

証券犯罪の総合的研究(3)

——実効的規制のための基礎的考察——

張 小 寧*

目 次

- 第1編 証券犯罪とその規制に関する比較法的考察
——米欧中日各国法を中心として——
- はじめに
- 序章 「証券」と「証券犯罪」について
- 第1章 アメリカにおける証券犯罪に関する立法史について
- 第2章 EUにおける証券犯罪に関する立法について
- 第3章 中国刑法及び証券取引法について
- 第4章 日本における証券犯罪に関する規定について (以上、342号)
- 第2編 相場操縦罪及び風説流布罪等についての研究
- はじめに (以上、343号)
- 第1章 相場操縦罪及び風説流布罪等の行為様態
- 第2章 相場操縦罪及び風説流布罪等の主体について
- 第1節 その主体に関する議論
- 第2節 本罪の主体についての分析
- 第3章 相場操縦罪及び風説流布罪等の主観的要素について
- 第1節 アメリカ証券法における「誘引目的」等について
- 第2節 EU指令における「明知」について
- 第3節 台湾の証券取引法における本罪の目的について
- 第4節 中国内陸法における本罪の目的について
- 第5節 日本の金融商品取引法における「繁盛目的」等について
- 第3編 インサイダー取引犯罪についての研究
- 第1章 本罪の保護法益について
- 第1節 保護法益の範囲についての論争
- 第2節 筆者の見解
- 第2章 内部情報について
- 第1節 内部情報に関する概論
- 第2節 内部情報の特徴について (以上、本号)
- 第3章 内部者について

* 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

第4章 内部者の故意に関する認定
第4編 損失補填罪についての研究
第5編 証券犯罪の予防と刑事罰規制
おわりに

第2章 相場操縦罪及び風説流布罪等の主体について

第1節 その主体に関する議論

証券取引は特別な商品の取引である。取引の主体を見れば、その特色は以下のようなものである。すなわち、すべての主体が当該取引を実施することができるのではなく、証券市場では、取引を実施するのは証券取引所の会員だけである。その会員とは、当該取引所に登記し記載される証券会社とその他の金融取引業者である。証券取引の実務では、大部分の取引は証券会社により直接に実施され、その他の金融商品取引業者の取引も証券会社に委託し実施される。したがって、相場操縦罪の主体になるためには、証券取引業者になる必要があるはずである。法理論の角度から見れば、証券取引業者は一定の法的身分の性質を有する。これに伴い、本罪の主体が一定の身分を必要とすべきか否か、換言すれば、本罪が身分犯であるか否かという問題を巡って、日本においても中国内陸においても論争がある²¹⁴⁾。以下は、協同飼料株事件および藤田観光株事件等と関連し、日本法と中国内陸法の検討を主な素材として、この問題について検討する。また、日本法では、安定操作は、相場操縦と並立する犯罪類型であり、その主体が限定されている。それについても論及する。

214) アメリカ1934年証券取引所法9条、10条、17条は本行為の主体について、ともに「いかなる者 (any person)」という文言を使い、行為主体の制限はなさそうである。

1. 日本法上の論争

(1) 相場操縦についての論争

① 学説上の対立

旧証券取引法107条によると、証券取引所において証券を売買できるのは、当該証券取引所の会員だけである。また、同法90条によると、その会員は、証券会社及び政令で定める外国証券会社に限られる。その旧規定に引き続き、金融商品取引法111条1項によると、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引は、当該取引所金融商品市場を開設する金融商品取引所の会員等に限り、行うことができる。その会員の資格は、同法91条によって、金融商品取引業者等に限られている。したがって、通常の投資家は、証券会社に委託し証券会社を通じて売買するほかない。そうであれば、一般投資家は直接に相場操縦等を実行できず、相場操縦の直接の主体になれず、委託罪の主体としかなり得ないことになる。それゆえ、学界では、相場操縦罪は、刑法65条1項の「真正身分犯」、すなわち「犯罪者の身分によって構成すべき犯罪行為」であり、証券取引所の会員たる証券会社以外の者は同条を介して処罰されると解する見解がある²¹⁵⁾。

これに対して、証券会社以外の者が、通常の共謀共同正犯の意味における程度にまで、証券会社の行う違法売買取引に関与しているときに、これを委託とみることは、常識に反するのではなかろうかと述べており、委託と受託は、特定の形態における未遂行為を意味する²¹⁶⁾という見解もある。この見解によれば、法に規定されている会員以外の者が証券会社の馴合売買行為に共同的に加担する場合、刑法60条の「共同正犯」規定によって処罰される。すなわち、その会員以外の者と会員は、二人以上共同して相場

215) 佐々木史朗「相場操縦に対する罰則の解釈・運用上の諸問題」名古屋経済大学法学部開設記念論集(1992年)80頁参照。また、芝原邦爾「相場操縦の禁止」法律時報58巻13号207頁参照。

216) 東條伸一郎「証券取引法一二五条に関する若干の問題」法律のひろば26巻8号64頁。

操縦犯罪を実行した者であり、すべて正犯となるということである。また、会員以外の者が会員に委託し相場操縦を実行する場合には、刑法61条の「教唆犯」規定によって処罰されるべきであろう。

② 判例の立場——限定説と非限定説の対立

学説上の対立と同じように、判例も相場操縦罪が身分犯であるか否かについて対立しており、限定説と非限定説に分かれていたが、最高裁の決定によって、非限定説を確定させた。以下では、関連する判例を素材として分析を進める。

I. 限定説

協同飼料株事件²¹⁷⁾の控訴審判決では、東京高裁は、限定説すなわち本罪が身分犯であると考え、「判示第一の変動操作の罪及び判示第二の安定操作の罪は、いずれも有価証券市場における売買取引をしたことを内容とするものであるから、……、証券取引所の会員である証券会社の代表者その他の従業員によってのみ犯すことができる犯罪、すなわち刑法六十五条一項にいう身分によって構成すべき犯罪であるといわなければならない

217) 本件公訴事実の要旨は以下のようである。① 被告人らは、被告会社が昭和47年7月26日の同社取締役会において決定した時価発行公募を含む12億円の増資を行うに際し、被告会社の株価が同日終値で1株177円であったのに、時価発行の公募価格を1株200円とすることによって多額のプレミアムを得ようと企て、被告会社の株式の売買取引を誘引し、その株価を権利落までに1株2110円くらいまで高騰させる目的をもって、共謀のうえ、共同して、昭和47年7月27日から同年9月26日までの間、高値の形成・維持のため買い上がり買い付け等の方法により合計614万9000株を継続して買い付け、あるいは高値形成のため合計10万4000株について仮装の売買をするなど、その相場を変動させるべき一連の売買取引をした（変動操作）。② 以上のとおり時価発行公募価格を1株200円とするため、証券取引法施行令で定めるところに違反して、被告会社の権利落後の相場を安定する目的をもって、共謀のうえ、共同して、昭和47年10月2日から同年11月8日までの間、被告会社の株価が1株220円ないし233円の範囲で安定するよう合計86万6000株を継続して買い支える一連の売買取引をした（安定操作違反）。③ 被告会社の計算において不正に同社の株式を取得しようと企て、共謀のうえ、昭和47年7月27日から同年11月8日までの間、日興ほか八証券会社をして被告会社の従業員らの名義で会社資金合計10億2570万9000円をもって合計436万8000株を買い付けさせた（自己株式の不正取得）。東京地判昭和59・7・31（判例時報1138号25頁）。

い。²¹⁸⁾」と述べている。さらに、会員でない被告人らは会員である証券会社の従業員の操縦行為に加功することについて、「証券取引所の会員である証券会社の代表者その他の従業員でない同被告人らは、独立してはこれらの罪を犯すことができないのである。しかし、本件では、同被告人らは、証券取引所の会員である証券会社の従業員である他の被告人らの行為に加功し、その行為を利用することによって、これらの罪を犯したものであるから、同条項によってこれらの罪の共同正犯になるものというべきである。²¹⁹⁾」と。

II. 非限定説

それに対して、藤田観光株事件²²⁰⁾では、東京地裁は、まず、証券取引法125条2項1号及び107条の規定内容を合わせて分析する上、前述の協同飼料株事件で東京高裁に採用される限定説は合理性があると述べている。すなわち、「証券取引法125条2項1号は『何人も証券取引所に上場する有価証券等について、有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的をもって、単独または他人と共同して、当該有価証券の売買取引等が繁盛であると誤解させ、又は当該有価証券取引等の相場を変動させるべ

218) 東京高判昭和63・7・26 (判例時報1305号69頁)。

219) 東京高判昭和63・7・26 (判例時報1305号69頁)。

220) 事件概要：「光進」代表Kは、株の仕手筋として知られており、国際航業株を買い占め、同社を乗っ取り、その実権を握ったことでも社会的反響を呼んだ。Kは、藤田観光から東急の保有する同社株の引き取り仕事を依頼され、その資金として100億円を要求し、同社が斡旋してO会社が光進に貸し付けた。そして500万株は藤田観光の親会社に譲渡され、250万株はKが取得した。Kは、藤田観光株600万株を保有するようになり、大株主になったが、国際航業などからの約290億円の借入金を返済するために、飛鳥建設会社元社長Yと共謀し、藤田観光株をT建設グループのTリースに高値で売却しようと計画した。そこで、一般投資家を売買取引に誘い込む目的で1990年4月19日から24日にかけて同株の株価を吊り上げるために証券会社5社に委託し、同株74万1000株の買い付けや売り付けをし、取引が盛んであると誤解させ、よって3780円から5200円まで吊り上げ、所有していた600万株をその最高値5200円でT建設側に市場外で売却した。その結果、値上がり益約90億円を含めて約300億円を得た。神山敏雄『日本の証券犯罪』(日本評論社、1999) 34頁、東京地判平成5・5・19 (判例タイムズ817号224～227頁) 参照。

き一連の有価証券の売買取引をしてはいけない。』と規定するところ、同法107条が『有価証券市場における売買取引は、当該有価証券市場を開設する証券取引所の会員に限り、これをなることができる。』と規定しているため、証券取引所に上場する有価証券について売買取引をすることを内容とする右一号の相場操縦罪は、証券取引所の会員である証券会社の代表者その他の従業員によってのみ犯すことのできる犯罪、すなわち刑法65条1項にいう身分によって構成すべき犯罪であると解する考えがある（前出協同飼料株事件控訴審判決参照）。……、証券取引法125条2項1号にいう売買取引と同法107条にいう売買取引とを同義に解するときは、そういう見解を採らざるを得ないかもしれない。²²¹⁾」と。だが、東京地裁は、法解釈学の論理にしたがい、以下の反対意見を下した。すなわち、「しかし、各法条の解釈に当たっては、当該法条の立法趣旨に最もよく適合した解釈をするのが相当であり、特に証券取引法のように各種の立法目的から様々な規定を設けている法律にあっては、例え同一の言葉を使っても、法律全体としての整合性に混乱を生じさせない限り、各法条の立法趣旨に即して解釈に差し支えないものとする。²²²⁾」と。さらに、「同法107条は、証券取引所が会員組織であり、証券取引の機能充実と公正確保のため、その開設する証券取引所での取引を会員に限る趣旨であると解される。それに対し、同法125条2項1号は、証券取引所に上場する有価証券について人為的に相場を操作することによって、本来自然で正常な需給関係によって形成されるべき相場形成を乱す行為を禁圧しようとするものであって、そうした行為は、なるほど証券取引所での買付け、売付けが必要であってもそれを会員証券会社に委託することによって、現に本件に見られるように、社会的実態として何人もなし得るのであるから、右法条の人為的に相場を操作する行為を禁圧しようとする立法趣旨をよりよく達成しようとする

221) 東京地判平成5・5・19（判例タイムズ817号235頁）。

222) 東京地判平成5・5・19（判例タイムズ817号235頁）。

るならば、同号は証券取引所の会員に限らず、広く一般人のそうした行為を禁止しているものと解するのが相当であり、そうであるからこそ、同号は『何人も』と規定し、その名宛人を限定していないと解されるのである。²²³⁾と判示しており、本罪を身分犯とみななかった。

それと同じように、協同飼料株事件の最高裁決定は、その前の東京高裁判決と違う立場を取り、「証券取引法125条2項および3項は、いずれも禁止行為の主体を『何人も』と規定しており、証券取引所の会員以外の者は右会員に委託するによって有価証券市場において売買取引を行うことができるのであるから、証券取引所の会員以外の者も右各条項の保護法益を侵害することができる。また、同法107条の趣旨は、同法80条2項により証券取引所が会員組織であることを要することから、証券取引所の会員に限って有価証券市場における売買取引を行うことができることとしたにすぎず、同法125条2項及び3項の規制の対象まで証券取引所の会員に限定する趣旨のものであると解されない。²²⁴⁾」と述べている。すなわち、変動操作罪および安定操作罪は、いずれも刑法65条1項における身分犯ではないのである。この最高裁決定が出されて以来、学説でも判例でも相場操縦罪は非身分犯と解されている。

③ 本罪が身分犯ではない理由について

本罪が身分犯ではないことについて、学説には社会実態の視点から以下の論理を展開するものがある。すなわち、「実際問題として、一般の顧客が誘引目的をもって変動取引を行ったと認め得る場合であっても、株式の買付けや売付けを委託される会員証券会社（または証券会社の従業員）が誘引目的を有していたと認め得る事例は少ないであろう（そうであるからこそ、証券会社（または証券会社の従業員）が相場操縦で起訴された事例もないのだと考えられる）。このように、相場操縦罪の法益は証券会社に

223) 東京地判平成5・5・19（判例タイムズ817号235頁）。

224) 最決裁平成6・7・20（判例タイムズ860号121頁）。

よって侵害されるというより、証券会社に売買取引を委託する一般の顧客によって侵害されることが普通である。そうすると、本判決によってとられた非身分犯説はなるほど社会的実態によりよく合致した解釈といえることができる。²²⁵⁾」

また、取引の委託と受託の関係について、神山敏雄教授は以下のように述べて、本罪が非身分犯であると説明している。すなわち、「委託罪と受託罪は相対して成立する対向犯（必要的共犯）であると解すべきである。委託罪の場合は、受託者がそれについて故意がない場合も成立するとする見解が有力であるが、それには賛同できない。ここでの委託・受託は、相場操縦の故意および目的をもって行う必要がある以上、相互に故意をもって委託・受託の関係があつて初めて委託というものも存立し得ると解すべきである。本来、民法上も、委託は、相手方が承諾することによって成立するものである（民法643条）。もしも、委託の申込罪というものがあれば、相手の故意がなくてもそれは成立するが、しかし、委託は申込とは違うのである。問題なのは、委託罪及び受託罪が成立するには実際に取引市場で仮装売買および馴合売買が実行される必要があるか否かである。それを肯定する見解もあるが、私法上の委託・受託は、委託に基づいてその内容が実行されたことを要しない、また、委託罪・受託罪は仮装売買ないし馴合売買の未遂的性格を有するものと解するので、実行は要しないと解するのが妥当である。²²⁶⁾」

さらに、神山教授は、「証券取引所での取引は会員制を採っている以上、形式的には会員のみが行為主体となるという見方が出てきても取引を行う場合、通常、その目的を秘し、そのことを知らない証券会社をして証券取引所で仮装証券等の売買の注文をさせ、しかも相手方との間で首尾よく仮

225) 佐々木史朗編『判例経済刑法大系（第1巻）商法罰則・証券取引法』日本評論社2000年319頁。また、神山敏雄『日本の経済犯罪 その実情と法的対応（新版）』（日本評論社、2001）42～43頁を参照されたい。

