

インサイダー規制とフェア・ディスクロージャー・ ルールの関係性をめぐる一考察

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学大学院 公開日: 2021-03-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 脇黒丸, 新太郎 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/21561

インサイダー規制とフェア・ディスクロージャー・ ルールの関係性をめぐる一考察

A Study of The Relationship between Insider Trading and Fair Disclosure Rule

博士後期課程 民法法学専攻 2018 年度入学

脇黒丸 新太郎

WAKIKUROMARU Shintaro

【論文要旨】

我が国では、投資者の証券市場に対する信頼を確保することを目的にフェア・ディスクロージャー・ルール（以下では FD ルールという）が導入された。FD ルールでは、上場会社等が取引関係者等に重要情報を伝達したときには、一定の場合を除き同時に伝達することが求められるため、公平な情報開示がより実現できる。一方で、我が国では、未公表の重要事実を知っている会社関係者は重要事実が公表されるまでの売買等が禁止されるインサイダー取引規制が存在する。同規制の趣旨もまた、証券市場に対する信頼が根拠とされている。しかし、インサイダー取引の対象となる情報は包括規定に一本化されておらず、FD ルールの対象となる重要情報よりも狭いとされているため、「重要事実には該当しないものの、投資者の投資判断に影響を及ぼす蓋然性が高い情報」に基づく売買等が禁止されていないことになり、投資者の証券市場に対する信頼を確保できるかどうかは疑わしい。このような問題が生じた原因の一つには、開示規制と行為規制を連結させる法目的の視座が欠けていることが考えられる。よって、両規制を通底する法目的論を踏まえ、その関係性を米国との比較も交えつつ検討する。

【キーワード】 市場法論, インサイダー取引規制, フェア・ディスクロージャー・ルール, 重要情報, レギュレーション FD

【目次】

I. はじめに

II. FD ルールとインサイダー取引規制の不整合

Ⅲ. アメリカ法における規制

Ⅳ. 検討

Ⅴ. むすびにかえて

I. はじめに

我が国では、2018年4月に施行された改正金融商品取引法によってフェア・ディスクロージャー・ルール（以下では単にFDルールという）が導入された。現行金融商品取引法（以下では金商法という）27条の36は、上場会社等またはその役員らが、重要な情報を取引関係者に伝達するときは、一定の場合を除き伝達と同時の公表を求める旨を規定する。FDルールの導入により、企業からの積極的な情報開示が促進され、投資者等の市場参加者に対して公平な情報開示が実現されることによって、証券市場に対する投資家からの信頼が確保されることが期待されている¹。他方で、金商法166条以下に規定されるインサイダー取引規制では、重要事実を有する会社関係者による有価証券等の売買等が禁止される。インサイダー取引規制の制度趣旨も同様に、投資者の証券市場に対する信頼を確保するという観点から説明される場合が多い²。それとは対照的に、一部の者のみが独占的に有する情報を用いた有価証券等の売買等が、証券市場の公正な価格形成を歪曲することになり、金商法の目的達成を阻害する行為であるからとの有力な説明がある（後述Ⅱ・1参照）。

ここで、上述したFDルールとインサイダー取引規制の二つの規律付けをめぐって我が国では以下のような問題があると思われる。第一に、FDルールの対象となる「重要な情報」とは包括的な規定のみからなる広い概念であるのに対して、インサイダー取引規制の対象たる「重要事実」が個別列举事由と包括規定を組み合わせた複雑な規定ぶりとなっており、FDルールの重要な情報の方がインサイダー取引規制の重要事実を含むより広い概念とされている。対象とすべき情報の差異が生まれていることの裏を返せば、インサイダー取引規制の対象である重要事実には該当しないものの、投資者の投資判断に影響を及ぼす蓋然性が高い情報を伝達された取引関係者が当該情報に基づいて有価証券等の売買等を行ったとしても、インサイダー取引規制の対象とはならない場合があり得るということを意味する。このようにFDルールとインサイダー取引規制の双方で、対象となる情報の差異が生まれた背景には、FDルール導入の経緯によるところが大きいと考えられる。また、そもそもの両規定の制度趣旨は投資者の証券市場に対する信頼確保に置かれているものの、理論的な説明として十分説得的であるかどうか若干の疑問が残る。第二に、FDルールは重要な情報の選別的な開示を禁止する規定に過ぎず、投資家等の関心事である投資判断に重大な影響を及ぼす

¹ 齋藤馨＝田原泰雅監修・野崎彰ほか編著『逐条解説 2017年金融商品取引法改正』（商事法務、2018年）45頁以下

² 詳細については、横島祐介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989年）参照。

情報を企業から積極的に開示させるような十分な規律付けとなっているわけではない（後述Ⅱ．参照）。この点は、企業に情報開示を強制させる法定開示制度（たとえば、有価証券報告書や臨時報告書制度など）や東証の適時開示制度³との関係性が十分に議論される必要がある。第三に、公平な情報開示を実現するためのFDルールに関するエンフォースメントの実効性が必ずしも高くないという点が指摘できよう。

この点、米国ではレギュレーション・フェア・ディスクロージャー（以下ではレギュレーションFDという）の対象となる未公表の重要情報（Material Non-public Information）とは、インサイダー取引規制の対象たる重要性概念（Materiality）と同一の基準の下で規制が整備されており、我が国のインサイダー取引規制とFDルールの規制対象情報のような規律付けとはなっていない。さらに、レギュレーションFD自体の制度設計も我が国とは若干の差があるほか、違反行為に対する米国連邦証券取引委員会（以下ではSECという）からのエンフォースメントの面でも、我が国のそれとは大きく異なる。

もとより、FDルール制定とインサイダー取引規制の趣旨は投資者の証券市場に対する信頼というもので共通するものの、両規定に対して法目的に根ざした統一的な理論、すなわち、開示規制と行為規制とを関係づけて説明される一連の法目的について十分な議論がなされてきたとはいえないのではないと思われる。従来の通説では、金商法の目的とは投資者保護⁴や二元論説⁵を中心とし、インサイダー取引規制はその法目的の考えにそって規定が置かれてきた。また、FDルールの導入の際には、投資家らに対する公平かつ適時な情報開示を確保し、投資家が安心して取引をできるようにするという目的が挙げられ、法目的からの議論が積極的に行われたとはいえないように思われる。しかしながら、後述するように、インサイダー取引規制およびFDルール制定の目的も投資者保護論を基本とするアプローチだけでは十分に説明できない部分が多いように思われる。そこで、本稿では、伝統的な投資者保護論を批判する学説に抛りつつ、我が国におけるFDルールとインサイダー取引規制との関係性をめぐる議論の中で両者の規律付けを再構成する試みを米国との比較も交えつつ行う。

³ 我が国において、企業にタイムリーな情報開示を強制させる制度としては、臨時報告書制度（金商法24条の5第4項）や東証の適時開示制度などがある。特に、東証の適時開示制度は、米国とも比較して詳細な開示項目が要求されているが、軽微基準等が付されていることから、開示主体である企業側に機械的な判断を許すことにつながっており、積極的な情報開示を促す制度としては評価できない部分がある。詳しくは、拙著「リアルタイム・ディスクロージャーの現状と課題（2）—米国における臨時報告書制度および適時開示制度との比較検討—」法学研究論集53号（2020年）216頁以下参照。

⁴ 河本一郎ほか『新・金融商品取引法読本』（有斐閣、2014年）4頁。

⁵ 神崎克郎ほか『金融商品取引法』（青林書院、2012年）13頁以下では、金商法の究極の目的を投資者の保護に限定することは妥当ではないとし、国民経済の健全な発展と投資者の保護がともに達成されるべき金商法の目的と指摘する。

