

間接的・事実上のインサイダー取引に対する規制

柳 明 昌

- 一 はじめに
- 二 自己株式取得規制
- 三 ストック・オプションの付与・権利行使・株式の処分
- 四 株式の贈与
- 五 分析及び検討
- 六 結びに代えて

一 はじめに

1 問題の所在

現在、米国では取締役の報酬の六〇パーセントは、ストック・オプション（以下、SO）、パフォーマンス・シェア（Performance Share）やリストラクテッド・ストック（Restricted Stock）といった株式型報酬の形で支給⁽¹⁾されており、インセンティブ報酬の比率が高まっている。同様に、わが国でも、中長期のインセンティブ報酬の

割合を四〇パーセントから五〇パーセント程度にすることが提案されている。⁽²⁾ わが国では、報酬規制の在り方について、コーポレート・ガバナンスの重要な側面として、比較法的な分析を踏まえた研究が積み重ねられてきている。ただ、本稿では、会社法上の報酬規制そのものを考察の対象とするのではなく、役員報酬と密接なつながりがあるが報酬規制そのものではないため十分に検討されることなかった問題を取り上げる。具体的には、過度な自社株買いによる報酬の現金化や役員が重要な内部情報を利用して隠れた報酬を得ることが疑われる取引であり、間接的・事実上のインサイダー取引とも評しうる現象である。

まず、過度な自社株買いに対する規制の問題である。とりわけ米国では、Covid19の広がりや穀物市場の高騰や政治的不安定さ等を原因とした著しい株価の値下がりを受けて自社株買いをする企業が増えている。⁽⁴⁾ 自社株買いのような資本政策によって株価が変動することは理論的にはありえない(自社株買いは株価に中立)とされるが、現実には、自社株買い計画の公表後に株価が値上がりする傾向があり、役員が相場の変動を見越してあるいは相場に影響を与えるように自社株買いが柔軟に利用されている感がある。もう一つ、自社株買いによる株価の上昇あるいは業績連動指標の改善と相まってインセンティブ報酬に基づく利益が実現されることになる。自社株買いによって短期的に経営陣の報酬が増えるならば、自社株買いをするインセンティブを経営陣に与えるとともに、金融商品取引法(以下、金商法又は法)上の相場操縦や間接的なインサイダー取引を誘発・助長するかもしれない。

第二は、会社の株価が上昇すると見込まれるよいニュースを公表する直前にSOを付与すること(いわゆるSpring-Loading(以下S-L))、あるいは、株価が下落すると見込まれる悪いニュースを公表する後までSOの付与を遅らせること(いわゆるBullet-Dodging(以下B-D))⁽⁵⁾といわれる手法にいかに対処するかである。S-LはSOの付与を早めるとみること、よいニュースの公表を遅らせるとみることでもある。B-Dは公表を早めると

みることもS Oの付与を遅らせるとみることもできる。また、「株式の贈与」(後掲四)の場合は、会社の株価が上昇すると見込まれるよいニュースの公表後まで贈与を遅らせれば(「待機ゲーム」) S-Iと同様になり、会社の株価を下落させると見込まれる悪いニュースを公表する前に贈与を済ませれば(「ガンジャンピング」) B-Dと同様になる。贈与についても、「待機ゲーム」は贈与を遅らせるか、公表を早めるかのいずれとも考え得るし、「ガンジャンピング」は贈与を早めるか、公表を遅らせるかのいずれとも考え得る。S Oの付与若しくは株式の贈与のタイミングまたはそれに係る情報開示のタイミングを内部情報を利用して操作することによって利益を得る手法である。

第三は、第二の手法でも利用されるが、インサイダー取引の適用除外とされる規則10 b 5-1プランあるいは「知る前契約・計画」(後掲三2(2)(b)参照)の濫用的な利用の問題である。その実態を明らかにし、それへの対応策を考える必要がある。10 b 5-1プランや知る前契約・計画の採用に近接した時期にインサイダーが取引から異常リターンを上げているデータが示され、適用除外の濫用的な利用に対する規制の必要性が唱えられていた。SECは二〇二一年にこの抜け穴をふさぐための規則改正を提案した。

これら三つの課題は、いずれも従来の規制枠組みにストレートには当てはまらないか、あるいは規制が当初の想定通り機能せず、抜け穴が生じている状況に対応する必要性を示している。

2 内部情報の利用が疑われる取引——具体例

「事案1」⁷⁾はS-I、「事案2」⁸⁾は10 b 5-1プランを利用したB-Dの例である。

「事案1」半導体メーカー、M社のCEO兼共同設立者のJは、二〇一〇年はじめ、M社の幹部が投資家会議で同社の業績が好調であることを発表する前の二日間の取引で約二九万五〇〇〇ドルのM社株を購入した。この

一箇月内にM社の株価は三六パーセント上昇した。広報担当者は、Jの購入のタイミングがよかった点に関するメールでの質問には何も答えなかった。

〔事案2〕 創業者Rとその娘Bは、C社の株式を五月一日、二日、三日に合計二九〇万ドル売却した。その後、五月三日の取引時間終了後、同社は二〇一二年の業績を下方修正した。翌日の取引で株価は四八・五パーセント急落した。C社の関係者は、「両幹部の取引はあらかじめ決められた取引計画の一部であった」、「Bは三月に父親のために新しい計画を立てたが、見積額を下げるようなトレンドを認識していなかった」と述べた。

3 本稿の課題及びアプローチ

役員報酬として中長期的なインセンティブ報酬の比率が高まれば、役員が最終的な支払手段である現金に換えるため、株価を上昇させあるいは業績連動指標を改善するインセンティブをもつことは自然である。しかしそのことは同時に過度な自社株買い、相場操縦やインサイダー取引を誘発する危険性を孕んでいる。より根本的にはインセンティブ報酬が報酬形態として本当に望ましいのか、いかなる報酬体系・指針が適当であるかが問題となるが、本稿では理想的な報酬の制度設計（商品設計）や従来規制枠組み（手続規制・開示規制・内容規制）とは異なる制度的な前提に焦点を合わせる。特に米国における過度な自社株買いに対する規制（後掲二）、役員による内部情報を利用した取引（S-IあるいはB-I）に対して、短期売買報告・短期売買利益の提供制度とインサイダー取引規制（後掲三）、株式の贈与に対する規制（後掲四）との関係が問題となる。これらの規制を概観したうえで、現行法上の課題と必要な方策を明らかにする（後掲五）。

二 自己株式取得規制

1 なぜ規制の強化が唱えられるのか？

わが国では、平成一三年商法改正による自己株式取得の規制緩和は肯定的に受け止められ、規制を強化すべきとの主張は見られなかったところ、岸田首相が「新しい資本主義」のために自社買いを制限する可能性のあることが報じられ、俄かに注目を集めた。その趣旨は、株主還元の色で国外・社外への流出を防ぎ、多様なステークホルダーを重視して持続可能な資本主義を実現することにある⁽⁹⁾。自己株式取得に係る法規制そのものよりは、むしろ自社株買いという現象やその効果が問題視されている。

他方、米国では、最近、バイデン大統領の予算教書⁽¹⁰⁾において、自社株買いの後、数年間は役員による自社株売却の禁止や自社株買いに対する一パーセント課税が提案されたが、それ以前、とりわけインセンティブ報酬が広く利用されるようになった一九九〇年代以降、自社株買いを規制すべきとの主張は根強い。それは次のような事情からである。第一に、二〇一七年から二〇一八年にかけての一五箇月間に実施された三八五の自社株買い事例の調査によると、その発表後三〇日間に株価は二・五パーセントを超えて上昇し、驚くべきは役員が現金化（売却）の機会として自社株買いを利用することが当たり前になっており、自社株買い公表後の八日間に売却する役員が通常の二倍ある会社もあるという⁽¹¹⁾。役員が自社株買いの発表によって生じる短期的な株価上昇の機会を個人的に利用して利益を得ており、役員報酬が業績に連動したものとはなっていないとの認識である。第二に、役員が自社株買いを間接的なインサイダー取引のために利用するインセンティブをもつということである。すなわち、株価が実際の価値よりも割安であると信じて行われる自社株買いは、自社株買いに依る株主から残存するそれ以外の株主・役員（株式を保有している場合）への価値の移転を生じさせる⁽¹²⁾ほかに、有望な投資機会が社外にある場

合にそれへの投資から得られたであろうリターンを失わせることになり、企業価値を毀損する結果となる。⁽¹³⁾ 中長期的な企業価値を上げるための人的投資や従業員への投資を犠牲にし、企業価値の改善は見られないのに会社の株価を上昇させあるいはそれ以外の業績指標を満たすために自社株買いが利用されていると指摘される。⁽¹⁴⁾

2 規制の現状と課題

このような自社株買いを利用した役員による現金化や企業価値の毀損に対する規制が存しないわけではない。しかし、そのような問題に対処するにはいずれの規制にも限界がある。

(1) わが国

(a) 自己株式取得に係る相場操縦的行為等を防止するために、上場会社による自己株式の買付けにあたり遵守すべき一定の要件（発注時間、発注価格、買付注文数量など）が定められている（法一六二条の二、取引規制府令一七条一～三号）。ただそこに規定されている要件を形式的に遵守すれば十分というわけではなく、相場のくぎ付け等の行為が認められれば相場操縦規定に抵触し、また特定の期間（決算期末日やファイナンス期間など）における自己株式取得は、株価の維持や引上げを意図しているのではないかといった疑念を持たれやすい（日本取引所自主規制法人「自己株式取得に関するガイドライン」（平成二六年四月一日）。上場株式の場合、次にみる事前公表型の自己株式の取得方法は、取引の公正のため適当と認められる方法に該当し、取引規制府令一七条は適用されない（取引規制府令二三条）。

(b) インサイダー取引規制の趣旨に照らし、発行者（会社）が会社関係者に該当することは想定しにくい⁽¹⁵⁾が、上場会社の計算において役員等が売買等すれば禁止行為に該当すると解される（犯罪について罰罰規定（法二〇七条

