

## 欧州市場濫用指令の動向について

久保寛展\*

- I. はじめに
- II. ヨーロッパレベルでの資本市場法の動向
  - 1. セグレ報告書とその他の指令
  - 2. 欧州委員会の金融サービスに関する行動計画
  - 3. ラムファルシー (Lamfalussy) 報告書
  - 4. 小括
- III. 欧州市場濫用指令 (Europäische Marktmissbrauchsrichtlinie)
  - 1. 適用範囲
  - 2. 内部者取引に関する規制
  - 3. 市場操縦に関する規制
  - 4. その他の重要な規制
  - 5. 小括
- IV. 結びに代えて

### I. はじめに

内部者取引ならびに相場操縦 (市場濫用) に関する規制は、わが国や米国だけでなく、やはりヨーロッパでも資本市場に対する信頼を損なう行為であると認識され、かつ強化されている。前者の内部者取引について、たとえば

---

\* 福岡大学法学部

英国、ドイツ、フランス、イタリア、スイスのような各国でも内部者取引の禁止の必要性は認識されていたといえるし<sup>(1)</sup>、さらにこの認識は1989年に内部者取引指令<sup>(2)</sup>によってほぼ確立されたといえよう。これに対して、相場操縦については各国で判例法理によりまたは単に罰則をもって規制していたにすぎない<sup>(3)</sup>。このような規制がなされるのは、これらの行為によって投資者の保護が確保されないからにほかならない。しかし、各国が独自にかかる規制を設けても、各国の規制が相違すれば、いわば国際的規模でなされる内部者取引や相場操縦を防止することはできない。その結果、域内市場の公正性ならびに市場に対する投資者の信頼は損なわれることになる。このことから、ヨーロッパ規模で内部者取引および市場操縦のような不公正な取引を防止しようと企図され、一方では、実際に上述した1989年の内部者取引指令の採択を通じて、内部者取引規制を国際的にみて効果的なものに近づけた。しかし他方では、相場操縦の規制にかかる投資者の保護は、その国際的な実現が達成されないでいた。内部者取引の規制と同様に、相場操縦の規制についても投資者保護に不可欠であれば、ヨーロッパ規模での相場操縦の規制も当然に必要となるであろう。かかる趣旨から、2003年1月28日に、ヨーロッパ金融市場の健全性(Integrität)を確保し、ヨーロッパにおける市場濫用を抑制するための規制を設け、かつヨーロッパ金融市場に対する投資家の信頼を一層強化することを目的に種々の過程を経て、市場濫用指令(Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch))<sup>(4)</sup>が制定された。これにより、これまで懸案事項であった相場操縦についても規制がなされるとともに、さらに内部者取引規制についても、さらなる強化が図られている部分もある。たしかにこの指令の制定により内部者取引指令自体は廃止されたが、おそらくその具体的な内容については多大な興味が抱かれることであろう。

そこで、本稿では、この2003年の指令が、どのような目的を有し、かつど

のような方法によって内部者取引および相場操縦を規制しているのかを解明することにしたい。その際、準備作業として、これまでのヨーロッパレベルでの資本市場法の動向を踏まえながら（II.）、市場濫用指令の内容を概観していくことにする（III.）。

## II. ヨーロッパレベルでの資本市場法の動向

### 1. セグレ報告書とその他の指令

ヨーロッパレベルでの資本市場法は、1966年のセグレ（Segré）報告書<sup>(5)</sup>にさかのぼることができる<sup>(6)</sup>。この報告書では、資本の需給関係の調整を改善するために、ヨーロッパの有価証券市場を統合する重要性が指摘されている<sup>(7)</sup>。たとえば、企業は利用可能な資金源が増大することによって共同市場に適合した規模に成長することが容易となること、共同体内における資金調達の高コストによる企業間の公正な競争の歪曲が緩和されること、投資機会が拡大することによって資本供給の増大が期待されること、狭隘な市場に特有な需給のアンバランスによる波乱を少なくすることなどがあげられている。しかしながら、その後は、資本市場法に関する最初の指令とされる1979年の取引所上場認可指令<sup>(8)</sup>までの13年の間、事実上資本市場法に関する動きはなかったとされる。それでも、投資家の保護および市場の機能の保障は、やはり資本市場法の中心的な原則であると考えられ、今日まで、もっぱら指令を通じて資本市場法の調整がなされているところである。主として、たとえば取引所上場認可指令<sup>(9)</sup>、取引所上場認可目論見書指令<sup>(10)</sup>、内部者取引指令および有価証券販売目論見書指令<sup>(11)</sup>ならびに有価証券サービス指令<sup>(12)</sup>をあげることができよう。また、このうち取引所上場認可指令および取引所上場認可目論見書指令は、2001年5月28日の指令<sup>(13)</sup>によって統合されたことにより、次の事項が保障されなければならないとされている。すなわち、EU（欧州連合）の域内においては、有価証券の公定の価格づけが認可される前に目論見書が公表

されなければならないこと、発行者は、通例、業務活動の展開および財務状況について報告しなければならないこと、各株主の構成を変更する重要事項が公表されなければならないことである。

このような資本市場規制をヨーロッパレベルで調整するための動向は、実務の観点からみれば、非常に歓迎されるべきものと評価されている<sup>(14)</sup>。しかし他方では、指令の最低基準が多種多様なことから、たとえば近年では、ドイツ・テレコム社または EADS 社のようなヨーロッパで株式を新規に売出す場合の実務上の問題点(たとえば目論見書の相互承認)についても指摘されている<sup>(15)</sup>。この問題の原因は、まず各指令の目標について国内法化のみ義務づける、指令による法の制定手続が特殊であること、次に指令の目的と合致する国内法化のコントロールが実際上行われないうことにある。これに対処する方法としては、たしかに欧州司法裁判所の判例により展開された方法があるけれども、ここでは指令を国内法化しないかまたは国内法化が不十分な場合に国家の責任を追及することが考慮されているにすぎず<sup>(16)</sup>、この展開は「かなり切れ味の悪い剣」であるとの指摘がなされている<sup>(17)</sup>。実際に次に紹介する1999年5月11日の金融市場の枠組みを国内法化するための欧州委員会の金融サービスに関する行動計画 (Aktionsplan Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens)<sup>(18)</sup>においても、1989年の有価証券販売目論見書指令に基づく目論見書の相互承認は、各国の付随義務により行われるにすぎないことが強調されているので、国内法化が不十分になることは否定できないであろう。

## 2. 欧州委員会の金融サービスに関する行動計画

1998年6月のカーディフ (Cardiff) における欧州閣僚理事会による要請に基づくこの行動計画自体は、金融サービスについてヨーロッパ域内市場を包括的に実現することを目的とするとともに、単一ヨーロッパ資本市場に関す

