

# 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

張 小 寧\*

## 目 次

### はじめに

- ・ 欧米中日の各国法における内部情報の「重要性」についての規定
- 1. アメリカ法における「実質性」について
- 2. EU法における「重大な影響」について
- 3. 中国証券法等における内部情報の「重要性」について
- 4. 日本の金融商品取引法における「重要事実」について
- ・ 内部情報の「重要性」についての判断方法
- 1. 相当な蓋然性（重要性）の標準について
- 2. 重要性の程度について
- ・ 結 び

## はじめに

多くの国で最も悪質な証券犯罪として位置づけられているのがインサイダー取引である。この犯罪の成否にあたって、内部情報についての判断が重要な問題となる。欧米中日の各国の証券法における当該犯罪の規定は、文言上異なるが、内部情報の要件には「重要性」が不可欠であるという点で一致している<sup>1)</sup>。この「重要性」についての認定は内部情報が成立するか否かとインサイダー取引犯罪が構成できるか否かを判断する際に最も重

---

\* ちょう・しょうねい 立命館大学衣笠総合研究機構ポストドクトラルフェロー

1) 例えば、アメリカの1934証券取引所法における「実質的 (material)」、EUのインサイダー取引及び相場操縦 (市場濫用) に反する指令における「重大な影響 (significant effect)」、中国証券法における「重大な影響」、日本の金融商品取引法における「重要事実」。

要と言っても言い過ぎではない。本稿では各国の証券法における内部情報の「重要性」についての規定およびその内容を比較検討し、内部情報の「重要性」に関する判断基準を提示する。

## ・欧米中日の各国法における 内部情報の「重要性」についての規定

### 1. アメリカ法における「実質性」について

アメリカの1934年証券取引所法の14条(e)項<sup>2)</sup>には「『実質的(material)な内部情報』と規定されており、その内部情報における「実質性(materiality)」の判断は、いくつかの判例によって示されてきた。

#### (1) Mills v. Electric Auto-lite Co. 事件 拡大的に解釈する時期

周知のように、アメリカ証券諸法はイギリスのコモン・ローをもとにして制定されたものであり、「実質的」という文言もコモン・ローから受け継がれたものである。1970年のMills v. Electric Auto-lite Co. 事件<sup>3)</sup>では、上訴人は、Electric Auto-lite Company(以下、Auto-lite社と表記する)がMergenthaler Linotype Company(以下、Mergenthaler社と表記する)に合併された時点、すなわち1936年までAuto-lite社の株主であった。「上訴人は、合併決定のための議決が行われるべき株主総会期日の前日に、Auto-lite社、Mergenthaler社および第三者たるAmerican Manufacturing

2) 当該条項は「虚偽または誤解を招く記載」についての規定であり、そのタイトルは「Untrue statement of material fact or omission of fact with respect to tender offer」である。その「materiality」について、日本語の文献では「重要性」と訳しており(ルイス・ロス(日本証券経済研究所、証券取引法研究会訳)『現代米国証券取引法』(商事法務研究会、1989)1176-1177頁参照)、それに対して、中国語の文献には「重大」と書かれている(張路訳『米国1934年証券取引法』(中国:法律出版社、2006)285頁参照)。ただし、「material fact」の内実は日中法における「重要事実」と違いがあるので、各法の用語を区別するため、本文では、「実質的事実」と訳している。

3) Mills v. Electric Auto-lite Co. 396 U.S. 375 (1970). 会社合併の時、実質的な虚偽または誤解を招くべき委任状説明書(proxy statement)の使用に関する事件である。

Company, Inc. を相手どって訴訟を提起した<sup>4)</sup>。第2請求原因は、会社合併が実質的な虚偽または誤解を招くべき委任状説明書(proxy statement)の使用によってなされたということである<sup>5)</sup>。その「実質的事実(material fact)」の内実について、アメリカの連邦最高裁判所は以前のCOMMON・ローの理解を維持し、「合理的な株主がある事実を重要と考えるかもしれないならば(a reasonable shareholder *might* consider important), その事実は重要である<sup>6)</sup>」と判示した。しかし、この判断基準は明確ではないという問題が残されている、すなわち、その「かもしれない(*might*)」という基準は曖昧であり、実質的事実の外延を拡大する可能性を孕んでいる。

## (2) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件 制限的に解釈する時期 1976年の TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件<sup>7)</sup>では、委任状説明

---

4) ルイス・ロス・前掲注(2)1176頁。

5) ルイス・ロス・前掲注(2)1177頁参照。

6) Louis Loss and Joel Seligman 『FUNDMENTALS OF SECURITIES REGULATION』(ASPEN, 2004) 578頁。

7) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S. 438 (1976). 委任状説明書で省略された事実が実質的事実か否かということについての事件である。事案概要: Charles E. Schmidt は TSC Industries, Inc. の設立者及び本来の主要株主であった。1969年2月, National Industries, Inc. は, Schmidt 及びその家族からの買付によって TSC 会社の議決権株式の34%を取得した。Schmidt 及び息子は TSC 会社の取締役会から辞任した。その後, 5名の National 会社指名の候補者が TSC 会社の取締役になり, National 会社の社長及び最高重役である Stanley R. Yarmuth が TSC 会社の取締役会長になり, そして, National 会社の重役副社長である Charles F. Simonelli が TSC 会社の重役会長になった。1969年10月16日, TSC 会社の取締役会は, National 会社からの候補者は出席しただけで差し控えたが, 清算をして TSC 会社の財産を全部 National 会社に売却する提案を承認した。提案の実質は, TSC 会社の普通及びシリーズ1優先株を National 会社のシリーズB優先株及びワラントと交換することであった。1969年11月12日, TSC 会社及び National 会社は共同の委任状説明書をその株主に発行し, 提案の承認を勧告した。その後, TSC 会社は清算及び解散され, そして株式の交換が実行された。1969年12月4日, TSC 会社の株主である Northway はその提案に対する差止救済の要求をイリノイ地区の地方裁判所に提出した。その差止救済の要求が発動されなかったが, 1972年, Northway は, その要求を修正し, 金銭損害賠償, 現状回復及びその他の衡平法上の救済を求めた。主な訴

