

自己株式の取得とインサイダー取引違反(1)

櫻 井 隆

1 はじめに

本年7月26日、新聞各紙は日本経済新聞社の社員がインサイダー取引違反で逮捕されたと報じた。⁽¹⁾それより少し前の6月6日には「村上ファンド」代表の村上世彰氏が同じくインサイダー取引違反で逮捕されたというニュースが日本全国を駆け巡った。⁽²⁾さらには昨年(2005年)の3月には西武鉄道事件でコクド前会長の堤義明氏が同じくインサイダー取引違反で逮捕されている。⁽³⁾

このように毎年、一年の間に何件ものインサイダー取引違反での逮捕者が出ている。他方、自己株式の取得に関しては、平成13年の商法改正以前では、原則として取得が禁止されており、例外としていくつかの場合にのみ自己株式の取得が認められていたが、同年の改正で原則として自己株式の取得が自由と改正され、さらに本年5月に施行された会社法においてもこの考え方が引き継がれている。

両者の関係については、以前より自己株式取得の緩和あるいは取得が禁止されてきた理由の一つとしてインサイダー取引違反の増大の懸念が指摘されてきた。⁽⁴⁾

さて、ここで問題となるのが、インサイダー取引違反事件の増大と自己株式取得の緩和の関係性についてであり、両者の関係性についてはこれまで多くの主張がなされてきたが、反面その論証はなされてこなかったといえる。

そこで、本稿では以下の3つの仮説を立てて、両者の関係性を検証したいと考えている。この場合の3点とは、第一は、昭和63年のインサイダー取引の禁止という規制から平成4年の証券取引等監視委員会の設置までのインサイダー取引違反の推移で、この間のインサイダー取引違反の摘発件数はそれほど多くはないという仮説である。それはこの期間の同取引違反が少なかったということではなく、むしろ同委員会が設置されていなかったために、実際には同違反事件は多かったであろうが、それが摘発されなかったために、事件としては立件されることは少なかったということである。

第二は、平成4年の証券取引等監視委員会の設置から平成13年の自己株式取得の原則自由化までのインサイダー取引違反事件の推移で、この間のインサイダー取引違反事件は増大しているという仮説である。それは証券取引等監視委員会が組織されたのは、同取引違反の摘発のためなどのためであり、その点では従来までとは異なり、インサイダー取引違反事件は増大するであろうことが考えられるからである。しかし反面、自己株式取得が原則として禁止されてい

たために、この部分でのインサイダー取引そのものは少ないために、相対的に同取引違反事件もそれ程多くはないものと考えられる。

第三は、平成13年の自己株式取得が原則として自由化されてから今日までのインサイダー取引違反事件の推移で、この間が最も同違反事件が増大しているとの仮説である。それは自己株式の取得が自由化されたということは、インサイダー取引が行なわれる機会そのものが、確実に増大するからである。したがって、それに伴って同取引違反事件も増大すると考えるからである。

以上の点から、本論文では、自己株式の取得の問題とインサイダー取引との関連性を数値的あるいは量的および質的に見るとともに、その上でインサイダー取引違反を減少させるにはどのような方法が効果的かという改善策についても触れたいと考えている。

(注)

- (1) 朝日新聞平成18年7月26日朝刊1面。
- (2) 朝日新聞平成18年6月6日朝刊1面。
- (3) 朝日新聞平成17年3月3日夕刊1面。
- (4) 近藤光男・最新株式会社法 [第3版] (中央経済社・2006年) 81頁。