II. FD ルールとインサイダー取引規制の不整合

はじめに、我が国における FD ルールとインサイダー取引規制の概要を確認する。我が国における FD ルールでは、上場会社等または上場投資法人⁶の資産運用会社の役員・代理人・使用人その他の従業者（以下では「役員等」という）が、その業務に関して、取引関係者に、「当該上場会社等の運営、業務または財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」（以下では「重要情報」という）の伝達を行う場合には、①意図的な伝達するときには伝達と同時に、②意図的でない伝達するときには伝達が行われたことを知った後、速やかに、当該重要情報を公表しなければならない（金商法 27 条の 36 第 1 項本文、同条 2 項後段）。FD ルール違反に対しては、後述するエンフォースメント手段が用意されているほか、法令適用の直接の根拠とはならないものの、FD ルールに関する金融庁からのガイドラインが公表されている（「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」以下では単に「FD ルールガイドライン」という）。

他方、我が国におけるインサイダー取引規制は、(1) 会社関係者等によるインサイダー取引規制（金商法 166 条）、(2) 公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制（同法 167 条）に大別される。なお、本稿では FD ルールとの関係性を探るべく、(1) にのみ限定したうえで議論を行うこととする。166 条では、会社関係者であって上場会社等に関する業務等に関する重要事実を知ったものは、当該重要事実の公表がなされた後でなければ売買等を行ってはならず（金商法 166 条 1 項）、会社関係者から重要事実の伝達を受けた者も売買等が禁止される（同条 3 項）。以下では、まず我が国における法目的論における両規定の趣旨を確認し、その後対象とされる情報の範囲が異なる点、両規定における公表概念の差異、FD ルールにおけるエンフォースメント手段について論じる。

1. 金商法の目的規定からみた FD ルールおよびインサイダー取引規制

(1) FD ルール

金商法の目的規定には、明確に投資者保護が謳われている（金商法 1 条）。伝統的な通説は、投資者保護論を中心に金商法の法規定を説明してきた。そして、FD ルールの制定の場面では、特定の投資者のみに選択的な情報開示を行うことは、そのような情報提供を受けない一般投資者の市場に対する信頼を損なうということが規律付けの根拠とされた⁷。もっとも、FD ルールの導入をめぐることは、我が国では適時開示制度が整備されていることから立法が見送られた歴史的背景がある⁸。しかし、複数の証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を上場会社等が提供して

⁶ 以下では、紙面の都合もあり、上場会社に適用される場面のみを検討とする。

⁷ 田原泰雅ほか「フェア・ディスクロージャー・ルール」商事法務 2140 号（2017 年）21 頁以下、大谷潤・小中涼・渡部孝彦・木崎真人「フェア・ディスクロージャー・ルールに係る政令・内閣府令等の解説」経理情報 1508 号（2018 年）29 頁。

いた事例に対する行政処分等を契機とし、発行者側の選択的開示を禁止するFDルール導入の機運が高まった⁹。そして、FDルール導入の直接的な契機となった金融審議会市場ワーキング・グループ「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」の報告書（以下ではTF報告書という）では、「個人投資家や海外投資家を含めた投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、全ての投資家が安心して取引できるようにするため」というFDルールの意義が述べられており、加えて「株主・投資者との建設的な対話を促進する」というステewardシップ活動にも配慮した立法趣旨がみられる¹⁰。

しかしながら、上記立法趣旨のうち、一般投資者の市場に対する信頼確保については、FDルール導入によって必ずしも期待された効果が実現しない可能性がある点がたびたび指摘されてきた。たとえば、FDルールによって企業が情報を提供することに消極的になるのではないかと、あるいは、アナリストによる正当な取材が困難になるのではないかとといった点などである¹¹。実際に、我が国では、そのような消極的な作用が生じないように、FDルールのエンフォースメントについては、諸外国と比較しても相当程度緩やかな対応が取られるといった政策判断が行われた¹²。さらには、そもそもの導入目的とされる市場に対する投資者からの信頼が確保されたかどうかを確認すること自体の検証可能性の低さを指摘する論者もいる¹³。このように、投資者保護論を軸に議論を進めると、企業からの選択的開示による重要情報を受領する投資者や市場関係者等とそうではない一般投資者との間の情報の非対称性を解消し、情報弱者である一般投資者を保護することによって投資者の証券市場に対する信頼を高めるといった抽象的な説明へと帰着することになる。

他方で、金商法の目的論においては、市場法説が有力に主張されている¹⁴。すなわち、金商法の目的とは、証券市場の公正な価格形成を実現することによる市場メカニズムの確保であるとする考えである。この説によると、金商法の保護法益とは、私的利益の調整のような私法的な枠組みを超え、市場に対して開示された情報に投資家がみな平等にアクセスし、そのもとで様々な投資判断を行うという投資者らの真摯な投資判断の蓄積が、証券市場における公正な価格形成を実現するとい

⁸ 金融審議会金融分科会第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告—今後の開示制度のあり方について—」（平成17年6月28日）12頁。

⁹ 石田真得「フェア・ディスクロージャー規制（1）」日本取引所金融商品取引法研究14号（2019年）27頁以下など参照。

¹⁰ 金融審議会「市場ワーキング・グループ フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告～投資家への公平・適時な情報開示の確保のために～」（平成28年12月7日）2頁。

¹¹ 神作裕之「フェアディスクロージャー制度の導入とステewardシップ活動」商事法務2135号（2017年）19頁。

¹² 黒沼悦郎ほか『フェア・ディスクロージャー・ルールブック』（きんざい、2019年）56頁。

¹³ 飯田秀総「フェア・ディスクロージャー・ルールの法的検討 [上]」商事法務2179号（2018年）7頁以下。同「フェア・ディスクロージャー・ルールの理論的課題」ジュリスト1515号（2018年）57頁。

¹⁴ 上村達男「証券取引法の課題と目的」税務弘報37巻5号（1989年）123頁以下、同「証券取引法の目的と体系」企業会計53巻4号（2001年）133頁以下等参照。

う市場メカニズムそのものであることになる¹⁵。この理念の下で考えれば、投資者の一部のみに対して情報開示を行う行為自体が、当該情報受領者による歪曲された投資判断の形成を許すことにつながり、結果として証券市場における公正な価格形成機能、ひいては市場メカニズムの十全な発揮を阻害することになる。このことは、裏を返せば投資者すべてに対する情報アクセス機会の平等性が要請されることになり、ここに公平な情報開示を実現するFDルール制定の法目的が見出される。そのうえで、平等にアクセス可能となった情報に基づき投資者がさまざまな投資判断を形成した結果について、投資者の自己責任の原則（同一の情報であっても、投資者ごとにさまざまな投資判断を行う可能性はあるから）が適用されるべきと解される。このように解すれば、FDルールの制定にあたっては、投資者の証券市場に対する信頼確保といった抽象的な目的ではなく、金商法の法目的に根差した目的、すなわち、証券市場における公正な価格形成を実現するために必要な、投資者に対して平等な情報開示の達成を担保するためという目的が設定される。

(2) インサイダー取引規制

伝統的な通説では、金商法の目的に投資者保護を中心として考えてきたことは前述した。通説では、金商法上の主要な規制手段であるディスクロージャー制度に関して、投資者を保護するために、投資判断に資する重要な情報を企業に強制的に開示させるというのが基本的な考えである。そのうえで、インサイダー取引規制の目的をめぐっては、様々な説明がなされてきたが主に、証券市場に対する投資者の信頼を確保することに主眼が置かれてきたといえよう¹⁶。そのような投資者からの市場に対する信頼の確保を第一に、投資者間の情報の非対称性に起因する不公平を是正し、公平性を確保するという投資者保護の考えが主張されてきた¹⁷。さらに近年では、金商法の目的を資本市場における金融資源の効率的な配分を通じて、企業の円滑な資金調達と国民の資産運用に資するためととらえる有力説からは、インサイダー取引が横行している市場では、投資者は不公正に扱われていると感じ、金融商品市場に対する信頼性が低下する。そうすると、一般投資者の参加を前提としている金融商品市場が成立しなくなるため、そのような市場成立のための政策的なものであるといった説明がなされてきた¹⁸。しかしながら、投資者保護を念頭とする通説に対しては、インサイダー取引規制には刑事罰が伴うことを念頭に、「およそ何かに対する信頼それ自体を確保することが、刑罰によって達成されなければならない状況というのは想像しがた」く、「もし、それがありうるとしたら、それはその信頼そのものが大事なのではなくて、信頼の対象が重要なのである」との指摘がなされてきた¹⁹。

