

フランスにおける内部者取引規制に関する若干の考察 ——特権的情報を中心として——

芳 賀 良

目次

1. はじめに
2. 内部者取引規制に関する EC ディレクティブについて
3. フランスにおける規制
4. むすび

1. はじめに

我が国の証券取引法は、157条、163条乃至167条により、未公開情報に基づく証券取引（以下、内部者取引とする）を規制している。内部者取引を規制する法理としては、以下の2つに大別できる。1つは、詐欺禁止規定に基づく方法である。アメリカ法においては、主に1934年証券取引所法10条b項及び同規則10b-5（以下、規則10b-5とする）によって内部者取引規制が行われている¹⁾。その本質は、「詐欺 (fraud)」を禁止するところにあ

1) アメリカ法との比較研究については、数多くの文献を見出すことができる。主に、以下の文献を参照した。

神崎克郎「会社機密関与者の証券取引の規制」『証券取引規制の研究』91頁以下（昭和43年）。

龍田 節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」『企業法の研究（大隅先生古希記念）』698頁以下（1977年）。

近藤光男「内部者取引」『証券取引法大系（河本先生還暦記念）』505頁以下（昭和61年）。

島袋鉄男『インサイダー取引規制—アメリカにおける法理の発展—』（1994年）。

る。そうであるなら、規則10b-5を適用するためには、なんらかの「詐欺」が存在することが前提となる。しかし、内部者取引が証券市場で行われる場合には、欺罔行為がともなうことはまれであろう²⁾。あえて内部者取引を特徴付けるとすれば、自己の有する未公開情報を開示しなかったという点のみである。従って、規則10b-5に基づいて内部者取引を禁止するためには、未公開情報の開示義務違反が「詐欺」に該当するという構成を取らざるを得ない³⁾。我が国の証券取引法旧58条は、アメリカの1934年証券取引所法10条b項及び同規則10b-5を範とするものである⁴⁾。この「詐欺」概念の特殊性が、条文の抽象性と相まって⁵⁾、内部者取引の禁止規定として旧58条が機能することを妨げたものと思われる。同様のことは、旧58条の枠組みを引き継ぐ現行の157条にも該当すると言えよう。

第2の方法は、個別の類型を定めて内部者取引を規制する方式である。この方式の代表的な例として、内部者取引規制に関する1989年11月13日のECディレクティブやフランスにおける内部者取引規制等が挙げられる⁶⁾。そして、我が国の166条及び167条も、基本的には同様の規制方法を採用している⁷⁾。その点で、証券取引法全般においてアメリカ法の強い影響を

2) Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets : Who is Harmed, and Who can Sue Whom under SEC Rule 10b-5 ?*, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1248 (1981).

3) 同上。なお、この開示義務の法的根拠をめぐって、判例や学説の見解が対立することとなる。アメリカの判例法の展開については、以下を参照。

R. Jennings, H. Marsh, J. Coffee & J. Seligman, *SECURITIES REGULATION*, 1124-1129 (8th ed. 1998).

4) 堀口 亘『新訂第2版・最新証券取引法』572頁(平成7年)。

5) 旧58条が刑罰規定として漠然とし過ぎていることを指摘するものとして、鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法〔新版〕』555頁(昭和59年)。

6) フランス語には、内部者(insider)に対応する文言がないとの指摘もある(例えば、井上 明「諸外国における規制の状況 -フランス-」『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究』金融商事判例増刊号806号72頁(昭和63年))。しかし、“initié”という文言の射程は、講学上使用する「内部者」という用語とほぼ一致する。そこで本稿では、“initié”の訳語として「内部者」という文言を使用する。

受けつつも、内部者取引規制において異なる方式をした我が国の法制を検討する上でも参考になるものと思われる。

ところで、内部者規制の枠組みにおいて中心的な概念となるのが、規制を受ける者の範囲とその規制対象となる情報である。本稿では、規制対象となる情報の概念をその分析対象とする。そこで、まず内部者取引規制に関する EC ディレクティブを概観することとする。そして、フランスにおける内部者取引規制における情報の概念を分析・検討することにより、我が国の規制の在り方を再考するための1つの視座を得ることを目的とする。

2. 内部者取引規制に関する EC ディレクティブについて

内部者取引に関する規制を調整するのが、1989年11月13日の EC ディレクティブである⁸⁾。上記ディレクティブの前文（以下、ディレクティブ・前文とする）によれば、内部者取引規制の必要性について次のように述べている。まず、流通市場は、企業等が資金調達を行う上で重要な意義を有していることを確認している⁹⁾。また、流通市場の円滑な運営を確保するためには、投資者の市場に対する信頼が重要な要素となることを指摘している¹⁰⁾。この信頼を確保するためには、投資者が平等の立場にあり、特権的情報(後述)の不正使用から保護されていることが必要であるとする¹¹⁾。そして、内部者取引は、他の投資者と比して、一定の者に利益を得させるもの

7) 我が国の内部者取引規制の方式がイギリスやフランス型に類似することを指摘するものとして、小林成光「証券取引法—内部者取引」『昭和商法学史(岩崎先生追悼)』543頁(1996年)。

8) Directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989. 以下、ディレクティブのフランス語版を基準とした。なお、邦訳として、「(資料)EC インサイダー取引規制調整のための理事会指令(89/592/EEC)」商事法務1205号20頁以下を参照。

9) Directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989.

