

# 大証金融商品取引法研究会

ドイツの内部者取引規制－EU法を踏まえて－

平成 24 年 12 月 21 日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田 秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授  
石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部准教授  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 大阪大学大学院法学研究科准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
山下 友信 東京大学大学院法学政治学研究科教授

○森本　それでは、時間になりましたので、大証金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

　　今日は、船津先生より「ドイツの内部者取引規制」ということで、あわせてEU法の動向も踏まえてご報告をお願いしています。

　　それでは、船津先生、よろしく願いいたします。

~~~~~

**【報　告】**

ドイツの内部者取引規制－EU法を踏まえて－

同志社大学法学部准教授

船　津　浩　司

**はじめに**

　　私に与えられました報告の課題は、「ドイツにおける内部者取引規制（EUを含む）」というタイトルでして、特にエンフォースメントの局面を重視して報告することであると認識しております。このようなタイトルを念頭に報告を組み立てる場合にどうしたらいいかと考えましたところ、ドイツの内部者取引規制は、1989年に採択されました内部者取引指令（以下、89年指令という）を受けて初めて法的な規律がなされるなど、その成立史からして、EU法の影響を色濃く受けていると言えます。そこで、本報告では、ドイツの有価証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz（WpHG）：以下、証券取引法という）14条をはじめとしたドイツの現行制度を基本に据えた上で、その基礎となるEU法、とりわけ2003年の市場濫用指令（Marktmissbrachsrichtlinie：以下、濫用指令という）及びそれをめぐる解釈の状況にも適宜言及する形でご報告したいと思っています。その際、従来の研究の中心であった実体的な内部者取引規制そのものの要件・効果もさることながら、内部者取引を抑止するメカニズムにも若干注意をして報告を進めたいと思っています。

　　なお、そういった報告の性格上、EUの公式文書等を参照する際には、ドイツ語バージョンを基本的に参照しているという点にご注意いただきたく存じます。

## I. 内部者取引に係る実体的規律

### 1. 総説

#### A) 規律の趣旨

まず、濫用指令は、内部者取引規制の目的について、相場操縦と同様に、「共同体金融市場の完全性を確保すること、及び当該市場に対する投資者の信頼を向上させること」にあると言っています（濫用指令前文）。

89年指令においては、「市場の円滑な運営は投資家の信頼（Vertrauen）に大きく依存する。この信頼は、とりわけ投資家が平等に取り扱われ、内部者情報の不当な使用から保護されているという保証が投資家に与えられていることに基づいている」（89年指令前文）というふうに書いています。

濫用指令が89年指令の抜け穴を防ぐことを目的としたものであること、それから、内部者取引に係る実体的な規制そのものは、89年指令の枠組みを大きく変えるものではないということにかんがみますと、規制の目的も、89年指令と基本的には異なるところはないと考えられます。

そうしますと、濫用指令が述べる「投資家の信頼」の少なくとも一つの内容として、具体的には、投資家の平等取り扱いというものが挙げられることになると思われます。そして、このことは、欧州裁判所の判例においても繰り返して述べられています。

#### B) 規律の概要

規律の概要を大まかに述べておきますと、濫用指令が加盟国に定めることを要求している中心的な規律は、「内部者情報（Insider Information）」を有する者が、当該内部者情報を用いて当該内部者情報に係る金融商品の売買を行い、あるいは他人に売買することを推奨し、あるいは当該内部者情報を他の者に伝達する行為を禁止するというものです。

この構造は、ドイツの内部者取引規制である証券取引法14条においても基本的に同様です。

### 2. 内部者情報

#### A) 総説

濫用指令にしる、ドイツ法にしる、内部者情報としては、一般的な証券関連情報とデリ

パティブ関連情報、フロントランニングに関する情報という3種類を定めています。以下では、最も典型的な一般的な証券関係情報について絞って分析を加えたいと思います。

なお、内部者情報の意義に関して留意しておくべきは、濫用指令、ドイツ法ともに、内部者情報というのは、狭い意味での内部者取引規制の発動要件であると同時に、適時開示の義務をも基礎づけるものであるという点です。したがって、濫用指令1条やドイツ証券取引法13条の「内部者情報」の意義をめぐる議論を比較法資料として用いる際には、その議論が狭義の内部者取引規制と適時開示義務のどちらを念頭に置いて議論されているのかという点には細心の注意が必要なのではないかと、私自身は考えています。

濫用指令によりますと、内部者情報とは、「一もしくは複数の金融商品の発行者 (Emittent) または一もしくは複数の金融商品に関する、精確な (präzis) 未公表の情報であって、それが公表されれば、当該金融商品の相場 (Kurs) または当該金融商品と関連づけられた派生金融商品の相場に重大な (erheblich) 影響を及ぼすのにふさわしい (geeignet) 情報」であるとしています。

これに対してドイツ法におきましては、内部者情報とは、「内部者証券の一若しくは複数の発行者又は内部者証券そのものに関係し、これが公となった場合には内部者証券の取引所価格又は市場価格 (Börsen-oder Marktpreis) に重大な影響を及ぼすのにふさわしい、公表されていない状況 (Umstände) についての具体的な (konkret) 情報」と定義されています。

したがって、要件としては、ドイツ法では精確性ではなく、具体性という形になるかと思えます。しかし、その文言の差異に実質的な意味はなく、ドイツの証券取引法13条が定める「具体的な」というのは、濫用指令が定める「精確な」と同義であると解されています。

このように、ドイツ法においては、内部者情報該当性というのは、情報あるいは状況に関して、「精確性」「価格に対する影響力」「証券または発行者との関連性」「未公表」という要件を充足するか否かが決め手となると考えられます。

以下、それぞれについてご説明したいと思います。

## **B) 精確性**

精確性に関して、EUとしての解釈の詳細を定め、濫用指令とは別の施行指令というものがあつて、その中では、「その情報によって、存在しているか、将来におけ

る存在の十分な蓋然性を前提とすることができる一連の状況（Umstände），または，発生しているか，将来における発生の十分な蓋然性を前提とすることができる事象（Ereignisse）が想起される場合であって，金融商品または関連する派生金融商品の価格に対する当該一連の状況または事象のあり得べき効果に関する決定が行える程度に，当該情報が特定されている（spezifisch）場合には，情報は精確であると見なされる」（施行指令1条1項）というふうに定めています。

したがって、「発生・存在の十分な蓋然性」と「情報の特定性」というものを要求することになるかと思えます。

施行指令が定めるこの2つの要件は，ドイツ法でも参照すべき内容であるとされています。

特にドイツにおきましては，第1段階で発生の蓋然性テストを行い，それが認められた「状況」について，第2段階で，いかなる証券との関係で問題となる情報が特定されているかという2段階のテストを行うというふうに言われています。

#### ①第三者関連性

この2段階テストを行う以前の問題ということになるかと思えますが，精確な情報とか具体的な状況という要件にかからしめて取引を行った内部者自身の内心・意図が内部者情報たり得るかという点が問題とされています。具体的には，ドイツにおいて，後日自ら買い推奨することを意図して有価証券を買う行為が内部者取引に該当するかということが議論されておりますけれども，そのような後の行為を利用したものであっても，内部者取引に該当しないという判例があるようです。これは，内部者情報は第三者に関連するものでなければならないという「第三者関連性」を精確性の内容として含むというふうに論じられています。

これに対しては，欧州裁判所の判例の中には，むしろ行為者の内心も内部者情報に該当し得ることを前提としたというふうに評価されているものがあります。

#### ②段階的プロセスの場合

次に，段階的プロセスで進むという場合に，それぞれの段階で内部者情報となるか，それともトータルで一つの内部者情報として取り扱うべきかという問題も，精確性に絡めて論じられているようです。

欧州証券規制当局委員会（CESR）のガイドラインでは，もし情報が段階的に生じるプロセスに係るものである場合には，当該プロセスの各段階もプロセス全体と同様に精確

性ある情報となり得るというふうに書いていましたけれども、この解釈を欧州裁判所も認めるに至っています。

もつとも、繰り返しになりますけれども、CESRの解釈にしる、欧州裁判所の判決にしる、そこで念頭に置かれていますのは、主として適時開示対象としての内部者情報該当性ということですので、その点には、狭義の内部者取引規制との関係でその考えを当てはめていかという問題がまた別途生ずるであろうと思っております。

### ③蓋然性

将来の事項についてとりわけ問題となりますのは、その発生・実現の蓋然性がどの程度あればよいかという問題であると思われまます。CESRは、情報の精確性はケース・バイ・ケースで評価されるべきであり、情報が何かということと状況のコンテキストに依存する、というふうに言っていますが、蓋然性に関しては、特に客観的な情報に基づくべきだということを示唆しています。

ところで、発生の蓋然性に関しましては、そもそもの問題として、発生の蓋然性要件と次に述べます価格影響力の要件とは、それぞれ別個・独立の要件とすべきか。それとも、蓋然性の程度というのは、価格への影響力の大きさとの関連で判断されるべきかという点が問題とされています。正確ではないかもしれませんが、いわゆる「プロバビリティー＝マグニチュードテスト」のような考え方をとるかどうかという問題であると言えるかもしれません。後者、すなわち蓋然性が小さくても影響が大きければ、精確性を認めるべきだという考え方がある一方で、ドイツでは、やはり独立した要件であるとする説も有力に唱えられていました。これについて欧州裁判所も、濫用指令の規定構造等から、両者は別個の要件であるというような解釈を示すに至っています。これは本年の判決です。

