



Title	インサイダー取引規制に関する考察（2・完） ー日本と中国の比較においてー
Author(s)	葛, 愛軍; GE, Aijun
Citation	北大法学論集, 56(4), 436-387
Issue Date	2005-11-30
Doc URL	<a href="https://hdl.handle.net/2115/15411">https://hdl.handle.net/2115/15411</a>
Type	departmental bulletin paper
File Information	56(4)_p436-387.pdf



# インサイダー取引規制に関する考察(2・完)

— 日本と中国の比較において —

葛 愛 軍

## 目 次

### 第一章 背景・目的・構成

#### 第一節 背景・目的

- 1 背景
- 2 目的

#### 第二節 構成

### 第二章 中国におけるインサイダー取引規制について

#### 第一節 立法までの動き

- 1 歴史回顧
- 2 市場の形成と管理体制の整備

#### 第二節 構成要件

- 1 行為主体
- 2 内部情報
- 3 禁止行為

#### 第三節 規制および責任体系

- 1 証券法による規制と行政責任
- 2 刑法による規制と刑事責任
- 3 民事責任

参考条文

(以上、56巻2号)

### 第三章 日本におけるインサイダー取引規制について

#### 第一節 立法後の動向

- 1 「インサイダー天国」からの脱出

2 タテホ・ショック

第二節 構成要件

- 1 行為主体
- 2 内部情報
- 3 禁止行為

第三節 規制およびサンクションの構造

- 1 法的根拠
- 2 サンクションの構造

第四章 結びにかえて

第一節 日中間の異なる法規制

- 1 構造の比較
- 2 法定刑の比較
- 3 異なる公開制度
- 4 もう一つの異なる枠組み

第二節 今後の課題

- 1 行政分野
- 2 刑事法分野
- 3 民事法分野

補遺

(以上、本号)

## 第三章 日本におけるインサイダー取引規制について

### 第一節 立法後の動向

#### 1 「インサイダー天国」からの脱出

日本証券法<sup>113</sup>は、戦後の1948年（昭和23年）5月6日に施行されたものであ

---

<sup>113</sup> 本法は、アメリカの証券法（Securities Act of 1933）および証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）をモデルに整備されたものである。この整備作業を主導したのは、GHQ（General Headquarters、通称「連合国最高司令官総司令部」）証券行政担当官のトーマス・F・M・アダムス（T・F・M・Adams）であった。詳細については、岡村峻「占領期証券行政の回顧——証券取引法の制定と証券取引所の再開をめぐる——」ファイナンス7巻12号（1972）

る。その後、幾度もの改正を重ねて、現在のように完備された証券法規として形作られた。しかし、当初の日本証券法は、すでにインサイダー取引などの不正取引行為が散見されていたにもかかわらず、それに対して厳しく制裁を科すことはなかった。そのような状況を捉えて、日本は「インサイダー天国」であると、アメリカから指摘されることすらあった。

インサイダー取引に対して効果的に規制できなかった理由として、次の二点が指摘されている。「第一に、昭和六三年〔1988年—筆者注〕の証券取引法が改正されるまでは、直接内部者取引を規制する規定が存在しなかったことである。不公正取引一般を規制する規定（法旧五八条、法現一五七条）を利用することも考えられたが、この規定は広く漠然としており、その適用が難しいと考えられた。第二に、いまでこそ内部者取引が不公正であることが広く認識されているが、かつてわが国においては、内部者取引には直接の被害者がいない上に、内部者取引による利益が一種の役得の一部とも考えられていたため、これが容認される雰囲気もあったことである」<sup>114</sup>。

しかし、「八十年代後半以降、証券取引をめぐる犯罪も社会的・政治的問題として大きく取り上げられるようになり、刑事的立法や刑事摘発によってその対策が強化されてきた」<sup>115</sup>ことにより、日本も、事実上の行政罰の不存在ならびに民事損害賠償請求における因果関係の証明<sup>116</sup>などに課題を抱えながらも、ようやく「インサイダー天国」という不名誉なイメージから脱することとなった。特に、1987年の「タテホ事件」を契機として日本証券法は改正され、インサイダー取引に対する規制が導入された。つまり、インサイダー取引に対して刑事罰が科されるようになったのである。また、1997年には「罰則の整備のた

---

46～51頁、大蔵省財政史室編『昭和財政史——終戦から講和まで——第14巻 保険・証券』（東洋経済新報社、1979）313～349頁参照。

<sup>114</sup> 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門』（社団法人・商事法務研究会、新訂第二版、2003）243頁。

<sup>115</sup> 神山敏雄「経済犯罪——その実情と法的対応——（九）」捜査研究498号（1993）64頁。

<sup>116</sup> 因果関係の証明の問題は、後に、1991年10月29日の東京地方裁判所判決（金融・商事判例898号（1992）29～33頁、金融法務事情1321号（1992）23～28頁）において顕在化し、そこでは、現行民事訴訟法における因果関係証明の理論と手法を用いて、インサイダー取引における因果関係を証明することは到底できないことが示唆されている。

めの金融関係法律の一部を改正する法律」（平成9年法律第117号）<sup>117</sup>（「罰則整備法」または「金融関係罰則整備法」ともいう）が成立し、インサイダー取引に対する規制はさらに強化されることとなった。

## 2 タテホ・ショック

1987年の秋、タテホ化学工業株式会社の幹部は、財テクの一環として債券先物取引に巨額の投資をしたため、280億円余りの大口損失を出し、会社が経営危機に陥り、存続も危うくなった。その事実を知ったタテホ化学工業の役員3人、大株主2人、また、同じくその事実を知ったタテホ化学工業と取引関係にあった阪神相互銀行等は、情報が明るみになる前に、タテホ化学工業の持株を大阪証券取引所において売却した。それについて、大阪証券取引所は、インサイダー取引の疑いがあるとして彼らを調査したが、結局、確証が得られず、「黒に近い灰色」という調査結果に終わった<sup>118</sup>。

タテホ化学工業の株式売却をめぐる、企業の内部情報を利用した不正取引（インサイダー取引）を問題視した旧大蔵省は、1987年9月29日、「誰が」「どんな情報」を利用したときに、インサイダー取引に該当するかを明確にする「基準」＝「ガイドライン」作りの検討を始めた。従来の日本証取法においては、その規定の意義が曖昧であり、過去に疑惑があっても、インサイダー取引で摘発された例は全くなかったこともあって、タテホ事件の教訓を契機に、インサイダー取引に関する規定は大幅に改正されることとなった。

## 第二節 構成要件

---

<sup>117</sup> 本法は、1997年12月10日に公布され、同年12月30日に施行されたものである。本法において、証券取引における不正取引について、従来の刑期や罰金額が大幅に引き上げられた。例えば、相場操縦に対しては、5年以下の懲役、500万円以下の罰金、法人の場合は2億円以下の罰金、損失補填（業者側）に対しては、3年以下の懲役、300万円以下の罰金、法人の場合は3億円以下の罰金、インサイダー取引に対しては、3年以下の懲役、300万円以下の罰金、法人の場合は3億円以下の罰金、とされた。

<sup>118</sup> 朝日新聞、1987年9月4日、12日、29日、30日、10月6日朝刊。

## 1 行為主体

インサイダー取引においては、主体となりうるのは自然人だけでなく、内部情報を知った者、あるいは内部情報の伝達を受けた者(第一情報受領者に限る)が、その内部情報が公表<sup>119</sup>される前に、法人のために、当該株式を取引した場合には、法人によるインサイダー取引行為として本法に該当する。

一方、日本証取法において、インサイダー取引には、166条の〔会社関係者等による内部者取引の禁止〕と、167条の〔公開買付者等関係者等による内部者取引の禁止〕、の二つ類型がある。本稿では特に、166条の場合を検討することにする。

### i 主体としての自然人

#### イ 「内部者」の意義(166条1項1号、2号)

「内部者」とは、一般に、会社関係者としての「内部者」であり、次の二種類がある。すなわち、①上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業員(これらの者が会社関係者ではなくなった後1年以内の者も含まれる)、②発行済株式総数の百分の三以上の株式を持つ株主(帳簿閲覧権者)、が「内部者」に属する。

#### ロ 「準内部者」の意義(166条1項3号、4号、5号)

「準内部者」とは、会社関係者としての「準内部者」のことであり、④当該上場会社等に対する法令に基づく権限を有する者(例えば、捜査権限を有する検察官、警察官、裁判に関与する裁判官、調査権限を行使できる税務署員、国税庁職員、許認可権を行使できる監督官庁職員、仲裁を行う仲裁人、国政調査権限を行使できる国会議員およびその補助役たる国会議員秘書など)、⑤当該上場会社等と契約を締結している者または締結を交渉している者(例えば、顧問弁護士、公認会計士、税理士、弁理士、取引銀行、引受証券会社、通訳その他の当該会社と何らかの契約を締結している者など)、⑥上記イの②とロの⑧

---

<sup>119</sup>「公表」とは、日本証取法166条4項および日本証取法施行令30条〔公表措置〕により、①有価証券報告書等の企業内容の開示書類が証券取引所等で公衆の縦覧に供されたこと、②会社の重要事実を、日刊新聞、通信社、放送局などの二つ以上の報道機関に対して公開し、かつ公開後12時間経過したことをいう。

が法人である場合にはその役員など、法人でない場合にはその代理人または使用人、が「準内部者」に属する。

なお、上記イとロに該当する者は、当該上場会社等の業務等に関する「重要事実」＝「内部情報」を知ってから、初めて本罪の主体となる。

ハ「第一次情報受領者」の意義（166条3項）

「第一次情報受領者」とは、会社関係者以外の者を指し、先のイとロに該当する者から直接当該会社の内部情報の伝達を受けた者のことである。「ここで情報受領者は、会社関係者から内部情報を受領したこと、当該内部情報が法令で規定している重要な事実であること、当該重要情報がまだ公表されていないことの三つの事実を認識している必要がある。いずれにせよ、第一受領者は、内部者・準内部者から当該内部情報を伝達され、それを知ったときから行為主体となる」<sup>120</sup>。現行法において情報受領者については、「第一次」までしか規制対象としていない。「第一次情報受領者」からさらに内部情報の伝達を受けた者は、確かに「第二次情報受領者」となるものの、たとえその者が取引を行っても、その者の身分が「内部者取引の罪」を構成する身分に該当しない以上、その取引行為も違法な行為ではない。これについての批判もあり、後に（本節「2 内部情報」の「ii 内部情報の受領（取得）回数」で）検討することにする。

## ii 主体としての法人

なぜ法人はインサイダー取引の主体となれるのか、についての議論は、あまり見受けられない。しかし、現行法上の事例としれ存在する。初めて法人によるインサイダー取引行為が告発された事例として、「新日本国土工業株事件」<sup>121</sup>（「清水銀行事件」ともいう）が挙げられる。建設会社である新日本国土工業の手形の不渡りに絡み、その事実を知った取引金融機関の清水銀行と大口取引

<sup>120</sup> 神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）56～57頁。

<sup>121</sup> 平成7年3月24日、東京簡易裁判所略式命令（確定）。本件については、リスク・ディフェンス研究会『ファイル・企業責任事件 Vol. I』（蝸牛社、1995）120～121頁、商事法務1385号（1995）43頁、また、朝日新聞朝刊、1995年2月10日・11日、3月24日、が参考となる。

先の丸紅建設機械販売の二法人は、当該内部情報が公開される前に会社の保有する新日本国土工業株を売却した。これについて、それがインサイダー取引に該当するとされたことから、両社の当時の財務担当幹部ら三人が、1995年2月10日、証券取引等監視委員会（Securities and Exchange Surveillance Commission、以下、「証取委」または「SESC」という）<sup>122</sup>から、日本証取法違反（インサイダー取引）の反則嫌疑で東京地検特捜部に告発され、その後、東京簡易裁判所において略式起訴された。そして、1995年3月24日、東京簡易裁判所は、清水銀行に罰金50万円、同役職員2名にそれぞれ罰金20万円と50万円、丸紅建設機械販売に罰金30万円、同職員に罰金30万円、とする略式命令を下した（いずれも確定）。その法的根拠とされたのは、日本証取法207条〔両罰規定〕であった。

## 2 内部情報

### i 「内部情報」の意義

規制対象となる情報は、いかなるものかについて、日本証取法166条2項には、概ね四つに分類している。

#### イ 「決定事実」（166条2項1号）

当該上場会社等の業務執行を決定する機関が以下の事項を行うことを決定した場合や、それを行わないと決定した場合、その行うあるいは行わないとの決定が、「決定事実」となる。「決定事実」に該当するものとしては、①株式（優先出資法に規定する優先出資を含む。⑥においても同じ）、新株予約券および新株予約権付社債の発行、②資本の減少、③資本準備金または利益準備金の減少、④商法210条若しくは商法211条ノ3の規定またはこれらに相当する外国の法令の規定（当該上場会社等が外国会社である場合に限る。以下この条において同じ）による自己の株式の取得、⑤商法211条の規定またはこれに相当する外国の法令の規定による自己の株式の処分、⑥株式の分割、⑦利益若しくは剰余金の配当または商法293条ノ5に定める営業年度中の金銭の分配（その一株若しくは一口あたりの額または方法が直近の利益若しくは剰余金の配当または

<sup>122</sup> 1992年7月20日に、旧大蔵省の証券検査、検察、警察、公正取引委員会などの経験者や民間から採用された専門家らによって構成され、旧大蔵省の中に独立した形で発足した。現在は金融庁の下部組織である。

金銭の分配と異なるものに限る)、⑧株式交換、⑨株式移転、⑩合併、⑪会社の分割、⑫営業または事業の全部または一部の譲渡または譲り受け、⑬解散(合併による解散を除く)、⑭新製品または新技術の企業化、⑮業務上の提携その他の①から⑭までに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項、がある。

ロ 「発生事実」(166条2項2号)

当該上場会社等の株式の株価に大きな影響を与えるような事実の発生を、「発生事実」という。「発生事実」に該当するものとして、①災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害、②主要株主の異動、③特定有価証券または特定有価証券に係るオプションの上場の廃止または登録の取消しの原因となる事実、④上記①から③までに掲げる事実と準ずる事実として政令で定める事実の発生、がある。

ハ 「決算情報」(166条2項3号)

