

# アメリカ証券流通市場における選択的情報開示 および内部者取引の新規制(2・完)

家 田 崇

はじめに

一、レギュレーションFD (以上46巻2号)

二、SEC規則10b5-1および10b5-2

I. SEC規則10b5-1

1. 背景

2. 規定内容

II. SEC規則10b5-2

1. 背景

2. 規定内容

三、新たな規制の意義

I. レギュレーションFDについて

II. SEC規則10b5-1および10b5-2について

結 語

## 二. SEC規則10b5-1および10b5-2

最終通牒は、レギュレーションFDと同時に、内部者取引に関する新たな規制を提示している。この規制は、SEC規則10b5-1および10b5-2からなる。このうち、SEC規則10b5-1は、重要な未公開情報に基づいた取引に関する基準を示している。SEC規則10b5-2は、家族や個人的な知り合いなど、非事業的な関係(non-business relationship)を持つものによる証券の取引について、どのような場合に情報の不正流用理論に基づいて信任義務または守秘義務を負うかについて基準を示している。

### I. SEC規則10b5-1

#### 1. 背景

SEC規則10b5-1の目的は、「重要な未公開情報に

基づく取引」の概念を明らかにすることある。従来の内部者取引に関する規制では、内部者情報を有していることと取引との間に、いかなる因果関係が存在するかを明確に示してこなかった。とりわけ、内部者情報を有していることを知りながら(knowing possession)取引を行うことで、内部者としての責任を負うのか、それとも取引に際し情報を利用(used)しない限り責任を負わないかについて意見が対立してきたと、最終通牒は指摘している<sup>64)</sup>。この点について、連邦最高裁の判例では、内部者取引に関する法規を侵害する取引は、重要な未公開情報による取引(trading on material nonpublic information)をいうとする判決や<sup>65)</sup>、または、重要な未公開情報に基づいた取引(trading on the basis of material nonpublic information)をいうとする<sup>66)</sup>判決が存在する。しかし、これら判例法理は、内部者取引の要件について、情報を利用することをいうか、情報を保有することをいうのか注意を向けていなかった<sup>67)</sup>。最終通牒では、内部者取引と情報との関連について、新たな規制を定め基準を設定した。

新たな規制の枠組みは、次の2点の特徴を持つ。第1に、情報利用基準ではなく情報保有認知基準に近い基準を採用している点である。この姿勢は、提案通牒の段階から示されていた<sup>68)</sup>。情報保有認知基準を採用した場合、規制の対象となる内部者取引の範囲は広がる。そこで、さまざまな積極的抗弁(affirmative defenses)を具体的に設け、内部者取引規制の適用除外を定めた点が第2の特徴として指摘できる<sup>69)</sup>。

64) 65 Fed. Reg. 51727.

65) *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 654 (1983).

66) *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 651-652.

67) 65 Fed. Reg. 51727.

68) See *supra* text accompanying note 98, 64, Fed. Reg. 72600.

SEC 規則 10b5-1 において、このような規制の枠組みが提示されたことに対しては、より明確な内部者取引の法規整 (the law of insider trading) が提供される<sup>70)</sup>として、これを支持するコメントが寄せられている<sup>71)</sup>。一方、枠組みに反対するコメントでは、積極的抗弁によって適用除外を定めていく点に懸念を示している<sup>72)</sup>。ここで懸念が示されたのは、SEC が積極的抗弁規定を変更した場合には、終局的な安全基準として機能しない恐れがある点と、逆にいろいろな言い回しの抗弁が追加されると、被告が情報を利用していないと立証することを可能になる恐れがある点である<sup>73)</sup>。これらの指摘を考慮しながらも、最終的には、上記の枠組みを持つ規則が制定された。最終通牒によって示された SEC の見解では、言い回しの抗弁を追加したり、抗弁の体系を再構築する可能性はあるが、安全基準として機能しないとする懸念は、規制を明確に定めることによって除去することができる<sup>74)</sup>としている<sup>75)</sup>。

SEC 規則 10b5-1 が認知基準を採用したことについては、1934 年証券取引所法 10 条 (b) 項が要求している故意要件を排除しているとの批判も寄せられた<sup>74)</sup>。SEC は、この見解に対しては、規制の目的 (intent) と効果 (effect) を誤解していると反論している。SEC 規則 10b5-1 は、情報の利用か保持かに関し基準を示したものであって、故意は同法 10 条 (b) 項、SEC 規則 10b-5 および 10b5-1 に基づく義務の認定に欠かすことのできない要件であるとしている<sup>75)</sup>。

