

カナダのインサイダー取引規制 (4)

木村真生子

- I. 問題の所在
- II. 規制の背景
- III. 規制の構造 (以上、筑波・ロー・ジャーナル12号)
- IV. 合法的なインサイダー取引とその規制
 - 1.-3. (以上、筑波・ロー・ジャーナル13号)
 - 4.-5.
- V. 違法なインサイダー取引
 - 1. 概要 (以上、筑波・ロー・ジャーナル17号)
 - 2. 証券法上の規制
 - 2-1. 取引の禁止 (以上、本号)
 - 2-2. 重要情報の違法な伝達
 - 3. 会社法上の規制
 - 4. 刑法上の規制
 - 5. 小括
- VI. エンフォースメント
- VII. 結語

V. 違法なインサイダー取引

2. 証券法上の規制

重要な情報が一旦開示されて市場に広まれば、内部者はインサイダー取引を合法的に行うことができる。しかしそれまでは取引を制限されるために、役員らに情報の取扱いに関して責任の問題を生じさせる。言い換えれば、インサイダー取引の責任は、発行者と特別な関係を有する者が、当該会社に関する重要な事実や重要な変化が開示される前に、当該情報を有している状態で発行者の証券を売買したり、その情報を他人に漏らしたりすることに基づく違反の効果として現れる。

以下では、(1)取引の禁止、(2)重要情報の違法な伝達（tipping）について、具体的な法律要件とその解釈上の問題をみていく。

2-1. 取引の禁止

オンタリオ証券法第76(1)条は、未公表の変更がある場合における報告発行会社（発行者）の特別関係者の証券売買、つまり違法なインサイダー取引について定める規定である。

そして、違法なインサイダー取引を構成する4つの要件のうち、解釈上の問題を生じている要件は、(a)「特別な関係（special relationship）」、(b)「重要な事実又は重要な変更を知った上で売買すること（purchase or sale with knowledge of a material fact or change）」、(c)「未公表であること（not generally disclosed）」の3つである¹⁾。とりわけ、要件(b)の解釈は難問であり、それは、裁判所と証券委員会が materiality の解釈について独自の基準を示しているところにも表れている。

(1) 「特別な関係」

「特別な関係」は違法なインサイダー取引の範囲を画するための重要な概念の1つである。オンタリオ証券法第76(5)条によれば、報告発行会社と特別な関係にある者とは、次の者をさす²⁾。

- (a) 次の内部者、関連会社又は共同経営者である者若しくは法人、
 - (i) 報告発行会社、
 - (ii) 報告発行会社の証券に関して、パート20で定義される公開買付けを行うか否かを検討しているか若しくは審査している者若しくは法

1) 4要件の場合、本文に記した(a)から(c)に、「売買を行ったかどうか」が加わる。なお、インサイダー取引を禁じ、証券法と類似する規定を有する刑法典は、いかなる場合にインサイダー取引が違法になるかを明確に規定している。

2) O.S.A. Part XXI, s. 76 (5) : 2010, c. 26, Sched. 18, s. 30 (1) : 2013, c. 2, Sched. 13, s. 2 (3-5).

人、又はパート20で定義される公開買付けを行うことを目的とする者若しくは法人。

- (iii) 報告発行会社と組織再編、吸収合併、新設合併並びに協定又は類似の企業結合 (reorganization, amalgamation, merger or arrangement or similar business combination) の当事者、若しくは報告発行会社の財産の大部分を取得する当事者となるかどうかについて検討しているか若しくは審査を行っている者若しくは法人、又当事者になることを目的とする者若しくは法人

- (b) 事業若しくは専門的行為を営む者若しくは法人、事業若しくは専門的行為を営むか否かについて (現在) 検討及び審査を行っている者若しくは法人、又は当該事業若しくは専門的行為が次のものである場合に事業若しくは専門的行為を営むことを目的とする者若しくは法人。
 - (i) 報告発行会社に関連しているか若しくは報告発行会社を代理していること、又は、
 - (ii) (a)(ii)号若しくは(a)(iii)号の規定による者若しくは法人に関係しているか又は報告発行会社を代理していること。

- (c) 次の者の取締役、幹部職員、従業員である者又は法人、
 - (i) 報告発行会社、
 - (ii) 報告発行会社の子会社、
 - (iii) 報告発行会社が直接若しくは間接に支配する者若しくは法人、又は、
 - (iv) (a)(ii)号若しくは(a)(iii)号又は(b)号の規定による者若しくは法人。

- (d) (過去に) (a)項、(b)項、又は(c)号の規定による者若しくは法人であった報告発行会社に関する重要な事実若しくは重要な変更を知った者若しくは法人、

(e) 本条が規定する者若しくは法人を含む、本条の規定による者若しくは法人以外の者から発行会社に関する重要な事実又は重要な変更を知った者若しくは法人、及びその他の者若しくは法人が当該関係にある者若しくは法人であることを知り又は合理的に知りうべきであった者若しくは法人。

（なお、「報告発行会社」とはオンタリオ州と実際上の関係又は重要な関係を有し、またその（発行する）証券がTSXベンチャー取引所に上場されている証券及び売買のために情報が掲載されている証券である会社をいう。）

以上を要すると、報告発行会社の特別関係者とは、取締役、幹部職員、従業員、その他内部者、報告発行会社のグループ会社または関連会社の者や法人をさす。なお、この中には、報告発行会社に対して公開買付けを現に行っている内部者又はこれを企図している内部者、その者の関係者、関係会社、関連会社が含まれている。また、報告発行会社と企業再編や合併その他類似の経営統合によって報告発行会社の取締役、幹部職員、従業員になった者も報告発行会社と「特別な関係」を有するとされる。

さらに、報告発行会社に関する重要な情報を前記のいずれかの者から知った者（第1次情報受領者）だけではなく、他の者から知った者（第2次受領者）であって、かつ第一次情報受領者が報告発行会社と特別な関係を有していたことを知りまたは当然知りうべきであった者も特別な関係に当たるとされ、特別関係者の範囲は広範囲に及んでいる。

この点、合法的なインサイダー取引における「内部者（insider）」の定義は、違法なインサイダー取引の「特別関係者」の定義の意味するところよりも狭い。また、証券法と同様の規定を有する刑法典³⁾に至っては、特別関係者に関する

3) Criminal Code, R.S.C. 1985, c. C-46, s. 381 (1) (2).

