

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例

2015 年 12 月 25 日（金）15:00～16:53

大阪取引所 5 階取締役会議室及び東京証券取引所 4 階 402 会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授

米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例

神戸大学大学院法学研究科准教授

飯 田 秀 総

目 次

- | | |
|------------------------------------|----------------------|
| I. 報告の目的 | 4. 小括 |
| II. 米国 SEC 規則 10b5-1 | IV. Regulation FD |
| 1. 制定の背景：保有か利用か | 1. 制定の背景 |
| 2. ルールの内容 | 2. ルールの内容 |
| 3. その後の展開 | 3. 副作用と過小規制のおそれ |
| 4. 日本法（平成 27 年改正による取引規制
府令）との比較 | 4. 情報伝達者・情報受領者 |
| III. 米国 SEC 規則 10b5-2 | 5. アナリストに関するルールの拡張傾向 |
| 1. 制定の背景 | 6. 日本法との比較 |
| 2. ルールの内容 | V. むすび |
| 3. その後の判例 | 討論 |

○森田 時間が参りましたので、金融商品取引法研究会を開催したいと思います。

本日は、「米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例」というテーマで、神戸大学の飯田先生にご報告をお願いいたします。

よろしくお願いします。

○飯田

I. 報告の目的

本報告では、日本のインサイダー取引規制とそれに関連する情報開示のあり方を見直す必要があるのではないかといった問題の解明に向けての基礎的な作業として、米国におけるインサイダー取引規制を比較法的に研究し、米国法の理解を深めることを目的とします。

このようなテーマになった理由としては、昨年

12 月に森田先生のご報告がありまして、その後に森田先生から、米国 SEC 規則の 10b5-1 や 10b5-2 といったものもあるから、それらについて勉強するようにというご依頼があり、それに基づいて私が報告させていただく役割と認識しましたので、報告させていただきます。

ですから、「最近」と言っていますが、これは 2000 年以降ということになりますし、「米国 SEC 規則 10b-5 に関する」と言っていますが、その中のインサイダー取引規制に関して、という限定がかかることになります。

レジュメを全て読み上げますと、時間を超過しますから、適宜省略しながら進めていきたいと思っています。

II. 米国 SEC 規則 10b5-1

1. 制定の背景：保有か利用か

(1) 問題の所在

米国のインサイダー取引規制は、詐欺の要素に由来しますから、未公表の重要情報を意図的に利用して個人的な利益を得るというケースが、典型的なインサイダー取引に該当することになります。ところが、インサイダー取引の要件として、内部者が未公表の重要情報を「利用」したことが必要だとしますと、規制の実効性に問題があり得ることになります。すなわち、違反者として訴えられた被告（刑事事件ならば被告人）は、情報を利用していないという抗弁、つまり、確かに未公表の重要情報を保有はしていたけれども、その情報を保有していたから売買の取引をしたのではなくて、別の理由から取引をしたという抗弁を主張できてしまうということです。

例えば Adler 判決（SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998)）ですが、取締役が取締役会で会社の財務状態について悲観的なニュースを知ったけれども、それ以前から、運送事業を始める息子にトラックを買うために株式を売却する予定があったのであって、当該情報と取引との間には因果関係はないと主張されたというのが、そのような例ということになります。

このように、内部者が取引をする際に、未公開の重要情報を単に持っていただけであって、その情報を利用していないときは、インサイダー取引に該当しないと考えるのか。これを以下、「利用基準」といいます。それとも、情報を持っていればインサイダー取引に該当することになるのか。これを「保有基準」と呼びますが、こうした論点があります。

インサイダー取引規制を形成してきた最高裁判例においては、「利用基準」を示唆していると読めるような言葉遣いのものが多かったと言うことはできます。しかしながら、それらの判例はこの論点を正面から論じるものではありませんでしたから、連邦最高裁の立場は明確ではなかったということになります。

(2) 利用基準を採用する例

前述の Adler 判決において、第 11 巡回区控訴裁判所は利用基準を採用しました。

その理由として、第 1 に、保有基準では、詐欺の要素を含まないケースをも含んでしまって、詐欺の要素を要件とする取引所法 10 条(b)項・米国 SEC 規則 10b-5（以下「規則 10b-5」という）の文言と整合的でないからということ。第 2 に、未公表の重要情報を保有しながら取引を行ったという事実があれば、その情報を「利用」したという事実についても事実上の推定ができるから、SEC の立証の困難という問題は緩和できる、といったことが挙げられていました。

また、刑事事件である Smith 判決（United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998)）においても、利用基準が採用されていました。ここでは、前述の Adler 判決とは違って、立証責任の転換や推認はなされずに、利用の事実を政府が立証しなければならないというふうにされていました。

(3) 保有基準を採用する例

これに対して、SEC は保有基準という考え方を採用していました。

裁判例においても、保有基準を採用するものがありました。その理由の一つとして、未公表の重要情報を保有している場合、その情報に基づいて取引を行うかもしれないし、以前に決めていた取引を変更するかもしれないし、あるいは公表情報だけ保有していたのであれば取引を変更したであろう場合であっても、その取引を実行するかもしれないし、あるいは何もしないかもしれないのであって、利用基準に従うと、合法的取引と違法な取引の区別が困難になるというようなことが指摘されていました。

2. ルールの内容

(1) 保有基準の採用の趣旨

このように、裁判例も分かれてきたということでありまして、それを踏まえて、2000年に、基本的には保有基準に従った米国 SEC 規則 10b5-1（以下「規則 10b5-1」という）が制定されました。

SEC が保有基準を採用した理由としては、利用基準よりも保有基準のほうが投資家の市場の高潔性（integrity）をより効果的に保護することができるとし、また、内部情報を知っている投資家が投資判断をなす際にその情報を不可避免的に使ってしまうという常識を反映するものだからだとしています。

（2）禁止行為

この規則の内容については、資料 2 をごらんいただければと思います。規則 10b5-1 については、1 ページの真ん中のあたりからになります。

規則 10b5-1(a) 項においては、取引所法 10 条(b) 項・規則 10b-5 で禁止される行為には次のものが含まれるということで、未公表の重要情報に「基づいて（on the basis of）」ということが重要になりますけれども、情報に基づいて発行者の証券の売買をし、証券の発行者、もしくは株主または未公表の重要情報の情報源であるその他の者に対して直接、間接または派生的に負う信頼義務（duty of trust and confidence）に違反することを含む、と規定しています。

（3）情報に「基づいて」の意義

そして、規則 10b5-1(b) 項において、その「基づいて」ということについての定義があり、その者が売買するときに未公表の重要情報を知って売買したことである、と定義してありまして、ここで保有基準を採用したと言えることになります。

（4）「基づいて」に該当しない類型の定義

ア 知る前計画

規則 10b5-1(c) 項において、(b) 項の例外というように形で規定がなされています。したがって、規則 10b5-1 が保有基準を採用したというのは、

かぎ括弧付きの意味合いが強く、実際のところは、利用基準との違いはごくわずかなものでしかないと評価されています。

すなわち、(b) 項の例外として、「基づいて」に該当しない場合を (c) 項において規定されていて、次の (A) (B) (C) の 3 つの要件のすべてに該当すると、インサイダー取引規制の対象外ということになります。

(A) 情報を知る前に、①証券の売買契約を締結したか、②自己の計算（account）で証券の売買するように第三者に指示したか、または、③証券取引の書面化された計画を採用したこと。

(B) (A) の契約、指示、または計画が、①売買の数量、価格及び日付を特定しているか、②売買の数量、価格及び日付を決定するための書面化された方式・アルゴリズムまたはコンピュータプログラムを含んでいるか、または、③いつ、どのように売買を実行するか、そもそも実行するかについて事後的な影響力を行使することを許さないものであること（ただし、契約、指示または計画に従ってそのような影響力を行使する第三者が、その際に未公表の重要情報を知っていた場合は除く）。

(C) 実際に行われた売買が、契約、指示または計画に従っていること。ただし、契約、指示または計画をした者が、その契約、指示または計画を変更もしくは逸脱した場合、または、その証券に関してヘッジする取引またはポジションを変更した場合、売買は、「契約、指示または計画に従って」行われていないこととする。

この適用除外規定は、契約、指示または計画が善意で行われた場合に限って適用され、本条の禁止を逃れるための、また公的な計画等で行われたときには適用しないということも書かれています（規則 10b5-1(1)(ii)）。

このルールについては、個人と法人の両方に適用されることになります。

イ 法人特有の適用除外

この規則 10b5-1 には、さらに法人についてののみ利用できる適用除外規定もあります。それは、次の 2 つの要件を満たせば、未公表の重要情報に基づいて証券の売買を行ったことにはならないというものです。その第 1 は、法人を代表して証券の売買の投資決定をなした個人が情報を知らなかったこと、第 2 は、投資決定を行う個人が未公表の重要情報に基づく取引を禁止する法に違反しないようにするための合理的な方針および手続を、法人がその事業の性質を考慮に入れながら定めていることです。

(5) 知る前計画と信認義務の関係

なお、学説からは、特にこの議論の対象は、このうちの 2 つ——知る前計画と法人特有の適用除外という項目で言うと、知る前計画のほうに集中してしまっていて、規則 10b5-1 における知る前計画の適用除外というのは、信認義務の観点からは説明できないのではないかと指摘がなされています。なぜかという、信認義務においては、取締役が情報を保有しているのであれば、その取引がその情報の取得前に計画されたものであるかどうかを問わずに、株主に対して開示しなければならないからだ指摘するものがあります。

3. その後の展開

(1) 無視をする裁判例があること

規則 10b5-1 が制定されましたけれども、これを完全に無視する裁判例もあります。例えば、第 8 巡回区控訴裁判所の Anderson 判決 (United States v. Anderson, 533 F. 3d 623 (8th Cir. Minn. 2008)) は、利用基準を採用してしまっていて、この裁判例においては、規則 10b5-1 には全く言及されていません。

