イギリスにおける市場阻害行為規制

須 藤 時

仁

、はじめに

場のための行動計画(FSAP)」の一環として、 は、金融・証券市場の信頼に重大な影響を与える 市場阻害行為(規制)指令(2003/6/EC)MAD 九九九年五月に策定された「金融サービス域内市 に大きな変化が起きている。まず、EUでは、一 は刑事責任を中心に考えられてきたが、近年それ 違法行為である。この市場阻害行為に対する責任 内部者取引や相場操縦といった市場阻害行為

> 従来のEC内部者取引 (規制) 指令 (89/592/ でに施行することが要求されている)。同指令は れている(各国ベースでは○四年一○月一二日ま

が二〇〇三年一月に成立し、同年四月から施行さ

場阻害行為に対する非刑事責任を問うための枠組 効な行政(管理)体制を創出すること、つまり市 みを提供していることである。また、 調されるべきはその目的が市場阻害行為を扱う有 わが国で

も規制対象に拡充するなどの特徴を有するが、 EEC)が規制していた内部者取引に加え相場操縦

強

も、○五年四月から市場阻害行為に対して課徴金

る。
く刑事責任から非刑事責任への拡張が図られていれるようになり、やはり従来の証券取引法に基づ

が内閣総理大臣(金融庁長官に委任)により課さ

非刑事責任規定を整備したのがイギリスである。こうした流れに一歩先んじて、市場阻害行為の

それまでは、イギリスでも市場阻害行為に対してSMA)パート八にその規定を盛り込んでいる。イギリスでは二〇〇〇年金融サービス市場法(F

の非刑事責任規定について概説する。なお、前述一九九三年刑事裁判法(CJA)パート五と、相一九九三年刑事裁判法(CJA)パート五と、相「九九三年刑事裁判法(CJA)パート五と、相所の計刑事罰の規定しかなかった。内部者取引に関するの非刑事罰の規定しかなかった。内部者取引に関するの非刑事罰の規定しかなかった。内部者取引に関するの非刑事責任規定について概説する。なお、前述の非刑事罰の規定しかなかった。内部者取引に関するの非刑事罰の規定しかなかった。内部者取引に関する

刑事責任規定をFSMAこれら早く収り込んだ背でを述べ、その後に改正案について言及する。 発表されている。以下ではまずイギリスの現行規 発表されている。以下ではまずイギリスの現行規 融サービス機構(FSA)の共同諮問文書として 融サービス機構(FSA)の共同諮問文書として いたようにMADの施行によりイギリスの規定も

対する信頼の維持、以下FSMAは略す)、公衆市場の信頼性(FSMA第三条:金融システムに景について簡単に説明しておこう。FSMAでは刑事責任規定をFSMAにいち早く取り込んだ背

る。内部者取引や相場操縦を刑事犯罪として訴追抵減)といった四つの規制目的が明示されてい規制業者の業務が金融犯罪に利用される可能性の解増進)、消費者の保護(第五条:適切な水準の解増進)、消費者の保護(第五条:適切な水準の解増進)、消費者の保護(第五条:適切な水準の

する場合、当然のことながらその成立要件は厳格

る必要があったのである。

を通じて損なわれる可能性がある。したがって、 市場の信頼性、消費者保護は、広範な市場阻害行為しかカ が「していない。しかしながら、規制目的である が「していない。しかしながら、規制目的である に規定され、市場およびその利用者を欺く意図を

備し、それを維持するための権限をFSAに与える基準に満たない行為を規制(罰)する体制を整刑事犯罪として訴追はできないが市場で許容されを通じて損なわれる可能性がある。したがって、

二、現行規定

(1)

市場阻害行為規制の概要

(二)項で次のように定義されている。 Aパートハで規定されており、その第百十八条非刑事責任規定としての市場阻害行為はFSM

るような未公開情報に基づく行為(第(a)号)響を与えたまたはその可能性があると判断されが入手可能であれば、投資行動の条件決定に影情報の不正使用(内部者取引): 市場の利用者

ある行為(第(b)号) 誤ったまたは誤解を招く印象を与える可能性のは供給または価格について、市場の利用者には供給または価格について、市場の利用者にいいまがは、 報に基づく相場操縦):投資物件の需要もしく

