HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	インサイダー取引規制に関する研究（4・完） ： 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, 60(1), 332[1]-298[35]
Issue Date	2009-05-29
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/38680
Type	departmental bulletin paper
File Information	vol60no1_p332-298.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

論　　説

インサイダー取引規制に関する研究（4・完）

―― 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、59巻４号）
第三章　アメリカ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　社会背景
第二款　成文法の制定
第三款　小括
第二節　インサイダー取引の規制目的
第一款　伝統的コモン・ローの理論＝「*caveat emptor*」
第二款　インサイダー取引を規制する三つの理論
第一項　情報の平等理論（equality of information theory）
第二項　信任義務理論（fiduciary duty theory）
第三項　不正流用理論（misappropriation theory）
第三款　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　SEC
第二項　行政制裁
第三款　刑事規制
第四款　小括　（以上、59巻５号）
第四章　中国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　旧中国時代の証券法制（1949年まで）
第二款　新中国時代の証券法制（1949年から）
第一項　証券法におけるインサイダー取引規制の立法

第二項　刑法におけるインサイダー取引規制の立法
第三款　小括
第二節　インサイダー取引の規制目的
第一款　証券法の目的規定
第二款　刑法の犯罪客体論
第三款　民事責任に関する特別規定
第四款　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　証監会
第二項　行政罰
第三款　刑事規制
第四款　小括　（以上、59巻6号）
第五章　検討
第一節　現行制裁体系の再確認
第一款　民事規制について
第二款　行政規制について
第三款　刑事規制について
第四款　小括
第二節　望ましい制裁体系とは
第一款　規制目的の再考
第二款　制裁体系の理想
第一項　基本構造
第二項　「二重処罰」の問題
第三項　民事規制との関係
第六章　おわりに
参考資料　（以上、本号）

第五章　検討

日本法はアメリカ法をモデルにしているものの、インサイダー取引を単なる形式犯ないし抽象的危険犯として捉えている日本法[1]と、信認義務を基軸に発展してきたアメリカ法とでは、大きな違いがある[2]。アメリカ法では、予め重要な未公開情報を知っている者は当該情報を公開（開示せよ）、さもなければ関連の取引をしてはならない（断念せよ）という選択的義務が求められているのに対し、日本法では、アメリカ法のような信認の文化的基礎がないため、信認義務に基づく義務要求ができない。しかしながら、インサイダー取引をしてはならないという日本法における禁止あるいは不作為の要求は、実質的な効果の点では、アメリカ法における取引断念義務と同じである。

アメリカ法においては、情報の開示義務や取引の断念義務は、信認義務との間で、①開示して取引をすれば、情報源との信認関係が損なわれない、②不開示を選び、取引も諦めれば、情報源との信認関係が保持される、といった関係が成立する。

以下では、このような基本理解の下、日本法における各規制ツールについて、これまでの検討事項を再確認しつつ、規制目的論および制裁体系について、私見を提示する。

第一節　現行制裁体系の再確認

日本では、インサイダー取引に対する規制は如何なる手段によるべき

---

[1] 抽象的危険犯であるとする見解として、例えば、野村稔『経済刑法の論点』（現代法律出版、2002）５頁がある。

[2] 他方、藤田友敬は、竹内昭夫の見解（竹内昭夫「内部者取引（総論）」証券研究41巻（1975）135～136頁）を敷衍し、「市場的アプローチ」と「契約的アプローチ」の側面から、日本とアメリカにおけるインサイダー取引規制の違いを分析している（藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」岩原紳作＝神田秀樹編著『商事法の展望：竹内昭夫先生追悼論文集――新しい企業法を求めて――』（商事法務研究会、1998）578～580頁、同前「内部者取引規制」フィナンシャル・レビュー49号（1999）63～90頁）。

か、また、どの手段が制裁体系の中枢を担うべきかについて、必ずしも十分に議論されてこなかった。

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の報告（「株主構成の変化と資本市場のあり方について」）において、「内部者取引の規制」が検討され、不公正取引一般に関する規定（旧規定58条１号＝現行規定157条１号）の曖昧さなどが指摘された上で、「この問題に対処する方策としては，現行法令の適確な運用に加えて，内部者取引が何より道義に反する行為であることを関係者に十分認識させ，さらにその認識が実践にまで高められるように努めることが実際的である」[1]とされた。すなわち、当初は、もっぱら人々の道徳観・倫理観に訴えかけることでインサイダー取引を防止しようとしていたのである。換言すれば、インサイダー取引に対して法をもって規律しなければならない、といった認識は未だなかったといえよう。その後、タテホ事件を契機に、1988年（昭和63年）２月24日の同審議会報告（「内部者取引の規制の在り方について」）において、インサイダー取引規制の在り方が再び議論され、そこでは、未然防止体制の整備（発行会社・証券取引所・証券会社・金融機関におけるチャイニーズ・ウォール）および刑事罰の整備が重要視されたが、損害賠償が「中長期的な課題」として先送りされた[2]。そして、2004年の法改正（平成16年法律第97号）により、課徴金制度が導入されたものの、民事規制の整備は依然として進展のないままである。

第一款　民事規制について

インサイダー取引に対する規制について、刑事規制より民事規制が整備されるべきであるとの主張は従来からなされてきた[3]。また、損害賠

---

[1] 大蔵省証券局年報第14回（1976）58頁。

[2] 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）11～17頁。

[3] 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法』（有斐閣、新版、1984）555頁は、「内部者取引に明白に適合するような刑罰規定に作り替えることは、これまた実現が困難であろう。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

償請求において、被害者側の立場が圧倒的に不利なことも、しばしば指摘されてきた[4]。

(1) インサイダー取引に対して、そもそも損害賠償請求権が認められるか否か、また、損害賠償責任の追及が実際にも可能であるか否かについて、肯定論と否定論が対立している。

肯定論はまず、「刑罰規定は被害者の救済を考えていない」[5]と批判した上で、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者は、インサイダー取引の被害者というべきであろう」[6]とし、「彼ら〔インサイダー取引による被害者を指す－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」[7]と主張する。また、従前から、旧規定58条違反による損害賠償義務について、立法による明確化の必要性が強調されてきており[8]、「内部者はその利得を保持でき、何人に対しても返還義務を負うことがない結果となることは、やはり妥当ではなく、…損害の賠償を請求することが

