

金融商品取引法研究会
研究記録第 43 号

相場操縦の規制

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 25 年 6 月 19 日開催の研究会における藤田友敬委員（東京大学大学院法学政治学研究科教授）による「相場操縦の規制」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

藤田先生からは、金商法上の不公正取引規制を体系的に整理する上で同法第 159 条が規制するものを明らかにすることが必要なのではないかとの問題意識のもと、同法 159 条を、欧州および米国における相場操縦規制と、その構造、背後にある考え方などにおいて比較し相違点を抽出した上で、我が国における規制の問題点を指摘し検討するといった構成で、ご報告をいただいた。

このご報告をうけ、委員やオブザーバーの先生方からは、相場操縦規制に関するさまざまな論点を出してご議論いただき、誠に有意義な研究会となった。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた藤田委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げます次第である。

平成 25 年 8 月

公益財団法人 日本証券経済研究所
常務理事 高 坂 進

相場操縦の規制

(平成 25 年 6 月 19 日開催)

報告者 藤 田 友 敬
(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

I. はじめに：報告の目的	1
II. 金商法 159 条の構造	4
III. 1934 年証券取引所法	6
IV. E U 市場濫用指令	8
V. 若干の検討	11
VI. むすび	23
討 議	24
報告者レジュメ	41
資 料	50

金融商品取引法研究会出席者(平成 25 年 6 月 19 日)

報告者	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
オブザーバー	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会専務執行役
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	高坂進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末吉恵	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

相場操縦の規制

神田会長 定刻になりましたので、始めさせていただきます。

本日は、金融商品取引法研究会の第 13 回目の会合になります。本日は、私が進行を務めさせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は、藤田友敬先生から「相場操縦の規制」についてのご報告をしていただくことになっております。

早速ですが、よろしくお願いいたします。

I. はじめに：報告の目的

藤田委員 まず配付したものの確認です。レジュメと対照表と書いてある横長のものを用いて説明させていただきます。それ以外には、事前にお送りさせていただいた資料が幾つかございますが、これらも適宜引用させていただきますので、ご参照いただければと思います。

さて一昔ぐらいまでの教科書とか論文を見ますと、相場操縦というのはほとんど摘発されないし、規制されていないといったことが書かれていたものなのですが、最近では、課徴金事例を含めると、相場操縦の規制のエンフォースメントがかなりふえてきていると思います。

問題となる事件もいろいろなタイプがありまして、割と古典的なタイプ——仕手筋が株価をつり上げて売り抜けるみたいなもの——も依然としてあるのですが、デイトレーダーによる見せ玉の取引、さらに、金商法 159 条に限定せずに相場の変動を悪用するタイプの行為を広く捉えると、例えば脅迫によって相場変動を図るドン・キホーテ事件のようなケース——脅迫して株価を下落させ、空売りしてもうけるという手口——もあります。さらに箱企業を使った偽計による不正ファイナンス——手法そのものは、箱を使っているところ以外は古典的だったりしますが——等、相場操縦やその周辺の不正な行為の規制はふえているようです。

立法としては、平成 23 年の改正で、金商法施行令 26 条の 6 によって公募

時の空売り規制が加えられました。そこでは、公募のときに時価を下げる圧力をかける行為も形式犯として規定しましたが、これも相場操縦に似た行為と言っていいと思います。

このようにいろいろな話題が出てきているということからは、今、相場操縦の規制について取り上げること自身は不思議ではないのかもしれませんが、問題はどのような取り上げ方をするかということです。この手の新手の相場操縦の手口とか摘発事例を研究するというやり方です。もう1つは、金融商品取引市場の価格形成に人為的に介入する行為の規制について改めて考え方を整理し、立法論を含め規制のあり方を考えるタイプの取り上げ方です。前者もおもしろいとは思いますが、きょうの報告は後者です。金商法157条から159条の規定の重複については昔から指摘されてきましたが、最近では158条が使いやすいということで、課徴金事例等が結構ふえてきています。そうなりますと、これらの相互関係について——余り使われていなかったときはどうでもよかったのですが——いろいろ考えなきゃいけなくなってくるということになります。先ほど申し上げました新たな府令のようなものが出てきますと、相場操縦との関係でどういう位置関係にあるのかといったことも気になってくるわけです。そういうこともあって、規制の背後にある考え方と整理の仕方という観点から大ざっぱな報告をさせていただきたいと思います。

実はそういう問題意識に関連する報告は、既にこの研究会で2回ほどなされております。1つは平成24年5月、松尾先生のされた「金商法第6章の不公正取引規制の体系」という報告です。これはイギリス法の規制体系を参考にされながら、一般的に不公正行為の禁止規定を置いた上で、より具体的なものとして相場操縦規制、インサイダー取引規制、詐欺的行為関連の規制といった形で整理される。そんなグランドデザインを描かれるものでした。その際、報告の後でなされた議論で、157条3号の虚偽相場の利用、158条の風説の流布・偽計、159条の相場操縦はどんな関係で整理したらいいのか、全部詐欺防止の一種なのかといった議論がなされた記憶があります。

もうひとつは、平成 19 年に太田先生が報告され、その後論文として公表された（金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（公益財団法人日本証券経済研究所）（2010 年）所収）、村上ファンド事件の分析です。こちらでは 157 条の適用について、157 条 1 号で拾える行為として個別規定に具体化されてない相場操縦並みの行為と類型のもとで幾つかの具体例を議論されました。非上場株式の仮装売買、オプションの交渉を促進するための市場価格の操作、時価公募増資の際の空売りにより発行会社の株式を下落させ、特定の者に安価で引き受けさせる行為、ヘッジファンドなどの MACD に関する行為、スカルピングなどです。これらの行為の一部は、例えば先ほどの府令などで既に手当てはされたりしたのですが、当時の問題意識としては、おそらく 159 条の相場操縦の規定で拾えないものの受け皿として、157 条 1 号がどういうふうに使えるかということだったと思います。ただ、このことはよく考えますと、——実務的に言えば 157 条 1 号をどう適用するかなのですが——、そもそも金融商品市場を操作する行為のうち、159 条が何を取り上げ損なって、何を落としているかということを裏返しから議論しているような面もありまして、現在の 159 条のつくりそのものが適切なのかという疑問にもつながると思います。どんな規定だってもちろん漏れ落ちはありますし、具体的な規定を置いた上で一般条項を置くことそのものに異論を差し挟むつもりはないのですが、どの範囲でどういう具体的な手法で行為を切り出すかという手法として、現行の 159 条は、ベストとまでは言わないまでも、そこそこうまくいっていると評価できるのか。こぼれ落ちているものが 157 条にいくのはいいいとして、こぼれ落ち過ぎてないかといったことは考えたほうがいいのでしょうか。

結局、両報告を受けて感じたことは突き詰めると、159 条についての考え方を整理し、そのコアとなるのが何かというところを明らかにしないと、金商法の不公正取引規制について、体系的な整理ができないという印象を受けました。それが本日、相場操縦規制についてご報告させていただこうと思った最初の理由です。

もう 1 つの動機は、2003 年の EU の市場濫用指令 (Market Abuse Directive)——日本証券経済研究所の訳ですと「市場阻害行為指令」なのですが、Abuse を阻害行為としてよいかどうかよくわからないので、とりあえず「濫用」と訳しておきます——です。詳細は後で見ますけれども、一読してわかるのは、日本法やその母法であるアメリカ法とは非常に違ったアプローチで市場相場操縦を捉えようとしているということです。相場操縦を正確に定義することが難しいことは広く知られています。いずれの国でも満足いくような定義があるわけではないし、また、EU のこれをそのまま日本法には持ち込めない理由はいろいろある。しかし日本の、あるいはそのもととなったアメリカの定義の仕方はどういう特徴があるのかということを教えてくれる素材にはなりますし、それが決して自明なものじゃないということも示してくれるという意味では参考に値するものだと思います。

以上のような問題意識で報告させていただきたいと思います。まず現行法の構造を確認した上で、母法であるアメリカ 1934 年証券取引所法、次いで EU の市場濫用指令について紹介し、その上で若干の考察を行いたいと思います。

Ⅱ．金商法 159 条の構造

まず金商法 159 条の構造です。今さら申し上げることはないでしょうが、念のために確認させていただきます。

1. 159 条 1 項

159 条 1 項は、仮装売買（1 号～3 号）、馴合売買（4 号～8 号）及びこれらの委託・受託等（9 号）を規制しています。これらの取引が正常な取引と区別できずに、外観上取引高が増加すると、誤解した投資家が取引に誘引され、そのような投資家行動によってさらに価格形成がゆがめられるというのが規制の理由だとされます。仮装売買、馴合売買などが規制対象となるためには、「取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の

状況に関し他人に誤解をさせる目的」が要求されていますけれども、同条の2項と異なりまして、有価証券売買等を誘引するという目的は要求されていません。

2. 159条2項1号

次に159条2項です。2項は、まず1号で現実売買による相場操縦を規制しています。「有価証券の売買または市場・店頭デリバティブ取引を誘引する目的をもって」というのが1つ目の要件です。そういう目的を持って、「有価証券売買等が繁盛であると誤解させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等」あるいは「相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等」を行うことを禁止しています。

現実売買の場合は、行為自体は外形的には正常な取引と異ならないわけです。例えば大量に株式を売却することで大きく値崩れすることがあるとして、そしてそれを100%認識していたとしても、違法になるわけではありません。このこと自身はどこの国でも同じです。大量に投げ売りしたら相場操縦だと言われたのではたまらない。そんなことになってないのはどこの国でも同じですが、その結論をどういう道具立てを使って導くかはいろいろ違っている。日本法では、少なくとも現在の判例を前提とする限り、有価証券売買等の取引を誘引する目的を通じてその線引きをしているわけです。

この誘引目的の位置づけとか具体的な意味合いについてはさまざまな議論があったのですが、今日はとりあえず現在の判例を前提として内容を確認しておきます。配付させていただいた協同飼料事件上告審判決（平成6年7月20日）によりますと、誘引目的というのは、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的」であるとされています。同判決によれば、その規制対象となる行為というのは「相場を変動させる可能性のある売買取引等」ですから、

大量に売却して値崩れを起こすというのはこれには当たってしまう。ところが、前者の目的のほうの「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて」誘引しているわけではないという形で外すという理屈です。なお誘引目的、変動取引の捉え方はいろんな立場があって、最高裁と違う代表的な考え方としては同事件の高裁判決があります。それも参考までに配布しておりますが、こちらは変動取引のほうに、今の目的で書かれた内容を一部織り込むような形で区別しようとしています。

3. 159条2項2号・3号

159条2項1号は今申し上げたとおりですが、2号、3号は表示による相場操縦とまとめられることがあるもので、2号は、相場操縦に関する情報の流布表示を、3号のほうでは、虚偽あるいは誤解を生じさせる表示によって行われる相場操縦を禁止しています。規制対象はいずれも取引ではなくて表示です。そういう意味では投資家に対する詐欺禁止の規制に似ている面もあるのですが、不当な表示によって人為的に相場が形成される危険を防止しようというのが目的である点で、表示や情報を信じた人を保護する性格ではないというところが、相場操縦規制に入ってくる理由だとされています。

159条が相場操縦規制の一番コアな部分ですが、これ以外に157条、158条の適用関係も問題となり、とりわけ158条では相場の変動を図る目的の風説の流布、偽計、暴行、脅迫などを規制しておりまして、これらは広い意味では相場操縦行為と言えるものもカバーしている可能性があります。

以上が日本の法律の構造です。

Ⅲ. 1934年証券取引所法

1. 証券取引所法9条

次にアメリカ法です。よく知られるところですが、金商法159条は、アメリカの1934年証券取引所法9条をほぼそのまま日本語にしたものと言って

いいかと思います。配付した一覧表を対比して見ていただくと、159 条 1 項、2 項にほぼそのまま対応する条文があります。そのため 159 条の解釈については、よくアメリカ法が言及されます。9 条自体は日本法とつくりが非常に似ていますので、客観要件、主観要件の組み合わせによって範囲を画そうとしているということがわかります。もっとも、誘引目的が日本の最高裁と全く同じような意味合いに解されているかという、必ずしもそうではないと思いますけれども、条文のつくりそのものは非常に似たつくりを持っていることになります。

2. 証券取引所法 10 条(b)

ただ、一番注意しなくてはいけないのは、アメリカにおける相場操縦規制は、現在ではむしろ 9 条よりは 10 条(b)によっているらしいということです。10 条(b) がよく用いられる原因の 1 つは、9 条は、例えば適用が上場証券等に限定されているのですが、店頭登録証券についても規制するというのであればそれは 10 条(b) にいくといったことです。ただ規制の適用される有価証券の範囲を拡張しているだけかという、それだけではないようです。つまり、10 条(b) は、相場操縦的または欺瞞的な術策を用いることといった禁止の仕方をしていますが、これは 9 条で要求される要件を必ずしも満たしていない行為も拾う余地があることになります。そうなってきますと、アメリカで規制されている相場操縦の範囲というのは、少なくとも日本法の 159 条とは違う範囲なのではないかということになってきます。特に一番気になるのは、10 条(b) で訴える場合に誘引目的が要求されるのかということです。これは、どちらの説に立つ判例もあるようです。レジュメに、抽象論として誘引目的を不要とするものとして U.S v. Charnay, 537 F.2d 341 (9th Cir. 1976)、抽象論として誘引目的を不要とする解釈をとることに慎重な姿勢を示すものとして U.S v. Muhheren, 938 F.2d 354 (2d Cir. 1991) が引用してあります。抽象論としては誘引目的は 10 条(b) でいく場合は要らないといいながら、事実関係を読むと必要な事実はちゃんと認定されたり、抽象論とし

て誘引目的を不要とする解釈はちょっと不安を覚えると言いながら、結局、そもそも誘引目的がないのみならず、ほかの要件を満たしていなかったりして、判例としての評価はなかなか微妙なのですが、少なくとも抽象論のレベルではいろんなことが言われているようです。ただ、少なくとも言えることとして、9条の要件を満たしていない以上はおおよそ相場操縦になり得ないという考え方はとってなくて、10条(b)を介して、相場操縦として規制されるべき行為の外延が広がる可能性は多分に持っている状況であることは確かなようです。このようにアメリカの相場操縦規制では、日本でいえば159条からはみ出る部分があって、そういう意味では、日本でも159条のみならず158条の規律とあわせて規制範囲をとらえ、その上で整合性を考えなきゃいけないというのは自然の成り行きで、現在158条のほうが使いやすいといって広がっているのも、理解できるところがあるのかもしれませんが。

Ⅳ. EU 市場濫用指令

1. 市場濫用指令

次に、EUの市場濫用指令に移りたいと思います。これは日本やアメリカの規制、少なくとも制定法上の条文のつくりとは相当異なったアプローチをとっています。2003年に公表された市場濫用指令については、「内部者取引及び相場操縦（市場濫用）に係る欧州議会及び理事会による規則」と題する提案がされているなど現在進行中のところもあるのですが、本日の報告の目的との関係でいえば、オリジナルの2003年の指令の定義を見れば足りると思います。この指令にいう市場濫用（Market Abuse）とは、内部者取引と、広い意味での相場操縦を指すものです。指令の解釈につきましては、また欧州委員会が出しています COMMISSION DIRECTIVE 2003/124/EC of 22 December 2003 がございまして、一部の文言についての解釈を示すものとなっています。この手の指令としては、ほかに安定操作の扱いについて触れたものもございまして、これも重要なのですが、きょうの報告とは直接関係してきませんので取り上げません。

また解釈との関係ではEU指令の適用に関して、MARKET ABUSE DIRECTIVE INSTRUMENT 2005 という英国FSAの解釈指針を配布してございます。FSAとしてはどういう行為がディレクティブの要件を満たすものと考えるといった解釈の指針の形をとるものです。かなり参考になりますので、これもあわせて配付させていただいております。

2. 相場操縦の定義

指令そのものに戻ります。市場濫用指令は相場操縦を次のように定義しております。1条2項では、3つの類型を掲げております。

1つ目は「(a) に掲げる取引又は取引注文－金融商品の供給、需要若しくは価格に関する虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える若しくは与える可能性があるもの、又は単独若しくは共謀して行動する者たちによる、1つ以上の金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらしめるもの」。これにはただし書きがありまして、「行動理由が正当であること、かつ、当該規制市場の容認された市場慣行に従っていることを立証すればこの限りではない」となっております。2つ目は「(b) 仮想的な技巧、又は他の形態の偽計若しくは計略を用いた取引又は取引注文」。3つ目が「(c) 金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の流布 (dissemination)」が規制の対象になっております。

日本法との大まかな対応関係を見ますと、159条1項、仮装売買、馴合売買が指令の1条2項の(a)の前半でカバーされており、2項1号、現実売買による相場操縦が、指令ですと1条2項(a)の後半で取り上げられております。159条2項2号、3号と、恐らく158条の一部が指令の1条2項(c)でカバーされることになりそうです。指令の1条2項(b)は、157条の一般条項と158条の一部に相当する形になるようです。若干補足しておきますと、仮装売買による相場操縦は、条文だけ見ると仮装的な技巧が(b)項にあるので、こちらに当たるのかなと思うのですが、そうではなくて2項(a)によって規律されているというのがEU委員会の考え方ようです。配付資料とし

て紹介いたしました COMMISSION DIRECTIVE 2003/124/EC of 22 December 2003 の 4 条を参照いただければと思います。そこで仮装取引的なものがいろいろ挙げられていますが、これは 1 条 2 項(a) の中の解釈として取り上げられているのです。

日本とさまざまな違いはあるのですが、非常に大きな点は次の 3 点ではないかと思います。

まず第 1 に、指令の 2 条 1 項(a)、特に後段です。これは相場に変動をもたらすような取引、指令の言葉を使って言う「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらす」ような行為をすれば基本的にはアウトなのですが、免責事由として、行動理由が正当であるということ及び規制市場の容認された市場慣行に従っていることを証明すれば規制が外れるという構造になっています。なお日本証券経済研究所の訳によりますと、「行動理由が合法的である」と訳されているのですが、原文では legitimate と書かれておりまして、「合法」というとちょっと狭過ぎて、「正当な目的」とでも訳した方がよいのではないかと思います。とにかくこの正当な目的を証明すれば免責されるわけですが、そうじゃない限り、人為的あるいは異常な価格変動をもたらす行為は、目的を問わず全部アウトというつくりをしている。日本法でも母法のアメリカ法でも、証券の売買を誘引することというところでもかなり絞りをかけているのですが、これが全くないところが非常に違うわけです。

第 2 に、仮装売買、馴合売買等については、日本法はそういう具体的な行為を列挙した上で、それらが取引の状況に関し、他人に誤解を生じさせる目的がある場合を規制対象としています。EU 指令のほうは、1 条 2 項(a) の前半をもう一度見ていただきたいのですが、日本法では目的として掲げられているところに列挙されていることが行為の属性として書かれて、それだけで規制範囲の対象とされている。そのかわり目的は不要という形になっています。

第 3 の違いは、情報発信による市場濫用につきましては「金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の配布」

であることが要件で、これに加えて、日本法あるいはアメリカ法のように誘引目的は要求されていないことです。

EU 指令における市場濫用の定義の仕方は、わが国やアメリカ法の規制と比べると、今言ったような違いがあるわけですが、一番大きな違いは、(a) 号の現実売買の規制手法の違いで、問題の行為が市場に与える影響によって相場操縦を定義し、それだと広過ぎるという場合については、その行為が正当な理由によるものか否か、容認された市場慣行に従っているか否かという客観的な属性で適用を除外するという徹底した客観アプローチをとっているということです。日本法のように、行為者の目的を決め手として適用範囲を絞るアプローチとは大きく発想が違うわけです。

V. 若干の検討

1. 現実売買による価格操作

(1) Effect based approach と intent based approach

「若干の検討」に入りたいと思います。いずれの国でも、大量の買い付けや売却を行ったことで相場に大きな変動をもたらしたからといって、それだけでは当然に相場操縦として処罰されることはありません。それは自己の行為で相場が大きく変動することを知っていても同じです。規制されるのは、相場に大きく影響を与える行為のうちの一部に限られます。すでに説明したとおり、日本法やアメリカ法は、投資家を誘引する意図で行ったか否かという要素で絞るのに対して、EU 指令では「行動理由が合法的であること」、「当該規制市場の容認された市場慣行に従っていること」といった要素でその結論を導こうとしている。市場濫用に関する包括的な最近の研究である EMILIOS AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*, Oxford University Press, 2005 は、相場操縦の定義の仕方として、(1)effect based approach (相場への影響に着目した定義)、(2)intent based approach (行為者の目的に着目したアプローチ)、(3)(1)(2) の組み合わせという形で整理・分類していますが、それに従うと、

EU は(1)、日本法やアメリカ法は典型的な(3)ということになります。(2)の例は、指令以前のイギリス 2000 年金融市場法がそうだとされます。

そこで、これらの手法が規律対象をうまく切り分けられるかという観点から、以下では、行為の効果に着目する規律の仕方と、行為の目的を区別の決め手とする規制について、各々の手法で規律対象をうまく区別できるか、対比してみましょう。

【例 1】 投資ファンド A が B 社の株式を高騰させた上で、高値で売り抜けるべく、市場で大量に買い付けた。A の買付行為が始まると、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰した。A 社は高値で売り抜け、その後の相場は下落した。

【例 2】 A 社は、B 社あるいはその関係者に高値で引き取らせることを前提に、B 社の株式を大量に買い付けた。A の買付行為が始まると、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰した。

【例 3】 A 社は、B 社と提携を模索し、(強制公開買付規制にかからない範囲で)市場で株式を買い集めた。A の買付行為が始まると、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰した。その後提携は破談となり、A は B 社株式を処分し、株価は下落した。

EU の指令ですと、これらの例における株価の変動というのは、いずれもそれが異常もしくは人為的な水準に達するような動きだと判定されてしまえば、一応全部規制の対象になってしまう。ただし、行為者の側で、正当な目的あるいは規制市場の市場慣行に従っているという両方を満たすことを証明できれば免責されるということで、恐らく例 3 は、それで救われることになると思います。例 1 はアウトで、この立証ができないでしょう。

例 2 は、正当な目的と言えるのかよくわかりません。グリーンメールはけ

しからんから、正当な目的ではないと言いたくなるのですけれども、正当な目的というのは何との関係で正当と考えるかということ次第だと思います。配布した Market Abuse Directive Instrument 2005 は、英国 FSA が公表した書類で、市場濫用指令をエンフォースする基準について、FSA 自身の見解を例示的に示しているものですが、1.6.5 あたりに正当な利益についての考え方が書かれています。そこでは、取引の背後に以下のようなものがあることは正当な目的じゃないという方向にカウントされるとして、いろいろ列挙していますが、それでいくとグリーンメール等も多分正当な目的ではないと扱われる気がします。正当な目的か否かとも、市場の相場の形成について誤解をもたらすかもたらさないか、そういったところから来る正当性に限定して解釈するという立場はあるのかもしれませんが、どうも EU 指令や英国 FSA の解釈指針はそんな発想はとってないように思います。このように例 2 は、結論を断定的には申し上げにくいところですが、いずれにせよ判断枠組みとしては正当理由の解釈次第になるということでしょう。

