

会社内部関係者の株式取引における責任

長 浜 洋 一

- 一 はしがき
- 二 株式取引における取締役と株主・投資家の関係
- 三 証券取引法の規制
 - (一) 責任要件の客観性
 - (二) 不当利益の範囲
 - (三) 売付および買付
 - I 売買の目的物とその同一性
 - II 売付および買付の態様
 - (四) 不当利益取得者
 - (五) 不当利益の提供
- 四 むすび
- 一 は し が き

自己株式の取得を原則的に禁止する商法第二二〇条の立法理由として、通説は、会社債権者の保護とともに、一般会社内部関係者の株式取引における責任

投資家を害する自己株式による投機の防止を挙げている。ところで、このような投機は会社の内部情報の利用によつて可能となるのであつて、その点では、この情報に接することのできる取締役あるいは高級使用人による自社株式の取引にも同じ弊害がある。しかし商法はこの点に關してなにも規定していない。株券に物化されて自由に譲渡される(商法二〇四条一項)、独立にして譲渡可能な財産権 *ein selbständiges, übertragbares Vermögensrecht* の面を有する株式の取得については、会社とは別個の人格者であつて会社債権者の保護を考慮する必要のない取締役その他の者にこれを禁止する一般的理由はない。しかし一般投資家を害する投機の弊害の予防あるいは救済の手段は、充分考慮すべきである。これに対して、証券取引法第一八九条においては、このような弊害を防止するために、会社の役員または主要株主が一定の期間中になした自社株式の取引より生じた利益を、会社へ提供せしめている。利益を会社に帰属させる限り、自社株式による被害者の救済の面は考慮されない。それならば、予防的效果は充分であろうか。この規定の解釈上の問題点とともに、これらを本稿において考察する。

(一) Renand, *Das Recht der Aktiengesellschaft*, 1875, S. 412.

二 株式取引における取締役と株主・投資家の関係

取締役は、法律行為のみでなく事実行為たる事務の処理をもなすのであるから、委任契約と準委任契約の併合契約により任用される。したがつて、会社と取締役との関係は民法の委任の規定にしたい(商法二五四条三項)、取締役は、善良なる管理者の注意をもつて、会社の業務の城執行にあたらなくてはならない(民法六四四条)。そしてその職

務執行の仕方および態度については、「会社ノ為忠実ニ其ノ職務ヲ遂行スル義務ヲ負フ」(商法二五四条ノ二)ものであつて、ここに「忠実ニ」とは、取締役の職務の重大性と地位の特殊性とを考慮して、全幅的誠実を取締役に要求するものと解される。^(二)このことは、「取締役として行為するときはもちろんのこと、取締役たる立場をはなれた別の資格で行動するときも、私欲にかられて会社の不利益に行動することもまた許さない。商法は、とくに会社と取締役との利害が衝突すると考えられる場合につき、取締役の行為を制限する監視規定を設けている。会社との競業行為および自己取引に関する規定である。すなわち、取締役が、自己または第三者のために、会社の営業の部類に属する取引をするには、株主総会において、その取引に関する重要な事実を開示して認許をうけなければならない(同法二六四条一項)。この認許には、発行済株式総数の三分の二以上の同意が必要であり、もし取締役がこれに違反して、自己のために取引をした場合には、株主総会はこれを会社のためにしたものと看做すことができる(同条二項・三項)。また取締役が会社の製品その他の財産を譲受け、会社に対して自己の製品その他の財産を譲渡し、会社より金銭の貸付をうけ、その他自己または第三者のために会社と取引をなすには、取締役会の承認をうけなければならない(同法二六五条)。そしてこれらの規定に違反した場合には、また自己取引の場合には取締役会の承認を得ていても、その取引により会社と与えた損害を賠償しなければならぬ(同法二六六条三項、四項)。このようにして、会社とその受託者である取締役との利害の衝突の際には、前者の利益の保護がはかられている。^(三)

しかしながら、個々の株主あるいは投資家と取締役との利害が、株式をはさんで対立するときは満足すべき解決が与えられない。

抽象的には、株式の価格は、予想配当額を資本還元したものであると定式化される。この抽象的株価の決定要因である予想された配当額も、またこの配当を決定する会社の収益力に関係する事柄も、現実的株価とその変動である「株式相場」の形成要因あるいは「材料」に数えられる。そしてこれらは、取締役が、その地位により、一般の株主あるいは投資家よりもはるかに早くまた容易に知りうるものである。したがって、取締役は、その奉仕する会社の株式の売買において、このような情報に自由に接することのできない者よりはるかに優越した立場にあり、彼らの不知を利用して利益を得ることができ、この場合には、会社はなんらの損害も蒙むらない。会社と取締役との利害は衝突せず、ここにあらわれるのは、常に個々の株主あるいは投資家と取締役との利害の衝突である。前述のように現行商法においては、取締役は全株主よりなる社団である株式会社の受託者であり、その負う忠実義務は法人である会社（同法五四条一項）に対するものであつて、個々の株主に対するものではない。取締役と個々の株主との間には直接の法律関係はなく、したがつて、株主の利益を重んじその不利益に行爲しない義務を取締役に課するのは、現行商法の立前としては無理である。^(三)株式の取引においても株主あるいは投資家と取締役とは、法律的にはまったく同じ立場にある取引の当事者にすぎない。

昭和二五年の商法改正（商法の一部を改正する法律（昭和二五年法律一六七号）^(三)）において大いに参照され、その母法ともいふべきアメリカ法は、この点について微妙である。^(四)

多数あるいは厳格原則といわれている見解によれば、取締役は株主とは別個な法人格を有する会社に対してのみ信任関係 fiduciary relation に立ち、個々の株主に対してはなんらの義務も負わない。株式の取引は会社の業務では

ないのであるから、取締役はその地位によつて得た情報であつても、これを株主に開示する義務はない。したがつて、無言の不開示 tacit nondisclosure に訴訟なしとの一般原則にしたがい、文言 word または行為 deed による故意のあるいは積極的不真実表示と株主のそれへの信頼がない限り、取締役は自分の利益をはかることができる。^(六)少数原則によれば、取締役または役員 officer は、株主と取引をするにあつて、信任義務を課せられ、株主に關する重要な事実 material facts をすべて開示しなければならぬ。^(七)ここでは多数原則がその基礎とした会社の法人格は固執されぬ。^(八)「本来取締役は会社の信託受託者 trustee であるからといつても、そのことは擬制された人格 artificial entity を、究極的にはその真実の利害關係者である人々の犠牲において祀らるべき物神とするものではない。いかなる論法もまたいかなる議論も、取締役は最も重大なまた正当な意味において株主のための信託受託者である事実を破壊できない。……取締役がその地位により株式の価値を増す情報を得る場合には、彼はこの情報を、それは第一に会社のために究極的には会社の真実の所有者のために使用されるであろうと充分に期待して、彼をその地位に置いた人々のための信託において保有する。」^(九)そしてこれら両見解の折衷説ともいえる見解がある。特別事実原則である。すなわち、「会社における取締役と株主の通常的關係は、取締役が会社の株式の価値に關して有する知識を、彼が株主より株式を買取る前に開示することを義務づけるような信託的性質のものでないことが、議論のためには容認されるとしても、しかもなお、特別な事実のためにかかる義務の存する場合がある。」^(一〇)そしてこのような特別事実あるいは事情とは、「役員は知つているが株主は知らず、そして帳簿の閲覽によつて確かめることのできない、株式の価値を高める事実あるいは条件」^(一一)である。

特別事実原則の基礎となる理論は、とりわけて明瞭なものではない。實際上その結論とするところは、取締役の責任は設けられていないにしても、余りに大きな不正義を伴う事件が生じるときは、裁判所は介入するかもしれないということである。^(二二) 少数原則をとる裁判所はもちろんのこと、殆んどすべての学者は、多数原則は、優越せる地位と知識を悪用し、株主を侵害する不徳義にして計画的な取締役を不正義にも優遇する非良心的な緩和な原則であると非難する。けだし、取締役と株主との相対的地位あるいは全株主が究極的所有者である会社企業の経営の権利と義務とが取締役に与えられている事実を考えれば、不真実表示と不開示との区別に基づく差異はあつてはならないからである。^(二三) また特別事実原則における特別事実あるいは事情は、少数原則の適用された事件における事実と實際上区別し難いほどになつている。^(二四) そして過去三〇年余の間に、多数原則がその純粹な形で適用されたのは僅か二・三件にすぎず、その他の事件では、特別事実原則をとるにいたつたか、あるいは少数原則や特別事実原則によつて達する結論と同一の結論にいたつているといわれる。^(二五)

少数原則あるいは特別事実原則が適用されるときでも注意しなければならない。すなわち、事実の不告知 concealment の対象事項は事実事項 a matter of fact ではない。単なる意見では不充分である。また原告は不真実表示または事実の不告知を当然に信頼したのでなければならぬ。^(二六) したがつて、株主がその株式を取引所にて売付をなし、後にいたつて買付をしたのは発行会社の取締役であることを発見しても、この第二の要件により、通常どの原則によるも、その損害を回復することはできない。市場においては売買当事者間に直接の関係がない。そのうえ取締役が取引にあつて、ブローカーではなく究極の取引の相手方を探しだして重要事実を開示するのは、甚だ困難

であるからと判示されている。^(一七)

公正取引の義務を課せられるのは取締役のみに限らない。会社における地位または支配力により特別な知識・情報を取得できる者、すなわち役員や支配的株主にも及ぶのは当然である。^(一八) しかしながら、株主でない者に売付をなした場合には、どの事件においても責任を認めていない。ただしこのような場合には、濫用されたというべき信任関係を見出すのはむずかしいからである。^(一九)

株式の直接売買の場合には、信任義務の拡大により、地位または支配力により取得した知識・情報の濫用は相当程度に防止される。しかし、取引が市場で行われるときは、衡平法も含めて普通法の原則は、このような内部情報による投機を防止するにはまつたく無力である。もちろん、不誠実な取締役が、株式取引所のマスクによつて、その誰であるかを犠牲者から隠し、報復的処罰からの赦免を得べきではない。^(二〇) しかしながら、このような内部情報を利用した利得行為は市場において行われることが多く、その害悪はますます大きい。したがつて、自由な市場としての証券取引所に対する信頼は失われたし、市場の資本調達機能は損われたかに感じられるようになった。しかも、株価構成要素の中の会社資産の真実な評価は、内部情報の濫用により分離させられ、投資を適当なチャンネルに流すという取引所の機能の活動は妨げられたといわれる。^(二一) ゲーリー Gary 判事は、United States Steel Corporation の取締役会議長であつた頃は、配当宣言のなされる取締役会は、配当通知が發送されて、株式相場表示機にかけられるまでは、散会さるべきではないと主張し、これが同社の慣行となつていたといわれる。^(二二)

