

学位論文題名

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－

学位論文内容の要旨

1. インサイダー取引とは、株価に一定の影響を与える情報が公開される前に、内部者等がそれを証券取引に用いて不当に利益を得る、あるいは損失を回避する行為である。未公開情報の利用、つまり、一般投資者より絶対的優位に立ちながら利得しあるいは損失回避することは、証券市場の公正をゆがめ投資者間の公平に反するものである。

経済大国の日本は1世紀以上の証券取引の歴史を有し、戦後、アメリカの証券諸法を母法に「証券取引法」(現行金融商品取引法)の整備が行われてきた。ただ、連合国軍最高司令官総司令部(GHQ)の引き上げ(1952年)に伴い、7年間統治された反動で、証券取引委員会が撤廃されるなど、証券取引法におけるアメリカ法の色彩が次第に拭い取られ、日本社会により適合した法改正が重ねられてきた。自主性を取り戻した時から、証券取引法が挿し木にさらに接ぎ木したような、母法とは異質な方向性が与えられた。1980年代初頭には国際社会から「インサイダー天国」と批判され、1987年秋に明るみに出たタテホ事件が国内的にも大きな衝撃となった。こうした内外状況が重なり、ようやく立法化(処罰化)の動きが見られるようになった。まず、何がインサイダー取引行為かを明確化する基準＝ガイドライン作りが始まり、1988年4月1日にはインサイダー取引を規制する独自の規定が新設されて刑事罰が科せられるようになった(直罰式)。その後、規制の強化策として、二度にわたる法定刑の引き上げ(1997年12月30日、2006年7月4日)がなされ、日本のインサイダー取引規制はますます刑事規制一辺倒になっていった。2005年4月1日には、不法利得の吐き出し(disgorgement)を目的とする課徴金制度も導入されたが、それは、課徴金額から(刑事判決による)没収・追徴額を控除するものであり、その法的性質についてなお曖昧な点を残している。他方、1992年7月20日に、証券取引等監視委員会(SESC)が発足したが、その権限も限定的であり、また人員も決して十分とはいえない。民事規制の面では、一般の不法行為に基づく損害賠償請求(民法709条)が考えられるが、相場操縦罪におけるような損害賠償責任に関する特別規定(金融商品取引法160条)がないこともあり、被害者(原告)からの訴訟提起が成功する見込みはほとんど期待できない。加えて、実務においても、相対取引を前提としない非個人的な証券取引所取引の実態を理由に、原告からの損害発生および因果関係の存在の主張が事実上否定されている(東京地判平3・10・29)のが実情である。

2. 法システムは民事法・行政法・刑事法の三領域に大別されるが、三者は相互補完な関係にあるというべきである。本研究は、こうした理解のもと、アメリカ法および中国法を比較対象としつつ、日本におけるインサイダー取引規制のより妥当な在り方を考察する。

まず、アメリカ法におけるインサイダー取引規制の歴史を振り返ると、規制目的と処罰根拠に関わる重要判例が幾つも打ち出され、判例理論は目覚ましい発展を遂げてきた。行政規制として、証券取引委員会（SEC）は、連邦地裁に対し、当該違法行為により得られた不法利得又は回避された損失の額の3倍を超えない額の民事制裁金（civil penalty）を請求することができる。刑事規制として、自然人に対して「500万ドル以下の罰金」若しくは「20年以下の禁固刑」、法人に対しては「2500万ドル以下の罰金」と、かなり重い刑罰となっている。民事規制としては、私訴を補強する特別規定として、証券取引所法20A条において被害者の私訴権が明記され、さらにいわゆる「同時取引説」が採用されるなど、因果関係認定の困難性を克服して被害者（投資者）に有利に働くように、立法上便宜が図られている。

次に、中国法については、中国社会が急激に発展しかつてないほどに経済的連携が強められてきたことを背景として、近年、証券取引規制の強化が図られた。行政規制として、中国証券監督管理委員会（CSRC）には、米国証券取引委員会（SEC）と同様、立法権および行政処罰決定権が認められており、インサイダー取引により得られた不法利得の1倍以上5倍以下の過料（不法利得がないor不法利得の額が3万元未満の場合、3万元以上60万元以下の過料）が課せられる。刑事規制では、インサイダー取引行為と内部情報漏洩行為について「二段階」の法定刑が用意され、i）「犯情が重大」な場合には、「不法利得の1倍以上5倍以下の罰金」若しくは「5年以下の有期徒刑」、またはこれを併科するものとされ、ii）「犯情が特に重大」な場合には、「10年以下の有期徒刑」と「不法利得の1倍以上5倍以下の罰金」を併科するものとされている。民事規制については、インサイダー取引の賠償責任を明確に認め、さらに、民事賠償金の支払いを他の法執行（過料や罰金）よりも優先させる特別規定まで設けられている（もっとも、因果関係の立証問題が十分に解決されていない点は日本法と同様である）。