## 2. 規定内容

SEC 規則 10b5-1 は (a) 項で、この規則は、1934 年証券取引所法 10 条 (b) 項<sup>76)</sup> および SEC 規則 10b-5<sup>77)</sup> の「価格操作のおよび詐欺的な取引」を禁止する規制の一環と位置づけている<sup>78)</sup>。その後、(b) 項で、重要な未公開情報に基づく取引について規定し、(c) 項で詐欺防止条項の適用除外となる積極的抗弁を規定している。

### i. 重要な情報に基づく取引に係わる基準

SEC 規則 10b5-1 (b) 項は、重要な未公開情報に基づき取引を行った者を、証券を購入または売却する際に重要な未公開情報を認知していた者と定義する。

このように認知基準を採用したことに対しては、賛成反対双方の意見が対立したが、SEC は、利用基準よりも認知基準を採用することが、内部者取引の法規整が目指す「市場の完全性に対する投資者の信頼の保護」をもっとも効果的に達成できるとする見解を示した<sup>79)</sup>。

認知基準の採用は、判例の基準を反映させたものともいえる。判例の基準では、内部者情報を認知して取引を行った者とは、取引の意思決定をなすに際して、情報を利用することが避けられない立場にある者をいうとしている<sup>80)</sup>。このように認知基準は、推定 (presumption) または強い影響 (strong inference) 基準よりも明確であることを、SEC 規則 10b5-1 では重視しているといえよう。証券取引において、情報を利用したか否かについては取引者の主観を検討し

69) 最終通牒においても、情報保有認知基準または認知基準は内部者取引規制の対象となる取引を広範にとらえることを考慮に入れ、具体的に積極的抗弁を設け適用除外となる取引を規定したと説明している。See, 65 Fed. Reg. 51727.

70) Id.

71) See, supra text accompanying note 99.

72) Id.

73) Id.

74) See, supra text accompanying note 101.

75) 65 Fed. Reg. 51727.

76) 15 U.S.C. §78j.

77) 17 C.F.R. §240.10b-5

78) 17 C.F.R. §240.10b5-1 (a).

79) 65 Fed. Reg. 51727.

80) この基準を示した判例として、*Compare United States v. Teicher*, 987 F.2d, 120–121 (2d Cir.), cert. denied, 510 U.S. 976 (1993).

なければならないが、これに対して、取引時点で情報を認知しているか否かについては状況から客観的に判断することが比較的容易であるといえよう。この点においては、情報認知基準を採用することによって明確な規制が提供されるとするSECの見解は、妥当と考えられるであろう。一方で、情報認知基準を用いた場合には、内部者取引の規制対象となる取引が広範になることが避けられない。そこで、積極的抗弁事由を定め適用除外となる取引類型を明確にすることが必要となった。

## ii. 積極的抗弁に係わる規定

SEC規則10b5-1(c)項は、内部者取引規制の適用除外となる積極的抗弁を定めている。積極的抗弁が認められ内部者取引規制の適用除外となるためには、取引者が重要な未公開情報を認知していたとしても、当該情報が取引の決定的な要因となっていないことを立証しなければならない<sup>81)</sup>。SEC規則10b5-1によると、積極的抗弁の立証は以下のように行う必要がある。

まず積極的抗弁が成立するには、取引者が情報を認知する以前から、「証券の購入または売却に関する契約」<sup>82)</sup>、「取引者の計算で証券を売却または購入する他人への指図」<sup>83)</sup>、または、「証券の取引に関する書面上の計画」<sup>84)</sup>のいずれかが、存在していたことを、立証しなければならない。

なお、ここでいう契約、指図、または計画は、以下の条件のいずれかを満たしていなければならない。(1)購入または売却される証券の量、価格および取引執行日が明確に特定されていたこと<sup>85)</sup>、(2)購入または売却される証券の量、価格、および取引執行日は、

書面上の形式もしくはアルゴリズム、またはコンピュータ・プログラムにしたがって決定されていること<sup>86)</sup>、または(3)いかなる者も、購入または売却の方法や時期、取引の可否について事後的な影響力を行使し得ないこと、または、そのような影響力を行使した者は重要な未公開情報を認知していなかったこと<sup>87)</sup>である。

最終通牒では、いくつかの事例を挙げ、積極的抗弁を立証する際に重視される点を具体的に検討している。

第1に、自己株式の取得について、積極的抗弁が成立するには、重要な未公開情報を認知する以前に作成された書面上の計画が適用されたこと、または、情報を認知していない者によって、購入する証券の量、価格および取引日が決定されていることを立証することが重要となる<sup>88)</sup>。

