

資料：不公正証券取引への制裁手続の国際比較

荒 木 知

要 旨

インサイダー取引や相場操縦などの不正証券取引は各国の証券取引法で禁止されている一方、その違反行為に対する制裁手続としては、刑事告発による刑事罰あるいは証券監視当局による行政手続を経ての行政罰など、複数のオプションがあり、各国ごとに制度を異にしている。

しかしながら、証券市場のクロスボーダー化の流れを受け、不正取引に対する制裁手続もまた、国際的な調和の流れが見られる。具体的には、これまで検察当局による刑事手続を基本としてきた国が、2000年以降、主として迅速な処罰を可能にするため、行政手続による制裁金賦課手続を導入する傾向にある。

本稿においては、欧米・アジアの主要市場における制裁手続の変遷の流れを概観することにより、上記のような国際的な流れを考察する。その結果、連邦証券取引委員会（SEC）が民事訴訟を提起する形式をとる米国を例外として、考察対象としたほぼ全ての国が刑事手続中心のレジームから行政手続との併用レジームに移行済であることが明らかになった。

今後の課題としては、このような各国の行政手続がどのように透明性や公平性を確保して行くかについて、最近の動向を踏まえて比較検討する必要がある。

目 次

- | | |
|------------|--------------|
| I. 国際比較の意義 | IV. 英 国 |
| 1. 制裁手続とは | V. フランス |
| 2. 国際的な潮流 | VI. ドイツ |
| II. 日 本 | VII. 中華人民共和国 |
| III. 米 国 | VIII. まとめ |

I. 国際比較の意義

1. 制裁手続とは

まず、本稿の対象とする不公正な証券取引とは、インサイダー取引や相場操縦を典型とする、証券の流通市場においてその公正な価格形成機能をゆがめるような取引を指す。このような証券市場の公正及び透明性を害する取引は各国の証券取引法において禁止されているところであり¹⁾、その違反に対しては、禁固や罰金、あるいは利得の没収などの制裁が課されることになっている。

ところで、その制裁手続(サンクション)に関しては、刑法上の犯罪を検察官が裁判所に起訴する場合のように単線ではなく、複数のオプションがあり得る。もちろん、証券規制当局が検察官に告発し、裁判所によって刑事罰が課される刑事手続も大きな柱であるが、その他にも証券規制当局自身が不公正取引を行った者に対して課徴金などの制裁を課す行政手続や、証券規制当局が原告となって民事訴訟を提起する民事手続も考えられる。

このように、複数の制裁手続が利用され、とりわけ、刑事手続のみならず行政手続が求められる理由としては、①行政手続の方がより迅速な処分が可能であること、②行政手続においては刑事手続ほどの厳格な立証は求められないこと、③証券規制当局の専門知識が活用されること、などが挙げられよう²⁾。

なお、本稿で考察する制裁手続とは、原則として私人が不公正取引を犯した場合を想定し、証券会社などの証券当局の規制対象に対しての制裁は省くこととする(多くの場合、証券

当局による行政手続により、課徴金や営業停止等の制裁が課され得る³⁾)。

2. 国際的な潮流

主要な証券市場でインサイダー取引や相場操縦が明文で禁止されている中、その違反に対する制裁手続は、各国の法制度の違いも反映し(とりわけ英米法と大陸法)、それぞれ異なった展開を遂げてきている。一方で、証券取引のクロスボーダー化の進展を受け、各国の制裁手続の調和への動きも見られ、2000年以降、多くの国で、それまでの刑事手続に加えて、迅速な処罰を可能にする行政手続が導入されている。例えば、欧州連合において2003年1月制定された「市場での不正取引に関する指令」では、欧州連合加盟国が不正取引に対して刑事及び行政の両手続を導入することを勧告している⁴⁾。

比較対象とする国は、世界のトップ5市場である米国、日本、英国、フランス、ドイツに加え、アジアを代表して、上海及び深圳の両証券市場を擁し、近年発展著しい中国⁵⁾としたい。