3. 直罰式の制裁体系がいかなる規制効果を果たしているかについて、これまで必ずしも十分な検証がなされてこなかった。本研究は、この空白を埋めるべく、アメリカ法と中国法との比較検証を通じて、日本法への示唆を探るものである。

アメリカ法や中国法では、刑事規制のみならず、行政規制・民事規制を含む制裁体系が全体的に構築されており、とりわけ中国法においては、インサイダー取引に対して、その行為が軽微な場合には、もっぱら行政規制による規制が行われ（実際多くの事件が行政規制をもって処理されている）、その行為が著しく悪質あるいは大規模な場合にはじめて刑事規制が発動することとされている（「二段構え」の規制構造）。また、日本法における現行課徴金制度の趣旨からすれば、不法利得額以上に剥奪することはできない。しかし、課徴金が行政規制として一定の抑止機能を果たすためには、それに「制裁」的性格をも持たせ、行政罰としての意義づけを明確にすべきである。課徴金による抑止の実効性を期するためには、課徴金の増額も検討されるべきである。民事規制については、相場操縦罪と同様の特別規定（160条）を設けるべきである。被害者が損害賠償請求権を確実に行使できてはじめて、金融証券取引法1条〔目的〕にいう「投資者の保護」が達成できる、というべきである。インサイダー取引行為に対して、その軽重を問わず一律に犯罪として取り扱うのではなく、行為の軽重に応じた規制が図られるべきであり、そのような規制こそが合理的かつ実効的であると考えられる。

以上を要するに、日本法における直罰式を改め、①課徴金の「制裁性」をより明確に位置づけるべきこと（行政罰としての課徴金）、②違法行為の軽重に応じて行政規制と刑事規制とに適宜振

り分けるべきこと(「二段構え」の規制構造)、③損害賠償責任に関する特別規定を制定すべきこと、を提言する。

学位論文審査の要旨

主 査 教 授 長 井 長 信
副 査 教 授 小 名 木 明 宏
副 査 准 教 授 得 津 晶

学 位 論 文 題 名

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－

(論文の要旨)

インサイダー取引とは、株価に一定の影響を与える重要事実（内部情報）が公開される前に、それを知った会社関係者や内部情報を得た者が、それを証券取引に用いて不当に利益を得たり損失を免れたりする行為である。本論文は、インサイダー取引規制について、アメリカ法および中国法との比較研究を通して、日本の法規制の在り方について批判的に考察した上で、立法論的提言を試みたものである。

序論では、日本において 1989 年にインサイダー取引に関する処罰規定が新設された経緯に触れつつ、アメリカおよび中国のインサイダー取引規制の実態と比較し、日本が刑事規制中心に傾いている現状が指摘され、インサイダー取引行為抑止の観点からは、民事・行政・刑事それぞれの規制を実効的に機能させるべきである、との基本的視座が提示される。

第 1 章では、日本で処罰規定（金融商品取引法〔旧証券取引法〕166 条・167 条）が導入されるに至った経緯、規制目的（保護法益）に関する議論、さらには犯罪構成要件の内容が検討され、①日本のインサイダー取引規制は当初から刑事罰中心であり、その後二度にわたる法定刑の引き上げにより、ますます刑事規制が強化されていること、②2005 年に導入された課徴金制度は、刑事裁判における没収・追徴額を控除するものとなっていることから、その法的性質が曖昧なこと、③証券取引等監視委員会（SESC）の権限が限定的で人員も十分でないこと、④相場操縦罪におけるような賠償責任に関する特別規定（金融商品取引法 160 条）がないことから、被害者（原告）は不法行為に基づく損害賠償請求（民法 709 条）をする他ないが、裁判実務においては、相対取引でない証券取引所取引の実態を理由に、損害発生および因果関係の存在の主張が事実上否定されていること、などが指摘されている。

第 2 章では、アメリカにおけるインサイダー取引規制が紹介・分析され、①インサイダー取引の規制目的に関する判例理論が、「情報の平等理論」から「信任義務理論」を経て「不正流用理論」へと展開を遂げていること、②証券取引委員会（SEC）が違反行為者に対して民事制裁金（civil penalty）の請求訴訟を連邦地裁に提起できること、③刑事制裁として、自然人には「500 万ドル以下の罰金」若しくは「20 年以下の禁固刑」、法人には「2500 万ドル以下の罰金」と相当程度重い刑罰が科されうること、④民事規制として、証券取引所法 20A 条にお