第2に、従業員がストック・オプションを行使する場合についても、自己株式の取得と同様に、情報を認知する以前に作成された書面上の計画に基づいて証券が購入されたことを立証することが重要となる<sup>89)</sup>。

第3に、従業員持株取得計画またはいわゆる401(K)プランに基づき、口頭の指図または書面上の計画に従って株式を購入している場合については、以下を立証することが重要となる。取引価格について、市場価格を一定の比率から計算されていること、取引量については給料の一定比率から計算されていること、取引日については計画に従って形式的に決定されていることである<sup>90)</sup>。

以上のように、取引者が情報を認知する以前から存在する契約、指図、または計画に従って、形式的

81) See, 65 Fed. Reg. 51728.

82) 17 C.F.R. §240.10b5-1(c) (1) (i) (A) (1).

83) 17 C.F.R. §240.10b5-1(c) (1) (i) (A) (2).

84) 17 C.F.R. §240.10b5-1(c) (1) (i) (A) (3).

85) 17 C.F.R. §240.10b5-1(c) (1) (i) (B) (1).

86) 17 C.F.R. §240.10b5-1(c) (1) (i) (B) (2).

87) 17 C.F.R. §240.10b5-1(c) (1) (i) (B) (3).

88) 65 Fed. Reg. 51728.

89) Id.

90) Id, 51728–51729.

に取引の要素が決定されたことを証明した場合は、情報が取引の容易とはなっていないと認定され、積極的抗弁が適用されることになる。

## II. SEC 規則 10b5-2

### 1. 背景

家族や個人的な関係者など特定の非事業的な関係者は、いかなる状況において、情報の不正流用理論 (misappropriation theory)<sup>91)</sup>に基づき信任義務または守秘義務を負うとされるか、この点は、内部者取引の法規整において未解決な問題であると認識されてきた<sup>92)</sup>。とりわけ、SEC は提案通牒の段階から、内部者の家族による取引に関して判例法は、矛盾した結論 (anomalous result) を示していると指摘していた<sup>93)</sup>。ここで批判されたのは、家族の構成員などの取引者が、当該情報の秘密を保持するであろうとする情報提供者の合理的期待を裏切った場合は、SEC 規則 10b-5 に違反しないと示されている点である。この点は、他の判例において、内部者の家族の構成員が内々の情報 (tip) を得て証券の取引を行った場合には、SEC 規則 10b-5 に違反<sup>94)</sup>すると示されている点、および、家族の構成員が明確に約束した守秘義務に違反して取引を行った場合も SEC 規則 10b-5 に違反すると示されている点と矛盾すると SEC は指摘している<sup>95)</sup>。このように、内部者から情報を入手した者による取引と、情報の不正流用理論との関連を明らかにすることを目的として、SEC 規則 10b5-2 の諸規定は設けられた。

### 2. 規定内容

SEC 規則 10b5-2 は、証券取引所法および SEC 規則 10b-5 における情報の不正流用理論に基づいて、信任義務または守秘義務を負う場合について、3つの類型を定めている。

第1の類型として、情報を秘密にしておくことに合意した者は、信任義務または守秘義務を負うことになる (SEC 規則 10b5-2 (b) 項(1)<sup>96)</sup>)。

第2の類型として、受領者は当該情報を秘密にすることが、当事者の合理的期待として認知される、または認知されるべき状況においては、情報の受領者は信任義務または守秘義務を負うことになる。ここでは判断基準として「事実および状況のテスト (facts and circumstances test)」が用いられる。このテストは、情報の伝達を行った当事者双方の期待を、秘密情報を共有する経緯、形態、手順から判断する。当該情報に関し秘密を保持することが、当事者、とりわけ情報の提供者の期待であると、情報の受領者が認知しているまたは認知しているべきと考えるのが合理的な状況においては、情報の受領者は、信任義務または守秘義務を負うことになる (SEC 規則 10b5-2 (b) 項(2)<sup>97)</sup>)。

第3の類型として、配偶者、親、子、および兄弟姉妹など、特定の家族関係者から重要な未公開情報を受領した者については、情報伝達の経緯、形態または秘密情報の共有および維持の実態から判断して、受領者は情報の秘密を維持すると、情報源となった者<sup>98)</sup>が期待していることを、受領者が認知していなかったり合理的に認知していなくてもよい状況で

91) 情報の不正流用理論は、Chiarella 事件 (*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)) においてパーガー裁判官が反対意見で取った見解であり、O'Hagan 事件 (*United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)) において連邦最高裁は不正流用理論を適用する立場を採った。情報の不正流用理論がアメリカの判例においてどのように取り扱われてきたかについては、黒沼 (1998)、334-335頁参照。

92) 65 Fed. Reg. 51729.