文言すらない。もっとも、これは、報告発行会社と容疑者が売買契約を締結した事実よりも、「重要な情報を知ったこと」という点を刑法典が重視していることの違いによる⁴⁾。また、刑法典は犯罪の認定にあたって、主観的要件を要求する点で立証面に難点があるが、証券法では被告に規定違反の意図があることを証明する必要がない。つまり、法理論的には少なくとも、インサイダー取引や tipping の違法性を証明することは、刑法典よりも証券法の方が容易である⁵⁾。ただし、現在までのところ、「特別関係者」の範囲が裁判で争点になったケースはほとんど見当たらないようである⁶⁾。

(2) 「重要性（密接関連性）」

“Materiality（重要性ないし密接関連性）”は“material fact”（重要事実ないし訴因となる事実）と“material change（重要な変更）”の双方を指す。わが国とは異なり、重要性の要件に「必要な変更」が加わっているのは、カナダの違法なインサイダー取引の禁止規定が適時開示規制（例えば、オンタリオ証券法第75条）と密接に関連していることによる⁷⁾。

カナダの「重要性」の概念は、「マーケット・インパクト」をその中核に据えている^{8,9)}。「重要性」の要素となる「重要な事実」と「重要な変化」は、いずれも市場に出される情報の範囲とタイミングを示す¹⁰⁾。ただし、両者がそれぞれ具体的に何を意味するかについては、文言の抽象性から様々な解釈が可能

4) Keith, N., *Insider Trading in Canada: a Practical Guide to the Law* (Markham, ON : Lexis-Nexis Canada, 2012) at 66.

5) Keith, *Ibid.*.

6) Groia, J. and Hardie, P., *Securities Litigation and Enforcement* 2d ed. (Toronto : Carswell Thomson, 2012) at 276. なお、「特別関係者」の解釈が争われた事案として、後記する *Donnini* 審決がある。Donnini 審決では、報告発行会社と特別な関係を有する引受会社の従業員が、特別関係者と判断された (*Re Donnini*, [2005] 250 D.L.R. (4th) 195)。

7) See, *R. v. Plastic Engine Technology Corp.*, (1994) 17 O.S.C.B. 1739, at para. 26.

8) National Policy 51-201 Disclosure Standards (hereinafter referred to as the “NP51-201”), (2002) 25 OSCB 4499, at part IV, 4. 1.

であり、判例法の解釈が重要な役割を果たしている。

なお、オンタリオ州証券法第122条及びブリティッシュ・コロンビア州証券法第168.1条は、違反の一般の要件と効果を定める規定において、「重要な点（“material respect”）」において誤解を与え又は虚偽の資料や情報等を証券委員会等に提出した者及び会社は証券法違反となるとしている¹¹⁾。このため、「重要な点」の解釈も、一部の州では「重要性」の要素となり、解釈上の問題を生じる。

もっとも、実務的には、カナダ証券委員会（CSA）が公表している National Policy（NP51-201）が重要であり、materialityの解釈にあたり一定の重要な機能を果たしている。NP51-201は、適時開示に関するガイドラインに相当する。拘束力はないが、NP51-201は、投資家による投資情報へのアクセスを改善することを目的の1つとし、企業が「最善の開示（best disclosure）」を行うための手引を提供している。このガイドラインを参照しながら、各企業がそれぞれの状況に応じて、柔軟に、また実際的に重要性のある情報の開示を進めていく¹²⁾。

ある特定の事象や情報の断片が、市場価格の動きにいかに密接に関連するかどうかは、会社の規模や業務の性質、その他多くの要因によって個々の会社ごとに異なる。例えば、小規模な会社にとっては価格に変化を及ぼすような事象も、大企業にとっては些細な事象にすぎないこともある。また、市場が激しく動いている場合には、いかに些細な情報でも市場は即座に反応を起こす。他方で、

9) ケベック州は、目論見書の開示と適時開示については、開示の要件に“material”という文言を用いて規律しているが（例えば、ケベック証券法第13条は、配信される証券の市場価格の価値に影響を及ぼしそうなすべての material fact を開示しなければならないと規定する）、違法なインサイダー取引の禁止規定との関係では、material fact、material change に代わり、重要性の平均的投資家基準を基にした“privileged information（内部情報、部外秘の情報）”という文言を用いている（Five Year Review Committee, *Five Year Review Committee Final Report—Reviewing the Securities Act (Ontario)* (March 2003), at 148, note(302)）。

10) Sarra, J., “Disclosure as a Public Policy Instrument in Global Capital Markets”, 42, 3 *Texas Int’l LJ* 875 (Summer, 2007) at 888. なお、Sarra は「重要性」の定義において、「重要な事実」と「重要な変更」を区別する点に疑問を呈している。

11) O.S.A. Part XXII, s. 122 (1) : 1994, B.C.S.A s. 168.1.

12) NP51-201, *supra* note (9) at part I , 1.1.

証券アナリストが出した業績予想を達成できる「会社の能力」に関する情報は、公表前に特定の者に選択的に開示されるべきではなく、その取り扱いには注意を要する事項となる。会社が発する情報と市場価格への影響がどのように関係しているかどうかを評価することは、このように相当に複雑な要素がある。

カナダ証券委員会は、このため、会社が National Policy を厳密に解釈しないことを求めると同時に、公になった情報が市場でどのように反応するかを観測し評価し続けることを会社に対して要請している¹³⁾。つまり、会社がこの観測を続けることによって、ある情報が将来において「重要性」を有するかどうかを、会社自身が自然に判断できるようになることが期待されている。ただし、ある情報の公開が市場価格に対していかなる影響を及ぼすのかについて判断がつかねる場合は、「重要性」という基準に囚われずに、まずは、情報を公開することが基本となる¹⁴⁾。

取引所も開示に関する指針を示している。例えば、トロント証券取引所と TSX ベンチャー取引所は適時開示指針を公表し¹⁵⁾、報告発行会社を準拠法のある州の証券法の規定に従わせるほか、各取引所の指針に従うことを求めている。取引所の重要性に関する定義はオンタリオ証券法に準じるが、「material information (重要情報)」という用語が用いられているところに特徴がある。Material information は、慣例によって、市場価格に重大な影響が生じると思われる情報であり、より広範な概念を意味するものとされ、具体的に12の情報例が例示されている¹⁶⁾。他方で、噂や憶測により、取引所取引は影響を受ける

13) *Ibid.*, at 4499, at part IV, 4. 2. For examples of potentially material information, *see also* at 4500-4501, part IV, 4. 3.

14) *Ibid.*. *See also* Canadian Investor Relations Institute (CIRI), "Model Disclosure Policy", February 2001.