226) 神山・前掲注(225)15～16頁。

装売買, 馴合売買を成立させるとすれば, そこでは証券会社は顧客の道具の役割を果たしているだけであり, 実質的には顧客が取引主体である。また, 証券会社の行った売買の効果は, 委託者に帰属する。そうなれば, むしろ顧客が証券会社を通して仮装売買および馴合売買を行っていると解釈するのが自然ではないか。委託と受託は必要的共犯であるとするれば, 証券会社が故意のない道具として利用されるような場合は, 顧客には委託罪は成立しなく, 仮装売買等の間接犯が成立することになる。それとは別に, 証券会社が顧客の意図を承知のうえで仮装ないし馴合売買の委託を受託すれば, 顧客には委託罪が成立し, さらに学説によっては仮装・馴合売買の共謀共同正犯も考えられる(共謀共同正犯を否定する見解からは委託罪のみ成立する)。証券会社には委託罪と仮装ないし馴合売買がそれぞれ成立するが, 両者は実質的には未遂と既遂のような関係にあるので, 前者は共罰的事前行為として後者に吸収されて処罰されると解すべきである。²²⁷⁾」と述べている。

(2) 安定操作の主体について

本来, 安定操作は相場操縦の一類型である。したがって, アメリカ1934年証券取引所法9条a項は, 安定操作を相場操縦の行為様態の一類型としてその6号に定めている。ただし, 条件付きの安定操作は適法であり, すべての安定操作が違法であるわけではない, と日本法は認識している。円滑な産業資金の調達という大義名分がある場合には, 細かい条件をつけたうえで認めようということである²²⁸⁾。その条件では, まず挙げなければならないのは主体条件である。すなわち, 安定操作取引ができる者とそれを委託することができる者である。詳細に言えば, 証券取引所の会員等および証券業協会の協会員となっている証券会社が安定操作をする場合には, 自分の計算で安定操作をする場合と募集や売出しをする関係者から委

227) 神山・前掲注(225)16頁。

228) 河本・大武・前掲注(188)334頁。

託を受けてする場合の2通りがある。しかし、それも無条件でできるわけではない。安定操作という特殊の売買をするのだから、どの証券会社が安定操作取引をしているのかも公開しなくてはならないからである²²⁹⁾。

I. 自分の計算において安定操作取引をすることができる者について、金融商品取引法施行令20Ⅰは、① 募集・売出しについて有価証券届出書が提出される場合には、元引受契約を締結する金融商品取引業者として当該有価証券届出書に記載された金融商品取引業者、② その他の場合には、発行者がその発行する有価証券を上場・登録する取引所金融商品取引所・認可金融商品取引業協会の規則で定めるところにより、元引受契約を締結する金融商品取引業者としてあらかじめ当該金融商品取引所・認可金融商品取引業協会に通知した金融商品取引業者に定めている。このように、自己の計算で安定操作取引を行うことができる証券会社は引受証券会社に限定されている。このように引受証券会社にのみ自己の計算に基づく安定操作取引を認められているのは、引受証券会社は、いったん自己の所有に帰した引受証券の分売を容易ならしめるためには、自己の計算をもってしても安定操作取引を行う必要があるが、引受責任を負わない一般証券会社には委託に基づく安定操作取引のみを認めれば十分と考えられるからである²³⁰⁾。

Ⅱ. 安定操作取引の委託等を行うことができる者について、金融商品取引法施行令20Ⅲは、① 発行者の役員、② 売出しまたは特定投資家向け売付け勧誘等に係る有価証券の所有者²³¹⁾、③ 発行者の関連会社²³²⁾の役員、④ 発行者の関連会社²³³⁾、⑤ 金融証券取引所の規則で定めるところによ

229) 河本・大武・前掲注(188)334頁。

230) 河本一郎・関要監修『逐条解説証券取引法（三訂版）』（商事法務，2008）1278頁。

231) その者が当該有価証券を所有している者からその売出しまたは特定投資家向け売付け勧誘等を行うことを内容とする契約によりこれを取得した場合には、当該契約の相手である。

232) 取引規則府令4Ⅰにより、財務諸表等規則8条8項に規定する関連会社である。

233) 取引規則府令4Ⅱにより、財務諸表等規則8条3項に規定する子会社を除く。

り、発行者が安定操作取引の委託等を行うことがある者としてあらかじめ当該金融商品取引所に通知した者、と定めている。

また、安定操作取引の主体の規制と密接に関連するのが、元引受金融商品取引業者の買付け等の制限である。すなわち元引受金融商品業者は、① 自己の計算による買付け、② 他の金融商品取引業者等に買付けの委託等をする行為、③ 安定操作取引に係る有価証券の発行者である会社の計算による株券の買付けの受託等、④ 発行会社の社員等安定操作を委託することができる者の計算による買付けの受託等を禁止されている²³⁴⁾。

2. 中国内陸法における論争

(1) 証券市場操縦についての論争

中国内陸の刑法182条の証券市場操縦罪に関する規定は、犯罪の主体について制限をつけず、それと同じように、証券取引法では、証券市場操縦の主体について、77条は「いかなる者」という文言を使っている。言い換えれば、誰でもその行為を実行できるため、本罪は身分犯ではない。ただし、学説には、以下の理由から、本罪が身分犯であるとする見解がある。すなわち、本罪は経済犯罪に属し、殺人罪等の自然犯と異なり、一定の資金、持ち株、情報、技術等の実力と優位を有し、証券市場に入り取引を行うことを前提として初めて、人は本罪を実行できるようになる。しかも、証券取引の実務では、相場操縦のため、行為者は証券市場の運行規律に馴染む者でなければならない。通常の投資家は、資金、持ち株の額等に制限され、相応的情報優位を獲得できず、または相場操縦の技術がないゆえ、操縦行為を実行できない。したがって、本罪を実行しているのは、上場会社の高級管理人員、証券会社の従業員、及びその他の証券の発行、取引と緊密に関わる人員である。すなわち、本罪の主体は特殊の主体であり、その主な主体は証券経営機構で口座を作り、取引の資格を獲得した個

234) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)34頁参照。

人と組織体である²³⁵⁾。

以上の見解に対しては、以下の反対理由が予想できる。すなわち、①刑法は本罪の主体について何も制限をつけないため、立法者は本罪の主体を一般主体とする立場であると見られる。というのも、もし本罪の主体が特殊な主体であれば、刑法の条文において詳しく規定するはずである。しかし、刑法にはそのような制限規定はないし、証券法でも市場操縦の主体に関する制限規定はない。そのため、本罪を身分犯とみなす見解は立法趣旨を無視するものであろう。②確かに、資金等の資源優位を利用し、又は証券投資の技巧に馴染む者は操縦行為を実行できる。だが、それを理由として本罪の主体に制限をつけてはいけない。刑事責任能力を有するいかなる行為者も資金等の資源優位を有し、または証券投資の技巧に馴染めるようになる可能性はあるからである。その可能性こそが、刑法が本罪の主体に対して何も制限しない理由である。

（2）証券取引虚偽情報捏造伝播罪についての論争

証券取引虚偽情報捏造伝播について、中国内陸の証券取引法78条は以下のように規定している。すなわち、「公務員、マスコミの従業員、及び関連する人員が虚偽の情報を変造し、伝播し、証券市場を攪乱することを禁止する。証券取引所、証券会社、証券登記決算機構、証券服務機構及びその従業員、証券業協会、証券監督管理機構及びその従業員が証券取引活動において虚偽の陳述または情報の誤導を行うことを禁止する。」その条文を見ると、証券取引法における証券取引虚偽情報捏造伝播の行為主体は、公務員、マスコミの従業員、及び関連する人員だけであり、また、虚偽の陳述または誤導的な情報の提供の行為主体は、証券取引所、証券会社、証券登記決算機構、証券服務機構及びその従業員、証券業協会、証券監督管理機構及びその従業員だけである。両者とも特殊な主体によって犯される罪、言い換えれば、身分犯のように見える。しかし、証券取引法は証券取

235) 宋茂榮「略論証券取引價格操縦罪」雲南法学1998年2号19頁参照。

引虚偽情報捏造伝播行為の主体について、「公務員，マスコミの従業員，及び関連する人員」に制限しているが，刑法181条は，証券取引虚偽情報捏造伝播罪の主体について一切制限していない。したがって，中国法において違法行為と犯罪行為を峻別する考え方²³⁶⁾によると，証券取引法に規制されているのは証券取引虚偽情報捏造伝播の違法行為であり，犯罪を構成する証券取引虚偽情報捏造伝播行為は刑法181条により処罰されるべきである。それゆえ，証券取引法における証券取引虚偽情報捏造伝播の行為主体についての制限規定²³⁷⁾は，証券取引虚偽情報捏造伝播罪の主体に何も影響を与えないはずである。また，虚偽の陳述または誤導的な情報の提供行為については，証券取引法によると，その身分がなければ実行できないようであるが，刑法はその主体を規定していないため，少なくとも「身分犯」とはいえないであろう。

(3) 証券取引勧誘罪について

同じく刑法181条に置かれる証券取引勧誘罪にも論及する。その証券取引勧誘罪の行為様態について，中国内陸の刑法181条2款は，「証券取引所，証券会社の職員，または証券協会，若しくは証券監督管理部門の職員が，虚偽の情報を故意に提供し，または取引の記録を偽造し，変造し若し

236) 付言すれば，中国法では，社会的危害行為について，その危害の程度により，違法行為と犯罪行為に分けられているという考え方が定説である。刑法の視点から見れば，刑法定13条「犯罪の定義」の最後の部分は「ただし，その情状が顕著に軽微であり，その危害が大きくない場合，罪とみなさない」と規定しているため，犯罪とは，「重大な違法行為」であるべきである。定説では，通常の違法行為と犯罪行為（重大な違法行為）の区別標準は危害行為の重大さの程度である。さらに，処理規制では，通常の違法行為に対しては，治安管理処罰法等の行政処罰法が処理し，犯罪行為に対しては，刑法を主な規制法律としている。刑法定に明文で違法行為と犯罪行為の区別基準を規定していることが，独日刑法理論における「可罰的違法性」の中国での適用可能性を縮める主な理由であろう。

237) マスコミの従業員が証券取引虚偽情報捏造伝播を実行した事件は時に摘発されたが，公務員が証券取引虚偽情報捏造伝播を実行した事件は珍しいため，本主体についてわざと明文で規定している証券取引法のやり方は微妙であると言わざるを得ない。また，「関連する人員」という文言は極めて曖昧であり，その包括する範囲も明らかではなく，バスケット条項のような補充規定の多用は，罪刑法定主義に違反する可能性も高いであろう。

くは廃棄し、投資家を誘惑して証券を売買させ、重い結果を生じさせたとき」と規定している。すなわち、誘引の目的で、虚偽の情報の故意での提供、取引の記録の偽造、変造、廃棄行為については、その主体は特殊な主体であり、証券取引所、証券会社の職員、または証券協会若しくは証券監督管理部門の職員に限られている²³⁸⁾。

証券取引勧誘罪の主体について、刑法181条2款は確かに制限を付けており、「証券取引所、証券会社の従業員、または証券協会若しくは証券監督管理部門の職員」に限定している。しかし、その限定が必要であるか否か、言い換えれば、以上の人員以外の者が証券取引勧誘罪を実行しうるか否かという問題は、さらに検討すべきである。本規定によると、証券取引勧誘罪の行為様態は、虚偽の情報を故意に提供し、または取引の記録を偽造し、変造し若しくは隠滅して、投資家を誘引して証券の売買をさせることである。すなわち、誘引目的での、虚偽の情報の故意提供と取引の記録の偽造、変造または隠滅である。前者である虚偽の情報の故意提供を「虚偽の情報を積極的に提供すること」と理解すれば、後者である取引の記録の偽造、変造または隠滅を「虚偽の情報を消極的に提供すること」と理解できる。したがって、181条2款における証券取引勧誘罪の行為様態を「証券に関する虚偽の情報の提供」と理解でき、アメリカ1934年証券取引所法9条a項（虚偽または誤導的な陳述）及び日本の金融商品取引法159条2項2、3号（表示による相場操縦）とほぼ同じであるといえよう。米日証券法は本罪を身分犯とみなさないため、米日証券法をモデルとする中国法だけが本罪の主体について制限規定を付ける理由は不十分であろう。また、証券取引実際では、虚偽の情報を提供する実行者はほとんど以上の職員であるが、それ以外の者が本行為を実行する可能性は全くないとはいえないであろう。当該犯罪の主体について以上のように制限すれば、脱法行為の完全な防止も不可能であろう。それゆえ、証券取引勧誘罪を身分犯とみなすべきではないと思われる。

238) 王作富編集・前掲注(115)513頁。

3. 簡単な総括

相場操縦の場合、操縦者が一定的な財力、資金または持ち株を有し、及び金融商品取引業者になることは、操縦の実施要件であるが、それを理由として本罪が身分犯であるという結論は出せない。相場操縦罪を非身分犯とみなすほうがよいと思われる。すなわち、アメリカ1934年証券取引所法9条、10条、14条の規定と同じく、「いかなる者」も相場操縦の主体になりうる。証券取引の実務では、自然人と法人の分け方から見れば、とりわけ以下の者の操縦行為の実行可能性に注目すべきである。

(1) 自然人について

自然人のうち、金融業と関わる者が相場操縦の主な主体である。より詳しく言えば、証券取引所及び証券会社の職員を代表とする金融商品取引業者、証券協会若しくは証券監督管理部門の職員等の金融商品取引の監督管理人員、または証券取引業にサービスを提供する弁護士等の金融商品取引の仲介人員等が挙げられる。以上の人員は自分の仕事の優位を利用し、金融商品取引業と密接に関連しており、金融商品の取引状況、法規制の抜け穴、脱法行為の実行可能性等について、一般投資家より詳しくわかるし、操縦行為の不可欠の要件である資金及び持ち株等についてもより優位の地位に立つため、特別に注意されなければならない者である。また、相場操縦罪は非身分犯であるため、一般投資家の実行可能性が全くないとは言えない。本罪の共犯形態、特に連合取引という操縦態様を考慮すれば、単独では資金優位がなく操縦取引を実行しない行為者でも、連合し売買すれば、取引秩序にも影響を与えられる。そのほか、個人が会社等による操縦取引に関与する場合、相場操縦の共同正犯、幫助犯になることもよく見られるであろう。

(2) 法人について

中国の研究者によると、証券市場操縦を実行している法人というと、証券取引をしている機構投資家、例えば、投資信託会社、保険会社、商業銀

行、社会团体、定年基金会、大きな企業集団・財団及び証券会社²³⁹⁾等が特に挙げられる。実際、自然人の分野と同じように、証券取引所及び証券会社を代表とする金融商品取引機構、証券協会若しくは証券監督管理部門等の金融商品取引監督管理機構、または証券取引業にサービスを提供する弁護士事務所等の金融商品取引の服務機構が、主な実行主体である。

第2節 本罪の主体についての分析

前述のように、本罪は非身分犯であり、いかなる者も本罪の主体になれるが、証券取引の実務では、本罪を実行するほとんどの行為者が金融業に関わる人員である。以下は、中日における相場操縦の事件を参照し、本罪の主要な実行主体について解説する。

1. 自然人である実行行為者について

(1) 金融機構の職員について

その「金融機構の職員」は、証券会社及び証券取引所の従業員だけでなく、その職業が金融取引業と関わるすべての者である。「金融機構」とは、金融業務と関係があるすべての機構である。そのような機構に勤めているすべての従業員が相場操縦の実行行為者になりうる。詳しく言うと、以下の九種類の者が挙げられる。すなわち、① 上場会社の従業員、② 証券会社の従業員、③ 証券取引所の従業員、④ 投資・信託会社の従業員、⑤ 保険会社の従業員、⑥ 商業銀行の従業員、⑦ 証券業協会の者、⑧ 証券監督管理委員会の従業員、⑨ その他の金融機構の従業員である。それらの人員は、職務柄、一般投資家より証券取引に関する知識、売買の技巧及び経験、規制体系の抜け穴、刑事調査を回避する措置、法律による処罰を避ける可能性及び筋道等をよく知っているため、彼らの不法取引に対す

