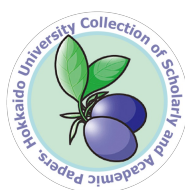




HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	インサイダー取引規制に関する研究（1）：日本・アメリカ・中国の比較を通じて
Author(s)	葛，愛軍
Description	論説
Citation	北大法学論集，59(4)，544[77]-482[139]
Issue Date	2008-11-28
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/35187
Type	departmental bulletin paper
File Information	59-4_p544-482.pdf



インサイダー取引規制に関する研究(1)

—— 日本・アメリカ・中国の比較を通じて ——

葛 愛 軍

第一章 はじめに

第一節 問題の所在

第二節 研究の方法

第二章 日本におけるインサイダー取引規制

第一節 インサイダー取引規制の歴史的展開

第一款 証券取引法の制定

第二款 インサイダー取引規制の導入背景および強化

第一項 導入の背景

第二項 規制強化

第三款 小括

第二節 インサイダー取引の規制目的

第一款 証券取引法の目的規定

第二款 判例の処罰根拠

第三款 保護法益論の諸説

第四款 検討

第五款 小括

第三節 インサイダー取引の法的規制の現状

第一款 インサイダーの定義

第二款 情報等の定義

第一項 内部情報

第二項 情報公開

第三款 禁止行為

第四款 小括

第四節 インサイダー取引の制裁体系

第一款	民事規制	
第二款	行政規制	
第一項	証取委	
第二項	行政処分	
第三款	刑事規制	
第四款	小括	(以上、本号)
第三章	アメリカにおけるインサイダー取引規制	
第四章	中国におけるインサイダー取引規制	
第五章	検討	
第六章	おわりに	
参考資料		

第一章 はじめに

第一節 問題の所在

日本には、一世紀以上にわたる証券取引の歴史があり、「明治一一年（一八七八）に東京株式取引所と大阪株式取引所が創設されたのが最初であった」¹。第二次世界大戦後、証券取引法²が制定され、多くの刑罰規定が設けられ、各種違反行為に対し直罰式の規制が採られた³。インサイダー取引については、当初、「不正取引行為」（本法157条）という抽象的な枠組みに内包されると解されたが、独自の処罰規定が設けられるまでは、157条〔不正行為の禁止〕によるインサイダー取引に対する刑罰の適用はなかった。

1980年代に入ると、日本は「インサイダー天国」とであると国際社会が

¹ 小林和子「株式取引の歴史」証券レビュー43巻11号（2003）70頁。

² 2006年6月7日の法改正（平成18年法律第65号）により、証券取引法が金融先物取引法などの投資商品に関する諸法に統合され、2007年9月30日に金融商品取引法に改題された。

³ 佐伯仁志「経済犯罪に対する制裁について」法曹時報53巻11号（2001）4頁は、「経済犯罪に対するわが国の制裁体系は、刑罰が『最後の手段』というより『唯一の手段』であって、刑罰を科さない場合には、違反者は何の制裁も受けないままになってしまう」とする。

ら批判され始め、国内では、1987年秋にタテホ事件が明るみで出るなど、こうした内外の状況が重なり、インサイダー取引に対する独自の処罰規定がようやく制定され、刑罰が科せられるようになった。

インサイダー取引に対する非刑事的抑止手段として、民事規制⁴と行政規制が考えられるが、これらの規制ツールが整備されていない。

① 損害賠償請求の目的は事後の損害回復にほかならないが、最終的には、加害者の金銭的負担となるから、抑止の一面もある。神崎克郎は、民事規制の位置づけについて、損害賠償請求を「規制の方法」として取り上げ、早くからインサイダー取引に対する制裁体系に関する積極的な考え方を示されていた⁵。また、神山敏雄も、損害賠償請求を積極的に活用することによる規制効果、および行政規制と刑事規制との相互的役割を重視すべきであると提唱されている⁶。違法な行為について、高橋則夫は、「損害賠償は、違法行為に対する第1次的に賦課されるサンクションであり、刑罰は、違法行為に対する第2次的に賦課されるサンクションと位置づけられる」⁷と主張されている。しかし、現実(東京地判3・

⁴ 本稿でいう「民事規制」には、懲罰的ないし制裁的な意味が含まれていないことに注意されたい。インサイダー取引に対する損害賠償について、アメリカ法では、懲罰的損害賠償の適用が否定されており(取引所法20A(b)(1))、日本法でも、「正面から制裁的賠償を認めた判例はほとんどない」(田井義信「制裁的賠償説——その理想と現実——」古賀哲夫＝山本隆司編『現代不法行為法学の分析』(有信堂、1997)170頁)。中国法では、「懲罰的賠償は主に契約に基づく消費関係に適用されており」(王勇、試論我国懲罰性賠償制度[J]、鄭州經濟管理幹部学院学報、2004、第19卷第3期:48)、証券法の条文上も、「インサイダー取引行為により投資者に損害をもたらした場合には、行為者は法律により賠償責任を引き受けるべきである」(証券法76条[内部情報利用の禁止]3項)と規定されているため、損害額以上の請求は「賠償責任」の範囲を超えるものになる。

⁵ 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。

⁶ 神山敏雄「証券罪と損害賠償責任(上)」判例評論527号・判例時報1800号(2003)164頁。

⁷ 高橋則夫「刑罰と損害賠償——刑法・民法における行為規範と制裁規範——」現代刑事法62号(2004)40頁。

10・29)⁸では、当事者間に取引があったこと（取引の因果関係）さえ認められず、「このような判例の理論をもってすれば、インサイダー取引によって損害を被った投資者は、その違法行為をした内部者から賠償金を取り立てる方法はない」⁹と批判されている。

② 行政規制について、証券市場における違反行為を抑止するための行政上の措置として、2005年4月1日に課徴金制度が新設されたが、実質的に不法利得の「吐き出し」を趣旨としている¹⁰ため、「制裁」として位置づけられておらず、また、専門に証券市場を監視する非独立の行政機関として、1992年7月20日に証券取引等監視委員会（Securities and Exchange Surveillance Commission、略称 SESC、以下「証取委」という）が発足されたが、その権限も限定的であり、また人員も決して十分とはいえない。

以上のように、インサイダー取引を取り巻く規制環境を見る限り、日本がインサイダーにとって依然として「天国」であり、それを規制する体制は必ずしも十分とはいえないように見受けられる。また、刑事告発の件数の推移¹¹から見て、刑事規制が如何ほど実効的なものであったかについても、素直に肯定できない。

日本における直罰式の規制が如何ほどの規制効果を果たしているかに

⁸ 金融・商事判例898号（1992）29～33頁、金融法務事情1321号（1992）23～28頁。

⁹ 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、第7版、2005）370頁。

¹⁰ もちろん、「課徴金制度の趣旨目的は違反行為による経済的利得の吐き出しではなく違反行為の抑止である」（三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任：条解証券取引法』（金融財政事情研究会、2005）93頁）とする見解もある。しかし、課徴金の計算は「違反行為によって得た経済的利得相当額を基準とし」（同前、13頁）ており、そのことからすれば、吐出しの性格が否定できないのではないと思われる。

¹¹ 1989年4月1日インサイダー取引規定が明確化された以降の告発件数に関する事務年度統計（＊告発年月日順。＊＊事務年度：7月～翌年6月）

H 1 年度	H 2 年度	H 3 年度	H 4 年度	H 5 年度	H 6 年度	H 7 年度	H 8 年度	H 9 年度
1 件	1 件	0 件	0 件	0 件	2 件	0 件	3 件	1 件
H10年度	H11年度	H12年度	H13年度	H14年度	H15年度	H16年度	H17年度	H18年度
4 件	1 件	2 件	3 件	5 件	6 件	6 件	5 件	9 件

データ出典：資料版商事法務244号（2004）208頁、証券取引等監視委員会編『証券取引等監視委員会の活動状況・平成19年』（大蔵財務協会、2007）123～146頁。

ついて、これまで必ずしも十分な検証がなされてこなかった。本研究は、この空白を埋めるべく、アメリカ法および中国法との比較を通じて、日本法の問題を検証するものである。

また、証券取引のグローバル化とともに、インサイダー取引行為に対する法規制も、世界規模でなされている。こうした潮流の中で、**日本におけるインサイダー取引規制の在り方は如何ほど世界と整合しているか**についても、検証する必要がある¹²。

第二節 研究の方法

(1) 法システムとしては、民事法・行政法・刑事法が相互補完的に機能して初めて、実効的な規制が可能となろう。インサイダー取引のような資本市場および国民経済と密接に関係する逸脱行為に関しても、刑事規制だけで対応するのは妥当せず、刑罰だけで抑止機能が果たせるとも考えにくい。本稿では、インサイダー取引の抑止に主眼を置き、上記三分野からなる制裁体系について考察することにする。

被害者救済ならびに刑法の補充性、謙抑性、ウルテム・ラチオの原則を重視する観点から、以下では、民事規制・行政規制・刑事規制の順で

¹² 国際的な動向を睨んだものとして、1988年5月、旧大蔵省証券局長の藤田恒郎は、「近年、証券取引の国際化及びそれに伴う我が国証券市場の国際化の進展には著しいものがある。こうした中で、最近、米国・英国等を中心に内部者取引に対する規制の強化ないし新規立法の動きが相次いでおり、我が国もこれらの国際的な規制に足並を揃える必要が出てきている。また、国内においても、昨年秋頃より内部者取引についての社会的関心が高まっているところである」(資本市場研究会編『内部者取引の規制の在り方について——証券取引審議会報告——』(資本市場研究会、1988)冒頭)と、国際的観点からのインサイダー取引規制の法整備の必要性を強調した。

近時、2006年6月7日の法改正(平成18年法律第65号)の際、「金融・資本市場のグローバル化が一層進展する中で、わが国の市場インフラを国際的に普遍性のあるものとし、わが国市場の国際的地位の向上を図ることが重要である」(松尾直彦＝岡田大＝尾崎輝宏「金融商品取引法制の解説(1) 金融商品取引法制の概要」商事法務1771号(2006)6頁)ことを改正の背景に挙げるなど、国際化を意識した法改正が目指されている。

検討することにした。

(2) 本研究は、アメリカ法および中国法を対象とする比較法の形式で行う。

日本の証券取引法は、アメリカ法の証券法 (Securities Act of 1933、以下では、中国の「証券法」と区別するため、「証券法 (1933)」と表記する) および証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934、以下「証券取引所法」という) を母法として、1948年 (昭和23年) に制定されたものである。その後、連合国軍最高司令官総司令部 (General Headquarters/Supreme Commander for the Allied Powers、略称 GHQ/SCAP、昭和20年9月8日から昭和27年4月28日まで日本に進駐していた。日本では一般的に「GHQ」という)¹の引き上げにつれて、7年近く統治された反動で、証券取引委員会が撤廃されるなど、証券取引法におけるアメリカ法の色彩が次第に拭い去られ、いわば日本社会に適するように法改正が重ねられてきた。自主性を取り戻してから、証券取引法が挿し木にさらに接ぎ木したように、母法と異なる方向性と空間が与えられた。その結果、タテホ・ショックを直接の契機とする法改正 (1989年) までは、インサイダー取引規制における進展は皆無であった。

しかし、アメリカ法におけるこの間のインサイダー取引規制の歴史を振り返ると、多くの判例理論が打ち出され、正しく黄金時代が築かれていた。今日においても、当時の法理論はなお重要な役割が果たされており、国際的にも大きな影響を及ぼしている。

(イ) 損害賠償請求の直接の目的は抑止予防ではなく、損害の回復である。しかし、加害者の金銭的負担となる側面を捉えれば、刑罰と同様、一定の抑止効果が期待できる²。とはいえ、インサイダー取引に対する民事責任の法整備を整えている国は少ない。その理由は、証券取引所で集中的に取引価格を競り合い、コンピューターにより自動決定されるほか、投資者の数も転売率も高く、同時に証券価格が瞬時に変化するなど、証券の価格形成に影響を及ぼす原因も多種多様であることから、誰が真

¹ 「連合国軍」といっても、その構成員の殆どは、アメリカの軍人と民間人によって構成されていた。

² 蕭灼基主編、中華人民共和国証券法実務全書：下冊 [M]、北京：中国民主法制出版社、1999、2310。神山敏雄「証券罪と損害賠償責任 (上)」判例評論527号・判例時報1800号 (2003) 164頁。

の被害者か、誰がどれほど被害を被ったかを確定することがしばしば困難であるからである³。中でも、もっとも困難な問題は因果関係の立証である。要するに、相対ではない証券取引所取引においては、加害者（インサイダー）と被害者（インサイダーの取引相手）との間の取引経緯の因果的結び付きは確認し得ないのである。日本では、因果関係が認められず原告が敗訴した判例（東京地判平3・10・29）⁴がすでに出ている。この点、アメリカ法では、「信託の推定」による認定プロセスがあるほか、「同時取引説」を採れば、因果関係の立証が不要になる。「信託の推定」とは、いわゆる「市場における詐欺理論」における「間接的信託」を介して、投資者による不実開示に対する「直接的信託」を推定するものである。「直接的信託」が推定されれば、取引の因果関係も肯定される。実務においても、取引の因果関係は単なる信託であると認定され⁵、学説と同調している。一方、「同時取引説」とは、投資者と同時期に反対の取引を行った者には、賠償責任を負わなければならないという考え方であり、1988年に新設された証券取引所法20A条（以下「取引所法20A」という）において明文化された。すなわち、同時取引説がダイレクトに同時期の取引相手の責任を認め、（取引と損害の）因果関係の立証を不要にしたのである。

アメリカ法では、インサイダー取引に対する損害賠償の明確な規定がない時代でも、最高裁は証券取引所法規則（Rule under Securities Exchange Act of 1934、以下「証券取引所法規則」という）10b-5〔操作的または欺罔的な手段の使用〕（以下「規則10b-5」という）に基づく黙示の私訴権が認められていた⁶。対照的に、日本法の場合は、インサイダー取引に対する損害賠償請求はあくまでも民法規定（709条）に基づかなければならず、相場操縦（金融商品取引法160条〔相場操縦行為等による賠償責任〕）とも異なる取り扱いを受けている。そればかりか、一般投資者がインサイダーに対して損害賠償請求権を有するか否かの議論すら十分になされていない。

（ロ）行政規制には、行政監督機関と行政制裁の二点が含まれる。証券

³ 陳曉．論対証券内幕交易的法律規制[J]．民商法論叢，1996，第5巻：103．

⁴ 金融・商事判例898号（1992）29～33頁、金融法務事情1321号（1992）23～28頁。

⁵ Wilson v. Ruffa & Hanover, P.C., 844 F.2d 81 (2d Cir. 1988)．

⁶ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976)．

取引法が制定された当初では、アメリカの証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下「SEC」という）をモデルに日本版証券取引委員会が創設されたが、GHQの撤退にともなって廃止され、旧大蔵省の内部で新たに証券取引審議会が立ち上げられた。しかし、独立性の面では、大きく後退するものであった⁷。その後、1992年に、旧大蔵省の内部で独立した形で証取委が発足されたが、違反事件の調査ないし物件の検査・領置する権限を有するが、立法権や「行政上の措置」としての課徴金を決定する権限が与えられなかった。業務の一環として告発もできるが、公訴権がなく、検察任せとなっている。SECと比べて、その権限と規模は著しく見劣っている。最前線で活躍するプロフェッショナルの証取委に一定の立法権ないし処罰権を付与せず、あくまで議員立法による法的規制に頼るとすれば、果たして適時・適切なインサイダー取引規制は期待できるだろうか。もちろん、法の安定性や峻厳性から、安易な立法権の付与は危険である⁸が、今日までのインサイダー取引規制の軌跡＝「刑罰を無原則的にいとも簡単に引き上げ」⁹てきた経緯を見る限り、それが最善であったとは言い難いように思われる。

