



Title	EU におけるフェア・ディスクロージャー規制
Author(s)	松尾, 健一
Citation	阪大法学. 2016, 65(6), p. 113-119
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/75477
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

EUにおけるフェア・ディスクロージャー規制

松 尾 健 一

【EU市場濫用規則】

EU市場濫用規則⁽¹⁾一四条(c)は、何人も違法に内部情報を開示してはならないとしている。「違法な内部情報の開示」について定める同規則一〇条一項は、内部情報を有する者が、他の者にその内部情報を開示した場合には、その開示が、雇用上の義務または職務上の義務の通常の履行の過程でされたものであるときを除き、違法な内部情報の開示となるとする。したがって、雇用上・職務上の義務の通常の履行の過程で内部情報を開示することは違法ではない。

しかし、発行者、または発行者のために、もしくは発行者の計算において行動している者が、その雇用・職務の通常の遂行の過程で内部情報を第三者に開示する場合には、意図的な開示であるときはそれと同時に（開示する意図なく開示してしまったときは遅滞なく）、発行者は、その内部情報を完全に、かつ効果的に公表しなければならない。ただし、内部情報の開示を受けた者が、秘密保持義務（法律、規則、定款または契約のいずれに基づくものであるかを問わない）を負っている場合には、発行者等は公表の義務を負わないとされている（同規則一七条八項）。これにより、

特定の第三者にのみ内部情報を開示すること（選択的開示）は禁止される。

EU 市場濫用規則一七条八項は、二〇〇三年の EU 市場濫用指令⁽³⁾六条三項を承継したものである。同項は、金融サービス・アクションプラン⁽⁴⁾が実行された時期（一九九九年から二〇〇四年）にアメリカで成立したレギュレーションFD⁽⁵⁾の影響を強く受けて導入されたものであるとされている。EUにおいても、アメリカにおけると同様に、選択的開示の禁止が発行者等に与える萎縮効果に対する懸念がもたれている。とりわけ、発行者等から投資アナリストに対する情報の供給が減少することにより、金融商品の価格形成においてアナリストが果たしている機能が妨げられ、市場の効率性が損なわれることが懸念されている⁽⁷⁾。このような懸念があるにもかかわらず、市場の高潔性に対する投資者の信頼を維持し、高めることを目的として、選択的開示を禁止する規定が設けられた⁽⁸⁾。

【イギリス】

二〇〇〇年金融サービス市場法⁽⁹⁾一一八条三項は、市場濫用行為の一つとして、内部者が、業務、職務、または義務の適正な遂行の過程によらないで、他の者に内部情報開示すること（improper disclosure：不適切開示）をあげている。また、一九九三年刑事司法法⁽¹¹⁾五二条二項（b）も、同様の行為に対して刑罰を科すことを定めている。

FC A⁽¹²⁾は、MAR⁽¹³⁾一・四・二Eにおいて、不適切開示に該当する行為を例示している。それによれば、発行者の取締役が、親族・交友関係において、他の者に内部情報を開示する行為、および、発行者の取締役その他の経営責任を有する者によるアナリストに対する選択的な説明（selective briefing）が不適切開示にあたるとされている。さらに、MAR⁽¹³⁾一・四・七Gは、不適切開示を助長する行為の具体例として、アナリストが、他の会社の財務担当取締役⁽¹⁴⁾に電話をして、同社の未公表の経営陣向け最新財務資料から損益の詳細を教えるよう迫る行為をあげている。

また、FCAは、DTR二・五・六Rにおいて、発行者、または発行者のために、もしくは発行者の計算において行動している者が、その雇用・職務の通常の履行の過程で内部情報を第三者に開示する場合には、意図的な開示であるときはそれと同時に（開示する意図なく開示してしまったときは遅滞なく）、発行者は、その内部情報を完全に、かつ効果的に公表しなければならないとして、EU市場濫用規則一七条八項と同じ内容を定めている。内部情報の受領者が、秘密保持義務を負っている場合には選択的開示をすることが許されている（DTR二・五・七G⁽¹⁵⁾）。もともと、秘密保持義務を負っている相手ならば当然に選択的開示が許されるわけではなく、発行者が実行しようとしている重要な取引（内部情報に該当する）について、発行者の主要株主の支持、資金の借入先の確保、または格付けへの影響の確認のために、主要株主、金融機関、または格付機関に対して、当該取引の内容を開示する場合のように、内部情報の選択的開示が許される場合が例示列挙されている（同（2））。

