

証券アナリストへの自発的開示とインサイダー取引 (二・完)

野 田 博

目次

- 一 序
 - 二 問題となる状況—SEC v. Phillip J. Stevens 事件を手掛かりに
 - 三 解釈論上の問題—Dicks 判決に示されたルールの捉え方 (以上、一一七卷一号)
 - 四 政策論議
 - 五 結び (以上、本号)
- ### 四 政策論議

(一) 総説

Stevens 事件を契機として、特定のアナリストに対してなされる、いわゆる選択的開示をめぐる論議が再び活発に行われることになった。三では、そのうち、Dicks

判決の提示する「個人的利益」基準の文言をめぐる解釈上の議論を主に取り上げた。その基準のもとで、たとえば内部情報の伝達に際しいくつかの動機が混在していた場合に取り扱いにくい問題が生じ、新たな不確かさの派生することが指摘されるとともに、「個人的利益」自体一義的に明確であるとはいえず、そこに解釈の余地があり、それぞれの依って立つ政策判断を基礎に、見解の対立が存することをみた。その点においても、政策上の当否をめぐる議論がより興味深いと思われる。

さて、右のように解釈の余地はあるものの、Dicks 判決において連邦最高裁が、未公表の重要な情報の受領者がその情報を、他の投資家の犠牲において利益を得るよう利用するにもかかわらず、合法とされる場合のあるこ

とを認めたとみることができることについては、異論はない。それが違法とされる場合との違いは、内部者による情報伝達の動機の適正性による。⁽⁵⁰⁾ かかる結論を導くにあたり連邦最高裁が、明らかに、証券市場の効率性の実現のために証券アナリストその他の市場専門家が果たす役割を高く評価し、その役割の日々の遂行を阻害しないことを企図していたことは前述のとおりである。そして、会社役員等内部者とアナリストとの間で個別になされる情報伝達に際しての基準となる原則 (guiding principle) を提供し、それらの者の責任の予測可能性を高めようとしたのである。Dirks判決は、アナリストにとつてのマグナ・カルタであり、アナリストへの会社による自発的開示において相当の裁量の余地を許容するものと認識された。⁽⁵¹⁾

このような、アナリストへの情報伝達は特別の保護に値するとの立場につき、その後SECにもそれを是認するかのような動きがあった。それは、Chiarella判決、Dirks判決の後に、SEC等が試みた立法による解決の追求のなかにみられる。一九八七年八月にSECが連邦議会に働きかけた立法提案は、実現はしなかったが、イ

ンサイダー取引の責任に対する基礎として不正流用理論⁽⁵³⁾を事実上法文化したと思われるものである。⁽⁵⁴⁾ 本稿の主題との関連で内報提供者および内報受領者の責任についてみる限り、その立法提案はDirks判決の個人的利益基準を排除し、それに代えて、内部者から故意に (knowingly) 受領した内部情報の不正使用を禁じる反取引規定 (anti-trading prohibition) および、そのような内部者が他の者に情報の伝達することを、伝達を受ける者による直接・間接の証券の売買等が合理的に予見できる場合に、禁止する反伝達規定 (anti-tipping prohibition) をおいている。⁽⁵⁵⁾ この点でこの立法提案はDirks判決が証券アナリストに対して与えたと考えられる保護を排除するようにみえるが、それが意図されているのではない。次の責任除外規定の提案はそれを示すものである。すなわち、同立法提案の第三条(c)項(4)は次のように定める。

〔4〕この条項の禁止は、次のいかなる情報伝達も違法とするものではない——

(A) 証券、証券市場、または発行会社の財務状況に関する情報の分析およびそれを流布するという業務

に携わっている者による業務の通常の過程における情報伝達

(B) 証券、証券市場、または発行会社の財務状況に関する情報の分析およびそれを流布するという業務に携わっている者に対する情報伝達で、そのような情報伝達がそれをなす者の個人的な利益のためになされるのではない場合」

この規定は、証券アナリストに対してのみ、Dicks判決の基準を回復させている。すなわち、内部者によって一般投資家の一部の者に選択的になされる情報伝達は、それが個人的利益に動機づけられないものであっても刑事責任を生じる場合も考えられる一方で、アナリストに対する同様の情報伝達は完全に合法ということになる。⁽⁵⁶⁾

なお、この提案の数カ月後にSECは、立法の調整草案(reconciliation draft of legislation)に同意した。⁽⁵⁷⁾この草案においては、アナリストに対する上記のように明確なセーフ・ハーバー条項は設けられていない。しかしそれは、内報提供の責任についての基準が修正されて意図の「不当性(wrongfulness)」の要素に組み入れられたことによるものといわれる。⁽⁵⁸⁾

以上の立法化の試みのいずれも、要するに、アナリストにたいする情報伝達が会社の情報開示という事柄の通常の過程においてなされる限り、それは、単に違法とされないばかりでなく、一層促進されるべきであるという主張をSECが是認するものであると評される。⁽⁵⁹⁾

ところが、二でみたように、Stevens事件における差止請求、衡平的救済の申立においてSECは、証券アナリストにとってのマグナ・カルタとも理解されてきたものを斥け、特定のアナリストに向けられた選択的開示をインサイダー取引の範疇において捉える法執行政策を採った。これは、Charella判決以前の情報所持理論に帰するものと考えられ、その背後の政策としては、Dicks判決を「内部者をコントロールする」と特徴づけるなら、これはむしろ、「情報それ自体をコントロールする」ことをあらためて強調するものといえる。なお、もちろん、Stevens事件は同意判決(consent decree)により決着をみたもので、ただちにインサイダー取引についての規範を成すものではない。しかし、その実務に対する影響は無視できないと指摘されている。⁽⁶⁰⁾アナリストに対する選択的開示との関係で、以上の二

つの立場を対置したとき、政策としての妥当性という観点からどのようにみるべきか、種々議論がなされている。一見して両者の対立は、市場の効率性確保と公正性・高潔性維持の両価値のいずれを採るべきかというところに還元されそうであるが、必ずしもそのように単純化するとはできない側面もある。具体的な事例との関係で考慮すべきと思われる若干の問題点を二(三)において提示した。その他、検討の方針を示すと、以下のようである。