このような裁判例がある背景には、詐欺の要素を必ずしも要求しないような解釈、つまり、保有基準を前提に SEC が規則を定めたとしても、それは取引所法 10 条 (b) 項で与えられた SEC の規則制定権限を逸脱するという考えがあるのではないかと

といった指摘がなされています。

(2) 10b5-1 計画（知る前計画）の使用例

内部者は、規則 10b5-1 を使った計画を非常によく使っているという話でして、自社の株式を売買する際に、規則 10b5-1 の適用除外規定に従っているケースが多いと言われています。このような売買に際して用いられる規則 10b5-1 に従った計画のことを、以下「10b5-1 計画」ということにしますが、この 10b5-1 計画を利用する実務は広く普及しているようでして、毎年何百億ドルという単位で取引が行われているそうです。

そして、10b5-1 計画は、株式の売却の際に用いられることがデータ上は圧倒的に多い。購入ではなくて売却だということです。その背景事情としては、米国の場合、役員報酬に占めるエクイティ報酬の割合が高く、役員が自社の株式を多く保有しており、それを現金化するために市場で売却したいというニーズが強くて、10b5-1 計画はまさにそのようなニーズを満たすものとしてよく活用されているのだという説明がよくされています。

10b5-1 計画としてよく使用されているものには 2 類型がありまして、第 1 の類型が、ブローカーに売却の日程や量について裁量を与えるというタイプのものです (Rule 10b5-1 (c) (1) (i) (B) (3))。この場合は、内部者は、委託したブローカーがいつ売却するのか、そのタイミングを知らないことになりますから、濫用のおそれは小さいということになります。

第 2 の類型は、ブローカーに対してそのような裁量を与えないというものです。この場合には、次のような形で濫用のおそれがあるのではないかとすることがかなり盛んに議論されています。

(3) 10b5-1 計画の濫用

10b5-1 計画に基づいて取引を行った内部者たちは、ある研究によれば、統計的に有意に高い収益率を上げているということです。ですから、本条は結局、インサイダー取引を抑止する機能として

は不十分であるという問題が提起されています。内部者がこの 10b5-1 計画を使ってもうけているのではないかという話です。この問題は、ウォール・ストリート・ジャーナルでも報道されたり、あるいはその記事が特集されたりして、社会的にも有名になっているようです。

規制の穴として指摘されていることが幾つかあります。第 1 に、10b5-1 計画がそもそもあるということ自体、あるいはその存在は開示していても、その内容については開示していないということがありまして、計画や内容について開示する義務がそもそも法律上課されていないということです。

第 2 に、計画をいつでも中止することができること。これは例えば、株価が上昇することを事後的に知った、しかし計画に従った売却はこれからであるというときに、その計画に従った売却を中止することができるということになります。中止することができますと、要するに株価はこれから上がるというわけですから、安い価格で売のを防ぐことが結果的にできてしまうということになります。そのようなことが果たして違反にならないのかというと、これは SEC の Q&A にも出てきますけれども、売買が中止されてしまうと、売買は行われていないことになるから、インサイダー取引にはおよそ当たらないということになっています。

第 3 に、未公表の重要情報を保有する直前につくった計画でも規則 10b5-1 で保護されるということ、第 4 に、計画をつくっていても、計画外で取引をすることもできてしまう、といったことが指摘されています。

さらに、ほかの問題点としては、内部者は、会社のニュースを発表するタイミングをコントロールできますから、10b5-1 計画による売却の前に、会社のよいニュースを発表して株価が上がる、会社の悪い情報は自分が売った後に発表するというようなインセンティブを持つし、そのようにニュースの発表のタイミングをコントロールすることについては、売却のタイミングを変更した

わけではないので、規則 10b5-1 には違反しない、ということが指摘されているところです。

(4) 10b5-1 計画の自発的な開示

開示の義務はないわけですが、実は自発的に開示するケースも少なからずありまして、10b5-1 計画の開示というのは、現状では任意に行われることがあります。その開示の程度については 2 つのタイプがありまして、それを示したのが資料 3 と資料 4 です。

まず、資料 3 のタイプですが、中身は紹介しませんが、大まかに何が書いてあるかといいますと、10b5-1 計画を採用したという事実のみを開示するものということになります。これに対して資料 4 においては、その事実に加えて、表があることから明らかなとおり、取引の予定日、売買の数量、計画の期間、そして指値の場合にはその価格をも開示するものがあるということになっています。

この計画を調べた研究によりますと (Henderson, Jagolinzer and Muller (2015))、これらの開示された 10b5-1 計画に従った取引の直後に株価が下落する傾向があり、内部者がその下落直前の高値で売り抜けて利益を得ているものが相当数含まれているのではないかと指摘がなされています。また、開示されていないけれども 10b5-1 計画に従っているのではないかとこの研究者たちが推測している取引等についても調べていまして、その取引の直後には株価が下落する傾向はないということです。そうだとしますと、同じ 10b5-1 計画に従っている売買であっても、開示するものと開示しないものがある、開示するものはどうも何か怪しげであるということです。そうだとすると、株価下落のニュースを知っている内部者が合法的に利益を上げるために 10b5-1 計画を活用し、しかも 10b5-1 計画をあえて開示することによって別のメリットを受けている。つまり、その後の不実開示に基づく損害賠償の訴訟リスクを減らす目的で自発的に開示されているケースがあるのではな

いかと、この研究論文では主張されています。

ここで、今申し上げた訴訟リスクの話ですけれども、投資者による私的訴訟において、不実開示についてサイエンターがあったことを立証する必要があるわけですが、そのときに、内部者によるインサイダー取引が行われたのだという事実を不実開示のサイエンターの状況証拠として提出されることが多いという事情があります。

例えば、2003年の例（*Wietschner v. Monterey Pasta Co.*、294 F. Supp. 2d 1102 (N.D. Cal. 2003)）を出しますと、不実開示の損害賠償訴訟において、原告が被告のサイエンターの証拠として、被告が株式を売却したのがポジティブなニュースを開示した後で、楽観的な見通しを引き下げる公表の前だったということを主張しました。ですから、これは自分たちが金もうけをするために何か悪いことをしたのではないかという主張ですけれども、それに対して裁判所は、その株式の売却は10b5-1計画に従ったものであり、事前に計画されていて疑わしいものではないと述べて、原告の主張を退けました。

このように、不実開示に関する損害賠償請求訴訟において、発行会社の役員が行った取引が10b5-1計画に従っていれば、その取引はサイエンターを強く推認させる事実には該当しないという形で、特に訴状却下の段階で既の開示されている公知の事実であるという形で援用してきて、被告の反証活動に広く活用されているのではないかなというように指摘されています。

この10b5-1計画については、実はあまり判例はなく、むしろ不実開示のサイエンターの証拠として、被告は高値で売り抜けたのではないかという主張に対し、いや、10b5-1計画に従っているから問題なしという形で裁判例に登場するということです。

（５）改正提案

したがって、このようなことは問題であると考ええる見解からは、学説によって提案されていると

いうレベルですけれども、改正提案が出されています。

SEC自体も10b5-1計画の悪用のおそれというのを大分前から認識していたようでありまして、2000年に規則10b5-1が制定されましたけれども、2002年の段階において、規則10b5-1の契約指示または計画の採用、修正、それから終了を開示事項に含める開示義務を課すべきだという提案をしていました。

ただし、この提案は実現しなかったということでありまして、その後特に再提案等の動きもありません。したがって、法律あるいは規則には、その後一切動きがないということになります。

学説等で提案されているルールの改善案は次のようなもので、先ほど述べた規制の穴を埋めるというようなタイプのものです。第1に、10b5-1計画の適用除外を廃止する。第2に、10b5-1計画を開示させる。第3に、10b5-1計画の導入と取引の間に時間的間隔をあけさせる。これは、例えば内部者が実際に売却の注文を出すという直前に10b5-1計画を導入して、あたかも10b5-1計画に従った売却であるという偽装をすることが、現状ではやりやすいのではないかな、もちろん、情報を知った後につくった計画であれば、それは違法なわけですけれども、その違法か合法かという区別が客観的にはつきにくいということから、時間的間隔をあけさせたほうがよいのではないかなという提案です。第4に、計画の頻繁な修正や中止を防止するといったことも提案されています。

第4の点については、例えば10b5-1計画の中止については、未公表の重要情報を知らない状態になるまでは認めない。つまり、未公表の重要情報を知っているときには10b5-1計画の中止はできない、禁止すべきだという提案もなされています。

本日の話から逸れますけれども、EUの2014年の市場濫用指令や市場濫用規則の定義においては、このようなことは禁止することとして、この提案のような形のものが採用されています。

ただ、このような提案に対しては、慎重な意見

もありまして、例えば開示に関して言えば、10b5-1 計画の開示自体は市場にとって有益な情報ではないから、開示義務を課するのはいかなるものか、といったことです。もしそれが有益な情報だとしますと、それは計画の作成時に内部者が未公表の重要情報を知っているということを前提とすることになってしまって、それは規則 10b5-1 違反の場合であると。また、内部者が株式を売却する内容の 10b5-1 計画が開示されてしまいますと、その会社にネガティブな情報があると市場が誤解して、市場の売りを招くおそれもあって、むしろ 10b5-1 計画の開示は誤解を招くおそれがある望ましくないのではないかという見解もあります。

また、10b5-1 計画を中止することの制限については、エクイティ報酬の魅力を減らすことになって、会社や株主のコスト増につながるということも指摘されています。

4. 日本法（平成 27 年改正による取引規制府令）との比較

日本法との比較を簡単にさせていただきますけれども、平成 27 年改正後の話ということですが、日本法では、会社関係者がその立場のゆえに未公表の重要事実を知って有価証券等の売買等を行うことは禁止されていますから（金融商品取引法（以下「金商法」という）166 条 1 項）、保有基準に分類することができる点で、規則 10b5-1 と基本的には同じということになります。

