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
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
DOI	https://doi.org/10.14943/doctoral.k11484
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/56707
Type	doctoral thesis
File Information	Zhao_Shanshan.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

北海道大学法学研究科　博士論文

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―

北海道大学大学院法学研究科博士後期課程
趙姍姍
（チョウ　サンサン）

第１章　はじめに 7
第１節　問題の所在 7
第２節　研究の方法 10
第３節　本研究の構成 12
第２章　EU におけるインサイダー取引規制 13
第１節　ＥＵ指令に至る経緯 14
第１款　1989 年以前の主要加盟国の規制状況 14
第１項 イギリス 14
第２項　ドイツ 17
第３項　フランス 19
第２款　1989 年指令によるインサイダー取引規制 22
第１項　制定の背景 22
第２項　1989 年指令の内容 24
第３項　指令に対する加盟国の対応 27
第３款　2003 年指令によるインサイダー取引規制 27
第１項　欧州証券委員会の創設 27
第２項　2003 年指令の内容 31
第２節 内部情報 32
第１款　2003 年指令の規定 32
第１項　EU 指令による「重大性」について 33
第２項　実務の立場 33
第３項　市場濫用指令規則案による改正 34
第４項　重大性の判断基準 34
第２款　加盟国における内部情報の定義 36
第１項　イギリス 36
第２項　ドイツ 38
第３項　フランス 40
第３款　検討 41
第３節　内部者 44
第１款　EU 指令の定義 44
第１項　第１次内部者 44
第２項　第２次内部者 45
第３項　法人の場合 46
第４項　検討 47
第２款　加盟国における内部者の定義 47
第１項　イギリス 47

第２項　ドイツ証券取引法（WpHG）の定義 48
第３項　フランス 50
第３款　検討 50
第４節　禁止される行為 52
第１款　EU 指令の立場 52
第１項　禁止される行為 52
第２項　主観的要件の要否について 53
第３項　検討 56
第２款　加盟国の立場 57
第１項　イギリス 57
第２項　ドイツ 58
第３項　フランス 59
第４項　検討 59
第５節　制裁 60
第１款　EU 指令のやり方について 60
第１項　EU 指令と指令案の規定 60
第２項　検討 63
第２款　加盟国の対処 64
第１項　イギリス 64
第２項　ドイツ 66
第３項　フランス 67
第４項　検討 68
第６節　小括 68
附表：インサイダー取引規制の各国比較 69
第３章　中国におけるインサイダー取引規制 76
第１節　立法状況 77
第１款　刑事規制以外のインサイダー取引規制 77
第１項　自主規制 77
第２項　行政規則によるインサイダー取引規制 78
第３項　行政法規によるインサイダー取引規制 83
第４項　法律によるインサイダー取引規制 84
第２款　刑法におけるインサイダー取引規制の立法 88
第３款　小括 91
第２節 内部情報 91
第１款　　内部情報の定義及び構成要素 92
第１項　内部情報の定義 92

第 2 項　内部情報の構成要素 93
第 2 款　内部情報の重要性について 95
第 1 項　重要性の判断基準 96
第 2 項　検討 98
第 3 節　内部者 98
第 1 款　　内部情報を知る者 100
第 2 款　　不正に内部情報を取得した者 103
第 1 項　「不正」の意味 103
第 2 項　2012 年司法解釈 2 条の立場 104
第 3 款 法人の場合 105
第 4 款　検討 107
第 4 節　禁止される行為 108
第 1 款　取引行為 109
第 2 款　漏洩行為及び勧誘行為 112
第 3 款　検討 113
第 5 節　制裁 114
第 1 款　インサイダー取引規制に関する賠償、制裁手段の概観 114
第 2 款　行政制裁 116
第 1 項　証監会による証券取引監督管理の歩み 117
第 2 項　行政制裁に関する規定 120
第 3 項　検討 120
第 3 款　刑事罰及びこれに関する検討 122
第 6 節　小括 126
第 4 章　日本におけるインサイダー取引規制 128
第 1 節　日本のインサイダー取引規制の概要 129
第 1 款　日本のインサイダー取引規制の根拠 129
第 2 款　インサイダー取引規制導入の経緯 130
第 1 項　昭和 63 年証券取引法改正前の状況 130
第 2 項　インサイダー取引に関する条文の新設 131
第 3 項　規制の強化 133
第 2 節　内部情報 134
第 1 款　内部情報に関する概要 134
第 1 款　重要性の判断基準 135
第 2 款　検討 137
第 3 節　内部者 137
第 1 項　内部者 138

第２項　準内部者 138
第３項　情報受領者 139
【規制対象となる者範囲】（法 166 条を例にする） 140
第４項　検討 140
第４節　禁止される行為 143
第１款　最近の法改正について 143
第１項　法改正の背景 143
第２項　禁止される行為に関する改正の内容 143
第３項　情報の利用の要否について 145
第２款　検討 145
第５節　　民事賠償及び行政、刑事制裁 146
第１款　民事賠償 146
第２款　行政制裁 148
第１項　課徴金制度 148
第３款　刑事制裁 151
第１項　刑事罰に関する規定 151
第２項　検討 153
第６節　小括 155
第５章　法制の比較と望ましい規制方法の展望 157
第１節　EU、中国、日本におけるインサイダー取引関する法規制の異同 157
第１款　内部情報－－判断基準を中心に 157
１．EU 法 157
２．中国法 158
３．日本法 159
第２款　内部者－－規制対象者の範囲を中心に 159
１．EU 法 159
２．中国法 160
３．日本法 160
第 3 款　禁止される行為－－主観的要件（内部情報利用問題）の要否及び抗弁事由を中心に 161
１．EU 法 161
２．中国法 162
３．日本法 163
第４款　制裁手段の構造について 163
１．EU 法 163
２．中国法 164

３．日本法 165
第２節　日本におけるインサイダー取引規制に対する評価 165
第３節　望ましい規制 166
第１款　内部情報――形式主義を前提とし、実質主義の採用 166
第２款　内部者――規制対象者の範囲の拡充 166
第３款　禁止される行為――抗弁事由及び取引要件の導入 167
第４款　制裁システム――「重畳型」から「振り分け型」へ 170
１．課徴金の必要性の再考 170
２．課徴金制度の再構築に関する私見――「重畳型」（刑罰と行政罰が二重に課ささ
れ）から「振り分け型」（いずれか一方だけ課される）へ 171
３．新たな課徴金制度の活用――証券監督管理委員会に裁量権の導入及び被害者救済
との連動 171
第４節　小括 172

第１章　はじめに

第１節　問題の所在

インサイダー取引とは、上場会社または公開買付者等の役員等、一定の関係を有する者（インサイダー〔内部者〕またはこれに準ずる者）が、当該上場会社等または公開買付者等の内部情報を知って、その公表前に当該上場会社または公開買付け等の対象会社にかかる株券等の売買を行うことをいう[1]。

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。インサイダー取引規制の新設につき、昭和 63 年 2 月 24 日付の「内部者取引規制のあり方について」と題する証券取引審議会報告（Ⅰ）は、「有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる。内部者取引の規制が必要とされる所以である」と述べている。昭和 63 年改正証券取引法により日本にインサイダー取引の規制が導入されてから、今年で 26 年目である。その間、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。

しかし、近年のインサイダー取引規制に関する研究について、制裁体系を中心にインサイダー取引規制のあり方を考察したものが多く[2]、反対に比較法の視点からインサイダー取

1　松本真輔『最新インサイダー取引規制－解釈・事例・実務対応』（商事法務．2008）2 頁。

2　例えば、上田正和「インサイダー取引と刑事規制」大宮ローレビュー第 4 号（2008）15～41 頁；葛愛軍「インサイダー取引規制に関する研究―日本・アメリカ・中国の比較を通じて―」北大法学論集 59 巻 4 号（2008）77～139 頁、59 巻 5 号（2009）121～173 頁、59 巻 6 号（2009）77～143 頁、60 巻 1 号 1～35 頁；井小胖「内部者取引規制に関する日中比較研究」早稲田大学大学院法研論集 123 号（2007）229～247 頁、126 号（2008）119～145 頁、129 号（2009）137～163 頁、131 号（2009）125～153 頁；瀬谷ゆり子「インサイダー取引規制と課徴金制度―アメリカにおける民事制裁金との比較―」『比較企業法の

引の各犯罪の構成要件を分けて検討を加える研究は数少ない。インサイダー取引規制は、いわば世界共通の課題といっても過言ではないが、規制方法としては、諸外国においてさまざまなものが採られている。かかる規制方法の相違点並びにその相違を生じさせるものは何かということ、導入後 26 年が経過し、立法当時と異なる日本のインサイダー取引の情況や変化した国民意識に応じた規制のあり方を再検討する必要があると考えられる。検討に際し、諸外国の法制度を比較考察することはインサイダー取引規制の問題の理解に有意義な作業と思われる。以上の問題意識から、本研究では EU、中国、日本のインサイダー取引規制の法制度を項目別に検討する。具体的には、内部情報、内部者、禁止される行為、制裁手段の 4 つに分けて考察する。

まず、内部情報の判断については、現行の金融商品取引法（以下「金商法」という）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[3]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ではないかが考えている。

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。平成25年6月に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成25年法律45号。以下、「改正金商法」という）は、内部情報伝達・取引推奨行為に対する規制を金商法に導入し、禁止される行為の範囲を拡大したが、規制対象を第1次情報受領者以後までの拡充問題について触っていない。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、「第1次」や「第2次」という形式的な画定方法の代わりに、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。また、アメリカ法は、信認義務（fiduciary duty theory）[4]の違反および不正流用理論（misappropriation theory）[5]に基づき、情報受領者

現在―その理論と課題［石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念論文集］』(成文堂. 2011) 387～404 頁；千代島　千代島道生「金融商品取引法上の課徴金制度の再構築」青山社会科学紀要 40 巻 1 号（2012）69～103 頁。

3　張小寧「インサイダー取引犯罪における内部情報の『重要性』について」立命館法学 2011 年 2 号（2011）158 頁。

4　信認義務理論は、Chiarella 事件（Chiarella v. United States, 445 U.S.222（1980））で連邦最高裁により確定されたものである。同理論により、開示義務を負うのは証券の発行会社に対して信認義務を負っている場合に限られるため、当該信認関係にある者のみが内部者になりうる。（黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』弘文堂（1999）151 頁。）

5　不正流用理論とは、Chiarella 事件判決の反対意見として Burger 裁判官が主張したもの

を規制対象者としている。そのため、内部者、準内部者から内部情報を受けた者である「第1次情報受領者」に限定する日本法は、やはり異例であると指摘されている[6]。第2次情報受領者の不処罰については、立法当時、「第2次情報受領者」を対象者とすると処罰の範囲が不明確となり、無用の社会的混乱が生じるおそれがあることを考慮したものと解されているが[7]、当時と現在とではインサイダー取引規制の立法や社会的状況が異なっているのではないかという観点から、再検討の必要がある。

他方、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[8]。課徴金制度は平成 17 年 4 月から導入されたものであり、従来、当局が検察起訴の便宜主義を背景に、インサイダー取引に対する制裁を刑事罰のみに限定し、悪質性が高く証拠も固い事件を選別して立件していたため、摘発例は多くなかった[9]。課徴金調査の場合、「比較的簡易な証拠収集で足りるため、犯則調査に比べれば、迅速性が高く、1 件の立件に要する手間隙も少ないもので済む」[10]ため、迅速・機動的な立件・制裁の賦課が可能になった。証券取引等監視委員会事務所が平成 23 年 6 月に公表した「金融商品取引法における課徴金事例集」によれば、平成 17 年 4 月の課徴金制度の導入以後、平成 23 年 5 月までにインサイダー取引に関する課徴金勧告の件数は 106 件になり、そのうち、平成 22 年の件数は平成 21 年と比べて減少したことを除いて、毎年の摘発件数は増加する傾向にある[11]。平成 17 年の導入から 3 年余りが経過した課徴金制度は、さらに平成 20 年の証券取引法改正により、違反抑止の実効性を一層図る観点から、さらに強化・拡充された[12]。

課徴金制度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」[13]とされている。性

であり、つまり、ある者が情報源に対して負う義務に違反し、証券取引の目的で内部情報を不正流用した場合に、証券の売買に関して詐欺行為を行ったものになるという考え方である。（黒沼　前掲注（4）152 頁）この理論のもとで、取引の対象となった証券の発行会社の関係者のみならず、内部情報を入手した外部者に対しても範囲広く規制が及ばされる。

6　黒沼悦郎・川口恭弘・前田雅弘・川濱 昇/他「特集内部者取引規制の比較法研究」民商法雑誌第 125 巻 4・5 号（2002）546 頁。

7　横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会．1989）122 頁。

8　千代島道生「金融商品取引法上の課徴金制度の再構築」青山社会科学紀要 40 巻 1 号（2012）70 頁。

9　木目田裕（監修）『インサイダー取引規制の実務 / 西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編』（商事法務．2010）端書部分 i 頁。

10　木目田　前掲注（9）421 頁。

11　平成 23 年 6 月「金融商品取引法における課徴金事例集」1 頁（証券取引等監視委員会ホームページで入手可能できる、http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/jirei_20110621.pdf）。

12　2008 年 12 月 12 日から施行されている。

13　平成 19 年 12 月 18 日「金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告

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上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された。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ではないということが問題になる。インサイダー取引の抑止と投資者の保護のために、各制裁手段相互の関係とそれぞれの整合性についての議論が必要となる。本研究では、望ましい制裁体系の構築をめぐって検討を加えたい。

第2節　研究の方法

本稿では次のような研究方法を用いる。

１．インサイダー取引の抑止に重点を置き、インサイダー取引に係る問題をより正確に把握するために、近年の法改正、新たな判例または各問題点を中心にして考察することにする。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い。

２．本研究では、EUおよび中国法を対象とする比較法的考察により、日本法への示唆を行う。

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[14]。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。

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、グローバルスタ

―課徴金制度のあり方について―」法制ワーキング・グループにおける討議資料の1。

14　周永楽「内部者取引の法規制―アメリカにおける法規制と日本における法規制に関する立法論的提言とを中心にして」上智法学論集31巻1・2号（1988）53～130頁。上田真二「サイダー取引における『開示または断念』の原則について―メリカ法を参考として」彦根論叢340・341号（2003）161～181頁。瀬谷ゆり子「インサイダー取引規制と課徴金制度―アメリカにおける民事制裁金との比較―」『比較企業法の現在―その理論と課題［石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念論文集］』(成文堂．2011)。萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂．2011）。

ンダードを強調する。最初の1989 年インサイダー取引規制に係るDirective 89/592/EEC（名称としては、「内部者取引指令」との読み方もある）では各加盟国の実情を配慮する形で行われたため、必ずしも統一的にならなかったが、各国内法でインサイダー取引規制を行うという実定法のレベルは確保された。2003年、相場操縦規制も含まれる二度目のDirective 2003/6/EEC（名称としては、「市場濫用指令」との読み方もある）では、内部者、禁止される行為、制裁手段等について指示を発出し、その結果、2005 年には各国で国内法化され、基本的な文言レベルまで統一が図られた。「これらの指令による内部者取引規制の加盟国内法への移入指示は、域内諸国の規制内容の統一化を進め、その着実な展開が示されている。第一弾の内部者取引指令は、大枠を定めるものであり、国内法への移入も加盟国の自主性に任せていたが、第二弾の市場濫用指令は加盟国の統一を図るべく詳細に規定している」[15]。そのうち、内部情報の判断基準および内部者の範囲（特に情報受領者までの規制）、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。比較法的に見て、日本法の規制方法はグローバル・スタンダードに協調しておらず、極めてユニークな存在となっていると指摘された[16]。本研究では、EUとの比較研究を通じ、日本におけるインサイダー取引規制の現状を検討し、規制上の示唆を行う。

もう一つの比較対象として、中国法を検討する。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などは一部似通うところがあるが、全体としては類似しているものとはいい難い[17]。なぜかというと、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[18]。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（例えば、本研究の第 4 章検討する内部者或いは準内部者から去って 1 年間以内のものまでの規制）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、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、

15　畠山久志「ヨーロッパ（EU)における内部者取引規制について―内部者取引規制の見直し方法論序説―」青山法学論集 51 巻（2009)457～458 頁。

16　畠山　前掲注（15）489 頁。

17　井小胖「内部者取引規制に関する日中比較研究（1)」早稲田大学大学院法研論集 123 号（2007） 233 頁。

18　葛愛軍「インサイダー取引に関する研究（1)日本・アメリカ・中国の比較を通じて」北大法学論集 59 巻 4 号（2009)86 頁。

若干の差異も見られる[19]。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[20]。経済関係が強化される中、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。

第 3 節　本研究の構成

本研究は全 5 章によって構成される。第 2 章から第 4 章では EU 法、中国法、日本法の順に、立法の背景、法改正、判例の立場を含めてインサイダー取引規制の各側面（内部情報、内部者、禁止される行為、制裁手段）を項目別に考察、検討する。最後の第 5 章では、法規制の枠組みの再確認をし、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。

19　葛愛軍「インサイダー取引に関する研究（4・完）日本・アメリカ・中国の比較を通じて」北大法学論集 60 巻 1 号（2009）141 頁。

20　葛　前掲注（18）88～89 頁。

第 2 章　EU におけるインサイダー取引規制

前述のよう、欧州経済共同体は 1989 年と 2003 年、前後二度のインサイダー取引規制に関する指令を出し、規制を図っていた。現在 EU 域内のインサイダー取引規制は主として後者の市場濫用指令（Directive 2003/6/EEC、以下「2003 年指令」という）によって行われている。本章では、2003 年指令による規制をめぐって、2003 年指令に至る経緯、同指令の内容（内部情報、内部者、禁止される行為及び制裁手段 4 つの方面）、並びに各 EU の主要加盟国の法規制について検討を加える[21]。

---

[21] EU の法規制については主に、次の文献を参照した。R. C. H. Alexander,Insider Dealing and Money Laundering in the EU : Law and Regulation, Ashgate(2007); Emilios Avgouleas, The Mechanics and Regulation of Market Abuse—A Legal and Economic Analysis, Oxford UP,(2005); Barry Rider et al. Market Abuse and Insider Dealing, 2nd Edition, Tottel Publishing,(2009); Edward J. Swan, Market Abuse Regulation, Oxford UP,(2006);Stephen M.Bainbridge,(edited), Research Handbook on Insider Trading, Edward Elgar,(2013),pp407-448;Klaus J Hopt, Eddy Wymeersch(edited) European insider dealing : law and practice ,Butterworths,(1991)pp65-128;Iwona, Seredyńska, Insider Dealing and Criminal Law: Dangerous Liaisons, Springer,(2012)pp1-77;Paul U. Ali and Greg N. Gregoriou(Edited), Insider Trading Global Developments and Analysis, CRC Press(2009),pp100-127; Eric Engle, Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison European Business Law Review, Vol. 26(2010), pp465-490, 2; Michiel J.J.P. Luchtman,EU Influence on Law Enforcement and International Cooperation in the Field of Insider Dealing, Utrecht Law Review, Vol2, No 1(2006), pp 136-155,;Conceicao, C,Tackling cross-border market abuse, Journal of Financial Regulation and Compliance 14,(2006),pp29-36. 黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』（有斐閣．2002）；庄司克広『EU 法基礎篇』（岩波書店．2008）；ポール・ロマス「EC におけるインサイダー取引規制」旬刊商事法務 1205 号 16～22 頁；糠谷英輝「ランファルシー委員会最終報告書について」財経詳報 2261 号（2001）17～21 頁；岸田雅雄・Harald Baum「西独・EC・スイスにおける内部者取引規制 」旬刊商事法務 1207 号（1990）13～17 頁；荒谷 裕子「フランスにおける内部者取引の規制（1）EC のディレクティブに基づく規制の整備を中心として 」法學志林 711 号（1999）51～70 頁；荒谷裕子「EC における内部者取引規制［上］」旬刊商事法務 1280 号（1992）19～24 頁；荒谷裕子「EC における内部者取引規制［下］」旬刊商事法務 1283 号（1992）11～16 頁；畠山久志「ヨーロッパ（EU）における内部者取

第 1 節　ＥＵ指令に至る経緯

第 1 款　1989 年以前の主要加盟国の規制状況

1989 年インサイダー取引規制指令（Directive 89/592/EEC、以下「1989 年指令」という）の採択以前は、各加盟国がインサイダー取引に対してそれぞれ独自の異なる方法で規制行っていた。しかし、こうした各規制の相違は、国際範囲で行われるインサイダー取引の規制に困難を招き、さらに証券市場の公正性・市場に対する投資家の信頼を著しく損なうことになる[22]。1989 年指令は、各加盟国の規定を調整し、ひいては欧州経済共同体域内のインサイダー取引の一掃を図ることを目的とするものである。そのため、1989 年指令に関する論述を容易にするために、各主要加盟国の 1989 年前の法制度の沿革や枠組みについて簡単に紹介しておくことにしたい。

第 1 項 イギリス

イギリス（連合王国）は判例法の伝統のある国であるにもかかわらず、後述のように、インサイダー取引に対する規制について、成熟した制定法を持っている[23]。イギリスにおい

引について――内部者取引規制の見直し議論の方法論序説」青山法学論集第 51 巻（2009）453～489 頁；久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大學法學論叢 168・169 号（2004）313～339 頁；岩田 健治「EU 証券規制の新展開:その背景と現状」証券経済研究 38 号（2002）121～138 頁；山岸和彦「EU 法の最前線(第 145 回)インサイダー取引に関する EU 指令の解釈と行為者の主観的要素の要否：スペクター・フォト・グループ社事件[欧州司法裁判所 2009.12.23 先決裁定]」貿易と関税 2012 年 5 月号（2012）82～77 頁；今野 裕之「EC 企業法判例研究（160）インサイダー取引規制違反と主観的要件の要否[EC 司法裁判所 2009.12.23 判決]」国際商事法務 40 巻 7 号 1110～1113 頁；松尾 健一「EU におけるインサイダー取引規制：最近の判例および法改正について」阪大法学 62 巻 3・4 号（2012）817～837 頁。

[22] 荒谷裕子「EC における内部者取引規制［上］」旬刊商事法務 1280 号（1992）19 頁。

[23] 本稿にいおてイギリス法については主に、以下の文献を参照した。L.C.B. Gower, Some Contrasts between British and American Corporation Law, Harvard Law Review, (1956) pp.1369-1402; Stephen Griffin, Company law: fundamental principles,Longman,(2000)pp.177-194; Philip L.R. Mitchell, Directors' Duties and

て、早期のインサイダー取引に対する規制は主に二種類の手法があった。すなわち、自主規制と制定法による規制である。まず、この二つの手法を概観し、欧州共同体の 1989 年指令前のイギリスにおけるインサイダー取引規制の状況を見てみよう。

１．自主規制

①証券所規則による株式保有の開示

1969 年 4 月に証券取引所連合により定められた、証券の上場契約に関する指針[24]によれば、証券取引所の開示要件は、次の二つの部分から成立する。すなわち、取締役及びその家族並びに主要株主の株式保有状況と、及び取締役及びその家族による株式取引状況である。前者の開示の場合は、取締役報告書、監査済年次計算書に記載もしくは添付して公示しなければならない。後者の場合には、いくつかの利害関係の態様が定められており、例えば、取締役が知り得る限り、配偶者や 21 歳未満の子等による取引は、当該取締役による行為と同視される。

②株式公開買付け（take-over bid）に関するインサイダー取引の規制──City Code

公開買付は、会社の支配権の変更を目的とするものであり、短期間で株価に急激な影響を及ぼす可能性があるため、内部情報を利用して利益をもたらす機会を提供する恐れがある。それゆえに、1948 年会社法では、取締役の支配株式の譲渡に伴う退任に際して特別

Insider Dealing, Butterworths,(1982); Michael Blair, George Walker, Robert Purves (edited) Financial services law. Oxford,(2009); Stephen M.Bainbridge (edited), Research Handbook on Insider Trading, Edward Elgar,(2013),pp407-428; Jane Welch, Matthias Pannier,Eduardo Barrachino, Jan Bernd, Philip Ledeboer (2005) “comparative implementation of EU directives (I)- insider dealing and market abuse’ city research series N°8, The British Institute of International and Comparative Law.pp14-27, Iwona,Seredyńska,InsiderDealing and Criminal Law: Dangerous Liaisons, Springer,(2012),pp79-141; M. Freeman Durham, The Companies Act, 1980: Its Effects on British Corporate Law, Northwestern Journal of International Law & Business, 4,(1982),pp551-.585.金子勲「内部者取引規制とイギリス法の動向」沖大法学論叢第 2 巻第 1 号（1976）26～66 頁；金子勲「イギリスにおける内部者取引規制」大阪経大論集 164 号（1985）217～253 頁；中島史雄「イギリスにおけるインサイダ・トレイディング（会社内部者取引）規制の現状と問題点」経済学会雑誌 31 号（1973）193~222 頁；渋谷光子「イギリスにおける内部者取引規制の現状と将来の方向」証券研究第 41 巻（1975）177 頁以下；『新外国証券関係法令集：イギリス金融サービス市場法・金融サービス法』（2011. 日本証券経済研究科）；渋谷光子「イギリスにおける内部者取引規制の現状と将来の方向」証券研究第 41 巻（1975）177～205 頁；黒沼ほか 前掲註（6）423～548 頁；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）79～88 頁など。

[24] Memoranda of Guidance by the Federation of Stock Exchanges in Great Britain and Ireland （April 1969）。

の権利を受けることを禁止していた。しかし当時、支配株式の移転に伴う内部者の利得行為に対する規制がなかったため、City Code は、次の二つの手法を通じてインサイダー取引を規制してきた。すなわち、City Code Rule 17 による関係会社の内部者の株式保有に関する開示、及び、Rule 30 によるインサイダー取引の禁止である。

自主規制の中で、注目に値するのは City Code Rule 30 である。このルールにより、公開買付けが公になるまでの間、これに関する交渉、協議等を行う者又は申込の意思を有する者がこれに関連する会社の株式を取引することが全面的に禁止されていた。City Code は、文言上では禁止される者の範囲はかなり広く、偶然に情報を知った者も含む、としていた。

当時の証券業者の機構が複雑ではなく、ロンドン証券取引所を中心として統一されていたため、証券取引所に対する法規制をせず、自主規制に任せることで十分であったことが挙げられる[25]。これらの自主規制は、当時の会社法上の空白を補って、特に公開買付けの際のインサイダー取引を禁止している点で、極めて注目に値する。しかしながら、これも万全とは言い難い。なぜならば、禁止される行為の範囲が狭く、包括的なルールを欠き（対象となる行為は証券取引全般ではなく、公開買付けに限られる）、法律上の根拠を有しないため、自由規制に服さない者には規制が及ばず、不正利得の返還を命じることもできなかったからである[26]。

２．制定法による規制

1989 年指令が実施される前のイギリスでは、インサンダー取引に関する規制は主として次の法律において定められていた。

①インサイダー取引規制の発足および拡充

制定法として初めてインサイダー取引規制を定めたのは 1948 年会社法である。当時の立法の立場は、内部情報の利用による不当な投機行為を抑制するためには、内部者の証券保有状況の開示を要求するという開示主義に基づくものであった[27]。その後の 1967 年会社法は、1948 年会社法と同じく開示主義を重視しており、1948 年法よりも開示の要件が強化・拡充されている。具体的には、1967 年法は 1948 年法 195 条を改正し、取締役または主要株主による証券保有及び変動の完全な開示を実現した（改正前には、開示の対象は取締役の証券保有に限定される）。

1967 年会社法は、1948 年法と比べると、取締役による情報の開示に関する法的要請を著しく増加させ、かつ、投資者の利益について、従来の開示主義を超えている[28]。しかし、イ

25　L.C.B. Gower ,Some Contrasts between British and American Corporation Law, Harvard Law Review, (1956), pp1381-1382.

26　渋谷光子「イギリスにおける内部者取引規制の現状と将来の方向」証券研究第 41 巻（1975）191 頁。

27　金子勲「内部者取引規制とイギリス法の動向」沖大法学論叢第 2 巻第 1 号（1976）53 頁。

28　L.C.B. Gower, The Principles of Modern Company Law, 3rd edn (London: Stevens, 1969),p56.

ンサイダー取引の相手方への民事賠償及び内部者の民事・刑事上の責任に関しては何の規制も定められていなかった。また、役員に対しては証券保有の報告義務を課しておらず、主要株主に関する開示規定は、直接にはインサイダー取引の規制を指向したものではなかった、という規制の不徹底性が残っていると指摘された[29]。

②刑事規制の導入――1980 年会社法

1980 年会社法は一連の新たな規制措置を採用した。これらの新たな規制措置の中でインサイダー取引規制に関して注目されるのはのは、インサイダー取引違反が始めて犯罪として規制されたことである[30]（同法の第 V 部分はインサイダー取引を犯罪行為と規定し、他の関連条文も 1980 年会社法の 1980 修正令によって、同年 6 月に施行された）。一連の新たな措置の採用につき、1980 年会社法はイギリスの会社法を基本的で重要な変化をもたらした[31]。しかし、他方で、有罪を立証するためには行為者の主観としての故意を証明しなければならないため、迅速な訴訟を妨げるとの批判がある[32]。

③インサイダー取引に対する規制強化――1985 年会社証券法及び 1986 年金融サービス法

1985 年になると、立法機関は 1980 年会社法におけるインサイダー取引に関する規定及び他の会社法における関連規定[33]をまとめて、1985 年会社証券法を制定した。その後、1986 年金融サービス法、1985 年会社証券法を修正し、政府監督当局の調査権限を強化する条文を加えた。規制される主体を以前の規定よりも広く定めるとともに、インサイダー取引の違反者に一連の抗弁権を規定した。しかし、1985 年会社証券法及び 1986 年金融サービス法とも、何も民事賠償を設置していないと指摘されている[34]。

第 2 項　ドイツ

ドイツの証券市場においてもインサイダー取引[35]が行なわれていることが指摘されて

29　金子　前掲注（27）58 頁。

30　The Companies Act 1980（1980 c.22.）

31　M. Freeman Durham, The Companies Act, 1980: Its Effects on British Corporate Law, Northwestern Journal of International Law & Business, 4,(1982)p551.

32 Philip L.R.Mitchell, Directors' Duties and Insider Dealing, London Butterworths(1982),p167.

33 Companies Act, 1948, ch .38, at § 455; Companies Act, 1981, ch. 62, at § 112, Sched. 3.

34 Mark A. Spitz, Recent Developments in Insider Trading Laws and Problems of Enforcement in GreatBritain, 12 B.C. Int'l & Comp. L. Rev. 265（1989）280.

35 本稿においてドイツのインサイダー取引規制については主として、以下の文献を参照した。Jane Welch, Matthias Pannier,Eduardo Barrachino, Jan Bernd, Philip Ledeboer (2005) “comparative implementation of EU directives (I)- insider dealing and market abuse’ city research series N°8, The British Institute of International and Comparative Law.pp28-42; Klaus J Hopt, Eddy Wymeersch(edited) European insider dealing：law

いたが[36]、1994 年に EU の 1989 年指令が国内法化されるまで、ドイツにおいては、自主規制によるインサイダー取引規制が行われており、明文の立法規制はなかった[37]。

1．1967 年――西ドイツにおけるインサイダー取引に対する規制の開始

1967 年 7 月に、連邦経済省の下で設けられた証券取引専門委員会がインサイダー取引に係る問題を審議すべきことを決定した。その後の 1970 年 11 月 13 日に、同委員会は「いわゆるインサイダー取引問題解決のための勧告」[38]を決議し、さらにこの勧告に基づいて同年に「インサイダー取引規制」が制定された。勧告の目的は、業界の自主管理の枠内で規制を自発的基盤の上に創出すること、及び内部情報の不正使用を防止することである[39]。翌年の 11 月 15 日、同委員会は、「インサイダー取引規制」に対する「注釈」並びに「審査手続規程」を承認し、初めて施行されることとなった自主規制としての「インサイダー取引規制」は、ドイツのインサイダー取引規制のもっとも大きな特徴になった。

しかしこの段階での自主規制の導入は、ドイツ証券市場ではいまだ実際上の規制必要性に応じた現実上の措置というより、将来に対する予防的な面が強いという見解が主張されていることが指摘されている[40]。また、この観点に対し、単なる自主規制は効果的な抑止には不十分で、構成要件方面の拡大、かつ不法利得の剥奪などを規定する制定法を立法する

---

and practice ,Butterworths,(1991)pp151-157; Assmann / Uwe H. Schneider ,(Hrsg.), WpHG, 6. Aufl. 2012; 眤津浩司「ドイツの内部者取引規制―EU 法を踏まえて―」大証金融商品取引法研究会第 11 号（2013）112～159 頁；西ドイツにおけるインサイダー取引の自主規制〔-上-「連邦経済省における証券取引専門委のいわゆるインサイダー問題解決のための勧告」邦訳〕 証券 277 号（1972）52～67 頁；Roland Schmitz. 二本柳 誠（訳）「ヨーロッパにおける資本市場の刑法的保護」企業と法創造 3 款 2 号(2006) 51～78 頁；山下 えつ子「ドイツにおけるユニバーサル・バンキングとインサイダー取引規制(上)」国際金融 961 号（1996）20～22、962 号（1996）59～61 頁；「西ドイツのインサイダー取引規制」証券 278 号（1972）16～23 頁；『新外国証券関係法令集.・ドイツ（有価証券取引法・取引所法・投資法他）』(日本証券経済研究所. 2009) 165～176 頁；黒沼ほか 前掲註（6）423～548 頁；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）79～88 頁など。

[36] Eberhard Schwark,Insider-Geschäft auf dem Wertpapiermarkt,Der Betrieb 1971,Nr 34,SS. 1605 - 1606.

[37] Insiderhandels-Richtlinien in der Neufassung durch den “Arbeitskreis für Insiderfragen” vom Juli 1988,abgedr. in Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1988,873 ff.

[38] 勧告の名称は「Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sogenannten Insider-Probleme」である。和訳としては、証券 227 号（1972）52 頁以下がある。

[39] 「いわゆるインサイダー取引問題解決のための勧告」の序文を参照。

[40] Hopt, Klaus J. u. Michael R. Will,Europäisches Insiderrecht Einführende Untersuchung - Ausgewählte Materialien,Editore: Stuttgart, Enke, 1973,S21.

必要があるとの声も指摘された[41]。

２．1976 年、1988 年の改正によるインサイダー取引規制

1976 年 1 月、西ドイツ証券取引所協会及び経済産業省の参加上部団体は、上記の 1970 年インサイダー取引規制の改訂を勧告し、その上で新しいインサイダー取引規制を公表した。この改訂の重要な改正点は、主に内部者の範囲の拡大[42]、規制対象証券の概念範囲の拡大[43]、及び制裁措置としての利益返還の導入等[44]である。1976 年の改正の後、「インサイダー取引規制」は、さらに 1988 年にさらに改正され、内部情報伝達の禁止、金融機関顧問の内部者範囲への取り入れ、選択権を規制対象証券の範囲への取り入れること、内部者規制の「規制された市場」への拡充などが実現させた。

以上のような一連の改正を経て、違反行為の構成要件は厳格的になったため評価に値するが、それを応じた制裁システムは不十分であると批判されている[45]。

第 3 項　フランス

フランスのインサイダー取引規制[46]は、1963 年に始まった不況を乗り切るための市場改革を契機として発足したものである[47]。1960 年代のフランスの証券市場は、国際資本市

---

41 Norbert Horn,Wertpapiergschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem,ZHR 136(1972),SS.394,396.

42　第 2 条 1 項。

43　第 2 条 2 項。

44　第 4 条。

45 Baumbach/Duden/Hopt,Handelsgesebuch(28.Aufl.,Munchen 1989) S.1470 ff.

46　本稿においてフランスのインサイダー取引規制について主として、以下の文献を参照した。Jane Welch, Matthias Pannier, Eduardo Barrachino, Jan Bernd, Philip Ledeboer “comparative implementation of EU directives (I)- insider dealing and market abuse’ city research series N°8, The British Institute of International and Comparative Law,(2005),pp43-54; Iwona, Seredyńska, Insider Dealing and Criminal Law: Dangerous Liaisons, Springer,(2012),pp88-141; Klaus J Hopt, Eddy Wymeersch(edited) European insider dealing : law and practice ,Butterworths,(1991)pp331-337;「フランスのインサイダー取引規制 」証券 305 号（1974）51～56 頁；芳賀良「フランスにおける内部者取引規制に関する若干の考察―特権的情報を中心として」山口経済学雑誌 47 巻 2 号（1999）493～511 頁；大下勇二「フランス証券取引委員会設立の意義」経営志林 28 巻 4 号 139～164 頁；荒谷 裕子「機密関与者による株式取引の規制―フランス 1983 年法を中心として」福岡大學法學論叢 30 巻 2 号（1985）517～560 頁；江頭憲治郎「フランスにおける内部者取引の規制」証券研究 41 巻（1975）148～164 頁；黒沼ほか　前掲註（6）423～548 頁；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）79～88 頁。

47　江頭憲治郎「フランスにおける内部者取引の規制」証券研究 41 巻（1975）149 頁。

場として復活していたが、実際には、証券市場の機能は低下しつつあり、当時の産業発展に応じた役割を果たしとは言い難い[48]。そのため、政府は証券市場に対して一連の改革を始め、1967 年 9 月 28 日に「証券取引委員会を設置する大統領令（Ordonnance）」[49]（以下、1967 年 9 月 28 日オルドナンスという）を発表し、インサイダー取引の規制に乗り出す意向を初めて表明した[50]。

改革措置としては、具体的には取引所制度外の改革及び取引の諸制度に直接関係する改革の2種類を含み[51]、後者のための方策としては、1966年商事会社法（L. n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales）を中心とするか開示制度の実体法的な強化、及びその開示を整備するための独立行政機関の創設が注目に値する。この段階に創設された独立行政機関とは、1967年9月28日オルドナンスに基づいて設立された、証券取引委員会 La Commission des opérations de bourse （以下、COBという）である。1967年9月28日オルドナンス3条１項、同2項によれば、COBは，上場会社の情報開示に対する監督の権限を有する。当該権限により、1967年以後のフランスのインサイダー取引規制は、COBによる規制が始まった[52]。

早期のフランスにおけるCOBによる監督権は、日本の証券取引法に基づくディスクロージャー制度が当時の大蔵省証券局の監督下にあったことと類似している[53]。

１．1967年9月28日オルドナンスによるインサイダー取引の規制

1967 年 9 月 28 日のオルドナンス 8 条により、1966 年商事会社法中に、インサイダー取引の規制を目的とする 2 か条の規定が新たに定められた。具体的には、1966 年商事会社法 162 条の 1 は内部者並びに証券（当時は、株式に限定されていた）の範囲を画定し、485 条の 1 は制裁について規定していた。これらの条文によれば、一方で、取締役、監査役等の構成員[54]、使用人[55]、及びそれらの親族[56]が規制の対象の範囲に取り入れられ、かつ、これらの者の持株移動の場合には、COB に対する届出義務も課されていた[57]。他方、制裁手段は、1967 年の法制の下でのインサイダー取引に対する制裁手段は、民事・刑事・行政的

---

[48] Tourneau,Les actions des dirigeants《initiés》des sociétés par actions,Revue trimestrielle de droit commercial,1971,p.593.

[49] Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967。

[50] 「フランスのインサイダー取引」証券 305 号（1974）52 頁。

[51] 江頭　前掲注（47）149 頁。

[52] Tourneau,Les actions des dirigeants《initiés》des sociétés par actions,Revue trimestrielle de droit commercial,1971,p.599.

[53] 大下勇二「フランス会計デイスクロージヤー制度における証券取引委員会の役割―上場会社に固有の開示制度の改善（2）―」経営志林30巻1号（1995）71頁。

[54] 1966 年商事会社法 162 条の 1 第 1 項。

[55] 1966 年商事会社法 162 条の 1 第 1 項。

[56] 1966 年商事会社法 162 条の 1 第 1 項・2 項。

[57] 1966 年商事会社法 162 条の 1 第 2 項 1 文。

制裁ではなく、届出義務違反に対する制裁のみが定められていた。

しかし、実務上、この段階にインサイダー取引規制は、内部者の認定、持株移動の審査作業は当時のCOBにとっては過度の負担であり、かつ、有効な制裁手段の欠如等が原因で、フランス法の下でのインサイダー取引は、実際に規制されないまま放置されることになった[58]。この状況に基づいて、COBは立法上の欠陥を批判し、そして法改正を提案した[59]。COBの提案に基づき議会を通過した1970年12月23日法は、1967年9月28日オルドナンスによるインサイダー取引規制を大幅に改革した。

２．1970年12月23日法による規制

こののの改正により、1967年9月28日オルドナンス中に第10条の1という規定が新設された。内容としては、次の通りである。

「商事会社法162条の1に定めた者又はその職業若しくは職務の執行の際に会社の技術・営業及び財務の運営に関し特別の情報を取得した者で、公衆が係る情報を知る前に証券市場において直接又は人を介してかかる情報を利用して1回又は数回の取引を行なったすべての者は、2月以上2年以下の禁錮及び・又は5000フラン以上500万円フラン以下の罰金に処する。この金額は、その取引により得た利益の4倍まで加重することができる。」[60]

オルドナンス10条の1で注目される点としては、内部者の範囲が職業または職務の遂行で内部情報を得たすべての者までの拡大及び罰則の設置が挙げられる。特に違反者に規制の実効性を刑事制裁に求めた点が、1970年規制の大きな特色である[61]。

３．1983年1月3日法による規制

1970年改正法は、フランスの証券市場に相当程度有効な規制効果をモタラシタ[62]。しかし、当時の規制は極めて広範かつ柔軟であり、特に内報提供者（tipper）、職務・業務とはまったく関係ない情報を入手した者、いわゆる内報受領者（tippee）の規制が問題になり、これらの者を規制対象から除外することは、インサイダー取引規制の意義を損ない、1970年改正法の大きな盲点の一つであると指摘された[63]。また、1970年の規制は刑事制裁を規

58　江頭　前掲注（47）158頁。

59 Journal Offciel de lépublique Françaisen, Année 1969 N°5,p62.COB Rapport Annuel 1969(Journal Offciel de lépublique Françaisen, Année 1970, N°7(21 Mars 1970)),p.163.

60　（訳文）江頭　前掲注（47）160頁。

61　荒谷裕子「機密関与者による株式取引の規制―フランス1983年法を中心として―」福岡大学法学論叢30巻2号（1985）526頁。

62 Marie-Claude Robert, La Bourse et les initiés Essai de droit comparé,Rev. Soc. 1982, p.32.

63 A. TUNC, La lutte contre les opérations d'initiés neuf ans d'expérience, Études

制手段として導入したが、実務上裁判所によって宣告された刑罰は極めて軽いものとなっており、これが上記の制限的な内部者の範囲と併せてフランスにおけるインサイダー取引の有効な規制効果を妨げる要因であると指摘されていた[64]。

1970 年規制に内在していた問題を克服し、それまで以上に徹底したインサイダー取引規制を実現させるために、1983 年法はオルドナンス 10 条の 1 の対する修正を行なうことになった。

1983 年 1 月 3 日法（L. n°83-1 du 3 janv. 1983）による修正により、10 条の 1 の内容が改正された。まず、規制の対象について、内報提供者が新たに含まれることになり、金融ジャーナリスト、銀行の従業員、政府役員や COB のスタッフなど、会社外の者に対しても規制が及ぼされることになった。次に、法人によるインサイダー取引規制に対する規定が新設され、さらに罰則として、会社の経営者がその責任を負うこととなった。なお、規制される証券の範囲並びに規制対象となる情報の範囲が以前よりも大幅に拡大され、そして、規制効果を担保するため､罰金額の下限を 1967 年 9 月 28 日オルドナンス 10 条の 1 の｢5000 フラン以上」は、｢6000 フラン以上」に引き上げされた。

第 2 款　1989 年指令によるインサイダー取引規制

第 1 項　制定の背景

1．沿革

欧州共同体（EC）[65]におけるインサイダー取引規制は、1977 年の委員会勧告[66]「譲渡性

---

offertes à René Rodiére,1981. p.339.

[64] Marie-Claude Robert,op.cit,p.14.

[65] 現在は、EC ではなく、EU という名称が一般に用いられている。EU の起源は、EC から EU への発展について、以下のとおりである。

（1）1952 年 7 月 22 日、欧州石炭・鉄鋼共同体（European Coal and Steel Community［ECSC］）の発足。

（2）1958 年 1 月 1 日、欧州経済共同体（European Economic Community［EEC］）および欧州原子力共同体（European Atomic Community ［Euratom］）の発足。

上記の三つの共同体をまとめて、EC（European Communities）と呼ぶことがある。

（3） 1993 年 11 月 1 日、欧州連合（European Union［EU］）の発足。欧州経済共同体（European Economic Community （EEC)） は経済分野以外でも管轄権を有するようになり、欧州共同体 （European Community （EC)） に改名される。 EEC の真ん中の E（“Economic”） が削除された。従って、EC は、European Communities を指す場合と、European Community を指す場合とがある。

（4） 2002 年 7 月 22 日、欧州石炭・鉄鋼共同体は消滅し、その管轄権は EC（単数形）に継承される。

（以上、http://eu-info.jp/r/fp-2.html および庄司克広『EU 法基礎篇』（岩波書店．2008）2 頁を参照）

証券の取引に関するヨーロッパの行動規範」から発足したものである[67]。同勧告は、金融業者（financial intermediaries）に対し、職務の遂行のため知りえた未公表かつ価格に影響を及ぼすおそれがある情報の守秘義務を規定し、また、その情報を用いた証券市場における自己または顧客の利益のための取引、さらに顧客に対する勧誘を禁止していると解されている。当該証券市場の円滑な運営は、市場が投資家に対して与える信頼性に重大な影響がある。信頼性の拠り所となる要素としては、投資家が平等の立場にあり、内部情報の不正な使用から彼らが守られていることである。他の投資家と比較して特定の投資家に対して特に利益をもたらすと、インサイダー取引が信頼性を害する結果、市場の円滑な運営を害することとなりかねない。かくして、インサイダー取引を撃退するために必要な措置が講じられなければならないというコンセンサスがまとめられた。

残念ながら、EC においては、諸加盟国の文化や地域性について違いがあるだけではなく、各国の証券市場の規模や、プロでない投資家がどの程度参加しているのかという点についても違いがある[68]。前述のように、1989 年以前の EC の加盟国のうち、イギリスやフランスにおいては、すでにインサイダー取引規制に関する詳細な規定を設けていたとともに、違反行為に対しては刑事制裁も設置されていた。これに対し、ドイツのような基本的な規制手段を自主規制に任せた国のほか、イタリアやアイルランドのように法律上これをまったく規制しない国もあり、共同体レベルで調整された規則を採択することは、EC の急務だった。それゆえ、当時の EC は、各加盟国の実情を踏まえて、1992 年の経済的な統合を迎えるまでに、インサイダー取引規制の統一に向けて動き始めていた。具体的には、1989 年 6 月 28 日に EC 委員会（The Commission）がインサイダー取引を規制する指令案を提出し、同 11 月 13 日、EC 理事会（The Council）は、欧州共同体（EEC）設立条約 100 条 a に基づき、EC 委員会の提案を受けて、欧州議会（Economic and Social Committee）と共同で、経済社会評議会の諮問機関により、「インサイダー取引規制調整のための理事会指令」（Directive 89/592/EEC、以下 1989 年指令という）を採択した。

２． EC 指令の性格

EC の加盟国は、加盟国となっても主権国家としての性格を失っておらず、国際法上の完全な主体としてとどまっている。EC において意思決定を行う主要な役割を果たすのは加盟国の代表で構成される理事会であるが、1960 年代以前、個人（加盟国の国民）に対する強制手段の行使権を有するのは加盟国である。1960 年代前半、EC 法の直接効果及び国内法に対する優越性が判例上確立され、EC 法は国内法とは別に、直接に加盟国の国民に権利義務を付与することができる[69]。そのうちの指令は、EC 法の最も一般的な形式の一種であ

---

66 OJ No.L212 25.7.1977。

67 桃井尊和「EU 関連法の研究――内部者取引規制を調整する理事会指令（89/592/）」京都大学大学院法学研究科専修コース平成 6 年度森本教授スクーリング研究報告集（1994）8 の①頁。

68 ポール・ロマス「EC におけるインサイダー取引規制」商事法務 1205 号（1990）16 頁。

69 庄司　前掲注（65）19 頁、120 頁。

り、かつ、インサイダー取引のような問題に通常適用される立法形式である[70]。

指令は、達成すべき結果に関する名宛人たる全ての加盟国に対する拘束力を有し、加盟国も指令が定める目的を達成するための国内法令を制定する義務を負うが、形式及び手段についての権限は国内機関に委ねられる[71]ため、指令は加盟国に国内法への移入の経過期間を設ける必要がある。例えば 1989 年指令は、加盟国に 1992 年 6 月 1 日までにインサイダー取引に関する法的措置を取らなければならないと定めた[72]。

EC 指令の規定に対し、加盟国は必ずしも期限内に指令を国内法化しければならない義務はないため、イギリスは法改正のために指令が定めた期限に間に合わず翌年に持ち越され、ドイツは期限を 2 年越えた 1994 年にようやく施行されるに至った[73]。

３．1989 年指令の概要

1989 年指令の特徴は、広範囲でインサイダー取引を禁止し、インサイダー取引に対し統一の定義を加盟国で統一する一方、制裁手段については、全体の枠組みだけを規定し、詳細な方法については各加盟国の国内法に委ねていることである[74]。

第 2 項　1989 年指令の内容

１．内部者

1989 年指令は、内部者を第 1 次内部者及び第 2 に内部者に分類している。内部者の範囲については、1989 年指令はかなり広く定めているが、各加盟国は、さらに指令の規定よりも厳格な定義を採用することができると解されている[75]。その原因としては、当指令は EC 域内の最低限の基準を作るための包括的で広範な規定にすぎないからである[76]。

1989 年指令において第 1 次内部者に関する条文は指令 2 条であり、また、本条は具体的に 3 つの類型の者を規定している。例としては、発行会社の役員等、株主、職務等で内部情報にアクセスできる者が挙げられる。これらの者が第 1 次内部者と見なされたのは、彼らが発行会社内部の者及び会社と何らかの関係があるため、その特別の地位から内部情報を得ることが可能だからである[77]。この立場が、アメリカ連邦最高裁判所の Chiarella 事件

70　ポール・ロマス　前掲注（68）17 頁。

71　EC 条約 249 条 3 段。

72　1989 年指令 14 条（1）により、加盟国は、本指令を実施するのに必要な法的対応対策を一九九二年六月一日までにとらなければならない。かかる法的対応がとられた場合には直ちにその旨を委員会に対して報告しなければならない。

73 The British Institute of International and Comparative Law City Research Series Number Eight Comparative Implementation of EU Directives(1)P.9(2005)

74　荒谷　前掲注（22）19 頁。

75 H. CALVET, La Directive du Conseil des Communautés relative aux opérqtions d' inities, J.C.P. éd. E. n°49,15924, p761.

76　ポール・ロマス「EC におけるインサイダー取引規制」旬刊商事法務 1205 号 19 頁。

77　荒谷　前掲注（22）20 頁。

[78]の判決で採られた「信任義務理論」に相当する[79]。

第2次内部者については、4条によって規定されている。すなわち、「各加盟国はまた、第2条が定める禁止を、同条に掲記された者以外の者が直接間接の情報源であると考えられないような内部情報をかかる事実を十分に認識しながら保有している場合においては、これを適用しなければならない」。本条によれば、第1次内部者しか保有し得ない内部情報をそれと承知の上で保有するすべての者は第2次内部者となる[80]。第2次内部者とは、いわゆる情報受領者（tippee）であり、1989年指令の規制の下において、情報の提供者（tipper）が誰であるかということはまったく問題とならない。例えば、第三者宛の手紙を盗み読んだ者が、第2次内部者に該当する[81]。このような情報源を問わず、かつ第1次内部者からの情報取得という「直接性」も必要としない規制方法は、1989年指令の注目に値する点であると思われる。

２．内部情報[82]

1989年指令１条は、譲渡性証券（transferable securities）の単独または複数の発行者もしくは単独または複数の譲渡性証券の正確な情報が公表されておらず、かつ、仮にその情報が公表されていたならば、当該の単独または複数の譲渡性証券の価格に重大な影響（significant effect）を及ぼすと考えられる情報を、内部情報として定義づけている。本条によれば、内部情報はおおよそ次の四つの性格があり、それぞれは未公表性、正確性（precise nature）、発行者もしくは有価証券との関連性、及び重大性（英文の「significant effect」を「重要な影響」と訳した文献もあるが、本稿では、統一に「重大な影響」と訳す）である。

まず、未公表性とは、ある情報が内部情報に該当するというためには、必ず公衆に公表されていないものでなければならないということを指す。この要件は加盟国の立法経験から学び、指令の条文に盛り込まれたものであると思われる[83]。しかし、どのような手段を取った場合に情報が公表されたことになるのかについて、指令は規定していなかった[84]。

---

78 Chiarella v. United States, 445 U.S. 222(1980).

79 Niamh Moloney, EC securities Regulation (Oxford 2002)P.739.

80 藤田友敬「内部者取引規制」大蔵省財政金融研究所フィナンシャル・レビューMarch－1999（1999）5 頁。

81 H. CALVET, La Directive du Conseil des Communautés relative aux opérqtions d' inities, J.C.P. éd. E. n°49,15924, p761(20).