る重要な指令に基づく措置についても定めている。たとえば、①上述した問題点に対処するための目論見書の効果的な相互承認に関する取引所上場認可目論見書指令および有価証券販売目論見書指令の修正、および②市場操縦に関する指令である。①について、行動計画では、まず法の制定手続の不都合に対処するために、目論見書の相互承認に関する諸規制については FESCO (Forum of European Securities Commissions : 欧州証券委員会フォーラム) の準備作業に依拠することになる旨が定められた。この FESCO は、EU の 15 の加盟国ならびにアイスランドおよびノルウェーの有価証券監督庁から構成され<sup>(19)</sup>、1997 年 12 月 8 日に創設された機関であるが、目論見書の相互承認のために FESCO が果たす役割は非常に重要であったと考えられている。なぜなら、FESCO は、これらの構成国における監督官庁の間の協力関係に基づいて単一ヨーロッパ資本市場を創設することが要請されたことから、欧州委員会による指令の提案を可能にするために、その実体法的枠組みを提示したからである。その結果、現在のところ、目論見書の分野については、2001 年 1 月 17 日に FESCO が公表した「発行者のためのヨーロッパ・パス—欧州委員会に対する報告書— (Ein europäischer Pass für Emittenten — Ein Bericht an die EU-Kommission —)」に基づき、取引所上場認可目論見書指令および有価証券販売目論見書指令を改訂する形において、欧州委員会により指令案が出されている<sup>(20)</sup>。次に、市場濫用の分野については、主として FESCO の 2000 年 9 月 15 日の協議文書である「安定操作と割当て (Stabilisation and Allotment)」、ならびにこれに関する 2001 年 6 月の第二次協議文書に基づき<sup>(21)</sup>、欧州委員会により市場操縦に関する指令案が出されている。このことからみても、FESCO による指令草案の準備作業が非常に重要性を有するといえるであろう<sup>(22)</sup>。

### 3. ラムファルシー (Lamfalussy) 報告書

(5)

ヨーロッパレベルで最適な形において法を制定するための措置は、資本市場法の分野においても同様である<sup>(23)</sup>。なぜなら、資本市場法においても法の制定過程には問題点が多いからである。すなわち、立法までのスピードの遅さ、市場の変化に対する柔軟性の欠如、EUの金融法制自体の曖昧さなどがあげられる<sup>(24)</sup>。そこで、2001年2月15日の単一ヨーロッパ資本市場の創設を促進させるためのいわゆるラムファルシー報告書<sup>(25)</sup>では、とくに法の制定手続の改正も要請されている。これによれば、新たな法の制定は、次の4段階の過程を経てなされることになる<sup>(26)</sup>。つまり、第1に大枠の原則の策定、第2に法案の技術的詳細の確定、第3に加盟国における実施、最後に法の執行である。

第1段階では、新たな個別立法提案の政治原則とその大枠を確定するために、次の3つの過程を経る。①欧州委員会が新たなEUの法律を必要と考えた場合、まず市場参加者、証券発行企業、投資家等に諮問して、それらの見解を集約する。②次に欧州委員会は、欧州議会と閣僚理事会に正式な提案を行う。③最後に欧州議会と閣僚理事会の共同決定手続により、大枠の原則と実施権限が明記された指令を採択する。

第2段階では、第1段階での大枠に従って実施する際の技術的詳細が確定される。このために、規制機関としてのESC (European Securities Commission：欧州証券委員会)ならびに旧FESCOが負っていた任務を承継した諮問機関としてのCESR (Committee of European Securities Regulators：欧州証券監督者委員会)が設置される<sup>(27)</sup>。ここでは、①まず欧州委員会がESCに諮問し、次にCESRに対して第1段階での法律の実施にかかる技術的措置について助言を求める。CESRは、市場参加者・投資家等の意見に基づき欧州委員会に助言する。②欧州委員会は実施措置案を作成し、その案をESCに提出し、ESCがその可否について採決を行う。③欧州議会は最終法案を審議し、1ヶ月以内にその法案が第1段階で定められた実施権限を逸脱していないか

チェックする。欧州議会が不適当と認めた場合には、欧州委員会はその提案について再検討を行う。④以上の過程を経て、欧州委員会が実施措置を採択する。この第2段階での手続は、とくに「コミトロジー手続（Komitologie verfahren）」ともいわれている。

第3段階は、CESRが第1および第2段階で決定された法律をEU加盟国に実効的かつ公正に実施する過程である。そのために、CESRは、各国監督当局を代表するメンバーが緊密に協力することが重要となる。その際、CESRは、①各国のレベルで法制化が行われる際の具体的問題について、一貫したガイドラインを策定し、②法律の解釈について勧告を行い、法律でカバーできなかった事項について共通の基準を示し、③各国での実施状況を比較検討し、④政策評価を行う。

第4段階は、法律が適切に遵守されているかどうかについて、欧州委員会が中心となり監視する過程である。

これらの手続から明らかなように、市場参加者とその他の利害関係者との間の協議には特別な意義があるだけでなく、さらにEUの有価証券委員会および加盟国の有価証券監督庁の役割が非常に重要となる。また、CESRが、EUにおける法の制定にも直接的な影響を及ぼすことが期待できるとされる。このような手続により、EUによる証券立法および政策実施過程は、時代の変化に迅速に対応できる柔軟性を備えることになったといわれている<sup>(28)</sup>。

その他にも、ラムファルシー報告書によれば、ヨーロッパ資本市場の規制に欠けているものが掲げられている<sup>(29)</sup>。とくに目論見書の相互承認および取引所への上場認可に関する規制の改正を、遅くとも2003年までに定めるという厳しい日程が勧告されているが、その実現の可能性は明らかでない。

#### 4. 小括

このように、ヨーロッパレベルでの資本市場法制は、セグレ報告書から始

まり、その後指令を通じて各加盟国に国内法化されてきた。近年では、1999年5月11日の欧州委員会の金融サービスに関する行動計画が非常に重要であり、ラムファルシー報告書における措置についても、実質的にみれば、欧州委員会がこの行動計画に適合させたものであるとされる。欧州委員会は、この行動計画を実行するための次の措置として、目論見書に関する指令案とならんで、市場濫用に関する指令案も提示するにいたった。本稿は後者の市場濫用に関する指令について言及することを目的とするが、それでは、この市場濫用に関する指令とは、どのような内容なのか。以下、草案から制定の過程を含め、章を改めてみていくことにしたい。