2 自己株式取得規制の変遷

(1) 明治32年商法典成立から昭和13年改正まで

現行商法典が成立したのは明治32年であるが、同法第267条では「会社ハ自己所有ノ為ニ株式ヲ所得スルコトヲ得ズ……」と規定していた。すなわち、当時は自己株式の取得については全く例外を認めない、全面的に禁止の立場をとっていた。その理由についてロエスレルの商法草案では「会社若シ自己ノ株式ヲモ所得スルヲ得ル者トセハ一個ノ身体ニシテ債主ト負債主トヲ合併スルニ異ナラス此理ナルヲ以テ債主ト負債主ト合併スルハ一般ノ法理上ニ於テ請求権利ハ消滅スル者トス何トナレハ何人ト雖モ自己ニ対シテ支払ヲ為スヘキ義務アリト謂フ可カラサレハナリ」と述べられ、⁽¹⁾専ら混同の法理上の問題を理由としている。その他、理論的ならびに経済的理由をあげるものとして烏賀陽然良博士は「§151 I. 此ノ禁止ハ理論的並ニ経済的ノ両面ノ根拠ヲ有ス、蓋シ会社ガ自己ニ対スル株主権ヲ取得スルハ理論的ニ会社ナル全体ガ其ノ構成分子ト為ルノ奇観ヲ呈シ、経済的ニ自己ノ株式ニ付キ投機ヲ試ミルノ弊ヲ生ズレバナリ」と述べている。⁽²⁾

(2) 昭和13年改正から昭和25年改正まで

昭和13年商法改正は、それまでの自己株式取得の全面禁止から原則禁止とし、例外として3つの場合を規定した。すなわち、同法第210条は、第一に「株式ノ消却ノ為ニストキ」(同第1号)、第二に「合併又ハ他ノ会社ノ営業全部ノ譲受ニ因ルトキ」(同第2号)、第三に「会社ノ権利ノ実行ニ当リ其ノ目的ヲ達スル為ニ必要ナルトキ」(同第3号)の場合である。その理由

については、これらの場合には自己株式の取得を認めなければ却って会社に不利益を生ずることとなるからである。⁽³⁾

(3) 昭和25年改正から昭和56年改正まで

昭和25年の改正において、それまで自己株式取得の例外としては3つの場合に限られていたが、この改正では新たに一つが追加された。具体的には同条第4号は「第245条ノ2又ハ第408条ノ2ノ規定ニ依リ株式ノ買取ヲ為ストキ」と規定された。これは改正法において合併・営業譲渡の場合に株主がその持株の買取を会社に請求できる制度、すなわち株式買取請求権制度が導入された結果、この請求に基づき会社が自己の株式を買い取る場合を自己株式取得の禁止に対する例外として規定したものである。

(4) 昭和56年改正から平成6年改正まで

昭和56年改正においても、自己株式について改正がなされた。すなわち同改正は、自己株式について発行済み株式総数の5%という量的制限を加え、その範囲内での質受けが可能とされた。これはそれまでも自己株式の質受けは、自己株式の取得禁止の脱法手段として利用されるおそれがあるために原則として禁止し、例外として同第3号で認められているにすぎなかった。この場合の例外とは、たとえば無担保債権を有している会社が債務者の信用が悪化したために、担保を取ろうとしたところ、債務者には自己株式という最も目ぼしい財産があったという場合には質に取り得るといような場合であった。ただ、問題は最初から自己株式を質に取って貸し付けることが可能かどうかということが問題となり、この場合にあくまでも脱法行為の防止という点からいえば全面的に禁止することはないとのことで例外が設けられていた。そこで量的規制をかけることで、従来の規制を緩和するというものであった。⁽⁴⁾

(5) 平成6年改正から平成13年改正まで

これまでの自己株式の歴史をみると、明治32年の商法成立以来、幾度かの改正を経たものあくまでも自己株式の取得は原則として禁止という立場がとられ、例外範囲の拡大という形で緩和されてきた。しかし、平成13年の改正はこれまでの考え方を大きく転換させ、自己株式の取得については、取得目的の如何を問わず、原則として自由とする立法的変更を加えるものであった。いわゆる「金庫株」(Treasury Stock)の導入である。

自己株式の取得の原則禁止の問題は、明治32年商法制定当時より、実際界および学界からその緩和は主張されており、成立当時は色々な解釈によって自己株式の取得が認められてきた。⁽⁵⁾

その後、昭和23年の商法改正によって株金全額払込制が採用されたのに伴い、未払込のある株式を会社が取得による出資義務者がなくなることによって、自己株式の取得を原則として禁止とする根拠の一つが失われたこと、さらには比較法的考察の上から、わが国の自己株式取得の原則禁止の立場および例外として許容する範囲も諸外国と比較すると極めて制限されていることには問題が多いことが指摘されてきた。⁽⁶⁾ さらに財源面等で規制を加えることによる規制緩和の立法論も主張された。⁽⁷⁾