次に、蓋然性の高さということで、発生の蓋然性というのはどれくらい必要かということです。ドイツの議論においては、いわゆる優勢的蓋然性とでも言いましょうか、発生可能性が50%以上ある場合にはこれが認められるというふうに理解されてきましたが、先ほど述べました欧州裁判所の今年の判決（Geltl 判決）で、高度の蓋然性というものは必ずしも要求されず、「既に判明している手がかりの包括的評価（eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte）」によって、発生等が「現実的に期待（tatsächlich erwartet werden）」できればよいというような理解を示しています。

もつとも、そのように解すべき理由として、欧州裁判所は、例外なく蓋然性のハードルを低くしたのか、それとも、ひょっとすると価格影響力以外の点で市場の公正さに及ぼす

影響力といったものが存在して、それが極めて強い場合には蓋然性を緩めてよいのだと言っているのかというあたりは、私自身よくわからないところではあります。

#### ④特定性

特定性の要件というのは、情報がいかなる証券と関連するかが特定できるかということであると考えられます。したがって、この特定性のテストは、次に述べます価格影響力テストというのと類似しますが、ドイツの注釈書なんかを見ていますと、価格影響力テストとは異なりまして、影響力の大きさは問題にならない、ただ関連だけを問題とするとされています。

C E S R のガイドラインでは、情報の一部が特定性を満たす例として、合理的投資家に財務上のリスクなしに、あるいは極めて低いリスクで投資決定を行わせることができる程度のものである場合、すなわち、投資家が一たん公になれば当該情報が関連する金融商品等の価格にどのように影響を与えるかを確信を持って評価することができる場合と、それから、情報の一部がすぐに市場で利用されがちなものである場合、すなわち、それを知ったら直ちに市場参加者がそれを基礎として取引をするような場合を挙げています。もっとも、どういう意味なのかはいまひとつわからないところかもしれません。

そして、加盟国でこのガイドラインに従って一義的に決められているかということ、そういうわけでもなさそうでして、狭い意味での内部者取引が問題となった事例でありまして、加盟国の国内裁判所において、どういう場合に特定性があるのかということに関しての判断はかなりばらついているという指摘があります。

なお、情報の特定性ということに関しまして、濫用指令では、明文で、発行者等に、直接的ではなくても、間接的に関連するものであればよいというふうになっている点には注意が必要であろうかと思えます。これはドイツ法の解釈としても妥当する話であろうかと思えます。

#### C) 発行者あるいは証券関連性

ドイツ法では、内部情報を定める証券取引法 13 条 1 項において、明文で内部者証券の一もしくは複数の発行体または内部者証券そのものに関係する「状況」であることが内部者情報の要件というふうになっています。しかしながら、先ほども述べました特定性の要件及び次に述べる価格影響力の要件とは切り離された独立した要件としての意義はないと言われています。

#### D) 価格影響力（相場関連性：Kursrelevanz）

内部者情報たり得るためには、それが公表された場合には価格に重大な影響を及ぼすようなものでなければならないというのは、指令でも、ドイツ法でも同じかと思えます。これは、わずかな価格変動が生じるのみの場合であっても、内部者情報に該当することにしてしまいますと、有価証券取引を強く阻害してしまう、だからこういう要件があるのだと言われていています。もっとも、この要件を課すことで、少額ではあるけれども確実にもうけられるような情報の利用行為が内部者取引規制の対象外となってしまう可能性があつて、それでいいのだろうかというような問題提起もなされています。

この価格影響力の評価方法ですが、施行指令で、「賢明な（*verständlich*）投資家ならば、その投資判断の基礎の一部として用いることが通常であるような情報」が価格影響力として考えられているということです。

ドイツ法でも、証券取引法13条1項2文で、同じく「賢明な（*verständlich*）投資家」という基準で考えるのだというふうにしています。

もっとも、この「賢明な（*verständlich*）投資家」というのはいかなる投資家であるかという点が問題になります。ドイツ法の議論におきましては、目論見書の基準となる投資家に関する判例を援用して、「平均的な賢明な投資家」を基準とするという見解がある一方で、平均的投資家には一般投資家からプロの投資家まで全て含んでしまうことになるので、これは不適切だ、したがって、内部者取引規制との関係では、むしろ「賢明で市場に精通し、かつ全ての利用可能な情報を与えられた投資家」であるべきだというような指摘もなされています。

内部者情報が価格に重大な影響力を与えるか否かは、事前の観点から判断するというのがCESRの立場であり、ドイツ法の通説でもあります。もっとも、内部者情報の開示後の取引所価格や市場価格の現実の変動は、価格影響力の間接証拠にもなるということも言われています。

さらに、価格影響力に関しましては、どの程度価格への影響力を有する蓋然性があれば内部者情報たり得るかという点も問題とされています。濫用指令の英文は、「価格に重大な影響力を有しがちな（*be likely to have a significant effect*）」としています。主として開示義務の局面ではあるものの、その意義に関して、CESRでは、断片的な情報が重大な影響力を有する単なる可能性（*mere possibility*）だけでは十分ではない、かと



いって確実性に近いような蓋然性を必要とするというわけでもないというような、非常に微妙な解釈を示しています。ドイツ法の内部者取引規制に係る解釈としても、同程度のこ  
としか言われていないように思われます。

価格影響力に関しての最大の問題というのは、恐らくどの程度証券の価格変動があれば、  
またはあると見込まれば「重大な影響」があると言えるかという点であろうかと思いま  
す。濫用指令や施行指令では、これは明確にされておらず、またCESRも、何%の株価  
の上下があれば重大な影響かといった数値で閾値を定めることは、例えば金融商品のボラ  
ティリティの違いなどを考えれば適切ではないということで、単独の決定因子としてその  
ような閾値を定めることはされていません。CESRの指針としては、むしろ重大な影力  
があるか否かを判断する際には、次のようなことを考慮すると言っています。

- i) 会社の活動をトータルで見た事項・事象の予測される重大性 (magnitude)
- ii) 金融商品価格の主要決定要因との関係での情報の関連性 (relevance)
- iii) 情報源の信頼性
- iv) 当該金融商品価格に影響を与える市場変数 (価格, リターン, ボラティリティ, 流動性, 金融商品間の価格関連性, 総量, 需要, 供給)

その際の指標として、次のことも考慮するとしています。

- a. 過去に価格に対する重大な影響力を有した情報と同様のものであるか。
- b. それまでのアナリストレポート等により価格が反応したか。
- c. 会社自身が過去に同様の事象を内部者情報として取り扱っていたか。

もっとも、これについてのCESRのガイドラインの記載箇所というのは、内部者情報  
該当性の中の、しかも価格影響力該当性というところの記載になるわけですが、ひ  
ょっとすると、これも同じく、主として念頭に置いているのは開示義務の局面での話とし  
ているのかもしれない。そのあたりはよくわかりませんが、この点は少し注意が必要では  
ないかと思われます。

同様に、ドイツ法においても、重大性を決する閾値というのは定められておらず、解釈  
問題ということになります。かつては、株式は5%、債券は1.5%といった重大性の閾  
値が解釈論上認められていたような話もあるわけですが、ドイツの連邦証券監督庁  
(BaFin)の発行者マニュアルが出ていまして、その発行者マニュアルによりますと、  
①情報そのものが市場における価格形成に対する重大な影響力を有する性質のものである  
かを吟味した後に、②意思決定の時点で存在し、または予見し得る個々の事例の全ての特

殊な状況につき、それが価格に顕著な影響を与える特性を増加させるか、減少させるかを吟味するのだと、そういう２段階で判断するとされています。

例えば、年度決算の集計中に対前年度比５０％の利益あるいは損失の増加があった場合、これはステップ①で性質が認められるというふうになるけれども、決算集計前に既にその予測が公に判明していたり、会社自らが公表していた場合には、ステップ②で重大な影響力が否定されるというふうな形で、BaFinは発行者マニュアルで例を挙げています。

## E) 未公表

情報が未公表であるということが内部者情報の要件である点は、濫用指令も、ドイツ法も変わるところはありません。もっとも、全ての未公表情報に対する優位性といったものが、全ての投資家の機会平等の理由から利用することが許されない内部者情報となるということまでを意味しないのはもちろんでありまして、そのことを、ドイツ証券取引法１４条２項は、もっぱら公に知られた状況に基づき作成された評価というのは、たとえその証券価格に重大な影響を及ぼし得る場合であっても、内部者情報ではないというふうに明確に定めています。

公表に関して、CESRのガイドラインでは、主として適時開示義務を念頭に置いて、開示すべき内部者情報を有する会社は、権限ある当局によって特定された開示機構を用いるべきであるとしています。これは当たり前の話と言えるかと思いますが、他方で、取引が内部者情報を利用してなされたか否かを決める目的のためには、当該特定の方法によって発行者に開示がなされていない場合であっても、情報が公共に供されているとされる、このことは、不適切な開示を通じて情報が公になったのが発行者によるものであろうと、第三者を通じたものであろうと、妥当するのだというふうに言っています。

ドイツ法におきましては、公表とは、不特定多数の者が知り得る情報だというふうに言われています。これは、例えばメディアや報道、適時開示、中間決算報告における開示などだということになります。

通説によりますと、公表とされるためには、利害関係を有する各市場参加者が情報を知り得る可能性を有するかどうか——「圏内公表性 (Bereichsöffentlichkeit)」という言い方をするそうですが——が決め手になると言われています。

通常、内部者情報の伝播が一般的にアクセス可能な情報システムを通じてなされた場合には、これを肯定することができます。逆に、特定の人的範囲にのみ知られている場合には、

未公表であるとされまして、公表として不十分な例として、発行者がアナリストミーティングで特定のアナリストに対して伝達をした場合であるとか、総会場で情報が伝達された場合などが挙げられています。

### 3. 内部者

濫用指令では、内部者をいわゆる第一次内部者と第二次内部者とに分けて、第一次内部者に関しては2条で、第二次内部者に関しては4条で規律をしています。

第一次内部者は、89年指令と同じで、①管理機関、指揮機関もしくは監督機関の構成員、②発行者の株主等、③「その労働 (Arbeit) , 職務 (Beruf) または任務 (Aufgabe) に基づき」情報を入手した者がこれに当たるとされていますが、さらに、④「犯罪行為に基づいて (aufgrund ihrer kriminellen Aktivitäten) 」情報を有した者も加えられています。これは、9.11の影響で、内部者取引がテロ行為に関連して行われ得ることを考慮したものであるというふうにされています。