一項二号)、課徴金についても会社が責任を負う(法一七五条)。自己株式取得のための株主総会の授權決議等(会社法一五六条一項等)はインサイダー取引規制の重要事実(法一六六条二項一号二)に該当し、直ちにその内容を開示することが求められる(上場規程四〇二条第一号e)。その後の個々の取得についても、株式の総数や取得価額の総額等について速やかな開示が求められているが、その取得状況を一定期間まとめて開示することも差し支えないとされる。また、発行者は各月ごとに翌月の一五日までに自己株券買付状況報告書を提出しなければならぬ(事後の開示。法二四六条の六第一項)。授權決議に基づく自己株式の取得自体にインサイダー取引規制は及ばないが、相手方の売付けは除外されておらず、上場株式の自己株式取得では事前公表型の自己株式取得の方法が用いられる(オークション市場、ToSTNet-2(終値取引)又はToSTNet-3(自己株式立会外買付取引))。

ただ、自己株券買付状況報告書の開示の必要性とその効果について懐疑的な見方があるほか、インサイダー取引規制は、「重要事実」に該当しないが株価に影響を及ぼす情報の利用、「売買等」に該当しないタイミング選択などの情報の利用や適用除外の濫用的な利用に対処するものではないという限界がある。

(2) 米国

(a) まず、他人を売買に誘引する目的をもって、現実若しくは外観上活発な取引を行い、又は証券の価格を上昇させ若しくは下落させるような一連の取引を行うことは違法である(相場操縦規制、取引所法九条(a)項(2)号)。会社が自社株買いを公表すると、理論的にはともかく、株価が割安であることを市場にアナウンスするものと理解され、自社株買いは株価を上昇させ又は株式の売買が繁盛に行われている外観を作出するものとなりうる。それゆえ二〇世紀を通して自社株買いは相場操縦の一つとして違法とされ、自社株買いは一般的ではなかった(比較的新しい概念)。SECは、一九八二年に規則10b-18(safe harbor)を制定し、投資家が発行者やその関係者に

よる相場操縦的な手法の影響を受けず、独立した市場原理に依拠することを確保しつつ、SOや従業員持株制度のためあるいは事業部門売却後に社外株式を減少させるような正当な目的がある場合に相場操縦の責任をおそれずに自社株買いができる道を開いた。⁽¹⁸⁾ 規則 10b-18は、①ブローカー・ディーラーは一社のみ利用すること、②取引時間中の取引であること（取引開始時でも取引終了前三〇分の取引でもない）、③同時期の最低取引価格を超えないこと、④取引所又はNASDAQで買付けることを条件とするセーフハーバーを設けた。

ところで、一九九〇年代には株式報酬等のインセンティブ報酬が増大し、規制当局、投資家や取締役会は、役員報酬が会社の長期的な業績に連動することが目指されてきた。しかし、現実には業績に連動した報酬とはならず、自社株買いが役員の受け取る報酬を現金化（売却）する機会となっており、この事態をいかに防止するかが課題として認識されるようになった。⁽¹⁹⁾ もし経営陣が主張する通り、自社株買いが会社にとって正しい長期的な戦略ならば、経営陣は自社株を長期的に保有し続けたがる（自社株買いの宣言後すぐに現金化するようなことはない）はずであり、中長期的なインセンティブ報酬は、長期保有することで効果が期待できるから、自社株買い（ひいては現金化）を促進する原因となった規則 10b-18の要件を厳格化あるいは廃止すべきことが説かれるようになった。⁽²⁰⁾

(b) 自己株式取得には相場操縦規制とともにインサイダー取引規制が適用される。インサイダー取引規制の正当化根拠は、会社関係者が情報へのアクセスにおいて優越的地位にあり、外部者と比較してその固有の優位性から利益を得る機会を否定する点にある。この根拠が会社自身による自社株買いにあてはまるか理論的には疑問⁽²¹⁾もあるが、一般に発行者自身が自社株買いの当事者となる場合もインサイダー取引規制は適用されると解されている。⁽²²⁾ しかし、インサイダー取引規制には限界があることが指摘される。⁽²³⁾ 第一に、インサイダー取引規制にいう重要性は、インサイダーが金銭的な利益を得ているだけでは認められず、また裁判所はよほど価格が変動する場合でない限り、重要性を認めないとされる。第二に、SECのもつ資源に照らしても多数の取引からインサイダー取引

が発見され処罰される確率は高くない。さらに、会社自身による自社株買いの場合、短期売買利益の提供制度と売買報告書制度の適用はなく、四半期報告書の提出が求められるにとどまる。⁽²⁴⁾ 役員及び主要株主に対する規制よりも緩い。しかも自己株式取得に関する詳細な開示は求められておらず、会社自身が間接的なインサイダー取引の魅力なヴェイクルになっていると評される。⁽²⁵⁾ そして、インサイダーによる取引に対する規制と同等の開示要件（二営業日（四八時間）以内の詳細な開示）を自社株買いにも導入すべきことが主張される。

3 規制強化をめぐる議論

(1) わが国

岸田首相による自社株買いの制限の提案に対しては、わが国では米国におけるような社債を発行して自社株買いをするとか、その動機が目標とする株価指標の実現にあるような濫用的に利用される状況はないこと、むしろ現金保有が多く、負債比率が低く、成長可能性が低い企業で選択されており、深刻な弊害は起きていないこと、低い自己資本利益率（ROE）の是正（金融的要因）と持ち合い解消の方針（所有構造）を考慮すべきことから、安易に自社株買い自体を制限すべきではないとの主張がある。⁽²⁶⁾ これに対し、企業規模が小さい日本企業が自社株買いをしていては世界で勝てないので、むしろ積極的に設備投資や企業買収を実施し、長期的な成長戦略を実行することを期待するとの主張もある。⁽²⁷⁾ また、「自社株買いの原資が利益ならいいが、近年は赤字決算による株価への悪影響を相殺させるために自社株買いを行うケースや借金によって自社株買いを行うケース」が見られるとの指摘もある。⁽²⁸⁾

(2) 米国

インセンティブ報酬の高まりを背景に、過度な自社株買いが役員による報酬の現金化(売却)や価値の移転を生じさせるなどの弊害が指摘され、そもそも自社株買いを促進することになった相場操縦規制のセーフハーバーの厳格化や会社自身によるインサイダー取引規制にも役員に適用されるルールと同等の規制を導入することが主張されてきた。しかし、この主張の根本にあるのは規制それ自体の問題ではなく、自社株買い現象それ自体への批判にある。第一は、労働者の賃金を向上させるあるいは企業価値を高める資本支出といった望ましい目的のために資金を支出できたことである⁽²⁹⁾。第二に、企業の経営が短期志向になり、株主の短期的な利益と引き換えに長期的な利益が犠牲にされている⁽³⁰⁾。これらの批判は、自社株買いにより企業価値を向上させる有望な投資が阻害されるといふ指摘と解されるが、そのような効果が実際に存在するかには異論もある。むしろ、資本支出を上回る自社株買いが行われているにもかかわらず、資産、収益及び利益の増加を示すデータのほか、ペイアウトの総量の増大は、同時に実施される新株や社債の発行によって相殺されるからネットペイアウトの増減をみるべきであり、過去一〇年間でもネットのペイアウトは緩やかであり、投資及び現金残高は増加しているという⁽³¹⁾。さらに、①自社株買いは株価が割安であることをアナウンスする効果(シグナリング効果)をもつこと、②株式発行の効果を相殺する形で希釈化を緩和する効果を有すること、③株主への余剰資金の返還の手段(ペイアウト)であることから自社株買いを支持する見解⁽³²⁾もある。

三 ストック・オプションの付与・権利行使・株式の処分

役員が未公表の重要事実を利用して利益を最大化する場合として、SOを用いた取引をみた後、SOの付与

(取得)に始まり、権利行使を経て、株式の処分(株式売却)に至る一連のプロセスに適用される規制を概観する。

1 疑わしい取引——具体例

〔事案³³⁾〕 K社は、二〇二〇年七月二十七日に議長及びCEOに一七五万ドルのSOを付与することを発表した。新たにオプションを発行した日である七月二十七日には二・六二ドルで取引を終了し、その二日後、K社が国際金融公社からの融資の形で現金注入が承認されていたことが判明したと公表した。その後、K社の株価は六〇ドルまで高騰した。

2 わが国における規制の概要及び議論の状況

(1) 短期売買利益の提供制度と役員及び主要株主による売買報告制度

(a) 制度の概要

(ア)会社の「役員」(会社法三二九条(執行役は含まない)や「主要株主」(総株主の議決権の一〇%以上の議決権保有者)(以下、「役員等」)がその職務又は地位により取得した秘密(内部情報)を不当に利用することを防止するため、役員等が上場会社等の「特定有価証券等(特定有価証券+関連有価証券)」(法一六三条一項、施行令二七条の三(特定有価証券)、二七条の四(関連有価証券))について自己の計算で六箇月以内に反対売買(「買付け等」と「売付け等」)(又はその反対)をして利益を得た場合に、会社の請求(又は株主による代位請求)によって、その利益を会社に返還しなければならない(法一六四条一項二項、短期売買利益の提供義務)。短期売買利益の提供制度は、インサイダー取引規制を補完し、役員等がインサイダー取引を行うことを間接的に防止するために、未公表の内部情報の利用の有無を問わず、その利益を吐き出させるものである³⁴⁾。

