

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 7 日現在

機関番号：14401

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780069

研究課題名(和文) EU証券規制の展開とそのエンフォースメントの研究

研究課題名(英文) EU Securities Regulation: Developments and Enforcement

研究代表者

松尾 健一 (Matsuo, Kenichi)

大阪大学・法学(政治学)研究科(研究院)・准教授

研究者番号：80388040

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、3年間にわたり、EUにおける証券規制、とくに不公正取引規制の進展について、その立法過程と加盟国における規制のエンフォースメントの状況を丹念に調査し、整理した。EUレベルの立法としては、市場濫用指令、それを改正した市場濫用規則、および金融商品市場指令を中心に調査・検討した。加盟国の国内法の状況については、イギリス、ドイツ、フランス三カ国について、指令の国内法化のプロセス、監督機関であるFCA、BaFin、AMFによるエンフォースメントの状況を調査した。その結果、今後、日本における証券規制のあり方を検討する上で、有益となる基礎資料が得られた。

研究成果の概要(英文)： This three-year study investigated the developments of securities regulation in EU, particularly focused on the legislative process of the Market Abuse Directive, Market Abuse Regulation, MiFID and MiFID II. This study also researched the enforcement process of securities regulation in the EU member countries, especially in the UK, Germany and France. In these three countries, the regulatory authorities (i.e. FCA, BaFin and AMF) adopted a similar but slightly different enforcement processes.

The results of this study will be useful materials in the future reform of Japanese securities regulation.

研究分野：民事法学

キーワード：証券規制 不公正取引規制 開示規制 金融商品取引法 EU指令

1. 研究開始当初の背景

研究開始当初、わが国における証券規制に関する比較法研究は、アメリカ法を参照して行われるものが圧倒的に多く、欧州（EU）を参照先としてされた証券規制の比較法研究は、数点の例外を除いて、ほぼみられなかった。

他方で、とくに金融危機が発生した 2007 年以降、金融機関・金融取引に関する規制の改革が、G20 を中心として欧米諸国・日本の協調のもとに進められており、EU が他国に先んじて証券規制の改革を進めている領域もあった。このことから、今後、EU 法を参照した証券規制の研究の必要性が高まると考えられる状況にあった。

2. 研究の目的

EU における証券規制について、草創期の指令から現在までの展開を、加盟各国における立法・判例の展開と合わせて、網羅的に調査し、その結果を整理して邦語でまとめ、日本における証券規制（金融商品取引法）の改正に際して有益な立法資料を提供することを研究の目的とした。

3. 研究の方法

第一に、EU における証券規制に係る指令、具体的には、投資サービス指令、金融商品市場指令、目論見書指令、透明性指令、市場濫用指令について、その制定から現在に至るまでの改正の内容を詳細に整理する。制定された指令の内容、改正の内容だけでなく、制定・改正の過程において提出された専門委員会の報告書、各種の調査の結果、改正に対する学会での評価などについても資料を収集し、その内容を整理して邦語でまとめた。さらに、EU 指令の解釈について EU 司法裁判所が判断を示した事例が相当数存在するので、これらについても関係する指令とともに整理した。

第二に、EU 加盟国における指令の国内法化の際の議論の状況と国内法の運用状況を調査した。具体的には、証券規制に関する EU 指令の大部分は、制定当初のイギリスの法制を取り入れて作られたとされている。その結果、伝統的にイギリスとは法システムが異なるドイツやフランスにおいて、イギリス法由来の指令を国内法化する上でどのような困難があり、どのようにしてその困難を克服し、あるいは克服できていない部分があるのかを明らかにすることを試みた。そのために制定当時の EU 指令と、その当時のイギリス法を調査し、後者が前者にどのような影響を与えたのかを確認した。つづいて、ドイツ・フランスにおける指令の国内法化の過程、学会の反応等を調査した。さらに国際的な証券取引の規制・監督の調和の観点から、EU 外からの影響による指令の改正、その国内法化の過程、とくにイギリスにおける国内法化の過程を詳細に調査した。

第三に、EU 加盟各国における証券規制の運用状況の調査として、各国における証券規制をめぐる裁判例および監督当局による処分事例を収集し、規制のエンフォースメントの実態を調査した。エンフォースメントの手段として、とくに金銭的制裁に注目し、処分を下すまでの手続き、処分内容を決定する要素等を調査した。

調査の方法については、裁判例、監督機関の処分事例についてはインターネットを通じた収集に加えて、イギリスについては現地の実務家と電子メールのやり取りによって情報を得た。各国の学説については、証券規制に関する主要な文献を購入した。

現地での調査については、日程調整がうまくいかず、有益な調査を行なうことはできなかった。

4. 研究成果

証券規制に関する EU 指令・規則、およびそれらの制定・改定の際の報告書・諮問文書等の一次資料を網羅的に収集し、時系列に沿って整理した。これらの資料のうち、邦語訳が公表されておらず、かつ重要と思われるものについては邦語訳（または邦語による要約）を作成した。

不公正取引規制（インサイダー取引規制および相場操縦規制）については、イギリス法に関する複数の体系書を通読し、イギリス国内での立法の展開を整理し、諮問文書、調査報告書等の立法資料を収集し、整理した。

