

I はじめに

イギリスにおいて、インサイダー取引の防止に対して様々なアプローチ（信託義務や不正流用の考え方など）がされてきたが、現在、直接にインサイダー取引を規制するのは、これに刑事罰を科すルールと、行政罰を課すルールである。

インサイダー取引を犯罪とするルールは、ヨーロッパ諸国では比較的早く、1980年会社法第5編に定められた。このルールは、1985年の会社法改正時に、1985年会社証券（インサイダー取引）法（**Company Securities(Insider Dealing) Act**）として単行法にまとめられ、その後のEUの指令（**Council Directive(EEC)89/592, coordinating regulations on insider dealing**）の採択に伴う改正を経て、1993年刑事司法法（**Criminal Justice Act**）第5編に引き継がれ、今日に至っている。

しかし、刑事法として対処するという方法は、インサイダー取引の発見の困難さ、および刑事裁判における厳格な立証の水準を満たすことの困難等により、有罪となる例が非常に少なく、訴追される例も少ないという状況にあった。

そこで、イギリスでは、2000年金融サービス・市場法（**Financial Services and Markets Act**）において、インサイダー取引を市場阻害行為（**market abuse**）の一つと位置づけ、市場阻害行為を行った者に対し、FSA（**Financial Services Authority**）が課徴金を課すことや原状回復を命じることなど、行政により対処するというルールを採用した。なお、現在、英国議会に **Financial Services Bill** が提出されており、そこでは、FSAをFCA（**Financial Conduct Authority**）に改組する規定（金融サービス・市場法の改正）が置かれている。

以下では、1993年刑事司法法と2000年金融サービス・市場法におけるインサイダー取引規制を中心に、イギリスにおけるインサイダー取引規制の概要を明らかにする。

II 1993年刑事司法法

1 規制市場における証券の取引等

刑事司法法 52条1項2項は、内部者として情報を有する個人（**individual**）が、当該情報が価格に影響を及ぼす証券（**price-affected securities**）の取引を行うこと、当該情報が価格に影響を及ぼす証券の取引を他人に推奨すること（**encourage**）、および他人にその情報を開示することを、刑事罰の対象となるインサイダー取引とする。インサイダー取引の対象となる証券（**securities**）は、刑事司法法 54条に基づき同法の付表（**Schedule**）2において列挙されており（付表2は、大蔵省（**Treasury**）の命令により改正することができる（刑事司法法 54条2項）、株式、公社債、ワラント、預託証券、オプション、先物契約な

どが含まれている。

これらの違反行為は、刑事司法法 53 条 3 項に掲げた状況において行われるような取引ないし取引の推奨等であることが前提となる。同項は、問題の取引が「規制市場 (regulated market) で行われる場合、または、取引をする者が、職業的仲介者 (professional intermediary) に依存しているか、もしくは取引者自身が職業的仲介者である場合」を意味すると定める。

刑事司法法 52 条の規制は、価格に影響を及ぼす、非公開の情報を持っている者が行うすべての証券の取引を規制するものではなく、規制市場において行われる取引およびそれに類する態様で行われる証券に関する行為を対象とする。したがって、日本法と異なり、上場株式の取引でも、市場を通さない相対取引は原則的に規制の対象外となる。規制市場の範囲は、Insider Dealing(Securities and Regulated Markets)Order(SI 1994/187)に定められている。そこでは、たとえばロンドン証券取引所等のほか、ロンドン証券取引所等の規則によって設立された市場が含まれているので、同規則に基づいて設立された A I M (Alternative Investment Market) なども規制市場になる。

刑事司法法 52 条 3 項は、規制市場で行われない取引であっても、「取引をする者が、職業的仲介者に依存しているか、もしくは取引者自身が職業的仲介者である場合」であれば、規制対象になるとする。職業的仲介者とは、本人または代理人として証券の取得・処分を行うこと、または証券の取引を行う者のために取引の媒介をすることを、主たる業務とし、そのような業務に従事することを公に表示している者をいう (刑事司法法 59 条)。すなわち、職業的仲介者が、自己の計算で証券の取引を行う場合 (たとえばマーケット・メーカーとして) または他人の委託を受けて取引する場合 (ブローカーとして) であれば、規制対象になる。もっとも、規制の中心は規制市場を通した取引であり、職業的仲介者が関与する取引は、それを潜脱するのを防止する趣旨であるとされている。

刑事司法法が、規制市場における取引 (およびそれに類する場合) に刑事法の規制を絞ったのは、インサイダー取引規制の趣旨が、証券市場に対する信頼の確保にあることの表れである。イギリス法は、インサイダー取引を対象とする特別の私法的救済規定を設けていない。規制市場におけるインサイダー取引では、同時に非常に多くの取引がされるので、たまたま内部者と取引した者にだけ救済を与えることは適切とは思われないし、だからといって同時期に取引した者すべてに私法上の救済を与えることは内部者にとってあまりにも過酷になるためである。また、インサイダー取引の規制の趣旨が、証券市場に対する信頼の確保という一種の公益保護にあるのなら、これに刑事法で対処するのがむしろ適切であると考えられたのである。

2 内部情報

(1) 内部情報の定義

刑事司法法 56 条 1 項は、インサイダー取引規制の対象となる内部情報について、以下の

ように定義する。

「(a) 特定の (**particular**) 証券もしくは特定の証券発行者および発行者達に関する情報であって、証券一般もしくは証券発行者達一般に関するものではなく、

(b) 特定されたもしくは正確なものであって (**specific or precise**)、

(c) 公表されておらず、かつ

(d) 公表されたとすれば証券の価格に重大な (**significant**) 影響を及ぼす可能性のあるもの。」

そのうえで、同条 2 項は、「情報が公表されたとすれば証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性がある場合に限り、証券は（取引、推奨、伝達の禁止の対象となる）「情報が価格に影響を及ぼす証券」となる。」と定める。