15) TMX, Policy Statement on Timely Disclosure, at 4-5; TSX Venture Exchange, Policy 3. 3 Timely Disclosure (as at June 14, 2010), at 2. なお、カナダインベスター・リレーションズ協会 (CIRI) も Model Disclosure Policy を公表している。

16) TMX, *Ibid.*, at 3. 例えば、a) 会社の支配に影響を及ぼす株主の変更、b) 再編や合併のような会社組織の変更、c) TOB 又は自社株買い、など12項目が列挙されている。

ことがあることから、上場会社は、当該噂や憶測が事実であるか否かを公表することを、市場規制サービス会社（Market Regulation Service Inc.）の市場監視局に求められる。

カナダの証券法は、わが国の金商法及びその政省令ほど具体的な内容を定めてはいないが¹⁷⁾、カナダ証券委員会や取引所などのソフトローがプリンスipl的な州証券法の規定を効果的に補充している。それでは、以下で州証券法の「重要性」について、具体的に検討する。

a. 定義

(i) 重要な変更（material change）

「重要な変更」は、オンタリオ証券法第1(1)条で次のように定義されている¹⁸⁾。

「(i)報告発行会社の証券の市場価格若しくは市場価値に著しい影響を及ぼすと合理的に予測される発行者の取引（business）・業務運営（operations）若しくは資本（capital）の変更、又は、(ii)上記(i)の変更を実施するために、取締役会、同様の能力で行為する他の者、及び取締役会若しくは同様の能力で行為する他の者が下した決定の確認書を確からしい（probable）と信じた発行者の幹部職員によってなされた決定をいう¹⁹⁾。」

報告発行会社は取引・業務運営・資本の変更に加え、これらの変更が「決定」すれば、開示を行わなければならない。また、本条においては、当該「変更」が報告発行会社と関係していることが重要であるが、市場価格や市場価値の変

17) See, NP51-201, *supra* note (11), at 4500-4501.

18) OSA, s.1 (1). See also BCSA s.1 (1). なお、ブリティッシュ・コロンビア州証券法では変更の対象として、資本だけでなく資産が含まれるのに対し、ケベック州証券法には重大な変更の定義が存在しない。

19) 「重大な変更」の定義はマニトバ州、ケベック州、及びノバスコシア州を除き、カナダ全州で同様の規定が用いられている（Condon, M., Anand, A. I. and Sarra, J., *Securities Law in Canada: Cases and Commentary*, 2d ed. (Toronto : Emond Montgomery, 2010) at 487)。

動の対象は違法なインサイダー取引に関連する証券に限定されず、株式その他の金融商品を含む発行者の一切の証券 (any of the securities) が対象となる。

(ii) material fact (重要な事実〔訴因となる事実〕)

「重要な事実」は、オンタリオ証券法第1(1)条によれば、「証券の市場価格や証券の価値に重大な影響を与えると合理的に予測される事実」と定義されている^{20, 21)}。違法なインサイダー取引との関係では、特別関係者は、売買した特定の証券の事実だけに関心があれば十分である。なお、適時開示との関係では、報告発行会社は当該会社の発行するすべての証券について関心を払わなければならないことには注意が必要である²²⁾。

b. 解釈

(i) 「重要性 (密接関連性)」の解釈

“Material” は様々な意味を包含する言葉であるため、解釈上の問題が生じやすい。証券法上、material は「証券の市場価格や証券の価値に重大な影響を与えると合理的に予測される」という意義を与えられている。一方で、国語辞典では「意味のあるまたは重要な (significant or important)」²³⁾ という意味を material に与えている。そこで、material はいかに解釈されるべきか、プリティッシュ・コロンビア州の R. v. Coglon²⁴⁾ の例を見てみよう。

20) OSA, s.1 (1). See, also BCSA s.1 (1).

21) ニューブランズウィック州の定義はオンタリオ証券法に準じるが、NP51-201、アルバータ州、ノバスコシア州、サスカチュワン州、ニューファンドランド・ラブラドール州及びプリンスエドワードアイランド州では、「重要な影響を及ぼすことが合理的に予測される場合」に加えて「重要な影響を及ぼす事実 (fact that significantly affects) を定義に含めている (NP51-201, *supra* note (9) at part IV, 4. 1 : Alberta Securities Act s. 1 (gg) : Nova Scotia Securities Act, RSNS 1989 c. 418, s. 2 (1) : Saskatchewan, The Securities Act, 1988, SS 1989-89, c. S-42-2, s. 2 (1) (z) : Newfoundland, Securities Act s. 2 (1) (x) : Prince Edward Island, Securities Act 1988, c. S-3, s. 1 (ff).

22) Alboini, V. P., *Ontario Securities Law* (Toronto : Richard De Boo Limited, 1980), at 549.

23) *R. v. Coglon* [1998] B.C.J. No. 2573 (B.C.S.C.).

R. v. Coglton は、Dusty Mac 社の社長である Coglton（被告 Y）が、私募証券の仲介手数料に関連して、証券法上提出を義務づけられた書類（F-20）の中において不実開示を行ったかどうか争点となった事案である。Y は、不実開示の要件となる 'material fact' の 'material' の解釈にはブリティッシュ・コロンビア証券法第 1(1)条の規定が適用されるため、証券の市場価格に影響を及ぼす事実がなく、本件では、不実開示の事実も存在しないと主張した。

これに対して、控訴審裁判所は、地方裁判所の McGivern 判事の判断を是認し、まず、本件の対象となる私募証券は「発行済み証券ないし発行予定の証券」に該当するとした。そのうえで、'material fact' の 'material' は単に辞書上の「重要な」という意味を充てて解釈するのではなく、証券法上の制限的な意味を充てて解釈すべきであるとした。つまり、本件提出書類中の仲介手数料は、市場価格等の変動と関連のある事実を含むことが明らかにされていないため、'material' な（訴因となる）事実ではないと結論付けた。

R. v. Coglton における判断は決して例外的ではない。1996 年のオンタリオ州の R. v. Maxwell での判断を踏襲したものである²⁵⁾。R. v. Maxwell は、前記したオンタリオ証券法第 122 条(1)(b)の 'material respect' の定義を巡り争われた事案である。当時、同条には 'material respect' の定義が存在しなかったことから、文言の解釈が争われた。裁判所は、制定法の定義がない場合、法は辞書上の意味を用いることが想定されていると説き、material に significant ないし important という辞書上の意味を充てて結論を導いた^{26, 27)}。

このように、material は、法律上で厳密に定義されているか否かによって、その解釈の基準を違えている。

24) *Ibid.*, at para. 138.

25) *R. v. Maxwell* [1996] O.J. No. 4832 (Ont. Prov. Div.).

26) *Ibid.*, at paras. 69-70.

