

短期売買利益の提供請求に係る諸問題について

株式会社ストラテジックキャピタル
執行役員コンプライアンス部長
小野雅博

【要旨】

金融商品取引法（以下「金商法」という。）164条1項（以下「本条」という）は、「上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため、その者が当該上場会社等の特定有価証券等について、自己の計算においてそれに係る買付け等をした後6月以内に売付け等をし、又は売付け等をした後6月以内に買付け等をして利益を得た場合においては、当該上場会社等は、その利益を上場会社等に提供すべきことを請求することができる。」旨規定している。なお、主要株主とは、金商法163条1項に規定する、議決権のある株式の10%以上を保有する株主のことである。

本条は、日本が米国の占領下にあった昭和23年、証券の民主化に伴う投資家保護の名の下に、米国証券取引所法第16条(b)項をほぼそのまま受け継ぐ形で導入された規定である。ⁱしかしながら米国では、証券取引所法第16条(b)項が制定された1934年当時、会社役員が自社内部の秘密情報を利用して不当に利益を得る例が多く、株主から信任関係に反する詐欺的行為として損害賠償請求がなされるケースが多かったという歴史的背景がある。これに対し日本ではそのような弊害は少なくとも大きな問題として表面化しておらずⁱⁱ、立法事実が存在していなかったにも拘わらず、占領政策上の配慮からこの規定の採用を一方向的に半ば強制されたため、十分な理論的検討もなし得ないまま、そのまま受け入れざるを得なかった模様である。ⁱⁱⁱ

本条については、①目的である、役員又は主要株主（以下「役員等」という。）による不当な行為の防止並びに市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼確保については、罰則を伴うインサイダー取引規制（金商法166条及び167条）と目的を一にする二重の規制となること、②発行会社には損害が生じておらず、当該利益の返還を受けるべき根拠がないこと、③発行会社と一定の関係にある者が、知り得た秘密情報と短期売買利益に因果関係が無いことを立証したとしても提供義務を免れないことなど、多くの問題がある。今後の立法論として、本条は廃止されるべきであると考える。

I. 本条（金商法 164 条 1 項）の制定経緯

本条は、昭和 23 年の証券取引法（以下「証取法」）の改正時に導入された（189 条）。米国の 1934 年証券取引所法 16 条(b)項（現存）をほぼそのまま取り入れたものである。

しかしながら、米国では本条制定当時、会社役員が自社内部の秘密情報を利用して自社株の取引をなし、それによって不当に利益を得る例が多く、株主から役員に対し「株主からの信頼関係に反する詐欺的行為である」との理由で損害賠償請求が行われた際に、コモン・ロー上の原則で救済されない部分（役員による信義則違反や詐欺行為を証明すべく、悪意や故意を立証することが困難であること）を立法的に解決したという意義があった一方で^{iv}、以下の理由により当初から批判があり、一時は米国議会で廃止も検討された。^{vi}

- （1）主観的要件（内部者における詐欺の意図や内部情報の利用により利益を得る意図）を問題とせず、インサイダー情報を保有していたか否かを問わず、また短期取引自体が禁止されている訳でもないため、インサイダー取引防止という目的達成のために効果的でない。また 16 条(b)項はインサイダー取引の限定的な部分にしか適用されない。内部情報の漏洩や内部情報に基づく取引に罰則を課すものではなく、内部情報に基づく個々の買付けや売却、6 カ月の短期売買期間内に反対取引を行わない買付けや売却も対象外である。
- （2）「短期売買」を 6 か月以内の取引に限定しているため、6 カ月と 1 日後に取引するなど、意図的な潜脱も可能。
- （3）6 カ月間の最高売却額価格と最低買付価格の差を利益と見做すため、役員等が実際に得た利益以上の額を返還させられることになる可能性がある。
- （4）規制当局による制裁を認めるものではなく株主訴訟に依拠しているため、発行企業やその株主が受けた損害の補償というよりも、弁護士費用に動機付けられた原告側弁護士によって推進されている面がある。

