

発行会社の開示義務とインサイダー取引

弁護士 渡辺征二郎

本稿は、発行会社が重要な情報を未公開としていたことを知らずに、その株式を購入した投資家が後にその情報が発表され、株価の下落により損害を被った場合等において、発行会社その他関係人から救済を受けられるかという問題、それとの関連でインサイダー取引規制の必然性を検討し、それが詐欺であることを論述したものである。本稿はわが国でインサイダー取引が規制された直後である平成元年に出されたある実務研究誌に発表したものに手を加えたもので、証券取引法 58 条は現在 157 条と改められ、アメリカの 10b-5 も形式的な修正を受けているが、実質は変わっていない。なお、上記時点以後のアメリカの判例はフォローしていない点についてご了解いただきたい。

第 1、発行会社の開示義務

1、証券取引法の目的

証券取引法の基本的目的は投資家に十分な情報に基づいた投資判断を可能ならしめ、又需要と供給の適切な調整という証券市場の機能を十分に果させるため発行会社に情報の開示を求めることにある。

日本の証券取引法はアメリカのそれを導入したものである。アメリカの行政と司法は証券取引法を次のように理解している。

「証券の公正で正直な市場の維持、及び市場における不衡平と不公正な行為の防止は連邦証券諸法の主要な目的である。議会は次のような買い手と売り手の双方に十分な情報を提供することの本質的な重要性を認識した。すなわち『自由で開かれた市場という概念は必然的に買い手と売り手が公正な価格を構成するものに関して精通した判断を下しつつ行動するということを意味する。判断が会社に関する虚偽、不正確、不完全な情報によって否められれば市場価格は需要と供給の正常な機能を反映しない』」(米国証券取引委員会) 注1

この法律 [証券取引所法] の制定の際、議会は明示的に証券市場が情報によって影響を受けるということを前提としていた。そして市場の正直さに対する投資家の信頼を促進するために立法を行った。『いかなる投資家も彼が買い又は売ろうとしている証券の価値について判断するための情報を持たない限り、取引所において安全に売買することができない。

自由で公開された市場という理念は証券の公正な価格についての買い手と売り手の競争的判断によって市場価格が可能な限り適正な価格を反映する状態をもたらすという理論に基づいている。人為的な操作が公開市場の真の機能をそこないがちであるように、重要な情報を秘匿し、又は秘密にすることは真の価値の指標としての市場の機能を阻害する』(連邦最高裁判所)」。注2

2、発行会社の一般的開示義務

このように情報の開示は証券取引法の主要目的であるからこの目的を徹底的に実現するため、発行会社が自社株の取引を行うか否かを問わず、会社の全ての重要な情報を迅速に開示すべき法律上の一般的開示義務を認めること、換言すれば重要な事実の不開示自体に法的サンクションを課して強制的な開示を実現することである。

もし、これが可能であれば、証券市場に絶え間なく情報が流入し、投資家は正確で完全な情報に基づいて投資判断を行うことができ、又インサイダー取引や相場操縦は姿を消し、証券市場はその機能を十分に発揮できることになる。このような開示義務の根拠として証券取引法58条を考えることができる。注3

同条は一般詐欺禁止規定といわれ、アメリカ証券取引所法10条b項及びそれに基づくSEC規則10b-5を合成的に翻訳したものである。注4

58条1号は証券取引における詐欺を一般的に禁止し、同2号は証券取引について重要な事項について虚偽があり又誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実が欠けている表示を使用して金銭その他の財産を取得することを違法としている。まず2号から検討すると、本号は有価証券の取引に関連して発行会社が何らかの表示を行う場合に、具体的な状況下において表示された全てが事実であっても投資家が誤解をしないために必要な重要な事実の表示が欠けている場合を違法としている。

いわゆるハーフツルース(half truth)といわれる場合である。本号によって、誤解を招かないための重要な事実の開示が義務づけられることは明らかである。しかし、それは何らかの事実の開示がなされることを前提としており、全く開示が存在しない場合には開示義務を生じさせるものではない。