これに対して、前述した市場法論の立場では、金商法の目的を、有価証券等の公正な価格形成の

¹⁵ 上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠—」専修法学論集 42 号（1985 年）4 頁以下参照。

¹⁶ 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法 [新版]』（有斐閣，1984 年）525 頁。神崎ほか・前掲注（5）1212 頁。

¹⁷ 松尾直彦『金融商品取引法 [第 5 版]』（商事法務，2018 年）598 頁。

¹⁸ 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2016 年）407 頁以下。

¹⁹ 上村達男「インサイダー取引規制（1）—取引規制の意義」税務弘報 38 巻 5 号（1990 年）152 頁以下参照。

確保を通じた証券市場の機能確保に置き、インサイダー取引規制の根拠を以下のように説明する。すなわち、流通市場を念頭に置くと、市場が成立するための条件には、株式に代表されるような取引客体を投資者に認識させる制度（情報開示）と、取引主体の情報面での平等性を確保するための制度（インサイダー取引規制等）からなるとする²⁰。具体的には、投資者が取引客体に対する真摯な評価の集積を行うことによって、市場における公正な価格形成が実現されるのであるから、取引客体たる有価証券等の時々刻々の価値に関わる情報が証券市場に提供されることこそがもっとも本質的な要請であり、ここに開示規制の趣旨が見出される。そして、タイムリー・ディスクロージャーに代表される臨時的な開示を例に置くと理解しやすいように、いったん開示すべき事象が生じてから実際に開示するまでに、必ずタイムラグが生まれるものである。この間の取引主体である投資者間では情報アクセスの機会の平等性を確保するという要請が生じることとなり、これが「事実が発生したら速やかに開示せよ」との開示規制が極限まで追及された結果、開示規制における平等性の要求が機能的限界を迎え、その間の取引を禁じるインサイダー取引規制へと転化すると説明する²¹。したがって、「情報の格差（情報上の優越的地位）を利用した投資判断の形成行為が市場における公正な価格形成を阻害することによる反公益性」に刑事罰までもともなうインサイダー取引規制の処罰根拠を指摘する²²。このように開示規制が行為規制へと質的転化を遂げたものであるとの説明によって、開示規制と行為規制とを一体的にとらえることができる。

2. 両規定において対象となる情報について—重要情報と重要事実

(1) FD ルールにおける重要情報

上述した法文からも明らかであるように、FD ルールの対象となる重要情報概念は、極めて包括的な規定振りとなっている。後述するインサイダー取引規制の重要事実（金商法 166 条 2 項）とは異なり、個別列挙や重要基準・軽微基準などの限定を置いていない点が特徴である。このような包括的な規定振りとなったのは、TF 報告書において重要情報の範囲を「インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行者または金融商品に関係する未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含める」としていたことにある。これは、公表直前の決算情報のように機関決定に至っていない情報やインサイダー取引の軽微基準の範囲を超えない情報であっても、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報となる場合があることが根拠とされている²³。したがって、FD ルールにおける重要情報とは、インサイダー取引規制の対象となる重要事実よりも広い範囲の情報となることになる²⁴。さらに、決算情報に関しては、たとえば、東京証券取引所の適時開示制

²⁰ 上村達男「流通市場に対する法規制」税務弘報 38 巻 2 号（1990 年）93 頁以下

²¹ 上村・前掲注（19）155 頁。

²² 上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』（別冊商事法務 195 号，1998 年）180 頁。

²³ 黒沼悦郎「フェア・ディスクロージャー・ルールの制定—内閣府令案・ガイドライン案を中心に—」資料版商事法務 405 号（2017 年）7 頁，黒沼ほか・前掲注（12）59 頁。

度においては「事業年度若しくは四半期累計期間又は連結会計年度若しくは四半期連結累計期間に係る決算の内容が定まった場合」は、直ちにその内容を開示することが義務付けられている（有価証券上場規程 404 条）ものの、「決算が定まった」といえる段階から実際の決算発表を行うまでに一定の間隔が生じることが許容されており²⁵、この間に行われた選択的開示に FD ルールを適用する必要性があったことが指摘されている²⁶。

このような重要情報に関しては、金融庁からはガイドライン問 2 においてさらなる補足がされている。すなわち、「情報管理の範囲」と題して、FD ルールは「未公表の確定的な情報であって、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報を対象」とするものとし、上場会社等の事業規模や情報管理の状況に応じ、①諸外国のルールも念頭に IR 実務を行っているグローバル企業は、その基準を用いて管理する、②インサイダー取引規制等に沿って IR 実務を行っている企業は、インサイダー取引規制の対象となる情報および決算情報（年度・四半期決算に係る確定的な情報）であって、有価証券の価額に重要な影響を与える情報を管理する、③仮に決算情報のうち何が有価証券の価額に重要な影響を与えるのか判断が難しい企業については、インサイダー取引規制の対象となる情報と、公表前の確定的な決算情報を全て本ルールの対象として管理する、という 3 つの例示を示し、このうち最低限のものは②であるとしている。このような考えは、TF 報告書の考えとも一貫するものである。さらに、同ガイドライン問 4 では、未公表の確定的な情報であって、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報の例を示している²⁷。特に、ガイドライン問 4 で言及がみられる、すでに公表された情報の内訳や補足説明といっ

²⁴ 黒沼・前掲注 (23) 7 頁、黒沼ほか・前掲注 (12) 80 頁以下、芳賀良=田路至『インサイダー取引規制・フェアディスクロージャールール入門』（きんざい、2019 年）150 頁以下。大崎貞和『フェア・ディスクロージャー・ルール（日経文庫 1378）』（日本経済新聞、2017 年）46 頁以下では、重要情報を重要事実と形式的に一致させることの問題点を、FD ルール導入の背景を踏まえて指摘する。

²⁵ 東証『決算短信・四半期決算短信作成要領等』（2018 年 8 月版）4 頁では、投資者の投資判断に与える影響の重要性を踏まえると、上場会社においては、決算期末の経過後速やかに決算の内容をとりまとめることが望まれ、遅くとも決算期末後 45 日以内、できれば 30 日以内の開示がより望ましいとしている。

²⁶ 黒沼・前掲注 (23) 46 頁参照。

²⁷ ここでは、①中長期的な企業戦略・計画等に関する経営者との議論のなかで交わされる情報は、一般的にはそれ自体では FD ルールの対象ではないが、中期経営計画の内容として公表を予定している営業利益・純利益に関する具体的な経営計画などが、それ自体として投資判断に活用できるような、公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報である場合であって、その計画を中期経営計画の公表直前に伝達するような場合は重要情報に該当する可能性がある。②既に公表した情報の詳細な内訳や補足説明、公表済の業績予想の前提となった経済の動向の見込みは、一般的にはそれ自体では FD ルールの対象ではないが、こうした補足説明等の中に、例えば、企業の業績と契約済みの為替予約レートの関係に関する情報であって、その後の実際の為替レートの数値と比較することで容易に今後の企業の業績変化が予測できるような、それ自体として公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報が含まれる場合は、そのような情報は重要情報に該当する可能性がある。③工場見学や事業別説明会で一般に提供されるような情報など、他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの、その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報（いわゆる「モザイク情報」）は、それ自体では本ルールの対象となる情報に該当しない、という考えが示されている。