「決算情報」には、当該上場会社等の売上高、経営利益または準利益若しくは本項1号⑦に規定する配当若しくは分配または当該上場会社等の属する企業集団の売上高などについて、公表された直近の予想値(当該予測値がない場合は、公表された前事業年度の実績値)に比較して当該上場会社等が新たに算出した予測値または当事業年度の決算において差異(投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限る)が発生したことがあてはまる。

ニ 「バスケット条項」(166条2項4号)

「バスケット条項」には、以上本項1号から3号までに掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの、とされるその他の事実があてはまる。

ii 内部情報の受領(取得)次数

現行法上においては、「第一次」の情報受領者までしか規制していない。その理由を、改正過程における議論と学説の両面から見てみることにする。

イ 改正過程

第112回国会参議院大蔵委員会会議録・第15号(昭和63年5月19日)によると、そこで会議に付された案件は、証券取引法の一部を改正する法律案(内閣府提出、衆議院送付)、金融先物取引法案(内閣府提出、衆議院送付)であっ

た。

当委員会の答申議事録によると、和田教美委員が、「それから第三点の、これは一次情報受領者に関する規定ですけれども、内部情報の〔原文の「を」を「の」に改めた一筆者注〕提供を受けた者、これが一次情報受領者だと思んですが、それじゃ二次情報受領者、つまりその一次情報を受領した人からさらに、あそこは増資があるぞというような情報を聞いた二次、三次の受領者は適用になるのかどうか<sup>123</sup>、と質問したところ、藤田恒郎政府委員（大蔵省証券局長）は、「それから三番目の御質問、これは情報受領者でございます。いわゆる会社関係者と申しますか内部者、準内部者から内部情報を受領する者、これはこの規定の第三項に規定してございますけれども、この規定にもございますように『会社関係者から』情報の伝達——『重要事実の伝達を受けた者』というふうに規定してございますので、基本的には第一次受領者に限られております。第二次受領者は原則として入りません。ただ、これはまずどうしてそうしたのかということでございますけれども、情報受領者の範囲を広げますと、どこまでこの内部情報の関係で取り締まりの対象になるものかということが非常に無制限になってしまうものですから、むしろ法的秩序の安全性という観点からもいろいろ問題があるのではないかと。諸外国でも英国等は第一次受領者に限るといふ扱いをしております<sup>124</sup>、と答えた。要するに、改正当時において、法の即効性を考慮するため、構成要件を簡潔化し、二次、三次の情報受領者については、法的秩序の安全性を理由に、放任・看過したといえよう。こうした方針が今日に至っても継続されている。

#### ロ 学説

学説において、「第一次」に限定すべきか、それとも規制主体の範囲を広げるべきかに関しては、賛否両論である。

それに批判的な見解としては、「会社関係者等と共犯者の立場にある第一次受領者に限定したことは、行為主体が無限に広がることを防ぐことにあろう。しかし、それだけに法の実効性は薄く、どうにでも脱法できるザル法ということにもなる<sup>125</sup>」との見解のほか、「公平の観点からすれば、第二次受領者以降の

<sup>123</sup> 本会議録19頁。

<sup>124</sup> 本会議録19～20頁。

<sup>125</sup> 神山敏雄『日本の経済犯罪——その実情と法的対応——』（日本評論社、1997）56頁。なお、龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号（1990）

インサイダー取引も同じように評価され得るのであるが、それには行政処分も刑罰も科していない。インサイダー取引犯罪においては、行為者と情報源の会社関係者との間に、即ち情報入手ルートに1人以上のワラ人形を置くことによっていとも簡単に堂々と法の網を潜ることができる<sup>126</sup>との見解もあり、それらは、第一次情報受領者に限定している規制の瑕疵を指摘するものである。他方、賛成する見解として、「これらの者〔第二次情報受領者およびそれ以降の者—筆者注〕による公表前の売買も、違法性に関しては余り変わりがないといえるが、これをも処罰すると、処罰範囲が不明確になり、法的安全性を害するおそれがある等の理由で限定がなされた」<sup>127</sup>として、改正趣旨を擁護する見解や、法自体の瑕疵＝「規制に大きな穴があいたこと」<sup>128</sup>を認識しながらも国会答申に沿った形の見解も見られる。

---

159頁は、「どこで切るかは確かに問題である。だからといって第一次で切るのは乱暴ではないか」とし、第一次情報受領者に限定しているスタンスを批判している。

<sup>126</sup> 中山研一ほか『経済刑法入門』（成文堂、第3版、2001）164頁〔神山〕。また、神山敏雄教授は、第一次情報受領者しか規制しないことが、「脱法行為の作戦が立てやすいことにもつながる」（神山敏雄「インサイダー取引と経済刑法」岡山大学法学会雑誌40巻3・4号（1991）48頁）と述べ、第一次情報受領者に限定するスタンスについて、脱法行為が誘発されるおそれをも指摘している。さらに、芳賀良教授は、「しかし、2次の情報受領者のなす『内部者』取引も、重要な未公開情報に対する利用機会の平等を破壊し、市場のインテグリティを害することには変わりなく、2次的情報受領者に対しても規制を及ぼすべきである。…（略）従って、市場のインテグリティ確保の観点から、2次の情報受領者及びたまたま上記の重要事実を知った者が株券等の売買等をなすことは第58条第1号〔旧日本証取法—筆者注〕における『不法の手段』に該当すると考える」と述べ、第二次情報受領者について、第一次情報受領者と同様に扱うべきだと提唱し、最後に、「以上のように、市場のインテグリティ確保の観点から内部者取引規制における『内部者』の範囲を再検討すべきであろう」（芳賀良「内部者取引における『内部者』の範囲について——アメリカ法を中心として——」一橋研究16巻3号（1991）138頁）と主張している。

<sup>127</sup> 芝原邦爾「インサイダー取引の処罰」法学教室166号（1994）93頁。

<sup>128</sup> 龍田節「インサイダー取引の禁止」法学教室159号（1993）67頁。

### iii 内部情報の受領（取得）方法

内部者または準内部者から当該内部情報を受け取る（＝受領する）方法については、法文上（日本証券法166条3項）、明らかにされていない。学説においては、「第三者がこれらの者〔内部者または準内部者—筆者注〕の会話を盗み聞きしたり、書類を勝手に見たり、その他偶然にして内部情報を知るに至っても伝達を受けたことにはならないので、行為主体とはならない」<sup>129</sup>、あるいは「会社関係者からの情報伝達が直接でないものは対象外である。例えば、会社関係者が内部情報について電車の中で話しているときに、たまたま同乗してこれを盗み聞きした者は、規制の対象とはならない」<sup>130</sup>とされており、あくまでも内部者または準内部者からの直接の伝達に限定すべきものとされている。したがって、内部情報を盗み聞き、あるいは盗み見などの方法により内部情報を取得して、インサイダー取引を行ったとしても、その行為は法規制の射程に入らず、つまり、許される犯罪になってしまう。このようにして、直接伝達以外の方法で情報を入手した者は、「合法的な第一次情報受領者」<sup>131</sup>という例外的存在になり、取引行為を行っても不可罰である。

## 3 禁止行為

### i 取引行為

日本証券法は、いかなる行為を禁止しようとしているのか。前述（本節の「1 行為主体」）したように、①自然人による、②法人による、インサイダー取引行為が禁止されている。もっとも、②について、法人自体は動静することができないため、結局、自然人が法人のために行ったインサイダー取引行為が、法人の行為となる。その最初の事例が、先に挙げた「新日本国土工業株事件」

<sup>129</sup> 神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）57頁。

<sup>130</sup> 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門』（社団法人・商事法務研究会、新訂第二版、2003）249頁。

<sup>131</sup> 脚注43において提示した「正当に内部情報を知る者」と類似していると思われる。

である。

ii 漏洩行為および教唆行為

第一次情報受領者に内部情報を漏洩した者について、日本証取法は、規定を置いていない。これについて、学説では、「この場合の情報の伝達者は実質的に幫助犯あるいは教唆犯であるが、情報の伝達自体は不可罰なので、インサイダー取引罪の共犯としても不可罰である」<sup>132</sup>とする見解がある。これに対して、「しかし、本条〔旧日本証取法190条ノ2－筆者注〕において、会社の業務等に関する重要事実を伝達する行為を処罰する規定を設けていないことは、そのような行為をすべて不処罰とする趣旨ではない。当該重要事実の伝達を受けた者が本条〔旧日本証取法190条ノ2－筆者注〕第一項または第三項に違反して上場株券等の売買等を行った場合には、当該重要事実の伝達を行った者がその教唆犯または幫助犯として処罰されることがある」<sup>133</sup>とする見解がある。これは、改正段階の議論<sup>134</sup>においても同様に見られる。このように、日本証取法に

<sup>132</sup> 野村稔『経済刑法の論点』（現代法律出版、2002）67頁。

<sup>133</sup> 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要（4）」商事法務1152号（1988）28頁。なお、同様に、「内部者・準内部者による重要事実の伝達行為については、それ自体を禁止する規定はない。ただし、第1次内報〔内部情報－筆者注〕受領者の共犯として処罰される可能性がある」（中山研一ほか『経済刑法入門』（成文堂、第2版、1995）83頁〔佐藤・神山〕）とする見解もある。

一方、漏洩行為について、龍田節教授は私案において民事責任の観点から肯定している。その私案では、「第四〇四条（連帯責任）：第一〇三条第六号に掲げる者が前条の責に任ずべきときは、その者に内部情報を提供した内部者も連帯して責に任じる」と述べ、その理由として、「内報受領者が取引をした場合には、内報提供者にも連帯責任を負わせることにより、内報提供行為を抑制するとともに、相手方が救済を受ける確実さを増大させようとするものである。内報提供行為が有償か無償か、内報提供者自身が内部者取引をしたか否かを問わない。間接の内報受領者の場合には、すべての内報提供者が連帯責任を負う」（龍田節「内部者取引に関する法律私案と提案趣旨」商事法務746号（1976）5頁）としている。

<sup>134</sup> 「第112回国会参議院大蔵委員会会議録・第15号」（昭和63年5月19日）20頁。

和田教美委員：「次に、またさらに具体的な質問を一、二いたします。一つは会社の役員をしている人が例えば親戚に内部情報を教えたと、その人が株を

において規制されていない共犯の行為についても、刑法上の共犯規定の適用によって対応しようとする見解が存在する。

内部者または準内部者あるいは第一次情報受領者による他の者に対するインサイダー取引を教唆する行為について、日本証券法はこれを想定していない。例えば、内部情報を知っている内部者Aが、幼なじみの友人Bに内部情報を告知せずにただ取引するように促したにすぎないが、以心伝心でBがその趣旨を理解し取引をした場合が問題となる。まず、Bの身分についてみてみよう。Aからの伝達がなかったため、Bは第一次情報受領者にはならず、インサイダー取引の罪の構成要件である身分に該当しない。したがって、取引しても罰せられない。次に、Aの行為についてである。Bの取引行為は合法である以上、反射的に、仮にAがその取引行為を促したとしても、Aの促す行為は違法なものにはならず合法である。このように、Aは、実質的にインサイダー取引と変わらないBの取引行為を教唆したとしても不可罰である。もっとも、Aの促す行

---

買った。その場合に、その教えた会社の役員というのはこのインサイダー取引の規制の罰則にひっかかるのかどうか、それとも全くおとがめなしなのかどうか、その点はどうですか。

藤田恒郎政府委員（大蔵省証券局長）：「御指摘のケースは情報伝達者ということになると思いますけれども、この証券取引法上は、情報伝達者はこの刑事罰の対象とはしていません。ただし、情報伝達者といってもいろいろなケースがあるかと思いますが、例えば教唆とか幫助とかいわゆる刑法総則の適用のもとで、何と申しますか、刑法上の総則の適用を受けて教唆、幫助に該当するような場合、こういったような場合には情報伝達ではなくて教唆犯、幫助犯として処罰の対象になるような場合もあるかと思いますが」。

和田教美委員：「これは刑法にひっかかるというわけですか。それともう一つついでに、一次情報受領者が例えば業界誌の記者だとしますね、その業界誌の記者が自分では一次情報に基づいて株の取引はしなかった、しかし情報に基づいて業界誌に記事を書いたと、これは別にインサイダー取引規制のこの法律の対象にはならないわけですね、その場合にはどうなりますか」。

藤田恒郎政府委員（大蔵省証券局長）：「新聞記者が記事を書いた場合、記事を書いて自分では取引をしなかったというケースにつきましては、この記事を書くこと自身は今回の前提としております処分の対象にはなりません。それから、第一の刑法の問題なのかという御質問でございますけれども、この証券法上の罰則規定につきましては、これは刑罰規定でございますので、刑法総則の適用があるということでございます」。

為について、教唆犯として論ずる余地がまったくないわけではないが、その局面がかなり限定されているように思われる。それについて、本稿表2が参考されたい。

このように、日本証取法に明確な規定がないために、異なる学説が主張されている。

### 第三節 規制およびサンクションの構造

#### 1 法的根拠

##### i 自然人の場合

自然人によるインサイダー取引に対し、日本証取法198条19号に罰則規定が置かれている。

第198条〔書類提出義務・通知広告義務違反、不実の書類、その写し、広告・無登録営業等の罪〕：次の各号のいずれかに該当する者は、3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。(略) …、(19号) 第166条第1項若しくは第3項又は第167条第1項若しくは第3項の規定に違反した者、(略) …。

このようにして、主体としての自然人に対し、懲役刑のほか罰金刑が設けられている。もっとも、このような規定では、中国証券法のように、罰金額が犯行内容から反映されたような計算方法ではない。そのため、例えば、極めて甚大な損害をもたらしかつ悪質なインサイダー取引が行われた場合においても、不当利得の没収プラス300万円以下の罰金では、行為者に対する経済的ダメージが軽微であり、抑止効果も小さく、再犯に繋がりやすいのではないかとと思われる<sup>135</sup>。内部情報を掴んでいるインサイダーにとって、300万円の罰金の余裕さえあれば、容易に大儲け=犯罪をすることができよう。なお、上限が300万円という低額であるため、行為者にとっては、犯行前に、利害を計算しやくなっているというデメリットも明らかである。