刑事司法法 56 条は、内部情報を個別具体的に列挙するのではなく、56 条 1 項の a から d のように抽象的に定義する。

なお、同法 60 条 4 項は、「会社である発行者に関する情報は、当該会社に関するものばかりでなく、当該会社の業績予測に影響を与えうるものも含む。」と規定する。このことから、内部情報は、会社の内部から生じる事実、たとえば、剰余金配当額の増加または減少を宣言することや、重要な契約関係の得喪などのほか、会社の外部から生じる事実、たとえば政府が当該会社が市場を独占できた産業を自由化する方針であることなど、を含むことになる。日本の金融商品取引法 166 条 2 項が、「重要事実」を機関決定事実（同項 1 号）と発生事実（同項 2 号）に分けてそれぞれ個別具体的に限定列挙し、純然たる会社外部の事実をそれに含めない規制の仕方とは異なっている。

（2）特定の証券・発行者等に関する情報

刑事司法法 56 条 1 項 a にあるように、内部情報は、特定の証券、特定の発行者（達）に関するものでなければならず、証券一般、発行者一般に関する情報は含まれない。したがって、特定の会社や特定の産業分野に関する情報は含まれるが、経済一般に差別なく適用される情報は含まれない。たとえば、政府が金利を上げ下げするという情報は、国債の価格に影響する可能性があるため、内部情報に含まれる（発行者(**issuer**)には英国政府その他の公的機関 (**public sector body**) が含まれ（刑事司法法 60 条 2 項 3 項）、証券には国債等が含まれる）。一方、一般的な経済見通しについての政府情報は、たとえそれが公開されると証券の価格に一般的に影響するとしても、内部情報にはならない。

（3）情報の特定性、正確性

刑事司法法 56 条 1 項 b にあるように、内部情報となるためには、情報が特定のまたは正確なものであることが必要である。単なるうわさや誤った情報は除かれる。もともと、EU 指令（前掲 89/592/EEC article 1）では「正確な」情報であることのみが要件とされていたが、英国政府は、それでは情報の範囲が限定されすぎると考え、選択的に「特定の」

という文言を付け加えた。たとえば、ある会社をターゲットとする公開買付けが行われようとしているという情報は、公開買付け価格や公開買付けが発表される日が具体的にわからない場合には「正確な」情報ではないと判断される可能性があるが、対象会社が特定されている以上「特定の」情報として内部情報になりうる、と説明されている。このように、信頼できる情報であれば、詳細まではわからなくても特定性を満たすのである（その意味で、特定性の方が正確性よりも範囲が広い）。

（４）未公表の情報

刑事司法法 56 条 1 項 c により、内部情報であるためにはそれが「公表されていない」ことが要件になる。

情報が公表されるということについて、刑事司法法 58 条 2 項は次のように規定する。なお、以下は限定列举ではないものとされる（同条 1 項）。

「(a) 当該情報が規制市場の規則に従い、投資家およびその専門的助言者に知らせるために公表されたとき。

(b) 当該情報が法令の定めにより公衆の縦覧に供される記録に記載されたとき。

(c) (i) 当該情報と関連する証券もしくは (ii) 当該情報が関連する発行者にかかわる証券を取引する可能性のある者が容易に入手できるとき。

(d) 当該情報がすでに公表された情報に由来する場合。」

a と b は、取引所の規則や法令により、情報が開示された場合である。ただし、「当該情報が規制市場の規則に従い、投資家およびその専門的助言者に知らせるために公表されたとき。」または「当該情報が法令の定めにより公衆の縦覧に供される記録に記載されたとき。」には直ちに公表されたものとみなしており、公表された情報が、市場において吸収されるまでの期間は配慮されていない。もともと、1985 年会社証券（インサイダー取引）法（10 条＝not generally known to those persons・・・）では、内部情報を有する者は、当該情報が投資者の間に吸収されるまで取引ができない（吸収されたときに公表されたことになる）という解釈がされていたようだが、そうだとすれば 1993 年刑事司法法はこれを緩和したことになる。このため、情報が F S A が認可した情報サービス（R I S）によりリリースされれば、即座に内部者は取引（触発引き金取引＝hair trigger trade と比喻される）をすることができることになる。日本法が、「公表」概念として「多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと」（金商法 166 条 4 項）とし、その措置がとられたことになるために、「少なくとも二の報道機関に対して公開した時から 12 時間」をもって「事実の周知のために必要な期間が経過した」と定める（金商法施行令 30 条）のとは異なっている。

さらなるルールの緩和として、刑事司法法 58 条 2 項 c は、「(i) 当該情報と関連する証券もしくは (ii) 当該情報が関連する発行者にかかわる証券を取引する可能性のある者が容易に入手できるとき。」には、その情報は公表されたことになり、内部情報ではなくなる

ものとする。この場合も、情報が市場に吸収される期間は問題にならないため、「容易に入手できる」状態になった途端にその情報は内部情報でなくなる。もっとも、いかなる状況になれば「容易に入手できる」となるかは必ずしも明らかではなく、結局のところケースバイケースで判断しなければならない。たとえば、刑事司法法 58 条 3 項は、同項に列挙された場合でも、情報が公表されたものとするを妨げないと規定するところ、その一つとして「(d) 料金を払ってのみ伝達されるとき」が挙げられている。これは、料金を払った場合しか得られないことをもって情報が公表されていないとするわけではない、という意味であるが、その料金があまりに高額であれば、「容易に」入手できる状態とはいえず、58 条 2 項 c の要件を満たさないであろう。

(5) 価格に重大な影響を及ぼす情報

刑事司法法 56 条 1 項 d により、当該情報が公表されれば、証券の価格に重大な影響を及ぼすことが内部情報の要件である。この要件は抽象的であり、価格に重大な影響を及ぼすものかどうかは行為時を基準に判断されるので、このことの証明は困難であるとみられているが、実際にインサイダー取引が摘発されたときには情報が公表されており、その情報が「公表されたとすれば証券の価格に重要な影響を及ぼす」ものだったかどうかは公表に応じて証券の価格がどのように変動したかによって明らかにされるので、重大性の証明はそれほど困難ではないとの見方もある。