問題は、本号が財産所得を要件としている点である。母法の10b-5(b)がハーフツルースのみを規定しているのと異なる。ここで問題としている開示義務は、前述のように会社が自社株の取引をしない場合においても開示義務を認めようとするのであるから、不開示によって財産を取得するという要件はこのための障害となる。会社が証券取引をしないのに不開示によって財産を取得するということは一般的に考えにくいからである(共犯としては考えられる)。

次に1号は「不正の手段、計画、技巧」を違法としている。これは10b-5(a)の「詐欺を行うために何らかの手段、計略、技巧を用いること」に相当するものであって、手段、計略、技法という表現は欺もう行為の例示的列挙と解される。本号は財産取得を要件としていないのみならず、欺もう行為は不作為によっても可能であるから本号に開示義務の根拠を認めることができる。何故なら会社に重要な情報が発生しているのに会社がそれを発表しないということは投資家にそのような情報が存在しないと誤認せしめることになるからである。

実際上の適用の困難

しかしながら、本号に基づいて発行会社に一般的開示義務を認めたとしても、実際に機能する場合は極めて限られていると言わざるを得ない。その理由は、いわゆる経営判断の原則が存在していることである。すなわち会社の事業展開上あるいは競争関係にある会社との競争上、経営者は正当な理由があれば、重要な事実があっても開示しないことができるとされている。

開示の可否は経営者の判断に委ねられる。

もちろん経営者の判断は合理的でなければならず、秘密にする理由がないのに恣意的に秘密にすることは許されないが、実際上経営者が秘密にする何らかの理由を見出すことは容易であろう。経営判断の原則は経営者が誠実に経営判断を下した場合にはそれが間違っても責任を問われることがないとするので会社の機能を効率的にし、経営者として必要な判断をすばやく行えることを保証している。この原則は取締役等経営者の個人責任を免除するだけで、対外的な会社の責任まで免除するものではないが、経営者の判断の当否を裁判で争うことは極めて困難なことと考えられる。更に経営判断の原則が適用されるとすれば、そもそも会社に重要な情報を開示すべき一般的義務があるから、会社が情報を発表していない以上重要な情報は存在しないであろうという投資家の信頼が正当に成立するかという疑問もある。注5

但し、経営判断の原則によって情報を開示していない場合であっても、一部の者に情報がもれた場合には、事情は異なってくるであろう。かかる場合の情報の不開示が問題となったある裁判において原告は次のように主張した。

「発行者が経営判断の事項として一旦重要な情報を開示しないことを決定したときは、一部の者に情報を開示して、公開市場におけるその株式に影響を与えるようなことがないようにする義務を引き受けたものと言うべきである。かかる場合には〔一部の者に情報がもれた場合〕発行者は証券取引所に通知し、その情報が一般に開示されるまで取引の停止を求めなければならない。…取引の停止を求める義務を怠った発行者は売買している株主が損害を被ることがありうることを知っているものであり、10b-5の下における故意が存在

する』。

原告のこの主張に対して、裁判所は主張自体を失当とはせず、情報もれの事実がなかったとして原告の請求を認めなかった（ステイト・ティーチャー事件）。注6

従って、もし会社からの情報もれが立証されれば投資家は発行会社に対して損害賠償を求めることができる場合があるということになる。

次に、会社が以前に公表している情報がその後事情が変化しているのに修正しなかった場合の判例を検討する。

3、開示義務が認められた判例

ロス対ロピンス会社事件 注7

医療器メーカーである被告会社は1970年から1972年の間、画期的な避妊リング（商品名シールド）を開発したことを公表していたころ、これを信用して1973年、投資家が同社株を購入した。ところが、1972年にシールドが会社が公表しているようには効果的でも安心でもないとする調査レポートが出されたのに、1974年同社が製造物責任を問われて訴訟を起こされるまでこれを秘し、従来の発表を修正しなかったとして、その後の株価下落によって被った損害の賠償を求め、右投資家が10b-5によって同社を訴えた。