いて被害者の私訴権が明記され、そこにおいていわゆる「同時取引説」が採用されるなど、因果関係認定の困難を克服するための立法上の工夫がなされていること、などが示されている。

第3章では、中国におけるインサイダー取引規制の現状が紹介・分析され、①行政機関としての中国証券監督管理委員会（CSRC）が米国証券取引委員会（SEC）と同様に立法権および行政処罰決定権を持っていること、②犯情の軽重に応じて行政規制と刑事規制が振り分けられる「二段構え」の制裁構造になっており、違法行為がさほど重くない場合には、行政法規としての「証券法」により、インサイダー取引により得られた不法利得の1倍以上5倍以下の過料が課され、犯情が重い場合には、刑法により、i)「犯情が重大」な場合には「不法利得の1倍以上5倍以下の罰金」若しくは「5年以下の有期懲役」、またはこれの併科とされ、ii)「犯情が特に重大」な場合には、「10年以下の有期懲役」と「不法利得の1倍以上5倍以下の罰金」の併科とされていること、③民事規制としてインサイダー取引に対する賠償責任が明確に認められ、その支払いは他の法執行（過料や罰金）に優先されるべきものとされているものの、因果関係の立証問題はなお未解決であること、などが示されている。

第4章では、日本におけるインサイダー取引規制の在り方に対する著者の立法論的提言が試みられている。まず、アメリカや中国に見られたように、インサイダー取引規制についても、刑事規制のみならず、民事・行政を含む制裁体系が全体的に構築されるべきであるとの基本的立場が提示され、そこから、①日本の規制目的論が刑罰的観点からする保護法益論に偏していたことに反省を加え、「投資者の保護」の観点を積極的に取り込んだ規制目的論を展開すべきこと、②インサイダー取引の軽重に応じ、軽微な違反行為は行政制裁で済ませ、例えば、取引額が1000万円を超えるような場合や常習的行為者に限定して刑事罰を科すなど、制裁発動のシステムを「二段構え」にすべきこと、③課徴金の制度目的を不法利得の吐き出しに求めるだけでなく、「制裁」ないし行政罰として位置づけ、場合によって課徴金の増額も検討すべきこと、④民事規制については、相場操縦罪（金融商品取引法160条）と同様、差し当たり損害賠償に関する特別規定を設けるなどの立法論的対応が急務であること、などが主張されている。

（審査の要旨）

本論文の意義は、インサイダー取引に対する民事・行政・刑事の各制裁体系を全体的に機能させるべく、日本・アメリカ・中国における規制目的論・規制内容・制裁体系の項目ないし分析視角に分けて総合的に比較検討した点にある。従前の研究では、個別の制裁に関する部分的研究が多く、比較の対象もアメリカやEU諸国に限定されていた。近時は、アメリカおよびEU諸国との比較を踏まえて立法論的提言もなされているが、本論文のように、被害者（投資者）保護の視点を重視しつつ民事規制の在り方まで含めて検討しているものは、未だ少ないように思われる。加えて、本論文は中国におけるインサイダー取引規制の現状を詳細かつ網羅的に伝えており、この種の研究としては先駆的業績ともなっている。著者は中国法との比較を通していわゆる「二段構え」の制裁構造を提唱しており、この点が本論文の最大の特色でもある。

本論文に対しては、①近時は刑罰についても抑止的・予防的観点が強調される傾向にあるが、そのような観点からは必ずしも行政規制に重点を置く必然性はないことにならないか、②著者は行政規制を中心とするエンフォースメントの実効性を希求するが、インサイダー取引の規制根拠は会社関係者等と証券発行会社ないし株主との「信頼保護」ないし「信任関係」にあるとの理解からは、むしろ民事規制に比重が置かれるべきではないか、③被害者（投資者）保護を徹底するのであれば、団体訴訟制度や課徴金による損害補填制度の可能性も立法課題として検

討されるべきではないか、などの点が指摘された。もとより、これらの点はわが国の学界に課された共通の立法課題でもあり、現在の問題状況を踏まえて実現可能な立法論的提言を試みた本論文に対しては、いささか望蜀の感がないでもない。課徴金制度への新たな理解を求める部分については、もう少し制度の根本に立ち返った検討が必要であるとも思われるが、本論文全体の論旨は明快かつ説得的であり、とりわけ中国法に関する本格的研究という意味においても、本論文は学界に裨益するところが大きいものと思われる。

以上の次第で、審査委員全員の一致により、本学位申請論文を合格と判定した。