さらに、第二次内部者といたしまして、内部者情報を保有している者が①から④に該当しない場合であっても、当該情報が内部者情報であることを知っていたか、または知らなければならなかった限りにおいて、その者に内部者取引規制が妥当するというふうにしていまして、この者のことを指して、第二次内部者と呼んでいます。

これに対してドイツ法では、内部者取引規制の中心規定である14条では、内部者情報を利用した取引等が禁止されるとのみ規定していまして、いかなるものがその規律の対象となるかについては定めていません。もっとも、当該禁止規定に違反した効果を定める証券取引法38条、39条において、濫用指令と同様に、第一次内部者と第二次内部者との区別を行っています。

①発行者または発行者の結合企業の業務執行機関もしくは監督機関の構成員または無限責任社員、②発行者または発行者の結合機関の株主等、③職務 (Beruf) , 活動 (Tätigkeit) または任務 (Aufgabe) に基づいて、定めに従って (bestimmungsgemäß) 情報を取得した者、④犯罪行為の準備または遂行に基づいて情報を有した者、が第一次内部者に該当することになります (証券取引法38条)。

第二次内部者は、①から④以外の者ということになります (証券取引法39条)。

以下では、第一次内部者のうちでも特に問題となる、職務等に基づき情報を入手した者と、第二次内部者について若干の説明をさせていただきたいと思います。

#### A) 職務等に基づき情報を入手した者

ドイツ証券取引法38条1項2c号では、職務等に基づいて情報を入手した者を第一次内部者として、刑事罰の対象としています。主体がこれに該当するためには、職務等と内部者情報の獲得との間の因果関係（Ursachenzusammenhang）が存在すること、及び定めに従って（bestimmungsgemäß）、つまり、単なる偶然とか何かの折にではなく内部者情報を入手した者でなければならないとされています。

発行者の従業員も、それらの者が定めに従って内部者情報を利用可能である限り、第一次内部者に含まれます。臨時労働者として一時的に従事していた者も捕捉されます。もっとも、誰が定めに従って内部者情報を獲得したか、あるいは単なる偶然かという区別は、実務上相当困難であると言われていています。BaFinの発行者マニュアルでは、運転中にたまたま乗客の会話を聞いて内部者情報を入手した運転手は第一次内部者とはならないという例が挙げられています。もっとも、取締役の専属運転手などは、いつも秘密の会話をそばで聞いているのであるから、定めに従った情報入手になるのだという、これは学説になりますけれども、指摘もあります。定めに従った者ではないとして争いが無いのは、アクセスが認められていない場所から情報を取得した場合であるというふうに考えられています。

他方、証券取引法38条1項2c号には、その遂行過程において内部者情報と結びつき得る活動や任務を発行者から委託された企業外部の者も含まれるというふうに言われていて、例えば、経済検査士、税理士、弁護士等が挙げられています。また、発行者と取引関係を有し、内部者情報に触れる信用機関やその従業員も捕捉されるとしています。

もっとも、アナリストは第一次内部者に該当しないとする少数説がかつて主張されていましたが、後ほど述べますとおり、濫用指令の国内法化によって、第二次内部者であっても推奨・伝達行為が秩序違反の過料対象というふうになっていますので、アナリストに限っては第一次に当たらないのだというような一次、二次の区別をすることの妥当性は、どちらかという失われたのではないかと私自身は考えています。

#### B) 第二次内部者

第二次内部者というのは、内部者情報を第一次内部者としてではなく入手した者であるとされています。内部者情報をどのように取得したかは、第二次内部者該当性には影響し

ません。情報が第一次内部者に由来しなければならないわけでもありません。したがって、第二次内部者には、例えば産業スパイや、あるいはくず箱の片づけの際に情報を入手した掃除婦、こういった者も当たるというふうにされています。必要なのは、単にその者が情報が内部者情報であることを知っているという、その要件のみとなります。

#### 4. 禁止行為とその効果

##### A) 取引禁止

濫用指令は、第一次内部者について、「当該情報の利用の下で (unter Nutzung) , 自己または他人 (fremd) の計算で自らまたは間接的に当該情報に係る発行者の有価証券を取得または譲渡すること」を禁じています (濫用指令 2 条 1 項)。第二次内部者にも同様の禁止を定めています (濫用指令 4 条)。

これに対して、ドイツ証券取引法 1 4 条 1 項 1 号は、「内部者情報の使用の下で (unter Verwendung) 有価証券を自己または第三者の計算のためにまたは他人のために取得または譲渡すること」を禁止して、この規定に反した者を 3 8 条 1 項 1 号で刑罰の対象としています。

主観的構成要件として、故意 (vorsätzliche) または軽率な (leichtfertig) 行為が存在していることが前提となります。故意行為の場合には、5 年以内の自由刑または罰金であり、軽率な行為の場合には、1 年以内の自由刑または罰金と定められています。

ドイツ法におきましては、内部者情報の使用の下で (unter Verwendung) 取引がなされることが要件とされています。濫用指令の国内法化以前は、ドイツ法では、内部者情報の Ausnutzung——訳しにくいのですが、「悪用」と訳しています——が禁止されていました。この Ausnutzung という概念には、経済的利点の獲得の意図といった主観的要素の存在が必要だという要件が読み込まれていたわけですが、この証明は非常に困難だということがありました。2 0 0 4 年の濫用指令国内法化によりまして、内部者情報の「使用 (Verwendung)」に改正することで、かかる主観的要素がもはや必要ではないことが明らかにされたと言われています。

また、ドイツ法におきましては、この「使用」概念、Verwendung の概念の下で、行為者の行為と内部者情報を知ることとの間の因果関係の要件も読み込んでいます。したがって、内部者情報が行為者の行為に対する影響を何ら持ち得ない場合には、「使用」が存在しないというふうにされています。例えば対面取引に際して、取引当事者双方が内部者情

報の知識を有している場合、あるいは信用機関による顧客の指図に従った内部者証券の売買の遂行といったものも、その「使用」要件によって内部者取引から外れるという言い方がされています。

しかしながら、近年、濫用指令が定める「利用」の要件に関して、欧州裁判所から、内部者情報を有する第一次内部者が取引禁止規定に違反して取引した場合には、内部者情報を「利用」したとする、反証可能ではあるけれども、そういう推定が働くのだという判例が出されており、各加盟国の国内法は、この裁判例に従って、「利用」の意義について修正が必要になるのではないかとということが指摘されています。

取引禁止に関する主観的要件ですけれども、まず、「故意」としまして、問題の取引が内部者証券についての取引であることを知っている者の行為が故意行為であるとされます。故意の内容には、内部者情報が未公表であること、価格影響力があることが含まれます。もっとも、価格影響力の詳細な評価ができることまでは必要ないというふうに言われています。

次に、「軽率」ですけれども、命じられた注意を大幅に怠る者の行為が軽率であるとされています。刑事法における「軽率」という概念は、民事法の重過失に相当するというところで、過失ではないということのようです。軽率さは、客観的構成要素の全てに存在しなければならないとされています。例えば、取締役は公表がよく遅延することを知っていたにもかかわらず、既に公表がなされたということをしちんと確認せずに取引したような場合について、軽率性があるという言い方がされています。

## B) 伝達禁止

濫用指令では、内部者取引規制に服する者は、「第三者に内部者情報を伝達する (weitergeben) こと」も禁止しています。しかしながら、ただし書きとして、「そのような開示が、労働、職務の行使 (Ausübung) または任務の遂行 (Erfüllung) の通常の枠内で (in normalen Rahmen) 行われた場合」は、この限りでない (濫用指令 3 条 a) とされています。

これに対しまして、ドイツ法では、「権限なく (unbefugt)、他の者に内部者情報を知らせ (mitteilen) またはアクセス可能とする (zugänglich machen) こと」が禁止されています。伝達・アクセス可能化禁止に違反する行為は、第一次内部者による故意行為については、5年の懲役または罰金刑 (証券取引法 38 条 1 項 2 a)、第一次内部者の軽率な

行為または第二次内部者の故意，軽率な行為は，20万ユーロ以下の過料（Geldbuße）に処せられる秩序違反行為だとされています（証券取引法39条2項3号）。

伝達またはアクセス可能とすることというのは，第三者が実際に知識を入手したことが前提であると言われていています。伝達禁止の目的は，特に内部者情報を知る者の範囲を可能な限り小さくすることで，内部者取引の危険性を可能な限り低減することにあると言われていています。積極的開示のほかに，他の者に内部者情報のアクセスを可能とする場合も該当し，例えばパスワードを伝達することによって，PCに記録された内部者情報を使用可能にする場合などがこれに当たるとされています。

EU法であれば「職務遂行の通常の内」，ドイツ法であれば「権限なし」にではなく行われた伝達やアクセス可能化については，禁止されない，したがって許容されるということになるかと思えます。伝達が許容される場合に関しては，89年指令の下の事例ではありますが，任務遂行に「不可欠」でなければならないとする欧州裁判所の判例がありまして，これが文言が同じである濫用指令にも妥当する判示であると解されています。ドイツ法におきましても，かかる狭い許容範囲を主張する学説もあるわけですが，BaFinは比較的広く例外を認めているようでありまして，これは批判を受けているところです。

次に，伝達禁止の主観的要件ですけれども，取引禁止と同様に，故意または軽率な行為によって内部者情報の伝達またはアクセス可能とすることが必要であり，軽過失では十分ではないというふうに言われています。故意を肯定するためには，行為者が，関連情報が内部者情報であることを知っていなければなりません。さらに，第三者がこの内部者情報を認識することを知り，または計算に入れて容認していなければならないとされています。

したがって，掃除婦が紙の内容について認識することを知らずに，内部者情報を含む紙をごみ箱に捨てたという場合について，故意の伝達は存在しないと言われていています。しかしながら，そういった行為は，命じられた注意が大幅に損なわれているという評価ができるので，軽率な行為にはなるのだという言い方がされています。

その他軽率な行為の例としては，書きつけを置きっ放しにしているとか，パスワードで保護せずにコンピューターを放置しているというようなことが言われています。