書で省略された National 会社の TSC 会社に対する支配の程度, および TSC 株主に対する提案の有利性に関する重大事実が「実質的な事実」に属するか否かの問題について, 一審のイリノイ地区の裁判所は否定的な態度をとった。それに対して, 控訴審の第七の巡回裁判所はその事実が実質的であると判断した。その判断理由として, 実質的な事実には, 「合理的な株主なら重要であると思うかもしれない (*might*) すべて (*all*) の事実」が含まれると判示したのである<sup>8)</sup>。しかし, 「かもしれない」と「すべて」は「実質的な事実」の基準を低くさせ, 規制を拡大化しかねない。それに対して, 最高裁は, *Mills v. Electric Auto-lite Co.* 事件で確立した「かもしれない (*might*)」という基準の曖昧化, 主観化を批判し, その実質性の一般基準を以下のように判示した。すなわち, 省略された事実には, 合理的な株主が投票するときに重要だと思うであろう (*would*) という相当な蓋然性 (*substantial likelihood*) があるならば, その事実は実質的である<sup>9)</sup>。その際, 同裁判所は, 省略された事実が開示されていたならば合理的な投資者は投票を変更したであろうという相当な蓋然性の証明を必要としないことを明らかにし, 実際に変更したか否かという確実性ではなく, 変更する可能性が高いという蓋然性であるべきことを強調していた。そのほか, その蓋然性による規制拡大化を防止するため, その実質性が「情報全体 (*total mix of information*)」に影響を与える程度のものであることも要求した。

以上のことから, アメリカの最高裁判所は「実質性」要素について以下のように理解している。すなわち, 合理的な投資者であるならば, ある事実の開示または省略は, 利用可能な情報の「全体」を大幅に (*significant*-

---

因は, その共同の委任状説明書において TSC 会社に対する Schmidt の権利の譲渡により National 会社が TSC 会社に対する支配権を取得したことを記載しなかったので, National 会社が TSC 会社に対する支配の程度, 及び TSC 会社の株主に提案の有利性に関する実質的事実を省略したことである。前掲注(2)543-544頁参照。

8) 前掲注(6)578頁。

9) 前掲注(6)579頁。

ly) 変更させるものと考えらるであろうという相当な蓋然性が存在するとき、その事実には実質性が備わっている。

その特徴は以下ようになる。すなわち、欧州法の社会相当性の判断方式と同じような合理的主体という標準「合理的な株主」を標準とすること。実質的な事実、実際に影響力を与えたか否かを問わず、「相当な可能性」、言い換えれば、蓋然性が存在すれば成立しうること。

その事実は、情報の「一部」ではなく、「全体」に影響する程度のものでなければならないこと、である。そして、その際、「total mix」の意味を踏まえるならば、情報全体は各々の情報の集合体であるとともに、各々の情報が密接に関連することを前提とすることになる。

### (3) Basic, Inc. v. Levinson 事件 インサイダー取引に適用し始めて

以上の事件と違って、Basic, Inc. v. Levinson 事件<sup>10)</sup>はインサイダー取引の事件である。最高裁判所は TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件で確定した「相当な蓋然性」という判断基準をインサイダー取引事件に初めて適用した。すなわち、ここでも「相当な蓋然性」について、同裁判所は、合理的な投資者が、株式を購入または売却するとき、ある事実が重要と考える相当な蓋然性が存在する場合に、その事実には実質性が備わっているという基準に依拠して判断したのである。Basic 事件の後、一般的には、インサイダー取引事件では、判例は Basic 事件の判決を援用し、内部情報の実質性を判断している。たとえば、2005年の Kent Garvey v. James

10) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). 事案概要: Basic 社はC社との合併を交渉中であったが、取引所で Basic 社の株式の取引高が急増し株価が急騰すると、「会社は取引動向の原因を知らず、いかなる会社とも合併交渉をしていない」との声明を発表し、その後も同様の説明を繰り返した。最初の声明から約1年2か月後にC社による Basic 社の買収が公表されると、この間に Basic 社の株式を売却した株主が Basic 社及びその取締役の責任を追及するクラス・アクションを提起した。黒沢悦郎『アメリカ証券取引法 第2版』(弘文堂, 2004) 127頁参照。本事件の主要な争点は、Basic 社及びその取締役の行為が SEC 規則 10b-5 における「詐欺」に該当するか否かということである。本文に関する争点は、交渉中の合併が実質的事実に該当するか否か、そして、その合併事実を開示する義務があるか否かということである。

Arkoosh and Diomend Holdings, INC. 事件<sup>11)</sup>では、最高裁判所は、直接に Basic 事件の判示を引用し、内部情報の実質性を判断した。すなわち、合理的な投資者であるならば、省略された事実の開示を、利用可能な情報の「全体」を大幅に変更させる (*significantly altered*) ものとみる相当な蓋然性が存在すれば、その事実は実質性を有すると判示した。

このように、アメリカのインサイダー取引事件では、1988年の Basic Inc. v. Levinson 事件以降、内部情報の実質性についての判断方式が定着した。その具体的な判断方法は、以下の要素から構成されている。すなわち、

合理的な投資者という主体標準、言い換えれば、その主体よりも慎重もしくは保守的な投資者又は個別的な判断をする証券アナリストを否定する。利用可能な情報に対する全体的影響の必要性、すなわち、情報全体の変更を取引に対する影響の基準とし、一部の事実だけの変更は排除されているとともに、各情報の相互影響をも重視している。意思決定を変更する蓋然性、蓋然化、すなわち、重要事実の開示により投資者は投資する意思決定を確実に変更したことなく、変更する可能性が相当あるということを経験している。以上のことから、アメリカ証券法は内部情報の実質性について比較的厳格な標準を適用し、以上の三つの標準によってその影響を「相当な影響」という範囲に限定している。

## 2. EU 法における「重大な影響」について

EU の『反インサイダー取引指令』<sup>12)</sup>と『反市場濫用指令』<sup>13)</sup>には、内

11) Kent Garvey v. James Arkoosh and Diomend Holdings, INC. 354 F. Supp. 2d 73. ほかに Basic 事件のその判断基準を引用していた事件を挙げれば、2001年の THE WHARF (HOLDINGS) LIMITED, ET AL., PETITIONERS v. UNITED INTERNATIONAL HOLDINGS, INC. ET AL 事件 (532 U.S. 588), 2005年の DURA PHARMACEUTICALS, INC. v. MICHAEL BROUDO 事件 (544 U.S. 336), IN RE AMERICAN BUSINESS FINANCIAL SERVICES, INC. SECURITIES LITIGATION 事件 (413 F. Supp. 2d 378) など多数ある。

12) 『インサイダー取引に反する協調指令』(“Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 co-ordinating regulations on insider dealing”)

