Marc Goergen & Luc Renneboog, *Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration*, 61 J. FIN. 2931, 2931 (2006).

特殊な事情があり得るとすれば、たとえば、既保有株式を売却せずとも何らかの事情により持分比率が低下する場合に、一定の閾値を満たすために買い増す必要があるというのが考えられる。少なくとも日本の会社法では、少数株主権の行使要件として、一定の持株比率を一定期間にわたり維持することが要求されるので、当該要件を満たすための売買がどのように位置付けられるべきか、一考の余地がある。

という 2 種類ある。投資家は、T0、T1、T2、および T3 という 4 つの時点（数字が小さいほど早く到来する）において、取引実施・不実施の判断を行う。当該期間において、未公表情報の発生個数、ひいては公表措置が講じられないまま会社に累積している未公表情報の数は 0 個または 1 個のいずれかとする（つまり、累積上限は 1 個とする）。ここで、投資家は投資先として 2 つの選択肢のみを有するものと仮定する。

1 つは、運用益が非負の固定値 M であることが確定している⁴³ものであり、以下、「甲社株」という。

もう 1 つは、運用益が M であることが基本であるが、未公表情報が存在する可能性があり、存在する場合には M から乖離する株式であり、以下、「乙社株」という。株価上昇情報の公表による株価上昇分に、情報が開示され株価に反映される確率を加味した⁴⁴期待株価上昇分を x 、株価下落情報について同様にして期待株価下落分を y と表す（ $M \geq 0$ 、 $x > 0$ 、 $y > 0$ とする）⁴⁵。これにより、①株価上昇情報がある場合の期待利益は $M + x$ 、②株価下落情報がある場合の期待利益は $M - y$ となる⁴⁶。未公表情報を覚知している者は、この期待リターンに基づき取引実施・不実施の意思決定を行う。しかし、未公表情報の存在を覚知できない者から見たこの株式の期待リターンは、未公表情報が存在しない場合の M 、株価上昇情報が存在する場合の $M + x$ 、株価下落情報が存在する場合の $M - y$ という 3 項分布として求められることになる。

株価上昇情報と株価下落情報のそれぞれが存在する確率が等しく、また、その種の情報が存在しており潜在的な株価への影響度合いも等しいとき、つまり $x=y$ であるとき、一般投資家から見た乙社株の期待リターンは M になる。本稿では別途記載のない限り、 $x=y$ に

⁴³ この M については、未公表情報が存在し得ない場合に実現する株価と考えてもよいかもしれない。

⁴⁴ 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」旬刊商事法務 1687 号 40-44 頁（2004）42 頁は、決定事実の影響度につき、決定に係る事実が実現した場合の規模とその実現可能性を掛け合わせたものになるはずである、とする。

⁴⁵ 不実開示に伴う株価下落による損害の議論に照らせば、未公表情報の公表に伴い、いわゆる飛び付き買いや狼狽売りが発生し、あるいは企業（の経営陣）に対する信用度合に変化が生じることに起因する売買に伴う株価変動についても、定義として x や y に加えることは可能であるが、説明の簡易化のため、ここでは考慮しない。

⁴⁶ Fried, *supra* note 23, at 468-69. 同論文の分析では、大雑把にいうと、①株式を保有している者が、時点 T0 において、時点 T2 になったら保有株式を売却するという意思決定を行ったが、②時点 T1 において、時点 T2~T3 の間に公表されて T3 におけるリターンを $M + x$ または $M - y$ とするであろう未公表情報を知った、という状況における、③T2（情報の公表前）段階の取引実施・不実施の意思決定を中心的に扱っている。

これは、継続保有した場合のリターンが $M + x$ になるならば T0 での売却決定を破棄して（株式を継続保有して）T3 で当該リターンを実現する一方、 $M - y$ になるならば T0 の決定通りに T2 で株式を売却し、売却代金で市場インデックスファンドを購入して T3 におけるリターンを M とし、 $M - y$ となる事態を回避する、という行為の規制態様に関する議論である。T0 で売買実施の意思決定が行われているので、これは本稿の定義におけるパターン 9~16 に相当する。本文では、この枠組みをパターン 1~8・17~24 にも拡張している。

なると仮定する⁴⁷。このとき、一般投資家からすれば 2 つの投資先の期待リターンは同一なので、当該投資家がリスク中立的であれば、投資先としての甲社と乙社間の選択は無差別となる。他方、未公表情報が存在しているか否か、および存在する場合にそれが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかを把握している投資家からすれば、当該者がリスク中立的であるならば、未公表情報の存在を覚知していない場合は 2 つの投資先は無差別であるが、未公表情報の存在を覚知している場合は、その情報の内容に基づき自身にとって有利な投資意思決定をできる⁴⁸。

以下では上記の枠組みに基づき、株価上昇情報かつ購入、株価上昇情報かつ現物売却、株価下落情報かつ現物売却、株価下落情報かつ購入、株価上昇情報かつ空売り、および株価下落情報かつ空売り、という 6 つの区分を措定した上でそれぞれに A~F という区分名を割り当て⁴⁹、それぞれ、未公表情報に基づき発生させることができる利得について整理する。なお、現実には市場売買では取引に手数料がかかり、また、運用益には税金がかかるが、本款では簡易化のため捨象する。

第 2 目 株価上昇情報かつ購入

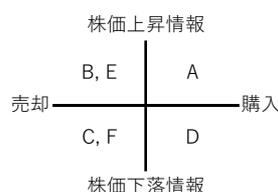
株価上昇情報かつ購入の場合に実現される利得（以下、「利得類型 A」と総称する）につ

⁴⁷ 一般論としては、ある会社に未公表情報が存在し得る場合に、その発生確率や影響度合いは、何も事前の情報がなければ、株価上昇情報と株価下落情報で（正規分布のように）対称となると考えるのが自然ではなかろうか。

もちろん、多種多様な事象が、この対称性の成否に影響を与える。相対的に y よりも x が大きくなり得る要素としては、①株主有限責任原則があるため株価下落による損失には下限があるが株価上昇による利益にはそのような制約がないことや、②経営者は株価上昇につながる情報に比して株価下落につながる情報の開示を躊躇う可能性などが考えられる。また、相対的に x よりも y が大きくなり得る要素としては、①会計保守主義により株価下落情報と株価上昇情報で開示基準に差が生じ得ることや、②内部統制システムが損失の危険の管理をその内容とする（会則 98 条 1 項 5 号ロ）一方で利益の可能性についての管理に関してはこの種の規定がないことにより、株価上昇情報よりも株価下落情報の方が経営陣に伝わりやすく開示可能性も相対的に高くなる、といったものが考えられる。本稿では、別途記載のない限り、これらの要素は捨象して検討を進める。

⁴⁸ なお、本稿の設定では、未公表情報が存在する場合にこれを必ず覚知できるとき、有利な方をロング、不利な方をショートすることで裁定取引が可能となる。

⁴⁹ この順序は、情報種別を縦軸、取引種別を横軸とした四分儀（マトリクス）を作成し、まず現物取引により実現される 4 類型について、数学の 2 次平面における象限の順序に従いアルファベットを割り当て、その後、空売りによる取引も情報種別と取引種別に従って当てはめた結果として生まれたものである。



いて。細分類としては、株式の購入（とその後の売り抜け）を企図する者が、①情報を知り、当該情報の公表前（株価上昇前）に購入契約を締結して履行し、上昇前の価格で株式を取得し、その後情報が公表されて株価が上昇するもの（**利得類型 A1**）、②情報を知り、当該情報公表前に購入契約を締結し、情報公表による株価上昇後に履行するが上昇前の価格で株式を取得するもの（**利得類型 A2**）⁵⁰、③購入を計画していたが、株価上昇情報を知り、そのまま発注ないし売買契約に係る申込みを行ったというもの（**利得類型 A3**）、および④株式購入にかかる発注後、あるいは購入契約の締結後（約定後）に情報を知り、そのまま購入する方が有利であるため発注を維持し、あるいは契約を解除しなかったというもの（**利得類型 A4**）という4種類を観念できる⁵¹。

利得類型 A1・A2 が実現されるのはパターン 1、利得類型 A3・A4 が実現されるのはパターン 9 である。いずれについても株価の上昇を享受できるので、期待リターンは $M+x$ となる。他方、乙社株を買わない場合には甲社株を買うものとするれば、その期待リターンは M である。

なお、パターン化において省かれた空買いを措定する場合、期待リターンは利得類型 A と同一になる⁵²。

第3目 株価上昇情報かつ現物売却

株価上昇情報かつ売却の場合に実現される利得（以下、「利得類型 B」と総称する）について。細分類としては、株式の売却を企図する者が、①情報を知り、売却契約の締結時期を株価上昇後に延期し、あるいは売却自体を取りやめることで、上昇前の価格で売ってしまうことを回避するもの（**利得類型 B1**）、②売却にかかる発注後、あるいは売却契約の締結後（約定後）に情報を知り、そのまま履行すると不利であるため発注を撤回し、あるいは契約を解除することで、上昇前の価格で売ってしまうことを回避するもの（**利得類型 B2**）、および③売却後に売買契約の効力を消滅させて原状回復により上昇前の価格で売ってしまった状況を覆滅させるもの（**利得類型 B3**）、という3種類を観念できる。

利得類型 B1 が実現されるのはパターン 6、利得類型 B2・B3 が実現されるのはパターン 14 である。いずれについても、株価上昇後に売却するならば株価上昇分を享受できるので、期待リターンは $M+x$ となる。他方、情報が反映される前に乙社株を売却する場合は、期待リターンを M と看做す⁵³。

⁵⁰ 利得類型 A1 と A2 の違いは、売買契約等の履行と未公表情報（ここでは株価上昇情報）の公表時期の関係であり、A1 では履行が先行し、A2 では公表が先行する。当該情報の公表による株価上昇の恩恵を享受できるという意味では、両者に違いはない。

⁵¹ 空買いの場合、借入金について発生する利子負担がある分、手持ち現金による購入の場合と比較したとき、投資リターンに差異が生じる。しかし、内部者取引規制の在り方に関する議論においては重要ではないため、捨象する。

⁵² この場合、購入資金の借入と購入取引の先後も踏まえた細分化が行われることになるが、そのような区分を踏まえた考察に特段の意義を見出せない。

⁵³ ①即時に乙社株を売却した場合の売却金額について、議論の簡略化のために、現在価値

第4目 株価下落情報かつ現物売却

株価下落情報かつ売却の場合に実現される利得（以下、「利得類型 C」と総称する）について。細分類として、既保有株式の売却を企図する者が、①情報を知り、当該情報の公表による株価下落前に売却契約を締結して履行し、下落前の価格で売るもの（利得類型 C1）、②情報を知り、株価下落前に契約を締結し、情報公表による株価下落後に下落前の価格で売却するもの（利得類型 C2）⁵⁴、③売却を計画していたが、株価下落情報を知り、そのまま発注ないし売買契約に係る申込みを行い、下落前の価格で売却するもの（利得類型 C3）、および④発注後ないし売却契約締結後に情報を知り、そのまま売却する方が有利であるため発注を維持し、あるいは契約を解除しなかったというもの（利得類型 C4）、という4種類を観念できる。

利得類型 C1・C2 が実現されるのはパターン 7、利得類型 C3・C4 が実現されるのはパターン 15 である。いずれについても、株価下落を回避できるので期待リターンは M となる。

第5目 株価下落情報かつ購入

株価下落情報かつ購入の場合に実現される利得（以下、「利得類型 D」と総称する）について。細分類として、株式の購入を企図する者が、①情報を知り、購入契約の締結時期を株価下落後にし⁵⁵、あるいは購入自体を取りやめることで、下落前の価格で買うことを回避するもの（利得類型 D1）、および②発注後ないし売却契約締結後に情報を知り、そのまま履行すると不利なので発注を撤回し、あるいは締結済みの契約を解除することで、下落前の価格で買うことを回避するもの（利得類型 D2）、および③購入後に売買契約の効力を消滅させて原状回復により下落前の価格で買ってしまった状況を覆滅させるもの（利得類型 D3）、という3種類を観念できる。

利得類型 D1 が実現されるのはパターン 4、利得類型 D2・D3 が実現されるのはパターン 12 である。いずれについても株価下落を回避できるので、期待リターンは M となる。

第6目 株価上昇情報かつ空売り

株価上昇情報かつ空売り不実施の場合に実現される利得（以下、「利得類型 E」と総称す

に割り引く際の割引率ゼロと看做したために M になると考えるか、②割引率を正とするが、売却により得た現金で甲社株を買って結局 M に戻ると考えるか（本文先述の通り、取引の手数料等の費用はゼロと仮定している）、いずれでもよい。

⁵⁴ 利得類型 C1 と C2 の違いも、売買契約等の履行と未公表情報（ここでは株価下落情報）の公表時期の関係であり、C1 では履行が先行し、C2 では公表が先行する。当該情報の公表により株価が下落するが、下落前の価格に基づいて保有株式を売り抜けることができるという意味では、両者に違いはない。

⁵⁵ 未公表情報の開示時期を早めることによっても、同様の効果を得られる。

る)について。細分類として、株式の空売りを企図する者が、①貸株制度の利用および空売りの注文を出す前に株価上昇情報を知り当該注文を出すのをやめることで、上昇後の株価で貸株の返還を行うこと(および貸株の手数料を支払うこと)を回避するもの(利得類型 E1)、②貸株制度を利用して株式を借り入れた後、空売りのための注文を市場に出す前に株価上昇情報を知り、売り注文を出すのを取りやめることで、上昇後の株価で貸株の返還を行うことを回避するもの(利得類型 E2)、および③貸株制度を利用して株式を借り入れ、空売りのための売り注文を出したが約定する前に株価上昇情報を知り、注文を取り消すことで、上昇後の株価で貸株の返還を行うことを回避するもの(利得類型 E3)、という3種類を観念できる。

利得類型 E1 が実現されるのはパターン 18、利得類型 E2・E3 が実現されるのはパターン 22 である。リターンは、空売りを実施せずに甲社株を購入すると仮定して、 M とする(利得類型 E2・E3 については貸株の手数料がかかるが、簡易化のため捨象する)。

第7目 株価下落情報かつ空売り

株価下落情報かつ空売り実施の場合に実現される利得(以下、「利得類型 F」と総称する)について。細分類として、①空売りを行うことを決定したが、何もする前に株価下落情報を知り、そのまま貸株により株式を借り入れ、市場に空売りの注文を出すことで利益を得るもの(利得類型 F1)、②空売りを行うことを決定し、貸株により株式を借り入れたあとで株価下落情報を知り、そのまま市場に空売りの注文を出すことで利益を得るもの(利得類型 F2)、③空売りを行うことを決定し、貸株により株式を借り入れ、市場に空売りの注文を出したが約定する前に株価下落情報を知り、注文はそのままにして約定に至らしめて利益を得るもの(利得類型 F3)、という3種類を観念できる。

利得類型 F1 が実現されるのはパターン 19、利得類型 F2・F3 が実現されるのはパターン 23 である。リターンは、 M を非負とした仮定から M が空売り時の利得からの減算要素となるため、 $-M+y$ となる(空売りの手数料がかかるが、簡易化のため捨象する)。もっとも、甲社株の買い持ちと組み合わせれば、 M と $-M$ が打ち消し合い y になる。

なお、空売りに際して借りた株式を返すための購入は、株価下落情報が反映された後の株価により行わなければ利益を得られないことから、株価下落情報の公表まで返還する株式の購入を繰り延べる必要がある。その意味では、利得類型 D も同時に実現される必要がある。

第8目 小括

行動パターンに利得類型の要素を付け加えた新たな一覧表は、次の通りである。

態様	パターン	情報種類	反応	利得類型	期待リターン
購入検討前 に知る	1	上昇	買う	A1、A2	M+x
	2	上昇	買わない		M
	3	下落	買う		M-y
	4	下落	買わない	D1	M
売却検討前 に知る	5	上昇	売る		M
	6	上昇	売らない	B1	M+x
	7	下落	売る	C1、C2	M
	8	下落	売らない		M-y
購入決定後 に知る	9	上昇	買う	A3、A4	M+x
	10	上昇	買わない		M
	11	下落	買う		M-y
	12	下落	買わない	D2、D3	M
売却決定後 に知る	13	上昇	売る		M
	14	上昇	売らない	B2、B3	M+x
	15	下落	売る	C3、C4	M
	16	下落	売らない		M-y
空売り検討前 に知る	17	上昇	空売りする		-M-x
	18	上昇	空売りしない	E1	M
	19	下落	空売りする	F1	-M+y
	20	下落	空売りしない		M
空売り決定後 に知る	21	上昇	空売りする		-M-x
	22	上昇	空売りしない	E2、E3	M
	23	下落	空売りする	F2、F3	-M+y
	24	下落	空売りしない		M

表1-2 行動パターン完全版 (出典：筆者作成)

第4款 情報開示時期と取引時期の制御

本節でここまで設定してきた行動パターンと利得類型の内容からして、内部者による意思決定においては、情報が開示される時期と、取引の実施に関する意思決定の時期の先後が重要な役割を果たすことがわかる。さらに、情報を開示することができる内部者と、そうではない内部者では、一般投資家との対比における優位性が異なることも推察される。そこで、本款では、各行動パターンにおいて、未公表情報を知る者が取引実施時期と情報開示時期の調整をどのような形で行うことがその利益となるのか、検討する。

取引実施時期と情報開示時期の調整としては、①情報開示時期は固定し、取引実施時期

のみを動かす、②取引実施時期は固定し、情報開示時期のみを動かす、③取引実施時期と情報開示時期の両方を動かす、という 3 パターンが考えられる。このうち、未公表情報を知っているが情報開示を行う権能を持たない者は、①しか採ることができない。未公表情報を知っており、かつ情報開示を行う権能を持つ者は、①、②、③のいずれも採り得るが、知る前契約・知る前計画等により取引実施時期が固定されている場合には②しか採ることができない。では、利得類型ごとに、利得を実現するために履践され得る取引実施時期と情報開示時期の調整は、どのように実施され得るか。

利得類型 A は、株価上昇情報の公表前に株式を購入し、公表による株価上昇益を享受するものなので、株式購入→情報の公表→売却による利益確定、という流れが基本となると考え得る。しかし、直ぐに売り抜けないとしても、未公表情報を踏まえる限り当該情報が公表されるか否かに拘わらず実質的にキャピタルゲインを獲得できることに鑑みれば、必ずしも売却は実施されない。故に、購入取引が実施されるまで情報開示がされないという限りでは情報開示は遅らされるが、株式購入後には（情報の消滅等による）利得機会喪失を防ぐために積極的に情報が開示されるという考え方⁵⁶は、基本的に正しいが、一部修正が必要である。情報開示時期と取引実施時期の調整としては、取引実施を情報開示に先行させることは確実であるが、取引実施後に情報を開示するか否かは直後の売り抜けるを企図しているか否かに左右され得る。長期的に保有し続けるならば、保有期間のいずれかにおいて公表されれば足りるので、必ずしも迅速な開示にはつながらない。ただし、情報が消滅する可能性を加味すると、情報が存在することは積極的に開示する一方、その後に当該情報（に起因する株価上昇要素）が消滅した場合において、継続保有を取り止め、消滅した事実の公表を遅らせて売り抜けるという戦略はあり得ることになる。これは株価下落情報かつ売却にかかる投資判断であり、利得類型 C における情報開示時期と取引実施時期の調整という問題に転じているが、しかし、利得類型 A の問題として、情報の消滅前に開示して株価を押し上げておく誘因になる。他方、すぐに売り抜ける場合は、利得類型 B における情報開示時期と取引実施時期の調整という問題に転換される。

利得類型 B は、既保有株式を売却するか否かが決定される際に、株価上昇情報の公表前に売却する事態を免れるものであるが、公表後の行動は継続保有と売却に分岐する。既に売却の意思を固めていたが株価上昇情報を知って売却を回避するパターン 10（利得類型 B2・B3）については、売却の方針が変わらないならば、一旦売却を差し控え、株価上昇情報を積極的に早めに開示することになる。他方、継続保有の場合、保有期間のいずれかの段階で開示されれば足りるが、利得類型 A において継続保有する場合と同様に、情報が消滅する可能性を加味すると、株価上昇情報は積極的に開示され得るであろう。

利得類型 C は、株価下落情報を知り、当該情報が公表されて株価が下落する前に既保有

⁵⁶ MARK J. MORAN, IMPAIRMENT OR CORRECTIVE?: INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET 44-45 (1982); 伊藤邦雄「インサイダー取引とディスクロージャー [上]」旬刊商事法務 1167 号 13-17 頁 (1988) 16 頁、黒沼・前掲注 (13) 429 頁。

の株式を売却するものである。したがって、取引実施を公表に先行させる必要があるため、相対的には、取引実施を急ぐとともに情報開示を遅らせることになる。また、売買実施後には、情報を開示することについて内部者取引に関連するインセンティブはないので、積極的に開示される要素は存在しないと考えられる。なお、実証研究においては、株価が企業価値に比して過大となっている銘柄を見つけ出して空売りを仕掛ける投資家が存在するとき、株価下落情報が存在する会社の内部者は、空売り投資家が株価下落情報に感付くなどの形で空売りを実施して株価が下落すると、利得類型 C の一部を実現し損ねることから、取引実施を急ぐ傾向にあるという趣旨の結果を示すものがある⁵⁷。

利得類型 D は、株価下落情報を知り、当該情報が公表される前の株価で株式を購入することを回避するものである。持株比率との関係等によりどうしても購入する必要があるならば、情報の公表を取引実施に先行させるため開示が早められるであろう。しかし、その種の必要がないならば、購入を回避した後で情報を開示することについて内部者取引に関連するインセンティブはないので、積極的に開示される要素は存在しないと考えられる。

利得類型 E は、株価上昇情報を知りながら空売りを差し控えるものであり、是が非でも空売りしなければならぬならば、情報開示が積極的になされることになる。もっとも、そのような状況が発生し得るのか疑問である（なお、本稿の利得類型の定義からして未公表情報がない場合の運用益は非負の M であるから、その種の場合、空売りにより利益を得ることはできない）。

利得類型 F は、株価下落情報を知りながら空売りを実施するものであり、空売りとしての売り注文が市場に出て約定する前に株価下落情報が株価に反映されると利得機会が喪失される。そのため、約定するまでは情報開示は遅らせられる。他方、約定後は、空売りのために利用した貸株について、その返却するための株式を株価下落情報が反映された株価で調達しなければ利得機会が消滅するので、積極的に開示されると考えられる。

以上の通り、内部者の取引実施により実現され得る利得の中には、情報開示時期を早めることで効果的に実現されるものもあれば、逆に遅らせることで効果的に実現されるものもある。よって、内部者取引を許容し、あるいは禁止することによって情報開示時期にいかなる影響が出るかは、いずれとも断定できない。

第 5 款 情報の片面的遮断

利得類型の整理では、株価上昇情報と株価下落情報で覚知される可能性に差がないことを前提としていた。しかし、意図的に、あるいは意図せず、この均衡を崩すような仕組みが導入されることがある。本款では、Fried 論文の知見を基礎として、この点について検討するための中核概念を構築する。すなわち、未公表情報が存在するならば一定の確率でそれを覚知し得る立場にある者（以下、本款において「イ」と呼ぶ）が、未公表情報の存在

⁵⁷ See Massimo Massa et al., *Competition of the Informed: Does the Presence of Short Sellers Affect Insider Selling?*, 118 J. FIN. ECON. 268 (2015).

を自分では覚知し得ない者（以下、本款において「ロ」と呼ぶ）に対して、自身が覚知した株価上昇情報と株価下落情報のうち一方を覚知した場合に必ず伝達するが、他方は覚知しても絶対に伝達せず情報の流れを遮断する仕組み（以下、「情報の片面的遮断」という）を措定する⁵⁸。

出発点として、未公表情報の累積上限が 1 個であるとき、未公表情報の存否と、イによる当該情報の覚知の関係として、①株価上昇情報が存在し、覚知されている、②株価上昇情報が存在するが、覚知されていない、③未公表情報が存在しない、④株価下落情報が存在するが、覚知されていない、⑤株価下落情報が存在し、覚知されている、という 5 つがある。

本款では、株価上昇情報と株価下落情報の発生確率、および発生した場合にイにより捕捉される確率が等しいと仮定する。つまり、①が実現する確率と⑤が実現する確率が等しく、かつ②と④の関係も同様であり、それゆえ、「①または②が実現する確率」と「④または⑤が実現する確率」も等しい⁵⁹。本節第 3 款で設定した乙社株について、その購入が実現した場合の期待リターンを、①・②がそれぞれ $M+x$ 、③が M 、④・⑤がそれぞれ $M-y$ であると看做せば、情報の片面的遮断がない状態における乙社株購入の期待リターンは M である。

便宜的に、①～⑤のすべてが 20%の確率で生じるものと設定すると、下記の表のようになる。

⁵⁸ 以下の説明の基礎として、Fried, *supra* note 23, at 477-80. そこでは、当該会社には必ず未公表情報が 1 つ存在し、かつ株価上昇情報が存在するものの捕捉されず伝達されない可能性がある、という設定における、自社株を保有している経営者が株価上昇情報のみを伝達されるという仕組みを基礎とした議論が展開されている。

本稿では、未公表情報が存在しない可能性と、未公表情報が存在している場合に捕捉されない可能性のいずれも織り込み、かつ、株価上昇情報のみが伝達される仕組みと、株価下落情報のみが伝達される仕組みの両方について考察している。

⁵⁹ ①、②、④、⑤は、条件付確率（本款内本文後述）である。

未公表情報と覚知	実現確率	期待値
上昇存在、覚知あり M+x	20%	0.2(M+x)
上昇存在、覚知なし M+x	20%	0.2(M+x)
情報なし M+x	20%	0.2M
下落存在、覚知なし M-y	20%	0.2(M-y)
下落存在、覚知あり M-y	20%	0.2(M-y)
合計	100%	M

表1-3 事前確率の設定 (出典：筆者作成)

これはつまり、未公表情報が存在しない確率は 20%、株価上昇情報（のみ）が存在する確率と株価下落情報（のみ）が存在する確率はそれぞれ 40%であり、また、未公表情報が存在する場合、イは 50%の確率で当該情報を覚知できるということである（以下、未公表情報が存在する場合に当該情報を覚知できる 1 個あたりの、パーセント表記ではない確率を「覚知力」と呼ぶ）。

この状況において、イが株価下落情報を覚知した場合は必ずロに対して伝達する（伝達がないとき、ロはイが株価下落情報を覚知していないと判断できる）が、株価上昇情報については、イが未公表情報を覚知しているか否かという点を含め一切の伝達が行われれないという仕組みが存在し、株価上昇情報について情報の片面的遮断が実現されているとしよう。仮にロがイから株価下落情報の伝達を受けていないならば、イが株価下落情報を覚知していないと判断できるので、初期状態においては 20%ずつの確率であり得た上記①～⑤の中から、⑤である可能性を排除することができる。このとき、残存した有り得る事象である①～④の確率を、合計して 100%になるように事後的に調整すべきことになり（これを「正規化」と呼び⁶⁰、正規化のために残存する選択肢の確率に乗じる数を「正規化定数」ないし「正規化係数」という⁶¹）、①～④の確率がそれぞれ 25%になる⁶²。このとき、⑤ではな

⁶⁰ 小島寛之『完全独習 ベイズ統計学入門』（ダイヤモンド社、電子版、2015）39 頁など。

⁶¹ 豊田秀樹編著『基礎からのベイズ統計学—ハミルトニアンモンテカルロ法による実践的入門—』（朝倉書店、2015）48 頁〔豊田秀樹〕。

⁶² 初期状態において、①乃至⑤の実現確率の比率は、20:20:20:20:20=1:1:1:1:1 だった。このとき、たとえば①が実現する確率は、全体の確率の合計 100%に対して 5分の 1 を占めるので、20%として算出される。ここで、本文記載の通り⑤の実現確率が 0%であることが事後的に判明した場合、⑤の確率は 0%に修正されるが、残存した①乃至④の実現確率は、それら 4 つの関係においては、新たな情報がない以上、初期状態の比率を保つと考え

いことを織り込んだ期待リターンは、

$$(M+x) \times 0.25 + (M+x) \times 0.25 + M \times 0.25 + (M-y) = M + 0.50x - 0.25y$$

である。

未公表情報と覚知	実現確率	期待値
上昇存在、覚知あり	25%	0.25(M+x)
M+x		
上昇存在、覚知なし	25%	0.25(M+x)
M+x		
情報なし	25%	0.25M
M+x		
下落存在、覚知なし	25%	0.25(M-y)
M-y		
合計	100%	M+0.50x-0.25y

表1-4 事後確率への修正 (出典：筆者作成)

利得類型の設定において、 $x=y$ 、 $x>0$ かつ $y>0$ であったことから、 $0.50x - 0.25y$ はプラスとなり⁶³、そのことを認識している口は、そのことを知らない一般投資家（①乃至⑤が等しい確率であり得るという認識に基づき、期待リターンを M と判断している）よりも有利な投資意思決定をできる。つまり、株価下落情報の存在が覚知されている（⑤である）から株式を購入するべきではない旨が伝達され、伝達を受けた側の取引回避が認められるという環境においては、「未公表情報が覚知されたという事実の伝達がない」ことによって、現に未公表情報を覚知していない者においても、期待リターンは甲社株よりも乙社株を購入した方が大きくなると判断できる状況が創出されるのである⁶⁴。

この仕組みの肝となっているのは、「条件付確率」である。条件付確率は、一般的には、何らかの事象についてそれが発生する確率として当初割り当てられている数値を、それに関連する何らかの要素について一定の条件が満たされたという情報を踏まえて修正した後の数値を指す。修正される前の情報がない状態における原初確率は「事前確率」と呼ばれ⁶⁵、情報を反映して修正された確率は「事後確率」と呼ばれる⁶⁶。ここでは便宜的に、修正

られる。よって、①乃至④の実現確率の比率は 1:1:1:1 であり、たとえば①が実現する確率は、全体の確率の合計 100%に対して 4分の1を占めるので、25%として算出されるのである。

⁶³ y に x を代入すれば $0.25x$ となり、 $x>0$ であるから $0.25x>0$ である。

⁶⁴ つまり、この仕組みにより生じる意思決定の優位性は、一方の情報が片面的に「伝達」され得ると同時に、他方については常に伝達が「遮断」されていることに起因するものであり、伝達がある場合はもとより伝達がない場合においても有利な投資判断を下すことを可能とするものである。この点を考慮して、「情報の片面的伝達」ではなく、「情報の片面的遮断」という名称を付した。

⁶⁵ 藤越康祝＝若木宏文＝柳原宏和『確率・統計の数学的基礎』（広島大学出版会、2011）

される側の事象を「事象 A」、修正するための要素たる事象を「事象 B」と呼ぶこととし、事象 A および事象 B のみに基づく条件付確率について説明する（3 つ以上の事象に基づく条件付確率も推定可能である）。

確率論のテキスト等に出される条件付確率の例として、1 組のトランプ（ジョーカーや予備を除いた 52 枚）から 1 枚のカードを取り出した場合の、当該カードが満たす性質に関するものがあり、本稿でもこれを利用する。より具体的には、当該カードの絵柄がハートである事象を事象 A、当該カードが絵札である事象を事象 B として設定する⁶⁷。1 組のトランプには絵柄がハートのカードが 13 枚あるので、事象 A が生じる確率は $P(A) = 13/52 = 1/4$ として計算される。同様にして、絵札は 12 枚あるので、事象 B が生じる確率は $P(B) = 12/52 = 3/13$ として計算される。ここで、取り出されたカードが絵札であることは判明したが、絵柄は不明である、という状況が生じたとする。このとき、事象 B が生じたことは確定している、という情報を踏まえると、事象 A が生じる確率はどうなるか、というのが条件付確率の問題の 1 つである。

一般的に、関係する事象が 2 つの場合の条件付確率は、「事象 A と事象 B が両方生じる確率 $P(A \cap B)$ 」を、「実現したことが確定している方の事象が生じる確率」で除す、という形になる。つまり、事象 A の確率で除した場合は事象 A が生じたことが確定している状況において事象 B が生じる確率が求まり、この場合の条件付確率は $P(B|A)$ と表記される。また、事象 B の確率で除した場合は事象 B が生じたことが確定している状況において事象 A が生じる確率が求まり、これは $P(A|B)$ と表記される。この確率を計算する式はしばしば「ベイズの公式」と呼ばれ、たとえば $P(B|A)$ は次式のように表現される⁶⁸。

$$P(B|A) = \frac{P(A|B)P(B)}{P(A)}$$

このうち分子の部分は、 $P(A|B)$ に $P(B)$ を乗じるという処理なので、 $P(A \cap B)$ に等しいところ⁶⁹、上記の例においてこれに該当するカードは 1 組のトランプに 3 枚存在するので（ハートの J、Q、K）、事象 A と事象 B が両方生じる確率は、 $P(A \cap B) = 3/52$ となる。よって、事象 B が生じたことを所与とした場合、事象 A の確率は、

$$P(A|B) = \frac{3}{52} / \frac{3}{13} = \frac{13}{52} = \frac{1}{4}$$

18 頁。

⁶⁶ 藤越＝若木＝柳原・前掲注（65）4 頁。Fried 論文の設定でも、概念への言及はないものの、この事後確率の考え方が立論の中核となっている。

⁶⁷ 小杉のぶ子＝久保幹雄『はじめての確率論』（近代科学社、2011）11 頁。

⁶⁸ 小杉＝久保・前掲注（67）11 頁など。

⁶⁹ 事象 B が生じる確率に、事象 B が生じたことを前提として事象 A が生じる確率を掛け合わせており、これは、事象 A と事象 B が同時に生じる確率を求めていることに他ならない。

また、条件付確率を計算する式の中に条件付確率が登場するという都合上、このように処理しないと計算ができない。

であり、このケースでは元々の事象 A が生じる確率に等しい⁷⁰。

以上が条件付確率の大まかな説明であるが、この枠組みを、乙社に株価下落情報が存在することを事象 A、イが未公表情報（株価上昇情報と株価下落情報のいずれでもよい）を覚知することを事象 B とする形で、内部者取引規制の文脈に拡張する、というのが情報の片面的遮断というアイデアである。先述の通り、株価下落情報が存在する確率は 40%、イの覚知力は 0.5 であるから、乙社に株価下落情報が存在し、かつイが当該情報を覚知している（イが口々に株価下落情報の覚知を伝達する）確率、つまり①乃至⑤の中で⑤が実現している確率は、

$$P(A \cap B) = \frac{40}{100} \times \frac{50}{100} = \frac{20}{100}$$

と計算でき、上述した設定の通りである。ここで、イから株価下落情報を覚知したという伝達がない（イが株価下落情報を覚知していない）という状況は、イが株価下落情報を覚知して当該情報を伝達したという状況の余事象であるから、余事象であることを右上に c を添字とすることで表現すると、そのような状態となる確率は、

$$P((A \cap B)^c) = 1 - P(A \cap B) = \frac{4}{5}$$

となる。よって、イから株価下落情報に関する伝達がない、という情報を踏まえると、乙社に株価下落情報が存在する確率は、

$$P(A|(A \cap B)^c) = \frac{P(A \cap (A \cap B)^c)}{P((A \cap B)^c)} = \frac{20}{100} \div \frac{4}{5} = \frac{25}{100}$$

となり⁷¹、上述した正規化処理により算出された数値と同じ答えが導かれる⁷²。

なお、以上の枠組みにおいては、情報がない場合に事前確率を各人が任意に設定することが認められるか否か、という論点がある。そもそも確率とは一体何なのか⁷³、という点

⁷⁰ ここだけ取り出すと、事象 A が生じる確率は事象 B に関する情報の有無に拘わらず不変である、という結論を導出できるようなにも見えるが、これは誤りである。P(A)は 52 枚あるカードの中からハートの絵柄である 13 枚のいずれか 1 枚を取り出す確率であるのに対し、P(A|B)は、絵札 12 枚の中から絵柄がハートである絵札 3 枚のいずれか 1 枚を取り出す確率であるから、算出されているものが異なる。

⁷¹ 式中、 $P(A \cap (A \cap B)^c)$ の部分は、株価下落情報が存在し、かつ、「株価下落情報が存在し、かつイが当該情報を覚知している」のではない、という状態になる確率を指す。株価下落情報が存在している場合から、当該情報をイが覚知している場合を除外することでこの状態になり、したがって、これは④の事前確率に他ならない。

⁷² とどのつまり、事前確率としては株価上昇情報が存在する確率と株価下落情報が存在する確率は両方とも 40%であり、その潜在的な影響が釣り合っていたが事後確率では株価上昇情報が存在する確率は 50%に上昇する一方、株価下落情報が存在する確率は 25%に低下し、株価上昇情報の影響の方が優勢になったのである。

⁷³ この問いは、数学や自然科学分野はもとより、哲学においても重要である。哲学からみた主観確率と客観確率の位置付けについて、たとえば渡辺一弘「ベイジアンネットワークと確率の解釈」哲学論叢 35 巻 130-141 頁 (2008)、ティモシー・チルダーズ (宮部賢志監

については多種多様な考え方があるのであるが、それらは、「客観確率」を採るものと「主観確率」を採るものに大別される。ベイズ主義に基づく手法を採用するか否かの1つの分水嶺は主観確率を認めるか否かであり、これは上述した条件付確率における事前確率の設定において顕在化する。

まず、客観確率を採る立場の代表例は、ある事象が発生する頻度として「確率」を捉えるものである。この頻度主義的立場から確率を定義すると、ある事象が生じるか否か確認する試行を繰り返して当該事象が生じる割合を調べ、この割合が一定値に近づく場合にその一定値を「確率」とすることになり、このように定義される確率は「古典的確率」や「統計的確率」とも呼ばれる⁷⁴。法学分野においては、この客観確率一元論を採ると思しき立論がみられる⁷⁵。もっとも、多数回の試行を行っても一定値に近づくか否か判断できない場合や、そもそも多数回の試行を行うことが困難な場合もあり得るという問題もある⁷⁶。この立場からは、条件付確率における事前確率についても頻度等を測定して設定すべきことになり、測定できない場合に事前確率を各人がその主観に基づき設定することは容認されない。

これに対し、主観確率の立場においては、それを考慮する個人の信念の度合いとして確率を定位する。この見地からは各人が主観に基づき事前確率を設定する処理が許容されることになり、その中でも特に、まったく判断基準がない場合にはすべての事象について同

訳・芦屋雄高訳『確率と哲学』（九夏社、2020）参照。

⁷⁴ 藤越＝若木＝柳原・前掲注（65）4頁。

⁷⁵ 刑法学においては、森に行けば落雷があり人が死亡するであろうと考えた人物Aが、ある冬の晴れている日に殺害したい人物Bに対して森に散歩に行くように勧め、当該者がこれに従い散歩に行ったところ落雷があり当該者が死亡したという場合について、因果関係が肯定されるか否か、という例が頻繁に取り上げられる。そして、Aが森に行くことを勧めた行為と落雷によるBの死亡の間に条件関係があることは否定できないが、因果経過が「異常」であるとして、Aについて殺人罪の成立を否定的に捉える見解が多い（山口・前掲注（4）58頁など）。このような立場は、「異常」か否かを各論者が頻度主義的な経験則に基づき判断しているものと目される。なお、この設例では、Aによる勧奨とBの死亡の間における法的因果関係の存否を論じるために必要な要素が欠落していると考えられる

（たとえば、スーパーコンピューターを利用しており精度が高い天気予報で、午後から天気が急変して落雷に注意する必要があるという情報が流れており、Aはそれを知っていたがBは知らなかったという場合に、落雷の発生確率は上記要素が与えられていない場合よりも高い数値になるべきであり、法的因果関係を否定するという結論には異論の余地も生じるであろう）。

また、儀式により呪い殺そうとする行為は、その種の行為により殺人が可能であると真に信じる者の主観確率としては殺人が実現する確率がゼロではないと評価されているはずである。しかし、講学上これは「迷信犯」と称され、実現可能性がゼロである場合においてもなお行為無価値があるか否かという議論で登場する（内田文昭「法益侵害と行為無価値の諸問題」神奈川法学40巻3号1-86頁（2007）74-80頁参照）。ここでも、実現可能性がゼロであるという判断は、その行為者ではない者が、おそらくは頻度主義的な経験則に基づき判断した客観確率として可能性がゼロであるという結論を下しているのであろう。

⁷⁶ 藤越＝若木＝柳原・前掲注（65）4頁。

じ確率を事前確率として割り当てるという処理が施され、均等に割り当て理由を含蓄して一般に「理由不十分の原理」と呼ばれている⁷⁷。上述した情報の片面的遮断の例では、①～⑤のすべてを等確率としたが、理由不十分の原理に従うと現実の会社を対象として、そのような事前確率の割り当てが行われ得ることになる⁷⁸。このように主観に基づき割り振られた事前確率は、その後に観測された情報に基づき事後確率を逐次更新していくことで形成される事後確率になお影響を与えるものであり、更新を多数回行っていけばその影響は縮小するとはいえ、なお信頼性に疑問が残らないわけではないので、主観確率の設定は慎重になされる必要がある⁷⁹。

第3節 比較法研究の対象法域と内部者取引規制の概観

第1款 はじめに

本節では、本稿で参照する各法域における内部者取引規制を、アメリカ、EU、日本の順に概観しておく。アメリカおよびEUの規制に関しては、本稿の検討課題として言及した日本の内部者取引規制に存在する8つの非対称性が同様に存在するか否か、という点に関する現状把握が重要となる。

規制対象行為は、おおまかには内部者による「内部者取引」、内部者による外部者に対する「情報伝達」と「取引推奨」、および情報を覚知した会社外部の者による「外部者取引」、という3つに大別できるので、その枠組みの下で非対称性の有無を絡めて整理する。

第2款 アメリカにおける規制の枠組み

第1目 はじめに

アメリカ合衆国は50の州から構成される連邦国家であり、一般的に連邦レベルの法制度と州レベルの法制度が併存している。証券関連の規制も同様であり、連邦の規制と各州の規制（いわゆるブルー・スカイ・ロー）が存在し⁸⁰、有価証券の売買に関する契約の準拠法を踏まえて適用される規制が決定されるが、連邦規制は連邦の規制機関であるSEC（Securities and Exchange Commission）が運用を担っている。もともと、会社法については各州の法のみが存在し、複数の州にまたがり経済活動を行う会社であっても、いずれか1つの州の会社法を準拠法として設立される。

内部者取引に対する法的規律としては、1800年代には既に、当事者間に情報の非対称性が存する株式の相対取引について、情報劣位だった側が情報優位だった側に損害賠償請求

⁷⁷ 小島・前掲注（60）47頁。

⁷⁸ もともと、上記の情報の片面的遮断にかかる説明は講学上の設定であるから、客観確率として等確率である。

⁷⁹ 豊田編著・前掲注（61）14-20頁〔豊田〕。

⁸⁰ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』（弘文堂、2004第1刷、2006一部補訂）2-4頁参照。

して裁判所がこれを容認した事例が出現し始めていた⁸¹。

アメリカ合衆国の建国以来、連邦レベルの公的規制としては内部者取引を直接禁じる制定法はないという状態が継続している（ただし、本稿執筆時点において、内部者取引を禁じる条項を1934年証券取引所法に盛り込むための“Insider Trading Prohibition Act”という名称の法案が審議されており、下院では可決された状況にある⁸²）。このため、1934年証券取引所法10条b項とこれに関するSEC規則10b-5が公的な制裁の根拠とされてきた。証券取引所法10条b項は、「反詐欺条項」とも呼ばれる一般規定であり、問題となる行為に詐欺性があることが制裁の前提となる。制裁対象たる内部者取引に関する定義がなく、一般条項に基づき制裁対象を画する必要があるため、その解釈を行うSECおよび裁判所の判断（判例（法））が制度形成において極めて大きな役割を担っている。

他方、民事責任については連邦レベルで立法が行われており、1984年内部者取引制裁法（Insider Trading Sanctions Act of 1984）により、公開市場における取引実施者に対する民事賠償責任（150万2,500ドルを上限とする3倍賠償）の追及が可能となった（相対取引や新規発行取引は対象外である）。また、1988年内部者取引および証券詐欺エンフォースメント法（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988）により、当該責任が取引実施者を支配する者（controlling person）にも拡張された。これにより、内部者取引が問題となる証券の発行者は、その従業員等が内部者取引を行うことを察知した場合にはその防止措置を講じる必要があり、これを怠ると、責任を負い得る⁸³。

以下、本稿では、主として連邦規制とそれに関する判例法を取り上げる。

第2目 未公表情報

内部者取引規制、外部者取引規制、および情報伝達・取引推奨規制を惹起することになる未公表情報は「内部情報（inside information）」と呼ばれるが、制定法上、その定義はない。

もっとも、SECは内部情報に該当しやすい情報について例示を行っており、①利益（earnings）に関する情報、②M&Aや公開買付、ジョイントベンチャー、あるいは資産の変動（changes in assets）、③新製品若しくは新発見、または顧客若しくはサプライヤーに関する出来事（契約の獲得または喪失など）、④支配権の変動または経営陣の変動、⑤監査人（auditors）の変更、または監査人による発行者がもはや監査人の監査報告に依拠していない旨の表明（auditor notification that the issuer may no longer rely on an auditor's

⁸¹ 萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂、2011）110-156頁参照。

⁸² 進捗状況につき、<https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/2655/text>

なお、この法案は、2019年に提出されたがCOVID-19の影響もあり未成立で廃案になった同内容の法案が2021年に再度提出されたものである。2019年に提案された法案について紹介し、条文案の訳を提示するものとして、朝倉真理＝轟ゆかり「米国におけるインサイダー取引規制改革論議について」証券レビュー60巻6号51-66頁（2020）。

⁸³ John P. Anderson, *Solving the Paradox of Insider Trading Compliance*, 88 TEMP. L. REV. 273, 276-77 (2016).

audit report)、⑥発行者の証券に関する何らかの事象（優先証券（senior securities）に対する債務不履行、償還のための証券のコール、自社発行証券の取得計画（repurchase plans）、株式分割ないし配当における変化、証券所持人の権利の変更、新たな証券の公募又は私募（public or private sales）など）、および⑦破産または管財人の管理下に入る、というものが列挙されている⁸⁴。

この重要事実が未公表であるか否かにより、規制適用の有無に差異が生じるが、SECはある情報が公になっているか否かは、投資家が一般的に利用可能か否か、という基準により判断されるとしている⁸⁵。もっとも、裁判例においては当該情報が株価に反映されているか否か、という点に基づき判断されているものもあり、株価に反映されていれば一般公衆に向けた開示がなくとも公表と認められ得る⁸⁶一方、情報が誰でも接することができる状態になったとしても、その情報が株価に反映されるまである程度の時間を要するところ、その反映前においては未公表として扱われ得る⁸⁷。

第3目 内部者取引・外部者取引

公開市場で行われる内部者取引に対する規則 10b-5 に基づく公的規律の端緒は、1961年の SEC によるエンフォースメントである。すなわち、Cady, Roberts & Co. 審決⁸⁸において、未公表情報を知る者は、規則 10b-5 により未公表情報を開示するか、または取引を実施してはならない義務があるとされた。

他方、裁判所の判断としては、1968年に第2巡回区控訴裁判所が Texas Gulf Sulphur 事件⁸⁹において上記審決の結論と同様の義務が存在することを認めたものの、連邦最高裁判所は1980年の Chiarella 事件⁹⁰において一般的なその種の義務を否定した。すなわち、規則 10b-5 の下で、未公表情報を知る者に情報開示義務が生じるのは、当該者と当該情報の情報源が信認関係にある場合のみであり、単に未公表情報を知っていることのみではその種の義務はないとし、規制が及ぶ者の範囲を限定した。ここから、内部者取引が規制さ

⁸⁴ SEC, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, RELEASE NOS. 33-7881, 34-43154, IC-24599, FILE NO. S7-31-99 (2000), available at https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm#P120_46985

⁸⁵ SEC, *supra* note 84. すなわち、その注 40 が付されている本文において上述の趣旨が述べられるとともに、注 40 では以下の引用がなされている。Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 854 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969); *In re Investors Management Co.*, 44 S.E.C. 633, 643 (1971).

⁸⁶ *United States v. Libera*, 989 F.2d 596, 601 (2d Cir. 1993)は、情報が公にアナウンスされておらず、ごく一部の者（only a small number of people）しか当該情報を知らない場合であっても、規則 10(b)との関係においては情報が公表済みとされる場合があるとし、また、株価に十分に反映されていれば未公表情報に基づき利得できないとする。

⁸⁷ SEC, *supra* note 84. その脚注（footnote）40において、本文記載の趣旨が記されている。

⁸⁸ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

⁸⁹ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d. Cir. 1968).

⁹⁰ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

れる根拠を、信認義務 (fiduciary duty) に求める考え方が登場しており、これがアメリカにおいて内部者取引規制における重要な理論的支柱になっている。すなわち、内部者取引規制の文脈における信認義務理論 (fiduciary duty theory) は、信認義務に基づき内部者取引規制の適用を肯定し、また、その適用範囲を画するものであり、伝統的理論 (classical theory) とも呼ばれる。

なお、内部者取引を規制する根拠としては、信認義務理論と並び、不正流用理論 (misappropriation theory) がもう 1 つの柱となっている。連邦最高裁判所は、これをいわゆる O'Hagan 事件⁹¹において採用した。同事件は、ある上場会社が企業買収の実施を企図し、ある法律事務所を代理人として雇っていたところ、当該事務所のパートナー弁護士 の 1 人 (O'Hagan) が、その代理業務には関わっていなかったものの、その企業買収に関する情報を得て買収ターゲットの株式およびストック・オプションを大量に購入し、その買収のための公開買付が開始されて株価が上昇した後に売り抜けて利益を得たという事案である。当該パートナー弁護士は、買収会社との関係では信認関係にないが、判旨は、情報源との関係で情報を不正に用いることが詐欺性を持つとして、当該弁護士の行為を内部者取引として位置付け責任を肯定した。不正流用理論に対しては、情報元と情報流用者が同時に情報を利用できるので情報元が害されているとはいえない、との批判⁹²や、情報元が同意すれば取引実施が認められるがこれは不当であるとする批判 (ときに、その種の同意を求める者は「図々しい受託者 (brazen fiduciary)」と呼ばれる⁹³) がある。

規制の対象範囲を画する要素として、未公表情報を単に知りながら (情報を保有しながら) 取引を実施しただけで制裁対象となるのか、それともその情報を利用して取引を実施したことが要件となるのか、という点が 1 つの大きな問題であった。判例法は巡回区控訴裁判所レベルで割れていたところ、SEC は 2001 年に規則 10b5-1 を制定し、これにより、未公表情報を知る前に作成されていた一定の要件を満たす「取引計画 (Trading Plan)」に従った売買であれば、その実行時点において未公表情報を覚知していたとしても内部者取引には該当しないこととされた。これは、未公表情報の覚知と取引実施の先後に関して、後者が先であれば、少なくとも取引計画に従って実行される売買であれば制裁しないということであり、この点に関する非対称性が存在することになる。

覚知された未公表情報が株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるか、および実施が決定された取引が購入と売却のいずれであるか、という組み合わせに基づく制裁範囲の区分は、この保有と利用に関する制度設計に関連しているとも考え得るが、この点に関する判例や学説は発見できなかった。仮に、株価上昇情報を知りながら実施される売却や株価下落情報を知りながら実施される購入は、取引実施者に利益をもたらすものではなく信認

⁹¹ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

⁹² Kenneth R. Davis, *Insider Trading Flaw: Toward a Fraud-on-the-Market Theory and Beyond*, 66 AM. U. L. REV. 51, 74 (2016).

⁹³ See, e.g., Donna M. Nagy, *Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion*, 59 OHIO ST. L.J. 1223, 1257 (1998).

義務違反や情報の不正流用には該当しないと考えられているのであれば、制裁しないことが自明視されており、規制範囲に非対称性が存在することになるが、本稿の結論としては確たることは言えない。

発行取引に対する内部者取引規制の適用については、基本的には新規に有価証券が創出されるのか既存有価証券の取引であるのか、という形式に基づき規制の適用有無を決する判例や学説は見受けられない。もっとも、現時点ではストック・オプションは規制対象外ではあるものの、重要事実を覚知している経営者に対するストック・オプションの付与を内部者取引規制の射程内に含めるべきか否か 2020 年 9 月 17 日に下院で公聴 (hearing) が開かれており⁹⁴、状況に変化が見られる。また、アメリカでは発行市場と流通市場の垣根を超えた新株発行制度が存在するので、そもそも、発行取引であるが故に内部者取引規制が適用されないという枠組みにはなっていないと考えられる。以下、簡単に当該制度を確認する⁹⁵。

すなわち、アメリカにおいては、株式会社は一定の要件の下で任意の時期の購入のみならず (販売エージェントを介した) 売却も実施でき、当該売却を実現する制度は、一般に “At-the-Market Offering (ATM Offering)” と呼ばれている⁹⁶。株式会社が新発の自社株を流通市場に直接流すという行為には、伝統的な新株発行に際して発行市場が果たしてきた機能を流通市場に組み込む面があり、それゆえ、そこには新株発行というプロセスが内在していると考えられることができる。このとき、流通市場における会社 (の販売エージェント) による売り注文が「募集 (offering)」に相当するものといえるが、これは、①流通市場における募集 “at the (secondary) market offering” として捉えられる一方、②市場価格による募集 “at the market (price) offering” ともなる。上記の制度呼称は②に由来する面が強いと推察するが、本稿では同制度に「流通市場発行制度」との名称を付すこととし、また、同制度に基づく発行を「流通市場発行」と呼ぶ。

アメリカの現行法では、筆者が接し得た限りにおいて流通市場発行制度の定義は 2 つある。1 つ目の定義として、証券法規則 415 条⁹⁷およびレギュレーション A 第 251 条⁹⁸にお

⁹⁴ 内容の文字起こしとして、see <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-116hhrg43503/html/CHRG-116hhrg43503.htm>

⁹⁵ 制度の詳細については、see, e.g., Matthew T. Billett, Ioannis V. Floros & Jon A. Garfinkel, *At-the-Market Offering*, 54 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1263 (2019).

⁹⁶ アメリカの制度上も、この名称が用いられている。なお、本稿では詳細を取り上げないが、カナダにおいても同様の制度が設けられており、規制上の制度名は “At-the-Market Distribution” である。

日本法においては、上場している株式会社は一定の要件下で任意の時期に流通市場で自社株を購入する (自己株式を取得する) ことができるが (会社 155 条乃至 165 条、金商 162 条の 2、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 23 条 1 号参照)、流通市場における自社株の直接的な売却、つまり新株発行または自己株式処分は実施できないと考えられる (さしあたっては、会社 203 条乃至 206 条の 2 参照)。

⁹⁷ 17 C.F.R. 230.415(a)(4) (2022).

⁹⁸ 17 C.F.R. 230.251(d)(3)(ii) (2022).

いては、「固定価格によらない、同じクラスの発行済株式についての現存する取引市場に対して行われる、エクイティ証券の募集⁹⁹」とされている。なお、証券法規則 415 条は流通市場発行制度の根拠規定であるのに対し、レギュレーション A 第 251 条のものは、一定の場合に流通市場発行制度の利用を禁止する規定である。レギュレーション A は募集金額が小さい場合に登録義務を緩和するものであるが、そのような発行において狭義の流通市場発行制度を用いることが禁止されている¹⁰⁰。また、この定義における流通市場発行制度について、安定操作が禁止されるとともに¹⁰¹、ナスダック市場におけるブローカー・ディーラーによるマーケット・メイクも不可とされている¹⁰²。2 つ目の定義として、レギュレーション M 第 100 条¹⁰³においては、「固定価格によらない証券の募集」とされている¹⁰⁴。これも禁止規定における定義である。

流通市場発行制度の特質は、制度利用者が、①予め定められた期間内（現行規制では、制度利用者による利用開始から 3 年間）において、任意の時期に、予め定められた発行可能枠の範囲内で、②その都度開示することを要せずに、③販売エージェント（ブローカー・ディーラー）を介して新株を流通市場に直接流すことができる制度であり、④それは実質的に市場株価により新株を発行することに等しい、という 4 点にまとめられる¹⁰⁵。

流通市場発行を実施中の会社の株式を流通市場で購入すると、それは、以前は市場に存

⁹⁹ 原文は、“an offering of equity securities into an existing trading market for outstanding shares of the same class at other than a fixed price”である。

¹⁰⁰ *Id.*

¹⁰¹ 17 C.F.R. 242.104(e) (2022).

¹⁰² 17 C.F.R. 242.103(a) (2022).

¹⁰³ 17 C.F.R. 242.100(b) (2022).

¹⁰⁴ 原文は、“At-the-market offering means an offering of securities at other than a fixed price.”である。流通市場における発行という要素が含まれておらず、証券の種類に関する限定もないため、上記の規則 415 条およびレギュレーション A 第 251 条の定義よりも広範なものとなっている。それゆえ、規則 415 条およびレギュレーション A 第 251 条における流通市場発行はレギュレーション M における流通市場発行でもある。

¹⁰⁵ ①および②の一部は、流通市場発行制度に固有のものではなく、同制度の基礎となっている「一括登録制度（shelf registration）」に由来するものである（一括登録制度を利用している会社のうち、一定の要件を満たした会社が流通市場発行制度を利用できるので、その意味で、流通市場発行制度は一括登録制度の拡張オプションといつてよからう）。

③および④の一部は、「ベストエフォート発行（best effort issuance）」に由来するものである。ここで、ベストエフォート発行とは、引受人が発行者の代理人として行動し、発行される予定の証券の買主を探すというものであり、可能な限り株式を販売できるように努力するが（best effort）、すべての株式を売却することを約するものではなく、引受人は売れ残りのリスクを負わない、という発行形態である（リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン（藤井真理子＝國枝繁樹監訳）『コーポレートファイナンス（上）〔第 10 版〕』（日経 BP 社、2014）613 頁）。これは、売れ残りのリスクを抱えつつも転売目的で引受人自身が証券を買い取る発行形態である「買取引受（firm commitment）」と対置されるものであり、流通市場発行がベストエフォート発行であるということは、注文を市場に出しても約定しなかった場合に、販売エージェントは何ら引受責任等を負わないことを意味する。

在していなかった新株である可能性もあれば、既存株式である可能性もある。しかし、アメリカの内部者取引規制は、同規制に抵触する株式の購入取引が実施された場合に、当該株式が新株だったのか既存株式だったのか特定して制裁有無を決するというような制度ではない。

第4目 情報伝達・取引推奨

内部者取引規制の内容に戻り、本目では情報伝達・取引推奨規制を概観する。この点、アメリカ法では、未公表情報を他者から伝えられた者が取引実施により利益を得た場合、いかなる要件の下で当該者が制裁されるか、という点が問題となってきた。

判例の枠組みは、その大枠としては、情報伝達者および情報受領者が規則 10b-5 のもとで責任を負い得るのは、(1) 情報伝達者が重要な未公表情報を情報受領者に教えることで信認義務に違反し、(2) 情報伝達者が情報受領者に情報を与えることで個人的な利益を得ており¹⁰⁶、(3) 情報受領者が情報伝達者の信認義務違反を知り、あるいは知るべきであったという事情の下で、(4) 情報受領者が当該情報を証券取引に利用した、という場合として整理できる¹⁰⁷。

情報受領者の責任は、情報伝達者による信認義務違反から派生するものであり、情報伝達者が有責とならない限り責任を問われない。

第5目 その他

証券取引所法 16 条により、同法 12 条に基づき登録された持分証券 (equity security) の 10%超を直接または間接に有する実質的所有者 (beneficial owner)、および当該証券の発行者の取締役および役員は、当該地位を得た時点で保有している当該発行者の持分証券

¹⁰⁶ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 664 (1983).

ここで要件に該当する利益がいかなるものか、という点が重要となる。第 2 巡回区控訴裁判所は家族や友人への情報の贈答と引き換えに金銭的ないし類似する価値ある性質のものが受領されることが必要になるとした。 *United States v. Newman*, 773 F.3d 438, 452 (2nd Cir. 2014).

これに対し、第 9 巡回区控訴裁判所は、親戚や友人等への情報提供では、金銭的な見返りがなくとも情報提供によりその仲が良くなるといったプラスの効果があり、このように金銭的あるいは有形のものではない利益で要件を満たすという趣旨の判断を行った。 *United States v. Salman*, 792 F.3d 1087, 1093 (9th Cir. 2015).

他の巡回区控訴裁判所や地方裁判所レベルでの判示では、第 9 巡回区控訴裁判所に近い判断がなされていたようである。 Sara Almousa, comment, *Friends with Benefits? Clarifying the Role Relationship Play in Satisfying the Personal Benefit Requirement under Tipper-Tippee Liability*, 23 GEO. MASON L. REV. 1251, 1268-72 (2016).

このような状況において、連邦最高裁は、上記の第 9 巡回区控訴裁判所の判決の上訴において、その判断を支持し、経済的な利益の授受がなくとも要件が満たされるとした。 *Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420 (2016). 評釈として、湯原心一「判批 (同事件)」成蹊法学 87 号 80-60 頁 (2017)。

¹⁰⁷ この整理について、Almousa, *supra* note 106, at 1259.

の数量、およびその後の保有数量の変化を SEC に届け出る必要がある¹⁰⁸。当該規制の名宛人は、内部者取引規制の適用対象となり得る地位を有する者であり、持分証券の取引状況を公にさせることで内部者取引を抑止することが期待されている¹⁰⁹。

第6目 小括

以上が、アメリカの内部者取引規制の概要であるが、その枠組みにおいて、上述した 8 つの非対称性のうち、少なくとも 6 つは存在するといえる。

①内部情報を知りながら取引実施の意思決定を行うことが制裁対象とされる一方で、取引不実施の意思決定は制裁されず、非対称性が存在する。②内部情報を覚知する前に為された取引実施の意思決定を制裁対象から外すべきであるとの考え方にに基づき、取引計画という制度がセーフハーバーとして設けられており、非対称性が存在する。③株価上昇情報を知りながら売り、あるいは株価下落情報を知りながら購入する行為に関しては、公的文書や学説において言及される例は皆無に近く、非対称性の存否は不明である。④1934年証券取引所法が基本的に流通市場を規律する規制であることも相まってか、発行取引に対する内部者取引規制の適用に関する議論はあまりなかったが、近時は若干の変化が見られるとともに、発行市場と流通市場の垣根を超えた新株発行制度があるため、発行取引であるが故に内部者取引規制の適用対象外になるということはなく、非対称性は存在しない。⑤未公表情報を覚知していない者が取引を実施したとしても制裁されないことは自明視されており、非対称性が存在する。⑥取引不実施の推奨については取引不実施に帰結しても不当視されておらず、非対称性が存在する。⑦未公表情報を覚知していない者による取引推奨も、未公表情報を覚知していないが故に不当視されておらず、非対称性が存在する。⑧未公表情報を覚知していないという事実を伝達する行為も何ら不当視されておらず、非対称性が存在する。

第3款 EUにおける規制の枠組み

第1目 はじめに

EU（その前身組織を含む）における内部者取引規制は、その起源が 1966 年の通称「Ségre Report」に求められることがあるが¹¹⁰、これは市場濫用行為に対する規制の在り方に言及するものではなかった¹¹¹。内部者取引に対する規制それ自体としては、1989 年

¹⁰⁸ 15 U.S.C. § 78p (2022).

¹⁰⁹ 黒沼・前掲注 (80) 174 頁。

¹¹⁰ Jesper Lau Hansen, *Insider Dealing after the Market Abuse Directive*, in CORPORATE FINANCE LAW IN THE UK AND EU 87, 87 (Dan Prentice & Arad Reisberg eds., Oxford University Press, 2011); Katja Langenbacher, *Insider Trading in European Law*, in RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 429, 429 (Stephen M. Bainbridge ed., Edward Elgar, 2013).

¹¹¹ IWONA SEREDYŃSKA, INSIDER DEALING AND CRIMINAL LAW: DANGEROUS LIAISONS 4 (Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012); Sebastian Mock, *History, Application*,

11月13日のいわゆる内部者取引指令¹¹²が端緒であり、その後は、2003年1月28日の市場濫用指令（Market Abuse Directive）¹¹³に基づきEU加盟国がそれぞれ行った立法により形成されてきた。

この枠組みに大きな変容をもたらしたのが、2014年6月12日にその一部が施行された市場濫用規則（Market Abuse Regulation）である。この規則は市場機能を阻害する行為を規制するものであり、当該規則の内部者取引に関する規定が2016年7月3日に施行され（市場濫用規則39条1項・2項参照）、これがEUにおける内部者取引規制の中核となった。市場濫用規則は、「規制市場（regulated market）」、「多角的取引システム（MTF）」、および「組織化された取引施設（OTF）」で取引することが現に認められ、または規制市場で取引することを認めるように上場申請がなされた金融商品に対して適用される（市場濫用規則2条1項）¹¹⁴。規制市場、MTF、およびOTFのいずれについても、金融商品市場指令（現行のものは、通称「MiFID II」）¹¹⁵の定義が借用されている（市場濫用規則3条1項（6）乃至（8））¹¹⁶。

Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE 1, 4 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., Oxford University Press, 2017).

¹¹² Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing. なお、鳥山恭一「欧州連合における資本市場濫用規制の展開」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規制』449-489頁（商事法務、2020）451頁は、上記指令の名称を「内部者取引に関する規制の調整にかかわる1989年11月13日の欧州経済共同体の閣僚理事会の指令第89/592号」と訳している。

¹¹³ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). 鳥山・前掲注（112）449-450頁は、上記指令の名称を「内部者取引および市場操縦（市場濫用）に関する2003年1月28日の欧州共同体の欧州議会および閣僚理事会の指令第2003/6号」と訳している。

¹¹⁴ 鳥山・前掲注（112）451-452頁。

¹¹⁵ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

¹¹⁶ まず、規制市場とは、金融商品市場指令 Title III に服する、当該市場で取引が許容されている「金融商品」に関して、そのシステム内において裁量のないルールに則り、複数の第三者の金融商品に対する売り気配および買い気配を集約し、または集約を促進して契約に至らしめる、「市場運営者」により運営または管理されている「多角的システム」である（金融商品市場指令4条2項（21））。ここで、金融商品とは同指令 Annex I セクション C で定義される商品を指し（同15）、市場運営者とは規制市場の業務を管理または運営し、あるいは自身が規制市場となり得る人を指し（同（18））、また、多角的システムとは複数の第三者の金融商品に対する買い気配および売り気配がシステム内において相互作用する（interact）ことが可能である、システムおよび施設を指す（同（19））。

次に、MTFとは、同指令 Title II に服する、そのシステム内において裁量のないルールに則り、複数の第三者の金融商品に対する売り気配および買い気配を集約する、「投資企業」または市場運営者により運営されている多角的システムである（同（22））。ここで、投資企業とは、その通常の業務またはビジネスが、専門家の水準でなされる第三者に対する投資サービスまたは1つ以上の投資活動である法人を指す（同（1））。

また、市場濫用指令も改正され、市場濫用規則が定める違法行為に該当する行為に対する制裁のうち、EU レベルでは立法権限に制約がある刑事罰に関する事項¹¹⁷について、改正前に引き続き加盟国に国内法の立法を促している¹¹⁸。なお、欧州委員会にはいわゆる「レベル 2 立法の権限」、すなわち委任規則（delegated acts）および実施規則（implementing acts）を定める権限が与えられており（市場濫用規則 35 条参照）、その他、規制技術基準（regulatory technical standard）や実施技術基準（implementing technical standard）が定められている¹¹⁹。

以上の通り、現在の EU では、市場濫用規則（および同規則に基づく各国の国内法¹²⁰）と、市場濫用指令に基づく各国の国内法が内部者取引規制の骨格となっている。本稿ではこれらのうち主として同規則および同指令の内容を取り上げることとし、加盟国における固有の内部者取引規制については、若干の言及は為すものの重きは置かない。また、その対象は、株式に関して適用される規制に限定する。

第 2 目 未公表情報

内部者取引規制、外部者取引規制、および情報伝達・取引推奨規制を惹起することになる未公表情報は「内部情報（inside information）」と呼ばれており、定義規定が設けられている。

株式に関連する要素に限定すると、内部情報はまず、①確定的性質を有し、②未公表であり、③直接または間接に、1 つ以上の発行者または 1 つ以上の金融商品に関係しており、④情報が公になれば金融商品の価格に重大な影響を持つであろう（すなわち、合理的な投資家であれば当該情報をその投資意思決定に際して考慮するであろう）と考えられる情報であ

最後に、OTF とは、複数の第三者の社債、仕組債、排出権およびデリバティブに対する売り気配および買い気配がシステム内において相互作用して（interact）契約に至らしめられる、規制市場と MTF のいずれでもない多角的システムである（同（23））。

¹¹⁷ 欧州連合の機能に関する条約 83 条 2 項により、EU レベルの市場濫用関係の立法（マネーロンダリングを除く）では、刑事罰に関して、それが EU の政策の効果的な履践を確保するために不可欠である場合にのみ、最低限の事項（minimum rule）を定めることができる。Mock, *supra* note 23, at 9.

¹¹⁸ Mock, *supra* note 23, at 9-10.

¹¹⁹ 2020 年 10 月 2 日付の一覧表につき、European Commission, *Implementing and Delegated Acts on Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance* (2020), at

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/mar-level-2-measures-full_en.pdf

¹²⁰ 一般論として、規則は加盟国による国内法化を俟たず直接適用される。しかし、市場濫用規則においては、内部者取引等の市場阻害行為に対する行政罰につき、各国で国内法を整備することを求めている（市場濫用規則 30 条 1 項）。鳥山・前掲注（112）475 頁。

る¹²¹、という 4 つの要素を有する情報として定位できる¹²²（市場濫用規則 7 条 1 項(a)、同 4 項第 1 段落参照）。これは従来の市場濫用指令における内部情報の定義と同様である¹²³。

第 3 目 内部者取引

市場濫用規則の下で、人は、「内部者取引」を実施し、または実施を試みることを禁じられる（市場濫用規則 14 条 1 項）。行為者が法人である場合は、各国の国内法に従い、当該法人の計算において購入、売却、および注文の撤回または変更を行うことを決定した自然人に対して規制が適用される（同 5 項）。

同規則における内部者取引とは、ある者が一定の経路により内部情報を知り¹²⁴、当該内部情報が関係する金融商品を、自身又は第三者の計算において直接または間接に購入または売却する形で当該情報を利用する行為、および、内部情報を知るよりも前に出された当該情報が関係する金融商品に関する注文を撤回し（cancel）、または変更する（amend）形で当該情報を利用する行為である（同前文 25 項¹²⁵、同 8 条 1 項）¹²⁶。

規制対象となる購入または売却は、条文上は特に範囲の制限が設けられていない。学説の 1 つとして、流通市場における取引はもとより、発行市場における取引も規制対象に包

¹²¹ 価格に対して重大な影響を持つと想定されるか否かは、合理的な投資家が当該情報を投資意思決定に際して利用するであろうか否かを基準に決せられる（市場濫用規則 7 条 4 項第 1 段落）。

¹²² Marco Ventoruzzo & Chiara Picciau, *Article 7: Inside Information, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE* 175, 178 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., Oxford University Press, 2017).

¹²³ 松尾健一「EUにおけるインサイダー取引規制—最近の判例および法改正について—」*阪大法学* 62 卷 3・4 号 281-301 頁（2012）284 頁参照。

¹²⁴ 一定の経路は、①発行者の管理機関（administrative body）、執行機関（management body）または監視機関（supervisory body）の構成員、②発行者の資本への持分を有する者、③雇用（employment）・職業（profession）・職務（duties）の履践に際して情報へのアクセスを有する者、④犯罪行為に関わる者、という地位にある者がその地位にあることにより知った場合（以上を「第 1 次内部者」という）、および⑤第 1 次内部者以外の者であって、内部情報を知っており、かつ当該情報が内部情報であることを知っており、または知るべき者（「第 2 次内部者」という）である（市場濫用規則 8 条 4 項）。なお、上記のうち①と③の訳出につき鳥山・前掲注（112）459 頁を参照した。③のうち“duties”が「職務」になるのは、フランス語の条文表記では対応する単語が“fonctions”であることによると目される。

¹²⁵ ①未公表情報を知る前になされた注文（order）が内部者取引と看做されるべきではないこと、②未公表情報を知る前に行った注文を、情報を知ったあとに撤回若しくは変更し、又は取り消し若しくは変更を試みることは、内部者取引に該当すると推定すべきであること、および③取引の実行時に情報を利用しなかったことを証明できれば、当該推定が覆され得ることが記されている。そのまま読むと、①は、注文が約定に帰結してパターン 9・11・13・15 が実現しても内部者取引とはならないことを、②は、パターン 10・12・14・16 が内部者取引となり得ることを示しているといえよう。

¹²⁶ 鳥山・前掲注（112）458 頁。

含されるとする見解¹²⁷がある。

内部情報の入手に関する一定の経路とは、①問題となる金融商品の発行者の経営、管理、および監督組織 (administrative, management or supervisory bodies) のメンバーになったこと、②発行者に対する出資者となったこと (having a holding in the capital)、③雇用、職務または義務の過程 (exercise of an employment, profession or duties) において情報へのアクセスを得たこと、および④犯罪行為に関与したことである (同 8 条 4 項第 1 段落)。また、上記以外の経路で情報を知った場合においても、当該情報が内部情報に該当することを知り、または知るべきであった者に対しても規制が及ぶ (同第 2 段落)。

2003 年指令が適用されていた頃、EU 加盟国のいくつかでは、たとえば株価上昇情報を知りながら売却する行為も制裁していたとされ¹²⁸、取引種別と情報種別の組み合わせに基づく非対称性も存在しなかったと考えられ、筆者が把握している限りでも、EU の市場濫用指令が適用される前にベルギー国内法においてそのような事例が 1 件ある。ただし、当該事例はその後、上述した内部者取引規制の要件である内部情報の「利用」に関する欧州司法裁判所の判断が示されるきっかけとなり、取引種別と情報種別の組み合わせに基づく非対称性が導入される契機となった。以下では、上記のベルギー法の事例と、それに対する欧州司法裁判所の判断を、欧州司法裁判所の判決¹²⁹と、同判決に付された法務官 (advocate general) による意見に基づき紹介し、併せて当該判決に対する学説にも触れる。

Spector 社 (以下、「S 社」という) は、ベルギー法に服する上場会社 (publicly quoted company) である。ある日、S 社は従業員に権利行使価額 10.45 ユーロのストック・オプションを付与した。S 社はそれらが行使された場合に自己株式を交付することを計画しており、もし必要があれば市場で自己株式を取得してこれに充てる予定であった。そして、S 社はこの目的の下で 2002 年の間に 45,000 株を市場で取得した。さらに、2003 年 5 月 28 日から同年 8 月 30 日までの間に 27,773 株を市場で取得したが、その内訳は、2,000 株の購入が 4 回にわたり実施されたあとで、S 社が 1 株あたり平均 9.97 ユーロで自社株を 19,773 株購入できるように、S 社の経営陣 (managers) の 1 人である Van Raemdonck が 8 月 11 日および 13 日に売り注文を出し、これが約定したというものだった¹³⁰。S 社はその後、自己株式取得の結果と、自社について予定されている企業買収に関して一定の情報

¹²⁷ Jesper Lau Hansen, *Article 8: Insider Dealing*, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE 208, 231 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., Oxford University Press, 2017).

¹²⁸ Hansen, *supra* note 110, at 98 (筆者は接することができなかったが、当該頁の注 30 において、本文記載の内容に関して ESME Group, *Market Abuse EU Legal Framework and its Implementation by Member States: A First Evaluation* (2007) part 3.4 が引用されている)。

¹²⁹ Case C-45/08 Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA) [2009] ECR I-12073.

¹³⁰ 日本法でいえば、馴合取引としての相場操縦に類する面があるものの目的要件に欠けるので制裁されないと考えられる。

を開示し¹³¹、同社の株価は上昇して同年 12 月 31 日には 1 株 12.50 ユーロとなった。この事実関係からすれば、Van Raemdonck は株価上昇情報を知りながら株式を売却したといえる。ベルギーの当時の規制当局（CBFA: Commission for Banking, Finance and Insurance）は、2006 年 11 月 28 日の決定により、上記の S 社と Van Raemdonck の間で 2003 年 8 月 11 日および 13 日に実現したと目される取引が、当時のベルギー法の下で内部者取引に該当すると判断し、S 社に対して 80,000 ユーロ、Van Raemdonck に対して 20,000 ユーロの罰金（fines）を課した。S 社と Van Raemdonck はブリュッセル控訴院（hof van beroep te Brussel）に控訴し、同控訴院は、同事件で適用される法律の改正後の条文が 2003 年市場濫用規則との関係でいかなる地位にあるか欧州司法裁判所に判断を求めた。欧州司法裁判所は 2009 年に判決を出し、2003 年市場濫用指令における内部者取引規制について、人が内部情報を知りながら当該情報が関係する金融商品を売買すると情報の利用が推定されるが、行為者において反証が可能であるとした¹³²。この枠組みにおいて、法務官の見解としては、株価上昇情報を知りながら売却する場合のように、内部情報に起因する将来の株価の動きに反して行動したならば、情報の利用は肯定され得ないとする¹³³。学説においても、当該判決では、内部者足り得る者が未公表情報を知りながら取引を行えば当該情報を利用したものと推定され、当該内部者がこの推定を覆す必要があることになったが、株価上昇情報を知りながら株式を売却したのであれば情報を利用していないことの証左になるとする見解¹³⁴がある。

なお、上記の要件に抵触して内部者取引に該当する場合であっても、以下の要件を満たす場合には、「正当行為（legitimate behaviour）」として、内部者取引規制の適用が排除され得る。具体的には、①（a）法人において、その法人のために自然人が、内部情報が関係する金融商品を売買するという意思決定を行い、またはその意思決定に対する影響力を持つ者が内部情報を有する、という事態が生じないように、適切かつ効果的な仕組みと手続きを設けてこれを運用・維持しており、かつ、（b）法人のために内部情報が関係する金融商品の売買を行うように自然人に対して推奨行為を行っていない、②（a）マーケットメーカーとして、または取引のカウンターパーティーとして行動する権限のある者が、内部情報が関係する金融商品の売買がその地位における正常な遂行として正当に行われ、ま

¹³¹ 判決原文では、“Spector subsequently published certain information concerning its results and its commercial policy.”とされている。このうち、“its results”は自己株式取得の結果を指すが、“its commercial policy”は、general advocate の意見やその他の情報からして、S 社の子会社による同業ライバル企業の買収に関する情報を指すと考えられる。

¹³² Spector Photo Group NV Chris Van Raemdonck. v. Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA).

¹³³ Opinion of Advocate General Kokott delivered on 10 September 2009. Spector Photo Group NV and Chris Van Raemdonck v Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA), para. 66-67.

¹³⁴ Matthijs Nelemans and Michael Schouten, *Takeover Bids and Insider Trading*, in RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 449, 463-64 (Stephen M. Bainbridge ed, Edward Elgar Publishing Limited, 2013).

たは (b) 人が第三者のために注文を執行する権限を有しており、かつ、注文が関係する金融商品の売買が、当該者の雇用 (employment)、職業 (profession)、または職務 (duties) の正常な遂行¹³⁵として、正当にその注文を執行するために行われた売買である、③履行期限が到来した義務の履行として誠実に (in good faith) なされる、内部情報が関係する金融商品の売買であって、かつ内部者取引を回避するためのものではなく (not to circumvent the prohibition against insider dealing)、同時に (a) その義務が、人が内部情報を知る前に出された注文または形成された合意に基づくものであり、または (b) 内部情報を知る前に生じた法的または規制上の義務の履践のためになされた、または、④他の会社に対する公開買付 (すべての株式の買い付けを目指す場合に限る¹³⁶) または他の会社との合併に関する行為の中で当該会社についての内部情報を知り、当該情報をその合併または公開買付の遂行のためにのみ用いた場合であって、その相手会社における合併の承認または公開買付への応募がなされた時点において、すべての内部情報が公表され、または内部情報該当性を喪失している (市場濫用指令 9 条 1 項乃至 4 項)。また、⑤ある者が、その者自身が金融商品を売買することを決定したことを認識しながら行う金融商品の売買は、そのことのみでは内部情報の「利用」には該当しない (同 5 項)。なお、以上の要素があったとしても、規制当局により不当性が立証された場合には、なお制裁され得る (同 6 項)。

第 4 目 情報伝達・取引推奨

市場濫用規則において、人は、他者に対して内部者取引を行うことを推奨し、または内部者取引を行うよう誘導してはならない (市場濫用規則 14 条(b))。より具体的には、内部情報を知る者が当該情報に基づき、他人に対して、①当該情報が関係する金融商品の購入若しくは売却をすることを推奨し、または購入若しくは売却をするように誘導する行為、および②当該情報が関係する金融商品に関する注文の撤回若しくは修正を推奨し、または回避・修正をするように誘導する行為が禁じられている (市場濫用規則 8 条 2 項)。つまり、取引の実施を推奨する行為と、取引の不実施を推奨する行為の両方が禁じられている。名宛人の範囲は、内部者取引および外部者取引 (次目で取り上げる) の禁止にかかるそれと同様である (同 4 項)。

また、違法に内部情報を開示することも禁じられる (同(c))。情報伝達に関する規制は、内部情報の不正な流出 (市場濫用規則 10 条) という規制対象行為であり、2003 年指令では内部者取引規制に附随する位置付けだったものが、現行規制では独立した市場濫用行為として定位されている¹³⁷。禁止行為は、より具体的には、内部情報を有する者が、当該情

¹³⁵ 本稿における訳出について、注 (124) 参照。なお、同じ語は 2003 年指令においても含まれており、それを職務・職業・任務とする訳すものとして、久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大学法学論叢 48 巻 3・4 号 1-27 頁 (2004) 15 頁。

¹³⁶ 持分形成行為 (stake-building) には、この規制の適用を排除する規定は適用されない (市場濫用規則 9 条 4 項第 2 パラグラフ)。

¹³⁷ 鳥山・前掲注 (112) 463 頁。

報を他者に伝達する行為のうち、それが“employment”、“profession”、および“duties”の正常な遂行におけるものではない場合である。名宛人は、内部者取引および外部者取引の禁止にかかるそれと同じである。

第5目 外部者取引

上述した取引推奨および取引誘導を受けた者は、それが内部情報に基づくものであることを知り、または知るべきであった場合、当該推奨・誘導を利用すると内部者取引に該当する（市場濫用規則8条3項）。

第6目 その他

一定の場合、内部者足り得る者および当該者と密接に関係する者が、その内部者足り得る性質を有する対象の会社が発行した株式若しくは負債性証券、またはそれらが参照されているデリバティブについて、自身の計算において取引を実施した場合、3営業日以内に当該会社と当局に対して取引の内容についての報告義務を課されている（市場濫用指令19条1項）。また、発行者はその報告された内容を公表する義務も負う（同3項）。

第7目 小括

以上が、EUの内部者取引規制の概要であるが、その枠組みにおいて、上述した8つの非対称性のうち、完全な状態で存在するのは5つであり、また、部分的に存在するのは1つであるといえる。

①未公表情報を利用した取引実施の意思決定はもとより、未公表情報を知る前に実施が決定された取引を不実施とする（まったく実施しない場合と、取引内容を変更する場合を含む）の意思決定も内部者取引として制裁対象となっており、この点に関する非対称性は部分的である¹³⁸。②未公表情報を覚知する前に為された取引実施の意思決定は、内部情報を利用していないものなので制裁されないという非対称性がある。③株価上昇情報を知りながら売り、あるいは株価下落情報を知りながら購入する行為に関しては、未公表情報の利用に該当しないものと位置付けられており、取引種別と情報種別に基づく非対称性が存在する。④発行取引についても内部者取引規制が適用されると考えられ、この点に関する非対称性は存在しない。⑤未公表情報を覚知していない者が取引を実施したとしても制裁されないことは自明視されており、非対称性が存在する。⑥取引実施の推奨はもとより、取引不実施の推奨も明文により禁じられており、この点に関する非対称性はない。⑦未公表情報を覚知していない者による取引推奨は、未公表情報を覚知していないが故に不当視されておらず、非対称性が存在する。⑧未公表情報を覚知していないという事実を伝達する

¹³⁸ 条文上は、未公表情報を知る前に実施が決定されていなかった取引について、知った後も引き続き実施しないことは制裁対象ではないので、その意味における非対称性は存在する。

行為も何ら不当視されておらず、非対称性が存在する。

第4款 日本における規制の枠組み

第1目 はじめに

日本の内部者取引規制の基本構造は、**第1節第2款**で規制の非対称性を説明するために既に言及している部分も多いが、本款で改めて他の要素も絡めて概観しておく。

日本における内部者取引規制は、旧証券取引法 58 条（改正後 157 条）の制定により内部者取引を制裁する素地が形成されていたところ、同条は要件が漠然としており適用が困難であるとされ、事実上、1988 年の証券取引法改正およびその翌年 4 月 1 日の同改正の施行に端を発するものといえる。

第2目 未公表情報

内部者取引規制、外部者取引規制、および情報伝達・取引推奨規制を惹起することになる未公表情報は「重要事実」と呼ばれている。そしてそれらは上場会社またはその子会社に関する「決定事実」¹³⁹、「発生事実」¹⁴⁰、決算情報（売上高等又は売上高等に関する公表

¹³⁹ 決定事実は、金商法に列挙されているものとして、(1) 募集株式の発行および自己株式の処分、新株予約権の発行、(2) 資本金の額の減少、(3) 資本準備金又は利益準備金の額の減少、(4) 自己株式取得、(5) 株式無償割当・新株予約権無償割当、(6) 株式分割、(7) 剰余金配当、(8) 株式交換、(9) 株式移転、(10) 合併、(11) 会社分割、(12) 事業の全部または一部の譲渡・譲受、(13) 解散（合併に起因する場合は除く）、(14) 新製品又は技術の企業化、というものがある（金商 166 条 2 項 1 号）。

また、金商法施行令においても列挙があり、(15) 業務上の提携と解消、(16) 子会社の異動を伴う株式又は持分の譲渡・取得、(17) 固定資産の譲渡・取得、(18) 事業の全部または一部の休止・廃止、(19) 上場株式についての上場廃止申請、(20) 認可金融商品取引業協会に対する株券の登録取り消し申請、(21) 認可金融商品取引業協会に対する取扱有価証券である株券についてのその指定の取消申請、(22) 倒産手続（破産、民事再生、会社更生）の開始の申立て、(23) 新たな事業の開始、(24) 対抗買いの要請、(25) 金融機関による、預金保険法 74 条 5 項に基づく管理の申立て、というものが挙げられている（金商施行令 28 条）。

¹⁴⁰ 発生事実は、金商法に列挙されているものとして、(1) 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害、(2) 主要株主の異動、(3) 上場廃止・店頭登録取り消しの原因となる事実、というものがある（金商 166 条 2 項 2 号）。

また、金商法施行令においても列挙があり、(4) 財産上の訴えが提起され、又は提起されていたその種の訴えに関して判決があり、若しくはその訴訟の全部又は一部が裁判によらずに完結したこと、(5) 事業の差止め等に関する仮処分命令の申立てがなされ、又は当該申立てに基づく裁判があり、若しくはその全部または一部が裁判によらずに完結したこと、(6) 免許の取消、事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分、(7) 親会社の異動、(8) 会社自身以外の者による当該会社についての破産手続開始の申立て、(9) 手形の不渡り等、(10) 親会社についての破産手続開始の申立て等、(11) 債務者又は保証債務に係る主たる債務者における手形不渡りにより、当該者に対する債権や求償権の回収に際して相手方による債務不履行のおそれが生じたこと、(12) 主要取引先との取引停止、(13) 債権者から債務免除を受け、または第三者に債務引受若しくは弁済を

済みの予想値に関して投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす差異の発生)、およびバスケット条項(上記3つに該当しないが、その上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に異著しい影響を及ぼすもの)が重要事実に含まれている(金商166条2項参照)。なお、その影響度が軽微であると考えられる場合には重要事実とする意義は乏しいことから、設定された閾値との兼ね合いで要件を満たせば、重要事実には該当しないこととされており(有価証券の取引等の規制に関する内閣府令49条・50条)、これは一般に「軽微基準」と呼ばれる。

重要事実が「公表」されたものとして扱われる状況は、法定されている。発行体自身により、①開示書類(金商25条参照)が公衆縦覧に供された、②2つ以上の報道機関に公開して12時間が経過した、または③金融商品取引所への通知がなされ当該通知の内容が公衆縦覧に供された、という3つの手段がある(金商166条4項、金商令30条、取引規制府令56条)。そして、報道機関がスクープし、あるいは発行体自身がウェブサイトで言明するなど、上記の要件を満たさない形で未公表情報が公知といえる状況になったとしても、発行体が上記の措置を講じない限り「公表」状態とはならず、依然として内部者取引規制が適用され得る¹⁴¹(最決平成28・11・28刑集70巻7号609頁¹⁴²)。

してもらったこと、(14)資源の発見、(15)特定有価証券又は特定有価証券に係るオプションの取扱有価証券としての指定取り消しの原因となる事実、(16)特別支配株主による株式等売渡請求等の実施に係る承認・不承認の意思決定を行ったこと、というものが列挙されている(金商法施行令28条の2)。

¹⁴¹ 情報が公知であれば、取引当事者の双方が未公表情報を知っているとも捉え得る。当事者双方が未公表情報を知りながら行う取引は、市場外のものであれば、いわゆるクロクロ取引として適用除外となっている(金商166条6項7号)一方、市場内のクロクロ取引について適用除外規定はない。その理由として考えられるのは、適用除外規定を設けると、ある者が公知ではない未公表情報を知りながら取引を行った際に、偶然により取引相手方となった者も当該情報を知っていると(未公表情報の影響度評価に相違があったため、一方は買い注文を出したのに対し、他方は売り注文を出したとしよう)、責任を問われないという不都合が生じるというものである(刑事裁判になれば、相手方が情報を知らない者であることを、検察官側が立証しなければならないが、その立証は極めて困難である)。内部者取引を抽象的危険犯として位置付ける限り不可罰になるのは妥当でないであろうし、相手方が未公表情報を知っているということはその者も内部者取引の制裁対象足り得るのであって(第二次以降の情報受領者など規制対象外の場合もあるが)、両者とも不可罰になるのは一層不適切である。

市場内のクロクロ取引について適用除外規定がない理由が上記のもののみであれば、公知となった情報については制裁する必要がないとの立論の余地もあるように見えるが、本文後述の通り、未公表情報の公表権限を有しない内部者が一般投資家に比して優位に立つことが可能となるため、妥当ではない。

¹⁴² 同判決の評釈として、是木誠「判研」研修826号19-32頁(2017)、湯原心一「判批」旬刊商事法務2131号4-12頁(2017)、鈴木優典「判批」刑事法ジャーナル52号142-147頁(2017)、黒沼悦郎「判批」ジュリスト1515号108-111頁(2018)、など。同事件の第1審(東京地判平成25・6・28判時2203号135頁)の評釈として、松井秀征「判批」旬刊商事法務2018号4-14頁(2013)、杉田貴洋「判批」法學研究87巻6号47-56頁(2014)、川崎友巳「判批」判例時報2238号166-170頁(2014)など。第2審(東京高

第3目 内部者取引

一定の地位にある者が所定の経路で重要事実を知り、当該情報が公表される前に有価証券の売買等を実施すると、制裁される。適用される条文については、金商法 157 条と 166 条の適用関係が問題となる。観念的競合と捉える立場¹⁴³と、法条競合と捉える立場¹⁴⁴がある。前者によれば、ある取引について、法 166 条の要件を満たさず同条が適用されないことは法 157 条の適用を妨げないことになる。なお、法 157 条と法 166 条の両方が適用される事案では、いわゆる吸収主義により量刑が重い 157 条に基づき制裁されると考えられる（刑 54 条 1 項参照）。後者によれば、法 166 条 6 項の適用がないとされた取引類型（特に、適用除外規定に該当する場合）については、なお法 157 条を適用する余地はないと解することになる。

なお、「内部者」の定義（金商 166 条 1 項）に会社自身が含まれていないが、取引が会社の計算で行われている場合には、会社の意思決定を「内部者」たる経営陣等が行っているので会社自身による取引も規制の適用対象になるという考え方¹⁴⁵が一般的であることから、上記のように法人も制裁対象とすることが是認され得ることになる。また、行為主体が金融商品取引業者に限定されるが、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業等府令」という）においても、金融商品取引業者による、「法人顧客情報」（金商業等府令 1 条 4 項 14 号）¹⁴⁶に基づく自己売買が、内部者取引と同様に禁じられている（金商 38 条 7 号、

判平成 26・12・15 資料版商事 393 号 127 頁）の評釈として、久保田安彦「判批」ジュリスト臨時増刊 1479 号（平成 26 年度重要判例解説）115-116 頁（2015）、大庭沙織「判批」法律時報 87 卷 7 号 111-114 頁（2015）など。

¹⁴³ 昭和 63 年改正証券取引法 58 条 1 項および同 190 条の 2 の関係について、横島・前掲注（1）15 頁、並木俊守『日米インサイダー取引法と企業買収法』（中央経済社、1989）39-40 頁、栗山修『証券取引規制の研究—アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開—』（成文堂、1998）234 頁、栗山修「わが国におけるインサイダー取引規制」神戸大論叢 52 卷 3 号 91-118 頁（2001）100 頁。現行法につき、松本・前掲注（13）13 頁、服部・前掲注（13）326 頁。

¹⁴⁴ 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（下）」旬刊商事法務 1144 号 9-17 頁（1988）13 頁、芝原・前掲注（742）669 頁、西田典之編『金融業務と刑事法』（有斐閣、1997）238 頁〔佐伯仁志〕、神山敏雄『日本の証券犯罪』（日本評論社、1999）99 頁。

¹⁴⁵ 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 6-10 頁（1994）8-9 頁、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012）1223 頁、戸嶋＝久保田編著・前掲注（30）87 頁、服部・前掲注（13）207 頁、前田雅弘「インサイダー取引規制と自己株式」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制に関する諸問題（上）』178-198 頁（日本証券経済研究所、2016）184 頁など。

¹⁴⁶ 金商法 163 条 1 項に規定する上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの、並びに金商法 27 条の 2 第 1 項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）、これに準ずる株券等（同項に規定する株券等をいう。）の買集め及び金商法第 27 条の 22 の 2 第 1 項に規定する公開買付け（同項本文の規定の適用を受ける場合に限る。）の実施又は中止の決定（金商法第 167 条 2 項ただし書に規定する基準に該当するものを除く。）に係

金商業等府令 117 条 1 項 16 号)。現行法では、内部者取引に関して、罰金刑としての刑事罰については両罰規定があるので法人と自然人たる行為者の双方が処罰され得るが(金商 207 条 1 項 2 号)、課徴金については両罰規定とはなっておらず法人のみが課徴金を課される(金商 175 条 9 項¹⁴⁷参照)。法人の計算による外部者取引も、同様である。情報伝達・取引推奨に関して、刑事罰は行為者のみが科され得るが¹⁴⁸(金商 197 条の 2 第 14 号・15 号)、法人の業務としてなされた場合には法人のみが課徴金を課され得る(金商 175 条の 2 第 13 項・14 項)。

一定の場合については適用除外規定が設けられており、未公表の重要事実を知りながら為される売買等であったとしても、法 166 条に基づく制裁はないことが明示されている。本稿で重要となるもののみピックアップすると、(1) 募集株式の発行等に基づく権利株を有する者がその権利行使により株式を取得する場合、(2) 新株予約権を有する者がその行使により株式等を取得する場合、(3) 株式買取請求権が行使された場合、(4) 同じ重要事実を知る者同士による相対取引、および(5) 重要事実を知る前に締結された、売買等に関する契約の履行又は売買等の計画の実行として売買する場合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である場合¹⁴⁹、というものがある(金商 166 条 6 項 1 号・2 号・3 号・7 号・12 号)。

このうち、最後のものは一般に「知る前契約」および「知る前計画」と呼ばれるものである。未公表情報を知らない状態で売買契約それ自体を締結したが、その履行前に未公表情報を知った、という意味ではない点に留意が必要である。なお、知る前「契約」と知る前「計画」の違いは、前者は契約なので複数当事者間でなければ成立しないのに対し、後者は単独でも策定できる点にあると考えられている¹⁵⁰。知る前契約・計画は、内部者取引規制の導入時点から存在していたが、その要件が満たされる場面が少なかった。そこで、2015 年、知る前契約・計画としての適用除外範囲を拡大するという方向性のもと¹⁵¹、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(平成 19 年 8 月 8 日内閣府令第 59 号)が改正された(平成 27 年 9 月 16 日施行)。これにより、一定の要件を満たす知る前契約・計画が事前に導入されていれば、その後に未公表情報を知ったとしても、当該契約・計画に則った個

る公表されていない情報をいう(金商業府令 1 条 4 項 14 号)。この概念について検討を加えるものとして、川口恭弘「法人関係情報に関する規制—内部者取引規制との比較検討を中心に—」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』214-231 頁(日本証券経済研究所、2015)参照。

¹⁴⁷ 神田=黒沼=松尾編著・前掲注(32) 323 頁[神作]。なお、木目田=上島監修・前掲注(13) 286-287 頁[平尾覚=小林和真呂]参照。

¹⁴⁸ 取引推奨につき、木目田=上島監修・前掲注(13) 558 頁注 6 [上島]。

¹⁴⁹ 条文の文言は、「その他これに準ずる」であり、「その他これらに準ずる」ではないから、準ずる対象として参照されているのは「知る前計画」のみと読むのが素直であろう。

¹⁵⁰ 日本取引所グループ「『知る前契約・計画』に関する FAQ 集 [2016.2.4 版]」 <

<http://www.jpx.co.jp/regulation/preventing/insider/nlsgeu000001if9w-att/sirumaefaq2.pdf>> (2016) 3 頁参照。

¹⁵¹ 金融庁ウェブサイト <<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150618-1.html>> 参照。

別の発注等は内部者取引規制の適用対象にならないとする理解が一般的といえる。適用除外となるためには、次の3つの要件すべてを満たす必要がある。

- ①「業務等に関する重要事実を知る前に締結された特定有価証券等に係る売買等に関する書面による契約の履行又は業務等に関する重要事実を知る前に決定された特定有価証券等に係る売買等の書面による計画の実行として売買等を行うこと」（取引府令 59 条 1 項 14 号イ）。
- ②「業務等に関する重要事実を知る前に、次に掲げるいずれかの措置が講じられたこと。
- (1) 当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者…に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。）。
- (2) 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る。）。
- (3) 当該契約又は計画が法第 166 条第 4 項に定める公表の措置に準じ公表の縦覧に供されたこと。」（同 59 条 1 項 14 号ロ）
- ③「売買等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における売買等の総額又は数…が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により決定されること」（同 59 条 1 項 14 号ハ）

第4目 情報伝達・取引推奨規制

日本の現行規制では、内部者が、未公表情報に基づき利益を得させる目的で、他者に取引の実施を推奨し、あるいは現に覚知されている未公表情報を伝達することは禁じられている（金商 167 条の 2）。また、行為主体が金融商品取引業者に限定されるが、金商業等府令においても法人顧客情報（金商業等府令 1 条 4 項 14 号）を提供した売買の勧誘、および取引推奨も禁止される（金商 38 条 7 号、金商業等府令 117 条 1 項 14 号・同 14 号の 2）。

第5目 小括

以上が日本の内部者取引規制の概要であり、その枠組みにおいては、上述した 8 つの非対称性がすべて存在する。

第4節 本稿の構成

本節では、本稿の構成を概観する。既に本章第 1 節第 2 款で言及している通り、本稿では 2 つの検討課題を通じて、日本の内部者取引規制に存在する非対称性の是非を考察し、望ましい内部者取引規制の在り方を探ることを目的としている。

まず第 2 章では、第 1 の検討課題を遂行し、未公表情報が投資意思決定にもたらす影響を分析する。先述の通り、従前の議論では 1 つの会社に同時に累積し得る未公表情報の上限を 1 個とする暗黙の仮定の下で展開されていたと目されるので、これを克服することが

大きな任務となる。その上で、各法域に共通して存在する非対称性や、法域により存否が異なる非対称性が、累積上限を 1 個とする仮定の下で妥当なものか否か、および 1 つの会社に 2 個以上の未公表情報が累積し得るという前提の下では妥当なものか否か、それぞれ検証する。

次に第 3 章では、第 2 の検討課題を遂行し、新株予約権に対する内部者取引規制の在り方を考察する。**本章前節**で確認した通り、日本の内部者取引規制では発行取引には内部者取引規制は適用されないという定式化を行っているが、アメリカと EU のいずれにおいても発行取引に対して内部者取引規制が適用され得ると考えられる。よって、上記課題は、日本において規制が排除されている理由の確認と、その適否の検討という 2 つの要素に分解されることになる。その上で、新株予約権の発行も含めた発行取引全般と、新株予約権の行使による株式の発行のそれぞれについて、上記の 2 つの要素を検証する。

第2章 投資意思決定における未公表情報の影響と内部者取引規制の在り方

第1節 はじめに

本章では、本稿が掲げる1つ目の検討課題の遂行として、未公表情報が投資意思決定にもたらす影響について考察し、内部者取引規制の在り方を探る。

第2節では、出発点として、内部者取引規制それ自体の是非に関する議論（規制根拠論）について概観する。内部者取引規制に関する議論は、それぞれの法域で、それぞれの規制を念頭に展開されているが、規制の是非に関するものは各法域における現行規制の内容とは切り離し、一体的に取り扱うことが可能である。

第3節では、未公表情報の累積上限に関する制約を取り払うため、確率論を用いて1つの会社に2個以上の未公表情報が同時に累積し得る状態を描写する方法を提示する。その上で、累積上限がない場合、一般論としては未公表情報を覚知していることの情報価値は未公表情報を覚知していないことの情報価値と同等であることを説く。また、その枠組みの下で3つ目の非対称性（覚知されている情報種別と実施される取引種別に基づく非対称性）は不当足り得ることを述べる。

第4節では、まず未公表情報の累積上限が1個であるという仮定の下で、各種の非対称性が許容されていることの是非に関する固有の検討を行う。次に、第3節で提示した枠組みの下で、未公表情報の累積上限に制約がないという仮定の下で、改めて上記の非対称性を検証する。内容を先取りすると、①累積上限1個という仮定の下では、株価が未公表情報の影響度を中立的に評価している（株価への反映はプラスマイナス0である）限り、3つ目の非対称性（覚知されている情報種別と実施される取引種別に基づく非対称性）は是認され得るが、現在の日本法に存在する形における1つ目の非対称性（取引実施・不実施の間における非対称性）および2つ目の非対称性（未公表情報の覚知と投資意思決定の先後に基づく非対称性）は是認されず、また、②累積上限に関する制約を取り除くと、上記の非対称性はすべて是認されない不当なものである、という結論を得た。

第5節では、情報伝達・取引推奨を、取引実施・不実施の意思決定を行う者に対する、他者における未公表情報の影響度評価に関する情報の流入として性質付け、その許容範囲を探る。その過程で、3つ目の非対称性（覚知されている情報種別と実施される取引種別に基づく非対称性）が存在する場合、内部者取引規制の名宛人による取引実施が外部から観察された場合、第1章で導入した「情報の片面的遮断」に類する構造が発生し、他の投資家の投資意思決定に歪みをもたらすことを明らかにする。また、当該非対称性が存在するために、内部者取引規制の名宛人が買い手または売り手となる企業買収では、競合買収提案の発生が抑止されてしまうため、社会厚生が増大が妨げられている可能性があること、および二段階買収では一段階目で応募する方が経済的にメリットがあるため、二段階買収の強圧性に類する影響が生じている可能性があることを指摘する。さらに、当該要素により、株式買取請求権の「公正な価格」の決定において、ほぼ常に、裁判所が価格決定に介入すべき特段の事情が存在するといわざるを得ない状況になっていることを主張する。

第 6 節では、第 5 節までの考察を踏まえて、内部者取引規制の設計についての私案を提示する。

第 2 節 規制根拠論

第 1 款 はじめに

本節では、内部者取引を規制する根拠論について取り上げる。

従来、内部者取引規制に関する学説は、内部者取引規制に反対する立場からの立論として学界に極めて大きな影響を与えた HENRY G. MANNE, *INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET* (Free Press, 1966)¹⁵² を契機として、当該論考の属する規制反対派と、これに対抗する規制賛成派の対立構造として整理されてきた。しかし、少なくとも本稿執筆時点では、内部者取引の中には禁じるべき行為と禁じるべきではない行為があるという主張が存在するので、このような二項対立の構造は成立していない¹⁵³。

本稿では、現物売買による内部者取引と空売りによる内部者取引の別、および株価上昇情報に基づく内部者取引に関する賛否と株価下落情報に基づく内部者取引に関する賛否の別に注意しながら、これまでの議論で問題となってきた各種要素について、第 1 章で示した検討の視座に基づき考察する。より具体的には、内部者取引の許容または禁止の効果につき、①取引当事者間における情報の非対称性に着目した議論、②市場の効率性と流動性に着目した議論、③経営者の行動に与える影響に着目した議論、④内部告発促進機能に着目した議論、⑤詐欺性と損害の有無に着目した議論、という 5 つの枠組みに基づき、既存の学説を整理したうえで検討を加える。

なお、規制の在り方についての考え方として、未公表情報を知りながら取引を実施する者と投資家全体との関係で問題を捉え市場全体との関係を重視するいわゆる「市場的アプローチ」と、未公表情報の利用について元々権利を有する者と取引実施者との関係を重視するいわゆる「契約的アプローチ」に分類されることがある¹⁵⁴。結論を先取りすれば、本稿は市場的アプローチに一元的に依拠し、内部者取引規制を設けることに賛成する。

¹⁵² 同書は、下記の Manne の論文集に再録されている。文献入手の都合から、以下ではこの再録版を参照する。Henry G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, in 2 THE COLLECTED WORKS OF HENRY G. MANNE 1 (Stephen M. Bainbridge ed., Liberty Fund, 2009).

¹⁵³ 規制反対派が法と経済学による分析を基礎としている、という属性付けがなされることもあるが（松井一郎「アメリカにおける最近の内部者取引肯定論について」『日本大学法学部創立百周年記念論文集（第 1 巻）』471-489 頁（日本大学法学部、1989）474 頁など）、これも、少なくとも昨今の議論の傾向には当てはまらない。

¹⁵⁴ 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」竹内昭夫先生追悼論文集『商事法の展望』575-619 頁（商事法務研究会、1998）578-579 頁。

第2款 投資家間の公平性への着目

第1目 はじめに

本款では、規制根拠論の内容として最初に投資家間の公平性に着目した議論について取り上げる。これは投資家間に存する情報の非対称性¹⁵⁵に着目し、投資家間の公平性を基に規制の是非について議論するものといえる。そこで展開される主張の多くは、内部者取引を規制することに賛成するものである。もっとも、どのような情報格差が望ましくなく、何がどの範囲で規制されるべきであるか考え方が分かれている。以下、順次取り上げる。

第2目 情報の平等理論

情報の非対称性に着目して内部者取引の規制に賛成する立論として、まず、情報の平等理論 (parity of information) と呼ばれるものが挙げられる。取引当事者の間に情報格差があり、その格差が維持されたまま取引が実施された場合にこれを不当と捉える価値判断を前提とし、内部者取引の文脈においてもこれを規制することを肯定する¹⁵⁶。また、当事者間に情報の非対称性が存在する取引に関する経済学的分析を基礎として、内部者取引が許容されると市場参加者間の情報の非対称性が増大し、これが取引費用の増大等の社会的コストになるので内部者取引は規制されるべきであるとする主張¹⁵⁷も、これに属するものといえる。情報の平等性を重視する見地からは、内部者取引は市場の内外いずれで行われるにせよ、不適切であることに変わりはないことになろう¹⁵⁸。

先述の通り、アメリカでは当初、情報の平等理論に基づく SEC のエンフォースメントや第2巡回区控訴裁判所の判決があったが、後に連邦最高裁判所により否定されている。

¹⁵⁵ 内部者取引規制における未公表情報が存在する状態を、ある会社についてその株式価値に関連する側面を有する情報について、市場参加者の中に把握している者と把握していない者がいる状態とするものとして、Peter-Jan Engelen & Luc van Liedekerke, *Insider Trading*, in FINANCE ETHICS: CRITICAL ISSUES IN THEORY AND PRACTICE 199, 200 (John R. Boatright ed, John Wiley & Sons., Inc., 2010).

もっとも、後述の通り本稿では、一般的に未公表情報が存在する可能性があれば、ある特定の時点では未公表情報が存在しない場合においても、投資意思決定者が未公表情報に関して下す投資判断には差異があると解するとともに、存在する未公表情報が世間一般に知られる状態であっても自由に取引実施を認めてよいわけではないという立場を採る。つまり、実際に存在する未公表情報について投資家間に情報の非対称性がない場合においても、内部者取引規制が適用されるべき場合があるという結論になる。

¹⁵⁶ 早稲田大学大学院ファイナンス研究科＝早稲田大学ビジネススクール編『MBA・金融プロフェSSIONALのためのファイナンスハンドブック』（中央経済社、2016）167頁〔岸田雅雄〕。

¹⁵⁷ 太田亘「インサイダー取引規制」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』345-363頁（東京大学出版会、1998）354-357頁。

¹⁵⁸ たとえば、龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」大隅健一郎先生古稀記念『企業法の研究』698-726頁（有斐閣、1977）713-719頁は、特に疑問を挟むことなく、相対取引による内部者取引がなされた場合の相手方救済に関する議論を展開している。

他方、EU の規制はしばしば情報の平等理論に基づくものとして性質付けられるが¹⁵⁹、規制の名宛人は未公表情報を一定経路により知った者に限定されているので、信認義務を要求しないという点ではアメリカよりも名宛人の範囲は広まり得るものの、「完全な」情報の平等理論に基づく制度とは言い難い。

情報の平等理論に対しては、制裁対象範囲が広がりすぎる¹⁶⁰、あるいは適法な手段でコストをかけて収集した情報に基づく取引も規制されるため、投資家等による情報収集活動が抑止されて市場の効率性が低下する¹⁶¹、といった批判がある。

これに対し、近時、規制が適用されるか否か明確になること、あるいは、選択的開示や“insider trading 2.0”と呼ばれる問題¹⁶²に対する是正手段となり得る点に着目した情報の平等理論の考察¹⁶³もある。

第3目 市場の公正性と投資家の不公平感

規制賛成派の論拠として日本で通説といえるのは、利得類型 $A \cdot C \cdot F$ を実現する内部者取引（株価上昇情報を知りながら買い、または株価下落情報を知りながら売る）が許容されると、内部者は一般投資家に比して有利であるため一般投資家は不公平であると感じ、市場に対する信頼性が損なわれるので規制が必要であるという立論¹⁶⁴である¹⁶⁵。これも、取

¹⁵⁹ See, e.g., Marco Ventoruzzo, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, 11 EUR. COMPANY & FIN. L. REV. 554, 580 (2014).

¹⁶⁰ 黒沼・前掲注(13) 428頁。

¹⁶¹ 黒沼・前掲注(13) 428頁。

¹⁶² 上場市場（の運営会社）は、その市場に上場している企業に関する情報について、一般的な開示よりも僅かに早く開示するという有料サービスを提供していることがある。そして当該サービスを利用する投資家が、利用していない投資家よりも早く情報を取得し、高頻度取引により利益を得ているといわれている。これは現行規制の枠組みでは「内部者取引」ではないものの、投資家間に情報の非対称性が存在することを問題視する論者からは、本文記載のように呼ばれており、規制の是非が論じられている。See, e.g., James J. Angel & Douglas M. McCabe, *Insider Trading 2.0? The Ethics of Information Sales*, 147 J. BUS. ETHICS 747 (2017).

¹⁶³ See Yesha Yadav, *Insider Trading and Market Structure*, 63 UCLA L. REV. 968 (2016).

¹⁶⁴ 龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代の経済構造と法』477-542頁（筑摩書房、1975）528頁、山田廣己「内部者取引と取締役の責任」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘編『企業の健全性確保と取締役の責任』438-479頁（有斐閣、1997）467頁、浜田道代『商法〔第3版〕』（岩波書店、2003）215頁、小谷融『インサイダー取引・相場操縦・虚偽記載規制のすべて』（中央経済社、2009）78-79頁、神崎＝志谷＝川口・前掲注(145) 1212頁、小川宏幸『金融商品取引法』（新世社、2012）183-184頁、戸嶋＝久保田編著・前掲注(30) 67頁、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第2版〕』（有斐閣、2017）306頁〔松井秀征〕など。利得類型 $A \cdot C$ に関する記述はないが同旨と思しきものとして、古川頭『テキストブック 現代の金融〔第3版〕』（東洋経済社、2014）165頁。

なお、市場に対する信頼には言及せず、企業活動に必然的に伴う内部情報を特定の立場にある者のみが利用して利益を得ることは社会通念で不公平であるがために、内部者取引

引当事者間に存在する情報の非対称性に着目したものである。日本以外でもこれを支持する学説¹⁶⁶が存在し、また、アメリカでは前出の O'Hagan 判決において、証券市場における情報の不均衡は不可避であるが、不正流用された未公表情報に基づく取引が放置されていると投資家は資金を投じることを躊躇う旨が述べられている¹⁶⁷。以下では、取引を実施することで利益を得る利得類型 A・C・F と、取引を実施しないことで損害を回避する利得類型 B・D・E（株価上昇情報を知って売却を回避し、株価下落情報を知って購入を回避する）に分けて、不公正性について検討する。

まず利得類型 A・C・F に関して、一般投資家と内部者を比較して内部者側の優位性を見出す場合、2つの構成があり得る。1つは、①情報を知っていれば自分は（その価格では）売っていなかった、あるいは買っていなかったであろうという「内部者と反対方向の売買等を行った者（内部者と取引関係に立ったかもしれない者、あるいは内部者による取引後に取引に至った者¹⁶⁸）」と内部者の比較¹⁶⁹である。これは、内部者が利得類型 A・C・F を実現

を規制するべきとするものとして、堀内昭義『金融論』（東京大学出版会、1990）258頁。¹⁶⁵ 一般論としては、取引当事者間で情報格差があったとしても、そのこと自体は不当ではない。そこで、不当か否かがまず問題となるが、この点、内部者たる地位を基礎とする日本等の制度は内部者取引を「楽して儲ける」行為として捉えているところ、経営者になるにはそれ相応の努力が必要であるとの反駁（SEREDYŃSKA, *supra* note 111, at 53; 黒沼・前掲注（13）428-429頁）がある。

もつとも、民法における「沈黙による詐欺」の議論では、情報優位者ではなく情報劣位者の状況を基礎として、情報劣位者が情報収集に尽力しても（いわゆる情報収集義務を果たしたとしても）情報を取得できないならば情報優位者に情報提供義務が発生するものと位置付け、当該義務を果たさずに取引を行う点に不当性を求める見解もある（山城一真「沈黙による詐欺と情報収集義務（1）～（2・完）—フランス法の展開を題材として—」早稲田法学 91 卷 4 号 33-76 頁、同 92 卷 1 号 119-171 頁（2016）参照）。また、情報開示義務の存否については、たとえば、情報収集のために格別のコストが投じられ、その結果として得られた情報については開示義務が課されるべきではない一方、その種のコストを投じていない場合には開示義務を肯定するべきであるとする立論もある。See Anthony T. Kronman, *Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts*, 7 J. LEGAL STUD. 1 (1978). なお、当該論文の主張を検証するものとして、三枝健治「アメリカ契約法における開示義務（2・完）—契約交渉における『沈黙による詐欺』の限界づけを目指して—」早稲田法学 72 卷 3 号 81-172 頁（1997）87-93 頁など。

本稿では、内部者と、内部者と同方向の取引実施・不実施の決定を行うことができなかった者の対比も考慮するほか、内部者取引規制の名宛人たる地位を有する者による取引実施・不実施が外部から観察可能である場合における問題に着目するので、詐欺性を内部者取引の不公正性の基礎とすることはしない。仮に詐欺性を重視するならば、内部者という地位それ自体に着目するのではなく、上記と同様に、また、取引の相手方が合法的に入手することができない情報を内部者が開示せず取引することが詐欺的であるとする見解（並木・前掲注（2）284頁）のように、一般投資家が努力しても取得できない情報に基づく投資判断が可能となる点に根拠を求める方がよいと思われる。

¹⁶⁶ See, e.g., Davis, *supra* note 92, at 73-74.

¹⁶⁷ O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997), at 658-59.

¹⁶⁸ 後述の通り、内部者取引が行われることで株価が本源的価値に近付き、市場が効率的になるならば、未公表情報を知らない者からすれば株価が割高ないし割安になったように見

した反対側で一般投資家が利得類型 B・D・E を実現し損ねた（売買してしまった）という状況の不当性を問うものである¹⁷⁰。もう 1 つは、②情報を知っていれば自分も売っていた、あるいは買っていたであろうという「内部者と同方向の売買等を行い損ねた者」と内部者の比較である。これは、内部者が利得類型 A・C・F を実現している一方で、一般投資家が利得類型 A・C・F を実現し損ねた状況の不当性を問うものである¹⁷¹。

次に利得類型 B・D・E に関しても、2 つの構成が考えられる。1 つは、③情報を知っていれば自分も取引を実施しなかったであろうという「内部者が差し控えたものと同方向の売買等を実施してしまった者」と内部者の比較である¹⁷²。これは、内部者が利得類型 B・D・E を実現した一方で、一般投資家が利得類型 B・D・E を実現し損ねた（売買してしまった）という状況の不当性を問うものである。もう 1 つは、④内部者が取引を実施していれば自分の取引が成立していたであろうという「内部者と反対方向の売買等を行い損ねた者」と内部者の比較である。これは、内部者が利得類型 B・D・E を実現している一方で、一般投資家が利得類型 A・C・F を実現し損ねた状況の不当性を問うものである¹⁷³。これらの見地からの考察は現況ではほとんど行われていないと目されるが、情報を持つ者が既に市場から退出している可能性が考慮されることで、レモン市場の議論におけるように逆選択が発生する事態が懸念され得る。

利得類型 A・C・F と利得類型 B・D・E には性質面で異なるところもあるが¹⁷⁴、以上の見地は、未公表情報を知らずに投資意思決定を行った一般投資家と、覚知された未公表情報に基づき投資意思決定を行った内部者の投資成果を比較して、内部者側が優位であることにより一般投資家が市場から退出する、という共通の問題意識を持つものである。つま

えるため、内部者による取引による価格変動を受けて、内部者と反対方向の取引を行う者が出現する可能性がある。たとえば、株価上昇情報が存在して内部者が株式を購入すると株価が上昇するが、株価が割高になったと判断した株主が株式を売却すると、この者は利得類型 B を（内部者取引に起因する株価上昇分は除いて）実現し損ねることになる。

¹⁶⁹ 龍田・前掲注（164）527-528 頁、山田・前掲注（164）468 頁、神山・前掲注（144）71-72 頁、浜田・前掲注（164）215-216 頁。また、市場の公正性を規制根拠として主張するわけではないがこの対比を行うものとして、前越・前掲注（2）343 頁。

¹⁷⁰ 内部者が取引を行っておらずとも、一般投資家が同種の注文を出して約定していれば損害はいずれにせよ発生し得たのであるから、内部者による取引実施よりも開示がなされなかった点を不当と捉えている部分が多い。

¹⁷¹ 上村・前掲注（2）71 頁は、一般投資家が買っていない場合に内部者のみが買う、という点を不当視している。

¹⁷² 利得類型 B に関して、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第 4 版〕』（商事法務、2015）314 頁。

¹⁷³ 上場市場で板が薄い銘柄であるとか、相対取引において、内部者による取引実施の意思が発生せず、あるいは存在していたが消滅したことにより、自分の注文が約定せず、あるいは買収交渉が頓挫した、といった場面が考えられる。

¹⁷⁴ たとえば、①では内部者と一般投資家の間に契約関係が発生し、抽象的には「相手方」に情報を提供していない点を不当と捉え得る。また、④のうち相対取引に属するものについては、交渉開始後であれば、交渉破棄責任が問題となる場面でもある。他方、②と③、および④のうち上場市場におけるものでは、一般投資家と内部者の間に直接の関係はない。

り、市場を信頼しなくなった一般投資家が市場から退出して¹⁷⁵市場の流動性が低下し、金融商品市場が機能を発揮しなくなる事態が懸念されることになる¹⁷⁶。そして、公開市場の公正性を内部者取引の規制根拠とする場合、相対取引に対して内部者取引規制を及ぼす理由は見出せないことになり¹⁷⁷、他の理念に基づく規制として位置付けられるか¹⁷⁸、あるいは相対取引を規制対象から除外する方向の立論¹⁷⁹に繋がる。

もっとも、内部者が未公表情報に基づき投資意思決定を下すことが可能である場合、確かに一般投資家は相対的に不利となるが、絶対的に不利になる、つまり内部者取引規制がない場合に比して投資成果が悪化するか否かは別途考察を要する。レモン市場の説明として講学上しばしば引き合いに出される中古車市場では、売り手側のみが情報優位に立ち得るところ、株式市場では売り手と買い手のどちらが情報優位にあるかは不確定であることから、事情が異なり得るのである。すなわち、情報優位にはない一般投資家から見ると、自身が為した取引実施に関する投資判断は、情報優位に立つ者と反対方向となる（情報優位にある者は売っているのに自分は買ってしまった、あるいはその逆）こともあれば、同方向となる（情報優位にある者が買っており自分も同様に買った、あるいは両者とも売った）こともある。そして、どちらになるかは事前確率としては等しいと考えられ、また、取引の不実施に関する判断についても、同様のことがいえると思われる¹⁸⁰。したがって、板が十分に厚く、内部者による取引実施が株価に影響を与えていない銘柄については、内部者取引の許容により取引に参加する投資家間に情報格差が存在するとしても、そのこと自体によって情報劣位な者が定型的に不利益を被ることにはならず、それ故に、内部者取引が許容されたとしても一般投資家は必ずしも市場から退出しないのではないか¹⁸¹。他方、板が薄

175 情報の非対称性に起因する逆選択（逆選抜）が懸念されているといえよう。

176 内部者と反対方向の取引を行う懸念からの説明として、藤田・前掲注（154）585-586頁、上島・前掲注（2）1-3頁。

177 利得類型 A・C・F について、黒沼・前掲注（13）453頁。

178 上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』別冊商事法務 195号（1997）66頁は、「…会社の内部情報を秘匿したままになされる市場外の取引や交換・代物弁済・現物出資も問題とはなりうるが、それらは市場集中原則が働く局面で市場外取引がなされたというような事情がないかぎり、市場での価格形成には直結しない。…証取法的には、代物弁済・現物出資等はせいぜい証取法 157条の不公正取引に関する包括規定の適用可能性が問題になりうるのみであり、理論的意義を異にする。」とする。これは、取引実施により実現される利得類型 A・C・F を念頭に置いたものである。

179 取引実施により実現される利得類型 A・C・F について、黒沼悦郎ほか「【座談会】インサイダー取引規制の見直しと今後の課題（下）—平成 24 年・25 年改正を中心に—」旬刊商事法務 2012 号 4-23 頁（2013）12-13 頁〔黒沼悦郎発言、木目田裕発言〕。

180 現物株式を保有していない者は、保有している内部者足り得る者と同じ現物売却という投資判断を行うことができないが、空売りという類似した判断を行い得る。

181 外部の一般投資家が内部者と同方向の判断を行うか否かに着目した考察として、See Manne, *supra* note 152, at 112-13.

なお、これとは異なる見地として、内部者取引が許容されている状況下で、未公表情報に基づき取引を実施した内部者と反対方向の取引を（内部者よりも後で）一般投資家が実施すると、一般投資家は内部者の取引実施に起因する株価変動の恩恵を受ける一方、内部

い銘柄については、市場に残存している板は、未公表情報を覚知している者からすれば約定するメリットがないものである可能性が高いので、一般投資家の取引不実施を惹起し、当該銘柄の流動性、ひいては株価の効率性が低下するとも考えられる。

さらなる問題は、投資家の不公平「感」と、内部者・一般投資家間の実質的不公平のいずれが念頭に置かれるべきなのか、という点である。投資家が不公平であると感じなければ、実質的に不公平であっても放置してよいのだろうか。ある取引類型が内部者取引規制の適用範囲に含まれる（べき）か否か、という判断に際して、不公平「感」を重視し、一般投資家の信頼を損ねるか否かという観点から主張が行われることも多い。しかし、何が不公平と捉えられるかは、その法域に属する人々の文化的背景や、時代状況等により差異が生じるものである¹⁸²。内部者取引に関しても、本稿冒頭で言及した通り、日本では内部者取引規制の導入当時は内部者取引が悪行であるという認識が世間に広まっていなかったといわれている。

なお、内部者取引規制が存在することで内部者が未公表情報を知りながら取引を実施することが禁じられ、利得機会を喪失した場合に、代わりに利得し得る機会は一般投資家に平等に存在するわけではなく、情報収集力が相対的に優れている機関投資家に集中するとする見解¹⁸³もある（後述の通り、本稿では情報収集力の高低が優位性に直結すると考えるので、この見解に賛同する）。

第4目 内部者による取引実施の詐欺性と損害

内部者取引は、取引実施の場合には取引当事者の一方が自身の有している情報を秘匿し

者と同方向の取引を実施すると当該変動により損害を受けるところ、未公表情報に基づかずに取引を行う（流動性確保のために売り、あるいは資産形成のために買う）一般投資家は、内部者取引が実行される環境下で相手方が内部者であることに起因する損失リスクを分散できる、とする見解がある。Zohar Goshen, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711, 726-27 (2006). 他方、内部者が売り手と買い手の両方に存在し得ること、および覚知有無について非対称性が生じ得る情報が、売買対象である財の価値についてのグッドニュースとバッドニュースの両方があり得ることを指摘した上で、内部者取引が行われている市場では（そうではない市場に比して）不確実性が大きくなるので、一般投資家が市場から退出するとの見解として、Colin Read, *Market Inefficiencies and Inequities of Insider Trading—An Economic Analysis*, in INSIDER TRADING: GLOBAL DEVELOPMENTS AND ANALYSIS 3, 8 (Paul U. Ali & Greg N. Gregoriou eds, CRC Press, 2008). 経済学やファイナンス理論等では、一般に投資家はリスク回避的であることが仮定され、上記見解はこれと軌を一にするものと考えられるが、内部者取引が許容されることで市場の不確実性が上昇するか否かについては、未公表情報の株価への反映という観点から、別途考察が必要である。

¹⁸² 上田真二「インサイダー取引を規制する根拠について」阪大法学 62 巻 3・4 号 389-410 頁（2012）392 頁。

¹⁸³ David D. Haddock & Jonathan R. Macey, *Controlling Insider Trading in Europe and America: The Economics of the Politics*, in LAW AND ECONOMICS AND THE ECONOMICS OF LEGAL REGULATION 149, 152 (J.-Matthias Graf von der Schulenburg & Göran Skogh eds, Kluwer Academic Publishers, 1986).

て相手との間で売買する行為である。このため、内部者取引の不当性を取引当事者間の（公平性の）問題として位置付ける限り、内部者取引には詐欺としての性質が見出され得ることになる¹⁸⁴。もっとも、詐欺といえるのか否か、また、相手方に損害が発生しているのか否か、という2点が問題となる。

まず詐欺といえるか否かについて。これは因果関係の議論とも密接に関係する問題であり、市場取引と相対取引に分けて考察する。

最初に市場取引について。市場取引では、一般投資家は内部者側からの働きかけを受けることなく売買しているから、詐欺とはいえない（内部者側の行為と一般投資家の行為の間に因果関係がない）とする見解¹⁸⁵がある。他方、市場に対する詐欺理論を参照し、市場取引であっても原則として取引因果関係を肯定できるとする見解¹⁸⁶もある。日本の裁判例では、東京地判平成3・10・29金融法務事情1321号23頁¹⁸⁷が、ある日の売り注文と買い注文がそれぞれ1つのみで、両者が結び付けられて決済されたような場合は条件関係（因果関係）があると考えるべきであるが、そうでなければ、内部者の注文と非内部者の注文は対応しておらず条件関係は存しないとして、不法行為を理由とする内部者に対する損害賠償請求を退けた。上述した1つ目の学説が内部者の行為と相手方の発注（取引実施）の間の因果関係を論じていることとの対比では、判旨は取引因果関係と損害因果関係を区別していないので、上述した2つ目の学説に近い立場を採っているようにみえる¹⁸⁸。なお、自分が取引を行う相手が未公表情報を覚知しているかもしれない状況において、仮に相手が覚知していても自分には教えてくれないことが確定しているならば、やはり詐欺性はないことになり、取引を実施した内部者を答責できないという結論が導出され得る¹⁸⁹。この見地からは、市場取引で他の投資家から情報を教えてもらえるわけがないと考えれば、内部者の責任を問いにくくなる面があるかもしれない。

次に、相対取引について。相対取引では、取引関係が成立する前に未公表情報を覚知し

¹⁸⁴ なぜ詐欺は不当な行為なのか、という点に立ち返って考えれば、積極的な欺罔行為が存する場合と、そうではない場合では性質が異なることになる。ステーブン・シャベル（田中亘＝飯田高訳）『法と経済学』（日本経済新聞出版社、2010）378頁参照。

¹⁸⁵ 上村・前掲注（2）72頁など。

¹⁸⁶ 並木・前掲注（187）15頁。

¹⁸⁷ 同事件の評釈として、松井一郎「判批」金融商事判例902号45-51頁（1992）、春田博「判批」法学セミナー455号128頁（1992）、並木和夫「判批」法學研究69巻6号1-17頁（1993）、牛丸與志夫「判批」私法判例リマークス7号99-102頁（1993）。

¹⁸⁸ 判旨の理屈からすれば、発注が対応していれば、内部者からの働きかけがなくとも因果関係が認定されそうである。

¹⁸⁹ 実際、アメリカでは、相対取引における内部者取引の損害賠償責任が問題となった事件のいくつかにおいて、未公表情報を知る側が相手側に対して「自分は重要な情報を開示しない」旨を伝えた上で取引を行っていた場合、後日、未公表情報の中身を知った相手側から、これは内部者取引であるとして規則10b-5違反を根拠に賠償を求められても、その責任を負わないとされた例がある。Jensen v. Kimble, 1 F.3d 1073 (10th Cir. 1993); McCornick v. Fund American Companies Inc., 26 F.3d 869 (9th Cir. 1994).

た側において、「沈黙による詐欺」が成立するか否かという問題が生じる。しかし、取引関係が成立した後の時点で取引当事者の一方が恣意的に取引実施の有無や時期を選択できる場合、少なくとも因果関係は（詐欺性とは無関係に）肯定し得ると考えられる¹⁹⁰。現下、日本の学説は沈黙による詐欺についての責任を肯定して、情報提供の欠如が詐欺を構成し得ることを認める見解が多いようである¹⁹¹。結論としては沈黙による詐欺の成立を肯定すること自体は正当と思われ、その理由付けについてはなお論じる必要のある点もあるが、本稿では立ち入らず、以下では相対取引における内部者取引が詐欺となり得ることを前提として考察を進める。

ところで、仮に上記の通り詐欺性が肯定されたとしても、一般投資家が内部者取引により損害を被っていないければ内部者側の民事責任を問うことはできないため、市場取引と相対取引のいずれにおいても、一般投資家側における損害の有無が重要となる。内部者取引が実施された場合に誰かが被り得る損害の有無について、特段根拠を示さず、必ずしも内部者取引実行者の利益と引き換えに個々の取引関係者の具体的な利益が侵害されるわけではないとする見解¹⁹²や、内部者取引が行われても一般投資家に損害はないとする議論は根拠を欠くとする主張¹⁹³があるが、議論のためにはより詳細に検討する必要がある。

具体的に根拠を示す学説としてはまず、①内部者取引が実施されたことで株価変動が生じた場合、株価が本源的価値に接近した状態になるから、内部者取引の相手方は、内部者取引がなかったとしても取引を行っていたならば、より良い価格で取引できたことになり、損害を被ったとは考えにくい、とする見解¹⁹⁴がある。もっともこの見解は、内部者と反対方向であり、かつ内部者取引が実行された後で実施された一般投資家による取引についてのみ比較するものであり、不十分である¹⁹⁵。

¹⁹⁰ たとえば、取得条項付新株予約権の取得条項発動は、発行体側または投資家側のいずれかが取得条項の発動に影響を与えることができる限りにおいて、相手方の意思とは無関係に取得の効力が生じることから、未公表情報を有する側による取得条項の発動惹起行為と取引の間の因果関係は認定されやすいであろう。

¹⁹¹ 三枝健治「アメリカ契約法における開示義務（1）—契約交渉における『沈黙による詐欺』の限界づけを目指して—」早稲田法学 72 卷 2 号 1-91 頁（1997）2 頁など。

¹⁹² 平山・前掲注（6）41 頁。

¹⁹³ 龍田・前掲注（164）528 頁。

¹⁹⁴ 上村・前掲注（2）72 頁。同論文は本文記載の内容にさらに続けて、内部者と同時期に反対方向の取引を行った者に損害が生じるという理解は、内部者取引が実施された直後に適時開示がなされることを前提にするため生じるものであり、取引実施以前に適時開示がなされているべき状況を前提にすれば、（たとえば株価上昇情報について）内部者による購入実施とほぼ同時期に売却した者は適時開示がなされていれば本来はとうに株価上昇の恩恵を受けていたはずであり、これを被害者とみることが可能となるとする。

株価下落情報に基づく内部者取引については、そもそも念頭に置かれていないようである。

¹⁹⁵ たとえば、一般投資家が、内部者取引と同方向の取引を内部者取引実施後に行ったところ、内部者取引が実行されておらずとも当該取引が実施されていたという場合、内部者取引が行われて株価が本源的価値に近づいた分、利得機会を喪失することになる。

また、②その内部者取引実施による株価変動があったことが他の投資家に取引実施・不実施の意思決定を行わせ、それにより利得機会を喪失した場合もあり得るとの主張と申しき見解¹⁹⁶もある。

さらに、③本節内で後述する内部者取引が経営者報酬として機能するという主張は、内部者取引の実施により経営者が利益を得られることを所与としており、流通市場における取引がゼロサムゲームである限りにおいて、内部者取引の相手方が被害を受けることもまた前提とされているといえよう¹⁹⁷。

あるいは、④公開買付実施者たる株式会社において内部者足り得る者が、当該会社による公開買付実施という未公表情報を得て買収ターゲットの株式を購入する場合（日本法において金商法 167 条が規律するような場面）、その購入により株価上昇が生じれば、当該会社を買収するに際して必要となる費用が増大し、買収成功時に得られる利益が減少するという損害が生じ得る¹⁹⁸であろう。また、⑤内部者による取引実施で株価が本源的価値に接近することで、株式の発行者自身による、株価が企業価値を過大評価または過小評価している場合に戦略的に資本取引を行う余地が消滅する点も、損害として捉え得る¹⁹⁹。

このように考えれば、内部者取引が許容されている状況下で一般投資家が取引を実行する場合、当該取引は、内部者取引と同方向になることもあれば反対方向になることもあり、また、内部者取引が実行される前になることも後になることもある。したがって、事前の確率としては、前目本文で述べた通り、板が十分に厚い銘柄であれば、利益を得られるか損害を被るかは等確率になると考え得るため、一般投資家は定型的に損害を被るわけではないが、板が薄いならば市場に残存している板は利得可能性が相対的に低いものであるから、取引を実施する一般投資家は損害を被りやすくなる、という結論になる。

また、これは事前の一般的な事象に関する説明であり、実際に内部者取引の相手方になった者の利益状態については、何ら説明になっていない。

¹⁹⁶ Angel & McCabe, *supra* note 162, at 752. より具体的には、ある会社の株価が 40 ドルであり、その株価の下で一般投資家は当該会社の既保有株式を継続保有するという決定を行っていたが、当該会社が近日中に合併を行うことを発表し株価が 50 ドルになると判断した内部者が当該会社の株式を購入し、株価が 41 ドルになり、これを受けて 40 ドルでは売らないという意味決定を行っていた株主が 41 ドルで売却し、その後合併に関する情報が公表されて株価が上昇した場合、継続保有していれば享受できた株価上昇分を逃がしたことになる、という。これは、売却した株主は利得類型 B を実現し損ねた、ということである。

¹⁹⁷ 内部者取引は、近く起きる出来事を会社内部の情報源から得る行為で、やがて公になる情報を入力しただけであり社会に新しい価値をもたらさず、内部者取引が実施されても経済価値が創出されないとする見解として、ジャン・ティロール（村井章子訳）『良き社会のための経済学』（日本経済新聞出版、2018）337 頁。

¹⁹⁸ 上田・前掲注（182）408 頁注 36 はこの趣旨か。なお、同 396 頁は、それ以外の場面では、内部者取引が実施されることで会社に損害が生じるという考え方に否定的である。

¹⁹⁹ 新株発行について、Hatsuru Morita, *Another Welfare Effect of Insider Trading? An Empirical Analysis of Insider Trading around Seasoned Equity Offering in Japan*, 2 (2016), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2790713

他方、会社自身によるその種の資本取引も内部者取引規制に服すべきであるならば、このような定位はできない。もっとも、内部者取引を会社と経営者の契約の問題と位置付ける限り、これを許容するか否かを会社自身に決定させるということはあることにな

他方、⑥内部者による取引実施に起因する株価変動とは別に、内部者が内部者取引により得をしたと捉えられる場合に、その裏で²⁰⁰一般投資家が被っている「損害」として捉えられているものは、内部者取引ではなく開示により生じるものであるとの主張²⁰¹がある。もっとも、筆者が見る限りでは、この考え方には現行法の建付けと齟齬を生じる場面が多数あり、その立論を貫くためには極めて多大な論証が必要になる。たとえば、情報が明らかになったことにより損害が生じるという考え方からすれば、欠陥があるがそのことが明らかになっていない物品を購入した者が損害を被るのは、当該物品に欠陥があるためではなく、欠陥があることが明らかになったため（それにより当該物品の市場価値が低下したため）ということになり、契約不適合責任²⁰²や製造物責任法、「詐欺」に関連する法制度²⁰³、あるいは企業の不実開示があった場合に不実開示があることを知らずに市場で株式を売買した者に認められている損害賠償請求権²⁰⁴も、その存立根拠や存在意義を再考する必要に迫られよう。このように、内部者取引が実施された場合にその相手方は損害を被っていないという主張を通し、上述した根拠論で対立し得る他の制度について、それらの方を改め

る。

²⁰⁰ 一般論としては、流通市場における取引はゼロサムゲームであり、取引を行った一方の者が当該取引で得をしたならば、その相手方は損をしていることになる。

²⁰¹ 前越俊之「公開市場における内部者取引の民事責任について—内部者利得の不当利得的構成—」私法 61 号 255-261 頁（1999）259-260 頁、神山・前掲注（144）72 頁。また、上村・前掲注（2）72 頁は、これに加え、内部者と反対方向の取引を行った者を被害者とする発想は適時開示の遅滞による被害を論じており、内部者取引による被害を論じているわけではないとする。また、上村・同頁では、内部者取引の「真の被害者」を内部者による購入実施の直後に（内部者取引による価格変動を受けたあとの価格で）買った者としている。

²⁰² 平成 27 年改正前民法における瑕疵担保責任である。

²⁰³ たとえば、詐欺罪は財物の占有移転により既遂になるとする解釈（山中敬一「詐欺罪における財産的損害と取引目的」法学新報 121 巻 11・12 号 397-437 頁（2015）404 頁など）の下では、占有移転の時点で、財物の真の価値を算定するにあたって考慮すべき事項に関する認識が欠けていることについて、「被害者」の認識がなくとも既遂と扱っていることになる。

²⁰⁴ 株式の発行者が行う発行開示と継続開示のいずれについても、不実表示があった場合に投資家に損害が生じるのは、不実開示に基づき形成された価格で株式を売買したためではなく、不実開示があったことが明らかになったためである、ということになる。損害の算定について、いわゆる取得自体損害と高値取得損害のいずれについても、取得時点の株価を基礎としている点は、妥当ではないことになろう。

なお、前越俊之「有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任—損害論からの考察—」福岡大学法学論叢 63 巻 1 号 127-199 頁（2018）190-191 頁は、不実開示の発覚前においては株式を取得した株主には抽象的な損害はあるが、具体的な損害はないために損害賠償請求が認められないとする。株価が不実開示の内容を反映した（真の企業価値とは異なる）価格になっており、売却しようと思えばいつでも売却できる点を捉えて、つまり投資家の財産状態を処分価値により評価する見解といえる。

しかし、本稿では、あくまで売却していない状態においては株式を保有する投資家に損害が帰属しており、実際に市場で売却した時点で売却相手に当該損害を転嫁する、という形で捉える。

るべきであるという立論の余地自体はあると思われるが、しかし、現況における直感的な判断では、筆者には上記のような現行法の建付けの方が正当であるように思う²⁰⁵。

以上より、本稿では差し当たり、内部者と反対方向の取引を行った一般投資家と、取引を実施した内部者の対比において、一般投資家側に損害があるという考え方を採用する²⁰⁶。このとき次に問われるべきは、損害の内容と、損害の帰属が認められる者の範囲についての判断基準である。

まず、内部者取引が行われた場合に誰かに発生し得る「損害」の範囲は、未公表情報の累積上限が1個であると仮定すれば、たとえば、①取引価格と、未公表情報の影響度を加味した真の株式価値の差額というものが考えられる²⁰⁷。もっとも、真の株式価値の算定が困難であるとみれば、代わりに②取引価格と、取引時に内部者側が覚知していた未公表情報が公表された後に形成された株価の差額により処理することも選択肢となる²⁰⁸。あるいは、仮に内部者側が情報を開示していれば一般投資家側は取引を行っていなかったであろうという見地から原状回復を図るとき、③一般投資家側の保有株式数を、内部者取引が行われる前の状態に復帰させるための反対売買（内部者取引の相手方として購入したならば売却し、売却したならば購入する）を行う場合に要する費用を賠償させれば足り得るという考え方もないではない²⁰⁹。この考え方から派生して、④原則として反対売買による原状回復のための費用を損害として認めつつ、未公表情報が公表されたあとで損害を軽減するべく行動する義務を一般投資家側に課するというアイデアもある²¹⁰。

私見では、相対的には①が最も難点が少ないと解する。各人に帰属している財の価値という観点から見れば、株価下落情報の存在が売り手により覚知されているとき、当該情報が開示されれば株式保有者は株価下落の影響を被るという潜在的な危険性のある株式を割高な価格で買わされた者や、株価上昇情報の存在を知らずに知っている者に割安な価格で

²⁰⁵ 情報が明らかになった時点で、取引当事者による価値評価の修正が行われるという点では、評価損益の発生は開示を端緒とするものである。しかし、価値評価自体の面から見れば、取引時点で齟齬が生じている。

²⁰⁶ 繰り返しになるが、本稿では、「内部者取引」に包含されるすべての「取引」に共通する不当性を見出すという方向性は採らない。「内部者と同方向の取引を実施し損ねた者」と内部者の対比も行い、また、これとは対照的に、内部者による取引実施・不実施による意思決定の結果が外部から観察可能であることにより生じる不都合も取り扱うが、これらには詐欺性とは別種の不当性がある。

²⁰⁷ William K.S. Wang, *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, 10 U.C. DAVIS BUS. L.J. 1, 5-6 (2009).

神崎克郎「内部者取引の規制の問題点」旬刊商事法務 1100号 16-22頁（1987）22頁注28は、内部者取引における売買価額と、未公表情報が公表されていれば形成されていたであろう株価との差額を損害と位置付けるべきであるとの主張であり、おそらくはこの①に属する。

²⁰⁸ Wang, *supra* note 207, at 9.

²⁰⁹ Wang, *supra* note 207, at 20.

²¹⁰ Wang, *supra* note 207, at 21.

売り渡してしまった者は、その時点で損害を被っているというべきである²¹¹。この見地からは、情報開示の有無や、開示があった場合の株価の変動は結果論に過ぎない。ただし、未公表情報の累積上限を取り払った場合、内部者側が存在している未公表情報すべてを覚知しているとは限らないので、この枠組みの下では、内部者は内部者取引実施により実現しようとした利益と比較して過大または過小な損害賠償義務を負うことになり得る。

次に、損害を被ったと捉えられる者の範囲であるが、内部者が取引を実施している場合には、①内部者と反対方向の売買を行った者、②内部者と同方向の売買を行い損ねた者²¹²、および③内部者と同方向の売買を内部者よりも後に行った者、という 3 類型が考えられる。

どのタイプの者が損害を被ったものと位置付け得るかは、内部者取引規制が内部者に課す義務の内容によって定まると考えられる。内部者が負う義務を開示義務と捉えるならば、内部者取引は開示義務に違反した不作為による不法行為となる。この構成の妙味は、損害発生原因を内部者による取引実施ではなく不開示に求めることで、取引因果関係の認定という問題をクリアする点にあり。一方で、請求が認められ得る者の範囲の確定が難点となる²¹³。内部者と概ね「同時期」に反対方向の売買を行った者が、開示義務が履践されたならば形成されていたであろう株価と実際の取引時の株価の差額分について損害を被った、との位置付けとなる²¹⁴と考えられるが、取引の相手方になる可能性について、期待値ベースで処理するほかないであろう。また、損害の発生原因を不開示とすることは、開示により損害が生じたという考え方であるところ、本目内で前述の通り本稿ではこれは採用しない。

私見では、内部者の発注と突合された可能性のある投資家が、確率的にその被害者になり得るものとして位置付ければ足りるという考え方の下、内部者はその利得額のみについて賠償責任を負うと解する。たとえば、ある会社についてその株価が 100 円の時、内部者が、公表されれば株価を 10 円上昇させるであろう株価上昇情報があり、かつ当該情報が近日中に確実に公表されることを知りながら、当該会社の株式を購入するため 100 円で

²¹¹ このような考え方については、山中・前掲注（203）401 頁も参照。なお、約定があった時点で、清算機関（クリアリングハウス）が買い手と売り手のそれぞれについて債務引受を行うので、清算が行われる時点では、売買の相手方は注文が突合された相手ではなくなっている。

²¹² 端的には、流動性が低い銘柄について、内部者による発注が先行して約定したために、後発である自身の発注が約定に至らず売買できなかったという者を念頭に置いている。未公表情報が公表されていれば自分も取引を行っていたであろう、という者をこの区分に含めるか否かは 1 個の問題である。

²¹³ 牛丸・前掲注（187）185 頁は、報道機関への情報提供から 12 時間経過するという「公表」制度のもと、内部者による取引から、その 12 時間前までの間に対向売買を行った者とするべきと説く。他方、神崎・前掲注（207）21 頁は、内部者による取引が公設市場で実施された場合につき、当該取引の日と、未公表情報が公表されて一般投資家が当該情報を基礎として売買できるようになる日までの間に取引をした投資家に損害賠償請求権を認める。

²¹⁴ 牛丸・前掲注（187）185 頁。

100 株の購入注文を行い、約定して決済され、実際に当該情報が公表されて 1,000 円の利益を得たとする。また、その取引相手方となっていた可能性がある（100 円で 100 株の売り注文を出して約定した）者が 2 名のみいるとする。このとき、それらの者が内部者の取引相手となった確率は 50%であり、それぞれが 500 円を内部者に対して請求でき、内部者は合計で 1,000 円分の賠償責任を負う²¹⁵。機能的には、内部者が内部者取引実施により得た利益のうち、未公表情報に起因する部分を剥奪するということになる²¹⁶。

第 5 目 内部者による取引不実施の詐欺性と損害

前目の議論は内部者が取引を実施した場合に関するものであるが、では、取引不実施の場合はどうか。

この場合に「被害者」として位置付け得るのは、①内部者の取引回避により、内部者と反対方向の売買が実現に至らなかった者、および、②回避されていなければ実現していた取引と同方向の売買の実行した者、という 2 類型であろう。

詐欺性については、取引の実施がない以上、これを肯定する余地はないと思われる。これが、これまで内部者が未公表情報を知りながら取引を回避して自己に有利な結果を実現した場合に対して、制裁が行われてこなかった理由の 1 つであるかもしれない。

また、内部者が取引を実施しなかったことにより生じる他者の損害は、相対売買の交渉を内部者側が一方的に打ち切った場合に相手方に生じるものは別とすれば、観念しにくい。もっとも、学説においては、いわゆる「利益吐き出し型損害賠償」として、被害者に「損害」が生じておらずとも、侵害者が保持する利益に注目し、これを被害者に対して「損害賠償」として引き渡すことを認めるべきとの主張²¹⁷がある点が注目される。これを是認する場合には、内部者が未公表情報を知りながら取引を回避して損害の発生を免れた場合には、その未公表情報が公表されるまでの間に取引を実施した者について、当該者が未公表情報に関連して被った「損害」を措定するか否かに拘わらず、損害賠償請求権を認める余地があることになる。本稿ではこの点はこれ以上立ち入らず、今後の課題とする。

²¹⁵ 確率的な因果関係処理であり、この枠組み自体に対する批判はあり得る。この点についての検討は本稿では行わず、今後の課題とする。

²¹⁶ 内部者側における取引を抑止するという面に加え、一般投資家側における損害を超過する賠償が認められることによる機会主義的な提訴を防ぐことも必要となる。

なお、本文記載の制度は、短期売買利益の返還制度（金商 164 条）との機能分担が問題となる。短期売買利益の返還制度は、役員または主要株主が「その職務又は地位により取得した秘密」を不当に利用した自己の計算による売買によって利益を得た場合、当該利益を会社に対して支払う（会社の情報を利用して得た利益を会社に返還する）ことを確保するための制度である。原則として会社自身が請求することになるので、会社自身が内部者取引の内部者側となるケースにおいては適用されないので、当該場合に関して本文記載の制度は固有の存在意義がある。

²¹⁷ さしたっては、亀井尚也「損害賠償の抑止・制裁的機能をめぐって」法と政治 65 巻 4 号 107-163 頁（2015）参照。

第3款 市場の効率性への着目

第1目 はじめに

本款では、投資家間に情報の非対称性があることを前提として、市場の効率性に着目して内部者取引規制の是非を論じる議論を取り上げる。その中核となる論点は、内部者による取引実施を許容した場合に市場の効率性が向上するか否かであり、向上するならば内部者による取引実施を許容するべきであるという主張に結び付きやすく、またその逆もしかりである。

以下、順に取り上げるが、この議論に先立って、効率的市場仮説を概観しておく。株式の流通市場に関して、効率的市場仮説とは、ある会社の株式について市場で形成される価格（株価）が、「効率的」であるとする主張である。ここでの「効率性」については、「弱度」、「準強度」、および「強度」という3種類のバリエーションが措定される。通例はこの順番で説明されるが、本款では逆順に取り上げる。

まず、強度（ストロングフォーム）の市場効率性について。これは、ある時点において公に利用可能な情報はもとより、公にされていない企業内部の情報も株価に反映されており、株価が真の企業価値を表すものとなっている、という状態（が成立しているという仮説）である²¹⁸。企業の内部情報に接することができる者であっても、当該情報に基づく取引実施によって継続的に利益を得ることはできない²¹⁹。

次に、準強度（セミストロングフォーム）の市場効率性について。これは、ある時点において公に利用可能な情報はすべて（即座に）株価に織り込まれているが、公にされていない企業内部の情報は株価に反映されていない、という状態（が成立しているという仮説）である²²⁰。企業外部の投資家は情報収集によって継続的に利益を得ることはできないのに対し²²¹、企業の内部情報に接することができる者は、株価に反映されていない情報に基づき

²¹⁸ ツヴィ・ボディー＝アレックス・ケイン＝アラン・J・マーカス（平木多賀人ほか訳）『インベストメント（上）〔第8版〕』（マグローヒル・エディケーション、2010）472頁。

なお、ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（105）523頁の定義では、「苦心して企業や経済についての分析を行うことで初めて入手できるようなすべての情報が証券価格に反映されている」とされており、反映されている情報の範囲に、必ずしも企業の内部者足り得る者ではなくとも入手し得るものが含まれている。

²¹⁹ 公に利用されない情報が、内部者による取引実施を介して株価に反映されることで株価が当該情報を反映したものになり、それ以上の利得ができなくなる。したがって、その反映過程における取引実施により利益を得ることはできる。

²²⁰ ボディー＝ケイン＝マーカス・前掲注（218）472頁。

²²¹ 情報を知った者が当該情報に基づき取引を実施することで、当該情報が株価に反映されることになる。したがって、その反映過程における取引実施により利益を得ることはできる。もっとも、情報を収集してそのような機会を狙う投資家が多数存在する状況下においては、その利益獲得競争は苛烈なものとなり、ある投資家が継続的にそのような活動から利益を得ることは難しいと考えられる。これは、株式市場を運営する主体が提供する有料サービスにおいて、その種のサービスを利用しない者よりも少しだけ早く情報を得ることができるとしても、そのサービスを利用する者の間でその種の競争が生じることから、同様に妥当する。

取引を行えば利益を得ることができる。

最後に、弱度（ウィークフォーム）の市場効率性について。これは、過去の株価に関する情報はすべて株価に反映済みであり、株価はランダムウォークのように動き、過去の株価変動から将来の株価変動を予測することはできない²²²、という状態（が成立しているという仮説）として定義されること²²³が多い。もっとも、この定義の在り方は、株価に織り込まれている情報の範囲に着目している強度および準強度の定義と並べれば異質である。整合性を持たせるためには、過去の株価変動に関する情報が将来の株価変動に何らかの影響を持ち得ることを認めつつ、当該情報は株価の動きを参照すれば誰でも容易に入手できるため株価に極めて容易に反映されるという捉え方²²⁴を基礎として、当該情報のみが即座に反映されている状態（が成立しているという仮説）を弱度の効率性として定義することが考えられる²²⁵（この定義の下では、弱度の効率性が成立しているか否かは、株価がランダムウォークであるか否かとは関係がないと思われる）。

以上のような市場の効率性の定義において、実際に存在する未公表情報の影響は、強度の効率性が成立している市場であれば株価に反映されているが、準強度や弱度の効率性しか成立していない市場では反映されていないものと位置付けられる。そして、企業の外部から観察できない未公表情報を覚知すれば、強度の効率性が実現していない限り取引実施により超過利益を獲得することが可能なので、その種の情報には経済的価値がある。もっとも、未公表情報が公表された場合に、その性質通りに株価が動く（株価上昇情報が公表されれば上昇し、株価下落情報が公表されれば下落する）限り、株価が企業の本源的価値を表しておらずとも、利益を得ることは可能であると考えられる。この見地からは、本稿の目的の下では、市場の効率性を情報効率性と本源的効率性に二分して考慮する²²⁶ことが適切である。

以上を念頭に、次目では内部者取引が許容されていることが市場の効率性にいかなる影響を与え得るか考察する。第 3 目では、市場の効率性と関連して、内部者取引規制が市場

²²² これはしばしば、テクニカル分析により利益を得ることはできない、という定式に結び付く。

²²³ プリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（105）522 頁など。

²²⁴ ボディー＝ケイン＝マーカス・前掲注（218）472 頁。なお、過去の株価の動きについては言及しないものの、報道された内容、財務諸表、企業のプレスリリース等の、すべての投資家が利用可能な情報について、投資家間の競争がし烈で、株価が即座に情報に反応する場合において、一部の投資家が、完全に情報を反映した価格に株価が調整される前に取引を実施して利益を得る余地を肯定するものとして、ジョナサン・バーグ＝ピーター・ディマーズ（久保田敬一ほか訳）『コーポレートファイナンス：入門編〔第 2 版〕』（丸善出版、2014）336 頁。

²²⁵ この見地からは、テクニカル分析により利益を得る余地は必ずしも否定されないものの、同様に考える他の投資家が素早くこれを実施することが容易であり、早い者勝ちの競争となるので、ある者が安定的に投資成果を得ることはできない、という立論になる。ボディー＝ケイン＝マーカス・前掲注（218）474 頁。

²²⁶ 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂、2016）47-48 頁参照。

の流動性に与える影響について若干の考察を行う。第 4 目では日本の市場を対象として内部者取引と市場の効率性に関する実証研究の内容を簡単に取り上げる。

第 2 目 内部者取引と市場の効率性

内部者取引が許容される場合、市場の効率性が上昇し得るとする主張がある。その基本的な考え方は、概ね次のようなものである。たとえば、ある会社について株価上昇情報が存在するが当該会社の株価に反映されていない場合、株価は企業価値を過小評価したものとなっている²²⁷。ここで、内部者が当該情報に基づき利益を得るため内部者取引を実施する場合、これは買い注文として外形化される。すると、内部者取引が行われない場合に比して買い注文が多い状態が生じ、これは株価の上昇につながり得る。内部者は利益が出る範囲においてのみ内部者取引を行うので、株価が真の企業価値に到達した時点で内部者取引は行われなくなる。株価下落情報が存在する場合については、これと逆の動きが生じる²²⁸。それらがそれぞれの上場企業で行われることで、市場（全体）の効率性が高まるというわけである²²⁹。

この機能への期待は内部者取引を許容するべきであるという結論に結び付くが、そのような主張の一部は、株価上昇情報に基づく内部者取引と株価下落情報に基づく内部者取引を区別し、前者は規制するべきであるが後者の一部は許容するべきであると説く²³⁰。これは、経営者は株価が高くなった方が自身の経営能力が高いことが示されるので株価が高くなることを望み、それを実現するための機会主義的行動が誘発されるので、これに対抗する存在として株価下落情報に基づく内部者取引のみを認めて株価を押し下げてもらおうというものである。

あるいは、内部者足り得る者が株式を購入したことが外部から観察可能であるとき、当該取引実施後に会社が株価上昇情報足り得る情報を開示すると、内部者足り得る者による取引実施が、会社により開示された情報の信頼性を担保するという見方²³¹もある。

他方、私見ではむしろ、内部者取引が許容されると市場の効率性が低下する可能性がある²³²と解する。内部者取引が実施された場合に株価が本源的価値に近づく可能性はあるものの、内部者取引の許容は内部者取引ではない取引に対しても影響を与え得るので、「内部者取引を許容すると、許容されていない場合に比して市場の効率性が向上する」か否かは自明でないのである。以下、詳論する。

まず、割高な銘柄を空売りし、割安な銘柄を購入して現物保有するというロング・ショ

²²⁷ 他に未反映の情報がなく、かつ、株価が一時的に企業価値から乖離している（何らかの事情により高騰ないし暴落している）といった事情がないことが前提である。

²²⁸ 黒沼・前掲注（13）429-430 頁。

²²⁹ なお、株価上昇情報に基づく内部者の購入実施について、上村・前掲注（2）72 頁。

²³⁰ Thomas Lambert, *Overvalued Equity and the Case for an Asymmetric Insider Trading Regime*, 41 WAKE FOREST L. REV. 1045, 1083-95 (2006).

²³¹ See Feng Gu & John Q. Li, *The Credibility of Voluntary Disclosure and Insider Stock Transactions*, 45 J. ACCT. RES. 771 (2007).

ート戦略は、市場株価が本源的価値の面で効率的であるために重要な要素であるところ、内部者取引が許容されると、この機能が弱体化して市場の効率性が低下し得るのではないか。たとえば、ある投資家が自身の有している情報に基づいて市場を観察したところ、ある会社の株価が、当該者が有している情報から導き出される本源的価値から乖離していることを発見したとする。このとき、当該者は当該乖離が、①他の投資家の評価ミスにより形成されたものであり、本源的価値に照らして割安・割高な株式が存在している状態であるのか、それとも、②自分の知らない情報が存在し、他の投資家が当該情報を踏まえて取引を実施した（それにより株価が本源的価値に接近した）結果であるのか、判断できないであろう²³²。この枠組みにおいて、内部者取引が許容された場合、ある投資家から見ると、自身の価値評価からすれば真の企業価値から乖離した株価が形成されたとしても、それが真の企業価値に合致するものである確率が高まることから²³³、実際には上記①として企業価値から乖離する変動が生じたとしても、ロング・ショート戦略に基づく取引を実施すべきではないと判断される機会が増加し、結果として、市場全体において一般的に効率性が低下し得るのではないか²³⁴。

次に、内部者取引が許容されている場合、一般投資家からすれば自分よりも先に取引を実施した者が自分よりも情報優位にある者である確率が相対的に高まり、ひいては「情報

²³² 太田・前掲注（157）352頁は、株価の変化が外生的なショックによるものなのか内部者が実施した取引によるものなのか、また、後者である場合において未公表情報に基づき取引しているのかヘッジのために取引しているのか区別が難しい場合には、情報が適切に市場に伝達されるとは限らない（内部者取引による情報伝達にはノイズが含まれている）とする。

²³³ 内部者取引以外の突発的な株価変動の数とその中で企業価値を正しく表す変動の割合を一定とすると、そのすべてが企業価値を正しく表す変動となる内部者取引に基づく突発的な株価変動が加わった場合、突発的な株価変動全体において、それが企業価値を正しく表す変動である確率が、内部者取引が許容されていない場合に比して上昇する。

他方、企業価値を正しく表す変動について、それが正しいものとして扱われる可能性も上昇するので、全体として効率性にどのような影響が生じるかは明らかでない（正しい変動とノイズとしての変動の割合が関係してくる）。

²³⁴ 上田・前掲注（182）938頁は、内部者取引が許容されると、会社が公表していない情報を反映した株価が形成され得るところ、それは一般投資家からすると開示されている情報から説明できない価格形成となり、それが投資家の証券市場における価格形成に対する信頼を失わせるという考え方を提示する。

内部者取引は許容する場合においても、内部者足り得る者が実施した取引の内容を開示する仕組みを設ければ、本文記載の影響にはある程度の対処が可能ではある。しかし、取引実施後の公表になると取引実施から当該情報が市場に伝わるまでタイムラグが生じるので、やはりロング・ショート戦略による裁定取引を遅延させるであろう（未公表情報が反映されたのではない場合、内部者足り得る者による開示義務の期限が徒過するまで待たなければ、いずれであるか確定できない）。

かといって、内部者足り得る者が実施を予定している取引を事前に公表すると、売却取引が流動性確保目的なのか、株価下落情報に基づく取引か判別できない。また、内部者足り得る者としても、その取引実施予定を公表することで株価が変動し、当該取引の実施により損害を被る可能性も生じるので、これは採用し難い。

カスケード (informational cascades)」が発生しやすくなると考えられる。情報カスケードとは、ある投資家が、私的情報を有するべき他の投資家が自分よりも先に投資を行っていることを観察した場合に、自身が有している私的情報を無視して、先行した投資家の投資行動に追随するという現象を指す²³⁵。情報カスケードが発生した場合には、無視された私的情報は株価に反映されないから、市場の効率性が低下する可能性がある。これは、追従された者（先取引を実施した者）が実際には私的情報たる未公表情報を有していなかった場合に、真の企業価値からみれば正しくない株価変動が強化され得ることも意味する。

さらに、1つの会社に2個以上の未公表情報が同時に累積し得る場合、そのうちの1個のみを覚知した者が当該情報のみを勘案して取引を実施した場合において、株価が累積している未公表情報すべての影響を勘案した場合の企業価値に接近するとは限らないと思われる。

以上の通り、個々の内部者取引実施により株価が本源的価値に近づくとしても、内部者取引の実施が許容されることで内部者取引ではない取引に生じる影響によって一般的に市場の効率性が低下する限り、その影響を凌駕するほどの内部者取引が実施されることが確実であり、かつ、情報カスケードが発生しないことが保障されている場合でなければ、内部者取引の許容により市場の効率性が高まるとはいえないと解する。内部者取引と市場の効率性に関する実証研究においては、規制導入または廃止の時点を基準とし、その前後における市場全体の効率性の変化を検証しなければ、内部者取引を許容したことによる市場の効率性の向上または低下は明らかにならないであろう²³⁶。そして、どちらの影響が優勢であるかは自明でないが、現時点の筆者の主観確率としては、市場の効率性が低下する可能性の方が大きいと見積もっている。

なお、さらなる考慮要素としては、購入取引たる内部者取引と現物売却取引たる内部者取引の性質の違いも挙げられる。内部者は後者においては現有株式を売り抜けさえすればよいのに対し、前者においては株価が上昇してくれなければ期待値ベースで実現している利得を現実化することができない。つまり、内部者取引が許容されることで、それが全面的に禁止されている場合と比較した場合に、会社による株価上昇情報と株価下落情報の開

²³⁵ 情報カスケードについての日本語による説明として、たとえば、田代一聡「証券市場における情報に関わる問題」証券レビュー60巻4号18-30頁（2020）参照。より包括的なレビューとしては、*See Oksana Doherty, Informational Cascades in Financial Markets: Review and Synthesis*, 10 REV. BEHAVIORAL FIN. 53 (2018).

²³⁶ これまでの実証研究では、内部者取引が実施された場合の、当該取引により生じる株価変動と本源的価値を比較し、その結果をもって内部者取引実施と市場全体の効率性の関係に結び付けていた。しかし、上述の通り、一般的に内部者取引を許容した場合に、内部者取引ではない取引において効率性を低下させる（ノイズとしての）株価変動が生じた場合に、市場がこれを是正する機能が低下し得るとも考えられる。

内部者取引の許容により一般的に効率性が低下しているならば、個別の内部者取引が発生したことで株価が企業の本源的価値に接近した（効率性が上昇した）か否かを検証しても、「内部者取引を許容する」こと自体が市場の効率性にもたらす影響を検証したことにはならないのである。

示戦略に変化が生じる余地がある。もっとも、空売りたる内部者取引も考慮すると、内部者が株式を現有している限りにおいて売り抜けるまで株価下落情報の開示が遅らせられる一方で、空売り後は開示が加速され得るので、全体としてどうなるかは自明でない（情報公表権限を持つ者の株式保有状況に左右される）。

第3目 内部者取引と市場の流動性

一般論としては、市場の流動性が向上すると取引が成立しやすくなり、情報を株価に反映する取引も実現されやすくなるので、市場の効率性が向上する²³⁷。内部者取引が許容された場合に、内部者取引が実施されることで株価が即座に本源的価値に近づくなれば、本源的価値に基づく取引に起因する当該株式の株価変動（リスク）が低下するため、リスク回避的な投資家が市場取引に参加するようになり流動性が上昇する²³⁸可能性はあるであろう。

他方、内部者取引が許容されることで自身が不利な立場に置かれていると感じた、若しくは情報の非対称性が大きく自分は情報劣位にあると判断した一般投資家が市場から退出し、またはそのリスクに対応して取引量を抑えたと、それは市場の流動性低下につながる²³⁹。これは転じて、市場の効率性も低下させ得るため、内部者取引を規制することで一般投資家を市場に参加させて流動性を確保することが、市場の効率性にとってプラスになるとも考えられる²⁴⁰。ただし、**前款第3目**で言及した通り、内部者による取引実施が許容されている状況下で、一般投資家が絶対的に不利になるか否かは市場の板の厚さに左右される面がある点への留意が必要である。

第4目 実証研究

本目では、日本における内部者取引に関する実証研究を簡単に取り上げる。これに該当する研究としては、まず、過去に摘発された事案における内部者取引の株価へのインパクトを分析し、影響を与えていないという結果を提示し、これは内部者取引を実施していることを他者に気付かれないようにしているとする推察を提示するもの²⁴¹がある。また、新

²³⁷ 現在の市場価格でいつでも取引できるだけの十分な投資家が存在しなければ、形成されている市場価格で取引できない可能性が生じるので、その価格は価値の尺度として機能しなくなる。ジョナサン・バーク＝ピーター・ディマーズ（久保田敬一ほか訳）『コーポレートファイナンス：入門編〔第2版〕』（丸善出版、2014）89頁。

²³⁸ さらに、流動性の向上により効率性が向上する効果も見込めるようになる。つまり、板が厚い状態であることで注文が円滑に約定・決済されていく状態にあることにより、投資家が有している情報が株価に反映されやすくなることで、株価の本源的価値の効率性が上昇し得る。

²³⁹ 太田・前掲注（157）354-357頁。また、RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 573 (9th. edition, Wolters Kluwer, 2014).