また、昭和49年の資本の自由化の進展に伴って企業防衛のための有効的手段としての自己株

自己株式の取得とインサイダー取引違反(1) (櫻井隆)

式の取得緩和の要請も強く主張された。⁽⁸⁾

その後昭和56年の商法改正の際にも制限緩和論が主張されたが、緩和された場合の弊害も多いとされ、結局緩和は見送られた。

このように制限緩和論と制限厳格論は永い間論争されながら、後者の立場を原則とする考え方に立ってきたが、ついに平成13年の改正では取得禁止が原則として自由へと改正された。その根本的理由はやはり株価対策という経済的理由にあったというほかはなく、ある意味では経済的理由を優先し、法的な面は別の面で手当てをすることとされたのである。すなわち、わが国の会社の資金調達の方法には、間接金融と直接金融とがあるが、前者は銀行からの借入金によって調達する方法であるのに対して、後者は株式というエクイティ・ファイナンスによって投資家から直接資金調達する方法である。

わが国の場合、昭和30年代以降、企業の多くが間接金融であったが、昭和50年代以降、特にバブル期の企業は、右肩上がりの経済成長のために、株価も上昇し、平成元年12月29日には日経平均38,915円をつけるなど、一億総国民株主時代を迎え、株式投資が急速に進んだ。ちなみに、平成元年9月にソニーがアメリカのコロンビア・ピクチャーズの買取を行ったが、⁽⁹⁾その際の買取資金額約50億ドル(約6,500億円)の調達方法は、1989年7月に公募投資で2316億円、1990年2月に転換社債で3000億円、1990年2月にワラント債で1000億円、合計6,316億円を直接金融で調達した。したがって、当時のわが国の企業の多くは大量のエクイティ・ファイナンスによって資金調達をしたのである。

ところが、バブル経済が崩壊した後、わが国の株価は永く低迷した状態が続き、企業業績の回復を図るために、経済の建て直しのための株価対策の必要性が経済界を中心に起こってきた。もとより根本的にはわが国経済を成長させることにその原因解決はあるが、株価対策の即効性としては過剰に流通している株式数を減少させ、需要と供給のバランスより株価を上昇させるという方法が強く主張された。そのためには、自己株式の取得を原則禁止とするのではなく、原則自由とする必要性が生じた。そこで平成13年の商法の改正によって、ついに自己株式の取得規制について抜本的な改正を加え、「金庫株」を認めることによって、取得目的規制、数量規制、保有期間規制を完全に撤廃し、取得手続規制、取得方法規制、取得財源規制のみを残し、完全自由化へと改正された。

なお、従来より自己株式保有規制を廃止することによって生ずる種々の問題点については以下のように処理された。

第一に、会社債権者保護という観点よりいわれてきた、自己株式の取得を認めることは出資の払い戻しを許すことと同じことで、会社債権者の利益を害することになるという点については、自己株式の取得財源を配当可能利益の範囲以内に限定すると改正したことで対応された。すなわち、取得財源を明確化するとともに、さらに定時総会の決議を経ることが要求された(旧商210・1項)。

第二に、株主平等の原則という観点よりいわれてきた、一部の株主からの株式の買取を認め

ると、株主間の不平等を生ずることとなるという点については、市場取引の公開買い付けという、他の株主も売却に参加できる手続を経ることを要求されるなどとなったことによって対応がなされた。

第三に、保有する自己株式を特定の者に時価より低い価額で処分することで、同じく株主間に不平等をきたすとし、経営者支配の手段にも利用される可能性があるという点については、自己株式の処分を新株発行と同様の手続を踏むことによって平等、かつ公平になされるようになった（旧商211・1項）。

第四に、会計処理の観点からいわれていることで、取得した自己株式は資産計上されるわけであるが、もし会社に損失が生じた場合には資産の部の自己株式の価額も当然に減るため、会社の資産状態が二重に悪化することについては、取得した自己株式の取得価額は資本の部の控除項目とする旨の改正がなされた（自己株式等会計基準60項）。

(注)

