

インサイダー取引における 「開示または断念」の原則について

—アメリカ法を参考として—

上 田 真 二

I はじめに

II インサイダーの義務

1. インサイダー取引の規制
2. SECおよび裁判所の判断とその後の判例の展開
 - (1) Cady, Roberts & Co.事件
 - (2) Texas Gulf Sulphur事件
 - (3) その後の判例の展開
3. 情報の開示義務と保持義務
4. 小括

III 証券発行会社の情報開示義務

1. 流通市場における情報開示規制の枠組み
2. 情報開示のタイミング
3. 規則10b-5に基づく開示義務
4. レギュレーションFD（公正開示規則）
5. 小括

IV むすびに代えて ～日本法に与える示唆

1. 本稿のまとめ
2. 日本法に与える示唆
 - (1) 証券取引法166条・167条の規制方法の妥当性
 - (2) インサイダー取引の違法性と民事救済
 - (3) 情報開示規制との関連

I はじめに

有価証券の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を有する者が、その情報に基づいて行う証券取引は、一般にインサイダー取引（または内部者取引）として禁止される（証券取引法166条・167条）。インサイダー取引を規制する法理として、有価証券の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を有する者には、証券取引を行う場合はその情報を開示することが要求され、その情報を開示しないのであれば証券取引を断念することが要求され¹⁾とする、いわゆる「開示または断念（disclose or abstain）」の原則が妥当すると説明される。この原則の下では、インサイダーは、有価証券の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を開示して証券取引を行うか、証券取引を断念するかという選択肢を有する。従って、この原則は、内部情報の開示を絶対的に要求したり、証券取引を絶対的に禁止するものではないという。

しかし、インサイダーに、自ら内部情報を開示して取引を行うという選択肢は認められるのであろうか。なぜなら、インサイダーには会社情報を保持する義務が課されている場合があるように思われるからである。また、会社情報の開示は、証券取引法および証券取引所等における規則によって証券発行会社に課される義務であって、インサイダーが証券発行会社による開示に先立って重要情報を開示して当該会社の証券の取引を行うことは認められない²⁾のではないのか。証券発行会社にとっては開示されたくない情報もあり、秘密にしておくことによる利益が認められることも考えられる。この点、商法上および証券取引法上、企業秘密に関する情報については、開示する必要がないとされている（商法237の3第1項但書、260条の4第5項、293条の7第1号～3号、証券取引法25条4項・5項参照）。そうであるならば、有価証券の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を有するインサイダー（証券発行会社自身がインサイダーとして取引を行う場合を除く）には、当該情報を開示して取引を行うとい

1) 神崎克郎『証券取引法 [新版]』611頁（青林書院、1987年）。

2) 龍田節「開示制度の目的と機能」法学論叢110巻4・5・6号114頁（1982年）。

う選択肢はなく、取引の断念だけが要求されることになるように思われる。

「開示または断念」の原則は、わが国の証券取引法が模範としたアメリカ法において明らかにされた原則であり、一般にインサイダー取引を規制する法理として捉えられている。そこで本稿では、アメリカ法を参考にして、インサイダー取引において問題となる情報の開示義務について検討し、インサイダー取引において要求される「開示または断念」の原則の意義を明らかにしたい。そこで、まずⅡにおいて、「開示または断念」の原則を明らかにした証券取引委員会（Securities and Exchange Commission—以下、SECという）および裁判所の判断を概観し、インサイダーに課される情報の開示義務について、情報の保持義務との関係を検討し、Ⅲでは、証券発行会社に課される情報の開示義務を概観し、証券発行会社による情報の開示に先立ってインサイダーによる取引に際しての情報の開示が認められるのかについて検討をする。最後に、Ⅳでは、本稿のまとめと日本法に与える示唆について述べる。なお、本稿では、相対で行われるインサイダー取引を対象とはせず、公開市場を通じてなされるインサイダー取引を検討の対象とする。

Ⅱ インサイダーの義務

1. インサイダー取引の規制

アメリカにおいてインサイダー取引は主として、1934年証券取引所法（Securities Exchange act of 1934—以下、取引所法という）10条(b)項および同条項に基づき1942年にSECによって制定された規則10b-5を根拠に規制されてきた。³⁾ 規則10b-5は、一般的詐欺禁止規定としての性質を有し、その第1

3) 規則10b-5については、2000年に、インサイダー取引における重要な未公表の情報「に基づく取引」について定義する規則10b5-1、不正流用理論に基づくインサイダー取引のケースにおいて受託者責任もしくは守秘義務を持つ場合について定義する規則10b5-2が新たに設けられた。

4) 取引所法10条(b)項および規則10b-5による規制がなされる以前は、コモン・ロー上、多くの州において、会社の取締役や大株主には自社の株式を買い付ける際には取引の相手方である株主に対して、自社の株式の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を開示すべき義務はないとする、いわゆる多数説（majority rule）と呼ばれる見解と会社の取締役には自社の株式を買い付ける際には取引の相手方である株主に対して、自社の株式の価値に

項において詐取を行うための策略、計略、技巧の利用を、第2項において重要事実の不実表示（misrepresentations）または半真実（half truths）の表示をなすことを、第3項において詐欺的業務や慣行の従事をそれぞれ違法とする。インサイダー取引は、インサイダーが内部情報を開示しないで取引を行うことが詐欺に該当するとして、規則10b-5第1項および第3項によって規制される。⁶⁾

「開示または断念」の原則は、この規則10b-5から導かれる原則であり、一般的に、インサイダーに対して、内部情報を開示して取引を行うか、取引を断念するかを要求するという選択的な義務であると説明される。⁷⁾ 以下では、この原則が明らかにされたSECおよび裁判所の判断を見ていくこととする。