Dicks判決を支持する立場は、主として、その立場を採ることにより会社役員と証券アナリストとのコミュニケーションが促進されることから生まれる様々な便益を論拠として挙げる。したがって、この立場に関して、その主張される効率性の側面の正当化について吟味するところが、まず必要な作業である。

ただ、その際、いくつかの留意すべき事項がある。第一は、特定のアナリストへの選択的開示によりもたらされるとされる便益は、その反対側にあるコスト(Dicks判決のルールのもとで、情報の不均衡、偏在を利用し得る者に有利な富の移転が予測でき、会社の信用、個々の株主の利益および市場の高潔性が害される可能性が増す

こと)と対比したとしても正当化できるものであるか、という問題に焦点を合わせたコスト・ベネフィット分析は十分になされているとはいえないことである。ここでもその分析を十分に展開することはできないが、ただ、会社内部者およびアナリストの予想される行動等は必ずしもアナリスト寄りの政策(Proanalyst policy)を支持する立場が想定している場合ばかりとは限らず、そうした角度からその主張の説得性について若干の考察を加えることとしたい。

留意すべき第二の点は、アナリストへの個別的情報伝達以外にも情報を伝播させる方策は考えられるところ、アナリストに特別の保護を与える政策を主張する立場はアナリストとの個別的情報伝達を通じての情報伝播を優先して考えるのであるが、これに対し、他の手段、とりわけ強制的開示制度の再調整により事態を改善することを考えるよりも優先させる理由を示さねばならないとの指摘がなされることである。⁽⁶¹⁾ 近時、会社のインベスター・リレーションズ(IR)活動が注目を集め、その際、法定開示とIRとの相違点が示されるが、それをみると、後に示すアナリストへの選択的開示の便益として

アナリストに特別の保護を与える政策を支持する立場から挙げられる論拠と共通する点もある。⁽⁶³⁾ともかく、Dirks判決に代表されるアナリスト寄りの政策を採ることとで情報の市場への伝播が容易になり、したがって市場の円滑な機能を促進することになるとの主張の当否を判断するためには、それらが、強制的開示制度の現在のスキーム、およびそれらの制度の政策根拠をなしている情報の市場に関わる経済理論をどのように補充し得るかの視点が必要である。

さらに、Stevens事件におけるSECの立場との関係では、次のような視点が検討に際し必要であると思われる。この立場に対するアナリストに特別の保護を与える政策を支持する立場からの批判は、右の立場を採ることで会社役員等のガードが固くなり、情報が市場に伝わることに遅れ、またアナリストの検証の機会が失われ、市場の効率性が害されるというものである。しかし、SECの立場の趣旨は、必ずしもアナリストへの開示を阻止しようとするものではない。アナリストへの開示は望ましいが、しかしそれがなされるときは、同時に公衆への開示をあわせて行うべきであるものと考えられる。⁽⁶⁴⁾

したがって、この立場に対しては、それは理想であるが、その基礎にある情報への接近機会の平等確保の目的について情報の伝播の性質からみて実行可能性はどうかという指摘や、またStevens事件のような場合に何らかの規制を要するとしても、この場合に最も中核的なインサイダー取引と同様の規制のもとにおくことが妥当かという規制手段の当否をめぐっての問題提起⁽⁶⁵⁾がなされており、それらがより重要な観点であると思われる。

法がアナリストへの選択的開示をいかに取り扱うべきかの政策論議については以上に示したような副次的な問題の検討が必要であると思われる、以下、そうした角度から検討して行く。

(二) アナリスト寄りの政策の論拠とされる諸便益とその検討

1 主張される諸便益

前述のように、アナリストに特別の保護を与えることを支持する立場から、そのことが様々な効率面での利点を提供すると主張されている。そこにおいて、どのような点が利点として主張されているのかを、まずみておき

たい。⁽⁶⁶⁾

(a) 第一は、会社のIR活動を法定開示と対比して「開示情報集合の選択」の自由度があるとされるのに対応するものである。アナリストへの開示は、会社がその機密保持についての関心から、その重要情報の詳細を完全に開示することは望まないが、現在誤った評価がなされていると感じる株式価格への望ましい影響を得ること等のため、部分的に開示することを可能にするとされる。

(b) 第二は、責任の脅威を軽減する観点からのものである。開示の対象となる情報が将来予測に関する(Forward-looking)ものである場合、会社はその将来の見通しを公に予測することを、それが外れた場合の責任の可能性から、躊躇する傾向がみられた。この主張は、そのような予測を公式に記録された(on the record)媒体でなすよりも、その伝達を非公式に、言い換えれば口頭でアナリストに伝えることによって、法的責任にさらされる可能性が減せられるとするもので、これによって一定の将来予測の情報が市場に到達しやすくなるとしている。

(c) 第三として、公衆への開示においては、しばし

ば伝えられる情報の実質的内容を単純化することを余儀なくされるが、証券アナリストのような市場専門家への開示にあっては、そうした拘束から自由であることが挙げられる。それにより、より高度に精密な情報伝達が可能となり、したがって情報が市場に与える影響についてのより精巧な分析が可能になるとされる。

(d) 第四に、アナリストへの開示は、その情報が一般公衆に到達する前に、検証等を経ない思惑的な(Due Diligence)情報につき客観的な専門家による選別がなされ、伝達される情報の正確さを担保することに役立つとされる。評判が重要であるアナリストはおそらく客観的に判断を下すという想定を基礎とする。これにより、開示を行う会社、とりわけ正直にそれをなす会社の信頼性は高められ、また、一般投資家の得る情報の質が改善されることになる。とされる。

(e) 第五は、アナリストへの円滑な情報の流れが欠如している場合、四半期報告書提出時付近の非連続的で急激な価格変動が予想されるという事に関わるものである。これは、業績予測等の変更が予期されないものであったことを原因とする非連続的、急激な株価の変動を