13) 『インサイダー取引および相場操縦(市場濫用)に反する指令』(Directive 2003/6/

部情報の「重要性」について、「significant effect」という文言を使っている。本稿では、これを「重大な影響」と訳す。

### (1) 『反インサイダー取引指令』の規定について

1989年の『反インサイダー取引指令』の1(1)条は内部情報の「重要性」について、以下のように規定している。すなわち、ここにいう情報は、それが公布されたら、証券の価格などに重大な影響を与える可能性が大きい(would be likely to have a significant effect)ものをいう、と。この規定は1985年のイギリス『会社法』の内容をモデルとして制定されたものである<sup>14)</sup>。立法時、立法委員会はアメリカ法の「相当な影響」という基準ではなく、「可能性が大きい」という基準を選択した。その「反インサイダー取引指令」によれば、もしある情報が証券の価格に影響を与える重大な可能性がありさえすれば、重大な影響を与えたと認定でき、その影響が実際にあったかどうかは問わない。EU法における「影響の可能性が大きい」という基準とアメリカ法における「相当な影響」という基準との間には、以下のような違いがみられる。すなわち、影響の対象については、前者は情報が証券の価格に対して有する影響を重視しているのに対して、後者は情報が合理的な投資者の投資判断に対して有する影響に注目している。

影響の程度については、前者は「重大な影響」、すなわち、行為の危険性に目を向けているのに対して、後者は「実質性」、すなわち、結果の発生または発生の可能性に重点を置いている。前者は内部情報の特徴を規定するとき、「確実性(precision)」という要件を加えているので、確実性と重大な影響との双方を充たしたものを実質性と呼ぶ見解がある<sup>15)</sup>。

EU法とアメリカ法との間で生まれた差異の原因は以下の点にある。すなわち、「反インサイダー取引指令」は協調指令(co-ordinating regu-

---

EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

14) 盛学軍『欧盟証券法研究』(中国：法律出版社，2005)179頁。

15) 前掲注(14)176頁。

lations)であり、各独立の主権国の証券市場の発展程度の相違を考慮しなければならず、協調の中でのバランスを探求、維持しなければならないという事情に基づく。それに対して、アメリカ法は連邦の統一の証券市場だけに注目し、EUが抱える観念を考慮していない。EU法とアメリカ法はインサイダー取引の規制について違う理論を採用している、すなわち、市場基礎理論(Market-based Theory)と関係基礎理論(Relationship-based Theory)である<sup>16)</sup>。EU法はマクロ市場に注目し、法律が市場全体の秩序を維持することを強調しているに対して、アメリカ法はミクロ取引に重点を置き、インサイダー取引が投資者、取引所及び株式会社間の誠実義務に違反すると見なしている。

## (2) 『反市場濫用指令』の規定

2003年の『反市場濫用指令』は、続いて、「重大な影響」という文言を使い、その規定内容も『反インサイダー取引指令』のと同じである。ただし、『反インサイダー取引指令』と異なる点は、『反市場濫用指令』が、「重大な影響」を判断するときに、市場取引の秩序から出発せず、合理的な投資者の投資決定によって判断することである<sup>17)</sup>。その結果、アメリカ法の判断基準と一致するようになった。その変化の原因は、十年余りの発展にしたがい、各国の金融市場が発達して行き、市場の活力を保つため、業界が規制を緩和し、市場の自主規制の機能を刺激すべきという観点を重視してきたところにある。また、EU金融市場の一体化への努力を経て、市場の更なる発展のため、市場の存在基礎たる投資者及び誠実義務をさらに重視してきた。そのほか、アメリカ証券法がEU法に影響を与えたことも不可欠の要素であろう。

このように、アメリカ法もEU法も一般の合理的な投資者の視角から内部情報の重要性を判断するが、両者は以下のように区別される。すなわ

---

16) 張小寧『証券インサイダー取引犯罪研究』(中国:中国人民公安大学出版社,2011)43頁,161頁参照。

17) 前掲注(14)205頁。

ち、アメリカ法は判断するときにより厳格な基準、たとえば、市場全体への影響、影響の蓋然性の要素などを要求しているに対して、EU法は証券市場の秩序全体に着目し、それに、実際の危害を必要としない。その区別の原因は以下のように考えられる。アメリカは独立の経済実体及び主権国家であり、その証券市場も百年以上の発展を経たので、より厳格な操作方式を追求したほうが合理的であり、その操作の余地もある。さらに、その証券市場を形成している基本理念は取引者の間の誠実関係を維持する関係基礎理論であり、取引の実効を重視しているのも当然であろう。それに対して、EUの証券市場は一体化を始めてから十年余りしか経ておらず、各国の証券業の発展状況における差も大きく、法整備も異なる段階にあり、さらに、EUの証券市場は市場完全性を最高位とする市場基礎理論を指導理念としている。それゆえ、EUの統一的な市場の形成を重視している。

### 3. 中国証券法等における内部情報の「重要性」について

#### (1) 立法規定についての分析

中国証券法等<sup>18)</sup>では、内部情報（中国語では「内幕情報」と言う）を規定する場合、概括的な規定＋具体的な列挙のモデルを採用するのが一般的である。その目的は司法がインサイダー規制を厳密に適用することを保障することにある。しかし、興味深いことに、内部情報について規定している中国証券法67条、75条、中国刑法180条及び「禁止証券詐欺行為暫定

---

18) 日米法と違い、中国法では、証券犯罪に対して、各法が別々の内容を規定しており、インサイダー取引犯罪についての条文を例として、証券法76条（インサイダーの取引禁止等）は本行為の態様、すなわち、「証券取引の内部情報を知る者及び違法に内部情報を知った者は、内部情報の公開前に、当該会社の証券を売買し、当該情報を漏らし、又は第三者に当該証券の売買を提案してはならない」と規定しているが、本罪の刑事責任を規定していない。それに対して、刑法180条は本罪の刑事責任を規定しているが、重要な要素である「内部情報」及び「内部者」について、ただ「法律又は行政法規の規定に基づいてこれを確定する」と規定している。また、下記の「暫定規則」も本罪について内容がやや異なる条文を設けている。各法律及び行政法規が同じ犯罪についての規定内容の違い及び曖昧さも規制困難の原因と言える。

規則」<sup>19)</sup>(以下暫定規則と称する)5条には、概括的な規定と具体的な列挙の仕方に違いがみられ、その違いが、理論および実務において議論を引き起こした。