一方我が国では、厳格なインサイダー取引規制が未制定であった昭和 23 年当時、会社役員等が自社内部の秘密情報を利用して不当に自社株売買による利益を得るといった弊害は少なくとも表面的には存在しなかった。^{vii}但し、これは表面的に表れなかっただけであり、実際には「他人よりも早く内部情報を入手し、早く利得することが当然のように行われ」^{viii}ており、表面化しなかったのは、189 条（短期売買利益提供請求規定）及びその前提となる 188 条（役員又は主要株主に対する株式保有報告義務）が、米国法には置かれていた公衆開示に関する定めを欠くなど^{ix}極めて不備な規定であったためである。このようななか、189 条の前提となる 188 条が、実効性が乏しいとの理由で昭和 28 年に廃止された。なお、昭和 23 年に 189 条が制定されて以来二十数年間、本条による差益の提供請求がなされた事例は殆どなかった。^x

昭和 63 年の証取法改正により、インサイダー取引が罰則を伴い禁止されるとともに、

188 条も復活し、報告書提出後の扱いについての規定や適用除外条項の内閣府令への委任等が追加され、189 条（現在の金商法 164 条）は整備された。

しかしながら、昭和 63 年にインサイダー取引の禁止が導入されたことから、短期売買利益提供請求規定はその使命を終えたというべきであり、制度の改廃を含めて短期売買利益提供請求制度の位置付けが議論されるべきであるとの見解^{xi}や、短期売買利益提供請求規定の削除が検討されてもよいとの見解^{xiii}もある。

II. 本条（金商法 164 条 1 項）の目的及び手段

本条の目的は、条文上明記されている通り、「上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止する」ことである。具体的には、役員等（役員及び主要株主）と一般投資家が有価証券の取引を行うに際して、単に情報の点で不公平というだけでなく、その立場が質的に異なり、後者が圧倒的に不利な立場にあることを背景に、役員等による不当な行為を防止し、もって市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を確保しようとするものである。

目的達成のための手段は、役員等によるインサイダー情報利用の有無を問わず、役員等が上場会社等の特定有価証券等の買付け等をした 6 カ月以内の売付け等、又は売付け等をした 6 カ月以内の買付け等により利益を得た場合に、当該上場会社等がその利益を上場会社等に提供すべきことを請求することができる、とすることである。

上場会社等が役員等に対し短期売買利益の提供を請求し得るとする本条とインサイダー取引規制の条項（金商法 166 条）との対比は、下表の通りである。

	短期売買利益の提供請求	インサイダー取引規制
保護法益	市場の公正性、健全性に対する投資家の信頼確保	
目的	上場会社等の役員又は主要株主が、その職務または地位により取得した秘密を不当利用することの防止	会社関係者等が、その職務や地位により知り得た、未公表の重要事実を知って株式等を売買することの禁止
対象となる行為者	上場会社等の役員又は主要株主	① 上場会社等の会社関係者 ② 会社関係者から重要事実の伝達を受けた者
対象となる行為	当該上場会社の特定有価証券につき、6 カ月以内の売買により利益を得る行為	当該上場会社に関する重要事実を知って、それが公表される前に当該上場会社の株式等を売買する行為

対象となる行為に該当した場合の効果	当該上場企業が、役員等に対し、取得した利益の提供を請求することができ、請求があったときは役員等に当該利益の提供義務が生じる。	違反者に対し刑事罰と課徴金の一方又は双方が科される。課徴金は法定の計算方法により算定された経済的利得相当額となる。
その他	行為者による秘密の不当利用は要件ではない。	行為者による利得の有無は要件ではない。

III. 本条（金商法 164 条 1 項）の問題点

1. 目的達成手段の非合理性

誰にも損害が生じておらず、かつ秘密を不当に利用することもなく、短期間の取引により利益を得た場合に、単に役員又は主要株主であったとの事実のみをもって、その利益の提供を請求できるとすることは、目的達成のための手段として合理的とは言えない。