なるべく減少させることが望ましく、そして効率的であるとの認識を基礎とするものである。⁽⁶⁸⁾ 収益の公表が意外なものであった場合の過剰反応および不必要な訴訟を抑制する最善の方法は、投資家層に対する重要な将来予測の情報の継続的な伝達であると考えられる。そして、そこで重要な役割を果たすのが会社とアナリストの間の継続的なコミュニケーションであり、その際、そこで継続的なコミュニケーションは、ほとんど日常ベースでの連絡および情報の間断ない流れを必要とするものであるとされる。

(f) 最後に、第六として、選択的開示を容認する制度のもとで、証券アナリストはより積極的に質問することができ、経営者等から重要な未公表の情報を引き出すことや、公に利用可能な情報についてその信憑性を検証することをより効率的になし得ることが挙げられる。これらからアナリストが情報を収集するコストは減少し、より多くの会社を担当するインセンティブが増すことになり、それがすべての投資家に利益をもたらすことにつながると思われるのである。ここで指摘される便益は、まさに Dicks 判決が心に描いたものである。⁽⁶⁹⁾

2 検討

証券市場で取引をなす者は、法が会社の一定の事業上の機密の保持につきその適法性を承認する限りで、必然的に不完全なまたは不正確な情報をもって取引することにならざるを得ない。連邦議会および SEC は、連邦証券諸法の開示規定をとおして、また裁判所は判例法において、会社の機密保持の必要性と株主に対する十分かつ正確な、そして適時の情報開示がなされる必要性との間で調整をはかることを追求してきた。⁽⁷⁰⁾ Dicks 判決に加えられる批判の一つは、これら一群の法に注意を払うことなく、それまでの調整点を変更したことにある。すなわち、もしこれまで以上に迅速な開示が必要であるならば、上記の連邦証券諸法や判例法で形成された開示義務をもって採られた調整点について今後さらに検討を加えることがより適切な方向ではないかも含めて考慮すべきではなかったかの指摘である。⁽⁷¹⁾ もちろん、その方向を進めて行くと、開示の時期および方法についての困難な問題⁽⁷²⁾が、開示を控えることが事業上の理由から適法とされる範囲の問題とともに、生じてこようし、また、これらの問題が Dicks 事件において提起されていたわけではない。

しかし、未公表の会社情報が迅速に市場に届く必要性が裁判所の主要な関心事であるならば、前記の点を顧みないままで、ただDine判決のように、「会社が公表することを控える理由を有するかもしれない情報を明るみに出すことにおいてアナリストが演じる……:中心的な役割」を引き合いに出すだけでは、問題に十分に答えているとはいえないであろう。それだけであるなら直ちに、

会社が情報を与えずにおく正当な理由を有する場合、なぜアナリストはそれを特定の者に漏らしたり、または自ら利用することが許される場合があるのか、また、会社がある情報を機密にしておく正当な理由をもたない場合、もしある特定の者に開示されるのであれば、なにゆえすべての株主に平等に開示されるべきでないのか、が問われることになる。⁽⁷⁴⁾確かに、Dine判決も、最終的には未公表の情報のより早期の伝播が実現され投資者の利益につながることを意図していることは疑いのないところであり、また証券市場の効率性が増すならば、とりわけその資金配分機能を通じて社会的にも資するところが大きいと考えられるが、その目的に対応する方策として、そのためのコストを会社に多く負担させる方策を考慮す

るのではなく、情報を与えられない株主について、会社内部者から直接に重要な情報を受領したアナリストまたはその顧客と情報の不均衡のあるままで取引する可能性があるというように、会社株主の犠牲において問題に対処するのであれば、それらの説得的な理由づけが特に求められるはずである。⁽⁷⁵⁾

そうした観点から(二)に列挙した諸便益をみると、特に強制的な開示制度との相違に着目しつつ、提示されたもので、特定のアナリストへの選択的開示が法の定める強制的開示制度を補完する役割を果たすことを示そうとしており、その意味で、Dine判決に対する上記批判に答える方向にあると評することができよう。また、強制的開示制度が効率性の面でも重要な役割を果たすことはいうまでもないが、⁽⁷⁶⁾(二)で挙げられた諸便益を全体として考慮した場合、重要な情報の開示すべてを、直接的にまたはある冷却効果を通じて間接的に、公開の鑄型に押し込める制度のもとでも、アナリストとの非公式のやり取りを許容し、または促進する制度のもとで、より多くの情報が迅速に市場価格に組み入れられるという結論が導かれるようにも思われる。⁽⁷⁷⁾

しかし、このことから、直ちにインサイダー取引規制を緩めることを是とする結論を引き出すことは早急すぎるであろう。まず、(二)の便益を個別的にみると、疑問を提起する余地のあるものも少なくない。たとえば、(a)の便益については、そうした開示は「生半可な開示」とみられなくもなく、市場の効率性という観点からも十分説得力を持つとはいえないように思われる。また、(b)の便益は、会社経営者によって証券アナリストに伝達される情報で一番多いのが将来予測の情報を含む、いわゆるソフト・インフォメーションと呼ばれるものであることを背景にしていると思われるが、将来予測に関する情報の開示を促進するべきであるとしても、たとえば判例法で認められ、一九九五年米国証券民事責任訴訟改革法でも拡充し、採り入れられた適切なリスク開示による免責の法理(「ビスピークス・コーションの法理」)予測的記述・陳述である旨明示し、かつ、予測的記述・陳述と重要な程度に異なる現実の結果を生じさせ得る重要な要因を特定する意味のある注意文言を付した場合に、セーフ・ハーバー規定の保護対象となる者は、書面か口頭かを問わず、責任を負わないような手段も考

えられ、その手段としての適切性にはなお疑問の余地が残る。なお、Langevoortは、以上に比べ(c)(d)(f)の便益は好奇心をそそる、または重要度の低いものとする⁽⁸⁰⁾。また、Coffeeは、(e)(f)の便益のみ論拠として挙げている⁽⁸¹⁾。