一九三四年の証券取引所法 Securities Exchange Act of 1934 と呼ばれ、^(二三) 証券取引所と場外市場を取締りそこにお

る有価証券売買の不適當・不公正な慣行を防止することを目的とする立法に、内部情報の濫用による投機の慣行を抑
 圧し、より妥當な受託者規範を自発的に遵守させるための条文が、^{(二四)(二五)}第一六条として設けられたのは、けだし當然である。
 わが国においては、戦後における連合軍の財閥解体政策により、旧財閥の保有株式は持株整理委員会の管理に移さ
 れた。この管理株式の処理による公開は、証券投資の大衆化、証券市場の拡大を必要とした。これには、戦前のよう
 な過当投機を抑制し、投資家の保護をはからなければならない。そのために、アメリカの一九三三年の証券法 *Securities Act of 1933* および一九三四年の証券取引所法に範をとり、証券取引法が、昭和二三年法律第二五号として
 制定され、^(二六)従来の有価証券業取締法、有価証券引受業法および有価証券割賦販売法の諸法を廃止された（証券取引法
 附則二条。本法はその後しばしば部分的改正が加えられたが、アメリカの証券取引所法第一六条にならう会社の内部
 情報利用による投機の予防規定をおいている。第一八九条および第一九〇条^(二七)である。わが国においても、このような
 行為によつて投資家のうける被害を、他の法律によつては直接に解決する方法がないからである。^(二八)

(一) 大浜「取締役と取締役会」株式会社法講座三卷一〇六四—一〇六五頁。大浜・会社法要論二三四頁。

現行商法における株主総会の最高性の制限(二三〇条ノ二)、監査役の権限の会計監査への限定(二七四条、二七五条)およ
 び取締役よりなる取締役会への業務執行専権の附与(二六〇条、二八〇条ノ二および二九〇条参照)という制度と、経営と所
 有の分離の現象とは、株主総会から取締役に對する指図と監視の実権を奪いさる。このことは、取締役をして、委任者である
 会社に対し優越と圧力を保持させる。この關係は、委任者と受託者が同等の立場にある場合とは、同じく委任と呼んでも、ま
 つたく異質である。したがつて受託者とその優越的地位を利用して背信的に自己の利益をはかることを防止するための法概念

として、米英で發達した信任關係 fiduciary relation に認められる忠実義務 duty of loyalty を採用して、二五四条ノ二が規定されたとの主張がある。大阪谷「取締役の責任」株式会社法講座三卷一一一七—一一八頁。大阪谷「取締役の忠実義務」私法一〇号七五頁。同旨 吉永「取締役の一般義務」一橋論叢二九卷二九八—二九九頁。田中(誠)・全訂会社法三〇三頁。野津「代表取締役」株式会社法講座三卷一〇九九頁。これに反し多数説は、善良なる管理者の義務と忠実義務とは、その表現を異にするにすぎないとしている。石井・商法三〇三頁。大隅・全訂会社法論八九頁。大隅・大森・逐条会社法解説二三五頁。鈴木・会社法改訂版一三四頁。西原・会社法一九九頁。松田・新会社法概論二二二頁。

ところで善良なる管理者の注意とは、一定の地位、職業等について通常の注意能力ある者が、当該の場合の事情に応じて当然用うべき程度の注意である。大判・明治四四・一一・一 民録一七輯六一七頁。「それはきわめて包括的且つ彈力的の白地概念であつて、それぞれの場合に応じてその内容はもられるのであるから、取締役の地位の特殊性の認識をあやまらない限り、そのいわゆる忠実義務も善管者の注意義務に包摂されうるものと解することができる。」大浜・前掲論文一〇六六頁。大浜・前掲書同処。

(二) しかしここで予防しようとする弊害は、会社の代表取締役または代表者を兼ねる場合に限らず、代表者への助言または業務運営の決定に参加する場合にもみられよう。もつともこのようなことが法律の適用を避けるためになされるときは、脱法行為としてこれによつて生じた損害を賠償しなければならない(商法二六六条一項五号)。商法第二六四条の立法論的批判については、大隅「取締役の競業禁止」会社の諸問題一九九頁、二〇八頁参照。

(三) 株価を正當に評価するに必要な情報については、取締役はそれを会社の不利益に使用してはならない義務を負うけれども、株式取引の相手方となる株主に対して、直接積極的に開示する義務を有するものではない。もちろん、取締役は、その手腕・人格を信頼して会社に投資している株主や責権者に対して、道徳的には受託者としての義務を感じなければならないといえる

(伊沢・註解新会社法四一八頁)。株価に影響を及ぼすべき情報を取締役がその地位により取得し、それを秘して株式を売買し取引の相手方である株主に損害を与えれば、右の道徳的責務違反であるといえよう。しかしこのような道徳的責任も、民法第九〇条にいう「善良の風俗」に含まれることができるかは疑問である。

(四) 以下に述べる多数原則、少数原則および特別事実原則の註釈については、3 Fletcher, *Cyclopedia of Private Corporations* (1947 replacement vol.) §§1167-1171; 2 Thompson, *Commentaries on the Law of Corporation* (3rd ed.) §§1363-1364, 1529; Note, *Duty of Officer or Director of Corporation toward One from Whom He Purchase Stock*, 84 A. L. R. 615 (1933) 参照。

(五) 当事者間の既存の関係または取引により開示の義務を課せられる場合を除き、単なる不開示は当該取引を無効にしない。McClintock, *Handbook of the Principles of Equity* (2d ed.) §83; Prosser, *Handbook of the Law of Torts* (2d ed.) §87.

(六) この見解は *Carpenter v. Danforth*, 52 Barb. 581 (N. Y. 1868) に於いて始めて述べられたが、その後これにこの見解についてのリーディング・ケースとなつてゐる。

(七) リーディング・ケースは *Oliver v. Oliver*, 118 Ga. 362, 45 S.E. 232 (1903) 及び *Stewart v. Harris*, 69 Kan. 498, 77 Pac. 277 (1904) に於ける。

(八) 会社を株主とは別個な一個独立の法人格と取扱ふことは、判決の前提として用いられるべきではない。実際的な理由のために到達した結論を述べたるものとして用いらるべきであるといはれる。Stevens, *Handbook on the Law of Private Corporations* (2d ed.) p. 692.

(九) *Oliver v. Oliver*, 118 Ga. 362, 367, 368, 45 S.E. 232 (1903).

(一〇) Strong v. Repide, 213 U.S. 419, 431 (1903). これは特別事実原則のリーディング・ケースである。

(一一) Buckley v. Buckley, 230 Mich. 504, 202 N.W. 955, 956 (1925). そのつかかる事実なり事情に該当するものとして、小規模かつ閉鎖的であつて株式は上場をせず株式の価値が経営者のみに知られているような会社の性質、買手の地位または役職の性質、原告に事業経験のないこと、取締役によつて買付が申込みれかつ彼が交渉に積極的にあつたこと、買手が代理人を介在させかつ指図をして本人を明らかにせなかつたこと、また原告が株式の価値について取締役に明瞭に尋ねた事実等が挙げられる。Stevens and Larsen, Cases and Material on the Law of Corporation (2d ed.) p. 356. また、重要な取引、有望な合併、全財産または營業の譲渡の見込、第三者が高値で多量の株式を買ふとの合意および差迫つた並はずれな配当の宣言等に関する取締役の特有な知識を含む。Ballantine, Corporations (rev. ed.) p. 213.

(一二) Berle and Means, The Modern Corporation and Private Property (1932) p. 329.

(一三) Stevens, op. cit., p. 695; Ballantine, op. cit., p. 213; Cook and Feldman, Insider Trading under the Securities Exchange Act, 66 Harv. L. 385, 408 (1953).

Berle and Means, op. cit., p. 328 に於ては、多数原則は証券市場の機能と投資家が市場を資本回収の手段とみる経済的事実を無視するべからざる。しかし後述するよ様に、少数原則も特別事実原則も、証券が市場で取引された場合には適用されつゝなる。

(一四) 前出註(九)における事例参照。

(一五) Stevens and Larson, op. cit., p. 355. したがつて、現在の法律状態をより現実的に評価するためには、伝統的な多数原則という用語を放棄しなければなるまい。Id. また、この多数原則は、内部関係者の責任について一般的に高まつてくる感覚、すなわち非専門的意味での「信託受託者の地位」という身分の發展に、次第に譲歩しているといえよう。Loss, Se-

curities Regulation (1951) p. 826.

(一六) Stevens and Larson, op. cit., p. 357.

(一七) Goodwin v. Agassiz, 283 Mass. 358, 186 N.E. 659 (1933).

(一八) 支配的過半数株式所有者は「会社自身あるいはその役員または取締役と同じく、少数株主に対して信任関係にある。」 Southern Pacific Co. v. Bogert, 250 U.S. 483, 488 (1919)。このことは、過半数の持株なくして支配する株主にも、その他の株主との関係であつてはまる。したがつて取締役の役員に関する事件で適用される原則は、支配株主にも適用されると解してよからう。しかし支配株主自体に関する事件は僅少である。そのうち支配株主で自然人である者は、ほとんど取締役あるは役員となつてゐるに過ぎない。Loss, op. cit., c. 11, note 53.

2009年 Ripka v. Philco Corporation, 65 F. Supp. 21 (S.D.N.Y. 1945), aff'd 154 F.2d 501 に引かれた、親会社は子会社の少数株主に対し、吸収合併を行ふ子会社を消滅させることの代理人の不真実表示により低い価格で買取つた株式を返還することを要する。

(一九) Cook and Feldman, op. cit., p. 409.

(二〇) Ballantine, op. cit., p. 216.

(二一) Comment, The Scope of "Purchase and Sale" under Section 16(b) of the Exchange Act, 59 Yale L. J. 510-511 (1950).

(二二) Berle and Means, op. cit., p. 226, n. 9, and p. 330.

(二三) 48 Stat. 881 (1934), 15 U.S.C.A. § 78a (1946)。本法制定を必要ならしめた背景は、同法第二条 48 Stat. 881 (1934), 15 U.S.C.A. § 78b (1946) に開示されてゐる。

(二四) 第一六条 取締役、役員及び主要株主

(a) 連邦証券取引所 national securities exchange に登録されている持分証券 equity security (適用除外証券を除く) の種類 class を問わず百分の十以上の直接又は間接の受益所有者 beneficial owner 又はかかる証券の発行者の取締役又は役員である者は、かかる証券の登録の時又はかかる受益所有者、取締役又は役員となりたる後十日以内に、当該発行者の持分証券について自己が受益所有者である数量の報告書一通を取引所(またその騰本を委員会へ)記註、証券取引委員会である。以下同じ。)に提出しなければならず、またその後毎歴月間にかかる所有に異動があつたときは、右歴月末後十日以内に、右歴月末現在の所有及び右歴月間に生じた所有の異動を示す報告書を取引所(またその騰本を委員会)に提出しなければならぬ。

(b) かかる受益所有者、取締役又は役員が発行者に対する関係により取得される情報の不当な利用を防止するため、当該発行者の持分証券(適用除外証券を除く)が既に契約された債務に関連して善意に取得された場合を除き、六ヶ月を超えない期間内に当該証券の買付と売付又は売付と買付により右の者が得た利益は、当該受益所有者、取締役又は役員が当該取引を為すにあたり六ヶ月を超える期間に買付けた証券を保有する又は売付けた証券を買戻さないとの意思にかかわりなく、発行者に帰属し且つこれにより回復される。かかる利益を回復する訴えは、発行者により、又は要求のあつた後発行者が六ヶ月以内にかかる訴えを提起せず若しくは拒絶し又は訴えのあつた後その遂行を注意深く為さないとときは当該発行者の証券の所有者により発行者の名において且つこれに代つて、普通法又は衡平法により、管轄裁判所に提起することができる。但しかかる訴えは、かかる利益の生じた日より二年以上経過したときは、提起することができない。本項は、かかる受益所有者が当該証券の買付と売付又は売付と買付の両時期においてかような受益所有者でなかつた場合の取引又は委員会が規則又は準則により本項の目的に含まれないものとして除外する取引に、適用されると解釈されてはならない。

(c) かかる受益所有者、取締役又は役員は、当該発行者の持分証券（適用除外証券を除く）の売付を為す者又はその本人が、(1)売付けた証券を有せずに、又は(2)当該証券を有するも売付後二十日以内に売付に對するその交付を為さず又は売付後五日以内にそれを郵便若しくはその他通常の運送方法に委託しないときは、直接又は間接に当該証券の売付を為してはならない。但し善意の実行を為すも当該期間内に交付又は委託することができなかつたこと又はそうすることが不当な不便又は費用を要したであろうことを証明するときは、何人も本項に違反したと看做されない。

(d) 本項の規定は外国又は内国輸取取引には適用されない。但し本条の目的を達成するため委員会が定める規則及び準則に違反して当該取引が為されたときは、この限りでない。48 Stat. 881 (1934), 15 U.S.C.A. § 78 p (1946).

