

金融商品取引法制における「投資者」

小 松 卓 也

- 一 序論
- 二 ドイツにおける法制度と判例
- 三 ドイツにおける学説
- 四 結語

一 序論

内部者取引規制と情報開示制度は、ともに金融商品取引法における重要な規制対象である。さしあたり、前者はいわゆる不公正取引の規制であり、後者は投資者に対する情報提供という点で、双方の規制が直接企図とするところは異なる。とはいえ、それらはいずれも対象となる企業の内部に存在する情報が問題となるという点で、何らかの共通するところがあるように思われる。

すなわち、どのような情報が内部者取引規制において問題とされあるいは情報開示制度の対象となるかという観点からすれば、ひとつには、問題となる情報と投資者の投資判断とがどのような関係にあるのか、というものが考えられる。そうした場合にさらに問題となりうるのは、「投資者」とはどのような投資者のことなのか、すなわち、どのような情報に基づきどのような判断を行なうのか、ということである。

本稿は、そうした問題について、近時ドイツ法において展開された判例や学説を素材として、考察を行なうものである。

二 ドイツにおける法制度と判例

(1) 内部者取引規制と臨時開示制度

現行のドイツの有価証券法 (WpHG) においては、内部者取引規制と臨時開示制度 (Ad-hoc-Publizität) の双方において内部者情報 (Insider-information) という共通の概念がおかれている。⁽¹⁾ すなわち、内部者情報に該当する情報が、内部者取引規制および臨時開示義務において問題となるのである。⁽²⁾

内部者取引規制と臨時開示制度とは、当然のことながら、対象となる行為あるいは主体において各々異なった内容を定めるものである。しかし、本稿が着目するのは、そのいわば機能面に関わるものである。つまり、臨時開示制度に基づいて内部者情報が開示されることによって、内部者取引が行なわれる可能性が奪取されうるのであり、臨時開示制度は内部者取引に対する予防的機能を有する、という点である。⁽³⁾ とはいえ、機能面においても、臨時開示制度が市場における完全な価格形成の実現のために有用であるのに対して、内部者取引規制ではそうした側面は重視されておらず市場に対する投資者の信頼の確保がとりわけ企図されている、⁽⁴⁾ というような相違点もある。

(1) Seibt, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, ZHR 177, 388, 392 (2013). なお、本稿筆者は、以前にも、WpHGが定める内部者取引規制と臨時開示制度に関する論稿を公表している。小松卓也「事業計画と開示制度」神戸学院法学第42巻第1号87頁以下(2012)。本稿では、幾つかのドイツ語について、そこでの日本語訳とは異なる訳語を用いている。それは、先に用いた訳語を本稿において改めたものであり、本稿での訳語のほうが適切であると考えたためである。

(2) 臨時開示制度においては、内部者情報であっても開示義務が猶予される場合がある (WpHG 15条3項)。これについては、小松・前掲注(1)112頁以下参照。

(3) Seibt, a. a. O. Fn 1, S. 394.

(4) Seibt, a. a. O. Fn 1, S. 392ff. もっとも、のちに触れるように、内部者

金融商品取引法制における「投資者」

ところで、WpHG 13条1項1文では、内部者情報とは、その証券の発行者もしくはその証券自体に関係する一般に知られていない状況についての具体的な情報であり、かつ、それが一般に知られた場合にその証券の相場に著しく影響を及ぼすことになるという情報である、というように定められている。また、同項2文では、分別ある（verständiger）投資者であればその投資判断において考慮するであろう情報が、そうした相場に著しく影響を及ぼす情報に該当する、としている。そこで、分別ある投資者とはどういう投資者であるのかが、ひとつの重要な問題となる。

（2）連邦裁判所（BGH）2013年4月23日判決

これは、人事に関する情報の臨時開示が遅滞なく行なわれたか否かが問題となったものである。事案は以下のとおりである。⁽⁵⁾株式会社Y（被告）の取締役会議長Sは、監査役会の承認を得たうえでYの取締役を任期途中で退任するという意向を、2005年5月17日にYの監査役会議長Kに伝えた。そのさい、Kは当該意向について了解した。その後、Sの代わりにZが就任する計画があることが、一部の監査役の知るところとなった。そして、同年7月13日に、監査役会を同月28日に開催する旨の招集通知が発せられたが、そこには、同月27日に座長委員会が開催される旨が記載されていたけれども、取締役会議長の交代に関する記載はなかった。同月27日の座長委員会では、上記のSの退任に関する議題が翌日の監査役会で提出されることが決議された。結局、翌日の監査役会では、取締役会議長にかかるSの退任とZの就任が決議された。Yは、当該監査役会の決議ののち、Sの退任に関する臨時開示を行なった。原審は、⁽⁶⁾

情報の画定においてどのような投資者を想定するかによっては、市場における完全な価格の形成という側面と投資者の信頼の確保という側面との関連性も、見出しうることになる。

（5） 以下、ZIP 2013, 1165ff.