次に、より重要なのは、その便益の裏にあるコストとの関係が十分明らかにされていないことである。そのコスト・ベネフィット分析は法学者の手に余ることのようにも思われるが、次の指摘は重要であると考える。すなわち、(二)に挙げられた便益を全体としてみて期待される効率性の面での利益についても留保をつけなければならぬ点が少ない、また、その利益が期待できるのは全体の中の一部にすぎないと指摘⁽⁸²⁾である。まず、情報の伝播の面での効率化およびそれによって望ましい価格効果を実現するという点に関しては、確かに、アナリストが推奨とそれについての理由とを公けにする場合、市場への直接の情報伝達が達成されると思われる。しかし、そのようになされる場合は、特定のアナリストへの選択的開示の事例全体の中の一部にすぎない。選択的開示が単にアナリストの顧客による取引をもたらしすぎ

ないような場合には、インサイダー取引の弊害のみが前面に出て、望ましい価格効果を持ち得ない⁽⁸³⁾。また、情報の信頼性、正確性の確保という側面に関しても、たとえば公募において証券引受業者(underwriter)を用いること、または、財務情報開示のために独立の会計士を用いることのような、見た目に明らかかな正確さの担保の例についてみると、この場合、部分的には表示が一般に利用できる性格をもってゆるえに機能する。これと対照的に、選択的開示の場合にあっては、その性格上そうした公開性が欠けており、これが望ましい市場効果の実現の阻害要因となることが考えられる⁽⁸⁴⁾。

なお、アナリストへの自由な選択的開示を促進する制度のもとで予想される発行会社(その役員)とアナリストの行動についての考察の必要性も指摘される。事業上の目的によるアナリストへの開示に対する法的制限がないと仮定して直ちに出てくる問題は、その会社を担当しているアナリストのうちの誰が他に優先してその情報の伝達を受けるであろうかである。考え得るシナリオの一つは、アナリストのうち最も評価の高い者が選択されることである。すなわち、発行会社側は資金調達のコスト

を下げる手段としての信頼性の保証を求めて、この者に無償でその情報を伝達する場合である。アナリストへの選択的開示に好意的な立場は、この選択肢が採られることを想定していると思われる。しかし、少なくともこの選択は、前述の阻害要因は別にしても、市場の客観的な評価・判断を受け入れる用意のある発行会社についての魅力があるものと思われる。他に、意識的にであれ潜在意識下においてであれ、アナリストからの継続的な将来の好意的な推奨を期待し⁽⁸⁵⁾、それを最も適えてくれそうなアナリストに伝達されるという可能性も否定できない。このことは、選択的開示を許容する制度のもとにあって、その開示の過程に固有の利益衝突が存在し、それが場合によっては投資助言の質を低下させることになりかねないことを意味する。この点は、公正性の側面の議論ともかかわるので、改めて(三)でも言及する。

アナリストに特別の保護を与えるべきとの議論に対してなされる以上の指摘は、もちろん、選択的開示を許容する制度から効率性の利益が全く生まれまいということを示唆するものではなく、まして、そのような制度の正味の効果が期待されるのと全く逆の結果になるとい

でもない。しかし、そのような制度のもとで発行会社およびアナリストがどのような行動をとるのかについては、先に示したものははじめとして様々なパターンが考えられようが、それぞれの相対度数はどうかということや、どのような組み合わせがその行動を一般的に記述するのに考えられるかがはっきりしないままで、制度の評価を行うことはできない。上述したところからも明らかのように、この点は不明確なままである。そして、いったんそのあいまいさが承認されるなら、アナリストとの非公式の個別的な情報伝達を促進する制度が公益の観点から不可欠であると結論づけるのは時期尚早であるといわねばならず、Dicks判決その他選択的開示に関してインサイダー取引規制を緩和すべきとする見解は弱い基盤の上に立っているというべきであろう。

(二) 公正性の側面の議論

アナリストへの情報伝達が特別の保護に値するとする主張は、(一)で示した効率性の面での論拠を挙げるのに加え、その主張に対して加えられる公正性の観点からの批判に対し、インサイダー取引の禁止を正当化すると

理解され得る公正性の問題は、実のところ、ここで取り扱っている情報伝達を制限するよりどころを提供しない旨の主張をなしており、いわば二段階の構成をとる。ここでは、その第二段階の部分をめぐる議論を取り上げる。もっとも、第一段階の効率性の面での論拠が堅固なものといえない限りで、第二段階たる公正性の側面でのその主張の意義は低いものとならざるをえない。

さて、会社役員等とアナリストとの個別的な情報伝達が不公正の源となるとされる際において、次の二点が指摘される。その一つは、いうまでもなく、投資者を情報伝達されたアナリストより情報の提供を受けて取引する者とそうでなく取引する者という二つの部類に分けてしまふことであり、前者は後者に優越した利益の機会を享受することになる。なお、情報をもたない投資家が取引高や価格等の推移によりその情報を解読する可能性が考えられるが、そうした解読のメカニズムは理論上の着想にとどまるもので、市場の現実には即したものではないといわれる。⁽⁸⁶⁾次に考えられる不公正の源としては、発行会社とアナリストとの相互依存の可能性が挙げられる。既に言及したように、特定のアナリストへの選択的開示は、

場合によっては会社役員が証券アナリストから都合のよい推奨を得るための一種の巧妙な賄賂として用いられようといったことである。

これらに対し、会社役員等とアナリストとの個別的な情報伝達を擁護する立場から考えうる反論として挙げられているものをみると、以下のとおりである。まず、後者の不正の源については、その危険を最小のものにする要素があると指摘される。アナリスト市場による規律が働くことである。アナリストは、証券の評価において客観的な専門家として認められる必要がある。もし会社経営者の意向に沿ってその報告を歪めることで顧客に損害を与えることになるのであれば、その者の信用は損なわれることになるため、そのようなことはなし得ないと考えられる⁽⁸⁷⁾。もっとも、これはその市場が競争市場として機能している度合いにもよるであろう。

次に、前者の不正の源についての考えうる反論は、投資家が二つの部類、すなわち専門家により情報提供を受けて取引する者と情報を持たないで取引する者、に分かれるとされることに向けてなされるものである。次のようにいわれる。すなわち、「確かに、すべての投資家