たはみなす可能性がある行為(第(c)号) 曲するもしくはその可能性があるとみなす、ま操縦):市場の利用者が、投資物件の市場を歪

では、特定の行動をとった場合だけでなく、特定ることである(第百十八条(一)項(b)号)。 ここつである。第一に上記のいずれかの行為に該当す市場阻害行為と認められるための要件は次の三

第二に、市場の利用者が、 (阻害) 行為者の立

合でも阻害行為者とみなされる(第百二十三条 成する。また、阻害行為を強要または助長した場

の行動をとらなかった場合でも市場阻害行為を形

(一)項(b)号)。

場に照らして合理的に期待する行為基準を、当該 行為者が満たしていないことである(第百十八条 者とは特定の市場において投資物件を通常に取引 (一)項(c)号)。ここで、市場の(通常の)利用

為基準(規約、ガイダンス)および良い市場慣行 を含むものと解釈されている。 (RIE) 等が定める規則、 FSA等が定める行

理的に期待される行為基準とは公認投資取引所 する合理的な者をいい (第百十八条(十)項)、 合

行為を規定する重要な特徴を表わしている。とい test)」と呼ばれ、非刑事犯罪としての市場阻害 この要件は「通常の利用者基準 (regular user

る。ここで、「規定された市場(Prescribed Mar-

として市場阻害行為を起訴するための重要な要件 である行為者の意図(利益獲得または損失回避)

うのも、この基準が問題とすることは、刑事犯罪

ではなく、行為の結果におかれているのである。

することによって市場阻害行為を抑止する意図も した場合でも、強要または助長した者がそれに 含んでいよう。また、阻害行為を強要または助長 このことは、非刑事責任を問うための要件を緩和

ているCJAの対象が個人に限定していることと 対照的である。 のことは、刑事犯罪としての内部者取引を規定し

自然人(個人)に限らず、法人も対象となる。こ さらに、行為だけを問題にするため規制対象者は ている適格投資物件に関して行なわれたことであ 第三に、阻害行為が規定された市場で取引され

よって実際に利益を得たことを示す必要はない

නූ lium

ment)」は大蔵省が命令で定める(第百十八 ket)」および「適格投資物件 (Qualifying Invest-条(三)項)。大蔵省は、規定された市場として イギリス国内で運営している市場―London

tional Financial Futures Exchange (LIFFE) don' OM London Securities and Derivatives Stock Exchange (AIMを含む)、EDX Lon-Exchange virt-x Exchange London Interna-London Metal Exchange′ International Petro-Exchange およびOFEX―を指定してい

取引が許可されている投資物件をいう。 ここで注 み、具体的には上記市場で取引されているまたは なっている投資物件(第二十二条)をすべて含 適格投資物件とはFSMAで規制対象と

意すべきは、規定された市場で行なわれる阻害行

為だけではなく、適格投資物件に関して海外市場

令を裁判所に申請する権限(第三百八十三条)、

に申請する権限

(第三百八十一条)、原状回復命

許容されている規則や慣行なども市場阻害行為と みなされることを意味している。 る可能性がある場合には、規定された市場の外で とである。このことは、規定された市場を阻害す 市場の行為基準に抵触した場合には規制されるこ を含む上記市場外で行われた行為も、規定された

(2) F S A の 権限

に、FSAに次のような広範な権限を与えてい FSMAでは市場阻害行為を取り締まるため

る。調査権(第百二十八条(三)項、第百六十八条

(II)項(a)、(d)号、第百七十三条)、刑事訴追

権(内部者取引:第百三十条、第四百二条、 操縦:第百三十条、第四百一条)、 制裁金の賦課

・公開譴責 (第百二十三条)、 差止命令を裁判所

可もしくは承認の取消(第四十五条、 承認された者に対する介入、制裁金賦課または認 第六十六条)。以下では刑事訴追、 (裁判所への申請も含む)、 制裁金賦課につ 第六十三 原状回復

