

2016年7月

「EUの新しい内部者取引規制の枠組み～ドイツ法との比較を通じて～」

第5期 客員研究員

同志社大学法学部 准教授

船津浩司

要約

2014年6月12日に、EUの新しい市場濫用行為規制の枠組みを定める新規則(Market Abuse Regulation、独：Marktmissbrauchsverordnung：以下「新規則」という)が定められた。これまで、内部者取引・相場操縦・適時開示といったいわゆる市場濫用行為規制は、2003年に採択された市場濫用指令(Market Abuse Directive、独：Marktmissbrauchsrichtlinie：以下「旧指令」という)による枠組みの設定と、それに基づく加盟国の国内法により規律されてきたが、今般の新規則の制定により、EU域内における市場濫用行為に関しては直接に同規則が適用されることになる。また、新規則の制定に併せて、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付ける、市場濫用行為に対する刑事制裁指令(Directive on criminal sanction for market abuse：以下「刑事制裁指令」という)も採択されている。

本稿は、主としてわが国において内部者取引(インサイダー取引)として知られている行為に関する規制を素材として、旧指令およびその国内法化の具体例として主としてドイツ法を参照しつつ、新しいEUの市場濫用行為規制の枠組みを紹介し、EUやドイツにおける今後の課題を示すとともに、そこからわが国の法制を検討する際の示唆を取り出すことを目的とする。

本稿の検討から、EUの内部者取引規制の枠組みがわが国の法制を検討する際に与える示唆として、以下の点を挙げておきたい。

まず、内部者取引規制の根拠とされる、市場の「公正性」や投資家の「信頼」の内容が改めて問われているという点である。EUの内部者取引規制の枠組みは「情報の平等」理論に基づくものであるといえ、会社と特別の関係にある者に対する特別の規律、という性格を持つアメリカ法とは全く異なる規律であるが、近時は、日本法の解釈としても、「重要事実が公知であれば」あるいは「情報の格差が無ければ」処罰に値しないという考え方も散見されるようになった。これは、特別な地位に基づく情報の入手という側面よりも、情報の流通状況を重視するものであるといえることから、「情報の平等」理論に近い発想であるといえる。

他方で、情報の平等理論を採用するEUおよびその加盟国の法制から、わが国に対するなんらかの有益な示唆がありうるとしたとしても、これらの法制をとりわけ内部者取引規制の局面に限定した比較法資料として用いる際には細心の注意が必要である。すなわち、EU

の規律枠組みは、狭義の内部者取引規制の要件たる「内部情報」と開示義務が発生する「内部情報」とを区別しない一元モデルである以上、理論的には、開示義務が発生する「内部情報」該当性は、そのまま内部者取引該当性を分ける基準としても活用できるはずである。しかしながら、これまでの加盟国の運用は両者を区別する二元モデルに基づくものが多かったこと、また、一元モデル自体への批判が根強く、その運用までを含めた EU 内の統一的規制にはなお高いハードルが存することなどからすれば、新規則下でのルール of the 字面のみを捉えて、開示の局面における内部情報該当性の議論を用いて、わが国の内部者取引規制の比較法資料とすることには慎重であるべきである。

最後に、EU の新しい内部者取引規制の枠組みでは、刑事制裁に重点が置かれており、特に、刑事罰の有するメッセージ性の強さが着目されている点である。わが国においても、今一度、メッセージ性の強さという観点から課徴金と刑事制裁という二つのエンフォースメントの役割分担を見直すことも、考慮に値するように思われる。

以 上

(掲載誌；船津浩司「EU の新しい内部者取引規制の枠組み～ドイツ法との比較を通じて～」早川勝＝正井章箆＝神作裕之＝高橋英治編『ドイツ会社法・資本市場法研究』(中央経済社、2016 年) 571-597 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。