このように、いわば後知恵的に情報が重大であり内部情報とあるとされても、内部者は、後述のように、取引の時点において当該情報が当該証券に関連して価格に影響を与える情報（**price-sensitive information**。公表されれば証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性がある情報を意味する（刑事司法法 56 条 2 項））であることを予想していなかった場合には、刑事司法法 53 条 1 項 a などの抗弁を主張して刑事責任を免れる可能性がある。

3 内部者

刑事司法法の下で、インサイダー取引規制の対象となる内部者は、個人であり、内部情報を有する者である。

(1) 個人

刑事司法法は、内部者取引の規制対象者を個人（**individual**）に限っている。人（**person**）という文言を用いなかったことにより、法人を対象にしないことを明らかにしている。法人を対象になかったのは、法人一般につき刑事制裁を科するのが適切でないからではなく、たとえば投資銀行のある部門が顧客会社の証券につき価格に影響を及ぼす情報を有している場合に、同じ投資銀行の別の部門がチャイニーズウォールによって情報を知らずに当該証券を取引したとき、法人（投資銀行）を対象にすると、内部情報を有しながら取引をしたことになってしまうが、それは適切でなく、内部情報を有して取引したかどうか

は、法人の職員個人に帰せしめるのが妥当と考えたからである、と説明されている。

インサイダー取引規制は、他人に推奨する場合もカバーするので、会社の職員が内部情報をもとに、会社取引を推奨する場合も、その職員個人は有罪となりうる。

(2) 内部者として内部情報を有している者

刑事司法法 57 条 1 項は、「内部者として情報を有している者」を以下のように定義する。

「(a) 問題の情報が内部情報であり、それが内部情報であることをその者が知っている場合で、かつ

(b) その者が内部を情報源としてその情報を有しており、かつ内部を情報源としていることを知っている場合」

そして、同条 2 項は、1 項 b の「内部を情報源とする情報を有している」とは、「(a) (i) 証券発行者の取締役であること、被用者であること、もしくは株主であることを通して、もしくは (ii) その者の雇用、役職、職業によって当該情報へのアクセスを有していることによって、当該情報を有している場合、または (b) その者の情報の直接または間接の情報源が、(a) に述べた者であること。」であると規定する。

刑事司法法 57 条によると、内部者は次の 3 つのカテゴリに分類できる。第一と第二のカテゴリが第一次的内部者ともいうべき者であり、第三のカテゴリは、第一次的内部者からの情報受領者である。

第一のカテゴリは、「証券発行者の取締役であること、被用者であること、もしくは株主であることを通して、・・・当該情報を有している場合」である。このカテゴリにある者は、インサイダー取引がされる証券の発行者との関係で取締役等の立場にあることは要件になっていない。たとえば、A 会社の取締役が、職務上、A 会社が B 会社を買収する計画を有していることを知れば、当該取締役は、A 会社ばかりでなく、B 会社の証券についても内部者となる。

会社の下級の従業員 (junior employee) が、営業所内でたまたま内部情報を知ってしまった場合、その従業員の従事する部署に関係ない情報であっても、その従業員は内部者になる。一方、その従業員が、会社外で (勤務外で) その会社の内部情報を入手しても、第一のカテゴリの内部者にはならない (第三のカテゴリにはなりうる)。

株主も、その地位を通して内部情報を得れば内部者となる。ここでは少数株主要件などは定められていないが (日本金商法 166 条 1 項 2 号対象)、実際には大株主がその地位を利用して内部情報にアクセスした場合がこれに該当する。

刑事司法法は、内部情報を知るに至るプロセスに着目して内部者を定義しており、その地位に着目してはいないため、このカテゴリにある地位を通して内部情報を取得すれば、その後その地位を退任・退職しても、情報が公表されるまでは、内部者として取引等が禁止される (日本金商法 166 条 1 項は会社関係者である (知るに至る理由も含め) という地位に着目し、会社関係者でなくなった後 1 年経過した者はインサイダー取引の主体として

の会社関係者にならないものとする)。

第二のカテゴリは、「その者の雇用、役職、職業によって当該情報へのアクセスを有していることによって、当該情報を有している場合」である。たとえば、発行者の専門的アドバイザーである者（投資銀行やソリシタとしてアドバイスする者など）もしくはその被用者、規制機関の役人等（監督権限行使との関係で内部情報を得た場合など）、ジャーナリスト（記事にするための発行者を調査する過程で内部情報を得た場合など）、印刷会社の従業員（計画中の公開買付けに関する文書の印刷を請け負った場合など）などがこれに含まれる。

第三のカテゴリは、内部者からの情報受領者である。刑事司法法 57 条 2 項 (b) の「その者の情報の直接または間接の情報源が、(a) に述べた者である」者である。内部情報を知っている影の取締役 (shadow director。2006 年会社法 251 条参照) は、第一・第二カテゴリに含まれない場合は、第三カテゴリに含まれることが多いと考えられる。ここでいう第三のカテゴリは、米国法でいう「tippee」とは必ずしも同じではない（日本金商法 166 条 3 項の「会社関係者から・・・重要事実の伝達を受けた者」よりも広い）。内部者が、意識的に情報を伝達した相手方である必要はなく、内部者が、誰かに情報が伝わったことを知らなくてもよい。情報受領者は、自ら情報を得ようとした必要はなく、偶然に知ってしまった場合も第三カテゴリに含まれる。たとえば、投資銀行の従業員が、会社内で、ある会社の公開買付けに関与していた同僚の会話を漏れ聞いた場合でも、その従業員は第三のカテゴリに含まれる。