7月27日の座長委員会の決議によって臨時開示すべき内部者情報が発生したとして、Yの上記の臨時開示は遅滞なく行なわれたものではない、と判示した。⁽⁷⁾

BGHは、「相場への有意性 (Kursrelevanz) という点で基準となるのは、分別ある投資者がその投資判断の基礎の一部として、各々の状況に関する情報を利用するであろうかどうかである。本件では、SがKに対して監査役会の承認の下で途中退任する旨を伝え、Kがそれに異を唱えることなくSとともに監査役会でその承認が得られるよう努めた、ということが問題となる。つまり、監査役会決議に至るまでの事実と状況が重要となる。情報が相場に与える影響の可能性は、客観的かつ事後的にみて事前にどのような予測が立てられるかという観点から画定される」と述べた。⁽⁸⁾そして、「相場への有意性の評価においては、Sの退任にKが同意したことがどれだけの実現可能性をもつかという点だけに依拠することはできない。Sが監査役会の承認の下で取締役会議長を途中退任する意向を有しているという情報については、投資者がその投資判断の基礎の一部としてその他の事情も踏まえるであろうことを、考慮する必要がある。つまり、業務執行機関での人事変更が企図されているということは、YがSの意図する事業方針を遂行しないかあるいはそれを全く否定することを、意味しうるのである」として、⁽⁹⁾「将来の状況を示唆するような既成の状況に関する明確な情報が存在する場合には、⁽¹⁰⁾ありう

(6) OLG Stuttgart 2009年4月22日判決 (ZIP 2009, 962) である。

(7) しかし、OLG Stuttgartは、本件は、臨時開示が猶予されうる事案であり、しかるにYの開示義務違反がなくとも原告の損害は同様に生じたとして、Yの損害賠償責任を否定した。ZIP 2013, 1165f.; ZIP 2009, 975.

(8) 以上, ZIP 2013, 1168.

(9) 以上, ZIP 2013, 1168.

(10) これは、SとKとが取締役会議長の交代について合意したという情報をさしているものと解される。Vgl. ZIP 2013, 1168; vgl. auch Brellocks, Anmerkung, ZIP 2013, 1170, 1173.

金融商品取引法制における「投資者」

る将来の展開を見積もることが投資者には必要とされる。こうした点からみて、企業内部の決定プロセスはまだ完了していないがその内部者情報は早期に開示されるべきである、という結論に至りうると考えることは、誤りではない⁽¹¹⁾と判示した。

上記のような BGH の判旨について、Mennicke は、つぎのように解している。すなわち、既に発生した中間段階の事象が相場への有意性をもつかどうかの判断においては、個別具体的な場合における投資者にとって有用なあらゆる状況の全体的なかたちを踏まえることが必要であり、その後の最終的な事象の実現可能性の程度のみに基づいて判断されるものではない。本件では、早期の段階での中間的な情報がそれ自体すでに会社の事業方針を変更させる旨を表出するものとして重要なものであれば、最終決定の実現性の程度とは関係なく相場への有意性が認められるということは、排除されるものではない、とする⁽¹²⁾。

他方で、本判決の原審は、7月27日の座長委員会の決議以前の段階では監査役会がSの退任を承認することについて十分な実現可能性を有していなかった、と判示した。そのさい、十分な実現可能性を有するか否かは分別ある投資者の観点から判断されるとしつつ、「分別ある投資者は、合理的に (rational) 行動しそしてその投資判断を適切にすなわち信頼できる実際の情報に基づいて注意深くかつ批判的に行なうのである。つまり、分別ある投資者は、取引所に精通しており入手可能な情報を有しているのである。小規模投資者か専門的投資者かという点は重要ではない。そうした情報に基づいて分別ある投資者が合理的に行動するというのは、その有する信頼しうる情報を踏まえて予測した発行会社の将来

(11) 以上、ZIP 2013, 1168. なお、判旨では、比較的早期に情報が開示されることは、内部者取引の規制としても有効であるとする反面、臨時開示を猶予できる点にも言及している。ZIP 2013, 1168.

(12) Mennicke, steine statt Brot – Weiterhin keine Rechtssicherheit zur Ad-hoc-Publizität bei sog. Gestreckten Entscheidungsprozessen, ZBB 2013, 244, 248f.

の収益力に照らして投資判断を下すということであり、投機的な投資者とは異なるものである⁽¹³⁾」と述べている。

BGHの想定する分別ある投資者と上記のような原審のいうそれとが、問題となる情報の相場への有意性の有無を判断するうえで、異なる結論をもたらすとは必ずしも解されないであろう。しかし、BGHが、開示すべきかどうかの対象となる情報以外の事象も投資判断において勘案されうること、言及している点からすれば、BGHのいう分別ある投資者を基準とした場合のほうが、臨時開示の対象となる内部者情報の範囲がより広く捉えられうる。とはいえ、BGHは結論を留保している⁽¹⁴⁾ので、分別ある投資者が具体的にどのような投資行動をとるのかは明らかではない。

(3) 連邦裁判所2011年12月13日判決

本件が上記の2013年4月23日判決と事案において異なる点は、上記の事案では発行会社内部の事象に関する内部者情報が問題とされたのに対し、本件では発行会社の外部の事象に起因して発生した内部者情報が問題となった、という点である。

本件の事案は以下のようなものである⁽¹⁵⁾。Y（被告、IKBドイツ産業銀行株式会社）は、中小企業への融資を主とする金融機関である。Yは、2001年以降、アメリカの抵当権市場（Hypothekenmarkt）における債権についてポートフォリオを組成しており、そのなかにいわゆるサブプライム債権も含まれていた⁽¹⁶⁾。また、Yは、その結合企業関係にあるいわゆ

(13) 以上、ZIP 2009, 966.; Vgl. auch Assmann, in Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg), WpHG, 6 Auflage, §13 Rn 58 [Fn 2] (2012).