239) 郝銀鐘・王莉君編集『証券違法と犯罪についての研究』（中国人民大学出版社、2004）409頁。

る禁止は、相場操縦を有効に防止できるか否かについて、最も肝心なことである。

相場操縦の実際には、証券取引等の投資・法律諮問等のサービス機構に勤めている者が、主要な実行行為者である。とりわけ、ここ数年来、中国の証券市場では、取引の投資分析者・投資予測者が虚偽の投資動向を流布し、一般投資家の盲目的な信頼を利用し、取引を誘引することによって、相場操縦を実行する事件が、多発してきた。「中国株式市場操縦第一事件」と呼ばれる汪建中証券市場操縦事件を例とすれば、被告人である汪建中は、北京首放投資顧問有限公司の支配株主、執行取締役及びマネージャーであり、中国の中央テレビ (CCTV) 「中国証券」番組の特約ゲストを担当したこともある。また、多くの重大な相場変動を予測できたことがあるため、出生地である安徽省のテレビ局に「資本市場における安徽省の七人の有名人」に選出されたこともある。また、北京首放投資顧問有限会社は、証券投資諮問を主な業務として、当該会社に発布されている「掘金報告」という投資諮問情報が、中国の証券市場に大きな影響を与える「東方財富網」, 「新浪網」, 「搜狐網」, 「全景網」, 「上海証券新聞」, 「証券時報」等に掲載されており、一般投資家に広く、重要な影響を与えている。しかし、汪建中は、本人及び関係者らの 9 人の身分証明書を用いて 17 の資金口座及び 10 の銀行口座を開き、2007 年 1 月 1 日から 2008 年 5 月 29 日まで、「工商銀行」, 「交大博通」等 38 の公開前の銘柄を 55 回にわたり購入した上で、コンサルティング報告書の中に推薦銘柄として同社が運営するウェブサイトに掲載し、東方財富、新浪、搜狐等の大手サイトや、上海証券報、証券時報等の金融専門の有力紙でも発表した。その操縦の結果として、被告人は、公開後に同銘柄株式の値が上昇したところでこれを売り抜けて合計 1.26 億元 (人民幣) の巨額利益を得た²⁴⁰⁾。

中国と同じく、日本の相場操縦事件では、ほとんどの操縦者は金融取引

240) 中国证监会行政処罰決定書 (汪建中) [2008] 42号。

業と関わる従業員である。いくつかの有名な事件を例にとると、① 日本鍛工事件では、東京証券金融会社の代表取締役AとY会社の証券外務員kが、1980年6月から三か月間、延べ56日間に388万株の仮装売買を繰り返しながら株価をつり上げ、売買取引が活発に行われているようにみせかけたりすることによって、相場を変動させた²⁴¹⁾。② 協同飼料株事件では、当該会社の副社長、取締役経理部長、N証券の支店長代理、D証券の支店次長、N証券支店長の5人が、協同飼料の資金等によって614万9000株を共同して継続買付けし、10万4000株について仮装の売買をしたことによって、その株価を1株170円ないし180円ぐらいから220円ぐらいに変動させた。その後、この株価を維持するために、その5人は共同して86万6000株を買い付ける一連の取引をした²⁴²⁾。③ 日本ユニシス事件では、帝新不動という仕手グループに属する株式会社の代表取締役Sが、住友不動産ファイナンスの代表取締役Kのほか数名と共謀して、1990年11月2日から1991年5月24日までに日本ユニシスの1876万8000株を買い、一方、799万6000株を売るという売買をして相場を操縦した²⁴³⁾。その他、藤田観光事件の操縦者は仕手集団の代表者であり、志村化工事件の操縦者は経営コンサルタント会社の社長であり、キャッツ事件の操縦者は害虫予防駆除会社キャッツの代表取締役であり、いずれも金融取引業の従業員である。

（2）一般投資家について

近年、中国では一般投資家による証券市場操縦事件がますます多くなってきた。金融機構従業員より、その一般投資家は通常情報優位若しくは優れている技巧を有しないが、大量資金の優位若しくは持ち株優位を結集し、または数人が共謀し連合売買若しくは連続売買等の操縦方式を実行すれば、市場取引秩序を攪乱する破壊力も驚くべきほど大きくなる。「中国

241) 東京地判昭和56・12・7（判例時報1048号164頁）。

242) 東京地判昭和59・7・31（判例時報1138号25頁）。

243) 東京地判平成6・10・3（資料版商事法務128号166頁）。

証券市場における最も大きな事件」と呼ばれる中科事件²⁴⁴⁾を例として、1998年12月から2001年1月まで、中科創業会社の大手株主である呂梁は、他人と共謀し、全国の二十以上の省又は市における120以上の証券取引営業部で、1500以上の口座を作り、連合売買、連続売買、通謀売買または自身売買等の操縦方式により、規則に違反する取引金額が54億元に達する大きな操縦行為を実行した。

また、近年、中国証券取引市場では、一般投資家が違約取引により証券市場操縦を実行した事件が台頭してきた。前述のように、中国内陸刑法及び証券取引法では「違約取引」という操縦態様を明文で規定していないため、操縦者に法処罰の逃避可能性を提供することになる。影響が極めて大きな最近の事件というと、2008年の盧道軍証券市場操縦事件²⁴⁵⁾では被告

244) 事件概要：1998年12月から2001年1月まで、中科創業会社の大手株主である呂梁は、朱煥良その他の者と共謀し、全国において二十以上の省または市における120以上の証券取引営業部で、1500以上の口座を作った。それらの口座を利用し、連合売買、連続売買、通謀売買または自身売買等の操縦方式により、中科創業の株式を売買した。売買中、持ち株の数量が最も高いときは5600万余りであり、その中科創業の株式の総量の約55.4%を占めていた。その馴合売買の情状は、1200余りの株式の取引を、呂梁と朱煥良が相互に売買することによって完成させたことである。以上の操縦によって、中科創業の株価は10元から84元に上昇させ、呂梁らの持ち株の金額は最高のとき100億以上に達したことがある。その後、操縦者たちの内輪もめのゆえ、2000年5月16日から、中科創業の株価は引き続き暴落していき、その関わる株式である中西薬業株式、歲宝熱電株式及び萊鋼株式等も引き続き暴落せざるを得ず、証券市場の大崩壊の悲劇に至った。

245) 盧道軍の操縦手法は以下のようなものである。幾つかの口座を利用し、大量の違約取引と少量の実際取引（主なのは連続売買である）により、「四維控株」の株式の売買が繁盛であるパーチャルを作り、真実を知らない投資家に取引を誘引し、不法利益を獲得した。詳しく言うと、2008年1月23日、盧道軍は、9時39分24秒から9時42分27秒まで、9時54分34秒から9時55分21秒まで、10時3分25秒から10時3分50秒まで等の短期間、購入との申し出を提出した後すぐ取り消しというやり方によって、12回で合計330万「四維控株」の株式の購入申請を出し、その後全部取り消した。購入の申し出と取り消しの時間間隔は平均1分間以内であり、最小のがわずかに18秒であった。そのような大量の違約取引の影響によって、当該株式の価格は9.29元から9.74元までに上昇した。その後、盧道軍は実際売買の方式で持つ株式を売り出し、計34.96元の利益を獲得した。中国证监会行政処罰決定書（盧道軍）[2009] 37号参照。

人である盧道軍が34.96万元の不法利益を獲得し、2009年の莫建軍証券市場操縦事件²⁴⁶⁾では被告人である莫建軍が77.48万元の不法利益を獲得した。以上の事件から見ると、現在の中国取引市場では、一般投資家は操縦行為を実行する場合、1990年代には簡単であり且つ摘発されやすい連合売買等の操縦手法より、資金等の優位も必要でない且つ立法の抜け穴であり隠蔽である違約取引を多用するようになってきた。一般投資家の操縦技巧がますます巧妙になってきたため、法改正を中心としての規制措置の相応する改善も必要であろう。

2. 法人である実行行為者について

法人である本罪の実行行為者について、主なものはその業務が金融取引業でありまたは金融取引業と関わる機構である。例えば、証券会社、上場会社、基金公司、投資信託会社、保険会社、商業銀行等が挙げられる。法人の犯行も自然人により実行されるはずであるため、その法人の相場操縦を認定するとき、最も複雑なのは、自然人を犯罪主体とすべきか、または

246) 莫建軍の操縦方式は盧道軍のそれとほぼ同じである。莫建軍は七つの株式に対して、分別に違約取引を実行した。すなわち、① 2007年2月16日、「南方汇通」の株式に対して16回で合計11732600株式の購入の申請を出し、その後15回で合計11688000株式の購入を取り消し、その申請と取消の時間間隔が平均1分10秒で、最短のものは31秒であった。② 2007年3月9日、「総芸株式」の株式に対して29回で合計10730100株式購入の申請を出し、その後全部取り消した。③ 2007年3月26日、「中钨高新」の株式に対して34回で合計14489300株式の購入の申請を出し、その後合計14458199株式の購入を取り消した。④ 2007年4月9日、「泰豪科技」の株式に対して26回で合計10007600株式の購入の申請を出し、その後全部取り消した。⑤ 2007年5月9日、「高鴻株式」の株式に対して25回で合計14874500株式の購入の申請を出し、その後23回で合計13813800株式の購入を取り消した。⑥ 2007年6月8日、「長城電工」の株式に対して14回で合計11380700株式の購入の申請を出し、その後合計10903552株式の購入を取り消した。⑦ 2007年6月19日、「巨科株式」の株式に対して26回で合計20022900株式の購入の申請を出し、その後全部取り消した。以上のやり方によって、莫建軍は、売買した七つの株式のうち、五つの株式の価格が上昇したことによって、176.24万元の利益を獲得し、その他の二つの株式の価格が下落し、98.76万元の損失を出したが、合計77.48万元の不法利益を獲得した。中国证监会行政処罰決定書（莫建軍）[2009] 43号。

自然人の犯行を法人に属すると認めるかという問題である。換言すれば、相場操縦の名義人と実際の実行者をどの標準により区別するかという問題である。摘発の実務では、以下の二つの場合が重視されるべきであろう。すなわち、① 法人が自然人の名義を利用し、実際に実行する場合；② 自然人が法人の名義を利用し、実際に実行する場合、である。

(1) 法人が実際実行者である場合について

法人が自然人特にその従業員の名義を利用し操縦行為を実行する事件は中国の証券取引市場でよく見られる。例えば、1998年の西安航標投資諮問有限公司（以下、西安航標会社に略す）証券市場操縦事件では、西安航標会社は、海鷗基金の株式を操縦したとき、179人の個人口座を通し、総計1.3億元の資金を利用して売買した²⁴⁷⁾。そのような事件は、とりわけ証券投資諮問機構によく見られる。法人が自然人の名義で操縦する理由は、① 単一または少数の口座を使うとき、以下の不便があること。すなわち、巨額の資金を投入すれば、各口座にある持ち株の比率は法定の比率に達しやすく、一旦法定比率に達したら、当該口座の売買は停止せざるを得ないため、操縦行為を順調に進めなくなる。② 取引の監督管理システムは金額の高い口座に対する反応がより鋭敏であるため、摘発される可能性もより高く、隠れた売買行為をしにくいこと。③ 法人特に証券投資諮問機構がそのような方式で相場操縦をする際、通常売買行為による操縦、情報による操縦、及びインサイダー取引と結合して実行することはよく見られる²⁴⁸⁾。

(2) 自然人が実際の実行者である場合について

以上の状況と異なり、実務で最も認定しにくいのが、自然人が法人の名

247) 中国証券監督管理委員会査察一局編集『証券先物査察典型案例分析（1993～2000年巻）』（中国：首都経済貿易大学出版社，2004）277頁。

248) 丁勝利・孫伝龍「機構投資家の証券市場操縦行為についての研究」時代金融362号5～6頁。

義を利用し操縦行為を実行する場合である。その状況に応じ、以下の二つの判断基準に基づくべきであるという見解がある。① 意思決定の主体、すなわち、その操縦行為の執行を決定する者が自然人であるか又はその組織体の決定機関若しくは決定者であるかということである。その決定は、事前の意見達成、実行中の同意、及び事後の承知を含んでいる。すなわち、操縦行為を実行した行為者がこれに相応する権限を有するか否かを問わず、その行為者の操縦行為が当該組織体の決定機関又は決定者に認可されれば、組織体の操縦行為とみなすべきである。以上の認可は、操縦行為の実行に対する認可、及び行為者の操縦行為を実行する権利に対する認可を含んでいる。さらに、明示の認可もできるし、黙示の認可も該当する。例えば、会社の一般社員が操縦行為を実行した後、取締役会に報告する場合、もし取締役会が認可すれば、その社員が本来は取引の権限を有しなくとも、当該操縦は事後の臨時的授權をもらい、当該会社が操縦行為を実行したとみなされる。② 犯罪収益の帰属、一般的には、証券市場操縦は不当な利益の獲得またはリスクの転化という目的で実行される。したがって、本罪の収益の帰属は主体についての認定にとって重要である。行為者が会社の名義で操縦行為をしたが、実際には自分の利益のために実行する場合、自然人の犯罪とみなすべきである。ただし、会社の決定機関または決定者が事実を知らないという前提は必要である。という、もし会社の決定機関又は決定者が行為者の操縦行為を知りつつ、明示又は黙示で許可すれば、行為者が私腹を肥やしても、その操縦行為が会社から授權をもらったとみなされ、その会社が操縦罪の主体になるからである。また、犯罪の収益の帰属を判断するとき、その帰属の最終行き先ではなく、その帰属の決定権の主体を基準とすべきである。詳しく言えば、形式的にその収益が自然人に属するかまたは会社に属するかを判断するものではなく、その収益を処置する主体が自然人であるか会社であるかという基準に基づき判断すべきである。例えば、操縦行為者である自然人がその収益を会社に与え、その会社の決定により分配または謝礼として当該操縦行為者に

返還する場合、その収益は最終に自然人に属するが、処置の決定者は会社であるため、会社の犯罪と認定すべきである²⁴⁹⁾。

第 3 章 相場操縦罪及び風説流布罪等の主観的要素について

第 1 節 アメリカ証券法における「誘引目的」等について

アメリカ1934年証券取引所法 9 条 a 項は、相場操縦罪の目的について、行為態様にしたが異なる目的内容を規定している。それは、以下のようなものである。

① 本条項 1 号の仮装売買及び馴合売買については、「連邦証券取引所に登録されている証券の売買が活発に行われているとの虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出し、または当該証券の市場に関し、虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出する目的」、略して言えば「誤解目的」である。

② 本条項 2 号の連続売買及び 4 号の虚偽または誤導的な陳述については、「他人による売買を誘引する目的」または「売買を誘引する目的」という文言を用いている。すなわち、「誘引目的」である。

③ 本条項 3 号と 5 号の情報の流布及び 6 号の安定操作については、「価格を騰貴させまたは下落させる目的」または「価格を釘付け、固定または安定させるため」という文言を用いている。すなわち、「操縦目的」である。

文言を見れば、1号の「誤解目的」より、2号の「誘引目的」のほうがより厳しい要件のようである。「誤解」とは、虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出することにより、投資家に誤解させる意味であり、それらの投資家を当該取引に誘引するか否かということは考慮しなくてよいようであるからである。したがって、同条項の各号が馴合売買と連続売買に異