(3) 内部情報であることについて悪意である者

刑事司法法 57 条 1 項によると、内部者であるためには、問題の情報が内部情報であることをその者が知っており、かつその情報が内部を情報源としていることをも知っていることが必要である。これは、刑事法上有罪とされるための主観的要件 (mens rea) を定めたものである。

内部情報であることを「知っている」者であることは、(2) で述べた第三のカテゴリについては、その中でもとくに間接的に情報を受領した者（第二、第三の tippee など）については、証明が非常に困難である。

4 規制対象行為

刑事司法法 52 条 1 項 2 項は、以下のように規定する。

「1 項 内部者として情報を有する個人が、3 項に掲げた状況において、当該情報によって価格に影響を及ぼす証券の取引を行えば、インサイダー取引をしたとして有罪になる。

2 項 内部者として情報を有する個人は、以下の場合も、インサイダー取引をしたとして有罪になる。

(a) 3 項に定める状況下で取引が行われると知りまたは合理的な根拠に基づき信じている

状態で、当該情報によって価格に影響を及ぼす証券の取引を行うことを、他人に推奨（encourage）する場合。

または

(b) その者の雇用、役職もしくは専門的職務の役割を適切に履行するのでない場合に、他人にその情報を開示する場合

「3項については上述」

刑事司法法 52 条の規制対象行為には 3 つの類型がある（日本の現行金商法では下記（2）（3）は規制対象行為にならない）。なお、刑事司法法 63 条 2 項は、刑事司法法のインサイダー取引禁止規定の違反に「よっては、どのような契約も無効にならず、執行不能にならない。」と規定する。

（1）取引行為

第一は、刑事司法法 52 条 1 項の取引（dealing）である。

「取引」については、同法 55 条に定義規定が置かれている。それによると、「取引」とは、基本的には、内部者が証券を取得し、もしくは処分することである（同条 1 項（a））。内部者が本人として取引する場合ばかりでなく、他人の代理人として（取引の利益は他人が取得する）場合でも、規制対象である取引をしたことになる（同条 1 項（a））。取引をすることが規制対象であるから、内部情報に基づいて取引するのを差し控えた場合は規制対象にならない。

証券を取得する行為には、既発行証券の取得のほか、「証券を取得することを合意すること」および「証券を創出する契約を締結すること」を含み（55 条 1 項（b））、証券を処分する行為には、既発行証券の処分のほか、「証券を処分することを合意すること」および「証券を創出する契約を終了させること」が含まれる（同条 2 項 3 項）。「創出する契約」に言及されているのはオプションや差金決済取引（contract for difference）をカバーするためであると説明されている。取得や処分の合意がされ、履行が後に行われる場合、内部者であることは合意の時を基準にするので、合意と履行の間に内部情報を得た者は、内部者として取引したことになる。

なお、刑事司法法 52 条の違反行為になるためには、取引が内部情報に基づいて行われることを要しない。内部情報に基づいていないことは、後述のように、被告人とされた側が、同法 53 条の抗弁事由として主張することになる。

刑事司法法 55 条によると、内部者が直接または間接に、他の者によって、証券の取得または処分をひきおこす（procure）ことも「取引」に含まれる（同条 1 項（b））。証券の取得または処分をひきおこすことになるのは、内部者の代理人、指名人（nominee）、またはその者の裁量に基づいて行動する者（これらは限定列举ではない。同条 5 項）によって、証券の取得・処分がされる場合である（同条 4 項）。この場合、当該「他の者」が内部情報を有していなくても、「ひきおこす者」が内部情報を有していれば、規制対象になる。

(2) 推奨行為

次に、他人に、当該情報によって価格に影響を及ぼす証券の取引を行うことを推奨することが規制対象となる（刑事司法法 52 条 2 項 (a)）。内部情報の伝達をせず推奨だけでこれに該当する。この場合、推奨者が、取引が規制市場または職業的仲介者を通して行われることを知り、または合理的な根拠に基づき信じていることが必要である。実際に当該他人が取引をしたことは要件ではなく、当該他人が、自己が証券の取引を推奨されたことを認識していたかどうかも問わない。また、ここでも内部情報に基づいて推奨することは要件ではない。

(3) 情報伝達行為

第三の規制対象行為は、「その者（内部者）の雇用、役職もしくは専門的職務に基づく任務を適切に履行するのではない場合に、他人に内部情報を開示すること」である（刑事司法法 52 条 2 項 (b)）。内部情報を開示された他人が取引を行うことは要件ではない。「雇用、役職もしくは専門的職務に基づく任務を適切に履行する」場合には、内部情報の開示が違反行為にならない。一般論として、開示とその者の職務の遂行とが密接に関連しており、かつ開示が任務を履行するのに厳密に必要である場合に、この例外に含まれると解されている（金融サービス・市場法における伝達行為の規制の例外について、後述Ⅲ 5（2））。

5 抗弁事由

違法行為の類型は、4 に述べたように、ある程度形式的に定められており、たとえば、内部情報に基づいて取引等を行ったことは要件になっていない。これに対し、規制対象行為を行ったとされた被告人は、一定の抗弁を主張立証することにより、刑事責任を免れる。被告人とされた者が主張できる抗弁は、一般抗弁と特別の抗弁に大別される。

(1) 一般抗弁

抗弁のうち最も重要なものは、取引行為と推奨行為について、たとえその者が当該内部情報を有していなくとも、その者は、当該規制対象行為をしていたであろう、という抗弁である（刑事司法法 53 条 1 項 (c) 2 項 (c)）。すなわち、問題となる行為が内部情報に基づいて行われたのではない、という抗弁と言い換えることができる。受託者が独立の助言に基づいて取引した場合、ブローカーが指示に従って取引した場合、事前に設定された契約や計画に基づいて機械的に取引が行われた場合などがこれに含まれる。

第二は、問題となる行為の時点で、当該情報が当該証券に関連して価格に影響を与える情報であるという事実に帰せしめるべき利益をその取引がもたらすと予想していなかったこと、である（同法 53 条 1 項 (a) 2 項 (a) 3 項 (b)）。これは、取引行為、推奨行為および情報伝達行為のすべてに共通する抗弁である。