### C) 推奨禁止

内部者情報に基づいて，当該情報が関係する金融資産の取得または譲渡を推奨（empfehlen）し，または他の者をそそのかす（verleiten）ことも，濫用指令で禁止され

ています（濫用指令3条b）。

この問題に関する欧州裁判所の判例は特にはないようではありますが、ドイツ法におきましても、「内部者情報に基づいて内部者証券の取得もしくは譲渡を推奨し、またはその他の方法で他の者をこれへとそそのかす（verleiten）こと」を禁止しています（証券取引法14条1項3号）。

伝達禁止と同様に、第一次内部者の故意行為については、5年の懲役または罰金刑（証券取引法38条1項2a）であるのに対して、第一次内部者の軽率な行為または第二次内部者の故意もしくは軽率な行為というのは、20万ユーロ以下の過料に処せられる秩序違反行為だとされています（証券取引法39条2項4号）。

次のページのエンフォースメントのところに、第一次内部者と第二次内部者の主観的要件と、取引、伝達、推奨といった行為の形態等に分けて禁止違反の効果を書いていますので、あわせてご参照いただければと思います。

推奨禁止というのは、内部者が自ら行為するのではなく、第三者に加功し、あるいは共謀・共同することを通じて利用禁止や伝達禁止を潜脱することを防止するものであるとされています。推奨等は、内部者情報を開示して行う必要はないと言われていています。ただ、推奨行為と内部者情報との因果関係は必要だというような言い方がされています。

他の者が取得または譲渡するようその他の方法でそそのかした場合も、推奨禁止に該当するというのがドイツ法です。取得または譲渡について、その他の者の意思に対して任意の方法によって影響を与えた者がそそのかしたということになります。このverleitenをどう訳すのかという問題がありまして、ここでは「そそのかし」と訳していますが、この訳が適切かどうかというのは、若干問題がないわけではないと思います。とりあえず「そそのかし」としまして、そそのかしは推奨によってもなされ得るので、推奨というのは、意思への影響力という意味では、そそのかしの典型例と言われていています。他方、その他の方法でのそそのかしというのは、推奨の代替手段だということで、間接正犯が特別に規律された形であるという理解がされています。

具体的には、例えば内部者が相場が上昇するような情報を知って、金融商品の譲渡を思いとどまらせるような助言をすること、これを買増しの推奨と理解する。逆に、相場下落の情報を知って、取得をいさめること、これを譲渡の推奨と理解するというような形で、その他の方法でのそそのかしという禁止行為に該当するという言い方がされています。



## D) 未遂

濫用指令によって、内部者情報に基づく取引を試みるということも制裁の対象となっています（濫用指令2条1項）。未遂を制裁対象とするのは取引禁止のみでして、伝達禁止、推奨禁止は当てはまらないというのが指令の条文構造ということになります。

これに対してドイツ法は、取引、伝達、推奨の故意行為全てについて未遂が処罰対象とされています。既に未遂によって投資家の信頼が揺るがされ、資本市場の機能が危殆化するということがその根拠となっています。

例えば、内部者が預託銀行への注文をしたときに、取得・譲渡の未遂というのが該当するのだという言い方がされています。

## E) 共犯

教唆、幫助等の共犯規定も適用されます。主犯が例えば秩序違反で刑事犯ではないとしても、共犯者は、教唆や幫助が立証される限り刑事罰が科せられると考えられているようです。

## II. エンフォースメント

### 1. 国家による制裁

#### A) 刑事罰

2004年の濫用指令では、罰則そのものの規律は設けられていません。指令14条1項が、「加盟国は、刑事制裁を科す権利を侵害することなく」行政上の制裁を定めるべきだというふうに規定していますので、現在のところ、刑事罰を選択することは各国に委ねられていると解されています。

加盟国の多くは、第一次内部者の取引禁止違反を刑事罰としています。特にスウェーデンでは、刑事罰のみで内部者取引規制に対応しているようであり、また刑事罰の要件としては、軽過失で足りるのだという要件の構成のようです。もっとも、スウェーデンは、416件の調査があつて、27件が立件されたけれども、有罪になったのは8件であるという実情があつて、これが刑事手続のみをサンクションとしていることの弊害だという評価をする向きもあります。

これに対してドイツですが、ドイツでは、取引禁止については第一次内部者、第二次内部者を問わず、また故意なのか軽率なのかを問わず、刑事罰の対象となります。他方、伝

達禁止、推奨禁止については、第一次内部者の故意行為についてのみ処罰されます。ドイツにおきましても、我が国同様、刑事法理論的には、証券取引法上の刑罰規定の構成要件の不明確性というものもやはり問題とされているようです。しかしながら、他方、ほかの経済犯罪の構成要件がそれほど明確なものかという、開き直りともとれるような指摘も出されているところではあります。

刑事手続に関しましては、検察官より捜査開始の通知を受けて、専門家が必要な場合にはBaFin がこれを派遣することができるか、検察官は手続の中断に際してBaFin から意見を聴取するか、公判期日の連絡をする、起訴状等の書類を送付するといった、検察官とBaFin との連携に関する定めが証券取引法40a条に定められています。

## B) 行政的制裁

EU法は、前述のとおり、「刑事制裁を科す権利を侵害することなく」ですけれども、「加盟国は、……本指令の実施において採択された規定が遵守されない場合には、国内法に従って、責任ある者に対して適切な行政措置がとられ、または行政手続において課せられるべき制裁が下達されるように配慮する。加盟国は、それらの措置が、実効性(wirksam)があり、比例的(verhältnismäßig)かつ威嚇的(abschreckend)なものであることに配慮する。」と定めています(濫用指令14条1項)。

ドイツ法ではどうかといいますと、行政的制裁の対象となるのは、第一次内部者の軽率な行為による伝達・推奨禁止違反と、第二次内部者の故意または軽率な行為による伝達・推奨禁止違反であって、過失は対象とされていません。

この軽率な行為が秩序違反の行為になるわけですが、秩序違反というのは一体何かということです。秩序違反による過料というのは、行政上の制裁ではあるけれども、憲法裁判所の判例では、広義の刑事法だというふうに分類されているようです。

犯罪行為と秩序違反との区別は、サンクションに関する法規定、すなわち刑罰をもってサンクションとしている場合が犯罪行為(Straftat)であり、過料(Geldbuße)をもってサンクションとしている場合には秩序違反であるというふうに分類するということのようなのです。

連邦法手法に基づく全ての秩序違反について、秩序違反法が適用されるとされていますので、有価証券取引法39条が定める内部者取引禁止違反の秩序違反についても、秩序違反法が妥当することになります。秩序違反法の第1編に、総則規定ということで、遡及効

の禁止等が定められていますけれども、そういった総則規定のほか、第2編の過料手続に関する規定が適用されます。

秩序違反法に基づく過料手続の行政庁はBaFinでありまして、BaFinが訴追官庁(Verfolgungsbehörde)となります(秩序違反法35条・36条、証券取引法40条)。訴追官庁は、刑事手続における検察と同様の権限と義務を有するとされています(秩序違反法46条2項)。

秩序違反行為の訴追(Verfolgung)は、訴追官庁の義務に応じた裁量(pflichtgemäßes Ermessen)があるのだと定められています(秩序違反法47条1項)。その訴追するか、しないかの裁量の指導原理というのは、「目的適合的考量(Zweckmäßigkeitserwägung)」であるとされています。

もともと、当然のことながら、BaFinの恣意による訴追は許されず、また、平等取り扱いの原則も存在すると言われています。

### C) 開示による制裁

濫用指令では、当局が濫用指令を具体化した規定の違反に対して課せられるあらゆる措置または制裁を公開できるように定めることを加盟国に求めています(濫用指令14条4項)。

これを受けて、ドイツ証券取引法40b条では、BaFinが同法に定める禁止または命令に対する違反を根拠として講じた措置であって、取り消しの対象となり得ないために確定した措置を、不適切な状況を除去し予防するために適切かつ必要な場合に限り、そのウェブサイトで一般に公表できると定めています。これは予防的効果をねらったものだというふうに説明されていますが、この制度は、憲法上の問題があるということで激しく批判されていることもありまして、公表措置が発動されたことはいまだにないようです。

以上が、国家による制裁ということになるかと思えます。

## 3. 民事法上の効果

前述のとおり、濫用指令は、制裁の整備のみを加盟国に要求しているのであって、内部者取引規制違反行為がどのような私法的効果をもたらすかについては触れていません。以下では、ドイツ法のみを取り上げることとなりますが、まず、取引の効力については、無

効ではないとされています。また、損害賠償請求に関しても、理論的には、民法823条2項、あるいは826条による損害賠償請求権が考えられなくはないけれども、いずれも、どちらかといいますと民法の規定の解釈からということになるのかもしれませんが、損害賠償請求権を有しないというふうにされています。

以上が制裁についてです。

### Ⅲ. 予防の取り組み

#### 1. 当局による監督

濫用指令は、各加盟国に指令の規定を適用することを確保する権限を有する単一の行政当局を指定しなければならないというふうにしていて、ドイツではBaFin がこれに該当すると言われていています。その当局による監督に資する手段としては、①通報義務、②取引の記録義務、③通信データの保存義務、④経営陣による取引の報告義務、⑤内部者一覧の作成、といったものが挙げられています。

①通報義務ですけれども、「金融商品に係る取引に職業的に従事している者は、ある取引が内部者取引または相場操縦に該当すると根拠ある疑いを抱く場合には、遅滞なく所管当局に通知する」ことを定めていて（濫用指令6条9項）、ドイツ証券取引法も10条1項で同様のことを定めています。

②取引の記録義務に関しましては、これはドイツの証券取引法16条が証券サービス業者等に対して、顧客の注文の遂行前に、その属性（氏名、生年月日、連絡先等）を確認して記録しておかなければならないとされています（証券取引法16条）。

③通信データの保存義務としまして、証券取引法16b条では、BaFin は、内部者取引等の嫌疑がある場合に限り、証券サービス業者や発行会社等に対して電気通信の接続記録の保存を要求することができる旨を定めています。なお、16b条1項2文が、「その限りで憲法（基本法）10条の基本権は制限される」というふうに書いていますが、潜在的には、そういった通信データの保存義務というのは、通信の秘密との関係で問題となり得ることを示すものであると思われます。

それから、濫用指令6条4項では、④経営陣による取引の報告義務を定めています。これを受けてドイツ有価証券取引法15a条は、いわゆるディレクターズディーリング制度と呼ばれる同様の報告義務を定めています。ディレクターズリーディング制度は、多様な目的のためにあると考えられていますが、特に内部者取引の予防に資するものでもであると