10) Ibid.

11) Ibid.

であるから、上記取引は、投資者の市場に対する信頼を害し、ひいては、市場の円滑な運営も阻害することとなるとしている¹²⁾。ディレクティブ・前文の立場を換言すれば、次のようになろう。内部者取引は、情報に対するアクセスにおける投資者間の平等性を侵害し、取引の公正さを確保するために必要な投資者に提供される情報の「質」をも害することとなる¹³⁾。とりわけ、投資者間の機会の平等が害されると、証券市場が適正に機能するために不可欠となる投資者の市場に対する信頼が損なわれることとなる¹⁴⁾。つまり、内部者取引は投資者の市場に対する信頼を害するので、そのため市場機能をも阻害するというのである。そこで、投資者保護の観点から内部者取引を禁止することにより、市場が機能するための前提条件を確保しようとしているのである。

ところで、ヨーロッパにおける内部者取引規制の目的に関する見解は、(a)発行者である会社の保護と解する立場、(b)市場の保護と解する立場、及び(c)情報の保護と解する立場の3つに分類することができる¹⁵⁾。ここで、これらの見解の骨子を概観することとする。まず、内部者取引規制の目的を

12) Ibid.

13) L'article 3 de la convention du Conseil de L'Europe sur les opérations financières des «initiés» ouverte à la signature le 20 avril 1989, *Rev. sociétés* 1990, p.108 を参照。また、H. Calvet, 《La Directive du Conseil des Communautés Européennes relative aux opérations d'initiés》: *JCP* 90, éd. E. II, 15924, p.760 を参照。

14) I. Pingel, 《Les Opérations d'initiés en droit communautaire》: *JCP* 91, éd. G., I, 3515, p.237.

15) A. Viandier, 《The Legal Theory of Insider Regulation in Europe》dans Hopt et Wymeersch (sous la direction de), *European Insider Dealing*, Butterworths, 1991, p.57. また、スイス法における内部者取引規制の目的に関する議論については、P. Lascoumes et R. Sansonetti, 《Les intérêts protégés par la nouvelle loi fédérale sur les opérations d'initiés》: *SJZ*, 1988, p.221 を参照。なお、この規制目的に関する議論は、内部者取引に対する規制アプローチにも影響するものと思われる。規制アプローチの分類とその分析については、藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」『商事法の展望（竹内先生追悼）』576頁以下（平成10年）を参照。

証券の発行者たる会社の保護と解する見解は、ある会社の特権的情報 (privileged information) が利用されることにより、その影響を免れ得ない当該証券の発行者たる会社の価値を保護しようとするものである¹⁶⁾。換言すれば、会社に対して信認義務を負う者がその地位に基づいて特権的情報を得た場合、その者が当該情報に基づいて証券取引を行うことは信認義務に違反することとなる¹⁷⁾。このような行為は、会社に損害を被らせる危険性がある。例えば、取締役等が特権的情報を利用して証券取引を行うことは、会社が当該情報を企業秘密として開示せずに業績競争に利用する機会を失わせ、会社に損害を被らせる危険性がある。内部者取引規制の目的を会社の保護に求める見解は、内部者取引による会社への損害を防ぐ趣旨であるものと思われる。次に、内部者取引規制の目的を市場の保護に求める見解を要約する。それによれば、市場の保護は、市場の効率性を確保する側面と行為者の平等性を確保する側面とに大別される¹⁸⁾。市場参加者の平等性を確保するために、発行者による情報の適時且つ適切な開示と未公開情報に基づく取引を禁止することが必要となる¹⁹⁾。このことは、市場のインテグリティに対する投資者の信頼を維持することに資する²⁰⁾。この見解の趣旨は、投資判断に影響する情報に対するアクセス機会における市場参加者間の平等を図ることにより、市場の効率性を高めるものと思われる²¹⁾。内部者取引に関する規制を調整するディレクティブ・前文の立場も、この

16) A. Viandier, op. cit., p. 58.