原状回復要請権

(第三百八十四条)、

認可業者、

いて概説する。

刑事訴追

は検事コード (Code for Crown Prosecutors) FSAが市場阻害行為者を刑事訴追するか否か

に従って決定される。具体的には、行為者に対す

があるか(証拠基準)を検討し、その基準を満た る刑事上の有罪判決を得られるだけの十分な証拠 て刑事訴追が公益に資する(公益基準)と判断し した場合さらに犯罪の重大性その他の状況に鑑み

科について、FSAは次のような政策を採ってい 刑事訴追が決定された場合、 他の規制措置の併

た阻害行為に対して刑事訴追を決定する

対象となったことがある、またはなっている者に る。先ず、実質的に同じ容疑に関して刑事訴追の たは将来開始される場合でも併科を妨げないとし 置については、刑事訴追が既に開始されているま 対して制裁金を課さない。しかし、それ以外の措

2 令の申請 原状回復要請または裁判所による原状回復命 ている。

阻害行為によって損失その他の不利益を被った者

目的は、阻害行為によって得た利益の吐き出しと

市場阻害行為の被害者に対する原状回復要請の

することもできるほか、裁判所に原状回復命令を 訴追の決定はFSAによる原状回復要請の権限を 発動するよう申請することもできる。なお、 への補償である。FSAは単独で原状回復を要請 刑事

FSAは原状回復要請またはその裁判所への申

妨げない。

が棄損されたことまたはその権限行使が市場の信

ことが正当化されるほどには、その者たちの利益

第一に、市場阻害行為の直接的な結果として、 請の決定に対して次のような政策を採っている。 利

ていた者 (同時取引者)、 阻害行為の対象となっ 阻害行為が行なわれていた同時点に取引を行なっ 益が深刻に棄損された者が明確であること。市場

者については、FSAが原状回復権限を行使する た投資物件の発行者は対象とならない。これらの

確でないためである。第二に、利益の棄損が明確 た)損害その他の被害があり、かつ当該阻害行為 が適切と判断されるだけの明確な(数量化され 頼維持または消費者保護の目的に資することが明 かつ深刻であること。具体的には、 補償の支払い

> ることである。 利益保護のためにFSAが行動を起こす必要があ イギリスの金融・資本市場の信頼維持、 消費者の

3 制裁金

を刑事訴追と併科しない。つまり、

制裁金は刑事

FSAは市場阻害行為者に対する制裁金の賦課

制コストを補償すること(将来の市場阻害行為の え、かつ法令を遵守している市場利用者が被る規 罰の補完的位置付けにある。制裁金の目的は、 一に、将来の阻害行為に対して適切な抑止力を与 第

抑止と他の市場利用者が被るコストの補償)、第 ある。なお、制裁金はFSAの運営費に充当され 負担させること(ケースの処理コストの負担)に 被った調査費用などのコストを市場阻害行為者に FSAが特定のケースを処理するために

制裁金を課すか否かの決定は刑事訴追するか否

<u>ත</u>

るほど被害が深刻でなければならない。第三に、 れることがあらゆる状況において公正と認められ によって得た利益またはその一部がそれに充当さ イギリスにおける市場阻害行為規制 条)。 レベル決定のポイントとなるのは、 前述し SAは制裁金に関する政策についてポリシー・ス FSMAに制裁金に関する上限規定はないが、F す場合、そのレベルを決定しなければならない。 取った措置など)、 その他の要素 (過去の同様な 者の行為(阻害行為を処理するために行為者が SAは、当該阻害行為の性質と重大性、当該行為 た制裁金賦課の目的のうち「将来の阻害行為の抑 ケースなど)を挙げている。さらに、制裁金を課 止と他の市場利用者が被るコストの補償」を達成 テートメントを整備する義務がある(第百二十四

> 令を裁判所に申請する際に、 差止命令および原状回復命令の裁判所への申請を る。なお、制裁金の賦課に関して、制裁金賦課と い場合には、FSAは差止命令および原状回復命 して処理する方が時間的にもコスト的にも望まし 個別に行なうより、事件を担当する裁判所が一括 レベルを確保することが重要であると強調してい では不十分であり、抑止効果が働くだけの十分な 制裁金の検討を同時

かに依存するが、それ以外のポイントとして、F

三、MADの成立とFSMAの 改正

が成立した。MADを制定した主目的は次の点に これまでEUには一九八九年に制定されたEC内 ある。第一に、規制対象を拡張することである。 冒頭で述べたように○三年一月にEUのMAD