しかしながら、起訴した側は、すでに当該情報が内部情報であること、および被告人が内部者であることを証明しているのに、なお、このような抗弁が成り立つことには疑問が呈されている。内部情報は、公表されたとすれば証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性がある情報であり、内部者は、その情報が内部情報であることを知っている者であるからである。

第三は、取引行為または推奨行為の時点で、刑事司法法 58 条の情報の「公表」には至っていないけれども、取引に関与する者が情報を有していないことによって損害を被らないといえる程度に情報が広まっていたと信じる合理的な理由がある場合である（同法 53 条 1 項 (b) 2 項 (b)）。たとえば、証券の引受け（underwriting）に関与する者たちは、彼らの間で共有されている引受けのための提案に係る（一般には公表されていない）情報に基づいて取引をすることがあっても（職業的仲介者同士またはそれを通して相対で取引がされる場合を想定するのであろう）、有罪にならないようにする抗弁である、と説明されている（日本金商法 166 条 6 項 7 号に類する抗弁？）。

情報伝達行為については、開示の際に何者かが規制市場で取引をすることを予想していなかったことが抗弁になっている（同法 53 条 3 項 (a)）。しかしながら、上述のように、情報伝達行為が有罪となるためには、開示により他人が取引を行うことが要件になっていないこととからすると、この抗弁は奇妙であるとの見方もある。

（2）特別の抗弁

刑事司法法 53 条 4 項に基づき、同法の付表（Schedule 1）において、「マーケットメーカーまたはその被用者が、マーケットメーカーとしての業務の過程において、誠実に行う取引行為または推奨行為」など一定の抗弁が列挙されている。

また、刑事司法法 63 条 1 項は、禁止行為に関する「52 条は、金融政策、または為替レートにかかわるもしくは公的債務もしくは外貨準備の管理に関する政策の遂行において公的機関のために行動する者によって行われたものである場合には、適用しない。」と定める。これは特別の抗弁事由に含めて解説されることが多いが、規制の適用除外というべきであろう。

6 刑罰

刑事司法法第 5 編の規定により有罪とされた者の刑罰は次のようになる（同法 61 条）。

陪審によらない略式手続による有罪決定（summary conviction）の場合は、制定法の上限（Magistrates' Courts Act 32 条 9 項によると 5000 ポンド）を超えない罰金または 6 か月を超えない自由刑に処され、またはそれらを併科される。

正式起訴手続による有罪決定（conviction on indictment）の場合は、制限のない罰金もしくは 7 年を超えない自由刑に処され、またはそれらを併科される。

正式起訴手続による自由刑は、当初 2 年であったが、1988 年の改正により、同年 9 月以

降に行われた違反行為については、7年に厳罰化された。

III 2000年金融サービス・市場法

1 経緯

2000年金融サービス・市場法の主眼は、インサイダー取引と市場操作を含む概念である市場阻害行為を規制することである。同法の制定により、インサイダー取引の規制は刑事法からFSAの手になる行政規制にシフトした。

インサイダー取引については、金融サービス・市場法第8編が中心となる規定であるが、第25編の諸規定(380条~386条)も(裁判所が役割を果たすが)追加的な制裁を定めている。

従前は、インサイダー取引には刑事罰で対処するというルールで規制してきたが、刑事法による規制は十分に機能してきたとは言い難い。2007年から2008年の金融危機の後になってようやくFSAは多くの事例を告発するに至ったが、それでも、2010年から11年にかけて、わずか5件がインサイダー取引で有罪とされただけである。刑事司法法で有罪にするためには、故意(mens rea)の証明と高度の証拠が必要であることがその理由であるといわれている。

金融サービス・市場法制定の後、EUは、インサイダー取引に関する1989年指令(上述)を全面的に改正する新たな指令を制定した(Directive of the European Parliament and of the Council (2003/6/EC) on insider dealing and market manipulation (market abuse))。この指令では、規制市場(regulated markets. 2004/39/EC Article 36 参照)で取引される証券が対象になるが、金融サービス・市場法は、少し広い概念である「所定の市場(prescribed market)」で取引される証券(適格投資物件)を対象にする。Financial Services and Markets Act 2000(Prescribed Markets and Qualifying Investments) Order, SI 2001/996) 4条に所定の市場の定義があり、規制市場のほか(同条1項c)、FSAに認可された投資市場(recognised investment exchange=RIE)の規則により設立された市場などがこれに含まれるとされる。

2 市場阻害行為としてのインサイダー取引

金融サービス・市場法118条の2項から8項まで、7つの種類の行為が市場阻害行為として列挙されている。そのうち、インサイダー取引に関するものは、2項から4項に規定されているものである。

市場阻害行為に関する規定については、FSAが解釈指針を示す規程(code)を制定することとされている(金融サービス・市場法119条)。これに基づき、FSAは、handbookの中でMarket Conductに関する規程(MAR)を作成している。

市場阻害行為は、所定の市場における適格投資物件(qualifying investment)に関して行われる(金融サービス・市場法118条1項)。適格投資物件は、Financial Services and

Markets Act 2000(Prescribed Markets and Qualifying Investments)Order, SI 2001/996) 5 条に定義され、EU指令 (2003/6/EC Article1(3)) を引用し、譲渡可能な証券 (transferable securities)、集団投資スキームのユニットなどのほか、その他の規制市場で取引できるすべての証券を含むものとされている。

金融サービス・市場法 118 条で定められた市場阻害行為の第一の類型は、「問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、内部者が、適格投資物件もしくは関連投資物件 (related investment) の取引をしまたは取引をしようとする場合」であり (同条 2 項)、第二の類型は、「内部者が、その者の雇用、専門的職務または義務の適切な履行の過程によらないで、他人に内部情報を開示する場合である」 (同条 3 項) (第三の類型については後述)。いずれも、内部者による内部情報に関連した行為が対象となる。