93) 判例法によって矛盾した結論が示されているとする立場は、提案通牒の段階から提示されており、ここでは、Chestman 事件 (*United States v. Chestman* 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991), cert. denied, 503 U.S. 1004 (1992)) が矛盾した結論を導いていると指摘している。See, 64 Fed. Reg. 72602.

94) この立場は、Derks 事件 (*Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983)) において示されている。See, 65 Fed. Reg. 51729.

95) Id.

96) 17 C.F.R. §240.10b5-2(b)(1).

97) 17 C.F.R. §240.10b5-2(b)(1).

98) ここでは、情報源となった者の期待を基準に判断しており、情報提供者の期待が規準となるわけではない。

あったことを立証し、併せて情報の秘密を保持する合意も行っていないことを立証しない限りは、信任義務または守秘義務を負うとされる(SEC規則10b5-2(b)項(3)<sup>99)</sup>)。家族関係者から重要な未公開情報を受け証券の取引を行った者が、信任義務または守秘義務を負わないことの立証責任を負うとしている点が、この規定の特徴と考えられる。

### 三. 新たな規制の意義

#### I. レギュレーションFDについて

レギュレーションFDは、対象となる選択的情報開示について定義し、かつ選択的情報開示が行われた場合には、情報の公開を行うよう義務付けている<sup>100)</sup>。

まず、選択的情報開示の定義については、情報の提供者および情報の受領者を具体的に規定しており、その定義の特徴からレギュレーションFDの位置づけを考えることができよう。

第1の特徴は情報の提供者について、重要な未公開情報を漏洩することが、発行者に対する信任義務違反もしくは守秘義務違反となる者を、明確に除外している点である(SEC規則101(c)項参照)<sup>101)</sup>。選択的情報開示は、信任義務または守秘義務を負わない者が情報受領者になった場合に限定されている。これによって選択的情報開示の規制と内部者取引の規制との境界線が、信任義務または守秘義務の有無にあることが明確に意識されよう。これに関連して、SEC規則10b5-2では、情報の不正流用理論に基づいて信任義務または守秘義務を負うとされる状況を、より明確に規定している点も注目すべきと考える。

第2の特徴は、レギュレーションFDの対象となる情報の受領者を、証券市場における専門家に限定している点である。この点から、レギュレーション

FDの目的は、重要な未公開情報を開示させることではなく、一部の専門家に対して選択的に重要な情報を開示することから生じる弊害を除去することにあるとする分析が妥当といえる<sup>102)</sup>。

これらの特徴から、選択的情報開示とは、公開が予定されている情報を、証券市場の専門家に対し、事前に開示した場合を想定していると考えられる。レギュレーションFDは、いわゆる適時開示を目指した規制ではなく、一部の証券市場関連者に対して選択的に情報開示することを防止する規制として位置づけられるといえよう。

レギュレーションFDでは、情報の提供者および受領者を具体的に規定しようとしている一方で、情報の内容に関しては、対象を明確にせず、「重要な未公開情報」としている。このように、重要性の基準を明確に規定しない背景には、柔軟な規制を重視するというSECの姿勢がある。また、情報内容について明確に規定しないからこそ、他の要件をできるだけ明確に規定しようとしたと考えられるのかもしれない。

#### II. SEC規則10b5-1および10b5-2について

新たに設けられた内部者取引に関する規制は、いずれも、従来必ずしも明確に述べられてこなかった点について、一定の基準を設けようとしている点に最大の特徴があり、この点は積極的に評価できよう。

SEC規則10b5-1は、重要な未公開情報に基づく取引を明確に定義しようとしている。ここでは、情報認知基準を採用することによって広く規制対象を捉え、その一方で、積極的抗弁を具体的に定め、内部者取引規制の適用除外範囲を明確に定めようとしている。情報認知基準に基づく規定の枠組みには、賛否が分かると考えられるが、SECが規制の方向性を明確に示そうとしている点は、評価してもよいと

99) 17 C.F.R. §240.10b5-2(b)(1).