判例は次のように述べた。

「以前になされた表示がその時点において正確であったが、その後の事情の変化により誤解を招くようになった場合には修正又は改定する義務があることは明らかである。

この義務は前の表示が生きている限り存続する。10(b)も10b-5も修正すべき義務が生じる時期については述べていないが、理論上、時間の経過によって表示の重要性は減少し、それを修正あるいは改定する義務も終了するという結論に至らざるを得ない。特定の事件における時間の経過の効果を考える場合、事後の情報の種類と前の情報に含まれている情報の重要性が考慮されなければならない。従って2年前の株主宛の年次報告書における一般的な財務情報は新鮮さを失い、あるいは重要でなくなっているであろう。しかしながら全ての状況に適用できる一般原則は存在しない。

むしろ、『前の具体的な表示を修正する特定の義務は市場で取引する者が合理的にその表示を信用する限り存在する』。

本件において以前の表示は公けに修正されるまでは、市場で取引する者によって合理的に信用される性格のものであると思われる。

1970年の年次報告書は臨床データによればシールドは『他の避妊リングより自然的な排出、腹痛、出血が少ないだけでなく、避妊に対する効果が高い。我々はこれに国内市場だけでなく、国際市場に大きな期待をかけている』と述べている。1971年の年次報告書にはシールドは『本年の最も大きな成功であり、我々は多くの国で積極的に市場を開拓している。

それはすでに国際計画出産連盟によって海外向けに購入されている』と記載されている。1972年目論見書では一般的にこの製品がアメリカ、カナダで売り出され更に海外へ紹介されていることが示唆されている。

これらの表示はシールドの市場が大きく伸びており、将来性があることを予想している。単に時間の経過のみで市場で取引する者がこれらの表示を信頼しなくなるということは考えられないであろう。そのような信頼が不合理であるとは当裁判所は考えない。

従って被告はその後の事情によってこれらの表示が誤解をもたらすようになったことに気づいた時にこれらの表示を修正する義務がある」。

この裁判の最終的な結着は明らかでないが（控訴審判決が出ておらず、和解で終わった可能性がある）一般論として発行会社に情報の訂正義務が存在することを認めた点で重要である。

エルキンド対リゲットマイヤー社事件 注8

一般的に会社に関する情報が会社以外の者から公表される場合には、会社はそれを調査し、誤りを訂正する義務はないと解される。この点を判示した判決にエルキンド対リゲットマイヤー社判決がある。それまで好業績を続けてきたリゲット社が初めての減益に陥った。市場関係者から同社の好業績は続くものと見られていたのに、同社が減益の見通しを迅速に公表しなかったことが問題とされた。

リゲットマイヤー社の株式を購入した投資家が、リゲットマイヤー社を被告として訴えた。原告は被告の役員が証券アナリストと密接な接触をもち、証券アナリストが作成したリゲット社の経営に関するレポートの草案を点検し、修正するということをしていたのであるから楽観的なレポートを修正すべきであり、そうしなかった点で10b-5に違反すると主張した。控訴審は次のように判示した。

原審はこの問題に対してはElectronic Specialty Co. v. International controls Co. 判決の原則が適用されると判断した。その判決は、証券取引所法14条(e) 注9の下において、公開買付を準備している被告はウォール・ストリート・ジャーナルに載った誤った事実の記事を修正すべき義務があると原告が主張したものである。会社はその記事を知っていたが会社が発表したものではなかった。その判決は『会社は会社が発表したのではない新聞記事の誤りを訂正することもできるが、証券取引法がそうすることを要求しているのではない』と述べた。我々はこの判決が当裁判所における法であり、またこの原則は10bおよび10b-5に基く訴訟にも等しく適用されると解する。本件での問題はリゲット社がこれらの予測が会社からのものと見られるほどそのアナリストの予想と深くかかわっており、従って上記判決の法理の適用範囲外であるかどうかである。

会社が会社の外部の者によって作成されるレポートや予想に深く関与したためその予想の

重要な誤りを正すべき義務を負うことがありうることは明らかである。このことは会社の役員が情報を点検し、それが真実であるか、少なくとも会社の見解と一致しているということとその行動により黙示的に表示した場合にいう。