### Ⅲ. 欧州市場濫用指令 (Europäische Marktmissbrauchsrichtlinie)

金融市場の国際化ならびにその統合の方向性は、ヨーロッパにおいても例外ではない。このことから、欧州閣僚理事会は、リスボン会議において、2005年までにヨーロッパ金融市場を統合するという目標を設定すると同時に、次いでストックホルムでは、その実現の可能性は明らかでないが、2003年末までに統合された有価証券市場を創設するという目標を掲げている。このような単一金融市場の創設によって、ヨーロッパでも、中小企業の資本調達コストの低下だけでなく、多様な金融商品の提供による消費者利益の向上が企図されている。しかしながら、このような利点は、単一金融市場が同時に適切な規制や監督に服する場合にのみ、効果的に実現させることができる。上述した金融サービスに関する行動計画ならびにいわゆるラムファルシー報告書によれば、「機関投資家や仲介業者に対して、市場を操作する可能性を封じ込めることにより市場の健全性を高めること」、「投資家の信頼を促進するための共通の行為規範を確立すること」は、すでに中心的な目標であると宣言されている。そこで、近年では、これらの目標を具体化する措置として、2001年5月



30日に欧州委員会により、いわゆる市場濫用（相場操縦および内部者取引）指令案が提示された（いわゆる委員会草案）<sup>(30)</sup>。この指令案の策定は、上述の行動計画ならびにラムファルシー報告書における中心事項の一つであるといわれている。本指令案は、欧州経済金融閣僚理事会においては2001年12月13日の会議ですでに政治的な合意に達したが、この迅速な合意は、2001年9月11日のアメリカのテロ事件に関連して、立法計画の手續が促進されたからにほかならない。さらに、委員会草案は、欧州議会において、2002年3月14日の第一読会で修正された上、受諾された（いわゆる議会草案）<sup>(31)</sup>。この議会草案は、2002年2月27日に、欧州議会の経済通貨委員会がロベルト・ゲッベルス（Robert Goebbels）を通じて提示した報告書（ゲッベルス報告書）<sup>(32)</sup>に基づいているとされる。ゲッベルス報告書は、委員会草案に対して全部で74項目の変更事項を定め、欧州議会が若干の変更をして受諾されたものである。このような過程を経て、2003年1月28日に制定されたのが、いわゆる市場濫用指令である。本指令によれば、上述の2つの目標がより具体化されている。すなわち、「ヨーロッパ金融市場の健全性を確保すること」、「ヨーロッパにおける市場濫用を抑制するための規制を設けかつ拘束力をもたせること」、および「ヨーロッパ金融市場に対する投資家の信頼を強化すること」である<sup>(33)</sup>。市場濫用は、通常の市場の動向や金融市場の機能に対する市場参加者の信頼を損なうのに適した形態であるが、これらの目的により、若干の加盟国では処罰の対象でしかなかった市場濫用がヨーロッパレベルで統一的な規制に服することになる。なお、これと関連して、これまで適用されていた内部者取引指令は廃止される。それでは、この市場濫用指令によれば、内部者取引および相場操縦という市場濫用に対して、どのような規制がなされているのだろうか。以下では、その内容について、適用範囲、内部者取引に関する規制、相場操縦に関する規制およびその他の重要な規制の順に概観することにする。

## 1. 適用範囲

市場濫用指令（以下、指令とする）の適用範囲については、主として指令の1条および7条ないし10条により、その除外規制が明らかになる<sup>(34)</sup>。まず、政治的理由からなされる貨幣相場または為替相場の取引、加盟国、ヨーロッパ中央銀行機構、国内の中央銀行またはその他の公的に委託された機関、もしくはこれらの計算で取引する施設による公的債務の管理の範囲内においてなされる取引については、指令の適用範囲から除外される（指令7条）。この場合、加盟国は、公的債務の管理の範囲内では、この除外規制を州または同様の地域団体にまで拡大することができる。次に、株式買戻政策による自己株式の取引の場合および金融証券に対する相場の固定措置の場合には、指令の禁止規定の適用から除外される（指令8条）。もっとも、かかる取引は、欧州委員会が定める条件である実施措置に合致しなければならない。この場合の自己株式の取引は、たとえばドイツでは株式法上の自己株式の買戻し（株式法71条1項8号）に従い行われる。またアメリカ法のような「セーフ・ハーバー」ルールの定めがないことから、この取引は単に法律要件から除外されるにすぎないものか、または単なる正当化事由として分類されている<sup>(35)</sup>。いずれにせよ、これらの場合には、内部者取引の禁止および市場操縦の禁止違反に基づき訴追されることも、所轄官庁により制裁が科されることもない。他方では、株式の買戻しまたは相場の固定措置に隠れて、許容されない行為が行われる危険性があることは否定できない<sup>(36)</sup>。このことから、欧州委員会が定める実施措置がとくに重要になるとされる。

次に、物的適用範囲が定められる（指令9条）。これによれば、規制市場での取引について少なくとも一つの加盟国において上場が認可されているか、または相応の上場認可申請がなされた一切の金融証券が対象となる。取引自体が実際に当該市場でなされているか否かは重要でない。この場合の金融証券とは、有価証券サービス指令における一切の有価証券をいう（指令1条3

号)。個別的にみれば、金融証券として次のものがあげられる。すなわち、有価証券共同投資機構に対する持分 (Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren; OgAW)、金融市場証券、等価現金決済証券 (gleichwertiger bar abgerechneter Instrumente) を含む金融先物契約 (Futures)、金利先渡取引 (Forward Rate Agreement)、金利および通貨スワップ、ならびに株式または株価指数に基づくスワップ (Equity-swap)、等価現金決済証券を含む、この分類に属する一切の証券上の売買オプション (とくに通貨および金利オプション)、商品デリバティブならびに規制市場での取引について一加盟国において上場が認可されたか、またはかかる市場での取引について上場認可申請がなされたその他一切の証券、である。

さらに、場所的適用範囲が定められる (指令 10 条)。この指令が定める禁止および要請は、一方では、加盟国の統治権内または外国において行われる行為で、かつ加盟国の統治権内にあるかまたは運用されている規制市場での取引について上場が認可されているか、もしくはかかる市場での取引について相応の上場認可申請がなされた金融証券にかかる行為にまで及ぶ。他方では、加盟国の統治権内において行われる行為で、かつ一加盟国における規制市場での取引について上場が認可されているか、またはかかる市場での取引について相応の上場認可申請がなされた金融証券にかかる行為が含まれる。この点については、たとえば 1 条で適用範囲に関する諸規定を統合することが望ましく、その限りでは、議会草案の構成は失敗であるとの指摘もなされている<sup>(38)</sup>。

## 2. 内部者取引に関する規制

(1)内部情報 市場濫用指令の施行と同時に、1989 年の内部者取引指令は廃止される (指令 20 条)。市場濫用指令では、まず「内部情報 (Insider-Information)」について定める。「内部情報」とは、一または複数の金融証券