---

<sup>135</sup> 3年以下の懲役刑が併科されることもありうるが、現状では執行猶予が付される場合が殆どである。

## ii 法人の場合

法人によるインサイダー取引に対し、直接規制する規定はなく、従業員による法人のための不法行為によって、法人にも責任があるとする「両罰規定」が適用されている<sup>136</sup>。参考となる事例としては、先出の「新日本国土工業株事件」がある。

「両罰規定」の具体的内容は、日本証券法207条1項2号において規定されている。

第207条〔両罰規定〕第1項：法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む。以下この項及び次項においても同じ）の代表者又は法人若しくは人の代理人、使用人その他の従業者が、その法人又は人の業務又は財産に関し、次の各号に掲げる規定の違反行為をしたときは、その行為者を罰するほか、その法人に対して当該各号に定める罰金刑を、その人に対して各本条の罰金刑を科する。（略）…、（2号）第198条第1号から第10号まで若しくは第19号、第198条ノ3、第198条ノ3ノ2又は第198条ノ4 3億円以下の罰金刑、（略）…。

しかし、これについても、やはり前述のように、罰金額が犯行内容とバラレルに連動していないために、弊害が生じうると思われる。

## 2 サンクションの構造

## i 行政罰か、刑事罰か

日本法では、インサイダー取引に対して、何によって規制するのか、サンクション体制の構造は何を柱としているのか、について見てみることにしたい。

インサイダー取引行為に対して、「商法学者の間ではるか以前から従来の証券取引法の一般規定（旧規定58条1号＝現行規定157条1号）によって刑事摘発できるものと考えられていたが、…一般規定の網の目が粗すぎ〔る〕」<sup>137</sup>た

<sup>136</sup> 河本一郎・大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、第五版、2002）299～300頁。

<sup>137</sup> 神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）ii頁。

め、実務上では摘発することすらできず、厳密に類型化されていない「不正取引行為」があったとしても、刑事罰をもって処罰することができなかった。その後法改正を経て、刑事罰を中心とする「刑事罰規定」は、1989年(平成元年)4月1日に施行され、従来の学説の主張<sup>138</sup>に沿ったような法整備が行われた。「内部者(インサイダー)取引規制の中心をなす刑事罰規定の概要は、次のとおりとなっている。①会社関係者であって、上場会社の業務等に関する重要事実を知った者は、その事実が公表された後でなければ会社の株券等の売買をしてはならない。②会社関係者から業務等に関する重要事実の伝達を受けた者(第1次情報受領者)も同様とする。③公開買付や株式の買集めを行う会社の役員、当該会社と契約を締結している者等についても同様の規制を行う。④この規則に違反した者には、6か月以下の懲役または50万円以下の罰金に処する」<sup>139</sup>とこのことから、インサイダー取引行為に対し、多様な規制方法がありうる中<sup>140</sup>、

---

<sup>138</sup> 渋谷光子「イギリスにおける内部者取引規制の現状と将来の方向」証券研究41巻(1975)204頁は、「わが国では、アメリカ法にならった証券取引法上の詐欺禁止規定(58条〔旧日本証券法—筆者注〕)は存在しながら、開示規制は皆無という、イギリスとは逆の状態が支配している。われわれが、最近のイギリスの経験から学ぶべきことは、第一に、内部者取引が法律上禁止されるべき不正な利得行為であることを明らかにすること、そのうえで第二に、刑事責任を生ぜしめることを明記することであろう。(略)…」と三つの提言をする中、二つは刑事規制に関するものであった。他方、近藤光男「内部者取引」龍田節ほか『証券取引法大系——河本一郎先生還暦記念——』(社団法人・商事法務研究会、1986)523頁は、「たとえ機構上の制約から内部者取引のうち何割かのものだけが現実に刑事訴追されるにすぎないとしても、内部者が刑事罰に処せられることは、内部者取引への抑止的効果は大きいと考えられる。投資家を救済するために民事責任を強化すべきではあるが、わが国では内部者取引の違法性についての認識がいまだ不十分であることを考えれば、内部者取引を抑止するために刑事責任をも重視すべきことは否定できないであろう」と刑事規制の重要性を唱えている。しかし、これらの提言において、具体的にいかなる刑事規定であるべきかについては、両教授は明言していない。

<sup>139</sup> 大蔵省大臣官房地方課編『大蔵省財務局四十年史』(大蔵省大臣官房地方課、1990)97～98頁。

<sup>140</sup> 神崎克郎「内部者取引の規制に関する各国法の動向」ジュリスト819号(1984)80頁は、「(4) 規制の方法 内部者取引が証券取引法五八条〔旧日本証券法—筆者注〕に違反する違法な行為であるとされるときは、その規制は、

犯情の軽重を問わず、もっぱらそれを刑事法の分野へ取り込み<sup>141</sup>、行政法規の

取引相手による損害賠償責任の追及、大蔵大臣の申立てに基づく裁判所の差止命令及び刑事責任の追及によってはかられる。しかし、これらの方法による規制が内部者取引の禁止のために実際上有効に機能するかは多分に疑問である。第一に、損害賠償責任の追及であるが、内部者取引が違法であるとされる場合、取引の相手方は、不法行為を理由に内部者取引を行った者に対して損害賠償を請求することができる（民法七〇九条）。しかし、内部者取引が多く問題となる証券取引所における取引においては、内部者取引の取引相手方を特定することは容易ではなく、たまたま取引の相手方が特定された場合にも、その者が内部者取引によって損害を蒙ったとしてその損害の賠償請求をすることは殆ど考えられない。第二に、裁判所の差止命令であるが、裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、大蔵大臣の申立てにより、内部者取引をなし又はなそうとする者に対して、その行為の禁止又は停止を命じることができる（証取法一八七条〔旧日本証取法一筆者注〕）。ただ、実際上は、内部者取引が行われようとする場合にこれを事前に探知してその差止の請求を申し立てることは殆ど考えられない。したがって、内部者取引を行った者は、通常、同種の取引を繰り返し行う危険があり、したがって、そのような者に対しては、特段の事情がある場合を除き、差止請求をすることができるとの解釈がとられない限り、裁判所の差止請求は、内部者取引の規制には役立たない。第三に、刑事責任の追及であるが、証券取引法は、同法五八条に違反した者に対して、同法に定める最も厳しい刑罰を科しうるとしている（証取法一九七条二号〔旧日本証取法一筆者注〕）。しかし、証券取引法五八条は、前述のように、一般的、抽象的な文言によって詐欺的な不正取引を禁止しており、内部者取引が同条に違反するものとして犯罪を構成するかについては、罪刑法定主義との関係で特に問題となりうる。以上のような理由で、内部者取引の規制については、わが法上大きな制約が実際上存在しており、それが有効に機能しているとはいえない状況にある」とし、法の実効性について疑問を呈しつつも、インサイダー取引が既遂に至った場合において、規制方法として、民事損害賠償請求と刑事制裁を挙げ、または、裁判所の差止命令という方法による既遂前の段階における未然防止、との三つの方法があるとしている。そこで、民事損害賠償請求について、それが証券取引所取引の形態からは非現実的であると示す一方、それを「規制の方法」として挙げられている点は、政策論＝サンクション体制・構造の観点からすれば、極めて積極かつ先進的な考え方であると思われる。

<sup>141</sup> 神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）89～90頁、94頁は、「インサイダー取引を刑事規制で対処してい

性質をもつ日本証券法<sup>142</sup>の名の下で刑事罰が課されていると見て取れる。このことからすれば、インサイダー取引に対する規制は、行政法規の冠を被った刑事罰といえよう。

行政的措置について、証取委による勧告、建議、告発があるが、それらはあくまでも「行政処分」的なものであり、厳格に「行政罰」としては捉えかねる。一方、2005年4月1日に施行された課徴金制度<sup>143</sup>は唯一の「罰」らしきものである。しかし、それが「行政上の措置」<sup>144</sup>として課される金銭的負担であると位置づけられており、必ずしも「行政罰」<sup>145</sup>として解されるものではない。

---

くか、行政規制ないし民事規制で対処していくかは、当該国の文化、慣行、国民の意識等によって異なると思われるが、世界的には少なくとも刑罰による規制が主流を形成しているといえよう」と述べ、日本も「インサイダー取引を悪として撃退するために、政府主務官庁も関係学界も一体となって手取り早く刑事立法をするという方法を選択した」。このような刑罰先行の規制方法については、当座の対処策として妥当であるとする見解もある（証券取引法研究会「インサイダー取引に関する研究会〔5・完〕」インベストメント41巻4号（1988）23頁、25頁〈神崎克郎報告〉）。

<sup>142</sup> 龍田節「証券取引法の域外適用」国際経済法2号（1993）23頁は、「証券取引法は、投資者を保護するため、行政を中心とした公法的規則を用いる」と述べている。また、鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法』（有斐閣、1984）55頁は、「行政法の分野に属する規定が、証券取引法のむしろ大部分をしめている」と述べ、日本証券法が行政法規であることがほぼ肯定している。

<sup>143</sup> 課徴金制度は、2005年4月1日に施行された「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成16年法律第97号）において規定されている。「課徴金の対象となるのは、①重要な事項につき虚偽の記載のある開示書類に基づいて有価証券の募集等を行った者（172条1項～5項）、②法158条に違反する風説の流布・偽計により有価証券等の売買その他の取引を行った者（173条1項）、③相場操縦に当たる一連の有価証券の売買等を行った者（174条1項）、④インサイダー取引を行った者（175条1項、2項）」（橋本博之「証券取引法における課徴金制度の導入」商事法務1707号（2004）5頁）といった者が課徴金の納付命令を受ける。

<sup>144</sup> 三井秀範ほか『課徴金制度と民事損害賠償責任——条解証券取引法』（社団法人・金融財政事情研究会、2005）125頁、横山淳「課徴金制度の細則案」大和総研・制度調査部情報（2004）2頁。

<sup>145</sup> 「行政罰」として位置づけられていない理由は、「課徴金の金額は、いずれも違法行為によって不当に得た利益の『吐出し』という観点から制定されてい

サンクション構造の理想として、軽重に分けて、極めて軽微な違法行為、例えば、ごく小規模あるいは少額なインサイダー取引しか行っていないにもかかわらず、それを他の大規模・悪質なインサイダー取引行為と同様に、一律に刑事罰を課するのは（もちろん量刑に違いはあるが）、政策論の観点から見てもバランスが失われているように思われる<sup>146</sup>。それは、まさしく「角をためて牛を殺す」<sup>147</sup>という結果になりかねない。つまり、刑事法規による即効性をあま

る。これは、課徴金制度の導入に当たって、同一の違法行為に対して『課徴金』と『刑事罰』が二重に課され、『二重処罰禁止』（憲法39）に抵触するのではないかという問題が生じたためである」（横山淳「課徴金制度スタート」大和総研・制度調査部情報（2005）2頁）とされている。

しかし、なぜ課徴金額から必要な没収・追徴額を控除する必要があるのかについて明らかにされていない。もし、課徴金が単なる吐出しのための「行政上の措置」ならば、同一事件について、確定した刑事判決があった場合の必要な没収・追徴額を差し引かなくても、いわゆる「二重処罰」に抵触しないのではないかと、との疑問がある。

他方、日本証券法における課徴金の性格について、やはり日本独占禁止法における課徴金と類似して、「ぬえ的性格」を帯びているように思われる。独占禁止法上の課徴金制度について、郷原信郎教授は、「一定の制裁効果を意図しているのに制裁ではないと説明される『ぬえ的性格』と、違反行為の内容にかかわらず画一的・機械的に算定して課徴金を課するという、諸外国の独禁法の制裁制度においては類を見ない『硬直性』に特徴があった」（郷原信郎「不正企業へ不利益賦課——課徴金の拡充を『制裁』と明確に位置づけ——」日本経済新聞、2005年6月24日朝刊）と批判的で、「独占禁止法や証券取引法などで規定する課徴金は意味合いがあいまいで算定も画一的なため、これを『不正行為に対する制裁手段』と明確に位置づけ、早急に拡充すべきだ」と述べ、課徴金について、「罰の性格」を持たせるべきと提唱している。

<sup>146</sup> 同旨の見解として、神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）127頁は、「逸脱行為に対しては、刑罰以外の柔軟いサンクション手段によって対処できる場合は、その方法を採用すべきであり、それが実効性がない場合に初めて刑罰を用いるべきであるという、刑法の補充性、謙抑制、ウルテマ・ラチオの原則は、刑法学界では一般的に承認されてきた。たとい刑罰を導入するとしても、不当利得を剥奪するための課徴金や民事制裁金を導入せずに、いきなり刑罰をもって威圧するような立法態度は刑罰崇拜主義にもつながるおそれがある」とする。

<sup>147</sup> 竹内昭夫「インサイダー取引規制の在り方——その批判的再検討——」ジュリスト964号（1990）43頁。

りに追求する結果、行政・刑事といった法によるべき連携プレイの比重が著しく不均衡になっているように見受けられる。この局面を改善するには、軽微なインサイダー取引行為に対しては、まずソフトな行政罰を先行させるべきものとし、ただし再犯の場合には、その犯意・情状が悪質なものとして、影響の大きい大規模なインサイダー取引と同様に、刑事罰をもって擬律する、という段階を踏んだ漸進的な規制構造のほうが理想的ではなかろうか。

他方、以前から行政罰と刑事罰について、区別すべきであると唱えられながらも、今日まで事実上、行政罰の種類の中に刑事罰が包含されている<sup>148</sup>。このような混合は、インサイダー取引に対するサンクション構造の全体をかんがみるとき、無益で邪魔なものといえる。

そのほか、刑事規制と関連して、訴追基準（＝起訴猶予の基準）が明示的ではない日本法について、予防論の観点から見ても、検討する余地があるものと思われる<sup>149</sup>。

## ii 民事損害賠償

インサイダー取引に対する刑事規制を中心とする傾向に対し、「むしろ、内部者取引による民事上の損害賠償責任に関する規定を整備すべきであろう」<sup>150</sup>、