#### 概括的な規定の差異

中国証券法75条は内部情報の重要性について、「会社の経営、財務に関わるまた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。それに対して、中国刑法180条では「証券の発行、取引に関わるまたは証券の価格に重大な影響を及ぼす……」と規定されている。その他に、「暫定規則」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」を内部情報としている。これらの法律および規則において、「重大な影響」を必要とする点で一致しているが、違いは以下の二つの側面で明らかとなる。すなわち、A. 会社に影響を及ぼすこと(会社に影響を及ぼすことによって証券の価格に影響を及ぼす。以下「間接的影響」と称する)と証券の価格に影響を及ぼすこと(間接的影響と対比させて以下「直接的影響」と称する)、B. 重大な影響を及ぼしたこと(以下「現実的影響」と称する)と影響を及ぼす可能性があること(現実的影響と対比させて以下「潜在的影響」と称する)。二つの側面から条文を分析すると、中国証券法75条、中国刑法180条及び暫定規則5条の差異は以下ようになる。

中国証券法75条：現実的影響 + 直接的影響または間接的影響

中国刑法180条：現実的影響 + 直接的影響

中国暫定規則5条：潜在的影響 + 直接的影響

Aの間接的影響と直接的影響の問題について、条文を形式的に見れば、中国刑法の規定に比べて中国証券法の規定のほうが、内部情報の範囲につき、きわめて広がっているようにみえる。しかし、もし会社の経営、財務及びその他の業務に重大な変化が起ると、当該会社の証券に影響を及ぼすのも

---

19) 中国語のタイトルは「禁止証券詐欺行為暫行弁法(証券詐欺行為を禁止する暫行弁法)」である。1993年8月15日に、中国國務院が批准し、同年9月2日に、中国國務院証券委員会が公布・施行した。

必至であろう。したがって、実際には、中国刑法の規定は「会社の経営、財務及びその他の業務に影響を及ぼすことによって証券の価格に影響を及ぼすという間接的影響」を含めている。その上、中国証券法の231条は「本法の規定に違反し、犯罪を構成する場合は、法に従い刑事責任を追及する」と規定しており、証券法と刑法の適用の架け橋を作った。つまり、中国刑法180条の射程は実際には証券法の射程と同じということである。すなわち、中国刑法180条：現実的影響 + 直接的影響または間接的影響なのである。

Bの現実的影響と潜在的影響の問題について、検討の余地がある。現実的影響を要件とすることに反対する見解が主張されている。すなわち、「インサイダー取引が、取引者が利益を得るあるいは損失を回避するという目的を実現できたか、もしくはどの程度この目的を達成できたかということを経験としないのと同じように、内部情報は、証券市場の価格に対する重大な影響を要件とすべきではない。ある未公開で重大な情報を利用して証券取引をする時、この情報が証券の価格に重大な影響を及ぼす可能性についての判断要素は、情報などの様々な事情からなる。」<sup>20)</sup>ということである。確かに、証券市場の価格に重大な影響を及ぼすことを内部情報の認定基準、さらにインサイダー取引の必要条件とすれば、以下の問題が生じよう。(a). 内部情報を認定するまでに時間がかかること。すなわち、インサイダー取引行為が行われ、一定の時間を経た後でなければ、内部情報を認定できないことになる。(b). 内部情報を認定することの相対性。すなわち、ある重大な情報はある証券取引でその内部情報の一部しか構成しない場合があるが、異なる取引で証券の価格に重大な影響を与えない場合もある。(c). 内部情報を認定することの困難性。証券の価格が著しく変化しない限り、未公開で重要な情報を用いて取引しても、インサイダー取引行為として構成できないことになる。そうなると、内部情報の重要性についての判断は不可能になりかねない。

---

20) 穆津「わが国において証券インサイダー取引犯罪を禁止する立法及び執行における若干問題について」深圳大学学报（人文社会科学版）14巻3期，56頁。

では、インサイダー取引の規定において、暫定規則、証券法および刑法との間で異なる規定を設けるのはなぜであろうか。この疑問に対しては、立法者が、インサイダー取引を私法上の違法行為と刑法上の犯罪とに区別する趣旨で、異なった規定を設けたに過ぎないと思われる。言い換えれば、暫定規則が規定している内部情報を利用し証券取引の行為をした場合には、私法上の違法行為としての証券法違反となる。それに対して、インサイダー取引犯罪が成立するためには、証券の市場価格に重大な影響を及ぼすことが必要である。たとえば、行為者が内部情報を利用し証券取引を行ったが、その情報は証券価格に重大な影響を及ぼさなかったことが認められるならば、当該取引行為は証券法上の違法行為にとどまり、刑法上の犯罪に該当しない。証券法上の違法行為と刑法上の違法行為を区別することは、刑法に補充性の原理が妥当する以上、当然のことなのである。

上記の理由以外にも、さらに二つの理由が挙げられる。中国刑法に「インサイダー取引犯罪」を設けたのは1997年である。証券法が制定されたのは1998年であり、2003年に改正された。それに対して、暫定規則が制定されたのは1993年であり、刑法の立法化と証券法の制定、改正より早い。しかし、暫定規則は国务院が發布した行政規則であり、効力が制定法である刑法や証券法より低い。さらに、旧法より新法が優先する、あるいは法律の効力が行政規則より高いという原則に従って、インサイダー取引犯罪を判断するとき、証券法と刑法を優先的に適用すべきである。刑法180条は「その情状が重いとき、犯罪を構成する」と規定しており、その意味は、行為者の行為が犯罪を構成するために、内部情報を利用し一定の影響を及ぼすという事情が必要である。

#### 具体的な列挙の差異

内部情報の範囲については、中国証券法と暫定規則<sup>21)</sup>の間に差異がある。中国証券法67条、75条は18種類<sup>22)</sup>の内部情報を列挙している。具体

21) 前掲注18)述べたように、中国刑法には内部情報についての具体的な列挙規定がない。

22) 67条2款が12種類、75条2款が8種類を列挙し、ただし、67条2款の(12)と75条2款

的内容は以下のとおりである<sup>23)</sup>。

### 中国証券交易法67条（臨時報告書）

上場会社の株式取引価格に比較的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取引所に臨時報告書を提出し、かつ公表して、事実の原因、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、これを前款<sup>24)</sup>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債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的条件に重大な変化が生じた場合
- (7) 会社の取締役（董事）<sup>25)</sup>、3分の1以上の監事又はマネージャー（經理）<sup>26)</sup>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また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

---

の(8)とも補足規定であり、内容も大体同じである。それに、75条2款の(1)は援用条文で、「本法67条2款で規定する重大事件」であり、したがって、事実上18種類である。