を整備すべきであろう」とする。

4 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』(有斐閣、第７版、2005) 369頁は、「以上〔インサイダー取引による刑事責任を指す－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，取引の相手の故意・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」とする。

他方、「刑事制裁だけではなしに、損害賠償の制裁的効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」(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) と、証券取引審議会の「内部者取引の規制の在り方について」と題する報告書に対する批判もある。

5 龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号 (1990) 158頁。

6 龍田・前掲注（５）158頁。

7 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。

8 竹内昭夫「内部者取引（総論）」証券研究41巻 (1975) 146頁。

他方、刑事規制との関係について、「私も民事制裁と刑事制裁を併用すべきだと考える」(竹内・前掲注（４）48頁) としている。

できるものとするのが妥当であろう」[9]ともいわれている。

これに対して、否定論は、「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」[10]として、株価の変動要因と変動時期の観点から、一般投資者の損害とインサイダーの取引行為との間の因果関係を否定している。この見解は、証券市場という広い範囲に存在する一般投資者を念頭に置いた見解であり、インサイダーと反対側の取引相手という直接な関係から導かれた結論ではないと思われる。インサイダーが事前に株価の変動の原因を知り、それを反対側の取引相手に秘して、その株価の変動を利用する本質（損失の転嫁と利得の奪略）からすれば、反対側の取引相手において発生した損害が正しくインサイダーの取引行為によりもたらされたものであるというべきであろう。インサイダー取引行為が「市場」というフィルターを通っただけで、損害との因果関係が否定される理由はないように思われる。

他方、①「Ａがなければ Ｂなし」との因果関係論（条件説）から、インサイダーによる取引がなければ、反対側の取引相手に損害が発生しなかったとはいえないとし、不法行為に基づく賠償責任の追求は妥当ではなく、また、②インサイダーには情報の開示義務が課されていないため、開示しなかったことを理由とする賠償請求は認められないとする見解も

---

9 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)49～50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。

ある[11]。①については、確かに、反対側の取引相手にしてみれば、その取引相手がインサイダーであるか、また他の一般投資者であるかによって、被る「損失」は変わらないかもしれない。しかし、後者の場合は善意であるのに対し、前者の場合は悪意である。後者による「損失」は商行為上当然に伴うリスクであり、自己責任の原理が及ぶ領域であるのに対し、前者による「損失」は一方的な情報上の優位によりもたらされた結果であり、予めハンディがつけられた競走のようなものである。したがって、反対側の取引相手としては、後者に対しては対抗できないものの、前者に対しては対抗できるはずであると考えられる。②については、日本の現行法では、開示義務が課されているわけではなく、「取引するな」という禁止ないし不作為義務のみが課されている。したがって、開示しなかったことのみを理由に、賠償請求が認められないとする議論は、一面的であるように見受けられる。もちろん、商法的な観点から、未公開情報を有しているインサイダーに開示義務があるか否かの議論は意義があろう。しかし、現行インサイダー取引規制においては、取引の断念義務（禁止あるいは不作為の要求）のみが規定されており、情報の開示義務が課されていないことに留意する必要があろう。

一方、損害賠償請求権の現実的行使の可能性を疑問視する見解も有力である。例えば、「証券取引法は確かに民事責任を追及しにくいような規定をおいていますけれども、これを変えても今の日本の社会条件のもとでは有効に使われないのではないか」[12]などと指摘されている[13]。

(2)　このように、日本では、インサイダー取引の民事責任に関する議論は、いまだに煮詰められておらず、被害を被った反対側の取引相手が損害賠償請求権を有するか否かに関してすら、定説に至っていない。

もっとも、民事規制の機能については、インサイダー取引規定が導入

---

[11] 上田真二「インサイダー取引規制のあり方について」私法69号（2007）245頁。

[12] 鈴木竹雄ほか「日米証券取引法の課題〔座談会〕」商事法務研究267号（1963）24頁［鈴木竹雄発言］。

[13] さらに、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』（商事法務研究会、1989）384～385頁。

される以前にも、肯定的な意見が見られた。すなわち、「会社機密関与者の違法な証券取引によって被害をこうむった投資者が、当該機密関与者に対して損害賠償請求をすることを認めることは、その投資者の利益の確保のために必要であるのみならず、会社機密の関与者の機密情報を利用しての不正な証券取引を抑止するためにも大きな意味を有する」[14]との指摘がすでにされていた。

筆者としては、インサイダー取引を行う者は、「インチキとわかっている賭博」[15]や「競馬の八百長」[16]と変わらない方法で、「一般投資家の犠牲の上に」[17]利己的行為に走っていることから、その被害者に対して、損害賠償責任を負うのは当然のことであると思われる。民事救済の観点から、アメリカ法の市場における詐欺理論の導入も唱えられている[18]が、少なくとも、①相場操縦行為等による賠償責任（金融商品取引法160条）と同様の規定や、さらには、②アメリカ法のように同時取引説を採用した規定の設置を検討する[19]など、早急にインサイダー取引に対する損害賠償責任を明確化することが望まれよう。

第二款　行政規制について

---

[14] 神崎克郎「会社機密関与者の証券取引の規制（３）」民商法雑誌58巻５号（1968）661～662頁、同前『証券取引規制の研究』（有斐閣、1968）161頁。

[15] 竹内・前掲注（８）136頁。

[16] 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――大隅健一郎先生古稀記念――』（有斐閣、1977）698頁。

[17] 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。

[18] 市場における詐欺理論の導入について、並木和夫は、「筆者は，アメリカ合衆国において適用されている，『市場に対する詐欺の理論』は，わが国における内部者取引の民事救済に際しても，用いられるべきであると理解する」（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）151頁）と提唱し、導入にあたっては、「その際に検討されなければならないことは，第１に，わが国における証券市場が果たして効率的な市場であると言い得るかどうかという問題と，第２に，『市場に対する詐欺の理論』の適用範囲の問題である」（同前）とする検討課題も提示している。

[19] もっとも、上田真二「インサイダー取引規制のあり方について」私法69号（2007）246頁は、このような提案を疑問視している。

(1) 行政的措置について、証取委による勧告、建議があるが、それらはあくまでも行政処分であり、行政制裁や行政罰として捉えることはできない。

インサイダー取引に対し、非刑事的な手段による抑止はかねてから提唱されていた[20]。そして、2005年４月１日、不法利得の「吐き出し」を趣旨とする「行政上の措置」として、課徴金制度が導入された。