- (1) ロエスレル氏起稿・商法草案上巻〔復刻版〕（新青出版・1995年）437頁以下。
- (2) 烏賀陽然良・会社法（弘文堂・1938年）180頁注43。
- (3) 松本蒸治・注釈株式会社法（有斐閣・1948年）88頁。
- (4) 竹内昭夫・改正会社法解説（有斐閣・1981年）82頁。
- (5) 大森忠夫「自己株式の取得」法学論叢29巻5号797頁。
- (6) 鴻常夫「自己株式取得禁止違反の効力」商法研究ノート I（日本評論社・1965年）108頁以下。
- (7) 福岡博之・自己株式論（千倉書房・1960年）241頁以下。
- (8) 経団連「株式会社の文書事務合理化等に関する商法改正意見」商事法務474号20頁。
- (9) 日本経済新聞平成元年9月26日夕刊1面。

3 インサイダー取引規制の変遷

(1) 昭和63年証券取引法改正以前

わが国においてインサイダー取引規制が導入されたのは、昭和63年の証券取引法改正によるものである。では、それ以前はどのような⁽¹⁾であったであろうか。

それ以前は大きく分けて2つの規制が存在していた。

イ) 政府規制

第一が、証券取引法その他の法律やそれに基づく政省令による規制という、いわゆる「政府規制」である。さらにこれには以下のようなものがあつた。

① 証券取引法第58条第1号

同法は「何人も、左の各号の一に掲げる行為をしてはならない」とし、同条第1号は「有価証券の売買その他取引について、不正の手段、計画又は技巧をなすこと」と規定されている。さらに同条違反については、同法第197条によって「……3年以下の懲役又は300万円以下の罰金に処する」という刑事罰が課せられていた。しかし同条の適用によってインサイダー取引が

摘発され、処罰されたことはなかった。なぜならば、同条はインサイダー取引だけではなく、広く一般的な不公正な証券取引行為を規制するために、文言そのものが罪刑法定主義の立場から処罰できるだけの内容となっていなかったからである。すなわち、いかなる証券取引行為を違法なものとして処罰されるのかといった点では十分明確な規定とはなっていなかった。

また、証券取引法第187条は「裁判所は、緊急の必要があり、且つ、公益及び投資者保護のため必要且つ適当であると認めるときは、大蔵大臣の申立により、この法律又はこの法律に基づく命令に違反する行為をなし、又はなそうとする者に対し、その行為の禁止又は停止を命ずることができる」と規定している。しかし、この規定を実際に執行する機関はなく、仮に最も近い組織である大蔵省証券局が、そのような機関に該当するとしても、アメリカの連邦証券取引委員会と比べた場合、人数や予算等の面で格段の差があり、結局証券取引法第58条違反を理由に行政罰がなされることもなかった。

また、証券取引法第58条に基づく民法の不法行為による損害賠償請求ができるということも考えられる。もちろん学説上は可能であるが、これも実際には、事実についての挙証責任が原告にある以上、その立証は難しく、また損害額についても同様に原告に証明責任があるが、これも事実上も理論上も困難なものであった。したがって、第58条に関する規定によって処罰されたことは皆無であった。

② 証券取引法第50条第3号

同条は「証券会社又はその役員若しくは使用人は、次に掲げる行為をしてはならない」とし、同第3号は「前2号に掲げるもののほか、有価証券の売買その他の取引に関する行為で投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は証券業の信用を失墜させるものとして大蔵省令で定める行為」と規定されている。さらにこれに基づいて「証券会社の健全性の準則等に関する省令」が定められ、同省令第1条第5号は「証券会社の役員又は使用人が、自己の職務上の地位を利用して、顧客の売買注文の動向その他職務上知りえた特別の情報に基づいて、……有価証券の売買をする行為」を禁止している。しかしこの規定にも2つの大きな問題点があった。第一が、その対象が証券会社やある限られた範囲の銀行に限定されているために、それ以外の会社のインサイダー取引については、その規制の対象とはなっていないこと、第二に、証券会社や銀行の役員や使用人がその対象であって、その者から情報を入手した、第二次情報受領者はその規制の対象とはなっていないことである。したがって、本条によるインサイダー取引規制についても実効性は全く上がっていなかった。

このほかに、証券取引法第189条の「役員等の短期売買差益返還義務」や同法第190条の「内部者による空売の禁止」があるが、前者は役員または主要株主が行った売買のみが対象で、それ以外の者に適用がないこと、また、6ヶ月以内に買い付けと売り付けの2つの売買を行った場合にのみ適用されるもので、長期間保有していた株式はその対象とはなっていないことなどインサイダー取引規制としては殆んど実効性がなかった。後者も、あくまでも空売りにしか適用されず、実際に所有している株式についてはその対象とされないことなど問題点が多かった。