²⁴⁰ 太田・前掲注（157）357頁。

²⁴¹ 三好祐輔『法と紛争解決の実証分析—法と経済学のアプローチ』（大阪大学出版会、2013）316-346頁。

株発行のアナウンスメントが実施される前の一定期間における取引量に有意な増加があれば内部者取引が実施されたと看做して分析を行った結果として、株価に有意な変動はない²⁴²とする分析²⁴³がある一方、増資インサイダー事件を受けた内部者取引規制の拡張後は、増資インサイダー事件が明らかになる前よりも企業は高い株価に基づき増資できているとする分析²⁴⁴もある。

他には、2000年1月から2007年12月を対象期間とする、日本企業による公開買付（TOB）、株式交換、および合併によるM&Aに関する研究で、公開買付についてはその実施の公表前にターゲット株式の出来高が増加するとともに累積超過リターンも上昇し、かつ公開買付の公表後に売却する動きが出ているとする分析²⁴⁵もある。より具体的には、公開買付の発表日を起点として当該日を不算入で5日前（5取引日前）から公開買付ターゲットの出来高が有意に増加しており、また、買い圧力が有意であるという²⁴⁶（なお、公表後においても出来高は有意に増加しており、かつ売り圧力が有意であるという²⁴⁷）。この結果からは、公開買付実施に関する情報が漏洩し、売り抜けることを狙った投資家が公表前から買い進めた可能性が懸念され得るが²⁴⁸、5日前から有意に増加していることからすると、公開買付を行う者が、大量保有報告書の提出義務を踏まえながら事前に関与の「足掛かり」を構築するための購入を行っている²⁴⁹ことによる影響も念頭に置かれるべきである

²⁴² これは、新株発行を企図した会社において、調達できる資金量が低下して社会厚生が低下するという事態は招来されていないことを意味する。

²⁴³ See Morita, *supra* note 199, at 9.

²⁴⁴ 鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』（中央経済社、2017）423頁。

²⁴⁵ 花村信也「M&Aの取引発表での株式市場の反応に関する分析—出来高反応の実証分析—」証券経済学会年報46号59-71頁（2011）参照。

²⁴⁶ 花村・前掲注（245）65頁・69頁。

²⁴⁷ 花村・前掲注（245）69頁。

²⁴⁸ 花村・前掲注（245）64頁。この研究の対象期間は、日本法において取引推奨・情報伝達規制がなかった時期なので、それらに基づく購入・売却行為は合法足り得るものであった。もちろん、公開買付に関する外部情報に基づく取引であれば、当時においても規制は存在したので、違法足り得る（花村・前掲注（245）64-65頁注3は、違法行為たる内部者による取引の実施があり得ることを指摘する）。

²⁴⁹ ある上場会社について、その議決権の5%以上の株式を保有するに至った者は、大量保有報告書の提出義務を負い、この義務の履践期限はその義務を負うことになった日の翌日から5日以内（土日祝日は除いて数える）である（金商27条の3第1項、同27条の25第1項）。

買収を進める者は、自身の注文により株価が跳ね上がらないように注意しながらターゲットの株式を買い進める場合、上記の義務負担の翌日から5日以内という期間の最終日に大量保有報告書の提出と公開買付実施の公表を同時に行うであろう。この行為態様を念頭に置くと、公開買付の実施が公表された日を起算点として当該日は不算入で数えれば、その5取引日前というのは、大量保有報告書の提出義務を負った日に等しいことがわかる。したがって、本文記載の分析結果は、公開買付を行う会社が、大量保有報告書の提出義務が発生した後に、その義務を履践するまでの時間の猶予を最大限に活用している可能性を想起させるのである。

²⁵⁰（なお、この推論においては、公開買付を行うことを予定している会社の役員等が、その予定されているという情報を秘匿したまま当該会社の計算においてターゲット会社の株式を買い進める行為が、違法ではないという認識が広まっており、そのような戦略が採用され得る素地があることが前提となる²⁵¹）。

第5目 小括

上述の通り、内部者取引が許容されることで市場の効率性が高まるという考え方には疑義があるが、本稿では反証できていない。実際に市場の効率性が高まるか否かについては結論を保留し、以下ではこの見地は議論の対象から外す。

第4款 経営者の行動に与える影響への着目

第1目 はじめに

内部者取引を許容するべきか否かという問題は、その規制の有無が経営者の行動に与える影響という観点から論じられることもある。本稿における筆者の主張も、情報開示時期と取引実施時期の調整に関する議論はこれに与するものである。

既存の学説は、内部者取引を許容すると経営者の行動に望ましい影響を与えることができるとして規制に反対する論拠として用いるものと、逆に経営者の行動に望ましくない影響を与えてしまうとして規制に賛成する論拠として用いるものがある。以下、順次見ていく。

第2目 内部者取引を許容する論拠としての展開と反対論

株価上昇情報を知りながら購入する（利得類型 A を実現する）内部者取引を肯定する論拠として、その種の内部者取引が効率的な経営者報酬として機能する、というものがある。すなわち、研究開発が上手くいく等の形で株価上昇情報が発生した際に、当該情報に基づき経営者が内部者取引を行い利得できるならば、これは経営者が企業価値の増大を目指し

²⁵⁰ つまり、公表前の買い圧力を発生させている主体と、公表後の売り圧力を発生させている主体が異なる可能性がある、ということである。

²⁵¹ 内部者取引規制の名宛人には、法人は含まれていない。そこで、法人において意思決定を行う役員等が「内部者」に含まれるので会社の計算による取引も規制対象に入るという解釈により対処がなされてきたが、これを前提とすると、公開買付者の役員等（金商 167 条 1 項 1 号）が、公開買付実施に関する情報を知りながら当該公開買付者の計算で行う売買の処遇が問題となる。

この点については、規制対象外になるとする見解が多い（たとえば、神崎＝志谷＝川口・前掲注（145）1272 頁、松尾・前掲注（13）669 頁、黒沼・前掲注（13）469 頁）。

法律構成としては、公開買付等に関する情報を知った公開買付者等の役員等が公開買付者等の計算で行う売買等については、条文に列挙された「当該公開買付者等…の役員等」（金商 167 条 1 項 1 号）に該当しないとするか、金商法には黙示の適用除外行為がありそれに該当すると解すべきであると主張されている（黒沼・前掲注（13）469 頁）。

て努力するインセンティブとして機能するという²⁵²。この仕組みは、市場株価が情報効率的であれば、本源的効率性がなくとも機能する。

他方、上記の主張に反対し、経営者報酬としての機能に否定的な主張としては、①報酬はその貢献に応じて明確な形態で与えられるべきであり、未公表情報の利用のようにそれと関係しない形で与える²⁵³ことは不当であるとするもの²⁵⁴や、②株価下落情報を覚知した場合に現物売却により損失回避という形で利得する（利得類型 C を実現する）ことは正当化できないとするもの²⁵⁵がある。なお、③契約により内部者取引を許容することができる制度においても、株主が経営者に内部者取引を行う権利を付与するとは考え辛く、また、付与しない状況の方が社会的に望ましいとする分析²⁵⁶もある。

第3目 内部者取引を禁じる論拠としての展開と反対論

内部者取引が禁止されていない場合、経営者が自己の利益のために経営上の意思決定や開示内容の調整を行う可能性がある。これを規律するために内部者取引が規制されることに合理性があり、日本の現行規制にこのような要素を見出す見解²⁵⁷もある。また、仮に内部者取引による利得が経営者報酬となる場合において、これを株主が許容するとき、報酬の総量を固定することを企図し、内部者取引が行われない場合に比して内部者取引による利得以外の報酬を減少させるのであれば、経営者のリスク選好との兼ね合いで、内部者取引を報酬とすることが企業価値の低下につながり得ると考えられる²⁵⁸。

もっとも、詳細は本章第4節で論じるが、内部者取引を禁じる現行規制においてもなお内部者には開示内容や開示時期の操作が可能であるとともに、取引実施の決定後に当該取引実施を所与として自身に有利になるように経営上の意思決定を行う余地があるので²⁵⁹、上記の1つ目の見解は内部者の優位性を必ずしも正しく把握できていない。また、2つ目の見解についても、報酬の総量を固定することを目指すという状況を前提とする点に関し

²⁵² See Manne, *supra* note 152, at 141-56.

²⁵³ 経営者としては、株価下落情報を覚知している場合に、株式型報酬の割合を減らして現金給付や負債型報酬を増加させるという戦略もあり得る。これまで日本では株式型報酬の利用が活発ではなかったため、この問題は顕在化してこなかったといえる。

²⁵⁴ 太田・前掲注（157）350頁など。

²⁵⁵ 龍田・前掲注（164）528頁。この理は、空売りにより利得類型 F を実現する場合に対する批判にもなると考えられるが、利得類型 A を実現する内部者取引を許容するか否かについては何も論じていない。

²⁵⁶ See Antonio E. Bernardo, *Contractual Restrictions on Insider Trading: A Welfare Analysis*, 18 *ECON. THEORY* 7 (2001).

²⁵⁷ 戸田暁「内部者取引禁止の一機能（2・完）」法学論叢 163 卷 6 号 1-51 頁（2008）38-51 頁。

²⁵⁸ 湯原心一「内部者取引と統治」吉本古稀・前掲注（112）491-511 頁（商事法務、2020）参照。

²⁵⁹ また、現行規制では、内部者であっても開示権限を有しない者や経営方針等に対する決定権限がない者、準内部者、あるいは第1次情報受領者が規制対象となっているが、その理由はうまく説明できていない。

て疑問がある²⁶⁰。

第5款 内部告発促進機能への着目

第1目 はじめに

本款では、株価下落情報を知った者が空売りを仕掛けて利得する（利得類型 F を実現する）行為の一部について、内部告発を促進する仕組みとして肯定的に捉え、規制対象外とするべきであるとの主張²⁶¹を取り上げる。本目では当該主張を概観し、次目ではその背景にある考え方について補足説明を行い、第3目で日本における当該主張の位置付けを簡単に探る。

内部告発の対象となる情報は、告発という行為の性質上、世間一般に明らかになれば株価が下落する情報（違法行為に関するもの等）である。その種の情報を知る者は、空売りを行ってから当該情報を暴露して株価を押し下げることによって、利得類型 F を実現できる²⁶²。このような経済的なメリットが、従業員等の内部情報を知り得る立場にある者にとって、不正行為に関する情報を暴露するインセンティブとなるので、実質的には内部告発を促進することができるという。この仕組みは、市場株価に情報効率性がある限り、本源的効率性がなくとも機能する。また、この論拠は、「外部者取引」による利得類型 F の実現も正当化するであろう。

アメリカの内部者取引規制では情報の財産的価値が重視されていることは先述したが、会社が違法行為や不正を行っているという情報は、当該会社の財産として位置付けられてはならない種類のものであり、当該情報に基づく取引はそもそも（信認）義務違反となら

²⁶⁰ 報酬総量の固定を目指して調整を行うであろうという予測は、適切な対照かわからないが例えば、健康のため毎日片道15分（往復30分）の散歩をしている者が、ある日において往路の距離を増やして20分歩いた場合に、復路では10分しか歩かないようにするための行動を採る（たとえば、残った家までの距離はタクシーを利用して帰宅する）と想定することと同種のように見える。

²⁶¹ Bruce H. Kobayashi & Larry E. Ribstein, *Outsider Trading as an Incentive Device*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 21, 67 (2006); Kristoffel R. Grechenig, *The Marginal Incentive of Insider Trading: An Economic Reinterpretation of the Case Law*, 37 U. MEM. L. REV. 75 (2006); Geoffrey Christopher Rapp, *Beyond Protection: Invigorating Incentives for Sarbanes-Oxley Corporate and Securities Fraud Whistleblowers*, 87 B.U. L. REV. 91, 151-53 (2007); Jonathan Macey, *Getting the World out about Fraud: A Theoretical Analysis of Whistleblowing and Insider Trading*, 105 MICH. L. REV. 1899 (2007); Robert E. Wagner, *Gordon Gekko to the Rescue: Insider Trading as a Tool to Combat Accounting Fraud*, 79 U. CIN. L. REV. 973 (2011).

²⁶² 単に既保有株式を売却し、あるいは空売りするのみでも株価を押し下げ得る。これによって何らかの株価下落情報が存在する可能性を示すことはできるものの、それが不正行為であるか否かは判然とせず、また、投資家側からしても実際に株価が下落するか否かは（当該情報が明らかになるか否か）運任せとなる部分もあることから、不正行為を世間に知らしめる機能は十分には発揮されないと考えられる。Robert A. Prentice & Dain C. Donelson, *Insider Trading as a Signaling Device*, 47 AM. BUS. L.J. 1, 53-54 (2010).

ないとも主張される²⁶³。

このアイデアに対しては、不正を発見した場合に既に保有している株式を売却するだけならともかく、それ以上に空売りを行うためには情報暴露まで含めて実施する必要性が高いが、空売りを実施した場合に生じるリスクが嫌厭される可能性もあり、また、人が告発を行う動機は経済的なもののみではなく、仮に経済的なインセンティブを重視するにしても単に通報に対して報奨金を与えるという仕組みも存在し、さらに金銭目的であるという要素が加わることで告発の信憑性が毀損され得る、という批判²⁶⁴がある。

第2目 キイタム訴訟

内部者取引の実施者と内部告発者を対照する見解をよく理解するためには、「キイタム訴訟 (qui tam action)」²⁶⁵に関する知識が必要となる。キイタム訴訟は、ある私人が財産刑としての金銭納付義務を政府に対して負っているはずである場合において、別の私人が、当該義務を負うはずである私人に対してその義務の履行としての金銭支払いを求めて提起する民事訴訟である²⁶⁶。原告側の私人が勝訴した場合、被告側の私人には、政府に対する金銭の支払い義務が認められるとともに、当該義務の金額の一部について原告側の私人に対して支払う義務を負う（原告側の私人に対して支払われた金額は、政府に対する支払い義務の金額から控除される）。私人が民事裁判を通じて政府の代わりに罰金等の徴収を行い、犯罪に対する制裁を加え、その努力に応じて当該者が対価を得られる仕組みであるといえ、英米法における私人による法の実現の一種として位置付けられないでもないが、その起源はローマ法やアングロサクソン法に遡るようである²⁶⁷。

²⁶³ Macey, *supra* note 261, at 21-22.

²⁶⁴ See Prentice & Donelson, *supra* note 262, at 55-71.

²⁶⁵ 訳としては、「公私混合訴訟」や「刑事的民事訴訟」というものもある。小山貞夫編著『英米法律語辞典』（研究社、2011）914頁。

²⁶⁶ Dan D. Pitzer, comment, *The Qui Tam Doctrine: A Comparative Analysis of Its Application in the United States and the British Commonwealth*, 7 TEX. INT'L L. J. 415, 417 (1972).

²⁶⁷ ローマ法における刑法では、“delatores”と呼ばれる市民により刑法の執行が行われていたが、遅くともいわゆるペディウス法（紀元前43年）の頃には、執行が成功した際にその報償として被告人の財産の一部を訴追した者に与える制度が実施されていたとされる。また、アングロサクソン法においても、695年にケント王国の王であった Wihtred が制定した法において、安息日（Sabbath）における労働が禁じられるとともに、違反者を報告した者に対し、違反者が払う罰金およびその違法な労働から得る利益の半分を与える旨を定めた。以上につき、J. Randy Beck, *The False Claims Act and the English Eradication of Qui Tam Legislation*, 78 N.C. L. REV. 539, 566-67 (2000).

なお、「キイタム (qui tam)」は、ラテン語のより長いフレーズを短縮したものである。元々の表現について裁判例においていくつかの異なるバージョンが示されているが、その1つは、“qui tam pro domino rege quam pro se ipso in hac parte sequitur”であり、その英訳は“who pursues this action on our Lord the King’s behalf as well as his own”とされている。Vermont Agency of Natural Resources v. United States *ex rel.* Stevens, 529 U.S. 765, 768 n.1 (2000). なお、ラテン語として同じフレーズを引きつつ、英訳を“who sues on

イギリスでも早くから立法化されていたようであるが²⁶⁸、1600年代に提訴が増加し²⁶⁹、濫訴の弊害が目立ったことから、その提訴可能範囲や提訴方法に制限をかけるため“Common Informer’s Act”という名称の法律が3度にわたり制定されている²⁷⁰。そして、最新の1951年法により、実質的にキイタム訴訟制度は廃止されるに至った²⁷¹。他方、アメリカでは虚偽請求取締法（False Claims Act）を始め、いくつかの制定法に残存している。

日本の制度でキイタム訴訟に類するものとしては、他人の脱税等を通報した者に報償金が与えられるという税法上の「第三者通報制度」が挙げられている²⁷²。同制度は、昭和21年に所得税法、法人税法、および財産税法（昭和21年11月11日法律第52号）において導入されたが、所得税法および法人税法の制度については昭和29年に廃止されている²⁷³。問題は財産税法であり、同法自体が「現行法」なのか否かが判然としないが²⁷⁴、現行法であれば、第三者通報制度は現在でも日本に存在することになる（財産税法64条）²⁷⁵。

behalf of the king as well as himself”とする裁判例もある。In re Schimmels, 127 F.3d 875, 877 n.1 (9th Cir. 1997).

また、ラテン語の異なるバージョンとして、“qui tam pro domino rege quam pro se imposito sequitur”とされ、英訳が“who brings the action as well for the king as for himself”とされた例もある。Bass Anglers Sportsman’s Society of America et al. v. U. S. Plywood-Champion Papers, Inc., et al., 324 F. Supp. 302, 305 (1971).

²⁶⁸ See Beck, *supra* note 267, at 567-68.

²⁶⁹ かつて存在していたイギリスのコモンロー控訴裁判所（court of Exchequer）について、その開廷期の1つである“Michaelmas terms”における、1519年から1659年の間における年ごとのキイタム訴訟の件数と提訴分野についてまとめたもの（データが欠けている年も多い点に注意）として、M. W. Beresford, *The Common Informer, the Penal Statutes and Economic Regulation*, 10 ECON. HISTORY REV. 221, 223-24 (1957).

²⁷⁰ Common Informer’s Act, 18 Eliz, 1, c. 5 (1575); Common Informer’s Act, 31 Eliz. 1, c. 5 (1588); Common Informer’s Act, 14 & 15 Geo. 6, c. 39 (1951).

²⁷¹ Pitzer, *supra* note 266, at 419.

²⁷² 碓井光明「私人による政府の賠償請求権の実現（1）—アメリカ合衆国不正請求法による Qui Tam 訴訟の検討」自治研究 75 巻 3 号 3-16 頁（1999）4 頁、同 5-6 頁注 1。

²⁷³ 所得税法の一部を改正する法律（昭和 29 年 4 月 1 日法律第 52 号）、法人税法の一部を改正する法律（昭和 29 年 3 月 31 日法律第 38 号）参照。

²⁷⁴ 国立国会図書館が提供している無料サービス「日本法令索引」や、ウェストロー・ジャパン株式会社が提供している有料サービス「Westlaw Japan」では、現行法扱いである。

他方、総務省行政管理局が運営している電子政府の総合窓口「e-Gov」では、現行法の法令検索で検索しても出てこないため、現行法として扱われていないか、実効性喪失扱いと考え得る（ただし、その「廃止法令一覧」<<https://elaws.e-gov.go.jp/repeal/>>にも記載はない）。また、紙媒体の法令集（「六法」の名を冠するものなど）において、収録されている例は見受けられない。

なお、筆者は、日本法令索引と e-Gov における財産税法の取り扱いの差異、ひいては効力が判然としない点について、Wikipedia における「財産税法」のページにおける記述からこれを把握した。Wikipedia 項目「財産税法」ウィキソース<

<https://ja.wikisource.org/wiki/%E8%B2%A1%E7%94%A3%E7%A8%8E%E6%B3%95>>。

また、本稿では、最終改正を反映していると思しき財産税法の条文として、Westlaw Japan で提供されているデータを参照している。

²⁷⁵ 財産税法は、1946 年 3 月 3 日午前 0 時において同法施行地（日本国）に 1 年以上居所

もっとも、同制度では通報者自身が訴訟を提起できるわけではなく、あくまで行政側が手続きを進めなければ報酬を得ることができないものである（あった）という点で、キイタム訴訟とは異なる²⁷⁶（所得税法における第三者通報制度について、最判昭和 31・12・6 集民 24 号 305 頁参照）。この意味では、キイタム訴訟に比すれば純粋な報奨金制度というべきである。

第3目 検討と小括

アメリカでは、内部告発者が告発により経済的利益を得られる仕組みがあることから、株価下落情報を覚知している者が空売りしてから未公表情報を暴露して利得類型 F を実現する行為と、内部告発の類似性が肯定され得る。これに対し、日本では、上述の通りそのような制度自体は税法上、極めて限定的ながら存在する（存在した）ものの利用例が乏しく、また、一般的にはその種の制度がないので、内部告発は正義感または復讐心に基づき行われるほかないであろう²⁷⁷。

そのことに照らすと、日本において内部告発により利益を得る仕組みは、「仲間を売った」という逆恨みや世間一般からの評価を（その種の制度が存在する国における場合に比すれば相対的に）一層強める恐れもある。また、内部告発を促進するにあたっては、内部告発を委縮させないため告発後の保護を確保する制度（現行法の名称でいえば、公益通報者保護制度）の充実によることが本筋である²⁷⁸。しかし、数十年来その趣旨が説かれながらも

を有していた者等に対して、財産の全額および国外在住の個人が日本国内に所有した財産について課税するというものである（同法 1 条乃至 11 条参照）。また、同法 37 条に基づく申告書の提出期限は昭和 22 年 2 月 15 日である（財産税法施行規則 30 条 1 項）。国税の徴収権は、法定納期限から 5 年間行使されないと時効消滅するので（通法 72 条 1 項）、財産税法に基づく納税義務はすべて時効にかかっているものと考えられる。そうであれば財産税法が現行法であることに意味がなく、実効性喪失の状態にあることになるが、民法の一般的な議論では、時効にかかった債務は自然債務に転じるという解釈があり、そうであれば、一応、法律を存続させておくことに意味はあるといえなくもない。

また、仮に上記の考え方に誤りがあり、時効に抵触していないことがあるとすれば、費用対効果の面で税務当局による調査が非現実的であることや、制度濫用のおそれが低いことから、第三者通報制度が残存しているのかもしれない。とはいえ、立法当時と現在では物価水準が大きく異なるにも拘わらず、報償金は 10 万円を超えてはならないとの上限設定（財産税法 64 条 1 項）がそのまま維持されていることになるので、情報を調べて通報するインセンティブを与える効果が微弱であり、また、同法の課税対象が新たに発生することもないから、今後、同制度に基づく通報がなされる可能性は極めて低いであろう。

²⁷⁶ 碓井・前掲注（272）4 頁。

²⁷⁷ もちろん、報償制度がある場合においても、正義感や復讐心は動機の一因となり得るし、報復に対する懸念も考慮要素となる。

²⁷⁸ 上場会社ではない会社における内部告発を可能にするという観点からも、これを本筋とするべきである。

内部通報者保護制度に関する近時の動きとしては、企業自身が自社の内部通報制度について評価を行い、その結果を指定登録機関に登録する「内部通報制度認証（自己適合宣言登録制度）」が 2019 年に開始され、また、2020 年には公益通報者保護法の一部を改正す

未だ不十分と思しき法制度しか実現していない²⁷⁹ことを踏まえれば、荒療治としてその種の内部者取引を許容することも、選択肢としては魅力的ではある。

他方、虚偽の情報が流された場合への対応も不可欠である。虚偽の情報を流した上で、証券売買を通じて利益を得た者は、風説の流布の構成要件を満たして金商法において制裁され得る（虚偽の情報であるが故に内部者取引には該当しない）が、虚偽の情報を流されて風評被害を被った企業による損害賠償請求が可能であることも求められる。

第6款 小括と付言

本節では、内部者取引の規制根拠論について概観し、学説を、①投資家間の公平性に着目するもの、②市場の効率性に着目するもの、③経営者の行動に与える影響に着目するもの、および④内部告発促進機能に着目するもの、という4つに区分し、若干の検討を加えた。

まず①は、基本的には、未公表情報を覚知できる機会が多い内部者足り得る者が実際に未公表情報を覚知した場合における、未公表情報を覚知していない者との不平等に関する議論であった。それらは、1つの会社に未公表情報が2個以上同時に累積し得る場合においても妥当し得る。もっとも、第1章で提示した例のように、市場では未公表情報が存在するという予想の下に株価が形成されているが代表取締役はそのような情報を覚知していない場合のように、未公表情報が存在する場合に覚知できる確率が高い者は、覚知していないという事実によっても一般投資家とは異なる有利な投資判断を下し得る。このような未公表情報を覚知していない状況に関する不平等については、議論が存在しない。これは、5つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）が極めて強固な存在であることを示唆する。

次に②は、実際に未公表情報を覚知している内部者が、取引を実施した場合を念頭に置いた上で展開されている議論であった。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は議論に登場せず、また、内部者が取引を実施しないことで利得類型 B・D・E を実現した場合の効率性との関係は論じられていない。

る法律（令和2年法律第51号）により、内部通報者の保護が図られる範囲が拡充されている。さらに、自己申告制のみでは必ずしも信用できないことから、内部通報制度を審査して認証するか否か決定する第三者認証制度の導入も模索されている。

²⁷⁹ 内部通報制度の認証にかかる制度は、いずれも企業自身が自発的かつ任意に認証取得を目指す制度であるが、事業者自身の利益と、社会全体の利益が一致するとは限らず、内部通報制度の性質からすれば一致しない可能性の方が大きく見積もられ得る。田中亘「公益通報者保護制度の意義と課題—内部通報制度認証（自己適合宣言登録制度）の発足に寄せて—」旬刊商事法務2195号13-21頁（2019）14-17頁参照。

また、同制度では、内部告発の告発先が企業自身の内部組織であるか、それとも報道機関等の外部機関であるかにより内部告発を行った者の保護要件を異にしており、外部に通報した者が保護を受けるための要件の方が重くなっているが、これも合理性に欠ける。田中・同17-19頁参照。

続いて③は、内部者取引規制の名宛人のうち、主として経営者を念頭に議論を展開するものであり、また、株価上昇情報に基づく取引実施のみを対象とするものといえる。その内容は株価上昇情報が何個累積している場面においても妥当するものであり、株価下落情報に基づく取引実施についても考察されているが、取引不実施は議論の射程外である。

最後に④は、株価下落情報に基づく取引実施のみについて、有用性を論じるものであった。その内容は株価下落情報が何個累積している場面においても妥当するものであるが、株価上昇情報に基づく取引実施・不実施や、株価下落情報に基づく取引不実施は議論の射程外である。

第3節 確率論の活用による未公表情報の累積上限がない場合の影響評価

第1款 はじめに

本節では、1つの会社に2個以上の未公表情報が累積し得るという状況下で投資意思決定者が未公表情報の影響度を評価する方法を、確率論を用いて構築する。より具体的には、当該評価を、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て定位する。

まず、①未公表情報の累積個数別の実現確率について。第1章で情報の片面的遮断について説明した内容からもわかる通り、未公表情報の影響度を評価するためには、未公表情報の累積上限が1個であるとしても、株価上昇情報が1個累積している状況、あるいは株価下落情報が1個累積している状況が、いかなる確率で生じるのか、という情報が必要となる。よって、株価上昇情報と株価下落情報のそれぞれの累積個数毎に、当該累積個数が実現する確率を求める必要がある²⁸⁰。

次に、②投資意思決定者自身による未公表情報の覚知状況について。これもまた情報の片面的遮断に関する説明でも登場した通り、未公表情報の累積上限が1個であれば、未公表情報を現に覚知している者は未公表情報の存在状況を完璧に把握できているが、未公表情報を覚知していない投資意思決定者は、未公表情報が存在しない可能性と、実際には存在している未公表情報を自分が覚知できていない可能性を考慮する必要がある。他方、2個以上の未公表情報が同時に累積し得る場合は、現に未公表情報を覚知していない者はもとより、未公表情報を現に覚知している者であっても、自身が覚知していない未公表情報が存在している可能性を考慮する必要がある²⁸¹。この場合、未公表情報が存在するならば自

²⁸⁰ 主観確率を許容する立場であれば、投資意思決定者が適宜、確率の数値を設定すればよいということになるが、主観確率を許容しない立場や、頻度主義的に客観確率が測定可能であるならばそちらの方が望ましいと考えるならば、客観確率を求める手法が必要となる。

²⁸¹ 累積上限が1個であれば、現に覚知している者は、自身が覚知している未公表情報以外の未公表情報は存在しないと判断できる。

分が当該情報を覚知できる確率を基礎として、自分が未公表情報の覚知に失敗した確率を求めることができ、この確率に基づき、①で求めた累積個数別の実現確率を事後確率に修正することが可能となる。

以下、次款では①を、第 3 款では②をそれぞれ個別に取り扱い、第 4 款で両者を統合して累積個数に上限がない状況における投資意思決定の態様を解き明かす。さらに、第 5 款では、他人から情報伝達・取引推奨を受けたことが投資意思決定に与える影響の描写をモデルに組み込む。

第 2 款 待ち行列理論による未公表情報が複数累積し得る状態の描写

第 1 目 はじめに

繰り返しになるが、これまでの内部者取引規制に関する法学分野における議論では、1 つの会社に存在し得る未公表情報の上限個数を 1 個として扱い、ある会社において未公表情報は 1 個のみ存在するか 1 つも存在しないという暗黙の仮定が置かれていたと目される。もっとも、そのような傾向は、内部者取引に関する経済学分野における実証分析でも同様のように見受けられる。

たとえば、内部者取引が実際に行われている程度やその収益性に関する研究ではしばしば、未公表情報に基づく取引が実施される可能性 (PIN: probability of informed trading) という概念が措定されるところ、これは、内部者の投資判断に影響を与える未公表情報が 1 個であることを前提とする枠組みとなっている。より具体的には、PIN の算出においては、①ある日において確率 α で未公表情報が 1 個発生し、当該情報は確率 δ で株価下落情報、確率 $1 - \delta$ で株価上昇情報であり、②当該情報を覚知した内部者による当該情報に基づく取引実施の意思表示 (つまり市場に出る注文) と、当該情報を知らない者による取引実施の意思表示が、それぞれ独立した「定常ポアソン過程 (Stationary Poisson Process)」に従い発生する、という形のモデルが基本形とされてきた²⁸²。

ここで、定常ポアソン過程とは、①増分の定常性 (均質性)²⁸³、②増分の無記憶性 (独立性)²⁸⁴、および③事象の希少性²⁸⁵という 3 つの性質を満たす「確率過程」²⁸⁶であり、次

²⁸² 概要とその適否についての考察として、Quan Gan, Wang Chun Wei & David Johnstone, *Does the Probability of Informed Trading Model Fit Empirical Data?*, 52 FIN. REV. 5 (2017).

²⁸³ 増分の定常性は、どの時点から切り取ったとしても、切り取った長さ (時間の長さ) が同じであれば発生回数の分布が同じである、ということを意味する。竹居正登『入門 確率過程』(森北出版、2020) 190 頁。増分の定常性があるならば、 $t=1$ から $t=2$ 間の発生回数の分布と、 $t=1001$ から $t=1001$ 間の発生回数の分布は、問われている時間の長さは 1 であり同じであるから、等しくなる。

²⁸⁴ 増分の無記憶性は、ある時点において念頭に置かれている事象が発生するか否かが、過去の履歴に影響を受けない、ということである。竹居・前掲注 (283) 190 頁。

²⁸⁵ 事象の希少性は、その発生有無が念頭に置かれている事象は、観測する時間が十分に短ければ同時に 2 回以上発生することは滅多になく、発生回数が当該観測時間に比例する、ということである。事象の希少性という文言は用いないがこの要素をポアソン過程が満た

の式で表される²⁸⁷。

$$P(N(t) = k) = e^{-\lambda t} \frac{(\lambda t)^k}{k!}, \quad k = 0, 1, 2 \dots$$

これはつまり、時刻 0 から時刻 t までの間に発生する事象の回数が k となる確率（発生回数 0 回となる確率が何%、1 回となる確率が何%...）が、パラメータ λt の「定常ポアソン分布 (stationary Poisson distribution)」に従う、ということである。

ここで、定常ポアソン分布とは、稀にしか生じない現象について、大量にデータを集めた場合に発生する当該現象の個数を表す分布の 1 つである²⁸⁸。ある「確率変数 (random variable)」²⁸⁹たる X が定常ポアソン分布に従うとき、その「確率関数 (probability function)」²⁹⁰たる $p(k)$ は、

すべき要素として掲げるものとして、竹居・前掲注 (283) 190-191 頁。

²⁸⁶ 確率過程とは、時刻 t に依存する「確率変数」である。小杉=久保・前掲注 (67) 115 頁。なお、「確率変数」の定義については注 (289) 参照。

²⁸⁷ ①乃至③の性質を満たす確率過程を単に「ポアソン過程」と表現するものとして、竹居・前掲注 (283) 191 頁。定常ポアソン過程という名称を用いる（が③事象の希少性に言及がない）ものとしては、近江崇宏=野村俊一『点過程の時系列解析』（共立出版、2019）18 頁。

²⁸⁸ 小杉=久保・前掲注 (67) 45-46 頁。ポアソン分布の例としてはしばしば、1 日あたりの交通事故の件数が挙げられる。ある自動車 1 台が 1 日間の間に事故を起こす確率は小さい（事故は稀にしか起こらない）が、日本全体で考えれば自動車の台数が非常に多くなり、稀な事象も大量にデータを集めれば発生個数はゼロではなくなり得るのである。ある 1 日における交通事故の発生件数が 1 件である（ $k=1$ である）確率を求める場合には、本文記載の式における k に 1 を代入し、また、 λ に具体的な数値を代入して計算することになるが、 λ はポアソン分布毎に異なり、過去の観測結果から算出される（分布の期待値として計算される）ものである。

²⁸⁹ 確率変数は、標本空間上の根元事象（標本）である ω に対して実数 x を対応させる関数である、という形で定義される。つまり、確率変数という概念には「確率」という要素は含まれない。清水泰隆『統計学への確率論、その先へ：ゼロからの測度論的理解と漸近理論への架け橋』（内田老鶴圃、2019）11-12 頁。ただし、確率変数は、（厳密には定義の変更を要するものの）その値として正負の無限大もとれる。國田寛『確率過程の推定』（産業図書、1976）5 頁、小和田正『確率過程とその応用』（実教出版、1983）10 頁。

たとえば、1 枚の「表」と「裏」を区別できるコインを 1 回トスするという試行により、上になった面（地面に接していない面）が何であるかを標本とする標本空間について、（ ω が）表が出るという事象に対して「1」を、裏が出るという事象に対して「0」を対応させることが可能であり（表ならば $x=1$ 、裏ならば $x=0$ ということである）、3 回の試行の結果が $1 \cdot 0 \cdot 1$ と記述されれば、1 回目と 3 回目は表が、2 回目は裏が出たということになる。ちなみに、根元事象が数値に結び付く場合、たとえば通常の（目が 1、2、3、4、5、6 である正六面体の）さいころ 1 個を 1 回振る、という試行により出た目を標本とする標本空間については、その根元事象の数字に等しい数字を対応させるのが通例であり、1 の目が出た場合は「1」、3 の目が出れば「3」などとする。ややこしいものの数字をずらして 1 の目が出た場合は「100」、3 の目が出たなら「 $-\infty$ 」、とすることも可能ではあるが、期待値の計算等で困難が生じるため、通常、このようなことはしない。

²⁹⁰ 確率関数とは、確率変数のそれぞれについて、その確率変数が実現する確率を対応させる関数である。小杉=久保・前掲注 (67) 16 頁。

$$p(k) = P(X = k) = \frac{e^{-\lambda} \lambda^k}{k!}, \quad k = 0, 1, 2 \dots$$

となる²⁹¹。λは分布毎に異なり得る定数であり、その定常ポアソン分布の期待値であるとともに分散でもある。つまり、λが定常ポアソン分布の内容を決定づける重要なパラメータである²⁹²。なお、eはネイピア数（自然対数の底）である。一定時間内に発生した稀な現象の回数に関する分布である（回数が確率変数となる）、というポアソン分布の性質からして、発生回数 k は非負の整数となる²⁹³。また、発生回数の期待値かつ分散であるλも、正の値を取る。翻って、定常ポアソン過程では、その従うポアソン分布についてパラメータλが時刻を問わず一定であることにより、上述した①増分の定常性が実現されているといえる。

なお、以上に対し、②増分の無記憶性と③事象の希少性は満たすが、①増分の定常性は満たさない（ポアソン分布に従うもののそのパラメータλが時刻 t に依存して変化し得る）タイプの確率過程は、「非定常ポアソン過程（non-stationary Poisson process または non-homogeneous Poisson process）」と呼ばれ²⁹⁴、また、その確率分布は「非定常ポアソン分布（non-stationary Poisson distribution または non-homogeneous Poisson distribution）」と

注（289）で提示したさいころの例でいえば、標本における出た目の数値に等しい数値を対応させた場合、1の目が出るという根元事象が生じるということは、確率変数 X において x=1 になるという事象が実現する確率を意味する。したがって、x という目が出る確率を、

$$p(x) = P(X = x), \quad -\infty < x < \infty$$

と置けば、1の目が出る確率は p(1)と表現され、それは同時に P(X=1)でもあり、目の出方に偏りのないさいころを偏りのない投げ方で投げるならば、その確率は 1/6 であるから、

$$p(1) = P(X = 1) = 1/6$$

と表されることになる。ちなみに、1の目が出るという根元事象に 100 という数値を対応させた場合は、1の目が出る確率は

$$p(100) = P(X = 100) = 1/6$$

と表記されることになる。

なお、確率変数に確率を対応させるという性質から、 $0 \leq p(x) \leq 1$ であり（ある根元事象が生じる確率は 0 以上 1 以下である）、また、 $\sum_x p(x) = 1$ である（すべての根元事象について発生確率を合計すると 1 になる）。小杉＝久保・同 16 頁。

²⁹¹ 小杉＝久保・前掲注（67）45-46 頁。要するに、変数 k に具体的な値を代入して計算する関数 p が、①確率変数 X について k という値が出現する確率を求めるもの（P）に等しく、また、②定数 e、定数 λ、および変数 k という 3 つの要素から構成される、ということの意味している。

²⁹² 小杉＝久保・前掲注（67）45-48 頁参照。

²⁹³ 和達三樹＝十河清『キーポイント確率・統計』（岩波書店、1993）44 頁。

²⁹⁴ 川島幸之助監修『待ち行列理論の基礎と応用』（共立出版、2014）29 頁、近江＝野村・前掲注（287）18 頁。なお、「非定常」は時間に左右されるという意味合いであることも相まって、非定常性を表す用語としては本文にも記載した“non-stationary”の他に、“time-varying”、“time-inhomogeneous”、あるいは“time-dependent”といったものも用いられる。Justus Arne Schwarz, Gregor Selinka & Raik Stolletz, *Performance Analysis of Time-Dependent Queueing Systems: Survey and Classification*, 63 OMEGA 170, 171 (2016)。

呼ばれる。通例、単にポアソン過程と言及される場合は定常ポアソン過程を指し、また、単にポアソン分布と言及される場合は定常ポアソン分布を指す。

内部者取引の話に戻ると、**第 1 章**でも述べた通り現実には未公表情報の累積個数に制約はなく、投資意思決定者が複数の未公表情報が累積している会社について複数の未公表情報を覚知することもあり得る。これらの要素を考慮するとき、未公表情報を覚知している者による注文は、定常ポアソン過程および非定常ポアソン過程のいずれにも従わない（無記憶性が満たされない）と考えられる²⁹⁵。この見地からすれば、内部者による注文が定常ポアソン分布に従い発生するという上述した PIN の算出方法では、未公表情報の累積個数が 1 個であるという前提が置かれていると解されるので²⁹⁶、厳密には、過去に発生した未公表情報が累積していることで内部者による注文が影響を受ける、という状況を排除するための仮定が設けられる必要がある。

本款では、そのような仮定を不要とするモデルを構築するために、ある会社において複数の未公表情報が累積し得る状態を、「待ち行列理論 (queueing theory)」により表現するというアイデアを提示する。

以下、第 2 目で待ち行列理論の概要を示し、第 3 目では未公表情報の累積過程を同理論の枠組みの中で定式化するための基本方針を示す。その上で、第 4 目において具体的な数値例を用いて株価上昇情報単独または株価下落情報単独の累積個数について平均個数を計算する方法を示し、第 5 目では、株価上昇情報と株価下落情報のそれぞれにおける累積個数別の実現確率を掛け算することで、たとえば株価上昇情報の累積個数 1 個かつ株価下落情報の累積個数 2 個、といった累積状態が実現している確率を結合分布として求める。第 6 目では、第 5 目までにおいてモデルを設計するために導入した仮定を将来的に外し、モデルをより一般化するための方向性について簡易に言及する。

²⁹⁵ たとえば、株価上昇情報を 1 個覚知した内部者が買い注文を出し（約定し）、当該情報の公表前に同一人物がさらに株価上昇情報を 1 個覚知して再び買い注文を出し（約定し）、その 2 つの情報が未公表である間にさらに当該者が株価下落情報 1 個を覚知した場合に、売り注文を出すか否か、という問いを設定してみよう。

既に株価上昇情報 2 個の影響が反映された株価になっている場合、つまり市場の効率性として、強度の効率性が成立して未公表情報も反映されているならば、株価上昇情報 2 個の影響は株価に反映済みであるから、新たに発生した株価下落情報を株価に反映することになる取引として売却が実施されるであろう。他方、強度の効率性は実現されていないとき、情報の株価への影響度は千差万別であるから、存在している株価上昇情報 2 個・株価下落情報 1 個の個別具体的な内容次第では、未公表情報全体として株価下落情報の影響が大きく、売り注文を出すべきであるという状況は発生し得る。しかし、影響度を期待値ベースで考える限り、一般論としては、株価上昇情報 2 個と株価下落情報 1 個が累積している場合は、株価上昇情報の影響の方が優勢であるといえるので、株価上昇情報 2 個を覚知している者がさらに株価下落情報を覚知した場合、その覚知は、売り注文を惹起しないと考えられる。

²⁹⁶ 直近に発生した未公表情報のみが、その発生後に市場全体で生じる注文に含まれる内部者による注文の個数に影響を与える要素と位置付けられているためである。

第2目 待ち行列理論の概要

待ち行列理論は、タクシー乗り場や銀行 ATM など、人々が自分の番が来るまで待っている際に形成される列のような「待ち行列」について²⁹⁷、数学（主として確率論・確率過程論）を利用して分析する学術領域である²⁹⁸。

列に並んでいる一個人としてみれば、自分より前に並んでいる人数とその減り方（どの程度待てば自分の順番になるのか）こそが関心の対象となるであろう。他方、サービスを提供している側からすれば列全体の管理が重要であり、客の到来とサービスの処理に要する時間の兼ね合いにより、最適なサービス提供体制を整えるための理論的な分析が要請されることになる²⁹⁹。待ち行列理論は、このようなニーズに応えるものである³⁰⁰。

待ち行列理論において、サービス提供体制の総体は「系」または「システム」と呼ばれるが³⁰¹（本稿では呼称を「系」に統一する）、同理論が解析対象とする事項は、系の外部における出来事と内部における出来事に大別できる。前者は、系の収容能力に限界があるため系に入る（列に並んで待つ）ことができず³⁰²退去する客の数（サービス提供側から見た場合には利益を逸失した量に関わる）に関する分析である。後述の通り、本稿の主題からはこれを考慮する必要はないので、以下では基本的に系の収容能力には制限がないものと仮定する³⁰³。後者は、行列の形成や消滅に関する出来事（客の立場としてみれば重要となる事項

²⁹⁷ 本文後述の通り、物理的な「行列」が形成されない場合であっても、待ち行列理論による分析は可能である。

²⁹⁸ 川島監修・前掲注（294）1-2 頁、藤本佳久『例題と演習で学ぶ 経営数学入門—待ち行列理論と在庫管理—〔第3版〕』（学術図書出版社、2017）1 頁。

²⁹⁹ 待ち行列理論の具体的な応用例の説明として、たとえば森村英典＝大前義次『応用待ち行列理論』（日科技連、1975）83-143 頁参照。

待ち時間が長いと、一度列に並んだ者がサービスを受けることを断念して離脱し、あるいはそもそも並んでくれない（利益獲得の機会を逃す）かもしれない。また、顧客満足度の低下を招きかねない。かといって、客を捌く能力を高めて待ち行列の形成を防ごうとする（たとえば銀行が ATM を増設する）と、利用客がまったくくない間もその処理能力を維持管理するためのコストが発生するので、その種の対策をしない場合よりも大きな損失が生じる可能性もある。

なお、行列ができていない状態を観察し、他人による評価に依拠して自身の行動を決定する者が出ることで客が増える可能性（情報カスケードないし「ハーディング効果」や、「バンドワゴン効果」と呼ばれるもの）もあることから、単純に行列ができないようにすることで獲得利益が増えるとは限らない点には留意が必要である。もっとも、本稿の議論においては当該要素を考慮する必要はないと考えられるため、これ以上は立ち入らない。

³⁰⁰ そのため、待ち行列理論は、オペレーションズ・リサーチという経営工学の一分野として位置付けられることも多い。

³⁰¹ 藤本・前掲注（298）2 頁。定義は置かず「システム」という語を本文記載の意味で用いるものとして、北岡正敏『例題でわかる 待ち行列理論入門』（日本理工出版、2010）2 頁以下。

³⁰² 店舗の外（公道上）まで延々と行列が形成される光景を目にすることもあるが、さりとてスペース上の限界がある。

³⁰³ つまり、客は必ず系に入ることができ、即座にサービスを受けられるか、または待ち行列を形成することが仮定される。

304の多くが含まれる)に関する分析であり、①待機中の平均的な人数と②客の平均的な待ち時間がその中心的な内容となる³⁰⁵。この 2 つは本稿の内容とも密接に関係するので、以下で敷衍する。

まず、①待機中の平均的な人数について。これは、サービスを受けるために列を形成して待っている客数の平均である Lq と、現にサービスを受けている途中にある客数の平均である Ls から構成され、この 2 つの合計により、系にいる客数の平均たる L が求まる。すなわち、

$$L = Lq + Ls$$

である³⁰⁶。待ち行列理論ではこれらを確認的に求める(求められた解は「解析解」と呼ばれる)が、サービス提供開始から間もない初期状態では(客が並んでおらず、また、サービスが開始されていない状態から出発するため)揺れ動き、その初期状態において算出される解析解は「過渡確率」や「過渡解」、あるいは「一時解」と呼ばれる³⁰⁷。これに対し、ある程度の時間が経過するとそれらは一定範囲に収斂する場合があります、その状態は「定常状態」や「平衡状態」と呼ばれ³⁰⁸、また、その状態における解析解は「定常確率」や「定常状態確率」と呼ばれる³⁰⁹。以下では、時刻 t において L が k である過渡確率を $P_k(t)$ と表記し、また、 L が k である定常確率を P_k と表記する³¹⁰(求める対象が Lq ではなく L である点に留意されたい)。

次に、②客の平均的な待ち時間について。客が系に入ってから退出するまでの平均的な時間 W は、サービスを受け始めるまで待つ時間 Wq と、サービスを受け始めてから終了するまでの平均的な時間 \bar{S} により構成され、その合計として算出される。すなわち、

$$W = Wq + \bar{S}$$

である³¹¹。

L や W は、算定可能である場合もあれば算定不能である場合もある。算定可否は系が有する性質に左右されるため、解析対象となる系がいかなる性質を有しているか示すことが重要となるところ、これは一般に「ケンドール記法」という形式により表現される。すな

³⁰⁴ 窓口が埋まっているため到着した客が即座にサービスを受けられず待つ必要がある確率や、一定時間以上待つ確率などである。

³⁰⁵ 北岡・前掲注(301) 3-4 頁。

³⁰⁶ 北岡・前掲注(301) 3 頁。

³⁰⁷ 過渡確率とするものとして、北岡・前掲注(301) 12 頁。過渡解とするものとして、藤本・前掲注(298) 13 頁。過渡解または一時解とするものとして、森村=大前・前掲注(299) 171 頁。

³⁰⁸ 定常状態とするものとして、北岡・前掲注(301) 12 頁。平衡状態とするものとして、藤本・前掲注(298) 13 頁。

³⁰⁹ 定常確率とするものとして、北岡・前掲注(301) 12 頁。

³¹⁰ 北岡・前掲注(301) 12 頁。他の表記としては、 P の代わりに π が、また k の代わりに i が用いられることもある。たとえば、木村俊一『待ち行列の数理モデル』(朝倉書店、2016) 26 頁。

³¹¹ 北岡・前掲注(301) 4 頁。

わち、「A/B/X/Y/Z」という 5 つの要素からなる基本構造³¹²において、A から Z の各部分が指し示す各種要素に、その系が有する性質³¹³を表す記号を入れることで表記される。以下、各部分について順にみていく。

A は、系に客が到着する様子（到着過程）に関する情報を記す場所である。待ち行列理論で最も頻繁に取り扱われるのは、客がランダムに到着する（客と客の到着間隔が指数分布になる）場合であり³¹⁴、系がこのような到着過程を有する場合には、A の欄に“M”と記す³¹⁵。この到着過程はしばしば、「ランダム到着」や「ポアソン到着」と呼ばれる³¹⁶。ポアソン到着と呼ばれるのは、ランダムに到着するということが、ポアソン分布と深い関係を有しているためである（一定の時間内に到着する客の数が、ポアソン分布に従う確率変数になることで、ポアソン分布を表す確率関数により表せるということであり、また、到着過程が「マルコフ性」³¹⁷を有する³¹⁸ということでもある³¹⁹）。なお、複数の客が集団として同時に到着する場合であって、集団の到着がランダム性を有する場合（集団ポアソン到着過程）は、“M^X”のように上付きの文字により表現されることがあり、また、より一般的にマルコフ性を有する集団到着過程は“BMAP”と記載される³²⁰。ランダム到着以外でしばしば言及され

³¹² 北岡・前掲注（301）11 頁、JOHN F. SHORTLE ET AL., FUNDAMENTALS OF QUEUEING THEORY 7 (Fifth edition, John Wiley and Sons, Inc., 2018).

これ以外に「ケンドール記法」と呼ばれるものとしては、A/B/s/r/K とし、A・B・s・r については本文記載の A・B・X・Y と同じであるが、K については母集団の大きさとするものがある。木村・前掲注（310）6 頁。

また、藤本・前掲注（298）2-3 頁は、システムの容量とサービスを受ける順番に関する要素の間に、客の到着数という要素を入れ、項目数を 6 個としている。

さらに、牧野都治『待ち行列の応用』（森北出版、1969）5-7 頁は、A/B/C(N) とし、A・B・C・(N) が本文記載の A・B・X・Y に対応する。

³¹³ 実在する系については、実際に系の様子を観測して判断する必要がある。牧野・前掲注（312）27 頁。

³¹⁴ 実在する系については、たとえば時間帯によって客の到着過程に違いが生じることが常であると思われるが（飲食店では多くの人間の生活リズムにおいて食事をする時間帯ほど客がたくさん到着するであろう）、そのような差があるならば到着過程はポアソン分布にはならない（定常性が欠ける）。森村＝大前・前掲注（299）8 頁参照。

³¹⁵ M と表記する由来は、“Markovian”と“memoryless”の 2 つである。北岡・前掲注（301）10 頁。いずれにせよ、将来の状態が現在の状態のみによって決定される、という無記憶性があることを指している。

³¹⁶ 牧野・前掲注（312）9 頁（ポアソン到着とする）、森村＝大前・前掲注（299）9 頁（ポアソン到着またはランダム到着とする）。

³¹⁷ マルコフ性とは、ある状態から別の状態への変化が生じる確率が、過去の要素に影響されないという性質を指す。森村＝大前・前掲注（299）12 頁。

³¹⁸ なお、ある店舗でサービスを受けようと思っていた者が、既に系にいる人数等を勘案して並ぶことを断念する（客として到着しない）と、これは、過去および現在の状態が客の到着過程に影響を与えたことになる。このとき、到着過程はポアソン分布にしたがったものとはならず、ひいてはマルコフ性も否定される。森村＝大前・前掲注（299）7 頁。

³¹⁹ これがポアソン到着を M と表記する由来の 1 つであることにつき、注（315）参照。

³²⁰ 矢島萌子＝フンドクトゥアン＝増山博之「集団到着型無限サーバ待ち行列の安定性」

る到着過程としては他に、一定の間隔で客が到着するという「レギュラー到着」³²¹があり、「D」と記される³²²。これら以外にも、解析が容易となる性質を持っており頻繁に分析される到着過程はいくつかあるが、本稿では取り扱わないので詳細は省く。なお、上記の到着過程や、それ以外の一定の性質を有する分布を含めて妥当する性質を解析する場合、つまり客の到着が「一般分布」³²³として位置付けられる場合であれば“G”と表記し³²⁴、その中で、客の到着に独立性がある場合は特に“GI”とする³²⁵。

B は、到着した客のそれぞれについて、サービス開始（系への到着ではないことに注意）から完了までに要する時間に関する情報を記す場所である。その記法は概ね A の欄と同じであり、ポアソン分布に従いマルコフ性を有する場合³²⁶は“M”とし³²⁷、また、サービス時間がすべての客に対して一定である場合は“D”とする³²⁸。なお、一般分布である場合は“G”と表記し、独立性がある場合は A の欄と同様に特に“GI”と表記し得るが、G と GI の差異は A の欄の場合とは異なりそれほど重要ではないため、区別されないこともある。

X は、客にサービスを提供する窓口の数に関する情報を記載する場所である。窓口数は

オペレーションズ・リサーチ 63 巻 8 号 19-25 頁 (2018) 20-21 頁。

³²¹ 森村＝大前・前掲注 (299) 6 頁、北岡・前掲注 (301) 6 頁。

³²² D と表記する由来は“deterministic”である。北岡・前掲注 (301) 7 頁。

³²³ 一般分布についての分析は、到着過程がどのようなものであっても妥当する性質を発見するものであり、たとえばポアソン到着などはその個別具体的な例の 1 つということになる。

³²⁴ G と表記する由来は、“general”である。北岡・前掲注 (301) 10 頁。

³²⁵ I は独立していることを表現しているので、“independent”に由来すると思われる。

³²⁶ サービス完了までの時間がマルコフ性を有するという事は、現にサービスを受けている者について、そのサービス完了までに要する時間が過去の状態に影響を受けないということの意味する。したがって、現にサービスを受けている客について、サービス開始から現時点までにどの程度の時間が経過しているかという要素は、当該客のサービス完了までに要する時間の予想値に影響を与えないことを意味する。森村＝大前・前掲注 (299) 12 頁。既にどの程度の時間が経過しているか、という情報が判明している点からして、残りのサービス時間は条件付確率として求め得ることになるが、その条件付確率を求めた結果として、既に経過している時間という要素が、これから要するサービス時間の算出において考慮されない式を示すものとして、藤本・前掲注 (298) 7 頁。

たとえば、サービス開始から完了までに要する時間の平均が 3 分であり、かつ、サービス完了までに要する時間がマルコフ性を有する系において、現に窓口にいる客についてサービス開始から現在に至るまで既に 2 分経過している場合に、現時点からその客のサービス完了までに要すると予想される時間は、依然として平均たる 3 分に等しい (3 分から 2 分を差し引いた 1 分ではない)。牧野・前掲注 (312) 10-11 頁。

他の例として川島監修・前掲注 (294) 28 頁は、大地震の発生間隔が指数分布に従うとき、大地震が前回発生してから 100 年経過したので次の大地震がそろそろ生じそうだという推論は誤りであり、また、人間の寿命が指数分布に従うならば、10 歳の人と 80 歳の人の残りの寿命は確率的に見て同じである、というものを挙げる。

³²⁷ 表記の由来は到着過程と同じである。

³²⁸ D と表記する由来は、“deterministic”である。北岡・前掲注 (301) 10 頁。

最小で 1 であり³²⁹、上限がない場合は ∞ である。窓口数が ∞ の場合、すべての客は系への到着後すぐにサービスを受けることが可能であるため $Lq=0$ かつ $Wq=0$ であり、待ち行列は形成されない³³⁰。窓口数が 1 でも ∞ でもない有限複数個である場合は、具体的な数字を記入し、または一般化して“c”や“s”と表記される。

Y は、系の収容能力に関する情報を記載する場所である。これは、(現にサービスを受けている客を収容している) 窓口の数³³¹と、サービスを受けるために並ぶ客の収容可能数の合計である³³²。容量が有限である場合は“c”などと表記し、 ∞ である場合はこの欄は記載せず省略するのが通例である³³³。なお、この欄において、サービスを受け始める前に客が系から退出する(そして戻ってこない)可能性が取り扱われることもある³³⁴。

Z は、客がサービスを受ける順番に関する情報を記載する場所である。並んでいる客の中で最も早く到着した者から順にサービスを受けられる場合が“FCFS” (first come first served) であり、この欄が省略されている場合は FCFS である³³⁵。また、最も遅く到着した者から先にサービスを受けられる場合が“LCFS” (last come first served) ³³⁶、ランダムである場合は“R” (random)、何らかの基準により割り当てられた優先順位に従う場合は“P” (priority) である³³⁷。

以上がケンドール記法の概要であり、待ち行列のタイプ毎に、上述した L や W を求める式が導出されている。もっとも、具体的な数字を弾き出すためには、それぞれの系において観察される、単位時間あたりに到着する客数の期待値であり“ λ ” (ラムダ) と表記される「客の到着率」と、単位時間あたりにサービスが完了する客数の期待値であり“ μ ” (ミュ

³²⁹ 窓口がゼロであるとまったく客を捌けないので、待ち行列が形成されるならば、待ち客の数は(既に並んでいる客の途中離脱がない限り)客の累積到着数に等しく、延々と客が増え続けるのみである。これは、サービス開始前から客が並び始めた場合のサービス開始時点における待ち客の数を求めるという目的には資するが、待ち行列理論では、客の新規到着と、サービスを受け終わった客の退出の兼ね合いを踏まえた分析が主目的となっている。

³³⁰ 窓口がすべて塞がっていてサービスを受けるために待たなければならない、という状況が生じ得ない。

³³¹ 一時的に窓口がサービスを停止するなど、客のいない窓口があっても待ち行列が形成され得る場合は、現にサービスを受けている客の数と窓口数は相違し得るが、待ち行列理論では通例、存在する窓口は常に稼働することが前提とされている。

³³² 北岡・前掲注(301) 11 頁。

³³³ 藤本・前掲注(298) 3 頁。

³³⁴ 木村・前掲注(310) 49 頁は、客の到着過程とサービス時間のいずれも M であり、かつ窓口が s (有限複数) である系につき、途中で離脱する客がいる場合を M/M/s/r+M とする。なお、ここでの退出は、既に列に並んでいる客がサービスを受けることを断念して立ち去ることを指しており、そもそも並ぶことを断念した者に関する記載ではない点に留意が必要である(そのような場合には客の到着過程がポアソン到着にはならないことについて、注(318) 参照)。

³³⁵ 北岡・前掲注(301) 11 頁。

³³⁶ 北岡・前掲注(301) 9 頁。

³³⁷ 北岡・前掲注(301) 9-10 頁。

一) と表記される「サービス率」に関する情報が必要となる³³⁸。窓口数が有限である場合には、 μ が λ よりも大きい³³⁹と延々と待ち客が増加し続ける（定常状態が存在しない）ことになるので、定常状態が存在するためにはサービス提供量が到着率を上回ることが要請される。つまり、定常状態が存在するための条件として、窓口数を s とすれば $\lambda/s\mu < 1$ であることが必要であり³⁴⁰、特に窓口数が 1 つである場合は s に 1 を代入して $\lambda/\mu < 1$ となる³⁴¹。他方、窓口数が ∞ である場合には、このような制約はない³⁴²。

第3目 内部者取引規制への適用

本稿では、待ち行列理論を内部者取引規制に適用するにあたり、まず会社内部における未公表情報の発生・累積過程を、客の到着と行列の形成（待ち時間の発生）過程として見立てる。さらに、各情報が会社内部に未公表のまま滞留する時間を、系内に滞在する時間 W として位置付ける。これにより、会社に累積している未公表情報の数は、現に行列に並んでいる客およびサービスを受けている途中である客の数の合計たる L として表現されることになる。位置付けが難しいのが窓口数であるが、これを ∞ とする枠組みを措定する。以下、順にみていく。なお、一般論としては、創業からの年数が浅い会社ほど、定常状態に達していない可能性が高いと考えられる。

最初に、未公表情報を、①発生事実たる株価上昇情報、②発生事実たる株価下落情報、③決定事実たる株価上昇情報、④決定事実たる株価下落情報、という 4 つに分けた上で、未公表情報の発生を客の到着に見立てる。先述の通り、日本の内部者取引規制において、その適用を画する未公表情報概念たる「重要事実」は、発生事実と決定事実に二分される。発生事実については、ポアソン過程に従い発生するものとして位置付けることを否定する理由は本稿執筆時点では思い浮かばないので、発生（到着）過程をマルコフ過程として扱い、ポアソン分布に従い発生すると看做す。他方、決定事実は扱いが難しい。意思決定が会社利益のためになされている限り、決定事実もポアソン過程に従い発生するとも考え得るが³⁴³、内部者足り得る者が自分の利益になるように意思決定を弄る可能性もあり³⁴⁴、ま

³³⁸ 北岡・前掲注（301）13-14頁。

³³⁹ 平均的に、サービス提供能力を超えて客が到着する。

³⁴⁰ 木村・前掲注（310）27-28頁、藤本・前掲注（298）29頁、川島監修・前掲注（294）55-56頁。

³⁴¹ 藤本・前掲注（298）9頁、川島監修・前掲注（294）55-56頁。

³⁴² 北岡・前掲注（301）228-229頁、木村・前掲注（310）26頁・32頁。

³⁴³ ただし、その種の決定が行われるのは会社の営業時間内であることが多いと予想できる一方、緊急で営業時間外に決定が下される可能性もないではないから、定常性が欠けるとも考えられる。

³⁴⁴ なお、意思決定主体が会社役員である場合、その種の意思決定を行うと善管注意義務違反であり、会社に対する損害賠償責任が発生し得る（会社423条参照）と解するが、損害の算定が困難であるという問題がある。

た、配当に関する事柄のように他の種類の未公表情報に対してその発生に影響を与える³⁴⁵要素もあることから、情報の発生と、発生から公表までの会社内における滞留時間はランダム性を有しないとも考えられる³⁴⁶。さらに、決定により重要事実が発生したあと、公表される前に当該決定が取り消されたために情報が消滅することがあるため³⁴⁷、情報が途中で消滅する処理も念頭に置く必要がある。しかし、本稿では簡易化のため、決定事実についてもポアソン分布に従い発生する（マルコフ性を有する）と擬制し、また、公表措置が講じられる前に情報が消滅する状況を取り込むため、「未公表情報該当性の喪失」を、待ち行列におけるサービス完了後の系からの退出として定位する（後者については発生事実についても同様とする）。なお、喪失に該当する事由としては、会社自身が公表措置を講じた場合と、公表される前に決定事実が消滅した場合という 2 種類のみを措定する³⁴⁸。

³⁴⁵ 例として、ある配当に関する決定事項が「決定事実たる株価上昇情報」となった場合、それは、当該情報が存在する間の、配当に関する「決定事実たる株価下落情報」が発生しない可能性を上昇させる。

³⁴⁶ 他方、そのような戦略的な行為があるとしても、それが行われる頻度が何らかの分布に従う余地もある。

³⁴⁷ その種の場合に、「重要事実」の存否が 1 つの問題であることを下記の例で確認しておく。ある会社が、新製品の企業化を行うことを会社内で決定し、これは決定事実となった（金商 166 条 2 項 1 号カ）。当該情報について会社が「公表」措置を講じていない段階で、報道機関が会社内部者からの情報リークにより正確なスクープ記事を出し、株価が上昇した。当該会社は、準備が整う前に企業化の計画を競合他社に知られてしまったことから戦略を見直し、企業化を行わないことを決定した。会社は企業化するとの決定について「公表」しておらず、それゆえ企業化を見送るとの決定は条文の文言上は「決定事実」にはならないところ（同号柱書括弧書参照）、株価は企業化が決定されたという（企業化しないことが決定された後では正しくない）株価上昇情報を織り込んでおり、割高の状態となっている。この状況で、会社が、報道の内容は誤っており企業化は行わない旨をプレスリリースで表明する前に、上記の経緯を把握している内部者足り得る者が既保有株式を売却し、または空売りをかけた。

当該者が内部者取引（利得類型 C または F を実現するもの）を行ったといえるためには、何らかの重要事実が存在している必要があるところ、上記の例では、これは企業化に関する意思決定については重要事実の列举事項には該当しないことが文言上明らかであるが、なおバスケット条項（同 4 号）により重要事実として扱うことができるか否か、および、当初は正しかったが事後的に「誤った」内容に変性した報道により株価が本源的価値から逸脱しているという情報が重要事実には該当するか否かにより決されると考えられる。

前者について、最高裁の枠組み（最決平成 11・2・16 刑集 53 卷 2 号 1 頁）では重要事実として扱うことができるが、その立場に批判的な学説（黒沼・前掲注（13）447-448 頁）の見地からは、重要事実にはならないものとして位置付けられるべきということになるか。他方、後者について、「飛ばし」記事により株価が変動しているか否かわからない状況はそれなりに発生し得ると予想されるところ、当該記事の内容を知っている者による取引実施・不実施が逐一内部者取引規制の制裁対象になり得るとすれば、内部者足り得る者による情報収集や、取引実施・不実施に関する意思決定にとって大きな制約となる。

制度論としては、決定の撤回を重要事実を含める際に、現行法の公表済みであるものに限るとする部分（同 1 号柱書）を削除するべきであると解する。

³⁴⁸ 後述の通り、本稿では会社自身による公表措置が講じられないうちにメディアが報道して世間一般に明らかになった場合は、未公表情報該当性を喪失しないものとして扱う（株

次に、未公表情報が発生してから未公表情報該当性を喪失するまで会社内に滞留する時間を、客が系に入ってから退出するまでの時間として位置付ける。この枠組みにおいて、滞留時間は、行列に並んだ後の待ち時間と、サービス開始からサービス終了までに要する時間の合計として定位されることになるが、次段落で述べるように本稿では行列における待ち時間ゼロとなるようにモデルを設計し、サービス開始からサービス終了までに要する時間（サービス提供時間）のみが系内への滞在時間となるものとする。会社が時宜を見計らって適切に公表する限り、会社内に未公表のまま滞留する時間の長さはランダム性を有する分布になると考えられるが、やはり内部者が恣意的に時期を操作する可能性もある。以下では、簡易化のため便宜的にポアソン分布に従う（マルコフ性を有する）場合があり得ることを認めつつ、一般分布となる場合も考慮する（つまりサービス提供時間は M または G となる）。なお、証券取引等監視委員会は課徴金を課すことを勧告した事案についての概要を公表しているところ、その中で、未公表情報が発生してから公表されるまでの日数について大まかな情報を掲載しているが³⁴⁹、かなり大雑把であり、滞留時間の分布の推定には利用できない。

最後に、窓口数の設定である。上述の通り、これは情報の消滅過程や、情報が公表されるまでの時間の分布に影響を与える要素である。理想論としては時機を見計らい情報を公表する存在は会社自身のみであるから、窓口数を“1”とするのが素直である。しかし、その場合、サービス時間の処理が複雑になるという欠点がある³⁵⁰。そこで、上述した枠組み、

価への影響度が 0 の未公表情報として存在する、という形で処理する)。

³⁴⁹ たとえば、証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」<<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20200624/01.pdf>> 59 頁参照。

³⁵⁰ 窓口数を 1 として待ち行列を形成する場合、ある情報が未公表情報への該当性を喪失するまでに要する時間を T とすると（以下では、これを「原初所要時間」と呼ぶ）、これは行列に並んでいる間の待ち時間と、窓口に到達してからのサービス時間の合計として表すことが可能である。待ち行列に並んでいる状態におけるサービス時間は後者のみであるから、原初所要時間をそれに変換するための処理が必要となる。筆者の考えでは、これは下記のようにして実現される。

ある時点において、既に会社内に累積している未公表情報が n 個あり、そこに新たに未公表情報が増えた場合、未公表情報の数は $n+1$ となる。このとき、まず、累積している未公表情報を、それぞれの原初所要時間が短い順に並べ替え、1 から順に番号を振る。なお、情報は待ち行列の顧客（customer）のままとして“ C ”とし、並べ替えた後の順番に従い C_i として表記する（ $i=1, 2, \dots, n-1, n, n+1$ とする）。このとき、 C_1 のサービス時間は、その原初所要時間に等しい一方、 C_2 のサービス時間は、その原初所要時間から C_1 のサービス時間を差し引いたものとなる（ C_1 のサービス時間経過中においても C_2 の原初所要時間も経過している）。同様に考えると、 C_3 のサービス時間は、その原初所要時間から C_2 の原初所要時間（= C_1 のサービス時間+ C_2 のサービス時間）を減じることで算出される。以上より、 C_i のサービス時間は、その原初所要時間から「 C_1 から C_{i-1} までのサービス時間の合計」を減じたものとして表されることになる。

新たに未公表情報が発生する度にこのような処理を行う必要があり、サービスを受けられる状態が事後的に変化する（待ち行列への割り込みがある）ことになる。これはケンドール記法における Z の欄が P ということになる。また、サービス時間も、その新たな未

つまり会社内に未公表情報が滞留している状態を系として扱い、未公表情報への該当性が喪失されるまでの時間を系における滞在時間として位置付ける枠組みにおいて³⁵¹、すべての未公表情報は発生と同時にそれぞれの滞留時間が経過し始める仕組みとして扱う。要するに、窓口数は“ ∞ ”として設定され、待機時間ゼロで即座にサービスを受けられる機構として定位するのである。この結果、「待ち行列」が形成され得ないことになり、また、ケンドール記法における Z の欄も省略される（さらに、先述の通り Y を省略する枠組みとなることも確認される）。

以上より、未公表情報の累積過程は、 $M/M/\infty$ 待ち行列または $M/G/\infty$ 待ち行列として取り扱われることになる³⁵²。次目ではこれらのタイプの待ち行列の性質を概観し、内部者取引規制への応用に必要な知識を固める。

第4目 待ち行列の性能評価による未公表情報の累積個数に関する客観確率算定

店舗等のシステムを待ち行列として定位する場合、その窓口数の設定等を踏まえて L や W を算定し、システムの「性能評価」がなされることになる。本稿の目的と本款のここまでの考察からして、性能評価により、①ある時点における待ち客の数を平均的に求めることで、会社に累積している未公表情報の数を平均的に求めること、および②ある時点において待ち行列を形成している客の数が k 人である確率 P_k を求めること、という2つができれば十分である。以下ではこれらについて、 $M/M/\infty$ 待ち行列と $M/G/\infty$ 待ち行列の性能評価を行うための式を説明する。なお、有効数字の処理が杜撰であるかもしれないが、ご容赦願う次第である。

まず、 $M/M/\infty$ の待ち行列について。この種の待ち行列では、定常状態において $L = \lambda/\mu$ となることが知られている³⁵³。また、 $a = \lambda/\mu$ とおくと、 P_k は次式で与えられる³⁵⁴。なお、

公表情報の原初所要時間により変化し得る（並び変えて当該情報が i 番目になった場合、 $i+1$ 番目のサービス時間が短くなる）。

³⁵¹ 繰り返しになるが、未公表情報への該当性が喪失されるのは、①会社がその情報について公表措置を講じた場合と、②公表されないうちに消滅ないし再評価が行われた場合である。厳密に考えれば、①による喪失と、②による喪失では、その事象発生の傾向に差異があり得ることから、両者を別異に扱う（たとえば、前者は単純にサービスを受けてそれが完了して退出する客として位置付ける一方、後者は出生死滅過程を用いてサービス完了前に途中退出する客として位置付ける）ことが望ましいとも考えられる。

もっとも、元々の窓口数が ∞ である状態における途中退出の取り扱いは、本稿執筆時点では筆者には判然としないことから、これは今後の課題とする次第である。

³⁵² 未公表情報の累積個数に上限がない場合を取り扱っていることから、系の収容能力に限界はないことが仮定されるべきことになるため、ケンドール記法における Y の欄は省略される。また、未公表情報は発生し次第、その存続期間が経過し始める（つまり即座にサービスを受ける）ことになるので、これは到着した順にサービスを受け始める FCFS であるから Z の欄も同様に省略される。

³⁵³ 北岡・前掲注（301）229頁。

³⁵⁴ 北岡・前掲注（301）228頁、木村・前掲注（310）32頁（同書の表記では k ではなく i を用いる）。

e はネイピア数（自然対数の底）である。

$$P_k = \frac{a^k e^{-a}}{k!}, \quad k \geq 0$$

端的には、 P_k はパラメータが a のポアソン分布に従うということである³⁵⁵。これを内部者取引の文脈に適用すると、次のように性能評価できる。たとえば、ある会社の定常状態において未公表情報（ここでは便宜的に、すべての種類の未公表情報を含む）の 1 年³⁵⁶あたりの発生個数が 3 個で、未公表情報がその発生から未公表情報該当性を喪失するまでの平均期間が 0.5 年である³⁵⁷場合について考えてみる。この設定では $a = 3/2 = 1.5$ である（したがって、平均待ち客数 = 会社に累積している未公表情報の平均個数は 1.5 個であり、最頻値としては 1 個である）から³⁵⁸、ある時点において当該会社に存在する未公表情報が 0 個である確率は、

$$P_0 = \frac{1.5^0 \times e^{-1.5}}{0!} = \frac{1 \times e^{-1.5}}{1} = e^{-1.5} \approx 0.2231$$

となり³⁵⁹、約 22% であることがわかる³⁶⁰。同様にして、当該会社において未公表情報が 1 個である確率は、

$$P_1 = \frac{1.5^1 e^{-1.5}}{1!} = 1.5 \times e^{-1.5} \approx 0.3347$$

であり、約 33% であることがわかる。未公表情報の消滅よりも発生の方がより高頻度で生じること、およびその頻度の差がそこまで大きくないことから、未公表情報が 0 個または 1 個である確率が約 55% となっている。

なお、上記の設例で、 λ と μ の値を入れ替えて $a = 2/3$ とすると、ある時点において当該会社に存在する未公表情報の平均個数は約 0.67 個である。最頻値としては 0 個であり、未公表情報が 0 個である確率は、

³⁵⁵ 木村・前掲注（310）32 頁。念のため書いておくと、 a の分子である λ は、客の到着過程がパラメータ λ のポアソン分布に従うことの帰結としての λ である。ここでは、待ち客の数がパラメータ a のポアソン分布に従うということであり、その意味では「 $\lambda = a$ 」のポアソン分布と表現できるが、この等式における λ は、 a の分子である λ とは異なる。

³⁵⁶ うるう年とそうではない年では日数が異なるので、期間の定義として厳密性を求めるためには、4 年をひとかたまりとして個数を測定したあとで、それを 4 分の 1 にして求めることになる。

³⁵⁷ 注（356）と同様に、厳密には、月毎の日数の差異を加味して計る必要がある。

³⁵⁸ 窓口数を ∞ としているので、このような設定も可能となっている。

³⁵⁹ 累乗の計算において、冪指数が 0 であれば根に拘わらず値は 1 となる。また、0 の階乗は 1 である。

³⁶⁰ 本款における計算は、Microsoft Corporation が提供している表計算ソフト excel を利用している。自然対数は「=exp(1)」で表現され、また、指数の計算は「^」で実現できることから、ネイピア数を底とする指数が $-3/2$ である累乗の計算は「=exp(1)^(-3/2)」により実現される。

$$P_0 = \frac{(2/3)^0 e^{-2/3}}{0!} = e^{-2/3} = 0.5134$$

であり約 51%となる。また、未公表情報が 1 個である確率は、

$$P_1 = \frac{(2/3)^1 e^{-2/3}}{1!} = \frac{2}{3} e^{-2/3} \approx 0.3422$$

であり、約 34%となる。平均的には発生よりも消滅の方が高頻度で実現することから、未公表情報が 0 個または 1 個である確率は（小数第 3 位まで考慮すると）約 86%に上昇している。なお、未公表情報が 1 個である確率のみに着目すると、 $a = 3/2$ の場合に比してむしろ上昇していることになるが、これは（ここでは記述していないが）未公表情報が 2 個以上累積している確率が低下したことに対応するものであり、何ら不自然ではない。

他方、M/M/∞待ち行列の過渡解は、次式のようになる³⁶¹。時点 t の数値が、待ち客（未公表情報の累積数）に影響を与えることがわかる。なお、ここでの a は t に拘わらず一定である（つまり、定常ポアソン過程に従って待ち客ないし未公表情報が到着する）。

$$P_k(t) = \frac{(a(1 - e^{-\mu t}))^k}{k!} \exp(-a(1 - e^{-\mu t})), \quad k \geq 0, t \geq 0$$

たとえば、先と同じように $a = \lambda/\mu = 3/2$ である会社において、 $t=1$ において未公表情報が 0 個である確率は、

$$P_0(1) = \frac{(1.5 \times (1 - e^{-2}))^0}{0!} \exp(-1.5(1 - e^{-2})) = \exp(-1.5 \times (1 - e^{-2})) \approx 0.273$$

³⁶¹ 木村・前掲注（310）34 頁。同書では k ではなく i が用いられているが、本稿では表記を k に統一するために修正を行って本文の記述となっている。以下同じ。

なお、これと異なる式として、LÁSZLÓ LAKATOS, LÁSZLÓ SZEIDL & MIKLÓS TELEK, INTRODUCTION TO QUEUEING SYSTEMS WITH TELECOMMUNICATION APPLICATIONS 315 (2nd edition, Springer Nature Switzerland AG, 2019)は、次のものを掲げる（ \exp はネイピア数 e を底とする指数関数である）。

$$P_k(t) = \exp\left\{-\frac{\lambda}{\mu t}(1 - e^{-\mu t})\right\} \frac{1}{k!} \left(\frac{\lambda}{\mu t}(1 - e^{-\mu t})\right)^k$$

この式は、 $a (= \lambda/\mu)$ を t で割っている点において本文記載の式と相違しているが、この式に $\lambda=3$ 、 $\mu=2$ を代入して計算してみたところ、これは当初に大きな値を取り t の増加に伴い漸減するものとなった。しかし、待ち行列の形成において最初から大量の客が待っている状態が生じるのは妥当ではない。開店前から行列ができていた場面を念頭に置けば、開店時点で当初から客が存在して待ち行列が形成されている（そしてサービス提供に伴い減少していく）状態が形成され得るが、当該行列の形成も客数 0 人の状態から開始されるはずであり、過渡解が開店前の状態も描写することを目的とするならば、当初から待ち客が 0 人ではないという答えを導出する式はその目的を達していない。また、開店前の状態は窓口数 0 であり、到着した客数からサービスを受け始める前に離脱する客数を減じたものが待ち客の数であるところ、上記式を構成する要素に離脱する客に関する情報がないので、上記式においてこれを計算することはできないと考えられる（離脱する客がいなくて仮定する場合の式であるならば、窓口数 0 の状況では客数は時間経過に伴い増加するはずである）。

よって、誤った式であると判断し、本稿では本文記載の式を支持することとした。

であり、定常状態に比して若干高い。同じ設定で $t=10$ とすると、

$$P_0(10) = \frac{(1.5 \times (1 - e^{-20}))^0}{0!} \exp(-1.5(1 - e^{-20})) = \exp(-1.5 \times (1 - e^{-20})) \cong 0.2231$$

であり、概ね定常状態に達しているように見える。また、未公表情報の累積数が 1 個である確率になると、 $t=1$ であるとき、

$$P_1(1) = \frac{(1.5 \times (1 - e^{-2}))^1}{1!} \exp(-1.5(1 - e^{-2})) \cong 0.3545$$

となり定常状態に比して高い一方、 $t=10$ とすると、

$$P_1(10) = \frac{(1.5 \times (1 - e^{-20}))^1}{1!} \exp(-1.5(1 - e^{-20})) \cong 0.3347$$

であり、やはり定常状態に達していると推測できる³⁶²。

続いて、 $M/G/\infty$ 待ち行列について。 $M/G/\infty$ 待ち行列の定常状態確率は、 $M/M/\infty$ 待ち行列のそれに等しく³⁶³、その性能評価は $M/M/\infty$ 待ち行列について前述した内容がそのまま妥当する。

$M/G/\infty$ 待ち行列の過渡解は、次式のようになる³⁶⁴。

$$P_k(t) = \frac{(aH_e(t))^k}{k!} \exp(-aH_e(t)), \quad k \geq 0$$

ここで初出となる $H_e(t)$ は、「平衡分布 (equilibrium distribution)」と呼ばれるものである。サービス時間の分布が一般分布 H であるとき、平衡分布は下記のように定義される³⁶⁵。

$$H_e(t) := \mu \int_0^t (1 - H(u)) du$$

サービス時間についての平衡分布は、窓口で現にサービスを受けている客について、その残りのサービス時間がどの程度であるかに関する分布関数に相当する³⁶⁶。これは、 $M/G/$

³⁶² 本文では、 λ 、 μ 、および t のいずれについても、1 年という期間を基準として数値を設定していたが、これを 1 日という期間を基準として設定し直すと、定常状態に達するまでの時間をより正確に計算できる。たとえば、 λ は 1 年あたりの未公表情報の発生個数として定義していたが、これを 1 日あたりの発生個数と定義し直せば、1 年を基準とする場合の $\lambda=3$ は、1 日を基準とする場合は閏年を考慮しなければ $\lambda=3/365$ となり、また、同様に 1 年を基準とする場合の $\mu=2$ は 1 日を基準とすると $\mu=2/365$ になる。さらに $t=1$ は 1 年経過時点を意味していたものが 1 日経過時点を示すものに変容する。このとき、 $a = \lambda/\mu$ の計算結果は 1 年を基準とする場合と 1 日を基準とする場合で同一の結果となるが、過渡解に含まれる μ の値は相違し、また、 t が年数ではなく日数を示すので解が定常状態に達する時点を 1 日刻みで特定できるようになる。

³⁶³ 木村・前掲注 (310) 34 頁。

³⁶⁴ 木村・前掲注 (310) 33 頁。

³⁶⁵ 木村・前掲注 (310) 33 頁。なお、一般分布を「 H 」と表記すること、および変数を「 u 」とすることに特別な意味はなく、たとえば川島監修・前掲注 (294) 28-29 頁では、平衡分布の説明に際してサービス時間の分布は「 G 」、変数は「 x 」とされている。

³⁶⁶ 川島監修・前掲注 (294) 29 頁。

∞待ち行列の過渡解は、サービス時間の分布関数次第であることを示している。

次目では、以上の枠組みを基礎として、未公表情報の累積個数別の実現確率について、具体的な数値例に基づき計算を行う。

第5目 未公表情報が累積している個数別の実現確率

日本の内部者取引規制においては、内部者取引規制を惹起する未公表情報たる「重要事実」は発生事実型と決定事実型という2種類に区分されており、また、本稿のここまでの議論においては、株価上昇情報と株価下落情報という区分を利用してきた。以下ではこれらに基づき、①発生事実型たる株価上昇情報、②決定事実型たる株価上昇情報、③発生事実型たる株価下落情報、および④決定事実型たる株価下落情報、という4つを指定する。そして、①乃至④についてそれぞれ累積個数別の実現確率を求めた上で、株価上昇情報の累積個数に関する確率分布を①と②の結合分布として、また、株価下落情報の累積個数に関する確率分布を③と④の結合分布として導出する³⁶⁷。これは、本節で探求する未公表情報の累積上限がない場合における投資意思決定では、未公表情報全体としては株価上昇情報と株価下落情報のいずれが優勢であるかという点が重要であり、最終的に株価上昇情報と株価下落情報という区分を存続させることが有意義であると考えられることに依る。

以下では具体例として、株価上昇情報³⁶⁸について発生事実型は $\lambda = 3$ かつ $\mu = 2$ で $a = 3/2 = 1.5$ 、決定事実型は $\lambda = 2$ かつ $\mu = 3$ で $a = 2/3$ 、という設定の下で、累積個数別の実現確率を計算する方法を2つ示す。1つ目は、結合分布の計算に関する基本的な方法によるものであり、累積個数別の実現確率さえ把握できるのであれば、当該確率がいかなる分布に従う場合においても利用可能なものである。2つ目は、累積個数別の実現確率に関する確率分布が同種であり、確率分布の「再生性」³⁶⁹を利用できる場合に使用可能となる簡便な方法であり、発生事実型と決定事実型のそれぞれに関するポアソン分布のパラメータを

³⁶⁷ この他、①・③の結合分布と②・④の結合分布を計算すれば、それぞれ、発生事実型の未公表情報に関する累積個数別の実現確率と、決定事実型の未公表情報に関する累積個数別の実現確率となる。また、①乃至④すべての結合分布は、未公表情報の総数に関する累積個数別の実現確率となる。

³⁶⁸ 株価上昇情報としているのは単に便宜的なものであり、本文記載の内容を株価下落情報に関するものとして読み替えても何ら問題ない。

³⁶⁹ たとえば、パラメータ λ_1 のポアソン分布に従う確率変数 X_1 と、パラメータ λ_2 のポアソン分布に従う確率変数 X_2 があり、両者が互いに独立であるとき、両者の和 $X_1 + X_2$ という確率変数は、パラメータ $\lambda_1 + \lambda_2$ のポアソン分布に従う。要するに、ポアソン分布とポアソン分布を足し合わせたことで合成されて生まれた確率変数は、依然としてポアソン分布に従うということであり、これが「再生性」と呼ばれるものである。この性質は、足し合わされるポアソン分布の数が3つ以上の場合にも拡張され、一般化される。すなわち、確率変数 X_i がパラメータ λ_i のポアソン分布に従う ($i=1, 2, \dots, I$) とき、それらの確率変数すべてが互いに独立であるならば、その和 $\sum_{i=1}^I X_i$ という確率変数は、パラメータ $\sum_{i=1}^I \lambda_i$ のポアソン分布に従う。島谷健一郎『ポアソン分布・ポアソン回帰・ポアソン過程』(近代科学社、2017) 100頁。

合計した数値をパラメータとするポアソン分布を、株価上昇情報の累積個数が従う確率分布として扱うものである³⁷⁰。

まず、1つ目の方法について。出発点として、上述したパラメータの下で、発生事実型と決定事実型のそれぞれについて累積個数毎の実現確率を求める。ひとまず、小数第4位で四捨五入を行う³⁷¹こととして計算すると、累積個数 k が 0 個～10 個である確率 P_k ($k=1, 2, \dots, 10$) は下表のようになる (P_{11} 以下が捨象されていること、および四捨五入の影響により、確率の合計は 1 にならない)。

k	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
発生型 P_k	0.223	0.335	0.251	0.126	0.047	0.014	0.004	0.001	0	0	0
決定型 P_k	0.513	0.342	0.114	0.025	0.004	0.001	0	0	0	0	0

表2-1 累積個数別の実現確率 (出典：筆者作成)

表の通り、発生事実型たる株価上昇情報の累積個数が 6 個以上となる確率と、決定事実型たる株価上昇情報の累積個数が 4 個以上となる確率は、いずれも 1%に満たない。そこで計算簡略化のため、発生事実型は最大で 5 個、決定事実型は最大で 4 個、株価上昇情報が累積し得るものと擬制して (厳密性は諦めて) 計算することとし、発生事実型と決定事実型のそれぞれについて、累積個数ごとの実現確率を以下のように修正する (発生型と決定型のそれぞれにおいて合計が 1、すなわち 100%になる³⁷²)。

k	0	1	2	3	4	5
発生型 P_k	0.22	0.34	0.25	0.13	0.05	0.01
決定型 P_k	0.51	0.34	0.11	0.03	0.01	0

表2-2 端数処理後の確率 (出典：筆者作成)

これを基礎として、株価上昇情報のあり得る累積個数は、発生事実型の確率変数と決定事実型の確率変数の結合分布として求められる。たとえば、株価上昇情報の累積個数 3 個という状態は、発生事実型 3 個・決定事実型 0 個、決定事実型 3 個・発生事実型 0 個、発生事実型 1 個・決定事実型 2 個、発生事実型 2 個・決定事実型 1 個、という 4 パターンにより実現される。したがって、株価上昇情報が 3 個累積している確率は、上記 4 パターンの確率を加え合わせることで求まり、また、たとえば発生事実型 1 個・決定事実型 2 個という状態が生じる確率は、独立事象 2 つが両方とも発生する確率として、発生事実型が 1 個となる確率に決定事実型が 2 個となる確率を乗じることで求まる (上記表から、0.34 に 0.11 を乗じるべきことがわかる)。このようにして発生事実型と決定事実型を統合した株価

³⁷⁰ 同様に、未公表情報全体の累積個数の分布は、4つのポアソン分布のパラメータを合計した値をパラメータとするポアソン分布となる。

³⁷¹ パーセント表示のとき、0.1%台まで表示される。

³⁷² ほとんどが四捨五入の処理であるが、決定事実型の累積個数 4 個となる確率についてのみ切り上げ処理を行っている。

上昇情報の累積個数ごとの実現確率（結合分布）は、次のようになる。

累積個数	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
実現確率	0.112	0.248	0.267	0.195	0.11	0.047	0.015	0.004	0.001	0.00

表2-3 結合分布（出典：筆者作成）

表では小数第 3 位まで記載しているが、この計算のために用いた数値との関係で有効数字は 2 桁であるから、最初に小数第 3 位で四捨五入し、その結果に対して、すべての確率の合計を 1 とするため一部に例外的な処理を施し³⁷³、株価上昇情報の累積個数別の実現確率に関する最終的な計算結果として、以下の数値を得る。

累積個数	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
実現確率	0.11	0.25	0.27	0.20	0.11	0.05	0.01	0.00	0.00	0.00

表2-4 端数処理後の結合分布（出典：筆者作成）

この分布に基づき株価上昇情報全体の累積個数について期待値を求めると、

$$0 \times 0.11 + 1 \times 0.25 + 2 \times 0.27 + 3 \times 0.20 + 4 \times 0.11 + 5 \times 0.05 + 6 \times 0.01 = 2.14$$

となり、本目の設定において、乙社で累積している株価上昇情報の平均累積個数は 2.14 個となる。

以上が地道に計算する方法であるが、先述の通り、確率分布（本稿の主張との関係ではポアソン分布）の再生性を利用できる場合は、単にパラメータを足し算すればよいので、より簡便に計算が可能である。また、端数処理の影響（丸め誤差）を受けずに済むので、より正確な数値の導出が可能となるので、利用可能である場合は利用すべきである。本設例では利用可能なのでこれを用いると、

$$\lambda = \lambda_{\text{株価上昇情報（発生事実）}} + \lambda_{\text{株価上昇情報（決定事実）}} = \frac{3}{2} + \frac{2}{3} = \frac{13}{6} \doteq 2.17$$

であり、株価上昇情報全体の累積個数は $\lambda \doteq 2.17$ のポアソン分布に従うことがわかる。つまり、本目の設定において、乙社で累積している株価上昇情報の平均累積個数は約 2.17 個であり、定常ポアソン分布の性質からしてどの時点においてもこの数値が妥当する³⁷⁴。前段落までにおいて地道に算出した結果である平均累積個数の 2.14 個と若干の差があるが、上述の通り、再生性を利用した約 2.17 個の方が正確な数値である。

³⁷³ 累積個数が 6 個の場合について、切り下げ処理を施している。これは、小数第 3 位で四捨五入する前の数値と、その四捨五入を実施したあとの差異が最も大きいのが累積個数 3 個と 6 個であり（いずれも四捨五入により 0.0047 変化している）、その片方を選択したということである。

³⁷⁴ これは多すぎると考える読者は、 λ の数値を本稿の設定よりも小さい値にし、あるいは μ を大きくして計算されたい。

第6目 モデルの拡張指針

本款ではここまで、未公表情報の発生が定常ポアソン分布に従う、という前提を置いて議論を展開してきたが、現実には他の確率分布に従う可能性は排除されない。実際にどのような分布となっているか実証研究により検証するためには、分析対象となる会社における未公表情報の発生や会社内に未公表のまま滞留している期間、あるいは未公表情報としての性質を喪失する（会社により公表される場合と、公表されないまま消滅する場合がある）までの時間に関する情報を収集する必要があるため、その実施は困難であると予想できるが、不可能と断定できるわけでもない。

また、何らかの事情により、未公表情報もまとめて開示する必要に迫られる事態が発生するならば³⁷⁵、累積している未公表情報が（当該事態がない場合の）本来の滞留期間が経過するよりも前に消滅する状況を取り扱うことが必要となる。

これらの要素を取り込んだモデルの構築は、本稿執筆時点では筆者の手に余るため今後の課題とする次第であるが、本目では本款でここまで取り上げてきた内容を拡張する場合の指針を簡単に示しておく。

まず、未公表情報の発生傾向が定常ポアソン分布以外の分布に従う可能性について。一般論としては、企業の経営状態は様々な環境要因の影響を受け、業界全体、あるいは経済全体の動向によっても左右される。そうすると、未公表情報の発生傾向も、定常ポアソン分布のように常に一定であるわけではなく、ポアソン分布に従うとしても各種パラメータが時期により相違し、あるいはそもそもポアソン分布に従わない場合もあり得る。前者であれば、パラメータが時点により相違する変数となる非定常ポアソン過程、あるいは各時点におけるパラメータが確率的に定まる確率過程を用いることで、時間経過に伴う変化をモデルに取り込むことが考えられる。

また、複数の未公表情報が累積しているとき、いくつかの情報が同時に公表され、累積個数が一度に急減することもあり得るであろう。待ち行列理論では、そのような状況を「カタストロフ (catastrophe)」と呼び、カタストロフが発生し得る場合における待ち行列に関する分析が行われている³⁷⁶。未公表情報の公表による累積個数の減少について、これを応用することが考えられる。

第7目 小括

本款では、待ち行列理論を用いて、未公表情報の累積個数に関する客観確率を計算する方法を示した。

³⁷⁵ 第3章で簡単に言及するが、学説では、継続開示では即座の開示義務が課されていない未公表情報であっても発行開示においては開示する義務が生じる、とする「完全開示義務」という考え方が存在する。

³⁷⁶ See, e.g., V. Giorno, A.G. Nobile & S. Spina, *On Some Time Non-Homogeneous Queueing Systems with Catastrophes*, 235 APPLIED MATHEMATICS & COMPUTATION 220 (2014).

主観確率を容認する立場を採るならば、未公表情報の累積上限を 1 個とする暗黙の仮定は、各累積個数の実現確率に関する主観確率が当該仮定を導き出すような値になっているためである、という解釈も可能ではある。もっとも、相当数の上場企業が何十年も経済活動を継続している中で、未公表情報の発生と消滅に関する確率は頻度主義的に把握し得ると思われる。客観確率を全面的に否定する立場を採らない限り、待ち行列理論を用いて客観確率を算出し、これを主観確率の形成に際して重要な指標として採用することは妨げられないであろう。

第 3 款 未公表情報を覚知する確率（覚知力）

第 1 目 はじめに

本款では、ある会社に未公表情報が存在する場合に、ある投資意思決定者が当該情報を覚知する確率について取り上げる。この確率については、情報の片面的遮断に関する説明に関連して、既に第 1 章で言及している（そして覚知できる能力を「覚知力」と呼ぶこととした）が、未公表情報の累積上限を 1 個とした説明だったので、これを本節前款の内容を踏まえて累積上限に関する制約がない場合に拡張する。

以下、次目では未公表情報が 2 個以上累積し得る状況における覚知力の意味を措定する。第 3 目では、本稿においては最終的に捨象する要素ではあるものの、時間経過を考慮に入れた場合の覚知力概念の拡張について指針を提示する。

第 2 目 未公表情報が 2 個以上累積する場合の覚知力

簡易に概念を措定するならば、覚知力は、未公表情報が存在する場合に当該情報を覚知できる確率である。もっとも、未公表情報が存在する場合にある者が当該情報を覚知する確率が 10% である、といった言明の意味は自明ではない。

まず、会社に未公表情報が滞留しているとき、現実には、その残存期間³⁷⁷を通じて投資意思決定者は当該情報を覚知する可能性があると考えられる。つまり、未公表情報が存在する場合、当該情報とその存続期間において特定の誰かに覚知された状態となる可能性は、当該情報の発生後、時間が経過することで累積的に高まっていくと考えられる。

次に、未公表情報の覚知されやすきは、均一ではなく、累積している未公表情報の性質に左右されると考えられる。たとえば、決定事実型の未公表情報について当該決定に関わる階級の者は、極めて高い確率でその種の情報が存在することを発生と同時に覚知でき、当該確率は発生事実型の未公表情報について覚知できる確率よりも相対的に高くなるであろう。また、発生事実型の中でも、ある会社における災害に起因する損害の発生という事実（金商 166 条 2 項 2 号イ）は、当該会社による資源の発見という事実（金商法施行令 28

³⁷⁷ 前款で提示した待ち行列理論に基づく処理において、上記残存期間は、残りのサービス時間に対応するものである（当該時間の分布については過渡解において言及した）。

条の2第11号)よりも、外部から覚知されやすいであろう³⁷⁸。

上記2つの要素を加味すると、たとえば覚知力が10%であることを「覚知力0.1」という形で表現すれば、覚知力0.1は、ある未公表情報1個が会社内に未公表のまま滞留している期間内に、当該情報を覚知する累積確率密度の期待値が0.1である、といった形で定式化し得る。もっとも、前款において、既に累積している未公表情報が未公表性を喪失する状況として、会社による公表措置が講じられた場合と、公表されないまま情報として消滅する場合という2つを掲げたこととの関係で、これではまだ不十分である。前者であれば、観念上はすべての投資意思決定者が、未公表情報が存在していたことおよび公表により未公表情報該当性を喪失したことを把握できるが、後者であれば消滅したことを把握できない事態を考慮する必要がある³⁷⁹。さらに、より厳密に考えれば、未公表情報が存在していないにも拘わらず存在すると誤信する可能性も加味されるべきである³⁸⁰。この他にも、未公表情報の発生傾向が時間経過に伴い変化し得るように、投資意思決定者側の要因(情報収集活動に投下する費用の調整など)により覚知力が時間経過に伴い変化し得ると考えられるであろう。

上記要素をすべて考慮したモデルは計算が困難であることから、本稿ではこれらを捨象し、①投資意思決定者が未公表情報を覚知し得る時点を未公表情報の発生時に限定し、②未公表情報が覚知される確率は情報の性質に依らず一定とし、また、③未公表情報の存在を覚知した者は、覚知された情報が未公表該当性を喪失した場合³⁸¹にそのことを直ちに把握でき、さらに④最初から存在しない未公表情報が存在すると誤信することはない、という仮定を置くこととする³⁸²。これらに加え、⑤時間経過に伴い投資意思決定者側の要因に起因して覚知力が変化することはない、常に一定であるとする。

³⁷⁸ 災害の発生という事実の覚知は、当該災害により特定の会社に損害が発生するという事実の覚知とは相違する。もっとも、前者はメディアによる報道等を介した覚知が相対的に容易であり、これに基づき、その影響を受けたと予想される会社に関する情報収集が重点的に行われるのであれば覚知可能性が上昇すると予想される。

³⁷⁹ つまり、自身が覚知した未公表情報が既に消滅しているにも拘わらず、まだ存在し続けていると誤信する事態があり得るので、その可能性を考慮に入れなければ、未公表情報の存在を覚知する力を完全に定義したことにはならない。

³⁸⁰ 未公表情報が存在しない状況で、存在すると誤信した者は未公表情報の影響を過大評価する状態となる。もっとも、誤信された内容にそのまま対応する未公表情報は存在しないものの、種別や影響度が近接している未公表情報が当該者には覚知されていないもの実際には存在すれば、結果として、投資意思決定にあたって考慮される未公表情報の影響に関する認識は正しかった、という事態もあり得る。

³⁸¹ 会社が公表措置を講じた場合と、公表されないまま消滅した場合がある。

³⁸² ①により、未公表情報が会社内に滞留する期間は覚知力の定義とは無関係になる。また、②により、未公表情報の性質に拘わらず覚知される可能性を同一として計算できる。さらに、③により、一度覚知された未公表情報は消滅したことを把握していない限りは未公表情報のまま存続していることを確定できる。そして、④により、投資意思決定者により覚知されたと思いき情報の真偽を確率的に処理する必要もなくなる。加えて、⑤により、どの時点を切り出しても覚知力を一定の値として処理することが可能となる。

これらの仮定が揃うことで、累積している未公表情報の数を所与とすれば（所与としない場合の計算が本節の中核であり、次款で詳述する）、各人の覚知力に基づく累積個数の推測は、簡易な掛け算により実現できる。たとえば、未公表情報が 3 個累積しているとき、覚知力 0.9 の者が 3 つすべてを覚知する確率 P は、覚知力を下の添え字、覚知された未公表情報の個数を上の添え字として表現すれば、

$$P_{0.9}^3 = 0.9^3 = 0.729$$

という形で計算でき 72.9% であることがわかる。また、当該者が 1 個も覚知できない確率は、覚知できる確率 90% が覚知できない確率 10% に等しいことに着目すれば、

$$P_{0.9}^0 = 0.1^3 = 0.001$$

という形で計算でき、0.1% であることがわかる。さらに、1 個のみ覚知できる確率は、累積している情報が 3 個あることに注意して、

$$P_{0.9}^1 = 3 \times 0.9 \times 0.1^2 = 0.027$$

と計算でき 2.7% であることがわかり、同様に 2 個のみ覚知できる確率は

$$P_{0.9}^2 = 3 \times 0.9^2 \times 0.1 = 0.243$$

と計算でき 24.3% であることがわかる³⁸³。

他方、累積している未公表情報の数を所与としない場合の計算は、本節の中核的内容であり、次款で詳述する。

なお、上記の各種仮定は非常に強いものであるから、モデルの精緻化を図るためには将来的に克服されて排除されるべきものである。参考までに、本稿執筆時点で筆者が思い描いている暫定的な方向性について、次目で示しておく。

第 3 目 仮定緩和の方向性

覚知力の定義に関する上述した 5 つの仮定について、仮定を外すための方向性を①～⑤の順に簡単に示す。

まず、①投資意思決定者が未公表情報を覚知し得る時点を未公表情報の発生時に限定する、という仮定について。前目でも言及した通り、ある未公表情報は、その発生時点はもとより、未公表のまま会社内に滞留している間においても覚知され得るのであり、ある未公表情報がその存続期間内のどこかで特定の誰かに覚知された状態になる確率は、滞留状態が続く中で時間経過とともに高くなると考えられる³⁸⁴。覚知される確率が時間経過に伴

³⁸³ 検算として上記のすべての場合の確率を合計すれば、100%になる。

³⁸⁴ 直感的な例としては、未公表情報が覚知され得る機会が 1 日に 1 回あるとき、存続期間が 5 日の未公表情報は当該機会に 5 回晒される一方、存続期間が 10 日のそれは 10 回晒されることになり、存続期間以外の条件が同じであるならば、後者の方が存続期間内において覚知される可能性が高いと考えるべきであろう。当該機会において覚知される確率が 10% であるとすれば、前者の情報が覚知されない確率は、覚知されないという事象が 5 回連続で発生したと捉えて

$$P = (1 - 0.1)^5 = 0.59049$$

と計算することができ、したがって、当該情報がその存続期間のどこかの時点で覚知され

い累積していくと捉えれば、累積分布関数を介して時間経過という要素を取り込んだ当該確率を表現する（時間経過と覚知可能性の関係が、未公表情報の存続期間が半分経過すれば当該情報が覚知される確率が丁度半分になるといった類のものではない点³⁸⁵も踏まえ、累積量の増加率を覚知力として定義し、経過した時間との兼ね合いで算出される累積量を未公表情報が覚知された状態となる確率として定位する）ことが候補となる。もっとも、増加率が常に一定であればその数値を覚知力として定義すれば足りるものの、増加率が時間経過に伴い変動し得るならば³⁸⁶覚知力を単なる数値として表現することはできず、関数で表す他なくなりそうである（単一の式となる保証はない）。あるいは、未公表情報の存続期間において、覚知という事象が確率過程に従い発生すると捉え、ある確率過程に従い最初に事象が発生するまでの時間を未公表情報が覚知されないまま存在し続けている時間として位置付けることも、他の候補となるであろう。こちらの方法については、信用リスクがある金融商品におけるデフォルトの発生を確率過程により表現するアイデア³⁸⁷が参考になると思われる（未公表情報の存続期間満了を金融商品の満期として、また、覚知されるという事象をデフォルト発生として、それぞれ擬える³⁸⁸）。2つの候補のいずれが有望であるかは、後述する②乃至⑤の仮定を外すための手段との兼ね合いになるであろう。

る確率は、上記確率の余事象として

$$P = 1 - 0.59049 = 0.40951$$

と計算される。また、後者の情報が覚知されない確率は、同様にして、

$$P = (1 - 0.1)^{10} = 0.34867844$$

となり、したがってその存続期間のどこかの時点で覚知される確率は、

$$P = 1 - 0.34867844 = 0.65132156$$

となる。よって、両者を比較すれば、後者の情報の方が存続期間内に覚知されやすいといえる。

実際は、未公表情報が覚知され得る機会は1日に何回もあると考える方が自然であり、極論すれば微小な時間が経過する毎に当該機会が発生していると捉えるべきであろう。³⁸⁵たとえば、覚知力0.5の者について、存続期間が3か月の情報が発生してから1か月半経過した場合において覚知される確率の累積分布と、存続期間が6か月の情報が発生してから3か月経過した場合において覚知される確率の累積分布がいずれも0.25であるとする、時間経過に伴う確率の上昇率に差がある（前者の方が早く累積している）ことになる。そしてこれは、存続期間3か月の情報の方が、存続期間6か月の情報に比して、いわば2倍覚知されやすいという新たな情報を取り込んでいることが原因であると考えられる。

もっとも、時間が経過することで未公表情報として存在している間に覚知された状態となる確率が累積的に上昇する、という本文記載の問題意識からすれば、存続期間が前者の2倍である後者の方が、存続期間中に覚知された状態となる確率も高くなる（増加の仕方によって、2倍になることもならないこともある）と考えるべきである。

³⁸⁶たとえば、未公表情報の発生直後は社内で対応の協議や情報共有が頻発するので覚知されやすいが、時間経過とともに話題に上る機会が減って覚知されにくくなる、という要素は、増加率を逡減させると考えられる。

³⁸⁷差し当たっては、丸茂幸平＝家田明「信用リスクのある金融商品のコックス過程を用いたプライシング方法」金融研究20巻別冊1号19-47頁（2001）参照。

³⁸⁸ただし、金融商品の満期は確定時点として把握し得るものの、未公表情報の存続期間満了がどの時点となるかは不確定とならざるを得ない面がある。

次に、②未公表情報が覚知される確率は情報の性質に依らず一定である、という仮定について。前目では、決定事実型の重要事実を発生させる（つまり決定する）権限を有する者は、相対的に発生事実型よりも決定事実型の方が覚知しやすいはずである、という旨を述べた。このような定型的な差のみであれば、前款で提示した待ち行列理論を用いた累積個数別の実現確率の計算において決定事実型と発生事実型を区分したように、種別ごとに計算すれば対処できると考えられる。また、実際には情報毎に覚知されやすさは千差万別になると思われるところ、そのような差異が、計算の利便性が高い確率分布に従い生じるのであれば、覚知されやすさの期待値に相当するものを観念して計算することが選択肢足り得る。しかし、期待値計算の難易度が高い確率分布に従うならば、(欠測となるデータがかなり多いと予想されることも相まって) 上記要素の処理は難しい問題となる。この他、厳密には情報の性質とは異なる要素であるが、情報の種別ごとに社内で情報を管理する者が相違する場合、管理が甘い担当者の下では情報漏洩が生じやすいため覚知されやすくなる、といった要素も考えられる³⁸⁹。

続いて、③未公表情報の存在を覚知した者は、覚知された情報が未公表情報該当性を喪失した場合にそのことを直ちに把握できる、という仮定について。先に、未公表情報該当性の喪失を、会社による公表が行われた場合と未公表のまま情報として消滅した場合に生じるものとして定位した³⁹⁰。取締役のように、会社の内部事情に関する情報を知りやすい者であれば、いずれについてもそれほど苦勞せず把握できるであろう。これに対し、会社外部の者は、会社による公表についてはそれほど遅延なく把握できるであろうが、公表されないまま消滅した場合はそのことを認識できていない状態が継続し得るであろう。一度覚知した未公表情報がその該当性を喪失したことを認識できなければ、累積している未公表情報の数を過大評価した状態となり得るので、未公表情報全体の影響度に関する評価が正確性を欠くものとなる³⁹¹。この要素は、投資意思決定者が自身の把握している未公表情報の数にどれほどの信頼性を置くことができるか、という問題としても性質付け得るが、自身が把握している情報が真の最新状態から乖離している度合いという面では、「情報鮮度 (Age of Information)」と呼ばれる概念と密接な関係を有する。情報鮮度は、定義するならば、現時点で把握されている (最新) 情報が、どれだけ前に生成されたものであるか、という時間経過の量を表す概念である。場面を遠隔監視システムに限定すれば、情報の受信端末 (たとえば農地における作物の生育状態を遠隔で常時モニタリングする際に情報を受信するもの) に表示されている最新情報が、当該情報の生成時点から経過した時間を表す量

³⁸⁹ あるいは、内部統制システムが構築されているために、株価下落情報の方が会社内部で伝達されやすく、したがって覚知されやすいという要素も考えられる。注 (47) も参照。

³⁹⁰ 注 (348) 参照。

³⁹¹ ただし、実際に存在している未公表情報を覚知できていなければ正確性に欠けるのであり、正確に覚知できている内容と、正確に覚知できていない内容の兼ね合いにより、精度が算出されることになる。

という形でも把握でき、情報の年齢ともいえる³⁹²。③の仮定は、この情報鮮度を捨象し、投資意思決定者が把握している情報が常にタイムラグなしの最新状態である（そして100%正確である）と擬制するものとして捉え得る。近年、情報鮮度に関する研究が活発化しており、本稿が未公表情報の累積状態に擬えた $M/M/\infty$ 待ち行列および $M/G/\infty$ 待ち行列における情報鮮度に関する研究も行われているので³⁹³、その知見を活用することで仮定③の緩和を実現し得るであろう。

さらに、④投資意思決定者は最初から存在しない未公表情報を存在すると誤信することはない、という仮定について。これは上記③に類し、投資意思決定者が自身の把握している未公表情報の数にどれほどの信頼性を置くことができるか、という問題の一種である。この要素は、自身が覚知したと認識している未公表情報が実際には存在しない確率を計算に加えることで取り扱うことができるであろう³⁹⁴。もっとも、自身が把握している情報の真偽が判明する可能性も、時間経過に左右される性質を有すると考えられるため、仮定①に関して述べた手法を利用する必要があると予測される。なお、内部者取引規制を構成する要素の1つである情報伝達の規制に関連して、この仮定④を外した議論を**本章第6節第4款**で行うが、当該箇所では明示的には仮定④に言及しない。

最後に、⑤時間経過に伴い投資意思決定者側の要因に起因して覚知力が変化することはなく常に一定である、という仮定について。投資意思決定者が、企業が公表した（それにより未公表ではなくなった）未公表情報の個数と、実際に自身が未公表情報を覚知したか否かを勘案し、自身の覚知力に関する認識を修正していくことで、覚知力は変化し得る³⁹⁵。覚知力の自己認識に関する修正は、自身が過去に未公表情報をどの程度覚知できたか、という情報に基づき実行されるので、ベイズの公式を根幹とする学習、つまり「ベイズ学習」の一種といえる。そして、未公表情報を覚知できるか否かが情報収集活動の努力水準に左右される部分があり、投資意思決定者が当該活動のために投下する労力ないし資金を漸次決定していくとき、覚知力に関する自己認識は、投下された労力・資金と実際の覚知状況次第³⁹⁶で、時間経過に伴い変化していくと考えられる。このような学習の帰結は、ベイズ

³⁹² 井上文彰「無限サーバ待ち行列モデルにおける Age of Information の解析」オペレーションズ・リサーチ 66 巻 9 号 4-11 頁（2021）4 頁。

³⁹³ 井上・前掲注（392）5-10 頁など。

³⁹⁴ 一般論としては、未公表情報が存在するという情報を得たが情報源に 100%の信頼を置くことができないとき、当該情報が真に存在しているか否かを確率的に処理するほかないが、本文記載の方法はこれに類する。

³⁹⁵ 仮定①乃至④を外して算出される覚知力は、時間経過に関連するそれらの要素について定常状態に達していれば具体的な意思決定に際して常に一定の値になり得る一方、非定常状態であれば変動し得ると思われるが、仮定⑤として筆者が意図しているのはその種の変動ではないことに注意されたい。

³⁹⁶ 実際に未公表情報が累積していなければ覚知しようがなく、また、未公表情報の発生傾向に関する情報も実際に自分が覚知できたか否かという判断において不可欠の要素であるから、覚知できるか否かは、前款で提示した累積個数別の実現確率および累積傾向によっても左右される。

学習に関する研究の知見から判明する部分もあると推測できるが、仮定①乃至④を外した結果として時間経過に伴い変動する要素が生じることから、これも踏まえる必要がある。また、学習者に学習内容の理解に関するバイアスが存在する場合、当該バイアスも踏まえて投資意思決定者の自己認識としての覚知力を算出する必要もある³⁹⁷。これらをすべて実現して学習プロセスを精緻化するのは、相応に困難であろうと思われる。

第4款 未公表情報が2個以上累積し得る場合の影響度評価

第1目 はじめに

第2款で示した通り、本稿では未公表情報の累積個数別の実現確率を待ち行列理論により求める。また、第3款で示した通り、①投資意思決定者は未公表情報の発生時点においてのみ当該情報を覚知し得る機会を有し、②未公表情報が覚知される確率は情報の性質に依らず一定であり、③覚知された情報が未公表該当性を喪失した場合にそのことを直ちに把握でき、④最初から存在しない未公表情報が存在すると誤信することはなく、⑤覚知力は時間経過に伴い変化することはなく常に一定であるとする。

本款では、未公表情報が2個以上累積し得る場合の投資意思決定における未公表情報の影響度に関する評価を、「事前確率としての累積個数別の実現確率を、自身の覚知力と現に覚知している未公表情報の個数に基づき事後確率に修正する行為」として定位する。まず次目ではそのプロセスの基本形を詳述し、第3目以下ではいくつかの要素を変更した場合における計算結果の変化を探る。

第2目 未公表情報の影響度を評価するプロセスの基本形

本目では、1つの会社に未公表情報が2個以上累積し得る場合における未公表情報の影響度を評価するプロセスを、事前確率たる累積個数別の実現確率と投資意思決定者の覚知力に基づき事前確率を計算する第一段階、投資意思決定者における覚知状況を新たな情報として上記事前確率を事後確率へ修正する第二段階、および未公表情報が存在する場合における影響度の期待値を第二段階で算出された事後確率に乗じることにより未公表情報の影響度を計算する第三段階、という3つのプロセスにより構成されるものとして位置付け、その詳細を述べる。

まず、第一段階について。最初に累積個数別の実現確率を計算することになるが、その

³⁹⁷ たとえば、費用をかけて未公表情報の探索活動を行ったが何も覚知できなかった投資意思決定者は、覚知できなかった原因を推測することになる。このとき、未公表情報が存在しないために覚知できないという要因と、存在するものの自身の覚知力が1ではない場合に存在する「覚知できない可能性」が現実化したという要因がどのような割合ないし確率で組み合わさったのか自己評価する際に、自信過剰であるが故に自身の覚知力を過大評価して未公表情報が存在する確率を過小評価する、といった事態が生じ得る。学習者にバイアスが存在するベイズ学習に関する比較的平易な解説として、たとえば、山本裕一『ベイズ学習とバイアス—自信過剰な人は得をするか?—』（三菱経済研究所、2021）13頁以下参照。

基本的な方法は第 2 款で示した通りであり、ここでも待ち行列理論に依拠する。以下では、株価上昇情報と株価下落情報のいずれについても、M/M/∞待ち行列で $\lambda = 2$ かつ $\mu = 3$ としての計算結果を基礎とし、計算簡略化のため 1%単位までの確率を措定し、それぞれの累積個数別の実現確率を掛け合わせて結合分布を作成する。まず、株価上昇情報と株価下落情報それぞれ単独における累積個数別の実現確率は、

累積個数	0	1	2	3	4
実現確率 (%)	51	34	11	3	1

表2-5 累積個数別の実現確率 (出典：筆者作成)

であり、累積上限はそれぞれ 4 個となる。これを単純に足し合わせれば未公表情報全体における累積上限は 8 個となりそうであるが、結合分布として計算した上で、確率の合計を 1 にするために若干の補正を施せば³⁹⁸、全体の累積上限は下表の通り 4 個と判断できる³⁹⁹。

		上昇個数			
		0	1	2	3
下 落 個 数	0	27	17	6	2
	1	17	12	4	1
	2	6	4	1	0
	3	2	1	0	0

表2-6 事前確率

(出典：筆者作成)

次に、この確率に投資意思決定者の覚知力を加味する（これは第一段階の途中である点に注意されたい）。たとえば株価上昇情報の累積個数 1 個かつ株価下落情報の累積個数 2 個という状態を「上 1 下 2」という形で簡易に表現すれば、前段落の処理が終了した時点では、上掲の表からわかる通り、①上 0 下 0、②上 1 下 0、③上 2 下 0、④上 3 下 0、⑤上 0 下 1、⑥上 1 下 1、⑦上 2 下 1、⑧上 3 下 1、⑨上 0 下 2、⑩上 1 下 2、⑪上 2 下 2、⑫上 0 下 3、および⑬上 1 下 3、という 13 個の累積状態が可能性として残存している（実現確率が 0 ではない）。ここで、覚知力が 1 に満たない投資意思決定者の覚知状態という要素により、こ

³⁹⁸ 株価上昇情報 4 個・株価下落情報 0 個、および株価上昇情報 0 個・株価下落情報 4 個はいずれも 0.5%超の実現確率が存在し、四捨五入して 1%単位まで出すと全体の合計が 101%になる。ここではあくまで計算方法の流れを示すことが目的なので、待ち行列理論が導出する数値を厳密に用いる必要はないことから、これらの確率を 0 と看做したが、今度は全体の合計が 99%になる。そこで、未公表情報の累積個数 0 個の実現確率は本来は 26%とされるべきものであるが、1%上乘せして 27%とした。

³⁹⁹ 表から読み取ることができるよう、株価上昇情報 3 個・株価下落情報 1 個、株価上昇情報 2 個・株価下落情報 2 個、株価上昇情報 1 個・株価下落情報 3 個の組み合わせが、それぞれ 1%の確率で実現し得る計算であり、5 個以上の累積が実現する確率はゼロとなっている。

これらの選択肢をさらに分岐させることができる⁴⁰⁰。以下では具体例として、覚知力 0.9 である者の投資意思決定を取り扱う。

たとえば、⑩の選択肢における投資意思決定者の覚知状態としては、(1) すべての未公表情報を覚知できた、(2) 株価上昇情報 1 個と株価下落情報 1 個を覚知したが株価下落情報 1 個の覚知に失敗した、(3) 株価上昇情報 1 個を覚知したが株価下落情報 2 個の覚知に失敗した、(4) 株価上昇情報 1 個の覚知に失敗したが株価下落情報 2 個を覚知した、(5) 株価上昇情報 1 個と株価下落情報 1 個の覚知に失敗したが株価下落情報 1 個を覚知した、(6) すべての未公表情報の覚知に失敗した、という 6 つの分岐がある（なお、株価下落情報 2 個を区別すると上記 (2) と (5) はそれぞれ 2 パターンあるので、全体として 8 つの分岐となる）。そして、それぞれの分岐が実現する確率は、1 から投資意思決定者の覚知力の数値を減じることで算出される覚知に失敗する確率を活用することで計算できる。たとえば、覚知力 0.9 の者において (1) が実現する確率は、3 個存在する未公表情報すべての覚知に成功する確率を意味するので、覚知力 0.9 の 3 乗として計算でき、72.9%という数値を得る。また、(2) が実現する確率は、株価上昇情報 1 個の覚知に成功する確率 0.9、株価下落情報 1 個の覚知に成功する確率 0.9、および株価下落情報 1 個の覚知に失敗する確率 0.1 を掛け合わせた 0.081、つまり 8.1%に、覚知に成功する（または失敗する）対象となる株価下落情報が 2 個存在するのでその個数を乗じて、16.2%という形で計算できる。よって、①乃至⑬の中で⑩が実現する確率は全体の 4%であること、および⑩の中でさらに (1) が実現する確率はその 72.9%であることから、全体において⑩の (1) が実現する確率は 4%に 72.9%を乗じた約 2.9%になることがわかり、⑩の (2) が実現する確率も同様にして約 0.6%と計算できる。そして、このような計算は、①乃至⑬のそれぞれにおいて実施することが可能であり、これを遂行することで第一段階が完了する。

次に、第二段階として、投資意思決定者の覚知状況に基づき、第一段階で導出された事前確率を事後確率に修正する。たとえば、投資意思決定者（覚知力 0.9）が株価上昇情報 1 個のみを覚知したとしよう。株価上昇情報が少なくとも 1 個存在していること、および投資意思決定者が株価上昇情報 1 個のみを覚知しているという事実から、残るのは、②・③・④・⑥・⑦・⑧・⑩・⑪・⑬のそれぞれにおいて投資意思決定者が株価上昇情報 1 個のみを覚知するという 9 個の分岐である。第一段階において計算された各分岐の事前確率は、覚知状況が共通なので丸数字のみを表記すれば、②が 15.3%⁴⁰¹、③が約 1.1%⁴⁰²、④

⁴⁰⁰ 覚知力 1 の投資意思決定者においては、未公表情報の累積状態を正確に把握できるので、覚知状態が実際の累積状態に等しいので、分岐は生じない。

⁴⁰¹ ②自体が実現する確率が 17%であり、かつ実際に存在する株価上昇情報が 1 個の覚知に成功した状態なので、 $0.17 \times 0.9 = 0.153$ となる。

⁴⁰² ③自体が実現する確率が 6%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが 1 個の覚知に失敗した状態であり、累積している 2 個の株価上昇情報のそれぞれについて覚知成功・失敗があり得るので、 $0.06 \times 0.9 \times 0.1 \times 2 = 0.0108$ となる。

が約 0.1%⁴⁰³、⑥が約 1.1%⁴⁰⁴、⑦が約 0.1%⁴⁰⁵、⑧がほぼ 0%⁴⁰⁶、⑩がほぼ 0%⁴⁰⁷、⑪がほぼ 0%⁴⁰⁸、⑬がほぼ 0%⁴⁰⁹である。この数値を基に正規化を行って事後確率を求めると、累積状態として実現している確率として、②が 86.4%、③と⑥がそれぞれ 6.2%、④と⑦がそれぞれ 0.6%という数値を得る（他の分岐の「ほぼ 0%」は 0%と看做す）。これにより、第二段階が終了する。

最後に第三段階として、上記の事後確率と、未公表情報の影響度の期待値を掛け合わせることで、未公表情報の影響度評価を完了させる。なお、第 1 章の枠組みを転用し、株価上昇情報の影響度の期待値を x 、株価下落情報の影響度の期待値（絶対値）を y として表現する。上記設定において投資意思決定者が実際に覚知した株価上昇情報の影響度を X とすれば、上記の事後確率の下における未公表情報の影響度の期待値 E は、投資意思決定者がリスク中立的である限り、

$$E = X \times 0.864 + (X + x) \times 0.062 + (X + 2x) \times 0.006 + (X - y) \times 0.062 + (X + x - y) \times 0.006$$

という式により計算でき、これを整理して

$$E = X + 0.08x - 0.068y$$

という結果を得る。なお、投資意思決定者が実際に覚知した株価上昇情報の影響度が期待値たる x に等しいならば、上記式は

$$E = 1.08X - 0.068y$$

という形に整理でき、さらに株価上昇情報と株価下落情報の影響度が期待値としては等し

⁴⁰³ ④自体が実現する確率が 2%であり、1 個の覚知に成功するが 2 個の覚知に失敗しており、また、累積している株価上昇情報 3 個のそれぞれについて覚知成功・失敗があり得るので、 $0.02 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 \times 3 = 0.00054$ となる。

⁴⁰⁴ ⑥自体が実現する確率が 12%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが株価下落情報 1 個の覚知に失敗している状態なので、 $0.12 \times 0.9 \times 0.1 = 0.0108$ となる。

⁴⁰⁵ ⑦自体が実現する確率が 4%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 1 個と株価下落情報 1 個の覚知に失敗した状態であり、累積している 2 個の株価上昇情報のそれぞれについて覚知成功・失敗があり得るので、 $0.04 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 \times 2 = 0.00072$ となる。

⁴⁰⁶ ⑧自体が実現する確率が 1%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 2 個と株価下落情報 1 個の覚知に失敗した状態であり、累積している 3 個の株価上昇情報のそれぞれについて覚知成功・失敗があり得るので、 $0.01 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 \times 0.01 \times 3 = 0.000027$ となる。

⁴⁰⁷ 前段落で述べた⑩の (3) に等しく、⑩自体が実現する確率が 4%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが株価下落情報 2 個の覚知に失敗した状態なので、 $0.04 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 = 0.00036$ となる。

⁴⁰⁸ ⑪自体が実現する確率が 1%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 1 個と株価下落情報 2 個の覚知に失敗した状態であり、累積している 2 個の株価上昇情報のそれぞれについて覚知成功・失敗があり得るので、 $0.01 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 \times 0.1 \times 2 = 0.000018$ となる。

⁴⁰⁹ ⑬自体が実現する確率が 1%であり、株価上昇情報 1 個の覚知に成功するが株価下落情報 3 個の覚知に失敗した状態なので、 $0.01 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 \times 0.1 = 0.000009$ となる。

く $x = y$ であるとき、さらに

$$E = 1.012X$$

となる。つまり、上記設定においては、投資意思決定者が実際に覚知した株価上昇情報の影響度が、ほぼ未公表情報全体の影響度に等しく、未公表情報全体としては株価上昇情報が優勢であると判断できる。他方、 X 、 x 、および y の値次第では、上記結果はなお株価下落情報の方が優勢であるという結果を示し得るが、 $X=x$ であれば、株価下落情報の方が優勢になるためには

$$1.08x < 0.068y$$

という不等式が満たされる必要があり、整理すると、

$$y > \frac{270}{17}x \approx 15.88x$$

であり、 y が x の 16 倍弱の大きさであることが必要ということの意味する⁴¹⁰。

以上が、1 つの会社に未公表情報が 2 個以上累積し得る場合における、未公表情報の影響度を評価するプロセスの基本形である。次目以下では、いくつかの要素に変更を加えた場合における評価結果の変動を探る。

第3目 覚知力の高低がもたらす変化

本目では、未公表情報の累積個数別の実現確率については前目の設定を引き継ぎつつ、投資意思決定者の覚知力を変更した場合の帰結を調べる。なお、未公表情報が累積している個数別の実現確率は、下表の通り前目の設定を引き継ぎ、覚知状態に関する情報を加味しない場合における事前の株価上昇情報と株価下落情報の影響度が対称性を有する（影響度の期待値は 0 である）ものとする。

		上昇個数			
		0	1	2	3
下落 個 数	0	27	17	6	2
	1	17	12	4	1
	2	6	4	1	0
	3	2	1	0	0

表2-6（再掲）

この設定の下で、前目と同様の方法により、株価上昇情報 1 個のみを覚知した投資意思決定者における未公表情報の影響度評価を行うが、その際に、覚知力を 0.1 から 0.9 まで 0.1 刻みで変化させて 9 つの評価結果⁴¹¹を出す。なお、第 2 目の基本形における処理と同

⁴¹⁰ そこまで影響度に差がある状況は、稀であろう。

⁴¹¹ 覚知力 0 なら覚知しようがないので事後確率への修正は不可能であり、他方、覚知力 1 なら自身の覚知状況がそのまま真の累積状態を表すので計算は不要である。

様、基本的には、覚知状態毎の事前分布における事前確率を計算した後で、小数第 4 位で四捨五入を行い、事後確率に更新する際に、再び小数第 4 位で四捨五入を行う。事後確率への修正結果は、次表の通りである（表中、着色されている部分は、確率の合計を 1 にするために事後確率に更新する際の端数処理を四捨五入ではなく切り捨てまたは切り上げたものである）。

		覚知力								
		0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
累 積 状 態	②	0.864	0.756	0.654	0.567	0.494	0.428	0.381	0.337	0.298
	③	0.062	0.105	0.137	0.161	0.174	0.182	0.187	0.188	0.193
	④	0.006	0.011	0.022	0.033	0.047	0.057	0.067	0.079	0.088
	⑥	0.062	0.105	0.137	0.161	0.174	0.182	0.187	0.188	0.193
	⑦	0.006	0.017	0.027	0.044	0.058	0.075	0.089	0.099	0.105
	⑧	0.000	0.000	0.006	0.006	0.012	0.019	0.022	0.030	0.035
	⑩	0.000	0.006	0.017	0.022	0.029	0.038	0.045	0.049	0.053
	⑪	0.000	0.000	0.000	0.006	0.006	0.013	0.015	0.020	0.018
	⑬	0.000	0.000	0.000	0.000	0.006	0.006	0.007	0.010	0.017

表2-7 覚知力別の事後確率 （出典：筆者作成）

この事後確率においては、②が実現している確率が 1 つの意味を持つ。すなわち、②が実現している確率は、投資意思決定者自身が覚知した株価上昇情報以外には未公表情報が累積していない確率を意味するので、②の確率の高低は、未公表情報の存在可能性による株式価値のボラティリティに直結する。この点、覚知力 0.9 の者は、自身が覚知していない未公表情報が存在しない確率を 86.4%と評価する一方、覚知力 0.1 の者はそのような確率を 29.8%と評価しており 7 割以上の確率で他にも未公表情報が累積していると評価することになる。この差異は、投資家がリスク回避的またはリスク愛好的である場合、あるいは当該会社の株式を原資産とするオプションの取引を行う場合に、重要となる。

さて、上記の事後確率に基づき、覚知力毎に未公表情報の影響度評価を行った結果（覚知力 0.9 については前目で計算した通りである）は、次表の通りとなる。

覚知力	影響度の評価結果	$x=y$ かつ $X=x$ の場合
0.9	$E=X+0.080x-0.068y$	$E=1.012X$
0.8	$E=X+0.144x-0.134y$	$E=1.010X$
0.7	$E=X+0.226x-0.204y$	$E=1.022X$
0.6	$E=X+0.289x-0.267y$	$E=1.022X$
0.5	$E=X+0.356x-0.332y$	$E=1.024X$
0.4	$E=X+0.422x-0.396y$	$E=1.026X$
0.3	$E=X+0.469x-0.439y$	$E=1.030X$
0.2	$E=X+0.525x-0.485y$	$E=1.040X$
0.1	$E=X+0.562x-0.526y$	$E=1.036X$

表2-8 覚知力別の影響度評価の結果 (出典：筆者作成)

まず、真ん中の列にある「影響度の評価結果」は、実際に覚知された情報の影響度に、投資意思決定者が覚知できなかったものの会社に累積している可能性がある株価上昇情報および株価下落情報の影響度を期待値ベースで足し合わせたものである。上述のボラティリティに関する要素に対応し、覚知力が下がるほど、その存在確率を高く算出することがわかる。また、未公表情報を何も覚知していない状態では株価上昇情報と株価下落情報の存在確率（事前確率）は対称的であったにも拘わらず、株価上昇情報を1個覚知した後では、覚知された情報以外に未公表情報が累積している可能性において、株価上昇情報の方が存在確率が高いという評価結果になっている点が注目される。

一番右の列は、株価上昇情報と株価下落情報の期待値ベースの影響度が等しく ($x=y$)、かつ実際に投資意思決定者が覚知した株価上昇情報の影響度が期待値に等しい ($X=x$) 場合の、リスク中立的な投資家における影響度評価である。この結果が X から乖離している度合いは、自身が覚知していないが累積している株価上昇情報と株価下落情報の影響度の評価結果である (X を上回れば株価上昇情報が優勢、下回れば株価下落情報が優勢という評価で、乖離度合いが大きいほど優勢度合いが強いことを意味する)。前段落で述べた内容から、自身が覚知していない未公表情報が存在する確率を最も低く評価するのは覚知力 0.9 の者で、覚知力が下がるほど当該確率を高く評価するにも拘わらず、自身が覚知していない未公表情報全体としての影響度に対する評価は覚知力の高低に連動しておらず、これを最も小さく評価するのは覚知力 0.8 の者である、という興味深い結果となっている（ただし、端数処理による累積誤差に起因する結果である可能性は排除されない）。

なお、以上の内容は投資意思決定者が株価上昇情報1個のみを覚知した場合の確率評価であり、当然ながら、この覚知状況が真の累積状態とは異なる場合があり得る。その場合、自身が覚知していない未公表情報の影響度を低く評価した投資家ほど、結果論としては影響度評価の誤差が大きかったことになる。この意味では、前段落の内容は別とすれば、一般論としては覚知力が高い者ほど、覚知状況と累積状態が乖離した場合の影響を大きく受

けることになる。もっとも、覚知力が高いほどそのような乖離状態が発生する確率が低いので、継続的に投資意思決定を行う限り、覚知力が高い方が未公表情報の影響度を正確に評価できる機会が多いと考えられる。

第4目 事前の影響度が非対称である場合

本目では、事前確率に基づく株価上昇情報と株価下落情報の影響度評価において、両者の累積傾向が対称的ではないことに起因して影響度が非対称である場合の評価結果を調べる⁴¹²。

第2目の基本形においては、株価上昇情報と株価下落情報の累積傾向が同一であり、そのことと、 x と y が等しいという設定が相まって、事前確率に基づく未公表情報の影響度評価の結果がプラスマイナス 0 となることが所与となっていた。これに対し、累積傾向に差がある場合、未公表情報の覚知有無に基づく事後確率への修正を行う前の事前確率で、株価上昇情報と株価下落情報のどちらかが優勢な状態として判断され得る。ただし、投資意思決定者における判断と、市場で形成されている判断が一致するとは限らない点に注意が必要である。

以下では、計算簡易化のため、未公表情報の累積状態について待ち行列理論による導出から離れ、次表のように設定する。

		上昇		
		0	1	2
下 落	0	10	10	10
	1	10	30	30

表2-9 事前確率

(出典：筆者作成)

以下では、たとえば②で株価上昇情報 1 個のみが覚知されている状態を「②上 1 下 0」という形で表現する。本目においては丸番号も新たに割り振り、①上 0 下 0、②上 1 下 0、③上 2 下 0、④上 0 下 1、⑤上 1 下 1、⑥上 2 下 1 とし、また、株価上昇情報の影響度の期待値は x 、株価下落情報の影響度の期待値は y とする。事前確率に基づく影響度評価の結果は、

$$E = 0 \times 0.1 + x \times 0.1 + 2x \times 0.1 + (-y) \times 0.1 + (x - y) \times 0.3 + (2x - y) \times 0.3$$

という式により計算でき、これを整理して

$$E = 1.2x - 0.7y$$

となり、 x と y が等しいならば、株価上昇情報が 0.5 個分優勢と判断される。

⁴¹² 累積傾向が非対称であっても、期待値としての影響度も非対称であれば、全体としては両者の影響度が拮抗するという状況はあり得る。ここでは、累積傾向に非対称性があることの影響を探求することが目的なので、本文のような記述とした。

この設定の下、上記の確率分布を正確に把握している覚知力 0.9 の者と 0.1 の者がそれぞれ株価下落情報 1 個のみを覚知した場合について、事後確率への修正を行う。なお、実際に覚知された情報の影響度は Y とする。

まず、覚知力 0.9 の者について。株価下落情報が覚知されたことで累積状態が①・②・③である可能性は排除されるので、あとは、④・⑤・⑥において自身が株価下落情報 1 個のみを覚知する確率と、株価下落情報 1 個のみを覚知したという事実に基づき、事後確率への修正を行う。事前確率として、④、⑤、⑥が実現し、かつそれぞれにおいて株価下落情報 1 個のみを覚知する確率は、④が 9%⁴¹³、⑤が 2.7%⁴¹⁴、⑥が約 0.3%⁴¹⁵である。この数値を基に正規化を行って事後確率を求めると、累積状態として実現している確率として、④が 75%、⑤が 22.5%、⑥が 2.5%という数値を得る。この事後確率の下で未公表情報の影響度を評価すると、

$$E = (-Y) \times 0.75 + (x - Y) \times 0.225 + (2x - Y) \times 0.025 = 0.275x - Y$$

という結果が導き出される。ここで、x と Y が等しいならば、上記結果は株価下落情報の方が優勢ということの意味するので、事前確率に基づく株価上昇情報が 0.5 個分優勢という判断結果が株価に反映されている場合はもとより、株価上昇情報と株価下落情報の影響をプラスマイナス 0 として反映されている場合においても、投資意思決定者にとっては売却することが望ましいことになる。他方、Y が 0.275x よりも小さく、したがって 0.275x よりも小さいとき、上記結果はなお株価上昇情報の方が優勢である、ということの意味する。このとき、事前確率に基づく株価上昇情報が 0.5 個分優勢という判断結果が株価に反映されている場合は、株価上昇情報の優勢度合いとの兼ね合いにより、購入するべきか売却するべきか結論が分かれる。他方、株価において株価上昇情報と株価下落情報の影響がプラスマイナス 0 として反映されている場合は、株価下落情報 1 個のみを覚知したにも拘わらず、なお購入することが合理的となる。

次に、覚知力 0.1 の者について。覚知力 0.9 の者の場合と同様に計算を進める。事前確率として、④、⑤、または⑥が実現し、かつそれぞれにおいて株価下落情報 1 個のみを覚知する確率は、④が 1%⁴¹⁶、⑤が 2.7%⁴¹⁷、⑥が約 2.4%⁴¹⁸である。この数値を基に正規化

⁴¹³ ④自体が実現する確率が 0.1 であり、累積している 1 個の情報を覚知する確率が 0.9 なので、 $0.1 \times 0.9 = 0.09$ となる。

⁴¹⁴ ⑤自体が実現する確率が 0.3 であり、累積している株価下落情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 1 個の覚知に失敗した状態なので、 $0.3 \times 0.9 \times 0.1 = 0.027$ となる。

⁴¹⁵ ⑥自体が実現する確率が 0.3 であり、累積している株価下落情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 2 個の覚知に失敗した状態なので、 $0.3 \times 0.9 \times 0.1 \times 0.1 = 0.0027$ となる。

⁴¹⁶ ④自体が実現する確率が 0.1 であり、累積している 1 個の情報を覚知する確率が 0.1 なので、 $0.1 \times 0.1 = 0.01$ となる。

⁴¹⁷ ⑤自体が実現する確率が 0.3 であり、累積している株価下落情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 1 個の覚知に失敗した状態なので、 $0.3 \times 0.1 \times 0.9 = 0.027$ となる。

⁴¹⁸ ⑥自体が実現する確率が 0.3 であり、累積している株価下落情報 1 個の覚知に成功するが株価上昇情報 2 個の覚知に失敗した状態なので、 $0.3 \times 0.1 \times 0.9 \times 0.9 = 0.0243$ となる。

を行って事後確率を求めると、累積状態として実現している確率として、④が 16.4%、⑤が 44.3%、⑥が 39.3%という数値を得る。この事後確率の下で未公表情報の影響度を評価すると、

$$E = (-Y) \times 0.164 + (x - Y) \times 0.443 + (2x - Y) \times 0.393 = 1.229x - Y$$

という結果が導き出される。ここで、 x と Y が等しいならば、上記結果は株価上昇情報の方が優勢ということの意味するが、優勢度合いは 0.229 個分なので、事前確率に基づく株価上昇情報が 0.5 個分優勢という判断結果が株価に反映されている場合は売却することが合理的であるが、株価上昇情報と株価下落情報の影響度が対称的なものとして（プラスマイナス 0 として）反映されている場合は、株価下落情報 1 個のみを覚知したにも拘わらず、なお購入することが合理的となる。他方、 Y が $1.229y$ より大きく、したがって $1.229x$ よりも大きい場合は、上記結果は株価下落情報の方が優勢であるという結果を示すので、事前確率に基づく株価上昇情報が 0.5 個分優勢という判断結果が株価に反映されている場合はもとより、株価上昇情報と株価下落情報の影響をプラスマイナス 0 として反映されている場合においても、投資意思決定者にとっては売却することが望ましいことになる。

以上の結果からは、次のようなことがいえる。(1) 事前確率における株価上昇情報と株価下落情報の影響度が非対称であるとき、未公表情報を覚知したことに基づく事後確率への修正は、株価上昇情報と株価下落情報で修正される度合いに差異を生じさせる。(2) 期待値ベースの影響度 x と y の差が小さい場合、あるいは実際に覚知された未公表情報の影響度が x または y とそれほど変わらない場合においても、株価下落情報 1 個のみを覚知してもなお株価上昇情報の方が優勢である（あるいは、株価上昇情報 1 個のみを覚知してもなお株価下落情報の方が優勢である）という評価結果になる場合が生じる。(3) 事前確率に基づく未公表情報の影響度評価の結果が株価に反映されているか否かにより、事後確率に基づく影響度評価の結果を踏まえた場合において購入と売却のいずれを実施すべきか、結論が左右され得る。

第 5 目 未公表情報を覚知していないという事実に基づく事後確率への修正

第 2 目で提示した基本形は、未公表情報の累積個数別の実現確率と、その累積個数が実現している場合において自身が何個覚知するか、という 2 つの要素により事前確率を措定し、実際に実現している自身の覚知状態に基づき事後確率への修正を行う、というものであった。この枠組みにおいては、未公表情報を 1 個以上覚知したという事実のもとより、1 個も覚知していないという事実もまた、事後確率への修正を可能とする要素であると考えられる。そこで本目では、投資意思決定者の覚知力が 0.9 と 0.1 という 2 つの場合について、自身が未公表情報を覚知していないという事実に基づく事後確率への修正を行い、上記の内容を確認する。

なお、事前確率として株価上昇情報と株価下落情報の累積傾向と影響度の期待値が対称性を有している場合、自身が未公表情報を覚知していないという事実に基づく事後確率へ

の修正は、全体的に対称性を維持しつつ累積個数の期待値を減少させるのみであることが容易に想定できるので、ここでは事前の累積傾向が非対称な場面を取り扱う。また、計算簡易化のため、未公表情報の累積個数別の実現確率（事前確率）は、次表の通りとする。

		上昇	
		0	4
下落	0	10	20
	2	20	50

表2-10 事前確率

(出典：筆者作成)

丸数字も新たに割り振り、①上0下0、②上4下0、③上0下2、④上4下2とする。この数値の下では、未公表情報全体の影響度は、

$$E = 2.8x - 1.4y$$

となり、 x と y が等しいとすれば、期待値ベースでは株価上昇情報の方が 1.4 個分優勢となっている。なお、この分布においては、株価上昇情報を 1 個でも覚知すれば、それは株価上昇情報が 4 個累積していることを、また、株価下落情報を 1 個でも覚知すれば、それは株価下落情報が 2 個累積していることを意味する点に注意して計算を進める。

まず、覚知力 0.9 の投資意思決定者が未公表情報を覚知していない場合について。①乃至④のそれぞれについて、覚知力 0.9 の投資意思決定者が未公表情報を 1 個も覚知していない状態が実現する（全体における）事前確率は、①が 10%、③は 0.2%、②と④はほぼ 0%である⁴¹⁹。これに基づき正規化を実施して事後確率に修正すると、①は 98%、③は 2%という値を得る。この事後確率の下で未公表情報の影響度を評価すると、

$$E = 0 \times 0.98 + (-2y) \times 0.02 = -0.04y$$

となり、未公表情報全体としてはわずかに株価下落情報が優勢である、という結論が導き出される。このとき、上述した事前確率に基づく未公表情報の影響度

$$E = 2.8x - 1.4y$$

が公知であり株価にそのまま反映されているとき、覚知力 0.9 で未公表情報を 1 個も覚知していない者は株価が未公表情報の影響を過大評価しているものと判断するので、売却を実施することが合理的となる。また、仮に事前確率による評価が公知ではなく株価上昇情報と株価下落情報の影響度が拮抗しているものとして評価されていたとしても、わずかながらでも株価下落情報の方が優勢であることから、売却実施が合理的となる。

⁴¹⁹ 1 個も覚知していない状態が実現する確率は、1 から覚知力を減じた値を底とし、累積している個数の値を指数として累乗する計算を介して求められる。よって、①では存在しないものは覚知しようがないので分岐はなくそのまま①が実現する確率である 0.1、②は 0.1 の 4 乗たる 0.0001 に②が実現する確率 20% を乗じて 0.00002、③は 0.1 の 2 乗たる 0.01 に③が実現する確率 20% を乗じて 0.002、④は 0.1 の 6 乗たる 0.000001 に④が実現する確率 50% を乗じて 0.0000005 となる。

次に、覚知力 0.1 の投資意思決定者が未公表情報を覚知していない場合について。①乃至④のそれぞれについて、覚知力 0.1 の投資意思決定者が未公表情報を 1 個も覚知していない状態が実現する（全体における）事前確率は、①は 10%、②は約 13.1%、③は 16.2%、④は約 26.6%となる⁴²⁰。これに基づき正規化を実施して事後確率に修正すると、①15.1%、②20.0%、③24.6%、④40.3%という値を得る⁴²¹。この事後確率の下で未公表情報の影響度を評価すると、

$$E = 0 \times 0.151 + 4x \times 0.200 + (-2y) \times 0.246 + (4x - 2y) \times 0.403 = 2.412x - 1.298y$$

という結果となり、 x と y が等しいなら、期待値ベースでは 1.114 個分、株価上昇情報が優勢と判断される。このとき、上述した事前確率に基づく未公表情報の影響度

$$E = 2.8x - 1.4y$$

が公知であり株価にそのまま反映されているとき、これは株価上昇情報が 1.4 個分優勢という位置付けであるから、覚知力 0.1 で未公表情報を 1 個も覚知していない者は株価が未公表情報の影響を過大評価しているものと判断するので、売却を実施することが合理的となる。他方、仮に事前確率による評価が公知ではなく株価上昇情報と株価下落情報の影響度が拮抗しているものとして評価されていた場合、覚知力 0.1 の投資意思決定者における評価としては株価上昇情報が優勢なので購入を実施することが合理的となる。

以上の通り、投資意思決定者は、（覚知力 0 の場合を除いて）自身が未公表情報を覚知していないという事実を未公表情報の影響度評価における有益な情報として活用できる。この意味において、事前確率において株価上昇情報と株価下落情報の累積傾向（ひいては影響度）が対称性を有しない場合があり得るとき、一般論としては、「自分が未公表情報を覚知していないことを知っている」という事実が持つ情報価値は、「自分が未公表情報を覚知していることを知っている」という事実のそれと同等である⁴²²。

第 6 目 小括

以上が、1 つの会社に未公表情報が 2 個以上累積し得る場合における、投資意思決定者が未公表情報の影響度を評価する手法として本稿が提示する枠組みである。詳細の振り返

⁴²⁰ ①では存在しないものは覚知しようがないので分岐はなくそのまま①が実現する確率である 0.1、②は 0.9 の 4 乗たる 0.6561 に②が実現する確率 20% を乗じて 0.13122、③は 0.9 の 2 乗たる 0.81 に③が実現する確率 20% を乗じて 0.162、④は 0.9 の 6 乗たる 0.531441 に④が実現する確率 50% を乗じて 0.265721 となる。

⁴²¹ 確率の合計を 1 にするために、②と③は四捨五入とする一方で、①と④は切り捨て処理とした。

⁴²² 自分が覚知していないことを知っていることの情報価値は、たとえば、ある会社の経営者が、自社に関する何らかの事項に関して世間で何らかの情報が流布されて株価が変動している（当該事項に関して未公表情報が存在すると考えられている）場合において、当該情報が虚偽である（当該事項に関して未公表情報は存在しない）ことを自身が認識しているという事実から株価の当該変動は株式価値を誤って評価したものであるという判断を可能とすることに類する。

りは、本節末尾において本節全体の小括と併せて行う。

なお、その構成要素である累積個数別の実現確率における待ち行列理論の利用や投資意思決定者の覚知力を定義する際に、いくつかの仮定を置いており、上記の枠組みは当該仮定が満たされる範囲内でのみ妥当するものである点については、重ねて強調しておく。

第5款 情報伝達・取引推奨を受けた場合の投資意思決定

第1目 はじめに

本款では、情報伝達および取引推奨が投資意思決定にもたらす影響を、前款までの枠組みの下で考察する。

これまでの内部者取引規制では、情報伝達は現に覚知している未公表情報を他人に伝える行為であり、また、取引推奨は現に覚知している未公表情報に基づく投資判断として取引実施を推奨する行為であった。もっとも、本節でここまで取り上げてきた通り、1つの会社に2個以上の未公表情報が同時に累積し得る場合においては、自身が未公表情報を覚知していないという事実も、未公表情報の累積個数別の実現確率を事後確率に修正するために有益な情報であり、また、第1章で述べた通り、取引の実施を取り止めることを推奨することも推奨を受けた者の投資成果に影響を与えと考えられる。よって、自身が現に未公表情報を覚知していないという事実を他人に伝える行為や、現に未公表情報を覚知していないという事実に基づく投資判断としての取引実施の推奨および取引不実施の推奨も、伝達や推奨を受けた者の投資判断に影響を与えと考えられる。

よって以下では、情報伝達概念を「自身の未公表情報の覚知状態を他人に伝達する行為」として、また、取引推奨概念を「自身の未公表情報の覚知状態に基づく投資判断を他人に伝達する行為」という形にそれぞれ拡張した上で、本節でここまで構築してきたモデルを基礎として、情報伝達および取引推奨を、それらを受けた者における事後確率への修正を可能にする行為として定位する。なお、情報伝達を行う者を「伝達者」、取引推奨を行う者を「推奨者」と呼び、両者にまとめて言及する場合は「伝達・推奨者」とする。

以下、次目では他人における未公表情報の覚知状況に関する情報を加味した、未公表情報の影響度評価を行う方法を示す。また、第3目では、検討の視座として第1章で定義した情報の片面的遮断について、その根幹が協力関係にある者において覚知していないという事実の片面的な伝達である点に着目し、本款全体の内容も踏まえながら再定位を行う。

第2目 未公表情報の覚知状況に関する情報伝播と投資意思決定

本目では、情報伝達および取引推奨を受けた者における投資意思決定の態様を定式化する。この課題の遂行にあたり問題となるのが、他人から未公表情報の影響度評価に利用できる情報を教えてもらえるという要素の位置付けである。

当該要素を本節の枠組みに組み込む方法としては、まず、投資意思決定者の覚知力を上方修正することが考えられる。これは、投資意思決定者単独による情報探索活動の成果の

みならず、伝達・推奨者による情報探索活動の成果を利用できるので情報収集力が高まる、というアイデアを基礎とする。なお、協力関係が構築されていない場合における投資意思決定者単独の覚知力と伝達・推奨者単独の覚知力を単に足し合わせるだけでは、協力関係が構築されている状態の覚知力を適切に描写することはできないため、数値の調整が必要になると思われる。たとえば、投資意思決定者と伝達・推奨者の間で協力関係が構築されており、それぞれの成果を継続的に享受できる場合⁴²³、探索範囲の分担により自分で調べる範囲が狭くなり、以前よりも深く探索できるようになることで、覚知力にシナジーが生じるかもしれない。もっとも、この手法では、普段は協力関係にない者の覚知状況を偶発的に知った場合を処理できない。

そこで、伝達・推奨者の覚知状況に関する情報を、条件付確率における新しい条件として導入することが考えられる。投資意思決定者の覚知有無と伝達・推奨者の覚知有無に相関関係がなく独立事象である場合、伝達・推奨者の覚知力に基づき成り行きが定まる伝達・推奨者における覚知状況を、事後確率への修正を実施するための情報の1つとして位置付けることで、簡易な掛け算により処理できる。これならば、協力関係がある場合はもとより、普段は協力関係にない者の覚知状況に関する情報を得た場合の処理が容易である。ただし、投資意思決定者と伝達・推奨者の覚知・不覚知に相関関係がある場合、単に掛け算として処理することはできない⁴²⁴。

本款では、協力関係にない者の覚知状況を偶然知った場合も同じ枠組みで処理できるという後者の方法の利点に着目し、議論の簡易化のため投資意思決定者と伝達・推奨者の覚知有無に相関関係がないことを擬制した上で、後者の方法を採用する。

なお、ここまでの本稿の内容からして、伝達・推奨者の覚知状況を把握できない可能性があるとき⁴²⁵、伝達・推奨者における未公表情報の覚知有無に関する覚知力、といったものが観念可能であり、投資意思決定者において把握できていないという事実自体が、事後確率の修正を可能とする情報となり得ることが予想される。この要素も、条件付確率における条件の1つとして位置付けることとする。

以上の枠組みに基づき、具体的な計算を行う。なお、考慮要素が多いので、未公表情報全体の影響度評価を行うのではなく、全体の中で株価上昇情報2個・株価下落情報0個と

⁴²³ たとえば、複数名が協力して情報収集を行い投資活動に利用しているならば、仲間内における裏切り等がない限り、ある者の覚知状況は協力している者全員が把握可能となろう。

⁴²⁴ 探索する領域などに関して得意分野・不得意分野がある場合、たとえば得意分野が重なれば、投資意思決定者が覚知しやすい未公表情報は伝達・推奨者も覚知しやすい。

⁴²⁵ たとえば、伝達・推奨者が意図的に情報伝達・取引推奨を行ってくれる状況にあるとしても、当該者が自身の覚知状況に変化があり未公表情報の影響度評価の結果が変化したとしても、投資意思決定者の利益になるように情報を提供してくれるとは限らない。また、協力関係にない者の行動を観察し、当該者における覚知状況を推論して当該者を伝達・推奨者として活用することが可能となる場合があり得るが、これは100%の確率で実現するわけではない。あるいは、協力関係がなく、観察も行っていない者の覚知状況を偶発的に把握できる状況もあり得る。

いう累積状態が生じる事前確率 10%である場合における、当該累積状態の下で生じる分岐のみ取り扱う（株価上昇情報しか累積していない分岐であること、および 2 つ累積している株価上昇情報のどちらを覚知したか、という事実が意味を持つので、以下、本目では株価上昇情報を「情報 A」および「情報 B」と呼ぶ）。また、投資意思決定者自身の覚知力 0.1、伝達・推奨者の覚知力 0.9（投資意思決定者自身の覚知力と同じように定義されるもの）、伝達・推奨者の覚知状況に関する投資意思決定者の覚知力 0.9（これも投資意思決定者自身の覚知力と同じように定義されるもの⁴²⁶）、という設定とする。

まず、投資意思決定者自身の覚知状況は、①1%の確率で情報 A と情報 B を両方とも覚知し、②9%の確率で情報 A のみ覚知し、③9%の確率で情報 B のみ覚知し、④81%の確率で両方とも覚知できない、という 4 つの分岐がある。この 4 つの分岐のそれぞれの内部においてさらに、伝達・推奨者の覚知状況が、(1) 81%の確率で情報 A と情報 B を両方とも覚知し、(2) 9%の確率で情報 A のみ覚知し、(3) 9%の確率で情報 B のみ覚知し、(4) 1%の確率で両方とも覚知できない、という 4 つの分岐となるので、全体で 16 の分岐となる。その 16 の分岐の中でさらに、伝達・推奨者の覚知状況に関する投資意思決定者の覚知状態により分岐が発生するところ、その数の処理方法はいくつか考えられるが、以下では簡易化のため、伝達・推奨者の覚知状態をそのまま覚知するか否かという 2 つの分岐として計算を進める⁴²⁷。このとき、(ア) 90%の確率で伝達・推奨者の覚知状態を覚知し、(イ) 10%の確率で伝達・推奨者の覚知状態を覚知しない、という分化が生じるので、総計 32 個の分岐となり、根元事象の設定が終了する。なお、(ア) と (イ) の分岐は、前段落の最後に提示した設定の下では、伝達・推奨者の覚知状況がどのようなものであろうとも投資意思決定者に伝わる確率（投資意思決定者における、他者の覚知状況に関する覚知力）が一定であるとき省略しても計算結果は変わらないが⁴²⁸、情報の片面的遮断のように、伝達・推奨が発生する確率に非対称性がある場合もあり得ることから、要素として残

⁴²⁶ この場面における覚知力 0.9 は、伝達・推奨者が自身の覚知状況を 90%の確率で教えてくれる、または単に、投資意思決定者が 90%の確率で、ある特定の者の覚知状況を把握できる、ということの意味する。なお、未公表情報の覚知力を定義するに際していくつかの仮定を導入したが、当該仮定をここでもそのまま転用する。

⁴²⁷ より厳密には、情報 A の覚知状況と情報 B の覚知状況を別の情報として、それぞれに関する投資意思決定者による覚知状態で分岐を設定する（このとき、(ア) 情報 A と情報 B の両方を覚知している、(イ) 情報 A は覚知しているが情報 B は覚知していない、(ウ) 情報 A は覚知していないが情報 B は覚知していない、(エ) 情報 A も情報 B も覚知していない、という 4 つの分岐があり得ることになる）べきとも考えられるが、分岐の数が多すぎるので本文の処理とした。

⁴²⁸ 情報伝達・取引推奨を受けた、または受けなかった（あるいは他人の覚知状況を把握できた、またはできなかった）という要素は、他の累積状況における分岐も含めて、残存するすべての分岐に共通である。よって、端数処理の影響を除けば、当該要素に基づいて掛け算を行うか否かは各分岐の事前確率の比率に影響を与えず、事後確率への修正プロセスで正規化処理を行った後の結果も変化しない。翻って、①乃至④や、(1) 乃至 (4) の要素は、累積個数の影響を受けるので、省略できない。

してある（次目で取り上げる）。派生して、普段は協力関係になく、伝達・推奨者の覚知状態に関する覚知力 0 として扱っていた者の覚知状況を偶然知った場合は、伝達・推奨者の覚知状態が投資意思決定者に伝わる確率を省略し、単に、その覚知状態に基づき計算処理をすれば足りる。

以上の枠組みの下で、未公表情報を何も覚知していない投資意思決定者が、情報 A のみを覚知した協力者から情報伝達を受けたとする。このとき、①乃至④の分岐では④のみが残り、④内部の分岐として（2）（ア）のみが残る。この分岐の全体における事前確率は、

$$P = 0.1 \times 0.81 \times 0.09 \times 0.9$$

という式により計算できるので⁴²⁹、これを、他の未公表情報の累積個数における、投資意思決定者自身が未公表情報を覚知していないが情報 A のみを覚知した者から情報伝達を受けたという分岐の事前確率と併せて正規化を行い、事後確率を算出することで、未公表情報の影響度評価を行うことができる。

なお、上記式では、自分よりも覚知力が低い協力者における覚知状況も、当該者が覚知力 0 でない限り覚知状況に関する情報は事後確率への修正を可能とする事実となるので、未公表情報の影響度評価に利用できることがわかる⁴³⁰。

第 3 目 情報の片面的遮断

本目では、本款の枠組みに従い、情報の片面的遮断を改めて定位する。

第 1 章で情報の片面的遮断を説明した際には、未公表情報の累積上限 1 個という仮定の下、助言者が株価下落情報を覚知した場合は投資意思決定者に必ず伝えるが、株価上昇情報については覚知有無に拘わらず何も伝えない、という設定を用いた。そして、投資意思決定者は、助言者から当該者が株価下落情報を覚知したという伝達がない、という事実により、未公表情報の影響度評価において事後確率への修正を行うことができた。

この仕組みの本質は、前目の内容に従えば、助言者からの連絡がないことが当該者において株価下落情報を覚知していないという事実を片面的に伝えている、という点にあると考えられる。このことからすれば、情報の片面的遮断は、未公表情報を現に覚知していないことの片面的な伝達が継続的に行われている状態である、という形で一般的に定位することが可能である。

⁴²⁹ 計算結果は、0.006561 である。

⁴³⁰ 覚知力 0.9 である者が覚知できなかった未公表情報を、覚知力 0.1 である者が覚知し、これを覚知力 0.9 の者に教えれば、覚知力 0.9 の者における未公表情報の影響度評価は、教えてもらう前よりも精度が上がる、ということは直感的に理解できるであろう。また、覚知力 0.9 の者が未公表情報を 1 個も覚知していない状態で、自分とは別個独立に情報収集を行う覚知力 0.1 の者が未公表情報を覚知していないという事実もまた、未公表情報が存在しない確率を上方修正する要素となることも、同様に理解できるであろう。

第6款 小括と若干の考察

本節では、確率論に基づき、未公表情報の累積上限を取り払った場合における、投資意思決定者が下す未公表情報の影響度に関する評価プロセスを定式化した。その内容は、以下のように整理できる。

まず当該プロセスは、本節冒頭でも述べたように、事前確率たる累積個数別の実現確率と投資意思決定者の覚知力に基づき事前確率を計算する第一段階、投資意思決定者における覚知状況を新たな情報として上記事前確率を事後確率へ修正する第二段階、および未公表情報が存在する場合における影響度の期待値を第二段階で算出された事後確率に乗じることにより未公表情報の影響度を計算する第三段階から構成される。このうち第一段階について、本稿では、未公表情報が会社に滞留する状況を待ち行列理論における $M/M/\infty$ 待ち行列または $M/G/\infty$ 待ち行列に擬えることで、未公表情報の累積個数別の実現確率（客観確率）を計算する方法を示した。また、第二段階においては、投資意思決定者における未公表情報の覚知状況という事実が、事後確率へ修正するために必須の情報となることを確認した。そして、いくつかの数値例において具体的な計算を行い、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法を確立した。さらに、当該プロセスを拡張し、情報伝達や取引推奨を、伝達や推奨を行う者における覚知状況に基づく未公表情報の影響度評価の結果を他者に伝える行為として定位し、伝達や推奨を受けた者における未公表情報の影響度評価における事後確率への修正を可能とする要素として位置付けた。

本節で導出された知見の肝は、次のように整理できる。(1) 1つの会社に未公表情報が同時に2個以上累積する状況下で、投資意思決定に際して考慮されるべきは、「未公表情報を知っている」という事実ではなく、自分の覚知力との兼ね合いにより「未公表情報を何個覚知しているか」という事実であり、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、未公表情報の累積個数別の実現確率を事後確率へ修正することが可能である。(2) 一般論としては、自身の覚知状況という事実に基づく未公表情報の累積状況に関する事後確率への修正精度は、覚知力が高い者の方が高い。(3) 投資意思決定者が実際に未公表情報を覚知した場合、(ア) 事前確率としての累積個数別の実現確率、(イ) 期待値ベースの影響度、(ウ) 当該事前確率と期待値ベースの影響度に基づく影響度に関する株価の反映状況、および(エ) 実際に覚知された未公表情報の影響度という4つの要素次第では、株価上昇情報を覚知した場合に株式を売却し、株価下落情報を覚知した場合に株式を購入することが合理的となる場合があり得る。(4) 情報伝達・取引推奨においては、伝達・推奨される内容が自分よりも覚知力が低い者における覚知状況に関する情報（に基づく投資判断）であっても、また、当該者が未公表情報をまったく覚知していないという情報であっても、当該者の覚知力が0ではない限り、伝達・推奨を受けた者における事後確率への修正が可能となる。

このうち(3)は、覚知された未公表情報の種別と実施が決定された取引の種別に基づ

く、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場合は制裁しない）が、正当性を有しないことを示している。

また、(1)・(2)・(4) は、内部者取引規制という制度の根幹に関わるものである。第 1 章で述べた通り、日本・アメリカ・EU のいずれの規制においても、5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知している者による投資意思決定は制裁し得るが、覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）、7 つ目の非対称性（未公表情報を覚知している者による取引推奨は制裁するが、未公表情報を覚知していない者による取引推奨は制裁しない）、および 8 つ目の非対称性（未公表情報を覚知している者による覚知されている情報の伝達を制裁するが、未公表情報を覚知していない者による覚知していないという事実の伝達は制裁しない）、という 3 つの非対称性はすべて存在している。そして、前節で確認した内部者取引規制の根拠論も含めて、それらの非対称性により規制されていない行為は優位性をもたらすことはなく規制する必要がない、ということが自明視されている。しかし、(1)・(2)・(4) の知見は、そのような認識が誤りであることを示しているのである。よって、望ましい内部者取引規制の構築にあたっては、それらの非対称性が存在することが是認されるのか否か、という点の検証が不可欠である。そこで、未公表情報を覚知していない者自身による投資意思決定については第 4 節（次節）で、また、未公表情報を覚知していない者が行う情報伝達・取引推奨については第 5 節で、それぞれ検討を加えることとする。

第 4 節 取引の実施・不実施と情報開示時期の調整

第 1 款 はじめに

本節では、内部者足り得る者による取引実施・不実施の選択に関連した内部者足り得る者の優位性を探求する。本稿の第 1 の検討課題を構成する要素のうち、未公表情報が複数累積し得る状況における、現行規制が有する非対称性のうち 1 つ目（未公表情報を知りながら取引を実施しなかったならば制裁しない）、2 つ目（取引実施決定後に未公表情報を知ったならば取引を実施しても制裁しない）、および 5 つ目（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）の妥当性について結論を出すとともに、3 つ目（株価上昇情報を知りながら売り、株価下落情報を知りながら買った場合は制裁しない）の是非の一部を取り扱う。

論述の構成として、まずは未公表情報の累積上限が 1 個であるという仮定の下で、上記の非対称性が妥当なものか否か結論を出し、その過程で、あるいはその後で、当該仮定を適宜外して 2 個以上の未公表情報が累積し得る場合に議論を拡張する形を採る。従前の議論が妥当なものだったか否かを明らかにするためには、上記仮定を置いた条件下で正しいか否か（累積上限を 1 個とする仮定が実情に即している会社が存在する場合において、当該会社に関して妥当するか否か）という点に関する検証と、上記仮定を外した場合において正しいか否かという点に関する検証が別途必要になるためである。以上の見地を踏まえた本節の構成は、以下の通りである。

まず、第 2 款から第 4 款では、基本的に未公表情報の累積上限を 1 個とする仮定を置いた上で検討を行う（ただし、必要に応じて上限を外した場合についても言及する）。第 2 款では議論の出発点として、内部者取引規制の適用有無に関する既存の学説および金融庁の見解を、売買契約が締結されるプロセス毎に整理し、従前の議論における非対称性の位置付けを明らかにする。次に第 3 款では、内部者取引規制の在り方を巡る「保有」と「利用」の対立（*possession versus use*）に関連して、未公表情報を覚知しながら取引を実施することで制裁する制度（以下、「保有実施基準」という）と、未公表情報を利用して取引を実施することで制裁する制度（以下、「利用実施基準」という）の対立を軸として、内部者取引規制の基本構造を探る。その上で、第 4 款では、内部者取引規制の適用有無を決する分水嶺となる未公表情報の「公表」について、取引実施時期と情報開示時期の相互調整による影響も踏まえながら、その在り方を探る。その結果も踏まえ、第 5 款では、新たに累積上限を 2 個とする仮定を置きつつ、知る前契約・計画の適否について検討する。これは、未公表情報を知りながら設定された知る前契約・計画が許容されるか否か、という論点について、累積上限個数に関する仮定を取り払った場合について議論するための土台を構築することを目的とするものである。第 6 款では、前節の知見に基づき未公表情報の累積上限がない場合に議論を拡張し、本節第 5 款までの内容を改めて検証する。その中で、未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない、という各法域に存在する非対称性の是非を論じる。最後に第 7 款では本節全体の小括を行い、具体的な内部者取引規制の設計方針として整理する。