役員の SO をめぐる取引との関係では、SO の「付与（取得）」や「権利行使」が「特定有価証券等」の「買付け等」に該当するかが問題となる。SO は上場会社等の特定有価証券（新株予約権証券）に該当し（施行令二七条の三第一号）、取引所市場で売買される株式のオプションは関連有価証券に該当する（施行令二七条の四）。もし、さらに「買付け等」に該当するならば、SO の付与または権利行使後六箇月未満に対象株式を売却すると短期売買利益に該当する。「買付け等」は、①特定有価証券の買付けのほか、②関連有価証券（オプションを表示）の買付けであつて、当該オプションの行使により当該権利を行使した者が売買において買主としての地位を取得するもの、さらに、③関連有価証券の売付けであつて当該権利を行使した者が売買において買主としての地位を取得するもの、⁽³⁵⁾において売主としての地位を取得するものと定義される（施行令二七条の五）。②は「コールオプションの買い」であり、③は「コールオプションの売り」である。「売付け等」も同様に定義され、特定有価証券の売付けのほか、「プットオプションの売り」と「プットオプションの買い」が含まれる（施行令二七条の六）。これは一九八〇年代以降の金融派生商品の取引の拡大を受け、昭和六三年の証券取引法の改正時に転換社債・新株引受権付社債・新株引受権の買付け・売付け、これらの有価証券の売買取引に係るオプションの取得・付与に拡大するものであつた。⁽³⁵⁾つまり、「買付け等」の定義は取引所市場での派生証券の売買を対象とするものであり、発行市場を直接に想定するものではない。

(イ) 役員等は、自己の計算で特定有価証券等を売買等したら、売買等があつた日の属する月の翌月一五日までにその売買等に関する報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（法一六三条一項・二項（証券会社による代行））。この売買報告制度は短期売買利益の提供制度の実効性を確保するものと位置づけられる。⁽³⁶⁾

(b) 適用除外

役員等による売買報告について、買付け等又は売付け等の態様を勘案した報告義務の免除が認められる（法一六三条一項ただし書、取引規制府令三〇条）。売買報告の適用除外事由として、「募集新株予約権の取得」と「新株予約権の行使による株券の買付け」が挙げられており（取引規制府令三〇条一項一・二号）⁽³⁷⁾、SOの付与やその権利行使は「買付け等」に該当しないことになる。そうだとすると、SOについては、発行者による付与から役員による株式の処分に至る一連のプロセスでマッチング対象イベントは存在しないことになる。また、短期売買利益の提供にも適用除外事由が定められている（法一六四条八項、取引規制府令三三三条）が、売買報告制度の適用除外事由（法一六三条一項ただし書、取引規制府令三〇条）と同じものとされている（法一六四条八項、取引規制府令三三三条）。これは売買報告制度が短期売買利益の提供制度を補完しこれと表裏の関係にあることを示している。⁽³⁸⁾ いずれにせよ、わが国では、役員が個人的に市場取引を通じて「オプションを買う」等しない限り、SOの付与から株式の処分まで（六箇月内）の一連のプロセスにおいて売買報告制度及び短期売買利益の提供制度の対象とはならないと考えられる。

(c) 情報開示

SOの付与から処分に至るまで売買報告制度の対象とならないからといって、投資家や規制当局が発行（付与）されるSOの内容を一切把握できないというわけではない。まず、新株予約権は金融商品取引法上の「有価証券」（法二条一項九号・二項）に該当し、募集に該当する場合、原則として情報開示規制に服する。例外的に、一定の条件を満たす新株予約権の発行（SO）について届出の免除が認められる（法四条一項一・二号、施行令二条の一・二、開示府令二条一項・二項）。ただ、払込金額・行使価額の合計額が一億円以上の場合、遅滞なく「臨時報告

書」の提出（法二四条の五第四項、開示府令一九条二項一号・二号の二）に加えて、上場会社の場合は「新株予約権を発行する理由」などを含む「適時開示」（上場規程四〇二条第一号 a、施行規則四〇一条一項一号（一億円以上）⁽³⁹⁾）が求められる。

(2) インサイダー取引規制

(a) 規制の趣旨及び概要

会社関係者が未公表の重要事実を「知りながら」、当該上場会社の発行する「特定有価証券等（特定有価証券（新株予約権（SO）等）+ 関連有価証券）」（法一六三条一項）（法一六三条から一六六条までの規制対象は「特定有価証券等」で共通する）の「①売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け、②合併若しくは会社分割による承継、又は③デリバティブ取引」（以下、「売買等」）を行うことが禁止される（法一六六条一項）。

では、SOの付与から権利行使を経て株式の処分に至るプロセスについてはどうか。一般に、有価証券発行及びこれに対する原始取得は、『売買等』には該当しないと解されている⁽⁴⁰⁾。その根拠については、有価証券の発行場面における株主及び投資者の保護等については、会社法の規制のほか金商法の情報開示規制が義務づけられていること⁽⁴¹⁾やインサイダー取引は典型的に有価証券が発行・引き受けされた後の流通段階での不正取引であること⁽⁴²⁾が挙げられる。いずれにせよ、SOの付与が新株予約権の発行により行われる場合は新株予約権の原始取得に該当し、インサイダー取引にいう「売買等」には該当せず、インサイダー取引規制の適用外となる⁽⁴³⁾。次に、SOの付与後の権利行使であるが、新株予約権を有する者がその新株予約権を行使することによって株式を取得する場合は、インサイダー取引規制の適用除外に該当する（法一六六条六項二号）。その根拠については、形式的には権利の行使によって株式を原始取得するものであるとか、有償の譲受けには該当しないという理解があり、より

実質的には、新株予約権を取得した時点で投資判断が行われていること（権利を行使して株式を取得しても投資成果に変化が生じない⁽⁴⁴⁾）、重要事実を知っていることは無関係に行われることや取引の相手方である被害者が存在せず、これによって市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼が損なわれることはないことが挙げられる⁽⁴⁵⁾。いずれにせよ、SOの付与及びその権利行使による取得はインサイダー取引規制の対象外であり、最後に株式を処分（売却）する場合に、役員は未公表の重要事実を認識している場合に会社関係者としてインサイダー取引規制に服することになる。

また、役員による重要な未公表情報の利用との関係で問題となるのが「知りながら」の意義である。役員報酬における株式報酬等の比率が高まっていけば、一定期間ごとに現金化（売却）するための計画をあらかじめ策定しておくことが合理的であろうし、また、急な費用を捻出するために株式を売却する必要性に迫られるという事情が生じるかもしれない。このような場合でも重要な未公表情報を知って取引すれば、たとえ内部情報を利用して取引したとは評価できない（因果関係がない）場合でもインサイダー取引に該当すると考えるべきか。これが、従来、インサイダー取引規制の処罰根拠・範囲をめぐる「保有」基準か、それとも「利用」基準かの争い⁽⁴⁶⁾である。現行法は、インサイダー取引規制は形式犯（法益侵害の抽象的危険すら必要とされない）であり、かなり幅広く規制の対象とすることが妥当であるとの理由から、「保有」基準に依拠すると考えられるが、「利用」基準を支持する見解⁽⁴⁷⁾も有力である（本稿はこの点を論じるものではないため、これ以上はこの議論に立ち入らない）。この点の理解は、次にみるインサイダー取引規制の根拠や適用除外に影響を与える。

(b) 適用除外——いわゆる「知る前契約・計画」と濫用的な利用

役員（会社関係者）が未公表の重要事実を知りながら上場会社の株式を売買等した場合でも、例外的にインサ

イター取引に該当しない場合の一つとして、いわゆる「知る前契約」「知る前計画」(以下、「知る前契約・計画」がある(法一六六条六項一二号、取引規制府令五九条一項一四号、六三条一項一四号))。「知る前契約・計画」は、特定の類型(持株会やるとい等)に限定されず、重要事実を知る前に締結された契約・策定された計画の実行として売買等をする場合に広く利用が認められる。「知る前契約・計画」は、SOの行使等により取得した自社株の売却や上場会社等の法人による株主還元率達成のための自己株式取得のために活用されることが想定されている。⁽⁴⁸⁾

わが国では、「知る前契約・計画」が役員によって濫用的に利用される可能性があることが十分に認識され、その内容については厳格に解されていた。すなわち、そもそも「知る前契約・計画」では、売買等の別や「期日」が特定され又は裁量の余地がない方式によって決定されていなければならず、さらに、期日単位で特定され又は裁量の余地がない方式によって売買等の総額又は数を決定する必要があると説かれた。⁽⁴⁹⁾ また、①いったん締結・決定した契約・計画は履行・実行しないことは、外部的な事情によりやむを得ず予定に満たない取引しか行えない場合には「契約の履行として」「計画の実行として」行われたことを否定するものではないとされる一方⁽⁵⁰⁾で、意図的に取引数量を少なくしたような場合には適用除外を受けられないとされる。さらに、②あらかじめ複数の契約・計画を準備した上で、不利な契約・計画のみを履行・実行しないこととする場合には、形式的には別個の契約・計画であっても、全体としてみれば「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って決定されているとは認められないとする理解が示された。⁽⁵¹⁾ 最後に、契約・計画の内容を変更する場合には、新たに契約・計画の締結・決定をする場合と同様、当該変更の時点で改めて「知る前契約・計画」の要件を充足する必要があるとの理解が示された。⁽⁵²⁾

3 米国における規制の概要及び議論の状況

SO（新株予約権）の発行・権利行使・原資産（株式）の処分に証券規制がどのように適用されるかを考えるにあたり、そもそもSO（新株予約権）が証券法上の「有価証券」に該当するか否か、さらにどの時点で「売買等」に該当するかが問題となる。

(1) SOの法的位置づけ

(a) 新株予約権（オプション）の有価証券該当性

一九三三年法及び一九三四年法には「証券（security）」の文言が含まれており、わずかな違いは認められるがほぼ同じと考えられる。⁽⁵³⁾ 条文の文言上、株式・債券等の「購入のためのワラント又は権利」が証券の定義（証券法二条(a)項(1)号、取引所法三条(a)項(10)号）に含まれており、形式的にはSOは証券に該当するようにみえる。しかし、「その文脈からみて定義から除外されない限り」との留保が付されており、その商品設計・目的如何では連邦証券法上の証券ではない場合がありうる。つまり、オプションに包摂される取引は、組織的な取引所で取引される商品や金融機関の間で交渉される複雑な商品から従業員給付制度（employee benefit plan）まで多様であり、従業員の福利厚生のために幅広く提供される譲渡制限付オプションは、雇用関係と密接なつながりがあり連邦証券法上の証券ではないことが示唆される。⁽⁵⁴⁾ 同じくSOといっても、必ずしも証券ではないことを意味するにとどまり、会社との個別交渉に基づき、証券（的利益）と引き換えに役員や従業員が特定の対価（技能）を自発的に提供するような場合には、投資性を備えるものとして連邦証券法上の証券に該当すると解される。⁽⁵⁵⁾