の発行者もしくは一または複数の金融証券に直接または間接にかかるもので、かつ公表されれば当該金融証券の相場またはこれに関係するデリバティブ金融証券の相場に重大な影響を及ぼしがちである<sup>(39)</sup>、確実性を有する未公表の情報<sup>(40)</sup>をいう（指令1条1項）。その定義自体は、ほぼ内部者取引指令の定義と一致する。この場合の確実性を有する情報とは、議会草案によれば、具体的な個々の事物（Einzelheit）かまたは高度な蓋然性をもって将来に発生する出来事をいい（議会草案1条1号b）、公表された場合の情報とは、伝統的メディアまたは電子メディアを通じて普及される情報をいう（議会草案1条1項c）。ただし、当該発行者または金融証券に関する情報については、間接的な関連性を有すれば足りる。また、「これに関係するデリバティブ金融証券」については、単なる宣言の性質を有するものにすぎないとされる<sup>(41)</sup>。なぜなら、むしろ、この場合には金融証券を定義する指令1条3項の「金融証券」が重要であるからであるとされる。

さらに、適用範囲は、固有の定義が設けられた商品デリバティブにも及ぶ。それによれば、商品デリバティブに関する「内部情報」とは、一または複数の当該デリバティブに直接または間接にかかるもので、かつ当該市場で許容された実務と合致した情報を当該デリバティブが取引される市場の参加者から受けることを期待される、確実性を有する未公表の情報をいう（指令1条1項）。ここで特徴的なのは、上述の内部情報の定義と異なり、相場に及ぼす影響という法律要件であるメルクマールが完全に放棄され、市場参加者である市場の利用者の視点が考慮されていることである<sup>(42)</sup>。この場合の「市場で許容された実務」とは、一または複数の金融市場で合理的な判断によれば期待され、かつ欧州委員会により定められるガイドラインに基づき所轄官庁により承認される慣例をいう（指令1条5号）。

(2)内部者取引の禁止　内部者取引を禁止する法律要件は、指令2条1項に定められている。それによれば、内部情報を有する者に対して、その情報を

「使って (unter Nutzung)」、自己または他人の計算で直接または間接にその情報に関係する金融証券を売買する (erwerben oder veräußern) かもしくは売買を企図することが禁止される。このことは、「利用して (unter Ausnutzung)」という法律要件のメルクマールを定めた内部者取引指令とは区別される一方、市場濫用指令における禁止規制では、主観的要素を広く放棄するという欧州委員会の意思と合致するとされる<sup>(43)</sup>。もともと、英語の条文によれば、「その情報を利用して (taking advantage of that information)」に代わり、「その情報を使って (using that information)」という定式が用いられ、より明確に表現されている。ドイツ語の条文では、単に表現的な理由からだけでなく、「用いること (Nutzung)」は、「使用 (Verwendung)」の意味においては指令と同様に解釈できるが、「利用 (Ausnutzung)」の意味においては解釈できないとされる<sup>(44)</sup>。

また、内部者取引指令では、各加盟国は、内部情報を利用して、「事情を知って (in Kenntnis der Sache)」有価証券を売買することが第一次内部者に禁止されていたのに対して (内部者取引指令 2 条 1 項)、市場濫用指令ではもはやこの表現は用いられない。なぜなら、この内部者は、必然的に日々内部情報にアクセスする必要があり、自己が受ける情報の秘匿的な性質を知っているからである<sup>(45)</sup>。

(3) 第一次内部者 内部者取引は、すべての第一次内部者に禁止される (指令 2 条 1 項)。すなわち、発行者の管理機関 (Verwaltungsorgan)、指揮機関 (Leitungsorgan) または監督機関 (Aufsichtsorgan) の構成員として情報を有する者、発行者の資本に参加することによって情報を有する者、または自己の職務、職業または任務に基づき関係する情報にアクセスする必要から情報を有する者だけでなく、犯罪行為に基づき情報を有した者についても、第一次内部者とされるのである。後者の犯罪行為に基づき情報を有した者も含まれるとするのは、2001 年 9 月 11 日のテロ攻撃と関連して、内部者取引がテ

ロリストの領域で生じうることを考慮したものである<sup>(46)</sup>。たとえこれらの者が法人であっても、内部者取引の禁止は、決議に参加して当該法人の計算で取引を行う自然人についても適用される（指令2条2項）。

(4)第二次内部者 市場濫用指令によってはじめて内部者取引を企図（Versuch）することも禁止規制に含まれることになる。しかしながら、このことは、金融証券の売買についてのみ該当するにすぎず（指令2条3項）、それ以外の者に対する内部情報の伝達（weitergeben）および推奨（empfehlen）の禁止（指令3条）には該当しない。このことから、伝達および推奨の禁止については第二次内部者にのみ及ぶにすぎず（指令4条）、第二次内部者であれば無制限に適用されるものである。すなわち、伝達および推奨の禁止は、2条所定の第一次内部者以外の者に適用されることになるのである（第二次内部者）。第二次内部者が有する内部情報は、直接または間接に第一次内部者から生じることは必要ない。ただし、2条所定の第一次内部者以外の者で内部情報を有する者が、この情報が内部情報であることを知っていたか、または知りうべかりしとき（wissen oder wissen müssten）に限る（指令4条）。このことから、過失による行為も適用範囲に含まれることになる<sup>(47)</sup>。

(5)内部者取引の禁止の例外 期限の到来した金融証券の売買義務を履行するために行われる取引については、この義務が内部情報を受ける前に締結された合意による場合には、内部者取引の禁止は適用されない（指令2条3項）。この規制は、まったく当然のように思われるが、どのような種類の「売買義務」であるか、「合意」がどのような法的性質でなければならないのかについては不明確であるとされる<sup>(48)</sup>。ただし、この法律要件は、内部者取引の禁止行為を行う者を通じて、事後的な「合意」（通謀）が第三者と締結され、かつ相応に日付を遅らせることによって、簡単な方法により濫用されるのではないかとの指摘もある<sup>(49)</sup>。

(6)内部情報の開示義務 内部情報を利用して取引する可能性を阻止する

ために、内部情報は可及的速やかに公衆に公表されなければならない（指令6条1項）。職務または職業の行使もしくは任務の履行という通常の業務活動の範囲内において、内部情報を第三者に伝達する発行者、もしくは発行者の委託においてかまたは発行者の計算で取引する者は、完全にかつ実際上も、その情報を意図的に伝達する場合は伝達と同時に、また意図的に伝達しない場合は伝達後即時に、この内部情報を公衆に知らせなければならない（指令6条3項）。これに関連して、これらの者は、労働契約に基づくかまたはその他の方法により、自己のために行為しかつ内部情報にアクセスする者のリストを作成しなければならないが、このリストは、規則的に更新され、所轄官庁の照会に応じて、所轄官庁に伝達されなければならない（指令6条3項）。公表するメディアの種類のような内部情報を開示する技術的方式については、欧州委員会が定める（指令6条10項）。