たいわゆるブレイクダウン情報や、モザイク情報であっても、一定の場合には、重要情報へ該当する可能性があることには留意すべきである。モザイク情報²⁸については、様々な考え方が示されており、一例を挙げると別々の取引関係者に異なるモザイク情報を伝達したが、どちらも一方のみでは、公表されても有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性はないが、両方の情報が合わさると、有価証券の価額に重要な影響を及ぼすこととなる場合には、細かく分割された情報だからといって重要情報に該当しないとは必ずしも言い切れないとの指摘は、モザイク情報の伝達が許容されているのは、特別なスキルを有するアナリスト等による分析を行う際には有益な情報であっても、一般の投資家にとっては、取るに足らない情報であるからという点を強調するため、極めて重要である²⁹。したがって、ガイドラインでも示されるように、FD ルールは、モザイク情報を市場に伝達すること自体を禁じる趣旨ではないものの³⁰、技術革新等の影響も相まってひとたび情報が外部に明らかになった場合の情報伝播速度の高さも考慮すると、伝達した情報がモザイク情報に過ぎないか否かという判断を当該企業が行う体制が肝要となる。換言すれば、企業が情報を取引関係者等に伝達する場面では、より一層の情報管理体制が求められることとなる。

以上のように、結局のところ、重要情報の明確な範囲は確定できず、基準やガイドライン等を総合して範囲を画することとなる³¹。ここでの重要な点は、当該情報が公表されれば有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるかどうかという基準であり、単純な数値基準のみで判断すべきではないことである³²。この点、後述するように我が国では、インサイダー取引規制の対象となる重要事実の範囲を、基本的には明確な数値による軽微基準と包括規定であるバスケット条項を組み合わせることで規制してきた歴史があり、開示実務自体が投資者の投資判断への影響までも踏まえたような実質的な判断を行える体制となっているかどうか疑問が残る³³。

²⁸ モザイク情報の範囲を具体的に検討したものとして、一般社団法人日本 IR 協議会「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて～（「開示と対話のベストプラ指針）」（平成 30 年 2 月 28 日）https://www.jira.or.jp/download/guiding_20180228.pdf（2020 年 9 月 25 日最終確認）19 頁以下参照。

²⁹ 黒沼ほか・前掲注（12）120 頁参照。なお、情報の受け手側であるアナリスト等については、日本証券業協会より「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」（平成 28 年 9 月 20 日）が策定されており、「未公表の決算期の業績に関する情報」を例外を除き発行体に取材しないことと、「未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報（公表若しくは公開・公知となった情報をのぞく）のうち業績が容易に推測できることとなるものは取材をしない」という自主規制が定められている。

³⁰ 大崎貞和「フェア・ディスクロージャー・ルールへの対応ポイント」ビジネス法務 5 月号（2017 年）48 頁。

³¹ ガイドラインの中でも、上場会社等と投資家との対話のなかで、FD ルールの実施が行われていくべきことが指摘されている。

³² 黒沼・前掲注（23）7 頁以下では、どんな情報が有価証券の価額に重要な影響を与えるかどうかは、上場会社等の事業や規模に応じて千差万別であり、重要情報の定義を一般的な形で定めた改正金商法と個別情報の例示列挙を行わなかったガイドラインについて高く評価する。

³³ この点に関連して、米国における開示実務については拙著「リアルタイム・ディスクロージャーの現状と課題（1）」法学研究論集 51 卷（2019 年）263 頁以下参照。

(2) インサイダー取引規制における重要事実

前述したように、我が国におけるインサイダー取引規制の対象たる情報は、金商法 166 条 1 項以下に規定される重要事実であり、上場会社等（上場会社等の子会社や上場投資法人等は除く）については、①決定事実（同条 2 項 1 号以下）、②発生事実（同条 2 項 2 号以下）、③決算情報の修正事実（同条 2 項 3 号以下）、④前 3 号に掲げる事実を除き、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³⁴（いわゆるバスケット条項、同条 2 項 4 号）の 4 つに分けられる。さらに、①～③の重要事実にはそれぞれ「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準」（いわゆる軽微基準）が定められており、詳細に定められている軽微基準に該当するものは、重要事実から除外される（同条 2 項本文）。このような規定振りとなってきた歴史的背景には、インサイダー規制の導入時に、重い刑事罰や行政罰を伴うために明確性の原則が主張されてきたことがあるとされている³⁵。そして、重要事実概念をめぐっては、明確な軽微基準によってその範囲を限定しつつ、バスケット条項を柔軟に活用することで³⁶、規制上の欠点を補ってきた。

ここで、上述したような我が国の重要事実概念の規定ぶりに対して、個別列挙方式と包括規定が混在して置かれていることの問題点を指摘し³⁷、包括規定のみによる規定振りとするべきとの考えが学説上強く主張されてきた³⁸。そして、そのような指摘をされる黒沼教授は、FD ルールの制定に際しても、インサイダー取引規制の対象となる重要事実、適時開示規則の対象となる情報と FD ルールの対象となる重要情報は、本来的には一致させるべきとの指摘をする³⁹。その理由として、いずれの規制も投資者の投資判断にとって重要な未公開情報を適用対象としている点で変わりがないことを挙げ、「上場会社等又は上場会社等が発行する有価証券に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と定義することが望ましいとする⁴⁰。

3. 公表について

FD ルールの公表措置としては、内閣府令で定めるところにより、インターネットの利用その他の方法で公表することが求められており（金商法 27 条の 36 第 4 項）、具体的には、①重要情報が記載された金商法 25 条 1 項に規定する書類を提出する方法、② 2 以上の報道機関に対して公開し

³⁴ 「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」の判断要素としては、「通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該上場株券について当然に「売り」または「買い」の判断を行うと認められること」をいうとされている。横島・前掲注（2）119 頁参照。

³⁵ 横島・前掲注（2）30 頁。

³⁶ たとえば、最判平成 11 年 2 月 16 日刑集 53 卷 2 号 1 頁では、バスケット条項として、製薬会社における新薬の開発に伴う薬害の発生などの事実が該当すると判示した。

³⁷ たとえば、龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト 948 号（1990 年）156 頁、前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務 1907 号（2010 年）27 頁等参照。

³⁸ 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 1687 号（2004 年）40 頁。

³⁹ 黒沼ほか・前掲注（12）81 頁。

⁴⁰ 黒沼・前掲注（23）82 頁。

てから12時間経過、③金融商品取引所の規則で定めるところにより、上場会社等が重要情報を金融商品取引所に通知する方法（TDNet）、④上場会社等がウェブサイトに重要情報を掲載する方法（当該ウェブサイトに掲載された重要情報が集約されている場合であって、掲載した時から少なくとも1年以上投資者が無償でかつ容易に重要情報を閲覧することができるようにされているときに限る）、の4つが認められている（金融商品取引法第2章の6の規定による重要情報の公表に関する内閣府令（以下ではFDルール府令という）10条各号参照）。しかしながら、後述する米国と比べて、SNS等の新たな情報発信の手段をも含んだ包括的な法規定とはなっていない。投資者からのアクセスの平等性や迅速性の観点からは、現在のところは③適時開示制度や④ウェブサイトによる開示が最も望ましいと思われる。さらには、個人投資家などのインターネットやSNSを利用していない層に対するいわゆるデジタルデバイドの問題も考慮すると、現在のところSNS等を含む新たな情報開示手段を公表手段として認めることは難しいとも思われる。しかしながら、今後さらに技術発展の可能性が高い分野にも対応できるような包括的な規定振りとする方向性も模索すべきであったと思われる。