第 2 款 売買のプロセスと内部者取引規制

第 1 目 はじめに

ある者が未公表情報を知りながら取引実施・不実施の意思決定を行うとき、どの段階で処罰対象となるのか。本款では、取引の一連のプロセスと情報把握時期の関係という観点から、売買契約締結に至る契約プロセスを複数の段階に区分し、日本における学説と金融庁の解釈を整理する。これまでの議論では 5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）が所与とされてきたことから、基本的に、未公表情報を覚知した者による投資判断に関する学説のみを扱う。なお、「オプション」に関連する議論はすべて第 3 章で扱うこととし、ここでは言及しない。

取引プロセスの区分としては、最初に、①市場取引における発注を実施する前（相対取引において相手方に交渉する意図がある旨を伝える前）を指定する。その中で、何の仕組みもない基礎的状况、チャイニーズ・ウォールが設けられている状況、自己株式取得のために信託が利用されている状況、および知る前契約・知る前計画が設定されている状況を区分けする。それ以降については、②発注が行われたが約定していない（相対取引において交渉する意図を外形化させたが契約締結に至っていない）状態、③発注が約定に至ったが決済されていない（相対取引で契約が締結されたが履行されていない）状態、および④決済さ

れた（相対取引で履行された）後の状態、という形で類型化する。

なお、本款で紹介する学説や金融庁の見解は、既遂判定を契約締結時に行うことを前提としている点に留意されたい⁴³¹。内部者取引規制導入時の立案担当官は、売買契約等が締結されると既遂になるとの見解⁴³²を示し、金融商品取引法の制定後もこれに則る見解⁴³³が多い⁴³⁴。契約の履行時点ではなく締結時点で判定すべき根拠は、約定成立によって相場が「歪む」点や内部者による実行行為が完了したと理解し得る点に求められるのかもしれないが⁴³⁵、その実質的意義は、利得類型 A1・A2・C1・C2 のいずれも規制対象とする点にあり、相応の妥当性を有すると解するので⁴³⁶、当面は上記の既遂判定時期を所与とする。

第2目 発注前に知った場合その1（基礎）

本目では、ある者が未公表情報を知ったが、それが市場取引であれば証券会社を通じて発注が市場に出る時点、相対取引であれば申込みの誘引または申込みを行う時点よりも前であったという場面のうち、未公表情報を知っている内部者が最終意思決定を行う場合について、取引実施有無に関する意思決定の時期と未公表情報を覚知した時期に基づき 5 つの区分を措定し、それぞれについて取り上げる。次目以下では未公表情報を知るタイミングは同じであるが情報を知った内部者以外の者が取引の有無について最終決定を行う場合について取り上げるが、その検討の基礎を確立することも目的の1つとなる。

⁴³¹ 本節の分析にとって重要なのは、この考え方が、内部者取引規制違反について売買等の履行は必要不可欠ではないことを示す点である。つまり、取引の履行がないので利得類型 B2・D2 が内部者取引としては制裁対象となり得ない、との立論はできないことになる。

⁴³² 横島・前掲注（1）210頁。

⁴³³ 金融商品取引法施行後の文献としては、反対意見を付さず立案担当官の見解を紹介するものを含めると、松本・前掲注（13）268頁、戸嶋＝久保田編著・前掲注（30）273頁、服部・前掲注（13）320頁、長嶋・大野・常松法律事務所編・前掲注（13）1179頁などが挙げられる。

⁴³⁴ ただし、木目田＝上島監修・前掲注（13）304-305頁〔上島〕は、現行規制としては契約締結時点で既遂判定がなされるとした上で、契約締結（当事者間の意思表示の合致）のみでは足らず履行を要するという解釈が望ましいように思われる、とも述べる。

⁴³⁵ 相場形成という観点からは履行（決済）の悪性は弱く、約定後・履行前に未公表情報を知ってそのまま履行することは問題視する必要がない、という考え方はあり得る。もっとも、本稿では約定により一般投資家側に財産的損害が生じる点も重視する。

⁴³⁶ 履行時点で既遂判定すると、情報公表後に履行される利得類型 A2・C2 は規制対象外となろう。すると、売買契約等の締結・履行時期と情報の公表時期の関係を調節することで、取引を利得類型 A1・C1 ではなく A2・C2 に該当させて規制を回避できる。市場取引ならば約定から決済までがいわゆる T+2 で固定されているので、公表権限を握る内部者にとって調節はさほど難しくないとと思われるが、これは利得類型 A1・C1 の規制を是とする限り望ましくない事態である。一方、契約締結時点で既遂判定を行えばこのような問題は生じない。

既遂判定を履行時に行いつつ上記の問題に対処するならば、情報が契約締結時点では未公表であったが履行時点では公表済みである、という場合も制裁対象にするほかないと思われるが、これは契約締結時点で既遂判定が行われる制度と同内容である。

1 つ目として、①売買等を予定していない状況で未公表情報を知った場合について。知りながら内部者自身が発注のための注文を行い、そのまま約定が成立した場合（パターン 1・3・5・7・17・19）というのが、内部者取引規制について論じる文献が念頭に置いている典型的な状況であるといえよう。もっとも、パターン 3・5 が制裁されることは妥当ではなくパターン 1・7 のみを規制対象にするべきとの見解⁴³⁷があり（おそらくその趣旨からは株価上昇情報を知りながら空売りをを行うパターン 17 も規制対象外にするべきとの結論になるであろう）、これは覚知された情報の種別と実施が決定された取引の種別による非対称性（本稿における 3 つ目の非対称性）を設けることに賛成の立場といえる。なお、最終意思決定権限の所在という観点からは、ある会社に関する未公表情報を知っている役員が実際に取引を担当している部下から当該会社の株式の売買について上申を受けた（決裁を求められた）場合も、このケースに属するものといえる。この点、株価上昇情報を知っている役員が取引を阻止しないと（決裁すると）間接正犯として規制対象たる内部者取引になるとする見解⁴³⁸がある。売買を予定しておらず、未公表情報を知ったが相変わらず取引を行わないケース（パターン 2・4・6・8・18・20）に言及する見解には接することがなかったが、当然に規制対象外になるものとして解されているものと推察される。

2 つ目として、②売買しようと考えていたが（そのように考えていたに留まり、外部から窺い知ることはできない）、注文する前に未公表情報を知った場合について。情報を知ったがそのまま注文をして発注・約定に至ったケース（パターン 9・11・13・15・21・23）については、制裁対象から外すことを説く見解⁴³⁹がある。未公表情報を知ったあとに発注を見

⁴³⁷ 上島・前掲注（2）4 頁は、株価上昇情報を知りながら売る行為について、これを規制するのは不当であり、内部者取引規制が形式犯であると説く。服部・前掲注（13）209 頁は、株価上昇情報を知りながら売却するパターン 5 について、実質的違法性を欠くとする。また、芝原＝古田＝佐伯編著・前掲注（2）483 頁〔木目田〕は、株価下落情報を知りながら購入した場合や、株価上昇情報を知りながら売却した場合につき、実務上、検察官の訴追裁量により起訴に至らず、また、課徴金も課徴金額がゼロとなるため課徴金納付命令の勧告に至らないことが多いと思われるとする。

⁴³⁸ 服部・前掲注（13）209 頁。

⁴³⁹ 川口恭弘ほか「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌 125 巻 4・5 号 1-126 頁（2000）89 頁注 8 は、未公表情報の「利用」があった場合のみを制裁対象とするアプローチの下で、取引の段階（おそらく売買契約等の締結時点）で未公表情報を保有している者は当該情報を利用したことが推定されるが、当該情報の保有以前に投資判断（おそらく発注するという決定）がなされたことを立証して推定を覆すことができるという制度を、立法提案として考えられるとする。上田真二「自己株式の取得・処分とインサイダー取引規制（1）」関西大学法学論集 55 巻 2 号 311-337 頁（2005）18 頁は、自己株式取得が以前から計画されていたところ（外部から窺い知ることができるか否かは論旨からは判然としない）、当該計画が実行される直前に重要事実が発生した場合につき、当該論執筆時の規制（旧証券取引法 166 条）においては制裁対象となるものの、計画に従っている限り証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を害するとまではいえないとして、適用除外規定を設けることを説く。また、黒沼・前掲注（13）467 頁は、法改正により利用基準が採用されるまでの間は知る前契約・計画にかかる適用除外規定を参照して、規制の適用を排すべきではないかとする。

送ったケース（パターン 10・12・14・16・22・24）に関して⁴⁴⁰、取引が実施されていないので内部者取引規制違反とはならず、内部者と一般投資家の地位の不均衡は取引自体の規制ではなく、情報の早期開示により是正されると説く見解⁴⁴¹がある⁴⁴²。また、株価上昇情報を知り売却をやめた場合（パターン 14、利得類型 B2）につき、売買等がなければ証券市場に対する影響がまったくないとして、内部者取引に該当しないとする見解⁴⁴³もある。

3 目として、③発注しようと考え、証券会社に注文の意図を伝えたが（売買等の実現の意図が外形化している）、未だ証券会社が市場に注文を出していない段階で未公表情報を把握した場合（パターン 9～16・21～24 が中心）について。この点に直接言及する論考に接することはできなかった。なお、関係する論点として、証券会社が顧客の注文が妥当でないと判断した場合に止める義務があるか否かという問題があるところ、アメリカにおける議論ではあるが、顧客の注文を単に取り次いでいるのみであれば原則として止めなくともよいが、顧客が証券会社の専門性を信頼して助言を求めるような関係であるならば、取引をやめるように助言する義務が生じ得るとの見解⁴⁴⁴がある。これは、当該助言に基づく取引撤回が認められることを前提とするものであろう。

4 目として、④取引実施の意思決定前に未公表情報を覚知し、未公表情報を知りながら内部者自身が注文し（パターン 1・3・5・7・19・21 が中心）、発注に至ったが未だ約定が成立していない段階について。これについては、約定成立で既遂になるとの解釈を前提とすれば、内部者取引規制について未遂犯の処罰規定がないので処罰対象とならない（刑 44 条）と説かれている点⁴⁴⁵が対応すると考えられ、約定が成立しなければ処罰されないということになろう⁴⁴⁶。

最後に 5 目として、⑤取引実施の意思決定前に未公表情報を覚知し、未公表情報を知りながら内部者自身が注文して発注に至ったが、未公表情報の覚知状況に変化がないまま、考え直して約定成立前に発注を撤回した場合について。発注の撤回は相場操縦（見せ玉）となり得るが、内部者取引規制に関しては明示的な議論は見受けられない。ここまで取り

⁴⁴⁰ 未公表情報を知る前から発注を行う意思を有していた点、および発注自体が取り止められている点で、②～④と異なる。

⁴⁴¹ 神崎＝志谷＝川口・前掲注（145）1214 頁。また、岸田監修・前掲注（6）166-167 頁〔行澤一人〕。

⁴⁴² 情報を知っているか否かについては、開示すれば「不均衡」はなくなる。しかし、発注を取り止めたこと自体による利得は、開示によっては消滅しない点に留意が必要である。

⁴⁴³ 服部・前掲注（13）208 頁。

⁴⁴⁴ これを紹介する日本語文献として、萬澤陽子「投資アドバイザーの責任と代理法」樋口範雄＝佐久間毅編『現代の代理法—アメリカと日本』196-204 頁（弘文堂、2014）202-204 頁参照。

⁴⁴⁵ 松本・前掲注（13）268 頁、服部・前掲注（13）320 頁など。

⁴⁴⁶ 発注をもって実行行為が終了したと見ることになるうか。なお、規制導入時の立案担当官は、証券会社に注文を伝えると実行の着手があるとする。横島・前掲注（1）210 頁。また、松本・前掲注（13）268 頁も同旨。

上げてきた見解からは、未遂犯⁴⁴⁷として処罰対象にはならないという解釈が導出されることになろうか⁴⁴⁸。

規制導入時の立案担当官の解釈としては、未公表情報の性質や、発注と情報覚知の先後を問わず制裁対象になるという方針だった⁴⁴⁹。他方、現在の規制当局たる金融庁は、少なくとも現在では、会社関係者が未公表情報を知った後に売買等を行った場合であっても、当該情報を知ったことと無関係であることが明らかならば投資家の信頼を損ねるおそれが乏しく、規制対象とすべき売買等には該当しないとの見解を示し、そのような場合の例の1つとして、『「重要事実」が、その公表により株価の上昇要因となることが一般的に明白なときに、当該株式の売付けを「重要事実」の公表前に行っている場合』を挙げている⁴⁵⁰。つまり、パターン5は制裁しないということである。このような、3つ目の非対称性（情報種別と実施が決定された取引種別に基づくもの）が導入されることを肯定的に捉える見解があることは本稿冒頭で述べた通りである。

第3目 発注前に知った場合その2（チャイニーズ・ウォール）

ある組織体の内部において、顧客との関係における利益相反や内部者取引の防止のために導入される、一定の部門や人の中で情報授受を遮断する措置は、一般に「チャイニーズ・ウォール」と呼ばれている⁴⁵¹。チャイニーズ・ウォールは、証券会社や投資銀行における営業部門と売買部門の間⁴⁵²、商業銀行における融資担当部門と債権回収部門の間⁴⁵³、あるいは弁護士法人内部⁴⁵⁴などで利用されているが、これは2つの形で内部者取引規制と関係するものである。

⁴⁴⁷ 未遂犯として見る場合、実行未遂としての中止犯（刑43条但書）となろうか。

⁴⁴⁸ 私見では、注文が市場に出ることで市場機能が毀損されるので、既遂である。

⁴⁴⁹ 横畠・前掲注（1）210頁。

⁴⁵⁰ 金融庁＝証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関するQ&A」（最終改訂：令和元年7月29日）<https://www.fsa.go.jp/news/30/shouken/190729insider_qa_.pdf> 12頁。

⁴⁵¹ 友松義信「信託銀行のチャイニーズ・ウォール」NBL820号62-70頁（2005）63頁など。

⁴⁵² 友松・前掲注（451）63-64頁など。日本証券業協会では、自主規制として、その協会員に対して「法人関係情報」（金融商品取引業等に関する内閣府令第1条第4項第14号）に関して、物理的な隔離等の措置を講じることを求めており（協会員における法人関係情報の管理体制の整備に関する規則（平成25年4月16日最終改正）6条）、これが内部者取引規制における「重要事実」もほぼカバーすると考えられる。

⁴⁵³ 融資に際して、上場会社の有価証券について担保権を設定した場合、当該担保権の実施による有価証券売却は、内部者取引規制の射程内であると考えられることから、情報隔離による規制回避が目指されることになる。もっとも、情報が内部で伝達されていないことの立証の困難性から、一部店舗でも未公表事実を把握すれば銀行全体として売買等を控えるという取り扱いも検討せざるを得ないという。神田秀樹＝神作裕之＝みずほフィナンシャルグループ『金融法講義〔新版〕』（岩波書店、2017）170頁・187頁注73〔砂山晃一〕。

⁴⁵⁴ 三上徹ほか【座談会】金融取引における利益相反（3）—チャイニーズ・ウォール（1）」NBL894号51-60頁（2008）57頁参照。

まず、ある組織内において未公表情報を覚知している者と覚知していない者がいるとき、情報を知らない者が当該組織の計算で（つまり当該組織のために）行った取引について、当該組織が制裁されるか否かが問題となる。組織内に未公表情報を覚知し得る者がいても、チャイニーズ・ウォールが徹底されており、覚知し得ない（個人としては覚知力 0 である）取引担当者に未公表情報を覚知し得る者の覚知状況が伝わっていないならば、当該組織により売買等が行われても、それは未公表情報とは無関係に行われたものと捉え得る。そこで、チャイニーズ・ウォールが内部者取引規制を遵守するための措置として機能するか否かが重要となる。

次に、証券会社内において未公表情報を覚知している者と覚知していない者がいるとき、後者が当該情報を踏まえれば不利である取引を自社の顧客に推奨した場合に、これが当該証券会社自体の顧客に対する義務違反となるか否かが問題となる。同様に、未公表情報に基づく取引実施の推奨が禁止される（金商 167 条の 2）こととの対比で、取引不実施の推奨が制裁されるか否かも検討する必要がある。さらに、このような推奨が可能であるならば、その状況で投資家が行う取引実施有無の判断が内部者取引規制に抵触するか否かも問題となる。以下では、取引を担当しない者が未公表情報を覚知している状況において取引担当者が発注した場合の組織体レベルの責任の問題を取り上げる。

学説としては、取引を実施した場合（パターン 1・3・5・7・17・19）について、組織内に未公表情報を覚知している者がいても取引担当者が当該情報を知らないならば、規制に抵触しないという理解が一般的であると思われるが⁴⁵⁵、法人内部では情報が遮断されているとはいっても、会社（既存株主）に有利な自己株式取得がなされれば外部の投資家は不公平であると感じる可能性もあるとの指摘⁴⁵⁶もある。

取引を実施しなかった場合（パターン 2・4・6・8・18・20）については、特段の議論はないようである。

同一組織内の問題について、金融庁はチャイニーズ・ウォールの有効性を認めている⁴⁵⁷。顧客に対する義務の問題については、チャイニーズ・ウォールが導入されていれば情報を知らない者による推奨行為は基本的に規制違反にならないとする⁴⁵⁸。

⁴⁵⁵ なお、松尾・前掲注（13）483 頁は、脱法目的（詳細不明）がないならば、内部情報の管理部門が取引を中止させる必要はないとする。

また、仮に責任を免れないとすれば法人たる組織体に課徴金が課され（金商 175 条 1 項）、チャイニーズ・ウォールが無意味となることを懸念するとともに、投資家の市場に対する信頼を確保することを規制の趣旨と位置付けた上で、取引担当者が知らないならば制裁する必要がないとする見解として、木目田＝上島監修・前掲注（13）286-288 頁〔平尾覚＝小林和真呂〕。

⁴⁵⁶ 大森泰人『霞ヶ関から眺める証券市場の風景—再び、金融システムを考える』（金融財政事情研究会、2015）539 頁〔小出篤発言〕。

⁴⁵⁷ 金融庁＝証券取引等監視委員会・前掲注（450）10 頁参照。

⁴⁵⁸ 金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A（金融商品取引法第 167 条の 2 関係）」<<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>>（2015）2 頁。

学説と金融庁の解釈のいずれにおいても、5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）、6 つ目の非対称性（取引不実施の推奨は制裁しない）、および 8 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していないという事実の伝達は制裁しない）は自明視されており、チャイニーズ・ウォールを超えてそれらが実現した場合について不当視する見解はないといえる。

第4目 発注前に知った場合その3（信託形式による自己株式取得）

本目では、信託形式による自己株式取得に関する議論を取り上げる。信託形式による自己株式取得は、会社が自己株式取得の実施を他者（典型的には信託銀行）に信託形式で依頼するものであり、未公表情報を知る前に信託契約が締結されていることが前提である。

自己株式取得と未公表情報利用の関係は複層的である⁴⁵⁹。まず、自己株式取得が決定されたという事実は、需給バランスとシグナリングのいずれを根拠とするかはともかく、一般論としては株価上昇情報になると考えられる。その決定されたという事実を公表すれば当該情報との関係では内部者取引規制は問題なくなるが、公表すると株価が上昇して十分に自己株式を取得できないとして、適用除外規定（金商 166 条 6 項 4 号の 2）が設けられ、当該決定事実に関しては開示せずに自己株式を取得できるようになっている。次に、自己株式取得の決定以外の未公表情報が存在する場合、そのまま自己株式を取得すると内部者取引規制に抵触することになる。そこで、未公表情報を知らない段階で自己株式取得にかかる信託契約を締結することにより、内部者取引規制に抵触することなく自己株式取得を行うことが目指されているが、その有効性が問題となる。従来から、自己株式取得を信託契約に基づき受託者に実施させる例が多かったところ、信託契約が有効である期間内に未公表情報を知った場合、依頼した会社は受託者に発注を止めさせる必要があるか否か⁴⁶⁰、

⁴⁵⁹ 自己株式取得の場合、取引の一方当事者が会社であり、他方当事者が株主であることから、問題が複雑になる。株価上昇情報が優勢であるが株価がこれを反映せず企業価値を過小評価しているときに自己株式を取得すると、会社に株式を売り渡した者は利得類型 B を実現し損ねる一方で、会社が利得類型 A を実現するので会社に残存している他の株主は富の移転により利益を得る。一方、株価下落情報が優勢であるが株価がこれを反映せず企業価値を過大評価しているときに自己株式を取得すると、相手方は利得類型 C を実現する一方で、会社は利得類型 D を実現し損ねるので会社に残存している他の株主は富の移転により損害を被る。

⁴⁶⁰ 川口恭弘「金庫株制度と内部者取引規制」同志社法学 53 卷 9 号 53-73 頁（2002）68 頁・73 頁注 35 は、信託形式で取得された株式の議決権を通常の自己株式と同様に扱うとの解釈を取ると、会社に内部情報が発生した場合に受託者による株式取得を黙認することが認められるか疑問が生じるとし、黙認が許されない（取得をやめさせる義務がある）ならば、信託を利用した制度は意味を失うとする。また、岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー：開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011）381 頁〔岩原紳作発言〕は、「不利な情報のときには、やめることによって損を回避できたということで、インサイダーの問題が生じてしまうのではないかと言われます。」とする（有利な情報のときにそのまま実行された売買の方を念頭に置いているのか、止めた方を念頭に置いているのか、あるいは両方なのか、文面からは明らかではない）。

つまり、発注を止めさせなかったために約定が成立した場合に不真正不作為犯⁴⁶¹としての内部者に該当して制裁されるか否か、という議論がある。取得が実施された分（株価上昇情報が覚知されており利得類型 A が実現される）に関して、①都合の悪い情報の場合に取引をやめさせられるという解釈を採りつつ、実現した売買は役員等の意思決定により成立したのようになるとの見解⁴⁶²（やめさせること自体は問題視していない⁴⁶³）、②「完全開示」の考え方⁴⁶⁴に基づき、会社は自社に関する未公表情報を把握したならば公表するべきであり、公表せずに自社株の取引を行うと内部者取引に該当する（そもそも発注の指示を行わない形の信託契約等を締結すべきではなく、締結後に未公表情報を把握した場合は売買等を中止させる義務を負う）との見解⁴⁶⁵がある。

金融庁は、信託契約や投資一任契約の締結・変更が重要事実を知ることなく行われており、依頼側が個別の注文について指示しない旨が契約で定められ、または依頼側で指示する部署に情報隔離が実施されており、かつ実際に重要事実に基づく指示が行われていないと認められる場合には、基本的に内部者取引規制に違反しないとする⁴⁶⁶。

いずれも未公表情報を覚知した場合に関する内容であり、5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）が所与とされている。

第5目 発注前に知った場合その4（知る前契約・知る前計画）

本目では、知る前契約および知る前計画が設定された後、その設定者が未公表情報を覚知したが、未だ当該契約・計画に従った発注は実施されていない場面を取り上げる。

知る前契約・計画の設定から個別の取引履行完了まで未公表情報を知らない状態が続け

⁴⁶¹ 取得条項の発動に関してオプトアウト権があるとき、これを行わずに取得条項を発動させて「売買」を実現した場合こそ、不真正不作為犯の成立が問題となる場面の1つであると考えられる。もっとも、作為犯の成立範囲（撤回権の行使・不行使による「売買」の実現）は、不作為犯の成立範囲（オプトアウト権の行使・不行使による「売買」の実現）にとって重要な考慮要素であるから、参照が必要となる。

⁴⁶² 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（2002）83頁〔川濱昇発言〕。

⁴⁶³ 先述の通り、取引実施により実現される利得類型 A・C・F と、取引回避により実現される利得類型 B・D・E のいずれか片方が禁じられ、他方は許容される必要があるので、実施した場合が規制されるならば、やめさせることは許容される必要があるので、本文記載の見解はその点で妥当である。

⁴⁶⁴ 会社は、自社が発行した有価証券の取引に関与する場合、すべての重要事実を開示する義務があるとする考え方であり、信認義務を基礎とするものとして説明される。そこから、会社・投資家間に利益相反関係がある場合には情報を秘匿することが許されないとも説かれる。黒沼・前掲注（13）260-261頁。

この考え方を前提とするとき、普通株以外の有価証券の投資家が信認義務により保護される（ひいては完全開示を受けるべき者となる）か否か、保護されないならば他の理屈付けにより同様の保護を及ぼすべきか否かも問われるべきことになろう。

⁴⁶⁵ 黒沼・前掲注（13）463-464頁。

⁴⁶⁶ 金融庁・前掲注（450）1頁。

ば、5 つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）を採用する現在の内部者取引規制の下では、内部者取引規制が適用される余地はない。そのため、学説では、知る前契約・計画により予定された個別取引の履行前に未公表情報を知った場合の、当該取引の実施（パターン 9・11・13・15）および不実施（パターン 10・12・14・16）の処遇、つまり 2 つ目の非対称性の是非が検討対象とされている。

学説は、取引実施の場合について、知る前契約・計画に関する適用除外の要件を満たす限り（法 166 条・167 条によっては）制裁されないとの理解で一致している。知る前契約・計画に「従った」売買等になるか否かが重要となるが、複数の売買等を予定する単一の知る前契約・計画について、一部ないし全部の売買等を行わなかった場合に制裁対象となるか否かという形で論じられている。

まず、恣意的に取引実施と不実施を繰り返した場合について。この点、実施された取引について適用除外の要件を満たさずに制裁対象になるとの見解⁴⁶⁷がある。それ以外の主張は見受けられない。

次に、まったく売買を行わずに知る前契約・計画を撤回した場合について⁴⁶⁸。知る前契約の締結後、株価下落情報を知り株券の購入を中止した場合（おそらくパターン 12 で利得類型 D2 が実現した場合）、売買等がないので内部者取引には該当しないとの見解⁴⁶⁹がある。また、知る前契約・計画の撤回が可能であることにより内部者が優位性を獲得し得ることを指摘しつつ、現行法は取引が実施された場合に制裁する制度なので、取引不実施はお咎めなしと解しても必ずしも不当ではなく、コーポレート・ガバナンスという広い観点から検討する必要があると説く見解⁴⁷⁰もある。他方、総合的にみて、自己または発行者の利益を図るため裁量的に売買の差し控えを行っているならば、差し控えることが「不正な手段」による不正取引（金商 157 条 1 号）に該当するとの見解⁴⁷¹もある。

⁴⁶⁷ 木目田裕＝鈴木俊裕「インサイダー取引規制の硬直性の是正—包括的知る前契約・計画を中心に—」金融法務事情 2034 号 29-39 頁（2016）35 頁は、「毎月 1 日に 1000 株を買い付ける」という知る前計画につき、3 月と 4 月は予定通り買い付けたが、4 月 15 日に未公表情報（株価下落情報）を知ったため、5 月は約定が想定されないような低い指値で買付の発注を行った場合は、売買等が契約に従って行われたとはいえない（適用除外としての要件を満たさない）と考えられる、とする（3 月・4 月に実施した分が制裁対象として念頭に置かれていると推察される）。

小西透「自社株売買機会の確保に向けた新しい『知る前契約・計画』の活用」東京株式懇話会會報 772 号 4-27 頁（2016）8 頁は、2～4 月の各 15 日に株式を購入するという設例において、2 月と 4 月は購入したが 3 月は購入しなかったという場合につき、4 月の購入は知る前契約・計画に従ったものではなく、また、2 月の購入も内部者取引の成立時期について疑問は残るが適用除外の要件を満たさない可能性があるとする。

⁴⁶⁸ なお、未公表情報を知る前に設定されたが適用除外の要件を満たさない契約・計画を撤回した場合はどうなるのか、という問題もある。

⁴⁶⁹ 松本・前掲注（13）214 頁。

⁴⁷⁰ 飯田秀総「インサイダー取引規制における内部情報の保有と利用の違い」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』923-954 頁（有斐閣、2017）951 頁・952 頁注 91。

⁴⁷¹ 芳賀良「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

なお、複数の知る前契約・計画を用意し、自分に都合の良いものは実施し、都合の悪いものは撤回した場合、実施した分について適用除外の要件を満たさず制裁され得るので、撤回した分を制裁しないことは不当ではないとの見解⁴⁷²もある。

金融庁は、知る前契約・計画の撤回につき、パブリックコメントへの応答⁴⁷³において見解を示しているので、抜粋する（改行部分を結合し、従前の段落番号として丸数字を付記している）。

「①一旦締結又は決定した「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことは、基本的にインサイダー取引規制に違反しないと考えられます。また、「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことについて裁量を有することは、基本的に、第14号ハの要件を満たすことを否定するものではないと考えられます。②ただし、あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、有利な契約又は計画のみを履行又は実行し、不利な契約又は計画を履行又は実行しないこととする場合、形式的には別個の契約又は計画であっても、全体として見れば売買等の別や期日等について特定され又は裁量の余地がない方式により決定されているとは認められないときは、第14号ハの要件を満たさず、行った売買等について適用除外を受けられないと考えられます。③また、複数の期日に分けて売買等を行うことを内容とする契約又は計画を準備した上で、有利な期日の売買等のみを行い、不利な期日の売買等を行わないこととするなど、全体として見れば当該契約の履行又は計画の実行として売買等を行っているとは認められないときは、14号イの要件を満たさず、実行した売買等について適用除外を受けられないと考えられます。」（傍点筆者）

まず、①は、1つの知る前契約・計画が存在する場面で当該契約・計画に従った売買をまったく実行しない場合に関するものである。次に、②は複数の知る前契約・計画が存在する場面で自分の都合の良い契約・計画は実行し、都合の悪い契約・計画は実行しない場合に関するものである。最後に、③は、1つの知る前契約・計画で複数回の売買等を予定しているところ、自分の都合の良い売買等は実行し、そうでなければ実行しない、という場合（未公表情報を「利用」して実施の有無を決すると、実行した売買等について適用除外にならないことについての例示）に関するものであると思われる。

①に基づく、裁量（に基づく撤回権の行使）によって売買が実施されなかった場合は内部者取引規制の適用対象にならず、また、そのような裁量が契約で付与されていることは、適用除外となることを妨げるものではない。回答全体としては、撤回しない（履行する）という意思決定により「売買」の実現という結果を生じさせた場合であっても、当該売買は原則として適用除外となることが窺われる⁴⁷⁴。また、傍点を付した部分に鑑みると、未

一断面一」山口経済学雑誌 51 卷 3 号 141-163 頁（2003） 162 頁。

⁴⁷² 飯田・前掲注（470） 952 頁注 91。

⁴⁷³ 金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」 <

<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1/01.pdf>>（2015） 9 頁（No. 37）。

⁴⁷⁴ ①のみであれば、契約の解除権（民 541 乃至 543 条）を当事者の合意により完全に排除できるか否かという強行法規性の問題を回避するための措置として、「解除に関する裁

公表情報を「利用」して既存の知る前契約・計画を撤回した場合であっても、内部者取引規制の対象とはならない。1 つ目の非対称性（取引不実施の意思決定は制裁しない）の一種といえる。また、③に基づくと、知る前契約・計画に従った売買等を一度でも実行すれば、その後に予定されている売買等を実行しなければ、既に実行した売買等が適用除外にならない可能性がある。

なお、企業経営に際して、経営者らは常に何らかの未公表情報を抱えている状況となったとしても不思議ではない。それにより全く売買ができないのは不当であるとの考え方から、金融庁は Q&A において、上述の枠組みは前提としつつ、ある時点において、未公表情報「ア」を知りながら知る前契約・計画を締結し、その締結後に新たな未公表情報「イ」を知った場合、情報「ア」の公表後に当該契約・計画に従った売買等がなされる限り、情報「イ」が未公表のままであったとしても制裁されない旨を示している⁴⁷⁵。

第6目 発注後・約定前に知った場合

本目では、発注後・約定前に、内部者が未公表情報を覚知したが発注を維持して約定が成立した場合（パターン 9・11・13・15・21・23）の一部と、知った後に発注を取り消した場合（パターン 10・12・14・16・22・24）の一部について取り上げる⁴⁷⁶。

約定前に発注を取り消す行為は相場操縦の一類型たる「見せ玉」⁴⁷⁷に類似するので、両者の関係を整理する。見せ玉は、約定させる意思がないにも拘わらず市場に注文を出し、約定しそうになると注文を取り消す行為として定義される⁴⁷⁸。上場金融商品等の相場を変動させるような一連の取引、つまり変動操作（金商 159 条 2 項 1 号）の一種として位置付けられる限り、他の投資家の取引を惹起するという誘因目的⁴⁷⁹のある一連の取引⁴⁸⁰である

量が残存していても適用除外の要件を満たし得るが、未公表情報を知ったにもかかわらず当該裁量を行わずに売買を実現させた場合は、制裁する」という趣旨である可能性が残る。しかし、②・③と併せ、本文記載のように解する。

⁴⁷⁵ 金融庁・前掲注（450）7 頁。

⁴⁷⁶ 相対取引の場合、売買契約の成立後に解除権を行使して契約を消滅させるか否か判断する余地があるので、パターンの「一部」と限定している。

⁴⁷⁷ 「見せ板」とも呼ばれるが、本稿では「見せ玉」に統一する。

⁴⁷⁸ 黒沼・前掲注（13）503 頁。

⁴⁷⁹ たとえば、ある上場会社の株式を保有する者が、大量の買い注文があると見せかけて他の投資家の買い注文を誘い、それにより株価が上昇した段階で保有する株式を高値で売り抜けることを企図するような場合が該当する。この場合、大量の買い注文があるという外観があることで他の投資家が買い注文を行うのは、株価上昇情報が存在して利得類型 A を実現するための買い注文がなされているとの誤認に基づくものであるという。黒沼・前掲注（13）502 頁参照。

利得類型 A・C・F が内部者取引規制により禁じられており、その実効性に信頼がある場合、一般投資家がそのような理解に基づく発注を行うのか、疑問は残る。

⁴⁸⁰ 複数の売買等が存在する必要があるということであるが、2 つ以上あれば該当するとの見解として、神崎＝志谷＝川口・前掲注（145）1302 頁。なお、見せ玉の違法性は一般投資家に誤解を与える点にあるとして、変動操作ではなく仮装取引・馴合取引（金商 159 条

ことによって初めて、制裁対象となる。これに対し、未公表情報を知った後の発注撤回は、発注段階で撤回する意図を有している場合（見せ玉を行おうとした者がたまたま未公表情報を知った場合）と、有していない場合があり得るが、後者については誘因目的が認められない。内部者取引規制が問題となるのは、後者である⁴⁸¹。

学説では、情報を知る前に発注（買付け）されていれば（パターン 9・11）当該発注を撤回する義務はないとの見解⁴⁸²と、発注（売付け）後に未公表情報を知り、撤回可能であるが利得目的で撤回をせずに約定が成立するに任せた場合（パターン 15）について不真正不作為犯としての内部者取引規制違反（利得類型 A3・A4・C3・C4）になる余地を認める、つまり撤回する義務が生じることがあり得る（情報を知ってから約定までの間隔が短く事実上撤回できなかつた場合は制裁されない）とする見解⁴⁸³がある。

撤回する権利が認められるか否か（利得類型 B2・D2 を規制するべきか否か）について、明示的に言及する議論は見受けられない⁴⁸⁴。

なお、未公表情報を知る前に投資決定が行われた場合につき、知る前契約・計画に準ずるものとして規制の適用を排するという解釈⁴⁸⁵が提示されている（おそらく、その射程は発注に至っている場合に限定されない）。

金融庁は規制されない場合の例として、未公表情報を知る前に買付の発注を行っている場合を例示している⁴⁸⁶。未公表情報が株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかについて限定を付さず買付の発注としているので、発注ないし約定後に情報を知ったパターン 9・11 を指すと思われる。つまり、金融庁の見解として推察されるのは、発注後に未公表情報を知ったがそのまま取引が実現した場合であるパターン 9・11・13・15 は制裁しないという枠組みである。

1 項）と同様の行為として構成し、1 回きりであっても処罰対象とすべきとの見解として、黒沼・前掲注（13）503 頁。

⁴⁸¹ 見せ玉のために発注した者が発注後に未公表情報を知り、発注を維持した方が有利であると考えて発注を維持した場合の処遇は 1 つの問題となりそうである。内部者取引規制として発注撤回が義務付けられることになると、その発注により相場操縦の構成要件が満たされるようにも思われるので、規制するならば、どちらか一方の行為に限定する必要がある（見せ玉のための発注がなされている点に鑑みると、当該発注者は制裁されるべきとも考えられるが、発注だけでは見せ玉にはならないはずである）。

⁴⁸² 服部・前掲注（13）322 頁。念頭に置かれているのは利得類型 A に類似した場面である。また、前田・前掲注（145）189 頁は、発注後に知った場合は法 166 条 1 項本文の「知つたもの」に該当しないと説く。

⁴⁸³ 木目田＝上島監修・前掲注（13）311-314 頁〔上島〕。念頭に置かれているのは利得類型 C に類似した場面である。

⁴⁸⁴ 単に「取引を止める」であるとか「断念する」という記述のみで、発注の撤回をも包含するの否か不明なものは、すべて前目までに紹介している。

⁴⁸⁵ 黒沼・前掲注（13）467 頁。

⁴⁸⁶ 金融庁＝証券取引等監視委員会・前掲注（450）12 頁。

第7目 約定後・決済（履行）前に知った場合

本目では、売買契約等の約定ないし締結後、当該契約の決済ないし履行前に未公表情報を知った場合（パターン 9～16 の一部）を取り上げる。約定成立（売買契約締結）という既遂判定時点の後になって未公表情報を知った点に留意する必要がある。また、市場取引では約定後に約定時点の価格で履行が実現される（決済される）のを待つほかないので、問題になるのは、相対取引で解除権を行使できる場合である。

個別の売買契約について、契約締結後に未公表情報を知った者の行動としては、①履行した方が有利なので履行した、②履行すると不利であるものの履行した、③履行すると不利なので解除した、④履行した方が有利であるものの解除した、という 4 種類を想定できるが、①および③では内部者が利得類型 A4・B2・C4・D2 を実現できる。この状況下において、内部者取引規制の制度設計としては、内部者は可能ならば契約の履行を取り止める必要がある（履行してはならない）⁴⁸⁷、契約の履行を取り止めてもよい（履行してもよい）、および契約の履行を取り止めてはならない（解除権を行使してはならず、そのまま履行する必要がある）⁴⁸⁸、というものが考えられる。

まず、そのまま履行した場合の処遇であるが、学説では、特別の事情に基づく取引であることが明らかであり規制する必要がないとする見解⁴⁸⁹がある。また、履行（売買契約締結後の株券引き渡し）も実行行為に該当するか否かという形で言及されている点もこのような場合に対応するものと考えられるが、履行しても内部者取引には該当しないとする見解⁴⁹⁰がある。さらに、このような見解を前提に、約定後・履行前に知った場合に備えて知る前契約・計画を利用することが考えられるが、約定後に知った場合はそもそも内部者取引規制に違反しないと考えることが可能であり、知る前契約の要件たる捏造防止措置（取引規制府令 59 条 1 項 14 号ロ）を講じる必要がないとの主張⁴⁹¹もある。この他、現物決済型クレジット・デリバティブ取引の決済段階にかかる適用除外規定（取引規制府令 59 条 1 項 3 号）を確認的規定と位置付けた上で、一般論としては売買契約締結後・履行前に未公表情報を知った場合を規制することは不合理であるとする見解⁴⁹²もある。

次に、履行が取り止められた場合について。契約履行時に既遂判定する制度運用の可能

⁴⁸⁷ 売買契約の不履行を義務付ける（相手方から損害賠償請求があった場合は、法令遵守のためのやむを得ない行為であったという抗弁を認める）、ということも考えられないではないが検討対象から除外する（適法に、また契約に違反することなく履行を取りやめることができる場合にのみ、取引回避が義務付けられるものとする）。

⁴⁸⁸ 相手方の不履行により売買が実行されなかった場合については、ひとまず、制裁せずともよいケースとして位置付ける。

⁴⁸⁹ 並木・前掲注（165）299-300 頁。適用除外規定の説明において総論的にそのように述べられており、どのようにして規制対象から外れるか明示的な言及はないものの、その文言からして、現行法では、金商 166 条 6 項 12 号が念頭に置かれていると推察される。

⁴⁹⁰ 服部・前掲注（13）208 頁、長島・大野・常松法律事務所編・前掲注（13）1179 頁。

⁴⁹¹ 小西・前掲注（31）9 頁。

⁴⁹² 長島・大野・常松法律事務所編・前掲注（13）1179 頁。

性を念頭に置きつつ、契約の履行がなければ実質的には未遂に近く処罰対象とするべきであるか疑問が残るとし、契約締結が当事者の口頭の合意であり直後に解消された場合は売買契約が成立していなかったものとして扱うことを説く見解⁴⁹³がある。

以上より、学説においては、約定後・履行前に知った場合について、そのまま履行した場合（パターン 9・11・13・15）を制裁するべきではないとの見解があり、また、履行を取りやめた場合（パターン 10・12・14・16）を制裁するべきではないとの見解があるが、両者を混ぜ合わせて履行するか否か自由に決定してよいとの見解は見受けられない、と総括できる。

金融庁は、この区分について明示的には言及していないと思われる。約定後に知った場合は発注後に知った場合に包含され得るので、前目と同じように規制対象にならないと解している可能性がある。

第8目 決済（履行）後に知った場合

売買取引の履行後、未公表情報を知った者による契約の無効化⁴⁹⁴は、パターン 10・12・14・16・22・24 の一種であり利得類型 B3・D3・E2・E3 となり得る。このような無効化する権能は、コール・オプションまたはプット・オプションの行使と見ることもできる。

この時点に言及する学説としては、相対取引で内部者取引があった場合、行為の悪性がそれほど強くないとして、内部者取引を理由に契約の効力を否定することは難しいとするもの⁴⁹⁵がある。金融庁の見解は、発見できなかった。

市場取引の場合はそのような手段を講じることができないほか、たとえば適合性原則が問題となる場面で売買契約自体は有効とした上で損害賠償により処理する点に鑑みても、売買契約の効力を消滅させる方向性は、議論になりにくいのかもしれない。また、パターン 1・7・9・15・19・23 と、パターン 3・5・11・13・17・21 がいずれも規制対象である場合には、取引の効力を否定することは必ずしも内部者ではない方の取引当事者にとって有利なわけではない。なお、相対取引の場合は、規制法規に違反する法律行為の民事上の有効性という論点に帰着するであろう。

第9目 小括

以上の通り、学説は個々の段階について何らかの言及をすることはあるものの、体系的

⁴⁹³ 木目田＝上島監修・前掲注（13）305-307頁〔上島〕。契約締結と解消が時間的に近接している場面が念頭に置かれているのは、情報の「利用」がないことが前提とされているためであろうか。

⁴⁹⁴ 株式取引につき、錯誤や瑕疵担保責任を理由とする契約無効化は出来ないとする見解として、村中徹「M&A 契約における表明保証条項を巡る実務課題の検討」同志社法学 61 巻 2 号 369-385 頁（2009）376-377 頁・383 頁注 16。

⁴⁹⁵ 黒沼・前掲注（13）480 頁。

に規制適用の有無について論じるものは見受けられない。また、5 つ目の非対称性は常に所与とされていると総括できる。

第3款 保有基準と利用基準

第1目 はじめに

本款では、未公表情報の累積上限が1個であり、かつ、未公表情報の影響度がプラスマイナス0として株価に反映されているという仮定の下で、現に未公表情報1個を覚知した者の優位性、および当該優位性を封じるための内部者取引規制の基本設計について検討する。

これまでの基本設計に関する従前の議論は、本稿の視点からすれば、非対称性の2つ目（未公表情報の覚知が投資意思決定よりも後ならば制裁しない）および3つ目（株価上昇情報を知っている状態における売却取引実施および株価下落情報を知っている状態における購入取引実施は制裁しない）を採用するか否かを考察するものであった。そしてその中で、規制の名宛人が現に未公表情報を覚知している（未公表情報を保有している）状態で取引を実施すれば制裁する制度と、名宛人が現に覚知している未公表情報に基づき（未公表情報を利用して）自身に有利な取引を実施すれば制裁する制度の、いずれが望ましいか、という点が中心的に論じられてきたといえる。その際に、非対称性の1つ目（取引不実施ならば制裁しない）および5つ目（未公表情報を覚知していない者による投資意思決定は制裁しない）の採用は所与とされていた。

本稿では、投資意思決定者が未公表情報を現に覚知（保有）していることに着目する規制構造の上位概念として「保有基準」という枠組みを、また、投資意思決定者が現に覚知している未公表情報を利用してしていることに着目する規制構造の上位概念として「利用基準」という枠組みを措定し、さらにそれぞれ3つに細分化して合計6種類の規制構造を定位する。まず保有基準として未公表情報を保有していることと取引の有無を基準にして規制範囲を画するとき、まず、情報を保有しながら取引を実施した場合（行動パターンのパターン番号が奇数のもの）と、情報を保有しながら取引を実施しなかった場合（パターン番号が偶数のもの）を区別して、両方規制するのか、いずれか片方のみを規制するのか、という点が分岐点となる。以下、両方規制するものを「完全保有基準」、前者のみを規制するものを「保有実施基準」、後者のみを規制するものを「保有不実施基準」と呼ぶ。これまでの学説で念頭に置かれてきたのは、保有実施基準である。次に利用基準として未公表情報を利用したことと取引の有無を基準にして規制範囲を画するとき、保有基準の場合と同様に、情報を利用して取引を実施した場合と、情報を利用して取引を実施しなかった場合を区別して、両方規制するのか、いずれか片方のみを規制するのか、という点が分岐点となる。以下、両方規制するものを「完全利用基準」、前者のみ規制するものを「利用実施基準」、後者のみを規制するものを「利用不実施基準」と呼ぶ。これまでの学説で念頭に置かれてきたのは、利用実施基準であるが、EUの現行規制では利用実施基準と利用不実施基準が併

用されているといえる。

次目では、出発点として第 1 章で提示した行動パターンと利得類型の関係を基礎として、内部者取引規制がない場合に内部者が享受できる優位性を探る。また、第 3 目以下では、6 つの規制構造が第 2 目で析出された内部者の優位性を封じることができるか否か検討し、それぞれの適否を検討する。

第 2 目 取引実施・不実施の決定における内部者の優位性

先述の通り、各行動パターンは、番号 n (奇数番号) と番号 $n+1$ (偶数番号) の 2 つがペアとなっており、その一方のみが選択されるという関係にある。

では、内部者による選択は、どのようなものとなるか。内部者取引規制が存在せず、内部者が自由にその取引実施・不実施を選択できるが、しかし情報開示時期を操作することはできないという設定で考えてみる。たとえば、株価上昇情報を覚知した者による、購入取引を実施するか否かに関する選択、すなわちパターン 1・2 のいずれを実現させるか、という投資意思決定では、売買を実施するパターン 1 では期待リターンが $M+x$ であるのに対し、パターン 2 の売買不実施では M となるので、より期待リターンが大きいパターン 1 が選択される一方、パターン 3・4 の間の選択では、売買を実施した場合の期待リターン $M-y$ よりも、売買を実施しないパターン 4 の M の方が有利であるためパターン 4 が選択される。このような比較選択をすべてのパターンの組に拡充すると、次の表のようになる (未公表情報の累積上限が 1 個の場合は選択できるが不利であるため選択されない可能性の方が高いパターンは、字を薄くした)。

態様	No.	情報	取引	利得類型	期待R
購入検討前 に知る	1	上昇	買う	A1、A2	M+x
	2	上昇	×		M
	3	下落	買う		M-y
	4	下落	×	D1	M
売却検討前 に知る	5	上昇	売る		M
	6	上昇	×	B1	M+x
	7	下落	売る	C1、C2	M
	8	下落	×		M-y
購入決定後 に知る	9	上昇	買う	A3、A4	M+x
	10	上昇	×		M
	11	下落	買う		M-y
	12	下落	×	D2、D3	M
売却決定後 に知る	13	上昇	売る		M
	14	上昇	×	B2、B3	M+x
	15	下落	売る	C3、C4	M
	16	下落	×		M-y
空売り検討前 に知る	17	上昇	空売り		-M-x
	18	上昇	×	E1	M
	19	下落	空売り	F1	-M+y
	20	下落	×		M
空売り検討後 に知る	21	上昇	空売り		-M-x
	22	上昇	×	E2、E3	M
	23	下落	空売り	F2、F3	-M+y
	24	下落	×		M

表2-11 無規制の場合（出典：筆者作成）

この表からは、本款冒頭で掲げた仮定⁴⁹⁶の下では、未公表情報を現に覚知している者の優位性はつまるところ、未公表情報を知りながら「取引を実施できる」点ではなく、「取引を実施するか否か決定できる」点に存することがわかる。より具体的には、未公表情報の累積上限が1個であるとしても、**本章前節**の枠組みと同様に、未公表情報を現に覚知している者は、当該情報に基づき事後確率へ修正することを通じて有利な方を選択できる。また、覚知力0ではないが現に覚知していない者は覚知していないという事実に基づき事後確率への修正が可能であるが、未公表情報が存在する確率を下方修正する（存在しない

⁴⁹⁶ 未公表情報の累積上限が1個であり、かつ、未公表情報の影響度がプラスマイナス0として株価に反映されている、という仮定を置いた。

確率を上方修正する) 形となるから、株価において未公表情報の影響度がプラスマイナス 0 として反映されているという上述の仮定の下では、ボラティリティに関する認識においては正確性を高め得るものの、市場取引の実施により利得することはできない。

このことを、**第 1 章**で提示した設定を使い確認する。設定の内容を再掲すると、(1) 乙社には未公表情報が存在し得るところ、投資意思決定者が未公表情報を覚知していなければ、当該者から見てすべてのパターンの期待リターンは甲社株の取引実施・不実施の場合と同様になる。そして、(2) 未公表情報の累積上限は 1 個であり、ある会社における未公表情報と投資意思決定者による情報の覚知有無は、①株価上昇情報が存在し覚知されている、②株価上昇情報が存在するが覚知されていない、③未公表情報は存在しない、④株価下落情報が存在するが覚知されていない、⑤株価下落情報が存在し覚知されている、という 5 つの状況のいずれかである。また、(3) それらが実現する事前確率はいずれも 20% とする。さらに、(4) 事前確率および期待リターンとしては、①と②はそれぞれ期待リターン $M+x$ で実現確率 20%、③は期待リターン M で実現確率 20%、④と⑤はそれぞれ期待リターン $M-y$ で実現確率 20% とする。

この設定下で投資意思決定者が株価上昇情報 1 個を覚知したならば、覚知したという事実に基づき②乃至⑤の可能性を排除し⁴⁹⁷、実現している累積状態が①であることを確定できる⁴⁹⁸。そして、取引実施の意思決定前に覚知した場合は、パターン 1・2 の間における選択 (現物購入するか否か)、パターン 5・6 の間における選択 (現物売却するか否か)、およびパターン 17・18 の間における選択 (空売りするか否か)、という意思決定を行うことになる⁴⁹⁹。同様に、取引実施の意思決定後に覚知した場合は、実施が決定されていた内容が現物購入であればパターン 9・10 の間における選択 (現物購入を維持するか否か)、現物売却であればパターン 13・14 の間における選択 (現物売却を維持するか否か)、空売りであればパターン 21・22 の間における選択 (空売りを維持するか否か)、という意思決定のいずれかを行うことになる⁵⁰⁰。

このうち、たとえばパターン 1・2 の間における選択では、未公表情報を覚知していない状態における事前確率に基づく影響度評価に基づく乙社株式購入時の期待リターンは、 $x=y$ である限り、

$$\text{期待リターン} = \frac{20}{100} ((M+x) + (M+x) + M + (M-y) + (M-y)) = M$$

だったのに対し、株価上昇情報を覚知したことに起因する事後確率への修正が実施され、

⁴⁹⁷ これら 4 つについては、事後確率が 0% に修正される。

⁴⁹⁸ 事後確率が 100% に修正される。

⁴⁹⁹ 投資意思決定の時点で現物を保有していないならば、パターン 5・6 の間における選択以外の 2 つに関する意思決定が必ず実施され、また、現物を保有しているならば 3 つすべてに関する意思決定が必ず実施される。

⁵⁰⁰ 3 つの二択のいずれに関する意思決定が行われることになるかは、実施が決定されていた取引の内容次第である。

②乃至⑤が実現する事後確率はいずれも 0%に、また、①の事後確率は 100%に修正されるので、

$$\text{期待リターン} = M + x$$

となる。よって、パターン 1・2 の間における選択としては、期待リターンが $M + x$ であるパターン 1 と、 M であるパターン 2 の比較により、パターン 1 を選択して購入を実施する方が有利であると判断できる。また、他のパターンの間における選択も同様に、まず累積状態の実現確率を事後確率に修正し、次に事後確率に基づき未公表情報の影響度評価を行い、その結果を反映した期待リターンの比較により、いずれの行動パターンを採るか決定されることになる。

以上の通り、未公表情報の累積上限が 1 個で、株価における未公表情報の影響度がプラスマイナス 0 として反映されている状況下における、現に未公表情報を覚知している者の取引実施・不実施の決定に関する優位性は、自身が覚知している未公表情報に基づき修正された事後確率に基づき、取引を実施するか否かの判断において自身に有利な方を選択できる点にある。したがって、未公表情報を覚知していることと取引実施・不実施の間の因果関係を考えるならば、情報を覚知しているが故に取引を実行した場合と、覚知しているが故に取引を実行しなかった場合の 2 つの場面を念頭に置く必要がある。前款では、日本における内部者取引に関する学説や金融庁の見解を取引プロセスごとに整理したが、その大半は、各論者等がプロセスの一部のみについて個別に論じたものであり、(とりわけパターン 9~16 における) 優位性についての体系的な考察が欠落していたといわざるを得ない。そして、前節の知見からすれば、現行規制の名宛人は、未公表情報の覚知力が高い点において、定型的に一般投資家より優位にあると考えられる。

第 1 章第 1 節第 2 款第 2 目でも述べた通り、本稿では内部者取引規制を、その名宛人の優位性を可能な限り封じることで市場機能の確保を目指す制度として定位する。このとき、上述した累積上限 1 個かつ株価においてプラスマイナス 0 として反映されているという仮定の下では、内部者が採り得る選択肢の期待リターンを、可能な限り一般投資家から見た期待リターンに接近させる仕組みの構築が必要となる。

次目以下ではこの方向性に基づき、同規制を構築するにあたり、パターン 1~4、5~8、9~12、13~16、17~20、21~24 という 6 つのブロックのそれぞれにおいて、未公表情報を実現し得る期待リターンの平均が M になるように、パターン番号 n と $n+1$ の各ペア(ただし、 n は奇数)において片方を禁じることで選択の余地を消滅させ、一般投資家と内部者の競争を均一化するように設計することを、基本方針とする⁵⁰¹。

第 3 目 完全保有基準

完全保有基準は、定義を試みるならば、未公表情報を知りながら取引を行った場合と知

⁵⁰¹ 次節で提示する情報の片面的遮断の影響により、一部のペアのみではなく、すべてのペアについて片方を禁じるべきことになる。

りながら取引を行わなかった場合の両方を規制するものである。趣旨を措定するならば「情報優位性を潰す」ということになろうが、未公表情報を知っただけで制裁されることになるため、即座に情報を開示すれば制裁されないという逃げ道を作る（完全開示義務とする）ほかないであろう⁵⁰²。しかし、開示規制において何らかの配慮により即座の開示が求められていない事項について「内部者取引規制」が開示を強制することは、不適當であるように感じられる。また、取引実施前に情報開示する、あるいは取引を回避することこそが肝である利得類型 B1・B2・D1・D2（パターン 4・6・12・14）は依然として実現し得ることになり、情報優位性を潰すという想定上の目的を達成できていない。

このように、完全保有基準を採用する意義は見出し難いので、以下では完全保有基準は検討対象から除外する。

第4目 保有実施基準

保有実施基準は、未公表情報を知る者が取引を実施した場合（パターン番号奇数）に制裁するものであり、内部者はパターン番号偶数の選択を迫られる。日本の内部者取引規制は、旧証券取引法における導入時、パターン 1～24 の大部分について、保有実施基準を採用した（ただし、適用除外事由に該当する場合については無規制状態であった）と解される⁵⁰³。現行法たる金融商品取引法においても、条文上、未公表情報を「利用」したことは要求せず、未公表情報を知りながら、当該情報の公表前に売買等を行うことを禁じる制度となっている（金商 166 条 1 項本文、同 167 条 1 項本文）。表にすると、次の通りである（選択できないパターンは記載を抹消して空欄としている）。

⁵⁰² See, e.g., Saul Levmore, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts*, 68 VA. L. REV. 118, 126-28 (1982).

⁵⁰³ 横島・前掲注 (1) 16-17 頁参照。パターン 9～16 の一部については、知る前契約・計画として適用除外とされたため、その限りで保有実施基準は貫徹されていないが、売買契約が締結される時点で既遂判定を行うという解釈と相まって、パターン 9～16 の範囲が極めて狭かったと考えられる。

態様	No.	情報	取引	利得類型	期待R
購入検討前 に知る	2	上昇	×		M
	4	下落	×	D1	M
売却検討前 に知る	6	上昇	×	B1	M+x
	8	下落	×		M-y
購入決定後 に知る	10	上昇	×		M
	12	下落	×	D2、D3	M
売却決定後 に知る	14	上昇	×	B2、B3	M+x
	16	下落	×		M-y
空売り検討前 に知る	18	上昇	×	E1	M
	20	下落	×		M
空売り検討後 に知る	22	上昇	×	E2、E3	M
	24	下落	×		M

表2-12 保有実施基準 (出典：筆者作成)

新規に乙社株を買うか否かの意思決定にかかるパターン 1~4 および 9~12 のブロックでは、パターン 2・4 および 10・12 のみがあり得る帰結である。要するに、内部者は乙社株を購入できない（甲社株について、期待リターン M という既知の情報からして購入するべきとの判断が可能であり、それを購入することで期待リターンは M になる）。既保有株式を売却するか否かの意思決定にかかるパターン 5~8 および 13~16 のブロックでは、パターン 6・8 および 14・16 のみがあり得る帰結であり、内部者は乙社株を売却できず、継続保有が義務付けられる。乙社株を購入して保有している間に、株価上昇情報と株価下落情報のそれぞれについて覚知する可能性およびその株式価値に対する潜在的な影響が等しい（ $x=y$ である）限り、期待リターンは M となる。空売りするか否かの意思決定にかかるパ

ターン 17～20 および 21～24 では、あり得る帰結はパターン 18・20 および 22・24 であり、内部者は乙社株について空売りできない（甲社株について、期待リターン M という既知の情報からして購入するべきであり、購入すると期待リターンは M である）。

保有実施基準においては、取引が実施された場合は制裁対象となるので利得類型 A・C・F の実現は禁じられているが、取引が実施されなかった場合は制裁されないので利得類型 B・D・E の実現は許容されている。上述の通り日本の内部者取引規制は保有実施基準を採用しており、したがって本稿にいうところの 1 つ目の非対称性（取引実施の意思決定は制裁するが取引不実施の意思決定は制裁しない）が存在していることになる。その是非については、暫定的な答えとしては、保有実施基準が貫徹されている限り、この非対称性は是認される。先述の通り、未公表情報を覚知している者による投資意思決定では、取引を実施するパターン n と、取引を実施しないパターン n+1 の二択（n は奇数）を、2 つまたは 3 つ行うというものである。そして、二択における選択肢を両方を禁じると、完全保有基準に関連して説明した通り、未公表情報を覚知した内部者は当該情報を暴露するほかなくなってしまうので、制度設計上、取引実施と取引不実施の片方は許容される必要がある。この見地からは、保有実施基準を貫徹せず利得類型 B・D・E も禁じるように取引実施・不実施の選択肢を削ることも考え得るが、利得類型 A・C・F を禁じる場合、利得類型 B・D・E を許容しないと、内部者は一般投資家よりも不利な状態に置かれてしまう⁵⁰⁴。したがって、少なくとも未公表情報の事前確率に基づく影響度がプラスマイナス 0 として株価に反映されている限り、利得類型 A・C のみならず利得類型 B・D も規制する必要があるという主張⁵⁰⁵や、利得類型 A・C を規制しても利得類型 B・D は制裁されず規制には穴があるという主張⁵⁰⁶は、妥当ではない⁵⁰⁷。

保有実施基準を肯定する学説としては、後述する利用実施基準では利得を実現する余地

⁵⁰⁴ たとえば、株価上昇情報を覚知した場合は購入取引の実施が禁じられると同時に、株価下落情報を覚知した場合は購入取引の実施が義務付けられることになる。

⁵⁰⁵ 利得類型 A・C を実現する取引と利得類型 B を対比して、前者は制裁されるが後者は制裁されないことを不当とする見解として、Eugene Heath, *Fairness in Financial Markets*, in FINANCIAL ETHICS: CRITICAL ISSUES IN THEORY AND PRACTICE 163, 176 (John R. Boatright ed, John Wiley & Sons., Inc., 2010). 日本の学説につき、注 (441) 所掲の文献参照。

⁵⁰⁶ 利得類型 B につき、Henry G. Manne, *Economic Aspects of Required Disclosure Under Federal Securities Law*, in WALL STREET IN TRANSITION 21, 78 (Henry G. Manne & Erza Solomon eds., New York University Press, 1974). 利得類型 B・D につき、Henry G. Manne, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, 4 CATO J. 933, 938 (1985).

⁵⁰⁷ 他方、事前確率に基づく影響度がどちらかに偏っているものとして株価に反映されており、自身が未公表情報を覚知していないという事実から自身に有利な売買実施・不実施を決定できる状況下では、未公表情報を覚知していない場合は取引実施が認められており、定型的に覚知力が高い者が未公表情報を覚知していないことにより有利な投資判断を下し得るので、利得類型 A・C のみならず利得類型 B・D も規制するべきとの立論の余地はあり得る。

があるため内部者と一般投資家の競争条件が対等になっていない⁵⁰⁸、という理由を掲げるものがある。内部者の動機を証明する必要がなくなるため、エンフォースメントのコストが軽減されることから支持され得る⁵⁰⁹。また、未公表情報を知っているがそれとは無関係に売買等を行う必要に迫られた内部者が、当該情報を公表してでも売買等を行うならば内部者取引規制がディスクロージャーを促進するといえ、それが投資者保護と公正な証券市場の維持のために必要であると考えれば⁵¹⁰、保有実施基準が支持されることになる。

一方、保有実施基準に否定的な見解としては、情報を知ったことと無関係な取引実施は許容して構わないとする立論がしばしば登場するものといえる。もっとも、これは不実施基準を採用して取引実施を義務付ける形の規制もあり得るという意味においてのみ正しい。定型的に覚知力が高い地位にある者の優位性は、「未公表情報を知って有利な取引を実施できる」点ではなく「自身における未公表情報の覚知状況を知りながら取引を実施するか否か選択できる」点を根幹とする以上、規制の骨格は、未公表情報を知った者に取引を禁じる実施基準か、強制する不実施基準という 2 択をすべてに適用する必要がある。パターン 1~8 と 9~16 のすべてを通じて保有実施基準が貫徹されていることを言い換えたのが「取引がなければ制裁されない」という定式なのであり、パターン 9~16 について保有実施基準を採用せず取引実施を許容する場合に、「取引がなければ制裁されない」のみを独り歩きさせて知る前契約・計画の撤回を認めるのは、不適切なのである。

他の否定的な立場としては、保有実施基準では未公表情報を利用して利得する意思がない売買等も制裁するので妥当ではないとの見解⁵¹¹もある。あるいは、本稿にいう 3 つ目の非対称性を支持し、株価下落情報を知りながら購入する場合および株価上昇情報を知りながら売却する場合（パターン 3・5・11・13）は制裁するべきではないとする見解も、保有実施基準の貫徹に批判的な立場といえる。この後者の考え方を空売りにも拡張して修正したものを「変則的な保有実施基準」と呼ぶこととするが、当該基準の下で選択可能な行動パターンは次のようになる（通常は不利であるために選択されないであろう選択肢⁵¹²は、文

⁵⁰⁸ Fried, *supra* note 23, at 485-86.

⁵⁰⁹ 川崎友巳「ワークショップ 4 インサイダー取引」刑法雑誌 55 卷 3 号 136-141 頁（2015）138 頁〔樋口亮介報告概要〕。

⁵¹⁰ 神崎克郎『ディスクロージャー』（弘文堂、1977）67-68 頁。もっとも、開示して取引を行うことが会社に損害を与え得るとして内部者取引規制の根幹を取引断念義務として捉えるならば、この理由付けは妥当ではない。

⁵¹¹ 龍田・前掲注（158）703 頁など。

⁵¹² 本章前節で確認した通り、1 つの会社に未公表情報が同時に 2 個以上累積し得るとき、株価において未公表情報の影響度が株価上昇情報と株価下落情報のいずれかが優勢であるものとして反映されているならば、実際に覚知された未公表情報の影響度次第では、株価上昇情報 1 個のみを覚知したとしても売却取引を実施することが合理的足り得る場合があり得る。そのような状況においては、株価上昇情報 1 個のみを覚知した者において、パターン 1・2 の間における選択でパターン 2 を選択するとともに、パターン 5・6 の間における選択でパターン 5 を選択することが合理的足り得ることになる。

字を薄くした)。

態様	No.	情報	取引	利得類型	期待R
購入検討前 に知る	2	上昇	×		M
	3	下落	買う		M-y
	4	下落	×	D1	M
売却検討前 に知る	5	上昇	売る		M
	6	上昇	×	B1	M+x
	8	下落	×		M-y
購入決定後 に知る	10	上昇	×		M
	11	下落	買う		M-y
	12	下落	×	D2、D3	M
売却決定後 に知る	13	上昇	売る		M
	14	上昇	×	B2、B3	M+x
	16	下落	×		M-y
空売り検討前 に知る	17	上昇	空売り		-M-x
	18	上昇	×	E1	M
	20	下落	×		M
空売り検討後 に知る	21	上昇	空売り		-M-x
	22	上昇	×	E2、E3	M
	24	下落	×		M

表2-13 変則的な保有実施基準 (出典：筆者作成)

ここまで取り上げてきた内容からすれば、内部者がわざわざ自身に不利な方を選択することを許容しても差し支えないといえそうである。もっとも、**本章第3節**で確認した通り、未公表情報の累積上限がない場合、株価上昇情報を知った場合に売却実施が、また、株価下落情報を知った場合に購入実施が合理的となり得る場合があるので、3つ目の非対称性は妥当でない。

もっとも、ここでは累積上限1個で株価においては影響度がプラスマイナス0として反映されていることを仮定しているのので、前段落の内容は妥当せず、本文で掲げた表のように判断されるべきである。

第5目 保有不実施基準

保有不実施基準は、情報を知る者が取引を実施しなかった場合（パターン番号偶数）に制裁するものである。内部者には、利得類型 A・C・F の実現が許容される。表にすると、次の通りである。

態様	No.	情報	取引	利得類型	期待R
購入検討前 に知る	1	上昇	買う	A1、A2	M+x
	3	下落	買う		M-y
売却検討前 に知る	5	上昇	売る		M
	7	下落	売る	C1、C2	M
購入決定後 に知る	9	上昇	買う	A3、A4	M+x
	11	下落	買う		M-y
売却決定後 に知る	13	上昇	売る		M
	15	下落	売る	C3、C4	M
空売り検討前 に知る	17	上昇	空売り		-M-x
	19	下落	空売り	F1	-M+y
空売り検討後 に知る	21	上昇	空売り		-M-x
	23	下落	空売り	F2、F3	-M+y

表2-14 保有不実施基準（出典：筆者作成）

売買回避を制裁する（真正不作為犯となる）場合、売買を一度回避すればその回避した状態は継続し続けるので、これが状態犯と継続犯のいずれになるかが問題となる。

まず、パターン 2・4・6・8・18・20 で回避する場合、何も売買を企図していない状態で未公表情報を知り、そのまま売買を実施しない状態が制裁対象行為となる。①売買を実

施し、②未公表情報が公表されるか公表されないまま消滅し、あるいは③その情報が関係するところの会社（および当該会社により発行された有価証券）が組織再編や解散・清算により消滅する、といった事情がない限り、法益侵害状態（違法性）とともに「売買を実施していない」という構成要件に該当している状態も継続するため⁵¹³、継続犯になりそうである。このとき、継続犯一般について論じられている犯罪の終了時期等の諸問題が、不作為の発生とその継続という観点から捉えられる必要があり、他の真正不作為犯（たとえば不退去罪）との比較考察が要請される。

他方、パターン 10・12・14・16・22・24 においては、上記①乃至③のような事情がなければ回避した状態は同様に継続するものの、実現を意図した売買を回避するという性質により状況が相違し得る。すなわち、売買契約の成立や履行後にこれを解除すると売買契約が存在しなくなるので、このことをもって違法状態が終結したと捉えれば、状態犯ということになるであろう。他方、単に契約締結に向けて外形化された行為がある場合や、上記のように売買契約が効力を失った状態においてもなお違法性があると見れば、継続犯ということになる。いずれであるにせよ、不作為の終了時期という問題のほか、既遂時期と犯罪終了時期が一致しない可能性⁵¹⁴が考慮される必要がある⁵¹⁵。

第6目 完全利用基準・利用実施基準・利用不実施基準

まず、完全利用基準は、未公表情報を知り、自身に有利なように取引を実施し、あるいは取引を見送った場合（パターン 1・4・6・7・9・12・14・15）に制裁するものとして定位できるであろう。同時に、結果として覚知されている未公表情報を踏まえれば有利な取引実施・不実施が実現したとしても、情報の利用が認定されない限りは制裁されない（つまり、すべての行動パターンが適法に実現し得る）ということでもある。

未公表情報に基づく利得を封じるという観点からは、一見すると完全利用基準は理想的である。しかし、未公表情報の累積個数が 2 個以上である場合には、株価上昇情報と株価下落情報の両方を同時に覚知しているという状況が生じ得るところ、完全利用基準の下では、取引を実施しても実施しなくても情報の利用が認定されて制裁される可能性がある⁵¹⁶、という問題点がある。そのため、以下では完全利用基準については取り扱わない。

次に、利用実施基準は、内部者が自身の覚知している未公表情報を利用して取引を実施

⁵¹³ 会社が組織再編により消滅したケースは、不能犯に転じるという見方が正しいかもしれない。

⁵¹⁴ 伊藤渉「犯罪の終了時期に関する若干の考察」東洋法学 54 巻 2 号 61-78 頁（2010）64 頁参照。

⁵¹⁵ パターン 1~8 の既遂時期との兼ね合いになるが、履行が予定されていた契約について履行しない旨の意思決定を為した段階と、相手方に当該意思を伝達した段階、および実際に履行期日に履行しない段階の、いずれが既遂時期および犯罪終了時期になるのかを確定することが前提問題となる。

⁵¹⁶ たとえば、株価上昇情報を知っている場合、購入すると制裁され得るので購入を見送るべきことになるが、この購入見送りは、株価下落情報との関係で制裁され得ることになる。

した場合に制裁するものである。未公表情報を知ってから取引の実施を決定した場合であっても制裁されない可能性がある点、および、株価下落情報を知りながら株式を購入するような場合も情報の利用が認められる限りは制裁対象となる。つまり、パターン番号奇数であれば、制裁され得るということである。第 1 章で概観した通り、EU の現行規制では、パターン 1~8・17~20 について、利用実施基準が採用されている。

最後に、利用不実施基準は、未公表情報を知り、自身に有利なように取引を見送った場合に制裁するものである。パターン番号偶数であれば、制裁され得るということである。EU の現行規制では、パターン 8~16・21~24 について、利用不実施基準が採用されているといえる⁵¹⁷。もっとも、取引を行わなかった場合について、それが未公表情報を利用して企図していた取引を差し控えたことを立証するのは相当に困難なのではなかろうか⁵¹⁸。

第 7 目 検討

学説では、パターン 9・13 について、保有基準と利用基準により制裁されるか否か結論が変わる場面として挙げる例⁵¹⁹がある。そして、アメリカにおける規則 10b5-1 を、保有基準と利用基準の対立に関するものとして位置付け、(少なくとも形式上は)保有基準を原則としつつ情報取得前に売買実施の意思決定がなされていた場合に関して一定の抗弁を認めるものと性質付け⁵²⁰、あるいは利用基準を(部分的に)採用したものとして定位されることがある⁵²¹。また、EU の現行規制がパターン 9~16・21~24 も規制対象とする点について、情報の利用に着目していることが背景にあるとする見解⁵²²もある。

しかし、上記のような位置付けは、本稿における検討の視座からすれば、①取引実施の意思決定後に未公表情報を知った者に規制を及ぼすか否か(2 目目の非対称性を導入するか否か)と、②取引を実施する内部者に対する規制を課す場合に、売買実施・不実施の間に因果関係が存することを要するか否か、という意味での保有・利用の区分⁵²³のいずれを採

⁵¹⁷ なお、株価上昇情報を知り購入を撤回する行為(パターン 10)、および株価下落情報を知り売却を撤回する行為(パターン 16)については、「利用」の有無ではなく、**taking advantage** ではないことにより制裁対象から外れ得るであろう。

⁵¹⁸ 取引を企図していたことが証明され得るのは、購入資金の調達が行われていた、あるいは知る前契約・計画が設定されていた場合など、限定的であろう。

⁵¹⁹ Karen Schoen, comment, *Insider Trading: The "Possession versus Use" Debate*, 148 U. PA. L. REV. 239, 251-52 (1999)、栗山修「米国インサイダー取引規制における内部情報所有説・内部情報利用説の検討」外国学研究 48 号 1-16 頁(2001) 2-3 頁など。

⁵²⁰ 黒沼・前掲注(80) 173-174 頁。

⁵²¹ 芳賀・前掲注(471) 148 頁、梅本・前掲注(26) 83 頁。

⁵²² 飯田・前掲注(470) 947 頁は、「米国法だと、知る前契約・知る前計画が取り消されれば、売買契約が行われていないからインサイダー取引規制の対象外となるわけだから、EU のルールの方が規制の範囲が広がるといえる。」とした上で、EU の規制で注文の撤回等が規制される点について「情報の利用自体を禁止するルールを採用しているからである。この点は、あくまでも売買等が行われた場合を規制の対象とする日本法や米国法とは基本的な発想を異にしている。」とする。

⁵²³ 保有基準では因果関係を要求せず、利用基準では因果関係を(他ならず情報を投資意思

用するか（1つ目および3つ目の非対称性を部分的に導入するか否か）、という別種の問題を混同した結果といえる。

この見地からすれば、アメリカにおける規則 10b5-1 は、パターン 9~16・21~24 のすべてについて取引計画の実行時に実現される取引実施を制裁しない（2つ目の非対称性を導入する）と同時に、取引計画の撤回時に実現される取引不実施を制裁しない（1つ目の非対称性を導入する）ことにより、同パターンに対して、一定の要件の下で無規制状態を出現させたものである。これは、無規制となる範囲が不当に拡大された変則的な保有実施基準であり⁵²⁴、日本における知る前契約・知る前契約も、これに類似する制度として理解される⁵²⁵べきことになる。他方、EU の規制は、パターン 1~8・17~20 について利用実施基準を採用するとともに、パターン 9~16・21~24 も規制対象とした上で利用不実施基準に服させているのである⁵²⁶。

さて、上述した各種制度は、情報を知ってから取引の有無について判断を下す場合（パターン 1~8・17~20）と、取引を実施することを決定した後に情報を知った場合（パターン 9~16・21~24）のすべてに同一のものを適用することが可能であるが、異なるものを組み合わせることもできる。

保有基準のみについてみると、組み合わせとしては、（1）両方とも保有実施基準（未公表情報を知った場合は発注してはならず、発注後に知った場合は発注を撤回する必要がある）、（2）前者について保有実施基準、後者について保有不実施基準（未公表情報を知った場合は発注してはならず、発注後に知った場合は当該発注を維持する必要がある）、（3）前者について保有不実施基準、後者について保有実施基準（未公表情報を知った場合は発注する必要がある、発注後に知った場合は当該発注を撤回する必要がある）、（4）両方とも保有不実施基準（未公表情報を知った場合は発注する必要がある、発注後に知った場合は当該発注を維持する必要がある）、という4つが考えられる⁵²⁷。

決定に利用したことを）要求する。

⁵²⁴ 売買実施を予定していたところ未公表情報を知ったならば、当該情報に基づき、そのまま売買を実施するのか、それとも取りやめるか選択できるならば、その結果として実施された売買は依然として未公表情報を「利用」したものであるという他ない。したがって、パターン 9~16・21~24 について、基本的に売買が実施されない場合には制裁対象から外しつつ、一定の要件の下で売買が実施された場合についても制裁しないという仕組みは、パターン 9~16・21~24 に対する規制に空隙を生じさせ、未公表情報を「利用」した利得機会を内部者に提供するものである。

⁵²⁵ 芳賀・前掲注（471）152-153頁。

⁵²⁶ なお、従前からフランスでは未公表情報を知る前になされた注文を未公表情報を知った後で変更する行為に対して刑事罰が科されていたとの指摘、およびフランスの学説の紹介として、鳥山・前掲注（112）458頁注9。

⁵²⁷ なお、内部者の優位性を潰すという見地からは、さらなる断片化も可能ではある。たとえば、パターン 1~8 について、未公表情報を知った場合に、株式の新規購入は禁止される一方、既保有株式については売却が強制される、という組み合わせでも、パターン 1~4、5~8 の各グループにおいて期待リターンが M になる。しかし、規制が複雑化するので、

もっとも、前者に保有不実施基準を採用する(3)と(4)では未公表情報を知った者が取引を義務付けられるところ、義務付けられるべき取引が購入と売却のいずれなのか、有価証券を複数種類発行している場合はどの有価証券が対象となるのか、また、何単位を取引させるべきなのかといった要素を決め難いという問題に直面する⁵²⁸。一方、後者に保有実施基準を採用すると市場取引では約定が成立した後は撤回できないにも拘らず撤回が義務付けられるという問題があり、これは転じて、多くの場を前者(パターン1~8)に包含させる必要がある、という制度設計上の制約となる。

利用基準も考慮すると合計16通りの組み合わせがあり得るが⁵²⁹、上記のように未公表情報を知った場合に新規に発注することを求める不実施基準を採用することは難しく、前者に利用不実施基準を採用することは保有不実施基準の場合と同様に困難なので⁵³⁰、前者に適用可能なのは保有実施基準と利用実施基準の2つに絞られる。後者については4つとも適用する余地があるので8通りが残る。しかし、前者と後者で保有基準とするか利用基準とするか統一しないことが不自然であるとすれば半分に絞りこむことができ、最終的に残るのは、①保有実施・保有実施、②保有実施・保有不実施、③利用実施・利用実施、および④利用実施・利用不実施、という4通りである。

規制設計にあたっては、このいずれを採用するか、という点が出発点となるべきである。

第4款 取引実施・不実施と情報開示時期の調整にみる公表概念の在り方

第1目 はじめに

前款では、未公表情報を覚知した者による取引実施・不実施の判断を取り上げた。このうち、取引実施という選択は、取引実施を情報開示に先んじて実現する・させる行為として捉えることも可能である。また、取引不実施という選択は、情報開示を取引実施に先んじて実現する・させる行為または単なる取引不実施として、位置付けることができる。このことから、内部者の優位性は、取引実施・不実施の選択のみならず、情報開示の有無や時期の調整という点にも存することがわかる。

本款では、取引実施・不実施の意思決定と、情報開示時期の調整について考察し、それを踏まえて、内部者取引規制の適用を排することとなる未公表情報の公表概念の在り方を究明する。出発点として次目では、寄付行為と情報開示時期の調整、新株発行・自己株式

以下ではパターンn~n+7の8つを1つのパッケージとし、そのパッケージ単位でのみ、適用する仕組みを相違させ得ることとする。

⁵²⁸ 主要株主たる経営陣が保有株式の売却を強制されると、会社経営に混乱が生じる可能性も出てくる。また、株式を基礎としたインセンティブ報酬の機能が損なわれることにもなる。

⁵²⁹ パターン1~8について4通りあり、また、パターン9~16について4通りあるので、全体の組み合わせは16(=4×4)通りとなる。

⁵³⁰ 情報を利用してないならば取引を回避してよい、というのが何を意味するのか定かではなく、ほぼ常にその主張が認められそうでもあり、有利な取引のみ選択して実施できれば内部者が有利である。

取得と情報開示時期の調整、およびストック・オプションと情報開示時期の調整、という3つのテーマに関する先行研究を概観する。それらは、何らかの行為が実現する時点と、情報が開示される時点の先後を調整する行為がどのように、また、どの程度行われているか分析するものであるから、本款が対象とする、取引実施・不実施と、未公表情報の公表時期の相互調整の処遇について探求するに当たり、重要な知見をもたらすことが期待される。

第2目 取引実施と情報開示時期の調整に関する研究

まず、寄付行為と情報開示時期の調整について。会社経営者等が、保有している自社株を親族等が運営するチャリティー団体等に寄付するに際して、寄付により生じる税控除を最大化するために、株価が高い時点での寄付を狙う行為が注目されている⁵³¹。この場合の戦略は、①株価が高かった日を事後的に選び、遡及的に当該日に寄付していたことにする、②株価下落情報の公表前に寄付する、あるいは情報の公表を遅らせる、③株価上昇情報の公表後に寄付する、あるいは情報の公表を早める、および④株価が頭打ちとなる日を予想して寄付する、という4種類になるといえる⁵³²。

次に、新株発行・自己株式取得と情報開示時期の調整について。会社が、自社の株価が一時的に真の企業価値よりも高い（企業価値が過大評価されている）状況で新株を時価発行すると、また、一時的に真の企業価値よりも低い（企業価値が過小評価されている）状況で自己株式を取得すると、その取引当事者から他の株主へ富の移転が生じる。そこで、そのような観点から会社の資本政策が決定されているとする分析が蓄積している。すなわち、上場会社による公募増資（SEO: seasoned equity offering）に関して、株価が本源的価値よりも高く企業価値が過大評価されているときに株式が発行されるとの主張であり、名称としては、好機（window of opportunity）仮説というもの⁵³³や、マーケットタイミング（market timing）仮説というもの⁵³⁴がある。本章の議論において、株価と「真の企業価値」

⁵³¹ See, e.g., David Yermack, *Deductio'Ad Absurdum: CEOs Donating Their Own Stock to Their Own Family Foundations*, 94 J. FIN. ECON. 107 (2009).

⁵³² ①を backdating、②を bullet dodging、③を spring loading、④を passive timing と呼び、さらに、将来の自社株の値動きに関して重要な未公表情報を利用する行為も独立した類型として位置付け、5種類に分類するものとして、S. Burcu Avci, Cindy A. Schipani & H. Nejat Seyhun, *Manipulative Games of Gifts by Corporate Executives*, 18 U. PA. J. BUS. L. 1131, 1133 (2016).

この分類では、株価の上昇が spring loading、下落が bullet dodging と結び付けられているが、情報開示と取引のタイミングという観点を重視すれば、開示が取引に先行する②が spring loading、取引が開示に先行する③が bullet dodging となる。なお、未公表情報の利用は①～④のいずれかに帰着すると思われるので、本文では4種類としている。

⁵³³ See, e.g., Mark Bayless & Susan Chaplinsky, *Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?*, 51 J. FIN. 253 (1996). なお、鈴木・前掲注（244）98頁・255頁・332頁・333頁は、“window of opportunity”を「機会の窓」と直訳している。

⁵³⁴ See, e.g., Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, 57 J. FIN. 1 (2002).

が乖離する原因として重要なのは、会社・市場参加者間の情報の非対称性である。会社側が未公表情報を握っている状況で、株式を引き受けて取得した新株主あるいは自己株式取得に応じた旧株主の犠牲のもとで既存株主の利益を図る行為が規制されるべきか否か、つまり、取引当事者たる会社自身に内部者取引規制を及ぼすべきか否か、という点に関係するためである。この種の新株発行・自己株式取得それ自体が、会社に存する未公表情報の開示時期との関係で実施時期が調整される可能性がまず問題となり、次に、一般論としては新株発行・自己株式取得が実施される旨の開示がなされること自体がシグナリング効果を持ち未公表情報となり得ることから、当該情報の開示時期と、取引実施時期の間の調整が問題となる。

最後に、ストック・オプションと情報開示時期の調整について。これについては、ストック・オプションの付与日と情報開示時期の調整と、その行使日と情報開示時期の調整という2つが研究されている。

まず付与日と開示時期の調整について。アメリカでは、ストック・オプションの権利行使価額を付与日の株価とする（オプションとしてアット・ザ・マネーである）例が多いとされる⁵³⁵。株価が低い時点でオプションを発行すればその権利行使価額が低くなり、それにより一般論としてはコール・オプションであるストック・オプションの価値が高まるので、株価が低い時点での付与を望む者も出てくるわけであるが⁵³⁶、そのための戦略として、①株価が低かった日を事後的に選び、遡及的にオプションを付与する（backdating⁵³⁷）、②株価上昇情報の公表前にオプションを付与する、あるいは株価上昇情報の公表を遅らせる（spring loading⁵³⁸）⁵³⁹、③株価下落情報の公表後にオプションを付与する、あるいは株

⁵³⁵ これは、会計上および税制上の理由によるものと考えられる。See David I. Walker, *The Non-Option: Understanding the Dearth of Discounted Employee Stock Options*, 89 B.U. L. REV. 1505 (2009). なお、会計制度および税制の理由とは別の、アット・ザ・マネーのオプション付与の合理性を探究するものとして、See, e.g., Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, *Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options*, 90 AM. ECON. REV. 209 (2000).

日本では、ストック・オプション付与日が属する月の前月の株価平均と、付与日の終値のいずれか高い方が行使価額とされる例が多いようであり、前者であればアウト・オブ・ザ・マネー、後者であればアット・ザ・マネーでの付与となる。これは税制適格ストック・オプションの要件の1つ（措法29条の2第1項4号）を満たすための措置と推察される。

⁵³⁶ なお、コーポレート・ガバナンスの観点から、アウト・オブ・ザ・マネーのオプションの利用を説くものとして、Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECTIVES 71, 84-85 (2003).

⁵³⁷ James M. Bickley & Gary Shorter, *Stock Options: The Backdating Issue*, CRS REPORT FOR CONGRESS RL 33926, 1 (2008).

⁵³⁸ Bickley & Shorter, *supra* note 537, at 28. バネ（spring）を仕込む（loading）ということで、株価上昇が準備されているというニュアンスであろうか。なお、株価上昇情報の開示時期の操作とオプション付与時期操作という2つの方法のうち、後者が用いられていたとする分析結果を示すものとして、See, e.g., Yermack, *supra* note 542.

⁵³⁹ たとえば、株式分割の発表は一般論としてはシグナリング効果を持ち株価が上昇すると

価下落情報の公表を早める (bullet dodging⁵⁴⁰)、④株価が底を打つ日を予想して付与する (forward dating⁵⁴¹)、といったものが用いられていることを示す研究⁵⁴²が蓄積しており、そのような行為が不公正なものか否かが問われている。不公正であるならば、内部者取引によりカバーすることの適否が検討される必要がある。これらに加え、いわゆるストック・オプション権の権利行使日が操作された実例⁵⁴³に鑑みれば、⑤一度オプションを付与したあとに、付与日としてより好ましい日が出現した場合に事後的にその日に付与日をずらす、あるいは観念的には「付与し直す」、というものもあり得るであろう。

次に行使日と開示時期の調整について。ストック・オプションの権利行使時期と情報開示時期の調整が戦略性を有する要因としては、税制に起因するものと、権利行使後に取得した株式を高く売り抜ける (あるいは安く売ることを回避する) ものという 2 種類がある。まず、税制に起因するものについて。アメリカの税制の下では、ストック・オプションの

ころ、その発表前後 21 日間の中のストック・オプションの付与のうち、80%が発表以前に行われていたとの分析として、Erik Devos, William B. Elliott & Richard S. Warr, *CEO Opportunism?: Option Grants and Stock Trades around Stock Splits*, 60 J. ACCT. & ECON. 18 (2015).

なお、これによりストック・オプションの権利者が利益を得るためには、株式分割があった場合等において、ストック・オプションの目的となる株式数を増加させ、あるいは株式数の増加と株価低下に対応して権利行使価額を調整することを許容する条項がストック・オプションに付されていることが前提となる。

⁵⁴⁰ Bickley & Shorter, *supra* note 537, at 28. 弾丸 (bullet) を回避する (dodging) ということで、株価下落による損失を免れるというニュアンスであろうか。マイナス要素は先にまとめて出してしまう、後は株価の上昇が見込まれるという状況を作成するという意味では、「ビッグバス (big bath)」のような利益減少型の利益調整 (第 3 章参照) と通底するものがあり、両者が組み合わさった場合に特に影響が大きいと考えられる。

⁵⁴¹ See M.P. Narayanan & H. Nejat Seyhun, *The Dating Game: Do Managers Designate Option Grant Dates to Increase Their Compensation?*, 21 REV. FIN. STUD. 1907 (2008).

⁵⁴² See, e.g., David Yermack, *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, 52 J. FIN. 449 (1997); David Aboody & Ron Kasznik, *CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures*, 29 J. ACCT. & ECON. 73 (2000); Mary Lea McAnally, Anup Srivastava & Connie D. Weaver, *Executive Stock Options, Missed Earnings Targets, and Earnings Management*, 83 ACCT. REV. 185 (2008); Devos, Elliott & Warr, *supra* note 539.

⁵⁴³ 日産自動車株式会社において、社長の報酬としてストック・オプション権が利用されていた。本来の権利行使日が 2013 年 5 月 14 日であったところ、実際には同月 22 日に行行使し、約 1 週間のずれにより行使価格 (市場株価) が約 120 円上昇し、約 4700 万円の報酬額増大につながったとされる。証言によれば、5 月 14 日に一度新株予約権を行行使したあと、同月 22 日に「再行使」したとされる。

第 3 章の議論で検討する新株予約権の法的性質における用語を先取りすれば、一段階構成では権利行使の意思表示を為したとしても払込を行っていなければ新株予約権の「行使」には該当しないため、会社法上の問題は、払込の有無と、権利行使期間の設定が 5 月 22 日の行使を許容するものであったか否かという点になる。これに対し、二段階構成では、一段階目の「行使」と二段階目の「行使」に時間差が生じるのは何ら不自然ではなく、14 日の「行使」が一段階目の行使、22 日の「行使」が二段階目の行使であったという可能性が問題となる。

権利行使により取得した株式を一定期間保有し続けるならば⁵⁴⁴、株価が低い日に権利行使する方が得⁵⁴⁵であるため、株価が低い日の権利行使が企図されるという⁵⁴⁶。そのための戦略としては、付与日と開示時期の調整と同様に、①遡及的に権利を行使していたことにする、②株価上昇情報の公表前に権利行使する、③株価下落情報の公表後に権利行使する⁵⁴⁷、④株価が底を打つ日を予想して権利行使する、および⑤一度行使したあとにより好ましい日が出現した場合は、観念上「行使し直す」、という 5 種類の戦略が考えられる。次に、権利行使後に取得した株式をすぐに売却するならば⁵⁴⁸、当然といえば当然であるが、株価が高い時点での権利行使が目指される（権利行使価額と、行使時の株価＝売却額の差額が大きくなるため、税率に関係なく差額が大きい方がよい）。この場合、ここまでの枠組みに従うと、⑥株価上昇情報が公表されるまで権利行使・売却を差し控える（利得類型 B）⁵⁴⁹、⑦株価下落情報が公表される前に権利行使して売却する（利得類型 C）、あるいは⑧株価が天井に達した時期を見計らって権利行使する、という戦略が考えられる⁵⁵⁰。④と⑧は必ずし

⁵⁴⁴ アメリカでは、経営者によるストック・オプション行使の約 5 分の 1 がこの類型であるとの分析として、David C. Cicero, *The Manipulation of Executive Stock Option Exercise Strategies: Information Timing and Backdating*, 64 J. FIN. 2627, 2628 (2009).

⁵⁴⁵ 税制上の理由により、アメリカン型コール・オプションの満期前行使が最適足り得ることになるが、株価の大まかな動きを事前に把握しているからこそ実現できる手法である点に留意が必要である。

⁵⁴⁶ Cicero, *supra* note 544, at 2628; Dan Dhaliwal, Merle Erickson & Shane Heitzman, *Taxes and the Backdating of Stock Option Exercise Dates*, 47 J. ACCT. & ECON. 27 (2009).

アメリカの制度は下記のようなものとされる。まず、税制適格ストック・オプションについては、オプション付与時および権利行使時には課税せず、売却時に権利行使価額と売却額の差額が課税される。適用される税率は、(1) 権利付与から取得した株式の売却までに 2 年以上当該株式を保有し、かつ、権利行使から株式の売却まで 1 年以上保有した場合は利益が「長期資本利得」として認識され、通常所得の場合に比して有利な軽減税率が適用される。この要件を満たさない場合には、(2) 権利行使日の公正な市場価格と権利行使価額の差額分が通常所得に、その超過分（権利行使日の公正な市場価格と売却時の公正な市場価格の差額）は資本利得となる。次に、税制非適格ストック・オプションについては、(3) オプションの公正な市場価格が合理的に算定可能であれば付与時点で当該価値を総所得に算入し、(4) 算定できない場合は権利行使時に株価から権利行使価格を差し引いた差額を総所得に算入する。以上につき、伊藤公哉『アメリカ連邦税法：所得概念から法人・パートナーシップ・信託まで〔第 8 版〕』（中央経済社、2021）266-268 頁。

本文の記載は、税制適格ストック・オプションに関するもので、株価が低い時点で権利行使する方が有利になるというのは、上記 (2) を指すと思われる。つまり、権利行使益と売却益の総額が一定であるとすれば、株価が低い日に権利行使することで通常所得として取り扱われる分を引き下げることができ、これが目指されるということであろう。

⁵⁴⁷ Paul Brockman, Xiumin Martin & Andy Puckett, *Voluntary Disclosures and the Exercise of CEO Stock Options*, 16 J. CORP. FIN. 120, 121 (2010).

⁵⁴⁸ アメリカでは、経営者によるストック・オプション行使の約 3 分の 2 がこの類型であるとの分析として、Cicero, *supra* note 544, at 2628

⁵⁴⁹ Brockman, Martin & Puckett, *supra* note 547, at 121.

⁵⁵⁰ 権利行使価額次第ではあるが、遡及付与では実現できない。

も未公表情報を知っていることとは結び付かず、独自の相場観による権利行使も含まれ得る。よって、内部者取引規制の観点から定型的に問題足り得るのは、未公表情報を考慮して行動する①～③および⑤～⑦である。

第3目 公表概念の在り方

本目では、前目で得られた知見を踏まえながら、内部者取引規制における情報の「公表」概念の在り方を探求する。

本章第3節の知見に拘わらず、一般論としては、どの法域でも投資意思決定者が覚知している未公表情報が「公表」されれば、爾後の取引は内部者取引規制の対象とならない。もっとも、どのような状態となれば「公表」されたものとして扱われるかという点については、大別すると、有価証券の発行体自身による情報開示がなければ公表されたものとは位置付けられないという立場と、発行体による開示がなくとも世間一般に情報が流布していれば責任を問わないという立場の2つがある。先述の通り、アメリカおよびEUでは、後者が基調である。これに対し、日本では前者の仕組みが採用されている。

日本における制度論では、主として内部者と一般投資家の間における情報の非対称性に着目して議論が展開されている。すなわち、スクープ報道により情報が公知となり株価に反映され、内部者と一般投資家の間で当該情報についての非対称性が解消されれば内部者は当該情報に基づき利益を得ることができない（利得類型A・Cを実現できなくなる、との趣旨と考えられる）として規制の適用に疑義を呈する見解⁵⁵¹がある一方、スクープ報道があったとしても情報源が会社自身であることが明らかでなければ誤報である可能性が考慮され、完全には情報が株価に反映されないとして、規制の適用を肯定する見解⁵⁵²もある。

では、「公表」概念を実質化すべきとの主張として位置付けられる適用否定説と、「公表」概念の形式性を維持すべきとの主張として位置付けられる適用肯定説の、どちらが妥当であろうか。本稿の分析の視座からは、「公表」概念の形式性を維持すべきとの結論になる。以下では、保有実施基準および保有不実施基準の下での、株価上昇情報を覚知した後で売却しないという意思決定を下すパターン6による利得類型Bの実現過程に着目し、「公表」の主体を会社自身のみに限定すべき根拠を解き明かす。

先述の通り、保有実施基準を「取引を断念せよ、さもなければ開示せよ（取引しないならば開示するか否か自由である）」と定式化する場合、未公表情報を覚知してから取引実施

⁵⁵¹ 佐藤・後掲注(742) 111頁、西田編・前掲注(144) 237頁〔佐伯〕、黒沼・前掲注(13) 451頁、松井・前掲注(142) 11-13頁、大庭・前掲注(142) 114頁、木目田＝上島監修・前掲注(434) 323頁〔小林和真呂＝大野憲太郎〕、芝原＝古田＝佐伯編著・前掲注(2) 492頁〔木目田〕、松尾・前掲注(142) 65-66頁（上記最決平成28・11・28の判示に賛成するが、たとえば合併に関する情報で合併の相手方企業による情報開示があれば、情報の確実性が高く情報の非対称性が解消されると考えられ、情報源を有価証券の発行体自身に限定することは適切ではないとする）など。

⁵⁵² 久保田・前掲注(142) 116頁、是木・前掲注(142) 30-31頁。

有無を決するパターン 1~8 の領域においては、既に株式を保有している状態で未公表情報を覚知した内部者は、株価上昇情報を知って売却しないというパターン 6 を採用した場合の期待リターン $M+x$ と、株価下落情報を知って売却しないというパターン 8 により実現される期待リターン $M-y$ が均衡している ($x=y$ である) ことによって一般投資家と対等となる⁵⁵³。

しかし、スクープ報道等を介した情報流布によっても「公表」となり内部者が取引を実施できるならば、内部者（会社において情報開示権限を持つ者と、そうではない者⁵⁵⁴の双方を含む）は、株価下落情報を知った場合はそれを秘匿し続けることで株価下落情報の消滅⁵⁵⁵により損害を免れられる可能性がある一方で、株価上昇情報を知った場合は会社による「公表」措置がなくとも、自ら報道機関等に当該情報を垂れ込むことで「公表」を実現するとともに、完全か不完全かはともかくとして当該情報を株価に反映させる（そして、株価上昇後の売却により利益を得る）ことができる。このとき、株式を現物保有している内部者にとって、当該株式がもたらす期待リターンは一般投資家よりも高くなる（株価上昇情報が「公表」され株価に反映される可能性が上昇するためパターン 6 の期待リターンにおける x が増大し、パターン 8 の期待リターンにおける y との関係において、 $x>y$ となる）。これは、会社が公表しないという意思決定を行っている情報について、情報受領者などが自身の利得のため勝手に暴露し得る状況になるということでもある⁵⁵⁶（なお、日本の現行規制が情報の伝播経路を重視していることの帰結として、内部者による未公表情報の暴露は合理的な根拠を有している⁵⁵⁷場面が多いであろうから、風説の流布には該当しないであろう）。

また、上記の戦略的行為は、内部者足り得る者による情報開示は株価下落情報に比して株価上昇情報の方が開示されやすいこと、つまり開示内容には上方バイアスがかかりやすいということを意味し、この理は、未公表情報の開示（公表）権限を有する者自身やその

⁵⁵³ 株価上昇情報と株価下落情報の影響度がそれぞれ株価に反映済である場合において、元々は $x=y$ であることが前提となる。

⁵⁵⁴ 役員ではない従業員、準内部者、あるいは第 1 次以降の情報受領者などがこれに該当する。

⁵⁵⁵ たとえば、中間配当の大幅な減配のような決定事実について、公表されないまま決定が撤回された場合が考えられる。

⁵⁵⁶ 不正流用理論は、利得類型 A を実現するための勝手な暴露が情報元の情報に対する権利を侵害する点を重視して内部者取引規制を肯定し、その適用範囲を画するものであるから、本文の考え方に親和的である。それゆえ、不正流用理論に対する、情報元と情報流用者が同時に情報を利用できるので情報元は害されていないという批判（注（92）参照）は、正しくない。

⁵⁵⁷ 流布された情報が結果的に正しかったとしても、情報を流布した者が流布の時点において当該情報の内容について合理的根拠を有していなかったならば、それは制裁対象たる「風説の流布」であるとの見解として、三浦守「証券取引法における風説の流布」研修 580 号 23-30 頁（1996）23 頁、芝原・前掲注（742）655 頁、内田幸隆「金融商品取引における『風説の流布』」奈良法学会雑誌 20 巻 3・4 号 91-111 頁（2008）106 頁、山口編・前掲注（2）214 頁〔橋爪〕、神田＝黒沼＝松尾編・前掲注（32）17 頁〔近藤光男〕、黒沼・前掲注（13）513 頁。

仲間による株式売却においても妥当し得る⁵⁵⁸。第 3 章で言及する通り、公表権限を有する者による開示に関しては、会計基準において会計保守主義の実現が要求され、開示される情報に下方バイアスがかかることによって、戦略性が減殺される可能性はある。もっとも、これが完全に打ち消し合わない限り、情報開示後の取引によっては利得類型 A・C を実現できないとしても、情報開示の調整を通じた利得類型 B の操作によって内部者は一般投資家よりも優位に立つ⁵⁵⁹ことができるのであるから、公表概念を実質化するべきとする見解は、その前提に欠ける。

適用否定説の論拠を維持しつつ上記の問題に対処するならば、原則として情報が公知となった後の取引には規制を適用しないが、情報をリークした者に対しては例外的に規制を適用する、という制度設計となろうか⁵⁶⁰。しかし、この枠組みでは取引実施者が情報をリークしていることが明らかにならなければ訴追できないところ、規制当局としては情報源を報道機関に照会することになると思われるが、これは取材源の秘匿の可否という憲法問題にも直結するであろう。

以上の通り、情報が開示されさえすればよいという考え方、とりわけ、情報の非対称性が解消されれば何ら問題はないとの捉え方は、妥当ではない。この見地から、「公表」概念を実質化するべきとの表題の下で会社自身が情報を公にする措置を採っていない場合であっても「公表」として内部者取引規制の適用を排するべきとの主張には、賛同できない⁵⁶¹。これに対し、あくまで情報元の会社自身による公表手続の履践を要求する制度は、この問題を一定程度は改善する効果を有する面があり、保有実施基準の定式を変更しない限り、将来においても維持されるべきものである。ただし、内部者が情報源・情報元におい

⁵⁵⁸ 中国の上場企業を対象とした分析として、支配株主の仲間である株主 (affiliated shareholder) による株式売却が実施される前の時期に、より頻繁にグッドニュースが開示される傾向にあったとする分析として、Minying Cheng, Jun Liu & Longwen Zhang, *Tunneling through Allies: Affiliated Shareholders, Insider Trading, and Monitoring Failure*, 67 INT'L REV. ECON. & FIN. 323, 337-39 (2020).

⁵⁵⁹ 利得類型 A・C が封じられていれば、原則として利得類型 B・D が許容されることで内部者と一般投資家は対等となるが、そのためには会社が、自身のための判断に基づき情報開示の有無を決定するとの前提のもと、 $x=y$ となる必要がある。

⁵⁶⁰ 情報リークの一部は、営業秘密 (不競法 2 条 6 項) を不正の利益を実現するために開示する行為として「不正競争」の一種 (不競法 2 条 1 項 4 号乃至 9 号) に該当する余地がないのではないと思われるが (たとえば、特許の出願中である新技術について、製品化・販売や出願公開 (特許 64 条) がされていない段階で暴露する場合)、すべての株価上昇情報が該当するわけではなく、不正競争に対する損害賠償制度や罰則 (不競法 4 条、21 条、22 条) による抑止効果は本文記載の問題を解決するものではない。なお、知的財産法による保護が及ぶ場合と及ばない場合のいずれにおいても、一般不法行為責任が認められるか否かが問題となるが、この点については、山根崇邦「情報の不法行為を通じた保護」吉田克己=片山直也編『財の多様化と民法学』351-380 頁 (商事法務、2014) など参照。

⁵⁶¹ 現行規制では、未公表情報の「公表」後には法 166 条は適用されないと解され、これは条文の文言と規制の実効性という両面から支えられる解釈であるが、後者の実効性が認められるためには、現在の形式的な「公表」概念が維持される必要がある、ということである。

て開示の決定権限を握っている場合は、この枠組みでは対応できない⁵⁶²。開示権限を持つ内部者が、自己の利益のため恣意的な開示を行うことを封じるためには、保有実施基準を、取引断念か情報開示してからの取引という二択ではなく、純粋な取引断念義務として位置付ける解釈を採用し、自己の利益のために開示する「権利」はないことを明確化する必要がある⁵⁶³。なお、学説においては、開示時期を会社（およびその経営者等）が決定できるという部分を変革し、会社は規制当局に開示内容を提出し、当局が開示有無や開示時期を決定する（当局による開示がない間は「公表」が実現され得ないことを暗に前提として、当該「公表」の実現前に不審な株価変動があれば当局が調査を行い、内部者が取引を実施していれば制裁する）という仕組みを提案するものもある⁵⁶⁴。しかし、先に言及した通り、内部者取引の実施が株価に与える影響という面では、株価変動から内部者取引の実施を悟られる事態を防ぐために、内部者は注意深く注文を出すという対応が可能である。また、上記の仕組みは、株価変動が内部者取引と関係のあるものか否かを即時に識別できなければ、内部者取引が実施されていない場合においても、不必要に開示時期を遅らせる危険性を有する。この危険が顕在化した場合、開示内容が当局の「お墨付き」になったと捉えられる余地があり、監査法人（公認会計士）による会計監査における「二重責任の原則」に重大な変容をもたらされ得るとともに、開示時期の決定において、当局に民事責任・行政責任が発生し得るであろう⁵⁶⁵。

第5款 知る前契約と知る前計画

第1目 はじめに

本款では、未公表情報との関係において知る前契約・計画が投資意思決定者にもたらし得る優位性について検討する。

⁵⁶² 利得類型は開示される確率ベースで措定したが、開示権限を握る者は公表される確率をある程度操作できるので、そのことが期待利得に反映される。

⁵⁶³ その観点からは、内部者が情報源・情報元に対して信認義務を負っているが故に内部者取引が禁止されるという立論も、一定程度参照されることになる。

⁵⁶⁴ Viktria Dalko & Michael H. Wang, *Why Is Insider Trading Law Ineffective? Three Antitrust Suggestions*, 33 *STUD. ECON. & FIN.* 704, 711 (2016).

当該論文において参照されている、当該論文の著者2名が共著者となっている他の論文においては、より具体的に、会社が開示を意図する日の最低3日前に、当局に対して開示を予定している情報を提出し、当局は、当該情報をいつ開示するか意思決定を行うとともに、開示が意図された日付までの間に不審な株価の変動（株価上昇情報のようなグッドニュースの開示が意図されている場合に株価が上昇し、株価下落情報のようなバッドニュースの開示が意図されている場合に株価が下落する）があれば調査を行い、内部者取引が実施されていれば制裁するという仕組みが提案されている。Xin Yan et al., *Regulating Trading by Corporate Insiders*, in *REGULATING COMPETITION IN STOCK MARKETS* 133, 160-61 (Lawrence R. Klein et al. eds., John Wiley & Sons, Inc., 2012).

⁵⁶⁵ 当局が不必要に開示時期を遅らせた場合、その間に取引を行って損害を被った投資家が存在すれば、当局の責任を追及することを望むこともあり得るであろう。

知る前契約・計画に関して投資意思決定者が有し得る裁量は、①知る前契約・計画を設定するか否かに関する決定、②設定する場合における知る前契約・計画の具体的な内容の決定、および③一度設定された知る前契約・計画を実行するか否かに係る意思決定という3つである。①については、知る前契約・計画という制度自体が、未公表情報の覚知に先行して実施が決定された取引は制裁しないという規制の非対称性を体現する制度であることから、**本節第2款**で提示した金融庁や学説における各種解釈論の適否を、累積上限がない場合における未公表情報の影響度評価に関する**本章第3節**の知見に基づき検証する必要がある。また、②については、取引実施・不実施の意思決定と未公表情報の公表有無および公表する場合の公表時期の調整を通じて、そのような調整ができない者には実現できない利得を定型的に獲得できるという**本節第4款**の結論からすれば、知る前契約・計画は取引実施時期を固定する仕組みであるものの、その導入時や導入後の公表に関する裁量行使により優位性を獲得し得ると予測される。さらに、③については、投資意思決定者が未公表情報を知る前に下した売買実施・不実施に関する決断を、未公表情報を覚知した後でそのまま維持するか否か自身に有利な方を選ぶことができるならば、覚知力が高い者に優位性がもたらされるという**本節第3款**の結論からすると、同様の優位性が発生し得ると予想できる。

よって、これらの優位性が存在するか否かを検証し、内部者取引規制を適用すべきか否か究明することが本款の目標となる。また、知る前契約・計画は、未公表情報を覚知する前に実施が決定された取引は制裁しない、という規制の非対称性を体現する制度であるから、当該非対称性の適否を検証することも本款の検討課題となる。

まず次目では、③における裁量行使の可否、つまり知る前契約・計画の撤回⁵⁶⁶を内部者取引規制においてどのように取り扱うべきか考察する。**本節第3款**で結論付けた通り、取引実施の決定後に未公表情報を覚知した場合において、決定された取引をそのまま実行するか否か意思決定が可能であるとき、未公表情報の覚知力が高い内部者取引規制の名宛人は、これが低い一般投資家に比して有利な投資成果を実現できる可能性が高まる。

次に第3目では、①の一部として、未公表情報が覚知された状態で設定された知る前契約・計画の処遇について検討する。アメリカでは、未公表情報を覚知している場合には規則10b5-1による適用除外としての取引計画(Trading Plan)を設定することはできない、という立場をSECが採っている⁵⁶⁷。他方、金融庁は、未公表情報を知りながら設定された知る前契約・計画について、当該契約・計画に基づく売買が実施されるまでの間に当該

⁵⁶⁶ ときに、知る前契約・計画の「修正」という概念が措定され得る。しかし、従前の契約・計画の撤回と、新たな契約・計画の策定の組み合わせとして位置付ければ十分であると解するので、以下では修正という概念は用いない。

⁵⁶⁷ SEC, *Compliance and Disclosure Interpretations, Exchange Act Rules, Questions and Answers of General Applicability*, Question 120.20 (Last Update: March 31, 2020), at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>

これを紹介するものとして、梅本剛正「エクイティ型役員報酬とインサイダー取引規制の適用除外」ディスクロージャー&IR10号28-34頁(2019)32頁。

情報が公表されていたならば、当該知る前契約・計画は適用除外としての知る前契約・計画に該当し、実施された売買は制裁されないが、情報が公表されなかった場合に知る前契約・計画の実施が禁じられるとする⁵⁶⁸。本稿では、知る前契約・計画の設定者たる内部者が設定時点において覚知していた情報（以下、便宜的に「情報 A」という）が、知る前契約・計画の実行までに公表されなかった場合の処遇に注目し、情報開示権限を握る者が知る前契約・計画を設定している場合、当該契約・計画を実施するか否かを、開示の有無や開示時期を操作することで恣意的に操作できることを示し⁵⁶⁹、保有実施基準と保有不実施基準の下で内部者がいかなる戦略を採り得るか考察し、制度設計にあたって留意する必要がある要素を抽出する。

最後に第 4 目では、より根元的な問題として、未公表情報を覚知していない状態で設定される知る前契約・計画が優位性をもたらす可能性について取り上げる。前節の検討により得られた知見の 1 つとして、「自分が未公表情報を覚知していないことを知っている」ことも、未公表情報の影響度評価において重要な情報である、というものがあつた。この見地からは、覚知力が高い内部者足り得る者が、現に覚知していない状態においても一般投資家に比して有利な投資成果を実現する手段として知る前契約・計画を利用できる可能性が検討される必要がある。なお、この点については、本稿執筆時点の筆者の力量では手に余る課題であるため、方向性を示すに留まる。

第 2 目 知る前契約・計画の実行有無に関する裁量と優位性

本目では、知る前契約・計画を設定した後で、これを実行するか否か決定する裁量が投資意思決定者にある場合に生じ得る優位性について検討する。議論の簡易化のため、別途記載のない限り未公表情報の累積上限が 1 個である場合を念頭に置く。累積上限がない場合への拡張としては、株価上昇情報 1 個のみが累積している状態は未公表情報全体として株価上昇情報が優勢な状態として、また、株価下落情報 1 個のみが累積している状態は未公表情報全体として株価下落情報が優勢な状態として、それぞれ読み替えば足りる。

現下、金融庁は、知る前契約・契約を撤回しても原則として問題ないとする立場を採っているが、その例外として、1 つの知る前契約・計画において複数回の売買実施が予定されている中で実行する取引と実行されない取引がある場合、および、知る前契約・計画が複数存在する場合において実行するかしないか知る前契約・計画ごとに相違する場合には、実行された取引について、内部者取引として制裁され得るとしている⁵⁷⁰。これは、あくまで実施基準に基づき規制することを意味する。また、学説においても、このような解釈について実施された取引は必ずしも不当ではないとする見解⁵⁷¹がある。

⁵⁶⁸ 金融庁＝証券取引等監視委員会・前掲注（450）16 頁。

⁵⁶⁹ 公表権限がない者による知る前契約・計画では、このような問題はない。

⁵⁷⁰ 金融庁・前掲注（473）4 頁（コメント No.19 に対する回答）。

⁵⁷¹ 飯田・前掲注（470）952 頁注 91。

しかし、金融庁および上記学説における枠組みでは、単独の知る前契約・計画について、一度設定したものを撤回することで取引不実施に帰結しても制裁しないため⁵⁷²、パターン 9～16・21～24 について無規制状態を作出する仕組みとなっており⁵⁷³、不適切である。また、取引実施時期と情報開示時期の調整における戦略性についても、知る前契約・計画の設定は取引実施時期を固定する仕組みとなるものの、情報開示時期の操作に対しては無力である。さらに、複数の知る前契約・計画について「すべて実行する」か「まったく実行しない」という選択が可能であるため、依然として取引実施・不実施に関する意思決定について、内部者の優位性が保たれている。知る前契約・計画の範囲が狭かった時代においては、この解釈でも大きな問題はなかったのかもしれないが、その範囲が拡張された現在においては⁵⁷⁴、不適当な結果が生じる（生じている）ことが予想される。

この点で参考になるのが、アメリカにおける実証研究である。アメリカでは、日本の知る前契約・計画と同様の制度⁵⁷⁵が 2000 年に導入され、前述の通り、取引計画と呼ばれている。この取引計画について、SEC は、原則として自由に撤回できるが、撤回された場合、撤回前に実施された取引について、内部者取引に該当し得ること、および、取引計画設定の適正性に疑義が生じる旨の見解を示している⁵⁷⁶。これも、実施基準に基づき規制するという基本方針から派生したものであると考えられるが、すべての取引計画が実施された場合、または撤回された場合には何ら制裁が行われないので、日本と同様の規制の空隙が生じている。そして、実証研究においては、取引計画により実施された取引は超過収益を上げているという分析結果を示すものが複数あり⁵⁷⁷、制度の是正が提唱されている。

なお、撤回が自由であるならば、たとえば購入に関する知る前契約・計画をひとまず 1 つ設定しておき、株価上昇情報を覚知できなかった場合に、当該契約・計画を撤回する、

⁵⁷² ただし、パターン 9～16 について法 166 条による制裁を発動させない現行の知る前契約・知る前計画の制度が、情報に基づく売買回避について法 157 条と法 166 条の観念的競合となる余地を排除し、あるいは法条競合であり法 166 条の射程外であることを示し、法 157 条のみが適用され得ることを明らかにするものであるという解釈論の下では、その限りではない。

⁵⁷³ 知る前契約・計画は、パターン 9～16・21～24 の領域に属するものである。まず、取引が不実施である場合に何ら制裁しないことから、利得類型 D2・D3 を実現するパターン 12、B2・B3 を実現するパターン 14、E2・E3 を実現するパターン 22 が許容される。これに加え、知る前契約・計画や取引計画に基づく取引実施が可能であることで、利得類型 A3・A4 を実現するパターン 9、C3・C4 を実現するパターン 15、F2・F3 を実現するパターン 23 の実現が許容されている。

⁵⁷⁴ なお、本稿脱稿時点においては、書面により知る前契約・計画を設定しておく必要があるところ、金融庁が、これを電磁的方法により設定することを可能にするための制度改正の案を提示している状態にある。その成否は本稿が公表される頃には確定していると思われるが、制度論としては、紙媒体よりも相対的に作成日時を捏造しにくい電磁的方法に一本化するべきである。

⁵⁷⁵ 17 C.F.R. §240.10b.5-1(c)(1)(i)(A)(3) (2022).

⁵⁷⁶ SEC, *supra* note 567, at 120.19.

⁵⁷⁷ See, e.g., Alan D. Jagolinzer, *SEC Rule 10b5-1 and Insiders' Strategic Trade*, 55 MGMT. SCI. 224 (2009).

という戦略を採ることにより、パターン 9～12 において利得類型 A と D を両方実現できてしまうので、このような行為も封じることが必要になる。

筆者は、上記の諸問題に包括的に対処するために、パターン 9～16・21～24 に対して保有不実施基準を適用し、未公表情報を覚知した後の撤回を全面的に禁じるべきであると解する。なお、以上の内容は、知る前契約・計画の設定時に投資意思決定者が未公表情報を覚知していたか否かを問わず妥当すると考えられる。

第 3 目 未公表情報を覚知した状態で設定された知る前契約・計画に基づく取引実施

本目では、投資意思決定者が未公表情報を覚知した状態で設定する知る前契約・計画に基づき実施される取引について検討する。

先述の通り、金融庁は未公表情報を覚知した状態で知る前契約・計画を設定すること自体は許容し、しかし当該契約・計画において取引実施が予定されていた時点で、設定時に覚知されていた未公表情報が未公表のままであれば取引実施が禁じられるという立場を採っている。この背後には、覚知されていた未公表情報が公表されて株価に反映されていれば、取引実施時点において、未公表情報を覚知していたことに起因する優位性がない、という考え方があると予想される。

もともと、未公表情報の影響度評価モデルの説明で**本章第 3 節第 4 款**において提示した計算結果からすれば、そのような考え方の妥当性には疑問が残る。また、知る前契約・計画を設定する者が公表権限を握っており公表有無や公表時期を調整できるのであれば、**本節前款**で取り上げた取引実施・不実施と情報開示時期の調整による戦略的行為を介して超過利益を獲得し得ると考えられる。以下、順に詳述する。

まず前者について。**本章第 3 節第 4 款**では、覚知力 0.9 の投資意思決定者が、下表のように株価上昇情報と株価下落情報の累積個数別の実現確率が対称性を有している場合について最初に取り上げた。

		上昇個数			
		0	1	2	3
下落 個 数	0	27	17	6	2
	1	17	12	4	1
	2	6	4	1	0
	3	2	1	0	0

表2-6 (再掲)

そして、投資意思決定者が株価上昇情報 1 個のみを覚知したとき、株価上昇情報の影響度の期待値を x 、株価下落情報の影響度の期待値 (絶対値) を y 、投資意思決定者が実際に覚知した株価上昇情報の影響度を X とすれば、未公表情報の影響度の期待値 E は、投資意思決定者がリスク中立的である限り、

$$E = X \times 0.864 + (X + x) \times 0.062 + (X + 2x) \times 0.006 + (X - y) \times 0.062 \\ + (X + x - y) \times 0.006$$

という式により計算でき、これを整理して

$$E = X + 0.08x - 0.068y$$

という結果を得た（計算の詳細は**本章第 3 節第 4 款第 2 目**参照）。この式が意味するのは、未公表情報の影響度は、実際に投資意思決定者が覚知した未公表情報の影響度 X 、覚知していない株価上昇情報の影響度 $0.08x$ 、および覚知していない株価下落情報の影響度 $0.068y$ の合計である、ということである。そして、現に覚知されていない未公表情報の影響度に出現する係数が 0.08 および 0.068 であることから、現に覚知されていない未公表情報の影響度は、 $x=y$ であるとき、株価上昇情報の方が $0.012x$ 分だけ優勢なのである。

この結果からすれば、株価において株価上昇情報と株価下落情報の影響度が対称性を有するものとしてプラスマイナス 0 で反映されているとき、株価上昇情報 1 個を覚知した状態で設定された購入取引実施に関する知る前契約・計画は、累積状態が取引実施時点まで維持されるならば、期待値としてはなお超過利益を実現し得る。ただし、取引実施前に覚知された株価上昇情報が公表により未公表情報該当性を喪失すると、取引実施時点において投資意思決定者において覚知されている未公表情報が 0 個に戻り、その状態における影響度評価としては株価上昇情報が優勢ではないことも考慮する必要がある。総合すると、知る前契約・計画の設定時点と、当該契約・計画に基づく取引実施時点が時間的に近接している場合に、取引実施時点までの間に設定時点で覚知されていた株価上昇情報が公表されていたとしても、覚知されていない未公表情報の影響度として⁵⁷⁸株価上昇情報の方が優勢であるという状態が維持されている事態があり得るか否かにより、上述した金融庁の解釈の背後にあると推測される考え方の適否が左右される。もっとも、この要素は少なくとも本稿執筆時点では筆者の手に余るので、今後の課題とする⁵⁷⁹。

次に後者について。知る前契約・計画の設定後に新たに覚知された未公表情報がある場合に、それが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかにより、どのような利得状況になるか。この新たに覚知される情報は、その性質からして、株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかはランダムに決まる点を反映する必要がある。

未公表情報を知りながら設定された知る前契約・計画について、何らかの形でその実行を認める場合、設定者にいかなる裁量を与えられるかが重要となる。知る前契約・計画の設定時において設定者により覚知されていた未公表情報（以下、「情報 A」という）の取り扱いに注目して整理すると、以下の 3 つの制度がある。まず、情報 A が公表されているか否かが知る前契約・計画の実行可否に影響しない仕組み（実質的に無規制に等しい）は、内

⁵⁷⁸ 知る前契約・計画の設定後に、その設定者が新たに未公表情報を覚知し得るが、現に覚知された情報は本文の議論では射程外である。

⁵⁷⁹ なお、先述の通り、本稿では投資意思決定者は未公表情報をその発生時点においてのみ覚知し得るとの仮定を置いて「覚知力」を定義したが、本文記載の要素は時間経過に伴う覚知状況と累積状況の変化が重要なので、当該仮定による制約はかなり大きなものとなる。

部者に情報 A の開示有無、知る前契約・計画の設定後に覚知された未公表情報（以下、「情報 B」という）の開示義務、および取引実施・不実施という 3 つの要素について、独立した選択の余地を与える。次に、情報 A の開示がなければ知る前契約・計画の実行が禁じられるという仕組みでは、情報 A の開示の有無を介して実行するか否かを選択する機会を内部者に与え、また、実行する場合にはさらに情報 B について開示するか否かの選択を可能にする⁵⁸⁰。最後に、情報 A についての開示の有無に拘わらず実行する必要があるとすると、いずれにせよ未公表情報を知る内部者に帰属する取引が実行されるが、やはり情報 A と情報 B の両方について、取引が実行される前に未公表情報を開示するか否かを選択できる⁵⁸¹。

以下では、上記 3 つの制度のうちあり得る前 2 つを利得類型に基づき分析する。より具体的には、情報 A が株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるか、また、実施が予定されている取引が購入か売却か、という 2 つの基準により、4 つの類型を措定した上で、それぞれにおける内部者の取引実施・不実施の意思決定と、情報開示時期の相互関係を探る。とどのつまり、未公表情報を覚知している状態で設定された知る前契約・計画は、その設定者に一般投資家に比して有利な状況を作成することを可能にするか否かにより可否が決定されるべきであるから、その判断を行うものである。

最初に、情報 A が株価上昇情報であり、知る前契約・計画により予定されている取引が購入である場合について。情報 A が公表されているか否か（および情報 B が公表されているか否か）に拘わらず知る前契約・計画が実行可能であるとき、その設定者が実現し得るリターンは、①情報 A についての公表有無、②情報 B が株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるか、③情報 B についての公表有無、④取引が実施されるか否か、⑤未公表情報が存する会社の株式（便宜的に、乙社株とする）を市場で購入する場合の価格、⑥乙社株を購入しない場合に代替的に未公表情報が存在しないことが確定している会社（便宜的に、甲社株とする）が購入されるものとし、これを市場で購入する場合の価格、⑦乙社株または甲社株を購入した場合に実現するリターン、⑧実現したリターンから乙社株または甲社株の購入費用を差し引いた正味の投資成果、という 8 つの要素に基づき整理すると、次の通りとなる。なお、ここでの x および y は実際に覚知された情報について、公表された場合の影響度に公表される確率を掛け合わせたものであるから、必ずしも $x=y$ とはならない点に注意が必要である。

⁵⁸⁰ 情報 A を知りながら知る前契約・計画を設定し、その実行前に情報 B を知った場合、情報 A を開示しないことで当該契約・計画の不実施を切り替えることができるため、情報 A と情報 B の両方を開示して取引実施、情報 A を開示して情報 B は不開示のまま取引実施、情報 A を開示せず情報 B は開示して取引不実施、情報 A と情報 B のいずれも開示せず取引不実施、という 4 つの選択肢から自身に有利なものを選択できる。

⁵⁸¹ 情報 A と情報 B の両方を開示して取引実施、情報 A は開示して情報 B は不開示のまま取引実施、情報 A は不開示のまま情報 B は開示して取引実施、情報 A と情報 B の両方を不開示のまま取引実施、というやはり 4 つの選択肢から自身に有利なものを選択できる。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	乙社株価格	甲社株価格	リターン	リターン-購入費用
1	公	上	公	実	M+2x	-	M+2x	ゼロ
2	公	上	公	不	-	M	M	ゼロ
3	公	上	未	実	M+x	-	M+2x	x
4	公	上	未	不	-	M	M	ゼロ
5	公	下	公	実	M+x-y	-	M+x-y	ゼロ
6	公	下	公	不	-	M	M	ゼロ
7	公	下	未	実	M+x	-	M+x-y	-y
8	公	下	未	不	-	M	M	ゼロ
9	未	上	公	実	M+x	-	M+2x	x
10	未	上	公	不	-	M	M	ゼロ
11	未	上	未	実	M	-	M+2x	2x
12	未	上	未	不	-	M	M	ゼロ
13	未	下	公	実	M-y	-	M+x-y	x
14	未	下	公	不	-	M	M	ゼロ
15	未	下	未	実	M	-	M+x-y	x-y
16	未	下	未	不	-	M	M	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-15 情報Aが上昇、購入の知る前契約・計画、無規制 (出典：筆者作成)

最初に若干の解説を付しておこう。たとえば番号 1 について、株価上昇情報たる情報 A のみが開示されれば、元々の株価が M であったものは、M+x に上昇する。これに加え株価上昇情報たる情報 B も併せて開示されれば、さらに M+2x に上昇する（これが「乙社株価格」の欄に記載されている）。市場価格で購入した場合に実現されるのは、乙社株の真の価値であるから M+2x であり（これは「リターン」の欄に記載される）、乙社株の保有により実現したリターンから乙社株を取得するための費用を除すことで求められる正味投資成果は、ゼロとなる⁵⁸²。これに対し、情報 A と情報 B の両方が公表されないまま取引が実施される番号 11 では、情報を反映していない株価 M で購入できる一方、実現リターンは M+2x であるから、差引 2x の利益を得ることができる。

また、各種意思決定を行う者は、情報 B の種別はコントロールできないものとする、①情報 A および情報 B の公表有無を所与として、取引実施・不実施を番号 n と n+1 の二択で選択する（ただし、n は奇数）、②情報 A の公表有無と取引実施・不実施を所与として、情報 B の公表有無を番号 n と n+2 の二択で選択する（ただし、番号 4 と 5 の間、8 と 9 の間、および 12 と 13 の間に境界線がある）⁵⁸³、③情報 B の公表有無と取引実施・不実施を

⁵⁸² 時間価値等の要素については、利得類型において説明した本稿の設定をここでも適用している。

⁵⁸³ まず、情報 A の公表有無が所与であるから、情報 A が公表されている、という同一条件を満たす番号 1～8 と、情報 A が公表されていない、という同一条件を満たす 9～16 の間には境界線があり、n と n+2 の比較は当該線を超えることはない。また、情報 B の種別

所与として、情報 A の公表有無を番号 n と $n+8$ の二択で選択する、という 3 種類の選択の余地があり（なお、いずれにおいても $1 \leq n \leq 8$ である）、これを基礎として、公表権限のない者は①のみにより、権限のある者は①・②・③のすべてにより、最終的に実現する 1 つの番号を選択することになる⁵⁸⁴。

以上の枠組みにおいて、表より、知る前契約・計画の設定者は、①取引実施・不実施を決する n と $n+1$ の間の二択において、番号 3・4、9・10、11・12 では取引実施 (n) を、7・8、13・14 では取引不実施 ($n+1$) を、15・16 では $x > y$ ならば取引実施を ($x < y$ なら取引不実施) を選択することで、②情報 B の公表有無に関する n と $n+2$ の間の二択において、5・7 と 13・15 では公表実施 (n) を、1・3、9・11 で情報 B の公表不実施 ($n+2$) を選択することで⁵⁸⁵、また、③情報 A の公表有無に関する n と $n+8$ の間の二択においては、1・9、3・11、5・13、7・15 では公表不実施 ($n+8$) を選択することで、自身に有利な結果を実現できる⁵⁸⁶。以上より、③からして、情報 A は公表されないまま取引が実施される可能性が高い。

これに対し、現下の金融庁の解釈のように、情報 A が未公表であれば知る前契約・計画の実行は禁じられ、かつ、情報 A が公表済みである場合において実行するか否か自由に決定できるという制度の下では、設定者が実現し得る状態は、次の通りである。

が同一であるという条件下における意思決定であるから、その種別が切り替わる 4 と 5 および 12 と 13 の間においても境界線が存在する。

よって、行為者が意思決定を為し得るのは、情報 A が公表されていることを所与とした 1・3、2・4、5・7、6・8、9・11、10・12、13・15、14・16 の選択という、8 個の二択となる。

⁵⁸⁴ 公表権限のない者は、情報 A および情報 B の公表有無、および情報 B の種別に基づき残存する唯一の n と $n+1$ のペアにおいて、二者択一でいずれかを選択することになる。これに対し、公表権限のある者は、自分で情報 A の公表有無と情報 B の公表有無、および自身の取引実施・不実施を選択できるので、その 3 つの要素について順に選択を行い、最後に残った要素において、①、②、③のいずれかの二択を行うことになる。

⁵⁸⁵ 番号 13 で実現されるリターンは x であり、番号 15 において実現されるリターンよりも大きいため（第 1 章の定義の通り $y > 0$ である）、この二択では 13 が選択されるべきことになる。

⁵⁸⁶ 番号 7 で実現されるリターンは $-y$ であり、番号 15 において実現されるリターンよりも小さいため（第 1 章の定義の通り $x > 0$ である）、この二択では 15 が選択されるべきことになる。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	乙社株価格	甲社株価格	リターン	リターン-購入費用
1	公	上	公	実	$M+2x$	-	$M+2x$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	M	M	ゼロ
3	公	上	未	実	$M+x$	-	$M+2x$	x
4	公	上	未	不	-	M	M	ゼロ
5	公	下	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	M	M	ゼロ
7	公	下	未	実	$M+x$	-	$M+x-y$	-y
8	公	下	未	不	-	M	M	ゼロ
10	未	上	公	不	-	M	M	ゼロ
12	未	上	未	不	-	M	M	ゼロ
14	未	下	公	不	-	M	M	ゼロ
16	未	下	未	不	-	M	M	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-16 情報Aが上昇、購入の知る前契約・計画、情報A未公表で取引禁止（出典：筆者作成）

ここでは、番号3・4の間の選択と、番号7・8の間の選択において、覚知している未公表情報に基づき自身に有利な方を選択できるという優位性があるように見える。しかしこれは、情報Bとの関係ではパターン9～16に該当する行為類型であるから、知る前契約・計画の設定後に未公表情報を知った場合において、当該契約・計画を実行するか否かを自由に選択できるという金融庁の解釈論においてはその種の選択が可能であるが、そうではない制度、たとえばパターン9～16に対して保有不実施基準が採用されていれば封じられるものである。したがって、情報Bが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかが半々の確率であり、また、その影響度が同じ分布に従い対称性を有する限り、未公表情報を知りながら知る前契約・計画を実行できることにより新たに生じる優位性は、無いように見える（当然ながら、上記の金融庁の解釈により生じている優位性は不当なものであるから、そちらは是正される必要がある）。

しかし、情報Aの公表権限を握る者であれば、公表して番号7にするか、公表せずに番号16にするか選択する余地が生じる。したがって、パターン9～16について保有不実施基準を採用し、知る前契約・計画の設定後における未公表情報の覚知有無に拘わらず取引実施を強制する枠組みにおいて、情報Aが未公表であれば取引実施が禁じられるという制度は、パターン9～16に対する規律を崩壊させる抜け穴になってしまう。

次に、情報 A が株価下落情報である場合において設定された、購入に関する知る前契約・計画について。情報 A が株価上昇情報の場合と同様にして行為者が実現し得る利得は、内部者取引規制が及ばない場合は次のようになる。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	乙社株価	甲社株価	リターン	リターン-購入価格
1	公	上	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	M	M	ゼロ
3	公	上	未	実	$M-y$	-	$M+x-y$	x
4	公	上	未	不	-	M	M	ゼロ
5	公	下	公	実	$M-2y$	-	$M-2y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	M	M	ゼロ
7	公	下	未	実	$M-y$	-	$M-2y$	-y
8	公	下	未	不	-	M	M	ゼロ
9	未	上	公	実	$M+x$	-	M	-y
10	未	上	公	不	-	M	M	ゼロ
11	未	上	未	実	M	-	$M+x-y$	$x-y$
12	未	上	未	不	-	M	M	ゼロ
13	未	下	公	実	$M-y$	-	$M-2y$	-y
14	未	下	公	不	-	M	M	ゼロ
15	未	下	未	実	M	-	$M-2y$	-2y
16	未	下	未	不	-	M	M	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-17 情報Aが下落、購入の知る前契約・計画、無規制 (出典：筆者作成)

この表について、購入に関する知る前契約・計画が設定されている場合と同様に考えると、知る前契約・計画の設定者は、①取引実施・不実施を決する n と $n+1$ の間の二択において、番号 3・4 では取引実施 (n) を、7・8、9・10、13・14、15・16 では取引不実施 ($n+1$) を、11・12 では $x>y$ ならば取引実施を ($x<y$ なら取引不実施を) 選択することで、②情報 B の公表有無に関する n と $n+2$ の間の二択において、5・7 と 13・15 では公表実施 (n) を⁵⁸⁷、1・3、9・11 で情報 B の公表不実施 ($n+2$) を選択することで、また、③情報 A の公表有無に関する n と $n+8$ の間の二択において、1・9、3・11、5・13、7・15 では公表実施 (n) を選択することで⁵⁸⁸ (公表不実施が選択されるべき場合は存在しない)、自身に有利な結果を実現できる。

これに対し、情報 A が未公表であれば取引実施が禁じられる場合は、あり得る帰結は次のようになる。

⁵⁸⁷ 13・15 の選択は、いずれにせよ損失が発生するが、より損失が小さい方を選択する行為となる。

⁵⁸⁸ 7・15 の選択は、いずれにせよ損失が発生するが、より損失が小さい方を選択する行為となる。注 (587) の内容と併せると、15・16 の選択で 16 を選ぶことによるのみ、損失発生を免れられることになる。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	乙社株価格	甲社株価格	リターン	リターン-購入価格
1	公	上	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	M	M	ゼロ
3	公	上	未	実	$M-y$	-	$M+x-y$	x
4	公	上	未	不	-	M	M	ゼロ
5	公	下	公	実	$M-2y$	-	$M-2y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	M	M	ゼロ
7	公	下	未	実	$M-y$	-	$M-2y$	-y
8	公	下	未	不	-	M	M	ゼロ
10	未	上	公	不	-	M	M	ゼロ
12	未	上	未	不	-	M	M	ゼロ
14	未	下	公	不	-	M	M	ゼロ
16	未	下	未	不	-	M	M	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-18 情報Aが下落、購入の知る前契約・計画、情報A未公表で取引禁止 (出典：筆者作成)

表より、情報Aが株価上昇の場合と同様に、知る前契約・計画の設定後に未公表情報を覚知した場合に、当該契約・計画を実行するか否かに関する裁量があれば、そのことに起因する優位性はあるが、情報Bが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかが半々の確率である限り、未公表情報を覚知しながら知る前契約・計画を設定すること自体に起因する優位性はないように見える。ただし、情報Aの公表権限を握る者であれば、優位性をなお保ち得ることは情報Aが株価上昇情報の場合の購入に関する知る前契約・計画の場合と同様である。

続いて、情報Aが株価上昇情報である場合において設定された、(現物)売却に関する知る前契約・計画について。予定されている取引が売却であることから、購入の場合とは異なる考慮要素がある。すなわち、購入の場合は乙社株購入の代わりとなる選択肢は甲社株の購入だったが、現物売却の場合はその代替となるのは継続保有である。したがって、売却した場合に実現するリターンまたは継続保有した場合に実現するリターンと、乙社株の真の価値を比較することにより、現物売却と継続保有のいずれの方が行為者の利益が大きくなるのか、という見地から、選択肢の優劣を考えることとする。これを踏まえてあり得る帰結を一覧にしたものが、次の表である。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	売却リターン	保有リターン	真の価値	リターン-株式価値
1	公	上	公	実	$M+2x$	-	$M+2x$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
3	公	上	未	実	$M+x$	-	$M+2x$	-x
4	公	上	未	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
5	公	下	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
7	公	下	未	実	$M+x$	-	$M+x-y$	y
8	公	下	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
9	未	上	公	実	$M+2x$	-	$M+2x$	ゼロ
10	未	上	公	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
11	未	上	未	実	$M+x$	-	$M+2x$	-x
12	未	上	未	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
13	未	下	公	実	$M-y$	-	$M+x-y$	-x
14	未	下	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
15	未	下	未	実	M	-	$M+x-y$	x-y
16	未	下	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-19 情報Aが上昇、売却の知る前契約・計画、無規制 (出典：筆者作成)

行為者は、購入の知る前契約・計画の場合と同様に、①取引実施・不実施に関する n と $n+1$ の二択、②情報 B の公表実施・不実施に関する n と $n+2$ の二択、および③情報 A の公表実施・不実施に関する n と $n+8$ の二択、という 3 種類の選択が可能である (各種制約についても購入の場合と同様)。①について、7・8において取引実施 (n) を、3・4、9・10、11・12、13・14 では取引不実施 ($n+1$) を、15・16 では実際に覚知した情報 A の x と情報 B の y の大小関係において $x > y$ であれば取引実施 ($x < y$ であれば取引不実施) を選択することで自身に有利な結果を実現できる。②について、1・3、9・11 では情報 B を公表する (n) ことで、5・7、13・15 では情報 B を未公表のままとしておく ($n+2$) ことで、自身に有利な結果を実現できる。番号 7 が実現すれば超過利益を得る可能性がある一方、それ以外では超過利益は出ないが超過損失も出ないので、全体としては、知る前契約・計画を設定した者は一般投資家に比して有利である。

これに対し、情報 A が未公表であれば取引実施が禁じられるという解釈論の下では、あり得る帰結は次の通りである。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	売却リターン	保有リターン	真の価値	リターン-株式価値
1	公	上	公	実	$M+2x$	-	$M+2x$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
3	公	上	未	実	$M+x$	-	$M+2x$	$-x$
4	公	上	未	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
5	公	下	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
7	公	下	未	実	$M+x$	-	$M+x-y$	y
8	公	下	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
10	未	上	公	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
12	未	上	未	不	-	$M+2x$	$M+2x$	ゼロ
14	未	下	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
16	未	下	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ

【表記】 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-20 情報Aが上昇、売却の知る前契約・計画、情報A未公表で取引禁止（出典：筆者作成）

購入に関する知る前契約・計画の場合と同様に、知る前契約・計画を実行するか否かに関する裁量があることに起因する優位性はあるが、情報Bが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかが半々の確率である限り、未公表情報を覚知しながら知る前契約・計画を設定すること自体に起因する優位性はないように見える。しかし、やはり情報Aの公表権限を握る者であれば、公表して番号3にするか公表せずに番号12にするか選択が可能であるから、優位性が存在する。

最後に、情報Aが株価下落情報である場合において設定された知る前契約・計画について。あり得る帰結を一覧にすると、次のようになる。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	売却リターン	保有リターン	真の価値	リターン-株式価値
1	公	上	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
3	公	上	未	実	$M-y$	-	$M+x-y$	$-x$
4	公	上	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
5	公	下	公	実	$M-2y$	-	$M-2y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ
7	公	下	未	実	$M-y$	-	$M-2y$	y
8	公	下	未	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ
9	未	上	公	実	$M+x$	-	$M+x-y$	y
10	未	上	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
11	未	上	未	実	M	-	$M+x-y$	$y-x$
12	未	上	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
13	未	下	公	実	$M-y$	-	$M-2y$	y
14	未	下	公	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ
15	未	下	未	実	M	-	$M-2y$	$2y$
16	未	下	未	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-21 情報Aが下落、売却の知る前契約・計画、無規制 (出典：筆者作成)

①取引実施・不実施に関する n と $n+1$ の二択について、7・8、9・10、13・15では取引実施 (n) を、3・4では取引不実施 ($n+1$) を、11・12では情報Aについての x が情報Bについての y よりも小さい場合には取引実施 ($x > y$ であれば取引不実施) を選択することで、②情報Bの公表実施・不実施に関する n と $n+2$ の二択については、9・11では公表実施 (n) を、1・3、5・7、15・16では公表不実施 ($n+2$) を選択することで、③情報Aの公表実施・不実施に関する n と $n+8$ の二択については、1・9、3・11、5・13、7・15のいずれにおいても公表不実施 ($n+8$) を選択することで、自身に有利な結果を実現できる。この③の性質より、情報Aは公表されないまま取引が実施される可能性が高い。

情報Aが未公表であれば取引が禁止される場合には、あり得る帰結は次の通りとなる。

番号	A公表	B種別	B公表	取引	売却リターン	保有リターン	真の価値	リターン-株式価値
1	公	上	公	実	$M+x-y$	-	$M+x-y$	ゼロ
2	公	上	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
3	公	上	未	実	$M-y$	-	$M+x-y$	$-x$
4	公	上	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
5	公	下	公	実	$M-2y$	-	$M-2y$	ゼロ
6	公	下	公	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ
7	公	下	未	実	$M-y$	-	$M-2y$	y
8	公	下	未	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ
10	未	上	公	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
12	未	上	未	不	-	$M+x-y$	$M+x-y$	ゼロ
14	未	下	公	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ
16	未	下	未	不	-	$M-2y$	$M-2y$	ゼロ

[表記] 公：公表 未：未公表 上：株価上昇情報 下：株価下落情報 実：実施 不：不実施

表2-22 情報Aが下落、売却の知る前契約・計画、情報A未公表で取引禁止（出典：筆者作成）

結論としては、これまでの3つと同じく、知る前契約・計画の設定後に未公表情報を覚知した場合に取引を実行するか否か裁量がある場合は優位性があるが、そうでなければ、情報Bが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかが半々の確率である限り、未公表情報を覚知しながら知る前契約・計画が設定されることに固有の優位性はない。しかし、上述した3つの場合と同様に、情報Aの公表権限を握る者であれば、公表有無により番号3と番号12のいずれを実現するか選択できるので、優位性が残存する。

以上、4つの場面ごとに検討した結果としては、①番号3が実現して損害を被る可能性を排除しつつ番号7が実現して利益を得る可能性のみを残すという戦略が封じられる制度、つまり知る前契約・計画が保有不実施基準に服する制度の下では、②情報Aについて公表権限を有しない者については、③情報Bが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるかが半々の確率である（そして株価上昇情報と株価下落情報の影響度が等しい）限り、あるいは半々であると認識されている限り、未公表情報を覚知しながら知る前契約・計画を設定することは、必ずしも禁じられる必要はないようにも見える。

しかし、現在の金融庁の解釈では①が満たされていない。また、公表権限の有無、究極的には公表有無に対する影響力という要素を明確に抽出できるか否か定かでない。形式的な権限としては、規制の名宛人のうち、現職の取締役のみがこれに該当するといえるが、現職の取締役に対して影響力を有する者であれば、ある程度は情報Aの公表有無に介入できると考えられるので、②を満たすか否か、判断が難しいと予想される。また、③につい

ては、満たされることもあれば満たされないこともあり、さらに、主観確率を容認する場合には現に未公表情報を知っていること自体が③の要素を欠落させる要因ともなり得る。

よって、本稿の結論としては、未公表情報を知りながら知る前契約・計画を設定することは、禁じられるべきであると解する。

第6款 未公表情報の累積上限がない場合への拡張

本節ではここまで、基本的には未公表情報の累積上限を1個と仮定して、また、株価において未公表情報の影響度が中立的なものとしてプラスマイナス0で反映されていることを前提として、投資意思決定者における取引実施・不実施の決定における未公表情報の影響について検討を進めてきた。

本款ではまず、これらの仮定を緩和し、未公表情報の累積上限がなく、株価における事前の反映状況として株価上昇情報と株価下落情報のいずれかが優勢であるものとして扱われている場面に拡張する。累積上限を撤廃するだけの処理としては、各行動パターンにおいて実現される期待リターンを、自身の覚知状況を踏まえて未公表情報の影響度評価を行い算出された影響度の期待値に置き換えれば足りると考えられる。他方、株価が事前に織り込んでいる未公表情報の影響度が非対称である場合、株価上昇情報と株価下落情報のいずれを、どれだけ優勢として扱っているか析出し、期待リターンと合計する必要がある。

次に、**前節末尾**で先送り課題として5つ目の非対称性（未公表情報を覚知していない場合は取引実施が許容される）の適否を検討する。**前節**で提示した通り、累積上限がない場合における未公表情報の影響度評価は、①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。そして、この枠組みの下では以下の要素が存在する。(1) 1つの会社に未公表情報が同時に2個以上累積する状況下で、投資意思決定に際して考慮されるべきは、「未公表情報を知っている」という事実ではなく、自分の覚知力との兼ね合いにより「未公表情報を何個覚知しているか」という事実であり、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、未公表情報の累積個数別の実現確率を事後確率へ修正することが可能である⁵⁸⁹。(2) 一般論としては、自身の覚知状況という事実に基づ

⁵⁸⁹ この要素は、未公表情報の累積上限が1個であり、かつ株価において未公表情報の影響度がプラスマイナス0として反映されているという仮定が置かれている場合とは、若干相違する。当該仮定の下で、覚知力が1ではない投資意思決定者が未公表情報を1個覚知した場合、それは未公表情報の影響度を完全な正確性をもって実施できるということを意味する一方、未公表情報を1個も覚知していないという事実は、事後確率への修正は可能とするものの、事後確率の下における未公表情報の影響度は依然としてプラスマイナス0であるから、ボラティリティに関する評価値の精度に違いは出るが、株価における反映状況と一致するので市場における株式売買によって超過利益を得ることはできない。

く未公表情報の累積状況に関する事後確率への修正精度は、覚知力が高い者の方が高い。

(3) 投資意思決定者が実際に未公表情報を覚知した場合、(ア) 事前確率としての累積個数別の実現確率、(イ) 期待値ベースの影響度、(ウ) 当該事前確率と期待値ベースの影響度に基づく影響度に関する株価の反映状況、および(エ) 実際に覚知された未公表情報の影響度という4つの要素次第では、株価上昇情報を覚知した場合に株式を売却し、株価下落情報を覚知した場合に株式を購入することが合理的となる場合があり得る。(4) 情報伝達・取引推奨においては、伝達・推奨される内容が自分よりも覚知力が低い者における覚知状況に関する情報(に基づく投資判断)であっても、また、当該者が未公表情報をまったく覚知していないという情報であっても、当該者の覚知力が0ではない限り、伝達・推奨を受けた者における事後確率への修正を実施が可能となる。

より根本的には、(1)・(2)・(4)からすると、覚知力が高い者は未公表情報を覚知していない状態においても覚知力が低い者に比して有利な投資判断を下し得る、という点が重要となる。内部者による取引実施・不実施の意思決定について対処するのみでは、未公表情報に関連して一定の地位にある者が一般投資家に比して有利な投資判断を下すことを防ぐことはできないのである。覚知力が高い者の優位性を完全に封じることが目指すならば、そのような者による取引実施を全面的に禁じるほかない。もっとも、インセンティブ報酬としての自社株付与に関連する取引など、経営者に自社株の売買を許容する方が社会全体にとってプラスになると考えられることから、全面的な取引禁止は政策的に採り難い。よって、現在の内部者取引規制の名宛人に一定程度の実効性を持つ規制を及ぼす態様は、「未公表情報を覚知している場合は取引実施を禁じるが、覚知していない場合は取引実施を許容する」か、または「未公表情報を覚知していない場合は取引実施を禁じるが、覚知している場合は取引実施を許容する」という二択とせざるを得ないと思われる。そして、各国の内部者取引規制では前者が採用されている⁵⁹⁰。

その理由および妥当性が問われる必要があるところ、仮に、株価が未公表情報の影響度をプラスマイナス0として反映していることが多く、かつ未公表情報の累積個数別の実現確率および影響度が対称性を有しているのであれば、現行規制のように「未公表情報を覚知している場合は取引実施を禁じるが、覚知していない場合は取引実施を許容する」枠組みの方が、優位性を封じられる場面が多いと考えられる。すなわち、上記の仮定の下では、自身が未公表情報を覚知していないという事実の情報価値に基づく事後確率への修正は、累積個数が0個である確率を上昇させる一方で、他の累積個数が実現している確率を低下させるのみであり、オプションの取引においてボラティリティの評価に関して正確性を高

⁵⁹⁰ アメリカでは、Chiarella 判決が、未公表情報を覚知していないのであれば、未公表情報を知り得る立場にあることのみによって制裁されることはない旨を明示的に述べる。Chiarella, 445 U.S. 222, 232-33 n.14 (1980).

本節の内容を踏まえなければ、当たり前のことを述べているに過ぎないようにも見えるが、本文記載の要素を踏まえれば、内部者取引規制の最も根本的な部分で、2つの選択肢のいずれを採用するか宣言しているものと読む余地もある。

めるものの、それ以外に、何らかの取引実施・不実施が望ましいことは示さない（そして、未公表情報を覚知しており何らかの取引実施・不実施が望ましいと判断できる場合は取引実施が禁じられる）。これに対し、「未公表情報を覚知していない場合は取引実施を禁じるが、覚知している場合は取引実施を許容する」という枠組みでは、未公表情報を覚知しておらずボラティリティの評価が相違する点においてのみ優位な状況では取引実施が禁じられる一方、未公表情報を覚知して何らかの取引実施・不実施が望ましいと判断できる状況では取引実施が許容される。

他方、上記の仮定が成立せず、特に未公表情報の影響度が非対称なものとして株価に反映されているのであれば、「未公表情報を覚知していない場合は取引実施を禁じるが、覚知している場合は取引実施を許容する」枠組みでは、自身が未公表情報を覚知していないという事実が何らかの取引実施・不実施が望ましいという判断を可能とする。一方で、「未公表情報を覚知している場合は取引実施を禁じるが、覚知していない場合は取引実施を許容する」の下では、自分が未公表情報を覚知していないという事実から、事後確率への修正により累積個数の期待値が下方修正されることになり、確率的には影響度の非対称性が緩和される結果、ほぼ常に、実施が望ましい取引が発生するとも考えられる。

よって、上記の二択のいずれが望ましいかは、必ずしも判然としない。株価が反映している未公表情報の影響度が対称的である場合と非対称である場合のいずれが多いか、という点にも左右されそうであるが、実証研究は困難である。

ことによれば、規制設計者の主観確率として、影響度が対称的である状況の方が実現しやすい、あるいは未公表情報の累積上限は実際のところ 1 個であることがほとんどである、といった信念が形成されていないのかもしれない。いずれにせよ、本稿の執筆時点においては、5 つ目の非対称性（未公表情報を知ら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）は前者を採用したものであり、その存在がやむを得ない、ということ以上の結論を出すことはできないと思われる。

第 5 節 情報の伝播と投資意思決定

第 1 款 はじめに

本節では、内部者取引規制の名宛人における未公表情報の覚知有無に関する状況、および内部者または内部者足り得る者が行った投資判断の内容が、他人に伝わることで生じる影響に着目し、これに対処するための情報伝達および取引推奨に対する規制の在り方について考察する。情報伝達および取引推奨がもたらす影響は、本章でここまで取り上げてきた内容から既にある程度は明らかになっているので、最初にこれを整理しておく。

第 1 に、情報伝達・取引推奨それ自体について。まず、**本章第 3 節**で確認した通り、覚知力が 0 ではない投資意思決定者による未公表情報の影響度評価に際しては、自身が未公表情報を覚知したという事実のもとより、自身が未公表情報を覚知していないという事実も、未公表情報が存在している個別別の実現確率を事後確率に修正するための重要な要素

である。そしてこのような事後確率への修正は、自身の覚知状況のみならず、他者の覚知状況または他者が当該者の覚知状況に基づき形成した投資判断を把握した場合においても可能であり、情報伝達・取引推奨はまさにこれに該当する。次に、**本章第 4 節**で確認した通り、内部者取引規制の名宛人となっている者の一般投資家に対する優位性は、未公表情報の覚知力が相対的に高いことで事後確率への修正精度が高い点、「自身の未公表情報の覚知状況に基づき取引を実施するか否か決定できる」点、および未公表情報の開示権限を握っている者については取引実施・不実施の時期と公表時期の調整が可能である点から発生する⁵⁹¹。一般論としては、情報伝達・取引推奨規制の目的は、このような優位性の獲得を防ぐ点にあると考えられる。もっとも、**第 1 章**で確認した通り、EU の規制では取引実施の推奨と取引不実施の推奨が両方とも明示的に禁じられているのに対し、日本の現行規制における法文上の禁止行為は、内部者が実際に覚知した未公表情報の伝達、および取引実施の推奨のみであることから、上述した 6 つ目（取引実施の推奨は明文で禁じられているが、取引不実施の推奨に関する規定はない）、7 つ目（未公表情報を覚知していない者による推奨行為は制裁しない）、および 8 つ目（未公表情報を覚知していない者による覚知していないという事実の伝達は制裁しない）の非対称性が存在することになる。

第 2 に、情報の片面的遮断について。これまた**本章第 3 節**で確認した通り、情報の片面的遮断は、未公表情報を覚知していないという事実の片面的な伝達をその本質とする。よって、8 つ目の非対称性が部分的に実現している状態として性質付けることが可能である。

上記の要素を踏まえながら、情報伝達・取引推奨に対する規制の望ましい形を探ることが、本節の中核となる。まず第 2 款では、情報伝達および取引推奨に関する論点をいくつか取り上げ、ある者における未公表情報の覚知状況に関する情報が他者に伝わる場合の効果、および規制の在り方について若干の考察を加える。第 3 款では、3 つ目（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されない）が存在する状況で、内部者取引規制の名宛人である者が取引を実施したという事実が外部から観察された場合に、観察した者における未公表情報の影響度評価がどのようなものとなるか探り、3 つ目の非対称性が情報の片面的遮断を生み出す原因となり得ることを示す。第 4 款では、企業買収の場面において、3 つ目の非対称性により情報の片面的遮断が発生することで、株式買取請求権が受ける影響を探る。

⁵⁹¹ 総合すると、覚知力が 0 ではない他者から当該者における覚知状況の伝達を受けた者は、伝達された覚知状況に基づき未公表情報の累積個数別の実現確率を事後確率へ修正でき、また、取引推奨を受けた者は、取引推奨者における未公表情報の影響度評価の結果と株価における未公表情報の反映具合との兼ね合いに基づく投資判断（購入または売却の実施または不実施のいずれが望ましいか）に基づき事後確率へ修正できる。情報伝達・取引推奨を受けていない者は上記の意味における事後確率への修正ができないので、それらを受けた者は未公表情報を踏まえた投資意思決定において、相対的な優位性を獲得することになる。

第2款 情報伝達・取引推奨と取引実施・不実施の判断に関する法的処理

第1目 はじめに

本款では、情報伝達および取引推奨に関する規制に関する論点をいくつか取り上げ、ある者における未公表情報の覚知状況に関する情報が他者に伝わる場合の効果、および規制の在り方について若干の考察を加える。

まず次目では、取引実施の推奨が取引不実施の推奨といかなる関係にあるか検討し、後者に関する明文の禁止規定がない日本の現行規制における位置付けを探る。続いて第3目では、事後確率を用いた「技巧」により未公表情報の覚知状況について他者に伝達された場合に実現され得る投資成果と、それに対する規制について取り上げる。最後に第4目では、未公表情報との兼ね合いで不利な取引を実施しようとしている未公表情報を覚知していない者に対して、未公表情報を覚知している者が取引を止めさせるべく介入する義務が生じるか否か、表現を変えれば取引不実施の推奨を行うことが義務付けられる場合があるか否か、という他の法分野における論点を取り上げ、取引推奨規制との関係を探る。

第2目 取引実施の推奨と取引不実施の推奨

本目では、取引実施の推奨と取引不実施の推奨がいかなる関係にあるか検討する。

前節では結論として、内部者足り得る者の一般投資家に比した優位性は、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し得る、という諸点を源泉とすることを示した。

このうち③は、未公表情報の影響度評価に基づく投資判断が、取引実施と取引不実施のいずれか有利な方の選択に帰結するということを示している。このことのみでも、取引実施の推奨が規制対象になるべきであるならば取引不実施の推奨も同様に規制対象とするべきことが導かれるといえる。内部者自身による取引実施・不実施に関しては、利得類型 A・C・F と、利得類型 B・D・E の片方のみを禁じ、他方を許容すべきことは先述の通りであるが、取引実施の推奨・取引不実施の推奨に起因する利得は、すべて禁じられる必要がある⁵⁹²。この見地からは、推奨を受けた者に対する規制としては、採り得る選択肢に絞りをかけることで、実現可能なリターンを一般投資家の投資判断で実現される期待リターンに等しくする、という基本方針を採るべきである。その仕組みとしては、推奨行為の全面的な禁止が簡明かつ有効である。

では、6つ目の非対称性（取引不実施の推奨については規定がない）を有する現在の日本

⁵⁹² 伝達・推奨を受けていない状態で期待値ベースで釣り合っているのに、伝達・推奨を受けた場合に片方が許容されると、期待値ベースでは、伝達・推奨を受けていない者よりも期待リターンが大きくなる。

法において、この点の取り扱いはどうなるか。私見では、取引実施の推奨と取引不実施の推奨は表裏一体であり、取引実施の推奨は同時に取引不実施の推奨でもあると解する。たとえば、ある会社の株式についての「買った方がよい」という助言は「売らない方がよい⁵⁹³」という進言も含意しており、また、「売った方がよい」は「買わない方がよい」ことも示しているというべきである。同時に、「買わない方がよい」ならば「売った方がよい」のであり、また、「売らない方がよい」ならば「買った方がよい」といえる⁵⁹⁴。金融庁は、明示的に取引実施の推奨をせずとも実質的に推奨になっていれば制裁されるとする解釈を提示しており⁵⁹⁵、その枠組みでは、上記のような結論を採り得ると考えられ、また、採るべきである。そうでなければ、現在の取引推奨規制は、言葉の上では取引不実施の推奨とすることで容易に潜脱できてしまう。

したがって、日本の現行規制においても、解釈論として、「買わない方がよい」という推奨を受けた者が売却した場合、および「売らない方がよい」という推奨を受けた者が購入した場合には、取引推奨規制により制裁されると解する。もっとも、取引不実施の推奨により不実施に結実した場合については、法 157 条の適用が困難である限り現行規制では制裁されない可能性が高いと考えられ、日本の現行制度には欠陥がある。また、禁止行為があった場合の制裁については、推奨を受けた者が取引を実施した場合しか課徴金が課されない（金商 197 条の 2 第 14 号）点においても不備がある。「買った方がよい」と取引実施の推奨を受けた者が、購入はもとより売却（現物売りと空売り）も行わなかった場合には、「売らない方がよい」という取引不実施の推奨が投資意思決定に結実したものとみて、やはり推奨者を制裁する必要がある⁵⁹⁶。なお、この理は、同様に取引実施に結実した場合にのみ課される情報伝達に関する課徴金（同 15 号）についても同様に当てはまる。

これに対し、EU の規制では、取引実施の推奨と取引不実施の推奨の両方が明文で禁じられているが⁵⁹⁷、その場合、上記の解釈からすれば取引実施の推奨を行うと、それは取引不実施の推奨でもあるから、1 つの行為で 2 つの禁止規定に触れることになる。たとえば、「売らない方がよい」という推奨を受けた者が、購入を実施するとともに売却を実施しなかった場合、取引実施の推奨についての実質的解釈において構成要件が満たされると同時に、取引不実施の推奨についても外観上は構成要件に該当することになる。この場合の処

⁵⁹³ 現物売りと空売りの別を問わない。以下、本段落において同じ。

⁵⁹⁴ 溝渕将章「金融機関における利益相反と情報隔壁（チャイニーズウォール）の私法的効果（2）—秘密保持義務（守秘義務）と情報提供の衝突を中心に—」愛知大学法学部法経論集 223 号 33-76 頁（2020）70 頁では、この旨を主張するドイツの学説が紹介されている。

⁵⁹⁵ 金融庁・前掲注（458）3 頁。

⁵⁹⁶ もっとも、どのような形で制裁するかは 1 つの問題である。推奨を受けた側の置かれた状況がパターン 1~8 に属する場合、具体的な取引内容が定まっていないので、被推奨側の利得を基準とした課徴金の算定はできない。

⁵⁹⁷ これは、EU の規制が前段落のような考え方に基づくものではないことを示唆するが、重要ではない。

理については、①両者が法条競合のうち択一関係にあるとみて、推奨の文言が取引実施の推奨か取引不実施の推奨かにより適用する規定を決定する、②附随犯たる包括一罪として取り扱う、③観念的競合として扱う、といったものが考えられるが、①によるべきであると解する。このとき、上記の例では、「売らない方がよい」に直接対応する売却不実施を重視して、取引不実施の推奨として罪名に触れるものとして扱うべきことになる。

第3目 複数の投資先候補の提示とモンティ・ホール問題

本稿ではここまで、利得類型という検討の視座から、内部者の投資判断における取引実施時の期待リターンと、一般投資家の投資判断における取引実施時の期待リターンが等しくなるようにすることを、内部者取引規制の基本的目標として設定してきた。

もっとも、期待リターンを揃えるという点にのみ着目した場合、推奨の仕方に工夫を凝らせば、許容される形が存在し得るという考え方も出てくるかもしれない。たとえば、仮にA社、B社およびC社という3つの会社が存在し、A社については株価上昇情報が1個覚知され（期待リターンは乙社の設定における $M+x$ と等しいとする）、同時に、B社とC社について株価下落情報が1個覚知されており（A社と同様にして、期待リターンはいずれも $M-y$ とする）、かつ、未公表情報の影響規模が等しく $x=y$ であるとする。また、未公表情報の累積上限は1個として、株価が未公表情報の影響度をプラスマイナス0として反映している状況にあるとする。

この設定の下で、株式投資として何らかの株式会社の株式を購入しようとしている者に対して、推奨を行う者が購入する対象としてA社とB社、またはA社とC社をパッケージとして2択で提示すれば、その2択から選択し、あるいは両方とも株式を購入した場合の期待リターンは $2M$ になる⁵⁹⁸。つまり、被推奨者に提示される2択で、いずれか片方を選んだ場合、または両方とも選んだ場合における期待リターンが、何も情報を持たない一般投資家の期待リターンと等しくなる。しかし、上記のような2択であっても、条件次第では期待リターンが M になるとは限らない点が重要である。たとえば、事後確率の問題として著名な「モンティ・ホール問題」を応用すると、上記のA社・B社・C社の設定において、被推奨者の期待リターンが M を上回る2択を創出できる。

まず、「モンティ・ホール問題」というのは、モンティ・ホール (Monty Hall) という人物が司会を務めていたアメリカのテレビ番組⁵⁹⁹で行われていたゲームの1つについて、その設定を一部変更することで出現する確率論の問題である。確率論の問題としては同じ構造のものが従前から存在しており⁶⁰⁰、また、当該番組のルールおよび進行方法とは異なっ

⁵⁹⁸ パッケージ化された2社とも買うと、 $2M$ になる。これは一般投資家の投資判断であっても同様である。

⁵⁹⁹ 番組名は、“Let’s make a deal”である。

⁶⁰⁰ いわゆる「3囚人問題」である。ジェイソン・ローゼンハウス (松浦俊輔訳) 『モンティ・ホール問題：テレビ番組から生まれた史上最も議論を呼んだ確率問題の紹介と解説』 (青土社、2013) 38-43頁参照。

ているようであるが、確率論の問題における枠組みは、次の 4 つに集約される⁶⁰¹。①ゲームのプレイヤーの前には、3 つの閉じられたドアがあり、ドアの背後には、1 個の景品と 2 匹のヤギのいずれか 1 つまたは 1 匹がランダムに入れられている。司会者はどのドアの背後に何が入れているか知っているが、プレイヤーはドアを開けなければ把握できない。プレイヤーはドアを 1 枚だけ開けることができ、景品が背後にある「当たり」のドアを開けることができれば景品を得られる。②プレイヤーは「当たり」のドアを開けることを目指してドアを 1 枚選択し、しかし開けないまま選択結果を司会者に示す。③司会者は、プレイヤーが選択しなかった 2 枚のドアの中から、必ず、背後にヤギが入れているドアを 1 枚選択して開ける。プレイヤーが②で「当たり」のドアを選択しており、司会者は背後にヤギが入れているドア 2 枚から選択する場合、その選択はランダムである（無差別でありいずれを開けるか偏りが無い）⁶⁰²。④司会者は、プレイヤーに対して、ドアを選び直してよいと述べる⁶⁰³。

ゲームのプレイヤーは④において 2 択を迫られているが、②で選んだドアをそのまま選択し続けるべきなのか、それとも変更するべきなのか。この意思決定が、モンティ・ホール問題と呼ばれるものの中核である。③でヤギが入れているドアの 1 つが司会者により開けられたため、残った 2 つのドアの背後にあるのは、景品とヤギのいずれかであることが確定している。ここで、「景品が②で選択したドアの背後にある確率と③で残存した他方のドアの背後にある確率は 2 分の 1 ずつなので、変更してもしなくても当たりを選択できる確率は変わらない」、という考え方は誤っており、事後確率の考え方に基づけば④

⁶⁰¹ 筆者は当該番組を視聴したことがない。以下の説明は、小島・前掲注（60）101-114 頁に依拠している。

⁶⁰² 人間がこのような選択を行う場合に、完全にランダムであることは考えにくい。そのため、実際にこの種のゲームを行う場合にはこの仮定が成立しないであろうとして、本文後述のような答えにはならないとする指摘もある。小島・前掲注（60）112-114 頁参照。また、ゲームの説明において偏りが無いという仮定が示されておらず、偏りがあり得ると考える場合には、司会者がいずれかを選択する確率を $[0,1]$ の一様分布として計算することが適切ということになりそうであり、その場合にはやはり本文後述の答えにはならないとも考えられる。3 囚人問題およびモンティ・ホール問題について、豊田編著・前掲注（61）70-72 頁・72 頁注 24〔豊田〕参照。

所与となっている要素に関する説明が欠落していれば、それは出題に不備があるということに尽きる。もっとも、非現実的な仮定を置くことの是非という点については、たとえば、コインを投げて裏表のいずれが出るかという問題において、裏表のいずれが出るか偏りがまったくないコインが念頭に置かれることが通例であるところ、コインの裏と表では模様が異なるため重さに偏りがあり、また、投げる際の勢いや角度、投げられる前の位置などの諸要素を勘案すると、厳密な不偏性が確保されることはないとも考えられる。それでも、あくまで思考上の仮定として、厳密な不偏性、ひいてはランダム性が実現されるという前提の下で考察することのメリットは大きい。竹村彰通「統計科学にみるランダム」数学セミナー50 巻 2 号 18-21 頁（2011）参照。

⁶⁰³ 実際のテレビ番組では、プレイヤーが最初に選んだドアが「はずれ」の場合、モンティ・ホールは即座に当該ドアを開けてゲームが終了したようである。

では選択するドアを変更すると当たりの確率が $\frac{3}{2}$ なので変更する方がよいというのが「正しい」答えである、とされる⁶⁰⁴がために、モンティ・ホール問題は有名になった。

この仕組みを投資の助言に用いると、以下のようになる。まず、①に相当する段階として、投資の助言を行う者がその顧客に対し投資先の候補として上述した A 社・B 社・C 社を提示するとともに、それらのうち 1 社は株価上昇情報が覚知されていること、および 2 社は株価下落情報が覚知されていることを顧客に伝える。次に、②に相当する段階として顧客が 3 社の中から 1 社を選ぶ。続いて、③に相当する段階として助言者が選ばれなかった 2 社の中から株価下落情報を把握している 1 社を選び（残っている 2 社がいずれも株価下落情報を把握している会社である場合は 50% ずつの確率でいずれかを選ぶ⁶⁰⁵）、当該会社について株価上昇情報が覚知されていないことを伝える。最後に、④に相当する段階として顧客が先に選んだ 1 社と③に相当する段階で株価下落情報の覚知が明らかにされず残存した 1 社の 2 択で投資先を選ぶ。この仕組みでは、顧客が投資先を変更すれば、株価上昇情報のある会社を選択できる確率が $\frac{2}{1}$ を上回るので、未公表情報の影響の期待値はプラスになると考えられる。なお、累積個数の制約を撤廃すれば、顧客に提示されることになる 3 社は、助言者における未公表情報の影響度評価を基準として、株価上昇情報と株価下落情報の影響が拮抗しており⁶⁰⁶市場の影響度評価もズレがない 2 社と、株価上昇情報が優勢であり、かつ市場の影響度評価が未公表情報の影響度を過小評価している 1 社により構成される。

この仕組みは、現行法の下では、株価下落情報を覚知していることが伝達された株式との関係において、情報伝達規制には抵触しないと考えられる⁶⁰⁷（内部情報というよりも、助言者と投資家の間で生じた外部情報としての性質が強い）。もっとも、上記①で株価上昇情報が覚知されている会社を購入する選択肢に入れた点を捉えて取引実施の推奨として捉える、上記②で株価上昇情報が覚知されていない旨を伝えた点をもって取引不実施の推奨（転じて、売却実施の推奨）がなされたものとして扱う⁶⁰⁸、あるいは仕組み全体を捉えて不正な技巧として位置付けて法 157 条により制裁する、という形でカバーすることはあり得るであろう。

⁶⁰⁴ ベイズ推定による説明について、小島・前掲注（60）109-111 頁。なお、本文記載の基本形としてのモンティ・ホールに関する①乃至④の枠組みに変更を加えた、様々なバリエーションの問題を取り扱うものとして、ローゼンハウス・前掲注（600）101 頁以下参照。

⁶⁰⁵ 人間が行うと 50% の確率にならない可能性が高いから、パソコンを用いる等、可能な限り 50% ずつの確率で選択がなされるような努力がなされていると仮定する。

⁶⁰⁶ 助言者が未公表情報がまったく覚知していない場合と、いくつか覚知しているが影響度が同等の場合がある。

⁶⁰⁷ 買うことはお勧めしない、という取引（購入）不実施の推奨を行うと、これは取引（売却）実施の推奨として制裁されるべきことについては、前目で述べた。

⁶⁰⁸ 本稿のモデルでは、未公表情報とは関係のない株価変動のリターンを非負の M としているので、株価下落情報のみが存在し得る会社の株式について期待リターンは上方バイアスがかかるが、実際には非負であるとは限らない点には留意が必要である。

また、上記とは異なり、株価上昇情報が覚知されている会社と株価下落情報が覚知されている会社の合計 2 社 ($x=y$ とする) のいずれかの 1 社についてのみ購入する、という単純な二択とすれば、株価上昇情報が覚知されている会社の株式 (期待リターンは $M+x$) と、株価下落情報が覚知されている会社の株式 (期待リターンは $M-y$) を組み合わせると、どちらか一方を購入するという 2 択で選択した場合の期待リターンは M になる。しかし、そのルールを放逐し、①2 社とも買った上で、両方について (未公表情報の存在が覚知されていない一般投資家がボラティリティを過小評価して価格形成した⁶⁰⁹ことが原因で割安となっている) プット・オプションを購入する、②2 社とも空売りして両方について (同様に割安となっている) コール・オプションを購入する、あるいは③選択肢とされた 2 社の片方または両方について (割安な) コール・オプションを購入する、といった戦略を採用することで、未公表情報を自己の経済的利益に結実させることが可能である。

これらを封じるためには、オプションの購入あるいはオプション行使に内部者取引規制がかかるか否かが問題となるが、これは第 3 章で検討する。なお、その前提として未公表情報の存否が問われるべきことになるが、これについては、未公表情報が覚知されているという情報が、その種別がわからない状態であったとしても一般投資家に比して有利な状況の作出を可能とすることから、株価上昇情報と株価下落情報のいずれかわからないが未公表情報があるということが認識されていれば、内部者取引規制の適用対象とするべきである。つまり、結果として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取引であったとしても、違法性が肯定されて制裁されるべきであり、その種の取引が実施された場合は制裁しないとする内部者取引規制に関する非対称性は、この見地からも不当である。

第 4 目 従業員持株会における問題

ある会社の従業員持株会 (以下、「持株会」という) が行う当該会社の株式に関する「売買」は、購入が基本となろう。そして、従業員持株会による買付は、一定の要件のもと、適用除外となる。このため、持株会と内部者取引の関係については、主として株価上昇情報を覚知した者が持株会に新規参加する場合の処遇⁶¹⁰や、加入後に株価上昇情報を知って

⁶⁰⁹ 未公表情報の累積上限が 1 個であるというモデルにおいて、未公表情報の存在と内部者の覚知の関係としては、株価上昇情報と株価下落情報のそれぞれについてその種の情報が存在しているが内部者が覚知していない、その種の情報が存在しており内部者が覚知している、未公表情報は存在しない、という 5 つの可能性がある。一般投資家は、未公表情報が存在しないという本文設定の状況においては妥当し得ない可能性を考慮するのに対し、何らかの未公表情報が存在しておりそれが内部者により覚知されていることを把握している者は、未公表情報が存在しない可能性をゼロとして扱うことができる。このとき、一般投資家は、未公表情報が覚知されていることを知る者から見た場合に、有り得る株価の変動幅を過小に見積もってオプションの価値を評価していることを、ひいてはオプションの価値が過小評価されていることを意味する。

⁶¹⁰ この場合に、当該者は内部者取引につき間接正犯になるとする見解として、服部・前掲

拠出金を増やした場合の取り扱い⁶¹¹など、持株会による購入実施に関して議論が展開されてきた。

もっとも、会社が持株会に対して株価下落情報のみを伝達するが株価上昇情報については会社が覚知しても伝達しない、あるいは会社が株価下落情報を覚知した場合は購入取引に関して不実施の推奨を行うが株価上昇情報を覚知した場合は何もしない、という行動規範を採るとき、持株会が当該伝達・推奨に基づき購入を回避することが可能であるならば、一般投資家に比して有利な投資判断が可能となる⁶¹²。また、株価下落情報を知った構成員⁶¹³は、持株会から脱退することで、持株会による爾後の購入に起因する損失を回避できるとともに、その既保有の持分を売却することも可能となる。取引実施のみならず取引不実施も内部者取引規制の射程内にするべき場合がある、という前節の結論からは、取引回避を実現する上記の各種手段が妥当か否か考察される必要がある。なお、持株会に参加している従業員は、勤務先の経営が傾くことで、持株会経由で購入した株式の価値が下落する可能性に加え、職を失う危険にも晒されている点⁶¹⁴の位置付けは一考を要するが、本稿ではその特殊性については考慮しない⁶¹⁵。

注 (13) 247 頁、持株会による購入としての適用除外にならないとする見解として木目田＝上島監修・前掲注 (13) 395 頁〔上島〕。

後者は、株価上昇情報を知る者が加入したことで持株会に悪意が帰属して、持株会自体の売買が禁じられるという解釈と思われるが、この枠組みの下では、持株会は参加審査をかなり厳格化する必要に迫られるであろう。当該者が持株会の購入に関する意思決定に関与していない場合には、持株会の取引自体を禁じる必要はないと考えられ、当該者個人を間接正犯として処罰すれば足りると解する。

⁶¹¹ 注 (610) と同様に、当該者が間接正犯になるとする見解として服部・前掲注 (13) 247 頁、および持株会による売買が適用除外にならないとする見解として木目田＝上島監修・前掲注 (13) 395 頁〔上島〕があるが、こちらも当該者個人を間接正犯として処罰すれば足りると解する。

⁶¹² これにより、持株会に参加して資金を拠出している構成員全員が恩恵を受ける。

⁶¹³ 持株会経由で情報を受領する場合、会社と持株会の存在を同一視すれば構成員は第 1 次情報受領者または準内部者（株式購入契約の「履行に関し知ったとき」（金商 166 条 1 項 4 号参照）に該当すると解することになる）となる一方、同一視しないならば第 2 次情報受領者となる。利得類型 B・D の制裁対象範囲が利得類型 A・C のそれと同一ならば、構成員が第 2 次情報受領者である限り②は制裁対象から外れそうである。ただし、以下の議論ではこの点に立ち入らず、構成員が第 1 次情報受領者または準内部者であることを前提とする。

⁶¹⁴ 武井一浩＝有吉尚哉「従業員の株式保有—日本の経済成長戦略・市場活性化策の観点から—」神作裕之責任編集・資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』273-305 頁（資本市場研究会、2010）295 頁参照。

⁶¹⁵ 構成員の家計への総合的な影響に鑑みて、（会社が破産に至るような場合に限って）株価下落情報に基づく購入の回避を許容する、という特殊な配慮が必要であるとの立論もあり得るかもしれない（購入回避により費消されなかった購入原資が、会社側が購入の補助として別口で供給する「奨励金」を別として、給与として各従業員に現金で給付されることが前提となる）。他方、経営が失敗した責任の一端は従業員にもあり、また、持株会への参加も各自の投資判断によるものである以上、そのような特別扱いは不適切であるとの

まず、持株会自体における売買回避について。前節の知見からは、パターン 9～16・21～24 に属する取引については、未公表情報を知りながら売買を不実施とすることは禁じられるべき（取引を実施する義務を課されるべき）ことになる。また、本節の要点としては、情報の片面的遮断が生じている場合、未公表情報を覚知していない状態における取引実施も禁じられるべきことになる。

この点、日本では、非上場会社における事例ではあるが、ある非公開会社が株式の店頭公開を計画していたものの見送ったところ、会社には自社の持株会の参加者に当該見送りに関する情報を提供する義務があるとされた裁判例（東京地判平成 19・7・3 判時 1992 号 76 頁⁶¹⁶）が存在することが問題となる。この判旨は、持株会が情報の受領後に取引を回避することを暗に許容しており、また、会社が持株会の構成員に対して当該義務が発生した時点以降の拠出金相当額の損害賠償責任を負うとしているところ、その損害の起算点に鑑みると、情報受領後の脱退が許容されることをも前提とした判断である可能性もある⁶¹⁷。

また、アメリカでは、ESOP（employee stock ownership plan）の受託者が負う義務の性質の一環として、取引中止義務が問題となってきた。受託者による投資は思慮深い⁶¹⁸投資であることが求められるところ、従来、ESOP 受託者の義務に関しては自社株を購入し続けるという意味決定は賢明な投資であると推定されるとの位置付け（この推定を示した判決⁶¹⁹に由来して「Moench 推定」と呼ばれていた）が一般的だった。しかし、連邦最高裁は、Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer 事件⁶²⁰においてそのような推定を否定し、ESOP の受託者が負う義務は一般的な年金受託者と同様であるとした。ここで、未公表情報を知った一般的な年金受託者の義務に関して、加入者に未公表情報を教える義務はないとする裁

考え方もあり得る。

本稿では、あくまで内部者取引規制のあるべき姿を探求するという目的から、後者の立場を前提として考察を進める。

⁶¹⁶ 同判決の評釈として、林孝宗「判批」早稲田法学 87 巻 1 号 193-204 頁（2011）。

⁶¹⁷ たとえば、ある上場会社で大規模な粉飾決算が行われていることを知った当該会社の株主は、当該情報の公表前に当該会社の有価証券を売却すると、内部者取引（利得類型 C）として制裁され得る。当該者が売買を行わず、情報公表により株価下落損害を被った場合、当該者による損害賠償請求は許容されるべきであると解するが、それは、利得を実現する行為（損害軽減行為も含まれる）が違法か否かと、損害賠償責任が肯定され得るか否か（利得が実現していたならば違法性を帯びていたか否か）が別問題であり、クリーン・ハズ原則等は関係しないことを前提とした解釈である（違法行為によってしか実現できない利得なので請求が認められない、ではなく、違法行為を差し控えたが故に損害を被ったと捉える）。同様に、本件で損害賠償請求が認められたこと自体は、必ずしも情報受領後の脱退も許容されたことを意味しないであろう。

⁶¹⁸ 原語は“prudent”であり、これを冠する義務たる“prudent investor rule”については、しばしばカタカナ化されて「プルーデント・インベスター・ルール」とされている。

⁶¹⁹ この推定を示した判決名から付けられた呼称である。See Moench v. Robertson, 62 F.3d 553 (3d Cir. 1995).