位置づけられています。

⑤内部者一覧の作成ですが、濫用指令6条3項3段は、発行者またはその委託を受け、もしくはその計算で行動している者は、労働またはその他の契約に基づいてそれらのものために働いており、内部者情報にアクセスする者の一覧表を作成することが求められており、定期的に更新しなければいけないとか、監督官庁に伝送しなければいけないというようなことも定められています。

ドイツの証券取引法も、15b条に同様の定めを置いています。この15b条の目的は、定めに従った内部者情報を有し得る全ての者をリストアップすることによって、内部者情報の監督を容易にし、嫌疑が生じた場合、捜査を容易にすることにあると言われています。

もっとも、濫用指令でも、ドイツ法でも、当局の要求があったら提出するというだけで、送付義務までは定められていません。

証券取引法38条1項の意味での内部者というのは、通常、定めに従ったアクセスを有するというふうに考えられますので、これらの者は、この一覧表の採録対象となります。採録対象となるかどうかというのが問題になるのは、秘書とか、データ処理部門の従業員だということのようです。これは、ドイツ証券取引法15b条が、定めに従ったアクセスを有する者の一覧表を作成しなければならないと言っていて、定めに従ったアクセスという、伝達禁止と同様の文言で構成されていますので、恐らくは、伝達禁止の例外対象者と同様の難しい問題が出てくるのだろうというふうに想像します。

内部者一覧を通じた監視体制の中心的なものとしては、「啓蒙義務」と訳するのがいいかわかりませんが、Aufklärungspflicht があるというふうに言われています。すなわち、一覧表の作成義務を負う者は、一覧表に掲載された者が法令の規定から生ずる義務を認識し、かつ情報の濫用あるいは不正伝達した場合に生じる制裁のことを認識していることを確保する措置をとらなければいけないというふうにされています。

ドイツでは、証券取引法15b条1項3文でこれを定めています。この義務は、通常、実務的には、BaFin が標準の書式を用意して、それに対して署名をするという形で行われているようです。

## 2. 適時開示義務

冒頭に述べましたように、濫用指令によって内部者取引規制の重要概念である内部者情報が適時開示と結びつけられました。すなわち、内部者情報でも、発行者に直接関係する

ものについては、発行者に遅滞なく開示が要求される適時開示の対象となりました（濫用指令6条1項1文）。

ドイツにおきましても、濫用指令の国内法化によって、内部者情報を遅滞なく開示するという体裁となりました。

適時開示は、証券市場の機能にとって重要な意義を有するとされており、具体的には、情報格差の是正とともに、内部者情報の濫用に対する予防措置としての機能も重視されています。したがって、内部者取引防止の取り組みを論ずる上では、適時開示制度もその重要な構成要素の一つと言わざるを得ないと思います。しかしながら、適時開示制度自体で一つのセッションができるほど大きなテーマですので、本報告では、詳細はこれ以上立ち入らないことにさせていただきたいと思います。

#### IV. 改正動向

2011年の10月に、内部者取引に関連するEUの新たな規律案といたしまして、市場濫用規則案と刑事制裁指令案が公表されました。なお、一連のLIBOR不正を受けまして、2012年7月に修正提案がなされています。

##### 1. 市場濫用規則案

直接適用という形で、共同体レベルで要件の統一をするという提案、すなわち、規則による内部者取引の規律の提案があります。本報告の主題との関係に関しましては、規則案は濫用指令とほぼ同じ内容であると言えるかと思いますが、一つ重要な変更点は、内部者取引における内部者情報と適時開示の対象たる内部者情報とが一致しなくなった点であると考えられます。すなわち、適時開示の対象ではない情報についても内部者取引が禁止され、内部者情報には該当するというような形になっています。

##### 2. 刑事制裁指令案

加盟国に内部者取引規制の制裁として刑事罰を設けることを義務づける指令案です。その主たる理由として挙げられていますのは、制裁内容としての刑事罰の設定についての加盟国間の考え方の差異ということだと思います。

すなわち、第一次内部者の内部者取引について1カ国、内部者情報の伝達行為について5カ国が刑事罰を設けていない。第二次内部者の内部情報の伝達行為については、8カ国

が刑事罰を設けていない。そういう現状があつて、そのような差異は、市場濫用行為がクロスボーダーで行われ得ることを考えれば、域内市場を害するものであるし、当該法域内での刑事罰を設けられていない国での違法行為を行う余地を与えているのだと、そういう認識がなされています。

指令案の内容としましては、故意の内部者取引禁止行為及び内部者情報の伝達禁止違反行為が刑罰を構成するというふうにされています。また、これらに加功した共犯及び取引禁止につき、その未遂も刑事罰の対象とすることを求めています。また、法人の代表者等が犯した犯罪について、法人に責任を負わせることを確保することも求めています。ただ、どの程度の刑事罰とすべきかということは定められておらず、濫用指令と同様、実効性があり、比例的かつ威嚇的なものであるべきだということ述べているのみです。

一つ、この指令案に関して私が抱きました感想としましては、指令案の制定理由として、刑事罰の有するメッセージ性の強さというものに重点が置かれています。このような考え方は、我が国の内部者取引規制のエンフォース、運用のあり方を考える上で、一つの参考となるような考え方ではないかと思っています。

若干時間が超過しまして、駆け足で申しわけございませんが、私の報告は以上とさせていただきます。よろしくご指導をお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○森本 ドイツ1カ国でも大変なのを、EU法とあわせて詳細にご報告いただきまして、ありがとうございました。

それでは、ご報告について自由にご質問、ご意見をお願いしたいと思います。

## 取引禁止の未遂

○岸田 ドイツの規制を聞きまして、非常に厳しい規制だと思いました。特に、日本にないような過失犯を罰するとか、未遂罪を罰するとかという報告で、EUの中でも一番厳しいのではないかと思います。ドイツに限らず、EUの他の国々でも同じように、未遂とか過失犯も罰するようになるのかというのが、まず第一の質問です。

それから、実際に未遂を罰するという場合に、先ほど、銀行に口座を設けただけで実

行の着手のようなことをちょっとおっしゃったような気がするのですが、未遂で一番難しいのは、実行着手はどこかということです。非常にあいまいで、非常に範囲が広がるようなおそれがあるので、実行の着手の時点がいつになるのかを教えてくださいたいと思います。

3つ目は、スウェーデンの例をおっしゃいましたが、実際どの程度のものが、今おっしゃった未遂を含めて過失とかで罰せられているのか、もし数字をご存じだったら教えてくださいたいと思います。

○船津 最後の点につきましては、ドイツ人の手によるEU資本市場法の解説書から引きましたので、詳細は存じ上げないということでございます。

1点目は、過失についてということよろしいでしょうか。

○岸田 インサイダーで過失とか未遂というのは日本の刑事罰規制ではありません。EUの中でもドイツが一番厳しいのではないかと思います、そういうことはないのでしょうか。先ほどのご報告では、そのような方向に改正するとおっしゃったのですが、EUの27カ国でしょうか、それが大体このような方向に動いているということでしょうか。それとも、ドイツだけが突出して厳しいのか。

○船津 指令としては、少なくとも行政罰について、かつ取引行為の禁止違反について、未遂も制裁の対象としなさいというのが濫用指令の中にあって、少なくともドイツでは現になされているわけです。ただ、各加盟国で刑事罰が科された事例がどれだけあるのかと言われますと、申しわけございませんが、私はちょっとわからないというところでございます。

それから、2点目についてですけれども、未遂は、口座を開設したらという意味ではなくて、証券会社に注文をしたというときに実行の着手だというような言い方がされています。

○岸田 そうすると、罰せられる範囲が非常に広くなり過ぎて、濫用のおそれがあるのではないかと思います、そのおそれはありませんか。銀行と取引を開始したというだけで……

○船津 いえ、具体的な注文です。

○河本 日本でも、それは議論していますよ。ことに法律事務所が出している実務書の中には、今の問題を相当詳しく書いています（木目田裕監修・西村あさひ法律事務所危機管理グループ編・インサイダー取引規制の実務258頁以下）。それによると、「会社



関係者が未公表の重要事実を知りつつ市場外の相対取引で相手方と売買等の口約束をしたが、その後になって、当該行為がインサイダー取引に該当することに気付いて、すぐに（代金の決済や株券の引渡しが行なわれる前に）当該売買を解消したという場合を考えてみる」として、このような場合には、「インサイダー取引規制の趣旨にかんがみれば、本来は、インサイダー取引規制上『売買等』に該当するためには、民法上の売買、すなわち、売買の要素について意思表示の合致のみでは足りず、代金決済や株券引き渡し等の行為を要するものとの解釈をとることが望ましいように思われる。」といているのです。

しかし、市場外の売買の場合には、以上のようにいっても、市場での売買の場合は事情は異なるように思います。この場合でも、インサイダー情報を知った客が証券会社に委託したが、証券会社が市場で執行する前に気付いて、その委託を取り消した場合は、その客は未遂であって、既遂にはならないと思うのですが、証券会社が市場で執行してしまえば、その客はその時点で既遂になってしまうでしょう。その場合、売買代金の決済や株券の受渡しは後であっても、客がインサイダー取引をしたことには変わりはないでしょう。

#### 伝達・推奨禁止の未遂

○森本 取引について注文は出したけれども、現実には実行されるまでにやめるということとは実際あり得ることですが、伝達、推奨について未遂を処罰する場合と、未遂について行政罰か何かで差があるということですが、伝達、推奨の未遂というのはどういうことなのか。ちょっとそのイメージがわからなかったのですが、郵送したけれども、ちょっと待ってくれといって郵便受けで待っていたという（笑）、そんな話ではないわけですね。

○船津 ちょっとそこがよくわからないところではありまして、詳しくは調べていないのですけれども……

○森田 伝達、推奨の禁止は対象外と書いてあるけれどね。

○船津 いや、EUではということですね。ドイツ法では対象になります。

○森本 レジュメの9ページの一番上ですね。

○船津 情報を取ることが既遂というか、完了というか、ということだというふうに概説書などを見ると書いてあるのですね。そうすると、ドイツの場合、アクセス可能化と

いうのがありますので、アクセス可能とただけでは恐らくだめなのではないか、既遂ではないのではないかと。情報を取って初めて既遂になるのではないかなど。もしその考え方に従うとすると、理論的には、例えばパスワードを渡しただけということだったら未遂になったりするのかなど、私はそういう認識をしたのですけれども。