ロ) 自主規制

第二が、証券取引所の内部規制などによる規制で、いわゆる「自主規制」である。これにはさらに、各証券会社の「自主規制」と証券取引所や証券業協会の「内部規制」とがある。

① 証券会社による自主規制

昭和46年2月、大蔵省証券局は局長名で「事故防止について」（蔵証秘第452号）と題する通達を各証券会社に発した。これによると「インサイダー取引自体は、当然会社の内部者が責任を負うべき問題である」とした上で、「各証券会社においても、発行会社が役員、幹部職員又は主要株主等から当該会社の株式の売買注文を受ける場合には、証券取引法第190条等の法令に違反し又は同法第189条の規定の趣旨に反する取引が行われないうように」留意する必要があるとし、さらに「その場合には必要に応じて当該注文の背景、目的等の確認につとめることとし、当該取引が法令に違反するおそれのあるときは、相手方の注意を喚起するとともに、要すれば当該売買取引の受託を拒否することとし、その拒否した事実を所属の証券取引所に届け出る等、不正な内部者取引を防止するよう適切な措置を講ずること」を要請した。

これによると証券会社が注文する背景や目的を確認した結果、その売買がインサイダー取引に該当するかあるいは該当するおそれがあることが判明したときは、委託者に注意を喚起し取引を断念させるか、あるいは売買取引の受託を拒否しなければならないとしている。さらにその事実を証券会社が所属する証券取引所に届け出るとされている。

② 証券取引所・証券業協会による内部規制

まず、証券取引所による内部規制としては、たとえば、東京証券取引所定款第50条は「会員の処分」について定めるとともに、同9号で「取引の信義則に反する行為をしたとき……」とされている。さらに同定款第59条は「取引の信義則に反する行為」として同第2号は「有価証券の売買に関し、詐欺的な行為、不信もしくは不穏当な行為または著しく不注意もしくは怠慢な事務処理を行うこと」を掲げている。

さらに、昭和47年11月には「上場会社の関係者による自社株の売買取引について」と題する上場会社への通知あるいは昭和62年6月の「内部情報を利用した不公正取引の防止について」と題する通知で、明確にインサイダー取引の禁止が打ち出された。

つぎに、証券業協会による内部規制としては、たとえば、昭和62年6月に日本証券業協会は、前述した証券取引所から上場会社に宛てられた通知をはじめ、同様の通知が発せられるとともに、さらに内部規制の一つである公正慣習規則第9号「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を改正し、「協会員は、発行会社（上場銘柄、店頭登録銘柄および店頭管理銘柄の発行会社をいう。）の役員、主要株主等がその職務または地位により知り得た情報を不当に利用して、当該会社の株式の売買取引を行うことのないようその防止につとめるものとする」と規定するとともに、同第10条ではそのための「社内規則」を制定して、営業員に遵守させることを規定している。そして日本証券業協会は社内規則モデルを具体的に発表し、インサイダー取引を規制している。

以上のように、昭和63年の証券取引法改正以前においてもインサイダー取引規制がなかったわけではないが、実際には実効性がなかったために各方面から立法の必要性が叫ばれていた。

(2) 昭和63年証券取引法改正

前述したように、インサイダー取引の規制については立法的解決をはかる必要性が唱えられていた頃、昭和62年のタテホ事件やアメリカでのボウスキー事件、さらにイギリスでのギネス事件など、インサイダー事件が各国で起こった。

わが国のタテホ事件とは、タテホ化学工業株式会社は兵庫県赤穂市に本社を置く電融マグネシアやニュー・セラミックの製造等を主とする会社であったが、昭和62年に債券先物取引の失敗から約286億円の多額の損失を出し、債務超過に陥った。ところが、同社のそのような経営状況が公表される前に、同社が上場している大阪証券取引所で同社株が大量に売買されているという事実が明らかとなった。同取引所は調査を開始し、約1ヶ月後に調査結果が報告された。それによると、タテホの役員3名、大株主2名および取引銀行1行にインサイダー取引に疑われるような取引があったが、大阪証券取引所には何ら強制権限がないために、インサイダー取引の確証は得られず、結局同金融機関など誰一人として刑事訴追をされることはなかったというものである。⁽²⁾