2. SECおよび裁判所の判断とその後の判例の展開

(1) Cady, Roberts & Co.事件

この原則が初めて明らかにされたのは、1961年のCady, Roberts & Co.事件⁸⁾であるといわれる。この事件は、公開市場でなされたインサイダー取引に規則

5) 影響を及ぼす重要な未公表の情報を開示すべき信託的義務があるとする、いわゆる少数説（minority rule）と呼ばれる見解が見られた。その後、1909年、連邦最高裁はStrong v. Repide判決（Strong v. Repide, 213 U.S. 419 (1909).）において、会社の取締役は、株式の価値に極めて重要な影響を及ぼす特別な事実が存在する場合には、そのような事実を取引の相手方である株主に対して開示する義務を負うとする特別事情理論（special circumstances doctrine）を採用した。この理論は、規則10b-5制定後も影響を与えた。

6) 他にもインサイダー取引を規制する規定として、①1984年インサイダー取引制裁法（The Insider Trading Sanctions Act of 1984）によって民事制裁金を課することを定める取引所法21A条、②1988年インサイダー取引および証券詐欺規制法（Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988）によって同時期の取引者に損害賠償請求を認めた取引所法20A条、③短期売買差益の提供を規定する取引所法16条(b)項、④公開買付規制に関する規則14e-3、⑤証券の売付に際しての詐欺および不実表示の禁止を定めた規定である1933年証券法（Securities Act of 1933—以下、証券法という）17条(a)項、⑥郵便または電信を利用して詐欺を企てることを禁止する郵便電信詐欺法1341条・1343条、⑦いわゆるRICO法（Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act）1961条1号(B)および(D)による規制、⑧州法による規制がある。See, Wang & Steinberg, Insider Trading, 121, 685, 711, 733, 761, 993, 1105 (1996).

6) 5B A. Jacobs, Litigation and Practice Under Rule 10b-5 §61.01 at 9 (1995).

7) See, J. Robert Brown, Jr., The Regulation of Corporate Disclosure §3.05 (3d ed. 1999), Levmore, Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts, 68 Va. L. Rev.117, 118, 123 (1982).

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

10b-5を初めて適用した事案でもある。⁹⁾この事件では、Curtiss-Wright社（以下、C社という）において株式の配当を減らすことが取締役会で決定され、その情報が公表されるまでの間に、C社の取締役であり、また、証券会社であるCady, Roberts & Co.の登録代理人（registered representative）でもあったCowdinが、Cady, Roberts & Co.にC社の減配の情報を伝え、Cady, Roberts & Co.のパートナーであるGintelがC社の株式を売り付けたことが、規則10b-5に違反するかどうかの問題となった。審決は、インサイダーに課される義務に関して、「我々および裁判所は、一貫して、インサイダーは、自らの地位により自らは知っているが、自らが取引をする相手方は知らず、仮にその相手方が知っていれば彼らの投資判断に影響を及ぼしたであろう重要な情報を開示しなければならないと判示してきた。このような状況で開示がなされないことは、詐欺禁止規定の違反を構成する。他方、仮に買い付けまたは売り付けを行うより前に開示をすることが、このような状況の下で不適切または非現実的であれば、我々としては、採るべき選択は取引を行わないことであると信じる。」¹⁰⁾と述べ、インサイダーとされたGintelの行為が規則10b-5違反に当たるとした。本審決は、まず、インサイダーには内部情報の開示義務があることを指摘し、取引前の情報開示が不適切または非現実的な場合には、インサイダーには取引の断念が要求されるとする。

(2) Texas Gulf Sulphur事件

この原則は、1968年のTexas Gulf Sulphur事件¹¹⁾で、裁判所において認められることとなった。この事件は、鉱山会社であるTexas Gulf Sulphur社（以下、T社という）が有望な鉱床を発見したが、周辺の土地を購入するまでの間、鉱床発見の情報を開示せずにいたところ、T社の役員や従業員がその情報をも

とにT社の証券取引を行ったという事案で、T社の役員や従業員が取引所法10条(b)項および規則10b-5等の違反に問われたものである。判決は、インサイダーに課される義務について、「重要な内部情報を有する者は何人も、当該情報を投資大衆（investing public）に対して開示するか、または、会社機密（corporate confidence）を保護するために開示することができないかもしくは自らが開示することを選択しないならば、情報が開示されない間に問題とされる証券の取引を行うこともしくは取引を推奨することを断念しなければならない。」¹²⁾と判示し、インサイダーに当たるとされたT社の役員や従業員等の取引所法10条(b)項および規則10b-5違反の責任を認めた。本判決は、インサイダーに当たるとされる者の投資大衆への開示義務を認め、ただし会社機密を保護する必要がある場合または自らが開示することを選択しない場合には取引断念の義務が課されるとする。

(3) その後の判例の展開

Cady, Roberts & Co.事件審決およびTexas Gulf Sulphur事件判決は、重要な未公表の情報を有する者が、その情報を知らない者との間で証券取引を行う場合に、「開示または断念」の義務が課されると解し、インサイダー取引に対する責任の根拠について、いわゆる情報所持理論（Possession Theory）を採ったものといわれている。¹³⁾ところが、情報所持理論では、自らの努力で情報を得た者や偶然に情報を得た者もインサイダーとなりかねず、インサイダーとされる者の範囲が広がりすぎるという問題点があった。その後の判例においては、単に重要な未公表の情報を有して取引を行うだけで、「開示または断念」の義

12) Id at 848.