249) 余磊『証券市場操縦罪についての研究』武漢大学法学部博士号取得論文(2009年) 82~83頁参照。

なる目的要件を付していることから見れば、アメリカ法では、馴合売買は「誤解目的」があれば成立しえ、「誘引目的」を必要としないようである。ここにいう「誤解」とは、「虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出する」ことを指し、偽りの事実を利用して投資家を騙すことである。その「誤解」をさせる目的が何であるか、証券の取引価格を変動させることか、投資家による取引を誘引することか、またはその他の目的であるか、ということは問わない。

以上の「誤解目的」、「誘引目的」及び「操縦目的」は、操縦者の純粋な主観的要素であり、その立証はかなり複雑で困難なことである。そのため、通常の立証方式としては、規制機関は取引記録等の客観的要素により主観的要素の詐欺を構成すると証明できる、という立証方式が多用されている。すなわち、アメリカでは、相場操縦を厳しく規制するため、一定の程度でその主観的要素についての立証方式の単純化を推進している。ただし、罪刑法定主義という原則にしたがい、法律が各種の目的を明文で規定している以上、ある者の取引が相場操縦に該当するためには、その主観的要素と客観的要素のいずれもが備わらなければならない。さらに、その行為者の取引の唯一の目的は相場に影響を与えることである、という証明も必要である²⁵⁰⁾。

第2節 EU 指令における「明知」について

アメリカ法における「誘引目的」等と異なり、EU 指令では、証券市場操縦の主観的要素について、「明知」という文言を使用している。その「明知」の内実について、1989年反インサイダー取引指令と2003年反市場濫用指令は異なる基準を採用する。1989年反インサイダー取引指令では、その「明知」要素を「事実についての全面的了解（full knowledge of the facts）」であると解説した。なぜ「全面的（full）」を強調すべきかという

250) 盛学軍編集・前掲注(52)212頁注(120)参照。

と、ここにいう「明知」とは、「知る」という意味であり、その「知る」の意味について広くも狭くも解釈できるため、不確定性がより高く、「全面的」という制限用語を付けないと、法条文が不明確になりかねず、濫用されやすく、逆に正常な取引をも規制範囲に入れるかもしれないからである。ただし、以上に述べたように、その主観的要素は行為者の内心活動であり、行為者が「知る」か否かという問題は、直接には証明できない。また、行為者が「知った」ことについて立証できても、どの程度知っているかは、一層立証しにくい問題であろう。したがって、その「全面的了解」という要素の立証はかなり困難であり、規制機関に余計な証明責任を負わせることとなった。幸いなのは、当該指令が EU の各加盟国の調和指令であり、国内法に転化する強制力がないため、適用上の不便を引き起こさなかったことである。

以上の経験を受け、2003年反市場濫用指令では、インサイダー取引及び相場操縦の主観的要素について、「明知」という文言を引き続き採用してはいるが、その「明知」の内容については、「全面的了解」という言い方を維持せず、「事実についての了解」に変えた。また、その「明知」の立証については、行為者の取引時間、取引額、取引の異常状況及びその他の取引常識にしたがい判断できるようになった。

第3節 台湾の証券取引法における本罪の目的について

1. 違約取引における「取引をしない意思」について

台湾では、1968年に証券取引法を制定したとき、その155条1款1項の違約取引について、「取引をしない意思で」という主観的要件を設定した。しかし、当該行為を規制する実際の状況では、違約取引を成立させるためには、規制機構は取引者が「取引をしない意思」で取引を行ったという要件を立証せざるを得ず、その立証はもちろんかなり困難であるため、多くの事件ではこの主観的要件が立証されず処分されないこととなった。このような規制の不便を避けるため、1988年に同法を改正したとき、この主観

的要件は削除された。

そのため、行為者が客観的に取引の申込みをし、相手が承諾した後で、もし行為者が取引の協定を履行せず、かつ、この履行しない行為が証券市場に悪い影響を与えれば、違約取引の行為が成立しうる。言い換えれば、行為者が取引の申込みをし始めたとき取引を完成する意思が本当にあるか否かは、本罪の成立と関係がなくなった。この主観的要件を捨てて客観的要件のみによって違法行為の成立を推定する方式は、証券取引の実際に適応し、規制機関の立証責任を減少させ、証券取引の違法行為の制裁にもよい役割を果たしうるといえよう。しかし、たとえば、行為者が取引を履行しようと思ったのに、取引の協定が成立した後、経営不況等の影響で資金不足等の苦境に面する場合はどうであろう。その場合、契約法の情事変更原則によって違約の賠償責任を減少することはできるが、証券取引法の規定によると、行為者が履行しなければ、刑罰を甘受せざるを得ないことになる。取引秩序の過保護は、逆に取引秩序の基礎である投資家の利益を犠牲にすることになるであろう。

2. 仮装売買における「仮装売買と通謀売買」及びその削除について

1968年証券取引法を制定したとき、日本証券法と同じく仮装売買と通謀売買の二種類の行為が規定された。仮装売買とは、同一の投資家が二つ以上の証券会社に同時にある証券に対する購入と売却の委託申請を提出して、実際には権利を移転しない状況で一般投資家に当該証券の取引が繁盛であると思わせて取引に参加させる行為である。最初の証券取引法には、本行為は「市場状況に影響を与える意図で、集中的な取引市場で権利を移転しない仮装の売買を行う」と規定されていた。すなわち、行為者の目的は「市場状況に影響を与える意図」である。ただし、1988年に本法を改正したとき、この「市場状況に影響を与える意図」という目的は削除された。その理由は以下のようなものである。すなわち、「市場状況に影響を与える意図」についての立証は非常に難しく、この要件を追加すれば摘

発の困難さも随分大きくなる。また、行為者が集中的な取引市場で権利を移転しない仮装売買を行うと、行為者に市場操縦の目的があると証明されるので、ほかの主観的要件は必要ではない、というものである。しかし、この削除は摘発の濫用をも引き起こした。なぜなら、台湾の証券取引市場では、同じ取引日に同一の証券に対する売買を繰り返すことは禁止されないため、取引の実務では、投資家が売却した後で当該証券の価格が上昇するとわかってまた購入することも珍しくないが、以上の規定によりこの行為は疑問もなく仮装売買の相場操縦罪になるからである。

1988年の法改正以来、以上の規定に対して反対の声がずっとあり、その結果として、2000年にもう一度改正するときに、仮装売買についての条文は削除された。そのため、欧米法と日本法が仮装売買を厳しく制裁する態度と異なり、現行台湾証券取引法によると、この行為は違法ではなくなった。削除の原因は詳しくわからないが、その削除がずっと学界からの批判を受けていることは明らかである。

3. 通謀売買における「市場状況に影響を与える意図」について

仮装売買の改正と異なるのは通謀売買である。証券取引法が初めて制定されたとき、仮装売買の目的要件と同じように、「市場状況に影響を与える意図」という目的が設けられたが、「意図」とは純粹の主観的要素である上に「市場状況」の内容もはっきりしないため、1988年の改正では、立法者は本行為の目的要件を「集中的な取引市場におけるある有価証券の価格を上昇または下落させる」という立証しやすい言い方に改正するとともに、「市場状況」を「ある有価証券の価格」に変更し具体化した²⁵¹⁾。

4. 風説流布及び不実の情報の提供における目的について

1968年に証券取引法が制定されたときには、風説流布と不実の情報の提供については、「悪意で風説を流布してまたは不実な情報を提供して、市

251) 王文字編集・前掲注(5)166頁参照。

場状況に影響を与える」と規定されていたが、1988年の法改正によって、「悪意で」と「市場状況に影響を与える」の文言はいずれも削除された。「悪意で」が削除された理由は以下のようなものである。すなわち、第1に、風説を流布してまたは不実の情報を提供する行為は本来悪意であって、重複して規定する必要がないこと、第2に、法条の後半の行為についての規定に「悪意で」を加えると、主観的要素と客観的要素をはっきり区別できなくなることである。「市場状況に影響を与える」が削除されたのは、本罪が危険犯と誤解されるおそれがある上、「影響を与える」という程度も明確に判断できないからである。

5. バスケット条項における目的規定について

その155条1項6款は補助的な規定を設けており、「集中的な取引市場におけるある有価証券の価格に対して直接または間接に影響を与える他の操縦行為を行う」と規定している。当初は「直接または間接の意図で」と「市場状況」とを規定していたが、法の明確化のために今の要件に変わった。ただし、主観的要件が削除されれば、処罰の範囲が広くなりすぎるかもしれない、操縦行為に客観的に該当するすべての取引行為が処罰されるようになって、法規制の拡大になろう。

第4節 中国内陸法における本罪の目的について

中国内陸では、1997年刑法が証券取引価格操縦罪を制定したとき、その犯罪構成要件に「不正な利益を獲得したまたはリスクを転嫁する」という文言を付した。そして、「暫定弁法」7条は、証券取引価格操縦について、「何らかの組織体または個人が利益を獲得したまたは損失を減少する目的」という目的要件を明文で規定していた。1999年刑法改正案(三)により、1997年刑法182条における「不正な利益を獲得したまたはリスクを転嫁する」という文言は削除されたが、本罪が成立するために「不正な利益を獲得したまたはリスクを転嫁する」という目的が必要であるか否か、さらに、本罪が

それ以外の目的で成立しうるか否か等の問題に関し、盛んな論争が繰り返されている。

本罪の目的は「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」ことであり、それ以外の目的は証券市場操縦罪に該当できない²⁵²⁾。その理由は以下のようなものである。

① 立法の視角。すなわち、本罪を制定した当初、その「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」という目的要件を設定した上、立法理由では、その目的が本罪の不可欠な要件であるという趣旨が明確に読み取れる。その後、これは削除されたが、その理由は、本目的要件に関する直接的な証明がかなり難しいため、摘発側の立証責任を減輕するというところであり、本罪の成立のために、その目的要件は不要であるという趣旨ではない。さらに、「暫定弁法」では、その「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」という文言が使用されており、各法の統一性を考えると、この目的要件はやはり必要である。

② 取引の実態。すなわち、証券取引市場では、各種の取引により証券市場を操縦することは常に見られるが、そのすべてが証券犯罪になるわけではない。例えば、新株を発行するとき、株価の過度な起伏が本社の経営及び関わる取引に悪い影響を与えないようにするため、発行会社はわざと通常の売買と逆の取引を行うことにより株価を安定させる。すなわち、安定操作である。換言すれば、すべての証券市場操縦が犯罪になるわけではなく、その中の一部、その取引の目的が不当な利益を獲得することにある場合にだけ罪になる。不当な利益の獲得は正当な操縦行為と不法な操縦行為を区別する標準である。その「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」という目的要件を強調するのは、証券取引の実態に合わせるため

252) 劉憲權・前掲注(168)414頁。また、本罪は二つの目的があり、一つは「証券取引の虚偽な価格を作る」目的であり、もう一つは「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」目的である。後者は前者の最終目的である、という見解はある。胡啓忠ほか『金融犯罪論』(中国：西南財經大学出版社，2001) 288頁参照。

ある。

③ 外国法の経験。証券法制の先進国が本罪を規定するときには、一般的にその目的要件を明文で設定している。例えば、アメリカ連邦証券諸法では、仮装売買及び馴合売買に「連邦証券取引所に登録されている証券の売買が活発に行われているとの虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出し、または当該証券の市場に関し、虚偽若しくは誤解を生じさせる外観を作出する目的」、すなわち、「誤解目的」を付し、また連続売買及び虚偽または誤導的な陳述について、「他人による売買を誘引する目的」または「売買を誘引する目的」、すなわち「誘引目的」を設け、情報の流布及び安定操作について、「価格を騰貴させまたは下落させる目的」または「価格を釘付け、固定しまたは安定させるため」、すなわち、「操縦目的」を設けている。または、日本の金融商品取引法では、相場操縦の仮装売買及び馴合売買について、「誤解目的」、変動操作について「誘引目的」を付している²⁵³⁾。

ただし、以上の見解に対して、本罪の成立には、その「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」という目的要件は必要ないと思われる。その理由は以下のようなものである。

① 法改正、すなわち、1998年証券取引法が制定されたとき、証券市場操縦について、以上の目的要件に関する文言を用いず、「いかなる者も以下の方式により証券市場操縦を行うことを禁止する」という概括的で単純な文言を採用している。さらに、刑法改正案^三により、刑法182条における本罪の目的要件も削除された。以上の立法内容の変遷から見れば、本罪の成立にその目的要件は必要ないという立法者の意図が明確に読み取れる。

② 取引の実態、すなわち、証券市場操縦の場合、操縦者は、通常「不正な利益を獲得しまたはリスクを転嫁する」という目的で実行するが、それには限られない。例えば、安定操作の場合、操縦者の目的は、相場を安

253) 劉憲権・前掲注(1)462頁参照。また、劉憲権・前掲注(168)416-417頁参照。

定させることであり、不法利益の獲得ではない。また、証券市場操縦の行為様態は多種多様であり、しかも新たな操縦方式がしばしば出現する以上、その目的を「不正な利益を獲得またはリスクを転嫁すること」に限定すれば、本罪の摘発には不都合である。

③「暫定弁法」は「不正な利益を獲得またはリスクを転嫁する」という文言を使用しているが、その規則は単なる行政法規であり、法効力から見ると、法律としての刑法及び証券取引法より低いため、その目的要件が本罪の不可欠な要件であるという結論を引き出せない。

④ 中国刑法における主観的要件の理論と関連させて考えると、目的要件が必要である以上、本罪は直接故意により構成されるしかない。しかし、通説によれば、本罪には直接故意と間接故意という二つの故意方式がある。したがって、その主観的要件には目的要件を付し得ないはずである。

第5節 日本の金融商品取引法における「繁盛目的」等について

日本の金融商品取引法159条は、相場操縦について、その行為様態にしたがい別々の目的を規定している。すなわち、仮装売買や馴合売買の「繁盛目的」、変動操作及び表示による相場操縦の「誘引目的」、及び安定操作の「安定目的」等である。

1. 「繁盛目的」について

159条1項における仮装売買と馴合売買の「繁盛目的」とは、取引を繰り返すことにより、取引高についての虚偽の情報を作りだして投資家の判断を誤らせ、相場を吊り上げることにもなるため、取引が盛んに行われていると誤解させる等、取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的（「繁盛目的」²⁵⁴⁾である。すなわち、取引が頻繁かつ広範に行われている

254) 神山・斉藤・浅田・松宮・前掲注(83)188頁。

との外観を呈する等、取引の出来高、売買の回数、価格等の変動ならびに参加者等の状況に関し、投資家に、自然の需給関係によってそのような取引の状況になっているものと誤解されるものであることを認識することだとされる²⁵⁵⁾。

その「繁盛目的」の対象となる取引の状況は、特定の銘柄に関するものでもよいし、市場全体に関するものでもよい。市場全体の取引を操縦する事件であった大阪証券取引所オプション取引事件に関し、その「繁盛目的」について、最高裁は、証券取引所における株券オプションの取引が実際より盛況に行われていると仮装するために、自らの支配の及んでいる証券会社を利用する等して、株券オプションの仮装売買や馴合売買を行ったという事案では、「出来高が操作された場合に生じ得る弊害等にかんがみれば、出来高に関し他人に誤解を生じさせる目的も、『取引が繁盛に行われていると誤解させる等これらの取引の状況に関し他人に誤解を生じさせる目的』に当たり、特定の銘柄についての価格操作ないし相場操縦の目的を伴わない場合でも、本罪は成立すると解すべきである。²⁵⁶⁾」と述べており、159条1項に該当すると判断した。