(二五) 本法が施行された後に、デラウェア州の裁判所は、従来の多数原則を捨て、第一六条(b)項の原則に非常に近い判決を下した。すなわち、取締役の秘書がその会社が自己株式を市場で多量に買付けようとすることを知り、自らその株式を買い、会社が買付を始めて株価が上つてからは売にまわり、利益をあげた。信賴的 confidential または信託的地位にある者がその地位により得た情報を利用して得た利益は、会社に対して計算されなければならないとし、それ自身は役員でない者に責任を認めた。しかも会社に損害を与えたことを必要としなかった。Brophy v. Cities Service Co., 70 A.2d 5 (Del. Ch. 1949).

(二六) 「証券取引法」としては、昭和三二年三月に公布され、証券取引委員会に関する部分のみ同年八月に実施されていた。

しかしその全面的施行を見る前に、「証券業者及び証券取引所の免許制度にかえ、登録制度を採用する等、証券取引法を徹底的に民主化するとともに、当初政令または省令をもつて定めることに予定していた事項中、主要なものを法律に織りこむ等、同法を全面的に改正するため」に、改正案が第二回国会に提出され、昭和三三年の証券取引法が成立した。以下にふれる条文もこの過程において設けられた。第二回衆議院財政及び金融委員会議録第一〇号一九頁。

(二七) 証券取引法第一八九条は、役員および主要株主の不当利益返還を定めて、アメリカの証券取引所法第一六条(b)項に近く、

第一九〇条は、役員および主要株主の空売禁止を定めて、第一六条(c)項に近い。第一八八条は、役員および主要株主の株式得喪の報告義務を定めて、第一六条(a)項に近かつたが、昭和二八年法律第一四二号による改正で削除された。

(二八) 鈴木「証券取引法と株式会社法」株式会社法講座一卷三六二頁註(一)。

三 証券取引法の規制

(一) 責任要件の客観性

わが国の証券取引法第一八九条一項もアメリカの証券取引所法第一六条(b)項も、内部関係者(便宜上、主要な株主、取締役あるいは役員をいう。以下同じ)が会社に対する関係で取得する知識・情報を不当に利用するのを防止するため、それぞれ内部者が株式あるいは持分証券 *equity security* ^(一) を六ヶ月以内に売付と買付、または買付と売付をなして得た利益を会社に帰属させている。わが国の証券取引法第一八九条は、明文上会社一般の規定とされる。^(二) したがって上場されていない会社の株式の取引であつても、それが法定の要件にあてはまる限り、内部者の責任が生じる。これに反し、アメリカの証券取引所法第一六条の規定は、連邦証券取引所 *national securities exchange* ^(三) に上場されている証券の発行会社の内部関係者の行為を規制する。すなわち、規制される取引は連邦証券取引所に登録された持分証券の発行者の持分証券の取引であるから、持分証券が上場されていないものであつても、その発行会社の他の種類の持分証券が上場されていれば、その取引は規制の対象となる。またその取引は、取引所で行われる取引に限らない。^(四)

立法目的は内部情報の不当な利用による投機から株主そして一般投資家を保護することであるが、会社の内部関係者が自社株式の売買によつて利益を得ても、それがすべて内部情報の不当な利用によるものとは限らない。しかし、この不当性の立証は実際には困難である。アメリカの証券取引所法の立法にあつて次のようにいわれた。「証券を六ヶ月後に売る意図または期待の存在を立証するのはまったく不可能であろうから、このような意図または期待とは無関係に取締役を抑える。そして取締役が買付時に短期転売 short swing に乗り出そうと意図したことの立証責任をあなた方は負うことはできないのだから、この粗雑なめこの算 rule of thumb を持たなければならぬ。」^(五)六ヶ月の線をもつて適法な取引と不適法な取引とを区切つたのは、一種の妥協または便法にすぎない。株式の保有が長ければ、市場は内部関係者の予想しない要素に反応する見込みは大きい。利益の確実性は証券の最初の買付とその後売付またはその逆の間に経過する期間の長さ^(六)に反比例すると、考えられたからに他ならない。したがつて、「この改革のために起草者が最も効果的と考えた救済は、証明の客観的尺度に基づいた責任を課すことである。……内部情報の実際の不当使用の挙証を要求する証明の主観的基準は……この規定を無意味にする。……内部情報の利益のみ回復さるべしと連邦議会が意図したならば、そう述べさえすれば充分であつたらう。」^(七)

ところで、このような規定の解釈として、立法目的からすれば本意ではあるが、売付と買付または買付と売付けの間に六ヶ月を超える期間——たとえそれが一日でも余計でありさえすればよい——が経過すれば、内部情報の不当な使用についていかに多くのまた強力な証拠が挙げられても、責任を問われることはない。また異なつた会社の内部関係者が、互に情報を交換して、相手方の株式について投機したりする脱法的行為を抑えることができない。^(八)

(一) 後出一一〇頁参照。

(二) 鈴木前掲論文三六五頁。

昭和二八年の改正前の証券取引法第一八八条は役員および主要株主の株式の得喪の報告義務を定めていたが、そこで規制されるのは上場会社の役員および主要株主としていた。当時においても第一八九条は「前条の……」などの制限文句を有せず、この点において現行第一八九条はなんらの改正をうけていない。ただし旧四項において、第一八九条の適用は証券取引委員会規則により除外することができるとしていた。

(三) 証券取引所法第六条にしたがい証券取引委員会に登録された適法な取引所である。

(四) 第一六条(b)項の合憲性が争われたが、その争点のいずれについても合憲性は確認されている。この種の最初の事件である *Smolowe v. Delendo Corporation*, 136 F.2d 231 (2d Cir.), 148 A.L.R. 300, cert. denied, 320 U.S. 751 (1943) に基づいて裁判所は次のように述べている。(1) 連邦証券取引所上場証券の私的な取引といえども、取引所相場に影響するので、取引所における取引と共に、連邦憲法第一条第八節が連邦議会に与える州際通商を規制する権限に服するに十分な州際的性格を有し、一定の権限を州に留保する連邦憲法修正第一〇条に本条項は違反しない。(2) 本条項は、内部者の投機という悪弊を連邦議会が認定して充分に考慮したうえ制定されたのであつて、その目的とする悪弊除去の合理的手段であり、したがつて連邦憲法修正第五条に定める法の正当な手続の要件に違反しない。(3) 本条項により証券取引委員に委任された適用除外規則制定権の基準は充分に明確であつて、議会の立法権を定める憲法第一条第一節または第八節の規定に違反しない。

(五) 証券取引所法の提案と起草をした一人である Thomas G. Corcoran 氏の証言による。Hearings before Committee on Banking and Currency on S. Res. 84, S. Res. 56 and S. Res. 97, 72d Cong., 1st and 2d Sess. (1934) 6557.

(六) Comment, "The Scope of "Purchase and Sale" under Section 16(b) of the Exchange Act, op. cit., p 511.

会社内部関係者の株式取引における責任

(七) *Smolowe v. Delendo Corporation*, 136 F. 2d 231, 235 (2d Cir.), 148 A.L.R. 300, cert. denied, 320 U.S. 751 (1943).

(八) 「取締役・役員または主要株主が証券に関する秘密の情報を不当に開示することを違法と宣言し、このような違法な開示を受けた者の得た利益は会社に帰属するものとなした初期の草案の規定は削除された。ただし、立証責任の点で強制は不可能となったからであろう。」 *Id.* at 236.

(二) 不当利益の範囲

内部情報の不当な利用によつて得られた利益の算定は、どのようになされるべきであろうか。この問題は *Smolowe v. Delendo Corporation* ⁽¹⁾ において始めて持出された。売付と買付の株券に同一性がなければならぬとする同

一性原則、株券に同一性がないうちに適用される税法上の先入先出原則あるいは期間中の買付価格と売付価格それぞれを平均をとる平均原価原則のいずれも受け入れられなかつた。同一性原則が適用されるとすれば、多量の株式を有する内部者は、売付によつて交付すべき株券を六ヶ月を超える期間所有したものより選り出すことによつて、法の適用を免れることができる。先入先出原則が適用されるとすれば、売付けられる株式は内部者が所有するものの中で最も古いものと看做され、同一性原則による場合と同じく、法が適用される機会はなくなるであろう。また、平均原価原則によれば、個別的取引の利益は期間中の損失を差引勘定することができ、平均して高い価格で買付をなした内部者は、内部情報を濫用しても法の適用を免れるかもしれない。したがつて、裁判所は次のように判示した。「この制定法は、株式取引からありうべき全利益を絞り出すため、そしてこのようにして受託者の役員、取締役あるいは株主の利己的利害とその義務の忠実な遂行の間の衝突を防止すべき高度の基準を確立するために、徹底的であることを目的

としたと考えなければならない。……ありうべき全利益を確実に回復しうる唯一の原則は、地方裁判所により適用された——六ヶ月以内での——最低買付価格・最高売付価格 *lowest price in, highest price out* の原則である。被告はより合理的な他の原則を挙げる事ができなかったのであるから、それをここに確認する⁽¹⁾。この原則が適用される結果として、六ヶ月内の取引全体についてみれば損失を蒙つたにしても、その中の若干の買付と売付または売付と買付の照合による利益を会社に提供しなければならないことになる。^(三)

証券取引所法第一六条(b)項についてまた同じ目的を持つわが国の証券取引法第一八九条についても、その目的を達成するには、最低買付価格・最高売付価格原則の適用以外によい方法はない。それが時には苛酷に見えることがあつても、この立法の弊害治療的あるいは予防的性格と、明白な法律政策にもかかわらず自社株式の取引をしようとする内部者の負う危険とを強調するにすぎない。^(四)

(一) 136 F.2d 231 (2d Cir.), 148 A.L.R. 300, cert. denied, 320 U.S. 751 (1943).

(二) *Id.* at 239.

この原則による利益の算定は次のようになされる。「利益の回復を求められる期間内の全取引が、一方の欄に記載される。他の欄には、その期間内の売付の全部が記載される。そして最も低い価格で買付られた株式を、このような買付後六ヶ月内に最も高い価格で売付られた同数の株式と引合せ、利益が計算される。その後、次に最も低い価格を次に最も高い価格と引合せ、その利益が計算される。そして、売付欄にある高い価格で売付られた株式と引合される買付欄の全株式が引合をされてしまふまで、同じ過程が繰返される。正確な計算に必要なときは、大きな額の株式を分割することは、その部分を他の欄の同額と引合するためには、適当と思われる。総回復額は、このように決定された利益の額である。」*Rubin and Feldman, Statutory*

会社内部関係者の株式取引における責任

Inhibitions upon Unfair Use of Corporate Information by Insiders, 95 U. of Pa. L. Rev. (1947), 468, 482-83.