13) Cady, Roberts & Co.事件審決は、「開示または断念」の義務が課される主要な要素として「第一に、直接または間接に、会社の目的のためにのみ利用されるように意図された情報に接近（access）できる関係の存在、第二に、当事者がその取引の相手方は利用できないということを知っている、そのような情報の優位性を利用することの固有の不正さ（inherent unfairness）」を挙げる。Texas Gulf Sulphur事件判決では、インサイダーに課される情報開示義務または取引の断念の義務は、「本質的に特別で、かつ、開示されれば当該証券の市場価格に重要な影響を与えるような状況においてのみ生じる」としている。
14) Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980). 情報受領者（tippee）の責任に関する、Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

9) 閉鎖的会社の事案に関しては、すでに1946年のKardon v. National Gypsum Co.事件判決（73 F. Supp. 798, 800 (E. D. Pa. 1947).）において、「いかに合理的に自由な解釈の下でも、これらの規定は、取締役および役員が、他者から会社の株式を買い付けるに際し、自らの地位故に知ることとなった事実を開示することを懈怠した場合には適用される」として、取引所法10条(b)項および規則10b-5を適用することを認めていた。

10) In re Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907, 911 (1961).

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

務に違反するのではなく、取引当事者間に信頼関係がある場合、すなわち、会社・株主に対して信任義務を負う者が、重要な未公表の情報を開示しないで取引を行うことを違法とする、いわゆる信任義務理論 (Fiduciary Duty Theory) が採られた。しかし、信任義務理論では、インサイダーとされる者の範囲が狭すぎる¹⁵⁾こと等の問題から、1997年、連邦最高裁はO'Hagan事件判決において、重要な未公表の情報を有する者が、情報源に対して負う義務に違反して、証券取引の目的で当該情報を不正流用したときに、証券取引に関する詐欺を行ったとみる、いわゆる不正流用理論 (Misappropriation Theory) を採用するに至った。

インサイダー取引に対する責任の根拠に関する判例の理論は変遷しているが、インサイダーに課される義務については「開示または断念」の義務が前提とされていることが分かる。例えば、O'Hagan事件判決で示された不正流用理論によれば、情報の開示義務は情報源に対して負っており、情報源の許可を得れば証券取引を行うことは規則10b-5に違反しないという¹⁶⁾。すなわち、「開示または断念」という選択であるから、情報源に対して内部情報に基づいて取引を行うことを「開示」すれば、「開示」義務を履行したとして、取引を行っても責任を問えないことになる。しかし、本判決の反対意見でも指摘されているように、許可を得てなされる取引も許可を得ないでなされる取引も、一般の投資者の証券市場の健全性に対する信頼が害されることは同じであり、このような結論は、インサイダー取引規制の目的である投資者保護に矛盾する¹⁷⁾。従って、こうした点でも、インサイダーの義務を「開示または断念」という選択的な義務であると解することには疑問がある。

3. 情報の開示義務と保持義務

学説においては、インサイダー取引の責任の根拠となる理論について、争いが見られる一方で¹⁸⁾、「開示または断念」の原則についても、インサイダーの情報保持義務 (機密保持義務) の観点から、インサイダーに情報開示義務が認められない場合、すなわち、インサイダーが情報を開示して取引を行うことが認められない場合があることを指摘する見解が見られる¹⁹⁾。この見解によれば、インサイダー、特に会社の取締役は、州法上、会社に対する関係で会社情報の保持義務が課されており、その結果、インサイダーには、情報を開示して取引を行うという選択肢は認められず、取引を断念するという選択肢しかないのではないかということになる。

こうした指摘は、取引所法10条(b)項および規則10b-5が制定される以前の1903年のジョージア州最高裁判所におけるOliver v. Oliver事件判決²⁰⁾においてなされていた。この事件は、共同で事業を行っていた兄弟間の株式取引に関する事案であったが、裁判所は、会社の取締役には自社の株式を買い付ける際には取引の相手方である株主に対して、自社の株式の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を開示すべき信託的義務があるとする、いわゆる少数説に立ったうえで、「取締役は、情報を有していても、会社に対する義務により、機密を保持することが要求されることがある。そして、そのような場合、取締役は、株主に対してでさえその事実を開示してはならない。というのは、取締役の会社に対する義務は、個々の株式の保有者に対する義務に優先する(override)からである。しかし、取締役に知られている事実が一般に開示されえないのならば、取締役はその事実を自分に有利なように利用してよいということにはならないし、取締役が代表する者の不利になるように利用してよいということにもなら

18) See, The Committee on Federal Regulation of Securities, Report of the Task Force on Regulation of Insider Trading—Part I: Regulation Under the Antifraud Provisions of the Securities Exchange Act of 1934, 41 Bus. Law. 223, 232-237 (1985).

19) Berle, Publicity of Accounts and Director's Purchases of Stock, 25 Mich. L. Rev. 827, 837-838 (1927), Cox & Fogarty, Bases of Insider Trading Law, 49 Ohio St. L. J. 353 (1988), Levmore, *supra* note 7, at 118 n. 5, Bainbridge, *supra* note 17, at 1608-1609. See, 7 L. Loss & J. Seligman, Securities Regulation 3490-3509 (3d ed. 1991).

20) Oliver v. Oliver, 118 Ga. 362, 45 S.E. 232 (1903).

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

16) See, *id.* at 655.

17) *Id.* at 689-691. See, Bainbridge, Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice Between Property Rights and Securities Fraud, 52 SMU L. Rev. 1589, 1649 (1999).

