



Title	E Uにおけるインサイダー取引規制 : 最近の判例および法改正について
Author(s)	松尾, 健一
Citation	阪大法学. 2012, 62(3,4), p. 281-301
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/60140
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

EUにおけるインサイダー取引規制

——最近の判例および法改正について——

松 尾 健 一

目 次

- 一 はじめに
- 二 市場濫用指令におけるインサイダー取引規制
 - (一) インサイダー取引規制の構造
 - (二) 内部情報の意義
- 三 内部情報の意義に関するEU司法裁判所の判断
- 四 市場濫用規則案におけるインサイダー取引規制
 - (一) 市場濫用規則案におけるインサイダー取引規制の構造と主要な改正点
 - (二) 二つの「内部情報」の使い分け
- 五 おわりに
- 一 はじめに

わが国における証券規制に関する比較法研究では、米国法を参照して行われるものが圧倒的に多い。これは、わ

が国の金融商品取引法（その前身である証券取引法）が米国法を母法として作られたものであること、および、米国では証券規制にかかる法令の改正が頻繁に行われており、また、証券規制に関する判例の蓄積も厚く、比較法の素材が豊富であることによるものと推測される。これに対し、欧州（EU）を参照先としてされた証券規制の比較法研究はあまりみられなかった。^①証券規制に関連する指令も数多く制定され、改正も重ねられているが、会社法に関連する指令と比較すると、わが国において紹介される頻度は高いとはいえない。

しかし、近年、とりわけ金融危機が発生した二〇〇七年以降、G20を中心に金融機関・金融取引に関する規制の改革が、欧米諸国およびわが国の協調のもとに進められており、EUが他国に先んじて改革を進めている領域もある。したがって、今後、証券規制の研究に関してEU法を参照する必要性が高まると考えられる。このような問題関心から筆者は、EUにおける証券規制の体系的な研究に着手した。本稿では、現段階での研究の成果の一部を紹介することとする。本稿での検討課題は、紙幅等の関係から、EUにおけるインサイダー取引規制、その中でも内部情報の意義に関する最近のEU司法裁判所の判決および法改正の内容に限定する。内部情報の意義をめぐっては、わが国においても金融商品取引法一六七条にいう「公開買付け等を行なうことについての決定」の解釈について、最高裁が注目すべき判断を示しているところである。^②

本稿では、二において現行EU指令におけるインサイダー取引規制の内容について、内部情報の意義に重点をおいて紹介し、三では内部情報の意義について判断したEU司法裁判所の判決をみる。四では現在提案されているEU指令の改正の内容について、内部情報の意義に関する点を中心にみることにする。五ではEUにおけるインサイダー取引規制をめぐる法改正および判決における議論が、わが国においてどのように位置づけられるのかを確認する。

二 市場濫用指令におけるインサイダー取引規制

(一) インサイダー取引規制の構造

本稿の検討課題に関連する範囲で、市場濫用指令⁽³⁾が加盟国に対して実施するよう求めているインサイダー取引規制の内容は次のとおりである。

まず、内部情報を用いて、その内部情報に関連する金融商品を取得または処分することを禁止する一般的規定がおかれている⁽⁴⁾。このインサイダー取引禁止規定の対象者は、発行者の経営機関の構成員であることを通じて内部情報を得た者、発行者の株主であることを通じて内部情報を得た者、雇用関係・義務の履行を通じて内部情報を得た者等である⁽⁵⁾。さらに、その情報が内部情報であることを知り、または知るべき状況において内部情報を取得した者も規制の対象とされている⁽⁶⁾。

つぎに、一般的禁止規定の対象となる者が他者に内部情報を開示すること、および、内部情報にもとづいて、その情報に関連する金融商品の取得・処分を他者に推奨し、または他者を誘引することも禁止されている⁽⁷⁾。

また、市場濫用指令の特徴として、発行者に対して、その発行者に直接関係する内部情報を可及的速やかに公表する義務を課していることがあげられる⁽⁸⁾。この内部情報の公表義務については、公表によって発行者の正当な利益が害される場合には、例外的に公表を延期することが認められている⁽⁹⁾。

(二) 内部情報の意義

(一) でみた規定における「内部情報」は、市場濫用指令一条一項および市場濫用指令を実施するための委員会

指令¹⁰⁾において、次の四つの要素によって構成されると定められている。すなわち、①正確な (precise) 情報であること、②未公表の情報であること、③金融商品もしくは金融商品の発行者に直接もしくは間接に関係する情報であること¹¹⁾、④それが公表された場合には、金融商品の価格もしくは関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な (significant) 影響を及ぼす可能性のある情報であること、である。¹²⁾

