

「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」

第4期 客員研究員

大阪大学大学院法学研究科 准教授

松尾 健一

要約

近年、とりわけ金融危機が発生した2007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、欧米諸国および日本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、本稿は、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を紹介し、検討したものである。

本稿では、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、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取りあげた。さらに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検討した。その上で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した。

現行EU指令において、インサイダー取引規制の対象となる「内部情報」とは、①正確な、②未公表の、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って、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影響を及ぼす可能性のある情報をいうとされている。

①の「正確な情報」とは、(i)現に存在し、もしくは将来生じることが合理的に見込まれる一連の事情、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を示す情報であって、(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な情報をいうとされている。

この「正確な情報」の定義の解釈が争点となったEU司法裁判所の判決（ダイムラー事件判決）は、次のような判断を示した。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50%を超えるような高いものである必要はないとし、その理由として、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

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。

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と述べる。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た。

つぎに、④の「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、(iii)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。

現在提案されている EU 指令の改正案では、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」に該当することとされている。これは、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するものと理解される。

もともと、改正案前文（13）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 2 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。改正案は、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が用いられている。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、これらの者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。改正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。

（掲載誌；松尾健一「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」『阪大法学』第六二巻第三・四号（2012年11月）281-301頁）

- (注) 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。