(14) BGHは、原審の認定したところでは、取締役会議長の交代に関するSとKとの会話およびそれ以降の実際の状況が十分明らかでなく、しかるに、それに関する情報の相場への有意性の有無も明らかでないとして、破棄差戻しとした。ZIP 2013, 1167f.

(15) 以下、ZIP 2012, 318f.

金融商品取引法制における「投資者」

る目的会社に助言をしつつ、当該目的会社とおして間接的にそうしたサブプライム債権の取引も行なっていた。Yの業績は当初良好であった。しかし、2007年に入って発生したアメリカでの抵当権市場における信用暴落から始まり、同年7月中旬、格付機関がサブプライム債権のデフォルトリスクを引上げ、また、Yの発行していた債券の価格も下落した。さらに、Yがサブプライム市場に関して相当なリスクを負担しているという噂が流れた。Yの株価も下落することとなった。同年7月20日、Yの取締役会議長は、こうした噂を解消し市場を鎮静化させるため、あるプレス発表を行なった。その内容は概していうと、ヨーロッパの銀行業界は先週において株式市場と信用市場で高いボラティリティーに晒されることとなり、それはとくにアメリカの抵当権市場の不安定化を契機とするものであるが、そうした市場についての格付機関の最新の分析は、我々のポートフォリオ組成した投資資産には影響を及ぼさないものである、というものであった。⁽¹⁷⁾そして、同月27日以降、Yは銀行間取引を他の銀行から停止されるようになり、加えて、いわゆる金融危機にかかる救済措置の対象とされることになった。同月30日、Yは、WpHG15条に基づいて、当該救済策に関する臨時開示を行なった。本件では、Yが直接および間接的に取引していた上記のサブプライム債権の規模について、7月27日以前においてYが臨時開示すべきであったかが、問題とされた。

原審は、当時はその後の動向が予見しえなかったのであるから、サブプライム債権取引の規模に関する情報が相場への有意性をもっていたとYが認識すべきであったとは、少なくとも認めることができない、とい

(16) ZIP 2012, 322.

(17) このプレス発表では、Yが直接的ないし間接的に保有するサブプライム債権の精確な規模については、明らかにされなかった。ZIP 2012, 323. なお、このプレス発表をしたことによって、相場操縦に基づく当該議長に対しての有罪判決が確定している。

う理由から、7月27日以前の開示義務の存否についての判断を留保できるとして、不開示に基づく投資者の損害賠償請求を認めなかった。しかし、BGHは破棄差戻しとした⁽¹⁸⁾。

BGHは、Yが直接および間接的に取引していたサブプライム債権の精確な内容は、WpHG13条における一般に知られていない状況に該当する、としたうえで、以下のように述べて、当該サブプライム債権取引に関する情報はWpHG13条にいう公表されればYの株価に対して著しい影響を及ぼすものに当たる、と判示した⁽¹⁹⁾。まず、「情報が相場に影響を及ぼす可能性は、客観的かつ事後的にみて、内部者取引が行なわれる時点での事前の予測を基点として、判断されるべきである。そのうえで基準とされるのは、取引した者がその情報を相場にとって有意なものと考えたかどうかでもなければ、情報が公表されることで相場が実際に動いたかどうかでもない⁽²⁰⁾。基準となるのは、分別ある投資者すなわち市場の状態を信頼し取引所に精通した投資者が、Yの投資しているサブプライム債権に関する情報を考慮したかどうかである」としたうえで、「そうした投資判断において勘案される市場情勢には、すでに2007年7月26日以前の段階でサブプライム市場にかかる重大な危機が存在していたこと、および、まさにそれに関してすでに発生しかつYにおいて認識されていた客観的な市場の反応が含まれるのである⁽²¹⁾」と述べた。そして、本件の事案においては、「Yの保有するサブプライム債権の規模が相場への有意性をもつのであり、WpHG13条にいう開示義務を負う内部者情報に該当することになる。こうした結論は、眼前に差し迫った市場崩壊とそれによってYの存続の危機が現実的に切迫したものとなっている

(18) 以上、ZIP 2012, 319 und 321.

(19) ZIP 2012, 322.

(20) なお、判旨では、相場が情報の公表後にどう動いたかは参照要因となりうる、と付言している。ZIP 2012, 322f.

(21) 以上、ZIP 2012, 322f.

金融商品取引法制における「投資者」

ということからではなく、すでに2007年7月中旬に生じたサブプライム債権に関する様々なネガティブな市場の反応から、導かれるものである。それゆえ、他の市場参加者の不合理的な (irrationale) 反応も考慮するという、分別ある投資者であれば、そのような緊迫した市場においては、すでに2007年7月中旬以降遅くとも同年7月20日には、Yの直接的な投資の38.5%がサブプライム債権であることあるいはYと結合企業関係にある目的会社の投資の約90%がサブプライム債権であることを、著しく相場に影響を及ぼす可能性のある情報として、捉えたであろう」と判示した。⁽²²⁾

要するに、BGHは、Yの取締役会議長が、アメリカの抵当権市場の危機からYが相当な打撃を受けるという噂および過敏となった市場の情勢を鎮静化するために、プレス発表を行なったけれども、そこではYが直接および間接的に保有しているサブプライム債権の精確な規模については何ら明らかにされなかったこと⁽²³⁾に対して、サブプライム債権の保有内容に関してYが遅滞なく臨時開示することを怠った、としたのである。これに対しては、そもそも誤解を招く内容のプレス発表が問題視される⁽²⁴⁾ところ、当該発表それ自体の責任を直接問うのではなく、当該プレス発表に対応するはずの法定の臨時開示を行なわなかった点からその責任を認めたと⁽²⁴⁾いう、いわば迂回的な解決をしたものである、と指摘されている。

ところで、Yが保有するサブプライム債権が相場への有意性をもつという点には、若干の議論がありうる。BGHの判旨によれば、Yがその

(22) 以上、ZIP 2012, 323.