82 ある文献は、「insider information」を「特別情報」と訳す。本稿は一律に「内部情報」とする。

83 加盟国の立法経験としては、例えば、フランス 1967 年 9 月 28 日オルドナンス中に第 10 条の 1 は、「公衆が係る情報を知る前」の取引を禁止すること、及びイギリス 1980 年会社法 68 条及び 69 条により規制の対象となる情報が「未公開の、証券価格に影響する情報」であることが挙げされる。

84 この点の解決は結局、加盟国の自らの解釈に委ねされた。1989年指令の国内化の過程において、加盟国は、公表の判断に関する全く異なり2グループに分かれることにたった。例えば、イギリスは市場のプロに対する開示でも足りると規定しているに対し、フランスは

次に、内部情報の正確性（precise nature）[85]というのは、ある情報が内部情報を構成するためには、当該情報が必ず正確なものであり、「単なる憶測や見解、噂等は内部情報にならない性質を指す[86]。しかし、情報の正確性が一体どの程度まで必要とされるのかについては、触れられていない。

なお、内部情報の関連性とは、内部情報に該当する情報が有価証券の発行者或いは有価証券に関連するものであることを意味する。この性質に基づき、発行会社の運営とは直接関係のないマーケット・インフォメーション（market information）のようなものも内部情報を構成し得るとされている[87]。

最後の重大性は、内部情報として最も重要な性質であり、規制対象となる情報が、有価証券の価格に重要な影響を及ぼすおそれのものでなければならないことを指す。しかし、「重大な影響」とは、具体的にどの程度のものを指すかという点については規定していなかったため、投資活動の過程において、これは一般人の立場で判断するのか、それとも投資経験の豊富なプロ投資者の立場で判断するのか、疑問が生じた[88]。

３．禁止される行為

1989年指令の下で禁止される行為は、第1次内部者も第2次内部者も禁止される行為と、第1次内部者にだけ禁止される行為の2種類に分けて規定されている。前者としては、取引行為の禁止（指令2条1項及び4条）、後者の場合には取引行為に加え、情報の伝達行為及び取引の推奨行為も禁止されている（指令3条）[89]。

より広範囲な伝達を要求している。

[85] 「precise nature」を「確実性」と訳す論者もいるが（畠山　前掲注（15）459 頁）、本稿では一律に「正確性」と訳す。

[86] H. CALVET, La Directive du Conseil des Communautés relative aux opérqtions d' inities, J.C.P. éd. E. n°49,15924, p762. 畠山　前掲注（15）459 頁。

[87] 荒谷　前掲注（22）22 頁。

[88] R. C. H. Alexander 『Insider Dealing and Money Laundering in the EU：Law and Regulation』（Ashgate. 2007）,p84.

[89] 1989 年指令 2 条 1 項：

「各加盟国は、以下の者（筆者注：第 1 次内部者）が内部情報を保有している場合において、その者が、その事実を十分に認識して、自己もしくは第三者の計算により、直接または間接に、その情報に関する単独または複数の発行者の譲渡性証券を取得ないし処分することにより、かかる情報を利用する行為を禁止しなければならない」

指令 3 条：

「各加盟国は、第 2 条の禁止に従うべき者が内部情報を有する場合において、以下の行為を禁止しなければなれない。

４．制裁手段

1989 年指令 13 条は、「各加盟国は、本指令に応じて採用された法制度に対する違反行為に適用されるべき罰則を定めなければならない。かかる罰則は、遵守を促すに十分なものでなければならない」と規定している。しかし、1989 年指令は民事、行政、刑事制裁との具体的な制裁措置を明文で規定しておらず、違反行為、さらに犯罪に対する制裁及び取締機関こられについての選択権を完全に加盟国に委ねることになった。

第 3 項　指令に対する加盟国の対応

指令 14 条は、各加盟国に、指令を実施するために必要な法的対応策を 1992 年 6 月 1 日までにとらなければならないと要求しているため、1989 年指令が実施された後、各加盟国は指令を国内化する動きを見せた。そのうち、フランス、スペイン及びオランダは指令の規定した期限内に国内法を修正した。イギリスはすでに内部者取引に対する詳細な立法が存在したにもかかわらず、指令を実施するのに必要な国内法は 1993 年の刑事司法法の制定時まで修正されていなかった。ドイツは比較的遅く、1994 年に証券取引法の施行により指令を実施した。

第 3 款　2003 年指令によるインサイダー取引規制

第 1 項　欧州証券委員会の創設

（a）内部情報を第三者に伝達すること。しかし、ここで例外として、かかる伝達は雇用関係、職務関係ないし職務上の都合において通常の過程でなされる場合はこの限りではない。

（b）第 1 条第 2 項の但書に定める証券市場での取引を認められた譲渡性証券を内部情報に基づいて取得ないし処分することを教唆または斡旋すること」

指令 4 条：

「各加盟国はまた、第 2 条が定める禁止を、同条に掲記された者以外の者に対しテ喪、第 2 条に掲記された者が直接または間接の情報源であると考えられないような内部情報をかかる事実を十分に認識しながら保有している場合においては、これを適用しなければならない」

（訳文、「[資料] EC インサイダー取引規制調整のための理事会指令（89/592/EEC）」旬刊商事法務 1205 号（1990）21 頁）

EU における金融市場規制改革を契機として、証券市場規制における立法の迅速化のための手続が制定された。そのうち、2001 年 6 月 6 日、新しい立法手続において欧州委員会（European Commission）を補佐する二つの新たな委員会が創設された。すなわち、欧州証券委員会（European Securities Committee 、以下 ESC という）と欧州証券規制当局委員会（Committee of European Securities Regulators、 以下 CESR という）である。欧州委員会は、ESC や CESR といった諮問機関と協力して、証券市場の規制をめぐって具体的な措置を決定することになった。

１．新たな委員会の創設背景

新しい立法手続の導入は、欧州で進められていた金融市場改革の一環である。欧州では、1960 年から、金融・資本市場の統合を進めるために、一連の改革が行われてきた。欧州単一通貨ユーロの導入後、金融市場改革の機運が高まり、金融市場が一体化し、クロスボーダー取引も増え、真の意味での単一金融市場の実現が間近となっていた。しかし、加盟国間での規制の相異などにより、市場が分断される状況が続き、金融機関の域内市場の自由な活動が阻まれていた。そのため、共同体レベルでの金融監督規制も見直しを迫られていた。

欧州委員会は欧州理事会（首脳会議）の指示を受けて、金融市場の統合を深化させる目的で、1998 年 10 月に金融市場改革の構想を示し、翌年 5 月には、具体的な行動計画である「金融サービス：金融市場のフレームワークの実施：行動計画」[90]を発表した。1995 年 5 月、これを実施するための金融サービス行動計画（Financial Service Action Plan、以下、FSAP という）が作成され、続いて、2000 年 4 月のリスボンで開催された欧州理事会は、金融市場の統合については 2005 年、証券市場の統合については 2003 年までにこの行動計画を実施すると期限を設定した[91]。その目標に向けた立法手続を迅速に実施する方策を検討するために、2000 年 7 月 17 日の会議で、理事会は、欧州証券市場の規制に関する賢人委員会（Committee of Wise Men）を創設した。賢人委員会は、2001 年 2 月 15 日の最終報告書[92]において、欧州証券市場の発展を妨げる要因や EU での規則を導入する現行システムの欠点について批判し、また、欧州委員会を補佐する機関として ESC と CESR との二つの新しい機関の設置等を含む新しい立法手続の設立を提案した。これらの新しい立法手続は 2001 年 3 月にストックホルムで開かれた首脳会議で認められた。同手続は Lexandre Lamfalussy 議長の下に提出されたため、「ランファルシー手続」とも呼ばれる。欧州委員会は、ストックホルム首脳会議における加盟国の合意を受けて、2001 年 6 月 6 日に、ESC

---

90 Financial Services: Implementing the framework for financial markets: action plan, COM(1999)232,11.05.99.

91 Financial services: Commission urges Member States and the European Parliament to deliver on time, Reference: IP/01/1712, 3rd December 2001.

92 Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15 February 2001.

と CESR の創設に関する決定を発表した[93]。

２．二つの新たな委員会の概要

（1）ESC

ESC は各加盟国が任命する上級代表者で構成され、主に「採決」「助言」並びに「補佐」という 3 つの役割を担っている[94]。その中で、中心となるのは「採決」であり、欧州委員会の提案を決められた期限内に採決する規制委員会（regulatory committee）[95]としての役割を果たす。「助言」とは、欧州委員会が証券市場に関する EU 指令・規則を、EU 理事会に提案する際に、ESC がその提案に関する助言を提供する役割であり、「補佐」とは、欧州委員会が EU 指令・規則を実施するための措置（implementing measures）を決定する際に、ESC が旧コミトロジー（Comitology）手続[96]に基づいて欧州委員会を補佐する役割である。

（2）CESR

CESR は、各加盟国の証券市場規制当局の幹部によって構成される独立の諮問団体であり[97]、CESR は二つの役割を持つ。すなわち、欧州委員会の要請に応じる EU 法の実施に関する措置の作成及び、EU レベルでの証券市場に関する指令・規則が各加盟国内での確実な実行を動きかけることである[98]。

３．新しい立法手続（ランファルシー手続）の内容

賢人委員会最終報告書に提案されたランファルシー手続は、次の 4 段階に分かれている。

93　以上新たな委員会の創設経緯について、市場濫用指令前文の（3）～（5）を参照。

94　糠谷英輝「ランファルシー委員会最終報告書について」財経詳報 2261 号（2001）20 頁。

95　EU 理事会から権限を委任された欧州委員会は、専門の委員会を設置し、それらの委員会の支援を受けながら実施に関する措置を決定する。具体的には、欧州委員会は、諮問委員会（advisory committees）、管理委員会（management committee）、および規制委員会（regulatory committee）という三つの類型の専門委員会を用意している。ESC は規制委員会として設置されることになっている。

96　旧コミトロジー手続の設立は以下のとおりである。EU 条約（Treaty on European Union）202 条は、EU 理事会が定める規定の実施権限を、理事会自身が採択する措置に規定することによって、欧州委員会に委任していた。その後、欧州委員会の委任された権限の拡大を防ぐためにその権限の行使を統制するための手続が用意された。この手続は理事会が定めるもので、決定 1999/468/EC が 1999 年に制定され運用されていた。この手続は旧コミトロジー手続という。改正を経て現在には「新コミトロジー手続」になった。（植月献二「リスボン条約後のコミトロジー手続―欧州委員会の実施権限の行使を統制する仕組み―」外国の立法 249（2011）3～4 頁を参照）

97　平松那須加「欧州証券委員会（ESC）の創設」資本市場クォータリー18 巻（2001） 72 頁。

98 Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15 February 2001.(Definition of Level 3 ESRC work についてを参照)

第 1 段階は、大枠の原則を策定する段階である。第 2 段階では、採択された法の実施に関する措置を、欧州委員会がコミトロジー手続で決定する段階である。この段階は、ESC および CESR の二つの新たな補助委員会を含む欧州委員会によって決められた技術的な実施方法を含んでいる。具体的には、欧州委員会は、ESC の諮問の後、実施に関する技術的な措置に関して、CESR にアドバイスを要求し、CESR は市場参加者、エンド・ユーザー（end-user）[99]、消費者の意見を聴取し、アドバイスを準備し、欧州委員会に送付する。欧州委員会はそのアドバイスを検討し、ESC に提案を行い（ESC は最長 3 ヶ月以内に提案を採決をする)、その後、措置を採決する。続いて、第 3 段階は、欧州証券監督者委員会を軸に EU 法の統一的解釈などを図りつつ、第 1 段階及び第 2 段階の決定を各国で実効的かつ公平に施行する段階である。この段階において、CESR は共同解釈、勧告、首尾一致したガイドラインや共通基準、レビュー、規制の実施が実効性や適応性の確保状況をチェックする役割を担っている。そして第 4 段階は、法律が適切に遵守されているか否かについて、欧州委員会が中心となり監視する段階である。すなわち、この段階において、欧州委員会は各加盟国が EU 指令・規則の遵守状況をチェックし、共同体法違反の疑いに対して法的措置を取る権限を行使する。

ランファルシー手続の下で、FSAP に推進力を提供するために、さらに 4 つの金融市場指令[100]が制定された。そのうち、インサイダー取引に直接に関係するのはインサイダー取引及び相場操縦（市場濫用）に関する 2003 年 1 月 28 日の欧州議会及び理事会指令 2003/6/EC[101]（以下、2003 年指令という）である。また、2003 年指令の実施に技術的な措置を提供するために、CESR はランファルシー手続の第 2 段階の役割を履行し、2003 年指令が実施される前の年の 12 月に、第一回目の市場濫用指令の施行措置に対する CESR の技術的助言書（CESR/02-089d[102]）を提出し、その後の 2003 年 8 月に第二回目の助言書（CESR/03-212 c [103]）を提出した。

欧州委員会はこの 2 つの助言書を採用し、さらに 2003 年指令の実施方法に関する 4 つの指令・規則を制定した。すなわち、2003 年指令の実施のための 2003/124/EC 委員会指令[104]；

99　エンド・ユーザーとは、製品を最終的に実際に使う人であり、すなわち、最終消費者である。

100　これらの指令は、市場濫用指令（Directive 2003/6/EC ）、目論見書指令（Directive 2003/71/EC)、金融商品市場指令（ Directive 2004/39/EC. MiFID）及び透明性指令（Directive 2004/109/EC）である。

101 Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) .

102 CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002.

103 Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive, August 2003.

104 「Official Journal of the European Union」24.12.2003　L 339/70－72。

投資推奨における公正な説明および利益に反することの開示に関して2003年指令を実施している2003/125/EC委員会指令[105]；承認された市場慣行、金融派生商品に関する内部情報の定義、内部者名簿の作成、経営者取引の公告、疑わしい取引の公告に関してMAD を実施している2004/72/EC委員会指令[106];バイバックプログラムに対する免除および金融商品における安定に関してMAD を実施している2273/2003委員会規則[107]である。これらの指令・規則は現在も実施されている。第3段階での役割の履行に関し、CESRは、2005年5月に、承認された市場慣行および疑わしい取引公告に関する2003年指令の一般操作に関する、第一回目の指針および情報を発表した（CESR/04-505b[108]）。その後の2007年7月に、CESR は2003年指令における一般操作に関する第二回目の指針および情報を発表した（CESR/06-562b[109]）。

ランファルシー手続の下において、2003年指令の実施過程の各方面に関する指令・規則が次々と制定され、EUインサイダー取引が新たな依拠がある。こうしたランファルシー手続の大きな利点の一つは、枠組み内の技術的な細部に柔軟性をもたらしたことであると評価されている[110]。このような方式により、EUにおける証券立法および政策実施過程は、時代の変化に迅速に対応できる柔軟性を備えることになった[111]。

第2項　2003年指令の内容

前述のように、金融市場の国際化並びにその統合を実現するために、欧州理事会は、2005年までにヨーロッパ金融市場を統合するという目標を設定すると同時に、2003年末までに統合された有価証券市場を創設するという目標を掲げた。このような金融サービスに関する統合計画及び前述した賢人委員会最終報告書（ランファルシー報告書）によれば、市場の健全性を高めること、投資家の信頼を促進するための共通の行為規範の確立は、すでに中心的な目標であると宣言されている。こうした目標を具体化する措置として、上記の2003年指令が制定された。同指令はランファルシー手続の下において採用された最初の指令であり、この施行と同時に、ヨーロッパにおける資本市場を規制することを目指した最初の

---

105 「Official Journal of the European Union」24.12.2003　L 339/73－77。
106 「Official Journal of the European Union」30.4.2004　L162/70－75。
107 「Official Journal of the European Union」23.12.2003　L 336/33－38。
108 Ref: CESR/04-505b. Market Abuse Directive Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive.
109 Ref: CESR/06-562b. July 2007. Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the. Directive to the market.
110 Blanaid Clarke「Inside Information and the European Market Abuse Directive（2003/6）」 Insider Trading Global Developments and Analysis Edited by Paul U. Ali and Greg N. Gregoriou CRC Press 2009, p101。
111　久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大學法學論叢通号168・169（2004）319頁。

指令である 1989 年指令を廃止した[112]。

2003 年指令は、さらに上述した 2 つの中心的な目標をより具体化させている。すなわち、共同体金融市場の完全性の確保及び当該市場に対する投資者の信頼の向上である[113]。また、同指令は、これらの 2 つの目標の実現を害する行為をインサイダー取引行為および相場操縦行為に限定し、これらの 2 種類違反に関する定義、認定の方法、予防措置及び制裁手段を規定している。2003 年指令によるインサイダー取引規制の詳細と各主要加盟国の規制または制裁措置については、後の節で詳しく展開することとする。

第 2 節 内部情報

第 1 款　2003 年指令の規定

「内部情報」に関しては、2003 年指令並びに同指令を実施するための委員会指令（2003/124/EC。以下、委員会指令という）において規定されている。2003 年指令 1 条 1 項では内部情報の定義が、次のように規定されている。

「内部情報とは、正確な情報であるが、金融商品（financial instruments）の 1 つ以上の発行者若しくは 1 つ以上の金融商品に直接又は間接に関係して未公表のもので、かつ、公表された場合には、当該金融商品の価格たまは関連するデリバティブ金融商品の価格に重要な影響を及ぼす可能性があるものであるものをいう」[114]。

この定義によれば、内部情報に該当するためには、当該情報が次の性質を有するものでなければならない。すなわち①正確性、②未公開性、③金融商品もしくは金融商品の発行者に直接もしくは間接的な関連性、および④重大性（金融商品の価格もしくは関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性）、である。

このうち「重大性」は、インサイダー取引規制の構造さらに司法実務に最も重要なものであるため、以下において、「重大性」の意味や判断基準、実務上の対応をについて検討す

112　市場濫用指令 20 条により、「指令 89/592/EEC、及び、証券の公定の証券取引所への上場認可及びそれらの証券に関して公表される情報に関する 2001 年 5 月 28 日の欧州議会及び理事会指令 2001/34/EC 第 69 条第 1 項及び第 81 条第 1 項は、本指令の発効日から廃止する」（『新外国証券関係法令集 EU（欧州連合）』（日本証券経済研究所．2007）382 頁［須籐時仁］）。

113 市場濫用指令前文の（12）。

114　須籐　前掲注（112）369頁。

る。

第 1 項　EU 指令による「重大性」について

2003 年指令 1 条 1 項は「内部情報」に定義を与えたが、具体的にどのような情報が上述した 4 つの性質を有するものと見なされるかについては明文に言及していない。この状況を踏えて、委員会指令 1 条はさらに「内部情報」の定義を展開し、1 項において「正確性」、2 項において「重大性」に該当する場合を列挙している。

まず①の「正確性」については、次の 2 つの要件を満たす場合には、その情報は正確な情報であることとみなすとされる。すなわち、(i) 現に存在し、もしくは将来生じることが合理的に見込まれる（reasonably expected）一連の事情（a set of circumstances）、またはすでに発生し、もしくは将来発生することが合理的に見込まれる事象（event）を示すものであること、(ii) 金融商品の価格もしくは関連するデリバティブ金融商品の価格に対して、その一連の事情・事象が及ぼしうる影響について判断できる程度に具体的な情報であること、である。また、④の「重大性」について、委員会指令 1 条 2 項は、当該情報が「公表された場合には、当該金融商品の価格たまは関連するデリバティブ金融商品の価格に重要な影響を及ぼす可能性がある情報」を、合理的な投資者がその投資判断の基礎となる事項の一部として用いるであろう場合には重大性がある、としている。

第 2 項　実務の立場

内部情報の定義に関しては、2003 年指令および委員会指令がある程度規定しているが、具体的な構成要件は、なお解釈の余地もある。また、「重要性」および「正確性」の相互関係は、必ずしも明らかではない。これらの点について、EU 司法裁判所判決（ダイムラー判決）[115]の判示から、実務の立場が窺える。

「正確性」（事象等の発生可能性）と「重大性」との関係について、本判決に関する法務官は、これらの二つの要素を一体的に考慮すると主張し、次のように述べている[116]。すなわち、「正確性」および「重大性」は、理論的には区別されるべきものであるが、全体的に考察されなければならないとし、情報が「重大性」を有する場合、「一連の状況」もしくは「事象」の発生は、たとえ不確実（uncertain）であっても、起こりえないものではない（not impossible or improbable.）といえば足りる。

しかし、この見解に対して本判決は、否定的な意見を下した。というのは、情報の「正確性」および「重大性」は、いずれも「内部情報」を構成するための独立の要件として規定されており、仮に発生可能性のある事象が価格に対する影響の程度が大きい場合には、

115 Markus Geltl v. Daimler AG, Case C-19/11［2012］.
116 Opinion of Advocate General, delivered on 21 March 2012.(Section 106)

発生可能性は低いもので足りるとする解釈をとった場合には、この二つの要素は従来の独立の関係から相互に依存する関係になってしまい、独立要件として規定した指令の体裁に合わないからである。

この判決により、インサイダー取引に関する内部情報に該当するためには、ある情報は「重大性」を有している同時に、必ず「正確性」をも有していなければならないであろう。

第 3 項　市場濫用指令規則案による改正

上記のような EU レベルでの法規制が指令によってなされている形式の下で、指令は各加盟国に対して最低限の立法を命ずるものであり、指令の条文は、直接的には構成国の法律によって実現されている。しかし、後に検討するように、各加盟国が指令を国内法化する過程で指令の文言に対する解釈に齟齬が生じ、さらに法適用、法執行の内容については、加盟国の間で相当なばらつきがあった[117]。このような齟齬を避けるために、欧州委員会はインサイダー取引の規則化に向けて動いており、2011 年 10 月 20 日に市場濫用規則案[118](以下、2011 年規則案という）を発表した。

同規則案 6 条 1 項（a）は、以前の 2003 年指令 1 条 1 項が定める「内部情報」の定義を承継している。さらに規則案 6 条 2 項は、情報の「正確性」についても、委員会指令 1 条 1 項を承継している。また、規則案 6 条 3 項は、情報の「重大性」について、委員会指令 1 条 2 項の「合理的な投資家基準」を承継している。新たな規定として、これらの規定に加えて、規則案 6 条 1 項（e）は、金融商品の発行者もしくは金融商品に関連し、通常公衆が入手できない情報であるが、仮に合理的な投資者が入手できたとすれば、それらの契約の条件を修正すべきか否かの判断に関係するとみなすであろう情報も「内部情報」を構成すると定められている。この「内部情報」の定義では、情報の「正確性」が要求されていない。かつ、規則案 12 条 3 項は、上記の 6 条 1 項（e）の規定が発行者の公表情報義務に関する条項には適用しないと明記している。

従来、2003 年指令はインサイダー取引の禁止および発行者の内部情報の公表義務に共通する「内部情報」の定義を定めている。規則案は、後者に関する「内部情報」についての「正確性」の要件を維持しているが、前者における「内部情報」については、「正確性」の要件を放棄した。それゆえ、EU におけるインサイダー取引規制に関する内部情報は、必ず「未公開性」、「関連性」および「重大性」を有するものでなければならないと理解できる。

第 4 項　重大性の判断基準

---

117 Report on Administrative Measure and Sections as well as the Criminal Sanctions Available in Member States under the Market Abuse Directive, CESR/07-693.

118 Proposal for a Regulation of European Parliament Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) of 20 October 2011 COM (2011) 651 final.

重大性の判断基準に関しては、2003 年指令 1 条 1 項は、内部情報に該当するために、ある情報は必ず金融商品の価格たまは関連するデリバティブ金融商品の価格に重要な影響を及ぼす可能性があるものであるものでなければならないと規定している。すなわち、内部情報に該当する決定的な条件の一つは当該情報が価格感応度を有するものでなければならない[119]。また、このような立法方式は重要な影響を及ぼす可能性或いは価格敏感度に対する考量が、事前に利用できるデータに基づく、すなわち仮定の方法による判断すべきと意味する[120]。そのために、公表された後事実上何も影響が無いものとしても、当該情報を用いて禁止行為を行った者は告発や追訴される可能がある[121]。

しかし、ここでいう「重要な影響を及ぼす可能性」或いは「価格敏感度」の有無に関する具体的な考量方法は不明確である[122]。また、これに対し、CESR は第 2 段階の実施方法のアドバス（第一回目の市場濫用指令の施行措置に対する CESR の技術的助言書）の中で、価格変動に関する閾値或いは定量判断を採用していない。理由としては、各加盟国の国内市場の差異があるため、EU 範囲内共通の閾値を設定するのは適当ではないとされている[123]。そのため、CESR は、指令の目標の下で、すべての加盟国が共同に遵守できる価格敏感性基準を作るのは適当であろうとアドバイスした[124]。CESR のアドバイスを採択した結果として、委員会指令 2003/124/EC 指令 1 条 2 項は、「価格に重要な影響を及ぼす可能性がある」、すなわち、価格敏感性について、次のように定めている。すなわち、ある情報が、公表された場合には、当該金融商品の価格たまは関連するデリバティブ金融商品の価格に重要な影響を及ぼす可能性があるというのは、合理的な投資者がその投資判断の基礎となる事項の一部として用いるであろうということを意味する。要するに、価格敏感度があるか

---

119 Blanaid Clarke「Inside Information and the European Market Abuse Directive（2003/6）」 Insider Trading Global Developments and Analysis Edited by Paul U. Ali and Greg N. Gregoriou CRC Press 2009, p116。

120 Iwona , Seredyńska, Insider Dealing and Criminal Law: Dangerous Liaisons, Springer,p18.

121 重要な影響を及ぼす可能性の判断の際、Iwona は次のように述べている。「すべての（筆者注：情報に関する）計画を考慮すべき、かつ、実際の結果は単に仮定の実現の程度と見なすべきである。情報が公表された後、事実上仮定とおり金融商品の価格に何も影響が無いとしても、当該情報を用いて禁止行為を行った者は告発や追訴される可能がある。」（Iwona , supra note 120,at18-19）。また、この点について、CESR も、「情報が公表された後、価格が変わるか否か、或いはどの程度に変わるかは重要ではなく、また、情報が公表された後事実上何も影響が無いとしても、当該情報が金融商品の価格への重要な影響を及ぼす可能性がある」と明確に述べている（CESR/02-089d,para.22）。

122 2003 年指令の規定上の「価格に重要な影響を及ぼす可能性」の不明確性について、Iwona は次のように述べている。「内部情報の他の構成要素と同様に「金融商品の価格に影響を及ぼす可能性」という表現は実際には不明確である。裁判側（sentencing body）は、情報が公開された後の実際の結果に基づくのではなく、推定のインサイダー取引違反が発生した当時に当該情報が公開された後の影響に基づくべきである。しかし、このような推定は困難であり、かつ、判断を誤り得る。」（Iwona , supra note 120,at 19）。

123 CESR/02.089d, para.24.

124 CESR/02.089d, para.24.

どうかについて判断するとき、情報に対する合理的な投資家の態度は重要であろう。

他方、合理的な投資家基準に関し、次の二つの問題が生じた。すなわち、合理的な投資家の態様及び合理的な投資家がある情報が価格敏感性があるかどうかを考慮すべき要素である。ここで言う合理的な投資家基準は、もともと合衆国から導入された概念であるため、合理的な投資家の態様について、アメリカの裁判例が参考になる。Basic Inc. v. Levinson 事件[125]において、裁判官は、合理的な投資家を投資判断に役に立たなく価値のない情報を取り除ける者であると述べ、また、Public Prosecutor v Chua Seng Huat 事件[126]において、合理的な投資家の定義は普通の小売業者と違って専門的な知識を持ち、あるいは特有な研究を行った者であると解釈されている。アメリカの裁判例に対し、EU の CESR は 2002 年 12 月に第一回目の市場濫用指令の施行措置に対する CESR の技術的助言書で、合理的な投資家を「合理的な考え方及び行動を有する者」[127]と解釈しており、また、同助言書は内部情報を構成する一連の状況・事象を列挙するとともに、「このリストは、完全に内部情報の例を網羅しているものではない」と述べ、さらに情報が会社全体に対する想定影響の程度、金融商品価格の主要決定要素との関連性、情報源の信頼性、市場変量と合理的な投資家が事前に価格敏感性の有無に考慮すべき要素としてアドバイスしている[128]。

その後、これらのアドバイスは「第三段階—CESR の第 2 グループのガイダンス及び市場濫用指令における内部情報の一般運用」[129]に採択された。このように、EU 指令のもとでの内部情報の判断は、リストに列挙された一連の状況・事象以外は事例によって判断する必要があると解される[130]。

第 2 款　加盟国における内部情報の定義

第 1 項　イギリス

イギリスにおいて、1977 年および 1979 年のインサイダー取引規制草案が政治的な原因で失敗した後、インサイダー取引規制は二回の試みを経てついに 1980 年会社法に書き込まれた[131]。1980 年会社法 68 条および 69 条により、内部情報とは「証券価格敏感性を有する

---

125 Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).
126 Public Prosecutor v Chua Seng Huat[1999] 3 MLJ 305.
127 CESR/02-089d, para.27. 注解.
128 CESR/02.089d, para.27.
129 Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Ref: CESR/06-562b,12 July 2007,p6.
130 Iwona , supra note 120,at 20.
131 Jane Welch, Matthias Pannier, Eduardo Barrachino, Jan Bernd, Philip Ledeboer (2005) “comparative implementation of EU directives (I)- insider dealing and market

未公開の情報（unpublished price sensitive information）」と定義された。

その後、1985 年会社証券法は 1980 年会社法を修正して、さらに 1986 年金融サービス法によって修正された。EC の 1989 年指令が採用されて以後、加盟国の一員として、イギリスは 1993 年刑事司法法の第 V 部分を通じて 1989 年指令を実施し始めた。

1993 年刑事司法法は EC 指令の主旨に従い、インサイダー取引を会社に対する受託義務の違反としては取り扱わず、市場濫用の一種として規制することになる。その後、インサイダー取引規制は会社法ではなく、証券法に属することになった。

1993 年刑事司法法 56 条（1）によれば、「内部情報」とは、特定（particular）の証券若しくは特定の証券発行者に係るものであって、証券一般若しくは証券の発行者一般に係るものではなく、特定（specific）或いは正確（precise）であり、公表されておらず、かつ、公表されるとすればいかなる証券であってもその価格に重要な影響を及ぼす可能性のあるものである。

金融市場の不正行為に対し、刑事的な措置はこれまで十分に機能しておらず、また 1986 年金融サービス法の下での規制機構の権力は関係者あるいは重要的な雇員にしか及ばなかったという限界があるため、2000 年金融サービス市場法[132]（Financial Services and Markets Act 2000）は規制権を金融サービス局（Financial Services Authority．以下 FSA という）に移転した。

2003 年指令実施の後、イギリスは 2005 年に、2000 年金融サービス市場法規則および FSA 規則を修正し、2003 年指令のイギリス国内での実施を実現した。

2000 年金融サービス市場法 118 条 C の 2 項から 4 項までは、内部情報の定義を規定している。まず、商品デリバティブではない適格投資物件又は関連投資物件に関して、内部情報とは次に掲げる条件を満たす正確な情報をいう。すなわち、「一般に利用可能ではないもの、適格投資物件の 1 つ若しくは複数の発行者、又は 1 つ若しくは複数の適格投資物件に直接又は間接に関連するもの、および一般に利用可能であったならば、適格投資物件の価格又は関連投資物件の価格に重大な影響を与える可能性のあるもの」[133]である。次に、商品デリバティブである投資物件又は関連投資物件に関しては、内部情報とは次に掲げる条件を満たす正確な情報をいう。すなわち、「一般に利用可能ではないもの、係る 1 つ又は複数のデリバティブに、直接又は間接的に連関するもの、およびデリバティブを取引する市場の利用者が、それらの市場で公認市場慣行に従って入手できると期待するであろう

---

abuse' city　research series N°8, The British Institute of International and Comparative Law.p14.

132 金融サービス市場法は、1986 年金融サービス法を改正し、そして 2000 年 6 月に成立し、翌年の 2001 年 12 月に施行された FSA を金融サービス業務における規制監督機関として位置づける法律である。

133 （和訳）『新外国証券関係法令集イギリス（金融サービス市場法・金融サービス法）』（日本証券経済研究所．　2011）166 頁。

もの」[134]である。最後に、適格投資物件又は関連投資物件に関する注文の執行に従事する者については、内部情報とは、顧客がもたらす、又は顧客の留保注文に関連した次に掲げる条件を満たす情報を含むものとする。具体的には、「正確なもの、一般に利用可能ではないもの、適格投資物件の１つ又は複数の発行者、または１つ若しくは複数の適格投資物件に直接または間接に関連するもの、および一般に利用であったならば、それらの適格投資物件の価格又は関連投資物件の価格に重大な影響を与える可能性があるもの」[135]である。

同条 5 項は、ある情報が正確性を有する二つの場合を説明している。すなわち、まず、ある情報が、存在する若しくは存在するようになると合理的に期待してもよい状況、または生じている若しくは生じると合理的に期待してもよい出来事を示している場合、次に、それらの状況または出来事が適格投資物件または関連投資物件に及ぼし得る影響に関して、ある結論を引き出すことができるだけ十分に情報が特定されている場合である。

「重大性」の判断について、同条 6 項は EU 指令と類似しているように、ある情報が、合理的な投資家ならばその投資決定の根拠の一部としてそれを利用する可能性がある情報である場合に限り、価格に重大な影響を与える可能性のあるものであると規定している。また、「期待していること」について、同条 7 項は、商品デリバティブの投資物件を取引している市場の利用者は、公認市場慣行に従って係る１つ若しくは複数のデリバティブに直接または間接に関連する、次に掲げる情報を得ることを期待しているものと扱うこととなる。すなわち、それらの市場の利用者にとって定期的に利用可能なもの、または法律上の規定、市場規則、または関連する原商品市場若しくは商品デリバティブ市場の契約または慣行に従い開示要請されているものである。「一般的に利用できる」について、同条 8 項は、市場利用者によって、若しくはこれらの者に代わって行われる調査または分析によって得られた情報が、条文の目的に照らして、それらの者にとって一般に利用可能なものと見なすこととする、と強調している。

第 2 項　ドイツ

1970 年 11 月 13 日、ドイツの証券取引専門家委員会（ドイツ語：Börsensachverständigenkommission）はインサイダー取引規制を目指すインサイダー取引指針（Insider Dealing Guidelines、ドイツ語：Insiderhandelsrichtlinien）を制定し、その後、1976 年および 1988 年に二回の修正を経た。しかし、この指針は自主規制原則に基づいたものであったため、事実上厳格な執行はなされず、インサイダー取引規制に顕著な効果もたらされなかったと指摘されている[136]。

1989年指令が制定された後、ドイツは、1994年7月26日の有価証券取引法（ドイツ語：

134　前掲注（133）166 頁。

135　前掲注（133）166～167 頁。

136 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 30.

Wertpapierhandelsgesetz. 以下WpHGという）12-20条および38-40条を通じて指令を実施した。連邦と各州の間の立法権および司法権が異なるため、ドイツは1989年指令14条に規定されていた、加盟国に1992年までの法的対応をするという最終期限の要求を満たさなかった[137]。1994年、WpHGはドイツにおける資本市場の発展を促す二つの法令の一つとして1995年1月1日から発効された。また、同法は1989年指令と類似の制度を、従来の自主規制原則に基づいたインサイダー取引指針と取り替えた。同時に、インサイダー取引規制を目指す、独立性を有するドイツ連邦金融監督局（Federal Financial Supervisory Authority. ドイツ語：Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）も設立された[138]。

1994 年 WpHG の 13 条 1 項において、内部情報とは、ある未公開の事実が一つないしこれ以上の内部証券の、または内部条件の発行者に関連し、公表されれば、内部証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるものと定められている。また、13 条 2 項は、内部証券の価格に重大な影響を及ぼす場合を除き、完全に周知の情報に基づいたアナリシスは内部情報として見なさないと規定している。

2003 年指令が制定された後、ドイツは 2004 年 10 月 29 日の投資者保護促進法（ドイツ語：Anlegerschutzverbesserungsgesetz, AnSVG））により指令を実施する。同法は 1994 年 WpHG を修正し、2004 年 10 月 30 日に発効した。さらに、2004 年 WpHG は従来の有価証券審議会（ドイツ語：Börsenrat）の枠組みを変更した。新しい有価証券審議会は、専門家、特に証券取引所、市場参加者、経済および学問領域の専門家から意見を聴取することができ、自らの業務規定を定める連邦金融サービス監督機構[139]中の組織である[140]。当該審議会の役割は、監督に協力することである。具体的には、連邦金融サービス監督機構の監督業務に関する省令の制定およびガイドラインの設定、証券取引や市場の構造並びに証券業務における競争に対して監督の問題が与える影響、機構と証券取引所監視機関との間の管轄の権限およびそれらの協力の問題に掲げる事項に関し、連邦機構に助言を行うということである[141]。

2003 年指令の用語に従い、AnSVG も従来の「証券」を「金融商品」に変更した。ここ

---

137 1989 年指令 14 条は、加盟国は、本指令を実施するのに必要な法的対応を 1992 年 6 月 1 日までにとらなければならないと定めている。

138 従来ドイツでは、銀行・保険・証券の3分野ごとにそれぞれ異なる法律に基づいて設立された監督機関、すなわち、信用制度監督庁（BAkred）、保険監督庁（BAV）、証券監督庁（BAWe）によって規制が行われていた。2002年5月1日に、Bafin は、「統合された金融サービス監督に関する法律」（FinDAG（１）2002年4月公布）に基づき、従来は分野ごとに3つに分かれていた金融監督機関が統一された。新たなBafin の誕生に伴って、ドイツでは、単一の金融監督機関が国内で営業する全ての金融機関を監督する体制が確立した。

139 WpHG4 条。

140 WpHG5 条 1 項。

141 WpHG5 条（2）項。

で言う金融商品とは、有価証券[142]、短期金融市場商品[143]、デリバティブ[144]および有価証券の受引権である[145]。内部情報に関しては、2004 年 WpHG の 13 条（1）項は次のように規定している。

「（1）①内部情報とは、内部者証券の一若しくは複数の発行者又は内部者証券自体に関する一般に知られていない事情に係る具体的情報であって、それが一般に知られると内部者証券の取引所価格又は市場価格に著しい影響する性質を持つものである。②合理的な投資者であれば当該事情を自分の投資判断に際して考慮するであろうと考えられる場合には、当該情報に第 1 文の性質が認められる。③第 1 文の事情は、十分な蓋然性を持ってその発生を想定しうる場合に存在が認められる。④内部情報を特に例示するならば、第 1 文に言う一般的に知られていない事情に係る情報であって、次に各号のいずれかに当てはまるものである。

1．金融商品の購入又は売却に関する第三者の注文に関するもの

2．第 2 条第 2 項第 2 号のデリバティブで、商品に関係し、市場参加者が当該情報を当該市場における通常の事務慣行に従って入手するであろうと期待できるもの

（2）すでに一般に知られた事情にのみ基づいて形成された評価は、それが内部者証券の相場を著しい変動させるものであったとしても、内部情報ではない」[146]。

内部情報に関し、2004 年 WpHG は除外規定を用意している。すなわち、すでに一般に知られた事情にのみ基づいて形成された評価は、それが内部者証券の相場を著しい変動させるものであったとしても、内部情報ではないとされる[147]。

第 3 項　フランス

フランスでは、1983 年と 1988 年の法改正を経て、違反行為の範囲が拡充された。1989 年に、89-531 号法令は COB に行政処罰権を与えた。1990 年 7 月 17 日 COB は内部情報の利用に関する 90-08 規則を公布した。その後、フランスのインサイダー取引規制は、前述のオルドナンス 10 の 1 と COB 規則 90-08 による二元的な規制が行われている。すなわち、刑罰によって規制する制度と、行政処罰によって規制する制度という 2 つの制度がある。

オルドナンス 10 の 1 による規制により、特権的な情報（information privilégiée）に基

142　WpHG2 条（1）項。
143　WpHG2 条（1）項 a。
144　WpHG2 条（2）項。
145　WpHG2 条（2）項、2 号 2（b）
146　『新外国証券関係法令集：ドイツ有価証券取引法・取引所法・投資法他』（日本証券経済研究所．2009）28～29 頁［小宮靖毅］。
147 WpHG13 条（2）項。

づく取引や伝達行為が禁止され、その違反行為は犯罪とされる。ここでいう「特権的情報」とは、規制された市場において流通する証券の発行者に関する予測若しくは状況、または規制された市場において上場されている有価証券の変動予測を対象にする未公開の情報である。オルドナンス 10 の 1 は、1983 年以後、数回にわたって改正され、2000 年に行なわれた法典化により、通貨金融法典（Code monétaire et financier）L465－1 条になった。同条による「内部情報」の定義は「証券が規制市場において取引されている発行者の見込みもしくは状況または規制市場に上場されている金融商品の変動の見込みに関する特権的な情報（information privilégiée)」である。

COB 規則 90-08 の 1 条において、「内部情報」とは、一ないしこれ以上の発行者、譲渡できる証券、譲渡できる先物の契約または金融商品に関連する未公開で正確な情報であり、公開されれば、上述の証券、契約または金融商品の価格に影響を及ぼすおそれがあるものと規定されている。COB は 2003 年に金融市場理事会（フランス語 : Conseil des Marches Financiers）と合併して 金融市場監督局（フランス語 : Autorite des Marches. Financiers. 以下 AMF という）へと改組された。

AMF一般規則621－1条 1 項によれば、内部情報とは、金融商品の一若しくは複数の発行者又は一若しくは複数の金融商品に、直接又は間接に関係する、正確な内容の未公開情報であり、公開された場合には、当該金融商品の価格又は関係する金融商品の価格に著しい影響を及ぼす可能性があるものを指す。これにより、フランスのインサイダー取引規制の法制度も内部情報EU指令と同様に、情報の正確性、関連性、未公開性および重大性を強調しているといえよう。

なお、商品デリバティブの場合には、621－2 条により、内部情報とは正確かつ未公表の情報で、一ないしそれ以上の商品デリバティブおよび商品デリバティブ市場の市場利用者に直接的または間接的に関連するものを指す。ここで言う市場利用者とは、当該市場の市場慣行に遵守することを期待されるべき者である。この場合、内部情報は,日常的に利用でき、または法律、市場規則または法規により公表されたものを指す。

第 3 款　検討

2003 年指令と 1989 年指令を比較すると、「内部情報」の定義について文言上は異なっているが、肝心の内部情報の定義について、基本的に 1989 年指令との違いは実質上存在していないように読める。特に情報の「重大性」要件について、1989 年指令および 2003 年指令はともに「重大な影響を及ぼす可能性（would be likely to have a significant effect)」と規定している。この要件の成立の過程において、1989 年指令が成立する前にも若干の議論があった。例えば、1987 年 12 月に、経済社会評議会が、「重大な影響を及ぼす可能性がある（would be likely to have)」との要件は、明確とは言えず、特に刑事罰を科す要件とし

て明確さを欠くと指摘をしており[148]、後の 1988 年 7 月には、ヨーロッパ議会が、「及ぼす可能性がある」との表現を、「及ぼすであろう（would have)」に改めるべきことと主張したが[149]、結局これらの意見は採用されなかった。2003 年指令は 1989 年指令の規定をそのまま承継し、ただ「重大性」の判断に「合理的な投資者基準」基準を導入したため、不明確さを改善させたこととはいえないと思われる。

2011 年規則案の提出とともに、「正確性」の要件が放棄されたことが注目に値するが、「重大性」については言及されていない。この規則案は、用語の定義の明確さを向上させることや、手続の整備など、インサイダー取引規制の内容をより理解やすいものにするために有用と評価されるが[150]、内部情報の刑事罰を科す要件としての不明確さがこれによって解消されたわけではない。

イギリスにおける内部情報の定義について、2003 年指令の「未公表」という性質を強調するのと違い、イギリスの 2000 年金融サービス市場法 118 条は「一般に利用可能ではない」ことを重視している。「一般に利用可能ではない」という性質を明確するために、FSA の市場行動準則[151]（Code of Market Conduct）は「一般に利用可能ではない」情報と見なすための、一連の考慮すべき要素を用意している。また、内部情報にかかる「正確性」および「合理的な投資者基準」により情報の「重大性」を判断することについて、イギリスの 2000 年金融サービス市場法 118 条 C は完全に 2003 年指令 1 条 1 項と委員会指令を承継していると指摘されている[152]。

ドイツにおける内部情報の定義について、ドイツ 1994 年証券取引法である 1994 年 WpHG の 13 条 1 項における内部情報の定義は 2003 年指令の定義の文字上の表現と異なる。つまり、ドイツ 1994 年 WpHG は、「情報」という用語を使っておらず、「事実（fact（Tatsache））」という用語を使っている。そうした原因は、ドイツ語において、「情報」という単語は特別な意味を表すということである。「情報」と「単なる噂や個人考え」を区別するために、ドイツの立法者は「情報」という言葉を別の言葉に替えて、「事実」を使っている[153]。しかし、ここで言う「事実」は指令の文脈に照らして解釈することができ、さらに指令に含まれる予測および評価を含むであろう。文字どおり、指令のような「正確性」

---

148 Economic And Social Committee, Opinion On The Proposal For A Council Directive Coordinating Regulations On Insider Trading, 1988 OJC 35.

149 Hopt, The European Insider Dealing Directive, in Hopt & Wymeersch (eds.), European Insider Dealing－Law and Practice. p134 (1991).

150 山岸和彦「[EU 法の最前線第 145 回] インサイダー取引に関する EU 指令の解釈と行為者の主観的要素の要否 －スペクター・フォト・グループ社事件[欧州司法裁判（2009.12.23 先決裁定）－」貿易と関税 2012 年 5 月号（2012）77 頁。

151 MAR 1.2.12E.

152 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 21.

153 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 29.

という用語を使用していなかったが、事実上、1994 年 WpHG の 13 条 1 項に定める「事実」とは、正確性を有する情報のみを指した。しかし、強調すべきなのは、13 条 2 項により、完全に周知の情報に基づいたマーケットアナリシス（market analysis：市場の規模や特性・動向などを分析すること）は内部情報から除かれ、それに対して、内部事実に基づく評価は内部情報と見なすことができる。

指令とのもう一つの相違点は、1994 年 WpHG の 13 条の文言において反映されず、法案に付随する説明覚書において反映されている。すなわち、「公表」という意味は公衆の一部を含むと解釈することである。そのため、一定の公衆に用させるために、「公表」は直接な市場参加者のみが利用できるシステム、或いは、ロイター通信社やドイツの DPA 通信社のような電子報道システムを含むべきであろうと指摘されている[154]。

2004 年 WpHG はより広範囲な内部情報の定義を定めている。従来の「内部事実」という表現は、2004 年 WpHG には「内部情報」に変わった。その上、内部情報の定義は一連の事情も含む。本条文により、「十分な蓋然性を持ってその発生を想定しうる場合に存在が認められる」という規定は、委員会指令 2003/124/EC と一致する。しかし、EU 指令と異なり、2004 年 WpHG において、発行者或いは関連金融商品に間接に関連する情報が内部情報とみなされるかについては不明である。従来の定義は、文言上「予測（prognoses）」および「価値評定（valuation）」を使用しなかったにもかかわらず、取締役の利益予測を例にすることができる。この場合に照らして、この新しい定義はただ従来の規制の簡単な解釈に過ぎず、実務上の基本的な効用をもたらさないと指摘されている[155]。

情報の「重大性」については、具体的にどの程度の影響があれば、「重大性」の有する要件に当て嵌まるかということに関し、2004 年 WpHG が実施される以前は、「重大性」とは、取引の時点において 5%以上の相場変動が予期されるような場合を指すと主張する見解があった[156]。しかし、2004 年 WpHG はこのような特定の閾値を採用せず、ただ 13 条 1 項第 2 文において、合理的な投資者であれば当該情報を自己の投資判断に際して考慮するであろうと考えられる場合には、当該情報に内部者証券の取引所価格または市場価格に著しい影響する性質を有すると見なされる。

フランスの場合には、通貨金融法典 L465－1 条による「内部情報」の定義は文言上、「未公開性」、「正確性」および「重大性」などにまったく触れられていない。そのため、通貨金融法典において「内部情報」に該当する情報とは、上場会社および上場会社金融商品に関する情報に限られることになるであろう。こうした理由としては、インサイダー取引規制の目的が、市場の健全性確保であることにあるとされている[157]。これに対し、AMF 一般

---

154 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 29.

155 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 31.

156 Assmann/Schneider(Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz-Kommentar, 2. Aulf., 1999, § 13, Rz. 69［Assmann］.

157 W. Jeandidier, Droit penal des affaire, 4e édition, 2000. p. 137.

規則第 621－1 条は 2003 年指令と同様に、情報の「未公開性」、「関連性」、「正確性」、および「重大性」を強調している。また、同条 2 項は特別に「正確性」の内容を解釈している。すなわち、ある情報はもし一連の発生した若しくは発生するようになる状況または出来事を指し、かつ、この一連の状況や出来事が金融商品または関連金融商品の価格に影響を及し得るという結論を引き出すことができるものであったならば、当該情報は正確な情報と見られる。

そのため、フランスのインサイダー取引規制の法制度の下での情報の価格に対する影響の判断基準も現実的影響だけではなく、蓋然性も重視することになるであろう。当該判断基準について、AMF 一般規則第 621－1 条も「合理的な投資者基準」を採用している。同条 3 項は、さらに内部情報の「重大性」を解釈している。すなわち、ある情報が公表されれば、金融商品若しくは金融派生商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるものであったならば、当該情報は合理的な投資家がその投資判断の根拠の一部としてそれを利用する可能性がある種類のものであると規定されている。

第 3 節　内部者

第 1 款　EU 指令の定義

1989 年指令および現在の 2003 年指令の文言は「第 1 次内部者」および「第 2 次内部者」という表現を使用していないが、学説においてこの表現を使用すること一般的である[158]ため、本稿でもこの表現を用いることとする。

2003年指令では、内部者をいわゆる第1次内部者と第2次内部者とに分けて、第 1 次内部者に関しては2条で、第2次内部者に関しては4条で規定をしている。

第 1 項　第 1 次内部者

2003年指令2条1項により、次に掲げる方法によって内部情報を有するいかなる者も第1

158　荒谷　前掲注（22）；久保寛展「欧州市場濫用指令の動向について」福岡大學法學論叢通号第 168・169（2004）；黒沼ほか　前掲註（6）423～548 頁；Jane Welch, Matthias Pannier, Eduardo Barrachino, Jan Bernd, Philip Ledeboer (2005) “comparative implementation of EU directives (I)- insider dealing and market abuse’ city research series N°8, The British Institute of International and Comparative Law.

次内部者と見なされる。

（a）発行者の管理機関、経営機関若しくは監督機関の構成員であること、
（b）発行者の資本の保有者であること
（c）雇用、職務若しくは任務の遂行を通じて情報にアクセスすること
（d）犯罪行為

第1次内部者の範囲については、1989年指令と同様に、上記（a）の管理機関，指揮機関もしくは監督機関の構成員、（b）の発行者の株主等、（c）の職務または任務に基づき情報を入手した者がこれに当たるとされており、これらは従来の「三類型の古典的内部者」[159]という。

第 1 次内部者のうち、株主の持株の量を問わずに一律に内部者として扱われる規定については、1989 年指令が実施された後、大株主ではなく、実際上はわずかな株式の量を保有する者が、彼らの株主としての身分に基づいて内部情報を入手することは稀であろうと指摘されたが[160]、2003 年指令はこの点を改善しないまま承継している。職務または任務に基づき情報を入手した者に関する「職務」等の意義について、2003 年指令は 1989 年指令とも説明せず、具体的に会社と関係する雇用関係または契約関係に基づく場合に限らず、会社と直接的に関係しなくても、職務の履行で内部情報をアクセスできる場合（例えば新聞社、議会などの職員）にあれば、第 1 次内部者に該当しうると主張されている[161]。

1989年指令に比べると、この定義において注目に値するのは、犯罪行為によって情報を入手した者も第一次内部者として規制の範囲に盛り込んだことである。これは2001年の9月11日のテロリスト攻撃直後に、内部者取引がテロの領域でも生じうることを配慮したものである[162]。

第 2 項　第 2 次内部者

2003 年指令 4 条による第 2 次内部者に関する規定は 1989 年指令 4 条に基づくものであり、ただ表現上 1989 年指令より緩された文言を使用しているものである。

1989 年指令 4 条による第 2 次内部者とは、情報源から直接的または間接というような入

159　畠山　前掲注（15）477 頁。

160 Art. 3, par.1, COM(87)111 final: J.O.C.E. n. C153, 11 juin 1987 et art.3, par. 1, COM(88) 549 final: J.O.C.E. n. C277. 27 oct. 1988.

161 Hopt, The European Insider Dealing Directive, in Hopt ＆Wymeesch (eds), European Insider Dealing－Law and Practice (1997). p137～138.