一方、行政制裁について、2005年に課徴金制度が新設されたが、それは不法利得の「吐き出し」を趣旨とする行政上の措置であり、「罰」や「制裁」としての位置づけはなされていない。アメリカ法では、行政上のエンフォースメントとして、吐き出しと民事制裁金が注目に値する。それぞれが、不法利得を吐き出させる機能（吐き出させた不法利得が被害者に分配されることになっている）と制裁・抑止機能を担っている。課徴金制度も実質的にはこの二つの機能を併せ持つが、吐き出された不法利得は被害者に分配されず国庫に収められることになっており、また、抑止を意図しているにもかかわらず、「制裁」とはいわず、あくまでも「金銭的負担を課す行政上の措置である」¹⁰とされている。

(イ) 日本のインサイダー取引規制がもたらした刑罰の観点からなされて

⁷ 神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987）74頁。

⁸ 中山研一ほか編著『経済刑法入門』（成文堂、第3版、2001）366頁〔前野育三〕。

⁹ 中山ほか編著・前掲注（8）173～174頁〔神山敏雄〕。

¹⁰ 証券取引等監視委員会編『証券取引等監視委員会の活動状況・平成19年』（大蔵財務協会、2007）10頁。

いる。国際批判およびタテホ・ショックからなされた法改正により、刑罰法規が制定されたが、民事規制および行政規制の整備が行われなかった。しかし、今日まで継続されてきた直罰式の規制政策について、①刑事規制のみの制裁体系は、当座の方策として妥当性を有する¹¹としても、いまなお適合するのだろうか、経験やノウハウを蓄積しているいまこそは正に過渡すべき時期ではなかろうか、また、②保護法益論の独走は、規制目的論という大きな視座から見れば、極めて限定的ではないだろうか、といった疑問を持たざるを得ない。一方、アメリカ法では、民事か刑事かの区別は必ずしも明確でない¹²けれども、制裁体系的には、民事規制・行政規制・刑事規制からなる構造はしっかり構築されている。経済学の理論を基礎とする法理論も打ち出されるなど、学際の垣根に囚われない姿勢を見せている（経済犯罪の観点からすれば、そのような取り入れもある意味で当然であろうと思われる）。

直罰式のインサイダー取引規制しか用意されなかったことについて、母法のアメリカ法に立ち返り、その後の半世紀以上の法理論の発展や蓄積を見ながら、民事規制および行政規制をも包摂した検証が必要であろう。ここまでは日本法とアメリカ法の関係である。

(3) もう一つの比較対象として、中国法を検討することにする。急激な経済発展を遂げており、しかもかつて無いほど経済的連携を強めてきた両国では、インサイダー取引の制裁体系について、如何なる異同が存在するかに関して、体系的に検証されることはなかった。本稿では、中国法との比較を通じて、日本法に対する有益な示唆を析出したい。

中国では、証券法の立法こそは日本より遅れたものの、インサイダー取引に対する実質的な規制の時期は、1年ほどの開きしかなかった¹³。

¹¹ 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、24頁〔神崎克郎報告〕。

¹² 石黒一憲「アメリカの懲罰的損害賠償制度と“国境”——萬世工業事件を契機として——」総合研究開発機構編『経済のグローバル化と法』（三章堂、1994）297頁。

¹³ 中国における最初のインサイダー取引（行政）規制が、1990年10月12日に、中国人民銀行により制定された「証券会社の管理に関する暫定弁法」であったのに対し、日本では、1989年4月1日に、初めてインサイダー取引規制に用い

制裁体系や規定の体裁の面でも、多くの国々の立法技術が参考され、日本法と大きく異なる。

(二) 損害賠償請求については、因果関係の証明などの理論的な未解決事項があるため、今のところ機能しておらず、結果的に日本と同様である。しかし中国法では、インサイダー取引に対し、明確にその賠償責任を認め(証券法76条[内部情報利用の禁止]3項)、なおかつ、刑事責任・行政責任と同時に追及されるとき、民事責任(賠償金)が優先的に執行されるべきことが明記されている(証券法232条[民事賠償責任の優先])。すなわち、損害賠償請求が規制のツールとして整備されているのである。損害賠償請求が機能していない原因は、2001年9月21日、不実開示に対する損害賠償訴訟における因果関係の証明が困難であったことから、最高人民法院¹⁴が、インサイダー取引・詐欺・相場操縦などの行為による損害賠償訴訟に対する審理能力が人民法院にはまだ備わっていないことを理由に、暫定的にそれらによる損害賠償請求の提起を受理しない旨の通達を緊急措置として全国の人民法院に伝えたことにある。そして、2003年2月1日、最高人民法院は、打開策として証券市場における不実開示による損害賠償の案件の受理に関する規定を打ち出したが、インサイダー取引に対する損害賠償訴訟に関する打開策は打ち出せなかった。簡単な比較をすれば、日本法では、審理の過程で、現行民法法理の下での因果関係の認定が成功しなかったのに対し、中国法では、因果関係などの認定に必要な能力が人民法院には備わっていないことを理由に、提訴そのものが門前払いされているのである。

インサイダー取引行為の賠償責任が優先される(「民事賠償責任最優先の原則」とする中国法の規定は極めて特徴的に見える。日本法には、同様の規定が設けられていない。この原則はすなわち、インサイダー取引により、民事責任・刑事責任・行政責任が同時に問われる場合、民事責任(賠償金の執行)が最優先されるというものである。しかし、①損害賠償の提起があくまで被害者の自由な判断に委ねられているため、なかなか提起

うる独自の規定が導入され、実質的な(刑事)規制が始められた。他方、中国におけるインサイダー取引に対する刑事規制が1997年10月1日に開始された。

¹⁴ 日本の最高裁判所に相当する。

に踏み切らない場合、この原則が如何に運用されるか、②行政責任（過料）や刑事責任（罰金）が執行された後、かつ被告にはもう余剰の財産がなく、損害賠償が提起され賠償金が確定された場合、民事責任（賠償金）が如何に優先されるかなどの理論的な問題をもっと詰める必要があるが、この原則が有効に機能すれば、原告（投資者保護）にとって極めて有益な武器となろう。

(ホ) 「わが国では、刑事制裁を偏重する外国と違って、インサイダー取引行為に対して、基本的に行政規制が用いられている」¹⁵。インサイダー取引に対する規制の軌跡を見ても、最初は行政法規の制定から始まっている。いくつかの行政法規を暫定条例や弁法の形で試行させ、一定の経験・ノウハウを得てから、証券法および刑法に吸収させ整備する方法が採られてきた。証券法（行政規制）の対象行為は、証券の発行および取引に関わるインサイダー取引行為のほかに、内部情報を漏洩する行為およびインサイダー取引を勧奨する行為も含まれる。こうした違反行為に対して、行政罰を与え、軽微な段階での規制・抑止が図られている。対照的に、日本法の場合、違反さえすればすべて刑事規制の土俵に持ち込み、軽重を問わず刑事罰で規制している（直罰式）。

他方、証券行政を監督する行政機関として国務院¹⁶に直属する中国证券监督管理委员会（China Securities Regulatory Commission、略称 CSRC、以下「証監会」という）には、証券市場を規律するための立法権および行政罰（過料）の決定権が与えられているのに対し、日本では、旧大蔵省（内部に、下部組織としての証取委があり）に属していた金融・証券の監督権限が、1997年12月の法改正により剥奪され、行政処分権は総理大臣が有するようになった。すなわち、中央に集権されたのである¹⁷。以上のように、証監会は証取委より遙かに強力な機関となっており、地位的違いも明らかである。

(ヘ) 中国法では、インサイダー取引などの行為が犯罪を構成する場合、行政規制のほかに、刑事責任の追及も受ける。刑事規制の対象行為は、

¹⁵ 張軍主編、破壊金融管理秩序罪 [M]、北京：中国人民公安大学出版社、2003. 237 [于志剛]。

¹⁶ 日本の内閣に相当する。

¹⁷ 中山ほか編著・前掲注（8）174頁 [神山敏雄]。

証券の発行および取引ならびに先物の取引に関わるインサイダー取引行為のほかに、内部情報を漏洩する行為も含まれる。刑事責任について、二段階の法定刑が設けられ、「犯情が重大である場合には」、5年以下の自由刑ないし不法に得た利得の1倍以上5倍以下の財産刑に処し、またはこれを併科する、「犯情が特に重大である場合には」、5年以上10年以下の自由刑と不法に得た利得の1倍以上5倍以下の財産刑を併科する(刑法180条[インサイダー取引・内部情報漏洩の罪])。法人が違反となった場合、財産刑が科されるほか、その直接責任者など(自然人)には自由刑が科される。日本法では、規制対象とされるのはインサイダー取引行為のみ、自然人に対する「5年以下」若しくは「500万円以下」の法定刑および法人に対する「5億円以下」の法定刑が設けられている。財産刑の算定基準について、自然人につき「500万円以下」、法人につき「5億円以下」の罰金となっているが、その額以上に不法に利得した場合は、没収・追徴規定でカバーされているため、やり得にはならない。

以上のように、中国法では、民事規制・行政規制・刑事規制による三方面の制裁体系が完備されているのに対し、日本法では、刑事規制以外の規制ツールは存在せず、導入された課徴金制度も不法利得の吐き出しを趣旨とする「行政上の措置」にすぎず、インサイダー取引の制裁体系としてカウントされがたい。総じて、中国法は新しいがゆえに、多くの国々の進んだ立法技術が参考され、例えば、規定の体裁や対象とされる行為類型について、ドイツ・フランス・イギリスと酷似し、また、スイスやベルギーまたはオランダと同じく、刑法典に刑罰規定が置かれている。こうした点では、もっぱらアメリカ法を参考してきた日本法と随分異なる。ここまでは日本法と中国法の関係である。

(4) 加えて、日本法におけるインサイダー取引規制の体裁は構成要件規定と責任規定が別個になっているため、一般人はおろか法律家にとっても「きわめて読み難く硬直した規定であ」¹⁸り、国民に対する行為規範として、果たして如何ほど明快なものになっているかは極めて疑問である。

¹⁸ 前越俊之「内部者取引の防止と責任」沢野直紀＝高田桂一＝森淳二朗編『企業ビジネスと法的責任』(法律文化社、2000) 346頁。

以上、三ヶ国における民事規制・行政規制・刑事規制、計九つの領域にわたるインサイダー取引に対する規制ツールを概観してきた。直罰式のインサイダー取引規制の当否を検証するにあたっては、民事規制および行政規制に関する検討が避けられず、その意味で、総合的な比較研究にならざるを得ない¹⁹。

第二章 日本におけるインサイダー取引規制

証券取引法は戦後、アメリカの証券法（1933）および証券取引所法を母法として整備されたものである¹。その中、インサイダー取引規制にあたる条項として、アメリカの証券取引所法10(b) [操作的または欺罔的な手段]（以下「取引所法10(b)」という）²・規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用]³に

¹⁹ 中国の法制度の現状は連邦制国家のように、国防や外交などの特殊な分野を除き、法域別の体系化が保たれ運用されている（梁桂芝，“一国兩制”下我国法制建設的新發展 [J]．哈爾濱市委党校学报，2004，第6期：63）。本稿で用いる「中国」や「中国法」の表現とは、もっぱら社会主義体制を採っている大陸地域およびその法律に限定していることに注意されたい。他方、「アメリカ法」という文言について、もっぱら連邦法（federal law）を指しており、州レベルのブルー・スカイ法（blue sky law）については、ここでの直接の検討対象としていない。

¹ 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法』（有斐閣、新版、1984）30～31頁、田中誠二＝堀口亘『コンメンタール証券取引法』（勁草書房、再全訂版、1996）4頁、堀口亘『最新証券取引法』（商事法務研究会、新訂第4版、2003）1～2頁、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、第7版、2005）7～8頁。詳しい過程について、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頁を参照されたい。

こうしたアメリカ法の継受について、「横文字を縦文字に直しただけ」（神崎倫一ほか『証券改革』（東洋経済新報社、1991）2頁 [神崎倫一]）とも批判されている。

² Section 10 — Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any

security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

取引所法10 [操作的または欺罔的な手段] : 如何なる者も、直接たると間接たるとを問わず、洲際通商手段または郵便若しくは全国的証券取引所 (national securities exchange) を利用して、次の行為を行うことは違法である。

(b) 全国的証券取引所に登録された証券または登録されていない証券の売買若しくは証券による交換契約に関連して、SEC が公共の利益あるいは投資家の保護のために、必要または適切と認めて制定する規則に違反して、操作的 (manipulative) または欺罔的 (deceptive) な手段または作為 (device or contrivance) を使用すること (本条の翻訳は、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) 309頁の邦訳を参考した)。

³ Rule 10b-5 — Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- a. To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
- b. To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
- c. To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.