23) その条文の訳文は射手矢好雄、布井千博、周 劍龍『改正中国会社法、証券法』（商事法務、2006）211、213頁を参考した。

24) 日本法の「条」、「項」、「号」との順序と違って、中国法では、「条」、「款」、「項」との順序を採用している。

25) 中国法では、取締役を「董事」という。

26) 中国法では、マネージャーを「經理」という。

- (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会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(董事)、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

#### **中国証券交易法75条(内部情報)**

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は、これを内部情報とする。

以下に規定する各情報は全て内部情報に属するものとする。

- (1) 本法67条2款で規定する重大事件
- (2) 会社の配当金の配当又は増資の計画
- (3) 会社の株主構成における重大な変化
- (4) 会社の債務担保の重大な変化
- (5) 会社の営業用主要資産の抵当権設定、売却又は廃棄処分で、一度で当該資産の30パーセントを超えるもの
- (6) 会社の取締役(董事)、監事、その他の高級管理職の行為で法に従い重大な損害賠償責任を負う可能性があるもの
- (7) 上場会社買収に関わる計画
- (8) 国務院証券監督管理機構が証券取引価格に著しい影響を及ぼす認定するその他の重要情報

それに対して、暫定規則5条2款は26種類の重大な事件を規定している。内容は同じ部分もあるが、違う部分もある。両法の違う部分は次頁の表1のとおりである。

比較してみればわかるように、内部情報の「重要性」について、証券法と暫定規則における規定内容には、大きな違いがあると言える。内容が欠如している部分としては、証券法は67条2款の(11)と75条2款の(3)との2項を規定しているが、暫定規則にはない。逆に、暫定規則は5条2款の

表 1

	証 券 法	暫 定 規 則
内容に差異がある部分	67条 2 款の(2)会社 <sup>27)</sup> の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定	5 条 2 款の(3)発行人に重大な投資行為または金額が比較的大きな長期資産を購入する行為が生じるもの
	67条 2 款の(6)会社の生産経営の外的条件に重大な変化が生じた場合	5 条 2 款の(8)発行人の生産経営の環境に重大な変化が生じるもの
	67条 2 款の(8)会社の 5 パーセント以上の株式を保有する株主または実質支配者の株式保有状況または会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合	5 条 2 款の(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 1 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
	67条 2 款の(9)会社の減資、合併、分割、解散及び破産申請の決定	5 条 2 款の(14)発行人が破産または清算の状況に入るもの 5 条 2 款の(25)発行人の合併または分割
	67条 2 款の(10)会社にかかわる重大な訴訟により、株主総会または取締役会の決議が法により取り消され、または無効を宣言された場合	5 条 2 款の(13)発行人にかかわる重大な訴訟事項 5 条 2 款の(22)発行人の株主総会、取締役会または監事会の決定が法により取り消されるもの
		5 条 2 款の(9)証券市場価格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 5 条 2 款の(15)発行人の定款、登録資本及び登録住所の変更 5 条 2 款の(16)発行人が支払能力をなくすことにより、支払いを拒否された者の流動資金の100分の 5 以上に相当する金額の大きな

27) 下線がある部分は異なるところである。以下同じ。

内容が欠如している部分	無 い	銀行不渡りが生じるもの 5条2款の(17)発行人がその会計監査を担当する会計事務所を変更するもの 5条2款の(19)株券の二次発行 5条2款の(23)証券監督管理部門が発行人の支配株主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
	67条2款の(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、または会社の取締役、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 75条2款の(3)会社の株主構成における重大な変化	無 い

(9)、(15)、(16)、(17)、(19)、(23)との6項を規定しているが、証券法にはない。内容に差異がある部分としては、「会社」と「発行人」、または「外的条件」と「環境」との違いは大きくないことを別にして、証券法67条2款の(10)と暫定規則5条2款(13)、(22)を例とすれば、67条2款の(10)は「会社にかかわる重大な訴訟により、株主総会または取締役会の決議が法により取り消され、または無効を宣言された場合」、すなわち、「株主総会または取締役会の決議が取り消され、または無効を宣言された」という一つの事項を規定しており、それに対して、暫定規則5条2款の(13)と(22)は別々に「発行人にかかわる重大な訴訟事項」と「発行人の株主総会、取締役会または監事会の決定が法により取り消されるもの」という二つの事項を規定している。換言すれば、証券法67条2款の(10)では、「訴訟」が「原因」事項であり、重視されているのは「結果」事項である「株主総会または取締役会の決議は取り消され、または無効を宣言された」だけである。それに対して、暫定規則5条2款(13)、(22)は、以上の「原因」も「結果」事項も、

独立に重視している。暫定規則の規定方式はよりよいものであるが、証券法の法律効果のほうがより強力なので、適用には混乱を生ずるであろう。

## （2）重大な影響についての判断方法

制定法は重要な内部情報を詳細に規定しているが、その「重要性」、特に「重大な影響」についての判断方法または基準を設定しなければならない。その「重大な影響」について、二つの対立する見解が存在している。

主観的基準、すなわち、アメリカの裁判所の使っている「合理的な投資者標準」である。この標準によると、一般的で合理的な投資者は証券を買付または売却する時にある情報が重要であると思っていれば、この情報が重大性をもち<sup>28)</sup>、重大な影響を及す「重要な情報」に属する。客観的基準、すなわち、情報が公開される前後に証券価格に対する実際の影響にしたがって判断する標準である。多くの学者は客観標準を支持している。すなわち、「ある情報が重要な情報に属するか否かを判断するとき、この情報が公開された後の市場と投資者に対する影響の程度を考慮しなければならない」<sup>29)</sup>。また犯罪を認定する実務上の観点から、「本罪の成立は情状が重いという条件が必要で、言い換えれば、証券の価格の異常な変動がなければ取引行為は犯罪を構成しない。それゆえ、……客観的標準を採用すべき、つまり、行為者の利用した情報が公開される前後に証券価格の変化によって判断すべきである」と述べる意見もある<sup>30)</sup>。

以上の見解に対して、折衷説を主張する学者もいる。白建軍教授は以下の四つの要素を総合し判断すべきであると主張する。すなわち、「一。情報が公開された後で、関連する株価に影響を及ぼしたか否かということ（客観的標準）。……二。多数の投資者がこの情報を知った後で、株式の投資価値を再度合理的に評価し直すか否か（一般的で合理的な投資者の主観