また、アメリカのボウスキー事件とは、リスク・アービトラジャーとして著名なアイバン・ボウスキーはある証券会社に勤務するデニス・レビンからナビスコ社がR・J・レイノルズ社を企業買収するという情報を入手し、その情報が公表される前に買収する会社であるナビスコ社の株式を大量に購入して、莫大な利益を得たというものである。同事件ではインサイダー取引違反として、ボウスキーに対して1億ドルの罰金刑が言い渡された。⁽³⁾

さらに、イギリスのギネス事件とは、イギリスのビール会社であるギネス社が蒸留酒会社のデステラーズ社に対する企業買収するに当たって、株式交換方式によったことからギネス社は自社株の株価を上げて、有利に進めようと自社株の買い集めに奔走したというものである。⁽⁴⁾

このような世界的なインサイダー取引違反事件と相俟って、インサイダー取引の違法性を明確化するために、昭和63年法律第75号として、同年5月25日に国会で成立し、同月31日に公布されたのが改正証券取引法である。そして同法第190条の2は「上場株券等の発行者である会社の取締役、監査役、主要株主及び従業員（内部者）や、それに準ずるもの（準内部者）が、その地位により上場会社の運営、業務又は財産に関する一定の重要な事実（重要事実）を知り又はある者が内部者、準内部者からこの重要事実の伝達を受けた場合は（情報受領者）は、それらの内部者、準内部者又は情報受領者に対し其の事実の公表前に其の会社の上場株券等の取引をすることを原則として、禁止する」と規定し、さらに関連条文（190の3）やインサイダー取引の予防のための規定などを整備し、明確にインサイダー取引を禁止する改正がなされた。

(3) 平成4年証券取引法改正

平成4年証券取引法改正前は、証券取引市場の整備については大蔵省に任されていたが、アメリカのSECのような独立した行政機関の設置が望まれ、1992年7月大蔵省に属する審議会

等の一つとして「証券取引等監視委員会」が設置された。その後同委員会は2001年1月には金融庁に属することとなった。

事務内容としては、インサイダー取引などの犯則事件の調査や告発などをその職務内容としている。

委員会という名称が使用されているが、国家行政組織法あるいは内閣府設置法上の「外局たる委員会」ではなく、内閣府設置法第54条に規定されている「審議会等」の位置付けであるために、公正取引委員会などの外局たる委員会と比べると所管庁からの独立性は弱いという立場となっていた。

わが国の証券取引等監視委員会の場合、アメリカのSECと比べ、規則制定権がないこと（金融庁が有する）などの問題点もあるが、証券取引法第221条において強制捜査権が与えられているなどの特色もある。そのため、ライブドアをはじめ、インサイダー取引違反の摘発に大きな役割を担っているといえることができる。

（４）平成18年証券取引法改正

ここ近年の証取法違反事件や不透明な実態が問題となった投資ファンドへの規制強化のために証券取引法の抜本改正が行われ、金融商品取引法（投資サービス法）が本年6月7日に成立した。しかも同法の施行時期は三段階に分かれ、第一段階は本年7月4日に施行されたもの、第二段階は本年末に、そして第三段階は来年夏に施行されるものとなっている。このうち、インサイダー取引違反の罰則が従来の「懲役3年以下または罰金300万円以下」から「懲役5年以下または罰金500万円以下」に強化され、この罰則は7月4日に施行された。さらに証券取引等監視委員会の調査、検査の権限も強化され、有価証券報告書などに虚偽がないかを検査する権限を、これまでの書類を提出した会社や個人に加え、資金提供した銀行や公認会計士などの周辺の「参考人」にも拡大された。

（注）

- （１） 関根攻編著・インサイダー取引規制の総合解説（日本経済新聞社・1989年）76頁以下によった。
- （２） 関根・前掲1頁以下。
- （３） SEC v. Boesky (DC SNY, Nov. 14, 1986).
- （４） 石山卓磨「英国法における内部者取引規制の現状と問題点」現代会社法・保険法の基本問題（成文堂・1997年）202頁。