<sup>148</sup> 田中二郎『新版・行政法・上巻』（弘文堂、全訂第二版、1979）185～190頁。

<sup>149</sup> 刑事法規の発動条件を示す訴追基準を法の形で公示することは、行為者にとって、どのくらいのインサイダー取引をすれば、訴追されるのであろうという点においては明確であり、予防論に多いに役立つものと思われる。しかし、このように明確に訴追基準を一般的に公示することは、逆に「ここまでやってもいい」、「ここまでやれば大丈夫」といった不法行為の助長につながりかねない。なお、日本では訴追基準（＝起訴猶予の基準）はあくまで検察の内部において把握されており、その外部にいる一般人には知らされていない。検察内部において、具体的な事件について、それを起訴するか否かの判断をする（福井厚『刑事訴訟法学入門』（成文堂、第三版、2002）186頁、小田中聡樹『ゼミナール刑事訴訟法（下）』（有斐閣、1988）127～128頁）。いうまでもなく、起訴しないと判断された事件について、検察審査会はその当否を再判断できることになっているが、起訴すると判断された事件について、その当否を審査する手続きはないことに関して、すでに学説上も批判されている。

<sup>150</sup> 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法』（有斐閣、新版、1984）555頁。

と従来から主張されている。また、インサイダー取引規制の三本建ての構造<sup>151</sup>の中で、最も欠如しているものは、民事損害賠償であるとも指摘されている<sup>152</sup>。以下では、学説および判例の両面から証券取引所取引における民事損害賠償請求の可能性について考えてみることにする。

## イ 学説

インサイダー取引による損害賠償請求において、損害賠償責任の追及が可能であるか否かについて、概ねそれを肯定する見解と否定する見解に分かれている。

肯定する見解は、「彼ら〔インサイダー取引の被害者—筆者注〕にその私法上の救済を認めるべきことは当然なことである」<sup>153</sup>と強く主張する。また、イ

<sup>151</sup> 龍田節「インサイダー取引の禁止」法学教室159号（1993）66頁は、「インサイダー取引の規制は、刑罰を伴う禁止規定、形式的内部者の規制、および未然防止体制の三本建てで構成される」としている。

<sup>152</sup> 河本一郎・大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、第五版、2002）300頁は、「以上〔インサイダー取引による刑事責任—筆者注〕に対し、インサイダー取引による民事法上の損害賠償責任に関する特別の規定が設けられていないため、その民事上の責任については、民法の原則に則り、被害者側で、取引相手の故意・過失、損害および両者の間の因果関係の存在などを主張・立証することが必要であると解され、立法上極めて不備であると思われる」としている。

他方、龍田節教授は、「刑事制裁だけではなしに、損害賠償の制裁的效果を利用することが重要ではないか、その改善はどうなっているか」という、法改正に関する報告書（「内部者取引規制の在り方について」の証券取引審議会不公正取引特別部会の報告、商事法務1138号（1988）35～38頁）に対して批判している（竹内昭夫「インサイダー取引規制の在り方——その批判的再検討——」ジュリスト964号（1990）42頁）。

<sup>153</sup> 荒谷裕子「証券取引法の現状と課題——内部者取引の規制を中心として——」法律時報64巻7号（1992）46頁。また、龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号（1990）158頁は、「刑罰規定は被害者の救済を考えていない」と訴え、もし、一般投資家が「事情を知っていれば取引をしなかった、少なくともその価格では取引しなかったはずの投資家は、インサイダー取引の被害者というべきであろう」と、インサイダー取引により被害を受けた一般投資家に対し、民事的救済措置を講ずるべきであると提唱している。さらに、同旨の見解として、竹内昭夫「インサイダー取引規制の在り方——その批判的再検討——」ジュリスト964号（1990）48頁は、「違法行為による損害の賠償を求めうる」と、立証の困難性を認めながらも、可能形でこれを肯定している。

ンサイダー取引行為を不作為として捉え、すなわち、「重要事実」を隠し取引相手に告げないことが不作為であり、もし証券取引において「重要事実」を相手に告知する作為があれば、相手に「権利侵害」の結果は発生しなかったといえるので、因果関係を認めるべき、とする見解もある<sup>154</sup>。

否定する見解として、例えば神山敏雄教授は、「筆者は、次の理由から、否定説を展開したい。そもそも、インサイダー取引は個々の投資家に対し損害を与えるといえるのであろうか。インサイダーは、一般投資家と同様に証券会社を通じて当該株式の売り買いを注文する。しかし、インサイダーが当該株式を売買したからといって直ちに当該株の価格が変動するものではない。当該取引から一定期間を経た後、当該株式発行会社の重要事実が公表されたことによって初めて当該株価は急激に変動するものである。したがって、株価の変動の要因は、インサイダー取引自体にあるのではなく、根本的には当該株式発行会社における重要事実の発生にあり、現象的・直接的には市場でのその開示にあることの認識を共有する必要がある」<sup>155</sup>とし、株価の変動要因と変動時期の観点から、一般投資家の被った損害とインサイダーの取引行為との間における因果関係を否定している。なお、この見解はインサイダーの被告適格について疑問を呈しているようにも読み取れる。

一方、実務家からは、損害賠償請求は困難であると、いずれにも寄らない意

---

なお、インサイダー取引による損害賠償請求について、竹内昭夫教授は、古くから立法による明確化を主張してきた（竹内昭夫「内部者取引（総論）」証券研究41巻（1975）136頁）。他方、松井一郎「証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする損害賠償請求が因果関係がないとして棄却された事例」金融・商事判例902号（1992）49頁は、「そこで、証券取引所のような没個性的な（impersonal, anonymous）市場でそれらの取引がなされた場合には、内部者が取引をなしたのと『同時期』に、反対の取引をなしたすべての者は、その蒙った損害につき内部者に対して賠償を請求することができる」としている。

<sup>154</sup> 牛丸興志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為（いわゆる『インサイダー取引』）に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマークス1993〈下〉101～102頁。

<sup>155</sup> 神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任（下）」判例評論528号・判例時報1803号（2003）164頁。

見もある<sup>156</sup>。

インサイダー取引を行った者は、「インチキとわかっている賭博」<sup>157</sup>と同様の方法で、一般投資家の犠牲の上に自己に利益をもたらすのであるから<sup>158</sup>、他人の犠牲に対し損害賠償責任を負うのは当然である。しかし、実務の現状を見れば、法と現代型証券取引形態（とりわけ証券取引所取引を指す）の不調和のた

<sup>156</sup> 東京弁護士会会社法部編『インサイダー取引規制ガイドライン』（社団法人・商事法務研究会、1989）384～385頁は、次のように述べる。

〔設問〕甲会社の取締役Aは、常務会が承認した決算見込みで当期売上高が前期に比して二割減少したことを知り、その公表前に、自社株五、〇〇〇株を売却した。第三者Bは、同日甲会社株式三、〇〇〇株を、証券会社を通じて買い付けた。決算見込みの公表後、甲会社株価は下落した。BはAに対して、株価下落による損害の賠償を請求できるか。

〔結論〕BはAに対して損害の賠償を請求することは困難である。

〔説明〕アメリカ法では、会社役員の自社株売買による利益の会社への引渡しのほか、違法取引により損害を被った第三者への賠償責任を規定しているが、日本の証券取引法は、前者については規定しているものの（証取一九八）、後者についての特別の規定はない。

このため、取引所取引においては、売買の当事者を特定できず、かつ価格形成が複雑な要因により決定されるので、当事者間における因果関係の立証がほとんど不可能である。仮に、Bが甲会社株式を買い付けた当日の売り方がAのみであり、売買の当事者を特定しようとしても、Bの損害を確定することがむずかしく、BはAに対して、その被った損害の賠償を請求することが困難である。証券取引審議会報告は、民事賠償について『取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り込む必要がある』としている。

なお、AB間の相対取引の場合においては、インサイダー取引は他人に損害を与える私法上の違法行為であり、不法行為としてこれにより生じた損害を賠償する責任があり（民七〇九）、損害を被った者は相手方に損害の賠償を請求することができよう（民七二二、四一七）。

このようにして、インサイダー取引による損害賠償請求において、因果関係の立証などの難関があるため、損害賠償請求は困難であるという結論に至っている。

<sup>157</sup> 竹内昭夫「内部者取引（総論）」証券研究41巻（1975）136頁。

<sup>158</sup> 龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」上柳克郎ほか『企業法の研究——大隈健一郎先生古稀記念——』（有斐閣、1977）701～702頁、龍田節「国際的な内部者取引の規制」ジュリスト819号（1984）89頁。

め<sup>159</sup>、少なくとも民事訴訟において、法はインサイダーの被害に遭った一般投資家の味方になっていない。このことは、次に見る判例でも明らかである。

#### ロ 判例

インサイダー取引の行為者に対し、損害賠償請求といった法手続を、民事救済措置として講ずることは、理論的には（日本民法709条〔不法行為〕に基づいて）可能である。しかし、これまでの判例を見るかぎり、裁判所が「因果関係が存在しない」と判断することによって、事実上不可能になっている。

以下の判例に関しては、学説上、「証券取引所を通じて株式を購入した者からの売主に対するインサイダー取引を理由とする損害賠償請求を因果関係がないとして棄却したことは、誤りであることは明らかである」<sup>160</sup>との批判がなされているほか、①被告の沈黙により原告が錯誤に陥ったため、詐欺による不法行為に等しく、原告が被った被害は不法行為責任として賠償されるべきである、②因果関係の存否について、東京証券市場による立証の上で、市場に対する詐欺の理論によって推定されるべきである<sup>161</sup>、と積極的なアプローチも提供されている。

東京地方裁判所平成3年10月29日判決<sup>162</sup>は、次のような事案について、以下のように判示したものである。

繊維製品の製造販売および有価証券の売買を業とする原告X社は、1988年12月19日、東京証券取引所においてA社の株式（以下「本件株券」という）49万4千株（一株580～623円）を買い付け、同月22日、証券会社Pにおいて本件株券（Y社名義記載）を受領した。同月23日、A社がB社との合併による大幅な

<sup>159</sup> 「法と現代型証券取引形態の不調和」とは、本来、法は証券取引の運営やシステムを規律する一方、証券取引システムにおいて生じた問題について、それを法の分野に持ち込み解決するという双方向的なものであるべきであるが、(日中の)現状にかんがみ、後者のほうでは、刑事的解決以外、民事損害賠償においては、紛争を解決するものの、インサイダー取引によって被害を被った被害者の利益を守る機能は殆ど果していない。

<sup>160</sup> 牛丸興志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為（いわゆる『インサイダー取引』）に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマークス1993〈下〉102頁。

<sup>161</sup> 並木和夫『内部者取引の研究』（慶應義塾大學法學研究會刊、1996）168頁。

<sup>162</sup> 金融・商事判例898号（1992）29～33頁、金融法務事情1321号（1992）23～28頁。

減資（決定事実）が発表されたため、A社の株価は大幅に下落した。被告Y社は、A社において第三位、B社において第二位の大株主であったため、右決定事実を知り、その発表がなされる四日前に東京証券取引所においてA社株式を高値で売り抜いた。そして、Y社は、右決定事実の発表後に安値で買い戻しました。本件株券には、Y社の名が記載されているが、12月19日に、東京証券取引所において売り出した後の株主異動についてまったく記載されていない。

ここでは特に、Xが被った損害とYのインサイダー取引との間に因果関係があるか否かについて問題となる。

これについて、Xは、本件株券がYから取得したものであるとしたうえで、Yは内部情報である合併の情報を知り、その情報が発表された後における損失を回避するため、合併情報が発表される四日前に高値で本件株券を売却した上、さらに発表後に安値で買い戻し、一般投資者が株価の暴落による損害を被ることを認識しながら売却し、故意による不法行為（インサイダー取引）を行ったとし、現在の株価と購入時の株価との差額相当の損害を被ったとして、Yに対し、金2億1406万2千円の損害賠償を請求した。

これに対し、Yは、①証券取引所を通じて行われる株式取引においては、株式の取引と株券の受渡しは切り離されているから、XがYの名の記載されたA社の株券を取得したとしても、XとYとの間に株式の売買取引がなされたことによるものではなく、証券取引所における集団競争売買および集中決済制度の結果、たまたまY名義の株券がXに渡されたにすぎない、②Xは、YがA社の株式を売却するか否かとまったく関係なく、A社の株式の買い注文を出したのであり、実際、Xが東京証券取引所を通じてA社の株式を買い受けた1988年12月19日に、証券取引所において売買が成立したA社の株式の数量は1723万5千株もあり、たとえYがA社の株式を売却していなかったとしても、XはやはりA社の株式を取得していたはずである、などと反論し、Xが主張する損害とYによるA社株式の売却との間に因果関係はないと主張した。

本件について、東京地裁は、証券取引所取引といった取引形態から、それは証券取引所において現実に結び付けられたものと認定できない、また、仮に売り手がその株式を売却していなくても買い手は他の当該銘柄の株式を取得していたはずであろうと、XがYのインサイダー取引により損害を被ったとしても、Yとの間の売買取引によりA社の株式を取得したものとはいえないとして、Xの損害とYの売却の間には因果関係がないとした。このように、証券取引所取

引において、その因果関係の有無の認定にあたって、①判断基準については、「株券」が基準であること、②判断範囲については、インサイダー取引があったか否かの先行判断を不問にして、後半である取引事実の有無だけに限定していること、を本判決から読み取れる<sup>163</sup>。

## 第四章 結びにかえて

第二章および第三章において、現在の中国および日本におけるインサイダー取引に対する法的取組みを外観した。以下では、行政規制と刑事規制の両面から日中の法制度の異同を比較したのちに、今後の課題について検討することにする。

### 第一節 日中間の異なる法規制

#### 1 構造の比較

日中間におけるインサイダー取引規制の構造に、いかなる相違と問題があるのかを検討する。その際、中国におけるインサイダー取引規制の構造に、日本におけるインサイダー取引規制の構造を重ね合わせる形で比較する。一致しない諸概念について日本法に準じて用いることにする。表2も参考とされたい。

(1) 中国法は、「内部者（『準内部者』という概念がない）」や「内部情報受領者」との概念を使用せず、そのすべてを「内部情報を知る者」または「不法に内部情報を取得した者」とし、一旦、「合法に」あるいは「不法に」内部情報を知った者は、「内部情報を知っている者」となり、本罪の主体となる<sup>164</sup>。ここで注意を要するのは、本来知る権利のない者が、違法な手段（例えば、盗み聞き・盗み見・会社に侵入するといった手段）を用いて内部情報を取得した