この「可及的速やかに」（指令6条1項）の文言によれば、適時を定めるのが困難であると思われるが、いずれにせよ、上場を認可された有価証券の発行者は、遅滞なく、新たな重大な事実について公衆に知らせなければならない<sup>(50)</sup>。この場合の重大な事実とは、発行者の活動範囲において発生しかつ一般大衆に知られていないが、発行者の財産状況および財政状況または営業過程全般に影響を及ぼすことにより、株式の相場が相当変更されうることである。この事実は、内部情報と完全に一致するものではない。しかし、いまだ実現にはいたっていないが、適時に公表する必要のある事実関係については内部情報であるとともに、この事実関係は、発行者の活動領域において発生しなければならないものである。この内部情報と重要事実との間の区別はなされていないが、発行者に直接関係するような内部情報にのみ、公表義務を制限している。

(7)経営者による取引（Director's Dealing）に関する規制 一定の内部者による取引（経営者による取引）については報告義務が定められている（指

令6条4項)。これによれば、金融証券の発行者の内部において業務執行の任務を行う者、ならびに場合によってはこの者と緊密な関係にある者は、少なくとも、当該発行者の株式もしくはその株式に係るデリバティブまたはその他の金融証券に付随する一切の自己取引 (Eigengeschäfte) を所轄官庁に報告しなければならない。報告義務を負う者の範囲およびその報告の技術的方式については、欧州委員会がその実施措置を定める (指令6条10項)。

(8)公表義務の猶予 発行者は、内部情報の公表が自己の正当な利益を害する恐れがある場合においては、未公表にしても公衆を誤導することなく、かつ発行者が情報の秘匿性を保証できる限りにおいて、内部情報の公表を自己の責任で猶予することができる (指令6条2項)。この場合、発行者は、遅滞なく、内部情報の公表を猶予した決定を所轄行政官庁に通知しなければならない。

(9)分析情報 (Analysen) の生産と伝達 とくに企業のリサーチ・レポートを作成し公表する投資銀行やその他の金融サービス提供者であるアナリストは、分析情報およびその他の重要な情報の生産および伝達に際して、分析情報を適切な方法により流布することに配慮し、かつその情報にかかる金融証券について利益相反が生じる場合には、これを公表しなければならない (指令6条5項)。分析情報およびその他の重要な情報については、金融証券または金融証券の発行者に関する分析情報、もしくは投資戦略を推奨または提唱するその他の情報が重要となる。

(10)内部者取引の疑いがある場合の情報提供義務 職業上、金融証券を取引する者は、ある取引が内部者取引または市場操縦になるとの正当な理由がある場合には、遅滞なく、所轄行政官庁にその情報を提供しなければならない (指令6条9項)。

### 3. 市場操縦に関する規制



これに対して、市場操縦については、まず市場操縦の概念が定義されるとともに（指令1条2項）、何人にも市場操縦を行うことが禁止される（指令5条）。この場合、市場操縦を行う者の故意または意図は考慮されず、単にその者の一定の行為に基づけば市場操縦が認められることになる。この操縦概念に含まれる行為としては、次の取引および取引委託、ならびに情報の流布があげられる（指令1条2号a）、b）、c）。すなわち、①金融証券の需給関係または金融証券の相場について虚偽または誤導的な表示（Signal）を行うかまたは行う見込みのある取引または売買委託、もしくは、正常でないかまたは人為的な相場水準を目的とする、一人の者または申し合わせて取引する複数の者による、一または複数の金融証券の相場に影響を及ぼす取引または売買委託。ただし、取引を締結したかまたは委託した者が、これについて正当な理由があったこと、およびこの取引または委託が市場で許容された実務に反しないことを証明する場合はこの限りでない、②虚偽の事実を真実とみせかけたか、もしくはその他の技巧または欺罔の形式を使用した取引または売買委託、③金融証券について虚偽または誤導的な表示を行うかまたは行う見込みのある、インターネットを含むメディアまたはその他の方法を介した、とりわけ風評の流布ならびに虚偽または誤導の報道による情報の流布で、この情報を流布した者が、情報が虚偽または誤導であったことを知っていたか、または知りうべかりし場合、である。自己の職業上の資格で（in Ausübung ihres Berufs）行動するジャーナリストの場合には、かかる情報の流布は、自己の職業的地位に適用されるルールを考慮して判断されなければならない。ただし、この者が直接または間接に当該情報の流布を利用するかまたは利得する場合は、この限りでない。

次にこれら3つの基本定義から、とくに以下の3つの具体的な操縦形式が導かれている。すなわち、①一人の者または申し合わせて取引する複数の者が、買付または売付価格もしくはその他の不正な取引条件を直接または間接

に確定する結果、金融証券の需給関係に関する市場支配的地位を確保すること、②終値に基づき取引する投資者が誤導される結果となる取引終了時の金融証券の売買（委員会草案では「取引終値の指定（Marking the close）」といわれる）、③金融証券（または間接に当該金融証券の発行者）に関する評価の表明（Stellungnahme）を通じて、伝統的メディアまたは電子メディアへの随時のまたは規則的なアクセスを利用すること。その場合には、あらかじめ当該金融証券がおかれた状況に触れられ、その後当該金融証券の相場に与える評価の影響が利用される。これは、従来、内部者取引として禁止される、先に自分で証券を売買しておき、当該証券に関して売買を推奨して価格を変動させたうえで反対売買を行って利鞘を稼ぐ、いわゆる「スキヤルピング（scalping）」を包括するものであるとされる<sup>(51)</sup>。

さらに、市場操縦の定義については、欧州委員会がその実施措置を定める（指令1条）。

#### 4. その他の重要な規制

加盟国は、司法官庁の権限に関係なく、この指令により定められる規定の適用のために、監視権限を有する唯一の官庁を指定しなければならない（指令11条）。この官庁は、自己の業務の遂行に必要な一切の監督権限および調査権限を有する（指令12条1項）。その権限は、少なくとも次の権利を内容とする（指令12条2項）。すなわち、①すべての種類の資料を閲覧し、その資料を謄写する権利、②何人にも情報を要求する権利。必要な場合には、その者を召還しかつ尋問する権利、③現地で調査する権利、④既存の記録文書を電話による会話やデータ送信により要求する権利、⑤この指令に基づき定められた規定に違反する措置の防止を規定する権利、⑥金融証券の取引を停止する権利、⑦財物の凍結および（または）押収を申請する権利、⑧職務の遂行の一時的禁止を申請する権利、である。この場合、職務上の秘密に関する域内加盟国の法規