○北村 たしかその点、先月、船津先生が私に質問されたような気がするのですが（笑）。イギリスでは、情報伝達と推奨について、それを受けた側が取引をするかどうか、あるいは取引を推奨されたと認識するかどうかを問わないで犯罪になるということについて、市場の公正性を考えれば取引が行われなければ犯罪とする必要はないのではないかと指摘をされました。この点、ドイツでも、情報伝達を受けた、あるいは推奨を受けた者が、実際に取引したことまでは要求されていないということですね。

○船津 はい、されてないです。

○北村 そうすると、既遂となるために、相手方が、推奨を受けた、あるいは伝達を受けたと認識していたことは必要なのですか。これが必要であれば、自分は推奨したつもりだけでも、相手はそう思わなかったという場合が未遂になるという理解もできそうですが。

○船津 そこは要らないのではないかと。

○北村 そうすると、伝達と推奨については、未遂と既遂の差があまりないようですね。

#### 伝達禁止における「計算に入れて」

○飯田 伝達概念に関連してですが、レジユメの8ページの故意の主観的要件のところに出ている例がちょっとよくわからなかったのですが、掃除婦が紙の内容について認識することを知らずに、内部者情報を含む紙をごみ箱に捨てた場合には、故意の伝達は存在しないとあるのですが、ごみ箱に捨てるというのは、伝達に当たるということなのですか。議論の前提がよくわからないのですが。

○船津 第三者が内部者情報を認識するのだということを知っていなければいけない。故意の中にそういうものが含まれていると。だから——くずかごの中にはごみしか入っていないというのが通常なのだけでも——その中には非常に価値のあるものもあるから、ごみをあさるかもしれないというようなことを認識している必要があるということだと思います。これは捨てる側の話ですね。

○飯田 ごみ箱をあさる人がいれば、これはアクセス可能だという議論につながってき

て、伝達に当たることになるということですか。

○船津 計算に入れておれば、そういうことになりますね。あさる人だというふうに計算に入れて、それでもいいやと思っておれば、伝達の行為があるというふうに言われるのではないかと思います。

### ドイツの内部者取引規制の実態

○森田 お聞きしたら、ドイツの法は、構成要件該当性のところで、主観要件として、違法性の認識とか、そんなものが物すごく入っているようですね。日本のほうは、いや応なしに売り買いしたらだめだと、こういうふうにはっきりしていて、主観的な問題はほとんど問わないですね。ところが、これだけ問うと、実際に捕まえたりすることはできないのではないかと思いますのですが、たくさん捕まっていますか。

○船津 それに関しては、ちょっと詳しい資料が……。

○森田 例えば重要性の5%基準か何かあるのか、ないのか知りませんが、そんなものも、結果としてのものではなくて、認識としての5%でしょうね。構成要件該当性で重要性があると認識した上で取引しなければならぬとなると、めちゃくちゃ抜け抜けの規制のようにも思うのですが。

○船津 BaFin の年次報告書の中で、手続を完了した数ということで、2009年が53件、2010年が69件、2011年が31件となっています。

○森田 そうすると、結構やっているわけですね。手続が完了したということは、起訴したということですか。

○船津 単に終わった件数です。【注：上記のうち、手続の中止による終了が2009年28件、2010年32件、2011年24件含まれている。】

○河本 それはEUの全体での数字ですか。

○船津 ドイツだけです。

### 公開買付けに関する情報

○河本 それが多いのか、少ないのか。(笑) 日本では、なぜ公開買付けだけを特別の条文、すなわち167条にしたのかというと、166条では、売りと買いの両方を捕まえているわけですね。ところが、167条の場合には、買いか、売るか、どちらかだけに限っているのですね。だから、それをやるために条文が2つ要るわけですがけれども、

公開買付けについての特別の配慮というのは、ヨーロッパでは全くないわけですね。

○船津 そうですね。

○河本 インサイダー取引の最も大きな材料だけれども。

○森田 しかし、それは、いわゆる信認義務理論で言ったら、公開買付けはアウトサイダー取引になるが、それでも捕まえに行くというのがアメリカの発想ですね。ところが、ドイツでマーケットに対する信頼を保護法益で言うのだったら、当然にむしろ入ってこなければいかならずなのに、アウトサイダー取引は、ご説明の中にはなかったのと同じですか。

○船津 公開買付けをするということ自体がする側の内部者情報と——する側という言い方は少しおかしいですけども、それ自体が内部者情報になるということです。

○森田 相談を受けてターゲットを買った人もひっかかるのですか。

○船津 相談をして買ったらだめですね。

○森田 典型的な例は、ある会社がどこかよさげな会社が欲しいなと思って調査をやってみました。そして、その調査をした弁護士事務所とか公認会計士事務所がそのターゲットの会社の株を売り買いするというようなことですね。それで、実際に公開買付けにかけるかどうかは関係なしに、そういうふうなことがいかにというふうに考えていると思うのですけれども、それ自体は捕まえられないのですか。それも捕まえられるのですか。

○船津 捕まえられますね。

○森田 公開買付けをしようかなと思って、よさげな対象会社を見つけてきた。それで、ひょっとして買い付けるかもしれないと思って買った。そして、実際に買付けがされたという事実の流れがあったときに……

○船津 実際に買付けがなされなくても、処罰されることになります。

○森田 やっぱりドイツでも捕まるのですね。その辺の構成要件としては……。

○船津 当たります。

○森田 やれば間違いなくね。やらなかった場合はどうでしょうか。

○船津 それが例の蓋然性という話になってきますね。

○森田 未遂になるんですか。

○船津 いや、蓋然性のところで切れますので、構成要件該当性の問題になってきます。どれぐらいそれが実現する可能性があったかという話になってきますので。

### 「その他の方法」での「そそのかし」

○河本　　ちょっと聞き漏らしたのだけれども、「やめておきなさい」といった場合ですね。これは、結論はどうだったのですか。

○船津　　やめておきなさいと言ってやめさせること自体は、現行法ではセーフなのですが——現行法でセーフという言い方はちょっとよろしくないですけども、指令上は、やめておきなさいと言ったときは該当しないことになるはずですよ。ドイツ法だと、それを「その他の方法」で——例えば売りをやめなさいだったら、この人は相場が上がっているから売りをやめなさいと言うのだなと推測して買い増すと言う危険性があるから、それはもう買い増しの推奨というものと同じように理解して——ひっかけようということのようですね。

ただ、そこで問題なのは、恐らく故意の話になってくるのだらうと思います。

### 取引の中止

○前田　　推奨ではなくて、自分でする取引については、内部者情報を知って、本来行おうとしていた取引をやめることは、禁止の対象にはなっていないのですね。

○船津　　ならないですね。

○前田　　そうすると、自分で取引する場合と推奨の場合とで、バランスを失しているようにも見えますね。

○松尾　　取引開始前に、注文を出していて、それが執行されるまでの間に内部情報を知ってキャンセルした場合も含めるというのが、指令の改正案に入っていました。これは現行法ではひっかからないということなのでしょうね。

○河本　　しかしこれは、仮に違反しても、捕まえるのは非常に難しいでしょうね。最初から売る気がなかったんです、買う気がなかったんですと言われてしまえば。(笑)

○森本　　今言われたように、やったのをキャンセルするというのだったらわかりますね、行動が外に出ているから。全くの内心というのはちょっと……。 (笑)

○河本　　市場に与える影響は同じことですね。

○森本　　結局、他人さんに売るな、買うなど言ったのはひっかけるけれども、自分がやった場合については、今のところ、黙っていたというのが本当なのですかね。

## 適時開示義務との関係

○森田 それと、根本的な質問なのですが、適時開示政策との関係で、秘密を持つという事は許されないのですか。というのは、ディスクローズ・オア・アプステイン、そういう考え方でアメリカでは来ていると思うのですが、重要情報であれば適時開示義務があるのだというふうになっていて、しかし、まだ発表したくないという状況があつて秘密を持っておくというときに、インサイダー情報で取引をするやつが出てきますね、どうしたって。そういう状況のときに、発行会社は秘密を保持しておくという事ははいかん、ともかくディスクローズしなさいというのが考え方ですか。

○船津 原則的な考え方はそうだと思います。

○森田 それは、例えば昔のテキサス・ガルフ・サルファ事件か何かのときには、それを言ってしまうと、隣の鉱区を買うのに高くなって損しちゃうじゃないかというようなことで、プリマチュアの開示はしなくていい場合も当然あるのだというふうに考えていたと思うのですけれども、そういう考え方は、ドイツではあんまり議論はないのですか。

○船津 そこがマチュアかどうかというところで、例の実現の蓋然性というところが、やっぱり適時開示のほうでもひっかかってくると。

○森田 その場合のプリマチュアというのは、ディスクローズしてしまうと株主全体、会社が損してしまうという意味なんです。だから、ちょっとその辺で……。それで、あなたが一番最初におっしゃったのは……

○船津 その点に関しては、会社の利益によって正当化される場合については、延期ができるという形になります。あくまで延期なんです。

○森田 延期はできるんですね。そうすると、ディスクロージャー義務は免責されているわけですね、その間は。

○船津 そうですね。

○森田 それなら、少しわかります。

## 第二次内部者の範囲

○黒沼 第二次内部者の範囲ですけれども、ドイツの第二次内部者の範囲は、ほかのEU諸国に比べて広いと思っていたのですが、これが広いことについて、何か議論があるかどうかお伺いしたいと思います。

もう一つは、新しい市場濫用規則案では、内部者情報の範囲について、EU諸国で統

一的に整えるということになると、国によってでこぼこがあるのを統一しなければならないと思うのですけれども、その点はどうなっているか、ご存じだったら教えてください。

○船津 最初のご質問の「広い」というのは、どういうことでしょうか。

○黒沼 イギリスでは、その情報が内部者に発しているということを知っていなければ、第二次内部者にはならなかったと思いますけれども、ドイツでは、未公開情報だと知っていれば、全て第二次内部者になったのではないのでしょうか。

○船津 6ページの第二次内部者のところの3番目に、情報が内部者情報であることを認識しているということが要件になっていますので、それはイギリス法と比べて広いか、広くないかと言われると、ちょっとわかりかねるところですが。

○黒沼 イギリス法では、情報が第一次内部者に由来するという要件があったと思うのです。ほかの国でもそういう要件が入っているところが多いのに対して、ドイツが一番広いと私は思っていたのですけれども。

○北村 由来するというものの意味ですけれども、イギリスでは、第一次内部者が意識的に情報を伝えた相手方である必要はなく、情報受領者が偶然に内部情報を知ってしまった場合でも、この情報が内部者から由来しているということを知っていれば、それで内部者からの情報受領者となります。それがドイツとどれだけ違うかという話ですね。