しかし、本件の事実関係を検討した結果、我々はリゲット社がそのアナリストの予想を明示的にせよ、黙示的にせよ、承認したことはないとする原審の認定を明らかな誤りとして破棄する理由を見出せない。会社は多くのレポート類を調査しコメントしてきたが、その政策は業績予想は差控えるということであった。原審における証言によればそのアナリストはその予想が会社の内部の予想に内々に通じてなされたのではないことを認めている。リゲット社が多くのレポート類を点検する際、事実その他の表示に関して何らかの示唆を行っていた疑いが証拠上ないわけではないが、そのことによってアナリストの予想がリゲット社の内部の予想と一致していたと結論することはできない。のみならず、原告はリゲット社が事実の表示が誤りであることを知りながら正さなかったことを立証していない。かくてリゲット社は自らの予想を開示し、あるいはアナリストに（及び公衆に）会社も同様にそのような楽観的見通しを立てているのではないことを警告すべき義務はない。」

この判決が明らかにしたように会社の外部の者が作成した場合例えば証券会社が顧客に株式の売買を勧めるために作成したレポート類の中に不当表示が存在し、その不当表示に発行会社が実質的に関与していた場合には発行会社にそのレポートの訂正義務が認められる。次の判例がその場合を扱う。

グリーン対ジョンホップ会社事件 注10

アメリカン・ウエスタン証券会社は自動車部品関連メーカーでその株式が店頭取引されているジョンホップ会社のマーケットメーカーをしており、また同社が新株を発行する際には引受人になっていた。

同証券はジョンホップ会社の株式を誇大な業績予想をもとに顧客に推奨をしていた。同証券の外務員は原告にジョンホップ会社に関する「マーケット・コメント」を送った。それによれば1969年の純売上高が100万ドルになると推定していた。1968年それは404,518ドルであった。前期が実質赤字であることは表示されていなかった。原告はこの推奨を信用してジョンホップ株を2,000株買った。しかし100万ドルという予想は前年度の3倍近い数字であり、しかも1969年の実績である537,483ドルよりもかなり大きい数字であり、アメリカン証券はこのような予想を立てる何らの証拠を有していなかったし、何らの調査もしていなかった。ジョンホップ会社の副社長ジョーンズはこの「マーケット・コメント」の数字を知っていたが何ら行動をとらなかった。1970年3月初め同証券外務員は原告に「特別状況報告」を送った。このレポートはジョンホップ会社の1968～69年の1株当たり利益が0.08ドルであるとした。又1969～70年の1株当たり利益は0.4ドルから0.5ドルと予想し、ジョン

ホップ株の買いを勧めていた。

ジョーンズはこのレポートが発行された直後の1969年にこのレポートを受取っておりそれがジョンホップ会社の株主に送られることを知っていた。

外務員は原告あての手紙の中でジョーンズが1株当りの利益を0.4~0.5ドルと予想していることを引用していた。ジョーンズはアメリカン証券で開かれた販売会議に出席しそこで「特別状況報告」のことが議論された時にも彼は利益予想については何も発言しなかった。アメリカン証券の外務員は上記数字を電話でジョーンズに確認して原告に伝えた。これらの数字はいずれも根拠のないもので、ジョンホップ会社は1969~70年度は利益は出ず、大赤字であった。裁判所は会社の責任について次のように述べた。

「会社は証券会社や証券セールスマンによってなされる財産状態や将来の見通しに関する全ての不当表示や不開示について責任を負うというものではない。会社がそのような不当表示や不開示を知りその公表または不公表が投資大衆を誤認することに気づいた場合にあり行動をとることが義務づけられるのみである。本件の場合、ジョンホップ会社あるいはジョーンズが適切な行動をとらなかったことはアメリカン証券が投資家にジョンホップ株式の買いと保有を勧めていることに対する暗黙の同意に等しい。ジョンホップの役員らはアメリカン証券にその不正確さを知らせ、事前に詐欺的行為を止めさせる機会を与えるべきであった。アメリカン証券が止めない場合にはオレゴン州ブルースカイローの執行権限を有するオレゴン州会社委員会に通知するか、証券取引委員会（SEC）に通知するための適切な措置がとられるべきであろう。あるいは不正確な情報を正し、または否定するための公表をなすことであった。」