162　2003 年指令の前文 14 条は、「本指令は、テロリスト活動のための資金調達の撲滅に関して、2001 年の 9 月 11 日のテロリスト攻撃直後に加盟国が表明した懸念に対応している」と述べている。

手段階を問わず、内部情報にかかる事実を十分に認識ながら（with full knowledge of the faces possesses insider information）、内部情報を有する者である。この定義に関し、提案段階の 1989 年指令は第 2 次内部者を、「第 1 次内部者から直接的に内部情報を獲得した者」と規定した[163]。しかし、経済社会評議会による「2 番目までの者しか規制しないのは狭きにすぎ、3 番目以後の者も捉えるべきと」[164]との勧告を受け、第 2 次内部者となりうる者の範囲を拡大し、第 1 次内部者から直接的に情報を取得した場合に限らず、間接的に情報を入手した 2 番目以後の者も捉える文言に改めた。

2003年指令4条による第2次内部者とは、第1次内部者以外の者が内部情報であることを知っているか、又は知り得べきはずでありながら、内部情報を有しているいずれかの者である。すなわち、第2次内部者の取扱いについては、内部者との差異を基本的に設けず、同一の取扱いにしている。

比較して分かるように、「情報源」を強調した1989年指令は、「内部者」から直接又は間接に情報を受け取った者が第2次内部者とされている。これに対して、2003年指令は、情報の「保有状態」を強調し、単に「内部情報を有しているいずれの者である」と規定している。言い換えれば、2003年指令の下での第2次内部者の構成要件は、ただ情報を入手すれば足りると理解できると考えられている[165]。

第 3 項　法人の場合

1989 年指令 2 条 2 項は、「会社またはその他の形態の法主体である場合には、同項の禁止は、当該法主体の計算取引をなす旨の決定に関与した自然人にも適用する」と規定しており、規制対象者は個人に限られていた。しかし、そもそも法人が犯罪能力を有するかどうかについて議論がなされたため、2003 年指令は 1989 年指令の規制対象個人に限った点を改め、法人も規制対象となることを認めた。

2003 年指令 1 条 6 項によれば、「人」というのは、すべての自然人または法人をいう。1989 年の内部者取引指令と比較すると、2003 年の 2003 年指令は法人が人格擬制であると考えて、規制の対象範囲となるとを明確に肯定し始めたと言えるであろう。

また、2003 年指令 2 条 2 項では、「法人の計算で取引を行う決定に参加する自然人にも適用する」と規定しているため、「法人実存説で法人を考えるにしてもやはり、行為を行う者は個人であり法人格は結局法による人格擬制であるため、法人に違反行為を認めペナルティを科す場合には実際の行為を行った自然人にも両方的に適用することにしている」と

---

163 European Commission, Amendment To The Proposal For A Council Directive Coordinating Regulation On Insider Trading, 1988 OJ C 277.
164 Economic And Social Committee, Opinion On The Proposal For A Council Directive Coordinating Regulation On Insider Trading, 1988 OJ C 35.
165 畠山　前掲注（15）481 頁。

考えられている[166]。

第 4 項　検討

1989年内部者取引指令は、第1次内部者から直接又は間接に情報を受け取った者が情報受領者とされ、情報源を強調した。これに対して、2003年指令は、情報の「保有状態」を強調し、単に「内部情報を有しているすべての者である」と規定している。「直接」および「間接」という要件の削除は一見すると、実質上区別のないように見えるが、このような直接的又は間接的に情報源から情報を派生することを要件とせず、ただ結果として内部情報を入手すれば第2次内部者とする2003年指令は、実務上の立法を簡単化させると思われる。

また、1989年の内部者取引指令の規制対象は法人にまで及ぼされたが、処罰を受けるのは個人に限られ、法人は処罰の対象に含まれない[167]。2003年指令下での「人」というのは、すべての自然人または法人を指すため、1989年の内部者取引指令と比較すると、2003年指令の処罰対象範囲はより広いといえよう。

第 2 款　加盟国における内部者の定義

第 1 項　イギリス

2000 年金融サービス市場法が実施された後も、1993 年刑事司法法の規制方法は変更されていない。それゆえ、インサイダー取引規制について、イギリスも刑事手段及び行政手段との二元的な手段を採用している。具体的には 1993 年の刑事司法法の第 5 部分及び 2000 年金融サービス法の第 8 部分である。

まず、刑事司法法の下での「内部者」とは、次の2つの条件を満たすものである（57条1項）。「(a)問題の情報が内部情報であり、それが内部情報であることをその者が知っている場合で、かつ(b)その者が内部に由来してその情報を有しており、かつ内部に由来していることを知っている場合」。また、57条2項はさらに「内部に由来している」を具体的に列挙している。（ⅰ）証券発行者の取締役、被用者、もしくは株主、（ⅱ）雇用、役職、職業によって当該情報をアクセスできる者。

そのために、刑事司法法 57 条により「内部者」は、第 1 次内部者および第 2 次内部者と分かられるであろう[168]。すなわち、上記の（ⅰ）（ⅱ）の者が第 1 次内部者であり、これら

166　畠山　前掲注（15）476 頁。
167　1989 年指令 2 条 2 項。
168　1993 年刑事司法法は内部者を「第 1 次内部者」と「第 2 次内部者」と分類していないとの見解もある(Jane Welch, et al.,supra note 131, at 17.)。

の者（情報源）から直接または間接的に情報を受領した者が第 2 次内部者とされる。

また、行政的な規制手段については、2000 年金融サービス市場法 118B 条は内部者の定義を与えている。すなわち、同法の目的に照らして、内部者とは、(a) 適格投資物件の発行者の管理、経営もしくは諮問機関の構成員であることにより内部情報を得た者；(b) 適格投資物件の発行者の資本を所有していることにより得た者；(c) 職務、専門的職務若しくは義務の遂行を通じて当該情報を入手できることにより得た者；(d) 犯罪行為により得たもの；また (e) その他の手段により得た者で、当該者が、内部情報であることを知っている若しくは知っていると合理的に期待しうる内部情報を有するすべての者（any person）である。

2000 年金融サービス市場法において、同法の 118B 条により、(a) ないし (d) の者は、主観的要件を問わず、情報を得た状態になれば、これらの者は内部者と見なされる。しかし、(e) について、他の手段により情報を得た場合に内部者と見なすには不十分で、当該者は必ず「内部情報であることを知っている、若しくは知っていると合理的に期待しうる者」でなければならない。法人については、1993 年刑事司法法の下で、「人」とは自然人のみを指すのに対して、2000 年金融サービス市場法では、「人」の範囲は自然人だけではなく、法人を含む「すべての者（any person）」にまでに拡充された（同法 118B 条）。これについて、イギリスの金融サービス機構における市場行為規則（The Financial Services Authority Code of Market Conduct、以下 FSA 市場行為規則という）の用語注釈も「人」を自然人、企業（corporate）または非法人企業（unincorporate）例えばパートナーシップ（partnership）を含むものと解釈している。

第 2 項　ドイツ証券取引法（WpHG）の定義

ドイツの法制度について、1994 年 WpHG は、同時期の 1989 年内部者取引指令と同様に、内部者を「第 1 次内部者」及び「第 2 次内部者」に分けて規制していた。1989 年指令と異なるのは、1994 年 WpHG の下で単に第 1 次内部者が「内部者」と呼ばれ（13 条 1 項 1 号～3 号）、第 2 次内部者が「第三者」と呼ばれていた点である（14 条 2 項）。

1994 年 WpHG の下での第 1 次内部者と見なされる者は、次の者である。有価証券の発行人、若しくはこれと結合関係ある企業の業務執行機関（undertaking associated with the issuer）の業務執行機関もしくは監督機関の構成員または無限責任社員（personally liable partner）（13 条 1 項 1 号）だけではなく、発行者またはその結合企業の持分所有者（同項 2 号）、職業、業務または職務について通常の過程で内部事実を知った者（同項 3 号）である。

第 1 次内部者について有価証券の発行会社と結合関係にある企業及び無限責任社員に言及しない 1989 年指令と比較すると、1994 年 WpHG における第 1 次内部者の範囲は、それ

よりも広い[169]。また、「職業、業務または職務について通常の過程で内部事実を知った者」を第 1 次内部者と見なすのは、1989 年指令 2 条 1 項に定める「雇用関係、職業関係ないし職務上の関係により、情報に接近すること」に対応するものであると考えられている[170]。これらの者に当て嵌まるのは、裁判員、銀行職員、政府の公務員などの者が職務の通常の過程において内部事実を取得した場合も第 1 次内部者になりうる[171]。しかし、ドイツ有価証券取引法の政府草案理由書は、「通常の過程」から、「偶然状況」が除外されるものと解している[172]。1989 年指令の趣旨により、任務の過程で偶然に内部情報を耳にした者も第 1 次内部者として取り扱われるのに対し、ドイツの 1994 年 WpHG の下では、この場合は第 1 次内部者から除外され、第 2 次内部者として取扱うことになる。当時の第 1 次内部者に対する禁止は第 2 次内部者よりも厳しかった立法状況において、ドイツの 1994 年 WpHG の規定は同時期に実施されていた 1989 年指令よりも緩やかなものであると指摘されている[173]。

1994 年 WpHG の下での第 2 次内部者とは、前記 13 条 1 項にいう内部者以外の内部事実を知っているすべての者である（14 条 2 項）。第 2 次内部者について、ドイツ法は 1989 年指令のような情報源に対する認識要件を採らず、ただ情報「保有」であれば、第 2 次内部者に該当しうる。この点に関し、1994 年 WpHG は 1989 年指令の規制範囲よりも広い[174]。

法人処罰に関する単独の条項は 1994 年 WpHG の条文に存在していなかったが、自然人が法人の業務決定者としてインサイダー取引を行う決定に参加する場合、当該自然人が共同正犯として処罰される可能があるとする見解がある[175]。

2004 年 12 月 15 日の法改正を経て、従来の「内部者」及び内部事実を保有する「第三者」概念は削除された。現行法の 2004 年 WpHG において、明確的な内部者に関する定義は見つからない。1994 年法のように「内部者」を単独に規定することの代わりに、2004 年 WpHG は内部者に関する条文を罰則の 38 条に移転させ、1994 年法の一部をそのまま踏襲する。特に、2004 年法の 38 条 1 項 2 号の（a）は 1994 年法と全く同じく、株主及び職務又は職責を理由として適法に内部情報を入手した場合には、条文上の表現が 1994 年法と異なるにもかかわらず、意味はほぼ変わっていない。ただ、2004 年法 38 条 1 項 2 号の（d）の犯罪の準備又は実行を根拠として内部情報を入手した場合が新設された。法人について、2004 年法は 1994 年法と同様に、単独の条文を設置していない。

---

169 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 32.

170 黒沼ほか 前掲註（6）494 頁。

171 Assmann/Schneider (Hrsg.), Werpapierhandelsgesez-Kommentar, 2. Aufl., 1999, §13, Rz. 30［Assmann］.

172 Begründung des Regierungsentwurfs zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46.

173 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 32.

174 黒沼ほか 前掲註（6）496 頁。

175 Assmann/Schneider (Hrsg.), Werpapierhandelsgesez-Kommentar, 2. Aufl., 1999, §14, Rz. 92［Assmann/Cramer］.

第 3 項　フランス

フランスの内部者取引規制は他の加盟国と異なり、単に刑事法だけでなく、民事法や行政法においても規定されている。具体的には、2003 年から、刑事規制は通貨金融法典 L465 条-1（法人については L465 条-3）において定められ、民事及び行政規制は AMF 一般規則 622-2 条で定められている。

通貨金融法典 L465 条－1 は、①商法典 225-109 条に掲げる会社の業務執行者、②職業又は職務の執行に際し内部情報を有する者、③職業又は職務の遂行にあたり内部情報を有する者、④その他事情を知りながら内部情報を有する者という 4 つの者を内部者と定めている。本条により、2000 年に公布された通貨金融法典は、内部者を「第 1 次内部者」と「第 2 次内部者」として分類しておらず、この点は公布した当時に実施されている 1989 年指令と異なり、2003 年指令と同様に、情報源を問わず、ただ内部情報の保有及び保有している情報が内部情報であることを知っている場合には内部者と見なす。

フランス通貨金融法典 L465 条-3 は明文の法人処罰に関する規定が置かれているのに対し、通貨金融法典の下では株主に関する条文が規定されていない。

また、AMF（2003 年、COB は CMF と合併して AMF へと改組された[176]）一般規則の 622-2 条に基づく内部者とは、発行者の行政機関、管理機関及び監督機関のメンバー；発行者の株主；雇用（employment）、職務（profession）若しくは任務（duties）の遂行及び企業の金融業務（finance transaction）の準備または執行に参加することを通じて内部情報にアクセスする者として、及びすべての犯罪行為若しくは違法行為によって内部情報を入手し、かつそれが内部情報だと知っているか、若しくは知り得べきである者である。

法人の場合に、622-2 条では、上記に該当する者が法人である場合には当該法人の取引を実行する意思決定に参加した者が規制対象に含まれると規定している。

第 3 款　検討

イギリスについては、1993 年刑事司法法及び 2000 年金融サービス市場法を通じ、刑事及び行政的手段で内部者取引を規制している。1993 年刑事司法法を契機に、株主は初めて内部者の範囲に取り込まれた。この点は 1989 年指令、イギリスにおける国内法化であると指摘されている[177]。また、1993 年刑事司法法では、2003 年指令が定めたような情報源を問わず、保有状態によって第 2 次内部者を画定する方法を採用せず、第 2 次内部者の画定に際しては、1989 年指令と同様に、「情報源」から直接または間接的に取得したというルートを強調している。これに関し、内部情報が転々と広がっていた場合、これらの情報が第 1

176　前

177　Jane Welch, et al.,supra note 131, at 17.

次内部者として情報源からの立証が困難であろうと思われる。しかし、1993 年刑事司法法は同時に実施されている 1989 年法と比較すれば、進歩したものであると評価されている[178]。その理由としては、1989 年指令の下の第 2 次内部者が取引行為だけを禁止されるのに対し、1993 年刑事司法法の下での第 2 次内部者が、取引行為、情報の伝達行為および取引の推奨行為という 3 つの行為が禁止されていることである[179]。

次に 2000 年金融サービス市場法は、内部者を従来の「第 1 次内部者」と「第 2 次内部者」とに区分していない。また、同法 118B 条により、(a) ないし (d) の内部者に対して入手した情報は内部情報であることを認知する必要がなく、ただ情報を得た状態になれば内部者と見なされる。しかし、(e) について、他の手段により情報を得たら内部者に見なすには不十分で、当該者は、必ず「内部情報であることを知っている若しくは知っていると合理的に期待しうるもの」でなければならない。一言でいえば、(e) の場合には、主観上の認知も必要であろう。このような区分は、事実上 2003 年指令の趣旨と一致するであろう[180]。

ドイツにおいて、「内部者」に関する単独の条文を設置していない 2004 年 WpHG は実際、情報源を問わず、情報の「保有状態」のみを重視している 2003 年指令に一致している。それゆえに、内部者の類型を問わずに内部情報に基づく漏洩、勧誘行為を行った者も規制できると思われる。これについて、2004 年法は、単に内部事実（1994 年法では、内部情報を「内部事実」という言葉を使った）を利用し、自己若しくは他人の計算で証券取引を行った第三者（第 2 次内部者）を規制する 1994 年法と比較すると、規制の対象者の範囲は以前より広いといえよう。

フランスについては、単に刑事法（通貨金融法典）の中で規定しているだけでなく、民事法や行政法（AMF 一般規則）においても規定している。この点はイギリス法と併せて、EU 法並びに主要な加盟国において特別な立法例であろう。

フランス法の下での内部者は、指令の規定（1989年指令4条、2003年指令）と異なり、「第1次内部者」と「第2次内部者」が分類されていない。しかし、通貨金融法典L465条－1が定める4つの者に対し、異なる禁止行為並びに罰則は置かれている。例えば①商法典225-109条に掲げる会社の業務執行者および②職業又は職務の執行に際し内部情報を有する者が取引行為および取引の推奨行為の違反に対しては2年以下の自由刑及び150万ユーロ以下の罰金（得た利益の10倍まで引上げ可能だが、得た利益の額を下回ることはできない）が科されるのに対し、④その他事情を知りながら内部情報を有する者（これらの者において第2次内部者である情報受領者がいると想定される）である場合の罰則は1年以下の自由刑及び15万ユーロ以下の罰金（得た利益の10倍まで引上げ可能だが、得た利益の額を下ることはできない）である。それにより、実質上、フランス法は内部者を第1次内部者と第2次内部者

178 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 19.
179 1993 年刑事司法法 52 条 2 項。
180 2003 年指令 4 条では、加盟国は前 2 条に掲げられている者以外にも、内部情報であることを知って又は知り得るべきはずでありながら、内部情報を有しているいずれの者にもそれらの条文を適用するよう確保しなければならないと規定している。

とまったく区別せずに規制しているとは言えないと思われる。

また、内部者を定めている 2003 年指令 2 条 1 項と比較すると、フランスの AMF 一般規則は次の 2 つの点で注目されるべきである。まず、伝統的な内部者の範囲をさらに広げたことである。622-2 条により、指令と同様の伝統的な内部者の類型が規制範囲に含まれるだけではなく、企業の金融業務（finance transaction）の準備または執行に参加することを通じて内部情報にアクセスすることによって内部情報を入手した者も内部者として取り扱う。次に、2003 年指令の下で、犯罪行為（criminal activities）によって内部情報を入手した者を対象として規制する方法[181]と異なり、AMF 一般規則では、犯罪行為によって内部情報を入手した場合を規制対象として定めるだけではなく、一般の違法行為（フランス語：délits）によって内部情報を持ったすべての者も内部者として見なすことである。この点から見ると、フランス法における、内部者取引における内部者に関する規制は、指令よりも厳格と評価できる。

第 4 節　禁止される行為

第 1 款　EU 指令の立場

第 1 項　禁止される行為

1989 年指令と同じく、2003 年指令では、取引行為（2 条 1 項 1 号）、推奨及び勧誘行為（3 条）の禁止を定めている。

「第 2 条

1. 加盟国は、内部情報を有する、第 2 段落に定めるいずれかの者（筆者注：これらの者が第 1 次内部者を指す。ここでは省略）が、自己または第三者の計算で、直接にせよ間接にせよ、当該情報を用いて、当該情報に関連する金融商品の取得若しくは処分し、又は取得若しくは処分しようとすることを禁止しなければならない。

…

第 3 条

加盟国は、第 2 条に定める禁止に服するいかなる者が、次に掲げる行為を行うことを禁止しなければならない。

（a）他のいかなる者に内部情報を開示すること。…

（b）内部情報に基づいて、当該情報に関係する金融資産の取得又は処分を他の者に推奨

181　2003 年指令 2 条 1 項 d 号。

又は誘引すること。

第 4 条

加盟国は、前 2 条に掲げられている者以外にも、内部情報であることを知って又は知り得べきはずでありながら、内部情報を有しているいずれの者（筆者注：これらの者が第 2 次内部者を指す）にもそれらの条文を適用するよう確保しなければならない。」[182]

これについて注目に値するのは、まず、取引行為について、2003 年指令の下で、はじめて内部者取引の目論みが禁止行為の範囲に含まれたことである（同指令 2 条 1 項）。次に、もう一つの相違点としては、2003 年指令が情報受領者に取引行為等に加えて他の者に情報開示、推奨又は勧誘行為までの禁止範囲を拡大したことである。この点について、1989 年内部者取引指令は情報受領者の禁止行為を単に取引のみとして定めていたが、これに対して 2003 年指令 4 条における加盟国は、2 条及び 3 条で規定された者以外の者、つまり第 2 次内部者にも内部情報であることを知って又は知り得べきでありながら、内部情報を有していれば 2 条 3 条を適用するようにするものであるという条文に照らして、2003 年指令の下で、情報受領者は内部者との差異が基本的に設けられず、責任が強化され、同一の取扱いにされている[183]。

しかし、禁止行為の主観的要件の要否については、従来必ずしも明らかでなかった。

第 2 項　主観的要件の要否について

取引行為に関する主観的要件について、1989 年指令は内部情報を有するという事実「を十分に認識（with full　Knowledge of）して、自己もしくは第三者の計算により、…その情報に関する…譲渡性証券を取得ないし処分することにより、かかる情報を利用する（taking advantage of）」と定めていた。当該条文により、1989 年指令によって取引行為

182　須籐　前掲注（112）372～373 頁。

183　畠山　前掲注（15）482 頁。また、金融市場は、主に情報の開示制度に基づくものであり、市場の透明性を確保するため、法律はこの市場の参加者に一連の禁止義務（消極的な不作為義務）を設定するとともに、一連の開示義務（積極的な作為義務）も設定する。これは、「情報の再披露義務」という。例えば、法律上の発行者の取締役から監事役に対する報告義務、監事役の会社雇用員に対する告知義務、及び法律上定められてはいないが、金融実務上普遍的に存在している発行者とその内部機構の間、発行者と外部の各専門的なサービス機構の間の正当な情報交流などである。これに応じて、1989 年指令 3 条の（a）および 2003 年指令 3 条は共に内部者が内部情報を他人に伝える正当な権利を定め、いわゆる「セーフハーバー条項」である。すなわち、「他の如何なる者に内部情報を開示することは禁止される。ただし、そのような開示が、雇用、職務又は義務を遂行する通常の過程で行われた場合は、この限りではない」という条文である。

が禁止されるためには、「十分に認識」及び「利用」という二つの要素が必要である。しかし、どの程度の認識が「十分に認識」に当たるのかは不明確である。学説において、「taking advantage of 」というのは、内部者がすでに内部情報を用いたこと、また、「Knowledge」あるいは「with full Knowledge of」というのは、内部者が自己の行為の性質を知ることを意味し、単なる過失（mere negligence）、または重過失（grossly negligent）だけでは不十分であるとされている[184]。

2003 年指令 2 条 1 項は、1989 年指令 1 条 1 項にあった「十分に認識」した(with full Knowledge of)という文言を削除した。また、情報を「利用すること」にあたる文言は、1989 年指令では「taking advantage of 」であったが、市場濫用指令では「使用(using)」とされていることが注意に値する。しかし、同条は、適用対象となる「者」と「行為」については明確に定めているが、行為の背後にある主観的要件については何ら明確には定めていなかった。そのため、取引行為の成立には行為者の主観的要素、例えば目的、犯意、動機が全く不要なのか、あるいは考慮に入れる可能性もあるのか、可能性があるとするならば、どの程度の主観的要素が必要とされるか、またその認定はどのように行うという点が問題となった。

この問題は、実務上の欧州司法裁判所の先決裁定手続（preliminary rulings procedure）[185]により解決された。ここでいう先決裁定手続とは、加盟国の請求に基づくものであり、すなわち、EU 法の適用について疑義を抱く加盟国の国内裁判所が、自ら判断するのではなく、欧州司法裁判所に判断を求める手続である[186]。現在まで EU の先決裁定により裁定されたインサイダー取引事件は 3 件のみであり[187]、その内訳としては、1989 年指令による事件が 2 件で[188]、2003 年指令による事件が 1 件である。

2003 年指令により裁定されたのはスペクタ・フォト・グループ社事件[189]である。同事件の二人の被告人（法人と同法人のマネージャーとしての自然人）は EU 加盟国のベルギー銀行金融保険委員会（CBFA）にインサイダー取引と認定され、2006 年 11 月 28 日の決定で、法人に対して 80，000 ユーロ、マネージャーに対して 20，000 ユーロの制裁金が課された。二人の被告人は制裁を不服として、ブルッセル控訴裁判所に提訴し、彼らの行為は

---

184 Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch, European Insider Dealing: Law and Practice(Butterworths 1991)139.

185 TFEU（EU 機能条約）267 条。

186 Stephen M.Bainbridge (edited), Research Handbook on Insider Trading, Edward Elgar,(2013),p 434.また、加盟国の下級審は、先決裁定の請求は任意であり、国内の最終審の場合には、当該請求は義務である。付託を行った国内裁判所は、欧州司法裁判所が示す解釈に適合して当該 EU 法を適用する義務を負う。

187 Stephen M. Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading, (Edward Elgar,2013) 434.

188 Case C-384/02, Grøngaard and Bang,2005E.C.R. I-9939. Case C-391/04, Georgakis.2007 E.C.R. I-3741.

189 Case C-45/08,Spector Photo Group,2009E.C.R. I-12073.

「意図的なものではないため、2003 年指令に定めるインサイダー取引に該当しない」と主張した。同裁判所は被告人の主張に基づき、手続を停止し、欧州司法裁判所に先決裁定を付託した。付託された争点としては、インサイダー取引の成立には故意、意図、目的などの主観的要素について、2003 年指令に規定されていない現状において、これらの主観的要素が不要か、また必要である場合には、どの程度の要素が必要であるか、という点である。

この争点に対し、欧州司法裁判所はインサイダー取引の定義から目的や意図といった主観的要素を排除するという立法者意思に言及し、市場濫用指令 2 条 1 項に定める「内部情報の『使用』」とは客観的要素をもって足り、当該行為が意図に行われたことは要件としていない、と判示したことにより、禁止の要件を初めて明確にした[190]。

しかし、2003 年指令 2 条 1 項が、内部情報を保有し取引を行った第 1 次内部者の行為が自動的にインサイダー取引であると認定されると解釈されるわけではない[191]。インサイダー取引に違反したかどうかについて、欧州司法裁判所の先決裁定は、これを指令の目的に照らして分析する必要があると判示した[192]。その目的とは、「金融市場の健全性を守り、投資家の信頼を高めることにあるが、それはとりわけ投資家は同じ立場に置かれており、内部情報の誤った使い方から保護されることが確実であることに依拠している」[193]。この目的に反する使用のみが、禁止されるインサイダー取引を構成する[194]。

この先決裁定により、取引行為が一旦市場濫用指令 2 条 1 項に規定されている構成要件が備わった場合には、取引行為者の意思を推定することは可能であるが[195]、防御権を確保するために、条約の締結国に対して、刑事法に関する推定を一定の合理的な限度内にとど

190　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定

33 段：2003 年市場濫用指を起草するにあたって、共同体の立法者は 1989 年指令で認められたギャップを埋めようとしていたことに注目に値する。1989 年指令 2 条 1 項は、内部情報を「十分に認識」し、かかる情報を「利用」することを禁止しようとしていた。「十分に認識」との文言にはある程度加盟国の国内法にとって主観的要素を要求されることと類似するため、この規定は国内法化されたとき、構成国において解釈の差異が生じた。

34 段：この点関して、欧州委員会が 2001 年 5 月 30 日に提出した 2003 市場濫用の提案では、本来、一次内部者は日常的に内部情報にアクセスでき、受領した情報に秘密性があることを知っているとの前提の下で、1989 年指令の表現を基礎としつつ、「十分に認識」との表現を削除した。それに加えて、欧州議会は、インサイダー取引の概念について客観的アプローチを好む欧州委員会にあわせて、インサイダー取引の定義から目的や意図といった主観的要素を取り除くため、「利用(taking advantage of)」との文言を「使用(using)」という文言に代えた。

35 段：以上から、2003 年市場濫用指令 2 条 1 項は、インサイダー取引行為の背後にある意図を言及せず、客観的に定義している。これは加盟国における統一的な調和を達するため行われたものである。

191　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 45 段。

192　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 62 段。

193　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 62 段(山岸　前掲注（150）78~79 頁)。

194　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 61 段。

195　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 38 段。

め、インサイダー取引と指摘される者に防御権としての反駁機会を与えるべきである、としている[196]。この防御権保障の趣旨において、インサイダー取引を行なっていると指摘されている行為者が負うべき負担は、立証ではなく主張の負担にとどまる。すなわち、行為者の主張する事実の存否に関する証明責任については、政府側が負うべきことになる[197]。

次に、伝達行為及び推奨行為に関する主観的要件について、市場濫用指令 3 条は伝達行為に何ら主観的要素を規定しておらず、推奨行為については単に「情報に基づいて」との表現を使っている。

第 3 項　検討

禁止行為について、2003 年指令は 1989 年内部者取引指令と同じく、取引行為、推奨及び勧誘行為を禁止しているが、2003 年指令 2 条 1 項では金融商品の取引にはその目論みも含まれるとして、未遂形態を含めている。2003 年指令この点は、既遂のみを対象とした 1989 年指令と異なり、積極的に内部者取引規制を実施していこうとする姿勢を明確に示している[198]。しかし、目論みは情報に関連する金融商品の「取得若しくは処分」、つまり金融商品の取引行為のみ該当するため、単なる取引の場合には未遂形態も含まれ、他の者に対する情報開示、推奨又は勧誘の場合には未遂形態は含まれないと理解できる。

また、取引行為に関する主観上的要件の要否について、2003 年指令では 1989 年指令に定められていた「事実を十分に認識する」という要素を削除し、情報の「使用」という一つの要素を強調している。「使用」の判断について、スペクタ・フォト・グループ社事件に関する欧州司法裁判所裁定は、違反行為と合法的行為を明確に区別する代わりに、客観上の要件を満たせば「使用」に当たる、と狭く解釈している[199]。この点に関し、論者は、主観的要素を全面的に削除する趣旨ではなく[200]、ただ「客観的要素から主観的要素を『推定』し、行為者の反論を待って、主観的要素を検討の俎上に乗せるもの」[201]としている。

このような推定の運用は、実務上、インサイダー取引をより効率よく認定することができるが、欧州人権条約が保障する無罪推定原則に反するのではないか、という点が問題になる。これに関し、欧州司法裁判所は、このような推定は、無罪推定原則を侵害するものではないと述べ[202]、理由としては、反駁の機会および防御権が保障されていれば問題ないとしているが[203]、前記のようなインサイダー取引の疑いと指摘される者が負担する「主張」

196　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 43、44 段。
197　山岸　前掲注（150）77 頁を参照。
198　畠山　前掲注（15）477 頁。
199 Stephen M. Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading, (Edward Elgar,2013) 436.
200　畠山　前掲注（15）479 頁。
201　山岸　前掲注（150）77 頁。
202 EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 39 段。
203 EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 44 段。

は、立証責任ではないが、実際には立証責任の転換に近いため、基本権保障との関係では懸念があると思われる。

第２款　加盟国の立場

第１項　イギリス

イギリスにおけるインサイダー取引規制の下での禁止される行為は、まず、1993年刑事司法法52条が定めている。禁止される行為は取引行為（同条1項）取引の推奨行為（同条2項）、情報の伝達行為（同条2項）という3つの態様である。

取引行為に関する情報利用の要否について、禁止される行為の認定が内部情報を利用して行われることは必要ではない。例えば、ある者がすでに取引の決定を下した後、取引を完成させる前に、内部情報を取得した場合、取引を停止させずに続けた場合、犯罪を構成しうる[204]。この場合には、被告人とされた側が同法53条の抗弁事由として主張することができる。

取引の推奨、情報の伝達行為については、第1次内部者、第2次内部者を問わず禁じされている。理由としては、伝達禁止を例にすれば、第2次内部者或いはその以後の情報受領者が情報濫用の可能性があると知って、または知るべきでありながらさらに他人に伝達することが許されないことにあるとされている[205]。第2次内部者まで伝達および推奨行為を禁止する点については、1993年刑事司法法はEUの2003年指令と一致しているが、EUの1989年指令と比べて、より厳格なものである。推奨の後、被推奨者が実際に取引を行ったか否かということは推奨者の違法性とは関係せず、また、被推奨者が、自己が取引を推奨されたことを認識していたか否かも問われない[206]。また、伝達の場合も同様に、違法行為を構成するために、伝達を受けた者が実際に取引を行うことは要件とされていない。

証券取引を過度に抑制することのないよう、1993年刑事司法法は多様な抗弁事由を用意した。インサイダー取引とされた被告人は、一定の抗弁を主張し、立証することにより、刑事責任を免れることになる。これらの抗弁は、取引行為にかかる抗弁事由（53条1項）、市場情報に関する抗弁事由（同法の付表の1）、政府の政策の適用除外（63条1項）、取引推奨にかかる抗弁事由（53条2項）、情報伝達にかかる抗弁（53条3項）という5つの種類がある。

前述したように、イギリスでは、刑事及び行政という二元的な手段を通じて内部者取引

---

[204] Stephen M. Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading, (Edward Elgar,2013) 414.

[205] Stephen M. Bainbridge, Research Handbook on Insider Trading, (Edward Elgar,2013) 416.

[206] 黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』有斐閣（2002）82 頁。

を規制しているため、1993 年刑事司法法とは別に、2000 年金融サービス市場法でもインサイダー取引規制に関する条文を設置している。しかし、この法律で市場阻害行為の一種として禁止されるインサイダー取引行為は、取引行為（118 条 2 項）、情報の伝達行為（118 条 3 項）および一般的に利用可能できない行動[207]（118 条 4 項）という三つの態様のみである。また、取引禁止については、2003 年指令と同様に、未遂も含まれる。

第 2 項　ドイツ

ドイツでは、1994 年 WpHG によれば、取引行為は、第 1 次内部者か第 2 次内部者かを問わず禁じされた。これに対し、情報の伝達又は取引の推奨の場合は、第 1 次内部者のみ禁止し、第 2 次内部者については禁止しなかった。第 2 次内部者が入手した内部情報を利用して伝達や推奨を行えば、第 1 次内部者と同様に、資本市場に対する信頼性を損なうため、伝達や推奨の禁止が第 1 次内部者のみに適用されたドイツ 1994 年 WpHG は批判された[208]。

それを踏まえ、2004 年 WpHG は 1994 年法と比較すると文言上あまり変わっていないが、第 2 次内部者の禁止行為を定めた 1994 年 WpHG の 14 条 2 項の内容を削除し、3 号の第三者に対する証券の取引の推奨に、「その他の方法で誘引すること」を加えた。改正を経て、2004 年 WpHG は 2003 年指令と同様に、禁止行為（未遂も含まれる）[209]について第 1 次内部者と第 2 次内部者と間に差異を設けない、同一の取扱いをしている。

主観的要件として、故意（vorsätzlich）または過失（leichtfretig）の存在が前提となる。そのうちに、故意の場合には 5 年を上限とする自由刑または罰金刑に処し（38 条 1 項）、過失の場合には、上限を 1 年とする自由刑または罰金とすると定められている（38 条 4 項）。

ドイツ法においては、内部者情報の使用の要否について、2003 年指令の国内法化以前のドイツ法では、内部者情報の「悪用（Ausnutzung）」が禁止されていた。この「悪用（Ausnutzung）」という概念には、経済的利得の獲得を意図する主観的要素の存在が必要であるという要件が読み込まれていたが、証明は非常に困難であったため、2003 年指令の

207　2000 年金融サービス市場法 118 条 4 項
「(a) 市場を利用する者には一般に利用可能ではないが、通常の市場の利用者（regular user of the market）に利用可能であったならば、適格投資物件の取引に影響を与えていたはずの条件を決定するときに、その者が重要であるとみなすか又はその可能性がある情報に基づいたもの、及び（b）市場に関わる立場にある者に合理的に期待される行為基準を当該行為者が遵守していないと、通常の市場の利用者がみなしている可能性があるもの。」（前掲注（133）163 頁）

208 Immenga, Das neue Insiderrecht im WpHG, ZBB 1995, S. 204 und 206.

209　ドイツ 2004 年有価証券取引法では、第 1 次内部者及び第 2 次内部者を問わず、同一の取扱いとするにもかかわらず、第 1 次内部者及び第 2 次内部者の間を完全に区分しない訳ではない。ただこの区分は、第 1 次内部者と第 2 次内部者を分けて禁止行為を定めるためのものではなく、この二種類の内部者に対する違う法律責任を科すためのものである。

国の内法化に伴い、以前の用語の「悪用（Ausnutzung)」が「使用（Verwendung)」に改正された。改正により、違法行為の成否に主観的要素は要求されず、ただ法律的責任に影響を及ぼす[210]。

第 3 項　フランス

刑事上の禁止行為について、通貨金融法典は、第 2 次内部者に関する規定はなく、第 1 次内部者についてのみ規定されている。すなわち、取引行為、取引の推奨の行為（L465－1 条 1 項）および伝達行為である（L465－1 条 2 項)。

また、取引行為に関する情報の利用の要否について、通貨金融法典は、ただ取引することを禁止しており、「利用」や「使用」などの表現を使っていない。これに関し、学説上は、規制当局はインサイダー取引を構成するか否かを判断する際、まず、取引行為から内部者が内部情報を利用したことを推定し、もし内部者がこの推定を証拠で反駁した場合には、責任を免れる余地があるとされている[211]。

また、行政上の禁止行為について、AMF一般規則第622－1条は通貨金融法典と同様に、上記の三つの行為を禁止ており、明文に取引に関する「利用」要件を規定していない。

第 4 項　検討

禁止行為について、イギリスの2000年金融サービス市場法118条2項は、「問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、適格投資物件若しくは関連投資部件（related investment）[212]を内部者が取引する又は取引しようとする」[213]という取引行為を市場阻害行為の一種とする。また、情報伝達行為について、 同法118条3項は、「内部者がその職務、専門的義務または適正な遂行の過程によらずして別の者に内部者情報を開示する」行為[214]を規制対象とする。この二つの点は1993年刑事司法法52条2項（b）の情報伝達の禁止と同様である。

しかし、2000年金融サービス市場法118条は、1993年刑事司法法52条2項（a）の取引の推奨に関する規定と異なり、取引の推奨行為を市場阻害行為の範囲に含んでいないように見える。もっとも、2000年金融サービス市場法123条1項（b）が、「FSAは、ある者（A）が、…Aが関与した場合には、市場における市場阻害行為につながったであろう行為を他の者、又は他の者達に、強要（require）又は助長する（encourage）行動をとった場合、又

---

210 Jane Welch, et al.,supra note 131, at 40.
211 M. Stamp & C. Welsh (eds), International Insider Dealing,p168.
212　関連投資物件とは、適格投資物件の価格にその価格が依存する投資物件をいう（金融サービス市場法 130 条 3 項)。
213　前掲注（133）163 頁。
214　前掲注（133）163 頁。

は、必要な行動をとらなかった場合には、適当と認める課徴金を課すことができる」[215]と定めているため、金融サービス市場法の下においても、推奨行為も禁止される行為の一種であると解されている[216]。

ドイツ法の場合、2004 年法の下での禁止行為として、取引行為については、第 1 次内部者か第 2 次内部者かを問わず禁止している（有価証券取引法 38 条 1 項 1 号)。これに対し、情報の伝達あるいは取引の推奨については、第 1 次内部者に場合には、それが故意で行なわれた場合には刑事制裁の対象となる（有価証券取引法 38 条 1 項 2 号)。第 2 次内部者の場合には、故意又は重大な過失で行われた場合に、過料の制裁の対象となる（有価証券取引法 39 条 2 項 3 号・4 号)。

2004 年は第 1 次内部者、第 2 次内部者を問わず、内部情報を有する者すべてが規制の対象となる点について EU の 2003 年指令と一致しているが、主観的要件を設置する点で、この点が明らかではない 2003 年指令 3 条とは異なる[217]。

フランスの場合は、刑事、行政上の禁止行為とも、取引行為、取引の推奨の行為および伝達行為を禁止しており、また、明文に情報の利用要件を必要すると規定していないが、特色なところは、フランス法の下での禁止行為は第 1 次内部者に対するものだけのことである。

第 5 節　制裁

第 1 款　EU 指令のやり方について

第 1 項　EU 指令と指令案の規定

1989 年指令 13 条によれば、制裁について各加盟国は、本指令に応じて採用された法制度に対する違反行為に適用されるべき罰則を定めなければならない。この罰則は、遵守を促すのに十分なものでなければならないことを旨として規定された。しかし、「罰則」とは具体的に行政制裁を指すのか、それとも行政制裁及び刑事制裁を指すと解釈するのかは、不明確である。学説上、欧州連合の権力に鑑み、当該「罰則」は行政制裁を意味するとの

215　前掲注（133）171 頁。

216　北村雅史「イギリスにおけるインサイダー取引の規制」（2012 年 11 月 30 日大証金融商品取引法研究会報告）19 頁。

217　松井秀征「インサイダー取引規制の比較法研究―禁止行為規制の日欧比較―」『企業法制の将来展望―資本市場制度の改革への提言―』（資本市場研究会．2013）400 頁。

見解があるが[218]、1989 年指令はインサイダー取引規制に最低限の規定を定めるものであるため、実際には、制裁の手段、程度または適用手続などについては加盟国に委ねされている。また、加盟国は指令より広範囲て厳格な制裁を採用することができる[219]。

しかし、各加盟国の法規制はそれぞれ異なるため、当時の指令は加盟国の統一した制裁手段を要求していなかったことから、インサイダー取引が数カ国に跨って行われるような場合には、一体どの国の制裁規定が適用されるのかが大きな問題となる。上述した 13 条の曖昧な規定は、指令の実効性を深刻に損うものであった。特に規制手段の採用および規制機関の選択権を各加盟国に委ねるという規定の下では、各加盟国は比較的かつ緩和的な規制手段を設置し、事実上の「遵守を促す」という目標にも達しなかった。例えば、1994 年以前は、ドイツ法では、内部者取引を黙認する態度を取っていたが、1994 年 WpHG が制定されて以後、ついにインサイダー取引規制の条文が設置された。しかし、罰則は非常に軽く、5 年以下の懲役または罰金にすぎなかった。当時の EU 圏内における各加盟国は各自の国の実情に基づき調査措置及び規制方法を設定したため、国家間で協力または取締りをするまでは展開できなかったことが指摘された[220]。

1989 年指令の実効性が不足していることに鑑み、2003 年指令 11 条では、加盟国に対し所管当局を指定しなければならないということが明文化されている。ここでいう「所管当局」とは、まず、各加盟国の司法権限を侵害すべきではなく、また、各加盟国が指令に従って採択した規定が適用されることを確保する権限を有する単一の行政当局でなければならない。条文によれば、EU においてはインサイダー取引に対して、行政処罰が重視されると思われる。これについては 14 条にも明文化されている。同条 1 項では、加盟国は刑事制裁を科す権利を侵害することなく、本指令の実施において採択された規定が遵守されていない場合には、国内法に従って適切な行政措置が採られ又は責任者が制裁されなければならないと定められている。加盟国は、それらの措置が実効性があり、相当かつ抑止的なものであるよう保持しなければならないと規定している。このような規定を採用した原因は、刑罰権は本来国家の主権事項に属しており、不可侵であるとの共通の理解に基づくものであるとされている[221]。

このように、2003年指令は行政規制および刑事規制という二種類の独立の手段をインサイダー取引規制に導入させる旨を明確に表している。この二種類の手段は、異なる法律を用いて経済犯罪と戦う現代の傾向に一致している[222]。また、ストックホルム計画（The Stockholm Programme）[223]も、財政、民事および刑事法とのすべての運用できる手段を併

---

218 Iwona , supra note 120,at 5.

219 Iwona, supra note 120,at 6.

220 張小寧『証券内幕交易研究』（中国人民公安大学出版社．2011）236頁。

221 畠山　前掲注（15）483 頁。

222 Iwona, supra note 120,at 33.

223 「ストックホルム計画」は、2009 年12 月に開催された欧州理事会に、2010 年から

せて金融に関する調査能力を向上すると示している。これにより、インサイダー取引が市場を害するため、すべての運用できる手段を併せてそれと戦うべきであるとの欧州議会は指摘している[224]。

しかし、2003年指令が1989年指令が有していた制裁上の曖昧な状況を改善させたとは言いにくい。刑事制裁については、罰則そのものの規定は設けられておらず、指令14条1項は、「加盟国は、刑事制裁を科す権利を侵害することなく」「適切な行政措置」を定めるべきであるというように規定されているため、現在のところ、刑事罰採用の選択は各国に委ねられているまま続いている。制裁内容としての刑事罰の設定についての加盟国間の考え方の差異が存在するために、加盟国の中で、第1次内部者のインサイダー取引について1カ国が、情報伝達行為について5カ国が刑事罰を設けておらず、第2次内部者による伝達行為については、8カ国が刑事罰を設けていない。EU域内におけるそのような立法上の差異は、金融市場を害する可能性があるし、域内の刑事罰が設けられていない国で違法行為を行う余地も与えている恐れもある。そういう認識がなされ、2011年の10月にインサイダー取引に関連するEUの新たな規律案としての刑事制裁指令案[225]が公表され、2012年7月に修正提案がなされている。同指令案は加盟国にインサイダー取引規制の制裁として刑事罰を設けることを義務づけるものであり、その主たる理由としては、前述した制裁内容としての刑事罰の設定に関する加盟国間の考え方の差異にあると考えられている[226]。

刑事制裁指令案の具体的な内容としては、故意でインサイダー取引を行う行為及び情報伝達行為に刑罰の対象をとすること（同指令案 3 条)、これに加功した共犯及び取引禁止につき、その未遂も刑事罰の対象とすること（同指令案 5 条)、法人の代表者等が犯した犯罪の場合、法人に責任を負わせることを確保すること（同指令案 7 条）を求めていることである。加盟国にどの程度の刑事罰を科すよう求めるかについて、同刑事制裁指令案は市場濫用指令と同様に定めておらず、ただ実効性があり、相当かつ抑止的なものであるべきことのみ要求している（同指令案 6 条)。

行政的制裁について、2003 年指令は、前述のとおり、「刑事制裁を科す権利を侵害することなく」と規定しているが、「加盟国は…本指令の実施において採択された規定が遵守されない場合には、国内法に従って、責任ある者に対して適切な行政措置が採られ又は責任者

2014 年までを対象とした新しい計画として採択されたものであり、同計画は、警察、税関、救助サービスにおける協力、刑事および民事協力、庇護、移民、ビザ政策など、EU内で協力するための枠組みを提供するものである。

224 Iwona, supra note 120,at 33.

225 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation,COM(2011) 654final,2011/0297(COD),2011.

226 舩津浩司「ドイツの内部者取引規制－EU 法を踏まえて－」 大証金融商品取引法研究会報告（2012）22 頁。

に制裁が課されるよう確保しなければならない。加盟国は，それらの措置が，実効性があり、相当かつ抑止的なものであるよう確保しなければならない」と定めている（14 条 1 項）。また、民事法上の効果について、 2003 年指令は、制裁の整備のみを加盟国に要求しているため、インサイダー規制違反行為がどのような私法的効果をもたらすかについては一切触れていない。

第 2 項　検討

制裁については、文言上、2003 年指令も 1989 年指令と同様に、「罰則（penalty）」という用語を使っている。これに鑑み、EU の範囲内において内部者取引に対する制裁は、民事的手段ではなく、行政及び刑事的手段を採用する傾向がある。

しかし、インサイダー取引に対して、本指令の趣旨によって民事的規制手段が排除されると、果たして読めるであろうか。また、仮に民事的手段を除き、行政的手段及び刑事的手段の二種類のどちを偏重することのであろうか。これについて、行政規制手段及び刑事規制手段の中で、刑罰権は本来的に国家の主権事項に属し、侵害してはならないという共通の理解に基づき、また、行政制裁は手続上の利便性や規制方法の多様性があるため、EU 域内においては行政手段が主な制裁手段、刑事手段を補助制裁手段としてインサイダー取引に適用されている[227]。

しかし、行政制裁は厳格な処罰を含み、例えば、高額の過料を課す結果、刑事および行政制裁の間の限界は曖昧になってしまう。刑事制裁および行政制裁の類似は、二重処罰禁止の原則に背くのではないかとも考えられている[228]。

また、二重処罰の禁止の違反は特に国を超えて行った犯罪の場合にはいっそう問題となる。例えば、ある違反行為が二国に起訴、処罰されうるものであったが、一つ国からは行政処罰しか課されず、もう一つの国からは刑事処罰しか科さない場合、どのように対応するべきであろうか。これに関し、すでに行政処罰されたのは刑事告発や刑事処罰を阻却できないとされている見解がある[229]と共に、2003 年指令も二重処罰の危険を抑えるための規定を定めた[230]。しかし、同規定は二重処罰を避けるというより、ただ加盟国の規制当局の

227　張　前掲注（220）235頁。

228 Iwona, supra note 120,at 34.

229 Iwona, supra note 120,at 34.

230　2003 年指令 16 条 2 項。

「…刑法に基づく訴訟手続において、服する義務を侵害することなく、第1項に従って情報を受けた所管当局は、その情報を本指令の範囲内でその任務を遂行するため、及びその任務の遂行に特に関連した行政手続又は訴訟手続のなかで利用することができる。…」（須籐前掲注（112）380頁）

調査に困難を加えると指摘されている[231]。また、このような規定はすでに裁判手続に進んでいる案件にしか適用できないであろう。さらに、この規定は刑事訴追しか適用できないかがなお不明である。行政手続の場合には、少なくとも、最初の段階には裁判の手続がないからである[232]。

指令案の提出は、加盟国にインサイダー取引規制の制裁として刑事罰を設ける義務を課すが、具体的に、加盟国がどの程度の刑事罰とすべきかについて、指令案は定めておらず、今後の実効性も未知数である。インサイダー取引規制に対する刑事法という手段は簡単な道具として運用されるべきではなく、刑法の目的や原則も考慮されるべきとされている[233]。

第 2 款　加盟国の対処

第 1 項　イギリス

前述のように、イギリスでは、刑事的手段及び行政的手段の二通りの方法を通じて内部者取引を規制している。刑事制裁については、最長の刑期を定めているアイルランドを除き、加盟国の内でイギリスにおける内部者取引に対する刑罰は最も厳格なものである。

刑罰について、1993年刑事司法法61条によれば、正式起訴手続による有罪決定（conviction on indictment）の場合は、制限のない罰金もしくは7年を以下の自由刑に処され、またはそれらを併科される[234]。しかし、1993年刑事司法法の下では、法人に対する処罰は設置されていなかった。また、イギリスの2002年犯罪収益没収法（proceeds of crime act 2002）では収益の没収を付加の処罰として定めている[235]。2002 年犯罪収益没収法の要旨は、犯罪者が犯罪活動から収益を得ることができないようにすること、及び犯罪（criminal offence）からの収益を犯罪者から回収する権限を行政機関が有することにある。また、2002年犯罪収益法の目的は収益の回収ではなく、犯罪者が収益を使用することを抑止し、犯罪率を低下させることを目的としている。それゆえに、没収は他の刑罰と異なり、「収益の回収」を強調するにもかかわらず、犯罪に関する没収は民事上の没収とも異なる。没収の「回収性」によれば、犯罪者が罰金及び没収両方を科されるであろう[236]。

---

231 Iwona, supra note 120,at 34.
232 Iwona, supra note 120,at 34.
233 Iwona, supra note 120,at 35.
234 正式起訴手続による自由刑の刑期は、当初は2年であった。1988年の法改正により、同年9月以降に行われた違反行為については 7 年に引き上げられた。
235 没収は処罰の一種としてかなり前からイギリスにおいて存在しているにもかかわれず、今は 2000 年犯罪収益法に定められている。当該立法はある内閣オフェイス報告を契機として、当時の犯罪収益規制が実行性の欠けることを解決しようために制定されたものである。
236 R C H Alexander. Richard Alexander 『Insider Dealing and Money Laundering in the EU----Law and Regulation』 Aldershot, England ; Burlington, VT : Ashgate, 2007.