(2) 課徴金制度を行政規制のツールとして用いるためには、①課徴金を行政罰として位置づけ、②課徴金を一定程度増額する必要があると考えられる。①については、現行課徴金制度の趣旨が基本的に「不法利得の吐き出し」に求められているため、不法利得額以上に剥奪することができないことになる。抑止機能を利かせるためには「罰」としての位置づけが必要不可欠であろう[21]。②については、証券取引における課徴金

---

[20] 神山敏雄「インサイダー取引と経済刑法」岡山大學法學會雑誌40巻３・４号（1991）72頁は、「インサイダーは、不公正な手段を用いて経済的利益を得ることを目ざすので、当該利益が奪われると彼の行為は徒労に終わる。インサイダーは、特に利害の計算に長けている、利益剥奪の原則が確立され、徹底され、そしてその利益にプラス制裁金として加算される一定の金額を課すことによって抑止効果が十分期待できる。従って、インサイダー取引には、まずは課徴金なり民事制裁金のサンクションを導入し、それでも効果がないような場合に間接罰として刑罰を考えるのがベターであると解する」とする。

[21] 課徴金の制裁化を唱える論者として、郷原信郎は、「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」（日本経済新聞、2005年６月24日、朝刊）と述べ、独占禁止法および証券取引法における課徴金制度について、制裁の性質を持たせるべきであると提唱している。

独占禁止法における課徴金制度について、古城誠は、「カルテルを抑止するためのペナルティを科す制度に改革する場合には、課徴金を不当利得の剥奪手段と性格づけるのを辞め、違反の悪質性に応じて、課徴金額を公取委が裁量的に決定することを認める必要があろう」（古城誠「独占禁止法の民事救済制度及び行政処分をめぐる問題」法律のひろば54巻５号（2001）16頁）と述べ、また、金井貴嗣は、「現行の課徴金、刑事罰および損害賠償では、違反行為に対する抑止力としては不十分である。…そこで、違反行為に対する抑止力を高めるために、課徴金制度を制裁金制度に改めることを考えてみたい」（金井貴嗣「独

の効果について、「利得の没収だけでは、ばれてもともとということになり不十分である」[22]として、不法利得額より高額な課徴金が課されるべきことが主張されており、また、「違反行為の抑止を課徴金制度の目的とするならば、課徴金の性格を違反行為に対する制裁であると正面から認めた上で、課徴金額の設定については、経済的利得相当額を上限とすることなく違法行為を抑止しうる額を定めるべきである」[23]として、課徴金の高額化と制裁的位置づけの必要性が主張されている。

課徴金制度の制裁的位置づけについて、金融庁は、「不当に得た利益を没収するだけの今の制度を改め、米国のように制裁色を持たせ、…罰則を強化し違反行為を減らしていく狙い」[24]から検討に入ったが、その後、金融審議会（首相の諮問機関）の法制作業部会は、「現在の制度は、企業が重要事実を公表した日の翌日終値を基準に不当利得を算出しているが、導入から２年余の実績で、違反者は平均して課徴金額の２倍程度の利益を得ており、『やり得』と批判されていた」[25]ことから、「インサイダー取引については、算定基準日を見直して違反者が実際に得た利益を反映〔し〕、現行の２倍程度の水準に引き上げる一方で、多くの委員が主張していた制裁的な増額は見送った」[26]。

（3）　他方、前掲判例（名古屋地判平16・５・27）[27]のような事案では、従前の課徴金制度の「吐き出し」の性格からすれば、「違反者と利益の帰属主体が異なりうるため、課徴金制度によって利益を吐き出させることも困難である」[28]という問題があった。しかし、課徴金制度が「罰」的な

占禁止法違反に対する課徴金・刑事罰の制度設計」日本経済法学会年報22号（2001）23頁）と述べている。

[22] 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。

[23] 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。

[24] 日本経済新聞、2007年６月10日、朝刊。

[25] 産経新聞、2007年12月８日、大阪版朝刊・東京版朝刊。

[26] 前掲注（25）。

[27] 資料版商事法務244号（2004）206～207頁。

[28] 神山敏雄ほか編著『新経済刑法入門』（成文堂、2008）185頁［平山幹子］。

意味合いを持つようになった場合、この問題は解消されうるであろう。というのも、行政罰としての課徴金は違反行為の違法性に着目して課されるため、「違反者による不法利得享受」という観点を離れ、「行為の違法性の程度」に応じた課徴金の賦課、といった考え方も可能となるからである。

第三款　刑事規制について

（1）インサイダー取引行為に対して、「商法学者の間では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」[29]るため、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、本条に基づき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規定が1989年４月１日に施行され、従来の学説の主張[30]に沿った法整備が行われた。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[31]、情状の軽重を問わず、ひたすら刑事法の

---

[29] 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。

[30] 近藤光男「内部者取引」龍田節＝神崎克郎編集『証券取引法大系――河本一郎先生還暦記念――』（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た。

[31] 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、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

土俵に持ち込み、「抑止」の名の下で刑事罰が科せられてきた。確かに、「インサイダー取引を刑事規制で対処していくか、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」[32]、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

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）。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ものとしている（証取法一九七条二号）。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い難い状況にある」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、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。

他方、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」としているが、いわゆる「形式的内部者の規制」とは何かを明言しなかった。

[32] 神山・前掲注（29）89～90頁。

するという方法を選択した」[33]のである。しかしながら、インサイダー取引を規制するにあたり、①他の法規制ツールをまったく考えなくてもよいのだろうか、また、②直罰式が当座の対応策として妥当であった[34]としても、現段階において、そして将来的にもなお妥当性を維持することができるのであろうか。

(2) インサイダー取引に対する規制として直罰式が採られたため、その後の強化策はひたすら法定刑を引き上げるしか道はなかった。しかし、これは果たして何をもたらすのだろうか。思うに、それは、刑罰依存の規制を推し進めるだけであり、バランスを欠いた制裁体系を固定化することになり、強化策を講ずる必要があるときにも、法定刑を上げるしか他に方策がないというスパイラルに陥るおそれがあると考えられる。