これに対して日本法だと、判例による限り、どれも最高裁の言うところの変動取引をやっていることは否定しようがないので、この 3 つを区別するのは誘引目的の有無しかない。最高裁によれば「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的」があるかということになりますが、誘引目的といっても積極的に引き込むことを意図する必要はなくて、操作された株価で投資家が市場取引することを認識していればよいと言われています。そうすると、誘引目的とは呼んでいますが、ポイントは人為的な操作を加えて相場を変動させることを意図しているかということになっていくわけです。しかし、そういう意味での誘引目的で、果たしてこの 3 つの例をうまく切り分けられているだろうかというのが、ここで考えたいポイントです。

(2) 取引の意図による選別①

行為者の目的で切る場合、例 3 が誘引目的ではなくて、例 1 では誘引目的

があるというのは区別はどこから来るのだろうかということです。目的あるいは意図で区別するということだと、「吊り上げた相場で売却する意図」、「対象会社に高値買い戻しをさせる意図」、「提携する意図」で、それぞれ差を導かなくてはならないのですが、これらの意図の違いによって、人為的な操作を加えて相場を変動させているか否かという点に違いは出てくるだろうかというのが根本的な疑問です。論理的に突き詰めると、そうは言いにくいような気がします。

ちなみに、現実売買による相場操縦の定義は行為者の意図によらなければいけないと日本でも強く言われますし、アメリカでも言われています。論文としてよく引用されるものに、Fischel and Ross の 91 年の論文があります (Daniel Fischel and David Ross, “Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets?” 105 Harv L Rev 503 (1991))。結論としては現実売買による取引は規制しなくていいといっている論文なのですが、ただ相場操縦とそうではない取引を区別するとすれば主観的意図によるしかない、「悪い意図」を有しているか否かが決め手になるということを非常に強く言っていて、その部分がよく引用されます。ただ、行為者の「悪い意図」による取引と彼らが言っているときの意図というのは、日本の最高裁が言っている誘引目的とは全然違う性格のものであることには注意する必要があります。彼らの言う「悪い意図」による取引というのは、①相場を一定の方向に動かす取引であって、②取引者としては自分の取引がなければ相場がそんな方向に動くとは思っておらず、③取引者が得る利益は、専らその人が価格を動かすことができるという能力に依存して得られるものであり、その人が有している情報によって得られているものではないということを知って行うということです。操作できるからもうかるのであって、それ以外の理由によってはおおよそ儲からない、そして自分が本来動く方向と違う方向であることを知って、そちらに動かしているという認識が「悪い意図」であると言っているの、投資家を取引に誘引するとかそんなこととは全く無関係な意図ですし、自然な相場形成と違うということだけ認識しているということでもない。逆

に「よい意図」というのは、自ら価格がそっちに動くべきだ、情報を持って思っている方向に動くような取引であれば、それは問題ないと言っている。

今言ったような意味での「悪い意図」を相場操縦の要件として要求すると、上記の例3が相場操縦に当たらないというのは何とか言えるのかもしれませんが、日本法で捉えたような意味での目的によるかぎり、どうも違いは理論的には十分説明できないように思います。実際には、例1の場合も、こんな単純な形では操作しないで、もっといかがわしい売り方、大量に買ったり売ったりじゃないことをやるので、そういったところで認定がされるから誤らないのでしょうかけれども、理論的に突き詰めると、最高裁が言っている誘引目的ですと、例3と区別できないような印象は持っています。

(3) 両アプローチの背後にある規制の考え方

今、EU 指令だとどう切るか、日本法だとどう切りにくいかということを申し上げたのですが、もう1つあわせて申し上げておきたいのは、どうもこの2つのアプローチの背後には、単なる言葉遊びというのを超えて、規制根拠についての大きな考え方の違いもあるような気がするのです。どの文献にも明示されてないことですので、臆測にすぎないのですが、EU 指令の条文の書き方を突き詰めると、最終的には次のような発想に行き着くのだと思います。つまり、金融商品の資源配分機能のゆがみというのは、市場濫用指令の言葉を使っていると、「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらす」ことさえすれば常に生じるのであって、先ほど申し上げた3つの例は、その限りではどれも同じなのだと思います。だから、とりあえずは全部アウトだとする。ただし、例3のようなケースで一時的な需給の乖離によって価格が大きく変動するからといって、大量に株式を保有する者が市場を利用する資格がないと言ってしまうと、それはその人の取引の機会を不当に害することになって、かえって社会的厚生を増大させない可能性があるから、金融商品市場の一時的な資金配分機能のゆがみがあっても、別の利益によって正当化する余地を認めるというアプローチなんじゃないかと思います。これに対して例1や例2のような取引については、それを認める

ことによってもたらされる社会的厚生はないので、カウンターバランスが何もない、その結果資金配分機能のゆがみというマイナスだけが残るから規制される。そういう考え方だと思います。

繰り返しですが、金融商品市場の資源配分機能のゆがみという弊害のほうに差があるからではなくて、それはみんなあることを前提に、そのような取引を認めてやらないと何か困るか、また、そういうことを認めることによる経済的な利益があるか、社会的厚生をもたらすものが何かあるかといったところで区別するというアプローチだということになります。

これに対して日本法はそうではなくて、ある意図があるといけないという切り方をするので、なぜ取引の意図が悪いと相場操縦の悪性が基礎づけられるのか、なぜ悪い意図による取引であれば資源配分をゆがめ、そうじゃない場合にはゆがめないのかという、本来答えられないはずの問題に直面せざるを得ない。そういう問いを引き起こすような切り口になっているのではないかと思います。実際には背後のある意図というのはいろんな注文の出し方に反映することが多くて、人為的な操作を加えて相場を変動させる目的のところで、いい行為、悪い行為というのは、社会的な価値のある行為か否かということは区別できたりもするのですが、それは事実上そういう形で読みかえができてからにすぎないので、枠組みとしては市場濫用指令のほうが本来の規制目的をより直截に表現できている枠組みであるような気がします。

(4) 取引の意図による選別②

あわせてもう2つほど例を挙げたいと思います。

【例4】 A社が公募増資を公表した。Bファンドはその直後から、貸株を受けてA社株式の空売りをを行い、A社株式の価格が下落した。Bは下落した時価を前提に決定される払込価格で新株を取得し、借株を返却した。

【例5】 A社は業績が悪く金融機関からの借り入れも、増資による資金調達も困難であった。そこでヘッジファンドBの働きかけに応じ、MSCBを発

行し、資金調達をした。B ファンドは、B 社大株主から貸株を受け、空売り
を続けることで、転換期間（新株予約権行使期間）における A 社株価を大
きく下落させた。B ファンドは、株価の下落に伴い転換価額下方修正条項に
よって引き下げられた転換価額で MSCB を株式に転換して転換した株式を
返還した。

いずれも今は別の形で規制されるようになってきているものです。とりわ
け先ほどお話ししました金商法施行令 26 条の 6 第 1 項は、例 4 のような行
為を典型的に念頭に置いて規制されるようになったものです。確かに空売り
の禁止という形で規制することもできるのですが、本来相場操縦の規制の対
象となってもおかしくない行為です。空売り規制という形式犯で規制するの
か、相場操縦で規制するのかでは、科されるペナルティが全然違いまして、
前者だと 162 条違反だと 208 条の 2 で 30 万円以下の罰金、相場操縦規制違
反だと 197 条 1 項 5 号で 10 年以下の懲役又は 1 千万円以下の罰金というわ
けです。そこで拾えるものなら相場操縦で拾ってもおかしくないと思います。
この政令を廃止しろと言っているつもりはないのですが、本来は相場操縦の
範疇に入るような問題ではあります。

ちなみにアメリカだと、レギュレーション M のルール 105 で規制されてい
るわけですが、レギュレーション M は、過度な投機を抑制するという意味で
の空売り規制ではなくて、はっきり相場操縦禁止規制の一環として相場操縦
を行う動機を持った人による空売りを定型的に禁止したものだと言われて
いるはずです。あたかも短期売買差益の規制と内部者取引についてなされて
いる説明と同じような関係の規制だと説明されていると思いますし、そう
言ったほうがこの規制も理解しやすいのだと思います。

今これらを取り上げたのは、空売り規制と相場操縦規制の関係を考えるた
めというよりは、むしろ日本の相場操縦規制の限界、誘引目的の有無による
適用範囲の確定の限界を考える上での例としてです。今申し上げた例 4 も例
5 も、EU の市場濫用指令だと、いずれも空売りによって価格が異常もしく

は人為的な水準をもたらすような行為に当たるとすれば、例外事由である正当な理由はどちらもありませんので、規制対象となるというふうにわかりやすく整理されることになります。ところが日本の場合は例4、例5いずれも、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されたものであると誤認させて、有価証券市場における有価証券の売買目的に誘い込む目的があるかどうかという基準で考えることになるのですが、目的ははっきりしていまして、自分が安い値段で株式を引き受けること、あるいは安い転換価格で転換し、大量の株式をもらうことで、それ以外に目的はないはずです。ただ、自分が変動させた相場で誰か取引するかもしれないという認識はあるでしょう。その程度の認識でも目的としては十分だと解する余地はあります。実際私も、そのぐらいの認識で足りるということを金融商品取引法のコンメンタールに書いています（神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール第4巻』（商事法務、2011年）29頁）。動いた相場で取引する人がいるかもしれないと認識していることで誘引目的があると言い切ってしまうわけです。そういう解釈をとった上で、他に併存する目的があろうがなかろうが、それとの主従関係というのは犯罪の成否とは無関係ですと言っている下級審裁判例もあります（東京地判昭和56年12月7日判時1048号169頁）。この2つを合わせれば、これは誘引目的があると認定できないわけではないのですが、誘引目的をそこまで薄くしてしまうと、変動取引ではあまり歯どめはかからない上に、例3みたいなものもアウトになるんじゃないかということになりかねない。したがって、例4、5も、誘引目的が、違法な取引とそうじゃないものと切り分ける役割をうまく果たし得ないことを示唆する例ではないかという気がします。つまり誘引目的を厳格に解釈すると、必要なのは処罰できないし、緩やかに解すると限定にならず、適法なものとなってしまうものとの区別がつかなくなるジレンマがあるように思います。どうも日本の枠組みのように、目的ベースの相場操縦の定義の仕方というのは、突き詰めると本質的な弱さを持っている気はします。

EUのほうに立法を改めるべきだと、今ここで言えないのは、まず第1に、

行為者のほうに正当な目的の証明責任を課すというのが日本の罪刑法定主義を前提として許されるだろうかという疑問からです。名誉毀損のように、例がないわけではないのですけれども、刑事罰について、「正当な目的を証明できないと有罪です」といった条文になっていいのかという疑問があります。第2に、「正当な目的」という抽象的な文言で有罪か無罪かを決めるような条文を書くことにも抵抗があるかもしれません。したがって、異常なレベルに市場価格を誘導するのは基本的にはアウトにした上で、正当な利益があるか否かというアプローチは魅力的なのですが、立法論的には、正当な利益のところを多少具体化できるか否かということに依存していて、今そこを書き切る自信もないし、書き切る努力をしてまで立法提案をしようと申し上げるほどの覚悟もないから、曖昧なところでとまっているというところなんです。ただ、繰り返しになりますが、EUの規制の仕方と対比すると、日本法的な切り口を理論的に突き詰めたときの難点是否定できないという印象は持っています。

2. 仮装取引・馴合取引

現実取引による相場操縦以外の類型も念のために触れておきたいと思います。

まず仮装取引・馴合取引です。現行法は159条1項で、仮装取引・馴合取引を現実売買と別建てで規制しております。誘引目的は、こちらでは要求されないという特徴があります。

これに対して、EU市場濫用指令は両者を一本化しております。金融商品の供給・需要に関するものであれ、価格に関するものであれ、誤った信頼や誤解を招くシグナルを与える行為には違いないとすれば、現物売買による相場操縦のケースについて、誘引目的の有無で限界を画するということさえやめれば、両方とも一本化することに余り困難はないと思います。そもそも現行法において、仮装取引については誘引目的が要求されないということ自体が、159条1項の存在意義として何か積極的なメリットとなっているのかと

いうと、余りそうも思えませんので、誘引目的を要求するような現行法の枠組みを前提としても、一本化してもいいのかもしれないと思います。

なお、ついでにつけ加えますと、最近話題になる見せ玉による手法は、買い付け意図のない大量の買い注文（見せ玉）を出して、その発注状態を見た他の投資家の買い注文を誘引する、投資家が乗ってくれば、それに合わせて売りを出して、買い注文のほうはいつの間にかこっそり撤回したり、あるいは変更して、指し値を下げて約定が成立しないようにしてしまうというものです。こういう行為は、159条2項1号の中で規律されています。すなわち顧客が行う見せ玉というのは、そういう売買等の委託として規制され、金融商品取引業者自らが自己の計算でやる場合は、平成18年改正によって、有価証券売買等の申し込みが1号に加わり、それで読むわけです。しかし、これは本来仮装取引・馴合取引のほうの類型に属するものだと思いますし、もし仮装取引・馴合取引と現実売買を別建てで規律するという枠組みを維持するというのであれば、1項のほうに入るタイプの行為だと思います。

3. 情報による相場操縦

次に、情報による相場操縦についても触れておきたいと思います。これも現行法は位置づけが非常にわかりにくくなっています。現在ではなぜか現物売買の159条2項1号に並べて2号、3号とあるんですが、仮装取引よりもむしろこちらこそ別建てにしたほうがわかりやすいと思います。また、それに加えて「有価証券等の相場の変動を図る目的を持って風説を流布し、偽計を用い」云々という158条の一部もあわせて一本化したほうがわかりやすいと思います。

市場濫用指令のほうを見ますと、「金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の流布」という規制の仕方をしておりまして、こちらは「金融商品に関する虚偽又は誤解を招く」という要件の立て方となっています。別に相場の変動を図ったり、相場の状況を誤らせたりするという行為には限定していません。ただ、情報の流布ではあるの

で、特定の人をだまして取引させたというのだとこれは満たさなくて、もう少し一般的な情報の発信をする必要はあると思います。

1つの整理は、不当な表示によって人為的に相場が形成される危険を防止することを目的とする規制と、情報や表示を信じた投資家を保護する規制はあくまで区別するということです。現在の158条はそれが混在しているものですから、別建てにするのだったら、158条のうち一部を切り出して、159条2項2号、3号と合わせて一本化するということになるでしょう。その場合、現在の159条2項のように誘引目的を要求するのではなくて、情報の提供によって相場を変動させる行為としてまとめるべきだと思います。

ただ、厄介なのは規制対象となる情報の性格づけです。繰り返しですが、市場濫用指令は「金融商品に関する虚偽または誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性がある情報」としております。その結果、真実ではあるが市場をゆがめるような情報というのは、——落ちていいのかどうかは別途議論する必要はあるのですが——、落ちるように読めます。それに対して現行法の159条2項2号は、まさに真実であっても市場をゆがめる行為の1つを明示的に挙げています。159条2項2号は、自分あるいは他人が相場操縦行為を行うということを流布するものです。情報のとおりの相場操縦を行うつもりもないのに、相場操縦によってつり上がるから買えということを言うと、虚偽のことを言って誘引しているので、3号に該当しますから、この種の行為を規制するためにはこの条文は要らないということになります。問題は、自分が本気で相場操縦をやるつもりで、それを予告したときです。これはうその情報を言っているわけじゃなくて、真実のことを言って、しかも相場に影響を与える行為ということですから。こういう類型をわざわざ取り出してきて規制する必要が本当にあるのかどうかは、よくわからないところがあります。後で実際に行われた相場操縦行為を規制すればよくて、予告編を規制する必要があるかという気もします。あえて言えば、やるつもりだったけれど途中で気が変わって、後でやっぱりやめることにしたというのが落ちてしまうから問題だということになるのですが、何とか解釈で補うこともできるよ

うな気もしますし、あえてそういうものだけを取り出して規制する必要があるかどうかはよくわからないと思います。

なお、真実であるが市場をゆがめるような行為については、——相場操縦以外も考えるものがあるとするればそれも含め——、規制対象とするとするれば、その場合の最大の問題点は、違法な行為を摘発するような行為が全部相場操縦扱いされてしまいかねない危険があるということです。こういう弊害は日本法だと余り考えたことはないと思います。159条2項2号は、相場操縦をやる人と、その共犯者みたいな人を想定しているのだと思いますが、真実を公表して相場をゆがめるような行為を含めると、潜在的には告発者のような者をも拾ってしまいます。

そういう目でEUの市場濫用指令を見ますと、1条2項(c)で、報道関係者の行為について特段の配慮をしていたりします。報道関係者については考慮するというような要件でいいかどうかはともかく、真実の情報で、しかもそれが相場をゆがめるかもしれないけれども、その目的が正当な目的である場合は、一定の範囲で責任を免除してやる必要はあるのかもしれませんが、ただ、そんなことまでするのであれば、そもそも先ほど言った相場操縦予告編のようなものは、最初から情報による相場操縦として別建てで抜き出して規制しなくてもよいのではないか、という疑問が出てくるような気もします。

今は取引と情報だけを取り上げましたが、それ以外の相場操縦、例えば脅迫、暴行——現在は金商法158条で拾われている——を、相場操縦の類型として認識する必要があるかというのは別途問題となり得ます。EUの指令を見ますと、仮装的な技巧、その他の形態の偽計もしくは計略を用いた取引、取引注文とあって、このあたりの偽計、技巧と読めないことはないのかもしれませんが。

ただ、ドン・キホーテ事件のような、空売りしておいて脅迫するような行為を相場操縦として規制すべきかどうかは、よく考える必要があるのかもしれませんが。確かに相場に影響を与えているのですが、やるつもりもない脅迫を公表しているのであれば、虚偽情報ということになるのでしょうか、

本気で脅迫して何か悪いことをして被害を与えれば、その会社に損害が出るので、単に市場は正しい情報を反映しているだけなのかもしれませんから、相場操縦なのかと言われると、——空売りでもうけるために相場を動かすためという動機はあまり同条に値するわけではないのですけれども——、ほかの相場操縦と同じ類型なのかどうかはよくわからない。だから取引、情報による価格操作だけでいいかというのはまだ詰め切れないところです。

Ⅵ. むすび

別に結論として申し上げるほどのことはないのでありますが、私は、少し前に神田先生、黒沼先生、松尾先生の編集されている金融商品取引法のコンメンタールで159条を担当したのですが、書いていて随分フラストレーションがたまりました。書いているほうがそうなのですから、読むほうはもっとフラストレーションのたまるものを書いてしまったのでしょうか、書きながら、何でこんなに気持ち悪いのだろうと思いました。

気持ち悪かった原因は、たとえば誘引目的と変動取引とどちらを重視するかといった議論で枠組みが設定され、そのように限定された土俵で華々しく議論されている反面、条文そのものの枠組みについて、あるいはそもそも意図によって違法なものか否かを区別することの意味について、正面から論じたものが少ない。そもそも現行法のアプローチは、突き詰めたときに限界はないのかということは余り書かれていなかったり、そういうところに答えてくれるものがなかったりしたのが原因かもしれません。

EUの市場濫用指令を見て、少なくとも現行の枠組みが自明ではないことはよく分かりました。また相場操縦について、違ったアプローチで切って、違った考え方で整理する可能性もわかりました。そういう検討をすると、少しはフラストレーションの解消にもなる。私の個人的な主観はどうでもいいのですけれども、現行法の規制枠組みを所与として、多様化する手口をどこかに当てはめるという作業を繰り返すことでいいのか多少疑問を持っていますので、方向性について多少自信が出てくれば、具体的な条文の整理まで含

めた立法論まで考えてみたいと思います。差し当たり本日のところは、方向性として、EU の指令のようなアイデアでの切り方とそれによる整理の可能性の問題提起と受け取っていただければと思います。

私の報告は以上です。

討 議

神田会長 大変興味深いご報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

それでは、皆様方から、どの点についてでもご質問、ご意見をお出しただきたいと思います。よろしくお願いします。どなたからでも。いかがでしょうか。

松尾委員 藤田先生、貴重な報告をありがとうございました。また、私の報告については、報告時から考えは特に進歩していませんのすけれども、最初に言及いただきましてありがとうございます。

ちょっと取りとめもないことで恐縮ですけれども、先生のご報告をお伺いして思ったことがあります。適法な取引と違法な取引を区別する基準として誘引目的があるということは、最高裁判決で整理されたわけですけれども、実はこの目的規定で切るとするのは金商法では結構多くて、159 条、158 条もそうですし、損失補填の 39 条もそうですし、最近でいえば、平成 25 年改正金商法に盛り込まれている 167 条の 2 による情報伝達・取引推奨行為に対する規制もそうです。私はどちらかといいますと、客観的な行為、EU 型の正当な業務の場合には当たらないようにしてほしいと要望を出していたのすけれども、採用はされずに主観的目的で切られたということで、何となく目的で切っている例が多いように思います。

しかし一方で、立証の段階においては、158 条の裁判例を見ても、ほとんど分析もなく、当然のごとく目的的存在が認定されています。客観的行為があれば大体目的を推認できるというような感じになっていて、何のための目的規定なのかということがあると思います。もちろん相場操縦については、

昔から立証がなかなか大変だったという問題があったのですけれども、現在は監視委員会が特に課徴金の対象として積極的に摘発しているわけですが、目的はやはり何となく客観的行為から推認されているような印象があります。私も考えはないのですけれども、なぜ目的で切っているのか。むしろ目的のほうが立証しやすいということもあるのかもしれませんが、先生のお考えをお聞かせいただきたいと思います。

2点目は、実は159条は適用範囲が狭くて、純粹な店頭売買取引は適用対象外なのですけれども、先生にお配りいただいた相場操縦規制対照表を見ると、これはアメリカ型であって、EUは、金融商品、financial instrument としか書いていないので、緻密に調べているわけではありませんが、店頭取引も入るのかなと思います。ここは立法政策の問題で、業者の行為規制を定めている金商売府令の117条1項19号・20号でも、やはり取引所関係と店頭取引に限定されています。

最近の例で言いますと、世界的にLIBORの問題がありますけれども、日本で東京金融取引所にLIBORが上場されたのは最近です。TIBORは上場されています。としますと、例えば仮に業者さんがLIBORを操作して店頭デリバティブ取引で利益を得ようとした場合、実際、処分事例が公表されているわけですが、相場操縦規制の適用対象にはならないのです。今だとなるかもしれません。LIBORが東京金融取引所に上場されていますので。

ということで、今ちょっと見ていて、EUのほうが適用範囲が広いように思います。そういう意味では、日本では、158条だと店頭取引も入ってくるわけのですけれども、偽計とか風説の流布は虚偽性が要件になっているので、虚偽の情報を流したりするのであれば当てはまりやすいのですけれども、なかなか当てはまりにくい。やはりアメリカ法に倣って、最初は取引所取引だけで、その後、店頭売買を入れて、たしか平成16年改正で取扱有価証券まで広げたということで、広がっている歴史ではあるのですが、立法論としてどこまでやるか。この辺をまた先生のお考えをよろしくお願いします。