(b) S O の付与（新株予約権の発行）・権利行使による取得の法的位置づけ

典型的な従業員向けの報酬プランにおけるオプション付与について、裁判例には S O の取得は「買付け」とみるには十分でないとする立場もあるが、一般には、より少ない金額で証券を発行することに類似し、発行者による S O の付与は規則 10 b - 5 の適用される証券の「売付け」に該当すると解されている。⁽⁵⁷⁾ また、S E C は S O の行使による原資産たる証券（株式）の取得は発行者による証券の売付けにあたらないと解する（付与の段階で「売買」を観念する）が、裁判所や一部の論者は、対価を支払って確定的に証券を取得する権利行使が「売買（会社による「売付け」、オプション保有者による「買付け」）にあたると解する。もともと、後者の立場でも、権利者によるオプションの行使は、個人的な認識を会社に知らせたところで権利行使の条件に影響はないため、有利な情報を隠したまま行使しても違法にはならないと解している。⁽⁶⁰⁾

(2) 役員及び主要株主による売買報告制度と短期売買利益の提供制度

(a) 売買報告制度

そもそも投資家に有用な情報を提供するとはいえない場合は売買報告の提出義務は生じない。すなわち、①役員等の金銭的な利益に影響しない保有形式の変更（直接保有から間接保有へ）、②規則 16 - b 3 (c) の要件を満たす適格 S O の下での取得、③ S O の満期（失効）、④役員等の地位終了後の取引のような場合である。

役員又は一〇パーセント超のエクイティ証券を直接・間接に所有する者（以下、役員等）は、その所有する実質的持分の所有状況を開示する報告書を S E C に提出しなければならない。証券保有の役員等になった後は一〇日以内に Form 3、その後の持分変更については二営業日（四八時間）以内に Form 4、そして（短期売買利益の提供を免除される取引について）事業年度終了後四五日以内に Form 5 を提出しなければならない。このうち、短期

売買利益の提供を免れない取引はもちろん、短期売買利益の提供を免れる発行者と役員とのすべての取引（SOの付与、行使や新株予約権付社債の転換など）は、機械的・自動的に行われるよりは役員等の会社の見通しに関する見方を示すものとなり得る。そこで市場に対して有用な情報を提供する観点から、付与日・行使日から二営業日以内に変更報告書（Form 4）を提出しなければならない（規則16 a-3(g)）。このリアルタイム開示はインサイダー取引規制の適用除外である規則10 b 5-1プランに基づくものであるかをチェックする助けともなるが、二営業日までの間は価格調整が行われないまま秘密の取引が可能となる。

(b) 短期売買利益の提供制度

役員等が六箇月の期間内に発行者の「エキイティ証券」の「売買等」から役員等が得た利益を発行者に回復するよう求める権利が発行者（あるいは代位する株主）に認められる（取引所法一六条(b)項、15 U.S.C. 78p (b)）。この規制は、役員等が内部情報の濫用を防止することを意図したものである。六箇月内に行われる短期売買は内部情報の濫用を含んでいる可能性が十分にあるという理由から、インサイダー取引規制とは異なり、役員等が重要な未公表情報を認識しているかは問わない。

では、SOの付与から権利行使を経て株式の処分に至るプロセスについてはどうか。株式市場があれば、役員はSOの行使や権利確定した株式を受け取った後、直ちに株式を売却することができるが、一九九一年以前は、役員等が短期間で利益を得ることを防止するため、SOの行使によって得た株式を行使日から六箇月間保有すること（待機期間）が求められていた。一九九一年のSEC規則の改正により、六箇月の待機期間はSOの付与日（行使日ではない）に開始する（SOの取得がマッチング・イベントになる）こととされ（例えば、転換社債の購入は、転換権が行使されるかどうかにかかわらず、後続の普通株式の売付けとマッチングされることになった）、オプションの

行使や転換権の行使は別の所有者持分が変わるのみと理解し、重要なマッチング・イベントではなくなった(規則 16 a - 1 (c)、16 a - 4)。この結果、多数の S O を保有する役員は自由にオプションを行使し、直ちに株式を売却することが可能であり、米国型 S O は役員に短期的な株価の上昇を利用するインセンティブを与える制度となっている。⁽⁶¹⁾

(c) 適用除外と特例報告

役員報酬プログラムに基づき、役員が有価証券(株式やオプション)を定期的に取得する場合、もし同制度を厳格に適用するならば、役員は証券を売却するたびに短期売買利益の返還を覚悟しなければならない。また、報酬プログラムには濫用的に利用される可能性はほとんどないと考えられるものもある。そこで、「発行者と役員との取引」は役務提供の対価やインセンティブ報酬を意図したものであり、市場における投資家との取引と同様の濫用は問題とならないことを理由に短期売買利益の提供の適用除外事由を拡大したのが規則 16 b - 3 である。⁽⁶²⁾

まず、①適格税制 O P の下で定型的に行われる取引は何の条件もなく免除される。② S O の付与や権利行使による取得のような発行者からの付与・取得の場合(規則 16 b - 3 (d))、取締役会又は二人以上の独立役員からなる委員会の承認、株主総会の承認、又は役員等による取得日からの六箇月保有のいずれかの要件を満たす必要がある。③株式の引渡し(オプションの行使価格の支払い、S A R (Stock Appreciation Right) の決済において現金の受取りを選択するなど)のような発行者への移転(規則 16 b - 3 (e))については、あらかじめ取締役会(委員会)又は株主の承認を得ることが条件となる。④四〇一(K)の下での個人型プランに基づく取引(規則 16 b - 3 (f))の場合、加入者に投資対象ファンドの選択・変更の権利があり、投資判断の余地があることから、直近に選択した日から少なくとも六箇月経過したプランに従う必要がある。

(a) でみたように、役員へのSOの付与や権利行使に関する報告は、会社の業績見通しに関する有用な情報を市場に提供するという観点から、事業年度終了後に遅れて報告する (Form 9) だけではなく、付与日から二営業日以内 (規則 10 b 5-1 プランや 401 (K) の下での個人型拠出プランに基づく取引ではブローカーやプラン管理機関からの通知を受けた日から二営業日以内 (特例)) にリアルタイムの報告 (Form 4) をすることが要求される。

(3) インサイダー取引規制

(a) 規制の趣旨及び概要

取引所法一〇条(b)項は、誰であれ、上場有価証券等の売買等に関して、「相場操縦的若しくは詐欺的な手段・経絡の使用」又はSECの規則やレギュレーションに違反してはならないことを規定する。取引所法一〇条(b)項及び規則 10 b-5 はインサイダー取引を明示的に禁止してはならない。ここで禁止される「相場操縦的又は詐欺的な手段・計略」とは、証券の発行者若しくはその株主に対し、又は重要な未公表情報の情報源となる者に対し、直接又は間接に負う義務に違反して、証券又は発行者に関する重要な未公表情報に基づく発行者の有価証券の売買等が含まれる。⁽⁶³⁾ 規則 10 b-5 の下では、被告の心理状態、つまり騙す・操縦するあるいは詐欺的な意図と定義される「故意 (scienter)」を有利な証拠として示す必要がある。⁽⁶⁴⁾ そうすると、規則 10 b-5 の要件は、その性質上、対外的な虚偽表示がなされた場合によく適合し、誤解させることを意図しない役員による未公表情報の個人的利用への適用にはなじまない。本稿で問題とする S-I や B-D にインサイダー取引規制を適用することの難しさはここにある。

SO を利用した詐欺的な利益の獲得は、SO のバックデイトインク問題に遡る。⁽⁶⁵⁾ この問題は、SO の付与日の時価との関係で決定される行使価格を下げるために、より株価が低い時期に付与日を遡及させる処理を指す。S

Oの付与日において、実質的に見ればイン・ザ・マネーのオプションをアット・ザ・マネーのオプションとして処理することになり、費用の過少計上・利益の過大計上となる虚偽の会計報告として大いに注目された。これに対し、S-Iは対外的に表示される開示書類の書き換えを要せず、市場価格を変動させる情報を保留し、その間に取引を実行するものでバックデレーティングほど露骨なごまかしではない。⁶⁶

S-Iの評価として、伝統的なインサイダー取引規制の枠組みにうまく適合するものではないという点で共通の理解が得られる。⁶⁷ただこの現象をめぐっては、当該現象を適法であるとする見解と取引の背景事情を開示しないのは「虚偽かつ誤解を生じさせる表示」に当たり違法であるとする見解とが対立する。⁶⁸前者の立場は、第一に、SOの付与によって損害を受ける者はいないこと、第二に、SOの判断は取締役会の決議によって行われ、経営判断原則の適用を受けることを理由に挙げる。第一の点に対しては、確かにSOには会社財産の流出を伴わないが、会社及び株主にとっては持分価値の潜在的な希釈化が生じ、また付与の時点で未実現の利益が提供されるから業績運動の効果も期待できないとの批判が妥当する。⁷⁰また、第二の点に対しては、報酬決議においては、役員⁷¹の独立した判断を期待することは難しく、内部情報を利用して不当に付与のタイミングを見計らう可能性が大いにあるから、むしろ報酬決議に関しては慎重な司法審査が求められると指摘される。⁷²以上の議論に対し、そもそもこの現象にインサイダー取引を適用することは厄介であり、かつ不必要であるとする見解もある。すなわち、インサイダーが発行者とする取引は、少なくとも会社の役員による取締役会への積極的な情報開示義務に違反する取引である。このような証券の取得に際しての不開示がインサイダー取引に該当する余地は十分にあるが、S-Iでは取締役会が情報を十分に認識したうえでその公表前にあえて早めに付与するので、会社との間に情報の非対称性は存在せず、インサイダー取引の責任を認めるのは困難と評される。