確かに、刑罰には他の規制手段を遙かに上回る威嚇効果があり、それゆえにこそ、その実効性に大きな期待が寄せられている。しかしながら、「刑罰は、国権の作用による最も峻厳な制裁である」[35]だけに、補充性・謙抑性の原則は極力維持されなければならない。ウルテマ・ラチオの原則は安易に捨て去られてはならないのである。また、刑罰にだけ期待を寄せ、それが決定打にならなければ、法定刑を引き上げるというやり方、換言すれば、難病の患者に通常量の倍の薬を投与するようなやり方では、必ずしも期待するほどの効果が得られるとは限らない。そのような場合、やはり、適量な投薬のほか、運動療法やセラピーなどが含まれた総合療法のほうが、より適切かつ効果的であろう。

第四款　小括

このように見るならば、日本においては、インサイダー取引を規制す

---

[33] 神山・前掲注（29）94頁。

[34] 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］。

[35] 最判昭49・11・６刑集28巻９号404頁、最判集刑194号（1974）70頁、裁判所時報653号(1974) ２頁、判例時報757号(1974)35頁、判例タイムズ313号(1975)177頁。

るための整備された法体系は未だ完成されていないように思われる。そしてこのことは、インサイダー取引に対する予防体系も未だ十分に構築されていないことをも意味している。

第二節　望ましい制裁体系とは

以上の検討を踏まえ、規制目的および制裁体系を中心に私見を展開したい。

第一款　規制目的の再考

インサイダー取引という不正な経済行為から何を守るべきか、その規制目的に関する総合的な議論は、これまで必ずしも十分になされてこなかった。もちろん、刑法では保護法益の視座による議論があるが、そこでは投資者保護の視点が不十分であり、保護法益論の展開が限定的であると言わなければならない[1]。インサイダー取引に関する制裁体系を検討するにあたっては、母体となったアメリカ法における議論を振り返りつつ、日本法における規制目的論を再考する必要があろう。

前述の如く、アメリカ法におけるインサイダー取引規制の法理は、伝統的コモン・ローに法源がある。確かに、「*caveat emptor*」の法理が当初、買う側（情報的弱者）の権益を保護することに主眼が置かれたわけではないかもしれないが、「let the seller beware」の法理へと進化したことで、それまで買手が負うべきとされてきた責任・負担が売手に転換され、買手の保護に趣旨が変更されたと理解できる。アメリカ法におけるインサイダー取引の規制目的の中には「投資者の保護」といった「個人」レベルに焦点を当てた視点が大きな位置を占めているのである。

---

[1] この点に関して、神崎克郎らも、「内部者取引を厳格に摘発し刑事罰をもって制裁を行うこと、刑事罰を背景にその予防を図ることは、もとより重要であるものの、それのみでは投資者保護に十分であるとは言い切れない」（神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院、2006）921頁）と、民事的保護の欠缺を指摘している。

一方、日本法の場合、インサイダー取引規制の導入に際して、アメリカの影響を受けてはいるものの、アメリカ法のような変遷を経てきたわけでもなければ、「個人」レベルに焦点を当てた規制目的論が展開されたわけでもない。アメリカ法に範をとった最初の証券取引法にあった投資者保護を、GHQの引き上げをきっかけに、大きく後退させるような法改正すら行われた[2]。一言でいえば、インサイダー取引に対する規制は、刑罰の形（直罰式）で登場した実効性重視の応急処置にすぎず、投資者（個人）が重視された規範ではない。経済犯罪が最初に危害を与えるのは「個人」の利益であり、それによって、マクロ的に市場経済が害される、というのが経済のメカニズムである。アメリカ法では、「投資者」および「経済」の双方が保護の対象となっており、「投資者」の保護においても、有益な規定が多く創設されるなど、公の利益である「経済」に劣らないほどの法的保護が与えられている。一方、日本法の場合は、金融商品取引法の目的規定において、それが掲げられているものの、個別の立法政策において、「投資者保護」の観点が必ずしも十分に強調されてこなかった。しかしながら、経済（刑）法の領域においても、法が保護する対象に「個人」を含ませることは不可欠であり、そうでなければ、法規範としての存在意義はどこにあるのだろうか。

日本の規制目的論の中で、「個人の保護」が必ずしも十分に強調されてこなかった要因として、インサイダー取引に対する刑事規制の即効性が考えられよう[3]。すなわち、国家刑罰権は予防機能に偏重しており、必ずしも投資家の保護（被害者救済）とは結びついていないのである。

もっぱら刑法の独壇場として論議されてきた保護法益論が、インサイダー取引の規制目的論というより広い視野から見れば、極めて限定的で

---

[2] 神崎克郎『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987）74頁は、「ついで、『占領法規の行過ぎ是正』のための証券取引法の大幅な改正は、昭和二八年の証券取引法の一部を改正する法律（昭和二八年七月二五日法律一四二号）によって行われた。この改正は、…投資者の保護の観点からは、後退的な性質を有するものも少なくなかった」とする。

[3] 他方、「内部者取引には直接の被害者がいない」（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）243頁）という社会認識上の原因も考えられる。

あり、もっと複眼的に見直す必要があるように思われる。

第二款　制裁体系の理想

インサイダー取引を取り巻く法環境として、アメリカ法および中国法では、民事規制・行政規制・刑事規制の制裁体系が整備されているのに対し、日本法では、実質的には刑事規制のみである。現状は要するに、刑罰の実効性を追求したあまり、民事規制および行政規制との連携が疎かになってしまっているのである。そこで以下では、総合的な制裁体系の可能性、および中国法における段階的規制方式の日本法への示唆を探ることにしたい。

第一項　基本構造

(1)　種々の違反や不法に対して、何らかの規制をもって律する必要があるとき、必ずしも直罰の方法を用いる理由はない。経済犯罪に対して、「事後処罰を本旨とする刑法だけではなく、行政刑法的方法による大衆投資家保護が必要であ」[4]ることは従来から主張されており、インサイダー取引に対する処罰規定導入の以前にも、「刑事制裁の存在は、機能(ママ)関与者取引の規制のためには、大きな期待をすることができない」[5]と警鐘が鳴らされていた。

初回の、あるいは軽微なインサイダー取引に対しても、刑罰という大鉈を振るうのは、立法政策上問題があるように見受けられる。その理由は、主に以下の二点に集約されよう。第一に、行為の質の問題である。すなわち、インサイダー取引は本質的には、殺人や放火と異なり、せいぜいルールに反した投機的行為にすぎない。そのような行為に対しても、直ちに刑罰を科するのは果たして妥当であろうか。第二に、直罰式を用いる理論的根拠の問題である。つまり、直罰式が採用されたことを裏付