(iii) Id. at 483; Cook and Feldman, op. cit., 614; Loss, op. cit., p. 571. たゞ、Gratz v. Glanahon, 187 F.2d 46 (2d Cir.), cert. denied, 341 U.S. 920 (1951).

(iv) Cook and Feldman, op. cit., p. 614.

(三) 売付および買付

I 売買の目的物とその同一性

アメリカの証券取引所法第一六条(b)項は持分証券の買付と売付または売付と買付を問題としているが、「持分証券とは、株式又は類似の証券、有償若しくは無償にてかかる証券に轉換し得る又はかかる証券を引受け若しくは買付けらるワラント warrant 若しくは権利 right を伴う証券、かかる権利証書 warrant 若しくは権利、又は委員会が類似の性質を有するものと認め且つ公益上又は投資家の保護のために定める規則 rules 及び準則 regulations により持分証券とするのを必要又は適當と認める証券をいう。」(同法三条(a)項一一号)。ここでは株式だけでなく、轉換社債や通常 option warrant または stock purchase warrant と呼ばれ新株引受権証と邦訳されるものも持分証券とされる。ワラントは株式を引受けまたは購入する選択権 option であり、その行使期間(永久的なこともある)および引受価格と共に譲渡性はあらかじめ定められる。この権利は、株式または社債の発行と共に、あるいは無関係に、与えられる。そして前者の場合でも、その証券と一体をなして不可分 nondetachable とされる場合と、証券から分離できる detachable 場合とある。^(一)ところで轉換権の附着した証券の市場価格には、この轉換権の価値が大きな形成要素

となるのは当然考えられることであり、^(三) 会社の利息負担を超える利益の額、転換により発行される株式の市場価格および転換期間の長さの三要素は、転換により実現される可能利益、したがって利益可能性としての転換権の価値の尺度となるといわれる。^(三) 新株引受権証の選択権は機能的には転換権に等しいから、転換権の価値として図式化されたものは、この証券のそれにもあてはまる。^(四) したがって、持分証券は、株式のみにとどまらず、株式に密接に関連してその価格が株価の変動により左右され、そのために内部情報の濫用による不当利益獲得の手段に供されうることが特徴である。このために、議決権信託証券 voting trust certificates および会社更生計画またはその他の合意の条件にしたがい株式または社債の寄託と見返りに発行される寄託証券 certificates of deposit も、その基礎たる証券が右の持分証券である限り、持分証券とされる (Rule X-16(a)-2 参照)。

ひるがえつて、わが証券取引法第一八九条は株式のみを規制の対象としている。^(五) しかし不当利益獲得の用に供されるのは、アメリカの法制をみるまでもなく株式のみに限らない。転換社債はわが商法も、アメリカにならつて、認められている (商法三四一条ノ二以下)。また具体的新株引受権の譲渡については商法上^(六) ならぬ規定もないが、この権利の性質上譲渡できないとする意見は殆んど聞かない。^(七) その会社に対する効力につき争われるにすぎない。^(八) 現行特別法の中にも新株引受権の譲渡を認めあるいはそれと共にその対抗要件を定めたものが若干ある (会社更生法二六四条、株式会社の再評価積立金の資本組入に関する法律九条、外資に関する法律一七条ノ二)。証券取引法自体も新株引受権が譲渡できることを予想しており (証券法二条一項六号)、第一八九条の関係において、転換社債と共に規制の対象とされていないのは、不徹底さを感じさせる。

ところで前述したように、買付と売付または売付と買付のなされた株式あるいは持分証券は、同一の証券である必要はない。しかし不当利益とされるのは、六ヶ月内における買付と売付または売付と買付による利益であるので、売取引と買取引との間に一連の関係が必要となる。法は株式あるいは持分証券に言及するにすぎない。両取引の関連性はどこに求められるべきであるか。この問題は、法の目的からすれば、内部情報の濫用による利得の可能性の有無により解釈されるべきであろう。会社法上の用語と表現は同じになるが、株式あるいは持分証券の「種類」という用語を使うならば、取引の関連性を取引の目的物の種類の同一性に求めることができる。そして「そのテストは、内部情報の使用から引き出せる買付・売付取引利益 in-and-out trading profits の手段を供するほどに、証券が同一化しているかであるべきである。」^(九)とところで転換優先株の市場は普通株の価格の変動に応じ、相互の価格は一定の割合により関連している。したがって転換優先株の買付または売付と普通株の売付または買付の場合には、内部情報濫用の危険性は充分考えられ、またその利益の算定は容易である。しかし、一定率の配当をうけるのみである非転換・非参加的優先株の価格形成には普通株の価格は殆んど関連性がない。このような優先株の買付または売付と普通株の売付または買付の場合には、利益の算定は著しく困難であり、内部情報の濫用による利得の可能性は非常に薄いものとなる。そのために、証券の特性すなわち会社法上の種類の差が増大すれば取引による利益の算定はそれだけ困難になるので、利益決定の難易さもまた同一性決定のテストになるであろう。^(一〇)

II 売付および買付の態様

不当利益を生じる行為については、法は「買付」および「売付」として、明らかに株式の有償の取得および処分を

挙げている。それぞれ金銭を対価としての譲受および譲渡（民法五五三条）と解するときには立法目的の達成は著しく制約されてしまう。しかし行為が自己の任意の選択によつてなされるときは、内部情報の不当利用をなすあるいはその可能性があるとはいえないのであるから、除外される。この場合を除いては、内部情報の不当利用の恐れがある限り、そして有償であれば、株式の取得および処分^(一〇)の態様は問題でなく、「買付」および「売付」を民法上の売買に限る必要はないし、またそうすべきではない^(一一)。アメリカの証券取引所法は、「買受 (Buy)』及び『買付 (purchase)』とは、買受、買付又はその他の方法による取得のすべての契約を含む。」(三条(a)項(一三号))、『売付 (sale)』及び『売却 (sell)』とは、売却又はその他の方法による処分のすべての契約を含む。」(同一号)として、このことを示している。

新株の発行取得^(一二)

通常の新株発行 新株の引受については、新株引受権者にも引受義務はなく、引受行為自体は当事者の任意により、公募引受の場合と差異はない。株式の引受取得には対価の給付が必要であり（商法二八〇条ノ二・一項二号三号、二八〇条ノ七、二八〇条ノ一四、一七二条、一七六条）、また引受をなすべきか否かについて、内部情報は決定的判断資料となりうるのであるから、たとえ新株引受権を有する場合であつても、新株の引受は買付^(一四)となると解される。

ところでアメリカにおいて、株式ではないが発行・流通の現象において株式に類似するワラントは、通常、対価なくあるいは名目的な価値を対価として与えられる。このような場合に、株主である内部関係者が他の株主と同一基準でワラントを取得するときは、ワラントの買付とはされない。けだし全株主に持分に応じてワラントを与える決議に

においては、内部情報が他の株主を害するように利用されることはありえないからである。^(二五) そして実質的な対価を要しないときには、ワラントの引受を拒絶する理由に乏しく、引受をなすべきか否かについて内部情報が利用される機会がないからと思われる。

特殊な新株発行 転換 転換株式会社（商法三二二条ノ二乃至三二二条ノ七）あるいは転換社債（同法三四一条ノ二乃至三四一条ノ五）における転換権は、株主あるいは社債権者の権利の内容を変更する形成権であり、その行使としての転換は、これら転換証券^(二六)の発行価額を対価とする（同法三二二条ノ三、三四一条ノ五）新株発行の一形態である。^(二七) 転換権の行使は旧証券の消滅と新株式の発行をもたらすのであつて、旧証券が新株式に変化するのではない。またこれは、定款に予定された転換の条件、転換により発行される株式の内容および転換請求期間にしたがい、転換権者の請求によつてなされるのであるから、転換権者にとつては転換証券を取得したときから潜在的には新株式も所有したといえる。また新株式の発行対価は既に払込んだ旧証券の発行価額であつて、新たに給付するものではない。したがつて転換による新株式の取得は、買付とすべきではないかもしれない。しかしながら転換請求の時期の決定はまったく転換権者の判断によること、また現象的には、発行価額からは独立した財産的価値の交換があることから、一般的にいつて、任意の転換による新株式の取得を買付とすることができるであらう。

アメリカでは転換の問題は、Park & Tilford, Inc. v. Schulte^(二八) において始めて争われた。被告は主要株主であり、転換債還優先株を保有していたが、その償還通知後に転換して普通株を取得し、その大部分を六ヶ月以内に売付けた。裁判所は、証券取引所法第三条(a)項一三号における取得契約は、未履行契約および既履行契約、すなわち取得行

為も含むものと解釈し、転換による普通株の取得は、異なつた種類株式の取得であるから買付であると判決している。

「この取引は、被告達の主張するように、転換は任意でなく強制された行為であるとの理論によれば、本法の適用を除外されるかもしれない。……本件では被告達は転換を強制されず、その代りに三様の行為すなわちその優先株の償還、転換または即座の売付のうち最も有利な行為について、日常の業務決定をなしたことは明らかである。被告達は原告を支配したのであるから、償還決議の成立を防止し、あるいはその成立後は取消しえた事実をみれば、被告達は転換を強制されたとの主張は、実際のところ多少不合理である。」^(一九)この原則によれば、償還の決定をなしうる内部関係者については転換請求に任意性もしくは自発性が常に認められ、転換による新株式の取得は買付とされる。しかし

この原則は一九五八年に *Ferraiolo v. Newman* ^(二〇)により修正されたように思われる。被告は発行人社の取締役であるが、その転換償還優先株を償還通知後に普通株に転換した。転換権の希薄化 *dilution* を防止するため転換率 *conversion rate or ratio* は社外普通株を考慮して調整することになつていたので、^(二一)転換時には、優先株と普通株とは同等の価値があつた。しかし償還価額は市場価格以下であつた。その後六ヶ月以内に、転換時の調整市場価格を超える対価でその普通株の売付をしている。裁判所は、*Park & Tilford* 事件では、転換時には優先株の市場はなく普通株より価値がなかつたとの理由により、その事件を区別し、本件における転換は、事実上非自発的であり、投機上の便宜を供しなかつたので、この転換は証券取引所法第一六条(b)項の意義における買付ではないとしている。

Ferraiolo 事件におけるような転換は、株主としての利益を護るためになさざるをえなかつたという意味で非自発的である。*Park & Tilford* 事件で言及されたような三選択方法については、償還価額が市場価格以下のときは、償

還させるのは現実的ではない。優先株を市場で売却するのは、転換後の普通株を売却して得る所得に等しいものを得ることになるであろうが、転換権の行使により普通株主となる期待利益を損なう。したがって最後の方法として、普通株への転換が考えられる。しかも転換請求権の附着した優先株は普通株の価値を反映するので、普通株の市場価格が優先株の償還価額より高いときは、優先株の価格も同じ水準まで高められる。したがって、転換自体については投機的便宜があつたとは思えない。^(三三)

