



東京証券取引所
ロンドン駐在員事務所
松尾 理志

—連載（第4回）—

インサイダー取引・相場操縦に対し、欧州で新規制が導入



欧州では金融市場統合の一環として、2003年に相場操縦やインサイダー取引に対する統一した規制を導入したが、加盟各国の実状を勘案して最小限での統一を行った内容であったことから、国ごとに規制のレベル感に不均衡が生じた。こうした規制の不均衡が、市場濫用者にインセンティブを与えてきたと指摘されており、欧州ではここ数年、規制のあり方について議論を行ってきた。そして、ようやくここに来て、相場操縦やインサイダー取引に対する新たな規制の形が見えてきた。ここでは、これまでの経緯を踏まえ、新規制の内容を紹介したい。

■ 1. 改正案の採択

EUの政策決定機関であるEU理事会は2014年4月、相場操縦やインサイダー取引を規制する市場濫用規制（Market Abuse Directive、MAD）の改正案を採択した。6月にもEUオフィシャル・ジャーナル（EUの官報）で公

布が予定されており、2年間の移行期間を経て順次導入される。改正案は、EU加盟国の裁量により国内法に置き換える必要がある指令（Directive）の改正と、加盟国に直接的な効力を及ぼす規則（Market Abuse Regulation、MAR）の2本立てで構成されている。以下では、同改正案の経緯と要点を説明する。

■ 2. 改正の経緯

現行のMADは、EU全域での市場濫用の防止と投資家保護を目的として2003年に導入され、EU全域でのインサイダー取引や相場操縦の防止に一定の役割を果たしてきた。現行法は同時に、加盟各国の刑罰を規定する権利を損なうことなく、市場濫用に対して最低でも適切な行政措置で対処するよう求めた。加盟各国はこれに応じ、各国の国内法に置き換えて対応を行うこととなったが、一部の加盟国では市場濫用行為に対して厳しい刑事罰で対応を行うよう国内法を整備した一方、一部



の加盟国では行政罰で対処することとなった。例えば、インサイダー取引や相場操縦を行った濫用者に対し、禁錮刑が適用できない加盟国が存在している。

こうした中、欧州委員会は2009年から2010年にかけて、現行法に対するレビュー結果を公表し、一部の加盟国において、市場濫用に対する適切な制裁措置ができておらず、また加盟国間で規制のレベルに違いが生じていることを指摘し、市場参加者に意見を求めた。こうした規制の違いについて、欧州の法案策定者は「加盟国間での規制レベルの違いが、市場濫用者にインセンティブを与える」と批判している。

市場参加者とのコンサルテーションを経て、欧州の法案策定機関である欧州委員会が、加盟国間の規制レベルの違いに対処する、新たなMAD改正案を公表したのは2011年だったが、その後にロンドンの金融街“シティ”に激震を起こすことになるLIBORスキャンダルは、同改正案に大きな影響を与えることとなった。欧州メディアは連日LIBORスキャンダルの報道で沸き立ち、欧州の法案策定者と国民世論の怒りに火をつけた。LIBORスキャンダルがこれほどまで注目されたのは、単なる金融業界における不正事件として捉えられたのではなく、その影響が、数百万人の一般市民の生活を巻き込んだ、ベンチマークの不正操作という新たなタイプの市場濫用として捉えられたためだろう。LIBORスキャンダルが実体経済に与えた影響について

は、欧州議会と欧州理事会で合意された最終テキストの序論にも、数行にわたって盛り込まれたほど大きく取り扱われ、ベンチマークの不正操作に対する規制が、最終案に取り込まれることとなった。

この他、2003年に現行法が導入されて以降、急速に取引が伸びてきたOTC取引、高度なIT技術を利用した取引、また伝統的な取引所とは異なる取引施設での取引といった新しいタイプの取引手法に対し、現行法では十分に対応できておらず、近年になって問題点が浮き彫りになってきた。こうしたことが、MADを改正するきっかけとなった。