(b) 適用除外——規則10 b 5-1プランとその濫用的な利用への対処

(イ) 規則制定(二〇〇〇年)

SECは、二〇〇〇年八月、取引所法一〇条(b)項及び規則10 b 5-1という「重要な未公表情報に基づく取引に關して相場操縦的又は詐欺的な手段・計略」の意義を明確にする規則10 b 5-1を制定した。⁽⁷³⁾ 規則10 b 5-1の下では、被告の心理状態として故意(scienter)が必要とされ(前掲(3)(a))、SECは重要な未公表情報を「知りながら」行った取引は規則10 b 5-1という故意の要件を満たすと考えてきたが、重要な未公表情報の保有と取引との間の関係性について巡回区裁判所の判断は分かれていた。⁽⁷⁴⁾ 規則10 b 5-1は、証券の売買等は、売買等を行う者が売買等の時に重要な未公表情報を認識しているならば重要な未公表情報に基づくもの(保有基準)と整理する一方で、拘束力ある契約、第三者への取引実行の指示又は書面による計画に従って取引がなされた(未公表情報を利用した取引でないことが明らか)場合には、違法なインサイダー取引に対する積極的抗弁(affirmative defense)の恩恵を受けることを認める。⁽⁷⁵⁾ 事前に立てた計画に沿って取引すれば未公表情報をもってする取引も黙認されることになる。

(ロ) 規則の改正提案(二〇二二年)

規則10 b 5-1の制定以来、規則10 b 5-1(c)(1)に基づく取引計画(規則10 b 5-1プラン、以下「本計画」)が広く利用され、二〇二二年にはS&P500企業の約五二パーセント(二〇〇四年にはS&P500企業の二七パーセント)が本計画を利用した取引を行っている。⁽⁷⁶⁾ 本計画の導入以降、重要な未公表事実に基づく取引を機会主義的に行うことを許すことへの懸念が表明され、実際にも本計画に基づくインサイダー取引では本計画に基づくかない役員による取引よりもパフォーマンスが優れていることが実証研究によって明らかにされた。問題となる機会主義的な利用として次のものが挙げられる。第一に、重要な未公表情報に基づいて個々の取引を選択的にキャ

ンセルするために「複数の競合する計画」を策定する、または「新しい計画の採用」・「既存の計画の変更」に近接した時期に取引を開始・再開することである。第二に、発行者が本計画を採用後、役員による売却の前に自社株買いを行って発行者の株価を上昇させる懸念もある。第三に、重要な未公表情報の公表と連動してSOを役員に付与する（前掲一I（S-I-LとB-I-D）あるいはその情報を認識しながら贈与を行う（後掲四））濫用的な取引手法の存在である。第四に、発行者や役員は、本計画に基づく取引をSECなどに提出する必要はないため、本計画の実施に関与する証券会社以外は規制当局・投資家をはじめ誰も計画内容を入力・検討することができない仕組みである。SECが二〇二二年に提案した規則10b5-1の改正は、このような制度的欠陥や抜け穴に対処することを目的としている。

改正提案の内容は、適用除外要件の改正と追加的な情報開示の要件の二つに分けられる。まず、適用除外に関する改正提案は次の通りである。第一に、役員・発行者による規則10b5-1プラン（本計画）の採用（新規）または変更の後、実際に取引を開始するまで、役員は一二〇日間、会社（発行者）は三〇日間の強制的なクーリングオフ期間が義務づけられる（変更は計画全体を終了させるものとみなしてクーリングオフ期間を適用）。重要な未公表情報を知っている可能性のある役員・発行者が計画を採用又は変更し、直ちに取引を行うことが封じられる。重要な未公表情報が開示される（特に決算発表）前の取引では、異常なリターンをもたらす可能性が高いことが知られているところ（「事案1」及び「事案2」参照）、一二〇日間のクーリングオフ期間は四半期全体に及び、ある四半期に採用された計画に基づく取引はその四半期の決算発表後まで行われなことになる。クーリングオフ期間の適切な長さについては、従来の実証研究の成果を踏まえ、役員・発行者による取引の異常なリターンが得られなくなる期間が参考とされている。また、発行者にもクーリングオフ期間を適用することにより、重要な未公表情報を知っている発行者がそれを知らない投資家から株式を取得するシナリオや自社株買いの計画の発表に

より株価が上昇し、役員が戦略的に上昇した株価で株式を売却するシナリオの可能性を減らし、投資家の信頼を高める狙いがある。第二に、市場での売買等に関する「競合する複数の計画」(multiple overlapping plans)や複数の「単一取引計画」(single-trade plan)に基づく取引は適用除外と認められない。計画中の取引に関して、競合する取引・ヘッジ取引を計画・変更する場合、複数の取引計画を採用し、有利な取引のみを実行する一方、不利な取引の実行をキャンセルすることによって内部情報を悪用する方法を防止するためである。また、単一取引計画は、一貫して損失を回避するために利用されており、事前の計画に基づく取引という趣旨に合致せず、しかも指値による注文と変わらないことから、一二箇月間に一つの取引計画しか積極的抗弁を利用できない。第三に、本計画の不誠実な運用には適用除外を認めない。そもそも本計画に従えば重要な未公表情報に基づいて取引できるため、未公表情報の開示を早めたり遅らせたりすることで取引に有利になるよう開示のタイミングを操作する者は積極的抗弁を提出できないことを明確にする趣旨である。第四に、役員・発行者が本計画を採用する際に重要な未公表情報を認識していないことを個人的に認証することが義務づけられる。認証を行う者の法的義務の認識を意図づける狙いがあるが、独立に責任を生じさせるものではない。

次に、情報開示に関する提案であるが、SECは二〇〇六年に役員報酬パッケージにおいてSOが果たす役割の開示を求める方針をすでに明らかにしていた。⁽⁷⁸⁾ 役員利益となるタイミングでのSOの付与にインサイダー取引規制を適用することは難しいが、少なくとも報酬パッケージの内容を投資家に知らせる情報開示が有用となる。⁽⁷⁹⁾ 具体的には、役員の報酬についてより詳細な内容を投資家に提供するため、レギュレーションSK (SEC提出用の年次報告書の開示に関する規則) のItem 402において報酬に関する重要な要素の開示を求めており、これにはオプションを含め、どのタイミングで報酬が与えられるかに関する決定方法(会社による未公表情報の開示に時間的に近接した付与)の開示が含まれる。⁽⁸⁰⁾ タイミングそれ自体に客観的な妥当性あるいは合理的な理由がある

ことは要求されていないが、重要な未公表事実を保有している間にSOを付与するのであれば、その事実は投資家にとって重要であり、完全に開示することが求められるとしている。

二〇二二年の改正提案はさらに情報開示を強化している。第一に、本計画とその他の取引に関する情報開示(Form10-Q & Form10-K)を求めている。多くの会社が制度の存在を公表しているが、今後の取引を予測されたくないため、その詳細な内容について公表することはほとんどなかった。規制当局や投資家が本計画を評価・検討するためには包括的な情報の入手が必要であり、重要な提案といえる。第二に、現在、発行者はインサイダー取引に関する方針・手続を開示することは求められていないが、重要な未公表情報の濫用に対する発行者の方針・手続を知ること(Item 408 in Regulation SK(年次報告書))は投資家が評価・検討する際に有用な情報である。第三に、価格変動を生じさせる可能性のある情報の公表に時間的に近接して(前後一四日以内)付与されるSO(いわゆるS-I-LとB-I-D)に関する透明性を確保するため、オプションに関する表形式での詳細な開示が求められる。とりわけ新たに追加されるItem 402(X)では、発行者によるオプション付与の方針及びタイミングに関する慣行について記述情報の開示(narrative disclosure)を要求している。

四 株式の贈与

役員による内部情報を利用した濫用的な取引が「株式の贈与」の形式を用いて行われていることに対する問題意識が共有されつつある⁸¹⁾。この点に関するわが国及び米国における規制の現状とその課題、さらにあるべき解釈論について考えてみたい。

1 疑わしい取引―具体例

〔「**事例4**」⁽⁸²⁾〕 一九八八年にSの側近二人がJ社の取締役就任した。Sは、二〇〇三年一月三日、その所有するJ社の株式二九〇万ドルを同年一〇月九日（贈与日）に贈与した旨をForm4によって届け出た。J社株式は贈与日には平均六六・五ドルで取引され、贈与総額は一億九二〇〇万ドルであった。Sは当該株式をほぼ五ドルで購入していた。もしSが同日に株式を売却していたら、一株当たり六一・五ドルの利益を実現することになったが、その代わりに贈与すること以一株当たり三〇・九二ドル（ほぼ九〇〇〇万ドル）の税制上の利益を得た。Sは自分が大切にしている慈善団体を支持し、最も寛大な贈与者としての名声を得ることになった。後にも先にもJ社の株価はそのような高値になったことはなく、贈与のタイミングが特によかったことから注目を集めた。

2 わが国における規制の概要及び議論の状況

特定有価証券等の「売買等」の意義については、株券等について有償でその所有権を移転することをいうと理解され、贈与（や相続）のような無償の場合は、内部者が有利な地位を利用して利益を上げおそれなく、証券市場における投資家の信頼が損なわれることはないことを理由に含まないと解されている⁽⁸³⁾。それゆえ、短期売買報告制度や短期売買利益の提供制度、さらにインサイダー取引規制の対象外となる。内部情報を利用して有利なタイミングで贈与をしても、税法上の問題や会社法上の義務違反が別途問題となりうるとしても、証券規制には違反しないと考えられる。