【ドイツ】

有価証券取引法⁽¹⁶⁾一五条一項四文は、発行者、または発行者の指図によって、もしくは発行者の計算において行動する者が、その権限の範囲内で、他の者に内部情報を知らせ、または、他の者が入手可能な状態に置いた場合には、それと同時に当該内部情報を公表し、商法八〇条の企業登録簿への登記のために当該内部情報を送付しなければならないとしている。ただし、内部情報の受領者が法的に秘密保持義務を負っている場合には、発行者等は当該内部情報の公表等の義務を負わないとされている。また、同項五文は、第四文に定める者が、意図せずに内部情報を他の者に知らせ、または意図せずに他の者が入手可能な状態に置いた場合には、遅滞なく当該内部情報の公表および登記のための送付を迫完しなければならないとしている。

有価証券取引法一五条一項四文および五文は、二〇〇三年のEU市場濫用指令六条三項を国内法化したものであり、市場参加者の情報に対する機会の均等を保障するものであると説明されている。⁽¹⁷⁾

有価証券取引法一五条一項四文および五文は、いずれも発行者の指図によって、もしくは発行者の計算において行動する者が、その権限の範囲内で内部情報を他の者に開示した場合について規定している。この「権限の範囲内で」という文言は、EU市場濫用規則一七条八項の「雇用上の義務または職務上の義務の通常の履行の過程で」という文言と同義であるとされている。⁽¹⁸⁾ 権限なく内部情報を他の者に開示することは、有価証券取引法一四条一項二号によって禁止されている。

有価証券取引法一五条一項四文と五文の違いは、行為者が内部情報を意図して知らせた（もしくは入手可能な状態に置いた）か否かにある。「意図して」知らせたというためには、行為者が、当該情報が内部情報にあたることを認識していることを要すると解されている。このことから、行為者が、内部情報であることを認識せずに知らせた情報が内部情報であったという場合には、同項五文が適用されると解されている。⁽¹⁹⁾

本項四文および五文が定める内部情報の公表等の義務は、内部情報を知らされた者（または入手した者）が、法的に秘密保持義務を負っている場合には発生しない。この秘密保持義務は、契約に基づくものであっても、法令に基づくものであってもよいとされている。⁽²⁰⁾

本項四文に違反して、適時に内部情報の公表等をしなかった場合、および本項五文に違反して、適時に内部情報の公表等の追完をしなかった場合には、過料 (Geldbuße) の対象となる（有価証券取引法三九条二項五号（a））。

【フランス】

AMF⁽²¹⁾の一般規則二二三―三条は、発行者、または発行者の名において、もしくは発行者の計算において行動する者が、その者の労働 (travail)、職務 (profession)、もしくは役職 (fonction) の通常の遂行の過程 (一般規則六二二―一条第三段落⁽²³⁾が定めるものと同義) において、内部情報を第三者に伝達する場合には、発行者は、一般規則二二二―三条⁽²⁴⁾の定めるところにより、意図的に伝達されたときはそれと同時に (伝達する意図なく伝達してしまったときには遅滞なく)、その内部情報が公表されることを確保しなければならないとしている。ただし、内部情報の受領者が、法令、定款、または契約に基づく秘密保持義務を負っている場合には、内部情報の公表義務は生じないこととされている。

発行者は、内部情報が公表されることを確保 (assurer) しなければならないとされているが、これは、発行者が公表のための措置を講じたとしても、それが内部情報の伝達と同時に (または遅滞なく) 公表されないかぎり、一般規則二二三―三条違反となることを意味する⁽²⁵⁾。