規則10b-5 [操作的または欺罔的な手段の使用] : 「いかなる者も、州際通商の方法もしくは手段、あるいは郵便、または国法証券取引所の施設を用いて、証券の購入または売却に関して、直接または間接に、次の行為を行うことは違法である。

- (1) 詐取 (defraud) するための策略 (device), 計略 (scheme), または技巧 (artifice) を用いること,
- (2) 重要な事実について真実でない (untrue) 記載を行い、またはそれが作成された状況にかんがみ、記載につき誤解を避けるために必要な重要な事実を記載することを省略すること、または,
- (3) いずれかの者に対して詐欺 (fraud) もしくは欺瞞 (deceit) となり、ま

類似する旧規定58条〔禁止される不正取引行為〕が制定された。後続法の金融商品取引法157条〔不正行為の禁止〕にあたる。それらの条文には、いずれもインサイダー取引の行為類型を明記していないため、運用にあたっては補充的解釈が必要であった。アメリカ法では、判例理論の積み重ねや学際的な理論の取り入れなどにより理論化され、インサイダー取引行為などを「市場における詐欺」として捉えているのに対し、日本法の場合は、いわゆる「不正行為」の行為概念が何を指すかを明確せず⁴、そのため、法改正（インサイダー取引の行為類型の確立）されるまでは、適用例はなかった。

法改正後、インサイダー取引に対する規制が可能になったが、刑罰以外の規制ツールはなかった。

第一節 インサイダー取引規制の歴史的展開

証券取引実態および法制度の違いから、日本の近代証券史を戦前と戦後に二分することができる¹。以下では、とりわけ戦後の「証券取引法」

たはなるおそれがある行為、慣行または営業方法をとること」（ルイ・ロス著＝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』（商事法務研究会、1989）819頁〔牛丸與志夫〕）。

⁴ ただ、無価値に等しい株式を市場性があるように見せかけるため、権利移転を目的としない偽装の取引が行われた事例では、「証券取引法第五八条第一号にいう『不正の手段』とは、取引所取引だと、店頭取引だとを問わず、有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとし入れることによって、自ら、または他人の權益を計ろうとすることであると解するを相当とする」（東京高判昭38・7・10下刑集5巻7・8号652頁）と判示されている。

¹ 石塚一正『改正証券取引法要論』（文雅堂銀行研究社、再版、1967）9～10頁は、「戦前においては、株式の大部分が、一部資本家の所有に偏し、証券取引所も、専門家の投機の間ともいえる状態であったから、証券投資は、大衆にとって、いわば無縁のものということができ、従って、一般に証券に関する知識の低かったことは、当然の帰結であった。しかし、終戦を境にして、これらの事情は一変し、日本経済の民主化は、企業の所有の民主化によって、初めて達成されるものとして、株式の大衆化が図られ、従来の財閥に代って、大衆が

に照準を当て、証券取引法制定の経緯や背景およびインサイダー取引規制に関する立法・強化を概観することにする。

1948年(昭和23年)に証券取引法が施行されたが、1989年(平成元年)の法改正までは、インサイダー取引に対して、あくまでも「不正取引」(例えば、1949年(昭和24年)の証券取引法58条[禁止される不正取引行為]、1988年(昭和63年)の証券取引法58条[不正取引行為の禁止]など)という包括的な枠組みで対処しようとした。包括的な条項が設けられた理由について、「証券をめぐる取引は複雑で変化も激しく、立法当時予想しなかった不正行為の手口が新しく考案される。それに対処して同法の目的を実現するには、不正行為を包括的に禁止する一般規定が必要である。五八条はそのためになされている」²とされている。そして社会的にも、インサイダー取引による利得が正当な報酬として受け止められていたことさえあった³。こうした状況の中で、日本は、「インサイダー天国」であると指摘されるまでは、問題に十分な認識を持たず、また、タテホ・ショックに見舞われるまで

証券市場のあらたな担い手として登場してきた。それで、証券市場において産業資金を円滑に調達するためには、これらの未経験な投資家を保護して、その資金を大量に証券市場に導入することが必要となってきたが、従来の民商法においては、当事者の自由活動を、その理念とするものであるから、いわば対等の立場にあるもの相互間の利害調整に主眼を置いて、有価証券に関する諸規定を設けているが、戦前の証券取引は、主としてこれを専門とする者の間で行われていたから、それでまず支障はなかった。しかしながら、戦後の証券に関する知識に乏しい大衆投資家を、証券取引を専門とする者と、最初から対等の立場において、自由な取引をさせるときは、往々にして投資家の利益が害されることが多いから、本法〔戦後の証券取引法を指す一筆者注〕は、このような証券取引については、素人ともいべき一般投資家が、証券の発行者、引受人、証券会社など、いわゆる証券の発行から流通までの各過程において、専門の業務を営む者との間に、有価証券取引を行う場合には、前者に対して、特別の保護を加えると共に、後者については、民商法で要求するよりも重い責任と義務を課することによって、両者を対等の立場においた上、投資家の自由な判断と責任で、証券投資をなし得るようにしたものである」とする。

² 龍田節「証券取引法五八条一号にいう『不正の手段』の意義」別冊ジュリスト100号(1988)144頁。

³ 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』(有斐閣、第7版、2005)348頁。

は、ことの深刻さに気づかなかった。

第一款 証券取引法の制定

戦後復興のため、日本は国内経済を再建する必要があった。「しかし、財閥が解体されたために宙に浮いた株式は、誰かに引き受けてもらわなければならなかったが、引き受け手がおらず、株式の供給過剰となって株価は下がる一方だった。そこで、国民大衆に株式が売り出されることになった。証券民主化運動の始まりであった。そのためには、それまでビルの中や公園等に証券業者が集まって、ささやかにいわゆる集団取引を行っていたものを、一定のルールによって売買することが必要となってきた。そして、ようやく法律の制定と証券取引所の再開必要となってきたのである（もっとも、証券関係者は早くから証券取引所の再開を望んでいたが、GHQ が首を縦に振らず、関係者はGHQにお百度参りをしたということである）」⁴。

証券取引法の整備作業が、GHQ の統治下で、証券行政担当官の Thomas F. M. Adams により行われた⁵。1946年（昭和21年）5月に、日本独自で作られた証券取引所法の改正案をGHQに提出したが、却下された。そして、1947年（昭和22年）3月4日、証券法（1933）および取引所法をモデルに制定された法案が国会で成立したが（以下「昭和22年法」という）、GHQはこれに満足せず、証券取引委員会の部分のみが同年7月23日に施行させ、他の部分が全面的改正を迫った。その後、さらにアメリカ法を多く取り入れた法案は翌年4月に成立し（昭和23年法）、GHQもこれを承認したため、翌月6日に、証券取引法がようやく施行される運びとなった。

証券取引法の施行には、国外で以下の背景があった。

証券取引法および証券市場の整備は急務とはいえ、GHQとの関係で、まず、彼ら（アメリカ）の同意を得る必要があった。その決定的要素となったのは、中国本土における共産主義の躍進であった⁶。こうして、共産

⁴ 河本＝大武・前掲注（3）7頁。

⁵ 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）46～51頁。

⁶ 中国本土における共産主義の躍進は日米関係および日米経済に及ぼした作用

主義に対する危惧から、「サン・フランシスコ講和条約」を手段に、日本を「反共の砦」にしたいアメリカの思惑が、自ら作出した戦禍からの脱却を図りたい日本の国策と一致した。さらに、朝鮮特需は、再建に滑り出した日本経済を押し上げ⁷、事後的に、証券取引法の施行ならびに証券市場の繁栄にとって、重要な追い風となった。

第二款 インサイダー取引規制の導入背景および強化

「日本はインサイダー天国といわれながらも、長年、その犯罪性について国家機関、証券取引所、投資家サイド、一般国民等においては必ずしも切実な社会的問題として認識されてなかった⁸ので、その対策の必要性も強調されていなかった⁹」。このように、インサイダー取引などの規制に対し、消極的姿勢を採っていた日本⁹は、国際批判とタテホ・ショツクの二重の痛手で、ようやく立法化に動き出した。

第一項 導入の背景

について、「23年の春から初夏にかけて、中国共産党が全中国を制圧して、広い全土を赤色勢力のもとに新しい中国を生み出そうとする情勢に対応して、日本占領軍、ことに、米国の日本にたいする管理政策が大きく転換され、日本経済の再建にきわめて有利に変化し始めた」（住ノ江佐一郎『わが国証券理論の展開と文献』（千倉書房、1981）123頁）と述べている。

⁷ 朝鮮戦争は日本経済に及ぼした作用について、「この動乱は戦後のわが国経済にとって、その復興の契機をあたえたということで非常に重要な役割を演じた」（住ノ江・前掲注（6）138頁）と述べている。

⁸ 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）82頁。

⁹ 1976年（昭和51年）5月11日、旧大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会は、「株主構成の変化と資本市場のあり方について」と題する大蔵大臣への報告において、「今後の不公正取引規制の方向」が検討され、「内部者取引、相場操縦等の不公正取引を法律により嚴重に規制することは、立法技術的にもきわめて困難であるし、また、あまり細かく法律で規制すると取引の円滑性を阻害するおそれが生ずるので、慎重な取扱いが必要である」（大蔵省証券局年報第14回（1976）58頁）とされた。

包括的な規定を改め、インサイダー取引規制の明確化・具体化の立法が、国際批判される前にすでに提唱されていた¹⁰。しかし、国際批判と国内事情の発生までは、その動向はなかった。

1984年（昭和59年）、Lawrence Repeta¹¹が論文を発表し、日本の株式市場がインサイダーの天国（an insider's paradise）であると批判し、さらに、インサイダー取引を禁止する明確な法規定もなければ、そのような取引慣習を防ぐための努力もしていないと、当時の日本証券市場の病巣を指摘した¹²。

1987（昭和62年）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、280億円あま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。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、確証が得られず、「黒に近い灰色」の調査結果に終わった¹³。

タテホ化学工業の株式売却をめぐり、企業の内部情報を利用した不正取引を問題視した旧大蔵省は、1987年（昭和62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「ガイドライン」の検討を始めた¹⁴。

¹⁰ 神崎克郎「内部者取引の規制をどうすべきか」判例タイムズ423号（1980）5頁。

¹¹ Lawrence Repeta は、1975年に関西大学法学部の聴講生として初来日し、1980年に再来日、1984年まで「日本における証券取引の法的規制」とするテーマで日本証券市場の実態研究を行った。7年間近く日本に滞在した彼が、日本証券市場における株価操作の仕組みや仮名口座を利用した政治家の株式投資などについても詳しい（西井泰之＝西前輝夫「『リクルート王国』の落日——強制捜査で震えあがる人々〔含：インタビュー——ローレンス・レベタ氏『宮沢も竹下も同罪、即刻クビだ』〕」朝日ジャーナル30巻46号（1988）21頁）。

¹² Lawrence Repeta, “Declining Public Ownership of Japanese Industry: A Case of Regulatory Failure”, in *Law in Japan*, Vol.17, (1984), p.184.

¹³ 朝日新聞、1987年9月4日、12日、29日、30日、10月6日、朝刊。

¹⁴ タテホ事件について、「今回の証券不祥事は、証券関係者に衝撃を与えると

このように、1989年（平成元年）の法改正＝独自の規定が導入されるまでは、包括的な規定がすでにあったとはいえ、インサイダー取引に対して、証券取引法157条〔不正取引行為の禁止〕1号（金融商品取引法157条〔不正行為の禁止〕1号）の規定をもって、取り締まることができなかった¹⁵。その理由について、次の二点が挙げられている。「第一に、昭和六三年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はいるが、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」¹⁶。

同時に、多くの示唆も与えた。やや乱暴な言い方をすると、一国の株式市場が一人前になるためには、これくらい大きな衝撃を一回や二回は経験しなければならないのではないだろうか」（神崎倫一ほか『証券改革』（東洋経済新報社、1991）2頁〔神崎倫一〕）とする楽観的な見解も見られる。

¹⁵ インサイダー取引が明確に犯罪化された直後でも、依然として不純な市場状況は続いていた。「現実には、東京証券取引所は、一九九〇年の一年間に、マスコミでは表面化しないもので、不審な値動きをした銘柄を延べ三〇〇件近く審査の対象にしたとされている。しかし、いずれも刑事告発の対象にはならなかった」（板倉宏＝鈴木靖宏「インサイダー取引規制の保護法益に関する若干の考察」日本法學62巻2号（1996）3～4頁脚注4）。

¹⁶ 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会、新訂第2版、2003）243頁。

他方、神崎克郎は、「しかし、内部者取引がわが国において實際上厳格に禁止されているかという点、これを容易に肯定することはできないであろう。その理由として、少なくとも次の二つのことが指摘できる。一つは、内部者取引が、一定の場合を除いては、法令の上で必ずしも明確な形で違法なものとしていないことであり、他の一つは、内部者取引が実際上行われなくするための措置が十分に講ぜられてこなかったことである」（神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987）503頁）と分析している。

第二項 規制強化

1988年（昭和63年）、タテホ事件を契機に「証券取引法の一部を改正する法律」（昭和63年法律第75号）が可決され、翌年4月1日に、インサイダー取引規制に用いる独自の規定が施行され、刑罰が科されるようになった。改正前、1988年（昭和63年）の証券取引法58条〔不正取引行為の禁止〕の違反に対する罰則は、自然人に対して、「3年以下の懲役又は300万円以下の罰金」（同法197条2号）、法人に対して、「各条の罰金刑（300万円以下）」（同法207条1項）であったが、改正後、1989年（平成元年）の証券取引法190条の2〔内部者取引の禁止（一）―業務等の情報〕または同法190条の3〔内部者取引の禁止（二）―公開買付け等の情報〕の違反に対する罰則は、自然人に対して、「6月以下の懲役又は50万円以下の罰金」（同法200条）、法人に対して、「各条の罰金刑〔50万円以下―筆者注〕」（同法207条1項）であると、出足からかなり低い法定刑に押さえられた。

その後、1997年（平成9年）には「罰則の整備のた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）¹⁷が成立し、インサイダー取引に対する法定刑が、自然人に対する有期懲役刑を「6月以下」から「3年以下」に、罰金刑を「50万以下」から「300万円以下」に、法人に対する罰金刑を「50万円以下」から「3億円以下」に、一気に6倍ないし600倍にも引き上げられた。また、本改正では、インサイダー取引などにより得られた財産を没収・追徴する規定が新設された（金融商品取引法198条の2）。

さらに、2006年（平成18年）6月7日、「投資者保護の徹底と証券市場に対する国民の信頼を確保する観点から」¹⁸、「証券取引法等の一部を改

¹⁷ 本改正が1997年12月10日に公布され、同年12月30日に施行された。インサイダー取引のほか、不正取引、風説流布・偽計、相場操縦について、自然人に対する有期懲役刑を「3年以下」から「5年以下」に、罰金刑を「300万円以下」から「500万円以下」に、法人に対する罰金刑を「3億円以下」から「5億円以下」に引き上げられた。ちなみに、風説流布・偽計に関する法人処罰規定（両罰規定）が本改正で初めて設けられた。

¹⁸ 「『証券取引法等の一部を改正する法律』等（投資者保護のための横断的法制の整備）について」13頁（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/164/01/>）

正する法律」(平成18年法律第65号)¹⁹が可決成立し、インサイダー取引の自然人に対する有期懲役刑が「3年以下」から「5年以下」に、罰金刑が「300万円以下」から「500万円以下」に、法人に対する罰金刑が「3億円以下」から「5億円以下」に、さらに約1.7倍も引き上げられた。

このように、インサイダー取引に対する規制が刑事規制しかない中、強化策として、刑罰がいくとも簡単に引き上げられてきた。

理由こそ不明だが、「不正取引」の包括的枠組みからインサイダー取引の行為類型が確立されて以来、後者が前者よりかなり低い法定刑の状態は今日まで続いている。その差は、自然人に関しては2倍、法人に関しては1.4倍となっている。

一方、2004年(平成16年)6月9日、「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)の公布を受け、翌年4月1日に課徴金制度が施行され、「行政上の措置」としての抑止効果が期待されている。

第三款 小括

当初の証券取引法が成文法の形で移植されたものの、「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について、明確ではなかった。要するに、アメリカ法を移植した当初では、概括的なコモン・ローの規定を、厳格な適用が求められる大陸法に仕立て直し、かつ行為類型を確立する作業が怠られたゆえに、運用が妨げられたのである²⁰。

gaiyou/01.pdf)。

¹⁹ 本改正で可決成立され内容は2007年9月30日までに段階的に施行され、その第一陣として、2006年7月4日に、インサイダー取引などに関する罰則強化が施行された。

インサイダー取引のほか、不正取引、風説流布・偽計、相場操縦についても、自然人に対する有期懲役刑を「5年以下」から「10年以下」に、罰金刑を「500万円以下」から「1000万円以下」に、法人に対する罰金刑を「5億円以下」から「7億円以下」に引き上げられた。

²⁰ インサイダー取引の行為類型が確立される前の段階における日本とアメリカの運用実態の違いについて、神崎克郎は、「わが国の証券取引法五八条とは

とはいえ、証券取引法が、英米法を大陸法に加工したパイオニア的な存在であり、多少の瑕疵や不備があっても、理解できないことではない。むしろ、国際批判と国内事情の発生まで、その問題を放置したことが批判に値しよう。

第二節 インサイダー取引の規制目的

学界では、インサイダー取引の規制目的に関する議論は、主に保護法益の観点から展開されている。保護法益論の独走は、インサイダー取引の規制が刑事規制しかないことに起因すると思われる。以下では、規制目的について、証券取引法の目的規定および判例の処罰根拠または保護法益論の展開の三つの観点から考查することにする。