行政上の制裁について、2000 年金融サービス市場法 123 条（1）項によれば、包括的な金融サービス監督機構として FSA は、ある者が、（a）市場における市場阻害行為に従事している、または従事したと判断される場合、または（b）ある者が関与した際、市場における市場阻害行為につながったであろう行為を他の者に強要または助長する行動をとった場合、または、必要な行動をとらなかった場合には、適当と認められる課徴金を課すことができる。ただし、監督機構は、警告通知に対する申立を考慮した結果、十分な根拠があると判断できる場合は、課徴金を課さないと判断することができる[237]。

行政的措置（Administrative Measures）や行政処罰（Administrative Sanctions）及び刑事罰の適用の選択、及び実務上同一の事案に行政措置/処罰及び刑事処罰を同時に科されるか否かについて、CESR による 2007 年 11 月の市場濫用指令の下で行政措置や行政処罰及び刑事処罰の各加盟国での運用についての報告書[238]（Report on Administrative Measures and Sanctions　as well as the Criminal Sanctions　available in Member States　under the Market Abuse Directive （MAD）17 October 2007、以下、2007 年 CESR 報告書という）によれば、FSA は刑事、民事、行政及び規制措置（regulatory）違反行為を調査することができ、または犯罪行為に民事、規制措置（regulatory）または金銭的制裁を課すこともできる。FSA は、一定の範囲内において幾つかの法律を執行する権限があるため、特定の場合には、FSA はいずれかを適用するか、または一つないしこれ以上の権限を適用するかを決定することができる。たとえば、2000 年金融サービス市場法は FSA に、FSA の判断によって適当と認める場合に、ある者に制裁金または当該者が市場における市場濫用行為に従事した旨のステートメントを公表する権限を与えている[239]。

2000 年金融サービス市場法の下で FSA の権限を行使する具体的なポリシー及び手続は、FSA の決定手続と罰則指南（Decision Procedure and Penalties Manual （DEPP））の中で説明されている[240]。刑事手続が開始される場合には、FSA は差止（injunctions）、原状回復などを含む民事または規制措置を採用することもできる。これらの民事または規制措置を採用する際に、以下の幾つかの要素が考慮に入れられる。まず、FSA はそれ自身の判断に基づいてこれらの民事または規制措置の採用が刑事手続また当該手続の提起の公正性を損なわないこと、最後に、審判にとってこれらの民事または規制措置の採用が適当と認められることである[241]。

その他、内部者取引事案に刑事罰を科すに際し、2000 年金融サービス市場法 402 条によれば、FSA は 1993 年刑事司法法パート 5（罰則及び適用範囲）によって刑事手続を起こす

---

p134。

237　同条 2 項参照。

238　CESR/07-693

239　2000 年金融サービス市場法第 123 条（1）項、（3）項

240　http://fshandbook.info/FS/html/handbook/DEPP に参照（最終訪問日 2013 年 12 月 9 日）。

241　CESR/07-693p477。

ことがきできる[242]。刑事手続を提起するか否かについては、公訴官に関する規制（Code for Crown Prosecutors）にある十分な証拠基準及び公衆への悪影響基準の二つの基準を考慮しなければならない。

第 2 項　ドイツ

刑事罰に関して、ドイツ有価証券取引法の下において、取引禁止に対し、第 1 次内部者、第 2 次内部者を問わず、また故意または過失を問わず、刑事罰の対象となる（同法 38 条 1 項)。伝達禁止及び取引の推奨禁止については､第 1 次内部者の故意行為のみが処罰される。

ドイツ 2004 年 WpHG において、法人自体に対する罰則規定は明文化されていない。これに対し、法人の場合には、当該法人の計算で取引を行う決定に参加する自然人にも適用すると定める 2003 年指令 2 条 2 項と比較すると、ドイツ有価証券取引法は、「自然人の処罰のみを念頭に置いた規制であって、会社その他の法人は内部者になることはありえても、法人自体が内部者取引により刑罰を科されることはない」と指摘されている[243]。それゆえ、ドイツ法の下で、法人の構成員は個人としてではなく、法人の機関として決定に参加する場合には、当該構成員は正犯として処罰されることになるにすぎないであろう。

行政処罰について、ドイツは2004年12月15日の「証券取引法修正案」からインサイダー取引に対する行政処罰を採用した。2004年以前は、処罰は刑事処罰のみであった。2004年WpHG の39条2項3号、4号により、故意又は過失により情報の伝達或いは取引の推奨行為を行えば、過料の対象になる。しかし、同法38条1項2号基づき、第1次内部者が故意で情報の伝達或いは取引の推奨行為を行った場合に、刑罰の対象になる。これにより、インサイダー取引規制の行政的制裁、つまり過料の対象となるのは、第1次内部者の過失（故意は除外）による伝達・推奨禁止違反及び、第2次内部者の故意または過失による伝達・推奨禁止違反であろう。

第1次内部者に行政的措置（Administrative Measures）や行政処罰（Administrative Sanctions）及び刑事処罰の適用の選択、及び実務上同一の事案に行政的措置や処罰及び刑事処罰を同時に科されるか否かについて、2007年CESR報告書はこれらの規制手段の異なる目的に言及してこの問題に答えた。すなわち、前者の目的は救済（remedying）で、後者は同様な侵害に（または侵害の可能性）に処罰を加えることであり、行政手段と刑事手段が互いに独立的に存在している原因は、当該二種類の規制手段は異なる手続法によって採用されることにある。行政手段或いは刑事手段のどちらを採用するのかは違反行為が異なる法律結果を定めている2003年指令の条文に違反することによって決められる。ある侵害が継続する可能性のある場合には、すでに行政または刑事罰を科されたとしても、行政措

242　2000 年金融サービス市場法 402 条 1 項 a 号。

243　黒沼ほか　前掲註（6）528 頁。

置も科される可能性がある[244]。

第 3 項　フランス

フランスにおいても、イギリスと同様、刑事犯罪としての内部者取引が通貨金融法典において規定され、別途、AMF による行政罰の対象になる内部者取引が、AMF 一般規則によって定められているという 2 本立てになっている。

刑事規制について、通貨金融法典では、自然人と法人に分けて処罰を規定すると明文化されている。同法 L-465 第 1 条によれば、人の場合、特別な情報をその職務又は任務の遂行の機会に保有する者が取引行為または推奨行為を行った場合、2 年の禁錮及び 150 万ユーロ又は当該額を超えて場合により実現利益を下回ることなく当該実現利益の 10 倍までの額の罰金に処せられる。また、職務又は任務の通常の範囲外における第三者に対して当該情報を伝達する行為は 1 年以下の禁錮または 15 万ユーロ以下の罰金に処せられる[245]。前述の二種の者以外の者であって、特別な情報を事情を知りながら保有する者が、取引を直接に若しくは人を介して実現し若しくは実現を可能にし又は当該情報を第三者に伝達する行為は、1 年の禁錮及び 15 万ユーロの罰金又は当該額を超えて実現利益を下回ることなく当該実現利益の十倍までの額の罰金に処せられる。問題となっている情報が重罪又は軽罪の遂行に関するときは、科される刑罰は、七年の禁錮及び実現利益の額が 150 万ユーロを下回る場合には当該額の罰金に引き上げられるものとする。すべての者において、虚偽若しくは不正な情報をいかなる方法若しくは手段によっても一般に流布する行為は処罰の対象となる。法人が、同法 L-465-1 条に違反する行為を行った場合、自然人の場合の 5 倍の額の罰金に処せられる[246]。

行政罰について、内部情報を用いて AMF 一般規則に違反する行為が行われた場合、AMF は 150 万ユーロ以下の過料、または得られた利益の額の 10 倍以下の過料を科すこと、または注意、譴責、営業停止を科すことができる[247]。

行政的措置（Administrative Measures）や行政処罰（Administrative Sanctions）及び刑事処罰の適用の選択、及び実務上同一の事案に行政措置/処罰及び刑事処罰を同時に科されるか否かについては、フランスの制度により、市場濫用に対して行政措置/制裁と刑事制裁を分けて処罰を科すことができる一方、両方とも科すことも許される。それゆえに、AMF は AMF の調査報告にある違反行為に対して、行政訴訟のみを決定することができ、違反行為が犯罪と確認された場合には、行政訴訟も提起することができる、このほか、違反行為が犯罪と確認された場合には、刑事訴訟だけを提起することもできる[248]。

244　CESR/07-693 p158。
245　通貨金融法典 L-465-1 条。
246　通貨金融法典 L-465-3 条、刑法典 31-38 条。
247　通貨金融法典 L-621-15 条。
248　CESR/07-693 p158.

行政または刑事処罰の実行基準について、まず行政処罰の場合に、罰金の額は必ず犯行の悪質性及び当該違反行為から得た不法利益に応じて決定される。経済制裁について、AMFはケースバイケースの原則に従い、以下のいくつかの要素を考慮しなければならない。すなわち、犯行の性質、違反者（自然人また法人）、経済能力、不法利得の有無または程度、意図などである[249]。次に、当該違反行為は刑法の条文に違反し、さらに相当~~的~~な悪質性または犯罪意図も存在していたと認められれば、AMF は犯行事案を刑事機関に引渡せる。もし、刑事判決が言渡す前に行政処罰（例えば、制裁金）を科された場合に、裁判官はすでに科された制裁金を刑事罰金と相殺することと決定できる[250]。

第 4 項　検討

インサイダー取引規制に関し、指令は行政および刑事という二種類の手段を提唱している結果、規制の重心は懲罰に集中してしまう[251]。規制実務上、ある過重な行政処罰は、行政規制と刑事規制の限界を不明確にさせる。

また、指令の曖昧な条文は加盟国の国内法化の際に困難をもたらす。すなわち、指令の条文をそのまま国内法に導入すると、国内法を不明確にする恐れがある。もし、解釈の条項や付加条項を指令と併せて導入すると、指令の規制の範囲も変えられうる。主要な加盟国のインサイダー取引規制に関する法律は指令に基づくものであるが、国内法の伝統などの影響で、裁判上の差異も生じた[252]。そのように、指令の国内化はその目的を果したとは言えず、また市場に対する統一な管理も実現されていない[253]。

第 6 節　小括

EU は 1989 年と 2003 年に二度のインサイダー取引規制に関する指令を出し、規制を図っていた。2003 年指令の実施とともに、1989 年指令は廃止され、現在 EU 各加盟国では 2003 年指令が国内法化され実施されている。具体的な 2003 年指令の主なポイントは次のとおりである。

内部情報、内部者、禁止される行為などのインサイダー取引の構成要件について、まず、2003 年指令は「内部情報」を 1989 年指令の規定をそのまま承継した上で、さらに情報の「重

249 CESR/07-693 p158.
250 CESR/07-693 p158.
251 Iwona, supra note 120,at 140.
252 Iwona, supra note 120,at 141.
253 Iwona, supra note 120,at 141.

大性」の判断に「合理的な投資者基準」を導入した。この基準の導入により、EU 法の下での内部情報の範囲は条文の列挙（これらの列挙はランファルシー手続の第三段階のガイドランに規定されている）に限らず、明文では列挙されていない事情・事象も内部情報を構成しうることとなった。本章においてすでに検討したように、刑事罰として十分な明確性を有するとはいえないが、EU 法の内部情報の判断方法は広範に内部情報を構成する事情・事象を網羅できる点は評価に値する。なぜならば、刑事罰を科すことにおいて要求される明確性の程度については、各加盟国の国内法に基づいてさらに補充する余地を持たせる必要があったため、この基準は広範に網羅していると考えられる。また、このような合理的な投資者基準は、各加盟国に立法を委ねているが、刑法の罪刑法定主義を害さないと思われる。

次に、2003 年指令は情報の「保有状態」から内部者を画定する点は、結果的に内部者と情報受領者との差異を設けず、同一の取扱いをすることとしたことになる。この点は、1989 年指令と比べて情報受領者の責任を一層強化したと評価されている[254]。

最後に、2003 年指令は 1989 年指令と同様に、取引行為、推奨及び勧誘行為を禁止しているが、取引の場合には、後者は未遂形態も含んでいる。また、取引行為に関する主観的要件の要否について、これを必要とせず 2003 年指令での情報の「使用」という要素を強調し客観上の要件を満たせば「使用」に当たるとされる。このような推定手段の運用は、インサイダー取引の摘発において効果的に大きな役割を果たすことを期待される。

違反行為に対する制裁、賠償については、2003 年指令は 1989 年指令と同様に、「罰則（penalty）」という用語を使っており、また私法上の救済手段に関する規定を定めていない。この点に鑑み、インサイダー取引違反に対して、EU 法は、民事的手段ではなく、行政及び刑事的手段を採用する傾向があると言えよう。

附表：インサイダー取引規制の各国比較

	EU 指令	イギリス	ドイツ	フランス
内部情報	正確な情報であるが、金融商品の 1 つ以上の発行者若しくは 1 つ以上の金融商法に直接または間接に関	特定（particular）の証券若しくは特定の証券発行者に係るものであって、証券一般若しくは証券の発行者一般に係るも	内部者証券の一若しくは複数の発行者又は内部者証券自体に関する一般に知られていない事情に係	発行者の見通し若しくは状況に関する特別な情報、金融商品の今後の見通しに関する特別な情報

254　畠山久志「内部者規制の判断基準について：金商品取引法第 166 条の見直しに係る比較法的一考察」（一橋大学、経済法、博士論文、2009 年）196 頁。

	係した未公表のもので、かつ、公表されたには、当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもものをいう。（2003 年指令 1 条 1 項 1 段落） ＊コモディティに係るデリバティブ商品などに関する内部情報の定義を省略	のではなく、特定（specific）していて正確（precise）であり、公表されておらず、かつ、公表されるとすればいかなる証券であってもその価格に重要な影響を及ぼす可能性のあるもの（1993 年刑事司法法 56 条） 一般に利用可能ではないもの、適格投資物件の 1 つ若しくは複数の発行者、又は 1 つ若しくは複数の適格投資物件に直接又は間接に関連するもの、および一般に利用可能であったならば、適格投資物件の価格又は関連投資物件の価格に重大な影響を与える可能性のあるものである（2000 年金融サービス市場法 118 条（2）項） 商品デリバティブである ＊投資物件又は関連投資物件に関する内部情報の定義を省略	る具体的情報であって、それが一般に知られると内部者証券の取引所価格又は市場価格に著しく影響する性質を持つもの（2004 年 WpHG 13 条（1）項）	（通貨金融法典 L465-1 条） 発行者、又は発行される金融商品に関する未公表かつ正確な情報で、公表されれば当該有価証券、先物契約又は金融商品の価格に重大な影響を及ぼすおそれのあるもの（AMF」一般規則 622-1 条）
内部者	内部情報を有しているすべての者	保有する情報が内部情報であると知っている者 情報源から情報を取得し、その旨を認知してい	特段の定義なし	会社の経営陣、その職務又は任務の遂行により、証券の発行者の見通しまたは状況に関する内部情報を

	（2003年指令2条、4条）	る者 （1993年刑事司法法57条） 内部情報を保有する適格投資物件の発行者の管理、経営若しくは諮問機関の構成員 内部情報を保有する適格投資物件の発行者の資本を所有している者 職務、専門的職務若しくは義務の遂行を通じて当該情報を入手できる者、 犯罪行為により内部情報得た者 その他の手段により内部情報を入手した者（当該者が、内部情報であることを知っている若しくは知っていると合理的に期待しうる場合） （金融サービス市場法118B条）		取り扱う者 その他事情を知りながら内部情報を保有する者 （通貨金融法典L465-1条） 発行者の役員、株主、業務として或いは企業ファイナンスの過程、或いは犯罪活動により内部情報を持っている者、 内部情報を持ち、かつそれが内部情報だと知っているか、若しくは知っているべきである者、上記に該当する者が法人である場合には当該法人の取引を実行する意思決定に参加した者（AMF」一般規則第622-2条）
内部情報	正確な情報であるが、金融商品の1つ以上の発行者若しくは1つ以上の金融商法に直接または間接に関係した未公表のもの	特定（particular）の証券若しくは特定の証券発行者に係るものであって、証券一般若しくは証券の発行者一般に係るものではなく、特定	内部者証券の一若しくは複数の発行者又は内部者証券自体に関する一般に知られていない事情に係る具体的情報であっ	発行者の見通し若しくは状況に関する特別な情報、金融商品の今後の見通しに関する特別な情報 （通貨金融法典

	で、かつ、公表されたには、当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもものをいう。（2003 年指令 1 条 1 項 1 段落） ＊コモディティに係るデリバティブ商品などに関する内部情報の定義を省略	（specific）していて正確（precise）であり、公表されておらず、かつ、公表されるとすればいかなる証券であってもその価格に重要な影響を及ぼす可能性のあるもの（1993 年刑事司法法 56 条） 一般に利用可能ではないもの、適格投資物件の 1 つ若しくは複数の発行者、又は 1 つ若しくは複数の適格投資物件に直接又は間接に関連するもの、および一般に利用可能であったならば、適格投資物件の価格又は関連投資物件の価格に重大な影響を与える可能性のあるものである（2000 年金融サービス市場法 118 条（2）項） 商品デリバティブである ＊投資物件又は関連投資物件に関する内部情報の定義を省略	て、それが一般に知られると内部者証券の取引所価格又は市場価格に著しく影響する性質を持つもの（2004 年 WpHG 13 条（1）項）	L465-1 条） 発行者、又は発行される金融商品に関する未公表かつ正確な情報で、公表されれば当該有価証券、先物契約又は金融商品の価格に重大な影響を及ぼすおそれのあるもの（AMF」一般規則 622-1 条）
禁止される行為	取引行為（2003 年指令 2 条 1 項） 情報の伝達行為（同指令 3 条） 取引の推奨行為	取引行為（1993 刑事司法法 52 条 1 項、金融サービス市場法 118 条 2 項） 情報の伝達行為	取引行為（2004 年 WpHG 14 条（1）項 1 号） 情報の伝達行為（同法 14 条（1）項	取引行為（フランス通貨金融法典 L465-1 条 1 項、AMF 一般規則 622-1 条）

	（同指令 3 条）	（1993 刑事司法法 52 条 2 項、金融サービス市場法 118 条 3 項） 取引の推奨行為 （1993 刑事司法法 52 条 2 項、2000 年金融サービス市場法 123 条 1 項） 一般に利用できない重要情報に基づく行動（behaviour）（金融サービス市場法 118 条 4 項）	2 号） 取引の推奨行為 （同法 14 条 1 項 3 号）	情報の伝達行為 （フランス通貨金融法典 L465-1 条 2 項、AMF 一般規則 622-1 条） 取引の推奨行為 （フランス通貨金融法典 L465-1 条 1 項、AMF 一般規則 622-1 条）
罰則	刑事罰採用の選択は各国に委ねるが（2003 年指令 14 条 1 項）、 2011 刑事制裁指令案は加盟国にインサイダー取引規制の制裁として刑事罰を設ける義務（同指令案 6 条）	刑事罰： 7 年以下の禁錮若しくは上限のない罰金又はそれ併科 （1993 年刑事司法法 61 条） 法人に対する刑事罰の規定はない 行政上の措置： 制裁金（上限なし） （2000 年金融サービス市場法 123 条（1）項）	刑事罰： 5 年以下の自由刑又は上限ない罰金刑、利得の没収 （2004 年 WpHG 38 条（1）項 1 号） 過失の場合には、1 年以下の自由刑又は罰金刑（同法 38 条（4）項） 行政上の措置： 取引禁止命令 （同法 4 条（2）項） ＊ただし、内部情報の漏洩及び取引の推奨の場合に（（同法 14 条 1 項 3 号））は 25 万ユーロを上限とする罰金 （同法 39 条（2）項	刑事罰： 自然人の場合： 職務又は任務の遂行の機会に保有する者は取引行為または推奨行為を行った場合、2 年の禁錮及び 150 万ユーロ又は当該額を超えて場合により実現利益を下回ることなく当該実現利益の 10 倍までの額の罰金;情報伝達の場合には 1 年以下の禁錮または 15 万ユーロ以下の罰金;前述の二種の者以外のすべての者であって、特別な情報を事情を知りながら保有する者が、取引を直接に若しくは人を介して実現し若しくは実現を可能に

			3 号 4 号、(4) 項))	し又は当該情報を第三者に伝達する行為は、1 年の禁錮及び 15 万ユーロの罰金又は当該額を超えて実現利益を下回ることなく当該実現利益の 10 倍までの額の罰金。問題となっている情報が重罪又は軽罪の遂行に関するときは、課される刑罰は、7 年の禁錮及び実現利益の額が 150 万ユーロを下回る場合には当該額の罰金に引き上げられるものとする。すべての者において、虚偽若しくは不正な情報をいかなる方法若しくは手段によっても一般に流布する行為は刑に処する。 （フランス通貨金融法典 L-4651 条） 法人の場合： 自然人の場合の 5 倍の額の罰金を処せられる。 （通貨金融法典 L465-3 条、刑法典 31-38 条） 行政上的措置：

				150 万ユーロ以下の額制裁金、または得られた利益の額の 10 倍以下の金銭的制裁、または注意、譴責、営業停止を科すことができる （通貨金融法典 L621-15 条）。

第３章　中国におけるインサイダー取引規制

近代中国における証券市場の建設及び法整備は、1949 年建国を境に、「旧中国時代」と「新中国時代」の二つの段階に分けられ、前者についてはさらに、「清王朝時代」（1644 年～1912 年）と「民国時代」（1912 年～1949 年）に細分化される[255]。しかし、「旧中国時代」には、インサイダー取引規制に関する規定はなかったため、本章では 1949 年以後の証券取引制度及び規制状況を中心に検討を加えることにする[256]。

さて、中国本土においは、証券に関する法整備は、1949 年建国後から 1990 年代の 40 年間は空白状態であった[257]。その後、紆余曲折を経て、1980 年代経済体制改革の政策が打ち出されて後、ようやく種々の法整備・改革が試みられるようになった。1990 年 12 月には全国証券取引自動相場システムが初めて運用され、続いて同年 12 月に上海証券取引所、翌年 7 月に深圳証券取引所が設立され、ここに中国における証券市場がようやく形成されるに至ったのである[258]。以下では、証券市場が形成された後の法の整備状況を検討することにしよう[259]。

255　1949 年以前の中国の証券取引に関する法規制について、葛愛軍「インサイダー取引に関する研究（3）―日本・アメリカ・中国の比較を通じて―」北大法学論集 59 巻 6 号（2009）80～84 頁参照。

256　本章にある「中国」とは、特別な注釈のない場合一律に 1949 年以後の中国を指す。

257 その理由について、「①国債の発行は久しく中断されていたこと、②当時の中国では、国有企業や公的団体所有の企業形態が殆どであり、運転資金はすべて国家予算などのよって賄われていたこと、③1980 年、「改革開放」の国策が打ち出されるまで、私企業の経営が禁止されていたこと」とされている。これについて、葛　前掲注（255）84～85 頁参照。

258　趙万一（編）『証券法学』（中国法制出版社．1999）30 頁［汪世虎］。

259　中国のインサイダー取引に関する法規制について、主として以下の文献を参考した。鄭順炎『証券内幕交易規制的本土化研究』（北京大学出版社．2003）；劉憲権・謝傑『証券期貨犯罪刑法基本理論与研究』（上海人民出版社．2012）；張　前掲注（220）；馬其家『証券民事責任法律制度比較研究』（中国法制出版社．2010）；井涛『内幕交易規制論』（北京大学出版社．2007）；楊峰『証券民事責任制度比較研究』（法律出版社．2006）；楊亮『内幕交易論』（北京大学出版社．2001）；王作富（編）『刑法分則実務研究［下冊］』（中国方正出版社．2003）；徐傑（編）『証券理論与実務』（首都経済貿易大学出版社．2002）；趙秉志・黄京平（編）『刑法学［下冊］』（中央広播電視大学出版社．2003）；胡志光『内幕交易及其法律控制研究』（法律出版社．2002）；薛瑞麟（編）『金融犯罪再研究』（中国政法大学出版社．2007）；符啓林（編）『証券法：理論・実務・案例』（法律出版社．2007）；張育軍・徐明（編）『証券法苑［第三巻］』（法律出版社．2010）；趙万一（編）『証券交易的民事責任制度研究』（法律出版社．2008）；葛　前掲注（255）77～143 頁；張小寧「インサイダー取引におけ

第 1 節　立法状況

インサイダー取引に関する法整備は、最初から法律の形で打ち出された訳ではなく、1990年の証券取引所開設当初はもっぱら自主規制にとどまっていた。その後、行政規制に関する諸法令が整備され、刑事規制が加えられるようになっていったのである。立法過程としては、自主規制―行政による管理―法律による規制の段階を経て、現在、「振り分け型」の規制構造が構築されている[260]。

以下では、非刑事規制及び刑事規制を分けて、それぞれの立法過程や背景を概観する。

第 1 款　刑事規制以外のインサイダー取引規制

第 1 項　自主規制

中国のインサイダー取引規制における自主規制（に関する諸規則）は主に、証券取引所によって制定された業務規則から窺うことができる。例えば、1991 年に公布された「深圳証券取引所業務規則」204 条は、「上場会社の管理者は、会社の証券について、株券の価格

る内部情報の『重要性』について」立命館法学 2 号（2001）139～167 頁；肖中華・馬渊傑「内幕交易、泄露内幕信息罪認定的若干問題―以“両高”司法解釈和証監会規章的比較為視角」貴州大学学報 31 巻 1 期（2013）98～103 頁；陳海鷹・朱衛明・葉建平「泄漏内幕信息罪、内幕交易罪的若干問題探析―由“杭蕭鋼構案”展開」法治研究 3 期（2008）32～39 頁；胡志光「論証券内幕信息的構成要素」雲南大学学報法学版 15 巻 4 期（2002）41～50 頁；李有星・董徳賢「証券内幕信息認定標準的探討」浙江大学学報［人文社会科学版］第 5 期（2009）43～52 頁；張小寧・解永照「論内幕信息的重要性特徴」武漢公安幹部学院学報第 97 期（2011）72～78 頁；雷麗清「如何界定内幕信息的範囲及其特徴」金融発展研究第 1 期（2011）81～84 頁；陳建清「析議内幕信息的界定」福建農林大学学報［哲学社会科学版］第 10 巻第 4 期（2007）77～81 頁；張景樹「論我国証券内幕信息認定標準之缺陥及其間完善」経済研究導刊第 109 期（2010）120～121 頁；趙征兵・杜剛・王荊平「試論我国証券内幕交易法律約束機制及其完善」法学評論第 4 期（1995）17～21 頁；龐　前掲注（324）20～23頁；彭氷「建立補償投資者的証券行政責任機制―針対内幕交易和操縦市場行為」中外法学第5期（2004）571～583；張邦輝・陸渝梅「内幕交易監管体系構建的法経済学分析」重慶大学学報10巻2期（2004）93～97頁；何暁菁「論規制内幕交易的行政監管」前沿21期（2012）78～79頁など。

260　鄭順炎『証券内幕交易規制的本土化研究』（北京大学出版社. 2003）48頁。葛　前掲注（255）84頁。

に影響を及ぼすおそれのある未公開資料を保有したときは、当該資料の内容を業務の遂行で知らせなければならない者以外の者に知らせてはならない。」と規定している。また、同規則 207 条は、「上場企業の管理職は、職務上の立場から個人の立場までにおいて当該企業或いは付属企業のいかなる管理職及びその他の従業員が、当該企業或いは当該付属企業の職務もしくは仕事上の関係を利用して、上場に発行する証券と関係があり価格に影響を及ぼすおそれのある未公開資料を所有、または本規則において禁止する管理職による関連証券の売買等の状況下での関連証券の売買をさせないように、管理に努めなくてはいけない」と規定している。さらに 209 条は、「従業員は、業務の遂行のため、証券の価格に影響を及ぼす可能性がある未公開資料を知ったときは、当該資料の内容を公開してはならない」と規定している。

2000 年、深圳証券取引所及び上海証券取引所によって修正された「株式の上場規則」4.3 は、「上場会社及び当該会社の取締役、監事、高級管理者は、内部情報を漏洩し、インサイダー取引又は他人の株券の価格操縦に資する行為をしてはならない。」と規定している。

しかし、上述の自主規制に関する諸規制はインサイダー取引の抑止に十分な効果を上げてはいなかった。その理由としては、①証券会員制法人[261]である証券取引所は行政処罰権を持たず、会員の違法行為を非難することしかできなかったこと、②当時の証券取引所の主要な目標は、健全な市場の構築よりも、活発市場を育成することにあり、この目標から見ると、違法行為を摘発するのは非現実的であると考えられていたことなどが挙げられている[262]。これらの自主規制は、ほとんど形式上の規定にすぎなかったと言えよう。

第 2 項　行政規則[263]によるインサイダー取引規制

中国における資本市場が確立されつつあった 1990 年代前半においては、自主規制に関する諸規定以外の立法としては、いくつかの法的拘束力の弱い部門規則及び地方的行政規則

261　証券会員制法人とは、現在の日本で「金融商品会員制法人」と呼ばれる。すなわち、金融商品取引業者（証券会社など）を会員とする社団を指す。

262　鄭　前掲注（260）49 頁。

263　中国の法令には、憲法、法律、行政法規、地方性法規・自治条例・単行条例、行政規則（部門規則と地方的な規則）などがあり、各法令の効力は、憲法、法律、行政法規の順に優先される。地方性法規・自治条例・単行条例、行政規則については、憲法、法律、行政法規に抵触しない前提の下で制定される。各法令の適用範囲は、憲法、法律、行政法規、部門規則については、全国に適用され、地方性法規・自治条例・単行条例、地方的な規則については、当該行政区域のみに適用される。

行政規則について、中央の国務院所属の部や各部委員会・中国人民銀行・審計署と行政管理職能を備えた国務院直属の機構が、法律、国務院の行政法規・決定・命令にもとづいて制定するのが、部門規則（中国語は「部門規章」という）である。省クラス人民政府、省・自治区の人民政府所在都市の人民政府、国務院の指定を受けた大都市の政府が、法律及び行政法規並びに当該行政区域の地方性法規にもとづいて制定するのが、地方的な行政規則（中国語は「地方性政府規章」）である。

しかなかった。中国におけるインサイダー取引に関する最初の部門規則は、1990 年 10 月に中国人民銀行によって公布された「証券会社の管理に関する暫定辦法」[264]である。同辦法 17 条は、「証券会社は、市場操縦、インサイダー取引、詐欺、その他の証券市況に影響を与えて利益を獲得する行為をしてはならない」と明文で規定している。規制対象は証券会社に限られており、規制範囲は狭いものの、同辦法は中国において初めて部門規章の形でインサイダー取引を規制した立法である。

上海市及び深圳市の証券取引所が設立された当初、それぞれの証券取引監督管理権は上海市及び深圳市政府に属していた。1990 年 11 月に上海市政府によって公布された「上海市証券取引管理辦法」（地方的な行政規則）39 条及び 40 条は、インサイダー取引行為の禁止について、次のように規定している。

「第 39 条　証券取引の過程で、すべての単位[265]又は個人による次の行為を禁止する。…

…〈中略〉

（2）内部情報を利用して証券取引をすること

…〈後略〉

第 40 条　次の者の直接的又は間接的に自己の計算での証券取引を禁止する。

（1）証券主管機関の証券業務管理を担当する者、

（2）証券取引所の管理者、

（3）証券営業機構の証券の発行又は取引と直接的な関係がある者、

（4）証券の発行者と直接的な所属関係又は管理関係の従業員、

（5）証券の発行又は取引の情報を知るその他の者」。

また、1991 年 6 月 15 日に、深圳市政府は「深圳市株式発行及び取引管理暫定辦法」（地方的な行政規則）を公布し、翌年 4 月に「深圳市上場会社監管暫定辦法」（地方的な行政規則）を公布した。この二つの辦法はそれぞれインサイダー取引を明文で禁止している。「深圳市株式発行及び取引管理暫定辦法」は次のように規定している。

「第 29 条

…〈中略〉

264　中国では、省令又はそれより下位の法令に「辦法」という名称が付されることが多く、日本語に翻訳する際「規則」と標記する例あるが、中国語にも「規則」という言葉が存在することから、混乱を避けるため、ここではあえて「＊＊＊辦法」と表記する。

265　中国法の下での「単位」というのは労働を媒介として全人民を組織化し、政治・行政・経済・思想のあらゆる面から支援・管理・支配する現代中国の政治体制の基層システムである。（木間正道・鈴木賢・高見澤磨・宇田川幸則『現代中国法入門［第 6 版］』（有斐閣. 2012）238 頁）。具体的には、機構、団体、部門、企業などを指す。

党政機関、現役軍人、証券業従業員及び関連部門の関係者は、証券売買をしてはならない。具体的な管理辦法は政府関係部門により別途規定し、中国人民銀行及び市政府に報告の上、批准する。

第 41 条　上場会社の取締役、監事、経営者及び高級管理者は、その在任中、保有する当該会社のすべての株式、新株引受権証券などの有価証券を譲渡してはならない。

第 42 条　証券取引（取引所取引及び店頭取引を含む）を行うに際して、すべての者の次の行為を禁止する

…〈中略〉

（4）内部情報を利用して証券取引を行うこと」

この二つの地方的な行政規則を見ると、インサイダー取引規制の対象者及び禁止行為に関する詳しい規制が確立されているものの、規制対象者及び行政責任についてなお不適切な点がある、と指摘されている。例えば、「深圳市株式発行及び取引管理暫定辦法」については、党政機関[266]や現役軍人の証券売買行為までも禁止されているが、これは適切な規制とは言えず、実務上もその執行は困難である、との指摘がなされている[267]。

このように、1990 年代のインサイダー取引規制に関する諸法令は、内部情報の認定基準になお不備があり、規制範囲も限られており、インサイダー取引に対する民事責任ないし刑事責任規定は未だ用意されておらず、なお多くの欠陥を抱えていたのである[268]。

1993 年 9 月 2 日、国務院証券委員会は「証券詐欺行為を禁止する暫定辦法」（以下、「93 年暫定辦法」という）を公布した。同辦法は職業的な証券詐欺行為を規制する行政規則と

266　2001 年 4 月に、党政機関の処級幹部による証券取引活動の禁止規定は削除されている。

267　鄭　前掲注（260）50 頁。

268　例えば、瀋陽市元証券監督委員会主任であった関維国が上場会社の未公開の内部情報を利用して利益を得た行為について、インサイダー取引としては制裁を課すことはできなかった。その事件は次のようなものであった。

1993 年当時、瀋陽市の経済体制改革委員会副主任並びに証券監督委員会主任であった関維国は、株式の発行等を監視する職務上の権限を利用し、1993 年 1 月から 8 月にかけて、瀋陽房天株式会社、瀋陽木蘭電子集団株式会社及び瀋陽タクシー株式会社の 3 万元と 5000 元の新株引授権を受け取った。関維国はまた、会議で取得した情報を利用し、家族名義で瀋陽 A 会社の近々上場される 34 万元の株式を購入した。A 会社の株式が上場された後、関維国は 77 万元の利益を得た。

以上の事実につき、瀋陽市中級裁判所は、1994 年 9 月 21 日、関維国を収賄罪により 6 年の有期懲役を言い渡し、その収益を没収した。本件では、関維国はインサイダー取引を行っているが、それを理由に処罰された訳ではない。それは、本件行為当時、インサイダー取引に関する処罰規定が無かったからである。当時は、「上海市証券取引管理辦法」及び「深圳市株式発行及び取引管理暫定辦法」などの地方的な規則しかなかったのである。その当時、様々な株式制度の改革がなされてきたが、その過程でインサイダー取引を行った行為者は、相応の刑罰規定がなかったため、処罰から免れていたのである。この点について、劉憲権・謝傑『証券期貨犯罪刑法基本理論与研究』（上海人民出版社．2012）129 頁参照。

して、インサイダー取引についても詳しく規定したのである。そのうち第 4 条は、内部情報の利用、漏洩及び内部情報に基づき他人に証券取引を勧める行為などの類型について、第 5 条は、内部情報の定義及び 26 種類の内部情報について、第 6 条は、インサイダー取引の規制対象者の範囲及び類型について、第 13 条、14 条はインサイダー取引の行政及び民事責任について規定していた。

実務上、93 年暫定辦法は当時のインサイダー取引規制の最も重要な法的根拠になった。

【93 年暫定辦法】

「第 3 条　いかなる単位若しくは個人も、利益を獲得し又は損失を減少させる目的で、内部情報を利用して、発行証券の取引をしてはならない。

第 4 条　本辦法によるインサイダー取引は次の行為を指す。

（1）内部者が内部情報を利用し証券を売買する行為、あるいは内部情報に基づき他人に取引を勧める行為、

（2）内部者が他人に内部情報を漏洩し、他人に当該情報を利用させ取引させる行為、

（3）非内部者が不正な手段あるいはその他の方法を用いて内部情報を取得し、当該情報に基づき証券を売買する行為、若しくは他人に証券の取引を勧める行為、

（4）その他のインサイダー取引行為。

第 5 条　本辦法にいう内部情報とは、内部者のみが知り、未公開で、かつ証券の市場価格に影響を及ぼす可能性のある重要な情報をいう。

前項の重要な情報には、次の各号に掲げるものが含まれる。

（1）証券発行人（以下「発行人」という）が重要契約を締結し、当該契約が会社の資産、負債、権益および経営成果の中の 1 項目または複数の項目に対して顕著な影響を生ずる可能性があるもの、

（2）発行人の経済政策または経営範囲に重大な変化が生ずるもの、

（3）発行人に重大な投資行為または金額が比較的に大きい長期資産購入行為が生ずるもの、

（4）発行人に重大な債務が生ずるもの、

（5）発行人が期限の到来した重大債務を償還することはできない違約状況、

（6）発行人に重大な経営上、または非経営上の欠損が生ずるもの、

（7）発行人の資産が重大な損失を破るもの、

（8）発行人の生産経営環境に重大な変化が生ずるもの、

（9）証券市場に対して顕著な影響をもたらす可能性のある国家政策の変化、

（10）発行人の取締役会長、3 分の 1 以上の取締役または代表取締役社長に変動が生ずるもの、

（11）発行人の在外で発行された普通株の 100 分の 5 以上を保有する株主について、当該銘柄の保有の増減変化が一回につき当該銘柄の株券の在外発行総額の 100 分の 2 以上に

達する事実、

（12）発行人の配当、株式利息分配または増資・株式拡大計画、

（13）発行人に係わる重大な訴訟事項、

（14）発行人が破産または清算の状態に入るもの、

（15）発行人の定款、登録資本および登録住所の変更、

（16）発行人に支払能力がないため、支払いが拒否された者の流動資金の 100 分の 5 以上に相当する大口の銀行不渡りが生ずるもの、

（17）発行人がその会計監査を行う会計士事務所を変更するもの、

（18）発行人の債務担保の重大な変更、

（19）株券の 2 次発行、

（20）発行人の経済用主要資産の抵当、売却または廃棄が 1 回につき当該資産の 100 分の 30 を超えるもの、

（21）発行人の取締役、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、

（22）発行人の株主総会、取締役または監査役会の決定が法により取り消されるもの、

（23）証券監督管理部門が発行人の支配株式権を有する大株主がその株式を譲渡することを禁止する旨の決定をするもの、

（24）発行人による買収または吸収合併、

（25）発行人の合併または分割、

（26）その他の重大な情報。

第 6 条　本辦法にいう内部者とは、発行人の証券を保有する者、若しくは、発行人あるいは発行人と密接な関係を持つ会社において取締役、監査役若しくは高級管理職を担当する者、又は、その会員としての地位、管理上の地位、監督上の地位及び職業上の地位により、若しくは被雇用者、専門顧問としての職務を履行する者であって、次の各号に掲げる者をいう。

（1）発行人の取締役、監査役、高級管理職員、秘書、タイピストおよびその他の職務の履行を通じて内部情報に接触し、あるいはそれを取得することだできる者、

（2）発行人が招聘する弁護士、会計士、資産評価者、投資顧問などの専門家、証券経営機構の管理者、営業者およびその他の業務により内部情報に接触し、あるいはそれを取得する可能性のある者、

（3）法律または法規の規定に基づき、発行人に対して一定の管理権および監督権の行使が認められる者、これには、証券監督管理部門および証券取引所の職員、発行人の主管部門および審査認可機構の職員ならびに商工、税務などの関係する経済管理機構の職員などが含まれる、

（4）本人の職務上の地位、発行人との契約関係あるいは業務上の連絡により内部情報に

接触し、あるいはそれを取得する可能性のある者、これには新聞記者、刊行物編集者、ラジオ局の司会および編集印刷者などが含まれる。

（5）その他、合法なルートを通じて内部情報に接触する可能性のある者。

第 13 条　内部者及び不正な手段あるいはその他の方法を用いて内部情報を取得したその他の者は、本法に違反し、内部情報を漏洩しあるいは内部情報に基づき証券取引を行い若しくは他人に証券の取引を勧奨する場合には、情状に応じて、不正に取得した金員及びその他の不法収益を没収し、かつ 5 万元以下の過料に処する。

第 14 条　発行者は証券の発行においてインサイダー取引を行った場合には、状況に応じて、警告を与える、不法に調達した金員の返還を命ずる、不法収益を行政的没収する、罰金、停止又は証券発行資格の取り消しに処し、若しくはこれを併科する。」

第 3 項　行政法規によるインサイダー取引規制[269]

1993 年 4 月 22 日に国務院が「株式発行及び取引の管理に関する暫定条例」（以下、「93 年暫定条例」という）を公布し、中国は初めて行政法規の形でインサイダー取引に対する規制を行った。同条例は、インサイダー取引規制の対象者、内部情報、禁止行為の類型を詳細に規定しているほか、72 条は、インサイダー取引の行政責任について規定すると共に、民事及び刑事責任も追及することができる旨の条文も設置している。

【93 年暫定条例】

第 72 条　内部者、又は不正な手段を用いて内部情報を取得した者が、内部情報を漏洩し、内部情報に基づいて証券を取引し、若しくは他人に証券の取引を勧奨したときは、情状に応じて、不正に取得した証券及び不法収益を没収するほか、5 万元以上 50 万元以下の過料を併科する。

証券従事者、証券業管理者、又は国家によって証券取引が禁止されている者が、本条令に違反し、直接又は間接に所持又は取引したときは、法令により所持する証券を期限内に売り出すように命ずるほか、情状に応じて、警告、不法収益の没収、5 千元以上 5 万元以下の過料を単科又は併科する。

第 77 条 本条例を違反し、他人に損失を与えた場合、民事賠償責任を負わなければならない。

第 78 条　本条例を違反し、犯罪を構成した場合、法律により刑事責任を追及する。

93 年暫定条例は、性質として行政法規であることから、法の効力としては、行政規則である 93 年暫定辦法よりも高いものである。そして本条例は、2006 年改正証券法が公布さ

269　行政法規とは、国務院が憲法、法律にもとづいて制定するものである（木間ほか　前掲注(265)102 頁）。

れるまで、93 年暫定辦法と並んでインサイダー取引規制の重要な法的根拠となっていたのである。

第 4 項　法律によるインサイダー取引規制

1998 年 12 月に証券法が公布され、翌年 7 月 1 日に施行された。その後、2004 年 8 月と 2005 年 10 月の改正を通して、2006 年 1 月 1 日に現行の証券法（以下、特に断らない限り、「証券法」とは「2006 年証券法」を指す）が施行された。

インサイダー取引規制について、証券法第 73 条は、証券取引に関する内部情報を知る者又は不正に内部情報を取得した者が内部情報を用いて証券取引を行うことを禁じ、さらに第 74 条は内部者の範囲について、第 75 条は内部情報の範囲について、第 76 条は内部情報利用の禁止について、それぞれ定めている。また、インサイダー取引を行った者に対する処罰について、202 条は、「証券取引の内部情報を知る者、又は不正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る情報、または証券の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売買し、又は情報を漏洩し、若しくは他人に当該証券の売買を勧める行為をしたときは、不正に取得した証券を処分するよう命じ、不法収益を行政的没収し、かつ不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の過料に処する。不法収益がなくあるいは不法収益の額が 3 万元未満の場合には、3 万元以上 60 万元以下の過料に処するものとする。法人がインサイダー取引を行ったときは、その直接責任を負う主管者その他の直接責任者に警告を与え、かつ、3 万元以上 30 万元以下の過料に処する。証券監督管理機構の職員がインサイダー取引を行ったときは、重きに従い処罰する。」と規定している。証券法はインサイダー取引に対する処罰を規定しているほか、同法 232 条には民事賠償責任についての条文も置かれている。すなわち、「本法の規定に違反した場合には、民事損害賠償責任を引き受け、および過料または罰金を納付すべきであるが、その財産が同時に支払うのに不足する場合には、まず民事賠償責任を引き受ける」。この条文は、いわゆる「民事賠償責任の優先原則」である。

証券法においては、インサイダー取引規制に関する条文について、包括条項として、国務院証券監督管理機構が制定する法律要件によってインサイダー取引の構成要素を判断すべきものとする指示的条文（委任規定）が含まれている。例えば、証券法 67 条 2 項 1 号ないし 11 号は内部情報を構成する事項を具体的に列挙しているが、12 号は「国務院証券監督管理機構が認定する、証券取引価格に顕著な影響を及ぼすその他の重要情報」と規定している。また、74 条 1 項ないし 6 項は内部者を具体的に列挙しているが、7 項は「国務院証券監督管理機構が定めるその他の者」を規定している。

これらの国務院証券監督管理機構が定める規定として、「証券市場内幕交易行為認定に関する指針（試行）」（証券市場内幕交易行為認定指引（試行））が挙げられる。2007 年 3 月

に、証券監督管理機構[270]としての中国証券監督管理機構委員会（以下、「証監会」という）は、「証券市場内幕交易行為認定に関する指針（試行）」（以下は、指針という）を公布した。同指針は、証拠収集及びインサイダー取引の成立の認定を解決するために制定され、内部情報、内部者、禁止行為、インサイダー取引を構成しない情況、証明基準などについて詳細な規定を定めており。それは証監会内部で適用されるものとされている271。しかし、刑法 180 条 3 項は明文で「内部情報及び内部情報を知る者の範囲は、法律又は行政法規の規定により確定する」と規定しており、指針は性質上、証監会が使用する証券行政執行上の指導的ガイドラインであって、性質上は行政規則の部門規則に相当するものであり、裁判所は、判決文に直接的に指針の条文をインサイダー取引に関する犯罪の根拠として使用することはできないのである[272]。確かに指針は、証監会内部で使用されるものであって社会に公開されておらず、法的効力を有しない。しかしながら、指針は証券法と併せてインサイダー取引の認定に大きな役割を果たしており、また、指針から証監会の立場を窺うこともできることから、証券法を検討する際には指針を参考にすることが不可欠となろう。

93 年暫定辦法は 1998 年に国務院によって廃止されており、93 年暫定条例は、明文上は廃止されていないものの、1999 年 7 月 1 日の証券法施行以降、同条例の多くの規定は証券法に取って代わられている。証券法の改正以後の 2006 年から、実務上 93 年暫定条例の使用は減少しており[273]、現段階でのインサイダー取引規制の非刑事的ツールは主に法律としての証券法と証監会の指針であると言うことができる。

【証券法】

第 67 条　上場会社の株式取引価格に少なからず大きな影響を生じさせる可能性がある重大な事件が発生し、投資者がまだこれを知らない場合、上場会社は直ちに当該重要事実の関連状況につき国務院証券監督管理機構及び証券所に臨時報告書を提出し、かつ公表して、事実の原因、及び現在の状況及び生じる可能性のある法的効果を説明しなければならない。

次の各項に規定する事由は、これを前項でいう重要事実とする。

270　中国証監監督管理委員会職能配置、内部機構の設置及び人員編成を公布することに関する国務院弁公庁の通知（国弁発［1998］131 号）により、中国証監監督管理委員会派全国の証券市場の主管機構である。

271　同指針 4 条。

本指針は中国証券監督管理委員会が使用する証券行政執法の指導性文件である。証券取引所で行われた発行、上場した証券に関するインサイダー取引行為の認定は本指針に適用する。国務院が批准した他の証券取引の場所に行われたインサイダー取引行為の認定は、本指針に参考する。

272　肖中華・馬渊傑「内幕交易、泄露内幕信息罪認定的若干問題―以“両高”司法解釈和証監会規章的比較為視角」貴州大学学報 31 巻 1 期（2013）98 頁。

273　上海証券交易所――中国証監会深圳監管局連合課題組「内幕交易稽查執法研究」（上証連合研究計划第 21 期課題報告）12 頁。
http://www.sse.com.cn/researchpublications/jointresearch/c/plan20110519l.pdf

（1）会社の経営方針及び経営範囲の著しい変化、

（2）会社の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定、

（3）会社が重要な契約を締結し、会社の資産、負債、権益並びに経営成果に重大な影響を生じさせる可能性がある場合、

（4）会社に重大な債務又は未弁済かつ期限到来済の重大財務に関し違約状況が発生した場合、

（5）会社に重大な損失が発生し、又は重大な損害を被った場合、

（6）会社の生産経営の外の条件に重大な変化が生じた場合、

（7）会社の取締役、3 分の 1 以上の監事又はマネージャーに変動が生じた場合、

（8）会社の 5 パーセント以上の株式を保有する株主又は実質支配者の株式保有状況は会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合、

（9）会社の減資、合併、分割、解散及び破産申請の決定、

（10）会社にかかわる重大な訴訟により、株主総会又は取締役決議が法により取り消され、又は無効を宣言された場合、

（11）会社に犯罪の疑いがあり司法機関から立件調査されている場合、又は会社の取締役、監事、高級管理職に犯罪の疑いがあり司法機関から強制措置を受けている場合、

（12）国務院証券監督管理機構が規定するその他の事項

第 73 条　内部情報を知る者、または不正に内部情報を取得した者の内部情報を利用して証券取引に関する活動を禁止する。

第 74 条　証券取引に関する内部情報を知る者は次の者を含む。

（1）発行人の取締役、監査役及び高級管理職員、

（2）会社の 5 パーセント以上の株式を保有する株主、及びその取締役、監査役、高級管理職員、会社の実質支配者、及びその取締役、監査役、高級管理職員、

（3）発行人が株式を支配する会社、及びその取締役、監査役、高級管理職員、

（4）担当する会社の職務により会社に関連する内部情報を知りうる人員、

（5）証券監督管理機構の職員、並びに法定の職責に基づき証券の発行、取引に対する管理を行うその他の者、

（6）保証推薦人、元引受証券会社、証券取引所、証券登録決済機構、証券サービス機構の関連人員、

（7）国務院証券監督管理機構が定めるその他の者。

第 75 条　証券取引活動において、会社の経営、財務に関わる、又は当該会社の証券の市場価格に対して重大な影響を及ぼす未公開の情報は、これを内部情報をとする。

次の各号に掲げる情報は、いずれも内部情報に属するものとする。

（1）本法 67 条 1 項に掲げる重大な事件、
（2）会社の支配金又は増資の計画、
（3）会社の株式権構成の重大な変化、
（4）会社の財務担保の重大な変更、
（5）会社の経営用主要資産の抵当権設定、
（6）売却又は廃棄処分が 1 回につき資産の 100 分の 30 を超えるもの、
（7）会社の取締役、監査役、高級管理職員の行為が法により重大な損害賠償責任を引き受ける可能性のあるもの、
（8）上場会社の買収に関する法案、国務院証券監督管理機構が認定する証券取引価格に顕著な影響を及ぼすその他の重要な情報。

第 76 条　証券取引の内部情報を知る者および不正に内部情報を取得した者は、内部情報の公開前において、当該会社の証券を取引し、あるいは情報を漏洩し、または他人当該証券の取引を勧奨してはならない。
単独で、または契約などの理由で他人と 5%以上の株式を保有した自然人、法人または他の組織が上場会社を買収する場合、本法以外のその他の規定がある限り、その他の規定を適用する。
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、行為者は法により賠償責任を引き受けるべきである。

第 202 条　証券取引の内部情報を知る者、又は不正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る情報、または証券の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売買し、又は情報を漏洩し、若しくは他人に当該証券の売買を勧める行為をしたときは、不正に取得した証券を処分するよう命じ、不法収益を行政的没収し、かつ不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の過料に処する。不法収益がなくあるいは不法収益の額が 3 万元未満の場合には、3 万元以上 60 万元以下の過料に処するものとする。法人がインサイダー取引を行ったときは、その直接責任を負う主管者その他の直接責任者に警告を与え、かつ、3 万元以上 30 万元以下の過料に処する。証券監督管理機構の職員がインサイダー取引を行ったときは、重きに従い処罰する。

【指針】
第 4 条　本指針は中国証券監督管理委員会が使用する内規である。証券取引所で行われた発行、上場した証券に関するインサイダー取引行為の認定は本指針に適用する。国務院が批准した他の証券取引の場所に行われたインサイダー取引行為の認定は、本指針に参考する

第 5 条　本指針のいう内部者とは、内部情報が公開される前に、直接または間接的に内

部情報を取得した者を指し、自然人と単位を含む。

前項の「単位」とは、法人又は法人ではない団体を指し、具体的には会社、企業、事業体、国家機関、社会団体が含まれる。

第 6 条　以下の要件を満たした場合、証券取引の内部者を構成する。

（1）証券法 74 条 1 項ないし 6 項に規定する証券取引の内部情報を知る者、

（2）中国証監会が証券法 74 条 7 項の授権により規定しているその他の証券取引の内部情報を知る者は、以下の者を指す

①発行人、上場会社、

②発行人、上場会社の大株主、実際支配人が支配しているその他の会社及びその取締役、監事、高級管理人、

③上場会社の合併と買収の参加側及びその関連人員、

④業務の遂行のため内部情報を入手した者、

⑤本条 1 項及び本項が規定する自然人の配偶者、

（3）本条 1 項、2 項が規定している自然人の父母、子女及びその他の親族関係のため内部情報を入手した者、

（4）騙取、情報を尋ねること、盗聴、モニターあるいは裏取引などの不正な手段で入手したインサイダー取引者、

（5）その他の方法で内部情報を入手した者。

第 8 条　次の状況の一つに満たす場合、証券取引の内部情報を構成する

（1）証券法 76 条 2 項に列挙している重大事件、

（2）証券法 75 条 2 項 2 号ないし 7 号に列挙している情報、

（3）中国証監会が証券法 67 条 2 項 12 号の授権に基づいて規定する上場会社の証券取引の価格に大きな影響を及ぼす恐れがあるその他の重大事件、

（4）中国証監会が証券法 75 条 2 項 8 号の授権に基づいて認める重要情報、

（5）証券取引の価格に顕著な影響のあるその他の情報。

第 10 条　内部情報としての重要性をもつ期間（中国語：情報敏感期）」とは、内部情報が構成された後、公開される前あるいは証券の価格に対する著しい影響が停止する前の期間を指す。

第 2 款　刑法におけるインサイダー取引規制の立法

1990 年代後半から、新しい形態の経済犯罪が多く現れ、1979 年公布された旧刑法（1980 年 1 月施行）117 条の規定はすでに発展した社会情勢に適応できなかったため、インサイダ

一取引のような新しい犯罪に対応した刑法を制定することが急務となった。

市場の要求に応えて 1997 年に改正された新刑法は、93 年暫定条例や 93 年暫定辦法を刑法典に取り込み、さらにインサイダー取引行為などに関しても、180 条において初めて金融秩序の破壊罪の一種として規定した。1997 年の改正当時は、先物に係わるインサイダー取引の刑事規制は盛り込まれなかったが、1999 年の法改正を機に、刑法 180 条に「先物」に関する行為も規制対象とされた。その後の 2009 年の第十一届全国人民代表大会常務委員会第七次会議は「刑法修正案（七)」を可決し、さらにインサイダー取引犯罪の構成要件を補充、完備させた。修正前の刑法 180 条によるインサイダー取引罪の行為類型は比較的単純であり、主に証券・先物取引の内部情報を知る者、又は不正に証券・先物の取引に関わる、又は証券・先物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、あるいは当該内部情報と関係する先物取引を行ったことを指していた。「刑法修正案（七)」はこれに明示又は黙示に他人を上記取引行為に従事させる行為態様（勧奨行為）を加え、インサイダー取引罪の刑事規制をさらに充実させたのである（180 条 4 項)。