SAは、市場阻害行為による利得を没収するだけ

に照らした制裁金の影響を挙げている。さらにF 益または回避した損失、当該者の状況とその状況 性質と重大性、阻害行為によって当該者が得た利 することにある。具体的に、FSAは阻害行為の

に申請することができる。

証券レビュー 第44巻第12号 め う有効な行政 部者取引(規制)指令しかなく、相場操縦に関す 相場操縦も含めた市場阻害行為全般を規制対象と したのである。第二の目的は、市場阻害行為を扱 従来、相場操縦だけでなく内部者取引も含 (特に非刑事責任を問う) 市場阻害行為に対 (管理) 体制を創出することであ

行われた相場操縦行為の対応に苦慮するなどの弊 定義・要件、適用除外規定などがEU各国で異な 害があった。そこで、内部者取引だけではなく、 る場合があり、海外から自国の金融商品に対して る統一の規制はなかった。そのため、相場操縦の

時点で四つの施行規定が定められている。 別途詳細に規定されるためである。○四年一一月 に関する詳細な施行規定(レベル二施行措置)が るFSMAとFSA規則の関係のように、MAD プルである (図表1)。 これは、 イギリスにおけ

MADは全二二条の規定から成り、非常にシン

のため、イギリスでもFSMAおよびFSA規則 法や規則などの制定)を採るよう求めている。こ 国ベースでMADの規定に関する国内措置(国内 MAD第十八条は〇四年一〇月一二日までに各

などの改正案が大蔵省とFSAの共同で諮問され

中に施行する予定である。なお、 Aパート五およびFSMA第三百九十七条の規定 創出」にあることから、刑事責任を規定した○J ている。諮問文書によればこの改正は○五年二月 市場阻害行為を扱う有効な行政 M A D の 目的が (管理) 体制を

は変更されない

金融サービス市場を創設しその信頼性を維持する 備されていない国があった。そこで、EUの統一 する監督機関が不明確であったり、

制裁規定が整

イギリスにおける市場阻害行為規制

図表 1 EU の市場阻害行為(規制)指令の条文

第1条 第2条 内部者取引の禁止 内部者取引の禁止 内部者の禁止行為(内部情報の守秘義務、第三者への推奨および誘引の禁止) 第4条 第5条 第6条 情報與緩の禁止 情報與緩の禁止 情報則示 公的政策の遂行に対する適用除外 買戻しプログラムまたは安定化に対する適用除外 買房しプログラムまたは安定化に対する適用除外 第9条 適用範囲 規制市場 地理的適用範囲 単一の(監督)適格機関の指定と諮問委員会の設置 適格機関の監督および調査権限 適格機関職員の守秘義務 第12条 第13条 第14条 第15条 第16条 第16条 第16条 第16条 第16条 第16条 第16条 第17条 第16条 第17条 第16条 第17条 第18条 第17条 第18条 第18条 第19条 第20条 第20条 第22条		
第19条 メンバー国家による域内他国に対する異なった法的、行政的措置 第20条 略	第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第第1113134条条条条条条条条条条	内部者取引の禁止 内部者の禁止行為(内部情報の守秘義務、第三者への推奨および誘引の禁止) 二次的内部者(情報受領者)の禁止行為 相場操縦の禁止 情報開示 公的政策の遂行に対する適用除外 買戻しプログラムまたは安定化に対する適用除外 適用範囲:規制市場 地理的適用範囲 単一の(監督)適格機関の指定と諮問委員会の設置 適格機関の監督および調査権限 適格機関職員の守秘義務 違反者に対するでい義務 違反者に対するでいます。 違格機関の決定に対する裁判所への(不服)申立 メンバー国家の適格機関の相互協力 施行措置(の制定)
第17条 施行措置(の制定) 第18条 メンバー国家における本指令の施行 第19条 メンバー国家による域内他国に対する異なった法的、行政的措置 第20条 略	第12条 第13条 第14条 第15条	適格機関の監督および調査権限 適格機関職員の守秘義務 違反者に対する行政措置または行政罰 適格機関の決定に対する裁判所への(不服)申立
	第17条 第18条 第19条 第20条	施行措置(の制定) メンバー国家における本指令の施行 メンバー国家による域内他国に対する異なった法的、行政的措置