藤田委員 直接的なお答えはできないのですが、まず最初の誘引目的につい

て、目的規定が金商法にたくさんあるというご指摘は、そのとおりだと思います。しかし、ここで問題にしているのは、一般論として、規制の適用の際に主観的な目的を問題とすることの是非はさておいて、相場操縦との関係で要求されている誘引目的は、範囲を画するために有用な機能を果たしているのか、認定すべき対象そのものが何か本来の目的とずれていないということなのです。

ほかの規制との関係で、主観的目的が行為の悪性を基礎づけることがあっても構わない。特定の主観的意図があれば弊害が大きいとか、マーケットに与える影響が違うというのであれば、それでいいのですけれども、こと相場操縦に関しては、どうもそんな話ではなさそうだとこのところ違和感を持っているわけです。

ちなみに、相場操縦との関係で主観を問題にするにせよ、Fischel and Ross の論文に書いてあるような内容であれば、——技術的に条文に書くのは難しいように思いますが——、あるいは意味があるのではないかもしれないと思うのですけれども、いずれにしても、今のこの目的の立て方、内容についての疑問と思っていただければと思います。

次に対象とされる市場は、どの市場において操作を規制すべきかという純粹立法論で、余り意見はありません。ただ、関連することで補足しておきますと、日本と EU は違うというのはそのとおりだと思うのですが、アメリカと違うかという、ちょっと微妙です。というのはアメリカで 10(b) の適用が広がってきている原因の一つは、9 条で適用されていない市場を規制するために使っているからです。基本的に同じ条文を持っている日本ではそれが行われていないとすると、取引所市場と典型的な店頭市場以外には規制範囲が広がっていかないのは、むしろ日本法の特徴だということになります。条文のつくりだけ比較するのはミスリーディングで、政策判断としては、アメリカも EU も近いと思ったほうがいいのかもしれない。

その上で、どのような市場を相場操縦の対象にしなければいけないのか、よくわからないところがあります。今、上場市場・店頭市場だけでいいかと

いうことを問題にされましたが、さらに視野を広げると、金融商品市場以外をどう規制するかということもあります。たとえば商品市場における操縦も問題になります。同じレベルで規制しなければいけないのか、同じ要件で規制しなければいけないのか、よくわからないところがあります。違いはあることはあります。商品市場の場合は、証券市場ではやりにくいようなタイプの相場操縦も可能だからです。市場支配力を行使するようなタイプ、——現物を買占めた上で、売り惜しみをして先物の価格を操作するというふうなタイプ——は、金融商品市場ではやりにくいけれども、商品市場ではやりやすい。実際そんなタイプが多く、あらわれ方が違うかもしれませんが、規制の仕方が違うかもしれませんが、規制すべき市場、対象も大分違うのかもしれませんが、金融商品市場に限らず、さまざまな市場、どういうものがこういう種類の操作を規制しなければいけないか、総合的に考えて検討していく必要があると思います。後者については全然相場観がなくて申しわけありません。そのあたりをあわせた政策判断をする必要があります。

前田副会長 EUの規制のアプローチは、異常な株価の変動があれば原則として相場操縦の要件を満たすのであって、特に、主観的要件として誘引目的に相当するものは必要ないということなのですから、誘引目的は必要ないにしても、相場を変動させる意図のようなものは必要なのでしょうか。

藤田委員 自分の行為によって相場に異常もしくは人為的な水準をもたらすという認識は必要です。故意が要求されるからです。日本でも変動取引についての故意は、誘因目的以外に必要です。もっとも現在の日本の判例だと、変動取引を行っており、しかも誘因目的があるのに変動取引についての故意が認められないといったことは考えにくいので、事実上、余り問題とならないのですけれども。

前田副会長 日本では、協同飼料事件の控訴審判決、あるいはかつての証取審報告は、変動取引の要件のほうを重視して、変動取引とは、相場を変動させる意図で変動可能性のある取引をすることと言っていました。ここでも誘引目的が要件としてついてきますけれども、その場合の誘引目的は未必的認識で

足りる、つけ足しのようなものだと考えれば、見ようによっては、EU の規制のアプローチは、考え方としてわが国での控訴審判決に少し似た面があるように思うのですけれども、いかがでしょうか。

藤田委員 協同飼料事件控訴審判決は、誘引目的を要求するものの、かなり薄めた解釈をしています。他方、変動取引のほうの定義が厳格です。引用しますと「変動させるべき取引とは、単に、取引自体が相場を変動させる可能性をもっているその取引ということではなく、相場を支配する意図をもつてする、相場が変動する可能性のある取引と解するのが相当である」としています。おそらく最高裁が誘引目的によって限定しようとしていることを、変動取引の定義で行っているのでしょう。そうだとすると純粹客観説というわけではなく、EU の規制とは若干違うような気がします。

前田副会長 単に相場を変動させることを認識しているだけでは足りないものであって、実質的には誘引目的の要件を変動取引のほうに取り込んでしまっているということですね。

藤田委員 実質的にはそうではなかったかという気がします。一部の学説の唱える客観説は、ひょっとすると、誘引目的を高裁のように解しつつ、変動取引の方も緩やかに解するものだったのかもしれませんが。それだとすると、EU の規制に近くなると思います。変動取引こそがポイントなの所以说って、変動させる以上は市場の形成をゆがめているのだから、その認識があれば足りるとするとそうなります。ただ、そう言い切ってしまうと、相場が変動することを認識しつつ大量に株式を処分したりする場合、全部違法になりかねない。そういう関係だと思います。

青木委員 おもしろいお話をありがとうございました。一番気になるのは、レジュメの4ページ目の「両アプローチの背後にある規制の考え方」のところで、ヨーロッパはどうだったかです。

ちょうど市場濫用指令が出たころか、そのもう少し前ぐらいに、私はドイツにいたので、どういうふうに違うかということをドイツ人などに聞きました。そうすると、やはりいろいろ違う。今日おっしゃったように、あれは客

観的だ、effect based だと。この effect base というのはどこから来たのでしょうか。イギリスの 90 年代、自主規制時代の市場慣行が effect base だったらスーッとつながると思うのですけれども、アメリカの主義を蹴ってまでというオリジンは一体どこだったのかということが 1 つです。

藤田委員 答えは「原稿にするまでによく調べさせていただきます」になるのですが、今気づいた範囲で言いますと、イギリス法はもともと「相場操縦」という概念で切っていなかったのです。ですから、相場操縦の概念が伝統的なイギリスの規制からきているとはちょっと言いにくいところがあります。

ただし、発想のもととして、2000 年の金融市場法をつくる前 FSA が出したコンサルテーション・ペーパーの中で客観的なアプローチをかなり徹底したような分類整理がされていて、これがかなり参考にされている可能性はあると思います。EU 指令と似た分類の整理を FSA のコンサルテーション・ペーパーがしていたことまでは確認したのですが、実際に参照されたのかどうかはよく分かりません。この点は後で調べさせていただきます。

青木委員 もう 1 つ、FSA が effect base を採用したのは、あくまで推測ですが、ホールセール市場の発想としてそうなのかなという気がします。要するに客観でやる。それで正当事由とか慣行で落とすというのは、ホールセールだと言いきなり簡単だと思ってしまうのです。話は別なものになってしまいますが、今、問題になった LIBOR でも、ホールセールの発想からしたら、つり上げとか、談合的な行為をしても勝手ではないかとなりやすいと思うのです。

どういう市場を念頭に置いているかで、effect base でいくか、あるいは intent base でいくかが分かれるのではないかと。あくまで印象ですが、そう思いました。

藤田委員 半分賛成で半分疑問です。半分賛成なのは、effect based でいく場合、なんらかの免責事由をたてることになるでしょう。問題は免責事由の立て方の中身ですが、EU 指令の後半の方の市場慣行に沿っている云々という方は、今言われていることが全くそのまま当てはまると思います。これに対して、前半の正当な利益は全く別です。ですから、EU 指令の effect

based の規律の仕方の一部は確かに EU 的な性格がよく出ていて、その結果、仮に日本で EU 指令に倣った規制をするにしても、後半の、市場慣行に従っている免責事由が入るかどうかはわからないと思います。もっとも、それは effect based の立法の仕方の問題そのものではないような気がします。

永井オブザーバー（以下 OBS） 証券会社としての弊社の実務では、売買管理部が市場での取引をモニターしています。取引所なども同様に、異常な相場動向の事例を精査することで発見しようとしています。

ご説明の中で、EU では、合法である、あるいは市場慣行に従っていることを行為者に証明させる点は、非常に興味深くお聞きしました。日本でも、異常な取引が発見されたときに、その行為者にアプローチし調査する方法しなく、結果的には同じような調べ方にならざるをえません。松尾先生がおっしゃったような、目的が、事実上推認されとか、監視・モニターする立場からすれば、その取引の意図なり背景なりを行為者に問いたすことによる調査にならざるを得ないわけです。そうすると、EU の法制は合理的であり、同じアプローチが現実的な解決方法のように思われます。

藤田委員 それはそうでしょう。EU のルールのエンフォースメントも、日本のエンフォースメントも、当局とか市場関係者のやることはほぼ同じです。実際にどんなのがアウトになって、どんな兆候があればそんなことと推認されるかというのは、使われる手口は流行り廃りがありますし、マーケットによっていろいろ違うかもしれませんが、あまり変わらないので、そこで新たな発見があることは余りありません。途中で言いましたけれども、結局、注文の出し方が不自然だったら、ちゃんと説明しないと、その意図は人為的な操作なのですねと見られる。それは客観的な証明責任の所在にかかわらず、説明できなかつたらだめになる。だから、やることは余り変わらないと思うのです。

今日、お話ししたのは、考え方の枠組みとして、相場操縦の規制範囲の確定を、意図のようなものに収れんさせる方向で整理するのか、それとも正当な利益のようなものに収れんさせる方向でやったほうがいいのかという視点

の問題です。途中で言いましたけれども、仮に意図に着目した規制をするにせよ、たとえば注文の出し方が不自然だったら、ちゃんと説明しないと、その意図は人為的な操作なのですねと見られる。だから、やることは余り変わらないのでしょうか。あくまで最終的な規制の性格づけ、整理の仕方の違いで、哲学的なものなのかもしれません。ただ、最後に立法論を考えると、特に157条以下を全部整理しようとするとき、誘引目的がある条項とない条項がある、その機能がはっきりしないような状態であることをどう考えるかということには影響を与える話だと思います。

中村委員 EUのアプローチについて2点ご質問します。

1点目は、先ほど青木先生もご質問された4ページの末尾のところです。1つ目の質問のうちの比較的軽い質問としては、「異常若しくは人為的な水準」、abnormal or artificial level というところで、artificial はわかりやすいのですけれども、artificial と選択的な形で abnormal がつけ加えられていることには何か特別な意味がありますでしょうか。

その問題意識の背後にあるのは、4ページの一番最後の行の「一時的な需給の乖離により価格が大きく変動する」ことも含めて abnormal と藤田先生が捉えられていらっしゃるようにちょっと思われたのですけれども、この abnormal or artificial level について、きょう先生にお配りいただいた U.K.FSA の資料3、34ページの一番下から35ページにかけての部分を見ますと、利害関係があるか、それから通常の日中あるいは週間あるいは月間の売買取引高等に比べて異なったような取引をしているか、あと注文の出し方に異常な傾向がある場合が挙がっていて、単に客観的な価格の面だけを見ているのではなくて、行為者の手口的な面を見ているので、単なる一時的な需給の乖離があれば本文の abnormal or artificial level に当たって、あとは legitimate reasons のところで勝負するというわけでは必ずしもないのではないか、と思われますがいかがでしょうか。

以上が1つ目の質問です。

藤田委員 「一時的な需給」は確かに言い過ぎかもしれませんが、典型的に、

グリーンメールをやるときに一時買い集めて、ほかの投資家もそれに便乗してつり上がるのは当たると思います。英国 FSA の EU 指令の解釈を示している MARKET ABUSE DIRECTIVE INSTRUMENT 2005 の 1.6.8 には、“It is unlikely that prices in the market which are trading outside their normal range will necessarily be indicative that someone has engaged in behavior with the purpose of positioning prices at a distorted level” と言っていて、単純に需給が大きく変わっただけではだめだということになっています。そういう意味では、大量に処分したというだけでは、そもそも大きく動いてもそれには当たらないのかもしれない。

中村委員 もう 1 つの質問は、5 ページの「情報による相場操縦」のところに関連して、藤田先生がお話ししたことで私の理解の仕方がきちんとしていなかったのかもしれませんが、自分の行為によって相場が変動しますよということが仮に真実であったとして、この真実の情報、相場をゆがめるような情報の取り扱いについて、日本法は 159 条 2 項 2 号で書いてあるけれども、EU 指令の 2 条(c) の定義のほうには入らないのではないかというご指摘をされたように思います。

それは EU のほうの規制が抜け落ちているという先生のご認識になりますでしょうか。他方、次のような別な読み方もできるのではないかということについて、先生のご意見をお伺いしたいのですが、いかがでしょうか。2 (c) の条文を見ますと、“dissemination of information through the media…… which gives……” とあって、ずっと行ったところに “where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading” とあります。misleading の日本語への直し方で、誤解を招くというと、真実の情報は入らないかもしれませんが、これを単純に投資家を誤導、ミスリードするようなインフォメーションと考えれば、自分の行為によって相場を変動させることができますよという情報も、投資家をミスリードする情報と捉える余地があるのではないかと思えたのです。この点について先生のご意見がありましたら、お伺いしたいと

思ってお質問させていただきました。

藤田委員 正確に答えようとする、何段階も問題があるのですが、この手の正しいけれども相場をゆがめるものについて、規制しなければいけないと確信しているわけではないので、EU が抜け落ちているとまで言うつもりはありません。

報告で申し上げたのは、相場操縦については、相場操縦行為を共犯者と本人について規制すればよくて、相場操縦をするぞと予告した段階で規制する必要はないのではないかということでした。唯一完全に穴があいてしまうのは、やるつもりだったのだけれども後でやめたという場合に、やるつもりだったことを示して、それで相場が動いて、後でやらなかったから、相場操縦そのものはやっていないということで、結局まったく処罰されなくなってしまうということでしょう。ただその部分が、ミスリーディング、風説の流布の系統の規制でカバーしていくという方向で考えるなら、真実だけれどもゆがめるものをピンポイントで捉えるような規定が必ずしも要るのかどうかよくわからないと思ったのです。

EU のほうがこれをカバーしていないかどうかは、確かに条文上ははっきりしないところがあります。指令の misleading という文言が、相場操縦について、本当にやるつもりでやったものを含むかどうかよくわからない。情報自身が虚偽か誤解を招くというところを含んでいなければ、正しく相場操縦をやることを認識していれば、これは読みにくいとは思いますが。実は、EU 指令の 2(c) あたりの規制で、スカルピングが問題とされています。日本法では相場操縦では規制しないほうが筋だと私は思うのですが、EU 指令では 2(c) で規制されていると言われております。ところが、正しい情報によるスカルピングは規制から落ちているではないかという指摘がなされております。これは正しい本当の情報を伝えた場合は 2(c) では規制されていないと指摘されているので、真に相場操縦するつもりであった場合に、そのことを表示するというケースは落ちているのではないかと思います。しかしそれが EU が意図的にとった政策かどうかはわかりません。

神田会長 ほかにいかがでしょうか。

永井 OBS 報道関係者に関する EU の規定の仕方も非常に興味深くお聞きしました。最近では、SNS とか、フェイスブックとか、あるいはインターネット上で、噂話を流すことは容易です。それらの噂的な情報を根拠に、伝統的な報道関係の方々が取材を行うケースも見られます。しかし、ここで言う「報道関係者」が、ある意味で免責されるというのはどういう根拠なのでしょう。どういう要件で報道関係者を定義しているのか、お教えいただけませんか。

藤田委員 これは別に免責されるとは書いていないのです。rules governing their profession を考慮して規制すると言っています。これは EU 指令なので、その辺は恐らく各国で報道の自由との関係で何なりとできるということなのですけれども、よくわからないのは、一般的な表現の自由と異なるレベルで何か自由を認めるような報道の自由というのが各国において認識されているかどうかということです。そこは妥協の産物ですので、各国によってジャーナリストの位置づけも違うし、take into account のやり方も違うということなのだと思います。

日本だと、ジャーナリストが規制の別枠だというのは、規制としては難しいと思いますけれども、むしろ私が気になったのは次の点です。相場操縦的な行為が行われようとしているという事実を知った人が、そのことを告発した場合、今だと 2 号でひっかかりかねないと思います。あのあたりはどう考えるのかということについては、ジャーナリストという切り口ではなくて、必要なかなという気はしております。

神田会長 既に議論に出ていたことではあるのですが、私も一般的な感想を 2 つほど申し上げさせていただきます。

1 つは、日本も今年のインサイダー取引規制の改正をもって EU のほうに一步近づくということです。次は相場操縦ではないか、最終的には公正取引規制一般を整理して EU 型のほうに行けるのではないかと、そのように私は認識していたのですが、先ほど松尾先生がおっしゃったように、

インサイダー取引規制のほうは、主観的要件を放棄して完全に EU 型にしたわけではありません。本日のお話との関係でいうと、相場操縦規制は、藤田先生が何度も強調しておられるように、誘引目的という条文の書き方が、輸入とはいえ、ちょっと邪魔になっています。相場操縦なので、少なくとも相場操縦目的でいいはずで、そのように変えなければいけない。そうすると、主観的要件なのか、EU 型のただし書なのかという差はあるものの、比較的 EU 型の運用をすることができるのではないかという感じがします。

もう 1 つは、主観的目的がいいかどうかというのは、先ほどご報告の中で述べられたように、非常に難しい問題があって、一方では刑事事件として出てくる以上、どちらが立証責任を負うのかという実務的な問題もあると思うのですけれども、さきほど理論をちょっとおっしゃったので、ひっかかるのは、アメリカの会社法の分野で、キャッシュアウト・マージャーの正当性を基礎づける理論として、最初のうちは、まさに legitimate business purpose を要求していた時代があるのです。

これはその後、多分ドクトリンとして使いにくいからということだと思いますが、放棄されました。ただ、背後にある理論は恐らく、正当な事業目的なり理由があるときは、簡単に言うと、それは企業価値を高めるよい合併である。そうでないものは通常は企業価値を損なう合併である。それも推認ぐらいだとは思いますが。そういうふうにと考えると、先ほど藤田先生は、目的で規制するとその背後にそういう理論は難しいのではないかというふうにおっしゃったように聞こえたのですけれども、EU のただし書アプローチか、あるいは主観的目的アプローチかというのはあるものの、今、仮に誘引目的を変えて相場操縦目的とすれば、それはそんなに変わらないというか、背後にある理論は、市場をゆがめるということで一貫できるのではないのでしょうか。市場をゆがめるような行為は悪い行為である。それで理論としてもまあまあ一貫するかなと思うのですけれども、どうでしょうか。

藤田委員 相場操縦目的と置きかえたとして、相場操縦目的が何を意味しているかが問題となります。報告の中で少し触れた Fischel and Ross の論

文では、「悪い意図」と言っていますが、そこでいう悪い意図というのは、市場価格を一定の方向に誘導するような意図であり、しかも、それは自分がその行為をしなければそっちに動かず、かつ、それは情報があって、自分がそっちに行くのが正しいと思っているのではなくて、そういう価格操作をする力のみによって利益を得るような目的でやっている。それが相場操縦で要求される「悪い意図」だという定義なのです。

主観的要件に今言った3つの要素を入れて相場操縦目的を定義するなら、それはそれで目的による規制があるいは可能かもしれません。テクニカルにどうやって書くのだろうという気はしますから、日本法のもとで実現するかどうかかなり疑わしいですが、論理的にはあり得ると思います。ただ、そうではなくて、相場操縦目的を、今言った要件でいえば、自分の行為がなければそんな値段はつかない、そしてそのことを認識しているというところでとめてしまうと、何か正当な理由があってそういうことをやらなければいけないこともあるので、客観的な事由を掲げて免責に持っていかなければいけない。そうすると、EU型になる。相場操縦目的の中の操作のところに何を読み込むかで、客観的な免責事由が要るか要らないかが決まってくるという気がします。

神田会長 おっしゃることはよくわかります。インサイダー取引規制のときにも非常に問題になったと思うのですけれども、EU型でいくならば、価格を異常または人為的な水準にする目的というのが一番シンプルでしょう。目的規制とする場合に認識で済むかどうかということはインサイダー取引規制のときも大変問題になったところですが、仮にここの言葉、金融商品の価格を異常または人為的な水準にする目的まで要求したとしても、そちらに整理する場合はおっしゃるようにただし書が必要になると思います。それを今、誘引目的で切ってしまっているの、切れない刀で切っているようなところがあるし、そもそも誘引目的というのはどうかという歴史的な経緯があるのだとは思いますが、少なくともそのあたりに持っていったほうが、立法論かもしれませんが、よさそうな気はします。

藤田委員 そう思います。例えば空売りをいっぱいして、それで相場が動く。空売りをたくさんすれば、それ自体が規制対象になるか、ならないか。変動のさせ方によってはなってもおかしくないのですが、たとえば背後に何かデリバティブのポジションを持ってそれをやれば、大体どこの国でもアウトになると思います。背後にデリバティブのポジションがあるか否かが、市場に与えている影響を変えているのですかというふうに切られると、何かよくわからない。そこら辺をどういう形で要件に取り込むのか。

EUだと、そういう取引をやることで相場をゆがめている以上は一応アウトとした上で、デリバティブのポジションを持っていて利益をあげようとするのが「正当な利益」になるかどうかで判断する。Fischel and Ross 流の主観的要件で判断するなら、専ら価格を動かせる能力によってのみ利益を得ようとする目的だとかどうかで切っている。今のデリバティブを背後に持つ空売りのようなものだと、規制範囲を画する手法の違いがわかりやすい。どちらでもいいけると言え言えるし、趣味の問題と言え趣味の問題かもしれませんが、何をもって弊害と考えて、なぜ免責があるのかという考え方としては、大切な違いです。資源配分をゆがめているというのは全部共通である。そこから先、規制しないカテゴリーがでてくるのは、カウンターバランスがあるのだという発想で整理するのか、目的が悪くなければ害がないというふうに整理するのかというと、前者のほうがおそらくは説明しやすい。そういう発想に素直にマッチするのがむしろ EU 型です。ただ、その背後にある目的と条文の表現までは当然に一致する必要はないので、こだわりはしないのですけれども、EU のほうが自然に表現できていると言ったのは、そういう意味です。

神田会長 私もそこは全く賛成で、立証責任を刑事規定で被告に負わせるのが技術的に難しいからという理由で、今おっしゃったように仮に目的のほうに入れたとしても、説明としては、おっしゃったように、資源配分はゆがめるけれどもプラスの面もあるのだという説明で一貫させたほうが、一貫するように思います。どっちにするにせよ、今の誘引目的はちょっと合わない。