(23) ZIP 2012, 323.

(24) Hellgardt, Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformationshaftung, DB 2012, 673, 678; Hopt, Die Haftung für Kapitalmarktinformationen, WM 2013, 101, 105f. なお、BGHは、本件のプレス発表はWpHG 15条における臨時開示の形態に該当するものではない、としている。ZIP 2012, 319.

ポートフォリオ中に保有していたサブプライム債権の精確な規模については、それが一般的に開示されるべき対象であったわけではなく、7月中旬以降において臨時開示の対象となったつまり相場への有意性をもつ情報となった、ということになる。⁽²⁵⁾つまり、保有するサブプライム債権の規模という事実それ自体から直ちに相場への有意性が認められるというのではなく、市場の情勢ないし反応という要素と結びついて、それが相場への有意性をもつ情報へと変化したのである。⁽²⁶⁾そして、こうした変化を認める基準として、ひとつには、Yが7月20日にプレス発表を行なったこと自体が、本件サブプライム債権に関する情報が相場への有意性をもつに至ったことをYが認識していた、という事実を示すものであり、それが手掛かりとなりうる、⁽²⁷⁾という見方がありうる。すなわち、Yが相場への有意性をもつことを知り得た時点を基準とするのであろう。しかし、判旨がいうように、相場への有意性の有無は、個々の当事者の主観的な判断ではなく、分別ある投資者という客観的な基準の下で、判断されるのである。そこで、過敏となっている市場においてサブプライム債権に対するネガティブな市場反応が噴出しているという状況を、BGH⁽²⁸⁾はその基準とした。とはいえ、本件サブプライム債権に関する情報についての相場への有意性が認められる時点を厳密に画定することは困難である、と考えられる。そこで、BGHは、遅くとも7月20日のプレス発

(25) Vgl. Müller-Michaels, Kommentar, BB 2012, 537, 538. また、BGHは、Yのポートフォリオに組まれたサブプライム債権は当時の見方では特段重視されるというものではなかったと認定した原審に対して、少なくとも7月20日のプレス発表の時点ではもはやそうではなくなっていた、としている。ZIP 2012, 323. 他方で、Seibt, Kurzkomentar, EWIR 2012, 159, 160. は、Yの保有するサブプライム債権が7月26日以前の段階ですでに内部者情報に該当していたと解することは非常に疑問であるとし、そのように解することには事後的な偏見が含まれている、という。

(26) Bachmann, Anmerkung, JZ 2012, 578, 580.

(27) Müller-Michaels, a. a. O. Fn 25, S. 538.

(28) Müller-Michaels, a. a. O. Fn 25, S. 538.

表の時点で相場への有意性が生じていたというやり方で処理をした、と指摘されている⁽²⁹⁾。

このようなかたちで臨時開示が要求されることになれば、開示に関してより多くのコストがかかることになりうる。すなわち、相場への有意性を伴わない既存の情報が将来的に市場環境の変化によって相場への有意性をもつに至りうること、つまりのちに臨時開示義務が発生しうることに備えて、継続的にそれを確認することが発行会社に対して要求されるのである⁽³⁰⁾。とはいえ、開示に関するこうした負担が是であるか否であるかという問題については、ここでは留保しておく⁽³¹⁾。何が臨時開示義務の対象となるかは、問題となる取引あるいは事案によって個々に検討されるべきものかもしれない。しかし、そうであっても、分別ある投資者がどのような行動をとるかという問題が、そこに関係してくることになる⁽³²⁾。

(29) 以上、Bachmann, a. a. O. Fn 26, S. 580. なお、本件では、臨時開示が遅滞なく行なわれなかったという点だけをみれば、WpHG 15条3項に基づく開示の猶予の可能性も問題となりうる。しかし、Yは開示の猶予に関する主張をしていないし、BGHもその問題には言及していない。以上、Vgl. Bachmann, a. a. O., S. 580. これについては、先述のように、臨時開示をしなかったことよりも誤解を招きうるプレス発表が問題視されるというのであれば、開示の猶予は焦点になりにくいであろう。

(30) Müller-Michaels, a. a. O. Fn 25, S. 538; Bachmann, a. a. O. Fn 26, S. 582.

(31) なお、本件でのポートフォリオに組み込まれたサブプライム債権に関する精確な情報は、当時の定時開示義務の対象ではなかったが、臨時開示義務の対象とされた。Hellgardt, a. a. O. Fn 24, S. 675. こうした開示義務の拡大化は、臨時開示制度が内部者取引の防止策でもあるという点から根拠づけられるという。Hellgardt, a. a. O. もっとも、通常の開示義務の対象ではない情報が臨時開示義務の対象になりうるとすれば、コンプライアンスのコストが増大することになる、と指摘されている。Hellgardt, a. a. O.