17) Ibid. を参照。

18) Ibid., p. 60 を参照。また、P. Lascoumes et R. Sansonetti, op. cit., p. 227 を参照。

19) Farrar's Company Law, 366 (2nd ed. 1988).

20) 同上。

21) 市場機能に関する効率性について、制度効率性、取引効率性、及び配分効率性の3つに分類する見解もある。詳細については、以下を参照。

黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任」法学協会雑誌106巻1号104-105頁 (1989年)。

F. Kübler, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl. Heidelberg 1998, S. 390f.

見解に属するとされている²²⁾。後述するように、ディレクティブ1条1号によれば、内部者取引規制の対象としての情報は、相場に著しい影響を及ぼし得るものでなければならない。このことにより、ディレクティブにおける規制の趣旨の1つが、市場の保護にあることは否定できないと考える²³⁾。

また、内部者取引規制の目的を情報の保護に求める見解は、情報の「財産的」価値に着目する²⁴⁾。このような価値を有する情報は、法的な保護の対象となり得るとする²⁵⁾。ある未公開の特権的情報が開示されるまで、当該情報の所有者は、情報のいかなる私的使用権も有しないとする²⁶⁾。そのため、証券取引に関する情報は、公的な目的にのみ使用できるとする²⁷⁾。従って、当該情報に基づく取引の断念又は当該情報の開示のいずれかを選択する他ないのである²⁸⁾。この見解は情報の私的利用を認めないので、情報開示制度の枠外で行われる情報伝達行為そのものを規制する必要性がある。そのため、特権的情報の伝達行為そのものを禁止する制度を採用したフランスの内部者取引規制の目的は、情報の保護に求められるとする見解も主張されている²⁹⁾。そうであるなら、情報伝達行為を禁止する規定(3条)を有するディレクティブも、このような情報の保護もその目的に含んでいると解し得る余地がある。

次に、本稿の分析対象である情報について概観することとする。ディレクティブにおいて、内部者取引規制の対象となる情報について規定しているのが、1条1号である。それによれば、規制対象となる情報(特権的情報: *information privilégiée*)の性質は、(1)正確な情報であること(以下、

22) A. Viandier, *op. cit.*, p. 60.

23) *Ibid.*, p. 61 を参照。

24) *Ibid.*

25) *Ibid.*

26) *Ibid.*, p. 62.

27) *Ibid.*

28) *Ibid.*

29) *Ibid.*

正確性の要件とする)、(2)未公開情報であること、(3)当該情報が公開されることにより、相場に著しい影響が生じうる情報であること(以下、相場変動の要件とする)、の3つであるとされている³⁰⁾。(1)正確性の要件は、当該情報の内容たる事象が内部者取引規制の対象として十分に正確なものであることを要求するものである。これにより、単なるうわさを規制対象である特権的情報から排除することができる³¹⁾。もっとも、この要件を立証することの困難さは容易に想像し得るところであるが、ある情報の取得と内部者の取引とが時間的に切迫しているという事実は、当該情報が正確性を具備していることの証左であるとする見解も主張されている³²⁾。また、内部者取引規制において、すべての未公開情報を特権的情報として把握する必要性はないため、(3)相場変動の要件、つまり当該情報が公開されることにより、相場に著しい影響を及ぼし得る情報であるという要件が必要とされている³³⁾。この点に関して、当該情報と市場価格の変動との間に排他的な因果関係がなくとも、価格に対する影響可能性のみで足りると解する見解もある³⁴⁾。いずれにせよ、ディレクティブ・前文の視点は、投資者保護を図ることにより市場が機能するための前提条件を確保しようとしているのであるから、規制対象たる情報も、市場に結び付けて理解している。即ち、市場価格に著しい影響を与え得る情報のみを規制対象としている。

上記のことを小活することとする。ディレクティブ・前文の立場は、情報アクセスにおける投資者間の平等を害する内部者取引を規制することにより、証券市場が適正に機能するための前提となる投資者の市場に対する信

30) Ibid. なお、我が国の証券取引法施行令30条は、公表時期は画一的に処理している。そのため、情報の未公開性については触れないこととする。

31) H. Calvet, op. cit., p. 762. 荒谷裕子「ECにおける内部者取引の規制〔上〕」商事法務1280号22頁(1992年)。

32) 同上。

33) E. Gaillard et I. Pingel, 《Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne》: *Rev. trim. dr. europ.*, 1990, p. 334.