また、当該目的は、一般投資家に取引の状況に関する誤解を生じさせれば達成され、それに関わる取引を誘引することまでは不要である。すなわち、変動操作の「誘引目的」と異なり、取引を誘引する目的は不要である。また、最終的に相場を変動させる目的があったか否かも問わない²⁵⁷⁾。

2. 「誘引目的」について

159条2項1号における変動操作の「誘引目的」について、判例は、「人為的操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資家にその相場が自然の需給関係により形成されたものであると誤認させて有価証券の売買

255) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)26頁。

256) 最決平成19・7・12刑集61巻5号458頁。

257) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)26頁。

取引に誘い込む目的²⁵⁸⁾」であると述べている。各取引行為が相場操縦に該当するためには、違法な取引行為が現実に実行されたことのほかに、行為者が以上の不法な目的により本行為を実行したことについての認定も必要である。その認定には、行為者の取引の状況から推定することがよく行われる。例えば、変動操作について初めて判断が下された日本鍛工事件では、その現実の取引への「誘引目的」については被告人は認めたが、その仮装売買について、被告人には「誤認目的」がなかったと主張した。それに対して、本件に関する東京地裁判決²⁵⁹⁾は、「仮装売買自身が特段の事情がないかぎり『誤認目的』を推認させる重要な事情となることのほか、種々の状況証拠を挙げることにより、同目的を認定している²⁶⁰⁾。」

また、その誘引目的について、議論が盛んに引き起こされた協同飼料事件では、その目的について、第一審は、市場の実勢や売買取引の状況に関する第三者の判断を誤らせてこれらの者を市場における売買取引に誘い込む目的、すなわち、本来自由公開市場における需給関係ないし自由競争原理によって形成されるべき相場を人為的に変動させる目的と解し²⁶¹⁾、その誘引目的は本罪の不可欠な要素である、と述べている。それに対して、控訴審は、本目的を「第三者を取引に誘い込む意図」であると理解しているが、人為的に相場を変動させることで投資家を誤認させて売買取引に誘い込む意図という要素を不要とする²⁶²⁾。学説には、この控訴審の理解を支持するものが多い²⁶³⁾。その対立点について、最高裁は、「証券取引法125条2項1号後段は、有価証券の相場を変動させるべき一連の売買取引

258) 最決平成6・7・20 (判例タイムズ860号121頁)。

259) 東京地判昭和59・7・31 (刑事裁判月報16巻7・8号556頁)。

260) 神山・斉藤・浅田・松宮・前掲注(83)190頁。

261) 東京地裁59・7・31 (判例時報1138号33頁)。

262) 東京高判昭和63・7・26 (高刑集41巻2号269頁)。

263) 芝原邦爾『経済刑法研究 下』(有斐閣, 2005) 635頁。黒川弘務「相場操縦罪(変動操作)における誘引目的および変動取引の意義」商事法務1342号14~15頁。鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法 [新版]』(有斐閣, 1984) 531頁。

等のすべてを違法とするものではなく、このうち『有価証券市場における有価証券の売買を誘引する目的』、すなわち、人為的操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資家にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券の売買取引に誘い込む目的をもってする、相場を変動させる可能性のある売買取引等を禁止するものと解され、また、同125条3項は、同条2項の場合とは異なり、『有価証券市場における有価証券の売買取引を誘引する目的』をもってするものであることを要しないことは、その文言から明らかである²⁶⁴⁾』という最終見解を示した。

この目的の認定について、証券取引審議会中間報告書は、以下の状況を総合的に考慮すべきであるという見解を示した。すなわち、① 寄付き前から前日終値より高い指値で買い注文を出す；② ザラバの気配を見て、直近の値段より高い指値買いの注文を出したり、買い注文の残りの指値を高く変更する；③ 時間を追って順次指値を1円刻みに高くした買い注文を出す；④ 比較的高い値段で仮装の売買をする；⑤ 買い指値注文によって、値下がりくい止める売買をする；⑥ 市場の上げにすかさず追従する買付け等を反復継続して行う等の手法のほか、市場関与率の状況、1日のうち最も重要な時間帯である終値付近での関与状況、1日における同一銘柄の売買の反復状況等である²⁶⁵⁾。

また、誘引目的を認定するに当たって、第三者が取引に誘い込まれることについてどの程度の認識が要求されるかということも、実務上の重要な問題点である。そのことについて、証券取引審議会中間報告書二(3)は、「誘引目的」に関する協同飼料事件控訴審判決の立場を、「『誘引目的』があるといえるためには、『有価証券市場における当該株式の売買取引を誘うという作為的、積極的な意思』までは必要でないとした上で、『この目

264) 最決平成6・7・20刑集48巻5号201頁。

265) 証券取引審議会中間報告書二(4)(5)、神田・黒沢・松尾・前掲注(81)26頁参照。

的は、他の目的犯の場合と同様に、……有価証券市場における当該有価証券の売買取引をするように第三者を誘い込むことを意識しておれば足りる』と判示し、『誘引目的』の立証には積極的な意思の立証までは必要なく、第三者が誘い込まれることの可能性の意識（認識）の立証で足りるとしている」と要約しており、重点は第三者が誘い込まれることについて未必的な認識でよいという点に置かれている²⁶⁶⁾。

159条2項2・3号における表示等による相場操縦の「誘引目的」について、協同飼料株事件の最高裁決定は、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資家にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的²⁶⁷⁾」であると述べている。だが、「人為的な操作を加えて相場を変動させる」とは、1号の場合には自ら行う変動取引（あるいは有価証券売買等が繁盛であると誤解させるような取引）を指すが、2号・3号では変動取引等は必ずしも要求されない²⁶⁸⁾。また、2号との関係では、流布される情報に接した投資家が、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず……自然の需給関係により形成されるものであると誤認」するわけではない。また3号との関係で、誘引目的とは、不実表示の相手方を取引に引き込む目的ではない²⁶⁹⁾。

3. 「安定目的」について

159条3項における安定操作の「安定目的」とは、株価を変動させるのではなく、逆に相場を釘付けし、固定し、又は安定させるものである。変動操作の場合と異なり、安定操作の場合、その取引行為が違法になる要件としては、「誘引目的」は不要である。すなわち、相場操縦は一連の売買

266) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)40頁注(23)参照。

267) 最決平成6・7・20刑集48巻5号201頁。

268) 神田・黒沢・松尾・前掲注(81)31頁。

269) 神崎・志谷・川口・前掲注(139)943頁注(3)、944頁注(5)。

が有価証券市場外におけるものでもよいことから、変動された相場を有価証券市場における売買に反映させることを違法ととらえる必要があり、誘引目的が必要となる。これに対して、安定操作では一連の取引が有価証券市場におけるものでありさえすればよく、誘引目的は必要ないのである²⁷⁰⁾。その「安定目的」について、市場原理に反して人為的に相場を形成する意図のもとで当該有価証券の価格の下落を防ぎまたは遅らせる目的であると解される²⁷¹⁾。または、「現にある有価証券市場における相場を一定の範囲から逸脱しないようにする意図であり、この目的は、いわゆる目的犯の目的と異なり、客観的構成要件要素とされている行為（一連の売買取引）を目的の内容に即応するように規定し方向づける働きをする主観的構成要件要素であるとしている²⁷²⁾」という見解もある。

また、当該目的については、変動操作による現実取引にかかる誘引目的に関する最高裁判決との整合性からすると、実質的には「人為的な操作を加えて相場を安定させるにもかかわらず、投資家にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させる目的」と理解することができる²⁷³⁾。という見解がある。

第3編 インサイダー取引犯罪についての研究

第1章 本罪の保護法益について

第1節 保護法益の範囲についての論争

証券市場が初めて開設されたときには、インサイダー取引を規制する法律はなかった。その原因としては、監督・管理体制の不備のほか、インサ

270) 東京高判昭和63・7・26（判例時報1305号56頁参照）。

271) 東京地判昭和59・7・31（判例時報1138号33頁）。

272) 東京高判昭和63・7・26（判例時報1305号52～53頁）。

273) 松尾・前掲注(201)506頁。

イダー取引が違法ないし犯罪になるか争いがあるが、意見の一致がなされていなかったことが挙げられる²⁷⁴⁾。詳しいことは以下のとおりである。

1. インサイダー取引規制に反対する理論及びそれに関する評価について

(1) 企業のトップ奨励説

この学説は、企業のトップの利益保護という視点から、以下のようにインサイダー取引の適法性を説明している。すなわち、企業のトップは会社の発展に大きく貢献しており、会社がそれにより巨額の利益を得る。それと比べて、企業のトップが会社からもらう給料および配当金は低い。したがって、インサイダー取引を認め、それによる利益を給料及び配当金の補足と見なすべきである。すなわち、インサイダー取引による利益を会社のために努力している企業のトップに会社が与える別の形での奨励と見なす。この学説によると、インサイダー取引は、企業のトップの管理才能をよりよく発揮させるため、インサイダー取引の適法化が企業のトップへの適当な奨励となる。その代表者は、アメリカの Henry Manne 教授である。また、Carlton 教授と Fischel 教授によると、企業は（その業務上）安全性を確保しなければならないという要請は管理者を保守に向かわせりリスクを回避させるようになり、一定の奨励補償はその欠陥の克服という役割を果たす。相対的にいえば、インサイダー取引は優越性が相当にある補償方式である。なぜなら、管理者を新たな技術の変化に適応させるからである。ある管理者が会社に有利な投資項目を発見できる場合、その取引の成功で報酬をもらえたら、彼はこの投資機会を把握するようになる。また、その報酬は、より多くの管理者に価値のある情報を発見させ、リスク

274) これについては、インサイダー取引規制の理論的基礎、例えば、公平の保障、会社利益の保護、市場安定の維持などについて、法と経済分析学派は、取引者の間に知識、理解能力、経験、財力などの不公平が本来に存在している、インサイダー取引を禁止すれば情報公開制度の遅延状況を悪化させる、などの視点から、インサイダー取引規制に対する反論を述べている。徐治文「内部者取引規制の意義と機能——法と経済学の法理論を手掛かりに——」法政研究67巻3号614頁参照。

のある投資活動に参加させる可能性もある²⁷⁵⁾。

しかし、企業のトップによるインサイダー取引を認めると、以下のような問題がある。すなわち、① インサイダー取引を行う企業のトップは必然的に会社に巨大な利益をもたらすわけではない。② 企業のトップのインサイダー取引による利益は、かならず彼が会社に与える利益と合理的な比例関係にあるわけではない。③ 企業のトップが誤りにより会社に巨額な損失を与えるときでも、逆にインサイダー取引による利益で自分は損をしない。その場合、経営の誤りを励ますという皮肉の意味はあろう。④ 企業のトップによるインサイダー取引を認めると、その他の内部者、例えば、普通社員、顧問弁護士などによるインサイダー取引をも認めるべきであるかという問題に直面せざるを得ない。もし認めると、普通社員、顧問弁護士などの会社への貢献をどのような基準で考量するか、しかも、どのような方式で奨励金額を設定するか、という質問に答えざるを得ない。もし認めないならば、会社は企業のトップによるインサイダー取引を認めつつ、普通社員などによるインサイダー取引を防止できるシステムを構築すべきであろう。しかも、論理的には企業のトップによるインサイダー取引を認めるのに普通社員などによるインサイダー取引を禁止すること、すなわち、情報の平等知情権に違反することについて合理的な説明を要する。一見してわかるように、普通社員などによるインサイダー取引について、認めても認めなくても、矛盾に直面せざるを得なくなる。そもそも、奨励金としては、会社は、通常条件的報酬制度 (contingent remuneration) を設定している。リスクが高いインサイダー取引と異なり、本制度は、よりよい確定性と公開性があり、且つ企業のトップの報酬と会社への奉獻とのバランスを維持できるであろう。

275) Carlton & Fischel, The Regulation of Insider Trading, 35 Stcm. L. Rev. pp. 857-859 (1983)。楊亮『インサイダー取引論』(中国: 北京大学出版社, 2001) 16頁参照。

(2) 証券価格調整説

この学説は、重要な未公開情報が公開される前に、株式の市場価格と真実の価値の間に食い違いがあるため、インサイダー取引を認めれば、株式の価格を真実の価値に向かわせると主張している²⁷⁶⁾。したがって、内部者が会社に関する不利な情報を知って、すぐに公開すれば、その株価が大幅に落ちる。または、内部者が内部情報を利用して株式を売り出せば、その取引に影響され、内部情報が公開させる前に株価が落ちる。その際、投資家の損失は、インサイダー取引を完全に禁止する場合より低いのである。換言すれば、インサイダー取引は一般投資家に損失を与えるものではなく、逆に、内部情報が公開される前のインサイダー取引行為により株価が事前下落し、その価格を真実の価値に近づかせるため、取引の過熱化現象を事前に沈静化し、一般投資家の損失を減少させる。1990年ノーベル賞の受賞者、経済学者の William F. Sharpe も、インサイダー取引は株価の調整に役立ち、証券市場にも有利であると認めている。そのほか、ある見解によれば、インサイダー取引は、市場分析人員と専門家が内部者の行為を解読 (decode) し、株価にその内在する内部情報を反映させ、株価を真実の価値に回復させるものだとされる²⁷⁷⁾。

この理論の基礎は、内部者による事前の取引が株価を合理的な価格に変更させることである。しかし、実際にはそうではない。ほとんどのインサイダー取引事件では、インサイダー取引の量は当該証券の取引総量の極わずかでしかない。大多数の投資家が内部情報を知らない状況では、その一部の取引は当該証券の取引総量及び取引価格に大きな影響を与えることはできず、むしろ合理的とはいえない価格へと導くことになることもある。極わずかの事件において、インサイダー取引が確かに証券の取引価格を合理的に調整する役割を果たしても、それは一般投資家の利益を剥奪し市場の

276) 劉憲權・前掲注(1)289頁。

277) Shen-Shin Lu『Insider Trading and the Twenty-Four Hour Securities Market』(Christopher Pub. House, 1999) 14頁。楊亮・前掲注(275)19～20頁参照。

取引秩序を掻き乱すことを代価としているため、認められるものではない。

（3）意思自治説

本説は、私法上の意思自治理念から、会社と内部者との関係が契約自由の原則を基礎として、もし会社が内部者によるインサイダー取引をさせたくなければ、契約で個別に禁止すれば十分であると主張するものである。政府は意思自治の分野に属する私人契約に干渉すべきではなく、国家も法律によりインサイダー取引を禁止する必要はない。「コース（Ronald H Coase）の観点によれば、取引コストがなければ、契約者たちはパレート最適を達成できる。この観点はインサイダー取引の矛盾状況を解決する場合に最高であるようである。²⁷⁸⁾」

しかし、この見解は私的自治理念に関する誤解である。すなわち、私的自治とは、経済生活と家庭生活上のすべての民事的権利および義務の設定、変更及び消滅は、当事者の意思にしたがい、原則的には国家は干渉しないことである²⁷⁹⁾。ただし、国家は一切干渉しないわけではない。民事的権利及び義務の設定などでは、信義則、公序則などの民法上の基本原則にしたがわなければならない。経済犯罪の分野において、私的自治を言いわけとして経済秩序を掻き乱すことはしてはならない。なぜなら、現代市場経済の背景では、私的自治の効能の発揮は、当事者の自由平等及びそれに基づく自由競争を前提とすべきだからである。インサイダー取引はその自由に対する破壊である。しかも、インサイダー取引禁止の権限をすべて証券会社に与えると、会社の利益のためであろうと、人材募集のためであろうと、いかなる会社もインサイダー取引を真剣に禁止しないことが予想されるであろう²⁸⁰⁾。