3 内部者

内部者の定義は金融サービス・市場法 118B 条に定められている。それによると、内部者とは、以下に掲げる態様により入手した内部情報を有する者 (person。したがって、個人には限られない) をいう。

「(a) 適格投資物件の発行者の管理 (administrative)、経営 (management)、もしくは監督 (supervisory) をする機関の構成員であることの結果、入手したもの

(b) 適格投資物件の発行者の資本を有している結果、入手したもの

(c) その者の雇用、専門的職務もしくは義務の履行を通じて、その情報にアクセスした結果、入手したもの

(d) 犯罪行為により入手したもの

(e) その他の手段により入手したもので、当該行為者が、それが内部情報であることを知っているもしくは知っているともみなすのが合理的であるもの」

このうち a~c は、発行者の取締役や株主であることの結果 (a) (b)、またはその者の雇用、専門的職務もしくは義務の履行を通じて、その情報にアクセスした結果 (c)、内部情報を取得した者であり、刑事司法法 57 条 2 項 a (第一次的内部者) とほぼ同じである。(d) の犯罪の結果入手した者は刑事司法法にはない定義である。犯罪の結果とは、たとえば、建造物不法侵入の結果、内部情報を得た場合などである。

(e) の「その他の手段により入手したもので、当該行為者が、それが内部情報であることを知っているもしくは知っているともみなすのが合理的であるもの」は、刑事司法法 57 条 2 項 b の情報受領者よりも内部者の範囲をかなり拡大しているように見える。この定義は、「内部情報を入手している者を内部者とする」のに近い。ただし、内部者であるためには、当該情報が内部情報であることを知りまたは知っているともみなすのが合理的であることが必要である。

内部者について、金融サービス・市場法のアプローチが刑事司法法のそれと大きく異なる点は、金融サービス・市場法では、mens rea の要件がないことである。すなわち、金融

サービス・市場法の下では、刑事司法法 57 条 1 項と異なり、その者が内部情報であることを知っていることは、内部者であること（あるいは違反行為の）要件ではなく（ただし、(e) の場合は、内部情報であることを知りまたは知っていることとみなすのが合理的であることが要件となる）、行為者が、内部情報に基づき取引などをすれば、それが内部情報であることを知らなくても、インサイダー取引の制裁の対象となる。

ただし、金融サービス・市場法 123 条 2 項の下で、F S A は、行為者が、合理的な根拠のもとに、インサイダー取引に該当しないと信じているとき、またはインサイダー取引に該当しないよう、すべての十分な予防措置を講じすべての注意を尽くしたと判断するとき、課徴金を課さないものとされている（後述）。

4 内部情報

内部情報の定義は、金融サービス・市場法 118C 条に定められている。同条 2 項によれば、内部情報とは、(a) 一般に入手できないもので、(b) 一人または複数の発行者や適格投資物件に関連し、かつ、(c) 一般に入手可能であれば、適格投資物件の価格または関連投資物件の価格に重大な（significant）影響を及ぼす可能性があるような、正確な（precise）情報をいう。

(a) について、市場のユーザーによる、または市場のユーザーにかかわって行われる調査または分析によって得られる情報は、一般に利用可能なものとみなすことができるものとされる（同条 8 項）。MAR1.2.12 によると、一般に利用可能な情報かどうかは、市場の規則に従って情報が公表されているかどうか、情報が公衆縦覧に供されている記録に掲載されているかどうか、情報がインターネットや出版物に掲載されているか（閲覧が有料である場合も含む）、などを総合考慮して判断されるという（情報が公表されれば直ちに内部情報ではないとする趣旨ではないようである）。(c) に関して、情報は、合理的な投資者ならばその投資決定の根拠の一部としてそれを利用する可能性がある種類の情報である限り、価格に重大な影響を及ぼす可能性があるものとされる（同条 6 項）。

「正確」な情報の意味は抽象的に定義され、「情報が、存在するもしくは存在するようになると合理的に期待してもよい状況（circumstances）、または生じているもしくは生じうると合理的に期待してよい出来事（event）を示している場合で、かつ、それらの状況または出来事が適格投資物件または関連投資物件に及ぼしうる影響に関して、ある結論を引き出すことができるだけ十分に情報が特定（specific）されている場合には、その情報は正確である」ことになる（金融サービス・市場法 118C 条 5 項）。

(b) によると、刑事司法法 56 条と異なり、内部情報は、特定の証券や特定の発行者に関連するものでなくてもよいこととなるので、金融サービス・市場法では、証券市場一般に重大な影響を及ぼしうる情報も内部情報になりうる。

5 規制対象行為

(1) 取引行為

金融サービス・市場法 118 条 2 項は「問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、内部者が、適格投資物件もしくは関連投資物件 (related investment) の取引をしまたは取引をしようとする場合」を市場阻害行為の第一の類型とする。

これは刑事司法法 52 条 1 項に相当するが、金融サービス・市場法 118 条 2 項は、行為者が内部情報に基づいて取引をした場合に課されるのに対し、刑事司法法 52 条 1 項では、内部情報を有している内部者が取引を行うことが禁止されている。もっとも、刑事司法法では、「たとえその者が内部情報を有していなくとも、その者が現に行ったように取引をしたこと」が抗弁事由となっているから (同法 53 条 1 項 c)、両者の違いはそれほど大きいものではないかもしれない。いずれにしても、内部情報を利用したかどうかを問題にしない日本金商法 166 条とは異なっている。

取引行為の規制 (次に述べる情報伝達行為の規制も同じ) は、適格投資物件ばかりでなく関連投資物件にも適用される。関連投資物件とは、適格投資物件の価格にその価格が依存する投資物件をいう (金融サービス・市場法 130 条 3 項)。その結果、発行者の証券を基礎とする差金決済取引等のデリバティブの取引も規制対象となる。