このように、インサイダー取引規制は、行政規制（証券法）と刑事規制（刑法）の「振り分け型」と、証券法 76 条 3 項（内部情報利用の禁止）で明記されている賠償責任、及び 232 条（民事賠償責任の優先）と合わせて民事、行政、刑事三方面の賠償、制裁体系が完備されることとなった。

【刑法】

180 条　「証券・先物取引の内部情報を知る者、又は不正に証券・先物の内部情報を取得した者は、証券の発行若しくは証券・先物の取引に関わる、又は証券・先物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、又は当該内部情報と関係する先物取引を行い、又は当該情報を漏洩し、若しくは明示又は黙示に他人に上記取引行為に従事させたときは、情状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[274]に処し、不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の罰金を併科又は単科する。情状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、不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の罰金を併科する。

法人が前項に違反したときは、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及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。

内部情報及び内部情報を知る者の範囲は、法律又は行政法規の規定により確定する。

証券取引所・先物取引所・証券会社・先物仲介会社・ファンド管理会社・商業銀行・保

274　97 年刑法に即して刑罰を見れば（32 条～60 条)、刑罰は主刑と付加刑とに分かれる。主刑には、拘役、有期懲役、無期懲役、死刑の 5 種類がある。この中で、拘役とは、主に犯罪行為が比較的軽い場合に適用され、1 ヶ月以上 6 ヶ月以下の労働改造刑である（木間ほか　前掲注(265)291 頁)。

険会社等の金融機構の職員及び関連する監督管理部門並びに業界協会の職員が、職務上の便宜を利用して内部情報以外の未公開情報を取得し、規定に反して当該情報と関連する証券・先物の取引行為に従事し、又は明示又は黙示に他人に関連する取引行為に従事させたときは、情状が重大である場合には、第 1 項の規定に基づき処罰する。」

近年、中国証券市場におけるインサイダー取引事件、内部情報漏洩事件の件数は増加しつつある。2011年末までの統計によると、全国の裁判所はインサイダー取引・内部情報漏洩事件22件を審理、終結し、その内訳は、2007年に1件、2008年に1件、2009年に4件、2010年に5件、2011年に11件となっている[275]。

しかし、インサイダー取引の成立を肯定する際に適用できるのは、証券法74条のインサイダー取引の内部者、75条の内部情報、76条の禁止行為、先物取引管理条例85条の内部情報及び内部者[276]、刑法180条のインサイダー取引における不法犯罪行為などに関する包括的な規定しかない。また、指針は証券法の規定より詳細であるが、インサイダー取引に関する犯罪の根拠として使用されないため、刑法180条1項、2項が規定しているインサイダー取引・内部情報漏洩の罪の成立問題に対し、司法解釈を確立することは急務になった。

インサイダー取引規制の実情にかんがみ、2010 年、国務院弁公庁は、中国証監会、公安部、監察部、国資委、腐敗予防局に「資本市場においてインサイダー取引に対する処罰及び防止策に関する意見（関与依法打撃和防控資本市場内幕交易的意見）を送付し、資本市場におけるインサイダー取引を抑止し、市場秩序の公正と投資者の権利を確保し、さらに

275　最高人民裁判所ウェブサイト
http://www.court.gov.cn/spyw/xssp/201212/t20121210_180781.htm（最終訪問日 2013 年 12 月 16 日）参照。

276　先物取引管理条例 85 条 11、12 項。

07 年先物条例 85 条

本条例における用語の意義について、

（11）内部情報とは、先物市場の価格に対して重大な影響を及ぼす可能性のある未公開の情報といい、国務院先物監督管理機構及びその他の関係部門が制定する先物取引の取引価格に対し重大な影響を生ずる可能性のかる政策、先物取引所が打ち出す先物価格に対し重大な影響を生ずる可能性のある決定、先物取引所会員又は顧客の資金及び取引動向並びに国務院先物監督管理機構が認定する先物取引価格に対し顕著な影響を有するその他の重要な情報を含む。((和訳)：葛　前掲注(255)109 頁)。

（12）先物内部情報を知る者とは、その管理又は監督若しくは職業的な地位により、あるいは被雇用者又は専門顧問として職務を履行し、内部情報に接触又は取得することができる人員といい、先物取引所の管理職員及びその他の在職により内部情報を取得することができる従業員、国務院先物監督管理機構及びその他の関係部門の従業員並びに国務院先物監督管理機構が規定するその他の人員を含む。((和訳)：葛　前掲注(255) 106 頁)。

資本市場の健全で平穏な発展を促進するよう協力することを、関係機関に要請した。また、最高人民法院及び最高検察院は、近年の事例に関する検討及び諸外国の経験から示唆を得て、2012 年 3 月 29 日、共同でインサイダー取引・内部情報の漏洩の刑事事件における法適用上の諸問題に関する解釈（通常「インサイダー司法解釈」と称し、以下「2012 年司法解釈」という）」を公布した。同司法解釈は 11 か条の条文で構成され、2011 年 10 月に最高人民法院審判会議の 1529 回の審議を経て、2012 年 2 月に最高検察院の 72 次会議を通過し、3 月 29 日に正式に公表され、6 月 1 日から施行されている。

2012 年司法解釈は、内部情報を知る者、不正に内部情報を取得した者、内部情報としての重要性をもつ期間、インサイダー取引の推定及び抗弁、不法収益額の認定など実務上長く未解決のままであったインサイダー取引に関する刑法適用上の難問を、包括的・集中的に規定しているが、その条文はなお柔軟性を欠くため、インサイダー取引罪に関する司法実務には、今多くの課題が残されている[277]。

第 3 款　小括

上記の諸法令の中で、93 年暫定辦法は 1998 年に国務院により明示的に廃止された。他方、93 年暫定条例は明示的に廃止されてはおらず、証券法と矛盾しない条文は一般法理に従ってなお有効である[278]が、実際上は多くの条文が証券法に組み込まれ、2006 年以後はインサイダー取引規制の根拠規定としてあまり使用されない。これに対し、指針は 2007 年から行政違法としてのインサイダー取引の認定に一定の役割を担っていることから、現段階におけるインサイダー取引規制の法体系は、証券法、指針及び刑法（2012 年司法解釈も含まれる）から構成されると言えよう。

そこで以下では、証券法、指針及び刑法の諸法令で構成されるインサイダー取引規制の法体系について、その鍵概念である「内部情報」、「内部者」、「禁止される行為」そしてインサイダー取引に対する「制裁」という項目に分けて、詳しく検討することにより。

第 2 節　内部情報

内部情報という概念は、中国法では「内幕信息」と表記されている。用語の統一のため、本稿では一律に内部情報をとする。

さて、現行のインサイダー取引規制の法体系において、明文かつ詳細に内部情報を規定

277　劉ほか　前掲注（268）127 頁。

278　鄭　前掲注（260）52 頁。

しているのは、2006 年証券法及び指針である。この二つの法は、内部情報を定義するとともに、幾つかの具体例を列挙している。これに比して、刑法の規定はやや簡単である。

以下では、内部情報の定義、構成要素、重要性の判断基準という内部情報の各側面についてめぐって検討する。

第 1 款　内部情報の定義及び構成要素

第 1 項　内部情報の定義

内部情報について、証券法 75 条は次のように規定している。証券取引活動において、会社の経営、財務に関わる、又は当該会社の証券の市場価格に対して重大な影響を及ぼす未公開の情報は、これを内部情報をとする。

次の各号に掲げる情報は、いずれも内部情報に属するものとする。

（1）本法 67 条 1 項に掲げる重大な事件、

（2）会社の支配金又は増資の計画、

（3）会社の株式権構成の重大な変化、

（4）会社の財務担保の重大な変更、

（5）会社の経営用主要資産の抵当権設定、

（6）売却又は廃棄処分が 1 回につき資産の 100 分の 30 を超えるもの、

（7）会社の取締役、監査役、高級管理職員の行為が法により重大な損害賠償責任を引き受ける可能性のあるもの、

（8）上場会社の買収に関する法案、国務院証券監督管理機構が認定する証券取引価格に顕著な影響を及ぼすその他の重要な情報。

また、内部情報等の定義について、証券法 67 条は次のように規定している。

第 67 条　上場会社の株式取引価格に少なからず大きな影響を生じさせる可能性がある重大な事件が発生し、投資者がまだこれを知らない場合、上場会社は直ちに当該重要事実の関連状況につき国務院証券監督管理機構及び証券所に臨時報告書を提出し、かつ公表して、事実の原因、及び現在の状況及び生じる可能性のある法的効果を説明しなければならない。

次の各項に規定する事由は、これを前項でいう重要事実とする。

（1）会社の経営方針及び経営範囲の著しい変化、

（2）会社の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定、

（3）会社が重要な契約を締結し、会社の資産、負債、権益並びに経営成果に重大な影響を生じさせる可能性がある場合、

（4）会社に重大な債務又は未弁済かつ期限到来済の重大財務に関し違約状況が発生した

場合、

（5）会社に重大な損失が発生し、又は重大な損害を被った場合、

（6）会社の生産経営の外の条件に重大な変化が生じた場合、

（7）会社の取締役、3 分の 1 以上の監事又はマネージャーに変動が生じた場合、

（8）会社の 5 パーセント以上の株式を保有する株主又は実質支配者の株式保有状況は会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合、

（9）会社の減資、合併、分割、解散及び破産申請の決定、

（10）会社にかかわる重大な訴訟により、株主総会又は取締役決議が法により取り消され、又は無効を宣言された場合、

（11）会社に犯罪の疑いがあり司法機関から立件調査されている場合、又は会社の取締役、監事、高級管理職に犯罪の疑いがあり司法機関から強制措置を受けている場合、

（12）国務院証券監督管理機構が規定するその他の事項

証券法 75 条 2 項 8 号及び同法 67 条 2 項 12 号は、いわゆる「委任条項」である。これに関し、指針 7 条は内部情報の定義を証券法と同様に定めているが、同 8 条はさらに内部情報を構成する 5 種類の情報を列挙している。指針 8 条は次のように規定している。すなわち、次の状況の一つに満たす場合、証券取引の内部情報を構成する（1）証券法 76 条 2 項に列挙している重大事件、(2) 証券法 75 条 2 項 2 号ないし 7 号に列挙している情報、(3) 中国証監会が証券法 67 条 2 項 12 号の授権に基づいて規定する上場会社の証券取引の価格に大きな影響を及ぼす恐れがあるその他の重大事件、（4）中国証監会が証券法 75 条 2 項 8 号の授権に基づいて認める重要情報、（5）証券取引の価格に顕著な影響のあるその他の情報。

しかし、証券価格に影響を及ぼす情報は多種多様であり、包括条項が設置され、かなりのものが内部情報の範囲に包摂されたとしても、列挙は十分でないと指摘されている[279]。

証券法と指針のほか、刑法も内部情報の定義に言及しているが、単独で直接的に内部情報の定義を規定するのではなく、ただ「証券・先物取引の内部情報を知る者、又は不正に証券・先物の内部情報を取得した者が、証券の発行若しくは証券・先物の取引に関わる、又は証券・先物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、又は当該内部情報と関係する先物取引を行い、又は当該情報を漏洩し、若しくは明示又は黙示に他人に上記取引行為に従事させたときは、情状が重大である場合には...」と簡単で間接に内部情報の定義を言及している。

第 2 項　内部情報の構成要素

上記のように、インサイダー取引に関する行政諸法は、内部情報を具体的に列挙する方

279　胡志光『内幕交易及其法律控制研究』（法律出版社．2002）306 頁。

式を取りながら、他方で委任条項（例えば、証券法 75 条 2 項 8 号と同法 67 条 2 項 12 号）も設けている[280]。具体的にどのような要素を満たせば内部情報を構成すると言えるかについて、法律は明確に規定していない。この点について学説上定説はなく、主に二要件説、三要件説などの代表的な学説が併存している。

まず、二要件説とは、ある情報が二つの要素を満たせば内部情報の範囲に属するという見解であるが、具体的な要素の内容は論者によって異なる。重要性及び未公開性説によれば、内部情報を構成するために、ある情報は重要性及び未公開性を有しなければならない[281]、とされる。未公開性及び価格敏感性説によれば、「証券法 75 条は、内部情報を証券取引活動において会社の経営、財務に関わる、又は当該会社証券の市場価格に重大な影響を及ぼす未公開の情報であると規定していることから、内部情報は必ず二つの要素を満たさなければならない。つまり、未公開性及び価格敏感性である」[282]とされる。未公開性及び確定性を内部情報の構成要素とする見解も存在する[283]。

次に、三要件説の観点は、主にすでに廃止された 93 年暫定辦法に基づくものである。つまり、内部情報を構成するために、ある情報は当該情報会社を源泉とすること、当該上場会社の株価に重大な影響を及ぼすこと、未公開であること、という三つの要素が同時に満たされれば、内部情報の範囲に属するとされている[284]。この説によれば、内部情報の 3 要件は関連性、未公開性、重要性を有しなければならない。関連性というのは、当該情報は必ず発行会社、あるいは当該会社が発行した証券と一定の関係があるという意味である[285]。三要件説は、証券法 75 条及び暫定辦法 5 条に依拠するものであり、現在の通説でとなっている。

二要件説及び三要件説を主張している論者以外に、一部の論者は「真実性」と「確定性」を内部情報の不可欠な要素としている。これらの論者は、内部情報としての情報は必ず客観的で正確的なものでなければならず、風聞、推測又は根拠のないものは内部情報を構成できないとしている[286]。

280　張　前掲註（3）147 頁。

281　張育軍・徐明（編）『証券法苑［第三巻］』（法律出版社．2010）98～105 を参照．趙秉志（編）『破壊金融管理秩序犯罪疑難問題司法対策』（吉林人民出版社．2000）186 頁。

282　符啓林（編）『証券法：理論・実務・案例』（法律出版社．2007）158 頁。

283　薛瑞麟（編）『金融犯罪再研究』（中国政法大学出版社．2007）100～102 を参照。

284　祝二軍『証券犯罪的認定与処理』（人民法院出版社．2000）399～400 頁を参照。

285　陳海鷹・朱衛明・葉建平「泄漏内幕信息罪、内幕交易罪的若干問題探析――由“杭蕭鋼構案”展開」法治研究第 3 期（2008）38 頁。

286　陳ほか　前掲注（285）37～38 頁を参照；喻福東「証券内幕交易罪概念的重新界定」求索 2 期（2006）120 頁；楊峰『証券民事責任制度比較研究』（法律出版社．2006）266～278 を参照；張　前掲注（220）161 頁；井涛『内幕交易規制論』（北京大学出版社．2007）9 頁；胡志光「論証券内幕信息的構成要素」雲南大学学報法学版第 15 巻第 4 期（2002）46 頁；李有星・董徳賢「証券内幕信息認定標準的探討」浙江大学学報［人文社会科学版］第 5

外国においては、内部情報の性質の一つとして、「正確性（precise)」[287]、あるいは「具体性（specific)」[288]などの異なる言葉を使っているが、中国法には未だこのような規定がないため、中国法の下での内部情報の特徴的な要素は重要性、未公開性、関連性であると思われる。

第 2 款　内部情報の重要性について

インサイダー取引違反行為さらに犯罪行為の成否を論じるにあたって、内部情報の「重要性」の判断は最も重要な問題である、と言っても言い過ぎではないであろう[289]。以下で

期（2009）50 頁。

[287] EUの2003年指令1条1項は次のように規定している。「‘Inside information’ shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.」

[288] イギリス 1993 年刑事司法法 56 条 1 項は次のように規定している。「For the purposes of this section and section 57, “inside information” means information which—

(a)relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally;

(b)is specific or precise;

(c)has not been made public; and

(d)if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities.

For the purposes of this section and section 57, “inside information” means information which—
(a)relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally;

(b)is specific or precise;

(c)has not been made public; and

(d)if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities. 」

[289] 張　前掲註（3）139 頁。

は、中国法の下での内部情報の「重要性」に関する判断基準を検討する。

第1項　重要性の判断基準

中国法の下での内部者情報に関する規定は、「具体的列挙＋概括的規定」のモデルを採用しており、その規定方式の目的はインサイダー取引規制を厳格に適用することを保障することにあるとされている[290]。

概括的な規定については、インサイダー取引行為を規定する刑法180条、証券法75条、指針7条、廃止された93年暫定辦法5条、また93年暫定条例81条が、内部情報を規定する場合にいずれも情報の「重要性」を強調する。刑法180条では「証券の発行若しくは証券・先物の取引に関わる、又は証券・先物の取引価格に重大な影響を及ぼす」と規定されている。これに対して、証券法75条と指針7条はともに、内部情報の重要性について、「会社の経営、財務に関わる、又は当該会社証券の市場価格に重大な影響を及ぼす」と規定している。現行のインサイダー取引規制に関する諸法令のほか、すでに廃止された93年暫定辦法5条は「証券市場価格に影響を及ぼす可能性のある重大な情報」を内部情報としており、また、93年暫定条例81条は、「証券市場の価格に対し重大な影響を及ぼす可能性のある」と規定していた。

このように、現行法でも、あるいはすでに廃止又は使用されていない法でも、内部情報を構成するために重要性を必要とする点で、これらの条文は一致している。

一方で、どのような情報が重要性のあるものかについては、具体的に列挙されている。特に上場企業情報公開管理辦法30条は、証券法67条の規定に基づいて、内部情報をさらに21種類の「重大事件」に細分化している。具体的列挙の規定方式は、一定程度の運用可能性を有するが、この方式ではすべての内部情報の類型を網羅的に列挙するものではない。そのため、条文に列挙されていない情報が内部情報を構成するか否かについて、実際上問題になる。

この問題に関し、証監会は李際浜、黄文峰によるインサイダー取引案[291]で一定の立場を示している。

【争点】

本件は、証券法75条には含まれていないE会社の利益配当事項が内部情報と見なされるか否かという問題をめぐるものである。本件の中で、A会社はBの親会社であり、BはC会社の親会社であり、C会社はD会社の株の18.81%を保有し、D会社はさらにE会社の株の54.98%を保有ししている。株式の多重保有のため、A会社が間接的に保有したE会社の株は10%に過ぎない。このような「曾孫会社」としてのE会社の利益配当事項は、証券

290　張　前掲註（3）147頁。

291　中国証監会行政処罰決定書（李際浜、黄文峰）29号（2010）。

法 75 条には含まれておらず、内部情報と見なされるか否かが問題となる。

【証監会の立場】

本件の内部情報の構成問題について、証監会「本件にかかる情報は、上場会社の持ち分利益配当方針にかかるものである。内部情報の『重要性原則』により、上場会社の未公開の持ち分利益配当方策が内部情報であるかどうかについて、当該持ち分が上場会社全体の資産、営業額及び利潤の中での比重、投資者が当該配当方針に対する予期、及び当該配当方針が当該会社の株価に変動との関係程度など要因によって総合的に判断すべきである。本件について、客観的な過去の年度記録によっても、李際浜、黄文峰を含む A 会社の高級管理人又は社外の投資者の主観的な認知によっても E 会社の配当は A 会社の業績構成に大きな比重を占めている。また、A 会社 2006 年 11 月 8 日に発表した『E 会社の 5、6 号発電機に関する公告』は投資者に、A 会社が E 会社から獲得できる次の年度配当の比例が大幅に減少するおそれがあるという予期を与えたので、その後達成した 2006 年度全額配当方策は、投資者への影響がより大きい」[292]と述べた。また、証監会は、情報の重要性を損なう要因があるかどうかも考慮に入れた。本件において A 会社が 2006 年 12 月 22 日に発表した『会社株式流通改革に関する公告（中国語は「公司股権分置改革的公告」)』により、珠海市の国有資産監督管理委員会が、E 会社を含む B の利益能力に業績補償を与えると承諾した。しかし、証監会は「当該承諾が E 会社の配当にかかる条項を明確に言及しておらず、またこの承諾が一年間の業績に対するものに過ぎないため、国有資産監督管理員会の当該承諾は、E 会社の配当方針が A 会社に対する半年度業績及び短期間内株価への影響の『重要性』の程度を損なうとは言えない」[293]と判断し、A 会社の E 会社に対する持ち分配当方針に関する情報が内部情報の『重要性』基準を満たすとの立場を示した。

このように、条文に明確に列挙されていない情報の重要性判断の問題については、投資者が当該配当方針に対する予期、当該情報と株価変動との関係及びその程度など諸要因によって総合的に判断すべきという証監会の立場が窺えるであろう。これらの諸要因と合わせて、証券法 75 条に列挙された項目にこだわらないで判断する方法は、将来的に内部情報の認定の手法になるべきであるとして、論者に支持されている[294]。具体的な判断基準については、学説上、多くの学者は EU のような「合理的な投資者標準説」を支持している[295]。すなわち、内部情報の範囲の画定については、証券法 75 条が列挙するものを前提とする。

292　中国証監会行政処罰決定書（李際浜、黄文峰）29 号（2010)。

293　中国証監会行政処罰決定書（李際浜、黄文峰）29 号（2010)。

294　張ほか　前掲注（281）94 頁。

295　張小寧・解永照「論内幕信息的重要性特徴」武漢公安幹部学院学報第 97 期（2011）77 頁；雷麗清「如何界定内幕信息的範囲及其特徴」金融発展研究第 1 期（2011）84 頁；陳建清「析議内幕信息の界定」福建農林大学学報［哲学社会科学版］第 10 巻第 4 期（2007）79 頁;張景樹「論我国証券内幕信息認定標準之缺陥及其間完善」経済研究導刊第 109 期(2010) 121 頁。

ただし、列挙されていない情報の重大性の有無については、実際に当該情報が公開される前後の影響に従って判断するのではなく、一般投資家の合理的な判断を仮定しこれを基準として判断しなければならない[296]、とするのである。

第 2 項　検討

重要性は内部情報の第一の特徴であり、ある情報が内部情報かどうかを判断するときの実質的な要素である[297]。上記の証券法、93 年暫定辦法（廃止）、93 年暫定条例は、内部情報の重要性について具体的列挙の形式を採択し、実務上一定程度の運用可能性を有するが、このような規定方式ではすべての内部情報を網羅的に列挙できないであろう。確かにこれらの条文はいずれも包括条項を設置してはいるが、重要性の判断基準を設けていないため、条文に列挙されていない情報が内部情報と見なされるかどうかという点はさらに問題となる。

条文の表現から分析すれば、内部情報の重要性について、暫定辦法 5 条及び 93 年暫定条例ともに、価格に影響を及ぼす「可能性」を重視している。これに対し、インサイダー取引規制に関する最も重要な現行法の証券法、指針及び刑法は「重大な影響を及ぼす」とだけを規定しており、実際の結果の発生を強調しているといえよう。

刑法の場合には、情状が重大な場合にしか犯罪を構成しないものとされ、実際の結果を重視する規定となっている。それは、罪刑法定主義及び被告人の権利保護の観点からの要請であり、そこで「可能性」基準を採用できないのは、当然であろう。これに対して、証券法がどのような考慮から現行の条文形式となったのは、必ずしも明らかではないように思われる。

第 3 節　内部者

中国法における内部者には、自然人と法人が含まれる。そのうち、刑法 180 条によれば、自然人主体には 2 種類ある。すなわち、内部情報を知る者、及び不正に内部情報を取得したその他の者である。また、93 年暫定条例 72 条には、「内部情報を知る者」以外、「不正な手段で内部情報を取得した者」も規制対象に含まれる。93 年暫定辦法 13 条は規制対象に「内部情報を知る者」、「不正な手段で内部情報を取得した者」、そして「他のルートで内部情報を取得した者」を追加した。

296　張ほか　前掲注（281）98 頁。
297　薛　前掲注（283）102 頁。

しかし、2006 年証券法第 73 条は、「内部情報を知る者」及び「不法不正に内部情報を取得した者」の二つに限定した。2006 年証券法は、内部情報を知る者だけをインサイダー取引規制の対象をとする 1998 年証券法と比べると、規制対象を「不正に内部情報を取得した者」までに拡大したが、93 年暫定辦法よりは狭いものであった。2008 年に 93 年暫定辦法が国務院により廃止された後、「他のルートで内部情報を取得した者」はインサイダー取引の規制対象とはされなくなった。現行法上、インサイダー取引の規制対象となるのは、「内部情報を知る者」及び「不法に内部情報を取得した者」の 2 類型である。

【内部者に関する規定】

法律	規定
93 年暫定条例（1993 年）72 条	内部情報を知る者 不正な手段で内部情報を取得した者
93 年暫定辦法（1993 年）13 条（廃止）	内部情報を知る者 不正な手段で内部情報を取得した者 他のルートで内部情報を取得した者
証券法（2006 年）73 条	内部情報を知る者 不正に内部情報を取得した者
刑法（1997）180 条	内部情報を知る者 不正に内部情報を取得した者

内部情報を知る者の具体的範囲について、刑法典は明文で規定しておらず、他の法律や行政法規によって適用される[298]。また、不正に内部情報を取得した者についても、現行の刑法典でも証券法でも明確に規定されておらず、具体的な適用範囲については法解釈に委ねられている。先物に関わるインサイダー取引の定義についても、上述のように「内部情報を知る者」に関する定義が設けられているものの[299]、「不正に内部情報を取得した者」に関する定義は明文化されていない。

それにより、刑法典と証券法は「内部情報を知る者」以外の内部情報取得者に実質

298　刑法 180 条 3 項：

内部情報及び内部情報を知る者の範囲は、法律又は行政法規の規定により確定する。

299　07 年先物条例 85 条 12 項。

的な限定を設け、規制の対象を比較狭い範囲にとどめており、偶然的に内部情報を取得した者は規制の対象外とされる。

第１款　内部情報を知る者

2006 年証券法 74 条により、「内部情報を知る者」とは以下の者を含む。すなわち、(1) 発行人の取締役、監査役及び高級管理職員、(2) 会社の 5 パーセント以上の株式を保有する株主、及びその取締役、監査役、高級管理職員、会社の実質支配者、及びその取締役、監査役、高級管理職員、(3) 発行人が株式を支配する会社、及びその取締役、監査役、高級管理職員、(4) 担当する会社の職務により会社に関連する内部情報を知りうる人員、(5) 証券監督管理機構の職員、並びに法定の職責に基づき証券の発行、取引に対する管理を行うその他の者、(6) 保証推薦人、元引受証券会社、証券取引所、証券登録決済機構、証券サービス機構の関連人員、(7) 国務院証券監督管理機構が定めるその他の者、である。

予想できない証券市場の変動や新たな犯罪の複雑化・多様化に応じ、7 項「その他の者」についての具体的な例示は、証券法の条文上には置かれていない。このような立法方式は、なるべく全面的にインサイダー取引を抑止しようとする狙いがあるとされている[300]。

実務上、7 項が規定している「国務院証券監督管理機構が定めるその他の者」の確定に関し、指針 6 条 2 項はこれらの者の範囲を列挙している。すなわち、指針 6 条は、次のように規定している。

「指針 6 条　以下の要件を満たした場合、証券取引の内部者を構成する。

(1) 証券法 74 条 1 項ないし 6 項に規定する証券取引の内部情報を知る者

(2) 中国証監会が証券法 74 条 7 項の授権により規定しているその他の証券取引の内部情報を知る者は、以下の者を指す。

①発行人、上場会社；

②発行人、上場会社の大株主、実際支配人が支配しているその他の会社及びその取締役、監事、高級管理人；

③上場会社の合併と買収の参加側及びその関連人員；

④業務の遂行のため内部情報を入手した者；

⑤本条 1 項及び本項が規定する自然人の配偶者；

(3) 本条 1 項、2 項が規定している自然人の父母、子女及びその他の親族関係のため内部情報を入手した者；

(4) 騙取、情報を尋ねること、盗聴、モニターあるいは裏取引などの不正な手段で入手

300　趙征兵・杜剛・王荊平「試論我国証券内幕交易法律約束機制及其完善」法学評論第 4 期（1995）18 頁。

したインサイダー取引者；

（5）その他の方法で内部情報を入手した者。」

具体的列挙と委任規定の併用方式は、なるべく全面的にインサイダー取引の内部者を網羅しようと読めるが、決して全面的なものは言えない。例えば、日本では、上場会社等と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（日本金融商品取引法166条1項34号）も内部者の範囲に含まれるが、中国にはこのような規定はないことから、司法実務において、証券法74条に規定されている者以外の者が内部情報を利用して取引をした場合に法適用が可能か否かが問題となったのである。この問題について、鄧軍、曲麗インサイダー取引事件[301]から証監会の立場を検討したい。

【争点】

鄧軍はA上場会社の買付けの相手会社であるB社の取締役であり、証券法74条（1）～（6）に列挙している者ではない。この場合には、インサイダー取引を構成できるか否かについて争点になる。

【判断】

証監会の行政処罰委員会委員は、「鄧軍は証券法74条（1）～（6）に列挙している者ではないが、（7）の『国務院証券監督管理機構が定めるその他の者』を適用できる。証監会が2007年1月30日公布した『上場会社情報公開管理辦法』（中国語：『上市公司信息披露管理辦法』）4条が『内部情報が公開される前に、当該上報を知るすべての者が情報の公開、漏洩、又は当該上報を利用してインサイダー取引をしてはならない』と規定している。これにより、実際には『国務院証券監督管理機構』がすでに『その他の者』を『内部情報を知るすべての者』まで拡大させた」[302]と述べ、肯定な意見を示した。実務上の処罰結果を見ると、証監会は鄧軍の行為をインサイダー取引として認定し、150,099,72元の違法取得を没収し、150,099,72元の過料を徴収した。

【検討】

本件を踏まえ、内部情報を知る者の範囲について、これを上場会社の内部者に限定せず、会社の内部情報に優先的にアクセスできる者、当該情報を秘密裡に利用しうる者、漏洩を禁じられた者を含むとする、拡大解釈も示されている。そこでは、ある者が合法的に会社の内部情報にアクセス又は取得できる否かが「内部情報を知る者」の重要な判断基準とされているのである[303]。

301　中国証監会行政処罰決定書（鄧軍、曲麗）46号（2008）を参照。

302　中国証監会行政処罰委員会（編）「証券行政処罰案例判解［第1輯］」（法律出版社 2009）4頁。

303　劉ほか　前掲注（268）178頁。

もう一つは、「情報を知る内部者」が退職や契約の解除などによりその立場を離れて後もなお規制対象となる期間が問題となる。中国法では、日本の金融商品取引法のような「1 年以内」とする規定[304]がないことから、実務においてこの点が問題とされた。

すなわち、証監会は、況勇、張蜀渝、徐琴のインサイダー取引事件において、この点について一定の判断を示したのである。すなわち、証監会は「A 社の財務部副部長、取締役会秘書、投資部部長を務めた況勇は、退職後、元会社の委託を受けて B 社との交渉、連絡、調整、契約の締結の過程に参加した。そのため、況勇は、合併と買収に関連する進展、展望について細部にわたり全面的に詳しく承知しており、かかる秘密を守るべき立場にあった。しかし、況勇は必要な措置を取らず、かつ、当該秘密を他人に漏洩した。そのため、況勇の行為は『証券法』202 条が規定する『内部情報を知る者が情報が公開される前に漏洩する行為に当たる』」305と述べ、況勇に 3 万元の過料を課した。

他の事件では、違反者の身分の性質について、証監会が明確に「内部情報を知る者」と表現しているものもある[306]。しかし、本件（況勇事件）では、証監会は、本件に係る情報を「内部情報」と認定しているものの、違反者の身分については、「元会社の委託を受けて B 社との交渉、連絡、調整、契約の締結の過程に参加した。そのため、況勇は合併と買収に関連する進展、展望について細部にわたり全面的に詳しく承知しており」とするに留め、「内部情報を知る者」との表現を使用していない。本件では、証監会は、況勇に対し行政処罰の決定を下したものの、違反者の身分については直接的な判断を回避していると言えよう。その上で、証監会は、処罰の根拠を、違反者が元会社の委託を受けて相手会社との交渉等の過程に参加し、交渉等の進展、展望について細部にわたり全面的に詳しく承知していた点に求めているのである。

これが、仮に違反者が元会社の委託を受けたのではなく、退職前に入手した内部情報を他人に漏洩した場合はどうであろうか。この場合も、上記の上場会社情報公開管理辦法 4 条及び証監会の行政処罰委員会委員の見解により、「内部情報を知るすべての者」の情報漏洩及び取引行為は禁止されるべきことになるが、上述のように証券法にはこれを規制する条文が欠けるため、司法実務は他の法律、法規を援用しなければならないことになる。

先物取引については、先物取引管理条例 85 条 12 項が、管理又は監督若しくは職業的な地位により、あるいは被雇用者又は専門顧問として職務を履行し、内部情報に接触又は取得することができる人員を「先物内部情報を知る者」として規定している。先物取引において内部情報を知る者について、中国の先物に関する法規が重視しているのは、先物の管理機構、取引所等の行政管理の過程で重大な政策情報にアクセスできる先物取引情報人員の先物取引活動を禁止することである[307]。その理由は、先物の取引価格は主に大口の商品、

304　日本金商法 166 条 1 項後段。
305　中国証監会行政処罰決定書（況勇、張蜀渝、徐琴）32 号（2010）を参照。
306　中国証監会行政処罰決定書（張慶瑞）41 号（2013）、中国証監会行政処罰決定書（李国剛、白憲慧、周富華、姚文喜）2 号（2013）を参照。
307　劉ほか　前掲注（268）178 頁。

債券、外国為替等の現物市場管理情報、需給関係情報、産業政策情報、為替管理情報などの未公開情報の影響を受けやすく、法律はこれらの分野において情報管理に従事し、若しくはこれらの情報にアクセスできる者に取引禁止の義務を設定する必要があるからだと説明されている[308]。

2012 年司法解釈 1 条[309]により、上記の証券法 74 条に規定される者、及び先物取引管理条例 85 条 12 項に規定される者は、刑法 180 条 1 項の「内部情報を知る者」に該当することになる。しかし、本条が単に委任規定にすぎず、司法解釈として単にインサイダー取引の司法実務に依拠する法律、法規を提示するのは、内部情報を知る者の判断に関する本質的な問題に触れない。実際には、2012 年司法解釈 1 条はインサイダー取引罪の規制に効果的な役割を果たしたとは言えないと批判されている[310]。

第 2 款　不正に内部情報を取得した者

第 1 項　「不正」の意味

「不正に内部情報を取得した者」をどのように理解するかは、インサイダー取引を認めるための核心問題である。刑法典の中には、「不正」という表現が多く使用されている[311]ため、「不正」の意味については、複数の見解が存在しうる。インサイダー取引については、「不正に内部情報を取得した者」とは、当該情報を何らかの不正な方法で取得したすべての者を指すか否かについて、次の二つの見解がある。

一つは、「不正」というのは法律の具体的な規定に違反することであり、法律が内部情報を保護しているとの前提の下で、行為者がその旨に背いて違法な手段で内部情報を入手する行為を違法とする立場である。そのため、「不正に内部情報を取得した者」とは、詐取・盗聴・窃盗・賄賂・モニターなどの違法な手段で内部情報を取得した者を指す[312]。

308　劉ほか　前掲注（268）178 頁。

309　司法解釈 1 条：

「次の者は刑法 180 条 1 項に規定する『証券・先物取引の内部情報を知る者』と認定すべきである。

（1）証券法 74 条が規定する者；

（2）先物取引管理条例 85 条 12 項が規定する者。」

310　劉ほか　前掲注（268）178 頁。

311　例えば、国家機密・情報の窃取、探知、買収又は不法提供罪（111条）、銃器弾薬爆発物不法製造売買運搬郵送貯蔵罪（125条）、銃器不法製造販売罪（126条）、虚偽出資・出資不法撤回罪（159条）、公衆預金不法集金罪（176条）、金融証書不法発行罪（188条）、不法手形引受支払保証罪（189条）不法監禁罪（238条）などである。

312　王作富（編）『刑法分則実務研究［下冊］』（中国方正出版社．2003）546～547 頁を参照；徐傑（編）『証券理論与実務』（首都経済貿易大学出版社．2002）98～99 頁を参照、

もう一つは、「不正」を拡大して理解すべきとする立場である[313]。この立場によれば、「不正に内部情報を取得した」とは、行為者が法律上違法な手段を用いて内部情報を入手した場合のほか、何らかの意味で不正な手段を用いた場合をも意味することである。言い換えれば、「不正」というのは、法律の具体的な規定に直接的に違反した場合だけでなく、正当な権限に基づかない場合をも含むべきと解するのである。その故、「不正に内部情報を取得した者」とは、法律上違法となる手段で内部情報を取得した場合のほか、正当な権限に基づかずに内部情報を取得したその他すべての場合を指すものと理解される。具体的に言えば、「違法な手段」とは、窃盗、詐取、賄賂、脅迫など、それ自体として違法性を帯びる不正な手段を指し、「正当な権限に基づかない」場合とは、企業の内部情報を知る者から当該情報を受領した者の配偶者等の親族又はその他の者が内部情報を取得した場合を指すと思われる。

「不法不正」を拡張的に理解する立場に基づき、「不法不正」の範囲は「違法」に限られず、証券法 74 条列挙された 1 項ないし 7 項のような情報を取得する正当な身分がないのに情報を取得した場合も規制の対象と解するのが、現在の通説である。

第 2 項　2012 年司法解釈 2 条の立場

「不正」の意味を明確にさせるよう、2012 年司法解釈 2 条は、次のように規定している。

【2012 年司法解釈 2 条】

「次の条件に満たす者は、刑法 180 条 1 項の「不正に証券・先物の内部情報を取得した者」を構成する。

（1）窃取、騙取、情報の不正取得、盗聴、情報を探る、又は裏取引などの違法な手段で入手した場合、

（2）インサイダー取引情報を知りえる者の近親族また親しい関係にある者が、内部情報としての重要性をもつ期間[314]に、他人に従事するよう明示、黙示して他人が従事し、又は内部情報を漏洩して他人がインサイダー情報に係る証券、先物取引、関連取引行為に従事する結果をもたらして、認定時にこうした現象が明らかであり、正当な理由がないか又は

趙秉志・黄京平（編）『刑法学［下冊］』（中央広播電視大学出版社．2003）91 頁。

313　喩　前掲注（286）120 頁；陳海鷹・朱衛明・葉建平「泄漏内幕信息罪、内幕交易罪的若干問題探析――由“杭蕭鋼構案”展開」法治研究第 3 期（2008）34 頁；卞耀武（編）『中華人民共和国証券法釈義』（法律出版社．1999）127 頁；宣炳昭（編）『刑事各罪的法理与実用』（中国政法大学出版社．2002）106 頁。

314　指針 10 条により、「内部情報としての重要性をもつ期間（中国語：情報敏感期）」とは内部情報が構成された後、公開される前あるいは証券の価格に対する著しい影響が停止する前の期間を指す。

正当な情報ルートがない場合、

（3）インサイダー取引情報の内部情報としての重要性をもつ期間に、インサイダー情報を知っている者と連絡、接触する者が、他人に従事するよう明示、黙示して他人が従事し、又はインサイダー取引情報を漏洩して他人がインサイダー情報に係る証券、先物取引、関連取引行為に従事する結果をもたらして、認定時にこうした現象が明らかであり、正当な理由がないか又は正当な情報ルートを説明できない場合。」

条文の表現により、2012 年司法解釈は「不正」を「正当な理由がない又は情報ルートがない」と説明している。これに基づき、2012 年司法解釈も「不正」を拡大に解釈していると言えよう。しかし、同司法解釈は内部者の範囲の画定問題を解決したとは言い難い。なぜなら、本条にある「親しい関係にある者」とは一体どのような者かが新たな問題になるからである。

「親しい関係にある者」という概念は刑法 388 条[315]2 項からの用語であるが、刑法は当該用語の意味について規定していない。この状況に鑑み、ある論者は、内部情報を知る者と「親しい関係にある者」の範囲を、人間関係に着目して画定しよう試みた。具体的には、論者は「親しい関係」を、普通程度の人間関係を超えた、親密な繋がり、お互いに影響を及ぼし合う程度の交友関係と解し、友好関係、利害関係、又は職業などとは無関係に形成された支配（服従）関係、脅迫関係等を「親しい関係」と見なすべきと主張しているが[316]、実務上、どのように「親しい関係にある者」を確定するのは未知数である。

第 3 款 法人の場合[317]

中国の国有企業は、社会的に優勢な地位にあり、また豊富な資金力を有していることから、他の企業より内部情報を取得することが比較的容易であり、これらの企業がインサイ

315　中国刑法 388 条 2 項、3 項：

「国家公務員の近親者又は公務員と親しい関係にある者が、当該公務員の職務上の行為を通じ、又はその公務員の職権若しくは地位により形成された有利な条件を利用して他の公務員の職務上の行為を通じ、請託者の不正な利益を図り、請託者に財物を要求し又は請託者から財物を収受し、数額が比較的大きいとき又はその他の比較的重い情状があるときは、3 年以下の懲役又は拘役に処し、罰金を併科する。金額が非常に大きいときその他の重い情状があるときは、3 年以上 7 年以下の懲役に処し、罰金を併科する。数額が極めて大きいとき又は特に重い情状があるときは、7 年以上の懲役に処し、罰金又は財産の没収を併科する。

退職した公務員又はその公務員の近親者若しくは公務員と親しい関係にある者が、当該退職した公務員の元の職権又は地位により形成された有利な条件を利用し、前項の行為を行ったときは、前項の規定により罪を認定し、処罰する」

316　劉ほか　前掲注（268）183 頁。

317　中国法のもとでの「法人」は、企業法人、機関法人（国家権力機関、行政機関、裁判機関、共産党の機構など）、非営利事業体法人、社会団体法人に分けられ、公法人・私法人・社団法人・財団法人、公益法人・営利法人などの区分は採用されていない（木間ほか　前掲注(265)146 頁）。

ダー取引を行った場合、社会に及ぼす危害は自然人によるインサイダー取引よりもはるか大きいと指摘されている[318]。

国務院が公布した 93 年暫定条例 72 条はインサイダー取引の規制主体を「内部者又は不正な手段を用いて内部情報を取得したその他の者」と規定していた。また、証監会が公布した 93 年暫定辦法 13 条はインサイダー取引の規制主体を「内部者及び正当でない手段あるいはその他の方法を用いて内部情報を取得したその他の者」と規定しているが、同辦法 3 条は、「すべての単位若しくは個人」のインサイダー取引を禁止していた。

1998 年証券法は文言上、インサイダー取引規制主体について「人員」という用語を使用している。法律の文理解釈により、「人員」というのは、自然人のみを指し、単位（法人）を含まない。2006 年証券法は立法上の不備を意識して、インサイダー取引規制の対象主体を「人員」から「人」へと改正し、その直接責任を負う主管者及びその他の直接責任者に行政処罰を課している。

以上の次第で、行政諸法を見る限り、現段階では、自然人又は単位がインサイダー取引規制の対象者になりうる。2006 年証券法はインサイダー取引規制に関する「単位」の意味と範囲を説明していないが、指針 5 条 2 項により、「単位」とは、法人又は法人ではない団体を指し、具体的には会社、企業、事業体、国家機関、社会団体が含まれる。

民事賠償責任について、証券法 76 条は「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、行為者は法により賠償責任を引き受けるべきである」と規定しているものの、現段階の司法実務においては、インサイダー取引による民事賠償に係る具体的な制度は整備されていない。

刑事責任について、1997 年刑法の改正を契機に、インサイダー取引罪が導入され、刑法 180 条は依然として「人員」という文言を使用しているものの、同条は「法人（筆者注：中国語原文は『単位』である）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及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」と規定している。

上記の諸規定により、法人によるインサイダー取引に対する規制については、中国では、一応、行政、民事、刑事の規制ツールが存在することになる。もっとも、民事賠償の場合には、法人が具体的にどのように責任を負うかは、今後の立法及び司法実務で明確にされる必要があろう[319]。

なお、法人によるインサイダー取引に対する規制として、行政処罰及び刑事処罰ともに「両罰制」を採用していることにも注意を向ける必要がある。例えば、上海祖龍インサイ

318　章恵萍・徐安住「論内幕交易罪」河北法学第 1 期（2002）67 頁。
319　張子学「浅析単位内幕違法的認定与処罰」証券市場導報 7 月号（2011）24 頁。

ダー取引事件において、厦門市中級人民裁判所[320]は 2010 年 7 月 26 日に、被告法人である上海祖龍会社のインサイダー取引罪を認め、法人に 1915 万元の罰金を科し、「直接責任を負う主管者」としての取締役の陳榕生に 2 年の懲役を言い渡した[321]。同事件は、中国において法人によるインサイダー取引罪を認めた第一号の事件である。

第 4 款　検討

中国法の下では、内部情報を知る者の範囲について、証券法 74 条 1 ないし 6 項が明文で上場会社の取締役、監事、高級管理職員等、6 種類の身分を列挙するとともに、7 号の委任規定が、国務院証券監督管理機構が定めるその他の者について内部情報を知る者の範囲に含めている。証券法 1 ないし 6 項に列挙されていない者が内部者となりうるか否かは、国務院証券監督管理機構によって決せられるのである。これに基づき、証監会が指針を規定するのである。すなわち、行政違反に関する内部者の範囲は、証券法が明文で規定するほか、指針の条文によって補充されているのである。

インサイダー取引が犯罪を構成する場合については、刑法 180 条 3 項により、内部情報及び内部情報を知る者の範囲は法律又は行政法規の規定により確定される。また、2012 年司法解釈 1 条は、「次の者は刑法 180 条 1 項に規定する『証券・先物取引の内部情報を知る者』と認定すべきである。(1) 証券法 74 条が規定する者；(2)〈後略〉」と規定している。前述のように、証券法 74 条 7 条は証監会によって制定されたものであり、それは行政規則にすぎず、証監会が制定した指針が実際には犯罪の成否を決する機能を果しているのである。犯罪を判断するのは基本法である刑法にのみ与えられた機能であり、一般法理においても刑法 180 条 3 項によっても、法律でも行政法規でもない指針は犯罪の成否の判断根拠になれない。しかし、指針の使用は行政違反の場合に止まると、指針の規定により内部者を構成する者が情況の重大の場合になっても、裁判所は違反者に刑事責任を科さないであろう。

現段階の内部情報を知る者の範囲に関する諸法の規定は、形式上すべての「内部情報を知る者」の類型を網羅できるように見えるが、法の適用の混乱をもたらしやすい。上記の問題が起こった原因について、ある論者は、法を制定した当初、内部情報を知る者の範囲が証券、先物に関する専門的な問題であるため、専門的な法律、法規により規定するのが

---

[320] 中国の裁判所（人民法院）は、「最高人民法院」（北京）と、各地にある「高級人民法院」、「中級人民法院」、「基層人民法院」の 4 階層に分かれている（その他に軍事法院等の特別人民法院もある）。この点は、日本の裁判所が、最高裁判所（東京）と、各地にある高等裁判所、地方裁判所、簡易裁判所の 4 階層に分かれているのと類似する。

[321] （2009）厦刑初字第 109 号。

適当であると判断したことにあるとしている[322]。しかし、刑法は、内部者の範囲を詳細に規定する代わりに、内部情報を知る者の範囲の画定問題を法律、行政法規に委ねたのである。2012 年司法解釈の公布においても、刑法 180 条の「法律」とは証券法 74 条を指すとされたが、結局、証券 74 条の規定が不明確な現状の下では実際にインサイダー取引罪や内部情報の漏洩の罪を構成する者の範囲画定問題は解決していないと思われる。

次に「不正に内部情報を取得した者」の類型に関し、2012 年司法解釈は三つのタイプの者を列挙している。しかし、これらの条文は証券法にも指針にも見られないものである。そのため、実務上、犯罪に達しない行為に対して行政処罰を科す場合には、どのように「不正」であるか判断することは問題である。また、違反行為が犯罪を構成する場合、2012 年司法解釈 2 条は、「不正」を拡大に解釈するのは合理性を有するが、内部情報を知る者と「親しい人間関係にある者」の範囲について何ら解釈基準を示していない。2012 年司法解釈 2 条に依拠して実効的に実務を運用するためには、「近親族」ないし「密接な関係がある者」の範囲をさらに明確にする必要があると思われる。

第 4 節　禁止される行為

93 年暫定条例、2006 年証券法、指針、刑法のいずれも、インサイダー取引に関する禁止行為を規定している。93 年暫定条例 72 条は、「内部者又は不正な手段を用いて内部情報を取得したその他の者は、内部情報を漏洩し、内部情報に基づき証券を取引し、又は他人に証券の取引を勧奨」してはならない、と規定している。2006 年証券法 76 条 1 項は、「証券取引の内部情報を知る者又は不正に内部情報を入手した者は、内部情報の公開前において、当該会社の証券を取引し、あるいは情報を漏洩し、又は他人当該証券の取引を勧奨してはならない」と規定しており、また、指針 12 条 3 項は、禁止される行為を、証券取引行為、他人に取引を勧奨する行為、及び内部情報を他人に伝達する行為としている。さらに、刑法 180 条は、「証券取引所・先物取引所・証券会社などの関連機関の職員は、職務上の便利を利用して内部情報以外の未公開情報を取得し、規定に反して当該情報と関連する取引行為に従事し、又は明示若しくは黙示により他人に関連する取引行為に従事させた」場合に刑事責任を科している。

以上によれば、93 年暫定条例、2006 年証券法及び指針とも禁止行為の態様は、取引行為、漏洩行為及び取引勧奨行為の 3 通りである。刑法が禁止する行為態様も 3 種類であるが、それは、取引行為、漏洩行為、及び明示又は黙示に取引に従事させる行為である。インサイダー取引の行為態様について、条文の文言は一部で一致していないが、本稿では、刑法

322　薛　前掲注（283）93 頁。

上の従事させる行為と建議行為とを合わせて勧誘行為と呼ぶこととする。以下では、中国法におけるインサイダー取引の行為態様を「取引行為」、「漏洩行為」及び「勧誘行為」の 3 種類に分けて検討する。

第 1 款　取引行為

取引行為は、インサイダー取引行為の中で最も主要かつ典型的な行為態様である[323]。取引行為に関して問題となるのは、内部情報を積極的に利用したことが必要か否かという点である。これに関しては、二つの立場が存在している。

不要論者は、行為者が内部情報を知りながら取引を行えば、その行為自体が違法であり、内部情報を（積極的に）利用する意思であったか否かを問う必要はないと主張している[324]。論者は、「インサイダー取引に対する行政処罰には、まず客観的基準を採用すべきである…国内外の理論や実務においてインサイダー取引行為の構成要素に主観的基準あるいは客観的基準のいずれを重視するかについて大きな違いが見られるが、証券法 202 条は、インサイダー取引行為に行政処罰を科すに際し、客観的基準を採用している。すなわち、時間の点では情報が公開される前であること、行為者の側面では内部情報を知る者（不正に情報を取得した者も含まれる）であること、行為態様の側面では売買、漏洩、勧誘行為を行ったことの 3 要素のみである。本規定によれば、行為者の主観面の故意（又は過失）、あるいは『内部情報の利用』などといった目的等は、行政処罰の構成要素ではない」と述べている[325]。

学説上には不要論を支持する論者が多く、不要論が今の通説であるように見受けられる。その理由としては、インサイダー取引を判断する際に証監会に「情報の利用」の立証を要求するとすれば、法の執行活動に大きな困難を伴うから、とされている[326]。

これに対して必要論者は、内部情報を利用する行為はインサイダー取引、さらにインサイダー取引罪を構成する必要的要件の一つである主張している[327]。インサイダー取引には内部情報を利用した上で取引を行うのは当然であり、インサイダー取引罪について言えば、本罪は故意犯であり、行為者が入手した情報が内部情報であることを知りながら、自ら情

323　符　前掲注（282）162 頁；楊　前掲注（286）281 頁。

324　宣炳昭（編）『刑事各罪的法理与実用』（中国政法大学出版社．2002）105 頁；邢懐柱「証券犯罪及其立法評述」（陳興良（編）『刑事法評論［第 3 巻］』（中国政法大学出版社．1999）119 頁）；龐良程「証券内幕交易罪的構成及認定」国家検察官学院学報 1 期（1998）22 頁；張　前掲注（220）143 頁。

325　前掲注（302）5 頁。

326　張ほか　前掲注（281）122 頁［彭氷］。

327　周道鸞（編）『刑法的修改与適用』（人民法院出版社．1997）396 頁；孫際山（編）『新刑法与金融犯罪』（西苑出版社．1999）145 頁。

報を利用し又は他人に情報の利用を勧めることを通して証券売買を行う、又は漏洩行為を行う場合にのみ、犯罪を構成するのである。仮に行為者が入手した情報を内部情報と知らずに上述の行為をした場合は、本罪は成立しない[328]。それ故、ある行為がインサイダー取引あるいは内部情報漏洩の罪に当たるか否かを判断する際には、まず、内部情報を利用する行為があったか否かを確認すべきである。たとえ内部者であったとしても、内部情報を利用しあるは当該情報に基づいて取引又は勧誘行為を行わなかった場合には、犯罪は成立しないのである。本説の論者はさらに、刑法第 180 条は明文で「内部情報を利用する」と規定していないにもかかわらず、そのような趣旨を含むものだと主張している[329]。これによれば、内部情報を知った者又は不正に内部情報を取得した者が、当該情報が公開される前に取引をした、あるいは取引の勧誘行為を行った場合には、内部情報を「利用した」と見なされるのである。