278) Louis Loss and Joel Seligman [FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION] (ASPEN, 2004) 926頁注(17)参照。

279) 梁慧星『民法総論』（中国：法律出版社，2001）39頁。

280) 傍証としては、EUの1989年反インサイダー取引が挙げられる。そこでは、加盟国のメ

2. インサイダー取引規制に賛成する理論およびそれに関する評価について

政府が経済に対する干渉は、市場失効理論 (Market Failure Theory) に基づくものである。この理論の要点は、次のようなものである。

① 資源の分配を最効率化するためには、以下の要件が必要となる。すなわち、Ⅰ. 市場が独占されておらず、完全に競争できる市場が存在していること、Ⅱ. 市場の主体が完全な経済情報を有し、しかも、取引の相手方が有する情報と対等なものであること、Ⅲ. 規模の報酬 (returns to scale) が変更しないまたは逡減するため、生産量を増加することは、個別生産品の生産コストの減少または個別生産品の報酬率の増加につながっていないこと、Ⅳ. 外部経済効果が存在せず、市場主体の経済行為が他人または社会に影響を与えないこと、Ⅴ. 市場取引のコストが存在しないこと、Ⅵ. 取引の主体が完全に理性的であること、である。② 市場経済が行われるなかで、単純な市場調整では、国民経済の総量の均衡を保ち、安定的に接続していくことを保障できないため、起伏する経済周期が必然的に出てくる。インフレーション、高失業率、国際収支の悪化などの問題について、市場機制が自己調節をして対応することはできない。③ 原則的には、市場主体は平等且つ等価的な関係であるが、投資家が市場活動に関与する最初の条件が異なるため、収入のレベルは必然的に差がある。その差の拡大にしたがい、社会矛盾も激化しつつある。つまり、現実には、市場競争は公平な収入分配の体制を保障することができず、完全な市場体制であっても分配のアンバランスを引き起こす可能性がある。このような現象を「市場失効理論」と称する。この理論からすれば、政府は適切な時機

ㄨ 独立の監督・管理権を尊重するため、その13条がインサイダー取引の処罰について、「各加盟国は確実な懲罰的措置を採用し、本指令の順調な実施を保障すべきである。この懲罰は、行為者に本指令を遵守させることに効果的であるべきである」と、曖昧な内容しか規定していない。1990年代においてヨーロッパの経済が不調であったため、EU 各加盟国は規定方式を柔軟化することにより本国の証券市場の外資吸収力を保障しており、インサイダー取引に対する処罰についても首鼠両端な態度を表している。

で市場に干渉すべきことになる²⁸¹⁾。

市場失効理論の①および③の要点は、インサイダー取引の規制と緊密な関係にある。完璧な証券市場においても、完全な競争は存在していない。取引者は、それぞれ知識の程度、取引手段、取引身分などの要素に差があるために経済情報を平等に有しているわけではないし、取引情報の均衡化も実現できないため、収入の差と貧富の両極化も不可避なものとなる。市場主体は他人及び社会と互いに影響を及しやすいため、証券市場が外部効果を有することは明らかである。以上の要素が影響することから、異なる取引者は、完全に同様の取引情報を占有または利用する地位を有することにはならない。そのような地位の差について、政府はある程度は認めているが、その程度を超える差異は、投資家及び会社の利益を損ない、市場秩序も危害し得るため、禁止されるべきである。それゆえ、インサイダー取引は、そのような不平等な地位の濫用であり、各種の危害を引き起こしやすいため、禁止されるべきである。以下では、インサイダー取引規制に賛成する理論を詳細に検討する。

（1）投資家利益保護説

この説は、投資家利益の保護を重視しており、インサイダー取引に対する規制の主要な原因は、この取引行為が投資家の利益を侵害することである、と考えている。すなわち、本説によると、保護法益は投資家の利益である。市場経済は典型的な情報経済であり、情報をコントロールすることは、富をコントロールことに等しい。内部者が、当該情報が公開される前に取引を行えば、それは情報の不法利用になる。詳しく言えば、内部情報が公開される前は、それと関わる証券の取引も通常の形で行われており、証券の価格も通常の通りに起伏している。その際、一般投資家が信頼している証券の取引量及び取引価格は、比較的安定している。しかし、内部者が事前に取引を行う、すなわち、低価で購入または高価で売却してお

281) 張小寧・前掲注(63)64頁参照。

き、内部情報が公開された後に、それと逆の取引を行う、すなわち、高価で売却しまたは低価で購入する場合には、巨額の利益を得られる。しかし、内部者が得る利益は、実際は他の投資家が得るべき利益または避けるべき損失である。換言すれば、インサイダー取引は、一般投資家の利益を侵害することに他ならないのである。

このことについて、ドイツの学者はより詳しい分析を行っている。インサイダー取引により侵害される法益が個人法益であるとする見解は、①インサイダー取引と相対して取引する投資家の損害で説明する考え方、②市場レベルで一般投資家の損害との関係で説明する考え方に分けられる。①の投資家は、正か負の情報を得て有価証券取引をするインサイダーとの関係において、前者の場合は当該有価証券をその値段を下回る値段で当該インサイダーに売ることになり、後者の場合は当該有価証券をその値段を上回る値段で当該インサイダー取引から買うことになるため、そこに損害が発生する、とされる²⁸²⁾。②においては、インサイダーが負の情報を得て当該有価証券を売る場合は、その数だけ売りが増えるため当該有価証券の価格は下げられ、正の情報を得て当該有価証券を買う場合は、需要が大きくなり、それだけ当該有価証券の価格は上げられることになるため、一般投資家は市場サイドにおいて損害を受けるとされる²⁸³⁾。すなわち、インサイダー取引による利益は、現実の株主の利益を詐取することであるほかに、潜在的な投資家の獲得しうる利益をも奪っているのである。

この問題について、アメリカの研究者は以下のように論証する。例えば、内部者が地下資源の発見に関する情報を事前に知っており、当該情報が株価を一株10ドルから20ドルへ上昇させる可能性があるとする。当該内部者が、一株10ドルの価格で当該株式を購入する場合、その株式の売買に

282) Volker Lücker, Der Straftatbestand des Mißbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 1998, S. 21 f. これについては、神山敏雄『日本の証券犯罪』(日本評論社, 1999) 77頁参照。

283) Volker Lücker・前掲注(279), S. 22 および神山・前掲注(282)77頁参照。

応じる株主Aが、その価格で売却することを自ら強く望んでいれば、Aに損害は生じていない。もっとも、現に取引に出ていない株主Bは損失を受けることになる。内部者の購入行為により株価が臨時的に上昇するからである。その結果、Bはより多くの資金で当該株式を購入する必要があるか、またはその株価が高いため購入を放棄せざるを得ない。つまり、Bは、株価が10ドルから20ドルに上昇する際に得ることができただろう利益も放棄していることになる²⁸⁴。

しかし、この事例では、もし株主Aが平等に内部情報を知れば、緊急の債務を弁済する場合を除けば、当該株式を売出すことはしないであろう。そのため、Aが「自ら強く望んで」為した売却は、真実の意思表示とはならず、いわば詐欺によって錯誤に陥ったうえでの投資判断である。加えて、インサイダー取引による株価の変化は潜在的な投資家の投資意図を変更するかもしれないが、取引が現に行われていない以上、潜在的な投資家は、実際には損失を受けていないのである。したがって、潜在的な投資家の利益に着目する見解は正しくないであろう。インサイダー取引が侵害しているのは現実の株主の利益である。

（2）平等知情権説

本説は、インサイダー取引によって、一般投資家の取引に関して情報を平等に知ることができる権利（平等知情権）が侵害される、とする見解である。証券市場の運行の基礎は、情報の適切な公開であり、証券市場の安定な運行を維持するため、すべての情報が適法に公開されるべきである。その意味では、取引に関与しているすべての投資家が、平等知情権を有するべきである。その権利に基づき、投資家は平等な投資機会を得て、共同な投資機会を得るのである。インサイダー取引の場合、内部者が内部情報を事前に利用して取引を行っており、一般投資家よりも前の段階で、投資機会を利用している。それは平等知情権を侵害しており、情報を知る際の

284) Louis Loss and Joel Seligman・前掲注(278)919頁注(2)参照。

不公平性が利益獲得の不平等性でもあることになる²⁸⁵⁾。

(3) 会社利益損害説

本説は、会社の視点からインサイダー取引の危害性を説明する。まず、信用を重視している時代では、信用は会社の無形な資本であり、会社が競争力を保つ基礎でもある。ところがインサイダー取引は、会社の信用を低下させ、会社の市場競争力を失わせることになる。さらに、インサイダー取引は、会社自身の利益を侵害する。すなわち、有利な情報が公開される前にインサイダー取引を行う場合、取引者の得た利益は、本来、会社に帰属するべき利益であろう。また、不利な情報が公開される前にインサイダー取引を行う場合、取引者は、自分が受けるべき損失を会社に転嫁しているのである。この意味では、インサイダー取引は会社に対する「窃盗」的な行為²⁸⁶⁾といえる。また、内部情報は会社のために存在しており、その使用权も会社に属しているはずである。そうであるならば、インサイダー取引においてその専有的な情報を無断で使用することは、会社に対する「背任」的行為であろう。さらに、インサイダー取引を放任すれば、より多くの利益を得るために、内部者はリスクの高い投資を選択し、一般投資家の利益を無視しやすくなる。それゆえ、内部者は「慎重に管理する義務」を果たさず、会社もより高いリスクに直面せざるをえない。つまりは、インサイダー取引は、会社の信用を侵害または利益を剥奪し若しくはリスクを転嫁することにより、会社の無形または有形の資本を侵害して、会社を高いリスクの下に置くことになるのである²⁸⁷⁾。

285) 劉憲權・前掲注(1)291頁。

286) 内部者による取引をさらに厳しく規制するため、2009年刑法改正案(七)により、未公開情報利用取引罪を新設した。業界に通常「鼠倉行為」と称されている。このことについて、本稿第一編序章第1節3「中国法における証券について」注(6)(立命館法学342号948頁)を参照されたい。付言すれば、中国刑法理論では、日本の刑法理論と同じく、「窃盗」は、財物だけを対象としている。

287) 羅怡德『証券取引法』(台湾黎明文化事業株式会社, 1991) 5～7頁参照。

（4）証券市場安定維持説

EU 法は、市場基礎理論²⁸⁸⁾を基礎としており、インサイダー取引などの市場濫用行為は、証券市場の秩序を破壊するものとしている。そのため、先に述べた個人法益論に対応して、以下の見解が、ドイツにおいて主張されている。すなわち、金融市場の機能にとって、投資家の信頼は決定的な重要性を有し、当該信頼は、投資家が平等に取り扱われ、情報の不法な利用から保護されるという保証に基づくものであり、したがって、インサイダー取引はこの信頼を危険にし、市場の円滑な機能を侵害する、という見解である²⁸⁹⁾。換言すれば、証券市場の運行が情報の合法的公開および運用に依存しているため、情報の不法利用に対する規制は、証券の評価機能及び資金分配機能を高めている。それゆえ、各国の証券法では、証券取引が公開、公平、公正に行われるべきと規定しているのである²⁹⁰⁾。インサイダー取引はその「公開、公平、公正」という原則に反している。また、証券取引の場合、投資家の投機心理は避けられないが、取引規則に違反する投機行為は嫌がられる。証券市場において詐欺行為が氾濫すれば、投資家の投資への熱情は低くなり、取引量も下落して行き、市場の活力は失われて行く。例えば、1980年代、日本の証券市場は「内部者の天国」といわれ、その監督・管理制度の不備のためにインサイダー取引を効果的に

288) 本稿第一編第2章第2節1「当該指令の理論元——市場基礎理論」(立命館法学342号978~979頁)を参照されたい。

289) Martin Peltzer, Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, AIP-Report, 1994, S. 747. および、神山・前掲注(282)78頁参照。

290) たとえば、アメリカ1934年証券取引所法の序言では、「本法は、……、当該取引所および市場において不公平および不公正な慣習を防止する等の目的のために制定されたものである。」と規定している。また、日本の金融商品取引法の1条は「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。」と規定している。

規制してはいなかったが、このことから、個人投資家にとって証券市場が身近なものとなっているかといえ、依然として、そうはいい難い状況にある。たとえば、2001年末の段階での個人の金融資産に占める株式（出資金を含む）の割合をみると、米国が34%、英国が14%、ドイツが13%、フランスが32%となっているに対して、日本はわずか7%しかない²⁹¹⁾。また、投資家が安定した運営の状況にない証券市場に直面すれば、投資家の市場に対する信頼感は失われ、投資への熱情が低くなるため、証券発行のコストも高くなり、証券市場の資金を吸収する能力も低下して行き、証券市場の運行も困難になる。例えば、今の中国証券市場では、大多数の投資家が証券を売買する目的は長期の所持ではなく短期の投機であるが、それは、インサイダー取引などの犯罪に対する規制が不十分であるため、取引の収益が安定ではなく、投資家の証券市場に対する信頼感も低いことが原因であろう²⁹²⁾。そのような自律、均衡及び予測可能性が足りない証券市場においては、「倫理自覚がなく、職業尊厳もなく、冒険的精神のみある『賤民資本主義 (pariakapitalismus)』」²⁹³⁾しか出てこない。証券市場の運行が国民経済の健全な発展と関わるため、インサイダー取引を放任すれば、証券市場が経済情報を正しく反映することを阻害し、国家のマクロ経

291) 越智誠「国際比較：個人金融資産一、四〇〇兆円」日銀クオーターリー SPRING (2003) 18頁。島崎憲明「インサイダー取引規制の明確化のための日本経団連の提言」商事法務 1687号30頁参照。

292) スイスの心理学者、分析心理学理論の創出者であるカール・グスタフ・ユング (Carl Gustav Jung) による「集合的無意識」にしたがえば、証券市場における個人投資家は、利益追求・投機心理の影響から、投資に関する長期的計画を作るのが困難であり、そのため、集合的無意識の現象に支配されやすい。それに、証券市場の起伏性及び流動性は、その現象を強化する傾向もある。換言すれば、証券市場では投機現象を一切絶滅できるわけではない。それに対応して、証券犯罪に対する管理・監督機制は、その点で抑制と緩和の役割を果たすべきである。しかし、中国で目下行われている証券犯罪に対する規制は、まさにこの点において効果のないものである。付言すれば、「集合的無意識 (ドイツ語: Kollektives Unbewusstes, 英語: Collective unconscious)」は、ユングが提唱した分析心理学における中心概念であり、人間の無意識の深層に存在する、個人の経験を超えた先天的な構造領域である。「個人的無意識」の対語としてあり、「普通の無意識」とも呼ぶ。

293) 季衛東『法治秩序の建構』(中国政法大学出版社, 1999) 6頁。

済政策及び経済秩序を危殆化する²⁹⁴⁾。

(5) 市場効率損害説

本説によると、インサイダー取引は、以下の方式で市場効率を損害するものとなる。すなわち、① インサイダー取引により、財産が外部者(outsider)から内部者に移転し、外部者の利益及び信念は侵害され、証券取引に参加したくなくなる。② 内部者がインサイダー取引のために内部情報の公開を遅くするため、インサイダー取引は迅速に情報を公開することを阻害するものとなり、情報の公開を不十分、市場効率も影響を甘受せざるをえない。③ 市場の構成を仔細に分析した研究によると、情報の不公平によるインサイダー取引は取引のコストを高め、市場の流動性を下げることになる²⁹⁵⁾。