このうち、①については、次の二つの要件を満たす場合には、その情報は正確な情報であるとみなすとされている。すなわち、(i) 現に存在し、もしくは将来発生することが合理的に見込まれる (reasonably expected) 一連の事情 (a set of circumstances)、または、すでに発生し、もしくは将来発生することが合理的に見込まれる事象 (event) を示すものであること、(ii) 金融商品の価格もしくは関連するデリバティブ金融商品の価格に対して、その一連の事情・事象が及ぼしうる影響について判断できる程度に具体的 (specific) な情報であること、である (委員会指令一条一項)。

また、④については、「公表された場合には、金融商品の価格もしくは関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のある情報」とは、合理的な投資者がその投資判断の基礎となる事項の一部として用いるであろう情報をいうとされている (委員会指令一条二項)。

三 内部情報の意義に関するEU司法裁判所の判断

二(二)でみたように、内部情報の意義については、市場濫用指令およびその実施のための委員会指令においてある程度詳細に規定されている。しかし、内部情報に該当するための要件には、なお解釈の余地のあるものもあり、各要件の相互関係も必ずしも明らかではない。これらの点について、本稿の検討課題との関係で非常に興味深い判

断を示したEU司法裁判所の判決（タイムラー判決⁽¹³⁾）があるので、以下に紹介する。

【事案の概要】

二〇〇五年四月六日に開催されたタイムラー株式会社の株主総会后、同社のCEOであったSchrempf氏は、二〇〇八年の任期満了を前に辞任することを考え始めた。同年五月一七日、Schrempf氏は、同社の監査役会会長であったKopper氏に辞任の意向を伝え、同年六月一日から七月二七日までの間にSchrempf氏が辞任の意向を示していることは他の監査役・取締役の知るところとなった。同年七月一〇日、同社はSchrempf氏の辞任に関するプレスリリースおよび従業員向け文書の準備を始めた。

同年七月一三日、同社のPresidential Committeeおよび監査役会をそれぞれ同月二七日および二八日に開催するための招集通知が発出された。いずれの招集通知にもCEOの交代の可能性は示されていなかった。同年七月一八日、Schrempf氏とKopper氏は、同月二八日に開催される監査役会において、Schrempf氏の辞任およびZetsche氏を後継CEOとして指名することを提案することで合意した。同月二七日午後五時から始まったPresidential Committeeは、翌日開催される監査役会において、Schrempf氏の辞任とその後継としてZetsche氏の指名を提案することを決定した。

翌二八日午前九時五〇分頃、同社の監査役会は、二〇〇五年末をもってSchrempf氏のCEOの職を解き、Zetsche氏を後継CEOとすることを決議した。同日午前二〇時二分、同社はドイツ連邦金融サービス監督機構（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）に決議の内容を通知し、通知の内容は午前一〇時三二分にDeutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizitätのデータ・ベースを通じて公表された⁽¹⁴⁾。CEOの交代が公表されると、

ダイヤモンド社の株価は急激に上昇した。

原告である Galt 氏ほか多数の投資者は、CEO の交代が公表される前にダイヤモンド社株式を売却していた。そこで、Galt 氏らは、ダイヤモンド社による内部情報の開示が遅れたとして、それによってこうむった損害の賠償を求めてシウトウツトガルト地方裁判所に提訴した。同地方裁判所は、ムスタ手続に則りシウトウツトガルト上級裁判所に争点に関する審理を求めた。

シウトウツトガルト上級裁判所は次のように判示した。⁽¹⁷⁾ 株価に影響を与える決定的な事象は二〇〇五年七月二八日の CEO の交代を決定した監査役決議である。この決定は、前日の午後五時から開かれた *Presidential Committee* において監査役会に CEO の交代を提案することが決定された時点で十分な実現可能性を有するに至った。上告を受けた連邦通常裁判所は、EU 司法裁判所の先行判決 (*preliminary ruling*)⁽¹⁸⁾ を求めた。連邦通常裁判所が照会したのは、①いくつもの中間的な段階を経て特定の状況もしくは特定の事象を生じさせることを意図した長期にわたる過程 (*protracted process*) が問題となる場合には、最終的に発生する状況もしくは事象のみが市場濫用指令およびその実施のための委員会指令にいう「正確な情報」となりうるのか、あるいは、そのような場合には、最終的に発生する状況もしくは事象につながる中間的な段階それ自体も「正確な情報」となりうるのか、②委員会指令一条一項にいう「合理的に見込まれる」という文言は、状況もしくは事象の発生の可能性が五〇%以上もしくはそれより高いと評価されることを要求するものなのか、あるいは、その状況もしくは事象が発行者に及ぼす影響の程度によって要求される発生可能性も変動するものか (ある状況・事象によって株価が大きく変動すると見込まれる場合には、その状況・事象の発生可能性は、不確実だが起こりえないとはいえないという程度で十分なか) という二点である。