さらに、我が国のFDルールは以下に挙げられる適用除外事由に該当する場合は、重要情報の伝達と同時の公表ではなく、速やかに当該重要情報を公表することが求められる。すなわち、①上場会社等またはその役員等が、伝達時に伝達した情報が重要情報に該当することを知らなかった場合（金商法27条の36第2項）、また、重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合として、②役員等が取引関係者に意図せずに重要情報を伝達した場合（FDルール府令8条1項）、および③役員等が当該伝達の相手方が取引関係者であることを知らなかった場合（FDルール府令8条2項）である。さらには、④守秘義務等を負う取引関係者が、法令または契約に違反して、当該重要情報が公表される前に、重要情報に関する秘密を他の取引関係者に漏らし、または上場有価証券等に係る売買等を行ったことを知ったときにも、速やかな公表が求められる（金商法27条の36第3項。ただし、この場合には、上場会社等には非がないのにも関わらず取引関係者等からの情報漏洩等によって、当該情報の公表が強制されることとなってしまうため、当該重要情報がFDルール府令9条以下規定の事項に該当する場合には公表義務は発生しない）。この「速やかな」公表に関しては、具体的な期限が明記されていない⁴¹。

他方で、金商法上、インサイダー取引規制が解除されるには、重要事実等が公表されることが必要となる（金商法166条4項）。法文上はこの公表措置について明確な基準を定めており、上記FDルールの公表概念と共通する部分が多い。すなわち、(1)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取られること、または(2)法定開示書類による公表措置が認められている。(1)については、FDルールと同様に、①2以上の報道機関に対して公開してから12時間後、または、②金融商品取引所に対して通知し、TDNetにより公衆縦覧に供された場合が規定さ

⁴¹ 黒沼・前掲注(23)10頁。

れている（金商法施行令30条1項1号・同条2項，同条1項2号，有価証券等の取引等の規制に関する内閣府令56条）。①の場合，報道機関からの実際の報道の有無は要件とはされていない。また，判例上，情報源を公にしないことを前提とした報道機関に対しての重要事実の伝達は，「公表」には該当しないとされている⁴²。したがって，いわゆるスクープ報道がなされたとしても，当該企業からの情報源を明らかにする公表が行われるまでは，インサイダー取引規制が継続されることになる。このように情報源が明確でない情報が市場に蔓延してしまっている状態は，インサイダー取引が横行する可能性があるため，東京証券取引所は，たとえば「投資者の投資判断に重大な影響を与えるおそれがある」場合には当該有価証券等の売買停止ができるほか（東京証券取引所業務規程29条），「投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じており，その内容が不明確であるとき」に投資者に対して注意喚起を呼びかける（東京証券取引所業務規程30条）といった対応を取ることができる。

もっとも，法文上このように画一的な基準が設けられている公表措置については，インサイダー取引規制とは，市場に浸透していない情報上の優位性を利用した投資判断の形成が市場における公正な価格形成を実現しないことにあるから（Ⅱ．1（2）参照），当該情報が市場に浸透しているかどうかが本質的に大事なのであって，法定開示書類のような，本来的には日々の適時開示の集約であるべきものが公表措置として認められていることや，2以上の報道機関に対して公開後12時間経過といった画一的な要件とされていることの規制の建付けについての問題点が指摘されている⁴³。

4. FDルールに対するエンフォースメントについて

我が国ではFDルールの制定時から，過度なエンフォースメントを課すことになると企業が情報開示に消極的になってしまい，望ましいスチュワードシップ活動が行われなくなってしまうことが懸念されていた。そのため，こうした状況を避けるために，FDルール違反に対しては緩やかなエンフォースメント手段が用意されることとなった。すなわち，内閣総理大臣から委任を受けた金融庁長官は，公表されるべき重要情報が公表されていないと認められるときは，当該重要情報を公表すべきであると認められる者に対し，重要情報の公表その他の適切な措置をとるべき旨の指示をすることができ（金商法27条の38第1項），公表の指示を受けた者が正当な理由がないのにそれに応じなかった場合には，その指示に係る措置をとるべきことを命じることができる（同条2項）。そして，上場会社等がこの命令に違反した場合には，違反者は6か月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金に処せられ，またはこれらが併科されるほか（金商法205条6号の5），法人に対しては50万円以下の罰金を科す両罰規定がある（金商法207条1項6号）。このような「指示」という比較的緩やかなエンフォースメントを採用したのは，FDルールが上場会社等による自由な情報発信を阻害しないようにするためという指摘がみられる⁴⁴。しかし，FDルールとは，重要情報を

⁴² 最決平成28年11月28日刑集70巻7号609頁。

⁴³ 上村・前掲注（22）70頁。

⁴⁴ 黒沼ほか・前掲注（12）78頁。

抱える企業とその取引関係者間の情報の非対称性を問題とするのではなく、究極的には証券市場メカニズムの根幹をなす、投資者に対する公正な情報開示を確保するために要請される規制である点に鑑みると、その実効性を担保するべきエンフォースメント手段が緩やかすぎるとはならないかの疑問が残る⁴⁵。

5. インサイダー取引にいう情報伝達行為・取引推奨行為

平成 25 年の金商法改正により、会社関係者または会社関係者ではなくなった後 1 年以内の者が、業務に関する重要事実が公表となる前に、当該有価証券等の売買等をさせることにより、他人に利益を得させ、または他人の損失の発生を回避させる目的をもって、重要事実を伝達したり、または当該売買等を行うことを勧めることが禁止されることになった（金商法 167 条の 2 第 1 項）。法規制の導入の背景となったのは、会社関係者が直接インサイダー取引を行うのではなく、情報を他人に伝達したり、取引推奨行為を行う事例が相次いで発生していたためとされている⁴⁶。情報伝達の相手方である「他人」には特に限定がない。禁止される情報伝達行為・取引推奨行為となるためには、他人への利益を与える目的があることが必要となっているため、通常の IR 活動等によって取引を推奨する行為は禁止されない（金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A」問 3）。さらに、明示的な取引推奨を行わない場合でも、違反行為か否かの判断は、行為者の言動等によって実質的に判断されるということがこの Q&A でも示されている（同 Q&A 問 5）。なお、法文上、取引推奨行為・情報伝達行為によって当該違反行為者が処罰や課徴金等を受けるのは、取引推奨行為・情報伝達行為を受けた者が、重要事実の公表前に実際に売買等をした場合に限られる（金商法 175 条の 2、197 条の 2 第 14 号 15 号）⁴⁷。

6. 小括

FD ルールとインサイダー取引規制の制度趣旨には、投資者の証券市場に対する信頼が共通することを確認した（Ⅱ・1）。これらは、投資者保護を基本的な考えに持つ法目的論から導かれる立法趣旨であり、FD ルールやインサイダー取引規制によって本当に投資者の証券市場に対する信頼が保護されているのかを確認するためには、様々な実証分析等が必要となる。それに対して、市場法論的アプローチでは、法目的そのものを、証券市場における公正な価格形成を通じた市場メカニズムの確保に置くことから、FD ルールの趣旨も、インサイダー取引規制の趣旨も、情報面の優位性を用いた投資判断がもたらす公正な価格形成への阻害性で説明できることになる。

⁴⁵ 黒沼ほか・前掲注（12）195 頁以下では、ウェブサイトへの掲載を含む開示をリアルタイムで監視することの困難さをあげ、監督当局からのエンフォースメントの実効性の低さを指摘する。

⁴⁶ 澤飯敦＝上島正道「金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」商事法務 2006 号（2013 年）10 頁。

⁴⁷ Q&A 問 6 では、他人に対し「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的をもって情報伝達・取引推奨を行うことは、インサイダー取引等を引き起こすおそれの強い不正な行為であり、結果的に重要事実の公表前の売買等が行われなかったとしても、（処罰や課徴金の対象にならないものの、）規制違反に該当することとなり、金融商品取引業者等がこのような行為を行った場合には、行政処分の対象となり得るとしている。