ジョンホップ会社は10b-5違反（教唆または幫助）と認められ原告投資家に対する賠償が認容された。

ステイト・ティーチャー事件 注11

発行会社の株式が証券市場において出来高が急増し株価が急激に上昇する等の異常な動きをする場合がある。この場合第1に考えられることは発行会社から重要な未公開情報（インサイダー情報）が一部の者にもれたということであり、第2に考えられることは例えば著名な証券アナリストが買いの推奨をしたため、大量の買い注文が殺到した場合のように発行会社とは関係がない場合がある。実際にはこの両者のいずれかの判定が困難な場合もあるが、多くの場合何らかの噂が飛び交うものである。その噂の内容から判断して、前者の場合であると判断されれば、発行会社がかの噂に関連した重要な未公開情報を有している場合にはその情報を迅速に開示すべき義務が生ずるといふべきである。上記の会社外の者による公表につき、会社が関与していた場合と同様に考えることができるからである。一般論としてこのことを認める判例として前記ステイト・ティーチャー事件の第一審判決

がある。

「インサイダーによる取引または前になされた不正確な開示が存在しない場合においても、当裁判所は噂が飛び交い、株価が激しく上がり、被告が開示していないが、全ての重要事実を知っている場合にはそれを開示しなければ10b-5(c)違反となり得る」。

第2、インサイダー取引

1、規則の必然性

これまでの検討で明らかになったことは発行会社に一般的な開示義務を認めることは理論上、解釈論上可能ではあっても、現実的には極めて限定的にしか機能しないということである。その理由の一つには経営判断の原則の存在であり、他は58条が基本的に詐欺の構成をとっているため、会社自体が取引しない場合に財物取得を目的とする詐欺的な意思の下に開示がなされなかったという認定が困難であるということである。

かくて、一般的開示義務を効果的に実現するためにはそのための特別な立法を必要とするであろう。しかし、すでに存在する有価証券報告書等による強制的開示制度との関連を含めて考えれば、そのような立法は極めて困難で実際には実現不可能と思われる。

しかしながら、会社やその取締役が現実に証券取引を行う場合にまで開示義務がないとすることは証券取引法の目的に反し、又証券市場の機能を害することは明らかである。そこでかかる場合には会社や取締役に開示義務を認めることが適当であり、それは10b-5あるいは58条1号によって可能である。インサイダー取引規則の必然性はここにあると考えられ、インサイダー（会社の取締役、役員、主要株主）が自社株を取引する場合には、未公開の重要な事実を開示すべきであり、開示すれば適法に取引できるが、そうでない場合は取引を控えるべきであるとする「開示又は断念」の法理が承認されることになる。注12

インサイダーの開示義務がその情報を相手方が知れば少なくとも同一条件では取引しないであろうというところから信義則上認められるとすれば、取引が行われる場所とは本質的に関係がないと考えられる。しかし市場取引における開示義務の根拠については特に議論されている。そこで相対取引と市場取引を分けて開示義務の根拠について更に理論的に検討する。

2、開示義務の根拠

相対取引

例えば発行会社が業績が様変わりにより好転していることを秘して株主から安い価格で株式を買取ったとしよう。もし株主がこの情報を知らされれば同一価格では売らなかったであろう。あるいは、会社の取締役が業績悪化の情報が公表される前に持株を高い価格で処分したとしよう。この情報を知らされた投資家は少なくとも同一価格ではその株式を買わな