それが本日のご報告で一番はっきり問題提起されている点だと思います。

松尾委員 前田先生が認識とおっしゃって、故意、目的が議論になっているのですが、目的とは何か。損失補填を例にしますと、ちょっと次元が違って当てはまらないかもしれませんが、検事さんが書いた解説によると、意思であると説明されています。しかし、内閣法制局編の法令用語辞典で「意思」を調べたら、「認識」と書いてあります。目的と認識は、要は何が違うのかという悩ましい問題があります。

なぜかという、課徴金については、基本的に構成要件の認識は要りません。だからこそ、課徴金でも、主観的要件があれば、唯一意思といいますか認識が求められるので、これが非常に大事なのですけれども、要は目的を解釈するときに、意思が本当に認識なのかは私もよくわかりませんが、意図、意思、認識、未必的認識といろいろなレベルがある。例えば158条に「相場の変動を図る目的」とあるのですけれども、裁判例を読んでも大体「取引のために」のほうで認定してしまっているのです、ほとんど解説も何もない。仮に目的を159条に則して書く場合、悪性とするか意図なのか。意図、意思、認識、未必的認識といろいろあるのですが、先生はどう思われますか。

藤田委員 認識か意図かという差ではなくて、対象の問題だと私は思います。先ほどから言っている話も、認識の対象が市場を変動させるということだけでいいのか、それともそれ以外の主観的要素を含んでいるか、その差が一番重要だと思うのです。未必の故意でいいとか、可能性を信じたらいいいとか広げていくと、また少し変わってきますけれども、認識か意図かでは余り差は出てこないと思います。課徴金の話は、主観的要件を要求するなら明文で書いておかないという点が技術的な問題としてまた別途あるのですけれども。いずれにせよポイントは認識なり意図なりの対象なのだと思います。

神田会長 まだ若干時間があります。いかがでしょうか。

前田副会長 藤田先生のご報告の本論とは関係しないことで恐縮ですが、少し解釈の確認をさせていただきたいところがあります。

自己株式処分の規制と新株発行の規制が整理されていないということが、

金商法のいろいろな箇所で言われているところですがけれども、相場操縦の規制もその1つであるという理解でよろしいでしょうか。つまり、159条は、証券は上場証券等でなければなりませんけれども、取引そのものは相対取引等でもいい。ですから、自己株式の市場売却はできませんけれども、恐らく159条の売買には入ってくる。しかし、普通、売買といったとき新株発行は入ってこないでしょうから、結局、相場操縦行為となり得るのは、自己株式の処分だけであって、新株発行はなり得ない。

もう1つ、160条のほうで、誘引されて証券を取得する投資者のほうから見て、つり上がった価格で自分が取得したのが自己株式処分による場合は160条の適用があり、新株発行で取得したのであれば適用はない。立法論としてはともかく、現行法の解釈としてはこうなるのかなと思うのですけれども、このような理解でよいか、確認させていただければと思います。

藤田委員 多分、今、前田先生がおっしゃったように解釈するのが自然で、立法論的に問題だということになりそうです。

ただ、同種の問題は他にもいろいろあります。たとえば相場操縦に基づく民事責任の規定である金商法160条では、相場操縦でつり上げられた値段で新株取得させられて、後で暴落したという場合、新株の割当を受けた人は原告からは外れているような気がします。ところが、相場操縦規制の中には安定操作の規制があって、法令を守らない安定操作は当然、相場操縦規制はアウトです。一方で刑事罰まで加えて処分を明文でしておきながら、民事救済を規定する条文ではそのような行為の被害者が落ちている。よくみるといっぱいある細かな齟齬があって、前田先生のご指摘のものもその1つであると私は思っております。

神田会長 EUは新株発行もアウトですか。

藤田委員 条文の読み方はすぐにわかりませんが、アウトだと思います。流通市場の行為以外は規制しないという発想がEUは必ずしもないものですから。

中村委員 現実取引による相場操縦のところで、日本の条文では、「一連の

有価証券売買」、「一連の」ということになっています。日本の場合、シングル・トランザクションは入らない。EU の場合、入るのかどうかというあたりはどのようなのでしょうか。定義では、2 (a) は “transactions or orders to trade” と一応複数形にはなっています。そういう意味では、1 回の取引でバンと大量の売り注文を出して価格が下がるケースは入らないと読んでいいのか、どうでしょうか。

藤田委員 複数なので入らないのでしょうか。1 回きりというのは多分操作ということにならないだろう、そういうふうな頭で書いているのだと思います。ただ、複数で書いている条文は、1 回きりというのは一切含まないのかどうか、英語の条文の書き方としてよくわからないところではあります。

神田会長 ほかにいかがでしょうか。——大体よろしゅうございますか。

それでは、本日は非常に興味のあるご報告、また興味のあるご議論をいただいたと思います。このあたりにさせていただきます。

次回の研究会は、第 14 回目の会合ということになりまして、来月、7 月 17 日、水曜日の午後 2 時から川口恭弘先生のご報告です。今回のラウンドは、次回をもちまして無事、最終回となります。

この研究会では、ご報告いただきました先生方に、ご報告いただいたものをもとに原稿を取りまとめていただき、本にして成果とさせていただくという慣例があります。これまでの慣例を見ますと、最後の研究会が終わってから大体半年弱程度を原稿の締め切りとさせていただいているようです。次回、7 月 17 日が最後の研究会になりますので、皆様方の原稿の締め切りとしては年末ということにさせていただければと思います。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

相場操縦の規制

2013 年 6 月 19 日

藤田友敬

1. はじめに：報告の目的

平成 24 年 5 月 23 日 松尾直彦「金商法第 6 章の不正取引規制の体系」金融商品取引法研究会研究記録第 37 号

平成 19 年 11 月 21 日 太田洋「不正取引について——村上ファンド事件を中心に——」金融商品取引法研究会研究記録第 21 号、太田洋「村上ファンド事件の検討」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法性の現代的課題』（公益財団法人日本証券経済研究所，2010 年）267 頁

2003 年の EU 2003 年市場濫用指令（DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003）

2 金商法 159 条の構造

(1)159 条 1 項

- ① 偽装売買（1 号～3 号）
- ② 馴合売買（4 号～8 号）
- ③ ①②の委託・受託

「取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的」（誘引する目的は不要）

(2)159 条 2 項 1 号

① 有価証券の売買または市場・店頭デリバティブ取引を誘引する目的をもって、②(a)有価証券売買等が繁盛であると誤解させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等、又は(b)相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等

協同飼料事件上告審決定（最決平成 6 年 7 月 20 日刑集 48 巻 5 号 201 頁）

「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的」で「相場を変動させる可能性のある売買取引等」を行うことを規制

(3)159 条 2 項 2 号・3 号

相場操縦に関する情報の流布表示，虚偽あるいは誤解を生じさせる表示によって行われる相場操縦を禁止

3 1934 年証券取引所法

(1)14 条(e)

159 条 1 項，2 項にほぼそのまま対応

(2)10 条(e)

現在では 14 条(e)よりもむしろ 10 条(b)による規制の方が多いとされる。

10 条(b)で訴える場合に誘引目的が必要かははっきりしない。

U.S v. Charnay, 537 F.2d 341 (9th Cir. 1976) [抽象論として誘引目的を不要とする], U.S v. Muhheren, 938 F.2d 354 (2d Cir. 1991) [抽象論として誘引目的を不要とする解釈をとることに慎重な姿勢を示す]

4 EU 市場濫用指令

(1)市場濫用指令

DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003

COMMISSION DIRECTIVE 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation

COMMISSION REGULATION (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments

英 FSA による指令の解釈として，MARKET ABUSE DIRECTIVE INSTRUMENT 2005

(2)相場操縦の定義

指令 1 条 2 項

「相場操縦(market manipulation)とは、次に掲げるものをいう。

(a)次に掲げる取引又は取引注文

－金融商品の供給，需要若しくは価格に関する虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える若しくは与える可能性があるもの。又は，

－単独若しくは共謀して行動する者たちによる，1 つ以上の金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらすもの

ただし，当該取引を行った者又は当該取引注文を発した者が，その行動理由が正当（legitimate）であること，かつ，それらの取引又は取引注文が当該規制市場の容認された市場慣行に従っていることを立証した場合は，このかぎりではない。

(b)仮装的な技巧，又は他の形態の偽計若しくは計略を用いた取引又は取引注文

(c)インターネットを含む媒体又はその他の方法による，金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の流布（dissemination）。これは，配布した者が，当該情報が虚偽又は誤解を招くものであることを知っていたか又は知りうべかりしときは，うわさ及び虚偽又は誤解を招くニュースの配布を含む。報道関係者がその職務を遂行する場合には，それらの者が情報の配布から直接又は間接に優位な立場又は利益を得ない限り，そのような情報の配布は，第 11 条を侵害することなく，その職務を規制する規則を考慮して評価することとする。」

金商法 159 条 1 項→指令 1 条 2 項(a)の前半

金商法 159 条 2 項 1 号→指令 1 条 2 項(a)の前半

金商法 159 条 2 項 2 号，3 号，158 条（の一部）→指令 1 条 2 項(c)

157 条，158 条（の一部）→指令 1 条 2 項(b)

<特徴>

金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらす（相場に変動をもたらす）取引は相場操縦にあたるとしつつ，正当な理由がありかつ容認された市場慣行に従っていることを免責事由としている

仮装売買・馴合売買等も含め，一般的に，「金融商品の供給，需要若しくは価格に関する虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える若しくは与える可能性がある」取引等を規制対象としている

情報発信による市場濫用については，「金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の配布」であることが要件であり，誘因目的は不要

5 若干の検討

(1)現実売買による価格操作

①Effect based approach と intent based approach

いずれの国でも、大量の買い付けや売却を行ったことで相場に大きな変動をもたらしたからといって、それだけでは当然に相場操縦として処罰されるわけではない

日本法（アメリカ法）：投資家を誘引する意図で行ったか否かという要素で限定（intent based approach）

EU 指令：金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらす行為はすべてカバー（effect based approach）、「正当な理由」、「容認された市場慣行」で調整。

【例 1】投資ファンド A が B 社の株式を高騰させた上で、高値で売り抜けるべく、市場で大量に買い付けた。A の買付行為が始まると、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰した。A 社は高値で売り抜け、その後の相場は下落した。

【例 2】A 社は、B 社あるいはその関係者に高値で引き取らせることを前提に、B 社の株式を大量に買い付けた。A の買付行為が始まると、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰した。

【例 3】A 社は、B 社と提携を模索し、（強制公開買付規制にかからない範囲で）市場で株式を買い集めた。A の買付行為が始まると、一部投資家がこれに便乗し株価が高騰した。その後提携は破談となり、A は B 社株式を処分し、株価は下落した。

②取引の意図による選別(1)

「吊り上げた相場で売却する意図」、「対象会社を高値買い戻しをさせる意図」、「提携する意図」が、論理的に、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的」の有無の違いをもたらすか？

Cf. Daniel R. Fischel and David J. Ross, Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?, 105 Harvard Law Review 503(1991)

③両アプローチの背後にある規制の考え方

市場濫用指令：「金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたら」されていれば、行為者の意図にかかわらず金融商品市場の資源配分機能の歪みという弊害は生じる。しかし、たとえば一時的な需給の乖離により価格が大きく変動するからといって大量に株式を

保有する者が市場を利用する機会を奪うと株式を取得・保有することへの不当な制約になり、効率性を害する危険があるから、例外を認める（「正当な理由」等）。

日本法：取引の意図次第で弊害が異なる？

④取引の意図による選別(2)

【例4】A社が公募増資を公表した。Bファンドはその直後から、貸株を受けてA社株式の空売りをを行い、A社株式の価格が下落した。Bは下落した時価を前提に決定される払込価格で新株を取得し、借株を返却した。

【例5】A社は業績が悪く金融機関からの借り入れも、増資による資金調達も困難であった。そこでヘッジファンドBの働きかけに応じ、MSCBを発行し、資金調達をした。Bファンドは、B社大株主から貸株を受け、空売りを続けることで、転換期間（新株予約権行使期間）におけるA社株価を大きく下落させた。Bファンドは、株価の下落に伴い転換価額下方修正条項によって引き下げられた転換価額でMSCBを株式に転換して転換した株式を返還した。

Cf金融商品取引法施行令 26条の6第1項

アメリカではレギュレーション M ルール 105

(2)仮装取引・馴合取引

現物売買による相場操縦のケースとの一本化？

「見せ玉」を用いた相場操縦の扱い

(3)情報による相場操縦

159条2項2号・3号と158条

市場濫用指令「金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の流布」

不当な情報の表示によって人為的に相場が形成される危険を防止することを目的とする規制と、情報や表示を信じた投資家を保護する規制はあくまでも区別するか→区別するなら158条には両者が混在しているので、それらを切り離れた上で、159条2項と一本化

真実であるが相場を歪めるような情報の扱い

6 むすび

相場操縦規制対照表（日本法・アメリカ法・EU 指令）

日本法（概要）	アメリカ 1934 年証券取引所法	EU 市場濫用指令（2003 年）
仮装取引・馴合取引（159 条 1 項） 価証券の売買等が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的をもつて行うことを禁止	第 9 条証券の相場操縦の禁止 (a)(1)国法証券取引所に登録されている証券の売買が活発に行われているとの虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作し、または当該証券の市場に関し、虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作する目的をもって、次に掲げる行為を行うこと： (A)当該証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うこと (B)おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の売付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承認のうえ当該証券の買付注文を行うこと；または (C)おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の買付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承認のうえ当該証券の売付注文を行うこと。	第 5 条 加盟国は、何人も相場操縦に従事することを禁じなければならない。
現実取引（159 条 2 項 1 号） 有価証券の売買等を誘引する目的をもつて、有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は相場を変動させるべき行為を禁止	第 9 条(a)(2) 他人による売買を誘引する目的で、単独または他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券のまたは(グラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約に関連した、実際上もしくは外	第 1 条 2. 「相場操縦 (market manipulation)」とは、次に掲げるものをいう。

表示行為 (159 条 2 項 2 号・3 号) 有価証券の売買等を誘引する目的をもつて、相場が自己又は他人の操作によつて変動するべき旨を流布することを禁止	観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと。	(a)次に掲げる取引又は取引注文 - 一 金融商品の供給、需要若しくは価格に関する虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える若しくは与える可能性があるもの。又は、 - 一 単独若しくは共謀して行動する者たちによる、1 つ以上の金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらしめるもの
第 9 条(a)(3) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券・または(グラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または(グラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で 1 名または 2 名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴もしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を通常の業務過程において流布しまたは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること (5)証券または(グラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うディーラー、ブローカーまたはその他の者から直接または間接を問わず報酬を受けて、国法証券取引所に登録されている証券またはグラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で 1 名または 2 名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しまたは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を	ただし、当該取引を行った者又は当該取引注文を発した者が、その行動理由が合法的であること、及び、それらの取引又は取引注文が当該規制市場の容認された市場慣行に従っていることを立証した場合は、このかぎりではない。 (c)インターネットを含む媒体又はその他の方法による、金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の配布。これは、配布した者が、当該	たし、当該取引を行った者又は当該取引注文を発した者が、その行動理由が合法的であること、及び、それらの取引又は取引注文が当該規制市場の容認された市場慣行に従っていることを立証した場合は、このかぎりではない。 (c)インターネットを含む媒体又はその他の方法による、金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の配布。これは、配布した者が、当該

表示行為 (159 条 2 項 2 号・3 号) 有価証券の売買等を誘引する目的をもつて、重要な事項について虚偽であり、又は誤解を生じさせるべき表示を故意にすることを禁止	流布もしくは広めることにより当該証券の売買を誘引すること。 (4)ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または (グラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または (グラム・リーチ・ブライリー法第 206B 条に定義される)当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売買を誘引する目的で、その時においてその状況に照らし、重要事項に関して虚偽または誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠をもっていたこと。	情報が虚偽又は誤解を招くものであ ることを知っていたか又は知りうべ かりしときは、うわさ及び虚偽又は 誤解を招くニュースの配布を含む。 報道関係者がその職務を遂行する場 合には、それらの者が情報の配布か ら直接又は間接に優位な立場又は利 益を得ない限り、そのような情報の 配布は、第 11 条を侵害することなく、 その職務を規制する規則を考慮して 評価することとする。
安定操作 (159 条 3 項) 政令で定めるところに違反して、相場をくぎ付けし、固定し、又は安定させる目的をもって行う取引を禁止。		
風説の流布、偽計、暴行又は脅迫の禁止 (158 条) 有価証券の募集、売出し若しくは売買その他の取引若しくはデリバティブ取引等のため、又は有価証券等の相場の変動を図る目的をもって、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をしてはならない。		
不正行為の禁止 (157 条)		1 条 2 項

①有価証券の売買等についての不正の手段、計画又は技巧 ②有価証券の売買等についての重要な事項について虚偽表示等を使用して金銭その他の財産を取得 ③有価証券の売買等を誘引する目的をもつて、虚偽の相場を利用		(b)仮装的な技巧，又は他の形態の偽計若しくは計略を用いた取引又は取引注文
--	--	--

United States Code Annotated

Title 15. Commerce and Trade

Chapter 2B. Securities Exchanges

§ 78i. Manipulation of security prices

(a) Transactions relating to purchase or sale of security

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange--

(1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties.

(2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others.

(3) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or a security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination in the ordinary course of business of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

(4) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, regarding any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the

light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading.

(5) For a consideration, received directly or indirectly from a broker, dealer, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security-based swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to induce the purchase of any security registered on a national securities exchange, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security by the circulation or dissemination of information to the effect that the price of any such security will or is likely to rise or fall because of the market operations of any 1 or more persons conducted for the purpose of raising or depressing the price of such security.

(6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security other than a government security for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(b) Transactions relating to puts, calls, straddles, or options

It shall be unlawful for any person to effect, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors--

(1) any transaction in connection with any security whereby any party to such transaction acquires--

(A) any put, call, straddle, or other option or privilege of buying the security from or selling the security to another without being bound to do so;

(B) any security futures product on the security; or

(C) any security-based swap involving the security or the issuer of the security;

(2) any transaction in connection with any security with relation to which such person has, directly or indirectly, any interest in any--

(A) such put, call, straddle, option, or privilege;

(B) such security futures product; or

(C) such security-based swap; or

(3) any transaction in any security for the account of any person who such person has reason to believe has, and who actually has, directly or indirectly, any interest in any--

(A) such put, call, straddle, option, or privilege;

(B) such security futures product with relation to such security; or

(C) any security-based swap involving such security or the issuer of such security.

(c) Endorsement or guarantee of puts, calls, straddles, or options

It shall be unlawful for any broker, dealer, or member of a national securities exchange directly or indirectly to endorse or guarantee the performance of any put, call, straddle, option, or privilege in relation to any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(d) Transactions relating to short sales of securities

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange to effect, alone or with one or more other persons, a manipulative short sale of any security. The Commission shall issue such other rules as are necessary or appropriate to ensure that the appropriate enforcement options and remedies are available for violations of this subsection in the public interest or for the protection of investors.

(e) Registered warrant, right, or convertible security not included in “put”, “call”, “straddle”, or “option”

The terms “put”, “call”, “straddle”, “option”, or “privilege” as used in this section shall not include any registered warrant, right, or convertible security.

(f) Persons liable; suits at law or in equity

Any person who willfully participates in any act or transaction in violation of subsections (a), (b), or (c) of this section, shall be liable to any person who shall purchase or sell any security at a price which was affected by such act or transaction, and the person so injured may sue in law or in equity in any court of competent jurisdiction to recover the damages sustained as a result of any such act or transaction. In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant. Every person who becomes liable to make any payment under this subsection may recover contribution as in cases of contract from any person who, if joined in the original suit, would have been liable to make the same payment. No action shall be maintained to enforce any liability created under this section, unless brought within one year after the discovery of the facts constituting the violation and within three years after such violation.

(g) Subsection (a) not applicable to exempted securities

The provisions of subsection (a) of this section shall not apply to an exempted security.

(h) Foreign currencies and security futures products

(1) Notwithstanding any other provision of law, the Commission shall have the authority to regulate the trading of any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency (but not, with respect to any of the foregoing, an option on a contract for future delivery other than a security futures product).

(2) Notwithstanding the Commodity Exchange Act [7 U.S.C.A. § 1 et seq.], the Commission shall have the authority to regulate the trading of any security futures product to the extent provided in the securities laws.

(i) Limitations on practices that affect market volatility

It shall be unlawful for any person, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of any national securities exchange, to use or employ any act or practice in connection with the purchase or sale of any equity security in contravention of such rules or regulations as the Commission may adopt, consistent with the public interest, the protection of investors, and the maintenance of fair and orderly markets--

(1) to prescribe means reasonably designed to prevent manipulation of price levels of the equity securities market or a substantial segment thereof; and

(2) to prohibit or constrain, during periods of extraordinary market volatility, any trading practice in connection with the purchase or sale of equity securities that the Commission determines (A) has previously contributed significantly to extraordinary levels of volatility that have threatened the maintenance of fair and orderly markets; and (B) is reasonably certain to engender such levels of volatility if not prohibited or constrained.

In adopting rules under paragraph (2), the Commission shall, consistent with the purposes of this subsection, minimize the impact on the normal operations of the market and a natural person's freedom to buy or sell any equity security.

(j) [FN1] Limitation on Commission authority

The authority of the Commission under this section with respect to security-based swap agreements shall be subject to the restrictions and limitations of section 78c-1(b) of this title.

(j) [FN1] It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security-based swap, in connection with which such person engages in any fraudulent, deceptive, or manipulative act or practice, makes any fictitious quotation, or engages in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any person. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such transactions, acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative, and such quotations as are fictitious.

CREDIT(S)

(June 6, 1934, c. 404, Title I, § 9, 48 Stat. 889; Pub.L. 97-303, § 3, Oct. 13, 1982, 96 Stat. 1409; Pub.L. 101-432, § 6(a), Oct. 16, 1990, 104 Stat. 975; Pub.L. 106-554, § 1(a)(5) [Title II, § 205(a)(1), (2), Title III, § 303(b), (c)], Dec. 21, 2000, 114 Stat. 2763, 2763A-425, 2763A-454; Pub.L. 111-203, Title VII, §§ 762(d)(2), 763(f), (g), Title IX, §§ 929L(1), 929X(b), July 21, 2010, 124 Stat. 1760, 1777, 1861, 1870.)

[FN1] So in original. Two subsecs. (j) have been enacted.

United States Code Annotated

Title 15. Commerce and Trade

Chapter 2B. Securities Exchanges

§ 78j. Manipulative and deceptive devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange--

(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement [FN1] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(c)(1) To effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Nothing in paragraph (1) may be construed to limit the authority of the appropriate Federal banking agency (as defined in section 1813(q) of Title 12), the National Credit Union Administration, or any other Federal department or agency having a responsibility under Federal law to prescribe rules or regulations restricting transactions involving the loan or borrowing of securities in order to protect the safety and soundness of a financial institution or to protect the financial system from systemic risk.