一定の立場にあるとの事実のみをもって秘密を不当利用したものと「見做す」規定は明らかに過度な規制である。

なお、規制される側にとっては、当該株式の売買により利益を得る時期を調整することなどにより、本規制を潜脱することが容易となるケースも十分考えられる。このように、一面では不十分な規制としながら他面では秘密の不当利用を要件とせず、実際には何の問題もなく得た利益であってもこれを強制的に取り上げ得るという対応は、手段としてのバランスを欠くと思われる。

2. 「役員」と「主要株主」は同列か

「役員」と「主要株主」を同列に扱っていることにも問題がある。ここで言う「主要株主」とは、総株主等の議決権の 100 分の 10 以上の議決権を実質的に保有している株主をいう（金商法 163 条 1 項）。しかしながら「役員」が基本的に当該企業のあらゆる情報に接することができるのに対し、10%の議決権しか保有していない株主が入手できる情報は、端的に言えば一般投資家が入手できる情報と大差はない。

親会社や関係会社としてではなく、上場会社の議決権の 10%を保有する株主となったとしても、「主要株主の地位」から自動的に得られる情報は存在しない。このように、「役員」と「主要株主」の間には、内部情報へのアクセスの可能性について大きな差異があるにも拘わらず、両者を同列に扱うことは不合理であると言わざるを得ない。

3. 本条の目的についての誤解

本条の目的は、「上場会社の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」と条文上明記されているが、内部情報を利用した売買に適用された事例は寡聞にして承知していない。実際には主要株主が意図せ

ず形式要件に該当する取引を行ってしまった事例が散見される。

本条について論じる者の中には、「役員等による秘密の不当利用の防止」という本来の立法趣旨を理解せず、市場における「目立つ」行為により短期間で売買利益を得た投資家に制裁を加えることが目的であると曲解し、アクティビスト投資家に対するネガティブ・キャンペーンに利用している向きもあるように思われる。

このように問題が多い規定ではあるが、財産権の侵害との関係における本条の合憲性については、最高裁判例（平 14.2.13）及びその後の下級審裁判例で認められている。

IV. 派生的な論点

1. 「自己の計算」における売買の解釈

本条で、上場会社等がその役員等に対する売買利益の提供を請求できるのは、役員等が「自己の計算においてそれに係る買付け等をした後 6 月以内に売付け等をし、又は売付け等をした後 6 月以内に買付け等をして利益を得た場合」である。

ここで「自己の計算」の意味するところが問題となるが、信託が当該上場会社等の株式を売買する場合は、信託が役員等の「指図に基づき」売買等をする場合、とされている（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 28 条）。

これは信託の受益者の指図に基づく売買が行われる場合には、実質的には当該受益者が自己の計算において売買を行うことと同視されるためである^{xiii}とされている。

従って、資産運用会社が投資家と投資一任契約を締結して 10%以上の保有割合を有している場合のように、主要株主である投資家が売買の指図を行っていない場合には、投資家も資産運用会社も「自己の計算において」売買した場合には該当しない、という解釈が定説となっている。^{xiv}

2. 特定組合等の財産に属する特定有価証券等の取扱い（金商法 165 条の 2）

金商法 165 条の 2 は 2007 年 9 月 30 日、証取法から金商法に改組された際に新設された。この規定は、民法上の組合、投資事業有限責任組合、有限責任事業組合又はこれらの組合に類似する団体で、政令で定めるものの財産に属する議決権が、上場会社等の総株主等の議決権に占める割合の 10%以上である場合の、組合員の短期売買利益提供請求制度等を定めているものである。

この規定により、短期売買利益提供請求制度等の適用対象が、法人格のない組合や外国のパートナーシップにまで拡大された。注目すべきは本条新設の契機となった事実である。その事実とは、金融庁における法令適用事前確認手続きとして行われた、証取法 163 条の適用に関する 2002 年 7 月 15 日付照会と、それに対する同年 9 月 6 日付「組合自体は 163 条の『主要株主』に該当しない」旨の回答であった。^{xv}2002 年 7 月