II. 日本

日本においては、これまで、インサイダー取引や相場操縦等の不正取引に対しては、刑事手続が存するのみであったが、国際的な潮流に対応する趣旨もあり、2004年に至って証券取引法が改正され、金融庁により課徴金を課す行政手続が導入されることとなった。

まず、従来の刑事手続における基本的な制裁の流れは、証券取引等監視委員会⁶⁾により不正取引(反則事件と呼ばれる)の捜査が行われると、委員会の決定を経て委員会より地方検察庁に告発される。その後検察庁より地方裁判所に

事件の起訴が行われる流れである⁷⁾。証券取引法197条や198条は、不正取引に対する懲役や罰金刑を定めている。

証券取引等監視委員会による告発の件数は年間10件程度であり、ここ数年の人員拡大による監視機能強化を反映し、増加傾向にある。また委員会により告発されたほとんど全ての事件が検察庁により起訴されている点も特徴である。

このように、刑事罰が不正取引に対する主要な制裁ツールとして用いられ続けてきたわけであるが、2003年末には首相の諮問機関である金融審議会の金融第一部会において、証券市場監視機能・体制の強化が議論され、2003年12月に「市場機能を中核とする金融システムに向けて」と題する報告書が出された。そこでは、米国のSEC（連邦証券取引委員会）の不正摘発件数の多さを引き合いに出しつつ、刑事罰に至らない程度の不正取引に対しても行政手続による制裁のツールを持つことにより、結果的により公正な証券市場を目指すことができ、またそれ（行政手続）は国際的な潮流にも沿ったものとして、課徴金制度の導入が提言された。

本報告を受けた証券取引法改正案は2004年6月に成立し、課徴金制度は2005年4月1日から施行されることとなった。改正証券取引法の下では、証券取引等監視委員会に新たに設置された課徴金調査室等による捜査の後、行政手続による課徴金賦課が相当と認められるものは、金融庁に対して勧告を行い、金融庁は内部での審判手続を経た後、課徴金納付命令を出すことになる。

また、課徴金の額については不正取引により違反者が得た利益相当額となっている⁸⁾。2005年4月に新たに発令された金融庁の審判官のバックグラウンドは、判事や証券取引所職員で

あり、金融庁職員からの内部登用ではないようである。ただし、課徴金賦課の対象となる不正取引は2005年4月1日以降に行われた取引であるところ、実際の運用による実例が積み重ねられ、課徴金制度の機能について評価するに至るまでには時間を要すると考えられる。いずれにせよ、本制度により証券規制当局は不正取引摘発のための新たなツールを備えることになるのであり、今後の発展に注目して行く必要があろう。

Ⅲ. 米 国

米国においては、不正証券取引を連邦レベルで規制している法律は1934年証券取引法⁹⁾である。1934年法の下、不正な取引に対しては司法省を通じた刑事訴訟手続、あるいは証券取引委員会・SEC¹⁰⁾が原告となる民事訴訟手続の2つの手続によって制裁が課されることになっている。

まず、刑事手続については、1934年法21条d. 1.の後段は、「(実際の捜査を担当する)SECは本法の違反を構成するような証拠を司法長官(the Attorney General)に移送(transmit)することができ、司法長官はその判断により必要な刑事訴追をなすことができる。」と定めている。SECの2003年アニュアルレポートは、2003年度にはSECに関連する事案で、司法当局が246の個人・法人に対して起訴を行った旨記載しているが、件数表示ではないため、日本の場合などとは直ちに比較できないであろう。

一方、民事手続については、1934年法21条d. 3.及び21A条において、「SECは本法の違反行為の心証を得たときには、連邦地方裁判所

(a U.S. district court) に民事制裁金を求める訴訟を提起することができる。」と定められている。同じくアニュアルレポートによれば、2003年度には271件の民事訴訟が提起されている。SECによる民事訴訟の場合は、違反の事実の認否を行わずに制裁金を支払うことで和解するケースが多いようである。