定が妨げられることはない（指令 12 条 3 項）。

また、各加盟国は、この指令に基づき定められた規定に違反する場合において、責任を負う者に対して適切な行政措置を取るか、または行政手続において定められうる制裁が科されることについて配慮しなければならない（指令 14 条 1 項）。さらに、加盟国は、これらの措置が効果的であり、相当でありかつ威嚇的なもの（*abschreckend*）であることに配慮する。この場合、刑法上の制裁を科す法律については、加盟国の裁量に任されているが、所轄官庁の決定に対して裁判所に法的救済を取ることができるようにする必要がある（指令 15 条）。

さらに、所轄官庁は、自己が講じた措置または自己が科した制裁を公表する権限を付与される（指令 14 条 4 項）。ただし、この公表が金融市場に重大な危険を及ぼすか、または関係者に過度な損害を与えることになる場合は、この限りでない。もっとも、かかる公表権限がどの程度付与されるのかについては、慎重に検討されなければならない<sup>(52)</sup>。

最後に、加盟国の所轄官庁との協力関係が定められる（指令 16 条）。このことから、所轄官庁は、自己の任務の遂行に必要な場合、加盟国である外国の所轄官庁に調査の開始を申請することができる。さらに、所轄官庁は、他の加盟国の所轄官庁を援助することができる。とくに情報を交換し、調査に協力することができる。

加盟国は、この指令を 2004 年 10 月 12 日までに国内法化するのに必要な法規定および行政規定を施行する（指令 18 条）。

## 5. 小括

以上のように、市場濫用指令によって、今後、ヨーロッパにおいて内部者取引および市場操縦が統一的に規制されることになる。これは、市場の健全性を確保するための従来の法的枠組みがヨーロッパにおいて不十分であった

ことを端的に示している。なぜなら、たしかに内部者取引については、内部者取引指令によって、異なる方法で規制されていたにすぎなかった当時の EU 加盟国の内部者取引が調整されることになったが、市場操縦に関する規制は調整されていなかったからである。このことから、市場操縦についても同様に、EU がイニシアティブをもって、各加盟国の規制を調整する必要があったのである。これによって、ヨーロッパでも金融市場に対する市場参加者の信頼を獲得することが一層期待されよう。遅くとも 2005 年までに単一金融市場を実現するという欧州閣僚理事会がリスボン会議で設定した最低目的基準、ならびにその実現の可能性は明らかでないが、2003 年末までに単一有価証券市場を創設するというストックホルムにおける閣僚理事会の声明を考慮すれば、ヨーロッパにおけるこの展開は、むしろ当然であるように思われる。

#### IV. 結びに代えて

本稿は、ヨーロッパにおける資本市場法の動向に基づいて、2003 年 1 月 28 日の市場濫用指令の内容について概観したにすぎないが、以下では、その評価を簡単にまとめて結びに代えることにしたい。

以上みてきたように、わが国や米国を始め、ヨーロッパにおいても、市場濫用指令を通じて内部者取引だけでなく、相場操縦も統一かつ効果的に規制されることが期待されている。たしかに内部者取引の禁止は、1989 年の内部者取引指令によりすでに統一的な規制の実効性が図られた一方、市場濫用指令では経営者の取引に関する規制を設けるなどの強化が再度なされているが、相場操縦の規制については、この指令によってはじめてその実効性が図られたことになる。すなわち、①虚偽または誤導的な表示または人為的な相場水準の形成を目的とした相場に影響を及ぼす取引、②虚偽の事実を真実と見せかけるか、その他の技巧または欺罔の形式を使用する取引、③風評の流布なら

びに虚偽または誤導の報道による情報の流布が、相場操縦行為として規制されることになる。この基本概念に基づき、さらに前述したような具体化もなされている（Ⅲ. 3.）。しかし、いずれにせよ、ここでの問題は、やはり内部者取引を含めて、相場操縦をどのように監督すべきかに帰着するように思われる。もともと指令が国際的規模でなされる内部者取引や相場操縦を防止する目的を有するのであれば、この観点は必然的に無視できないものであろう。内部者取引指令でもこの観点は考慮されており、各加盟国における監督機関の協力が定められていたし、また市場濫用指令においても、各加盟国は監督権限を有する官庁を指定するとともに、各加盟国の所轄官庁との協力関係が定められている（指令 16 条）。しかしながら、相場操縦についていえば、たとえば伝統的に相場操縦に関する判例法理が厳格に確立した英国<sup>(53)</sup>と、そもそも立法者でさえ相場操縦に関心を示さなかったといわれる<sup>(54)</sup>ドイツとの間で規制の認識の相違がないか疑問がないわけではない。たしかにドイツでも、第 4 次資本市場振興法により取引所法から有価証券取引法に相場操縦の規制を移し、相場操縦の規制に対する認識も変化したといえるが、たとえ規制が整備されても、はたしてその規制方法の実施や強力な監督機関による監視任務まで、その認識の統一性が示されるであろうか<sup>(55)</sup>。これについては、今後の各加盟国における動向と規制の運用をみていくほかなかろう。

しかし、ヨーロッパ域内において同一の規制が適用されるからこそ、投資家は同一の条件で投資できるし、企業はヨーロッパ中から資本を調達することができる。この趣旨からすれば、市場濫用の領域に統一的なヨーロッパ型規制を設けたことは、やはりヨーロッパの単一資本市場への重要な進歩であり、評価すべきものと思われる<sup>(56)</sup>。

---

(1) 後述する 1989 年の内部者取引指令以前の段階も含め、各国の内部者取引規制に関する邦語文献は多数存在する。それをあげて整理すれば次のものがある。

全般的な比較法的研究としては、神崎克郎「内部者取引の規制に関する各国法の動向」ジュリスト819号79頁（1984）、川口恭弘＝前田雅弘＝川濱昇＝洲崎博史＝山田純子＝黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌125巻4・5号1頁（2002）がある。

次に、各国の法制に関して、英国については、渋谷光子「イギリスにおける内部者取引規制の現状と将来の方向」証券研究41巻177頁（1975）、鈴木薫「イギリスにおける内部者取引規制の動向」亜細亜法学12巻22頁（1978）、越前谷幹夫「イギリスのインサイダー取引規制をめぐる動き」証券経済学会年報15号1頁（1980）、金子勲「イギリスにおける内部者取引規制」大阪経大論集164号217頁（1985）、石山卓磨「英国法における内部者取引規制の現状と問題点〔上〕〔下〕」商事法務1107号16頁、1110号40頁（1987）、青木英夫「諸外国における規制の状況—イギリス—」『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究—インサイダー取引規制を中心に—』金融・商事判例増刊号806号63頁（1988）岩崎稜「英国におけるインサイダー取引規制の現状」大阪市立大学証券研究年報3号73頁（1988）、尾澤宏和「英国のインサイダー・ディーリングに関する新立法」国際商事法務22巻3号294頁（1994）などがある。