34) H. Calvet, op. cit., p. 762. なお、荒谷・前掲註(31) 22頁を参照。

頼を確保し、もって証券市場の機能を保護するものである。つまり、ディレクティブ・前文は、投資者の証券市場に対する信頼を保護することにより市場機能を保護することが、内部者取引規制の目的であるとするのである。他方、ディレクティブには情報伝達行為を禁止する規定(3条)がある。そのため、未公開情報の保護もディレクティブの目的に含んでいると解し得る余地もある。そして、内部者取引規制の対象となる特権的情報の性質は、(1)正確な情報であること、(2)未公開情報であること、(3)当該情報が公開されることにより、相場に著しい影響が生じうる情報であることの3つであるとされている(ディレクティブ1条1号)。(1)正確性の要件は、当該情報の内容たる事象が内部者取引規制の対象として十分に正確なものであることを要求するものであり、単なるうわさを規制対象である特権的情報から排除する機能を有している。ある情報の取得と内部者の取引とが時間的に切迫しているという事実は、当該情報が正確性を具備していることの証左であるとすれば、この要件の立証はある程度容易なものとあろう。また、すべての未公開情報を特権的情報として内部者取引規制の対象とする必要性はない。そのため、(3)相場変動の要件が必要となるのである。

3. フランスにおける規制

(1) 規制の目的

フランス法において、内部者取引規制によって保護される法益に関する論争は顕在化していないとされている³⁵⁾。基本的には、前述したヨーロッパにおける内部者取引規制の目的に関する議論が妥当するものと思われる³⁶⁾。即ち、内部者取引規制の目的を、(a)発行者である会社の保護と解する立場、(b)市場の保護と解する立場、及び(c)情報の保護と解する立場の3つ

35) D.Gronstedt, *Zentrale staatliche Börsenaufsicht und Insiderrecht - Erfahrungen mit der französischen Börsenkommission*, München 1995, S.155.

36) 同上 S.155ff を参照。

に分類するのである。そもそも、フランスにおける初期の内部者取引規制は、1966年7月24日商事会社法 (Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966) 旧162条ノ1が定める者に、証券取引委員会 (Commisson des Oprérations de Bourse) に対する株式売買の届出義務を課すというものであった³⁷⁾。この制度は、「内部者」が行う株式の取引に対する監視権限を証券取引委員会に与えることにより、「内部者」がその地位に基づいて不正な利益を得ることを防止するものである³⁸⁾。その趣旨は、株主間における機会の平等を確保することであったとされている³⁹⁾。しかしその後、この規定は規制の実行性について疑問があるとして⁴⁰⁾、行為類型を定めて規制する1967年のオルドナンス (Ordonnance n°.67-833 du 28 septembre 1967) 10条の1に基づく規制へと転換されることとなる。その後、数次の改正を経て現在の規定となっている⁴¹⁾。後述するように、オルドナンス10条の1の規制を受ける人的範囲は、会社関係者のみに限定されてはいない。そのため、フランスの内部者取引規制の目的が、証券の発行者たる会社のみを保護する趣旨であるとは考えにくいであろう。フランスにおいても、オルドナンス10条の1に基

37) P. Didier, *Droit commercial*, tome 3, PUF, 1993, p. 155. なお、この点については、すでに詳細な紹介と検討がなされている。以下の文献を参照した。

荒木 正孝「フランス法における会社機密関与者の株式取引規制」国際商事法務1巻118頁以下 (1973年)。

江頭憲治郎「フランスにおける内部者取引の規制」証券研究41巻148頁以下 (1975年)。

荒谷 裕子「フランスにおける機密関与者の株式取引の規制 (一)」法学45巻4号593頁以下 (1981年)。

38) P. Tourneau, «Les actions des dirigeants 《initiés》 des sociétés par actions》: *RTD com.*, 1971, p. 595.

39) M. Vasseur, «La commission des Opérations de Bourse》: *Banque*, 1969, p. 88. P. Tourneau, *op. cit.*, p. 595

40) 詳細は、荒谷・前掲註 (37) 596～599頁。

41) 1983年の改正については、荒谷裕子「機密関与者による株式取引の規制 — フランス1983年法を中心として —」福岡大学法学論叢30巻2号517頁 (昭和60年) 以下を参照。

づく規制の趣旨は、取引行為者の平等性の確保にあるとする見解もある⁴²⁾。換言すれば、未公開情報に対するアクセス機会の平等を図るため、当該情報が開示されるまで、その情報に基づく取引は禁止される⁴³⁾。このことにより、市場機能を確保するのである⁴⁴⁾。この意味で、フランスにおける規制の目的は、市場機能の保護に求め得る。そして、フランスの規制目的が「市場の保護」から「情報の保護」に移行していることを主張する見解もある。前述のように、オルドナンス10条の1第2項が情報伝達行為を禁止していることに着目して、フランスにおける規制目的は、情報の保護に求められるとする見解も主張されているのである。この点は、内部者取引規制の在り方に関する議論であり、今後の動向が注目される⁴⁵⁾。