他方、現在SECは、証券会社などの規制対象に対しては行政手続により制裁金を課すことができるが¹¹⁾、SECの機能強化の観点から、行政手続による制裁金賦課の対象をすべての者にまで拡大しようという動きが見られる。2003年の第108回議会において上院に提出されたSEC Civil Enforcement Actなどはその一例である。同法はその後廃案となった模様であるが、同様の法案が再度提出される可能性があるところ、議会等の動向を注視して行くべきであろう。

2005年6月1日、企業会計の分野などで活発な不正摘発を行ったドナルドソンSEC委員長長の退任が発表された。8月に後任として委員長に就任したコックス前下院議員はやや企業寄りの立場であるとも報道されており¹²⁾、今後のSECの不正摘発への取組姿勢に変化が生じる可能性もある。

なお、米国においては、前述の連邦法とは別途、各州がそれぞれ、blue sky lawsと総称される証券法を定めており、各州の司法当局は州証券法違反に対し、刑事訴追や民事訴訟による制裁手続をとることができる¹³⁾。

IV. 英 国

英国では長年にわたり、インサイダー取引や相場操縦に対しては、刑事手続による制裁しか

手段を有していなかったが、2000年金融サービス市場法¹⁴⁾が施行されるに及び、刑事罰に加えて金融サービス機構・FSA¹⁵⁾の行政手続による課徴金の賦課という二つのツールを持つことになった。

刑事罰の対象としてのインサイダー取引の規定は1993年刑法 (Criminal Justice Act 1993) 52条、相場操縦については金融サービス市場法397条と分かれて規定されているが、金融サービス市場法401条及び402条は、これらの犯罪に対してFSAが刑事訴追を為し得る旨規定している¹⁶⁾。

また、FSAによる課徴金賦課の対象となる市場における不正行為 (market abuse) は金融サービス市場法118条に定められており、同法123条1項はそのような不正行為を行った者に対し、FSAが適当と認める額の課徴金 (financial penalty) を課すことが出来る旨規定している。

課徴金の賦課は、FSA内の独立した意思決定機関である規制決定委員会 (Regulatory Decision Committee) によって決定される。規制決定委員会のメンバーは原則FSA職員ではなく、弁護士等外部より選任される¹⁷⁾。委員会による課徴金賦課決定に対しては、独立した審判機関である金融サービス市場審判所¹⁸⁾へ審査請求を行うことができる。

2001年12月に金融サービス市場法が施行された後、初めての課徴金適用のケースとして、FSAは2004年2月、Profile Media社総務部長によるインサイダー取引に対して1万5,000ポンドの課徴金を賦課した旨発表している。

なお、2005年1月には、証券取引に関する事例ではないものの、FSAによる保険会社への課徴金賦課に対して、金融サービス市場不服審

判所は、「FSAによる制裁決定は不十分な証拠に基づくものであり、その主張するところも二転三転するものであった」とその手続に瑕疵があったと判示した¹⁹⁾。FSAは2005年2月以降、その制裁手続の再検討作業を行い、2005年7月には手続の一層の公平を求める作業部会からの勧告が発表された。

V. フランス

現在、フランスにおいて不正証券取引の摘発を担当する機関は2003年に発足したAMF・金融市場機構²⁰⁾である。AMFが有する不正取引への制裁手続はイギリスと同様、刑事告発及び行政手続による制裁金の賦課 (sanction pécuniaire) の2種類がある。ただし、後者の行政手続による制裁金賦課は、1989年の法改正で導入されており、他の国と比べて制裁手続の強化に早くから取り組んだ例と言える。

制裁手続については、通貨金融法典²¹⁾621-15条がその流れを定めている。まず、不正取引はAMFの捜査部による調査が行われ、AMF事務局長より調査案件がAMFの意思決定機関である委員会 (Collège) での審議にかけられる。委員会は、案件を刑事事件として検察庁に告発、あるいは制裁委員会 (Commission des sanctions) へ送付しての行政手続による制裁を決定することができる。制裁委員会での処分が相当とされた場合には、被疑者に対して法令違反の事実の通知がなされる。