---

<sup>163</sup> 春田博「内部者取引を理由とする損害賠償請求」法学セミナー455号(1992)128頁。

<sup>164</sup> 「内部情報を知る者」の場合には、「合法に」に該当するが、「不法に内部情報を取得した者」の場合には、「不法に」に該当する。内部者でない者が、偶然に内部情報を聞いた場合には、故意がないため、これらの主体に属さず、仮にその内部情報に基づき取引を行っても、犯罪行為とはならない。

場合は、中国法では「不法に内部情報を取得した者」に該当し規制対象となるのに対して、日本法では規定対象とされていない。私見によれば、「積極的・能動的情報受領行為（or その者）」に関する内容であると位置づけられる。このような、不法に内部情報を積極的に取得する行為に関して、1908年10月1日に施行された日本の刑法（以下「日本刑法」という）に従って、窃盗罪あるいは住居侵入罪の罪責をもって検討しようとしても、結局、利益窃盗や情報窃盗は不可罰とされてしまう。もう一步進んで、窃盗犯が盗み取った内部情報を利用しインサイダー取引を行った場合には、その対応がさらに難しくなる<sup>165</sup>。

<sup>165</sup> 日本法では、インサイダー取引の構成要件において、身分が要求されていることから、「内部者」でもなく「準内部者」でもない、さらに「第一次情報受領者」にも該当しない、内部情報の窃盗犯によるインサイダー取引行為については、現行法では対処し得ないと思われる。窃盗罪でカバーするという考え方もありうるが、現行法上の窃盗罪の理論から、量刑はあくまで、窃盗の客体、犯行の遂行方法、窃盗犯の客観的状況（常習であるか否か）等の情状を総合して行われている。後二者が変わらない状況を前提にすれば、窃盗犯の行為としては、①その場で内部情報の資料を見て記憶し、ないし記録して帰った場合、②内部情報を記載している資料その紙一枚を持って帰った場合、の二つの類型が考えられる（a：窃盗類似行為段階）。そしてその後、それぞれ入手した内部情報に基づき、インサイダー取引を行ったとする（b：インサイダー取引類似行為段階）。

このような状況において、窃盗罪の成否について、①の場合では、見て帰った場合における窃盗の客体について如何に判断するのか、②の場合では、客体の価値を、持ち去られた一枚の紙の価値で判断するのか、それとも、紙一枚に付加されている情報の価値で判断するのか、が問題となる。なぜなら、窃盗罪だけで対処しようとするとき、最終的に窃盗の量刑が、インサイダー取引の罪の量刑とどのくらい近づけられるかが重要になるからである。

そこで、窃盗罪とインサイダー取引の罪の双方から検討してみる。まず、aの①の場合には、窃盗罪の客体については、「物理的管理可能説」または「事務的管理可能説」を採らない限り、「有体性説」の観点からすれば、単純な情報窃盗行為であり不可罰、bについては、身分的にインサイダー取引罪の主体に該当しないため、結局、これも不可罰となる。続いて、aの②の場合には、「財産権殊に所有権の目的となり得べき物を言い、それが金銭的乃至経済的価値を有するや否やは問うところではない」（最三判昭25・8・29刑集4巻9号1585頁）とのことから、本件設例の場合は、窃盗罪の法定刑が10年以下の懲役の範囲内で、一枚の紙の財物性で量刑判断される。しかし、紙一枚とその紙に

(2) 日本法における「情報受領者」という概念には、「受動的」な印象が強いものに対して、中国法では、違法な手段を用いて内部情報を取得する云々から、「能動的」な印象が強い。中国法においては、日本法での「受動的情報取得者」との捉え方と異なって、「能動的情報取得者」または「取得行為」まで規制し、その積極性に違法性の実質を求めているように見受けられる<sup>166</sup>。

(3) 表2のように、日本法において、一次情報受領者までしか規制していない点に関しては、第二次以降の情報受領者は完全に規制の範囲外にいる存在とされ、法の抜け穴が生じている。

他方で、第一次情報受領者までしか規制しないことについての合理的な説明も難しい。それとは対照的に、中国法では情報受領の回数に関係なく規制の対象とされているが、それではかえって可罰範囲が広すぎて、合理性に欠けるとの非難を招く。なお、日本法においては、「内部情報の漏洩行為」および「他人に勧める行為」を、インサイダー取引として類型化せず、別個に対応を図るのに対して、中国法においては、一律にインサイダー取引に包含させ同一の類

---

記載されている情報との間に、実質的な価値の格差がかなりあると考えられるので、情報化社会の現在では、このような量刑判断は妥当かどうか疑問である。もっとも、このような場合には、その情報の金銭的価値をいかなる基準で量るかが不明確である。このときも、bについては、先述と同様の論理でやはりインサイダー取引の罪は成立しない。

他方、インサイダー取引の罪には、罰金・懲役刑が設けられているのに対して、窃盗罪には懲役刑のみである。したがって、インサイダー取引の罪が構成せず、そのため、窃盗罪を成立させてそれに対処しようとするとき、通常の窃盗罪の量刑は、この場合、必ずしも主たる犯罪（インサイダー取引の罪）に反映させられない恐れがある。

<sup>166</sup> 筆者が提示した内部情報の受領における「受動的」と「能動的」という概念を日本法における「受領」と「伝達」という概念と併せてみると、①情報の取得者は、受動的に「内部者・準内部者」からの能動的な内部情報の伝達を受領する、②情報の取得者は、能動的に「情報源」からの受動的な内部情報の伝達を受領する、③情報の発信者は、能動的に受動的な「情報受領者」に内部情報を伝達し受領させる、④情報の発信者は、受動的に能動的な「不法に内部情報を知ろうとする者」に内部情報を伝達し受領させる、との四つの類型が成り立つ。このうち、①と②は、情報の取得者という立場によるもので、③と④は、情報の発信者という立場によるものである。このとき、①と③が日本法で、②と④が中国法で、規制されている対象である。

表 2

日中両国におけるインサイダー取引に対する規制構造対照表

国別	行為 身分	内部情報を利用して取引する行為 (取引 [=利用] 行為)	内部情報を漏洩する行為 (漏洩行為)	インサイダー取引を他人に勧める行為 (勧奨 [=教唆] 行為)
中 日	法人	規制対象 規制対象 ◇中国証券法で規制しないことの説明はなし。	規制対象 ◇ i 法人による内部情報漏洩は如何なる場合かの説明はなし。 ii 中国証券法で規制しないことの説明はなし。	---
	内部者 & 準内部者	規制対象	規制対象ではない ○刑法134条、国家公務員法100条、109条12号、地方公務員法34条、60条2号、経済関係刑罰ノ整備二関スル法律5条、特許法200条、公認会計士法27条、52条のほかに、各社の就業規則や就労契約で対応可能。	規制対象ではない ○教唆者が被教唆者に「内部情報」を教えた上で教唆した場合、つまり被教唆者が第一次情報受領者となった場合、さらに被教唆者がインサイダー取引を行ったとき、教唆者について日本刑法での「教唆犯」で対応可能。
		規制対象	規制対象	規制対象 ◆勧奨者は共犯か。
本 国	第一次情報受領者	規制対象 ▲「一次」までしか規制しない点についての合理的な説明が困難。 ●内部者または準内部者からの伝達によらずに、たまたま重要事実を知った者は、情報受領者にならない <sup>167</sup> 。	規制対象ではない ●別個の対応策はなし。	規制対象ではない ○教唆者と被教唆者がともに第一次情報受領者同士である場合に限って、さらに被教唆者がインサイダー取引行為を行ったとき、教唆者について日本刑法での「教唆犯」で対応可能。
		規制対象	規制対象	規制対象 ◆勧奨者は共犯か。
国	第二次情報受領者	規制対象	規制対象	規制対象 ◆勧奨者は共犯か。
	…∞	規制対象 ▼理論的に可能であるが、現実的には、 「内部情報が放射的かつリレー方式に伝達されていくにつれて稀薄化され、このとき、希薄化された内部情報を保護する理由、つまり希薄化された内部情報の保護価値についての合理的な説明は可能か。 ii 稀薄化された情報を利用して取引を行った場合に、その行為をインサイダー取引の罪に該当するものとして論ずることの合理性について如何に説明するか。	規制対象 ▼理論的に可能であるが、現実的には、 「稀薄化された情報を漏洩した場合に、その行為を内部情報漏洩の罪に該当するものとして論ずることの合理性について如何に説明するか。	規制対象 ◆勧奨者は共犯か。

注1：網かけている部分は、日本証券法の規制範囲を表している。また、この表の全体は、中国証券法および中国刑法の規制範囲の合計である。  
 注2：○は、日本証券法の規制対象ではないが、別個の法律や罪責で対応可能であることを表している。  
 ●は、日本証券法の規制対象ではない上に、別個の法律や罪責での対応も不可能で、疑問や問題点が残ることを表している。  
 ▲は、日本証券法の規制対象であるが、理論や実務において疑問や問題点が残ることを表している。  
 ▼は、中国証券法と中国刑法の規制対象であるが、理論や実務において疑問や問題点が残ることを表している。  
 ◇は、中国証券法の規制対象ではないが、中国刑法の規制対象であることを表しているほか、他の疑問や問題点が残ることをも表している。  
 ◆は、中国証券法の規制対象であるが、中国刑法の規制対象ではないことを表しているほか、他の疑問や問題点が残ることをも表している。

167 田中誠二、堀口亘『コンメンタル証券取引法』(勁草書房、再全訂版、1996) 1031頁。

型とされている。

（4）日中における規制構造の差異として、主に、中国法での行為主体の広範さや可罰的行為類型の広範さが見られる。例えば、自然人について、日本法では、第一次情報受領者までが規制対象となるのに対し、中国法では情報の受領回数・取得回数と関係なく、「不法に」という要件が満たされれば規制対象となる。また、日本法では、内部情報の利用（つまり、その内部情報に基づいて取引を行う行為）に規制対象が限定されているのに対し、中国法では、内部情報を利用する行為はもちろん、当該内部情報を他人に漏洩する行為、および当該内部情報に基づき他人に取引を勧める行為も規制対象となる。そういった観点からいえば、中国におけるインサイダー取引への規制は、日本より随分広範かつ厳しいものになっているといえよう。

こうした日中間の差異は、両国の立法スタンスの違いによるものと思われる。中国法では、その行為のすべて（内部情報の取得から取引を行うまで）にわたって、「不法」であるか否かの判断によって、法の規制範囲内に収まるかどうか判断されるのに対し、日本法では、あくまでも法として実際に規制が可能であるか否か、つまり即効性・実行性といった法政策の観点から立法されたものである。

インサイダー取引のような不正取引行為に見られる、犯行に及ぶことの容易さおよび確実さといった特徴からすれば<sup>168</sup>、法規範のみならず社会倫理形成の

---

<sup>168</sup> 龍田節「内部者取引の効果に関する立法論的考察」上柳克郎ほか『企業法の研究——大隈健一郎先生古稀記念——』（有斐閣、1977）698頁は、「証券取引の公正さを損なう最たるものは相場操縦と内部者取引である。証券投資には危険が伴うことを覚悟しなければならないが、その危険は会社の業績、市場や経済の動向などについての予測が不完全なことに由来するものである。誰の手にも入る情報を利用しなかったり、分析を誤ったために受けた損失は、不可抗力によって生じた損失とともに忍受しなければならない。相場操縦も内部者取引も、こうした投資危険とは異質の、きわめて悪質な危険をもたらす。競馬の八百長にもたとえることができる。相場操縦にはそれを成功させる努力と技能が必要であり、失敗する可能性もあるが、内部者取引に必要なのは麻痺した良心だけであり、誰がやっても必ず成功する。それだけ広い範囲の人に内部者取引の誘惑がつかまとう」と述べ、人々は常に成功率の高いインサイダー取引犯罪に誘惑され、その確実さと犯行に及ぶことの容易さが社会に危険をもたらすことを指摘している。したがって本稿では、インサイダー取引に対する制裁は

観点からも、厳しい体制<sup>169</sup>をもって臨むしかない。したがって、実効性を重視する立法スタンスに関して、一時的な応急措置としての役割を果たした後は、これまで培った経験やノウハウを踏まえ、かつ、世界情勢等にかんがみ、より全体的かつ峻厳的で威嚇効果のある法規範へ進化することが望ましいと思われる<sup>170</sup>。

## 2 法定刑の比較

日中間の刑罰について、同一の犯行を前提に、表3において、差異が顕著に見られる財産刑と自由刑について比較してみる<sup>171</sup>。

(1) 財産刑についてである。表3から見るかぎり、中国法における自然人に対する制裁は、日本法より厳し

日中両国におけるインサイダー取引に対する法定刑比較表 表3

主体別	行為の主体	
国別	自然人	法人
中国	犯情が重大である場合には、5年以下の有期徒刑若しくは拘役に処し、不法利得の1倍以上5倍以下の罰金を併科し、または単科する。犯情が特別に重大である場合には、5年以上10年以下の有期徒刑に処し、不法利得の1倍以上5倍以下の罰金を併科する〔中国刑法180条1項〕。	法人に対し罰金刑を科するほか、その直接責任を負う主管者およびその他の直接責任者は、5年以下の有期徒刑、懲役または拘役に処する <sup>172</sup> 。〔中国刑法180条2項〕。
日本	3年以下の懲役、300万円以下の罰金〔日本証券法198条19号〕。	3億円以下の罰金〔日本証券法207条1項2号〕。

厳しい体制＝広範かつ段階を踏んだものでなければならないと提唱したい。

<sup>169</sup> それは、単なる罰金や刑期を加重するという意味ではなく、インサイダー取引に対し、できるだけ広範囲にそれを規制対象とし、犯情の軽重に合わせ、段階を踏んで規制をかけていくという趣旨である。したがって、筆者の主張は、①刑の加重、②規制する範囲の拡張、③規制を行う主体の増加との三要素から構成される。他方、野田博教授は、「規制の対象としては、より広い範囲のものが——情報の範囲にせよ、行為者の範囲にせよ——捉えられねばならない」

（野田博「インサイダー取引の害悪と規制の整合性について——民事責任の当否とその在り方の検討を中心として——」法學新報96巻6号（1990）126頁）と主張し、②について、それを拡大すべきであると提唱している。