第一款 証券取引法の目的規定

証券取引法1条〔目的〕¹では、「国民経済の適切な運営」および「投資

は同趣旨の規定の下で、アメリカ合衆国では内部者取引の規制が厳格に行なわれているのに、わが国では、そのような法規制が殆んど行なわれていない。その理由として次のようなことがいわれる。第一に、アメリカ合衆国では、証券取引委員会の審決例および裁判所の判例の積み重ねによって証券取引委員会規則一〇b―五の下での解釈ができあがっているが、わが国ではそのような解釈が確立するような具体的な事件がない。たしかに、アメリカ合衆国には内部者取引に関する多くの審決・判決例が存在する。ただ、わが国でそのような審決・判決例がないことは、内部者取引が事実上存在しないことを意味しない。第二に、証券取引法五八条の文言が証券取引委員会規則一〇b―五より若干抽象的である。ただし、不公正取引の禁止についての両法令の抽象度の差はそれほど大きくない。しかし、たしかに証券取引法五八条は、詐欺的な行為の禁止規定としては明確であるが、内部者取引という特定のカテゴリーの詐欺的な行為の禁止としては抽象的にすぎるとの批判を受けるような規定をしている」(神崎・前掲注(10)5頁)と分析している。

¹ 本条が2006年6月7日の法改正(平成18年法律第65号)では、金融商品取引法1条〔目的〕に組み込まれ、「国民経済の適切な運営」の文言が「国民経済の健全な発展」に変更された。

者の保護」が目的に掲げられている。「投資者の保護」と「国民経済の適切な運営」を切り離して論ずるべく、「投資者の保護」こそが最重要であり、それによって、「国民経済の適切な運営」が実現されるとする説²に対して、「国民経済の適切な運営」と「投資者の保護」が相矛盾・相対立するように解釈・運用されるべきではなく、また、一方が他方の手段となるようなものでもないとする異論も見られる³。

一方、証券取引法の目的規定について、「これをどのように解釈するかであるが、『有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、かつ、有価証券の流通を円滑ならしめる』という具体的な目的を実現させるためには『国民経済の適切な運営及び投資者の保護』が基本になくしてはならないし、また『国民経済の適切な運営』を実現させるには、投資者に資金を、リスクのある直接金融への投資へ導くことになるので、

² 鈴木竹雄『商法研究Ⅱ 会社法(1)』(有斐閣、1971) 68～69頁は、「証券取引法は第一条において、同法が『国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、かつ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする』ことを宣言している。したがって、以上のすべてが証券取引法の目的とされているが、まず前段と後段とは、同じく目的といっても、文理上明らかに示されているように段階的な差異が存在するのみならず、さらに、前段に併記されている『国民経済の適切な運営』と『投資者の保護』との間にも実質的にみて段階的な差異が存するのではないかと思う。ただし、『国民経済の適切な運営』といっても、それは『投資者の保護』と別個無関係な『国民経済の適切な運営』が考えられているわけではなく、『投資者の保護』によってその実現が期待される『国民経済の適切な運営』が考えられているにすぎないのである。換言すれば、投資者の保護をはかれば、当然その結果として国民の証券投資が盛んとなり、ひいては資金が産業資本に結集し資本の蓄積に資することが期待されるけれども、証券取引法からいえば、それは間接の効果であって、直接意図されているものは投資者の保護にはかならない。したがって、証券取引法はすべて投資者の保護を法形成の要因として組み立てられているといつてよいと思う」とする。

³ 神崎克郎『証券取引法』(青林書院、新版、1987) 33頁は、「証券取引法の究極の規制目的である国民経済の適切な運営と投資者の保護とは、両者が相矛盾し、相対立するように証券取引法が解釈、運用されてはならないが、両者が共に達成されるべき証券取引法の目的であり、必ずしも、その一方が他方の手段となるものではない」とする。

そのためには投資者保護が根底になくなくてはならず、結局、証券法の究極の目的とは投資者の保護であるということになる」⁴とされ、また、「証券取引法の重要な目的の一は、『消費者』たる投資者の権利の保護にある。この点において、証券取引法は投資者保護法であるともいえよう」⁵とされるなど、「投資家の保護」こそが証券取引法の目的であると強調されている。

他方、投資者保護と自己責任の対比から、「証取法は証券市場の機能を確保し、そこでの公正な価格形成を確保することを第一の目的とし、そのための前提条件を整え、投資家の自己責任原則を貫くための環境(市場条件)を提供することを基本的使命とするもの」⁶であるとされている。すなわち、①証券取引法のもっとも目的は証券市場の整備であり、自己責任原則がそれを前提としている、②公正な市場が確立されていれば、投資者を保護する必要性は特にないという見解である。

ところで、証券取引法1条に掲げられる「国民経済の適切な運営」の文言について、それは規定上よく見られる慣用語にすぎないと以前から指摘されている⁷。すなわち、「投資者の保護」こそが証券取引法の真の目的、あるいは、唯一の目的であるという。

投資者保護の具体的内容について、証券取引審議会の報告書では、「開示主義を基本としている我が国証券取引法制度の下では、投資者保護の内容は、①事実を知らされないことによって被る損害からの保護と、②不公正な取引によって被る損害からの保護とからなる」⁸とされている。その用語(「損害」)からすれば、いわゆる投資者保護はもっぱら被害者に対する損害賠償を指していることが窺える。すなわち、投資者の被った

⁴ 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』(有斐閣、第7版、2005) 4頁。

⁵ 岸田雅雄「証券取引法と消費者保護」民商法雑誌90巻2号190頁。

⁶ 上村達男「投資者保護概念の再検討——自己責任原則の成立根拠——」専修法学論集42号(1985) 4頁。

⁷ 石塚一正『改正証券取引法要論』(文雅堂銀行研究社、再版、1967) 12頁は、「本法では、これ〔「国民経済の適切な運営」を指す一筆者注〕を『投資者保護』と並行的に掲げているが、これは特別な意味を有するものではなく、前後に施行された経済法中に屢々見られる慣用的用語」であるとする。

⁸ 大蔵省証券局年報第14回(1976) 55～56頁。

損害に対する事後の救済や補てんが保護の内容である。

第二款 判例の処罰根拠

1989年（平成元年）法改正後、刑罰（罰金刑）が科されたマクロス株事件判決（東京地判平4・9・25、確定）⁹では、インサイダー取引の処罰根拠が、「上場株式の発行者である会社の役員等その会社と一定の関係を有するものに対し、その職務等に関して会社の業務等に関する重要事実を知った場合、その重要事実の公表前にその会社の上場株券等の売買を禁止することによって、証券取引市場の公正性及び健全性に対する投資家の信頼を確保しようとするもの」とする当時の証券取引法190条の2〔内部者取引の禁止（一）―業務等の情報〕（金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕）の立法趣旨に依拠されている¹⁰。

第三款 保護法益論の諸説

インサイダー取引の保護法益について、多様な理解があり、「本罪の保護法益が何であるかを確定することは、極めて困難である」¹¹とされながらも、「第一に投資家の財産的利益と証券市場の機能を保護法益とする考え方がある。第二に証券市場に対する投資家の信頼とする考え方がある。第三に証券市場の公正性・健全性ないし証券市場の秩序が考えられる。第四に当該会社の株取引に対する信用が考えられる」¹²とする

⁹ 資料版商事法務105号（1992）229～233頁、金融・商事判例911号（1993）35～40頁、判例タイムズ814号（1993）237～241頁、判例時報1438号（1993）151～154頁。

¹⁰ マクロス株事件判決は最初の刑事処罰例ではない。初となった日新汽船株事件判決（東京簡判平2・9・26〔確定〕資料版商事法務81号（1990）35頁）においても罰金刑が科されたが、略式命令であったため、論理構成を知ることができなかった。

¹¹ 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）58頁。

¹² 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、新版、2001）97～98頁。

分類がなされている。

①投資者の財産的利益を法益とする見解に関する反論がなく、「一般消費者ないし国民の経済的利益と経済取引主体の経済的利益を中心に経済刑法の保護法益を考え」¹³るべきであると、以前から唱えられている。

②証券市場に対する投資者の信頼を法益とする見解¹⁴について、「証券市場に対する一般投資家の信頼が法益として主張されているが、経済犯罪においては曖昧な精神的側面を法益とすることには疑問がある。それは、証券市場秩序の反射的面として把握されるので、独自に取り上げる必要はない」¹⁵と指摘され、また、「経済システムへの信頼そのものは、刑法の保護法益の枠組みに入れられるべきではない」¹⁶とする否定的意見も見られる。一方、「一般にインサイダー取引規制は証券市場に対する投資家の信頼を確保することを目的とすると説明されるが、第一義的に大切なのは『投資家の市場への信頼』ではなく、信頼の対象たる『市場の公平な機能』にあるというべきである」¹⁷とする見解も見られる。

③証券市場の公正性・健全性ないし秩序を法益とする見解¹⁸について、

¹³ 神山敏雄「経済刑法における保護法益」Law School29号（1981）52頁。

¹⁴ 横畠裕介「インサイダー取引規制に関する罰則の概要〔1〕」商事法務1148号（1988）8頁は、「このような取引〔インサイダー取引を指す一筆者注〕が横行するとすれば、そのような市場は人々の信頼を失い、健全な投資家はそのような市場から退避することとなり、ひいては証券市場として果たすべき機能を果たし得なくなるといわざるをえない。したがって、インサイダー取引は、そのような行為が投資家の市場に対する信頼を著しく損なうものであるという観点から処罰すべきものと考えられる」とする。

¹⁵ 神山・前掲注（12）99頁。

¹⁶ 金尚均「抽象的危険犯の現代的展開とその問題性（二）——近年のドイツの議論を参考にしながら——」立命館法学240号（1995）317頁。

¹⁷ 上村達男「インサイダー取引規制と各界の対応」商事法務1225号（1990）14頁。

¹⁸ 具体的には、「有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な未公表の情報を利用して有価証券の売買を行う内部者取引は、その行為者に不当な利益をもたらす。それは、証券市場における取引当事者の平等あるいは公平に反する結果を生じさせる。したがって、それが行われるときは、一般投資者の証券取引の公正さ、ひいては証券市場の健全性に対する信頼が傷つけられる」（神埼克郎「内

「秩序やシステムそれ自体は刑法上の法益概念としてはきわめて抽象的であり、しかもここである証券市場の『公正性』や『健全性』が具体的に何を意味するかも必ずしも明確ではないように思われる」¹⁹と批判されている。④当該会社の株取引を法益とする見解について、「そのこと[インサイダー取引を指す—筆者注]によって、証券取引全体に対してどの程度の悪影響を及ぼしたかを測定することは困難である。それではインサイダー取引によって当該会社の当該株の取引に直接的に悪影響が出るであろうか。悪影響は、インサイダー取引によるというよりは当該会社の重要事実の発生によるとみるのが的を射ている」²⁰と指摘されている。

第四款 検討

保護法益論の展開に関して、二つの疑問がある。

(1) 方法論の問題である。要するに、後付けされたインサイダー取引の類型について、その規制目的をもっぱら保護法益の観点から展開されてきたことは妥当であろうかということである。

証券取引法が立法された当初では、インサイダー取引に関する独自規定が設けられなかった。つまり、インサイダー取引の持つ問題性は認識されていなかったのである。1989年（平成元年）、インサイダー取引が犯罪化され、そこで初めて、概括的な「不正取引行為」の枠組みから独立し、新たな刑罰の類型として確立されたわけである。刑事規制しかなかったため、規制目的論の展開も保護法益論の独壇場となった。しかし、インサイダー取引の規定の態様、すなわち、行政法規に罰則規定を置く特別刑法の立法形態からすれば、保護法益論のみならず、少なくとも証券取引法の目的規定をも含めた総合的な規制目的論の展開がもっとも望ましいであろう。

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）79頁）とされている。

¹⁹ 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って——」刑法雑誌30巻4号（1990）562頁。

²⁰ 神山・前掲注（12）99頁。

他方、インサイダー取引行為の害悪性の観点から見ても、刑事法上のみならず、民事法上にも「害」をもたらすため、保護法益論の独走はいささか視野が狭いように思われる。

(2) 「投資家の信頼」に対する誤認である。「投資家の信頼」とは何かについて、明示されることなく、曖昧なままで議論が進められてきた。要するに、証券市場における投資家のタイプについて、長期投資者と短期投機者があるにもかかわらず、それを弁えずに、ひとまとめにして、彼らによる証券市場に対する信頼を論ずることが問題である。

具体的に、①前者の場合には、株式購入により、ある上場会社に対して長期投資を行う前の決定において、当該上場会社の事情²¹のほか、証券市場の機能や仕組みならびに法整備の完成度に対する信頼も、極めて重要であることは確かである。しかし、証券市場でのインサイダー取引の発生は、果たして長期投資者による証券市場に対する信頼を損なうのだろうか。近所の子供が家に物を借りてきて、貸したのはその子を信頼したからではなく、その親を信頼したからであろう。子に対する監督管理の責任は親にあるため、当然、信頼の矛先も親に向けられる。証券市場を規律するものとして、証券諸法が存在し、市場での違法行為の抑止ないし処理を一手に担っている。そこでのインサイダー取引の発生が、「証券市場に対する信頼を損なう」というより、むしろ、「証券諸法に対する信頼を損なう」と解されるべきではないだろうか（ここまでは、長期投資前における証券諸法に対する信頼についてである）。投資後、証券市場におけるインサイダー取引の発生により、証券市場に影が落とされたといえども、それを理由に、長期投資者が当該上場会社から投資を引き上げることは殆ど考えられない。理由として、投資後、他社でのインサイダー取引の発生が、当該上場会社の業績や経営になんら影響を及ぼさないからである。他方、インサイダー取引が他社ではなく、当該上場会社に発生した場合に、当社に影響を及ぼさないかとする疑問が当然あると思われる。しかし、この場合、長期投資者（株主）の関心事は、もはや「証券市場に対する信頼」の枠組みに在らず、「当該上場会社に対する信頼」という「当該上場会社の社内事情」の範疇にある。むしろ、当該上場会社に

²¹ 例えば、当該会社の経営内容や財務状況、収益率などの要素がある。

に対する愛想が尽きたゆえに、見捨てることが多いように思われる（ここまでは、長期投資後における当該上場会社に対する信頼についてである）。

②後者の場合は、ヘッジ・ファンドやデー・トレーダーがその代表的存在である。そのような短期の投機目的しか持たない機関投資家や個人投資家のほうは、かなりの市場シェアを占めているように思われる。彼らは証券市場の機能または仕組みにしか関心を持たず、（注文や決済）システムの確実な作動さえ保証されれば、それ以上のものを求めることはない。インサイダー取引が市場で行われたということは、彼らにとってむしろ買い時のサインであって、不祥事による一時的な下落の後の上昇を狙う絶好のチャンスである²²。短期投資する者にしてみれば、インサイダー取引の多発は、むしろ都合がいいともいえよう。

以上で検討したように、インサイダー取引が証券市場に対する投資者の信頼を損なわせ、ひいて、投資者が証券市場を敬遠し、国民経済の円滑の運営に支障を来すとする捉え方が、必ずしも現実の市場の成り行きとは一致せず、インサイダー取引から何を守るかという命題を解くに用いられてきた従来の方法論やロジックは、明らかに妥当性に欠けており、限定的であるように見受けられる。