3 米国における規制の概要及び議論の状況

米国の裁判例⁽⁸⁴⁾では、株式の贈与に規則 10 b-5 は適用されないと解するのが自然であるとされる。結論的には、原則としてインサイダー取引関連の規制の対象外となる。しかし、より実質的にみると、受贈者が贈与を受けた株式を譲渡する傾向がある点が問題となる。贈与の理由が会社の見込みに関する未公表情報の利用にある場合、贈与それ自体が「情報の伝達 (tip)」に該当し、端的に「売買等」が行われたと性格づけることが適当であると⁽⁸⁵⁾する見解が有力に唱えられている。この見解は、従来の裁判所の見解、すなわち贈与の目的が経済的な目的を促進するものであるとき、贈与を「売買等」と認定してきたことと整合的である。

また、真正贈与 (や相続) は、短期売買報告書の二営業日内の提出義務を免れる (規則 16 b-5)。「贈与」については、事業年度終了後四五日以内に Form 5 を提出する (deferred reporting) ことが求められるにとどまる。そこで、このような報告の遅れが、重要な未公表情報を保有しながら行う贈与を助長する可能性があり、この懸念に対処するため、規則 16 a-3 を改正し、真正な株式の贈与について Form 4 (二営業日以内) の報告を求めることとされた⁽⁸⁶⁾。インサイダーの行動や贈与の背景をよりよく知るのに役立つと考えられる。

五 分析及び検討

1 自社株買い規制をめぐる議論

わが国では、自社株買いの濫用的な利用の有無について控えめにみて深刻な弊害はないとしても、今後さらにインセンティブ報酬の比率が高まれば米国と同様の問題が起ころうとも不思議ではない。また、過度の濫用的な自社株買いの制限は必要としても、余剰資金の返還の手段 (ペイアウト) のような正当な目的のための利用まで制

約するのは適当ではないと考えられる。さらに、自社株買いのアナウンスメント効果や新株発行による希釈化の緩和はそれだけ見れば問題ないとしても、自社株買いに伴う弊害があることも無視できず、余剰資金の返還の手段のような正当な目的のための利用を認めつつ、濫用的な利用を防止することを目指すべきであろう。

2 インセンティブ報酬と自社株買い

インセンティブ報酬が真に業績に連動した報酬となるためには、最低限業績との連動によらないものを排除する必要がある。会社の内部情報にアクセスできる地位にある者が未公表情報であることを認識しつつそれを利用して個人的な利益（隠れた報酬）を得る可能性がある。企業の業績に変動がみられない場合であっても、自社株買いの結果、株価上昇や連動指標の改善により自動的に報酬が増えることを無制限に認めることは報酬の在り方として適当ではない。クローバック（マルスを含む）条項と同様、自社株買いが報酬に与えるインパクトを除外する条項を採用すべきであろう。

3 インセンティブ報酬と相場操縦規制

インセンティブ報酬の比率が高まっていけば、役員には報酬を最大化するために株価上昇をもたらす自社株買いを実施するインセンティブを与えることになる。現行法は、自社株買いが相場の変動をもたらす可能性があることを認識したうえで、発行会社が一方的に株価を操作することができないように規制を設けている（二二参照）。市場環境の変化を踏まえつつ、取引数量の上限などを見直す必要はあるかもしれないが、わが国ではこれを厳格化すべきとの主張は見られない。米国を中心に規制の厳格化を主張する論者は、役員と従業員との所得格差の拡大や資源配分の歪みをいうが、少なくとも後者については異なるデータもある。米国における一九八二年

以前の世界に戻すこと（規則10b-18の廃止）が本来に望ましいことなのか、あるいは資本政策やガバナンスの観点に基づく正当な目的のため柔軟に利用できる余地を残すべきか、検討の余地が残されている。

4 間接的・事実上のインサイダー取引規制

(1) 会社による自社株買いは、株価の上昇や業績連動指標の改善を通して役員による株式の売却（現金化）の機会を与えるとともに、役員による株式の売買等に対するよりも規制が緩やかであるため、株価が割安であることを認識する役員は、個人的な利益を得る形で富の移転を生じさせる自社株買いを行うことができる（前掲21参照）。インサイダー取引規制という「重要事実」との関係で限界はあるが、米国において、少なくとも役員取引に対する規制と同等の開示規制（二営業日以内の開示）が唱えられる所以である。

(2) S-I-LやB-I-Dに対する対応はどうか。現行法上、オプシオンの付与及び権利行使は金商法の規制の適用除外とされ、売買報告制度（法一六三条ただし書、府令三〇条一項一・二号）及び短期売買利益の提供制度（法一六四条八項、府令三三三・三〇条一項準用）の対象とはならない。また、オプシオンの付与は原始取得であり、権利行使は適用除外とされているため、いずれもインサイダー取引規制の対象とはならず、権利行使後に原資産である株式を売却する時点ではじめてインサイダー取引規制の対象となる。しかし、売却時点ですでに原資産の株価上昇をもたらす情報は公表済みであり、株価が上昇した時点で役員が株式を売却して利益（売却益）を得ることはインサイダー取引規制には違反しない。さらに、そもそも開示のタイミングを役員に有利に操作することについては、利用対象の情報について法定開示が義務づけられる場合でない限り、役員の会社法上の責任や情報開示規制の強化を検討するほかない。

また、インサイダー取引規制の対象となる行為は「売買等」であり、それは有償の移転を前提とするものであ

るため、無償で行われる株式の贈与は原則として規制の対象とはならない。しかし、贈与の経済的な目的が重要な未公表情報の伝達にあるような場合は、法形式的には贈与であっても、実質的には「売付け」であり、真正贈与とみるべきではなく、インサイダー取引に該当すると解すべきであろう。

さらに、重要な未公表情報を利用した取引を通じて利益を最大化する方法との関係では、いわゆる知る前契約・計画あるいは規則10 b 5-1プランの濫用的な利用に対する規制が必要と考えられる。この点、二〇二一年の規則10 b 5-1の改正提案は、いわゆる規則10 b 5-1の濫用的な利用方法としてのS-IやB-I-Dの存在を受け止めて対処しようとするものとして参考になる。わが国のインサイダー取引規制の適用除外の一つである「知る前契約・計画」の解釈をめぐっては、米国とは異なり、当初から知る前契約・計画の濫用的な利用の可能性を十分に踏まえたもの（計画のキャンセルや複数の競合する計画のうち有利なもののみ実現する場合は適用除外を受けられない）となっている。しかし、濫用的な利用に関する米国の改正提案には、わが国においても参考となる提案が含まれる。すなわち、適用除外事由として、単一取引計画の利用を一二箇月に一回のみに制限する点は、わが国でも同様の解釈論を支持すべきであろう。また、本計画の採用に時間的に近接して行われる役員の取引についてクーリングオフ期間を定めることも今後の濫用的な利用次第では検討の余地がありうる。さらに、本計画は、米国と同様、証券会社を関与させる形で実施されるが、知る前契約・計画の情報開示は求められておらず、投資家や規制当局が早い段階で当該契約・計画の内容を知ることができないわけではない。S-Oの付与のタイミングに関する開示の充実とともに、本計画それ自体に関する情報開示を求める必要があるように思われる。

六 結びに代えて

本稿は、今後より一層インセンティブ報酬の比率が高まっていくことを前提に、真の業績連動報酬の実現を妨げる状況を中心に法規制の現状を概観してきた。本稿は、望ましい報酬設計がSOや株式といったインセンティブ報酬であるかについて正面から検討するものではないが、過度の自社株買いから生じる機械的な株価の上昇・連動指標の改善から利益を得る場合やSILまたはBIDのような内部情報を利用したSOの付与や情報開示のタイミングを操作することから利益を得る場合の問題に対する法的規制について分析・検討した。現在の規制は必ずしもこのような問題に十分に対処するものとなっておらず、それゆえ二〇二一年のSECによる改正提案は一定の示唆を与える。すなわち、発行市場の問題と位置づけられ適用除外となるSOの付与や責任からのシールドを提供する本計画（適用除外）の濫用的な利用に対して、情報開示の強化やクーリングオフ期間の導入も一考に値するように思われる。

- (1) See Nitzan Shilon, *Stock Buyback Ability to Enhance CEO Compensation: Theory, and Evidence, and Policy Implications*, 25 *Lewis & Clark L. Rev.* 303, 344 & n.163 (2021).
- (2) 経済産業省「エグゼクティブ・サマリー—CGS ガイドライン改訂について—」(二〇二二年七月一九日) 九一—一〇頁、同「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 (CGS ガイドライン)」(二〇二二年七月一九日) 三六頁参照。
- (3) 比較法を踏まえた最近の研究として、伊藤靖史『経営者の報酬の法的規律』(有斐閣、二〇一三)、尾崎悠一「ドッド・フランク法制定後の米国における役員報酬規制の動向」神作裕之編『企業法制の将来展望』(二〇一三年度

- 版』(資本市場研究会、二〇二二)二四三頁以下、比較法研究センター「役員報酬の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」(二〇二五)七二頁以下「松尾健二」、津野田二馬「役員人事の法制度―経営者選解任と報酬を通じた企業統治の理論と機能」(商事法務、二〇二〇)、『熊代拓馬』役員報酬に対する法規制―現状とそのあり方』(弘文堂、二〇二二)等参照。
- (4) 例えば、「米企業の自社株買ひ」、株価調整で加速 二二年は一兆ドルも」日本経済新聞(電子版) 二〇二二年三月一八日付、「米企業、自社株買ひが過去最高水準に」REUTERS 二〇二二年四月六日付 <https://jp.reuters.com/article/usa-stocks-buybacks-idJPKCN2LY0D8> を参照。
- (5) See Allan Horwich, *The Legality of Opportunistically Timing Public Company Disclosures in the Context of SEC Rule 10b5-1*, 71 *Bus. Law.* 1113, 1116-18 (2016).
- (6) As a general explanation, including in the case of gifts of stock, S. Barcu Avciid, Cindy A. Schipani, H. Nejat Seyhun & Andrew Verstein, *Insider Giving*, 71 *Duke L. J.* 619 (2021).
- (7) See Susan Pulliam & Rob Barry, *Executives' Good Luck in Trading Own Stock*, *Wall St. J.* (Nov. 27, 2012), <https://www.wsj.com/articles/SB100008723963904410040457641463717344>. See also Francesca Franco & Oktay Urcan, *Executive Plans and Insider Trading*, 39 *Contemporary Accounting Research*, 1054, 1057 (2022).
- (8) See Pulliam & Barry, *supra* note 7. See also Franco & Urcan, *supra* note 7, at 1058.
- (9) この点については、第二〇七回国会・衆議院予算委員会第三号(令和三年十一月一日)及び第二〇八回国会・衆議院予算委員会第一七号(令和四年二月二一日)での答弁を参照。
- (10) See White House, *The Budget of the U.S. Government, Fiscal Year 2023*, at 16, https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/03/budget_fy2023.pdf.
- (11) See Robert J. Jackson Jr., *Stock Buybacks and Corporate Cashouts* (2018), <https://www.sec.gov/news/speech/speech-jackson-061118>.
- (12) See Jesse M. Fried, *Insider Trading via the Corporation*, 162 *U. Pa. L. Rev.* 801, 815-17 (2014).
- (13) See Fried, *supra* note 12, at 830-33.