<sup>170</sup> なぜなら、外圧などの当初の状況から考えれば、これまでの法制度は合理的であったものの、今日の諸状況にかんがみれば、その合理性はだんだん失われつつあるといえる。法改正を促す理由として、①「実効性」を重視しながらも、以前より増して、インサイダー取引が頻発していること、②所管関係省庁等の専門機関が整備されていること、③日本証券法の施行から半世紀以上、インサイダー取引規制の導入からすでに17年も経過しており、技能・経験・ノウハウにおいて蓄積があること、の三つが挙げられる。

<sup>171</sup> 表3は、刑法上の主刑のみを比較整理したもので、付加刑である没収（追

いものになっている。中国法では不法利得を基礎に、その1倍から5倍の範囲内の罰金刑を、懲役刑と併科することができるのに対し、日本法では犯罪内容と関係なく一律300万円以下の罰金刑を、懲役刑と併科することができるにすぎない。しかも、日本法の現状では、実際の量刑は法定刑の上限とかなりかけ離れたものが多く、交通違反並みの金額の罰金刑しかを科していないと批判されている。

なお、自然人に対する罰金刑について、中国法では上限のみならず、下限も規定していることは特徴的である。

ところで、中国法では、法人に課する罰金額の算定について、その基準が示されていないため、日本法の「3億円以下の罰金」と比較することはできない。

(2) 自由刑についてである。中国法ではその刑期が10年以下であるのに対し、日本法では3年以下となっており、一見、中国法が日本法よりかなり厳しいものように見える。しかし、少し視点を変え、日本法の「窃盗罪」（日本刑法235条「10年以下」）と比べてみると、容易に犯罪を成し遂げうるインサイダー取引犯罪に対し、「10年以下の有期懲役」に処するとする中国法のほうが、厳しいものとはいいがたい一面もある。なぜなら、インサイダー取引によって得られる利得は窃盗より遙かに上回ることが容易に想像できるからである。反対に、その意味で、インサイダー取引に対して、3年を上限とする日本法のほうが軽いと理解することもできる。

以上から、「法定刑の比較」と先述の「構造の比較」を総合してみると、規制の全体については、次のような結論が得られよう。日本法においては、インサイダー取引行為に対し、例えば、「漏洩行為」や「勧奨行為」について、別の規定で対処されうるが、その局面は極めて限られている。そのほかにも、例えば「内部情報の受領回数」や「内部情報の受領方法」に対する規制の寛大さ、

---

徴)については、日本証券法および中国刑法のいずれにも規定が置かれているので本表では示さないことにする。その他、例えば、中国証券法上の規制＝行政罰（没収や過料）および日本証券法上の規制＝行政上の措置（課徴金）に関しては、広義には「罰」の一種として捉えられるが、本表では扱わないことにする。

<sup>172</sup> 実質的には、法人処罰の名の下での自然人処罰である。場合によって、日本法における「両罰規定」や「三罰規定」のそれぞれに相当するものと思われる。

または法定刑の軽さなどを総合的に勘案すれば、全体的に日本法のほうがより罪が軽いように思われる。その理由は、立法当初からインサイダー取引に対する法規制の即効性、つまり、とりあえず効果を上げようとするために、意図的に構成要件を簡素化し、適用しやすくするために量刑をも軽減したことによると思われる<sup>173</sup>。このようなスタンスに対し、「正鵠を得ている」<sup>174</sup>と評価される一方で、「今後は、これらの諸問題〔インサイダー取引規制のあり方—筆者注〕についての国際的動向も十分踏まえた上で、インサイダー取引規制に関する解釈論・立法論を展開する必要がある」<sup>175</sup>、あるいは、電信化された証券取引システムに対し、より一層の法整備に向けた努力が必要不可欠である<sup>176</sup>、とも指摘されている。

このようにして、次のような見解が導かれる。法規範そのものとして、中国

---

<sup>173</sup> 河本一郎・大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、第五版、2002）299頁は、「証取法一五七条の不正取引行為の禁止違反や、一五九条の相場操縦等の禁止違反の場合の五年以下の懲役または五〇〇万円以下の罰金に比べて量刑が軽くなっているのは、インサイダー取引規制に対する違反行為の場合、規制の実効性確保の見地から、行為の形式的違反の次で刑罰を科すことによる。つまり、刑を重くするとそれだけ適用範囲を厳しくしなければならず、インサイダー取引のように複雑で多様な要件が交錯していると、解釈によって実質的にこれを防ぐ可能性が狭まってしまうからである」と述べ、他罪との関係からインサイダー取引が軽く処罰される理由を説明した。

<sup>174</sup> 柏木昇「オヘーガン事件とアメリカにおける重要非公開情報の秘匿による内部者取引禁止の理論」法学協会雑誌115巻3号（1998）338頁。

<sup>175</sup> 長井長信「インサイダー取引罪の解釈論をめぐる覚書——『重要事実』の意義を中心に——」『宮澤浩一先生古稀祝賀論文集（三）現代社会と刑事法』（成文堂、2000）169頁。

<sup>176</sup> 神田秀樹「証券取引の電子化——インターネット・ファイナンスと証券規制——」法学協会雑誌117巻2号（2000）281頁は、日米におけるインターネット・ファイナンスの諸状況、とりわけインターネットによる株式の応募を比較した上での結論として、「日本においても法制上のインフラ整備に向けた努力が是非とも必要な分野であるように思われる」とし、インターネット通信を媒介とする現代型証券取引を背景に、より一層法整備の必要性があると提唱している。同論文における「インターネット」の意味について、それが国際向けのものなのか、それとも国内向けのものなのかについて明確ではないものの、文脈から見て、日米それぞれの国内におけるインターネット・ファイナンスの意味をしていると思われる。

法は、規制対象が広範囲で、構成要件も抽象性を帯びているのと対照的に、日本法は、規制の対象範囲は狭いものの、構成要件が明確かつ限定的であるという特徴が窺える。こうした特徴は、政策論上の目的性あるいは規制の即効性・実行性といった、それぞれの国における法の運用の個性を示している。一方、言い換えるとすれば、中国法での規制はソフト（行政規制）からハード（刑事規制）へと段階を踏んだ格好となっているが、内容的には整合性など不一致が目立つばかりか、守備範囲が広大で同じインサイダー取引の類型で解釈しがたいなどの印象をもつものに対して、日本法での規制はコンパクトではあるが刑事罰一辺倒となっており、そのわりには、罰として極めて軽微なもので、規制できる局面も期待できる効果もかなり限られているという印象を受ける。

もっとも、インサイダー取引犯罪に対しては、段階を踏んで<sup>177</sup>全面性に長けている方向へ進めるべきである。その意味では、「正鵠を得ている」という評価は、一時的なものにとどめるべきであろう。しかしその一方で、整合性に欠ける中国法も見直さなければならないと思われる。

### 3 異なる公開制度

中国法では、証券取引に関わる内部情報の公開制度として、「七報一刊」または証券取引所による公開を基準としている<sup>178</sup>。したがって、公開さえなされれば、内部情報ではなくなり、市場におけるすべての者の取引に供されるものとなる（このような公開は「形式的公開」といえよう）。そのため、予め「内部情報」を知っていたインサイダーなどは、常に一般投資者より一足早く取引できるという弊害が生じ、まさしくインサイダーなどのために用意された「恵みの公開制度」であるといえよう。これに対して、日本法では、公開されたと

---

<sup>177</sup> 行為の軽重によって規制する主体を選別することである。これについて、筆者が提唱する行政規制と刑事規制の二本立て構造と同旨の見解として、佐藤雅美教授は、「独立の規制機関の確立と適切な行政的制裁制度の可能性を真剣に考えていくべきではなからうか」（佐藤雅美「インサイダー取引と刑事規制——証券取引法改正をめぐる——」刑法雑誌30巻4号570頁）と述べ、刑事規制を援護するものとして、民事損害賠償の可能性のほかに、アメリカに見習った強力な行政的制裁体系の創設の必要性を提唱している。

<sup>178</sup> 詳しくは、脚注10参照。

しても、さらに「12時間」の時間的経過が必要とされている。12時間のうちに、その内部情報が一般投資者に知れ渡ることが期待されている。確かに、12時間のうちに、実質的に、市場にどの程度情報が流布したかについては疑問が残るものの、少なくとも中国法における「形式的公開」よりも適切であり、かつ「実質的に市場に消化されたこと」に近いものといえる。したがって、「12時間」という制約は、「準実質的」といえるように思われる（このような公開は「準実質的公開」といえよう）。さらに、アメリカ法律協会（American Law Institute、略称 ALI）による連邦証券法典〔案〕（Federal Securities Code）<sup>179</sup>の試案第2号（Tentative Draft No.2）の1303条（d）<sup>180</sup>では、公開について、「一週間の原則」

<sup>179</sup> 本法典案は、1968年の暮れから、SEC（Securities and Exchange Commission）およびアメリカ法曹協会（American Bar Association、略称 ABA）からの非公式な協力を得て、散在する諸証券法規の錯綜状態を見直し、全米の証券市場を対象とする統一かつ専門的な証券法典案の創設のために、アメリカ法律協会によって起草作業が進められた。法典案の試案は全部で六つ（第1号～第6号）あって、最終提出草案（Proposed Final Draft）は、1978年5月のアメリカ法律協会の年次総会において承認されが、のちに修正が加えられ公式提出草案（Proposed Official Draft）となった（ルイ・ロス著・財団法人・日本証券経済研究所証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』（社団法人・商事法務研究会、1988）43～46頁、河本一郎「アメリカ法の潮流：証券取引法」アメリカ法1980-1（1980）179頁、郭鋒「我国証券立法若干問題的探討」中国法学第1期（1993）73頁）。本法典案に関して、比較的詳細な外観について、河本一郎「アメリカ連邦証券法典案の概要について」証券経済時報19巻8号（1979）1～34頁が参照されたい。更なる詳細な内容については、証券取引研究会「米国連邦証券法典案の研究〔1〕——内部者取引（1）——」インベストメント28巻2号（1975）23頁から連載が開始されている。

<sup>180</sup> 試案第2号1303条〔取引の際の内部者の開示義務〕において、「…略。（d）〔一般に知られている〕』次の場合にその事実是一般に知られている。（1）届出書類に当該事実が記載されているか、または新聞発表その他投資大衆の注意を当該事実に向けさせることを合理的に意図した公示形式により、当該事実が開示されているときであって、かつ、（2）当該届出その他の開示以後、1週間もしくは委員会が規則により定める期間が経過しているとき。これらの要件が充たされていない場合には、ある事実が一般に知られていることの立証責任は、それを主張する者が負担する。略…」（証券取引研究会「米国連邦証券法典案の研究〔5〕——内部者取引（5）——」インベストメント28巻6号（1975）37～38頁<龍田節報告>）となっている。

が規定されている。つまり、その理解では、内部情報が公開された後、「一週間」を経過させることによって、その内部情報が「一般に知られている（generally available）」ことになり、実質的に、市場に消化されたものと考えられている（このような公開は「実質的公開」といえよう）<sup>181</sup>。

このように見てみると、公開後に公開された内部情報の市場における被消化程度から、次のように整理できる。

「形式的公開(中国)」<「準実質的公開(日本)」<「実質的公開(アメリカ)」

このように、実質的公開において、公開された内部情報が、一般投資者にどれほど知れ渡り、市場にどれほど消化されたか、また時間がどれほど経過すれば適切なのかに関して、その基準が抽象的すぎるというデメリットがあるため、実際の運用において把握することが困難である。それゆえ、中国法において、公開制度の合理性や妥当性を重んじるためには、「形式的公開」を改め、日本法のような、時間的制約を設ける「準実質的公開」に改めるべきであろう<sup>182</sup>。

---

<sup>181</sup> 試案第2号では、内部情報が届出ないし新聞発表によって「公開」されてから原則として「1週間後」に、その内部情報が「一般に知られている」状態に達し、つまり市場に消化されたものと考えられている。そこで初めて内部情報を掌握しているインサイダーは取引を行うことができるとされている。もし、内部情報を掌握しているインサイダーは、「1週間以内」において取引をする必要がある場合において、公開されたその当該内部情報が、すでに「一般に知られている」こと、つまりすでに市場に消化されたことを証明しなければならないとされている（謝非「禁止証券内幕交易立法若干問題の探討」当代財經第7期（1998）57～58頁、馬克昌ほか『經濟犯罪新論』（武漢大学出版社、1998）290～291頁、証券取引研究会「米国連邦証券法典案の研究〔5〕——内部者取引〔5〕——」インベストメント28巻6号（1975）42頁<龍田節報告>）。

<sup>182</sup> 具体的には、市場のグローバル性から見ると、「24時間」という時間的制約を設けるのが妥当であろうと思われる。したがって、アメリカの「実質的公開制度」が妥当でない理由としては、①証券取引に従事する者は、随時に関係する銘柄の情報をチェックしており、「24時間」で相当程度に一般投資者に知れ渡るとと思われる。「1週間」も経たないと市場に消化されない、つまり一般投資者に知り渡らないということが、情報化時代の今日においては殆ど考えられないことであろう。したがって、証券を保有している者にとって、「1週間」といった制限は、長すぎる。また、②善意・無過失のインサイダーに、無用なリスクを背負わせるおそれがある。というのも、インサイダーがたまたま「1週間以内」といった不運な時期に当該証券の取引を行っただけで、自己の知ら

## 4 もう一つの異なる枠組み

インサイダー、およびその取引行為が、刑法規範においてどのような性質を持っているのか、また、どのような位置付けが妥当なのかについての議論は、必ずしも盛んではない。もっとも、このような議論が、どのような意義を持つのかについても、インサイダー取引の社会的有害性ならびにそれに対する規制の妥当性などの面において、さほど影響を与えるものではないかもしれない。しかし、異なる角度からの理論構成は、各国の法文化に基づく同一問題に対する異なる視線の現れとして、なお考察する価値がある。

## 〔中国〕詐欺行為か、〔日本〕身分犯か

中国では、1997年の新中国刑法が施行される以前、93年暫定弁法においては、インサイダー取引（その他、相場操縦、不実開示）は、証券詐欺行為として捉えられていた。ところで、インサイダーは、内部情報を利用して証券市場から利益を得ているにすぎず、被害者から直接に詐取していないなどのことから、このような証券詐欺自体が、従来の詐欺類型に包含されない特徴がある<sup>183</sup>。しかし、インサイダーは、自己のみが知っている内部情報を利用し、不特定・多数の善意・無過失の一般投資家を相手にして、本来、自己が損をするはずであった部分を、相手の損した部分をもってそれを補う。また、その逆に、相手が得するはずであった部分を、自己が内部情報を知ったことから、相手の証券を買い上げ、自己の利得とする。このような理解では、インサイダー取引は、反対の取引相手がいなければ、自己が利得することはできないので、自己の利得は完全に反対の取引相手によってもたらされているといえる。また、証券市場は