また、日本法でも、知る前契約・計画が規制の対象外となるという包括的な規定が平成 27 年改正で導入されましたから（金商法 166 条 6 項 12 号・有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）59 条、金商法 167 条 5 項 14 号・取引規制府令 63 条）、保有基準を基礎としつつ、情報を利用していないと言える類型をインサイダー取引規制の対象としないという点も、規則 10b5-1 と同様です。

資料 5 の 2 ページから 3 ページにかけて、平成 27 年改正後の取引規制府令 59 条の条文がありま

す。この 59 条 14 号においては、要件が 3 つ出てきまして、これは極めて規則 10b5-1 と似ています。第 1 の要件が、未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約や計画が存在し、それに従って売買等が執行されること（同号イ）。第 2 は、契約・計画が作成された日付を証明する措置を講じたこと（同号ロ）で、これは日本独自ということになります。第 3 は、裁量性の排除のために、売買等の具体的な内容（売買等の別、銘柄、期日、当該期日における売買等の総額または数）があらかじめ特定されている、あるいは定められた裁量の余地がない方式により決定されること（同号ハ）、ということになっています。

先ほど日本独自だと言いました第 2 の要件の日付に関する措置については、方法として次の 3 つの選択肢があります。（1）契約・計画の写しが第一種金融商品取引業者に提出され、その日付について業者による確認を受ける。（2）金融商品取引業者が契約を締結・計画を決定した場合には、その契約・計画に確定日付を付す。（3）契約・計画を 166 条 4 項の措置に準じて公衆の縦覧に供する。

これを規則 10b5-1 と比較すると、第 1 と第 3 の要件は規則 10b5-1 と同様であり、第 2 の要件は、日本法がより厳格なものになっていると言えます。

ただ、米国法で指摘されていた問題点に関しては、日本法でも同じような穴があいているというふうには言えるかもしれません。すなわち、第 1 に、契約・計画の公表義務が課されていない。日付の確定の措置として任意に公表することができても、公表が義務付けられているわけではないことに変わりはありません。

第 2 に、計画を中止しても違法ではないという前提でルールがつけられています。脱法的な行為については、14 号ハの「裁量の余地がない方式により決定されること」に該当しないとすることで対処することを前提としているようです。このような脱法行為を許さないとする解釈方針は、規則 10b5-1 でも同様ということになります。

第3に、契約・計画の作成日から取引日までの間隔といったものは要件となっていないから、その間隔を短期間とすることも可能です。

したがって、知る前契約・計画の規律は、規則 10b5-1 と同様の状況にあると言うことができまして、将来、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の事態が起きる可能性はあると思われます。

なお、日本法では日付の操作ができないようにする措置が要求されてはいますけれども、例えば知る前計画が公表されていても取引を中止できることには変わりはないわけですから、米国の状況と大きく異ならないように思われます。これについては、これから話すので、今後の展開を注視していく必要があるということで、規則 10b5-1 については以上ということになります。

Ⅲ. 米国 SEC 規則 10b5-2

1. 制定の背景

米国 SEC 規則 10b5-2 (以下「規則 10b5-2」という) も同じく 2000 年に制定されたものです。これは不正流用理論の話が発展してきたというところで、それでは信頼義務はいかなる場合に生じるのかということ、例えば夫婦間でも信頼義務が生じるのかということが問題となって、この点を明確にするために規則 10b5-2 が制定されたということです。

2. ルールの内容

(1) 信頼義務が認められる 3 類型

この規則 10b5-2 においては、少なくとも次の 3 つの場合には信頼義務があると規定しています。第 1 が、ある者が情報の機密性を維持することに合意した場合。第 2 が、未公表の重要情報を伝達する者と伝達を受けた者との間に機密を共有するという来歴、行動様式または慣行を有しているために、情報の受領者が、情報の伝達者が情報の受領者にその機密を維持するだろうと期待している

ことを知っているか、合理的に知るべきである場合。第 3 に、ある者が、その配偶者・親・子ども・兄弟から未公表の重要情報を受け取るまたは取得する場合、ということになります。

ただし、機密を共有し維持するという当事者の来歴、行動様式または慣行がなく、かつ情報の機密性を維持するという合意・理解がないことを理由に、その情報源である者がその情報の伝達を受けた者に対して情報の機密性を維持することを期待しているということを、その情報の伝達を受けた者が知らず、また合理的に知るべきだったとは言えないことを立証することによって、その情報について信頼義務がなかったことを証明する場合はこの限りではないということです。

(2) 学説からの批判

規則 10b5-2 については、SEC が判例法理よりもインサイダー取引規制の範囲を拡張しているのではないかという疑問が提起されています。第 1 に、判例においては、信認・信頼義務を証明するためには、信認「および」秘密にする関係 (a relationship of trust and confidence) を要件としていたのに対して、規則 10b5-2 では信頼「または」秘密にする関係を要件としているからであるということが指摘されています。

より重要なのはこの次でして、規則 10b5-2 においては、守秘義務契約を締結していれば、不正流用理論の適用を受ける——先ほどの類型で言えば第 1 の類型ですが——ということになりますから、そのような契約当事者の関係は信認関係とは異なっていて、従来、信認義務を発生させるようなものではないと学説では考えられている、といった批判がなされているところです。

3. その後の判例

このような学説の批判はありますけれども、拡張的な形で十分に適用されてきているという話です。

(1) 機密の共有の来歴

まず、何について秘密にするかということです。が、事業に関係しないような個人的な情報について秘密にするという来歴、行動様式または慣行があるということで、その当事者間には信頼義務が発生するのだということを明らかにした裁判例があります。

事案は、アルコールクス・アノニマスの会合で友人になった者同士の会話として、自社の売却の業務のプレッシャーで飲酒の衝動に駆られたという話を聞き、当該会社の株式を売買した友人にインサイダー取引が成立するのかが争点となったというものです（United States v. McGee, 763 F.3d 304, 317 (3d Cir. Pa. 2014)）。これについて、第3巡回区控訴裁判所は、酒に溺れないようにするためのさまざまな個人的な情報をやりとりして、それを秘密として保持する来歴、行動様式または慣行があるから、規則 10b5-2 の信頼義務が発生するとしました。

（２）規制範囲の拡張傾向

規則 10b5-2 について、この規則が果たして有効なのかという疑問の余地が指摘されています。1991 年に出了 Chestman 判決（United States v. Chestman, 947 F.2d 551 (2d Cir. N.Y. 1991)）においては、不正流用理論で問題となる信頼関係（relationship of trust and confidence）は、信認関係（fiduciary relationship）と類似してはならず、信認関係と機能的に同等なもの（functional equivalent）でなければならぬとしていました。ところが、規則 10b5-2 では、秘密にすることの合意があれば信頼関係があるとしていますから、Chestman 判決の議論よりも広い概念として信頼関係が位置付けられてしまっているからです。ただ、2010 年の連邦地裁のものですけれども、規則 10b5-2 は合憲であるとする裁判例もあります（U.S. v. Corbin, 729 F. Supp. 2d 607, 619 (S.D.N.Y. 2010)）。

最近のケースで規制範囲の拡張傾向を示すものとして、例えば、会社がいわゆる PIPE（Private

Investment in Public Equity）による私募をするから、ある株主に引き受けてほしいと、会社のほうからその私募のことを告げたところ、その株主はその資金調達によって株主の価値が希釈化すると考えて、会社に対しては「釘づけにされてしまった。株を売れない」と言いつつも、結局は株を売り抜けて、その後会社が資金調達について公表すると株価は下落したという事例について、その株主による売却がインサイダー取引規制の対象となった裁判例があります（SEC v. Cuban, 634 F. Supp. 2d 713 (N.D. Tex. 2009)）。

この裁判例に対しては、被告は情報を自ら探していたわけではなくて、むしろ会社から情報を通知されてしまったにすぎない、そういう事案であるにもかかわらず、インサイダー取引規制の対象としていることについて、学説では、規則 10b-5 の拡張であるというふうな形で批判する見解もあるということです。

また、ほかの例として、ハッキングによる情報の入手をした者についてもインサイダー取引に該当するとした裁判例があります。つまり、信認義務違反がなくても、取引所法 10 条(b)項違反のインサイダー取引に該当するとした Dorozhko 判決（SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42 (2d Cir. N.Y. 2009)）があります。会社の IR 担当者のパソコンをハッキングして未公表の重要情報を入手し、その情報に基づいて取引を行った者がインサイダー取引規制に違反したと言えるかということが問題となった事件です。ハッカーと被害者との間に信頼義務はもちろんないわけですがけれども、第2巡回区控訴裁判所はインサイダー取引に信認義務違反は必須の要件ではないとして、ハッカーにもインサイダー取引規制違反の成立の余地があると判示しました。

もっとも、この点については、ほかの巡回区控訴裁判所では結論が逆になるものもありまして、情報を盗んだというだけでは不十分であり、信認義務違反がやはりインサイダー取引規制違反の要件であるとするものもありまして、控訴審のレベ

ルでは巡回区ごとで判断が分かれているという状況になっています。

4. 小括

規則 10b5-2 は、米国の不正流用理論の範囲を明確化するためのものですが、実質的には拡張化しているものとも評価できるかと思います。これから何を学ぶかということですが、日本法でいえば、規制の対象者の範囲を画する会社関係者の定義の範囲といったものに関係してくることになると思います。日本法の規制の範囲が狭すぎないかという問題意識から、米国における規制の範囲を知るという意味では、規則 10b5-2 は興味深い素材を提供しているかと思いますが、それを超えて、信託義務の拡張ではないかといった規則 10b5-2 に内在的な議論から日本法が学ぶところはあるかという、特にないのではないかとと思われるところです。