(32) また、本判決は、損害賠償額の算定の問題に関しても注目されている。Vgl. etwa Klöhn, Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH, AG 2012, 345, 356f.

三 ドイツにおける学説

(1) 概論

相場への有意性の有無を判断するうえで基準となる分別ある投資者とは、具体的にどのような投資者をいうのか。学説では、たとえば、「平均的な分別ある投資者」や「市場環境を熟知しかつ入手しうる情報を全て保有している投資者」あるいは「専門的な投資者ないし機関投資者」といったものが想定されている⁽³³⁾。しかし、これらは、内部者取引規制の適用範囲を明確化するという観点からみて、いずれも不十分なものである、と指摘されている⁽³⁴⁾。もっとも、分別ある投資者という概念を、内部者取引規制および臨時開示制度の適用範囲が際限なく拡大しないための、いわゆるフィルター的な機能をもつものと捉えれば、その内容を厳密な⁽³⁵⁾かたちで具体化することまでは要求されないと考えられる。とはいえ、WpHG 13条における分別ある投資者は、規範的な概念であって個々の事実認定によるものではない⁽³⁶⁾、と解されていることからすれば、一般論としてある程度の明確化は必要となる。以下では、さしあたり、上掲した判例で言及された分別ある投資者の内容に限定して、検討を行なうことにする⁽³⁷⁾。

(33) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn 13, § 13 Rn 57f. なお、「平均的な分別ある投資者」(Caspari, Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR 1994, 530, 540) とは、小規模ないし個人の投資者を対象とするものであろうと解する者もある。Klöhn, in Hirte/Möllers (Hrsg) Kölner Kommentar zum WpHG, 2 Auflage, § 13 Rn 246 (2014).

(34) Assmann, a. a. O. Fn 13, § 13 Rn 57f.

(35) Brellachs, a. a. O. Fn 10, S. 1172.

(36) Brellachs, a. a. O. Fn 10, S. 1172; Klöhn, a. a. O. Fn 33, § 13 Rn 245.

(37) 上掲の判旨において言及された分別ある投資者の内容とそれらの事案において下された結論との関係はともかくとして、分別ある投資者にかかる部分のみを取り上げて検討することも、有意義であると考えられる。

(2) BGH 判決に関する議論

BGH の2011年12月13日判決では、分別ある投資者は他の市場参加者の不合理的な反応も考慮する、と述べた。まず、当該判旨に対して肯定的な見解を取り上げよう。Schmolke は、問題となる金融商品の現在の相場に対して著しい価格変動を生じさせるような不合理的な (irrational) 市場反応がありうるのであれば、合理的な (rational) 投資者は、事前の予測にあたってそうした不合理的な市場反応を考慮するであろう、とする。もっとも、まったく浮遊的で偶発的なものと判断されるような市場反応は合理的なかたちでは考慮されず、市場反応が生じることについての少なくとも一定の予見性が必要である、という⁽³⁸⁾。こうした説示からすれば、分別ある投資者は、不合理的な市場反応も含めて、市場の動向について一定の予測を立てた投資行動をとる、という点で特徴づけられよう。他方、そうした予測が具体的にどのようなやり方で立てられるのかは、明らかにされていない。

また、Mennicke は、当該判旨が述べた「他の市場参加者の不合理的な反応」を「他の市場参加者の予想される局限的な (begrenzt) 合理的反応」と読み替え、分別ある投資者は他の市場参加者のそうした局限的な合理的反応も考慮する、という。その局限的な合理的反応とは、資本市場において情報を十分に利用するのではなく、たとえば、あらゆる詳細な事象を合理的に分析して判断するのではなく、簡単かつ迅速に大雑把なやり方で投資判断するという場合や、過度に損失回避的な行動をとるといのような、理性的に求められるもの (vernünftigen Erwartungen) とは異なる行動である⁽³⁹⁾。要するに、BGH のいう「不合理的な」の内容を、「十分に合理的ではない」すなわち「局限的に合理的な」と捉えるものである、と解される。Mennicke の見解は、分別ある投資者が考慮

(38) 以上、Schmolke, Die Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktinformation nach dem “IKB”-Urteil des BGH, ZBB 2012, 165, 173.

(39) 以上、Mennicke, a. a. O. Fn 12, S. 248f.

すべき他の市場参加者の投資行動とは何かという側面について、上記のように具体的に指摘している。さらに、Mennicke は、先述のように、BGH の2013年4月23日判決での説示内容から、分別ある投資者を、個々の場合において投資者にとって有用なあらゆる状況の全体的なかたちを踏まえて投資判断する者である、と捉えたうえで、こうした分別ある投資者の捉え方は他の市場参加者の局限的な合理的反応も考慮するというものと合致することを、示唆している。⁽⁴⁰⁾

つぎに、BGHの2011年12月13日判決に対する批判的な立場として、⁽⁴¹⁾ Klöhn の見解を取り上げることにする。Klöhn の展開する体系的な理論については改めて次節で触れるとして、ここでは、上記判決にいう他の市場参加者の不合理的な反応を考慮するという行動は、分別あるものではなく、むしろ不合理的なものである、という指摘に着目する。Klöhn によれば、投資者の不合理的な行動を想定して形成される市場すなわち不合理的な市場においては、企業のファンダメンタル価値に関する情報は無視され、企業の「真の」価値にとって無関係な情報が相場に重大な影響を及ぼすことになるとして、あるべき資本市場のかたちに反することになる、という。⁽⁴²⁾ そして、分別ある投資者が⁽⁴³⁾ つねに他の市場参加者の不合理的な反応を考慮すべきだとすれば、分別ある投資者はあらゆる情報に関心をもつかあるいはまったく関心をもたないかということになり、