[4] 藤木英雄『行政刑法』(学陽書房、1976) 285頁。
[5] 神崎克郎「会社機密関与者の証券取引の規制(3)」民商法雑誌58巻5号(1968) 652頁、同前『証券取引規制の研究』(有斐閣、1968) 151頁。

ける十分な理論的根拠が示されておらず、単に当座の方策として妥当であるとか、外国でも刑罰が主流であるとの理由で正当性を見出そうとしている。「最後の砦」ともいうべき刑法において、かかる運用の在り方は果たして好ましいものであろうか。理想論を描けば、初回の、あるいは軽微なインサイダー取引行為に対しては、ソフトな行政規制を先行させ、情状が重大あるいは悪影響が大きな場合には、さらに、刑事規制をもって対応する[6]、という段階を踏んだ形での「二段構え」の規制構造が望ましいであろう[7]。

---

[6] 独占禁止法の分野では、同様な考えがすでに示されている。

2007年７月２日、「課徴金と刑事罰のどちらかに一本化すべき」とする指摘に対し、改正（案）では、「現行どおり，行政処分中心（課徴金）の措置体系とし，悪質かつ重大な事案については，積極的に刑事告発を行う」と示され、さらに、公正取引委員会の考え方として、以下のように示された。「１　違反行為を抑止するという観点では，刑事罰が最も効果があるが，謙抑性・補充性に配慮して適用すべきであるとされている。他方，行政命令では，一般に，法令上の規範の実効性を確保するために，①いわゆる事業法では，違反行為があった場合に営業停止，免許取消しの処分がなされ，また，②一般の事業者・個人を対象とした行政法令において不正な利得を得ることを目的とした違反行為に対する規制では，不正に得た利得以上に金銭を徴収する措置等によって違反行為防止が図られている。こうした刑事罰・行政処分それぞれの機能の相違を踏まえ，行政処分等によって法目的を達成することができる場合には刑事罰を適用せず，悪質・重大な事案など行政処分だけでは法目的の達成が十分でない場合には，更に刑事罰を科し道義的非難も加えることにより，法目的を達成することが適当であるとされており，我が国の法体系はこのような考え方を基本としている。２　独占禁止法違反行為に対しても，違反行為防止という行政目的を達成するための行政措置として課徴金があり，悪質・重大な事案に対しては，更に刑事罰を科すことにより，禁止規定の実効性を確保する仕組みとなっている。このように課徴金と刑事罰は，一方が他方の代わりになり得るという性格のものではないとされている。…したがって，行政処分と刑事罰の併科により禁止規定の実効性を確保する体系が，違反行為を防止するために有効であると思慮」（公正取引委員会「独占禁止法見直しに対する指摘及び公正取引委員会の考え方」（http://www.jftc.go.jp/kaiseikeii/bessi2.pdf）４～５頁）されている。

[7] 段階を踏むべき点について、以下の見解が見られる。神山敏雄は、「逸脱行為に対しては、刑罰以外の柔らかいサンクション手段によって対処できる場合

ここでいう行政規制とは、現行の課徴金を制裁化したものを指す。行政罰としての課徴金制度の性格について、①明確な制裁性を持った秩序罰であり、②不法利得を吐き出させることに代わって、罰することが趣旨となり、③そのため、行為の違法性に対する評価として課すことができる。行政罰としての課徴金制度の実効性を図るには、制裁的増額が避けられず、アメリカの取引所法21Ａ条［インサイダー取引に対する民事制裁金］のように、不法利得額ないし回避された損害額の３倍額までに引き上げる、などといった方法が考えられよう。一方、刑事規制の発動時期について、中国法における訴追基準29項［インサイダー取引・内部情報漏洩の案件］にかんがみ、差し当たり、インサイダー取引の取引額は例えば1000万円を超えるような場合、若しくは常習の場合などを線引きのポイントとすることなどが考えられよう。

⑵　近時の刑事法の動向は、事前的予防に重点が移りつつある。インサイダー取引についても、事前予防が可能であろうか。例えば、行政的な措置による事前の阻止はどうであろうか。「実際上は、内部者取引が

は、その方法を採るべきであり、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、謙抑性、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拝主義にもつながるおそれがある」（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）と述べ、直罰式の制裁体系を危惧し、刑事罰の前にワン・クッションを置くべきであると提唱している。しかし中国法のような、両者がある段階から重複な関係に位置するものであるか否かについて、明らかではなかった。同様、芳賀良も、「刑罰と課徴金を連続的に捉えることも可能」（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）110頁）であるとし、それは、「制裁的要素を併せ持つ課徴金制度を設け、これで十分でない場合にのみ刑罰を科するという制度設計も一つの選択肢となり得る」（同前）と、独占禁止法の観点から見解している。

両者の重要性について、今井猛嘉は、「効果の点では行政及び刑事制裁が重要である」（今井猛嘉「日本における証券犯罪」西原春夫編『日中比較経済犯罪――二十一世紀第三回（通算第九回）日中刑事法学術討論会報告書――』（成文堂、2004）144頁）と肯定している。

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」[8]とされている。アメリカおよび日本においては、当初、事前の防止に重点が置かれていたが、その後、いずれも方針転換をし、事後制裁に移らざるを得なかった。

第二項　「二重処罰」の問題

(1)　「二段構え」の制裁構造では、多くの事件が行政規制の土俵で処理できると考えられるが、日本法では、行政規制と刑事規制の併用がいわゆる「二重処罰」にあたるのではないかという疑問がある。行政罰と刑罰の併用について、アメリカ法では、一定の範囲内で合憲性が認められており、中国法も、立法者および学者の支持が得られている[9]。

類似する独占禁止法上の課徴金制度を見ると、近時の判例（東京高判平９・６・６）では、「課徴金制度にはカルテル行為に対する一定の抑止効果が期待されているという側面があり、それは社会的には一種の制裁としての機能をもつことを否定できない」[10]が、刑事罰に加えて、「課徴金の納付を命ずるとしても、それが、二重処罰を禁止する憲法三九条に違反することになるものでない」[11]と判示されている。理由として、「課徴金は、カルテル行為の反社会性ないし反道徳性に着目し、これに対する制裁として、刑事訴訟手続きによって科される刑事罰とは、その趣旨・目的、性質等を異にするものである」[12]とされている。本件の上告審判決（最判平10・10・13）において、最高裁は、課徴金の性格に関する明言を避けたが、カルテル行為について、刑事罰が確定し、かつ、課徴金の納付を命ずることは憲法39条に反しないとする結論を示している[13]。この