---

28) Larry D. Soderquist (胡軒之, 張雲輝訳)『Understanding the Securities Law』(中国: 法律出版社, 2004) 274頁。

29) 倪澤仁ほか『経済犯罪刑法適用指導』(中国: 中国検察出版社, 2007) 196頁。

30) 薛瑞麟ほか『金融犯罪再研究』(中国: 中国政法大学出版社, 2007) 102頁。

的標準)。三．インサイダー取引行為をしたと見られた行為者がこの情報を知った時、この情報の内容と一致している取引行為をしたか否かということ(具体的な取引者の主観的標準)。四．当該会社はこの情報に対して秘密を守る措置を採ったか否かということ<sup>31)</sup>という基準である。しかし、客観的標準、主観的標準、一般的標準と具体的標準を合わせて判断する場合、対立する基準をどのように調和させるかという困難な問題に直面するといわなければならない。折衷説には、実際上の適用に疑問がある。

#### 4．日本の金融商品取引法における「重要事実」について

日本の金融商品取引法166条2項は、重要事実について詳しく規定しており、その1号から4号までは上場会社の業務に関する重要事実(21種類)であり、5号から8号までは上場会社の子会社の業務に関する重要事実(12種類)であって、後者の内容は前者の内容と重なることがあるから、前者の規定内容だけを分析する。

一．当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定(公表がされたものに限る。)に係る事項を行わないことを決定したこと。

イ 会社法第九十九条第一項に規定する株式会社の発行する株式若しくはその処分する自己株式を引き受ける者(協同組織金融機関が発行する優先出資を引き受ける者を含む。)の募集(処分する自己株式を引き受ける者の募集をする場合にあつては、これに相当する外国の法令の規定(当該上場会社等が外国会社である場合に限る。以下この条において同じ。)によるものを含む。)又は同法第二百三十八条第一項に規定する募集新株予約権を引き受ける者の募集

ロ 資本金の額の減少

ハ 資本準備金又は利益準備金の額の減少

---

31) 白建軍『証券詐欺及び対策』(中国：中国法制出版社，1996)35-37頁。

- 二 会社法第百五十六条第一項（同法第百六十三条及び第百六十五条第三項の規定により読み替えて適用する場合を含む。）の規定又はこれらに相当する外国の法令の規定（当該上場会社等が外国会社である場合に限る。以下この条において同じ。）による自己の株式の取得
  - ホ 株式無償割当て
  - ヘ 株式（優先出資法に規定する優先出資を含む。）の分割
  - ト 剰余金の配当
  - チ 株式交換
  - リ 株式移転
  - ヌ 合併
  - ル 会社の分割
  - ヲ 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け
  - ワ 解散（合併による解散を除く。）
  - カ 新製品又は新技術の企業化
  - ヨ 業務上の提携その他のイからハまでに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項
- 二 当該上場会社等に次に掲げる事実が発生したこと。
  - イ 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害
  - ロ 主要株主の異動
  - ハ 特定有価証券又は特定有価証券に係るオプションの上場の廃止又は登録の取消しの原因となる事実
  - ニ イからハまでに掲げる事実と準ずる事実として政令で定める事実
- 三 当該上場会社等の売上高、経常利益若しくは純利益若しくは第一号トに規定する配当又は当該上場会社等の属する企業集団の売上高等について、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。
- 四 前三号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすこと。

上記の規定を見ると、日本法も列挙と一般的定義を合わせる方式を採用しているが、中国証券法と異なる点は、具体的列挙+補充条項(バスケット条項)の方式の採用である。それに、前3号と4号の関係、すなわち、並立または補足関係の問題について、論争があった<sup>32)</sup>。その重要事実の「重要」について、通説では、「いずれも、投資者の投資判断に及ぼす影響が前提とされている」<sup>33)</sup>。ただし、同じく内部情報に属しても、証券取引に影響を与える程度には差があり、たとえば、普通の売上高の公表より、企業の合併および分割は当該証券の取引により高い影響を与えるから、売上高と合併および分割は同じく「重要」事実属するが、重要性の程度にはある程度の差が存在しているといえよう。日本の金融商品取引法はその問題を考慮し、「投資者の投資判断に及ぼす影響」を前提としているとともに、決定事実(166条2項1号)(影響が軽微なものを除く)、発生事実(166条2項2号)(影響が軽微なものを除く)、決算情報(166条2項3号)(影響が重要なものとして内閣府令で定める基準に該当するものに限り、範囲が限定されている)、補充条項(166条2項4号)(著しい影響を及ぼすものに限り、範囲がさらに限定されている)と別々に分けている。

要約すれば、日本の金融商品取引法における内部情報の重要性に関する特色は以下ようになる。

一般的前提、すなわち「投資者の投資判断に及ぼす影響」ということ。

具体的列挙+補充条項であり<sup>34)</sup>、中国証券法の一般規定+列挙と逆になること。

---

32) たとえば、マクロス株事件における3号と4号の関係についての論争、また、日本商事株事件における前1, 2, 3号と4号の関係についての論争。

33) 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) 57頁。

34) 反対意見では、補充条項の増加は法適用の不明確性を引き出し、規制範囲を縮める可能性がある。黒沢悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」週刊商事法務 No. 1687, 42頁。

事実の性質によって、程度の異なる重要性の基準を設定し、決定事実と発生事実の「影響が軽微なものを除く」ことから、決算情報の「影響が重要なもの」および補充条項の「著しい影響を及ぼすもの」まで、程度が次第に高くなっていくこと。

重要なのは、立法趣旨及び実務水準の差による条文の具体的内容の違いである。例を挙げれば、日本法における「新製品又は新技術の企業化」について、中国法にはこれに相当する規定がない。もしある内部者が新技術の企業化という情報を利用してインサイダー取引を実行すれば、中国の現行法による対処はできないであろう。また、日本法において「主要株主の異動」だけ述べているに対して、中国法では、会社の役務（董事）、3分の1以上の監事又はマネージャー（經理）に変動が生じた場合」と「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または会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合」を詳細に規定している。下級裁判所の司法水準の低下を顧慮し、中国の立法機関は立法段階でできるだけ具体的に要件を明記する傾向にある。また、日本法と異なり、中国法では「会社の役員損害賠償責任及び犯罪」が内部情報に該当するという規定が設けられている。なぜならば、中国の企業（特に国有企業）と管理層の相互依存性が認められ、中国法が両者の連帯責任を重要視するからである。