【判旨】

EU司法裁判所は、①について、中間的な段階を構成する事実も「正確な情報」に該当する可能性はあり、他の要件が満たされれば「内部情報」に該当すると判示した。このように判示した根拠として、形式的には次のように述べている。まず、「正確な情報」の内容となるべき「一連の状況」および「事象」については、市場濫用指令もしくは委員会指令において定義されていないが、一般の用語法に従えば、長期にわたるプロセスに組み込まれた個々の中間的な段階を構成する事実も「一連の状況」および「事象」に含まれると解されるとしている。

さらに、市場濫用指令六条二項が定める発行者の内部情報公表義務の例外について、発行者の正当な利益を保護するため公表の延期が認められる場合の具体例として、委員会指令が次のようなケースを規定していることも、根拠の一つとしてあげている。すなわち、委員会指令三条一項は、交渉中の契約に関する事項、または経営者による決定もしくは経営者が締結した契約であって、それが法的に有効となるためには発行者の他の機関の承認を要するものについては、その段階で公表すると発行者の正当な利益が害される可能性があるとして、公表の延期が認められるとしている。これは、締結に至らない段階の契約、または必要な承認を欠いている決定事項であっても、「正確な情報」に該当し、ひいては「内部情報」となりうることを前提としたものであるというのである。

中間的な段階を構成する事実も「正確な情報」に該当すると解する実質的な根拠として、判決は次のように述べている。まず、市場濫用指令の目的が欧州金融市場の完全性 (integrity) を保持し、市場に対する投資者の信頼を高めることにあることを確認し、投資者の市場に対する信頼は、すべての投資者が対等な立場におかれていることおよび内部情報の不適切な利用から保護されていることを確実にすることによって高められるとする。その上で、「一連の状況」および「事象」という文言を狭く解釈することは、このような指令の目的の達成を危うくするおそ

れがあるとする。より具体的には、中間的な段階を構成する事実が「正確な情報」に該当する可能性を排除するとたとえその事実が、「内部情報」に該当するための他の要件をみたしている場合であっても、発行者による公表義務が生じないことになる。しかし、そのような状況において、中間的な段階を構成する事実を知る者は、他の投資者に比べて有利な立場にあり、その情報を用いて利益を上げることができる。

以上のことから、判決は、中間的な段階を構成する事実も「正確な情報」に該当し、「内部情報」に該当しうると判示した。なお、本判決に関する法務官 (advocate general) の意見⁽¹⁹⁾においても、同様の結論が示されていた。

つぎに照会事項②については、法務官と判決は異なる見解を示した。法務官の見解では、まず、「一連の状況」もしくは「事象」が発生する可能性は、必ずしも五〇%を超えるような高いものである必要はないとする。⁽²⁰⁾ 委員会指令のドイツ語版では「一連の状況」もしくは「事象」が発生する十分な可能性 (hinreichender Wahrscheinlichkeit) がある場合に、それに関する情報が「正確な情報」に該当するとされているが、他の多くの言語のバージョンでは、いずれも「合理的な見込み」に相当する表現が用いられていることから、照会事項②については「合理的な見込み」という文言をもとに検討すべきであるとする。この点は本判決も同じ見解をとっている。その上で法務官の見解では、「情報の正確性」(とりわけ事象等の発生可能性) と、その「事象等が金融商品等の価格に及ぼす影響の程度」との関係について、次のように述べられている。これら二つの要素は、理論的には区別されるべきものであるが、全体的に考察されなければならないと⁽²¹⁾、その情報が金融商品の価格に及ぼしうる影響が重大なものである場合には、「一連の状況」もしくは「事象」の発生は、たとえ不確実 (uncertain) であっても、起(り)えないものではない (not impossible or improbable) といえれば足りる。

これに対し、本判決はこのような解釈を否定した。その理由として次のように判示している。情報の「正確性」

および「金融商品等の価格への影響の重大性」は、いずれも「内部情報」に該当するための独立の要件として規定されている。しかし、発生しうる事象が価格に及ぼしうる影響の程度が大きい場合には、情報が正確であるというために要求される事象の発生可能性は低いもので足りるとする解釈をとった場合には、二つの要件は相互に依存する関係になってしまい、独立の要件として規定した指令の体裁に合わない。