第五款 小括

このように、インサイダー取引の規制目的について、もっぱら保護法益論を中心に、証券市場および投資者の二つの観点から論じられてきた。

²² 例えば、2006年1月23日、東京証券取引所は堀江貴文らの逮捕を受け、ライブドアとライブドア・マーケティングの株式を「管理ポスト」に割り当てることを発表した（読売新聞、2006年1月24日、朝刊）。それを受けて、同月25日午後のライブドア株の取引状況を見ると、売り注文が1億8000万株に対し、買い注文が2億株であった。これに対し、大手証券会社の営業マンが「マネーゲームが始まった」とつぶやく場面もあった（同前、2006年1月26日、朝刊）。翌日にも、引き続き午後だけの取引に制限されていたが、午前中から受け付けた注文件数を見ると、買い注文が2400株に対し、売り注文が2000株で、やはり買いが売りを上回っていた（同前、2006年1月26日、夕刊）。また、同年2月23日、外資系投資ファンドによるライブドア買収の観測が広がり、個人投資家による投機的な買い付けが集中することもあった（同前、2006年2月23日、朝刊）。

もちろん、刑事規制しか設けられていなかった経緯からすれば、そのような展開も必至であろう。しかし、刑事規制だけの盛り上がりは果たして妥当であろうか。証券取引法に罰則規定を置く特別刑法である以上、また、インサイダー取引が民事法上の「害」ももたらしている以上、それらを包摂した議論がなされるべきではないと思われる。

第三節 インサイダー取引の法的規制の現状

インサイダー取引には、典型的なインサイダー取引と公開買付に係わる場合があり、本稿では、問題の本質や明瞭性を考えて、典型的なインサイダー取引の類型に限定する。公開買付に係わるインサイダー取引に関して、必要に応じて言及する程度にとどめることにする（のちのアメリカ法および中国法についても同様とする）。

以下では、内部者・内部情報・禁止行為などの基本概念について、概観する。

第一款 インサイダーの定義

（1）金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕における行為主体について、一般的には、内部者・準内部者・第一次情報受領者という分け方をすることが多い。

イ 「内部者」の意義（166条〔会社関係者の禁止行為〕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」のことを指しており、①当該上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者、②議決権の百分の三以上を有する株主または発行済株式の百分の三以上の株式を持つ株主（帳簿閲覧権者）、優先出資法に規定する普通出資者のうち閲覧する権利を有する者、または閲覧する権利を有する親会社の社員、が「内部者」に属する。

ロ 「準内部者」の意義（166条〔会社関係者の禁止行為〕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、
i）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)、ii) 当該上場会社等と契約を締結している者または締結の交渉をしている者(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)、iii) 上記イの②とロのii) が法人である場合には、その役員など、が「準内部者」に属する。

イとロに属するものが会社関係者ではなくってから、1年以内の場合も含まれる。

これらの者は、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[会社関係者の禁止行為]3項)

「第一次情報受領者」とは、会社関係者以外の者で、上記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¹。

「ここでの情報受領者は、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」²。現行法では、「第一

¹ 内部者または準内部者から当該内部情報を受領する方法について、条文上(金融商品取引法166条[会社関係者の禁止行為]3項)は明らかではない。学説上、「第三者がこれらの者〔内部者または準内部者を指す一筆者注〕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」(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)、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」(近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』(商事法務研究会、新訂第2版、2003)249頁)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、許される行為である。

² 神山・前掲注(1)56～57頁。

次情報受領者」しか規制対象とされていない。「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「第二次情報受領者」となるが、その者の身分が内部者取引の主体に含まれないため、仮に取引を行っても違法ではない。

(2) 法人について、独自の明文規定はないが、罰則規定（金融商品取引法207条）から析出することができる。法人によるインサイダー取引の最初の事例として、新日本国土工業株事件（東京簡判平7・3・24、確定）³がある。

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S銀行と大口取引先のM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。それがインサイダー取引に該当するとされたことから、1995年（平成7年）2月10日、証取委が両社および当時の財務担当幹部らを告発した。そして、同年3月24日、東京簡裁は、S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、M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。

第二款 情報等の定義

第一項 内部情報

(1) 内部情報には、如何なるものが含まれるかについて、金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕2項では、おおむね四つに分類されている。

イ 「決定事実」（166条〔会社関係者の禁止行為〕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あるいは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会社法199条〔募集事項の決定〕1項に規定する株式会社の

³ 商事法務1385号（1995）43頁、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、また、朝日新聞、1995年2月10日・11日、3月24日、朝刊。

発行する株式若しくはその処分する自己株式を引き受ける者（協同組織金融機関が発行する優先出資を引き受ける者を含む）の募集（処分する自己株式を引き受ける者の募集をする場合にあっては、これ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）によるものを含む）または同法238条〔募集事項の決定〕1項に規定する募集新株予約権を引き受ける者の募集、②資本金の額の減少、③資本準備金または利益準備金の額の減少、④会社法156条〔株式の取得に関する事項の決定〕1項（同法163条〔子会社からの株式の取得〕および165条〔市場取引等による株式の取得〕3項の規定により読み替えて適用する場合を含む）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株式無償割当て、⑥株式（優先出資法に規定する優先出資を含む）の分割、⑦剰余金の配当、⑧株式交換、⑨株式移転、⑩合併、⑪会社の分割、⑫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上記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〔会社関係者の禁止行為〕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、i）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、ii）主要株主の異動、iii）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、iv）上記i）からiii）までに掲げる事実に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〔会社関係者の禁止行為〕2項3号）

「決算情報」には、当該上場会社等の売上高、経常利益若しくは準利益（以下この条において「売上高等」という）若しくは本項1号⑦に規定する配当または当該上場会社等の属する企業集団の売上高等について、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〔会社関係者の禁止行為〕2項4号）

「バスケット条項」には、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。

上記各種内部情報には、重要性を有しなければならず、要するに「重要事実」でなければ、インサイダー取引に利用しても、責任が問われない。なぜなら、重要性を有しない未公開情報が公にされても、株価に何ら影響を与えないからである。

このように、内部情報について、具体的な条項が列挙され、かなり鮮明な客観的基準が示されている（これを「客観基準」と呼ぶことができよう）。

(2) ところで、外部情報として、いわゆる公開買付を行うことまたはそれを中止することの決定という発行会社の外部の情報がある。それに基づく取引がなされた場合、金融商品取引法167条〔公開買付者等関係者の禁止行為〕による規制を受ける。

第二項 情報公開

証券取引法施行令30条では、情報の公開方法および公開後の時間的制約について、明文規定が置かれ、所定の報道機関⁴の「2 以上を含む報道機関に対して公開」された後でも、さらに、「12時間」の時間的経過が必要とされる。インサイダーによる関係取引の開始を「12時間」制限することによって、その時間内で、当該公開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」内で、情報がどれほど市場に流布できるかについて疑問が残るものの、実質的に市場に伝播されたことに近いといえよう（このような公開は「準実質的公開」と呼ぶことができよう）。

第三款 禁止行為

⁴ 証券取引法施行令30条1項1号に規定する「イ 国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社及び当該新聞社に時事に関する事項を総合して伝達することを業とする通信社、ロ 国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社、ハ 日本放送協会及び一般放送事業者」を指す。

(1) 当初、インサイダー取引を禁止する旨の明文規定は、証券取引法に存在しなかった。1989年(平成元年)における法改正による独自の規定が導入されるまでは、インサイダー取引の類型自体も不明確なもので、そのような行為を旧証券取引法58条[不正取引行為の禁止] 1号(金融商品取引法157条[不正行為の禁止] 1号)において、「不正の手段、計画又は技巧をすること」による「不正取引行為」として、包括的に禁止されていた。現在、インサイダー取引について、典型的なインサイダー取引と公開買付に係わるインサイダー取引の二つの類型に分けて、それぞれを金融商品取引法166条[会社関係者の禁止行為] および167条[公開買付者等関係者の禁止行為]において明確に規定されている。前者の類型について、以下のように要約することができる。

内部者若しくは準内部者または第一次情報受領者は、決定事実若しくは発生事実または決算情報あるいはバスケット条項に該当するなどの重要事実に基づき、それらの重要事実が公開されてから12時間を経過しないうちに、当該重要事実と関係する証券の取引を禁ずる。

(2) 他方、内部情報漏洩行為⁵および勧奨行為については、規定が置かれていない。この点について、参考になりうる判例が2004年(平成16年)に出されたが、事実関係が明らかではないばかりか、行為類型すら明確に判示されなかった。

名古屋地判平16・5・27⁶(確定)

【事実概要】「被告人は、株式会社岐阜銀行と業務委託契約を締結していた有限会社パストーラからの派遣社員として、同銀行の経営再建のための経営企画管理等の職務に従事していたものであるが、平成14年6月27日ころ、その職務に関し、証券取引所に上場されていた大日本土木株式会社(以下「大日本土木」という。)との間で銀行取引約定を締結してい

⁵ 内部情報の伝達行為について、龍田節は、「内部情報を伝達するだけで取引しなかった者、および内部情報に基づいて取引した二次情報受領者は、多くの外国法の下では民事・刑事の責任を負うのに対し、日本法の下では負わない」(龍田節「証券取引法の域外適用」国際経済法2号(1993)32頁)と述べ、「日本で適法な取引が、外国でインサイダー取引とされる可能性は大いにある」(同前、38頁脚注29)と指摘している。

⁶ 資料版商事法務244号(2004)206～207頁。

た株式会社ユーエフジェイ銀行の名古屋法人営業部第4部部長Aが、上記契約の履行に関して知り、その後、同銀行東京本部企画部調査役Bがその職務に関して知って、上記岐阜銀行副頭取執行役員Cに伝えたことにより同人がその職務上知った、大日本土木の業務執行を決定する機関が、同月中に民事再生手続開始の申立てを行うことを決定した旨の大日本土木の業務等に関する重要事実を、告げられて知ったのを奇貨として、大日本土木の株式を空売りして知人のDに利益を得させようと企て、法定の除外事由がないのに、同年7月5日、同人をして、オリックス証券株式会社を介し、東京都中央区日本橋兜町2番1号所在の株式会社東京証券取引所において、大日本土木の株式5万株を合計360万4000円で空売りさせた」。

【判決要旨】本件について、名古屋地裁は、「被告人が、岐阜銀行の経営再建という重責を担い、精神的に疲労した状態にあったとしても、直接本件犯行と結びつく事情にはあらず、経緯や動機は酌量の余地に乏しい。知人女性の利得が約246万円と多額にのぼるばかりではなく、証券市場の公正に対する信頼が著しく害されており、本件犯行が社会に与えた影響も大きい。そうすると、被告人の刑事責任は決して軽くない。しかしながら、被告人は、体調を崩して休職中の知人女性を経済的に援助しようとしたもので、被告人自身は何ら利益を得ていないこと、捜査公判を通じて事実を率直に認め反省する態度を示していること、本件により職を失うなど一定の社会的制裁を受けていること、扶養すべき家族がいること、前科前歴がないこと等の酌むべき事情も認められる」として、被告人を懲役10月、罰金80万円に処し、執行猶予3年を言い渡した。

本件について、①「空売りさせた」の判決文からすれば、被告人はDを勧奨したと解せる、②その過程で、伝達行為が伴っていたならば、被告人は当該未公開情報を漏洩したことになる。これらの点に関して、判決文での事実概要が粗雑のため、そこから事実の詳細を窺うことはできなかった。被告人は、インサイダー取引の条項で問責されたが、如何なる論理(とりわけ身分)によるものであったかについても、明らかではなかった。

第四款 小括

(1) 行為主体について、「内部者」および「準内部者」といったものには、情報源若しくは当該上場会社との間に何らかの関係を持つが、「第一次情報受領者」には、そのような関係を持たない。真正なインサイダーによる未公開の内部情報の直接の伝達を受けてから初めて、主体範囲に含まれる。

内部情報を具体的に列挙する体裁は、「投資家が取引を行う時点においてその取引が処罰されるものか否かが判断できなければならないという観点から、重要な事実に関する情報についてできるだけ客観化、明確化を図り、法令において明確に示す必要がある」⁷とする立法当時における旧大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会報告書の考え方に沿っている。しかし、現行規定の全体を見渡す限り、その構造が、一般人はおろか法律家にとっても「きわめて読み難く硬直した規定であ」⁸り、国民に対する行為規範として、果たして如何ほど明快なものになっているかは極めて疑問である。

情報の公開について、日本国内市場や近隣諸国市場向けなら、「12時間」という時間的制約は特に問題がないであろうが、取引のグローバル化からすれば、公開された情報が「12時間」で遠方の投資者にも周知できるかという点、時差を考えれば、困難であろう。筆者として、制約時間を「24時間」に改めるべきであると思われる。通常、投資者として、常に自己の投資対象に関心を払っており、情報通信が発達している国際事情から、24時間の猶予さえ設ければ、仮に投資者らが世界中に分散していても、当該公開情報を知ることが可能であろう。したがって、「24時間」の時間的制約が、時差という客観の障碍を克服しうる合理的な制限であると考えられる。ただ、ここで注意を要するのは、「公開の始点」が制約時間の終了時点に設定されたわけではない。制約されたスパンがあくまでも「飛行禁止区域」であり、「公開」の時点を意味付けるものではないと理解されるべきである。なぜなら、制約時間の終了時点を「公開

⁷ 資本市場研究会編『内部者取引の規制の在り方について——証券取引審議会報告——』（資本市場研究会、1988）16頁。

⁸ 前越俊之「内部者取引の防止と責任」沢野直紀＝高田桂一＝森淳二郎編『企業ビジネスと法的責任』（法律文化社、2000）346頁。

の始点」であると理解されると、制約時間の終了が到達される前になされた取引（内部情報が好材料な場合）について、それは「公開前」の取引行為であるという理屈が成り立ってしまうからである。

責任規定には、インサイダー取引行為しか規定されていないが、会社関係者等は第一次情報受領者に情報を伝達し取引に仕向けた場合、共犯が成立しうる。といっても、射程は第一次情報受領者までである。第一次情報受領者から、さらに第二次情報受領者に情報が伝達された場合、第二次情報受領者がインサイダー取引の主体範囲に含まれないため、受けた情報と関連する取引を行ったとしても、不可罰である。反射的に、伝達者としての第一次情報受領者にも、インサイダー取引の罪に問われない⁹。要するに、要素従属性の原点には、「主犯ないし正犯」が存在しないため、「従犯」にとって、関連して共犯となるよう従属性が発生しない。

(2) 「第一次」の情報受領者までしか規制していない理由について、国会および学説では、以下のように議論された。

① 第112回国会参議院大蔵委員会会議録・第15号（1988年（昭和63年）5月19日）によると、和田教美委員（当時）は、「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、内部情報を提供を受けた者、これが一次情報受領者だと思うんですが、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^{ママ}大增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」¹⁰と質疑したところ、藤田恒郎政府委員（当時、旧大蔵省証券局長）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、

⁹ 平山幹子「インサイダー取引規制と共犯の成立範囲（再）」甲南法学47巻3号（2007）104～106頁。

¹⁰ 第112回国会参議院大蔵委員会会議録・第15号、19頁。

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う扱いをしています¹¹と応答した。

要するに、当初から、法の実効性を考慮するあまり¹²、意図的に構成要件を簡潔化し、一次以降の情報受領者に対して、法的秩序の安全性を理由に、放任・看過したのである。こうした立法方針が今日でも継続されている。