そのほかに、実務では、その重要性についての総合判断の標準、すなわち、ある情報が内部情報に該当するか否かの判断は企業、投資者、証券市場での各状況を総合してから判断すべきであるとされているが、その方式は注目に値する。その決定事実に対する判断を例に取れば、日本織物加工事件では、当時の証券取引法167条2項に規定している「決定」について、最高裁判所は「『株式の発行』を行うことについての『決定』をしたとは、右のような機関（業務執行を決定する機関）において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したこと

をいうものであり、右決定をしたというためには右機関において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解するのが相当である。ただし、そのような決定の事実、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知ってする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資者の信頼を確保するという法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである」<sup>35)</sup>と判示した。その後の判決もこのような判断標準を維持し、最近の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」<sup>36)</sup>と判示した。

要するに、内部情報の重要性について、日本法は一般的判断と具体的認定を結合する方式を採用しているのである。もっとも、日本の金融商品取引法の内部情報の重要性についての規定には、問題がないとはいえないと思われる。なぜならば、確かに、内部情報につき詳細に規定されているため、適用判断が容易であるが、脱法行為を見逃しかねないからである。1

---

35) 最判平成11年6月10日刑集53巻5号415頁=判例時報1679号11頁。

36) 東京高判平成21年2月3日判例タイムズ1299号102頁。

号の「新製品又は新技術の企業化」を例として挙げれば、新製品又は新技術が企業化された後では、その内部情報としての利用価値はなくなり、内部情報として利用できるのは企業化の前の開発成功、試用成功の段階に限られよう。また、具体的な数値についての明確な限定<sup>37)</sup>、または決算情報についての厳格な解釈<sup>38)</sup>は法律の適用を困難にする可能性もあると思われる。

## ・ 内部情報の「重要性」についての判断方法

### 1. 相当な蓋然性（重要性）の標準について

内部情報の重要性について、中国法は主観的標準、客観的標準および折衷説を主張し、日本法は「投資者の投資判断に及ぼす影響」を判断の前提として、一般的判断と具体的認定を融合する方式を維持している。しかし、具体的な判断方式について、欧米法のやり方を検討すべきである。すでに述べたように、中日証券法の原型であるアメリカ1934年証券取引所法の14条(e)項は「実質的(material)」という文言を用いており、その「実質的」の内実は、Mills v. Electric Auto-lite 事件、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件および Basic Inc. v. Levinson 事件で示されてきた。1970年の Mills v. Electric Auto-lite Co. 事件では、アメリカ連邦最高裁判所はコモン・ローの観点を維持し、「実質的な事実」について、合理的な投資者を判断の主体基準としていた。1976年の TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件では、SEC 規則 14a - 9 における「実質性(materiality)」について、連邦最高裁判所は「相当な蓋然性」という表現を用い、以下のように具体化した。すなわち、規則 14a - 9 条の政策に最善に一致

---

37) たとえば、省令が「予算値と実績値の差が10%を超える」と規定していたために、マクロス事件では3号の規定を適用できなくなった。

38) たとえば、日本商事株事件では、「発生事実」および「第一情報受領者」に関する規定は、行為者に対する罰則の適用を難しくした。

すると思われる重要性の一般基準は、省略された事実、合理的な株主が  
いかに投票するかを判断する際に重要だと考えるであろうということの相  
当な蓋然性が存在したか否かであると。さらに、情報に対する影響という  
側面からみると、合理的な投資者が省略された事実の開示を、利用可能な  
情報の「全体」を大幅に変更させるものとみる相当な蓋然性が存在しなけ  
ればならないと説明している。上記の判示からすれば、その相当な蓋然性  
について、重要なのは、「合理的な株主」と「情報の全体」という二つの  
判断要素である。

1988年の Basic Inc. v. Levinson 事件では、その「相当な蓋然性」につい  
ての判断基準は初めてインサイダー取引に適用され、この事件を通して、  
アメリカ連邦最高裁判所は内部情報に対して「相当な蓋然性」という判断  
基準を適用し、以下の三つの要素を確定した。すなわち、（一般化）合  
理的な投資者の主体標準；（全体化）情報全体に対する影響；（蓋然  
性）投資判断に対する影響の可能性。これと同様に、EU 法は内部情報の  
重要性について「重大な影響」という別の言い方を使っているが、その判  
断基準も合理的な投資者の投資判断に依拠している<sup>39)</sup>。欧米法の判断基準  
を簡潔に言えば、内部情報の重要性について、証券市場の取引状況に応じ、  
一般的で合理的な投資者が当該情報を知るときにどのように投資するかと  
いう実質的蓋然的な基準で判断すべきである、ということになる。すなわ  
ち、以上に述べたような 一般化、 全体化、 蓋然性という三つの  
要素を判断基準としているのである。

それに対して、中国の学説は 全体化と 蓋然性をあまり重視してい  
ない。中国の主観的標準説、客観的標準説および折衷説とも情報が公開さ  
れた後の株価の変化だけに重点を置いている。すなわち、その株式と関連

39) 前掲注(14)205頁。ただし、アメリカ法はもっと具体的な判断基準、たとえば、全体化、  
蓋然性などを提出し、それに対して、EU 指令は証券市場の整体秩序をもっと重視してい  
るようである。その差異の原因というと、立法の指導理念の差異、すなわち、関係基礎理  
論 (Relationship-based Theory) と市場基礎理論 (Market-based Theory) の区別があげ  
られる。

するほかの株式及び証券市場の全体状況を重視していないし、その株価が実際に変化した場合、言い換えれば、「変化したこと」だけを、内部情報が重要であるか否かの標準としている。中国法に対して、日本法は欧米法と同じように、「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」という総合状況、すなわち「全体化」を考慮し、「『決定』の実現可能性の有無と程度」、すなわち、「変化する可能性」（「蓋然性」）をも考慮している。

内部情報の公開が当該証券の取引状況だけではなく、ほかの関連する証券の取引状況にも影響を及ぼすのはよく見られる現象である以上、内部情報であるか否かを判断するとき、証券取引の全体状況を考慮すべきである。また、インサイダー取引の場合に、内部者が内部情報を利用し売買した後で内部情報が公表される前に摘発された事件も多く、そのような事件では、内部情報がまだ当該株式の価格に実際の影響を与えないので、「変化したこと」より「変化する可能性」という蓋然性を適用すべきであろう。したがって、内部情報の重要性を認定するとき、一般化、全体化、蓋然性という三つの要素を維持すべきであろう。