- (14) See Jackson Jr. *supra* note 11; Shion, *supra* note 1, at 310 (「自社株買いはインセンティブ報酬支給のための指標を操作し、虚偽の業績を生み出せるとする」)。
- (15) この点について、前田雅弘「自己株式取得とインサイダー取引規制」法学論叢一四〇号五〇六号(一九九七)二五一頁、二六三頁(立法論としては、発行会社自身を会社関係者としてないことに賛成)、同「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研究記録第五一号(二〇一五)六頁参照。
- (16) 東京証券取引所上場部編『会社情報適時開示ガイドブック(二〇二二年版四月版)』(東京証券取引所、二〇二二年)九〇頁参照。
- (17) この点について、川口恭弘「金庫株と証券取引法改正・ディスクロージャー規制」証券取引法研究会『金庫株解禁に伴う商法・証券取引法(別冊商事法務二五二)』(商事法務、二〇〇二)四五頁―四六頁、四九頁―五〇頁(川口発言)等参照。
- (18) See Securities Exchange Act Release No. 17222 (October 17, 1980), 45 Fed. Reg. 70,890 (October 27, 1980); Securities Exchange Act Release No. 19244 (November 17, 1982), 47 Fed. Reg. 53,333, 53,334 (November 26, 1982); Stuart J. Kaswell, Should Congress or the SEC 'Do Something' About Stock Buybacks?, *Business Law Today*, ABA March 30, 2021.
- (19) See e.g., Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, Paying for Long-Term Performance, 158 U. Pa. L. Rev. 1915, 1919, 1923-25, 1928-31 (2010); Jackson Jr., *supra* note 11, at n.13, 14 & 18 (「上場会社における performance-pay の結びつきがかなり弱い」)。
- (20) 二〇〇五年から二〇一四年における S&P500 Index の四五八社の調査では、利益の三六パーセントは剰余金配当、五三パーセントは自社株買いに充てられた。ロナルド・レーガン政権下で規則 10b-18 が採用される以前は無視できるほどであった。規制の厳格化又は廃止の提案については、e.g., Jackson Jr., *supra* note 11, at n.16-18 (「少なへんが、自社株買いの期間中に役員が現金化する会社には適用除外を認めない」)が主張され、Harold Meyerson, How to end the stock buyback deluge (December 30, 2015), https://www.washingtonpost.com/opinions/how-to-end-the-stock-buyback-deluge/2015/12/30/e9408c52-a2e-11e5-9a8b-0884d1cc4b33e_story.html?hpid=hp_no-name_opinion-

- cardb%3Ahomepage%2Fstory (規則10 b 18の廃止); Shion, supra note 1, at 211 (自社株買いが与える効果を除外する企業にだけ規則10 b 18を適用); William Lazonick, Investing in Innovation: A Policy Framework for Attracting Sustainable Prosperity in the United State (March 30, 2022), https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_182-Lazonick.pdf (安定した成長期(一九四〇年代から一九七〇年代)の「留保から再投資」から一九八〇年代以降の「支配と分配」・「縮小と分配」へと移行し、自社株買いは後者の中心であったと分析する。企業の持続的な繁栄のためには、高品質の財・サービスを生み出す生産能力への投資が不可欠と主張する)
- (21) See Fried, supra note 12, at 814; James D. Cox, Robert M. Hillman, Donald C. Langevoort, Ann M. Lipton & William K. Sjoström, Securities Regulation (10th 2022), at 822.
- (22) 学説及びSECは、発行者の取引(自社株買)に規則10 b 5を適用(拡大)することは理に適うと考えつつある。See e.g., Mark J. Loewenstein & William K. S. Wang, The Corporation as Insider Trader, 30 Del. J. Corp. 45, 70-72 (2005); Fried, supra note 12, at 813-14; Donald C. Langevoort, § 3.6. Who is an insider? — The issuer itself, 18 Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention (May 2022 Update).
- (23) See Fried, supra note 12, at 808-10.
- (24) See Fried, supra note 12, at 813-16.
- (25) See Fried, supra note 12, at 830.
- (26) 宮島英昭・小川亮「新しい資本主義と自社株買の規制」RIETI Special Report (二〇二二年六月二八日)。縮約版として、同「『新しい資本主義』の課題(下) 自社株買い 安易な規制回避」日本経済新聞二〇二二年四月二九日付二九面参照。
- (27) 藤田勉「米国は株主還元として増加 日本がやると世界で勝てない」週刊エコノミスト(二〇二二年七月五日)三四頁以下参照。
- (28) 「岸田首相が自社株買い規制に言及、「ガイドライン」検討―株価下落」Bloomberg (二〇二二年二月一四日)「[広川高史・氏兼敬子] (ビクトテ投信投資顧問の松元浩常務の指摘)」。
- (29) See Bruce Dravis, Dilution, Disclosure, Equity Compensation, and Buybacks, 74 Bus. Law. 631, 650-51 (2019).

- また、政治家は、労働者から株主への再分配効果を生じさせようとするを批判する。Martin Geltera & Julia M. Pauschunder. Covid-19 and Comparative Corporate Governance, 46 J. Corp. L. 557, 581 & n.167 (2021).
- (30) See William Lazonick, Profits Without Prosperity, Harvard Business Review (September 2014), <https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity>. EDAの上昇は見掛け倒しであり、長期的な企業価値の向上を反映するものではなく、むしろEDAの向上により指標が改善され役員報酬が増えるだけであると批判する。
- (31) See Mark Roe, Holger Spamann, Jesse Fried & Charles Wang, The Sustainable Corporate Governance Initiative in Europe, 38 Yale J on Reg. Bull. 133, 139-42 (2021); Jesse M. Fried & Charles C. Y. Wang, Short-Termism, Shareholder Payouts, and Investment in the EU, <http://ssrn.com/abstract=03706499> (2020).
- (32) See generally Joshua Zelen, Goodbye Buybacks? Why Recent Stock Buyback Reform Proposals Go Beyond What Is Necessary, 27 Fordham J. Corp. & Fin. L. 301, 304-05 (2022).
- (33) See Winston & Strawn, Spring Loading and Bullet Dodging in Stock Awards (January 14, 2021), <https://www.winston.com/en/executive-compensation-blog/spring-loading-and-bullet-dodging-in-stock-awards.html>.
- (34) この点については、最判平成一四年二月一三日民集五六卷二号三三三頁。また、河本一郎＝関要監修『逐条解説 証券取引法(三訂版)』(商事法務、二〇〇八)一三三三頁、神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コメントール4』(商事法務、二〇一一)七六頁「中東正文」。
- (35) 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法・第四卷「改訂新版」』(金融財政事情研究会、二〇二二)一〇〇頁「野崎竜一」。
- (36) 河本一郎・大武泰南著『新・金融商品取引法読本』(有斐閣、二〇一四)四六八頁―四六九頁、河本＝関・前掲注34)一三〇四頁、岸田監修・前掲注35)一四四頁「野崎竜一」。また、梅本剛正「役員等の自社株売買情報の開示 ―なぜ日経新聞には役員の本社株情報が掲載されないのか?―」証券レポート一七〇六号(二〇一八)七三頁、七八頁―七九頁(短期売買利益提供規定の関心は、一六四条に移り、役員らの自社株売買情報をいかに扱うべきかについては顧みられないままと評される)参照。
- (37) 内閣府令による適用除外は、「買付け」は有価証券の原始取得を含まないとの解釈を前提に規定されているとの