この点について、多くの証券取引関連の法規は「内部情報の利用」という要件を強調しているように読める。例えば、93 年暫定条例 72 条では「基づき」の文言が用いられ、また証券法 73 条も「利用」の文言が明確に規定されている。すでに廃止された暫定弁法 4 条では「利用し」及び「基づき」の文言が併用されていた。これらの法条の文言を忠実に解釈すれば、内部情報の利用行為はインサイダー取引の構成に不可欠の要素だと言えよう。しかし、「利用」の要否について、指針をさらに違反者の身分によって詳しく規定している。すなわち、同指針 14 条は、次のように規定している。

第 14 条　本指針 6 条[330]1 項、2 項が規定する内部情報を知る者が、情報の内部情報とし

328　陳正雲・張汝傑「内幕交易罪論」政法論壇第 4 期（1997）28 頁。

329　薛　前掲注（283）105 頁；趙秉志（編）『新千年刑法熱点問題研究与適用』（中国検察出版社．2001）864 頁［董麗静・龔衛］。

330　指針 6 条：

以下の情況を満たした場合、証券取引の内部者を構成する。

（1）証券法 74 条 1 項ないし 6 項に規定する証券取引の内部情報を知る者

（2）中国証監会が証券法 74 条 7 項の授権により規定する、その他の証券取引の内部情報を知る者とは、以下の者を指す。

①発行人、上場会社；

②発行人、上場会社の大株主、実際支配人が支配しているその他の会社及びその取締役、監事、高級管理人；

③上場会社の合併と買収の参加側及びその関連人員；

④業務の遂行のため内部情報を入手した者；

⑤本条 1 項及び本項が規定する自然人の配偶者；

（3）本条 1 項、2 項が規定している自然人の父母、子女及びその他の親族関係のため内部情報を入手した者；

ての重要性をもつ期間のうちに、本指針 13 条が列挙する行為（筆者注：取引行為、情報伝達行為、取引推奨行為）を行ったときは、インサイダー取引を構成すると認めるべきである。証拠を提出して自分が内部情報を知らなかったことを証明できる者は、除外する。

本指針 6 条 3 項、4 項、5 項が規定する内部情報を知る者及び不正に内部情報を取得した者は、情報の内部情報としての重要性をもつ期間のうちに、本指針 13 条に列挙されている行為（筆者注：取引行為、情報伝達行為、取引推奨行為）を行った場合、インサイダー取引として当該行為が認められるかどうかは、かかる証拠に基づいて違反者が内部情報を知ったかを総合的に判断すべきである。

指針の規定によれば、内部情報を知る者が違反行為を行った場合には情報の利用は要件とされておらず、禁止行為の存在が推定される。これに対し、他の方法によって（例えば、親戚関係等を通じて）内部情報を取得した場合や不正に内部情報を取得した場合には、これらの者が内部情報を取得したことが証拠によって確認された場合に限り、禁止行為が存在するものと判断されることになろう。

刑法は、指針と同様、「情報の利用」を要件とはしていない。刑法第180条は、内部情報を知る者、又は不正に証券・先物の内部情報を取得した者は、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、あるいは当該内部情報と関係する先物取引を行い、又は当該情報を漏洩し、若しくは他人に取引行為に従事させる行為を行えば、情状が重大である場合には、本罪を構成する旨を規定する。このような刑法の原意について、ある論者は、次のように解釈している。「司法実務においては、行為者が内部情報を利用したか否かを判断するのは極めて困難であり、これを犯罪の要素にすれば、行為者に刑事責任を逃れる言い訳を提供してしまうおそれがある。また、刑法がインサイダー取引・内部情報漏洩の罪を規定している趣旨は、内部情報を知る者、又は不正に証券・先物の内部情報を取得した者による証券・先物取引行為を根本的に規制することを通し、証券・先物市場の『三公原則』[331]を実現することにある…･･･そのため、刑法180条は『内部情報の利用』の側面ではなく、時間の側面でのみ本罪の構成要件を設定しているのである」[332]。犯罪の成立について、司法資源の制約のために、推定責任方式を主張する論者は多い[333]。

（4）騙取、情報を尋ねること、盗聴、モニター、あるいは裏取引などの不法手段で入手したインサイダー取引者；

（5）その他の方法で内部情報を入手した者。

331　証券法 3 条より、証券取引に関する「三公原則」とは、公開の原則、公平の原則、公正の原則を指す。

332　劉憲権「内幕交易、泄露内幕信息罪若干疑難問題研究」犯罪研究第 2 期（2003）9 頁。

333　龐　前掲注（324）22 頁；鄭順炎『証券内幕交易規制的本土化研究』(北京大学出版社. 2003）162～163 頁；符　前掲注（282）162 頁；張ほか　前掲注（281）122 頁［彭氷］121～123。また、内部情報利用の認定について、薛瑞林は、投資者は本質的に利益を求め

もちろん、取引活動の中で、内部情報を知る者が行う、内部情報に係わるすべての取引行為がインサイダー取引・内部情報漏洩の罪を構成するとは言えない。被告人の抗弁権を保護し、インサイダー取引・内部情報漏洩の罪の適用範囲を不当に拡大させないよう、2012年司法解釈4条は幾つかの抗弁事由を用意している。

【2012年司法解釈】

第4条　次の事情がある場合には、刑法180条1項の内部情報と関係する証券、先物の取引を従事する行為に属しない。

①単独又は他の者に指示して共同で上場会社の5%以上の株式を保有した自然人、法人又は他の組織が保有或いは契約の方式で保有する場合。証券法76条2項は、明確に当該行為をインサイダー取引の除外行為として明確に列挙している。

②事前に締結した書面契約、指令、証券及び先物取引に従事しようと計画中である場合。③他人に開示した情報に基づいて取引を行った場合。

④取引に他の正当な理由又は正当な情報源がある場合。

第 2 款　漏洩行為及び勧誘行為

まず、内部情報の漏洩行為について、漏洩行為は禁止行為の一種として規定されているが、これに関する立法は必ずしも十分なものではない。特に第 2 次及びそれ以後の漏洩行為が規制されるべきかどうかについて、中明文には規定されておらず、学説も見解が一致していない。この点に関し、ある論者は司法実務の現状に鑑みて第 2 次以後の漏洩行為の証明が極めて困難であることから、犯罪として規制するのは現実的でない、との否定的な立場を示している[334]。

次に、取引の勧誘行為というのは、他の人に証券取引を勧める行為である。証券法 76 条 1 項及び 93 年暫定条例 72 条とも禁止している。しかし、刑法上の立法は遅く、2009 年改正前の刑法 180 条は勧誘行為を明文では禁止しておらず、2009 年の改正により勧奨行為の類型が新たに加えられた。この間の経緯について、論者は、改正前の刑法は勧誘行為を犯罪に入れなかったのは、刑事立法のミスではなく、当時の資本市場の背景の下において、勧誘行為も犯罪に入れれば、規制面も人為的に広まるはずであり、かつ、勧誘行為自体は複雑で、当時の司法実務はまだインサイダー取引、内部情報の漏洩の罪について十分な経験を積んでいなかったため、勧誘行為の犯罪化は当時の司法能力にとって未だ現実的なも

るため、行為者が内部情報を知ってから当該情報が公開される以前の取引記録を分析し、もし記録に示された市場価格判断が内部情報と一致すれば、インサイダー取引罪とすることができると主張している（薛　前掲注(283)106 頁）。

334　張　前掲注（220）147頁。

のとはなっていなかったからであると解釈している[335]。

ところで、刑法は「勧奨」や「勧める」という文言を用いる代わりに、「明示あるいは黙示により他人に上記取引行為に従事させる」という表現を用いている。このことから、条文の解釈について論争を引き起こした。論争は、刑法の文言に「勧誘行為」の禁止規定を加えるべきか否かをめぐって繰り広げられ、必要説[336]、不要説[337]及び具体的分析説[338]が対立している。私見としては、刑法の文言が「勧奨」や「勧める」と言う文言を使用していないが、「従事させる」という表現が実際には「勧奨」の意味を含むため、改正後の刑法 180 条も、取引行為、漏洩行為、取引の勧誘行為との三つの行態様を禁止していると思われる。

しかし、刑法 180 条の罪名はまだ「インサイダー取引・内部情報漏洩の罪」であり、勧誘行為はインサイダー取引に反れとも漏洩に従属すべきことは問題になる。私見としては、勧誘行為の性質は漏洩ではなく、強調すべき点は疑いなく「取引」にあり、かつ、刑法 180 条も「勧誘」について明確に「取引行為に従事させる」との文言を用いているため、勧誘行為は取引行為に従属すべきと思われる。そのため、勧誘対象者が取引を行なったか否かが犯罪の成否に影響を与えるであろう。しかし、これについて現行法は全く言及していない。

第 3 款　検討

取引行為に関する主観的な利用意思の有無について、主観的要素の証明を省き、かつ抗弁事由を用意している2012年司法解釈の下で、内部情報を入手した者がいったん禁止される行為を行った場合、かつ抗弁事由に当て嵌まらない場合、直ちにインサイダー取引を構成するため、煩雑な因果関係の証明を回避できる。また、司法解釈が明示的に4種類の抗弁事由を設定しているため、被告人の無制限な抗弁の主張を排除することができ、かつ、裁

335　劉ほか　前掲注（268）204 頁。

336　張軍（編）『破壊金融管理秩序罪』（中国人民公安大学出版社．1999）264 頁；趙　前掲注（329）854 頁［魏東］。

337　胡啓忠等『金融犯罪論』（西南財政大学出版社．2001）268 頁。

338　具体的分析説とは、勧誘行為は犯罪を構成できるかについて具体的な事情によって検討する見解である。この説によるとまず、内部情報を知る者或いは不法に内部情報を取得した者が他の者に内部情報を漏洩し、さらに取引を勧誘する場合には、刑法 180 条の内部情報漏洩の罪を構成する。そして、勧誘された者は勧誘者が内部情報を知る者或いは不法に内部情報を取得した者であることを知りながら、当該勧誘を受けた場合には刑法 180 条の共犯を構成する。しかし、勧誘された者が勧誘した者と共謀がない場合、また勧誘された者が勧誘者の身分を知らず、かつ勧誘者が内部情報を漏洩せずにただ勧誘された者に取引のアドバイスを与えただけの場合、犯罪を構成しない（王政勲「証券、期貨内幕交易、泄露内幕信息研究」中国刑事法雑誌第 4 期（2003）49～50 頁を参照）。

判官の自由裁量権を制限できるため、司法判断を効率的なものにし、不当な判断を回避することに寄与していると思われる。

しかし、これらの推定の方法は違法行為が犯罪を構成する場合に適用されるものであり、行政処罰の場合にどのような条件を満たせば違反行為と推定されるのかという点については、証券法は統一な基準は示していない。推定の方法は行政処罰決定書の中にも見つけ出すことはできない。

例えば、李際浜、黄文峰インサイダー取引事件に関する行政処罰決定書は、推定について、証監会はただ簡略的に、「証券法の規定により、内部情報を知る者が内部情報を知ってかかる証券取引を行った場合、当該取引行為が内部情報を『利用』して行ったことと推定される。（ただし）十分な理由又は証拠によってその推定が覆される場合は除外される」[339]と述べている。本件の当事者は、内部情報を利用せず、自らの独自の判断に基づいて投資判断を下したと弁解したが、証監会はこれを否定するための詳しい理由を示すことなく、「そのような弁解によってインサイダー取引の認定が覆されることはない」と述べている。また、瞿湘インサイダー取引事件[340]の中で、瞿湘は、A 株を買ったのは、自分自身が内部情報にアクセスしうる地位にあるものの、偶々かつ独立に A 株が優良株であると判断したにすぎず、その主観において内部情報を利用して利益を獲得しようとする悪意又は意図はなかったと抗弁した。同抗弁に対し、証監会の行政処罰決定書は、詳しい理由を示すことなく、ただ「我々は、瞿湘の弁解を支持する証拠が十分ではないため、インサイダー取引の認定を覆すことができない」と述べている。

行政処罰実務を見ると、行政上の推定方法は、まだ不明確な状態に止まっており、多くの場合には、証監会の判断に委ねられていると言えよう[341]。

第 5 節　制裁

第 1 款　インサイダー取引規制に関する賠償、制裁手段の概観

インサイダー取引規制の目的は、インサイダー取引に対して実効的な威嚇となり、同時に投資被害者に賠償を与えることである[342]。この目的の実現のためには、違反行為者に民

339　中国証監会行政処罰決定書（李際浜、黄文峰）29 号（2010）。
340　中国証監会行政処罰決定書（瞿湘）49 号（2008）。
341　指針 27 条：
インサイダー取引に関する専門の問題について、中国証監会の職能部門が専門家に諮意、専門家の意見を採用することができる。
342　趙万一（編）『証券交易的民事責任制度研究』（法律出版社．2008）237 頁。

事賠償を求め、刑事、行政制裁を科すことが必要となる。性質の異なる三つの手段はそれぞれの分野における個別の規定を通してその目的を達成しようとしている。しかし、これら三つの手段は、完全に独立してインサイダー取引規制の目的を達成することはできず、それらの制度が相互に分業し、協力し合うことが必要である。というのも、それぞれ異なる制裁手段は、その価値、役割、具体的な規則の面において独自の規範目的ないし重点点があるからである。民事賠償は被害者の救済を目的とし、等価補償性、優先性が重視されるが、刑事制裁は国によって、行政制裁は主管機関によって科されものであり、そこでは当罰性ないし処罰価値が強制される[343]。

民事賠償について、1998 年証券法 5 条は、「証券取引詐欺、インサイダー取引、相場操縦を禁止する」と規定していたものの、2005 年改正前は、民事責任に関する規定は、同法 42 条 3 項の短期売買（現 47 条 3 項）、63 条、161 条及び 202 条の虚偽陳述（現 69 条、173 条）、そして 192 条の詐欺（現 210 条）についてしか規定されていなかった。2005 年の改正後、証券法は、より多くの違反行為について民事賠償責任を規定するようになった。インサイダー取引については、76 条 3 項[344]が新設され、かつ、刑法 36 条、証券法 76 条 3 項並びに同法 232 条は［民事賠償責任の優先］[345]を明記している。投資者保護の措置である「民事賠償責任の優先」原則は、他国法に見られない、極めて特徴的なものである。

EU 諸国及び日本のようなインサイダー取引による民事賠償責任が設けられていない国々と比べ、中国の立法はより完全なものに近いとも言えるが、実務上においては、インサイダー取引に関する民事賠償事件は、これまでわずか 3 件であり、しかも、民事賠償訴

343　趙万一　前掲（342）237 頁。

344　証券法 76 条 3 項

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、行為者は法により賠償責任を引き受けるべきである。

345　［民事賠償責任の優先］原則とは、行為者に行政責任、刑事責任、民事責任が同時に認められる場合において、これらの責任を同時に負担する経済力がないときは、民事賠償責任を優先するというものである。

刑法 36 条

犯罪行為により被害者に経済的損失をもたらした場合には、犯罪者に対して法により刑罰を科するほか、状況に応じて経済的損失の賠償を言い渡すべきである。民事賠償責任を引き受ける犯罪者が、同時に罰金刑に処せられ、その財産が全部を支払うのに不足するとき、又は財産の刑事的没収に処せられたときには、まず被害者に対する民事賠償責任を負うべきである。

証券法 232 条

本法の規定に違反した場合には、民事損害賠償責任を引き受け、及び過料又は罰金を納付すべきであるが、その財産が同時に支払うのに不足する場合には、まず民事賠償責任を引き受ける。

訟請求で勝訴した例がまだ出ていないのである[346]。このような状況の背景としては、被害を「主張する側が挙証責任を負う」という民事訴訟の基本原則の下で、権利侵害を蒙った投資者は、事実上、事件を調査し証拠を収集するのに十分な権限と能力を有しておらず、しかも、93 年暫定辦法 24 条は「中国証券監督管理委員会は、本辦法に違反した単位あるいは個人に対して、国の他の関与部門と共同して調査する権限を有する。重大な事件の場合には、国務院証券委員会が調査を担当する」と規定しており、インサイダー取引に対する調査権は証監会及び国の関与部門にあったこともあり、原告側・被害者が負担する証明責任は民事訴訟の提起にとって不利であったことが挙げられる。また、このように民事賠償責任の追及が困難な状況が生じているのは、金融・証券市場の発展を優先させるため行政的規制を重視してきたこと、プロの投資家がまだ十分に育成されていなかったことなどの事情から、証券監督管理部門の行政権力が偏重されてきたことにも起因しているとの指摘もある[347]。

立証責任の問題のほか、被害者の確定、損害額の算定基準などについて相応する規定がないため、民事賠償の実現は至難である。現段階において、インサイダー取引に対する規制手段は実際上、行政手段及び刑事手段しかないと思われる。

第 2 款　行政制裁

行政制裁とは、行政法規定に基づき、責任主体の科される行政上の措置であり、具体的には、行政処罰と行政処分と分けられる[348]。「行政処分」は、国の行政機関が行政従属関係に基づき、所属「単位」での紀律違反に対してなされる身分に係わる処分である[349]。インサイダー取引違反に適用されるのは前者の行政処罰であり、本章に言う「行政制裁」とは具体的には行政処罰[350]を指す。

346　この3件の事件のそれぞれは、却下された陳祖霊対潘海深インサイダー取引により賠償紛争案（北京市第一中級人民法院(2009)一中民初字第8217号民事判決書）、原告が賠償請求を撤回した陳寧豊対陳建良インサイダー取引により賠償紛争案（南京中級人民法院(2008)寧民二初字第136号民事裁定書）、却下された李岩対黄光裕インサイダー取引により賠償紛争案（北京市第二中級人民法院(2011)二中民初字第20524号民事判決書）である。

347　馮杉「内幕交易民事責任問題研究」武漢理工大学学報（社会科学版）5 巻 3 期（2002）256 頁。

348　張文顕（編）『法理学（第四版）』（高等教育出版社・北京大学出版社．2011）130 頁。

349　木間ほか　前掲注（265）314 頁。

350　行政処罰の種類は行政処罰法 8 条により、警告、罰款、違法所得・[非法財物]の没収（非法財物とは、生産、販売、貯蔵を禁じられている物及び違法行為に用いた物である）、生産・営業停止、許可・免許証の停止・取消、行政拘留、法律・行政法規が定めるその他の行政処罰となっている。行政処罰は権限の有する機関が行政処罰決定書を発して行う（木間ほか　前掲注(265)312～313 頁）。

インサイダー取引に対する行政制裁とは、証券市場の管理機関である証監会が下す処罰である。以下では、証監会による規制の歩み、行政制裁に関する規定、及びそこに存在する問題点を概観する。

第１項　証監会による証券取引監督管理の歩み

証券行政規制は以下の三つの段階を経て発展してきた。それは、行政規制の「形成期」、分散管理から集中管理へと進む「過度期」、証監会による「統一的管理期」に段階づけられる[351]。

１．行政規制の形成期――各地方政府と中国人民銀行による共同管理する時期

1981 年、中国政府が国債の発行の形で資金を工面したことを契機として証券市場は発育し始め、その後の 1984 年、株式が中国大陸に出現した。1990 年初頭、上海証券取引所及び深圳証券取引所の成立に伴い、中国の証券市場も正式に形成された。この段階の証券業務の監督・管理権は国務院の下で、主に上海、深圳両都市の地方政府及び中国人民銀行に属していた。

２．分散管理から集中管理に進む過度期――証監会と証券委と中国人民銀行による共同管理する時期

1992 年 5 月、中国人民銀行は証券管理弁公室を設置し、同年 7 月、国務院は国務院証券管理弁公会議制度を確立し、国務院を代表して証券業の管理を行なうようになった。1992 年 10 月、国務院証券委員会（以下「証券委」という）及び国務院中国証券監督管理委員会（以下「証監会」という）が成立した。前者は証券市場を統一的に管理する主管機構であり、後者は前者の執行機関である。このような制度の設置によって、従前の国務院証券管理弁公会議制度に代わって、証券委が国務院を代表して証券市場を監督・管理することとなった。従前の中国人民銀行の証券管理弁公室は、証監会に取って代わられた。

同時に、国務院は中央の多数の部門に証券管理・監督職責を配置し、多数の部門によって証券市場を共同して管理・監督することになった。具体的には、国家計画委員会[352]は証券院の計画に基づいて証券発行の計画を企画し、中国人民銀行は証券機構を審査・管理し、さらに証券委へ報告して記録に残し、財政部は会計士又は会計士事務所を管理

351　証券行政規制の形成の経緯について、主に以下の文献を参考した。曹里加『証券執法体系比較研究』（北京大学出版社．2008）；劉鴻儒『探索中国司法市場発展之路』（中国金融出版社．2003）；葛　前掲注(255)77～143頁；鄧許祝・庾宗利「我国証監会法律地位研究―兼論我国独立監管機構問題」行政与法6期（2009）71～74頁；尹紅強「証監会法律地位的明確及監管職能優化」石家庄経済学院学報31巻1期（2008）97～201頁。張輝「中国証監会職能的定位―監管与発展」鄭州航空工業管理学院学報26巻1期（2008）96～100頁。

352　現在の国家発展与改革委員会。

し、証券に関する会計業務の資格審査権は証券委に属することとなった。また、地方政府も、証券管理について重要な役割を担っていた。上海証券取引所及び深圳証券取引所に対する管理権は地方政府が担い、証券委がそれを監督した。

1995 年 3 月、証監会は、国務院によって正式に、国務院も直属する事業単位[353]とされた。しかし、その時期の証監会はまだ証券委の監督管理の執行機構でもあった。また、当時の証券機構の審査・管理権はまだ主に中国人民銀行に属していた。

1997 年 8 月、上海証券取引所と深圳証券取引所に対する監督・管理権は統一的に証監会に移管され、また同年 11 月には、中国政府は全国金融業務会議が開催され、全国の証券管理体制の改革を決定され、従前中国人民銀行に属した証券監督管理権が証監会に移管された。

３．証監会による統一管理する時期

1998 年 4 月、証監会は証券委を吸収し、証券委の企画立案権限等を引き受けたことにより、全国を対象とする統一的な証券監督管理体制が形成された。

証監会は全国の証券、先物市場を統一して監督管理し、市場の秩序を維持し、法律に基づき市場運営を保障する国務院直属の事業単位として、市場制度の企画提案及び立法立案などの政策決定権と監督・検査権、及び独自の行政処分権を持っている。

まず、立法権について見ると、証監会には、主に証券市場の監督管理に関する規約・規則、証券業務従事者資格基準及び行為準則の制定権、証券・先物市場の方針政策の立案権、証券・先物市場に係わる法律・法規の制定権、証券業務に従事する各機構の高級管理職員の職務資格に関する管理辦法の制定権がある。これらの権利は証券法 179 条 1 号[354]及び中

353　中国の事業単位とは、テレビ局、学校、病院などの政府により資金が提供され、サービスを提供する組織である。しかし、これらの事業単位は単なるサービスの提供組織だけではなく、行政機能を一部分担、代行する性格を有するため、政治的な意味合いがより重要である。そのために、事業単位の職員も、公務員法の規定により公務員身分を持っていないが、一般的に事業単位はため、その職員の待遇も公務員と類似すると言われている。（毛桂榮「公共サービス提供の制度構築：中国事業単位の改革」法学研究90号（2011年）222頁）

中央政府レベルの組織としては、国務院の直属の事業単位は、新華社通信社、中国社会科学院、中国科学院、中国工程院、国家地震局、国家気象局、中国自然科学基金委員会、中国証券監督管理委員会などがある。証券監督管理委員会は性質上行政機関ではないが、その専門性、準立法権・準司法権の行使権を有するため、日本の行政委員会のような単なるサービス組織ではない。

354　証券法 179 条：国務院証券監督管理機構は証券市場に対し監督管理を実施するにあたり、次の各号に掲げる職責を履行する。

（1）法により証券市場の監督管理に関する規約・規則を制定し、かつ、法により審査認可又は審査確認の権限を行使すること、

（2）法により証券の発行、上場、取引、登記、預託及び決済に対し、監督管理を行うこと、

国証券監督管理員会の職能配置、内部機構及び人員編制に関する規定[355]〔中国証券監督管理委員会機能配置、内設機構和人員編制規定〕2 項 1 号[356]に置かれている。

次に、行政処罰権について見ると、同規定第 2 項 11 号（法により証券・先物市場における不正行為に対し、調査・処罰）に置かれている。

（3）法により証券発行人、上場会社、証券取引所、証券会社、証券登記決済機構、証券投資基金管理会社及び証券サービス機構の証券業務活動に対し、監督管理を行うこと、
（4）法により証券業務従事者資格基準及び行為準則を制定し、かつ、実施を監督すること、
（5）法により証券の発行、上場及び取引の状況公開を監督検査すること、
（6）法により証券業協会の活動に対し、指導及び監督を行うこと、
（7）法により証券市場の監督管理に関する法律又は行政法規に違反する行為に対し、調査処理を行うこと、
（8）法律又は行政法規に規定するその他の職責。」

355　中国証監監督管理委員会職能配置、内部機構の設置及び人員編成を公布することに関する国務院弁公庁の通知（国弁発［1998］131 号）。

356　第 2 項：

前項の職能調整に基づき、中国証券監督管理委員会の主要職責として、
（1）証券・先物市場の方針政策及び発展企画を研究又は立案し、証券・先物市場に係わる法律・法規を起草し、証券・先物市場に係わる規定を制定すること、
（2）証券・先物市場を統一管理し、規定により証券・先物の監督管理機構に対し、直属ボ指導を行うこと、
（3）株券、転換社債及び証券投資資金の発行・取引・預託又は決済を監督管理し、社債の上場を認可し、上場国債及び社債の取引活動を監督管理すること、
（4）領内における先物デリバティブの上場、取引及び決済を監督管理し、規定により領内の機構が行う領外の先物業務を監督管理すること、
（5）上場会社及びその情報公開義務を負っている株主による証券市場での行為を監督管理すること、
（6）証券・先物取引所を管理し、規定により証券・先物取引所の高級管理職員を管理し、証券業協会を剴切に管理すること、
（7）証券・先物の経営機構、証券投資基金管理会社、証券登記決算会社、先物決算機構及び証券・先物投資諮問機構を監督管理し、基金預託機構の資格を中国人民銀行と共同で審査認可し、かつ、その基金預託業務を監督管理し、上記各機構における高級管理職員の職務資格に関する管理辦法を制定し、かつ、その実施を組織し、証券・先物の従事者の資格管理に対して責任を負うこと、
（8）領内企業による直接又は間接的な領外での株式発行・上場を監督管理し、領内の機構による領外での証券機構の設立を監督管理し、領外の機構による領内での証券機構の設立、証券業務の従事を監督管理すること、
（9）証券・先物の上場公開活動を監督管理し、証券・先物市場の統計及び情報資源の管理に対して責任を負うこと、
（10）法律事務所・会計事務所・資産評価機構及びその構成員が証券・先物の仲介業務に従事する資格について、他の管理部門と合同で審査認可を行い、かつ、その関連活動を監督管理すること、
（11）法により証券・先物市場における不法行為に対し、調査・処罰を行うこと、
（12）証券・先物業界の対外往来及び国際協力事務を剴切に管理すること、
（13）国務院に委任されたその他の事項。

第 2 項　行政制裁に関する規定

刑事罰や民事賠償と比べ、証券監督管理機構が違反者に与える行政処罰は、最も直接的で経済的に実効的な制裁手段である。諸外国の証券取引規制に関する立法例と比較すると、中国法は行政制裁に関する規定が最も詳細である[357]。証券法 11 章（188 条～235 条）の条文のほとんどは行政責任に関するもので、民事責任にかかる条文は 3 条[358]しかない。前述のように、民事賠償制度を運用することは実際上困難であり、現在の中国では、インサイダー取引規制のほとんどは行政手段及び刑法手段となっている。そのような状況を生んだ原因については、政府主導の経済体制であること、及び、伝統的な「重刑軽民（刑事を重んずるが、民事を軽んずる）」の法制観念がその背景にあるとの指摘もなされている[359]。

証券法 202 条：

「証券取引の内部情報を知る者、又は不正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、又は証券の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売買し、又は情報を漏洩し、若しくは他人に当該証券の売買を勧める行為をした場合には、不正に取得した証券を法により処分するよう命じ、不正利得を行政的没収し、かつ不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の過料に処する。不法収益がなくあるいは不法収益の額が 3 万元未満の場合には、3 万円以上 60 万元以下の過料に処するものとする。法人がインサイダー取引を行った場合には、その直接責任を負う主管者及びその他の直接責任者に警告を与え、かつ、3 万元以上 30 万元以下の過料に処すべきである。証券監督管理機構の職員がインサイダー取引を行った場合には、重きに従い処罰する」。

233 条：

「法律、行政法規あるいは国務院証券監督管理に関わる規定に違反し、かつ情状が重大な場合には、国務院証券監督管理機構はかかる責任人員に市場禁入措置を処することができる。

前項に規定する市場禁入とは、一定の期間又は終身、証券業務、上場会社の取締役、監視役、高級管理職を担当してはならないという制度である」。

第 3 項　検討

１．行政制裁に関する規定の問題

357　楊亮『内幕交易論』（北京大学出版社．2001）306 頁。

358　それぞれは 191 条、210 条及び 233 条であり、そのうち、第 191 条及び第 210 条は民事責任に関する直接的な規定であり、第 233 条は指向性条文である。

359　張邦輝・陸渝梅「内幕交易監管体系構建的法経済学分析」重慶大学学報第10巻第2期.（2004）94頁。また、「民事責任の不足、刑事責任運用難の実情の下に、証監会の行政処罰はインサイダー取引者に対する最も規制手段になる」（張ほか　前掲注(281)87頁）。

インサイダー取引に対する行政制裁については、証券法 202 条及び 233 条により規定されている。本条の規定は比較的詳細であると言えるが、処罰が軽く、有効に違法行為又は犯罪に抑止できないと指摘されている[360]。証券法のインサイダー取引にかかる処罰は緩すぎ、証券法 202 条の「法人がインサイダー取引を行った場合には、その直接責任を負う主管者及びその他の直接責任者に警告を与え、かつ、3 万元以上 30 万元以下の過料に処すべきである」が、この過料額は、違反者の違法コストを千万元の不法利益に相応させると言い難い。

また、202 条では責任を負う主体は三つの種類が掲げられ、それぞれが内部情報を知る者又は不正に内部情報を取得した者、法人、証券取引監督管理機構の職員である。しかし、単なる自然人の違反より軽い行政罰が設けられ、なぜ自然人に対して行政処罰を講じ、法人が行政責任を負わないのかが不明であると指摘されている[361]。また、証券監督管理機関の職員等は違法な行為を行った場合、主観面にて故意や過失があるか否かを問わずに責任を負う（無過失責任）[362]。これらの行為者に対する処罰も、明文に「重きに従い処罰する」と置かれている。自然人や法人等の違反行為者と比べて証券取引監督管理機構の職員の方により厳格な責任を負わせる趣旨は、「証券取引に手を染めた公務員等を重きに従い処罰することを通じて[363]、広がりつつある証券取引に関わる官僚腐敗問題をなんとか治めるようとすることにあると考えられる」[364]。しかし、実務上この「その重きに従い処罰する」は、「民間人や法人以上に公務員を厳格に処罰するのか、また、如何なる処罰手段をもって処分するのか、明らかではない。かくて、法律の規定は曖昧なままとなっていると、これにより行政の恣意性や職権濫用などの問題を引き起こしかねない」と指摘された[365]。

２．行政制裁と民事賠償、刑事制裁との関係について

まず、民事賠償制度の不足は、一連の問題を招いた。そのうち最も重大な問題は、被告人の確定及び証拠を得るために、民事訴訟は証券監督管理機関がインサイダー取引の行政責任を確認した後しか進められないことである。これは、行政責任と民事責任の衝突をもたらしうる。具体的には、行政処罰としての不法収益の没収及び過料（中国語では「罰款」）の後、投資者民事賠償訴訟は勝訴としても事実上賠償されないであろう。そのように、インサイダー取引による民事賠償は証監会が違反者の行政責任を追及した後しか民事訴訟を

360　王小麗「内幕交易新動向及其法律規制研究」浙江金融第 10 期（2011）59 頁。

361　葛　前掲注(255)130 頁。

362　井小胖「内部者取引規制に関する日中比較研究（2)」早稲田大学大学院法研論集 126 号（2008）138 頁。

363　証券法 202 条、207 条、227 条、228 条。

364　井　前掲注（362）138 頁。

365　井　前掲注（362）138 頁。

開始できないのは、被害者が十分に賠償されるか否か大きな問題をもたらす[366]。また、行政処罰の帰属について、処罰の実質はインサイダー取引の被害者に損害を賠償することではないといえる。しかし現実には、行政処罰の利益の獲得するは政府である。確かに政府は過料の金を社会大衆の福祉改善に使用するかもしれないが、その過程は間接的で、また具体的な補償の程度は不明確である[367]。

また、責任の追及の効率に問題がある。具体的に、インサイダー取引の疑いのある事件を探知すれば、行政監督管理主体である証監会しか立件、調査手続きを開始できないため、証監会が当該違反行為が犯罪となりうると判断した場合、公安機関に引き渡し、さらに刑事調査の手続きを開始させる。このようなプロセスは事件の処理時間を引き伸てしまう[368]。例えば黄光裕事件の場合、違反者は 2007 年 4 月から 2008 年 5 月の間インサイダー取引を行い、2 年間の行政手続による立件及び刑事調査の後、2010 年になってようやく本格に刑事責任が追及された。また、証監会は公安機関のもつ召喚権、捜査権などの行政調査権を有していないため、証拠の収集効果は良いとは言えない。このことから、証監会と公安機関とを手続的に連動させることも、検討されてよいであろう。

第 3 款　刑事罰及びこれに関する検討

刑事責任を追及するのは、インサイダー取引者に対する最も重い制裁である。インサイダー取引、相場操縦、虚偽開示などの証券詐欺行為のうちに、インサイダー取引の社会危害性が最も大きいため、それに対してより重い罰則を科すべきとの主張が、かねてよりなされてきた[369]。その論者は、90 年代から刑法、犯罪学の視点でインサイダー取引行為の犯罪構成要件、法的責任などについて貴重な研究を行った上で、刑法典にインサイダー取引罪を加えることを通して犯罪者の刑事責任を追及することを提言した。1997 年刑法は、この主張を聞き入れ、同法第 180 条に、インサイダー取引罪が導入されることになったのである。

刑法 180 条［インサイダー取引・内部情報漏洩の罪］:

証券・先物取引の内部情報を知る者、又は不正に証券・先物の取引に関わり、又は証券・先物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、あるいは当該内部情報と関係する先物取引を行い、又は当該情報を

366　彭氷「建立補償投資者的証券行政責任機制――針対内幕交易和操縦市場行為」中外法学第 5 期（2004）574～575 を参照。

367　張邦輝・陸渝梅「内幕交易監管体系構建的法経済学分析」重慶大学学報第 10 巻第 2 期.（2004）95 頁。

368　何暁菁「論規制内幕交易的行政監管」前沿第 21 期（2012）78 頁。

369　白建軍『証券欺詐及対策』（中国法制出版社. 1996）222～224 頁。

漏洩し、若しくは明示あるいは黙示により他人に上記取引行為に従事させ、情状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[370]に処し、不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の罰金を併科し、又は単科する。情状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、不法収益の 1 倍以上 5 倍以下の罰金を併科する。

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及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。

内部情報及び内部情報を知る者の範囲は、法律又は行政法規の規定により確定する。

証券取引所・先物取引所・証券会社・先物仲介会社・ファンド管理会社・商業銀行・保険会社等の金融機構の職員及び関連する監督管理部門ならびに業界協会の職員は、職務上の便宜を利用して内部情報以外の未公開情報を取得し、規定に反して当該情報と関連する証券・先物の取引行為に従事し、又は明示又は黙示により他人に関連する取引行為に従事させ、情状が重大である場合には、第 1 項の規定に基づき処罰する。

従来の「不法収益」に基づいて罰金を科すのが適当であるか否かという論争は、2012 年の司法解釈の公布によって決着を見た。一般的に、不法収益とは積極的に得た金銭上の利益を指す。行為者は未公開の内部情報を利用して取引又は漏洩行為を行い、さらに金銭上の利益を獲得すれば、行為者の不法収益に基づいて罰金を科すのは当然である。これに対して、損失の回避のための場合は、どのように処罰するかについて問題となる。この場合、回避された損失は不法収益と見ることができるかについて、条文だけからは必ずしも自明でないからである。このような立法上の欠陥に対しては、犯罪者に責任免脱の機会を残し、規制が弱体化してしまう、と指摘されていたところである[371]。もっとも、このような理解に対しては、「不法収益」を「得た利得あるいは回避された損失」と解釈すべきとの主張もなされていた[372]。この点について、司法解釈第 10 条が、刑法第 180 条第 1 項に規定する「不法収益」は、インサイダー取引行為によって得た利益あるいは回避した損失を指すと明確的に規定したのである。

しかし、刑事制裁に関しては、なお以下の疑問点が残されている。

まず、犯罪を構成する不可欠な判断基準が曖昧なことである。中国において、情状が重大な場合の要件は、インサイダー取引・内部情報漏洩の罪の成立要件として、最も重視される要素の一つである。情状の重大性、及び特別の重大性の判断基準について、刑法にはその内容を示す具体的規定がないため、司法解釈などによってその内容を示すべきことになろう。しかし、1997 年刑法がインサイダー取引・内部情報漏洩の罪を新設して以来、司法解釈は相当の期間、本罪の情状の量化基準を示してこなかったのである。

370　「拘役」とは、中国刑法における刑罰の一種で、主に犯罪行為が比較的軽い場合に適用される。日本刑法の禁固に相当する。

371　楊亮『内幕交易論』（北京大学出版社．2001）頁。張　前掲注（220）243 頁。

372　張　前掲注（220）243頁。

2001 年 4 月に公布された「最高人民検察院、公安部による経済犯罪事件の刑事訴追基準に関する規定」（以下、「2001 追訴基準」という）29 条は、情状の重大性として、取引金額が 20 万元以上の場合、インサイダー取引・情報漏洩が反復された場合、取引価格や取引高に異常な変動をもたらした場合、悪質な影響をもたらした場合を上げている。

その後、2008 年 5 月 3 日に公布された「最高人民検察院、公安部による経済犯罪事件の刑事訴追基準に関する補充規定」（以下、「2008 年補充規定」という）第 3 条[373]は情状の重大性について、次のように規定している。すなわち、「証券を購入し、若しくは売却し、又はインサイダー情報を漏洩して関連する証券を他人に購入又は売却させ、その取引金額の累計が 50 万元以上となった場合；先物契約を購入し、若しくは売却し、又はインサイダー情報を漏洩して関連する先物契約を他人に購入させ、若しくは売却させ、使用した保証金の金額の累計が 30 万元以上となった場合；利益の取得額又は損失の回避額の累計が 15 万人民元以上を超えた場合；繰り返しインサイダー取引を行うか、又はインサイダー情報を漏洩した場合；その他の重大な情状がある場合」である。

2001 年追訴基準と比べると、2008 年補充規定は取引額、不法利益額及び回避される損失額に詳細な区分を設けていることから、立法上は一定の進展を見せたとも言えるが、実務上の適用については、なお問題が山積している。

具体的には、2001 年追訴基準第 29 条は、取引価格や取引高の「異常な変動」や「悪質な影響」といった規範的概念を用いているが、それらの判断基準を具体的に提示してはいない。また、2008 年補充規定は、上記の規範的概念を削除したものの、これに対しては、簡単に本規定を削除するよりむしろ「異常な変動」に対して適当な解釈を加えたらより合理的であろうとの指摘もある[374]。

2010 年 5 月 7 日公布された「最高人民検査院、公安部による公安機関の管轄する刑事事

373　2008 年補充規定 3 条：インサイダー取引、インサイダー情報の漏洩の事件（刑法第 180 条）

証券、先物取引のインサイダー情報の知る人員、単位又は違法に証券、先物取引に関するインサイダー情報を取得した人員、単位が、証券の発行、証券、先物の取引に関し、又はその他証券、先物取引の価格に対して重大な影響のある情報が公開される前に当該証券を購入し、又は売却し、又は当該インサイダー情報と関連する先物取引に従事し、又は当該情報を漏洩し、以下に挙げる情報の一つが疑われるときは、訴追しなければならない。

1．証券を購入し、若しくは売却し、又はインサイダー情報を漏洩して関連する証券を他人に購入又は売却させ、その取引金額の累計が 50 万元以上となった場合。

2．先物契約を購入し、若しくは売却し、又はインサイダー情報を漏えいして関連する先物契約を他人に購入させ、若しくは売却させ、使用した保証金の金額の累計が 30 万元以上となった場合。

3．利益の取得額又は損失の防止額の累計が 15 万人民元以上を超えた場合。

4．何度もインサイダー取引を行うか、又はインサイダー情報を漏洩した場合。

5．その他の重大な情状がある場合。

374　張　前掲注（220）241頁。

件の立案起訴基準に関する規定(二)補充規定」（以下、新補充規定という）[375]35 条は、証券取引額が累計 50 万元以上の場合、得た利益あるいは回避された損失の累計額が 15 万元以上の場合、繰り返しインサイダー取引・内部情報漏洩を行われた場合、その他の情状重大の場合、立件追訴すべき旨の規定を追加した。

しかし、上述の規定は立件の基準であり、犯罪の成否さらに量刑の参考になるものでがあるが、なお多くの問題が残っている。例えば、証券取引額が累計 50 万元以上の場合に立件できるとされるが、このような基準は証券市場においては低すぎるため、実際上、規制対象が不当に拡大しており、基準として有効に機能していないのである。

2012 年司法解釈 6 条、第 7 条[376]は、司法解釈の形で本罪の「情状の重大」あるいは「情状の特別重大」の場合について明確に規定した。第 7 条は、本罪の「情状の特別重大」について追訴基準より大幅に引き上げているが、第 6 条は、金融商品の価格や取引量の異常変更を考慮することなく、ただ単に「何度（も繰り返す)」を「三回」としただけであり、「情状の重大性」についての判断を改善してはいないのである。この点を捉え、司法解釈によっても、資本市場に対して刑法が実効的にその役割を果たすことができず、「情状の重

375　新補充規定 92 条により、本規定は公布する日に実施する。また、2001 追訴基準及び 2008 年補充規定は新補充規定の実施の日から廃止される。

376　2012年司法解釈

第6条　内部情報としての重要性をもつ期間にインサイダー取引に従事した、あるいは他人に従事するよう明示又は黙示して他人に従事させた場合、又はインサイダー取引情報を漏洩して他人がインサイダイー情報に係る証券、先物取引、関連取引行為に従事する結果をもたらした場合、以下のいずれの情状があれば、刑法180条「情状重大」に当たる。

①証券取引額が50万元以上の場合

②先物取引に占められた保証金額が30万元以上の場合

③利得あるいは回避された損失額が15万元以上の場合

④三回以上の場合

⑤その他の重大な情状のある場合

第7条　内部情報の内部情報としての重要性をもつ期間以内インサイダー取引を従事した、あるいは他人に従事するよう明示、黙示して他人が従事した場合、又はインサイダー取引情報を漏洩して他人がインサイダイー情報に係る証券、先物取引、関連取引行為に従事する結果をもたらした場合、以下のいずれの情況があれば、刑法180条「情状が特別重大」に当たる。

①証券取引額が250万元以上の場合

②先物取引に占められた保証金額が150万元以上の場合

③利得あるいは回避された損失額が70万元以上の場合

④その他の特別で重大な情状のある場合

大」の基準として実質的に機能していない、との批判がなされている[377]。

さらに司法実務の実情を分析すると、証監会の行政処罰を受けたインサイダー取引事件の取引額がインサイダー取引犯罪の取引額基準を遥かに超える場合であっても、これらの事件の多くは行政処罰で止まり、刑事訴訟に進まないのが一般である。このような状況に対しは、「情状の特別重大」により追訴されることはなく、「情状の重大」基準も低きに過ぎ、基準としては有名無実であるの批判もなされている[378]。例えば、周小南、朱敏などによるインサイダー取引事件[379]において、周小南の不法利益の額は 890 万余元であり、「情状の特別重大」の 250 万元を 3 倍以上も超えるものであったが、刑事追訴は受けていないのである。

第 6 節　小括

中国のインサイダー取引規制に関する法的枠組みとしては、93 年暫定条例、証券法、刑法、指針が挙げられる。しかし、証券法の改正以後の 2006 年から、93 年暫定条例はインサイダー取引規制の根拠条文として用いられることが少なくなったので、現段階のインサイダー取引規制の体系外である。これに対し、インサイダー取引違反の認定に関する詳細な条文を定めている指針は、証監会の公式な内規として法的根拠といえないかもしれないが、これが実際上行政罰の成否を決定しているといえる。

インサイダー取引の構成要件、特に内部情報と内部者の範囲について、中国方は、EU のような実質的な判断基準を採用せず、極めて詳細な列挙に任せる形式的な判断基準を採用しているように思われる。制裁について、民事賠償制度の運用が困難の現状の下で、現段階中国においてインサイダー取引に対する制裁は行政制裁及び刑事制裁であるが、実際には、「振り分け」モデルに基づくものである。すなわち、行政上の取締りの必要から定められた法規に違反する行為で、情状の重大又は大きな損失をもたらした場合には刑法に犯罪として規定されるものにある。これらの犯罪は、違反行為の結果の量の変化に伴って質の変化を引き起こしたものであるため、「二重違法」の性質を有する[380]。杭蕭鋼構インサイダー取引事件を例にあげると、行政処罰として、被告法人に 70 万元、被告人に 10 万元の過料[381]が課され、別途、刑事罰として、裁判所は被告人に有期懲役並びに 4037 万元の罰金を

377　劉ほか　前掲注（268）212 頁。

378　馮殿美・杜娟「内幕交易、泄漏内幕信息罪若干問題研究」法学論壇第 21 巻第 2 期（2006）110 頁。

379　中国証監会行政処罰決定書（周小南、朱敏、朱敖娣、潘企康）29号（2013）を参照。

380　張心向「我国証券内幕交易行為之処罰現況分析」当代法学 2013 年第 4 期 55 頁。劉ほか　前掲注（268）211 頁。

381　中国証監会行政処罰決定書（杭蕭鋼構及単銀木等人）16 号（2007）。

言い渡した。しかし、この量の変化から質の変化を引き起こす「架け橋」は、スムーズなものとはいいにくいと指摘されている[382]。例えば、本章で検討したように、「不正に内部情報を取得した者」の類型について、2012 年司法解釈に列挙された三つのタイプは証券法に見つけられない。

「振り分け」モデルの規制体系の下では、指針・証券法・刑法の条文は互いに整合する関係がより望ましいと考えられる。現段階において、指針はインサイダー取引の認定において果たす役割と証監会の内規としての低い位置づけに合っておらず、その性質は曖昧である。比較法の観点からは、より諸外国の経験を学び、内部情報や内部者の範囲、違法行為の推定方法などを指針の条文に導入し、指針の性質を行政法規まで上げると、行政規制がスムーズに刑事規制に繋がるであろう。

---

[382] 張　前掲注（380）58頁。また、論者は、「金融犯罪について、中国法は付属刑法（筆者注：経済、民事、行政、文化、教育、環境、衛生や社会保障等に関する法律の中に罰則を設けるのは、いわゆる付属刑法規範という）と刑法典が結合する立法モデルを採用している。そのよいところはあるが、犯罪構成要件などの基礎的問題について、付属刑法と刑法典との間に不一致が生じることが多いのである。不一致の現状は、金融法律と刑法の立法部門が異なり、その問題意識も異なっていることに起因している。理論及び実務では、金融犯罪の罪の定義及び量刑の基準について、刑法だけによらないのである。ただし、金融犯罪が法定犯であり、金融法規における金融犯罪に関する規定内容はその罪の定義及び量刑に大きな影響を与える。したがって、金融法規と刑法の規定の不一致は司法実務に不統一をもたらす。」と指摘している。（劉憲権「中国の金融犯罪に関する刑事立法の発展について」立命館法学347号（2013）610頁［張小寧(訳)］）

第４章　日本におけるインサイダー取引規制

日本のインサイダー取引に対する規制は昭和63（1988）年の証券取引法改正の際に、刑事罰の対象として初めて導入されたものである。導入当初から、抑止手段としては刑事罰に依存しているため、罪刑法定主義の観点から、法は違反行為の各構成要件にかなり厳格な形式主義のアプローチを採用している。平成16（2004）年の金融商品取引法（以下「金商法」）への改正により課徴金制度が導入されて以来、インサイダー取引に関する従来の刑事罰を中心した制裁体系が大きく変わった。このような行政手段としての課徴金制度が導入された後、刑罰の果たす役割は相対的に縮小したかのようにも見える。この現状を踏まえ、各構成要件及び制裁のあり方について再検討をすべき時機に来ているように思われる。

本章では、規制の根拠と強化の経緯、各構成要件及び制裁手段などについて、判例と最近の法改正と併せて概観し、日本におけるインサイダー取引規制の現状を検討したい[383]。

---

[383] 日本法については主に、以下の文献を参照した。岸田雅雄（監修）『注釈金融商品取引法［第３巻］行為規制』（金融財政事情研究会．2010）；並木和夫『内部者取引の研究』（慶応義塾大学法学研究会．1996）（1996）；大塚仁・河上和雄・佐藤文哉・古田佑紀（編）『大コンメンタール刑法［第３巻］』（青林書院．1999）；横畠　前掲注（7）；河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本』（有斐閣．2008）；瀬谷　前掲注（14）；黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』弘文堂（1999）；木目田　前掲注（9）；内部者取引規制研究会『一問一答：インサイダー取引規制』（商事法務研究会、1988 年）；日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社．2008）；神田秀樹（監修）川村和夫（編）『注解証券取引法』（有斐閣．1997）；松本　前掲註（1）；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）；西田典之（編）『金融業務と刑事法』（有斐閣．1997）；山口厚『経済刑法』（商事法務．2012）；関根攻『インサイダー取引規制の綜合解説』（日本経済新聞社．1989）；近藤光男・吉田和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門［第 2 版］』（商事法務．2011）萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂．2011）；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）；金井貴嗣・泉水文雄・川濱昇（編）『独占禁止法』（弘文堂．2004）；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）1～38 頁；阿南剛「村上ファンド・インサイダー取引事件最高裁決定の解説」監査役 590 号（2011）76～81 頁；黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」商事法務 1945 号（2011）4～14 頁；木目田裕・山田将之「インサイダー取引規制における実務上の諸問題（1）規制の概要と法 166 条の成立条件（上）」商事法務 1840 号（2008）93～107 頁；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）551～571 頁；上田正和「インサイダー取引と刑事規制」大宮ローレビュー4 号（2008）15～41 頁；黒沼ほか　前掲註（6）423～548 頁；神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任（下）」

第 1 節　日本のインサイダー取引規制の概要

第 1 款　日本のインサイダー取引規制の根拠

インサイダー取引規制の理論的根拠について、学説および海外の法制においては議論がある[384]。日本のインサイダー取引規制の保護法益については、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の保護と解される見解は一般的な理解である[385]。また、規制当局の立場としては、昭和 63 年証券取引審議会報告は、インサイダー取引規制の新設の理由に関し、「有価証券の発行会社の役員等は、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき情報について、その発生に自ら関与し、又は容易に接近しうる特別な立場にある。これらの者が、そのような情報で未公開のものを知りながら行う有価証券に係る取引は、一般にインサイダー取引、すなわち内部者取引の典型的なものと言われている。こうした内部者取引が行われるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資家と比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる」と述べ[386]、かつ、衆議院大蔵委員会も公正・健全な市場に対する一般投資家の信頼を強調しており、すなわち、同委員会は「証券市場も公正性と健全性に対する投資家の信頼を一層確保するため、有価証券の発行会社の社員等が、その職務に関し内部情報を知った場合等において、その公開前に当該有価証券の取引をしてはならないこととし、この

判例時報 1803 号（2003）164～173 頁；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）3083～3114；越知保見「市場法と行政法・刑事法の交錯（1）経済事件についてのサンクションのあり方：刑事罰への過度の依存と裁量的課徴金ドグマの克服(上)」国際商事法務 40 巻 5 号（2012）670～681 頁；川崎友己「インサイダー取引罪」刑法雑誌 51 巻 1 号（2011）78～93 頁；木目田裕・尾崎恒康「エンフォースメント―刑事罰と課徴金」商事法務 1846 号 27～35 頁；高木光「独占禁止法上の課徴金の根拠づけ」NBL774 号(2003) 20～26 頁など。

384　インサイダー取引規制の保護法益に関する議論は、神山敏雄『日本の経済犯罪』（日本評論社．1999）70 頁以下を参照；神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール 4』（商事法務．2011 年）112 頁以下を参照。

385　横畠は、内部者が「開示されなければそのような（筆者注：内部情報）を知り得ない一般投資家と比べて著しい有利となり、そのような取引はきわめて不公平であった、これが放置されるとすれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、さらに一般投資家の証券市場に対する信頼が失われるもの」と述べている（横畠　前掲注(7)1 頁）。また、同様の立場にある論文は、竹内真夫『会社法の理論Ⅰ』（有斐閣．1984）311 頁；松本　前掲註（1）8～9 頁；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；葛　前掲注（18）101 頁などが挙げられる。