---

[8] 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。

[9] それぞれについて、第三章第四節第三款の(4)および第四章第四節の(2)を参照されたい。

[10] 判例タイムズ951号（1997）136頁、判例時報1621号（1998）105頁。

[11] 前掲注（10）。

[12] 前掲注（10）。

[13] 最判集民190号（1998）４頁、裁判所時報1229号（1998）１頁、判例タイム

点はすでに、法人税額更正決定取消等請求事件（最判昭33・4・30）において、「これ〔追徴税を指す－筆者注〕を課することが申告納税を怠ったものに対し制裁的意義を有することは否定し得ないところであるが、…憲法三九条の規定は刑罰たる罰金と追徴税とを併科することを禁止する趣旨を含むものでないと解するのが相当である」[14]として、是認されていたところである。この他、秩序罰としての過料（刑事訴訟法160条）と刑罰としての罰金（刑事訴訟法161条）の併用についても、最高裁（最判昭39・6・5）は、「両者は目的、要件及び実現の手続を異にし、必ずしも二者択一の関係にあるものではなく併科を妨げないと解すべきであ」[15]ると判示していた。

もとより、現行法システム上、一個の行為につき、多重の責任追及が認められている。例えば、人を轢死した場合、当然ながら刑事責任も民事責任も行政責任も負わされる。（日本）憲法39条にしても、同一の犯罪につき重ねて刑事上の責任が問われることを禁止しているにすぎず、刑事責任と他の責任の重複追及を禁止する趣旨ではない。課徴金制度に制裁の意味が認められるか否かにかかわらず、その決定プロセスが刑事手続きによるものでなければ「刑罰」とはいえず、したがって、刑罰と併用しても、いわゆる「二重処罰の禁止」の原則に反することにはならないと考えられる。二重処罰性を肯定する見解の論拠は、課徴金が刑罰とある側面において、例えば、制裁性や抑止目的の面で共通するため、それらを同時に用いることが「二重処罰の禁止」の原則に反するというものであるが、制裁を課する客体やその趣旨を峻別し、それぞれの規制目的に適合するものであるか否かが議論の中心となるべきにもかかわらず、金銭的制裁であるとの実質的な共通性のみを根拠に、制裁として競合しているとするのは、なお一面的であるように見受けられる。

ズ991号（1999）108頁、判例時報1662号（1999）84頁。

[14] 民集12巻6号69頁、最判集民31号428頁、裁判所時報255号（1958）2頁、判例時報148号（1958）20頁、金融法務事情180号（1958）466頁、訟務月報4巻7号（1958）936頁、税務訴訟資料26号（1959）341～342頁。

[15] 刑集18巻5号191頁、最判集刑151号（1964）378頁、裁判所時報403号（1964）1頁、判例タイムズ164号（1964）97頁、判例時報375号（1964）81頁。

(2) 行政規制に今後の主役を担わせることに関して、刑事規制のように強制的に証拠収集することができないという危惧もあろう。けれども、行政手続きの最大の特徴は刑事手続きより便宜性に富んでいることであり、刑事手続きと同等な峻厳さを要求し、綿密かつ大量の証拠を積み重ねようとすれば、逆にその便宜性が無に帰してしまうことにもなりかねない。したがって、せいぜいルールに反した投機的行為にすぎないともいえるインサイダー取引に対して、まず運用性の高い行政規制で規律することは、特段不都合がなく、むしろ一定の合理性を持つように思われる。

もっとも、行政制裁の導入については、慎重な意見もある。すなわち、「行政的制裁が、刑罰と同様に、時によっては刑罰以上に、受罰者の権利や利益に影響を及ぼすものであるにもかかわらず、行政法的適正手続が刑事法的適正手続より簡略であっていいのであれば、制裁の実態がそれに則応（ママ）していなければならない。そのことを抜きにしての行政的制裁への安易な依存は危険である」[16]というのである。もちろん、筆者が提唱する行政規制論も、そうした危険性を看過しているわけではない。行政的制裁を課す場合にも、「比例性の原則」に基づいた厳格な法適用がなされてこそ、その期待された抑止機能を発揮しうるものと考えている。

第三項　民事規制との関係

(1) 被害者に対する損害回復の可能性については、罰金や没収の活用によってそれを実現しようという提案もなされている[17]。しかしながら、刑事手続きにより一旦国庫に帰属した「被害額」を如何なる理論に基づき、私人（被害者）に配分しうるだろうか、などの難点が残されている。本稿は、そうした他の法領域にまたがるような横断的な考えに立たず、行政規制および刑事規制とパラレルに、あくまでもそれ自体として独立した民事規制の在り方を模索するものである。

---

[16] 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］。

[17] 高橋則夫「被害者の財産的損害の回復」ジュリスト1163号（1999）78頁。

そもそも、損害賠償請求権の行使は基本的に当事者個人の意思に委ねられており、国家がそれを強制することはできない。しかも、インサイダー取引に対する民事規制の手段としての損害賠償請求は、現行法の下では、とりわけ実現が困難な状況にある。すなわち、すでに見たように、原告（被害者・投資者）の側の損害の存在・立証や、それとインサイダー取引との因果関係の立証において、とりわけ大きな壁が立ちはだかっている。私人に損害賠償請求の手続きを踏ませるためには、それを克服するだけのインセンティブが必要であろう。そしてそのためには、前述のように、①相場操縦と同様の賠償責任規定や、②同時取引説に依拠した規定の設置が不可欠である。

(2)　以上のような形で、民事規制の可能性が現実的になってはじめて、他の制裁システムとの相互関係が問題となりうるであろう。

この場合、①インサイダー取引行為の違法性ないし情状が比較的軽微な場合には、「行政規制＋民事規制」といった対応で済むことになろうし、②それが重大な場合には、「行政規制＋刑事規制＋民事規制」といった対応になるであろう。

もちろん、「（行政規制＋刑事規制という）二段構え」＋「民事規制」の制裁体系の中では、理論上当然のことながら、民事規制が必ずしも最後に位置づけられているわけではない。とはいえ、実際上は、行政調査や捜査といった公権力の行使によって事件が明るみに出ることが殆どで、被害者が先んじて加害者を発見して起訴することが難しく、民事損害賠償訴訟が行政規制ないし刑事規制の後に提起されることが多いのであろう。