(出所) 欧州委員会資料より作成。

(1)

市場阻害行為の範囲と要件

的に定義しているが、MAD第二条一項、第三条歪曲(取引に基づく相場操縦)というように抽象解を招く印象 (情報に基づく相場操縦)、市場の解を招く印象(情報に基づく相場操縦)、市場のの現行規定では市場阻害行為の範囲を

では、市場阻害行為の範囲および要件、適用範囲FSMAの現行規定(第百十八条)とMADと

において重要な相違がある。それらの相違点は以

蔵省とFSAは第二の選択肢を選んだ。

かつMADにない現行規定も残すことである。大して、第二の選択肢はMADの規定を取り込み、

いない現行規定を削除することである。これに対

等に取り込む場合に次の選択肢がある。第一はM下に詳述するが、MADをFSMA、FSA規則

ADの規定を取り込む一方、

MADに定められて

に 部者および内部者からの情報受領者による) な内部者取引」および「内部情報の不正開示」 a)および第一条二項では、 相場操縦を「取引操縦(変動操作)」、「操縦 純粋

内部者取引を 「(内

的策略」および「風説の流布」に限定して定義し

項、(六)項、(七)項)、それに定められていない 挙・定義し (内部者取引についてはP第百十八条 MADに定められている市場阻害行為を個別に列 ている。 (二)項、(三)項、相場操縦についてはP同条(五) したがって、改正案では図表2のように

び市場の歪曲は各々P同条(四)項、(八)項に別途 その他の情報の不正使用、誤解を与える行為およ (しかし現行規定では市場阻害行為に該当する)

関係している。現行規定は、前述したように市場 があるか否かで分けたことは、その要件に大きく このように市場阻害行為の範囲をMADに規定 規定した。

を定めているが、MADでは阻害行為ごとに定義 阻害行為となる共通要件として通常の利用者基準

禁止される行為でも、市場の通常の利用者にとっ ・要件が定められている。したがって、MADで

こで改正案では、MADに定められている阻害行 ればイギリスでは市場阻害行為に該当しない。そ て期待される行為基準を満たしていると判断され

為についてはこの要件を削除する一方、それに定

められていない阻害行為に対してのみ通常の利用

が異なるが、それについては後述する。 することとした。なお、要件以外にもMADに定 めがある阻害行為であるか否かによって適用範囲 者基準の要件を課すことによって現行体制を維持

(2) 適用範囲

1 市場

現行規定はイギリス国内で運営されている市場

ロッパ経済圏(EEA)内のいずれかの規制市場 令 (93/22/EEC) 第一条十三項で定めるヨー 格投資物件)に関して起きた市場阻害行為につい で取引が許可されている金融商品に関してイギリ て適用されるが、MAD第十条は投資サービス指 (規定された市場) で取引している金融商品

第百十八条(一) 項、P第百十八A条(一)項)。 正案では次のように地理的範囲が拡張された(P をカバーするよう拡張を要求している。そこで改 ス国内で起きた阻害行為(取引または取引注文)

うとカバーされる。 資物件に関連していれば、それがどこで起ころ 規定された市場で取引が許可されている適格投

市場阻害行為が、イギリス国内で運営している

イギリス以外のEEA国家で運営している規定 件に関する行為は、それがイギリス国内で起き された市場で取引が許可されている適格投資物

となっている。これに対して、MAD第一条三項

た場合のみカバーされる。

(適

はり大蔵省の命令で定められる(P第百三十A条 ここで、イギリス国内外の規定された市場はや

struments Directive(2004/39/EC)が施行され るまでの商品デリバティブを取引するすべての市 取引所のAIM市場、Markets in Financial In-資取引所によって運営される市場(ロンドン証券 規制市場に定められていない、イギリスの公認投

109

求されるより広く、投資サービス指令でEEAの

(一)項(a)号、図表2)。この範囲はMADで要

2 金融商品

場)およびOFEXを含んでいる。 いるまたは取引が許可されている投資物件が対象 にはイギリス国内の規定された市場で取引されて る投資物件(第二十二条)をすべて含み、具体的 現行規定では、FSMAで規制対象となってい