⁶²⁰ Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer, 134 S. Ct. 2459 (2014). 同判決の紹介として、内梶博信「判解」アメリカ法 2015-1 号 152-156 頁（2015）。

判例と、年金加入者を含め世間一般に対して情報を公表する義務を負うとする裁判例が分かれていたため⁶²¹、株価下落情報を知った ESOP 受託者にも加入者に対する伝達義務が生じるか否かが問題となる。連邦最高裁は上記事件判決において、ESOP 受託者の義務違反を主張する者が、ESOP 受託者が株式の追加取得を中止せず、あるいは情報を開示しなかったとして責任を追及するならば、受訴裁判所は、そのような取引中止や開示が連邦証券法等にどの程度抵触するか検討すべきであるとしており⁶²²、明示的な判断は避けられている。同判決後、同種の別の事件において、第 9 巡回区控訴裁判所が、購入が中止された場合は売買がないため内部者取引規制に違反しないと判示している⁶²³。この枠組みにおいて、株価下落情報を覚知した ESOP 受託者は、株式の購入を中止しなかったことで義務違反が認定され得ることになる。

もともと、本稿でここまで検討してきた通り、これらの立論は少なくとも内部者取引規制が適用される会社においては不相当であり⁶²⁴、持株会による売買回避に対する規制の枠組みは次のように設計される必要がある。まず、会社が株価下落情報を覚知した場合に持株会に取引不実施の推奨または情報伝達を為す義務を課すことは、上述した取引推奨・情報伝達規制の趣旨に反するので、その規制の実効性を優先し、推奨・伝達義務は課されるべきではなく、むしろ推奨・伝達が禁じられる必要がある。次に、これに違反して推奨・伝達がなされた場合、持株会において当該推奨・伝達に基づき購入を回避することは、保有実施基準が貫徹されているならば制裁対象とするべきであり（これは、過去に持株会が未公表情報を覚知しながら実施した取引を遡及的に内部者取引として制裁することで実現し得るが⁶²⁵、理論的には問題がある⁶²⁶）、さらに、少なくともパターン 9~16 について保有不実施基準が採用されている場合には、予定されていた売買を実施しないことにより制裁されるべきである。

次に、未公表情報を覚知した参加者による持株会からの脱退について。一般論としては、未公表情報を知る者が持株会から引き出した株式を市場で売却すると、内部者取引規制の

⁶²¹ See Shelby D. Green, *To Disclose or Not to Disclose? That Is the Question for the Corporate Fiduciary Who Is Also a Pension Plan Fiduciary under ERISA: Resolving the Conflict of Duty*, 9 U. PA. J. LAB. & EMP. L. 831, 854-74 (2007).

⁶²² Fifth Third Bancorp, 134 S. Ct. 2459, (2014).

⁶²³ *Harris v. Amgen Inc.*, 788 F.3d 916, 939 (9th Cir. 2014).

⁶²⁴ 繰り返しになるが、売買がないので内部者取引には該当しないという立論はパターン 1~24 のすべてに保有実施基準が貫徹されている場合にのみ妥当する。また、仮にこれが貫徹されていたとしても、情報の片面的遮断が発生しているならば、情報を持つ者は一般投資家に比して有利な取引実施の意思決定を為すことができるため、仮に未公表情報を知らない状態であったとしても取引実施が禁じられるべきである。

⁶²⁵ 持株会による購入が適用除外となるためには、購入が株価の動向に拘わらず継続される必要があり、持株会が解散するなどの形で買付が中止されることがないことが求められるとする見解として、服部・前掲注 (13) 247 頁。

⁶²⁶ 回避があった時点で、遡及的に取引実施にかかる適用除外としての要件を満たさなくなった、と捉えることになる。

適用対象になると考えられる⁶²⁷。そのため、参加者は、持株会の既保有株式については、未公表情報の公表に伴う価値下落を甘受するほかない⁶²⁸。しかし、未公表情報を知った後に持株会から脱退できるのであれば、持株会による株式の追加購入に起因する損害の拡大は防ぐことができる（利得類型 D2・D3 が実現する）。では、参加者が株価下落情報を知った場合、持株会からの脱退により、持株会による爾後の株式購入に起因する損害を回避することは認められるであろうか。

本稿の結論としては、これはパターン 12 における売買回避であるから、保有実施基準が貫徹されている場合は情報の片面的遮断が利用されていることにより、また、保有不実施基準が採用されている場合は売買回避に該当することにより、制裁されるべき行為ということになる。さらに、脱退はしないものの拠出金を減額することで株価下落情報による影響を緩和する行為も、同様に不相当であり制裁されるべきである⁶²⁹。なお、未公表情報の公表前の脱退行為が制裁対象となる場合、自身の持分が持株会に帰属したまま損害を被った参加者としては、未公表情報の公表後に脱退して各自が、または脱退せずに持株会自体が提起する損害賠償請求に依拠することになると思われ、その可否が明らかにされるべきであるが、本稿では立ち入らない⁶³⁰。

以上のほか、持株会から構成員が脱退するに際して、少なくとも閉鎖会社においては、持株会が当該構成員からその持分を事前に定められた固定価格（その者が株式ないし持分を取得する際に払った金額）で買い取る約定がなされる例が多いところ⁶³¹、これも内部者取

⁶²⁷ 服部・前掲注（13）247 頁は、引き出した株式を売却すると適用除外規定（取引府令 59 条 1 項 4 号）の適用対象にならないが、持株会からの株式の引出し自体は規制対象行為たる売買等に該当しないとする。

⁶²⁸ 会社が持株会に情報を伝え、持株会が当該情報を各参加者に伝え、持株会が会社と同一主体とされない限り、各参加者は第二次情報受領者になる。しかし、会社または持株会が取引推奨・情報伝達として制裁対象となり得ることから（金商 167 条の 2）、そのようなケースは検討対象から除外する。

⁶²⁹ 持株会への拠出金を減少させることは適用除外の対象とならないとする見解として、木目田＝上島監修・前掲注（13）395 頁〔上島〕。

⁶³⁰ その請求は、誰に対して（会社自体なのか、あるいは取締役なのか）、何を根拠として（善管注意義務違反なのか、情報提供義務違反なのか、任務懈怠なのか）行うべきなのかがまず問題となる。

また、持株会自体が、会社に対して損害賠償請求を行うことは、持株会と会社が同一主体と看做されない限り、許容されると考えられるが、持株会が権利能力なき社団である場合、社団自体に当事者能力・当事者適格が認められるか否か、および社団自体が受けた判決の効力が参加者にも及ぶか否かが別途問題となる。そのような事案について、一般論として持株会に当事者適格が認められるとしても、参加者の間で提訴するか否か見解が分かっている（経営陣寄りの者がいるなど）場合に、手続法関係の位置付けがどうなるのか

（固有必要的共同訴訟となるのか、そうであれば反対する参加者を被告とすることによっても足りるのか、あるいは社団としての提訴の有無の決定に反対する者は、独自に提訴できるのか、はたまた共同訴訟的補助参加が認められるのか）、判然としない点が多い。

⁶³¹ 加藤修「株式制度の想定外利用と従業員持株制度」法學研究：法律・政治・社会 81 巻 12 号 77-88 頁（2008）79 頁。

引規制における取り扱いが問題となる事項の 1 つである。前提問題として、この種の約定の有効性につき議論があり、固定価格で買い取られる仕組みの下では株式に対する持分の保有中に株式価値が上昇してもキャピタルゲインを得られないという理解⁶³²を前提として、留保利益がまったく反映されない価格に対して疑問を呈する見解⁶³³もある。他方、最高裁は、契約自由の原則を重視して、その種の買取り契約を有効とし（最判平成 7・4・25 集民 175 号 91 頁、最判平成 21・2・17 判時 2038 号 144 頁）、これを支持する学説⁶³⁴もある。本稿では、この点について結論を保留して便宜上判例の方針を採用し、その種の約定を有効なものとして扱いながら考察を進める（有効性に関して結論を出すために必要な検討事項として、さしあたっては、キャピタルロスが発生した場合においても出資額と同額で株式ないし持分を買い取るという約定の適法性に関する問題⁶³⁵を挙げておく）。

この種の買取りについて、たとえば定年退職の日時を期日として定めれば、取引実施時

⁶³² 田中亘『会社法〔第 3 版〕』（東京大学出版会、2021）106 頁。

⁶³³ 江頭憲治郎『株式会社法〔第 8 版〕』（有斐閣、2021）247-248 頁注 5。公序良俗違反であることを根拠として無効と主張するものとして、張智夫「従業員持株制度—会社法上の問題点を中心に—」慶應義塾大学大学院法学研究科論集 59 号 49-99 頁（2019）75 頁。

⁶³⁴ 加藤・前掲注（631）86 頁、吉田直『重要論点 株式会社法』（中央経済社、2016）183 頁など。

⁶³⁵ 当該約定は、元本を満額返還してもらえると同時に運用益の受領機会も得られるという契約であるから、「出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律」（通称「出資法」）との関係で、違法行為たる元本保証（同法 1 条・2 条参照）に該当するか否かが明らかにされる必要がある。問題の肝は、持株会への参加および出資を勧誘される相手の範囲が、元本保証が違法となるための要件である「不特定」かつ「多数」（同 1 条・2 条 2 項柱書参照）に該当するか否かである。

最大判昭和 36・4・26 刑集 15 卷 4 号 732 頁は、上記要件たる「不特定」かつ「多数」の意義について、一般大衆を指すと判示している。他方、福岡高判昭和 37・7・11 下刑集 4 卷 7・8 号 627 頁は、佐賀県退職公務員連盟が、当該連盟の会員を対象として利殖の為に元本保証を付して金銭を受け入れていた事案であるが、「不特定且つ多数の者」にいう「不特定」とは、特定していないことを指称するものであるから、たとえ一定の団体又は集団に所属する者に限定されていても、金銭の受入者と親族、知己等と言った特殊な個人的つながりがあるような場合であつて、極く小範囲の者に限られた団体等であれば格別、所属員が相当多数であつて右のような個人的つながり等もなく、つまり個別的な認識もないような場合においては、単に一定の団体等に所属する者と限定しただけでは、未だもつて特定しているものとは言い得ないと解する。」と判示した上で、当該連盟は加入及び脱退が自由なので会員は必ずしも固定しておらず、事件当時において約 3500 名の会員が存在し、金銭の受入者たる個人（本件の被告人）との間に格別個人的なつながりがなく、個別の認識関係もなかったことが窺知できるので、勧誘範囲が不特定であるとした（なお、一部会員の親族や知人も資金を拠出していた旨も判示されている）。

この枠組みを採用する限り、従業員数がそれなりに多い会社では、上記約定は出資法違反の元本保証になり得るであろう。この問題は、より大局的には、銀行法における「預金」概念や会社法等における「社債」概念も含めた各種規制体系の再構築が必要であることを示す一例ともいえる（その方向性に関する考察として、たとえば、関口健太「金融規制法における『預金受入れ』の位置付けについての一考察：スイスにおける改正銀行法を手掛かりとして」金融研究 39 卷 2 号 55-101 頁（2020）参照）。

期に関する裁量がないと捉え得ることから、知る前契約・計画の一種として適用除外になり得る（時期の調整が可能である自己都合退職に伴い退会する場合は、知る前契約・計画としての要件を満たさない）とする見解⁶³⁶がある。もっとも、買取り価格が固定されている場合には、未公表情報の有無や、上場会社である場合には開示後の株価動向に拘わらず当該価格で買い取ることになるから、内部者取引規制を及ぼす必要がないとも考えられる⁶³⁷。では、非上場会社の有価証券についても内部者取引規制を及ぼす場合や、仮に上場会社で上記のような買取り条項が設定された場合に、退会に伴う買取りは内部者取引規制との関係でどのように扱われるべきか。

持株会参加者側から見れば、時期は未定であるが売却できる（脱退時期の調整により時期をコントロールできる）ことが確定している点を捉えると、パターン 13~16 に属する。売却がどの時点であったとしても、持株会の資力に問題があり債務不履行が生じない限り、売却額は一定となる（一種のプット・オプションである）⁶³⁸。とはいえ、時価ではない売却になると税務上は差額が贈与として扱われるため、株価下落情報を知った場合は、当該情報の公表による株価下落分が反映されることで株価が固定買取り額を下回る可能性があるならば、公表前に売却したいはずである。

この意思決定は、未公表情報を覚知している参加者には可能である一方、覚知していない者にはできないので、本稿ではこれを不当なものと捉える。すなわち、脱退時の買取りについても適用除外とすることには反対し、内部者取引規制を適用すべきであると解する。

第3款 内部者足り得る者による取引実施と情報の片面的遮断

第1目 はじめに

先述の通り、アメリカおよび EU では、内部者足り得る者による取引実施の情報は事後的に当局に届け出ることが義務付けられており、その情報は開示されている。日本では、学説において、内部者足り得る者により取引が実施された場合に、取引後に開示する制度の導入も提唱されている⁶³⁹。このような制度は、内部者足り得る者が実施した取引が情報効果を持つ場合において、当該者が取引実施に際して利用した証券会社等のみが取引内容

⁶³⁶ 日本取引所グループ・前掲注（150）4頁・8頁。

⁶³⁷ この種の考え方は、新株予約権が適用除外になっている根拠としても説かれているところである（その適否は第3章で取り上げる）。

⁶³⁸ ちなみに、買取り価格が変動価格であり現下の市場株価で買い取ってもらえるならば、株価下落情報を知りながら売るのであるから、利得類型 C が実現することになる。プット・オプションの行使とも捉えられるが、オプション料の授受がなされているといえるかは判然としない。また、権利行使価額が変動することから、行使する時期を調整することで戦略的に利益を得ることができる。他方、固定価格による買取りの場合、やはりプット・オプションの行使とも捉えられる。

⁶³⁹ 梅本剛正『現代の証券市場と規制』（商事法務、2005）276-280頁。

に関する情報に基づき独占的に利益を得る、という事態を防ぐ機能を発揮し得る⁶⁴⁰。

しかし、株価下落情報を知りながら買い（パターン 3・11）、あるいは株価上昇情報を知りながら売る（パターン 5・13）行為が制裁されない内部者取引規制の下では、そのような制度は問題を生じ得る。本款では、パターン 3・5・11・13 を制裁しない内部者取引規制の下で、内部者足り得る者の取引実施に関する情報が明らかになることで、一般投資家において情報の片面的遮断に類する状況が発生することを示し、その影響がどのようなものであるか検討する⁶⁴¹。

企業買収における情報の片面的遮断は、内部者足り得る者が購入する場合と売却する場合の双方で問題となるが、いずれにおいても、未公表情報の存否および影響と、買収成功時に実現する企業価値の上昇分をどのような割合で混ぜ合わせて公開買付価格が設定されたか外部からはわからないことが、対抗買収の発生を阻害すると考えられる。

次目では累積上限を 1 個として分析を行い、第 3 目では累積上限に関する制約を取り払った場合に議論を拡張する。

第 2 目 累積上限 1 個で市場取引が実施された場合の影響

本目では、内部者足り得る者が市場で取引を実施したという情報が、未公表情報を加味した株式価値評価にもたらす影響について示す。未公表情報の累積上限は 1 個とし、内部者ではない投資家による株式価値 v の評価は、株価上昇情報がある場合は 75、株価下落情

⁶⁴⁰ 内部者足り得る者が実施する取引内容を把握できる市場仲介者に関する実証研究としては、Frank Weikai Li, Abhiroop Mukherjee & Rik Sen, *Inside Brokers*, 141 J. FIN. ECON. 1096 (2021) が挙げられる。当該論文においては、その種の情報優位性は、内部者足り得る者の取引内容が開示されて公知となった時点で消滅すると考え得るものの、分析の結果、より長い期間にわたって持続するものであったとする。その発生源の例として、内部者足り得る者が売却した場合において、当該者が単に流動性確保を目的として売却したのか、それとも会社の将来業績に関して悲観的である（しかし株価下落情報は覚知していないが故に、内部者ではなく内部者足り得る者である）のか市場仲介者は判別できるので、内部者足り得る者が実施した取引が将来の株価動向に関して情報価値を有するか否か判断できる、という要素を挙げる。 *Id.* at 1097. これが正しいならば、内部者足り得る者が実施した取引が開示されたとしても、なお市場参加者の間に情報の非対称性が存在することになる。

⁶⁴¹ なお、内部者足り得る者が取引を実施した場合と平行に、内部者足り得る者による取引不実施においても情報の片面的遮断は発生し得る。すなわち、変則的な保有不実施基準が採用されており、購入の意思決定を既に行った者が取引実施前に株価下落情報を知った場合はそのまま取引を実行する義務が課されるが、株価上昇情報を知った場合は取引を撤回することが許容される（売却の場合はこれと平行になる）、という制度の下では、購入取引に関する知る前契約・計画を導入していた者がこれを撤回した場合、内部者取引規制が遵守されている限り、当該者は株価下落情報を覚知していないことが確定するが、株価上昇情報に関しては不明となる。このため、知る前契約・計画の撤回という行為が観察された場合に、情報の片面的遮断が発生する。

もっとも、取引実施の場合について考察すれば、それを基礎として容易に応用可能であると目されるので、こちらについては詳述しない。

報がある場合は 25、未公表情報が存在しない場合は 50 であり事前の影響度はプラスマイナス 0 として反映されているものとする⁶⁴²。そして、未公表情報の累積上限を 1 個とする仮定の下においては、①株価上昇情報が存在しているが当該内部者に覚知されていない、②株価上昇情報が存在し当該内部者に覚知されている、③未公表情報は存在しない、④株価下落情報が存在し当該内部者に覚知されている、⑤株価下落情報が存在するが当該内部者には覚知されていない、という 5 つの可能性のある会社を念頭に置く。

最初に、内部者取引規制が存在しない場合について考えてみる。本稿のモデルにおいて、内部者足り得る者が取引を実施している場合、それが購入と売却のいずれであるとしても、①と⑤、および②と④の影響がちょうど打ち消し合う場合⁶⁴³、未公表情報の存在可能性は期待値ベースの株式価値に影響を与えない。したがって、たとえば $x=y$ であるとともに①乃至⑤がすべて 20%の確率で実現するとすれば、内部者が取引を実施しているか否かに拘わらず、下記の式の通り⁶⁴⁴、一般投資家においては期待値ベースで当該株式は 50 の価値を持つものとして評価される。

$$v = \frac{1}{5}(75 + 75 + 50 + 25 + 25) = 50$$

もっとも、直感的には、購入があれば株価下落情報が覚知されている可能性よりも株価上昇情報が覚知されている可能性の方が高く、また逆もしかりであろう。これを踏まえると、実施された取引の内容から、内部者が覚知している場合における情報の種別についてベイズ推定を行うことが可能である⁶⁴⁵。たとえば、内部者足り得る者が購入している場合、未公表情報が存在しない確率を 20%、未公表情報が存在するが当該者は覚知していない確率を株価上昇情報と株価下落情報のそれぞれについて 20%とした上で、当該者が株価上昇情報を覚知している確率を 35%、株価下落情報を覚知している可能性を 5%と置くと、一般投資家は次のように株式価値の評価を上方修正する。

$$v = \frac{1}{5}(75 + 50 + 25) + \frac{35}{100} \times 75 + \frac{5}{100} \times 25 = 57.5$$

これは、内部者足り得る者が株価 50 のときに購入していれば、自分も株価 50 のときに購入した方が良いであろうという判断を支持するものであり⁶⁴⁶、経営陣の取引行動が持つ

⁶⁴² 未公表情報がある場合の評価値は、当該情報が公表される確率（公表されずに消滅する確率でもよい）を踏まえた事前評価である。

⁶⁴³ つまり、 $x=y$ であり、また、①と⑤の発生確率が等しく、かつ、②と④の発生確率も等しい場合である。

⁶⁴⁴ すべての場合について発生確率が 20%で等しいので、括り出してまとめて 1/5 を乗じている。

⁶⁴⁵ これは、内部者足り得る者による取引実施という事実が、情報カスケードの起点になり得ることを示している。

⁶⁴⁶ 内部者足り得る者が売却している場合には、株価下落情報が覚知されている確率を 35%、株価上昇情報が覚知されている確率を 5%として同様に計算すると、一般投資家は株式価値を 42.5 に下方修正することになり、購入の場合とは逆に、一般投資家にとって自

シグナリング効果についての説明と整合的であり、また、情報カスケードの発生源足り得ると考えられる。

次に、保有実施基準に基づく内部者取引規制が存在し、かつ遵守されている場合について考えてみる。再び、 $x=y$ であり、かつ①～⑤のいずれも 20%の確率で実現する場面を念頭に置く⁶⁴⁷。規制を遵守する内部者足り得る者が取引を行ったということは、それが購入と売却のいずれであるとしても、②と④の可能性が排除されることを意味する。残りの①、③、⑤が事後確率の正規化の結果として、事前の確率の比率が維持されたまま、合計が 100%になるように修正された確率（ここでの仮定からは、すべてが 3 分の 1 という等確率）で生じることになり、内部者ではない者は下記のようにして当該株式の価値を 50 として評価する。

$$v = \frac{1}{3}(75 + 50 + 25) = 50$$

最後に、保有実施基準であるが、株価下落情報を知りながら購入するパターン 3 および株価上昇情報を知りながら売却するパターン 5 は制裁されない制度で、規制が遵守される状況について考えてみる。内部者足り得る者が株式を購入した場合、当該者が株価上昇情報を覚知している②の可能性が排除されるため、内部者ではない者からすれば、事後確率の正規化により、(元々、①～⑤のすべてが発生確率 20%と仮定しているため) ①、③、④、および⑤がそれぞれ等確率で、つまり 4 分の 1 の確率で生じることになり、下記のように、株式の価値を 43.75 と評価することになる。

$$v = \frac{1}{4}(75 + 50 + 25 + 25) = 43.75$$

このときの問題は、内部者足り得る者がいくらで買ったかである。株価 50 のときに買ったならば株価下落情報も覚知されていないと推察し得るが、自分と内部者足り得る者で単純に評価値が異なっている可能性や、何らかの事情⁶⁴⁸で持株比率を上昇させる（あるいは維持する）必要から、株価下落情報を覚知していて割高であると知っていたにも拘わらず買ったという可能性は排除されない。

分も売却した方が良いということが示唆される。

⁶⁴⁷ これは、当該内部者が、未公表が累積上限 1 個である未公表情報が 1 個存在する場合において、50%の確率で当該情報を覚知できるという意味でもある。第 3 節の枠組みにおいては、覚知力 0.5 ということになる。

⁶⁴⁸ たとえば、公開会社では少数株主権の行使要件として、一定の持株比率に相当する株式を一定期間にわたり保有し続けることが求められているため、新株発行や新株予約権行使のような発行済株式総数が増加する事象が発生すると、自分の持株比率が低下することを防ぐために、割高であったとしても株式を買い進める必要が生じ得る。

あるいは、内部者が当該会社の買収を企図しており、「足掛かり (toehold)」を構築している場合が考えられる。買収が成功していない状況で形成されている現下の株式価値としては割高であったとしても、買収が成功した場合の企業価値上昇分を加味すれば割安であるとき、買い進めることが経済的に合理的足り得る。

他方、内部者足り得る者が株式を売却した場合、当該者が株価下落情報を覚知している④の可能性が排除されるため、内部者足り得る者が購入した場合と平行に考えると、内部者ではない者は、下記のように、56.25 と評価することになる。

$$v = \frac{1}{4}(75 + 75 + 50 + 25) = 56.25$$

ここでも、内部者足り得る者がいくらかで売却したかが問題となる。市場で株価 50 のときに売った場合、株価上昇情報も覚知されていないと推察し得るが、やはり自分と評価値が異なっている可能性や、流動性確保や保有資産のリスク分散を目的として、株価上昇情報を覚知しており割安であることを知っているにも拘わらず売ったという可能性は排除されない⁶⁴⁹。

全体としてみれば、情報優位性とは関係のない評価値の違いについては度外視すると⁶⁵⁰、一般投資家は、内部者足り得る者により取引が実施されたという情報を得ることで、(内部者足り得る者が割高でも買い、あるいは割安でも売った可能性が残るため)情報の片面的遮断の影響を受けながら事後確率の修正を行うことになる。このとき、内部者足り得る者が購入していれば一般投資家としては購入を差し控え、若しくは既保有株式を売却した方がよいことになり、逆に売却していれば購入した方がよいことが示唆されてしまう。単純に考えれば、経営者ないし会社による自社株購入は経営見通しが明るいことを、また、自社株売却は見通しが暗いことを示唆するといえるが、ここで問題としている情報の片面的遮断による影響は、これらと逆方向の示唆を発生させることになる。

他方、取引実施の情報が開示されないとしても、注文を取り次ぐ証券会社等は内部者足り得る者の注文内容という「情報」を知ることができるので、やはり当該情報が他者の取引実施・不実施にかかる意思決定に影響を与え得る。この観点からすると、内部者取引規制におけるパターン 3・5・11・13 の禁止には、上記のような情報の片面的遮断を発生させないという点で一定の合理性を見出し得るため、それらを規制しても形式犯ということにはならない。

第3目 累積上限制約なしで市場取引が実施された場合の影響

本目では、未公表情報の累積上限に関する制約を取り払う。未公表情報がない場合の、

⁶⁴⁹ 一見すれば、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ことは経済的に非合理的であり、そのような取引実施が企図されるとは考えにくいかもしれない。しかし、第3節で見た通り、そのような取引が合理的になる場合もまったくないというわけではなく、また、個別の取引としては非合理的であっても、少数株主権の行使要件との関係で一定の持株比率を維持する必要から株式を購入せざるを得ない場面のように、何らかの要因により取引実施に対するニーズがあり得ると考えられる。だからこそ、本稿冒頭で紹介したように金融庁はその種の取引を解禁したと予想される場所である。

⁶⁵⁰ 差し当たっては、内部者足り得る者の判断を基準にしたとき、自身が下した株式価値の判断が真の企業価値に比して過小評価である可能性と過剰評価である可能性、およびそれらの期待値ベースでの影響が打ち消し合うものとして位置付ける。

内部者足り得る者および一般投資家による株式価値の評価値は 50 とする。なお、未公表情報の累積上限がない場合の根元事象を、以下の通り設定する。

- (ア) 未公表情報なし
- (イ) 上昇 1 個以上あり、下落なし、覚知あり
- (ウ) 上昇 1 個以上あり、下落なし、覚知なし
- (エ) 下落 1 個以上あり、上昇なし、覚知あり
- (オ) 下落 1 個以上あり、上昇なし、覚知なし
- (カ) 上昇と下落それぞれ 1 個以上あり、それぞれ 1 個以上覚知
- (キ) 上昇と下落それぞれ 1 個以上あり、上昇のみ 1 個以上覚知
- (ク) 上昇と下落それぞれ 1 個以上あり、下落のみ 1 個以上覚知
- (ケ) 上昇と下落それぞれ 1 個以上あり、覚知なし

最初に、内部者取引規制がない場合であるが、内部者足り得る者が売買いずれにせよ取引を実施したとしても、それは上記 (ア) ~ (ケ) の発生可能性について何の情報も持たない (と仮定する)⁶⁵¹。未公表情報が存在する可能性による影響は、株価上昇情報の存在可能性と株価下落情報の存在可能性が打ち消し合うので、一般投資家から見た株式価値の評価に影響を与えず、50 となる。

次に、保有実施基準が貫徹される場合、内部者足り得る者が売買いずれにせよ取引を実施したならば、当該者は未公表情報を覚知していないので、9 個の根元事象の中では、(ア) 未公表情報なし、(ウ) 株価上昇情報 1 個以上あり、株価下落情報なし、覚知なし、(オ) 株価下落情報 1 個以上あり、株価上昇情報なし、覚知なし、(ケ) 株価上昇情報と株価下落情報それぞれ 1 個以上あり、覚知なし、という 4 つのみが実現可能なものとして残存する。(ア) では未公表情報がないので中立的であり、また、(ケ) もその内部で株価上昇情報と株価下落情報の影響が打ち消し合う。(ウ) と (オ) については、株価上昇情報と株価下落情報の覚知力に差異がないならば期待値ベースの影響が打ち消し合い⁶⁵²、一般投資家からみた株式価値は 50 になり、内部者足り得る者による取引実施という情報は、シグナルにはならない。しかし、株価下落情報に対する覚知力の方が株価上昇情報に対する覚知力よりも高いならば、(ウ) と (オ) の打ち消し合いのあとで (ウ) の影響が部分的に残存することになり⁶⁵³、全体としては購入した方がよいことがシグナルとして発せられることになる。この種の影響は、投資実施主体の覚知力が高いほど大きくなる。

さらなる問題は、変則的な保有実施基準が適用される場合に生じる。まず、実施された

⁶⁵¹ 株価上昇情報を知っているならば売却よりも購入の方が実施されやすいであろうし、逆もしかりである。しかし、ここでは議論の簡易化のため、本文記載のように仮定する。この仮定を外した偏りを反映した分析は、ベイズ推定を利用することで可能となる。

⁶⁵² 株価上昇情報と株価下落情報が何個ずつ存在するか、また、取引を実施した内部者足り得る者がそれを何個ずつ把握しているか、という点が対称的になる、という考え方である。

⁶⁵³ 株価上昇情報が存在するが覚知されていない可能性と、株価下落情報が存在するが覚知されていない可能性の対比において、前者の方が大きいことによる。

取引が購入であるとき、有り得る根元事象として残存するのは（ア）、（ウ）、（エ）、（オ）、（ク）、（ケ）の 6 個である。前段落と同様に、（ウ）と（オ）が打ち消し合い、（ア）と（ケ）もそれ自体で中立的である。他方、株価下落情報のみが 1 個以上あり、それが 1 個以上覚知されている（エ）と、株価上昇情報と株価下落情報がそれぞれ 1 個以上あるが株価下落情報のみが 1 個以上覚知されている（ク）は打ち消し合わず、差し引きでは、株価下落情報の存在可能性による影響が残存する⁶⁵⁴。このため、内部者足り得る者による購入実施を観察した一般投資家は、株式価値を下方修正することになる⁶⁵⁵。次に、実施された取引が売却であるとき、残存するあり得る根元事象は（ア）、（イ）、（ウ）、（オ）、（キ）、（ケ）の 6 個である。購入の場合と同様に考えると、（ウ）と（オ）が打ち消し合い、（ア）と（ケ）は中立的であるが、（イ）と（キ）は打ち消し合わず、差し引きで株価上昇情報の存在可能性による影響が残存する⁶⁵⁶。このため、内部者足り得る者による売却実施を観察した一般投資家は、株式価値を上方修正することになる⁶⁵⁷。

第 4 目 公開買付届出書における記載義務の範囲

公開買付を実施する場合、公開買付者は、公開買付届出書を提出する必要がある（金商 27 条の 3 第 2 項）。内部者取引との関係では、公開買付届出書における、①公開買付価格の算定基礎・算定経緯、および②買収者が買収の「対象者」（買収ターゲット）に関して覚知している「その他」の情報の開示義務における未公表情報の取り扱いが極めて重要である。すなわち、買収者が、①と②の少なくとも一方において、自身が覚知している株価下落情報の存在を明らかにする義務があるならば、変則的な保有実施基準の下においても、株価下落情報の存在可能性に起因する情報の片面的遮断は影響を生じない（なお、内部者取引規制が存在しない場合においても、分散の縮小に寄与する⁶⁵⁸）。私見では、いずれにおいても買収者は株価下落情報に関する記載義務を負うと解する。

⁶⁵⁴ まず、（ク）がその内部において株価上昇情報と株価下落情報の影響が打ち消し合うならば、（エ）が単独で残る。また、（ク）の内部において、株価下落情報のみが覚知されていることで累積個数に偏りがある（株価下落情報の方が多）可能性が生じることで、（ク）単独においても株価下落情報の影響が残存する（これに、（エ）による株価下落情報の影響も加わる）とも考えられる。

⁶⁵⁵ 内部者足り得る者が市場株価 50 の時点において 50 で買っているならば、未公表情報の累積上限個数が 1 個である場合と同様、当該者は株価下落情報も覚知していないと推察し得るが、やはり持株比率維持のために割高でも買っている可能性が残るためである。

⁶⁵⁶ ここでも、（キ）がその内部において株価上昇情報と株価下落情報の影響が打ち消し合うならば、（イ）の影響が単独で残存する。また、（キ）の内部において、株価上昇情報のみが覚知されていることで累積個数に偏りがある（株価上昇情報の方が多）可能性が生じることで、（キ）単独においても株価上昇情報の影響が残存する（これに、（イ）による株価上昇情報の影響も加わる）とも考えられる。

⁶⁵⁷ 購入の場合と平行に、内部者足り得る者が市場株価 50 の時点において 50 で売っているならば、当該者が株価上昇情報も覚知していないと推察し得るが、流動性確保のため割安でも売っている可能性が残る。

⁶⁵⁸ 未公表情報の累積上限を 1 個とする仮定を取り払うと、レンジの縮小にも寄与する。

まず、公開買付価格の算定基礎・算定経緯について。買付価格算定の際に、第三者の意見を参照した場合には当該第三者の名称、意見の概要および買付価格を決定するにいたった経緯を記載する必要がある（他社株府令第2号様式記載上の注意（6）f）。買収がMBOのような利益相反性を有する場合⁶⁵⁹は、さらに義務が加重されている。すなわち、そのような場合には、買付価格の算定にあたり参考とした第三者による評価書、意見書その他これらに類するものがある場合には、その写しを公開買付届出書の添付書類として提出する必要がある（発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令13条1項8号）。

では、この算定基礎・算定経緯において、買収者が対象者についての株価下落情報を覚知している場合に、当該情報を記載する必要があるか否か。現下の株価とそれを上回る公開買付価格の差額は、覚知されている株価下落情報を反映して公開買付価格が設定されているとしても、企業価値上昇分が上乘せされたことによってのみ発生し得るものである。すると、あとは公開買付価格が公開買付の実施に関する情報の開示がない時点の株価よりも高いことや、当該価格が第三者による評価値の範囲内であり、若しくはこれを上回っていて買収成功時の企業価値上昇分を分配するものとなっていることを記せば、一応、株価下落情報に言及せずとも算定基礎の説明はできるようにも思われる。しかし、未公表情報を踏まえた真の企業価値よりもどれだけ高い価格によるオファーであるかという要素は、一般投資家が公開買付に応じるか否かの判断において重要であると考えられ、したがって、本稿では記載義務があるという解釈を採る。

次に、「その他」の記載義務について。公開買付届出書では、対象者に関する記載として、その最近の有価証券届出書または有価証券報告書に記載されていない重要な事実であって公開買付者が知っている情報を、「その他」の項目において記載することが求められている。記載すべき事項があるにも拘わらず記載しなかった場合、公開買付届出書に関する不実記載となるが、そのような不実記載がある状態で公開買付が成立したならば、内部者取引として制裁され得るとする見解⁶⁶⁰がある。もっとも、内部者取引規制における「公表」の主体を会社自身に限定するという解釈からすれば、公開買付届出書に買付者が覚知している未公表情報を記載しても、それは「公表」にはならないものの⁶⁶¹、公開買付において実現される株式の売買は相対取引であるから、当該情報が記載された公開買付届出書が開示されることで、内部者取引規制の適用除外たるクロクロ取引と看做されるという効果はあつてしかるべきであろう⁶⁶²。他方、既に内部者取引規制との関係で公表がなさ

⁶⁵⁹ より具体的には、公開買付者が買収ターゲットの役員、ターゲットの役員の依頼に基づき公開買付を行う者であつて当該役員と利益を共通にする者またはターゲットを子会社とする会社その他の法人である場合である。

⁶⁶⁰ 神崎＝志谷＝川口・前掲注（164）478頁注21。

⁶⁶¹ 長島・大野・常松法律事務所編・前掲注（677）122-123頁。

⁶⁶² 公開買付届出書を読まず、あるいは読んだが当該部分は見落としたという応募者も存在し得るであろうが、そのような者との関係においても、クロクロ取引と看做すことは可能であろう。

れている場合であっても、それが有価証券届出書や有価証券報告書に記載されていない限り、記載する必要があることになる。

では、「その他」として記載すべき事項は何か。この論点は、公開買付期間中に対象者が四半期開示や適時開示を行った場合に、買収者が「その他」に関して訂正届出書を提出することが必要か否かという形でも問題となるなど⁶⁶³、検討を要する事項を複数有するものであるが、以下では買付者が覚知している未公表情報の記載義務という点に議論を絞る。すなわち、原理原則からすれば、買収に応じるか否か判断する既存株主にとって、その判断のために重要な情報が記載されるべきところ、買付者が株価下落情報を知りながら買おうとしているという事実が、その射程に含まれるか否かという問題である。

この点、内部者取引規制を惹起するような情報についてのみ記載する義務があるとする見解⁶⁶⁴がある。また、実務上、デュー・ディリジェンスの過程で内部者取引規制における重要事実を覚知した場合、買収ターゲットが当該情報を開示するまで公開買付開始を遅らせる措置が講じられているともいわれる⁶⁶⁵。もっとも、この解釈においては、内部者取引規制が片面的ならば「その他」の記載事項も変則的になり、株価下落情報について記載義務はないことになるため、片面的遮断による問題は解決しない。

よって、株価下落情報があるにも拘わらずこれを開示しないことで、既に株主である者が既保有株式を「売らない」という意思決定を行った場合の責任も考慮し、株価下落情報も開示する必要があると解するべきである。現在の株価水準からすれば割安にみえるかもしれない買収金額であっても、株価下落情報が開示されたあとの株価水準からすれば順当ないし割高なオファーであるならば、売ることが合理的足り得るので、内部者が覚知している株価下落情報は、一般投資家の投資判断に影響を与える情報なのである。なお、仮にこのような義務がないならば、公開買付は一般投資家に売却圧力を生じさせることになる（詳細については株式買取請求権と内部者取引規制の関係と絡めて、本款後述）。

また、現下の株価よりも低い価格による公開買付は「ディスカウント TOB」と呼ばれ、大株主が株価よりは低いものの市場で売却する場合よりは好ましい価格で（特定の相手に）売却するための手法として理解されてきたが⁶⁶⁶、その購入する者により覚知されている株

⁶⁶³ 長島・大野・常松法律事務所編・後掲注（677）122頁。その最近の有価証券届出書または有価証券報告書に記載されていない重要な事実、という点を重視すると、対象者がEDINETにおいて、内部者取引規制との関係における「公表」を行ったとしても、なお公開買付届出書に記載が必要になるようにも読めることが、問題につながっている。

⁶⁶⁴ 黒沼・前掲注（13）276頁。

⁶⁶⁵ 証券法研究会編『金商法体系 I 公開買付（2）』（商事法務、2012）13頁。岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第1巻）』（金融財政事情研究会、2011）761-762頁〔高田昭英〕は、実務上、友好的な公開買付では対象者（買収ターゲット）による情報開示よりも前に公開買付届出書に未開示の内部者情報が記載されることは極めて考えにくく、また、敵対的な公開買付では買付者がその種の情報を取得する可能性が低いので、最近の有価証券報告書の提出後に、すでに開示がなされている重要な事実が記載されることが多いとする。

⁶⁶⁶ 大株主がその保有株式をまとめて市場で売却しようとする、大量の売り注文が市場に

価下落情報が反映された結果として株価よりも低い公開買付価格となった公開買付である⁶⁶⁷可能性が生じることになる。これは転じて、「二段階公開買付」⁶⁶⁸の是非にも影響を与える。二段階公開買付を適法とする見解⁶⁶⁹があるが、公開買付届出書に買収者が覚知している株価下落情報の記載義務がないならば、上述の通り、一段階目の「ディスカウント TOB」が買収者および大株主が株価下落情報を覚知している可能性をより強く示唆し、一般投資家に対して二段階目の公開買付に応募するように圧力が生じ得るので、記載義務がない限り違法と解するべきことになる。

さらに、内部者足り得る者が買収者である場合には、一般的には株価を基準とするナカリセバ価格は買収成功時に実現する企業価値の増加分を分配しない（だからこそ「ナカリセバ」価格である）ものとして定位されているところ、公開買付で不実開示責任が片面的なら、これは必ずしも妥当しない。ターゲットとなる会社において、買収がある場合の企業価値は、買収がない場合（情報の片面的遮断による価値評価の下方修正がない場合であり、ことばの意味としてはこれがナカリセバ価格に対応する）を下回る。それにも拘わらず、株式買取請求権が行使された場合に、当該情報を反映していない株価（先述の意味におけるナカリセバ価格）を基準として買取価格が決定されると、これは買収者が差額を補填する必要に迫られることを意味する。そして、その補填の源泉は買収成功時の企業価値増加分から捻出されているものと捉え得る⁶⁷⁰。

この種の問題は友好的買収においても発生し得る。デュー・ディリジェンスの過程において、買収ターゲット側の経営陣から買収者に対して株価上昇情報がない（経営陣により覚知されていない）ことが伝達されたのか、株価上昇情報に関しては遮断されていたのか外部からはわからない状態を構築することで⁶⁷¹株式価値の分散ないしレンジを広げる（勝者の災いを生じやすくする）ことができ、敵対的な対抗買収提案が後発することを防ぐ効果

出ることによって株価が下落してしまい、結果、売却により得られる金額は売却実施前の株価を下回る。大株主の保有株式は、その意味で、非流動性ディスカウントが生じ得るものであり、これを適切に反映している限り、実質的に相対取引となる公開買付を通じて、市場で形成されている株価よりも低い価格で売却することも合理的足り得ることになる。

⁶⁶⁷ その「ディスカウント TOB」を仕掛けた当事者が、自身らの覚知している情報をすべて反映して形成する企業価値評価からすれば、ディスカウントではないということである。

⁶⁶⁸ 二段階公開買付は、一段階目として大株主に対してその時点の株価よりも低い公開買付価格により、つまり「ディスカウント TOB」としての公開買付を行い、二段階目で一般投資家に対して一段階目よりも（そして株価よりも）高い価格で公開買付を行うという買収方式である。

⁶⁶⁹ 石綿学ほか「買付価格の均一性ルールについて」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付一制度と実証』19-53頁（有斐閣、2016）35頁。

⁶⁷⁰ 企業価値を毀損する買収の場合は、この限りでない。

⁶⁷¹ 表明保証において、プロサンドバック条項と、アンチサンドバック条項のいずれが採用されているかが、その有無を推認する一材料とはなるであろう。しかし、表明保証に関する契約の詳細についてどこまで開示義務を課すかは、後発買収者による先行買収者の努力に対するフリーライドの発生可能性も考慮して決定されねばならず、難しい問題である。

を得られる。そして、友好的買収者による買収の成功を企図する経営陣には、そのような状態を作出するインセンティブがあり得ることから、すべての上場企業において、支配権市場の存在による経営者の規律効果⁶⁷²を減殺する（なお、この効果は、先行する友好的買収が存在せずとも発生し得る「勝者の災い」に付加的に生じると考えられる⁶⁷³）。

以上より、買収者が対象者について株価下落情報を覚知している場合には、公開買付価格の算定基礎・算定経緯と、対象者に関する「その他」の欄の少なくとも片方において、記載義務があるというのが私見である⁶⁷⁴。もっとも、この解釈論が金融庁や現在の実務において採用されているとは限らないことから、以下では、株価下落情報について記載義務がある場合とない場合を並行して考察を進める。

⁶⁷² 既存株主が現職経営陣に不満がある場合、その議決権を行使して経営陣の人選に対する影響力を行使できるが、そのためにはコストがかかる（代替りの候補者の選定や、自身の提案が株主総会決議で可決されて採用されるための委任状合戦等）。よりコストが小さい他の選択肢としては、その保有している株式を市場で売却するというものがあるが、これも経営者に対する規律効果があると説かれている。

すなわち、不満のある株主が多くいればそれに対応して売り注文が増加し、これは株価の下落につながり得る。この株価が下落した状態では、経営能力のある第三者（あるいは経営能力のある者を経営陣として送り込める者）が当該会社を「安価」で購入することを可能にし、経営効率の悪い経営陣を交代させ、業績を改善しもって企業価値を増大させ利益を得ることが可能となる。このような可能性があるとき、実際に買収が起きるか否かに拘わらず、経営者に対する規律効果が生じる。もっとも、この種の敵対的買収の脅威が存在することでもたらされる経営者の行動変化は、企業価値向上にはつながらない可能性があることへの留意も必要である。情報開示に対する影響についての研究として、たとえば、花村信也「敵対的 TOB が経営者行動と情報開示に与える影響」証券経済学会年報 46 号 99-108 頁（2011）参照。

⁶⁷³ 内部者足り得る者の間において未公表情報の覚知力に差があり得るが、一般論としては、最も覚知力が高いのは現職経営陣である。すると、ある企業の買収を模索する企業が、ターゲットについて先行する友好的買収がない状態で敵対的買収を仕掛けた場合において、ホワイトナイトによる友好的買収や経営者自身による MBO が後発しなければ、先に仕掛けた時点において既に過大評価に陥っていることが示唆される。このとき、その価格を上回る更なる敵対的な対抗買収提案はより一層に生じないと目され、また、公開買付の撤回事由は法定されているところ、より高い価格による対抗買収提案がないという事情のみでは撤回できないことから、「払い過ぎ」になることを回避できない。

そうすると、最初のビッドの時点で、自身の評価値よりはかなり低い金額を提示するしかないが、既存株主が前段落のように考えれば、そのような低いビッドには応じないという戦略が有望であろう。結局、内部者足り得る者による未公表情報覚知の有無がわからないことで勝者の災いの影響度合いが大きくなっていると、敵対的買収の発生がより抑止される。

⁶⁷⁴ 投資家への情報提供という見地からは、いずれか片方に記載があれば足りると考え得る。しかし、投資家が見落とす可能性を低下させるという目的と、両方に記載することで発生するコストがそれほど大きくないという推論からは、両方に記載する義務を課すという制度でもよいと解する。

第5目 内部者足り得る者が購入側である企業買収における影響

内部者足り得る者が買収者である場合に、情報の片面的遮断はいかなる影響をもたらすか。基本構造は前述した通りであるが、企業買収の成功時に企業価値が増大する場合には、当該増加分を取引価格に反映したとしてもなお経済合理的に取引を実施できることから、一般投資家が外部から内部者足り得る者の行動を観察した際の判断過程が相違し得ることになる。最初に未公表情報の累積上限が1個である場合について考え、その後、上限を撤廃して検討する。

まずは、比較の対象として、内部者取引規制がない場合を取り上げる。一般投資家は、内部者足り得る者による購入実施という事象から、内部者足り得る者による未公表情報の覚知に関する情報を得ることはないため⁶⁷⁵、前目で既出の通り、一般投資家は期待値ベースで50と評価する（市場株価も50とする）。株式の価値は、[25, 75]のレンジを持つものとして評価される（ここでは連続一様分布ではなく、25, 50, 75の3項分布でそれぞれ等確率ということになる）。このとき、内部者足り得る者が提示した公開買付価格が市場株価の120%となる60であるとすれば、一般投資家から見れば、①株価下落情報が覚知されていて1株当たり35のシナジー分配が提示されている可能性や、②株価上昇情報が覚知されていて実はシナジー分配がゼロでありむしろ一般投資家が搾取されそうになっている可能性があるものの、両方織り込むと、シナジーを1株当たり10分配するという提示と捉えられる。このとき、一般投資家は、株価上昇情報が覚知されているか否か期待値ベースでしか判断できないため、たとえば敵対的買収が企図された場合に、現行規制における第1次情報受領者足り得るホワイトナイトによる友好的買収が、あるいは経営者自身によるMBOが、対抗策として有効足り得る。なぜならば、未公表情報が覚知されている可能性による企業価値のレンジ拡大により、買収による企業価値上昇分と、未公表情報の存在による企業価値分がどの程度の割合でミックスされているか外部からはわからないので、自身の取り分を減らしてまでビッド価格を引き上げるといった判断を下しにくくなるためである⁶⁷⁶。ちなみに、上記①の視点からすると、いわゆる「ディスカウントTOB」⁶⁷⁷の中には、その公開買付実施者と応募したブロックホルダーが覚知している株価下落情報を踏まえると、本当はディスカウントではないものが含まれ得ることになる。このため、ディスカウントTOBが行われると、当該TOBの対象となった会社について、一般投資家による株式の売却が誘発され得る。

なお、株価下落情報を知っていてもなお買収が合理的足り得ることを先述したが、株価上昇情報を覚知している場合、株価下落情報を覚知している場合に比して買収が経済的に

⁶⁷⁵ 規制がないため、内部者足り得る者は未公表情報を覚知しながら買収を進めることができる。何も未公表情報を覚知していない状態においても、同様である。

⁶⁷⁶ 注(673)も参照。

⁶⁷⁷ ディスカウントTOBとは、市場株価よりも低い買付価格による公開買付である。長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務〔第3版〕』（商事法務、2016）378頁。

プラスになる可能性が高いので、やはり取引実施という情報から事後確率への修正が可能である。

次に、保有実施基準が貫徹されている場合について。内部者足り得る者が取引を実施しているとき、当該者が未公表情報を覚知している可能性が排除される。未公表情報が存在する場合の株価のレンジは変わらないが、変動する確率が低下するため分散が小さくなる。また、未公表情報の累積上限を 1 個とする仮定を外すと、評価のレンジも縮小する。レンジの幅は、各投資家のリスク回避性の度合いにより、その投資意思決定に差を生じさせ得るものであり、未公表情報の影響についての分散が縮小し、あるいはレンジの幅が狭まると、そのような効果がない状態では投資しなかったであろうリスク回避的な投資家も、投資するようになる可能性が生じる。

最後に、内部者取引規制は存在するが、パターン 3・5・11・13 は規制されておらず情報の片面的遮断が生じる場合について。未公表情報が存在していても内部者足り得る者が覚知できない可能性があるため、価値評価のレンジは変わらないが、分散が変化するとともに、期待リターンも変化する。そして、購入している内部者足り得る者が株価上昇情報を覚知している可能性は排除される一方で株価下落情報を覚知している可能性は残存するから、一般投資家において株式価値の評価が下方修正され得る。

なお、購入する内部者足り得る者が上場会社たる株式会社であり、購入に際しての対価が当該者が発行した株式である場合については、さらに細分化される。ある上場会社が株式交換・株式移転により他の株式会社の完全子会社になる場合、その子会社となる会社は東証では株式交換・株式移転の効力が生じる 2 日前に上場廃止となる（有価証券上場規程施行規則（東京証券取引所）604 条（6））。つまり、株式の「譲渡」が生じる時点ではその会社の株式は上場されていないので内部者取引規制の適用対象ではないが、株式交換・株式移転が実施されることが決定された時点で相対取引における売買契約締結に類する状態が成立しているとみれば、内部者取引規制が適用されることになる⁶⁷⁸。他方、合併・会社分割の場合には合併により消滅する会社および分割する側の会社の株式について取引がそのプロセスで生じるわけではないが、吸収合併における存続会社の株式または承継分割における承継会社が上場会社であり、組織再編の対価としてその株式が交付される場合には、ターゲットについての株価下落情報が存在することを覚知していたならば、これが買収者⁶⁷⁹の株式についての株価下落情報になり得る⁶⁸⁰（会社規模との関係で公表されても株価に影響を与えないことが予想され、その結果として株価下落情報に該当しない可能性は排除されな

678 一般原則に則り、規制が適用されると解してよいであろう。

679 吸収分割承継会社において株価下落情報が関係する事業を分割された場合は、吸収分割承継会社を含む。

680 一般論としては、新設合併や新設分割の場合、新設合併設立会社や新設分割設立会社は、その設立や組織再編の効力発生時点では上場会社ではないことが通常であると思われるが、仮にその時点から即座に上場会社になっているならば、その株式が対価として交付される場合に内部者取引規制が適用され得ることになる。

い)。

以上より、買収者が株価下落情報を覚知している場合、公開買付届出書の添付書類において当該情報について記載する必要があるという解釈論の下では（内部者取引規制が変則的であったとしても）情報の片面的遮断は生じないが、記載する必要があるならば、情報の片面的遮断が生じて一般投資家の判断に影響が出ることになるといえる。そのため、たとえば MBO として内部者足り得る者が買収を企図して公開買付を開始した際に、一般投資家に売却圧力がかかるか否か、あるいは対抗買収を阻害するか否かが明らかにされる必要がある。

第6目 内部者足り得る者が売却側である企業買収における影響

内部者足り得る者が売却する場合、情報の片面的遮断は企業買収にいかなる影響をもたらすか。

最初に、比較対象としての内部者取引規制が存在しない場合の状態であるが、内部者足り得る者が売却したという事実から生じるシグナルは**本款第2目**の通りである。

次に、保有実施基準が貫徹された内部者取引規制が実施され、かつ遵守されている場合であるが、これも**本款第2目**で取り上げた通りであり、内部者足り得る者が未公表情報を覚知している可能性が排除されることで未公表情報が存在しない事後確率が高まり、分散縮小効果が生じる。

最後に、変則的な保有実施基準が採用されている場合について。このとき、未公表情報の取り扱いという観点からは、①内部者足り得る者が株価下落情報を覚知しておらず、しかし「株価上昇情報を覚知していたとしても当該情報を買収者に伝達しない」という方針を採っている可能性があるという状況⁶⁸¹で、当該買収者が、内部者足り得る者による売却実施という事実から当該者が株価下落情報を覚知していないことを認識した上で株式を購入するものと、②内部者足り得る者が株価下落情報を覚知しており（つまり内部者であり）クロクロ取引とするために買収者に伝達したが、やはり「株価上昇情報を覚知していたとしても当該情報を買収者に伝達しない」という方針を採っている可能性があるという状況⁶⁸²で、当該買収者が株価下落情報を覚知しながら当該情報を公表せずに株式を購入する、という2つの形で情報の片面的遮断の影響が発生すると考えられる⁶⁸³。未公表情報の累積

⁶⁸¹ 当該内部者足り得る者が覚知している株価上昇情報、覚知していない株価上昇情報、および覚知していない株価下落情報が存在し得る状態となる。

⁶⁸² 当該内部者足り得る者が覚知している株価上昇情報、覚知していない株価上昇情報、覚知している株価下落情報（これは確実に存在し、内部者側から伝達されて存在を把握できる）、および覚知していない株価下落情報が存在し得る状態となる。

⁶⁸³ ①と②のいずれにおいても、まず、内部者足り得る者と買収者の間の取引で株価上昇情報についての片面的遮断が生じ、それによる事後確率の修正（内部者足り得る者が株価上昇情報のみを覚知している可能性の反映）が行われることで、その影響が買収者と一般投資家の間の取引に伝播する（一般投資家は、この事後確率の修正が、公開買付価格に反映されたか否か判別できず、両方の可能性を勘案する必要がある）。

上限に制限がないとき、②では株価下落情報が1つ以上存在し覚知されているという事実のみならず、売却を実施した内部者が覚知していない株価上昇情報の存在可能性も織り込まれる。一方、①では売却を実施した内部者足り得る者が覚知していない株価上昇情報の存在可能性のみが織り込まれるので、両者には非対称性がある。

①と②が等確率で発生すると仮定すれば⁶⁸⁴、①と②のいずれであるか、またはどちらでもないか判別できない一般投資家から見ると、全体の期待値ベースでは、株価上昇情報の存在可能性による影響は①と②を足し合わせたもの⁶⁸⁵になる一方、株価下落情報の存在可能性による影響は、②で覚知されている情報に起因するものしか生じない。このため一般投資家からみると、内部者足り得る者による売却実施という情報から生じる情報の片面的遮断の影響により、株式の評価値は、遮断がない場合よりも高くなる⁶⁸⁶。

上記の影響が対抗買収提案の発生を阻害する点を捉えて、買収ターゲットにおいて株主でもある経営陣が、友好的買収に際してそのような戦略を採る可能性が懸念されるべきである。しかし、それ以外の株式市場全体、あるいは上場企業のコーポレート・ガバナンス全体に与える影響も看過されてはならない。

まず、株価上昇情報が存在する買収ターゲットでは、情報の片面的遮断の効果による株式価値上昇のあと、確率ベースから事実ベースで情報の内容が株価に反映されることになる。影響度の測定が適切であれば、平均的には存在可能性が確率ベースだったことで割り引かれていた分が上方修正されるため、株価の上昇効果が発揮されるであろう。他方、株価上昇情報が存在しない被買収会社では、情報の片面的遮断の効果により株式価値が上昇した後、情報がないことが反映され、株価の下落効果が生じることになる。この枠組みの下で、株価上昇情報が存在する被買収会社が全体の50%に満たないならば、全体としては買収された会社の半数以上では下方修正が生じるが、これは買収されていない会社では生じないものであるから⁶⁸⁷、買収された企業は相対的に株価パフォーマンスが悪いように見えることになる⁶⁸⁸。なお、日本企業同士の買収についての短期的なパフォーマンス分析で

これに加え、②では、買収者と一般投資家において、新たに株価下落情報に関する片面的遮断が生じる。ただ、このことによる影響が生じるか否かは、公開買付届出書の記載義務次第である。

⁶⁸⁴ 株価下落情報が存在する場合において、それを少なくとも1個覚知しているか否かにより①と②が分岐する点を捉え、株価下落情報の累積可能性と内部者足り得る者の覚知力の兼ね合いで、両者が釣り合っているという仮定である。

⁶⁸⁵ なお、①と②が等確率であるという前提から、片方の影響度を2倍にすれば他方の影響度を併せたものとなる。

⁶⁸⁶ 株価上昇情報の累積個数に関する期待値に、平均影響度を乗じたものが反映される。

⁶⁸⁷ これは、情報の片面的遮断に関する各種確率や影響度の測定が正確であっても発生するものである。不正確である場合には、下方修正のみならず上方修正もあり得ることになる。

⁶⁸⁸ 株価上昇情報の存在可能性、内部者による株価下落情報の覚知力、および株価上昇情報が存在する場合の影響度合い、という情報の片面的遮断による影響の度合いを決定づける各種要素について、過大評価がある場合は、真に「払い過ぎ」になる。

は、買収側の企業価値増大効果を検出するもの⁶⁸⁹があり、その解釈として、対抗買収提案が少ないので勝者の災いが生じることが少ないのではないかとする見解⁶⁹⁰もあるが、その分析対象期間は保有実施基準が貫徹された内部者取引規制が適用されていたので、上記のような「下方修正」がないことも影響していると目される。

次に、実際には株価上昇情報が存在しない買収ターゲットにおいても、その内部者足り得る者が当該ターゲットの株式を売却したという事実から、情報の片面的遮断が発生する。このとき、売却した者の覚知力が高ければ高いほど、株価下落情報の累積個数が少ない（0個や1個である）確率が高いと判断できるため⁶⁹¹、株価上昇情報が1個以上累積している可能性があるとき、未公表情報全体の影響度は、上記の片面的遮断が発生することで上方修正される。そして、時間経過とともに、株価下落情報が新たに発生・累積した可能性が生じるので⁶⁹²、確率的に算出される株価下落情報の影響は強まっていくため、未公表情報全体の影響度に関する下方修正が行われる。

ちなみにこの要素は、海外企業による M&A について買収側の短期および長期の株価パフォーマンスが悪いという結果を示す実証研究が多いところ、その発生原因の一要素となっている可能性がある。これまでの学説としては、買収側経営陣が自身の能力を過信して買収ターゲットの企業価値を過大評価するという「うぬぼれ仮説」⁶⁹³などが提示されてきたところである。しかし、上記の知見からすれば、内部者足り得る者が売却したという事実により情報の片面的遮断が生じ、買収ターゲットにおける株価下落情報の累積個数のみ期待値が下方修正され、未公表情報全体の影響度が上方修正されるが、その後、時間経過とともに株価下落情報の累積個数が増加して定常状態に戻り、これを反映して未公表情報の影響度が下方修正される。上記の実証研究は、この下方修正を観測したものである可能性があると思われる。

また、買収した側と買収された側の双方で企業価値上昇が生じているとしても、買収された側においてより多くの企業価値増大が生じているともいわれる⁶⁹⁴。その理由としては、買収した側と買収された側の企業規模を比較すると前者の方が大きいことが多いことに求

⁶⁸⁹ See Jun-Koo Kang, Anil Shivdasani & Takeshi Yamada, *The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids*, 55 J. FIN. 2197 (2000).

⁶⁹⁰ 齋藤隆志「企業の M&A 行動」日本応用経済学会監修『トピックス応用経済学 I：貿易、地域、産業、企業』216-231 頁（勁草書房、2015）224-225 頁注 12。

⁶⁹¹ 覚知力が高ければ、実際に存在する株価下落情報を覚知できない可能性が低くなる。

⁶⁹² 内部者足り得る者による売却実施により株価下落情報の累積個数が 0 個であることが確定されたならば、当該時点以降の株価下落情報の累積個数は、待ち行列理論を用いる本稿の手法においては、上記の確定時点を起点として過渡解により求められるべきことになる。

⁶⁹³ Richard Roll, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, 59 J. BUS. 197, 200 (1986).

⁶⁹⁴ リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン（藤井眞理子＝國枝繁樹監訳）『コーポレートファイナンス（下）〔第 10 版〕』（日経 BP、2014）532 頁。

める考え方⁶⁹⁵や、あるいは買収合戦が生じることで買主側から売主側に対してより多くの企業価値上昇分が分配されているという考え方⁶⁹⁶が提示されている。本稿の知見からは、情報の片面的遮断による買収ターゲットの株式価値の上方修正が生じるとき、買収に先んじて買収者が「足掛かり」を構築していた場合にその足掛かりたる株式においても上方修正が生じる（買収者の資産価値上昇になる）ところ、これは買収ターゲットの株式価値上昇効果の一部のみであるから、必然的に買収側における企業価値上昇効果が相対的に小さくなる、と解釈できる。

この他、シナジー分配率の平均量は各国で差があるという分析⁶⁹⁷があるが、第1章で見た通り諸外国において未公表情報種別と取引種別の組み合わせにおいて非対称な内部者取引規制が採用される例もあることから、上記の差の発生原因には、シナジーのみならず、情報の片面的遮断による影響の存否や、それが存在する場合の程度（事後確率修正の度合い）の差⁶⁹⁸に起因する部分が含まれる可能性が考慮されるべきことになる。

第7目 公開買付応募契約の可否

内部者足り得る者が売主側となる企業買収では、上述の通り、買収者は内部者足り得る者から買うことができ、そのことを世間に示すことで、情報の片面的遮断により対抗買収の発生が阻害される効果を享受できる。この観点からは、公開買付応募契約の処遇が問題となる。公開買付応募契約とは、買収ターゲットの既存株主と買収者の間で締結される契約であり、当該買収者による公開買付に際して当該株主が当該買付に応募することを約する契約である⁶⁹⁹。なお、公開買付応募契約の交渉前に知る前契約・計画を利用することは、困難であると考えられる（価格を裁量のない形で指定しておくことが難しい）⁷⁰⁰。

公開買付応募契約が存在するという事は、買収者と当該契約を締結した既存株主の間で、その締結前に何らかの交渉が行われていたことを意味する。そして、他の投資家は、当該買収者による公開買付に応募するか否かの判断に際して、当該交渉の中で当該既存株主が未公表情報を覚知しているか否かに関するやり取りが行われている可能性を考慮する

⁶⁹⁵ ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（694）532頁。

⁶⁹⁶ ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（694）532頁。

⁶⁹⁷ See Wenjing Ouyang & Pengcheng Zhu, *An International Study of Shareholder Protection in Freeze-Out M&A Transactions*, 45 INT'L REV. FIN. ANALYSIS 157 (2016).

⁶⁹⁸ その種の要素としては、開示規制において強制開示事項の範囲が異なるために未公表情報の累積量に差が生じる得る点や、所有と経営の一致度合いにより、内部者足り得る者の未公表情報覚知力に差が生じ得る点が考えられる。

⁶⁹⁹ 石綿ほか・前掲注（669）50頁。

⁷⁰⁰ 仮に、公開買付にかかる知る前契約ないし知る前計画を設定できるのであれば（応募契約が買収者側からみて知る前契約になるか否かも問題であるが、ここではさておく）、応募契約の交渉、その過程で未公表情報を知ったが知る前計画であるとして契約を締結し、公開買付を開始、応募契約を開示。または、株価下落情報を知り当初の条件では公開買付を開始しない（知る前契約・計画の変更または撤回）という意思決定を下すことができる。

ことになる⁷⁰¹。

一般論としては、内部者取引規制が存在しない状況下では、売主側たる内部者足り得る者の側が株価上昇情報を覚知している（内部者である）場合に情報を買主側（買収希望者）に伝えるか否かは、当事者の交渉力や資金工面の都合に左右されると考えられる⁷⁰²。そして、株価上昇情報を知る大株主等が、当該情報を伝えずに、株価上昇情報の存在を確率的に反映した価格で売却するとき⁷⁰³、公開買付価格の均一性から、他の一般投資家も大株主等と同じ価格で買ってもらえる。このとき、株価上昇情報の公開買付価格への反映度合いは、情報の片面的遮断による買付価格上昇がない場合に比すれば、買付条件がより好ましい内容となっている可能性がある⁷⁰⁴。また、情報が伝達された場合に、買収者の資金調達の場合で、当該情報を完全に反映した価格では公開買付を行うことができないがために買収自体が取り止められる可能性もあることから、売主側が株価上昇情報を伝達しないことは、一概に合理性に欠けるものではなく⁷⁰⁵、他の株主の利益保護という観点からも必ずし

⁷⁰¹ 考慮しないことも可能ではあるが、考慮する方が合理的である。

⁷⁰² 一般論としては、売主はより高い価格で売りたいであろうし、買主はより低い価格で買いたいであろう。この両者の利害対立は、本節の文脈においては、次の形に転化する。買収者側は、株価上昇情報がないならばその旨を伝達してほしいが、株価上昇情報がたくさんあるならば、それらを伝達されずに公開買付価格にまったく反映しないか、あるいは期待値ベースで反映することで買収費用の総額を圧縮することを望む。他方、売主たる内部者足り得る者は、株価上昇情報を覚知していないならばその旨を伝達せずに、株価上昇情報の存在可能性を期待値ベースで買収対価に反映してほしいが、同時に、株価上昇情報がたくさんあるならば実額ベースで反映してもらった方が有利である。

売主側としては、相手の意向に拘わらず、当該会社を買収することのメリットを伝えるという体で株価上昇情報を教えることで、当該情報を無理矢理反映させることも考え得る。買収者はすべての応募者から均一の価格で買い付ける義務があるため、内部者が当該情報の存在を伝達してこれを買付価格に反映すると、買収費用が嵩むことになり、資金工面の都合から買収の実行可能性に影響が生じ得る。したがって、友好的な買収希望者が他にいるか否かわからない（売主側の交渉力が相対的に低下する）状態では、覚知している株価上昇情報を教えず、また、株価上昇情報を覚知していないことを正直に伝えるという戦略も、有り得ると考えられる。

⁷⁰³ このような状態は、たとえば、株価下落情報についてのみ（片面的な）表明保証契約を締結し、売り手側たる大株主等が、株価下落情報についてのみその種の情報を覚知していない旨を表明保証した場合に生じる。覚知された株価下落情報がないことを知っている先行買収者は、売主たる内部者が株価上昇情報を覚知している可能性については情報の片面的遮断の状態になる。

⁷⁰⁴ 株価上昇情報が実際に存在する場合との対比では、その情報の存在を確定的に買付価格に反映してもらう方が買付価格が高くなり得るが、実際に存在する株価上昇情報の株価への影響度合いが期待値よりも小さいため、なお確率的に反映した方が高い買収価格になる余地がある。また、株価下落情報についての伝達有無や確率的な反映度合いも関係してくる。

⁷⁰⁵ ディスカウント TOB が真にディスカウント価格で実施されているとすれば、株価上昇情報を知る大株主等が、株価上昇情報を反映していない価格で株式を売却する可能性も排除できないことになろう。すると、株価上昇情報を知りながら売る行為が制裁されない制度下において、大株主等は敢えて当該情報を知らせずに買収を進めさせる（それが実質的

も不当ではない。

もっとも、内部者取引規制が存在するとき、公開買付応募契約が締結されているという事実自体が、他の投資家に対して情報として機能し得ることから、さらなる考慮が必要である。すなわち、保有実施基準が貫徹されているとき、未公表情報を知っているものの公表権限がない内部者は公開買付に応募できないので、内部者足り得る者でもある既存株主と買収者の間で応募契約が締結されているという事実に関する情報は、(内部者取引規制が遵守されているという前提の下では) 当該内部者足り得る者が未公表情報を何も覚知していないという結論を導出する⁷⁰⁶ (一般投資家は買収ターゲットの株式価値についての評価を修正する⁷⁰⁷)。他方、変則的な保有実施基準の下では、公開買付応募契約が締結されたという情報は、内部者足り得る者が売却側となる場合に生じる株価下落情報に関する情報の片面的遮断⁷⁰⁸を、確実に、かつ公開買付開始前に発生させる手段となる。このようにして情報の片面的遮断が発生しているとき、潜在的な競合買収者からすれば、買収合戦で勝利した場合に生じ得る勝者の災いが深刻化するので⁷⁰⁹、経済合理的に対抗買収提案を出せる場面

にはディスカウントになる) こともあり得るのではないか。

なお、本当は株価上昇情報の内容も伝達されているが、情報を完全に反映すると買収費用の総額が跳ね上がることを嫌がり、形式的には情報自体を伝達されていないこととし、当該情報を伝達してくれた大株主等には買付外で利益供与することで当該者に対してのみ株価上昇情報を完全に反映した「対価」を交付すると、買付条件の均一性に反するので違法である。

⁷⁰⁶ 仮に応募契約に基づく公開買付への応募により成立する取引がクロクロ取引であるならば、買収者は第1次情報受領者となってしまう、覚知した情報を伝えて再びクロクロ取引化しない限り他の株主から購入できなくなる。したがって、その種の情報が示されていないならば、クロクロ取引である可能性も排除される。

ただし、応募契約の相手方が第1次以降の情報受領者である場合、買収者にクロクロ取引で売ること約したとしても、買うことを約した買収者は第2次以降の情報受領者となるので、未公表情報を知りながら一般投資家からも買うことができる。したがって、潜在的な競合買収者や一般投資家からすれば、公開買付価格が、株価上昇情報を踏まえて決定されたものである可能性と、株価下落情報を踏まえて決定されたものである可能性のいずれも考慮する必要が生じる。

⁷⁰⁷ 未公表情報の存在はボラティリティを増大させる要素であるから、覚知力が高い者が未公表情報を現に覚知していないという情報は、一般投資家において未公表情報が1個以上存在する確率がゼロではないと評価していたならば当該確率の事後確率への修正を惹起し、その確率は下方修正される可能性が高いであろう。

⁷⁰⁸ クロクロ取引である場合、内部者足り得る者が株価上昇情報を覚知しており当該情報が買収者に伝達されていれば、他の一般投資家が公開買付に応募することで締結される売買契約は内部者取引として制裁される。他方、株価下落情報については、買収者がこれを覚知した状態で一般投資家による公開買付への応募があったとしても、変則的な保有実施基準の下においては、当該情報が未公表情報であるか否かに拘わらず制裁されない。したがって、公開買付応募契約が締結されたという事実からは、当該契約を締結した内部者足り得る者および買収者が株価上昇情報を覚知していないことを明らかにする一方で、株価下落情報の覚知有無については何の情報効果も持たないので、株価下落情報に関する情報の片面的遮断が発生することになる。

⁷⁰⁹ 繰り返しになるが、ストラテジック・バイヤーによる買収であったとしても、自社が買

が減少してしまう。つまり、公開買付応募契約は、対抗買収提案を阻害する「鮫除け」としての効果を有すると考えられる。なお、公開買付応募契約において応募することを約する大株主が表明保証を行い、表明保証への違反（情報の伝達漏れ）により買収者が損害を被った場合に売り手側が損害賠償責任を負う旨の規定が併設されることもあるが、これは情報の片面的遮断による影響を緩和するものではないと考えられる⁷¹⁰。

公開買付応募契約に関する学説の中には、原則としてその法的効力を肯定し、応募契約が存在する場合に当該契約の存在、応募契約を結んだ株主の保有株式数と応募を約束した株式数、応募義務・応募解除禁止義務に前提条件があればその内容、それらが消滅する事由が定められていればその内容を開示させる制度を設けることを説くもの⁷¹¹がある。論者は、許容する理由付けとして、これまで日本やアメリカで対抗買収提案が出ない傾向にあり、また、公開買付応募契約の効力を認めた場合に買収合戦の発生が阻害される場面は限定的であるということを挙げる⁷¹²。

しかし、本目でここまで言及した観点からすると、変則的な保有実施基準を基礎とする現在の内部者取引規制の下では、応募契約の存在が広く知れ渡ること自体が情報として機能し、むしろ応募契約を締結した買収者にとって有利にはたらくと推察されるので、後者は根拠にならないと解する。また、前者についても、公開買付応募契約の存在が対抗買収提案の発生を阻害しているのであれば、これまで公開買付応募契約が行われている状況下において対抗買収提案が少なかったのは公開買付応募契約が原因なので（両者には相互関連性がある）、公開買付応募契約を許容する理由とはなり得ない。

結論としては、内部者取引規制が非対称性を有しており、公開買付応募契約の締結が情報の片面的遮断を生じさせる現在の制度においては、公開買付応募契約を禁じるべきである。また、この禁止に違反した場合の効果としては、少なくとも当該者による現下の公開買付を無効とした上で、さらに発生した片面的遮断の影響が消滅するまでの間は、新たに当該会社に対して公開買付を実施する資格を剥奪するべきである。

収した場合に生じるシナジーと、存在するかもしれない「先行買収者が把握している株価下落情報」の影響を衡量して対抗買収価格を決定する必要があるためである。

⁷¹⁰ 大株主側が株価下落情報を知っているがこれを伝達せず、買収者が当該情報を反映していない価格で買収すると、買収者は損害を被る可能性が高いと目されるが、対照的に株価上昇情報についての伝達漏れによって買収者に損害が発生する（ひいては大株主側が損害賠償義務を負う）事態は稀であろう。つまり、表明保証への違反が生じた場合のペナルティは、大株主が覚知している未公表情報が株価上昇情報と株価下落情報で相違するといえる。そうすると、表明保証条項は、大株主側が買収者に伝達していない株価下落情報の存在可能性を下方修正する（伝達されていない株価上昇情報については情報効果を持たない）といえるが、しかし、当事者間で実際に伝達された株価下落情報はその射程外であることから、上述した「鮫除け」効果を弱めるわけではない。

⁷¹¹ 飯田秀総「公開買付けの応募契約」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編集代表『会社・金融・法（下巻）』79-104頁（2013）103頁。

⁷¹² ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（694）531頁は「買収側の株価が平均して下落しているように思われる」とする。

もっとも、より根本的には、内部者取引規制を完全な保有実施基準に戻した上で、改めて公開買付応募契約の可否について検討するべきである⁷¹³。

第8目 小括

金融庁や一部の学説は、株価下落情報を知りながら購入する行為を許容しても、相手方に損害がないとして、「実質的」な解釈論としてこれを制裁しないという。しかし、これを制裁しないことにより、情報の片面的遮断が生じることになる。

これがもたらす影響の1つとして、支配権市場の機能を弱めるというものがある。支配権市場による経営者の規律機能が弱まれば、経営者と株主の間のエージェンシー問題が増大すると考えられ、上記の「実質的」な解釈論は、日本の上場企業すべてのコーポレート・ガバナンスに悪影響をもたらした可能性すらある。

第4款 情報の片面的遮断が株式買取請求権にもたらす影響

第1目 はじめに

本款では、株式買取請求権と内部者取引規制の関係について考察する。前款の内容から直ちにわかるのは、情報の片面的遮断の影響が、株式買取請求権の「公正な価格」の解釈論や運用と切り離せない関係にあるということである。

企業買収に際して公開買付が実施されるとき、公開買付価格は多くの場合、買収を目指す旨の公表時点における株価に上乗せされた価格として設定される⁷¹⁴。日本の内部者取引規制が保有実施基準を貫徹したものだだった時期は、当該上乗せ部分は買収成功時に実現する企業価値の上昇分⁷¹⁵を公開買付に応じた投資家に分配するものであったといえる。しかし、金融庁の解釈により内部者取引規制が変則的な保有実施基準となり、情報の片面的遮断の影響が生じるようになっていく本稿執筆時点において、この上乗せ部分は、買収成功時に実現する企業価値上昇分の分配と、情報の片面的遮断に起因する株式価値の修正分⁷¹⁶が、何らかの割合で混ざり合った産物ということになる。

⁷¹³ 完全な保有実施基準の下では、内部者取引規制が遵守される限りにおいて、応募契約を締結した株主は何ら未公表情報を覚知していないことになる（若しくはクロクロ取引とするため買収者に伝達し、買収者がこれを公開買付届出書で開示する）。これは依然として、一般投資家に対して、買収ターゲットについて未公表情報が存在する確率を下方修正させる効果を持つ。このことは不確実性を嫌っていた者を新たな競合買収者に変性させる可能性がある一方で、リスク愛好的な者からすれば投資対象としての魅力が減殺されることにもなり、全体として競合買収の発生可能性にいかなる影響を与えるか自明でない。

⁷¹⁴ その例外がディスカウント TOB と呼ばれるものであるが、本当にディスカウントなのか否かについては、本文前述のように、一考の余地がある。

⁷¹⁵ ストラテジック・バイヤーとの合併であればシナジー、フィナンシャル・バイヤーによる買収や MBO であれば経営効率性の上昇に起因するものである。

⁷¹⁶ 内部者足り得る者による売却があるならば株価上昇情報の片面的遮断に起因する評価値の上方修正が、内部者足り得る者による買収であるならば株価下落情報の片面的遮断に起因する評価値の下方修正が、それぞれ実施されることになる。

このとき、株式買取請求権における「公正な価格」が企業買収により実現される企業価値上昇分を分配することを是とする概念である⁷¹⁷という立場を採る限り、株式買取請求権を行使した者が、①株価上昇情報の片面的遮断による株価上昇効果を享受することは認められるのか否か、認められる場合になおシナジーを分配することが求められるのか⁷¹⁸、あるいは、②株価下落情報の片面的遮断による株価下落効果を甘受する必要があるのか否か、といった点についてのさらなる究明が必要となる⁷¹⁹。

また、(変則的な)内部者取引規制と株式買取請求権の関係は、これに留まらない。現行の内部者取引規制では、株式買取請求権が行使された場合について法 166 条の適用除外とされている。その理由としては、会社側では株式を買い取ることが義務であり、また、権利行使し得る株主側では未公表情報の覚知の有無により行使の有無が左右され得るものの、通常は組織再編に反対することが権利行使の動機であるから、少数株主の保護が重視されたためとする説明⁷²⁰がある。しかし、現下の金融庁の解釈論により、変則的な保有実施基準の下で情報の片面的遮断が生じるので、適用除外とすることの是非についてはその要素も加味する必要がある。

以下では、内部者足り得る者が購入したか売却したか⁷²¹、また、株式買取請求権が行使されるのが買収ターゲット側と買収者側のいずれであるか、という 2 つの観点から 4 つの組み合わせを措定し、内部者取引が許容されているか否かにより、未公表情報を知らない

⁷¹⁷ シナジーを分配すべき理由については、公正性が論拠とされることが多いように見受けられる。江頭・前掲注(633) 894 頁注 2 など。

株式を売り渡して会社から離脱する株主は、その離脱するという行動によって買収者へ協力していると考えられる。この協力があってこそ買収が成功し、また、買収者の経営努力等の下で企業価値が実現すると捉えれば、これは協力ゲームの一種として定位できることになる。このとき、売り渡している株主も、買収成功に伴い増大した企業価値に対して何らかの寄与度を持っているといえるので、そのことをシナジー分配の根拠として立論できるのではないか。

なお、この見地は、2 つ以上の会社に関係する組織再編において生じるシナジーを、それぞれの会社の株主にいかに割り当てるか、という点について協力ゲームの解概念を用い得ることを示す。

⁷¹⁸ 情報の片面的遮断による株価上昇効果は、内部者足り得る者が売却取引を実施したという事実に起因するので、買収がなければ実現されなかった価値と捉え得る。すると、会社から退出する少数株主は、上記の株価上昇効果のみを享受する場合においても、買収がなければ形成されていたであろう株価を上回る価格で株式を取得してもらえないことになる。それで十分なのか否かが問われる。

⁷¹⁹ なお、新株予約権者についても、株主ではないのでシナジーを分配する必要はないという立論がなされてきたが、こちらについても情報の片面的遮断の影響による株価上昇効果(および株価下落情報がないことが確定されることによるボラティリティの下方修正)を反映する必要があるのか否かが問題となる。

⁷²⁰ 黒沼・前掲注(13) 460 頁。

⁷²¹ 株式買取請求権に基づく株式の「購入」において、買い取る主体はその発行者たる法人である。そのため、未公表情報を知りながら株式買取請求権を行使した内部者が、当該法人における経営陣でもあるとき、その悪意が法人に帰属するケースもあり得る点に注意が必要である。

者がいかなる状況に置かれるのか、順に検討する。なお、二段階買収により少数株主が締め出されることが予定されている場合、一段階目の公開買付価格と、二段階目の締出し価格は、同額に設定されている⁷²²ことを前提とする。また、内部者足り得る者が覚知している未公表情報は、会社自身も悪意であると看做す⁷²³。さらに、買収対価は現金とする⁷²⁴。

第2目 内部者足り得る者による購入と買収ターゲット側における影響

最初に、内部者足り得る者が購入する側であり、買収ターゲット側で一般投資家により株式買取請求権が行使される場合について。株式買取請求権も完全な保有実施基準に服する場合、買収ターゲットが未公表情報を覚知したまま株式買取請求権に対応する株式取得を行うことはできず、ひいては情報開示が促進されると考えられる。他方、変則的な保有実施基準が適用されている場合、および内部者取引規制が適用されない場合はより複雑となる。先述の通り、買収者が公開買付届出書のいずれかの箇所で買収ターゲットに関する株価下落情報を記載する必要があるか否かにより、情報の片面的遮断が発生するか否か変化する⁷²⁵。記載する必要があるならば、一般投資家において片面的遮断の状態となり、影響が生じる（本目では、その影響がある場合にどのようなものであるか描写することが目的なので、以下では影響が生じることを前提とする）。つまり、買収者が規制を遵守している限り、買収を遂行している者は株価上昇情報を覚知していないと判断できるので、一般投資家からすれば買収者による株価下落情報の覚知有無のみが問題となる。

最初に、片面的遮断の影響は考慮せず、一般論として会社に未公表情報がある場合の株式買取請求権について考えてみる。株価上昇情報のみが累積しており、会社はこれを認識しているが買収者は覚知しておらず、株価も当該情報を反映していない状態において、株価を基礎として株式買取請求権の行使とそれに伴う株式買取が可能である（つまり内部者取引規制が適用されない）とき、行使者は割安な価格で株式を買い取られることになる。他方、株価下落情報のみがあるが株価に反映されていない状態であれば、株式買取請求権を行使した者は割高な価格で株式を買い取ってもらえることになる。情報の片面的遮断がない状態においては、一般株主は、これら 2 つがあり得ることを踏まえ、株式買取請求権を行使するか否かを判断することになる。そして、通常はこの 2 つの影響は打ち消し合うと

⁷²² これはいわゆる強圧性を発生させないための措置として定着しているが、以下で示す通り、変則的な保有実施基準では強圧性の発生を防げないと考えられる。

⁷²³ ある会社の未公表情報を最も覚知しやすいのは、通例その会社自身であろうから、このような処理は突飛なものではない。これは転じて、会社が覚知していない未公表情報を知る者が株式買取請求権を行使できないという問題は懸念せずともよいであろうことを示す。会社自身が覚知していない未公表情報を、内部者取引規制が惹起される情報入手経路で入手するという状況は想定し難いためである。

⁷²⁴ 買収者の株式が対価とされる場合、ターゲットにおける持株比率と、組織再編成立後の買収者側における持株比率も絡んで、影響が複雑になる。

⁷²⁵ 記載する必要があるれば遮断が発生せず、また、そのことが一般投資家に知られているならば特段の問題はない。

考えられる。しかし、情報の片面的遮断があるとき、先述の通り、内部者足り得る者による購入であれば当該者が株価上昇情報を覚知していないことが判明し、株価下落情報の影響が上方修正される。これは株価を押し下げる要因となり株価に反映され、株式買取請求権が株価を参照するならばその買取価格にも反映され得る。

現行法の下では、株式買取請求権は内部者取引規制の適用除外とされているから、株式買取請求権の行使に際して、会社は未公表情報を覚知していてもその公表を迫られることはない。このとき、先述の通り、内部者足り得る者による公開買付価格に、当該者が覚知している株価下落情報の影響が反映されているのか、それとも当該者は株価下落情報を覚知していないのか外部から判別できないので、対抗買取提案の阻害効果が生じている⁷²⁶。そして、判例においては、「公正な価格」について基本的に株価を用い、公開買付価格の決定から買取請求がなされるまでの株価動向の変動は反映しないという制度（最決平成24・2・29民集66巻3号1784頁、最決平成28・7・1民集70巻6号1445頁）になっている。また、いわゆる強圧性への対処から、二段階買取において一段階目の対価と二段階目の対価は同額に設定されることがほぼ実務慣行として確立している⁷²⁷。

このとき、買取ターゲットの一般株主からすれば、対抗買取の出現可能性が押し下げられていることも相まって、公開買付価格が下方修正を反映した株式の評価値を上回っている限り、その内部者足り得る者による買取が成功してくれることが望ましい。つまり、二段階目まで会社に残存する利益は乏しい一方、一段階目で公開買付に応じて買取成功の可能性を高めることが有益ということになる。これは、一般株主に対する「応募圧力」と呼んで差支えないものではなかろうか⁷²⁸。

他方、仮に、会社は未公表情報が存在する状態で株式買取請求権の行使に対応した買取

⁷²⁶ 買取者の他にも内部者足り得る者が存在し、当該者の未公表情報（より厳密には株価下落情報）の覚知力が先行して買取を仕掛けた内部者足り得る者よりも高く、かつ、未だ買取を仕掛けていない方の内部者足り得る者が株価下落情報を覚知していない場合には、情報の片面的遮断による株式価値の下落分が存在するものの、それは株価下落情報の存在可能性を過大評価したものと映る可能性がある。その場合には当該者において「外部情報」たる株価上昇情報が発生・覚知され、当該者は対抗買取を模索し得る。

一般投資家としては他の内部者足り得る者の対応を観察するべきことになるが、仮に、それらの者が大株主であることにより公開買付応募契約を締結する（自分で対抗買取を行うよりも先行買取者の提案に応じる方が利益になると判断したことが推察される）と、一般投資家にはより一層に売却圧力がかかることになる。

⁷²⁷ 田中・前掲注（632）636-637頁コラム9-9。

⁷²⁸ 片面的遮断の影響がない場合においても、現下の株価よりも高い公開買付価格が提示されれば、買取が成功しない状態よりは当該買付に応じた方が少なくとも短期的には利益になるという意味での「応募圧力」はある。しかし、将来において別の買取者による買取があり得ることを加味して応じるか否かを決定できる。これに対し、片面的遮断の影響がある場合は、その時点における対抗買取提案が阻害されており、また、公開買付の成否に拘わらず、内部者足り得る者において株価上昇情報を覚知していない（株価下落情報については覚知有無が不明）という情報を残すから、当面の間、買取ターゲットとしての魅力が減殺されてしまう。

ができず、かつ、そのことにより情報開示が事実上強制されるならば、株式買取請求権が行使されると、あるいはされる前に、会社は株価下落情報を覚知している場合にはそれを公表することになる⁷²⁹。株式買取請求権との関係でどの時点で既遂判定を行うかが問題となるが、株式買取請求権を行使するために必要となる株主総会決議前の組織再編に反対する旨の意思表示の時点とするならば、それよりも前に情報の開示を迫られることになる。これは二段階目の締出し決議に際して株主が参照できる情報が増えることを意味するが、情報の片面的遮断からして株価上昇情報よりも株価下落情報が存在する可能性の方が高いことになる。

第3目 内部者足り得る者による購入と買収者側における影響

次に、内部者足り得る者が購入する側であり、買収者側で株式買取請求権が行使される場合について。これに該当するのは、買収主体が株式会社であり⁷³⁰、公開買付成功後に、買付者においても株式買取請求権の行使が可能となる組織再編が二段階目として行われる場合における株式買取請求権に関するケースである。

保有実施基準が貫徹され、または公開買付届出書に買収者が覚知している買収ターゲットの株価下落情報についての記載義務があるならば、買収者はターゲットについて未公表情報を知らずに買収していることが（内部者取引規制が遵守されている限り）確定される。

これに対し、変則的な内部者取引規制が適用され、かつ公開買付届出書における記載義務がない場合には、買収者が買収ターゲットの株価下落情報のみを知らながら買収する場合と、株価上昇情報と株価下落情報のいずれも知らずに買収する場合の2つがあり得ることになる。

先述の通り、友好的買収の場合には、敵対的な対抗買収提案の出現を抑止するという目的のために、買収者と買収ターゲット経営陣の双方に、その覚知している買収ターゲットの株価下落情報を秘匿する誘因があり得る。他方、友好的ではなく買収ターゲットとの事前交渉が行われていない買収の場合⁷³¹においても、買収者には、自社の調査努力に対するフリーライド（対抗買収提案）が生じる可能性を減じるために、やはりその覚知している株価下落情報を秘匿する誘因があり得る⁷³²（ただし、買収ターゲット自身から株価下落情報

⁷²⁹ 買収者が覚知していることもあれば、していないこともある。

⁷³⁰ 通例、買収の意思決定を行うのは買収者の経営陣であるから、本目を取り扱う類型のように買収者が内部者足り得る者たる地位を有するのは、買収者の経営陣が買収ターゲットとの間に有する固有の関係に起因することになる。なお、その経営陣ないし買収者自身と、買収者の一般株主を比較すれば、前者の方が買収ターゲットについての覚知力が高いことを前提とする。

⁷³¹ 本目で論じているのは、仮にそうであったとしても買収者が買収ターゲットについて内部者足り得る者に該当する場合であり、一般投資家よりも覚知力が高いことが所与となる。

⁷³² 買収ターゲット側が、公開買付に対する賛否を表明する際に未公表情報を秘匿したままその表明を行うことができるか、それともその種の行為が取引推奨規制に抵触するかにより、事情が変わってくる部分がある。

を教えてもらえるホワイトナイトに対する抑制効果は極めて微小である⁷³³。

買収者は、ターゲット会社について株価下落情報の存在可能性が確率的に評価されている株価を基礎として（シナジーを上乗せして）購入しているわけであるが、これは（影響度を正しく見積もれている場合）実際に株価下落情報が存在する場合の株価よりは高いものとなっている可能性が高い。そうすると、買収者側の一般株主としては、実際には株価下落情報が存在せず買収ターゲットの株式価値において下方修正されていた分が上方修正し直されて自社の株価上昇につながる可能性と、実際に株価下落情報が存在し、買収ターゲットの株式価値がさらに下方修正されて自社の株価下落につながる可能性の衡量により、株式買取請求権を行使するか否か決定することになる。

買収ターゲットと買収者の企業規模にも左右されるが、買収者が買収ターゲットについて株価下落情報を覚知しているか否かは、買収者自身の買収計画の中で生じた結果であり、その株価に重大な影響を与え得るものであるから、買収者における内部情報として未公表情報となるであろう（覚知しているなら株価下落情報、していないなら株価上昇情報）。すると、株式買取請求権について内部者取引規制が適用されない場合、株価下落情報があるならば公開買付成功後に迅速に公表し、他方、株価上昇情報があるならば秘匿し、株式買取請求権が行使された場合の買取価格を押し下げておくという戦略が採られ得ることになる。ただし、二段階目が株式交換や株式移転であるならば、買収ターゲット株主に交付される財産たる株式に（その会社が株価下落情報のある会社を買収したという）株価下落情報が付着するので、これを公表しないまましていると完全保有基準および変則的な保有基準のいずれにおいても内部者取引規制に抵触することから、公表が強制される。

株式買取請求権の行使に変則的な内部者取引規制が適用される場合、株価上昇情報がある場合には行使される前に公表する必要がある一方、株価下落情報については公表するか否か任意になる（ターゲットについて株価下落情報を覚知しているなら公表しないでもよいが、覚知していないならばそのことを公表する必要がある）。やはり買取価格抑制という見地からは株価下落情報を開示するという戦略が採られ得るであろう。

この戦略において、買収者側においては、株式買取請求権の買取価格の算定基準日がどこになるかにより、株価変動の影響が及ぶか否かが相違するところ、最高裁の枠組みでは原則として買取請求権が行使された日であることで、会社による公表有無や戦略が相違する。まず、株価下落情報の自発的な公表は、株式買取請求権の行使のための組織再編反対にかかる意思表示がなされる時点よりも前になされれば組織再編への賛否に関する投票自体に影響を与えるが、本目の設定上、先行する公開買付は既に成功してしまっているので、株式買取請求権を行使する場合においても一般株主はその影響を甘受するほかないように見える。他方、決議の可決直後であっても買取請求がなされる前であれば足りるのであれば、決議に反対して株式買取請求権を行使するか否かの意思決定時点ではその種の株価下

⁷³³ 買収ターゲット自身が覚知できていない発生事実型の情報を、その買収者が覚知している可能性がゼロではない以上、抑制効果はゼロではない。

落情報の存否が明らかにならないということになる。

他方、買収者の株主は、情報の片面的遮断により対抗買収が阻害されたことの恩恵を受けているともいえ、また、買収ターゲットにおいて株価下落情報があったとしても、買収成功によりそれを上回る企業価値増加があるならば、買収がない場合よりはその保有株式の経済価値は増加していると考えられるから、上記の諸要素のうち何がどのように不当なのか、という判断が難しいことになる。

第4目 内部者足り得る者による売却と買収ターゲット側における影響

続いて、内部者足り得る者が売却する側であり、買収ターゲット側で株式買取請求権が行使される（被買収者側で、内部者足り得る者と共に既存株主であった者が権利行使する）場合について。変則的な保有実施基準の下で、買収者が規制を遵守している限り、問題となり得るのは株価上昇情報である。本款で先述の通り、内部者足り得る者が売却するという情報がある場合はいずれにせよ、その情報がない場合に比して株価は上方修正される。このとき、会社自身が株価上昇情報を覚知している場合においても株式買取請求権に応じて株式を取得できる現行法の制度で、いかなる影響が生じるか。

株価上昇情報の存在可能性を確率的に反映している株価または公開買付価格との対比において、実際に株価上昇情報が存在し、かつその影響が株価の上方修正分をさらに上回るものであったとしても、株価を「公正な価格」とすることが原則である限り請求した株主はこれを享受できない。他方、株価上昇情報を発見した裁判所がこれを上方修正するならば享受できる⁷³⁴。他方、株価上昇情報が存在しない場合、若しくは存在するがその程度が上方修正分に満たない場合には、元々の株価に上乘せされた株価になっていたとしてもその内訳（シナジー分配と情報の片面的遮断による上方修正の割合）がわからないことも相まって、そのまま上乘せされた株価が採用されるであろう。すると、株式買取請求権を行使する方が有利であると目されるから、公開買付に応募せず、締出し決議で反対票を投じるという行動が誘発され⁷³⁵、買収の成功可能性が低下すると目される。また、買収者以外の株主としては、対抗買収が阻害されたことによる機会損失に対する補償は得られないと考えられる。なお、他の内部者足り得る者においては、当該者自身が株価上昇情報を覚知していない場合、そのこと自体が、外部情報としての株価下落情報になるという点にも留意する必要がある。これは、株価上昇情報を覚知していない内部者足り得る者に対して、公

⁷³⁴ アメリカにおける株式買取請求権について、シナジーは分配せずに、裁判所が当該権利を行使された会社の企業価値を算定して買取価格を決定するといわれてきたが（池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価：日米の株式買取請求権事件等のトレンドと考え方』（中央経済社、2020）5-6頁）、この制度は、本文記載の場面において、株価上昇情報が存在する場合にこれを実価に引き直して考慮する一方、株価上昇情報が存在しない場合には片面的遮断の影響により上方修正された分を下方修正し直すことになる。

⁷³⁵ 買収が失敗すれば元の本阿弥なので、他の株主の行動との兼ね合いで混合戦略が採用されるであろう。

開買付に応じる方が合理的であるという帰結をもたらす（これを「応募圧力」と呼ぶべきか否かは定かでない）。

これに対し、株式買取請求権においても内部者取引規制が適用され株価上昇情報を知りながら購入することが禁じられるとき、株価上昇情報が存在する会社は株式買取請求権の行使にそのままでは応じることができないので、株式買取請求権にかかる内部者取引の既遂判定時期よりも前に株価上昇情報（および株価下落情報）を公表することで、その義務を履践できる状態を確保すべきことになる⁷³⁶。このとき、株式買取請求権の買取価格の算定基準日とその義務の履践の前後いずれであるかという要素が重要となるが、株式買取請求権が行使された日を基準日とする現在の制度運用からすれば、その行使者は上記の仕組みによる会社自身による未公表情報（株価上昇情報と株価下落情報のいずれもあり得る）の影響を受ける可能性が高い。そうすると、実際に株価上昇情報が存在してさらに株価が上方修正される可能性と、実際には株価上昇情報は存在せず片面的遮断による上方修正分が下方修正される可能性の衡量により、一段階目たる公開買付に応じるか否かを決定すべきことになり、それらに基づき確率的に（ゲーム理論における「混合戦略」のように）応じるか否かを決定するとき、「応募圧力」の要素が存在するといえるのではなからうか。

第5目 内部者足り得る者による売却と買収者側における影響

最後に、内部者足り得る者が売却する側であり、買収者側で株式買取請求権が行使される場合について。繰り返しになるが、株価上昇情報が実際に存在することが公開買付後に明らかになれば、買収ターゲットの株式価値は片面的遮断の確率的反映による上方修正からさらに上方修正され得る一方（このとき買収者は割安な価格で購入できたことになり、保有株式の価値上昇を介して、株価上昇情報となり得る）⁷³⁷、実際には株価上昇情報が存在しないならば片面的遮断による上方修正分が下方修正される（このとき買収者は割高な価格で購入したことになり、保有株式の価値下落を介して、株価下落情報となり得る）。

もっとも、本目が本款の他の場面と異なる要素として、このあり得る価格変動に関する情報が内部者取引規制を惹起する内部情報にならない、というものがある。つまり、念頭に置いている場面の設定からして、買収ターゲットに株価上昇情報があるか否かを買収者は知らない。一段階目の成功後に伝達を受けるということはあるが、株式買取請求権の行使との兼ね合いが問題になるならば、内部者足り得る者であるとか買収ターゲット経

⁷³⁶ なお、適用されるのが変則的な保有実施基準である場合には、株価下落情報を知りながら会社が取得することは許容される一方、株価上昇情報を知りながら取得することは禁じられることから、会社の公表行動に非対称性が生じ得る。これは締め出される株主に有利に作用し、反対に株価下落情報を秘匿するのは買収者にとって不利であるから、その非対称性は微々たるものになるであろう。

⁷³⁷ 片面的遮断による上方修正が、ちょうど実際に存在する株価上昇情報の価値を実在ベースで評価したものに近いならば、株価上昇情報にも株価下落情報にもならない。株価上昇情報が実際に存在するものの、その実在ベースの評価が、片面的遮断による上昇分に満たないならば、逆に株価下落情報ともなり得る。

営陣が情報の片面的遮断を構築して買収者に協力した延長線上で、株価上昇情報がある場合にはこれを伝達せず、株価上昇情報がない場合にはこれを買収者に伝え、買収者が株式買取請求権についての既遂判定時期よりも前に公表して株価を押し下げる、という戦略があり得ることになる。

第6目 小括

以上より、金融庁が現下において採用している変則的な保有実施基準の下では、株式買取請求権に関して内部者取引規制を適用しないことで、内部者足り得る者による戦略的な行動の余地が生じ、これは一般投資家の行動に影響を与える。また、情報の片面的遮断の影響が及んでいることから、株価を基準として企業価値の増減を判断することは不相当であり、買取価格の決定に際しては裁判所がより踏み込んで審査する必要がある。

根本的には、会社が時期に適さない公表を迫られる事態を防ぐという要素を重視して株式買取請求権については内部者取引規制を適用除外としたまま、買収者に適用される規制を完全な保有実施基準に戻すべきであると解する。

第6節 規制の再構築

第1款 はじめに

本節では、本章で示してきた内部者取引規制のあるべき姿についての私見に基づき、より具体的な制度設計と、当該制度において生じ得る法律問題について考察する。

最初に、前節までの考察から、日本における内部者取引規制および学説の現状に対する私見の総括を行い、課題を再確認しておく。第1章でも述べた通り、日本の内部者取引規制には、適用範囲を画する基準として以下の8つの非対称性がある。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、株価上昇情報と購入、および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投資意思決定は制裁するが、覚知していない者の投資意思決定は制裁しない。⑥取引実施の推奨を禁じる規定はあるが、取引不実施の推奨については規定がない。⑦未公表情報を覚知している者による取引推奨は規制するが、覚知していない者による取引推奨は規制しない。⑧未公表情報を覚知した者が当該情報を伝達することを禁止するが、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する行為は禁止しない。

本章ではこのうち④以外の7つについて、未公表情報が投資意思決定にもたらす影響がどのようなものか、という本稿の第1の検討課題を通じて考察を進めてきた。その結論を

整理すれば、⑤の存在はやむを得ず、①・②は適切な形で維持し得るが現行規制では内部者に優位性を与える不適切な形となっており、また、③・⑥・⑦・⑧は常に不適切である、というものになる。

これらの結論を念頭に置きながら、以下では、第 2 款から第 4 款にかけて市場取引たる内部者取引に対する規制、相対取引たる内部者取引に対する規制、および外部者取引・情報伝達・取引推奨に対する規制の順に取り上げ、第 5 款では刑事罰と行政罰による制裁の在り方について検討し、最後に第 6 款では第 5 款までで言及されなかった事項のうち重要なものについてまとめて取り扱う。

第 2 款 市場取引たる内部者取引に対する規制

第 1 目 はじめに

本款では、市場取引たる内部者取引に対する規制の在り方を総合的に考察する。

これまでの内部者取引規制に関する学説の大半は、規制の根拠論として市場の公正性を謳いながら、実態としては、規制の名宛人が未公表情報を覚知した状態で取引を実施した場合における、未公表情報を覚知した名宛人たる内部者、および内部者と反対方向の売買⁷³⁸を行った一般投資家の関係のみを念頭に置いており、売買当事者間の関係にしか注意を払っていないという矛盾を内包していたといえる。すなわち、内部者と同方向の取引を行い損ねた者との対比や、内部者による取引不実施という投資意思決定がもたらす優位性（1 つ目の非対称性）、あるいは内部者による投資判断の結果が外部から観察された場合の影響に対する考慮が欠落していた。これは、詐欺性を要件とするアメリカ法および関連する学説を参照したことから生じた弊害ではなかろうか⁷³⁹。

また、いくつかの場面で、市場に対する一般投資家の信頼を毀損することはないので規制する必要はない、という立論がしばしば展開されてきたが、それらの多くは、内部者足り得る者の優位性を正しく把握できておらず、実際には内部者足り得る者を一般投資家に比して有利な状況に置くものであった。まず、未公表情報を覚知する前に取引実施の意思が外形化されているか否かと、未公表情報に基づき利得できるか否かはまったくの別問題であるにも拘わらず、これらが混同されてしまった（2 つ目の非対称性が不適切な形で維持された）。次に、内部者足り得る者は相対的に覚知力が高いことにより、未公表情報を現に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し得る点が見過ごされてきた（5 つ目の非対称性の自明視）。これは、情報の平等理論に引きずられた結果であるとともに、未公表情報の累積上限が 1 個であるという暗黙の仮定に縛られたものであると考えられる。

⁷³⁸ 内部者が購入ならば売却、売却ならば購入である。

⁷³⁹ 詐欺性を要件とすること自体に対する批判は展開されてきたが、内部者取引の不当性を捉えるにあたり、本質的な部分で詐欺性を基準とする思考態様に陥っていたといわざるを得ない。

以上を踏まえると、次のような総括を行うことができる。従前、日本の内部者取引は形式犯として規制されていると主張されてきたが、これは内部者の優位性を正しく把握できていないことに起因する評価に起因するところが大きい。未公表情報を覚知する前に為された投資判断による取引実施が適用除外規定に該当する場合でない限りは制裁対象とされていたこと、および、株価上昇情報を知りながら株式を売却する行為および株価下落情報を知りながら株式を購入する行為が制裁対象とされていたことは、批判の対象となることも多かったが、実際にはそれぞれ相応の実効性があり、内部者取引規制は、一般投資家の財産状態の保護と、市場機能の保護という、2つの保護法益を持つ制度としてそれなりに機能していた⁷⁴⁰。この見地からは、売買契約の成立により既遂になるという解釈論が、一般投資家の財産状態の保護という保護法益との関係では内部者取引が侵害犯であることを示し⁷⁴¹（内部者が利益を得たか否かとは無関係に制裁されるとする理解⁷⁴²が妥当する範囲は、それほど広くない⁷⁴³）、他方、市場機能の保護という点については具体的危険犯であったこ

⁷⁴⁰ 保護法益の複数化について、金裕根「危険社会における客観的帰属上の問題点」ノモス30号47-62頁（2012）51頁は、法益の抽象化（による行為の包括的把握）に限界がある場合に、複数の法益を保護対象とすることにより、事例ごとに都合のよい法益侵害行為を選択的に把握でき、この方法において、刑法は法益を侵害し得るあらゆる行為を捕捉でき、可罰性の欠損を補充し得るとする（続けて、広範な刑法の介入が個人の自由を縮小させる恐れや、法益概念の明確性に関して議論を展開している）。

なお、中国における内部者取引規制の意義に関する学説の中には、本稿の主張と同じように、内部者取引が行われることで侵害を受ける主体について、市場全体と、個々の投資家の双方を掲げる見解もあるようである。葛愛軍「インサイダー取引規制に関する研究（3）—日本・アメリカ・中国の比較を通じて—」北大法学論集59巻6号77-139頁（2009）99-100頁参照。

⁷⁴¹ 取引実施の時点で、当該情報が将来において世間一般に明らかになった場合に株価を動かすであろうと予想されることこそが重要なのであり、実際に明らかになった段階で動いたか否かは、規制するべきか否かとは関係がない。株式売買の契約当事者には、売買契約が成立した時点で、未公表情報を加味すれば割安・割高な価格で債権・債務が帰属するので、約定ないし契約締結の段階をもって、内部者側で利得（類型A・C・F）が実現しているのである。結果として未公表情報が公表されないまま消滅し、あるいは公表されても市況により売り抜け等による利益が実現せずとも、それは取引成立による利得の有無とは関係がない。

なお、その前提として、取締法規に違反する行為の私法上の効力が問われるべきことになるが、問題となる法規と行為の性質毎に相違し得ると考えられるところ、内部者取引に関しては、売買契約は有効であると解する。

⁷⁴² 佐藤雅美「インサイダー取引と刑事規制—証券取引法改正をめぐって—」刑法雑誌30巻4号97-117頁（1990）105-106頁、芝原邦爾『経済刑法研究（下巻）』（有斐閣、2005）659頁（初出：法学教室166号92-98頁（1994））、野村・前掲注（2）76頁、川崎友巳「インサイダー取引罪」刑法雑誌51巻1号78-93頁（2011）79頁、加藤佐千夫「インサイダー取引の刑事法的規制—裁判例の検討を中心として—」中京法学47巻3・4号1-24頁（2013）2頁、神山他編著・前掲注（2）206頁〔平山〕、芝原＝古田＝佐伯編著・前掲注（2）483頁〔木目田〕、服部・前掲注（13）320頁。

⁷⁴³ 公表概念の形式化を維持することの帰結として、情報がすでに世間一般に知られていて利得できないにも拘わらず取引が禁じられる場合くらいではないか。

とを示唆する⁷⁴⁴。すなわち、取引意思の外形化により自身以外の投資意思決定者における事後確率の判断に影響が出るので市場機能との関係で法益侵害が発生することに加え、株価上昇情報が優勢であることを覚知した状態で実施される購入取引および株価下落情報が優勢であることを覚知した状態で実施される売却取引（パターン1・7・9・15・19・23）が売買契約として成立する場合には、相手の投資家の財産に対する法益侵害も発生する。この見地からは、1つの罪において2種類の法益侵害が発生しており、取引プロセスの過程において、それぞれの侵害状態が相違し得るといえる。

上記の諸点を鑑みれば、実質的な内部者取引規制を構築する手段としては、「形式犯」と詰られてきた従来型の規制に戻し、売買契約の締結時点を既遂とする枠組みの下ですべての行動パターンに対して保有実施基準を適用するのが最も簡明であろう⁷⁴⁵。もっとも、仮に、内部者足り得る者による取引実施の機会を増やすことが妥当であるという政策判断の下で制度を構築するのであれば、パターン9～16・21～24については保有不実施基準を採用して制度を構築するという方策もあり得る⁷⁴⁶。解釈論によりこれを実現することも可能足り得ると解するが⁷⁴⁷、本節では、法改正を前提としてその作業を行う。

⁷⁴⁴ 内部者取引を具体的危険犯とする見解として、南由介「インサイダー取引の罪における主体について—最高裁平成27年4月8日決定を素材として—」鹿兒島大学法学論集53巻2号7-37頁（2019）18頁。

内部者足り得る者による取引実施の意思が外形化し、これが外部から観察され得る状態となることで、一般投資家の投資判断に影響が及ぶ。これを防ぐという点からは、外形化した時点で制裁することも正当化できると思われ、そのような制度であれば内部者取引は抽象的危険犯といえる。しかし従前、この段階では制裁されていなかった。

なお、取引不実施の場合についても、既に市場に出された注文の撤回が行われ得るという可能性が認識されれば、投資家の市場に対する信頼が毀損される（情報優位にある者は既に市場から全面的に離脱しており、無知な自分が取り残されているのではないか、という疑心暗鬼が生じる）点をもって、市場に対する信頼、ひいては市場機能という保護法益に対する侵害が認められるであろう。

⁷⁴⁵ 現行法の文言を所与とする限り、内部者取引規制の要件は明確化されているが故に柔軟な解釈を採ることが困難な面があり、規制目的に合致した妥当な結論を得るための法文の実質的解釈がどこまで可能か、問題となる。井田良「インサイダー取引」法学教室240号12-15頁（2000）14頁。

⁷⁴⁶ 実施基準と不実施基準が組み合わさっているとき、内部者足り得る者による取引がパターン1・7・9・15・21である可能性も生じることから、内部者取引規制の名宛人による投資判断の結果が外部から観察された場合における、情報の片面的遮断の影響は縮小する。

⁷⁴⁷ これには、2種類があり得る。1つ目は、パターン1～8・17～20について法157条と法166条の両方が適用可能であるが、両者が法条競合になり特別条項である法166条が優先されて法166条のみが適用され、取引不実施（不作為）義務への違反があった場合には同条により制裁される、というものである。パターン9～16・21～24については、知る前契約・計画やそれと同視できる場合について法166条が適用除外規定の対象であるとき、それは法166条の適用を排するのみであり、取引実施（作為）義務違反があった場合には法157条により制裁されることになる。

2つ目は、取引不実施義務に違反がある場合は、①注文が出るだけで市場に対する投資家の信頼が毀損され、さらに②約定により一般投資家側の財産が侵害され、2種類の法益

制度設計において念頭におくべきは、規制の名宛人が一般投資家に比して有利な投資判断を下すことを可能とする優位性の源泉を適切に封じること（本章第4節からの結論）、および、規制の名宛人による取引実施・不実施に関する意思決定が外部から観察された場合に観察した者の投資意思決定に影響が生じないようにすること（本章第5節からの結論）、という2点である。既に取り上げた内容からして、後者に対する要請は、前者に対する要請よりも強いと解される⁷⁴⁸ことから、制度設計にあたり両者が対立する場合は後者の実現を優先する。なお、この見地から、規制の基本構造としては（変則的ではない）保有基準の採用を所与とする⁷⁴⁹。

第2目 規制の骨格

最初に規制の骨格として、パターン1～8・17～20については保有実施基準を、また、パターン9～16・21～24については保有不実施基準を採用し、両者の切替点を、取引実施意思およびその取引内容が外形化された時点とすることを提案する。

実施基準と不実施基準の切替点としては、①内部者が注文することを決断した段階、②取引が購入である場合は購入費用の調達のためのアクションがなされた段階、または③調達が完了した段階、④内部者が証券会社に注文を伝えた段階⁷⁵⁰、⑤注文が市場に出た段階、⑥約定した段階、および⑦決済された段階、という7つの要素の間の6つの時点が考えられる。内部者取引規制が市場に対する信頼と市場機能の維持を保護法益とする限り、規制の名宛人による行為が一般投資家に影響を与える段階で制裁対象とすることが求められる。

まず、レモン市場に関する議論においてもそうであるように、ある投資家から見て、自分よりも情報優位な者が自分の取引相手となり、自身にとって不利な取引が成立する可能性があると思えば、当該者は売買価格における調整を行い、あるいは市場から退出すると考えられる。これを防ぐという観点からは、パターン1～8・17～20について売買契約の

侵害が発生しているという観点からは、取引実施の場合、法157条が①に、法166条が②に適用されるという解釈のもと、内部者取引が行った者に対しては包括一罪として適用され、法166条による制裁は、法157条による制裁に吸収される結果、適用される余地はないことになる。取引実施義務違反については、②は発生しないので、法157条のみが適用対象になる、ということになる。

⁷⁴⁸ 厳密に考えれば、前者は後者の一要素といえる。取引実施・不実施自体が未公表情報に基づく利得を規制の名宛人にもたらすならば、その投資意思決定が外部から観察された場合の影響が生じるので、規制の名宛人が有する優位性の源泉を封じるための制度設計は、規制の名宛人による投資意思決定が外部から観察された場合の影響を抑えるために不可欠となる。

⁷⁴⁹ 利用基準を採用すると、依然として内部者足り得る者は有利な投資判断を実現できることに加え、禁止行為に非対称性が生じるため内部者足り得る者による取引実施・不実施という事実が一般投資家における事後確率の修正に偏りを生じさせる（規制の名宛人が購入取引を実施すれば株式価値を下方修正し、売却取引を実施すれば上方修正する）という弊害が生じる。変則的な保有基準も、後者の弊害を引き起こす。

⁷⁵⁰ オンライン取引であれば、発注ボタンをクリックした段階である。

成立（約定）に至った段階で既遂とするのでは遅すぎるので⁷⁵¹、少なくとも内部者による注文が市場に出たという事実（上記⑤が実現した状態）は保有実施基準に基づき制裁対象とするべきである。また、規制の名宛人による投資意思決定の結果が外部から観察された場合の影響という観点からは、上記④の要素が存在する場合はもとより、上記②の要素が存在する場合に対しても何らかの形で規律を及ぼす必要があるものの、上記②の要素は存在しない状況もあり得るので⁷⁵²、切替点の設定に際して参照することは妥当でない。さらに、内部者が取引実施を決定したがその意思が何ら外形化していない時点を制裁することは不相当であるから⁷⁵³、①は制裁対象から外す必要がある。これらの諸要素に鑑みれば、基本的には④と⑤の間を基準の切替点とし、①は制裁せず、②乃至④に保有実施基準を適用するとともに、⑤以降に保有不実施基準を適用する⁷⁵⁴ことが妥当である。

この枠組みにおいて、パターン 1～8、9～16、17～20、21～24 は、実行の着手と実行行為の完了について、それぞれ次のように定位される。

最初にパターン 1～8 について。実行の着手は、購入の取引実施（パターン 1・3）では購入資金を調達するための準備を為した（上記②が実現した）時点、売却の取引実施（パターン 5・7）では証券会社に対して注文を伝えるための準備を為した（上記②から④に至るまでのいずれかの）時点で肯定される。実行行為の完了は、いずれにおいても、証券会社に対して売買に関する注文が伝えられた（上記④が実現した）時点であり、上述の通り当該時点で既遂とする⁷⁵⁵。利得類型でいえば、A1・A2・C1・C2 が禁じられ、B1・D1 は許

⁷⁵¹ 内部者取引が民事上は有効である限り、約定した後は原状回復のために訴訟等が必要になり得るので、一般投資家は、約定する前の時点で、自身の注文が約定する相手が内部者である事態を懸念して発注を差し控える可能性がある。

⁷⁵² 売却取引が実施される場合や、購入取引の実施であるが元々の手持ち資金で賄われる場合（いわゆる空買いではない場合）、購入資金の調達は行われぬ。

⁷⁵³ 取引実施の意思を形成したことのみで制裁対象となってしまうのは不当であり、また、立証も困難である。

⁷⁵⁴ ⑤に属するパターン 9～16・21～24 についても、②乃至④に属するパターン 1～8・17～20 の取り扱いを参照して無規制状態を発生させないように設定される必要がある。

⁷⁵⁵ 発注が出た時点で既遂とする場合、第 4 節の知見と第 5 節の知見が対立するかのように見える場面が生じる。まず、株価下落情報を知り、当該情報の公表前に、現在の株価よりもある程度低く約定しないような買い注文を出して置くと、当該情報の公表により株価が下落していく過程で約定が実現される。未公表情報を踏まえれば高すぎる価格で購入して損害を被る事態を回避する、という面では、これは利得類型 D に類する。次に、これと平行に、株価上昇情報を知った場合は、現在の株価よりもある程度高く約定しそうな価格で売り注文を出して置くと、当該情報の公表により株価が上昇していく過程で約定が実現される。未公表情報を踏まえれば安すぎる価格で売却して損害を被る事態を回避する、という面では、これは利得類型 B に類する。これら 2 つの行為は、形式的には株価下落情報を知りながら買い、あるいは株価上昇情報を知りながら売る行為である（これを許容するのが現行規制における 3 つ目の非対称性である）が、実現されるのは利得類型 B・D に類するものであり、第 4 節の検討結果から、保有基準の下では利得類型 A・C が全面的に封じられているならば利得類型 B・D は全面的に許容される必要がある。また、約定時点では未公表情報が株価に反映されているので、約定により取引の相手方となった一般

容される。このとき、パターン 1・7 が市場機能毀損⁷⁵⁶と相手方の財産状態毀損⁷⁵⁷という 2 種類の法益侵害を生じさせるのに対し、パターン 3・5 は市場機能毀損⁷⁵⁸という法益侵害を生じさせるが相手方の財産状態は毀損しないので、制裁の程度を相違させることも選択肢足り得るが、制裁の程度が異なると抑止機能に差異が生じ、規制に違反した取引の実施可能性に非対称性が生じ得るので⁷⁵⁹、量刑は同程度とするべきである⁷⁶⁰。なお、内部者が注文内容を伝えたあと、証券会社（ないしその担当者）が当該注文を市場に出す前の期間は未遂の状態であるから、未遂犯の処罰規定を新設するべきか否かが問題となる。この点、証券会社（の担当者）が注文の内容を把握できることにより、証券会社（の担当者）において内部者の注文を参考にした取引実施・不実施の判断が可能となり、市場機能毀損という法益侵害の発生が認められるので⁷⁶¹、未遂犯として処罰するべきであると解する（結局のところ、②乃至④のすべてにおいて、内部者による取引実施の意思が外形化したならば制裁さ

投資家に財産的損害は生じない。一方で、第 5 節の検討結果からは（3 つ目の非対称性が不適切であることから）禁じられるべき行為である。

情報が公表されたあとで注文を出せば足りることや、内部者足り得る者が現下の株価と乖離した価格の発注を行ったという事実が観察された場合は観察した者における事後確率への修正が生じることから、その種の注文は禁じられるべきである。

⁷⁵⁶ 板が薄い銘柄で内部者による取引実施が利益の出る板を定型的に減少させるとき、市場に残存している板は内部者が約定することを躊躇うような魅力のないものである可能性が高まるので、一般投資家が市場から退出し得る。また、内部者による取引実施が外部から観察された場合に、情報カスケードが発生し得る。

⁷⁵⁷ 内部者側が利得類型 A1・A2・C1・C2 を実現する反対側で、一般投資家は低すぎる価格で売却し、または高すぎる価格で購入することになるので、財産的損害を被る。

⁷⁵⁸ そのような取引が実現することで、内部者による投資意思決定が外部から観察されるか否かに拘わらず、株式価値と乖離した価格形成を助長し得る。また、その種の投資意思決定が外部から観察された場合に、情報カスケードが発生し得る。

⁷⁵⁹ 内部者取引規制の名宛人による投資意思決定が外部から観察された場合に、観察された者における事後確率への修正が歪む（内部者が規制に違反して行動パターンを採用している可能性を考慮するとき、抑止力が強い行動パターンが選択されている確率は、抑止力が弱い行動パターンが選択されている確率よりも低く評価されるので、事後確率において未公表情報の影響度が上方修正または下方修正される）。

⁷⁶⁰ 仮に、市場機能毀損と相手方の財産状態の毀損が別の罪となるとすれば、パターン 1・7 について、2 つの法益侵害における罪の軽重が同一であれば狭義の包括一罪に、相違するならば重い方に吸収されて吸収一罪になる。内部者取引において生じ得る損害から一個人の財産状態を保護することよりも、市場機能全体の保護の方が重要であると考えられる限り、吸収一罪においても市場機能毀損に対する制裁が残存することになるので、パターン 1・7 と、パターン 3・5 に対する制裁の程度は等しくなる。

本稿では、別個の罪として扱うことはしないが、上記のような思考過程から、パターン 1・7 とパターン 3・5 の制裁を同程度とすることが正当化されると解する。

⁷⁶¹ ダークプール市場において、その情報を踏まえた（証券会社の自己勘定）取引が実施される可能性が上昇する。ダークプールに送られる注文について証券会社が裁量をはたらかせることができるならば、証券会社は取引実施により利益を得られるが、このとき、ダークプールで執行されずに公設市場に出る注文は、その約定時における取引当事者の未公表情報に起因する利得実現可能性に偏りが生じることになるので、そのことが予期されると投資家の投資意思決定に変化が生じ得る。

れるべきである、ということになる)。このとき、内部者が未公表情報を覚知した状態で発注した後に、未公表情報の影響度評価に変動が生じていない状態で注文を撤回した場合の中止未遂該当性や、市場インフラの不具合や値幅制限抵触に起因する売買停止等により注文が市場に出なかった場合の障害未遂該当性（これらの多くは一時的なものであり、いずれは注文が執行され得る状態に復旧し、中止未遂・既遂・不能犯のいずれかに転じると考えられる⁷⁶²）との関係が新たな論点として生じる。後者で既遂に至らなかった（終局的に注文が市場に出なかった）場合は責任軽減を認めてよいと思われるが、前者においては撤回という行為自体が新たな市場機能毀損を生じさせ得ることから、責任軽減が認められるべきではない（さらに進んで、金商法 157 条により制裁され得る）場合が存在し得るであろう。

次にパターン 9～16 について。保有不実施基準が適用されることから、注文を出した後に未公表情報を覚知した場合、内部者は当該注文を維持する義務を負うことになる⁷⁶³。購入の取引回避（パターン 10・12）と売却の取引回避（パターン 14・16）のいずれにおいても、注文を撤回する意思が外形化された時点で実行の着手となり、注文を撤回する意思を実際に伝達した時点で実行行為が完了し、実際に注文が撤回されて市場から消えた時点で既遂とする。利得類型でいえば、取引実施により実現される A3・A4・C3・C4 が許容され、取引不実施により実現される B2・B3・D2・D3 が禁じられる⁷⁶⁴。パターン 1～8 の場合と同様、2 種類の法益侵害があるパターン 9・15 と 1 種類の法益侵害のみであるパターン 10・14 の間で、制裁の程度に差を設けるべきではない。既に出してある注文を撤回せずそのままにすることが為すべき行為（不作為）であるから⁷⁶⁵、たとえばその対象となる有価証券が、値幅制限に抵触して売買できない状態になり、あるいはフラッシュクラッシュのような事態が生じて取引所の権限により売買が消滅させられたとしても、内部者が履践すべき義務に変容はない。なお、知る前契約・計画は、それに基づく取引がパターン 1～8・17～20 ではなくパターン 9～16・21～24 に属することの証拠として機能するに過ぎず、知る前契約・計画を設定する意思が外形化していれば、設定後に未公表情報を覚知した場合は撤回や内容の修正は禁じられ、パターン 9～16・21～24 に属するものとしてそ

⁷⁶² 取引システムが恒久的に壊れて復旧が断念された、あるいは証券取引所としての運営権限を公権力に剥奪された、といった特殊事情がある場合には、犯罪の成立過程において、実行の着手よりもあとの段階で不能犯に転じることになる。そのような事情がない場合は、いずれ取引をできる状態に戻り、取引が実現に至らなければ中止未遂に、実現に至れば既遂になる。

⁷⁶³ なお、約定しない注文をいつまで市場に維持し続けるべきかが問題となる。未公表情報が公表されるか、証券会社のルールにより定まる注文の有効期限到来のいずれか早い方までとすれば、特段の弊害は生じないのではなからうか。

⁷⁶⁴ 注文を市場に維持し続けたが約定に至らなかった場合は、逆に、A3・A4・C3・C4 が実現しない一方で、B2・B3・D2・D3 が許容されるべきことになる。

⁷⁶⁵ 解除するという作為ではなく、契約を履行しないという不作為が制裁されるべき行為であり、当該行為は真正不作為犯として位置付けられる。

のまま取引を実施する義務が生じる⁷⁶⁶。

続いて、空売りに関するパターン 17~20 および 21~24 について⁷⁶⁷。この領域の規制については、貸株（借株）取引に対する規制の有無が先決問題となるが、私見では未公表情報を覚知してから実施が決定された貸株取引はパターン 1・3・5・7 に、また、貸株取引の実施が決定された後で未公表情報が覚知された場合はパターン 9・11・13・15 に該当し、上述の枠組みに基づき規制対象とするべきであると解する。形式的には貸株の実施により株式の帰属主体に変更が生じるので「売買等」に該当するといえるであろうし⁷⁶⁸、貸株料が株価に連動して決定されるとすれば⁷⁶⁹実質的にも市場機能毀損や財産価値毀損という法益侵害が発生し得る⁷⁷⁰。また、信用売りと空売りによって、市場で約定した取引相手は財産的損害を被る。この解釈を前提とすれば、パターン 17~24 に関する規律では、信用売りとしての空売りと貸株取引を必要に応じ分離して取り扱う必要がる。これを踏まえれば、やはり取引実施の意思が外形化した時点をパターン 17~20 と 21~24 の切替点とするべきであり、貸株取引に関する意思の外形化と、信用売りと空売りに関する意思の外形化のそれぞれについて既遂判定を行うべきである。

以上を踏まえると、パターン 17~20 は次のようになる。当該パターンは貸株取引および空売り実施の決定前に未公表情報を覚知した場合の投資意思決定であるから、パターン 1~8 の領域と同様、保有実施基準に基づき取引実施を禁じるべきである。利得類型 E1 が禁じられる一方で、利得類型 F1 は許容されることになる。貸株取引に関する取引実施の

⁷⁶⁶ したがって、法定の要件を満たして知る前契約・計画を有効に設定しておくことの意義は、個別の注文に関する実施意思を外形化しないまま、未公表情報を覚知したならばパターン 9~16 に該当する状況を形成する点にある（設定していない状態で未公表情報を覚知したならばパターン 1~8 になる）。

⁷⁶⁷ 行為主体が上場会社の役員または主要株主である場合には、法 165 条による規制が及ぶが、この現行法の規制は所与として扱う。

⁷⁶⁸ 貸株の法律構成を消費貸借とする場合、一般に消費貸借では目的物の所有権が移転することを踏まえれば、少なくとも形式的には内部者取引規制の対象たる「売買等」に含まれるであろう。

それ以外の法律構成としては、売主たる「貸主」から買主たる「借主」に株式が譲渡される売買契約と、売主たる「借主」から買主たる「貸主」に株式が譲渡される株式の他人物売買が同時に締結され、2つの売買が差額決済される（購入金額は等しいが、前者において「借主」が負担する売買代金債務は、後者において「貸主」が負担する売買代金債務よりも先に弁済期が到来する点を捉え、その弁済期の違いにより「金利」相当の差額が生じ、その差額分を「借主」が「貸主」に「手数料」として交付することで清算する）、という形で擬制することも考え得る。この場合は、端的に売買契約であるから、当然「売買等」に該当する。

⁷⁶⁹ 貸株料が株価に連動して決定されるので、貸株取引も内部者取引規制に服させるべきであるとする見解として木目田＝上島監修・前掲注（13）300頁〔上島〕。当該見解に賛同するものとして岸田監修・前掲注（6）200頁〔行澤〕。

⁷⁷⁰ なお、貸株の手数料が株価に連動しているとき、たとえば、内部者が株価下落情報を知りながら借株を受けるとき、借主たる内部者側は割高な手数料を負担することになる。このため、貸主側には財産的損害は生じない。

意思が外形化すれば実行の着手であり、信用売りの注文を出せば実行行為が完了し、注文が市場に出れば既遂となる。株価下落情報を覚知した状態で貸株取引および空売りが実施されるパターン 19 では貸株取引と空売りのそれぞれにおける取引相手における財産状態が毀損されるとともに市場機能への悪影響が生じる一方、株価上昇情報を覚知した状態で実施されるパターン 17 では市場機能への悪影響のみが生じるが、パターン 1～16 で述べた内容を踏まえ、制裁の程度に差異を設けるべきではない。

最後に、パターン 21～24 は次のようになる。基本方針として、パターン 9～16 の領域と同様に保有不実施基準に基づき取引実施義務が課されるべきである。利得類型 F2 が禁じられる一方で、利得類型 E2 は許容されることになる。システム障害等により注文が市場に出ない場合に関しては、パターン 9～16 で述べた内容に従い未遂犯として処理するべきである。パターン 1～20 について述べた内容と同様、株価上昇情報を覚知した状態で取引が回避されるパターン 21 と、株価下落情報を覚知した状態で取引が回避されるパターン 23 で制裁の程度に差異を設けるべきではない。

第3目 市場取引と罪数

本目では、市場取引たる内部者取引に関する罪数⁷⁷¹について検討する。保有実施基準に服する領域において、内部者が複数日をまたいで複数回にわたり注文を出した場合、現行法においては注文が約定する度に（本稿の提案する法制度においては注文が出る度に）それぞれ別個の犯罪となり併合罪として処理されるのか、それとも（狭義の）包括一罪⁷⁷²として処理されるのか。

この点に関連するのが、虚偽の目的を掲げて行われた街頭募金における罪数に関する取り扱いである。寄附を行った者の数だけ罪が成立する（併合罪となる）とみる余地もあるが、最決平成 22・3・17 刑集 64 卷 2 号 111 頁は、これらを同一の犯意に基づく一体の行為とみて包括一罪になるとした。当該決定に鑑みれば、未公表情報の覚知状況に変化がない限り、複数の投資意思決定を同一の投資判断（犯意）に基づく一体の行為として捉え、包括一罪として扱うべきであるという立論もあり得るかもしれない。しかし、**本章第 3 節**

⁷⁷¹ 端的に言えば、罪数とは、犯罪の個数である（山口・前掲注（4）391 頁）。一見すると 1 つの行為が複数の罪名に触れる場合、あるいは同一の罪名に同一人物の複数の行為が触れる場合において、どの罰条を、どのように適用するかを決する必要がある。罪数は、これを左右する中核要素となる。

⁷⁷² 包括一罪とは、複数の法益侵害の事実が存在するものの、1 つの罰条を適用することでそれを包括的に評価できる場合を指す（山口・前掲注（4）399 頁）。一体として取り扱われる罪の刑に軽重がある場合において軽い罪が重い罪に吸収される「吸収一罪」と、同じ数個の罪を包括して一罪とする「狭義の包括一罪」に細分化される（同 400 頁）。いずれにおいても、法益侵害事実惹起行為の一体性に加え、実際に惹起された法益侵害事実の一体性が要件になると考えられる（同 400 頁）。また、法益侵害の一体性から、複数の法益侵害を個別・独立に惹起した場合に比して違法性を相対的に軽く評価することを可能にするとともに、行為の一体性から、複数の意思決定・行為により法益侵害が惹起された場合に比して責任を相対的に軽く評価することを可能とする（同 400 頁）。

で確認した通り、投資意思決定者における未公表情報の覚知状況、ひいては未公表情報の影響度評価の結果が同一であったとしても、株価において未公表情報の影響度がどのように反映されているか、という要素により、選択すべき投資判断が相違し得る。また、本稿では詳細を取り扱うことができていないものの、未公表情報の累積個数別の実現確率や覚知力が時間経過に伴い変化するのであれば、覚知状況が同一であっても影響度評価の結果は相違する。この見地から、保有実施基準に服する領域における時点の異なる複数の取引実施という投資意思決定は、上記の要素に変化があったことが立証可能である場合、時点毎に別々の犯罪を構成するものと位置付け、併合罪とするべきである。なお、空売りについては、上述の通り貸株取引と信用取引たる空売りが別個の内部者取引となるので、本段落上述の内容を踏まえつつ、貸株取引と空売りのそれぞれについて罪数を把握すべきである。

では、保有不実施基準に服する領域ではどうなるか。パターン 9~16・21~24 で取引実施意思が外形化している範囲において保有不実施基準が適用される限り、実施が義務付けられる取引内容の確定は難しくはない。しかし、たとえば株式を 3 単元（ひとまず 1 単元 100 株とする）購入する義務がある場合において 1 単元のみ購入が実施された場合、3 単元購入するべきであるという単一の義務に対する違反が 1 個ある（義務が不完全な形でしか履行されていない）と捉えて罪数が 1 になるのか、購入が実施されなかった単元数である 2 が罪数になるのか、はたまた購入義務が果たされなかった株式数である 200 が罪数になるのか、自明でない。この点については、前段落で述べた通り取引を実施する場合の投資成果は取引が実施される時点に左右されることを踏まえ、同時に実施される義務を課されている取引が 1 つの「まとまり」となり、当該義務が完全に過不足なく履践されなかった場合に罪数が 1 になる、という捉え方をすべきであり、したがって上記の例では 3 単元を取引するという取引実施義務に対する違反としての罪数は 1 となる。また、実施義務が課される注文が異時点に複数ある場合は、その時点ごとに実施義務を措定して当該義務違反の数に基づき罪数を決定し、狭義の包括一罪として処理すべきであると解する。なお、未公表情報の覚知状況が変化し、取引の「まとまり」に実施義務が課される原因となった未公表情報が複数存在する場合は、実施義務が履践されなかった「まとまり」の個数が罪数になるものとして位置付けるべきである。空売りについては、貸株取引と空売りのそれぞれについて、同様に罪数を把握すべきである。

保有不実施基準の場合に生じる更なる問題は、既に市場に出ているが約定していない注文を一度撤回し、情報が未公表であるうちに再び同じ内容の発注を行った場合である。この点については、市場取引では、他の投資家による発注の状態や株価が変動してしまうため、同じ状態の再現はできず、したがって発注し直して約定しても違法性は治癒されず、元の注文についての取引実施義務違反が発生し、当該義務の発生原因となった未公表情報が依然として未公表であれば新たに出された発注について取引不実施義務違反となり、合

計で罪数は2になると解する⁷⁷³。

第3款 相対取引たる内部者取引に対する規制

第1目 はじめに

本款では、相対取引たる内部者取引に対する規制のあり方を検討する。取引の当事者同士が交渉を行う場面を念頭に置くので、検討対象は現物取引に限定される。

相対取引では、売買に関する交渉が開始されたとしても、売買される株式数や売買価格といった要素が確定していないこともあり得るため、上述した市場取引の場合のように取引実施の意思が外形化した時点（交渉を持ちかけた時点）では実施基準から不実施基準に切り替えることができない。このように相対取引と市場取引では考慮要素が異なり⁷⁷⁴、望ましい制度が一致するとは限らないので、各要素について別途検討が必要になる。以下、次目ではパターン 1～8 とパターン 9～16 の切替点をどの時点に設定するべきか、という要素に関連する問題として内部者取引における緊急行為の成否を取り上げ、第3目で罪数の問題を扱い、さらに第4目で公開買付に固有の事情を検討し、第5目で具体的な制度案を提示する。

第2目 緊急行為の成否

本目では、内部者取引における緊急行為の成否、すなわち「正当防衛」⁷⁷⁵、「緊急避難」

⁷⁷³ 市場に出ていたのが指値注文であるとき、その注文と現下の株価から、自身の注文が約定に近い状態にあるのか否か判断できる。未公表情報との関係で約定が望ましくない場合であって、約定に近いことを確認した内部者が注文を一度撤回し、株価はその注文の約定範囲を超えてさらに変動した場合、内部者が同内容の注文を再び出したとしても、これは約定可能性が低下したものとなり、実質的には取引実施義務に違反したものと捉えられる。

たとえば、株価が下落基調にある中、ある内部者足り得る者が未公表情報を知らず101円の時点において1株あたり100円で1単元購入するという注文を出し、約定しないうちに株価下落情報を知り内部者になったとする。当該者が1株当たり100円でも購入したくないとき、下落基調が続けば自身の注文が約定に至ると考えてこれを撤回し、株価はさらに下落して99円になったが、その後持ち直して101円に戻り、さらに上昇基調に入ったとする。その段階で再び1株当たり100円の注文を出すと、その約定可能性は低いので、取引実施義務が課されていても未公表情報の影響を少なくとも一時的には回避できることになる。すなわち、出し直された注文が市場に残っている限り、当該株価下落情報が公表されて株価が下落するプロセスにおいていずれにせよ約定すれば、取引実施義務が履践されたと捉える余地もある。これは、いつまで注文を市場に残し続ける必要があるか、という問題と関係する。

⁷⁷⁴ 民法の枠組みでいえば、相対取引では、取引実施の場合には問題となるのは取引当事者間における情報の非対称性であり、内部者側では契約締結上の過失のうち情報提供義務に近いものが措定され、あるいは「沈黙による詐欺」の成否に近い問題であるが、売買等を回避した場合は、同じく契約締結上の過失のうち交渉破棄責任に近い。

⁷⁷⁵ 正当防衛とは、急迫不正の侵害に対し、自己又は他人の権利を防衛するために、やむを得ずに履践された行為について成立し、行為者が処罰されないようにする機能を有するものである。山口・前掲注(4)119頁参照。

776、および「自救行為」⁷⁷⁷が成立するか否かを考察する。内部者取引における緊急行為としては、典型的には治療費捻出のために内部者が未公表情報を覚知した後の投資意思決定として既保有株式を売却して現金化する場合（パターン 5・7）が念頭に置かれ得るであろうが⁷⁷⁸、それは単に緊急避難として処理すれば足りると解される⁷⁷⁹。本目で取り扱うのは、内部者と一般投資家の間で実施される上場株式の相対取引において、内部者が覚知している未公表情報を一般投資家側も覚知するに至った（そして第 1 次情報受領者として内部者取引規制の名宛人になった）場合の、一般投資家側における損失回避のための行為が内部者取引足り得る場合に、緊急行為に該当するか否かに焦点を当てる⁷⁸⁰。この問題が、相対取引におけるパターン 1～8 とパターン 9～16 の切替点をどの時点に設定すべきか、という制度設計上の課題に関係するためである。

内部者と一般投資家の双方が同一の未公表情報を覚知した状態となる状況としては、①内部者側が未公表情報を覚知していることが意図せず一般投資家にばれてしまった場合、および②実施される取引をクロクロ取引とするために内部者側が未公表情報を意図的に伝えた場合があり得る。そして、当該状態となった後における取引の帰趨は、(1) 当該情報を反映した価格で売買を実施する⁷⁸¹、(2) 当該情報を反映していない価格で売買を実施す

776 緊急避難とは、自己又は他人の生命、身体、自由又は財産に対する現在の危難を避けるために、やむを得ずにした行為であって、生じた害が避けようとした害の程度を超えなかった場合に成立し、行為者が処罰されないようにする機能を有するものである。山口・前掲注(4) 149 頁参照。

777 自救行為とは、急迫不正の侵害が終了した後に、公的機関の保護を求める余裕がなく、即時に履践されなければ権利の実現が困難である場合に権利保護を目的として例外的に認められる違法性阻却事由である。山口・前掲注(4) 124 頁注 7。

778 たとえば、家族の治療費を確保するという目的で投資意思決定が行われる場面に限定してみても、①単に現有株式を現金化する場合（パターン 5・7・11・13）、②手持ち資産では治療費に足りないという事態に対処するために内部者取引としての取引実施により利得する場合（パターン 1・7・9・15）、および③実施を決定済みの取引を実施すると損失が発生して治療費を賄えなくなることが予測されるため、取引不実施により損失を回避する場合（パターン 4・6・12・14）、という 3 つの類型において、緊急行為に該当するか否かが問われるべきことになる。

779 市場取引たる内部者取引においても、緊急行為の成否は問題となり得る。もっとも、当該場面では内部者側が自身が未公表情報を覚知していることを秘匿してその種の行為に及ぶ状況のみを念頭に置けばよく、単純に緊急避難が成立し得ることを認めれば足りると解する。

780 一般論としては、緊急行為が認められるためには違法状態が継続していることが必要である。このため、内部者取引が即成犯、状態犯、および継続犯のいずれであるかが、その成立範囲に影響を与える。

781 内部者側から見て、(a) 購入取引において株価下落情報が伝わった場合は内部者側で利得類型 D が実現し、(b) 売却取引において株価上昇情報が伝わった場合は内部者側で利得類型 B が実現する一方、(c) 購入取引において株価上昇情報が伝わった場合は一般投資家側で利得類型 B が実現し、(d) 売却取引において株価下落情報が伝わった場合は一般投資家側で利得類型 D が実現する。なお、(c) および (d) における内部者側からの情報伝達が、制裁対象たる情報伝達に該当しないように解釈論を構築する必要がある。

る、(3) 売買を実施しない、という 3 つに大別できる⁷⁸²。

現行制度の下では、①にせよ②にせよ、(1) または (2) に帰結した場合は内部者と一般投資家側の覚知状況が同じである限りクロクロ取引として適用除外となり、また、(3) に帰結した場合は売買契約締結で既遂になるという解釈論および未遂犯に関する規定がないことにより処罰されない。

問題は、未公表情報を覚知する前に取引実施を決定していた場合（パターン 9・11・13・15・21・23）に関して保有不実施基準を適用する、という本稿の基本的な制度設計の下で、取引実施の意思を外形化していた一般投資家側が（典型的には第 1 次情報受領者として）内部者取引規制の名宛人に該当する場合において、未公表情報を知って後で取引不実施という選択をできるか否かである。(3) に帰結した場合に一般投資家側が制裁されるならば、未公表情報を覚知している内部者は、上記②を履践することで、相手方に対して実質的に取引実施を強要できてしまう⁷⁸³。そのような事態を防ぐための手段として、一般投資家側における緊急行為としての売買回避を許容するものと、切替点の設定を調整することで当該状況をパターン 1～8・17～20 に該当させて一般投資家側に取引実施を禁じることが選択肢足り得るので、それらを検討する必要がある。なお、ここでは、内部者側が意図的に未公表情報を伝達した②のみならず、偶発的に相手が内部者であること、およびその覚知している未公表情報を把握するに至った①もあり得ることを念頭に置く必要がある。

では、一般投資家側において緊急行為としての売買回避が認められるか否か。この点に関する議論の出発点は、内部者取引において成立し得る緊急行為が何か、という問題である。保有不実施基準の下で実施が義務付けられる取引が一般投資家側にとって不利である（未公表情報の影響を反映していない価格であり、内部者側が利得類型 A・C・F を実現する一方で自身が利得類型 B・D・E を実現し損ねる）ならば、自身の財産価値を積極的に保護するために正当防衛が認められるであろう⁷⁸⁴。他方、一般投資家側にとって必ずしも不利ではない（未公表情報の影響を反映した価格であり、内部者側が利得類型 B・D・E を実現する一方で自身が利得類型 A・C・F を実現し損ねる）場合、取引の回避が自身の財産価値を保

⁷⁸² 当該取引が内部者側から見て株価上昇情報を覚知しながら買うまたは株価下落情報を覚知しながら売るもの（パターン 1・7・9・15）であるならば、一般投資家側は、(1) または (3) を望むであろう。他方、内部者側から見て株価下落情報を覚知しながら買うまたは株価上昇情報を知りながら売るもの（パターン 3・5・11・13）であれば、(2) を望むであろう。

⁷⁸³ 内部者側が情報伝達によりクロクロ取引にするという目的を否定することは困難であり、強要罪には該当しないと解する。

⁷⁸⁴ 内部者取引が実施される場合に侵害される法益が、内部者との関係で取引が実施・不実施となる個人の財産状態であるならば、一般投資家側において利得類型 B・D・E を実現する取引不実施により自身の財産状態を守る行為は、その相手たる内部者における利得類型 A・C・F の実現を阻害する（その財産状態を侵害する）ことによりその目的を達するので、正当防衛になる。他方、市場機能の保護のように、社会的法益ないし国家的法益が守られるべきものであると考えれば、取引不実施により侵害されるのは当該取引実施・不実施が問題となる当事者以外の存在である社会や国家であるから、緊急避難になる。

護する行為として捉えられるか否か判然とせず、また、取引を回避することが侵害者たる内部者の財産価値を毀損するわけでもない。そのような場合においては、内部者側の行為によって売買するか否かに関する決定権を奪われる点を権利侵害として位置付けて正当防衛を肯定することや、内部者側の行為が（上場市場とは異なる）相対取引のマーケットの機能を毀損するものとして捉えて（正当防衛に加えて）緊急避難を肯定することが考えられる。

以上の枠組みの下を基礎として、正当防衛および緊急避難が成立し得る限り、基本的には行為者に有利な方を選択できると解され、正当防衛の成否のみを考慮すれば足りると考えられるので⁷⁸⁵、以下では検討の対象を正当防衛および自救行為に絞る⁷⁸⁶。また、一般投資家が内部者足り得る者と自発的に取引関係に入ろうとした点を捉えて、過失による自招行為であるから緊急行為が成立しないという可能性は排除する⁷⁸⁷。その上で、①正当防衛が認められるための要件、②防衛の程度に過不足がある場合の処理、および③誤想防衛の取り扱いを検討する。

まず①について。刑法典における正当防衛の成立要件⁷⁸⁸が必要であることは前提として、それに加えて、内部者取引に固有の事情を加味した付加的な事由が存在するか否か（存在する場合はその内容）が問題になる。取引実施の意思が外形化した時点が切替点になるという仮定の下で、状況としては、(a) 保有実施基準に違反して（クロクロ取引とすることを旨として）取引実施を企図する内部者と、保有不実施基準に違反して取引不実施を企図する一般投資家が対立している状況と、(b) 保有不実施基準に基づき取引実施を企図する（クロクロ取引としてもよいが、クロクロ取引ではなくとも違法ではない）内部者と、保有不実施基準に違反して取引不実施を企図する一般投資家を念頭に置く。このうち (a) では、

⁷⁸⁵ 緊急避難が成立するためには、避難行為により生じた害が、避けようとした害の程度を超えないことが必要である（刑 37 条 1 項本文）。これに対し、侵害しようとしている主体に対する反撃である正当防衛は、侵害者ではない第三者に被害を及ぼす緊急避難よりも成立要件が緩やかである。したがって、被害を受ける者の違いは別とすれば、正当防衛の要件を満たさない場合には、緊急避難の要件も満たされないと考えられる。

⁷⁸⁶ なお、内部者側が治療費等を工面するために緊急避難として内部者取引を行おうとしている場合、一般投資家側でこれに対抗する行為は、緊急避難に対する正当防衛という問題になるようにも見える（一般投資家側において成立し得るのが緊急行為であると解する場合は、これは緊急避難に対する緊急避難という問題になる）。緊急避難に対する正当防衛は、認められるか否か議論がある。否定的な見解として、山口・前掲注（4）122 頁。

しかし、内部者側において情報を相手に伝達してクロクロ取引化し、当該情報を売買価格に反映することが通常は期待可能であるから、立法措置として利得目的ではないことを抗弁とできることを条文中で明示する場合は格別、そうではないならば、補充性の要請を満たさず緊急避難として成立しないというべきである。

⁷⁸⁷ 内部者足り得る者であるということが事前にわかっていたとしても、その者と取引関係に入ろうとすることに過失があるとは言い難い。

⁷⁸⁸ 条文上の要素としては、①「急迫不正の侵害」が存在すること、②「自己又は他人の権利を防衛するため」に為された行為であること、および③「やむを得ずにした行為」であることが求められる（刑 36 条 1 項）。

内部者側の取引実施は違法行為であるから、一般投資家側における取引回避は正当防衛足り得る。他方、(b) では、内部者側の行為は金商法上の義務として行われているので急迫不正の侵害は肯定されないであろう⁷⁸⁹。保有不実施基準の下で取引実施義務を負う場合、当該取引がクロクロ取引である必要はないので、内部者側があえて未公表情報の伝達というプロセスを加えて一般投資家を第1次情報受領者にした点を不当と捉える余地もあるが、クロクロ取引が適用除外となっている以上、クロクロ取引にすることで未公表情報を取引価格に反映することが目的であるとの反論がほぼ常に可能であると考えられる。よって、

(b) では一般投資家側における正当防衛は成立しないと思われるが、売買契約締結前に内部者側が未公表情報を伝達すると相手方に取引実施義務が発生するのは妥当ではないであろう。そうすると、実施基準と不実施基準の切替点を取引実施意思の外形化時点の他に求める必要があるところ、他の候補としては、売買契約締結時点が考えられる。この場合、締結前は一律に実施基準に服するので未公表情報を覚知した内部者による取引実施が原則として禁じられる。このとき、交渉中に内部者側から伝達されたことで未公表情報を覚知するに至った一般投資家側は保有実施基準に服するので、保有実施基準に基づく取引実施の禁止を遵守するかクロクロ取引として取引実施を許容するか選択権を得ることになり⁷⁹⁰、

(a) および (b) の状況は発生しないため、売買契約締結前の状況では正当防衛を持ち出す必要がなくなる。ただし、売買契約締結後・履行前に相手方が内部者であることを一般投資家側が把握するに至った場合、一般投資家側は保有不実施基準に服し取引を実施する義務を負うことになるため、正当防衛としての履行拒絶による取引回避が問題となる場面はあり得る⁷⁹¹。

次に、②防衛の程度に過不足がある場合の処理について。ある行為が正当防衛として認められるために必要な範囲を逸脱している際の取り扱いは、「過剰防衛」として多くの議論の蓄積がある。これに対し、本稿の文脈においては、防衛行為が正当防衛として認めら

⁷⁸⁹ 不正の意義について、大判昭和8・9・27刑集12巻1654頁はこれを「違法」であることとする。

⁷⁹⁰ 一般投資家側に選択権がある状況は、不当ではないと解する。第3章で言及する通り、売買契約の途中で、申込みを受けた者は承諾するか否かの選択権を有する。

⁷⁹¹ 売買契約が締結された後なので、取引を行うか否かに関する選択権の侵害という側面は弱まるが、代わりに未公表情報を伝えなかった点の詐欺性が問われることになる。このとき、内部者側が保有実施基準に違反して取引を実施した場合は詐欺性を肯定できると思われる。

他方、保有不実施基準を遵守して取引を実施した場合、やはり急迫不正の侵害とはいいい難い面がある。もっとも、内部者側において完全な保有不実施基準に従っている限り、当該者が覚知している未公表情報は株価上昇情報と株価下落情報の期待値ベースの影響度が等しいならば、一般投資家側にとって有利な取引である可能性と不利な取引である可能性が等しいので、不利だった場合にのみ正当防衛としての取引回避を選択することが可能であると一般投資家側において利益が出る裏側で内部者側に損害が生じてしまい、保有不実施基準を採用する根拠が失われてしまう。よって、内部者側が保有不実施基準を遵守している場合は、一般投資家側が未公表情報を覚知していない状態で売買契約締結に至ったという事実も踏まえ、一般投資家側における正当防衛は認められないというべきである。

れるために必要な範囲に到達していないという状態が特に問題となる⁷⁹²。すなわち、一般投資家側が覚知した当該未公表情報が関係する限り、また、売買の当事者が同一である売買が複数実施されることが予定されている状況（同一人物を相手とした取引について、取引の実施時期等に違いのある知る前契約・契約が複数ある場合を念頭に置く）において、一般投資家側が覚知した未公表情報に基づき一般投資家自身にとって不利なもののみを撤回する行為は、いわば「過少防衛」として⁷⁹³、違法性が阻却されない可能性が考慮される必要がある⁷⁹⁴。より具体的には、防衛行為の程度に過不足を生じさせることで自身の財産状態の保護を超えて積極的に利益獲得を目指している場合、積極的加害意思の存在が肯定されて違法性が阻却されないという取り扱いも解釈論としてあり得る。先述の通り、知る前契約・計画が複数設定されている場合において、自身に有利なものは実行するが不利なものは実行しないという選択が可能である場合はもとより、全部実行するか全部回避するかという二択のみが可能である状況においても未公表情報に基づき利得できるところ、これはこの正当防衛の文脈でも妥当するであろう。そのように、複数の取引について正当防衛として取引不実施とするか保有不実施基準にそのまま則り取引実施とするか選択できる状況自体が新たな優位性を生み出し得ることから、正当防衛の成立が否定され得ることになるため、切替点の設定を通じた一般投資家側の保護が不可欠となる。

最後に、③交渉開始後に交渉相手以外の経路で未公表情報を覚知した（しかし内部者取引規制の名宛人に該当する）一般投資家側が、交渉相手の内部者足り得る者も同じ未公表情報を覚知しておりパターン 1・3・5・7 に該当する内部者取引を実施しようとしている（利得類型 A・C・F の実現を目指している）と考えて契約交渉を打ち切り、あるいは履行前に契約を解除した場合について。相手が実際に覚知している内部者であれば正当防衛（または緊急避難）の成否が問題となり、相手が当該未公表情報を知らなかった場合は誤想防衛または誤想避難の成否という問題になる⁷⁹⁵。取引交渉相手以外の経路で未公表情報を知った場合、相手が未公表情報を覚知している内部者なのか否か判別できないこともあるから、そのような疑義を抱いている状態においても誤想防衛または誤想避難が成立するか否かが問題となる。他方、交渉途中に未公表情報を覚知し、相手は最初から当該情報を覚知して交渉に入ったと誤信して取引を回避すると、既遂判定の時期次第で誤想防衛になり得る⁷⁹⁶。この場合については、民事上の交渉破棄責任は認めつつ、刑事上は誤想防衛

⁷⁹² 内部者取引の文脈において、過剰防衛がいかに指定されるかは難しい問題である。

⁷⁹³ 「過剰」の対義語は「不足」であるから、「不足防衛」や「防衛不足」といった語の方が正確なのかもしれないが、語感から本文記載の通りとした。

⁷⁹⁴ 売買契約締結前であれば、内部者側は他の契約について締結を拒むという選択肢を有し得るが、その拒絶による取引不実施がパターン 9～16・21～24 に属する場合には、当初加害者による正当防衛に対する正当防衛の可否という問題も生じる。