転換請求をなすについて、非自発的要素がない場合に、内部関係者がその所有する転換株式を転換し、その後六ヶ月以内に転換により発行された株式の売付をなして利益を得るときは、転換によるこの株式の取得は買付と看做される。この場合の買付価格は、Park & Tilford 事件においては、当然のことながら普通株の対価とみられる優先株の価格であり、その価格は、優先株の市場がなかつたので償還価額とされた。しかし転換証券の提出がその売付とされるかは、アメリカにおいても法律上決定していない。転換を転換証券の売付とみない解釈は、内部情報の濫用による投機を容易にする。内部関係者は予想される市場の上向き以前に転換証券の買付をなし、市場が上向いてから転換し、そして転換により取得した証券を直ちに売却すればよい。この関係では、転換証券の転換はその売付ではないとすべきではない。^(三四)もつとも既に述べた同一性の認定により、転換証券の買付と転換による新証券の売付とが六ヶ月以内のときは、その差額は不当利益とされよう。

株式配当、株式分割。法定準備金および再評価積立金の資本組入による新株の発行 株式配当（商法二九三条ノ二）、株式分割（同法二九三条ノ四）、法定準備金の資本組入による新株発行（同法二九三条ノ三）等については、内部情報が新

株の発行にもまたその引受にも利用されえない。いずれの場合においても、新株は特定の者のみに与えられるのではなく、各株主の持株数に応じて与えられ、またなんらの対価の支払も必要ではない。したがって内部情報が内部関係者の利益にのみ、あるいは一般株主の不利益において利用されることはありえないのであるから、いずれも新株の取得を買付とみる必要はない。^(二四) このことは再評価積立金の資本組入による新株の発行が無償でなされるとき(株式会社の再評価積立金の資本組入に関する法律三条)にもあてはまる。しかし、新株の発行価額の一部を株主に払込ませる場合(同法四条一項)には異なる。払込金額の払込により新株を引受けるか、新株を引受けずに金銭分配の請求をするかは、各株主の任意であつて、その判断には内部情報が決定的となりうるからである。

合併 転換の場合に多少類似した事情は、会社の合併による株式の割当にもみられる。合併当事会社の株式価格は、合併契約書に記載された株式の割当率すなわち消滅会社の株式に対して与えられる存続会社あるいは新設会社の株式の割合(商法四〇九条、四一〇条)に関係づけられよう。この点については、一会社の株式の買付と他会社の株式の売付により利益をうることができる。また合併交渉にあたる、あるいはその間の事情に接近しうる内部関係者は、確定的でないにしても株式の割当率をあらかじめ知ることができる。したがって合併当事会社の内部関係者は、一般に先んじて予想される割当率に基づき、一会社の株式の買付と存続会社あるいは新設会社の株式の割当取得を利用して利益を得ることが考えられる。

アメリカにおいては、合併当事会社の株式は、発行会社の法人格が異なるにしても、同一会社の株式と解せらるべきであり、また合併による株式の割当取得については、合併の効力発生時において消滅会社の株式の売付がなされた

ものと看做されなければならないといわれる。^(二五)

合併においてこのような弊害が認められる限り、合併当事会社の法人格の異別を無視してもその予防・矯正は企画されるべきであり、アメリカでの解決理論は尊重すべきである。しかしながらこのことは立法論的には主張できるが、現行法の解釈として導入できるかは疑わしくなる。もとよりわが証券取引法第一八九条の規定は、一般の法律によつては達成できない一般投資家の保護という政策的なものであるが、規制の対象となるものは、内部関係者の奉仕している会社の株式である。もちろん消滅会社の内部関係者がその株式の買付をなし、合併による株式の割当取得により利益を得るときには、これを不当利益とすることはできる。^(二六) しかし合併前においては当事会社は相互に別個な法人格である。合併交渉によつて取得される株式の割当率は、単なる数会社の内部関係者の情報交換とは異なり、まさに内部関係者が地位または職務によつて取得する情報であるが、この法人格の異別を無視できない限りは、合併当事会社の一方の相手方会社の株式は、証券取引法第一八九条が規定する内部関係者の奉仕する「当該会社」の株式ではない。^(二七) アメリカにおける合併当事会社の株式を同一会社の株式とみる理論の成文上の根拠は、持分証券の定義を下す証券取引所法第三条(a)項一一号が「……委員会が(持分証券と)類似の性質を有するものと認め且つ公益上又は投資家の保護のために定める規則及び準則により持分証券とするのを必要又は適当と認める証券」も持分証券であると規定し、そしてこれをうけて Rule X-16b-7^(二八) が間接的ではあるが、合併相手方会社の株式をここで問題としている当該会社の株式としていることのみられる。

(一) Ballantine, op. cit., §220; Stevens, op. cit., §93; 19 Fletcher, op. cit., §§8907, 9165; Berle and Means op. cit., pp. 151, 181-185, 199-202; Dewing, 'The Financial Policy of Corporations' (4th ed.) pp. 245, 252-255. 矢沢「転換証券の法律的構成」法学協会雑誌六八巻六号六五頁。鴻「転換社債」株式会社法講座五巻一七二-三頁。

(二) 矢沢・前掲六三頁。鴻・前掲一七二六・一七二三頁。

(三) Dewing, op. cit., p. 246, n. 1.

(四) アメリカにおいては、この選択権の行使により株式を取得することも、引受権証を転換する convert と表現している。その発行、権利の行使、権利の保護等に関しては、転換株式や転換社債と法律上も類似していることから、これらを転換証券 convertible securities として統一的に論じている。前出註(一)の各書参照。

なおドイツ株式法においては、株式引受権附社債は転換社債 Wandelverschreibungen に含まれる(一七四条)。

(五) 主要「株主」には出資者も含まれるので(証券取引法一八九条一項)、株式には出資証券(同法二条一項五号)も含まれると解される。法が予想する出資証券は、株式と同じく、内部情報の濫用に供されるものであるが、出資証券を発行しているのは日本銀行のみである(日本銀行法七条一項)。ここではその業務の性格(同法二条一三条ノ二)、配当および財余財産分配の制限(同法三九条三項、一二条)、さらに株主総会に相当する出資者総会が欠けまた政策委員および役員任命の方法(同法一三条ノ四、一六条)などから、証券取引法第一八九条の適用の対象とされることの実益に乏しい。なお証券取引法第三条一項参照。

(六) アメリカにおけるようにワラントの附着した社債または優先権の発行が認められるかについて、第三者たる社債権者または優先株主に新株引受権を与え、「払込期日」を確定日でなく一定の期間に指定し、発行価額を指定することにより肯定されるとの解釈的主張が、昭和三十年改正法以前において、なされている。矢沢・前掲六六頁。払込期日を一定の期間に指定で

きるとしても、現行商法においては具体的新株引受権の有効期間は、特別決議の日より六ヶ月以内とされているので（二八〇条ノ二・四項）、有効期間が数年あるいは半永久的なこともある stock purchase warrant とは機能的に著しく異ならざるをえない。なお立法論としては、新株引受権附社債は転換社債と経済的機能を同じくするのであるから、前者の発行を後者の発行以上に制約する必要はない。鴻・前掲一七一七頁。

(七) 最高判昭和三五・四・二二最高民集一四・六・九八四頁参照。

大野「新株引受権の基礎」商法研究一卷三〇頁は、新株引受権は旧株式の附従的権利であるから、旧株式と分離して譲渡することはできない。申込証拠金領収証および株券受領証が、株式成立後に流通されることにより、新株引受権の譲渡の錯覚を生じるとされている。

(八) 対抗不能説 津田「新株引受権の正体」私法五号二三頁。松田・前掲二六一頁。大隅・大森・前掲三五五頁以下。高鳥「株式申込証拠金領収証の法的性格」法学研究二六卷八号二四頁。債権譲渡説 田中(誠)・前掲三二四頁。会社承諾説 大隅「新株引受権の譲渡」会社法の諸問題一一〇頁。富山「株主引受権」株式会社法講座四卷一二四四頁。菅原「株主の新株引受権の処分について」法学新報六〇卷一一号五九頁以下。「会社法セミナー」ジュリスト一一号二四頁。

(九) Rubin and Feldman, op. cit., p. 486.

(一〇) Cook and Feldman, op. cit., p. 625.

(一一) 内部関係者が株式を贈与する代りに、その株式を自身で売却してその代金を贈与するときは、会社に提供を求められる利益があるかもしれない。また株式の受贈者はその株式の売却を待つことにより、直ちに売付けるよりも利得は大きくなるかもしれない。しかし法は売付または買付とし、対価を得てする株式の取得・処分を規制の対象としているので、なんらの反対給付のない贈与または受贈は売付または買付には含まれない。英米法においては、贈与契約 a contract to give は約因 con-

sideration を欠き無効である。約因があれば、贈与契約は売却契約 a contract to sell となるのであるから、本文において触れるアメリカの証券取引所法第三条(a)項一四号における契約を意味する他はない(買付についての同一三号における契約もこれに準じる)。したがって、実際には税法上あるいはその他経済的有利性を見逃すと非難されながらも、贈与によつては金銭的利益をもたらす可能性がないとの理由によつて、裁判所はすべて真正の贈与は売付ではないとしている。Shaw v. Dreyfus, 172 F.2d 140 (2d Cir.), cert. denied, 337 U.S. 907 (1949); Truncale v. Blumberg, 80 S. Supp. 387 (S.D.N.Y. 1948); Comment, "The Scope of "Purchase and Sale" under Section 16(b) of the Exchange Act, op. cit., pp. 526-532.

(一二) アメリカにおいて、証券取引所法第一六条(b)項自体が、この規定は持分証券が「既に契約された債務に関連して善意に取得された場合」には適用されないとしている。この例外規定の趣旨は、権利を満足させるために株式を取得せざるをえない者を保護するためである。したがって「善意 good faith」の要件は、たとえば株式による代物弁済が債権者の要求によつてなされるときは「充足されていない」といえる。Cook and Feldman, op. cit., p. 633. 同じように「債務者が自からの意思により株式をもつて代物弁済をするときは」この例外規定は適用されなむ。ただしそうでなければ容易に脱法されてしまうからである。Smolowe v. Delendo Corp., 136 F.2d 231 (2d Cir.), 148 A.L.R. 300, cert. denied, 320 U.S. 751 (1943).

わが国にはこのような規定はないが、同様な解釈が可能と思われる(商法二一〇条三号参照)。

(一三) 松元「証券取引法第一八九条の研究」一橋論叢三九巻六号二九頁は、新株の発行がどのような場合に買付または売付とされるかについて、一 取得・処分的前提として取締役会決議で足りるか、二 株主全体に関するものか、三 対価の有無をもつて区別の標準とすることを主張される。しかし一の判断基準は重要な意味を持たない。後出註(一四)参照。

(一四) 前出二一〇頁および註(四)参照。

(一五) Shaw v. Dreyfus, 172 F.2d 140 (2d Cir.), cert. denied, 337 U.S. 907 (1949). しかし権利者の判断によつてなる

れるこの選択権の行使による株式の取得については、同判決も、買付としている。

(一六) 前出註(四)参照。

(一七) 現行商法における転換社債の転換の法的性格の説明について、社債券の現物出資による新株の取得とみる説(岡咲・解説改正会社・八三頁)と、金銭出資ではあるが会社の株金払込請求権と社債権との相殺契約が既存するとの説を措定するとき、社債と株式の交換の実体の説明上前説が適当である(田中(誠)・前掲五一九頁)。しかし現物出資に関する規定(二八〇条ノ八)の適用および株金払込についての相殺禁止規定(二〇二条三項)の適用除外に触れる規定はないので、転換社債の発行価額を新株の発行価額にふりかえる、つまりは転換社債の対価を転換権の行使を停止条件とした株式払込金とみることができらるであろう(鴻・前掲一七七二頁)。転換による新株の発行を、転換株式および転換社債の場合を通じて、転換証券を対価とする新株の発行と統一的に説明することができるが(矢沢・前掲五八頁、五九頁)、これは、現行法上転換証券の発行価額を対価としての新株の発行の意味に他なるまい。

(一八) 160 F.2d 984 (2d Cir.), cert. denied, 332 U.S. 761 (1947).