第六章　おわりに

インサイダー取引を規制することに積極的なアメリカと比べれば、日本の場合はそれほどではなかった。規制すること自体に、消極性すら見られる。一方、中国法の場合、立法の完成度は必ずしも高くはないものの、制裁体系の面では、日本法より多くの規制ツールが整備されている。

本研究では、日本法における直罰式に偏ったインサイダー取引規制の在り方に対する疑問から出発して、検討を進めてきた。日本法では、当初、不公正取引に対する包括的・抽象的規定しか持たず、内外情勢の要

請によって、インサイダー取引の処罰化が図られてきたという経緯がある。日本の現在のインサイダー取引規制の在り方が、グローバル化した証券取引市場においてなお維持しうるものなのか、国際的に協調可能な規制システムとなり得ているか、が問題であった。このような疑問に対する解決の試みとして、多層的な規制の在り方とそれらの相互関係を検討してきた。

ただし、アメリカ法について、本稿では判例理論の分析に重点を置いたため、学説の検討はなお不十分である。また、インサイダー取引罪は一般に形式犯ないし抽象的危険犯であるとされているが、これを侵害犯として解する余地はないのか、さらには、未遂段階での市場にもたらす影響、例えば、大口の売り注文や買い注文に釣られて変動する株価や、その株価を誤信して行われた取引における一般投資者の利益の得喪について、具体的にどのように理解するべきか、などといった問題は、本罪の罪質の理解や立法の在り方を考える上で重要な論点と考えられるが、本稿では検討することができなかった。これらの点については、今後の研究課題にしたい。

参考資料

一　アメリカ法

証券法（1933）

Section 17 -- Fraudulent Interstate Transactions

a. Use of interstate commerce for purpose of fraud or deceit

It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act [15 USCS § 78c note]) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly--

1. to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or
2. to obtain money or property by means of any untrue

statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or

3. to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.

b. Use of interstate commerce for purpose of offering for sale

It shall be unlawful for any person, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, to publish, give publicity to, or circulate any notice, circular, advertisement, newspaper, article, letter, investment service, or communication which, though not purporting to offer a security for sale, describes such security for a consideration received or to be received, directly or indirectly, from an issuer, underwriter, or dealer, without fully disclosing the receipt, whether past or prospective, of such consideration and the amount thereof.

c. Exemptions of section 3 not applicable to this section

The exemptions provided in section 3 shall not apply to the provisions of this section.

d. Limitation

The authority of the Commission under this section with respect to security-based swap agreements (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act [15 USCS § 78c note]) shall be subject to the restrictions and limitations of section 2A (b).

Section 24 -- Penalties

Any person who willfully violates any of the provisions of this title, or the rules and regulations promulgated by the Commission under authority thereof, or any person who willfully, in a registration statement filed under this title, makes any untrue statement of a

material fact or omits to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, shall upon conviction be fined not more than $10,000 or imprisoned not more than five years, or both.

証券取引所法（1934）

Section 15 -- Registration and Regulation of Brokers and Dealers

d. Filing of supplementary and periodic information

Each issuer which has filed a registration statement containing an undertaking which is or becomes operative under this subsection as in effect prior to August 20, 1964, and each issuer which shall after such date file a registration statement which has become effective pursuant to the Securities Act of 1933, as amended, shall file with the Commission, in accordance with such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, such supplementary and periodic information, documents, and reports as may be required pursuant to section 13 in respect of a security registered pursuant to section 12. The duty to file under this subsection shall be automatically suspended if and so long as any issue of securities of such issuer is registered pursuant to section 12. The duty to file under this subsection shall also be automatically suspended as to any fiscal year, other than the fiscal year within which such registration statement became effective, if, at the beginning of such fiscal year, the securities of each class to which the registration statement relates are held of record by less than three hundred persons. For the purposes of this subsection, the term “class” shall be construed to include all securities of an issuer which are of substantially similar character and the holders of which enjoy substantially similar rights and privileges. The Commission may, for the purpose of this subsection, define by rules and regulations the term “held of record” as

it deems necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors in order to prevent circumvention of the provisions of this subsection. Nothing in this subsection shall apply to securities issued by a foreign government or political subdivision thereof.

郵便詐欺法

Section 1341 -- Frauds and Swindles

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, or to sell, dispose of, loan, exchange, alter, give away, distribute, supply, or furnish or procure for unlawful use any counterfeit or spurious coin, obligation, security, or other article, or anything represented to be or intimated or held out to be such counterfeit or spurious article, for the purpose of executing such scheme or artifice or attempting so to do, places in any post office or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by the Postal Service, or takes or receives therefrom, any such matter or thing, or knowingly causes to be delivered by mail according to the direction thereon, or at the place at which it is directed to be delivered by the person to whom it is addressed, any such matter or thing, shall be fined not more than $1,000 or imprisoned not more than five years, or both.

通信詐欺法

Section 1443 -- Fraud by Wire, Radio, or Television

Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, transmits or causes to be transmitted by means of wire, radio, or television communication in interstate or foreign commerce, any writings, signs,

signals, pictures, or sounds for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined not more than $1,000 or imprisoned not more than five years, or both.

証券取引所法規則

Rule 10b5-1 -- Trading "on the Basis of" Material Nonpublic Information in Insider Trading Cases

a. *General.* The "manipulative and deceptive devices" prohibited by Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

b. *Definition of "on the basis of."* Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is "on the basis of" material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

c. *Affirmative defenses*

1.

ⅰ. Subject to paragraph (c)(1)(ⅱ) of this section, a person's purchase or sale is not "on the basis of" material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that :

A. Before becoming aware of the information, the person had :

1. Entered into a binding contract to purchase or sell the security,

2. Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person's account, or

3. Adopted a written plan for trading securities ;

B. The contract, instruction, or plan described in paragraph (c) (1) (i) (A) of this Section :

1. Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold ;

2. Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold ; or

3. Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so ; and

C. The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not "pursuant to a contract, instruction, or plan" if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale) , or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.

ii. Paragraph (c) (1) (i) of this section is applicable only when the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to evade the prohibitions of this section.

iii. This paragraph (c) (1) (iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section.

A. *Amount*. "Amount" means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities.

B. *Price*. "Price" means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price.

C. *Date*. "Date" means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). "Date" means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force.

2. A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not "on the basis of" material nonpublic information if the person demonstrates that:

ⅰ. The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and

ⅱ. The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.