⁷⁹⁵ 自分が交渉中に入手した未公表情報を、内部者足り得る者は交渉前から知っていた、と誤信した場合である。

⁷⁹⁶ なお、重要事実該当すると考えて取引を回避したが、重要事実には該当しないものであった場合、契約破棄責任は錯誤による不作為について問題となり得るが、内部者取引規

として取り扱う余地はあるが、相手が内部者であると思つたと主張すれば誤想防衛になるとすれば、パターン 9～16・21～24 に対する保有不実施基準に基づく規制が実効性を喪失しかねないため、その認定を慎重に行い、あるいは切替点の設定によりパターン 1～8・17～20 に該当する範囲を広める工夫が必要になる。

第3目 相対取引と罪数

債権契約としては、自身が保有していない物品について相手方に引き渡す義務を負う契約も有効である。よって、現時点では他人に権利が帰属している物品の売買契約たる「他人物売買」や、現時点で自身が保有している物品について重複した売買契約を複数人と締結して一部の者に対しては履行が不可能な状況とする「多重売買」⁷⁹⁷も有効である。本目では、内部者側が売却する相対取引たる売買契約が他人物売買⁷⁹⁸や多重売買となった場合における内部者取引の罪数について検討する。

検討の対象となる売買契約の基本設定として、パターン 1～8・17～20 に属し保有実施基準に服する領域において、ある会社の株式についてまったく株式を保有していない内部者が売主側となる売買契約を念頭に置く。その種の契約締結は、市場取引においては引き渡し義務を履行するための株式を貸株により調達するならば空売りとなり、空売りの前に借株を手配していない場合には「裸の空売り (naked short selling)」と呼ばれる行為となる。最終的に株式が引き渡されなかった場合は債務不履行となる⁷⁹⁹。また、貸借形式ではなく買い切りで調達することを予定していたならば他人物売買ということになり、株式を提供しなければやはり債務不履行となる。

まず、売買契約の相手方が 1 人のみである場合について。原則として、市場取引の場合と同様、実施が企図された取引毎に罪数を把握すべきであると解する。4 月 1 日に 100 株について、その翌日にさらに 100 株について、それぞれ取引実施意思の外形化または売買契約締結があった場合（既遂判定の時期は切替点の設定次第であり、**本款第 5 目**で取り上げる）、罪数は 2 となる。なお、保有実施基準に違反した売買契約の締結後⁸⁰⁰・履行前に当該契約が解除され、その後再び締結した場合、市場株価の変動に連動して売買価格が変動している場合は契約の締結回数に基づき罪数を把握すべきであるが、売買価格が変わっていないならば⁸⁰¹取引相手の数に基づき罪数を 1 としてよいと思われる。

制との関係では現行法下において制裁対象とはならない。

⁷⁹⁷ 典型的には、不動産の二重譲渡がこれに該当する。

⁷⁹⁸ 市場取引における空売りも、他人から借りた株式を売却する行為と捉えれば他人物売買といえるが、先述の通り本稿では貸株取引についても内部者取引規制を及ぼすべきであるとの立場を採り、これも踏まえ、貸株は再売買予約付きの株式売買であり、空売りに伴い売却される時点では空売り実施者自身に帰属している株式の売却として位置付ける。

⁷⁹⁹ 裸の空売りの文脈では、特に、提供失敗 (FTD: failure to deliver) と呼ばれる。

⁸⁰⁰ 切替点を取引実施意思の外形化と売買契約締結時点のいずれとする場合においても、売買契約が締結に至った時点では、保有実施基準に違反する行為として既遂である。

⁸⁰¹ 公開買付への応募により売買契約が締結されたと見る場合、内部者たる株主が、他者が

次に、売買契約の相手方が 2 人以上である場合について。たとえば、ある会社の株式 100 株を現有している内部者が、100 株を売却するという契約を 2 名の一般投資家と締結した場合（二重売買）、罪数はいくつか。内部者取引規制が上場会社のみを対象とする場合、上場会社株式の売買契約で購入側が有する株式の引き渡しを受ける権利は、種類債権または制限種類債権になると考えられるので、売り手側が株式を現有していない場合（裸の空売りである場合も含む）においても、通常は債務が履行不能の状態になることはない⁸⁰²。したがって、この種の場合は、取引相手の数と取引数に基づき罪数を把握するべきであり、上記の例では罪数は 2 とするべきであろう。

なお、取引数にせよ取引相手数にせよ取引実施を介して増加させることは、内部者取引規制の名宛人による投資意思決定の内容が外部から直接的に観察される機会を増やしているということに他ならず⁸⁰³、その弊害は取引相手数が複数になる場合の方が大きいと考えられる⁸⁰⁴。よって、取引相手数が複数になった場合は、少なくとも併合罪として扱うべきであり、取引相手数のみならず取引数も複数になるなど影響が重大であると判断される場合は、2 人目以降、あるいは 2 つ目以降の取引に関しては加重犯として扱うことも視野に入れる必要がある。また、取引相手が 1 名のみである場合についても、取引が繰り返される場合⁸⁰⁵、包括一罪と併合罪のいずれとするかという点に関する判断は慎重になされるべ

実施している公開買付に応募して撤回した後、公開買付価格が修正されていない状態で再び応募する場合はこれに該当する。

⁸⁰² 株式を発行した会社が組織再編により消滅した場合など、売買の対象となった株式を入手できなくなる事態は生じ得る。

⁸⁰³ 市場取引であれば、内部者取引規制の名宛人による取引実施の記録を公開する制度でない限り、直接的に観察する外部の主体は注文を扱う証券会社に限定される場面が多い。これに対し、相対取引では、その交渉相手ないし取引相手はすべて、直接的に観察する主体となる。

⁸⁰⁴ 内部者取引規制の名宛人が、同規制を遵守して取引を実施すると相手方が信じる場合、当該相手方においては、名宛人側がパターン 1~8 であれば未公表情報を覚知しておらず、パターン 9~16 であれば期待値ベースにおける株価上昇情報と株価下落情報の影響があり得ることを踏まえた（第 1 章で定義した、期待値としての 1 個当たりの影響度たる x と y が等しい場合はプラスマイナス 0 とする）判断に基づき、自身における未公表情報の影響度評価に関する事後確率への修正を行う。当該者は当該評価に基づき市場取引等を実施し得ることになるが、個人の資金力には限界があるため、株価や市場の板の厚さに与えられる影響には限りがあり、これは内部者との取引回数が増えたところで（時間経過という要素はあるものの）基本的には変わらないと予想される。これに対し、取引相手の数が増えれば、その分だけ資金力が増加するということであり、その取引実施が市場に与える影響がより大きくなりやすいのではないか。

⁸⁰⁵ 実施基準と不実施基準が組み合わさった規制体系の下では、内部者取引規制の名宛人が取引実施を繰り返すとき、知る前契約・計画が設定されていないならば、後発の取引ほど、未公表情報を覚知する前に実施が決定された取引である可能性が縮小する一方で、当該名宛人が未公表情報を覚知していない状態で取引実施を決定した可能性、および内部者取引規制に違反して未公表情報を覚知してから取引実施を決定した可能性が高くなる。

きである⁸⁰⁶。

第4目 公開買付における取り扱い

前節で取り上げたように、公開買付は情報の片面的遮断という問題を発生させ得るため、相対取引に対する内部者取引規制にとって重要な課題となるが、当該要素の他にも制度設計のために考慮を要する事項がある。

まず、公開買付における「撤回」の可否である。すなわち、①買付者が公開買付開始後に未公表情報を覚知した場合、保有実施基準に基づき撤回義務が課されるべきか否か、それとも保有不実施基準に基づき公開買付を維持する義務を課されるべきか否か。また、これが后者であるならば、②公開買付を維持している最中に対抗買収提案が出てきた場合に買付価格を引き上げると、当該引き上げが元々の公開買付の「撤回」と新たな公開買付の実施として擬制されて保有不実施基準に違反したことになるのか否か。さらに、行為主体が変わって、③公開買付に応募した内部者足り得る株主は、応募後に未公表情報を覚知した場合にその応募を撤回できるか否か。

私見では、①については保有不実施基準を採用し、公開買付をそのまま維持する義務を課すべきであると解する。公開買付の撤回を可能とする事由が法定されている現行法下においては、未公表情報を覚知した場合について保有実施基準を適用して撤回を義務付けるとき、当該事由の開示が必要となり得るところ、これは未公表情報を不必要に暴露させることになる（ただし、撤回を可能とする事由が未公表情報にも該当する場合については暴露がやむを得ないと評価し得る）。かといって、覚知した場合において撤回するか否か自由であると、撤回可能となる事由が法定されているとはいえ、株価上昇情報を覚知した場合はそのまま買付を維持して利得類型 A を実現する一方、株価下落情報を覚知した場合は撤回が可能である範囲において撤回して利得類型 B も実現する機会を得ることになる。つまり、買付者において未公表情報を覚知した場合における優位性が残存してしまう。また、②についても買付条件の変更は禁じられると解する。仮に買付価格を引き上げるか否か自由に決定できるとき、株価上昇情報を覚知したならば価格を引き上げる一方で、株価下落情報を知ったならば渡りに船と買付価格は維持して買収合戦にわざと「負ける」ようにする⁸⁰⁷という戦略が可能となる。さらに、対抗買収提案の出現に応じて内部者取引規制の名宛人

⁸⁰⁶ 詳細は第3章で取り上げるが、たとえばライツ・オファリングが実施されており新株予約権が上場されている状況においては、未公表情報が存在しないという事実は、新株予約権を行使した際に得られる株式のボラティリティ評価において重要な意味を持つことから、当該状況下では、内部者取引規制の名宛人が未公表情報を覚知しているにも拘わらず、取引実施を繰り返すことで、自身の投資意思決定が未公表情報を覚知した前になされたパターン9~16に該当する可能性を縮小させる（規制の名宛人側が未公表情報を覚知している確率を下方修正させる要素となる）行為の悪性は、より強くなる。

⁸⁰⁷ 公開買付を開始した者が、公開買付後に株価下落情報を知って公開買付を撤回すると、誰も応募していない時点で撤回すれば利得類型 D1 に、応募した株主がいる時点で撤回すれば利得類型 D2 になる。わざと「負ける」と、疑似的にこれを実現できることになる。

たる買付者が買付価格を引き上げた場合、シナジーの分配と買付者が覚知している未公表情報の影響度がどのようなミックスとなっているか不明である状況を作成できるので、疑似的に、未公表情報を覚知していても公開買付を開始できる場合に類する状況を作成し、自身に有利な場면을構築できる（前節第3款第5目参照）。さらに③についても、原則として応募を撤回することは認められないと解する。制度上、公開買付に応募した株主は公開買付期間中であれば任意に応募を撤回できるが（金商27条の12第1項）、応募後に株価上昇情報を知り公開買付価格が低すぎると判断して応募を撤回すれば利得類型Dを実現できる一方で、株価下落情報を覚知した場合はそのまま応募を維持することで利得類型Cを実現できることから、未公表情報を覚知した場合の優位性が残存する。これを封じるために保有不実施基準を適用し、撤回権に制限が生じるものとして扱うべきである（なお、公開買付が撤回された等により売却が実現しなかった場合は不可罰である）。

次に、公開買付に至る一連のプロセスにおいて、実施基準と不実施基準の切替点をどの時点とするべきか、という要素がある。この問題が顕著となるのが、デュー・ディリジェンスにより未公表情報を覚知した者がそのまま公開買付を行った場合に、当該買付者は既存株主の応募により内部者取引規制違反になるのか否かという問題である。1つの考え方としては、買収を計画してデュー・ディリジェンスを行っただけでは買収実施の意思が確定的ではない（デュー・ディリジェンスの結果を受けて最終的に決断する）との理解の下で、デュー・ディリジェンスを開始した時点はパターン1～4に該当するものとして、保有実施基準に服させるといふものがある。このとき、デュー・ディリジェンスを実施して未公表情報を覚知した場合、取引実施（つまり公開買付の実施）が禁じられることになる⁸⁰⁸。他の考え方としては、デュー・ディリジェンス実施により購入意思が外形化しているとみてパターン9～12に位置付け、デュー・ディリジェンス実施の過程において未公表情報を覚知した場合には、それが株価上昇情報と株価下落情報のいずれであったとしても公開買付の実施義務が生じる、というものである。もっとも、買付条件は具体化されていないので、いかなる実施義務が課されるべきか自明でない。

現行法下における実務は前者に則っており（会社に先に情報を公表してもらってから公開買付を行う）、本稿の枠組みにおいてもこれを踏襲すべきであると解する。派生して、単にデュー・ディリジェンスの実施を決定した時点や、取引実施意思が外形化した時点を中心点とすることはできず、それよりも後の段階に設定すべきことになる。

⁸⁰⁸ 会社側から情報を提供された場合は、デュー・ディリジェンス実施のための契約に関連するものとしてみれば準内部者であり、単に会社側から情報を伝えられた第1次情報受領者であるから、当然、規制される。また、独力により取得した未公表情報（発生事実型となろう）に基づき買付実施の有無を決定するとき、やはりデュー・ディリジェンスの実施に際して対象会社との間に生じた契約に起因して取得したことになるであろうから、デュー・ディリジェンス実施者は準内部者となり、取引実施が禁じられるであろう。

第5目 制度設計

本款におけるここまでの考察から、相対取引に対する内部者取引規制の設計として、公開買付の場合と、それ以外の場合で異なる形にすることを提案する。より具体的には、公開買付の場合は公開買付開始時点をもって切替点とし、開始前は保有実施基準、開始後は保有不実施基準に服させる（具体的内容は第4目で言及済なので詳細は省く）。

また、公開買付以外の相対取引では、売買契約の締結時点をもって切替点とし、締結前は保有実施基準、締結後は保有不実施基準を採用する。まず契約締結前に未公表情報を覚知した場合は保有実施基準に服するパターン 1～8 に属するので、一般投資家側における正当防衛に関する問題の大部分が発生しなくなる。しかし、内部者側がクロクロ取引とすのために情報を相手方に教えた場合に、取引実施に帰結することを許容する必要もある。

保有不実施基準に服するパターン 9～16 においては、売買契約締結後に未公表情報を覚知した場合、契約の履行が義務付けられる。自分から契約を解除した場合は解除の意思表示により実行行為が完了して解除の効力が生じることで既遂となり、または単に履行期において債務不履行となることで実行行為が完了する⁸⁰⁹。また、履行後に自分から当該売買契約の効力を覆滅させて原状回復を行うことも原則として禁じられる。なお、相手方の一般投資家側が債務不履行に陥ったことで取引が実施されず、あるいは内部者側に「落ち度」がない状態で一般投資家側が解除権を行使して取引実施の効果が消滅した場合については、内部者側を制裁しない制度とすることが求められる⁸¹⁰。

第4款 外部者取引および情報伝達・取引推奨に対する規制

第1目 はじめに

本款では、外部者取引および情報伝達・取引推奨に対する規制案を提示する。

出発点として、外部者取引に着目する。内部者ではない者が未公表情報を覚知しているとき、その取引実施・不実施の意思決定は、内部者が未公表情報を覚知している場合と同様に、当該情報を知らない一般投資家に対する優位性を持つものとなる。

情報の平等理論からすれば、この優位性も潰されるべきものとなるが、先に見た通り、情報の平等理論の妥当性には疑問があることから、本稿ではこのような立場は採らない。代わりに、外部者が内部者から未公表情報を伝えられ、若しくは未公表情報を加味した取引実施・不実施の判断を内部者に代わりに行ってもらったといえる状態である場合に制裁

⁸⁰⁹ 債務不履行の場合に、不履行に陥っている側に対して特定履行の請求が可能である日本法の下では、契約の履行（強制履行）の余地がある限りは既遂にはならないものとして位置付けるべきではないか（相手方が内部者側の不履行を理由として解除する等の措置を講じ、売買契約の効力が消滅することで既遂になる）。

⁸¹⁰ これは実質的な判断によるべきであり、内部者側から一般投資家側に何らかの働きかけを行い、そのような契約の履行が実現しない状態の作出に寄与した場合は、答責する必要がある。注（809）で言及したのは、制裁されるべき場合の1つである。

する、という基本方針を採用する⁸¹¹。これは日本の現行規制と同様であるが、要件や名宛人の範囲については改良の余地がある。なお、既遂判定の時期や保有実施基準と保有不実施基準の切替点について、原則として先述した内部者取引に対する規制案が同様に妥当すると解するので、これらについては所与とし、その枠組みにおける立論とする。

第2目 外部者取引に対する規制

現行法の枠組みでは、外部者取引規制としては法 167 条の規制対象行為と、法 166 条の下で名宛人となる者に対する規制という 2 種類がある。

まず前者について。この規制は、契約的アプローチを念頭に置けば公開買付実施者たる会社の利益を害する点が不当であるために禁止されるという形で整理され得ることになる⁸¹²。しかし、本稿の見地からは、この規制がないと、ある会社の経営者が自分の資産運用目的で他の会社の株式を購入した場合に、その購入実施という情報が、当該者の勤務先により、購入された株式の発行体に対する買収が予定されているという誤った情報として評価される（その結果、他の投資家も購入して株価が高騰し得る）ので、これを防ぐという見地から説明できる。つまり、あくまで市場アプローチに基づく制度として捉えることが可能である。

後者に関しては、禁じられる行為については内部者取引の場合と同様に解する。規制の名宛人として取引実施・不実施に関して規制が及ぶ「外部者」の範囲について、学説においては、現行法が第 2 次以降の情報受領者を規制の名宛人に含めていない点を批判するものがあるが、その要点は、内部者が実施した取引と外部者が実施した取引は、市場に与える影響では差がないというものである⁸¹³。しかし、これは 2 つの面で誤りである。

まず、未公表情報が公表された場合に生じるであろう株価変動と、公表に至る可能性を勘案した事前の期待リターンを重視すると、未公表情報の対象である会社⁸¹⁴からの「遠さ」を考慮する必要がある。つまり、何らかの経路で情報を知った者がいるとしても、会社との間に介在している者がいるならば、そのような中間者が多ければ多いほど、当該情報がガセネタである（あるいは、まさに風説の流布が行われている最中である）可能性を考慮せざるを得ない⁸¹⁵。これを、情報の「重要性」はすべての者にとって同一であるわけではないという形に落とし込むことができるか否かはさておき、情報受領者の中に複数の階層を設けて、取引実施・不実施の意思決定に規制を及ぼされる範囲を区切ることは、選択肢と

⁸¹¹ すなわち、情報伝達・取引推奨に対する規制は、未公表情報を覚知している者が、それを知らない者よりも正確な投資判断をできるという優位性を有するところ、これを他者においても生じさせることを防ぐために必要となる。

⁸¹² 松尾・前掲注（13）623 頁。

⁸¹³ 津野田一馬「判批（最決平成 27・4・8 判タ 1415 号 83 頁）」ジュリスト 1508 号 128-131 頁（2017）130 頁。

⁸¹⁴ ある会社に対する情報についての、当該会社を指す。

⁸¹⁵ 南・前掲注（744）23-24 頁。

してはあり得る。現行規制が、情報を知るに至った経路を重視していることは、この観点から妥当である⁸¹⁶。

次に、内部者による取引と外部者による取引では影響に差異がないという理解は、未公表情報の影響度評価という面からすれば妥当でない。累積上限個数に制約がないとき、**本章第 3 節**で確認した通り、未公表情報の影響度評価は、投資意思決定者の覚知力を基礎として、実現している覚知状況に基づき累積個数別の実現確率を事後確率に修正することを根幹とする。よって、覚知状況が同一であっても、覚知力が異なるならば、投資意思決定者が覚知に失敗した未公表情報の存在可能性が相違するので、未公表情報の影響度に関する評価は異なるものとなる。未公表情報の覚知状況が同一である内部者と外部者が、それぞれ取引実施の決定を下した場合において、取引の対象となった株式の価値（未公表情報の影響も完全に反映したもの）と取引価格が両者の取引で同じであるとしても、覚知力の差により影響度評価の内容が異なるならばそれらは別種の投資判断なのである（モンティ・ホール問題で、回答者が最初に選んだドアの背後に存するのが景品とヤギのいずれであるかは事実として確定しているが、確率的な評価は司会者の行動に左右され変動する点を想起されたい）。内部者取引規制の保護法益が、一般投資家の財産価値を保護することのみであると捉えれば、取引条件が同一ならば影響は同一と捉え得るが、市場の公正性を保護することを保護法益とする限り、両者の影響は相違する。つまり、**本章第 4 節**で確認した通り、ある者が行った取引実施・不実施の意思決定が外部から観察可能である場合にその決定内容から生じる情報機能の程度は、未公表情報の累積上限個数に制約がない場合はもとより、上限 1 個である場合においても行為者の覚知力に影響を受ける⁸¹⁷。

筆者も、現行法の第 2 次以降の情報受領者をすべて規制対象から外す枠組みでは制裁範囲が狭すぎるとは思うが⁸¹⁸、情報伝播の出発点が内部者である限り制限を設けることなく制裁対象に加える制度への変更を提唱する見解には、上述の点から賛同できない。第 1 次情報受領者までを名宛人とする基本方針⁸¹⁹は維持したまま、別途、情報入手経路を加味し

⁸¹⁶ 南・前掲注（744）23-24 頁は、この見地から、現行法が第 2 次以降の情報受領者を名宛人に含めていないことを妥当と評価する。

⁸¹⁷ たとえば、取引実施が外部から観察された場合において、当該取引が情報カスケードの起点になる可能性は、取引実施者の覚知力に左右され得る。先述の通り、アメリカの不正流用理論に対して、情報源により情報の利用を許諾された者による取引実施と、その種の許諾を得ていない者による取引実施で、市場に対する影響に差異がないのであるから、前者は制裁しないが後者は制裁するという不正流用理論の枠組みには問題があるという批判が行われている。本文の知見からは、後者に比して、情報源から許諾を得られるような立場にある者の方が覚知力が高いと推認し得るので、前者の方が有害性が大きいことになる。

⁸¹⁸ 情報自体に加え、情報の出発点が内部者であることが確実であると信じるに足りる（信頼関係が強固な人間同士の）経路で伝播されていったならば、たとえば、第 100 次情報受領者であっても制裁対象とすべきである。

⁸¹⁹ 敢えて現行法の正当化を図るとすれば、内部者足り得る者ではないが、定型的にそれらの者から情報を得ることができる地位にあり、また、そのような地位にあることが外部から容易に判別できる者を外部者取引規制の名宛人とするのが基本方針となるべきところ、

て第 2 次以降の情報受領者に対しても制裁が及び得る旨の条項を設けることが望ましいが、具体的な設計については今後の課題とする⁸²⁰。

第 3 目 情報伝達に対する規制

現在の情報伝達規制では、未公表情報を現に覚知した者が覚知している情報を他者に伝達する行為が制裁対象とされるのに対し、未公表情報を現に覚知していない者が覚知していないという事実を他者に伝達する行為は制裁されない、という本稿における 8 つ目の非対称性が存在する。しかし、**本章第 3 節**で確認した通り、未公表情報の影響度評価において、「自分が未公表情報を覚知していないことを知っている」という事実が持つ情報価値は、「自分が未公表情報を覚知していることを知っている」という事実のそれと同等であるから、非対称性を認める理由が問われる必要がある。

上述の通り、内部者取引の規制においては、内部者取引規制の名宛人たる者が有し得る優位性を完全に封じようとするれば、取引実施を全面的に禁じるほかない。しかし、取引実施を許容することに相応の政策的合理性があることから、「未公表情報を覚知している内部者による投資意思決定を制裁する」および「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を制裁する」という 2 つの規制態様から片方のみを選び、規制範囲の非対称性を甘受して取引実施を部分的に許容するという妥協した制度設計が是認され得るのであった。

これに対し、情報伝達規制については、そのように配慮すべき理由は思い付かない。伝達する者は、伝達を受ける者において一般投資家に比して有利な投資判断を下すことを可能足らしめることを目的として、未公表情報の影響度評価において事後確率への修正を可能とする情報として自身の覚知状況を与えるのであり、当該目的に資する限り伝達される内容は（極論すれば）何でもよいはずである。

よって、情報伝達規制においては、伝達を受けた者において事後確率への修正を可能足らしめ、一般投資家に比して有利な投資判断を下させることを目的とする限りにおいて⁸²¹、現に覚知された未公表情報を伝達する行為と、伝達する者が現に覚知していないという事

それは内部者足り得る者の家族等に限定されることから、それをもう少し広範にカバーできる規制態様として第 1 次情報受領者までを名宛人にした、ということになる。

⁸²⁰ たとえば、黒沼・前掲注 (13) 438 頁は、重要事実の源泉が会社関係者であることを知っている者、という形で情報受領者を定義することにより、第 2 次以降の情報受領者も名宛人に含めることを提唱する。しかし、自分が信頼できると考えている相手から「その会社で働いている〇〇さんから聞いた」と言われれば上記の要件を満たすと考え得るものの、「信頼できる情報筋から聞いた」と言われた場合には、それが会社内部の者か外部の者が判別できないであろう。その種の場合を一律に規制対象から外せば、伝え方をそのようにすれば必ず潜脱できることになるので実質的判断を行うほかないが、情報を受領した者からすれば、自分が制裁対象になるのか否か予測可能性が減殺されることになる。

⁸²¹ 目的要件がないと、内部告発目的で単に報道機関に情報を提供する行為（先述したような空売りは伴わないもの）も、金商法により制裁され得ることになってしまう。

実を伝達する行為のいずれも、禁じられるべきである。先述の通り、情報の片面的遮断は、片面的に伝達者が現に未公表情報を覚知していないという事実を伝達する仕組みであるから、上記の規制体系においてそのまま禁じることが可能である。また、内部者取引規制において、保有不実施基準が適用されるパターン 6 およびパターン 8 において x を y よりも大きくするための開示行為に対する規制も組み合わせて、EU におけるように、世間一般であるか特定個人であるかを問わず、不当な情報開示に対する規制という形に拡張するべきである（ただし、クロクロ取引化するための伝達に制約が生じないようにする必要がある）。

第 4 目 取引推奨に対する規制

取引推奨規制においては、いかなるコミュニケーションが推奨行為に該当するか、という点も極めて重要な要素であるが、これは今後の課題とし⁸²²、以下では取引推奨規制の適用範囲についてのみ取り上げる。

この点、取引推奨に対する規制は、推奨を受ける者の投資判断において、未公表情報に起因する優位性を生じさせる行為を広く禁じるように設計することを基本方針とするべきである⁸²³。現在の日本の取引推奨規制では、条文上は取引実施の推奨は禁じられているが取引不実施の推奨に関する規定はないという 6 つ目の非対称性、および未公表情報を覚知していない者による推奨行為は制裁されないという 7 つ目の非対称性が存在する。このうち前者については、先述の通り「購入すべきである」は「売却すべきでない」と同義であり、また、「売却すべきである」は「購入すべきでない」と同義であると捉え、現行法においても取引実施の推奨と取引不実施の推奨がいずれも禁じられていると解することが可能であるが⁸²⁴、取引不実施の推奨に関する罰則規定を欠いているので、これを補充する必要がある。また、後者についても、未公表情報を覚知していないという事実も事後確率への修正を可能とする有益な情報なので、情報伝達規制に関する 8 つ目の非対称と同様、覚知していないという事実に基づく投資判断により推奨する行為は禁じるべきであり、非対称性を容認する理由はないと思われる。

また、従業員持株会や証券会社の顧客との関係において、未公表情報を踏まえれば実施すべきではない取引が実施されようとしている場合に取引実施を止めるように助言する義務の存否が問われることがあるが、取引推奨規制の名宛人についてはその種の義務は課されるべきではない。

⁸²² 市場取引たる内部者取引に対する規制に関連して論じた通り、発注があれば、市場に注文が出ずとも、証券会社が内部者の注文内容を把握して取引をトレースすることが可能になる。このため、注文内容を把握せしめることが取引実施の推奨に該当し得るか否かという点が問題となり、EU の規制における内部者の範囲の設定が参考になるわけである。

⁸²³ 先述したモンティ・ホール問題型の推奨も、禁止されるべき行為である。

⁸²⁴ 先述の通り、パターン 9～16 および 21～24 の領域において取引不実施の推奨を行った場合、当該行為は同時にパターン 1～8 および 17～20 における取引実施の推奨にも該当することになる。

なお、この枠組みの下では、企業買収が行われるに際して買収ターゲットの経営陣が行うその買収者による買収（公開買付）についての意見表明たる「意見表明報告書」（金商 27 条の 10）について、その経営陣が未公表情報を覚知している場合の処遇が問題となる。たとえば、株価下落情報が存在する会社に対して、当該情報を知らない者により敵対的買収としての公開買付が開始された場合において、買収ターゲットが賛成意見を表明すると、自社の株主に対して株価下落情報が存在する株式を割高な価格で売り抜けることを可能にする取引実施の推奨になり得るほか、逆に株価上昇情報がある場合に反対意見を表明すると取引不実施の推奨になり得る。他方、株価上昇情報がある会社において、先述の通り株価上昇情報を秘匿したまま友好的買収の交渉を行い、賛成の意見表明を行うと、一般株主は株価上昇情報を反映していない割安な価格で売却することを勧められていることになる（この場合は、友好的買収者に対する取引実施の推奨として位置付けられる）。

前者が制裁されないと支配権市場の機能が阻害されると思われ、また、後者が制裁されないと一般株主と取締役の利益相反が深刻となる。取引推奨に該当しないものとした上で、取締役等に対して事後的に民事責任を追及することも考え得るが、敵対的買収の場合にはその責任を肯定し得るか否かが問題となり⁸²⁵、また、友好的買収の場合については、（元）株主は取締役の民事責任を追及し得るものの、懲罰的損害賠償制度とクラスアクション制度のいずれも存在しない日本においては、提訴しない（元）株主がいれば買収者において利益が残存するので、責任を追及された買収ターゲット取締役の責任を肩代わり（正確には得た利益の返還）してもなお利益を得る余地があるから、抑止効果が不十分である。

以上を踏まえると、制度設計としては、①意見表明報告書における意見も取引推奨に該当させることで買収ターゲットによる情報開示を促進し、敵対的買収の阻害要因を排除するとともに当該会社の株主の投資判断に有益な情報を揃えることを重視するか、②会社が時期尚早な未公表情報の開示を迫られる事態を防ぐことを優先し、買収ターゲット取締役による戦略的な意見表明や情報の公表が行われる可能性を踏まえてもなお制裁対象から外すか、2 つの態様が考えられる。②を採った場合には、2 つ前の段落で述べた影響が出るが、これは情報の片面的遮断が発生しないように内部者取引規制を設計しても企業買収の場面に限ればその影響が形を変えて再来する恐れがあることを示しているから、本稿の結論としては①を採るべきであると解する。

これらのほか、投資判断における機巧として意図的に情報の片面的遮断を設ける場合を、大枠としては取引推奨規制の射程に含めるべきである。規制手法としては、たとえば株価上昇情報のみが遮断されている状況において、「株価下落情報についての伝達がないこと」を外部情報としての未公表情報として扱い、これも規制対象にする、というものも考えら

⁸²⁵ 敵対的買収者と買収ターゲット取締役の間に契約関係はないので、不法行為を根拠とするべきことになろう。沈黙による詐欺の成立を肯定する場合には、それを出発点として責任を肯定する余地はあるかもしれない。

れるが⁸²⁶、それがいつまで未公表情報であり続けるのか、という点の判断が難しい⁸²⁷。したがって、この種の機巧が設けられている場合に、伝達を行わないという不作為自体が取引推奨に該当すると解するとともに、機巧を設けたこと自体を一般的な不公正な行為（金商 157 条）にも観念的競合として該当させる、という規制（解釈）態様がよいのではないか。

第5款 制裁の在り方

第1目 はじめに

本款では、内部者取引規制における制裁の在り方について考察する。

前款で取り上げた本稿の制度論の下で、制裁内容・手段の設計における大きな問題の1つとなるのが、株価下落情報を知りながら買い、あるいは株価上昇情報を知りながら売る行為（パターン 3・5・11・13・17・21）、および株価上昇情報を知りながら購入を回避し、または株価下落情報を知りながら売却を回避する行為（パターン 2・8・10・16・20・24）の処遇である⁸²⁸。

また、制裁手段としては、刑事罰や民事罰に加えて行政罰があるが、それらの役割分担はいかにあるべきか、という点も問題となる。一般論としては「規制緩和」が事前的規制よりも事後的規制を要請する中で、事後的規制としての刑事罰の重要性が説かれるところ

⁸²⁶ これにより伝達を受け得る側と、その種の機巧のない一般投資家の投資判断は、対等となり得る。See Fried, *supra* note 23, at 479-80.

⁸²⁷ 会社による公表措置が講じられる（未公表情報が存在しない、という旨の開示になる）ことは極めて例外的な事象であるから、会社における未公表情報の累積状態に大きな変化があり、情報の片面的遮断に基づく投資判断が極めて不正確なものになった場合には未公表情報該当性が喪失されると思われるが、従前において情報を伝達される者であった側では会社側における情報累積状態を知ることはできないことも相まって、かなり難しい判断を迫られることになる（情報の片面的遮断を利用したという点を捉えて自業自得といえればそれまでであるが）。

なお、念のために記しておくが、情報の片面的遮断を消滅させたとしても、会社における未公表情報の存否はそれほど急激に変わるわけではないから、それにより制裁対象から外するのは不適當である（そうでなければ情報の片面的遮断を導入・運用しておき、伝達され得る側が取引を行うことを企図した場合にその直前に情報の片面的遮断を解消すれば、その恩恵を受けつつ取引を実施できてしまう）。

⁸²⁸ パターン 1~8・17~20 に属する領域について、市場取引について発注のみで既遂として扱うとともに、相対取引について売買契約成立時点で既遂として扱うという本稿の提案からは、未公表情報が公表されないままであっても制裁する手段を確保することが重要となる。

もっとも、市場取引では約定するまでは取引相手方の財産状態侵害は発生していないと考えられることから、その投資意思決定が外部から観察され得る状態を形成したことに對してのみ制裁すれば十分であり、また、相対取引については売買契約が成立しており相手方には財産状態の侵害が発生する状態となっており、仮にパターン 3・5・11・13 であるならば財産状態が侵害されていないから、やはり内部者による投資意思決定が外形化したことに対する制裁のみで足りるので、この点について課徴金制度の変更は必要ないと考えられる。

であるが⁸²⁹、規制体系に関する議論では、「非犯罪化（decriminalization）」による刑事法の適用排除に併せて、行政制裁や民事罰により制裁手段を代替する傾向もある。日本における内部者取引規制に関する近時の学説においても、課徴金制度を積極的に活用すべきであるとする主張⁸³⁰が多い。しかし、刑事罰を科すことが難しいことに相応の根拠があるならば、刑事罰に比して行政罰は積極的に適用できるので活用すべきであるという立論には飛躍がある⁸³¹。また、刑事罰により財産的な負担を強制する仕組みとしては、科料、罰金刑、没収刑があり、さらに行政罰としての過料もある。それらとの兼ね合いにおいて、なお課徴金が優れているといえるのか、自明でない。課徴金制度には裁量性がないことによつて、課徴金が課されるべきでない場合に課され得ることが問題であるというのであれば、金商法の改正により課徴金の要件を変更すべきである。

本款では、基本的には刑事罰と課徴金が併存する制度自体は所与とし、本節前款までに示した制度設計の下での課徴金の在り方について若干の検討を行う。

第2目 内部者取引に対する課徴金制度のあらまし

日本法において、「課徴金」制度は、昭和48年制定の国民生活安定緊急措置法11条や、昭和52年改正の独占禁止法7条の2および8条の3において導入された行政的制裁手段である。その一般的性質として、規制当局による判断で制裁が発動され規制違反者に金銭的負担が発生するものであり、これが、民事上の秩序罰として非訟事件手続法（非訟119条乃至122条）に基づき民事裁判により裁判所の判断の下で課される「過料」⁸³²との大きな違いである。

金商法における課徴金制度は、旧証券取引法の時代に導入されたものであるが、その制度趣旨は、「違反行為の抑止（ディスインセンティブ）を図り、規制の実効性を確保するという行政目的を達成するため、証券取引法の一定の規定に違反した者に対して金銭的負担を課す行政上の措置」⁸³³とされていた。現在の課徴金制度は、利得類型A・Cによる利益のうち、情報の公表により株価が変動した場合に対してのみ課されるものであるから、その射程範囲が刑事罰に比して歪である。また、未公表情報が公表されたあとの株価変動を

⁸²⁹ 佐伯仁志「規制緩和と刑事法」ジュリスト1228号39-49頁（2002）参照。事後的に問題のある行為に対する何らかの制裁制度を設けることで、その発生を抑止することが期待できる。

⁸³⁰ 木村真生子「カナダのインサイダー取引規制（5・完）」筑波ロー・ジャーナル20巻27-57頁（2016）56頁など。

⁸³¹ 刑法犯と行政犯の相違という点を重視すれば、刑事罰が科されにくい場合において行政罰を積極的に課すこと自体は解釈論として可能であるが、その「ラベル」が違うことによりどの程度の違いがあるか、という点が重要である。

⁸³² 非訟事件手続法により過料の裁判を行うことの合憲性につき、最大決昭和41・12・27民集20巻10号2279頁の法廷意見は、憲法31条、32条、および82条に違反しないとされた。

⁸³³ 三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償制度：条解証券取引法』（きんざい、2005）13頁。

基礎とした制裁であるため、(約定した時点で既遂とする解釈を採用する限り) 刑事罰としての制裁と異なる要素を持つことになる。

この点に関連して、現行規制における刑事罰に関して、過失犯を処罰する規定がないことから内部者取引が行われても行為者に故意がなければ罰せられないが、課徴金については、故意ではないと主張される内部者取引に対する課徴金の賦課が問題となった大阪地判平成 25・2・21 裁判所ウェブサイトは、以下のように述べて課徴金の要件として取引実施者の故意は不要であるとする。

「〔金融商品取引〕法は、金融商品取引市場の公正確保や投資者の信頼保護等の行政目的を達成するため、刑事罰とは別個に、違反行為を抑止して規制の実効性を確保するための行政上の措置である課徴金制度を設けているところ、法の文言上、課徴金納付命令の要件として違反事実を基礎付ける事実の認識は要求されていない。そして、法の規定に違反する行為によって金融商品等の公正な価格形成が阻害され、金融商品市場に対する投資者の信頼が害される結果が生じることについては、それが故意によるものか過失によるものかによって特段の相違があるわけではなく、過失により違反行為に及んだ者についても規制の実効性を確保するため課徴金の納付を命じる必要性があることは否定できない。以上に照らすと、課徴金納付命令の要件となる法違反行為は、故意によるものに限られず、過失によるものも含むと解するのが相当である。」

そして、「法は課徴金制度を刑事罰とは別個に規定し、課徴金を課するための事前手続として審判手続を設けていること(法 178 条以下)、刑事罰につき故意が犯罪成立要件として要求される実質的根拠は、刑事罰が違反行為の反社会性ないし反道徳性に着目し、これに対する責任非難を基礎とした制裁として科されることにあるのに対し、上記のとおり、課徴金制度は、違反行為を抑止し、規制の実効性を確保するための行政上の措置であって、責任非難を基礎とするものではないこと、課徴金と罰金等との調整規定(法 185 条の 7 第 14 項及び 15 項、185 条の 8 第 6 項及び 7 項)は、刑事罰である罰金等が課徴金と基本的性格が異なることを前提としつつも、その具体的適用に関しては、行政目的と刑事罰の目的とが事実上重なる面も存在するところから政策的に設けられたものと解されることからすれば、課徴金制度に刑法総則の規定を適用又は準用する余地はなく、また、課徴金と罰金等との調整規定が設けられていることから課徴金納付命令についても故意が要件となると解することはできない。」(亀甲括弧は筆者)。

なお、現行制度では、基本的には利得を吐き出させるのみであり、利得点を超過する課徴金は課されていないとする見解⁸³⁴がある。しかし、増額・減額に関する規定がある⁸³⁵こ

⁸³⁴ 尾形祥「インサイダー取引規制と課徴金制度の現状と課題」高崎経済大学論集 56 巻 2 号 39-52 頁(2013) 48 頁、杉村和俊「金融規制における課徴金制度の抑止効果と法的課題」金融研究 34 巻 3 号 143-180 頁(2015) 143 頁。

⁸³⁵ 内部者取引または情報伝達・取引推奨を行った者が、当該行為の日から過去 5 年以内に課徴金納付命令を受けたことがある場合、課徴金の額が 1.5 倍になる(金商 185 条の 7 第 15 項)。

とはもとより、未公表情報の累積個数が 1 個であることを暗黙の前提としているという瑕疵があり⁸³⁶、また、未公表情報の累積個数が 1 個であるとの仮定の下においたとしても、取引が実施された後で未公表情報が公表された場合についてのみを念頭に置いている点で問題がある。

最初に、ひとまず累積上限個数を 1 個と仮定してみよう。既に指摘されているところでは、現行法における課徴金の算定方法では、内部者が取引を実施した時点の株価と、覚知していた情報が公表されてから 2 週間以内における最も高い株価（株価下落情報を知りながら既保有株式を売却し、あるいは空売りした場合は最も低い株価）の差額を基礎として算定されること、内部者がそれらの参照株価とは異なる価格で取引していた場合、事後的な（つまり、未公表情報が公表されたことによる株価変動を踏まえた）利得の金額と課徴金の額が相違する可能性がある⁸³⁷。証券取引等監視委員会が公開している過去の課徴金事例に関する資料においても、利得額を上回る課徴金が課された事例があることが紹介されている⁸³⁸。

これに加え、本稿では利得類型の定義の通り、売買に関する契約の締結ないし市場における約定により、期待値ベースで取引当事者間に損得が発生したと捉えるので、実際に情報が公表されたあとの株価を基準に算定する現行制度は、他の要因による株価変動がゼロであり、また、情報の公表による市場の反応が事前の予測通りであったと仮定しても、情報が公表される（あるいは公表されないまま消滅する）確率を加味して判断されるべきものを事後的に公表があったことを基礎にして評価し直しているため、現行制度では常に利得を超過した課徴金を課していることになる。また、市場の反応が過剰ないし過少であれば、課徴金の額が利得相当額を上回ることもあれば下回ることもある。さらに、他の要因によ

また、上場会社等が内部者取引に該当する自己株式取得を行った場合において、金商法 177 条に基づく処分が行われる前に、当該会社が証券取引等監視委員会に内部者取引が行われたことを報告すると、課徴金の額が半分になる（金商 185 条の 7 第 14 項）。なお、報告の態様および報告がなされたと看做される時期については、金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令 61 条の 7 参照。

⁸³⁶ ただし、未公表情報を覚知してなされる取引実施と情報公表の間隔が短い場合には、他にも未公表情報が累積していたとしてもそれらが公表されて株価変動に影響を与える可能性が低下するので、累積上限個数が 1 個の場合に近似するといえなくもない。

⁸³⁷ 黒沼・前掲注（160）462 頁はこの点を指摘するとともに、内部者が実際に得た利得額よりも多額の課徴金が課される傾向にあり、同制度が内部者取引の抑止に役立っていると

する。

⁸³⁸ たとえば、平成 30 年 4 月から平成 31 年 3 月を対象期間とする証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」<

https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20190620/jirei_R01.pdf>（2019）62 頁では、利得額を約 180 万円上回る課徴金が課された事例があるとされているほか、課徴金額から利得額を差し引いた金額が 0 円～50 万円の範囲に 13 名（株価上昇情報で買付け→公表→売付けの経路が 4 名、株価下落情報で売付け→公表の経路が 9 名）いることが示されている。なお、マイナス 50 万円～0 円になった者も 1 人いるとされている（計算上そうなるだけであり、還付されたわけではないと思われる）。

る株価変動の影響も加味すれば、内部者取引に起因する利得を完全に剥奪できておらず、あるいは利得を超える額の課徴金が課され得る。

次に、累積上限個数が 1 個であるという仮定を外して考えてみよう。たとえば、ある会社において、公表されれば株価が 50 上昇する株価上昇情報（以下、便宜上「情報 1」という）と、100 上昇する株価上昇情報（以下、便宜上「情報 2」という）の 2 個が累積しているとす。ある日、1 人の内部者足り得る者が、情報 1 のみを覚知して当該会社の株式を購入したところ、その翌日に両方の情報が公表されて株価が 150 上昇し、当該者は情報 1 に関して内部者取引として制裁されることになったとする。このとき、現行制度では情報 1 と情報 2 がいずれも反映されていない取引時点の株価と、両方反映されたあとの株価を基準にして課徴金の額が決定されるので、情報 1 しか覚知していなかった内部者であっても、自身が覚知していなかった情報 2 が公表されたことによる株価上昇分も剥奪される⁸³⁹。

これを正当化する説明としては、情報 1 を知らなければ当該会社の株式を買っていなかった、という形で情報 1 の覚知と取引実施の間に因果関係を見出し、情報 2 による株価上昇も「利得」に含まれるので剥奪できる、つまり株式の購入がなかった場合に形成されていたであろう状態に近づけることが利得剥奪の意義である、というものが考えられる⁸⁴⁰。しかし、そうであれば、上記設例の設定を一部変更して情報 2 のみが公表された場合について考えてみると、情報 2 に起因する株価上昇分 100 を剥奪しなければ筋が通らないところ、現行規制の建付けでは内部者が覚知していた情報 1 が公表されない限り課徴金が課されない点で齟齬を生じる。

以上からすれば、現行の課徴金制度は、内部者が取引実施により実現した利得を剥奪する機能のみが発揮される場合もあり得るが、むしろ、利得以上の額を課し、あるいは利得未満の額しか課されない可能性の方が高いと目される。

第 3 目 取引実施・不実施自体から利得していない場合の制裁

本款冒頭で述べた課題である、株価下落情報を知りながら買い、あるいは株価上昇情報を知りながら売る行為（パターン 3・5・11・13・17・21）、および株価上昇情報を知りながら購入を回避し、または株価下落情報を知りながら売却を回避する行為（パターン 2・8・10・16・20・24）に対する制裁は、いかにあるべきか。

現行制度では、原則としてパターン 3・5・11・13・17・21 では課徴金の額はゼロになると目され⁸⁴¹、その種の行為に対してあり得る制裁は刑事罰のみであると考えられる。取引実施・不実施自体から利得している場合は刑事罰と課徴金の両方を負い得ることに鑑み

⁸³⁹ 未公表情報とは関係のない株価変動の影響も含まれるが、これは株価上昇と下落のいずれもあり得る。

⁸⁴⁰ 利用実施基準に近い考え方である。

⁸⁴¹ ただし、企業買収の場面では、株価下落情報による株価下落分を上回る企業価値の上昇があるとき、単に公表前後で比較すると課徴金の額が正となり得る。

れば、制裁内容・手段に非対称性が生じていることになる⁸⁴²。取引実施・不実施自体からの利得における内部者の優位性と、取引実施・不実施に関する内部者足り得る者の意思決定内容が外部から観察可能であることで生じる内部者足り得る者の優位性は、不当性の内実が異なり、保護法益の面では後者の方が不当性が高いと捉え得るから⁸⁴³、制裁内容を非対称とする（後者に対する制裁を、前者に対するそれよりも重くする）ことには妥当性が見出される。

他方、この非対称性は、内部者足り得る者による取引実施・不実施の意思決定が外部から観察された場合において、事前確率の設定や、事後確率の修正に影響を及ぼすものであり、観察された場合に生じ得る株価形成の歪みの歪み方に一定のバイアスを生じさせ得るものでもあるから、非対称性を解消する⁸⁴⁴ことが必要であるとも考えられる。

しかし、取引自体から利益を得られるパターン 1・7・9・15・19・23 と、取引自体からは利益を得られないパターン 3・5・11・13・17・21 の間には、無規制状態においても元々、発生確率に差異があると考えの方が妥当であるとも考えられる。この見地からは、前者のグループに対する制裁を重くすることによってこそ非対称性が緩和される可能性があるといえるため、本稿の結論としては、制裁の在り方に非対称性があることは是認されるべきであると解する。

第6款 その他の要素

第1目 はじめに

本節の最後に、ここまでに構築してきた制度案の補強として、内部告発促進手段としての内部者取引許容論に対する本稿の立場の説明、および未公表情報の公表措置の在り方について取り上げる。

第2目 内部告発促進手段としての位置付け

株価下落情報を知りながら買い、あるいは株価上昇情報を知りながら売る行為については、情報の片面的遮断という観点から、あるいは、ある未公表情報が株価上昇情報と株価下落情報のいずれとなるかは一意には決定できないことから、これを規制対象とすることに合理性があることは先述の通りである。

そして、内部告発促進のために空売りとしての内部者取引を許容するという立論につい

⁸⁴² 比例原則による要請と、過料と課徴金の調整規定の存在により、制裁の程度において差は生じないかもしれないが、課徴金の方が刑事罰よりも適用しやすいのであれば、制裁されやすい度合いに差が生じることになる。

⁸⁴³ 取引実施により利益を得る場合には、取引相手の財産状態を侵害するとともに、市場の価格形成に悪影響を与えるが、取引実施であるものの利益を得ていない場合には、取引相手の財産侵害はない。

⁸⁴⁴ 仮に制裁の非対称性を解消するならば、課徴金が適用され得ない行為類型に対して、刑事罰の量刑を引き上げることによる抑止効果の発現を期待するか、または、課徴金の算定を利益額とは切り離して行うことが考えられる。

ては、これが実現した場合、対応する「空買い」が許容されないことで片面的な規制となり、情報の片面的遮断の発生につながり得ることから、基本的にはこれを許容してはならないと解する。

もっとも、市場取引においては、注文を取り扱う証券会社において情報の片面的遮断が発生することは避けられないものの、それ以上には外部に取引実施に関する情報が伝わらない限り、その不当性の程度は相対取引の場合に比すれば軽微である。さらに、知る前契約・計画に基づく取引であるために、株価上昇情報を知りながら買い、株価下落情報を知りながら売っている可能性も排除されないことから、情報の片面的遮断の影響は軽減される。

以上を踏まえれば、告発された内容が極めて重大である場合においては、現行法の下においても、解釈論により制裁対象から外すことも政策的には考えられないではない。アメリカの学説では、必要性に基づく行為としての正当化⁸⁴⁵を根拠としてこの種の空売りを合法として扱うことを説く見解⁸⁴⁶もある。日本法においては緊急行為としての正当化をすることは困難であると考えられるが⁸⁴⁷、違法性が相対的に軽微であると捉えて可罰的違法性を否定するか、あるいは不正行為の暴露という目的がありそれが実現したことを超法規的違法性阻却事由とすることで、解釈論により罰しない制度を構築する余地はある⁸⁴⁸。

可罰的違法性論については、しばしば、違法性の絶対的軽微と相対的軽微という2つの類型化がなされる。前者においては、行為者が生じさせた結果が軽微であれば違法性が絶対的に軽微であるとして、構成要件が違法行為の類型であるとする解釈⁸⁴⁹を前提として構成要件該当性自体が否定される、という経路⁸⁵⁰により処罰されないことになる。他方、後者においては、生じさせた結果は軽微ではないが、それにより実現される結果との衡量において違法性が相対的に軽微であるために処罰に値しない、という経路⁸⁵¹により、処罰されないことになる。内部告発手段としての内部者取引という文脈では、株価下落情報の存

⁸⁴⁵ 原文では、“necessity defense”とされている。これは、日本法における概念としては「緊急避難」に相応する場合が多いものであるが、ここでの文脈では、侵害を受けつつある主体（社会全体）と空売りをを行う主体が異なることから、緊急救助に近い。

⁸⁴⁶ Wagner, *supra* note 261, at 1008.

⁸⁴⁷ 事後的に空売りとしての内部者取引を許容しても、一般的な抑止効果はあり得るものの、現下に発生しようとしている不正行為を防ぐことはできない（不正行為が発生した後でしか空売りが機能しない）。また、他の手段により不正を暴くこともできるので、緊急避難における補充性の要請を満たすことができないであろう。

⁸⁴⁸ 先述の通り、アメリカでも、情報伝達者の責任が問われた端緒となった事例において、情報伝達者が悪事の暴露を目的としていたために制裁されなかったことが注目される。

⁸⁴⁹ ここでは、違法・有責類型とするか、単なる違法類型とするかは問わない。

⁸⁵⁰ 山口・前掲注(4) 191頁。これは、構成要件が違法推定機能を有するという前提の下、違法性が絶対的に軽微であり制裁を肯定するには不十分であるということは構成要件に該当しないということを意味する、という考え方により導出される。松宮孝明「犯罪体系論再考」立命館法学 316号 318-344頁(2007) 330頁は、このような考え方がドイツの学説における傾向であるとする。

⁸⁵¹ 山口・前掲注(4) 191頁。

在を知らず空売りした上で当該情報をリークして利益を得る行為について、違法性が絶対的に軽微とは評価し難いであろうから、相対的に軽微であることを根拠とするべきことになろう。もっとも、近時の最高裁は相対的軽微型について厳格な態度を示すものとして評価されており⁸⁵²、現況では処罰される可能性の方が高いと目されるため、その傾向に軌道修正を迫ることになるであろう。

超法規的違法性阻却事由としての取り扱いでは、その根拠や違法性が阻却されるための要件について学説は分かれており、判例も定式を構築しているわけでは。自身で経済的利益を得ることなくメディアに情報をリークすれば、内部告発としての目的は達成されることに鑑みれば、敢えて空売りを先行させて利得する行為について違法性を阻却できるか否かは、不透明である。

このような解釈論上の不明確性を踏まえれば、内部告発としての性質を伴う空売りについては、法改正により適用除外規定を設けることも選択肢足り得る。その場合は、単に市場取引であることのみではならず、当該者による取引実施に関する情報が外部からは察知しにくいことも要件に加えられるべきである。

第3目 公表の有無に関する錯誤の処遇と公表措置の在り方

情報通信技術が発達し、また、時間外取引も活発に行われる現在においては、規制導入当初の環境を前提として設計された現行の「公表」方法は、既に適切性を失っており、いくつもの問題を生じさせる。ここでは2つを取り上げる。

まず、会社から未公表情報を受け取った報道機関が当該情報を報道せずとも、取引が可能になってしまう⁸⁵³という問題がある⁸⁵⁴。一方において、報道機関と内部者が結託しており、当初から報道しないことが合意されていたとしても、事後的には、何をいつ報道するかは本来的には表現の自由に属する事柄であるから、別途証拠があるならば兎も角、そうではないならば、結託の存在を理由として「公表」が完遂されていないことを立証することは困難であろう。他方において、そのような結託がなくとも、純粋な編集判断として報道されなかったという状況も、当初は取引実施を予定していなかった者（情報が報道されると考えて、正式な手続きとして公表措置を講じた内部者）が、報道されないことを奇貨として取引を実施する事態を招来し得ることも踏まえれば、望ましくないものである。

次に、正当な公表権限を有しており報道機関に情報を伝えたのではない内部者側において、報道を見ても、取引を実施してよいのか否か判断に窮し、あるいは誤った判断を下す事態があり得る。たとえば、未公表情報について報道があったとしても、それがスクープ

⁸⁵² 山口・前掲注(4) 193頁。

⁸⁵³ 服部・前掲注(13) 192頁参照。

⁸⁵⁴ なお、前掲最決平成28・11・28について、実際に報道がなされることで情報格差が解消されることを求めているものと位置付け、報道機関側の意思決定により規制適用の有無が画されるのは会社側（内部者側）に酷であると評価する見解として、湯原・前掲注(142) 65頁。

報道なのか、会社側から正式な手続きとして情報が伝えられた結果による報道なのか判然としないこともあり得る。また、会社による正式な手続きであっても、会社が報道機関に情報を伝えてから 12 時間経過しているか否か傍目には判別不可能であろう⁸⁵⁵。そうすると、正式な公表が履践されたと誤信した（情報をリークしていない）内部者が取引を行う可能性が生じる。

この点、誤信して取引した者が現れた場合につき、学説では当該者には故意が認められないため処罰対象から外れるとの見解があり、故意が否定される根拠として、「公表がないこと」が構成要件の 1 つとなるとの理解を前提として、錯誤により故意が欠けるとの構成⁸⁵⁶が挙げられている。

たしかに、条文上は「公表」がない状態における売買が禁止行為とされているから、「公表」の有無は構成要件要素として捉えられ得るものである⁸⁵⁷。しかし、報道に接して当該報道が法定の「公表」であると判断するに至ったならば、当該判断は覚知した事実が構成要件に該当するか否か判断する思考プロセスの結果として位置付けられる。それゆえ、当該判断が誤っており正式な公表ではなかったにも拘わらず公表があったと誤信して取引を行った場合、報道の内容・体裁は認識していること、および「公表」の要件は明確に法定されており記述的構成要件要素と思われることから、その誤信は事実の錯誤ではなく、（当てはめの錯誤としての）違法性の錯誤になり、故意が肯定されるのではなかろうか。

制裁を否定するための他の技巧としては、たとえば、①株価に情報が反映されているならば、重要事実該当性を否定することで、規制の適用を排する方法が考えられる。もっとも、情報をリークした者に対しては規制を適用すべきところ、情報暴露行為について規制が設けられて実際に制裁可能である場合には上記の考え方でよいが、先述の通り情報源特定の困難性から不十分さが残ることも踏まえれば、一般的に重要事実該当性を否定すると情報暴露者が制裁されなくなってしまうので、望ましくない。また、②そのような誤認を「過失」による錯誤と捉えた上で、現行法では内部者取引に関する過失犯の処罰規定がないので刑事制裁は科されない（刑 38 条 1 項）、というルートも考え得るが（ただし、課徴金は課され得る）、やはり違法性の錯誤になる可能性があるため、根本的な解決にはなっていない。あるいは、荒業ではあるが、③行為主体が限定されていること、および一般的に行政刑法や経済刑法は構成要件に該当する行為が違法であるという意識を惹起しにくいと

⁸⁵⁵ 会社から正式に伝達を受けた報道であることが確実であるとしても、各報道機関の報道に時間差があった場合、会社から各報道機関への伝達に時間差があった可能性を排除できないため、最初の報道から 12 時間が経過した場合ですら、法が要求する「公表」の要件が満たされているか否か、傍目にはわからない。

⁸⁵⁶ 神崎＝志谷＝川口・前掲注（164）1256 頁は、新聞等で未公表情報に関する記事が公開された場合につき、内部者が「会社による公表ではない」という認識はしないので故意性が否定されるとし、木目田＝上島監修・前掲注（13）323 頁〔小林＝大野〕および黒沼・前掲注（80）429-430 頁もこれと同旨を述べる。

⁸⁵⁷ 芝原・前掲注（742）659 頁、加藤・前掲注（742）3 頁、松尾・前掲注（13）625 頁。

いう批判を逆手に取り⁸⁵⁸、「公表がないこと」を構成要件とするのではなく、「公表があること」を違法性阻却事由として扱う⁸⁵⁹、というものも考え得るが⁸⁶⁰、違法性阻却事由に該当し得る事実を覚知している場合に、その錯誤において当てはめの錯誤のような処理があり得るのか、単に事実の錯誤のように取り扱われるのか、判然としない⁸⁶¹。また、内部者取引規制が導入されてから 30 年以上が経過し、メディアにおいても内部者取引の摘発事例が時折報道されるようになっている現在において、なお違法性についての意識を惹起しないといえるのか、疑わしい。

これらの 2 つの問題は、2 つ以上の報道機関に対して情報を伝え（てから 12 時間が経過す）れば「公表」になるという現行規制における選択肢に起因するものであり、制度論としては、これを「公表」手法から除外し、会社自身によるディスクロージャーに一本化するべきである。

第 7 節 小括

本章では、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。その結果として、本稿では、内部者取引規制の保護法益を、内部者取引の相手方となった一般投資家の財産状態、および市場機能の確保という 2

⁸⁵⁸ 構成要件に違法性推定機能があることを肯定する論者が多いが、経済刑法においてはそのような機能がない、あるいは弱いものとして定位する余地がある。すると、内部者足り得る者は、公表の有無に拘わらず、重要事実を知りながら有価証券を売買すると制裁される、という構成要件レベルでの位置付けは、必ずしも奇異ではないことになる。

この点については、適用除外事由が存在すると誤信して取引を行った者について、内部者取引は適用除外事実を切り離してそれ自体において直ちに反社会性や半倫理性的なものではないとし、適用除外事由を構成要件の一部として位置付けた上で、上記の誤信は行為者において構成要件の故意に欠けることを意味するので内部者取引は成立しないとする見解がある。木目田＝上島監修・前掲注（13）408 頁〔上島〕。また、これに賛同するものとして岸田監修・前掲注（6）〔行澤〕219 頁。

⁸⁵⁹ 開示時期の操作により、実施基準の下でも利得類型 A・C を実現できることからすれば、情報が「公表」されさえすれば問題がないという理解は誤りであり、「公表」後の取引について構成要件該当性が肯定され得るとしても、そのこと自体は不当とはいえない。そうすると、「公表」は違法性の要素と結びつけるべきものではないか。

横島・前掲注（1）133 頁は、「公表」が内部者による取引の禁止を解除する要件であると説明するが、これは、ことばの「あや」ではあるが、「公表」の存在が（超法規的か否かはさておき）違法性阻却事由のように位置付ける余地を示す。

⁸⁶⁰ いわゆる「制限責任説」においては、違法性阻却事由がないにも拘わらずあると誤信した場合、誤信に理由がある場合には単に故意が否定され、過失により誤信した場合は過失犯の成立可否に帰する。山口・前掲注（4）209 頁。

⁸⁶¹ より根本的には、違法性阻却事由に関する錯誤があったとしても故意を肯定する厳格責任説ではなく、上述のように故意を否定する制限責任説を採ることの妥当性から論証する必要がある。

点に求めた。

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のである。

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 1 個が存在する場合において、投資意思決定者が当該情報を覚知できる確率である。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その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、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という 5 つ目の非対称性は、経営者層に自社の株式についての取引を許容する政策の下では、やむを得ないものといえるが、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するが、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しない、

という形の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。

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、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。

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」であり、また、「売った方がいい」は「買わない方がいい」という推奨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 新株予約権と内部者取引規制

第1節 はじめに

第1款 課題の概観

本章では、本稿の第2の検討課題として、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する。詳細を改めて確認しておく、これは、①会社が新株予約権を発行する段階、②新株予約権者が新株予約権を行使する段階、③発行された新株予約権に取得条項または取得請求権が付されている場合に、それらにより会社が新株予約権を取得する段階、④上記③における取得の対価として有価証券が交付される段階、という4つの場面における、内部者取引規制の適用有無やその是非に関する考察から構成される。その主眼は、発行取引には内部者取引規制を適用しないという4つ目の非対称性の適否を究明する点に置かれる。

この課題を遂行するにあたり、本章では、「新株予約権とは何か」という根本問題から出発する。第2章第3節第2款では、売買が実現されるプロセス毎に、内部者取引規制が適用されるか否かが形式的に画され得ることを確認した。この見地からは、現行法において新株予約権や発行取引に関する適用除外がないと仮定した場合において、上記①乃至④の各場面につき内部者取引規制が適用され得るか否かは、新株予約権の法構造に左右されると予測できる⁸⁶²。よって、新株予約権の法構造を究明し、帰属過程を解明することが、第2の検討課題を追究する上で必要不可欠なのである。

そして、その際に手掛かりとなるのが、「オプション」の概念である。一般に、新株予約権はオプションとしての性質を有すると説かれていることから、議論の前提として、本節ではファイナンス理論や実務におけるオプションの概念を整理しておく。

第2款 オプション概論

まず、オプションをその性質に基づき区分する際に、最も基本的な基準となるのが、オプションの行使により、オプションの権利者かつ行使者（以下、「オプション権者」という）がオプションの対象となる「物」（以下、「原資産」という）⁸⁶³を得るのか手放すのか、という点である。この基準において、オプション権者が原資産を得る権利（売買契約に擬えれば「買う権利」）を有する場合はコール・オプションであり、また、原資産を手放す権利（同じく売買契約に擬えれば「売る権利」）を有する場合はプット・オプションである⁸⁶⁴。したがって、原資産が内部者取引規制の適用対象となる有価証券である場合、未公表情報

⁸⁶² その過程を単純な売買契約のプロセスに引き直した場合に、実は現行法の適用除外規定は確認規定に過ぎず、有価証券の発行が実現されるプロセスの整理においていわば当然に内部者取引規制が適用されないという可能性もある。

⁸⁶³ 有体物と無体物のいずれも、原資産となり得る。

⁸⁶⁴ ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（694）6・7・9頁、ジョナサン・バーク＝ピーター・ディマーズ（久保田敬一ほか訳）『コーポレートファイナンス：応用編〔第2版〕』（丸善出版、2014）223頁。

を知らなされるコール・オプションの権利行使・不行使の判断は現物購入にかかるパターン 1~4 と 9~12 のいずれかに属し、未公表情報を知らなされるプット・オプションの権利行使・不行使の判断は現物売却および空売りにかかるパターン 5~8、13~24 のいずれかに属する。

また、権利行使が可能となる期間・タイミングによる区別も可能である。まず、オプションの存続期間の最終時点においてのみ行使可能なものは、「ヨーロピアン型」ないし「ヨーロピアン・オプション」と呼ばれる⁸⁶⁵。次に、オプションの存続期間内において、権利行使可能なタイミングが複数存在するものは、「バミューダ型」ないし「バミューダ・オプション」と呼ばれる⁸⁶⁶。さらに、オプションの存続期間において別途行使条件が付されていない限り任意の時点で行使可能なものは、「アメリカン型」ないし「アメリカン・オプション」と呼ばれる⁸⁶⁷。

この他、本稿の論述内容との関係で有意義なのが、原資産の性質に基づく分類であり、特に、「オプションを原資産とするオプション」、つまり権利行使されるとオプションに関する売買に帰結するオプションが重要となる。その種のオプションは、「オプションを原資産とするオプション」を原資産とするオプション」、といったように階層化が可能であるが、ひとまず「オプションを原資産とするオプション」のみについて考えると、これは大別すればオプション権者からみて①コール・オプションを原資産とする購入オプションである「コール・オン・コール (call on call)」⁸⁶⁸、②コール・オプションを原資産とする売却オプションである「プット・オン・コール (put on call)」⁸⁶⁹、③プット・オプションを原資産とする購入オプションである「コール・オン・プット (call on put)」、および④プット・オプションを原資産とする売却オプションである「プット・オン・プット (put on put)」という 4 種類あることになる⁸⁷⁰。このような「オプションを原資産とするオプション

⁸⁶⁵ ブリーリー=マイヤーズ=アレン・前掲注 (864) 7 頁・68-69 頁、バーク=ディマーズ・前掲注 (864) 223 頁。

⁸⁶⁶ ブリーリー=マイヤーズ=アレン・前掲注 (694) 71 頁 (「満期日前の離散的な日付で行使可能なオプション」とする)。

⁸⁶⁷ ブリーリー=マイヤーズ=アレン・前掲注 (694) 7 頁・68-69 頁、バーク=ディマーズ・前掲注 (864) 223 頁。

⁸⁶⁸ 既存株主に対する、その持株数に応じた新株予約権の有償割当てが実施される場合 (会社 241 条) に株主が有することとなる権利は、新株予約権を単なるコール・オプションとして位置付ける限り、コール・オン・コールである。

オーストラリアでは、そのような権利も一定の場合に上場可能であると述べるものとして、Jo-Ann Suchard, *The Use of Stand Alone Warrants as Unique Capital Raising Instruments*, 29 J. BANKING & FIN. 1095, 1097 (2005).

⁸⁶⁹ 株式をコール・オプションとして理解すれば、取得請求権付株式はプット・オン・コールである。

⁸⁷⁰ Yu-hong Liu, I-Ming Jiang & Wei-tze Hsu, *Compound Option Pricing under a Double Exponential Jump-Diffusion Model*, 43 NORTH AM. J. ECON. & FIN. 30, 30 (2018).

ョン」や、それをさらに重層化したもの⁸⁷¹は、「コンパウンド・オプション (compound option)」と呼ばれる⁸⁷²。

第3款 本章の構成

まず次節では、前款の内容を踏まえつつ、新株予約権の法構造について考察する。それを踏まえ、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在り方を、また、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在り方を、それぞれ探る。第5節では、新株予約権に取得条項が付されている場合の、取得条項の発動による有価証券の移動に対する内部者取引規制の適用関係について検討する。

第2節 新株予約権の法構造

第1款 はじめに

本節では、そのオプションとしての性質に着目しながら、新株予約権の法構造を検討する。一口にオプションといっても、法律構成の面からみれば類似した効果を複数の設計により実現し得るので、その整理を考察の出発点とする。

筆者に思い付く範囲では、日本法において新株予約権以外でオプションとしての性質を実現する（売買するか否かの選択権を生じさせる）法律構成は、以下の6つが挙げられる。

①オプションが付与され、その権利行使によりオプションの売り手の行為を要することなく原資産が移転する。②オプションが付与され、その権利行使により新規創設的に売買契約が締結され、当該契約が履行段階に移行して履行されることで原資産が移転する。③権利者による売買契約を成立させるという意思表示を停止条件とする、停止条件付売買契約の締結によりオプションが付与され、権利者の意思のみにより当該停止条件が成就して契約が有効になり、当該契約が履行段階において履行されることで原資産が移転する。④オプションが付与され、その権利行使があれば締結された売買契約が解除され、権利行使しなければそのまま売買契約が履行段階に移行し、履行により原資産が移転する、または履行した状態が維持される。⑤オプションが付与され、その権利が行使されなかった場合は売買契約が解除されるが、行使された場合は売買契約が解除されず履行段階に移行し、その履行により原資産が移転する。⑥オプションが付与され、その権利行使により相手方に売買契約を締結する義務が発生し、当該義務の履践により売買契約が締結され、さらに当該契約が履行段階に移行して履行されることで原資産が移転する。

以下では、オプションが行使された後のプロセスを基礎として、①を「一段階オプション」、②・③・④・⑤を「二段階オプション」、⑥を「三段階オプション」という概念に包

⁸⁷¹ たとえば、「[[「オプションを原資産とするオプション」を原資産とするオプション」を原資産とするオプション」を原資産とするオプション」といったものも指定し得る。

⁸⁷² プリーリー=マイヤーズ=アレン・前掲注(694) 71頁(「オプションのオプション」とする)、Liu, Jiang & Hsu, *supra* note 870, at 30.

撰させ、それぞれの性質を明らかにする⁸⁷³。また、新株予約権がその中のいずれに該当し得るか、該当するならばいかなる性質が演繹されるか、考察する。なお、別途記載のない限り、コール・オプションを念頭に置いて論述を進める。なお、4種類の二段階オプションについては、②に「契約形成権型」、③に「停止条件型」、④に「解除権型」、⑤に「解除阻止型」という名称を付す。

第2款 オプションの法構造と内部者取引規制

第1目 はじめに

本款では一段階オプション、二段階オプション、および三段階オプションの順にオプションの法構造を整理し、前章の知見に基づき、現行法および私見の制度論の下での内部者取引規制の適用関係を検討する。

第2目 一段階オプション

本目では、一段階オプションを取り上げる。オプション権者がその一方的な行為により、オプションの売り手側（以下、「相手側」という）の行為を何ら要することなく自動的に原資産を移転させる法律構成であり、相手方の債務不履行の可能性がないという意味では最も「安全」といえる。

一段階オプションに属するものとしては、まず相殺予約が挙げられる。相殺予約とは、将来において相殺を行うことにつき合意することである⁸⁷⁴。相殺が実行されるべき将来において相殺適状を満たすことが必要になるが、弁済期到来に関する技術として、期限の利益喪失についての定めが用いられる⁸⁷⁵。このとき、期限の利益が喪失されただけでは相殺の効力は生じず、相殺をする旨の意思表示が必要なので、①一定の事由の発生をもって相殺適状を自動的に満たし（期限の利益喪失として当該事由を定める）、あとは意思表示さえすれば相殺の効果が生じるという「準法定相殺」（あるいは「予約完結権」としての類型⁸⁷⁶と、②一定の事由の発生をもって当然に相殺の効力を生じさせる「停止条件付相殺契約」としての類型が挙げられる。

ここで、相殺のプロセスを、「自働債権を原資産とするプット・オプションないし受働債権を原資産とするコール・オプションの行使」と、「オプション行使の結果として双方がそれぞれ受け取った債権の混同消滅」の2つから構成されるものとして捉えると、準法定相殺は一段階オプションということが可能足り得る⁸⁷⁷（これに対し、停止条件付相殺契約

⁸⁷³ 「弁済」という行為も、制度論としては相手が有している自分に対する債権を買い取っている（そして混同により消滅する）ものと擬制することも可能である。その際には、段階数が増加し得る。

⁸⁷⁴ 加藤雅信『新民法体系 III 債権総論』（有斐閣、2005）419頁。

⁸⁷⁵ 加藤・前掲注（874）419頁。

⁸⁷⁶ 加藤・前掲注（874）420頁。

⁸⁷⁷ このとき、自働債権と受働債権それぞれについての本契約が消滅するので、相殺予約を

は効力が自動的に生じるので、オプション性を観念し難い)。

また、いわゆる戦略的債務不履行は、基本的に強制履行の制度がない英米法においては、一段階オプションとしての性質があるといえよう⁸⁷⁸。日本の会社法では、その発行する全部の株式の内容としての取得条項付株式(会社107条1項3号)、種類株式の一種としての取得条項付株式(会社108条1項6号)、および取得条項付新株予約権のそれぞれについて、取得事由が実質的にその発行体の一存で発生させられるものである場合に、会社が一段階型コール・オプションの権利者になっているといえる。また、投資家側がオプション権者である場合としては、一段階オプションたるプット・オプションとしての「取得請求権付株式」(会社167条1項)やいろいろな場面で行使可能となる「株式買取請求権」、あるいはコール・オプションとしての特別支配株主による「株式等売渡請求」(会社179条の9第1項)、といったものが挙げられる(なお、いずれにおいても「請求権」や「請求」という語が用いられているが、後述の通りそれらの実態は債権ではなく形成権である)。

内部者取引規制との関係では、オプション付与後・行使前にオプション権者が未公表情報を覚知した場合、オプション入手時点で取引実施に関する意思が外形化していると捉えればオプション行使に関する投資意思決定はパターン9~12に属するが、取引を実施する意思が確定的ではない点を重視してパターン1~4に分類する方が良いと思われる。

第3目 二段階オプションその1(契約形成権型)

本目では、二段階オプションの1つ目として契約形成権型について取り上げる。これは、オプション権者の権利行使により、契約が締結される(契約が成立する)タイプのオプションである。構造としては、一方的な権利(オプション)の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の移転(および権利行使価額の授受)が実現される。契約の履行を介することから、オプションを行使しても、相手方の債務不履行が生じて目的が達成されない可能性がある点が一段階オプションとの顕著な差異である(なお、この性質は他の二段階オプションおよび三段階オプションに共通する)。

金融商品取引法におけるオプション取引の定義は、この契約形成権型の二段階構成を採用している⁸⁷⁹。これは旧証券取引法におけるオプション取引の導入時から一貫しているも

する(オプションを付与する)段階において、自働・受働の両債権につき選択する権利を有する(効力を消滅させる本契約を2つ選択できる)ということになる。

なお、期限の利益喪失が生じる状況を1つの「段階」としてカウントしないことの適否が問題となり得るが、両当事者に何らの作為も要求されず自動的に事が起こるので、カウントしなくともよいであろう。

⁸⁷⁸ 債務を履行しないことで金銭により支払われるべき損害賠償義務が発生するが、これは、相手が有している自分に対する債権を現金で買い取っているようなものである。

⁸⁷⁹ 金商法2条1項19号による「オプション」の定義は、「金融商品市場において金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う第21項第3号に掲げる取引に係る権利、外国金融商品市場…において行う取引であって第21項第3号に掲げる取引と類似の取引に係る権利又は金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う第22項第3

のであり、その導入時において、旧証券取引法のオプションは次目で取り上げる停止条件型ではないことを明示的に述べる見解⁸⁸⁰もあったところである。

民法では、同法 556 条における売買の一方予約の性質について、判例（大判大正 8・6・10 民録 25 輯 1007 頁）はこの種の二段階構成を採用しており、学説の一部⁸⁸¹もこの構成を主張している。これに加え、その行使により一方的に本契約を成立させることのできる、形成権たる契約形成権（予約完結権）が観念されるタイプの予約契約が講学上「完結権型予約」ないし「《方》型予約」と呼ばれているところ⁸⁸²、これも契約形成権型の二段階構成に該当するといえる。

さらに、売買契約が締結されるプロセスの途中の状態も、この種の二段階オプションといえる。一般論としては、売買契約は、①申込みの誘引、②申込み、③承諾、という流れで締結に至るが（①の段階が存在しない場合もある）、この②と③の間、つまり、当事者の一方が申込みを行ったものの相手方が承諾をしていない段階において、承諾するか否か判断できる被申込者は、売買契約の締結について、オプション権を有している状態となる⁸⁸³。アメリカ法における「オプション契約（option contract）」も、この類型に属すると考えられる。すなわち、売買契約の申込につき、被申込者が申込者に約因を付与することで申込者側の申込の撤回権を制限することができるので、約因を提供した被申込者側は、申込みを承諾して契約を結ぶか承諾せず契約を破棄するか選択でき、これは、対価を支払って一

号若しくは第 4 号に掲げる取引に係る権利」（同号）である。そして、ここで参照されている条文のうち、同 2 条 21 項 3 号は、「当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引」と規定しているのである。

権利行使により取引を「成立」させるという観点からは停止条件型とみる余地もあるが、停止条件付売買契約における買主または売主としての立場を丸ごと売買することになると、それは契約上の地位の移転に該当し、これを実現するためにはオプション契約の相手方の承諾を要するので（民 539 条の 2 参照）、転々譲渡を可能にする機構としての流通市場に適さない代物となる。

⁸⁸⁰ 河本一郎「オプションをめぐる法的諸問題」旬刊商事法務 765 号 2-9 頁（1977）2-4 頁は、民法 556 条の売買の一方の予約を停止条件付売買契約と位置付けた上で、その構成における完結権の譲渡には債権譲渡についての対抗要件が必要になるとする。その上で、オプションを発行するオプション清算会社との間で一々停止条件付売買を観念せずに、その行使により清算会社が原資産たるべき株式の売却義務を負うことになる権利を表章する有価証券をオプションとして観念する。

⁸⁸¹ 末川博『契約法下（各論）』（岩波書店、1960）20-21 頁、三宅正男『契約法（各論）上巻』（青林書院、1983）145 頁以下など。

⁸⁸² 鹿野菜穂子「日本民法における《方》型予約と《務》型予約」椿寿夫編著『予約法の総合的研究』231-253 頁（日本評論社、2004）231 頁。なお、「《方》型」の読み方は不明である。

⁸⁸³ つまり、申込みを行った者の地位がオプションの売り（ショート）、申込みを受けた者の地位がオプションの買い（ロング）に近いものとなる、売買契約を新規創設するオプションである。

定期間にわたり自由に選択できる権利を購入したものと定位できる⁸⁸⁴。日本法では、承諾の期間を定めてした契約の申込みはオプション料に相当するものが授受されているか否かに拘わらず撤回できないが（民 521 条）、アメリカ法ではこれと対照的に、原則として約因の存在による「申込みの拘束力」がオプションとして機能するわけである⁸⁸⁵。

なお、講学上、会社法における各種制度が、契約形成権型の二段階オプションとして性質付けられてきたが、必ずしも正しくない点に注意が必要である。たとえば、平成 17 年会社法制定前における単位未満株式の買取請求権について、これが形成権であり買取請求が行われると当然に会社との間に売買契約が締結されるとする説明⁸⁸⁶は、株式買取請求権をこの種のオプションとして定位している。しかし、先述の通り、株式買取請求権を行使しても形式的に売買契約が締結されるわけではなく、当該「請求」を受けた側における作為を要せず原資産は移転するのであるから、一段階オプションである。

契約形成権型の二段階オプションと内部者取引規制との関係は、金商法型のものについてはオプション付与時点では取引実施の意思が外形化しているものの、定義により売買契約が締結されておらず、取引実施・不実施も不確定であるから、オプション権者がオプション付与後・権利行使前に未公表情報を知った場合、権利行使に関する投資意思決定はパターン 1～8・17～20 に属し、保有実施基準に服するべきである。民法型である売買の一方予約や完結権型予約、あるいは売買契約中途についても、すべて売買契約が締結されていない状態である。よって、①その種の予約契約における予約権者が予約権の行使前に、または売買契約中途において申込者が申込み後・相手方による承諾の前に未公表情報を知った場合、相対契約について売買契約の締結時点を切替点とする前章提示の制度の下では保有実施基準に服し、オプションの行使が禁じられることになる。

第 4 目 二段階オプションその 2（停止条件型）

本目では、停止条件型の二段階オプションを取り上げる。すなわち、停止条件付売買契約が締結され、当該売買契約の当事者の一方に売買契約の効力を生じさせる権限が与えられ、その意思表示がなされることが停止条件となり、当該停止条件の成就（オプション権者の意思表示）により本契約たる売買契約が有効になり、当該売買契約の履行がなされるのである。これは、民法 556 条が規定する「売買の一方の予約」の法的性質として、一部

⁸⁸⁴ 田中和夫『英米契約法〔新版〕』（有斐閣、1965）17 頁、樋口範雄『アメリカ契約法〔第 2 版〕』（弘文堂、2008）116 頁。

⁸⁸⁵ ただし、アメリカ法においても例外として、申込が捺印証書によりなされた場合も、約因が提供された場合と同様に、申込みを自由に撤回することができなくなる。田中・前掲注（884）17 頁。

また、UCC 第 2 編において、商人たる申込者が一定期間は申込みを撤回しない旨を書面で署名付きで表示すると、約因がなくとも、当該書面で定められた期間（期間の定めがなければ合理的な期間であるが、3 カ月を超えることができない）、撤回不能の申込（firm offer）になる。樋口・前掲注（884）116-117 頁参照。

⁸⁸⁶ 長谷川雄一『基本商法講義（会社法）〔第 4 版〕』（成文堂、1998）86 頁。

の学説⁸⁸⁷が提唱するものであるが、当該条文の解釈論とは別に、契約自由の原則の下でその種の契約を締結することは可能であると考えられる⁸⁸⁸。売買の目的物が滅失している場合、遡及的に売買契約の効力が生じる結果、オプション付与時点において滅失していなければ後発的不能になると思われる。

内部者取引規制との関係では、相対取引について売買契約締結を保有実施基準と保有不実施基準の切替点とする本稿の提案の下では、停止条件成就に際して遡及効があるか否かが重要となる。まず、停止条件の成就に遡及効がない場合、オプション権者がオプション行使前に未公表情報を覚知した後で権利行使するか否か投資意思決定を行うと、当該時点では売買契約効力を生じていないのでパターン 1~8・17~20 に属し保有実施基準に服する。他方、停止条件が成就することで遡及的に売買契約が効力を生じ得ることとされているとき（民 127 条 3 項参照）、オプション権者がオプション行使前に未公表情報を覚知した後で権利行使するか否か投資意思決定を行うと、遡及効により、形式的にはオプション付与時点で売買契約が締結されていたことになりパターン 9・11・13・15・21・23 に属し、原則としては保有不実施基準に服し取引を実施する義務が生じる場面となる（権利行使しないという意思決定の場合は依然として未公表情報の覚知後に意思決定されたことになりパターン 2・4・6・8・18・20 に属し、保有実施基準に服するので、取引を実施しないという意思決定は制裁されない）。しかしこれでは、売買を実行すると不利になる種別の未公表情報を覚知した場合はオプションを行使しないことで利得類型 B・D・E を実現しつつ、売買した方が有利である場合には停止条件をその一存で成就させて利得類型 A・C・F も実現できてしまい、優位性が残存する。したがって、内部者取引規制との関係では遡及効は排除し、オプションの行使有無に関する意思決定を行う時点で未公表情報を覚知していたか否かに基づき、制裁するか否か決定するべきである。

なお、停止条件を成就させ得る者ではないオプションの売り手側のみが未公表情報を覚知した場合には、相手方の意思決定により売買契約が締結されることになるので、条件成

⁸⁸⁷ 我妻栄『債権各論中巻一（民法講義 V2）』（岩波書店、1957）257 頁（「売買の一方の豫約（双方の豫約も同じ）の法的性質は、完結の意思表示を停止条件とする売買であり、完結の意思表示をする権利は、形成権である（通説）。」）、広中俊雄『債券各論講義〔第 5 版〕』（有斐閣、1979）50 頁、柚木馨＝高木多喜男編『新版注釈民法（14）』（有斐閣、1993）154 頁〔該当箇所執筆は柚木馨＝生熊長幸、当該意見については柚木のみ記載〕など。

⁸⁸⁸ たとえば、ベンチャーキャピタルなどにおいて、株主間で対立が発生した場合にデッドロック状態が発生し得るところ、その解消策として利用されることがあるロシアン・ルーレット条項も、①自身が保有する株式の売却と、②相手方が保有する株式の購入という、2つの申込みとして位置付けられるが、定款において当該条項が設けられた点および株主が最初から変わっていない点を捉えれば、両者の間に停止条件付売買契約が成立しているとみることも可能であろう。当該条項に基づく通知を行った側は、相手方に対して、いずれか片方の売買契約のみについて、停止条件を成就させる選択権（通知者が保有する株式を原資産とするコール・オプション、および相手方が保有する株式を原資産とするプット・オプションの行使を可能とするもの）を与えたことになる。

就を妨害した場合に不利益を被った相手方は条件が成就したものと看做することができる（民 130 条 1 項）こととの関係で、未公表情報を知る側からはたらきかけがない限り、制裁対象から外すべきことになる。

第 5 目 二段階オプションその 3（解除権型）

本目では、解除権型の二段階オプションを取り上げる。既に売買契約が締結されて効力を生じている状況下において、任意に責任を負うことなく当該契約の効力を消滅させる権利も、取引実施有無を任意に決定できる仕組みとなることから、オプションとしての性質を有するのである。

これに属するものとしては、まず民法が定める（解約）手付が挙げられる⁸⁸⁹。すなわち、「買主が売主に手付を交付したときは、当事者の一方が契約の履行に着手するまでは、買主はその手付を放棄し、売主はその倍額を償還して、契約の解除をすることができる。」（同 557 条 1 項）のである。ここでは、売主と買主のいずれも行使可能となっている点⁸⁹⁰、条文上は最初に買主が売主に交付する場合のみが規定されている点、および「手付損倍返し」として売主側が解除する場合には受領した額の 2 倍を払う必要がある点⁸⁹¹に特色があ

⁸⁸⁹ 手付とオプションの類似性が指摘されることがある。高尾厚『保険とオプション—デリバティブの一原型—』（千倉書房、1998）45 頁注 11 参照。また、川井健『民法概論 4（債権各論）〔補訂版〕』（有斐閣、2010）126 頁は、「国際的取引の分野で行われるオプション契約…は売買の予約と手付に関連をもつ。買受希望者が売渡希望者に一定の金額（オプション・フィー）を支払い、一定の期間、本契約を成立させるのかどうかの選択権を取得するという契約であり、この期間中、売渡希望者は自らの意思表示を撤回できない」（亀甲括弧は本稿筆者が付加）とする。

しかし、一般論としては、日本法の下での手付は、解約手付、証約手付、違約手付という 3 つに分類される（加藤雅信『新民法体系 IV 契約法』（有斐閣、2007）210 頁）ところ、そのいずれも、売買契約が締結されていることを前提とするものである。したがって、手付をオプションとして性質付けるとき、解約手付を、解除権型のオプションとして定位することのみが可能であろう。

⁸⁹⁰ 売主の立場もオプションを用いて説明できる。すなわち、売主は（契約が締結済みであるために）オプション権者が保有している債権について、受領した手付金の二倍の金額を行使価格とする、オプション権者が有するコール・オプションを原資産とするコール・オプション（つまりコール・オン・コール）を保有している、という構成が可能である。

⁸⁹¹ 売主側が解除する場合に倍額となるか理由は、1 つの問題である。学説では、たとえば手付金として 300 万円が支払われた場合、それは契約の無理由解除権が 300 万円であること、および当該解除権を買主が 300 万円で購入したことを意味しており、売主の側から契約を解除するためには、買主が当該解除権のために支払った 300 万円を買主に返還するとともに、自身も契約解除権を 300 万円で購入する（そして当該権利を行使する）必要があるために、倍額になるとする説明がある。加賀山茂『契約法講義』（日本評論社、2007）44 頁。また、これと同じく、売主側が買主側に手付金を返還した上で別途同じ金額を出捐するという旨の説明を行うものとして、加藤・前掲注（889）211 頁。

しかし、解除権の価値が買い手と売り手の双方にとって同じであり（上記の例でいえば 300 万円）、かつ最初から両者が行使できる状態にするならば、当事者双方に対してその行使に別途出捐を要しない解除権を付与すれば足りるはずである。また、買い手側にオプシ

る。

また、オンラインショッピングで、代金の支払方法として前払いが選択された場合に、指定された期日までに払い込みが履践されないと、自動的に注文がキャンセルされる仕組みが採用されることがあるが、これは解除条件付売買契約であり、売買代金が権利行使価額となる⁸⁹²、売買契約の目的物たる物品を原資産とするコール・オプションとして捉えることができる⁸⁹³。

さらに、売買契約が履行された後の解除権についても、売買契約履行後に未公表情報を知って契約の効力を消滅させ原状回復により利得類型 B3・D3 の実現を可能とするので、一種のオプションの権利行使とみることができる。

このような契約の解除権型オプションは、オプション権の付与と同時に売買契約が締結され、その点で契約形成権型や停止条件型の二段階オプションと異なっており、ひいては所有権移転や危険負担の面で違いがある。まず所有権移転に関して、最判昭和 33・6・20 民集 12 卷 10 号 1585 頁は、所有権の移転時期について特約がない場合は売買契約の締結により移転するものとしているので、解除権型のオプションの場合は、オプション権の行使有無とは無関係に、オプション付与時点、つまり売買契約の締結時点で所有権が移転する（オプション権利が行使されず売買契約が解除された場合は、売主に所有権が復帰する）⁸⁹⁴。次に危険負担については、当事者間に特約がないとき、オプション付与後（売買契約の締結後）・オプション行使前に目的物の滅失等が発生したならば、当事者双方に帰責事由がない場合には債権者主義となり債権者（買主）は履行を拒絶でき（民 536 条 1 項）、債権者のみに帰責事由がある場合は債権者の履行拒絶が認められなくなり（同 2 項）、債務者（売主）のみに帰責事由がある場合は債務不履行の問題となる。

内部者取引規制との関係では、解除権型ではオプション付与と同時に売買契約が締結される以上、金商法の定義における「オプション」（金商 2 条 1 項 19 号）には該当せず、それゆえ、内部者取引規制の適用除外となる「オプションを行使することにより…売買等をする場合」（金商 166 条 6 項 2 号の 2）にも直接的には該当しないと考えられる。オプション権者が権利行使前に未公表情報を覚知したならば、それは売買契約の締結後・履行前の

オプション料を「戻す」プロセスも、「戻す」までオプションとして行使可能だった（オプションの時間価値を享受している）以上、オプション料が最初から変わらないという説明は、オプションの経済価値という観点からは妥当でない。

条文上、買い手側が手付を打つ場合についてのみ規定され、買い手側に比して売り手側の出捐が多くされていることの意味・妥当性、あるいは、手付が独立した契約なのかそれとも売買契約の一条項に過ぎないのかについては、今後の課題とする。

⁸⁹² 物品引き渡し請求権の価値を権利行使価額として位置付けると（現物払い込み）、代金支払い請求権を原資産とするコール・オプションということになる。

⁸⁹³ 物品引き渡し請求権および代金支払い債務、ないし購入者としての契約上の地位を原資産とする権利行使価額ゼロのプット・オプションとして捉えることも可能である。

⁸⁹⁴ 原資産が有価証券である場合、その移転は単純に物権に服するわけではないため、関係法令に基づき処理されることになる。

時点となることからパターン 9～16・21～24 に該当し、第 2 章で提示した私見の下では、保有不実施基準に服する。つまり、取引実施が決定されている場合は取引実施義務が課されるべき場面となるところ、解除権型では既に売買契約が締結済みであることから、解除権を行使すると内部者取引として制裁されるべきである。

第 6 目 二段階オプションその 4 (解除阻止型)

本目では、解除阻止型の二段階オプションを取り上げる。一定期間内に権利行使しなければ既に締結されている売買契約が自動的に解除される、という状況において売買契約の解除を阻止する権利は、オプションとして機能する。定義より、オプション付与段階で売買契約が締結されていることになる。

この類型に属するものとしては、まず、選択権付債券売買取引が挙げられる。日本証券業協会の「選択権付債券売買取引の取扱いに関する規則」⁸⁹⁵は、選択権付債券売買取引を、「当事者の一方が受渡日を指定できる権利（以下「選択権」という。）を有する債券売買取引であって、行使期間内に受渡日の指定が行われない場合には、当該債券売買取引の契約が解除されるものをいう。」（同 2 条 1 項）と定義する。この権利は履行期の指定権であり、その行使がないことを解除条件として契約の効力が消滅するという消極的なオプション権といえる。

また、何らかの有体物を担保として差し出して金銭を借り入れた場合も、この解除阻止型のオプションに類する面がある。質権が設定された場合について考えてみると、弁済して質物の占有を取り戻すか、放っておいて質流れにする（金銭の返済義務は消滅する）か選択できるので、返済義務を負っている金額を行使価額とする解除阻止型のコール・オプションとみる余地がある。つまり、弁済することで質物を手許に取り戻すことができる状態が確保されているという点を捉え、買戻し契約を付した上で一度は売買により質物が質権設定者から質権者に売却され、弁済せずに放っておくと当該買戻し契約が解除されて貸主に所有権が確定的に帰属する（質流れ）ものと擬制すると、弁済するという意思決定および弁済行為は、その解除を阻止する権利として定位し得る⁸⁹⁶。

内部者取引規制との関係においては、売買契約が締結済みであることから、オプション権者が権利行使前に未公表情報を覚知した場合、売買契約締結後・履行前に覚知したことになるので、第 2 章で提示した売買契約締結時点を切替点とする枠組みの下ではパターン 9～16・21～24 に属し保有不実施基準に服するので、権利を行使して解除を阻止しなかった場合は制裁されるべきことになる。

なお、株式質について、質権設定者が内部者である状態で内部者ではない質権者が質権

⁸⁹⁵ 本稿執筆時点における最新版（平成 30 年 4 月 1 日施行）につき、日本証券業協会ウェブサイト〈http://www.jsda.or.jp/about/jishukisei/web-handbook/106_saiken/files/sentakukenkisoku.pdf〉。

⁸⁹⁶ 他方、支払いが先に履行されている、一段階型のプット・オプションとして捉える余地もないではない。

を実行して換価のための売買を実施した場合、質権設定者の意思による売買ではないので当該者に内部者取引規制は適用されないとの主張⁸⁹⁷があるが、質権設定者は自身における未公表情報の覚知状況に基づき質流れを発生させるか否か選択できるので⁸⁹⁸、内部者取引規制がまったく適用されない状態は望ましくない。株式質も解除阻止型の二段階オプションであるという本目の視点、および当該オプションが原則としてパターン 9～16・21～24に属し保有不実施基準に服するという前段落の結論を踏まえれば、株式質において質権設定者は、債務を弁済して株式を回収する（買戻す）ことが義務付けられ、これを懈怠すると制裁されるべきであると解する。なお、資力不足により弁済ができない場合は、資力不足という事情が責任阻却事由になるものとして扱えば足りるであろう。

第7目 三段階オプション

本目では、三段階オプションを取り上げる。これは、①オプション権者の権利行使により、相手方が売買契約締結のための意思表示を為す義務を負い、②当該義務の履行たる意思表示が実現されることで売買契約が締結され、③当該売買契約の履行により売買の目的物が移動する、という三段階で売買の目的物たる原資産が移転するタイプのオプションである。

三段階構成に属するものとしては、講学上「義務型予約」ないし「《務》型予約」と呼ばれるものを挙げることができる。これは、当事者双方が本契約について再び合意することを前提として、当事者の一方による本契約締結の請求に対して相手方は承諾義務を負い、義務者がこれに応じないときには判決代用により目的を達成するタイプの「予約」である⁸⁹⁹。フランスでは、中世以来この類型が研究対象となっていたようである⁹⁰⁰。

この三段階構成については、「無用の迂路」になるとも評されることもあり⁹⁰¹、契約の

⁸⁹⁷ 木目田＝上島監修・前掲注（13）300頁〔上島〕。

⁸⁹⁸ たとえば、株価下落情報が優勢であり、弁済の対象となる債権よりも質物たる株式の価値が低いならば、意図的に履行を怠り質流れを発生させることで、利得類型Cに類する利益を得ることができる。逆に株価上昇情報が優勢で、弁済に必要な財の価値よりも質物たる株式の価値が高いならば、弁済を行い株式を回収することで、利得類型Aに類する利益を得ることができる。

⁸⁹⁹ 鹿野・前掲注（882）231頁。なお、「《務》型」の読み方は不明である。

⁹⁰⁰ 横山美夏「不動産売買契約の『成立』と所有権の移動（1）—フランスにおける売買の双務予約を手がかりとして—」早稲田法学 65巻2号1-145頁（1990）45頁以下参照。

⁹⁰¹ 相手方が義務たる売買契約締結のための意思表示を拒んだ場合、権利者は意思表示の判決代用のために提訴することになる。これを「無用の迂路」と評し、売買の一方予約について予約権者の意思表示のみにより売買契約が締結されることと対比するものとして、我妻・前掲注（887）254-255頁参照。

なお、上記の承諾を求める訴訟で勝訴すれば、オプション権者は売買契約締結という三段階オプションの二段階目の効果を実現できるわけであるが、相手方は、当該オプションにかかる義務の履行を拒んでいたことに鑑みれば、成立した売買契約についても再び履行を拒むと目される。その不履行が現実化した段階で、オプション権者が三段階オプションの三段階目たる売買契約の強制履行について再び提訴しなければならない。つまり、債務

締結に向けた当事者の努力義務に関連して注目を浴びたこともあったが、少なくとも売買契約に関しては予約完結権型に関しては実益が乏しいとも捉え得る⁹⁰²。

内部者取引規制との関係では、オプション権者が一段階目の権利行使する前に未公表情報を覚知した場合、売買契約が締結されていないことからパターン 1～8・17～20 に属することとなり保有実施基準に服するため、権利行使が禁じられる。なお、オプション権者が一段階目の権利行使後、相手方が売買契約締結の意思表示を行う前の段階で未公表情報を覚知した場合、売買契約は締結されていないので引き続きパターン 1～8・17～20 に属する。オプションの売り手が売買契約を締結するための義務を履行して売買契約が締結される前の時点で未公表情報が覚知された場合、覚知したのがオプション権者である場合は保有実施基準の下ではオプションの権利行使を撤回する必要があるが、オプションの基礎とした法律構成において撤回の可否が相違し得る。また、オプションの売り手が覚知した場合、オプションの権利行使に基づく売買契約締結義務と内部者取引規制の保有実施基準に基づく取引禁止が相克する。なお、二段階目の行使により売買契約が締結された後であれば、保有不実施基準により取引実施が義務付けられることになる。

第8目 小括

以上の通り、本稿では、売買契約を実行するか否かを選択する権利としての「オプション」を実現する法律構成を、その実行過程の工程数に着目し、一段階オプション、二段階オプション、および三段階オプションという3つに大別し、さらにその中で二段階オプションを4つに分類した。また、**第2章**で提示した内部者取引規制の設計に関する私見を適用した場合の帰結について述べた。

次款では、この類型化を念頭に置きながら、オプションたる新株予約権の法構造について検討する。

第3款 新株予約権の法構造

第1目 はじめに

新株予約権の法的性質についての議論は、まず、平成13年商法改正による導入や、平成17年会社法制定に関連して、既存株主が優先的に株式を引き受ける権利（以下、「新株引受権」という）との対比という形で展開された⁹⁰³。また、平成17年会社法制定に際し

名義を得るために提訴して勝訴した後で、執行判決を得るために再び提訴する必要があることになり、より一層に迂遠であるとも考えられる（二段階オプションとすれば、売買契約を成立させるための提訴は不要となる）。

⁹⁰² 潮見佳男『新契約各論I』（信山社、2021）90-91頁。

⁹⁰³ たとえば、藤田祥子「株主に株式の割当てを受ける権利を与える場合（会社法二〇二条）と新株予約権無償割当て（会社法二七七条）について」山本爲三郎編『企業法の法理』261-290頁（慶應義塾大学出版会、2012）。

て、新株予約権は「形成権」から「債権」に性質が変更されたとする見解⁹⁰⁴がある一方で、新株予約権は債権としての性質と形成権としての説明を併せ持つという説明⁹⁰⁵が存在する。その後、新株予約権の行使による新株発行について、募集株式の発行等についての規定である会社法 210 条を類推適用し、株式の発行を差し止めることが認められるか、という点を中心として、新株予約権の法構造についての議論が発展することとなった。

新株予約権の法構造に関する現下の学説は、概ね、新株予約権を上述した一段階オプションに擬えるもの（以下、「一段階構成」という）と、契約形成権型の二段階オプションに擬えるもの（以下、「二段階構成」という）の 2 つに大別される。

まず一段階構成において、新株予約権は、新株予約権者が行使することで当然に新株を取得する権利として定位される⁹⁰⁶。新株予約権者による権利行使の意思表示および払い込みが両方揃うことで新株予約権の「行使」となり⁹⁰⁷、これにより当然に（つまり、発行体側の何らの作為を要することなく）新株予約権者が株主になる。なお、新株予約権の行使による新株発行に対して差止め（会社 210 条）が可能か否か、という点につき、発行体側の行為を観念できないため差し止めることができないとする見解⁹⁰⁸は、発行体の行為を観念しないという点で一段階構成に近い面があるようにも見える⁹⁰⁹。

次に二段階構成において、新株予約権は、その「行使」により新株発行契約が締結される（あるいは効力を生じる）権利として定位される⁹¹⁰。この枠組みは、債権と形成権の両方の性質を有するという性質付けと結びつき得るものであり、一段階目で形成権として新株発行契約を締結し、二段階目の新株発行プロセスにおいて債権者たる地位になるという説明⁹¹¹が可能足り得る。そして、二段階目において、会社は新株の発行または自己株式処

⁹⁰⁴ 田中亘「事業再生から見た会社法の現代化（1）」NBL822 号 20-32 頁（2005）23-24 頁参照。

⁹⁰⁵ 柴田和史『会社法詳解〔第 3 版〕』（商事法務、2021）385 頁注 2。

⁹⁰⁶ 江頭・前掲注（633）817 頁、神田秀樹『会社法〔第 24 版〕』（弘文堂、2022）171 頁注 2。なお、大隅健一郎＝今井宏＝小林量『新会社法概説〔第 2 版〕』（有斐閣、2010）372 頁は、「新株予約権を有する者は、会社による新株割当ての経路を経ることなく、その権利の行使および払込みにより当然に新株が発行されまたは自己株式の移転がなされて株主となるから、新株予約権は新株発行契約・自己株式交付契約を成立させる予約完結権であるといってもよく、形成権の性質をもつ」とする。後半は二段階構成のようにも読めるが、会社側の行為を経ることなく株主になるという記述を重視すれば、一段階構成にも分類され得る。

⁹⁰⁷ 江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6—新株予約権』（商事法務、2009）275 頁・281 頁〔江頭憲治郎〕。

⁹⁰⁸ 村田敏一「判批（東京高決平成 20・5・12）」旬刊商事法務 1944 号 93-99 頁（2011）97 頁。

⁹⁰⁹ ただし、結論を先取りすると、本稿では発行体側の行為を観念しない二段階構成を構築する。

⁹¹⁰ 柴田・前掲注（905）385 頁注 2（売買の一方予約に関して停止条件付売買契約と解する我妻・前掲注（887）247 頁に言及し、新株予約権もこれと同様に理解できるとする）。

⁹¹¹ 田邊光政『会社法読本』（中央経済社、2008）129 頁（「新株予約権は、その予約権者

分を為す義務を負い、株券発行会社では株券を交付する必要があるという⁹¹²。この二段階目における会社側の履行を経て、新株予約権者は株主になるものと位置付けられていると推察される。新株予約権の行使による新株発行に対する差止め（会社 210 条）の可否につき、会社側の行為を観念して差止めが可能であるとする見解⁹¹³も、この二段階構成を採るものといえる。この二段階構成はさらに、新株予約権の意義を一段階目に集約し、二段階目は単なる新株発行契約の履行として捉える純粋な契約締結権としての理解（以下、「純粋締結権構成」という）^{914/915/916/917/918/919}の他に、二段階目の新株発行プロセスまで新株予約権の内容に含める理解（以下、「包括的地位構成」という）に分化し得ると考えられる。

に株式発行の請求権を与える」)。

⁹¹² 吉本健一『会社法〔第 2 版〕』（中央経済社、2015）309 頁は、新株予約権を行使したその権利者が行使日に新株予約権の目的である株式の株主となることを定めている会社法 282 条を参照しつつ、同 2 条 21 号の定義においては株式の交付という会社の行為が介入することで株主となるので、新株予約権の法的性質は株式交付請求権という債権関係を発生させる形成権であるとする。また、久保田安彦『企業金融と会社法・資本市場規制』（有斐閣、2015）170-173 頁も、吉本・上記を参照して新株予約権が行使された場合について会社側の行為を措定する。同様に、鳥山恭一「新株予約権の行使による株式の発行の差止めおよび無効事由」早稲田法學 97 巻 2 号 1-50 頁（2022）8 頁・23 頁・24 頁・44 頁注 25 も、新株予約権が行使された場合における会社の株式交付義務を措定する。

⁹¹³ なお、金田充広「差止事由ある新株予約権発行に基づく株式発行」社会科学雑誌 17 巻 97-117 頁（2017）112 頁は、形成権としての性質を重視し、法 210 条の直接適用ではなく類推適用による差止めが可能であるとの見解を示している。

⁹¹⁴ 加美和照『新訂会社法〔第 10 版〕』（勁草書房、2011）415 頁（「従来、新株引受権は、①新株を優先的に引き受ける権利の性質を有する場合…と、②新株発行契約を締結することを約束する予約完結権の性質を有する場合…の双方を含めて使用されていた。…②の場合は、権利が別に付与または発行され、その権利の行使によって新株が発行され、新株発行契約の予約権の性質を有する。平成 13 年改正法は…②を新株予約権と呼ぶ…」）。

⁹¹⁵ 内藤良祐＝藤原祥二編著『ストック・オプションの実務〔全訂版〕』（商事法務、2004）352 頁〔川村昌利〕（「新株の発行についての解釈は、従来から、これを受けようとする者が株式引き受けの申し込みを行い、これを会社が承諾し、新株の割当を行うことで成立する新株発行契約であると考えられている。したがって、新株予約権は、所定の条件を満たすことによって、新株予約権者の一方的な意思表示、つまり新株予約権の行使により、新株発行契約を締結する予約完結権としての性質を有するものである」）。

⁹¹⁶ 長谷川雄一「新株予約権付社債について」帝京法学 24 巻 1 号 1-45 頁（2005）6 頁（「…新株発行契約を締結することを約束する予約の、予約完結権としての性質を新株予約権が有するものと思われる…」）。

⁹¹⁷ 末永敏和＝吉本健一『新株式制度の読み方・考え方：平成 14 年 5 月商法改正対応』（中央経済社、2002）132 頁以下。

⁹¹⁸ 石山卓磨『現代会社法講義』（成文堂、2003）605 頁（「…新株予約権は…新株発行契約の予約権としての性質を有している」）。

⁹¹⁹ 前田庸『会社法入門〔第 13 版〕』（有斐閣、2018）326 頁（「募集株式の発行等は、募集株式の発行等を受けようとする者が引受けの申し込みをし、会社が募集株式の割当てをして申し込みの承諾をすることによって成立する募集株式発行等の契約の性質を有するが」、「新株予約権の行使はそのような契約を締結することを約束する予約の予約完結権の行使としての性質を有する」）。

筆者は、包括的地位構成を採用するとともに、一段階目と二段階目のいずれも形成権（の行使）として理解するべきであると解する⁹²⁰。以下、本款の残部では、この主張を補強するための考察を展開する。

第2目 オプションの法構造からの示唆

出発点として、本目では、オプションの法構造に関する一般論に新株予約権の法構造を当てはめる。

先述の通り、新株予約権についての一段階構成は、新株予約権を一段階オプションの一種として位置付けるものである。オプションの売り手による債務不履行の余地がないという一段階オプションの一般的性質からは、整合的といえる。

他方、新株予約権を二段階オプションに引き寄せて考える二段階構成としては、以下のように当てはめが行われ得るであろう。

まず、①新株予約権を契約形成権型として位置付けると、純粹締結権構成に親和的である。つまり、その行使により新株発行契約が締結されるわけである。ここで、締結された契約を通常の新株発行とみる（支払い未履行の権利株に極めて近い状態となる）か、特殊の新株発行とみるかは立場が分岐し得る。前者であれば、その二段階目の新株発行のための出資を履行せずに失権した場合に、新株発行を企図していた会社に対して失権者が損害賠償責任を負うか否かが問題となり⁹²¹、仮に負うとすれば⁹²²、新株予約権の一段階目を行使した場合には、オプションにおける行使するか否か権利者の自由であるという性質はこの限りで制限を受けることになる。損害賠償責任を否定するならば、それは結局、特殊の新株発行として位置付ける方が簡明であり、出資未履行の権利株で失権した場合には損害賠償義務が生じ得る一方、新株予約権においてはそのような義務が生じ得ない、という形で、出資未履行の権利株とは異なる独自の存在意義を肯定することができる。

次に、②停止条件付売買契約としてみれば、新株予約権は停止条件が付された新株引受契約ということになる。新株引受では、会社による新株発行の募集が申込みの誘引、引き

⁹²⁰ この解釈の下で、端数処理（会社234条6項）の対象となる新株予約権は、一段階目が端数であるということになる。

⁹²¹ 平成17年改正前商法280条ノ9第2項は、出資が履行されなかった場合の失権について定め、同3項は、「前項ノ規定ハ新株ノ引受人ニ対スル損害賠償ノ請求ヲ妨ゲズ。」と規定していた。平成17年改正後は、これに相当する条文が存在しないのであるが、現行法においても会社側による損害賠償請求が認められ得るか否かが問題となる。

⁹²² 責任を負うとする見解として、酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法第3巻株式・2/新株予約権』（中央経済社、2009）126-127頁〔洲崎博史〕、神田秀樹編『会社法コンメンタール5—株式（3）』（商事法務、2013）98頁〔川村正幸〕。いずれも、平成17年改正後に規定が削除された理由として、従来の損害賠償請求を排除しない旨の規定は失権に関する解釈指針としての意味しか持たないようなものであって、そのような規定は置かないことが平成17年改正にあたっての立法指針だったという説明をする。

なお、明示的にこの損害賠償責任を否定して責任を負わないとする見解には接することがなかった。

受け希望者による応募が申込み、会社による割当先決定が承諾に相当し得るが、ここでの申込みと承諾を逆転させ、会社側が新株発行の申込みを行い、新株を引き受けることを希望する者の側において承諾を行う仕組みとして新株予約権を位置付ける余地がある。なお、この場合においても、承諾に相当する新株予約権の一段階目の行使後に二段階目を行使せず失権した場合の損害賠償責任の有無が問題となり、上述した①の場合と同様の経路をたどることになる。

他方、③解除権型としての定位は、困難である。権利行使期間の間に有効な「行使」がなければ、それが何を意味するにしても、新株予約権は「行使」できなくなるため消滅する（会社287条）。これを踏まえてもなお解除権型として構成する場合には、一段階目の行使がない場合には二段階目の履行が強制される、という定式化となるが、条文の建付けからして、仮に二段階構成を採るならば一段階目の行使がある場合にのみ二段階目に移行することが明らかであるから、この構成は採り得ない。

また、④解除阻止型としての定位も難しい。新株予約権は「行使」されなければ権利行使期間の満了により自動消滅するので、この消滅を防ぐための「行使」は解除阻止に近しいようにも見えるが、しかし終局的な消滅を防ぐためには本契約の履行に相当する二段階目の「行使」が必須なのであり、一段階目の「行使」による解除阻止効は部分的なものに過ぎない。

なお、先に言及した私見における二段階形成権に類する二段階オプションについては言及しておらず、これに類する構造を持つものを筆者は認知していないので、これは新たな二段階構成ということになる。また、三段階オプションに引き寄せる方法は、筆者には思いつかない。

以上、オプションの法構造に関する整理に基づき新株予約権の法構造の原初形態を探したが、二段階構成としての定位からは、新株予約権の二段階目となり得る新株発行プロセスについての整理が必須となる。そこで、次目でこれを行う。

第3目 新株発行プロセス

新株発行には、株式会社設立時のものと設立後のものがある。

会社設立時の新株発行の法的性質に関する学説は、株式の引き受けは会社設立を目的とする新株引受人の一方的な意思表示を内容とする単独行為であるとする説、新株引受人の意思と発起人の会社設立を目的とする意思が相合わさって会社設立の効力を生じる合同行為とする説、両性説、併合説、入社契約説、債権契約説、組合契約説などがある⁹²³。

また、会社設立後の新株発行の法的性質に関する学説は、売買契約とする説、委任契約とする説、第三者のためにする契約とする説、無名契約とする説、契約的性質を有する団

⁹²³ 各学説の紹介については、今井宏ほか『注釈株式会社法（上巻）：会社総則・株式会社の設立～新株の発行』（有斐閣、1984）46頁〔長浜洋一〕参照。

法行的行為とする説、入社契約とする説⁹²⁴、債権契約とする説（株式債権説からの帰結）、出資契約とする説（株式会社財団論からの帰結）などがある⁹²⁵。他方、自己株式処分については、既発行の株式を移転する行為として定位され、新たに株式が発生する新株発行とは性質が異なる行為として位置付けられてきた。なお、金銭出資ではなく現物出資である場合については、別途議論がある⁹²⁶。

もっとも、現行法において、新株の発行と自己株式の処分は手続上は基本的に同じ扱いとなっていることに鑑みて、本稿では性質論は脇に置いて株式会社設立時と設立後の新株発行を区別せず、統一的な新株発行・自己株式処分の法律構成の案を提示する。

すなわち、新株割当先の決定後には、会社（設立中の会社を含む）側において何ら作為がなくとも、引き受ける者による払込みがあれば新株発行の効力が生じる点を重視し、観念上は新株発行手続プロセスを自己株式処分に一本化し、株式を引き受ける者による払込の履行により、自己株式処分の場合は従前から発行体に帰属している株式が、また、新規発行の場合は発行体の内部で原始的に発生した株式が、新株引受の効力発生（会社 209 条）に際して新株を引き受けた者に自動的に移転するという構成を提案する。このアイディアは、有価証券に関する「二段階創造説」に着想を得てこれを換骨奪胎したものである⁹²⁷。

⁹²⁴ 蓮井良憲＝森淳二朗編『会社法〔第3版〕』（法律文化社、2000）266頁〔島袋鉄男〕。

⁹²⁵ 各学説の整理については、上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法（2）』（有斐閣、1986）201頁以下参照。

⁹²⁶ 大塚市助「現物出資に関する若干の問題」私法 16 卷 105-116 頁（1956）など参照。

⁹²⁷ 創造説は手形理論において特に著名であるが、その射程範囲は手形に留まらない。たとえば、鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第3版〕』（有斐閣、1994）124頁は、株券の効力発生時期について、創造説に基づく説明を展開する。もっとも、主として手形理論で展開されているので、以下ではこれを参照する。

手形上の債務の発生について、相手方の協力を要しない債務者の一方的行為とする見解があり、それらは「単独行為説」と呼ばれることがある（鈴木竹雄『手形法・小切手法』（有斐閣、1957）92頁）。これに属するものの1つとして、手形行為は単に債務者が方式を具備した証券に署名することで成立し、証券の交付を要しないとする見解は、「創造説」と呼ばれる（鈴木・同 92 頁、蓮井良憲＝森淳二朗編『手形法・小切手法』（法律文化社、1993）49頁〔森淳二朗〕）。この創造説のうち、手形行為を手形作成行為と手形交付行為の二段階に区分し、前者について、債務者が手形権利を発生させて手形に結合させる行為として定位し、この段階では、債務者たる署名者自身が債務者であると同時に債権者にもなるとし、また、後者では既に発生している手形債権を相手方に移転する行為として位置付けるのが「二段階創造説」である（蓮井＝森編・同 49-50 頁〔森〕）。

本稿では、二段階創造説における手形作成行為についての定位を借用し、株式が新規発行される場合、最初に発行体において株式が発生して自己株式になり、これが新株引受人に移転するという構成に変化させている。

なお、本稿では、本文後述の通り、株券発行会社における新株発行に際しての株券の発行は、株式を引き受けた者への株式への帰属とは無関係であるという点を重視している。株式を社員権と捉える限り、株券は株主たる地位を化体する有価証券となるが、株主と会社の関係は株券が発行される前から存在するのであるから、手形のような完全有価証券ではないのである（西原寛一『会社法〔第2版〕』（岩波書店、1969）118頁参照）。この点において、創造説とは明確に一線を画する。

フィクションの度合いとしては、新株を引き受けた者において株式が原始取得されるという現下の支配的な構成と、五十歩百歩であると考えている⁹²⁸。以下では、最初に新株発行が原始取得になるという解釈論について取り上げ、その後、新株発行のプロセスを順に辿り、この主張の妥当性を補強する。

そもそも論として、なぜ新株発行の場合は原始取得になると説かれてきたのか。株式会社は自社の株式を引き受けることができないと言われるが、その理由として挙げられるのは、法人が自身の構成員になることはできないというものである⁹²⁹。株式の取得態様は原始取得と承継取得のいずれかのみである、という二分論に基づけば、譲渡人となる元の株式保有者が存在すれば承継取得、存在しなければ原始取得になるところ、株式会社が自社の株主にはなれないという解釈を所与とすれば、新たに株式が創出される新株発行において譲渡人は存在し得ないのであるから、消去法により新株発行は原始取得になる、という思考経路なのだろう。しかし、現行法では、自己株式を取得した上で消却せずに金庫株として維持すること（ひいては自己株式処分という概念）が肯定されている。上記の説明は、このような現行法の取り扱いが不適切であるとの主張に発展するならばともかく、そうではないならば、新株発行時に発行体に自社株が一時的に帰属する、という擬制を否定できないであろう。

以上を踏まえつつ、新株発行プロセス（ここでの「新株発行」は、新規発行と自己株式処分の両方を包含する概念とする）を上述した解釈論から肉付けすると、次のようになる。

まず、①新株発行のための最初の手続きは、新株発行の権限を担う存在による新株発行実施有無に関する発議により⁹³⁰、募集事項等の決定を行うというものである。次に、②その募集事項の内容に従い株式を引き受ける者を決定する（募集株式を割り当てる）ことになる。これは、引受けを望む者が会社に対して応募する（契約における申込を行う）ことで始まり、この応募を行った者の中から新株を引き受ける者を選出し（契約における承諾に相当する）、選出された者が募集株式の引受人となる（会社 206 条 1 項）。これにより、引受人は出資未履行の「権利株」を有している状態となる。最後に、③引受人が、募集事項で定められた内容に従い払込取扱金融機関に財産を拠出し（出資）、募集事項で払込期日が定められている場合は当該日、払込期間が定められている場合は出資の履行をした日に、新株発行の目的たる株式の株主となる（会社 209 条 1 項）。この段階において、新規発行であれば会社内部に株式が発生して当該株式が、また、自己株式処分であれば会社に帰属してい

⁹²⁸ 株式が新規に発生する主体が（新株を引き受けた者ではなく）発行体であるという点では同程度であり、付け加えられている要素は、発行体の行為を要することなく株式が移転するという点のみである。

⁹²⁹ 阪埜光男「自己株式取得規制と規制緩和の問題点」法學研究：法律・政治・社会 66 巻 1 号 45-61 頁（1993）48 頁。

⁹³⁰ 株主総会に権限がある場合は株主総会においてそのための議案が提出されることであり、また、取締役会に権限がある場合は取締役会においてそのための議案が提出されることである。

る既存の自己株式が、引受人に対して自動的に移転するということになる。

本稿では、この③について双務性を否定し、会社側の作為を要することなく引受人は株主になることができる、という解釈（少なくとも②が完了するまでは、新株発行について会社と新株を引き受けることになる者との間に契約関係はないから、新株発行プロセスすべてにおいて双務性が否定される）も併せて提示したい。会社は、③により新株発行の効力が生じた場合において、株主名簿への記載、株券発行会社であれば株券交付、振替株式発行会社であれば新規記録、登記、といった作業を履践する必要に迫られ得る。これらは、③における双務性（ただし引受人による払込が先に履行される必要がある）を示すようにも見えるが、上記傍点部が示すように法定の手続きに従い株主となった者を株主として扱うための処理であるから、私見では、会社が株主の自益権に対応して負う片務的な義務の履行であると解する⁹³¹。

なお、従来、新株発行差止めにかかる仮処分は、会社のみを債務者とするものと考えられてきたので⁹³²、上述の解釈の下では、募集株式発行等の差止め請求（会社 210 条）に関して、会社による割当プロセス（会社 204 条）の後、募集株式の引受人による払込み（会社 208 条）ないし新株発行の効力発生（会社 209 条）の前の段階で認容され得る場合に、

⁹³¹ 条文上、株券交付義務は、「株券発行会社は、株式を発行した日以後遅滞なく、当該株式に係る株券を発行しなければならない。」（会社 215 条 1 項）というものであり、株式の発行が成立したことを前提としている。振替株式発行会社における新規記録も、「特定の銘柄の振替株式の発行者は、当該振替株式を発行した日以後（当該発行者が会社の成立後にその株式について第十三条第一項の同意を与える場合にあっては、当該同意（以下この項において「成立後同意」という。）をした日以後）遅滞なく、当該発行者が同条第一項の同意を与えた振替機関に対し、次に掲げる事項の通知をしなければならない。」（社債株式振替 130 条 1 項柱書）というものであり、やはり株式が発行された後の手続きとして規定されている。登記は、資本金と発行済株式総数に変動があった場合にそれらが登記事項である（会社 911 条 3 項 5 号・9 号）ために必要となる変更登記に関するものであり、新規発行の際に必要な（自己株式処分の場合には必要ない）ものであるが、それらの変動があるのは新規発行が有効に成立したためであり、その実現を前提とした規定である。

⁹³² 坂井・後掲注（940）221 頁、中川善之助＝兼子一監修『仮差押・仮処分（実務法律大系第 8 巻）』（青林書院新社、1972）532 頁〔広田富男〕、寶金敏明「新株発行差止の仮処分申請」山口和男編『裁判実務大系（第 21 巻）』126-140 頁（青林書院、1992）134-135 頁、河合・後掲注（936）246 頁、酒巻＝龍田編集代表・前掲注（922）149 頁〔伊藤靖史〕、垣内正編・東京地方裁判所商事研究会著『会社訴訟の基礎』（商事法務、2015）185 頁、江頭・前掲注（633）804 頁。

東京地決昭和 27・9・10 判タ 23 号 33 頁は、「銀行が会社との間の株金払込取扱契約によりなす株式申込及び株金払込の取扱は、その結果当然になす申込金又は払込金保管の関係は暫くこれをおき、会社に従属して会社の為に補助機関としてするものであって、会社から独立した資格とするものではないから、銀行は、この取扱につき会社以外の第三者に対し法律上権利義務の関係に立つものではない。したがって、この関係について、会社以外の第三者がなす訴訟においては会社を相手方とすべきであって、その裁判の効力は、当然銀行に及ぶものと解されるから、銀行を相手方として訴を提起し、又は保全処分を申請することはゆるされない。」として、払込取扱金融機関たる銀行のみを被告とする仮処分申請を却下した。

発行体側の「差し止められるべき行為」が観念できないという問題が生じるようにも見える。しかし、財産の抛出を要する新株発行（会社役員に対して報酬として出資を要せず割り当てられる新株発行ではない新株発行）については、払込事務の取り扱いを停止させることを求めればよいと解する⁹³³。また、仮の地位を定める仮処分において、一定の類型については第三者にも⁹³⁴、あるいは第三者にのみ当事者適格（被申請人適格）を認めるのが判例・通説⁹³⁵であるところ、新株発行差し止め請求権を本案とする仮処分が、いわゆる払込取

⁹³³ たとえば、差し止め請求を求める裁判の被告を、新株発行にかかる払込取扱金融機関とし、払込取扱に関する事務の実施を（暫定的に）禁じることを求め、新株発行の効力発生を目指す会社自身には、被告側での補助参加を認める（実質的には会社自身が主張立証を行う）のである。民事保全法においては、特別の定めがある場合を除いて民事訴訟法の規定が準用される（民保7条）、補助参加に関する民事訴訟法の規定は、保全事件において準用されると解する。

他方、会社自身を名宛人として差し止め命令を課すならば、それは払込取扱金融機関に対して事務取扱を停止する旨の指示を行うという作為を命じるほかない。ここで、差し止め命令において作為を求める差し止めが可能か否か、という点が問題となる。

他の法分野に目を向けると、独占禁止法24条では、同法が禁じる行為が何者かにより行われ、それにより利益を侵害され、又は侵害されるおそれがある者が損害を被り得る場合において、その違反行為を行う事業者等に対して「侵害の停止又は予防」を請求できるとされているところ、作為を求める差し止め命令（作為的差し止め命令）の可否が問題となっている。この点、東京地判平成16・4・15判タ1163号235頁・判時1872号69頁は、独禁法24条の文言に照らすと相手方に直接的に作為義務を課すことまでは予定されていないと考えられ、また、仮にこれを課しても強制執行できないとして、作為義務を課すことを求める仮処分申請を不適法却下した。他方、東京地判平成26・6・19判時2232号102頁は、違反行為が不作为により実現され得るとし、上記引用文言を実現するためには「不作为による損害を停止又は予防するための作為を含むと解するのが相当である。」とした。同条の差し止め請求において作為を求めることを認めるべきであるとする見解として、白石忠志『独占禁止法〔第3版〕』（有斐閣、2017）732頁注42、長澤哲也＝多田敏明編著『類型別独禁民事訴訟の実務』（有斐閣、2021）16頁〔長澤哲也〕など。

会社法における新株発行差し止めについて、作為命令を課すことの可否は、条文からは判然としない。他方、主として新株発行の差し止めは仮処分により実現されるところ、民事保全法において仮処分につき作為命令があり得ることは同法52条2項の文言（「物の給付その他の作為又は不作为を命ずる仮処分の執行については、仮処分命令を債務名義とみなす。」）からして明らかである。

以上の諸点から、本脚注第1段落で示した内容の処理を行うことが妥当であると解する。⁹³⁴ 取締役の職務執行停止の仮処分申請について、会社と取締役の双方を被告とするべきであるとの見解として、末永進「職務執行停止・代行者選任仮処分」竹下守夫＝藤田耕三編『裁判実務大系（第3巻）』90-100頁（青林書院、1985）95頁。

また、東京高決平成8・2・1判タ923号269頁は、取締役の職務執行停止と職務代行者選任の仮処分において、債務者は会社と職務執行停止の相手方となる取締役であると、仮処分取消申立事件において、会社と取締役は必要的共同訴訟の関係に立つとした。

なお、大判大正13・9・26大民集3巻470頁は、株式会社における清算人の選任決議無効の訴えを本案とし、清算人のみを相手方とする職務執行停止および職務代行者選任の仮処分申請が認められるとした。

⁹³⁵ 菊井維大編『全訂民事訴訟法（下巻）』（青林書院新社、1966）361頁〔三ヶ月章〕、菊井維大『民事訴訟法 民事執行法』（勁草書房、1983）69頁など。

扱金融機関、つまり「払込みの取扱いの場所」（会社 203 条 1 項 3 号、同 208 条 1 項）を債権者として、その取扱事務を行ってはならないという不作為を命じる仮処分命令としても実現され得るものであり⁹³⁶、それは現行法上許容されると解する⁹³⁷。なお、会社役員に対して報酬として与えられるため出資を要しない新株発行（会社 202 条の 2）においては、払込取扱金融機関が介在しないので上記のような解釈は採ることができない⁹³⁸。この点に関しては、当該形態による株式の発行が会社による報酬債務の履行である点を捉え、抽象的に当該債務の履行を差し止める（不作為を要求する）か、または割当内容を修正することを求める（作為を要求する）ことで差止が実現されると解するべきである。なお、実質的に差止仮処分により決着が付くことになっている点をもって、あるいは仮処分の内容と本案の内容が同じであるとして、新株発行差止仮処分は満足的仮処分⁹³⁹の一種であるといわれることがあるが⁹⁴⁰、上記の理解からは仮処分では事務取扱の停止が求められる一方で、本案の請求は新株発行プロセス自体の効力を否定するものと位置付けられるので、満足的仮処分ではないことになる⁹⁴¹。

⁹³⁶ 河合伸一「新株発行差止めの仮処分」中野貞一郎＝原井龍一郎＝鈴木正裕編『民事保全講座（3）—仮処分の類型』242-267 頁（法律文化社、1996）261 頁は、払込取扱金融機関を第三債務者に加えることを説く。

⁹³⁷ 失権を防ぐため、申込証拠金として予め払込金額相当額を受領しておく慣行が形成されているため、その慣行に従った運用がなされている限り、引受人に対する払込みを行ってはならないという形の差止請求・仮処分命令も、会社に対する請求・命令と同様にナンセンスである。ただし、「特に少数の者から第三者割当により多額の出資を受けるような場合、信用リスクの問題等にも鑑みて、申込証拠金を徴しないことは実務上珍しいことではない」との指摘として、篠原倫太郎＝青山大樹「出資契約における前提条件と表明保証の理論的・実務的諸問題（上）」金融商事判例 1370 号 8-18 頁（2011）14 頁注 5。

⁹³⁸ 新株を引き受ける者に、財産を拠出して株式を取得するか拠出せず失権するかという選択権がない（「割当日」の到来により株主となる）という面で、通常の新株発行とは大きく性質が異なる。

⁹³⁹ 「満足的仮処分」とは、本案判決の確定前に被保全権利の全部または一部が実現されたのと同様または近似の法律状態を形成することを目的とする仮処分である。竹下守夫＝藤田耕三編『民事保全法』（有斐閣、1997）418 頁〔荒井史夫＝増田稔〕。

なお、被保全権利が給付請求権である満足的仮処分については、満足的仮処分の下位概念として「断行の仮処分」と呼ばれることがある（竹下＝藤田編・同 418 頁〔荒井＝増田〕）一方で、被保全権利次第で異なる名称を用いる意味は乏しいとした上で、「満足的仮処分」ではなく「断行の仮処分」に一本化する用語法もある。瀬木比呂志『民事保全法〔全訂版〕』（日本評論社、2014）38-39 頁。

⁹⁴⁰ 坂井芳雄「新株発行の差止および取締役に対する行為の差止の仮処分」村松裁判官還暦記念論文集『仮処分の研究（下巻）』217-228 頁（日本評論社、1966）222 頁。

⁹⁴¹ 差止仮処分命令に違反した新株発行は、不存在事由がなければ、無効判決の確定までは有効である、という枠組みも、これを支える論拠となろう、事実上、仮処分命令が出ることで発行手続きが停止されるとしても、それは、仮処分制度に本来的に期待されてきた、当事者が命令を遵守することによる秩序実現の一場面ということに過ぎない。

第4目 新株予約権の発行プロセスと新株予約権行使時の株式発行プロセス

前目の内容を踏まえつつ、本目では、新株予約権の発行プロセスと、その行使時の株式発行プロセスについて取り上げる。

まず新株予約権の発行プロセスについて、本稿では、上述した新株発行の枠組みをそのまま当てはめ、すべて自己新株予約権の処分に一本化する⁹⁴²ことを提唱する⁹⁴³。学説においては、自己株式処分には募集株式発行等に関する手続きが適用されるのに対し、自己新株予約権の処分については募集新株予約権の発行に係る手続規制を及ぼす根拠規定がない⁹⁴⁴ことを不当と捉え、法改正により規制が及ぶようにすべきであるとの批判⁹⁴⁵がある。しかし、上記の本稿の解釈論からすれば、現行法において既に、自己新株予約権の処分には募集新株予約権の発行に関する規定が適用されることになる。他方、自社の新株予約権を（取得条項等に基づくのではなく）任意に買い入れる場合について自己株式取得の場合のような規制がない⁹⁴⁶ことは不当であるという批判⁹⁴⁷もあるところ、こちらについては、新株発行規制と新株予約権発行規制の類似性が高まることで、自己株式取得に関する規定を自己新株予約権取得に対して類推適用しやすくする、という効果は生じさせ得るが、それ以上には寄与しない⁹⁴⁸。

次に、新株予約権が行使された場合の株式発行プロセスについて。前述の通り、本稿は新株予約権を二段階の形成権として定位する。ここでも、新株予約権の行使を受けた会社側において、その行使に直接に対応する「義務」の存否に着目し、一段階構成および純粹契約締結権としての二段階構成を否定する。相手に対して何らかの要求を行う権利として

⁹⁴² この枠組みの下では、新株発行の場合と同様に、新株予約権を引き受けることになった者は割当行為によって新株予約権者となることから、やはり割当が履踐されることで引受人には「権利新株予約権」とでも呼ぶべき権利が帰属することになる。

⁹⁴³ 蛇足ながら、社債についても同様に捉え、買い入れたが消却していない自己社債の処分についても、募集社債の発行と一本化することも提案する。

⁹⁴⁴ 規制がない理由として挙げられるのは、新株予約権は会社に対する債権の一種であり株式ではない、というものである。江頭・前掲注（633）252-253頁・824頁注7。

⁹⁴⁵ 梅本剛正「自己新株予約権の処分」旬刊商事法務1782号26-31頁（2006）26頁、高橋美加ほか『会社法〔第3版〕』（弘文堂、2020）340-341頁〔久保田安彦〕。

⁹⁴⁶ 規制がない理由として挙げられるのは、自己新株予約権の処分の場合と同じく、新株予約権は会社に対する債権の一種であり株式ではない、というものである。江頭・前掲注（633）295頁・795頁注7。

⁹⁴⁷ 田中・前掲注（632）548-549頁コラム6-28。

⁹⁴⁸ 倒産時の処理では、新株予約権は株式とは異なる地位にあることに鑑みれば、自己新株予約権を有償で買い入れることについて財源規制が及ばないことは直ちに不当というわけではない（社債の買入消却についても財源規制はない）。既存株主に対して新株予約権を発行し、これをすぐに発行時の払込額を上回る金額で買い入れれば会社債権者を害するから無条件に是認されるものではないが、会社が他人に無償贈与を行う場合についても財源規制は適用されないから、やはり決定打には欠ける。

他方、倒産法に基づく手続きが開始された場合には、詐害行為否認と偏頗行為否認のいずれかにより、新株予約権を買い取ってもらった者に払い戻しを求め得るが、それは自己株式取得についても同じであるから、財源規制を設けない理由にはならない。

の「請求権」をその内容とする債権と、他人の行動に拘わらず権利者の権利行使のみにより効力を生じる形成権は、根本的にその性質を異にするから、債権としての性質と形成権としての性質を併有するという説明には賛同し難い（ただし、二段階構成において一段階目は形成権である一方、二段階目は債権であるという説明は成り立ち得る）。では、新株予約権において「義務」は存在するか否か。

新株予約権という制度は平成 13 年の商法改正により導入されたが、平成 13 年改正後・平成 17 年改正前商法において、新株予約権の定義は、「新株予約権トハ之ヲ有スル者…ガ会社ニ対シ之ヲ行使シタルトキニ会社ガ新株予約権者ニ対シ新株ヲ発行シ又ハ之ニ代ヘテ会社ノ有スル自己ノ株式ヲ移転スル義務ヲ負フモノヲ謂フ。」というものであった。この条文の文言からは、新株予約権が行使された場合に、その新株予約権の⁹⁴⁹効果として会社側に義務が生じるという理解が自然である。現行法の下でも、新株予約権が行使された場合に、会社に新株発行または自己株式交付の義務があることを肯定する見解⁹⁴⁹がある。また、二段階構成の一部において、新株を交付するか自己株式を交付するか選択する機会があるとする理解⁹⁵⁰においても、やはり会社側の作為が介在していることが念頭に置かれていることになる。

しかし、現行法において、新株予約権者は行使の意思表示をするとともに払込取扱金融機関に対して所定の払込みを行えば、会社の行為を何も要さず株主たる地位を得るのであるから（会社 282 条 1 項参照）、会社に対して何らかの「請求権」を行使するわけではない⁹⁵¹（したがって、新株予約権は債権ではない）。ここでも、会社側は権利行使後に株券の交付や株主名簿への記載等を行う必要があるが、これは株主の自益権に対応するものであって、新株予約権の効果によるものではないと解する。つまり、新株予約権の行使と新株発行の効力発生それ自体に関して、会社側には何らの義務も発生しないのである。

新株予約権を形成権として定位する場合、譲渡可能性が問題となり得るが⁹⁵²、形成権一般についての議論とは独立して、会社法では新株予約権の自由譲渡性を前提としている点を根拠にして特別扱いすれば足りるであろう。

なお、振替新株予約権に関して、その行使のプロセスは、①新株予約権者による、振替

⁹⁴⁹ 木俣由美『アタック会社法〔第 2 版〕』（中央経済社、2022）243 頁。

⁹⁵⁰ 吉本・前掲注（912）309 頁、久保田・（912）170-173 頁。

⁹⁵¹ この限りでは、権利株と同様の状態であるから、権利株についても形成権として定位する限りにおいては、通常の新株発行プロセスと同視してもよい。しかし、失権した場合の損害賠償義務の存否において相違し得るので、完全に同視することの可否は直ちには明らかでない。

⁹⁵² 従来から、形成権が譲渡可能か否か問題となってきたが、判例は、債権譲渡の要件が満たされるのみでは、当該債権が発生する原因となった契約の解除権（形成権の一種とされる）は移転せず、債権の譲渡人の元に留まるとする。これが不合理であるとして、学説の一部は「契約上の地位の移転」という概念を生み出し、形成権もまとめて移転するという構成を採っている。新株予約権の引き受けを債権契約として捉える限り、その引受人としての地位と独立して新株予約権を移転することが妨げられるようにも見える。

口座の口座管理機関への払込金の支払いと新株予約権行使請求の申し出から始まる（便宜的にこれを「X日」とし、この日から見て各プロセスが何日目に行われたか括弧内に記載する）。その後は、②口座管理機関による払込取扱金融機関への払込金の払込（X+1日）、③口座管理機関による振替機構への新株予約権の行使請求取次（X+1日）、④振替機構による発行者への新株予約権行使請求の取次ぎ（X+1日）、⑤発行者による払込取扱金融機関への払込金額と新株予約権の行使内容の照合（X+2日）、⑥発行者による振替機構への振替株式の新規記録通知（X+3日⁹⁵³）、⑦振替機構による口座管理機関への振替株式の新規記録通知（X+3日⁹⁵⁴）、というプロセスを経て、⑧振替機構と口座管理機関における振替株式の新規記録（X+4日⁹⁵⁵）、という流れになるとされている⁹⁵⁶。本稿の解釈論からは、上記のうち④が完了することで発行体への権利行使の意思表示と払込みが揃うので、その段階で新株予約権の行使による新株発生の効力が生じると解することになる。

新株予約権の行使による新株発行に関する差止請求の可否という論点も、上述した新株発行の場合と可能な限り平行に取り扱えばよいであろう。二段階構成を採る限り、一段階目の行使前であれば、新株予約権者に対してその行使を禁じ（会社に対する意思表示を行ってはならない、と命じる）、一段階目の行使後・二段階目の行使前であれば、新株予約権者に対して払込みを禁じるとともに、払込取扱金融機関に対して取扱事務を禁じる仮処分命令によるべきである（会社は本案たる新株予約権発行無効の訴えでは被告となるが、仮処分では債務者としての当事者適格を欠く）。他方、権利行使に際して出資を要しない「0円ストック・オプション」としての新株予約権においては払込取扱金融機関が存在しないので、上記のような解釈は採れず、また、報酬債務としての新株予約権の付与も完了しているので、この点については新株発行の場合と同様の処理はできない。もっとも、新株発行に関する差止規定を新株予約権の行使による新株発行に類推適用することが出発点だったので、発行を止めるように求める相手を会社とする規定をそのまま維持するのではなく、新株予約権者に対して権利行使を行わないように求める形で類推適用してもよいのではないか。

第5目 条文解釈

本目では、新株予約権に関する会社法の条文のうち、法構造に関係すると目されるものをいくつか抽出し、債権と形成権のいずれであるか、また、二段階構成と一段階構成のいずれであるか、という視点から分析し、前目の解釈論を補強する。

法2条21号

⁹⁵³ 関係者間で予め合意した場合には、X+2日に短縮可能である。

⁹⁵⁴ 関係者間で予め合意した場合には、X+2日に短縮可能である。

⁹⁵⁵ 関係者間で予め合意した場合には、X+3日に短縮可能である。

⁹⁵⁶ 証券保管振替機構「振替新株予約権の新株予約権行使の処理フロー」 <https://www.jasdec.com/download/ds/w/outline_3_2.pdf> 参照。

新株予約権 株式会社に対して行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利をいう。

会社法における新株予約権の定義規定が、法 2 条 21 号である。

一段階構成からは、単に新株予約権の「行使」により新株予約権者が株式を取得するプロセスを記述したものと捉えられるのではなかろうか。

これに対し、二段階構成の一部からは、「交付」という文言に着目し、これは会社の作為を念頭に置いたものであり、したがって新株予約権が行使された場合の新株発行差止請求が認められ得ると主張されているところである⁹⁵⁷。この見地からは、「権利」の内容は会社に対する作為の要求ということになり、形成権ではなく債権であるという性質付けの論拠となり得るかもしれない。

もっとも、ここでの「交付」が何を意味するのか、という問題がある。新株予約権が行使された場合、自己株式が処分されるのでなければ原始取得であるという理解からは、何が交付されるのか明らかでない⁹⁵⁸。

私見では、上述の通り、新株予約権が行使された場合に会社側が何らかの作為を要するとき、それは新株予約権の権利行使により株主となった者の自益権に対応する片務的な義務に過ぎないと解するので、この定義規定はその自益権が満たされたという結果を描写している点⁹⁵⁹で失当ということになり、改められるべきことになる。

法 246 条

①第 238 条第 1 項第 3 号に規定する場合には、新株予約権者は、募集新株予約権についての第 236 条第 1 項第 4 号の期間の初日の前日（第 238 条第 1 項第 5 号に規定する場合にあっては、同号の期日。第 3 項において「払込期日」という。）までに、株式会社が定めた銀行等の払込みの取扱いの場所において、それぞれの募集新株予約権の払込金額の全額を払い込まなければならない。

②前項の規定にかかわらず、新株予約権者は、株式会社の承諾を得て、同項の規定による払込みに代えて、払込金額に相当する金銭以外の財産を給付し、又は当該株式会社に対する債権をもって相殺することができる。

③第 238 条第 1 項第 3 号に規定する場合には、新株予約権者は、募集新株予約権についての払込期日までに、それぞれの募集新株予約権の払込金額の全額の払込み（当該払込みに代えてする金銭以外の財産の給付又は当該株式会社に対する債権をもってする相殺を含む。）をしないときは、当該募集新株予約権を行使することができない。

⁹⁵⁷ 吉本・前掲注（912）309 頁、久保田・前掲注（912）170-173 頁。

⁹⁵⁸ 株券発行会社において株券が交付される、という状況を指すようにも見えるが、株券発行会社以外については妥当しない。なお、先述の通り私見では、株券の交付は、新株予約権の効果ではなく、株主の自益権に対応する会社側の片務的な義務として履踐されるべきものである。

⁹⁵⁹ つまり、「行使」の効果ではなく、「行使」後の状態に関する記述なのである。

本条は、新株予約権を引き受けるための払込みに関する規定であり、1項において「新株予約権者」に対して一定の期日までに払込みを行うことを求め、3項ではこれが懈怠された場合に当該「新株予約権者」はその新株予約権を「行使」できないとする。つまり、払込みをせずとも新株予約権自体は有効に存在することになるが、恒久的に権利行使が不可能になり、その結果として消滅する（会社278条参照）と考えられる⁹⁶⁰。

上記の位置付けからすれば、二段階構成を採用する場合、本条3項により禁じられるのは、一段階目の「行使」である（行使の意思表示を行っても意味をなさない）と解すべきである。一段階構成であれば、なんにせよ「行使」できないということになる。

法 252 条 2 項

株主及び債権者は、株式会社の営業時間内は、いつでも、次に掲げる請求をすることができる。この場合においては、当該請求の理由を明らかにしてしなければならない。

- 一 新株予約権原簿が書面をもって作成されているときは、当該書面の閲覧又は謄写の請求
- 二 新株予約権原簿が電磁的記録をもって作成されているときは、当該電磁的記録に記録された事項を法務省令で定める方法により表示したものの閲覧又は謄写の請求

新株予約権原簿の閲覧に関する規定である法 252 条 2 項は、その閲覧権者として新株予約権者を含めていない。平成 17 年改正前商法では閲覧権者として新株予約権者が掲げられていたところ、平成 17 年改正によりこれが削除されたが、新株予約権は債権であるから新株予約権者は債権者に含まれ、その結果として閲覧できると説かれている⁹⁶¹。

新株予約権に債権としての性質を見出す見解は、これを形式的な根拠とするのかもしれない。しかし、純粋な形成権と解する場合においても、勿論解釈により新株予約権者に閲覧権を認めることは可能であろう。

法 280 条 1 項

新株予約権の行使は、次に掲げる事項を明らかにしてしなければならない。

- 一 その行使に係る新株予約権の内容及び数
- 二 新株予約権を行使する日

一段階構成では、1つの新株予約権について「行使」は1回しかあり得ないので、新株予約権の「行使」を単一の概念として捉える。そして、新株予約権を行使するという意思表示は到達主義に服するという解釈の下、到達する日が本項2号の「新株予約権を行使する日」であり、いつ到達するかわからない新株予約権者は行使の意思表示を為す書面にお

⁹⁶⁰ 江頭編・前掲注（907）95頁〔川村正幸〕。

⁹⁶¹ 相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法：千問の道標』（商事法務、2006）247頁、酒巻＝龍田編集代表・前掲注（922）327頁〔志谷匡史〕、江頭編・前掲注（907）148頁〔前田雅弘〕。

いて当該日付を記載せず、行使請求の受付場所においてその日付を補充してもらうほかないとする⁹⁶²。しかしこれは手続きとして奇異であり、また、到達主義で到達した日が権利行使の日になるならば、新株予約権者に「新株予約権を行使する日」を明らかにさせる意味がないと思われる。

二段階構成では、新株予約権の「行使」は二段階の法構造に対応して 2 回あるべきことになり、柱書の「行使」を一段階目についての「行使」、二号における「行使する日」の「行使」を二段階目についての「行使」として位置付けることが可能である⁹⁶³。一段階目の「行使」の意思表示については到達主義でよいと思われ、また、二号の「行使する日」は到達した日以降であることが求められると解する⁹⁶⁴。実務においては、新株予約権者が当該書面を作成した日付（新株予約権の行使を取り次ぐ場所に行使のための請求書の取次を依頼する日）を記入し、これを 2 号の「行使する日」として扱う運用になっているとの指摘⁹⁶⁵もあるが、上記の見地からすればこの処理は不相当である。なお、新株予約権の行使可能期間は、二段階目の「行使」期限を指し、行使可能期間が徒過した後の日を一段階目の「行使」において指定することはできないと解するべきである⁹⁶⁶。

なお、二段階構成を採る場合、権利行使に際して財産の拠出を要しない「0 円ストック・オプション」における「行使」の意義が問題であり、出資の履行というプロセスが存在しないことから二段階目の「行使」を観念し得ないのではないか、という懸念が生じる。

⁹⁶² 江頭編・前掲注（907）270 頁〔江頭〕。

⁹⁶³ 一号における「行使」が、一段階目と二段階目のいずれを指すかが明らかでないが、いずれであるにせよ、「その行使」という文言からは柱書と同一内容を指すものとして読むのが素直なように思われるが、一段階目で行使される新株予約権の内容と数は、二段階目で行使される新株予約権の内容と数に等しい（ただ単に、行使されるのが一段階目の部分か二段階目の部分かが異なる）から、一段階目と二段階目のいずれであるかにより何らかの差異が生じるわけではない。

⁹⁶⁴ 指定された「行使する日」が、一段階目の発信よりも前の日であれば一段階目の「行使」の要件を満たさず効力を生じない（新株予約権はそのまま残存する）と解する。

他方、一段階目の「行使」の意思表示に係る発信の日またはそれ以降の日が指定されたが、交通事情等の影響で紙媒体の到達が二段階目の「行使する日」よりも後になってしまった場合、あるいは一段階目の「行使」の意思表示を電磁的方法により行う場合においても、通信状態が悪いため受信できない場合の処遇も定められる必要があるが、出資財産を拠出済であることを要件として遡及的に効力を生じさせることが認められてもよいのではないか。

⁹⁶⁵ 江頭編・前掲注（907）270 頁〔江頭〕。

⁹⁶⁶ 指定することを認める実益は（新株予約権者にとって都合が良いということ以外には）筆者には思いつかない一方、認めた場合の弊害としては、新株予約権発行時の価値評価の在り方に根本的な変革が迫られる（二段階目の不履行が損害賠償義務に繋がらない場合、一段階目の「行使」とは、二段階目の「行使」の日を満期とするヨーロッパ型のコール・オプションを取得する行為に他ならないことから、これまでの発行事例の多くは、二段階目について権利の残存期間を過小に見積もり、時間価値を過小評価した有利発行に該当する可能性が生じる）、会社の事務負担増加、発行可能株式総数への制約や変化可能性の残存、といったものが考えられる。

もっとも、この点については、財産の拠出を要する新株予約権において一段階目の「行使」の後、二段階目のコール・オプションに関して「行使」するか否か選択することが可能であることとの対比、および、無償で株式を取得できる状況にあったとしても取得しない（権利行使を撤回する）ことが合理的となる場合が存在し得る⁹⁶⁷ことに鑑みて、新株予約権者の作為を要しない二段階目の「行使」を措定し、当該「行使」の日が到来するまでの間は権利行使を撤回することが可能である（会社に行使の撤回という意思表示を行うことで実現される）、という制度として捉える（そして、このような撤回権を、権利行使において財産の拠出を要する新株予約権についても認める）こととする。

法 281 条

①金銭を新株予約権の行使に際してする出資の目的とするときは、新株予約権者は、前条第一項第二号の日に、株式会社が定めた銀行等の払込みの取扱いの場所において、その行使に係る新株予約権についての第二百三十六条第一項第二号の価額の全額を払い込まなければならない。

②金銭以外の財産を新株予約権の行使に際してする出資の目的とするときは、新株予約権者は、前条第一項第二号の日に、その行使に係る新株予約権についての第二百三十六条第一項第三号の財産を給付しなければならない。この場合において、当該財産の価額が同項第二号の価額に足りないときは、前項の払込みの取扱いの場所においてその差額に相当する金銭を払い込まなければならない。

③新株予約権者は、第一項の規定による払込み又は前項の規定による給付をする債務と株式会社に対する債権とを相殺することができない。

本条は、新株予約権者がその権利行使に際して為すべき払込みについての規定であるが、この払込みが懈怠された場合の処理については定めがない。

一段階構成からは、意思表示を行ったが払込みを行わなかった場合、それは新株予約権の「行使」ではないという位置付けであるから、その存続期間の範囲内において新株予約権は存在し続けるとの結論になろう。

これに対し、二段階構成では、純粹契約締結権構成であれば一段階目の意思表示により

⁹⁶⁷ 先述の通り、アメリカの税制においては、株価が低い時点で権利行使することが有利となる場合があり、また、本章でこのあと取り上げる通り、日本の税制においてもそのような場面が存在する。よって、第2章および本章のこれ以降の検討内容を踏まえて許容される範囲において、税負担を縮減するという戦略との関係においては、たとえ権利行使価額が0円であったとしても、権利行使の撤回が認められることは新株予約権者にとって経済的にプラスとなり得る。

また、①銀行主要株主に関しては株主有限責任が否定され得ること、②業規制において議決権比率を一定値以下ないし未滿とすることが要請され得ること、③議決権の変動割合によっては大量保有報告書の提出義務や、その変更報告書の提出義務が生じ得ること、といった要素により、議決権比率が閾値を超えないように、新株予約権の行使を撤回することを望む事態も、生じ得ないではない。

新株予約権は消滅し、遷移した二段階目の新株発行契約について失権が生じることになると目される⁹⁶⁸。私見の二段階形成権としての定位からは、一段階目がその「行使」により消滅し、また、二段階目は「行使」されずにその存続期限（一段階目で指定された「行使する日」）の徒過により消滅すると解するが⁹⁶⁹、法 280 条 1 項について上述した通り、「行使」の撤回を許容する。

法 282 条

①新株予約権を行使した新株予約権者は、当該新株予約権を行使した日に、当該新株予約権の目的である株式の株主となる。

②新株予約権を行使した新株予約権者であって第 286 条の 2 第 1 項各号に掲げる者に該当するものは、当該各号に定める支払若しくは給付又は第 286 条の 3 第 1 項の規定による支払がされた後でなければ、第 286 条の 2 第 1 項各号の払込み又は給付が仮装された新株予約権の目的である株式について、株主の権利を行使することができない。

③前項の株式を譲り受けた者は、当該株式についての株主の権利を行使することができる。ただし、その者に悪意又は重大な過失があるときは、この限りでない。

本条のうち、1 項は平成 17 年会社法制定時から存在するが、2 項と 3 項は同法の平成 26 年改正により付け加えられた条文である。

まず 1 項について、一段階構成からは、権利行使の意思表示と払込が揃った「行使」が成立した時点で新株予約権者が株主に転じることを意味するものと位置付けられるが、法定の「行使」の要件を満たせば会社側の行為を要することなく新株予約権者は株主になることができる旨の規定としても解されている⁹⁷⁰。二段階構成からは、一段階目の法 280 条 1 項柱書が言及する「行使」の際に指定された、同項 2 号所掲の「行使する日」として指定された期日の到来および払込の履行により株主になることを示すものとして理解できる⁹⁷¹。先述した二段階形成権としての本稿の解釈論は、一段階構成が本条を新株予約権の形成権としての性質を表すものであるという解釈を取り込み、ただ「行使」を二段階に分割し、そのいずれも会社側の行為を要することなく新株予約権者の一存で実現可能な形成権として整理したものともいえる。

2 項と 3 項は、一体的に解釈される必要があると考えられる。2 項の「株主の権利を行使することができない」という部分について、一段階構成の論者からは、新株予約権が「行使」されていないに等しい状況にあるとの説明がなされる。すなわち、新株発行の効

⁹⁶⁸ このとき、会社側による損害賠償請求が可能か否かが問題になる。

⁹⁶⁹ 単に形成権が消滅するのみであるから、会社側からの損害賠償請求は問題とならない。

⁹⁷⁰ 江頭編・前掲注（907）281 頁〔江頭〕。

⁹⁷¹ 機能面では二段階目を単純な新株発行のプロセスと位置付けるも可能であるところ、条文上は二段階目も新株予約権の一内容であることを示している、と解する方がよいであろう。

力は生じておらず、新株予約権は新株予約権のまま残存していることになり⁹⁷²、会社が株式を発行する処理を行ったとしてもその発行は新株発行無効の訴えを俟たず当然に無効または不存在であるという⁹⁷³。しかし、一段階構成であれば、「行使」の要件が欠けている限り「行使」ではないところ、これを貫徹すると、3項で善意無重過失の「株式を譲り受けた者」の権利行使が認められている点の説明ができないと思われる⁹⁷⁴。二段階構成からは、2項は新株予約権者への株式の帰属が成立した後にに関する規定であることから、二段階目の「行使」が実現したことを前提とする規定として読む必要があり⁹⁷⁵、したがって、「株主の権利行使することができない」部分は、株式が存在することを所与とし、その権利行使者を名宛人として権利行使権能を一時的に剥奪する規定として理解できる。このため、3項では株式が当該者の手許を離れた場合には権利行使が可能であることを原則としつつ、譲り受けた者が（譲り渡した者が権利行使できない者であることについて）悪意または善意重過失である場合には、当該者についても権利行使権能が一時的に剥奪され得ることを定めた規定として位置付けられる。

なお、本稿の新株発行・新株予約権発行に関する解釈論では、払込みは形成権を行使するための要件であるから、上記はこれが満たされずとも新株予約権の発行が有効なることを定めた規定のように見えるが、これは発行手続きが遵守されず（瑕疵がある形で）新株予約権発行が強行された場合の処理と解すれば足りる⁹⁷⁶。すなわち、まず、会社による新株発行・新株予約権発行には、①新株ないし新株予約権の引受人としての地位に基づく、法定の手続きに則った発行と、②その種の手続きから逸脱した、法令違反としての無効事由が存在する発行、という2種類の発行態様があるものとして位置付ける。この枠組みの下で、本条2項・3項は、②により発行された無効事由が存する（したがって無効判決の確定により発行が無効となるまでは有効に存在する）新株予約権のうち、無効事由の内容が、新株予約権の発行に際して必要となる払込みについてのみ瑕疵が存在するものについて、無効事由を治癒する方法を規定したものと読むことになる。したがって、新株予約権に存する瑕疵が、その新株予約権の行使により発行された株式にも付着すると解する場合にお

⁹⁷² 江頭・前掲注（905）838-839頁注6。

⁹⁷³ 江頭・前掲注（905）837頁。

⁹⁷⁴ この点について、江頭・前掲注（633）838-839頁注6は、他の違法行使の場合について譲渡が頻繁な振替株式会社については不存在となる株式会社について善意・無重過失で保有株式の増加の記載・記録を受けた加入者には善意取得の保護があるので実質的に同じであると説くが、振替株式会社発行会社以外の会社における処遇に関して言及がない。

⁹⁷⁵ 一段階目の「行使」が完了した時点では、新株予約権者は新株予約権者のままである。これを一段階目の「行使」とした上で、2項全体を確認規定と位置付ける余地もないではないが、新株予約権の引受プロセスに問題がある場合について限定していることからすれば、妥当ではないであろう。

⁹⁷⁶ 本条2項・3項は、発行の効力が有効足り得る場合があることを示すので、新株発行の無効事由が存在するにとどまる（不存在事由ではない）ということになる。一応、株主総会決議や取締役会決議で決定された条件に従った「発行」であるかのような外観はあることや、取引の安全を考慮すれば、この結論が穏当なのではなかろうか。

いても、無効事由のある新株発行として新株は無効判決確定までは有効に存在するところ、払込を為せばこれも治癒されることを示すものである。

法 285 条 1 項

新株予約権を行使した新株予約権者は、次の各号に掲げる場合には、株式会社に対し、当該各号に定める額を支払う義務を負う。

一 第 238 条第 1 項第 2 号に規定する場合において、募集新株予約権につき金銭の払込みを要しないこととすることが著しく不公正な条件であるとき（取締役（指名委員会等設置会社にあつては、取締役又は執行役。次号において同じ。）と通じて新株予約権を引き受けた場合に限る。） 当該新株予約権の公正な価額

二 第 238 条第 1 項第 3 号に規定する場合において、取締役と通じて著しく不公正な払込金額で新株予約権を引き受けたとき 当該払込金額と当該新株予約権の公正な価額との差額に相当する金額

三 第 282 条第 1 項の規定により株主となった時におけるその給付した現物出資財産の価額がこれについて定められた第 236 条第 1 項第 3 号の価額に著しく不足する場合 当該不足額

一段階構成の見地からは、上記規定は、その柱書における「行使した新株予約権者」という記述からして、一応は有効に「行使」が成立した場合について規定したものであるとして読み得る。

他方、二段階構成の見地からは、柱書の「行使」が一段階目の「行使」と二段階目の「行使」のいずれであるかが問題となる。一号および二号は新株予約権を取得するにあたっての対価が不十分である場合に関する規定であり、新株予約権を取得するにあたって適正な対価を会社に払い込む義務を課すことを目指していると思われる本条本項の存在意義からすれば、一段階目の「行使」として解し、新株発行の効力が生じるよりも前にこの義務が生じるものと位置付け得る。しかし、三号では法 282 条 1 項の規定により株主となった場合ということが明示されており、二段階目の「行使」が実現したことを前提とされていることが明らかなので、瑕疵ある発行は成立していると解するのが自然ではなからうか。

法 287 条

第 276 条第 1 項の場合のほか、新株予約権者がその有する新株予約権を行使することができなくなったときは、当該新株予約権は、消滅する。

本条は新株予約権の消滅に関する規定であり、新株予約権が「行使」されたことによるその消滅⁹⁷⁷、および自己新株予約権の消却による新株予約権の消滅（法 276 条 1 項）以外に、新株予約権者が「行使」できなくなった場合に新株予約権が消滅する旨を定めるもの

⁹⁷⁷ 相澤＝葉玉＝郡谷編著・前掲注（961）258 頁。

である。主要な解釈問題は、「行使することができなくなった」原因のうち新株予約権の消滅に帰結するものの範囲である。会社法制定時の立案担当官は、この規定は、新株予約権として行使される可能性がなくなった場合に、消却を行わない限り新株予約権が存続し続けるという事態が生じることを防ぐためのものとし、どの者との関係においても行使されることができなくなった場合のみ適用される、とする⁹⁷⁸。そうすると、新株予約権者に固有の、属人的な理由により行使できなくなった場合（死亡など）は、新株予約権の消滅をもたらさない。

以下では、上記以外の要素のうち、新株予約権の行使可能期間の設定における問題と、新株予約権を発行した会社について倒産手続が開始された場合の新株予約権の処遇という2点に着目し、新株予約権の消滅について追加の考察を行う。

まず、新株予約権の行使可能期間の設定について。発行時に定められた権利行使可能期間（会社236条1項4号）が満了すると、新株予約権は行使できなくなるので、本条の規定により消滅すると考えられる。先述の通り、この権利行使可能期間は、新株予約権の存続期間ということになるから、新株予約権の法構造について二段階構成を採る場合において、二段階目として指定される期日はその期間内であることを要するというべきである

（一段階構成であればこの点は問題となり得ない）。ここで、権利行使期間についての定めのない「永久新株予約権」の可否が問題となる。すなわち、社債については、その元本の満期がない「永久債」が発行されており、既に法的性質に関する議論が展開されている⁹⁷⁹。

⁹⁷⁸ 相澤＝葉玉＝郡谷編著・前掲注（961）258頁。

⁹⁷⁹ 永久債は、銀行自己資本比率規制との関係で必要となったため、その要件の一環として、倒産手続において債務として認識されないことが求められてきた。この点について、永久債であることによって債務超過の判定において債務として認識されないとし、また、永久債の「弁済期がない」点が民法上の純粹随意条件との関係で問題を惹起し得るところ、利払い負担が大きいことから発行会社は元本を償還する意思を有するという理由付け、および返還請求権の放棄を約定できることにより問題を回避できるとする見解として、江頭憲治郎「永久債に関する諸問題」江頭憲治郎『会社法の基本問題』431-448頁（2011）（初出：西原寛一先生追悼論文集『企業と法（下巻）』（有斐閣、1995））参照。

高い利子負担を嫌がって会社が償還する意思を有するならば、それはむしろ債務として認識すべき理由となり、また、利子の附従性に照らしても疑問が残る。

この点については、返還請求権の放棄を約定できる点への依拠が説得的である（江頭憲治郎編『会社法コンメンタール16—社債（付：担保付社債信託法）』（商事法務、2010）27頁〔今井克典〕も参照）。弁済せずとも債務不履行を惹起しないなど永久債の概念に類似する自然債務が、「債権として権利の一種ではあるが、権利の下位概念としての請求権と抗弁権のうち、後者の抗弁権としての機能は完璧であるが、前者の請求権としての機能は裁判外の場に限定される」（加藤・前掲注（874）92頁）ところ、請求権としての機能を欠くが故に法的執行力をもたず、もって破産債権にも含まれないと解されている（伊藤眞『破産法・民事再生法〔第5版〕』（有斐閣、2022）286頁）ことからアプローチするのである。また、会社設立者が設立時に負債形式で会社に拠出した資金は資本に準じるものであり、経営状態悪化時にその返還を請求するのは、信義則違反及び権利濫用であるとした裁判例（東京高判平成12・3・29判時1705号62頁）に基づき、資本代替的貸付債権も破産債権性が否定され得るとする見解（伊藤・同286-287頁注51）があるが、銀行の

これは銀行の自己資本比率規制との関係で必要性が生じた種類の債券であるが、現行規制では、その他 Tier1 資本において社債部分が永久社債となる取得条項付転換社債型新株予約権付社債を発行する際には、新株予約権部分も永久化する必要性があると考えられる。この点、永久新株予約権を組成するならば、この期間を「発行会社が存続している間」というような形で定めるべきことになろう。新株予約権の有利発行規制との兼ね合いにおいて、その価値評価を適切に行うことができるか否かという問題はあるが、それを乗り越えることができた暁には、新株予約権原簿にその存在が記載されている限り、許容しても特段差し支えないと思われる。

次に、新株予約権を発行した会社について倒産手続（以下では破産法を念頭に置く）が開始された場合の新株予約権の処遇について⁹⁸⁰。あり得る選択肢として筆者に思いつくのは、①手続開始に拘わらず何も変化はない、②手続開始時の本源的価値をもって（時間価値は捨象して）破産債権とする⁹⁸¹、③手続開始時の、当該開始決定「ナカリセバ」有していたであろう価値をもって（時間価値を含めて）破産債権とする、④双方未履行の双務契約についての一般的処理に従い、管財人等が履行か解除を選択する⁹⁸²、といったものである。

①は、新株予約権の形成権としての性質を重視したものであり、私見ではこれを採る。破産手続開始の決定によって新株予約権の内容に変化は生じず、株式会社が清算終了までは新株を発行できることに鑑みて、権利行使期間が清算終了までに徒過する場合はその時点で消滅し、清算終了が先じめる場合はそれにより行使不可能になったので消滅する、というものである。新株予約権は破産債権にはならず、したがって、債務超過判定においても負債として認識されない。この処理は、会計上の処理として新株予約権が純資産の部に計上されていることと整合的である。また、本稿の解釈論の下では、新株予約権を行使すれば会社側の行為を要することなく有効に株主になることができるので請求権ではないの

自己資本たるべき負債性資金調達手段がその射程に含まれ得る点も、併せて重要である（内部者劣化に基づく判断が背後にあれば銀行自己資本は射程外だが、本件判旨はそれとは離れて資本に準じるとの性質決定を行っているようにも読める。高橋美加「判批」ジュリスト 1253号 212-215頁（2003）215頁参照）。

⁹⁸⁰ 新株予約権と倒産法制の関係についての議論は、筆者が接し得た範囲では専ら、個人破産があった場合に破産者が保有しているストック・オプションが破産財団を構成するか否か、という点に集中している。これはオプションの買い手について倒産手続が開始された場合のオプションの処遇という問題である。他方、オプションの売り手側について倒産手続が開始された場合の議論は、新株予約権を発行している会社が倒産した場合の新株予約権の処遇を含め、ほとんど議論がないようである。

⁹⁸¹ 企業価値評価の文脈ではあるが、新株予約権を有利子負債の類似物として位置付けた上で、時価以下で株式を取得できる場合はその経済価値（本源的価値のみが考慮されていると考えられる）は株主以外に帰属しているといえるが、会社更生法や民事再生法の申請が見込まれる時点において、その価値を評価上考慮するケースはほとんどないとする見解として、西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント（株）編『法的整理計画策定の実務』（商事法務、2016）181頁〔長森洋志〕。

