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_review.pdf, 審査の要旨

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

学 位 論 文 審 査 の 要 旨

博士の専攻分野の名称　博士（法学）　氏　名　　趙　姍　姍

審査担当者　主 査　教 授　小名木 明宏
副 査　教 授　城 下 裕 二
副 査　教 授　長 井 長 信（明治学院大学法学部）

「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―」

（論文の要旨）

本論文は、５章の構成からなり、証券市場の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。具体的には、導入の第１章に続き、EU 法（第 2 章）、中国法（第 3 章）、日本法（第 4 章）の下でのインサイダー取引規制を内部情報、内部者、禁止される行為、制裁手段の順で項目別に検討し、最後に第５章として望ましい法規制の展望を論じている。

EU 法を扱った第２章では、欧州共同体が二度のインサイダー取引規制に関する指令を出し、規制を統一した現状を対象としている。1989 年のインサイダー取引を規制した Directive 89/592/EEC（1989 年指令）及び 2003 年の相場操縦をも規制した Directive 2003/6/EEC（2003 年指令）について、インサイダー取引成立のための構成要件要素、とりわけ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検討し、特に後者 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と指摘する。このような規制方式は、いわゆる「実質主義」であり、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大きな相違があるとしている。

もう一つの日本法との比較対象は中国法である。両国は古くから広範囲にわたる文化・経済交流も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は類似性も見られる。このような問題意識の下、第３章の中国法の検討では、証券法の立法こそ、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ことを指摘する。中国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、日本とは異なる表現が見られ、第 1 次内部者の範囲について、中国法は日本法より範囲を限定していること、他方、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、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とする。

第４章では日本におけるインサイダー取引の規制を検討する。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な点があることが次第に明らかになってきているとする。内部情報の判断については、現行の金融商品取引法は「具体的な列挙＋補充条項（バスケット条項）」の方式を採用しているが、犯罪を構成しない違反行為については、「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提言する。また、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点を問題視する。制裁手段については、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おり、とくに課徴金の高額化により、制裁的性質が付与され、これにより、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と指摘している。

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。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へ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結論付ける。

（評価の要旨）

趙氏の本論文には、以下の三つの特徴がみられる。

まず、本論文は EU 法、中国法、日本法の３カ国を比較したものであり、とくに中国法について詳細に論じたものである。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で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的に先進性が認められ、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。また、中国法も日中両国の密接な経済関係を考慮すれば、比較対象として着目さるべきであると思われ、趙氏の論文もこのような認識に基づき、重点を置いて検討している。

次に、上述のこととも関連するが、インサイダー取引規制を内部情報、内部者、禁止される行為、制裁手段という各構成要件を詳細に検討したものであり、比較法を横糸とすれば、縦糸についても、検討を怠っていないということである。周知のごとく、刑事法分野においては構成要件の厳格な解釈が求められるが、その前提として、各構成要件要素が明確でなければならず、これを比較法の観点から分析している趙氏の論文は特筆に値する。

また、論文の各章は、一時的には対象国の法制度を検討しているが、その際には、単なる検討ではなく、常に日本を意識してその都度、改善の方策を模索している。例えば、内部情報による証券取引をした者に対しては中国法では、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としたうえで、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過ぎず、インサイダー取引の制裁体系としては不十分であるとし、むしろ日本のインサイダー取引規制を検討するにあっては、民事規制および行政規制に視野を広げて検討しなければならないとして、刑事規制を超えた視点を提供している。さらにその際問題となる制裁金を被害者に還元する方法を模索するなど、刑事政策についても顧慮している。

他方で、趙氏の論文には問題点も指摘された。まず、ＥＵ法においては、英語文献が中心で、フランスとドイツを対象とした記述もあるものの、非常に限定的であり、また、原語文献もさほど多くはない。また、趙氏の唱える振り分け型の制裁体系への転換（軽い場合は行政規制、重い場合は刑事規制）もその限界が見えず、ましてや、課徴金の高額化により「制裁」としての性格が強まり、「一連の刑事規制」に他ならないのではないかとの指摘も出た。さらに、制裁金を被害者に還元するといっても、誰が被害者か特定できないのではないかという指摘もされた。しかし、第１の点は、日本語、英語能力が十分であるため、独仏については部分的に二次資料に依拠することもやむを得ないのではないか、また、第２および第３の点については、刑事政策の根幹の問題であり、現段階では、被害者への還元という方向性が示されれば、本論文の主題との関係では十分であるとして、これら未解決の問題を含めて、趙氏の今後の研究に期待するということで意見が一致した。

以上の次第で、審査委員全員一致により、合格と判断した。