ない。取締役が開示することができないというまさにその事実、取締役が、事実を知らない相手方、および重要情報が知らされていない相手方と取引をすることを禁じるものである。²¹⁾と述べた。本判決は、取締役の会社に対する情報保持義務（機密保持義務）は、情報を開示して自社株式の取引を行うことに優先することを認めており、このような場合、インサイダーには取引の断念のみが要求されるとする。

この点は、先にも取り上げた、Cady, Roberts & Co.事件審決およびTexas Gulf Sulphur事件判決においても、表現は異なるものの同じ内容のことが述べられていた。すなわち、Cady, Roberts & Co.事件審決は、やや曖昧な表現であるが、取引前の情報開示が「不適切または非現実的な」場合、Texas Gulf Sulphur事件判決は「会社機密（corporate confidence）を保護するために開示することができない」場合には、それぞれインサイダーには取引の断念が要求されるとしていた。これは、表現の主体が異なるだけで、実質はインサイダーに情報の保持義務が課される場合を念頭においているものと思われる。

従って、前記判例および学説の見解から、少なくともインサイダーが情報の保持義務を負う場合、すなわち、情報の開示が証券発行会社の利益を損なうような場合、インサイダーには取引断念の義務のみが要求され、情報開示の義務（という選択肢）はないと捉えられていることが分かる。

なお、この会社情報の保持義務は、取締役にだけ課されていると考えるべきか。この点、従業員の場合は雇用契約上の、取引先には取引契約上の情報保持義務が課されているはずであり、必ずしも取締役だけ課されているものではないと考えるべきであろう。²²⁾

4. 小括

有価証券の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を有する者（インサイダー）が、その情報に基づいて証券取引を行う際に課される「開示または断念」の義

務は、規則10b-5を根拠としてSECおよび裁判所の判断において明らかにされ、その後の判例においてもインサイダーに課される義務として捉えられている。

しかし、インサイダーとされる者には、州法上、証券発行会社の情報を保持する義務が課されていることが通常であり、内部情報を開示して取引を行う選択肢を認めると、規則10b-5に基づく情報の開示義務と州法上の保持義務は衝突することになる。つまり、インサイダーは、情報を開示して取引を行えば情報の保持義務違反として証券発行会社に責任を問われ、情報を開示せずに取引を行えば情報の開示義務違反としてインサイダー取引の責任に問われる。このような場合は、学説だけでなくSECおよび裁判所の判断においても、インサイダーには取引断念の義務のみが課されることが明らかにされていた。

たしかに、インサイダーに情報の保持義務が認められる場合は、インサイダーには取引を断念する義務のみが課されていると考えることが妥当な調整の方法ではないかと考える。ただ、こうした考えでは、インサイダーによる当該会社の証券取引の機会は奪われることになるが²³⁾、この点は、インサイダーに取引を断念させることによる不都合とインサイダーに取引を断念させることによって守られる利益とを比較すれば、後者が優先されるべきであるように思われる。すなわち、インサイダーに取引を断念させると、その分だけ証券の流動性は低下するが、インサイダーによる取引が行われないことによって、一般投資者の証券市場の健全性に対する信頼が保護されることは、流動性の低下に優先されるべきではないか。

インサイダーの情報保持義務は州法上認められるものであり、その点でインサイダーの情報開示義務は認められないことが明らかにされたが、連邦法上の情報開示規制においてもインサイダーの情報開示義務は認められないとはいえないか。また、インサイダーに情報の保持義務が課されないような場合、言い換えれば、情報の開示が証券発行会社の利益を損なわない場合、インサイダーに情報の開示義務（情報を開示して取引を行うという選択肢）を認めてよい²⁴⁾か。

23) See, Levmore, *supra* note 7, at 128.

24) 先に取り上げたOliver v. Oliver事件判決（118 Ga. 362, 45 S.E. 232, 234 (1903)）は、「取締役知られている事実が株式の売却価格に影響を及ぼすと考えられる性質のもの」

21) Id. at 234.

22) See, Bainbridge, *supra* note 17, at 1615-1616.

実際上こうした場面は稀だと思われるが、このような場合もやはりインサイダーの情報開示義務は認められないのではないか。これらの点は以下において検討するが、公開市場において取引されている証券の発行会社の情報開示義務は法律上および証券取引所等の規則によって証券発行会社に課されていること、従って、証券発行会社による情報の開示はそのタイミングや手続きも含め証券発行会社によってなされるべきであること、さらに、実際にインサイダーが開示を行うといっても、公開市場を通じて取引をする場合には相手方が確定されているわけではなく、一般に向けて開示するとしても、個人が行うには無理があるように思われるからである。

そこで、次に証券発行会社の情報開示義務について検討することとする。

Ⅲ 証券発行会社の情報開示義務

1. 流通市場における情報開示規制の枠組み

取引所法12条は、証券取引所や店頭市場といった証券の流通市場において取引される証券の発行者に、証券をSECに登録することを要求し、同法13条(a)項および15条(d)項は、同法12条に基づいて登録された証券の発行者にSECへの報告書の提出を義務付けている。すなわち、SECはその規則において、登録された証券の発行者に、フォーム10-Kによる年次報告書(annual report)、フォーム10-Qによる四半期報告書(quarterly report)、フォーム8-Kによる臨時報告書(current report)をSECに提出することを要求している。こうした規定により、証券発行会社は、定期的に情報を開示する義務を負っている。一般投資者は、上記報告書をSECにおいて閲覧することができるが、SECではエドガー・システム(EDGAR system)と呼ばれるデータベースをコンピュータ上に設け、一般投資者の証券発行会社に関する情報へのアクセスを容易にしている。