Rules promulgated under subsection (b) of this section that prohibit fraud, manipulation, or insider trading (but not rules imposing or specifying reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading), and judicial precedents decided under subsection (b) of this section and rules promulgated thereunder that prohibit fraud, manipulation, or insider trading, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities. Judicial precedents decided under section 77q(a) of this title and sections 78i, 78o, 78p, 78t, and 78u-1 of this title, and judicial precedents decided under applicable rules promulgated under such sections, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities.

CREDIT(S)

(June 6, 1934, c. 404, Title I, § 10, 48 Stat. 891; Dec. 21, 2000, Pub.L. 106-554, § 1(a)(5) [Title II, § 206(g), Title

III, § 303(d)J, 114 Stat. 2763, 2763A-432, 2763A-454; July 21, 2010, Pub.L. 111-203, Title VII, § 762(d)(3), Title IX, §§ 929L(2), 984(a), 124 Stat. 1761, 1861, 1932.)

[FN1] So in original. Probably should be followed by a comma.

144 1934年証券取引所法（第7条(1)項～第9条(a)項）

セント以上またはすべての株式の総価額の50パーセント以上を直接または間接を問わず所有している会社を含む。

(3) 理事会は、その裁量によりまた本条の目的に十分留意したうえで一定の米国人あるいは米国人によって支配されている一定の外国人を規則または規制に基づいて本項の適用から除外することができる。

(g) 国法証券取引所の会員またはブローカーもしくはディーラーは、連邦準備制度理事会が公益および投資者保護のために採択する規則および規制にしたがっている限りにおいては、譲渡抵当関連証券または中小企業関連証券の購入後180日以内または連邦準備制度理事会が規則および規制によって定めるそれより短い期間内において代金全額引換の引渡方式による善意の延滞引渡の合意があっても、それを理由として本条の意味における信用の供与もしくは維持、または証券購入のための信用供与もしくは維持の斡旋を行ったものとみなされることはないものとする。

第8条（会員、ブローカーおよびディーラーの借入に関する制限） 登録ブローカーもしくはディーラー、国法証券取引所の会員、または国法証券取引所の会員を通じて証券業務の取引を行うブローカーもしくはディーラーが、直接または間接を問わず、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) 委員会が投資者保護のために定める規則および規制に違反して、顧客の計算において保持される証券を次に掲げる状況において担保に入れたまたはそれについて担保権設定の斡旋を行うこと。

(1) 顧客の書面による同意を得ないで、当該顧客の証券を他の顧客の証券と混合させることとなる場合；

(2) 当該証券を善意の顧客以外の者の証券と混合させることとなる場合；または

(3) 当該証券に関し顧客〔複数〕の負債総額を超える額について、その証券を担保に入れたまたは質権者の留置権もしくは請求権の対象とすることとなる場合。

(h) 顧客の書面による同意なしに、または、委員会が投資者保護のために定め

1934年証券取引所法（第7条(1)項～第9条(a)項） 145

る規則および規制に違反して、顧客の勘定で保持する証券を貸し付けまたは貸付の斡旋を行うこと。

第9条（証券の相場操縦の禁止） (a) いかなる者も、直接または間接を問わず、郵便、州際通商の方法もしくは手段または国法証券取引所の施設を利用して次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。国法証券取引所の会員も次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。

(1) 国法証券取引所に登録されている証券の売買が活発に行われているとの虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出し、または当該証券の市場に関し、虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的をもって、次に掲げる行為を行うこと。

(A) 当該証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うこと；

(B) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の売付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の買付注文を行うこと；または

(C) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の買付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の売付注文を行うこと。

(2) 他人による売買を誘引する目的で、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券のまたは（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約に関連した、実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと。

(3) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付

の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しもしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を通常の業務過程において流布しまたは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。

(4) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売買を誘引する目的で、その時においてその状況に照らし、重要事項に関して虚偽または誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠をもっていたこと。

(5) 証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込または買付もしくは買付の申込を行うディーラー、ブローカーまたはその他の者から直接または間接を問わず報酬を受けて、国法証券取引所に登録されている証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しまたは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布しもしくは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。

(6) 委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規

則および規制に違反して、単独または他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券の価格を釘付け、固定しまたは安定させるため、当該証券の買付または売付の一連の取引を行うこと。

(b) いかなる者も、委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制に違反して、国法証券取引所の施設を利用することにより、次の各号に掲げる取引を行うことは違法である。

- (1) (A)証券に関するプット (put)、コール (call)、ストラドル (straddle) その他のオプション (option) もしくは履行義務を伴わないで当該証券を他人から買い付けもしくは他人に売り付けることができる権利、または(B)証券に関する先物商品を取得している者による当該証券に関連する取引、
- (2) (A)証券に関するプット、コール、ストラドルその他のオプションもしくは権利、または(B)証券に関する先物商品について直接または間接を問わず利害関係をもち者による当該証券に関連する取引；または
- (3) (A)証券に関するプット、コール、ストラドルその他のオプションもしくは権利、または(B)証券に関する先物商品について直接または間接を問わず利害関係をもちと信すべき理由があり、かつ、実際に利害関係をもつ者の勘定において行われる当該証券の取引。

(c) 国法証券取引所の会員は、委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制に違反して、国法証券取引所に登録されている証券に関するプット、コール、ストラドルその他のオプションまたは権利の成果を直接または間接を問わず裏書または保証してはならない。

(d) 本条で用いられる「プット」、「コール」、「ストラドル」、「その他のオプション」または「権利」には登録済のワラント、新株引受権 (right) または転換証券 (convertible security) を含まないものとする。

(e) 本条(a)項、(b)項または(c)項に違反する行為または取引に故意に参加した者は、当該行為または取引の影響を受けた価格で証券を購入しまたは売り付けた者に対して責めを負わなければならない、かつ、被害者は、当該行為または取引の結果蒙った損害を回復するため、管轄裁判所においてコモモンローまた

はエクティティ上の訴訟を提起することができる。この訴訟において、裁判所は、裁量により、訴訟当事者のいずれか一方に対し当該訴訟費用の支払を命じ、かつ、相当な弁護士報酬を含む費用を課することができる。本項に基づき賠償責任を負った者は、原訴訟に参加していた場合には同様の賠償責任を負うべきであつた者に対し、契約の場合に準じて分担額を求償することができ、本条に基づいて発生した責任を実現するための訴訟は、違反事実を発見した時から1年以内、かつ当該違反のあった時から3年以内に限り、提起することができる。

(f) 本条(a)項の規定は、適用除外証券には適用されない。

(g) (1) 他の法律の規定にかかわらず、委員会は証券、預金証書、証券グループもしくは証券指数（それらに対する権利、それらの価値に基づく権利を含む）に関するプット、コール、ストロドル、オプションもしくは権利、または外国通貨に関して国法証券取引所で取引されるプット、コール、ストロドル、オプションもしくは権利（ただし、これらのものに関しては先物商品以外の先渡し契約のオプションを除く）の売買を規制する権限を有する。

(2) 商品取引所法の規定にかかわらず、委員会は証券諸法で規定される証券先物商品の売買を規制する権限を有する。

(h) いかなる者も、郵便、州際通商の方法もしくは手段または国法証券取引所の施設を利用して、委員会が公益、投資者保護および公正かつ秩序ある市場維持に資すると次のように採択する規則または規制に違反する持分証券の売買に関連した行為または慣行を用いまたは行うことは違法である。

- (1) 持分証券市場または持分証券市場を主たる構成要素とするものの相場操縦を防止するために合理的に考案する手段を規定し、かつ
- (2) 異常な市場価格変動率の期間、(A)公正かつ秩序ある市場の維持を脅かした価格変動率の異常な水準に以前かなり貢献し、(B)禁止されるかまたは制限されない限りそのような水準の価格変動率を生み出すのが合理的に確実であると委員会が決定する持分証券の売買に関する行為または慣行を禁止

するか、または制限する。

(2)号の下で採択される規則において、委員会は本項の目的に資するように通常の市場活動および持分証券を売買する自然人の自由への影響を最小にしなければならぬ。

(i) (グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される) 証券を原資産とするスワップ契約に関する本条の委員会の権限は、本法第3A条(b)項の制限に服さなければならない。

第10条 (相場操縦的および欺瞞的策略) いかなる者も、直接または間接を問わず、州際通商の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) (1) 委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制に違反して、国法証券取引所に登録されている証券について、空売 (short sale) を行い、または買付もしくは売付に関して逆指値注文 (stop-loss order) を行うこと。

(2) 本項(1)号は証券先物商品に適用されない。

(b) 委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制に違反して、国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されない証券または (グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される) 当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の買付または売付に関して相場操縦的 (manipulative) または欺瞞的 (deceptive) 策略もしくは術策を用いること。

詐欺、相場操縦または内部者取引を禁止する(b)項に基づき制定された規則(詐欺、相場操縦または内部者取引に対する予防手段として報告または記録要件、手続または基準を課す規則でないもの) ならびに(b)項および詐欺、相場操縦または内部者取引を禁止する(b)項に基づき制定された規則の下でなされる司法判断は、証券と同様の範囲で (グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される) 当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約にも適用されなければならない。1933年証券法第17条(a)項ならびに本法第9

第15条、第16条、第20条および第21A条の下でなされる司法判断および当該規定に基づき制定された規則の下でなされる司法判断は、証券と同様の範囲で（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約にも適用されなければならない。

第10A条（監査要件） (a) 本法により必要とされる登録公認会計事務所による発行者の財務諸表の各監査は、委員会によって随時修正または補足される一般に公正妥当と認められた監査基準にしたがい、以下の事項を含むものとする。

- (1) 財務諸表の結果に直接かつ重大な影響を与える違法行為の発見を合理的に保証するために考案された手続；
- (2) 財務諸表または財務諸表において開示を必要とする事項にとって重大な関連当事者取引を特定するために考案された手続；および
- (3) 次の会計年度の間継続企業であり続ける発行者の能力に関する実質的な疑いがあるか否かの評価。

(b) (1) (a)項が適用される本法による監査の実施過程において、違法行為（発行者の財務諸表に重大な影響を及ぼすと認識されているか否かを問われない）が発生したかまたは発生した可能性があることを示す情報を登録公認会計事務所が発見し、またはその他の方法により認識するようになった場合、その事務所は委員会によって随時修正または補足される一般に公正妥当と認められた監査基準にしたがって、

- (A) (i) 違法行為が発生した可能性があるかどうか判断し；および
- (ii) 発生した可能性がある場合、罰金、制裁および損害のような偶発的な財務上の影響を含め、発行者の財務諸表に対するその違法行為の考えられる影響を判断および考慮しなければならない；ならびに
- (B) 可能な限り迅速に、発行者の適切な地位の経営者に通告し、監査の過程で発見されるかまたはその他の方法により当該事務所が認識するようになった違法行為に関して、発行者の監査委員会または監査委員会を有しないときは取締役会が適切に情報を与えられることを保証しなければならない

ならない。ただし違法行為が明白に顕微である場合はこの限りではない。

(2) 発行者の監査委員会または監査委員会を有しないときは取締役会が、会計士の監査の過程で発見されるかまたはその他の方法により事務所が認識するようになった違法行為に関して、適切に情報を与えられたと判断した後、登録公認会計事務所が以下の結論を下す場合、

- (A) 違法行為は発行者の財務諸表に重大な影響を与えるものであり；
- (B) 違法行為に関する適時かつ適切な改善措置を上級経営者が取らず、取締役会が上級経営者にそのような措置を取らせず；かつ
- (C) 改善措置の不作為は、監査報告がなされる際監査人の標準報告からの逸脱の正当な理由となることが合理的に予想され、または監査契約辞任の正当な理由となる。

登録公認会計事務所は、可能な限り迅速に、その結論を取締役に直接報告しなければならない。

(3) 取締役会が(2)号に基づく報告を受け取った発行者は、当該報告を受け取った後一営業日以内に委員会に通知しなければならない、当該報告を行った登録公認会計事務所に対し、委員会に提供した通知の写しを提供しなければならない。登録公認会計事務所が必要が一営業日の終了までに通知の写しを受け取らなかった場合、登録公認会計事務所は

- (A) その契約から辞任しなければならない、または
- (B) 通知を受け取らなかった日の翌一営業日以内にその報告の写し（または口頭報告の文書化の場合もある）を委員会に提供しなければならない

(4) 登録公認会計事務所が(3)号(A)に基づき辞任する場合、その事務所は、発行者が(3)号に基づき委員会に通知しなかった翌一営業日以内に、その事務所の報告の写し（または口頭報告の文書化の場合もある）を委員会に提供しなければならない。

(c) 登録公認会計事務所は、(b)項(3)号または(4)号（これらの規定より公表され

EU: Directive 2003/6/EC
Celex No. 303L0006

European Union Legislation

European Parliament
Council

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Official Journal L 96, 12/04/2003 p. 16

© European Commission © ELLIS Publications

Text

THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION,

Having regard to the Treaty establishing the European Community, and in particular Article 95 thereof,

Having regard to the proposal from the Commission 1OJ C 240 E, 28.8.2001, p. 265.,

Having regard to the opinion of the European Economic and Social Committee 2OJ C 80, 3.4.2002, p. 61.,

Having regard to the opinion of the European Central Bank 3OJ C 24, 26.1.2002, p. 8.,

Acting in accordance with the procedure laid down in Article 251 4Opinion of the European Parliament of 14 March 2002 (not yet published in the Official Journal), Council Common Position of 19 July 2002 (OJ C 228 E, 25.9.2002, p. 19) and Decision of the European Parliament of 24 October 2002 (not yet published in the Official Journal).,

Whereas:

(1) A genuine Single Market for financial services is crucial for economic growth and job creation in the Community.

(2) An integrated and efficient financial market requires market integrity. The smooth functioning of securities markets and public confidence in markets are prerequisites for economic growth and wealth. Market abuse harms the integrity of financial markets and public confidence in securities and derivatives.

(3) The Commission Communication of 11 May 1999 entitled 'Implementing the framework for financial markets: action plan' identifies a series of actions that are needed in order to complete the single market for financial services. The Lisbon European Council of April 2000 called for the implementation of that action plan by 2005. The action plan stresses the need to draw up a Directive against market manipulation.

(4) At its meeting on 17 July 2000, the Council set up the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. In its final report, the Committee of Wise Men proposed the introduction of new legislative techniques based on a four-level approach, namely framework principles, implementing measures, cooperation and enforcement. Level 1, the Directive, should confine itself to broad general 'framework' principles while Level 2 should contain technical implementing measures to be adopted by the Commission with the assistance of a committee.

(5) The Resolution adopted by the Stockholm European Council of March 2001 endorsed the final report of the Committee of Wise Men and the proposed four-level approach to make the regulatory process for Community securities legislation more efficient and transparent.

(6) The Resolution of the European Parliament of 5 February 2002 on the implementation of financial services legislation also endorsed the Committee of Wise Men's report, on the basis of the solemn declaration made before Parliament the same day by the Commission and the letter of 2 October 2001 addressed by the Internal Market Commissioner to the chairman of Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs with regard to the safeguards for the European Parliament's role in this process.

(7) The measures necessary for the implementation of this Directive should be adopted in accordance with Council Decision 1999/468/EC of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission 50J L 184, 17.7.1999, p. 23..

(8) According to the Stockholm European Council, Level 2 implementing measures should be used more frequently, to ensure that technical provisions can be kept up to date with market and supervisory developments, and deadlines should be set for all stages of Level 2 work.

(9) The European Parliament should be given a period of three months from the first transmission of draft implementing measures to allow it to examine them and to give its opinion. However, in urgent and duly justified cases, this period may be shortened. If, within that period, a resolution is passed by the European Parliament, the Commission should re-examine the draft measures.

(10) New financial and technical developments enhance the incentives, means and opportunities for market abuse: through new products, new technologies, increasing cross-border activities and the Internet.

(11) The existing Community legal framework to protect market integrity is incomplete. Legal requirements vary from one Member State to another, leaving economic actors often uncertain over concepts, definitions and enforcement. In some Member States there is no legislation addressing the issues of price manipulation and the dissemination of misleading information.

OJ 2003L96/172003 · Official Journal of the European Union · L96/17

(12) Market abuse consists of insider dealing and market manipulation. The objective of legislation against insider dealing is the same as that of legislation against market manipulation: to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets. It is therefore advisable to adopt combined rules to combat both insider dealing and market manipulation. A single Directive will ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation.

(13) Given the changes in financial markets and in Community legislation since the adoption of Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing 60J L 334, 18.11.1989, p. 30., that Directive should now be replaced, to ensure consistency with legislation against market manipulation. A new Directive is also needed to avoid loopholes in Community legislation which could be used for wrongful conduct and which would undermine public confidence and therefore prejudice the smooth functioning of the markets.

(14) This Directive meets the concerns expressed by the Member States following the terrorist attacks on 11 September 2001 as regards the fight against financing terrorist activities.

(15) Insider dealing and market manipulation prevent full and proper market transparency, which is a prerequisite for trading for all economic actors in integrated financial markets.

(16) Inside information is any information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments. Information which could have a significant effect on the evolution and forming of the prices of a regulated market as such could be considered as information which indirectly relates to one or more issuers of financial instruments or to one or more related derivative financial instruments.

(17) As regards insider dealing, account should be taken of cases where inside information originates not from a profession or function but from criminal activities, the preparation or execution of which could have a significant effect on the prices of one or more financial instruments or on price formation in the regulated market as such.

(18) Use of inside information can consist in the acquisition or disposal of financial instruments by a person who knows, or ought to have known, that the information possessed is inside information. In this respect, the competent authorities should consider what a normal and reasonable person would know or should have known in the circumstances. Moreover, the mere fact that market-makers, bodies authorised to act as counter-parties, or persons authorised to execute orders on behalf of third parties with inside information confine themselves, in the first two cases, to pursuing their legitimate business of buying or selling financial instruments or, in the last case, to carrying out an order dutifully, should not in itself be deemed to constitute use of such inside information.

(19) Member States should tackle the practice known as 'front running', including 'front running' in commodity derivatives, where it constitutes market abuse under the definitions contained in this Directive.

(20) A person who enters into transactions or issues orders to trade which are constitutive of market manipulation may be able to establish that his reasons for entering into such transactions or issuing orders to trade were legitimate and that the transactions and orders to trade were in conformity with accepted practice on the regulated market concerned. A sanction could still be imposed if the competent authority established that there was another, illegitimate, reason behind these transactions or orders to trade.

(21) The competent authority may issue guidance on matters covered by this Directive, e.g. definition of inside information in relation to derivatives on commodities or implementation of the definition of accepted market practices relating to the definition of market manipulation. This guidance should be in conformity with the provisions of the Directive and the implementing measures adopted in accordance with the comitology procedure.

(22) Member States should be able to choose the most appropriate way to regulate persons producing or disseminating research concerning financial instruments or issuers of financial instruments or persons producing or disseminating other information recommending or suggesting investment strategy, including appropriate mechanisms for self-regulation, which should be notified to the Commission.

(23) Posting of inside information by issuers on their internet sites should be in accordance with the rules on transfer of personal data to third countries as laid down in Directive 95/46/EC of the European Parliament and of the Council of 24 October 1995 on the protection of individuals with regard to the processing of personal data and on the movement of such data 70J L 281, 23.11.1995, p. 31..

OJ 2003L96/182003 · Official Journal of the European Union · L96/18

(24) Prompt and fair disclosure of information to the public enhances market integrity, whereas selective disclosure by issuers can lead to a loss of investor confidence in the integrity of financial markets. Professional economic actors should contribute to market integrity by various means. Such measures could include, for instance, the creation of 'grey lists', the application of 'window trading' to sensitive categories of personnel, the application of internal codes of conduct and the establishment of 'Chinese walls'. Such preventive measures may contribute to combating market abuse only if they are enforced with determination and are dutifully controlled. Adequate enforcement control would imply for instance the designation of compliance officers within the bodies concerned and periodic checks conducted by independent auditors.

(25) Modern communication methods make it possible for financial market professionals and private investors to have more equal access to financial information, but also increase the risk of the spread of false or misleading information.

(26) Greater transparency of transactions conducted by persons discharging managerial responsibilities within issuers and, where applicable, persons closely associated with them, constitutes a preventive measure against market abuse. The publication of those transactions on at least an individual basis can also be a highly valuable source of information to investors.

(27) Market operators should contribute to the prevention of market abuse and adopt structural provisions aimed at preventing and detecting market manipulation practices. Such provisions may include requirements concerning transparency of transactions concluded, total disclosure of price-regularisation agreements, a fair system of order pairing, introduction of an effective atypical-order detection scheme, sufficiently robust financial instrument reference price-fixing schemes and clarity of rules on the suspension of transactions.

(28) This Directive should be interpreted, and implemented by Member States, in a manner consistent with the requirements for effective regulation in order to protect the interests of holders of transferable securities carrying voting rights in a company (or which may carry such rights as a consequence of the exercise of rights or conver-

sion) when the company is subject to a public take-over bid or other proposed change of control. In particular, this Directive does not in any way prevent a Member State from putting or having in place such measures as it sees fit for these purposes.

(29) Having access to inside information relating to another company and using it in the context of a public take-over bid for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that company should not in itself be deemed to constitute insider dealing.

(30) Since the acquisition or disposal of financial instruments necessarily involves a prior decision to acquire or dispose taken by the person who undertakes one or other of these operations, the carrying out of this acquisition or disposal should not be deemed in itself to constitute the use of inside information.

(31) Research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information and, therefore, any transaction carried out on the basis of such research or estimates should not be deemed in itself to constitute insider dealing within the meaning of this Directive.

(32) Member States and the European System of Central Banks, national central banks or any other officially designated body, or any person acting on their behalf, should not be restricted in carrying out monetary, exchange-rate or public debt management policy.

(33) Stabilisation of financial instruments or trading in own shares in buy-back programmes can be legitimate, in certain circumstances, for economic reasons and should not, therefore, in themselves be regarded as market abuse. Common standards should be developed to provide practical guidance.

(34) The widening scope of financial markets, the rapid change and the range of new products and developments require a wide application of this Directive to financial instruments and techniques involved, in order to guarantee the integrity of Community financial markets.

(35) Establishing a level playing field in Community financial markets requires wide geographical application of the provisions covered by this Directive. As regards derivative instruments not admitted to trading but falling within the scope of this Directive, each Member State should be competent to sanction actions carried out on its territory or abroad which concern underlying financial instruments admitted to trading on a regulated market situated or operating within its territory or for which a request for admission to trading on such a regulated market has been made. Each Member State should also be competent to sanction actions carried out on its territory which concern underlying financial instruments admitted to trading on a regulated market in a Member State or for which a request for admission to trading on such a market has been made.

OJ 2003L96/192003 · Official Journal of the European Union · L96/19

(36) A variety of competent authorities in Member States, having different responsibilities, may create confusion among economic actors. A single competent authority should be designated in each Member State to assume at least final responsibility for supervising compliance with the provisions adopted pursuant to this Directive, as well as international collaboration. Such an authority should be of an administrative nature guaranteeing its independence of economic actors and avoiding conflicts of interest. In accordance with national law, Member States should ensure appropriate financing of the competent authority. That authority should have adequate arrange-

ments for consultation concerning possible changes in national legislation such as a consultative committee composed of representatives of issuers, financial services providers and consumers, so as to be fully informed of their views and concerns.