(一九) Id. at 987-988.

(二〇) 259 F.2d 342 (6th Cir. 1958), cert. denied, 79 Sup. Ct. 606 (1959).

(二一) 転換される証券とそれに対して与えられる証券との比率を転換率といい、転換により発行される株式数で転換証券の発行価額を除いた商を転換価額 conversion price という。わが国においては、転換により発行される株式の発行価額は転換証券の発行価額とされるので(商法二二二条ノ三、三四一条ノ五)、転換価額は転換による株式の発行価額と同じである。ところわが国においてもこれらが転換期間中一定である必要はない。転換期間を区分して転換率の通減を定めてもよく、あるいは転換権者の保護のために転換率の自動的修正を定めてもよい。矢沢・前掲七一頁。鴻・前掲一七四九頁、一七七二頁。

(一一二) 72 Harv. L. Rev. 1392, 1394 (1959).

(一一三) Cook and Feldman, op. cit., p. 624; Loss, op. cit., 1955 Supplement c. VIII, n. 379.

(一一四) 松元・前掲三〇頁は、株式分割につき、会社が無額面株式のみ発行しているときは、取締役会は自由にその決議をなするのでかなりの弊害が予想され、また法定準備金の資本組入による新株の発行も取締役会がその手続を行うので、買付に含まれるとされる。しかしこの意味は明らかではない。ただしこれらの新株の発行も、会社資本に対する株主の持株数の割合として、持分になんらの変動をもたらず、内部関係者のみが投機機会を増加したとはいえないからである。

(一一五) Cook and Feldman, op. cit., p. 626. しかし大企業と小企業との合併においては、合併前後において大企業の株価にはさしたる変化がなく、合併内容をあらかじめ知つていても大企業の株主には、それを利用して利益を得る機会がない場合がある。大企業の株式を提出して新株式を得る場合（新設合併または大企業の小企業への吸収合併）には、これを売付とみる必要性に乏しい。合併（相手方会社の株式を対価とする実質的に会社全資産の譲渡または譲受であつて、その株式を譲渡会社の持分証券所有者に分配する場合を含む）に関し、Rule X-10b-7 が、合併前に相手方会社の全持分証券または全資産の帳簿価格の八五パーセント以上を所有した会社の持分証券の処分またはそれと新持分証券との引換には、第一六条(b)項の適用がなるとしたのは、この理由による。

(一一六) 消滅会社の株式の売付とみるわけである。買付価格と照合される売付価格は、新設会社あるいは存続会社の株式の価値——市場価格であつて、発行価額ではない。

(一一七) 発行会社の証券についても、充分規制の対象とされるべき転換社債を除外している現行法においてはやむを得ないであろう。

(一一八) 前出註(一一五)参照。

会社内部関係者の株式取引における責任

(四) 不当利益取得者

役員 アメリカの証券取引所法第三条(a)項七号によれば、『取締役』とは、株式会社の取締役又は団体(法人格の有無を問わない)について類似の職務を執行する者をいう。したがって、信託形式をとる点を除いては株式会社と類似するいわゆるマサチューセッツ・トラストあるいはビジネス・トラストおよび議決権信託の受託者、あるいは寄託証券発行委員会の委員等も取締役とされる。そしてこの規定の解釈には、次に述べる役員解釈が参考とされよう。ただし証券取引委員会規則の役員定義は、この規定にならつたものがあるからである。

ところでアメリカにおいては、会社業務を執行する権限はすべて会議体としての取締役に与えられているが、取締役会がその職務を遂行すること日常の業務にまで及ぶということは、伝統的に行われず、またそうすることは甚だ非実際的なことである。したがって、制定法、定款、業務規則等会社のチャーター charter により、取締役会の権限の一部は少数の取締役よりなる業務執行委員会 executive committees または個々の取締役あるいは取締役以外の者に委譲できるとされている。^(二)そして具体的な執行権を与えられる後者がいわゆる役員である。そして会社の企業活動および取締役会自体の活動において必要不可欠な事項については、これを管掌し執行すべき役員の地位 office の設置を、制定法は定めている。^(三)また役員の権限は、チャーターあるいは取締役の決議により、または通常の業務過程において暗黙に定まる。^(三)この観点において役員は役員により、任命される使用人である単なる代理人 agent とは異なり、会社の法定あるいは任意の機関である。^(四)証券取引所法において役員をどうみるかについては、委員会規則 Rule X-3b-2 及び『役員』とは、社長 president、副社長 vice-president、会計役 treasurer、秘書役 secretary、

会計管理役 comptroller、その他発行者（法人格の有無を問わない。）のために、右の役員が執行する職務に相応する職務を執行する者をいう。」と規定している。しかしこの規定は役員が制限列挙であるのか、あるいは権限の程度の例示であるのかが判明しない。役員が意識についての判例は、多くはないが対立している。Colby v. Klune^(H)においては、この規則が、制定法により授権されないものとして、無効であるならば、株式取引に利するような内部情報を取得できる職務の執行者は役員である。規則が有効であるとしても、重要なのは職務と会社の営業との関係であつて、監督の有無または職名は役員の決定的要素ではないとされた。しかし、その後 Lockhead Aircraft Corporation v. Rahman^(I) においては、右の規則の有効性を認め、「その他……右の役員が執行する職務に相応する職務を執行する者」とは、この規定の役員が職名を有しないが、それが通常執行する職務を執行する者である。そうでない者は（本件被告は会計役補佐 assistant treasurer）たとえ業務規則に役員と定められていても、証券取引所法第一六条(b)項の目的では役員とはならないと判示された。このことは、後述する同条(a)項による持分証券得喪の報告義務と同(b)項における出訴期間との関係において重要な意味を持つ。そこでこの判決の論理によれば、会社とその業務執行者にとつて容易な指針である客観的方法をとる委員会規則が唯一の指針となり、コルビー事件の原則は、その事件特有な事案に適用されるものと解することにより、多くの問題は解決できるであらう。^(八)

わが証券取引法第一八九条における役員の意味については、本法中の用語の定義に関する第二条もその規定を欠くので、解釈上の問題が生じる。有価証券の募集または売出の届出に関しては、役員とは「取締役、監査役またはこれに準ずる者をいう。」（五条一項）。しかしこの規定は、本法全章に関する第一条と異なり、第二章中の条文にすぎず、第

一八九条の役員はその立法趣旨に照らして解釈さるべきである。したがつて検査役、取締役同様の支配力を有する顧問または相談役および場合によつては支配人または営業主任等の高級使用人も、取締役および監査役と共に役員に含まれるとの主張がある。^(九)しかしながら、一定の配当等の表示を禁止する第一九一条の四は、「有価証券の発行者……又はこれらの者の役員、相談役、顧問その他これらに準ずる地位にある者若しくは代理人、使用人その他の従業員は、」(二項)とし、また証券業者の登録拒否事由を定める第三一条は、「取締役(相談役、顧問その他いかなる名称を有する者であるかを問わず、会社に対し取締役と同等以上の支配力を有するものと認められる者を含む。以下本条中同じ。)又は監査役」(一項九号)との用語を使用している。役員以外の者あるいは取締役と同等以上の支配力のある者をも規制する場合には、特にその旨を規定している本法の体裁からして、右の主張は、立法論的には首肯できるが、現行法の解釈としては疑問がある。第一八九条の役員も、不満足ではあるが、取締役、監査役またはこれに準ずる者と解される。^(一〇)したがつて取締役または監査役の職務代行者(商法二五八条、二八〇条)はもちろん、会社の業務および財産の状況を調査する権限を有する検査役(とくに同条二三七条三項、二三八条、二九四条)は役員に含まれるが、会社の本店または支店の営業に関する一切の行為をなす権限を有するけれども、支配人(同法三八条、四三条)は、単に支配人であるだけでは、役員とすることは無理ではなからうか。

主要株主 アメリカにおいては、連邦証券取引所に登録されている持分証券……の種類を問わず一〇〇分の一〇以上の直接又は間接の受益所有者(証券取引所法一六条(a)項^(一一))を、わが国においては、自己または他人(仮設人を含む)の名義をもつて発行済株式の総数または出資(証券取引法二条一項五号、日本銀行法五条、七条)の総額の一〇〇分の一〇

以上の株式または出資を有している株主または出資者（証券取引法一八九条一項^(一三)）を、主要株主としている。主要株主は投機に有利な内部情報を取得できる者と看做されるのであるから、仮設人名義はもとより実在の人格者の名義の株式あるいは持分証券であつても、これを自由に利用して自己の利益をはかることができる事情が重要であり、形式的名義は問題でないのは当然である。^(一四)

主要株主は、他の内部関係者と異なり、買付または売付の、あるいは売付をしまたは買付をしまたは買付をしまたは一方の時期において主要株主でないときは、責任を問われない（米証券取引所法一六条(b)項、証券取引法一八九条四項）。したがつて主要株主となり、または主要株主でなくなる時期は、多くの場合もつとも重要な要素である。規定そのものは、買付および売付が、その時において既に主要株主である者によつてなされた場合にのみ、それによつて生じた利益を不当利益とするようにみえる。しかしこの解釈をとれば、立法目的はまつたくといつてよいくらい達成されない。すなわち、多量の株式の買付をなし、その後所有高が一〇パーセント以下になるまで売付ける。所有高が一〇パーセント以下になつたらまた同じ過程を繰り返しても、利益を不当利益とすることができない。しかし、たとえば一五パーセントの株式所有時に四パーセントを売付け、六ヶ月以内に売値より低い買値の買付をするときは、その利益は不当利益とされる。換言すれば、この解釈によるときは、不当利益とされるべきものを大きくすることによつて、法の適用を免れることになる。したがつて立法目的からすれば、主要株主となるのに十分な買付の時に主要株主となり、主要株主とするには不足な差額の売付の時にも依然として主要株主である。買付の後または売付の前において主要株主でない場合にのみ、責任を問われないにすぎない。^(一四) もちろんこの解釈は、「時期」という一字句を買付の直後および

売付の直前と解する点において、矛盾を含んでいる。しかしこのことは、立法目的の観点からすれば容赦されるであらう。^(一五)

不当利益の提供義務 このようにとらえられる内部関係者が、六ヶ月以内に売付と買付、または買付と売付をなして利益を得るときは、その責任は自動的である。役員については、わが国においては主要株主と異なり規定を欠くが、他人または仮設人名儀であつても、自己の計算であるかぎり、同様と解される。^(一六)