が会社内部者になりうるものではなく、あるいは内部者たる友人を持ちうるものではないけれども、すべての者は、何かしらの形でアナリストの役務の提供を受ける。たとえば、投資家はマーケット・ニュースレターの購読を予約したり、一任勘定取引を利用したり、またはミュージャーナル・ファン্ডに投資することができる。投資家は、このように、選択の自由を持つ。対価を払って投資助言を得るゝすなわち、何らかの形でアナリストの役務の提供を受けるゝこともできるし、または単に、証券の調査に費用を拠出する他の投資家によってもたらされた市場の効率性を利用することもできる。このように理解すれば、公正性は問題にならなくなる⁽⁸⁸⁾。さらに、フリー・ライダーを問題にする観点から、情報を得るのに費用を支出しない者がそれを支出する者と同等の利益を得ることを許容するよりも、むしろ二つの部類の投資家を異なつて取り扱うことの方が公正の基準に適うとする意見すらみられる⁽⁸⁹⁾。

しかし、右の考え得る反論には、種々問題があると思われる。まず、多くの場合において、発行会社の側からの選択的開示に起因する利益はその開示を受けた者によ

ってその大部分を取得され、または独占され、全体としての市場が利益を得ているのではない。このような状況で、フリー・ライダーの問題を持ち出す議論は実質を伴わないと思われる⁽⁹⁰⁾。次に、すべての投資家が、仲介者を通してであれ、情報を利用しようとする公平な機会を持つ限りで、公正性は重要な関心事にならないとの議論についても、その議論の前提自体が問題にされねばならない。すなわち、その議論は、発行会社が選択的開示をなすに当たり、自己に好意的なアナリストを開示の相手方とするのでなく、相手方の選択はより客観的な者に中立的になされるということとを暗黙に前提としている。しかし、既に見たように、そうでない選択がなされる可能性も十分ありうることも想定しなければならぬとすれば、その主張の重要性は低下することになる。なお、次のような指摘もなされている。すなわち、典型的な個人投資家が情報上の優越を求めての他の者との競争において対等の立場を達成するだけの投資助言を現実的な手段で購入しようとする、金融仲介業者への投資、大部分は明らかにある種のミューチュアル・ファンドへの投資を選ぶことにならざるをえない。このような選択を強いるこ

とは株式の機関所有の増大を促すことを意味する。個人による所有と機関所有とで基本的に差異がないとすれば、そのことは問題にするには当たらない。しかし、現状では、その差異の有無につき、相当数の未解決の問題があるとされる。たとえば、両者で株式保有の行動様式としてそれが長期的安定的なものか否か相違するならば、右の選択を強いることは市場の厚みと市場の変動性 (volatility) への制御とという側面に影響することが考えられ、さらには、より間接的であるが、株式の機関所有の傾向をさらに加速させることがいわゆるコーポレート・ガバナンスの性格に影響することも考えられるといったことである⁽⁹²⁾。問題が拡散し過ぎるため、ここでは右のような議論があることを指摘するにとどめる。

(四) 具体的事例に即しての検討

1 二において取り上げたStevens事件は、アナリストへの選択的開示の一つの典型事例を提示するものであり、本節(一)、(三)の考察を補充する意味においても、その具体的事例との関連で考察を加えることは有意義であると思われる。考慮すべきと思われる点を(一)(三)に

挙げたが、そのいくつかに関連して検討を進めたい。

2 さて、二(三)2では、規模の相対的に小さな会社では、しばしば市場の注目を得ることにおいて相当の困難に直面するという点を示した。これは、とりわけ、本節(二)1で示した選択的開示の効率性の面での便益とされるもののうちの(f)に関して、強調される。すなわち、ニュー・ヨーク証券取引所上場会社のような規模な会社については効率性の市場仮説、とくにセミ・ストロング型のそれが妥当するとしても、Stevens事件におけるU社のような会社にあつては、アナリストが情報の伝播の効率性の不足を補うのに極めて重要な役割を果たすとされる。そして、Stevens事件にみられる一定の選択的開示は、アナリストの信頼を維持するためのものとみることができるのであり、それはそのような会社の情報伝達の実態を反映しているが、アナリストの担当を得ることについてそうした会社が直面する困難に鑑みて、正当化する余地があるのではないかとされる。この考え方について、すでに、効率面での便益についての検討で示されたように、そうした会社が情報伝達の面で直面する困難を克服することが期待される場合はあり得たとし

ても、それは散発的で、予測不可能なものと思われるばかりでなく、さらに、これは危険な信条であつて、注意深くみるならば、右の論理は、それがおそらくは促進することを意図している目的(市場の効率性および会社の信頼性)と反目しているとする指摘があることに注意すべきである。次の三点が挙げられる。まず、Stevens事件のような場合にその論理を用いることの本質は、会社経営者に、ある株主(少なくとも、選択的開示により情報上有利な立場にある売り手から不幸にも購入した者)の犠牲において、自らの不正確な予測表明の窮地から脱出することを許容することであると思われる。市場の規律および効率性の原則からすれば、それはかえって市場および株主の激怒をかうことになるとも考えられる。第二に、アナリストに対し他に先立って情報提供することによりなだめることができると思えば、経営者が将来予測について安易になり、正確でないことを促進するかもしれない。第三に、アナリストの担当を維持するため、に有利な取り扱いをしなければならぬとすることは、アナリストは、予測表明が不正確であつたことに對する合理的な説明をもつてではなく、むしろ誤りを修正する

情報を先んじて得ることから生じる利益によってのみなだめられるということを感じるようになる。⁽⁹⁴⁾

3 二(三) 4では、Stevens事件でもみられたように、アナリストに対する選択的開示の大半は情報の公表し記者発表においてであれ、SECへの報告書提出においてであれ、の数日前ないし数時間前になってやっと起こるという点を示した。この関係で、会社役員等とアナリストとの個別的な情報伝達に積極的な立場の論者でさえ、このような場合に市場の効率性の観点からの便益は、公正性の観点からのコストを考慮に入れると、最小になることを認める。⁽⁹⁵⁾