ドイツについては、浜名「西ドイツにおけるインサイダー取引の自主規制」証券24巻277号52頁（1972）、同「西ドイツのインサイダー取引規制」証券24巻278号16頁（1972）、海外証券市場ハイライト「西ドイツにおけるインサイダー・トレーディングの規制」インベストメント24巻1号134頁（1971）、前田重行「西ドイツにおける内部者取引の規制」証券研究41巻165頁（1975）、同「西ドイツにおける内部者取引の自主規制について—内部者取引に対する自主規制の意義と限界—」鈴木竹雄先生古稀記念『現代商法学の課題（中）』851頁（有斐閣、1975）、岸田雅雄＝バウム・ハラルド「西独・EC・スイスにおける内部者取引規制」商事法務1207号13頁（1990）、坂本延夫「諸外国における規制の状況—ドイツ—」『改正証取法と金融先物取引法の解説と研究—インサイダー取引規制を中心に—』金融・商事判例増刊号806号78頁（1988）、Heinz-Dieter Assmann＝（共訳）篠田四郎＝佐藤文彦「今後のドイツ・インサイダー法(1)(2)(3)(4)(5・完)」名城法学45巻1号194頁（1995）、45巻4号118頁（1996）、46巻3号198頁、47巻2号216頁（1997）、47巻4号358頁（1998）、篠田四郎＝佐藤文彦訳「新しいドイツ内部者法」丸山秀平編訳『ドイツ資本市場法の諸問題』41頁（中央大学出版部、2001）がある。

フランスについては、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3号27頁（1973）、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（1975）、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(1)(2・完)」法学（東北大学）45巻4号120頁

(1981)、45巻5号138頁(1982)、同「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(1985)、井上明「諸外国における規制の状況—フランス—」『改正証券法と金融先物取引法の解説と研究—インサイダー取引規制を中心に—』金融・商事判例増刊号806号71頁(1988)、芳賀良「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—」山口経済学雑誌47巻2号15頁(1999)、荒谷裕子「フランスにおける内部者取引の規制—ECのディレクティブに基づく規制の整備を中心として—(1)(2)」法学志林96巻3・4合併号51頁(1999)、98巻3号29頁(2001)がある。

イタリアについては、井坂光明「イタリアのインサイダー取引規制法」国際商事法務20巻3号309頁(1992)がある。

スイスについては、海外情報「スイスの新インサイダー取引規制法」商事法務1154号98頁(1988)、細田淑允「スイスのインサイダー取引法の改正と今後の課題」朝日法学論集2号1頁(1989)、岸田=バウム・前掲15頁がある。

- (2) Richtlinie des Rates 89/592/EWG zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. Nr. L 334 vom 18. 11. 1989, S. 30. この内部者取引指令に関する邦語文献として、たとえば海外情報「ECのインサイダー取引規制指令案」商事法務1190号112頁(1989)、ポール・ロマス「ECにおけるインサイダー取引規制」商事法務1205号16頁(1990)、「[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(1990)、荒谷裕子「ECにおける内部者取引の規制〔上〕〔下〕」商事法務1280号19頁、1283号11頁(1992)がある。
- (3) 各国の相場操縦規制に関する邦語文献をあげれば、次のものがある。英国については、主として、加賀譲治『証券相場操縦規制論』11頁(成文堂、2002)、ドイツについては、前田重行「西ドイツにおける相場操縦の規制」証券研究50巻254頁(1976)、フランスについては、江頭憲治郎「フランスにおける相場操縦の規制—中間報告—」証券研究50巻223頁(1976)、芳賀良「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115頁(1999)、同「フランスにおける相場操縦規制—規制類型の再検討—」久保欣哉先生古稀記念論文集『市場経済と企業法』453頁(中央経済社、2000)、同「虚偽情報の流布と相場操縦規制(1)(2・完)」山口経済学雑誌48巻1号157頁(2000)、49巻4号47頁(2001)を参照。
- (4) 本指令は、<http://europa.eu.int/eur-lex/de/index.html>において“Marktmissbrauch”を検索の上で入手できる。英語またはフランス語でも文献を入手できるが、本稿ではドイツ語版を使用した。なお、ドイツ語版については、Sonderbeilage zu NZG Heft 11/2003においても所収されている。

- (5) EWG-Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes-Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel 1966. なお、このセグレ報告書の概要については、日本経済調査協議会『欧州単一資本市場の創設—セグレ報告の概要—』(1967)がある。
- (6) 以下、欧州の資本市場法の動向については、von Ilberg/Neises, Die Richtlinien-Vorschläge der EU Kommission zum "Einheitlichen Europäischen Prospekt" und zum "Marktmissbrauch" aus Sicht der Praxis, WM 2002, S. 635 ff.を参照した。
- (7) 日本経済調査協議会・前掲書注(5)1頁以下。
- (8) Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. 3. 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. Nr. L 66 vom 16. 3. 1979, S. 21.
- (9) Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. 3. 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. Nr. L 66 vom 16. 3. 1979, S. 21. なお、この指令の最後の変更は、指令88/627/EWG, ABl. Nr. L 348 vom 17. 12. 1988, S. 62によりなされた。
- (10) Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. 3. 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist, ABl. Nr. L 100 vom 17. 4. 1980, S. 1. なお、この指令の最後の変更は、欧州議会および閣僚理事会の指令94/18/EG, ABl. Nr. L 135 vom 31. 5. 1994, S. 1によりなされた。
- (11) Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17. April 1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, ABl. Nr. L 124 vom 5. 5. 1989, S. 8.
- (12) Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. 5. 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. Nr. L 141 vom 11. 6. 1993, S. 27.
- (13) Richtlinie 2001/34/EG des europäischen Parlament und des Rates vom 28. 5. 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. Nr. L 184 vom 6. 7. 2001. S. 1.
- (14) von Ilberg/Neises, a. a. O. (Fn. 6), S. 636.
- (15) von Ilberg/Neises, a. a. O. (Fn. 6), S. 636.
- (16) Vgl. EuGH NJW 1992, 165 ff.; EuGH NJW 1994, 921 ff.; EuGH NJW 1994,



2473 ff.