さらに、証券取引所や店頭市場を運営する全米証券業協会(National Associa-

tion of Securities Dealers, NASD)では、その規則において、上場会社および登録証券の発行会社に対して、重要情報の適時開示(timely disclosure)の義務を課している。例えば、ニューヨーク証券取引所においては、「上場会社は、当該証券の市場価格に重大な影響を与えることが合理的に予想される、いかなる知らせまたは情報を迅速に(quickly)一般に開示することが期待されている²⁵⁾」として、上場会社に対し迅速な開示を要請している。全米証券業協会の運営する店頭市場においても、登録証券の発行会社に同様の適時開示義務を課している。こうした規則によって、証券発行会社の情報は、一般に伝達されることとなる。

2. 情報開示のタイミング

こうした情報開示制度によって、証券発行会社による定期的な情報開示がなされるとしても、その情報開示は、例えば、フォーム8-Kによる臨時報告書による開示や証券取引所等における適時開示においても、必ずしも即時になされることが要求されているわけではない。

たしかに、重要情報が発生(決定)する度に証券発行会社による即時の開示がなされることは、流通市場において証券の取引を行う一般の投資者にとっては、より多くの情報に基づいて当該証券の価格が形成され、より多くの情報に基づいて投資判断を行うことができる点で望ましいことである²⁶⁾。また、インサイダー取引との関連では、会社情報が即時に開示されれば、インサイダー取引は起りようがない。

しかし、臨時報告書による開示では、開示が必要とされる事項が限られており、あらゆる重要事項の早期開示を確保するための措置としては必ずしも十分なものではないと指摘されている²⁷⁾。また、証券取引所等における適時開示でも、

25) New York Stock Exchange Listed Company Manual §202.05.

26) See, Krawiec, Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age, 95 Nw.U.L.Rev.443, 494 (2001).

27) L. Loss & J. Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, 474 (4th ed. 2001).
なお、2002年7月に制定されたサーベンス・オクスリー法(Sarbanes-Oxley Act)においては、財務状況(financial condition)または経営状況(operations of the issue)ノ

であり、会社の利益を害さず株主に開示できるものならば、取締役は株式を買い付ける前に完全な開示をしなければならない」とする。

例えば、ニューヨーク証券取引所のマニュアルにおいては、「会社の展開事項に関して、直ちに (immediate) 公表することが必要とされない場合、または、開示することが会社の目標を害し、もしくは、競争者に有利な情報を与えることになる場合には、一般への公表のタイミングについて判断がなされなければならない²⁸⁾」と定められ、会社は公表を遅らせることができるとされている。店頭市場を運営する全米証券業協会のマニュアルにおいても同様の規定が置かれている²⁹⁾。これは、証券発行会社にとっては秘密にしておきたい情報もあることから、証券発行会社の利益、言い換えれば、既存株主の利益を考慮して、証券発行会社に情報開示のタイミングについて裁量を認めているとされる³⁰⁾。

従って、会社情報の開示のタイミングに関して証券発行会社の裁量によることが認められている以上、インサイダーが自らの判断で、証券発行会社による判断に先んじて重要情報を開示することを認めることは、妥当ではないことがわかる³¹⁾。すなわち、会社情報の開示は、証券発行会社の情報を開示しないでおく利益を考慮して、証券発行会社の経営判断によってなされることが認められており、インサイダーが証券発行会社による開示に先立って情報を開示して取引を行うことを認めれば、証券発行会社の利益を害する場合があります、証券発行会社に情報開示のタイミングに関する裁量を認めている趣旨が没却される。

3. 規則10b-5に基づく開示義務

以上に見たように、原則として、取引所法上の情報開示規制や証券取引所等の規則に基づく重要情報の開示のタイミングは、証券発行会社の裁量に任されているのであるが、他にも、証券発行会社には詐欺禁止規定である規則10b-5に基づいて開示義務が課される場合がある。

「重大な変化に関する情報について、証券発行会社に即時の (on a rapid and current basis) 開示を要求する、リアルタイム・ディスクロージャーの規定が設けられた (409条)。

28) New York Stock Exchange Listed Company Manual § 202.06(A).

29) National Association of Securities Dealers Manual § 4310(c)(16), 4320(e)(14).

30) Robert Brown, Jr., *supra* note 7, § 3.06.

31) Karjala, *Federalism, Full Disclosure, and the National Markets in the Interpretation of Federal Securities Law*, 80 Nw.U.L.Rev.1473, 1516-1517 (1986), Bainbridge, *supra* note 17, at 1609.

しかし、どのような場合に開示義務が発生するのか、規則10b-5は具体的に定めているわけではなく問題となる。証券発行会社が負うこのような義務は、積極的情報開示義務 (affirmative duty to disclose) と呼ばれ、判例および学説³²⁾によれば、この積極的情報開示義務は、①SECの命令または規則が開示を要求している場合、②インサイダー取引が行われている場合、③以前の開示が不正確、不十分、もしくは誤解を招くものである場合またはそのようなものになる場合、に生じるとされている³⁴⁾。

そして、規則10b-5に基づいて証券発行会社に開示義務が課される場合にも、重要情報の開示は、証券発行会社の裁量に任されているのか。この点、開示のタイミングに関しては、原則として、証券発行会社の経営判断によることが判例において示されている。先にも採り上げたTexas Gulf Sulphur事件においては、「われわれは、重要事実が直ちに (immediately) 開示されなければならないと提案するつもりはない。開示のタイミングは、証券取引所やSECによって施行されている積極的情報開示が要求される範囲内で、会社の経営を委任された役員の経営判断事項 (a matter for the business judgement) である。」³⁵⁾と述べられており、情報開示のタイミングについて、証券発行会社の裁量を認めている。その後の判例においても、同様の判断が示されている³⁶⁾。

従って、この場合もやはり、インサイダーが自らの判断で、証券発行会社による判断に先んじて重要情報を開示することを認めることは妥当ではないことがいえる³⁸⁾。

32) See, e.g., *Glazer v. Formica Corp.*, 964 F.2d 149, 156-157 (2d Cir. 1992); *Backman v. Polaroid Corp.*, 910 F.2d 10 (1st Cir.1990); *Roeder v. Alpha Indus., Inc.*, 814 F.2d 22, 27 (1st Cir. 1987).