## 2. 重要性の程度について

欧米法は、内部情報の重要性の程度について詳細に規定しておらず、具体的事件に即して関係機関が判断している。中国法は内部情報について詳しく列挙しているが、その重要性の程度について区別を設けていない。証券取引の状況を考えると、同じく内部情報に属しても、その性質によって、当該証券の売買に対する影響が違ふということが考えられる。例えば、ある会社の資本金の額の減少や災害に起因する当該会社の損害が当該会社の証券取引の状況に与える影響は多様であり、ある会社の資本金の額の減少と国家金融管理機関の規制政策の変化が当該会社及び関連するほかの会社の証券取引の状況に対する影響も多様である。そうであれば、日本の金融

商品取引法のように、内部情報の性質にしたがい、重要性の違う基準を設けるほうがよりよいであろう。

日本法を参考として、中国証券法における内部情報についての規定は以下のように改正したほうがよいと思われる。すなわち、中国証券法の67条2款の(1)、(2)、(6)、(8)、(9)および75条2款の(2)、(3)は公表すれば確実に取引状況に影響を与える情報に属し、日本の金融商品取引法の166条2項1号の決定事実と2号の発生事実のように見なされるべきであって、中国証券法の67条2款の(3)、(4)、(5)、(7)、(10)、(11)および75条2款の(4)、(5)、(6)、(7)項は、それが重要であるときだけ取引状況に影響を与える情報に属し、日本の金融商品取引法の166条2項3号の決算情報のように見なされるべきである。そのほか、中国証券法の67条2款の(12)および75条2款の(8)は日本の金融商品取引法の166条2項4号の補充条項と同じようにすべきである。まとめて言えば、以下の表2のとおりである。

表2

重要性の基準	日本の金融商品取引法	中国証券法
影響が軽微なものを除く	<p>166条2項1号：当該上場会社等の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと又は当該機関が当該決定に係る事項を行わないことを決定したこと<sup>40)</sup>。</p> <p>イ 会社法第九十九条第一項に規定する株式会社の発行する株式若しくはその処分する自己株式を引き受ける者の募集又は同法第二百三十八条第一項に規定する募集新株予約権を引き受ける者の募集</p> <p>ロ 資本金の額の減少</p> <p>ハ 資本準備金又は利益準備金の額の減少</p> <p>ニ 会社法第一百五十六条第一項の規定又はこれらに相当する外国の法令の規定による自己の株式の取得</p>	<p>67条2款</p> <p>(1) 会社の経営方針及び経営範囲の著しい変化</p> <p>(2) 会社の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定</p> <p>(6) 会社の生産経営の外的条件に重大な変化が生じた場合</p> <p>(9) 会社の減資、合併、分割、解散及び破産申請の決定</p> <p>75条2款</p> <p>(2) 会社の配当金の配当又は増資の計画</p>

40) 括弧の中の内容を省略する。

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（張）

	<p>ホ 株式無償割当て          ヘ 株式の分割          ト 剰余金の配当          チ 株式交換          リ 株式移転          ヌ 合併          ル 会社の分割          ヲ 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け          ワ 解散          カ 新製品又は新技術の企業化          コ 業務上の提携その他のイからカまでに掲げる事項に準ずる事項として政令で定める事項</p>	
<p>影響が軽微なものを除く</p>	<p>166条2項2号：当該上場会社等に次に掲げる事実が発生したこと。          イ 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害          ロ 主要株主の異動          ハ 特定有価証券又は特定有価証券に係るオプションの上場の廃止又は登録の取消しの原因となる事実          ニ イからハまでに掲げる事実に準ずる事実として政令で定める事実</p>	<p>67条2款          (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または会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合          75条2款          (3) 会社の株主構成における重大な変化</p>
	<p>166条2項3号：当該上場会社等の売上高、経常利益若しくは純利益若しくは第一号トに規定する配当又は当該上場会社等の属する企業集団の売上高等について、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。</p>	<p>67条2款          (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債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          (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          (10) 会社にかかわる重大な訴訟によ</p>

<p>影響が重要なもの</p>		<p>り、株主総会又は取締役会決議が法により取り消され、又は無効を宣言された場合</p> <p>(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</p> <p>75条2款</p> <p>(4) 会社の債務担保の重大な変化</p> <p>(5) 会社の営業用主要資産の抵当権設定、売却又は廃棄処分で、一度で当該資産の30パーセントを超えるもの</p> <p>(6) 会社の取締役、監事、その他の高級管理職の行為で法に従い重大な損害賠償責任を負う可能性があるもの</p> <p>(7) 上場会社買収に関わる計画</p>
<p>著しい影響を及ぼすもの</p>	<p>166条2項4号：前三号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすこと。</p>	<p>67条2款</p> <p>(12) 国務院証券監督管理機構が規定するその他の事項</p> <p>75条2款</p> <p>(8) 国務院証券監督管理機構が証券取引価格に著しい影響を及ぼす認定するその他の重要情報</p>

## ． 結 び

内部情報の重要性は、ある情報が内部情報に該当するか否か及びある取引行為がインサイダー取引に該当するか否かと関わる重要な要素であり、インサイダー取引犯罪の成立を判断するときもっとも重要な要件と言っても言い過ぎではない。その内部情報の重要性を認定するとき、一般的で合理的な投資者の立場に立ち、一般化、全体化、蓋然性という三

つの要素を重視すべきであろう。

なお、日中両国における証券犯罪に対する立法規定方式について少々論及する。日本では金融商品取引法でインサイダー取引等の証券犯罪、特に内部情報などの要素を独立かつ詳細に規定している。このモデルに対して、中国では幾つかの法律が並存しているモデルを採用しており、証券の違法行為及び犯罪を規制する視点から見ると、中国の規制モデルには賞賛すべきところもあるが、各法の条文内容には大きな差異があり、適用の困難性も出てくることに注意しなければならない。そのほかに、日本の金融商品取引法と比べて、中国証券法などには政府のマクロコントロールの色彩が濃い。例を挙げれば、中国証券法の67条2款の(1)から(6)までの規定、及びほかの条文の中の数字についての明確な限定、例えば、67条2款の(7)の「3分の1以上」、75条2款の(5)の「30パーセントを超える」などである。その原因は、中国の経済体制に政府関与が多いこと、中国の証券市場の設立が遅いこと、法制度の不備などにある。そこで、今後のインサイダー取引犯罪等の証券犯罪についての研究テーマは、外国の証券法の立法趣旨、内容などを参考にして、諸法の間条文内容の競合を解消し、市場自律性と法規制のバランスを保ち、解決策を見出すことにある。