27) 1994 年のオンタリオ証券法が改正された後、第 122 条に変更が加えられた。このため、Felderhof 事件では、“material” の解釈にあたり辞書上の意味を用いず、制定法の文言に沿って法解釈がなされた。（*R. v. Felderhof* [2007] O.J. No. 2974 (Ont. Ct. J.), at para. 215）。

(ii) 「変更」の解釈

条文上の定義から導かれる「重要な変更」には、次の3つの要素があると解されている²⁸⁾。第1は、発行者の事柄に関係があること、第2は、それが発行者の取引・業務運営・資産に関係すること、第3は、発行者の証券の市場価格や市場価値に重大な影響を及ぼすと合理的に予測されることである。これらの要素が欠けている場合は「変更」には当たらない。

また、変更とは、ある事をなそうとする「意図 (intention)」が実行に移されることであり、実行されて初めて「重要な変更」に該当する可能性が生じてくる。しかしその意図がまさに形成されている段階では、自然人または法人が当該意図をコントロールできる状態にあるとは言えない。「変更」との関係では、「意図」があること自体ではまだ達成することができない状態にあると考えられるからである²⁹⁾。

したがって、例えば、ある会社が何らかの事案について交渉を行っているという事実は、投資家にとっては重要であるかもしれないが、交渉中であるという事実を直ちに公表する必要はない（ただし、違法なインサイダー取引との関係では、未公表の重要事実に該当することになる）。実際、AiT Advanced Information Technologies Corporation（以下、「AiT社」）に関する審決では³⁰⁾、3M Canada社との合併に関する基本合意書（Letter of Intent）を締結したという事実につき、適時開示を怠った罪で取締役らのオンタリオ証券法75条違反が問われた。しかし、以下のような理由で、適時開示違反が否定されている。拘束力がない基本合意書が締結された時点では、交渉は必ず成立するとまでは言えない。したがって、両当事者が取締役会での必要な承認を得て最終的な合併契約を締結しないかぎり、公表を行うことを要しない³¹⁾。

ところで、「将来予測に関する情報 (forward-looking information)」の変更は、

28) *Pezim v. British Columbia* [1994] 2 S.C.R. 557, at para 107. 本論文の後掲注 (41) を参照。

29) *Re Burnett* (1983) 6 O.S.C.B. 2751 (Ont. Sec. Comm.), at 2759.

30) *Re AiT Advanced Technologies* (2008), 31 O.S.C.B. 712 (Ont. Sec. Comm.).

31) *Ibid.*, para. 228.

「重要な変更」に該当するだろうか。将来見通しに関する情報の変更が不実記載にあたるか否かが争われた *Kerr v. Danier Leather* を取り上げ、裁判所がどのような判断を下したかを見てみよう。

〔事案の概要〕

1998年、皮革衣料製品の製造と販売を営む Danier 社（被告 Y）の経営陣が同社の上場を決定した。Y は将来予測に関する情報を目論見書に記載したが、オンタリオ証券委員会はこの情報を入手していなかった。当該目論見書では、会計年度末の同社の利益に関する経営陣の期待が述べられていたが、明らかに憶測が含まれていた。すなわち、それは、現在の経済情勢の下で Y 社がいかに対応するかについての意見にすぎなかった。なお、将来予測に関する情報を含む最終目論見書には、第 4 四半期末に 4.5 百万ドルの純利益が上がるという予測が記されていた。

1998年5月6日、オンタリオ証券委員会は最終目論見書の受領証を交付した。募集締切日の4日前にあたる5月16日、Y社の内部では四半期決算の報告が行われた。そこには、予想外の暖冬の影響により、売上高が大幅に減少することが示されていた。経営陣は当該情報を開示しないことを決定し、同社の株式を販売し続けることを決定した。そして、募集締切日の5月20日、引き続き経営陣は目論見書で予想した結果を達成できるとの自信を示した。

しかし、Y社の売上高は予測を下回り、同年6月4日、経営陣は当初の予測が非現実的であったことを認識するに至った。同日、経営陣は3.735百万ドルに修正した純利益予測を公表した。修正された純利益は17%減となっていた。Y社株はプレスリリース前の2日間1株当たり \$ 11.65 で売買されていたが、純利益を修正した3日後に公表がなされた時点で、1株当たり \$ 8.25 ドルまで下落した。

そこで、投資家ら（原告 X ら）は、Y 社の予測は IPO に関する目論見書に記載されており、当該予測が誤解を生じさせたとして、不実表示について定めるオンタリオ証券法 130(1)条（「重要な事実の虚偽記載」又は「重要な事実の

欠落」]の規定を根拠に集団訴訟を提起した³²⁾。Xは、Y社では衣類価格を50%割引することによって純利益が減少することが必至であり、暖冬の影響がなくても、Y社は目論見書で純利益の予測を合わせることができたと主張した。これに対し、Y社は、本件は虚偽記載の問題ではなく、経営判断の原則が適用されるべき事案であると主張した。

トライアルでは、目論見書は収益予想には客観的に合理性が認められるという黙示の表明が含まれているものであり、Y社は、募集締切日に実際の四半期決算の数字を開示すべきだったとして、Y社は、Xらに対し、オンタリオ証券法第130条に基づく責任を負うとする判断を下した³³⁾。そして、目論見書に記載された株価と、不実表示の事実が市場で明らかになった後の株価との差額である2.35ドルを、1株当たりの損害額と定めた。しかし、控訴審は、目論見書の収益予想には客観的に合理性があるとするトライアルの決定を覆した³⁴⁾。そこでXらが上告したが、最高裁は次のような理由でXらの上告を棄却した。

[判旨]

オンタリオ証券法第56条乃至第58条の規定は、投資家保護の手段として強制的に発行者に情報の開示を行わせるものであるが、同時に、発行者の開示を求める範囲を画するものでもある。すなわち、「重要な変更」は、発行者の取引、業務運営又は資本の変化に限定されており、発行者の取引や業務の「結果」に影響を及ぼすような、事実上の状況の変化を捉えたものではない。言い換えれば、業務の「運営」上の変更は「重要な変更」であるが、財務成績の「結果」の変化は「重要な変更」には当たらない。したがって、業績予想の変更は「重

32) ケベック州証券法は、証券の市場価値又は市場価格に影響を及ぼしうるすべての重要な事実を目論見書で開示しなければならないとし(Quebec Securities Act [hereinafter referred to as the "QSA"], s. 13)、市場価値などに悪影響を及ぼす重要な変更が起きた場合は訂正報告書の提出を義務づけている(QSA, ss. 25-27)。

33) *Kerr v. Danier Leather Inc.* [2004] O.T.C. 397 (Ont. S.C.J.) at para. 176.

34) *Kerr v. Danier Leather Inc.* [2005] O.J. No. 5388 (Ont. C. A.), at para. 157.