○船津 黒沼先生のおっしゃっているのは、ドイツ法で言うところの、公になっている情報に基づいてアナリストが分析したら、実はそれは非常に重要な情報だったという場合については、それは第一次内部者に由来しない情報だけれども、重要な情報だという、そういう切り分けになる。その要件のお話なのかなと思ったのですが。

○黒沼 それはアナリストが自らつくり出した情報だから、内部者情報ではないという話ですよ。そうではなくて、内部者情報の定義の中には、第一次内部者から発しているというのは含まれておらず、未公開の重要情報であれば内部者情報であるということになっていますから、情報源が第一次内部者であることを知らなくても、ドイツでは第二次内部者になるという意味で、ほかの国より広いと思っていますのですけれども。

○船津 EUとしてはドイツと同じではないかと私は認識しておったのですが。

○森本 5ページのEU法の内部者定義で、④の犯罪行為に基づいてというのは括弧に入れますが、それ以外の場合に、内部者以外から伝達されてきた情報というのは、どういふ場合があるのですか。希有な例としてあるかもわからないとは思っているのですが、ほと

んどが内部者から由来する情報ではないのですか。つまり、非常に例外的に、少し広くなるかもわからないけれども、実質的な差があるかという観点からは、どういう差があるのかなと思ったのですが。

○黒沼 実質的にはそれほど差はないと思うのですが、第二次内部者の定義の仕方として、第一次内部者から情報が発しているを知って、その情報を保有する者という定義がほかの国ではなされていたと思うのです。

○森本 知ってということを強調して、その主観的要件で適用範囲が相当狭まるのではないかというご趣旨ですか。

○黒沼 そうです。

○森田 ダークス事件では、ターゲットの名前は書いてなかったけれども、自分で発見して、インサイダー取引したのですね。けれども、そういうときは内部情報の伝達と言えるのですかね。その辺は、由来するというのは、どれだけ蓋然性があったら由来することになるのか。

○船津 濫用指令の翻訳（神作裕之監訳『新外国証券関係法令集 EU（欧州連合）』（日本証券経済研究所，2007年））では、第4条が第二次内部者に関する条文だと思のですが、「加盟国は、前2条に掲げられている者以外にも、内部者情報であることを知って、または知るべきはずでありながら内部者情報を有している、いずれの者もそれらの条文を適用するように確保しなければならない」というふうになっていますので、少なくとも指令の要件として、何かに発しなければいけないというようなことは定められていないと私は認識しています。

### 内部者取引規制の根拠論

○黒沼 わかりました。そうすると、考え方としては、これはいわゆる情報の平等理論に極めて近いということですよ。

○船津 はい。

○黒沼 自分で調べたもの以外については、情報の平等理論に近いという、そういう理解でよろしいですか。

○船津 私は、平等理論そのものだと思っております。

○黒沼 日本法では、第二次受領者をどうするかは別として、なぜ情報受領者の行為が禁止されるかという、情報受領者は、会社関係者から情報を伝達してもらえるような



特別の地位にあるから、そういう特別の地位にある者が有利な条件で取引をすることが、一般投資家との関係で不公正だと、そういう考え方に基づいていると思うのです。

EU法は、そういう考え方とは少し離れてきていると理解してよろしいでしょうか。

○船津 先ほどもありました内心の問題と関係する話になるかと思うのですが、1ページのGeorgakis判決、——ギリシャの判決のようですが、事案は詳しくはわからないのですが——これはまさに株価をつり上げる目的で相手方と先に合意をしておいて、——恐らく市場内だと思うのですが——市場内で取引をしたということに関して、これは内部者取引の規制には当たらないというふうにしています。その理由というのが、契約当事者間での情報の格差というものがないのだと。情報の偏在がないのだったら、形式的に当たるような行為であっても、それは外すのだと。それはまさに指令の趣旨が取引、投資家の平等にあるからだと、そういう説明の仕方がされているわけです。私が平等理論そのものだと申し上げたのは、そういうような趣旨からです。

○黒沼 わかりました。どうもありがとうございます。

○森田 それって、矛盾してませんか。つまり、個人取引でうそをついて取引していても、相場操縦的な要素もあると思うのですが、そういうことはもう目をつむると。つまり、保護法益は市場の信頼性とか完全性とおっしゃっていたでしょう。しかし、お互いが玄人同士のうそのつき合いだったら構いませんと、こういう話ですね、それは。

○船津 ただ、相場操縦に当たるのかというのはともかくとしてという話です。

○森田 もちろん、そうですよ。

○船津 ともかくとして、じゃあ内部者取引としてはどうかというと、それはまさに、いろいろと市場の健全性、完全性というものを守る制度がある中で、内部者取引規制というのは、その中でもとりわけ情報の平等を通じて完全性を達成する制度だから、内部者取引に関する要件にかけてそういう行為を規律しようとするのは間違いだ、という考え方だと思うのですね。だから、矛盾はしないと思います。

## 民事責任

○森田 要するに、民事責任は全くないのですね。

○船津 はい。

○近藤 民事責任がないというのは、判例があるわけですか。それとも、学説がそう言っているわけでしょうか。

○船津 判例があるかどうか自体はよくわかりませんが、学説上、民法823条2項が、他の者の保護を目的とした法律に違反した場合には損害賠償請求権があるという言い方をしていますので、要するに、違反した法律が他の者の保護を目的とした法律であるかという観点から分析されることとなります。違反したのが証券取引法14条の規定だとしたら、14条が他人の保護を目的とした法令かどうかということになる。そして、14条は、個人（他の者）の保護ではなくて、一般的な保護を目的としているのだということ、823条では無理だという結論になります。

○近藤 民法823条の規定の解釈としてそうだということであっても、内部者取引をしてもうけた部分を何らかの形で吐き出させるというか、請求するという方法はほかにはあり得るという意味でしょうか。

○船津 民事的には、恐らく823条の解釈になると思います。

○近藤 つまり、それ以外の規定も使えないということですね。

○船津 それ以外は、826条というのものもあるようですが、要するに、823とか826というのがまさに一般規定ということになっていて、それにひっかけるのだという解釈がされているようです。

○河本 この前の報告でも、イギリスでも民事責任のほうは非常に消極的でしたね。今日のお話を聞いても、ドイツでも、同じことですね。日本の場合に、民事責任はだめだと言っているのは、市場の構造からして因果関係がつかめないというところから来ているけれども、今のドイツの理由はまたちょっと違うのですね。

○船津 はい。

○森本 確認ですが、これは市場取引を念頭に置いていると思うのですね。ところが、ドイツの場合は、相対取引でも、情報格差があったら内部者取引規制の適用があるのですね。それが内部者取引規制に違反するというのではなくて、例えば詐欺だとか、その他の民法826条等に行く可能性がないわけではないのですか、相対取引の場合に。

○船津 理論的にはあり得ると思います。

○森本 だから、市場取引の場合は、私も民法823条2項はきついかないかと思ったのですが、相対取引の場合には、何かまたいけるのかなという感じが……。

○船津 恐らくそうではないかと。

○近藤 この罰金というのは、相当重い罰金になるのでしょうか。

○船津 私もどれくらいなのかは、申しわけありませんが、ちょっとわかりません。

- 近藤 やり得ということがあり得るのかということで気になっていたのですが。
- 北村 関連しますけれども、イギリスの場合は2段階の法律があって、刑事司法法は、原則的に市場取引でなければ対象にしません。一方、金融サービス・市場法は、相対取引も対象にしますので、金融サービス・市場法のインサイダー取引については、F S Aも関与して、例えば吐き出し命令を出したり原状回復の申立てをしたりすることができます。これに対し、ドイツでは、インサイダー取引の趣旨は市場の健全性、信頼確保だけれども、相対取引も、おそらく上場株式についてだから規制対象となるのでしょうか。しかしながら、相対取引によるインサイダー取引について私法上の制裁がないということが普通の教科書で述べられているのでしょうか。
- 船津 私が読める範囲の教科書ということになりますと、薄い教科書になりますので、そこまで詳しく載っているかという点、そうではなくて、恐らく念頭に置いているのは、やっぱり上場会社の話ということになるかと思います。
- 先ほど森本先生がおっしゃったように、ほかの規定——たとえば詐欺——で、823条の個人の保護の規定だと言ってやるということは、理論的には恐らくあり得るだろうとは思っています。
- 龍田 アメリカの場合は、SECが違反者から取り立てた金銭を被害者に支払ってやるという、準民事的な救済もかなり行われているようですが、ドイツのBaFinは、そういうことはしないのですか。
- 船津 一般の過料というか反則金とかと同じような取り扱いということになりますので、特にそのようなことはないと思います。
- 河本 龍田さんが前に出された試案なども、それに似たタイプでしたね。そういった特別の法律をつくらなければ、一般法では、この前の日本商事の事件を見てもわかるように、だめでしょうね。アメリカのような、まず監督庁が賠償金をまとめて取り上げて、それを投資者に分ける。まあ、微々たるものになるかもわかりませんがね。
- 龍田 アメリカでは、SECに限らず、行政官庁がかなりいろんな分野で似たようなことをやっているようですね。家賃を取り過ぎた家主から取り立てて借家人に返してやるなど、いろいろあるように聞いています。

#### 過料の定め方

- 森本 直接関係するものではありませんが、EUでも、たしか独禁法では課徴金制度

がとられていたのではないかと思います。これについては課徴金制度はないわけですか。過料というのが実質それに当たると。

○船津 まさにそうです。

○森本 そうすると、相当利益吐き出し的な過料の算定方法になっているのですか。それが巨大かどうかという話になると思うのですが。

○船津 9ページの表で、秩序違反になると、20万ユーロ以下の過料という形でしか定められていないということです。

○森本 2,000万円強ということですね。

### 行政的制裁と刑事罰との関係

○前田 ドイツの行政的制裁は、悪性の比較的弱い行為だけを対象にしているというお話でした。つまり、ある一つの行為が刑事罰と行政的制裁の両方の対象になることはなくて、法律であらかじめどちらかに振り分けをしているという形になっているのではないかと思います。

そうしますと、非常に悪性の強い行為でも、立証が難しいなどの事情で刑事罰を科すのに失敗しますと、行政的制裁すらかけることができないという問題が起こるように思うのですが、そういう理解でよろしいでしょうか。

○船津 9ページの注13のところで、故意の刑事罰に関して、理論的には秩序違反も問題になるから、Geldbußeの対象になるのだということだけれども、ある行為が同時に犯罪行為と秩序違反に該当する場合には、刑事罰のほうが適用されるのだと。その適用に一たん失敗したら、別の規定が適用されるのかどうなのかというのはわからないのですが、恐らくはないのではないかと思います。