② 学説上、情報受領者の範囲の限定について、賛否両論である。

批判する見解として、「公平の観点からすれば、第二次受領者以降の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罰罰も科していない。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¹³とする

¹¹ 前掲注(10) 19～20頁。

¹² 実効性重視の立法姿勢は、早くも1988年2月24日付けの証券取引審議会報告(「内部者取引の規制の在り方について」)に示されている。本報告では、インサイダー取引に対する刑事罰則の整備における留意点として、規制の「実効性」が挙げられている(資本市場編・前掲注(7) 15頁)。

¹³ 中山研一ほか編著『経済刑法入門』(成文堂、第3版、2001) 164頁[神山敏雄]。

他には、神山敏雄は、「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」(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)と批判し、さらに、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」岡山大学法學會雑誌40巻3・4号(1991) 48頁)と危惧している。

一方、芳賀良は、「しかし、2次的情報受領者のなす『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

見解のほか、「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」¹⁴とする批判が多く、第一次情報受領者に限定している規制の瑕疵＝「規制に大きな穴があいたこと」¹⁵が指摘されている。一方、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を指す一筆者注〕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」¹⁶とする国会答申と同調する見解がある。

このように、①立法当初では、情報上の不平等というインサイダー取引の本質に主眼が置いたのではなく、禁止に踏み切ったのは、一応国内外の声に応えるためにすぎなかった。現行規定も、使い勝手の良い当時のままであり、進化が見られない。②近時の立法や改正の動向にかんがみても、将来的にこの不備が改善される見込みはない。総じて、日本法におけるインサイダー取引規制は、内外情勢に押されて打ち出された応急的な政策にすぎず、インサイダー取引の本質に主眼が置かれ、それを出発点としたものではないと言わざるを得ない。

第四節 インサイダー取引の制裁体系

1976年（昭和51年）5月11日、旧大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会は、「株主構成の変化と資本市場のあり方について」と題する大蔵大臣への報告において、「将来は、民事責任、刑事責任等を加えた法制の整備を図ることも考えられる」¹といい、すなわち、インサイダー取引

である。…従って、市場のインテグリティ確保の観点から、2次的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号における『不法の手段』に該当すると考える」（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）と述べ、第二次情報受領者について、インサイダー取引以外の枠組みによる規制を提唱している。

¹⁴ 龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号（1990）159頁。

¹⁵ 龍田節「インサイダー取引の禁止」法学教室159号（1993）67頁。

¹⁶ 芝原邦爾「インサイダー取引の処罰」法学教室166号（1994）93頁。

¹ 大蔵省証券局年報第14回（1976）58頁。

などの不正取引に対する規制については、早くから総合的な視座を持っていた。しかし、1989年(昭和64年)の法改正で確立されたインサイダー取引の制裁体系を鳥瞰する限り、刑事規制以外の規制ツールが設けられることはなかった。現在においても、「内部者取引の抑止の手段として刑事罰に大きく依存」²されており、とりわけ、民事規制の整備が皆無である。

一般的に、インサイダー取引といえば、金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕を意識する場合が多く、同法167条〔公開買付者等関係者の禁止行為〕については、文献でも触れられる程度である。二つの類型は、客体となる有価証券の種類の違い³と重要事実に関する規定の体裁上の差異⁴、ならびに情報の発生源の違い⁵以外、大きく違わない。

² 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』(青林書院、2006) 920頁。

³ 証券取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕では、特定有価証券および関連有価証券を客体としている(服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』(商事法務研究会、2001) 188～189頁)のに対し、同法167条〔公開買付者等関係者の禁止行為〕では、特定株券等および関連株券等を客体としている(同前、259～260頁)。

⁴ 体裁上の差異について、「法一六七条二項においては、法一六六条二項に掲げられた多種の重要事実より、狭くなっている。これは公開買付け等関係者のインサイダー取引という性格上生ずる違いである。そして公開買付け等という性格上、決定事実に限られる。決定の主体は、法一六六条二項一号が、『当該上場会社等の業務執行を決定する機関』であるのに対して、法一六七条二項においては、『公開買付者等(当該公開買付者等が法人であるときは、その業務執行を決定する機関をいう。)]である。公開買付者等は、個人であることもあるので、このような体裁となっている」(服部・前掲注(3) 253～254頁)と分析されている。

⁵ 「以上〔金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕における「内部者」・「準内部者」・「第一次情報受領者」に関する記述を指す一筆者注〕は、内部情報が当該発行会社を発生源とする場合についてである。これに対して、公開買付に関する情報が内部情報となる場合には、その発生源は上場会社ではなく、公開買付を行う者である。したがって、規制の対象者は、前述の場合と異なってくる。このため証券取引法でも、公開買付に関する内部者取引規制については、証券取引法一六六条とは別に一六七条において規定している」(近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』(商事法務研究会、新訂第2版、2003)

ところで、なぜ、典型的なインサイダー取引と公開買付に係わるインサイダー取引に区別され規定が置かれたかについて、明らかではない。ただ、証券取引法がアメリカ法をモデルに立法された経緯からすると、インサイダー取引の行為類型を明確化する際に、再びアメリカ法の経験が参考にされたと考えられる⁶。

第一款 民事規制

インサイダーに対する損害賠償請求は、終局的に、行為者の財産上の負担となるから、一定の抑止効果が期待でき、行政規制および刑事規制と同様な抑止機能を持つものであると考えられる⁷。

とはいえ、インサイダー取引の民事責任に関する法整備を行っている国は少ない。その理由として、証券取引自体は大勢の投資者が集中して取引価格を競り合い、またコンピューターの自動決定により行われている特徴を有するほか、投資者が多く転売率も高い、同時に証券価格が瞬

250頁)とする見解があるが、なぜ、立法当初から、内部情報の発生源(内部情報か外部情報か)を区別して規定が置かれたかについて、明示されていないかった。

⁶ 一方、規定の表現上の比較から、アメリカ法には、金融商品取引法166条および同法167条と同様な条文が存在しないことを理由に、この二つの条文が日本法のオリジナルとして制定されたものであるとする見解も見られる(品谷篤哉「インサイダー取引の規制根拠——日米比較を通じて」上田寛ほか『国際組織犯罪の現段階：世界と日本』(日本評論社、2007)128頁)。

⁷ 民事規制の機能について、蕭灼基らは、「被害者による証券犯罪者に対する民事訴訟の提起を通じて、証券犯罪者が賠償することは、その一、経済取引における公平の原則が示され、被害者の合法の経済的權益が図られる、その二、犯罪者の不法利得が剥奪されるため、一定の威嚇作用を有している。刑罰と同様、証券犯罪に対する予防と懲罰の有効措置の一つである」(蕭灼基主編、中華人民共和国証券法実務全書：下冊[M]。北京：中国民主法制出版社、1999。2310)と述べ、また、神山敏雄は、「民事賠償責任は私的制裁ではあるが、それがフルに又は活発に機能すれば、刑罰に勝るとも劣らない大きな役割を果たす性質を有する」(神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任(上)」判例評論527号・判例時報1800号(2003)164頁)と肯定している。

時に変化することなど、価格形成に影響を及ぼす原因も多種多様であることから、誰が真の被害者か、誰が直接の被害者かを確定することが難しく、その上、誰がどのくらいの被害を被ったのかを算出することが困難である点が挙げられている⁸。

インサイダー取引の「行為の悪性は相場操縦（証取一二五条）にまさるとも劣らない」⁹にもかかわらず、「相場操縦の場合とは違って、インサイダー取引の損害賠償責任についての特則規定はない。その理由は、不明である」¹⁰。そのため、インサイダー取引に対する損害賠償請求権の有無さえ問題となり、損害賠償請求の提起も民法709条〔不法行為による損

⁸ 陳曉．論対証券内幕交易的法律規制 [J]．民商法論叢，1996，第五卷：103．

⁹ 龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号（1990）157頁。

¹⁰ 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。

一方、この問題について、以下のような分析が見られる。すなわち、「相場に影響のある大々的なインサイダー取引があり、有価証券の価格が情報開示後の価格に次第に近づいていくものと仮定する。このとき価格下落に係る未公表の重要事実がある場合、インサイダー取引を行う者は保有しているものを売却するわけだが、大々的に売却することで価格が下がり始める。つまり同時に買いに入った投資者は下がり始めた価格で買い付けることになり、むしろ安い値段で買うことができたといえる。次に、反対に価格上昇に係る未公表の重要事実がある場合では、インサイダー取引を行う者は買い付けようとするわけだが、大々的に買い付けすることで価格が上がり始める。同時に売りに入った投資者は、上がり始めた価格で売り付けることができることとなり、むしろ高い値段で売ることができたといえる。160条が相場操縦による損害賠償責任を明定しているのに対して、本条のインサイダー取引による損害賠償責任を明示する規定が存在しないのは、インサイダー取引の相手方となった者が不当に有利な価格を享受してしまうという法益に対する弊害はあるものの、上記のような状況下ではインサイダー取引の相手方には『損害』は発生し得ないからであると考えられる」（神田秀樹（監修）＝川村和夫＝野村證券株式会社法務部『注解釈証券取引法』（有斐閣、1997）1211頁）とする見解である。これに対して、筆者は以下の点で反論を試みたい。①事情を知っていれば、さらに下落する株を少なくともその時点で買わなかったはず、あるいはさらに上昇する株を少なくともその時点で売らなかったはずではないか。②インサイダー取引の規模が小さく、殆ど市場価格に影響を及ぼさなかった場合は、如何に説明されるだろうか。③実際、市場価格を変動させるほどのインサイダー取引がどれほど実在するだ

害賠償)によらなければならない、すなわち、原告は、①権利侵害(違法性)、②被告の故意・過失、③因果関係、④損害額などに関する立証がすべて自行行わなければならない。

インサイダー取引に対する損害賠償請求例は極めて少ない。その原因について、「証券犯罪の研究に比べ、民事賠償請求事件は証券投資家の訴訟に対する消極的意識や立証の困難性もあってか、裁判のケースが少なく、その分野の研究は遅れているように思われる」¹¹とする見解のほか、「証券取引違反に対する民事訴訟を通じた責任追及があまり行われていないのは、そもそも不実開示などの違反行為が発見されにくいことに加え、原告による損害額の立証が事実上困難であること、日本にはクラスアクション(集団訴訟)制度がないことによるとの指摘がある」¹²とされている。以下では、いままで¹³唯一の判例¹⁴を用いて考察することにする。

インサイダー取引の行為者に対し、損害賠償請求を申し立てることは、

ろうか。④先方の説明では、インサイダー v. 一般投資者の関係で分析がなされていたが、結論になると、インサイダー v. 取引相手の関係に置き換えられたのはなぜだろうか。つまり、先方では、インサイダーの取引行為が行われた後に、影響を受けた市場価格で取引した一般投資者が損していないであろうと述べられているのに対し、結論では、インサイダー取引が行われたその時点におけるインサイダー v. 取引相手の関係が示され、先方の分析結果を借用したことは、論法的には果たして妥当であろうか。仮定された場面によれば、取引相手と一般投資者は同じ時空におらず、取引相手の後に一般投資者がいるわけで、置換できるような関係にいない。

¹¹ 神山・前掲注(7) 164頁。

¹² 「市場機能を中核とする金融システムに向けて・金融審議会金融分科会第一部会報告」(平成15年12月24日) 17頁 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20031224_sir.html)。

¹³ 証券取引法の施行(1948年)から60年間、インサイダー取引の明確化(1989年)から19年間となる。

¹⁴ 実は、もう一件インサイダー取引に対する損害賠償請求が提起されたが、和解が成立したため、司法判断が得られなかった。インサイダー取引を行った日本商事の学術部次長・大阪支店次長・札幌支店長・福岡支店調査役との4名に対する損害賠償請求例において、1997年12月12日、被告らは、「本件インサイダー取引を行ったことを深く反省し、その贖罪として合計金六一万四〇〇〇

規定上可能である。しかし、「因果関係が存在しない」とする判示が裁判所は出さざるを得ない現行訴訟制度上の立証理論からすれば、こうした請求は、実際のところ敗訴につながっている。

東京地判平3・10・29¹⁵（請求棄却・控訴）

【事実概要】原告会社は、1988年（昭和63年）12月19日、東京証券取引所において、J社の株式49万4千株（一株580～623円）を買い付け、同月22日、M証券会社において、被告会社名義記載のJ社の株券（以下「本件株券」という）を受領した。同月23日、J社がY社との合併（決定事実）による大幅な減資が発表されたため、J社の株価は大幅に下落した。被告は、J社において第三位、Y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4日前に東京証券取引所において、J社株式を高値で売り抜いた（以下「本件取引」という）。そして、被告は、右決定事実の発表後に安値で買い戻しをした。本件株券には、被告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関する記載はなかった。

【争点】実際、原告の買い付けと被告の本件取引との間に、現実取引が結びつけられたという事実、つまり、「取引の因果関係」¹⁶の有無が争点であった。

これについて、原告は、本件株券が被告から取得したものであるとし

円を財団法人日本法律扶助協会に寄付する」（全国証券問題研究会編「証券取引被害判例セレクト7」全国証券問題研究会（1998）320頁）ことで和解が成立した。詳しい事実概要について、資料版商事法務135号（1995）93～98頁を参照されたい。

¹⁵ 金融・商事判例898号（1992）29～33頁、金融法務事情1321号（1992）23～28頁。

¹⁶ 「取引の因果関係」とは、インサイダーが売り付けた（あるいは買い付けた）という「原因」により、取引相手が買い付けた（あるいは売り付けた）という「結果」との間の因果的結びつきのことである。一方、インサイダー取引には「損害の因果関係」もあり、つまり、インサイダーが売り付けた（あるいは買い付けた）という「原因」により、取引相手が損害を被ったという「結果」との間の因果的結びつきも存在する。

他方、これらを総合して、「取引の因果関係」を「原因」とし、「損害の因果関係」を「結果」とする見方もできる。

たうえて、被告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4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、取引相手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、被告に対し、金2億1406万2千円の損害賠償を請求した。

これに対し、被告は、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は切り離されているから、原告が本件株券を取得したとしても、被告との間に株式の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、たまたま本件株券が原告に渡されたにすぎない、②原告は、被告が本件取引をするか否かとまったく関係なく、J社の株式の買い注文を出したのであり、実際、原告が東京証券取引所を通じて、J社の株式を買い受けた1988年（昭和63年）12月19日には、証券取引所において、売買が成立したJ社の株式の数量は1723万5千株もあり、たとえ被告が本件取引をしていなかったとしても、原告はやはりJ社の株式を取得していたはずである、などと反論し、原告が主張する損害と被告による本件取引との間に因果関係はないと主張した。

【判決要旨】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であると推定できない、すなわち、i) 仮に、被告が本件取引をしていなくても、原告は他のJ社の株式（権利）を取得していたはずであろう（AがなければBなし）、ii) 原告が本件株券を受領したのは偶然にすぎないと、権利の買受けと株券の受取りとの両面から、原告が主張する損害と被告による本件取引との間に因果関係がないと判示した。

本判決によって、証券取引所を通じて行われるインサイダー取引における取引の因果関係を認定について、i) 認定の根拠が「株券」という紙面であること、ii) 認定する範囲が、インサイダー取引があったか否かについて行わず、取引事実の有無に限られることが示された¹⁷⁾。