(2) 規制の概要

フランスの内部者取引規制は、相場操縦規制と同様に、オルドナンス10条の1と証券取引委員会規則90-08による二元的な規制が行われている⁴⁶⁾。即ち、罰則をもって内部者取引を規制する制度(オルドナンス10条の1)と行政処分によって内部者取引を規制する制度(証券取引委員会規則90-08)という二つの制度があるのである。ところで、本稿は、内部者取引規制における情報を分析・検討するものである。そこで、オルドナンス10条の1における特権的情報の概念を概観した後(後述①)、証券取引委員会規則90-08における特権的情報の概念を概観することとする(後述②)。そ

42) 例えば、P. Merle, *Droit Commercial*, Précis Dalloz, 6^e éd., 1998, n^o 275.

43) R. Bronner, 《La définition du délit d'initié dans la loi pénale française ?》: *Gaz. Pal.*, 1994, p. 57 を参照。

44) *Ibid.* を参照。

45) 我が国の現行法において、共犯となる場合を除いて、情報伝達行為そのものを禁止する規定は存在しない。そこで、この問題については、これ以上詳論しないこととする。

46) フランスの相場操縦規制については、拙稿「フランスにおける『相場操縦』概念に関する若干の考察」青山法学論集40巻3・4合併号(掲載予定)を参照。

の後、これらを検討することとする（後述③）。

①オールドナンス10条の1による規制

オールドナンス10条の1は、一定の者に対して、特権的情報 (information privilégiée) に基づく取引やその伝達行為を禁止している⁴⁷⁾。その違反行為は犯罪を構成する⁴⁸⁾。本条における特権的情報とは、規制された市場において流通する証券の発行者に関する予測若しくは状況、又は規制された市場において上場されている「有価証券 (instruments financiers)」の変動予測を対象とする情報である⁴⁹⁾。この特権的情報の性質について、同条は、未公開であるという性質のみを規定している。しかし、解釈上、特権的情報の性質については、以下の3つの性質を有するとされている。即ち、(1)一定の事実について正確な認識を示すものであること、(2)未公開の情報であること、及び(3)公開することにより相場に著しい影響が生じることの3つ

47) 行為規制を受ける者は、以下のような類型に分かれる。第1の類型は、①(旧型会社の) 社長、副社長、取締役及び②(新型会社の) 取締役会又は監査役会の構成員並びに③(旧型会社における) 取締役又は(新型会社における) 監査役会構成員が法人である場合、その法人の代表者である。また第2の類型は、職務又は業務の際に、発行者についての予測や現状に関する情報又は有価証券 (instruments financiers) についての予測に関する情報を取得した者である。

48) 刑罰は、2年以下の拘禁刑若しくは1千万フランの罰金、又はこれを併科するものとされている。但し、得た利益が先の額を超過する場合は、得た利益の10倍を限度とする罰金が科せられることとなる。

49) 一九九六年改正以前のオールドナンス10条の1の邦訳については、荒木正孝「フランス証券取引関係法」政治学論集35号99～100頁(1992年)を参照。なお、“instruments financiers”という文言は、株式等の上位概念である。そのため、「有価証券」と訳するのは、必ずしも適切とはいえない。しかしながら、規制範囲を画する概念であるから、その点では日本法の「有価証券」概念と類似している。そこで、本稿においては、“instruments financiers”を「有価証券」と訳出することとする。“instruments financiers”の詳細については、以下を参照。

H. La Nabasque et P. Portier, 《Les instruments financiers》 dans Bonneau (sous la direction de), *La Modernisation des Activités financières*, GLY JOLY, 1996, n° 49.

である⁵⁰⁾。これは、ディレクティブ第1条1号にも対応するものである。これらの要件の中で、日本法にへの示唆を得る点で参考となるのは、(1)正確性の要件と(3)相場変動性の要件である⁵¹⁾。

そこでまず、(1)特権的情報における正確性の要件について概観することとする。この要件は、条文上要求されているものではない。そのため、当該要件を課すことにより、立法者が禁止すべきと考えた不正な取引を不問に付する虞れがあるという批判もあった⁵²⁾。しかし、ディレクティブにおいて正確性の要件が明文で要求されているので、この要件を不要とすることはできないと解されている⁵³⁾。ところで、正確性の要件は、うわさや不正確な情報を排除する機能があるとされている⁵⁴⁾。そもそも、うわさに基づく証券取引も投機の一つであろう。フランス法においても、すべての投機行為が違法とされているわけではない。詐欺的な性質を帯びる投機や市場に人為的な影響を与える投機のみが、違法な投機行為として禁止されているのである⁵⁵⁾。そのため、うわさのように不確実な情報に基づいて証券取引を行うことにより損失を被っても、それはまさに当該投資者の自己責任に帰すると考えられているものと思われる。そうであるなら、うわさや不正確な情報を排除する機能を有する正確性の要件が必要となるのである。

それでは、この要件において、どの程度の情報に関する正確性が必要となるのだろうか。パリ控訴院の裁判例によれば、「業績が悪化している」と

50) P. Didier, *Droit commercial*, tome 3, op. cit., p. 153 ; E. Gaillard, 《Le droit français des délits d'initiés》 : JCP, 1991, éd. G., I, 3516, n° 5.