このように述べたうえで本判決は、まず、「合理的に見込まれる」というためには、「一連の状況」もしくは「事象」が発生する可能性が高いことを要するかという点については、これを否定している。かりに高い発生可能性を要するという解釈をとった場合には、市場の完全性を保持し、市場に対する投資者の信頼を保護するという目的が損なわれるというのがその理由である。すなわち、必ずしも発生可能性が高いとはいえない事象に関する情報であっても、その情報を有する者がそれを利用して不正に利益を得ることは可能であり、それにもかかわらず、発生可能性が高くないためにその事象に関する情報は「正確な情報」に該当せず、「内部情報」を利用したことにならないことになってしまう。

本判決は、このように判示しながらも、一方で、発行者を含む市場参加者のために法的明確性を確保することも必要であるから、「事象」等が発生することがもつともらしいとはいえない (implausible) 場合には、その「事象等」に関する情報が「正確な情報」に該当すると解するべきではないとする。以上より、本判決は、結論として、「一連の状況」もしくは「事象」の発生が「合理的に見込まれる」とは、問題となる時点におけるあらゆる評価要素にもとづいて、「事象」等が発生する現実的な予測 (realistic prospect) が成り立つことをいうと判示している。

四 市場濫用規則案におけるインサイダー取引規制

現在EUでは、市場濫用指令の改正が提案されている。以下では、改正事項を本稿の検討課題に係る範囲で取り上げることとする。

(一) 市場濫用規則案におけるインサイダー取引規制の構造と主要な改正点

まず、最初にあげるべき改正点として、従来の指令 (Directive) から規則 (Regulation) という形式に変更されたことがある。指令は加盟国における国内法化を経て初めて各加盟国において効力を有するのに対し、規則は国内法化をまたずに各加盟国において直接適用される。従来、とりわけインサイダー取引および相場操縦に対する行政上の制裁および刑事上の制裁の内容については、加盟国の間で相当なばらつきがあったが、規則という形で行政上の制裁を規定することにより、域内の金融市場における規制の内容が、より調和のとれたものとなることが期待されている。

インサイダー取引については、市場濫用規則案九条が、①インサイダー取引、②他の者に対するインサイダー取引の推奨・誘引、③内部情報の不適切な開示を禁止している。禁止される行為の具体的内容は、①については規則案七条一項・二項 (インサイダー取引の未遂) に、②については同条三項に、③については同条四項に、それぞれ規定されており、現行の市場濫用指令における禁止行為の内容と実質的に変わらない内容が定められている。もつとも、①については、内部情報を利用してすでに発注した注文の取消しもしくは変更をすることも禁止対象となることが明示された。⁽²⁵⁾

インサイダー取引規制の適用範囲については、①規制市場 (regulated market) において取引することが承認されている金融商品の取得・処分に加えて、②加盟国の MTF (Multilateral Trading Facility) もしくは OTF (Organized Trading Facility) において取引されている金融商品の取得・処分についてもインサイダー取引規制の適用があること (規則案二条一項(b)、さらに、①②の金融商品に該当しないが、その価値が①②の金融商品に連動する金融商品の取得もしくは処分にも適用があることが定められた。²⁶ そのほか、排出権取引についてもインサイダー取引規制の適用対象とされている (規則案二条一項(d)、七条九項)

インサイダー取引規制の対象となる者の範囲については、規則案七条五項において、市場濫用指令とほぼ同じ内容が定められている。

内部情報の定義については、(一)で述べる改正のほか、次の点が改正されている。まず、コモデイティにかかるとデリバティブとの関係における内部情報として、コモデイティのスポット契約に関連し、コモデイティのスポット契約の価格に重大な影響を及ぼす可能性のある情報が追加された (規則案六条一項(b))。コモデイティのスポット契約とは、スポット市場において取引されるコモデイティの供給に関する契約であつて、取引が決済されるとただちに引渡しがされるもの (現物で決済しなければならぬとされているデリバティブ契約を含む) をいうとされている (規則案五条一〇項)。また、規則案六条一項(c)は、排出権取引にかかる内部情報の定義を定めている。

発行者の内部情報公表義務については、規則案一二条が規定しており、発行者が内部情報の公表を延期することを決定した場合には、遅滞なく所管当局に通知しなければならないものとされた (同条四項)。また、内部情報の公表を延期することが公共の利益に適用と判断される場合には、所管当局の許可を得て公表を延期することができるものとされた (同条五項)。