次いで、両規制の対象となる情報についてもその違いを確認した（Ⅱ．2）。FD ルールの対象となる重要情報が、包括規定一本で構成されているのに対し、インサイダー取引規制における重要事実、FD ルールの対象となる重要情報よりも狭い範囲となっており、例示列举規定と包括規定が混在した規定振りとなっている。このような規定ぶりとなったのは、インサイダー取引規制制定時に規制の明確性が要請されたことであったが、インサイダー取引規制の実質性を重視する立場からは批判されてきた。さらに過去の判例や最近の摘発事例等では、バスケット条項の適用がなされてきており、その範囲をどのように画するべきかが議論されている⁴⁸。さらに、FD ルールの対象とする情報とインサイダー取引規制の対象となる重要事実、究極的には統一されるべきという考えも確認した。

また、両規制において公表措置にも基本的には規定に厳密に沿った硬直的な運用がなされているため、SNS 等の開示は現時点では認められておらず、情報が市場に浸透したのかどうかという視点が欠けていることを確認した（Ⅱ．3）。こうした画一的な公表概念は、新たな技術革新に伴う開示媒体への対応にも、法改正による解決を待つほかなく、機動性に欠ける。このことは、たとえば重要事実を2以上の報道機関等に開示し、当該報道機関が実際にはこの情報を報道しなかったものの、12時間が経過しさえすれば、当該情報が市場の中には十分に浸透していなくとも、内部者が自由に取引を行えることを意味し、情報面の優位性ないし偏在が解消されないままの投資判断の形成と市場への反映を許すことに繋がる。このような投資者間の情報の非対称性をできる限り縮小するべく、インサイダー取引規制の公表措置にあたっては、FD ルールの理念である公平な情報開示が求められる。したがって、インサイダー取引規制を解除するためにもっとも望ましい開示手段は市場に対するタイムリーな開示である適時開示ということになるものの、FD ルールの公表概念も基本的には上述したインサイダー取引規制の公表概念を引継いで作られたものであるため、問題の根本的な解決にはならない部分がある。

最後に、他人に対して利益を与えることを目的とする重要事実の情報伝達行為・取引推奨行為が禁じられるのに対して、FD ルール上では、たとえそのような利益目的はなくとも、たとえば、役員等がついっかりと重要情報を意図せずに伝達してしまった場合にも、速やかな開示が求められるという違いがある。そこで、以下では、以上のような我が国の現状を踏まえ、米国におけるレギュレーションFDの現状との比較を行う。

Ⅲ．アメリカ法における規制

米国では、古くから証券アナリストからの業績予想が市場の株価変動に大きな影響を与えてきたとされる⁴⁹。そこで、セルサイドアナリストによる業績予測が、当該企業の実態と大きく離れてし

⁴⁸ 味香直希ほか「バスケット条項に関する考察—近年の課徴金勧告事案を題材として—」商事法務 2215号（2019年）25頁以下参照。

まう場合には、企業の IR 担当者がアーニングガイダンス等を利用して、投資家アナリストや機関投資家と直接にコミュニケーションを取ったり、アナリスト側が作成したドラフトをレビューする等の実務が存在していたとされる。このようにして、一部のアナリストや機関投資家のファンドマネージャーだけに投資判断に影響を与えるような未公表の情報がやりとりされるようになり、結果としてこのような実務慣行は、やがて自社にとって都合のよいレビューをアナリストに書いてもらうために、積極的に企業が選択的開示を行っていくことにつながっていたとされる⁵⁰。SEC もこの選択的開示の弊害を懸念しており、選択的開示によってアナリスト等が不正に利益を受領している可能性がある、情報へのアクセスという面で格差が生じ市場の公平性が失われる、会社側から重要事実を入手するためにアナリストが発行会社に好意的な投資判断を形成する恐れがあるという問題点を指摘していた⁵¹。さらに、レギュレーション FD の制定にあたり、SEC は、選択的開示が証券市場におけるインテグリティにおける投資家の信頼を損なうということを明確に指摘しているほか⁵²、市場における価格発見機能（Price-Discovery Process）の質を向上させることも明確に指摘する⁵³。

そもそも、米国では、有名な Dirks 事件判決⁵⁴により、情報受領者をインサイダー取引規制の対象とするには、内部者が情報伝達によって個人的利益を得たことが必要とされるとの考えが示されたことに伴い、選択的開示を行う発行者自体を規制する必要性が生まれたとされる⁵⁵。そこで 1999 年に SEC はレギュレーション FD の規則提案を行い⁵⁶、翌年にレギュレーション FD が制定された⁵⁷。レギュレーション FD では、証券の発行者またはその者のために行動する者が、その発

⁴⁹ 神田秀樹監修・米山徹幸『フェア・ディスクロージャー・ルール』（金融財政事情研究会，2018 年）83 頁。高間佐知子「アメリカにおける選択的開示の規制—レギュレーション FD の立法趣旨に関する検討を中心に」中央大学大学院研究年報 33 卷（2003 年）109 頁以下参照。

⁵⁰ 大崎・前掲注（30）7 頁参照。野田博「証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引（1）」一橋論叢 117 卷 1 号（1997 年）1 頁，同「証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引（2 完）」一橋論叢 118 卷 1 号（1997 年）39 頁。

⁵¹ SEC, Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, Release No. 34-43154, 65 F.R. 51715, at 51716-51717（2000）。そのほかにも、金融商品取引法研究会編「金融商品取引法研究会研究記録第 64 号 フェア・ディスクロージャー・ルールについて」[大崎貞和報告]（日本証券経済研究所，2018 年）5 頁以下では、インターネットの発達によって、従来までに存在した機関投資家・プロ市場参加者と一般投資家との間の情報格差が小さくなったことを挙げる。

⁵² *Id.* at 51716.

⁵³ *Id.* at 51718. *see also*, Kevin S. Haeberle & M. Todd Henderson, *Information-Dissemination Law: The Regulation of How Market-Moving Information Is Revealed*, University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 759, at 21（2017）, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2770739>（last visited Sep. 25, 2020）

⁵⁴ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 662（1983）.

⁵⁵ *See*, Michael D. Guttentag, *Selective Disclosure and Insider Trading*, 69 Fla. L. Rev. 519, 524（2017）.

⁵⁶ SEC, Proposed Rule, Selective Disclosure and Insider Trading, Release No. 34-42259, 64 F.R. 72590-72611（1999）.

⁵⁷ SEC, *supra* note 51.

行者またはその証券に関する非公開の重要情報を特定の者に開示したときは、(1) 意図的な場合は同時に、(2) 意図的でない場合には速やかに、その重要事実を一般に公開しなければならないとされている⁵⁸。ここでの非公開の重要情報には定義規定が設けられておらず、従来までの判例法理で確立された重要性の基準が用いられる。すなわち、開示されなかったある事実が「利用可能な情報の総体 (total mix) に大きな影響を及ぼすと合理的な投資者が考える実質的な蓋然性があること」を指すとされる⁵⁹。SECはこの判例を踏まえて、重要性に関するガイダンスにおいて、「合理的な株主が投資判断に際して重要と考える相当の蓋然性があること (substantial likelihood)」という基準を示している⁶⁰。

このように、投資者の投資判断に影響を及ぼす程度を基準に重要性の範囲を確定する姿勢を米国は頑なに保持し続けており、定量的な数値基準などではこの重要性基準が判断できないという姿勢を取っている⁶¹。このことは裏を返せば、重要性の判断の際には、当該上場企業等に一定の裁量を与えているということを意味し、このような開示実務に対応するための開示体制が整備されてきた。また、レギュレーション FD の違反に対しては、発行者の Rule 10b-5 違反を生じさせないというセーフハーバー規定も設けられている⁶²。さらに、「速やかに」(Promptly) に関しては、明確な定義規定が設けてあり、発行者の上級役員や取締役、経営幹部、IR 責任者、広報責任者その他これらの者と同等の役割を担う者が、情報開示があったと知り、その開示情報が重要で非公開なものであったと気づいた時点から 24 時間後、あるいはニューヨーク証券取引所の次の取引開始時のいずれか遅いときまでに開示することが求められている⁶³。そして、レギュレーション FD に沿った公表としては、臨時報告書 (Form8-K) によるか、「広範かつ排他的でない、公衆に情報を伝播させるために合理的に設計された開示方法」が認められている⁶⁴。このような包括的な規定を置くことで、SEC は随時、公表媒体の見直しを行うことを可能としてきた。実際、2008 年には企業のウェブサイト上での開示を認めるガイダンスを発表したのち⁶⁵、現在のところ、米国では Facebook や Twitter などのソーシャルメディアを含む開示媒体が上記基準を満たす場合には、FD ルールの公表と認められるとの説明がなされている⁶⁶。

次に、レギュレーション FD に対する違反については、排除措置命令や民事制裁金、差止命令な

⁵⁸ 17 C.F.R §243.100.