一般規則二二三―三条に違反したとして制裁金が課された事例として次のものがある。ある会社の財務報告の責任者が、アナリストに対して、同社の事業年度を通じての利益がアナリストの予想コンセンサスを約一八%下回ることを予想されたとの内部情報を伝達した。その責任者は、内部情報を伝達する際に、その内部情報を他に伝達することが禁止される旨を付記していなかったというものである⁽²⁶⁾。

* 本稿はJSPS科研費若手研究B (課題番号25780069) による研究成果の一部である。

今後、本稿と同じ形式で、EU証券規制 (とくに不正取引規制) について、EU指令・規則、イギリス法、ドイツ法、およびフランス法を対象とした調査の成果を公表していく予定である。

- (1) Regulation (EU) No 596/2014 of The European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC.
- (2) 次の (a) ~ (d) の事由の結果として内部情報を有することになった者に限られる。
 - (a) 発行者の管理機関、経営機関または監督機関の構成員であること
 - (b) 発行者の資本の保有者であること
 - (c) 雇用上または職務上の義務の遂行を通じて情報にアクセスすること
 - (d) 犯罪行為をするもの
- (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).
- (4) Commission, Communication of Implementing the Framework for Financial Markets Action Plan (COM (1999) 232).
- (5) レギュレーションFDについては、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第二版〕』一一一頁以下（弘文堂、二〇〇四年）参照。
- (6) Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation (Third ed. 2014) 735-736.
- (7) Moloney, *supra* note 6, at 735.
- (8) EU市場濫用指令前文二二四は、「発行者による選択的開示は、金融市場の高潔性に対する投資者の信頼の喪失につながるものであるところ、公衆に対する迅速かつ公正な情報開示は、市場の高潔性を高める」と述べていた。
- (9) Financial Services and Markets Act 2000.
- (10) 市場濫用行為は課徴金等の対象とされている（二〇〇〇年金融サービス市場法一二三条、一二四条参照）。
- (11) Criminal Justice Act 1993.
- (12) Financial Conduct Authority：英国金融行為規制機構。
- (13) Code of Market Conduct.
- (14) Disclosure Rules and Transparency Rules. DTRは、二〇〇〇年金融サービス市場法七三A条に基づいてFCAが

- 制定した規則（パート6規則）の一つであり、パート6規則に従って行われる内部情報の開示は不適切開示にあたらないとされている（MAR一・四・四）。
- (15) MAR一・四・五Gも、内部情報の開示が業務等の遂行の過程で適切に行われたものである（不適切開示にあたらない）か否かを判断する際に考慮される事由の一つとして、開示の相手方に秘密保持義務を負わせたうえで開示されたものであるか否かをあげている。
- (16) Gesetz über den Wertpapierhandel: WpHG.
- (17) Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz-Kommentar, 6. Aufl., 2012, § 15, Rz. 110.
- (18) Assmann/Schneider (Hrsg.), aa.O.(N.17), § 15, Rz. 116.
- (19) Assmann/Schneider (Hrsg.), aa.O.(N.17), § 15, Rz. 115.
- (20) BaFin, Emittentenladen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 4. Aufl., 2013, S. 54.
- (21) Autorité des Marchés Financiers : 金融市場庁。
- (22) Règlement general.
- (23) AMF一般規則六二二―三条三項は、内部情報を有する者が、その者の労働、職務、もしくは役職の通常の遂行の過程によらないで、第三者に内部情報を伝達することを禁止している。
- (24) AMF一般規則二二―三条は、発行者は、内部情報を効果的かつ完全に公表しなければならないことを定め、取引所等にその株式を上場している会社については、その会社のウェブサイト内部情報を掲載すれば、効果的かつ完全に公表されるものとしている。
- (25) COB, 12 fév. 2002, Bulletin mensuel de la COB mai 2002, n° 368, p. 74.
- (26) AMF Commission des sanctions, 10 déc. 2009, SAN-2010-06, この事例においては、一般規則二二三―三条に違反したというためには、内部情報の受領者が、内部情報を自己の取引に利用したことを要するか否かが争われたが、裁判所は、受領者が内部情報を利用するについては必要ではないと判断した（CA Paris, 21 oct. 2009; Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-28, 375）。