4 Stevens事件におけるSECの立場においても、アナリストに対する情報伝達は否定されておらず、ただその場合には一般への公表も同時に行うべきものとしていることは、前述のとおりである。この平等アプローチが実際に貫き得るものであるかについて、相対的に小規模な、それほど綿密には追跡されていない会社についての情報は徐々にしか伝播して行かないという二(三) 3でみた性格が関連する事項として指摘される。二(三) 3で紹介したStevens事件におけるJ社の株価の推移に

関する調査結果は右の性格を如実に示すものであるが、現在の会社収益予測を厳格に最新のものにしようとするいかなる制度のもとにおいても、その情報の伝播にはタイム・ラグが生じ、その過程で新しい情報に逸早く近づける者のところで利得が生じ得るということは、平等アプローチに伴うやっかいな問題である。⁽⁹⁶⁾あるいはそれは、収益予測の変更が予期されないものであったことを原因とする非連続的、急激な株価の変動を防ぐべく会社の収益予測を継続的に最新ののものにするためのいかなる制度にあっても、避けることのできないコストであると認めなければならないのかもしれない。

なお、電子メディアの技術革新の進展にともなって、即時応答のコンピュータで処理される情報開示制度を利用した即座の収益予測の開示が、右のように情報は徐々にしか伝播していかず、すべての投資家に情報への平等な接近を企図するルールの実現に支障を来すという問題を改善する方策となる可能性も指摘される。このシステムの構築は、それにともなう法制の整備とともに、今後の課題となるものと考えられる。⁽⁹⁷⁾

(五) 別の規制方法は考えられるか

以上にみてきたように、会社役員等とアナリストとの間の個別的な情報伝達は、効率面での便益を提供するところが考えられるとしても、それが期待できる場合は限られており、反面、公正性の面でのコストは大きく、すべての投資家の機会均等を企図するルールから実質的に逸脱することを正当化することはできない。このことは認めざるを得ないとしても、なおその規制手段として、インサイダー取引規制の枠組みでそうした選択的開示を取り扱っていくこと以外の、制裁の厳格さにおいてより緩やかな選択肢についても考慮する必要があるのではないかと、との問題提起がCoffeeによりなされている⁹⁸。その見解の基礎には、個々のアナリストと会社経営者との対話の窓を閉ざさないととの考慮があるのもちろんであるが、また、即時応答のコンピュータで処理される情報開示システムを通じて即座に収益予測等を広めることを想定した場合のルールの在り方ということも視野に入れられている。アメリカにおけるインサイダー取引に対する制裁の厳格さによるところも少なくないと思われるが、最後にこの問題提起を取り上げる。

さて、右の問題提起において、今日インサイダー取引に対して加えるのが妥当とされている制裁よりも緩やかな規制手段として、証券取引所規則、一九四〇年投資顧問法（これは大部分の証券アナリストに適用がある）、および一九三四年証券取引所法一五条（これは多くのアナリストが帰属しているブローカー・ディーラーに対するSECの広範な規制権限を定める）が考えられるが、そうした選択肢を考える利点として、①それらはSECの管轄を生じさせるべき詐欺（fraud）という軽蔑的な意味を与える言葉を持ち込まないということ、および②詐欺とは関係のないルールとして、それらはより明確な行為基準を可能にし、大規模なクラス・アクションが提起される恐れも回避できること、を挙げている。そして、Coffeeは、右のうち証券取引所規則が最も興味を惹く選択肢であるとし、その主たる適用対象が、証券アナリストではなく、発行会社に向けられることを理由としている。アナリストはせいぜい会社経営者の内報提供の教唆・補助者であり、したがって、経営者に対する明確な行為基準を設けるルールは、主張されるところによれば内報受領者として内報提供者たる会社に対するのと同等

にアナリストに適用される可能性のある詐欺ルールよりも望ましいと思われるとされるわけである。その選択肢を採る利点として、さらに、選択的開示の中でも様々な態様が考えられるところ、証券取引所規則では、その態様の区別に配慮して、SECへのファイリングの前日になって特定のアナリストに情報伝達することに対する防止措置を講じたり、また、ある形の情報についてアナリストに伝達する場合にはある程度の人数からなる会合の場でなすことを要求するルールを設けて、えこひいき的な開示やアナリストへの一種の賄賂になるような形の開示を締め出すことが可能になるとされている。

五 結 び

会社役員等によってなされる任意の、自発的な情報開示には、法によって要求される開示を補充する意義が認められる。会社のIR活動が奨励されるべきものとして注目されている理由の一つには、そのことがあると思われる。そして、証券アナリストに対する自発的開示もその重要な一部を占めるものと位置づけられよう。

他面、そのような開示に伴って、インサイダー取引規

制との関連で微妙な問題が生じることも考えられる。これは、紹介したアメリカの例からも窺い得ることであり、会社内部者による証券アナリストへの情報伝達が非公式の場で個別的になされるとき特に危惧される。上記の意義を積極的に肯定する考え方のもとで、適用されるルールの明確化が求められることはもちろんであるが、さらにこの場合に、一般の場合とは異なる取扱いを必要とするとの主張もみられる。本稿では、この関係で、アメリカにおいて判例および学説上なされている議論を、主としてDicks判決における連邦最高裁の立場とStevens事件において近時SECが採った法執行政策の立場とを対置させる形で取り上げた。前者は、いわばアナリスト寄り(Pro-analyst)の立場を採るものとしてしばしば言及される。もちろん、Dicks判決の提示するルール自体は、証券アナリストとの関係に限らず、より一般的な適用可能性を有するものであるが、証券アナリストとの関係でのみDicks判決のルールを採り入れようとする立法の試みが存したことについても言及した。その主要な関心は、未公表の会社情報がより迅速に市場に到達することに資する点にあるが、Dicks判決においては、会