(6) 誠実義務違反説

本説は、1980年の *Chiarella v. United States* 事件²⁹⁶⁾に由来する。この事件において、裁判所は、インサイダー取引がコモン・ローの伝統における「誠実義務」に違反すると考えている。すなわち、会社法のコモン・ローの伝統によると、内部者が会社及び株主に誠実義務を負うべきであり、慎重に職責を履行すべきであって、この誠実義務に違反し、私利を獲得すべきではないのである。もし内部者が内部情報を利用し、私利を獲得すれば、誠実義務に違反することになる。その後の事件において、裁判所は誠実義務を負う主体の範囲を拡大し、適法に内部情報を獲得できるすべての者に広めるとともに、「誠実または信頼の義務」という文言を使用しはじめた²⁹⁷⁾。この「誠実または信頼の義務」とは、内部者が内部情報を

294) 白建軍『証券詐欺と対策』（中国法制出版社、1996）16～17頁参照。

295) 張新・祝紅梅「インサイダー取引に関する経済学分析」（中国：経済学（季刊））3巻1号76頁参照。

296) *Chiarella V. United States*, 445 U.S. 220 (1980)。

297) 有名な事件としては、1983年の *Dirks v. SEC* 事件 (*Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983))、1997年の *United States v. O' Hagan* 事件 (*United States v. O' Hagan*, 521 U. S. 642)

知る場合、この情報を公開しないまたは私利のために利用しない、という義務である。この義務に違反する場合に、インサイダー取引の責任が追及されることになる。

3. 中国におけるインサイダー取引の客体に関する議論

インサイダー取引の保護法益についての結論を出す前に、中国におけるインサイダー取引の客体に関する議論について触れておきたい。インサイダー取引の客体について、多種多様な見解はあるが、その客体の種類に応じて以下の三説に分けられる。

(1) 単一客体説

まず、この見解は、インサイダー取引において侵害されているのは、証券取引に対する国家の管理制度であると考えている。すなわち、本罪に侵害されている客体は、証券取引市場の管理秩序である²⁹⁸⁾。

(2) 二重客体説

それに対して、証券取引市場の管理秩序以外をも客体とみなすのは、二重客体説である。大多数の学者は本説を主張しているが、その二重客体が何であるのかについては差異がある。具体的には以下の通りである。

① 証券取引市場に対する国家の管理制度と投資家の適法權益説。この見解は、本罪の客体が複雑客体²⁹⁹⁾であり、証券市場に対する国家の管理秩序とその他の証券投資家の適法權益である³⁰⁰⁾、または、本罪の客体は、証券取引市場に対する国家の管理制度と投資家の適法權益である³⁰¹⁾とい

↘(1997) は挙げられる。その詳しい内容について、以下の本編第 3 章「内部者について」を参照されたい。

298) 高銘暄編集『新編中国刑法学』(中国人民大学出版社, 1998) 165頁。

299) 中国の刑法理論では、客体の数により、犯罪の客体は、単一の客体、二重客体、三重客体等に分けられている。二つ(二重)以上の客体は通常複雑客体と称されている。

300) 高銘暄・馬克昌編集・前掲注(113)415頁。

301) 王作富編集『刑法(第二版)』(中国人民大学出版社, 2004) 328頁。

うものである。さらに詳しく言えば、その他の証券犯罪と同じように、インサイダー取引は、まず、証券市場の管理秩序を侵害し、主に証券市場の公平、公開及び公正の取引原則に違反することになる。次に、インサイダー取引は、一般投資家の適法權益を必然的に侵害し、投資家の情報に関する平等知情権を侵害するのである。以上の二つの客体には、緊密な関係がある。すなわち、投資家が平等知情権を失うと、市場における地位も不利になり、その不利な投資環境で取引をすれば、証券取引は必然的に混乱し、証券市場の管理秩序も掻き乱されることになる³⁰²⁾。これは、別の論者によって次のようにも説明される。証券取引は公開、公正及び公平に行われるべきであり、ある者が内部情報を利用し取引をして、巨額の利益を獲得または重大な損失を避けると、証券取引市場の秩序は必然的に破壊されることになる。さらに、証券投資家は、投資判断の根拠である取引情報について平等知情権を有するべきであるが、インサイダー取引はほかの投資家の平等知情権を侵害し、証券取引では不利な地位に置かれ、あるべきではない損失を甘受させることになる³⁰³⁾。本説は中国の大学で通用されている法学教科書に採用されており、しかも、その主張者は影響力が高い刑法学者であるため、現在の通説であると言える。

② 証券市場における情報公開制度と投資家の適法權益説。この説は以上の学説と異なり、市場管理制度の代わりに情報公開制度を強調するのだが、それについて、本説は以下のように解釈している。証券取引の際には情報が重要な意義を有するが、経済学のランダム・ウォーク理論(Random Walk Theory)³⁰⁴⁾、効率的市場仮説³⁰⁵⁾、現代ポートフォリオ理

302) 劉憲權・前掲注(1)316頁。

303) 郝銀鐘・王莉君前掲注(239)355～356頁。

304) ランダム・ウォーク理論とは、株価の値動きは、どの時点においても長期的にも短期的にも「上昇と下降の可能性」がほぼ同じであり、独立した事象であるから、過去のトレンドやデータによって将来の値動きを予測することは不可能である、とする理論である。

305) 効率的市場仮説とは、1960～1970年代に米国で提唱されたもので、市場は効率的であり、どのような情報を利用して、他人あるいは平均よりも高いパフォーマンスを一貫メ

論 (Modern Portfolio Theory)³⁰⁶⁾ において示されている様に、情報と証券市場には内在関連性がある。投資家にとっては、情報獲得が早いほど、投資効率が上がる。そのため、内部者は一般投資家には知られていない優位な情報を知れば、その株価の趨勢を判断し、購入または売却の決定を下し、証券価格の変動による収益を獲得できる。そこから、証券市場における情報公開制度が本罪の主要な客体とされるのである³⁰⁷⁾。他方、投資家の適法権益は、証券市場の効率秩序の破壊により必然的に害されるため、これも本罪の客体となる。ところで、情報公開制度は証券取引市場に対する国家の管理制度の核心であるため、本説は実際には通説と矛盾してはいない。また、本説の主張者は、本罪の客体が二重客体であり、すなわち、証券取引に対する国家の管理秩序とその他の投資家の適法権益であると言うとともに、証券取引情報の公開制度が以上の二つの法益の連結点であると述べている。つまり、情報の公開制度は、証券市場管理の重要な手段であり、しかも、一般投資家の利益を保護する重要な手段でもある。それゆえ、国家が情報公開制度を作るとともに、インサイダー取引及び内部情報漏洩の行為を禁止することは、証券取引に対する国家の管理秩序及び一般投資家の利益の保護を表しているのである³⁰⁸⁾。

(3) 三重客体説

三重客体説は、インサイダー取引の客体に、① 証券市場の公開、公平、公正という取引原則、② 投資家の適法権益、③ 投資家の平等知情権を挙げる³⁰⁹⁾。ただし、中国の刑法理論によると、犯罪客体は、刑法に保護さ

↘してあげることが不可能であるという説である。

306) 現代ポートフォリオ理論は、合理的な投資家が分散投資を行い、自身のポートフォリオを最適化し、また、自身のリスク資産をどう価格設定するかを決める理論である。

307) 趙秉志編集『金融管理秩序破壊罪における困難問題に関する司法対策』(中国：吉林人民出版社、2000)、186頁。

308) 薛瑞麟編集『金融犯罪研究』(中国政法大学出版社、2000) 262頁。

309) 陳文飛『先物犯罪透視』(中国：法律出版社、1998) 163～164頁。

れ、且つ犯罪に侵害される社会関係である。公開、公平、公正という取引原則は社会関係といえないため、その取引原則を犯罪客体と見なすことは論理的に認められないのである。また、平等知情権は投資家の権益の一種類であり、独立に列挙する必要性について、本説は理由を述べていない。

4. 本罪の保護法益について

以上の見解は、各視点からインサイダー取引の保護法益について分析するものであり、①投資家利益説、②平等知情権説、③会社利益損害説、④証券市場安定維持説、⑤市場効率損害説、⑥誠実義務違反説という六種類に分けることができる。①投資家利益説は、投資家利益の具体的内容について検討し、投資家が現実の投資家であるべきとする。この見解は、証券取引の実際に合っており、よい参考になろう。②平等知情権説は、合理性はあるものの、着目点が狭すぎる。すなわち、先に述べたように、平等知情権が投資家利益の一種類であるべきであるため、本罪の法益を平等知情権しか考えていないならば、会社の利益、市場取引秩序を保障できないうし、投資家の投資判断権、利益獲得権及び獲得すべき利益も保障できなくなる。③会社利益損害説は、実際の利益、潜在の資本、運営コストなどの視角から分析し、証券の取引実際に合致している。とりわけ、その潜在の資本及び運営コストは会社の生存にとって極めて重要であるが、研究者に常に見過ごされている。したがって、この学説も興味深いものである。④証券市場安定維持説と⑤市場効率損害説については、市場の安定と効率は市場の運営の不可欠な要素であり、ともに証券市場の整体秩序の一部であるため、両者を合わせて市場秩序に入れて理解したほうがよいように思われる。⑥誠実義務違反説における「誠実義務」は、証券取引が守るべきである基本規則であり、取引者の間、取引者と会社の間、取引者と市場の間、会社と市場の間などの各領域と関わり、その範囲が広く、抽象的であるため、各具体的法益と併せて検討したほうがよいであろう。

以上のことから、インサイダー取引の保護法益について、以下の四つの視点から理解したほうがよいと思われる。① 現実の投資家の権益。この権益は、内部情報を平等に知る権利、すなわち平等知情権、内部情報に基づき投資判断する権利、すなわち投資判断権、それにより利益を獲得しまたは損失を避ける権利、及びそれらの権利により獲得する利益である。② 会社の利益。インサイダー取引は、会社への信用などの潜在の資本を侵害し、しかも利益を奪うまたはリスクを転嫁するなどの方式により会社の現実の資本を侵害する。そのほか、会社を不必要に高いリスクの下に置くことになる。③ 証券市場の効果的運営。インサイダー取引は、一般的な取引者の証券市場及び会社に対する信頼感と投資への情熱を低め、一般的な取引者への情報の伝播速度を遅くし、取引のコストを増やし、市場の公信力を喪失させ、その結果として、潜脱的な行為が氾濫し、証券市場の活力も失って行く。また、④ インサイダー取引は、証券市場の取引秩序を掻き乱すため、市場の国民経済状況の反映能力を弱め、国民経済の発展にも影響を与える。

第 2 節 筆者の見解

インサイダー取引の保護法益について、四つの側面で確定すべきであると思われる。すなわち、現実の投資家の適法権益、会社の利益、証券市場の取引秩序、国家の証券市場管理制度である。

1. 現実の投資家の適法権益

一般投資家の適法権益は、証券市場の基盤であり、証券取引の効果的運行を維持するため、何よりも投資家の権益を優先に保護すべきである。その権益は、投資家が取引情報を知る知情権、その取引情報に基づく投資判断の権利、公開、公平、公正で取引する取引権、取引により利益を獲得する権利、及び以上の権利により獲得する利益等である。インサイダー取引の場合、内部者がインサイダー取引により得た利益は、實際上その他の投

資家が獲得しえた利益である。その意味では、インサイダー取引は「詐欺」、「窃盗」的な行為と同じである。ここにいう投資家は、現実の取引者、すなわち、現実取引を行った者であるべきである。取引を行わない取引者、すなわち潜在的な取引者は含まれていない。

また、現実の取引者と関わるもう一つの問題点は、インサイダー取引者と相対取引を行う者に限るべきか否かである。その問題点について、肯定説は以下のように解釈している。すなわち、内部者が正の情報を利用し株式を購入して、その情報が公布されたら当該株価が上昇する場合、当該株式と関係がある投資家は以下の三種類に分けられている。① 持株を内部者に売り出す投資家、② 他の投資家と売買取引を行う投資家、③ 株式を所持するが、売買取引を行わない投資家、である。その中で、①の投資家だけはインサイダー取引により損失を受ける。②の投資家の獲得利益または損失は、インサイダー取引とは関わっていない。③の投資家は損失を受けていない。負の情報の場合も同じである³¹⁰。換言すれば、インサイダー取引の場合、インサイダー取引者と相対取引を行う投資家の損失は、インサイダー取引によることになる。しかし、この見解に対しては、以下の反論が考えられる。Ⅰ. インサイダー取引によって証券の取引量が異常に変動すれば、投資家は、インサイダー取引者と相対取引を行わなくとも、その異常の変動により損失を受けるであろう。すなわち、投資家の損失と直接に関わるのは、内部者本人によるインサイダー取引ではなく、その取引による売買の異常な変動である。Ⅱ. 証券取引、特に市場取引の場合、取引者が関心を持っているのは株価の騰落であり、相手の身分ではない。取引者が売買した株式が、内部者により売買された株式と同一のものであるについては、実際には立証困難である。それゆえ、その取引を相対取引に限定することは証券取引の実情を見逃すことになる。Ⅲ. 日本における最初のインサイダー取引損害賠償事件であるジャパンライン事件で聞

310) この分析モデルは、神山・前掲注(282)71～72頁を参照したものである。

題となったように³¹¹⁾、原告が自分の損失と内部者による取引の間に因果関係があることを立証する必要があるため、立証ができず、賠償請求が認容されないことを、原告は甘受せざるをえないことになる。IV. アメリカ法におけるこの問題の解決策が、参考になると思われる。すなわち、投資家は、自分が内部者と相対取引を行ったことについて立証する必要はなく、自分の取引と内部者の取引が同時に且つ相対で行われていることを証明できれば十分とされている。また、その「同時」とは、内部者の取引時間と完全に一致する必要はなく、内部者の取引は既に終わっているが、その後、株価が異常に変動している間に投資家の取引が行われたのであれば足りるのである。したがって、インサイダー取引に侵害されるのは現実の投資家の権益であり、その現実の投資家は、内部者と相対取引を行う者に限られる必要はないのである。

2. 会社の利益

インサイダー取引においては、会社の利益も侵害される。まず、インサイダー取引による不法利益は、もとは会社が獲得すべき利益である。換言すれば、インサイダー取引は、会社が得るべき利益を「窃取」するようなものである。次に、インサイダーは、投資家の会社に対する信頼感を破壊し、会社の信用を低下させる。その信用は現代企業の無形資本であるため、その信用に対する破壊は、会社に長期的に悪い影響を与える。最後に、インサイダー取引は、会社の管理者に職業道徳を守らせなくなり、インサイダー取引によるより大きな利益を得るために、リスクの高い経営を行うようになり、会社を必要のないリスクに直面させ、その運営をより困難なものとしてしまう。

311) 本事件に対する批評は、牛丸與志夫「証券取引所を通じて株式を購入した者が、同日当該株式を売却した者に対し、その売却が不法行為（いわゆる「インサイダー取引」）に当たるとして求めた損害賠償請求の可否」私法判例リマークス1993年（下）99頁；春田博「内部者取引を理由とする損害賠償請求」法学セミナー37巻11号128頁を参照されたい。