Rule 10b5-2 -- Duties of Trust or Confidence in Misappropriation Insider Trading Cases

a. *Scope of Rule*. This section shall apply to any violation of Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder that is based on the

purchase or sale of securities on the basis of, or the communication of, material nonpublic information misappropriated in breach of a duty of trust or confidence.

b. *Enumerated "duties of trust or confidence."* For purposes of this section, a "duty of trust or confidence" exists in the following circumstances, among others :

1. Whenever a person agrees to maintain information in confidence ;
2. Whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality ; or
3. Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; provided, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information confidential, because of the parties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information.

二　中国法

内幕交易に関する改正刑法草案

【改正刑法草案第２稿】

［第十二章　有価証券の管理を危害する罪］

第５条：内部者または正当でない手段を用いて内部情報を取得したその他の者は、内部情報により証券を売買し、または証券と関係する内部情報を漏洩し、若しくは他人に証券の取引を勧め、犯情が重大である場合には、５年以下の有期懲役若しくは拘役に処し、また、罰金を併科あるいは単科することが認められる。

ちなみに、拘役とは、中国における刑事罰の一種であり、主に犯罪行為が比較的軽い場合に適用されるもので、日本法における禁固や拘禁に相当する。「拘役の期間は、１月以上６月以下」（刑法42条［拘役の期間］）とし、数罪併科する場合においても、最長１年を超えてはならないとされている。

【改正刑法草案第３稿】

［第三章　社会主義経済秩序を破壊する罪］

第18条：①証券取引の内部情報を知る者、または不法に証券取引の内部情報を取得した者は、証券の発行若しくは取引に関わり、または証券の取引価格に重大な影響を及ぼすその他の情報が公開される前に、当該証券を買い付け若しくは売り付け、または当該情報を漏洩し、あるいは他人に当該証券の取引を勧めた場合には、５年以下の有期懲役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。犯情が重大である場合には、５年以上10年以下の有期懲役に処し、不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を併科する。

②法人が前項に違反した場合には、法人に対して不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を科するほか、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年以下の有期懲役若しくは拘役に処する。

【改正刑法草案第４稿】

［第三章　社会主義市場経済秩序を破壊する罪］

第159条：①証券取引の内部情報を知る者、または不法に証券取引の内部情報を取得した者は、証券の発行若しくは取引に関わり、または証券の取引価格に重大な影響を及ぼすその他の情報が公開される前に、当該証券を買い付け若しくは売り付け、または当該情報を漏洩した場合には、５年以下の有期懲役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。犯情が重大である場合には、５年以上10年以下の有期懲役に処し、不法利得の１倍以上５倍以下の罰金

を併科する。

②法人が前項に違反した場合には、法人に対して不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を科するほか、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年以下の有期懲役若しくは拘役に処する。

【改正刑法草案第５稿】

［第三章　社会主義市場経済秩序を破壊する罪］

第168条：①証券取引の内部情報を知る者、または不法に証券取引の内部情報を取得した者は、証券の発行若しくは取引に関わり、または証券の取引価格に重大な影響を及ぼすその他の情報が公開される前に、当該証券を買い付け若しくは売り付け、または当該情報を漏洩した場合には、５年以下の有期懲役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。犯情が重大である場合には、５年以上10年以下の有期懲役に処し、不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を併科する。

②法人が前項に違反した場合には、法人に対して不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を科するほか、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年以下の有期懲役若しくは拘役に処する。

③本条にいう「内部情報」とは、

⑴　上場会社の株式取引価格に比較的に大きな影響を及ぼす可能性がり、投資者にしては、まだ知られていない重大な事件、

⑵　会社の配当または増資の計画、

⑶　会社の株式権構成の重大な変化、

⑷　会社の債務担保の重大な変更、

⑸　会社の経営用主要資産の抵当権の設定、売却または廃棄処分が１回につき資産の100分の30を超えるもの、

⑹　会社の株主総会、取締役会または監査役会の決定が法により取り消されるもの、

⑺　会社の取締役、監査役または高級管理職員の行為が法により重大な損害賠償責任を負う可能性があるもの、

⑻　発行人に係わる重大な訴訟事項、

⑼　上場会社の買収に関する方案、

⑽　国務院証券管理部門が認定する証券価格に顕著な影響を与える

その他の重要な情報、

を指す。

④本条にいう「内部情報を知る者」とは、

⑴　株式または社債を発行する会社の取締役、監査役、社長、副社長、

⑵　当該会社の発行済み株式の100分の10以上の株式を保有する株主、または当社の支配株式権を有する会社の責任者、

⑶　担当する会社の職務により、会社の証券取引に関する情報の取得が認められる者、

⑷　法定する職責により、証券取引に対して管理を行う者、

⑸　法定する職責により、証券取引に加わる社会的仲介機構または証券取引サービス機構の関係者、

を指す。

【改正刑法草案第６稿】

［第三章　社会主義市場経済秩序を破壊する罪］

第181条：①証券取引の内部情報を知る者、または不法に証券取引の内部情報を取得した者は、証券の発行若しくは取引に関わり、または証券の取引価格に重大な影響を及ぼすその他の情報が公開される前に、当該証券を買い付け若しくは売り付け、または当該情報を漏洩し、犯情が重大である場合には、５年以下の有期懲役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年以下の有期懲役に処し、不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を併科する。

②法人が前項に違反した場合には、法人に対して不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を科するほか、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年以下の有期懲役若しくは拘役に処する。

③内部情報の範囲は、法律または行政法規の規定により確定する。

④内部情報を知る者の範囲は、法律または行政法規の規定により確定する。

【改正刑法草案第７稿】

［第三章　社会主義市場経済秩序を破壊する罪］

第181条：①証券取引の内部情報を知る者、または不法に証券取引の

内部情報を取得した者は、証券の発行若しくは取引に関わり、または証券の取引価格に重大な影響を及ぼすその他の情報が公開される前に、当該証券を買い付け若しくは売り付け、または当該情報を漏洩し、犯情が重大である場合には、５年以下の有期懲役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年以下の有期懲役に処し、不法利得の１倍以上５倍以下の罰金を併科する。

②法人が前項に違反した場合には、法人に対して罰金を科するほか、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年以下の有期懲役若しくは拘役に処する。

③内部情報の範囲は、法律または行政法規の規定により確定する。

④内部情報を知る者の範囲は、法律または行政法規の規定により確定する。

〔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）に補筆したものである。