社が公表することを控える理由を有するかもしれない情報を明らかに出すことにおいてアナリストに期待される中心的な役割が引き合いに出されるのみであって、右の関心事を実現するに当たって他に考えうる方策もあることに照らすと、十分な根拠が示されているとはいえないと指摘されよう。ただ、アナリスト寄りの立場を支持する学説の中には、上述のような関心事を実現するについて、法定の開示制度の枠組みの中でのみ考えるよりも、会社内部者と証券アナリストとの非公式のやり取りを許容し、または促進することにより法定の開示制度を補完する役割を果たさせることで有益な結果が得られることを示し、それによりアナリストに特別の保護を与える立場を正当化しようとするものがあり、注目される。なお、その議論においては、まず右のように、特に強制的な開示制度との相違に着目しつつ、考えられる諸便益を提示するという効率性の側面での論拠が示されるが、さらに第二段階として公正性の側面での正当化も試みられている。本稿では、これらの両側面の議論とともに、アナリストへの選択的開示の一つの典型事例を提供するものとされる Stevens 事件の事例に即して考慮すべきと思わ

れるいくつかの点にも注目して検討を試みた。それによって得られた結果はアナリスト寄りの立場を否定するもので、会社役員等とアナリストとの間の個別的な情報伝達との関係ですべての投資家の機会均等を企図するルールから実質的に逸脱するルールを構想しても効率面での便益が期待できる場合は限られており、反面、公正性の面でのコストは大きいというものであった。しかし、試みた検討につきわが国において注目すべきと思われるのは、右の結果以上に、対置した両者の論争を通じて自発的な開示の意義、それと法定開示との関係等に対する考察が深められたことではないかと考える。IR活動にみられるように、任意的、自発的開示が注目されている今日、特にそういえるように思われる。

また、右の結果は認めるとしても、取り扱っている状況につき、インサイダー取引規制の範疇で考える以外の規制方法を考えようとする提案にも言及した。この提案の背景にはわが国と異なるアメリカの事情もあると思われるが、他方、即時応答のコンピュータで処理される情報開示システムを通じて即座に収益予測等を広める制度も念頭に置かれており、そうした制度の導入に伴って

インサイダー取引との関係で微妙な問題が生じることも指摘されるところ⁽⁸⁰⁾、その点参考になるものと考ええる。

- (50) Dirks, 463 U. S. at 662-664.
- (51) Coffee, supra note 21, at 6.
- (52) Text of Draft "Insider Trading Act of 1987", Submitted by Securities & Exchange Commission, 19 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 1284 (Aug. 14, 1987).
- (53) 不正流用理論は、信任義務 (fiduciary duty) またはそれに類似の信託および信頼の関係 (relationships of trust and confidence) の違反があっただけで、その違反が一〇条 (b) 項の意味での詐欺 (deception) を含むかどうかにかかわらず、またその違反によって権利を侵害された当事者が証券の購入者もしくは売却者であるか、またはその他証券の売買に特定の関係ないし資金上の関与を有するかどうかにかかわらず、有罪とすることを正当化するものである。U. S. v. BRYAN, 58 F. 3d 933 (4th Cir. 1995)。ルール一〇の五のもとでインサイダー取引規制に大きな限界を設けたと思われる Chiarella 判決および Dirks 判決がでた後、不正流用理論に基づいて証券詐欺に対する様々な訴訟が提起されるようになった。第二巡回控訴裁判所が、Newman 事件において初めてこの理論を適用した。United States v. Newman, 664 F. 2d 12 (2d Cir. 1981), cert. denied, 464 U. S. 863, 104 S. Ct. 193

(1983)。その他、第七および第九巡回区においても同理論を適用したものがあつた。なお、連邦最高裁が不正流用理論を採用するかどうかで注目された事件として、Carpenter v. United States, 484 U. S. 19, 108 S. Ct. 319 (1987) がある。しかし、この判決では、不正流用理論によりルール一〇の五違反があつたとすべきかどうかについては四対四に意見が分かれ、決定的な立場は示されなかつた。上記の U. S. v. BRYAN 事件判決は、第四巡回区控訴裁判所が近時に行つた不正流用理論に基づいて証券取引所法一〇条 (b) 項およびルール一〇の五違反があつたとすることを否定する判断をしたものとして注目される。

- (54) Langevoort, supra note 3, at 1035.
- (55) 注 (52) に挙げた草案の三条 (b) 項を参照。また、Langevoort, supra note 3, at 1035.
- (56) Id. at 1036.
- (57) SEC COMPROMISE PROPOSAL ON INSIDER TRADING LEGISLATION; ACCOMPANYING LETTER AND ANALYSIS BY AD HOC LEGISLATION COMMITTEE—Securities and Exchange Commission Proposed Insider Trading Bill, 19 Sec. & L. Rep. (BNA) 1817 (Nov. 27, 1987).
- (58) Langevoort, supra note 3, at 1036.
- (59) Ibid.
- (60) Coffee, supra note 21, at 6.
- (61) Hiler, supra note 36, at 312. Note, supra note 6, at

1531.

(62) 例えば、伊藤邦雄『ゼミナル現代会計入門』(一九九四)一三八頁以下参照。

(63) これは、事業会社について調査した結果、IR活動の重要なものとして証券アナリストとのミーティングが挙げられていることをみると(伊藤・前掲書一三八頁)、当然のことともいえる。

(64) Hiler, *supra* note 20, at 151.

(65) *Id.* at 151-154.

(66) 以下は、Langevoort, *supra* note 3, at 1029-1031, Note, *supra* note 6, at 1540, Coffee, *supra* note 20, at 149-151. にあげられた諸点を列挙するものである。

(67) 伊藤・前掲注(62)一三八頁。

(68) 学界においては、そのような非連続的な価格の変動は非対称な状態にある情報の価値を示し、そして、効率的市場仮説のストロング型よりもセミ・ストロング型がよりもっともらしいことを示すものと受け取られる。実務界にとって同じ現象のより重要な含意は、そのような価格の浮動性がコストの高くつく証券訴訟、巨額の和解および業務執行役員の精神的負担を誘発するということである。しかしながら、両者とも予期しない収益の変化に基づく突然の価格変動がなるべく少なくなるほうが望ましくそして効率的であるという点では一致している。Coffee, *supra* note 20, at 149.