51) 情報の未公開性という要件に関して、フランス法においては、情報が公になる時点をめぐって議論がなされている。しかし、我が国の証券取引法施行令30条により公表時期は画一的に処理される。そのため、日本法に対する示唆という点では重要性に乏しいので、これ以上詳論しないこととする。

52) A. Tunc, 《La lutte contre les opérations d'initiés. Neuf ans d'expérience》, *Mélanges Rodière* 1981, p. 337.

53) E. Gaillard, 《Le droit français des délits d'initiés》, op. cit., p. 246.

54) W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, Précis Dalloz, 2^e éd., 1996, n° 114.

55) D. Ponton-Grillet, 《La spéculation en droit privé》 : D. 1990, chr. p. 161.

いう程度の一般的な情報は、当該要件を満たしていないとされている⁵⁶⁾。前述のように、この要件は不確実な情報を排除する機能を有することから、当然の帰結であろう。次に、この正確性の認定は、抽象的な基準でなされるべきなのであろうか。それとも、行為者を基準として具体的に判断されるべきなのであろうか。この点について、破棄院の1995年6月26日判決が参考となる⁵⁷⁾。同判決は、特権的情報の性質について、該当情報が(1)正確性、(2)機密性と(3)相場への影響可能性を有し、且つ(4)実現された取引を決定づけた因果関係をも有するものであることを要求している⁵⁸⁾。そして、その正確性の認定基準は、客観的な事実によって認定されるべきであり、当該情報入手し利用した行為者の能力を考慮して、情報の正確性を認定すべきではないとする⁵⁹⁾。つまり、形式的判断により、法的安定性を確保する趣旨であると考えられる。仮に、正確性の認定を客観的に判断するとしても、ある情報が特権的情報として必要な正確性をいつ帯びるのか、という問題が生じる。このことは取引禁止期間の始期を画する上でも重要である。一般的には、行為者がある情報に基づいて取引所に早急に注文を発した時が、当該情報が正確性を具備した時点であるとされている⁶⁰⁾。前述したように、ディレクティブの正確性については、ある情報の取得と内部者の取引とが時間的に切迫しているという事実は、当該情報が正確性を具備していることの証左であるとする見解が主張されている。このことを前提にすれば、行為者がある情報に基づいて取引所に早急に注文を発した時、当該情報が

56) TGI Paris, 30 mars 1977, *JCP* 1978, II, 18789, note A. Tunc.

57) Crim. 26 juin 1995, *JCP* 1996, éd. E., I, 766, obs. A. Viandier.

なお、上記判決をめぐる問題点については、既に別稿において論じた。詳細は、拙稿《L'information privilégiée dans le délit d'initié》：山口経済学雑誌45巻5号309頁以下を参照されたい。

58) *JCP* 1996, éd. E., I, 766.

59) *Ibid.*

60) C. Ducouloux-Favard, 《Manquement et délit d'initié》：*D.* 1992 Chron., p. 199.

正確性を具備したと解することも肯首できる。また正確性という要件との関連において、規制対象となる特権的情報は、その情報の内容たる事象の発生が確実であることが必要であるか否かが問題となる。この点について、このような確実性は不要であると解されている⁶¹⁾。また、特権的情報により行為者が利益を得る確実性をも必要とはされていない⁶²⁾。当該情報の価格への影響は、相場変動性の要件で考慮すれば足りることを鑑みれば、このような解釈も可能であると考えられる。そうであるなら、正確性の要件は、当該情報の内容たる事象について、発生の蓋然性があれば足りると解し得るであろう。

次に、(3)相場変動性の要件を触れることとする。この要件は、規制対象となる特権的情報は、公表されることにより相場に著しい影響を及ぼし得るものでなければならないとするものである。この要件は、前述のように、内部者取引規制に関するディレクティブ1条1号が要求する要件であり、先に触れた破棄院判決もこの要件が必要であることを判示している。市場が機能するための前提要件を確保するのが内部者取引規制であるとするならば、全ての未公開情報が特権的情報となるわけではない。相場に著しい影響を与える情報のみが規制対象となるべきである。そのため、この要件が必要とされているものと思われる。

②証券取引委員会規則90-08による規制

証券取引委員会規則90-08は、内部者取引を禁止する規則である。そもそも、1989年8月2日の法律は、証券取引委員会に対して、規則制定権とその違反行為に対する制裁権を与えるものである⁶³⁾。そして、証券取引委員会の定める規則に違反する行為がある場合、証券取引委員会は違反者に対して行政処分を課すことができる。その処分は、以下の2つである。まず、

61) Etude CNPF, *Délits et manquements d'initiés*, 1995, p.13.