要な変更」ではない³⁵⁾。つまり、本件では、当局への目論見書提出後から募集締切日の間に「重要な変更」はなかったということができる。

なお、Yが主張する経営判断原則は、経営上の決定に関する十分に発達した概念であるが、開示義務の要否を判断するために用いられるべき判断基準ではない。本件は誤解を招く報告書又は虚偽の報告書に関する取締役らの厳格責任を追及するための事案ではないため、経営判断原則の適用の余地はない。

このように、「重要な変更」は、発行者の開示義務の範囲を画するため、対象が発行者の取引・業務運営・資産に関係しなければならないことが判例によって明らかにされてきた。例えば、*Cornish v. Ontario Securities Commission*では、次に見るような業務運営上の変更が、開示を要すべき重要な変更の例として捉えられている。*Cornish* 審決は、ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）の組成や販売を行っていた Nereus 社が、ABCP に付されていた、Dominion Bond Rating Service 社の発行する格付け基準が変更されていたことを公表せず金融商品の販売を行い、投資家の損害を拡大したとして、業務上の重大な変更の開示違反を指摘されたものである³⁶⁾。裁判所は、Nereus 社が利用していた格付け基準に変更がなされたことを重要な変更と判断し、発行会社は予想される市場への影響（market impact）についての客観的な検証を行わなければならないと説示した³⁷⁾。

他方で、一定の類型の事象、すなわち、監査の中断³⁸⁾、契約紛争（contractual dispute）³⁹⁾、掘削結果、訴訟手続き、犯罪捜査及び準刑事的捜査等は、定義規

35) *Kerr v. Danier Leather Inc.* [2007] S.C.J. No. 44 (S.C.C.), at para. 54.

36) *Cornish v. Ontario Securities Commission*, 2013 O.N.S.C. 1310.

37) *Ibid.*, at para. 50.

38) *Re YBM Magnex International Inc.* (2003) 26 O.S.C.B. 5285 (Ont. Securities Comm.) at paras. 538–540. 工業用磁石の製造・販売を行っていたとされる YBM 社は（後に財務諸表等の虚偽記載が発覚し、米国において集団訴訟が提起された）、監査法人の Deloitte & Touche 社から監査を中断する旨を告げられていたが、そのことについて開示をしなかった。オンタリオ証券委員会はこれを「重要な変更」に関する適時開示違反と判断している。

定との関係で、それが「事実」と「変更」のいずれに該当するのかが裁判上で争われることがしばしばある⁴⁰⁾。しかしいずれの類型も、過去の裁判例では概ね「重要な変更」に該当するとされ、適時開示の必要性が指摘されてきた。ただし、掘削結果については、会社の資産に影響を及ぼすかどうかと、利益を上げる可能性が存在するかどうか、「重要な変更」の判断基準となっているようである。例えば、Pezim 事件⁴¹⁾の最高裁判決では、「分析の変化や採掘結果は状況によって重要な事実になりうる」として、原審の判断を覆している⁴²⁾。逆に、Harper 審決 (*R v. Harper*)⁴³⁾では、約1400の良好な分析結果を公表し、800の否定的な分析結果を公表しなかったことについて、否定的な分析結果は発行者の業務運営や取引に変更をもたらすものではなかったとして、当該分析

39) Pezim 事件(本論文の後掲注(41)を参照)の控訴審で、裁判所は、契約の履行を拒絶されるまで契約紛争について開示する必要はないと判示したが、最高裁判決では、投資家保護という証券法の目的に従い、契約紛争は重要な変更として開示されるべきだったとされた (*Pezim, supra note (28)*, at paras. 101-102)。

40) Groia, J. and Hardie, *supra note (7)* at 265-266, 272-274.

41) *Pezim, supra note (28)*. Pezim 事件とは、次のような事案であった。被告 Y らは、複数の完全子会社及び50の新生資源関連会社を有する Prime 社の取締役会議長、社内管理担当の副社長及び社長であり、それぞれ同社の子会社である Calpine 社の取締役でもあった。Prime 社と Calpine 社はバンクーバー証券取引所に上場する報告発行会社であった。1990年、Y らは1989年7月から10月にかけて行われた複数の取引に関し、適時開示規定(ブリティッシュ・コロンビア証券法第67条)及びインサイダー取引規定(同法第68条)に違反したとして、ブリティッシュ・コロンビア証券委員会が調査を開始した。

主な違反は、Prime 社及び Calpine 社がストックオプションを付与したか又はオプション価格を改定した後で、掘削の分析結果を公表したことが、重要情報の不開示にあたること、また、Calpine 社の私募債発行に関して、Prime 社が購入者であり、同社がその売却によって利益を大幅に増やしたことを開示しなかったことなどである。第1審は、Y らに適時開示規定違反を認めしたが、インサイダー取引規定違反はなかったとしたため、証券委員会が控訴。最高裁判決は、控訴審判決を支持した。

42) *Ibid.*, at para. 91.

43) *R v. Harper* [2000] O.J. No. 2791 (Ont. C. H.), conviction affirmed and sentence varied 20 B.L.R. (3d) 117 (Ont. S.C.J.) [2002], reversed in part [2003] 38 B.L.R. (3d) 91 (Ont. C. A.). 本件は、Golden Rule 社の社長である Harper が、未公表の重要情報を有している間に同社の株式取引を行ったとして、オンタリオ証券委員会から告発された事案である。

結果を「重要な変更」とは位置づけなかった。

(iii) 「事実」の解釈

「事実」は、証券の価格や価値に影響を及ぼすものであれば、すべての事実が「重要な事実」に含まれると解されている⁴⁴⁾。例えば、後記 YBM 審決⁴⁵⁾でも、オンタリオ証券委員会は、

「重要性は対抗要件を具備しているかどうかという基準や、後知恵によって判断されるべきではない。……証券法における重要性の基準は客観的な基準であり、マーケット・インパクトをみる1つの基準である。「開示」は文脈の中で捉えられる。重要性は、その評価に対して責任を負う者に利用可能なすべての事実に照らして考慮されなければならない。」

と述べている。

また、「事実」が「重要な事実」となるためには、「重要な変更」である必要もない⁴⁶⁾。この点、上記で見たように、「変更」の概念が狭く解されているとは大きく異なっている。例えば、前記 Kerr 事件では、暖冬という「偶発事象」が「事実」、「変更」のいずれであるのかを判断する際に、「事実」は「変更」よりも概念の範囲が広いとして、偶発事象を事実として位置づけている⁴⁷⁾。

ところで、「重要事実について知る」とは、具体的にいかなる状態を指すだろうか。これについて証券委員会の見方を知るために、以下では Donnini 審決⁴⁸⁾を検証する。

44) Groia, J. and Hardie, *supra* note (7), at 265.