⁹⁸² この処理を示すものとして、藤原総一郎監修『企業再生の法務—実践的リーガルプロセスのすべて〔改訂版〕』（きんざい、2012）759頁。

であり⁹⁸³、一般論として破産債権に属さない権利の要素を含んでいる点との関係で、これを破産債権に含めないことは倒産法制の枠組みに親和的でもある⁹⁸⁴。

②は、債権としての性質を重視したものといえる（したがって先述した本稿の立場の下との親和性は低い）。一般に破産債権となるべき債権は破産手続開始決定をもって現在化・金銭化が実施されるが、新株予約権もこれに服するがため現在化によってその行使期間の終期が強制的に到来し、その時点での金銭的価値としての評価を行う、つまり、本源的価値のみをもって破産債権としての処遇を受ける、という思考プロセスから導き出され得る。これは、新株予約権の行使が不可能になることを意味すると目され、そうであるとすれば新株予約権は破産手続開始により消滅することになる。株式会社制度（株主有限責任制度）が抱える問題の1つとして債務超過に近づくと資産代替の可能性が高まるというものがあ

⁹⁸³ より厳密には、「人的請求権」ではない（この見地からは、破産手続が開始されれば新株予約権は強制的に消滅するという構成の余地もないではないが、根拠がないであろう）。

ただし、新株の引受けを株主になるという社団法上の入社行為を実現する行為として位置付け、また、新株予約権者からの「請求」を受けてなされる会社側の行為があつて初めて新株発行の効力が生じると解する場合においては、人的請求権としての性質を有することになる。

⁹⁸⁴ この構成には、会社法の平成26年改正前においては、再建型倒産手続において新株予約権が残存すると、再建過程において新株予約権が行使されて他の株主が誕生すると再建に差し支える（そのような事態を見越してそもそも再建のためのスポンサーが現れなくなる）という不都合が生じるという欠点があった。しかし、同年改正により特別支配株主による株式等売渡請求権の制度が導入され、新株予約権を排除することも可能になったから、現在ではその問題はある程度は解消されていると評価できるのではないかと。この「請求」が行われることを予期した新株予約権者が新株予約権を行使して少数株主化することもあり得るが、そもそも論としては0円ストック・オプションや1円ストック・オプションのように極端に権利行使価額が低い場合でなければ、発行可能株式総数を大幅に上昇させる措置を先に講じておくことで、アウト・オブ・ザ・マネーの状態とすることはそれほど困難ではないであろう。また、仮に権利行使されたとしても、持株比率が10%に満たないならば依然として株式等売渡請求によりその株式が強制取得され、これを上回る場合においても、少数株主を締め出すための手段を講じる余地はある。それらによってもなお防ぎきれない場合もあり得るが、その種の場合は、スポンサーが引き受ける株式を、剰余金配当請求権や残余財産分配請求権について、新株予約権者が権利行使により取得する株式よりも好ましい条件とする（優先株式とする）ことで対応可能であると思われる。

この種の措置は、視点を変えれば、新株予約権者にとって酷ともいえる。もっとも、スポンサーによる再建努力が無ければそのオプション価値は実現されない点から出発して、（パレート改善等の見地を中継して）新株予約権者を「ぞんざい」に扱うことを正当化し得るのではないかと。

なお、蛇足ながら、株式等売渡請求における「請求」の意義につき、会社ではなく他の株主に対する権利であり特殊な少数株主権であると説かれることもある（江頭・前掲注（633）279頁）。しかし、条文の文言からは、「請求」の相手方は会社であるところ、この「請求」に対して会社は拒む余地があるので、これは形成権ではない。他方、会社がその「行使」を承認した場合には、少数株主はその効力により株式を失う事態を個別に免れることはできないので（株式売渡請求自体の効力を争うほかない）、特別支配株主が会社側による承認についても実質的に支配している場合には、株式等売渡請求は、少数株主との関係では形成的であり、一段階オプションとしての性質を有することになる。

るが、資産代替の実現可能性が高まり、あるいは実際に生じると、ボラティリティの拡大に結実するので新株予約権の価値も上昇すると考えられるところ、その影響⁹⁸⁵が排除される点が長所といえそうである。なお、債権として定位することから、発行体は破産手続において新株予約権者に対して金銭支払い義務を負うと解すべきことになるため、新株予約権は債務超過判定において負債として取り扱われると考えられ、したがって、銀行の自己資本比率規制で新株予約権が普通株式等 Tier1 に含まれているのは不当というほかなく、そのような処理を行っている銀行各社は、開示資料に誤りが存在する（不実開示である）ことになり修正開示を迫られると考えられる（転じて、この②の立場を採る論者は、そのように主張しなければ筋が通らない）⁹⁸⁶。

③は、オプション理論に基づき算出した価値、あるいは上場している場合はその市場価格をもって、破産債権とする処理である。この場合も、破産手続開始により新株予約権が消滅することになるであろう。一般論としては、弁済期が到来していない債権の価値はその額面価値を下回ることから、破産法の現在化はその価値を上方修正する機能を有するが、新株予約権はオプションとしての性質により時間価値が大きな意味を持つことから現在化は逆に価値を低下させるものとなり、これを不当と捉える場合には時間価値を維持する③が支持され得るであろう⁹⁸⁷。もっとも、債務超過に近づくとき資産代替の可能性が高まり、それに伴い新株予約権の価値も上昇するが、これを反映することの是非も問われる必要がある。この枠組みにおいても、現行の銀行自己資本比率規制における新株予約権の取り扱いが不適当ということになる⁹⁸⁸。

④は、定位するならば、新株予約権の法構造として二段階構成を採用し、二段階目において会社側の行為を観念すると同時に新株予約権者の側についても履行義務を肯定し、双務性を肯定するものである⁹⁸⁹。破産手続において、双方未履行の双務契約では管財人が契

⁹⁸⁵ これは、他の倒産手続参加者との間の公平性に疑義を生じさせ得る要素であると考えられる。

⁹⁸⁶ 株式の価値が新株予約権の権利行使価額を下回っている場合には本源的価値がゼロとなるので、その限りでは破産債権を構成しないことになる。しかし、そのようになるとは限らないので（いわゆる1円ストック・オプションとして権利行使価額が1円となっている場合や、0円ストック・オプションとして権利行使価額がゼロ円である場合があり得る）、原則論としてはやはり債務超過判定では負債として扱われ得る存在として理解するほかないであろう。

なお、アウト・オブ・ザ・マネーのオプションから時間価値を捨象した場合にその経済的価値がゼロとなるか否かは、厳密には不明である。後述の通り、アウト・オブ・ザ・マネーで新株予約権が行使された場合の税務処理が不明確であるためである。

⁹⁸⁷ これを支持する文献は見当たらず、また、筆者自身も本文先述の通り、本稿の結論としては採用していない。筆者が最初に思い付いたのはこの処理だったので、念のため、明示的に検討しているに過ぎない。

⁹⁸⁸ こちらの処理では、破産手続開始時点で株式の価値が権利行使価額を下回っている場合においても、時間価値が認められることで必ず正の価値を有することになる。

⁹⁸⁹ 新株予約権が発行済であることから、その発行契約自体は双方未履行の双務契約とはなり得ない。したがって、新株予約権者と発行体の間に双方未履行の双務契約を措定するな

約の履行または解除を選択するが、新株予約権の文脈では、「(新株予約権の行使およびこれに伴う)新株発行」と「解除」の二択になると目される。このような処理を行うべき理由として、民事再生の場合を念頭に置いた記述であるが、再生手続開始後に新株予約権が行使されて少数株主が出現すると100%減資を実施した意味がなくなること、および100%減資を行う場合は「既存の株式ですら」消滅させられることとの均衡上、新株予約権の権利行使を認めることは民事再生法の趣旨を没却する(つまり「解除」できることが有意義である)という根拠を掲げる見解⁹⁹⁰がある。もっとも、これは平成26年会社法改正よりも前に提示された主張であるところ、同改正で導入された特別支配株主の株式等売渡請求権により、再建開始後の新株予約権行使に関する問題にはある程度対処できる。また、株式と新株予約権は異なるものであるから、100%減資で従前の株式が消滅させられることをもって、従前から存在する新株予約権の強制的な消滅を正当化するのは無理であろう⁹⁹¹。さらに、管財人が有する履行と解除という選択肢のいずれも、実際のところ、何がどうなるのか判然としない⁹⁹²。

加えて、解除するとオプション料の返還が問題となり⁹⁹³、履行を選択すると新株発行契約になり、失権した場合に会社による損害賠償請求が可能か否かという問題に帰着しそうである。そして、損害賠償請求が可能であるならば、新株予約権者が事実上新株予約権の行使を義務付けられる状況にもなる⁹⁹⁴。また、新株予約権は「有価証券」に分類されているところ、伝統的に「有価証券」は債権にせよ社員権にせよ「権利」を表章するものであったが、上記のような理解からすると、新株予約権が行使された場合の払込み義務も含め

らば、それは新株発行契約に他ならないと思われる。

⁹⁹⁰ 藤原監修・前掲注(982)759頁。

⁹⁹¹ 企業会計上の処理として新株予約権は純資産の部に計上されるものの、法的には株式とは異なるので、株式と同列に扱う必然性はない。

⁹⁹² まず履行の場合、新株発行契約の履行ということであるから、新株予約権者の代わりに管財人が新株予約権を行使したに等しい状況になると目される。このとき、通常の新株発行契約であれば、倒産手続が開始された会社の新株を引き受けるか否かの判断は、会社の再建可能性と、失権後の会社による損害賠償請求権との兼ね合いにより判断されると目される。もっとも、実質的には管財人による新株予約権の強制的な行使に近い状況になることから、そのような判断が可能か否か、という疑問が残る。

他方、本文記載の通り、再建が成功した場合に新株予約権が行使される事態が問題であるならば、解除が選択されることになるであろう。もっとも、何が解除されるかは定かでない。

⁹⁹³ 返還が是とされることを仮定しても、いくら返還すべきかが問題となる。新株予約権の発行後、時間の経過とともにオプションの時間価値は減少しているので、発行時に払い込まれたオプションの公正価値としての新株予約権の引受価額をそのまま返還するのは妥当ではないと解する。これは、手付損倍返について説明したものと同様の考え方に基づくものである。

⁹⁹⁴ 払い込まれた資金は破産財団を構成して破産債権者等への配当に利用され、株主となった元新株予約権者は、黒字倒産でない限り損失を被る可能性が高い。

た「契約上の地位」が丸ごと有価証券に表章されることになり⁹⁹⁵、有価証券理論に大きな変動をもたらすものである。

以上より総合的に考慮すると、①が望ましいと解する。本稿における新株予約権が二段階形成権であるという解釈論から見ても、これは整合的である。

なお、その場合には、転換社債型新株予約権付社債の社債部分は単なる金銭債権であることから別途検討が必要である。処遇として筆者に思い付くのは、(1) 社債部分は破産債権となり、破産法の効果により新株予約権部分と切り離され、新株予約権部分は転換社債型であるがために権利行使できなくなり消滅する⁹⁹⁶、(2) 切り離されずに破産債権として扱われ、依然として現物出資による新株予約権の行使が可能である、(3) 社債部分も新株予約権の処理に牽連して破産債権にならない⁹⁹⁷、という 3 つである。この中では、(2) が一番よさそうである。権利行使が行われても他の破産債権者には悪影響はないことから抜け駆け弁済のように扱う必要はなく⁹⁹⁸、既存株主にとっては不利となり得るが⁹⁹⁹、それは単に新株予約権を破産手続開始に拘わらずそのまま存続させる処理においても同様であり、債務超過であれば結果的には(1)と同じようになる。

この他、新株予約権に取得条項が付されている場合の処理も問題となるが、取得対価が破産会社の債権である場合については、当該債権を(停止)条件付債権として破産手続を進めるべきである¹⁰⁰⁰。

⁹⁹⁵ 社員権が表章されるならば、その「社員権」の一環として義務が発生するという形で逃げることも可能であるが、新株予約権ではそのような途は閉ざされているであろう(株式を社員権として理解し、新株予約権を「停止条件付株式」のような存在として定位する主張はないではないのかもしれない)。

⁹⁹⁶ 一般論としては、転換社債型新株予約権付社債において、社債部分が消滅すれば、その新株予約権部分は行使不可能になると考えられる。江頭・前掲注(633)862頁注2。

⁹⁹⁷ この処理による場合は、債務超過判定において債務として扱われず、また、破産手続が終結するまでの間に新株予約権が行使されなかった場合には、権利行使が不可能な債権となり消滅することになるだろう。

⁹⁹⁸ 破産債権が株式になるので、破産者が債務超過であれば、これにより消滅する破産債権たる社債と同順位および劣位の他の破産債権者(劣後債権者)に対する弁済率は上昇する。資産超過であれば何も変化はない。

なお、一般論として、検査役の調査を排するために、転換社債型新株予約権付社債ではその新株予約権の行使時に社債部分の弁済期を到来させる旨の条項が付されていることが通例であると思われるが(会社207条9項5号参照)、破産法による現在化の処理により、当該条項がない場合であっても検査役の選任は不要になると解される。

⁹⁹⁹ 債務超過であれば影響はないが、流動性不足等により資産超過であるにも拘わらず破産に至ったのであれば、債権者に対する破産配当が終わった後になお残存する会社財産の分配割合が低下する。

¹⁰⁰⁰ 新株予約権が行使された場合、または取得条項が発動しないことが確定した場合、当該債権は消滅したものとして扱われる。なお、取得条項付新株予約権付社債の場合については、社債部分も(解除)条件付債権として扱うべきことになる。

権利者において選択の余地が広く、また、配当手続を複雑化させるというデメリットはあるが、これは割り切るほかない。

法 288 条

①株式会社は、証券発行新株予約権を発行した日以後遅滞なく、当該証券発行新株予約権に係る新株予約権証券を発行しなければならない。

②前項の規定にかかわらず、株式会社は、新株予約権者から請求がある時までは、同項の新株予約権証券を発行しないことができる。

本条は、証券発行新株予約権を発行した場合に、会社が新株予約権証券を発行すべき時期に関する規定である。

先述の通り、本稿では株式発行時に株券発行会社が行う株券の交付は、株主の自益権に対応するものとして定位する。そして、これと同種の間接関係を新株予約権発行と新株予約権証券交付の間にも措定する¹⁰⁰¹。本条は、新株予約権の発行成立と、新株予約権証券の発行時期が別物であることを示す条文ということになる。

第6目 小括

本款における検討の結論として、本稿では新株予約権を次のように性質付ける。新株予約権は、二段階の形成権としての法的性質を有する。その一段階目において、新株予約権者は二段階目を行使する日を指定する。そして、権利行使価額がゼロではない場合、その二段階目の行使として払込みを行い、その払込取扱金融機関への払込成立に伴い、会社側の行為を要することなく株主となる。他方、権利行使価額がゼロである「0円ストック・オプション」としての新株予約権である場合、二段階目の行使において新株予約権者側の作為は措定されないが、そのことにより、権利行使価額のいかんを問わず新株予約権一般について、一段階目の行使の後、元々の新株予約権の権利行使期間の範囲内かつ一段階目の行使において指定された日が到来するまでの間であれば、新株予約権者は一段階目の行使を撤回できるという解釈が可能となる。権利行使価額がゼロではない新株予約権について、一段階目を行使したあとの新株予約権者の置かれる状況は、通常の新株発行時における、支払未履行の状態にある権利株の権利者が置かれる状況と近いものとなるが、後者においてはその不履行が損害賠償義務を生じさせ得るのに対し、前者ではその恐れがないという点で違いがある。新株予約権を発行した会社について倒産手続が開始された場合、新株予約権の法的地位に変化はなく、行使がなされない場合は、その権利行使期間の満了と清算手続の完了のいずれか早い方の時点で権利行使ができなくなるため消滅する。

第4款 株式会社に関する権利者のオプション所持人としての定位

第1目 はじめに

本款では、株式会社制度に関する利害関係人をオプションに基づき整理してその特徴

¹⁰⁰¹ 新株予約権者が有する権利については「自益権」と「共益権」のような区別はなされないのが一般的であると思われ、単に新株予約権者の「権利」ということになるであろう。

を浮かび上がらせ、その枠組みの下で、間接損害と直接損害に関する新たな分類方法の構築を試みる。従前の学説においても株主と債権者をオプション取引の当事者として位置付けた説明は存在するが¹⁰⁰²、本稿が提示するのは、それとは異なるものである。

出発点は債権者の位置付けであり、金銭債権者がその金銭債権本体に基づき債務者から支払いを受けるプロセスを、プット・オプション所持人たる債権者によるオプション行使として定位する。債権者はオプション行使により権利行使価額¹⁰⁰³として定められた金額（債権額）の現金を受領し、原資産たる債権は債務者に帰属して混同消滅する。この枠組みの下で重要となるのが、価値を有するのがプット・オプションという権利であり、原資産たる債権それ自体の経済的価値はゼロと看做される、という点である¹⁰⁰⁴。つまり、このプット・オプションはアウト・オブ・ザ・マネーになることはなく、債務者の責任財産がゼロである場合を除けば¹⁰⁰⁵常に行使することで利益を得られるが、債務者の債務不履行により権利行使価額を満額受領できない可能性がある¹⁰⁰⁶。なお、金銭債権者は債権本体の他に利子を受け取る権利も有するところ、これについては伝統的な枠組みに則り、本権と支分権として定位する（本権を繰り返し行使可能なコール・オン・プットとみる）¹⁰⁰⁷。

1002 たとえば、チーム生産理論は、オプション理論に基づくと誰が残余請求権者か決定が困難である点をもって取締役に関与関係の調停者としての役割を与える。すなわち、①会社財産は株主に帰属しているが、株主は会社資産を原資産とするプット・オプションの買い、債権者は同プット・オプションの売り（債務超過で清算すると、株主は債権額面をもって債権者に会社を押し付けることができる）、②会社財産は債権者に帰属しているが、株式は負債額面を行使価額とする、原資産たる会社資産を取得するコール・オプションの買い、債権者は同コール・オプションの売り、という2つの形で構成される。そして、両者は非排他的であり、株主と債権者のどちらが残余請求権者か決することができないとする。チーム生産理論の紹介として、伊藤壽英「アメリカ会社法学におけるチーム生産アプローチ：契約的企業観に対するアンチテーゼ」法学新報 110 巻 3・4 号 75-114 頁（2003）参照。

1003 契約の内容次第では、債権の額面が変動することもある。これは事前に契約において増額についての定めがある場合は、その増額を享受する債権者の権利は、コール・オン・プット所持人としての地位に基づくものとして性質付ける事も可能であるが、本稿では単にオプションの権利行使価額の事後的な修正として定位する。

1004 原資産たる債権自体は債務者から支払いを受けることに寄与しないので無価値であるが、プット・オプションを行使すれば、原資産たる債権をオプションの売り手たる債務者に引き渡し、代わりに権利行使価額として定められた金額（つまり債権額）の支払いを受けることができる。

なお、この見地からは、訴求力・執行力を欠いた債権としての「自然債務」は、裁判を通じてプット・オプションを行使することはできない債権である。すなわち、給付保持力の経済的価値を肯定する限り、プット・オプションを裁判外で行使することは可能である、という形で整理される。

1005 より厳密には、他の債権者の存在や、1円未満の債権も踏まえた処理を行った後で、最終的に得られる金額が1円以上である場合においては、ということになる。

1006 この債務者の債務不履行可能性を加味した上でのプット・オプションとしての価値こそが、債権者であることの経済的価値となる。

1007 これ以外の形としては、たとえば、原資産に対する配当があるプット・オプションと

次に、株式について。株主は、剰余金配当請求権および残余財産分配請求権を介して、株式を発行した株式会社に対する金銭債権を発生させることができる。このプロセスに着目し、株式を、債権者としての地位であるプット・オプションを原資産とするコール・オプションとして位置付ける¹⁰⁰⁸。これにより、株主はプット・オプションを原資産とするコール・オプション、すなわちコール・オン・プットの所持人として定位される。

さらに、新株予約権については、その性質から株式を原資産とするコール・オプションとして位置付けられること、および上述した二段階形成権としての定位を踏まえ、新株予約権者をコール・オン・コール・オン・コール・オン・プット所持人として定位する。つまり、一段階目の行使（コール）により二段階目の形成権が取得され、その二段階目の形成権行使（コール）により、原資産たる株式（コール・オン・プット）が手に入るのである。

以上の枠組みに基づき、以下では発行取引に対する内部者取引規制の是非という本章全体の検討課題と関係する要素として、オプションの買い手（債権者・株主・新株予約権者）および売り手（株式会社）に利益や損害が帰属するプロセスを体系化する。次目では、オプションの新規発行（新株発行など）および回収（自己株式取得など）に際して対価が過大または過少であることに起因するオプションの売り手（会社）の利益状態を取り上げ、未公表情報の影響度評価が不正確であったために対価がオプションの公正価値から乖離した発行取引が実現した状態を描写する手段を示す。第3目では、オプションの中でも特に新株予約権に深い関係がある要素として、原資産価値の評価ミスによるオプション行使・不行使について取り上げる。なお、未公表情報の影響度評価が不正確であるために生じたオプション価値の評価ミスに起因する既存オプションの売買については、**前章**で既に検討済みであり、未公表情報の影響度評価に起因しない評価ミスはその内容を類推すれば足りるので、本款では取り上げない。

第2目 オプション発行・回収時の会社財産増減と回収後のオプション価値

本目では、オプションの発行およびオプションを発行した会社自身がオプションを回収する際に、会社が受領または支出する対価に過不足がある場合における、各オプション権者の利益状態について説明する。また、関連して、会社が回収したオプションが消滅せずに会社に帰属した状態である場合（以下、そのような状態にあるオプションを「自己オプション」という）の価値評価についての私見を提示する。

位置付ける余地もあるが、これは上述した債権それ自体の経済的価値をゼロと看做すという方針と矛盾するので、本稿では採らない。

あるいは、本体債権の発生に伴い、1回のみ行使可能なコール・オン・プットが付与され、当該オプションの原資産は利子債権と、次の利子債権を発生させるコール・オン・プットの複合体である、という整理も可能である。

¹⁰⁰⁸ 剰余金配当請求権は複数回行使可能であるのに対し、残余財産分配請求権はそれが行使される場合には株式を発行している会社が清算により消滅するので、1回しか行使できない性質のものである。

まず、オプションの発行について。債権者・株主・新株予約権者がオプション権者である、という枠組みの下では、新たに会社が債務を負い、または株式・新株予約権を発行した場合、新たなオプションが発行された（新たなオプション権者が誕生した）ことになる。この時、オプション発行の対価が過大または過少であることにより、既存のオプション権者と、新たに誕生したオプション権者のそれぞれにおいて、利益または損失が生じる。典型的には新株発行や新株予約権発行に際して「有利発行」と呼ばれる場合が、オプション料が過少である場合に該当し、また、過大である場合は有利発行と平行に「不利発行」とでも呼ぶべき状態となる（以下では、この語を用いる）。債権が新規創出される場合も、オプション料が過少であれば（会社に流入する財産価値に比して、債権額面が過大であれば）、他の債権者・株主・新株予約権者に損害を与え¹⁰⁰⁹、また、オプション料が過大であれば新規債権者は債権取得により損害を被ることになる。なお、オプション料が過少である場合、オプションの買い手が獲得する利益と平行に、オプションの売り手において損害が生じると考えられる（返済期限が1年後で、融資額100万円に対して返済額1億円という貸付条件であれば、ほぼ常に、債権というプット・オプションの売り手たる借主に損害が出ているといえよう）。

以上の見地からは、本章の主題たる新株予約権が有利発行されれば、それだけで既存株主に損害が生じているとみるべきである。新株予約権が不公正な価格で発行されたが未だ権利行使されていない、という状況につき、平成17年会社法制定時の立案担当官は、新株予約権者は債権者であり、他の株主に対して不利益が生じるか否かは未確定であるとし、不公正発行に対する新株予約権者の責任が発生するのが、新株予約権が行使された場合であることを明示する会社法285条1項・286条1項を引用する¹⁰¹⁰。しかし、上述の通り新株予約権は債権ではないと解するべきであり、また、新株予約権が有利発行された時点で、オプションの売り手たる会社に十分な対価が払い込まれなかったことで既存オプション権者たる株主は損害を被っていると考えられるのである¹⁰¹¹。

次に、オプションの回収について。オプションを発行した会社自身がオプションを回収した場合、オプションの対価として会社は支出を要し得る。このとき、対価に過不足があれば、回収した会社自身や回収されていない他のオプションの権利者には、オプションの

¹⁰⁰⁹ なお、会社が株主に配当を実施する場合には、オプション料を受領せずにオプションを発行していることになるので、ある株主から見て、他の株主に実施される配当原資分の企業価値下落に伴う自身の持株価値の低下（あるいは、既に債務超過である状態における配当実施、または配当実施により資産超過から債務超過に転じる場合の、会社債権者の損害）は、この類型に属するものと捉える余地もないではない。

¹⁰¹⁰ 相澤＝葉玉＝郡谷編著・前掲注（961）258頁

¹⁰¹¹ 新株予約権は株式を原資産とするコール・オプションである（二段階形成権としての性質を反映すると株式を原資産とするコール・オン・コールとなる）ことから、「会社財産に対する株主の取り分」に対する権利を得る。つまり、株主に対する配当における財源規制の存在を踏まえれば、会社債権者ではなく株主と競合する存在である（このことも新株予約権の形成権としての定位に親和的である）。

発行時と平行に利益・損害が生じ得ると考えられる。回収対価が過大であれば会社は払い過ぎたことになり、他のオプション権者が権利行使により得られる財の価値の低下や、債務不履行の可能性が増加する要因となる。また、回収対価が過少であれば、その逆に会社には利益が出ることとなり、他のオプション権利者の権利行使時に得られる財の価値が上昇し、あるいは債務不履行の可能性が低下する要因となる。

なお、このような回収の典型例は自己株式取得であるが、手続違反により違法である自己株式取得の取得対価が会社の損害となるか否かについて議論がある。この点については、回収後に自己株式を消却せず金庫株として維持している（自己オプションとなっている）状態において株式価値が下落した場合に、これらを自己株式取得に起因する会社の損害として扱うべきか否か、という自己オプションの価値評価に関する問題と一体的に論じられているので、併せて検証する必要がある。

自己オプションの価値評価のうち、自己社債については、自分自身に対する金銭債権であると同時に金銭債務であり、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が併存することで両者が打ち消し合いプラスマイナス0として評価される（自己社債を消却するか否かは企業価値に影響をもたらさない）であろうことは直感的に予想できるであろうし、本稿ではこの位置付けを所与とする。

これに対し、自己株式については、上述の通り違法な自己株式取得と会社の損害に関して様々な見解が提示されており、先行研究では4つに整理される例¹⁰¹²が多く、本稿ではこれに依拠する。まず、①自己株式に資産価値を肯定し、取得価額と責任追及時または自己株式処分価額の差額を会社の損害とする見解、②自己株式に資産価値を肯定し、取得価額と取得時の時価の差額、および自己株式が処分されている場合はさらに処分時の時価と処分価額の差額を、会社の損害とする見解、③自己株式に資産価値を肯定するか否かは立場が分かれるが、取得価額と取得時の時価の差額のみを会社の損害とする見解、および④自己株式に資産価値を肯定するか否かは立場が分かれるが、自己株式の取得価額の全額を会社の損害とする見解がある。

本稿では、会計学における自己株式の時価評価に関する考察を参照し、上記の問題について検討を加える。会社の財務状態に変化があればその会社が発行したオプションの価値も変動し、これに伴い会社自身に帰属しているオプションの価値も変動するのでそれが新たな財務状態の変動事由になり、さらにそれがオプション価値を変動させる、というループが続き、一連の過程で会社自身に帰属していないオプションについても価値変動をもたらす。会計学の分野では、企業が自社の企業価値の増減を損益として認識して利益・損失に算入する行為がループの発生原因であるとき、株式に関するこのような事象ないし性質

¹⁰¹² 久保田・前掲注(912) 203-209頁。これに依拠するものとして、伊藤靖史「計算：自己株式の取得」法学教室 495号 93-101頁(2021) 96-97頁など。学説の詳細についても、それらを参照されたい。

が「フィードバック・ループ (feedback loop)」と呼ばれることがある¹⁰¹³。便利な用語なので、本稿ではより一般的に、何らかの事情により企業価値が増減した場合において、当該増減自体が起点となって追加的に企業価値の増減が発生する状態を、「フィードバック・ループ」と呼ぶこととするが、この意味におけるフィードバック・ループは、会社自身が発行したオプションに限らず、会社が自身の価値と相関関係を有する財に起因して生じ得る¹⁰¹⁴。フィードバック・ループが生じる状況では、企業価値の増加局面では元々の増加分よりも大きく増加し、減少局面では元々の減少分よりも大きく減少する。一部の学説が主張する自己株式についての「二重の損失」という概念¹⁰¹⁵は、おそらくは、フィードバック・ループに（あるいはループの起点についてのみ）言及するものと推察される。時価評価の損益を計上することで生じるフィードバック・ループは、時価評価の対象から外し、あるいはそもそも資産として取り扱わない、といった処理により防ぎ得る¹⁰¹⁶。しかし、広義のフィードバック・ループは、会計処理とは無関係に発生し得るのであり、また、むしろフィードバック・ループを反映するべき場面も存在する（次節で取り上げる）。

本稿では、上述した自己社債に関する直感的な位置付けを自己オプション一般に拡張し、自己株式についても同様に捉え、オプションである自己株式それ自体の経済的価値は肯定しつつ、当該価値がオプションの売り手としての負担と打ち消し合うために資産性が否定されるという解釈を提唱する（手続違反の取得における会社の損害について、結論としては上記③説を支持する）。

まず、一般論としてオプションには経済的価値があり、オプションの所持人は当該価値を享受することになる。その裏側ではオプションの売り手が経済的な負担をしているのであり、公正な取引条件の下では、オプションの買い手はオプションの売り手に対して適切

¹⁰¹³ 大日方隆『アドバンスト財務会計〔第2版〕』（中央経済社、2013）108頁など。

¹⁰¹⁴ Robert J. Bloomfield, Mark W. Nelson & Steven D. Smith, *Feedback Loops, Fair Value Accounting and Correlated Investments*, 11 REV. ACCT. STUD. 377, 377-78 (2006).

¹⁰¹⁵ 会社の業績が悪く企業価値が下落すると、自己株式という会社資産の価値が低下してさらに企業価値が下がる、という形で会社に二重の損失が生じるという考え方である。葭田英人「剰余金分配規制における資本の払戻しと自己株式取得」神奈川法学 40 卷 2 号 39-62 頁 (2007) 57 頁、新山雄三編著『会社法講義—会社法の仕組みと働き』（日本評論社、2014）148 頁〔西尾幸夫〕（「二重の損失」という語は用いない）、柴田・前掲注（905）113 頁など。

¹⁰¹⁶ もっとも、持ち合い株式を資産として扱わない、という処理の可否や適否は、1つの大きな問題である。これを資産として扱う場合は、時価評価するか否かという問題に直面せざるを得ない。

たとえば、A社とB社が株式を持ち合っているとき、A社の企業価値が増大すると、A社の株式を保有しているB社の資産価値が上昇するのでB社の企業価値が上昇し、B社の株式を保有しているA社の資産価値が上昇してA社の企業価値が上昇し、再びこれがB社の企業価値上昇を惹起する、というループが生じる。企業価値下落の場合も、これと平行になる。このような性質を踏まえた、持ち合い株式その他のフィードバック・ループが生じ得る事項に対する会計基準の在り方については、大日方・前掲注（1013）106-112頁参照。

な価格のオプション料を支払うのである¹⁰¹⁷。そして、一度オプションが発行された後はオプションが売買され得るが、やはり公正な取引条件の下では、オプションが当該取引の時点で有する経済的価値に相当する価格がオプションの値段となり、これはオプションの売り手自身がオプションを買い戻して回収する場合も同様であると考えられる。この前提の下でオプションの売り手がオプションを回収して自己オプションを保有しているとき、オプションを回収するためにオプションの公正価値を支出するので、観念上は発行時に獲得したオプション料を喪失し¹⁰¹⁸、オプションの権利者として経済的価値を有しているとともにオプションの売り手として経済的な負担をしているという状態のみが残る。そして、この経済的価値と経済的な負担は表裏一体であり、2つとも同一の者に帰属すると差し引きで必ずプラスマイナス0になると考えられる。これは、自己オプションそれ自体に経済的価値があることを前提とする立論であり、これに鑑みれば、自己オプションに経済的価値を認めることは、自己オプションの資産価値を否定することと何ら矛盾しないといえる。

この見地から、自己株式の経済的価値を定位する。例として、資産100、負債80、純資産の部20、自己株式とはなっていない発行済株式（以下、本目において「社外株式」という）10株、自己株式10株、という設定について考えてみる。従来型の説明では、会社法で自己株式の自益権が否定されていることと相まって、純資産の部20を社外株式の株式数10で除し、1株あたり価値が2である、という計算で完結すると思われる。これに対し、先述した本稿の見地からは、より複雑な計算過程を経て同じ計算結果を導出することになる。

まず、自己オプションにも経済的価値があるという見地から、自己株式についての自益権も便宜的に認める。このとき、純資産の部20を社外株式数および自己株式数の合計20で分割することになるので、1株あたり価値は1になる。もともと、自己株式に帰属する分である10は純資産の部として会社に残るので、これを再び20株で分割できる。よって、1株あたり価値は0.5が加算されるが、これにより再び会社には純資産の部5が残存することになり、これが再び分割されることになる。

このプロセスを、社外株式数a、自己株式数b、分割される純資産の部c、株式1株あたりに帰属する財産量d（純資産の部を分割するプロセス数を添え字とする）として文字式により一般化すると、次のようになる。最初（上記数値例における純資産の部20を分割する段階）は、単に純資産の部を発行済株式総数で除すことになるので、

$$d_1 = \frac{c}{a+b}$$

¹⁰¹⁷ 株式や新株予約権の発行に係る有利発行規制は、発行体となる会社が適切なオプション料を得ることを確保する仕組みといえる。

¹⁰¹⁸ 時間経過に伴いオプションの価値が変化し得るので発行時点の公正価値と回収時点の公正価値が異なり、また、金銭の時間価値も関係するために損得が発生し得るが、当該要素はここでは捨象する。

という式により、1株あたりに帰属する財産量を算出できる。そして、社外株式全体ではこれに a を乗じることで、また、自己株式全体ではこれに b を乗じることで、帰属する財の総量を表すことができる。よって、社外株式全体に帰属する財の量は、

$$d_1 \times a = \frac{c}{a+b} \times a$$

であり、また、自己株式全体に帰属する財の量は、

$$d_1 \times b = \frac{c}{a+b} \times b$$

となる。ここで、自己株式全体に帰属した財は、再び社外株式と自己株式に対する配当ないし分配を行うことができるので、社外株式および自己株式には当該財に起因する価値が帰属するところ、その1株あたり量は

$$d_2 = \frac{d_1 \times b}{a+b}$$

である。これにより、社外株式全体には

$$d_2 \times a = \frac{d_1 \times b}{a+b} \times a$$

という量の財が帰属する。また、自己株式全体には、

$$d_2 \times b = \frac{d_1 \times b}{a+b} \times b$$

という量の財が帰属するところ、この財は再び発行済株式すべてに対する配当ないし分配できるので、社外株式および自己株式に帰属する財の量を再度計算できる。この計算を行うと、社外株式および自己株式には当該財に起因する価値が帰属するところ、その1株あたり量は

$$d_3 = \frac{d_2 \times b}{a+b}$$

である。これにより、社外株式全体には

$$d_3 \times a = \frac{d_2 \times b}{a+b} \times a$$

という量の財が帰属する。また、自己株式全体には、

$$d_3 \times b = \frac{d_2 \times b}{a+b} \times b$$

という量の財が帰属する。

このような帰属する財産量の計算は、自己株式に帰属する財が存在する限り、再帰的に無限に繰り返されると考えられる¹⁰¹⁹。まず社外株式全体に帰属する財の総量を $d_{\text{社外株式全体}}$

¹⁰¹⁹ このような再帰的な計算について、残余財産分配で自己株式に対する財の帰属を認めると再帰的な計算が際限なく繰り返されてしまい清算を終了できなくなるとする見解とし

とすれば、これは

$$d_{\text{社外株式全体}} = a \times (d_1 + d_2 + d_3 + \dots) = \frac{c}{a+b} \times a + \frac{d_1 \times b}{a+b} \times a + \frac{d_2 \times b}{a+b} \times a + \dots$$

という形で計算できるところ、元々は

$$d_1 \times a = \frac{c}{a+b} \times a$$

であり、したがって

$$d_2 \times a = d_1 \times \frac{b}{a+b} \times a = \frac{c}{a+b} \times \frac{b}{a+b} \times a$$

であり、同様にして、

$$d_3 \times a = d_2 \times \frac{b}{a+b} \times a = \frac{c}{a+b} \times \frac{b}{a+b} \times \frac{b}{a+b} \times a = \frac{c}{a+b} \times \left(\frac{b}{a+b}\right)^2 \times a$$

という形になることがわかり、社外株式に帰属する財の総量は、これらに a を掛けたものを足し合わせることで求めることができるといえる。そして、上記の式からすると、

$d_{\text{社外株式全体}}$ は初項 $c \times \frac{a}{a+b}$ 、公比 $\frac{b}{a+b}$ の無限級数であると考えられる。よって、初項が a 、公比 r である無限級数について、 r の絶対値が 1 未満である場合、

$$\sum_{k=1}^{\infty} ar^{n-1} = \frac{a}{1-r}$$

である¹⁰²⁰ことを利用すれば、社外株式全体に帰属する財の量を

$$d_{\text{社外株式全体}} = \frac{ac}{a+b} \Big/ \left(1 - \frac{b}{a+b}\right) = c$$

と計算できる。そして、社外株式全体に帰属する財を社外株式の数で除すことで、社外株式 1 株あたりに帰属する財の量たる $d_{\text{社外株式1株あたり}}$ を計算でき、これは

$$d_{\text{社外株式1株あたり}} = \frac{c}{a}$$

となり、自己株式が存在しないものとして計算した場合と同様、純資産の部を社外株式の数で除したものとなる。

また、同様に自己株式に帰属する財の総量を $d_{\text{自己株式全体}}$ とすれば、これは

$$d_{\text{自己株式全体}} = b \times (d_1 + d_2 + d_3 + \dots) = \frac{c}{a+b} \times b + \frac{d_1 \times b}{a+b} \times b + \frac{d_2 \times b}{a+b} \times b + \dots$$

て、新井龍「自己株式の法的地位に関する一考察—コンプライアンスとの矛盾—」桐蔭論叢 34 号 7-14 頁 (2016) 10 頁があるが、本文後述の通り最終的な計算結果は容易に計算できるので、清算終了にとっての支障とはならない。

¹⁰²⁰ 黒田成俊『微分積分』(共立出版株式会社、2002) 71 頁。

という形で計算できるので、初項 $c \times \frac{b}{a+b}$ 、公比 $\frac{b}{a+b}$ の無限級数であると考えられる。よって、社外株式の場合と同様に、

$$d_{\text{自己株式全体}} = \frac{bc}{a+b} \Big/ \left(1 - \frac{b}{a+b} \right) = c \times \frac{b}{a}$$

となる。そして、自己株式全体に帰属する財を自己株式の数で除すことで、自己株式 1 株あたりに帰属する財の量たる $d_{\text{自己株式 1 株あたり}}$ を計算でき、これは

$$d_{\text{自己株式 1 株あたり}} = c \times \frac{b}{a} \div b = \frac{c}{a}$$

となり、社外株式と同じ結果になる。

これらの式に、先に掲げた資産 100、負債 80、純資産の部 20、社外株式 10 株、自己株式 10 株、という設定の数値を代入すると、 $a=10$ 、 $b=10$ 、 $c=20$ であるから、

$$d_{\text{社外株式 1 株あたり}} = \frac{c}{a} = \frac{20}{10} = 2$$

であり、また、

$$d_{\text{自己株式 1 株あたり}} = \frac{c}{a} = \frac{20}{10} = 2$$

となり、社外株式と自己株式のいずれについても、純資産の部を発行済株式総数で除した値となる。数値を変更して $a=20$ 、 $b=30$ 、 $c=20$ とした場合は、

$$d_{\text{社外株式 1 株あたり}} = \frac{c}{a} = \frac{20}{20} = 1$$

であり、また、

$$d_{\text{自己株式 1 株あたり}} = \frac{c}{a} = \frac{20}{20} = 1$$

となる。

上記の式からは、自己株式数 b は、社外株式と自己株式のいずれについても最終的な計算結果とは無関係であることがわかる。また、社外株式と自己株式は同じ経済的価値を有し、それらの価値を単純合計すると純資産の部を超過する、という結論も導出される¹⁰²¹。後者の要素については、自己株式に帰属する財は終局的には社外株式に帰属する計数上のものに過ぎない、という理由付けが可能であり、それ故に会計処理として自己株式を純資

¹⁰²¹ 本文で提示した数値例でいえば、純資産の部 20、社外株式 10 株、自己株式 10 株という設定では、社外株式と自己株式がいずれも 1 株あたり 2 の価値を有するという計算結果なので株式価値の合計が 40 になり、また、純資産の部 20、社外株式 20 株、自己株式 30 株という設定では、社外株式と自己株式がいずれも 1 株あたり 1 の価値を有するという計算結果なので株式価値の合計が 50 になる。

産の部から控除する形で表示することが是認されるのである¹⁰²²。あるいは、純資産の部が、株主が有する株式というコール・オン・コールというオプションの原資産（債権というプット・オプション）の引き当てであるという見地からは、それらはすべて株主に対する条件付債務のように捉えられ、その結果、自己社債がその対応する債務と打ち消し合うため資産価値を有しないのと同様に、自己株式の資産価値が否定される、と捉えれば足りるのではないか。

以上の内容からすれば、手続違反の自己株式取得における会社の損害は、次のようにまとめられる。まず、取得することになる株式の価値を上回る対価を出捐すれば、会社には損害が生じ、下回る対価であれば会社には利益が出る。次に、自己株式が存在する状況で企業価値が低下した場合、それは自己株式の経済的価値を縮小させるが、これと表裏一体であるオプション発行者としての経済的負担も縮小するので、会社には利益も損害も生じない（よって、自己株式の価値変動に伴うフィードバック・ループを観念する必要はなく、二重の損失が発生することもない）と捉えるべきことになる。

第3目 未公表情報とオプション価値の評価ミス

本目では、オプションの売り手たる会社に未公表情報が存在し得る場合における、オプション価値の評価ミスについて取り上げる。その種の評価ミスは、オプションの発行市場・流通市場における価格設定と、オプションを行使するか否かの意思決定において発生し得る。

まず、オプションの発行市場・流通市場における評価ミスについて。発行されるオプションの適正な価格は、オプションの発行者に関する未公表情報に係る要素と、関係しない要素により定まるが、前者について評価を誤るとオプションの有利発行または不利発行が生じる。オプションの有利発行の場合、オプションを新規に引き受けた者が利益を得る一方で、オプションの売り手たる会社自身、および当該発行取引に関係していない既存のオプション権者が損害を被り得る。また、オプションの不利発行の場合、オプションを

¹⁰²² 会計学のテキスト等では、自己株式取得により取得対価が会社から流出したので資産とはいえない、とする説明がしばしば見受けられる。しかし、およそ自己株式以外の財産を取得する場合においても取得対価は流出するので、当該説明のみでは不十分である。

また、上記説明に、会社清算時には無価値な資産であるとして資産性を否定する説明もある。江頭・前掲注（633）270頁。しかし、資産超過で清算するのであれば、本文記載の通り、自己株式に帰属する財が社外株式に対する残余財産分配の対象になる限り、自己株式の自益権に対応する純資産の部は終局的には社外株式の株主に帰属するので、その意味では自己株式が会社財産として存在することを肯定しても理論的には破綻せず、また、債務超過で清算するのであれば、債務超過に至るまでの間に価値が低下して清算価値がゼロに到達し、清算時には会社財産として機能しないものの、そのような性質は貸掛金が貸し倒れた場合等においても生じ得る（重要な取引先が倒産し、担保権者が当該取引先の財産をすべて回収してしまったために、当該取引先に対して有していた貸掛金が完全に無価値となり、それが原因で債務超過になった場合など）ので、やはり自己株式を会社財産として捉えることに対する決定的な欠陥にはならない。

新規に引き受けた者が損害を被る一方で、オプションの売り手たる会社自身、および当該発行取引に関係していない既存のオプション権者が利益を得る。他方、流通市場における未公表情報の影響は、**第2章**で述べた株式の流通市場における取引に関する内容がそのまま妥当する。

次に、オプション価値の評価ミスにより結実したオプションの行使・不行使について。オプションの権利者が、自身の保有するオプションの原資産について価値評価を誤ったために、経済的に不利になる選択（行使または不行使）を行うと¹⁰²³、損害を被る。まず、①コール・オプションについて、原資産の価値が権利行使価額を下回るにも拘わらず、上回ると誤信したオプション権者が権利を行使すれば、オプション権者は原資産の取得の為に払い過ぎたために損をする。次に、②コール・オプションについて、原資産の価値が権利行使価額を上回るにも拘わらず、下回ると誤信したオプション権者が権利を行使しなければ、オプション権者は安価で入手する機会を逸したために損をする。続いて③プット・オプションについて、原資産の価値が権利行使価額を下回るにも拘わらず、上回ると誤信したオプション権者が権利を行使しなければ、オプション権者は原資産を本来の価値よりも高い価格で売却する機会を逸した形になるので損をする。最後に、④プット・オプションについて、原資産の価値が権利行使価額を上回るにも拘わらず、下回ると誤信したオプション権者が権利を行使すれば、オプション権者は原資産を叩き売りしたような形になるので損をする。いずれの場合においても、オプション権者の損と表裏一体として、オプションの売り手が経済的利益を得ることになる。

本章の検討課題との関係では、コール・オプションの一種である新株予約権の権利者においてあり得るのは上記①および②である。**第2章**では投資意思決定者が存在しない未公表情報を存在すると誤信することはない、という仮定の下で議論を進めたが、本目においてのみこれを緩和すれば、未公表情報の累積上限が1個であると仮定すれば、①と②はそれぞれ、実際に存在する未公表情報を覚知できなかった場合と、存在しない未公表情報を存在すると誤信した場合に分岐する¹⁰²⁴。

第4目 小括

本款では、株式会社に関係する権利者を、オプションの権利者として定位した。すなわち、会社自身がオプションの売り手であり、債権者をプット・オプション所持人、株主を

¹⁰²³ これは、アウト・オブ・ザ・マネーであるにも拘わらず権利を行使し、また、イン・ザ・マネーであるにも拘わらず権利を行使しない場合、という形で整理できる。

¹⁰²⁴ まず①は、(1) 存在する株価上昇情報を覚知できず、権利行使価額が真の株式価値を下回っているにも拘わらず行使しなかった場合、および(2) 存在しない株価下落情報を覚知したと誤信し、権利行使価額が真の株式価値を下回っているにも拘わらず行使しなかった場合に分岐する。次に②は、(3) 存在する株価下落情報を覚知できず、権利行使価額が真の株式価値を上回っているにも拘わらず権利行使し、かつ株価下落情報が公表されるまで継続保有していた場合、および(4) 存在しない株価上昇情報を覚知したと誤信し、権利行使価額が真の株式価値を上回っているにも拘わらず権利行使した場合に分岐する。

コール・オン・プット所持人、新株予約権者を（二段階形成権として定位する本稿の主張の下で）コール・オン・コール・オン・コール・オン・プットとして、それぞれ位置付けた。

その上で、会社が発行したオプションが会社自身に再び帰属して「自己オプション」になった場合、その経済的価値は自己オプションではない同種のオプションと同様であることを、自己株式を例に具体的な計算方法を示した。なお、会社はオプションの帰属主体となるが、その経済的価値は、オプションの売り手としての経済的負担と打ち消し合うので、自己オプションには資産性はないことも併せて確認した。

さらに、オプションの売り手たる会社に未公表情報が存在し得る場合における、オプション価値の評価ミスが、オプションの発行市場および流通市場における取引や、オプションの行使有無に関する意思決定に与える影響を概観した。これにより、新株予約権の発行取引および新株予約権の行使において、未公表情報が与え得る影響を確認した。

第5款 有利発行と不利発行の定式化

第1目 はじめに

本款では、発行取引により、新たに有価証券を取得した者と既存の有価証券所持人に帰属する利益・損害について、新株発行における新株引受人と既存株主を例として検討する。株式の発行に関して会社法は事前の手続きを定めているので、まずその内容を確認する。

株式の発行手続は、すべての既存株主がその保有株式数に比例して新たな株式を引き受ける権利を与えられる「株主割当増資」と、そうではなく特定の者のみが引き受ける地位に立つ¹⁰²⁵「第三者割当増資」に大別される。前者においては有利発行に固有の規制は課されていないが、後者で有利発行となる場合には、事前規制として、公開会社と非公開会社のいずれにおいても株主総会の特別決議による承認を要する（会社199条3項、同201条1項）。なお、この特別決議による承認を欠いたまま有利発行となる新株発行を実施しても、そのことは株式発行の無効事由とはならず（最判昭和46・7・16判時641号97頁）、取締役の損害賠償責任、および取締役と通謀して有利発行を受けた者の責任により、関係当事者の利益・損失を事後的に調整する¹⁰²⁶。

上記のような事前規制が設けられているのは、有利発行が実現した場合、主として既存株主に損害が生じるため、その損害を受ける既存株主に最終的な決定権限を与えるという

¹⁰²⁵ 出資を懈怠して失権した場合の、会社からの損害賠償請求について、注（922）と対応する本文参照。

¹⁰²⁶ 新株予約権の発行についても、株式の発行に対するものと同様の規制が設けられている。新株予約権の発行も株式発行の場合と同様に二分され、すべての既存株主が持株数に比例して新株予約権を付与されるタイプは「新株予約権無償割当」と呼ばれており、また、特定の者のみが持株数とは無関係に引き受けるタイプについては「第三者割当による新株予約権発行」と呼ばれることがある。新株発行の場合と同様に、前者では有利発行に固有の規制はないが、後者で有利発行となる際には公開会社であれば株主総会の特別決議による承認を要する（会社240条3項）。

趣旨によるものであると考えられる。既存株主に損害が発生するプロセスは、株式の「希薄化」や「希釈化」と呼ばれている（以下、本稿では前者を用いる）。

体系書等では、新株発行における希薄化に関する説明において具体的な数値例が用いられることが多いが、それでは希薄化が生じる過程の把握が困難になるので、本目では文字式により一般化する。そのために必要な要素として、新株発行前の1株当たり価値をA、新株発行前の発行済株式総数をB、新株発行の対価として払い込まれる1株当たりの財の価値をC、新たに発行される株式数をDと表記する。これら4つの要素は、定義からしてすべて正の値となる¹⁰²⁷。なお、説明の都合上、新株発行に際して会社に帰属した財は価値を維持するため発行取引の実行によって企業価値は変化しないと仮定する（この仮定を外した場合については本款後述）。

新株発行が行われる前の時点では、既存株主に、それぞれの保有株式数にAを乗じた価値の財が帰属している。既存株主全体ではABとなり、これは新株発行前の企業価値でもある。ここで、既存株主ではない者が新株を引き受ける場合、当該者が取得する株式の価値は、「発行前の企業価値AB」と、「新規発行における1株あたり出資額Cに新規発行された株式数Dを乗じたもの」の合計たる企業価値AB+CDを、新株発行後の発行済株式総数B+Dで除したものとなる。つまり、

$$\text{新株発行後の1株あたり価値} = \frac{AB + CD}{B + D} \quad \text{—————①}$$

である。新株を引き受けた者は、この価値を有する株式を取得するために1株当たりCを拠出しているので、新株を引き受けた後はこの拠出分をその財産から差し引く必要がある。そして、発行取引全体では、1株あたりの投資成果が新たに発行された株式数だけ存在することになるので上記結果にDを乗じることになる。よって、新株を引き受けた者は全体として

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \left(\frac{AB + CD}{B + D} - C \right) \times D = \frac{BD(A - C)}{B + D} \quad \text{—————②}$$

という投資成果を得ていることがわかる。これに対し、既存株主の財産状態に対する新規発行の影響は、新規発行後の1株あたり価値と、発行前の1株あたり価値を比較することで求められる。新規発行を受けた者と同様に、既存株式1株当たりの価値変化に既存株主が有する株式数（新規発行前の発行済株式総数）Bを乗じて、

$$\text{既存株主に帰属する結果} = \left(\frac{AB + CD}{B + D} - A \right) \times B = -\frac{BD(A - C)}{B + D} \quad \text{—————③}$$

という結果を得ていることがわかる。

¹⁰²⁷ 一般論としては、銀行主要株主の追加出資義務のように、株主有限責任が否定される場合はAは負の値も取り得る。また、Bはマイナスにはならないと考えられるが、ゼロになり得るか否かは別途考察が必要である。さらに、令和元年会社法改正により対価なしで株式を発行する制度が導入されたので、Cは非負の値となる。ただ、一般的な有利発行の問題を考察するにあたっては、それらの要素は考慮する必要はない。

そして、 $A > C$ である（つまり $A - C > 0$ である）場合、 A 乃至 D という4つの要素すべてが正の値を取るという前提と相まって、新株を引き受けた者の投資成果たる②式は正になる一方で、既存株主に帰属する結果たる③式は負となる。つまり、新株を引き受けた者は、有利な価格で株式を取得して利益を得る有利発行となる¹⁰²⁸。ちなみに、上記②式および③式において $A < C$ である（つまり $A - C < 0$ である）場合は、②式は負、③式は正となり、それぞれ新株を引き受けた者の損害と既存株主の利益を表すので、不利発行を描写することになる。

本稿の立場としては、上記の説明は基本的には是認されるが、例外として、新株引受後における新株引受人の当該取引部分に関する財産状態（引き受けた株式の価値）と、新株引受前の財産状態である C （新株引受に際して会社に対して拠出された財の価値）を比較することで、新株引受の投資成果を求める、という形で理解される必要があると解する¹⁰²⁹。なお、有利発行に対する規律として、実務上、既存株主が希薄化により被る損害を抑制するため、自主規制として、発行価格を市場株価の90%以上にすることが要求されているが¹⁰³⁰、③式からわかる通り、これは $(A - C)$ に対してのみ制約を課すものである¹⁰³¹。希薄化の影響に対処するためには、 $B + D$ および BD についても規制をかけなければ不十分であるが、現

¹⁰²⁸ このような説明を行う文献は、単位の違いを無視した比例形式の表現を用いれば、小林量『商法Ⅱ会社法〔第2版〕』（新世社、2010）176頁（ $A : B : C : D = 10$ 万円：1万株：5万円：1万株）、杉田貴洋「募集株式の有利発行・有利処分と関係者の責任—直接損害説の再検証—」法學研究：法律・政治・社会89巻1号51-76頁（2016）54頁（ $A : B : C : D = 10$ 万円：100株：5万円：100株）、酒井太郎『会社法を学ぶ』（有斐閣、2016）171頁Column⑧（ $A : B : C : D = 10$ 円：100株：5円：400株）、白井正和「買取引受けと著しく不公正な発行価額（最判昭和50・4・8民集29巻4号350頁）」飯田秀総＝白井正和＝松中学『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』71-82頁（有斐閣、2017）76頁（ $A : B : C : D = 1,000$ 円：100株：500円：100株）、田中・前掲注（632）485-487頁（ $A : B : C : D = 100$ 円：3,000万株：50円：1,000万株）などが挙げられる。

¹⁰²⁹ 新株を取得するために拠出した財産価値を取得した財産価値から減じる、という上記の説明において、新株を引き受けることで取得される財産の価値は、新株を引き受けた者が拠出した財が会社に帰属し、かつ新株が発行された状態を所与として計算された値である。これを取得するために新株を引き受ける者が財を拠出する、という形で式を立てると、時系列が捻じれてしまう。結果的に形成される式は、一般的説明と本稿の立場で差異を生じるわけではないが、本文後述の通り、この点の誤りが、新株有利発行により既存株主が被る損害の性質に関する議論を錯綜させたと考えられる。

¹⁰³⁰ 株主総会の特別決議を経ない新株発行につき、原則として、新株発行に際して、払込金額は、新株発行に係る取締役会決議の直前日の価額に0.9を乗じた額以上であることを求められる。なお、例外として、直近日または直近日までの価額または売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長6か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の価額とすることもできる。日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針〔平成22年4月1日付〕」<<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/c0301.pdf>>（2010）項目1（2）、同（1）参照。

¹⁰³¹ つまり、 $A - C$ は $0.1A$ 以上の値となる必要がある（言い換えれば、 C は $0.9A$ 以上であることが求められる）、というルールである。

行法では、公開会社について発行可能株式総数は発行済株式総数4倍を超えることができないという規制（会社113条3項）、つまり通称「4倍ルール」の存在により、Dの最大値が3Bであるという制約が存在することになる。

さて、希薄化により既存株主が被る損害が間接損害と直接損害のいずれであるか、つまり、有利発行により会社に損害が生じるか否かが論じられてきた。この点に関する学説は、常に会社の損害を肯定して間接損害とする説（以下、「間接損害説」という）¹⁰³²、常に会社の損害を否定して直接損害とする説（以下、「直接損害説」という）¹⁰³³、および、間接損害になる場合と直接損害になる場合があるとする説（以下、「折衷説」という）¹⁰³⁴に分かれている。

損害の性質は、被害を受けた者を救済する制度として何が利用可能か、という点を左右するので、この点の究明は、発行取引に完全開示義務を課して内部者取引が発生した場合に被害を受けた者を救済する場合の、当該救済手段が十分なものか否かを検証するための出発点となる。そこで、本款では有利発行および不利発行のメカニズムを解き明かし、会社法や金商法の制度における有利発行・不利発行の処遇を論ずるための準備を行う。

結論からいえば、会社が損害を被ったことで会社に帰属する損害賠償請求権の価値を考慮しないという前提を置く限り、本稿では間接損害説を支持する¹⁰³⁵。そして、当該請求権の存在を加味する場合、その価値次第で会社に損害が発生するか否かが決されると解する。また、派生的に、株式分割や株式無償割当、あるいは株主割当による有利発行の場合も会社に損害が生じていると捉えるべきことになる¹⁰³⁶。それらの論拠は、希薄化の一般的説明

¹⁰³² 今井宏「判批（東京地判昭和56・6・12判時1023号116頁・判タ453号161頁）」新証券・商品取引判例百選40-41頁（1988）41頁、福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任—会社支配争奪の局面を中心に—」南山法学22巻1号1-43頁（1998）33-34頁、蓮井=森編・前掲注（924）271頁〔島袋〕など。

¹⁰³³ 杉田貴洋「新株の有利発行と既存株主の経済的利益の保護」法律学研究26号51-66頁（1995）、吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（中央経済社、2007）337-340頁、酒井・前掲注（1028）171頁Column⑧など。

¹⁰³⁴ 田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任—会社の損害か株主の損害か」新堂幸司=山下友信編『会社法と商事法務』143-217頁（商事法務、2008）173-204頁、黒沼悦郎『会社法〔第2版〕』（商事法務、2020）277頁、松中学「募集株式の発行等と株主の利益」田中亘編著『数字でわかる会社法〔第2版〕』138-175頁（有斐閣、2021）173-174頁など。

¹⁰³⁵ 全体的な評価としては、従来の間接損害説は、有利発行に伴う関係当事者の利害状態を計算するプロセスのうち、会社に損害が生じるという出発点を正しく示しているが、終着点たる希薄化と上記出発点の相互関係について説明を欠いていたといえる。そのために、希薄化という終着点を正しく示しているが出发点や途中経過を捨象したため損害の性質を見誤ったと目される直接損害説や折衷説が生まれたといえる。

¹⁰³⁶ 杉田・前掲注（1028）58頁は、株主割当の方法による募集株式の発行等で、会社に損害が生じた結果として株式価値が低下すると説明するのは「おかしい」とする。しかし、株主割当増資で会社に損害が生じると捉えることが「おかしい」理由は示されていない。

なお、仮に会社が損害賠償請求を行ったならば、会社法の対会社責任の追及であれば会社法が許容する行為を所定の手続きに則り実施したことを根拠として任務懈怠を否定し、

における計算は間接損害説が提示する会社の損害と密接不可分であること、および、純資産の部が増加しても会社に損害が生じたと捉えるべき場合があることが間接的に示唆されること、という2つである。

以下、次目では間接損害説・直接損害説・折衷説の詳細を定位するとともに1つ目の理由について詳述し、その内容を踏まえつつ2つ目の理由について第3目で敷衍する。第4目では、新株発行が企業価値に増減をもたらす場合について検討を加える。

第2目 新株発行と希薄化

本目では、本稿が間接損害説を支持する理由の1つ目である、希薄化に関する一般的な説明が、会社の損害概念と密接不可分であるという点を敷衍する。前目で定義したA乃至Dを用いる枠組みの下で間接損害説・直接損害説・折衷説の定式化を行うと、次のようになる。

まず間接損害説は、発行される株式の価値に見合う出資がなかったことで、会社にその不足額分の損害が生じるという考え方を基礎とする。つまり、発行取引固有でみれば、取引実施後に会社に帰属する財の価値（新株発行による払込金額）はCDであるところ、取引相手に帰属した財（株式）¹⁰³⁷の価値はADであるから、両者の比較結果は

$$\text{会社の投資成果} = CD - AD = -(A - C)D \quad \text{—————④}$$

であるところ、 $A > C$ である場合は計算結果が負になることから¹⁰³⁸、会社には損害が生じている（その絶対値が損害額となる）と捉える¹⁰³⁹。そして、この会社の損害を介して発生するので、既存株主が有利発行により被る損害は間接損害として位置付けられる。

次に直接損害説は、新株発行により会社財産（純資産の部）はCD増加するので会社に損害はなく、既存株主が被る損害は新株を引き受けた者との間で生じる富の移転に起因するものであるため直接損害であると説く。また、有利発行に対する差止請求権において、会社の損害発生が要件になっていない点も理由として掲げられることがある¹⁰⁴⁰。この見解を採る論者の一部は、間接損害説で会社の損害とされる金額（④式参照）と、希薄化により既存株主が被っている損害の額（③式参照）が一致することはなく、間接損害説が提示する会社の損害額は紛争の実態に合致しておらず、④式およびその計算結果は無意味

不法行為責任の追及であれば権利侵害ないし違法性を否定し、請求棄却とするべきである（適法な剰余金配当により会社財産が流出した場合と同様であり、したがって、株式分割を「株式配当」として位置付ける考え方は、なお意味を持つと思われる）。また、それ以外の者が請求した場合は、当該者の財産状態は侵害されておらず損害を被っていないことを根拠として請求棄却するべきである。

¹⁰³⁷ 新株発行プロセスを自己株式処分に一本化する、という本稿の立場からは、これは会社に帰属している株式が交付されることを意味する。

¹⁰³⁸ 本文で先に定義した通り、Dは正の値にしかならない。

¹⁰³⁹ 折衷説を採る論者による間接損害説の説明であるが、田中・前掲注（1028）534-535頁コラム6-22。

¹⁰⁴⁰ 酒井・前掲注（1028）171頁Column⑧。

である、と主張する¹⁰⁴¹。なお、会社の損害と既存株主の損害が乖離する額については、それが必ず発生し、公正な払込金額から希薄化後の株式価値を除いた値に新規発行される株式数を乗じた計算結果に等しく、また、(1) 払込金額の有利性の程度が大きい、(2) 新規発行される株式数が既発行株式数に比較して大きい、または既発行株式数が新規発行される株式数に比較して小さい、(3) 新株を引き受ける者が既存株主である、という 3 つの要素により乖離額が大きくなるとの指摘¹⁰⁴²がある。さらに、被害者が間接損害と定位して株主代表訴訟を提起した事例では、直接損害と位置付けて自身への損害賠償を求めて提訴した事例に比して、原告たる株主側の勝訴率（公刊事例における、勝訴例の件数の単純比率）が低く、これは裁判所が上記乖離額の発生を嫌ったために請求を棄却する例が相当数存在していた可能性があると言われることもある¹⁰⁴³。

最後に折衷説は、取締役のなすべき行為が何だったか、という点¹⁰⁴⁴から出発し、会社の損害が肯定される場合と否定される場合があるとする。まず、会社が AD に相当する財（典型的には現金）を調達すべきであるにも拘わらず有利発行により CD しか調達できなかった場合、あるいは支配権争奪場面のように株式を発行する必要がないにも拘わらず株式が発行された場合は、間接損害説が説く通り A と C の差額に D を乗じた金額の損害が会社に生じるという。他方、会社が調達すべき金額が CD 以下であるならば、当該金額の抛出がある限り会社に損害はなく、発行する株式数が多すぎたため、直接損害説が説くように既存株主は直接損害としての損害を被るとする¹⁰⁴⁵。

ここではまず、直接損害説が説く損害額の乖離という要素に着目する。会社の損害の下で既存株主の一部のみが受益する場合において、受益していない既存株主が被る損害（会社の損害を介して発生しているので間接損害である）を想起すれば、この乖離という現象は間接損害説を否定する論拠とはならないと考えられ、したがって直接損害説の主張は妥当でないと解される。このことを、既存株主の一部による会社財産の着服により生じる、着服していない既存株主の損害との対比により確認する。

希薄化の一般的説明における枠組みから、新株発行前の株式価値 A と発行済株式総数 B の概念は転用し、新たに、着服した既存株主に帰属する株式数を $b_{\text{加害者}}$ 、着服していない既存株主に帰属する株式数を $b_{\text{被害者}}$ と定義し（ $b_{\text{加害者}} + b_{\text{被害者}} = B$ である）、また、着服され

¹⁰⁴¹ 杉田・前掲注（1028）57頁は、「(公正払込金額－有利払込金額) × 募集株式数という計算式は、一見したところ、いかにも有利発行の解決にとって意味のある数字をはじき出しそうに見えるが、実は、結果として得られる数字は有利発行にとって何らの意味も持たないものである。」とする。

¹⁰⁴² 杉田貴洋「アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決と有利発行・有利処分の解決のあり方（上）」法學研究：法律・政治・社会 90 巻 5 号 1-32 頁（2017）15-17 頁。

¹⁰⁴³ 杉田・前掲注（1028）8 頁。

¹⁰⁴⁴ 一般論としては、取締役が会社経営に際して負うのは手段債務としての義務であるが、個別具体的な場面ではなすべき行為（作為と不作為を包含する）は具体的に定まり、当該行為が欠けたことで会社に損害が生じた場合においては結果債務を觀念し得る。

¹⁰⁴⁵ 田中・前掲注（1028）534-535 頁コラム 6-22。

た財産価値を $a_{流出}$ 、着服されずに会社に残った財産を $a_{残存}$ と定義する ($a_{流出} + a_{残存} = AB$ である)。1株あたり価値は、着服発生前は

$$AB \div B = A$$

であったが、着服発生後は、

$$\frac{a_{残存}}{B}$$

となる。よって、着服した株主の財産状態は、株式価値と着服した財産価値により構成されるので、

$$\text{着服者の財産状態変化量} = \left(\frac{a_{残存}}{B} \times b_{加害者} + a_{流出} \right) - A \times b_{加害者} = -a_{流出} \times \frac{b_{加害者}}{B} + a_{流出}$$

であるのに対し、被害者たる株主の財産状態は、

$$\text{被害者の財産状態変化量} = \left(\frac{a_{残存}}{B} \times b_{被害者} \right) - A \times b_{被害者} = -a_{流出} \times \frac{b_{被害者}}{B}$$

となる¹⁰⁴⁶。

まず着服した株主の財産状態の変化についてみると、これは、着服により企業価値が低下した影響をその持分比率の割合に応じて被っている部分 ($-a_{流出} \times \frac{b_{加害者}}{B}$) と、着服により得た財産価値の増加 ($+a_{流出}$) により構成されている (時系列としては、着服により財産を得て、それを受けて株式価値が低下するという順番である¹⁰⁴⁷) ことがわかる。次に、着服していない株主の財産状態の変化についてみると、これは、着服により企業価値が低下した影響をその持分比率の割合に応じて被っている部分 ($-a_{流出} \times \frac{b_{被害者}}{B}$) のみにより構成されているところ、着服により会社から流出した財産の量、つまり会社の損害たる $a_{流出}$ とは乖離している。

要するに、会社から富の移転を受けることで受益する者が存在する間接損害類型において、当該者が当該会社の株主でもある場合、当該者は富の移転を受けることによる財産価値増加と、保有している当該会社の株式価値の低下に伴う財産価値減少という2つの影響を受ける。そして、当該者が会社に発生した損害の一部を負担することになるため、当該者以外の既存株主が被る損害と会社の損害は必ず乖離するのである¹⁰⁴⁸。

¹⁰⁴⁶ 上述したように

$$a_{流出} + a_{残存} = AB$$

であることを利用して整理すると、本文記載の通りとなる。

¹⁰⁴⁷ 被害者の財産状態変化量と比較した場合の差異を明確にできることから、本文では時系列とは異なる順番で整理した形を式として掲げた。

¹⁰⁴⁸ 具体的な数値例で、乖離の様子を確認しよう。たとえば、1株あたり価値が100で発行済株式総数が10株である会社 (企業価値=100×10=1,000) において、10人の株主が1株ずつ保有している場合に、株主の1人のみが会社財産のうち100を私的流用したとす

以上の内容を踏まえ、間接損害説の主張を改めて定位しよう。有利発行を受けた者の投資成果の把握は、新株発行実施後の当該発行取引に係る財産価値（引き受けた株式の価値）と、新株発行前の当該発行取引に係る財産価値（新株を引き受けるために拠出された財産の価値）を対比することで実現される。そして前者の価値は、(1) 有利発行という取引自体により、会社が被る損害と絶対値が同じ利益（有利発行が行われていない状態における株式価値に基づき計算されたもの）を富の移転により得る¹⁰⁴⁹と同時に、(2) 有利発行の実現に伴い会社に生じた損害を自身が入手する株式価値の低下という形で負担する、という 2 つのプロセスを経て把握される。つまり、発行取引においては、新株を引き受けた者自身も、その引き受けた新株において会社の投資成果を負担すると解するのである¹⁰⁵⁰。このプロセスを式で表せば、

$$\text{新株発行を受けた者の投資成果} = \left\{ A \times D - \frac{D(A - C)}{B + D} \times D \right\} - C \times D \quad \text{—————⑤}$$

となる。大括弧で括られた右辺第 1 項は、(1) の財産価値に対して (2) による価値低下を反映するものであり、新株が発行される前の株式価値に新規発行される株式数を乗じたものに、新株発行取引により会社に帰属する成果のうち新規発行される株式に付着する分（④式右辺 $-(A - C)D$ を新株発行後の株式数で除し、新規発行された株式数を乗じたもの）を足し合わせている。これを整理すると、

$$\text{⑤式右辺} = \frac{D(A - C)\{(B + D) - D\}}{B + D} = \frac{BD(A - C)}{B + D}$$

る。このとき、企業価値は 900 に減少するので、1 株あたり価値は 100 から 90 に低下する。そして、私的流用した株主の利益状態は、流用した財産価値 100 と株式価値 90 の合計 190 となり、流用前の 100（株式価値のみ）から 90 増加する一方、他の株主が被る損害総量は $10 \times 9 = 90$ であり、私的流用された財産価値、すなわち会社が被った損害である 100 とは乖離する。

¹⁰⁴⁹ 有利発行を受ける者は、有利発行が実施されていない状態における株式価値に比して過小な財の拠出により株式を入手でき、それにより不平等な取引条件の下で発行が実現されるため、会社から有利発行を受ける者へ富が移転する。

¹⁰⁵⁰ 杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究 42 号 425-450 頁（1999）431 頁は、間接損害説の立場について、既存株式と新規発行される株式のすべてについて損害が生じていると見るのであろうとする。

なお、杉田・前掲注（1028）58 頁は、間接損害説を採る場合に乖離を説明するためのあり得る考え方として、「新規株主の下で生じた「会社の損害」が、富の移転の反射的効果として、既存株主に移転すると説明すれば一応辻褄は合うのかもしれない。ただし、移転しなかった損害部分については、新規株主も損害を受けていると説明すべきことになろう。」とする。この抜粋部分の 2 文目は、新規株主が損害を負担するという意味で本稿本文の説明に類するところ、1 文目の意味が本稿筆者にはよくわからないものの、本稿本文の考え方とは異なるように思われる。上述した仮説において、有利発行を受けた者が負担する会社の損害と、発行取引自体による利益の打ち消し合いの部分を、既存株主への富の移転として定位するならば、有利発行を受けた者が負担する損害はすべて既存株主が負担するので前者には損害は残存しないと捉えられる。

となり、②式¹⁰⁵¹右辺に等しい結果を得られる。翻って、⑤式の展開を工夫し、途中で

$$\text{⑤式右辺} = \left(\frac{AB + AD - BC - CD - AD + CD}{B + D} \right) \times D = \left(\frac{AB + AD - AD + CD}{B + D} - \frac{BC + CD}{B + D} \right) \times D$$

という形を出現させれば、括弧内の整理をさらに進めることで②式左辺を導出できる¹⁰⁵²。

このことも踏まえつつ、新株発行取引による会社の投資成果たる④式右辺 $-(A-C)D$ と、当該取引実行後に既存株主に帰属する利益状態を表す③式右辺たる $-BD(A-C)/(B+D)$ を比較すると、後者は前者に

$$\frac{B}{B+D}$$

を乗じたものであることがわかる。つまり、既存株主の総体は、会社の投資成果のうち、新株発行後の発行済株式総数に対する、新株発行前から存在して既存株主により保有されている株式数の割合¹⁰⁵³（個別の既存株主としては自身の持株数の割合）のみを受益ないし損失負担していると捉えることが可能である¹⁰⁵⁴。

転じて、会社の投資成果と既存株主に帰属する投資成果の乖離額、つまり④式右辺と②式右辺の差は、両者とも損害額として絶対値により計算すれば、

$$\text{乖離額} = (A-C)D - \frac{BD(A-C)}{B+D} = \frac{D(A-C)(B+D)}{B+D} - \frac{BD(A-C)}{B+D} = \frac{D^2(A-C)}{B+D}$$

となる。そして、この乖離額は、会社の投資成果たる④式右辺の絶対値（有利発行の場面では会社の損害額）に、新株発行後の発行済株式総数に対する、新株引受人が引き受けた株式数の割合である

$$\frac{D}{B+D}$$

を乗じた結果であることがわかる¹⁰⁵⁵。つまり、会社の損害額と既存株主が被る損害額の差

¹⁰⁵¹ 再掲する。

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \left(\frac{AB + CD}{B + D} - C \right) \times D = \frac{BD(A - C)}{B + D} \quad \text{—————②}$$

¹⁰⁵² 括弧内の第1項は、分子においてADと-ADが打ち消し合うのでAB+CDのみが残存する。また、同第2項の分子は、Cを括り出してC(B+D)となり、約分してCとなる。

¹⁰⁵³ 有利発行を受けた者は既存株主ではないという前提の下では、これは新規発行後の発行済株式総数に対する、新株発行前から存在する株式数の比率である。

¹⁰⁵⁴ 不利発行である場合、つまり $A - C < 0$ である場合は受益し、有利発行である場合、つまり $A - C > 0$ である場合は損失を負担する。

¹⁰⁵⁵ なお、この式からは、乖離額の計算方法として直接損害説の論者が提示するものが正しいと判断できる。まず乖離額の計算について、公正な払込金額から希薄化後の株式価値を除いた値に新規発行される株式数を乗じた計算結果というのは、A乃至Dという4つの要素を用いて既述し、これを展開すれば、

$$\left(A - \frac{AB + CD}{B + D} \right) D = \left(\frac{A(B + D) - AB - CD}{B + D} \right) D = \frac{D^2(A - C)}{B + D}$$

ということであるから、本文記載の結果と一致する。また、(1) 払込金額の有利性が大き

額は、新株を引き受けた者（新株主）が新株の価値下落を介して負担しており、当該負担の分だけ、会社の損害額と新株を引き受けていない既存株主の損害額が乖離すると捉えられる¹⁰⁵⁶。この枠組みは、本目で上述した間接損害説からみた新株有利発行のプロセスと整合的であり¹⁰⁵⁷、乖離の発生は間接損害説にとって当然の帰結であるといえる。なお、新株有利発行時における損害の乖離が最大化するのは、株式分割や株式無償割当のように、新たに生まれる（株式無償割当であれば自己株式処分の場合もあり得る）株式が、既存株主に対してその持株数に応じて帰属する場合であり、既存株主は株式の新規創出により利益を得るとともに会社の損害を負担することになるため、端数処理の影響は別とすれば、利益も損害も出ない。この意味で、会社の利益・損害は、会社が発行したオプション価値の変動を計算するための「中間概念」とでも呼ぶべきものである。

以上の内容は、希薄化に関する一般的説明で用いられている式を変形させれば、間接損害説が提示する会社の損害たる④式¹⁰⁵⁸が導出されることを示しているので、④式の存在自体を否定すると¹⁰⁵⁹、希薄化についての一般的説明は維持し得ないというべきである¹⁰⁶⁰。直接損害説は常に、折衷説は場合により、有利発行に際して会社の損害を否定するのであ

いほど、というのは、要するに $(A - C)$ が大きいほど、ということであるから、上記式における分子が大きいほど乖離額が大きくなるという言明は正しい。次に、(2) 新規に有利発行される株式数が多いほど、あるいは既発行株式数が少ないほど、という部分であるが、既発行株式数が少ないというのは B が小さくなるということであり分母が小さくなる（乖離額が大きくなる）ことを意味するので、これも正しい。有利発行される株式数が多いほど、という部分は、 D が大きくなることを意味し、分母で D を足し合わせることによる増大スピードよりも分子で D を2乗することによる増大スピードの方が速いことから、これも正しい。両者を統合すれば、この要素は、既存株式に対して有利発行される株式数の規模が相対的に大きい、ということになるであろう。なお、この式は、有利発行を受ける者が既存株主である場合の影響は示さない。

¹⁰⁵⁶ 有利発行を受けた者が既存株主であれば、既存株主としても会社に生じた損害を負担するから、最終的な損益を計算するに際して利得と打ち消し合う損害量が増加し、会社の損害額と、既存株主の損害額の差は大きくなる。

¹⁰⁵⁷ 新株有利発行の場合は、有利発行を受けた者が、発行取引において有利な価格で株式を得ることで会社から富の移転を受けるとともに、その富の移転により発生した会社の損害を、発行された株式（当該者が元々当該会社の既存株主である場合はその持株も含む）において会社の損害を負担するために、会社の損害と、新株の有利発行を受けていない既存株主の損害総量が乖離する。

¹⁰⁵⁸ 再掲する。

$$\text{会社の投資成果} = CD - AD = -(A - C)D \quad \text{—————④}$$

¹⁰⁵⁹ 注（1041）参照。

¹⁰⁶⁰ 新株発行を受けた者の投資成果を表す②式、すなわち

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \left(\frac{AB + CD}{B + D} - C \right) \times D = \frac{BD(A - C)}{B + D} \quad \text{—————②}$$

を改めて眺めてみると、新株発行後の会社財産を新株発行後の発行済株式総数で等分するものであるから、会社に利益や損害が生じていれば会社財産の変動を通じて新株を引き受けた者が持株数に応じて享受・負担する、という考え方を内包しているといえる。

るから、希薄化について一般的説明とは異なる計算式（そしておそらくは異なる計算結果）を採るか、会社の損害概念を内包する一般的説明の計算式を採用しつつ規範的に会社の損害を否定する必要がある。

まず、有利発行後の既存株主および有利発行を受けた者の利害状況を示す他の計算式・計算結果の提示について。たとえば、既存株主が持株比率に応じて新株を引き受ける権利を与えられる形態の新株発行（株主割当増資やライツ・オフERING）に関する研究論文の1つ¹⁰⁶¹において提示されている枠組みを紹介する。なお、前提となる必要概念の定義として、支配株主の新株発行前の持株比率を α_0 、少数株主の新株発行前の持株比率を $1 - \alpha_0$ 、少数株主の新株発行後の持株比率を $1 - \alpha_1$ 、新株発行前の株式の本源的価値を V_{no-eq} 、新株発行時のディスカウント率（当該論文における定義に変更を加えている点に留意されたい）¹⁰⁶²を d_{dilut} 、新株発行価額を $P_{dilut} = V_{no-eq} \times (1 - d_{dilut})$ 、新株発行に際して少数株主が従前の持株比率を維持するために行使する必要のある権利数に対して実際に少数株主が行使する権利数の割合¹⁰⁶³を k 、新規発行される株式のうち少数株主が引き受ける割合を $k \times (1 - \alpha_0)$ 、新株発行前の株式量 1 に対して新規発行される株式数の割合を i 、新規発行後の株式数を $1+i$ として¹⁰⁶⁴表現する¹⁰⁶⁵。

この諸要素の下で、新規発行後の株式数に対する少数株主の持株割合は、

¹⁰⁶¹ Vladimir Atanasov et al., *How Does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria*, 96 J. FIN. ECON. 155 (2010).

¹⁰⁶² 正確には、新株発行前の株式価値 V_{no-eq} は、支配株主が希薄化を介して少数株主を搾取することを目論んでいる可能性を踏まえたディスカウントが施されるため、新株発行前の株価が V_{no-eq} を下回ることを前提とし、当該ディスカウントも踏まえた最終的なディスカウント率に関する定義が行われている。このため、 d_{dilut} は直接には観測できないものとなる。*Id.* at 158.

本稿では、その種のディスカウントは考慮せずに希薄化の影響を把握することを目指すものであるから、 d_{dilut} を、元々の株式価値と新株発行に際しての引受価額のみにより定まる値として定義し直して議論を進める。このとき、本文で直後に定義する新株発行価額が、新株発行前の株式価値に対して $1 - d_{dilut}$ を乗じたものであることを踏まえれば、たとえば発行価額が元々の株式価値の70%であれば $1 - d_{dilut}$ が0.7になるべきであるから、 d_{dilut} 自体は0.3となる。つまり、 d_{dilut} は値引きされる割合を指す（上述の例では、元々の株式価値の30%オフとして理解される）ことになる。

¹⁰⁶³ まったく行使しない場合の0と、すべて行使する場合の1が両極となり、部分的に行使する場合はその間の値になる。新株の引受価額が、新株発行前の株式価値にディスカウントを施したものであるとしても、その権利をすべて行使して $k=1$ になった少数株主は、希薄化の損害を被らない。

なお、ここで説明している枠組みを第三者割当増資に拡張する場合のように、他の株主に与えられる新株を引き受ける権利との関係で、ある（少数）株主の権利が元々の持株比率を上回るものであり、権利をすべて行使すれば持株比率が上昇するような場合は、 k は1を超える値になる。*Id.* at 158.

¹⁰⁶⁴ 元々の発行済株式総数が何株であろうとも、その株式数を1として扱い、新株発行によりこれがどの程度増加したかを計るのが i である。

¹⁰⁶⁵ *Id.* at 157-58.

$$(1 - \alpha_1) = \frac{(1 - \alpha_0) + k(1 - \alpha_0)i}{(1 + i)} = \frac{(1 - \alpha_0)(1 + k \times i)}{(1 + i)}$$

になり、また、新規発行後の 1 株あたり価値は

$$\{1 + i(1 - d_{dilut})\} \times V_{no-eq}$$

となり、そのため、新規発行により少数株主は 1 株当たり、

$$D_{dilut} = d_{dilut} \frac{i}{1 + i} (1 - k) \text{—————} \textcircled{6}$$

という割合の損害（絶対量）を被るとする¹⁰⁶⁶。

ここで、この枠組みを第三者割当増資の場合に拡張すれば、新株をまったく引き受けることができない既存株主の利益状態は、上記式において $k=0$ となり、かつ、ディスカウント率に新規発行後の株式数に対する新規発行された株式数を乗じたものが希薄化損害となる場合として表現されると考えられる。このとき、上記式は、既存株主が被る希薄化損害を指すものであるから、本稿の主張のうち

$$\text{既存株主に帰属する結果} = \left(\frac{AB + CD}{B + D} - A \right) \times B = - \frac{BD(A - C)}{B + D} \text{—————} \textcircled{3}$$

という部分に照らせば、1 株あたり価値に対する減少割合を示す⑥式右辺に 1 株当たりの価値を乗じたものが、③式右辺を 1 株当たり損害の絶対量に変換したものと¹⁰⁶⁷に等しく、

$$V_{no-eq} \times d_{dilut} \frac{i}{1 + i} = \frac{D(A - C)}{B + D}$$

が成り立つならば⑥式は本稿の立場と実質的に同じであり、したがって会社の損害概念と密接不可分なものといえる。

この点について検証するために、まず左辺に注目すると、 V_{no-eq} は新株発行前の 1 株あたり価値なので、本稿の定義における A に等しい。また、ディスカウント率 d_{dilut} は、元々の株式価値に対する新規発行時の発行価額の割合を 1 から減じたものといえるから¹⁰⁶⁸、本稿の記述法に従えば、

$$d_{dilut} = 1 - \frac{C}{A} = \frac{A - C}{A}$$

である。そして、

$$\frac{i}{1 + i}$$

¹⁰⁶⁶ *Id.* at 158.

¹⁰⁶⁷ 端的には、③式右辺を既存株主の保有株式数 B で割ったものの絶対値として求められる。つまり、有利発行であることが所与の文脈であるから $A > C$ であることが確定しており、また、投資成果は富の移転の量を示すところ、ここでは損害の絶対量として把握することが必要になるので、絶対値に変換するのである。

¹⁰⁶⁸ 新株発行前の株式価値が 100、新規発行に際しての引受価額が 70 であるとき、注(1062)で述べた通り、ディスカウント率は 0.3 となる。これは、1 から 70/100 を減じることにより算出される値である。

は、新株発行後の発行済株式総数の値に対する新規発行株式数の割合を指すところ、これは新株発行前の発行済株式総数を 1 として扱うものであったから、本稿の記述法に従えば、

$$\frac{\frac{D}{B}}{\frac{B}{B} + \frac{D}{B}} = \frac{D}{B+D}$$

である。したがって、

$$V_{no-eq} \times d_{dilut} \frac{i}{1+i} = A \times \frac{A-C}{A} \times \frac{D}{B+D} = \frac{D(A-C)}{B+D}$$

である。以上より、⑥式を採用する枠組みは、会社の損害概念と密接不可分なものであると解する。

他の計算方法として筆者に思い付くのは、(1) 現実に有利発行が行われた状態と、適正な引受価額により適正な数の新株が発行された状態の比較によるもの、および (2) 発行された新株を、適正な引受価額で発行された適正な数の新株と、対価なしで発行された過剰な数の新株に分離して計算するもの、という 2 つがある。まず (1) は、直接損害説や折衷説において会社の損害が否定される場合では、有利発行された状態と、有利発行ではない適切な引受価額により新株が発行された状態の対比が行われていることに着目したものである。この計算を実行するためには、適正な引受価額であったならば発行されていたであろう株式数の、現実に発行された株式数 D に対する割合が必要となる。これを θ として表現するとき、実際に調達された金額が会社にとっての必要資金額と一致すると仮定すれば、当該金額を適正な発行価額で除すことにより、本来発行するべきであった株式数が求まるので、その株式数の、実際の発行数に対する比率を求めることになるから、

$$\theta = \frac{\text{実際に調達された金額}}{\text{適正な発行価額}} \div \text{実際の発行数} = \frac{CD}{AD} = \frac{C}{A}$$

となる（有利発行の文脈においては $A > C$ であるから、 $0 < \theta < 1$ となる）。このことを踏まえつつ、新株を引き受けた者の利益状態の計算式を立てると、

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \left(\frac{AB+CD}{B+D} - C \right) \times D - \left(\frac{AB+AD\theta}{B+D\theta} - A \right) \times D\theta$$

となる。ここで、右辺第 2 項は、適正価格で適正な株式数を引き受けた場合における新株引受人の利益状態であるから、利益も損害もない状態であることを踏まえて 0 になると看做せば、結局、

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \left(\frac{AB+CD}{B+D} - C \right) \times D = \frac{BD(A-C)}{B+D}$$

となり現実の発行内容に基づく利益のみが残るので、会社の損害概念を基礎とする枠組みから脱していない。次に (2) は、過剰な数の新株が発行された点が有利発行の問題であるとするならば、現実に発行された株式は、本来発行するべき株式数（必要な金額を適正な引受価額で除すことで求まる）が元々の適正価格で発行された部分と、本来発行される必

要がない数の株式が対価なしで発行された部分に区分できるという考え方に基づくものである¹⁰⁶⁹。このとき、新株がまったく発行されていない状態と、適正価格で適正な数の新株のみが発行された場合のいずれを比較対象とするにせよ、

新株を引き受けた者に帰属する結果

$$= \left(\frac{AB + AD\theta + 0 \times D(1 - \theta)}{B + D\theta + D(1 - \theta)} - A \right) \times D\theta + \left(\frac{AB + AD\theta + 0 \times D(1 - \theta)}{B + D\theta + D(1 - \theta)} - 0 \right) \times D(1 - \theta)$$

と表せるので¹⁰⁷⁰、これをさらに整理すれば、

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \frac{ABD(1 - \theta)}{B + D} \quad \text{—————⑦}$$

となる。ここで、先述の通り

$$\theta = \frac{C}{A}$$

なので、これを代入すれば⑦式は

$$\text{新株を引き受けた者に帰属する結果} = \frac{ABD(1 - \frac{C}{A})}{B + D} = \frac{BD(A - C)}{B + D}$$

となり、会社の損害概念を媒介とする式に帰着する。

以上の通り、希薄化の一般的説明とは異なる計算式は、筆者が接し得た先行研究のモデルと、筆者に思いつく範囲のものはいずれも会社の損害概念と不可分なものだったので、少なくとも本稿においては、希薄化に関する他の計算式を示すことにより会社の損害を否定する方向性は反駁されたものと位置付ける。

次に、規範的に会社の損害を否定する方向性について。たとえば、会社を契約の束と捉えて（法人の実在性を否定して）会社の損害という概念自体を全面的に排除することも考えられるが、日本の現行法においてこの立場を採ることは難しいと目され¹⁰⁷¹、また、これまでの直接損害説のニュアンスとも異なる。よって、会社の損害という概念自体は肯定しつつ有利発行の場合にこれを否定する立論になると思われる。その論拠は、既に学説において言及されている内容の中から探せば、有利発行であっても会社が所期の資金を調達でき

¹⁰⁶⁹ このような区分を前提とすれば、折衷説においては新株を発行する必要がないのに発行すれば間接損害になると主張するのであるから、余分に発行された株式に対応する既存株主の損害は、間接損害に該当すると判断されるべきであるように思われる。

¹⁰⁷⁰ 右辺第1項は、元々の1株当たり価値AによるDθ株の発行による結果を表している。適正な引受価額Aによる発行と、対価なしによる発行の双方を反映した価値を有する株式を、反映前の適正な引受価額Aにより引き受けた場合の利益状態なので、負の値になる。右辺第2項は、上記反映後の価値を有する株式を無償で入手した場合の利益状態なので、正の値になる。

¹⁰⁷¹ 判例は法人実在説を採っており、第2章で取り上げた法人への悪意の帰属という考え方も法人という存在を当然の前提としている。

会社法も、会社自体の存在を前提としていると思われる。たとえば、会社は法人格を有し（会社3条）、「会社は」支配人を選任し（同10条）、「株式会社は」その株主を株式の内容および保有数に応じて平等に取り扱う必要がある（同109条）。

ていること、および純資産の部が（有利発行とはならない）適正価格で発行された場合と同じように増加すること、という 2 点に求められるであろう¹⁰⁷²。

この 2 点について、直接的に否定する論拠は筆者には思いつかなかった。しかし、債務超過状態の会社が新規借入を受けた場合における関係当事者の利害状態を明らかにするためにあたって、純資産の部の増減に着目して会社の損害有無を判断し、また、所期の資金を調達できたことを重視するのは、いずれも不都合を生じるため不相当であると解され、そのことが間接的な反証になると思われる。これは、本稿が間接損害説を採る論拠の 2 つ目でもあるので、次目で詳述する。

第 3 目 純資産の部と会社の利益・損害

本目では、純資産の部が増減する場合における、会社の利益・損害の対応関係について検討し、純資産の部が減少していても会社に利益が出ていると捉えるべき場合が存在することを示し、新株有利発行の場合において純資産の部が増加しているので会社に損害はない、という主張に疑義を呈する。

ここでは直感的な理解に資するように、先に数値例を提示する。資産 80、負債 100 であり債務超過になっている株式会社が、当該会社の財務状態を知らない者に対して、額面 5 の社債を 7 個発行して（負債を 35 増加させて）現金 30 を借り入れた（ゼロクーポン債であり別途の利払いはない）場面を考える。簡易化のため、借り入れた資金は事業活動（実施時点で正味現在価値ゼロだった¹⁰⁷³）に投じたものの、借り入れた額面の価値が維持されていると仮定する。すなわち、この貸付実施により会社は資産 110 に対して負債 135 となり、純資産の部は当初のマイナス 20 からマイナス 25 に変化する。マイナスの度合いが拡大しているので、純資産の部の変動有無、変動があった場合は増減いずれであるか、という点のみにより会社の利益・損害を判断するならば、新規貸付を受けたことで会社に損害が発生したという結論になるであろう。そして、新規貸付を受けたことで会社に損害が生じたならば、富の移転により、新規貸付を行った者に利益が出ていると予想されるであろう。

¹⁰⁷² 直接損害説の一部や、折衷説では、目標としていた調達金額が調達できていれば会社に損害はなく、しかし発行株式数が過大だった、という形で位置付けられている。では、たとえば会社が 100 万円の融資を受ける必要があるとき、実際に 100 万円を借り入れることができれば、（ハイパーインフレが現に発生している、あるいは弁済時までには発生する客観確率が極めて高い、という状況を除けば）年利 1 億%による借入であっても会社に損害はない、といえるのだろうか。

この問いを踏まえれば、会社の損害という概念を全否定する立場を採らない限り、純資産の部に着目して、借入の場合は純資産の部が減少するから会社に損害がある（新株発行の場合は純資産の部は増加するので損害はない）、という考え方になると思われる（前段落の例では、利子負担により負債が増大するので純資産の部が減少し、損害があると判断されることになろう）。

¹⁰⁷³ 投下資金 30 が、25%の確率で 60 に（この場合、会社の資産 140 に対して負債 135 なので債務超過は解消する）、25%の確率で 0 に（会社の資産 80 に対して負債 135 になる）、50%の確率で 30 のままになる、というプロジェクトだった場合など。

新規債権者が 35 を回収すれば、会社の資産 75 に対して負債 100 になるので、既存債権者は債権額面 1 円あたり 0.75 円を回収できることになるが、新規借入が実施されていなければ額面 1 円あたり 0.8 円を回収可能だったことと対比すれば、既存債権者は会社による新規借入の実施により財産状態が悪化したと捉えられる。そしてこれと表裏一体として、新規債権者が利益を得たと考えることも選択肢足り得る。

しかし、新規貸付後に当該会社について破産手続が開始されれば逆の結果となる。従前から存在する債権者と新規貸付を行った新たな債権者は、いずれも額面の 110/135 (約 81.5%) を回収できる。このとき、新規債権者は、債権額面 35 についての 110/135 である約 28.5 しか回収できないため、提供した財産の価値 30 と回収可能額の差額たる約 1.5 の損害を被る。他方、既存債権者は、元々の弁済率が $80/100=80\%$ だったものが新規貸付後は 110/135 (約 81.5%) に上昇するので新規貸付により利益¹⁰⁷⁴を得る。

このような事象を、以下では文字式により一般化する。純資産の部に着目して会社の利益・損害を判定する場合、会社の投資成果は、新規借入前後における純資産の部を比較することで求められるので、既存債権額面 E、既存会社資産 F、新規債権額面 G、新規融資額 H とし (事柄の性質上、すべて正の値を取る)、新規に借り入れた現金はそのままの価値を保つものと仮定すると、

$$\text{会社の投資成果} = \{(F + H) - (E + G)\} - (F - E) = H - G$$

となる。つまり、新規借入により増加した会社資産と当該借入により増加した負債額の差額が会社にとっての投資成果であり、上記数値例においては $E=100$ 、 $F=80$ 、 $G=35$ 、 $H=30$ なので、 -5 となる。このとき、会社の損害を肯定しつつ、純資産の部が減少しているにも拘わらず既存債権者は弁済率上昇という利益を得ている理由、および会社の投資成果 (純資産の部が変動した量) である -5 に対して既存債権者の利益 (かつ新規債権者の損害) が約 1.5 であるという乖離が生じる理由を上手く説明する必要がある¹⁰⁷⁵ (筆者にはその方策は思いつかない)。

他方、本稿の立場からは、上述した新株発行の場面と平行に、会社の利益・損害は純資産の部の変動のみでは判断できず、債権 (債券) の適正価格よりも高い価格で発行すれば会社に利益が出る一方、低い価格で発行すれば損害が出るという説明が可能であり¹⁰⁷⁶、新旧債権者の利益状態は以下のように一般化される。まず、新規借入前の状態では、既存の会社資産 F に対して既存の債権額面 E であるから、債権額面 1 円に対応する会社資産の

¹⁰⁷⁴ 既存債権者が有する債権総額 100 について、弁済率 80% であれば 80 のみ回収できたものが、新規貸付があったことで弁済率約 81.5% に上昇すると、約 81.5 を回収できるようになるので、既存債権者全体で約 1.5 の利益を得る。

¹⁰⁷⁵ なお、会社の損害という概念を全否定する立場を採るならば、純資産の部が変動した幅と、債権者が被った損害総額が乖離することは何ら問題がないことになる (最終的な変動結果のみを考慮すればよい)。

¹⁰⁷⁶ これは、株式と債権のいずれも会社が発行したオプションであるという構成の下で理解が容易であるが、オプションとして定位しない場合においても妥当すると考えられる。

割合（以下、これを「回収率」という）は F/E となり、既存債権者が有する債権の実質的価値は、自身の債権額面にこの回収率を乗じた値となる。ここで、上記設定の通り新規借入が実施されれば、会社資産は $F+H$ になる一方、債権総額は $E+G$ となるので、回収率は $(F+H)/(E+G)$ になる。したがって、新規融資により、当該融資前から存在する既存債権者全体では、

$$\frac{E(F+H)}{E+G} - \frac{EF}{E} = E \left(\frac{F+H}{E+G} - \frac{F}{E} \right) = E \left(\frac{E(F+H) - F(E+G)}{E(E+G)} \right) = \frac{EH - FG}{E+G}$$

という変化を受ける。他方、新規融資を行った者は、出捐した財産 H が会社債権に変化するるので、

$$\frac{G(F+H)}{E+G} - H = \left(\frac{G(F+H) - H(E+G)}{E+G} \right) = \frac{FG - GH - EH - GH}{E+G} = -\frac{EH - FG}{E+G}$$

という投資成果を得る。符号のみが異なる両者の状態を踏まえると、既存債権者と新債権者は、新株発行における既存株主と新株主の関係に類する状況にあることがわかる。そして、会社の投資成果に関して、新株発行の場合においては、株式の適正価格と払込価額を比較することで利害状態を把握していたのであるから、債権発行に際しても、債権の適正価格と払込金額の対比により把握されるべきものとなる。

以上を踏まえ、新規借入が会社に損得いずれをどの程度もたらしたのか、新株発行の場合と同様に計算する方法を示す。最初に、会社には新規借入に起因する利益または損害 x が帰属し、新規債権者にはこれと平行に $-x$ が帰属する。同時に、会社にとっての利益または損害たる x は、債務超過状態の会社であるという前提より、既存債権者の債権価値に影響を及ぼす¹⁰⁷⁷。式を立てれば、新規債権者のポジションは、

$$-x + \frac{G}{E+G}x = -\frac{EH - FG}{E+G}$$

と表され¹⁰⁷⁸、上述した数値例の設定に基づき E 、 F 、 G 、 H に代入すると、

$$-x + \frac{35}{135}x = -\frac{200}{135}$$

となり、これを解いて $x = 2$ が求まるので、会社に 2 の利益が出ているという結論になる¹⁰⁷⁹。この数値は、新規借入前の弁済率 0.8 を所与とした場合の額面 35 である債権の回収

¹⁰⁷⁷ 総合すると、 x が正であれば借入により会社に利益が出て債権者は貸付自体により損害を被るが、会社に利益が出たことで会社の債権者全体にとってプラスになることから、新規債権者自身もその影響を受けてマイナスの度合いが緩和される一方、 x が負であればこれと逆の結果となる。

¹⁰⁷⁸ 新株発行の場合と同様に、貸付取引自体から得られる利益を、貸付が行われていない状態における会社財産を基礎として計算した結果を x と置いているので、本文前段落の説明の通り、 x が正であり会社に利益が出ているならば新規債権者はこれと平行に $-x$ の損害を受け、同時に、新規貸付後の債権総額に占める自身の債権額面の割合に基づき x を享受する。したがって、本文記載の式となる。

¹⁰⁷⁹ なお、式を立てるにあたって、新規債権者が得るものを x と置くならば、

可能額（ $35 \times 0.8 = 28$ ）と、実際に新規債権者が出捐した財の価値（ $H = 30$ ）の差額であると考えられる¹⁰⁸⁰。そして、過大な貸し付けを行ってしまった新規債権者は、貸付取引の当事者として損害を被ると同時に、会社債権者の立場として当該取引により生じた会社の利益の一部を享受するので、その損害額は会社の利益よりも小さくなる、という形で理解できる。また、上記計算において x が会社の投資成果であることに留意しつつ整理すると、

$$\text{会社の投資成果} = \frac{EH - FG}{E}$$

という形で一般化できる¹⁰⁸¹。

上述の枠組みにおいては、新規債権者が債権額面の全額について回収できるか否かが、既存債権者の損害有無に関する分水嶺となっている。新規債権者が担保権等の優先権を得た場合は破産手続開始後も全額回収し得るが、優先権を得ていない新規債権者が債権全額を回収するという設定は、新株有利発行の文脈に置き換えれば、希薄化の影響を加味していない株式の価値に基づいて有利発行を受けた者の利益を算定していることに相当する。

以上の通り、新規借入により会社の純資産の部においてはマイナスの度合いが拡大したとしても、会社には利益が出ていると捉えるべき場合があると解される。これを拡張すると、純資産の部のみに着目して会社の損得を判断することは妥当でなく、純資産の部がどのように変動したかという「結果」と、変動した「原因」に基づき判断する必要がある場合が存在するといえる。そして、株式会社に関係する当事者の立場をオプションとして捉えるという前款で提示した考え方の下では、会社によるオプションの新規発行を伴う取引においては、純資産の部に着目するのではなく、発行されるオプションの価値と会社が受領するオプション料の比較により判断されるべきである、という結論になる。新株有利発行の話に戻ると、有利発行の場合と、有利発行でも不利発行でもない適切な新規発行数の新株発行の場合で、会社の純資産の部に差異はないので会社に損害はない、と一律に主張することはできないのである。

では、新株有利発行により純資産の部が増加している場合に、会社の損害を肯定できる

$$x - \frac{35}{135}x = \frac{100}{135}x = -\frac{200}{135}$$

となり、これを解くと $x = -2$ であるから、やはり新規債権者が貸付取引自体により損害 2 を被っており、転じて会社が 2 の利益を得ているといえる。

¹⁰⁸⁰ 新規債権者は 28 の価値があるもの入手するために 30 を拠出したので払い過ぎた 2 が損害となり、他方、会社は価値が 28 のものを 30 で売れたので 2 の利益が出た、ということになる。

¹⁰⁸¹ 整理の詳細は、以下の通りである。

$$\begin{aligned} -x + \frac{G}{E+G}x &= -\frac{EH-FG}{E+G} \\ \Leftrightarrow \frac{-x(E+G) + Gx}{E+G} &= -\frac{EH-FG}{E+G} \\ \Leftrightarrow -Ex &= -(EH-FG) \\ \Leftrightarrow x &= \frac{EH-FG}{E} \end{aligned}$$

か否か。この点について、従来の間接損害説の中には逸失利益が生じるという形で損害を把握するものが存在するが¹⁰⁸²、先述の通り直接損害説（および折衷説）からは、会社の必要資金が満たされれば会社の損害は肯定し難く、また、会社役員の仕事懈怠がなければ有利発行の場合と同数の株式が適正価格により発行されていたとは捉え難い（場合がある）という批判が行われている。本稿では、**前節**で提示した新株発行・新株予約権発行を自己株式処分・自己新株予約権処分に一本化するという解釈論と、**本節前款**で提示した自己オプション（発行される直前の株式および新株予約権もこれに該当する）の経済的価値を肯定する立論を組合せ、間接損害説を維持する。すなわち、有利発行は対価が不十分な会社資産の譲渡であり、より多くの対価を得られたであろうという消極損害の側面と財産流出という積極損害の側面を有しており、後者の側面は、会社の資金調達需要が満たされたか否か、および引受価額が有利発行とはならない金額であれば実際に実現した有利発行と同数の新株発行が実現したか否かとは無関係なので（より厳密には、新株を発行するべきではなかったという場合には、むしろこの側面が強くなる）、必ず会社の損害が肯定されると解する。

第4目 資金調達が企業価値に増減をもたらす場合

本目では、資金調達が企業価値に増減をもたらす場合における有利発行・不利発行について検討する。

資金調達が企業価値に増減をもたらす場合、まず問題になるのは、ある新株発行が有利発行・不利発行に該当するか否か判断する際に、基準となる株式価値が当該増減を反映したものであるべきか否かである。

まず、企業価値が増加する場合、企業価値の増加を反映した株式価値と、反映していない株式価値（以下、本段落において「反映した株式価値」および「反映していない株式価値」と呼ぶ）という2つが、有利発行・不利発行の判断基準の候補となる。そして、引受価額と当該基準の組み合わせとしては、①反映した株式価値を上回る場合、②反映した株式価値と同等である場合、③反映した株式価値を下回るが反映していない株式価値を上回る場合、④反映していない株式価値と同等である場合、および⑤反映していない株式価値を下回る場合、という5つを観念できる。このうち①は、不利発行の基準として反映した株式価値と反映していない株式価値のいずれを採用するとしても、上回る程度次第で不利発行となる。また、⑤はこれと平行に、いずれが有利発行の判断基準であるとしても、下回る程度次第で有利発行となる。

学説における争点は、企業価値増加分を反映した株式価値を基準として③および④も有利発行とするか、企業価値増加分を反映していない株式価値を基準として③および④は有利発行ではないとするか、という点に関するものであった。これは詰まるところ、新株発行による企業価値増加分を、従前から存在する株主と新株を引き受けた者の間でどのように分配させるか、という問題であり、③と④を有利発行として扱う場合は既存株主の利益

¹⁰⁸² 新株発行の場合について、福島・前掲注（1032）33頁。

保護に厚く、③と④は有利発行には該当しないものとして扱う場合は新株を引き受けた者の利益保護に厚い。自社から見て相手方が企業価値を上昇させるプロジェクトに不可欠の相手であるとき、相手にとって自社がそのような存在であるならば、新株を引き受ける側においてのみ新株引受を介して利益を確保させる必然性はない。他方、③と④のいずれにおいても、従前から存在する株主の経済的利益が害されるわけではないので、③または④による新株発行が実現しても当該発行に伴う一連の価値変動はパレート改善であると考えられる。本稿では、株式会社という制度の究極的な目標が社会厚生を増大にあるという価値判断を採り、原則として後者の立場を採り、企業価値の増加分を反映していない株式価値を基準として支持する¹⁰⁸³。不利発行に関する基準も、同様とする。

次に、企業価値が低下する場合、企業価値の低下を反映した株式価値と、反映していない株式価値（以下、本段落において「反映した株式価値」および「反映していない株式価値」と呼ぶが、前段落の定義と異なる点に留意されたい）という 2 つが、有利発行・不利発行の判断基準の候補となる。そして、企業価値が増加する場合と同様、引受価額と当該基準の組み合わせとしては、⑥反映していない株式価値を上回る場合、⑦反映していない株式価値と同等である場合、⑧反映していない株式価値を下回るが反映した株式価値を上回る場合、⑨反映した株式価値と同等である場合、および⑩反映した株式価値を下回る場合、という 5 つを観念できる。このうち⑥は、不利発行の基準として反映した株式価値と反映していない株式価値のいずれを採用するとしても、上回る程度次第で不利発行となり、⑩はこれとパラレルにいずれが有利発行の基準であるとしても下回る程度次第で有利発行となる。そもそも企業価値が低下するような新株発行は実施すべきではないという価値判断があるためか、企業価値が低下する場合における基準については議論が乏しい。もっとも、企業価値が低下したことに起因する損害と、有利発行または不利発行に起因する損害は同一のものではないので、両者を分離して検討しておくことに意義はある。本稿では、企業価値が増加する場合とパラレルに考え、企業価値の低下分を反映した株式価値を基準として採用する。

第5目 展開

上述の通り、本稿では、新株有利発行により既存株主が被る損害とされているものは、会社に損害が生じた結果として生じるものであり、その限りにおいて間接損害であるという立場を採る。この枠組みは、新株予約権の有利発行についても、同様に妥当するものと解する。仮に、これまでの裁判例において、被害者が希薄化による損害を間接損害として定位し株主代表訴訟を提起した場合の勝率が、直接損害として定位した場合の勝率に比し

¹⁰⁸³ 企業価値の増加分をどのように既存株主と新株を引き受ける者の間で分け合うか、という点が、経営者の交渉により決定されるとき、その割合が既存株主にとって必ずしも好ましいものではないとしても、それは経営者の能力がその程度であったということに帰する。他方、利益相反により経営者が個人的な利益と見返りに本文③を実現させたとすれば、それは任務懈怠責任を発生させるものと解する。

て低いならば、それは訴訟規模の非対称性に起因しており¹⁰⁸⁴相応の根拠を有する可能性があり、他方、そうではなく上述した「乖離額」を裁判所が嫌った結果であるならば不当である、という結論になる。

もっとも、希薄化により既存株主が間接損害を被るという理解の下で従前用いられていた説明は、会社が損害を被ったことで会社に帰属すべき損害賠償請求権の価値を考慮しないという前提下でのみ成立する、という点において課題を残す。会社の損害を填補する損害賠償請求権が会社に帰属する限り、全体として見れば会社に損害はなく、既存株主も間接損害を被ることはないのである。損害賠償請求権の価値を考慮してもなお既存株主に損害が発生しているか否かは、①会社が当該請求権に基づき回収を企図する以前においては、遅延利息の受領により見込まれる企業価値増加と、仮に裁判になった場合の敗訴可能性や損害賠償義務を負う者の資力不足に起因する企業価値減少の衡量により、また、②会社が回収を企図した後においては、実際に回収できた分と元々の損害額の衡量により、判断されるべきものである。転じて、上記①の要素は、有利発行が実施された場合における既存株主の救済方法にも関係する。既存株主の救済策としてはこれまで、会社の損害額とされる金額を会社に支払わせる方法と、既存株主に富の移転を受けた結果たる株式価値下落分に相当する金額を直接支払わせる方法の 2 つがあると説かれてきた。しかし、後者の場合において、その支払いを行った会社役員に対する会社の損害賠償請求権が、株主に支払われた金額に相当する範囲において消滅する（額面が減少する）という解釈¹⁰⁸⁵を採る限り、当該消滅は損害賠償請求権の価値減少という会社資産の価値低下を引き起こし、既存株主が有する株式価値の下落に帰結するというフィードバックが生じる。つまり、単に希薄化の最終結果と有利発行実施前の株式価値の差額を支払わせるのみでは、既存株主の損

¹⁰⁸⁴ 被害者たる株主は、自身が追行する株主代表訴訟において勝訴しても、会社に対して支払われる金額の一部のみを持株比率に応じて比例的に享受するのみである。これに対し、株主代表訴訟を提起された会社役員は、敗訴すれば請求が認容された額の全部について責任を負うことになる。このように、原告側勝訴時に回収できる金額と、被告側敗訴時に負担することになる金額に非対称性がある場合、経済合理的に訴訟に投じることができる経済的・人的資源は、金額が大きい当事者の方が規模が大きくなる。したがって、処分権主義および弁論主義を基本とする日本の民事裁判制度の下で、各当事者の主張立証活動が裁判結果を左右するのであれば、主張立証活動に投じた資源が大きい者の方が相対的に勝訴しやすいことになる。そして、株主代表訴訟の場合は、原告たる株主勝訴時に当該原告が回収できる金額と、被告たる会社役員敗訴時に当該被告が支払うべき金額が、規模の非対称性を決することになる。被告たる会社役員が、現に発生している裁判で経済合理的に投下できる資源、ひいては規模の非対称性は、前段落の場合に比すれば相対的に小さくなるため、会社役員側が勝訴する確率が相対的に低くなる、という仮説を立てることができる（本稿では検証せず今後の課題とする）。

裁判における規模の非対称性に関する議論の詳細について、差し当たっては、池田康弘＝森大輔「ディカップリング制度の抑止効果—懲罰的損害賠償の制度改革に関する経済分析—」熊本法学 130 巻 328-299 頁（2014）321-317 頁参照。

¹⁰⁸⁵ これは端的には、有利発行前から存在する既存株主に対して、その持株比率に応じて会社の損害賠償請求権を贈与ないし現物配当する場合に実現される。

害は完全には填補され得ないのである。既存株主の救済策を決定するにあたっては、上記の要素を踏まえる必要がある。

この問題は、いずれも損害賠償制度の基礎理論に関わるものなので、会社法および金融商品取引法における損害賠償制度一般の検討と絡めて取り扱うこととし、次節に持ち越す。

第3節 新株予約権の発行に対する内部者取引規制の在り方

第1款 はじめに

本節では、新株予約権の発行に対する内部者取引規制の在り方について検討する。既に言及した通り、アメリカでは、税制との兼ね合いにより株価が低い時点を狙ったストック・オプション付与が目指されている、という分析結果を示す実証研究が存在する（第2章第3節第4款）。そのための戦略においては未公表情報が重要な役割を果たし得るので、新株予約権の発行に対して内部者取引規制を及ぼすべきか否か検証する必要があるといえる。

この課題の遂行に当たって、発行取引では、未公表情報を覚知している可能性が高い会社自身が取引当事者であることから、流通市場における取引とは異なる問題が生じることに留意が必要である。

1つ目の要素として、会社側のみが未公表情報を覚知している場合は、有利発行・不利発行という会社法上の規律と交叉する問題が生じる。事後規制としては有利発行と不利発行のいずれにおいてもこれを実施した会社役員に民事責任が発生し得るものの、事前規制については、有利発行に関して有利発行である旨の事前開示および株主総会決議による承認が要求されているものの、不利発行についてはその種の規制がない。このような規制の非対称性により、不利発行では有利発行の場合に比して責任が認められにくい可能性があり、仮にそうであれば、発行取引が実施されるという事実が情報の片面的遮断に類する効果を生じさせることが危惧される。つまり、有利・不利の原因となる未公表情報（ここでは、開示しないことが不実開示となる情報を含む）の期待値ベースの影響度¹⁰⁸⁶が対称的であるとき、有利発行であるとも不利発行であるとも言明がない発行取引が実施されるという事実が観察された場合において、規制の抑止力に差異があることで当該発行が不利発行である確率が有利発行である確率を上回る結果、株価を下方修正させる要因になり得る。新株発行にかかる実証研究では、特に公募増資の場合において、発行取引が実施されるという事実が公表された場合において、当該情報が株価下落に帰結するという結果が示されることが多く、前段落の要素はその一因となっている可能性もある。転じて、これまで発行取引に対して内部者取引規制を適用しない理由として、会社法による有利発行規制が存在

¹⁰⁸⁶ 第2章で説明した通り、これは、未公表情報が累積している個数に関する期待値、および未公表情報が存在する場合における情報1個あたりの株価への影響度（公表された場合において株価が変動するであろう程度と、公表される確率により定まる）を乗じることで、算出される。

する点が掲げられてきたところ、規制の非対称性という見地からは、根拠として不十分であることも示唆される。発行取引を、非対称性のない保有実施基準に則る内部者取引規制の適用対象に含めると、抑止力の非対称性は、解消はされないものの緩和されると考えられる。

2 つ目の要素として、内部者取引規制の名宛人たる地位にある者が発行取引の相手方である場合、仮に発行取引に対して内部者取引規制が適用されるとしても、クロクロ取引として適用除外になる可能性が高いという特質がある。上述した 1 つ目の要素への対応として発行取引に内部者取引規制を及ぼす場合、クロクロ取引による適用除外がそのまま適用されれば意味がないため、その射程外とすることが必要になる。

よって、本節の検討内容は、新規発行を自己株式処分や自己新株予約権処分に一本化する先の解釈論と上記の 2 つの要素を踏まえつつ、発行取引、特に新株予約権の発行に対する内部者取引規制の在り方を探る、ということになる。

以下、次款では、発行取引に対する会社法の規律と学説を確認し、オプションとしての会社関係者の定位との整合性を探りつつそれらを検証し、新たな解釈論を提示する。第 4 款では、発行開示に不実開示があった場合の金商法上の責任制度を概観し、未公表情報の取り扱いについて検討を加える。先述した完全開示義務¹⁰⁸⁷という考え方の中では、発行取引において未公表情報を開示しないと不実開示として扱われるため、責任制度の対称性を検証するためには、この課題は不可避である。

第 2 款 発行取引に関する会社法の責任制度

第 1 目 はじめに

本款では、発行取引に関する会社法の責任制度について取り上げる。

発行取引に関する会社法上の責任制度としては、対会社責任および対第三者責任が挙げられる。まず前者として、会社役員は、その任務を怠ったことにより会社に損害を与えた場合、会社に対する損害賠償義務を負う（会社 423 条 1 項）。次に後者として、会社役員は、その職務を行うについて故意または重過失により第三者に損害を与えた場合、当該第三者に対する損害賠償責任を負い（会社 429 条 1 項）、また、不実開示に起因して損害を被った者がいる場合、やはり当該者に対して責任を負う（同 2 項）。

未公表情報と発行取引の関係は、一般論としては、株価上昇情報（が優勢である場合においてそのこと）を反映されずに設定された引受価額による新株発行が実施されれば有利発行になり得るのであり、また、株価下落情報（が優勢である場合においてそのこと）が反映されずに実施されれば不利発行になり得る、ということになる。したがって、有利発行の場合について損害を被った既存株主は（有利発行の場合は会社に損害が発生するという本稿の立場の下では）発行取引実施に関与した会社役員の対会社責任および対第三者責任を追及し得ることになり、また、不利発行の場合について損害を被った新株引受人は対第三者

¹⁰⁸⁷ 注（464）および注（465）とそれらに対応する本文参照。

責任を追及し得ることになる。

これらの責任制度は、商法学において長らく重要論点として議論が積み重ねられてきたが、いまだ多くの問題点が未解決のまま残されている。

まず、対会社責任について。この責任に関する様々な論点の中では、本稿の主題との関係においては、任務懈怠の意義（善管注意義務と忠実義務に関する同質説と異質説の対立、過失に関する二元説と一元説の対立、代表権の有無による責任の相違の有無、監視義務の性質論など）、および経営失敗時の責任追及における責任有無の判断構造（主として、「経営判断原則」なるものの存否や機能）、という2点が意味を持つ。

次に、対第三者責任について。会社法429条2項に基づく責任についてはそれほど議論がない一方、同条1項の責任に関しては、多くの論点が存在する。本稿の主題との関係においては、特に、対第三者責任と不法行為責任の関係（これに関係して故意・重過失の対象）、請求が認められる第三者の範囲、請求が認められる損害の性質（間接損害と直接損害のいずれかについて、または両方について請求を認めるべきか否か）、経営失敗時の責任追及の可否（「経営判断原則」なるものの適用有無）、といった問題が盛んに論じられてきた。近時はこれらに加え、対第三者責任という制度の存在意義に疑義が呈されることもある。より具体的には、(1) 間接損害については、会社債権者は債権者代位権を行使でき¹⁰⁸⁸、その場合は倒産手続において債権者平等が実現され、また、株主については原則として株主代表訴訟によるべきであると説く¹⁰⁸⁹。次に、(2) 直接損害については、債権者と株主のいずれも不法行為責任を追及すれば足りるとする¹⁰⁹⁰。付加的に、(3) 会社法に対第三者責任の規定を設ける例は諸外国にはあまり見られず、日本における立法理由も判然としない、という言及¹⁰⁹¹も存在する。

内部者取引規制を発行取引に適用しない理由の1つとして、会社法の規律が十分であるというものが挙げられていることは第1章で言及した通りであるから、本款では、内部者取引に対して適用され得る会社法の責任制度が規律として十分なものか否か、という点を検証する。

次目では出発点として、本款に通底する解釈方針として、経営者の責任有無に関する判断に際して、経営判断の萎縮を防ぐという要素に意義を見出さない（ひいては「日本版経営判断原則」を否定する）ことを説明する。

その上で、第3目では対会社責任と対第三者責任の相互関係を解き明かすため、それら

¹⁰⁸⁸ 会社に損害が生じて損害賠償請求権が帰属した場合に、当該会社の損害により（形式的）間接損害を被った会社債権者が債権者代位権を行使できるとする見解として、今井ほか・前掲注（924）305頁〔前田庸〕。

¹⁰⁸⁹ 田中・前掲注（632）370頁コラム4-78。

¹⁰⁹⁰ 田中・前掲注（632）370頁コラム4-78。

¹⁰⁹¹ 高橋陽一「役員等の対第三者責任—最大判昭和44・11・26民集23巻11号2150頁の検討」田中亘ほか編『論究会社法—会社判例の理論と実務』157-167頁（有斐閣、2020）165頁。

の責任が発生するための要件について検討する。その際に、前節から繰り越した課題の一環として、発行取引において会社に損害が生じたとしても会社に損害賠償請求権が帰属すれば損害が概ね治癒され得るという要素が、対会社責任および対第三者責任に関する従来の判例・学説との関係でいかなる意味を持つか、という問題意識を持ちながら検討を進める。すなわち、会社役員らの行為（作為と不作為を含む）により会社に損害が生じたことにより第三者が被る間接損害について、会社に帰属していると目される損害賠償請求権の価値¹⁰⁹²を除外して算定されたものを「形式的間接損害」、その価値を加味して算定されたものを「実質的間接損害」と呼んで区別を行い¹⁰⁹³、最終的に会社や会社関係者に損害が発生したと評価できるか否かに留意する¹⁰⁹⁴。そして、上で整理した既存の議論の枠組みでは、会社の損害賠償請求権の存在が十分に考慮されていないという問題があることを指摘する。

第4目では、第3目の内容を踏まえつつ対第三者責任の存在意義を考察し、対第三者責任には固有の存在意義が存在することを主張する。より具体的には、対第三者責任は、①会社の事業活動により第三者が損害を被った場合に、会社と会社役員の間における損害賠償義務の内部的な負担割合の決定に関する指針となり、また、②倒産手続においていわゆる債権者平等原則が適用されることに起因する不都合を解消するための装置として機能する一方で、③対第三者責任に代替し得る制度には、株式会社が関係する場面で利用を企図

¹⁰⁹² 任務懈怠が肯定されて損害賠償が認められるか否か、ひいては損害賠償請求権が存在しているか否かは裁判を経て確定されるものであるから、会社側勝訴判決の確定または裁判外における任意の支払いが実現する前の時点では、期待値ベースで算出される。

¹⁰⁹³ 定義から派生的に導出される要素として、実質的間接損害についての損害賠償請求は認められない。勝訴可能性に疑義があったために生じた損害賠償請求権のディスカウントは、形式的間接損害について提訴して勝訴すれば解消し、また、会社役員らの資力不足によるディスカウントも何らかの事情で回復し得るが（債務超過だった会社役員が相続により財産を得て資産超過に転じたなど）、そのような事情がない状況で、そのディスカウント分を会社の損害として損害賠償請求権を措定すると、フィードバック・ループが発生するところ、このループの結果、ディスカウントの原因が回収可能性が低いということと矛盾して（端数処理の影響を除けば）常に会社に損害がないという結論になってしまう。なお、会社が責任を問われるべき会社役員らの強い指揮下にあり責任追及がなされない可能性によるディスカウントについては、株主代表訴訟が可能であることを踏まえると、（それほど）発生しないとみるか、発生しても株主代表訴訟の勝訴時に解消するか、いずれかの形で定位されるべきことになる。

¹⁰⁹⁴ 会社役員により会社財産が積極的または消極的に毀損されると、その毀損された量を額面とする債権、つまりプット・オプションが帰属し得る。同時に、損害発生時点から遅延利息が生じるので、その分に対する権利も生じ得る。もっとも、会社役員が法的に責任を負うか否か明らかでなく請求可否が訴訟結果に左右される場合は、そのような権利が会社にあるか否か疑義が生じるためディスカウントせざるを得ない。これらの諸要素を勘案した損害賠償請求権の価値と、その発生原因たる会社の損害を衡量して、会社に損害が生じたか否かが決定されることになる。なお、上記のディスカウントでは、問題とされている会社役員らの行為態様が「酷い」ほど、裁判で任務懈怠が肯定されて会社が勝訴する可能性が高まるためディスカウント量が縮小し、最終的に会社に生じる損害が小さくなる、という特殊性質がある。また、仮に請求が法的に認められ得るとしても、会社役員らの資力が十分でなければ、やはり損害額の全額を回収できない事態が生じ得る。

すると未解決の解釈問題に直面せざるを得ないため実際に代替可能であるか不明である、という 3 点を示す。

最後に第 5 目では、対会社責任と対第三者責任に相互関連性があることに起因する、企業価値の変動と、被害者の損害を填補するために必要となる損害賠償の量を算定する方法について検討する。

第 2 目 経営判断原則の否定

少なくとも現行法において、会社役員の特会社責任は無過失責任ではなく、会社役員の作為・不作為と因果関係を有する損害が誰かに生じたとしても、当該役員が必ず損害賠償責任を負うというわけではない。よって、裁判では責任有無に関する判断が行われるべきところ、その際の考慮要素として、学説では「経営判断原則」なる概念が盛んに提唱されている。これはしばしば、次のような要素を複数組み合わせる形で説明される。

①経営に冒険は不可避であるにも拘わらず、裁判所が経営判断の内容について事後的に審査する制度の下では、経営者が後知恵により不当に厳しい判断を下される事態を恐れるためその意思決定が萎縮するが、これは株主や社会全体の利益にならない¹⁰⁹⁵。②株主は分散投資が可能であるためリスク回避的にはならないが、経営者はリスク回避的となりやすいため¹⁰⁹⁶、経営者のリスク選好の下で選択されるプロジェクトは株主の利益にそぐわないが、経営者に株式型の報酬を与え、あるいは経営失敗時に経営判断の内容について審査されない法制度とすることで、そのような利害対立は緩和される。③アメリカ合衆国、特にデラウェア州判例法においてはそのような見地を重視し、経営判断の過程と内容を区分し、前者については事後的な司法審査を行うが、それが一定の水準を満たすものであれば、原則として後者の中身は事後的に審査しない、という制度を構築しており、「ビジネス・ジャッジメント・ルール (business judgment rule)」と呼ばれている。④日本の裁判所が経営者の責任を判断するに際して採用している基準は、経営判断の過程・内容に著しく不合理な点がない限り善管注意義務違反にならない、というものであり¹⁰⁹⁷、このような(日本版)経営判断原則は、事後的に内容面の審査を行う点でアメリカの制度と相違する¹⁰⁹⁸。⑤上記④の(日本版)経営判断原則は、アメリカ法、特にデラウェア州法におけるビジネス・ジャッジメント・ルールを起源としてその内容や学説を参照して発展してきたのであ

¹⁰⁹⁵ 田中・前掲注(632)276頁コラム4-51。

¹⁰⁹⁶ 経営者は自身が経営する企業に固有の経営スキルの上昇にコストを投じるが、これは他の企業では役に立たない要素を多分に含むものである。したがって、経営者が投じる労働資源は分散できない部分が多い。

¹⁰⁹⁷ 田中・前掲注(632)276頁。あるいは、取締役が行った経営判断が結果として会社に損害を与えることになったとしても、当該判断が誠実かつ合理的な範囲のものであれば注意義務違反にはならないとする制度、という形の定義もある。鈴木＝竹内・前掲注(927)298頁注17。

¹⁰⁹⁸ 田中・前掲注(632)276頁コラム4-51。

り¹⁰⁹⁹、上記①・②の見地に基づくものである。⑥経営判断の内容に基づく答責がまったく行われない制度では経営者に対する規律が不十分であるから、内容について審査する日本の裁判例の立場は正当化される。

以上が経営判断原則に関する一般的な説明であるが、このほか、一部の論者による付加的な説明として、⑦（日本版）経営判断原則を採用した場合において株式会社と契約を締結して債権者になった者の保護が問題となり得るところ、採用された場合においても債権者は利率の調整やコベンツの設定により自衛できるという考え方¹¹⁰⁰や、⑧経営者の責任を判断する裁判において、裁判官が（1）答責すべき場合に答責しないという誤審を為す確率と、（2）答責すべきでない場合に答責するという誤審を為す確率が同じであるとき、リスク回避的な経営者は上記（2）の可能性をより重視するので、経営者の責任水準を緩和する方向にバイアスをかけることが妥当足り得るとする主張¹¹⁰¹がある。

もっとも、私見では、日本版経営判断原則なる概念は説明の形式面と内容の実質面のいずれにおいても不適當であると解する。

形式的な要素としては、事後的に経営判断の内容面を審査される制度の下では経営判断が萎縮するので、裁判所が事後的に内容面の審査を行う基準を設けているという一般的な説明は、目的（事後的な内容面の審査に起因する経営者の萎縮を防ぐ）と手段（事後的に内容面も審査する）に齟齬があり、説明として成り立っていない¹¹⁰²。過去の裁判例を見る限り、日本の裁判所が経営判断の内容も審査するという説明は正しいと解するが、そのような審査になっている理由は、日本では上記①のような制度理念としての「思想としての経営判断原則」が存在しなかったこと¹¹⁰³に求め得る。そうすると、上記の齟齬は、日本版経営判断原則を支持する論者においてこそ当該理念が根底では受容されていない（内容面の審査が一般的に是認されている）にも拘わらず、そのことが自覚されないまま、アメリカの判例法や学説が日本の裁判例に結び付けられた結果として生じたものと考えられる。

実質的な要素としては、日本版経営判断原則なるものの採用により、採用しない場合に比して責任水準を相対的に引き上げる（責任を課されにくくする）ことが正当化されるためには、その採用によって絶対的に適切な責任水準に接近する（確率が上昇する）ことが不

¹⁰⁹⁹ 岩原紳作編『会社法コンメンタール9—機関（3）』（商事法務、2014）239-240頁〔森本滋〕など。田中・前掲注（632）276頁コラム4-51。

¹¹⁰⁰ 後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29巻3号 123-174頁（2010）166頁。

¹¹⁰¹ 田中亘「取締役の善管注意義務・忠実義務および株主代表訴訟」田中編著・前掲注（1034）76-106頁（有斐閣、2021）94-95頁 Column4-1。

¹¹⁰² 増田友樹「わが国の経営判断原則に関する近時の議論とその問題点」同志社法學 71巻1号 727-749頁（2019）741頁は、日本の裁判所が経営判断の内容・過程について審査を行う以上、判断基準が著しく不合理か否かというものであったとしても、後知恵バイアスが生じてしまうとする。

¹¹⁰³ 森田果「わが国に経営判断原則は存在していたのか」旬刊商事法務 1858号 4-13頁（2009）4頁。

可欠であるはずだが¹¹⁰⁴、これを十分に論証する説明¹¹⁰⁵には未だ接したことがない。根本的には、念頭に置かれる「株主」をロング・ショート戦略の採用者に限定するとしても¹¹⁰⁶、萎縮が生じることが株主の利益にそぐわないと断定されていることに対して疑問がある。

まず、株主は分散投資可能であるためリスク回避的にはならないという部分について、所有と経営が一致していると捉えることが可能な株式会社の主要株主（創業者であるとともに大株主である現職経営者等）や、様々な経緯により特定の企業についてのみ大株主である者（創業家株主など）は、分散投資による対処に限界があるためリスク回避的になり得るという反論が可能であろう¹¹⁰⁷。したがって、すべての株式会社について一律にリスク中立的（あるいはリスク愛好的）な経営判断を促進する制度を構築することが株主利益に資すると断言するのは、妥当でないと思われる。

次に、分散投資によって消去できないリスクたる「システムティック・リスク¹¹⁰⁸」の存在も考慮される必要があり、その中でも特に、経済全体がダメージを受けるマクロ経済ショックが相応の頻度で発生する状況¹¹⁰⁹が念頭に置かれるべきである。これまでのマクロ経済ショックでは、しばしば政府が企業の倒産を防ぐための補助金を投下してきたが、そこで不正や非効率的な支出が発生し得るほか、そのような支援策が講じられると事前に予期されることで「ソフトな予算制約問題（soft budget constraints）」¹¹¹⁰が惹起される。慎重

¹¹⁰⁴ 一般的な説明を最大限好意的に解釈するならば、それは、経営者の経営判断を尊重すべきであるという意識を持って裁判官が審査する制度の下では、経営者に対する規律（強過ぎれば萎縮し、弱過ぎれば放漫経営になる）が最適なものになる、という主張として定位し得る。

¹¹⁰⁵ 経営判断の内容についても審査を行う以上、いかなる基準を用いたところで裁判官の後知恵バイアスおよび経営者の萎縮は発生し得るが、その萎縮を考慮に入れた最適な水準は存在し得るので、これが存在すること、および日本版経営判断原則を採用することで当該水準から見てより望ましい状態になることを証明し得る。

¹¹⁰⁶ 空売り戦略を主とする者も包含すると、議論が著しく困難になる。

¹¹⁰⁷ 所有と経営が一致している株式会社および創業家株主について、Aurelio Gurrea-Martínez, *Re-Examining the Law and Economics of the Business Judgment Rule: Notes for Its Implication in Non-US Jurisdictions*, 18 J. CORP. L. STUD. 417, 427 (2018).

なお、株式型報酬ばかりではリスクが偏るとして、知る前契約・計画により株式型報酬として得た株式を売却するニーズがあることは第2章で述べたが、売却完了まではリスクが偏っている状態となり得る。根本的には、付与直後に株式が売却されるという状況は、報酬の内容が適切でないか、すぐに売却が可能であることが報酬契約の効率性を毀損させているか、いずれかであることを示唆しているといえよう。

¹¹⁰⁸ 金利の変化や景気循環などによる経済・市場全体により影響されるリスクを指し、経済・市場全体が悪化していることから、分散投資によってこのリスクを低下させることはできない。ロバート・C・ヒギンズ（グロービス経営大学院訳）『ファイナンシャル・マネジメント—企業財務の理論と実践 [改訂3版]』（ダイヤモンド社、2015）365-366頁。

¹¹⁰⁹ 日本のマクロ経済全体にマイナスの影響を生じさせた事象としては、ここ30年に限っても、バブル崩壊、世界金融危機、東日本大震災、COVID-19によるパンデミックなどが挙げられる。

¹¹¹⁰ ソフトな予算制約問題は、旧共産圏（公）企業の経営非効率性に関する議論に端を発し、（公）企業の経営状態が悪化しても政府が救済を図る（ことが予期される）結果、経

な経営判断を行うことで個々の企業にマクロ経済ショックに対する耐性が付く¹¹¹¹ならば、経営判断の内容も事後的に審査して答責する制度を設けて経営者に慎重な経営判断を行うようにバイアスをかけておくことが、政府の支援策により生じる非効率性や、ソフトな予算制約問題における経営者のモラル・ハザードの影響を緩和する効果が期待できる。これらの要素はシステムティック・リスクの下方硬直性に繋がるので、株主（および社会全体）にとって望ましい要素となり得る¹¹¹²。なお、一般論としては、経営者に自身の努力水準とは無関係な業績悪化に関する責任を負わせることは望ましくないと考えられるので、マクロ経済ショック等に起因する損害について答責しないことは適切足り得るが¹¹¹³、そのような制度は経営判断の内容を審査する司法審査においても実現可能である¹¹¹⁴。

さらに、日本版経営判断原則を採用した場合に生じる、経営判断の萎縮が阻止されること以外の影響も勘案する必要がある。その一例として、ある株式会社が他の株式会社と契

営者らが努力を怠るようになるという問題である。コルナイ・ヤーノシュ（岩崎一郎＝藤嘉壽子訳）「ソフトな予算制約と世界金融危機：ある東欧研究者からの警告」経済セミナー649号66-71頁（2009）67頁参照。

この問題は、資本主義体制においても発生し得る。たとえば、移行経済下の銀行民営化に関する議論であるが、現職経営陣は新任者となる者よりも現況の貸出ポートフォリオについて詳しいので、貸し換え時に利益を多く引き出すことができ、現職経営陣が職に留まった方が貸し替えが頻繁に生じるので、それを予期した借り手側でソフトな予算制約問題が生じるとする考え方もある。See János Kornai, Eric Maskin & Gérard Roland, *Understanding the Soft Budget Constraint*, 41 J. ECON. LITERATURE 1095, 1124-25 (2003).

また、公的セクターと銀行の関係において、銀行が経営危機に陥った場合の公的セクターによる救済が予期されると、銀行にモラル・ハザードが生じるというものがある。政府が果たし得る「最後の貸し手」機能の弊害として論じられるものであり（たとえば、清水克俊＝堀内昭義『インセンティブの経済学』（有斐閣、2003）167-171頁、木下信行『金融行政の現実と理論』（きんざい、2011）241頁参照）、大き過ぎて潰せない（TBTF: too big to fail）という問題もその一例といえる。

本文の記述は、経営状態が悪化した民間企業に対する政府による救済策が講じられることが予期される場合においても、ソフトな予算制約問題が発生し得るという問題提起である。

¹¹¹¹ ここでは、不況になってもそのことに起因する倒産をしばらくの間は免れられるようになることを指すものとする。

¹¹¹² 関連して、個々の企業が多角化経営により分散投資に類する効果を発生させる行為につき、株主は分散投資によって対応できるとして当該行為の合理性が否定されるところ（ヒギンズ・前掲注（1108）367-368頁など）、本文言及の要素との兼ね合いで、個別企業において倒産可能性を低減することを有意義と捉える余地はあるまいか。

¹¹¹³ ただし、株主は分散投資できるので経営判断失敗に関する損失を負担する者として適切である、というビジネス・ジャッジメント・ルールや日本版経営判断原則の根拠付けとの関係でいえば、システムティック・リスクは分散投資により対処できないリスクなのであるから、システムティック・リスクと相関する要因により経営破綻した場合に、その損失を株主に負担させるべき理由は自明でないとも考え得る。

¹¹¹⁴ 損害の原因がマクロ経済ショックにあると判断した場合は、答責しないとの結論を出せばよい。

約を締結するに際して、同原則が採用されず多くの株式会社が慎重な経営判断に偏っている状況下では、同原則が採用されている場合に比して、一般的にカウンターパーティ・リスクが低減し得ることとなり、契約コストの削減につながり得るであろう。まず、企業の経営者が事後的に経営判断の内容面まで審査され答責され得る制度の下では、自社に損害が生じた場合に自身が損害賠償責任を負い得る¹¹¹⁵ことを考慮する結果、他の企業との取引実施に対して消極的態度となり得る¹¹¹⁶。しかし、自身と同様の状況に置かれているはずの相手方企業の経営者が、自身の負い得る責任を考慮してもなお取引実施を企図しているという事実から、相手方において放漫経営となっている（あるいは、今後放漫経営となる）可能性や、現に締結が検討されている契約の実施が相手方における過剰投資である可能性を、日本版経営判断原則がある場合に比して低く見積もることになる。そのため、日本版経営判断原則が適用される場合との対比において、同原則が適用されないと、契約締結前の調査コストの低減、契約条件の緩和¹¹¹⁷、あるいは契約締結後の契約相手方に対するモニタリングコスト¹¹¹⁸の削減といった効果が実現され得るであろう¹¹¹⁹（取引の実施が促進されるという面を捉えれば、経営判断原則が採用されないことによってこそ経営判断の萎縮が防がれる場面もあるということになるが、そのよし悪しの判断は前段落で述べた要素も含めた総合衡量になる）。経営判断原則の採用を支持する論者は、その採用により（積極果敢な経営判断の実現を通じて）株主や社会全体にとって望ましい結果が得られると主張しているが、同時に生じる上述の契約コスト等への影響も加味しなければ株主や社会全体に望ましいか否かは判断できないはずである¹¹²⁰。筆者は少なくとも現段階においてその分析を行う能力を有

¹¹¹⁵ 法定の損害賠償制度は、実質的に経営者による個人保証のように機能する。

¹¹¹⁶ 何かを実施したために損害が生じた場合と、何もしなかったために損害が生じた場合を比べれば、前者の方が損害額の立証や因果関係の認定が相対的に容易であり、責任追及されやすいと考えられる。したがって、自身の責任を問われることを恐れる者は、不作為を選択しやすくなるであろう。

¹¹¹⁷ 日本版経営判断原則が採用されていない場合、採用されている場合に比して、利率やコベナンツなどが債務者側に好ましいものになる、ということが考えられる。

¹¹¹⁸ 債務者の財産状態に関する調査を行い、財産隠匿行為の有無を調べ、あるいは契約条項次第ではあるが財務状態が悪化したことを確認した場合において期限の利益喪失条項を適用する等の対応がある。

本文記載の見地から位置付けが難しいのが、株式会社の取締役には自社が債権者として倒産法上の否認権の対象行為たる偏頗弁済を受けないようにする善管注意義務があり、これに違反して偏頗弁済の受領が行われた場合、偏頗弁済を行った会社に対して対第三者責任を負うとされた東京地判令和2・1・20金法2147号68頁（評釈として、佐藤鉄男「判批」中央ロー・ジャーナル18巻1号101-110頁（2021））である。当該判旨からすれば、取締役は自社の契約相手方たる会社の財務状態を把握することが当然に義務となりそうであり、この要素があるとき、モニタリングのための費用は当該要素がない場合に比して増大すると考えられる。

¹¹¹⁹ ただし、相手方において、経営者の経営責任が免除される契約が締結されている場合、本文記載の効果は消滅する。このような免除に関する合意が予め締結されているか否か、また、事後的に責任免除が行われるか否かは、当該要素の成否にとっての分水嶺である。

¹¹²⁰ 理由付けの成否という面では、会社の契約債権者は契約内容の設定において自衛でき

しておらず結論を示すことはできないが、管見の限りでは、日本版経営判断原則を支持する論者がその分析結果を示したこともないのであり¹¹²¹、同様にしてその点に関する説明を欠く上記⑦の主張は不十分である。

加えて、裁判所の誤審可能性を考慮する上記⑧の主張についても、(1) 適切に責任が肯定される場合、(2) 不適切に責任が肯定される場合、(3) 適切に責任が否定される場合、および(4) 不適切に責任が否定される場合、という4つのケースのうち、誤審である(2)と(4)において経営者の利害状態としてどのような状態を想定しているのか不明である。

以上を要するに、日本版経営判断原則を採用することが株主の利益や社会厚生増大につながるか否かは、株主の資産構造やリスク選好、景気全般の動向のほか、同原則の採用・不採用による経営判断が萎縮する程度とコスト、責任水準に連動するであろう契約締結時のコストを総合的に考慮しなければ、法制度における責任賦課の基準が社会厚生増大に資するか否かは判断できないことになる¹¹²²。しかし、これまでの経営判断原則に関する議

るので会社役員に対第三者責任を厳格に課す必要はない、というだけの主張は、経営者は保守的な経営判断を行うという形で自衛できるので会社債権者に対する責任を会社役員に厳格に課してよい、というだけの主張と同等である。経営者の責任に関する学説は、日本にせよアメリカにせよ、経営者の自衛に起因する影響については繰り返し言及する一方、債権者の自衛に起因する影響については考慮しない傾向にあるが、経営者が過度に委縮する可能性があると同様に、会社の契約債権者が過剰な自衛措置を講じる可能性が存在し、そのこともまた経営者を委縮させ得ることを看過してはならない(たとえば、これまで債権者が要求してきた経営者保証の水準は適切であり経営者を不必要に委縮させていなかった、と断定できるのか)。また、過度の自衛措置は生じないとしても、債権者が自衛する際に考慮する、所与の経営者の責任水準が最適なものである保障はない(この点については注(1121)も参照)。

¹¹²¹ 債権者の自衛行為(コベンツの設定等)がある場合に、それが無い場合に比して株価が向上するといった結果を示す実証研究はいくつか存在しており、それらは対第三者責任の文脈において、会社債権者に対する責任を会社経営者に課すことに否定的な立場から、債権者に自衛させる方が株主利益に資するとする主張の論拠として援用されることもある(そのような主張の紹介として後藤・前掲注(1100)156-159頁)。

しかし、本文記載の見地からすれば、債権者の自衛行為を加味した上で経営判断原則を採用することが適切であると主張するためには、経営判断原則が採用されない場合(経営者に無過失責任を課す場合とまったく責任を課さない場合を両極として、様々な責任水準になり得る)に債権者が実施する自衛行為の水準の下で実現される経済全体の成果に比して、経営判断原則が採用される場合に債権者が実施する自衛行為の水準の下で実現される経済全体の成果の方が、株主や社会全体にとって望ましいことを示す必要がある。この視点から上述の実証研究を概括すると、それらは、その分析対象期間に採用されていた経営者の責任水準を所与として債権者が自衛行為を講じた場合と講じなかった場合を対比して分析するものである。つまり、所与とされた経営者の責任水準が適切なものか否か、あるいは異なる責任水準の下でも自衛行為の実施が望ましいか否か(例えば、会社債権者に対する経営者の責任を無過失責任として課す法制度の下でも、債権者による自衛行為の実施が株主や社会全体にとって望ましいか否か)については、何ら分析していない。よって、それらの実証研究は、経営判断原則を採用する論拠にはならないというべきである。

¹¹²² 後知恵により責任水準が不当に厳格化されるとしても、それにより事前の資金調達条件の異常な有利化という派生効果が生じ得るのであり、やはり、事後的な責任の水準を軽

論では、その点についてまったく論証せず、単に責任水準を緩和すれば株主の為になると述べるのみであり、立論として不十分である。

なお、これと同様のことは倒産手続についてもいえる。伝統的に、経営者個人の破産手続について、アメリカは経営者に親和的な制度を、ヨーロッパは経営者に厳しい制度を有するとされてきたが、近時、ヨーロッパにおいて経営者に親和的な制度への移行が見られるとの見解¹¹²³があり、また、欧州委員会は、経営者に親和的な仕組み¹¹²⁴を広めることを企図している¹¹²⁵。しかし、このような形で倒産制度が整備され、企業が破産しても経営者が必ずしも破局的な状況に追い込まれないことは、ソフトな予算制約問題の一因となり得る。また、日本法の下で株式会社が倒産した場合について、取締役の同意の下ではあるが、倒産に至るまで経営陣であったものの爾後の経営陣からの追放、経営者が有していた株式の消却、経営者が会社債務について個人保証を行っており当該債務を履行した場合における会社への求償権の放棄、経営者が有する債権の劣後化などが実務上は行われていることも考慮する必要がある。そのような措置が講じられる背景に、会社法による対会社責任の追及が困難であることがあるとすれば¹¹²⁶、会社法（学）における経営者の責任緩和が、株式会社に関わる法制度全体に不当な歪みをもたらしている（実務が軌道修正を行い、帳尻を合わせている）可能性もある。

総括すると、経営失敗の責任を追及されにくくすることは、経営判断の萎縮を防ぎ得るが、その他諸々の要素に対しても影響を与えるので、株主価値の増大を介した社会厚生を増加を株式会社制度の目的と考える限り、経営判断の失敗に関する最適な責任水準の識別は極めて難しい問題であり、日本版経営判断原則なるものを導入して責任を認められにくくすることが当該目的に資するか否かは、本稿執筆時点において不明である¹¹²⁷。よって本

減することが、その制度が適用される法域におけるすべての事業体の経済活動水準の向上に寄与するか否かは自明ではない。

¹¹²³ Emanuele Tarantino, *Bankruptcy Law and Corporate Investment Decisions*, 37 J. BANKING & FIN. 2490, 2492 (2013).