100)レギュレーションFDを紹介し、その位置づけを検討するものとして、上柳ほか(2001・座談会)、54-56頁(黒沼報告)。

101)この点に注目し、レギュレーションFDは、わが国の取引所が設けているタイムリー・ディスクロージャーと異なることを指摘する見解として、上柳ほか(2001・座談会)、56頁(黒沼報告)。

102)上柳ほか(2001・座談会)、56頁(黒沼報告)参照。

考える。

一方、SEC 規則 10b5-2 では、内部者から重要な未公開情報を受領した者を中心に、情報の不正流用理論に基づいて信任義務または守秘義務を負う場合を規定している。ここでは、情報源となった者の合理的期待を考慮にいれ、その者の期待として情報に関する秘密を維持することが認定できる場合については、情報の受領者は信任義務または守秘義務を負うとしている。また、これら状況を認定するには、情報伝達のプロセスから判断する立場を示している。この規制によって情報の不正流用理論に関する適用基準がより明確にされた点も、積極的に評価できると考える。

## 結 語

SEC の最終通牒によって、選択的情報開示に対する規制と内部者取引規制に新たな規則が付け加えられた。これらは、重要な未公開情報に関連する規則である点で共通している。重要な未公開情報を一部の証券市場関係者に開示したのであれば、それは選択的情報開示となり、レギュレーション FD に従って当該情報を公開しなければならなくなる。また、重要な未公開情報を認知しながら証券の取引を行った場合には、規則 10b5-1 に列挙されている積極的抗弁の立証をしなければ、内部者取引規制の対象となる。これに加えて、内部者の家族などであったとしても、規則 10b5-2 に該当する場合には、情報の不正流用理論に基づいて信任義務または守秘義務を負うものとされ、この義務を負うものが重要な未公開情報に基づいて証券を購入または売却した場合には、内部者取引規制の対象となりうる。

レギュレーション FD では、情報の提供者および受領者の双方を具体的に定義することによって規制の対象を明確にしている。SEC 規則 10b5-1 では、情報認知基準を採用することによって、広く規制の対象を捉える一方で、適用場外となる積極的抗弁を具体的に定めることによって、規制の対象を明確化させようとしている。SEC 規則 10b5-2 においては、事実または情報に関するテストを用いることによって、

情報の不正流用理論に基づいて信任義務または守秘義務を負う状況を明確に規定しようと試みている。これらの点において各規制は明確な基準を設定しようとする姿勢を示している一方で、いかなる情報が重要となるかに関しては、いずれの規制においても、基準を明確に打ち出していない。この背景には、連邦最高裁をはじめとする判例理論においても、情報の重要性に関して明確な基準を打ち出しえていないこと、および SEC は柔軟な規制を尊重するの姿勢を採用していることがあるといえるのかもしれない。

SEC 最終通牒は、情報開示および内部者取引に関して新たな規制を打ち出している。証券流通市場の法規整においては、情報開示規制と内部者取引規制が中心的な役割を果たしていることはいままでのない。これらの規制の目的は、証券市場に対する投資者の信頼を確保することにあるといえよう。これらの規制では、柔軟性とともにも明確性が必要といえよう。証券取引の法規整を構築するに際し、情報の内容とりわけ情報と投資の意思決定との関連に着目していくことが課題となると考える。

## 文献一覧

〈SEC 通牒〉

- 1) SEC 最終通牒：Securities and Exchange Commission, Selective Disclosure and Insider Trading; Final Rule, 65 Fed. Reg. 51715 (2000/08/24).
- 2) SEC 提案通牒：Securities and Exchange Commission, Selective Disclosure and Insider Trading; Proposed rule, 64 Fed. Reg. 72590 (1999/12/28).

〈参照判例〉

- Texas Gulf v. Sulphur*, 401 F. 2d 833, 854 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).
- TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).
- Sundstrand Corp. v. Sun Chemical Corp.*, 553 F.2d 1033 (7th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 875 (1977).
- Chiarera v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).
- Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 654 (1983).
- Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 (1988).
- Hollinger v. Titan Capital Corp.*, 914 F.2d 1564 (9th Cir. 1990), cert. denied, 499 U.S. 976 (1991).
- Compare United States v. Teicher*, 987 F.2d 120–121 (2d Cir.), cert. denied, 510 U.S. 976 (1993).
- United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 651–652 (1997).

〈参考文献〉

黒沼 (1998) …黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題」  
竹内昭夫先生追悼『商事法の展開——新しい企業法を求め  
て——』317頁 (商事法務研究会、1998年)。  
藤田 (1998) …藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と  
法」竹内昭夫先生追悼『商事法の展開——新しい企業法を

求めて——』575頁 (商事法務研究会、1998年)。

上柳克郎ほか (2001・座談会) …上柳克郎ほか「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2001年6月号、39頁。

Clark (1986) …Robert Charles Clark, *Corporate Law* (1986).