45) *Re YBM Magnex International Inc.*, *supra* note (40), at para. 86.

46) *Pezim*, *supra* note (28).

47) *Kerr*, *supra* note (37), at paras, 51-53.

48) *Re Donnini* (2002), 25 O.S.C.B. 6225.

〔事実の概要〕

2000年2月、証券業を営む Yorkton 社は、トロント証券取引所の上場会社である Kasten Chase Applied Research 社（以下、K社）のために、特殊なワラント債を引き受けた。当該取引が行われた直後、Yorkton 社の法人部門の主任トレーダーである Piergiorgio Donnini は、同社が保有した当該ワラント債等との関係で利益を確定するために、K社の株式の空売りを開始した。同ワラント債の募集締切日から1週間もたないうちに、Yorkton 社の CEO である Paterson と資本増強を目指す K社は、第2の特殊ワラント債による資金調達（以下、第2次募集）について交渉を始めた。交渉の直後、Paterson 他1名は2000年2月29日に Donnini と会い、Donnini に第2次募集の条件の概要を説明し、当該ワラント債を売却するかどうかについて Donnini の見通しを尋ねた。再び K社による特殊ワラント債の募集があることを確信した Donnini は、Yorkton 社の注文であることを伏せるようにして、同社に代わり、引き続き K社の株式の空売りを大量に行った。

オンタリオ証券委員会は、Donnini による当該株式の空売りは、未公開の重要事実（特に第2次募集に関して）を入手して行った結果であると判断し、インサイダー取引として摘発した。

これに対し、Donnini の弁護人は、Paterson らとの会話は3分程度の非公式な立ち話であり、当時、資金調達に関する何らの合意もされておらず、K社の取締役会の承認等もなかったのであるから、Donnini は K社に関する重要な事実を知らなかったと主張した。

〔決定要旨〕

インサイダー取引規制との関係では、たとえ提案中の取引条件が確実にない場合であっても、当該取引の重要な交渉について知ることは、「重要な事実」を知ったことになる。すなわち、重要性を決定する際は、可能性なし確からしさ (probability) も評価されなくてはならない (重要性〔密接関連性〕は、確からしさと影響の重大性 (magnitude) に応じて決まる)。(本件では、)

第二の資金調達の影響が重大となる可能性はK社にとっては大きく、当該資金調達が実際に行われる可能性も大きかったといえる。

また、K社に提案された資金調達は、いずれも、K社のバランスシートを見るかぎり、市場価格や証券の価値に重大な影響を与えると合理的に予測される事実該当するため、当該資金調達に係る交渉も重要事実該当するということができた。

「合理的に予測される」とは、公表が行われた際に市場に起きた実際の影響をみることではない。言い換えれば、インサイダー取引を行う者が関連性のある未公表の情報を知っているかどうかにおいては、事実が重視され、実質的な分析を伴う。本件では、DonniniとPatersonとの間での些細な情報のやり取りが行われたにもかかわらず、DonniniがPatersonに告げられたことの重要性と、Donnini自身が知っていたか知るべきであったこと（K社が資金を必要とし、資金調達を行う蓋然性があり、第2の資金調達を行うにあたり市況が良好だったこと等）にかんがみると、Donniniは未公開の重要事実を知ったと結論付けることができる。

なお、インサイダー取引規制に違反する場合、その者が未公開の重要な情報を知ったうえで、当該情報を利用することまでは必要ないとされるが、オンタリオ証券委員会は、本件において、Donniniは情報を「利用」し、特に、空売りをを行うために当該情報に影響を受けたとしている^{49,50}。

Donnini 審決では、「重要性」は、確からしさと影響の重大性に応じて決ま

49) Donnini 審決では、結論として、Donniniに15年の業務停止を、また、Patersonには、不適切な管理・監督を理由として2年の業務停止と100万カナダドルの自主的な支払いを命じた。Donniniは当時37歳であり、当該決定は、実質的に同氏が証券業界で以後就労できなくなることを意味した。係る決定は違法なインサイダー取引の代償としては非常に大きく、実務界や学説の批判を招いた。

50) 本件は、通常の売買ではなく、空売りを違法なインサイダー取引として認定した点でも注目される。

るという判断基準を提示したが、この点は、Fingold 審決⁵¹⁾での次のような「事実」の評価とも相容れる。すなわち、「事実」は道端で話される単なる噂話や世間話以上のものを意味し、「事実」は、与えられた情報の正確性や信頼性を裏付けるような状況で当該情報を入手したと合理的に予測される、特定可能な情報源から得られた情報だとしている。

ところで、Fingold 審決の示した「事実」概念に基づいて、リスクは「事実」であるとした決定がある。目論見書の虚偽記載に関する YBM 審決⁵²⁾では、YBM 社が自社のリスクは東欧で活動する同業他社が有する固有のリスクに比して大きくはないと目論見書に記載したことについて、目論見書では重要事実を開示させることが目的とされている以上、会社のリスクは「事実」に該当すると判断されている。

(iv) 平均的投資家基準 (reasonable investor standard)

マーケット・インパクトを基準として、重要性の程度を検討する従来の制定法の考え方に対して、重要性に関する米国の判例法理である「実質的な可能性のテスト (substantially likelihood test)」を新たな基準として採用すべきだという考え方がある。

「実質的な可能性のテスト」とは、米国の TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.⁵³⁾で採用された考え方であり、証券に関連する決定を行う際に、平均的な

51) *R v. Fingold* (1999) 22 O.S.C.B. 2811. 本件は次のような事案である。Cineplex Odeon 社 (以下、「C 社」) の取締役であり、親族が経営していた持株会社及び関連会社 (うち 1 社は公開会社) の取締役を兼任していた Fingold は、C 社の第 4 四半期の業績が急激に悪化することが 1989 年 2 月の同社の取締役会に上程される前に、保有していた C 社株式を売却した。取締役会直後、Fingold は辞表を提出したが、その際、C 社株を売却した日より前に退任が認められたことにしておくよう、秘書役に指示を出した。しかし Fingold の退任日の変更は認められなかった。なお、関連会社等も、業績が市場に公表される前に保有する C 社株の全てを比較的高い価格で売り抜けていた。2 年後、オンタリオ証券委員会は Fingold をインサイダー取引の疑いで摘発した。

52) *Re YBM Magnex International Inc.*, *supra* note (40), at para. 86.