IV. Regulation FD

1. 制定の背景

これについては、既に昨年森田先生のご報告もありましたので、若干重なるところがありますが、ご容赦いただきたいと思います。

米国においては、アナリストなどの一部の者に対してのみ、発行者が未公表の重要情報を開示する選択的開示が多かったと言われていました。SEC は、選択的開示の実務によって市場の高潔性に対する投資家の信頼を失うので、これは問題であると考えていました。けれども、Dirks 判決の法理のもとでは、情報伝達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な利益を得たことが必要とされるところ、会社の役員がアナリストに対して会社の利益のために情報を伝達したのだということになりますと、個人的な利益を得たことの要件を満たさないと、違法ではなく、したがって、情報受領者もその情報に基づいて自由に取引できてしまうということが言われていました。

ただ、SEC は、Regulation FD を制定する前の時点においても、情報伝達によって内部者がアナリストからの評判を高めることも個人的な利益に該当すると考えていたようですから、Regulation FD をそもそも制定する必要性があったのかということについて疑問視する学説も一部あります。

2. ルールの内容

発行者または発行者を代表する者（発行者の上級職員〔取締役、執行役員、IR 担当職員など〕またはブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の他の職員、従業員、もしくは発行者の代理人）が意図的に未公表の重要情報を発行者の外部の一定の者に対して開示する場合には、同時に（simultaneously）その情報を公衆に対して開示しなければならない。発行者が、意図的ではなく、未公表の重要情報を一定の者に対して開示してしまった場合には、遅滞なく（promptly）その情報を公衆に対して開示しなければならない、というのがルールの内容です。

公衆に対する開示の方法は2つありまして、1つは、Form 8-K を SEC に提出することです。もう1つは、幅広く、排他的ではない形で公衆に対して情報が伝達されるように合理的に設計された開示の方法です。典型例はプレスリリースということになります。また、2008 年以降においては、発行者の会社のウェブサイトにおける開示でも、これに該当すると解されています。

会社のウェブサイトへの情報の掲示が公衆への情報開示に該当すると認定されるための判断基準は、①会社のウェブサイトが配信チャンネルとして認識されているかどうか、②ウェブサイトへの掲載によってその情報が証券市場一般に対して利用可能となったかどうか、③掲載された情報に対して投資家と市場が反応する合理的な待機期間があったかどうか、ということです。

ごく最近の事例として、Facebook などのソーシャルメディアへの書き込みによる発信が、特定の会員しかアクセスできないものであるというよう

なロジックで、これが実は選択的開示になるのではないかと SEC が摘発しようとした事案がありまして、それをめぐってレジュメの注 53 のようなルールの解釈が最終的に示されたということですが、最近では、ソーシャルメディアへの書き込みによる発信も、その情報へのアクセスが限定されていないといった条件を満たしていれば、公衆への開示になると解されています。

意図的ではない開示がされた場合の「遅滞なく」の意義についても定義がありまして、上級職員が、発行者または発行者を代表する者（上級職員、オフィサー、従業員、またはブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の代理人）によって意図的ではない情報開示が行われたことを知ってから、合理的に実現可能な限りで早く（ただし、24 時間またはニューヨーク証券取引所の次の取引日の取引開始時刻より遅れてはならない）という意味であるとされています。

適用の対象外となる類型としては、次の 3 つが定められています。第 1 に、弁護士、投資銀行、会計士など、発行者に対して信頼または秘密の義務（信頼義務）を負う者に対する情報開示。第 2 に、開示された情報を機密にすることに明示的に合意した者に対する情報開示。第 3 に、証券法に従って登録して行われる証券の募集に関して行われる連絡など。

Regulation FD に違反した発行者に対して、SEC は、排除命令を出すことでエンフォースメントを実行しているわけです。ただし、その件数は少ないと言われています。また、Regulation FD に違反しても、規則 10b-5 違反には該当しないし、Form S-3 などを利用する資格についても特に影響はないということですから、エンフォースメントはあまりなされていないという印象を持ちます。

Regulation FD は、分類としては、インサイダー取引規制違反にならないような行為について規制する情報開示規制に属するわけですが、機能としては、情報開示によってインサイダー取引を防止する予防的な規定と言えます。

また、インサイダー取引の理論としては、情報の平等アクセス論に近い考え方、すなわちアナリストと一般投資家との間の平等を追求しようとする考え方でありまして、インサイダー取引規制の不正流用理論とは区別できるような考えに基づくルールであると言えると思われます。すなわち、例えば内部者がアナリストに対して未公表の重要情報を選択的に開示し、それによって個人的な利益を得るとともに、アナリストがその情報に基づいて取引を行って利益を得た場合、これは明らかに内部者も情報伝達によるインサイダー取引規制違反となります。この場合には、インサイダー取引が行われると市場の公正性に対する投資家の信頼が傷つけられるというふうに評価することになります。

ところが、もしもアナリストが、この情報が公表されるまで一切取引を行わなかったということになりますと、これはインサイダー取引規制違反にはもちろん当たらないわけですが、Regulation FD の禁止する選択的開示に該当しますから、これは違法だということになります。この場合には、インサイダー取引によって市場の公正性に対する投資家の信頼を傷つけたとは言えないけれども、やはり内部者は違法行為をしたことになります。ですから、インサイダー取引規制と Regulation FD とでは、規制の範囲についての考え方が異なっていると言えるように思われます。

エンフォースメントがあまりないので、「判例」というタイトルがミスリーディングで誤解を招く表示で非常に申しわけないのですが、そうした事情もありますので、本日の報告としては、実証研究を参照するという形で米国の現状を描きたいと思います。

3. 副作用と過小規制のおそれ

Regulation FD が制定されたことによってどのような影響があったかということです。

まず、副作用があったのではないかという話がありまして、そもそも市場に流れる情報の正確性

もあわせて落ちてしまったのではないかと、つまり、選択的開示がなされなくなったことで市場の高潔性は保たれたのかもしれないけれども、情報の正確性は落ちたのではないかということを示唆する研究が幾つかあります。

第1に、Regulation FD の制定前後で比較すると、アナリストの利益予想の正確性が悪化したことを報告する研究があります。

第2に、従来は存在していたアナリストの利益予想と株式の推薦が市場に与えるインパクトが小さくなったとか、株式市場がアナリストの情報をあまり評価しなくなったということを示唆するものもあります。

第3に、セルサイドのアナリストレポートの情報の正確性が落ちたことを報告する研究もあります。

第4に、将来の収益に関するアナリストの間の予測の不一致や乖離が大きくなった、正確性が落ちたということを示唆する研究もあります。

第5に、アナリストが小規模の会社をカバレッジから外すようになってしまって、投資家が小規模な会社に対してはより大きなプレミアムを求めようになったために、小規模な会社の資本コストが上昇してしまったことを示唆する研究もあります。

それぞれ個別に細かく見ていったら、どこまで信用できるかという問題を検証する必要はありますが、仮にこれを額面どおり受け取るとしますと、Regulation FD によってアナリストがインサイダー取引を行って利益を上げることや、アナリストが未公表の重要情報に基づくアナリストレポートを投資家に販売することで利益を上げるといったことは禁止された、あるいは困難になったということが言えるわけですが、それに伴って、市場に流れる情報までもが減ってしまったのだということになりますと、市場の効率性（市場価格がファンダメンタル・バリューを反映するように形成されるという意味での効率性）が害されたおそれがあるということを示唆しているように思わ

れます。

もちろん、裏返しとして、そうは言っても、これを禁止したことによって、アナリストだけが何か利益を得ているような形で市場の信頼性を失うということは防げているわけです。ただ、そちらについてはデータ化されていないため、直ちに何か悪いことが起きたかどうかを評価することは困難です。とにかく、少なくとも情報の効率性に関しては、やや状況が悪化した傾向を示す先行研究が多いように思われます。

Regulation FD は本当に実効性があるのかということに関して、Regulation FD が制定された2000年以降においても、特定の投資家と会社の経営者が面談することはもちろんあるわけですし、そのことにつき、匿名を条件に開示されたのだと思うのですが、誰と誰が会ったかというデータが開示されて、それをもとにその面談した投資家の取引のリターンを分析したという研究があります。それによりますと、その面談で得た情報をもとに取引が行われ、投資家は高い収益を上げているようだということで、Regulation FD は選択的開示によるインサイダー取引規制を防止しようとしていたはずですが、十分にその目的が達成できていないのではないかとということを示唆する研究もあります。

4. 情報伝達者・情報受領者

情報伝達者・情報受領者によるインサイダー取引規制について、その後の動きを若干フォローさせていただきたいと思います。

まず、規制の範囲が広がるような解釈を示したものとして、Evans 判決 (United States v. Evans, 4862 F.3d 315 (7th Cir. 2007)) があります。伝統的な判例理論においては、情報受領者にインサイダー取引規制違反が生じる根拠は、情報伝達者である内部者が会社や株主に対して負っている信託義務の派生的な義務に情報受領者が違反したからであるとされていました。ところが、Evans 判決において、第7巡回区控訴裁判所は、情報伝

達者が無罪とされ、情報伝達者が情報を伝達することが不適切であることを知らなかった事案において、情報受領者に情報伝達者と友人関係があって、情報受領者がその情報伝達が義務違反に該当し不適切であることを知っていれば、情報受領者にインサイダー取引規制違反が成立するとしています。ですから、その意味では規制範囲を拡大する方向に働いているというわけです。

また、この際には、情報伝達者が個人的利益を受けるという要件について、そこでの個人的利益の概念はかなり広いものであるともされました。

これに対して、2014 年の Newman 判決 (United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)) において、第 2 巡回区控訴裁判所は、単に友人関係があるというだけでは個人的な利益の要件を満たすことはできず、客観的で重大なやりとりを生み出し、金銭またはそれと同等の価値のあるものを意味するような、有意義で親しい個人的な関係の証明がなければならないということを述べました。したがって、どうも米国の判例法は、この要件をめぐる、今でも巡回区控訴裁判所ごとの争いがあるといえますか、態度が違うということのようです。