ところで内部関係者の名儀または計算においては、なく当該会社の株式が取引されたときに、なおかつ内部関係者がそれより生じた利益に与かる場合がある。内部関係者が持分を有する他の法人の計算において問題の取引がなされたときには、この利益はその程度において持分の増価をもたらず。そして内部関係者がこの法人に及ぼす影響が大きいほど、内部情報の濫用の危険は大きくなるであろう。このような取引は脱法行為とみることはできるが、内部関係者の得る利益は当該会社の株式の取引によるものであり、またこの取引を他人名儀の取引に準ずるものと解して、法はこのような取引も規制の対象としていないとできないであろうか。もつとも内部関係者の法人に対する支配力の程度はどの位で足りるかの問題が残る。

アメリカにおいて、法人格を有するも構成員であるパートナーは人的責任を負うという点でわが国の合名会社に似るあるパートナーシップが、株式の売買をして利益を得たが、そのパートナーの一人は取引された株式の発行会社の取締役であつた。この取締役・パートナーは、その取引につきなんらの認識もなかつたので、その持分に応じて利益の返還を命じられた。^(一七) また一人または数人が証券投資または取引をする媒体となり他に実質的 substantial 事業を

営まない持株会社を支配する者は、もしも持株会社所有の証券の発行会社の内部関係者であり、または持株会社の所有証券のうち自己の持分に応じる分と自己の受益所有証券と合算してその発行会社の主要株主となるときは、自己の持分に応じて、持株会社の所有する当該証券およびその得喪を報告しなければならないとされる^{一八}。これらのことからして、内部関係者でありまた持株会社の支配者は、持株会社が当該会社の証券につき六ヶ月以内に得た利益については、少くとも、持株会社における自己の持分に応じて責任を負うべきであると主張され、ここにおける「支配」とは、証券取引所法第一六条(b)項の目的に照らして決定されるべき事実問題であるといわれる^{一九}。

(一) Stevens, op. cit., §144; Ballantine, op. cit., §§46 et seq.; 2 Fletcher, op. cit., §§495-500; Grange, Corporation Law for Officers and Directors (revised print'g), p. 368.

(二) たとえば Del. Corp. Law §142 (a) は社長 president, 秘書役 secretary および会計役 treasurer など N. Y. Stock Corp. Law §60, Ill. Bus. Corp. Act §43, Calif. Corp. Code §821 は社長、副社長、秘書役および会計役を置くべきことを定めている。

(三) 2 Fletcher, op. cit., §§271, 444; Ballantine, op. cit., §§49, 50; Grange, op. cit., §§49, 50; Grange, op. cit., pp. 101, 431, 432, 440 et seq.

(四) 2 Fletcher, op. cit., §§266, 267.

イギリスにおいて、取締役およびアメリカの役員に相当する業務執行取締役 managing director について、その地位、任命の方法、権限のあり方等から、これは単なる代理人ではなく機関であるとの解釈がある。もつとも秘書役は業務執行取締役とは異なり、対外関係において会社を拘束する権限はないが、その機能の重大さのために機関としての取扱を示唆してい

会社内部関係者の株式取引における責任

8° Gower, *The Principles of Modern Company Law* (2d ed.) pp. 117-133.

(五) 178 F.2d 872 (2d Cir. 1949).

(六) 106 F.Supp. 810 (S.D.Cal. 1952).

(七) *Loss, op. cit.*, 1955 Supplement p. 584.

(八) *Cook and Feldman, op. cit.*, p. 400.

(九) 松元・前掲二六頁。

(一〇) ここに取締役または監査役または監査役に準ずる者とは、主要株主の意義(後出)との対比上、出資証券を発行している法人において株式会社取締役および監査役に類似した職務を行う者をさす。

(一一) 一〇パーセント持分の計算については、非登録証券および社内株を含んですべての発行済持分証券の総数を基準にしてゐる。Rule X-16b-2. これは計算を容易にして法の適用を実際的にするためである。Cook and Feldman, *op. cit.*, p. 401.

(一二) わが国においては、後に述べるように株式得喪の報告義務がないので、社内株である自己株を計算に入れる必要はないとも解されるが、自己株の取得を原則的に禁止し、例外的にその取得を許す場合でも(商法二一〇条)その処分を短期間になすことを要求される(同法二二一条)。また規定上からも自己株も計算に入れられると解する。松元・前掲二七頁。

(一三) アメリカにおいても、同じ考慮が払われている。たとえば Rule X-16a-8(a)によれば、「第一六条(a)項の目的上証券の受益所有は次のものを含む。

(1) 受託者又はその直接家族 immediate family の者が信託財産又は収入に確定的権利を有する場合の受託者としての証券の所有。

(2) 信託における確定的受益権の所有。及び

(3) 受益者全員の同意を得ることなく信託を取消し得る権限を設定者が有する信託の設定者としての証券の所有。」

(一四) 買付たじじい Stella v. Graham-Paige Mortors Corp., 104 F.Supp. 557 (S.D.N.Y. 1952). 一定の元引受行及びは第一六条(6)項は適用をされないとする Rule X-16b-2 は「委員会がこの見解を暗黙に認めていゝるからである。 Cook and Feldman, op. cit., p. 631, n. 197.

(一五) 57 Column. L. Rev. 287, 289 (1957).

(一六) 松元・前掲二六頁。

(一七) Ratner v. Lehman, 193 F.2d 564 (2d Cir. 1952).

裁判所はパートナーの一人が内部関係者であるパートナーシップのすべてに適用される一般原則を確立していないので、当該内部関係者がパートナーシップがなした取引につき認識を持つていたときは、パートナーシップあるいは当該内部関係者のいづれかが全利益につき責任を負わねばならないのか、もしそうだとすれば、その認識ほどの程度であるのかの問題は、後の訴訟に委ねられている。Cook and Feldman, op. cit., p. 629. と同様現行 Rule X-16a-3(b) によればパートナーシップの所有する持分証券につき報告義務のあるパートナーは、自分自身の報告書にこのようなパートナーシップの所有する持分証券全額を記載しなければならない。ただしパートナーシップにおける持分に応じた取引の程度を開示してもよい。

(一八) Securities Exchange Release No. 1956 (1938).

現行 Rule X-16a-8(g) によれば「公益企業持株会社 Public Utility Holding Company Act により登録された持株会社、投資会社法 Investment Company Act により登録された投資会社、発行会社会社の従業員を一般に受益者とし発行会社の証券を有する年金または退職金計画、または二五人以上の受益者を有するビジネス・トラストが所有する証券に対する間接持分については、何人も報告義務を有しない。

会社内部関係者の株式取引における責任

(一九) Cook and Feldman, op. cit., p. 630.

(五) 不当利益の提供

I 株式得喪報告義務と請求権の除斥期間

証券取引法第一八九条三項によれば、不当利益の提供を請求する権利は、利益の取得のあつた日から二年間行使しないときは、消滅する。またアメリカの証券取引所法第一六条(b)項は、不当利益が取得された後二年以上経過したときは、訴を提起することができないとしている。不当利益の取得の日から、有責な内部関係者は、その行為を隠蔽することによつて、その責任を免れることができるのであろうか。

記名株式の場合に、株主名簿(商法二三三条、二六三条)が正確・迅速に真実の株主を示すならば、内部関係者の短期取引は会社および一般株主によつても発見されるであらう。しかしながら、裏書または譲渡証書の交付によつてなされる譲渡(同法二〇五条一項)の会社への對抗要件にすぎない名簿上の記載(同法二〇六条一項)は、それほど忠実ではなく、短期取引の発見には有力な手段ではない。アメリカの証券取引所法第一六条(a)項によれば、内部関係者は、当該会社の持分証券について自己が受益所有者である数量の報告書、またその後所有に異動のあつたときは、その異動のあつた翌月一〇日までにその報告書を、証券取引委員会と取引所に提出しなければならない。^(一)これらの報告書は、委員会および取引所において公衆の縦覧に供される(Rule X-24b-3(a))。^(二)そしてこの報告を強する手段として、命令的差止命令 mandatory injunction と罰則の適用がある(米証券取引所法二二条、三二条)。ところで証券市場は非常に

変化し易いものであるから、月間報告では不充分であり、また報告義務も上場会社にのみ課しているのは、証券取引所法上の保護を上場会社の投資家に限定している非論理性の表われであると批判される^(三)。この批判は報告義務の不当性を責めるものでないのは明らかであり、その必要性を認めているからなされるに他ならない。報告義務は適用され履行される限り、不当利益の発見に役立つことは疑いが無い。ひるがえつてわが証券取引法をみるに、昭和二八年の改正前においては、第一八八条において右の報告義務に酷似した規定をしていた^(四)。またその強制手段においても似ていた(命令的差止請求権・一八七条、罰則規定・旧二〇五条二号)。しかし現行法においては、これらは削除されている。したがつて短期取引とそれによる不当利益発見の主要な手段はない^(五)。そしてこのことは不当利益提供請求権の除斥期間について重大な意義を有する。

アメリカにおいては、短期出訴期限は報告義務と関連して読まなければならない。不当利益発見の手段である報告書を提出しないことによつて利益の返還を免れうるならば、立法目的は破壊されてしまう。出訴期限は詐欺が発見されるまでは計算を開始しないとの緩和解釈 *mitigating construction* は、読みこまなければならない。したがつて報告書の提出がないときは、出訴期限の計算は開始しないとされている^(六)。詐欺または隠蔽は積極的な努力である必要はない。報告書の提出のみが取引の公示となるのであつて、報告書の提出がないときは、たとえ内部関係者が取引につき会社社に通知をしても、判例の意味するところでは隠蔽となる^(七)。わが現行法においては、内部関係者は自社株式の取引につきなんらの開示義務も有しないのであるから、会社および一般株主が内部関係者の不当利益の取得につき知りうべき時を認め、これを除斥期間の起算点とすることは不可能である。不当利益提供請求権は、容易に消滅して

し、^(八) しまう他はない。立法上特に考慮が必要とされる点である。

II 代表訴訟の問題点

内部関係者が得た不当利益は会社に提供されなければならないが、内部関係者が会社において占める地位を考えれば、会社がこのような不当利益を発見し、その提供を求めることは余り期待することができない。したがって、当該会社の株主が要求した後六〇日以内に会社がこのような請求の訴を提起しないときは、当該株主は代表訴訟を起こすことができる（証券取引法一八九条二項、米証券取引所法一六条(b)項）。もつともわが証券取引法第一八九条二項は、会社が請求しないときは代位請求できるとしている。これは、代位請求は裁判上の請求も含み代表訴訟を認めたものと解される。また会社が訴によらないで請求したにすぎない場合に代位請求が阻止されるのは不合理であるから、この規定は、会社が訴を提起しないときは株主が代位請求できるものと改められねばならないし、^(九) 少くともそう解釈されるべきである。

目的を異にするけれども、役員に対する関係では、商法に同じ代表訴訟が認められている（二六七条、二八〇条）。しかし不当利益提供請求の代表訴訟とは差異が多い。たとえば、代表訴訟をなしうる株主は、商法では株式を六ヶ月以上の継続的所有に資格づけられるが（二六七条一項）、証券取引法にはこのような条件はない。また会社に対する要求後待つべき期間は、商法では三〇日であるが（二六七条二項）、証券取引法では六〇日である。さらに商法第二六七条三項ないし第二六八条ノ三にあたる規定は、証券取引法には欠けている。調整にあつては、内部関係者による内部情報の濫用の防止という立法目的は強調されなければならない。そしてこの目的に適う限り、証券取引法第一八九条