投資家であればそれを重要だと考えるであろう実質的な可能性があれば、重要性があるとする判断枠組みをいう。この判断基準を満たすためには、「事実」が平均的な投資家によって利用可能な情報の総体（“total mix”）に大きな変化をもたらすとみなされていた、実質的な可能性があることが必要になる⁵⁴⁾。

1997年、カナダ証券委員会は、各州法の制定法の定義を米国の判例法理に合わせることを提案した⁵⁵⁾。提案に対してパブリック・コメントが寄せられ、一定の肯定的な意見も出された。しかし重要性の基準を「平均的投資家基準」のみに依拠した場合、主観的評価や不確実性が増すなど、解釈上多くの問題が生じる可能性があるという否定的な意見が多く出されたことから、制定法上の文言を変更する決定は見送られている⁵⁶⁾。

もっとも、実際の裁判例においては、条文の解釈に沿って、事実や変更が証券価格や証券の価値に影響を与えたと合理的に予測できるかどうかを分析するのではなく、平均的投資家基準を採用して重要性を判断する例がないわけではない。例えば、アルバータ州のLake事件（Lake & Co. v. Calex Resources Ltd.）⁵⁷⁾で控訴審裁判所は、TSC事件判決の基準を用いてmaterialityの解釈を次のように試みている。

53) *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* (426 U.S. 428 [1976]). TSC事件は、貴重な鉱物の発見の可能性が大きかったことが、客観的にみて投資家の売買に最も影響を与えた事実であるとして、鉱物発見の可能性に重要性を認めたものである。

54) *Ibid.*, at 449.

55) なお、制定法に継続開示に関する民事責任規定を置くこととの関係で、カナダ証券委員会は、1998年5月、平均的投資家基準を制定法に採用することが再び提案している（See, CSA Notice 53-302 “Report of the CSA—Proposal for a Statutory Civil Remedy for Investors in the Secondary Market and Response to the Proposed Change to the Definitions of “Material Fact” and “Material Change”” (2000), 23 OSCB 7383）。

56) CSA, *Ibid.*, オンタリオ州においても、2003年、規制の見直しに関する報告書において、重要性の判断基準を米国に揃えるような提案がなされている（Five Year Review Committee, *supra* note (9), at 142-148）。

57) *Lake & Co. v. Calex Resources Ltd.* [1966] A.J. No. 772 (Alta. C. A.).

〔事案の概要〕

本件は、会社の合併をめぐる株主の意義申立権を享受できる株主が、受益株主を含むかどうか争われた事案である。Calex 社（被告 Y）は合併に関する情報回状（information circular）を株主に送付し、その後、当該合併について株主総会で承認を得た。Y 社は 100 通の反対通知を受け取っていたが、8 通だけが登録株主によるものであり、残り 92 通は受益株主のものだった。Lake 社（原告 X）等の受益権所有者の株式は、カナダ証券保管機構（Canadian Depository of Securities Ltd. : CDS）に登録されていたが、CDS は当該株主の記録をしていなかった。Y 社は、反対株主の買取請求権を規定するアルバータ州会社法（Alberta Business Corporations Act : ABCA）第 191 条（旧第 184 条に相当）の規定に基づき、公正価値（fair value）の適用が受益株主に対して開始されることを理由に、受益株主からの反対通知を拒絶した。しかし X は、ABCA 第 191 条が規定する異議申立権は受益株主にも認められると主張し、Y 社を提訴した。X は、提訴理由において、合併の承認には情報回状の記載が重要であるところ、当該情報回状は不十分で誤解を招くものであったという主張を行った。これについて、アルバータ控訴審裁判所は、Y 社の主張を認めた原審判決の一部を支持した上で、重要性の基準は広い救済目的を認識することによるべきだとする TSC 事件判決を引用し、次のように述べて、例外が認められる場合を追加した。

〔判旨〕

会社が「不適切な、誤解のない」情報回状を出していた場合に限り、受益株主は異議申立権を行使することができる⁵⁸⁾。会社は受益株主を含む全ての株主の異議申立権について明確に要点を述べた回状を、受益株主に対して提供する義務を負う。当該義務は、会社が株主に誤解を与えない方法で株主に対して履行されなければならない。これについて、Calex 社の回状及び委任状は、異議申

58) *Ibid.*, at para. 74.

立権を行使できる株主が登録株主であるか受益株主であるかは問題でないという印象を株主に与えていたと考えざるを得ない⁵⁹⁾。

Lake 事件判決は、発行者が行うべき開示の判断基準として平均的投資家基準を採用した先例としての意義を有する。しかし、より直裁にマーケット・インパクトとの関連で平均的投資家基準を採用したと思われる事案として、前記した Pezim 事件判決がある。判決は未公表の分析結果に「重要性」があったかどうかを判断する際、次のように述べている。

「……投資家の視点から見ると、（資産に相当する）鉦区に関する新情報は、その鉦区の価値の問題に相当関係する。したがって、（証券）委員会の取ったアプローチ、すなわち、分析結果及び掘削結果の変化は状況次第では重要な変更になりうるという考え方に私は同意する。」⁶⁰⁾

このように、Pezim 事件判決は、投資家の意思決定に対する情報の有用性を評価した判決として評価することができる。また、かかる判断は証券の価格又は価値への影響、つまり、重要な事実と重要な変更の双方の定義を統合した重要性の判断基準と、証券法の広範な投資家保護目的とも一致している⁶¹⁾。

ただし、証券委員会による審決の場合とはともかく、平均的投資家基準の採用が、その後の裁判例において着実に定着したとは言いがたい。前記した将来見通しに関する情報をめぐる Kerr 事件判決でも、平均的投資家基準は用いられていない⁶²⁾。

59) Lake 事件判決には、会社は受益株主の存在を当然認識しているべきだという考えを前提にしているように思われる。

60) *Pezim*, *supra* note (28), at 600.

61) Anand, A. and Condon, M., “*Weather, Leather, and the Obligation to Disclose: Kerr v. Dani-er Leather Inc.*”, 44 *Osgoode Hall L. J.* 727 (2006), at 732-733.

62) *Ibid.*, at 733.