33) See, *Loss & Seligman*, *supra* note 19, at 3517.

34) 証券発行会社に規則10b-5に基づく開示義務が発生している場合、インサイダーは情報を開示して取引を行うことが可能なようにも思える。しかし、こうした場合は、証券発行会社の規則10b-5に基づく開示義務違反の責任の問題であって、インサイダーが情報を開示して取引を行うことを正当化するものではない。

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

36) *Id.* at 850 n.12.

37) See, *Financial Industrial Fund, Inc. v. McDonnell Douglas Corp.*, 474 F.2d 514 (10th Cir.1973.).

38) Karjala, *supra* note 31, at 1516-1517, Bainbridge, *supra* note 17, at 1609.

4. レギュレーションFD（公正開示規則）

SECは2000年、選択的な情報開示（selective disclosure）に関する、いわゆるレギュレーションFD（Fair Disclosure）を制定した。レギュレーションFDは、証券発行会社または証券発行会社のために行動する者が、アナリストや機関投資家等の一定者に対して、当該会社の重要な未公表の情報を意図的に（intentional）開示した場合には同時に（simultaneously）、意図せずに（unintentional）開示した場合には迅速に（promptly）、一般に開示しなければならないと定める（規則100(a)）。

レギュレーションFDが制定された目的について、SECは、①証券発行会社がしばしば重要な未公表の情報を、一般に開示される前に、アナリストや機関投資家に開示していたことが、証券市場の健全性に対する信頼を害するものとして問題視してきたこと、②選択的な情報開示は内部情報の伝達（tipping）に似た行為であるが、それまでのインサイダー取引に関する規制では証券発行会社の選択情報開示の責任を問えなかったこと、③アナリストによる好意的な評価を得る手段として、証券発行会社による選択的な情報開示が利用されることが、証券市場の健全性を脅かすものと考えたこと、④近年の技術の進歩、とりわけ、情報伝達の分野では、一般に対して適時の開示を行わせることはもはや不当ではなくなったこと、と説明している。³⁹⁾

なお、レギュレーションFDは、一般への開示について、フォーム8-Kによる臨時報告書をSECに登録もしくは提出するか、または、広汎かつ非限定的な一般への情報伝達を行うために合理的に設計された別の開示方法（もしくは開示方法の組み合わせ）によって開示することで満たされると定める（規則101(e)）。後者については、プレス・リリースを発行して、広く普及しているニュース・サービスやワイヤ・サービスを通じて配信されること等が想定されている。

レギュレーションFDは、一般的な即時の開示を義務づけた規定ではなく、

一定の者に対する選択的な開示を問題にしている。すなわち、証券発行会社は、情報を開示する以上は、全ての投資者に同時に情報が伝わるようにすることを要求されているのであり、情報をいつ開示するかは判断は、原則として証券発行会社に委ねられていることに変わりはない。従って、この点でも、インサイダーが証券発行会社による会社情報の開示に先立って情報を開示して取引を行うことを正当化することはできない。

5. 小括

インサイダーが取引を行う前に、証券発行会社に先立って情報を開示することを認めれば、一般の投資者にとっては、より多くの情報に基づいて当該証券の価格が形成され、より多くの情報を基に投資判断をすることが可能となり、また、市場の参加者間に情報の不均衡がなくなるという点からも、望ましいことではある。

しかし、以上に検討してきたように、証券発行会社には、取引所法および証券取引所等における規則によって、会社情報の開示義務が課されており、それは、必ずしも証券発行会社に会社情報を即時に開示する義務を課するものとは考えられていない。重要情報の発生（決定）と実際に情報を開示するまでに時間的間隔が発生することになるが、情報開示のタイミングは原則として証券発行会社の経営判断によってなされることが認められている。これは、会社情報の開示は、証券発行会社および既存株主の利益を考慮して、証券発行会社の経営判断によってなされることが認められているのである。従って、会社情報をいつ開示するかは判断はインサイダーの職務ではなく、また、インサイダーの判断によって情報開示がなされるべきではないのであり、結果として、インサイダーに情報を開示する義務（情報を開示して取引を行うという選択肢）を認めることはできない。

また、証券発行会社には、規則10b-5に基づく情報開示義務が課されることもあり、これには証券発行会社による情報開示の正確性を担保する機能が見られる。しかし、この場合でも、証券発行会社の利益を考慮して、情報開示のタ

39) Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release No.43,154, [2000 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 86,319, at 83,677-78 (Aug. 15, 2000). See, Mark I. Steinberg, Insider Trading, Selective Disclosure, and Prompt Disclosure: A Comparative Analysis, 22 U. Pa. J. Int'l Econ. L. 635, 648-657 (2001).