証券レビュー 第44巻第12号

図表 2 新しい市場不正行為規制(諮問中)の概要

新しい市場阻害行為規制(諮問中)の概要

1. 市場阻害行為の定義

1. 印物阻音行动心足疾			
市場阻害行為	定義		
内部者取引 (P第118条(2)項)	内部者が適格投資物件に関する内部情報に基づいて当該投資物件もしくはそれに関連する投資 物件(関連投資物件)を取引するまたは取引を行なおうとする行為		
不正開示 (P第118条(3)項)	内部者が、その職務、専門的職務または義務の適正な遂行の過程を逸脱して、他の者に内部情報 を開示する行為		
情報の不正使用 (P第118条(4)項)	上記第20項または30項に該当せず、かつ、以下の条件をともに満たす行為 ①通常の市場の利用者には利用可能ではないが、仮に利用可能であったならば、当該投資物件も しくは関連投資物件の取引条件を決定するときに重要であると考えるまたはその可能性が高い 情報に基づいていること ②通常の市場の利用者が、市場にかかわる立場にある者として合理的に期待される行為基準を当 該者が遵守していないとみなしていること		
取引(相場)操縦 (P第118条(5)項)			
操縦的策略 (P第118条(6)項)	仮装的策略または他の形態の欺瞞もしくは計略を用いた取引または取引注文の成立または成立へ の関与を構成する行為		
(風説の)流布 (P第118条(7)項)	何らかの方法により。適格投資物件もしくは関連投資物件に関する誤ったまたは誤解を招く印象 を与えるまたはその可能性がある情報を、当該情報が誤っているもしくは誤解を招くと知ってい るまたは知っていると合理的に判断される者が流布するまたは生ぜしめることを構成する行為		
誤解を与える行為 および歪曲 (P第118条(8)項)	ある者として合理的に期待される行為基準を当該者が遵守していないとみなすような行為で、以下のいずれかに該当する行為 ①適格投資物件もしくは関連投資物件の供給、需要または価格もしくは価値について、通常の市場の利用者に誤ったまたは誤解を招く印象を与えるまたはその可能性のある行為(誤解を与える行為)		
	②そのような投資物件の市場を歪曲するまたは歪曲するような行為であると通常の市場の利用者 がみなすまたはその可能性のある行為(歪曲)		

- 第44項および89項に定義する市場阻害行為はMADで定義されていないが、現行の第118条(2)項はこれらの行為も市場阻害行為としているため、新118条の草案にも含まれている。"P"は改正案を示す。
- 大蔵省が命令で定める「規定された市場」と「適格投資物件」
 - (1) 規定された市場
 - イギリス国内で運営している市場

 - i)イギリスの公認投資取引所(RIE)によって設置されたすべての市場 ・London Stock Exchange(AIM を含む)・OM London Securities and Derivatives Exchange
 - London International Financial Futures Exchange (LIFFE) virt-x Exchange · London Metal Exchange · International Petrolium Exchange
 - ii) その他(RIE によって設置されたものではなく、かつ EEA 内の規制市場でもない市場)
 - OFEX
 - ② イギリス国外で運営している規制された市場
 - EEA 内で運営されているすべての規制市場

- ・投資サービス指令で定義されている譲渡可能証券(株式、債券など) ・集団投資事業におけるユニット ・金融売物契約、先渡金利契約 ・オブション ・(EEA) メンバー国家の規制市場で取引が認められているまたは取引の認可を求めているその他の商品 P第118条(4)、(8)項の市場阻害行為に対しては、イギリス国内で運営している規定された市場およびFSMA 第22条に照らして大蔵省が命令で定めた「特定された投資物件」(第3節を参照)についてのみ適用される。
- 3. 市場不正行為とならない例外的規則等(P第118A条(5)項)
 (1) 情報管理規則(チャイニーズ・ウォールに関する規則(業務行為規約2.4),第147条)
 (2) FSMAのパート6規則(上場規則,開示規則)のうち、情報の開示,公表,伝達または発信に適用するタイミング,配布または入手可能性,内容および管理基準に関するもの
 (3) テイクオーバー規約(第120条)のうち以下に関する規定
 ① 情報の開示,公表,伝達または発信に適用するタイミング,配布または入手可能性,内容および管理基準に関する場合