ったであろう。このような取引が相対取引で行われた場合には、不作為による詐欺罪の問題として処理されることは明らかである。我国の判例学説は不作為による欺もうに必要な告知義務すなわち開示義務の根拠を取引の信義則に求めている。例えば、「商品取引をなすに当たり、商慣習その他特別な事情なき限り、何人も自己の信用力に影響を及ぼすべき事実を相手方に告知すべき義務を有するものにあらざるなり。然れども、自己が現に認識する事情及び境遇の下において、その状態が相手方に暴露するとせば、とうていその信用を得て取引をなすこと能わざることを予知するに拘らず、沈黙してこれを告げざる場合はこれと異なり、その沈黙は詐欺罪の手段たる欺もうに該当すといわざるべからず。けだし、信義誠実を旨とする取引の通念上、このごとき場合においては、何人もの相手方に対し真実なる告知をする義務を負担するものにして、その義務に違反し沈黙するときは、これにより相手方をして認識の対象を錯覚せしめ、事実の判断につき錯誤に陥らしむべきものなればなり」(大判大13・11・28)。かように不作為による詐欺罪の成立に必要な告知義務は取引の信義則に求められる。なお、この判例は沈黙という表現を使用しているが相対取引においては必ず当事者間において交渉が行われるのであって、全くの沈黙ではないことに注意しなければならない。交渉の中で一部の重要な事実を秘匿するというもので、前述のハーフツルースに該当する。

市場取引

証券市場において行われたインサイダー取引の場合は、当事者に交渉が存在せず全くの沈黙である。注13

相手が誰であるのかもわからない。ここではハーフツルースも成立しない。そこでこの場合の開示義務の根拠が問題とされる。しかし、取引の信義則が相対取引のみに限定される根拠はない。市場での取引の相手方である不特定多数の投資家に対して開示義務が認められるというべきである(この場合の開示は公表という型をとる)。そうしなければインサイダーは相対取引で詐欺となる行為を市場取引を通じて容易に責任を免れることができる。換言すれば証券取引所は詐欺に対する免罪符としての役割を演ずることになる。証券取引委員会は証券取引所におけるインサイダー取引について次のように述べている。

「被審人は何らの表示をしていないし、いかなる方法によっても価格操作をしていないと主張し、更に取引所における取引では相対取引におけるような義務は存在しないと主張する。我々はこの主張を認めない。10b-5による保護が証券取引の主要な場所である証券取引所における取引に適用されないとするのは、まことに奇妙なことである。証券取引所における買い手が売り手の持っている重要な情報を得られれば投資判断に影響を受けるであろうし、それに従って買い手の判断は変更されたかもしれない。かくてインサイダーによるいかなる売却も情報の公表を待たなければならない」。注14

市場取引の場合は売り手と買い手の間における交渉がないまま売買契約が成立する。それは取引所における証券の評価が公開情報に基づいて決定されるからである。相対取引における交渉は市場自体の機能によって遂行される。最高裁判所は次のように述べる。

「相対取引においては、投資家が情報を信用したか否かはその情報に対するその投資家の主観的価値づけである。市場が存在することにより、市場は売り手と買い手の間に介在し、理論上、市場価格の形成過程において情報を投資家に伝達する。かくて相対取引における投資家によって行われる評価過程の実質的な部分は市場によって遂行される。

市場は投資家の無報酬の代理人として行動する。それは得られる全ての情報を投資家に知らせる。株式の価値はその市場価格だけの価値がある。」注15

かくて市場取引においても取引の信義則から開示義務が認められるのであって、相対取引と本質的に異なるものではなく、相対取引においても市場取引においてもインサイダー取引は刑法の詐欺罪を構成すると解される。

詐欺罪と証券取引法58条との関係は観念的競合と解すべきである。結果的には詐欺罪で処罰されることになるが、懲役10年以下という刑罰はアメリカのインサイダー取引に対するものと同じであり、妥当なものである。但しインサイダーの得た利得額その他の犯情によっては58条のみで起訴することもあり得よう（罰則は懲役3年以下又は罰金300万円以下）。注16

3、開示義務の対象たる情報

インサイダーが開示すべき情報は株価に影響を及ぼすとみられる未公開の重要情報である。

公開性

公開は情報が一般投資家が了知し得る状態に置かれたときになされる。それは市場を中心として考えるべきである。複数の市場に上場され株主が全国的に広がって存在している場合には、全国的な報道網を持つ新聞等の報道機関を通じて公表されるべきであるし、単一の地方市場でのみ取引されている会社であればその地方で有力な新聞を通じて公表すべきである。