制裁委員会は、AMFの証券監視当局としての前身であるCOBの時代には設置されておらず、行政処分の執行機関からの独立性及び客観性を一層高めるための措置であろう。制裁委員会のメンバーは委員会メンバーとはまったく重

なっており、國務院 (Conseil d'Etat) や破棄院 (Cour de cassation) の判事が委員長となる。

一つの案件に対し、制裁委員会のメンバーから1名が担当官 (rapporteur) に指名され、担当官は被疑者への聴聞など、必要な情報収集を行った後、制裁委員会に報告する。制裁委員会では被疑者、政府 (AMF事務局) 代表及び担当官を招集して対審形式の審理が行われる。討論の後、案件の担当官を除いた制裁委員会メンバーにより制裁金の賦課などの処分が決定される。

制裁金の額は150万ユーロもしくは得た利益の10倍までである。不服の場合はパリ控訴院 (Cour d'appel de Paris) に申し立てることができる。

VI. ドイツ

ドイツにおける証券取引監視体制も各国と同様、ここ数年で大きく変化している。現在、不正証券取引の摘発を担当している機関はBaFin²²⁾・連邦金融監督機構である。それまでインサイダー取引の摘発などはBAWe²³⁾・連邦証券取引監督庁が管轄していたところ、他の銀行及び保険分野の監督機関と統合して2002年5月にBaFinとして再出発している。

ごく最近まで、インサイダー取引及び相場操縦の摘発体制はそれぞれ異なっていた。インサイダー取引は連邦レベルの証券監視当局である旧BAWeが管轄していたのに対し、相場操縦に関してはフランクフルト等の各取引所の取引監視部門 (Handelsüberwachungsstelle) の担当であり、制裁手続についても、両者共に州検察庁に告発しての刑事手続しか手段を有してい

なかった。

しかしながら、2002年7月、BaFinの発足の直後に関連法規が改正され²⁴⁾、相場操縦の摘発の管轄は、各取引所からBaFinに移ることとなり、また、相場操縦に対しては、BaFinの行政手続による課徴金(Bußgeld)を課すことができるようになった。

さらに、直近の2004年11月の証券取引法(Wertpapierhandelsgesetz)の改正²⁵⁾では、インサイダー情報を他者に伝達する行為及びインサイダー情報に基づく取引を他者に勧める行為に対してもまた、BaFinによる課徴金を課し得ることとされた²⁶⁾。

現在の仕組みをまとめると、インサイダー取引については、BaFinが捜査を行い、州検察に刑事事件として告発される。行政手続による課徴金制度はインサイダー取引行為の一部について導入されたばかりである。BaFinの2004年年次報告書によれば、23件のインサイダー取引ケースが州検察に告発されている。同年に記録されているインサイダー取引にかかる法廷での有罪判決は7件、法廷外での和解金支払は29件であり、両者を合わせた制裁件数は過去数年で最も多くなっている。

他方、相場操縦についてはBaFinの捜査の後、州検察への告発もしくはBaFinの行政手続による課徴金賦課の二つの手続がある。両者の使い分けについては、操縦行為により株価が変動しているものについては刑事告発をし、操縦行為があったが株価への影響が認められなかったものについてはBaFinによる課徴金賦課手続を選択しているようである。前述の年次報告書によれば、2004年には、相場操縦に関して15件を刑事告発し、1件をBaFinの課徴金担当セクションに回付している。また、同年に

相場操縦に係る法廷での有罪判決は2件であり、行政処分による課徴金が賦課されたケースは4件であった。有罪判決、行政処分共に前年よりも増加傾向にある。

なお、課徴金の賦課はBaFin・証券監督投資第13(秩序違反)課が担当している。秩序違反課の職員はBaFinの通常の職員であるが、不正取引を捜査する部門とのファイアウォールに配慮しており、被疑者へのヒアリングなど、課徴金賦課手続は秩序違反法²⁷⁾に基づいて進められる。