386　昭和 63 年 2 月 24 日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」。

違反に対して刑事罰を科すこととしております。また、会社の役員および主要株主による自社株等の売買の報告義務を設ける等の処置を講ずることにしております」としている[387]。

さらに、判例上、三笠コカ・コーラボトリング事件[388]に対し、裁判所は、「内部者取引が処罰される趣旨は、公開買付者等の役員等一定の関係にある者は、公開買付け等の実施に関する事実の発生に自ら関与し、あるいはその事実を知り得る立場にあるから、そのような者が、当該事実を知って、その公表前に公開買付けに係る上場等株券等の買付け等の取引を行うことは、その事実が公表されない限りその発生を知り得ない立場にある一般投資家と比べて著しく有利であって不公平であり、このような取引が横行すれば、証券市場は健全な投資家の信頼を失い、証券市場としての機能を十分に果たすことができなくなるためであると解される。したがって…証券取引法 167 条 1 項は、証券市場の公平性と健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという観点から、公開買付者等の役員等一定の関係にある者が、公開買付け等の実施に関する内部情報を知った場合には、それが公表される前に公開買付けの対象となる株券等の買付け等の取引を行うことを禁止し、これに違反した者を処罰しようとするものである」と判示した。

このように、日本の学説、規制当局及び裁判実務においては、インサイダー取引の規制根拠について、金融商品取引市場の公正性と健全性に対する投資者の信頼の確保に重点が置かれている、と言える。

第 2 款　インサイダー取引規制導入の経緯

第 1 項　昭和 63 年証券取引法改正前の状況

日本においてインサイダー取引規制に対する規制が導入されたのは、昭和 63 年の証券取引法の改正である。改正前の旧証券取引法においては、不公正取引一般を禁止する 58 条 1 号のみが存在していたものの、同条は「有価証券売買その他の取引について不正の手段、計画又は技巧をなすこと」を禁止するというように、構成要件自体が抽象的で実際には適用しにくい規定であることに加え、その当時は、そもそもインサイダー取引が悪質な行為だとは社会通念上認識されていなかったこともあり、本条によって内部者が処罰されることはなかった[389]。

しかし、当時の日本の国内状況を見ると、証券市場に一般投資家が多数参加するようになってくるに伴い、証券取引市場の公正性や健全性に対する関心が次第に高くなってきた。

387　昭和 63 年 4 月 26 日衆議院大蔵委員会議事録第 14 号 9 頁。

388　東京地判平成 15 年 5 月 2 日判タ 1139 号 311 頁。

389　佐伯仁志「インサイダー取引」西田典之（編）『金融業務と刑事法』（有斐閣．1997）220 頁参照；神山敏雄・斉藤豊治・浅田和茂・松宮孝明（編）『新経済刑法入門〔第 2 版〕』（成文堂．2013）198 頁参照。

また、国際的な状況を見ると、当時すでに証券取引市場の国際的な進展が相当程度進んでおり、東京がニューヨークやロンドンと並ぶ世界の三大証券市場の一つに数えられるようになり、東京市場に外国投資家が参加したり、外国株式が上場したりする例も見られるようになっていた。米国や英国など世界の主要先進国においてインサイダー取引規制に積極的な姿勢がとられるようにていたところ、日本においてもインサイダー取引の規制について欧米諸国の規制と足並みを揃える必要が生じていた。特に、昭和 62（1987）年 9 月のタテ化学工業事件[390]を機に、日本の証券市場の不公正さに対する国内外の批判が一挙に噴出し、インサイダー取引規制を新設するための検討が行われるようになった。

第 2 項　インサイダー取引に関する条文の新設

上記のような国内外の状況を踏まえ、大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会に設置された不公正取引特別部会において、インサイダー取引について集中的な検討が行われた。7 回の審議を経て意見がとりまとめられ、その後証券取引審議会の総会において審議、了承され、昭和 63 年 2 月 24 日付で「内部者取引規制の在り方について」と題する報告書[391]が

390　タテホ化学工業事件とは、タテホ化学工業が債券先物取引により 280 億円を超える損失を被ったところ、当該情報が公表される前日に、タテホ化学工業の取締役やタテホ化学工業に融資を行っていた当時の阪神相互銀行（現みなと銀行）が、保有していた同社の株を売却して損失を免れたという事件である。大阪証券取引所は調査を行った後、ただ「内部情報利用による取引との確証は得られなかったものの、少なくとも誤解を招く取引が散見された」として遺憾の意を表明したにとどまり、法的には何らの責任も問われないままに幕引きとなった。

391　報告書の主要な内容は次の通りである。

① 基本的考え方

内部者取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を進めるべきである。

② 未然防止体制の整備等

イ　発行会社、証券取引所等の対応

（a）　発行会社

重要な情報についての管理の徹底及び適時適切な開示

（b）　証券取引所

上場会社に対する重要情報の適時適切な開示の要請、重要情報が一部に流布されている場合等における売買取引の機動的、弾力的停止等

（c）　証券会社、金融機関等

情報の障壁（チャイニーズ・ウォール）の整備等

ロ　行政の対応

大蔵大臣に提出された。

同報告書の結論は、「インサイダー取引の未然防止を図るとともに、これを規制する法制の整備を速やかに進めるべきである」というものであり、また特色として、次の二つの注目すべき点がある。まず、規制手段について、単に刑事刑罰を整備するということではなく、インサイダー取引の未然防止体制の整備の重要性が強調されている点である。すなわち、報告書によれば、「内部者取引の規制については、まずその未然防止に万全を期すという考え方をとる必要がある。そのため、重要な情報の発生源である発行会社、有価証券の取引が行われる証券取引所及び有価証券の取引を仲介する証券会社等が適切な未然防止体制を整備するほか、行政当局としても未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、的確な対応を行うことが必要である。それに加えて、適切な刑事罰則を整備し適用すべきである」とされている。次に、新たに刑事罰則の整備に際して、投資家にとって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明確に判断できるようなものにすることの重要性が強調されている点である[392]。

この報告書に基づき、昭和 63 年 5 月に証券取引法の改正がなされ、インサイダー取引それ自体を規制する条文が証券取引法の中に新設されることとなった。法改正により、大蔵大臣の調査権に関する規定は昭和 63 年 8 月 23 日に、会社役員等の短期売買利益の提供及び空売り禁止に関する規定は同年 10 月 1 日に、それぞれ施行された。翌平成元（1989）年 2 月にはインサイダー取引規制に関する政令が公布され、同年 4 月 1 日にはインサイダー取

行政当局としても、未然防止体制の整備を適切に指導するとともに、直接的な規制を適切に行うこととし、そのため、調査機能、監視体制の拡充等を図る。

ハ会社の役員等の自社株売買の把握・管理役員及び主要株主の得た不当利益の返還請求に係る規定（証券取引法第189 条）の実効性を確保するため、役員等の自社株売買の報告義務規定を新たに設ける。

③ 刑事罰の整備

イ　証券取引法第58 条第1 号とは別に、新たに発行会社の役員等の一定の立場にある者が、一定の内部情報を知った場合に、これが公開される前に一定の有価証券の取引を行う行為それ自体を処罰する罰則を設ける。

ロ　構成要件が明確であり、投資家にとって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明確に判断できるようなものにする。

ハ　具体的には、（a）発行会社の役員、従業員及び株主、（b）発行会社との間で内部情報に容易に接近できる法令上、契約上の関係のある者、（c）（a）又は（b）の者から情報の提供を受けた者が、投資家の投資判断に影響を及ぼすべき重要で未公開の事実に関する情報（できるだけ客観化、具体的を図り、法令において明確に示す）を知りながら、その公開前に取引を行う場合を処罰の対象とする。

392　内部者取引規制研究会『一問一答：インサイダー取引規制』（商事法務研究会．1988）8～9 頁。

引規制に関する規定が施行された。

第 3 項　規制の強化

平成元年 4 月 1 日に、インサイダー取引規定が施行され、刑罰が科されるようになった。昭和 63 年証券取引法改正前の 58 条は、「不正取引の禁止」に違反した者に対して、自然人の場合には、3 年以下の懲役又は 300 万円以下の罰金を、法人の場合には、各号の罰金刑（300 万円以下）を科していた。改正後の平成元年の証券取引法において、同法 190 条の 2「内部者取引の禁止（一）業務等の情報」又は 190 条の 3「内部者取引の禁止（二）公開買付等の情報」に違反した者に対し、自然人の場合には、6 月以下の懲役又は 50 万円以下の罰金を、法人の場合には、「行為者を罰するほか、その法人又は人に対しても、各本条の罰金刑を科する」（同法 207 条 1 項）ことになった。

その後、インサイダー取引の違法性、害悪性に対する認識が格段に高まったことを踏まえ、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」[393]が成立し、インサイダー取引に対する罰則が、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 万円以下から 300 万円以下に[394]、また、両罰規定も 50 万円以下の罰金から 3 億円以下に[395]、6 倍ないし 600 倍にも引き上げられた。また、本改正により、インサイダー取引などから得られた財産を没収・追徴する規定が新設された[396]。

さらに、平成 16 年の法改正により、インサイダー取引等に対する「行政上の措置」として、課徴金制度が導入され、平成 17 年 4 月から施行された。同制度はインサイダー取引等の違反行為の抑止を図り、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負担を課す行政上の措置である。

その後、幅広い金融商品に包括的・横断的な制度の整備を目的とする平成 18 年改正では、不公正取引の罰則の強化がポイントの 1 つであった。不正行為等に対する法定刑は、従前の 5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 5 億円以下）から、10 年以下の懲役若しくは 1000 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 7 億円以下）に引き上げられた。また、インサイダー取引に対する法定刑も、従前の 3 年以下の懲役若しくは 300 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 3 億円以下）から、5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金又は併科（法人両罰 5 億円以下）に引き上げられた。さらに、「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成 18 年法律第 65 号）及び「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」（平成 18 年法律第 66 号）が施行されたことに伴い、証券取引法は「金融商品取引法」（以下「金商法」という）と法律名が改められた。

393　平成 9 年法律 117 号。
394　旧証券取引法 198 条 15 号。
395　旧証券取引法 207 条 2 号。
396　金商法 198 条の 2。

2013 年 6 月 12 日には、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（以下、金商法等改正法）が成立し、これにより「不正な情報伝達・取引推奨」もインサイダー取引規制の対象とされることとなった。「不正な情報伝達・取引推奨」により公表前の取引が行われた場合には、情報伝達者・取引推奨者に刑事罰や課徴金が課せられるようになったのである。

第 2 章、3 章と同様に、本章においても、インサイダー取引に関わる内部情報、内部者、禁止される行為及び制裁という四つの側面について、日本におけるインサイダー取引規制の実態を概観・検討する。

第 2 節　内部情報

第 1 款　内部情報に関する概要

インサイダー取引規制に関する条文は、昭和63（1988）年の証券取引法改正により、190条の2（会社関係者等）及び第190条の3（公開買付者等関係者）として新設され、平成4（1992）年法律73号による改正を経て、現行金商法第166条及び第167条として規定されている。会社関係者によるインサイダー取引及び公開買付者等関係者によるインサイダー取引にかかる内部情報は実質上区別がないため、本稿では一律に金商法166条の規定を例にして検討する。

日本の金融商品取引法166条2項は，内部情報について、「投資家の投資判断に影響を与えること」を前提とし、情報の重要さによって次の四種類の「重要事実」として規定している。すなわち，決定事実（1号、会社の意思決定に係る事実）、発生事実（2号、災害に起因する損害、主要株主の異動、訴訟の提起、行政処分などの会社の意思決定にかかわりなく発生事実）、決算情報（3号、上場会社等の売上高、経常利益若しくは純利益等について、公表がされた直近の予想値に比較して当該上場会社等が新たに算出した予想値又は当事業年度の決算において差異が生じたこと）、及びバスケット条項4号、前3項に掲げる事実以外、上場会社の運営・業務又は財産に関する重要な事実であって，投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすもの）である。この四種類の重要事実に関して、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令は決定事実及び発生事実に一定の「軽微基準」を設定し、当該基準を満たす情報を内部情報から排除する[397]。総括すれば、日本法における内部情報としての重要事実は，上場会社の運営・業務または財産に係る重要な事実を指すものである[398]。このよう

397　有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 49、50 条。
398　河本一郎・大武泰南『証券取引法読本［第 4 版補訂版］』（有斐閣、2000）273 頁。

に、日本法のもとでの内部情報は、重要性及び関連性を有するものであるといえよう。

しかし、EU法及び中国法と異なり、日本の金商法の条文では、明文で情報の未公開性については言及していない。これについて、金融商品取引法施行令30条では、情報の「公表措置」を規定しているため、日本法のもとでの内部情報の構成に重要性、関連性及び未公開性が不可欠であろう。次に、インサイダー取引に最も緊密にかかる情報の重要性について検討する。

第 1 款　重要性の判断基準

情報の重要性に関して、金商法は明文で「投資家の投資判断に影響を与えること」を前提とし、重要性に属する具体的な情況を詳細に列挙している。このように、立法上、日本法はEU法のような蓋然性基準を採用していると言えるであろう。また、判例上もこの基準の運用も窺がえる。これに関して、日本織物加工事件及び村上ファンド事件の最高裁の判決は注目に値する。

この二つの最高裁判例に関わる内部情報は、上述の重要事実の中での決定事実に関するもので、「決定事実」とは、具体的に、金商法166条（会社関係者の禁止行為）において、上場会社等の業務執行を決定する機関が法令所定の事項を行うこと（行わないことも含まれる）についての決定をしたこと等をいい[399]、また、法167条（公開買付者等関係者の禁止行為）において、公開買付者等が公開買付け等を行うこと（例えば、公開買付の実施或いは中止）についての決定をしたこと等をいう[400]。すなわち、重要事実の中での「決定事実」は、「決定をしたこと」等と定義されている[401]。ここでいう「決定したこと」については、どのような条件を満たせば内部情報を構成できるかという問題となる。これに関し、「実現可能性」と「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」の関係、すなわち、両方を同時に満たした場合には決定事実に該当するのか、それともそれの一つを満たせば決定事実に該当するのかを整理する必要があると思われる。

「実現可能性」については、その決定に係る事実が実際に実施される可能性のことをいい、それは実現可能性の有無やその高低の程度によって表わされるものと解されている[402]。金商法に明文で規定されているものではないが、インサイダー取引に関する判例の中において、「実現可能性」という文言は頻繁に使用されている。例えば、平成21年2月3日村上ファンド事件東京高裁判決においては、実現可能性の必要性を強調しており、具体的には東京高裁は、「決定にはそれ相応の実現可能性が必要であると解される。その場合、まず、内

399　松本　前掲註（1）62 頁参照。

400　松本　前掲註（1）236 頁参照。

401　荻野昭一「インサイダー取引規制に係る決定事実とその判断基準」經濟學研究 62 巻 1 号（2012）8 頁。

402　荻野　前掲注（401）16 頁。

部的に（主観的に）、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定のできる機関において、それ相応の根拠を持って実現可能性があるものと判断している必要がある。しかし、この「決定」に該当するか否かの判断に当たっては、投資者の投資判断に影響を及ぼすものであるか否か点が重要な判断要素となるのであるから、第三者の目から見ても（主観的にも）、実現可能性があるといえるか否かについても検討しなければならない。すなわち、主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持ってその実現可能性があるといえて初めて、証券取引法167条2項「決定」に該当するということができるのである。」と判示している[403]。同事件の判旨に言及されている「実現可能性」と「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」との関係が明確とはいえないが、判決の文脈からは、「決定したこと」ならに内部情報を構成するためには、「実現可能性」と「投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」の両方が不可欠であるように読めると指摘されている[404]。

村上ファンド事件以前に、「決定」の意義に関して、平成11年6月10日の日本織物加工事件最高裁判決[405]では、「株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない」と判示していた。同判決により、「決定」が、実行されるとの予測が成り立つことは要しないことが明確された。しかし、同判決では、実現可能性の高低の程度について明確にされていないものと考えられていた[406]。そしてその後、平成23年村上ファンド事件最高裁決定は、「決定したこと」の「実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条２項の『公開買付け等を行うことについての決定』というべき実質を有しない場合があり得るのは別として…公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」との判示を下した。今回の最高裁は、「実現可能性」がなければ決定があったとはいえないとした東京高裁の判決を「相当でない」とし、決定の核心が意思成立の点に存在することを前提とし、実現の可能性の高低は必要ないことを明示したものである[407]。

この両最高裁判例により、「決定」の該当性についての判断の本質は、「実現可能性の高低の程度」を必要不可欠な要件と考えるのではなく「投資判断に影響を及ぼすもの」にあるとされている[408]。この両最高裁の判示に基づき、日本におけるインサイダー取引規制に関する内部情報の判断基準は、実はEU法の「合理的な投資家基準」と近い「投資者の投資判断に影響を与える基準」を採用しているといえるであろう。

403　資料版商事法務資料版商事法務 329 号 131 頁。
404　荻野　前掲注（401）17 頁。
405　最一小判平成 11 年 6 月 10 日刑集 53 巻 5 号 415 頁。
406　阿南剛「村上ファンド･インサイダー取引事件最高裁決定の解説」監査役 590 号（2011）78 頁；黒沼悦郎「村上ファンド事件最高裁決定の検討」商事法務 1945 号（2011）7 頁。
407　荻野　前掲注（401）8 頁参照。
408　荻野　前掲注（401）18 頁参照。

第 2 款　検討

重要性の判断基準に関し、現行法と判例とも「投資家の投資判断に影響を与える」という基準を使用しているが、この基準を満たす具体的な指標を用意していない。村上ファンド事件控訴審判決では、旧証券取引法167条2項の「決定」に関し、「公開買付け等を行おうとする者が行った当該『決定』が証券取引法167条2項にいう『決定』に該当するか否かは、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を確保するというインサイダー取引規制の理念に沿って、当該『決定』が，投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否かを、そのものの当該『決定』に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況、対象企業の特定状況、対象企業の財務内容等の調査状況、公開買付け等実施のための内部の計画状況と対外的な交渉状況などを総合的に検討して個別具体的に判断すべきであり、『決定』の実現可能性の有無と程度という点も、こうした総合判断の中で検討していくべきものである」[409]と判示したが、この主観的にも客観的にも相応の実現可能性があることを要するとして控訴審判決は最高裁に否定された[410]。この現状を踏まえ、実際には日本法もの下での内部情報の重大性の判断基準も不明確状態に止まっているであろう。

第 3 節　内部者

日本における取引規制対象について、理論上、内部者、準内部者、第 1 次情報受領者という分け方をすることが多い[411]。

409　東京高判平成 21 年 2 月 3 日判例タイムズ 1299 号 102 頁。

410　内部情報の中での決定事実を構成するための考慮要素として、論者は、「事実の内容」、「事実の規模」、「事実の具体性」及び「事実の実現可能性」という 4 つの方面を考慮すべきと主張している。「「事実の内容」と「事実の規模」は、第一義的には決定事実に係る「法令所定の事項」の該当性の判断の際の考慮要素とされ、その上で、「法令所定の事項を行うことについての決定をしたこと」の該当性の判断基準のための考慮要素として、「事実の具体性」と「事実の実現可能性」を加えた 4 つの考慮要素を総合的に勘案するという整理になると考えられる。」（荻野　前掲注　(401)18 頁）。

411　葛　前掲注（18）107 頁；近藤光男・吉田和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門［第 2 版］』（商事法務．2011）304 頁。内部者、準内部者、第一次情報受領者との分類のほか、会社関係者、元会社関係者、情報受領者と分類する方法も存在している。（松本　前掲註（1）36 頁；木目田　前掲注（9）32 頁；岸田雅雄（監修）『注釈金融商品取引法［第 3 巻］行為規制』（金融財政事情研究会．2010）144～146 頁を参照）。

第 1 項　内部者

内部者は主に 3 つの種類がある。第一種類の内部者は、上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者（166 条 1 項 1 号）を指すが、その上場会社等の親会社及び子会社（外国会社も含まれる）における役員、代理人、使用人その他の従業者も規制の対象となる。ここでいう「役員」とは、会社法 329 条により、取締役、会計参与、監査役を指す。次に、第二種類の内部者は、主要株主等である（166 条 1 項 2 号)。つまり、会社法 433 条 1 項の会計帳簿閲覧等の請求権を有する株主、会社法第 433 条 1 項の定める権利を有する上場会社等の親会社の主要株主を指す。また、第三種類の内部者は、会社法 433 条 1 項の会計帳簿閲覧等の請求権を行使できる株主が法人である場合その役員等、法人以外の者である場合はその代理人または使用人を指す。これらの者が職務に関して内部情報を知った場合にインサイダー取引の規制対象となる。これの者は、かかる法人が知った重要事実は当該法人内で伝達されるおそれが高いことから、法人内で伝達を受けた者も当該法人と一体として取り扱うこととしてものである[412]。

また、内部者の立場を去って 1 年以内の者（166 条 1 項後段）も規制対象となる者の範囲に含まれる。

第 2 項　準内部者

準内部者という概念は、もともと条文に規定している概念ではなく、日本のインサイダー取引規制に関する理論上のものである。この概念は、EU 法でも中国法でも使用しておらず、日本特有の概念である。日本法のもとで、準内部者に当たるものは、会社に対して何らかの権利や権限を持っており、重要事実にアクセスできる者である。具体的には、準内部者は次の者を含む。

まず、上場会社等（親会社及び子会社を含む）に対する法令に基づく権限を有する者である（166 条 1 項 3 号)。「法令に基づく権限」とは、例えば、行政権に属する権限（許認可権限や立入検査・調査・捜査権限等)、立法権に属する権限（憲法第 62 条の国政調査権等)、司法権に属する権限（民訴訟第 233 条の文書提出命令、刑訴法第 99 条以下の差押・提出命令等）等が含まれる。また、「権限を有する」者とは、公務員に限られず、法令の委任を受けて検査などを行う民間団体の職員等も準内部者に属される。

次に、上場会社等（親会社及び子会社を含む）と契約を締結している者、または締結過程中にある者も準内部者となる（166 条 1 項 4 号)。これらの者は、有価証券の投資判断に影響を及ぼすべき内部情報に関与しまたは接近しうる特別な立場にあるゆえに重要な情報を知ることが多いため、準内部者として規制の対象とされたと解されている[413]。このうち、

412　松本　前掲註（1）54 頁。

413　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）44 頁 ; 松本　前

契約の締結の交渉過程にある者については、平成 10 年の証券取引法改正により金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律 （平成 10 年 6 月 15 日法律第 107 号）において規制の対象に追加されたものであり、同改正前の規制対象は、契約を締結している者のみであった。この種類の準内部者に当たる者は、上場会社と契約している弁護士、税理士、公認会計士などである。法人が準内部者となる場合には、法人の役員等も含まれ（同項 5 号）、法人以外の場合には代理人や使用人が含まれる。これらの者は上場会社との契約の締結、もしくは交渉、または履行に関して重要事実を知ったときに規制の対象となる[414]。

また、準内部者の立場を去って 1 年以内の者（166 条 1 項後段）も規制対象者の範囲に含まれる。

第 3 項　情報受領者

情報受領者とは、内部者または準内部者（これらを合わせて会社関係者と呼ぶ分け方もある）から情報の伝達を受けた者である。すなわち、内部者または準内部者が、それぞれ 166 条 1 項に定める地位において知った重要事実を他人に伝達し、その伝達を直接に受けた者がインサイダー取引規制の対象者になる。情報受領者となるためには、ある者が、内部者及び準内部者から内部情報を受領したこと、かかる内部情報が法令で規定している重要事実であること、当該重要事実が未公開なものであるとの三つのことを認識している必要がある[415]。日本において第 1 次情報受領者として立件され、初めてインサイダー取引規制に適用された事件は日新汽船事件[416]である。

掲註（1）50 頁。

414　東京地判平成 15・5・2 判タ 1139 号 311 頁は、「『当該契約の締結若しくは交渉又は履行に関し知ったとき』とは、契約の締結若しくは交渉又は履行行為自体によって知った場合はもとより、これと密接に関連する行為より知った場合を含むと解されるが、これは、契約の締結又は交渉について権限を有し、あるいはその履行について義務を負う者がこれらの行為の際に知ったときだけではく、これを補助する担当者が知ったときを含み、さらに、この担当者等からその職務上当該契約の締結若しくは交渉又は履行の状況等について報告を受ける立場にある上司や同僚等がその報告等の機会に知った場合をも含むと解するのが相当である」と判示した。

415　神山敏雄『日本の証券犯罪：証券取引犯罪の実態と対策』（日本評論社．1999）56～57 頁を参照。

416　平成 2 年 9 月 26 日資料版商事法務 81 号 35 頁。

日新汽船事件：金銭の貸付等を業とする千代田ファイナンスの代表取締役社長 A が、平成元年 6 月 8 日に、日新汽船の取締役会社から、同人の支社を介し、「日新汽船は、オーストラリア所在のシドニーリージェントホテルを約 291 億 6000 万円で買収することになり、その買収資金のうち 256 億円を第三者割当増資によって調達することを決定した。千代田ファイナンスでも 35 万株引き受けてもらいたい」旨依頼された。A は日新汽船の重要事実について伝達を受けたところ、これが公表されれば株価が高騰するものと考え、公表され

しかし、現行法では、内部者または準内部者からの情報伝達が直接でないものは規制の対象とはならない。また、情報受領者からさらに情報の伝達を受けた者（第2次情報受領者）も規制の対象とはならない。情報受領者が、「第1次」なのか、「第2次」「第3次」の受領者なのかは、実態を踏まえて判断されるべきと解されている[417]。例えば、内部者Aが内部情報をBに伝達し、Bがさらに当該情報をCに伝達した場合であっても、Bが実質的に情報伝達使者の役割を果たしているような場合には、B、Cともに「第一次情報受領者」に当てはまり、インサイダー取引規制の対象となる。

【規制対象となる者範囲】（法 166 条を例にする）

①	166 条 1 項 1 号	上場会社等の役員、代理人、使用人その他の従業者	内部者	（内部者または準内部者の立場を去って 1 年以内の者を含む）
②	166 条 1 項 2 号	主要株主等（法人の場合は、その法人の役員等を含む）		
③	166 条 1 項 3 号	上場会社等（親会社及び子会社を含む）に対する法令に基づく権限を有する者	準内部者	
④	166 条 1 項 4 号	上場会社等と契約を締結している者、または締結過程中にある者（法人の場合は、その法人の役員等を含む）		
⑤	166 条 3 項	上述の①ないし④の者から重要事実の伝達を直接に受けた者	第 1 次情報受領者	

第 4 項　検討

日本法におけるインサイダー取引規制の対象者のなかで、内部者または準内部者の立場を去って1年以内の者（166条1項後段）も規制対象となる者の範囲に含まれるのは注目に値する[418]。このように規定する原因としては、内部者或いは準内部者でなくなった後直ちに

る前に日新汽船の株式を買い付け、公表されて株価が高騰した後に売却して利益を得ようと決意し、同年 6 月 15 日、知人の名義で日新汽船株式 7000 株の買い付けを行ったという事例である。東京簡裁は、平成 2 年 9 月 26 日、略式命令により、A に罰金 20 万円を言い渡した。問う事件は、第 1 次情報受領者として立件され、日本においてもインサイダー取引規制が始めて適用された事件である。

417　内部者取引規制研究会　前掲注（392）46～47 頁。

418　平成25年の金商法等改正法案では、公開買付者等関係者の退職者等に対して規制が課

取引を行うことを許容すれば、インサイダー取引の実効性が失われることから、上述の身分がなくなった後も1年を限度として取引を禁止する。1年を限度とされたのは、一般的に、1年以内には重要事実も有価証券報告書等により公表され、情報にかかる者の身分の「内部」性もなくなったものと考えられたことである[419]。このような種類の規制対象者の設置は、EU法にも中国法にも存在せず、日本法の特有な規定といえよう。

また、日本のインサイダー取引規制においては、内部者や準内部者だけではなく、これらの者から直接的に重要事実の伝達を受けた者、いわゆる「第1次情報受領者」も、規制の対象とされている。しかし、これらの「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、その後の転々と流通する情報を知った者は、インサイダー取引規制の規制対象とはなっていない。このような「第1次」と「第2次」以降で異なる取扱いがなされている理由については、一般に「第2次」以降の情報受領者まで規制の対象範囲に含めると、「インサイダー取引規制の対象となる者が極めて広範囲にわたり、無用の社会的不安が生ずるおそれがある」との考慮があったことである[420]。

しかし、諸外国は必ずしも第2次およびそれ以後の情報受領者を規制の対象から外していない。EUの2003年指令では、「内部情報であることを知って(knows)又は知り得べき(ought to have known)でありながら、内部情報を有しているいずれの者」を規制対象にすると定めている(指令4条)。すなわち、指令のもとで、「第1次」、「第2次」といった形式的な基準ではなく、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立場にあること)、といった実質的な基準を採用しているのである。また、情報受領者に対する規制の可否について、日本のインサイダー取引の母法であるアメリカ法のもとでは、そもそも明文で規定されておらず、判例を通して形作られたという事情があり、形式よりも違反行為の実質を踏まえた判断がなされるようである。すなわち、情報受領者を規制する理由は、情報の提供が信認義務に違反しており、情報受領者がそのような信認義務の違反を知って又は知り得べきであったこと(信認義務理論)[421]や、情報源に対する情報受領者の信認義務などに

される期間について、以前の「1年」から「6ヶ月」に短縮することになる(金商法等改正法案に基づく金融商品取引法167 条1項)。会社関係者の場合には、従来通り、「関係者」でなくかった「1年」以内の者は規制対象とされている(同166 条1項参照)。

419 横畠 前掲注(7)47頁。

420 内部者取引規制研究会 前掲注(392)45頁。また、「第一次情報受領者」までしか規制していない理由について、第112回国会参議院大蔵委員会会議録15号により、当時の大蔵省証券局長藤田恒郎は、「(情報受領者は)基本的には第一次受領者に限られております。第二次受領者は原則として入りません。ただこれはまずどうしてそうしたのかということでございますけれども、情報受領者の範囲を広げますと、どこまでこの内部情報の関係で取り締まりの対象になるものかということが非常に無制限になってしまうものですから、むしろ法的秩序の安全性という観点からもいろいろ問題があるのではないか」と解釈した。

421 Dirk v. SEC 463 U.S. 646 (1983);黒沼ほか 前掲註(6)81～82頁。

違反し、情報を不正に流用したこと（不正流用理論）[422]にある。これに関し、平成23 年 10 月5日金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第3回）において、黒沼悦郎は「法律のレベルで見たときに、EUと比較して穴が大きいです。情報伝達行為や推奨行為が規制の対象になっていないとか、第2次受領者以降の取引が規制の対象になっていないとか。これは何というか、世界の投資家に向けて非常に印象が悪いです。今回、調べていただいたように、EUのように情報伝達行為も、独立した規制対象としているけれども、法の執行においては、必ずしもそうはなっていないという例もあるわけです。今回の立法については、皆さんの総意に従ってなされればいいと思いますけれども、あまり難しく考え過ぎないほうがいいと思っています。つまり法律に書いたら、がちがちにそれを執行するというのではなくて、少なくとも刑事罰については、起訴便宜主義もありますので、法律として、世界に胸を張って出せるようなものにしていっていただきたいと感じている次第であります。ですから、今回は改正の対象ではありませんけれども、第2次受領者以降の規制についても今後、検討していただきたいと考えています」と述べている[423]。しかし、平成25年6月に成立した改正金商法は第2次とそれ以後の情報受領者について触れていない。

422 United States v. O'Hagan 521 U.S. 642 （1997）。黒沼ほか 前掲註（6）82～83 頁。

423 金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」「（第３回）議事録（2011 年10 月５日）の黒沼悦郎の発言などを参照。

第 4 節　禁止される行為

第 1 款　最近の法改正について

第 1 項　法改正の背景

もともと、平成25年6月12日に成立し、同月19日に公布された改正金商法以前は、インサイダー取引規制の禁止行為は有価証券の取引行為に限られていた。重要事実等の伝達を受けた者が、これらの規制に違反して取引を行った場合に、当該情報伝達者はその教唆犯または幇助犯として処罰され得るが、単なる情報伝達行為及び取引の推奨行為自体は、独立の規制対象とされていなかった。

しかしながら、証券取引等監視委員会による最近のインサイダー取引に係る課徴金勧告・刑事告発事案では、情報受領者による違反行為が増加しており、違反事案の多数を占める状況となっている。平成25年8月に証券取引等監視委員会事務局が発表した「金融商品取引法における課徴金事例集［不公正取引編］」によれば、平成21 年度以降、情報受領者が行った事案の件数が、内部者，準内部者が行った事案の件数を上回る状況が続いている。具体的には、平成24年度には、19件の勧告事案全体のうち、情報受領者が行った事案は14件（法166条違反が9件、法167条違反が5件）であり、全体の7割を占めている。さらに、情報受領者が行った事案14件の属性を詳細に見ると、取引先が7件（法166条違反が6件、法167 条違反が1件）と半数を占めている。なお、大型公募増資事案における違反行為者は、その全てが情報受領者であった[424]。

第 2 項　禁止される行為に関する改正の内容

こうした状況を踏まえて、インサイダー取引の発生を効果的に防止するために、金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（以下、「インサイダーWG」という）において議論された。その結果、インサイダーWG は、「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」と題する報告書（以下、「WG 報告書」という）公表し、情報伝達・取引推奨行為を規制対象とすることを提言した[425]。情報伝達行為に関し、同報告書は「上場会社の未公表の重要事実に基づく取引が

424　平成25年8月証券取引等監視委員会事務局が発表した「金融商品取引法における課徴金事例集［不公正取引編］」を参照。

425　WG 報告書 1 頁。

行われた場合には、それを知らない一般投資家と比べ極めて有利であり、そのような取引が横行すれば、そのような証券市場は投資家の信頼を失いかねない。こうした取引を助長する情報伝達行為は、未公表の重要事実に基づく取引が行われる蓋然性を高めるとともに、内部者に近い特別の立場にある者にのみ有利な取引を可能とする点等で、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を損なう」おそれがあると認識を示し、また、比較法的観点から、「米国・欧州では一定の情報伝達行為が規制対象となっている。米国では情報受領者が取引を行った場合に規制対象が限られており、フランス、ドイツでも、取引の有無にかかわらず一定の情報伝達行為を規制対象としつつ、実務上、情報受領者が取引を行った場合に限って制裁等が行われている。また、欧州では一定の取引推奨行為も規制対象であり、米国においても被推奨者による取引が行われた場合には規制対象となり得る」として、未公表の重要事実に基づく取引行為のみならず、情報の伝達行為自体に対する適切な抑止策を設ける必要があると指摘した。

また、取引の推奨行為に対する規制については、WG報告書も、「情報伝達行為を規制する場合には、未公表の重要事実の内容は伝えず、その存在を仄めかし、又は未公表の重要事実を知り得る立場にあることを示しつつ取引を推奨するなどの潜脱的行為が行われるおそれがある。また、内部情報を知り得る特別の立場にある者が、内部情報を知りながら不正に取引推奨すれば、被推奨者に取引を行う誘因が働き、未公表の重要事実に基づいた取引に結びついていくものと考えられる。このような取引推奨が行われることは、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の不信感を惹起するおそれがあることを踏まえると、不正な取引推奨行為についても適切な抑止策を設ける必要がある」と述べている。

金融システムの信頼性及び安定性を高め、投資者権益を保護するため、平成25年6月に成立した改正金商法を契機に、情報の伝達行為及び推奨行為に対する規制が金商法に導入された。これによれば、情報伝達・取引推奨行為が規制・処罰の対象になるためには、主観的要件と客観的要件のいずれも満たす必要がある。すなわち、主観的には、行為者が、取引させることにより他人に利益を得させ、又は損失の発生を回避させる目的[426]を持っていること、客観的には、伝達等を受けた者によって実際に取引が行われたこと[427]が不可欠である。

禁止行為に対し、日本法も中国及びEUの加盟国であるイギリスのように、一定の抗弁事由（適用除外）を用意しており、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼を損なうことにならないような取引が、インサイダー取引の適用除外として規定されている[428]。

426　改正金商法 167 の 2 条第 1 項。
427　改正金商法 175 の 2 条。
428　金商法 166 条 6 項、取引規制府令 6 条を参照。

第 3 項　情報の利用の要否について

日本法の下でのインサイダー取引は形式犯として構成されているため、内部情報を利用して取引を行うことは、その成立要件ではない[429]。これに関し、内部情報を利用して証券取引を行うことを要求する場合、違反行為の認定が難しくなることが理由の一つとされている[430]。

第 2 款　検討

改正を通して、日本法のもとにおいても、EU 法及び中国法と同様に、取引行為、伝達行為、推奨行為は規制されることができるようになってきた。しかし、EU 法及び中国法の規定と異なり、今回の改正の注目に値する点は、情報伝達行為及び推奨行為は禁止行為になるために、一定の「目的要件」及び「取引要件」を満たさなければならないことと思われる。

まず、主観的要件を設ける理由について、WG 報告書は、「企業の通常の業務・活動の中で行われる情報伝達・取引推奨に支障を来たすことなく、他方で、未公表の重要事実に基づく取引を引き起こすおそれの強い不正な情報伝達・取引推奨行為を規制対象とするため」と述べている[431]。このような主観的要件の設立は、情報伝達行為等を禁止される行為とする法改正に伴う「副作用」を防止する趣旨ということであり、また、当該趣旨の背景には、情報が悪用されて、インサイダー取引を招いてしまったようなケースについてまで、情報伝達者の責任を追及することは酷であるとの判断があるのではないかと解される[432]。しかし、 実務上、どんな条件を満たせば「行為者が主観上取引させることにより、利益を得させ、又は損失の発生を回避させる目的」に当てはまるかについて、立証上判断が難しい場合が多いではないかと考えている。これに関し、法律上明文の規定が存在していないため、論者は「おそらく現実には、その行為（情報伝達等）が行われた個々の状況やその前後の事情などの間接事実も踏まえて総合的に判断・推認されることになるのだろう」[433]と主張している。

次に、取引要件について、WG 報告書は、「情報伝達・取引推奨行為に対する規制は、不正な情報伝達・取引推奨によって未公表の重要事実に基づく取引を引き起こすことを防止しようとするものであり、情報伝達・取引推奨されたことが投資判断の要素となってい

429　神山ほか　前掲注（389）206 頁。

430　黒沼ほか　前掲註（6）509 頁。

431　WG 報告書 3 頁。

432　横山淳「インサイダー取引規制の見直し―情報伝達者の処罰、運用業者に対する課徴金など」
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.pdf5 頁。

433　横山　前掲注（432）6 頁。

ない場合にまで制裁等の対象とする必要性は必ずしも高くない。また、情報伝達・取引推奨が行われたのみで直ちに処罰・課徴金の対象にすると本来制裁等を課すべきでない通常の業務・活動に影響を与えてしまうおそれがあることも踏まえ、不正な情報伝達・取引推奨が投資判断の要素となって実際に取引が行われたことを要件とすることが適当である」[434]と述べている。これにより、情報受領者等が単に取引を行ったことだけでは不十分で、「不正な情報伝達等が「投資判断の要素」となったことを要件として求めている」とされる[435]。しかし、「投資判断の要素」が具体的に何を意味するかについて、WG 報告書において明確な説明はない[436]。実務上の運用は懸念を抱く。

より効率的インサイダー取引行為を摘発するため、主観的要件の該当基準及び投資判断の要素に関する明文的法令の制定や判例の明確な立場が提案すべきである。

第 5 節　　民事賠償及び行政、刑事制裁

第 1 款　民事賠償

内部情報を知って取引が行われた行為は、この情報を知らずに取引を行った者に損害を与える場合がありうる。証券犯罪者に対する民事訴訟を提起し、また証券犯罪者を賠償させることは、経済取引における公正の原則が示されるほか、違反者の不法利得が剥奪されることが、潜在的な違反者に対する一定の威嚇作用を有している[437]。そのため、インサイダー取引に対しては、行為者の財産上の負担となるため、刑事規制及び行政規制と同様な抑止機能を持つ有効的な措置の一つである[438]。

しかしながら、インサイダー取引に対する民事責任に関する法整備を行っている国は少ない。その理由について、神山敏雄は、証券取引の特性に基づき、「証券取引自体は大勢の投資家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

434　WG 報告書 3 頁。

435　横山　前掲注（432）7 頁。

436 これについて「仮に、これを文言通りに解するとすれば、伝達された情報等と全く無関係に取引が行われた場合までは、情報伝達行為等を規制・処罰の対象とはしないことを想定しているように思われる。しかし、不正な情報伝達等が「投資判断の決め手」になったことまで要求するものとも思われず、伝達された情報等が、どの程度まで情報受領者等の投資判断に影響を及ぼした場合に、情報伝達行為等が規制・処罰の対象となるのかは、現時点では明らかではない」と指摘されている。（横山　前掲注(432)7 頁）

437　蕭灼基（編）『中華人民共和国証券法実務全書［下］)』（中国民主法制出版社．1999）2310 頁。

438　葛　前掲注（18）119 頁。

る特徴を有するほか、投資家が多く転売率も高い、同時に証券価格が瞬間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、被害者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」と解している[439]。

日本においても、投資家の損害に対する賠償責任の規定は金商法上特に定められていない。証券取引審議会の昭和 63 年 2 月 24 日付報告書、「内部者取引の規制の在り方について」に基づいて、63 年の証券取引法の一部の改正を通じて、初めて本格的なインサイダー取引規制が行われることとなったにもかかわらず、これらの改正がインサイダー取引に関する刑事制裁についての規定に過ぎず、民事救済については依然として何ら規定されていない。この点について、同報告書は、民事賠償に関して、「内部者取引をした者がその相手方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処置を講ずべきであるが、取引所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、中期的な課題として取り組む必要がある」[440]としている。

インサイダー取引に対する民事救済の問題については、そもそも「被害者」がいるのか、あるいは「被害者」に損害賠償請求権は認められるのか自体が問題となるほか、損害賠償の提起も民法 709 条の規定[441]によって解決されなければならず、民法訴訟の原則により、原告たる被害者側が自ら取引の相手方の故意・過失、権利侵害及び両者の間の因果関係を立証しなければならず、損害を蒙ったと主張する投資家にとって、上述の因果関係を立証することは相当に困難であり、違反者に対する民事損害賠償請求を追及することが極めて難しいのが現状である[442]。

確かに、金融商品取引に関する法改正が幾度も行われ、それに伴う民事損害賠償のあり方にかかる原告適格、訴訟手続等について中長期的な課題として取り組む必要があるとされてきたものの、上記の困難な状況は今日に至っても変わらずに続いている。それ故、こうした立法的遅延がインサイダー取引違反を助長しているとの批判もなされているところである[443]。

439　神山敏雄「証券犯罪と損害賠償責任（下）」判例時報 1803 号（2003）164 頁。

440　資本市場研究会（編）「内部者取引の在り方について：証券取引審議会報告」（1988）17 頁。

441　民法 709 条［不法行為による損害賠償］により、故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される権利を侵害した者は、これによって生じた損害を賠償する責任を負う。

442　現在まで民事賠償請求に関する唯一の判例では、因果関係がないとして棄却された。東京地判 3・10・29 金融法務事情 1321 号 23 頁を参照。

443　「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、『投資家の保護』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」と指摘されている。（葛　前掲注(18)137 頁）

第 2 款　行政制裁

インサイダー取引に対する制裁としては、主として法律による制裁と社会的な制裁の2種類に分かれれる。法律による制裁としては、懲役・罰金、没収・追徴、課徴金の納付があり、そのうち、懲役・罰金、没収・追徴は刑事罰であり、課徴金は行政上措置である[444]。また、社会的な制裁としては、インサイダー取引を行った当事者個人に対する懲戒解雇などの懲戒処分、インサイダー取引の行為者が所属する会社に対する社会的批判などが挙げられる[445]。本研究においては、法律による制裁を中心に検討する。

第 1 項　課徴金制度

課徴金制度の活用は、証券取引等監視委員会（以下、「監視委」という）の六つの重点施策のうちの一つつである[446]。ここでいう監視委は、1992 年に当時の大蔵省に設立された証券取引監督機関であり、インサイダー取引、風説の流布など、金商法に違反するすべての行為の監視、通報の処理を行なっている。

日本におけるインサイダー取引に関する行政規制は、主に三つの段階を経ている。すなわち、証券取引委員会の時代（1947～1952年）、証券取引審議会の時代（1952～1992年）、そして監視委の時代（1992年以後）である[447]。その中で、監視委は、当時の大蔵省の機関として発足し、現在は金融庁内に設置されている。監視委は、内閣府設置法第54条及び金融庁設置法第 6 条に基づき、委員長及び委員2名で構成される合議制の機関として金融庁に置かれている。委員長及び委員は、衆･参両議院の同意を得て内閣総理大臣により任命され、独立してその職権を行使することができる。監視委の使命は、市場の公正性・透明性を確保し、投資者を保護することである。そのため、証券市場を実効的に監視することのできる監視委の存在は、日本金融市場の信用及び競争力を高めるには不可欠な要素である。これらの調査、中でもインサイダー取引の調査は、監視委の重要な役割の一つである。監視の結果、違反事実があると監視員会が判断すると、同委員会は内閣総理大臣（金融庁長官）に勧告をする。内閣総理大臣は勧告等があって違反事実があると認めるときは、審判手続を開始し、審判官の審判手続を経て、課徴金納付命令を出す。

444　木目田　前掲注（9）25～26 頁。

445　木目田　前掲注（9）25～26 頁。

446　その他の 5 つの重点施策それぞれは、包括的かつ機動的な市場監視、不公正取引や虚偽記載等への厳正な対応、ディスクロージャー違反に対する迅速・効率的な検査・調査の実施、検査対象先特性に応じた効率的かつ実効性ある証券検査の実施、自主規制機関などとの連携である。（証券取引等監視委員会平成 23 年 6 月『証券取引等監視委員会の活動状況のポイント』3 頁）。

447　葛　前掲注（18）125 頁。

課徴金制度導入以前、インサイダー取引規制は刑事的手段しか存在していなかった[448]。しかし、罰金刑の構成要件は柔軟性に欠け、刑事罰を科すことにも高度の立証が要求されることから捜査態勢に限界があるため、経済違反行為に対し、刑事的規制手段のみでは対処できないと指摘された[449]。しかも、違反行為の悪質性は千差万別であり、刑事罰の謙抑主義にかんがみて刑事罰を科すに至らない行為は、結果として規制されずに放置されてきた。このような規制状況を踏まえ、規制の実効性の確保の行政目的から、平成 16（2004）年の証券取引法改正により、平成 17（2005）年 4 月 1 日にインサイダー取引等に対する制裁として課徴金制度が導入された。同制度は、インサイダー取引等の抑制を図り、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に、道義的な非難を目的とする刑事罰とは区別される違反者に対して金銭的負担を課す「行政上の措置」である[450]。具体的には、一定の不公正取引があったときに、金融庁長官が不公正取引に一定の額の課徴金を国庫に納付すべき旨を命ずる制度であり、その金額は、民事制裁の性格を有しておらず、単に得た利益の一部を吐き出す命令にとどまっている[451]。

インサイダー取引に対する課徴金の要件が、金商法の刑罰規定の構成要件が基本的にそのまま引用されているが、課徴金は、趣旨、目的、要件、効果等について刑事罰と異なる制度であるから、刑事罰が科されるか否かにかかわらず、課徴金の要件に該当する事実が審判手続で認められた場合には課徴金納付命令が行われることになる[452]。

課徴金制度の導入は、監視委の活動を様変わりさせた。導入前の不公正取引に対するエンフォースメントには、刑事告発しか存在しなかった。しかし、刑事裁判においては、厳格な証明により、裁判官において違反行為に係る事実の存在につき合理的な疑いを容れない程度に確信を抱きうる程度の立証が必要であるため、告発前の捜査や有罪立証のための証拠固めが比較的に複雑である。また、刑事告発は監視委のみでは最終処分が完結しない上、検察庁による起訴も最終的には刑事訴訟の終局判決を経ないと公の処分が下されない。これらの一連の事情から、インサイダー取引違反にかかる摘発件数の増加や迅速な摘発の実現は、告発という手段によっては困難であった。これに対し、課徴金制度によれば、賦課する審判手続きは、監視委における課徴金調査・勧告及び金融庁における審判手続・課徴金納付命令によって、違反行為者に対して公の処分が下される。行政上の措置であるか

448　課徴金が導入される前に、経済犯罪に対する制裁は刑事罰しかないとする見解として、佐伯仁志は、当時の日本の経済犯罪に対する制裁体系が、刑事罰が「最後の手段」というより「唯一の手段」であったと指摘している（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）。また、千代島道生は「（筆者注：課徴金制度導入以前）わが国の経済犯罪に対する制裁として刑事罰のみに依存する法制度は、わが国の法制度に強い影響を与えてきた米国やドイツにおいてもない制度である」と述べている。（千代島　前掲注(8)73 頁）。

449　瀬谷　前掲注（14）391～392 頁。

450　平成 22 年 5 月証券取引等監視委員会『証券取引等監視委員会の活動状況』71 頁。

451　日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社．2008）242 頁。

452　松本　前掲註（1）273 頁。

ら、審判における証明の程度は、刑事訴訟のような合理的な疑いを超える立証まで要求されず、民事訴訟で要求される立証水準で足りる[453]。課徴金制度の導入後、インサイダー取引の摘発件数は、大幅に増加した。かつては摘発されなかったような中規模あるいは小規模なインサイダー取引も摘発されるようになった。そのうち、インサイダー取引に対する課徴金勧告件数は、平成17（2005）年4月の制度導入以後、9年（平成25〔2013〕年6月まで）で、インサイダー取引に関する課徴金勧告の件数は144件となった。その中で、平成17年度（年度とは当年4月から翌年3月をいう）4件、平成18年度11件、平成19年年度16件、平成20年度17件、平成21年度38件、平成22年度20件、平成23年度15件、平成24年度19件、平成25年度4件（6月まで）であり、上昇の傾向が見られる[454]。

導入当初、「違反行為が『やり得』とならないよう、利得相当額が課徴金の水準とされた。この点について、規制の実効性を一層確保する観点からは、利得に必ずしもとらわれる必要はないのではないか、との指摘があった。一方で、課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない以上、利得から完全に離れるべきでない」[455]、との指摘もある。これらの議論を踏まえ、平成20（2008）年の課徴金制度の見直しにおいては、利得相当額を課徴金の金額基準とされるとしているが、金額の引き上げが図られた。同年6月13日に公布された「金融商品取引法等の一部の改正する法律」[456]は、課徴金の算定方法及び金額水準の引き上げ、適用対象の拡大、金額の減算制度及び加算制度との四つの方面にわたっている。その中での課徴金の算定方法及び金額水準にかかる改正については、具体的には、重要事実公表後2週間の最高値（最低値）を基準（現行は公表日翌日終値を基準）に課徴金を算定することとしている。改正前の課徴金額は、重要事実の公表前6か月以内に行われた違反に係る取引（売付けまたは買付け等）の価格と、重要事実公表日の翌日の終値に当該取引の数量を乗じた額との差額を基準として課徴金額を算出していた。

改正後、重要事実の公表前6か月以内に行われた違反に係る取引（売付けまたは買付け等）の価格と、重要事実公表後2週間の最安値または最高値に当該取引の数量を乗じた額との差額を基準として課徴金額を算出することに改められた[457]。改正後の算定方法を過去のインサイダー取引事案に機械的に当てはめると、課徴金金額は2倍程度となる。次に、課徴金の適用範囲の拡大とともに、インサイダー取引が自己の計算によらないものであっても、子会社や生計を一にする者などの計算によって行われる場合は課徴金納付命令の対象とすることになる。また、課徴金の減算制度のもとに、上場会社が自己株式の取得に際してインサイダー取引を行った場合について、違反行為者が当局による調査前に申告を行った場合に、課徴金金額を半額とする制度が設けられ、加算制度により、違反行為者が過去5年以内

453　金井貴嗣・泉水文雄・川濱昇（編）『独占禁止法』（弘文堂．2004）406 頁参照。
454　平成 25 年 8 月証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集・不公正取引編」1 頁。
455　前掲注(455)2頁。
456　平成 20 年法律 65 号。
457　金商法 175 条 1 項、2 項、5 項～8 項。

に金商法上の課徴金納付命令等を受けたことがあるときは、課徴金の金額を1.5倍に加算する[458]。

減算制度の導入は、違反行為を的確に抑止する観点からは、課徴金制度の実効性を確保する一方で、違反行為による自律的な是正機能の発揮を促すという観点も重要だと考えるからで、また加算制度は、以前に課徴金納付命令を受けたにもかかわらず再度違反行為を行っており、違反行為を繰り返した者を第１回目に課した課徴金と同等の水準では当該違反者の抑止には不十分で、より強い抑止が必要であると考えるからである[459]。

次の第5章で検討するように、金額水準の引き上げ及び減算・加算制度の創設に伴い、課徴金は、利得を吐き出させることによって違反行為の抑止を図るという当初の性格に加え、制裁的要素を併せ持つものとなっている[460]。

第３款　刑事制裁

日本の刑法典にあって、「この編の規定は、他の法令の罪についても適用する」（8条）と定められているように、刑法典における総則は実質的意味での刑法全体系においてその総則としても意味をもっているのである[461]。「ただし、その法令に特別の規定があるときは、この限りでない」（8条但書）と掲げられているため、証券・金融等の犯罪に関わる経済（行政）刑法に特別の規定がない場合には、刑法典上の犯罪論はこれにも適用されることになる[462]。