(二) 二つの「内部情報」の使い分け

二(二)でみたように、市場濫用指令は、インサイダー取引の禁止および発行者の内部情報公表義務に関して、両者に共通する「内部情報」の定義を定めていた。インサイダー取引の禁止という観点からは、タイムラー判決も判示しているように、ある事象の発生の可能性が高いとはいえない段階であっても、その事象に関する情報が「内部情報」に該当すると解することが望ましい。他方で、発行者の内部情報公表義務との関係では、不確実な段階の事実に関する情報についても公表義務を課すことは、発行者の正当な利益が侵害される可能性が高くなり、過大な負担を強いることにつながるおそれがある。このような問題があることは以前から認識され、その解決策としてインサイダー取引の禁止にかかる「内部情報」と発行者の公表義務にかかる「内部情報」とを区別することが示唆されていた。⁽²⁷⁾

市場濫用規則案は、インサイダー取引の禁止と発行者の内部情報の公表義務とで、二つの「内部情報」を使い分けている。規則案六条一項(a)は、内部情報とは、未公表の正確な情報であって、金融商品の発行者もしくは金融商品に直接もしくは間接に関連し、かつ、それが公表された場合には、その金融商品もしくはその金融商品に関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のあるものをいうと定め、市場濫用指令一条一項が定める「内部情報」の定義を承継している。さらに、規則案六条二項は、情報が「正確」であることについて、その情報が、現に存在し、もしくは存在するようになることが合理的に見込まれる一連の事情、または既に発生し、もしくは発生することが合理的に見込まれる事象を表すものである場合であって、かつ、その一連の事情もしくは事象が、金融商品の価格もしくはコモディティのスポット契約の価格に及ぼしうる影響について判断できる程度に具体的である場合には、その情報は正確なものとみなすと規定し、委員会指令一条一項を承継している。加え

て、規則案六条三項は、同条一項の適用にあたり、それが公表された場合には、その金融商品の価格もしくはデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のある情報とは、合理的な投資者がその投資判断の基礎となる事項の一部として用いるであろう情報をいうと定め、委員会指令一条二項を承継している。

これらの規定に加えて、市場濫用規則案六条一項(e)は、金融商品の発行者もしくは金融商品に関連し、通常は公衆が入手できない情報であるが、かりに市場において金融商品の取引をしている合理的な投資者が入手できたこととすれば、それらの契約の条件を修正すべきか否かの判断に関係するとみなすであろう情報も「内部情報」に該当すると定めている。この「内部情報」の定義では、情報が「正確な」ものであることは要求されていない。また、「合理的な投資者が投資判断に係するとみなすであろう情報」という表現は、規則案六条三項の表現と実質的には異なるから、規則案六条一項(e)は、公衆が入手できない情報であって、それが公表された場合には金融商品等の価格に重大な影響を及ぼす可能性のある情報が「内部情報」に該当すると定めていることになる。

この規則案六条一項(e)が規定する「内部情報」は、インサイダー取引の禁止および不適切な情報開示の禁止との関係では「内部情報」として扱われるが、発行者の内部情報公表義務との関係では、公表すべき情報に含まれないこととした(規則案一二条三項)。これにより、発行者の内部情報義務との関係では、公表すべき「内部情報」について、つねに「正確な」ものであることが要求されることになる。

このような「内部情報」の使い分けをした意図について、規則案前文(二四)では次のように説明されている。内部情報は、発行者にその公表を義務づけるべき段階に達していない場合であっても、濫用される可能性がある。契約交渉の状況、暫定的に合意された契約の条件、金融商品を発行する可能性、金融商品の発行条件等は、投資者

にとつて重要な情報となりうる。それゆえ、このような情報は内部情報として扱うべきである。しかし、公表義務を負う発行者との関係では、このような情報は十分な正確さを備えていない可能性がある。したがって、このような情報を用いて金融商品の取引をした場合には、インサイダー取引禁止規定は適用されるが、発行者にはそれを公表する義務は課されない。⁽²⁸⁾

五 おわりに

以上のようなEUにおけるインサイダー取引規制、とりわけ内部情報の意義に関する議論は、わが国の議論状況の中でどのように位置づけることができるであろうか。

まず、三でみたダイムラー判決の争点の一つであった、いくつもの段階を経て特定の事象が発生するというプロセスをたどる場合に、各段階を構成する事実が内部情報に該当しうるか否かについてはどうか。これについては、最判平成一一年六月一〇日刑集五三巻五号四一五頁（日本織物加工事件）が、証券取引法一六六条二項一号⁽²⁹⁾にいう「株式の発行」を行うことについての「決定」とは、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうと判示しており、最終的な募集株式の発行それ自体だけでなく、その前段階の作業等を行うことの決定も、インサイダー取引規制の対象となる「重要事実」に該当するという立場をとっている。また、同号にいう「業務執行を決定する機関」は、会社法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りるとも判示しており、法律上要求される特定の機関による承認を欠く段階であっても、決定が「重要事実」に該当することを認めている。このような解釈は、ダイムラー判決の立場と実質的に異ならないと評価できるであろう。同判決が、そのような