¹¹²⁴ 窮状にあるが回復可能な企業について、その倒産を予防するために利用できる事前型制度を導入し、あるいは、事業に失敗した経営者にセカンドチャンスを与えるための規制緩和である。

¹¹²⁵ COM (2014) 1500 final. 英語版につき、European Commission, *Commission Recommendation of 12.3.2014 on a New Approach to Business Failure and Insolvency* (2014), at http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_en.pdf

ただし、2015年9月30日付で公表された評価では、一部の国が立法措置を講じていることが示されているものの、依然としてEU加盟国の倒産法制は収斂していないようである。See European Commission, *Evaluation of the Implementation of the Commission Recommendation of 12.3.2014 on a New Approach to Business Failure and Insolvency* (2015), at http://ec.europa.eu/justice/civil/files/evaluation_recommendation_final.pdf

¹¹²⁶ 中島弘雅「会社経営者の倒産責任の取り方に関する覚書き：イギリス倒産法からの示唆」河野正憲先生古稀祝賀『民事手続法の比較法的・歴史的研究』459-499頁（慈学社、2014）465頁・490頁。

¹¹²⁷ もちろん、筆者は適切な責任水準を理論的に明示できないので、会社法（学）における責任緩和の動きの方が妥当であり実務の運用が不適當である可能性は否定できないが、

稿では、何らかの立論において経営判断の萎縮防止を目的とすることはせず、また、経営判断の萎縮が防がれるという効果が発揮されることを何かの正当化事由として用いることもなく、さらに日本の裁判所が日本版経営判断原則なるものを採用しているとの立場も否定する。

第3目 対会社責任と対第三者責任における要件の統一的理解

本目では、対会社責任と対第三者責任の相互関係を解き明かすことを目的として、それらの要件について検討する。対会社責任においては「任務を怠ったこと」により会社に損害を与えることが、また、対第三者責任においては「その職務を行うについて」故意・重過失により第三者に損害を与えることが、それぞれ責任の発生要件となっている。両者の相互関係を明らかにすることが中心的課題となるが、まず出発点として、対第三者責任の要件を取り上げる。

最大判昭和44・11・26民集23巻11号2150頁の法廷意見（以下、本目における「法廷意見」という語は当該意見を指す）は、対第三者責任が間接損害と直接損害のいずれについても追及可能であるとした上で、対第三者責任の要件たる故意または重過失が、会社の業務執行上の過誤に関するものである（第三者が損害を被ったことに関するものではない）とする。他方、同判決の少数意見（以下、本目における「少数意見」という語は当該意見を指す）では、対第三者責任は不法行為責任の特則であり直接損害のみを対象とし、故意または重過失は第三者が損害を被った点に関するものであるとする。

講学上、法廷意見の下では、会社との関係における職務の執行に関して故意・重過失により不適当な行為を行うこと、つまりは「任務懈怠」の存在が、対第三者責任の発生要件として位置付けられていると捉えられている。このとき、会社に損害が発生しない直接損害についても任務懈怠が要件となるため、何が任務懈怠になるのかという問題が生じる。直接損害の事例である最判昭和41・4・15民集20巻4号660頁は、取締役等が取引相手たる第三者であって直接損害を被った者に対する会社債務の本旨履行ができないことを「容易に予見できる状況にありながら」取引を実施したことが任務懈怠であると判示し、これが通説と評されることもあるが¹¹²⁸、学説においては、そのことの何が任務懈怠なのか判然としないという問題提起がなされ¹¹²⁹、とりわけ会社が債務超過状態において新規借入や手形の振出を行った場合を中心として、議論が重ねられてきた。まず、法廷意見の立場

それこそ経営の専門家ではない商法学者が概して経営者の責任緩和を主張している状況に、違和感がある。

なお、少なくとも現段階では、対会社責任の追及等に際して裁判所は経営判断の内容を事後的に審査していること、および、実際に破綻処理に携わる実務家が利害関係者との交渉を踏まえて採用した処理が本文前段落記載の通りであることを踏まえ、筆者の主観確率としては、会社法（学）の傾向が不当である（経営者の責任水準を適切な水準よりも過小なものにしている）可能性の方が高いと考えている。

¹¹²⁸ 黒沼・前掲注（1034）151頁。

¹¹²⁹ 黒沼・前掲注（1034）151頁など。

を所与とした上で、第三者に直接損害を生じさせる行為を会社に行わせることが任務懈怠になる理由を説明しようとする立場がある。これには、①返済の見込みがないような債務を負う行為が会社の信用を毀損する点が任務懈怠であるとする見解¹¹³⁰、②返済の見込みがないような状態にあることを把握していなかったことが任務懈怠であるとする見解¹¹³¹、③債務超過やそれに近接する状態の会社において株主の利益のみを志向すれば最後の博打として投機的行為が実施されやすく（いわゆる「資産代替」ないし「過剰投資」の問題）、また、営業を継続すれば会社役員に対する報酬の支払いにより会社の財務状態が一層悪化すること等を踏まえ、取締役には会社債権者の損害拡大を防ぐため善管注意義務として再建可能性・倒産処理等を検討する必要がある、これを怠った点が任務懈怠になるとする見解¹¹³²などがある。他方、法廷意見に与しない立場としては、①少数意見のように対第三者責任の射程を直接損害に限定する見解¹¹³³の他、②対第三者責任の存在意義自体に疑義を呈する見解¹¹³⁴もある。

本稿では、株式会社という制度が法律上認められている究極的理由が、株式会社が社会厚生を増大に資するという点に存するという規範的立場を採る。その下で、株式会社の役員はこれに資する行為を会社を実施させるという任務を負っており（株主利益最大化と抵触するものではなく、利益最大化の方法に制約を設けるものである¹¹³⁵）、これに違反した場合において対会社責任および対第三者責任が肯定される、という解釈の基本方針を定立する。この枠組みの下、対第三者責任の要件たる故意または重過失の対象が、会社の業務執行上の過誤に関するものであるとする前掲最大判昭和44・11・26の法廷意見に与する。

この基本方針の下では、対会社責任および対第三者責任は、社会厚生を増大に資する行為であれば発生しないが、社会厚生が増大しない（社会厚生が減少する場合と、増大も減少もしない場合が包含される）行為であれば発生し得ることになる。より詳しく説明するため、社会全体における富の総量は増大するものの第三者に損害を与える会社の行為として、「デット・オーバーハング（debt overhang）」の状態において会社が新規に契約を締結した場合における、関係当事者の利害関係を通じて基本的な考え方を示す。なお、説明の便宜上、富の増大を社会厚生を増大と同一視する。

デット・オーバーハングとは、正味現在価値が正の投資プロジェクトが存在するものの債務超過である会社が当該プロジェクトの実行資金を調達する際に、債務超過の度合いとプロジェクト成功時のリターンの兼ね合い次第では資金を拠出した者から他者に富の移転

¹¹³⁰ 上柳克郎『会社法・手形法論集』（有斐閣、1980）120頁。

¹¹³¹ 注（1128）と対応する本文参照。

¹¹³² 江頭・前掲注（633）536頁。

¹¹³³ 高橋陽一「取締役の対第三者責任に関する判例法理は今後も維持されるべきか？（1）一両損害包含説の問題性と直接損害限定説の再評価」法学論叢177巻6号1-37頁（2015）4頁など。

¹¹³⁴ 注（1088）乃至（1091）と対応する本文参照。

¹¹³⁵ 既存の富を奪い合う形で自社の株主利益を追求する行為は、社会全体の富を増加させないので、会社役員の仕事に合致しないことになる。

が生じるため資金拠出が実現されず、結果として当該プロジェクトが実行されないという問題である。正味現在価値が正のプロジェクトが実施されないということは、投資活動が適切な水準に満たない状態にあることを意味するので、「過少投資問題」とも呼ばれる。数値例を用いて具体的に説明すると、次のようになる¹¹³⁶。

ある株式会社が 0 期時点において、保有資産 80 に対して、1 期後に弁済期を迎える負債 100 を抱えているとする（説明の簡易化のため、利子率はゼロとする）。つまり、当該会社は 20 の債務超過であり、数値がマイナスであることを「▲」で示せば▲20 である。ここで当該会社には、投下資金 20 により、1 期後のリターンが 99%の確率で 30 に、1%の確率で 20 になる投資プロジェクトが存在する（便宜的に、リターンが 30 になれば「成功」、20 になれば「失敗」とする）。この投資プロジェクトの正味現在価値は $(30 \times 0.99 + 20 \times 0.01) - 20 = 9.9$ であり正なので、実施されることが望ましい。ここで、当該プロジェクトを実施するために必要な資金 20 を調達できるか否かが問題となる。現在の会社資産 80 を切り崩してその中から捻出し得るが、必ずしも、即座に価値を毀損することなく現金化できるとは限らない。できない場合は外部から資金を調達する必要があるが、上述の通り、富の移転が大きな影響を及ぼす。

まず、株式発行により必要資金 20 を調達した場合、プロジェクトが成功すれば会社は負債額 100 に対して資産が $80 + 30 = 110$ となり債務超過は解消する。これが企業価値が増大した場合に含まれるとき¹¹³⁷、既存債権者に弁済した後に会社に残る株主の取り分は 10 であるから、20 を拠出した資金提供者は損害を被る。よって、株式発行による資金調達に応じる者はいないと考えられる。次に、債権（負債）形式により資金を調達する場合、会社の負債は当該資金調達により 20 増加して 120 となっているから、プロジェクトが成功して資産 110 になれば▲10 であり、引き続き債務超過ではあるがその度合いは縮小している。新規債権の優先順位が既存債権者よりも低いと、新規拠出者は株式を引き受けた場合と同様、出捐 20 に対して 10 しか回収できないため、やはり資金提供に応じる者は現れないと考えられる。既存債権と同じ順位に設定した場合も、プロジェクトが成功しても債務超過であり新規資金拠出者は満額の弁済を受けられないので、やはり調達できないであろう。新規債権に既存債権よりも高い優先順位が認められれば調達し得るが、担保権を設定できない場合、倒産法制との兼ね合いにより、当事者間の合意で既存債権よりも優先順位の高い新規債権の創出はできないと目される¹¹³⁸。また、その種の新規債権発生に関して、

¹¹³⁶ 以下の例は、池尾和人「デット・オーバーハングと資産流動化」SFI 会報 10 号 18-19 頁（1996）を基礎としている。なお、同文献ではプロジェクトの成功確率は 100%と仮定されており、本文記載の確率 1%で失敗するという部分は本稿筆者が付け足した要素である。

¹¹³⁷ ここでは純資産の部の増加について、オプション発行に際してのオプション料収受に起因しないものを念頭に置いている。つまり、詐欺的な取引により単に富の移転を生じさせたような場合は、考慮しない。

¹¹³⁸ 優先順位が低い債権については、「約定劣後債権」という仕組みがあるが、これとパラレルな「約定優先債権」とでも呼ぶべき制度は（当事者間で任意に設定される、という意

会社が既存債権者との間でコベナンツにより制約を設定している場合もあり得る。上記はすべて、従前から存在した債権者が、資金提供者の負担の下で債権回収率の上昇を享受しているが、これは富の移転が生じた結果である。したがって、デット・オーバーハングを解消するためには、資金提供者から富の移転が生じないようにするための措置が必要になり、具体的方法としては①既存債権者による追い貸し¹¹³⁹、②既存債権者による債務免除¹¹⁴⁰、③新規の投資機会にかかわる資金調達のおフバランス化（証券化）¹¹⁴¹、あるいは④債務の株式化¹¹⁴²が挙げられている。

以上がデット・オーバーハングに関する基本的な説明であるが、これらはすべて、資金拠出に応じるか否か判断する者が、対象会社の財務状態を正しく把握している場合の話である。債務超過であることが認識されていなければ、損害を受けることを予期せずに資金拠出を実施する者が出現する可能性がある。たとえば、上記の数値例で登場する会社の取締役が、ある金融業者との間で、自社が債務超過であることを伝えないまま契約交渉を進め、既存債権者と同順位により新規貸付を受けたとする。当該金融業者は従前から存在した債権者と同順位で弁済を受けるので、プロジェクトが失敗した場合はもとより、成功した場合も損害を被る¹¹⁴³。

味での担保権を除けば）存在しない。したがって、債権者と債務者という当事者2名の間で、当該者債権者の債権の優先順位を他の債権者よりも高くする、という約定をしても、それは倒産手続において意味をなさず、他の一般債権と同順位になると思われる。ただし、財団債権や別除権、あるいは取戻権に該当する権利が創出される場合は別である。

¹¹³⁹ 前出の例でいうと、負債は合計120になるが資産も110になるので正味▲10であり、何もしない場合（80-100=▲20）よりも状況は改善する。しかし、債権者が単独の場合とはともかく、複数存在する場合には合意形成が難しい点に留意が必要である。池尾・前掲注（1136）19頁。

また、銀行が債権者の場合の追加融資は、しばしば「追い貸し」と呼ばれ、不良債権処理に関連して問題視されたものでもある。「追い貸し」という語は、本来は市場から退出すべき企業を延命させる、という否定的ニュアンスをもって述べられることが多いように見受けられる。たとえば、関根敏隆＝小林慶一郎＝才田友美「いわゆる「追い貸し」について」金融研究22巻1号129-156頁（2003）130-132頁参照。

¹¹⁴⁰ 会社の負債額が90を下回るまで既存債権者が債務免除すれば、投資プロジェクトは資金供給者からみても採算がとれるものとなるが、やはり債権者間の協調が問題となり得る。池尾・前掲注（1136）19頁。

また、一般論としては、経営が失敗しても債務免除がなされることが事前に織り込まれると、債務者側でモラル・ハザードが生じ得る。松嶋隆弘「債務の株式化に関する一考察」酒巻俊雄先生古稀記念『21世紀の企業法制』793-809頁（商事法務、2003）796-797頁。

¹¹⁴¹ 当該投資プロジェクトにかかわる資金調達を、企業のバランスシートから切り離して行うことで問題を解決するものであり、その効果を実現できる資産流動化に期待するという方向に議論が展開される。池尾・前掲注（1136）19頁。

¹¹⁴² 債務超過ではなくなることにより富の移転が生じる状況が解消されることで、新規資金の拠出を受けられることになる。倉澤資成「[講演録]債務の株式化—経済学の視点から—」証券レビュー54巻8号52-91頁（2014）66-71頁。

¹¹⁴³ 投資プロジェクトが成功した場合は新たな価値が創出され、企業価値が上昇してプロジェクト実行前よりも債務超過の度合いが縮小したが、新規資金の拠出者から既存債権者

この場面において、対第三者責任は発生するか否か。プロジェクトの成功・失敗という上記における 2 つの分岐は、従来「返済見込みのない借入れ」と一括りに論じられていた状況が、(ア)借入れにより企業価値は上昇する(富の創出がある)が、なお新規融資者に対する満額弁済の見込みがない場面と、(イ)企業価値が上昇せず満額弁済の見込みもない場面、という 2 つを包含していることを示している。そして、責任が認められる要件として任務懈怠についての故意・重過失が要求されることで、業務執行における重過失によりプロジェクト失敗が惹起された場合、つまり(イ)に該当する場面では任務懈怠があるため責任が肯定される一方、任務懈怠なくプロジェクトが成功した時、つまり(ア)に該当する場面では損害賠償請求が認められない、という結論になる。

債権者に損害を与えつつ企業価値の増大を目指すことを許容する結論は、一見すると不相当と捉えられるかもしれない。しばしば、ある政策や行為が実現されるべきか否かという判断に際して、「パレート改善」ないし「パレート効率的」¹¹⁴⁴であるか否かが基準とされるところ¹¹⁴⁵、債権者に損害を与える行為はパレート改善ではない(パレート非効率である)¹¹⁴⁶。しかし、現実世界ではパレート改善が実現する場面は稀であることから、何らかの代替基準が必要となり、その中の 1 つに、「(仮説的)補償原理」ないし「カルドア=ヒックス基準」と呼ばれるものがある¹¹⁴⁷。カルドア=ヒックス基準とは、ある政策の結果として利益を得る者が、当該政策により損害を被る者に対してその損害を補償することでパレート改善が実現し得るならば、実際には補償が実行されなくても、当該政策を実施すべきである、とする判断基準である¹¹⁴⁸。以下、同基準の下で効率的であることを、「カルドア=ヒックス効率的」と表現する。

前々段落における(ア)と(イ)についての結論は、対第三者責任の規定が、カルドア

へ富の移転が生じたため、新規拠出者は直接損害を被っている。他方、業務執行における取締役の重過失によりプロジェクトが失敗してしまい、リターンが 20 になった場合は、資産 100 に対して負債 120 であり債務超過の度合いは▲20 であるから、資金調達前と同じであり、純資産の部に着目する限り会社に損害は生じていない。しかし、やはり新規資金拠出者から既存債権者へ富の移転が生じたことで、新規拠出者は直接損害を被っている。¹¹⁴⁴ 神取・前掲注(19) 221 頁は、パレート改善を「誰の効用も下げることなく、少なくとも一人の効用を上げること」と定義する。

¹¹⁴⁵ 従来から、株主利益の最大化が株式会社経営にあたっての基本方針であるとされ、その根拠は、残余請求権者たる株主の利益を最大化する過程で、株主よりも先に会社から支払いを受けることができる会社債権者の利益も最大化される、という考え方が提示されてきた。これは、1 つの株式会社の利害関係者に限定すれば、その会社の株主利益を追究することがパレート改善になる、という理解を前提としたものである。

¹¹⁴⁶ 本文の例では、倒産手続が開始された場合に既存債権者と新規融資者が平等に扱われる結果、既存債権者は利益を得る一方で新規融資者が損害を被るため、パレート改善の定義に該当しない。

¹¹⁴⁷ これを採用するものとして、田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』857-899 頁(有斐閣、2014) 872 頁注 19。

¹¹⁴⁸ 常木淳『法律家をめざす人のための経済学』(岩波書店、2015) 62 頁。

＝ヒックス効率的な会社行為によって第三者が被った損害について、会社役員に補償責任を負わせないための仕組みである¹¹⁴⁹、という基準の下で導出できる。そこで本稿では、対第三者責任の規定の意義につき、以下のような制約の下で、上記傍点部分に該当する性質を有するものである、という仮説を提示する¹¹⁵⁰。まず、会社法の他の条文や、他の法令により、カルドア＝ヒックス効率性よりも優先順位が高い事項が設定されている場合、あるいは効率的な行為が実現されるように制度設計がなされて規定が設けられている場合、それらが優先される¹¹⁵¹。不法行為責任と対第三者責任の関係についても、これと同様である¹¹⁵²。次に、そのような他の考慮要素に基づく介入が存在しない場合であっても、会社役員

¹¹⁴⁹ カルドア＝ヒックス効率的でない行為については、責任を課される。この枠組みの下では、資産代替問題に、ある程度は対応できることになる。

¹¹⁵⁰ 対第三者責任の規定を、効率性の観点から定位する仮説を提示するものとして、飯田秀総「会社法 429 条の役員等の第三者に対する責任：最大判昭和 44・11・26 民集 23 巻 11 号 2150 頁」飯田＝白井＝松中・前掲注（1028）272-282 頁（有斐閣、2017）280-281 頁。なお、同 280 頁は、会社がその事業遂行過程で詐欺的な手法を用いる場合は社会厚生が減少すると断定するが、本文記載の通り、詐欺的手法で調達した資金により企業価値を増大させる場合は社会厚生が増大し得るのであり、あとは、その種の行為が生じ得る可能性や実際に生じた場合の責任制度を勘案した、取引実施時の調査コスト増大等、ひいては（負債の）資本コストの増大等を加味した結果として、それでもなお、詐欺的手法が社会厚生を増大させる可能性があるか否かは、自明でないと思われる。

¹¹⁵¹ カルドア＝ヒックス基準も、パレート最適やパレート改善と同様に、分配の公正性については判断基準を提供しないところ、何らかの法令が分配について規定する場合、それは効率性よりも公正性が重視されている場面であり得る。

たとえば、企業価値が増加する企業買収の場面では、買収者がすべてのシナジーを独占したとしても、会社から退出する株主に対してナカリセバ価格（あるいは再投資のために発生する費用を上乗せした価格）に相当する財を交付すれば、パレート改善は実現され、また、何も交付（補償）せずともカルドア＝ヒックス基準の下では効率的である。しかし、そのように効率的であるとしても分配の態様を不公正と捉え、ナカリセバ価格はもとより、シナジーの分配を義務付ける制度としている（そのことにより効率性が低下するとしても、なお公正性を優先している）、と考えることができる。

¹¹⁵² ある事件において、①不法行為責任と対第三者責任のいずれも肯定される場合、②前者は肯定されるが後者は否定される場合、③前者は否定されるが後者は肯定される場合、および④前者と後者のいずれも否定される場合、という 4 つがあり得る。

まず、契約締結過程で不法行為があり、かつ、当該契約がカルドア＝ヒックス効率的ではない（または効率的だったが任務懈怠により損害に転化した）場合が、①に該当する。会社に損害が生じており、第三者の損害は間接損害である。旧訴訟物理論と新訴訟物理論のいずれを採るかにより理論構成は相違し得るが、いずれにせよ、どちらに基づく請求も認められてしかるべきである。

次に、契約締結過程で不法行為があり、かつ、当該契約はカルドア＝ヒックス効率的である（任務懈怠はない）場合が、②である。実施前の正味現在価値が正であることが前提となり、結果的に会社に損害が生じた場合と、生じなかった場合の両方があり得る。効率性の追究を至上命題とするならば、不法行為責任を排除することも政策論としては考え得る。もっとも、日本の裁判所はこの立場は採っていないと考えられる。

続いて、契約締結過程で不法行為はなかったが、当該契約はカルドア＝ヒックス効率的ではない（または効率的だったが任務懈怠により損害に転化した）場合が、③である。会

が会社に対して忠実義務を負う（会社 355 条）ことから、会社に損害を与える形でカルドア=ヒックス効率的な行為を実施することは原則として認められず¹¹⁵³、場合によっては形式的間接損害を被った者に対第三者責任を負うと考えられる¹¹⁵⁴。なお、期待値に基づく判断としてはカルドア=ヒックス効率的な行為が実施されたが、その実行過程において、役員の故意・重過失により期待値を下回る成果しか出なかったために会社に損害が生じたという場合については、努力水準や注意水準を適切に保つために、実行過程における故意・重過失に基づいて責任を課すべきである。

長くなったが、以上が対第三者責任の内容に関する本稿の解釈論の基本方針である。そして当該方針および上記の制約は、対会社責任についても妥当する。社会厚生が減少するが会社自体にとっては利益が出る行為が実施された場合、当該行為自体について対会社責任は発生しないが、誰かに損害が生じたことで会社が損害賠償義務を負った場合、当該義務発生に起因して生じる企業価値低下に関して、対会社責任が発生し得る。また、会社自体に損害を与えるが社会厚生が増大する行為が実行された場合は、忠実義務に対する違反として任務懈怠となり対会社責任が発生する。

第4目 間接損害事例における対会社責任と対第三者責任の相互関係

先述の通り本章の議論では、会社に損害が生じたとしても、当該損害を補う損害賠償請求権が発生して会社に帰属する限り会社の財産状態は元に戻ると捉え得るので、その限りでは会社債権者や株主に間接損害は生じないという立場を基本とする。本目では、この点を念頭に置きながら、間接損害事例において会社債権者に追及が認められる対第三者責任の範囲、および対会社責任と対第三者責任の相互関係について検討する。

まず課題を明確化するために、対会社責任と対第三者責任の交差が問題となる一場面として新株有利発行を取り上げ、両者の間に存する問題について敷衍する。これまた既述の

社に損害が生じており、第三者の損害は間接損害である。故意または重過失により、期待値としては企業価値を毀損する行為を実施し、実際に会社に損害を被らせた場合に、何も責任を負わないという制度とすることが是認されるか否かは自明でない。努力水準や注意水準を適切に設定するために、責任を課することが正当化される余地はある。

最後に、契約締結過程で不法行為はなく、かつ、当該契約はカルドア=ヒックス効率的である場合が、④である。正味現在価値が正の投資プロジェクトを実施するための資金を、不法行為に該当しない形で調達し、当該プロジェクトを実施したが、任務懈怠はなかったものの失敗に終わった場合がこれに該当する。第三者が被る損害は、間接損害である。その定義より、不法行為責任は追及されない。また、仮に対第三者責任を肯定するとなると、それは取締役会社に会社経営について結果責任を課すようなものであるから、こちらも否定される。

¹¹⁵³ 例外となるのは、株式分割や株式無償割当のように、会社法においてその実施が法的に許容されている行為の実施により会社に損害が生じた場合である。

¹¹⁵⁴ 会社に利益は出るが社会全体ではそれを上回る損害が生じる、という場合には対第三者責任が肯定され得るので、その点で、対第三者責任を間接損害についてのみ認める見解が支持する状況と相違する。

通り、本稿では有利発行により会社に損害が生じるという立場を採るので、有利発行が実施された場合は会社に損害賠償請求権が帰属すると捉えることになる。このとき、既存株主が希薄化により被った損害を回復する手段として、会社による損害賠償と、既存株主による対第三者責任の追及という 2 つの手段が代替的に利用可能とする従前の説明は、不十分であることがわかる¹¹⁵⁵。すなわち、会社による損害賠償請求権の行使は、当該請求権を金銭等に変化させるものに過ぎず、会社の敗訴可能性や損害賠償義務者の無資力リスク等によるディスカウントが解消されるという面を除けば、会社財産を増加させるものではない。したがって、上記ディスカウントに関する部分や遅延利息を除けば、有利発行によって最終的には会社に損害は発生しておらず、既存株主が間接損害を被ることもなく、会社による損害賠償請求権の行使は既存株主の財産状態を変化させるものではない。他方、既存株主が対第三者責任を追及し、これが奏功する場合、会社の損害賠償請求権を肯定する本稿の立場からすれば、対第三者責任を追及した既存株主、追及しなかった既存株主、および会社の財産状態が変化し得ることになる。

仮に、一部の既存株主による対第三者責任の追及が成功した場合に、成功した金額分だけ会社の損害賠償請求権が縮減するという性質（以下、これを「会社請求権の牽連性」と表現する）があるならば、対第三者責任の追及は企業価値、ひいてはすべての株主の財産状態に変動をもたらすので、当該者の財産価値を有利発行実施前の状態に復帰させるためには、当該者が対第三者責任を追及した結果として生じる株式価値の低下という新たな損害をも填補するだけの損害賠償請求を認める必要が生じる。つまり、損害賠償義務の発生という債務発生フィードバックとして企業価値が減少し、当該減少に対応する株式価値の低下も元々の損害賠償請求権の原因と因果関係があるとの判断の下で、当該低下分も損害賠償の対象とするのである。しかし、この新たな損害賠償義務という債務発生フィードバックにより企業価値が低下するところ、当該低下分も損害賠償の対象に含めると再び企業価値が低下してしまう点が重要である。つまり、フィードバック・ループが発生することになるので、第三者における原状回復を実現するためには、フィードバック・ループの影響全てを填補するだけの損害賠償請求が認められる必要があることになる¹¹⁵⁶。

これに対して会社請求権の牽連性がない場合は、損害賠償義務を負う者の資力が十分である限り、対第三者責任の追及に成功した既存株主はその履行を受けるとともに、会社に損害賠償請求権が帰属することによる希薄化損害の回復を享受するので、有利発行が行われる前に比して財産価値が増加し得る。他方、損害賠償義務者の資力が不十分であるとき、対第三者責任の追及が成功することで会社が有する損害賠償請求権の回収率が低下すると¹¹⁵⁷、これは損害賠償請求権という会社資産の価値低下に他ならないので、既存株主は自身

¹¹⁵⁵ 直接損害説を採る場合は再考は不要であるが、先述の通り、間接損害説を採るべきである。

¹¹⁵⁶ そして、会社が会社役員に対して有する損害賠償請求権も、会社請求権の牽連性によりその範囲で消滅することになる。

¹¹⁵⁷ 事後的に、倒産法制に基づく偏頗弁済否認が行われれば、先行する対第三者責任に関

の対第三者責任追及の結果として株式価値下落という影響を受けることになる。そして、これを填補するための損害賠償請求も認めると、やはりフィードバック・ループが発生する。

以上の通り、間接損害について株主に対第三者責任の追及を認める場合において、対会社責任と対第三者責任の相互関係を把握するためには、会社請求権の牽連性の有無、および責任を負うべき会社役員の資力不足がもたらす影響という 2 つの要素を踏まえる必要がある。このうち、牽連性を否定すると既存株主が超過利益を得る（会社役員に対して懲罰的損害賠償のように機能する）ことになるが、そのような処理にすべき理由が筆者には思い浮かばないので、牽連性は肯定するべきであると解する。また、会社役員の資力不足についても、株主による対第三者責任の追及と、会社による対会社責任の追及が会社役員に関する破産手続で競合すると計算がさらに複雑になる。よって、原則として既存株主が被った間接損害については対第三者責任の追及を認めないが、例外的に、会社が既存株主に対して損害賠償請求権を現物配当したと擬制できる場合¹¹⁵⁸に限り追及を認めるのが、簡明であると思われる¹¹⁵⁹。財源規制に違反して実施された配当の法的有効性について否定的に解する限り、現物配当の実施が財源規制違反になる場合は上記擬制の成立が認められないので、会社債権者の保護はこの仕組みにより充足が目指されるべきである。

では、会社債権者が被った間接損害にかかる対第三者責任の追及¹¹⁶⁰については、どのように解するべきか。先述の通り、対第三者責任の存在意義に疑義を呈する見解からは、債

する履行が取り消され、回収率は回復する。

¹¹⁵⁸ たとえば、閉鎖会社において支配株主が代表取締役を兼ねているような場合において、会社による対会社責任の追及が行われ難いと目されるとき、株主代表訴訟を提起しても実効性に乏しい場合や、訴訟規模の非対称性により原告たる少数株主側の勝訴可能性が低下する場合のように、少数株主が自身が被った損害額についてのみ自身に支払うよう求めることを請求する行為に意義がある場合に、そのような擬制を行う意義があると思われる。

¹¹⁵⁹ 有利発行において会社が損害を被るか、という論点における折衷説を採る論者の一部は、希薄化損害を被った既存株主が選択した方を認めればよいと説く。

もっとも、対第三者責任の追及が認容された後で会社による請求も認められると、牽連性の有無に拘わらず、第三者責任を追及した者に損害填補を超えて利益が帰属し得ることになる（牽連性を否定する場合は、懲罰的損害賠償のようにも機能し得る）。そのような富の移転を生じさせるべき理由は筆者には思い付かないので当該事態の発生を防ぐべきであると解する。よって、ひとたび既存株主の誰か 1 人についてでも対第三者責任の追及を認容するのであれば、それにより、対会社責任の追及を禁じるべきであり、希薄化損害を被った他の既存株主の保護も併せて考慮すれば、会社が対会社責任に基づき有する損害賠償請求権を現物配当した（そして新株発行により利益を得た者にはその行使も譲渡も認めない）、と擬制するのが妥当であると解する。

¹¹⁶⁰ これが問題になるのは、債務者たる会社が債務超過になっているが故に会社債権者が間接損害を被っている状況が基本となる。なお、債権の額面が会社の業績に連動して変化する場合は、債務超過にはなっておらずとも、会社役員の任務懈怠により、本来であれば実現されたはずの権利額面よりも小さい額面になってしまった、という形で損害を被ることはあり得る。もっとも、このような場合、債権者が被った損害の量が任務懈怠により会社に生じた損害の量を超過し得るなど、特殊性がある。

権者代位権の行使が可能なので対第三者責任を認める意義が乏しく、また、破産手続に服させれば債権者平等が実現されると主張されているが、これは以下のように複数の要素を見落としている。まず、資産超過の会社において会社役員が会社に損害を与え、当該会社は対会社責任として発生する損害賠償請求権の価値を考慮すれば資産超過であるが、加味しなければ債務超過である、という状況（以下、便宜的に「境界事例」と呼ぶ¹¹⁶¹）になった場合、当該損害賠償請求権の価値を保全する必要があるところ（当該役員が無資力になり損害賠償請求権の価値が低下すれば会社は債務超過になる）、債権者代位権の無資力要件が満たされるか否かは解釈論として未決着であり¹¹⁶²、債権法改正に際しても特定の立場は採用されず解釈に委ねられたとされており¹¹⁶³、債権者代位権の行使可否は不明である。次に、

¹¹⁶¹ 会社役員の仕事懈怠により資産超過だった会社に損害が生じ、しかし会社役員に対する損害賠償請求権の価値を加味せずとも引き続き資産超過である場合と、既に債務超過である会社において会社役員の仕事懈怠により会社に損害が生じ、会社役員に対する損害賠償請求権の価値を考慮するか否かに拘わらず引き続き債務超過である場合の中間に位置するのが、本文記載の状況である。

¹¹⁶² 無資力要件が満たされていることを認める立場は、代位の対象となる権利を債務者の責任財産として考慮しない立場と捉えられる。この点について、潮見佳男『新債権総論 I』（信山社、2017）659-660 頁は、例として、ある者（債権者）から 700 万円の貸し付けを受けた者（債務者）が、履行期が到来しても当該債務を履行しない状況下で、当該債務者が第三者に対して 600 万円の売掛金債権を有しているものの当該権利を行使しないままであり、かつ他に十分な財産を有していない場合を挙げる。そして当該場面における債権者代位権の無資力要件の処遇について、①代位の対象となる権利の価値も含んで判定する見解、つまり上記 600 万円の売掛金債権の価値も含めて判断されるとする見解が考えられ、伝統的にはこのように考えられてきたのではないかとする。その上で、②代位される権利の価値は除いて判定することも考えられ、債務者の無資力要件は債権者代位権の行使時点で充足されておらずとも、被代位権利を行使しなければ無資力状態に陥る場合にも充足されるという立場を採るとき、こちらの考え方の方が妥当であるとする。

また、債権法改正に関する立法提案として、民法（債権法）改正検討委員会編『詳解 債権法改正の基本方針 II：契約および債権一般（1）』（商事法務、2009）409 頁は、「債務者がその負担する債務をその有する財産をもって完済することができない状態にあるとき（債務者が当該権利を行使しないことによって当該状態となる場合を含む）」という場合に債権者代位権を行使できる制度とすることを提唱している。この抜粋部分の括弧書は、代位行使される対象となる権利の価値を踏まえれば無資力ではないが、当該権利が行使されなかったことでその価値が毀損された結果として無資力に転じる場合も、債権者代位権の行使対象とすることを認める趣旨と考えられる。

¹¹⁶³ 内田貴『民法 III：債権総論・担保物権〔第 4 版〕』（東京大学出版会、2020）340 頁は、多数の債権者に合計 9000 万円の債務を負っている債務者が、他者に対して 1 億円の金銭債権のみをその資産とするとき、当該金銭債権を行使しなければ無資力になるので無資力要件が満たされているのか、それとも、被代位権利を加味すれば債務超過ではないので要件が満たされていないのか、という点について債権法改正に際して決着が付かず、解釈に委ねられたとする。

なお、債権法研究会編『詳説 改正債権法』（金融財政事情研究会、2017）86-87 頁〔石井教文〕は、無資力の意義に関して、債務者の資産・負債の評価基準、債務超過ではないが流動性不足である場合、あるいは債務超過であるが流動性はある場合などが無資力に該当するか否か必ずしも共通の認識があるわけではなく、改正民法において無資力要件が明

一般に慰謝料請求は一身専属権とされ債権者代位権の行使対象から外れるが（民 423 条 1 項参照）、名誉棄損により会社に発生した損害について民法 710 条に基づき回復を求める会社の請求権（最判昭和 39・1・28 民集 18 卷 1 号 136 頁は、名誉棄損等により会社に非財産的損害が発生し得るとして、その回復を求める請求が可能であるとした）が慰謝料請求権に該当して一身専属性を有するの否か不明であるところ¹¹⁶⁴、間接損害に関する対第三者責任の追及を許容した上で牽連性により慰謝料請求権を縮減させれば、民法上の問題を回避して債権者代位権の利用範囲を事実上拡大するという固有の機能が発揮される¹¹⁶⁵。さらに、破産法における破産手続開始要件としての債務超過の判定においては、会社に帰属している損害賠償請求権の価値も加味されると考えられるため、境界事例のうち、実際に損害賠償請求権の価値が毀損する前は債務超過ではないと判断される可能性があり¹¹⁶⁶（見方を変えると、破産手続開始決定が、損害賠償請求権の価値が毀損された後になる虞がある¹¹⁶⁷ということになる¹¹⁶⁸）、対第三者責任の追及はそのような場面において会社債権者の保護に資する。

なお、近時、債権者代位権により代位行使される権利は既に債務者の責任財産を構成しており、当該権利の行使有無により債務者の財産状態が変わることはないとして、債権者代位権に責任財産の保全という機能を認めることに否定的な見解¹¹⁶⁹があるので、一応これ

記されなかったことで、当該要件の要否や位置付けについて議論が生じる余地があるとする。

¹¹⁶⁴ 本文記載の最判昭和 39・1・28 が肯定した請求権を「慰謝料」と明示するものとして、川井・前掲注（889）421 頁、石井智弥「フランスにおける法人の精神的損害」専修法学論集 136 号 73-92 頁（2019）73 頁、松岡久和＝中田邦博編『新・コンメンタール民法（財産法）〔第 2 版〕』（日本評論社、2020）1217 頁・1225 頁〔和田真一〕。

他方、内田貴『民法 II 債権各論〔第 3 版〕』（東京大学出版会、2011）374 頁は、同最判が慰謝料とは別の無形の損害が存在し得ることを肯定した上で賠償請求を認めたとし、また、同 425 頁は、「非財産的損害」が精神的損害として理解されその賠償が慰謝料とされてきたが今日ではそれに尽きず、その一例として法人の名誉棄損では無形の損害が生ずることが認められていると評する。

¹¹⁶⁵ 実際、株式会社について、その種の一身専属性を認める根拠はないように思われる。

¹¹⁶⁶ 仮にそうであれば、会社債権者は境界事例において、遅延利息は享受し得るものの、会社が支払不能または（当該請求権の価値が毀損されたことで、あるいは他の要因により）債務超過に陥らなければ、破産手続を介して債権を回収することができない。

¹¹⁶⁷ なお、裁判において対会社責任が認められない可能性による損害賠償請求権のディスカウントについて考えてみると、会社に損害を与えた行為の悪性が強く裁判で責任が肯定される可能性が高いほどディスカウントが小さくなり、悪性が弱く勝訴可能性がその種の場合に比して相対的に低いときと比べると、損害賠償請求権の価値が高くなり、債務超過になりにくい、という性質がある。

¹¹⁶⁸ このリスクは債権者代位権や対第三者責任の場合も同様であるが、それらは問題となる債務者の権利が時効にかかることを防ぐという効果を有するのに対し、破産手続開始の申立てにはそのような機能がないという違いもある。

¹¹⁶⁹ 潮見・前掲注（1162）660 頁注 41 は、注（1162）に記載した例において、債権者が債権者代位権を行使しても、600 万円の金銭債権が 600 万円の金銭に代わるだけであり、責任財産の総額には変化がなく、責任財産の保全にならないのではないか、という疑問を呈する。

についても言及しておく。このような考え方は、責任財産の保全を目的とする債権者代位権の行使が認められるためには責任財産を増加させる権利行使である必要がある、とする主張¹¹⁷⁰に対する批判（責任財産を増加させる場合は存在しない）になっているように見えなくもないが、誤りである。第三債務者に対する債権の弁済期が到来しているにも拘わらず債務者が権利行使していないという事実は、当該債権が時効にかかる危険性が増大し、また、第三債務者の財務状態が悪化して¹¹⁷¹、第三債務者による債務者に対する本旨弁済が可能な状態から不可能な状態に転じる危険に直面する時間が引き延ばされていることを意味するので、債務者の資産価値（の期待値）を引き下げる要素となる。加えて、実際に本旨弁済が不可能となれば、当該権利の価値は（現実にそうなったことを反映して）さらに低下する。債権者代位権の行使は、そのような危険が顕在化する前に第三債務者に履行させ得ることで責任財産の価値増加に寄与し得るので¹¹⁷²、この意味において責任財産の保全という固有の機能を有する。

以上を踏まえ、本稿では会社債権者による間接損害に関する対第三者責任の追及を認める立場を採るが、その具体的な内容に関していくつか考察を要する事項がある。

たとえば、会社に帰属した損害賠償請求権が総株主による免除によって消滅した場合に、会社債権者は間接損害に関する対第三者責任を追及できるか否か。この点、間接損害について対第三者責任を認める意義の1つを、その種の場合においても請求が認められる点に求める見解¹¹⁷³がある。もっとも、会社役員らの行為により会社に損害が生じても損害賠償請求権が帰属すれば当該損害が填補されるという視点からすれば、損害賠償請求権の価値毀損により実質的間接損害が発生することを防ぐ点にこそ、間接損害にかかる対第三者責任

また、大足知広「債権者代位権の制度趣旨に関する学説の変遷と判例の展開（1）—現行規定に関する新たな解釈論の提示—」早稲田法学会誌 71 巻 2 号 53-113 頁（2021）60 頁は、ある者に対して金銭債権を有する債権者が、自身の債権の相手方たる債務者が第三者に対して有する金銭債権を代位行使したとしても、あるいは債務者自身が当該請求権を行使したとしても、債務者の責任財産は増加しないとする。そして、同 103 頁注 15 は、債務者が第三債務者に対して有する金銭債権は既に債務者の責任財産を構成しており、これを債務者が回収したところで責任財産は何ら増加せず、「むしろ、債務者が直接占有する金員は、それが費消されることによって債務者の責任財産を減少させる虞があるのに対し、第三債務者に対する債務者の金銭債権は、有体物たる金員という形で責任財産を構成している訳ではなく、第三債務者の一切の責任財産によってその価値が担保されている。」とする。

¹¹⁷⁰ 民法（債権法）改正検討委員会編・前掲注（1162）409 頁参照。

¹¹⁷¹ 第三債務者が意図的に財産を隠匿する場合もあれば、命に係わる病気になったため高額な手術費が必要になったなど、債務者を害する意思がないが財産が減少する場合もある。

¹¹⁷² 代位行使される権利の価値が低下する原因は、債務者に存する場合もあるが、第三債務者に存する場合、あるいは自然災害等の誰にも帰責事由のない原因があり得る。債権者代位権の行使は、そのような事由により債務者の財産、ひいては債権者自身が有する債権の責任財産の価値が毀損される事態を防ぐ機能がある。本文前段落で紹介した見解は、このことを看過している。

¹¹⁷³ 江頭・前掲注（905）534 頁注 2 参照。

の追及を認める意義がある。総株主の同意による責任免除が実現したならば、それは損害賠償請求権の保全に失敗した場面に他ならないので、対第三者責任の追及は認められなくなると解する¹¹⁷⁴。ただし、責任免除に賛成した株主（免除の時点における総株主）は、当該免除により実質的間接損害を被った債権者に対して、第三者による債権侵害としての不法行為責任を真正連帯債務として負い、それにより会社債権者の損害が治癒されるべきである。

他の問題としては、対第三者責任に基づき請求できる範囲がある。この点に関する学説の1つとして、会社に発生した損害を加味した上で、当該損害により会社債権者が最終的に回収できなくなる（なった）分が、会社債権者が請求可能な対第三者責任の範囲であるとする説明¹¹⁷⁵がある。この見解は、対第三者責任を実質的間接損害についてのみ回復を図る制度と捉えるものとして理解でき、前掲最大判昭和44・11・26の少数意見が説くように悪意・重過失を第三者の損害に関するものと位置付け、しかし同意見とは異なり間接損害についても対第三者責任の追及を認める場合においては、妥当な帰結と思われる。他方、同判決の法廷意見と同様に、対第三者責任の要件としての悪意・重過失を会社に対する任務懈怠に関するものとして位置付けるとき、会社に帰属した損害賠償請求権は会社が倒産した場合は倒産手続を介して回収が図られる以上、当該プロセスを経ても回収できなかった（あるいは、できないと予想される）分である実質的間接損害について、会社債権者が個別に対第三者責任を追及する意義は乏しい¹¹⁷⁶。そうすると、会社法350条を新規債権者

¹¹⁷⁴ 債権者による対第三者責任の追及が認められた範囲で会社が有する損害賠償請求権の価値が縮減する、という会社請求権の牽連性を所与とすれば、牽連して縮減する損害賠償請求権が存在しないことを、対第三者責任の追及ができない点の根拠とし得る。

¹¹⁷⁵ 岩原編・前掲注(1099)391頁〔吉原和志〕は、任務懈怠により会社財産が減少して会社が無資力になった結果として、会社債権者の債権価値が減少したことによる損害が問題になるとして、会社債権者が「会社から回収することができなかった債権額全額（債権額から現実の回収可能性のある額を控除した差額）」が、任務懈怠と相当因果関係のある損害になるとする。なお、同353頁〔吉原〕では、債権者が間接損害に関して会社役員への対第三者責任を追及するとき、任務懈怠が主因となって会社が倒産したことを証明する必要があるが、会社にどれだけの損害が生じたかは証明する必要はないとする。

¹¹⁷⁶ たとえば破産手続において、管財人が会社役員に対する会社の損害賠償請求権を行使し、これが認容されて実際に損害額の満額を回収できたならば、破産配当として会社債権者の損害回復に供されることになる。他方、認容されたが会社役員が資力が不十分であり、あるいは請求棄却となった等により、損害額に回収されない部分が一部であった場合、これは会社債権者にとっての実質的間接損害となる。そして、本文記載の見解は、対第三者責任の規定を実質的間接損害に関して回復を図る制度として位置付けるものであるから、この意味における実質的間接損害についてのみ請求を認めることになる。

しかし、管財人が訴訟等を通じて回収できなかった分が実質的間接損害として残存しているところ、対会社責任と対第三者責任がいずれも会社に対する任務懈怠を要件としていることから、管財人による訴訟で管財人側が敗訴した内容について、会社債権者が改めて提起した訴訟で勝訴できる可能性は低いと予測され、また、管財人が勝訴したものの会社役員が資力不足により回収できなかった分が実質的間接損害になっているならば、会社債権者が同一の相手に対して提訴・勝訴しても、依然として回収できないと考えられる。ま

に優先権を与えるために利用するという前目で提示した本稿の主張と同様の見地から、破産手続で弁済率平等が実現した場合においてもなお新規債権の全額を回収できるようにするための「調整弁」として、フィードバックの影響を填補する損害賠償額を認めるための制度として位置付けるほかないと思われる。本稿の立場としては、債権者の間接損害に関する対第三者責任が債権者代位権の特則としての意味合いが強いという解釈を基礎として、債権者代位権のように債権額全額について請求を認める制度として扱うべきであると解する¹¹⁷⁷。

第5目 会社の財産減少とフィードバック・ループ

前目においては、会社が第三者に対して損害賠償請求権を負うとそのフィードバックとして会社の財産状態が悪化し、当該悪化自体が当該第三者に追加的な損害を与える場合に当該損害を填補するための損害賠償請求を許容すると、この新たな損害賠償義務のフィードバックとして会社の財産状態がさらに悪化する、というフィードバック・ループが発生することを概念的に確認した。本目では、株主による間接損害に関する対第三者責任の追及を例として、上記のプロセスを描写するための計算方法を明らかにし、第三者に対して完全賠償を実現するための損害賠償額を算出する手段を解き明かす。

間接損害について対第三者責任の追及が認められる場合、その責任を履行した会社役員が第三者に対して給付した範囲において、当該者が会社に対して負う損害賠償義務が消滅すると解する場合、対第三者責任の認容は企業価値を下落させる。自身の債権額全部について対第三者責任を追及できる会社債権者は、そのことによる特段の影響を受けないと考えられるが、株式を継続保有する株主は、株式価値の低下という影響も甘受せざるを得ない。この影響についても対第三者責任による請求の対象に含めるとき、会社役員が負う支払い義務の総量は、会社に与えた損害の量よりも大きくなる。本目の出発点として、このようなフィードバック・ループについて一般化を行う。

まず、一般的な損害賠償義務の影響について、何ら損害賠償義務がない場合の1株当たり企業価値を P 、発行済株式総数を Q （自己株式は存在しないものとする）、1株あたりの当初損害賠償義務（企業が負った損害賠償義務を発行済株式総数で除したもの）を R 、責任追及の結果を享受するモノの数は、フィードバック回数と整合的な添え字を付して表記することとして S_n と置き、式を立てる。 S_n について詳述すると、これは言い換えれば、ある損

た、本文先述の通り、間接損害類型においては、会社に損害賠償請求権が帰属している場合においてのみ対第三者責任の追及が可能であると解するべきであるから、管財人による行使を通じて権利が行使されて消滅し、あるいは権利が存在しないことが明らかになった場合においては、もはや対第三者責任は行使できないことになる。

¹¹⁷⁷ 江頭・前掲注（905）534頁注2は、間接損害類型において、債権額全額の請求が認められていると説明する。債権者代位権の存在をもって対第三者責任の存在意義に対する疑義に結び付ける見解も、債権額全額の請求が認められるという認識に基づくものである可能性がある。

害賠償額 R が追及される場合において、それが何個追及されるかということである。具体的には、当初損害賠償義務は、複数人により追及され得るもののその総体を R と定義しているため、その個数は 1 個と位置付けられるべきことになる。したがって、 $S_0 = 1$ であり、当初損害賠償量は、厳密には $R \times S_0 = R$ というプロセスを経て定義されたもの、ということになる。なお、損害賠償義務については請求額面が必ず認容されることを前提とし、また、上記以外の要素¹¹⁷⁸は考慮しない¹¹⁷⁹。

出発点として、損害賠償義務がない状態における 1 株当たり企業価値を x_0 とすれば、

$$x_0 = \frac{PQ}{Q} = P$$

¹¹⁷⁸ 裁判になった場合の訴訟費用や弁護士費用などが、これに含まれる。

¹¹⁷⁹ S_n について、広義単調減少になるように設定するか否かは 1 つの問題であるが、本稿ではそのような設定は行わない。例として、会社に対して損害賠償請求が可能な株主が 3 人おり、それぞれが 1 株ずつ保有している状況で、元々の損害量が 10 の段階で損害賠償請求する者が 1 人登場し（以下、当該者を「請求者 1」という）、その影響に関するフィードバック 1 回分（フィードバック 1 回目）の影響を踏まえて損害量が 12 になるともう 1 人が損害賠償請求を提起し（以下、当該者を「請求者 2」という）、さらにその影響に関するフィードバック 1 回分（フィードバック 2 回目）の影響を踏まえて損害量が 13 になった時点で最後の請求権者も提訴する（以下、当該者を「請求者 3」という）、という状況について考えてみる（損害量の数値は説明の為に適宜設定したものであり、何かから導出したものではない）。

請求者 2 および請求者 3 の新規提訴における損害賠償の請求範囲については、提訴直前のフィードバック 1 回の影響分のみとして立論することが可能であり、本稿ではこの設定とする。つまり、ある特定のフィードバックの影響についてのみ損害賠償請求を行う、という者の存在を肯定するのであるが（元々の損害や、それ以前のフィードバックの影響に起因する分について請求しない者は、法的には一部請求を行う者として定位される）、この場合、 S_n について一般的に単調性を肯定することはできない（個別の例において単調性を満たすような例を考えることは可能である）。

他方、直前のフィードバックの分のみならず、元々の損害量と、提訴以前のフィードバックすべての影響について損害賠償請求が行われると看做すと、 S_n は広義単調減少になる。上記の例では請求者全員が当初損害に関する損害賠償を行う一方、フィードバック 1 回目の影響に関する請求は請求者 2 および請求者 3 の 2 人が、また、フィードバック 2 回目の影響に関する請求者請求者 3 のみが行うことになる。よって、 $S_0 = 1$ 、 $S_1 = 2$ 、 $S_2 = 1$ となる。なお、フィードバック 2 回目の影響に関する請求者 3 の請求後に、フィードバック 1 回目・2 回目、および請求者 3 によるフィードバック 2 回目の影響に関する損害賠償請求により生じるフィードバック 3 回目の影響について、請求者 1 が改めて請求を行う場合、そのことを踏まえて $S_0 = 1$ 、 $S_1 = 3$ 、 $S_2 = 2$ になる。このように捉えるとき、 S_n は最終結果を踏まえて測定される人数に基づき把握される株式数であるといえる。この枠組みにおいては、たとえばフィードバックが 3 回実施される場合において、フィードバック 1 回目から連続する任意の範囲（1 回目のみ、1 回目と 2 回目のみ、1 回目から 3 回目すべて）について請求することは可能である。しかし、それ以外の、①フィードバック 2 回目と 3 回目の片方の影響のみに関して請求する、②フィードバック 1 回目と 3 回目の影響について請求するが 2 回目の影響については請求しない、③フィードバック 2 回目と 3 回目の影響について請求するが 1 回目の影響については請求しない、という選択は許容されないことになる。

となる。ここで、会社に 1 株当たり R という損害賠償義務が発生したとすると、当該義務による企業価値減少を 1 株当たり価値に反映するためのフィードバック、つまり 1 回目のフィードバックが行われることになり、1 株あたり企業価値 x_1 は、

$$x_1 = x_0 - R \times S_0 = \frac{PQ}{Q} - R$$

となる。したがって、損害賠償義務の 1 回目のフィードバックにより、すべての株主は 1 株あたり

$$x_1 - x_0 = \frac{PQ}{Q} - R - \frac{PQ}{Q} = -R$$

という結果を得る。事柄の性質上、 Q と R は常に正の値となるから、上記結果は負の値であり、既存株主は 1 株当たり R という損害¹¹⁸⁰を被ることになる。この損害、ひいては株式価値減少分について、株主が責任を追及し、 S_1 株がその勝訴結果を享受するとき、 R という損害量の追及が S_1 個実施されるということになる。そうすると、会社全体では新たに

$$R \times S_1 = RS_1$$

という企業価値減少に帰結する。この損害賠償義務を 1 株あたり価値に反映するために再びフィードバックを行うとき、全体で 2 回目のフィードバックであることを踏まえてこれを x_2 と表記すれば、

$$x_2 = x_1 - \frac{RS_1}{Q}$$

となる。この追加的損害を踏まえると、2 回目のフィードバック（1 回目は単なる損害賠償義務なので、ループとしては 1 回目）が行われた時点で、既存株主が得る結果は 1 株あたり

$$x_2 - x_1 = x_1 - \frac{RS_1}{Q} - x_1 = -\frac{RS_1}{Q}$$

となり、その絶対値が損害として生じることになる。これについて S_2 株が責任追及すると、企業価値は

$$\frac{RS_1}{Q} \times S_2$$

だけ減少することになる。1 株あたりの影響は、これを発行済株式総数で除すことで求めるので、

$$\frac{RS_1 S_2}{Q^2}$$

となり、したがって 1 株あたり価値としては、

$$x_3 = x_2 - \frac{RS_1 S_2}{Q^2}$$

である。そして、以上の一連のプロセスからは、

¹¹⁸⁰ 会社が負った損害賠償義務を、発行済株式総数で割った値である。

$$x_{n+1} = x_n - \frac{R \prod_{k=1}^n S_k}{Q^n}$$

という一般化が可能であると予測できる。また、初項 x_1 は当初損害賠償量を反映した株式価値なので、元々の株式価値から R を減じたものに等しい。結局のところ、元々の企業価値に基づき算出される株式価値から、順次、会社が負う損害賠償量の 1 株あたりの負担分を差し引いていくという計算であるから、 n 回のフィードバックを行った後の株式価値に関する一般項は、

$$x_n = P - \sum_{k=1}^n \frac{R \prod_{k=1}^n S_{k-1}}{Q^{k-1}}$$

になると考えられる（以下、これを「詳細版」と呼ぶ）。右辺第 2 項は、当初損害賠償義務による企業価値下落と、それを踏まえた 2 回目以降のフィードバックを表している（ $n=1$ の場合が当初損害賠償義務のみを反映するフィードバックを表し、 $n=2$ 以後はフィードバック回数 n に対してループ回数は $n-1$ となる）。

なお、上記の詳細版では手間がかかるので、計算簡易化のため $S_0 = 1$ としつつ、それ以外は S_n を定数 S とすれば、

$$x_n = P - \sum_{k=1}^n R \left(\frac{S}{Q}\right)^{k-1}$$

という式を利用できる（以下、これを「簡易版」という）。フィードバック・ループの影響はループが繰り返される程度、つまり上記の簡易版の式における右辺第 2 項部分で足し合わせる回数に依存し、当該部分は、有限回である場合は有限級数として¹¹⁸¹、また、停止が観念されず無限に繰り返される場合は無限級数として表されるべきことになる。

まず有限回で止まる場合は、初項 a 、公比 r の有限級数につき、 $r \neq 1$ であるとき

$$\sum_{k=1}^n a \times r^k = \frac{a(1-r^{n+1})}{1-r}$$

である¹¹⁸²ことを利用すると、

$$x_n = P - \frac{R(1 - (\frac{S}{Q})^n)}{1 - \frac{S}{Q}}$$

となる¹¹⁸³。また、公比について $r = 1$ である場合¹¹⁸⁴、これを何乗したところでその値は 1

¹¹⁸¹ 無限級数の部分和、と定義してもよいかもしれない。

¹¹⁸² 黒田・前掲注（1020）70 頁。

¹¹⁸³ 検算のため、発行済株式総数 10 株、責任を追及する者に帰属する株式は固定数として 5 株、当初 1 株当たり企業価値は 10、会社が負った損害賠償義務の額が 3 である（つまり、 $P=10$ 、 $Q=10$ 、 $R=0.3$ 、 $S=5$ である）という場合について、3 回目のループ（当初損害賠償義務の反映と合計して 4 回目のフィードバック）まで計算してみる。なお、便宜的に有効数字は無限と擬制する。

まず、当初企業価値は $10 \times 10 = 100$ であるから、当初損害賠償量を踏まえた企業価値は 97 となり、1 株あたり価値は 10 から 9.7 に下落する（フィードバック 1 回目）。1 株あた

であるから、元々の式において、初項 R にフィードバック回数を乗じれば足りる。つまり、簡易版における右辺第 2 項は、 $R \times n$ になる。

次に、ループが無限に行われる場合も、公比 r の値により結果が異なる。 r の絶対値が 1 未満である場合、初項が a 、公比 r である無限級数について

$$\sum_{k=1}^{\infty} ar^{n-1} = \frac{a}{1-r}$$

であるから¹¹⁸⁵、右辺第 2 項は収束する。他方、 r の絶対値が 1 以上であるとき（本目で論じている文脈では、発行済株式のすべてが損害賠償請求の結果を享受する場合、つまり $r=1$ の場合のみが考慮対象となる）、初項 a 、公比 r である無限級数は発散するので¹¹⁸⁶、右辺第 2 項は発散する。

このような有限級数または無限級数としての表現は、公比を一定値として処理できるフィードバック・ループ一般について可能であると考えられる¹¹⁸⁷（詳細版のように、 S_n が S_0 以外において一定値でない場合には、収束するか否か、また、収束する場合の無限級数の和がどのような値となるかは、一般化できない）。

本目で扱っている場面においては、右辺第 2 項は初項 R 、公比 S/Q の等比数列であり、本款の主題の下では、企業価値がゼロになってフィードバック量がゼロになった場合、および 1 円未満の金銭債務に関する法定の端数処理の結果としてループが停止し得るが、そ

り 0.3 の損害について 5 株が責任を追及すると、合計で 1.5 が新たな損害賠償義務として会社に帰属し、企業価値は 95.5 に下落し、1 株あたり価値は 9.55 になる（フィードバック 2 回目・ループ 1 回目）。そうすると、1 株あたり 0.15 の追加的下落について 5 株が責任を追及すると、合計で 0.75 が新たな損害賠償義務として会社に帰属し、企業価値は 94.75 になり、1 株あたり価値は 9.475 となる（フィードバック 3 回目・ループ 2 回目）。このとき、1 株あたり 0.075 の追加的下落について 5 株が責任を追及すると、合計で 0.375 が新たな損害賠償義務として会社に帰属し、企業価値は 94.375 になる（フィードバック 4 回目・ループ 3 回目）。この時点での 1 株当たりの価値は、9.4375 である。

次に、本文記載の一般項を利用して計算すると、

$$x_4 = 10 - \left(0.3 + 0.3 \times \frac{5}{10} + 0.3 \times \frac{25}{100} + 0.3 \times \frac{125}{1000} \right) = 9.4375$$

となり、前段落における手計算の結果と一致する。

そして、有限級数による式の下で計算すると、

$$x_4 = 10 - \frac{0.3 \times \left(1 - \left(\frac{5}{10} \right)^4 \right)}{1 - \frac{5}{10}} = 10 - \frac{0.3 \times (1 - 0.0625)}{0.5} = 10 - 0.5625 = 9.4375$$

となり、やはり一致する。

¹¹⁸⁴ ここでは、 $S/Q = 1$ である場合を意味しており、発行済株式のすべてが、責任追及の成果を享受する状況を指す。

¹¹⁸⁵ 黒田・前掲注（1020）71 頁。

¹¹⁸⁶ 黒田・前掲注（1020）71 頁。

¹¹⁸⁷ フィードバック・ループという語は用いないものの、その種の処理を無限級数として表すものとして、小塚真啓『税法上の配当概念の展開と課題』（成文堂、2016）121 頁注 124 が挙げられる。

れ以外にはループ止める要因はないと考えられる。本目では説明簡易化のためこれらを度外視することとし、第 2 項部分を無限級数としてその総和を求める。ここで、この公比 S/Q は、損害賠償責任を追及する株主に帰属している（責任追及の成果が帰属する）株式数の、発行済株式総数に対する比率であるから、0 より大きいが 1 以下であることが確定している¹¹⁸⁸、この範囲で計算すれば足りる。

まず、公比が 0 より大きいが 1 未満である場合、つまり責任追及の成果が帰属する株式と帰属しない株式の両方が存在する場合、第 2 項は、1 株あたりの当初損害賠償量 R を、当該損害賠償責任による企業価値下落について責任追及しない株式数の発行済株式総数に対する比率で除した値に、収束する¹¹⁸⁹。このとき、損害賠償義務を反映した株式価値の計算式は

$$x = P - \frac{R}{1 - \frac{S}{Q}}$$

となる¹¹⁹⁰。右辺第 2 項が、フィードバック・ループの影響を含めた損害総量を表してお

¹¹⁸⁸ その性質上、負の値は採り得ず、また、発行済株式総数よりも結果が帰属する株式数が多くなることはあり得ないので、1 以下である。さらに、既存株主が株主として責任追及を行う以上、少なくとも 1 株は結果が帰属する株式が存在するので、発行済株式総数に対する結果が帰属する株式の割合は 0 にはならない。

¹¹⁸⁹ たとえば、注（1183）の数値例の下では、 $P=10$ 、 $Q=10$ 、 $R=0.3$ 、 $S=5$ であるから、第 2 項の部分は、

$$\sum_{k=1}^{\infty} \left\{ 0.3 \times \left(\frac{5}{10} \right)^{k-1} \right\} = \frac{0.3}{1 - \frac{5}{10}} = 0.6$$

となる。したがって、フィードバック・ループを完全に反映した後の 1 株当たり価値は、

$$x_{\infty} = 10 - 0.6 = 9.4$$

になると考えられる。

以上を踏まえると、一連の流れは次のようにまとめられる。5 株に対して 1 株当たり 0.6 を損害賠償すると、企業価値は 3 減少するので、当初損害賠償義務である 3 も加味すれば企業価値は 94、1 株当たり価値は 9.4 になる。よって、損害賠償請求を行う株主は、当初の 1 株当たり価値 10 と、ループ結果を踏まえた株式価値の差額 0.6 を請求することになる。この請求が認められることによる企業価値下落は既に株式価値に織り込まれているので、請求が行われたことによる株式価値の低下は生じない。このとき、当該者には、1 株当たり 9.4 の価値がある株式と、1 株当たり 0.6 の損害賠償が帰属し、その 1 株あたりの財産状態は、会社が当初損害賠償義務を負う前の 10 に復帰する。他方、請求を行わなかった者は、1 株当たり 9.4 に悪化する。つまり、請求を行わなかった者から行った者へ富の移転が生じる。

¹¹⁹⁰ 途中経過は示さないものの、式としては実質的にこれと同じものを提示する文献として、湯原・前掲注（226）444 頁注 365 がある。すなわち、同書では、継続開示における不実開示に関する損害賠償義務を加味した株価の期待値 $E(P)$ は、損害賠償義務を負っていない状態における企業価値（時価総額） M_0 、当該不実開示に関して損害賠償請求を行うことができる株式数の割合 θ （ただし、 $0 \leq \theta < 1$ ）、不実開示により嵩上げされていた株価の不実開示発覚による下落分（いわゆる取得時差額） D 、発行済株式総数 N という設定の下で、

り、会社が損害賠償義務を負ったことで損害を被った株主に対して、当該義務を負う前の財産価値を回復できるように損害賠償する場合に、会社が支払うべき金額を表す。他方、公比が 1 になる場合、つまり発行済株式数のすべてが責任追及の成果を享受する場合¹¹⁹¹、先述の通り金銭債務に関する法律上の端数処理は無視すると、第 2 項は企業価値がゼロになるまで、つまり P に達するまでループにより増大すると考えられるので、その限りにおいて、常に企業価値はゼロになるといえる¹¹⁹²。

以上がフィードバック・ループの全体像である。もっとも、上述した内容は、各フィードバックが行われた後の損害賠償請求（新たなフィードバックを生じさせる原因となるもの）について、すべての提訴が同時になされる等の形で、損害賠償請求の結果を享受する株式数を損害賠償義務の確定に先んじて完璧に把握できることを暗黙の前提とするものであったといえる。翻って現在の法制度の下では、（固有必要的共同訴訟として扱うなどの形で）すべての請求者を 1 つの訴訟でまとめて取り扱うことが強制されず、ある株主による損害賠償請求に関する判決が確定した後で他の株主による請求が生じ得るので、株主数が少な

$$E(P) = \frac{M_0 - (D/1 - \theta)}{N}$$

という式を掲げている。

右辺の分子における括弧内の式は、正確には

$$E(P) = \frac{M_0 - (D/(1 - \theta))}{N}$$

という形であると考えられるところ、これを展開して

$$E(P) = \frac{M_0 - (D/(1 - \theta))}{N} = \frac{M_0}{N} - \frac{D}{N(1 - \theta)}$$

とすれば、第 1 項は損害賠償義務を負っていない当初企業価値を発行済株式総数で除すことで求めているので本稿の定義における P に等しく、また、第 2 項のうち D/N の部分は、会社が負う損害賠償義務を発行済株式総数で除したものであるので、本稿の定義における R に等しい。さらに、定義より θ は責任追及の結果を享受する株式数の発行済株式総数に対する比率であるから、本稿の定義における S/Q に等しい。

¹¹⁹¹ 会社設立に際しての発行取引における不実開示が絡むような場合、発行済株式総数がゼロの状態の新株発行が行われる場合が該当し、会社設立時や、100%減資が行われた後の新株発行が考えられる。流通市場における取引であれば、ある者が不実開示を行っている会社について、当該開示の内容を信じて買収を実施し、少数株主を締め出して持株比率が 100% になった後で不実開示が判明して責任追及するような場合が、これに該当する。

なお、発行済株式総数がゼロであるが純資産の部が正の値である株式会社が、新規に株式を発行した場合も、有利発行における会社の損害を肯定する本稿の立場からすれば、形式的には上記場合に該当し得る。しかし、当該場合においては、すべての株主が有利発行により株式を引き受けた者であるから、損害を被った株主はいないはずである（発行済株式総数がゼロになる前の株主が、株式を失う過程で何らかの損害を被っているはずであるが、それは有利発行の影響とは無関係である）。

¹¹⁹² 一般論として、第 2 項部分は収束しない。しかし、損害賠償義務による企業価値下落という問題の特性上、企業価値がゼロになる量まで達すると、新たにフィードバックすべき損害は発生しなくなるのでループが止まり、それ以上は増大しないという例外的な制約が付く。

い非上場会社はともかく、上場会社のように株主数・元株主数が膨大になる株式会社において上記前提は成就し難い。

よって、各フィードバック実施後の株式価値下落量と、損害賠償請求の結果が帰属する株式数 S_n を断定できないので、詳細版と簡易版のいずれも正確に利用することはできず、 S_n の値を推測により定めて計算するほかない。しかし、ある損害賠償請求におけるその推測値が過少であれば、当該訴訟で責任追及を行った株主は、当該訴訟よりも後に提起される損害賠償請求の結果として生じるフィードバック・ループの影響を受けるので損害が残存する。また、予測値が過大であれば、当該訴訟のみとして捉えれば過剰な賠償を受けることになるとともに、後続訴訟において、先行訴訟の損害賠償義務の結果として生じるフィードバック・ループの影響もすべて損害賠償の対象に含められる場合、後続訴訟の提訴者は損害を完全に回復する一方、先行訴訟を提起した者はやはり後続訴訟のフィードバック・ループの影響を受けるので損害が残る。

以上を踏まえると、現在の会社法における責任制度では、時効に抵触しない範囲において損害賠償請求を後出しする方が有利になるという要素があり、また、過不足ない損害の填補は実現され難い、という評価にならざるを得ない。

第6目 検討

本款では、発行取引に関する会社法の責任制度を明らかにするため、対会社責任および対第三者責任について概観し、制度の詳細について検討を加えた。その結果は、以下のよう整理できる。

まず、会社役員が会社法上負う責任の内容について。①会社役員に関して、経営判断の萎縮を防ぐという価値判断を基礎とする解釈方針は当否不明であるため、本稿では採用しない。②間接損害と直接損害のいずれについても対第三者責任の追及が認められるとする判例の立場には、相応の合理性がある。③会社役員は、その判断時点においてカルドア=ヒックス効率的ではない選択肢を採った場合、およびカルドア=ヒックス効率的ではあるが会社に損害が生じる選択肢を採った場合において、対会社責任および対第三者責任を負うが、それ以外の場合には当該責任を負わないが、不法行為責任のように会社法以外の法律を根拠とする責任はそれとは無関係に発生し得る。④上記③で述べたカルドア=ヒックス効率的な選択肢が採用された場合においても、当該選択肢に基づく事業活動実施の過程において任務懈怠があったため事業が失敗した場合、当該失敗に起因する会社および第三者の損害¹¹⁹³について、任務懈怠のあった会社役員は対会社責任および対第三者責任を負う。⑤会社代表者の選択がカルドア=ヒックス効率的ではなく不法行為の要件も満たす場合、会社法 350 条は、判例や従前の学説が説くように、被害者保護の見地から会社に内部的負担割合がゼロの不真正連帯債務を負わせる（実質的には会社による会社役員の実行

¹¹⁹³ 会社が損害を被っているという前提から、ここでは間接損害のみが問題になる。

為債務に関する保証となる) ものである¹¹⁹⁴。⑥会社代表者の選択がカルドア=ヒックス効率的であり、会社が利益を得た場合、損害を被った第三者に対して会社からの補償を実施する仕組みとして会社法 350 条を活用すべきである¹¹⁹⁵ (会社から会社役員への求償はできない)。

次に、対第三者責任の追及について。⑦債権者が間接損害に関する対第三者責任を追及する場合、その請求額は債権全額とするべきであり、このような処理は、民法や倒産法制における解釈論上の未解決問題を回避して損害賠償を実現する固有の意義を持つ。⑧債権者による直接損害に関する対第三者責任の追及は、直接損害であるという区分および上記③を踏まえると、会社役員が会社に損害を発生させないもののカルドア=ヒックス効率的ではない(債権者が損害を被るのみである)場合に認められる。⑨株主が間接損害に関する対第三者責任を追及する場合、対会社責任に基づく損害賠償請求権が会社に帰属したままならば牽連性の処理でフィードバック・ループが発生するところ、日本の現行法では責任を追及する株主数が確定できず損害賠償額に過不足が発生し得る。⑩上記⑨の下では、会社が有する損害賠償請求権を現物配当したと擬制することによって損害賠償額の過不足が発生することを防ぐべきであり、擬制できないならば対第三者責任の追及は認めるべきではない(株主は株主代表訴訟による損害回復を目指すべきである)。⑪株主による直接損害に関する対第三者責任の追及は、⑧で述べた債権者の場合と同様、カルドア=ヒックス効率的ではないが会社に損害が生じていない場合に認められる。

第3款 発行取引に関する金商法の民事責任制度

第1目 はじめに

本款では、発行取引に関する金融商品取引法上の民事責任制度が、発行取引に対して内部者取引規制の適用を排除することを正当化するに足るものであるか否か検討する。

この課題を遂行するためには、以下のような 2 つの考察の少なくとも片方が必要になるであろう。1 つ目は、発行開示(特に有価証券届出書)で不実開示があった場合に関する損害賠償制度が、発行取引で生じた内部者取引に対して利用可能であるか否かの検討である。2 つ目は、発行取引の不実開示に関する損害賠償制度が発行取引で生じた内部者取引に適用されると看做した場合において、当該制度が内部者取引たる発行取引の被害者を救済する手段として十分であるか否かの検討である。

どちらが先に取り扱われるにせよ、前段落記載の意味における正当化が実現されるためには、両方において肯定的結論が得られる必要があり、少なくとも片方において否定的結

¹¹⁹⁴ 会社の内部的負担割合がゼロなので、会社が損害賠償を履行した場合は会社役員に対して全額を求償できるが、会社役員が履行した場合は会社にまったく求償できない。

¹¹⁹⁵ 上記の通り、カルドア=ヒックス効率的な選択を行って会社に利益をもたらした会社役員は対会社責任および対第三者責任を負わない(不法行為責任は負い得る)ので、会社法 350 条に基づき会社が損害を被った第三者に補償を実行した場合において、会社は会社代表者に求償できない。

論が得られたならば、当該責任制度は発行取引に対する内部者取引規制の適用を排除する根拠とはならないことが示されたことになる¹¹⁹⁶。従前は、1つ目の要素に着目し、発行取引において完全開示義務が課されるか否か（ひいては、継続開示においては即座に公表する必要のない未公表情報であっても、発行開示において開示しないことが不実開示を構成するか否か）論じられてきたが¹¹⁹⁷、2つ目の要素についてはあまり議論がなかった。

そこで、本稿では2つ目の要素に関する検討を行い、金商法の損害賠償制度が発行取引一般について適切なものであるか否か検討する。次目では当該制度の内容と学説における説明を概観した上で、その適否を探る。

第2目 発行開示の不実開示と金商法における民事責任制度

金商法は、発行開示に不実開示があった場合につき、各種関係者に民事責任を負わせている。対象となる開示書類は、有価証券届出書、目論見書、発行登録書類、および発行登録追補書類である。また、責任主体は、発行者、発行者の役員等¹¹⁹⁸、売出人、公認会計士または監査法人、および元引受金融商品取引業者・登録金融機関である。

発行者以外の責任主体の責任は過失責任であり、損害額は法定されていないので不実開示と因果関係のある損害（原告側が立証に成功したもの）が賠償の対象となる。過失がなかったことの立証責任は責任を問われる側にあり、不実開示であることの認識を欠き、かつ、相当な注意を用いたにも拘わらず知ることができなかったことを証明できなければ、損害賠償責任を負う（同21条1項1号、同条2項1号）。損害額に関する規定はないので、原告側が不実開示と因果関係のある損害について立証責任を負う。

他方、発行者の責任はいずれについても無過失責任であり、また、賠償額の把握方法は法定されており、当該方法に従い把握された額は「法定損害額」と呼ばれている。前款の議論においては、会社が損害賠償義務を負ったことによる企業価値変動の取り扱い、および会社に損害賠償請求権が帰属するか否か、という点が重要であったことから、本款においてもこの2つの要素を重視することとし、以下では法定損害額という制度に着目して、その学説や裁判例における運用の可否を検討する。

法定損害額は、①請求者が請求時点において問題となっている有価証券を継続保有している場合は、当該有価証券を取得するために出捐した金額と請求時点の時価の差額、②請求者が問題となっている有価証券を請求時点では既に売却している場合は、取得のための

¹¹⁹⁶ 発行取引たる内部者取引に対して金商法の損害賠償制度が利用できないのであればそれまでであり、また、仮に金商法の損害賠償制度が投資家の保護として不十分であるならば、これが発行取引における内部者取引に対して利用可能であるか否かに拘わらず、発行取引に内部者取引規制を及ぼさない根拠にはならない。

¹¹⁹⁷ 上田真二「発行市場における『インサイダー取引』について」吉本古稀・前掲注（112）513-533頁（商事法務、2020）522-523頁参照。

¹¹⁹⁸ 取締役、会計参与、監査役、執行役、またはこれらに準ずる者である（金商21条1項1号参照）。

出捐額と売却対価の差額である（金商 19 条 1 項）。ただし、発行者が、①または②の差額の全部または一部が不実開示以外の原因により生じたものであることを証明した場合、当該部分に関して賠償責任の対象から外すことを認める規定、つまり因果関係の反証を許す規定（同 2 項）も設けられている。この制度はしばしば、損害を被った投資家の財産について「原状回復」¹¹⁹⁹することを志向ないし実現するものであると説明される¹²⁰⁰。原状回復を実現させる根拠の 1 つとして、発行者が発行取引により得た利益を返還させるため発行者の債権者や株主を害さないとする説明がある¹²⁰¹。

新株の不利発行が実現した場合に、元々の株式価値を超過して出資された金額を新株引受人に「返還」すれば新株引受人の損害が治癒され原状回復が実現される、という考え方は、**本章第 2 節第 5 款**で述べた内容からして基本的に正しい。しかし、株価が参照されるため、会社が損害賠償義務を負うことで発生するフィードバックの影響が非上場会社における損害賠償とは異なると考えられる。

このことを確認するため、発行済株式総数 100 株（自己株式なし）で、真の企業価値としては株価 100 である上場企業（企業価値 10,000 である）が、不実開示により株価を 120 に嵩上げし、その状態で新株 10 株を発行する場面について考えてみる。なお、調達された財産は企業価値を変動させずそのままの価値を保ち、不実開示が発覚した場合の株価変動は、嵩上げされた分が消滅するのみである（信用棄損等による企業価値変動はない）と看

¹¹⁹⁹ 原状回復の意義は 1 つの問題であるが、本稿では別途記載のない限り、リスク中立的な投資家を念頭に置いて、その財産ミックスの価値を従前の状態に復帰させる、という意味でこの語を用いる。

たとえば、ある者の全財産が、現金 1 万円と、ある会社が発行した 1 株あたりの価値が 100 円の株式 100 株のみであったところ、その株式の発行会社において損害が生じて 1 株当たり価値が 70 円になったとすると、当初の資産額を 2 万円、損害発生後の資産額を 1 万 7 千円として計算し、この喪失された 3 千円分を填補することで資産額を 2 万円に復帰させる、という処理が、上述した意味における「原状回復」となる。このとき、たとえば現金が 1 万 3 千円、株式が 7 千円分の価値を有する、という状態は、額面上は元々の 2 万円と同じではあるものの、株式の方が価値変動の可能性が高い（つまりリスクが大きい）ので、損害を被った投資家がリスク回避的であれば、この財産配分の状態は、元々の状態よりも価値が高いものとなり得るのであり、また、リスク愛好的であるならば逆に元々の状態よりも価値が低いものとなり得る。

被害者のリスク回避度を考慮して原状回復を図ること自体は不可能ではないが、リスク回避度を偽るという被害者の戦略的行為への耐性を持つ制度の構築には相応の手間がかかると予想されるため、被害者がリスク中立的であると看做して処理するのである。

¹²⁰⁰ たとえば、黒沼・前掲注（13）222 頁は、金商法 19 条 1 項について、その法定損害額を損害賠償として被害者に回復させれば被害者は取引前の経済的状态に復帰するとして、発行開示における不実開示について原状回復的な損害賠償を認めたものといえる、とする。そして、原状回復的な制度とする根拠として、①発行者は手取り金という利益を得ているので当該利益を返還させても発行者の債権者や既存株主に損害を与えない、②有価証券届出書に不実開示がなければ有価証券の募集は実現しなかった蓋然性が高いと金商法が評価している、とする。

¹²⁰¹ 黒沼・前掲注（13）222 頁。

做す。また、発行取引により損害を被った投資家は、不実開示の発覚後も株式を継続保有すると仮定する。さらに、不実開示に起因する損害賠償義務に関して、会社役員に対する会社の求償権が存在しない状態のみを念頭に置く。

引受価額が嵩上げされた株価のパー発行として 120 であれば、発行取引実施後・不実開示発覚前の株価は 120 になる¹²⁰²。その後、不実開示が明らかになれば、会社が不実開示に起因して負う損害賠償義務を度外視すると株価は約 101.8 になる¹²⁰³。原状回復を実現するためには、損害発生となる行為の前後における財産状態を比較し、その差額を補填する必要があるところ、新株を引き受けた者は 1 株あたり 18.2 の損害を被っていると判断されることになる¹²⁰⁴。そして、当該者は法定損害額の下では引受価額 120 と不実開示発覚後の株価 101.8 の差額として 1 株あたり 18.2 の損害賠償請求が可能であるから、一見すると原状回復は実現される。しかし、この損害賠償義務を株価が事前に反映しないならば、当該者は損害賠償として 182 を回収する一方、継続保有している株式の価値は損害賠償義務の発生に伴い、その発生後に約 100.2 に低下するので、財産価値は全体では 1,184 であり¹²⁰⁵、新株引受に際して拋出した財産 1,200 に満たない状態となり、原状回復は実現されていない（これを実現するためには更なる損害賠償請求が必要となる）。他方、損害賠償義務を株価が事前に反映するならば、182 の損害賠償義務が反映される結果として企業価値は 11,018 になり、1 株あたり価値は最初から約 100.2 になるが、法定損害額の下ではこの株価が損害賠償額算定の基礎となるので損害賠償額は 1 株あたり 19.8 になる。もっとも、この損害賠償額を基礎とすれば、株価に事前に反映されるべき損害賠償の総量は 198 になり、この損害賠償量を反映した企業価値は 11,002 であるから 1 株あたり価値は約 100.0 となり、被害者に帰属する財産価値は損害賠償により回収した 198 と株式 1,000 の合計 1,198 になり、やはり原状回復は実現されない。そしてこの不足分を補って原状回復を目指すと、損害賠償量が増えることになり企業価値（ひいては株式価値）がさらに下落するという形でフィードバック・ループが発生するので、最終的に株価が反映するべき損害賠償の量や、法定損害額が原状回復を実現するか否かは、フィードバック・ループの影響も加味しなければ判断できない。

なお、法定損害額は、継続開示の不実開示に関して発行者が金商法に基づき負う民事責任において損害賠償額の上限を定める基準として参照されているので（金商 21 条の 2 第 1 項）、上記の知見は継続開示の不実開示についても意味を持つ。この損害賠償制度について、

¹²⁰² 嵩上げされた株価 120 を基礎として企業価値は $120 \times 100 = 12,000$ となり、これに新株発行で調達された 1,200 が加算されて企業価値は 13,200 に修正され、これを発行済株式総数 110 で除す。

¹²⁰³ 新株発行前の真の企業価値 10,000 に新株発行で調達された 1,200 が加算されて企業価値は 11,200 に修正され、これを発行済株式総数 110 で除す。

¹²⁰⁴ 新株引受に際して拋出した財産の価値と、引き受けた株式の真の価値を比較することで求められる。

¹²⁰⁵ 損害賠償により回収した 182 と、100.2 の価値を有する株式 10 株 1,002 の合計である。

損害賠償義務の発生に伴う企業価値下落に起因する株価下落も当該責任の対象とする場合、株価下落のスパイラルが発生するとの主張¹²⁰⁶が 2 種類あるところ、本稿のここまでの内容から、それらには不十分な部分があることがわかる。

まず、1 つ目の主張は、発行済株式総数 m 、責任を追及する株式数 n 、不実開示で吊り上げられた株価 α 、不実開示が行われたことによる間接損害・直接損害 β 、不実開示がなかった場合の株価 v と置くとき、不実開示発覚までの株価は $v + \alpha$ である一方、発覚後の株価は $v - \beta$ になる、という設定の下で展開されている¹²⁰⁷。本稿筆者の理解に基づき、当該主張を 2 つの要素に分解して整理すると、以下ようになる。

第 1 の要素として、発行者の損害賠償責任が認められる範囲として、① α のみ賠償を認める場合、賠償義務を織り込んだ株価は $m(v - \beta) - n\alpha = mx$ として、② α と β の賠償を認める場合、株価は $m(v - \beta) - n(\alpha + \beta) = mx$ として、また、③ α と β に加え、損害賠償による企業価値毀損の賠償を認める場合、株価は $m(v - \beta) - n(v + \alpha - x) = mx$ として計算されるとする¹²⁰⁸。そして、上記①乃至③のそれぞれについて両辺を m で除すと、①では $x = v - \beta - n\alpha/m$ 、②では $x = v - \beta - n(\alpha + \beta)/m$ 、③では $x = v - \beta - n(\alpha + \beta)/(m - n)$ になる、とする¹²⁰⁹。

第 2 の要素として、不実開示に伴い損害賠償責任を負ったことに起因する株価下落も損害賠償請求の対象に含める③の場合に、その右辺第 3 項のうち $n/(m - n)$ の部分は、 n を m に近づけていくと無限大になるので、責任を追及する株主に帰属する株式数が十分に多いとき、株価がゼロになるまでスパイラルが発生すると説く¹²¹⁰。明示されていないものの、 n を m に近づけていくことで分母が 1 未満の値、ひいては無限小となり、当該値で除すために分子が無限大に大きくなるという趣旨であると目される。

私見では、上記見解は、下落スパイラルが発生するという問題意識を有する点においては妥当であるが（本稿の用語法ではフィードバック・ループであり詳細は次目で取り上げる）、上記の 2 つの要素はいずれも誤りを含んでいると解する。第 2 の要素から先に見ると、第

¹²⁰⁶ 田中・前掲注（1147）888 頁。

¹²⁰⁷ 田中・前掲注（1147）888 頁。

¹²⁰⁸ 田中・前掲注（1147）889 頁。

¹²⁰⁹ 田中・前掲注（1147）890 頁。③の変形について途中経過は示されていないが、

$$\begin{aligned} mx &= m(v - \beta) - nv - n\alpha + nx \\ \Leftrightarrow x(m - n) &= m(v - \beta) - n(v + \alpha) \\ \Leftrightarrow x &= \frac{mv - m\beta - nv - n\alpha}{m - n} \\ \Leftrightarrow x &= \frac{mv - m\beta - nv - n\alpha - n\beta + n\beta}{m - n} \\ \Leftrightarrow x &= \frac{v(m - n)}{m - n} - \frac{\beta(m - n)}{m - n} - \frac{n(\alpha + \beta)}{m - n} \\ \Leftrightarrow x &= v - \beta - \frac{n(\alpha + \beta)}{m - n} \end{aligned}$$

という展開なのであろう。

¹²¹⁰ 田中・前掲注（1147）890 頁。

1の要素（ひいては③の式）が正しいと仮定するとき、その定義からして n は m 以下であり、また、現行法の下では m と n はいずれも自然数であるという制約が付くはずなので¹²¹¹、 $m - n$ は必ず非負の整数になり（分母であり 0 にはならないことも踏まえれば）その最小値は 1 であることから、第 2 項は無限大にはならないと考えられる。また、最小値が 1 であるということは転じて、③では $m = n$ である場合について処理できないことを示すので¹²¹²、その場合についても計算する手段が示される必要がある。そこで、フィードバック・ループの計算方法を踏まえつつ第 1 の要素について見ると、③式で、左辺と右辺で x とされているものは、時点が異なるため別個の存在として扱われるべきものを同一視してしまったものと考えられ、式の立て方自体に問題があると考えられる¹²¹³。

次に、2 つ目の主張は、継続開示における不実開示に起因するすべての損害が賠償対象になる場合の、損害賠償義務を加味した株価の期待値 $E(P)$ について、損害賠償義務を負っていない状態における企業価値（時価総額） M_0 、当該不実開示に関して損害賠償請求を行うことができる株式数の割合 θ （ただし、 $0 \leq \theta < 1$ ）、不実開示により嵩上げされていた株価の不実開示発覚による下落分 D 、発行済株式総数 N という設定の下で説明を展開している¹²¹⁴。まず、 $E(P)$ は、株価下落の影響も損害賠償の対象に含めるとき、

$$E(P) = \frac{M_0 - (D/(1 - \theta))}{N}$$

として表せるとする。そして、仮に企業価値がゼロになる場合があるとすれば、その状態は、

$$M_0 < \frac{D}{1 - \theta}$$

という形で表すことができ、これを変形すれば

$$1 - \theta < \frac{D}{M_0}$$

になるとする¹²¹⁵。その上で、この最後の式からは、「株式を売却しなかった株主の割合（左辺）と、下落の時価総額に占める割合（右辺）を比較し、下落の割合が売却しなかった株主の割合を超える場合に、事後の株価はゼロとなるといえる。」¹²¹⁶とする。

前款の検討結果からすると、上記説明のうち $E(P)$ に関する部分は、それが株価ではなく

¹²¹¹ 現行法では端株は認められておらず、何らかの理由により 1 株に満たない株式が生じる場合、端数処理を介して消滅を迫られる（会社 234 条・235 条等）。なお、その処理が完了していない場合の処理は、未決問題であり、他日を期す。

¹²¹² この場合、分母がゼロになってしまう。

¹²¹³ つまり、左辺の x とされているものは、右辺の x とされているものを計算するに際して、1 つ前の段階で算出されたものである。

¹²¹⁴ この見解については、既に注（1190）で紹介したが、本文にて再度紹介する。

¹²¹⁵ 湯原・前掲注（226）444 頁注 365。

¹²¹⁶ 湯原・前掲注（226）444 頁注 365。

単に企業価値を表現するものであり、かつ $0 \leq \theta < 1$ である場合については正しい¹²¹⁷。しかし、上述した 1 つ目の主張に対して述べた内容と同じく $\theta = 1$ である場合（既存株主の全員が損害賠償請求可能である場合）について処理できないので、その場合についての説明を付加する必要がある。また、株価がゼロになる場合についての処理は、それ自体として厳密性を欠くと考えられる¹²¹⁸。さらに、法定損害額の下では損害賠償義務を反映した株価が形成されると損害賠償額自体が変動する、という要素が取り扱われておらず、上場企業が発行者として法定損害額に基づき損害賠償義務を負う場合に関する株価の期待値の算出には成功していないと考えられる¹²¹⁹。

以上が、継続開示における不実開示に関する、発行者が損害賠償義務を負ったことに伴う企業価値低下の影響を損害賠償の対象に含めるか否か、含める場合に株価がどのような状況となるか、という点に関する学説の概要である。もっとも、それらの議論においては、発行者が損害賠償義務を負ったことの影響を株価が正しく反映できることが前提とされていた。株価へ反映されるべき損害賠償の総量は、損害賠償義務を負ったことで企業価値が低下し、当該低下分も損害賠償の対象となることでさらに企業価値が低下する、というプロセスの繰り返しにより算出されるものであるから、フィードバック・ループの計算を基礎として取り扱うのが妥当であると考えられる。そして本目でここまで取り上げた内容からすると、法定損害額による損害賠償額決定においては株価が参照されるために損害賠償の量が増える、という要素が付け加わる点への留意が必要であることもわかる。

以下では、これらの要素も踏まえながら法定損害額という制度がもたらす影響を解き明かす。被害者が損害賠償請求の影響による企業価値下落の影響を受けるか否かという見地からは、被害者が損害賠償請求の時点で株式を継続保有しているのか、それとも売却済みである（売却後は株価下落の影響を受けない）のか、という要素が意味を持つと考えられる

¹²¹⁷ 注（1190）参照。

¹²¹⁸ 株価がゼロ以下になる、という式を立てるのであれば、

$$0 \geq \frac{M_0 - (D/(1-\theta))}{N}$$

となるはずであり、本文記載の展開はこれを整理したものと考えられる。もっとも、株価はゼロ未満にならないはずであるから、不等式ではなく、等式でしか表現できないと思われる。

¹²¹⁹ 上述した発行取引の不実開示に関する損害賠償の数値例を転用すると、 $M_0 = 11,200$ 、 $\theta = 10/110$ 、 $D = 18.2$ であるから、これを代入すれば

$$E(P) = \frac{11200 - \frac{18.2}{1 - \frac{10}{110}}}{110} = \frac{11200 - 20.02}{110} \approx 101.6$$

となる。このとき、損害賠償請求を行った者は、 $18.2 \times 10 = 182$ を損害賠償として回収する一方、継続保有している株式の価値は10株合計で1016であり、損害賠償により回収した額である182と合計すると1,198であり、本文で先述した、損害賠償義務の影響が1回だけフィードバックされた後の被害者の財産状態に等しくなる。この状態で停止すると、2回目以降のフィードバックの影響が株価に反映されていないところ、本文の見解が掲げる不実開示に起因する損害すべてが損害賠償の対象になる、という前提と齟齬を生じる。

ので、第 3 目では前者を、第 4 目では後者を、それぞれ検証する。なお、より根本的な問題として、発行開示の場合における上記の発行者の義務が、第三者割当増資の場合に生じるか否かという論点があるが、本稿では差し当たっては適用を肯定する立場を採り¹²²⁰議論を進める。また、会社が損害賠償義務を負ったことに関して、会社役員が会社に対して損害賠償義務を負うとき、会社に帰属する損害賠償請求権の価値が十分であれば、フィードバック・ループは発生しないので、損害賠償請求権の価値に注意しながら検討を進める¹²²¹。

第 3 目 被害者が株式を継続保有している場合の法定損害額

本目では、被害者が株式を継続保有している場合における法定損害額について検討する。被害者が損害賠償請求の時点においても株式を継続保有している場合、**本款第 1 目**でも述べたが、法定損害額は、問題となっている有価証券を取得するために出捐した金額と請求時点の時価の差額である。出捐額は確定しているので、請求時点の株価が損害賠償義務の影響を反映しているか否か、および請求後に損害賠償義務の影響をどのように反映するか、という点が重要となる。なお、会社に損害賠償義務が発生したことについて、会社役員に対する損害賠償請求権が会社に帰属しないことを前提とする¹²²²。

まず、損害賠償義務の発生に伴う企業価値下落が事前には株価へ反映されない（義務の存在が訴訟を通じて確定した後で反映する）と仮定すると、最初の損害賠償請求における法定損害額は、有価証券の取得金額と損害賠償義務の影響を反映していない株価の差額となる。よって、当該請求が認容されたとしても、被害者は自身が損害賠償請求を行ったことに起因する企業価値低下の影響を被るので、原状回復は実現されない¹²²³。この 1 回目の損害賠償請求が認容されたことのフィードバックとして企業価値（および株価）が下落するが、被害者には当該下落分が損害として残存するので、これについて 2 回目の損害賠償請求を行うことが考えられるが、ここでは損害賠償請求が認容された場合の影響は事前に株価に織り込まれないと仮定しているので、2 回目の損害賠償請求に起因する企業価値低下の影響が残存し、やはり原状回復は実現されない。このような損害賠償請求の提起・認容とそのフィードバックによる新たな損害発生が延々とループするので、1 円未満の端数

¹²²⁰ 当該論点について、弥永真生「企業買収と証券取引法（金融商品取引法）十八条・十九条」旬刊商事法務 1804 号 4-14 頁（2007）5-6 頁は、主として 3 つの論拠により責任の軽減または排除を主張する。

¹²²¹ 発行開示の不実開示は無過失責任なので、会社が会社役員に求償できない場面は十分にあり得る。

¹²²² 新株有利発行における説明でも述べたが、会社役員に対する損害賠償請求権が会社に帰属し、当該請求権が額面通りの価値を有するならば、会社に損害賠償義務が生じても企業価値は低下しないと捉えることが可能足り得る。

¹²²³ 実際に損害賠償義務が確定したあとで株価に反映されるため、被害者は、損害賠償義務の発生に伴う企業価値下落を反映していない株価と取得価額（不実開示により吊り上げられていた株価）の差額に相当する量の損害賠償を受けるが、保有している株式の価値は当該損害賠償義務の確定を受けて企業価値下落分を反映して値下がりするので、被害者には当該値下がり分の損害が残存する。

に関する処理の影響を除けば、完全な意味における原状回復は不可能と目される。転じて、株価は会社が負い得る損害賠償義務を事前には完全に反映することができず、少なくともその限りにおいて効率的ではない。

次に、損害賠償義務の影響が株価へ事前に反映されると仮定する。フィードバック・ループの影響も損害賠償の対象とする制度の下で、当該損害賠償の影響もすべて反映するのであれば、被害者が原状回復を目指してどこまでも請求を繰り返すと看做すとき、フィードバック・ループに対応する損害賠償の総量は、無限級数により表現できると考えられるので、計算方法を再掲しておく。何ら損害賠償義務がない場合の1株当たり企業価値を P 、発行済株式総数を Q （自己株式は存在しないものとする）、1株あたりの当初損害賠償義務¹²²⁴を R 、責任追及の結果を享受するモノの数を S_n と置き、 S_n について $S_0 = 1$ と定義するとき、株式価値の算出においてフィードバック・ループの影響を考慮する場合の一般項を計算する詳細版の式を

$$x_n = P - \sum_{k=1}^n \frac{R \prod_{k=1}^n S_{n-1}}{Q^{n-1}}$$

とし、また、計算簡易化のため S_n について S_1 以外は定数 S とする場合は、

$$x_n = P - \sum_{k=1}^n R \left(\frac{S}{Q}\right)^{n-1}$$

とする。そして、これも先述の通り、簡易化した場合の式において右辺第2項は初項 R 、公比 S/Q の等比数列であり、公比が1未満である場合、つまり責任追及の成果が帰属しない株式が存在する場合、第2項は収束し、フィードバックを反映した簡易版としての株式価値の計算式は

$$x = P - \frac{R}{1 - \frac{S}{Q}}$$

である¹²²⁵。また、発行済株式数のすべてが責任追及の成果を享受するため公比が1になる場合、端数処理の問題は無視すると、観念上、企業価値はゼロになると考えられる¹²²⁶。

公比が1の場合は上記の通り企業価値がゼロになるので、ここでは、公比が1未満である場合について考える。上記の要素からすれば、公比が1未満の場合はフィードバック・ループの影響をすべて加味した右辺第2項は有限量に収束するので、各種パラメータ次第ではあるものの、企業価値がゼロにはならない場合がある¹²²⁷。ここまでの要素からすれば、この場合は、一見すると、上手く損害賠償の総量を株価に反映できる。しかし、株価の変

¹²²⁴ 企業が負った損害賠償義務を、発行済株式総数で除したものである。

¹²²⁵ よって、発行済株式総数のすべてについて損害賠償請求されるわけではない場合について、前目で紹介した2つ目の主張の式は正しいと判断できる。注（1190）参照。

¹²²⁶ 注（1192）参照。

¹²²⁷ たとえば、元々の1株あたり企業価値100であるところ、1株あたり200の損害賠償義務を会社が負った場合、会社は損害賠償義務により債務超過になっているので、企業価値はゼロになる。

動幅を損害賠償額の基準とする現行法の下では、フィードバック・ループの影響を事前にすべて反映すると極めて高い確率で企業価値がゼロになってしまうため、少なくとも実際に提訴されない限りは反映できないのではないかと、という疑問が生じる。まず、既出の要素から判断できる通り、フィードバック・ループの影響も損害賠償の対象に含めるとき、既存株主が1株あたりで被る損害総量は、

$$x_n = P - \sum_{k=1}^n \frac{R \prod_{k=1}^n S_{n-1}}{Q^{n-1}}$$

という計算式の右辺第2項そのものである。そして、現行法のように株価の下落分を損害賠償義務の基準にする制度の下では、損害賠償義務を負ったことによる企業価値下落を織り込むために株価が変動した場合、それはRの変動に帰結する。つまり、最初の損害賠償義務Rによる企業価値の減少分を株価に反映すると、その反映した後の株価こそが、実際に株主の損害を計算する際のRになる、という形でRの更新が生じるので、株価に織り込むべき損害賠償義務の量を再計算して更新する必要がある。そして、この更新作業はフィードバック・ループとなるため、2種類のループが発生すると目されるのである。

例として、発行済株式総数10株、責任を追及する者に帰属する株式は固定数として5株、当初1株当たり企業価値は10、会社が負った損害賠償義務の額が3である（P=10、Q=10、R=0.3、S=5である¹²²⁸）、という数値例¹²²⁹を用いて、具体的に計算してみる¹²³⁰。

上記の会社が上場会社でない場合、簡易版においてループが停止しない状態として株式価値を求めると、

$$x = 10 - \frac{0.3}{1 - \frac{5}{10}} = 10 - 0.6 = 9.4$$

となる。つまり、元々の損害賠償義務が1株あたり0.3であるのに対して、1株あたり0.6が賠償されると損害賠償請求を行った者については原状回復が実現される¹²³¹。ここでは、

¹²²⁸ 企業価値100に対する損害量3を、1株あたり企業価値10に対する損害量に修正する結果、R=0.3となる。

¹²²⁹ これは、注(1183)で用いたものである。

¹²³⁰ 発行開示の不実開示という文脈においては、元々の発行済株式総数が5株の会社が新たに5株を発行するに際して不実開示を行い、不実開示の発覚により不実開示により嵩上げされていた分が剥落した後の株式価値が10であり、嵩上げされていて剥落した分（ひいては発行取引において損害を被った者に対する当初の損害賠償額）が1株あたり0.3ということの意味する。

¹²³¹ 注(1189)で既出であるが、詳細を再掲しておく。5株に対して1株当たり0.6を損害賠償すると、企業価値は3減少するので、当初損害賠償義務も加味すれば企業価値は9.4になり、したがって1株当たり価値は9.4になる。よって、損害賠償請求を行う株主は、当初の1株当たり価値10と、ループ結果を踏まえた株式価値の差額0.6を請求することになる。この請求が認められることによる企業価値下落が既に株式価値に織り込まれている限り、請求が行われたことによる株式価値の低下は生じない。このとき、当該者には、1株当たり9.4の価値がある株式と、1株当たり0.6の損害賠償が帰属し、その1株あたりの財産状態は、会社が当初損害賠償義務を負う前の10に復帰する。他方、請求を行わな

上場会社ではないという設定から市場株価は存在せず、したがって法定損害額も適用されないので R の更新は発生せず、株式価値が 10 から 9.7 に減少した場合に損害賠償の結果を享受する株式 1 株当たり 0.6 を賠償し、その結果として株式価値に再度の下落が生じて 9.4 になるということが実現され得る。

他方、上記会社が上場会社であるとき、元々の損害賠償義務である 1 株あたり 0.3 が元々の法定損害額となり、前段落と同様に 1 株あたり損害賠償量を 0.6 として計算される。ところが、株価がこれを反映して損害賠償請求が行われる前から 9.4 になると、法定損害額は 1 株当たり 0.6 に更新されるので、フィードバック・ループ全体の影響を算定するためのループの起点たる R が 0.6 に変更される¹²³²。したがって、フィードバック・ループの結果は、0.6 を起点として計算されるべきことになるが、この新たな起点の下で原状回復を実現するための損害賠償量を求めると、まず株式価値が

$$x = 10 - \frac{0.6}{1 - \frac{5}{10}} = 10 - 1.2 = 8.8$$

となるので、1 株あたりの損害賠償量は 1.2 に修正される。ところが、株価がこれを事前に織り込んで損害賠償請求の前に 8.8 になれば法定損害額は 1 株あたり 1.2 に更新され、これがフィードバック・ループの新たな起点になるので、株価がこれを反映するならば、

$$x = 10 - \frac{1.2}{1 - \frac{5}{10}} = 10 - 2.4 = 7.6$$

となり、損害賠償義務は 1 株あたり 2.4 となり、株価がこの損害賠償義務を織り込むならば、

$$x = 10 - \frac{2.4}{1 - \frac{5}{10}} = 10 - 4.8 = 5.2$$

になり、1 株当たり損害賠償義務は 4.8 になる。そして、このような更新が延々と続くことになる。このことは、R にも添え字を設けて順序だてて計算する必要があることを示しているといえる。

まず、簡易版における R の更新過程は、上記例を参考にして比較的容易に導出できる。上記の計算では、1 株あたり損害賠償義務が最初は 0.6 だったものが、1.2、2.4、4.8 と 2 倍になり続けているが、これは、簡易版の右辺第 2 項において 0.5 で除すという計算が行われる結果として 2 倍になっているものと目される。そうであれば、起点の更新が行われ

かった者は、1 株当たりの株式価値が 9.4 に低下するのみであるから、請求を行わなかった者から行った者へ、富の移転が生じる。

¹²³² 株価が損害賠償義務の影響を反映せず 9.7 になり、法定損害額として 1 株あたり 0.3 の損害賠償が既存株主に対して実現されると、当該者は 1 株あたり 0.3 の損害賠償を受ける一方、保有している株式の価値が自身の損害賠償請求の影響により 9.7 から低下するところ、これはその時点では填補されていないので、原状回復が実現されない。当該部分の回復を求めるために損害賠償請求を行う必要があるが、端数処理を無視すれば、先述したフィードバック・ループの影響からわかる通り、損害賠償請求を行ったことに起因する企業価値の下落が延々と続いてしまい、原状回復が実現され得ない。

る場合はフィードバック・ループの影響が収束することはないと予測できる。すなわち、上記式を利用できる場面においては、右辺第 2 項の分母に含まれる S/Q は 0 以上 1 未満であるから、右辺第 2 項の分母全体の値域は 0 より大きいが 1 には満たないものとなる。よって、 R の更新は当初損害量を S/Q で割ることを繰り返す計算になるので、初項が最初の（更新前の）当初損害量であり公比が 1 より大きい等比数列、ということになる。そして、公比が 1 よりも大きいが故に、損害総量の計算式は、当初損害賠償義務の大きさや、発行済株式総数に対する責任追及の結果を享受する者が有する株式数の割合がどのようなものであったとしても（事柄の性質上、それらは負の値にはならないので）、端数処理に起因して請求可能額がゼロになる（更新が止まる）時点が発生しない限り、必ず損害量は無限級数となり、かつ発散してしまうのである¹²³³。

次に、詳細版における R の更新について。当初の総損害量を R_0 とすると、これはフィードバック・ループとは関係のない値である¹²³⁴。そして、会社が R_0 という損害賠償義務を負ったことによる企業価値下落の影響を踏まえ、当該下落分も損害賠償請求の対象に含める場合に、 R_0 を起点とするフィードバック・ループの影響が生じることになり、これを反映した株式価値は、

$$x_n = P - \sum_{k=1}^n \frac{R_0 \prod_{k=1}^n S_{n-1}}{Q^{n-1}}$$

となる。

簡易版との対比において、上記式の右辺第 2 項が、 R_0 に基づいて会社が負う損害賠償義務の量を計算し、フィードバック・ループの影響も含めて、被害者において原状回復を実現するために必要な損害賠償量だったはずである。しかし、この義務の量に責任追及の結果を享受する株式数を乗じた値を会社の損害賠償義務の総量として、そのままの形で株価に織り込まれると、右辺第 2 項が金商法 19 条 1 項の法定損害額になることから、 R の更新が生じる。すなわち、会社が負った損害賠償の量である R_0 を基礎として、会社が当該損害量に対応する損害賠償義務を負ったことで、被害者が保有している株式価値の追加的の下落が生じ、これを填補するために新たに会社が負担する損害賠償義務の量である R_1 を計算すると、上記式における右辺第 2 項がフィードバック・ループの影響を計算する起点になってしまうという法定損害額の性質、および株価への反映に関する上述の仮定の下では、これは

$$R_1 = \sum_{k=1}^1 \frac{R_0 \prod_{k=1}^n S_{n-1}}{Q^{n-1}}$$

¹²³³ ただし、企業価値がゼロになれば止まる、という限りにおいて有限級数である。

¹²³⁴ 当初損害、またはフィードバック 1 回目だけの影響である。本款で論じている文脈においては、不実開示により嵩上げされていた株価が、不実開示発覚により下落した場合に、信頼低下等による企業価値下落は伴わず、単に嵩上げされていた分が消滅した分のみが損害賠償請求の対象になると仮定すれば、1 株あたりの当該嵩上げ分に、責任追及の結果を享受する株式数を乗じたものである。

となる。会社が負う損害賠償義務がこの値になったので、フィードバック・ループの影響を計算するためには、これが新たなフィードバックの起算点となるので、会社が 1 株あたり R_1 という損害賠償義務を負ったことに起因する企業価値低下を填補するための損害賠償量 R_2 は、

$$R_2 = \sum_{k=1}^2 \frac{R_1 \prod_{k=1}^n S_{n-1}}{Q^{n-1}}$$

となる。なお、この R_2 の計算において、公比 S_{n-1}/Q_{n-1} が 1 である場合、つまり発行済株式のすべてが損害賠償請求の結果を享受する株式である場合は総損害量が発散し、その段階で企業価値がゼロになり¹²³⁵、前段落までで述べたような起点の更新が停止する。

以上を一般化すると、現行法の法定損害額という制度の下で、詳細版において公比が 1 ではない場合に、責任追及の結果を享受する株式 1 株に対して会社が負う損害賠償義務の量は、

$$R_n = \sum_{k=1}^n \frac{R_{n-1} \prod_{k=1}^n S_{n-1}}{Q^{n-1}}$$

という漸化式により表されることになる。ここで、 S_{n-1} が Q に対していかなる比率の値となるかは事案毎に相違し得るので、 R の更新が停止する時点が、企業価値がゼロになるまで損害賠償義務が発生した時点か、それよりも前の時点のいずれとなるかは、ケースバイケースである。

仮に停止時点が前者であるならば、株価を基準とする現在の法定損害額の制度の下では、会社が損害賠償義務を負ったことに起因する企業価値低下をすべてまとめて株価に反映しようとする、 R の更新に起因するフィードバック・ループが、企業価値がゼロになるか、または端数処理の結果として損害賠償義務がゼロに修正されるまで続いてしまう。したがって、株価は損害賠償の実施が確定的になるまでは、株価に損害賠償義務の影響を事前に織り込むことはできないと考えられる。

R の更新が発生する事態を防ぐ方法としては、フィードバック・ループの部分に関する株価下落を不実開示に起因しない株価変動として擬制し、損害賠償額から減額する（金商 19 条 2 項参照）ことが考えられ、これが実現すれば非上場会社における損害賠償のように原状回復も実現される。しかし、筆者が知る限りでは、これまでの事例で上記要素に関する減額は行われていない。また、その実現のためには、損害賠償請求の結果を享受する株式数を正確に把握する必要があるが、現況、引き受ける者の数が限定的である第三者割当増資については兎も角、公募増資や株主割当増資については、これは実現され難いと考えられる¹²³⁶。それにも拘わらず、過去に法定損害額が関係する損害賠償請求が認容された事

¹²³⁵ R を更新するループも発生しない。

¹²³⁶ 必要的共同訴訟として扱うか、損害賠償請求を行う者が原告側でクラスを形成するクラスアクション（あるいは法定訴訟担当によるそれに類する制度）を導入して当該訴訟に

例において、発行者の株価がゼロになり、または端数処理の結果として損害賠償義務がゼロになるまでループを繰り返したフィードバックの影響が顕在化したことは無い。これはつまり、フィードバック・ループの影響がすべてまとめて株価に反映されたことは無いということであり、株価は会社が負う損害賠償義務に関して構造的に効率性を欠いている。

以上を踏まえれば、金商法 18 条および同 21 条の 2 が、それらに基づく損害賠償請求に起因する企業価値の低下（フィードバック・ループの影響）も損害賠償請求の対象に含める制度であるならば、同法 19 条 1 項による法定損害額という制度の下では、損害を追及する者に帰属している損害追及の成果を享受する株式数を正確に把握でき、かつフィードバック・ループの影響を損害賠償義務の対象から外すという裁判所による運用が行われない限り、株価は会社が負う損害賠償義務の影響を事前に織り込むことができず、その限りにおいて企業価値を過大評価¹²³⁷したものになると考えられる¹²³⁸（ただし、当該過大評価分は実際に損害賠償の対象にならず、企業価値も低下しないので、最終結果としては過大評価ではないとも捉え得る）。

そして、損害賠償義務の影響が織り込まれるタイミングが、本目で最初に言及したように実際に個々の提訴が行われた後になる限り¹²³⁹、ある被害者が不実開示の発覚後も株式を継続保有し続けるとき、当該者よりも後に提訴した者の方が、一度の訴訟でより多く損害を回復できることになる（先に提訴した者は、後に提訴した者に対する会社の損害賠償義務のフィードバックによる株式価値下落の影響を被ってしまう）ので、提訴のタイミングを巡る被害者間の駆け引きが発生し得る¹²⁴⁰。これに対し、被害者が株式を売却してしまえば、

よる責任追及以外を認めないという制度を採らない限り、被害者が各自において散発的に提訴することが可能である。その状況では、合理的無関心等の理由により提訴しない株主が存在し得る限り、そのような者がどの程度存在し、損害賠償請求の結果を享受する株式数の、発行済株式総数に対する割合、つまり S/Q を推測により値を導出して計算するしかなくなる。

これまで、必要的共同訴訟への該当性は、合一確定の必要性という見地から判断されてきた。しかし、フィードバック・ループの影響に関しては、単に矛盾する内容の判決が出てはならないということにはとどまらず、請求する者および責任追及結果を享受する株式数を事前に確定し、後続訴訟の提起により先行訴訟で勝訴した者が新たな損害を被る事態を防ぐことが求められる。

¹²³⁷ 損害賠償義務の発生に起因する企業価値の低下が反映されないので、定型的に過大評価となる。

¹²³⁸ 金商法 18 条および同 21 条の 2 に基づく請求を行う被害者が存在し得ないならば、株価を基礎とせずに損害額が算定される民法や会社法に基づく民事責任追及の影響に起因する企業価値下落として、適切に反映する余地はある。しかし、過去にそれらの条文に基づく請求は実際に行われて発行者の損害賠償責任が肯定されており、また、民法や会社法に基づく請求についても、損害賠償請求の結果を享受する株式数を正確に把握できなければ、適切な損害賠償額を算出できない。

¹²³⁹ このような、原告勝訴の確定後に初めて株価が下落するという反映態様の下では、勝訴可能性が高いと判断されたとき、空売りが行われると予測できる。

¹²⁴⁰ 自身よりも後になされた提訴により発行者の責任が肯定され、株式価値が下落した場合において、民法または会社法に基づき民事責任を追及することが認められる場合、時効

自身の提訴より後に他の被害者による提訴が発生することに起因する影響を回避できる。この意味において、被害者には売却の方が継続保有よりも望ましい選択肢となり得るよう見え、現行法は不実開示の被害者に対して売却圧力をかけていると考える余地がある（実際にそうになっているか否かは次目で検証する）。

他方、フィードバック・ループの影響は損害賠償請求の対象にならないのであれば（現行法の下では、フィードバック・ループの影響が金商法 19 条 2 項による因果関係の反証の対象になるということである¹²⁴¹）、売却してもループに起因する損害を回復できない可能性が高いため売却圧力は生じにくいと予想されるが¹²⁴²、金商法 19 条 1 項の法定損害額は原状回復を実現し得ない制度といわざるを得ない。

なお、フィードバック・ループに関する上述の理は、継続開示に関する不実開示に起因する損害賠償についても当てはまり、特に、その種の損害賠償において高値取得損害のみを賠償の対象にするべきであるとする主張（取得時差額説）が影響を受ける。当該主張は、論拠の 1 つ目として、不実開示が行われたという事実から発行者の信用が毀損したこと等に起因する間接損害については、専ら代表訴訟の遂行により回復が図られるべきであり、投資家に対する直接の損害賠償請求が認められると原告以外の株主や会社債権者を不当に害するという。また、論拠の 2 つ目として、不実開示が原因で上場廃止となり流動性が損なわれたことで投資家が被る直接損害は、株主が一般的にその地位により被るものであるから、責任追及を認めると会社の財産が原告に移転するのみで個々の株主の損害が回復するわけではないので無意味であるとする。しかし、取得時差額についてのみ損害賠償請求を認める制度では、当該請求に起因するフィードバックの影響は回復されないため高値取得分の回復は実現され得ず¹²⁴³、同見解はその前提を欠いている。また、信用失墜等に起因する企業価値下落に関して代表訴訟により会社役員の実責任追及が可能であるならば会社には損害賠償請求権が帰属しているはずであり、当該請求権が額面通りの価値を有するならば当該企業価値下落分が補填されるので株価は下落しないはずである。よって、株価下落に結実するのは、損害賠償請求権が帰属していないか、帰属しているが会社役員の実力や会社の勝訴可能性が原因でディスカウントが生じたことで、実質的間接損害が発生してい

に抵触しない限り、また、請求が経済的に合理的である限り、提訴が延々と繰り返され得る。この要素を加味すると、一般論としては、請求を後出しの方が有利になり得るといえる。

¹²⁴¹ 因果関係の反証規定において、不実開示以外の要因により株価が下落した場合のみを対象としており、賠償額を増額させる機能は持っていない点は、当該規定を、フィードバック・ループの影響に対処するための規定として定位する余地を生じさせている。

¹²⁴² 厳密には、金商法 19 条 2 項による反証において、被告側における立証が不十分であったためにフィードバック・ループの影響が損害賠償請求の対象として認容される可能性があるため、売却の方が若干有利である。

¹²⁴³ 高値取得分のみを賠償するとしても、当該賠償に起因するフィードバック 1 回のみの影響が残存するため、継続保有している被害者については（不実開示が行われたという事実から起因する信頼低下等による企業価値下落が発生しなかったと看做したとしても）高値取得分のみを補填が実現されず、高値取得損害は完全には治癒されない。

る場合に限られる。勝訴可能性のディスカウントに起因する実質的間接損害については、代表訴訟の遂行によって回復が目指されるべきであるが（原告側が全面勝訴すればディスカウント分が解消される）、代表訴訟の結果が出た後でなお残存する実質的間接損害（原告側が全面勝訴できず、あるいは会社役員の資力不足により、企業価値毀損分が完全には填補されないことで残る損害）については、取得時差額説は何も言及していないことになり、あるいは株主が株主として一般的に被る損害であるとして 2 つ目の論拠を持ち出すことになる。

しかし、論拠の 2 つ目についても、直接損害について会社に対する損害賠償請求を許容したところで、会社に会社役員への求償権たる損害賠償請求権が発生するならば、直接損害に関する賠償を認めたとしても会社財産は補填され得るので、原告と会社の間で富が移転するのみであるという理解は誤りである。よって、こちらにおいても、求償権が存在せず、あるいは存在するが求償の請求後においてもなお損害（実質的間接損害）が残存する場合における富の移転が考慮されるべき問題であるが、発行者と発行者役員の責任はいずれも過失責任であることから、本来的には、会社役員の責任が発生しない場合は発行者の責任も発生しないので、求償権が存在しない場面については原告の請求は棄却されるべきである。

第 4 目 被害者が株式を売却済みである場合の法定損害額

被害者が被害の原因となった有価証券を売却済みである場合、法定損害額は、当該者が当該有価証券を取得するために出捐した金額と、売却対価の差額となる。売却している場合も、被告側が因果関係の反証をできれば賠償額は減額される。株式を売却してしまえば、自分や他の被害者による損害賠償請求に起因するさらなる企業価値低下の影響を受けないので、売却する順番や提訴順に関する戦略的行為は生じないと予想される¹²⁴⁴。

もっとも、いくらで売却できるのか、という問題はある。損害賠償請求の影響について確定するまでは株価が反映しないならば、株価が当該義務との関係で企業価値を過大評価した状態での売却が実現され得ることになる。前目で用いた、発行済株式総数 10 株、責任を追及する者に帰属する株式 5 株、当初 1 株当たり企業価値 10、会社が負った損害賠償義務の額 3 である（ $P=10$ 、 $Q=10$ 、 $R=0.3$ 、 $S=5$ である）、という数値例を用いて、具体的に計算する。株価が損害賠償義務の影響による企業価値下落を損害賠償義務が裁判で確定しない限り反映しないとき、株価はまず会社が負った損害賠償義務の影響を反映して 9.7 になる。すべての被害者が法定損害額に基づく最初の損害賠償請求を行う前に株式を売却したならば 5 株が売却されることになる。問題は、いくらで売却できるか、という点にある。仮に 9.7 で売却できるならば、法定損害額が 1 株あたり 0.3 であり、総損害賠償量は 1.5 になる。被害者は損害賠償として 1 株あたり 0.3 を回収するが、売却対価として 1 株あた

¹²⁴⁴ ただし、提訴せずに時間が経過する中で発行者が倒産してしまった、といった要因はあり得るので、提訴は早い方が望ましいかもしれない。

り 9.7 を回収できなければ原状回復が実現されないところ、上記損害賠償により企業価値が 1 株あたり 0.15 下落するので、これを加味していない株価 9.7 で購入すれば購入した者は損害を被る。被害者による損害賠償請求の結果が判明するまでは株価がその影響を反映しないという前提からすればこの流れが正しいが、やや不自然である。

なお、損害賠償請求時点で売却済みである被害者の損害賠償請求については、継続保有している者とは違い即座に株価に反映すると仮定すれば、上記例では、企業価値は総損害賠償量 1.5 の分だけ下落するので 95.5 になり、1 株あたり価値は 9.55 になり、これが株価であり被害者の売却価格となれば、法定損害額は 1 株当たり 0.45 であるが、この法定損害額の下における総損害賠償量は 2.25 である。つまり、即座に反映するとの仮定を置くとフィードバック・ループが発生する。よって、継続保有の場合と同様、フィードバック・ループの影響を因果関係の反証の対象として損害賠償額から減額する措置を講じなければ株価は損害賠償義務の影響を適切に反映することができない。しかし、先述の通り裁判実務ではその処理は行われていないと目される。

総合すると、被害者が株式を損害賠償請求の前に売却済みである場合における損害賠償についても、株価はその影響を適切に反映することができていないと考えられる。もっとも、被害者は株式を売却済みであるから、自身や他の被害者による損害賠償請求により後に追加的に企業価値が下落することの影響は受けない点で、継続保有している被害者とは状況が異なる。これらを踏まえると、法定損害額に関する現在の運用方法の下で、不実開示の被害者は売却する方が被害を軽減できるので、その意味において売却圧力がかかっているといえる。

第 5 目 発行者の損害賠償義務に起因するフィードバック・ループと内部者取引規制

発行取引に係る不実開示に関して、発行者が負う民事責任が不十分なものであるため不実開示の「被害者」¹²⁴⁵に売却圧力がかかる、という前目の結論は、発行取引に対して内部者取引規制を適用するべきか否か、という問題に影響を及ぼす。つまり、発行取引においては会社法や金商法の発行取引に関する規律が充実しているので発行取引に内部者取引規制を適用する必要はないとする理解は、それらの制度の実効性を担保すべき損害賠償制度が「被害者」の損害を填補できることを前提としているはずであるが、当該前提は成立しない。そしてこの問題は、完全開示義務を課し、発行取引に限って未公表情報を開示せずに有価証券を発行すると不実開示になる、という解釈を採る場合においても解決されない。

また、新株を引き受けた者が内部者足り得る者である場合において、（発行取引には内部者取引規制が適用されないという解釈の下で）当該者が未公表情報を知りながら発行取引が実施されたならば、当該情報が未公表である限り当該者による売却実施は内部者取引規制

¹²⁴⁵ ここでは、不実開示を信じて割高な発行価格により上場会社の新株や新株予約権を引き受けてしまった投資家を指す。

の射程内となるため、前目の内容に従い売却しようとしても、適法に売却することができない。したがって、たとえば、会社に未公表情報が複数累積しており、発行取引に際して新株を引き受けた者が覚知していなかった株価下落情報がリーク等により株価に反映されて公表措置も講じられたが、被害者が覚知している未公表情報は未公表のままである場合、やはり適法に売却できないので、上述したフィードバック・ループの影響を回避できない。この要素は、未公表情報を覚知している新株引受人が発行に際して要求するディスカウントの量に反映され、発行取引に内部者取引規制が適用される場合¹²⁴⁶に比して新株を引き受ける者が要求するディスカウントの量を増加させたと予想できる¹²⁴⁷。これが正しいならば、発行取引において内部者取引規制を適用しないという運用は、新株発行時の「90%ルール」について、一般的に許容されるディスカウントの水準である「90%」という数字の形成に寄与したといえる。そうすると、未公表情報が存在しない新株発行においても新株引受人側から要求できるディスカウント量を増加させ、新株発行一般について非効率性を発生させた可能性がある¹²⁴⁸。

このことを踏まえると、発行取引においては、ククロ取引であれば取引当事者が未公表情報の内容を踏まえて価格設定を行ったのであるから内部者取引規制を適用する必要はない、という立論は成立しないというべきである。

第6目 小括と展開

発行取引における不実開示により投資家が割高な価格で新株を引き受けた場合、発行者が当該投資家に対して負う民事責任は、金商法 18 条がカバーするが、この制度では同法 19 条による法定損害額のみが請求可能である。上述の通り、現在の同制度に関する裁判例の運用では、当該投資家が株式を売却した場合は原状回復的であるが¹²⁴⁹、継続保有した場合に関するそれは中途半端な損害填補しか実現しない。そのため、当該制度のみで把握する限り、損害賠償請求が可能な投資家には売却圧力が生じると考えられる。

他方、発行者の役員等がその種の場合に負う責任は、本款冒頭で述べた通り、損害額に関する規定はなく、また、不法行為責任の追及も考え得ることから、フィードバック・ル

¹²⁴⁶ 新株引受人は、自身が未公表情報を覚知していなければ、発行取引を実施する会社側も覚知していないと判断でき、また、取得した株式の売却が内部者取引規制により阻害されることもない。

¹²⁴⁷ 売却できないということ自体が「非流動性ディスカウント」の要求につながり、また、自身が被り得るフィードバック・ループの影響を事前に補填するためのディスカウントも要求することになる。

¹²⁴⁸ 新株発行に際して、非流動性に起因するディスカウントと、生じ得るフィードバック・ループを事前に補填するためのディスカウントが要求されることにより、発行体の取締役会や株主総会において企業価値の増加を伴う新株発行が断念された、という事例が存在し得ると考えられる。

¹²⁴⁹ 債務者の無資力により損害の全額を回復できない場合はあり得るが、それは原状回復を実現する制度すべてに共通する要素である。

ープの影響についても請求不可能と断定されるわけではない。しかし、金商法 19 条のような損害額の法定がない場合において、フィードバック・ループの影響についても賠償対象となるか否かは自明でなく、別途考察を要する。次款では、この点を取り扱う。

第 4 款 損害賠償制度の基礎理論と損害賠償額の決定方法

第 1 目 はじめに

本節のここまでの検討内容は、以下のようにまとめられる。既存株主が被った間接損害について会社役員の特第三者責任を追及すると、会社が有する会社役員に対する損害賠償請求権の価値が下落することから、企業価値下落が生じる。したがって、特第三者責任を追及した既存株主は、自身の行為により自身が有する株式価値の下落を招来することになる。この価値下落分についても損害賠償請求の範囲に含めることで損害填補ないし原状回復を図るとき、特第三者責任の追及にせよ、不法行為責任の追及にせよ、フィードバック・ループによる損害を賠償範囲に含める必要がある。同様に、金商法 18 条に基づく損害賠償請求後に、当該損害賠償義務に関するフィードバック・ループが生じた場合、当該部分について金商法 18 条以外の制度（金商法 21 条に基づく発行者の役員に対する損害賠償請求、会社法 429 条 2 項に基づく会社役員に対する損害賠償請求、不法行為責任に基づく発行者に対する損害賠償請求、および、会社役員に対する不法行為責任と当該責任が肯定され得る場合における会社法 350 条に基づく発行者に対する損害賠償請求）に基づく損害賠償の範囲に含める必要がある。

本款では、損害賠償制度の基礎理論を概観した上で検討を加え、損害賠償額の決定方法を探り、損害賠償義務が認められることに起因して発生する損害の位置付けについて検討する（フィードバック・ループの問題は、株式会社のみならず、共同所有形態になる場合について一般的に生じ得るところ¹²⁵⁰、それらの場面においても妥当する内容となる）。次目では、出発点として、損害の意義と損害額（損害賠償額とは異なる点に注意）の把握方法に関する判例・学説を概観した上で、その可否を探る。

第 2 目 損害の意義と損害額の把握方法

講学上、「損害」は、被害者の感じた苦痛や不快感たる「精神的損害」と経済的不利益たる「財産的損害」に二分されている¹²⁵¹。前者につき、自然人が被った精神的損害に関する賠償は「慰謝料」と呼ばれる一方、法人が名誉棄損により被った損害に関する賠償が

¹²⁵⁰ たとえば、ある組合の組合員が当該組合に対して損害賠償責任の追及を行うことができるとすれば、組合が損害賠償義務を負いこれを履行したことで、当該組合の組合財産に対する持分の財産的価値についてフィードバック・ループが生じる（なお、組合債務について組合員は無限責任を負うことから、組合が債務超過に転じる場合にはその点を加味した計算が必要となる）。また、権利能力なき社団についても、その構成員の脱退時に持分の清算が行われるタイプにおいては、同種の問題が生じ得る。

¹²⁵¹ 内田・前掲注（1164）383 頁。

「慰謝料」に該当するか否か不明であることは前述した通りである。後者については、財産的損害の下位区分である「積極損害」と「消極損害」の区別が重要となる。

体系書等による説明では、「積極損害」の意義について財産の喪失とされることが多く¹²⁵²、その具体例としては有体物の毀損や傷害の治療費等が挙げられている¹²⁵³。また、「消極損害」の意義については、不法行為がなければ得られたであろう利益であり「得べかりし利益」や「逸失利益」と呼ばれるとする説明¹²⁵⁴が多く、その具体例として有体物が毀損されたことでその所有者が当該物を使用・収益する機会が失われたことや、人身傷害により被害者の労働能力に影響が生じたため収入が下落した場合が挙げられている¹²⁵⁵。

以上のような要素から構成される財産的損害について、損害賠償の文脈では、損害賠償の対象となる「損害額」を算出する必要がある。損害賠償の対象となる「損害」の定義ないし把握の仕方に関する見解は多様であるが、以下では、その中でも主だったものとして「差額説」と「損害事実説」という2つについて取り上げる。

最初に、差額説について。差額説はおおまかには、被害者について、契約違反や不法行為等の侵害行為がなかったと仮定した場合の財産状態と、その種の侵害行為があったことを踏まえた現実の財産状況を比較し、両者の差を損害と捉えるものである¹²⁵⁶。最判昭和39・1・28民集18巻1号136頁は「民法上のいわゆる損害とは、一口に云えば、侵害行為がなかったならば惹起しなかったであろう状態（原状）を（a）とし、侵害行為によって惹起されているところの現実の状態（現状）を（b）とし $a-b=x$ その x を金銭で評価したものが損害である。」としており、上記の「差額説」の定義に合致するように見えるため、判例の立場は差額説であるとされている。

なお、「差額説」と呼ばれる考え方は単一ではなく、いくつかの種類がある。その整理の手法として、差額の有無を判断する対象が被害者の財産総体となるか被害の有無の判断対象となる財産に限定されるか、および、差額の判断対象が契約違反や不法行為の発生前後のみの比較か将来的な変動も考慮対象とするのか、という2つの基準に基づき4種類の「差額説」を定位する見解¹²⁵⁷もある¹²⁵⁸。また、不法行為等があった場合となかった場合

¹²⁵² 内田・前掲注（1164）383頁、根本尚徳＝林誠司＝若林三奈『事務管理・不当利得・不法行為』（日本評論社、2021）133頁〔若林三奈〕。

¹²⁵³ 内田・前掲注（1164）383頁、根本＝林＝若林・前掲注（1252）133頁〔若林〕。

¹²⁵⁴ 内田・前掲注（1164）383頁、根本＝林＝若林・前掲注（1252）133頁〔若林〕。

¹²⁵⁵ 根本＝林＝若林・前掲注（1252）143頁〔若林〕は、ケガが治り、または治らない場合において後遺障害の症状が固定するまでの期間において喪失された収入を「休業損害」とし、これと、後遺障害の症状が固定した後の期間における収入喪失を併せて、身体傷害の場合の「逸失利益」とする。

¹²⁵⁶ 債務不履行の文脈における学説の紹介のための記述であるが、松岡＝中田編・前掲注（1164）651頁〔鹿野菜穂子〕は、差額説を、「債務不履行がなかったなら存在していたであろう財産状態と現在の財産状態との差額」を損害と捉える見解とし、これが判例・通説であるとする。

¹²⁵⁷ 潮見・前掲注（1162）426-428頁。

¹²⁵⁸ 同見解は、債務者による債務不履行により被った損害について債権者が債務者に損害

における不利益状態の比較において、①収入の減少や治療費の支出のような経済的な要素

賠償できる、という点に関する説明の一環として展開されているので、債務不履行の文脈では債務不履行の発生をもって損害が惹起されるという枠組みとなっている。潮見・前掲注（1162）425-428頁。本稿では後述の通り、債務不履行が確定する時点よりも前の段階から債権の実質的価値は低下しており損害が発生しているという立場を採ることから、「債務不履行」を「契約違反」に変換して紹介すると、次のようになる。

まず、①財産の総体を対象として、契約違反・不法行為前後における差額を測定する立場が措定される。投資取引や消費者取引において原状回復的な損害賠償が語られる場面で参照される「差額説」は、この立場であることが少なくないとされる。潮見・同 427頁。

次に、②財産の総体を対象として、契約違反・不法行為がなかったと仮定した場合に被害者が置かれているであろう状態と、契約違反・不法行為の結果として被害者が置かれている状態の差額を測定する立場が措定される。筆者が見る限りでは、継続開示における不実開示により投資家が被った損害を「高値取得損害」と「取得自体損害」に区分する場合のいずれも、この立場に従うものである。高値取得損害の場合、不実開示がなかったとしても有価証券を取得していた、と擬制される。そのため、損害把握に際しては、不実開示が行われた後であるが株式を取得する前の状態と、株式を取得してから不実開示が明らかになった後を比較するので、本文①のように、単に侵害行為の前後でのみ把握するわけではない。これを踏まえつつ、不実開示が行われた後で有価証券を取得し、不実開示が発覚したことで株価が下落したために株価下落の影響を受けた者の状態について考えてみると、不実開示がなかった、という仮定の下では、不実開示の影響を受けていない株価で有価証券を取得し、嵩上げされていない価値を有する有価証券を所持している、ということになる。他方、現実状態では、不実開示により嵩上げされた株価で株式を取得したものの、不実開示の影響が生じた後では、嵩上げされていない価値を有する株式を所持していることには変わりがない。よって、仮定的状態との差は、購入の際に財産が「余分に」流出している点と、不実開示が行われていたという事実に起因する株価下落（経営陣に対する信頼の低下等）の影響である。したがって、差額の把握にあたっては、株式以外の財における価値変動と、株式の価値変動の両方を考慮することになる。他方、取得自体損害の場合、不実開示がなければ有価証券を取得していなかった、と擬制されるが、やはり、不実開示の実施という侵害行為の前後を比較するのではなく、不実開示発覚前の株式取得と不実開示発覚という2つの時点と比較すべきことになる。このとき、株式を取得していない（株式取得費用を捻出するための行為が実施されていない）というのが仮定的状態であり、また、不実開示の下で嵩上げされた株価により株式を取得したのが現実の状態である。両者の差は、現金等における財産における差異（株式取得費用を捻出するために既存資産の売却が行われていれば、その取引費用等を含めて計算される）と、取得した株式の価値に基づき算出される。つまり、差額の把握にあたって、株式を取得した者の財産の総体を考慮することになる。

続いて、③個別財産を対象として、契約違反・不法行為前後における差額を措定する立場が措定される。有価証券報告書等の虚偽記載により生じた損害に関して、このような考え方が示された裁判例があると説かれている。潮見・同 428頁。

最後に、④個別財産を対象として、契約違反・不法行為がなかったと仮定した場合に被害者が置かれているであろう状態と、契約違反・不法行為の結果として被害者が置かれている状態の差額を測定する立場が措定される。滅失や損傷を受けた物の修繕費用に相当する金額の賠償や、交換価格に相当する金額の賠償が問題となる場面において登場する「差額説」は、この意味であると説かれている。潮見・同 428頁。なお、「高値取得損害」もこの類型に属するとも主張されているが（潮見・同 428頁）、上述の通り私見ではこれを②に属するものと解する。

のみならず、②精神的損害なども考慮に入れて具体的な損害額の計算を行う立場¹²⁵⁹と、②は「差額」には含めない立場（時に「金銭差額説」と呼ばれる立場）に分岐し得る。本稿の目的との関係では、それらを網羅することに積極的意義は見出せなかったため、以下では、抽象的な「損害」範囲の画定・確定が表裏一体として損害賠償額の算定になる、という枠組みを採る見解を「差額説」と定義する¹²⁶⁰。

さて、この意味の差額説において、フィードバック・ループの位置付けはどのようなものとなるか。まず、フィードバック・ループに起因する影響を損害賠償請求の対象から除外する場合について考えてみると、当該除外は損害賠償請求により回復し得ない差分を定型的に生じさせるので、損害填補ないし原状回復という機能は実現されなくなる。差額説を採る論者が損害賠償制度において完全賠償の実現を志向しないならばこれで特段の問題はないと思われるが、完全賠償を志向するならば、フィードバック・ループの影響に関して損害賠償請求できない事態は是認されないはずである¹²⁶¹。そこでフィードバック・ループに起因する影響も「損害」に含めて賠償範囲の画定を試みると、画定の対象たる「損害」の中に、当該「損害」の画定と表裏一体として額面が画定・確定されたはずの損害賠償請求権に起因する「差額」が取り込まれることになる。このとき、当該部分については定義における自己言及となるため、循環定義¹²⁶²になるように見えるかもしれない¹²⁶³。しかし、

¹²⁵⁹ 山野目章夫『民法概論 4 債権各論』（有斐閣、2020）401-402 頁は、損害を、「加害行為がなかったとする仮定のもとでの不利益状態と加害行為が生じたという現実のもとでの不利益状態の比較である」とした上で、精神的な不利益状態などの財産の側面ではないものも含まれるとして、差額説という概念を強調して用いることは適当ではないとする。その上で、単に不利益状態を比較しても損害額が導出されるわけではないので、損害の項目を小分けして考えることが求められるとする。また、被害者の個別事情に起因する要素に拘泥すると不公平で非効率な損害額の認定を招きかねないので、実務上受け入れられる（原文では「受け容れられる」）標準化の工夫も求められるとする。

¹²⁶⁰ 事案に個別の事情を反映して調整し、あるいは個別の事情を敢えて反映しないで決定するという処理は否定されない。あくまで損害額を計算するための最初の一步として、本文記載のような捉え方になる、という意味である。

¹²⁶¹ ただし、既にフィードバック・ループとは関係のない領域における損害賠償において、完全賠償とは程遠い状態にあるとの指摘もある。潮見・前掲注（1162）429 頁。この点については、「完全賠償」と「原状回復」は内容が異なる、という見地からの立論の余地もあるかもしれないが、これ以上は立ち入らない。

¹²⁶² 循環定義（circular definition）という語は、狭義では、定義されるべきものが、定義する部分に出現するものを指すが、それ以外に、その種の直接的な循環性はないが定義されるべきものと定義部分に相互関係性がある場合を包含する形で用いられることもある。See, e.g., Shawn Standefer, *Non-Classical Circular Definitions*, 14 AUSTRALASIAN J. LOGIC 147, 147 (2017). 本文記載の問題意識は、このような広い形の定義に親和的なものである。

¹²⁶³ フィードバック・ループに起因する損害は、現に定義および範囲画定の対象となっている「損害」の定義・範囲が画定したことを前提として計算されるので、現に定義および範囲画定の対象となっている「損害」を説明する際に、部分的な自己言及となる。つまり、「損害」とは、侵害行為の前後における被害者の経済状態の差分と、当該差分を「損害」として認定したがために存在が画定・確定される損害賠償請求権に起因する被害者の経済

上記定義は当初損害およびループ部分という 2 つの要素を含むところ、自己言及となっている後者とは無関係に前者を把握することが可能であり、また、後者は前者を出発点として特定の計算式により導出される値の集合体¹²⁶⁴であるから、「再帰的定義 (recursive definition)」¹²⁶⁵として是認可能であると解する。後者に属する「損害」が再帰的に発生するものであるという定位は、あるフィードバックにより生じる「差額」が、範囲画定の対象たる「損害」よりも前に生じた損害賠償義務に起因するという構造から、フィードバック・ループは階層の異なる「損害」が積み重なったものであるというフィードバック・ループの構造に親和的でもある（なお、上記のような構造であるが故に、損害賠償請求が行われるという仮定を重視すればループ部分の内容説明において無限後退が生じ得る¹²⁶⁶という定義上の問題が生じるとも考え得るが、これは「実無限」と「可能無限¹²⁶⁷」のいずれを採用かという問題とも関係し、本稿の射程を超える）。

もっとも、再帰的に「損害」が画定されるが故に、既存の法理論との関係で問題が生じる。ある階層の「損害」は、それよりも上の階層における「損害」が具体化して初めて現

状態の差分という 2 つの要素により構成される概念である、ということになる。そして、後者の要素は、「損害」を定義・画定するために、当該「損害」が定義・画定されたことを所与として発生した影響を用いたものであるが、当該影響の発生原因たる「損害」とは何かを問えば、それは現に「損害」の定義・画定を行おうとしている対象たる「損害」に他ならないため、「損害」概念を説明するために「損害」概念それ自体を利用していることになる。

¹²⁶⁴ 原状回復に必要な損害賠償量を計算する場合、フィードバック・ループが無限回発生することが擬制されるので、この集合体は無数個の要素を含む集合である。

¹²⁶⁵ しばしば、その種の定義は「帰納的定義 (inductive definition)」とも呼ばれ、両者を区別せず代替的に用いる論者も多い。他方、2 つの名称を別の意味に用いる用語法としては、たとえば、①再帰的定義 (recursive definition) を、出発点たる要素（初期条件ともいう）およびその値と、ある関数において変数が n である場合と $n+1$ である場合の値の関係を帰納的に定める要素を持つ定義として、また、②帰納的定義 (inductive definition) について、より広義に、出発点たる要素、および帰納的に値を定める要素を持つ定義として、使い分けるものがある。Alexandre Billon, *Paradoxical Hypodoxes*, 196 SYNTHESE 5205, 5211 n.13 (2019).

¹²⁶⁶ フィードバック・ループの構造からして、「メタ損害」の把握においては「メタメタ損害」が含まれることになる。この「メタメタ損害」を定義しようとする、その内部には「メタメタメタ損害」が含まれており、「メタメタメタメタ損害」を定義しようとする...というように、ある階層の「損害」に含まれる、より高次の「損害」を説明する際に後退が生じる。そして、ある階層の「損害」を把握する際に、当該階層について、フィードバック 1 回目から数え始めた場合の階層数が判明しているならば、有限回の後退でフィードバック 1 回目に辿り着くので、1 回目のフィードバックの影響に起因する「損害」を描写するための「メタ」の数は、有限個として確定できそうである。しかし、把握の対象となる階層の損害自体が「メタ」をいくつ含むものであるかは、「最後のフィードバック」を起点として数え始めなければ決定できないものであるところ、当該起点から見れば、フィードバック 1 回目は無限個上の階層に属するので、無限個の「メタ」により記述されることになる。

¹²⁶⁷ 「潜在無限」とも呼ばれる。

実化すると考える限り¹²⁶⁸、1 回目のフィードバックを生じさせる最初の損害賠償請求訴訟の口頭弁論終結時点では、フィードバック 2 回目以降（ループ部分）に起因する「損害」はすべて未発生と捉え得るため¹²⁶⁹、それらは将来給付の訴えに依る必要がある（最初の損害賠償請求訴訟の対象となる損害は発生済なので現在の給付の訴えとなる）とも考えられる。また、ループ部分の計算は、損害賠償請求が無限に繰り返されることを前提とするものであるが、これを非現実的なものとして排除すれば提訴と損害賠償額の計算が有限回で停止するため、完全賠償は実現されないと目される。

では、損害事実説の下ではどうなるか。損害事実説は、①加害行為により生じた事実自体を「損害」と把握した上で、民法 416 条に基づき救済する範囲を画定し、②当該範囲に基づき、金銭賠償の原則の下で裁判官の裁量により損害賠償額が決定される、という 2 段階のプロセスを提唱する¹²⁷⁰。不実開示が行われた場合に関する金商法の民事責任制度が、損害事実説の思考形式に馴染むものであると評されることもある¹²⁷¹。この立場に対しては、加害行為があった場合となかった場合の比較が内在しており、その点で差額説と大差ないとする指摘¹²⁷²があるが、フィードバック・ループとの関係では賠償額の決定方法に由来して違いが生じ得る。すなわち、損害事実説の下で「損害」という事実の把握・画定と「賠償額」の決定が分離されて順序付けられるとき¹²⁷³、当初損害ないしフィードバック 1 回目に関する損害賠償請求において、ループ部分に起因する損害をすべて填補できる損害賠償額を認容しても、原状回復に必要な額を「賠償額」とするという説明が可能である限り、

¹²⁶⁸ つまり、先に計算が済んでいる損害賠償義務は「メタ損害」とでも呼ぶべきものであり、ある時点において把握の対象となる「損害」兼「損害額」とは、別種のものであると捉えるのである。ある階層の「損害」を把握する際に、当該損害に関する損害賠償義務に起因するフィードバックの影響は未発生と位置付けられるので、当該影響が当該階層の「損害」に含まれないことは、定義に矛盾を生じない。

¹²⁶⁹ 損害賠償義務の発生により新たな損害賠償義務が生じるという設定になるので、当初損害に関するフィードバック 1 回目と、当該損害に起因するループ部分の発生に時間差を観念する必要がある。

¹²⁷⁰ 平井宜雄『損害賠償法の理論』（東京大学出版会、1971）、内田・前掲注（1164）384 頁。また、これを採りつつ、近時の学説はこの立場を採るものが多いとする評価として、根本＝林＝若林・前掲注（1252）109 頁〔若林〕。

¹²⁷¹ 潮見・前掲注（1162）432-433 頁は、「金融商品取引法 19 条以下における損害賠償に関する各種の特則」について、本文記載の趣旨を述べる。

¹²⁷² 山野目・前掲注（1259）401 頁。

¹²⁷³ 債務不履行の文脈における損害事実説についての潮見・前掲注（1162）431-432 頁による説明によれば、同説の下で損害は債権者に生じた不利益な事実であり、損害として確定された事実の中から賠償されるべき損害の事実の範囲が民法 416 条により決定される。そして、賠償されるべき損害事実の範囲を金銭評価する段階において、これは損害事実そのものの確定および賠償されるべき損害範囲の確定とは異質なものであり、実体権に関わりのない裁判官の裁量問題であるとする。そして、損害は事実レベルで捉えられるものであり、損害額がいくらか、という問題は損害概念の外に置かれる、とする。ただし、同 432 頁注 20 では、損害の金銭的評価を裁判官の裁量事項とすることは、損害事実説からの必然的帰結ではないとする。

フィードバック・ループの影響すべてを既に発生している損害として扱い一元的に処理し得る。もっとも、再帰的に定義される「損害」であるループ部分について、やはり将来給付の訴えとする必要があると解する場合、フィードバック 1 回目の影響に起因する損害は既発生であるのに対し、ループ部分は未発生なので将来給付の訴えにする他ないようにも思われる。

以上の通り、差額説と損害事実説のいずれを採るにせよ、ループ部分が既に発生している損害なのか否かという点が、フィードバック・ループに起因する損害に関する賠償請求で大きな意味を持つと考えられるので、次目でこれを取り扱う。

第3目 損害の既発生・未発生の区別

本目では、不法行為等の被害者に帰属する「損害」が既に発生しているものか、それとも将来に発生すると予想される「将来損害」のいずれであるか、という定義上の区分に関連する判例・学説を概観し、差額説および損害事実説の下におけるフィードバック・ループの処遇を確定するために検討を要する事項を明確にする。

本稿では、取引行為においては、出捐された財産（典型的には現金）の価値に見合う財またはサービスの結果が出捐した者に帰属するのであれば、当該出捐自体は被害者の財産状態を悪化させていないはずである¹²⁷⁴という見地から、差額説の立場においては治療費等の出捐を財産の喪失と捉えて積極損害として扱うことが難しいことを主張する。たとえば、上記見地からすれば、医療サービスの提供¹²⁷⁵を受けて医療機関の請求に応じて現金により支払いを為した者は、支払いにより現金という資産が減少するものの、その価値にふさわしいはずの医療サービスを受けているので、当該支払自体によって損害を受けているわけではない。

また、これと同様の理は、被害者は出捐するものの対価として何らかの財を得る場合についても当てはまると考えられる。例として、①Y が自宅の庭で餌付けした野良猫が当該者の隣人 X 宅の庭で糞尿を撒き散らし、X が野良猫の侵入を防ぐためにワイヤーネットを購入して敷地の境に張り巡らせ、Y に対して当該購入費用について損害賠償請求を行う場合、および②上記①において X が購入費用に関する請求を行う前に Y が勝手にワイヤーネットを撤去して廃棄したため、X がワイヤーネットの価値に相当する金額の損害賠償請求を行う場合について考えてみる。

まず①において、X には購入費に対応する価値を有する財（ワイヤーネット）が帰属し

¹²⁷⁴ 手許に財が残らないサービス提供に係る対価（たとえば映画館の入場料）として現金を抛出した場合において、サービス内容が法的に債務の本旨に従った履行になっていないと評価される（債務不履行である）ならば兎も角、そうではないならば、たとえ客の側でサービス内容に不満があり「金をドブに捨ててしまった」といった類の感想を抱いたとしても、当該出捐は法的な「損害」には該当しないであろう。

¹²⁷⁵ 保険により患者の自己負担額が「本来の」医療費の一部に留まるならば、当該医療サービスの提供自体は患者に経済的利益をもたらしているとも捉えられる。

ており¹²⁷⁶、その使用により被害（本文後述の将来損害）を防ぐ効果が発揮され続けている限り、当該財はまさに値段相応¹²⁷⁷の価値を有していると捉え得る。差額説に基づいて上記出捐を損害として扱う手段としては、たとえば、X にとっての私的価値に着目してワイヤーネットが出捐された現金の価値に見合わないという構成¹²⁷⁸が考え得る。しかし、被害者の主観的評価により財の価値を測定するため、形式的には、金銭差額説を採用する場合において精神的損害を対象に含めないというその基本的立場と齟齬を生じるようにも思われる¹²⁷⁹。また、被害者が申告する被害額が真に被害者の評価値に基づくものか否か検証が困難である。

さらに、特に有体物毀損の場合について主観的評価を参照する制度では、「保有効果 (endowment effect)」¹²⁸⁰の取り扱いという困難な問題が生じる。保有効果とは、ある者がある財を既に保有しているとき、当該財を保有していない場合に比して、当該財の価値を高く評価する傾向を指す¹²⁸¹。その発生原因については、伝統的経済学の立場からも支持し得る所得効果に基づく説明のほか、行動経済学の知見に基づき損失回避バイアスないし現状維持バイアスに基づく説明がある。保有効果が実際に人々の間に存在するものであるか否か検証するために様々な実験が行われ、肯定的な結果はもとより否定的な結果が得られることもあり、その当否や、仮に存在するとすればその発生原因は何か、研究が続けられている。また、法学分野では、特にカルドア=ヒックス効率性に基づく立論において効用最大化という基準が成立するか否かという問題に関連して、保有効果に関する実証研究の結果が妥当なものか否かが意味を持っている¹²⁸²。本稿のここまでの議論では保有効果を考慮しておらず、これを考慮に入れる場合、分析の視座における期待リターンの設定において修正が必要となる¹²⁸³。そして、損害賠償の文脈においては、保有効果が実際に存在す

¹²⁷⁶ 所有権があり、現に占有もしている。

¹²⁷⁷ なお、市場価格とはかけ離れた「ぼったくり価格」での購入においてはこの限りではないが、議論の簡易化のため、本稿では市場価格から乖離した価格による購入は考察の対象外とする。

¹²⁷⁸ X は望まざる出費を強いられており、価値が見合っていないと位置付けるのである。

¹²⁷⁹ 有体物の損壊等の場合において、被害者の評価値という主観面における価値減少を通じて損害＝損害賠償額を把握するためである。

¹²⁸⁰ 訳語としては他に、「初期保有効果」や「授かり効果」が用いられることもあるが、本稿では本文記載の語を採用する。

¹²⁸¹ 筒井義郎ほか『行動経済学入門』（東洋経済新報社、2017）114頁〔グレッグ・マルデワ〕、大垣昌夫＝田中沙織『行動経済学—伝統的経済学との統合による新しい経済学を目指して〔新版〕』（有斐閣、2018）6-11頁参照。

¹²⁸² 保有効果の存在に否定的な結果（実験の仕方を変えると保有効果とされるものが消滅する）を示す実証研究が相応の本数存在することを踏まえ、法学において保有効果の存在を前提として展開されてきた議論に疑問を投げかける見解として、Gregory Klass & Kathryn Zeiler, *Against Endowment Theory: Experimental Economics and Legal Scholarship*, 61 UCLA L. REV. 2 (2013).

¹²⁸³ ある会社が発行した株式の価値は、当該者が新規に購入する場合と、既保有のものを売却する場合で価値評価が相違するものとして扱う必要がある。つまり、未公表情報を覚

るならば有体物の毀損事例において被害者の評価額たる損害額は定型的に、毀損された財（と同等の財）の市場価値を上回る金額になり得る、ということになる。

保有効果に起因する評価差額も加害者に負担させることを不相当と捉える限り、被害者における私的価値は損害評価において度外視されるべきことになろう。この方向性においては、使用によりワイヤーネットの市場価値¹²⁸⁴がゼロになったと擬制することで損害発生を肯定することも考え得るが¹²⁸⁵、この態様では、ワイヤーネットの購入ではなく使用により損害が生じたという形で把握されることに起因して問題¹²⁸⁶が生じる¹²⁸⁷ことはもとより、②における損害把握において新たな問題を発生させてしまう。すなわち、上記の枠組みでは、②において X は既に市場価値がゼロになっている物品を撤去・廃棄されたに過ぎないので、財産的損害が発生していないという評価になりそうである。これを不当とみれば、②に限って財の価値があると評価して損害を把握することになると思われるが、①と②の請求をまとめて行う場合には①で財の価値がないと評価して差額を把握せざるを得ないので、立場に矛盾を生じる。

よって、上記①および②において X による損害賠償請求を認容するためには、ワイヤーネットを購入する前の段階で既に損害が発生していた、と捉えるべきことになる。もっとも、これは損害事実説による損害事実の把握、あるいは規範的損害論における被害者の財産利用・処分に関する自由が侵害されたという形としての損害の定位¹²⁸⁸に類似する。また、差額説としての立場から説明するならば、将来において糞害が発生することが現在の財産価値減少につながっている、という形にならざるを得ないため、将来損害として把握され

知する前に取引実施・不実施の意思決定を行った場合の期待リターンについて、未公表情報を加味しない場合の株式の期待リターンを M とし、これが購入する場合と売却する場合で等しいことを前提としていた（市場で購入する場合は M を支払う必要があり、既に保有している分を市場で M という価格で売却できる）。しかし、保有効果の影響を加味すると、購入する場合の価値よりも高い価値が売却対価として得られなければ売却は実施されない、という形で捉える必要がある。

¹²⁸⁴ ここでは、転売価値、若しくは返品により回収できる現金の価値を指すものとする。

¹²⁸⁵ これは、いわゆる「純粋経済損失 (pure economic loss)」に該当するものである。英米法では加害者が故意を有さずに純粋経済損失を発生させた場合には損害賠償義務を負わせないこととしているが、日本法では故意の有無に拘わらず過失があれば損害賠償の対象に含めるので、この枠組みが採用可能である。

¹²⁸⁶ 形式的には、財の使用により損害が生じるので、購入費用を損害と捉えて請求するのは不正確ということになる。また、後述の通り、判例は不法行為の時点で損害賠償請求権が発生するという枠組みを採っているが、使用により損害が生じるという枠組みでは、本文の例でいえば野良猫への餌付けや、野良猫による糞害の発生、あるいは X によるワイヤーネットの購入時点を過ぎてもなお、損害は具体化していないことになり、齟齬を生じると思われる。

¹²⁸⁷ なお、市場価値の変動が大きい財については、被害者による使用のタイミングにより損害額が大きく左右され得ることになるが、これは購入費を損害とする場合も同様である。

¹²⁸⁸ 規範的損害論における損害概念をこのように定位するものとして、手嶋豊ほか「【シンポジウム】不法行為法の立法的課題」日本私法学会私法 78 号 3-56 頁 (2016) 41 頁〔山本敬三発言〕。

るべきことになりそうである。

では、ある損害が給付の訴えを提起できるものか、それとも将来給付の訴えに依る必要があるのか、いずれであるかを決する基準は何か。この点、判例では不法行為が既に完了しているか否かが基準とされている。まず、既に不法行為が完了している場合（交通事故など）においては、積極損害と消極損害のいずれについても不法行為の時点で損害が発生しているとする（最判昭和 37・9・4 民集 16 卷 1834 頁）。他方、同一内容の不法行為が裁判時点においても継続中であるような場合（工場からの騒音被害など）、裁判時点までの不法行為に対応する損害は既に発生したものであるが、裁判よりも後の当該不法行為に対応する損害は未発生なので原則として将来給付の訴えに依る必要があるとする。

損害の既発生と未発生を分かちものは、損害の発生に対応する不法行為の発生有無であると考えられ、概ね妥当であると解する。不法行為が不法な「行為」に起因する損害に関する賠償制度である以上、作為か不作為かはともかくとして「行為」がない限り責任を問われ得ないと考えるのが筋である。そうすると、将来において不法行為の発生が強く予想される場合であっても現に発生していないのであれば将来給付の訴えが可能足り得るにとどまり、また、継続性を持つ侵害行為が過去に発生して現在まで続いており将来においても改善しないということが極めて高い可能性で予測されるような場合でなければ、将来給付の訴えが可能足り得るにとどまる、という判断である。なお、この見地からは、「将来損害」と呼ばれているものは、積極損害と逸失利益のいずれも不法行為等によって既に発生した損害である。継続的不法行為についても、被害者ないし潜在的被害者が置かれた状態としては既に損害が発生しているものの、責任を問われる者による損害発生に寄与する作為・不作為が実現していないので（不法行為が 1 個であるとみれば、いまだ伸展していない）、損害賠償が認められるための要件が充足されておらず、損害賠償請求を提起しても原告が敗訴する、ということになる。

これらの点を、一般的な損害額の把握態様と併せて次目で確認する。

第 4 目 損害額の把握方法

本目では、損害額の把握方法について検討する。結論を先取りすると、積極損害・消極損害・継続損害のいずれについても、オプション価値評価方法を参考にして将来においてあり得る変化を確率的に取り込む方式を、理想的な態様として措定する¹²⁸⁹。また、不法行為の発生後・口頭弁論の終結前に、被害者が不法行為とは因果関係のない理由により死亡した等の事由が発生した場合における損害賠償額の調整も、当該事由の発生を受けた事後確率への修正という形で一元化して定位する。

損害算定についてこれまで判例・実務が用いてきた手法は、損害の有無を判断する項目を予め設定しておき、各項目において発生が認定された「損害」を足し合わせることで、

¹²⁸⁹ 継続的不法行為が終了して損害発生が停止するか否かも、確率的に織り込むことができる。

「損害」の総量を把握するものであり、講学上しばしば「個別損害項目積み上げ方式」と呼ばれる¹²⁹⁰。

損害項目のうち消極損害の算定では、被害者が被害に遭った当時の収入を基準として、昇給等の可能性も加味して退職予定年齢までの平均的な総収入を算出し、生活費を控除した上で、現在価値への割引（民法学においては「中間利息の控除」と表現されることが多い¹²⁹¹）を施すという処理が行われている¹²⁹²。そして、この割引方法として、近時は複利計算で控除する「ライブニッツ方式」と呼ばれる方式が広く採用されている。その算定の基本形式は、被害者が死亡した場合に賠償を一括で支払う場合は、

$$\text{逸失利益} = (\text{基礎収入} - \text{生活費}) \times \text{就労年数} - \text{中間利息}$$

という形に整理し得る¹²⁹³。右辺に登場する要素を詳述すると、基礎収入は不法行為がなく被害者が生存していた場合に得ていたであろう年間収入、生活費は生活の為に1年間に費消されていたであろう金額、就労年数は被害者が不法行為時点よりも後の期間において就労していたであろう年数（死亡時点と就労可能時点の遅い方を起点として、67歳まで労働していたであろうと看做し当該時点を終点として、期間を算出する）、中間利息は一括払いであることを反映した現在価値への割引のための減価要素である¹²⁹⁴。生活費として費消される分を減額するという処理は、「逸失利益」が可処分所得として残存する財産である、という理解を背景にするものであると考えられる。被害者が死亡しなかった場合は、不法行為により被害を受けた後の生活において生活費が漸次出捐されるので、損害賠償額の算定においては減額しない¹²⁹⁵。

これに対し、積極損害の算定においては、不法行為被害に起因して既に出捐された分と、未だ出捐されていないものの訴訟中または訴訟後において出捐されるであろう分（被害者に後遺障害がある場合における介護費用など）について、請求が認められている。

以上のようにして算定された消極損害・積極損害について、被害者が負傷したが死亡しなかった不法行為の事例において、被害者が口頭弁論終結前に死亡した場合に、死亡したという事実を反映して損害賠償額の調整を行うか否かが問題となるが、判例は以下のような立場を採る。

まず、消極損害について。(1) 最判平成8・4・25民集50巻5号1221頁は、交通事故

¹²⁹⁰ 内田・前掲注(1164)416頁、根本＝林＝若林・前掲注(1252)132頁〔若林〕など。

¹²⁹¹ 内田・前掲注(1164)416頁など。この「中間」という表現は、不法行為の時点と、将来において不法行為がなければ財を獲得していたであろう時点、という2つの間を指すのであろう。しかし本文後述の通り、日雇い労働者や、日により収入が大きく変動し得る自営業者等が被害者である場合においては、不法行為がなければ財を獲得していたであろう時点を具体的に特定することには違和感があるため、本稿では本文記載の通り「現在価値への割引」という表現を用いる。

¹²⁹² 内田・前掲注(1164)420頁など。

¹²⁹³ 根本＝林＝若林・前掲注(1252)138頁〔若林〕。

¹²⁹⁴ 根本＝林＝若林・前掲注(1252)138-139頁〔若林〕。

¹²⁹⁵ 減額すると生活費が二重に出捐される計算になるので、妥当でない。

の被害者がリハビリのために毎日自宅近くの海で貝を採取していたところ、ある日海中で心臓麻痺を起こして死亡した場合¹²⁹⁶につき、将来獲得できていたであろう収入（逸失利益）に関する損害賠償額の減額を認めず、死亡した後の期間における逸失利益の賠償を認める立場を採り、損害賠償額を調整しなかった。(2) 最判平成 8・5・31 民集 50 卷 6 号 1323 頁は、死亡の原因が不法行為とは因果関係がない場合につき、被害者の死亡により発生しなくなったであろう被害者の生活費¹²⁹⁷について、損害賠償額からの減額を認めなかった。

次に、積極損害について。(1) 最判平成 11・12・20 民集 53 卷 9 号 2038 頁は、死亡の原因が不法行為とは因果関係がない場合につき、被害者の死亡により発生しなくなったであろう介護費用について損害賠償請求を認めない（死亡時点までの介護費用についてのみ認める）という立場を採り、損害賠償額を減額する形の調整を許容した。

以上の判例の立場は、**第 2 章**で提示した考え方により整合的に説明可能であると思われる。まず、本稿では、利得類型 A・C・F を実現する内部者取引が実施された場合に、内部者の相手方となった一般投資家は約定時点で確定的に損害を被るという立場を採っている¹²⁹⁸。未公表情報が公表されないまま消滅した等の理由により、内部者が終局的には取引実施から利益を得られなかったとしても、将来的な変動があり得ることを踏まえて算出される取引実施時点の株式価値からすれば、取引実施時点においてはたしかに利益を得ていたと判断しているわけである（未公表情報が消滅したことを踏まえた株式価値は、当該判断時点において消滅という事実を反映して、事後確率への修正を行った結果である）。損害額の把握に関する判例の枠組みも、不法行為の発生という事実に基づく事後確率への修正を基礎とするものとして位置付けられる。まず、不法行為の被害者について、不法行為の発生直前の時点における収入状況や財産状態を、将来的な変動があり得ることを踏まえて事前確率に基づき期待値として確率的に計算し、次に、不法行為があったという事実を加味して事前確率で計算していたものを事後確率に修正し、不法行為の発生に伴い収入状況や財産状態が下方修正された場合に、不法行為の時点で確定的に損害が発生したと捉えるものといえる。そして、不法行為の発生後・口頭弁論の終結前に、不法行為とは因果関係のない理由により被害者が死亡した場合等に当該事由を損害賠償額に反映するのは、当該事由の発生という事実を観察したことを受けたさらなる事後確率の修正に他ならず、当該反映

¹²⁹⁶ リハビリ目的で貝採りを始めたので、交通事故と海中での心臓麻痺の間に因果関係を肯定する余地はある。条件関係を肯定しつつ不法行為の加害者側に予見可能性がないと位置付ける見解として、加藤雅信『新民法体系 V 事務管理・不当利得・不法行為〔第 2 版・2 刷補訂版〕』（有斐閣、2005（2 刷補訂 2007））267 頁。

¹²⁹⁷ 被害者が支出したであろう項目であるが、不法行為とは無関係に発生したはずの要素であるため、積極損害ではなく消極損害の算定において考慮される。

¹²⁹⁸ すなわち、「売買契約が締結された時点」で、内部者と一般投資家に債権ないし債務（株式を得る権利・引き渡す義務、または代金を支払う義務・受領する権利）が帰属するところ、未公表情報を踏まえた株式価値と代金を比較して、一般投資家側が損害を被ると判断する。

の実施は損害把握の基準時を動かす¹²⁹⁹という意味合いを持ち得るものの、損害が不法行為の時点で確定的に発生している（確定性を有する）とする原則と衝突することはない¹³⁰⁰。継続的不法行為の場合についても、将来における損害の発生が見込まれる限り損害の発生を肯定できるが、将来の損害に対応する「加害行為」は未だ存在せず、不法行為に基づく責任が肯定されるための要件が満たされていないため将来給付の訴えが認められ得るにとどまる、という形で整理できる。

既存の学説は、上述した本稿の解釈とは異なる主張を展開しているが、以下で見る通り妥当でない。まず、既発生 of 損害と将来損害の区分について、学説では、積極損害や消極損害は不法行為が生じた時点では発生していない（実際に治療費の支出が必要になった時点、あるいは従来 of 給与支払い日に支払われなかった時点で発生する）という考え方を基礎として、判例が不法行為の時点で損害が発生しているとするのは、法的擬制により実際の損害発生時点とは異なる時点を損害発生時点にしているとする主張¹³⁰¹がある。もっとも、この考え方は、逸失利益に関して労働対価が安定的かつ定期的に支払われるような勤務形態¹³⁰²しか念頭に置いていないという問題がある¹³⁰³。また、将来のシナリオの分岐を確率的に評価して損害額を算出する方法においては、法的に擬制するまでもなく当然に不法行為の時点で損害が発生していることになるので、不法行為と損害発生 of 同時性を法的に擬制して将来損害の現在化を行っているという理解¹³⁰⁴は誤りである。次に、積極損害の発生時点に関して、学説 of 1 つは、積極損害に分類されるものはその出損時点において具体的に損害として発生するので将来損害であり、口頭弁論終結前に被害者が死亡した場合に爾後の介護費用を損害額に含めないとする前掲最判平成 11・12・20 の介護費用に関する立場は、

¹²⁹⁹ 前掲最判平成 11・12・20 の立場からすると、逸失損害の場合についてペイズ更新を行わないのは公平性 of 見地に基づくものであり、積極損害の場合は公平性 of 見地からペイズ更新を行うべきであるという立場ということになる。

¹³⁰⁰ 不法行為 of 時点では当該事由は発生していないので、期待値ベース of 損害額 of 把握において発生確率が 100%未満 of 事象として反映されるべきものであり、その態様により算出された損害は当該時点における確定的な損害である。

¹³⁰¹ 宇都宮遼平「将来損害 of 現在化についての一考察」大東法学 76 号 35-82 頁（2021）37 頁。この考え方 of 下では、いわゆる後発後遺症についても、不法行為が生じた時点では発生していないことになり、後発後遺症に関する損害賠償請求 of 可否という問題は、既判力 of 問題ではなくると考えられる。別個 of 損害なので、訴訟物が別である、ということになるであろう。

¹³⁰² 典型的には、毎月 1 回決まった日付に給与が振り込まれる正規雇用である。

¹³⁰³ 本文記載 of 考え方に従うと、当該見解が言及するところ of 法的擬制がなければ、たとえば自身 of 都合や体調等に鑑みて日当が即日払いである日雇い労働を繰り返していた者が被害者である場合、収入を得られていたであろう（しかし加害行為により得られなかった）日付を断定して、損害 of 発生時点を特定することになるであろう。また、個人経営 of 飲食店のように、売上毎に利益（ひいては収入）が発生する形態については、個別 of 売上が生じていたであろう時間まで特定した上で、損害 of 発生を観念することになるであろう。

しかし、不法行為がなかった場合に具体的に収入が発生していた日時を特定することは、事実上不可能である。

¹³⁰⁴ 宇都宮・前掲注（1301）38 頁。

介護費用の将来損害としての性格を前提とするものだと考えられるとする見解¹³⁰⁵がある。しかし、不法行為の時点で確定的に損害が発生しているという判例の立場の下、将来における介護費用の出捐に関する要素も、不法行為の時点で損害に反映されており、その過程において現在化が実施されていると捉えるべきである。前掲最判平成 11・12・20 が、被害者死亡後においても被害者生存時のみ発生し得る介護費用について損害賠償の対象とすることが「被害者ないしその遺族に根拠のない利得を与える結果となり、かえって衡平の理念に反する」と述べる部分は、衡平の理念に反するという要素を、事後確率への修正を行う、つまり損害額把握の基準時を不法行為時点から後ろにずらすことを正当化するための理由として用いているものである¹³⁰⁶。

このような見地からは、差額説に対する損害の把握方法が妥当でないとの批判¹³⁰⁷は、損害の計算方法が極度に簡易化されてしまったことに起因する問題¹³⁰⁸を差額説自体の問題と取り違えているということになる。

第5目 小括と検討

本款ではまず、損害賠償の対象となる損害の把握態様としては、積極損害の取り扱いを考慮すると、差額説よりも損害事実説に基づく方が、難点が少ないことを確認した。その上で、損害額の把握方法に関する判例の枠組みを、被害者の経済状態について不法行為という事実が発生する前の状態を想定して事前確率に基づき算定を行い、これに、不法行為という事実が発生したことを踏まえた事後確率への修正を施した結果を併せて算出し、両者の差を損害として捉える仕組みとして捉えた。

以上を踏まえると、株式会社が損害賠償義務を負ったことで発生する企業価値低下に関するフィードバック・ループの影響を、すべて最初の損害賠償義務の発生時点で確定的に

¹³⁰⁵ 窪田充見「逸失利益の定期金賠償についての覚書」神戸法學雑誌 68 卷 4 号 43-57 頁 (2019) 46 頁。

¹³⁰⁶ 不法行為の時点で損害が確定的に発生するという立場の下では、当該時点を損害算定の基準時とする限り、被害者死亡後においても介護費用を損害賠償の対象に含めることは理論的には筋が通っており、根拠がないとはいえない。

¹³⁰⁷ たとえば、内田・前掲注 (1164) 384 頁は、他者の行為により指を負傷した者が医療措置を受けなかったため負傷した指に軽い神経障害が残ったという例を提示する。その上で、被害者が会社員であり当該傷害が仕事に支障を来たしていない場合、差額説の立場からは損害がないという評価になるものの、被害者が将来的にはピアニストのように指を使う業務に従事する可能性が否定できない以上、現実の収入減がなければ消極的損害をゼロとして扱う判断は「やや硬直的である」とする。そして、指の負傷という事実を損害と捉え、当該損害をいかなる金額で評価するかにより、被害者が会社員である場合とピアニストである場合において損害額が相違し得る、という理解の方が自然な感じがすると説く。

¹³⁰⁸ 厳密に考えれば、裁判の口頭弁論終結時点においては、被害者を正規雇用している会社が終身雇用制および年功序列型の賃金体系を採用しているとしても、将来において変更する可能性、被害者自身の不祥事により解雇される可能性、あるいは当該会社が倒産してしまう可能性等がある。本稿執筆時点における評価方法では、このような事由は加味されていないと予想される。

発生したものとして位置付け、給付の訴えによりフィードバック・ループの影響すべてを既に発生した損害としてまとめて請求することは容認される余地はあるであろう。フィードバック・ループによる損害は、その起点となる当初損害を発生させた不法行為は既に完了していることから、上記の枠組みからすれば既発生の損害として扱われるべきとも考え得る。しかし、ある者（A）の損害賠償請求が認容されて確定した後で、他の者（B）がAの損害賠償請求と同じ法律問題および事実問題に関して損害賠償請求を行う可能性がある場合において、Bの提訴が現実化した場合に備えてAが予めBの提訴およびその勝訴の影響も加味した損害賠償請求を行う場合、Bの提訴の影響に関する部分は、将来給付の訴えに依る必要があるとも捉えられ得る。また、損害賠償請求がループするという構造上、無限回、フィードバックされた損害について損害賠償請求するという仮定に基づく計算であることから、その仮定の妥当性が問題となる。ループ部分の損害量は、他の投資家による損害賠償請求の提起状態に依存して決まるところ、他の投資家の請求に起因する影響については、将来給付の訴えが認容されるか疑義がある¹³⁰⁹。さらに、フィードバックの過程では厳密には1株当たり損害量に1円に満たない金額が含まれることになるので、端数処理の影響も加味する必要がある。

上記の内容を踏まえると、フィードバック・ループの影響全体を既に発生した損害として一括して不法行為を理由として損害賠償請求することの可否は、不明であるといわざるを得ない。転じて、会社法や金商法における民事責任制度においても、フィードバック・ループの影響全体について、既に発生した損害として一括して請求することが認められるか否かも判然としない。

第5款 新株予約権の発行取引に対する内部者取引規制の在り方

本款では、本節におけるここまでの検討結果を踏まえ、新株予約権の発行取引に対する内部者取引規制の在り方を考察する。

発行取引に対する内部者取引規制の適用に否定的な立場から挙げられる理由の1つに、発行体の側のみが未公表情報を覚知している場合に同規制が適用されて新株発行が阻害されると、会社が必要資金を調達できず、当該資金で実現できたはずの成果を実現できないため、非効率性が発生するというものがある¹³¹⁰。しかし、内部者取引規制が適用されないことが新株発行時のディスカウントの発生・増大要因となり得るため、会社の資金調達という面のみを考慮する場合において、発行取引に内部者取引規制を及ぼす場合と及ぼさない場合のいずれが効率的であるかは、前款までに整理した民事責任制度の様相に鑑みれば、自明でない。

¹³⁰⁹ 自分自身の請求に起因する影響は確定的と看做し得るが、他の投資家の請求状態は、クラスアクションとすることが強制される法制度、あるいは固有必要的共同訴訟となり後続訴訟は不適法却下される法制度でない限り、不確定である。

¹³¹⁰ 吉本健一ほか「【シンポジウム】新株発行等・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題」私法77号100-142頁（2015）130頁〔田中亘発言〕。

まず、会社法の民事責任制度について。本稿では、会社法における対会社責任と対第三者責任がいずれも会社に対する任務懈怠を要件としていることの意義として、カルドア=ヒックス効率的かつ会社が損害を被っていない行為について、会社役員が対第三者責任を負わない仕組みとして理解した。その帰結として、調達された資金が富を生み出し企業価値を増大させる新株発行であれば、株価下落情報が優勢であることを秘匿した状態で実施された不利発行に関して、不利発行を受けた者は会社役員の対第三者責任を追及できない。他方、株価上昇情報が優勢であることを秘匿して実施された有利発行の場合は常に会社に損害が生じるという間接損害説を採ったことの帰結として、調達された資金が富を生み出し企業価値を増大させ、当該増大分が有利発行の際に会社に生じた損害を超過する場合、会社役員は対会社責任および対第三者責任を負わないが、それ以外の場合は対会社責任と対第三者責任の両方を負う。この見地からは、不利発行の方が会社役員の民事責任が認められにくく抑止効果が弱いので、相対的に不利発行の方が実施されやすいといえるため、新株を引き受ける者はその種の不利発行が実現される可能性を考慮せざるを得ない。その場合、新株を引き受ける者は当該要素を補償するべく一般的にディスカウントを要求し得るところ¹³¹¹、未公表情報が実際に存在する会社はもとより、存在しない会社においてもディスカウントの発生・拡大に帰結すると目される¹³¹²。このことを踏まえれば、発行取引に対して内部者取引規制が適用される場合と適用されない場合のいずれにおいて社会厚生が大きくなるか、確定的なことはいえないと思われる。

次に、金商法の民事責任制度について。不実開示を含む発行開示の下で株式や新株予約権を発行した発行者は、無過失責任としての民事責任を負うが、その損害賠償額は「法定損害額」として法定されている。現在の裁判実務における法定損害額の運用では、被害者による損害賠償請求の影響を株価が適切に織り込むことはできないので、株式を継続保有している被害者は、自身や他の被害者が損害賠償請求を行ったことで企業価値が低下したことに起因する保有株式の価値低下という追加的な損害を被る。これを免れるためには損害賠償請求の前に売却することが選択肢足り得るが、当該者が未公表情報を覚知している場合、売却行為は内部者取引に該当し得ることから、売却できない事態があり得る。これ

¹³¹¹ 本稿では否定的立場を前提としたが、第三者割当増資では発行開示の不実開示があつたとしても金商法 18 条による責任追及は認められないとする立場を採るとき、このディスカウントは拡大すると考えられる。

¹³¹² 会社が既存株主の利益になるように行動するならば、株価が割安ならば既存株主から引受人への富の移転を防ぐために株式を発行しないという選択をし、逆に割高なら引受人から既存株主への富の移転を発生させることを目指して発行するという選択をすることを考える。これは、会社側に未公表情報が存在する場合において実施され得る取引の確率に差異があるということの意味し、新株が発行されるという情報それ自体が、一般投資家において株式価値の評価を下方修正させることになり、ひいては、割安な価格でしか新株を発行できないという不利益を会社にもたらす。つまり、引受人としては、新株が発行されるという事実から、会社が株価下落情報を覚知しながら自分にそれを教えずに引き受けさせようとしている可能性を考慮して、ディスカウントを要求するべきことになる。

を踏まえれば、未公表情報を覚知しながら株式や新株予約権を引き受ける発行取引に臨もうとする者は、未公表情報を覚知していない者に比して、より大きなディスカウントを要求し得る。これも、会社法の民事責任制度と同様、発行取引に内部者取引規制が適用されない場合との社会厚生と比較を難しくする。

さらに、民法学における損害賠償制度の基礎理論に鑑みれば、損害事実説を採ればフィードバック・ループの影響すべてをひとまとめに既に発生した損害として給付の訴えを提起し得るものの、ループ部分の損害は訴訟が繰り返されることで生じる企業価値低下に起因するという要素を捉えれば、実際に訴訟が生じるまではフィードバックの影響は発生していないので、将来給付の訴えに依る必要がある、という扱いになり得るため、不法行為法に基づく損害賠償請求の結果も不透明である。

そこで、以下では効率性による比較については棚上げし、本稿の基本方針に立ち返り検討する。すなわち、内部者取引を禁じるべき理由（保護法益）を、①未公表情報の影響度評価の精度が定型的に低い取引相手方の財産状態の侵害、および、②内部者足り得る者による取引実施・不実施の意思決定の内容が外部から観察され、あるいは観察されなかった場合に生じる影響¹³¹³、という2つを防ぐ点に求めるので、この枠組みに基づき考察する。

未公表情報の覚知状態としては、発行体側のみが覚知している場合、株式を引き受ける者のみが覚知している場合、およびその両者が覚知している場合があり得るので、順に検討する。

まず発行体側のみが覚知している場合、株価上昇情報のみが覚知されており当該情報が引受価額に反映されていないならば有利発行になり得るので①の問題が生じる¹³¹⁴一方、株価下落情報のみが覚知されているが引受価額に反映されていない場合は、その逆に不利発行の状態となり、やはり①の問題が生じる。これらが会社に課される既存の開示義務により対処可能か否かが問題となるが、現行法においては未公表情報が開示義務の対象になるとは限らないため、対策としては不十分であると思われる¹³¹⁵。

次に、引受人側のみが覚知している場合について。発生事実型の未公表情報では、会社自身が覚知していない当該会社に関する未公表情報が存在することはあり得る（決定事実型では想定しにくい）。しかし、その種の場合には、規制の名宛人の地位にある者が、内部者取引規制が惹起される経路で情報を覚知したとは言い難いであろうから、基本的には内部者取引規制の射程外になると考えられる¹³¹⁶。

¹³¹³ 観察されなかった場合は内部者と同方向の取引を行い損ねた者と内部者の間に不公平が発生し、観察された場合はそれが他の投資家の行動に影響を与えて市場における価格形成に歪みが生じる。

¹³¹⁴ ただし、当該情報が公表されないまま消滅した場合、有利発行として責任を問われる可能性は極めて低いと目される。

¹³¹⁵ 上田・前掲注（1197）522-523頁。

¹³¹⁶ 内部者足り得る者による取引実施・不実施の意思決定が外部から観察されることによる影響という面では、いかなる経路で入手したか、という点は関係がない。しかし、覚知力を高める要素となる経路から情報を得た場合について内部者取引規制を十分に適用して

最後に、会社と引受人の双方が未公表情報を覚知している場合について。クロクロ取引であるが、取締役と通謀して新株の有利発行を受けた者に追加出資義務が課されていることとの対比では、発行取引におけるクロクロ取引であることは責任を排除する根拠とならない。また、公募の場合には、株価上昇情報を知っていれば自分も応募したであろうという投資家との不公平性が生じるので②の問題が発生する。

以上の諸点からすれば、発行取引については、会社側が未公表情報を覚知している場合には、双方が覚知しているクロクロ取引の場合も含め、内部者取引規制を適用するべきであると解する。なお、前節において、新株発行プロセスを自己株式処分に一本化するという解釈論を提示したが、その枠組みにおいては、新株発行は新規発行と自己株式処分のいずれについても「既存の」有価証券の移動が観念されることになる。そのため、これまで自己株式の処分と区別されてきた新規発行の場合に対する内部者取引規制の適用有無¹³¹⁷は、少なくとも形式的には、自己株式処分に対する適用有無と同一のものとなるべきことになる。そして、このような一本化は、新株予約権の発行・処分もすべて自己新株予約権の処分に一本化するという形に展開可能であり、その枠組みにおいて、新規発行と既存の新株予約権の処分のいずれであるかにより、内部者取引規制の適用有無が相違することはない。よって、上記の通り発行取引に内部者取引規制を適用する場合、必要な法改正は適用除外規定の削除が主となる。

第4節 新株予約権の行使に対する内部者取引規制の在り方

第1款 はじめに

本節では、未公表情報の存否および覚知有無が、新株予約権の行使戦略に与える影響について考察し、この領域に対する内部者取引規制の適用について検討する¹³¹⁸。

海外企業を対象とした実証研究では、経営陣によるストック・オプションの行使につい

れば、それ以外の経路で知った場合については規制がない状態であっても、一般投資家の投資判断に与える影響は重大なものではないと解する。

なお、株価上昇情報が覚知されている場合には、実体としては会社法上の有利発行であるが、会社側（およびその株主総会側）でその情報を覚知していない限り、事前の対応は無理である。また、仮に真の株式価値からみて有利発行になったとしても、既存株主（当該引受人も元から当該会社の株主である場合においては当該者を除く）は、当該引受人が取締役等でない限りは、有利発行であることについて会社役員の問題を問うことは難しいと思われる。その他、有利発行であるにも拘わらず株主総会による承認がなかった場合にはその瑕疵を主張する余地はないではないが、難しいのではないか。

¹³¹⁷ この点については、新規発行による原始取得では内部者取引規制は適用されず、自己株式処分は既存の有価証券の移転があるから適用され得ることになるものの、適用除外規定が設けられていることで、新規発行の場合と同様に規制対象外になる、という解釈論がある。上田・前掲注（1197）517-518頁。

¹³¹⁸ 新株予約権が行使されてから株式が発行されるという時系列に鑑みれば、検討事項は先後を入れ替えた方が自然かもしれないが、論述の都合により、発行取引に対する規制の在り方を先に取り扱い、そこで得られた知見に基づき、行使に対する規制の在り方を探求する、という構成としている。

て、世間一般には明らかになっていない情報が影響を与えており、超過利益の獲得につながっているとする研究（ただし、対象となっている情報が、内部者取引規制の適用を惹起する未公表情報に該当するか否かは不明）も蓄積している¹³¹⁹。また、経営陣ではない従業員によるストック・オプション行使についても、同様の傾向を検出する分析¹³²⁰もある。さらに、たとえば、唐突ではあるがカナダではトロント証券取引所の上場規則（The TSX Company Manual）におけるエクイティ型報酬に関する規律（ストック・オプションの発行に関するもの）の中で、ストック・オプションの権利行使価額ないしストック・オプションの行使により証券が発行される価格は、経営者が認識しているが公に開示されていない重要な情報を反映していない市場価格を基礎として設定してはならない旨が定められている¹³²¹。

これらの要素は、日本の現行法における、新株予約権の行使に対する内部者取引規制の適用除外規定（金商 166 条 6 項 2 号）を維持すべきか否か、検証する必要性を示している。そこで、次款ではまず、日本において適用除外とされている根拠に関する学説を概観し、若干の検討を加える。その上で、第 3 款では、ファイナンス理論を参照しながら、新株予約権者が実際に未公表情報を覚知していることが新株予約権の行使に影響を与えるか否か、検討する。さらに、第 4 款では、未公表情報が存在し得る状況における、覚知力の高低による投資判断の相違と優位性について、覚知力の有無に拘わらず全株主が権利行使の有無に関する意思決定を迫られるライツ・オファリングを例として考察する。これは、非対称な内部者取引規制が、未公表情報の覚知力が一般投資家に比して高い者（つまり内部者足り得る者）に対して、未公表情報を覚知していない状態における投資意思決定において優位性を与えている、という前章の知見を踏まえたものである。

¹³¹⁹ 将来の業績について悲観的である場合にはストック・オプションをさっさと行使して株式を売却している可能性が示唆されるとともに、利益調整により権利行使前に会社の利益数値を押し上げている可能性があるとする分析として、Eli Bartov & Partha Mohanram, *Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises*, 79 ACCT. REV. 889 (2004).

¹³²⁰ See Steven Huddart & Mark Lang, *Information Distribution within Firms: Evidence from Stock Option Exercises*, 34 J. ACCT. & ECON. 3 (2003).