5. アナリストに関するルールの拡張傾向

これは選択的開示に関する話としてですが、アナリストに関するルールも規制強化といえますか、エンフォースメント強化の方向にあると思われます。

SEC は、アナリストに対して、インサイダー取引のエンフォースメントを拡大しています。例えば、アナリストまたはアナリストから伝達を受けた個人の利益を図る目的で、アナリストレポートが顧客に対して公表される前に、そのレポートの内容や存在を一部の個人に対してのみ開示したアナリストが、インサイダー取引規制違反に当たるというふうに SEC が主張した事案があります。これは、会社の内部情報でも公開買付情報でもなく、アナリストレポートというアナリストがつくった

ものが未公表の重要情報に当たるという点で、エンフォースメントを従来よりも拡張しているのではないかと思います。

また、2015 年 7 月 16 日には、FINRA の会員企業に対して、一部の顧客に対してのみアナリストレポートを選択的に開示することを禁止する FINRA Rule 2241(g) が認可されています。

さらに SEC は、バイサイドのアナリストレポート（つまり、セルサイドのアナリストレポートと違って、対象会社からの情報に基づくレポートではなく、アナリストが公表情報を集めることで作成したレポート）の公表前に、そのレポートの内容を知った者が、対象会社の株式のプットオプションを購入したということについて、そのアナリストレポートは、インサイダー取引規制の対象となる未公表の重要情報に該当するとししました。

6. 日本法との比較

日本法における情報伝達・取引推奨規制（金商法 167 条の 2）においては、目的要件があり、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、または他人の損失を回避させる目的で情報伝達・取引推奨することが禁止されます。このような目的要件による限定があるという点において、Regulation FD と比べれば規制の範囲は狭いと言えると思われます。

もっとも、もしも選択的開示という慣行が米国特有なものだとすれば、日本法が Regulation FD よりも狭い規制になっているとしても、インサイダー取引規制として何か問題があるとまでは言えないように思われます。

逆に、日本法の情報伝達・取引推奨規制のせいで IR 活動が妨げられているとすれば、また問題になってくるわけですが、これについては、企業がこの規制を隠れ蓑にして、例えば投資家とのコンタクトを避けるようなことがあるのであれば、まさにそのような弊害があるというふうに評価することができるよう思われます。

ただ、いずれにしましても、米国法と比較して

日本法をどう評価するかということに当たっては、情報伝達・取引推奨規制によって、前述のような意味での投資家との対話や IR 活動が減少したのか、あるいは先ほどの実証研究にあったような形で、経営者と個別に面談することができるようなアナリスト等の特定の者が有意に高い収益を上げているといった事実があるか、あるいはアナリストレポート等が市場において果たす役割や信頼性に変化があったかといったことを解明しない限りは、評価することは困難であるように思われます。これについては、改正が行われたばかりですから、今後の実務の展開に注目していく必要があります、この点についての解明は今後の研究課題ということになります。

V. むすび

以上の検討から何が言えるかということですが、米国法全般について言えば、信認関係を基礎にインサイダー取引規制ができていますが、それで全てを理解することは難しくなっているのではないかと思います。米国の学説の中には、インサイダー取引規制の現状について、「信認関係」という言葉ではなくて、むしろ「不当に獲得した情報に基づく証券取引を禁止するもの」という表現をするものもあります。また、Regulation FD もあわせて考えますと、情報の平等理論に近づいているとすら言えるかもしれません。

いずれにしても、米国のインサイダー取引規制のコアとなる部分は、信認義務違反をもとにする開示義務違反の詐欺ということになるわけですが、その規制の外延を画する際には詐欺の要素が相当に薄れているように思われます。米国法から学ぶべき点は、実質犯としてのインサイダー取引規制という点というよりは、むしろもっとテクニカルな点、すなわち、知る前計画とその悪用の経験とか、あるいは Regulation FD と情報開示への影響といったような、個別の論点についての規制の変化から生じた現実への影響というの