立場をとった根拠として述べられていること、すなわち、将来の事象の発生に向けられたいくつかの段階の一つを構成する事実であっても、金融商品の価格に影響を及ぼしうる（投資者の投資判断の基礎として利用されうる）情報となる可能性がある以上、インサイダー取引規制の対象とすべきであるということは、わが国においても同様に考えることができる。

次にタイムラー判決は、規制対象となる内部情報に該当するための要件である「正確な」情報とは、その発生について現実的な予測が成り立つ事実に関する情報に限られるとしている。また、市場濫用指令では、「正確な」情報というためには、その情報を構成する事実が金融商品等の価格に及ぼしうる影響を判断できる程度に具体的にでなければならぬとも規定している。

この点について、前掲最判平成二三年六月六日は、証券取引法一六七条二項⁽³⁰⁾にいう「公開買付け等を行うことについての決定」があつたというためには、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等またはそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しないと解するのが相当であると判示した。このように解する根拠として、一六七条が禁止される行為の範囲について客観的、具体的に定め、投資者の投資判断への影響を要件としていないのは、規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条二項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得る行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する具体的な影響の有無程度を問わないこととした趣旨と解されると述べている。

しかし、判旨にあるように「公開買付け等を行なうことについての決定」には、公開買付け等そのものを行うことと決定だけでなく、その準備作業を開始することの決定も含まれる。そうすると、実現が企図された最終的な結

果（公開買付け等の実施）の実現可能性がかなり低い段階でも「決定」の事実があったとされる可能性がある。そのような段階の決定には、そのみで投資判断に影響を及ぼし得るとはいえない場合もありうるのではないだろうか。³¹⁾

EU市場濫用規則案では、内部者取引禁止規定における「内部情報」について「正確さ」の要件が放棄され、合理的な投資者が入手できたとすれば、契約の条件を修正すべきか否かの判断に関係するとみなすであろう情報が「内部情報」に該当することとした。他方、発行者の内部情報公表義務との関係では「内部情報」について「正確さ」の要件を維持し、早すぎる段階（事象発生の可能性が低い、投資判断に及ぼす影響を判断できるほど具体的でない）で発行者に公表義務が課されることを回避することとしたと説明されている。このことからすると、内部者取引禁止規定における「内部情報」については、情報を構成する事実の実現可能性や具体性がかなり低い段階であっても、規制の対象としようとしているようにも思われる。

もっとも、規則案前文（一三）では、情報が正確なものであること、および金融商品等の価格に重大な影響を及ぼし得るものであることという内部情報の二つの要件をより精密なものとすることによって、市場参加者にとっての法的安定性を高めなければならないとされている。市場濫用規則案は、他者に内部情報を伝達する行為自体を禁止しており、この内部情報伝達禁止規定における「内部情報」の定義は内部者取引禁止規定における同じものを用いられている。前述の「市場参加者」には、内部情報を伝達する可能性のある者も含まれるとすると、これらの行動を不当に制限しないようにするためには、実現可能性や具体性の乏しい段階の情報が、伝達禁止の対象となる「内部情報」に該当すると解すべきでないようにも思われる。規則案が定める「合理的な投資者の投資判断に影響するとみなすであろう情報」という新たな「内部情報」の定義について、今後どのような解釈が示されるのか

注目される。

わが国の金融商品取引法一六六条二項四号は、「重要事実」の一つとして、上場会社等の運営、業務又は財産に關する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものを定めている。また同法は、発行者に内部情報を積極的に公表させる義務を定めていないから、EUにおけるように早すぎる段階で情報が「内部情報」に該当してしまうことによる発行者の不利益を考慮する必要はない。そうすると、情報を構成する事実の実現可能性や具体性がかなり低い段階で規制の対象としてよいとも考えられる。

しかし、すでに指摘されているように、⁽³²⁾インサイダー取引を禁止する法の目的が市場に対する投資者の信頼を維持することにあるとすれば、その情報にもとづいて取引することが一般の投資者にとつて不公正と感ぜられる情報を規制の対象とすべきことになる。一般の投資者がその情報を知つたとしても、金融商品の買付けや売付けの判断に影響を及ぼさないのであれば、その情報を規制の対象とする必要はない。⁽³³⁾ある情報が投資者の投資判断に及ぼし得る影響を考へる場合、その情報を構成する事実の実現可能性および具体性が重要な考慮要素となるのであり、実現可能性が低いときには、その情報が投資者判断に及ぼし得る影響がないといえる場合もありうる。⁽³⁴⁾