第１項　刑事罰に関する規定

前述のように、旧証券取引法58条1号が効率的にインサイダー取引の規制を抑止できなかった現状を踏まえ、規制の実効性及び条文の明確性の確保という2つの要請に応えるために、昭和63年に導入されたインサイダー取引規定は、規制対象者を内部者、準内部者及びそれらの者から内部情報を受領した者（第1次情報受領者）に限定し、また重要事実（内部情報）を具体的に列挙する形を採用しているという形式的な犯罪として枠付けられ、構成要件の明確化が図られてた[463]。

458　金商法 185 条の 7 の 13 項。

459　別冊商事法編集部（編）『平成 20 年改正金融商品取引法の解説』（2008）59 頁。

460　超知保見「経済事件についてのサンクションのあり方―刑事罰への過度の依存と裁量的課徴金ドグマの克服」国際商事法務 40 巻 5 号（2012）671 頁。

461　団藤重光『刑法綱要総論［第 3 版］』（創文社．2006）62 頁。

462　井小胖「内部者取引規制に関する日中比較研究（3）」早稲田大学大学院法研論集 129 号（2009）154 頁。

463　川崎友己「インサイダー取引罪」刑法雑誌 51 巻 1 号（2011）79 頁。

昭和63年に刑事罰が科されるになった後、多発した金融不祥事を背景に、平成9年の罰則整備法や平成10年証券取引法改正を経て、さらに平成18年の証取法の改正により刑罰は次第に強化されていった。刑罰の中で、没収・追徴の対象者には、自然人違反行為者のほか、法人も含まれる。つまり、企業の役職員が業務又は財産に関してインサイダー取引を行って利益を得た場合や、当該役職人とともに企業が起訴された場合は、当該役職員だけでなく、企業に対しても必要的没収・追徴が科される。このような両罰規定の趣旨は、行為者だけでなく、法人に罰金を科すのが直接的で、且つ、実効性の観点からも望ましい一方[464]、「当該法人等に従業者等の選任・監督その他違反行為を防止するために必要な注意を尽くさなかった過失の存在が推定されることによると解されている」との考えもある[465]。そのため、法人等において、従業員等による違反行為を防止するための十分な注意を尽くして過失がなかったことを立証した場合には、処罰を免れることができる[466]。

また、インサイダー取引規制では、過失犯処罰の規定がないことから、刑事事件として処罰するには故意（未必の故意[467]）の存在が必要不可欠である[468]。つまり、犯罪構成要件に該当する具体的事実を認識すれば足り、その行為の違法性を認識することを要しない[469]。例えば、インサイダー取引に関する犯罪構成要件に該当する具体的要素とは、①行為者は金商法166条1項各号に列挙された内部者、準内部者であること、②職務等に関し業務等に関する重要事実を知ったものであること、③当該重要事実が、未公表なことと認識したこと、④取引を行うことである[470]。また、情報受領者の場合には、当該情報受領者が認識すべきことは、①自己が会社の内部者、準内部者から重要事実の伝達を受けた者であること、②伝達を受けた重要事実が、会社の内部者あるいは準内部者がその職務のため知ったものであること、③当該重要事実が、未公表なことと認識したこと、④取引を行うことである[471]。上記のうち、④の取引等の行為時点において存在すれば足り、重要事実を知り、または伝達を受けた時点では認識がなかったとしても、その後にこれらの事実を知った上で売買等を行えば、インサイダー取引規制違反となる。ここで言う重要事実に対する「認識」は、重要事実の内容の全部について知っている必要はなく、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき当該重要事実等内容の一部を知っていれば足り、かつ、当該重要事実が投資者の投資判断に影響を及ぼすものであるということまでを認識している必要はないとされている[472]。もっとも、犯罪事実を認識してあえて行為を行う場合に故意があるとすることが多く、犯

464　服部　前掲注（413）286 頁。
465　横畠　前掲注（7）214 頁。
466　横畠　前掲注（7）214 頁。
467　服部　前掲注（413）293 頁。
468　刑法典 38 条 1 項。
469　最高裁昭和 26 年 11 月 15 日判決・刑集 5 巻 12 号 2354 頁。
470　横畠　前掲注（7）206 頁参照。
471　横畠　前掲注（7）206 頁～207 頁参照。
472　横畠　前掲注（7）207 頁。

罪事実についての認容が必要であると認容説に立つものと分析する見解も存在する[473]。

前述のように、インサイダー取引行為を犯罪として処罰するために、行為の主体が会社の内部者、準内部者、第1次情報受領者という一定の身分を有することが必要とされる犯罪であり、いわゆる刑法上の「身分犯」である[474]。従って、一定の身分にある者でなければ、インサイダー取引規制に違反する罪の正犯にはなりえない。しかし、金商法166条1項若しくは3項に定める身分がない者は身分犯に加功した場合には、刑法65条1項により、共犯（共同正犯、教唆犯及び幇助犯）として処罰しうる[475]。

第 2 項　検討

法的制裁として、民事制裁、行政制裁、及び刑事制裁があるが[476]、日本法の下でのインサイダー取引に関する法的制裁に関し、民事制裁について現行法上何ら特別の規定が置かれていないため、立法上極めて不備であると指摘される[477]。また、日本法の下でのインサイダー取引に対する行政制裁は存在する否かについて見解が分かれている。

行政制裁の存否について、否定論者は、「課徴金制度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は存在しない」[478]、「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」[479]と述べているのに対し、「課徴金制度も制裁の一種であることは疑いのないところであり、課徴金制度が導入されたことで、制裁の多様化が図られたということができよう」[480]という肯定の見解も存在する。この論争が生じたのは、課徴金制度の曖昧な性質、すなわち、導入の最初は「行政上の措置」として位置づけられていたものが、改正により金額が多額化し、それとともに制裁の色彩が強まってきたという、課徴金制度の性格の変化にあると思われる。

具体的には、徴金制度導入段階の議論においては、課徴金の水準について、「少なくとも違反行為による利得の吐き出しは必要であるが、違反行為が市場への信頼を傷つけるという社会的損失をもたらしていることも考慮し、抑止のために十分な水準となるよう検討す

473　大塚仁・河上和雄・佐藤文哉・古田佑紀（編）『大コンメンタール刑法［第 3 巻］』（青林書院．1999）85 頁。

474　横畠　前掲注（7）211 頁。

475　横畠　前掲注（7）211 頁。

476　千代島　前掲注（8）79頁

477　井小胖「内部者取引規制に関する日中比較研究（3）」早稲田大学大学院法研論集 129 号（2009）157 頁

478　葛　前掲注（18）137 頁。

479　葛　前掲注（18）138 頁。

480　千代島　前掲注（8）79 頁

べきである」[481]とされていた。この点で、導入段階において重視されていた課徴金の目的はすでに、不法な利得の剥奪それ自体というよりも、違法行為の抑止という観点であったといえよう。これによれば、課徴金の金額は不法利得相当額に限定される必要はないものであると理解できるだろう。平成16（2004）年の証取法改正を契機に、課徴金制度は金商法に導入された。その位置づけに関しては、課徴金制度は、「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から行政上の措置として金銭的な負担を課する制度として導入されたものである」と説明されている[482]。金額は不法な経済的利得が金額の基準とされることになった。法律の文言上、課徴金の性質はいわゆる制裁ではなく、違反者に経済的利得相当額の金銭的負担を課すものである。このような立法の趣旨は、独占禁止法上の課徴金制度に対して浴びせられた、憲法39条後段の二重処罰禁止に抵触するとの批判を回避するためであると解されている[483]。

しかしながら、独禁法上の課徴金制度を参考としている金商法上の課徴金制度は、独禁法上の課徴金制度の一連の改正に大きな影響を与えた。特に平成 20（2008）年金商法改正による金額の加算(185 条の 7 第 13 項)・減算制度(同 12 項)の導入は課徴金の経済的利得相当額の剥奪という性格の変更を迫り、とりわけ加算の場合には高額行政制裁としての法的性格がさらに色濃く打ち出されていることを窺い知ることができる[484]。このような高額の課徴金は、導入当初の機能が益々失われ、次第に刑事制裁へと近づいていくことになるため、罰金刑との違いが不明確になってしまうと指摘されている[485]。その場合には、課徴金は行政制裁と呼ぶか否かはともかくとして、違反行為者に対する制裁としての性質を持つことは否定できない[486]、また、純粋な刑事罰ではなくても、もし事実上刑事罰と同様な機能を持つものであれば、刑事罰と同視すべき[487]、とも指摘されている。

こういう課徴金制度と刑事罰を問題とする立場は、「刑事上の責任」を拡大解釈した結論であり[488]、また、この解釈によれば、経済的利得相当額の剥奪を超えたため刑事罰と同様な機能を持つ課徴金制度は、刑事罰と並存する（二重構造）と、憲法 39 条後段の二重処罰の禁止に違反してしまう[489]。

481　金融庁平成 19 年 10 月 12 日「課徴金制度に係る討議資料」。
482　前掲注（455）20 頁参照。
483　川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリスト 1390 号 59 頁。
484　前掲注（455）2 頁参照。
485　千代島　前掲注（8）79 頁。
486　山口厚『経済刑法』（商事法務．2012）198 頁を参照。
487　高木光「独占禁止法上の課徴金の根拠づけ」NBL774 号(2003)23 頁。他方、課徴金は、刑事罰のように道義的な非難を目的とするものではなく、刑事罰と併科しても、憲法 39 条後段の二重処罰に該当しないと解する見解もある（独占禁止法基本問題懇談会「独占禁止法基本問題懇談会報告書」（平成 19 年 6 月 26 日 10 頁））。
488　千代島　前掲注（8）86 頁。
489　高木光　前掲注（487）23 頁。

インサイダー取引を効果的かつ効率的に抑止、さらに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、課徴金制度の性質上の曖昧さを取り消すことをにより、違反に対する制裁体系を再構築すべきであろう。

第 6 節　小括

すでに本章の冒頭で明確にしたように、日本におけるインサイダー取引規制は金融商品取引市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の確保を目的とし、かつ、インサイダー取引に対する国民の関心が高まっている状況を背景に、刑事罰の対象として導入されたものである。

導入当初から、その抑止手段は刑事罰に依存しており、罪刑法定主義の観点から日本インサイダー取引規制は、かなり厳格な形式主義のアプローチを採用している。本章に検討したように、違反の構成要件としての内部情報、規制の対象となる内部者といった概念を極めて技術的かつ詳細に定義されている。

このようなかなり詳細で極めて技術性の高い規定の設置は、インサイダー取引違反の構成要件の中味をなすインサイダー情報や内部者を網羅的に明らかにしようとしており、罪刑法定主義の自由保障機能の面からは歓迎すべきである。しかしながら、市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害ないような取引が、形式的に法令違反に取り込まれていく危険もある[490]。また、このような厳格な形式主義の規制は一見すると違反行為を広く網羅するが、実際には機能の発揮は十全なものとはいえない。理由としては、極めて形式的・技術な規定の下で、法益保護の観点から実質的な解釈を施す余地は狭く、明文に規定されていない事情まで規制するのは容易ではないことである[491]。例えば、内部情報の重大性の判断について、現行法の条文は明文で「投資家の投資判断に影響を与える」という基準を使用しているが、実際にはこの基準を満たす具体的は指標を用意していない。いわゆる村上ファンド事件の最高裁判決から、実務では「重大性」を実質的に解釈されていることが窺われるが、この基準は個別事件に認定することにすぎず、他のインサイダー取引違反の判断に参考にはなるが、直接的拘束力を持つ訳ではないので、脱法行為が生じる危惧が全く無くなった訳ではない、と思われる。また、従来議論になった第 2 次とこれ以後の情報受領者まで規制するのかどうかは、平成 25 年改正金商法では触れられていないため、日本

490　この見解を持つ論文は、大崎貞和「インサイダー取引規制見直しの概要と今後の課題」月刊資本市場 331 号（2013）26 頁；瀬谷　前掲注（14）388 頁；木目田　前掲注（9）8 頁。

491　山口　前掲注（486）231 頁を参照。

インサイダー取引規制の対象者範囲はまだ狭い状態に止まっており、第2次情報受領者が一般投資家の信頼を害する行為を行っても実際に規制されないであろう。なお、平成25年金商法改正を契機に、情報の伝達行為・推奨行為が禁止される行為として金商法に導入され、主観的要件及び取引要件を設置した。この二つ要件の該当基準あるいは判断の要素に関し、明文での解釈基準もなくまた、判例による明確な判断も存在していないため、実務上の運用は未知数である。

最後に、インサイダー取引による民法上の民事賠償に関する特別な規定が設けていない現状の下で、課徴金制度の導入以来、日本のインサイダー取引行為に対する制裁手段としては、課徴金の賦課と刑事罰が大きな役割を担っている。しかし、すでに指摘したよう、多額化した課徴金制度は刑事罰と並存すると、憲法上の二重処罰禁止原則を違反するおそれがある。一般投資家の信頼を保護する観点から、より効率的に多様な制裁手段でインサイダー取引を抑止するよう、各手段相互の関係及びそれぞれの整合性をさらに探究すべきと思われる。

次の章には、EU、中国、日本のインサイダー取引の各構成要件と制裁手段を比較し、その異同を検討する上で、比較法の観点からインサイダー取引規制のあり方を展望する。

第５章　法制の比較と望ましい規制方法の展望

第 2 章から第 4 章においては、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、制裁手段の四つの構成要素に分解し、現行法の規定並びに問題点を指摘した上で、EU、中国及び日本の法対応について概観した。以下では、この四つの側面を項目ごとに比較することを通じて、日本法と諸外国法との異同を明らかにし、さらに望ましい規制のあり方を展望する。

第１節　EU、中国、日本におけるインサイダー取引関する法規制の異同

第１款　内部情報－－判断基準を中心に

１．EU 法

EU では、前後、二つの専門的な指令が制定された。内部情報について、1989 年指令 1 条 1 項は、内部情報を「譲渡性証券の単独又は複数の発行者若しくは単独又は複数の譲渡性証券の正確な性質に関する情報が公表されておらず、仮にその情報が公表されていたならば、当該単独又は複数の譲渡可能性証券の価格に重要な影響を及ぼすと考えられる情報」と規定している。2003 年指令の第 1 条 1 項は、内部情報を「正確な情報であるが、金融商品の 1 つ以上の発行者若しくは 1 つ以上の金融商品に直接又は間接に関係した未公表のもので、かつ、公表された場合には、当該金融商品の価格又は関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を及ぼす可能性があるもの」と規定している。

条文上、2003 年指令の「内部情報」の定義は 1989 年指令の定義と区別がないように読めるが、実は 2003 年指令には「重大性」の判断に「合理的な投資家基準」という基準が加えられた。この基準の中身としての「価格に重要な影響を及ぼす可能性がある」とは、合理的な投資者がその投資判断の基礎となる事項の一部として用いるであろうということを意味

する（委員会指令 1 条 2 項)。

ここでいう合理的な投資家基準は、ESC が、2002 年 12 月に第一回目の市場濫用指令の施行措置に対する CESR の技術的助言書のアドバイスを採択し、さらに委員会指令に書き込んだものである。また、CESR は ESC に「価格に重要な影響を及ぼす可能性がある」について助言を提供した当初、当基準を提出しただけではなく、情報が会社全体に対する想定影響の程度、金融商品価格の主要決定要素との関連性、情報源の信頼性、市場変量と合理的な投資家が事前に価格敏感性の有無を考慮すべき要素としてアドバイスした。なお、助言書の中で、CESR は、情報が公表された後、価格が変わるか否か、或いはどの程度に変わるかは重要ではなく、また、情報が公表された後事実上何も影響が無いとしても、当該情報が金融商品の価格への重要な影響を及ぼす可能性があると見られると述べている。

指令と CESR の立場により、EU 法の下での内部情報の判断基準は、詳細で形式的な条文を採用する代わりに、実質的な基準を採用している[492]。

２．中国法

EU 法に対し、中国法の下での重大性の判断基準について、諸法令は統一されているとはいえない。93 年暫定辦法 5 条及び 93 年暫定条例 81 条はともに、価格に影響を及ぼす「可能性」を重視しているのに対し、証券法と刑法は「重大な影響を及ぼす」とだけを規定しており、「実際の結果の発生」を強調している。

「可能性」を重視する 93 年暫定辦法は 2008 年国務院によって廃止され、インサイダー取引規制の法システムから引退した。93 年暫定条例は現在でも有効ではあるが、2006 年証券法が実施された後は、「上位法は下位法に優先する」という原則により、証券法と刑法の適用が優先する（法的性質上において、93 年暫定条例は行政法規であり、証券法と刑法は法律であるため、後者の法的順位の方が高い)。

しかし、刑法は内部情報について詳しく規定しておらず、ただ 180 条 3 項に「内部情報及び内部情報を知る者の範囲は、法律又は行政法規の規定により確定する」と規定している。すでに検討したように、内部情報の判断について行政法規としての 93 年暫定条例が適用されない場合には、内部情報の判断は証券法に委ねられる。証券法の内部者情報に関する規定は、「具体的な列挙＋包括的規定」のモデルを採用しており、「包括的規定」において、「証券取引活動において、会社の経営、財務に関わる又は当該会社証券の市場価格に重大な影響を及ぼす未公開の情報」と規定しているのみで、具体的には「重大な影響」の判断指標を用意していない。また、「具体的な列挙」について、証券法 75 条はいくつかの内部情報を構成する場合を内部情報として列挙されるとともに、包括条項（同条 8 項）も設置しているが、この包括条項はたださらに「国務院証券監督管理機構が認定する証券取引

492　松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務．2011）516 頁。

価格に顕著な影響を及ぼすその他の重要な情報」と規定する他の法令の援引を提示するものであり、内部情報を構成する基準を示すものではない。

法令以外、中国の司法実務上の行政処罰決定書と刑事判決書の内容は違反や犯罪の経緯に関する記述が多く、内部情報に係る違反・犯罪の事件について、内部情報の重大性判断に関する解釈は簡単で少ないため、実務の立場を推知し難い。

以上の立法と実務の現状から、中国法のもとでの内部情報範囲の判断は、実際にはEU法の実質的な判断基準と違い、規制範囲の極めて狭い形式的基準を採用しえいるといえよう。

３．日本法

日本法の場合には、中国法とも列挙と一般的定義を合わせる方式を採用しているが、中国証券法と異なり、日本法は「具体的列挙+バスケット条項」の方式を採用している。各重要事実の「重要性」について、立法上において、金商法は、同じく内部情報に属しても重要性の程度の差が異なる問題を考慮し、「投資者の投資判断に及ぼす影響」を前提としているともに、①決定事実、②発生事実、③決算事実、④バスケット条項という立法方式を採用している。

情報の重要性に関して、金商法は明文に「投資家の投資判断に影響を及ぼす」こと（166条2項）を前提とするため、立法上、日本法はEU法のような実質的基準を採用しているとように読めるが、法令には、この基準を満たす具体的な指標を用意していない。この現状に鑑み、実際には日本法ものもとでの内部情報の重大性の判断基準も不明確状態に止まり、裁判により内部情報の概念を実質的に解釈された少数の事件（例えば、日本織物加工事件、村上ファンド事件）以外、内部情報の判断には実際には厳格な形式的アプローチに依存している。

第２款　内部者――規制対象者の範囲を中心に

１．EU法

EU指令は、内部者を、 第1次内部者と第2次内部者に分けて定義する。2003指令には第1次内部者の範囲について注目すべきなのは、1989年内部者取引指令に比べて内部者の類型が拡充されていることである。つまり、1989年年指令とは違って、犯罪行為に基づいて情報を有した者は第1次内部者として新設されている（2003年指令2条1項（ｄ））。第2次内部者については、2003年指令は、第2次内部者を第1次内部者との差異を基本的に設けず、同一の取扱いにしているが、具体的には1989年指令から客観面及び主観面という2つの点で変化している。

まず、客観面において1989年指令は、「情報源」を強調し、第2次内部者とは「内部者」から直接又は間接に情報を受け取った者を指す。これに対して、2003年指令は、第2次内部者の定義を内部者から直接的又は間接的に入手することを要件とせず、単に「内部情報を有している」という情報の「保有状態」を強調している。次に、主観面において2003年指令は、1989年指令の「内部情報にかかる事実を十分に認識」するという要件を変えて、「内部情報であることを知っている、又は知り得べき」との推定的規定となっている。

２．中国法

中国法のもとでは、規制の対象者は「証券取引の内部情報を知る者」及び「不法に内部情報を取得した者」（2006 年証券法 73 条）を指す。情報の受領者としての「不法に内部情報を取得した者」とは、中国の 2012 年司法解釈が実施される前にも不明であったが、2012 年司法解釈の実施に明らかにされた。すなわち、「不法に内部情報を知る人員」は、明文で窃取、騙取、情報の不正取得、盗聴、情報を探るとか、裏取引などの不法手段で内部情報を入手した人員、内部情報を知る者の親族又は他に密接な関係をもっている者、情報の敏感期に内部情報を知る者と連絡し，接触した者を指す同解釈 2 条)。

このように、中国の法制度のもとにおいては、インサイダー取引犯罪を構成した場合限りに、条文上では情報入手の合法性及び不法性が重視されているため、規制対象者の範囲は EU 法と同じように、情報の保有状態が強調され、第 1 次内部者及び第 2 次内部者を問わずに規制されている。

３．日本法

日本法の下での内部者範囲は、一般的には、内部者、準内部者、第 1 次情報受領者と分けられている。金商法 166 条 3 項により、第 1 次情報受領者とは、内部者又は準内部者から、当該内部者又は準内部者が、その職務等に関して重要事実の伝達を受けた者である。EU 法の「知る」、中国法の「不法に内部情報を取得した」という文言を代わりに、日本法は情報受領者が情報を受けた前に、明文で「伝達」という段階を設置した（金商法 166 条 3 項)。この規制により、規制の対象となる情報の受領者は第 1 次情報受領者に限られ、第 2 次以降の間接受領者は規制されていない。

比較を通して分かるのは情報受領者の範囲及びその禁止行為は、EU諸国内でも若干の相違がある。イギリスでは、情報受領者の範囲が狭い変わりに禁止行為の範囲がかなり広い。ドイツでは、情報受領者の範囲が広い変わりに、禁止行為は限定されている。フランスでは、情報受領者の範囲及び禁止行為の範囲ともに狭いが、第2次以降の情報受領者も第2次内部者に含まれる。要するに、市場で情報格差がある場合に、EU諸国は情報を有する者が

すべて内部者になると考える情報の平等理論[493]をとるわけではないが、当該立法の方法としては、情報の平等理論に極めて近いと言える。前述のように、中国は2012年に司法解釈の形で、窃取、騙取、情報の不正取得、盗聴、情報を探るとか又は裏取引などの不法手段で入手したインサイダー取引者を規制対象者の範囲に盛り込んできた。以上のような比較の結果、明文で内部者や準内部者から情報の「伝達を受けた」者、すなわち情報受領者を「第1次」に限定される日本の法制は、規制範囲の狭い状態にとどまっており、EU法や中国法から見ると、やや異例であるといえよう。

第 3 款　禁止される行為－－主観的要件（内部情報利用問題）の要否及び抗弁事由を中心に

１．EU 法

2003 年指令 2 条 1 項 1 号で取引行為の禁止を定めているが、加えて 3 条でその他の禁止行為を定めている。すなわち、第三者に対する情報の伝達、推奨行為である。

取引行為の成立には行為者の主観的要素、例えば目的、犯意、動機が全く不要か、あるいは考慮に入れる可能性もあるか、あればどの程度の主観的要素が必要とされるか、またその認定はどう行うかについて問題となった。この問題は、2009 年 12 月 23 日スペクタ・フォト・グループ社事件の先決裁定により解決された。EU 司法裁判所はインサイダー取引の定義から目的や意図といった主観的要素を排除するためであった立法者の意思に言及し、市場濫用指令 2 条 1 項に定める「内部情報の『使用』」とは客観的要素をもって足り、当該行為が意図に行われたことを要件としていないと判示したことにより、禁止の要件を初め

493　情報の平等理論（equality of information theory）というのは、1968 年の SEC v. Texas Gulf Sulpher 判決（ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)）により判例法 としての地位を得た理論である。本判決は、インサイダー取引規制の根拠を、内部情報にアクセスしうる者が情報を開示せずに取引することの本質的な不公正に求めていた。すなわち、特別の地位に基づいて情報を得たか否かを問わず、未公開の内部情報を有するすべての者は、開示・断念義務に服しなければならない。

情報の平等理論によれば、内部者の範囲がかなり広くなり、また、「投資者間の情報の不均衡がなくなるから、投資者の市場に対する信頼は最も厚く保護されることになる。しかし、自己の努力によって得た情報や偶然得た情報に基づいて取引する場合もインサイダー取引として処罰されるというのでは、かえって投資者が市場に寄りつかなくなるおそれがある。また、個人が市場に行きわかるように情報を開示することはむずかしいから、結局、インサイダー取引を断念するようになると、市場に情報が到達せず市場の効率性を保てなくなるおそれがある。」（黒沼　前掲注(4)150 頁）その後 1980 年の Chiarella 事件判決（Chiarella v. United States, 445 U.S. 222(1980)）で法廷意見が信認義務理論を判示したため後退を余儀なくされた。

て明確にした[494]。

しかし、2003 年指令 2 条 1 項が、内部情報を保有し取引を行った第 1 次内部者が自動的にインサイダー取引として禁止されると解釈されるわけではない[495]。インサイダー取引に違反したかどうかについて、欧州司法裁判所の先決裁定は、これを指令の目的に照らして分析する必要があると判示した[496]。その目的としては、「金融市場の健全性を守り、投資家の信頼を高めることにあるが、それはとりわけ投資家は同じ立場に置かれており、内部情報の誤った使い使う方から保護されることが確実であることに依拠している」ということとされている[497]。この先決裁定により、取引行為が一旦 2003 年指令 2 条 1 項に規定されている構成要件が備わった場合には、取引行為者の意思を推定することは可能である[498]。欧州人権条約は原則として、明文ではこのような推定を禁止していないが、防御権を確保するために、条約の締結国に刑事法に関する推定を一定の合理的な限度内にとどめるよう求めている[499]。それゆえに 2003 年指令も一部の加盟国の国内法も一定の抗弁事由を用意している。伝達行為及び推奨行為に関する主観上の要件について、市場濫用指令 3 条は伝達行為に何ら主観上の要素を規定しておらず、推奨行為については単に「情報に基づいて」との表現を使っている。

２．中国法

中国の場合には、証券法及び刑法ともインサイダー取引行為、伝達行為、推奨行為を禁止している。証券法は情報の「利用」という点を規定しているに対し、刑法は主観的要素や

494　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定
33 段：2003 年市場濫用指を起草するにあたって、共同体の立法者は 1989 年指令で認められたギャップを埋めようとしていたことに注目に値する。1989 年指令 2 条 1 項は、内部情報を「十分に認識」し、かかる情報を「利用」することを禁止しようとしていた。「十分に認識」との文言にはある程度加盟国の国内法にとって主観的要素を要求されることと類似するため、この規定は国内法化されたとき、構成国において解釈の差異が生じた。
34 段：この点関して、欧州委員会が 2001 年 5 月 30 日に提出した 2003 市場濫用の提案では、本来、一次内部者は日常的に内部情報にアクセスでき、受領した情報に秘密性があることを知っているとの前提の下で、1989 年指令の表現を基礎としつつ、「十分に認識」との表現を削除した。それに加えて、欧州議会は、インサイダー取引の概念について客観的アプローチを好む欧州委員会にあわせて、インサイダー取引の定義から目的や意図といった主観的要素を取り除くため、「利用(taking advantage of)」との文言を「使用(using)」という文言に代えた。
35 段：以上から、2003 年市場濫用指令 2 条 1 項は、インサイダー取引行為の背後にある意図を言及せず、客観的に定義している。これは加盟国における統一的な調和を達するため行われたものである。(和訳：山岸　前掲注(150)78～79 頁)。
495　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 45 段。
496　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 62 段。
497　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 62 段。
498　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 38 段。
499　EU 司法裁判所 2009 年 12 月 23 日先決裁定 43 段。

情報利用の有無がインサイダー取引の構成要素としていないが、2012 年司法解釈は取引行為、情報の伝達行為並びに取引の推奨行為の構成に推定条項を設けている。

具体的には、同司法解釈 3 条は資金、口座、取引時間、取引習慣、証券・先物の種類などの面で案件に係わる取引行為と緊密的に関連する各方面に基づいて係わる取引行為が「顕著な異常」の有無を綜合的に判断し、さらにこれを依拠として内部者又は不法に内部情報を取得した者の主観面或いは内部情報を利用して取引行為、情報の伝達行為並びに取引の推奨行為を行ったこと推定する。また、被告人の抗弁権を保護し、インサイダー取引・内部情報漏洩の罪の適用範囲を不当に拡大させないよう、2012 年司法解釈は成熟資本市場のある国及び地区の経験に学び、インサイダー取引を構成できない抗弁条項（同司法解釈 4 条）を用意している。

３．日本法

日本の場合には、2013 年 6 月 12 日「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立する以前、禁止される行為は取引行為しかなかった。構成要件について、金商法 166 条、167 条も明文で「内部情報の利用」を違反行為の要件としていない。これにより、内部情報を知った場合は、当然にそれに係る証券取引が禁止される。また、証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼を損なうことにならないよう、禁止行為に対し、日本法も一定の抗弁事由（適用除外）を用意している（金商法 166 条 6 項、取引規制府令 6 条）。2013 年 6 月 12 日、改正金商法が成立した。その内容は多岐にわたっているが、注目に値するのは、情報伝達行為及び推奨行為は一定の要件の下で禁止行為とするということである。改正を通して、日本において取引行為、伝達行為、推奨行為は規制されるようになった。また、改正により、情報伝達行為及び推定行為が禁止行為となるために、具体的に主観的要件及び取引要件を満たさなければならない。いずれは、主観的要件としては取引させることにより､利益を得させ､又は損失の発生を回避させる目的(改正金商法 167 の 2①)が、客観的要件としては、伝達等を受けた者によって実際に取引が行われたことが不可欠である（改正金商法 175 の 2）。しかし、これに応じて抗弁事由は規定されていない。

第 4 款　制裁手段の構造について

１．EU 法

制裁については、EU の 2003 年指令は「罰則（penalty）」という用語を使っているため、

インサイダー取引に対する制裁は、民事的手段ではなく、行政及び刑事的手段を重視すると言える。

まず、行政的制裁について、2003 年指令直接的に行政的制裁を規定することの代わりに、加盟国に「本指令の実施において採択された規定が遵守されない場合には、国内法に従って、責任ある者に対して適切な行政措置が採られ又は責任者に制裁が課されるよう確保しなければならない。加盟国は，それらの措置が，実効性があり、相当かつ抑止的なものであるよう確保しなければならない」と要求している（14 条 1 項)。また、刑事罰についても、2003 年指令は自らに刑事罰を規定することの代わりに、刑事罰を選択することは各国に委ねた。しかし、加盟国は、制裁内容としての刑事罰の設定についての考え方が異なる。当該差異は国境を越えて行い得る市場濫用行為者に、EU の 27 加盟国の法律の違いを利用して、共同体内での刑事罰を設けていない国で制裁を回避する余地を与える虞がある。これを認識した上で、欧州委員会は 2011 年 10 月、インサイダー取引及び相場操縦における最低限の刑事的制裁に関する刑事制裁指令案を公表した(2012 年 7 月に修正提案がなされてた)。当指令案は、加盟国にインサイダー取引及び相場操縦規制の制裁としての刑事罰を設けることを義務付けるものであり、具体的に加盟国がどの程度の刑事罰とすべきについて、同指令案は 2003 年指令と同様のように定めておらず、ただ実効性があり、相当かつ抑止的なものであるべきのみ要求している（同指令案 6 条)。しかし、具体的に、加盟国がどの程度の刑事罰を採用すべきかについて、指令案は定めていない。

2003 年指令並びに指令案は、行政又は刑事制裁の整備についてのみを要求しているため、インサイダー規制違反行為がどのような私法的効果をもたらすかについては一切触れていない。

２．中国法

中国のインサイダー取引規制に関する制裁手段は、形式上、民事賠償制度、行政罰、刑事罰が完備している。民事賠償制度に関し、刑法 36 条、証券法 76 条 3 項並びに同法 232 条は投資者保護の措置である［民事賠償責任の優先］を明記している。同原則は、他国法に見られなくて極めて特徴的なものである。しかし、立法並びに行政権力に偏重する深刻な体制的原因で、実務上、被害者にインサイダー取引と被害者の損失間の因果関係の証明は困難である。また、被害者の確定、損害額の算定基準に関する規定は、法律の条文上まだ空白の状態に止まっており、民事賠償の実現が至難なことである。実務上の統計を見ると、現在までインサイダー取引に関する民事賠償案件は現在まで 3 件しかおらず、勝訴の例がまだないため、民事賠償制度は実際に有名無実なものと言える。要するに、中国におけるインサイダー取引に対する制裁は実際に、行政手段及び刑事手段しかないと思われる。

なお、中国法のもとでのインサイダー取引に対する行政罰及び刑事罰は違反行為の結果の量の変化に伴って質の変化を引き起こした「振り分け型」に基づく「二重違法」の性質

を有するものである。

３．日本法

日本の場合には、インサイダー取引規制に対する制裁手段の中で民事賠償制度に関する条文はまったく用意されておらず、現段階には、課徴金制度及び刑事罰しか存在していない。

第 2 節　日本におけるインサイダー取引規制に対する評価

比較を通して分かるように、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画定について、EU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なにする立法形式と法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。

EU 法の「実質主義」に対し、中国の証券法と日本の金商法は、内部情報と内部者に関する規定は、かなり詳細で極めて技術性の高い規定が置かれている。特に日本の場合は、インサイダー取引の構成要件を確定するために、金商法だけではなく、政令や内閣府令などの他の条文を併せて理解する必要がある。また、禁止される行為の成立に当てり、ただ未公表の内部情報を知って取引等をすれば足り、行為者に利益が生じたこと、動機や目的は要しない。この面からは、日本法の下でのインサイダー取引規制かなり「形式犯性」という色彩を持つ[500]。このような構成要件要素の細目が基本的に法令で明確かつ具体的に列挙されている規制方法は、「形式主義」とも呼ばれている[501]。

「形式主義」を採用している原因としては、日本のインサイダー取引規制は最初には刑事罰の対象として導入されたもので、罪刑法定主義の観点からかなり厳格な形式主義を採用していることが挙げられる一方、「日本では、たとえば金商法 157 条のような抽象的な構成要件の規定を解釈によって適用する法運用が実際には困難であったことなどから、できるだけ具体的な構成要件を規定し、投資家にとって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明確に判断できるようにするためである」ことも原因の一つとされている[502]。

500　木目田 5 頁参照。

501　松尾　前掲注（492）517 頁。

502　松尾　前掲注（492）517 頁。また、この見解を持つのは、木目田は「この複雑・技術正も、形式犯について述べたのと同様、予測可能性・透明性の確保の観点から成立要件を具体的・客観的に特定する方法が選択されたことの必然的な帰結と言う面あり、基本的にはやむをえないと考えられる」をしている。（木目田　前掲注（9）8 頁を参照）

すでに第4章に検討したように、日本のインサイダー取引規制は刑事手段に大いに依存している。このような刑事制裁は形式的には、「犯罪に対する法的効果として、国家によって犯罪者に科せられる一定の利益の剥奪を指し、その実質的意義は過去の犯罪を根拠とする応報的処罰を通じて、将来の犯罪予防を図ることを目的とする」[503]ものであるため、経済活動の中で、極めて悪質なであると評価できる行為が起こった場合、刑事罰による法的な制裁が、効果の面からも大いに期待されている。しかし、補充性原則の要請は、刑事罰は最後の手段と決め、経済活動への介入は控え目であるのが基本である。そのため、平成16年課徴金制度の導入後、行政規制の実効性が発揮する一方で、刑罰の果たす役割並びに以前刑事罰を科すために設置されたインンサイダー取引の各構成要件のあり方、各制裁手段の整合を新たに検討すべきと思われる。

第 3 節　望ましい規制

第 1 款　内部情報――形式主義を前提とし、実質主義の採用

課徴金制度が導入された後、インサイダー取引規制に関する課徴金の成立要件は基本的にそのまま刑事罰の構成要件を使っている[504]。課徴金制度の一層の活用を図るために、このような規制方法を改めるべきではないかと考える。

まず、「犯罪」としてのインサイダー取引規制については、投資家にとっての予測可能性・透明性の確保及び、検察側の立証の容易性という観点から考えると、現行の「形式主義」の形の条文を維持することに意味があると考えられる。これに対して、犯罪に達しない行政違反行為の場合には、形式主義を原則としつつも、その一部において実質主義をとる規制方法がより合理ではないかと考えている。すなわち、規制の明確性・予測可能性又は立証の容易性を配慮して、現行法の条文を維持した上で、EUのように、内部情報の「重大性」基準に一連の判断指標を用意するのはより合理ではないかと考えている。具体的には、現行金商法の「投資家の投資判断に影響を及ぼす」基準を前提として、さらにこの基準の判断指標を設置し、総合的に実質的に重大性の有無を判断する。具体的な指標としては、情報の内容、規模、情報源の信頼性などは考慮に入れるべきであろう。

第 2 款　内部者――規制対象者の範囲の拡充

内部者に関しては、日本法の第2次以後の情報受領者についても規制対象とすると、その

503　井田良『講義刑法学・総論』（有斐閣．2008）8 頁。
504　木目田裕・尾崎恒康「エンフォースメント―刑事罰と課徴金」商事法務 1846 号 31 頁。

処罰範囲が不明確となってしまうというのは[505]、日本のインサイダー取引規制立法の慎重な態度を窺わせるものである。しかし、限定的規制方法は実務上多くの脱法行為を招くおそれがあり、金融商品取引市場に対する投資者の信頼の確保という目的の実現にとっては不十分であろう。立法当時の内部者取引規制が依って立った状況が今日では変化してしまっているのではないかという観点から、再検討する必要があるだろう。

規制の対象となる主体は、未公表の重要情報を有する者を対象とすべきではないかについて、私見としては、EU法を直接に模倣しても必ずしも日本の規制実情に適合しないであろう。なぜなら、EU指令は国内法ではなく、共同体の協調指令にすぎないからである。指令の役割はただ加盟国に一定の方向性を設定し、具体的な法実施は加盟国に任せる。かつ、指令に不足がある場合にも、加盟国は国内法を通して柔軟に具体化あるいは補足することががができる。日本の場合には、EU法のようなかなり広い範囲の規制方法を直接に日本法に移植するのは必ずしも抑止の機能を発揮できない。寧ろ中国2012年司法解釈2条のように、窃取、騙取、情報の不正取得、盗聴、情報を探る、又は裏取引などの不法手段で入手した者を規制の対象者として明文に加え、一定範囲の者が明確に内部者として規制する方が、より合理的であろう。この方法は、規制対象の範囲を無限で不当に拡大させることを防ぐことができ、規制の予測可能性を害せずにインサイダー取引行為を規制できると思われる。

第３款　禁止される行為――抗弁事由及び取引要件の導入

禁止される行為については、EU、中国、日本とも取引行為、情報の伝達行為及び取引の推奨行為を禁止てしている。しかし、禁止される行為の成否に緊密に関係する抗弁権の設置については、大きな違いがある。以下では、EU（加盟国のイギリスも含まれる）、中国、日本法のインサイダー取引に関する適用除外事由或いは抗弁事由を比較してみよう。

【EU、中国、日本法の下でのインサイダー取引規制に関する抗弁事由】

EU	**市場情報に関する抗弁(筆者の私見)** (a)義務の履行 (b)以前に締結された契約に基づいた取引
イギリス (抗弁条項)	**①市場情報に関する抗弁**（1993 年刑事司法法付表の 1） (a)市場のメーカー又は被雇用者は、業務又は雇用の遂行のため誠実に行動したことを立証すれば、内部者としての取引又は取引の推

505　横畠裕介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会．1989）122 頁。

	奨の罪として問われない。 (b)内部者により行為が、当該内部者の地位にとって合理的であると立証できれば、取引又は推奨の罪として問われない。 (c)証券の取得又は処分行為から生じる市場情報を内部者として有する者が、検討中の、又は交渉の対象になる証券の取得又は処分につき、当該証券の取得又は処分の完了を促すために行為をするときは、取引又は推奨の罪は成立しない。 (d)法令により安定操作を行う場合には、個々の買付行為が内部情報となって買付が妨げられることない。 **②政府の政策の適用の抗弁**（1993 年刑事司法 63 条 1 項） **③取引行為にかかる抗弁**（1993 年刑事司法 53 条 1 項） (a)取引の際、内部情報が価格に変動を及ぼすという事実に帰せられるような利益が取引から生じると予測できなかった場合 (b)取引の際、取引の参加者が当該情報を知らなかった場合最終的に損害がない程度の当該情報が開示されていたと信用しうる合理的な理由があった場合 (c)当該情報を知らなくても同様の取引行為が行われる場合 **④取引推奨にかかる抗弁**（1993 年刑事司法 53 条 2 項） 取引にかかる抗弁事由の(a)(b)(c)とほぼ同じ 注：(b)の抗弁における取引相手に対する情報開示が取引推奨よりも後になされうることが考慮された場合にのみ存在する。(c)の抗弁は、内部情報がなくても顧客に取引を進めたであろうことの立証を投資助言に許すことにより、内部情報に基づく取引勧奨を行う余地を認めることを意味している **⑤情報伝達にかかる抗弁**（1993 年刑事司法 53 条 3 項） (a)内部者が、情報受領者が情報に関連する証券の取引を行うこと

	を予測しなかった場合 (b)内部者が、内部情報が有価協証券の価格に影響を及ぼすという事実に帰せらせるような利益が情報受領者の取引から生じることを予想しなかった場合
中国	**市場情報に関する抗弁**(筆者の私見) (a)単独または又は他の者に指示して共同で上場会社の５％以上の株式を保有した自然人、法人または又は他の組織が保有或いは契約の方式で保有する場合。 (b)事前に締結した書面契約、指令，証券及び先物取引に従事しようと計画中である場合 (c)他人に開示した情報に基づいて取引を行った場合。 (d)取引に他の正当な理由または又は正当な情報源がある場合。
日本	**市場情報に関する抗弁**(筆者の私見) (a)知る前契約の履行 (b)知る前計画の実行

適用除外或いは抗弁事由について比較して分かるのは、EU 指令、中国法、日本法のいずれにおいても、インサイダー取引の適用除外或いは抗弁事由が用意されているが、適用範囲や内容には大きな違いがあるということである。イギリス法は市場条項に関する抗弁だけではなく、政府の政策の適用の抗弁、取引行為にかかる抗弁、取引推奨にかかる抗弁、情報伝達にかかる抗弁との広範囲の抗弁事由を規定しており、かつ取引行為、伝達行為、推奨行為の抗弁に行為者の「予想しなかった」「信じうる」等の主観面を強調している。これに対し、EU 法、中国法、日本法は市場情報にかかる抗弁事由だけを規定しており、かつこれらの事由の生じた原因は行為者の客観上の業務の遂行や契約の履行等が多い。確かに中国法には適用除外のバスケット条項が設置されており、明文に規定されている３種類の除外態様以外の事由を認める可能であるが、バスケット条項は具体性が欠け、実務において明確的判断を下すのは容易ではないため、専門性の高いインサイダー取引規制にどの程度の実効性を果すのは未知数であろう。そのため、立法上司法解釈内容をさらに拡充させること必要があると思われる。

日本法の場合には、取引行為にかかる抗弁だけをイギリス法から学んだら足りると思われる。なぜならば、日本の２０１３年６月金商法の法改正を契機に、伝達行為、推奨行為を禁止行為の範囲に入れ込んできたとともに、主観上「取引させることにより、利益を得させ、又は損失の発生を回避させる目的」の存在を求めるからである。これらの主観的要素及び違反行為との因果関係は推定された結果ではなく、立証責任は原告の側にあり、違反者に抗弁権利を与える必要ないと思われる。

第４款　制裁システム――「重畳型」から「振り分け型」へ

は、EU 指令と裁判例だけを見れば、内部情報、内部者、禁止される行為にかかる規定については日本法や中国法よりも整備されているが、制裁手段は不十分であると思われる。この原因としては、各加盟国の主権としての刑罰権を尊重するために、2012 年指令案により、加盟国にインサイダー取引及び相場操縦規制の制裁としての刑事罰を設けることを義務付けたが、どの程度の刑事罰とすべきについては、加盟国に実効性があり、相当かつ抑止的なものであるべきと要求しているため、制裁策を加盟国に任せているからである。日本法と中国法の場合には、すべての制裁は自国法に依拠し、民事、行政、刑事制裁の完備した理想な制裁体系であると思われる。これに関し、中国法は実務上問題がないとはいえないが、形式上完成しているといえるのに対し、日本法の場合には、民事賠償がないこと、課徴金制度の曖昧な性質、及びこれと刑事罰の関係について多くの問題が残っている。

１．課徴金の必要性の再考

重大なインサイダー取引違反行為は刑事罰の対象となっているため、それに対する制裁手段として刑罰を科すことができる。しかし、刑罰権の発動については限定性がある。例えば、刑罰の謙抑性の観点から、特に重大な違反事件しか起訴が行われない傾向が強いこと(起訴便宜主義)、刑事罰の厳格性の観点から、特別の規定がない限り、故意犯処罰が原則とされているため(刑法 38 条 1 項)、自然人行為者に故意があったとこの立証は困難であることである。また、日本のインサイダー取引規制は、実質的な不正という点にまで立ち入らず、要件に該当すれば機械的に処罰する形式的方法が採用され、かつ厳罰化の傾向が窺える[506]。この点から、金融商品取引法における形式犯としての位置付けと、制裁としての刑事罰の程度の間の整合性は崩れ、違反行為に対する抑止・制裁手段としての刑事罰は必

[506]　昭和 63 年の立法段階では、刑事としては、6 月以下の懲役又は 50 万円以下といった軽微な処罰が規制された。しかし、その後の平成 17 年の改正から、厳罰化の傾向が見られ、個人について 500 万円以下の罰金又は 5 年以下の懲役、法人については、5 億円以下の罰金となった(金商法 197 条の 2 の 13 号、207 条 1 項 2 号)。

ずしも十分にその機能を果すことができない[507]。以上のような問題意識から、規制の不具合を補完するため、厳格な刑事手続を経ることなく、罰金と同額又はそれ以上の金額を課すことも許される課徴金制度が導入されたのである[508]。

２．課徴金制度の再構築に関する私見――「重畳型」（刑罰と行政罰が二重に課させされ）から「振り分け型」（いずれか一方だけ課される）へ

前述の問題点を踏まえて、インサイダー取引規制に課徴金制度と刑事罰の役割を再検討すべきであるように思われる。課徴金と刑罰としての罰金との役割の違いとしては、刑事罰は違反者に道義的に不名誉なレッテルを貼るかどうかことである。刑事罰が有している道義的非難、身体的拘束のような大きな威嚇機能を行政制裁措置に求めるのは困難である。前述のように、刑事罰はインサイダー取引に対する抑止効果を十分には果たせないとしても、行政的な措置への過度の依存は、刑事罰の威嚇力を空洞化させ、結果として不正行為を助長する危険をもたらしてしまうであろう[509]。そのため、現況において、刑事罰の力の限定性及び現行課徴金制度の曖昧な強さのそれぞれの機能がインサイダー取引規制を不十分にしているとの認識に立つのであれば、高額化の課徴金と刑事罰の関係の再構築は当然の選択肢であると思われる。

日本における現行の課徴金と刑事罰並存の重畳型の下に、課徴金の納付命令と刑事罰の没収・追徴の複雑な調整をしなければならないため[510]、予測可能性を損ない、また司法の煩雑化を招きうる。むしろ課徴金納付命令が行政上の制裁であることを認めた上で、現行の二重構造を廃止し、課徴金向けの行政制裁に刑事制裁を結びつける形で規制を二段構造に変えるのがより合理的ではなかろうか。具体的には、同じ事案に課徴金と刑事罰との併科をせずに、特定の段階でどちらかを択一適用にすることである。具体的に、刑事罰を科すまでもない違反行為に課徴金を賦課し、重ねて刑事罰を科さないか、その反対に、悪質・重大な事案については、厳格で慎重な手続により刑事罰のみを科すことが考えられる。このような規制構造によれば、規制の予測可能性・運用可能性が十分に確保でき、かつ憲法39条後段の二重処罰の禁止の制約を取り除くことも可能であろう。

３．新たな課徴金制度の活用――証券監督管理委員会に裁量権の導入及び被害者救済との連

507　川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリスト1390号(2009)61頁。

508　川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリスト1390号(2009)60頁。

509　田中利彦「イギリスの金融・証券市場における犯罪の規制」（甲斐克則・田口守一（編）『企業活動と刑事規制の国際動向』(2008年．信山社)105頁）。

510　金融商品取引法198条の2には、インサイダー取引を犯した者に、犯罪行為によって得た財産を没収することができること、そして没収が困難な場合には追徴することができることが規定されている。しかし、課徴金納付命令の時点で、すでに刑事裁判が確定され、没収・追徴相当額が画定されている場合には、当該没収・追徴相当額を控除した額の課徴金納付命令を行う（金商法185条の7第5項）。

動

現行法の「…（違反した者が）あるときは、内閣総理大臣は…課徴金を国庫に納付することを命じなければならない」（金商法175条1項等）という文言から、日本には、条文に該当した客観的及び主観的な事実があれば足り、違反者の故意や過失などの要件が不要で、また、賦課事由の存在が認められた場合には機械的に賦課すべきこととなり、また金額については裁量の余地がないことが窺える。課徴金を行政上の措置から制裁の位置に転換させる以上、行政制裁権に必要な裁量権を導入させることも当然であろう。

そのため、監視監督委員会の権限を強化させ、裁量権を与えるべきであると提案したい。また中国証券法を参考として、犯情により漸進的制裁条文を設置するのは合理ではないかと考えている。

課徴金制度は金商法の目的を実現させるツールに過ぎず、金商法の規制目的に服すべきであると思われる。金商法におけるインサイダー取引規制の目的が「証券市場の公正性と健全性に対する一般投資家の信頼の保護」にあるとすれば、現行法が規定しているような、課徴金の額は国庫に収納しなければならないという規定はどのように規制の目的を実現するのか疑問である。法規制を絵に描いた餅にさせないよう、かつ現段階の日本にはインサイダー取引規制に民事救済が欠落しているという現状を踏まえ、寧ろ収納した課徴金を柔軟に運用し、これを被害者への分配の制度と結びつけるのは、被害者救済さらに金商法の規制目的の実現にも大いに役立つではないかであろう。

第 4 節　小括

法域によっては、インサイダー取引規制に関するまだ触れられていない問題点もあるが、項目ごとに比較することにより、EU、中国、日本のインサイダー取引規制のはどこなに問題があるのかが、ある程度明らかにすることができたと思われる。

比較して分かるように、日本法は EU、中国法と多くの相違点があり、また、日本法は、インサイダー取引規制立法の母法としてのアメリカ法との間にも大きないに差異がある[511]。例えば、アメリカ法では、私人による損害賠償請求権を助け、それによりインサイダー取

511　アメリカのインサイダー取引規制について、以下の文献を参照。マーク・I.スタインバーグ（著）、小川宏幸（訳）『アメリカ証券法』（雄松堂．2008）；黒沼　前掲注（4）；萬澤前掲注（14）；栗山修「アメリカにおけるインサイダー取引規制の現状と問題点 」同志社法学 45 巻 1 号・2 号（1993）203～233 頁；畠山 久志「アメリカにおけるインサイダー取引規制の変遷について--オヘーガン判決にみるインサイダー取引規制の論理 」熊本学園大学経済論集 12 巻 1 号・2 号（2005）49～73 頁など。

引を抑止するために、アメリカ法は、民事上同時期取引者に私訴訟を用意している[512]。また、アメリカ法のもとでの制裁手段としては、行政上不当利得の吐き出し及び民事制裁金制度があり[513]、刑事上 20 年以下の懲役若しくは 500 万ドル(法人は 2,500 万ドル)以下の罰金又はその併科を科すことができる[514]。EU、中国、母法のアメリカ法と比べて、日本法は異例に属するといえるであろう。

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、日本インサイダー取引の場合は、国際水準として、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繋がれば、最も望ましいあり方であろう。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は、今後の課題となろう。

512　黒沼　前掲注（4）159 頁。また、民事上の同時期取引者に私訴訟につて、1988 年制定された内部者取引・証券詐欺執行法（Insider Trading and Fraud Enforcement Act）は、取引所法（Securities Exchange Act）を改正の際、インサイダー取引と同時に取引を行った投資者に損害賠償請求権を付与したものである。具体的に、取引所法 20A 条 a 項は、重要な未公開情報を保有しながら証券の取引を行うことにより取引所法、その規則、レギュレーションに違反した者は、同時期に違反者と対向する取引をした者に対して損害賠償責任を負わなければならないと規定している。「『同時期の取引者』の定義はなく裁判所に解釈に委ねされているが、インサイダー取引相手になった者でなくても良い点に立法の意義がある」とされている。（黒沼　前掲注(4)159 頁）

513 取引所法21条d項。

514 取引所法32条a項。