(v) 小括

重要性を審査するための基準として、学説や証券委員会は平均的投資家基準の採用を勧めており、裁判例の中にはこの基準を採用している例もしばしば見受けられている。しかし、平均的投資家基準は事実の分析過程で用いられることに止まるようである⁶³⁾。重要性の判断は、結局、制定法の解釈に基づき、様々な事実の評価を勘案しながら、マーケット・インパクト（市場価格への著しい影響）の有無を通して行われている。

(3) 「公表」

「重要な事実」や「重要な変更」が「公表 (generally disclosed)」をされているか否かも、違法なインサイダー取引であることを認定するための要件の一つである。しかし制定法上には「公表」の定義が存在しない。このため、その解釈は裁判例や証券委員会の審決における種々の判断に委ねられてきた。

1976年のGreen事件 (*Green v. Charterhouse Group Can. Ltd.*) は、被告会社が行ったダウ・ジョーンズの通信サービスを利用した発表が、全株主に対する「公表」となり得たかが争われた事案であった。本件の控訴審判決は⁶⁴⁾、Texas Gulf Sulphur事件⁶⁵⁾を引用し、情報に基づいて判断を下すためには、全ての投資家に対して平等な機会が提供されていなければならないと判示した⁶⁶⁾。そして、ダウ・ジョーンズのような通信サービスは特定の投資家のみが享受できるものにすぎないと判示して、「公表」はなされなかったと結論づけた⁶⁷⁾。

63) 平均的投資家基準は明確さに欠け、実際どのように事実を投資家が評価したかについては不明な点もある。特にデリバティブ取引に関連して materiality が争点となった場合、当事者が洗練された投資家であれば、平均的投資家基準は採用し難いといえるかもしれない。同旨については、例えば、Sauer, R. C., "The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws", 62 Buz. Law. 317, at 319 (2007)。

64) *Green v. Charterhouse Group Can. Ltd.* (1976), 12 O.R. (2d) 280.

65) *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d. Cir. 1968).

66) *R. v. Re Harold P Conner* [1976] (1976) Volume II O.S.C.B. 149., at para. 175.

Green 事件判決を前提として、1976年の Harold P Conner 審決（National Sea 事件）⁶⁸⁾では、さらに、「公表」について次の2つの要素を考慮しなければならないことを明らかにした。第1に、情報は投資を行う公衆に対して発信されなければならないこと、第2に、当該情報の性質や複雑さを考慮して、公衆が情報を理解する（digest）ために十分な時間を与えられていなければならないことである。後者について敷衍すれば、情報が公表された翌取引日、丸1日が経過していることをもって「公表された」とし（1 day ルール）、この公表を待って売買をしなければ、違法なインサイダー取引に該当することになる。プレスリリースがなされたことをもって「公表された」とするのは公表概念の射程は狭すぎ、「公になる」と言うためには、一般投資家にとって十分な時間とそれを分析する時間が必要であるという^{69,70)}。

つまり、「公表された」とは、情報が公衆に向かって発表されたかどうか、及び、投資家はその分析をすることができるために十分な時間が経過していることが必要である。この基準は、2002年のカナダ証券委員会によるガイドライン NP51-201の3.5(2)においても確認されている⁷¹⁾。

NP51-201はさらに「公表」の要件を具体化しており、以下のような記述も見ることができる⁷²⁾。

「会社は次の開示方法の1つ又は複数を合わせて利用することによって、

67) 本判決で、裁判所は、(a)情報が市場に効率的に届くと予測される方法で情報が広まった場合、又は、(b)一般投資家が情報を分析する十分な時間を与えられていた場合において、情報は「公開された」といえると判示している。

68) *Re Harold P Conner*, *supra* note (66).

69) *Ibid.*, at para. 174. *See*, Alboini, *supra* note (22) at 550. National Sea 事件判決の評釈として、Baillie, J. C. and Alboini, V. P., "The National Sea Decision—Exploring the Parameters of Administrative Discretion", 2 *Can Bis L. J.* 454 (1978) がある。

70) 前記 Pezim 事件でも、当該アプローチが採用されている (Condon, *et. al.*, *supra* note (19), at 497)。

71) NP51-201, *supra* note (9) at part III, 3.5 (2).

72) *Ibid.*, at part III, 3.5 (4).

「公表された」という要件を満たすことができる。

- (a) マスメディアにニュースを配信する通信社か又はニュースを電子的に配信する通信社を通じてプレスリリースを行うこと⁷³⁾、
- (b) 公衆の興味を引く記者会見又は電話会議を通じて行われる発表を、直接若しくは電話、又はインターネットを含む他の電送手段のいずれかによって聞くことができるようにすること⁷⁴⁾。」

なお、プレスリリースにおいて開示されなければならない「重要な変化」を除いて、証券法は「公表」の要件がいかんにして満たされるべきかにつき、その開示方法を特に規定していない。したがって、情報が「公表された」か否かを判断する際、カナダ証券委員会は、情報開示に関するこれまでの会社の慣例や、当該情報を追跡している投資家の人数や範囲等を検討するという⁷⁵⁾。

このため、当局の監視との関係では、発行会社は開示方法の一貫性を求められることになると思われるが（突然、重要事項を他の開示方法で開示した場合、会社には何らかの事情があったと推測される）、一方で、効果的に市場に重要情報を広めるために、個々の会社の実情に即して、より安全で柔軟な開示方法を模索していくことは妨げられていない。

例えば、発行会社が重要情報をウェブページに掲載することは一つの開示手段としてはあり得る。しかし現状では、投資家のウェブページへのアクセス可

73) 日本の EDINET に相当する “SEDAR (the System for Electronic Document Analysis and Retrieval)” を利用することが推奨されているが、SEDAR にのみ情報を開示したことをもって「公表された」とは言わないとしている (*Ibid.*, at note (23))。

74) 電話会議や記者会見の適切な通知について、発行会社はプレスリリースを通じて一般人に情報を提供しなければならないとしている(米国 SEC の Regulation FD を参照)。また、当該通知は、会議等の日時と議事の概要、会議等へのアクセス手段 (URL 等の表示及び URL で会議等を試聴できる期間の表示も含む) を含まなければならないとする (*Ibid.*, at notes (24), (25))。

75) NP51-201, *supra* note (9) at part III, 3.5 (3).

能性が完全に確保されないことから、それだけでは公表の要件は満たされないとしている。ウェブサイトは、新規通知に関心がある者に対する注意喚起の機能を有してはいるが、投資家が自ら情報を探し出さなければならないという点では、「市場に情報を押し出す」という、「公開」の本質的な要素を満たさないと云わざるを得ないからである⁷⁶⁾。但し、カナダ証券委員会としては、今後の状況次第では、インターネットアクセスが改善し、ウェブサイトでの開示が「公表」の要件を満たす可能性もあるとしている⁷⁷⁾。

多くの場合、マーケット・インパクトは、会社による公表後数分以内に起こるとされている⁷⁸⁾。このことを考慮するならば、今後、ウェブ開示は公表の要件を満たさないとするこれまでの証券委員会の考え方が見直される可能性がある。また同時に、現行の1 day ルールの必要性についても、再検討される余地がある⁷⁹⁾。

（本研究は、JSPS 科研費（課題番号 23530088）及び公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金による研究成果の一部である。）

（きむら・まきこ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻准教授）

76) *Ibid.*, at part III, 3.5 (6).

77) *Ibid.*, at part III, 3.5 (7).

78) Groja, J. and Hardie, *supra* note (7) at 284.

79) *Ibid.*.