* 本稿は、石井記念証券研究振興財団から助成を受けた研究の成果の一部であり、日本証券業協会委員研究員としての研究成果の一部である。

(1) 数少ない例外として、川口恭弘ほか「インサイダー取引の比較法研究」民商二二五卷四一五号(二〇〇二年)一頁以下がある。

(2) 最判平成二三年六月六日刑集六五卷四号三八五頁(村上ファンド事件)。

(3) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), O. J. L 96, 12. 4. 2003.

(4) 市場濫用指令二条一項第一段落・加盟国は、第二段落到定める内部情報を有する者が、自己もしくは第三者の計算で、直接もしくは間接に、内部情報を用いて、その内部情報に関連する金融商品を取得・処分し、または取得・処分しようとすることを禁止しなければならない。

市場濫用指令の条文の翻訳については、日本証券経済研究所「新外国証券関係法令集 E U (欧州連合)」(日本証券経済研究所、二〇〇七年)を参照した。

(5) 市場濫用指令二条一項第二段落・第一段落の規定は、次の方法を通じて内部情報を保有する者に適用する。

(a) 発行者の管理機関、経営機関もしくは監督機関の構成員であることを通じて、

(b) 発行者の資本を保有していることを通じて、

(c) 雇用関係、職務の遂行、もしくは義務の履行の過程で得た内部情報へのアクセスを通じて、

(d) 犯罪行為を通じて、

(6) 市場濫用指令四条・加盟国は、第二条および第三条に規定されている者のほか、内部情報であることを知り、または知るべき状況において内部情報を保有する者に対しても、それらの規定が適用されることを確実にしなければならない。

(7) 市場濫用指令三条・加盟国は、第二条の禁止規定の適用を受ける者が、次の行為を行うことを禁止しなければならない。
い。

(a) 他の者に内部情報を開示すること。ただし、その開示が、雇用関係、職務の遂行または義務の履行における通常の過程でされたものである場合には、この限りではない。

(b) 内部情報にもとづいて、その内部情報に関連する金融商品の取得もしくは処分を他の者に推奨し、または、取得もしくは処分を誘引すること。

(8) 市場濫用指令六条一項・加盟国は、金融商品の発行者が、その発行者に直接関係する内部情報を可及的速やかに公表することを、確実にしなければならない。

加盟国は、第一段落の規定を遵守するためにとられるいかなる措置をも阻害することなく、発行者が、公表を義務づけられているすべての内部情報を、適切な期間、発行者のウェブ・サイトに掲載することを確実にしなければならない。

(9) 市場濫用指令六条二項・内部情報を速やかに公表しなくとも公衆の誤解を招く可能性がなく、かつ、発行者がその内

部情報の機密性を確保できる場合には、発行者は、その正当な利益が害されることのないよう、発行者の責任において内部情報の公表を延期することができる。加盟国は、発行者が内部情報の公表を延期することを決定した場合には、その旨を所管当局に遅滞なく報告するよう要求することができる。

(10) Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation, O. J. L 339, 24. 12. 2003.

(11) なお、前述のとおり発行者の公表義務の対象となる内部情報は、その発行に直接関係するものに限定されている。

(12) 市場濫用指令一条一項「内部情報」とは、正確な未公表の情報であつて、金融商品の発行者、もしくは金融商品に直接もしくは間接に関係し、かつ、それが公表された場合には、その金融商品の価格もしくは関係のあるデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のあるものをいう。

コモデイティにかかるデリバティブとの関係において「内部情報」とは、正確な未公表の情報であつて、コモデイティにかかるデリバティブに直接もしくは間接に関係し、かつ、そのデリバティブが取引される市場の利用者が、その市場における市場慣行に従つて受け取ることを期待するであろう情報をいう。

金融商品に関する注文の執行を委託された者との関係において「内部情報」とは、顧客から伝達され、かつ、顧客の留保している注文に関係する正確な情報であつて、金融商品の発行者もしくは金融商品に直接もしくは間接に関係し、かつ、それが公表された場合には、その金融商品の価格もしくは関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のあるものをいう。

(13) *Markus Gehr v. Dainler AG, Case C-19/11* [2012]