■ 3. 主な改正内容

(1) EUレベルでの刑事罰の導入

現行法では市場濫用者が加盟国間での規制レベルの違いを利用して、重い制裁を回避できることは前述したとおりだが、これについては2012年に欧州の金融規制当局ESMAが公表したレポートで、加盟国間の規制のレベル感の違いが詳しく評価されている。これによると、例えばブルガリアやハンガリーでは、相場操縦に対して刑事罰を適用することができない。

こうしたことを受けて、まず刑事罰に関してEUレベルで統一した水準が改正案でルール化されることになった。これは2007年にEU加盟国が署名した欧州統合の深化を目的としたリスボン条約の第83条の規定、すなわ



ち刑法の同一性が必要とされる場合に、犯罪行為の定義と刑罰について、最低限のルールを、欧州議会と欧州理事会が定めることができるという規定が初めて適用されるケースとなり、現行法が各国の刑法にまで踏み込んでいない点を考慮すると、より一層踏み込んだ内容となっている。

(2) 刑事罰の最低水準の引き上げ

今回の改正では、市場濫用規制にかかる刑罰のレベルに最低限の水準が設定されたことも見逃せない。市場濫用に対して既に刑事罰を適用している欧州の主要国を見ると、イタリアではインサイダー取引に対し、最高で1,500万ユーロの罰金が科せられるのに対し、フランスでは最高150万ユーロの罰金（もしくは不正利益の10倍）と大きな差が生じている。禁錮刑においても、イタリアが最大で12年にに対し、フランスは2年とされている。

改正案では、違法性が高いインサイダー取引やインサイダー情報の漏洩に対しては、それぞれ最低でも4年、もしくは最低でも2年の禁錮刑が科せられることとなる。この他、インサイダー取引に対する罰金の最高額は最低でも500万ユーロ以上とされた。加盟国は各国の事情を考慮し、上記を超える刑罰を科すことも可能となっている。

(3) 市場濫用行為の定義拡大

改正案では、①インサイダー取引、②インサイダー情報の漏洩、③相場操縦という市場

濫用行為が定義され、EU全域で刑事罰の対象となった。さらに、新しいタイプの取引手法を使った犯罪行為が市場濫用行為として定義されることとなった。例えばHFTについて、“取引システムの機能を遅延させる効果のある注文を出すこと”は相場操縦にあたりと定義されており、犯罪行為として取り扱われる。また、LIBORスキャンダルを受けた対応として、“ベンチマークの算出過程で、偽の情報を送信すること”も、相場操縦に該当し犯罪行為となる。これらの犯罪行為の中で、重大で恣意的だと認められる場合は、たとえそれが市場濫用の幫助や未遂であったとしても、刑事罰に問われる可能性があるなど、厳しい内容になっている。

(4) 規制対象の拡大

EU各国の規制当局は2007年に導入された現行の金融商品市場指令（MiFID）後に成長した新しい取引プラットフォームに対する規制強化に迫られていた。改正案は、規制された取引所で取引される金融商品のみならず、現行MiFIDで規定されたMTF（日本でいうPTSに相当）や、今後採決が予定されている現行MiFIDの改正案（MiFID II）で規定される予定のOTF（Organised Trading Facility）といった新しい取引プラットフォームで取引される商品、またOTCで取引される金融商品や、コモディティ、デリバティブ商品などがMADの対象となる。



■ 4. 今後のステップ

EU理事会で承認されたことを受け、今後2014年6月頃を目処にEUのオフィシャルジャーナル（官報）に掲載され公布される。改正案には2年間の移行期間が定められており、実際の適用は2016年夏頃と見込まれている。既述のとおり、改正案は各国間の法制度の違いを利用した規制回避行為を防ぐ目的から実施するものであるが、最低限の刑罰を規定し、それ以上に重くする場合は各国の裁量に委ねられる形式となった。そのため、将来的には、再び加盟国間での処罰の違いで同様の問題が起こる可能性は残されている。