(40) Vgl. Mennicke, a. a. O. Fn 12, S. 248. また、前掲注 (12) 該当の本文参照。

(41) ところで、既述したふたつの BGH 判決では、ともに「客観的かつ事後的にみた、事前に立てられる予測」という基準を示しているが、これは、問題となる時点で分別ある投資者ならばどのような予測を立てたかを、客観的かつ事後的な観点から明らかにする、ということであると解される。なお、「客観的かつ事後的にみた事前の予測」という基準に対しては疑問が呈示されているが (Brellochs, a. a. O. Fn 10, S. 1171)、ここでは検討しないでおく。

(42) Klöhn, a. a. O. Fn 32, S. 349.

(43) Klöhn, a. a. O. Fn 32, S. 348f.

金融商品取引法制における「投資者」

分別ある投資者それ自身不合理的な行動をとることになる。その結果、分別ある投資者という概念を基準として相場への有意性の有無を判別することが無意味なものとなってしまふ、とする⁽⁴⁴⁾。こうした論旨はいくぶん極端なもののようにも思われるが、それは、Klöhn が、WpHG 13 条における分別ある投資者として、金融商品のファンダメンタル価値にもつばら関心をもつ合理的な投資者という、古典的金融理論において想定されているモデルを出発点にしていること⁽⁴⁵⁾、および、それに基づいて具体的な議論を展開していることとも、関係しているであろう⁽⁴⁶⁾。

(3) Klöhn の理論

先に触れたように、分別ある投資者の内容は内部者取引規制と臨時開示制度の双方に関係するものである。以下でみるように、Klöhn は、それらいずれの制度の観点からみても、BGH の2011年12月13日判決において分別ある投資者は他の市場参加者の不合理的な反応も考慮すると述べられたことには、問題があるとする。

まず、Klöhn によれば、WpHG 13 条にいう分別ある投資者とは、情

(44) 以上、Klöhn, a. a. O. Fn 32, S. 348f.

(45) Klöhn, a. a. O. Fn 32, S. 349.

(46) なお、分別ある投資者において例外的に許容されうる合理的でない行動とは、その不合理的な行動が定型的なかたちで (systematisch) 現われ、それが心理学的にも解明されうるものであり、それゆえ問題となる金融商品の発行会社がその行動を予見できる、というものであるとする。Klöhn, a. a. O. Fn 32, S. 349. とところで、BGH の2011年12月13日判決において述べられた、分別ある投資者が他の市場参加者の不合理的な反応も考慮すべきである、という説示について、そうした不合理的な反応を「どの程度」考慮することになるのかという点で、検討の余地がありうる。つまり、同判決の事案では、当時の市場情勢からすれば「重大な程度に」他の市場参加者の不合理的な反応が「分別ある投資者」からみて考慮されたはずなのであり、そうした考慮をすることが、たとえ Klöhn のいう合理的なものではないとしても、上記のような例外的に許容される合理的でない行動に該当する、という可能性もありえよう。

報およびファンダメンタル価値についてのいわゆるセミストロング型の効率的市場の体現者である、という⁽⁴⁷⁾。そして、分別ある投資者の内容の画定に関しては、投資にかかる専門性や経験、取引所環境を熟知しているか否か、取引方法の如何、リスク選好性、といった観点は重要な問題ではない⁽⁴⁸⁾。また、Klöhnは、分別ある投資者とならんで、情報利用者(Informationshändler)という概念を援用している。情報利用者とは、相場に有意性のある情報を発見しそれを解析する者であり、情報を利用して利益を得ようとする投資者をいう。そこでは、ファンダメンタル価値と実際の相場とを比較して金融商品の売買が行なわれる、つまりいわゆる裁定取引の機会を見出すために情報を利用するのである⁽⁴⁹⁾。

(47) Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 248. セミストロング型の効率的市場とは、資本市場における価格がすべての公表された情報をつねに完全に反映しているものと想定された市場である。Klöhn, Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 177, 349, 353 (2013). もっとも、情報に関する効率性だけでなく、ファンダメンタル価値に関する効率性も併せれば、「完全に (voll)」という表現が何を意味するのかにもよるが、「適正なかたちで」情報が価格に反映された市場ということになる。また、金融商品のファンダメンタル価値とは、一般に入手しうるすべての情報および内部者情報のすべてを得た場合の市場参加者があまねく認める価値のことであり、それは、対象となる金融商品において予想される将来のキャッシュフローおよびその投資に伴うリスクのふたつの要素からなるもので、当該金融商品の保有者が将来的に得ることが予想される総額の現在割引価値として表されるものである、という。Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 181.

(48) Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 258.

