



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	インサイダー取引規制に関する研究 : EU・中国・日本の比較を通じて [論文内容及び審査の要旨]
Author(s)	趙, 姍姍
Degree Grantor	北海道大学
Degree Name	博士(法学)
Dissertation Number	甲第11484号
Issue Date	2014-06-30
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/56705
Rights(URL)	https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/2.1/jp/
Type	doctoral thesis
File Information	Zhao_Shanshan_abstract.pdf, 論文内容の要旨



博士（法学） 氏名 趙姍姍

学 位 論 文 題 名

インサイダー取引規制に関する研究
—EU・中国・日本の比較を通じて—

学 位 論 文 内 容 の 要 旨

本研究は、証券市場も公正性と健全性に対する投資家の信頼を確保するため、比較法の視角から、望ましい規制手段及び制裁体系の構築を図るものである。

日本のインサイダー取引に対する規制は、昭和 63 年（1988 年）の証券取引法改正によって導入された。この 26 年の間、インサイダー取引を規制すべきであるという認識は相当広まったように思われるが、日本のインサイダー取引規制は非常に複雑な規定の仕方がなされており、立法にはいくつかの不備があることが次第に明らかになってきた。

まず、内部情報の判断については、現行の金融商品取引法は「具体的な列举＋補充条項（バスケット条項）」の方式を採用している一方、実務上、日本商事事件、日本織物加工事件さらに村上ファンド事件などで内部情報の成否を実質主義的な法解釈を採用した場合もある。「犯罪」としてのインサイダー取引規制については、法の明確性・予測可能性を確保するという点や、立証の容易性という点を考慮すると、形式的な条文を維持するのは意味があるが、犯罪を構成しない違反行為に、「形式主義」の代わりに「実質主義」の判断方法に転換するのが良いのではないかと考えている。次に、規制の対象者について、日本法は内部者、準内部者およびこれらの者から重要事実の伝達を受けた者である「第 1 次情報受領者」に限って規制しており、「第 1 次情報受領者」から更に伝達を受けた者、いわゆる「第 2 次情報受領者」や、その後に情報を知った者を規制の対象としていない。しかし、諸外国は必ずしも第 1 情報受領者以後の者を規制の対象者から外していない。例えば EU 法は、情報受領者の内部情報に対する認識（あるいは認識すべき）といった実質的な基準を採用している。なお、現段階の制裁手段は、法的性格が極めて曖昧な行政上の措置としての課徴金制度と、抑止機能が十全に発揮されているとはいえない刑事罰と併科されるという二重構造の形となっている。課徴金制度の導入最初の位置づけに関しては、「刑事罰に内在する一定の制約を補完した上で、金融資本市場における違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保していく観点により、行政上の措置として金銭的負担を課す制度として導入されたものである」とされている。性質としては、課徴金制度がインサイダー取引等の抑止を図り、規制の実効性を確保するという行政目的を達成するため、違反者に対して金銭的

な負担を課す「行政上の措置」である。同制度の趣旨目的が違反行為の抑止にあり、道義的な非難を目的とする刑事罰とは本質的に区別されるため、金額水準については、抑止のために違反者の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に算出されていた（金商法 175 条 1 項・2 項各号）。しかし、2008 年の加算・減算制度の導入に伴う課徴金の高額化により、制裁的性質が付与され、さらに法的性格が変化した。この変化により、憲法 39 条後段の二重処罰の禁止に反するのではないかということが問題になる。

本稿の具体的な内容については、以下のとおりである。論文の構成としては、具体的に、内部情報、内部者、禁止される行為、制裁手段の順で項目別に検討することにした。次に、本研究の研究対象としては、EU 法（第 2 章）、中国法（第 3 章）及び日本法（第 4 章）の下でのインサイダー取引規制方法である。

日本の金融商品取引法はアメリカ法を母法として作られたものであり、インサイダー取引に関する比較法研究では、アメリカ法を参考にして行われるものが圧倒的に多い。これに対し、EU 法を参考とするインサイダー取引規制に関する比較法研究は日本には数少ないのが現状である。しかし、2007 年の金融危機の後、EU が金融改革措置を採り、特にインサイダー取引規制の分野において国際において先進的なところもあるため、今後の比較法研究の対象をする必要性が高まると考えられる。本研究 EU の章の内容は次のとおりである。欧州経済共同体は、二度のインサイダー取引規制に関する指令を出し、規制を統一している。最初の 1989 年インサイダー取引規制に係る Directive 89/592/EEC（論文には、1989 年指令という）及び 2003 年、相場操縦規制も含まれる二度目の Directive 2003/6/EEC（論文には、2003 年指令という）である。インサイダー取引成立の構成要件要素、特にインサイダー取引の中身をなす内部情報と内部者の範囲の画定について、2003 年指令は、指令の条文で構成要件を抽象的に規定するにとどめ、判例を通じてかかる構成要素を明らかにする立法形式と法の運用を採用している。このような規制方式は、いわゆる「実質主義」である。禁止される行為、特に行政規制を主要な規制手段、刑事規制を補助手段とする規制方式は日本のインサイダー取引規制との大きな相違がある。

もう一つの日本法との比較対象は中国法である。日中両国は友好隣国であって古くから広範囲にわたる文化・経済交流が進められているがゆえに、インサイダー取引規制に関する法規範などは似通うところがあるが、類似しているものとはいえない。中国法では、証券法の立法こそは日本より遅れたものの、インサイダー取引体系や規定の体裁の面で、多くの国々の立法技術が参考とされ、日本法と大きく異なる。経済的連携を強めてきた両国では、インサイダー取引の規制体系において、インサイダー取引規制に関おける共通点や相違点などの比較研究は必要且つ不可欠であるように思われる。具体的には、日中におけるインサイダー取引に対する規制は、主として内部者の範囲、責任形態の側面で法律上異なる表現が見られる。一方、第 1 次内部者の範囲について、日本法は中国法より広い範囲を規定している。他方では、責任形態について、日本法も中国法も、内部情報による証券取引を

した者に対する刑事責任・行政責任・民事責任という三つの責任を認めることなど、幾つかの共通点があるが、かかる責任の適用について、若干の差異も見られる。例えば、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…(日本の)直罰式のインサイダー取引規制の当否を検討するにあっては、民事規制および行政規制に関する検討が避けられず」と指摘されている。友好隣国として、より有効的にインサイダー取引を抑止し、さらに経済上の連携と向上を図るために、お互いに採長補短する必要があるのではないかと考える。

結論としての第 5 章では、EU、中国、日本のインサイダー取引規制の異同を析出した上で、妥当な規制方法を検討する。比較及び検討の結論としては、比較法研究は、最終的目標が法規制を改善することにあるため、規制方法としては、内部情報の画定が形式主義を前提とし、規制対象者を第 2 次情報受領者とそれ以後の者までに拡充し、禁止される行為に対する推定及び抗弁権を導入し、制裁体系は重畳型から振り分け型の転換及び裁量権課徴金制度の導入とし、納付金額が被害者救済に連動すれば、最も望ましいあり方であると思われる。もちろん、制裁規制金を国庫に納めるのは一般原則であり、如何なる方法で実現させるのかは、今後の課題になる。