「取引」は所定の市場での取引に限定されていないから、適格投資物件または関連投資物件の取引であれば、相対取引でも規制に含まれると考えられる。

(2) 情報伝達行為、推奨行為

金融サービス・市場法 118 条 3 項は、「内部者が、その者の雇用、専門的職務または義務の適切な履行の過程によらないで、他人に内部情報を開示する場合」を規制対象とする。これは、刑事司法法 52 条 2 項 (b) と同様である。

この場合、開示が「雇用、専門的職務または義務の適切な履行の過程」によるものに該当するか否かについては、開示が規制市場等や Takeover Code の規則に従って行われたか、開示が守秘義務を課した上で雇用・職務等の適切な機能を果たすために行われたか、あるいは開示が取引や公開買付けのアドバイス等を得るために行われたものか、などの事情を勘案して判断される (MAR 1.4.5)。

金融サービス・市場法 118 条は、刑事司法法 52 条 2 項 (a) と異なり、取引の推奨を市場阻害行為に含んでいないようにみえる。もっとも、金融サービス・市場法 123 条 1 項が、「FSA は、ある者 (A) が、・ ・ ・ A が関与した場合には市場阻害行為につながったであろう行為を、他の者または他の者達に、強要 (require) または推奨 (encourage) する行動をとった場合、または必要な行動をとらなかった場合には、適当と認める課徴金を課すことができる。」と定めているため、金融サービス・市場法の下においても、推奨行為は規制対象になる。

(3) 一般に利用できない重要情報に基づく行動 (behaviour)

金融サービス・市場法 118 条 4 項は、市場阻害行為の第三の類型として、次のように規定する。

「(a) 市場を利用する者には一般に利用可能ではないが、通常の市場の利用者 (regular user of the market) に利用可能であったならば、適格投資物件の取引に影響を与えるべき条件を決定するときに、その者が関連する (relevant) とみなすかまたはみなす可能性がある情報に基づいた行動で、かつ

(b) 市場に関わる立場にある者に合理的に期待される行為基準を当該行為者が遵守していないと、通常の市場の利用者がみなしている可能性があるもの。」

「通常の市場の利用者」とは、問題となる種類の投資物件を当該市場で通常取引する合理的な人 (reasonable person) をいう (金融サービス・市場法 130A 条 3 項)。

この第三の類型の市場阻害行為は、3つの点で、インサイダー取引規制の範囲をかなり広げうるものである。

第一に、この規定では、情報について、特定性 (specific) や正確性 (precise) が要件とはなっておらず、市場の利用者が取引の根拠とすることが違法であるとする情報 (金融サービス・市場法 118 条 4 項 (b)) であればよいとされている。また、「関連する (relevant) ・情報」は、情報提供者が情報源にどれだけ近いかな等を含む情報の信頼性の程度、情報の新しさ、将来の見通しについてはそれが実現する根拠の確からしさ等を総合的に勘案して判断される (MAR 1.5.6) ものとされ、金融サービス・市場法 118C 条の内部情報の要件である「価格に重大な (significant) 影響を及ぼす情報」よりもゆるやかなものと解される。それゆえ、ここにいう情報は、刑事司法や金融サービス・市場法上の内部情報の定義に入らないものまで含みうることになる。

MAR 1.5.10 は、この第三の類型の市場阻害行為になりうるものとして、次の例を挙げる。「B社の従業員Xは、B社とある顧客との契約交渉を知っていた。当該顧客との取引は、B社の年間総取引高の10%以上を生み出していた。その従業員は、当該顧客が他の地で事業を行うような兆候があること、そして、現在行われている交渉はそれほど順調に進んでいないことを知っていた。従業員は、当該顧客が他で事業をするであろうとの彼自身の判断に基づき、彼が有しているB社の株式を売却した。」

Bが判断の基礎とした情報は正確なものとはいえず、また価格に「重大な」影響を及ぼす情報とまではいえない可能性があるため金融サービス・市場法 118C 条の内部情報にはならないかもしれないが、第三の類型の市場阻害行為になりうるというのであろう。

第二に、第三の類型の市場阻害行為は、「行動 (behaviour)」を対象にしている。ここでいう行動は、適格投資物件の取引や情報伝達に限らず、金融サービス・市場法 118 条 4 項でいう情報に基づくその他の取引・行動を含むものとされる (MAR 1.5.2, 1.5.3)。また、「行動」には作為のほか不作為も含むと解される。それゆえ、内部情報に基づき「取引をしない」という判断をしたことも、規制対象になりうる。

MAR 1.5.10 は次の例を挙げる。

「B社の取締役であるXは、友人のYと昼食をとった。そのとき、Xは、Yに、B社が公開買付けのオファーを受けていることを告げた。Yは、B社への公開買付けが数日のうちに開始されると判断し、ブックメーカーの「1週間以内にB社に対する公開買付けが行われる」という方に賭けた。」

賭けをすることは証券の取引ではないが、118条でカバーされる「行動」に含まれるのである。

第三に、第三の類型の市場阻害行為の主体は内部者に限られない。それゆえ、重要情報を持つ者が内部者でなくても、規制が及ぶことになる。

6 制裁

(1) 課徴金

F S Aは、ある者(A)が、(a)市場阻害行為に従事しているか、もしくは従事したと判断した場合、または(b)Aが関与した場合には市場阻害行為につながったであろう行為を、他の者または他の者達に、強要(require)または推奨(encourage)する行動をとった場合、もしくは必要な行動をとらなかった場合には、適当と認める課徴金を課することができる(金融サービス・市場法123条1項)。