の代表訴訟の解釈について、現在においては、商法の規定は参照されよう。このことは特に訴提起の容易化という形をとるべきである。^(一〇)したがつて專屬管轄（商法二六八条一項）および担保提供義務（同法二六七条四項）を除いては、商法二六八条三項ないし二六八条ノ三は、結果的には類推の形をとることになる。^(一一)

アメリカの証券取引所法第一六条(b)項による代表訴訟が、通常の代表訴訟にならないながらも、^(一二)著しく異なるのは、訴の容易化の点である。不当利益に関する代表訴訟は、連邦裁判所の管轄に專屬する（証券取引所法一六条(b)項、二七条）。通常の代表訴訟に適用される。^(一三)連邦民事訴訟規則 Federal Rules of Civil Procedure 第二三条(b)項の規定によれば、原告が訴える取引の時に^(一四)株主であつたこと、またはその株式が取引の後に法律の効力により原告に帰属したことを主張しなければならない。しかしこの規定は、証券取引所法第一六条(b)項の訴訟には適用されない。ただし特に一般公衆を保護するために創設されたこの例外的訴権の運用は、手続上の制約により妨げらるべきではないからとされる。^(一五)すなわち、本条により株主に与えられた訴権は、特定の損害に基づくものではなく、内部関係者の活動を警察するために設けられたものであるから、事前取得条項を基礎づける訴訟資格理論 theory of eligibility to sue はこのような代表訴訟にあてはまらない。^(一六)したがつて、さらに、州法が訴提起者に担保提供義務を課していても、それは本条の訴訟には適用がないとされている。

(一) 報告書の様式は Rule X-16a-1 により定められている。

(二) さらに、委員会はこれら報告書に記載された事項を月刊の小冊子に編集し、各取引所と委員会地方事務所にて公衆の縦覧に供したく頒布す。SEC, Official Summary of Security Transactions and Holdings of Officers, Directors and

Principal Stockholders による。

(三) Cook and Feldman, op. cit., p. 302.

(四) 旧第一八八条 ① 証券取引所に上場されている株式の発行会社の役員及び主要株主は、証券取引所が第一百十二条第三項の規定による登録へ註・上場のための登録を^レする時の現在においてその有する当該会社の株式の種類及び数に関する報告書を、登録があつた日の後十日以内に証券取引委員会に提出しなければならない。

② 第一百十二条第三項の規定による登録があつた日の後において会社の役員又は主要株主となつた者は、役員又は主要株主となつた日の現在において有する株式の種類及び数に関する報告書を、その日の後十日以内に証券取引委員会に提出しなければならない。

③ 会社の役員又は主要株主は、前二項の規定により報告をした株式の数に異動があつた場合においては、その異動に関する報告書を、異動があつた日の属する月の翌月十日までに証券取引委員会に提出しなければならない。

④ 会社の役員又は主要株主でなくなつた者は、その旨を証券取引委員会に届け出なければならない。

⑤ 一項乃至第三項の規定による報告書は、証券取引委員会規則で定める様式により、これを作成しなければならない。

(五) 役員および主要株主の持株数に関しては、有価証券届出書および有価証券報告書の提出・公示(証券取引法五条、六条、二四条、二五条、一一八条。有価証券の募集又は売出の届出等に関する省令九条、一四条、一七条乃至二〇条)により公示なされる。しかしこれらは証券の募集または売出をしようとするときまたは上場会社の各事業年度毎になされるにすぎない。したがつて事の性質上、短期取引とそれによる不当利益の発見にはさほど有用ではない。なお同法旧五条一項四号、六号参照。

(六) Grossman v. Young, 72 F.Supp. 375 (S.D.N.Y. 1948).

(七) Cook and Feldman, op. cit., p. 414.

(八) 後出一三九頁参照。

(九) 北沢「株主の代表訴訟と差止権」株式会社法講座三卷一一五〇頁。松元・前掲三三頁。

(一〇) 内部関係者の不当利益によつては、会社はなんらの損害も受けない。買付により株主となつた者あるいは売付により株主でなくなつた者が、内部情報濫用の犠牲者である場合がある。会社の利益でなく一般投資家の保護のために、内部関係者の不当利益を会社へ提供させるのであり、その請求あるいは訴訟が会社対その内部関係者の関係となる。したがつて、不当利益提供の請求を会社に要求しあるいはこれに代位できる者を、会社と関係ある者としての株主として見るに他ならないからである。

(一一) 松元・前掲三三頁、三四頁。

(一二) 弁護士報酬の請求にせよ Smolowe v. Delendo Corp., 136 F.2d 231 (2d Cir.), 148 A.L.R. 300, cert. denied, 320 U.S. 751 (1943)。弁護士報酬の請求をせよの割合訴訟防止のための参加にせよ Park & Tilford, Inc. v. Schulte, 160 F.2d 984 (2d Cir.), cert. denied, 332 U.S. 761 (1947)。

(一三) American Distilling Co. v. Brown, 295 N.Y. 36, 64 N.E. 2d 347, 165 A.L.R. 1228 (1945)。

(一四) Benisch v. Cameron, 81 F.Supp. 882 (S.D.N.Y. 1948)。

(一五) 62 Harv. L. Rev. 1071, 1072 (1949); Cook and Feldman, op. cit., p. 411。

(一六) Truncale v. Blumberg, CCH Fed. Sec. Law Rep. 90, 470 (S.D.N.Y. 1949); Cook and Feldman, op. cit., p. 412。

四 む す び

アメリカの証券取引所法第一六条(b)項の規定は、証券法および証券取引所法を通じて、規制をうける者から最も嫌われた条文である。一九四一年に右の両法の改正計画があつたとき、証券業者および企業経営者と証券取引委員会との間に、この規定をめぐつて激しい応酬があつた。⁽¹¹⁾しかし実際のところ、株式得喪の報告義務と不当利益の返還を定める第一六条の規定は、連邦議会の賢明な権限の行使であり、またそのすぐれた簡潔さは、実質的な予防的效果を有している。⁽¹²⁾

第一六条の規定はアメリカの創案であるが、その規制の目的とする問題はアメリカにのみ特有なものではない。株式会社制度に伴う宿命的なものですらある。イギリスにおいては取締役は株主からその株式を買うにあつて、株価を高めるであろう情報を持つていても、それを開示する義務はないとした *Percival v. Wright* ⁽¹³⁾以来、その法律状態はアメリカの多数原則と同じである。⁽¹⁴⁾しかしこのことは、道義的には非難されるべきことは明らかである。Cohen 委員会はこのような慣行を正面から批判し、取締役および資本または株式の一パーセント以上を自己または他人の名義で所有する者は、その株式と社債およびその得喪につき開示すべきことを勧告した。⁽¹⁵⁾この勧告は、株主に関する部分を除き、一九四八年の会社法第一九五条に具体化された。すなわち会社は、一般株主名簿とは別に、取締役および取締役と看做される者⁽¹⁶⁾が、自己または他人名義で有するその会社、親会社、子会社または姉妹会社の株式および社債を表示する帳簿を設けねばならない⁽¹⁷⁾。これにより取締役の会社に対する利害関係および支配の程度を知

ることができ、また株式および社債の処分につき受領した対価の記載(②項)は、その額如何により、取締役が内部情報を秘していることが知られる。したがつてこの帳簿より得られる知識は、一般株主および社債権者をしてより一層の調査にかりたてるであろうといわれる。^(七)しかし、この帳簿は株主および社債権者の閲覧に供されるのみで(⑤項、(7)項)、これから株式または社債に投資しようとする者には利用できない。しかも取締役が報告義務を遵守させるには、罰則(同法一九八条)は充分でない。したがつて内部情報の濫用と不当利益の防止には、この制度は不幸にも不適當である。^(八)そしてイギリスにおいては、取締役がその会社の証券を取引するについての悪弊が例外的であり、またさほど酷くないとしても、アメリカの範にならうべきであると主張されている。^(九)

内部情報の不当利用とそれによる利益は、単なる開示だけでは防止することはできない。その意味でわが証券取引法が、不当利益を会社へ提供させているのは賢明である。しかし、このような不法の発見を容易にする手段がなければ、その目的の達成は甚々困難となる。役員および主要株主の株式得喪の義務の規定(旧一八八条)を削除したことは、第一八九条を無意味に近くしている。旧第一八八条は存置すべきであつた。^(一〇)したがつてその復活さらにその強化が望まれる。^(一一)また取引の対象となるものも株式のみに限つていのも肯づけないし、内部関係の範囲に関しても現行法の規定からは不十分にしか解釈できない。

証券取引法の立場では、損害をうけた者の考慮に欠けるという非難がでるかも知れない。^(一二)しかし株式の売買を市場を通してなす者は、各自その判断によりなすのであつて、また取引の相手方はいわば無名である。その損害は内部関係者の行為との間に直接の関係があるものではないし、また内部関係者の利益は、必ずしも特定の株主あるいは株主

達の損害と相応するものではない。したがって内部情報の濫用の予防に努める限り、僥幸を法がはかる必要はないであろう。しかしながら、売買取引の当事者間に直接の関係が認められるときは、問題は別である。この場合においては株式の所有を通して会社組織法上に関係を有する株主と内部関係者間の取引については、擬制的にもせよ、少なくとも立法論的には、アメリカの伝統的に名づけられた特別事実原則あるいは少数説に充分の考慮が払われてしかるべきである。

- (一) Loss, *op. cit.*, pp. 578-579.
- (二) Cook and Feldman, *op. cit.*, p. 641.
- (三) Loss, *op. cit.*, p. 564.
- (四) [1902] 2 Ch. 421.
- (五) Gower, *op. cit.*, pp. 493-495; Pennigton, *The Principles of Company Law* (1959) p. 412; Buckley, *Companies Act* (11th ed.) p. 865.

Board of Trade, *Report of the Committee on Company Law Amendment*, Cmd. 6659 (1945) §§81, 82. なお同委員会は次のように述べている。「右に指摘した種類の不当な取引を思い止まらせるために、法律を改正すべきであると考える。たとえ立法が、不当取引を抑圧することに完全には成功しなくとも、高度の行為規準は維持されねばならない。そして、会社株主の全般が知りえない特別な知識の結果として取得される利益は、不当に取得されるものだと一般に理解されるべきである。」

§86. 「取締役の不当取引およびこのような取引の理由なき疑惑に対する最上の予防策は、その会社の株式または社債についての彼らの全取引の開示を確実にすることである。開示が義務づけられる事實は、自ずと不当行為を防止するであろうし、ま

た株主は、適当と考えるときは、われわれの勧告する報告書に開示される取引につき説明を求めることができる。取締役のその会社の株式の取引の開示は強制的であるとの事実こそ、この誤った印象を否定するであろうし、また誤解あるときは、取締役は常に自由にその取引の理由についての声明書を発表することができよう。アメリカ合衆国における慣行は、取締役の取引につき開示することであり、そしてこのことはなんら不都合な結果をもたらしていないのは確かである。」§ 87.

(十) Pennington, *op. cit.*, p. 385.

(八) Gower, *op. cit.*, p. 495 and p. 496 n. 69.

(九) Levy, *Private Corporations and Their Control* (1950) p. 715.

(一〇) 矢沢「アメリカにおける会社法と証券取引法の交渉」商事法務研究四九号三五頁。松元・前掲三七頁。

(一一) 松元・前掲三八頁。

(一二) 前出註(一)参照。