○松尾 課徴金に関しては、市場濫用規則案では、利益吐き出し型のものを定めていて、しかもこれは規則ですので、国内法化を待たずに、各国共通の規制内容になります。それをどう運用するのかわかりませんが、日本型に近づきつつあるのではないかと思います。

### 「賢明な投資家」基準

○森本 細かなことなのですが、4ページに「賢明な」の概念があって、これが厳しくなると適用範囲が狭くなるし、緩くなると広がるのですかね。その相関関係がよくわ

からないのですが、この2つの考え方で、具体的にどう違うのでしょうか。これは言葉の問題なのですか、それとも相当違いが出てくるのか、そこをお聞きしたかったのですが。

○船津 理論的には恐らく違ってくるのだろうとは思いますが、具体的にどうかというと、よくわかりません。

○森本 ドイツは適用しにくいのではないかと言われたときに、この概念で余計適用しにくくなっているのかどうなのかを知りたかったということですが。

○船津 いや、そういうことは特に問題としては指摘されていないように思います。

### 重要性の判断

○森田 よくあるんですが、重要性があるとみんな言っているけれども、発表したって株価は動かないと。そういうことがよくありますね。そうすると、これは大事なことのだけれども、それで取引したけれども、全然影響がなかったとなれば、お構いなしと、これでいいわけですか。

○船津 事前に判断して重要だというふうに認識されるような情報であれば、やっぱりそれは……

○森田 私は経済学がもう一つよくわからないから、そういうふうに思っただけやと。(笑)

○船津 変動しなくても、やはりそれはなるだろうということです。ただ、やっぱりドンと上がったら立証しやすいということはありますね。

○森田 変化すると、立証しやすいのは間違いない。

○船津 逆に、ドンと変化しなかったときに行政庁なりが対処するかという問題は、おっしゃるとおりあるとは思いますが。

### 発生 of 蓋然性

○飯田 そこに関連して、蓋然性について、多数説が発生可能性が50%以上ある場合というのは、ドイツのいわゆる蓋然性の一般的な法学における用法の理解なのか、それとも、インサイダー取引に関して特殊にこういうことを言っているのでしょうか。例えば合併したいと思っているけれども、資金調達できるかどうか微妙だというケースで、経営者たちは60%ぐらいでできるのではないかと考えているけれども、客観的に見る

と10%ぐらいの可能性だろうというときにどうなるかという話だとどうなるのでしょうか。逆もありますね。主観的には低い可能性しかないと思っていたけれども、客観的には高いとき。ドイツではこういった細かい議論もしていそうですけども、何かこの辺は議論があるのでしょうか。

○船津　そこまで細かい話があるかどうかというと、ないというか、私自身の理解が足りないのかもしれないですけども。結局、蓋然性が何%というときに、論者がどういうものをイメージしているのかというあたりでも恐らく変わってくるのではないかという気がしてまして、じゃあ、具体的に50%以上だと言ったときに、どれが50%以上に当たるのですかということ自体が難しいことになりますので、どちらかという、理論的、概念操作的な色合いは否めないのかなと。割り切って言わせていただければ、ケース・バイ・ケースということにならざるを得ないのではないかと考えています。

○松尾　この蓋然性に関しては、指令のドイツ語バージョンは「蓋然性 (hinreichender Wahrscheinlichkeit)」というドイツ語が当てられているのですが、他の言語バージョンですと、「合理的な見込み (reasonably expected)」に相当する表現になっています。このため、EU司法裁判所も、高度の蓋然性までは不要だと言っています。EU法の解釈に関しては、蓋然性というのは、そもそも文言として存在していないということを考えておかないといけいなのかなと思います。ドイツについてはもちろん、取引所法にあるので、こういう解釈になるのだと思うのですけれども。

### 第三者関連性

○前田　蓋然性という要素と別に、その前のところで「第三者関連性」という要素も挙げられているのですけれども、これは結局、外部への表明が必要かという問題なのではないでしょうか。日本法での議論に引き直しますと、決定事実に関しては、例えば社長が合併すると決断したときに、それ以降のどの段階をとって会社の機関が決定したと評価できるかという問題に、類似した問題になると考えてよろしいのでしょうか。

○船津　例として挙げられていますのが、自分が後でやることを踏まえて、自分でその前に買って置くとか売って置くということですので、恐らくは、何か第三者に対して発露するような状況ということが想定されているのではないかというふうに思います。

### 利益獲得目的の要否

- 森田 主観的意図として、パクったろうとかというような気持ちは要らないんやね。日本なんかは、売り買いをどっちかただけであかんわけでしょう。ドイツの場合も、その日本的な考え方なのですか。あるいは、全体的なスキームが、パクろうとしているという内心の何か要件が構成要件に入っているのですか。
- 船津 パクろうというのは、利益を得たいということによろしいでしょうか。(笑) それは必要ないと思います。
- 森田 やっぱり売り買いだけの行為でいいわけですね、どちらも。

### 短期売買差益返還義務類似の規律の存否

- 龍田 日本は、アメリカの規定を受けて、インサイダー取引については二色の規制がありますね。一つは刑事罰、もう一つは役員、特定の内部者が6カ月以内売って買ったような場合に、それを押さえると。ドイツは、その後のほうのはあるのですか、ないのですか。
- 船津 役員に関して、取引の開示についてはありますけれども、それ以外はないと認識しています。役員がどういう取引をしたのかということを報告することはありますけれども。
- 龍田 開示しなかったらどうなるのですか。普通は開示したくないでしょうね。
- 船津 たしか秩序違反だったと認識しています。ちょっと確認します。——そうですね、過料制裁です。
- その場合、その過料としての額として、利益の吸い上げは可能でないというような記載がございます。

### 伝達禁止の適用範囲

- 黒沼 伝達の禁止の点ですが、権限なく伝達することは禁止されている。例えば家族に伝達することも禁止の対象になっているという理解でよろしいでしょうか。
- 船津 それはどういう文脈かにもよるとは思いますけれども、一般的な家族というイメージであれば、禁止に該当するかと思います。
- 黒沼 そうですね。日本でも、伝達の禁止をどのように定めるかは難しいのですが、よく思いつく例は家族の例でして、権限なくと定めただけでは、家族も該当し

てしまう。アメリカは、伝達自体は禁止されているわけではありませんけれども、情報を不正流用しないと期待できるような関係のある人に伝達する行為については、違法性は大きくないと思うのです。そうすると、家族との間では信認関係があるから、信認関係がある者の間では、伝達行為は禁止しなくてもいいのではないかという考え方になると思いますが、その点は、ヨーロッパでは区別して考えられてはいないということですかね。

○船津 ヨーロッパ法に関してですけれども、デンマークの事例で欧州裁判所が出した判決で、事業所委員会の委員が、労働組合の事務局長に対して合併に関することを相談したと。これすらも「不可欠」ではないのではないかというぐらい、結構厳しい判示がされています。デンマーク法のもとでは、それは職務の通常の枠内だというふうに国内裁判所は判断をしたのだけれども、もっと厳しくすべきだということを欧州裁判所としては考えているということになるかと思います。

○黒沼 ありがとうございます。

○森田 要は、秘密協定を結んで交渉事に入ったりしますでしょう。そういうものもひっかかってしまうわけですか。職務で、どこかと合併したいなというような話をしますね、どうしたって。そのときに、秘密保持協定とかを結んで大抵やりますよね。

○船津 それは恐らく、「職務の遂行の通常の枠内」あるいはドイツ法のいう「権限」内というところで判断することになると思います。そういう守秘義務があることを恐らくは前提とするとしますけれども。

○河本 ドイツで、共同決定のもとで労働組合代表の取締役が背後の労働組合に相談するというようなことが当然起こるだろうと思うけれども、そういうところの問題というのは特にありませんか。

○船津 労働組合代表監査役ということですか。そのあたりは、申しわけないですが、今ちょっと私の手元には……。

○河本 議論はしてませんか。

○森田 さっきおっしゃった事例は、何かそれに当たりそうな感じですね。

○船津 そうですね。ただ、それは欧州の考え方なので、恐らくEU法を適用するドイツとしても、それを守らなければいけないということになると思います。したがって、今後はだめだということになりかねないかなと思います。

○森田 そういうときに、多分、守秘義務か何かで幹部だけでやると思うのですよ、普



通は。だから、それを労働者みんなに言ってしまわないとは思いますがね。執行部としてどう考えるのかということ、守秘義務を前提に話をするのはないかと思うのですけれどね。

○森本 北村さん、イギリスとの違いで何かコメントでもあればお願いします。

### 「犯罪行為」に基づく情報取得

○北村 それでは、細かなところで少しお聞きします。

5 ページの一番下のところの、EU法の第一次内部者の4つ目に、「犯罪行為に基づいて情報を有した者」というのがありまして、船津先生のご説明では、9.11の同時多発テロがあったから、これが含まれるようになったとおっしゃったように思うのですね。9.11は2001年ですよね。イギリスの2000年金融サービス・市場法でもこれは入っていて、そこでは、泥棒に入って情報を得た場合などが想定されています。EU法で9.11により犯罪行為による情報取得が加わったとすると、テロに基づいて情報を入手したというのは具体的にどういうことを想定しているのでしょうか。

○船津 私の推測になりますけれども、例えばビルに飛行機が突っ込むという計画があるということになったら、そのビルを所有している会社の株が下がるだろうとか、そういうあたりですね。テロ行為の準備過程でそういう情報を聞くことによって、その人が取引をすれば、第一次内部者になると。

○北村 そういうことですか。かなり大がかりなことをイメージしているのですね。  
(笑)

○船津 9.11から説明すると、そういうことになるのではないかと思います。(笑)

○森本 内部者情報の範囲が日本とは少し違うわけですね。日本では、今のは内部者情報ではないですね。

ほかにはないでしょうか。いろいろ外国の制度を調べますと、わからないことも多いけれども、非常に興味深いこともあるということで、船津さん、ご苦労さまでした。

それでは、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。

次回の研究会ですが、来年1月25日に日本証券業協会の平田公一常務執行役をお招きして、「インサイダー取引防止及び法人関係情報管理の徹底に向けた対応について」と題して、日本証券業協会と金融庁における取り組みについてお話ししていただく予定です。よろしくお願いたします。