(14) 市場濫用指令六条一項を受け、ドイツ有価証券取引法 (*Gesetz über den Wertpapierhandel*) 一五条一項は、金融商品の発行者は、自身に直接関係する内部情報を遅滞なく公表する義務を負うことを定め、同条四項は、公表に先立って連邦金融サービス監督機構に通知しなければならないと定めている。

(15) ドイツ有価証券取引法三七七条は、発行者が内部情報の公表義務に違反した場合に、一定の要件に該当する投資者に対して発行者が損害賠償義務を負うことを定めている。

- (16) ムスタ手続とは、資本市場法上の訴訟におけるムスタ手続に関する法律 (Gesetz über Musterverfahren in Kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten) に定められている投資者保護のための集団訴訟制度である。同制度の詳細については、宗田貴行「ドイツにおける集団的消費者被害救済制度に関する調査報告」(二〇一〇年) 八〇頁以下参照。(<http://www.caa.go.jp/planning/21forimatore/6-01-03-01-ger.pdf>) を入手可能)。
- (17) OLG Stuttgart, 22. 04. 2009-20 Kap 1/08 (WM 2009, 1233)。
- (18) 加盟国の最終審の裁判所において、EU法の解釈に関する問題が提起されたときは、原則としてEU司法裁判所に照会し、その判断(先行判決)を待たなければならないとされている(庄司克宏「EU法 基礎篇」(岩波書店、二〇〇三年) 七七頁以下参照)。
- (19) Opinion of Advocate General, delivered on 21 March 2012。
- (20) 法務官の意見は、かりに「一連の事情」もしくは「事象」の発生について高い可能性を要求する立場に立ったとすれば、本件の事実関係においてタイムラー社にCEO辞任に関する公表義務が生じるのは、二〇〇五年七月二十七日の Presidential Committee の決議があった時点⁶²、または翌二八日の監査役会の決議があった時点になると述べている。
- (21) 法務官の意見は、この点について、情報の重要性の判断における蓋然性・規模アプローチ (probability/magnitude approach) を採用した米国の連邦最高裁判決 (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)) を参照している。蓋然性・規模アプローチとは、ある事象が起こる蓋然性と、その事象が起こった場合の影響の大きさをかけ合わせて、情報の重要性を判断する方法である。米国における蓋然性・規模アプローチの詳細については、黒沼悦郎「アメリカ証券取引法」(第二版) (弘文堂、二〇〇四年) 一三九頁・一四〇頁を参照。
- (22) Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 20 October 2011 COM (2011) 651 final。
- (23) See Report on Administrative Measures and Sanctions as well the Criminal Sanctions Available in Member States under the Market Abuse Directive, CESR/07-693, and Executive Summary of the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive, CESR/08-099。
- (24) 刑事罰については、なお指令の形式が維持される (Proposal for a Directive of the European Parliament and of

- the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation of 20 October 2011 COM(2011) 654 final)。これはEU機能条約 (Treaty on the Functioning of the European Union) 八三条二項が、刑事罰を科すための最低限の要件については、指令という形式によってのみ定めることができるとしているためである。
- (25) 市場濫用指令案七条一項第二文・内部情報を得る前に発注されていた注文(その内部情報に関連する金融商品にかかる注文)を、内部情報を利用して取り消し、または修正した場合も、インサイダー取引となる。
- (26) このような金融商品には、①②の金融商品に関連するクレジット・リスクを移転するためのデリバティブ商品、および①②の金融商品に関連する差金決済取引が含まれる(規則案二条二項)。
- (27) European Securities Markets Expert Group, FSME Report: Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, 6 July 2007.
- (28) 市場濫用規則案が公表されたのはダイムラー判決の公表より前である。ダイムラー判決が「正確な」情報の意義について、比較的ひろく解釈していることからすると、ここにあげられている情報が、「正確な」ものとはいえず、したがって、発行者の公表義務の対象とならないといえるかについては、疑問の余地もある。
- (29) 金融商品取引法一六六条二項一号と実質的に異ならない。
- (30) 金融商品取引法一六七条二項と実質的に異ならない。
- (31) 黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」商事一九四五号(二〇一一年)八頁、九頁参照。
- (32) 黒沼・前掲注(31)一〇頁。
- (33) わが国においても内部情報の伝達の禁止の導入が検討されているが、これが導入された場合には、内部情報(重要事実)の範囲をひろく解しすぎると、IR等の業務に不当な制約が課されるおそれがある。
- (34) 黒沼・前掲注(31)一〇頁は、ある事項の投資判断にとっての重要性は、理論上、その事項の規模(実現した場合の事実の影響度)と実現可能性をかけたものとなるとして、規模・蓋然性アプローチを採用した米国の判例が参照されている。