が、社会実験的なものとして使えるのではないかなと思われるということです。

私からの報告は以上です。

~~~~~

## 【討 論】

○森田 どうもありがとうございました。非常に要領よく、米国のインサイダー取引規制に加えてそれに関する Regulation FD についても言及していただき、日本法との比較もしていただきました。こういう研究が必要だと思っていました私としては、大変うれしく思っております。

それでは、ご意見、ご質問をどうぞ。

## 【規制の根拠と、保有と利用の関係】

○船津 最後のところで、結局、インサイダー取引規制の趣旨がだんだんよくわからなくなってきたということだったと思うのですが、最初のところで、例えば規則 10b5-1 制定の背景として、保有か利用かということを書かれておられました。ここで保有か利用かで争われているというのは、どういう観点から、利用だとだめで、保有でないといけないのだというような議論がされているのでしょうか。例えば信認義務違反としての要件からすると保有でないとだめだといった、規制根拠論からそういう話が出てくるという話なのか。また、実効性の問題ということもおっしゃっていたのですけれども、その実効性といった場合、何を目的とした実効性なのかというあたりはどのように理解されて、こういう議論がされているのかということをお聞かせください。

○飯田 理論によって立場が全く異なるので、一言でうまく整理しづらいものですが、規制の目的というか、詐欺というか信認義務理論のようなものをベースに考えるのであれば、これは保有をもって捉まえないとおかしいのではないかなというのが学説からは出ていたところですから、そういう意味では論理的な関係はあるというふう

にはもちろん言えます。ですから、要するに、フィデューシャリーな立場に置く人間は、内部の自分だけ知っている情報があるのであれば、それはきちんと開示しなさいよということであるわけですから、すなわち保有していればそのような情報は開示すべきだということであり、したがって、保有基準につながるということになるかとは思いますが。

ただ、SEC 規則は、何か理論的な立場から一貫してつくったとはとても思えないような構造になっています。つまり、規則 10b5-1 で言えば、(b) 項のところでこういう基準だということを一般原則にしつつ、しかし(c)項の例外があるということになって、(c)項は明らかに情報を使っていないというふうに客観的に評価できるような場合を列挙しているわけですから、両方の考え方を取り入れたものになっているというわけです。ですから、信託義務理論や、あるいは平等アクセス理論といったような、米国のインサイダー取引規制の理論的な議論との直接的な論理連関はないのではないかと思います。

それでは、一体何なのかということが問題になるわけですが、これは恐らく、結局は市場に対する、日本で言われているような信頼性とか市場のインテグリティというものへの保護を図るためにどの範囲で規制すべきかというようなことが一応のよりどころにはなっているのだと思います。しかし、そのような抽象的な理念から、どの範囲で利用基準なのか、保有基準なのかというようなことに決着がつくようなものでももちろんないということでしょうから、その意味でも、理論的な根拠との論理的な関連性を指摘するのはやや難しいところはあると思われます。

SEC がなぜ 2000 年に規則 10b5-1 を制定したかといえば、1998 年に Adler 判決と Smith 判決という SEC の立場に反対するような判決があり、特に Adler 判決に、注のレベルのものなのでレジュメには引用していませんが、利用基準を使って何か問題があるのならば、SEC で規則制定権を行使し

てルールをつくれればいいではないかというようなことが書かれていまして、歴史的な順番から見れば、それを受けてこのルールがつくられたということのようにも見えますから、このようなやや折衷的な規則ができ上がったのかなというふうに思われます。

○船津      ありがとうございます。

#### 【規則 10b5-1】

○前田      確認ですけれども、SEC が規則 10b5-1 を制定した後は、Adler 判決のように、内部者が「私は息子のトラックを買うためにどちらにせよ株式を売却する予定であったのであって、情報を知ったことと無関係の売却である」ということを証明できるのであっても、もはや規制違反は逃れられない、つまり、10b5-1 計画に当たるように入念に取引を行っておかない限りは、違反になってしまうということですね。

○飯田      それは、規則 10b5-1 を適用するこの巡回区控訴裁判所であればそうなるということで、これを全く無視する、利用基準をいまだに使うと言っている巡回区控訴裁判所だと、おっしゃるような抗弁は成り立ち得るということになると思います。レジュメ 4 ページの 3 の (1) のところに出てきた Anderson 判決は、利用基準を採用していますから、要するに利用していないということを立証できれば、10b5-1 計画に従っていないかとしても、なお利用していないという抗弁は認められるのだと思います。ただ、そういう例は最近あまりないので、はっきりとしたことは言えませんが、論理的にはそう予想できるころだと思います。

○前田      規則 10b-5 自体は、一般的・抽象的な形の規定になっているのに比して、規則 10b5-1 は随分形式的・画一的な規定になっており、一方では Adler 判決のような悪性の乏しいようなもので規制対象に含んでしまうおそれがあり、他方では、ご報告にありましたように、10b5-1 計画に当たりさえすれば規制から逃れられるということで、

濫用のおそれも出てくるのだと思います。せっかく規則 10b-5 において一般的・抽象的な形で規制をしておきながら、このように形式的・画一的に枠をはめる規制のやり方を採用することについて、もし規則制定の過程で議論があったのであれば、ご教示いただければと思います。

○飯田 保有基準という形で広めに網をかぶせておいて、除外できるケースを細かく規定したというのが、おそらく SEC の立場だったと思うので、やはり SEC としては、広く網をかぶせておいて、違反に当たらないケースを限定しておきたいという発想が恐らくあったと思われます。また、そのような明確化の要望が会社サイドからも主張されたのではないかと思います。ちょっとその画一的であるということについての特段の議論は、すみませんが、調べていないのでよくわからないところです。

○前田 ありがとうございます。

○石田 Smith 判決にしても、それから Anderson 判決にしても、これらは刑事事件でした。刑事事件の場合は利用基準を採用しているのか、そういう棲み分けをしているのでしょうか。

○飯田 恐らくそうではないように思います。規則 10b5-1 は、まさにそのまま広く適用されると、例えば第 2 巡回区控訴裁判所だったらそう言うと思いますから、刑事事件だから、民事事件だからというようなことではないのではないかと思います。

#### 【エンフォースメント】

○岸田 私、最近のインサイダー取引規制についてよく知らないので、ご存じだったら教えてほしいのですが、この規則 10b5-1 や規則 10b5-2 は、2000 年に制定されてちょうど 15 年が経って、これが適用されない場合が増えていていると思います。その結果、インサイダー取引規制によって事件になったとか、訴訟になったとか、そういう件数は増えたのか、減ったのか、ご存じだったら教えてほしいと思います。

○飯田 統計的な数値はわかりません。ただ、最近の SEC の関心としては、この 10b5-1 計画がどうも悪用されているのではないかということで、かなりエンフォースを強化しようという動きは見られているところでして、その意味では、規則 10b5-1 の領域で従来とはやや違う形でのエンフォースがなされようとしているようです。

○岸田 ありがとうございます。

#### 【米国法と日本法との比較】

○森田 昔の規則 10b-5 は、あまりにも抽象的な規定で、日本でそれを使ってインサイダー取引規制を敷くのはとても無理だというようなことでした。それからすると、規則 10b5-1 や規則 10b5-2 を見たら、まねができそうな感じもしやし、罪刑法定主義にも反しないような気もしますね。

しかし、日本は、結局は規則 10b5-1 や規則 10b5-2 よりも徹底したルールをつくったと言えます。つまり、インサイダー取引規制の違法性の根拠はもう詐欺に求めない、証券市場の高潔性だけだ、というふうにした。そういう意味では、SEC の規則よりもはるかに徹底して罪刑法定主義に合うような、しかも高潔性を大事にするようなものをつくったわけです。

規制の効率性といいますか、美学についても日本のほうが勝っているのではないと思うぐらいなのです。ただ、詐欺ではないと。こうした論理で考えると、今あなたにご説明いただいたような、例えば日本で息子のために株を売るのだと考えた人は、日本法ではもう逃れられないのではないですか。

○飯田 基本的には逃れられないわけですが、例の平成 27 年にできた知る前計画でやっていたら、逃れられるようになったということで、その意味では、この平成 27 年の取引規制府令の改正はかなり重要なインパクトを持つようには思います。規則 10b5-1 のところではそうだということで、重要事実とは何かといった点については大き

な問題があるように思いますけれども、本日ご報告した規則 10b5-1 に絡んでは、日米の差はほとんどなくなったのかなと思います。

○森田 知る前計画という、この平成 27 年に施行されたものがどこまでどう使えるのかちょっとわからないのですけれども、あなたの感覚では、米国並みに大分使えると思いますか。

○飯田 そのように私は認識しています。

○森田 それならば、結局、インサイダー取引規制は米国法よりも日本法のほうがいい、ということになるのですかね。（笑）

○飯田 いや、いいとか悪いとかは……。 （笑）

○森田 取り締まり目的でしたら、こちらのほうがいいでしょうが、ただ、日本の刑罰も結構厳しくなっていますよね。

○龍田 それも問題でしょう。一つの基準だけで判断するのは難しいように思いますね。規制の根拠にしても、中核には詐欺の考え方があるのですが、それだけでは捉えられない不公平の問題といたしますか、こちらについては、別に詐欺的な意図がなくても情報の不公平が著しい場合には是正する必要がある、そちらの観点を排除してしまうわけにはいかないだろうと思います。

また、前から言っていることの繰り返しになりますが、日本法は刑事制裁に力点を置き過ぎています。刑罰法規だから明確性の要求が強く、たやすく拡張できない。自縄自縛に陥っているような気がします。これは最初にインサイダー取引規制を導入したときから問題だと思っていたところです。

#### 【日本法の適用除外規定】

○黒沼 日本法の話ですけれども、平成 27 年に取引規制府令で知る前契約・知る前計画の包括規定を入れたのですが、それ以外の金商法 166 条 6 項 12 号に基づく内閣府令の規定も残されています。包括規定一本でいくという話だと私は思っていたのですが、そうではなくて、今までの規定に加えて知る前契約・知る前計画となる一般的な基

準を定める規定を一つ置いたということだと思います。

そして、日本法でも、この規定に合致しないような場合に適用除外にならないかという点、少なくとも行政解釈では、金商法 166 条 6 項 12 号は、内閣府令で定める場合以外であっても、特別な事情に基づく売買等であることが明らかな場合には適用除外になると考えているのではないのでしょうか。

○飯田 そうだと思います。

○黒沼 金融庁の Q&A の中にも、例えばよい情報が公表される前に株を売却したように、情報を知ったことと売却とは明らかに無関係に投資決定がなされたような場合には、インサイダー取引に当たらないという説明をしています。それについては、飯田先生はどのようにお考えでしょうか。

○飯田 金商法 166 条 6 項 12 号の解釈は非常にややこしいことになっていて、わからないことだらけですけれども、金融庁の解釈で本当にやっていけるのであれば、それでいいのではないかと思います。

と申しますのも、日本の金商法のインサイダー取引規制というのは、結局、市場の公平性や信頼に対する抽象的な危険犯ですから、そのような抽象的危険すらおよそ惹起しない、全然危なくない類型については、刑法の解釈としても違反に当たらないというような解釈もできると思います。そういうものはこの金商法 166 条 6 項 12 号のところにまさにあらわれていると理論的には言えるかもしれないと思っていますから、金融庁のような解釈でもいいのではないかとこのように思っております。

#### 【10b5-1 計画・知る前計画】

○加藤 一点教えていただきたいのですが、5 ページでご紹介いただいた 10b5-1 計画の自発的な開示に関する実証研究の対象は、資料 3 のような開示なののでしょうか、それとも資料 4 のような開示なののでしょうか。どちらであるかによって、

実証研究の評価はかなり異なるような気がします。