課徴金の額には制限は置かれていないが、F S Aは、課徴金について決定するための要因についてのポリシーステートメントを作成しなければならないものとされ(金融サービス・市場法124条)、このポリシーは、F S A handbookのDecision Procedure and Penalties Manual (DEPP)に記載されている。そこでは、F S Aが課徴金を課すかどうか、課すとするればその額を判断する際の考慮要因のリストが含まれている。課徴金の決定につき、基本となるのは、利益の吐き出し(disgorgement)、懲戒(discipline)、および違反行為の抑止(deterrence)であり(DEPP 6.5.2)、具体的金額は、違反行為により得た利益の額や事件の重大性、調査への協力の程度等を勘案して決定される(DEPP 6.5.3~6.5C.5)。F S Aが適切と考える課徴金のレベルは、金融危機の影響の下、2010年3月からかなり強化されている。

F S Aは、課徴金を課す前に、提案されている課徴金のレベル等を述べた警告通知(warning notice)を交付しなければならない(金融サービス・市場法126条)。警告通知を受けた者は、抗弁を申し立てる機会を与えられる。F S Aは、警告通知に対する申立てを考慮した結果、当該行為をする者が、合理的な根拠のもとに、刑事司法法123条1項(a)もしくは(b)に該当しないと信じていること、または、当該行為をする者が、当該行為が同項(a)もしくは(b)に該当しないよう、すべての十分な予防措置を講じ、すべての注意を尽くしたこと、について合理的な根拠があると判断する場合には、課徴金を課してはならない(同法123条2項)。

F S Aは、課徴金を課す場合、決定通知(decision notice)を発行しなければならない(同法127条)。これを受けた者が不服であれば、審判所(Tribunal)への申立てができる。

なお、F S Aは、本条の下で課徴金を課す権利を有している場合、課徴金を課す代わりに、当該行為者が市場阻害行為に従事した旨のステートメントを公表することができる（同法 123 条 3 項）。課徴金を課すか市場阻害行為をした旨の公表（**public censure**）にするかの考慮要因（公表によって抑止的な効果が得られるか、得た利益の額、事件の重大性等）については、DEPP 6.4 に定められている。

金融サービス・市場法 8 編に基づき課徴金が課されることは、どのような取引も無効または執行不能にするものではない（金融サービス・市場法 131 条）。

（2）差止め、原状回復等

F S Aは、ある者が、インサイダー取引を含む市場阻害行為をするおそれがあるときは、裁判所に対し、市場阻害行為の差止めを申請することができる。裁判所は、F S Aの申請に基づき、その者が市場阻害行為に関与するであろう合理的可能性（**reasonable likelihood**）がある、またはその者が市場阻害行為に関与しもしくは関与したことがあり、かつ市場阻害行為が継続もしくは反復される合理的可能性があると判断した場合は、その市場阻害行為を差し止める命令を発することができる（金融サービス・市場法 381 条）。

また、F S Aは、インサイダー取引等が行われた場合、裁判所に対し、原状回復命令（**restitution order**）を申請することができる。この申請を受けた裁判所は、当該行為により行為者が利益を得たか、または何者かが損害を被ったと判断したときは、行為者に対して、当該利益の額や損害の額を考慮して正当と認める金額を、F S Aに支払うように命じることができる（金融サービス・市場法 382 条、383 条）。F S Aは、この命令によって支払われた金銭を、裁判所が指示した被害者等に分配しなければならない（同法 383 条 5 項）。

なお、F S Aは、金融サービス・市場法 381 条ないし 383 条に基づく申請をする際に、対象となる当事者に課徴金を課すべきかどうかを検討することを裁判所に要請することができ、裁判所は、適当と認めるときは、適当と認める額の課徴金をF S Aに支払うように、対象者に命じることができる（金融サービス・市場法 129 条）。

このほか、インサイダー取引を行った者は、1986 年会社取締役資格剥奪法（**Company Directors Disqualification Act 1986**）に基づき、一定期間、取締役としての職務を行うことが禁止されることがある。実際に例があり、これもインサイダー取引に対する制裁の一つである。

IV インサイダー取引規制のエンフォースメントにおけるF S Aの役割

F S Aは、インサイダー取引規制についてのエンフォースメントの中心的役割を担っている。

F S Aは、刑事司法法 5 編の違反行為について、訴訟手続を起す（**institute proceeding**）ことができる（金融サービス・市場法 402 条）。F S Aが刑事司法法違反について訴訟手続起す例は少なかったが、近時少し増えつつあり（金融審議会「インサイダー取引規制に

関するワーキング・グループ」(第2回、2012年9月25日)資料「インサイダー取引規制の各国比較」5頁によると、刑事罰が科された例は、2008年には0件だったのが、2009年には4件、2010年には2件であるという)、2010年から2011年には、13人の被疑者がインサイダー取引をしたとして裁判を待っている。

また、FSAは、市場阻害行為の規制に精力的に取り組んでおり、2010年から2011年にかけて、15件の課徴金(合計800万ポンド以上)が課され、9名の個人が金融サービスの分野で仕事をすることを禁止され、5件の市場阻害行為が審判所に係属している。

FSAは、刑事司法法の下での違反や市場阻害行為が行われていると疑われる場合、調査役(investigator)を選任できる(金融サービス・市場法168条)。選任された調査役の報告書を公開する規定はないが、刑事司法手続や取締役資格剥奪の手続を通して、明らかにされることがある。

FSAは、FSAの制定法上の権限の行使に必要であれば、調査役を選任せずに、認可業者とその関係者(connected persons)に関して、特定の情報や文書の作成・提出を命じることができる(金融サービス・市場法165条、166条)。実際に、今日では、インサイダー取引規制のエンフォースメントの実行性は、インサイダー取引の発見のためのFSAの洗練された電子システムに依存することが大きく、そのシステムは、FSAのスタッフによって常にフォローされている。

主な参考文献

Gower & Davis, Principles of Modern Company Law 9th ed.(2012)

Brian McDonnell, A Practitioner's Guide to Inside Information 2nd ed.(2012)

Blair, Walker & Purves, Financial Services Law 2nd ed.(2009)

川口恭弘ほか「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌125巻4・5号423頁以下(2002年)