15日付照会の照会者は旧村上ファンドであり、2006年にいわゆる村上ファンド事件が発生、本条文の新設が2007年と、アクティビスト・ファンドに対する世間の風当たりが極めて強い時期であった。特定組合等に対しても主要株主の場合とほぼ同等の、短期売買利益に係る規制を課す本条の追加は、「上場会社の役員又は主要株主がその職務または地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」との本来の目的を見失い、ややヒステリックとも言える世の風潮に押される形で実施された感が否めない。これまで述べてきたように本条（当時は証取法164条）が不合理であるのに、その適用範囲を実質的に広げたものであって、不適切な立法であったと考える。

VII. まとめ

安倍政権が2013年にアベノミクスを公表して以降、日本の資本市場改革は本格化した。2014年には日本版スチュワードシップ・コードが、2015年にはコーポレート・ガバナンスコードが制定され、株主総会等で会社提案を追認することが多かった機関投資家や金融機関系投資運用会社なども、厳格な判断の下で議決権行使を行う傾向が強まっている。

岸田政権以降、政府が「資産運用立国」の実現を目指し、2024年に日経平均株価が35年ぶりに最高値を更新したなか、株主アクティビズムが一般化してきており、アクティビスト投資家によるエンゲージメント活動や株主提案は、株式会社の所有者かつ主権者である株主から経営陣に対し「企業価値向上への取組み」を求める活動として、再評価されつつある。

そのような中、主要株主が短期間の売買で利益を得た場合に、単に「主要株主であること」及び「短期間の売買で利益を得たこと」のみを要件として、その利益を、何ら損害の生じていない株式発行会社に提供させることは、必要性・相当性を超えた過度な規制である。

また、「信託との間で投資一任契約を締結している投資運用業者に164条1項を適用できないのは法の欠陥である」といった論調もごく一部に見られるが^{xvi}、一般投資家の「妬み」への迎合や、アクティビスト・ファンドに対する反感・嫌悪感が背景にあることが伺われる。

終戦後の占領下で米国法を継受したに過ぎない短期売買利益提供義務の制度は、株主による正当な経済活動を阻害しかねないものであり、本条は速やかに廃止されるべきである。

以上

ⁱ 佐々木秀雄（1977）「会社役員等に対する不当利得返還請求権発生要件」（商事法務789号31頁）

ⁱⁱ 堀口亘（1974）「取締役の不当利得の提供（上）」（商事法務656号2頁）

ⁱⁱⁱ 佐々木・前掲

-
- iv 佐々木・前掲
- v Day Pitney, LLP より株式会社ストラテジックキャピタルが 2024 年に取得した意見書に基づく
- vi 石角莞爾（1979）「米国の内部者取引規制の批判的検討」（商事法務 848 号 11 頁）
- vii 堀口・前掲
- viii 宮原均（2004）「証券取引法 164 条 1 項によるインサイダー取引の規制と憲法 29 条による財産権の保障」（比較法制研究（国士館大学）第 27 号）
- ix 梅本剛正（2018）「役員等の自社株売買情報の開示」（証研レポート 1706 号 73 頁）
- x 黒沼悦郎（2002）「短期売買差益の返還規定の合憲性」（ジュリスト 1228 号 8 頁）
- xi 黒沼悦郎（2009）「金融商品取引法の将来像」（日本評論社「企業法制の現状と課題」229 頁）
- xii 梅本・前掲
- xiii 町田行人、上島正道（2020）「上場会社等の主要株主に関する金融商品取引法上の諸問題」（商事法務 2236 号 45 頁）
- xiv 堀本修（1988）「会社役員・主要株主の株券等の売買に関する省令の解説（上）」（商事法務 1159 号 7 頁）、町田・上島・前掲
- xv 野崎竜一（2010）「特定組合等の財産に属する特定有価証券等の取扱い」（金融財政事情研究会「注釈金融商品取引法」123 頁）
- xvi 「さらされた『法の穴』アクティビスト vs ダイドーの延長戦」（日本経済新聞 電子版 2024/10/13）