⁵⁹ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

⁶⁰ SEC, Staff Accounting Bulletin No.99, Release No. SAB 99, 64 F.R. 45150, at 45151 (1999).

⁶¹ SEC, Staff Accounting Bulletin: No. 99—Materiality, 64 Fed. Reg. 45150 (1999).

⁶² 17 C.F.R §243.102.

⁶³ 17 C.F.R §243.101(d).

⁶⁴ 17 C.F.R §243.101(e)(1)(2). なお、飯田秀聡「フェア・ディスクロージャー・ルールの法的検討 [下]」商事法務 2180 号 (2018 年) 12 頁以下では、合理的に設計された方法であったかどうかはケースバイケースであり、SEC による審査が予定されていることを指摘する。

⁶⁵ SEC, Commission Guidance on the Use of Company Websites, Release No. 34-58288, 73 F. R. 45862 (2008).

どの対象となる⁶⁷。今までのところ、SECによるエンフォースメント事例はかなり限られてはいるものの、それはSECがエンフォースメント自体に消極的な姿勢であるということを保ずしも意味しない。むしろ、SECによるエンフォースメントを執行する段階に至るまえに、自主的な違反行為の申し出や自社の開示体制についての改善措置を申し入れてきた企業には、SECはエンフォースメントを行わないとされており⁶⁸、意図的な開示の遅延を繰り返したのもや悪質性の高い事例については正当なエンフォースメントを実行しているとされる⁶⁹。

近年にも、レギュレーションFD違反に対してSECがエンフォースメントを行った事例があり注目されている。当該事例では、TherapeuticsMD社（以下ではT社という）というフロリダ州に本拠を置く医薬品会社に対して、SECはセルサイドアナリストへの未公開の重要情報を選択的に開示したとしてエンフォースメントを行った。SECの調査によると、T社は2017年の6月ごろにFDA（アメリカ食品医薬品局）と新薬の承認に関する会合を行なったが、そのことを開示する1日前に、セルサイドのアナリストに対して、その会合がとても有益であり生産的であったことを伝達したとした。さらに、同年7月にも、FDAに対する追加の情報を提供したが、新薬の承認へのプロセスは確定的ではないということをプレスリリースにて開示したのちに、セルサイドのアナリストに対して、開示されていない情報を選択的に開示したとされている。SECはT社に対して排除措置命令を申し立てるとともに、T社はSECとの間で20万ドルの民事制裁金の支払いを受け入れることで合意した⁷⁰。このように、SECは様々なエンフォースメント手段を組合わせた強力な法執行を数は少ないながらも確実に行っており、法執行には至らないケースでは、各企業からの自発的なレギュレーションFD違反への是正措置が取られ、それがSECへと直接報告・協議されているという実態があり、実効性の乏しさを指摘される我が国の制度とは大きく異なるといえよう。

⁶⁶ SEC, Press Release, SEC Says Social Media OK for Company Announcements if Investors Are Alerted (2013), available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-51htm>. (last visited Sep. 25, 2020), see also, SEC, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, Release No. 69279 (2013), available at <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf> (last visited Sep. 25, 2020).

⁶⁷ Security Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. §21.

⁶⁸ See, STEPHANIE TSACOURIS, WHAT MUST PUBLIC COMPANIES DISCLOSE? A PRIMER 263 (ABA Book Publishing, 2019).

⁶⁹ ANNE SHERRY, DOREEN ZANATOTELLI, INFORMAL CORPORATE DISCLOSURE 134 (Wolters Kluwer Law & Business, 2015 ed. 2015). また、本文中に取り上げなかった過去のSECのエンフォースメント事例に関しては、志谷匡史「米国会社・証取法判例研究 (No. 241) 投資家への情報提供と公正開示規則違反の成否 [SEC v. Siebel Systems, Inc., 384 F. Supp. 2d 694 (S.D.N.Y. 2005)]」商事法務 1813 巻 (2007 年) 30 頁以下、高間佐知子「公正開示規則の運用と解釈に関する覚書—レギュレーションFDに係る事例研究を中心にして」函大商学論究 39 巻 1・2 号 (2007 年) 1 頁以下、黒沼ほか・前掲注 (12) 16-28 頁、米山・前掲注 (49) 104-134 頁参照。

⁷⁰ SEC, Press Release, SEC Charges TherapeuticsMD With Regulation FD Violations (2019), available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-156> (last visited Sep. 25, 2020).

Ⅳ. 検 討

米国においても、レギュレーション FD が制定されたときには、我が国と同じように、投資者の証券市場に対する信頼といった趣旨が掲げられた。しかしながら、Ⅱ. においても確認したように、投資者の証券市場に対する信頼を立法趣旨に捉えると、たとえば、FD ルールが企業に重要な情報を積極的に開示させる規制ではないために、FD ルールの制定によって企業が投資家との対話に及び腰になり、その結果充実した情報開示が行われなくなる可能性がある。

一方で、市場法的アプローチを取ると、投資者が平等にアクセス可能な情報に基づき真摯な投資判断を行い、その蓄積が証券市場における公正な価格形成を実現する点を重要視する。したがって、そのような情報を市場に対して提供する際には、適時開示制度のような日々の情報開示制度が重要であると同時に、選択的な情報開示を禁じ、投資者間での公平性を担保する FD ルールが必要不可欠となる。このように市場法的アプローチからは、市場機能を支える本質的な要請があるにもかかわらず、当該 FD ルールの実効性を確保するエンフォースメント手段が緩やかなものに過ぎない我が国の現状には問題があると言わざるを得ない。さらに、技術革新の進展に伴い、企業から投資者に対して発信される投資判断にとって有益な情報の公表手段は多様化し、さまざまな媒体へと広がっていくことが予想される中、包括規定を欠く我が国のような硬直的な公表概念では、新しい技術革新にその都度法改正によって臨むほかなく、対応が遅れる可能性がある。したがって、米国のような SNS 等を含む新たな技術革新に寛容なプリンシプル・ベースの規制体系を取る方向性が模索されるべきと思われる。

また、レギュレーション FD 違反に対する SEC のエンフォースメントからも見て取れるように、我が国の金融庁は、上場会社等と投資家との対話の中における実務の積み重ねにゆだね FD ルールの実施を行おうとしているのに対して、SEC は強力なエンフォースメント手段を背景として企業から積極的に違反行為を報告させることにより、投資者に対する公平な情報開示の徹底を実現しようとしていると評価できる。これは、米国では、「速やかな」公表概念についても、我が国とは異なり明確な期限を設けることで、未公表の重要な情報が市場に滞留する時間を積極的に短くしようという取組みからも垣間みることができる。この点、Ⅱ. 4. でも確認したように、日本法の下では FD ルールのエンフォースメントの実効性が低く、なおかつ「速やかな」公表措置に明示的な期限を付していない規定振りとなっていることを逆手に取って、たとえば情報を与えた相手が取引関係者等にあたると思わなかったとか、役員等が意図せずに行った重要情報の伝達であったような抗弁を情報の発信元である上場会社等に対して安易に許すことに繋がりかねず、結果として市場に重要情報が漏洩し続けるという状態を生み出してしまう危険性がある。こうした市場が投資者からの信頼を確保できるのか疑わしい。