¹⁷⁾ 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）

本判決について、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、原告が被った損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¹⁸、③裁判所の姿勢としては、「あくまで、インサイダー取引が不作為による不法行為であるという本質の理解に立脚して、判決を下すべき」¹⁹である、④取引の因果関係の認定について、アメリカ法における同時取引説、つまり、インサイダーが行うインサイダー取引と同時期に当該取引に応募してきた反対側のすべての取引相手には、インサイダー取引を理由とする損害賠償請求権を認めるべきである²⁰、などの批判的見解が多く見られる。

かくして、「このような判例の理論をもってすれば、インサイダー取引によって損害を被った投資者は、その違法行為をした内部者から賠償金を取り立てる方法はない」²¹と言わざるを得ない。

第二款 行政規制

1971年（昭和46年）2月24日、大蔵省証券局は日本証券業協会連合会宛に通達を発し、会社の役員等によるインサイダー取引が散見されるとした上で、そのような取引注文を受けた場合、当該取引の受託を拒否するようと要請した²²。すなわち、インサイダー取引の概念や行為類型がま

128頁。

¹⁸ 並木和夫『内部者取引の研究』（慶應義塾大学法學研究會刊、1996）168頁。

¹⁹ 牛丸與志夫「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」私法判例リマックス〈下〉（1993）102頁。

²⁰ 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。

²¹ 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、第7版、2005）370頁。

²² 第一次資料が入手困難のため、ここでの引用は、神崎克郎「内部者取引の規制をどうすべきか」判例タイムズ423号（1980）3頁を参考にしている。

法的に確立される以前にも、すでに行政的に抑止が図られていたのである。

第一項 証取委

(1) 戦後における証券行政は、証券取引委員会の時代（1947年～1952年）、証券取引審議会の時代（1952年～1992年）、証取委の時代（1992年以降）の三段階を経てきている。

その一、「証券取引委員会はアメリカの証券・取引委員会（SEC）に範をとったものである。…二二年法の証券取引委員会は、大蔵大臣の責任のもとに置かれた諮問、調査機関であり、アメリカの場合と異なって独自の権限——たとえば行政処分の権限など——はなかった。しかし、二三年の改正『証券取引法』ではその権限が拡大された。大蔵大臣所管の行政委員会形式の行政官庁となり、三名の委員による合議制の委員会のもとに事務局が設置され、『証券取引法』に関する行政処分、投資者保護等に関する権限が大幅に認められ、アメリカのSECに一步近づけられた。この委員会は二三年五月七日発足した。なお、講和発行後二七年八月一日、証券取引委員会は日本経済の自主体制に依じて廃止され、大蔵省理財局の一部として吸収された」²³。このように、昭和22年法の一部施行を受け証券取引委員会が創設されたが、1952年（昭和27年）のGHQの引き上げを機会に、「占領法規の行過ぎ是正」²⁴との理由から、「証券界には存続の要望があったにもかかわらず」²⁵、「評判のよかった委員会も廃止されてしまった」²⁶。その後、一部の業務が旧大蔵省理財局証券課に移管され、代替する機関として証券取引審議会が新設されたが、証券取引委員会のような高度な独立性を有するものではなかった。

²³ 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）341頁。

²⁴ 小田寛＝三輪力＝角政也『改正証券取引法・証券投資信託法解説』（港出版合作社、1954）5頁。

²⁵ 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法』（有斐閣、新版、1984）35頁。

²⁶ 河本＝大武・前掲注（21）8～9頁。

その二、GHQ が引き上げた後、証券取引委員会の権限および所管事務の全部が大蔵大臣および大蔵省本省へ移されたため、大蔵省の附属機関である証券取引審議会が、証券取引の重要問題を審議することになった²⁷。「証券取引審議会は、有価証券の発行及び売買その他の取引に関する重要事項について調査審議を行うために大蔵省に設けられた附属機関であるが、その調査審議すべき事項は、有価証券の発行市場及び流通市場の全般にわたり、極めて広汎且つ多角的な討議を必要とするのである。従って、この審議会を構成する委員は、証券取引所、証券会社、証券投資信託の委託会社、中央銀行、市中銀行、事業会社、法人投資者、一般人投資者、学識経験者等の種々の分野から出た代表的人物であることを要するが、従来の委員定員九人ではこれらの分野の代表者を網らすることは不可能であるので、十三人に増員することとされた」²⁸。

その三、そして、1992年（平成4年）6月5日、「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」（平成4年法律第73号）の公布を受け、同年7月20日、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、同省の中で独立した形で証取委が発足され、現在、金融庁の下部組織となっている。証取委の役割は、刑事告発と検査を中心としているが、十分な力を発揮されているとは言い難い状況にある²⁹。

(2) いままで、証取委がどうであるべきかに関する議論がしばしば行われ、その殆どはSECと比較するものである。

証取委は、SECと証監会に比べて、人員も少なければ、権限も弱小である。

発足当時、証取委の定員はわずか84人であった。1999年（平成11年）に入って初めて三桁台（106人）にのぼり、その後、2002年（平成14年）には60人、2005年（平成17年）には70人の大増員を経て、2007年（平成19年）の時点で、341人の体制となった（証取委と別機関になるが、証取委からの委任ないし指

²⁷ 神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987）74頁。

²⁸ 小田＝三輪＝角・前掲注（24）177頁。

²⁹ 神山敏雄は、アメリカに比べ、「日本では、まだ、小物の摘発に止まっている」（神山・前掲注（7）165頁）と指摘している。

揮監督を受け、証券検査や反則事件の調査などを行う財務局がある。当該機関には、2007年の時点で268人)³⁰。

証取委に付与されている権限として、反則事件の調査および課徴金調査の権限がある³¹が、立法権や決定権（例えば、課徴金の決定権）はない。

ところで、なぜ、証取委の重要性が認識されているにもかかわらず、「妥協の産物」³²ともいわれる証取委の弱体な体質が一向に改善されないの

³⁰ 証券取引等監視委員会編『証券取引等監視委員会の活動状況・平成19年』（大蔵財務協会、2007）105～106頁。

³¹ 「犯則事件の調査に係る具体的な権限としては、反則嫌疑者又は参考人（以下『反則嫌疑者等』という。）に対する質問、反則嫌疑者等が所持し又は置き去った物件の検査、犯則嫌疑者等が任意に提出し又は置き去った物件の領置等の任意調査権限（証取法第210条、外証法第53条、金先法第170条、本人確認法第18条）と、裁判官の発する許可状により行う臨検、搜索及び差押えの強制調査権限（証取法第211条、外証法第53条、金先法第171条、本人確認法第18条）とがある」（証取委編・前掲注（30）9頁）。また、課徴金の調査権限について、「有価証券届出書・有価証券報告書等の開示書類の虚偽記載に係る課徴金調査の権限は、開示検査として、証取法第26条で定められており、有価証券届出書の届出者、発行登録書の提出者、有価証券報告書の提出者、自己株券買付状況報告書の提出者、親会社等状況報告書の提出者若しくは有価証券の引受人その他の関係者若しくは参考人に対し、(1)参考となるべき報告若しくは資料の提出を命じること、(2)その者の帳簿書類その他の物件を検査することができることとされている。風説の流布・偽計・相場操縦及び内部者取引の不正取引に係る課徴金調査の権限は、証取法第177条で定められており、(1)事件関係人若しくは参考人に質問し、又はこれらの者から意見若しくは報告を徴すること、(2)事件関係人の営業所その他必要な場所に立ち入り、帳簿書類その他の物件を検査することができることとされている」（同前、11頁）。

³² 神山・前掲注（7）165頁は、「アメリカのSECのように旧大蔵省から独立した中立機関としての監視・摘発機関を創設すべきであるとの主張が強くなったが、旧大蔵省サイドから強い抵抗があった。結局、一九九二年には、妥協の産物として旧大蔵省内に証券取引等監視委員会（以下、証取委という。）が設置され、当該委員会が証券取引ルール違反全般を監視・摘発し、刑事告発もすることになった」とする。

また、河本＝大武・前掲注（21）388～389頁は、「この監視委員会だが、平成3年半ばの証券不祥事のさなかで、再発防止のためにどんな形のものを作るべきか、いろいろ議論が行われていた。その中で最も多くの者が希望したのは、

か³³。

2006年(平成18年)1月24日、ライブドア・ショックを受け、金融・経済財政担当相(当時、与謝野馨)は記者会見で、「不正な取引形態を排除するため、人員の充実を検討したい」³⁴と表明した。しかし、証券市場を規律するには、増員だけでは成し得ず、人員と権限の双方からの強化を図らなければ、改善に繋がらないと思われる。毎年の増員状況を見れば、確実に増員されてきており、そのことから、当局の姿勢には、一定の前進が見られる。しかし、証取委に対してなかなか権限移譲をせず、SECや証監会のような強権かつ独立した組織にさせない点を見ると、やはり「会社国家」³⁵であるだけに、どうしても財界や財界人に対して温情を持たざるを得ない裏事情が見え隠れする³⁶。すなわち、大企業やその連合団体が巨大な資本を持っており、国策に影響を与えている日本

アメリカのSECのような、行政機構とは完全に独立した監視委員会の設置だった。これに対して、少数だが、大勢とは反対に、日本の場合にはむしろ行政機構に大鉈を振るって省内改革を行うのがベターであるという考えがあった。しかし、結局は予想どおり、日本的な折衷方式つまり大蔵省の外局として独立した監視委員会を置くが、委員は大蔵大臣が任命するということに落ち着いた」とする。

³³ 2006年6月7日の法改正(平成18年法律第65号)では、「証券取引等監視委員会の市場監視機能を強化する観点から、①有価証券届出書の届出者等に対する検査権限等の強化、②犯則調査における郵便物等に対する差押権限の明確化、③勧告・建議の拡大が行われている」(岡田大「金融商品取引法制の解説(10)

不公正取引等への対応」商事法務1781号(2006)34頁)と述べられたように、証取委の機能強化と云いつつ、行政処分の決定権ないし規則の制定権といった実質的な権限について、言及さえされていない。

³⁴ 読売新聞、2006年1月26日、朝刊。

³⁵ 奥村宏『法人資本主義の構造』(岩波書店、最新版、2005)7頁は、「日本は会社国家である。…会社が日本社会全体を動かしている」とする。

³⁶ 例えば、2006年6月7日の法改正(平成18年法律第65号)までの自然人に対する各種法定刑を見ると、インサイダー取引(3年以下、300万円以下)を初め、不公正取引、風説流布・偽計、相場操縦(5年以下、500万円以下)のいずれもが、非難可能性や法益侵害・危険の程度などの面で詐欺罪(10年以下)より下回らないと思われるにもかかわらず、それより遙かに軽い刑罰しか設けられていなかった。

社会の実情が存在するのである³⁷。

このように、証取委は未だに自律さえできていない劣弱な後見人にすぎないといわなければならない、強堅になってから初めて、後見される証券市場の安穩が図られよう。

第二項 行政処分

違反行為につき、証取委が主導して行いうるものは、勧告・告発・建議にとどまる³⁸。これらのものが、違反者にとって何の痛みも伴わない行政監視上の事務にすぎず、行政罰の性質を持ち得ない。

(1) 証券行政上、唯一「罰」らしきものとして、2004年(平成16年)6月9日、「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)が公布され、翌年4月1日に施行された課徴金制度(インサイダー取引に関する規定が、金融商品取引法175条[会社関係者に対する禁止行為等に違反した者に対する課徴金納付命令]1項[本法166条[会社関係者の禁止行為]]および2項[本法167条[公開買付者等関係者の禁止行為]]に規定されている)がある。とはいえ、課徴金制度が証券取引における違反行為³⁹を抑止するために、刑罰に加えて、行政上の措

³⁷ 具体的ではないが、そのような例として、2004年、課徴金制度を導入する際に、経済界からの強い反発があった模様である(河本＝大武・前掲注(21)455頁)。

³⁸ 証券取引等監視委員会のHP(<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/actions.htm>)によれば、「証券取引等監視委員会は、証券市場等の取引の公正を確保するため、証券会社等の検査や、何人をも対象とする犯則事件の調査を行っていますが、そのような検査・調査の結果、法令違反等の不正行為を把握した際には、①金融庁長官等に対し行政処分等を求める勧告や、②検察庁に対して刑事訴追を求める告発を行います。また、③金融庁長官等に対して必要な制度変更等を求める建議を行うこともできます」とする。

³⁹ 「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

置として課される金銭的負担であり⁴⁰、行政罰ではない⁴¹。行政罰として位置づけられていない理由として、「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」⁴²とされている。しかし、「刑罰として自由刑と罰金刑、さらには没収・追徴を併科することでも許されているのであるから、その一部を行政罰として(例えば罰金を過料として、追徴を課徴金として)刑罰と併科することが許されない理由は少なくとも実体面においては存在しないはずである」⁴³と、課徴金の制裁性を認めた上での刑罰(自由刑)との併科を肯定する意見もある。

ところで、課徴金の賦課が不法利得の「吐き出し」であるという本質⁴⁴からすれば、二つの疑問が生じる。①国家に対して吐き出す理由があるだろうか。吐き出された金銭は、該当する被害者に還付されるのが道理であって、過料のように国庫に収めるのは、筋違いである⁴⁵。まして、

者が課徴金の納付命令を受ける。

⁴⁰ 証取委編・前掲注(30)10頁。

⁴¹ 実際には、「課徴金に制裁的要素を加味することを完全に排除したとはいえない」(芳賀良「証券取引法における課徴金制度」岡山大学法学會雑誌55巻1号(2005)111頁)と見られている。

⁴² 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。

⁴³ 佐伯仁志「経済犯罪に対する制裁について」法曹時報53巻11号(2001)28頁。また、同前「二重処罰の禁止について」松尾浩也＝芝原邦爾編『刑事法学の現代的状況：内藤謙先生古稀祝賀』(有斐閣、1994)301頁にも同旨の見解が見られる。

⁴⁴ 課徴金の吐き出しの立法趣旨について、「証券取引法においては、今回、初めて制度を導入することから、抑止のための必要最小限の水準として、違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準としつつ、対象行為ごとに具体的な算出方法を法律に規定している」(三井秀範編著『課徴金制度と民事賠償責任：条解証券取引法』(金融財政事情研究会、2005)13頁)とされ、すなわち、課徴金の賦課はあくまでも不法利得(相当)額を基準とするという。

⁴⁵ この問題について、芳賀良も、「賦課された課徴金は国により徴収され、被害者救済の財源とはなっていない。少なくとも違法行為により得られた経済的

インサイダー取引による不法利得に対する行政没収制度が存在しないのであれば、行政的手段による国家に対する不法利得の吐き出しを実体とする課徴金制度自体の法的正当性が疑わなければならない。課徴金が刑罰上の財産的制裁（没収・追徴）の代打であると解釈された場合⁴⁶にのみ、国庫に納めることの正当性が見出せよう。②画一的な算定では、インサイダー取引による不法利得を適切に算出することができるだろうか。すなわち、「**（重要情報公表後翌日の終値一買い付け価格）×売り付け株数＝課徴金額**」の基準値（下線部）が問題である。実際の取引価格があるにもかかわらず、画一的に「重要情報公表後翌日の終値」に制定されているため、その前後の株価の変動によっては、算出される課徴金額と実際の不法利得額との間には相応の差が生じてしまう。

かくして、金融商品取引法における課徴金制度の性格は、やはり（日本）独占禁止法における課徴金制度と同様、算定上も硬直であり、また「ぬえ的性格」⁴⁷を帯びていることは否定できないように思われる。