---

ない内部情報がこの1週間のうちに十分に市場に消化されたということについて、過酷な証明責任を負わなければならないことになるからである。

他方、馬克昌ほか『経済犯罪新論』（武漢大学出版社、1998）291頁において、馬教授は、公開について、市場において当該公開情報が消化されたことを基準にすべきと述べ、具体的にどれほどの時間的経過を経れば当該公開情報が市場に消化されたと認めるかに関して、会社の知名度の高低によって必要とする時間も異なることを考慮に入れて、関係する証券法規において規定を行い、あるいは法解釈によって確定させるべきであると提唱している。

<sup>183</sup> 張漢良・周作斌「証券詐欺罪初探」蘇惠漁・單長宗ほか『市場經濟与刑法』（人民法院出版社、1994）537～538頁。

相撲の土俵と同様に、最低でも二人（買い注文と売り注文一人ずつ）がいなければ成り立たない。このことからすれば、インサイダーは必ず誰かを相手にしていることになる。そうすると、結局「人から騙した」と考えることができるように思われる。

日本法では、中国法のような「何を行ったか」との捉え方と異なり、「誰が行ったか」という枠組みで、インサイダー取引の行為者の身分に着目し、一般に、身分犯として位置付けられている<sup>184</sup>。したがって、内部者、準内部者または内部情報受領者（第一次情報受領者に限る）に該当しない限り、構成要件の主体とはならず、例えば、第二次情報受領者として内部情報を利用してインサイダー取引を行っても、犯罪は成立しない。しかし、身分犯は、客観的要素によって構成されるのが一般的であり、インサイダー取引のような、主観的に「知った」ことによって犯罪の身分が構成される点には特徴がある<sup>185</sup>。これに類似するものとして、「誘拐罪や麻薬取締法においては、『営利目的』を身分構成要素」<sup>186</sup>とされていることが挙げられる。もっとも、このような「営利目的」という主観的要素が犯罪の目的として犯行に常に属するものであるのに対して、インサイダー取引での「知った」という主観的要素は、犯罪の目的ではなく、あくまで犯行をやり遂げるための必要不可欠な前提条件にすぎない。言い換えれば、「知った」ということは、犯行に着手してから完成に向う過程において、着手に対して決定的な影響を与えるものであるものの、「営利目的」のように、犯行が完成に向う過程において終始それを支配するものではない。このように

---

<sup>184</sup> もっとも、日本において、インサイダー取引を、詐欺的行為として論ずることはできないわけではない。理論的には日本証券法157条1号の適用により詐欺的手段が用いられた取引と認められるが、このとき法条競合が発生し、通常の場合には日本証券法157条1号の適用が無理であるとされている（野村稔「経済刑法の論点（1）インサイダー取引の刑事責任」現代刑事法1号（1999）117頁）。

<sup>185</sup> 神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）62頁は、「通常的身分犯の身分は、主観的認識とは関係なく、客観的な要素によって形成されているのが一般的であるが、インサイダー取引の主体においては、『知った』という主観的要素が身分を構成する点に例外的な特徴がみられる」とする。

<sup>186</sup> 神山敏雄『日本の証券犯罪——証券取引犯罪の実態と対策——』（日本評論社、1999）62頁。

して、こうした身分犯の主観的構成要素は、それぞれの犯行における位置づけや質が根本から異なっている。

日中いずれの国においても、インサイダー取引に対し、実害を要求しておらず、単に、行為無価値のみを要求している。私見では、本罪を形式犯として捉える<sup>187</sup>のではなく、抽象的危険犯として理解したい。

## 第二節 今後の課題

このように、両国における法制度や規制の差異が存在するものの、共通する問題点も存在する。以下では、これらの問題を踏まえつつ、さらに広い視野で、日中にとって今後有益となる法理論を検討したい。

今後の課題としては、主に三つの方向に整理される。

### 1 行政分野

行政規制効果を向上させるためには、民事制裁金 (civil penalty) が一つの選択肢として考えられる。民事制裁金とは、SEC がインサイダー取引の違反者および違反者を支配する者に対し、違反行為によって得た利益または回避された損失の額の3倍を越えない範囲で連邦地方裁判所において請求する金銭的制裁のことである。その金員は国庫に納められることから、行政罰として理解される<sup>188</sup>。

現在では、日中において、民事制裁金制度導入を検討すべき時期にきていると思われる。その理由として、①関係法規の整備が整った現在でも一向に減ら

<sup>187</sup> 日本において、インサイダー取引を形式犯として捉えている見解として、野村稔教授の見解がある。すなわち、野村教授は、「インサイダー取引罪は、前述したように会社関係者等が、職務に関して内部情報である重要事実を知り、その公表前に当該会社の株式等の取引をすることにより成立するものであり、積極的に欺罔やその他の不正の手段を弄すること、または内部情報を利用して利益を得ることも成立要件とされていない。いわばルール違反の取引を行ったという形式犯的理由に可罰性の根拠を求めるものであ[る]」（野村稔『経済刑法の論点』（現代法律出版、2002）76頁）とする。

<sup>188</sup> 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、第2版、2004）167～168頁、234頁、顧肖榮・張国炎『証券期貨犯罪比較研究』（法律出版社、2003）311頁。

ない犯罪傾向に歯止めをかけるにはさらなる制裁が必要であること（日中であてはまる）、②日本では、暫定的な役割として、即効性・実行性のある日本証券取法が相当な範囲内において議論・解釈されてきたことと、経験やノウハウの蓄積もあるいま、インサイダー取引を根絶するためには、バランスに欠けている現行の規制体系を拡充し、とりわけ行政上の措置としての規制力の弱体化<sup>189</sup>を改善すべきであること（日本にはてはまる）、③中国は、現在では、多くの国々にとって必要不可欠な経済的パートナーとなっており、それゆえに、より一層グローバルな基準に近づくべく、インサイダー取引犯罪の規制において、他国との間に大きな差異のない法規が望ましいこと（中国にあてはまる）、が挙げられる。民事制裁金の導入にあたっては、その機能、効用ならびに妥当性などについて、先駆者であるアメリカ法が日中へ与える教示が期待される。

他方、行政監督機関である SESC（証取委）の権限の強化も課題の一つと思われる。なぜなら、SESC は、CSRC（証監委）と比べ、弱体的な組織であると見受けられる。そのことは、例えば、規則の制定や行政責任の決定などに関して権限を有していないことから窺える<sup>190</sup>。組織の機能として、単に敷かれたレールの上で、機械的に監視事務を行い、事件を告発して検察に引き継がせるだけにとどまっている。

## 2 刑事法分野

先述では、行政規制の面における規制力の強化について論じてきた。すでに

---

<sup>189</sup> 行政上の措置として課徴金制度が導入されても、なお「規制力の弱体化」といえる理由として、例えば、課徴金額から（同一事件についての確定した刑事判決があった場合の必要的な）没収・追徴額を控除する場面においては、流動的に算定される没収・追徴額（日本証券取法198条ノ2）に対して、機械的に算定される課徴金額（日本証券取法175条1項）との多寡の関係で、必ずしも行政規制の面における規制力を格段に向上させたといえないからである。

他方、違法行為によって不当に得た利益を吐き出させたとしても、違反者にしてみれば「ばれてもともとだからである」（森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務1736号（2005）17頁）。

<sup>190</sup> CSRCの権限に関して、規則制定権については中国証券法167条1号、4号および172条1項を根拠としており、行政責任決定権については中国証券法172条2項に基づいている。脚注70と72も参照されたい。

導入された課徴金制度を含め、もし民事制裁金制度も導入されることになれば、行政規制の面における規制力が格段に向上することになる。とはいえ、それらのものはあくまで事後規制の強化にしか結びつけられず、未然の防止に資するものではない<sup>191</sup>。したがって、未然の防止を実現させるためには、刑事法分野においても、インサイダー取引についての新たな解剖と位置づけが必要であろう。

日中において、インサイダー取引犯罪は危険犯として論ずべきと考える。

近時、ドイツでは、インサイダー取引を含む経済犯罪などが抽象的危険犯として論じられている<sup>192</sup>。経済刑法における各々の犯罪類型を抽象的危険犯として論ずるには、まず、経済刑法の保護法益を抽象化する必要があるが、ドイツでは、その抽象化された保護法益を「普遍的法益」<sup>193</sup>と呼ばれている。したがって、「普遍的法益」→「抽象的危険犯」→「未然の防止や未遂の処罰（orその可能性）」へ導かれる。抽象的危険犯として論ずることによって、第一に、保護法益が抽象的になり、第二に、法益保護が早期化することによって、「処罰の早期化」<sup>194</sup>に直結できる点が、特徴として現れる。こうした特徴のいずれもが、インサイダー取引犯罪の早期の処罰に、プラスに作用するものと考えられる。インサイダー取引に対する未然の結果防止のために、抽象的危険犯が用いられるわけではない<sup>195</sup>が、結果として、抽象的危険犯として論ずることによ

<sup>191</sup> 安達智彦「激増する『怪しい株価』摘発体制の強化が急務」エコノミスト83巻24号（2005）32頁。

そもそも、「課徴金制度」の導入趣旨は、行政規制の面における規制力の向上を図るために検討されたものではなく、さまざまな違反行為の程度や態様に応じて、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするために図られた「ツールの多様化」であることは、2003年12月24日の金融審議会金融分科会第一部会報告において示されている（三井秀範ほか『課徴金制度と民事損害賠償責任——条解証券取引法』（社団法人・金融財政事情研究会、2005）9頁）。

<sup>192</sup> 金尚均「抽象的危険犯の現代的展開とその問題性（一）——近年のドイツの議論を参考にしながら——」立命館法学239号（1995）29～31頁。

<sup>193</sup> 金尚均「インサイダー取引に対する刑事規制についての一考察」立命館法学247号（1996）323頁。

<sup>194</sup> 高橋則夫「刑法的保護の早期化と刑法の限界」法律時報75巻2号（2003）15頁。

<sup>195</sup> 金尚均「インサイダー取引に対する刑事規制についての一考察」立命館法学247号（1996）323～324頁は、「未然の結果防止の要請から普遍的法益を保護

て、侵害結果発生の前段階の行為に対する処罰ができ、より広い射程の規制が可能になる。このようにして、形式犯（行為無価値のみを要求する類型）として論ずる日中両国の現行法より、例えば、犯行の遂行中、つまり客観的に見れば未遂段階の場合に、規制しやすい点において、優れている。未遂のみならず、既遂に至った場合においても、危険発生の蓋然性のみが要求されていることから、規制するにあたって理論構成や解釈しやす点でも優れている。

### 3 民事法分野

日本において、インサイダー取引における民事責任について、なぜか長い間避けられてきた。中国も明確な規定を打ち出せないままである<sup>196</sup>。したがって、このような立法的不作為に積極的にツールを提供するためには、学説における試みは大変有益なものといえよう。

アメリカ法理では、インサイダー取引による損害賠償請求における因果関係は、二つの類型がある。第一に、取引の因果関係（取引の事実）、つまり、原告と被告との間に事実として取引行為があったこと、換言すれば、被告による違法な取引行為（売付行為あるいは買付行為）があったため、原告の取引行為（買付行為あるいは売付行為）が完成された、という取引事実の因果的連関のことである。第二に、損害の因果関係（損害との関連性）、つまり、原告が被った損害が、提起された違法行為および違法行為が発生する形式・方法に直接帰因することである。要するに、提起された違法行為と原告の金銭的損失との間における必然的関連を指すことである<sup>197</sup>。

---

するという理由で抽象的危険犯が用いられるのではなく、むしろ侵害結果の前段階の行為——すなわち、抽象的に危険な行為——を処罰するために普遍的法益が用いられているきらいがあるということである」とする。

<sup>196</sup> 日本では、「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成16年法律第97号）は2005年4月1日に施行されたが、本法では課徴金が新設されたほかに、不実の届出書等の届出者等に対する賠償請求権などについても見直されたに対して、中国では、「最高人民法院の証券市場における不実開示を誘因とする民事損害賠償案件の受理に関する若干の規定」（法釈〔2003〕2号）は2003年2月1日に施行された。しかし、いずれもインサイダー取引による民事責任について、何も言及していない。

<sup>197</sup> 黄振中『美国証券法上の民事責任与民事訴訟』（法律出版社、2003）217～

第二の「損害の因果関係」を肯定する立場<sup>198</sup>に立ち、「取引の因果関係」の存在を肯定させるためには、三つの方式が考えられる。それらについてさらに検討する。

i 法理論のサイドから — 因果関係の推定（直推定方式） —

中国では、因果関係の認定について最も支持されている学説として、前出の「同時取引説」がある。同時取引説の特徴は推定的因果関係である。つまり、同一の時間に行われたインサイダー取引に応じた相手側に損害が発生すれば、その損害がその取引との間に因果関係があると推定される。裏を返せば、インサイダーによる取引がなければ、損害もなかったであろう、と見ることができると。つまり、損害発生的事实をもって、取引の事実を確定しようとする構図である。そのため、予め「損害の因果関係」を肯定する必要があったのである。

「事実の因果関係が認められるためには、『あれなければこれなし』の関係が認められなければならない」<sup>199</sup>。「同時取引説」のような考え方は、日本法でいう条件説と類似するものと思われる。要するに、「取引の因果関係（取引の事実）がなければ、損害もなかった」＝「損害があったから、取引の因果関係（取引の事実）もあったのであろう」という思考プロセスである。

このような証明方式は、直接に「取引の因果関係の有無」を証明するのではなく、「損害の因果関係」を肯定することによって「損害発生的事实」が導き出され、それをもって間接的に「取引の因果関係の有無」を推定するところに特徴がある。