(37) A common minimum set of effective tools and powers for the competent authority of each Member State will guarantee supervisory effectiveness. Market undertakings and all economic actors should also contribute at their level to market integrity. In this sense, the designation of a single competent authority for market abuse does not exclude collaboration links or delegation under the responsibility of the competent authority, between that authority and market undertakings with a view to guaranteeing efficient supervision of compliance with the provisions adopted pursuant to this Directive.

(38) In order to ensure that a Community framework against market abuse is sufficient, any infringement of the prohibitions or requirements laid down pursuant to this Directive will have to be promptly detected and sanctioned. To this end, sanctions should be sufficiently dissuasive and proportionate to the gravity of the infringement and to the gains realised and should be consistently applied.

(39) Member States should remain alert, in determining the administrative measures and sanctions, to the need to ensure a degree of uniformity of regulation from one Member State to another.

(40) Increasing cross-border activities require improved cooperation and a comprehensive set of provisions for the exchange of information between national competent authorities. The organisation of supervision and of investigatory powers in each Member State should not hinder cooperation between the competent national authorities.

(41) Since the objective of the proposed action, namely to prevent market abuse in the form of insider dealing and market manipulation, cannot be sufficiently achieved by the Member States and can therefore, by reason of the scale and effects of the measures, be better achieved at Community level, the Community may adopt measures, in accordance with the principle of subsidiarity as set out in Article 5 of the Treaty. In accordance with the principle of proportionality, as set out in that Article, this Directive does not go beyond what is necessary in order to achieve that objective.

(42) Technical guidance and implementing measures for the rules laid down in this Directive may from time to time be necessary to take account of new developments on financial markets. The Commission should accordingly be empowered to adopt implementing measures, provided that these do not modify the essential elements of this Directive and the Commission acts according to the principles set out in this Directive, after consulting the European Securities Committee established by Commission Decision [2001/528/EC](#) [80J L 191](#), 13.7.2001, p. 45..

(43) In exercising its implementing powers in accordance with this Directive, the Commission should respect the following principles:

- the need to ensure confidence in financial markets among investors by promoting high standards of transparency in financial markets,
- the need to provide investors with a wide range of competing investments and a level of disclosure and protection tailored to their circumstances,

- the need to ensure that independent regulatory authorities enforce the rules consistently, especially as regards the fight against economic crime,
- the need for high levels of transparency and consultation with all market participants and with the European Parliament and the Council,
- the need to encourage innovation in financial markets if they are to be dynamic and efficient,
- the need to ensure market integrity by close and reactive monitoring of financial innovation,
- the importance of reducing the cost of, and increasing access to, capital,
- the balance of costs and benefits to market participants on a long-term basis (including small and medium-sized businesses and small investors) in any implementing measures,
- the need to foster the international competitiveness of EU financial markets without prejudice to a much-needed extension of international cooperation,

OJ 2003L96/202003 · Official Journal of the European Union · L96/20

- the need to achieve a level playing field for all market participants by establishing EU-wide regulations every time it is appropriate,
- the need to respect differences in national markets where these do not unduly impinge on the coherence of the single market,
- the need to ensure coherence with other Community legislation in this area, as imbalances in information and a lack of transparency may jeopardise the operation of the markets and above all harm consumers and small investors.

(44) This Directive respects the fundamental rights and observes the principles recognised in particular by the Charter of Fundamental Rights of the European Union and in particular by Article 11 thereof and Article 10 of the European Convention on Human Rights. In this regard, this Directive does not in any way prevent Member States from applying their constitutional rules relating to freedom of the press and freedom of expression in the media,

HAVE ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

For the purposes of this Directive:

1. 'Inside information' shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial in-

struments or on the price of related derivative financial instruments.

In relation to derivatives on commodities, 'inside information' shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more such derivatives and which users of markets on which such derivatives are traded would expect to receive in accordance with accepted market practices on those markets.

For persons charged with the execution of orders concerning financial instruments, 'inside information' shall also mean information conveyed by a client and related to the client's pending orders, which is of a precise nature, which relates directly or indirectly to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.

2. 'Market manipulation' shall mean:

(a) transactions or orders to trade:

- which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments, or

- which secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level,

unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned;

(b) transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance;

(c) dissemination of information through the media, including the Internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to financial instruments, including the dissemination of rumours and false or misleading news, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading. In respect of journalists when they act in their professional capacity such dissemination of information is to be assessed, without prejudice to Article 11, taking into account the rules governing their profession, unless those persons derive, directly or indirectly, an advantage or profits from the dissemination of the information in question.

In particular, the following instances are derived from the core definition given in points (a), (b) and (c) above:

- conduct by a person, or persons acting in collaboration, to secure a dominant position over the supply of or demand for a financial instrument which has the effect of fixing, directly or indirectly, purchase or sale prices or creating other unfair trading conditions,

- the buying or selling of financial instruments at the close of the market with the effect of misleading investors

acting on the basis of closing prices,

- taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way.

The definitions of market manipulation shall be adapted so as to ensure that new patterns of activity that in practice constitute market manipulation can be included.

OJ 2003L96/212003 · Official Journal of the European Union · L96/21

3. 'Financial instrument' shall mean:

- transferable securities as defined in Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field 90J L 141, 11.6.1993, p. 27. Directive as last amended by European Parliament and Council Directive 2000/64/EC (OJ L 290, 17.11.2000, p. 27).,

- units in collective investment undertakings,

- money-market instruments,

- financial-futures contracts, including equivalent cash-settled instruments,

- forward interest-rate agreements,

- interest-rate, currency and equity swaps,

- options to acquire or dispose of any instrument falling into these categories, including equivalent cash-settled instruments. This category includes in particular options on currency and on interest rates,

- derivatives on commodities,

- any other instrument admitted to trading on a regulated market in a Member State or for which a request for admission to trading on such a market has been made.

4. 'Regulated market' shall mean a market as defined by Article 1(13) of Directive 93/22/EEC.

5. 'Accepted market practices' shall mean practices that are reasonably expected in one or more financial markets and are accepted by the competent authority in accordance with guidelines adopted by the Commission in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).

6. 'Person' shall mean any natural or legal person.

7. 'Competent authority' shall mean the competent authority designated in accordance with Article 11.

In order to take account of developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive in the Community, the Commission, acting in accordance with the procedure laid down in Article 17(2), shall adopt implementing measures concerning points 1, 2 and 3 of this Article.

Article 2

1. Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses inside information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.

The first subparagraph shall apply to any person who possesses that information:

- (a) by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer; or
- (b) by virtue of his holding in the capital of the issuer; or
- (c) by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties; or
- (d) by virtue of his criminal activities.

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall also apply to the natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.

3. This Article shall not apply to transactions conducted in the discharge of an obligation that has become due to acquire or dispose of financial instruments where that obligation results from an agreement concluded before the person concerned possessed inside information.

Article 3

Member States shall prohibit any person subject to the prohibition laid down in Article 2 from:

- (a) disclosing inside information to any other person unless such disclosure is made in the normal course of the exercise of his employment, profession or duties;
- (b) recommending or inducing another person, on the basis of inside information, to acquire or dispose of financial instruments to which that information relates.

Article 4

Member States shall ensure that Articles 2 and 3 also apply to any person, other than the persons referred to in those Articles, who possesses inside information while that person knows, or ought to have known, that it is inside information.

Article 5

Member States shall prohibit any person from engaging in market manipulation.

Article 6

1. Member States shall ensure that issuers of financial instruments inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers.

Without prejudice to any measures taken to comply with the provisions of the first subparagraph, Member States shall ensure that issuers, for an appropriate period, post on their Internet sites all inside information that they are required to disclose publicly.

2. An issuer may under his own responsibility delay the public disclosure of inside information, as referred to in paragraph 1, such as not to prejudice his legitimate interests provided that such omission would not be likely to mislead the public and provided that the issuer is able to ensure the confidentiality of that information. Member States may require that an issuer shall without delay inform the competent authority of the decision to delay the public disclosure of inside information.

OJ 2003L96/222003 · Official Journal of the European Union · L96/22

3. Member States shall require that, whenever an issuer, or a person acting on his behalf or for his account, discloses any inside information to any third party in the normal exercise of his employment, profession or duties, as referred to in Article 3(a), he must make complete and effective public disclosure of that information, simultaneously in the case of an intentional disclosure and promptly in the case of a non-intentional disclosure.

The provisions of the first subparagraph shall not apply if the person receiving the information owes a duty of confidentiality, regardless of whether such duty is based on a law, on regulations, on articles of association or on a contract.

Member States shall require that issuers, or persons acting on their behalf or for their account, draw up a list of those persons working for them, under a contract of employment or otherwise, who have access to inside information. Issuers and persons acting on their behalf or for their account shall regularly update this list and transmit it to the competent authority whenever the latter requests it.

4. Persons discharging managerial responsibilities within an issuer of financial instruments and, where applicable, persons closely associated with them, shall, at least, notify to the competent authority the existence of transactions conducted on their own account relating to shares of the said issuer, or to derivatives or other financial instruments linked to them. Member States shall ensure that public access to information concerning such transactions, on at

least an individual basis, is readily available as soon as possible.

5. Member States shall ensure that there is appropriate regulation in place to ensure that persons who produce or disseminate research concerning financial instruments or issuers of financial instruments and persons who produce or disseminate other information recommending or suggesting investment strategy, intended for distribution channels or for the public, take reasonable care to ensure that such information is fairly presented and disclose their interests or indicate conflicts of interest concerning the financial instruments to which that information relates. Details of such regulation shall be notified to the Commission.

6. Member States shall ensure that market operators adopt structural provisions aimed at preventing and detecting market manipulation practices.

7. With a view to ensuring compliance with paragraphs 1 to 5, the competent authority may take all necessary measures to ensure that the public is correctly informed.

8. Public institutions disseminating statistics liable to have a significant effect on financial markets shall disseminate them in a fair and transparent way.

9. Member States shall require that any person professionally arranging transactions in financial instruments who reasonably suspects that a transaction might constitute insider dealing or market manipulation shall notify the competent authority without delay.

10. In order to take account of technical developments on financial markets and to ensure uniform application of this Directive, the Commission shall adopt, in accordance with the procedure referred to in Article 17(2), implementing measures concerning:

- the technical modalities for appropriate public disclosure of inside information as referred to in paragraphs 1 and 3,
- the technical modalities for delaying the public disclosure of inside information as referred to in paragraph 2,
- the technical modalities designed to favour a common approach in the implementation of the second sentence of paragraph 2,
- the conditions under which issuers, or entities acting on their behalf, are to draw up a list of those persons working for them and having access to inside information, as referred to in paragraph 3, together with the conditions under which such lists are to be updated,
- the categories of persons who are subject to a duty of disclosure as referred to in paragraph 4 and the characteristics of a transaction, including its size, which trigger that duty, and the technical arrangements for disclosure to the competent authority,
- technical arrangements, for the various categories of person referred to in paragraph 5, for fair presentation of research and other information recommending investment strategy and for disclosure of particular interests or

conflicts of interest as referred to in paragraph 5. Such arrangements shall take into account the rules, including self-regulation, governing the profession of journalist,

- technical arrangements governing notification to the competent authority by the persons referred to in paragraph 9.

Article 7

This Directive shall not apply to transactions carried out in pursuit of monetary, exchange-rate or public debt-management policy by a Member State, by the European System of Central Banks, by a national central bank or by any other officially designated body, or by any person acting on their behalf. Member States may extend this exemption to their federated States or similar local authorities in respect of the management of their public debt.

OJ 2003L96/232003 · Official Journal of the European Union · L96/23

Article 8

The prohibitions provided for in this Directive shall not apply to trading in own shares in 'buy-back' programmes or to the stabilisation of a financial instrument provided such trading is carried out in accordance with implementing measures adopted in accordance with the procedure laid down in Article 17(2).

Article 9

This Directive shall apply to any financial instrument admitted to trading on a regulated market in at least one Member State, or for which a request for admission to trading on such a market has been made, irrespective of whether or not the transaction itself actually takes place on that market.

Articles 2, 3 and 4 shall also apply to any financial instrument not admitted to trading on a regulated market in a Member State, but whose value depends on a financial instrument as referred to in paragraph 1.

Article 6(1) to (3) shall not apply to issuers who have not requested or approved admission of their financial instruments to trading on a regulated market in a Member State.

Article 10

Each Member State shall apply the prohibitions and requirements provided for in this Directive to:

(a) actions carried out on its territory or abroad concerning financial instruments that are admitted to trading on a regulated market situated or operating within its territory or for which a request for admission to trading on such market has been made;

(b) actions carried out on its territory concerning financial instruments that are admitted to trading on a regulated market in a Member State or for which a request for admission to trading on such market has been made.

Article 11

Without prejudice to the competences of the judicial authorities, each Member State shall designate a single administrative authority competent to ensure that the provisions adopted pursuant to this Directive are applied.

Member States shall establish effective consultative arrangements and procedures with market participants concerning possible changes in national legislation. These arrangements may include consultative committees within each competent authority, the membership of which should reflect as far as possible the diversity of market participants, be they issuers, providers of financial services or consumers.

Article 12

1. The competent authority shall be given all supervisory and investigatory powers that are necessary for the exercise of its functions. It shall exercise such powers:

- (a) directly; or
- (b) in collaboration with other authorities or with the market undertakings; or
- (c) under its responsibility by delegation to such authorities or to the market undertakings; or
- (d) by application to the competent judicial authorities.

2. Without prejudice to Article 6(7), the powers referred to in paragraph 1 of this Article shall be exercised in conformity with national law and shall include at least the right to:

- (a) have access to any document in any form whatsoever, and to receive a copy of it;
- (b) demand information from any person, including those who are successively involved in the transmission of orders or conduct of the operations concerned, as well as their principals, and if necessary, to summon and hear any such person;
- (c) carry out on-site inspections;
- (d) require existing telephone and existing data traffic records;
- (e) require the cessation of any practice that is contrary to the provisions adopted in the implementation of this Directive;
- (f) suspend trading of the financial instruments concerned;
- (g) request the freezing and/or sequestration of assets;

(h) request temporary prohibition of professional activity.

3. This Article shall be without prejudice to national legal provisions on professional secrecy.

Article 13

The obligation of professional secrecy shall apply to all persons who work or who have worked for the competent authority or for any authority or market undertaking to whom the competent authority has delegated its powers, including auditors and experts instructed by the competent authority. Information covered by professional secrecy may not be disclosed to any other person or authority except by virtue of provisions laid down by law.

Article 14

1. Without prejudice to the right of Member States to impose criminal sanctions, Member States shall ensure, in conformity with their national law, that the appropriate administrative measures can be taken or administrative sanctions be imposed against the persons responsible where the provisions adopted in the implementation of this Directive have not been complied with. Member States shall ensure that these measures are effective, proportionate and dissuasive.

OJ 2003L96/242003 · Official Journal of the European Union · L96/24

2. In accordance with the procedure laid down in Article 17(2), the Commission shall, for information, draw up a list of the administrative measures and sanctions referred to in paragraph 1.

3. Member States shall determine the sanctions to be applied for failure to cooperate in an investigation covered by Article 12.

4. Member States shall provide that the competent authority may disclose to the public every measure or sanction that will be imposed for infringement of the provisions adopted in the implementation of this Directive, unless such disclosure would seriously jeopardise the financial markets or cause disproportionate damage to the parties involved.

Article 15

Member States shall ensure that an appeal may be brought before a court against the decisions taken by the competent authority.

Article 16

1. Competent authorities shall cooperate with each other whenever necessary for the purpose of carrying out their duties, making use of their powers whether set out in this Directive or in national law. Competent authorities shall render assistance to competent authorities of other Member States. In particular, they shall exchange information and cooperate in investigation activities.

2. Competent authorities shall, on request, immediately supply any information required for the purpose referred to in paragraph 1. Where necessary, the competent authorities receiving any such request shall immediately take the necessary measures in order to gather the required information. If the requested competent authority is not able to supply the required information immediately, it shall notify the requesting competent authority of the reasons. Information thus supplied shall be covered by the obligation of professional secrecy to which the persons employed or formerly employed by the competent authorities receiving the information are subject.

The competent authorities may refuse to act on a request for information where:

- communication might adversely affect the sovereignty, security or public policy of the Member State addressed,
- judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and against the same persons before the authorities of the Member State addressed, or
- where a final judgment has already been delivered in relation to such persons for the same actions in the Member State addressed.

In any such case, they shall notify the requesting competent authority accordingly, providing as detailed information as possible on those proceedings or the judgment.

Without prejudice to Article 226 of the Treaty, a competent authority whose request for information is not acted upon within a reasonable time or whose request for information is rejected may bring that non-compliance to the attention of the Committee of European Securities Regulators, where discussion will take place in order to reach a rapid and effective solution.

Without prejudice to the obligations to which they are subject in judicial proceedings under criminal law, the competent authorities which receive information pursuant to paragraph 1 may use it only for the exercise of their functions within the scope of this Directive and in the context of administrative or judicial proceedings specifically related to the exercise of those functions. However, where the competent authority communicating information consents thereto, the authority receiving the information may use it for other purposes or forward it to other States' competent authorities.

3. Where a competent authority is convinced that acts contrary to the provisions of this Directive are being, or have been, carried out on the territory of another Member State or that acts are affecting financial instruments traded on a regulated market situated in another Member State, it shall give notice of that fact in as specific a manner as possible to the competent authority of the other Member State. The competent authority of the other Member State shall take appropriate action. It shall inform the notifying competent authority of the outcome and, so far as possible, of significant interim developments. This paragraph shall not prejudice the competences of the competent authority that has forwarded the information. The competent authorities of the various Member States that are competent for the purposes of Article 10 shall consult each other on the proposed follow-up to their action.

4. A competent authority of one Member State may request that an investigation be carried out by the competent authority of another Member State, on the latter's territory.

It may further request that members of its own personnel be allowed to accompany the personnel of the competent

authority of that other Member State during the course of the investigation.

The investigation shall, however, be subject throughout to the overall control of the Member State on whose territory it is conducted.

The competent authorities may refuse to act on a request for an investigation to be conducted as provided for in the first subparagraph, or on a request for its personnel to be accompanied by personnel of the competent authority of another Member State as provided for in the second subparagraph, where such an investigation might adversely affect the sovereignty, security or public policy of the State addressed, or where judicial proceedings have already been initiated in respect of the same actions and against the same persons before the authorities of the State addressed or where a final judgment has already been delivered in relation to such persons for the same actions in the State addressed. In such case, they shall notify the requesting competent authority accordingly, providing information, as detailed as possible, on those proceedings or judgment.

OJ 2003L96/252003 · Official Journal of the European Union · L96/25

Without prejudice to the provisions of Article 226 of the Treaty, a competent authority whose application to open an inquiry or whose request for authorisation for its officials to accompany those of the other Member State's competent authority is not acted upon within a reasonable time or is rejected may bring that non-compliance to the attention of the Committee of European Securities Regulators, where discussion will take place in order to reach a rapid and effective solution.

5. In accordance with the procedure laid down in Article 17(2), the Commission shall adopt implementing measures on the procedures for exchange of information and cross-border inspections as referred to in this Article.

Article 17

1. The Commission shall be assisted by the European Securities Committee instituted by Decision 2001/528/EC (hereinafter referred to as the 'Committee').

2. Where reference is made to this paragraph, Articles 5 and 7 of Decision 1999/468/EC shall apply, having regard to the provisions of Article 8 thereof, provided that the implementing measures adopted according to this procedure do not modify the essential provisions of this Directive.

The period laid down in Article 5(6) of Decision 1999/468/EC shall be set at three months.

3. The Committee shall adopt its rules of procedure.

4. Without prejudice to the implementing measures already adopted, on the expiry of a four-year period following the entry into force of this Directive, the application of its provisions requiring the adoption of technical rules and decisions in accordance with paragraph 2 shall be suspended. On a proposal from the Commission, the European Parliament and the Council may renew the provisions concerned in accordance with the procedure laid down in Article 251 of the Treaty and, to that end, they shall review them prior to the expiry of the period referred to above.

Article 18

Member States shall bring into force the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive not later than 12 October 2004. They shall forthwith inform the Commission thereof.

When Member States adopt those measures, they shall contain a reference to this Directive or be accompanied by such a reference on the occasion of their official publication. Member States shall determine how such reference is to be made.

Article 19

Article 11 shall not prejudice the possibility for a Member State to make separate legal and administrative arrangements for overseas European territories for whose external relations that Member State is responsible.

Article 20

Directive 89/592/EEC and Article 68(1) and Article 81(1) of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities 100J L 184, 6.7.2001, p. 1. shall be repealed with effect from the date of entry into force of this Directive.

Article 21

This Directive shall enter into force on the day of its publication in the Official Journal of the European Union.

Article 22

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 28 January 2003.