（2）課徴金額から確定した刑事判決の没収・追徴額（金融商品取引法198条の2に規定される不法利得）を控除することについて、「証券取引法上、刑事罰を科す際には犯罪行為から得た財産を必ず没収・追徴するとの規定（第198条の2）が置かれており、当該規定により犯罪行為による経済的利得を

利得相当額は、本来、国に帰属するものではなく、違法行為によって損害を受けた者に帰属すべきものと考えられる」（芳賀・前掲注（41）112頁）と指摘している。

他方、類似する独占禁止法上の課徴金制度も、創設当時に、「もし企業の違反による利得を剥奪するものとして考えられているのであるならば、そのような利得は本来消費者に返還されるべきものであ」（編集部「独禁法改正関係資料」法律時報47巻2号（1975）95頁）と、同様な問題がすでに指摘されていた。

⁴⁶ 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）21頁は、「証券取引法が導入した課徴金制度は、刑事責任が問われない場合の没収を可能にさせるものである」とする。

⁴⁷ 独占禁止法上の課徴金制度について、郷原信郎は、「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」（日本経済新聞、2005年6月24日、朝刊）と批判している。

包含する財産が没収・追徴されている場合にまで経済的利得相当額の課徴金を全額課すまでの必要はないとの政策的観点から、課徴金額より没収・追徴相当額を控除する調整規定が設けられている」⁴⁸が、いわゆる「政策的観点」とは、具体的に何を指しているかが明らかではなかった。

他方、「刑罰と課徴金の制度上の趣旨目的が異なるものであり、課徴金制度は行政上の義務履行確保の手段であると完全に割り切れるのであれば、刑事手続による没収・追徴との調整規定を置く理論的必要性はないことになる。この点、証券取引法の課徴金制度は、その算定において違法行為における利得分の『吐き出し』という趣旨がみられ、課徴金制度の実質的な機能面に着目した上で、没収・追徴との調整規定が設けられたものということができる」⁴⁹とする見解がある。しかし、没収・追徴はれっきとした刑罰であり、実質的に不法利得の吐き出しを趣旨とする課徴金とまったく異質な制度である。これを踏まえて改めて見てみると、系統の異なる法規範の間の調整はなぜ可能なのか、その理論的正当性は必ずしも示されていないように見受けられる。法システムとして、総合的な作用が期待されるが、それぞれの独自性を無視して混同するようなことは果たして如何であろうか。

また、「課徴金にも制裁的要素があるため、将来課徴金額を増額する場合に備えて、課徴金による制裁が過剰とならないように刑罰との調整をしたという説明も可能であろう」⁵⁰とする見解に対し、課徴金額から没収・追徴額を控除することは、「将来」の過剰な事態に備えるためなら、いまは差し引かなくても良いのではないか、ひいて差し引く正当な理由がないのではないかと思われる。

第三款 刑事規制

法システムの中では、刑事法規がもっとも威嚇効果を持つ。そのためか、日本では、経済犯罪に対する制裁体系において、刑罰が唯一の手段

⁴⁸ 三井編著・前掲注(44) 13～14頁。

⁴⁹ 橋本・前掲注(39) 8頁。

⁵⁰ 芳賀・前掲注(41) 107頁。

として用いられてきた⁵¹。証券規制も例外ではなく、要するに、「わが国の証券市場の規制および監督は、かつては、大蔵省による一元的な証券行政により行われていた。そこでは、事前予防型の保護行政が中心であった。現在では、かかる事前規制からの転換がはかられ、制裁〔圏点は筆者〕を主体とする事後規制へと移行している」⁵²のである。

インサイダー取引の禁止規定および罰則規定は、金融商品取引法に設けられているが、その内容が刑事規制＝刑罰であることはいうまでもない。いわゆる特別刑法や経済刑法という分野である。

当初、インサイダー取引などの不正行為について、旧証券取引法58条（金融商品取引法157条〔不正行為の禁止〕）の下で、「不正取引行為」の枠内で対処すべきものとされていた。しかし、本条は、アメリカ法の規則10b-5〔操作的または欺罔的な手段の使用〕をモデルにしていた⁵³だけに、広く抽象性を帯び、包括的なものであった。そのため、タテホ事件の処理で限界が浮き彫りになり、もとより、そのような抽象規定が構成要件理論の刑法理論にそぐわず、改正が余儀なくされた。

近時、コクト事件（虚偽の有価証券報告書の提出〔法人〕、インサイダー取引〔自然人〕、いずれも確定）、ライブドア事件（虚偽の有価証券報告書の提出〔法人および自然人〕、公判係属中）、村上ファンド事件（インサイダー取引〔自然人〕、公判係属中）などの大型不祥事が立て続き起きてしまい、更なる強化策が図られ、インサイダー取引に対する法定刑も、ほぼ2倍に引き上げられた。

インサイダー取引の構成要件について、金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕において詳細に規定され、罰則について、金融商品取引法197条の2 13号には、自然人の罰則規定が置かれ、同法207条1項2号には、法人の罰則規定が設けられている。不法利得の没収や追徴について、同法198条の2に規定されている。

⁵¹ この点について、佐伯仁志は、「経済犯罪に対するわが国の制裁体系は、刑罰が『最後の手段』というより『唯一の手段』であって、刑罰を科さない場合には、違反者は何の制裁も受けないままになってしまう」（佐伯・前掲注（43）4頁）と批判している。

⁵² 神崎＝志谷＝川口・前掲注（2）117頁。

⁵³ 板倉宏＝鈴木靖宏「インサイダー取引規制の保護法益に関する若干の考察」日本法學62巻2号（1996）4頁脚注5。

金融商品取引法197条の2：次の各号のいずれかに該当する者は、5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。

- (13) 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

金融商品取引法198条の2：① 次に掲げる財産は、没収する。但し、その取得の状況、損害賠償の履行の状況その他の事情に照らし、当該財産の全部又は一部を没収することが相当でないときは、これを没収しないことができる。

- (1) 第197条第1項第5号若しくは第2項又は第197条の2第13号の罪の犯罪行為により得た財産
(2) 前号に掲げる財産の対価として得た財産又は同号に掲げる財産がオプションその他の権利である場合における当該権利の行使により得た財産
② 前項の規定により財産を没収すべき場合において、これを没収することができないときは、その価額を犯人から追徴する。

金融商品取引法207条：① 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。

- (2) 第197条の2（第11号及び第12号を除く） 5億円以下の罰金刑

自然人について、多言を要しないほどはっきりしている。会社の内部者若しくは準内部者（金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕1項に該当する者）、または、第一次情報受領者（同条3項に該当する者）は、インサイダー取引を行った場合、「5年以下の懲役若しくは500万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する」（同法197条の2 13号）とする刑罰が科される。

問題は、法人犯罪の場合における自然人の処罰である。すなわち、条文上、真正な行為主体である「法人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」（金融商品取引法207条1項）について、「その行

為者を罰する」としか規定されておらず、何に基づいて罰するかに関して、明らかではない。前出新日本国土工業株事件⁵⁴では、自然人の行為が、当時（1995年）の証券取引法166条〔内部者取引等の規制—会社関係者等が禁止される行為〕1項（金融商品取引法166条〔会社関係者の禁止行為〕1項）に該当するものとされ、同法200条〔書類又はその写しの不提出等・公示義務違反・虚偽の書類の提出等の罪〕6号（金融商品取引法197条の2 13号）に基づく処罰がなされたことが窺える⁵⁵。しかし、証券取引法166条は、自然人が自己の利益のために、インサイダー取引を行った場合の規定であり、同法207条が規定するような、自然人が法人の利益のために、インサイダー取引を行った場合と根本的に異なる。つまり、自分のためにインサイダー取引を行った場合と、法人のためにインサイダー取引を行った場合における自然人に対する非難可能性の程度が違ふはずであろうと思われる（もちろん、例えば、単に会社の勘定口座を利用した場合や、オーナーや創業者が自社の利益のためにインサイダー取引を行った場合は別である）。もとより、新日本国土工業株事件が略式命令であったため、法人犯罪の場合の自然人に証券取引法166条を適用しえた論理構成も明らかではなかった⁵⁶。

確かに、金融商品取引法197条の2の両罰規定として、同法207条が設けられているわけで、自然人に対する規制は同法197条の2に基づくことは当然であろうが、原因は、207条1項の冒頭にも自然人に対する罰則規定が置かれているため、197条の2に規定されている自然人に対する罰則規定と競合していることである。

ところで、主観的構成要件要素に関する議論は極めて少ないものの、一般的に、本犯が故意犯であり、未必の故意で足りるとされている⁵⁷。

⁵⁴ 商事法務1385号（1995）43頁、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、また、朝日新聞、1995年2月10日・11日、3月24日、朝刊。

⁵⁵ 証取委編・前掲注（30）124頁。

⁵⁶ 新日本国土工業株事件のほか、もう一件インサイダー取引に係わる法人処罰例（名古屋簡判平9・5・1〔確定〕公刊物未登載）があったが、同様に略式命令であったため、その論理構成を知ることができなかった（証取委編・前掲注（30）125頁）。

⁵⁷ 服部・前掲注（3）293頁。

第四款 小括

(1) 相場操縦の如く、インサイダー取引の損害賠償責任についての特則規定はないため、インサイダー取引に対する損害賠償請求権の有無の問題に関する議論さえ終結していない。

前述東京地裁判決(東京地判平3・10・29)について、批判が少なくない。証券取引所取引という取引形態において、結び付かれた権利の取引は、買い注文と売り注文の条件の一致により実現されており、互いに相手を選択する主観意思は介在しない。権利の取得を客観的に表わすものとして、株券の受領がある。株券を受領することによって、自分がその株券の額面分の権利を買い取った証明となる(その株券に付随しているその権利を買い取ったわけではない)。もとより、株式市場では転売率が高く、株券を受領しない名義の書き換えしないのが殆どで、仮に受領した株券に名義人が記載されていたとしても、その者から権利を買受けたとは到底言い切れない。したがって、株券に「記載されている者」を被告適格者とすることができず、権利の取得と株券の取得を分離して行う証券取引の実情にかんがみれば、東京地裁の判断に理解を示せざるを得ない。ただし、本件の場合、株券に「記載されている者」が正真正銘のインサイダーであり、行われた本件取引行為もインサイダー取引そのものであった。要するに、東京地裁は取引の因果関係を推定できたはずであった。問題は、現行民法上には、そうした推定規定が存在しないため、東京地裁は従来の立証理論(AがなければBなし)による認定を行わざるを得なかった。

「内部者取引をした者がその相手に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような措置を講ずるべきであるが、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」⁵⁸と指摘されてから20年間も経つが、幾度も法改正が行われたにもかかわらず、この課題がなおざりにされ続けている。インサイダー取引に対する損害賠償規定の立法的遅延⁵⁹が、インサイダー取引を助長

⁵⁸ 資本市場研究会編『内部者取引の規制の在り方について——証券取引審議会報告——』(資本市場研究会、1988) 17頁。

⁵⁹ 証券取引全般に関わる紛争について、全国証券問題研究会幹事長の田端聡

しているとも受け止められる。

証券取引法の目的規定や保護法益論には、必ずといっていいほど、「投資者の保護」が掲げられている。しかし、たとえ刑事規制の枠組みの中で、刑罰を介した予防機能が果たされ潜在的な被害者が守られたとしても、現実の被害者の救済ができなければ、保護法益論も一面的であると言わざるを得ない。

他方、証券投資者の保護について、2002年（平成14年）7月に発足された日本投資者保護基金⁶⁰があり、金融商品取引法79条の27〔加入義務〕により、証券会社の加入は義務化されている。しかしこの基金が、証券会社が破綻など不運な場合に備えるための投資者に対する行政的救済措置であり、インサイダー取引による被害を救済する制度ではない。

（2）新しく導入された課徴金制度導入は不法利得の吐き出しを趣旨としているため、事実上、日本法には、インサイダー取引に対する行政上の規制ツールが存在しない。

インサイダー取引を含む証券取引法違反行為に対し、証取委がとれるアクションは勧告・告発・建議および課徴金の調査にとどまる。証取委には、課徴金を決定する権限が付与されておらず、本来主務官庁にあった行政処分の権限も取り上げられてしまい、内閣総理大臣に集権されている⁶¹。内閣総理大臣への集権は名目上のものにすぎないとの見方もある。

弁護士は、「顧客保護、とりわけ事後救済の点に関し、わが国の立法・行政が大きく立ち後れていることもまた、否定しがたい事実である」（田端聡「証券取引をめぐる紛争解決の実情」金融・商事判例1187号（2004）1頁）と、被害者に対する救済制度の欠缺を指摘している。

⁶⁰ 日本では、1998年12月にも、日本投資者保護基金が設立されたが、その後、証券投資者保護基金と統合され、新たに日本投資者保護基金として発足した。目的は、証券会社が破綻した際、投資家が証券会社に預けていた資産を返せなくなったときに、当該証券会社に代わって投資家一人につき、1千万を限度とする資産を返還し、証券市場への信頼性を維持するものである。

⁶¹ 神山敏雄は、「従来、証券業の主務官庁は大蔵省にあって、証券取引法違反に対する行政処分の権限も大蔵大臣が有していた。1997年12月の証取法改正によって金融・証券の監督権限は大蔵省から切り離され、総理府の金融監督庁に移されたため、行政処分権は総理大臣が有するようになった」（中山研一ほか編著『経済刑法入門』（成文堂、第3版、2001）174頁〔神山敏雄〕）という。

りうるが、権利行使の実体を伴わないなら、また最初から行使する意図がないなら、なぜ取り上げる必要があるだろうか。やはり、決定的な場面でのコントロールを意識していると考えられる。

(3) インサイダー取引のみならず、証券犯罪全般に対する抑止の道具として、日本法では刑罰しか用意されていない(直罰式)。タテホ・ショックを受けて、インサイダー取引に対する刑罰が科せられるようになったが、当該行為類型を取り巻く制裁体系が見直されたわけではない。こうした直罰式の規制しかない制裁構造において、規制強化の手段としての立法は大きな問題となっている。神山敏雄が(罰則強化と犯罪抑止の観点から)指摘するように、「経済事犯の不祥事が発生すると、法改正による刑罰強化策は、日本の経済犯罪対策のパターンとして繰り返されてきた。このような対応策は、法案を国会で可決すればよいのであるから最も簡単で安上がりの方であり、また、政治家や主務官庁の姿勢をアピールする役割も果たす。…不祥事が発生する度に、刑罰を無原則的にいとも簡単に引き上げることができるようなノーコントロール・システムには問題がある」⁶²。

罰則強化の内訳を見ても、刑期や罰金額の引き上げしかなされておらず、例えば、第一次情報受領者以降の者までの拡張や勧奨行為、および内部情報の漏洩行為に関して規制をしていないなど、依然として射程範囲が狭く抑えられている。「今後は、これらの諸問題〔インサイダー取引規制のあり方を指す―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」⁶³と思われる。

〔付記〕

本稿は、北海道大学審査博士(法学)学位論文(2008年3月25日授与)

⁶² 中山ほか編著・前掲注(61)173～174頁〔神山敏雄〕。

⁶³ 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編集委員会編『宮澤浩一先生古稀祝賀論文集・第3巻・現代社会と刑事法』(成文堂、2000)169頁。

に補筆したものである。なお、本稿執筆（日本法における民事規制の部分）にあたっては、平成17年度石井記念証券研究振興財団の研究助成に基づく研究成果の一部を取り入れている。