この点、米国のレギュレーション FD でも、現在では、意図せずに違反行為を行ってしまった場合には、明示的な期限内に開示すれば良いとされていることから、裏を返せば公平な開示を遅延す

ることが 24 時間以内であれば認められるような構造となっているという問題点が指摘されている⁷¹。結果的には、開示のタイミングを上場会社等がコントロールできてしまうということにつながる危険性があることに加え、今や高速取引業者の存在によって、公表後の投資者間の情報の非対称性が拡大している米国では、SEC がより情報開示の同時性を求める規制を強化する傾向にあるとされる⁷²。

もっとも、米国でも証券詐欺規定を伝統的な根拠とするインサイダー取引規制と開示規制であるレギュレーション FD の関係性については、未だ議論がなされている。Dirks 事件を契機として、米国のインサイダー取引規制では、当該受領者が利益を得たかどうかという点が重視されており、証券市場のメカニズムそのものを脅かすような選択的開示に対しては規制が置かれてこなかった歴史がある。そして、インサイダー取引規制の法的根拠とされる Rule 10b-5 は、コモンロー上の詐欺と同義の行為を規制するものであり、内部者取引は信任義務違反であると位置づけられるのに対して、レギュレーション FD は故意に虚偽のある開示を行ったことの立証を要求しない点で詐欺類型には当たらないという違いがあるとの指摘がみられる⁷³。むしろ、こうしたインサイダー取引規制を何とか補完するためにレギュレーション FD の制定を行った歴史を有する米国では、「証券市場におけるインテグリティに対する投資家からの信頼を保護する」という表現を用いながらも判例法理をもとにする「重要性概念」を両規制に堅持し続けることで、証券市場の公正性を確保しようとしてきたといえよう。しかしながら、詐欺を根拠とする米国のインサイダー取引規制とレギュレーション FD とでは根本的に性格が異なる点があるため、米国法上両者を統一的に理論づけることにはそもそも限界があると思われる。したがって米国のこのような法体系を基本的には参照してきた我が国でも同様の問題が生じており、加えて包括的な重要性概念で統一された米国とは異なる法体系が生まれてしまっている現状にある。

V. むすびにかえて

我が国では、インサイダー取引規制と FD ルールの対象となる情報の範囲が異なることをめぐって、通説的には、インサイダー規制は、証券市場に対する投資者の信頼を確保するために導入されたものであるから、適用対象となる情報も投資者の信頼を損なうものかどうかで判断され、一方 (FD ルールも含む) 開示制度においては、証券市場に対する投資者の信頼を害するのとはもとより、それに至らない情報についても、投資者の投資判断に資する以上、開示対象とすることが有益である、との説明がされている⁷⁴。このように一見すると、行為規制と開示規制の双方が投資者保護を

⁷¹ ANNE SHERRY ET AL., *supra* note 69, at 131.

⁷² 神作・前掲注 (11) 22 頁。

⁷³ 神作・前掲注 (11) 21 頁以下参照。

⁷⁴ 川口恭弘「投資判断に影響を及ぼす会社情報—適時開示規制、臨時報告書制度、インサイダー取引規制、FD ルールの比較検討」『吉本健一先生古稀記念論文集 企業金融・資本市場の法規制』(商事法務, 2020 年) 391 頁以下。

念頭とする、「証券市場に対する投資者の信頼確保」という視点から共通の理念の下整理されているように思われるが、インサイダー取引規制の対象たる情報とFDルールの対象たる情報を本来的には一致するべきとの結論に至るまでの理論づけがなされているとはいえないように思われる。むしろ、FDルール導入の背景を考慮すると、そこでの重要情報概念はインサイダー取引規制の重要事実よりも広い範囲にせざるを得ないため、一致させるべきではないとの考えが多数である⁷⁵。そして、法文に忠実に解釈すれば、重要情報とは、重要事実よりも広い概念であるから、「投資者の投資判断に影響を及ぼす蓋然性が高い情報であるが、著しい影響を及ぼすまでには至らない情報」に基づき取引を行った場合には、インサイダー取引規制には服さないことになり得る。そのような市場が、投資者からの信頼を確保できるのかどうか疑わしい。

そこで、本稿で示したような市場法論的アプローチからみれば、金商法の目的とは、投資者保護にとどまらず、市場に対して開示された情報に投資家がみな平等にアクセスし、そのもとで様々な投資判断を行うという投資者らの真摯な投資判断の蓄積が、証券市場における公正な価格形成を実現するという市場メカニズムに置かれることになる。この市場メカニズムの根幹を担う制度がFDルールであり、市場において公平に伝達されるべき情報とは、究極的には当該情報が投資者の投資判断に与える影響を考慮するべきである。これもFDルールの対象となる重要情報と一致するものである。さらに、そのような理念の下では、ある一部の者のみが情報を有しているまま形成された投資者の投資判断は、それが市場に反映されれば、上記公正な価格形成を歪曲するものであるからこのような取引を禁じる必要が生じるのであって、開示すべき事実と実際の開示をするまでの間のタイムラグを埋めるものが、行為規制たるインサイダー取引規制の趣旨であると説明できる。このように解すれば、FDルールの対象となる重要情報とインサイダー取引規制の対象たる重要事実とは、同一のものとされるべきであり、米国における重要性基準に近いアプローチが取られていくべきである。さらに、そのような投資者の投資判断に影響を及ぼす情報は、企業から市場に対して出来るだけタイムリーに開示される必要があるから、現行法の「公表」概念のような画一的な基準ではなく、適時開示規則に代表されるような「広範かつ排他的でない、公衆に情報を伝播させるために合理的に設計された開示方法」によって公表されるべきである。この基準を満たす場合には、SNS等を含めた新たな開示媒体の積極的な活用も十分に図られるものと思われる。

もとより、こうした画一的な基準にとらわれずに、機動的でプリンシプル・ベースの規制手段への移行を目指す姿勢は、昨今のソフトローを織り交ぜた企業法制や、たとえば金融検査マニュアルの廃止に伴う金融行政等からも示されるように目新しいものではない⁷⁶。しかしながら、こうしたプリンシプル・ベースの規制が最大限に発揮されるためには、それを根底から支える法規範が、公正な証券市場を確保するための様々な諸要請にも耐えうる確固たるものである必要がある。現在までの証券市場規制は、本稿でも再三確認したように、基本的には投資者の保護を念頭に進められて

⁷⁵ 大崎・前掲注(24)45頁以下。

⁷⁶ 金融庁「金融検査・監督の考え方と進め方(検査・監督基本方針)」(平成30年6月)参照。

きたため、それらの諸要請をすべて投資者の保護を念頭に規律付けてきたように思われる。しかしながら、市場法的アプローチは、金商法の目的自体を証券市場における公正な価格形成を通じた市場メカニズムの確保という点に置く幅広いアプローチであるから、従来までのアプローチでは十分に説明できなかった問題を克服できる可能性がある。もっとも、本稿で検討した部分は、数ある証券市場規制のなかのさらにほんの一部に過ぎない。特に IT 技術が加速度的に進むなか、情報開示を投資者に対してできる限りリアルタイムに行うという、開示の同時性を追及する取組みについては依然として十分な対応が取られていない。したがって今後は、SNS 等を含む開示手段の拡張可能性についても検討課題としたい。