For the Parliament

The President

P. COX

For the Council

The President

G. PAPANDREOU

市場阻害行為指令

内部者取引及び相場操縦（市場阻害行為）に関する2003年1月28日の欧州議会及び理事会指令2003/6/EC

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

欧州議会及び閣僚理事会は、

欧州共同体設立条約、特にその第44条及び第95条に鑑み、

委員会からの提案¹に鑑み、

欧州経済社会評議会の意見²に鑑み、

欧州中央銀行の意見³に鑑み、

第251条第4項に定める手続き⁴に従って、
本指令を採択した。

前文

(1) 金融サービスのための真の単一市場は、共同体の経済成長及び雇用創出のために重要である。

(2) 統合された効率的な金融市場には、市場の完全性が必要である。証券市場の円滑な機能及び市場に対する公衆の信頼は、経済成長及び繁栄の必須条件である。市場阻害行為は、金融市場の完全性及び有価証券とデリバティブ商品に対する公衆の信頼を損なう。

(3) 「金融市場の枠組みの実施：行動計画 (Implementing the framework for financial markets: action plan)」と題した1999年5月11日の委員会通達⁵は、金融サービスの単一市場を完成するために必要な一連の行動を確認している。2000年4月のリスボンで開催された欧州理事会は、2005

年までにこの行動計画を実施するよう求めた。行動計画は、相場操縦に対する指令を策定する必要性を強調している。

(4) 2000年7月17日の会議で、理事会は、欧州証券市場の規制に関する賢人委員会を創設した。その最終報告書で、賢人委員会は、4レベル・アプローチに基づいた新たな立法手法、つまり枠組み原則、実施措置、連携及びエンフォースメントの導入を提案した。レベル1の指令は、広範で一般的な「枠組み (framework)」原則にとどまる一方、レベル2は、ある委員会 (Committee) の支援を受けて委員会 (Commission) が採択する技術的な実施措置を含むものとする。

(5) 2001年3月のストックホルムで開催された欧州理事会により採択された決議は、賢人委員会の最終報告書、及び共同体の証券立法の規制過程をより効率的かつ透明にするために提案された4レベル・アプローチを承認した。

(6) 金融サービス立法の実施に関する2002年2月5日の欧州議会決議もまた、委員会が同日に議会の前で行った厳粛な宣誓に基づいて、賢人委員会の最終報告書を承認し、このプロセスにおける欧州議会の役割の保障に関して域内市場委員長が議会の経済・金融問題委員会の委員長に宛てた2001年10月2日の書簡を承認した。

(7) 本指令の実施に必要な措置は、委員会に付与された実施権限の行使手続きを定めた1999年6月28日の理事会決定1999/468/EC⁶に従って採択されるものとする。

(8) スtockホルムで開催された欧州理事会に従い、レベル2実施措置は、技術的な規定が市場及び監督上の進歩に遅れないようにするためにより頻繁に用いられるべきであり、レベル2のあらゆる段階の作業について期限が設けられるべきである。

(9) 欧州議会は、実施措置の草案を検討し、その意見が述べられるよう、草案が最初に送られてから3か月の期間が与えられなければならない。ただし、緊急かつ正当化される場合には、当該期間は、短縮することが

できる。当該期間内に欧州議会による決議が通過した場合には、委員会
は、当該措置案を再検討しなければならない。

(10) 金融上及び技術的な新たな進歩は、市場阻害行為の誘因、方法及び機会を増幅する。それは、新商品、新技術、国境を越えた活動の増大及びインターネットを通じてである。

(11) 市場の完全性を保護するための現行の共同体の法的枠組みは、不完全である。法的要件が加盟国間で異なり、そのために、経済主体は、概念、定義及びエンフォースメントに関して不明確なままとされる場合も多い。加盟国の中には、価格操縦の問題及び誤解を招く情報の配布に対応する立法を有しない国もある。

(12) 市場阻害行為には、内部者取引と相場操縦とがある。内部者取引に対する立法の目的は、相場操縦に対する立法のそれと同一である。つまり、共同体金融市場の完全性を確保すること、及び当該市場に対する投資者の信頼を向上させることである。従って、内部者取引と相場操縦の双方に立ち向かう統合的な規則を採択することが妥当である。単一の指令は、共同体全域に亘って、責任分担、エンフォースメント及び連携に対する同一の枠組みを保証する。

(13) 内部者取引の規制を統合する1989年11月13日の理事会指令89/592/EECの採択以来の金融市場及び共同体立法の変化に鑑みると、相場操縦を規制する立法との調和を確保するためにも、同指令は直ちに置き換えられなければならない。違法行為に利用することができ、公衆の信頼を損ね、そのために市場の円滑な機能を阻害する、共同体立法の抜け穴を回避するためにも、新たな指令が必要である。

(14) 本指令は、テロリスト活動のための資金調達の撲滅に関して、2001年9月11日のテロリスト攻撃直後に加盟国が表明した懸念に対応している。

(15) 内部者取引及び相場操縦は、すべての経済主体が完全な金融市場で取引するための前提条件である、十分かつ適正な市場透明性を妨げる。

(16) 内部情報とは、公表されていない正確な情報であり、金融商品の1つ以上の発行者若しくは1つ以上の金融商品に直接又は間接に関連しているものをいう。規制市場での価格の動向及び形成自体に重大な影響を及ぼしうる情報は、金融商品の1つ以上の発行者若しくは1つ以上の関連デリバティブ金融商品に間接に関連する情報とみなしうる。

(17) 内部者取引に関しては、内部情報が、職務又は任務からではなく、1つ以上の金融商品の価格又は規制市場での価格形成自体に重大な影響を及ぼしうる犯罪行為、その準備又は実行から生じる場合を考慮しなければならない。

(18) 内部情報の利用には、所有情報が内部情報であることを知っている又は知りうべかりし者による金融商品の取得又は処分がありうる。この点において、所管当局は、その状況において通常の合理的な者であれば何を知り又は知りうべかりしかを判断しなければならない。さらに、マーケット・メーカー、カウンターパーティーとして行動する認可を受けている機関、又は内部情報を有する第三者のために注文を執行する認可を受けている者は、前二者の場合には金融商品の売買という自己の正当な業務に専ら従事し、最後の場合には注文を専ら忠実に執行するという単なる事実、それ自身がそのような内部情報の利用に該当するとみなされるべきではない。

(19) 加盟国は、コモディティに係るデリバティブ商品における「フロント・ランニング (front running)」も含め、「フロント・ランニング」として知られている慣行が本指令の定義により市場阻害行為に該当する場合には、その慣行に対処しなければならない。

(20) 相場操縦を構成しうる取引を行っているか又は取引注文を出している者は、そのような取引を行っている理由又は取引注文を出している理由が合法的であったこと、かつ、その取引及び取引注文は、当該規制市場で承認されている慣行を遵守していたことを立証することができる。

(21) 所管当局は、例えば、コモディティに係るデリバティブ商品に関連し

た内部情報の定義又は相場操縦の定義に関連する容認された市場慣行の定義の実施など、本指令が対象とする事項に係るガイダンスを発行することができる。このガイダンスは、本指令及びコミットロジ手続に従って採択された実施措置の規定を適合的なものでなければならぬ。

(22) 加盟国は、金融商品若しくは金融商品の発行者に関する調査を作成若しくは配布する者又は投資戦略を推奨若しくは示唆するその他の情報を作成若しくは配布する者を規制する最適の方法を選択することができることとする。この方法に、適切な自主規制の機構が含まれ、これらの方法は、委員会に通知しなければならない。

(23) 発行者が、そのインターネット・サイトに内部情報を掲載することは、個人データ処理に係る個人の保護及び当該データの自由な移動に関する1995年10月24日の欧州議会及び理事会指令95/46/ECに定める第三国への個人データの転送に関する規則に従わなければならない。

(24) 発行者による選択的開示は、金融市場の完全性に対する投資者の信頼の喪失につながるが、公衆への迅速かつ公正な情報開示は、市場の完全性を高める。専門的な経済主体は、様々な面で市場の完全性に貢献しなければならない。そのような措置には、例えば、「グレイ・リスト (grey list)」の作成、慎重な対応が求められる職務の職員に対する「ウインドウ・トレーディング (window trading)」の適用、内部行為規範の適用及び「情報隔壁 (Chinese walls)」の設定が含まれる。そのような予防措置は、決然と執行されかつ忠実に統制された場合にのみ、市場阻害行為の抑圧に資する。適切なエンフォースメントとは、例えば、当該機関内でのコンプライアンス担当役員の選任、及び独立した監査人による定期的な監査を含意する。

(25) 最新の通信手段により、金融市場にとって専門家と個人投資者は、金融情報により公平にアクセスできるようになったが、虚偽の又は誤解を招く情報が広がるリスクも上昇している。

(26) 発行者内で経営責任を負っている者及び、場合によっては、それらと

緊密な関係にある者が行う取引の透明性を高めることは、市場阻害行為に対する予防措置となる。少なくとも、個人ベースでそれらの取引を公表することは、投資者にとっては貴重な情報源ともなりうる。

(27) 市場運営者は、市場阻害行為の予防に貢献し、かつ、相場操縦の実行の予防と摘発を目的とした組織上の規定を採用しなければならない。そのような規定には、締結された取引の透明性に関する要件、価格統制協約の完全な開示、公平な注文付け合せシステム、有効な異常注文摘発体制の導入、十分に頑健な金融商品参照価格固定体制、及び、取引の一時的な停止に関する規則の明確さが含まれる。

(28) 会社が、株式の公開買付け又はその他の提案された支配権の変更にさらされるとき、本指令は、当該会社における議決権をもたらず（又は、権利行使若しくは転換の結果、議決権をもたらず）譲渡可能有価証券の保有者の利益を保護するための、効果的規制の要求に合致する方法で、加盟国に解釈され、かつ、実施されなければならない。特に、本指令は、いずれの方法にせよ、加盟国がその目的に適合すると判断するような措置を導入又は整備することを妨げない。

(29) 他社に関する内部情報にアクセスし、かつ、その会社の支配権を取得し又は当該会社との合併を提案するための株式の公開買付けにおいて、当該情報を利用することは、それ自体で内部者取引に該当すると判断されることはない。

(30) 金融商品の取得又は処分には、それらの業務のいずれかを行う者による取得又は処分の事前の判断を必然的に伴うため、その取得又は処分の実行自体は、内部情報の利用に該当すると判断されることはない。

(31) 公衆が利用しうるデータから作成された調査及び推定は、内部情報とみなされず、したがって、そのような調査又は評価に基づいて実行したいずれの取引も、それ自体として本指令の意義における内部者取引に該当すると判断されることはない。

(32) 加盟国及び欧州中央銀行制度、国内中央銀行若しくはその他公式指定

機関、又はそれらのために活動している者は、金融政策、為替レート政策又は公的債務管理政策の実施を制約されることはない。

(33) 金融商品の安定化又は買戻しプログラムにおける自己株式の取引は、一定の状況において、経済的理由で合法的なものとすることができ、したがって、それ自体は、市場阻害行為とみなされることはない。実務的なガイドラインを提供するために、共通の基準を作成しなければならない。

(34) 金融市場の範囲の拡大、新たな商品及び開発の急速な変化並びに種類により、共同体金融市場の完全性を保証するために、関係する金融商品及び技術に対する本指令の幅広い適用が必要である。

(35) 共同体金融市場における公平な機会を確立するためには、本指令の対象とされる規定を広範な地域に適用する必要がある。取引が許可されないが、本指令の範囲内に入るデリバティブ商品に関して、各加盟国は、その領域内に所在し若しくは運営している規制市場で取引が認可されている、又は、そのような規制市場での取引認可が求められている資産である金融商品に関連する行為で、その領域の内外で行われたものに制裁を課す権限を与えられることとする。各加盟国は、ある加盟国の規制市場で取引が認可されている、若しくはそのような市場での取引認可が求められている原資産である金融商品に関連する行為で、その領域内で行われたものにも制裁を課す権限を与えられることとする。

(36) 加盟国の様々な所管当局は、異なる責任を有しているため、経済主体に混乱を招くことがある。各加盟国で単一の所管当局が指定され、国際協力とともに、少なくとも本指令に従って採択された規定の遵守を監視する最終的な責任を負わなければならない。そのような当局は、行政機関としての性格から、経済主体からの独立性を確保し、利益相反を回避しなければならない。国内法に従って、加盟国は、所管当局の適切な資金調達を確保しなければならない。当局は、発行者、金融サービス業者及び消費者の代表により構成され、それらの者たちの見解と懸念を十分

に伝えられる諮問委員会のような、国内立法の考えうる変化に関する諮問のための適切な措置を有しなければならない。

(37) 各加盟国の所管当局に最低限共通する一連の有効な手段及び権限は、監督上の有効性を保証する。市場事業者及びすべての経済主体は、それらの段階において、市場の完全性に貢献しなければならない。この意味において、市場阻害行為のために単一の所管当局を指定することは、本指令に従って採択された規定の遵守の効率的な監督を保証するためには、当該当局と市場事業者との協力連携又は、所管当局の責任に基づいた委託を排除するものではない。

(38) 市場阻害行為に対する共同体の枠組みが十分であることを確保するために、本指令に従って定められた禁止又は要件のいかなる違反も迅速に摘発し、制裁を課されなければならない。この目的を達成するために、制裁は、十分に抑止的であり、違反の重大性と実現利益に釣り合うものでなければならない。かつ、確実に適用されなければならない。

(39) 加盟国は、行政措置及び制裁を決定する際に、加盟国間で規制の統一性の程度を確保する必要性に留意しなければならない。

(40) 国境を超えた活動が増加することにより、国家の所管当局間で、より一層の協力及び情報交換に関する一連の包括的な規定が必要となる。各加盟国において、監督及び調査権限を有する機関は、国家の所管当局間の協力を妨げてはならない。

(41) 提案された行動の目的、つまり内部者取引及び相場操縦の形態での市場阻害行為を防止することが、加盟国によって十分に達成することができず、そのため、措置の規模効果によって、共同体レベルではよりよく達成しうするため、共同体は、条約第5条に定める補充性の原則に従って、措置を採択することができ、同条に定めるように、相当性の原則に従って、本指令は、当該目的を達成するために必要なことは超えない。

(42) 本指令に規定された規則のための技術的なガイダンス及び実施措置は、適宜、金融市場の進歩を考慮する必要がある。委員会は、したがって

て、実施措置を採択する権限を与えられるものとする。ただし、それらの実施措置は、本指令の重要な原則を修正するものではなく、かつ、委員会は、委員会決定2001/528/EC*によって設置された欧州証券委員会の諮問を経て、本指令に定める原則に従って行動する。

(43) 本指令に従ってその実施権限を行使する際に、委員会は、次に掲げる原則を尊重しなければならない。

— 金融市場における高度な透明性基準を促進することによって、投資者間の金融市場の信頼を確保する必要。

— 投資者に、広範囲な総合的投資及び投資者の環境に適合した水準の開示と保護を提供する必要。

— 独立の規制当局が、特に経済犯罪の撲滅に関して、常に規則を確実に執行することを確保する必要。

— 高水準の透明性並びにすべての市場参加者、欧州議会及び理事会への諮問の必要。

— 金融市場が活発で効率的になる場合には、金融市場の革新を促す必要。

— 金融革新の緊密かつ相互反応的な監視により、市場の完全性を確保する必要。

— 資本コストの低減と資本へのアクセスの増加の重要性。

— 長期的に、いずれの実施措置も市場参加者（中小企業及び小口投資者を含む）に及ぼす費用と便益が均衡を保つ必要。

— 非常に重要な国際協力の拡張を損なうことなく、EU 金融市場の国際競争力を高める必要。

— EU 全域に亘る常に適切に規制を制定することによって、すべての市場参加者に公平な機会をもたらし必要。

— 国内市場の差異が、単一市場の調和を不当に侵害することがなければ、それを尊重する必要。

— 情報の不均衡及び透明性の欠如が、市場の運営を損ない、かつ、特に消費者及び小口投資者を害するとき、この分野におけるその他の共同

体立法との調和を確保する必要。

(44) 本指令は、基本（的人）権を尊重し、とりわけ欧州連合基本権憲章、特に同第11条によって承認された原則、及び欧州人権条約第10条を遵守する。この点において、本指令は、いずれの方法にせよ、加盟国が報道の自由及びメディアの表現の自由に関する憲法上の規則を適用することを妨げることはない。

第1条

本指令の目的に照らし、次のように定義する。

1. 「内部情報（Inside information）」とは、正確な情報であるが、金融商品の1つ以上の発行者若しくは1つ以上の金融商品に直接又は間接に関係した未公表のもので、かつ、公表された場合には、当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のあるものをいう。

コモディティに係るデリバティブ商品に関して、「内部情報」とは、正確な情報であるが、1つ以上のそのようなデリバティブ商品に直接又は間接に関連した未公表のもので、かつ、そのようなデリバティブ商品が取引される市場の利用者が、当該市場の容認された市場慣行に従って受け取ると期待するものをいう。

金融商品に関する注文の執行を委託された者にとって、「内部情報」とは、顧客によって伝えられ、かつ、顧客の留保している注文に関係したその性質上正確な情報であって、金融商品の1つ以上の発行者若しくは1つ以上の金融商品に直接又は間接に関連しているもの、及び、その情報が公表された場合には、当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性のあるものをいう。

2. 「相場操縦（Market manipulation）」とは、次に掲げるものをいう。

(a) 次に掲げる取引又は取引注文。

— 金融商品の供給、需要若しくは価格に関する虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与える若しくは与える可能性があるもの。又は、

一 単独若しくは共謀して行動する者たちによる、1つ以上の金融商品の価格を異常若しくは人為的な水準にもたらしめるもの。

ただし、当該取引を行った者又は当該取引注文を発した者が、その行動理由が合法的であること、及び、それらの取引又は取引注文が当該規制市場の容認された市場慣行に従っていることを立証した場合
は、このかぎりではない。

(b) 仮装的な技巧、又は他の形態の偽計若しくは計略を用いた取引又は取引注文。

(c) インターネットを含む媒体又はその他の方法による、金融商品に関する虚偽又は誤解を招くシグナルを与え又は与える可能性のある情報の配布。これは、配布した者が、当該情報が虚偽又は誤解を招くものであることを知っていたか又は知りうべきときは、うわさ及び虚偽又は誤解を招くニュースの配布を含む。報道関係者がその職務を遂行する場合には、それらの者が情報の配布から直接又は間接に優位な立場又は利益を得ない限り、そのような情報の配布は、第11条を侵害することなく、その職務を規律する規則を考慮して評価することとする。

特に、次に掲げる例は、上記第(a)号から第(c)号までの中心的な定義から導かれる。

一 購入価格若しくは販売価格を直接若しくは間接に固定させる又はその他の不公正な取引条件を創出する効果のある、金融商品の供給又は需要に対する支配的立場を確保するための、単独者又は共謀して行動する者たちによる行為。

一 市場の終了時における金融商品の売買で、終値に基づいて行動する投資者の誤解を招く効果を有するもの。

一 金融商品に対して事前にポジションを取る一方で、従来型又は電子媒体への一時的又は定期的なアクセスを利用して、当該金融商品(又は間接的にその発行者)についての意見を表明し、適切かつ有効な

方法でその公衆に対する利益相反を同時に開示せずに、結果的に表明した意見が当該商品の価格に与えた影響から利益を得ること。

相場操縦の定義は、実際に相場操縦に該当する新しい活動類型も含まれることを確保するよう適用しなければならない。

3. 「金融商品 (Financial instrument)」とは、次に掲げるものという。
一 証券分野の投資サービスに関する1993年5月10日の理事会指令93/22/EEC⁹⁾に定義する譲渡可能有価証券。

一 集団投資事業者のユニット。

一 短期金融市場商品。

一 金融先物契約、同等の現金決済商品を含む。

一 先渡し金利契約。

一 金利スワップ、通貨スワップ、エキイティ・スワップ。

一 これらの範疇に含まれる商品を取得又は処分するオプション、同等の現金決済商品を含む。この範疇は、特に、通貨及び金利に係るオプションを含む。

一 コモディティに係るデリバティブ商品。

一 加盟国の規制市場で取引が認可されている又はそのような市場での取引認可が求められているその他のいかなる金融商品。

4. 「規制市場 (Regulated market)」とは、指令93/22/EC 第1条第13項に定義する市場をいう。

5. 「容認される市場慣行 (Accepted market practices)」とは、1つ以上の金融市場で合理的に予想され、かつ、第17条第2項に定める手続きに従って委員会が採択するガイドラインに従って、所管当局に容認された慣行をいう。

6. 「者 (Person)」とは、あらゆる自然人又は法人をいう。

7. 「所管当局 (Competent authority)」とは、第11条に従って指定された所管の当局をいう。

金融市場の進歩を考慮し、かつ、共同体において本指令の一律な適用

を確保するために、委員会は、第17条第2項に定める手続に従って行動し、本条第1項から前項までの規定に関する実施措置を採択することとする。

第2条

1. 加盟国は、内部情報を有する、第2段落に定めるいずれかの者が、自己又は第三者の計算で、直接にせよ間接にせよ、当該情報を用いて、当該情報が関連する金融商品の取得若しくは処分し、又は取得若しくは処分しようとすることを禁止しなければならない。

前段落は、次に掲げる方法によって当該情報を有するいかなる者にも適用することとする。

- (a) 発行者の管理機関、経営機関若しくは監督機関の構成員であること
によって。又は、
- (b) 発行者の資本の保有者であることによって。又は、
- (c) 雇用、職務若しくは任務の遂行を通じて情報にアクセスすることによって。又は、
- (d) 犯罪行為によって。

2. 前項に掲げた者が法人の場合には、同項に定める禁止は、当該法人の計算で取引を行う決定に参加する自然人にも適用することとする。

3. 金融商品を取得又は処分する内容を義務とする場合にその履行として行われる取引で、当該者が内部情報を有する以前に締結された契約に基づき当該義務が発生するときは、本条を適用しない。

第3条

加盟国は、第2条に定める禁止に服するいかなる者が、次に掲げる行為を行うことを禁止しなければならない。

- (a) 他のいかなる者に内部情報を開示すること。ただし、そのような開示が、雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われた場合は、この限りではない。
- (b) 内部情報に基づいて、当該情報が関係する金融資産の取得又は処分

を他の者に推奨又は誘引すること。

第4条

加盟国は、前2条に掲げられている者以外にも、内部情報であることを知って又は知り得べきはずでありながら、内部情報を有しているいずれの者にもそれらの条文を適用するよう確保しなければならない。

第5条

加盟国は、何人も相場操縦に従事することを禁じなければならない。

第6条

1. 加盟国は、金融商品の発行者が、当該発行者に直接関係する内部情報をできるだけ速やかに公表するよう確保しなければならない。

前1段落の規定を遵守するために取るいかなる措置を侵害することなく、加盟国は、発行者が、適当な期間、公開する必要があるすべての内部情報をそのインターネット・サイトに掲載するよう確保しなければならない。

2. 内部情報を速やかに公開しないことが公衆の誤解を招く可能性がなく、かつ、発行者が当該情報の守秘を確保しうる場合には、発行者は、自己の正当な利益が害されないよう、前項に定める内部情報の公開を自己の責任で遅延させることができる。加盟国は、発行者が、内部情報の公開を遅延させる決定を所管当局に遅滞なく報告するよう要求することができる。

3. 加盟国は、発行者又は発行者のため若しくはその計算で行動している者が、第3条第(a)に掲げるように、その雇用、職務又は義務の通常の遂行において第三者に内部情報を開示する場合には、意図的に開示する場合には同時に、意図的にではなく開示する場合には速やかに、その情報の完全かつ効果的な公開を行うよう確保することとする。

前段落の規定は、情報を受けた者が守秘義務を負う場合には、そのような義務が法律、規則、定款又は契約のいずれによるかに関わらず、適用しない。

加盟国は、発行者又は発行者のため若しくはその計算で行動している者が、雇用又はその他の契約に基づいてそれらの者のために働いている者で、内部情報にアクセスする者の一覧表を作成するよう要求するものとする。発行者及びその者のため又はその計算で行動している者は、この一覧表を定期的に更新し、所管当局の要求があったときにはいつでもそれを送らなければならない。

4. 金融商品の発行者の内部で経営責任を果たしている者及び、場合によっては、それらの者と緊密な関係にある者は、少なくとも、当該発行者の株式又はそれらに運動したデリバティブ商品若しくはその他の金融商品に関連して自己勘定で行った取引の存在を所管当局に通知しなければならない。加盟国は、できる限り早急に、そのような取引に関する情報への公衆のアクセスが、少なくとも個人ベースでは、容易に利用可能となるよう確保しなければならない。

5. 加盟国は、金融商品若しくは金融商品の発行者に関する調査を作成又は配布する者、及び投資戦略を推奨若しくは示唆する他の情報を作成又は配布する者は、流通チャネル又は公衆を対象とする場合、そのような情報が公正に公表されることを確保し、かつ、その情報が関連する金融商品に関するそれらの者の利益を開示し又は利益相反を明示するよう合理的な配慮を払うことを確保するための適切な規制を整備するよう確保しなければならない。そのような規制の詳細は、委員会に通知しなければならない。