---

218頁。

<sup>198</sup> 「損害の因果関係」を肯定する理由として、「一般投資者は証券市場に参入するとき、いうまでもなく、彼らが、内部情報を持っているインサイダーの被害に遭う。なぜなら、インサイダーは、株式の真実の価値を知っており、しかも、一般投資者と取引する際にその内部情報を利用するからである」（劉燕「証券内幕交易的危害及其管制」銀行与企業第9期（1998）21頁）。つまり、一般投資者と反対する立場にインサイダーがいれば、一般投資者の損害は、インサイダーによるものと肯定できるとされている。

<sup>199</sup> 牛丸興志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為（いわゆる『インサイダー取引』）に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマークス1993（下）101頁。

日本においても、「因果関係に関する推定規定が設けられれば、不法行為責任の追及は容易になるであろう」<sup>200</sup>と主張され、「投資者の民事救済が現行法のもとで難しい現状においては、立法による解決が望まれよう」<sup>201</sup>と、学説で指摘されている。

ii 民事訴訟法のサイドから — 挙証責任の転換（逆推定方式） —

因果関係の証明責任は誰にあるべきなのか。これについては、従来から、損害賠償請求において、原告は因果関係の有無について証明しなければならないことになっている。このような定めは、常に、原告にとって、「相手が黒であるとの証明ができなければ」＝「相手が白であり」＝「自己の敗訴につながる」とのリスクを背負わなければならないことを意味している。しかし、こうしたことは、インサイダー取引による損害賠償請求においては、極めて不合理に思われる。なぜなら、明らかにインサイダーにより行われた違法な取引なのに、原告が自らの時間と財力と体力を費やして、自己の損害と被告の非との間の関係を証明しなければならないからである。

武器対等の原則にかんがみ、インサイダーでない一般投資家にとって、内部情報を取り扱うインサイダーがその内部情報を知った上で、インサイダー取引行為を行ったことについて証明することは、甚だしく困難である。このことからすれば、一般投資家側に挙証責任があるというよりも、PL訴訟または医療過誤訴訟のように、挙証責任をインサイダー側に転換すべきである<sup>202</sup>。つまり、

---

<sup>200</sup> 栗山修「インサイダー取引規制と民事責任」銀行法務21、521号（1996）52頁の脚注31。

推定規定について、学者のみならず、最高裁判所島谷六郎裁判官も、独禁法違反による民事損害賠償訴訟判決（＜鶴岡灯油訴訟判決＞最判平成1・12・8民集43巻11号1279～1281頁）において、補足意見として、推定規定の創設が、損害と損害額の証明の困難の解消につながると提唱している。

<sup>201</sup> 栗山修「インサイダー取引規制と民事責任」銀行法務21、521号（1996）51頁。

<sup>202</sup> 遠藤功・文字浩ほか『講説・民事訴訟法』（不磨書房、第3版、2004）135～136頁は、民事訴訟における証明責任の転換について、「証明責任を負う者は、訴訟において終始、証明が不成功に終わった場合の敗訴の危険性を意識せざるをえない。そのことが、被害者の救済または社会的正義の観点からみて不合理

原告は、損失を被ったことを証明した後、被告は、「自己が原告に損害を与えていないこと」＝「自分が売り付けた証券が原告のところに行き渡っていないこと」の証明ができなければ＝「自分が売り付けた株式が原告のところに行き渡ったこと」に等しく、したがって、取引の因果関係が推定されることになる。

上記二つの方式は、すべての面において完璧なものとはいいがたい。なぜなら、まず、直推定にせよ逆推定にせよ、推定という性質は免れず、正確性の面において説得力に乏しい点があるからである。次に、証券取引所取引のような大量取引、かつ瞬時に変動する株価・取引当事者といった状況の中、インサイダー取引を行った行為者が多数存在する場合、たまたま自己がインサイダー取引をしたことが明らみになったため、被告にされ、被害者が被った損害を背負わされることにすぎないこと。それゆえに、責任から逃れて密かに笑うインサイダーが存在してしまう。このように、「もともと、インサイダーに対する損害賠償請求は法理論上無理であるので」<sup>203</sup>、新たに現代型証券取引形態（とりわけ証券取引所取引）に沿った論理の模索が必要ではなかろうかと思われる。以下において、その試みを展開する。

### iii 取引システムの構造から — システムの改善（背番号制）—

インサイダー取引による損害賠償請求例<sup>204</sup>においては、論争されたように、証券取引の現状では株式の取引と株券の受渡しは切り離されており、証券取引所取引といった取引形態から、それは証券取引所において現実結び付けられたものと認定できない、また、仮に売り手がその株式を売却していなくても買い手は他の当該銘柄の株式を取得していたはずであろうとの理由から、因果関係の有無について否定的な見解が裁判所によって打ち出されている。

そこで、その株式は被告のものであったとの証明がなにより重要なカギとなっている。証券取引所の取引形態から勘案すれば、取引されているモノを、「無形の権利」と「有形の株券」に細分化することができる。例えば、買付注

---

なとき、証明責任の分配が修正され、証明責任が転換されることがある」としている。

<sup>203</sup> 神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任（下）」判例評論528号・判例時報1803号（2003）172頁。

<sup>204</sup> 脚注162参照。

文を出した場合に、取引の流れを、第一のステップ＝「権利の取得」と第二のステップ＝「株券の取得」に分けられる。相対取引の場合には、当事者が特定されているので、このように株式を「権利」と「株券」に分離させて考えなくても、特に問題にはならない。一方、当事者の特定が困難である証券取引所取引の場合に、このように分離させて考えることには大きな意味を持つと思われる。したがって、第一のステップでは、証券取引所において、取引されるのは、特定した銘柄の、特定していない「権利」である（「権利の取引」といえよう）のに対し、第二のステップでは、指定された証券会社から、取得した「権利」に一致する銘柄の「株券」の引渡しである（「株券の受領」といえよう）<sup>205</sup>。この二つのステップによって、証券取引は完結する。このように細分化しても、このままの状態であれば、やはり二つのステップにおいて、どちらも特定かつ確実なものではない<sup>206</sup>。そこで、私見では、第一のステップにおける取引については、飛び交う一つ一つの「権利」に一つずつ背番号＝紐を付つけることを提言したい<sup>207</sup>。この紐がのちに因果関係を肯定するには重要な役割を果たす。その

---

<sup>205</sup> 第一のステップでの「権利の取引」が、最も重要であり、第二のステップの「株券の受領」は、希望者だけになされているのが実情である。要するに、現状では、仮に「株券の受領」をしなくても、証券取引が完成されていることになっている。ミュージカルを観ると同様に、最後まで、俳優全員が総出でお礼をするエンディング・シーンまで観なくても、「ミュージカルを観た」といえる。理由は、メインとされるのが、ミュージカルであり（本稿でいう「権利の取引」）、お礼をするエンディング・シーン（本稿でいう「株券の受領」行為）ではないからである。

もっと先を見据えれば、2004年6月9日に成立した「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（平成16年法律第88号）により、2009年6月までに現行の証券発行システムから「株券不発行制度」に移行され、よって、株券のペーパーレス化の時代が迎えられる。そのとき、筆者が提唱する第一のステップでの「権利の取引」および権利に紐を付けることは、より一層実用的かつ有益なものになろうと思われる。

<sup>206</sup> そもそも東京地裁判決の趣旨（脚注162参照）は、そこにあると思われる。証券取引所において、現実には結び付けられたものではなく、株券の受領においてたまたま被告名義の株券を引き受けたに過ぎない、ということである。

<sup>207</sup> とはいえ、現実には発行されている株式は、一株一券（一株券）のもの以外に、十株一券（十株券）、百株一券（百株券）などさまざまな形式で発行されている。しかし、株式分割の事態に備えるため、十株券であろう百株券である

後の第二のステップにおいて、背番号に合致した「株券」を買手に引き渡される。このような取引方法は、いままでの取引形態を変えることもなく、単に権利に番号を付する作業、と権利の持ち主の移り変わりを記録する機能をコンピューターに追加することだけで済む。こうすることによって、いざ裁判となったとき、「因果関係」の有無の特定は飛躍的に容易になる。また、仮に、第二のステップでの「株券の受領」をしなくても、第一のステップに記録されている取引の経緯=紐を辿って、因果関係を肯定することができ、最終的取引相手によるインサイダーへの損害賠償請求を可能にすることができる<sup>208</sup>。

しかし、現実証券取引所取引では、インサイダーと最終的取引相手との間に、他の取引者、つまり、中間投資者<sup>209</sup>が存在する場合が考えられる。このような場合において、中間投資者は、買いと売りの取引行為さえ完結させていれ

うと関係なしに、その一株一株に属する一つ一つの「権利」に、一つずつ番号を付すること、つまり、「一権利に一番号」を基本として堅持すべく。

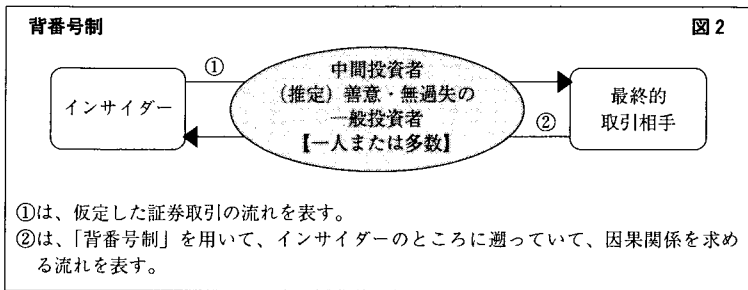
<sup>208</sup>「背番号制」の利点について、このようなものが考えられる。①すでに提起されている損害賠償請求の因果関係の認定に役立つばかりか、損害賠償を提起しようとする者にも、自己が誰の被害に遭ったのか、まだどれほど被害を被ったかについて、その調査・確認作業を容易にさせることができる。したがって、損害賠償請求が活発に提起されることが予想される。そのことは、インサイダー取引の抑制にもつながると考えられる。その前提は、取引の経緯に関する記録情報をディスクローズすることはいうまでもない。②この制度が、民事法分野にだけ適用されるものではなく、刑事法分野においても、インサイダー取引の罪の構造や本質を解析するにあたって、その内在的な因果関係がいかにしているかを理解するにおいても役立つものと考えられる。ただし、現在は、インサイダー取引は形式犯として位置付けられているから、因果関係の究明が必要とされていないことを付言して置かなければならない。

<sup>209</sup>「中間投資者」とは、買い付けした後に売り付けをした者のことである。最終的には、株式=権利はこの者の手にとどまらないことに注意を要する。

ここでいう「中間投資者」からは、二つの問題が考えられる。第一に、「中間投資者」には原告適格を有するか。本稿では、説明の便利性または文章の明瞭性を考慮して、「中間投資者」には原告適格を有しないことを前提にして、論述を展開していく。第二に、最終的相手が提訴するとき、その被告適格者を、①「中間投資者」にすべきか、②それとももっと前に遡ってインサイダーにすべきか、③あるいは両者とも被告にすべきかの問題がある。本稿では、①と③を予め否定した格好で、②に重点を置いて検討することにする。

## インサイダー取引規制に関する考察（２・完）

ば、善意・無過失と推定できる。なぜなら、確実に高騰する株を取って売り出すインサイダーがいないのはもちろん、確実に下落する株をわざと買い求めるインサイダーもいないからである。それゆえ、中間投資者が、インサイダーによって取引される株式に関わる内部情報のプラスまたはマイナスにかかわらず（そもそもそのような情報を知らないでいるから）、その株式を取引する。このような理由で、中間投資者が、善意・無過失の一般投資者と認定することが妥当であろうと思われる。



中間投資者が、善意・無過失の一般投資者と認定することができれば、被告適格者に該当しないことになる。その理由は、中間投資者の取引行為には違法性がないからである。また、民法上においても、善意・無過失の者に対抗することが困難でもあるからである。

この時、上記の「背番号制」の方法を用いて、中間投資者というグレーゾーンを通り抜け、元凶であるインサイダーの方へ「因果関係」を求めるべきであろう。そして、それは可能なことと思われる。

このような私見は、あくまで証券取引形態に着目し、取引システムを改善することによって、被害を受けている一般投資者に救いの手を差し伸べることを目的とするものである。

### 補遺：

#### 1 参考条文

旧「中华人民共和国刑法」（旧中国刑法、1980年1月1日施行、現在失効中）

第151条：公私の財物を窃盗・詐欺・奪取した額が比較的大きなものは、5年以下の有期徒刑・拘役あるいは管制に処する。

「中国人民共和証券法」(中国証券法、1999年7月1日施行)

第167条：國務院の証券監督管理機構は、証券市場に対し監督管理を実施する際に、次の各号に掲げる職責を履行する。

- (1)法により証券市場の監督管理に関する規約および規則を制定し、かつ法により審査認可または審査承認権を行使すること、
- (2)法により証券の発行、取引、登記、預託および決済について監督管理を行うこと、
- (3)法により証券発行人、上場会社、証券取引所、証券会社、証券登記決済機構、証券投資基金管理機構、証券投資諮問機構、信用評価機構および証券業務に従事する弁護士事務所、会計士事務所、資産評価機構の証券業務活動について監督管理を行うこと、
- (4)法により証券業務に従事する人員の資格基準および行為準則を制定し、かつ実施を監督すること、
- (5)法により証券の発行および取引の情報公開状況を監督・検査すること、
- (6)法により証券業協会の活動について指導および監督を行うこと、
- (7)法により証券市場監督管理の法律、行政法規に違反する行為について調査・処理を行うこと、
- (8)法律または行政法規所定のその他の職責。

## 2 脚注

本稿(1)の脚注21(本誌56巻2号56頁)において、周劍龍教授の論文を引用したが、同論文が周教授の著書『中国における会社・証券取引法制の形成』(中央経済社、2005)にも収められている。

## 附記：

本稿(1)(本誌56巻2号)において次のとおりに誤りがありましたので、訂正してお詫びいたします。48頁における「規制およびサンクション構造」を「規

インサイダー取引規制に関する考察（2・完）

制およびサンクシヨンの構造」に、「法律根拠」を「法的根拠」に、「サンクシヨンの構造」を「サンクシヨンの構造」に、「異なる日中間の法規制」を「日中間の異なる法規制」に改めたほか、54頁脚注14の2行目から3行目にかけて「…、本弁法を設定する」、94頁上から6行目「…、本弁法を設定する。」、100頁下から12行目「…法により設定した規定、…」における「設定」を「制定」に訂正いたします。