あと、7ページのところで、日本法の問題点として、計画を中止しても違法ではないとされていることが挙げられているのですけれども、計画が中止される場合として、株価上昇につながる情報を知ってしまった内部者が、もっと後で売却しようと思って中止するといったことを念頭に置かれていると思います。しかし、インサイダー取引規制の本則では、内部情報を知って取引を差し控えるという場合は規制対象にはされていないわけですよ。にもかかわらず、そのような計画を中止するという行為、これは内部情報を知って取引を差し控えることだと思いますが、本則では禁止行為とされていない行為を脱法であると評価できるのかやや疑問がありますので、飯田先生のお考えを伺えればと思います。

よろしくお願いします。

○飯田 第1点につきましては、資料3のような簡易な開示の場合だけでみても、資料4のような詳細な開示の場合だけでみても、いずれの場合も売却後に株価が下がるという傾向があると報告されています。

第2点ですけれども、脱法的ではないという見方もできなくはないと思います。しかし、中止と同じこととして、そのタイミングで売って、また直ちに同じ量を買うということをすれば、内部情報を利用したというふうに言えるわけですし、そこで売却を中止するというのは、いわば投資判断、投資意思決定をしているわけですから、それはインサイダー取引の脱法的な形で行われているという評価は十分にできるのではないかと思います。

○加藤 ありがとうございます。私も、悪質な行為であると思うのですが、飯田先生のお立場は、もし可能であれば、インサイダー情報を得て取引を差し控えるという行為も何らかの形で規制したほうが良いということでしょうか。

○飯田 知る前計画と関係なく、一般的にということですか。

○加藤 関係なく、ということです。

○飯田 まあ、そうですね。ですから、それが不可罰だと考えているのであれば、先ほどの例も脱法ではないと考えないと、論理一貫しないというのはご指摘のとおりだと思います。しかし、そうは言っても、知る前計画の濫用であることには変わらないのかなというような印象があります。

○加藤 規則 10b-5 の要件では、in connection with の範囲の問題だと思うのですけれども、in connection with は取引をしないと満たされませんよね。

○飯田 in connection with については、明らかに売買しないと該当せず、米国では、あるいは日本でもそうかもしれませんが、中止した場合はこれに当たらないわけですから、ルール上は問題ないこととなっています。SEC と日本の金融庁の両方とも同じ解釈を示していますので、それについてはぶれがないように思われます。

○黒沼 一点確認をよろしいですか。

今の論点で、濫用的な行為として想定されているのは、複数本の計画を立てておいて、そのうち都合のいいものだけそのまま実行し、都合の悪いものを中止する、そういう形の脱法なのですね。だから、1本だけ計画を立てて中止したというのとは少し違うので、中止しないで行われたものがインサイダー取引になると考えればいい話かなと思うのですけれど。

○飯田 今、黒沼先生がおっしゃったような例はまさに典型的な濫用例だと思うのです。けれども、恐らく私と加藤先生との間の議論は、そういうほかの複数本の計画はなくて、1本の計画であっても濫用的ではないかというふうに私が申し上げていて、それはおかしいのではないかというご批判を受けているのだと思います。そこは評価が分かれるというか、現行法ではやはり濫用とか脱法というのにはなかなか当たらないという解釈にはなってくるのだろうと思いますから、それを濫用的であると言うのであれば、法律の、米国で言えば in connection with とか、日本で言えば、売買等の概念を立法によって変更しない限りは、脱

法的であるとか濫用的であるという評価はすべきでないというのが、現行法の解釈になるのだろうと思います。

○船津　今の点に関してですけれども、ヨーロッパの場合だと、たしか禁止されている行為というのは、内部情報の「利用」なのですね。利用といっても1ページに書かれている「保有か利用か」という文脈とはまた意味が少し違うのだとは思いますが、利用を禁止したうえで、その利用の一つのあらわれが取引とされていて、かつ、たしか欧州裁判所の裁判例で、取引をした場合には利用したことについての推定が働くという形がとられているので、したがって、飯田先生のお考えはどちらかといえばそちらに近いのかなと。むしろ利用すること自体が問題で、それが投資判断でやめる場合であってもそうだし、取引した場合はもちろんそうだという考え方のだろうなど。だから、インサイダー「取引」規制として考えるのか、内部情報の「利用」規制と考えるのかによって評価がかなり違ってくる話なのかなという気がしました。

○松尾　たしかEUは、注文を出しておいて内部情報を知ってからキャンセルしても、規制の対象にしているのですね。だから、それはおっしゃるとおりかなという気がします。

#### 【Regulation FD】

○松尾　Regulation FDの実証研究について、アナリストの情報の正確性が落ちたということですが、その原因としては、未公表の重要情報に当たるものがもらえなくなったから落ちたということなのか、それとも、開示する側に萎縮効果のようなものが働いて、本来出してもいい情報まで出せなくなったから情報の正確性が落ちたのか、どちらと考えるかによって、次の対応が変わってくるように思うのです。この実証研究をやっている人たちの動機というか問題意識としてはどうなのでしょう。重要情報に当たるものそのものがもらえなくなったことが問題と考えるのか、それとも

萎縮効果のようなものが生じていると考えているのか、どうなのでしょう。

○飯田　実証研究一般の問題ですけれども、平均値を出しているにすぎず、一般的にアナリストの利益の分散が大きくなったというような研究ですから、昔は直ちに重要情報をもらっていたのにももらえなくなったとか、インサイダー情報をももらえなくなったから話を聞きに行かなくなったといったことを、示唆はしますけれども、証明はされていないことだろうと思います。

ただ、よくストーリーとして語られているのは、まず、企業側があまり積極的にアナリストと接触しただけでなくなったというようなこと、だから萎縮効果みたいな話があり、したがって情報をとるコストが上がってしまったので、レジюмеでいうと第5の研究にあるように、小規模の会社というのがカバレッジから外されていくというようなことです。その背景には、大規模な会社の情報をとるのに、あるいは調べるのにより時間がかかるようになったから、よりペイするほうに集中するようになったということがあるようです。それが正当な情報なのか、違法な情報なのか、その区別は全く為されないまま行われている研究ですけれども、全体としては、合法、違法を含めてアナリストにあまり情報が流れなくなったことを示唆するものだろうと思います。

○北村　Regulation FDのルールの内容のところですが、同時にあるいは遅滞なく開示しなければならない者の中に、ブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の職員のように、株主と定期的に会うような人たちが含まれています。先ほどの議論では、このルールの主な趣旨はアナリスト対策ということでしたが、ルールの内容からすると、取締役等と対話することの多い大株主への情報開示の規制が趣旨のようにも思えます。この点はいかがでしょうか。

○飯田　もともとはアナリスト対策だったのではないかと思います。ただ、最近の例で言うと、ヘッジファンドがこれで情報をもって選択的開示

を受けているのではないかといった話もありますから、そういう意味では、規制の当時とまた問題状況が変わってきていると思います。

○北村 1年前に森田先生が報告されたときに、コーポレートガバナンス・コードの第5章で、株主との対話が重視されるけれども、大株主との対話において選択的開示の弊害が出るのではないかという議論がありました。それを少し思い出しました。

○森田 要するに、インサイダー取引を規制するのだというイメージの話については、私もそれほど反対はしていません。それでいいと思うのですね。ただ、米国の Dirks 判決の位置付けをどのように考えるかですよね。Dirks 判決は、大分昔に勉強しましたから、うろ覚えですけども、何か不正をしていた会社について、元役員がアナリストにそのことを話したと。それを聞いたアナリストは、公表はしなかったけれども、自分の顧客に対しては、危ない会社だからというような感じで推奨した。それが有罪になるかという話で、有罪にならなかったのですね。そのときに、その元内部者の人は、会社がこのようなことをやっておかしいと思うから、それを是正してほしいと思うし、それをマーケットに伝えたいということで、アナリストはそれを伝えたのだと。ですから、そういうものを合法と考えて、インサイダー取引には当たらないということをはっきりさせたいということですね。

それが、本日ご報告にあったように、信認義務違反にもなっていないと。信認義務違反というときには、その元内部者が漏らすことによってお金をもらうとか、ティッパーがティッピーに渡すときに、ティッピーのほうはそれを知っているという要件がないといけないというのは、Newman 判決でしたでしょうか、最近そういうことがまた言われているのですけれども、要するに私は、インサイダー取引規制が余りにも美しく論理的に厳しいものですから、企業の情報開示の活動がちょっと萎縮してしまって、結果的に証券市場にとっては

マイナスになるのではないかということを懸念して、1年前に報告させてもらったのですね。ですから、それを非常にクリアな頭で冷静に報告していただきまして、感謝しております。

Newman 判決は、まさにアナリストたちが情報を機関投資家にも教えるわけですね。そして利益を得たというようなことについてどう考えるかということで、おかしいと言えばおかしいのでしょうか、そこに微妙な問題がありますよねということを去年報告したので、本日の報告ではその解決策も出てくるかなと思いましたけれども、ちょっと難しいという感じですかね。

ですから、日本法としては、証券市場の誠実性を担保するのだということは非常によくわかりますけれども、他方、利益を目的とせずに企業の人たちが開示した場合は、信認義務違反では捕まらなはずがないのですよ、という明確な要素が日本には全くないから、それはおかしいのではないですかと言っているわけです。

○飯田 でも、日本でも、いわゆる目的要件での縛りがあるので、個人的な利益という要件ではないわけですけども、それに近いような絞りはかかっているのではないかなとは思いますが。

○森田 私からすれば、企業の人たちは非常に怯えていますね。取引相手にでもちょっと言ったら、守秘義務を結んでも意味がないのではないかというような話もあると、企業活動にも非常に影響が出るように思っていますから、そのあたりについて、もう少し私にもわかりやすいような規制で……。 (笑)

○飯田 だから、萎縮効果が発生しているということがあるのであれば、まさに問題がある条文の文言だということには当然なるでしょうから、それは調査しないとよくわからないと思います。

○龍田 情報量は多ければ多いほどよいという前提があるのだらうと思いますが、必ずしもそうではないでしょう。情報が多くなることによって弊害が助長されるようであれば、増やすことを抑える必要がありますね。

同じことは、インセンティブ報酬との関係についても言えます。日本では、経営者の報酬額もインセンティブ報酬の割合も、米国と比べればはるかに小さいですから、米国での議論をそのまま日本に持ってくる必要はないと思いますが、仮に日本でインセンティブ報酬がどんどん利用されるようになり、知る前契約等の規制強化がその妨げになるから困るという議論が出てきたときには、やはり考えてみないといけませんね。つまり、市場の健全性を揺るがしかねないようなことまで受忍して、インセンティブ報酬を助長しないといけいいのか。これは伊藤先生のご専門のところですが、総合的な判断で決めるべき問題でしょう。情報量が減るからいけない、インセンティブ報酬が抑えられるからいけないと、一律に決めつけるのは、単純過ぎる考えではないかと思います。

○飯田 今のご指摘の点について若干コメントを付加させていただくと、まず、情報が多ければ多いほどいいのかということについては、そうではないというのはまさにおっしゃるとおりで、アナリストは膨大にある情報をうまく整理して、有益な情報として一般人にわかりやすい形で翻訳してくれるような役割を果たしているのではないかな。だから、アナリストへの情報が減ると、市場に対する情報の効率性というものが落ちるのではないかなというのが、問題点として実証研究ではよく言われているところです。

もう一点のインセンティブ報酬と関連する話ですけれども、これはそれこそインサイダー取引規制はそもそも不要であるという、ヘンリー・マンの唱える役員報酬としての機能という大きな問題と絡むものだと思いますし、まさにそのようにセットで考えていかなければならない問題だというふうには私も思っております。例えば米国で言えば、規則 10b5-1 で知る前計画をつくること自体をそもそも禁止するという契約になっているような会社もあり、売買を一切禁止する契約の報酬パッケージをつくる会社とそうではない会社があります。ただ、両者を比べると、そのように売却を禁