62) W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, op.cit., n° 114.

63) E. Gaillard, *Le droit français des délits d'initiés*, op.cit., p.245.

証券取引委員会は、オールドナンス 9 条の 1 に基づいて、差止命令を発することができる。また、証券取引委員会は、オールドナンス 9 条の 2 に基づいて、違反者に対して、1 千万フラン又は得た利益の 10 倍以下の課徴金の納付を命じることができる⁶⁴⁾。もっとも、証券取引委員会は規則に違反する行為に対して差止めを命ずるためには、オールドナンス 9 条の 1 が定める要件を満たさなければならない⁶⁵⁾。即ち、当該違反行為が、(1)市場機能を歪める場合、(2)不公正な利益を利害関係にもたらず場合、(3)投資者の情報に対する平等若しくは処遇の平等又はその利益を侵害する場合、(4)仲介者がその義務に反して発行者や投資者に利益を供与する場合、のいずれかに該当する必要性がある。ところで、証券取引委員会規則 90-08 は、行為者が不公正な優位性を得て、投資者の情報や処遇に対する平等を侵害する行為を禁止する趣旨であるとされている⁶⁶⁾。従って、上記規則に違反する行為に対しては、オールドナンス 9 条の 1 に基づいて、差止命令を発することができることとなる。また、証券取引委員会は、オールドナンス 9 条の 2 に基づいて、違反者に対して課徴金の納付を命じることができるのである。

同規則 1 条は、規制対象としての特権的情報を規定している。それによれば、特権的情報の対象は、発行者、証券、譲渡性の先物契約又は相場のある金融商品に関するものである。そして、その情報は、(1)未公開であること、(2)正確であること、及び(3)公表されることによりその相場に影響を及ぼし得ることが必要であるとされている。正確性の要件は、オールドナンス 10 条の 1 の場合と同様に、うわさを排除する機能があるとされている⁶⁷⁾。他方、当該情報が公表されることにより相場に影響を与える可能性があれ

64) なお、この課徴金の納付を命じる前提として、差止命令違反行為が必要であるとする見解と不要であるとする見解が対立している。この点については、荒谷裕子「フランスの証券取引委員会（下）」商事法務 1307 号 11 頁（1992 年）を参照。

65) J.-H. Robert, 《Le manquement d'initi (commentaire du règlement n.90-08 de la Commission des opérations de bourse)》: *Dr. sociétés* déc.1990, p.2.

66) E. Gaillard, 《Le droit français des délits d'initiés》, op.cit., p.245.

67) *Rapport annuel COB 1990*, p.96.

ば、その情報は正確性の要件を満たしているとされている⁶⁸⁾。同規則は、(2) 正確性の要件と(3)相場変動の要件とが相関性をもって把握されている点にその特徴がある。また、条文上、情報の確実性という要件は存在していない。オールドナンス10条の1の場合と同様に、情報の確実性という要件が必要か否か、ということも問題となろう。この点について、証券委員会は、ある情報が規制対象となる特権的情報に該当するために、情報の確実性は必要ではないとしている⁶⁹⁾。注目されるのは、(3)相場変動の要件が、相場に「著しい影響」を及ぼし得ることではなく、相場に「影響」を及ぼし得ることとなっている点である。この点で、同規則はオールドナンス10条の1が定める要件を緩和している。この相場への影響は、当該情報が公表されることにより相場に影響を与える可能性があれば足りると解されている⁷⁰⁾。

(3)検討

まず、上記のことを小括することとする。フランスにおける内部者取引規制は、オールドナンス10条の1と証券取引委員会規則90-08による二元的な規制が行われている。これらの規制は、取引行為者の情報アクセスの機会の平等を図ることにより、証券市場の機能を確保しようとする趣旨であると解されている。そして、オールドナンス10条の1における特権的情報は、(1)一定の事実について正確な認識を示すものであること、(2)未公開の情報であること、及び(3)公開することにより相場に著しい影響が生じることの3つの性質を有していなければならない。(1)正確性の要件は、判例によれば、客観的な事実によって認定されることとなる。もっとも、情報の内容が確実性を帯びる必要性はないとされている。また、(3)相場変動性の要件は、相場に著しい影響を与える情報のみを内部者取引規制の対象とするための要件である。他方、上記規則1条によれば、特権的情報の性質として、

68) Ibid.