VII. 中華人民共和国

今や香港の株式市場の規模を上回り、アジアにおける第2位の市場であるとも言われる中国本土に対しては、連日のようにメディアで特集が組まれ、注目を浴びているのはご承知の通りである。一方で、中国経済の高度成長にも関わらず、上海総合指数(上証総合指数)は1997年以來の安値を更新し、株価は低迷しているようである。その理由の一つとして、インサイダー取引などの不正取引が蔓延し、投資家が市場への信頼を失っていることが挙げられよう。従って、中国証券当局が今後どのように市場への信頼回復に取り組んで行くのか注目したい。

中国本土における証券当局は証券監督管理委員会(証監会)²⁸⁾であり、証券法²⁹⁾に基づいて証券市場の監督を行っている。なお、香港特別行政區に関しては、一国二制度の原則の下、別の法令及び監督機関が存するため注意が必要である³⁰⁾。

証券法172条は、証券監督機構(ここでは、証監会を指す。以下同じ。)が違法行為の調査を行い、処罰を決定することできること、また

その処罰決定は公開されるべきことを定めている。続く173条は、証券監督機構は違法行為が犯罪を構成すると認めるときは、当該案件を司法機関に移送する旨を定めている。173条にいう司法機関とは、広範な捜査権限を持つ公安警察を指すと考えられる。

また、行政処分による処罰については、各不正取引ごとに定められており、例えば、インサイダー取引について定める証券法183条は、インサイダー取引を行った者は、違法所得の没収に加え、当該違法所得の5倍以下の課徴金（罰款）が課される旨定め、さらに、犯罪を構成する場合には刑事責任が追及される旨規定している。なお、210条は、証券監督機構の処罰決定に不服の場合は、再審査の申し立てあるいは直接人民法院に訴訟を提起することができることを規定している。

刑事責任については、別途刑法³¹⁾に不正証券取引に関する規定がある。例えば、刑法180条は、インサイダー取引に対して原則5年以下の懲役もしくは禁固、あるいは違法所得の5倍以下の罰金刑（併科も可）を定めている。

VIII. まとめ

最後に、これまで概観した複数の国の制度を比較することにより明らかになった傾向及び論点について述べたい。まず、比較対象とした国の内、米国を除く全ての国において、不正証券取引に対して、刑事手続のみならず、証券規制当局における行政手続による課徴金の賦課制度が導入済みであることである（日本においては2005年4月より課徴金制度が導入されている）。これにより、不正証券取引に対しては、刑事手続よりも行政手続を活用した迅速な制

裁、という国際的な傾向が明らかになったといえる。

この傾向からは、インサイダー取引のような不正取引が各国で明確に犯罪とされ始めたのがそもそも1980年代後半と比較的遅く³²⁾、さらにその後の証券市場の発展や刑事訴追の状況を受け、2000年前後から行政手続による制裁を導入し始めたという大まかな流れが浮かび上がってくる。

また、各国の証券規制当局が行政手続による制裁というツールをほぼ備えるようになった現在、次の論点の一つは、いかに制裁手続の公平性や透明性、引いては市場からの手続への信頼を確保して行くかであろう。その際には、制裁決定機関の組織や人員の規制・捜査部門からの独立性という形式面に加え、実質的にも十分な聴聞の機会や検討を経ての制裁決定が行われることが求められるのではないか。前述したように英国では、2005年に入って金融当局であるFSAによる制裁手続に対して疑問が投げかけられ、手続の見直し作業が行われたところである。

このように、インサイダー取引や相場操縦などの不正証券取引の実定法のみならず、その制裁手続の比較検討を行うことによって、各国の証券規制レジームの理解を一層深めることができると考える。

注

- 1) 日本においては、証券取引法158条及び159条が風説の流布及び相場操縦を、166条及び167条がインサイダー取引の禁止をそれぞれ定めている。
- 2) 証券当局の国際的フォーラムであるIOSCO（証券監督者国際機構）のレポート：“Insider Trading-How Jurisdictions Regulate It”, March 2003. においても行政手続の利点が指摘されている。
- 3) 例えば、日本においては、証券取引法56条によって、内閣総理大臣（金融庁長官）は、法令に違反した証券会社に対して登録の取り消しや業務の停止を命ずることができる。