- 理解が示される。黒沼悦郎『金融商品取引法(第二版)』(有斐閣、二〇二〇) 四九〇頁。
- (38) 岸田監修・前掲注(35)一二三頁「野崎竜一」。
- (39) 東京証券取引所上場部編・前掲注(16)八五頁―八六頁、J P X(日本取引所グループ)「発行する株式、処分する自己株式、発行する新株予約権、処分する自己新株予約権を引き受ける者の募集又は株式、新株予約権の売出し」における「開示実務」のうち、「STEP 3 開示資料を作成する」について、⑧SOとしての新株予約権の発行に係る募集の場合の内容の項目を参照。
- (40) 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、一九八九) 四五頁、木目田裕Ⅱ上高正道監修・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(第二版)』(商事法務、二〇一四) 二九五―二九六頁、長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス金融商品取引法(第三版)』(商事法務、二〇一九) 一一七七頁等参照。この立場からは、その当否はともかく、株価が上昇するような内部情報が存在している状態で役員にオプシオンを第三者割当して、その結果その役員が儲けたときでも発行開示があるからよいという結論になりそうである。岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー―開示制度・不正取引・業規制編』(有斐閣、二〇二二) 三二九頁「藤田友敬発言」。これに対し、松尾直彦『金融商品取引法(第六版)』(商事法務、二〇二二) 六五二頁(立法論として、開示規制と不正取引規制との間に代替性があるか疑問とする)。
- (41) 横島・前掲注(40)四五頁。
- (42) 服部秀一『新版インサイダー取引規制のすべて』(金融財政事情研究会、二〇一四) 二〇三頁。
- (43) 木目田Ⅱ上高監修・前掲注(40)二九六頁、服部・前掲注(42)二〇三頁。これに対し、整合的な解釈について検討の余地があるものの、自己株式・自己新株予約権の処分を受けた譲受けは、原則として買付けにあたりと解される。岸田監修・前掲注(35)一〇九頁参照。
- (44) この根拠について、黒沼・前掲注(37)四五九頁参照。
- (45) 横島・前掲注(40)一四六頁、神田秀樹監修・野村証券株式会社法務部川村和夫編『注解証券取引法』(有斐閣、一九九七) 一一二頁―一二二頁参照。
- (46) この点に関する比較法的な分析を含め、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』(有斐閣、二〇一七) 九二三頁以下参照。
- (47) 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」『商事法務一六八七号(二〇〇四) 四三頁—四四頁、黒沼・前掲注(37) 四六七頁参照。
- (48) 基本方針について、インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ報告「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」(平成二四年二月二五日) 一〇頁—一一頁参照。具体的には、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」『商事法務二〇七九号(二〇一五) 三二頁、三九頁—四〇頁参照。
- (49) 船越・前掲注(48) 三七頁—三八頁。この点に関し、例えば、期日について完全に特定する必要はなく、「〇年△月◇日以降、東京証券取引所における当該株式の終値が初めて●円を超えた日の翌営業日」と定めることは可能とされる。高田剛『役員報酬の手引き【第二版】』(商事法務、二〇一七) 一三三三頁参照。
- (50) 船越・前掲注(48) 三八頁。
- (51) 船越・前掲注(48) 三八頁。
- (52) 船越・前掲注(48) 三八頁。
- (53) See Landreth Timber Co. v. Landreth, 471 U.S. 681, 686 n.1 (1985).
- (54) See Robert Anderson IV, Employee Incentives and the Federal Securities Laws, 57 U. Miami L. Rev. 1195, 1234, 1238, 1248 (2003); Cox et al, supra note 20, at 645.
- (55) Collins v. Raskin, 342 F.Supp.1282, 1286-88 (D. Mass. 1982). See also Anderson, supra note 54, at 1249; § 1031 Materiality of information concerning issuer's achieving capitalization—Options, 69A Am. Jur. 2d Securities Regulation (August 2022 Update); Matthew E. Orso, "Spring-Loading" Executive Stock Options: An Abuse in Need of A Federal Remedy, 53 St. Louis U. L. J. 629, 641-42 (2009); SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (役員が証券に該当する取引を前提にしなければ規則10b-5の責任を基礎づけるのは難し)。
- (56) See Blau v. Osgbury, 210 F.2d 426, 427 (2d Cir. 1954) (§ 16(b) の関係); Colan v. Monumental Co., 713 F.2d 330 (7th Cir. 1983) (権利行使が「買付け」であるならば、一〇の証券をめぐって一〇の「買付け」があるのはおか

- 「しからず、付与（発行）は「買付け」ではなく。」
- (52) See Am Jur Securities § 1031, *supra* note 55; Arnold S. Jacobs, § 14.5, *Stock Options*, 5D *Disclosure & Remedies under the SEC. Laws* n.40 (June 2022 Update); Orso, *supra* note 55, at 651–52.
- (53) See e.g., *Greene v. Dietz*, 247 F.2d 689 (2d Cir.1957); *Colan v. Monumental Co.*, *supra* note 56.
- (54) See 5 Rev. Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation* 2359 (3rd ed. 1990).
- (55) See Jacobs, § 14.5: *Stock Options*, *supra* note 57, at n. 44 & 45.
- (56) See Lazonick, *supra* note 20. Cox et al., *supra* note 21, at 870.
- (57) See generally *Insiders' Trading Liability and Reporting Under § 16*, 32 No.4 *Corp Conus Quarterly ART 3* (2022), at IIA, B, & III G.; Cox et al., *supra* note 21, at 910.
- (58) See generally *Rule 10b5-1 and Insider Trading*, Release No. 33-11013; 34-93782 (Jan 22, 2022), 87 Fed. Reg. 8,686 (Feb 15, 2022), at 8,687 (hereinafter 2022 Rule10b5-1 Release).
- (59) もともと、米国では「単なる内心・動機の問題」としては全く「取引と情報との間の因果関係の有無」という形で議論される。飯田・前掲注(46)九四二頁。
- (60) バックデーディングを可能にする背景事情として、当時のSECの開示規則では決算日の終了日から四五日以内に付与日を報告すればよかったことがあげられる。この問題に関する邦語文献として、佐賀卓雄「ストック・オプションのバックデーディング問題について」証券レビュー四七巻六号（二〇〇七）一五頁以下、椛田龍三「ストック・オプションの会計基準に関する弊害：バックデーディング問題」Disclosure&IR（二〇一八年五月）八五頁以下等参照。
- (61) See Orso, *supra* note 55, at 631.そのため、バックデーディングほど問題視されず、支持者まで存在した。
- (62) See Paul S. Atkins, *Comm'r SEC, Remarks Before the International Corporate Governance Network 11th Annual Conference* (July 6, 2006), available at: <http://sec.gov/news/speech/2006/spch07/0606psah.htm>; *Iman Anabawi, Secret Compensation*, 82 N. C. L. Rev. 835, 859–65 (2004)（受任者義務の違反を特定するのが難しく。確かに付与のタイミングの機会主義的な選択は規則10b-5の要件にフィットしないが、取締役会への内部情報の開示

を怠るか、一部認識を欠けば規則に違反する余地を認める (at 889)。

- (68) See Atkins Remarks, supra note 67.
- (69) See William Hughes, Stock Option “Springloading”: An Examination of Loaded Justifications and New SEC Disclosures, 33 J. Corp. L. 777, 788-89 (2008) (citing Lynn Turner).
- (70) See Hughes, supra note 69, at 789-91.
- (71) See Hughes, supra note 69, at 791-93.
- (72) See Donald C. Langevoort, § 3.18. Transactions between an insider and the issuer and the “Springloading” problem, 18 Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention (May 2022 Update).
- (73) See Selective Disclosure and Insider Trading, Release No. 33-7881 (August 15, 2000), 65 Fed. Reg. 51,716 (August 24, 2000)] (“2000 Adopting Release”).
- (74) 裁判例には SEC の立場を支持するもの (United States v. Teicher, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993)) があろう一方、重要な未公表情報を保有している間の取引は情報が利用されたことを強く推認させるが、情報の入手と取引との間の因果関係がないことが示されれば「情報の利用」を覆すことができるこの立場 (SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998)) もある。
- (75) 梅本剛正「ストックオプションとインサイダー取引規制」証券経済研究八三号(二〇一三)七九頁、八三頁(規則 10 b 5-1 は保有基準の立場を前提としたというよりも、証明責任を投資者の側に転換したうえで、実質的には利用基準に近い考え方を採用したと評される)参照。
- (76) 企業幹部による年間数十億ドルの取引をカバーするといわれる。See John P. Anderson, Anticipating a Sea Change for Insider Trading: From Trading Plan Crisis to Rational Reform, 2015 Utah L. Rev. 339, 354 & n.121 (2015); Pulliam & Barry, supra note 7.
- (77) See 2022 Rule10b5-1 Release, supra note 63, at 8,689. この点については、飯田・前掲注(4)九三七頁—九三八頁、九四二頁参照。
- (78) See Executive Compensation and Related Person Disclosure, Securities Act Release No. 8732A (August 29,

- 2006), 71 Fed. Reg. 53,158 (September 8, 2006) at 53,160 (hereinafter “2006 Executive Compensation Report Release”).二〇〇六年改正に関する分析として、伊藤・前掲注(3)二〇八頁以下、松尾・前掲注(3)二五頁以下、津野田・前掲注(3)六二〇頁、六二四頁―六三〇頁、熊代・前掲注(3)一五八頁―一六七頁参照。
- (79) See Hughes, *supra* note 69, at 794; Langvoort, *supra* note 72.
- (80) See 2006 Executive Compensation Report Release, *supra* note 78, at 53,163-4.
- (81) See Avcid et al., *supra* note 6.
- (82) See Avcid et al., *supra* note 6, at 633-34.
- (83) 横島・前掲注(40)二二二頁―二二三頁(金銭を対価としない取引は短期売買利益の計算方法になじまない)、内部者取引規制研究会編著『二問一答 インサイダー取引規制』(商事法律研究会、一九八八)六三頁(通常の経済的理由とは異なる特別の理由で行われる)、松本真輔『新版インサイダー取引規制』(商事法律、二〇〇六)一七九頁、服部・前掲注(42)二〇三頁、木目田・上島・前掲注(40)二九五頁、長嶋・大野・常松法律事務所編・前掲注(40)一七七頁、松尾・前掲注(40)六五二頁等参照。
- (84) See Portnoy v. Memorex Corp., 67 F.2d 1281,1283 (9th Cir. 1982). See generally Loss & Seligman, *supra* note 59, at 2379-81.
- (85) See Avcid et al., *supra* note 6, at 650-52; Loss & Seligman, *supra* note 59, at 2380-81.
- (86) See 2022 Rule 10b5-1 Release, *supra* note 63, at 8, 699.
- (87) この点について、飯田・前掲注(46)九五二頁(「日本の会社においてエクイティ報酬が増えていった場合には、米国で起きているのと同様に、知る前契約・知る前計画の濫用が疑われるような事態が起きる可能性はある」)参照。また、梅本・前掲(75)の論文では、株式の保有リスクを回避するため、株式の処分をやりやすくするべきではないかとの認識が示される一方、恣意的な情報開示や規則10b5-1の濫用を防ぐための手立ての必要性が述べられる。