(49) 以上、Klöhn, a. a. O. Fn 47, S. 354f. すなわち、情報利用者は情報に基づいてファンダメンタル価値を測定するのであり、そうした取引によって現下の相場とファンダメンタル価値とのずれが修正されることになる。つまり、情報利用者の存在によって市場の効率性が実現されうる。その反面で、情報利用者は、市場が結果的にファンダメンタル価値に関して効率的なものになることを、想定しているのである。Vgl. Klöhn, a. a. O. Fn 47, S. 352ff. また、Klöhn, Marktbetrug (Fraud on the Market), ZHR 178, 671, 699 (2014). では、情報利用者はよい投資判断をすることが最も期待されると

情報利用者と分別ある投資者との関係について、Klöhn は、情報利用者が専門的市場参加者と非専門的市場参加者とに区別されるとしつつ、前者のほうが分別ある投資者に近似した立場であるという。もっとも、非専門的市場参加者が効率的な市場であることを基本的に前提としつつ取引を行なう者であると想定できる反面、専門的市場参加者は意図的にあるいは不用意にファンダメンタル価値とは関係ない情報に基づいて取引することがありうる。⁽⁵⁰⁾ 要するに、投資者の専門性による区分は重要なものではない、とする。⁽⁵¹⁾

そこで、内部者取引規制の観点からみた問題であるが、Klöhn は、かりに内部者取引が行なわれれば、それによっていち早く相場が変動するから、情報利用者の裁定取引の機会が縮減されることになる、という点を⁽⁵²⁾指摘する。また、内部者取引によってファンダメンタル価値の観点か

いう理由からではなく、新しい情報が素早くかつ適切に価格に織り込まれることに情報利用者の取引が資するのであり、それによって資本市場の効率性が高められる、という理由から、臨時開示制度によって保護される市場参加者ということになるのである。すなわち、情報利用者自身のために情報利用者が保護されるのではなく、情報利用者は市場全体のために重要な役割りを果たすがゆえに保護されるのである、とする。

(50) 専門的市場参加者は予見しうる不合理的な相場変動に対応するような取引をしばしば行なうとする、十分な実証研究があるという。Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 261.

(51) 以上、Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 249. なお、情報利用者でない投資者のタイプとして実利的投資者 (Utilitätshändler) が挙げられている。実利的投資者は、金融商品のファンダメンタル価値とその実際の相場との差異を見出しそこから利益を得ようとするのではなく、ポートフォリオ組成により市場平均の利回りを企図し、あるいは、リスクヘッジのために市場で金融商品取引をする。そこでは、情報およびその解析に基づいた投資判断は行なわれぬ。しかし、それもまた合理的な (rational) 行動である。以上、Klöhn, a. a. O. Fn 47, S. 357.

(52) Klöhn, Lafonta/AMF – die neue cause célèbre des europäischen Insiderrechts? ZIP 2014, 945, 950. ここでいう情報利用者は分別ある投資者と同視されるものと解される。

らは正当視できない相場の動きが生じうる、という。⁽⁵³⁾その結果、情報利用者は市場から遠ざかってしまうことになる。それを防ぐのが内部者取引規制の目的である、とする。⁽⁵⁴⁾この説示それ自体は、分別ある投資者が他の市場参加者の不合理的な反応を考慮するか否かの議論と、直接関係するものではない。しかし、内部者取引によってノイズ的なものと誤認されうる相場の動きが生じることを内部者取引規制が抑止するという側面は、ファンダメンタル価値に沿うものではない不合理な相場反応を否認することと、歩調を同じくするものと捉えることができる。⁽⁵⁵⁾そこで、Klöhn は、WpHG 13条にいう分別ある投資者がそうした不合理的な相場反応を勘案するとすれば、内部者取引規制の趣旨にそぐわないことになる、とするのである。⁽⁵⁶⁾

つぎに、臨時開示制度の観点から、Klöhn は以下のように論じる。す

(53) Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 950. もっとも、内部者取引が「正当な」内部者情報に基づくものであれば、その内部者取引はむしろファンダメンタル価値を相場に反映させることになる。Klöhn の論旨は、あくまで公表された情報に基づく価格形成ではないという点でそれが問題である、つまり、情報利用者からみて不可解な相場の動きすなわち雑音（ノイズ）と誤認されうる相場の動きが生じることを問題視するものである。Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 264.

(54) 以上、Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 950.

(55) Vgl. Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 261ff.

(56) Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 261. 要するに、ここでは、Klöhn の考える分別ある投資者の定義から直接結論を導くのではなく、内部者取引規制という具体的な制度を踏まえて議論をしているのである。また、Klöhn は、合理的な (rational) 投資者が予見しうるような不合理的な相場反応の場合であっても、結論に変わりはないという。Klöhn, a. a. O. 他方、Bachmann は、内部者取引の観点からすれば、WpHG 13条にいう分別ある投資者ととは与えられた情報に基づいて将来の市場の動向を推論する者をさすのであり、そこでは、他者の予見されうる不合理的な行動に対応することも合理的な (rational) 行動として考慮されるべきである、という。Bachmann, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172, 597, 603 (2008).