 - 関する規定

 - ② 申込者および共同行為者(concert parties)による取引の制限に関する規定 (4) 相当の株式取得を統制する規則(SARs:第143条)のうち、情報開示のタイミングに関する規定
- 2273/2003) の関連規定
- (7) 金融政策または為替レート、公的債務もしくは外貨準備の管理に関する政策の遂行において、公的機関のため に行なった行為
- 〔出所〕 HM Treasury, UK Implementation of the EU Market Abuse Directive, June 2004 から作成。

は図表2に列挙した金融商品である。

ている。規制対象の金融商品も大蔵省が命令で適れている金融商品をカバーするよう拡張を要求しはEEA内のいずれかの規制市場で取引が許可さ

許可が申請されている金融商品とした。具体的にずれかの規制市場で取引が許可されているまたは「項(b)号)、その改正案ではMADの規定どおり項(b)号)、その改正案ではMADの規定どおり

「On A Time State Note Than The State Note Than The Table Than The Table Than The Table Than The Table Th

能な金融商品)が適用される。ギリス国内の規定された市場およびそこで取引可(四)項および(八)項の阻害行為には現行規定(イがって、MADに規定されていないP第百十八条

―ション四、結論─日本へのインプリケー

以上、イギリスにおける市場阻害行為の非刑事

特に、MADの第十一、十二条および第十四条でり、MADの規定について国内措置を採るためり、MADの規定について国内措置を採るためまが、のはないの規定について概説してきた。イギリスではF責任規定について概説してきた。イギリスではF

て(行政罰としての)課徴金制度が導入される。○五年四月からわが国でも市場阻害行為に関しえており、むしろMAD施行の見本ともいえよう。

述したように、FSAはこれらの権限をすでに備

および違反者に対する行政制裁を求めている。前置、その適格機関による監督・調査権限の付与、はメンバー国家による単一の規制適格機関の設

第44巻第12号 関係者から内部情報を受けた悪意の情報受領者も 問う内部者取引の対象者も同様)。これは、 対象とすべきであろう。 害行為に対してこのような非刑事責任規定を導入 ては「会社関係者」に限定している(刑事責任を

る。第一に、課徴金の対象者を内部者取引につい ギリスやEUの規定に比べて不備な点も散見され 資するであろう。その意味では評価できるが、イ る。それらを指摘して本稿を締めくくることとす したことは、市場の信頼性、消費者保護の確保に

その概要は図表3に掲げたとおりである。市場阻

市場阻害行為の抑止にどの程度効果があるか疑問

することが重要であろう。 当額プラス特定のケースを処理するために監督機 さらに抑止効果が期待されるだけのレベルを確保 関が被った調査費用などのコストを最低限とし、 である。やはり、イギリスのように経済的利得相 第三に、課徴金に限らず日本の阻害行為規制体

十八条の二に規定されている犯罪行為により得た ていない。課徴金のみならず、証券取引法第百九 者に対する原状回復(救済)プロセスが確立され 系についていえることだが、市場阻害行為の被害

会社

財産の没収・追徴はすべて国庫に納入され、 市場

条)。 ればならない(証券取引法第百六十、百六十四 阻害行為に係る損害賠償請求は個別に行なわなけ イギリスでも、 非刑事罰としての制裁金は

引について、「重要事実公表後の株式等の価額

済的利得相当額とされており、さらに、内部者取

第二に、課徴金の水準は違反行為により得た経

から「重要事実公表前に購入した株式等の価額

を控除する方法等により算出するとしている。

かし、違反行為により得た経済的利得相当額では

置としてFSAは原状回復を阻害行為者に(被害 FSAの運営費に充当されるが、被害者の救済措

イギリスにおける市場阻害行為規制

図表 3 わが国の市場阻害行為に関する課徴金制度の概要 (2005年 4 月 1 日施行)

1. 対象行為及び課徴金額

内閣総理大臣は、次に掲げる者に対して、違反行為による経済的利得を基準として、売付け、買付けの額その他の額により算出すべき額(①については募集等の額の1%(株式の場合は2%))の課徴金の納付を命じなければならないこととする。