6. 加盟国は、市場運営者が相場操縦がなされることを予防及び摘発することを目的とした組織上の規定を採択するよう確保しなければならない。

7. 第1項から第5項までの遵守を確保するために、所管当局は、公衆が正しい情報を得られるよう確保するために必要なあらゆる措置を取ることができる。

8. 金融市場に重大な影響を及ぼしやすい統計を配布している公的機関

は、それらを公正かつ透明な方法で配布しなければならない。

9. 加盟国は、金融商品に係る取引を専門的に取りまとめている者は、ある取引が内部者取引又は相場操縦に該当すると合理的に疑うときは、遅滞なく所管当局に通知するよう確保しなければならない。

10. 金融市場の技術的進歩を考慮し、かつ、本指令の一律な適用を確保するために、委員会は、第17条第2項に定める手続きに従って、次に掲げる事項に関する実施措置を採択することとする。

— 第1項及び第3項に定める、内部情報の適切な公開のための技術的な方式。

— 第2項に定める、内部情報の公開遅延のための技術的な方式。

— 第2項の第2文の実施において共通のアプローチを促すために策定する技術的な方式。

— 発行者又は発行者のために行動している主体が、第3項に定める、それらの者のために働いている者で、内部情報にアクセスできる者の一覧表を作成しなければならない条件、及びそのような一覧表を更新しなければならない条件。

— 第4項に定めた開示義務に服する者の範疇、規模を含みそのような義務が生じる取引の特徴、及び所管当局への開示に関する技術的な取決め。

— 第5項に定めた者の様々な範疇、調査及び投資戦略を推奨するその他の情報の公正な公表、さらに第5項に定める特定の利害又は利益相反の開示に関する技術的な取決め。そのような取決めは、自主規制も含め、報道関係者の職務を規定する規律を考慮しなければならない。

— 前項に定めた者による所管当局への通知を規律する技術的な取決め。

第7条

本指令は、加盟国、欧州中央銀行制度、国内中央銀行若しくはその他の公式に指定された機関により、又は、それらの者のために行動している者により、金融政策、為替レート政策又は公的債務管理政策のために実行した取引には適用しないものとする。加盟国は、その公的債務の管理に関し

てこの適用除外を連邦又は類似の地方当局に拡張することができる。

第 8 条

本指令に規定する禁止は、「買戻し (buy-back)」プログラムにおける自己株式の取引又は金融商品の安定化には適用しないものとする。ただし、それらの取引は、第17条第2項に定める手続きに従って採択した実施措置に従って行われなければならない。

第 9 条

本指令は、少なくとも1カ国の加盟国の規制市場で取引が認可されている、又はそのような市場での取引認可が求められているいずれの金融商品にも適用することとする。ただし、当該市場で取引自体が実際に行われているか否かは問わない。

第2条から第4条までは、加盟国の規制市場では取引が認可されていないが、その価値が前段落に定める金融商品に依存するいずれの金融商品にも適用することとする。

第6条第1項から第3項までは、加盟国の規制市場での取引認可が要求も承認もされていない金融商品の発行者には適用しない。

第 10 条

各加盟国は、次に掲げる行為に対して、本指令に規定する禁止及び要件を適用することとする。

- (a) その領土内に所在し若しくは運営している規制市場で取引が認可されているか、又はそのような市場での取引認可が要求されている金融商品に関して、その領土内外で行われた行為。
- (b) ある加盟国の規制市場で取引が認可されている、又はそのような市場での取引認可が要求されている金融商品に関して、その領土内で行われた行為。

第 11 条

司法当局の権限を侵害することなく、各加盟国は、本指令に従って採択された規定を適用することを確保する権限を有する単一の行政当局を指定

することとする。

加盟国は、考えられる国内立法の変化に関して、実効性のある諸措置及び手続きを市場参加者と確立しなければならない。これらの措置は、各所管当局内に諮問委員会を置くことを含むが、その構成員は、発行者、金融サービス業者又は消費者のように市場参加者の多様性をできる限り反映させることとする。

第 12 条

1. 所管当局は、その任務の遂行に必要なあらゆる監督及び調査権限を付与されるものとする。それは、次に掲げる形でそのような権限を行使するものとする。

- (a) 直接に。又は、
- (b) 他の当局若しくは市場事業者と協力して。又は、
- (c) 自己の責任に基づき、そのような当局若しくは市場事業者へ委託することによって。又は、
- (d) 司法当局に申請することによって。

2. 第6条第7項を侵害することなく、前項に掲げる権限は、国内法に従って行使され、少なくとも次に掲げる事項を行う権利を含むものとする。

- (a) 形式を問わず、いかなる文書にもアクセスし、かつその写しを入手すること。
- (b) 本人のみならず、注文の回送伝達又は当該業務の実行に連続的に関与した者を含め、あらゆる者から情報を徴求し、必要があれば召喚し尋問すること。
- (c) 立ち入り検査を実施すること。
- (d) 既存の通話記録及び既存のデータ通信記録を要求すること。
- (e) 本指令の実施において採択された規定に反するいかなる実務の中止を要求すること。
- (f) 問題となっている金融商品の取引を一時的に停止すること。
- (g) 資産の凍結及び/又は押収を要求すること。

(h) 専門的な職務活動の一時的禁止を要求すること。

3. 本条は、職業上の守秘に関する国内法上の規定を侵害してはならない。

第13条

所管当局のために、又は、所管当局の指示を受けている監査人及び専門家を含め、所管当局がその権限を委託している当局若しくは市場事業者のために働いている、又は働いたことがある者すべてに対して、職業上の守秘義務を適用するものとする。職業上の守秘に該当する情報は、法律に定める規定に従う場合を除いて、何人にも又はいずれの当局にも開示してはならない。

第14条

1. 加盟国は、刑事制裁を課す権利を侵害することなく、本指令の実施において採択された規定が遵守されていない場合には、国内法に従って適切な行政措置が採られ又は責任者に制裁が課されるよう確保しなければならぬ。加盟国は、それらの措置が、実効性があり、相当かつ抑止的なものであるよう確保しなければならない。

2. 第17条第2項に定める手続きに従って、委員会は、情報として、前項に掲げる行政措置及び制裁の一覧表を作成するものとする。

3. 加盟国は、第12条の対象となる調査に協力しない場合に適用する制裁を決定しなければならない。

4. 加盟国は、開示が金融市場を深刻に脅かし又は関係者に不当な損害を与えることにならない限り、所管当局が、本指令の実施において採択した規定の違反に対して課されるあらゆる措置又は制裁を公開できるよう規定しなければならない。

第15条

加盟国は、所管当局が下した決定に対して裁判所に提訴できるよう確保しなければならない。

第16条

1. 所管当局は、本指令に定めるか国内法に定めるかにかかわらず、その

権限を利用してその義務を遂行するために必要な場合にはいつでも、相互に協力し合うこととする。所管当局は、他の加盟国の所管当局を支援しなければならない。特に、それらは、調査活動において情報を交換し、協力しあわなければならない。

2. 所管当局は、要求に応じて、前項に定めた目的のために必要な情報を速やかに提供しなければならない。必要な場合には、そのような要求を受けた所管当局は、速やかに、要求された情報を収集するために必要な措置を取らなければならない。要求を受けた所管当局が要求された情報を速やかに提供できない場合には、要求した所管当局にその理由を通知しなければならない。このように提供された情報は、情報を受けた所管当局の現在又は従前の被用者が服する職業上の守秘義務の対象とする。

所管当局は、次に掲げる場合には、情報に対する要求に基づいて行動することを拒否することができる。

一 情報提供が、要求を受けた加盟国の主権、保安又は公序に悪影響を及ぼす可能性がある場合。

一 同一の行為に関して及び同一の者に対して、要求を受けた加盟国の当局において訴訟手続きが既に開始されている場合。又は、

一 要求を受けた加盟国において同一の行為に対してそのような者に関して、最終判決が既に下されている場合。

このような場合には、それらは、要求した所管当局にそれらの訴訟手続き又は判決に関するできる限り詳細な情報とともにその旨を通知しなければならない。

条約第226条を侵害することなく、合理的な期間内に情報の要求が履行されず又はそれを拒絶された所管当局は、その不遵守につき欧州証券監督者委員会に注意を喚起することができ、ここで、早急かつ有効な解決に至るために議論が行われる。

刑法に基づく訴訟手続きにおいて、服する義務を侵害することなく、第1項に従って情報を受けた所管当局は、その情報を本指令の範囲内で

その任務を遂行するため、及びその任務の遂行に特に関連した行政手続き又は訴訟手続きのなかで利用することができる。ただし、情報を提供した所管当局が同意した場合には、情報を受けた所管当局は、それを他の目的に利用し、又はそれを他の加盟国の所管当局に転送することができ。

3. 所管当局は、本指令の規定に反する行為が他の加盟国の領土で行われ若しくは行われてきたこと、又は行為が他の加盟国に所在する規制市場で取引されている金融商品に影響していることを確信した場合には、他の加盟国の所管当局にできる限り特定された方法でその事実を通知しなければならない。他の加盟国の所管当局は、適切な行動を取らなければならない。その所管当局は、通知した所管当局に、その結果、及び、重要な暫定的経過をできる限り知らせなければならない。本項は、この情報を転送した所管当局の権限を侵害するものではない。第10条の目的を管轄する加盟諸国の所管当局は、それらの行動に対する提案された追跡調査について互いに相談しなければならない。

4. ある一加盟国の所管当局は、他の加盟国の所管当局に対し、その領土における調査を行うよう要求することができる。

ある加盟国の所管当局は、その調査過程の間、自組織の担当職員が他の加盟国の所管当局の職員に同行することを認めるよう要求することができる。

ただし、その調査は、調査が行われている領土の加盟国の全般的な統制に完全に服さなければならない。

所管当局は、調査の要求を受けた国家の主権、保安若しくは公序に悪影響を及ぼす可能性がある場合、同一の行為に関して及び同一の者に対して、要求を受けた国家の当局において訴訟手続きが既に開始されている場合、又は要求を受けた国家において同一の行為に対してそのような者に関して最終判決が既に下されている場合には、調査を第1段落で規定したように行うことと要求、又は第2段落で規定したようにその職員

が他の加盟国の所管当局の職員に同行することの要求に従って行動することを拒否することができる。このような場合には、それらは要求した所管当局に、それらの訴訟手続き又は判決に関する限り詳細な情報とともに、その旨を通知しなければならない。

条約第226条の規定を侵害することなく、調査開始の申請若しくはその担当官が他の加盟国の所管当局の担当官に同行することの認可に対する要求が、合理的な期間内に履行されず又は拒絶された所管当局は、その不遵守につき欧州証券監督者委員会に注意を喚起することができ、ここで、早急かつ有効な解決に至るために議論が行われる。

5. 第17条第2項に定める手続きに従って、委員会は、本条に定める情報交換及び国境を越えた検査の手続きに関する実施措置を採択することとする。

第 17 条

1. 委員会は、指令2001/528/ECに基づいて創設された欧州証券委員会(以下、「証券委員会 (the Committee)」と称す)の支援を受けるものとする。

2. 本項に関して、指令1999/468/EC第5条及び第7条を、同指令第8条の規定を考慮した上で適用する。ただし、本手続きに従って採択された実施措置は、本指令の重要な規定を修正するものではない。

決定1999/468/EC第5条第項に規定した期限は、3ヵ月と定めることとする。

3. 証券委員会は、その手続き規則を採択することとする。

4. 既に採択されている実施措置を侵害することなく、本指令の発効から4年の経過時点において、第2項に従って技術的な規則及び決議を採択することを要求している規定の適用は、停止することとする。委員会からの提案に基づき、欧州議会及び理事会は、条約第251条に定める手続きに従って当該規定を更新することができ、かつ、そのためには、4年の期限経過前にそれらを見直さなければならない。

第18条

加盟国は、2004年10月12日までに、本指令を遵守するために必要な法律、規則及び行政上の規定を施行しなければならない。加盟国は、それを直ちに委員会に報告しなければならない。

加盟国がそれらの措置を採択するときは、当該措置には本指令への参照を含むか、又は官報の公表の際にその参照を伴うこととする。加盟国は、そのような参照の方法を規程しなければならない。

第19条

第11条は、加盟国が対外関係に責任を負っている国外の欧州領域に対する個別の法的及び行政的取決めをその加盟国が策定する可能性を侵害するものではない。

第20条

指令89/592/EEC、及び、証券の公定の証券取引所への上場認可及びそれらの証券に関して公表される情報に関する2001年5月28日の欧州議会及び理事会指令2001/34/EC⁹第68条第1項及び第81条第1項は、本指令の発効日から廃止する。

第21条

本指令は、「欧州連合官報 (Official Journal of the European Union)」に公表された日に発効することとする。

第22条

本指令は、加盟国に宛てられる。

2003年1月28日 ブリュッセルにて

欧州議会

理事会

議長

議長

P. コックス (P. COX) に

G. パパンデリューオ

(G. PAPANDREOU) に

〈注〉

- 1 官報 C240E (2001年8月28日, p.265)
- 2 官報 C80 (2002年4月3日, p.61)
- 3 官報 C24 (2002年1月26日, p.8)
- 4 2002年3月14日の欧州議会意見(官報未掲載), 2002年7月19日の理事会コモンポジション (官報 C228E (2002年9月25日, p.19)) 及び2002年10月24日の欧州議会決定 (官報未掲載)。
- 5 官報 L184 (1999年7月17日, p.23)
- 6 官報 L334 (1989年11月18日, p.30)
- 7 官報 L281 (1995年11月23日, p.31)
- 8 官報 L191 (2001年7月13日, p.45)
- 9 官報 L141 (1993年6月11日, p.27)。欧州議会及び理事会指令2000/64/ECとして最終的に修正された指令 (官報 L290 (2000年11月17日, p.27))。
- 10 官報 L184 (2001年7月6日, p.1)

COMMISSION DIRECTIVE 2003/124/EC

of 22 December 2003

implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation

(Text with EEA relevance)

THE COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES,

Having regard to the Treaty establishing the European Community,

Having regard to Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) ⁽¹⁾, and in particular the second paragraph of Article 1 and the first, second and third indents of Article 6(10) thereof,

After consulting the Committee of European Securities Regulators (CESR) ⁽²⁾ for technical advice,

Whereas:

- (1) Reasonable investors base their investment decisions on information already available to them, that is to say, on *ex ante* available information. Therefore, the question whether, in making an investment decision, a reasonable investor would be likely to take into account a particular piece of information should be appraised on the basis of the *ex ante* available information. Such an assessment has to take into consideration the anticipated impact of the information in light of the totality of the related issuer's activity, the reliability of the source of information and any other market variables likely to affect the related financial instrument or derivative financial instrument related thereto in the given circumstances.
- (2) *Ex post* information may be used to check the presumption that the *ex ante* information was price sensitive, but should not be used to take action against someone who drew reasonable conclusions from *ex ante* information available to him.
- (3) Legal certainty for market participants should be enhanced through a closer definition of two of the elements essential to the definition of inside information, namely the precise nature of that information and the significance of its potential effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments.
- (4) Not only does the protection of investors require timely public disclosure of inside information by issuers, it also requires such disclosure to be as fast and as synchronised as possible between all categories of investors in all

Member States in which the issuer has requested or approved admission of its financial instruments to trading on a regulated market, in order to guarantee at Community level equal access of investors to such information and to prevent insider dealing. To this end Member States may officially appoint mechanisms to be used for such disclosure.

- (5) In order to protect the legitimate interests of issuers, it should be permissible, in closely defined specific circumstances, to delay public disclosure of inside information. However, the protection of investors requires that in such cases the information be kept confidential in order to prevent insider dealing.
- (6) In order to guide both market participants and competent authorities, signals have to be taken into account when examining possibly manipulative behaviours.
- (7) The measures provided for in this Directive are in accordance with the opinion of the European Securities Committee,

HAS ADOPTED THIS DIRECTIVE:

Article 1

Inside information

1. For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence or an event which has occurred or may reasonably be expected to do so and if it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments.

2. For the purposes of applying point 1 of Article 1 of Directive 2003/6/EC, 'information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments or related derivative financial instruments' shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.

⁽¹⁾ OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

⁽²⁾ CESR was established by Commission Decision 2001/527/EC (OJ L 191, 13.7.2001, p. 43).

Article 2

Means and time-limits for public disclosure of inside information

1. For the purposes of applying Article 6(1) of Directive 2003/6/EC, Articles 102(1) and Article 103 of Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council ⁽¹⁾ shall apply.

Furthermore, Member States shall ensure that the inside information is made public by the issuer in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public.

In addition, Member States shall ensure that the issuer does not combine, in a manner likely to be misleading, the provision of inside information to the public with the marketing of its activities.

2. Member States shall ensure that issuers are deemed to have complied with the first subparagraph of Article 6(1) of Directive 2003/6/EC where, upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuers have promptly informed the public thereof.

3. Any significant changes concerning already publicly disclosed inside information shall be publicly disclosed promptly after these changes occur, through the same channel as the one used for public disclosure of the original information.

4. Member States shall require issuers to take reasonable care to ensure that the disclosure of inside information to the public is synchronised as closely as possible between all categories of investors in all Member States in which those issuers have requested or approved the admission to trading of their financial instruments on a regulated market.

Article 3

Legitimate interests for delaying public disclosure and confidentiality

1. For the purposes of applying Article 6(2) of Directive 2003/6/EC, legitimate interests may, in particular, relate to the following non-exhaustive circumstances:

- (a) negotiations in course, or related elements, where the outcome or normal pattern of those negotiations would be likely to be affected by public disclosure. In particular, in the event that the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, public disclosure of information may be delayed for a limited period where such a public disclosure would seriously jeopardise the interest of existing and potential shareholders by undermining the conclusion of specific negotiations designed to ensure the long-term financial recovery of the issuer;
- (b) decisions taken or contracts made by the management body of an issuer which need the approval of another body of the issuer in order to become effective, where the organisa-

tion of such an issuer requires the separation between these bodies, provided that a public disclosure of the information before such approval together with the simultaneous announcement that this approval is still pending would jeopardise the correct assessment of the information by the public.

2. For the purposes of applying Article 6(2) of Directive 2003/6/EC, Member States shall require that, in order to be able to ensure the confidentiality of inside information, an issuer controls access to such information and, in particular, that:

- (a) the issuer has established effective arrangements to deny access to such information to persons other than those who require it for the exercise of their functions within the issuer;
- (b) the issuer has taken the necessary measures to ensure that any person with access to such information acknowledges the legal and regulatory duties entailed and is aware of the sanctions attaching to the misuse or improper circulation of such information;
- (c) the issuer has in place measures which allow immediate public disclosure in case the issuer was not able to ensure the confidentiality of the relevant inside information, without prejudice to the second subparagraph of Article 6 (3) of Directive 2003/6/EC.

Article 4

Manipulative behaviour related to false or misleading signals and to price securing

For the purposes of applying point 2(a) of Article 1 of Directive 2003/6/EC, and without prejudice to the examples set out in the second paragraph of point 2 thereof, Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities:

- (a) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken represent a significant proportion of the daily volume of transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, in particular when these activities lead to a significant change in the price of the financial instrument;
- (b) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken by persons with a significant buying or selling position in a financial instrument lead to significant changes in the price of the financial instrument or related derivative or underlying asset admitted to trading on a regulated market;
- (c) whether transactions undertaken lead to no change in beneficial ownership of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;

⁽¹⁾ OJ L 184, 6.7.2001, p. 1.

- (d) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken include position reversals in a short period and represent a significant proportion of the daily volume of transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, and might be associated with significant changes in the price of a financial instrument admitted to trading on a regulated market;
- (e) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which is subsequently reversed;
- (f) the extent to which orders to trade given change the representation of the best bid or offer prices in a financial instrument admitted to trading on a regulated market, or more generally the representation of the order book available to market participants, and are removed before they are executed;
- (g) the extent to which orders to trade are given or transactions are undertaken at or around a specific time when reference prices, settlement prices and valuations are calculated and lead to price changes which have an effect on such prices and valuations.

Article 5

Manipulative behaviours related to the employment of fictitious devices or any other form of deception or contrivance

For the purposes of applying point 2(b) of Article 1 of Directive 2003/6/EC, and without prejudice to the examples set out in the second paragraph of point 2 thereof, Member States shall ensure that the following non-exhaustive signals, which should not necessarily be deemed in themselves to constitute market manipulation, are taken into account when transactions or orders to trade are examined by market participants and competent authorities:

- (a) whether orders to trade given or transactions undertaken by persons are preceded or followed by dissemination of false or misleading information by the same persons or persons linked to them;

- (b) whether orders to trade are given or transactions are undertaken by persons before or after the same persons or persons linked to them produce or disseminate research or investment recommendations which are erroneous or biased or demonstrably influenced by material interest.

Article 6

Transposition

1. Member States shall bring into force the laws, regulations and administrative provisions necessary to comply with this Directive by 12 October 2004 at the latest. They shall forthwith communicate to the Commission the text of the provisions and a correlation table between those provisions and this Directive.

When Member States adopt those provisions, they shall contain a reference to this Directive or be accompanied by such a reference on the occasion of their official publication. Member States shall determine how such reference is to be made.

2. Member States shall communicate to the Commission the text of the main provisions of national law which they adopt in the field covered by this Directive.

Article 7

Entry into force

This Directive shall enter into force on the day of its publication in the *Official Journal of the European Union*.

Article 8

Addressees

This Directive is addressed to the Member States.

Done at Brussels, 22 December 2003.

For the Commission

Frederik BOLKESTEIN

Member of the Commission

101

[illegible]

以上より考へたるごとく、本姓と假託はな
ず、それの理由ならぬといふ、それゆゑ假託が三
九六條よりいられぬ要領するよりいふと、假
託假託について假託「八一条」原本文「一
八二条」を要領して、本文より考へたこと
を、

昭和十三年七月二十日
東京神道會館書店第二印刷部
發行或發行部 坂本武雄
發行部 田村 承三
發行部 熊田には假託のため書文を印さず
のりをつけてある。

發行或發行部 坂本武雄

半田正夫著

著作物の利用形態と権利保護

70年代以降の諸問題を集約した一冊。I 現代における著作権の基礎構造、II 録音技術の進展と著作権、III 他人の著作物の利用の三部より成り、付録として講演「コピ文化と著作権」を付載。著作物の利用保護を第一義とする立場から説いて、著者の研究成果であるとともに著作権の実務、実際に携わる人にとって是非とも参考とすべき一書となっている。

四六八頁 272頁 2000円 送料260円

価格には消費税は含まず。お買上の際消費税が加算されます。

〒110 東京都港区会社2-5-18
電話03(821)3816 郵箱東京3-163190

一粒社

金融商品取引法研究会名簿

(平成 25 年 6 月 19 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会専務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	高 坂 進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末 吉 恵	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 43 号

相場操縦の規制

平成 25 年 8 月 8 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒 103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-659-4 C3032 ¥500E