- 4) Directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché・14条。
- 5) 株式市場における時価総額を比較すると(2002年末)、中国は世界第10位であり、香港特別行政区の第9位とほぼ拮抗している。*The Economist Pocket World in Figures 2005*, p. 66.
- 6) 金融庁に置かれる合議制機関。
- 7) 例えば、(株)キャッツの相場操縦事件では、嫌疑者は2004年2月24日の委員会から東京地方検察庁への告発と同日に起訴されている。
- 8) 例えば、株価暴落を回避するための売付けによるインサイダー取引の場合は、証券の売付け額-重要事実公表後の株価×売付数量=課徴金相当額、と定めている(改正証券取引法175条)。なお、課徴金の対象となる違反行為の範囲を広げる法律案が2005年6月に国会で成立した。
- 9) Securities Exchange Act 1934.
- 10) U.S. Securities & Exchange Commission.
- 11) 1934年証券取引法21B条。
- 12) *The Washington Post*, 2nd June, pp. A1-14, 3rd June, pp. D1-3.
- 13) 例えば、ニューヨーク州においては、州一般商法(General Business Law)に証券詐欺に関する規定が設けられており、その353条及び358条はそれぞれ、州司法長官(the attorney-general)による民事訴訟や刑事訴追について定めている。
- 14) Financial Services and Markets Act 2000.
- 15) Financial Services Authority: 1997年発足。
- 16) FSAの他、貿易産業省(Department of Trade and Industry)や検察庁(Crown Prosecution Service)などの関連機関も刑事訴追を行うことができる。
- 17) FSA Handbook of rules and guidance: Decision making (DEC) 4. 現在の委員長は金融専門の事務弁護士であるTim Herrington。
- 18) Financial Services and Markets Tribunal: 法務省(Lord Chancellor's Department)に設置されている。
- 19) "Regulator, heal thyself", *The Economist*, 22nd January 2005, pp. 14-15: 英国の保険会社であるLegal & General社が行った住宅ローン保険商品の販売が不適切であったとして英FSAが110万ポンドの課徴金を課した事例に対し、金融サービス市場審判所は2005年1月18日、その審判において、Legal & General社の不適切な商品販売を認めつつも、FSAの規制決定委員会(RDC)がわずか8件の不適切な販売例を根拠に制裁を決定したことは不当であった、と判示した。その後2005年5月27日には、同審判所は課徴金の額を57万5,000ポンドに半減させる決定を下している。
- 20) Autorité des marchés financiers: 2003年11月に、それまで市場監視を担当していたCOB(証券取引委員会)と証券会社の監督を担当していたCMF(金融市場委員会)とが統合して発足。
- 21) Code monétaire et financier: 2000年12月にそれまでの複数の金融関係の法律をまとめたもの。
- 22) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.
- 23) Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel: インサイダー取引の摘発や金融機関による証券取引の公正の確保等を目的に1995年に設立された。
- 24) 相場操縦の規定が、それまでの取引所法(Börsengesetz)から証券取引法(Wertpapierhandelsgesetz) 20 a条に移された。
- 25) 2003年にEUで制定された市場での不正取引に関する指令(注3参照)をドイツにおいて実施するための投資家保護促進法(Anlegerschutzverbesserungsgesetz)により、証券取引法の不正取引に関する部分を中心に改正がなされた。
- 26) 証券取引法39条2項3号・4号。
- 27) Ordnungswidrigkeitgesetz.
- 28) 中国証券監督管理委員会: 1992年に発足した国务院直属の行政機関。
- 29) 中華人民共和国証券法: 1999年施行。
- 30) 香港証券先物条例に基づき、香港証券先物委員会が証券市場の監督を行っている。
- 31) 中華人民共和国刑法: 1999年に証券犯罪に関する部分の修正が行われている。
- 32) 米国においては、1968年のTexas Gulf Sulphur事件などの判例法の発展により、インサイダー取引は証券詐欺に当たるとされてきた。黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』, 1999年, 弘文堂, 148-155頁。

(OECD 租税政策センター)