69) Ibid.

70) Ibid.

(1)未公開であること、(2)正確であること、及び(3)公表されることによりその相場に影響を及ぼし得ることが必要であるとしている。基本的にはオールドナンス10条の1と同様であるが、正確性の要件が明文で要求されていること、相場変動性の要件が緩和されていることをその差異として指摘し得る。

ところで、我が国の証券取引法166条2項は、重要事実を列挙している。フランスにおける正確性の要件と同様に、うわさや憶測は、これらの重要事実該当しないと解すべきである。法は詐欺的な性質を帯びる投機や市場に人為的な影響を与える投機のみを違法行為として禁止すれば足り、うわさのように不確実な情報に基づいて証券取引を行うことは損失を被る可能性があるにもかかわらず当該情報に基づいて行われる投機を禁止する必要性は乏しいと思われる。日本法において「事実」であることが要求されている意味も上記のように解すべきであろう⁷¹⁾。とりわけ、1号から3号は具体的に事実を定めているのであるから、これに該当しないものは適用を排除されるべきである。いずれにせよ、うわさや憶測は、166条2項が定める重要事実該当しないと解すべきである。

また、いわゆるバスケット条項たる4号は、「投資判断に著しい影響を及ぼす事実」という要件を定めている。「投資判断に著しい影響を及ぼす」という文言は、次のように説明されることがある。即ち、「通常の投資者が当該事実を知った場合に、当該上場株券について当然に『売り』または『買い』の判断を行うと認められることである。換言すれば、未公表の当該事実を知っている会社関係者が当該上場株券の売買等を行ったとした場合に

71) ちなみに、内部者取引に関するディレクティブを国内法化してドイツ有価証券取引法13条は、この正確性の要件を「事実」という概念に折り込んでいる。詳細は、以下を参照。

Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl., Köln 1999, § 13, Rz. 32 [Assmann].

黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題—内部情報および内部者の定義を中心として—」『商事法の展望(竹内先生追悼)』329頁(平成10年)。

において、その相手方(通常の投資家を考える。)が、当該事実を知っていたならば、当然そのような取引を行わないと認められるようなものであるということである⁷²⁾とされる。ここで、通常の投資者が「売り」または「買い」の判断を行う際の基準が問題となる。多様な要素が考えられるが、当該証券の価格が大きな判断要素となることは明らかであろう。なぜなら、証券取引法は、証券そのものの価値を保証するのではなく、その価格決定を各投資者の投資判断に委ねているからである⁷³⁾。そうであるなら、少なくとも相場がある有価証券の場合、内部者取引規制の対象となる情報は、公表されることにより相場に著しい影響を及ぼし得るものでなければならぬと解すべきであろう。従って、4号は、「投資判断に著しい影響を及ぼす事実」という要件を検討する際には、当該事実が公表されることにより相場に著しい影響を及ぼし得るか否かを考慮すべきであろう。

4. むすび

本稿においては、内部者取引規制における情報の概念を、主にフランス法を参考としながら分析した。そこから、我が国の証券取引法166条2項が定める重要事実には、うわさや憶測は該当しないと解すべきであること、及び同項4号の「投資判断に著しい影響を及ぼす」という要件の判断基準として、当該事実が公表されることにより相場に著しい影響を及ぼし得るか否かを考慮すべきであることが明かとなった⁷⁴⁾。当該情報が相場に著しい影響を及ぼしたか否かを判断するための基準をより具体的に考察するのが今後の課題である。

また、フランスにおいては、行政処分による内部者取引規制というシス

72) 横島祐介『逐条解説・インサイダー取引規制と罰則』119頁(平成元年)。

73) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』5頁(平成7年)を参照。

74) 立法論ではあるが、重要事実に関して類似の結論を示す見解として、黒沼・前掲註(71) 343~344頁。

テムも存在する。監督機関による証券市場の監視と違反行為に対する処分は表裏一体の関係にある。そうであるなら、立法論として、より実効性のある内部者取引規制の枠組みを考慮する際には、フランスのように行政処分による内部者取引規制という方式も参考にすべきであると思われる。

【1999年1月5日・脱稿】

【付記】筆者は、第97回九州法学会春季大会（1998年6月13日開催）において、「内部者取引規制と投資者保護」と題する報告を行った。本稿は、当該報告におけるフランス法に関する部分を大幅に加筆・修正したものである。学会報告に際して、島袋鉄男教授（琉球大学）、森淳二郎教授（九州大学）から御教示を賜った。記して感謝を表する次第である。当然のことながら、本稿における誤謬は、筆者の責めに帰することは言うまでもない。