¹³²¹ The TSX Company Manual s. 613(k). 当該規定は、最初にトロント証券取引所に上場している会社に対して、タイムリーディスクロージャーを行うことが要求されていること、および一定の場合には一時的に情報を機密のままとしておくことが許容されていることが述べられたあとで、本文記載の内容が定められている。なお、その例外、つまり未公表情報が反映されていない株価に基づいてストック・オプションの権利行使価額を設定できる場合として、①従業員が、当該未公表のイベントについて知る前の段階で、証券購入計画（security purchase plan）に参加する形で、特定された条件で証券を購入することをコミットしていた場合、および②未公表のイベント（発行者による他の発行者の買収など）との関係で、当該発行者の従業員でも内部者でもない個人または会社が、当該イベントが開示される前に、ストック・オプションの付与を受け、またはストック・オプションを固定価格で付与される権利を得る場合が挙げられている。

第2款 新株予約権の行使に対する内部者取引規制の適用是非

第1目 はじめに

日本の現行法では、新株予約権の行使により株式が発行される場合に関して、新株予約権者側について適用除外規定（金商 166 条 6 項 2 号）が設けられており、法 166 条の適用対象とならないことが明確にされている¹³²²。なお、エクイティ・コミットメントラインのコミットメント契約に基づき新株予約権が行使される場合も、上述した適用除外規定の射程範囲内であるが、発行会社による行使指示に際して未公表情報が相手方に伝達されると、当該者が新株予約権の行使により取得した株式を売却する際に、内部者取引規制が及ぶと考えられる¹³²³。また、コミットメント型ライツ・オファリングの場合については、①発行体による取得条項に基づく未行使新株予約権の取得段階（発行体および新株予約権者）、②未行使新株予約権の引受証券会社への譲渡段階、という 2 つの場面で内部者取引規制の適用が問題となる¹³²⁴。①の発行体側については適用除外規定が設けられている（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 59 条 1 項 13 号）。①の新株予約権者側、および②の引受証券会社と発行体の双方について、金融庁は適用除外となり得るとする見解¹³²⁵を示している。

このように、新株予約権の行使に対して内部者取引規制が適用されない制度となっている理由について様々な説明があるので、次目で紹介するとともに、それらに対する私見を述べる。

第2目 学説の概観

新株予約権の行使に対する内部者取引規制の適用を否定する見解としては、まず、新株予約権という制度自体の存在意義に鑑みると、その行使による株式の取得について内部者取引規制は適用するべきではなく、自己株式が交付される場合を念頭に適用除外規定が設けられているとの説明¹³²⁶がある。しかし、そこで念頭に置かれている制度意義が不明であ

¹³²² 会社側について明文の適用除外規定がないが、適用除外になるとの解釈が一般的であるとされる。その根拠に関しては、①新株予約権者側と同じ規定（金商 166 条 6 項 2 号）とする見解（神田＝黒沼＝松尾編・前掲注（32）143 頁〔神作裕之〕）と、②法令上の義務等に基づく売買に関する規定（金商 166 条 6 項 3 号）とする見解（木目田＝上島監修・前掲注（13）348 頁〔上島〕）がある。

¹³²³ 太田洋＝山本憲光＝柴田寛子編集代表『新株予約権ハンドブック〔第 5 版〕』（商事法務、2022）469 頁〔上田真嗣〕参照。

¹³²⁴ 鈴木克昌ほか『詳説ライツ・オファリング』（中央経済社、2012）205-206 頁。

¹³²⁵ 金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」＜<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120210-2/00.pdf>>（2012）35-36 頁。

¹³²⁶ 新株予約権ではなく新株引受権にかかる適用除外規定（平成元年改正証取 190 条の 2 第 5 項 1 号、現行法では金商 166 条 6 項 1 号）に関する記述であるが、会社との間で一定期間に限り実現できる取引であること、および会社が情報を公表しないことで権利行使できないのは実際的でないという理由を挙げるものとして、三國谷勝範編著『インサイダー取引規制詳解』（資本市場研究会、1991）115-116 頁。現行法につき、神田＝黒沼＝松尾編・前掲注（32）143 頁〔神作〕。

る。

次に、新株予約権を含めたオプション一般について、内部者取引規制により「正当な」権利行使が妨げられることが不適当なので適用除外規定が設けられている旨の説明¹³²⁷もある。しかし、元来、市場において取引を行う「権利」は正当なものであるところ¹³²⁸、内部者取引ではその実施が正当性に欠けるからこそ、内部者取引規制が存在しているはずである。オプションの行使により有価証券が取得される場合についても、その正当性が欠けるならば規制対象とすることは妨げられないはずであるから、オプションの「正当な」権利行使であるということのみでは、適用除外とする根拠にならない。

また、新株が交付され原始取得となる場合は規制対象にならない一方、自己株式処分であれば規制対象になることは妥当ではないとも説かれるが¹³²⁹、これは原始取得となる場合について規制対象外であることを所与としたものであり、両方とも規制対象にするべき理由があるならば、妥当しない¹³³⁰。

より子細な考察が必要となるのが、新株予約権を行使するか否かは、株価と権利行使価額の比較により（コール・オプションとしてイン・ザ・マネーであるか否かにより）判断され、未公表情報を知っていることとは無関係であるため適用除外とされるという説明¹³³¹や¹³³²、未公表情報を知りながら権利を行使しても投資成果に変化がないとする主張であり、後者においては具体例として次のようなものが挙げられている。

権利行使価額 100 円で 1 株取得できる新株予約権の市場価格が、株価 110 円のときに（ひとまず時間価値は考慮せず本源的価値のみを捉えて）10 円になるとすれば、重要事実の公表により株価が 150 円に上昇した場合は 50 円に上昇することが予想される。この条件下で、ある者が当該新株予約権を 100 円で取得した後で、公表されれば株価を 40 円上昇させる株価上昇情報を知った場合の投資成果は、次の 3 つが考えられる。①情報公表前に 100 円を支出して権利行使し、取得した株式を情報公表後に 150 円で売却した場合、利益は（権利行使に関連した資金調達コストや、株式売却時の売買手数料等のコストはゼロと仮定すると）新株予約権の取得費用を差し引いて 40 円となる。②情報公表後に権利行使して株式を売却した場合も、権利行使価額と売却額は①と同じなので利益は 40 円となる。③情

¹³²⁷ 神田＝黒沼＝松尾編・前掲注（32）143 頁〔神作〕など。

¹³²⁸ 服部・前掲注（13）4 頁は、証券取引の自由は憲法 22 条・29 条により保障されているとする。

¹³²⁹ 神田＝黒沼＝松尾編・前掲注（32）143 頁〔神作〕。

¹³³⁰ 本章第 2 節で提示した新株発行の法構造および新株予約権の法構造に関する私見からすれば、従来、新規発行において原始取得とされてきたものは、既存証券の取引と同等に扱われるべきことになる。

¹³³¹ 横畠・前掲注（1）147 頁、神山他編著・前掲注（2）207 頁〔平山〕（適用除外規定に列挙されているのは、重要事実と無関係に行われることが明らかであるか、法令上の義務等からやむを得ず行うような場合であるとする）、志谷・後掲注（1336）53 頁〔前田雅弘発言〕など。

¹³³² ただし、現行の内部者取引規制は、未公表情報を知ったことと売買等の間に因果関係がなくとも適用されることを指摘するものとして、服部・前掲注（13）218 頁注 1。

報公表後、権利行使せずに新株予約権を市場で売却した場合も、取得価額 10 円に対して売却金額 50 円となり、利益は 40 円となる。以上より、未公表情報を知ってから新株予約権を行使しても、知らない者に比して有利になるわけではないので、覚知されている未公表情報が公表される前に実施される権利行使、つまり上記①は不公正取引として非難されるべき行為ではなく、それゆえ適用除外となっていると説明¹³³³されている¹³³⁴。

もっとも、上記①では、内部者は利得類型 A と利得類型 B の両方を実現している点¹³³⁵に注意が必要である。また、さらなる前提問題として、上述の説明が説くように、本当に未公表情報の覚知の有無と権利行使は無関係なのか、という点が検証される必要がある。既存の学説では、ストック・オプションの行使による株式取得に対して、何も根拠を示さずに未公表情報が行使に影響を与えるとした上で、内部者取引規制の適用が及ばないことを不当と評する見解¹³³⁶はあるが、それでは説得力がない。また、日本での実証研究は、新株予約権の行使日に関する情報が概ね非公開である¹³³⁷という重大な制約があるためか、ス

¹³³³ 黒沼・前掲注 (13) 459-460 頁。

¹³³⁴ ①と②のいずれも、情報を知らなかったので権利を早期行使して情報公表前に売却してしまった（情報公表前の段階でも 10 円のイン・ザ・マネーである）という者との、売却戦略の相違（利得類型 B1 の一種）の可能性を内包している。つまり、権利行使段階に限定せずに全体としてみれば、①と②を比較しても、未公表情報を知る者と知らない者の比較としては不完全である。また、③は 40 円で売却できるとの記述から情報公表後の売却であることが念頭に置かれており、これは現行規制では制裁されないものの、情報公表前に新株予約権を売却しないという判断は、未公表情報を知っているが故になされ得る（これも利得類型 B1 の一種である）。

なお、この説明では新株予約権者が覚知したのが株価上昇情報である場合しか考慮しておらず、また、権利行使も売却もせず満期直前まで継続保有するという意思決定を行う可能性が加味されていないが、権利行使後の株式売却が禁じられている限りさほど問題はない。

¹³³⁵ 新株予約権の行使により、株価上昇情報を加味した株式価値よりも割安な価格で株式を得るとともに、株価上昇情報が公表される前の売却を差し控えることで、公表による値上がり益を享受している。

¹³³⁶ 上村達男「判批（最判平成 11・6・10 刑集 53 卷 5 号 95 頁）」旬刊商事法務 1476 号 2-7 頁（1997）6 頁は、「一〇年間行使できるストック・オプションを内部情報を知りながら行使してインサイダー取引規制と無関係などということはあり得ない。」と述べるが、なぜあり得ないのか、理由は述べられていない。

また、志谷匡志「インサイダー取引規制の逐条検討（その 2）—金融商品取引法第 166 条（2）」日本取引所金融商品取引法研究 13 号 35-68 頁（2019）43 頁〔志谷匡志報告〕は、法 166 条 6 項 1 号乃至 2 号の 2 における適用除外規定に関して、「重要事実を知ることによって権利を積極的に行使したということも考えられるかと思いますが、ここでは無関係に行われたと割り切っているようです。」とし、続けて、「重要事実を知って権利行使を見送るケースというのも考えられる」とするが、結論としては売買がないので制裁されないとする。

¹³³⁷ 行使価額修正条項付きの新株予約権については、上場規則により一定の場合には権利行使状況の開示が求められている。有価証券上場規程（東京証券取引所）410 条、有価証券上場規程施行規則（東京証券取引所）411 条（2）参照。その開示様式例において、日毎の権利行使個数について記載する様式が示されている。なお、開示様式については、日本取引所ウェブサイト<<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge6855.html>>からダウ

トック・オプションの行使実態に関する分析はほとんど存在しないようである。筆者が接し得た唯一の論文では、いわゆる 1 円ストック・オプション¹³³⁸の行使は日経平均株価と連動性がない一方、それ以外のストック・オプション（新株予約権制度の導入後の新株予約権、導入以前のストック・オプションのうち自己株式の交付ではなく新株発行により原資産たる株式が賄われるもの）ではその行使が日経平均株価の動向と連動する傾向にあるとする結果が示されている¹³³⁹。それ以外の実証研究が見当たらず、また、上記の制約により本稿筆者自身が実証分析を行うことも困難であるから、理論面からの結論を導出するしかない。

以下では、取引当事者である新株予約権者と発行体の間の関係と、複数の新株予約権者が存在する場合の新株予約権者間における情報格差の意味に注意しながら、規制の在り方を探る。

第 3 款 未公表情報の覚知と新株予約権の行使戦略

第 1 目 はじめに

本款では、新株予約権者が実際に未公表情報を覚知していることが、その新株予約権の行使に与える影響について考察する。最初に、一般的なアメリカン型コール・オプションについて、ファイナンス理論が示す権利行使戦略について概観する。次いで、未公表情報の覚知と新株予約権の行使戦略について、影響を与え得る事項を筆者の判断によりいくつか選び、具体的な影響を考察する。

なお、新株予約権が経営者や従業員に報酬として与えられるものである場合、①譲渡禁止特約が付されれば（それが通例となっているようであるが）、新株予約権の売却による時間価値の現金化ができず、②発行体に勤務していることが行使条件となっていれば、当初の予定よりも早く退職する場合はオプションの行使期間の最終日が実質的に前倒しされ、③その資産構成が自社の株式やストック・オプションに偏ると¹³⁴⁰、発行体に固有のリスク（アンシステムティック・リスク）への対処として資産の分散化のため新株予約権（や株式）の早期売却が目指され¹³⁴¹、早期権利行使も惹起され得る、あるいは、④流動性を確保する必要に迫られ得る¹³⁴²、といった要素が存在する。以下では、別途記載のない限りそれらの影響については考慮しない。

ンロード可能である。

¹³³⁸ 権利行使価額が 1 円のストック・オプションを指す。

¹³³⁹ 村松郁夫「わが国におけるストックオプションの権利行使状況」彦根論叢 395 号 128-137 頁（2013）129-131 頁・133-134 頁。

¹³⁴⁰ これは、報酬契約の設計に問題があるというべきである。

¹³⁴¹ 梅本・前掲注（26）81 頁。

¹³⁴² いわゆる 1 円ストック・オプションのように権利行使価額が低額である場合や、現物出資により行使する場合には、新株予約権を行使して取得した株式を売却することが、流動性を確保する手段となり得る。

第2目 アメリカン型コール・オプションの行使戦略

本目では、株式を原資産とするアメリカン型コール・オプションの行使戦略に関する議論を概観するとともに、未公表情報の覚知が当該戦略に与える影響について検討する。

まず、原資産である株式に対する配当がない（無配である）場合、アメリカン型コール・オプションの満期前行使は望ましくないとされている。たとえば、株価（ S ）、権利行使価格ないし額面（ K ）、ゼロクーポン債の場合のその時間割引価値（ $dis(K)$ ）、コールの価値（ C ）およびプットの価値（ P ）を用いると、ゼロクーポン債の価値は、

$$PV(K) = K - dis(K) \text{———①}$$

と表すことができる。次に、オプションの価値は、プットコールパリティとして、

$$C = P + S - PV(K) \text{———②}$$

と表すことができる。ゼロクーポン債の満期がコールの権利の行使日と等しいと仮定して、①を②に代入すると、

$$C = S - K + dis(K) + P \text{———③}$$

が得られる。オプション価値は、内在的価値ないし本質的価値（intrinsic value）と、時間価値（time value）から構成される（③式の $S - K$ が内在価値、 $dis(K) + P$ が時間価値である）ところ、利子率が正であれば $dis(K)$ は正の値になり、また、プットの価値も正なので、時間価値は正になる。そして、アメリカン型コール・オプションの満期前行使は、この時間価値を放棄することを意味するので、基本的に得策ではない¹³⁴³。また、満期前行使を行った場合と行わない場合の投資成果を比較することによって、一般論として満期前行使は妥当でないとする説明¹³⁴⁴もある。

もつとも、アメリカン型コール・オプションの満期前行使が常に不適當というわけではなく、満期前行使が合理的となる条件、すなわち「満期前行使境界（early exercise boundary）」¹³⁴⁵ないし「最適行使境界」¹³⁴⁶に関する研究が行われてきた。満期前行使を合理的に足り得るものとする要素としては、これまでに、①原資産である株式に対する配当

¹³⁴³ 以上の本段落の内容につき、パーク＝ディマーズ・前掲注（864）240-250頁、佐藤茂『実務家のためのオプション取引入門』（ダイヤモンド社、2013）289-292頁。

¹³⁴⁴ 満期まで行使しない場合、行使に供されるべき資金の運用益を得られるが、満期前行使するとこれが得られなくなるという説明として、ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（694）68-69頁、デービッド・G・ルーエンバーガー（今野浩＝鈴木健一＝枇々木規雄訳）『金融工学入門〔第2版〕』（日本経済新聞出版社、2015）476-477頁。

なお、権利行使すると原資産たる株式の値下がりリスクを負うことになる、という説明として、江頭憲治郎「新株予約権に関する諸問題」江頭憲治郎『会社法の基本問題』195-224頁（2011）201頁（初出：法学教室277号33-45頁（2003）37-38頁）。

¹³⁴⁵ 満期前行使境界という語について、石村直之「Black-Scholes 方程式とその周辺」証券アナリストジャーナル47巻8号86-95頁（2009）93頁。なお、「早期行使境界」という語を用いるものとして、木村俊一「アメリカンオプションの早期行使境界に対する近似」日本応用数学会論文誌24巻3号119-136頁（2014）120頁。

¹³⁴⁶ 最適行使境界という語について、高橋明彦＝斎藤大河「漸近展開を用いたアメリカン・オプション価格の評価法」金融研究22巻別冊2号35-87頁（2003）36頁。

の実施や、②議決権の獲得といったものが挙げられている。他方、それらの要素に鑑みれば満期前行使することが合理的であるにも拘わらず、実際には投資家が満期前行使を行わない例も多いとして、その原因も探求されている。以下、順に見ていく。

①原資産である株式に対する配当の実施について。配当が行われると株式の価値は下落する（配当落ちとなる）ため、配当保護条項がないオプションの権利者は、満期前にオプションを行使した場合に得られる配当と、権利を行使しなかった場合に得られる権利行使資金の運用益の比較により、満期前行使するか否か決定するべきであると説かれている¹³⁴⁷。これはより一般的には、満期前行使した場合の投資成果が満期前行使しない場合の投資成果を上回るのであれば、満期前行使するべきであるという説明¹³⁴⁸に属する。なお、アメリカにおける配当保護条項のない上場ストック・オプションを対象とした実証研究で、配当との兼ね合いにより満期前行使する方が有利であるにも拘わらず満期前行使されなかったストック・オプションが相応に存在し、満期前行使しなかったオプション権利者が損害を甘受した（しかしマーケットメーカーが機会主義的に利益を得た）とするものがある¹³⁴⁹。

②議決権の獲得について。一般論としては、議決権も株式の価値を構成する一要素であるから、議決権の有無や議決権の価値が変動すれば、株式価値も変化し得る。そして、当該変化はストック・オプションの原資産の価値が変動することを意味するので、原資産価値が下落するならば、上記①の場合と同様に満期前行使が妥当足り得ると考え得る。したがって、議決権行使にかかる基準日がストック・オプションの行使期限よりも前に到来する場合、満期前行使により放棄されるオプションの時間価値との衡量により、当該基準日において株主としての地位を得られるようにストック・オプションを満期前行使することが合理的となる場合があり得るとする見解¹³⁵⁰がある。他方、議決権のみを安価に入手することが可能足り得るとして¹³⁵¹、議決権獲得を目的とする満期前行使が生じるとは考えにくいとする見解¹³⁵²もある。

以上の見地からすれば、コール・オプションにおける原資産の価格変動に関する情報たる未公表情報は、アメリカン型コール・オプションの満期前行使戦略に影響を与えるので、未公表情報を知っていることは新株予約権の権利行使と無関係とはいえず、また、投資成果にも影響を与え得ると考えられる。ただし、市場でオプションを購入する行為や、コール・オプションの行使により取得した株式の売却について内部者取引規制が適用される限

¹³⁴⁷ ブリーリー＝マイヤーズ＝アレン・前掲注（694）69頁。

¹³⁴⁸ Antonio Cosma et al., *Early Exercise Decision in American Options with Dividends, Stochastic Volatility, and Jumps*, 55 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 331, 332 (2020).

¹³⁴⁹ See Veronika Krepely Pool, Hans R. Stoll & Robert E. Whaley, *Failure to Exercise Call Options: An Anomaly and a Trading Game*, 11 J. FIN. MARKETS 1 (2008).

¹³⁵⁰ Avner Kalay, Oğuzhan Karakaş & Shagun Pant, *The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices*, 69 J. FIN. 1235, 1243 (2014).

¹³⁵¹ 株式の経済的権利と議決権の分離に関する議論に見られるように、株式自体を取得する場合に比して、議決権のみを相対的に安価で取得する手段は存在する。

¹³⁵² Mads Vestergaard Jensen & Lasse Heje Pedersen, *Early Option Exercise: Never Say Never*, 121 J. FIN. ECON. 278, 298 (2016).

り、権利行使は規制対象外であったとしても、その未公表情報を知る者の優位性は縮小する¹³⁵³。

第3目 アウト・オブ・ザ・マネー権利行使とイン・ザ・マネー権利不行使

一般論として、オプションの権利者は、イン・ザ・マネーである場合にのみ行使することが合理的である。しかし、株価上昇情報を知っている者は、市場価格でみればアウト・オブ・ザ・マネーであっても新株予約権を行使する方がよい場面が生じ得る。具体的には、①新株予約権の行使期間が当該情報の公表前に満了し¹³⁵⁴、②権利行使の有無を判断する時点ではアウト・オブ・ザ・マネーであっても、権利行使により取得した株式を継続保有する限り、当該情報の公表による株価上昇を加味すれば実質的にイン・ザ・マネーであり、③当該情報の公表前に、株式を取得するために利用可能な手段が新株予約権の行使のみである¹³⁵⁵、という条件が揃うと、市場における株価が新株予約権の権利行使価額を下回る状況でも新株予約権が行使され得る¹³⁵⁶。

たとえば、権利行使価額 100 円の新株予約権は、対象株式の株価が 90 円であるとき、市場では本源的価値がゼロと評価されて取引が行われるであろうし、一般投資家による権利行使は発生しないであろう。しかし、公表されれば株価が 50 円上昇するであろう株価上昇情報を覚知している内部者は、内部者であるが故に市場で新株予約権を買い増す（あるいは株式を購入する）ことはできないが、50 円の上昇分を考慮に入れて権利を行使し、当該情報の公表により株価が 140 円になったあとに株式を売り抜けることができる。未公表情報を知らない者はその種の場合に権利行使しないであろうから、未公表情報の覚知有無により、既保有の新株予約権について行使戦略に変化が生じるのである¹³⁵⁷。

また、新株予約権の場合、アウト・オブ・ザ・マネーの権利行使が実施されたことを、「取引」の相手方たる会社自身の他に、払込みを取り扱う金融機関が把握できる点が重要

¹³⁵³ 株価上昇情報を覚知しており、かつコール・オプションのイン・ザ・マネーの度合いが深まれば時間価値が小さくなる一方で、本源的価値は大きくなるので、市場で取引されているオプションが過小評価されているものとして捉えられ得るが、その購入は、当該情報が未公表の間は内部者取引となる。また、株価下落情報を覚知している場合、当該情報が未公表であれば、オプションを行使したあとで売り抜ける部分が内部者取引になる。

¹³⁵⁴ 志谷・前掲注（1336）53 頁〔松尾健一発言〕。

¹³⁵⁵ 典型的には、市場等で株式を購入すると、利得類型 A として内部者取引規制の対象になる場合がこれに該当する。

¹³⁵⁶ 志谷・前掲注（1336）53 頁〔梅本剛正発言〕は、市場で買えることを前提にして、未公表情報の覚知が新株予約権の行使に影響を与えないとの主張を展開するが、比較考察にあたりこの前提を置くことは不適切である。

¹³⁵⁷ このような影響は、オプションの権利行使価額が株価に連動している場合に顕著となり、株価上昇情報を知るオプション権者は、アウト・オブ・ザ・マネーの状況でさらに株価が下落傾向にあったとしても、覚知されている株価上昇情報を踏まえればなおイン・ザ・マネーである限り、取得できる株式数を増やすために株価が低い時点（願わくば底値）での権利行使を目指すと考えられる。株価上昇情報を知らない投資家は、株価の下落傾向に際してその種の判断はできないので、両者の間には投資意思決定に差異が生じる。

である。アウト・オブ・ザ・マネーの権利行使という奇異な取引が実施されたという情報は、その事実を観察した者の取引実施・不実施の意思決定に与える影響が大きくなると考えられる。

このように、未公表情報を知るオプション権者は、知らないオプション権者に比して有利な投資意思決定を行うことができるが、逆に知っているが故に不利になる場合もあるといえる。すなわち、未公表情報を知っていると、新株予約権の行使により取得した株式の売却は内部者取引規制の適用対象となるので、権利行使時に課税関係が発生する場合、納税原資を株式売却により賄うことができない。このことから、株価下落情報を知っていると、イン・ザ・マネーであっても権利行使できない状況が生じ得る¹³⁵⁸。

第4目 配当に関する未公表情報の影響

本款第2目で見た通り、原資産である株式に対してなされる配当に関する情報は、アメリカン型コール・オプションの行使戦略に影響を及ぼすものである。もっとも、これは、配当が実施されることが決定された後でコール・オプションを行使しても当該配当を受領できることを前提とした議論である点に留意が必要である。

アメリカの各州法では、配当の決定権限は取締役会のみを与えられており、株主は取締役会の決定に服する¹³⁵⁹。これに対し、日本法では、原則として配当権限は株主総会に帰属する（会社454条1項）。一定の条件を満たす会社では、現物配当にかかる例外を除き、配当権限を取締役会のみで帰属させる旨の定款規定が許容されるが（会社459条1項4号、同460条1項）、株主は、当該定款規定の変更を決議するための株主提案と、配当について株主総会で決議するための株主提案を併せて行うことが可能であると解する限り¹³⁶⁰、取締役会の権限は絶対的なものではない。なお、当該規定がない会社であっても、事業年度内において一度のみ取締役会の権限で配当できることとされており（会社454条5項）、当該権限による配当は、期末配当の実施時期との関係から一般に「中間配当」と呼ばれている。この枠組みのもと、日本の株式会社では、定期配当は会社提案を株主が株主総会で可決することで、中間配当は株主総会決議を要することなく取締役会の決定により、それぞれ実施しているケースも多いと思われる。

本款で問題視するのは、決定権限が取締役会に存する場合である。先述の通り、原資産株式に対する配当がある場合のアメリカン型コール・オプションの満期前行使に係る意思決定は、配当を受領する権限を取得することができる日までに株式を取得する都合上、そ

¹³⁵⁸ 松崎裕之「インサイダー取引規制の最近の動向—自社株売買機会の確保に向けて—」月刊監査役 653号 62-69頁（2016）67頁。

¹³⁵⁹ カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』（有斐閣、2009）115頁〔江平享＝安藤麻紀子〕。閉鎖会社において支配株主兼取締役による少数株主抑圧の結果としての配当抑制があるような場合、少数株主には訴訟により解決を模索する道もあるが、立証が難しいとされる。同130-131頁〔江平＝安藤〕。

¹³⁶⁰ 江頭・前掲注（905）681頁参照。

の権限が付与される日（以下、「基準日」という）までに株式を取得できるように（権利行使の意思表示から実際に株主になるまでにかかる日数を勘案して）なされるべきことになる。このことから、取締役会が中間配当の内容について一般株主に先んじて知ることができるために、新株予約権の行使戦略に影響を与え得る。

アメリカの各州会社法の例として、デラウェア州一般会社法では、取締役会は配当の決定時に基準日を併せて決定できるところ、当該決定日に先んじる日を基準日とすることはできず、かつ、配当支払日の前の 60 日以内であることが求められ、基準日が設定されなかった場合は配当を決定した日が基準日になる、という制度である¹³⁶¹。カナダの実務も、配当決定機関である取締役会の決議後に配当基準日を設定しているようであり、また、フランスでも株主総会后に配当基準日が設定されているようである¹³⁶²。この枠組みにおいては、時系列は（1）取締役会または株主総会による配当の決定（金額と基準日の確定）、（2）基準日到来、（3）配当実施、となる。よって、（1）で確定している配当金額に基づいて、オプション権者は（2）の直前の時点においてオプションを行使するか否か決定し、また、市場参加者は権利落ちのための株価変動を生じさせればよい¹³⁶³。

これに対し日本では、期末配当について（1）前期末決算日¹³⁶⁴の到来と決算および業績予想・配当予想の公表、（2）業績予想・配当予想の修正がある場合はその適時開示、（3）株主総会における確定された財務書類の開示・承認と期末配当の決定（株主総会の決議により決定するので、会社提案が否決される可能性がある）、という流れで進む。また、中間配当については、（4）業績予想・配当予想の修正がある場合はその適時開示、（5）中間決算の基準日到来、（6）業績予想・配当予想の修正がある場合はその適時開示、（7）中間配当の決定（取締役会の決議）および業績予想・期末配当予想の修正、という流れである¹³⁶⁵。つまり投資家は、配当有無や有配時の配当額が未確定のまま、コール・オプションの満期前行使を行うか否か決断することが原則になっている¹³⁶⁶。より一般的には、配当受領権を得るため基準日において株主としての地位を得た状態となる否か、また、基準日後の取引

¹³⁶¹ Delaware General Corporation Law § 213(c) (2022).

¹³⁶² 各国の制度について、持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会「報告書～対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて～」<<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf>>（2015）82 頁参照。

¹³⁶³ ただし、基準日が設定されず配当を決定した日が基準日となる場合は、この判断を行うことができない。

¹³⁶⁴ これを 3 月 31 日とし、かつ、定期配当の基準日とする例が多い。

¹³⁶⁵ イギリスにおいても、配当基準日が株主総会の期日より前に設定される傾向にあるようであり、総会時の株主と、議決権を行使できる株主の乖離の最小化を目指す制度のメリットが減殺されている旨が指摘されている。田中亘「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』415-497 頁（商事法務、2007）460-461 頁。

¹³⁶⁶ 基準日前に会社が中間配当にかかる決定（予想ではなく確定したもの）を公表している場合は、例外になると考えられる。

でいかなる配当額を前提として「配当落ち」とするか、配当に関する確定事項がないまま意思決定を行う必要がある。

配当予想の修正にかかる内部決定は適時開示事由であるから、配当予想と異なる額の配当の決定をいきなり公表することは許されず、配当予想の修正に関する開示が先行する必要があるとも考え得る¹³⁶⁷。しかし、現行制度としては、決算内容又は四半期決算短信の内容の確定と同時に適時開示事項が発生する場合もあり得るところであり、直近の配当予想の額と異なる額の剰余金の配当を決定した場合につき、結果として決算短信または四半期決算短信と同時に、あるいはその中において記載することも可能とされている¹³⁶⁸。また、配当予想の修正を確定内容の公表に先行させたとしても、それが基準日後であれば、株価を配当落ちとするための予測可能性という意味でもオプション行使の判断という意味でも、問題は解決していない。さらに、配当決定時の株主に配当を行う制度においても、オプション行使の判断に関しては、オプション権者にとっての問題が残ったままである。

日本企業による配当政策の傾向として、(多少の)業績の良し悪しに関係なく配当金額を一定にする(ことを目指す)という安定配当が挙げられ¹³⁶⁹、批判されることもある¹³⁷⁰。しかし、その特徴を、前年度までの配当金額と(ほぼ)同額を配当予想として公表することと、配当予想の公表後に会社の業績に影響を与える新たな事由が発生しても(あるいは過去に発生していたことが判明しても)当初配当予想の遵守を目指す¹³⁷¹ことに分解できるのであれば、後者は、その発生起源¹³⁷²についてはともかく、上述した日本の基準日制度との関係で相応に合理的な慣行だったと目される¹³⁷³(この見地からは、事前予告なく突発的に何らかの名目で、経営陣のイニシアチブで実施され得る「記念配当」¹³⁷⁴には弊害がある)。

¹³⁶⁷ 鈴木木広樹『適時開示実務入門〔第3版〕』(同文館出版、2021) 147頁。

¹³⁶⁸ 東京証券取引所「決算短信・四半期決算短信作成要領等」<<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/summary/tvdivq0000004wuh-att/youryou201503.pdf>> (2015) 14頁。

¹³⁶⁹ 宮川壽夫『配当政策とコーポレート・ガバナンス：株主所有権の限界』(中央経済社、2013) 87頁など。

¹³⁷⁰ 久保田安彦「株式価値の評価」田中編著・前掲注(1034) 15-43頁(有斐閣、2021) 17頁 Column2-1。

¹³⁷¹ 配当実施の権限が株主総会にある配当については、配当に関してその種の配当を実施する旨の会社提案を行い、また、権限が取締役に存する中間配当については、その種の配当を行う旨の取締役会決議を可決する。

¹³⁷² これを探求するものとして宮川・前掲注(1369) 87-101頁などがあるが、日本法では期末配当の最終的な決定権限が株主総会に存することが看過されているらしいがある。

¹³⁷³ 四半期開示や適時開示が充実していない時代にあつては、この機能に対する要請はより一層強いものであったと思われる。また、基準日株主は総会決議時において株主ではない可能性もあることから、総会時点の株主の利益を害する形で過大な配当を引き出す恐れもあるが、安定配当は、株式市場参加者の間で、その種の機会主義的行動を防ぐための不文律、あるいはソフト・ローとしても機能していたのではないか。

なお、上述の問題点については、利益額に対する一定割合の配当という配当性向の固定によっても対応できるが、この方法は配当落ちの正確性担保には寄与しない。

¹³⁷⁴ 記念配当の分析として、石川博行『配当政策の実証分析』(中央経済社、2007) 220-

制度としては、安定配当政策を採用せず業績に応じて配当額を変動させる場合には特に、基準日を会計情報が表に出た後の時期に設定する等の形で予測可能性を高めることが望ましいといえるが¹³⁷⁵、根本的には、配当額の確定→基準日の到来→配当支払い、という時系列の制度にするべきである¹³⁷⁶。

転じて、これらの配当に関する現行法の諸要素は、安定配当が実現しない可能性がある場合に、新株予約権の行使に影響を与えると考えられる。たとえば、新株予約権の権利行使期間が配当基準日をまたぐ場合には、配当に関する決議で大きな影響力を持つ大株主とそれ以外の零細株主では配当有無や配当額に関する予想の精度に大きな違いがあり¹³⁷⁷、また、中間配当についてその有無や金額について現職経営陣（内部者足り得る者）とそれ以外の者では判断の正確性に差が出る。

第5目 税制の影響

第2章で言及した通り、アメリカの税制の下で、権利行使時期と情報開示時期の調整により、株価が低い段階でストック・オプションを行使する（その後で未公表情報を開示する）ことが目指されていることを示唆する研究が蓄積している。日本の制度の下では、税制非適格ストック・オプションとなる新株予約権について、同様の戦略が意味を持つと考えられる¹³⁷⁸。これもアメリカン型コール・オプションの満期前行使の一例として捉えられるものであるが、株価上昇情報を知っており、当該情報が開示された場合に株価が上昇するであろうことを知っているがために、また、税制上の利益があるために、満期前行使が行われることになるのである。以下では、日本法における新株予約権税制を確認する。

税制適格ストック・オプションたる新株予約権の場合、その付与時にも権利行使時にも課税されず（措法29条の2第1項、措令19条の3第1項）、権利行使により取得した株式を売却した段階で、権利行使価額と売却時の株式価値の差額が、譲渡所得として申告分

361頁。事前予告の有無については、同・229-230頁。

なお、中間配当として行う場合は取締役会の任意であるが、期末配当や臨時配当として行う場合については、結局は株主総会決議による承認が必要なので、経営陣にできるのは総会への議案提示に留まる点に注意が必要である。

¹³⁷⁵ 森本滋「株主総会制度の改正と公開会社における株主総会の運営」法学論叢148巻3=4号103-147頁（2000）118頁注26参照。

¹³⁷⁶ 浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題（上・下）—従来の慣行は合理的か—」旬刊商事法務1772号4-17頁（2006）、同1773号13-25頁（2006）参照。

¹³⁷⁷ 保有している他社株の売却により権利行使の資金を賄う者にとっては、当該他社株についての配当基準日が、ライツ・オファリング実施会社と同じであるならば、どちらの会社の株式について配当を受領する権利を得るか、選択を迫られることにもなる。

¹³⁷⁸ 税負担軽減を目指す行使戦略は、税法側からの検討も要請される場所であり、税制とコーポレート・ガバナンスの関係という視点からも興味深い論点であるが、本稿では立ち入らず、今後の課題とする。さしあたっては、たとえば、中里実「企業のアグレッシブな租税回避と会社法—Tax complianceの視点からの研究ノート」法学新報123巻11・12号219-244頁（2017）、吉村政徳「『税の透明性』は企業に何を求めるのか？—税務戦略に対する市場の評価」民商法雑誌153巻5号18-37頁（2017）33-35頁など参照。

離課税の対象となる（措法 37 条の 10 第 1 項、同 29 条の 2 第 8 項、措令 19 条の 3 第 12 項、所令 109 条 1 項 1 号、同 2 号）。権利行使時の株式価値は参照されないため、権利行使価額が高い方が課税対象が小さくなるが、当然ながら、売却価格を一定とすれば権利行使価額が高いことで売却益も縮小する。申告分離課税の税率は、売却益たる譲渡所得の金額に関係なく一定なので¹³⁷⁹、株価上昇情報を利用した税負担の軽減はできないと考えられる。

これに対し、税制非適格ストック・オプションたる新株予約権¹³⁸⁰の場合、その付与時には課税されないが、権利行使時に、当該時点の株式価値から、権利行使価額にストック・オプションの対価を加えた金額を除いた金額が、何らかの所得類型¹³⁸¹に含まれるものとして総合課税の対象となり（所令 84 条）、さらに、株式売却時において、権利行使時の株式価値と売却時の株式価値の差額が申告分離課税の対象となる（措法 37 条の 10 第 1 項）。このとき、所得税¹³⁸²の課税方式としての「総合課税」と「分離課税（申告分離課税、または特定口座内保管上場株式等を譲渡する場合の実質的な源泉分離課税¹³⁸³）」の兼ね合いで、株価が低い段階で権利行使し、総合課税の対象となる金額よりも分離課税の対象となる金額を大きくする方が有利な場合があり得る（総合課税される金額によっては分離課税の方が不利となり得る）と考えられる¹³⁸⁴。この場合は、アメリカにおける議論と同様に、株価

¹³⁷⁹ 本稿執筆段階において、上場株式の場合、所得税として譲渡所得の 15%、住民税として譲渡所得の 5%、復興特別所得税として所得税額の 2.1%が課される。国税庁による解説では、復興特別所得税の基礎となる所得税額は、「申告書 B 第一表」における「再差引所得税額（基準所得税額）」とされている。国税庁「平成 25 年分株式等の譲渡所得等の申告のしかた（記載例）」<

<http://www.nta.go.jp/tetsuzuki/shinkoku/shotoku/tebiki2013/kisairei/kabushiki/pdf/01.pdf>>61 頁。

つまり、所得税と住民税は分離された株式取引に基づく所得に対してのみ課されるのに対し、復興特別所得税は当該所得を除いた所得一般を基礎として算出されるということであり、最終的な税率は $20\% + \alpha$ ということになるだろうか。権利行使益以上の税負担が生じる可能性があり、新株予約権それ自体としてはイン・ザ・マネーでも権利行使されない事態が生じ得る、ということになりそうである。

¹³⁸⁰ 具体的には、株主総会または取締役会の決定（会社 238 条 2 項、同 239 条 1 項、同 240 条 1 項参照）に基づく新株予約権であって、譲渡制限その他特別の条件が付されているものである。

¹³⁸¹ この点が問題となった最判平成 17・1・25 民集 59 卷 1 号 64 頁では、当該事案における事実関係の下で、給与所得に分類された。しかし、個別具体的な事情によっては、他の所得類型に該当すると判断される可能性は残っている。

¹³⁸² 所得税は累進課税で、税率は 5%、10%、20%、23%、33%、40%、45%の 7 段階である。なお、所得区分により所得金額計算時の控除が異なる。

¹³⁸³ 所得税および復興特別所得税として 15.315%、住民税として 5%が課されるので、両者を合計した税率は 20.315%となる。なお、上記 15.315%の小数部分は、15%の 2.1%（復興特別所得税の税率）である。同じ上場会社株式を取引するならば、特定口座制度を利用すると復興特別所得税が分離課税される所得のみを基礎として算出されるので、利用しない場合に比してその負担が軽減される可能性が高い。

¹³⁸⁴ 一般論としては、総合課税となる給与所得として扱われるよりも、分離課税かつ一律

が低い段階における権利行使が目指されるであろう。

ストック・オプションではない新株予約権（所得税法施行令 84 条の対象とならない新株予約権）の課税関係は、富の移転が生じるか否かが分岐点となるようである。まず、①新株予約権が時価で発行された場合、または新株予約権無償割当（ライツ・オフアリング）として発行された場合のように既存株主の間で富の移転が生じない形で発行された場合、新株予約権を得るために払い込んだ金額およびそのための附随費用の合計額が新株予約権の取得価額となる（所税令 109 条 1 項 1 号）¹³⁸⁵。そして、権利行使時には株式を得ることになるが、その株式の取得価額は、新株予約権の取得価額・権利行使の為に払い込んだ金額・附随費用の合計額となるが、課税は行われぬ¹³⁸⁶。権利行使により得た株式を売却した場合には、売却価額と株式の取得価額の差（譲渡益）が株式等に係る譲渡所得等として申告分離課税としての課税対象になる。②新株予約権が有利発行され、発行時点において株主からその新株予約権を引き受けた者へ富の移転が生じている場合は、新株予約権の時価と取得価額の差額について所得税が課税されるようであるが、権利行使以降の課税関係については①と同様のものである。よって、①と②のいずれも、税制適格ストック・オプションに該当する新株予約権と同様に、株価上昇情報に基づく税負担軽減はできないと考えられる。

なお、以上の観点からは、アウト・オブ・ザ・マネーで権利行使された場合の課税関係が一体どうなるのか、興味深いところである。一時所得ないし雑所得の計算において、権利行使価額が権利行使時の時価を上回っている金額を減算できるのか、また、減算できないにしても、権利行使時の時価と譲渡時の時価の差額のすべてが譲渡所得として申告分離課税の対象になるのか否か（総合課税を免れることができるならば、イン・ザ・マネーで行使するよりも得になる）、という点が判然としない。仮に減算できるならば、未公表情報を用いることで、税制適格ストック・オプションよりも税制非適格ストック・オプションの方が税負担の面で有利になり得るのではないか。また、課税当局は権利行使益を（納税者側から見て）不利な所得区分として位置付けることを志向してきた面がないとはいえないと解するが、これが裏目に出る¹³⁸⁷可能性があるともいえる¹³⁸⁸。

課税の譲渡所得として扱われる方が有利になると考えることができる。荒井邦彦＝大村健編著『新株予約権・種類株式の実務：法務・会計・税務・登記〔第 2 次改訂版〕』（第一法規、2013）285 頁。

¹³⁸⁵ 東京弁護士会編著『法律家のための税法〔会社法編〕〔新訂第七版〕』（第一法規、2018）149 頁。

¹³⁸⁶ 東京弁護士会編著・前掲注（1385）150 頁。

¹³⁸⁷ 納税者にとって不利な所得区分において、所得の額を減じることが可能になるためである。

¹³⁸⁸ 現行の内部者取引規制の下で権利行使に伴う利益を最大化することを目指す行為である以上、租税回避行為として認定することも難しいのではないかと。

第6目 新株予約権者と発行体の関係

新株予約権の行使による（自己株式処分を介した）株式取得を「取引」と捉えるならば¹³⁸⁹、新株予約権の行使による新株発行は、当事者の一方が発行体自身である市場外取引と位置付けるほかないであろう。この枠組みにおいて、便宜上、未公表情報が1個のみ存在する状況について考えてみると、新株予約権者側における情報の覚知と、発行体側における情報の覚知の関係については、両者とも覚知、前者のみ覚知、後者のみ覚知、両者とも不覚知の4通りある。第2章で結論付けた通り、両者とも不覚知ならば内部者取引規制を及ぼす余地はないので、それ以外の3つについて取り上げる。

最初に、両者とも覚知している場合、市場外取引としての定位からしてクロクロ取引であるから、新株予約権者と発行体間の取引としては制裁する必要がない。もっとも、情報を覚知している新株予約権者の権利行使戦略が、情報を持たない新株予約権者と相違するので、完全に規制の適用を排することが認められるか否かは自明でない。

次に、新株予約権者のみが情報を覚知している場合については、単純に考えれば内部者取引として制裁され得る取引である。もっとも、発行体側はオプションの売主であり、オプション料を受け取っていることからして、オプション発行時には自分と相手方の双方が覚知していなかった情報である限り、危険の引き受けの範囲内として位置付けることが可能であるため、制裁対象外としてよいと考えられる。新株予約権が有利発行であった場合も、株主総会決議による承認が適法に得られている限りは、原則として制裁対象外としてよい。

最後に、会社側のみが未公表情報を把握している場合に関して、新株予約権を新株予約権者からみてパターン9～12に該当するものとして、また、発行体側からみてパターン13～16に該当するものとして位置付ける限り、新株予約権の発行後に会社側が情報を覚知したとしても、不実施基準が採用されている限り発行体側が取引を実施することに問題はない（利用不実施基準にすると取引実施という情報が意味を持ち得ることから、新株予約権に関して適用除外規定を設ける形で対処すべきである）。仮に、この種の場合に新株予約権の行使に対応した新株発行ないし自己株式処分ができないことになると、発行体側は新株予約権者に対して未公表情報を伝達せざるを得なくなる。

なお、取得条項付新株予約権（付社債）の場合、コール・オプションの買い手と看做し得るのはその所持者（および取得条項の内容次第では発行体自身）のみであるから、前段落までの考察からすれば、問題は、取得条項付新株予約権付社債権者との間でオプション料により適切に利害が調整されているか否か、という点に帰着するようにも見える。しかし、同一クラスの新株予約権者が複数存在する場合に、未公表情報を知る者と、知らない者の間の不均衡も考慮すると、行使戦略の差異により投資成果が相違し得ることから、その不

¹³⁸⁹ 二段階構成と一段階構成のいずれであっても、本章第2節で述べた私見からは、発行体内部における株式誕生と、その新株予約権者への移転を観念することができるため、「取引」を措定することは可能である。

平等を許容することの是非が問われる必要がある。他方、内部者による行使の有無に関する意思決定が外部から観察される場合には、その決定内容に関する情報が、他の投資家の意思決定に影響を及ぼす点も看過されてはならない。

第4款 未公表情報の存在可能性と新株予約権の行使戦略

第1目 はじめに

本款では、未公表情報が存在する可能性が、新株予約権の行使に与える影響について検討する。とりわけ、未公表情報の覚知力と覚知有無に関する投資家間の格差が投資成果に直結し得る場面として、ライツ・オファリングに相当する制度、すなわち新株予約権無償割当および株主割当増資に重点を置く。

既に、支配株主のように情報収集能力が高い株主と、経営に深く関わっているわけではなく情報収集能力が低い株主が存在する会社では、前者が後者を搾取する手段としてライツ・オファリングや株主割当増資を利用し得ることが指摘されている¹³⁹⁰。まず次目において、本稿でここまで言及してきた内容・表現を踏まえつつ、その議論の骨格を整理する。

その上で、第3目において、情報覚知力が高い者が、自身が未公表情報を覚知していないという事実を投資判断に利用できることを示し、上記の場面においては、情報覚知力が高い者の権利行使・権利不行使のいずれか片方を禁じる、という形では問題が解決しない（つまり、新株予約権者の新株予約権行使に対して内部者取引規制を課すことによっては対応できない）ことを示し、代替的に、未公表情報が存在する会社に対して発行取引の実施を禁じるという前節で提示した制度設計であれば、一定程度は対処が可能であることを確認する。

最後に、第4目において、上述した既存の議論において提示されている制度論と、本稿がここまで展開してきた内部者取引規制に関する知見を踏まえ、ライツ・オファリングにおける情報の非対称性に起因する問題への対処法を探る。

第2目 ライツ・オファリングと株主間における情報の非対称性

ライツ・オファリングを実施する企業の企業価値について、当該企業の支配株主と少数株主の間に情報の非対称性が存在する場合の影響に関する先行研究は、本稿の主題との関係において必要な範囲のみ抽出すると、以下のように整理できる¹³⁹¹。

従来、ライツ・オファリングのようにすべての既存株主がその持株比率に比例した数の新株を引き受ける権利を与えられる形態の新株発行では、株主は自身に帰属した権利を行

¹³⁹⁰ See Jesse M. Fried & Holger Spamann, *Cheap-Stock Tunneling around Preemptive Rights*, 137 J. FIN. ECON. 353 (2020).

¹³⁹¹ 以下で参照する Fried & Spamann, *supra* note 1390 では、新株発行により調達された資金を、支配株主が私的流用する能力の存否も取り上げられている。もっとも、当該要素は内部者取引規制との関係では言及する必要がないと思われることから（私的流用される予定であることを未公表情報に含める余地はないではないが）、本稿では取り扱わない。

使すれば希薄化による損害を被ることはないため、その種の新株発行形態は既存株主の保護に厚い資金調達手法であると説かれてきた。しかし、ある株式会社に、支配株主のように会社に関する情報を獲得しやすく相対的に情報優位にある株主と、そのような地位になく相対的に情報劣位にある株主が存在するとき、後者はライツ・オフリングの実施を介して以下のようにして前者を搾取し得る。

ライツ・オフリング等においては通例、元々の株式価値からディスカウントされた価格が引受価額として設定される。しかし、会社に未だ明らかにされていないネガティブな情報が存在する¹³⁹²可能性があるとき、その種の情報を加味しない株式価値からディスカウントした引受価額が設定されたとしても、実際にその種の情報が存在すれば当該価額による新株発行が不利発行となる事態が生じ得る。つまり、引受価額を当該会社の株式価値¹³⁹³と比較した場合において、①前者が後者を上回っており、新株を引き受けると定型的に損害を被る場合¹³⁹⁴、②後者が前者を上回っており、新株を引き受けないと損害を被る場合¹³⁹⁵、および③前者と後者が等しく、新株を引き受けるか否かに拘わらず利益も損害も出ない場合、という 3 つがあり得る。①において権利を行使せず、また、②において権利を行使するという意思決定を行えば損害を免れられる¹³⁹⁶一方、①において権利を行使し、また、②において権利を行使しなければ損害を被る¹³⁹⁷。情報劣位にあり①乃至③のいずれであるか把握できない株主は、ネガティブな情報の存否と影響に関して確率的な判断を下して権利行使の有無を決定せざるを得ない。これに対し、情報優位にある支配株主による権利行使の有無に関する意思決定も同じく確率的なものであるが、その支配株主としての地位により①乃至③のいずれであるか正しく識別できる可能性は少数株主のそれに比して高く、したがって権利を行使すべきか否か適切に判断できる可能性が高い¹³⁹⁸。そして、①において支配株主は権利を行使しないが少数株主は権利を行使し、あるいは②において支配株主は権利を行使するが少数株主は権利を行使しないという事態が発生し得ることになり、

¹³⁹² 本稿の定義における「株価下落情報」のように、開示義務の対象とはなっていない情報が開示されていない場合と、開示義務が発生しているにも拘わらず隠匿されている場合がある。

¹³⁹³ 新株引受に際して会社に出資された財の価値を反映した、有利発行または不利発行の結果を反映した値である。

¹³⁹⁴ 新株を引き受けた者にとっては不利発行となる状況のため、自身が引き受けたにも拘わらず他の株主が引き受けなかった場合、自身から引き受けなかった者へ富の移転が発生する。

¹³⁹⁵ 新株を引き受けた者にとっては有利発行となる状況のため、自身が引き受けていないにも拘わらず他の株主が引き受けた場合、自身から引き受けた者へ富の移転が発生する。

¹³⁹⁶ 情報劣位な株主が複数存在し、①において権利を行使し、②において権利を行使しなかった者が存在する場合、当該者から富の移転を受けることができるので、利益を得る可能性もある。

¹³⁹⁷ ①では自身が不利発行を受けることになり、②では支配株主が有利発行を受ける。

¹³⁹⁸ 支配株主の覚知力が 1 である（未公表情報が存在すれば 100%の確率で覚知できる）ならば、確実に正しく判断できる。

実際に発生すれば少数株主から支配株主へ富の移転が生じる。つまり、情報優位にある支配株主はライツ・オフアリングの実施により¹³⁹⁹情報劣位な株主を経済的に搾取し得る¹⁴⁰⁰。

また、上場会社がライツ・オフアリングを実施する場合について、開示規制が非上場会社よりも厳しくなるものの、実証研究の中には上記の枠組みと整合的な結果が得られているものがある¹⁴⁰¹。

このような問題への対応策としては、支配株主に当該者が権利を行使するか否か、少数株主による権利を行使するか否かに関する意思決定の前に開示させる（支配株主等が権利を行使するという意思を示していたが実際には行使しなかった場合はライツ・オフアリングによる増資全体を無効とし、また、権利を行使しないという意思を示していたが実際には行使した場合は当該者の権利行使のみを無効とする）、あるいは、ライツ・オフアリングの実施有無を少数派株主による多数決（若しくは、支配株主の議決権比率が閾値に達していない場合は、単純過半数または特別過半数による株主総会決議）により決定させる、といったものが考えられる¹⁴⁰²。

以上が先行研究による知見の概要であり、次目では、上記内容を内部者取引規制の文脈に活用し、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か否か検討する。

第3目 ライツ・オフアリングにおける情報の非対称性と内部者取引規制

ある会社に未公表情報が存在し得る場合、一般論としては、当該会社が発行した新株予約権の所持人は権利行使価額と未公表情報の影響¹⁴⁰³も踏まえた株式の真の価値を比較し、権利行使の有無を決定する¹⁴⁰⁴。前目で紹介した先行研究が提示する知見の要点は、ライツ・オフアリングの実施を決定した者が権利行使するか否かに関する情報を入手できるならば、取引推奨を受けた場合における事後確率への修正のように当該情報を活用し、当該者の行使有無を模倣すれば損害を被ることはない、という理解を根幹としている。

しかし、**第2章第5節**で、変則的な保有実施基準の下では、内部者取引規制の名宛人に

¹³⁹⁹ 情報劣位な株主が1人のみであれば、ライツ・オフアリングを複数回実施すれば、いずれ当該者は自身に不利な意思決定を行う。また、情報劣位な株主が複数存在するならば、1回のみライツ・オフアリングにおいても自身に不利な意思決定を確率的に採用してしまう者が確率的に発生する。

¹⁴⁰⁰ Fried & Spamann, *supra* note 1390, at 356-57, 358-60.

¹⁴⁰¹ Fried & Spamann, *supra* note 1390, at 363.

¹⁴⁰² Fried & Spamann, *supra* note 1390, at 364.

¹⁴⁰³ 株価上昇情報と株価下落情報の影響度が非対称であり、どちらかが優勢な場合は影響がある。他方、影響がない場合として、未公表情報が存在しないケースと、存在するが株価上昇情報の影響と株価下落情報の影響が拮抗しているケースがある。

¹⁴⁰⁴ 内部者取引規制が存在せず、あるいは存在するがその名宛人ではない者は、権利行使により取得した株式を即座に市場で売却するという選択肢がある。このため、そのような者にとっては、本文記載の意思決定は変容し、権利行使価額、市場株価、および自身の権利行使後・売却実施前に株価が大幅に変動して売却益を得られない状況になる可能性等を考慮することになる。

よる取引実施という事実が外部から観察された場合、規制が非対称性を有するが故に株価形成に影響が生じることを確認したところ、ライツ・オフリングにおける権利行使有無に関する情報は、権利行使の有無を観察される者における株価下落情報の影響度に関する情報として機能するために、情報の片面的遮断に類する効果が発揮されてしまい、覚知力が低い少数派の株主を保護する手段として上手く機能しないと思われる。

例として、未公表情報が存在しない場合の株式価値が 100 であり、発行済株式総数 100 株（自己株式なし）という会社において、権利行使価額 90 で権利行使により 1 株を得られる新株予約権が既存株式 1 株あたり 1 個付与される、という新株予約権無償割当が実施される場面について考える（調達された資金は企業価値を変化させないものとする）。当該会社に存在し得る未公表情報は、株価上昇情報の平均影響度 20 で累積個数 0 個の確率が 50%、1 個の確率と 2 個の確率がそれぞれ 25%（全体では期待値ベースでプラス 15）、株価下落情報も平均影響度 20 で累積個数 0 個の確率が 50%、1 個の確率と 2 個の確率がそれぞれ 25%（全体では期待値ベースでマイナス 15）とする¹⁴⁰⁵。また、当該会社の株主構成は、30 株を保有しており未公表情報の覚知力が 1 である支配株主兼代表取締役 1 人と、1 株を保有しており覚知力が 0 である少数株主 70 人の合計 71 名であるとする。

未公表情報が存在しない場合、すべての新株予約権が行使されれば、会社は元々の企業価値 10,000 に加えて 9,000 を調達し、発行済株式総数は 200 株になるので、1 株当たり価値は 95 になる。他方、仮に株価下落情報の方が優勢であるならば、未公表情報全体ではマイナス 20 またはマイナス 40 であり、少数株主の権利行使の有無に拘わらず、権利行使した支配株主は損害を被るので、権利行使する意向を支配株主が表明した場合、当該事実を観察した少数株主は、株価下落情報が優勢である累積個数の事前確率¹⁴⁰⁶を事後確率に修正して 0%と評価し、それ以外の累積個数の確率についてもベイズ更新を行い¹⁴⁰⁷、未公表情報を加味した株式価値を約 112.7 へ上方修正する¹⁴⁰⁸。そして当該株式価値を基礎として新株予約権が行使された後の株式価値が算出され、すべての新株予約権が行使されたと仮定すれば計算結果は約 101.4 になる¹⁴⁰⁹。

¹⁴⁰⁵ 未公表情報全体の累積個数は、結合分布により、①未公表情報 0 個が 25%である他は、②株価上昇情報 1 個・株価下落情報 0 個が 12.5%、③株価上昇情報 2 個・株価下落情報 0 個が 12.5%、④株価上昇情報 0 個・株価下落情報 1 個が 12.5%、⑤株価上昇情報 1 個・株価下落情報 1 個が 6.25%、⑥株価上昇情報 2 個・株価下落情報 1 個が 6.25%、⑦株価上昇情報 0 個・株価下落情報 2 個が 12.5%、⑧株価上昇情報 1 個・株価下落情報 2 個が 6.25%、および⑨株価上昇情報 2 個・株価下落情報 2 個が 6.25%となる。

¹⁴⁰⁶ ④、⑦、⑧がこれに該当し、その事前確率は 31.25%である。

¹⁴⁰⁷ ①が 4/11（≒36.4%）、②・③が 2/11（≒18.2%）、⑤・⑥・⑨が 1/11（≒9.1%）となる。

¹⁴⁰⁸ 株価上昇情報が 1 個分優勢の②または⑥である確率が 3/11、2 個分優勢の③である確率 2/11、トントンの①または⑤または⑨である確率が 6/11 なので、未公表情報全体では、プラス 140/11（≒12.7）となるので、ライツ・オフリング実施前の株式価値の評価値は 100 から 1240/11（≒112.7）へ上方修正される。

¹⁴⁰⁹ 元々の企業価値が $112.7 \times 100 = 11,270$ であり、ライツ・オフリングにより $90 \times$

もっとも、覚知力が 1 である支配株主兼代表取締役は、実際に株価上昇情報が累積しているか否か把握でき、その累積個数が 0 個である場合、上記株式価値は企業価値を過大評価したものであるから株式を売却すれば取引相手方を搾取できる。たとえば、株価下落情報の影響が 1 個分優勢であり、ライツ・オファリング実施前における真の株式価値が 80 である（企業価値は 8,000 である）場合において、ライツ・オファリングですべての権利が行使されれば企業価値は 17,000 であるから株式価値は 85 になる。そして、支配株主兼代表取締役が自身に帰属した新株予約権を行使すれば 2,700 を出捐して 30 株を得るところ、当該株式全体の価値は 2,800 であるから、株価上昇情報の累積個数が 0 個であることが株価に反映される前に売却できれば、一連の行為を通じて 100 の利益を得る。

これは企業価値を過大評価した株価が形成されることに起因する富の移転であるから、ライツ・オファリングの実施という事実を観察した市場は、上記のような少数株主搾取の可能性を反映して、株価下落情報の存在可能性が排除されたことに伴う未公表情報の影響度修正に際して、株価上昇情報の存在可能性による株式価値の上方修正を十分に行わなくなると考えられる。

以上の数値例は、少数株主は単に支配株主の権利行使の有無を模倣するだけでは、自身の経済的利益を守ることができない場合があること、および覚知力が高くライツ・オファリングの実施を決定した者による権利行使が外部に明らかになると、株価形成に支障を来し得ることを示しているといえよう。よって、ライツ・オファリングにおける権利行使有無にかかる意思決定は、本稿第 2 章で得られた知見からすれば、内部者取引規制が適用されてしかるべき場面足り得る。もっとも、株価下落情報が優勢であり権利行使価額が高すぎることを知っている者の権利不行使が上記戦略の中核部分の半分を構成するので、保有実施基準に基づき未公表情報を覚知している者の権利行使を禁じるのみでは上記の問題には十分に対処できていない。まず、情報優位にあり権利行使すべきではないと知っている者が行使せずとも、情報劣位にある者が行使してしまえば富の移転が生じる。また、株価下落情報が存在しない場合は真の株式価値からディスカウントされた権利行使価額のライツ・オファリングにおいて権利行使すべきであり、権利行使すべきである場合に情報優位にある者が権利を行使する一方で、情報劣位にある者が株価下落情報の存在可能性を考慮して権利を行使しなければ、やはり富の移転が生じるので、保有不実施基準に基づき権利行使を義務付けてもやはり問題は完全には解決していない。そして、情報の非対称性を源泉とする少数株主搾取の機会是非上場会社においても生じ得る。

以上を踏まえれば、新株予約権の権利行使における未公表情報の影響は、会社法においても対応すべき事項であると考えられる。会社法の責任制度において、不利発行となる権利行使価額であることを隠してライツ・オファリングを実施したとき、会社役員がその実行の決定者であれば対第三者責任（会社 429 条 2 項）が課され得る。しかし、調達され

100=9,000 が調達されるのでその実施後の企業価値は 20,270 となり、これを発行済株式総数 200 で除す。

た資金が企業価値を増大させる場合は当該責任が発生しないというのが前節の検討結果であった¹⁴¹⁰。また、根本的には、権利行使価額が有利発行になる水準にあり権利行使すべき場面にも拘わらず情報劣位にある株主が権利を行使しなかったことで生じた損害については、対第三者責任は問い難いと思われる。

第5款 新株予約権の行使に対する内部者取引規制の在り方

本款では、前款までの内容を踏まえ、新株予約権の行使に対する内部者取引規制の在り方について検討する。

まず、第2款で提示した通り、日本の税法上も、なるべく株価が低い時点を狙って新株予約権を行使した方が経済的にプラスになる場面が存在する。株価上昇情報および株価下落情報を覚知している者は、覚知していない者に比して株価が低い時点を狙うことが相対的に容易であり（株価上昇情報の公表前に権利を行使し、あるいは株価下落情報の公表後まで権利を行使しない）、したがって覚知力が相対的に高い者はこの優位性を獲得できると考えられる。

また、第3款で示した通り、アメリカン型オプションである新株予約権については、新株予約権の原資産たる株式に対する剰余金配当が実施される場合、配当に関する情報は、満期前行使に関する戦略に影響を与える。特に日本では剰余金配当の基準日が過ぎてから具体的な配当内容が確定される、という時系列になっていることから、増配や減配に関する未公表情報を基準日前に覚知しているか否かは、行使戦略に大きな差異をもたらし得る。他方、オプションの場合の1つの特殊な要素として、権利行使を規制対象にするとイン・ザ・マネー権利不行使が発生する可能性が高まる、という弊害がある。これが外部から観察された場合に、当該者が未公表情報を覚知されている可能性が高いと判断されるであろうから、規制の存在により新たな情報伝播が生じ得る。これは本稿の見地からは望ましくない事態であるが、規制対象外とした場合においてもアウト・オブ・ザ・マネー権利行使が発生し得ることになるという点が肝要である。これが実際に生じ、それが外部から観察された場合、観察した者は、オプションがコールであるかプットであるかにより、その種の行使を行った者が覚知しているであろう情報が株価上昇情報と株価下落情報のいずれであるか、絞り込める¹⁴¹¹。他方、内部者取引規制を適用する場合に生じ得るイン・ザ・マネー

¹⁴¹⁰ なお、元々の株式価値を上回る権利行使価額であったとしても、調達された資金が企業価値を減少させないならば、すべての株主が権利を行使するとき、権利を行使した者には当該引受価額に起因する損害（不利発行による富の移転）は発生しない（機会費用や手数料等は別途発生し得る）。

¹⁴¹¹ 市場で直接売買して株式を入手または放出することが禁じられる場合に、オプションとしてはアウト・オブ・ザ・マネーであったとしても、未公表情報を勘案すればなお行使の方が利益になるために、アウト・オブ・ザ・マネー権利行使が生じる。このことからすれば、コール・オプションでそれが発生したならば行使者は株価上昇情報を覚知しており、また、プット・オプションで発生したならば株価下落情報が覚知されている可能性が高いと判断できる。

一権利不行使では、保有実施基準が貫徹されている限り、未公表情報が覚知されていることは推認できるものの、その種別はわからないという差異がある。これを踏まえれば、全体としては、オプションの権利行使も規制対象とする（アウト・オブ・ザ・マネー権利行使を封じることを優先する）方が望ましいといえよう。

さらに、第4款で参照した先行研究が示す通り、ライツ・オファリングとして新株予約権が付与された場合、株価下落情報が存在する可能性があることで、現下の株式価値を下回る権利行使価額であったとしても覚知力が低い新株予約権者は権利行使を控えることが合理的に足り得ることから、覚知力が高く、自身が株価下落情報を覚知していないという事実から株価下落情報の存在可能性を事後確率に修正する精度が高い支配株主にとって、ライツ・オファリングは少数株主を搾取する手段となり得る。この戦略を封じるためには、少数株主による権利行使の意思決定に先んじて、支配株主に権利行使の有無を開示させることが1つの手段となり得る。もっとも、私見では、支配株主が行使するという事実が開示されて知れ渡ると、権利行使自体については少数株主が支配株主を模倣できるものの、当該情報は株価下落情報の影響度に関する情報となることから情報の片面的遮断に類する効果が生じ、当該開示を確認した者における未公表情報の影響度評価の結果を変容させ得る。そして、その結果として株価が変動した後の売買等において、覚知力の高低は差異をもたらすので、支配株主の行使戦略を開示させるだけでは不十分である。

以上を踏まえれば、新株予約権の行使についても内部者取引規制を及ぼすことが望ましいと解する。新株予約権を二段階形成権として位置付け、また、相対取引では売買契約締結時点をもって保有実施基準と保有不実施基準の切替点とすることを提唱する本稿の立場からは、一段階目の行使が完了した時点とすることが選択肢に足り得るが、一段階目としての「行使」の意思表示は到達主義に服するので、実際に到達しているか否か新株予約権者からは判然としない部分がある。よって、一段階目の「行使」に関する意思表示を外形化した時点といえる「行使」の意思表示の発信時点とすべきではなかろうか。

第5節 取得条項の発動に対する規制の在り方

第1款 はじめに

新株予約権に取得条項が付されている場合、当該条項の発動に裁量をはたらかせることができる者がいるとき、当該者からすれば取得条項は一段階オプションとなり得る¹⁴¹²。本

¹⁴¹² 取得する主体である発行体から見れば、取得条項付新株予約権を原資産とする一段階コール・オプションである。

取得条項付新株予約権の所持人からすれば、無償取得ではない限り、取得条項付新株予約権を権利行使のための支出対象財産とするコール・オプションである（取得対価が原資産である）。このとき、対価が当該発行体の株式であれば、会社側が何ら行動をせずとも会社法の規定により株主としての地位を得ることができるので一段階オプションであるが、それ以外の財が取得対価である場合は会社側の不履行の可能性があるので、二段階オプシ

節では、新株予約権に付された取得条項が発動し、その発行体により新株予約権が取得される場合における、内部者取引規制の在り方について検討する。

具体的には、主として取得条項付新株予約権を発行した株式会社側における、取得事由発生に対する裁量の有無を検討し、取得条項が発動した場合の有価証券の移動について裁量があるか否か、という点について考察する。取得事由の定め方は千差万別であるが、大別すれば、①その所持人の意思、②発行体の意思、③確定期日の到来、および④上記 3 つ以外の事由、という 4 つに大別できると考えられる。内部者取引規制との関係では、取得有無について裁量が介在する、つまりオプション性が介在する①、②、および④の処遇が問題となる。①と②については行使条件が付いていれば格別、そうでなければ単なるオプションとして定位し、本章のここまでの結論に従い処理されれば足りる。問題は取得条項に固有の④であり、いかなる場合に裁量の介在を肯定できるか明らかにされる必要がある。

そこで、取得事由が、会社の財務資料（貸借対照表や損益計算書）における何らかの項目が一定の基準に合致することが取得事由とされている場合、および株価が一定の基準を満たすことが取得事由とされている場合を対象に、裁量の有無を探り、内部者取引規制を適用すべきか否か考察する。

また、対価を伴わず取得条項に基づき取得される場合に対して内部者取引規制を適用すべきか否か、無償取引一般を含めて考察する。

第 2 款 取得条項の発動に対する発行体の影響力

第 1 目 はじめに

紙媒体の新株予約権原簿に取得条項の詳細が記載されている場合、あるいは発行時に発行開示資料が EDINET を通じて開示されている場合、現下の知る前契約・計画に関する規定¹⁴¹³についての金融庁の解釈の下では、知る前計画に類するものとして法 166 条の適

ヨンの一種ということになる（取得条項付新株予約権者の手許から新株予約権は無くなっているため、当事者の片方は履行済であるが他方は債務不履行になっている）。

¹⁴¹³ 法 166 条 6 項 12 号が、「上場会社等に係る第一項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等に関する契約の履行又は上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等の計画の実行として売買等をする場合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（内閣府令で定める場合に限る。）」と規定しているところ、現在まで内閣府令ではこれに関して何ら規定が設けられていない。

上記文言からすれば、何も規定がない状態においては、知る前契約・計画の要件を満たすものしか適用除外にならないと解するのが自然であると思われるが、金融庁は、何も規定しない場合には特に制約が設けられておらず、解釈上、それらに準ずる特別の事情に基づく売買等であると判断されれば適用除外になるとする解釈を採っている。

なお、上記文言については、「その他これに準ずる」となっており、「その他これらに準ずる」ではないから、「準ずる」取り扱いの対象となるのは「その他」の直前に記載されている知る前計画のみである（知る前契約に準ずる場合は含まれない）ように見えるが、

用除外になり得ると解する¹⁴¹⁴。

したがって、取引実施意思が外形化していると捉えれば、パターン 9～12 に属する行為類型として、保有不実施基準に服すべきことになる。他方、取得条項が成就していないという点を重視すれば、取得が実施されるか否かは確定していないから（取得事由が確定日付の到来である場合は除く）、パターン 1～4 に属するとも考えられる。

取引実施・不実施がその権利者の一存で決定される単純なオプションの場合については、本章でこれまで取り上げてきた通りである。取得条項が関係する場合は、取得事由の発生に対して取引当事者の裁量があるか否かである。本款では、会計学における研究成果を中心に、株価を参照する取得条項が付された新株予約権を発行した会社が、開示の操作を通じて、取得条項の発動に影響力を有し得る点を確認する。既に、第 2 章において情報開示時期の操作について取り上げたが、情報開示の中身に対する操作可能性が問題となる。

もちろん、会計基準に違反する開示を行うと不実開示責任が発生する。しかし、会計学の分野では、企業が会計基準から逸脱することなくその枠内で行使可能な裁量を利用している可能性があることと認識されており、実際にそのような裁量行使があるか、あるならばどのような手法で行われておりどのような影響が生じているのか、という点が長らく研究されている。

本款ではその会計学の知見を概観することで、取得条項が財務書類の何らかの指標を基準にしている場合および株価が取得事由として参照されている場合について、取得条項の発動有無が会社側の裁量とは無関係ではないことを示す。次目では、まず会計上の裁量一般について概観し、裁量の源泉となる項目の中から特に「利益調整」と「会計保守主義」を選び、それぞれ第 3 目と第 4 目で言及する。第 5 目では、第 4 目までの内容を踏まえ、会計上の数値に対して会社の裁量性があることで、取得事由として会計指標が参照されている場合、会社が取得条項の発動に影響を与え得ることを確認する。また、第 6 目において、会社の財務書類の開示が株価に影響を与えることから、株価が取得事由として参照されている場合についても、会社が取得事由の発生有無に対して影響力を有し得ることを示す。

第 2 目 会計上の裁量

会計上の裁量には多種多様なものがあるが、例としては、①ある会計処理が「一般に公正妥当」なものであるか否かについての判断¹⁴¹⁵、②強制適用が予定されている会計基準に

知る前契約の方が範囲が広いので、解釈論上の影響はないと思われる。

¹⁴¹⁴ コミットメント型ライツ・オファリングであれば、引受をコミットした者との間の知る前契約とも位置付け得る。

¹⁴¹⁵ 裁量の範囲内との判断に基づき選択された手法が、事後的に裁量範囲から逸脱していると判断された場合の責任追及制度は 1 つの問題である。その種の判断を行った者等に結果責任を課すことは一般論として望ましくなく、いわゆる経営判断原則と類似した枠組みに基づき責任の有無が決められるべきとの見解として、越智信仁「IFRS による見積り拡

つき選択的に先行適用できる場合の対応¹⁴¹⁶、③IFRS の任意適用の有無¹⁴¹⁷、④会計方針の設定と変更、⑤許容される手法が複数ある場合の選択（減価償却など）、⑥会計保守主義の採用有無、⑦発生可能性や公正価値測定における見積もり¹⁴¹⁸、⑧会計政策の変更にかかる意思決定（変更する、あるいは変更しないという決定）¹⁴¹⁹、⑨当初計算において算出された数値を会計基準に違反しない形で裁量により変化させるか否かの決定などを挙げる事ができる。

また、業規制がかかる場合には、さらに裁量を働かせ得る事項が増える。銀行の場合、自己資本比率規制との関係でその数値を悪化させないために追い貸しが行われるという指摘が長らく存在するが、そもそも論としては、自発的に増資を行い、あるいは資産を売却することで自己資本比率を一定程度は管理できる。さらに、信用リスク評価において内部格付手法を用いるか否かに関する決定、および当該内部格付手法の構築にあたって、裁量が反映されていると考えられる。

そして、積極的に上記のような裁量を活用しようという意図がある場合はもとより、作成関係者の心理状態（センチメント）によって意図せず影響が出ると考え得ることに留

大と経営者、監査人の責任・対応：重要性を増す裁量的判断過程への内部統制」金融研究 30 巻 2 号 145-170 頁（2011）158-165 頁。公正な会計慣行が何であるか、あるいは企業会計原則への準拠の有無といった「狭い観点」からの判断にとどまらず、財務書類が「真実の価値」を表しているか否かという点を重視し、行政庁の裁量を広く認めて課徴金制度を活用することを説く見解として、満井美江「金融商品取引法に基づく課徴金制度に関する一考察—不適切な会計処理事件を契機に—」正井章彦先生古稀祝賀『企業法の現代的課題』513-534 頁（成文堂、2015）。会計基準と罪刑法定主義の関係については、たとえば、弥永真生『会計基準と法』（中央経済社、2013）951-968 頁参照。

¹⁴¹⁶ 減損会計の先行適用に関する研究として、辻正雄『会計基準と経営者行動—会計政策の理論と実証分析—』（中央経済社、2015）199-254 頁など。

¹⁴¹⁷ これまで、IFRS を任意に適用することを公表すると、株式市場は好意的に反応する傾向にあったとする分析として、平井七奈「IFRS の任意適用に伴う株式市場の反応と経営指標への影響」経営経理研究 109 号 69-85 頁（2017）。

¹⁴¹⁸ 減損処理や、引当金の計上に関する判断は、これに属する。法律上、その適否は不実記載の有無という形で問題となり得る。高木弘明＝小西透「『会計上の見積り』に関する諸論点—減損・引当金の会計処理を例として—」旬刊商事法務 2165 号 43-50 頁（2018）参照。

また、いわゆるレベル 3 公正価値の測定においては社内数値等の観察不能なデータが利用されるため、裁量性が問題となる。たとえば、株価を媒介とした分析として、岡田慎太郎「銀行業における『レベル 3 公正価値』の価値関連性に関する考察」商学研究科紀要 82 号 109-128 頁（2016）参照。

¹⁴¹⁹ 会計政策の変更により、変更しなかった場合に比して財務諸表の数値が変動することが裁量に該当するか否かが問題となる。さらに、会計上の変更の有無に関する意思決定と、財務諸表利用者が変更の有無について期待していた内容が一致していたか否かにより株価の変動幅に差が出るならば（中野雅史「会計上の変更と監査報告の財務諸表利用者への影響に関する実験」経理知識 93 号 17-29 頁（2014）参照）、それを予想して会計政策を変更するか否か判断した場合の裁量性も問題となる。

意が必要である¹⁴²⁰。

以下では、上記の諸要素の中から、会計学においても盛んに研究がなされている⑨および⑥について詳述する。

第3目 利益調整

会計上の裁量が介在する場面として、会社の利益に関する数値がその研究対象となることが多い。経営者が、その勤務先たる会社が財務書類において報告する利益（報告利益）を、一般に認められた会計基準の範囲内で何らかの目的の下に調整する行為は、「利益調整（earnings management）」と呼ばれる¹⁴²¹。

利益調整が行われる目的、より端的には経営者の動機については、会社が締結している契約に起因するものと、それ以外のものに大別される¹⁴²²。

前者に含まれるものとしては、①経営者報酬、②会社による借入契約、および③パブリックセクターとの関係といったものがある。①について、いわゆるインセンティブ報酬として経営者報酬を会社の「業績」に連動させる場合に、その「業績」の測定尺度として会計数値が影響を持つことから、経営者にはこれを自分にとって都合の良いように調整する動機がある¹⁴²³。通常は利益数値を増大させることに経営者の利益が存するが¹⁴²⁴、たとえば、経営者の交代があった直後であれば、損失をなるべく前任者のせいにして自分の努力による経営改善効果を大きく見せるために、利益数値を低下させる要素を先にまとめて出してしまう、という利益減少型の利益調整もあり得ることになる（このような目的による利益減少型の利益調整は「ビッグバス」と呼ばれている）。②については、財務制限条項（コベナンツ）との関係が大きな意味を持つ。一般に財務制限条項と呼ばれるものには、その名称そのままに債務者会社の財務政策に一定の制約を課すものと、債務者会社の財務書類等における一定の項目が閾値に抵触することで債務者の期限の利益が喪失されるといった効果が生じるものがある¹⁴²⁵。財務制限条項を設定している債権者側としては、債務者（の経営陣）が経営努力をしっかりと行い、あるいは健全な財務政策を選択することを期待しているわけであるが、財務制限条項に抵触する事態を避けたいと考える債務者会社は、財務制

¹⁴²⁰ たとえば、銀行の会計において、経営者のセンチメントが貸倒引当金の計上に影響を与えているとの分析として、Paul Hribar et al., *Does Managerial Sentiment Affect Accrual Estimates? Evidence from the Banking Industry*, 63 J. ACCT. & ECON. 26 (2017).

¹⁴²¹ 首藤昭信「利益調整の動機と手法」伊藤邦雄＝桜井勝久責任編集『会計情報の有用性（体系 現代会計学第3巻）』251-293頁（中央経済社、2013）252頁。単に英語をカタカナ化して「アーニングス・マネジメント」と呼ばれることもあるが、本稿では本文記載の用語法を採る。

¹⁴²² 首藤・前掲注（1421）258-267頁参照。

¹⁴²³ 首藤・前掲注（1421）258頁。

¹⁴²⁴ その経営者によって経営状態が良くなった、ということが示されているので、業績報酬が大きくなる。

¹⁴²⁵ 中村亮介＝河内山拓磨『財務制限条項の実態・影響・役割—債務契約における会計情報の活用—』（中央経済社、2018）9頁。

限条項が会計ベースの指標を当該条項で参照している場合、利益調整を行うことで抵触を免れる¹⁴²⁶余地が生じることになる¹⁴²⁷。③については、銀行業のように公的規制が課されている場合において、会計数値が規制で定められている何らかの要件（商業銀行であれば自己資本比率規制など）に影響を与える場合に、これに抵触しないようにするために利益調整を行うインセンティブを有し得る¹⁴²⁸。なお、税負担を軽減するための戦略的な調整も、この③に含め得る¹⁴²⁹。

次に後者であるが、その大部分は株式市場との関係において、何らかの会計数値が株価に影響を与える場合にその影響を生じさせ、あるいは発生を防ぐために利益調整を行う余地があるという点に関係するものである。そこで考慮対象要素となるのは、当該会社の過年度利益、アナリスト予想、経営者予想といったものが考えられる¹⁴³⁰。このような動機から実施され得る利益調整においては、利益の増大のみならず利益の減少が目指される場合もあり得ることになり、あるいは年ごとの利益の変動を抑えるために利益を平準化することも目指され得る¹⁴³¹。

利益調整の具体的な手法は、「会計的利益調整」と「実体的利益調整」に大別されている。前者は、会計手続選択の変更のように、発生主義会計に基づく会計上の見積もりや認識のタイミングを利用した裁量行動であり、後者は、実際の経営活動を変更して利益を捻出し、または削減する裁量行動である¹⁴³²。

後者は会計上の行動に留まらないものである（したがって、本稿では基本的に考察対象としない）のに対し、前者では会計数値の調整が行われるだけであり経営実態には何も変わらない¹⁴³³。ある会計年度において会計的利益調整により利益が増減させられた場合、増加であればそれは次期以降の会計年度において実現され得る利益の先取りであり、また、減少させられた場合は当期において実現され得る利益の先送りとなる。したがって、ある会計年度に利益を増大・減少させる会計的利益調整が行われた場合、それよりも後の会計年度において、当期の調整により実現した結果とは「反転」した利益の減少・増大という影響が出るといわれている¹⁴³⁴（以下、これを「反転効果」と呼ぶ）。何らかの目的の下で会

¹⁴²⁶ 抵触を免れるというのは、少なくとも一時的に抵触しないようにすることができるということであり、反転効果の出現等を含めた利益調整の限界により最終的には抵触してしまう場合もあれば、一時的に免れた後に業績が回復して完全に免れられる可能性もある。

¹⁴²⁷ 首藤・前掲注（1421）259頁。

¹⁴²⁸ 首藤・前掲注（1421）260頁。

¹⁴²⁹ 首藤・前掲注（1421）260頁。

¹⁴³⁰ 首藤・前掲注（1421）263-267頁参照。

¹⁴³¹ たとえば、ある会計年度において突発的に業績が良かった場合、それが次の会計年度における利益のベンチマークとされてしまうと、経営者はその達成が非常に困難になるといった側面もある。

¹⁴³² 首藤・前掲注（1421）272頁。

¹⁴³³ 利益調整とは異なるが、ある会社が倒産間際である場合に、粉飾決算を行うか否かによって経営状態の悪さに違いは生じないことと対照できる。

¹⁴³⁴ 浅野敬志＝古市峰子「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性に

計的利益調整を行う場合、当期に直接的に実現される変化による目的達成と、事後的に生じる反転効果による目的達成という2つの態様があることになる。

第4目 会計保守主義

本目では、財務書類の数値と裁量性の有無に関連して、会計保守主義と呼ばれる概念と、それに関する会計学の研究成果を取り上げる。

日本では企業会計原則の一般原則六が「企業の財政に不利な影響を及ぼす可能性がある場合には、これに備えて適当に健全な会計処理をしなければならない」と規定しており、これが一般に「保守主義の原則」と呼ばれている¹⁴³⁵。もっとも、会計学の分野では、会計保守主義の内容はより精緻化・細分化されて詳細な分析が展開されており、その定義としては、企業経営・財務等にとって良い事柄（グッドニュース）と悪い事柄（バッドニュース）で情報の反映速度に差があり、後者が迅速に反映される、とするもの¹⁴³⁶が多い。また、しばしば、会計保守主義を、最初から損失可能性を認識して反映する「無条件保守主義（unconditional conservatism）」と、何らかのイベントが発生したことを受けて損失可能性を認識して反映する「条件付保守主義（conditional conservatism）」に区別する論考も多い。

そして、会計学の定義における会計保守主義の是非につき、従来から両論あり議論が交わされている¹⁴³⁷。会計保守主義が採用された場合の効果としてはグッドニュースの情報確度が上昇する一方でバッドニュースの情報確度が低下するというものが考えられるところ¹⁴³⁸、会計保守主義の否定派は、情報確度に差を設けることに合理性はなく財務書類の正確性を毀損する点で会計保守主義は不当であると主張する。これに対し肯定派は、会計保守主義が企業価値上昇に寄与すると説く。たとえば、債権の価値は債務者の業績上昇よりも下降によって大きな影響を受けるので、債権者はバッドニュースを早く反映する会計保守主義の採用を歓迎し、これが実現すると負債の資本コスト低下につながり、もって債務者の企業価値向上に資するという¹⁴³⁹。あるいは、経営者による投資決定を効率的なものにするとの主張¹⁴⁴⁰もある。銀行については、健全性の重視や預金者保護という観点¹⁴⁴¹から、

について」金融研究 34 巻 1 号 35-97 頁（2015） 39 頁注 10 など。

¹⁴³⁵ 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法（8）』（有斐閣、1987）153 頁〔西山忠範〕など。

¹⁴³⁶ Sudipta Basu, *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, 24 J. ACCT. & ECON. 3, 4 (1997).

¹⁴³⁷ 大日方・前掲注（1013）363-364 頁。

¹⁴³⁸ 西谷順平『保守主義のジレンマ：会計基礎概念の内部化』（中央経済社、2016）118-121 頁。迅速に反映されるバッドニュースは、正確性に疑義がある場合においても早く反映されるのに対し、グッドニュースはその内容が確かであることが確認されてから反映されるため、そのような差異が生じる。

¹⁴³⁹ See Jieying Zhang, *The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers*, 45 J. ACCT. & ECON. 27 (2008).

¹⁴⁴⁰ See Juan Manuel García Lara, Beatriz García Osma & Fernando Penalva,

事業会社一般の場合よりは会計保守主義が是認される余地もあると思われ¹⁴⁴²、企業価値評価においてバブルに対して一定程度カウンターシクリカルになると考えられることも¹⁴⁴³肯定的評価につながり得るであろう。また、特に条件付保守主義についてプラスの効果を説く論説の一群があり¹⁴⁴⁴、それらによると、無条件保守主義ではイベント発生という情報を伝達する効果が無いと考えられるところ、条件付保守主義では情報を伝達する効果があるという。そして、無条件保守主義を採用すると、その分、条件付保守主義が封じられるという¹⁴⁴⁵。

本稿の主題からは、会計学の定義における会計保守主義は 2 つの意味において重要である。第 1 に、会計基準により採用が義務付けられていない範囲において、会計保守主義を採用するか否か、また、採用する場合において無条件保守主義と条件付保守主義のいずれとするか、会社には選択する裁量がある。よって、本節の主題からすれば、財務書類の数値が取得条項の内容として参照されている場合に、取得条項付新株予約権の発行体は当該裁量を介して取得条項の発動有無に影響を及ぼし得るため、取得条項の発動に起因する有価証券の移動に対する裁量性を否定できず、内部者取引規制の適用が是とされるべきことになる。第 2 に、会計保守主義の採用により、株価下落情報の公表が株価上昇情報の公表よりも定型的に早くなるという効果が生じ得る点が重要である。第 2 章でも言及した通り、公表権限を有する内部者には、株価上昇情報が存在する場合に既保有株式の売却を回避す

Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency, 61 J. ACCT. & ECON. 221 (2016).

¹⁴⁴¹ 上原聡「銀行会計における保守主義会計の後退と経理基準による財務諸表の改正」横浜商大論集 3 巻 2 号 1-11 頁 (1970) 2 頁。

¹⁴⁴² 財務情報の正確性と、銀行の健全性のバランスとの兼ね合いで決せられるべき事柄であり、是認すべきか否か本稿では立ち入らない。

¹⁴⁴³ たとえば、棚卸資産の保有中、当該資産の価値上昇は反映されないが価値下落は反映されると、当該資産の市場全体が上昇基調でも会計上の資産価値は上昇しないので（実質的な資産価値上昇を背景とした借り入れ増加の可能性はさておくと）バブル発生には寄与しない。上昇基調から下落基調に転じた場合も、上昇分が反映された場合に比べ、反映されていない場合の方が会計上の下落分は相対的に小さくなる。ただし、下落基調から上昇基調に転じたあとの売却では、上昇分が下落分を上回っていると、会計保守主義が採用されている方が売却時点の利益が大きくなる。以上につき、高瀬央「棚卸資産会計における低下基準と保守主義」武蔵野大学政治経済研究所年報 5 号 173-204 頁 (2012) 192-196 頁。

¹⁴⁴⁴ 邦語文献としては、中野誠＝大坪史尚＝高須悠介「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」金融研究 34 巻 1 号 99-145 頁 (2015)、大橋良生「会計上の保守主義と社債契約」商学討究 66 巻 1 号 207-243 頁 (2015) など参照。

¹⁴⁴⁵ 中野＝大坪＝高須・前掲注 (1444) 104 頁参照。なお、無条件保守主義を適用できる対象と条件付保守主義を適用できる対象が完全に一致しており、会計保守主義を適用しないか、または無条件保守主義と条件付保守主義のいずれか片方のみを選択的に適用する、という選択肢しかない場合でない限り、適用可能な程度が完全に逆相関になるわけではないであろう（無条件保守主義と条件付保守主義の片方しか選択し得ない事項があるとき、当該事項におけるいずれかの会計保守主義の採用それ自体が、他方の採用可能性を消滅させるわけではない）。

る（パターン 6）ことで実現される利得類型 B1 を増大させるために株価上昇情報の開示を促進するバイアスが存在し得るところ、会計保守主義の採用はこれと打ち消し合う効果を持つ（打ち消し合った後になお片方の影響が残存するか否か、残存する場合にどちらが残存するかは自明でない¹⁴⁴⁶）。もちろん、会計保守主義は株式の流通市場が形成される（さらに、株式会社制度が誕生する）前に発生したものであるから、内部者取引との関係における効果が会計保守主義の発生原因ではないことは明らかであるが、少なくとも現代においても同制度が残存していることを正当化する理由の 1 つにはなり得るであろう。

なお、この第 2 の見地からは、しばしば条件付保守主義の有用性を説く論者が掲げる、条件付保守主義が採用されると無条件保守主義が採用された場合に比してコベナンツ抵触が早まり契約の効率性も上昇する（ので、条件付保守主義の方が優れている）という主張の適否が問題となる。筆者が理解したところでは、その理屈は、無条件保守主義が採用されたことで生じる債務者の資産減少分を、債権契約においてコベナンツの数値に最初から織り込めば、後のイベント発生（に伴う資産減少）によるコベナンツ抵触時期は無条件保守主義が採用されていない場合と変わらないのに対し、条件付保守主義ではイベント発生による資産価値減少を適時に反映するので、抵触が相対的に早くなるというもののようである¹⁴⁴⁷。

もともと、債務者たる会社が無条件保守主義を採用している場合に、債権者がこれを反映してコベナンツの数値を変動させるのは、上記採用により生じた機会を債権者が自ら潰す行為のように思われるため¹⁴⁴⁸、上記主張に対しては疑問が残る。債権者が、債権価値を減少させ得る事象が発生した可能性がある場合にこれを早い段階から財務書類に反映させる、という効果を会計保守主義に期待している場合、無条件保守主義の下で当該効果を実現するためには、コベナンツにおいて指定される数値を、無条件保守主義が採用されない場合と同様にすることが必要となる。すると、債権者が無条件保守主義に対しても損失の早期反映機能を期待しているという前提を置く限り、無条件保守主義と条件付保守主義のいずれが採用されたにせよ、会計保守主義が採用されていない場合と同じコベナンツの数値を設定すると考えるべきである。このとき、無条件保守主義ではイベントが発生してお

¹⁴⁴⁶ 打ち消し合いの影響を評価するにあたっては、会計保守主義による下方修正の影響が、他の要素と打ち消し合う可能性も考慮する必要がある。たとえば、ある上場会社の株式について、空売り制約があり、また、当該会社の企業価値評価について投資家間の見解が分かれている場合、当該会社の株価は企業価値を過大評価したものとなり得るところ、会計保守主義はその影響を打ち消す効果も持つと考えられる。See Christina Mashruwala & Shamin Mashruwala, *Does Accounting Conservatism Reduce Overpricing Caused by Short-Sales Constraints?*, 35 CONTEMPORARY ACCT. RES. 2160 (2018).

¹⁴⁴⁷ See Ray Ball & Lakshmanan Shivakumar, *Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness*, 39 J. ACCT. & ECON. 83, 90-91 (2005).

¹⁴⁴⁸ 会計保守主義の程度に応じて、その影響を打ち消すようにコベナンツの数値設定を行うであろうとする予測に対しては、取引実施としての内部者取引に起因する利得を経営者報酬として利用する場面において取り上げた、散歩の例（注（260）参照）と同種の違和感がある。

らずとも潜在的損失を反映しているので¹⁴⁴⁹、一般論としては、無条件保守主義が採用された場合の方がコベナンツへの抵触が早まるであろう。翻って、債権者が上述の調整を行うとき、上記の前提が満たされておらず、債権者が無条件保守主義に損失の早期反映機能を期待していないことになり、コベナンツ抵触の速度で無条件保守主義と条件付保守主義に優劣を付けるのは筋違いである。

第5目 会計上の裁量と株価への影響

株価は、会社が開示した内容を反映して形成されるため、会計上の裁量が存在する場合には、株価の形成に対して会社側に一定程度の裁量があるといわざるを得ない。そもそも論としては、強度の効率的市場ではない限り、会社が未公表情報を公表しないという意思決定を行っているが故に、その未公表情報が公表された場合に実現され得る株価変動を奇貨として、内部者が利得できる、というのが内部者取引規制の根幹をなす前提であった。

したがって、ある会社が発行した取得条項付新株予約権につき、当該発行者の株価が一定値になることを取得事由としている場合、取得事由の発生について裁量性を完全に否定することは難しいと考えられる。便宜上、一定の基準値に到達した価格が一瞬でも形成されれば取得するものを「株価変動タイプ」、一定期間にわたり株価が一定の範囲に収まり続けられれば取得するものを「株価安定タイプ」と呼ぶこととし、若干の検討を行う。

これまで、内部者取引規制との関係において、株価は市場で形成されるのでその株式の発行体に裁量の余地はないと説かれてきた¹⁴⁵⁰。また、知る前契約・計画にかかる適用除外の要件としての、取引の期日が裁量の余地なく決定されるという点について、取引所における終値が一定の値を超えた翌日、という定め方は裁量の余地がない方式であるとの見解¹⁴⁵¹もある。

しかし、上述の通り発行体は開示内容の調整を通じて株価に対しても影響力を行使できる。未公表情報を公表しないという裁量に基づく意思決定は、一般論としては、当該情報が公表されれば生じるであろう株価の変動を封じている。すると、株価安定タイプの取得

¹⁴⁴⁹ 無条件保守主義が条件付保守主義に比べて損失を早期に計上するとの記述として、Xinrong Qiang, *The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-Sectional Evidence at the Firm Level*, 82 ACCT. REV. 759, 760 (2007).

¹⁴⁵⁰ そもそも論としては、株価が（市場がどの程度効率的であるかはさておき）企業価値を反映しているならば、裁量たる経営判断の結果として実現するであろう企業価値を表す株価は、裁量と無縁ではない。このような観点からは、たとえば、敵対的買収を仕掛けられた場合に取得するというのも、経営者の努力不足が引き金になるという意味では裁量と完全に無関係というわけではない。しかし、以下の検討ではここまで広い解釈（実現した結果が、裁量行使者の意図したものではない場合も含める）は採らない。

¹⁴⁵¹ 船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説—いわゆる『知る前契約・計画』および『対抗買収』に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の見直し等—」旬刊商事法務 2079号 31-42頁（2015）37頁、小西・前掲注（467）65頁、松崎・前掲注（1358）65頁。

について、未公表情報を公表して株価を動かす効果により取得を妨害し、若しくは現下の株価変動と逆の動きをする情報の開示により取得を促進し、または、株価変動タイプの取得について未公表情報を公表して株価を変動させ取得を促進し、若しくは現下の株価変動と逆の動きをする情報の開示により変動を抑えて取得を阻害する、といった形で、裁量的に介入すること自体は可能である¹⁴⁵²。

より根本的には、投資家と会社（経営陣）の間に情報の非対称性がある場合に、会社側の何らかの行為がシグナルとして機能することで情報の非対称性が緩和され、その結果として株価が変動する限り、株価も、株式の発行体が有する裁量とは無関係ではなく、また、相場操縦罪に問われる可能性もゼロとはいえない¹⁴⁵³。

もちろん、株価を完全にコントロールすることは無理であり、会社が介入しようとしても 100%の確率でその意図した結果が実現するわけではないと考えられる。会社が公表した会計情報について、市場の事前予想が外れた場合に生じる株価の変動があり得るが¹⁴⁵⁴、これも考慮しなければ（株価への働きかけを介した）望んだ結果の実現可能性が低下するから、より一層に複雑な判断や公表戦略が求められることになる。他方において、一定程度は株価のコントロールが可能であるからこそ相場操縦罪が存在するのであり、介入の影響

¹⁴⁵² 未公表情報を公表するか否かという意思決定は裁量に基づく部分があるので、株価変動タイプの取得に直接的に、株価安定タイプの取得に間接的に（市場動向による変動と反対の動きを惹起することで一定の株価水準を維持する）、裁量を介在させる手段となる。

¹⁴⁵³ たとえば、配当政策の変更により何らかの情報が伝達されることで、株価が変動し得る。すなわち、増配は経営者の経営見通しが明るいことのシグナルとして機能する（安定配当を所与とすれば、継続的に高い配当を維持できるという見通しを示すことになる）ので株価が上昇し、減配はその逆の効果をすると説かれている（なお、その検証として日本企業を対象とした分析において、増配公表で株価が上昇する区化が検出されたが、減配公表については有意な株価反応はなかったとするものとして、奥村雅史「シグナルとしての配当について—わが国企業の配当に関する実証研究—」年報財務管理研究 5号 15-22頁（1994））。また、業績の好・不調に関して、配当政策の方向性（増配・減配）と、利益情報の方向性（増益・減益）が一致しているほど株価の変動効果が大きいという分析として、石川博行『株価を動かす配当政策：コロボレーション効果の実証分析』（中央経済社、2010）、石川博行「利益変化と配当変化のコロボレーション効果—中間利益・中間配当・年次利益の相互作用—」会計 177巻 4号 528-538頁（2010）。この観点からは、方向性が一致していると変動性が上昇し、完全に業績連動配当を行うと減益・減配の組み合わせとなり株価の下落幅が大きくなる（ので望ましくない）と説かれるのであるが、この種の配当（に関する決定）を介した株価変動が生じた場合について、相場操縦や不実表示との関係でも問題になり得るのであり、アメリカでは実際に処罰された例がある。今川嘉文「刑事事件にみる相場操縦概念と認定要素（3・完）」大阪府立大学経済研究 45巻 2号 45-64頁（2000）47頁・55-56頁注7・8、萬澤・前掲注（81）118頁・160-162頁・173-174頁参照。

¹⁴⁵⁴ その種の変動のうち、利益数値に関する予想が外れた場合については「利益の驚き（earnings surprise）」という名称が付され、分析されている。利益調整が実施される動機の1つとして利益の驚きが挙げられるところであるから、利益の驚きを織り込んで利益調整を行うか否か、行うならばどの程度行うか意思決定がなされる場合の裁量性が問題となる。

を完全に否定できるわけでもない。よって、株価が取得条項として参照されている場合についても、発行体たる会社の裁量が介在し得るとの立場を採り、裁量が介在しなかったことを推定した上で規制当局や検察による反駁を認めるという形で、内部者取引規制への違反の有無について判断する制度とすることが望ましいと解する¹⁴⁵⁵。

第6目 小括

以上の諸点からすれば、ほぼ常に¹⁴⁵⁶取得条項の発動について会社の裁量を排除することは困難であり、内部者取引規制が適用される可能性があるというべきである。

第3款 取得対価がない場合の取得条項発動と内部者取引規制

取得条項が発動した場合の取得対価は、取得条項付新株予約権（付社債）の発行時に定められた内容に従う。この対価が、何もないことが確定している場合、あるいは何らかの方式に従い算定される結果として取得条項が発動した時点では対価ゼロになる場合、取得条項の発動に伴う有価証券の移転は、少なくとも形式的には、無償取引となる。

ところで、現行法の条文上、内部者取引規制は「有償の譲渡若しくは譲受け」を禁止するものであり（金商 166 条 1 項本文）、同規制は無償取引（必然的に市場外取引であろう）には適用されないと説かれている¹⁴⁵⁷。その実質的根拠としては、①内部者が当該取引の実施により利益を得るおそれがない¹⁴⁵⁸、あるいは、②無償取引は通常の経済取引とは異なる特別な理由で行われる¹⁴⁵⁹、といった事情から、そのような取引実施を許容しても証券取引に対する投資家の信頼は毀損されないとされている。

もっとも、①は少なくとも内部者が譲り受ける側である場合は妥当しないであろう（未公表情報を加味した株式の本源的価値よりも割安に取得する、という利得類型 A の極致となり得る）¹⁴⁶⁰。他方、内部者が譲り渡す側である場合、正の価値を有する財を無償で譲り渡す行為となるから、その限りでは内部者が当該行為により利益を得ることはない。しかし、銀行支配株主の追加出資義務のように株主有限責任が成立しない場合には、内部者は、株式の授受に関する対価を得ないとしても、なお損害を回避するという意味での利益を無償

¹⁴⁵⁵ 株価を参照する取得事由の発生・不発生に対して裁量が介在したことを推定して、内部者取引規制に違反したと罪を問われている者に反駁を認めることも考え得るが、刑事罰の対象行為の認定であるから、本文記載の制度の方が望ましいであろう。

¹⁴⁵⁶ 予め定められた確定期日の到来については、裁量の介在はない。もっとも、情報開示時期の調整による利益獲得の機会は残る。

¹⁴⁵⁷ 松尾・前掲注（13）652 頁など。

¹⁴⁵⁸ 木目田＝上島監修・前掲注（13）295 頁〔上島〕、服部・前掲注（13）203 頁。

¹⁴⁵⁹ 内部者取引規制研究会編著『一問一答インサイダー取引規制』（商事法務研究会、1988）63 頁。

¹⁴⁶⁰ 木目田＝上島監修・前掲注（13）295 頁注 561〔上島〕は、本文①の見解を紹介するにあたって、内部者が未公表情報を知らない者から無償譲渡を受けると内部者が有利な地位を利用したことになりそうであると述べる。

譲渡により享受し得るであろう。

また、取引の目的という②の観点についても、当初から無償と確定しているならば格別、何らかの指標を参照して対価が決定される場合に、計算式に従うと情報が未公表であるがゆえに対価がゼロになる（公表されていれば有償だったはずである）という場面もあり得ることを踏まえれば、結果としての有償・無償をもって規制適用の基準とするのは妥当ではない。そして、取得条項付新株予約権では、取得条項の設定次第で、有償取得と無償取得のいずれとなるか事前に確定していない状況が生じる。

以上より、「無償（取引）ならば規制が適用されない」という定式を形成するべきではなく、一定の場合には無償取引であっても制裁対象とするべきである。

第6節 小括

本章では、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手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、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が間接損害と直接損害のいずれなのか、という論点があり、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が会社の損害として提示する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会社に損害が生じている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、常に間接損害説を採用するという結論を補強する要素として、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利益が出たことは意味しないことを主張した。さらに、新株発行取引を自己株式処分に一本化する（新株発行時、既に会社に帰属している自己オプションたる自己株式、または新たに会社に帰属した自己オプションたる自己株式が、新株を引き受けた者に移動する）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（逸失利益）としての面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、まずその内実を検討した。その際に、経営者が不当に委縮しないように日本の裁判所は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最初に述べた。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、当該義務も再び企業価値を低下させる、という形で損害賠償義務の影響の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。

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）。従前の説明では、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、本稿ではフィードバック・ループの影響を踏まえ、現在の制度運用では原状回復の実現は不可能であり、会社が負う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。

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、差額説の下では困難な面があるが、損害事実説の下では一応可能足り得るが、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

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は富の移転であり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、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いえざるを得ない、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るべきであるとの結論を提示した。

第4章 結語

本稿では、日本の内部者取引規制・取引推奨規制・情報伝達規制が適用される範囲を画する原則的基準に存在する「非対称性」に着目し、その妥当性を検討した。

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。

本稿では、アメリカおよびEUの内部者取引規制と学説を参照しつつ、未公表情報が投資意思決定にもたらす優位性の探求を通じて非対称性①・②・③・⑤・⑥・⑦・⑧の適否を、また、新株予約権に対する内部者取引規制の適用是非に関する検討を通じて非対称性④の適否を検証し、日本の規制が妥当か否か考察した。その際に、未公表情報の累積過程を待ち行列理論におけるM/M/∞待ち行列またはM/G/∞待ち行列に擬えることで2個以上の未公表情報が累積している確率を計算し、1つの会社に累積している未公表情報は0個または1個である、という従来の議論で理論的制約となっていた暗黙の仮定を除去した。

結論としては、非対称性⑤の存在はやむを得ないこと、非対称性①・②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、および非対称性③・④・⑥・⑦・⑧は常に不適切であることを主張し、対応策を提示した。

文中でも言及している通り、本稿ではモデルの構築にあたり様々な仮定を置いた上で理論を構築している部分が多く、また、実証研究も手付かずである。実際の取引状況に近い状態における考察を行うためには、可能な限り仮定を外し、あるいは仮定を弱めることで、より多くの場面で通用する理論の構築が必須である。本稿に残された課題は多いが、順次、研究を進めていきたい。

【既発表の論文等の業績（初出）】

本論文は、下記の同名論文に加筆修正を施したものである。

- ・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—」

※早稲田大学比較法研究所「比研オンライン・ジャーナル」に投稿済み

【参考文献】

日本語文献

- 相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法：千問の道標』（商事法務、2006）
- 朝倉真理＝轟ゆかり「米国におけるインサイダー取引規制改革論議について」証券レビュー60巻6号51-66頁（2020）
- 浅野敬志＝古市峰子「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」金融研究34巻1号35-97頁（2015）
- 荒井邦彦＝大村健編著『新株予約権・種類株式の実務：法務・会計・税務・登記〔第2次改訂版〕』（第一法規、2013）
- 新井龍「自己株式の法的地位に関する一考察—コンプライアンスとの矛盾—」桐蔭論叢34号7-14頁（2016）
- 飯田秀総「公開買付けの応募契約」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編集代表『会社・金融・法（下巻）』79-104頁（2013）
- 飯田秀総「インサイダー取引規制における内部情報の保有と利用の違い」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』923-954頁（有斐閣、2017）
- 飯田秀総「会社法429条の役員等の第三者に対する責任：最大判昭和44・11・26民集23巻11号2150頁」飯田秀総＝白井正和＝松中学『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』272-282頁（有斐閣、2017）
- 池尾和人「デット・オーバーハングと資産流動化」SFI会報10号18-19頁（1996）
- 池田康弘＝森大輔「ディカップリング制度の抑止効果—懲罰的損害賠償の制度改革に関する経済分析—」熊本法学130巻328-299頁（2014）
- 池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価：日米の株式買取請求権事件等のトレンドと考え方』（中央経済社、2020）
- 石井智弥「フランスにおける法人の精神的損害」専修法学論集136号73-92頁（2019）
- 石川博行『配当政策の実証分析』（中央経済社、2007）
- 石川博行『株価を動かす配当政策：コロボレーション効果の実証分析』（中央経済社、2010）
- 石川博行「利益変化と配当変化のコロボレーション効果—中間利益・中間配当・年次利益の相互作用—」会計177巻4号528-538頁（2010）
- 石村直之「Black-Scholes 方程式とその周辺」証券アナリストジャーナル47巻8号86-95頁（2009）
- 石山卓磨『現代会社法講義』（成文堂、2003）
- 石綿学ほか「買付価格の均一性ルールについて」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付—制度と実証』19-53頁（有斐閣、2016）
- 井田良「インサイダー取引」法学教室240号12-15頁（2000）

- 伊藤公哉『アメリカ連邦税法：所得概念から法人・パートナーシップ・信託まで〔第8版〕』（中央経済社、2021）
- 伊藤邦雄「インサイダー取引とディスクロージャー〔上〕」旬刊商事法務 1167号 13-17頁（1988）
- 伊藤壽英「アメリカ会社法学におけるチーム生産アプローチ：契約的企業観に対するアンチテーゼ」法学新報 110巻3・4号 75-114頁（2003）
- 伊藤眞『破産法・民事再生法〔第5版〕』（有斐閣、2022）
- 伊藤靖史「計算：自己株式の取得」法学教室 495号 93-101頁（2021）
- 伊藤渉「犯罪の終了時期に関する若干の考察」東洋法学 54巻2号 61-78頁（2010）
- 井上文彰「無限サーバ待ち行列モデルにおける Age of Information の解析」オペレーションズ・リサーチ 66巻9号 4-11頁（2021）
- 今井宏ほか『注釈株式会社法（上巻）』（有斐閣、1984）
- 今井宏ほか『注釈会社法（上巻）：会社総則・株式会社の設立～新株の発行』（有斐閣、1984）
- 今井宏「判批（東京地判昭和 56・6・12 判時 1023号 116頁・判タ 453号 161頁）」新証券・商品取引判例百選 40-41頁（1988）
- 今川嘉文「刑事事件にみる相場操縦概念と認定要素（3・完）」大阪府立大学経済研究 45巻2号 45-64頁（2000）
- 岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー：開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011）
- 岩原紳作編『会社法コンメンタール9—機関（3）』（商事法務、2014）
- 上島正道『よくわかるインサイダー取引規制入門 Q&A』（商事法務、2016）
- 上田真二「自己株式の取得・処分とインサイダー取引規制（1）」関西大学法学論集 55巻2号 311-337頁（2005）
- 上田真二「インサイダー取引を規制する根拠について」阪大法学 62巻3・4号 389-410頁（2012）
- 上田真二「発行市場における『インサイダー取引』について」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規制』513-533頁（商事法務、2020）
- 上田正和「インサイダー取引と刑事規制」大宮ローレビュー4号 15-41頁（2008）
- 上原聡「銀行会計における保守主義会計の後退と経理基準による財務諸表の改正」横浜商大論集 3巻2号 1-11頁（1970）
- 上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』別冊商事法務 195号（1997）
- 上村達男「判批（最判平成 11・6・10 刑集 53巻5号 95頁）」旬刊商事法務 1476号 2-7頁（1997）
- 上村達男「流通市場に対する法規制（3）—インサイダー取引規制」企業会計 53巻10号 68-76（2001）

上柳克郎『会社法・手形法論集』(有斐閣、1980)

上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法(2)』(有斐閣、1986)

上柳克郎=鴻常夫=竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法(8)』(有斐閣、1987)

牛丸與志夫「判批(東京地判平成3・10・29 金融法務事情 1321号 23頁)」私法判例リマ
ークス7号 99-102頁(1993)

碓井光明「私人による政府の賠償請求権の実現(1) —アメリカ合衆国不正請求法による
Qui Tam 訴訟の検討」自治研究 75巻3号 3-16頁(1999)

内柁博信「判解(Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer, 134 S. Ct. 2459(2014))」アメリ
カ法 2015-1号 152-156頁(2015)

内田貴『民法Ⅱ 債権各論〔第3版〕』(東京大学出版会、2011)

内田貴『民法Ⅲ: 債権総論・担保物権〔第4版〕』(東京大学出版会、2020)

内田文昭「法益侵害と行為無価値の諸問題」神奈川法学 40巻3号 1-86頁(2007)

内田幸隆「金融商品取引における『風説の流布』」奈良法学会雑誌 20巻3・4号 91-111頁
(2008)

宇都宮遼平「将来損害の現在化についての一考察」大東法学 76号 35-82頁(2021)

梅本剛正『現代の証券市場と規制』(商事法務、2005)

梅本剛正「自己新株予約権の処分」旬刊商事法務 1782号 26-31頁(2006)

梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』
521-547頁(商事法務、2009)

梅本剛正「ストックオプションとインサイダー取引規制」証券経済研究 83号 79-90頁
(2013)

梅本剛正「エクイティ型役員報酬とインサイダー取引規制の適用除外」ディスクロージャ
ー&IR10号 28-34頁(2019)

江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 6—新株予約権』(商事法務、2009)

江頭憲治郎編『会社法コンメンタール 16—社債(付: 担保付社債信託法)』(商事法務、
2010)

江頭憲治郎「永久債に関する諸問題」江頭憲治郎『会社法の基本問題』431-448頁(2011)

江頭憲治郎「新株予約権に関する諸問題」江頭憲治郎『会社法の基本問題』195-224頁
(2011)

江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』(有斐閣、2021)

大足知広「債権者代位権の制度趣旨に関する学説の変遷と判例の展開(1) —現行規定に
関する新たな解釈論の提示—」早稲田法学会誌 71巻2号 53-113頁(2021)

大垣昌夫=田中沙織『行動経済学—伝統的経済学との統合による新しい経済学を目指して
〔新版〕』(有斐閣、2018)

大阪株式懇談会編『会社法実務問答集Ⅱ』(商事法務、2018)

大隅健一郎=今井宏=小林量『新会社法概説〔第2版〕』(有斐閣、2010)

- 太田洋＝山本憲光＝柴田寛子編集代表『新株予約権ハンドブック〔第5版〕』（商事法務、2022）
- 太田亘「インサイダー取引規制」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』345-363頁（東京大学出版会、1998）
- 大塚市助「現物出資に関する若干の問題」私法16巻105-116頁（1956）
- 大庭沙織「判批（東京高判平成26・12・15資料版商事393号127頁）」法律時報87巻7号111-114頁（2015）
- 大橋良生「会計上の保守主義と社債契約」商学討究66巻1号207-243頁（2015）
- 近江崇宏＝野村俊一『点過程の時系列解析』（共立出版、2019）
- 大森泰人『霞ヶ関から眺める証券市場の風景一再び、金融システムを考える』（金融財政事情研究会、2015）
- 尾形祥「インサイダー取引規制と課徴金制度の現状と課題」高崎経済大学論集56巻2号39-52頁（2013）
- 岡田慎太郎「銀行業における『レベル3公正価値』の価値関連性に関する考察」商学研究科紀要82号109-128頁（2016）
- 小川宏幸『金融商品取引法』（新世社、2012）
- 荻野昭一「インサイダー取引規制に係る決定事実とその判断基準」経済学研究61巻1号7-28頁（2012）
- 奥村雅史「シグナルとしての配当について—わが国企業の配当に関する実証研究—」年報財務管理研究5号15-22頁（1994）
- 越智信仁「IFRSによる見積り拡大と経営者、監査人の責任・対応：重要性を増す裁量的判断過程への内部統制」金融研究30巻2号145-170頁（2011）
- 大日方隆『アドバンスト財務会計〔第2版〕』（中央経済社、2013）
- 小和田正『確率過程とその応用』（実教出版、1983）
- カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』（有斐閣、2009）
- 加賀山茂『契約法講義』（日本評論社、2007）
- 垣内正編・東京地方裁判所商事研究会著『会社訴訟の基礎』（商事法務、2015）
- 葛愛軍「インサイダー取引規制に関する研究（3）—日本・アメリカ・中国の比較を通じて—」北大法学論集59巻6号77-139頁（2009）
- 加藤修「株式制度の想定外利用と従業員持株制度」法學研究：法律・政治・社会81巻12号77-88頁（2008）
- 加藤佐千夫「インサイダー取引の刑事法的規制—裁判例の検討を中心として—」中京法学47巻3・4号1-24頁（2013）
- 加藤雅信『新民法体系III 債権総論』（有斐閣、2005）
- 加藤雅信『新民法体系IV 契約法』（有斐閣、2007）
- 加藤雅信『新民法体系V 事務管理・不当利得・不法行為〔第2版・2刷補訂版〕』（有斐閣、

2005 (2刷補訂 2007))

金田充広「差止事由ある新株予約権発行に基づく株式発行」社会科学雑誌 17 巻 97-117 頁 (2017)

鹿野菜穂子「日本民法における《方》型予約と《務》型予約」椿寿夫編著『予約法の総合的研究』231-253 頁 (日本評論社、2004)

加美和照『新訂会社法〔第 10 版〕』(勁草書房、2011)

神山敏雄『日本の証券犯罪』(日本評論社、1999)

神山敏雄他編著『新経済刑法入門〔第 2 版〕』(成文堂、2013)

亀井尚也「損害賠償の抑止・制裁的機能をめぐって」法と政治 65 巻 4 号 107-163 頁 (2015)

河合伸一「新株発行差止めの仮処分」中野貞一郎＝原井龍一郎＝鈴木正裕編『民事保全講座 (3) 一仮処分の類型』242-267 頁 (法律文化社、1996)

川井健『民法概論 4 (債権各論)〔補訂版〕』(有斐閣、2010)

川口恭弘ほか「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌 125 巻 4・5 号 1-126 頁 (2000)

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 53-73 頁 (2002)

川口恭弘「法人関係情報に関する規制—内部者取引規制との比較検討を中心に—」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』214-231 頁 (日本証券経済研究所、2015)

川崎友巳「インサイダー取引罪」刑法雑誌 51 巻 1 号 78-93 頁 (2011)

川崎友巳「判批 (東京地判平成 25・6・28 判時 2203 号 135 頁)」判例時報 2238 号 166-170 頁 (2014)

川崎友巳「ワークショップ 4 インサイダー取引」刑法雑誌 55 巻 3 号 136-141 頁 (2015)

川島幸之助監修『待ち行列理論の基礎と応用』(共立出版、2014)

河本一郎「オプションをめぐる法的諸問題」旬刊商事法務 765 号 2-9 頁 (1977)

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 6-10 頁 (1994)

神崎克郎「内部者取引の規制の問題点」旬刊商事法務 1100 号 16-22 頁 (1987)

神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』(青林書院、2012)

神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 4』(商事法務、2011)

神田秀樹編『会社法コンメンタール 5—株式 (3)』(商事法務、2013)

神田秀樹＝神作裕之＝みずほフィナンシャルグループ『金融法講義〔新版〕』(岩波書店、2017)

神田秀樹『会社法〔第 24 版〕』(弘文堂、2022)

神取道宏『ミクロ経済学の力』(日本評論社、2014)

菊井維大編『全訂民事訴訟法 (下巻)』(青林書院新社、1966)

菊井維大『民事訴訟法 民事執行法』(勁草書房、1983)

- 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第1巻）』（金融財政事情研究会、2011）
- 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第4巻）〔改訂版〕』217頁（金融財政事情研究会、2020）
- 北岡正敏『例題でわかる 待ち行列理論入門』（日本理工出版、2010）
- 木下信行『金融行政の現実と理論』（きんざい、2011）
- 木俣由美『アタック会社法〔第2版〕』（中央経済社、2022）
- 木村俊一「アメリカンオプションの早期行使境界に対する近似」日本応用数学会論文誌 24巻3号 119-136頁（2014）
- 木村俊一『待ち行列の数理モデル』（朝倉書店、2016）
- 木村真生子「カナダのインサイダー取引規制（5・完）」筑波ロー・ジャーナル 20巻 27-57頁（2016）
- 木目田裕＝上島正道監修（西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編）『インサイダー取引規制の実務〔第2版〕』（商事法務、2014）
- 木目田裕＝鈴木俊裕「インサイダー取引規制の硬直性の是正—包括的知る前契約・計画を中心に—」金融法務事情 2034号 29-39頁（2016）
- 金裕根「危険社会における客観的帰属上の問題点」ノモス 30号 47-62頁（2012）
- 國田寛『確率過程の推定』（産業図書、1976）
- 久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大學法學論叢 48巻3・4号 1-27頁（2004）
- 窪田充見「逸失利益の定期金賠償についての覚書」神戸法學雑誌 68巻4号 43-57頁（2019）
- 久保田安彦「判批（東京高判平成 26・12・15 資料版商事 393号 127頁）」ジュリスト臨時増刊 1479号（平成 26年度重要判例解説）115-116頁（2015）
- 久保田安彦『企業金融と会社法・資本市場規制』（有斐閣、2015）
- 久保田安彦「株式価値の評価」田中亘編著『数字でわかる会社法〔第2版〕』15-43頁（有斐閣、2021）
- 倉澤資成「〔講演録〕債務の株式化—経済学の視点から—」証券レビュー54巻8号 52-91頁（2014）
- 栗山修『証券取引規制の研究—アメリカにおける不公正な証券取引規制の展開—』（成文堂、1998）
- 栗山修「米国インサイダー取引規制における内部情報所有説・内部情報利用説の検討」外国学研究 48号 1-16頁（2001）
- 栗山修「わが国におけるインサイダー取引規制」神戸外大論叢 52巻3号 91-118頁（2001）
- 黒田成俊『微分積分』（共立出版株式会社、2002）
- 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」旬刊商事法務 1687号 40-44頁（2004）

黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』（弘文堂、2004第1刷、2006一部補訂）
黒沼悦郎「インサイダー取引・情報提供規制の展開」ジュリスト 1512号 51-56頁（2017）
黒沼悦郎「判批（最決平成28・11・28刑集70巻7号609頁）」ジュリスト 1515号 108-111頁（2018）
黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2020）
黒沼悦郎『会社法〔第2版〕』（商事法務、2020）
後藤元「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」金融研究 29巻3号 123-174頁（2010）
小島寛之『完全独習 ベイズ統計学入門』（ダイヤモンド社、電子版、2015）
小谷融『インサイダー取引・相場操縦・虚偽記載規制のすべて』（中央経済社、2009）
小塚真啓『税法上の配当概念の展開と課題』（成文堂、2016）
小西透「自社株売買機会の確保に向けた新しい『知る前契約・計画』の活用」東京株式懇話会會報 772号 4-27頁（2016）
小西真樹「インサイダー取引規制の一部緩和に関する実務上の論点〔上〕—知る前契約・計画に係る適用除外規定の活用と留意点—」旬刊商事法務 2082号 4-14頁（2015）
小林量『商法Ⅱ 会社法〔第2版〕』（新世社、2010）
コルナイ・ヤーノシュ（岩崎一郎＝佐藤嘉壽子訳）「ソフトな予算制約と世界金融危機：ある東欧研究者からの警告」経済セミナー649号 66-71頁（2009）
是木誠「判研（最決平成28・11・28刑集70巻7号609頁）」研修 826号 19-32頁（2017）
近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』（商事法務、2015）
小山貞夫編著『英米法律語辞典』（研究社、2011）
三枝健治「アメリカ契約法における開示義務（1）—契約交渉における『沈黙による詐欺』の限界づけを目指して—」早稲田法学 72巻2号 1-91頁（1997）
三枝健治「アメリカ契約法における開示義務（2・完）—契約交渉における『沈黙による詐欺』の限界づけを目指して—」早稲田法学 72巻3号 81-172頁（1997）
債権法研究会編『詳説 改正債権法』（金融財政事情研究会、2017）
齋藤隆志「企業のM&A行動」日本応用経済学会監修『トピックス応用経済学Ⅰ：貿易、地域、産業、企業』216-231頁（勁草書房、2015）
佐伯仁志「規制緩和と刑事法」ジュリスト 1228号 39-49頁（2002）
酒井太郎『会社法を学ぶ』（有斐閣、2016）
坂井芳雄「新株発行の差止および取締役に対する行為の差止の仮処分」村松裁判官還暦記念論文集『仮処分の研究（下巻）』217-228頁（日本評論社、1966）
酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法第3巻株式・2 / 新株予約権』（中央経済社、2009）
佐藤茂『実務家のためのオプション取引入門』（ダイヤモンド社、2013）
佐藤鉄男「判批（東京地判令和2・1・20金法2147号68頁）」中央ロー・ジャーナル 18

巻1号 101-110頁 (2021)

佐藤雅美「インサイダー取引と刑事規制—証券取引法改正をめぐって—」刑法雑誌 30 巻 4 号 97-117 頁 (1990)

黒沼悦郎ほか「【座談会】インサイダー取引規制の見直しと今後の課題 (下) —平成 24 年・25 年改正を中心に—」旬刊商事法務 2012 号 4-23 頁 (2013)

ジェイソン・ローゼンハウス (松浦俊輔訳)『モンティ・ホール問題：テレビ番組から生まれた史上最も議論を呼んだ確率問題の紹介と解説』(青土社、2013)

潮見佳男『新債権総論 I』(信山社、2017)

潮見佳男『新契約各論 I』(信山社、2021)

志谷匡志「インサイダー取引規制の逐条検討 (その 2) —金融商品取引法第 166 条 (2)」日本取引所金融商品取引法研究 13 号 35-68 頁 (2019)

篠原倫太郎＝青山大樹「出資契約における前提条件と表明保証の理論的・実務的諸問題 (上)」金融商事判例 1370 号 8-18 頁 (2011)

柴田和史『会社法詳解 [第 3 版]』(商事法務、2021)

芝原邦爾『経済刑法研究 (下巻)』(有斐閣、2005)

芝原邦爾＝古田佑紀＝佐伯仁志編著『経済刑法：実務と理論』(商事法務、2017)

島谷健一郎『ポアソン分布・ポアソン回帰・ポアソン過程』(近代科学社、2017)

清水克俊＝堀内昭義『インセンティブの経済学』(有斐閣、2003)

清水泰隆『統計学への確率論, その先へ：ゼロからの測度論的理解と漸近理論への架け橋』(内田老鶴圃、2019)

首藤昭信「利益調整の動機と手法」伊藤邦雄＝桜井勝久責任編集『会計情報の有用性 (体系 現代会計学第 3 巻)』251-293 頁 (中央経済社、2013)

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 (2002)

証券法研究会編『金商法体系 I 公開買付 (2)』(商事法務、2012)

ジョナサン・バーグ＝ピーター・ディマーズ (久保田敬一ほか訳)『コーポレートファイナンス：入門編 [第 2 版]』(丸善出版、2014)

ジョナサン・バーク＝ピーター・ディマーズ (久保田敬一ほか訳)『コーポレートファイナンス：応用編 [第 2 版]』(丸善出版、2014)

白井正和「買取引受けと著しく不公正な発行価額 (最判昭和 50・4・8 民集 29 巻 4 号 350 頁)」飯田秀総＝白井正和＝松中学『会社法判例の読み方—判例分析の第一歩』71-82 頁 (有斐閣、2017)

白石忠志『独占禁止法 [第 3 版]』(有斐閣、2017)

末川博『契約法下 (各論)』(岩波書店、1960)

末永進「職務執行停止・代行者選任仮処分」竹下守夫＝藤田耕三編『裁判実務大系 (第 3 巻)』90-100 頁 (青林書院、1985)

末永敏和＝吉本健一『新株式制度の読み方・考え方：平成 14 年 5 月商法改正対応』(中央

- 経済社、2002)
- 杉田貴洋「新株の有利発行と既存株主の経済的利益の保護」法律学研究 26 号 51-66 頁 (1995)
- 杉田貴洋「判批 (東京地判平成 25・6・28 判時 2203 号 135 頁)」法學研究 87 卷 6 号 47-56 頁 (2014)
- 杉田貴洋「募集株式の有利発行・有利処分と関係者の責任—直接損害説の再検証—」法學研究：法律・政治・社会 89 卷 1 号 51-76 頁 (2016)
- 杉田貴洋「アートネイチャー株主代表訴訟最高裁判決と有利発行・有利処分の解決のあり方 (上)」法學研究：法律・政治・社会 90 卷 5 号 1-32 頁 (2017)
- 杉村和俊「金融規制における課徴金制度の抑止効果と法的課題」金融研究 34 卷 3 号 143-180 頁 (2015)
- 鈴木克昌ほか『詳説ライツ・オファリング』(中央経済社、2012)
- 鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』(中央経済社、2017)
- 鈴木竹雄『手形法・小切手法』(有斐閣、1957)
- 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法〔第 3 版〕』(有斐閣、1994)
- 鈴木広樹『適時開示実務入門〔第 3 版〕』(同文館出版、2021)
- 鈴木優典「判批 (最決平成 28・11・28 刑集 70 卷 7 号 609 頁)」刑事法ジャーナル 52 号 142-147 頁 (2017)
- スティーブン・シャベル (田中亘＝飯田高訳)『法と経済学』(日本経済新聞出版社、2010)
- 瀬木比呂志『民事保全法〔全訂版〕』(日本評論社、2014)
- 関口健太「金融規制法における『預金受入れ』の位置付けについての一考察：スイスにおける改正銀行法を手掛かりとして」金融研究 39 卷 2 号 55-101 頁 (2020)
- 関根敏隆＝小林慶一郎＝才田友美「いわゆる「追い貸し」について」金融研究 22 卷 1 号 129-156 頁 (2003)
- 高尾厚『保険とオプション—デリバティブの一原型—』(千倉書房、1998)
- 高木弘明＝小西透「『会計上の見積り』に関する諸論点—減損・引当金の会計処理を例として—」旬刊商事法務 2165 号 43-50 頁 (2018)
- 高瀬央「棚卸資産会計における低下基準と保守主義」武蔵野大学政治経済研究所年報 5 号 173-204 頁 (2012)
- 高橋明彦＝斎藤大河「漸近展開を用いたアメリカン・オプション価格の評価法」金融研究 22 卷別冊 2 号 35-87 頁 (2003)
- 高橋美加「判批 (東京高判平成 12・3・29 判時 1705 号 62 頁)」ジュリスト 1253 号 212-215 頁 (2003)
- 高橋美加ほか『会社法〔第 3 版〕』(弘文堂、2020)
- 高橋陽一「取締役の対第三者責任に関する判例法理は今後も維持されるべきか？ (1) — 両損害包含説の問題性と直接損害限定説の再評価—」法学論叢 177 卷 6 号 1-37 頁 (2015)

高橋陽一「役員等の対第三者責任—最大判昭和 44・11・26 民集 23 卷 11 号 2150 頁の検討」田中亘ほか編『論究会社法—会社判例の理論と実務』157-167 頁（有斐閣、2020）

武井一浩＝有吉尚哉「従業員の株式保有—日本の経済成長戦略・市場活性化策の観点から—」神作裕之責任編集・資本市場研究会編『金融危機後の資本市場法制』273-305 頁（資本市場研究会、2010）

竹居正登『入門 確率過程』（森北出版、2020）

竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（下）」旬刊商事法務 1144 号 9-17 頁（1988）

竹下守夫＝藤田耕三編『民事保全法』（有斐閣、1997）

竹村彰通「統計科学にみるランダム」数学セミナー 50 卷 2 号 18-21 頁（2011）

田代一聡「証券市場における情報に関わる問題」証券レビュー 60 卷 4 号 18-30 頁（2020）

龍田節「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか『現代の経済構造と法』477-542 頁（筑摩書房、1975）

龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」大隅健一郎先生古稀記念『企業法の研究』698-726 頁（有斐閣、1977）

田中和夫『英米契約法〔新版〕』（有斐閣、1965）

田中亘「事業再生から見た会社法の現代化（1）」NBL822 号 20-32 頁（2005）

田中亘「定時株主総会はなぜ六月開催なのか」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』415-497 頁（商事法務、2007）

田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任—会社の損害か株主の損害か」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』143-217 頁（商事法務、2008）

田中亘「流通市場における不実開示による発行会社の責任—インセンティブの観点から」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』857-899 頁（有斐閣、2014）

田中亘「公益通報者保護制度の意義と課題—内部通報制度認証（自己適合宣言登録制度）の発足に寄せて—」旬刊商事法務 2195 号 13-21 頁（2019）

田中亘「取締役の善管注意義務・忠実義務および株主代表訴訟」田中亘編著『数字でわかる会社法〔第 2 版〕』76-106 頁（有斐閣、2021）

田中亘『会社法〔第 3 版〕』（東京大学出版会、2021）

田邊光政『会社法読本』（中央経済社、2008）

張智夫「従業員持株制度—会社法上の問題点を中心に—」慶應義塾大学大学院法学研究科論集 59 号 49-99 頁（2019）

ツヴィ・ボディー＝アレックス・ケイン＝アラン・J・マーカス（平木多賀人ほか訳）『インベストメント（上）〔第 8 版〕』（マグロウヒル・エディケーション、2010）

辻正雄『会計基準と経営者行動—会計政策の理論と実証分析—』（中央経済社、2015）

筒井義郎ほか『行動経済学入門』（東洋経済新報社、2017）

常木淳『法律家をめざす人のための経済学』（岩波書店、2015）

津野田一馬「判批（最決平成 27・4・8 判タ 1415 号 83 頁）」ジュリスト 1508 号 128-131

頁 (2017)

デービッド・G・ルーエンバーガー (今野浩=鈴木健一=枇々木規雄訳) 『金融工学入門
〔第2版〕』(日本経済新聞出版社、2015)

ティモシー・チルダーズ (宮部賢志監訳・芦屋雄高訳) 『確率と哲学』(九夏社、2020)

手嶋豊ほか「【シンポジウム】 不法行為法の立法的課題」日本私法学会私法 78号 3-56頁
(2016)

寺崎大介=渡邊真澄「『知る前契約・計画』と『対抗買い』: インサイダー取引規制の改正
の概要と解釈上の留意点」旬刊経理情報 1429号 58-63頁 (2015)

東京弁護士会編著『法律家のための税法 [会社法編] [新訂第七版]』(第一法規、2018)

戸嶋浩二=久保田修平編著『事例で分かるインサイダー取引』(商事法務、2013)

戸田暁「内部者取引禁止の一機能 (2・完)」法学論叢 163巻 6号 1-51頁 (2008)

戸塚貴晴=渋谷武宏=小杉綾「空売り規制に関連する実務上の諸課題について」十市崇
編・黒田康之ほか編著『金融商品取引法の諸問題』83-121頁 (商事法務、2012)

友松義信「信託銀行のチャイニーズ・ウォール」NBL820号 62-70頁 (2005)

豊田秀樹編著『基礎からのベイズ統計学—ハミルトニアンモンテカルロ法による実践的入
門—』(朝倉書店、2015)

鳥山恭一「欧州連合における資本市場濫用規制の展開」吉本健一先生古稀記念『企業金
融・資本市場の法規制』449-489頁 (商事法務、2020)

鳥山恭一「新株予約権の行使による株式の発行の差止めおよび無効事由」早稲田法學 97
巻 2号 1-50頁 (2022)

内藤良祐=藤原祥二編著『ストック・オプションの実務 [全訂版]』(商事法務、2004)

内部者取引規制研究会編著『一問一答インサイダー取引規制』(商事法務研究会、1988)

中川善之助=兼子一監修『仮差押・仮処分 (実務法律大系第8巻)』(青林書院新社、1972)

中里実「企業のアグレッシブな租税回避と会社法—Tax complianceの視点からの研究ノー
ト」法学新報 123巻 11・12号 219-244頁 (2017)

長澤哲也=多田敏明編著『類型別独禁民事訴訟の実務』(有斐閣、2021)

長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務 [第3版]』(商事法務、2016)

長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法 [第3版]』(商事法務、2019)

中島弘雅「会社経営者の倒産責任の取り方に関する覚書き: イギリス倒産法からの示唆」

河野正憲先生古稀祝賀『民事手続法の比較法的・歴史的研究』459-499頁 (慈学社、2014)

中野誠=大坪史尚=高須悠介「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主
価値に及ぼす影響」金融研究 34巻 1号 99-145頁 (2015)

中野雅史「会計上の変更と監査報告の財務諸表利用者への影響に関する実験」経理知識 93
号 17-29頁 (2014)

中村亮介=河内山拓磨『財務制限条項の実態・影響・役割—債務契約における会計情報の
活用—』(中央経済社、2018)

- 並木俊守『日米インサイダー取引法と企業買収法』（中央経済社、1989）
- 並木和夫「判批（東京地判平成 3・10・29 金融法務事情 1321 号 23 頁）」法學研究 69 卷 6 号 1-17 頁（1993）
- 並木和夫『市場法説に基づいた証券取引法』（中央経済社、2006）
- 新山雄三編著『会社法講義—会社法の仕組みと働き』（日本評論社、2014）
- 西田典之編『金融業務と刑事法』（有斐閣、1997）
- 西谷順平『保守主義のジレンマ：会計基礎概念の内部化』（中央経済社、2016）
- 西原寛一『会社法〔第 2 版〕』（岩波書店、1969）
- 西村あさひ法律事務所＝フロンティア・マネジメント（株）編『法的整理計画策定の実務』（商事法務、2016）
- 西山芳喜編『アクチュアル企業法〔第 2 版〕』（法律文化社、2016）
- 野村稔『経済刑法の論点』（現代法律出版、2002）（初出：現代刑事法 1 卷 1 号 108-119 頁（1999））
- 芳賀良「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—」山口経済学雑誌 51 卷 3 号 141-163 頁（2003）
- 蓮井良憲＝森淳二郎編『手形法・小切手法』（法律文化社、1993）
- 蓮井良憲＝森淳二郎編『会社法〔第 3 版〕』（法律文化社、2000）
- 長谷川雄一『基本商法講義（会社法）〔第 4 版〕』（成文堂、1998）
- 長谷川雄一「新株予約権付社債について」帝京法学 24 卷 1 号 1-45 頁（2005）
- 服部秀一『インサイダー取引規制のすべて〔新版〕』（金融財政事情研究会、2014）
- 花村信也「M&A の取引発表での株式市場の反応に関する分析—出来高反応の実証分析—」証券経済学会年報 46 号 59-71 頁（2011）
- 花村信也「敵対的 TOB が経営者行動と情報開示に与える影響」証券経済学会年報 46 号 99-108 頁（2011）
- 浜田道代『商法〔第 3 版〕』（岩波書店、2003）
- 浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題（上）—従来の慣行は合理的か—」旬刊商事法務 1772 号 4-17 頁（2006）
- 浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題（下）—従来の慣行は合理的か—」旬刊商事法務 1773 号 13-25 頁（2006）
- 林孝宗「判批（東京地判平成 19・7・3 判時 1992 号 76 頁）」早稲田法学 87 卷 1 号 193-204 頁（2011）
- 春田博「判批（東京地判平成 3・10・29 金融法務事情 1321 号 23 頁）」法学セミナー 455 号 128 頁（1992）
- 阪埜光男「自己株式取得規制と規制緩和の問題点」法學研究：法律・政治・社会 66 卷 1 号 45-61 頁（1993）
- 樋口範雄『アメリカ契約法〔第 2 版〕』（弘文堂、2008）

- 平井七奈「IFRS の任意適用に伴う株式市場の反応と経営指標への影響」経営経理研究 109号 69-85 頁 (2017)
- 平井宜雄『損害賠償法の理論』(東京大学出版会、1971)
- 平山幹子「経済刑法の理論的基礎と証券犯罪の刑事規制」刑法雑誌 55 卷 1 号 40-54 頁 (2015)
- 広中俊雄『債券各論講義〔第 5 版〕』(有斐閣、1979)
- 福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任—会社支配争奪の局面を中心に—」南山法学 22 卷 1 号 1-43 頁 (1998)
- 藤原総一郎監修『企業再生の法務—実践的リーガルプロセスのすべて〔改訂版〕』(きんざい、2012)
- 藤越康祝=若木宏文=柳原宏和『確率・統計の数学的基礎』(広島大学出版会、2011)
- 藤田祥子「株主に株式の割当てを受ける権利を与える場合(会社法二〇二条)と新株予約権無償割当て(会社法二七七条)について」山本爲三郎編『企業法の法理』261-290 頁 (慶應義塾大学出版会、2012)
- 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」竹内昭夫先生追悼論文集『商事法の展望』575-619 頁 (商事法務研究会、1998)
- 藤本佳久『例題と演習で学ぶ 経営数学入門—待ち行列理論と在庫管理—〔第 3 版〕』(学術図書出版社、2017)
- 船越涼介「取引規制府令および金商法等ガイドライン一部改正の解説—いわゆる『知る前契約・計画』および『対抗買い』に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の見直し等—」旬刊商事法務 2079 号 31-42 頁 (2015)
- 古川顕『テキストブック 現代の金融〔第 3 版〕』(東洋経済社、2014)
- 實金敏明「新株発行差止の仮処分申請」山口和男編『裁判実務大系 (第 21 卷)』126-140 頁 (青林書院、1992)
- 堀内昭義『金融論』(東京大学出版会、1990)
- 堀口勝「インサイダー取引の悪性に関する若干の考察」法政論叢 50 卷 2 号 168-179 頁 (2014)
- 前越俊之「内部者取引の防止と責任」沢野直樹=高田桂一=森淳二郎編『企業ビジネスと法的責任』342-356 頁 (法律文化社、1999)
- 前越俊之「公開市場における内部者取引の民事責任について—内部者利得の不当利得的構成—」私法 61 号 255-261 頁 (1999)
- 前越俊之「有価証券報告書等虚偽記載に関する発行会社の民事責任—損害論からの考察—」福岡大學法學論叢 63 卷 1 号 127-199 頁 (2018)
- 増田友樹「わが国の経営判断原則に関する近時の議論とその問題点」同志社法學 71 卷 1 号 727-749 頁 (2019)
- 前田庸『会社法入門〔第 13 版〕』(有斐閣、2018)

- 前田雅弘「インサイダー取引規制と自己株式」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制に関する諸問題（上）』178-198頁（日本証券経済研究所、2016）
- 牧野都治『待ち行列の応用』（森北出版、1969）
- 松井一郎「アメリカにおける最近の内部者取引肯定論について」『日本大学法学部創立百周年記念論文集（第1巻）』471-489頁（日本大学法学部、1989）
- 松井一郎「判批（東京地判平成3・10・29 金融法務事情 1321号 23頁）」金融商事判例902号 45-51頁（1992）
- 松井秀樹「インサイダー取引規制の変遷と現行制度の概要」旬刊商事法務 1679号 4-13頁（2003）
- 松井秀征「判批（東京地判平成25・6・28 判時 2203号 135頁）」旬刊商事法務 2018号 4-14頁（2013）
- 松尾健一「EUにおけるインサイダー取引規制—最近の判例および法改正について—」阪大法学 62巻 3・4号 281-301頁（2012）
- 松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務、2021）
- 松岡久和＝中田邦博編『新・コンメンタール民法（財産法）〔第2版〕』（日本評論社、2020）
- 松崎裕之「インサイダー取引規制の最近の動向—自社株売買機会の確保に向けて—」月刊監査役 653号 62-69頁（2016）
- 松嶋隆弘「債務の株式化に関する一考察」酒巻俊雄先生古稀記念『21世紀の企業法制』793-809頁（商事法務、2003）
- 松中学「募集株式の発行等と株主の利益」田中亘編著『数字でわかる会社法〔第2版〕』138-175頁（有斐閣、2021）
- 松宮孝明『刑法総論講義〔第5版補訂版〕』（成文堂、2018）
- 松本真輔『最新インサイダー取引規制—解釈・事例・実務対応』（商事法務、2006）
- 丸茂幸平＝家田明「信用リスクのある金融商品のコックス過程を用いたプライシング方法」金融研究 20巻別冊1号 19-47頁（2001）
- 萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂、2011）
- 萬澤陽子「投資アドバイザーの責任と代理法」樋口範雄＝佐久間毅編『現代の代理法—アメリカと日本』196-204頁（弘文堂、2014）
- 三浦守「証券取引法における風説の流布」研修 580号 23-30頁（1996）
- 三上徹ほか「【座談会】金融取引における利益相反（3）—チャイニーズ・ウォール（1）」NBL894号 51-60頁（2008）
- 三國谷勝範編著『インサイダー取引規制詳解』（資本市場研究会、1991）
- 溝渕将章「金融機関における利益相反と情報隔壁（チャイニーズウォール）の私法的効果（2）—秘密保持義務（守秘義務）と情報提供の衝突を中心に—」愛知大学法学部法経論集 223号 33-76頁（2020）

三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償制度：条解証券取引法』（きんざい、2005）

満井美江「金融商品取引法に基づく課徴金制度に関する一考察—不適切な会計処理事件を契機に一」正井章彦先生古稀祝賀『企業法の現代的課題』513-534頁（成文堂、2015）

南由介「インサイダー取引の罪における主体について—最高裁平成27年4月8日決定を素材として—」鹿児島大学法学論集53巻2号7-37頁（2019）

宮川壽夫『配当政策とコーポレート・ガバナンス：株主所有権の限界』（中央経済社、2013）

三宅正男『契約法（各論）上巻』（青林書院、1983）

三好祐輔『法と紛争解決の実証分析—法と経済学のアプローチ』（大阪大学出版会、2013）

民法（債権法）改正検討委員会編『詳解 債権法改正の基本方針 II：契約および債権一般（1）』（商事法務、2009）

村田敏一「判批（東京高決平成20・5・12）」旬刊商事法務1944号93-99頁（2011）

村中徹「M&A 契約における表明保証条項を巡る実務課題の検討」同志社法学61巻2号369-385頁（2009）

村松郁夫「わが国におけるストックオプションの権利行使状況」彦根論叢395号128-137頁（2013）

森田果「わが国に経営判断原則は存在していたのか」旬刊商事法務1858号4-13頁（2009）

森・濱田松本法律事務所編（安部健介＝峯岸健太郎著）『新株予約権・社債〔第2版〕』（中央経済社、2015）

森村英典＝大前義次『応用待ち行列理論』（日科技連、1975）

森本滋「株主総会制度の改正と公開会社における株主総会の運営」法学論叢148巻3=4号103-147頁（2000）

矢島萌子＝フンドックトゥアン＝増山博之「集団到着型無限サーバ待ち行列の安定性」オペレーションズ・リサーチ63巻8号19-25頁（2018）

弥永真生「企業買収と証券取引法（金融商品取引法）十八条・十九条」旬刊商事法務1804号4-14頁（2007）

弥永真生『会計基準と法』（中央経済社、2013）

山口厚『刑法総論〔第3版〕』（有斐閣、2016）

山口厚編著『経済刑法』（商事法務、2012）

山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第2版〕』（有斐閣、2017）

山城一真「沈黙による詐欺と情報収集義務（1）—フランス法の展開を題材として—」早稲田法学91巻4号33-76頁（2016）

山城一真「沈黙による詐欺と情報収集義務（2・完）—フランス法の展開を題材として—」早稲田法学92巻1号119-171頁（2016）

山田廣己「内部者取引と取締役の責任」森本滋＝川濱昇＝前田雅弘編『企業の健全性確保

- と取締役の責任』438-479頁（有斐閣、1997）
- 山中敬一「詐欺罪における財産的損害と取引目的」法学新報 121 卷 11・12 号 397-437 頁（2015）
- 山根崇邦「情報の不法行為を通じた保護」吉田克己＝片山直也編『財の多様化と民法学』351-380 頁（商事法務、2014）
- 山野目章夫『民法概論 4 債権各論』（有斐閣、2020）
- 山本裕一『ベイズ学習とバイアス—自信過剰な人は得をするか？—』（三菱経済研究所、2021）
- 柚木馨＝高木多喜男編『新版注釈民法（14）』（有斐閣、1993）
- 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂、2016）
- 湯原心一「判批（*Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420 (2016)）」成蹊法学 87 号 80-60 頁（2017）
- 湯原心一「判批（最決平成 28・11・28 刑集 70 卷 7 号 609 頁）」旬刊商事法務 2131 号 4-12 頁（2017）
- 湯原心一「内部者取引と統治」吉本健一先生古稀記念『企業金融・資本市場の法規制』491-511 頁（商事法務、2020）
- 横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989）
- 横山美夏「不動産売買契約の『成立』と所有権の移動（1）—フランスにおける売買の双務予約を手がかりとして—」早稲田法学 65 卷 2 号 1-145 頁（1990）
- 吉田直『重要論点 株式会社法』（中央経済社、2016）
- 葭田英人「剰余金分配規制における資本の払戻しと自己株式取得」神奈川法学 40 卷 2 号 39-62 頁（2007）
- 吉村政穂「『税の透明性』は企業に何を求めるのか？—税務戦略に対する市場の評価」民商法雑誌 153 卷 5 号 18-37 頁（2017）
- 吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（中央経済社、2007）
- 吉本健一『会社法〔第 2 版〕』（中央経済社、2015）
- 吉本健一ほか「【シンポジウム】新株発行等・新株予約権発行の法規制をめぐる諸問題」私法 77 号 100-142 頁（2015）
- 李秀宓「インサイダー取引規制—情報保有基準および情報利用基準の検討を中心として」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』569-618 頁（商事法務、2011）
- リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン（藤井真理子＝國枝繁樹監訳）『コーポレートファイナンス（上）〔第 10 版〕』（日経 BP 社、2014）
- リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン（藤井真理子＝國枝繁樹監訳）『コーポレートファイナンス（下）〔第 10 版〕』（日経 BP、2014）
- ロバート・C・ヒギンズ（グロービス経営大学院訳）『ファイナンシャル・マネジメント—企業財務の理論と実践〔改訂 3 版〕』（ダイヤモンド社、2015）

我妻栄『債権各論中巻一（民法講義 V2）』（岩波書店、1957）
早稲田大学大学院ファイナンス研究科＝早稲田大学ビジネススクール編『MBA・金融プロ
フェッショナルのためのファイナンスハンドブック』（中央経済社、2016）
和達三樹＝十河清『キーポイント確率・統計』（岩波書店、1993）
渡辺一弘「ベイジアンネットワークと確率の解釈」哲学論叢 35 巻 130-141 頁（2008）

英語文献

Alan D. Jagolinzer, *SEC Rule 10b5-1 and Insiders' Strategic Trade*, 55 MGMT. SCI. 224 (2009)

Alexandre Billon, *Paradoxical Hypodoxes*, 196 SYNTHÈSE 5205 (2019)

Anthony T. Kronman, *Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts*, 7 J. LEGAL STUD. 1 (1978)

Antonio Cosma et al., *Early Exercise Decision in American Options with Dividends, Stochastic Volatility, and Jumps*, 55 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 331 (2020)

Antonio E. Bernardo, *Contractual Restrictions on Insider Trading: A Welfare Analysis*, 18 ECON. THEORY 7 (2001)

Aurelio Gurrea-Martínez, *Re-Examining the Law and Economics of the Business Judgment Rule: Notes for Its Implication in Non-US Jurisdictions*, 18 J. CORP. L. STUD. 417 (2018)

Avner Kalay, Oğuzhan Karakaş & Shagun Pant, *The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices*, 69 J. FIN. 1235, 1243 (2014)

Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, *Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options*, 90 AM. ECON. REV. 209 (2000)

Bruce H. Kobayashi & Larry E. Ribstein, *Outsider Trading as an Incentive Device*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 21 (2006)

Christina Mashruwala & Shamin Mashruwala, *Does Accounting Conservatism Reduce Overpricing Caused by Short-Sales Constraints?*, 35 CONTEMPORARY ACCT. RES. 2160 (2018)

Colin Read, *Market Inefficiencies and Inequities of Insider Trading—An Economic Analysis*, in INSIDER TRADING: GLOBAL DEVELOPMENTS AND ANALYSIS 3 (Paul U. Ali & Greg N. Gregoriou eds, CRC Press, 2008)

Dan D. Pitzer, comment, *The Qui Tam Doctrine: A Comparative Analysis of Its Application in the United States and the British Commonwealth*, 7 TEX. INT'L L. J. 415 (1972)

Dan Dhaliwal, Merle Erickson & Shane Heitzman, *Taxes and the Backdating of Stock*

Option Exercise Dates, 47 J. ACCT. & ECON. 27 (2009)

David Aboody & Ron Kasznik, *CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures*, 29 J. ACCT. & ECON. 73 (2000)

David C. Cicero, *The Manipulation of Executive Stock Option Exercise Strategies: Information Timing and Backdating*, 64 J. FIN. 2627 (2009)

David D. Haddock & Jonathan R. Macey, *Controlling Insider Trading in Europe and America: The Economics of the Politics*, in LAW AND ECONOMICS AND THE ECONOMICS OF LEGAL REGULATION 149 (J.-Matthias Graf von der Schulenburg & Göran Skogh eds, Kluwer Academic Publishers, 1986)

David I. Walker, *The Non-Option: Understanding the Dearth of Discounted Employee Stock Options*, 89 B.U. L. REV. 1505 (2009)

David Yermack, *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, 52 J. FIN. 449 (1997)

David Yermack, *Deductio' Ad Absurdum: CEOs Donating Their Own Stock to Their Own Family Foundations*, 94 J. FIN. ECON. 107 (2009)

Donna M. Nagy, *Reframing the Misappropriation Theory of Insider Trading Liability: A Post-O'Hagan Suggestion*, 59 OHIO ST. L.J. 1223 (1998)

Eli Bartov & Partha Mohanram, *Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises*, 79 ACCT. REV. 889 (2004)

Emanuele Tarantino, *Bankruptcy Law and Corporate Investment Decisions*, 37 J. BANKING & FIN. 2490 (2013)

Erik Devos, William B. Elliott & Richard S. Warr, *CEO Opportunism?: Option Grants and Stock Trades around Stock Splits*, 60 J. ACCT. & ECON. 18 (2015)

Eugene Heath, *Fairness in Financial Markets*, in FINANCIAL ETHICS: CRITICAL ISSUES IN THEORY AND PRACTICE 163 (John R. Boatright ed, John Wiley & Sons., Inc., 2010)

Feng Gu & John Q. Li, *The Credibility of Voluntary Disclosure and Insider Stock Transactions*, 45 J. ACCT. RES. 771 (2007)

Frank Weikai Li, Abhiroop Mukherjee & Rik Sen, *Inside Brokers*, 141 J. FIN. ECON. 1096 (2021)

Geoffrey Christopher Rapp, *Beyond Protection: Invigorating Incentives for Sarbanes-Oxley Corporate and Securities Fraud Whistleblowers*, 87 B.U. L. REV. 91 (2007)

Gregory Klass & Kathryn Zeiler, *Against Endowment Theory: Experimental Economics and Legal Scholarship*, 61 UCLA L. REV. 2 (2013)

Hatsuru Morita, *Another Welfare Effect of Insider Trading? An Empirical Analysis of Insider Trading around Seasoned Equity Offering in Japan*, 2 (2016), available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2790713

Henry G. Manne, *Economic Aspects of Required Disclosure Under Federal Securities Law*, in WALL STREET IN TRANSITION 21 (Henry G. Manne & Erza Solomon eds., New York University Press, 1974)

Henry G. Manne, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, 4 CATO J. 933 (1985)

Henry G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, in 2 THE COLLECTED WORKS OF HENRY G. MANNE 1 (Stephen M. Bainbridge ed., Liberty Fund, 2009)

IWONA SEREDYŃSKA, *INSIDER DEALING AND CRIMINAL LAW: DANGEROUS LIAISONS* (Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2012)

J. Randy Beck, *The False Claims Act and the English Eradication of Qui Tam Legislation*, 78 N.C. L. REV. 539 (2000)

James J. Angel & Douglas M. McCabe, *Insider Trading 2.0? The Ethics of Information Sales*, 147 J. BUS. ETHICS 747 (2017)

James M. Bickley & Gary Shorter, *Stock Options: The Backdating Issue*, CRS REPORT FOR CONGRESS RL 33926 (2008)

Jana P. Fidrmuc, Marc Goergen & Luc Renneboog, *Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration*, 61 J. FIN. 2931 (2006)

János Kornai, Eric Maskin & Gérard Roland, *Understanding the Soft Budget Constraint*, 41 J. ECON. LITERATURE 1095 (2003)

Jesper Lau Hansen, *Insider Dealing after the Market Abuse Directive*, in CORPORATE FINANCE LAW IN THE UK AND EU 87 (Dan Prentice & Arad Reisberg eds., Oxford University Press, 2011)

Jesper Lau Hansen, *Article 8: Insider Dealing*, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE 208 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., Oxford University Press, 2017)

Jesse M. Fried, essay, *Insider Abstention*, 113 YALE L.J. 455 (2003)

Jesse M. Fried & Holger Spamann, *Cheap-Stock Tunneling around Preemptive Rights*, 137 J. FIN. ECON. 353 (2020)

Jieying Zhang, *The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers*, 45 J. ACCT. & ECON. 27 (2008)

Jo-Ann Suchard, *The Use of Stand Alone Warrants as Unique Capital Raising Instruments*, 29 J. BANKING & FIN. 1095 (2005)

JOHN F. SHORTLE ET AL., *FUNDAMENTALS OF QUEUEING THEORY* (Fifth edition, John Wiley and Sons, Inc., 2018)

John P. Anderson, *Solving the Paradox of Insider Trading Compliance*, 88 TEMP. L. REV. 273 (2016)

- Jonathan Macey, *Getting the World out about Fraud: A Theoretical Analysis of Whistleblowing and Insider Trading*, 105 MICH. L. REV. 1899 (2007)
- Juan Manuel García Lara, Beatriz García Osma & Fernando Penalva, *Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency*, 61 J. ACCT. & ECON. 221 (2016)
- Jun-Koo Kang, Anil Shivdasani & Takeshi Yamada, *The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids*, 55 J. FIN. 2197 (2000)
- Justus Arne Schwarz, Gregor Selinka & Raik Stolletz, *Performance Analysis of Time-Dependent Queueing Systems: Survey and Classification*, 63 OMEGA 170 (2016)
- Karen Schoen, comment, *Insider Trading: The "Possession versus Use" Debate*, 148 U. PA. L. REV. 239 (1999)
- Katja Langenbucher, *Insider Trading in European Law*, in RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 429 (Stephen M. Bainbridge ed., Edward Elgar, 2013)
- Kenneth R. Davis, *Insider Trading Flaw: Toward a Fraud-on-the-Market Theory and Beyond*, 66 AM. U. L. REV. 51 (2016)
- Kristoffel R. Grechenig, *The Marginal Incentive of Insider Trading: An Economic Reinterpretation of the Case Law*, 37 U. MEM. L. REV. 75 (2006)
- LÁSZLÓ LAKATOS, LÁSZLÓ SZEIDL & MIKLÓS TELEK, INTRODUCTION TO QUEUEING SYSTEMS WITH TELECOMMUNICATION APPLICATIONS (2nd edition, Springer Nature Switzerland AG, 2019)
- Lucian Arye Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECTIVES 71 (2003)
- M.P. Narayanan & H. Nejat Seyhun, *The Dating Game: Do Managers Designate Option Grant Dates to Increase Their Compensation?*, 21 REV. FIN. STUD. 1907 (2008)
- M. W. Beresford, *The Common Informer, the Penal Statutes and Economic Regulation*, 10 ECON. HISTORY REV. 221 (1957)
- Mads Vestergaard Jensen & Lasse Heje Pedersen, *Early Option Exercise: Never Say Never*, 121 J. FIN. ECON. 278 (2016)
- Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, 57 J. FIN. 1 (2002)
- Marco Ventoruzzo, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, 11 EUR. COMPANY & FIN. L. REV. 554 (2014)
- Marco Ventoruzzo & Chiara Picciau, *Article 7: Inside Information*, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE 175 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., Oxford University Press, 2017)

- Mark Bayless & Susan Chaplinsky, *Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?*, 51 J. FIN. 253 (1996)
- MARK J. MORAN, IMPAIRMENT OR CORRECTIVE?: INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1982)
- Mary Lea McAnally, Anup Srivastava & Connie D. Weaver, *Executive Stock Options, Missed Earnings Targets, and Earnings Management*, 83 ACCT. REV. 185 (2008)
- Massimo Massa et al., *Competition of the Informed: Does the Presence of Short Sellers Affect Insider Selling?*, 118 J. FIN. ECON. 268 (2015)
- Matthew T. Billett, Ioannis V. Floros & Jon A. Garfinkel, *At-the-Market Offering*, 54 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 1263 (2019)
- Matthijs Nelemans and Michael Schouten, *Takeover Bids and Insider Trading*, in RESEARCH HANDBOOK ON INSIDER TRADING 449 (Stephen M. Bainbridge ed, Edward Elgar Publishing Limited, 2013)
- Minying Cheng, Jun Liu & Longwen Zhang, *Tunneling through Allies: Affiliated Shareholders, Insider Trading, and Monitoring Failure*, 67 INT'L REV. ECON. & FIN. 323 (2020)
- Oksana Doherty, *Informational Cascades in Financial Markets: Review and Synthesis*, 10 REV. BEHAVIORAL FIN. 53 (2018)
- Paul Brockman, Xiumin Martin & Andy Puckett, *Voluntary Disclosures and the Exercise of CEO Stock Options*, 16 J. CORP. FIN. 120 (2010)
- Paul Hribar et al., *Does Managerial Sentiment Affect Accrual Estimates? Evidence from the Banking Industry*, 63 J. ACCT. & ECON. 26 (2017)
- Peter-Jan Engelen & Luc van Liedekerke, *Insider Trading*, in FINANCE ETHICS: CRITICAL ISSUES IN THEORY AND PRACTICE 199 (John R. Boatright ed, John Wiley & Sons., Inc., 2010)
- Quan Gan, Wang Chun Wei & David Johnstone, *Does the Probability of Informed Trading Model Fit Empirical Data?*, 52 FIN. REV. 5 (2017)
- Ray Ball & Lakshmanan Shivakumar, *Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness*, 39 J. ACCT. & ECON. 83 (2005)
- RICHARD A. POSNER, ECONOMIC ANALYSIS OF LAW (9th. edition, Wolters Kluwer, 2014)
- Richard Roll, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, 59 J. BUS. 197 (1986)
- Robert A. Prentice & Dain C. Donelson, *Insider Trading as a Signaling Device*, 47 AM. BUS. L.J. 1 (2010)
- Robert E. Wagner, *Gordon Gekko to the Rescue: Insider Trading as a Tool to Combat Accounting Fraud*, 79 U. CIN. L. REV. 973 (2011)
- Robert J. Bloomfield, Mark W. Nelson & Steven D. Smith, *Feedback Loops, Fair Value*

- Accounting and Correlated Investments*, 11 REV. ACCT. STUD. 377 (2006)
- S. Burcu Avci, Cindy A. Schipani & H. Nejat Seyhun, *Manipulative Games of Gifts by Corporate Executives*, 18 U. PA. J. BUS. L. 1131 (2016)
- Sara Almousa, comment, *Friends with Benefits? Clarifying the Role Relationship Play in Satisfying the Personal Benefit Requirement under Tipper-Tippee Liability*, 23 GEO. MASON L. REV. 1251 (2016)
- Saul Levmore, *Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts*, 68 VA. L. REV. 118 (1982)
- Sebastian Mock, *History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation*, in MARKET ABUSE REGULATION: COMMENTARY AND ANNOTATED GUIDE 1 (Marco Ventoruzzo & Sebastian Mock eds., Oxford University Press, 2017)
- Shawn Standefer, *Non-Classical Circular Definitions*, 14 AUSTRALASIAN J. LOGIC 147 (2017)
- Shelby D. Green, *To Disclose or Not to Disclose? That Is the Question for the Corporate Fiduciary Who Is Also a Pension Plan Fiduciary under ERISA: Resolving the Conflict of Duty*, 9 U. PA. J. LAB. & EMP. L. 831 (2007)
- Steven Huddart & Mark Lang, *Information Distribution within Firms: Evidence from Stock Option Exercises*, 34 J. ACCT. & ECON. 3 (2003)
- Sudipta Basu, *The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*, 24 J. ACCT. & ECON. 3 (1997)
- Thomas Lambert, *Overvalued Equity and the Case for an Asymmetric Insider Trading Regime*, 41 WAKE FOREST L. REV. 1045 (2006)
- V. Giorno, A.G. Nobile & S. Spina, *On Some Time Non-Homogeneous Queueing Systems with Catastrophes*, 235 APPLIED MATHEMATICS & COMPUTATION 220 (2014)
- Veronika Krepely Pool, Hans R. Stoll & Robert E. Whaley, *Failure to Exercise Call Options: An Anomaly and a Trading Game*, 11 J. FIN. MARKETS 1 (2008)
- Vladimir Atanasov et al., *How Does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria*, 96 J. FIN. ECON. 155 (2010)
- Viktria Dalko & Michael H. Wang, *Why Is Insider Trading Law Ineffective? Three Antitrust Suggestions*, 33 STUD. ECON. & FIN. 704 (2016)
- Wenjing Ouyang & Pengcheng Zhu, *An International Study of Shareholder Protection in Freeze-Out M&A Transactions*, 45 INT'L REV. FIN. ANALYSIS 157 (2016)
- William K.S. Wang, *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, 10 U.C. DAVIS BUS. L.J. 1 (2009)
- Xin Yan et al., *Regulating Trading by Corporate Insiders*, in REGULATING COMPETITION IN STOCK MARKETS 133 (Lawrence R. Klein et al. eds., John Wiley & Sons, Inc., 2012)

Xinrong Qiang, *The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-Sectional Evidence at the Firm Level*, 82 ACCT. REV. 759 (2007)

Yesha Yadav, *Insider Trading and Market Structure*, 63 UCLA L. REV. 968 (2016)

Yezhou Sha, Zixuan Zhang & Lanlan Liu, *Is Illegal Insider Trading a Sure Thing? Some New Evidence*, 56 EMERGING MARKETS FIN. & TRADE 2929 (2020)

Yu-hong Liu, I-Ming Jiang & Wei-tze Hsu, *Compound Option Pricing under a Double Exponential Jump-Diffusion Model*, 43 NORTH AM. J. ECON. & FIN. 30 (2018)

Zohar Goshen, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L.J. 711 (2006)

オンライン資料

※いずれも 2023 年 2 月 1 日最終アクセス

北村雅史「イギリスにおけるインサイダー取引の規制」大証金融商品取引法研究会研究記録 (2012) < https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/detail/tvdivq0000008vgb-att/23120_01.pdf>

金融庁ウェブサイト<<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150618-1.html>>

金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」<<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>> (2007)

金融庁「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」<<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120210-2/00.pdf>> (2012)

金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」<<https://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20150902-1/01.pdf>> (2015)

金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A (金融商品取引法第 167 条の 2 関係)」<<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>> (2015)

金融庁＝証券取引等監視委員会「インサイダー取引規制に関する Q&A」(最終改訂：令和元年 7 月 29 日)<https://www.fsa.go.jp/news/30/shouken/190729insider_qa_.pdf> (2019)

国税庁「平成 25 年分株式等の譲渡所得等の申告のしかた (記載例)」<<http://www.nta.go.jp/tetsuzuki/shinkoku/shotoku/tebiki2013/kisairei/kabushiki/pdf/01.pdf>>

持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会「報告書～対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて～」<<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf>> (2015)

証券取引等監視委員会「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」<<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20200624/01.pdf>>

証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集～不公正取引編～」
<https://www.fsa.go.jp/sesc/jirei/torichou/20190620/jirei_R01.pdf> (2019)

証券保管振替機構「振替新株予約権の新株予約権行使の処理フロー」<
https://www.jasdec.com/download/ds/w/outline_3_2.pdf>

東京証券取引所「決算短信・四半期決算短信作成要領等」<
<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/summary/tvdivq0000004wuh-att/youryou201503.pdf>> (2015)

日本経済団体連合会ウェブサイト<<https://www.keidanren.or.jp/policy/2012/087.html>>

日本証券業協会ウェブサイト<http://www.jsda.or.jp/about/jishukisei/web-handbook/106_saiken/files/sentakukenkisoku.pdf>

日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針〔平成 22 年 4 月 1 日付〕」<
<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/c0301.pdf>> (2010)

日本取引所ウェブサイト<<https://faq.jpx.co.jp/disclotse/web/knowledge6855.html>>

日本取引所グループ「『知る前契約・計画』に関する FAQ 集〔2016.2.4 版〕」<
<http://www.jpx.co.jp/regulation/preventing/insider/nlsgeu000001if9w-att/sirumaefaq2.pdf>> (2016)

日本取引所自主規制法人「『知る前契約・計画』に関する FAQ 集〔2016 年 2 月 4 日版〕」
<
<https://www.jpx.co.jp/regulation/preventing/insider/nlsgeu000001if9w-att/sirumaefaq2.pdf>> (2016)

Wikipedia 項目「財産税法」ウィキソース<
<https://ja.wikisource.org/wiki/%E8%B2%A1%E7%94%A3%E7%A8%8E%E6%B3%95>>

European Commission, *Commission Recommendation of 12.3.2014 on a New Approach to Business Failure and Insolvency* (2014), at http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_en.pdf

European Commission, *Evaluation of the Implementation of the Commission Recommendation of 12.3.2014 on a New Approach to Business Failure and Insolvency* (2015), at http://ec.europa.eu/justice/civil/files/evaluation_recommendation_final.pdf

European Commission, *Implementing and Delegated Acts on Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance* (2020), at https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/mar-level-2-measures-full_en.pdf

SEC, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, RELEASE NOS. 33-7881, 34-43154, IC-24599, FILE NO. S7-31-99 (2000), available at https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm#P120_46985

<https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/2655/text>

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-116hrg43503/html/CHRG-116hrg43503.htm>

SEC, *Compliance and Disclosure Interpretations, Exchange Act Rules, Questions and Answers of General Applicability*, Question 120.20 (Last Update: March 31, 2020), at <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangeactrules-interps.htm>