なわち、不合理的な市場反応を引き起こしうる情報は、相場を上昇させるかそれとも下降させるか投資者によって判断が分かれる可能性が高くなる⁽⁵⁷⁾。それに加えて、問題となる情報によって相場が上下いずれに動くかあらかじめ判明していることを内部者情報の要件としないと考えるのであれば、発行会社はどの情報が内部者情報に該当するものすなわち臨時開示すべき情報であるのかを画定することがいっそう困難なものとなり、結局、あらゆる情報が開示されることになるであろう⁽⁵⁸⁾。他方で、臨時開示制度は、内部者取引を抑止することあるいは相場をファンダメンタル価値に合致させるという機能をもつと同時に、投資者の情報収集コストを低減させるという利点も有するのであり、さらに、その開示のあり方が規格化されているので、情報の解析や発行会社相互の比較が容易なものとなる⁽⁵⁹⁾。しかし、上記のようにあらゆる情報が開示されかつそれらが改めて各々の投資者の評価に委ねられるとすれば、情報利用者は、開示された情報が投資判断の基礎として有用であるかを見極めるために、さらに情報収集および情報の解析にかかるコストを要することになり、ひいては臨時開示制度の目的に沿わないものとなってしま⁽⁶⁰⁾う。さらに、著しく相場に影響を及ぼしうるものであっても不合理的な市場反応を生じさせうるような情報が開示されることになれば、市場には不合理的な反応をする投資者が耳を傾けるようなノイズが蔓延することになり、市

(57) Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 951.

(58) Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 951. Klöhn は、一般的に、相場が上下いずれに動くか定かでない内部者情報については市場の評価に委ねるためにさしあたり開示する義務がある、と考えられる傾向があるとしつつ、そうした考え方は支持できないとする。Klöhn, a. a. O., S. 951f.

(59) Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 950.

(60) Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 951. 情報利用者は、問題となる情報が相場を上昇させるものかあるいは下降させるものかいずれであるかが明確であることを前提にしたうえで、その情報に基づいて取引を行なうのであり、内部者情報の対象となる情報とは相場が上下いずれに動くか情報利用者にとってあらかじめ明確な情報である、とする。Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 951f.

場における情報の効率性が阻害されてしまう、とするのである。⁽⁶¹⁾

(4) 検討

要するに、Klöhn は、情報およびファンダメンタル価値に関する市場の効率性さらにはその体现者としての分別ある投資者というものを軸として、内部者取引規制および臨時開示制度のあり方を検討するものである。その論旨および結論については、理論的な一貫性を維持した議論を展開している手前、やや割切り過ぎであるとの批判も考えられうる。しかし、それは、予見性および法的安定性という経済活動における重要な要素に含まれるものを勘案したうえでの議論でもあり、そうした側面にも留意する必要がある⁽⁶²⁾。したがって、たんに割切り過ぎであると批判して済む問題ではない。

ところで、Klöhn がファンダメンタル価値に基づいた効率的な資本市場という理論に依拠して議論を展開している点については、そうした理論自体、一過性のものや独断的なものというのではなく、基礎的なところでの一定の価値観に基づいたある種の普遍性をもつものであると考えられうる。だとすれば、あるべき姿としてそのような理論を援用するのであれば、現実の資本市場がその理論を前提として構築されているのかあるいはそうした理論に沿ったものとなっているのかという点は、批判の対象とされる重大な問題ではなくなるであろう。

(61) Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 951. また、BGH の2011年12月13日判決の説示を肯定すればファンダメンタル価値に関する情報が相場に正当に反映されにくくなるとし、他方、開示される情報をファンダメンタル価値に関する情報に絞ることによって、法的安定性が実現され、市場および投資者の保護に沿うことになる、とする。Klöhn, a. a. O. Fn 33, §13 Rn 254.

(62) たとえば、Klöhn は、WpHG 13条にいう分別ある投資者について、他の市場参加者の不合理的な反応を勘案した行動をとるという投資者像を立てることは、問題となる情報における相場への有意性という基準が無意味なものとなり、予見性と法的安定性を損ねることになりうる、としている。Klöhn, a. a. O. Fn 32, S. 349.

金融商品取引法制における「投資者」

とはいえ、そもそも、資本市場における価格というものは不特定かつ多数のしかも多様な市場参加者によって形成される、ということが重要ではなかったのか、という疑問がもたれる。Klöhn のいう分別ある投資者あるいは情報利用者によってファンダメンタル価値が評価されてそれが市場価格に反映されるとすれば、その市場価格は比較的のみて多様でない市場参加者によって形成される、ということ⁽⁶³⁾を容認することになるのではないだろうか。

四 結語

これまでみてきたように、ドイツ法においては、分別ある投資者という概念から内部者取引規制および臨時開示制度の具体的なあり方が展開されることになる。それは、日本法でみれば、金融商品取引法の定める不公正取引規制と開示制度の双方の関連性が問われる、という興味深い研究を刺激するものであろう。

先に取り上げた BGH の2011年12月13日判決は、先の金融危機という特異な状況を背景としたものである。とはいえ、そもそも経済社会というものが何らかの不安定さをつねに抱えていることからすれば、資本市場そのものをどのように構築するかという基本的な問題に立ち戻り、それを考察することも、資本市場法制について研究するうえで重要なことであると考えられる。したがって、例外的な事例に基づく議論であるとして片付けるべきではない。

そして、本稿で扱った議論はドイツの有価証券法の規定を前提としたものではあるが、金融商品市場が様々な点で国際的なものとなっているのに対応して、その法制度についても他国の状況を研究することはいっ

(63) なお、Klöhn は、内部者取引規制および臨時開示制度の目的が、情報にかかる投資者の機会平等の実現という側面から、情報利用者のために競争力ある市場を構築するというものへ転換される、という。Vgl. Klöhn, a. a. O. Fn 52, S. 950.

そう重要なものとなろう。加えて、法制度の基盤となりうる「法学における」理論的な研究もまた重要視される必要がある、と考えられる。