(69) 選択的開示の模範例として、Stevens 事件にみられる

ように、経営者が自発的にアナリストに対し情報を利用できるようにするもののほか、アナリストが経営者に子細に問いただすという過程を伴って情報伝達が行なわれることも同じくありうる。ここで指摘される便益が実現されるにあたって、Dits 判決は、当事者が許容される情報伝達およびその利用と許容されないそれらとの間の境界線がどこに引かれるかについての手引きとなるものが必要であり、そうでなければ会社内部者もアナリストもいつ境界が踏み越えられたか確信を持ち得ないとする。463 U. S., at 658 n. 17. なお、このようなルールの明確さを重視することを越えて、Coffee は、アナリストがコストの高くつく調査および検証を行う動機づけのためにそれによって得た情報を自由に用いることを許容すべきであるとしている。

Coffee, *supra* note 20, at 151.

(70) Hiler, *supra* note 36, at 312.

(71) *Ibid.*

(72) 筆者は、開示の時期および方法に含まれる困難な問題を、とりわけその実現に不確かな面を伴う将来の事項に関する情報(ソフト・インフォメーション)と性格づけられる合併交渉という情報の開示に関連して検討したことがある。拙稿「合併交渉の開示時期についての一考察」『現代会社法・証券取引法の展開(堀口退官)』(一九九三)三五頁。

(73) 463 U. S., at 658 n. 18.

(74) Hiler, *supra* note 36, at 313.

- (75) *Id.* at 311.
- (76) 法定の開示制度は、次のような点で効率性の面でも重要な役割を果たす。第一に、情報獲得のコストに関し、会社が情報の定期的な開示をなさなければならぬとするところによって、調査を担当するアナリストよりも会社にその多くを負担させることになる。第二に、会社によって開示された情報を加工し、そして検討することについてアナリストが負担するコストは、連邦証券諸法によって減少せしめられる。なぜなら、誤解を生じさせるような、または質の低い情報を出す者には、刑事ないし民事の制裁が課されるという威嚇効果が、開示される情報の真实性を暗黙に担保することになるからである。 *Note, supra note 6, at 1538.*
- (77) *Langevoort, supra note 3, at 1031.*
- (78) *Note, supra note 6, at 1522.*
- (79) *ゴスワーツ・ローマンの法理 (bespeaks caution doctrine) に* ついては、*中村・前掲注 (18) (商事法務一四二四号) 六頁、山下・前掲注 (18) 四九〇頁以下*、等参照。
- (80) *Langevoort, supra note 3, at 1030-1031.*
- (81) *Coffee, supra note 20, at 149-151.*
- (82) 以下の分析については、*Langevoort, supra note 3, at 1037-1045* 参照。
- (83) 純粹のインサイダー取引は、他の取引者において内部者が情報上の優越性を有しているとの確認がなされること (decoding) が行われて、内部者による取引に付随する取引が生じなければ、発行会社の証券の市場価格をより「真の」価値に近づけるという内部者取引擁護論者が主張している働きを持ちえない。
- (84) *Langevoort, supra note 3, at 1039.*
- (85) 発行会社の株価が内在的価値に照らして低く評価されていると考えたり、または単に、例えば公開買付けの脅威あるいは自身の報酬パッケージについての価値を高めること等の理由が考えられる。
- (86) *Langevoort, supra note 3, at 1038. Note, supra note 6, at 1546.*
- (87) *Coffee, supra note 20, at 151. Langevoort, supra note 3, at 1043.*
- (88) *Id.* at 1032.
- (89) *Fischel, Insider Trading and Investment Analysis: An Economic Analysis of Dirks v. Securities and Exchange Commission, 13 Hofstra L. Rev. 127, 146 (1984).*
- (90) *Langevoort, supra note 3, at 1046.*
- (91) アメリカにおいては、個人投資家の投資行動として、容易には株式を売らなことが多くの特徴づけられ、かなりの個人の株式保有が市場の浮動性を制御する働きを、市場に與行きをまたせるとされる。*Langevoort, supra note 3, at 1050.*
- (92) *Ibid.*

(93) 効率的市場仮説は、証券の価格は常に当該証券について市場で利用可能なすべての関連する情報を反映し、そして新しい情報の出現があれば即座に変化すると主張するものである。この仮説は、市場が新しい情報をどの程度効率的に反映できるかにより三つの型の市場の効率性が提示されている。そして、本文に挙げたセミ・ストロング型はそのうちのひとつであり、そこでは証券の現在の価格はすべての公表されて利用可能な情報とを反映していると考え、これが現実の市場の働きを最も適切に記述しているとの意見が多い。Note, supra note 6, at 1535. 効率的市場仮説につき詳細には、江頭憲次郎「企業内容の継続開示」『証券取引法体系(河本還暦)』(一九八六)一八九頁、一九六頁以下、等参照。

(94) Hiler, supra note 40, at 7.

(95) Coffee, supra note 20, at 151.

(96) Id. at 152. また、Coffee, supra note 21, at 6. 後者では、Stevens 事件におけるU社の株価に関する調査結果の要点は、記者発表の後でさえ、アナリストと会社との間の対話は、市場がなお織り込んでいない重要な情報の受領に帰着することが往々にしてあり、それゆえアナリストの顧客は完全な価格の下落以前に売却することができるのである。

うことであると指摘している。そして、この段階においても、アナリストはなお顧客に売却を助言することを妨げられるとしないと平等取扱いの目標は実現されないが、そうだとすると、その目標はアナリストにとって高くつくものであると述べている。

(97) Coffee, supra note 20, at 152. 海外情報「米国の電子メディアによる企業情報の開示」商事法務一四一一号(一九九六)一〇四頁参照。

(98) Coffee, supra note 20, at 153-154.

(99) インサイダー取引規制につき、一九八八年改正証券法において行為者や対象となる情報について具体的に明確な形式的要件を定める規定を追加したわが国と異なり、一般的、抽象的な証券取引所法一〇条(b)項、ルール一〇b-15が中心となっていること、内報提供者の責任も第一次的なものとされていること、等があげられよう。

(100) 海外情報・前掲注(97)一〇五頁参照。

(一橋大学助教)

〔付記〕本研究は、一九九五年度(財)全国銀行学術研究振興財団「銀行法務の現代的課題に関する総合的研究」(代表者川村教授)の研究成果の一部である。