インミングは、証券発行会社による経営判断事項であるとされており、インサイダーが証券発行会社に先んじて情報を開示することを正当化するものではない。

また、2000年にSECによって制定されたレギュレーションFDについては、選択的な情報開示を行った場合に、一般への情報開示義務を課されるのは、証券発行会社であり、インサイダーに情報開示義務を認めるものではない。また、レギュレーションFDに定められている一般への情報開示の方法を、インサイダーが職務としてではなく、個人として行うことは現実的ではない。

IV むすびに代えて ～日本法に与える示唆

1. 本稿のまとめ

本稿では、インサイダー取引において問題となる情報の開示義務について、インサイダーの情報開示義務と証券発行会社の情報開示義務をそれぞれ検討し、インサイダー取引において要求される「開示または断念」の原則の意義を明らかにすることを試みた。

アメリカにおいては、特に判例等に見られるように、インサイダーには「開示または断念」の義務が課されていることが前提とされており、インサイダーの責任は、内部情報を開示しないで取引を行ったこと、すなわち、情報の開示義務違反に求めている。しかし、本稿での検討を通じて、インサイダーとされる者には証券発行会社との関係で情報保持義務を課されていることが通常であること、現実的にもインサイダーが個人の立場で公開市場において情報を開示することは困難であること、他方、内部情報の開示は証券発行会社に対して取引所法および証券取引所等における規則によって課されている義務であって、既存株主の利益を踏まえれば開示のタイミングも含めて証券発行会社によってなされるべきものであることといった理由から、インサイダーには情報を「開示」する義務を認めることは妥当ではなく、インサイダーには取引を「断念」する義務のみが課されることが妥当であるとの結論に達した（証券発行会社自身がインサイダーとして取引を行う場合を除く）。言い換えれば、インサイダーは、自ら「開示」をするのではなく、証券発行会社による情報の

「開示」がなされれば取引を行うことができるが、証券発行会社による情報の開示がなされない間は取引を「断念」することが要求されることになる。

なお、このような理解からは、インサイダー取引に対する責任は、取引に際して情報を開示しなかったことよりもむしろ取引を断念すべきところを断念しなかったことに求められることになる。⁴⁰⁾

2. 日本法に与える示唆

わが国においても、インサイダーとされる者には商法上および民法上、証券発行会社の情報を保持する義務が課されていると考えられること、インサイダーが自ら公開市場において情報を開示することは困難であること、内部情報の開示は証券発行会社に対して証券取引法および証券取引所等における規則によって課されている義務であって、情報開示のタイミングについては、わが国においても証券発行会社の経営判断によるべきであると考えられることから、アメリカ法での議論と同様に考えてよいのではないか。従って、有価証券の価値に影響を及ぼす重要な未公表の情報を有して証券取引を行う者に課される義務は、「開示または断念」という選択的な義務ではなく、取引断念の義務のみであるということは、わが国においても妥当し、インサイダー取引の規制の在り方について考える場合の参考になるように思われる。

(1) 証券取引法166条・167条の規制方法の妥当性

わが国におけるインサイダー取引の規制は主として、証券取引法166条・167条においてなされている。⁴³⁾これらの規定では、インサイダーとされる一定の者

40) See, Bainbridge, *supra* note 17, at 1616.

41) 神崎克郎『証券取引規制の研究』122頁以下（有斐閣，1968年）。

42) なお、証券取引法研究会「取引所・証券業協会によるディスクロージャー規制」インベストメント54巻3号53,54頁[黒沼悦郎報告]（2001年）は、平成11年の東京証券取引所および大阪証券取引所における上場規則の改正で、従来、上場会社に情報開示のタイミングについて裁量を認めると解されていた規則が置かれていないことから、規則の文言上、「上場会社に重要情報が生じた場合には、それが漏洩していなくても、また会社に秘密にしておく利益があるような情報であっても、それを直ちに開示しなければならないということになると思われ」とされる。なお、黒沼悦郎「電子化時代の企業情報の公開」ジュリスト1215号31頁（2002年）も参照。

43) 他にもインサイダー取引を規制する証券取引法上の規定として、会社役員または主要な

による証券取引が禁止されており、インサイダーとされる者に内部情報を開示する義務を課したものとまでは考えられていない。この点、インサイダーには、情報⁴⁴⁾を開示する義務は認められず、取引を断念する義務のみが課されるとする私見の立場から現行法の規制を見ると、内部情報の重要性の判断基準や第二次情報受領者の規制等⁴⁶⁾の問題点⁴⁷⁾は見られるものの、証券発行会社による情報の「公表」(証券取引法166条4項・167条4項参照)⁴⁸⁾がなされるまで、インサイダーによる証券取引を断念させるという規制の方法は妥当なものであると考えることができる。

株主の売買報告書提出義務を定めた163条、会社役員または主要株主による短期売買差益の提供を定めた164条、会社役員または主要株主による空売り等を禁止する165条がある。

44) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂版〕』227頁(商事法務研究会、1999年)参照。なお、牛丸興志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為(いわゆる「インサイダー取引」)に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマックス1993<下>99頁以下(1993年)は、証券取引法166条・167条に列挙された者に開示義務を認めることによって、同条違反のインサイダー取引を開示義務違反と捉え、一般投資者に対する民事救済が可能になることを指摘する。

45) 証券取引法166条2項1号から3号は規制の明確化のために重要事実を個別に詳細に列挙し、同条項4号は、1号から3号に掲げる事実を除く「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」を重要事実としており、1号から3号に掲げる事実のいずれかに該当する場合は、4号の適用は問題にならないように読める。しかし、日本商事事件における最高裁判平成11年2月16日判決(刑集53巻2号1頁)は、新薬の副作用症例の発生に関する事実が、証券取引法166条2項2号イに該当し得る面を有していてもなお同項4号に該当する余地が否定されないと判示した。