いずれにせよ現実に公表されることが条件であって何らかの事情で報道機関によって報道がなされなかった場合には公表がなされたとは言えない。

このたび改正された証券取引法に基づく政省令は一定の条件を備えた二つ以上の報道機関に公開したときから12時間経過した時をもって公表が完成するものとした。証券取引所に備え付けたファイルに情報を登録しただけでは公表と認められないことは当然である。

重要性

開示されるべき情報は重要な情報である。投資家が証券を買い、売り、持続すべきかの判

断に相当な影響を及ぼすと考えられる情報が重要な情報である。インサイダー取引は不作為による詐欺罪であるから、何が重要な情報であるかは個別的に決定され定型化に親しまないものである。証券取引法58条も同様である。詐欺罪のような基礎的な犯罪については予め特定の事実を重要な情報としておくと、それから外れるが実質的には異なるところが無いものを処罰の対象外とするという不当な結果を招く。まことに「詐欺には限界がない。ひとたび裁判所がルールを決めなければならないとすれば、その救済はどの範囲まで及びそして及ばないのか。又厳密にその種類と証拠を定義すれば裁判所は束縛され、人間の豊かな発明の才能が創り出す新しい計略によって不断に回避されるであろう」。注17

わが国の判例も個々のケース毎に信義則から判断し相手方に錯誤をもたらすような不開示であるかどうかを決定しているが、それは妥当な態度である。あたかも無銭飲食と無銭宿泊を区別し別個の構成要件として規定することが無意味であるように、無配転落という情報と、利益の大幅減少という情報に基づく取引を別個の構成要件としたところで意味がない。改正された証券取引法190条の2は重要な情報をこと細かく規定しているが全く意味のない細分化であり、無用の混乱を招くのみである。また、証券取引法58条または詐欺罪の適用を受けるインサイダー取引は本質的に詐欺であるから、当然、取引者において自己が取引の根拠として利用する情報がインサイダー情報であることの認識を必要とする（この立証は検察官が行う）。改正法によるインサイダー取引は形式犯とされたため、本来はこの認識は必要でない。その意味において、改正法によるインサイダー取引の規制は真の意味におけるインサイダー取引を対象としたものでない。その本質は旧大蔵省による欺瞞的立法にほかならない（詳細は拙著「インサイダー取引」中央経済社32頁以下参照）。

[注]

(1) In the matter of investors management Co. 44 SEC 633

(2) Basic, inc v. Levinson 485 US 224

(3) 参照 Jeffrey D. Bauman, Rule 10b-5 and the Corporation's affirmative Duty to Disclose 67 Georgetown Law Journal 935

(4) [10b]

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any securities registered on a national securities exchange or any securities not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such ru

les and regulations as the commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

[10b-5]

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person in connection with the purchase or sale of any security,

(5) Alan L. Talesnick, Corporate Silence and Rule 10b-5: Does a publicly held corporation have an affirmative obligation to disclose? 49 Denver Law Journal 369

(6) State Teachers Retirement Board v. Fluor Corporation 654 F. 2d 843

(7) Ross v. A. H. Robins Co. 465 F. Supp. 904

(8) Elkind v. Liggett Myers, Inc. 635 F.2d 156

(9) 公開買付における一般詐欺禁止規定であり実質的に10b-5と同じ規定である。

(10) Green v. Jonhop, Inc. 358 F. Supp. 413

(11) State Teachers Retirement Board v. Fluor Corporation 550 F. Supp. 278

(12) この原則はSEC v. Texas Gulf Sulphur 401 F. 2d 833 (1968年)で確立した。

(13) 沈黙と言っても単なる沈黙自体に責任を課するのではなくインサイダー情報を利用した取引行為が存在している。

(14) In the Matter of Cady, Roberts 40 SEC 907

(15) Basic, Inc. v. Levinson 485 US 224

(16) なお、詐欺罪の成立については欺もう行為と相手方の錯誤という問題があるがこの問題については拙著インサイダー取引 [中央経済社] を参照されたい。

(17) SEC v. CAPITAL GAINS RESEARCH BUREAU 375 U.S. 180 n. 4