また、主要な裁判例も収集し、一部を翻訳、または要約した。

さらに、イギリスにおける証券取引の監督機関である FCA が、不公正取引に対して下した処分の事例を収集し、整理した。FCA の構成、処分を下す際の手続き等についても詳細に実情を調査した。これら FCA に関する調査・研究の成果を、論文「英国 FCA による市場濫用規制のエンフォースメント」としてまとめ、公表した。当該論文では、イギリスでは、不公正取引に対する金銭的制裁に関し、違法に得た利得の剥奪が最低限の目的と位置づけられ、そこに法令違反行為の重大性や一般的な抑止効果を考慮して制裁金の額が増額される仕組みになっていることを、金額の算定方法とともに示した。

当該論文ではまた、イギリスの不公正取引規制のエンフォースメント制度では、法令違反行為後の行為者の態様（法令違反の事実の規制機関への速やかな報告、規制機関による調査への協力姿勢等）を考慮してエンフォースメント措置の内容・程度が決定されることとなっており、それによって、規制機関のエンフォースメント・コストの節減が期待され、また規制対象の企業においても法令違反行為を察知するための体制整備を促し、ひいては法令違反行為の未然防止にもつながることが期待されていることを明らかにした。また、不公正取引規制の実効性の確保とエンフ

オースメント手続きの透明性・客観性の向上という課題に対するF C Aの取組みについても紹介した。

不正取引規制については、ドイツについてもイギリスと同様の方法で国内法の状況を調査し、整理した。具体的には、代表的なコンメンタルを通読、翻訳(または要約)し、主要な裁判例についても同様に要約を作成した。さらに監督機関であるB a F i nによるエンフォースメントの状況についても、あまり数は多くなかったものの調査結果をまとめた。これらの研究成果は、論文にまとめて公表する予定であったが、EU市場濫用指令が改正され、それに合わせてドイツ法も改正される。改正法に対する学説の評価等も踏まえて、論文にまとめた方がより有益であると考え、論文の公表には至っていない。

ドイツ法については、情報開示規制についても調査したが、こちらも改正の影響もあって十分にまとめることができず、論文として公表するには至らなかった。

フランス法についても、不正取引規制に関し、イギリス・ドイツと同様のアプローチで調査・研究を進め、主要な文献、裁判例、監督機関であるA M Fによる処分事例について資料を収集し、そのうち重要なものについては翻訳した。しかし、フランス法についても、新たなEU市場濫用規則に対応する国内法の整備が完了しておらず、それに対する学説の評価も出揃っていないため、それらについての検討を終えてから、論文として公表することとした。

このほか、高速取引に関する規制をめぐるEUレベルでの議論もフォローしたが、論文にまとめるところまでは至らなかった。

不正取引規制の分野において、あらたなEU市場濫用規則の影響が比較的少ないといえるフェア・ディスクロージャー規制については、指令の進展、イギリス・ドイツ・フランスにおいて指令を国内法化した法律等の内容、そのエンフォースメントの状況を資料「EUにおけるフェア・ディスクロージャー規制」として公表した。

今後、この資料に用いた様式にのっとり、不正取引規制を紹介する資料を複数回に分けて公表する予定である。不正取引規制について一通り調査結果をまとめた段階で、書籍にまとめて刊行する準備も進めている。

フェア・ディスクロージャー規制について調査・検討している際に興味をもったアナリスト規制についても、調査・研究を進め、論文「EU金融商品市場指令におけるアナリストの利益相反規制」としてまとめた。

当該論文では、EUにおけるアナリストの利益相反規制について、その立法過程での議論にも目を配りつつ検討を加えた。アメリカでは、アナリストと投資者との間の利益相反から生じる問題が深刻な事態として現実化し、それに対応する形で規制が強化されたの

に対し、EUではアナリストの利益相反問題はそれほど深刻な問題としては認知されず、I O S C O等を通じた国際的な規制の協調という外的要因によって、この問題に対する規制の整備がすすめられたことを明らかにした。

また、アメリカでは利益相反問題への対処としてアナリストと投資銀行部門の分離が徹底されることとなったのに対し、EUでは、アナリストの報酬源を確保するという観点から、投資銀行部門からの分離は徹底されなかった。この点については、EU指令の立法段階で、EU加盟国における証券アナリストの実情を踏まえた検討がされており、立法資料の分析を通じて、そのような検討の経緯を詳細に紹介することができた。

当初の研究計画からすると、やや不正取引規制に偏ってしまったが、それなりの成果を公表することができた。また、EUの証券規制自体が、短期間のうちに急速に発展し、いくつもの改正が行われている。このため、調査・検討の結果が、最新のものとはいえない状態になったため、公表に至らず、蓄積されているものが多くある。今後は、この蓄積した情報に、最新の動向を反映させて、公表していく予定である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

{ 雑誌論文 } (計 3 件)

松尾健一、EUにおけるフェア・ディスクロージャー規制、阪大法学、査読なし、65巻、2016年、6号、pp. 1477 - 1483

松尾健一、EU金融商品市場指令におけるアナリストの利益相反規制、同志社法学、査読なし、68巻、2016年、1号、pp. 457 - 482

松尾健一、英国F C Aによる市場濫用規制のエンフォースメント、阪大法学、査読なし、64巻、2015年、6号、pp. 1559 - 1594

{ 学会発表 } (計 0 件)

{ 図書 } (計 0 件)

{ 産業財産権 }
出願状況 (計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：

国内外の別：

取得状況（計 0 件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

松尾 健一(MATSUO, Kenich

i)

大阪大学・法学研究科・准教授

研究者番号：80388040

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：