じる会社の報酬総額は 10%ほど高いという研究もありまして、まさにおっしゃるとおり、インサイダー取引を防止するということとガバナンスのあり方との大きな枠組みの中で議論していかないと、今後の有意義な方針や方向性は出てきづらいかなと私も思います。

#### 【知る前契約・計画】

○川口 知る前契約・計画に関する米国での問題は、それが開示されないことにあるというご報告がありました。その上で、日本についても、同様のことが当てはまるのではないかと言われました。確かに、そのようにも思いますが、他方で、開示するデメリットもあるような気がします。例えば市場取引の場合に、これは売買の数量や誰が行うかにもよるのでしょうけれども、開示することによって、市場価格に影響が生じ、当初の計画どおりに取引ができないというような問題も起こり得るようにも思うのです。市場外の取引であれば、そのような問題はないのかもしれませんが、そのあたりについてはいかがでしょうか。

○飯田 その点はまさに、10b5-1 計画の学説における議論でも類似の問題が指摘されているところでありまして、開示すれば弊害もあるのではないかなという議論もありますし、まさにおっしゃったとおり、予定どおり売れなくなってしまうということももちろんあると思います。

ただ、資料 4 で書いたような形で開示されても回っているようですから、理論的にはもちろんその問題は懸念されるとはいえ、米国の実例を見る限りは、開示をすることによって、取引ができない、予定していた計画に従った売却ができなくなるという問題はそれほど深刻ではないのかもしれないというのが一つ示唆されます。ただ、逆に、市場価格に悪い影響を与えるのではないかなということは予想できるところです。要するに、公開買付けの裏側みたいな話がありますので、それは十分注意する必要がある話だと思います。

○川口 日本の場合、本日のご報告にありまし

たように、知る前契約や計画による売買が可能になる条件として、重要事実を知る前に、事前に証券会社に提出・確認を受けることのほか、EDINETで開示することも規定されています。もっとも、これは開示を強制するものではありませんね。

○片木 日本を知る前計画と米国の 10b5-1 計画と両方があるのでしょうか、日本の金商法 166 条 6 項 12 号というのは、もっぱら何を想定しているのでしょうか。米国の場合には、今お話を聞いたところでは、いわゆる株式報酬を現金化するのを合法化したいということだったようですが、日本も同じように考えていいのか。ストックオプションについてはたしか別の規定もあると読んでいたのですが、日本の場合には、自己株式の売買を会社自身が行う場合なども想定した規定なのでしょうか。

○飯田 金商法 166 条 6 項 12 号が想定しているか、というご質問でしょうか。

○片木 はい。

○飯田 金商法 166 条 6 項 12 号について、具体的なニーズを想定して規定したのかというと、そうではないように思います。米国も、報酬で内部者が株式を持っているから、それを売るニーズを満たすために規則 10b5-1 がつくられたというのではおおよそなくて、むしろ例の保有基準か利用基準かという問題に決着をつけるというような趣旨でつくられたルールが、内部者に非常に便利であったという形で、ある意味、意図せざる形で大きく活用されていったというのが実態なのではないかと思います。

#### 【Regulation FD の日本への導入】

○黒沼 Regulation FD ですが、金融審議会でも Regulation FD を日本でも入れようかということが議論の対象になっています。開示ルールとしての Regulation FD ということ考えた場合、例えば決算短信で出させる情報を減らして、そのかわりに選択的開示を禁止することも考えられるところです。そういった場合に、米国法を参考に

すると、先ほども議論に出ていたように、これはアナリストに対する情報開示の制限が中心なのですが、もう少し広い範囲で選択的開示を禁止してもいいように私は思っています。例えば、新聞記者に対しても選択的開示を禁止する。つまり、その情報を取得した者が何らかの形でその情報を利用するというのが想定されるような場合には、選択的開示の規制の対象にすることも考えられるように思うのですが、その点についてのお考えがあったら教えてください。

○飯田 まさかこういう質問が来るとはという気持ちです。（笑）情報を利用するところに悪性を感じますから、アナリストに限定せず、新聞記者に対する選択的開示もあまり妥当ではないように思いますので、Regulation FD よりもやや広い範囲で選択的開示は禁止する、あるいは規制するというような方向性については、直感的には賛成したいと思っていますが、詳しい理由は準備していません。

○小出 アナリストというのは、会社を評価する立場にあるわけで、その意味では、情報を持っている企業内部者との間でその企業をどう評価するかというところに利害関係を有する立場にあると思うのですが、新聞記者というのは、その意味では、例えば企業内部者からすれば、新聞記者をたらし込んでも、大してメリットはないわけですね。つまり、この Regulation FD というものが、内部者が持っている情報をどう使うのか、それによって、一部のアナリストのような者をたらし込むために使うのか、それともそうでないのか。つまり、もともと持っている情報をどう利用するかという観点から見るとするならば、あるいは新聞記者に対して開示するということは、必ずしも規制対象になり得ないのではないかという議論もあり得るのでしょうか。そうすると、選択的開示は何を規制するものなのかということをきちんと考えないといけないのかなと、今伺っていて思いました。

Regulation FD のときにも、いろいろな議論が

されていて、もちろん、先ほどお話があったように、経緯としては、市場の高潔性が一番議論されていたと思うのですが、他方で、今私が申し上げたように、企業内部者が持っている情報の一部を、自分とある意味で利害関係を有する人に対して報酬として使っている点に問題があるのだということも言われていたような記憶がありますので、その観点を重視するのであれば、新聞記者は含まれないのかなという気がちょっといたしました。

○船津　今の点に関して、レジュメの13ページの5の25行目からのところで、バイサイドのアナリストレポートの公表前に、そのレポートの内容を知った者が、対象会社の株式のプットオプションを購入したことについて、そのアナリストレポートがインサイダー取引規制の対象となる未公表の重要情報に該当するとしたとありますが、これは一体どういう話なのかなというのが気になりました。というのは、どういう経緯で何が問題となったのか、どこに非難されるべき点があるのかというのが、ちょっとよくわからなかったのです。その事案がよくわからないので推測なのですが、バイサイドが分析したものは、いわば公開情報をもとに加工しただけのものということになって、それを配布することは当然想定されている行為だと思うのです。そうだとすれば、配布される対象ではない人が受け取ったから問題だという話なのか。要するに一体それが何なのだろうか、どういう点が問題なのだろうかというのが、この事案に関しては非常に気になったのですが、ちょっとお聞かせいただければと思います。

○飯田　これはまさに不正流用理論の話で、米国の不正流用理論で言えば、会社の外部情報もまさに日本で言うところの重要事実にあたりますから、それがバイサイドのアナリストレポートの内容が……。

○船津　これは、「知った者」というのが、アナリストが想定していた開示対象ではない人だった例ということですか。

○飯田　そこはメモしてきていないのですが、ここで申し上げたかったのは、むしろアナリストレポートについて、まさにインサイダー情報だったという形でエンフォースメントをやっているということ、つまり米国では、理論的には不正流用理論だから、当然外部情報も規制の対象になるということだったのですが、それほどアナリストレポートをもとにインサイダー取引規制のエンフォースメントをやってきたかという、必ずしもそうではなかったようでして、それがここ近年、エンフォースするぞという例が出てきていることをご紹介しますという趣旨です。情報のとり方に問題があったというよりは、そこはまさに不正流用理論の信頼関係に反するような形で情報を使ったという例ということです。

○久保　つまり、内部情報だろうが外部情報だろうが、機密である以上、それは使ってはいけないということなのですか。

○飯田　はい、そうです。

○森田　でも、それは、先ほどから話しているように、信認義務に違反したり不正流用したりするからであって、例えば報道目的などであれば当然使っていいし、企業の取引で相手の情報を知らないで契約できないというときには、当然知りたいですから、それは知ることができるようにしてほしい、というのが私の声でございます。(笑)ですから、先ほどの黒沼先生のお話であったように Regulation FD で報道機関まで入れるというのは、米国でも全く規制されておらず、どこにもないような規制で、またがんじがらめの国になるのではないかって非常に危惧しておりますが。

#### 【10b5-1 計画の濫用】

○小出　知る前計画についてももう少しお伺いしたいことがあるのですが、レジュメの4ページの25行目以下、つまり、あまり問題がない例として挙げられた、ブローカーに売却の日程と量について裁量を与える場合についてです。2点あるのですが、まず1点は、そのようなものには本当に悪

用の余地がありませんのかということです。与えた裁量にも依りますから、本当に何年かかっても構いませんというのであれば、あまり悪用の余地はないのかもしれませんが、実務として本当にそうになっているのか。例えば、後は任せるけれども、2、3か月以内に売ってくださいというのだとすると、やはり情報開示のタイミングを図って、2か月待ったところで悪い情報を開示しようかなというようなことになりそうな気がするのですけれども、本当にこれは悪用の余地はないのかというのが1点です。

もう1点は、仮にこうした売却方法が望ましい方向であると考えた場合に、日本でもしこれを行った場合について、これが知る前計画の適用除外に当てはまるのがよくわかりません。レジュメの6ページから7ページにまとめていただいている日本法の要件を見ますと、第3の要件として、あらかじめ売買等の具体的な内容が特定されていないとだめなのだというふうに書いてあるようですが、仮にこのブローカーに裁量を与えたということでやった場合については、日本では知る前計画に該当しないということになるのでしょうか。

○飯田　まず第1点について、これはもちろん、ブローカーと結託すれば、濫用の余地はもちろんあるわけですが、その結託のようなケースは除外するという前提だとしますと、まさにブローカーと一任契約を結ぶようなものでして、よきにはからってくださいという形でやりますから、これは恐らく濫用の余地はほとんどないのだろうと思います。もし事後的に内部者のほうから、やはりこれは中止してくださいというようなことを言い出しますと、これは知る前計画の要件を満たさないという方向に恐らくなっていくと思いますから、そういう意味でも比較的安全性の高い類型だということふうに言われています。

2つ目の点については、業者等に裁量的な権限を与えたときに、これが日本法で要件を満たすかということですが、必ずしも自信はないのですけれども、取引規制府令59条14号のハの最後のと

ころ、取引等が「特定されていること」の後の「又は」以下が効いてくるのではないかと思います。

「当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により」売買総額等が「決定されること」ということでして、これがまさに、内部者が裁量の余地がない方式で、したがって業者等が決定すれば、それは裁量の余地がないという方向でこれの要件を満たすのではないかというふうに理解しております。

○小出　ありがとうございます。2点目はよくわかりました。

1点目についてもうちちょっとだけお聞きしたいのですが、結託した場合は当然まずいだろうと思いますけれども、結託までしなくても、売っておいってくださいねという委託をするときに、やはり期限などは設定しないというのが実務なのでしょうか。本当に自由に好きなときに売って構いませんという形で委託が行われているのだとすれば、あまり問題ないと思うのですが、近いうちにお願いしますということになると、恐らく売却した後、ブローカーから報告があるのでしょうか、報告があるまではちょっと情報開示を待とうかなとか、そういった考慮が働きそうな気がしたのですけれども、そういうことはあまり行われていないということでしょうか。

○飯田　なるほど。確かにプレスリリースの発表の時期をずらすとか、そういう意味では、濫用の余地があるといえはあると言えるとは思いますが。それはご指摘のとおりだと思います。

○森田　もうよろしゅうございますか。特にないようでしたら、ちょっと時間は早いですけれども、本日は活発なご議論、どうもありがとうございました。