- (17) von Ilberg/Neises, a. a. O. (Fn. 6), S. 636.
- (18) この金融サービスに関する行動計画については、KOM (1999) 232 endg., vom 11. 5. 1999; ZBB 1999, S. 254 ff. に所収されている。インターネットでは、[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/general/action.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/general/action.htm) において入手できる。
- (19) 各国の構成機関は次のとおりである、von Ilberg/Neises, a. a. O. (Fn. 6), S. 636 Fn. 20. すなわち、Commission bancaire et Financière (ベルギー)、Finanstilsynet (デンマーク)、Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (ドイツ)、Rahoitustarkastus (フィンランド)、Commission des opérations de bourse (フランス)、Capital Market Commission (ギリシャ)、Central Bank of Ireland (アイルランド)、Financial Supervisory Authority (アイスランド)、Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (イタリア)、Commission de surveillance du secteur financier (ルクセンブルク)、Stichting Toezicht Effectenverkeer (オランダ)、Kredittsynet (ノルウェー)、Bundeswertpapieraufsicht (オーストリア)、Comissao do Mercado de Valores Mobiliários (ポルトガル)、Finansinspektionen (スウェーデン)、Comisión Nacional del Mercado de Valores (スペイン)、Financial Services Authority (イギリス)。
- (20) Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, KOM (2001), 280 endg., Amtsblatt Nr. C 240 E vom 28. 8. 2001 S. 272. インターネットでは、[http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2001/de\\_501PC0280.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2001/de_501PC0280.pdf) において入手できる。
- (21) これら2つのFESCOの協議文書 (Ref.: Fesco/00-099bならびにRef.: Fesco/01-037b) については、FESCO (後述する現在のCESR) のホームページである <http://www.eurofefesco.org/v2/default.asp> の Consultative Papers において入手できる。
- (22) FESCOの準備作業に関する詳細については、Führhoff/Ritz, Richtlinienentwurf der Kommission über den Europäischen Pass für Emittenten, WM 2001, S. 2280, 2282. を参照。
- (23) EUの指令を詳細に具体化することが行政機関の専門家委員会に委譲される、いわゆる「コミトロジー手続」が重要であるが、これについては後述する。
- (24) 岩田健治「EU証券規制の新展開：その背景と現状」証券経済研究38号126頁 (2002)。

- (25) これは、正式には、ヨーロッパ有価証券市場の規制に関する有識者委員会の最終報告書 (Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte, Brüssel, 15. Februar 2001 ; 以下、Schlussberichtとして引用する) といわれる。インターネットでは、  
[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/general/lamfalussy.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/general/lamfalussy.htm)で入手できる。
- (26) この法の制定手続については、von Kopp-Colomb/Lenz, Der europäische Pass für Emittenten - Der "Lamfalussy-Bericht" über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte und der Vorschlag einer neuen Prospekttrichtlinie, AG 2002, S. 24, 25.を参照。また、邦語文献としては、岩田・前掲注(24)126頁以下において説明されている。とくに127頁の図示は簡明である。以下の手続の整理もこれによる。
- (27) 2001年6月6日の欧州委員会の決議により、欧州証券規制委員会 ("CESR" もしくは "RESCO") が設立された。CESRの任務は、とくに有価証券政策の分野において欧州委員会に助言することにある。EUの各加盟国は、当委員会に国内の有価証券監督庁の代表者を派遣することになる。同様に、EUの加盟国ではない、欧州経済圏協定の締約国も代表者を派遣することになるが、この締約国の代表者は議決権を有しない。
- (28) 岩田・前掲注(24)128頁。
- (29) Schlussbericht, S. 17 ff.
- (30) この委員会草案は、KOM (2001) 281 endg.- 2001/0118 (COD), ABl. Nr. C 240 E vom 28. 8. 2001, S. 265.に所収されている。インターネットでは、  
[http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2001/de\\_501PC0281.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2001/de_501PC0281.pdf)で入手できる。この草案を解説するものとして、Weber, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, S. 43 ff.; von Ilberg/Neises, a. a. O. (Fn. 6), S. 645 ff.; Leppert/Stürwald, Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, ZBB 2002, S. 90 ff.; Seitz, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, S. 342 ff.を参照。
- (31) この議会草案は、KOM (2001) 281 endg. — C5-0262/2001-2001/0118 (COD); ZBB 2002, S. 144 ff.に所収されている。
- (32) ゲッペルス報告書は、[http://www.europarl.eu.int/plenary/default\\_de.htm](http://www.europarl.eu.int/plenary/default_de.htm)において入手できる。
- (33) これらの目的が本指令の一般的理由とされている、ZBB 2002, S. 145.
- (34) Vgl. Dier/Fürhoff, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG

- 2002, S. 604, 605 f.
- (35) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 605.
- (36) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 605.
- (37) 前掲注(12)を参照。
- (38) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 606.
- (39) この「及ぼしがちである」という訳語は、川口=前田ほか・前掲注(1)〔洲崎〕469頁注(23) (2002) によった。
- (40) 「確実性を有する未公表の情報 (eine nicht öffentlich bekannte präzise Information)」という訳語は、川口=前田ほか・前掲注(1)〔洲崎〕459頁によった。
- (41) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 606.
- (42) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 606.
- (43) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 607.
- (44) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 607.
- (45) 議会草案における2条に関する解説を参照、ZBB 2002, S. 151.
- (46) Vgl. Leppert/Stürwald, a. a. O. (Fn. 30), S. 92.
- (47) Vgl. Leppert/Stürwald, a. a. O. (Fn. 30), S. 92.
- (48) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 607.
- (49) Vgl. Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 607 Fn. 31.
- (50) Vgl. Leppert/Stürwald, a. a. O. (Fn. 30), S. 94.
- (51) これと同旨のドイツの見解として、主としてLG Frankfurt a.M. v. 9. 11. 1999 - 5/2 KLs 92 Js 23140.2/98, DStR 2000, S. 393; Assmann, in Assmann/Uwe H. Schneider, 2. Aufl. 1999, S 14 WpHG Rz. 34.を参照。
- (52) この場合、その措置または公表が自然人に関するものについては、とくにデータ保護規定および人格権の保護が考慮されなければならないとされる、Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 609 Fn. 39.
- (53) 英国における相場操縦については、すでに1814年の刑事判例を確認することができる。これについては、加賀・前掲書注(3)13頁以下。
- (54) Lenzen, Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation, WM 2000, S. 1131.
- (55) 1989年の内部者取引指令についても、規制方法や規制機関についてEC域内の統一性が示されていない結果、加盟各国の規制効果にばらつきが生ずるのではないかといわれていた、荒谷・前掲注(2)商事法務1283号15頁。
- (56) Dier/Fürhoff, a. a. O. (Fn. 34), S. 609.