- ① 虚偽記載のある開示書類により有価証券の募集等を行った者
- ② 風説を流布し又は偽計を用いて有価証券の売買等を行った者
- ③ 相場を操縦する一連の有価証券の売買等を行った者
- ④ 未公表の重要事実を知りつつ有価証券の売買等を行った会社関係者 (証券取引法第172条~第176条関係)
 - (注) インサイダー取引等については、「重要事実公表後の株式等の価額」から「重要事実公表前に購入した株式等の価額」を控除する方法等により 算出。

有価証券届出書の虚偽記載については、過去に決算発表を行なった会社の 重要事実の発表の有無による株価変動率の差異のデータを踏まえ、募集・売 出し金額の一定割合(債券は1%、株式は2%)を法定。

2 調査権限

課徴金に係る事件について必要な調査をするため、 報告徴求・検査等を行うことが できることとする。(証券取引法第177条関係)

- 3. 審判手続
- ① 審判手続は1人の審判官又は3人の審判官で構成される合議体が原則公開して 行うこととする。(証券取引法第180条、第182条関係)
- ② 被審人は、意見陳述をすることができ、また、審判官は、被審人の申立て又は職権により、質問、証拠物件徴求、鑑定、立入検査等をすることができることとする。(証券取引法第184条~第185条の5 関係)
- ③ 内閣総理大臣は、審判官が審判手続を経た後、作成・提出した決定案に基づき、課徴金の納付を命ずる決定その他当該事件に関する決定を行うこととする。(証券取引法第185条の6、第185条の7関係)
- 4. 没収・追徴との調整

課徴金に係る事件と同一事件について、没収・追徴の確定裁判があった場合は、課 徴金額から没収・追徴額を控除する。(証券取引法第185条の7、第185条の8関係)

5. 課徵金賦課手続

証券取引等監視委員会で調査・勧告。内閣総理大臣(金融庁長官に委任)が課徴金 命令を発出。

(出所) 金融庁資料より作成。

者に代わって) 要請する権限を有している。例え

訟を起こすことは多大な負担を強いられる。この いなく、また、個人投資家が損害賠償を求めて訴 ば、今回の西武鉄道による有価証券報告書の虚偽 に被害者救済措置の命令を申請する、または阻害 およびその不当な損害を確定し、被害者に代わっ 道の有価証券報告書を信頼して市場から株式を購 れた大手企業は同株式をコクドに対して買戻し れている。コクドから西武鉄道株の取引を要請さ 記載事件にしても、個人投資家の立場の弱さが現 て原状回復を要請するもしくは監督機関が裁判所 ような場合に、監督機関が調査等によって被害者 入した個人投資家への対応はほとんど論じられて れに応じる方向で検討している。しかし、西武鉄 (原状回復) 請求を行なっており、 コクド側もそ

> (注 整備されていることが挙げられる。 なお、 この制裁金は阻 害行為を強要または助長した者に対しても課すことができ されないこと、関連規則が相当する刑法の規定より広範に 続きがずっと迅速であること、「意図」の要素が一般に要求 制裁金の利点として、 刑事裁判 (刑法) に基づくより手 (第百二十三条)。

(2)

四つの施行規定とは、内部情報の定義とその開示および

二月二二日)、買戻しプログラムおよび金融商品の安定化の 通知に関する委員会指令(2004/72/EC、二〇〇四年四月二 リストの作成、経営者の取引の通知および疑わしい取引の 慣行、 商品デリバティブに関する内部情報の定義、 内部者 No2273/2003、二〇〇三年一二月二二日)、許容された市場 ための適用除外に関する委員会レギュレーション ((EC の開示に関する委員会指令(2003/125/EC、二〇〇三年一 ○三年一二月二三日)、投資推奨の公正提示および利益相反 市場操作の定義に関する委員会指令(2003/124/EC、二○ 九日)である。

示す。 『P』は大蔵省およびFSAから提出されている改正案を

(3)

(すどう ときひと・当研究所主任研究員)

きるようなシステムを確立すべきであろう。

行為者からの没収・制裁金を被害者救済に充当で