46) 証券取引法166条3項は、会社関係者から「業務等に関する重要事実の伝達を受けた者」は情報受領者(第一次情報受領者)として規制の対象に含まれるが、第一次情報受領者から重要事実の伝達を受けた者(第二次情報受領者)は規制の対象に含まれていない。規制の対象が第二次情報受領者を規制の対象に含めなかった理由については、処罰の範囲が不明確となり、無用の社会的混乱が生じると説明されるが、そこまで言えるのか疑問がある。

47) わが国のインサイダー取引規制の在り方・問題点について、比較法的に分析・検討するものとして、川口恭弘＝前田雅弘＝川濱昇＝洲崎博史＝山田純子＝黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌125巻4・5号423頁以下(2002年)参照。

48) 証券取引法166条4項は、「公表」とは、上場会社等により「多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」または上場会社等が提出した有価証券届出書、発行登録書等、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書が公衆の縦覧に供せられた場合をいうとしている。証券取引法施行令30条では、上場会社等の代表取締役または代表取締役から委任された者が重要事実を2つ以上の報道機関に対して公開し、かつ、周知のために必要な期間が経過したことをいうとし(同条1項)、周知のために必要な期間は、公開した時から12時間としている(同条2項)。

(2) インサイダー取引の違法性と民事救済

さらに、インサイダー取引が、アメリカにおける取引所法10条(b)項および規則10b-5のように、わが国における不公正取引一般を規制する証券取引法157条においても規制されるとする立場に立てば、インサイダー取引の違法性は、取引に際して情報を開示しなかったことではなく、取引を断念しなかったことに求められることになる。すなわち、インサイダー取引に対する責任は、取引に際して情報を開示しなかったことよりもむしろ取引を断念すべきところを断念しなかったことに求められると考えられる。

このことは、民事救済の問題についても、一つの手がかりを与える。すなわち、一般の投資者は、証券発行会社に関する重要情報が開示されないことによって損害を被ると考えられるが、インサイダー取引の違法性が、取引に際して情報を開示しなかったことではなく、取引を断念しなかったことに求められるということは、インサイダーの取引行為そのものを原因として損害賠償請求はで

49) 従来、インサイダー取引は、証券取引法58条(現行157条)に該当するとされたが、同法190条の2(現行166条)・190条の3(現行167条)の制定後、同法157条の適用の余地があるかは議論がある。学説の多くは、証券取引法166条・167条の規定の仕方が、同法157条と違って形式的に規定されており、悪質で詐欺的なインサイダー取引が行われた場合を想定し、同法157条が適用されることもあり得るとして、観念的競合の關係にあり、適用を肯定するが、法条競合の關係にあるとして適用に否定的な見解も見られる。適用を肯定する見解として、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本〔第5版〕』299頁(有斐閣、2002年)、龍田節「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情1191号42頁(1988年)、竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化(下)」商事法務1144号13頁(1988年)、河本一郎ほか「証券をめぐる不公正取引の検討(一)(座談会)」商事法務1160号17頁[森本発言](1988年)、二川一男「内部者取引規制の整備」商事法務1147号19頁(1988年)等参照。適用に否定的な見解として、竹内昭夫「インサイダー取引の規制(座談会)」ジュリスト908号16-18頁[福田発言](1988年)、証券取引法研究会「証券取引法の改正について(1)ーインサイダー取引の規制についてー」インベストメント41巻5号39頁[神崎発言](1988年)、田中誠二＝堀口亘『再全訂コンメンタール証券取引法』942頁(勁草書房、1996年)。

50) 公開市場においてインサイダー取引がなされた場合、インサイダーと反対の売買をしていた一般投資者の民事上の救済に関しては、インサイダー取引の「取引自体」ではなく、重要情報の開示がなされなかったこと、すなわち「情報の不開示」が一般投資者の損害の原因であり、情報開示規制の違反に基づいて投資者の民事救済がなされるべきであると考えられる。この点については、拙稿「アメリカにおけるインサイダー取引の民事救済ー因果關係を中心としてー」阪大法學50巻4号105頁(2000年)、同「公開市場を通じてなされたインサイダー取引の民事救済」阪大法學51巻1号291頁(2001年)参照。

きないこととなり、証券発行会社による情報開示義務違反の責任および証券発行会社の役員による不実開示の責任を追及することによってなされるべきこととなる。

(3) 情報開示規制との関連

情報開示規制との関連では、インサイダー取引は、重要情報が発生（または決定）し、証券発行会社はその重要情報の開示を行うまでの間（より正確には当該情報が証券の価格に織り込まれるまでの間）に起こりうるものであり、従って、インサイダー取引規制は、流通市場における情報開示規制の限界を補完する規制と位置づけることができ、この点にインサイダー取引規制の意義を見いだすことができる⁵¹⁾。

会社情報が証券発行会社によってできるだけ早期に開示されることは市場の効率性を高める点で望ましいことではあるが、他方で、証券発行会社および既存株主の利益を考慮して、情報開示のタイミングについて証券発行会社の裁量も認められなければならない。従って、インサイダー取引が証券市場の健全性に対する信頼を損なうものとして規制されるべきであるとの立場からは、証券発行会社による情報開示がなされない間に、情報を知らない者同士で取引がなされることは、やむを得ないものと考えられる。

51) すなわち、証券取引法166条・167条の違反を根拠に民法709条の不法行為に結びつけて民事責任を追及することは妥当でないということになる。

52) 伊藤邦雄「インサイダー取引とディスクロージャー〔上〕」商事法務1167号15頁（1988年）、野田博「適時開示、信任義務とインサイダー取引—害悪と規制との整合性の検討のために—」法学新報96巻3・4号316頁（1990年）、ディスクロージャー研究会編『現代ディスクロージャー論』11頁〔山下友信〕（中央経済社、1999年）参照。