3. 証券市場の取引秩序

インサイダー取引が詐欺であるため、証券取引の公平性は、必然的に破壊される。抽象的に理解すれば、インサイダー取引により侵害されているのは、証券市場の公正性と健全性である。証券市場でインサイダー取引などの詐欺行為が氾濫すれば、誠実及び公正などの取引道徳が失われ、誠実な投資家は必然的に市場から脱退し、証券市場の取引秩序もさらに悪化して行く。したがって、インサイダー取引に関する処罰規定の保護法益は「証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼」であり、そのような投資家の信頼を害する危険のある一定の行為を処罰するために、その処罰規定を増設したのである³¹²⁾。すなわち、このような行為は、取引当事者間の公正さを害するばかりでなく、証券取引全般に対する不信を招き、証券市場の健全な発達の障害となる³¹³⁾。しかし、それに対して、投資家の信頼は抽象的・精神的なものであるので、法益とするには不適切である³¹⁴⁾という批判がある。また、「この情報が結果として株価に影響を与えなかった場合でも、その行為が規制の対象となるのは、その保護法益を必ずしも投資家の具体的な損害の発生ではなく、その市場に対する公正な信頼の確保であるとするからである。すなわち、このような情報を得て行う取引は、損害を発生させる可能性があるところから、抽象的な『市場に対する信頼』を損なうおそれがあるからである。……、しかし、このことはインサイダー情報を有して『株価に影響がない』と思って取引をした場合と、影響があると思って取引したのに影響がなかった場合をどのように法律的に評価するかという問題を生じさせる。³¹⁵⁾」という指摘にも注意しなくてはならない。

312) 河本一郎・龍田節・神崎克郎・芝原邦爾・江頭憲治郎・森本滋「証券をめぐる不正取引の検討【第一回】」商事法務1160号18頁（芝原発言）参照。

313) 龍田節「内部者取引に関する法律私案と提案理由」商事法務746号2頁。

314) 神山・前掲注(282)75頁。

315) 岸田雅雄「インサイダー取引規制」法学セミナー414号22～23頁。

4. 国家の証券市場管理制度

国家の証券市場管理制度の核心は、証券市場の情報公開制度であり、証券市場の公開、公平、公正取引制度もその管理制度に含まれている。したがって、以上の制度に対する破壊は、国家の証券市場管理制度に対する破壊である。また、証券、特に株式の価格指数は、国家の経済状況の晴雨計であり、国家の市場経済水準の標識である。インサイダー取引が氾濫すれば、証券の価格指数は実効性および真実性を失い、証券市場に反映される情報も誤ったものとなり、その結果、国家の経済決定に悪い影響を与え、最終的に国家のマクロコントロールを阻害するようになる。

第 2 章 内部情報について

第 1 節 内部情報に関する概論

1. 米欧中日の各法における内部情報について

(1) アメリカ法における内部情報について

アメリカ連邦証券諸法及び SEC 規則では、内部情報に関する明文の定義はない。その影響で、アメリカの裁判官及び学者は、証券に関する判例及び著作において「内部者」、「インサイダー取引」という文言をよく使用しているが、「内部情報」という文言はほとんど用いられない。その代わりに、「実質的情報 (material information)」または「秘密情報 (confidential information)」などの文言がよく用いられている。それに従い、中国の研究者はアメリカ法の内部情報について、以下のように定義している。すなわち、内部情報とは、実質性及び秘密性という核心な要素がある情報であり、上場会社の証券価格に実質的な影響を与え、しかも公開されていない情報である³¹⁶⁾。換言すれば、アメリカ法では、内部情報の特徴について、「実質性 (重要性)」と「秘密性」を特に強調している。

316) 劉憲權・前掲注(1)317頁参照。

(2) EU 指令における内部情報について

アメリカ法と異なり、EU 法は、1989年反インサイダー取引指令において内部情報の定義を明文で規定している。当該指令の1条1項は、内部情報について「一つ若しくは幾つかの金融商品の発行人または一つ若しくは幾つかの金融商品と直接または間接に関わり、非公開的で確実な情報である。しかも、当該情報が開示されれば、関連金融商品の価格及び関連派生的金融商品の価格に重大な影響を与える。」と規定している。その後、2003年反市場濫用指令1条1項は、内部情報について、「一つ若しくは幾つかの金融商品の発行人または一つ若しくは幾つかの金融商品と直接または間接に関わり、非公開的で確実な情報で、しかも、当該情報が開示されれば、関わる金融商品の価格及び関わる派生的金融商品の価格に重大な影響を与えるものである。」と規定している。この二つの指令における内部情報に関する規定内容は、実質的には異ならないのであるが、2003年反市場濫用指令では、「重大」という文言を加えることで、内部情報の範囲を狭くしている。「情報濫用行為に対する規制について、EU の態度はますます慎重になってゆき、市場濫用行為の規制と金融市場の活発性の間に微妙なバランスを探すこと³¹⁷⁾」はよく見られる。その規定内容を分析すれば、EU 指令では、内部情報の「重要性（重大な影響）」、「非公開性（非公開的）」、「関連性（関わる）」及び「確実性（確実な）」との四要素を強調している。

(3) 中国法における内部情報について

中国内陸の証券取引法75条1款は、内部情報について、「証券の取引活動において、会社の経営、財務に関わり、または当該会社の証券の市場価格に重大な影響があり且つ未公開な情報」と規定している。そこでは、内部情報の「重要性（重大な影響がある）」、「未公開性（未公開）」、及び「関連性（関わる）」との特徴が見られる。この規定は、台湾の証券取引法

317) 劉憲權・前掲注(1)203頁参照。

157条4款の規定内容³¹⁸⁾とほぼ同じである。証券取引法の影響で、中国の研究者は、内部情報の定義について、法律規定とほぼ同じように述べている。例えば、「証券取引の活動では、会社の経営、財務に関わりまたは当該会社の証券の市場価格に重大な影響を与え、しかもまだ公開されていない情報³¹⁹⁾」とされる。あるいは、「証券の発行、取引に関わりまたはその他の証券価格に重大な影響を与え、しかも公開されていない情報³²⁰⁾」、または、「内部者に知られ、まだ公開されておらず、しかも証券の市場価格に影響を与える重大な情報³²¹⁾」とされる。それに対して、証券取引法75条1款における内部情報の規定範囲は狭いものであり、EU指令を参考にして、「ある証券若しくは証券の発行人、または特定の種類の証券若しくは証券の発行人と関わり、当該会社の証券の市場価格に重大な影響を与え、しかもまだ公開されていない情報³²²⁾」と改正すべきであるという見解もある。すなわち、「重要性」、「未公開性」、「関連性」のほかに、「確定性」も強調するのである。以上の四要素との関係で、内部情報の特徴について、中国では以下の見解が主張されている。

① 二特徴説

この見解は、内部情報の特徴として、二つの特徴を挙げる見解である。この見解は、さらに、内部情報の特徴を、Ⅰ. 秘密性と重要性とする説³²³⁾、Ⅱ. 未公開性と価格敏感性とする説³²⁴⁾、に分けられる。後者にお

318) その内容は以下のようである。会社の財務、業務または証券市場の需要に関わり、その株価に重大な影響を与え、または正当な投資家の投資決定に重要な影響を与える情報である。王文字編集・前掲注(5)162頁。

319) 陳立『経済犯罪の理論と実務(修正版)』(中国:厦門大学出版社,2006)56頁。倪沢仁編集『経済犯罪刑法適用指導』(中国検査出版社,2007)194頁。

320) 馬克昌編集『経済犯罪新論:社会主義市場経済秩序破壊罪研究』(中国:武漢大学出版社,1998)290頁。

321) 張軍編集『金融管理秩序破壊罪』(中国人民公安大学出版社,2002)274頁。張国軒『商業犯罪の罪名の定めと量刑(修正版)』(中国:人民法院出版社,2008)674頁。趙志華編集『金融犯罪の罪名の定めと量刑(修正版)』(中国:人民法院出版社,2008)284頁。

322) 陳建清「析議内部情報の認定」福建農林大学学报(哲学社会科学版)2007年10卷78頁。

323) 趙秉志編集・前掲注(307)186頁。

ける未公開性とは、証券取引者が取引する際、利用される情報が、証券監督管理委員会に指定される定期刊行物によって公布されておらず、または中央・地方政府に認可されるその他の方式により社会公衆に披露されていない状態を指す。また、価格敏感性においては、インサイダー取引に利用される内部情報は、投資家の購入または売却の決定に影響を与え、証券取引価格に大きく且つ明らかに変更させる情報であることが必要となる³²⁵⁾。

② 三特徴説

本説は、内部情報の特徴として、以下のものを挙げる。Ⅰ．関連性。つまり当該情報は証券の発行及び取引の活動と関わっていること。Ⅱ．未公開性。つまりその重要な情報または資料が、法定の方式により社会公衆と投資家にまだ公開されておらず、秘密にされている状態であること。Ⅲ．重要性。つまり当該情報が公開されると、証券価格の下落または上昇に実質的影響を与え、それにより証券の所持者は利益を獲得または損失を免じることができるものであること³²⁶⁾。これ以外にも、内部情報の特徴につき、多くの著作において、明確には述べられていないものの、その概念を分析すれば、例えば、証券取引活動中、会社の経営・財務に関わり（関連性）または当該会社の証券価格に重大な影響（重要性）を与え、まだ公開されていない（未公開性）情報が、内部情報である、とされている³²⁷⁾。

③ 四特徴説

この見解は、内部情報として、四つの要素を挙げるものである。すなわち、Ⅰ．まだ公開されていない情報（未公開性）、Ⅱ．真実且つ確実な情報（真実・確実性）、なお、これによりインサイダー取引犯罪と証券取引虚偽情報捏造伝播罪及び虚偽陳述による証券詐欺罪とが区別される。Ⅲ．可譲渡証券の発行者または可譲渡証券に関わる情報（関連性）、Ⅳ．証券

324) 薛瑞麟編集・前掲注(308)262頁。

325) 郝銀鐘・王莉君・前掲注(239)358～359頁。

326) 趙秉志編集・前掲注(164)825～826頁。

327) 王作富編集・前掲注(301)329頁。

の価格に影響を与える情報（重要性），である³²⁸⁾。

(4) 日本の金融商品取引法における内部情報について

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」を前提として，以下の四種類に分けている。すなわち，

一、 決定事実：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 会社法第百九十九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

ニ 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。）

328) 趙秉志編集・前掲注(164)842～844頁参照。

- 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
 - 二、発生事実：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
 - 三、決算情報：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、バスケット条項：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。
- （五以下は略する）

つまり、その重要性の程度によって、以下の四種類に分けているのである。① 決定事実（1号）——会社の意思決定に係る事実、② 発生事実（2号）——会社の意思決定にかかわらず発生事実、③ 決算情報（3号）——会社の決算情報または業績予想において直近の予想値、業績値と比較して著しい差異が生じたこと、④ バスケット情報（4号）——その他当該会社の運営・業務また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³²⁹⁾。総括すれば、内部情報とは、当該上場会社の運営・業務または財産に係る重要な事実である³³⁰⁾。

もっとも、その条項では、内部情報の未公開性については述べられていない。というのも、旧証券取引法施行令30条（現金融商品取引法施行令30

329) 芝原邦爾『経済刑法研究（下）』（有斐閣、2005）662頁。

330) 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。

条³³¹⁾が「公表措置」を規定しているからである。その影響で、日本において内部情報を論じる際には、「重要情報」と「公表時期」という二つ

331) その内容は以下である。

① 法第166第4項又は第167条第4項に規定する上場会社等若しくは当該上場会社等の子会社又は公開買付者等により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこととは、次の各号に掲げる措置のいずれかがとられたこととする。

一 法第163条第1項に規定する上場会社等若しくは当該上場会社等の子会社を代表すべき取締役若しくは執行役（協同組織金融機関を代表すべき役員を含む。以下この項において同じ。）若しくは当該取締役若しくは執行役から重要事実等（法第166条第4項に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実、上場会社等の業務執行を決定する機関の決定、上場会社等の売上高等若しくは同条第2項第1号トに規定する配当、上場会社等の属する企業集団の売上高等、上場会社等の子会社の業務執行を決定する機関の決定又は上場会社等の子会社の売上高等をいう。以下この項において同じ。）を公開することを委任された者又は法第167条第1項に規定する公開買付者等（法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む。）にあつては、当該法人を代表すべき者又は管理人）若しくは当該公開買付者等から同条第3項に規定する公開買付け等事実（以下この項において「公開買付け等事実」という。）を公開することを委任された者が、当該重要事実等又は当該公開買付け等事実を次に掲げる報道機関の二以上を含む報道機関に対して公開し、かつ、当該公開された重要事実等又は公開買付け等事実の周知のために必要な期間が経過したこと。

イ 国内において時事に関する事項を総合して報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社及び当該新聞社に時事に関する事項を総合して伝達することを業とする通信社

ロ 国内において産業及び経済に関する事項を全般的に報道する日刊新聞紙の販売を業とする新聞社

ハ 日本放送協会及び基幹放送事業者

二 法第163条第1項に規定する上場会社等が、その発行する有価証券を上場する各金融商品取引所（当該有価証券が店頭売買有価証券である場合にあっては当該有価証券を登録する各認可金融商品取引業協会とし、当該有価証券が取扱有価証券である場合にあっては当該有価証券の取扱有価証券としての指定を行う各認可金融商品取引業協会とする。以下この項において同じ。）の規則で定めるところにより、重要事実等又は公開買付け等事実（上場株券等（法第24条の6第1項に規定する上場株券等をいう。次号及び第33条において同じ。）の法第27条の22の2第1項に規定する公開買付けに係るものに限る。以下この項において同じ。）を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された重要事実等又は公開買付け等事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において日本語で公衆の縦覧に供されたこと。

三 法第163条第1項に規定する上場会社等であつて次のイ又はロに掲げる者が、その発行する有価証券を上場する各金融商品取引所の規則で定めるところにより、当該イ又

において内部情報を論じる際には、「重要情報」と「公表時期」という二つの問題に分けて検討されている³³²⁾。

2. 筆者の見解

上述のように、内部情報の特徴に関しては、EU 指令が最も詳細に規定されているであろう。すなわち、① 価格敏感性（重要性）、② 未公開性、③ 関連性、④ 確実性、という四つの要素を挙げている。これに対して、中国法では、重要性、未公開性及び関連性については一致を得ているが、確実性についてまだ争われている。日本法の場合、重要性、未公開性及び関連性については一致しているものの、確実性については言及されていない。アメリカ法は、重要性、未公開性を強調しているが、関連性と確実性については述べていない。以上のように、重要性和未公開性は各法に共通しており、争いはない。関連性についても、証券取引と関わる情報だけがインサイダー取引に利用されるため、内部情報の要素とすべきである。それゆえ、残る問題点は、確実性（中国の場合は真実性か確実性）を独立の特徴とすべきか否かということである。筆者はすべきだと考える。その理由は以下である。① その内部情報が真実且つ正確であることは、インサイダー取引と他の証券犯罪特に風説流布罪とを区別する重要な基準となる。② 国際金融市場の一体化に向けて、国境を超える証券犯罪を効果的

ㄨはロに定める事実を当該金融商品取引所に通知し、かつ、当該通知された事実が、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品取引所において英語で公衆の縦覧に供されたこと。

イ その発行する第27条の2各号に掲げる有価証券がすべて特定投資家向け有価証券である者 重要事実等

ロ その発行する上場株券等がすべて特定投資家向け有価証券である者 公開買付け等事実

② 前項第1号に規定する周知のために必要な期間は、同号イ、ロ又はハに掲げる報道機関のうち少なくとも二の報道機関に対して公開した時から十二時間とする。

332) 横島裕介『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）129、137頁参照。

に規制するためには、確実性を明文で規定するほうが有益である。③「万里の長城³³³⁾」制度がないため、多くの取引情報分析家が虚偽の情報によって証券取引に影響を与えることは、よく起こる。それゆえ、内部情報に「確実性」の特徴を要求することで、対応し得る。

以上のことから、内部情報の特徴として、重要性（価格感性または実質性）、未公開性（秘密性）、関連性及び確実性という四つの要素が必要となる。以下では、それぞれの内容を検討していく。

第 2 節 内部情報の特徴について

1. 内部情報の重要性について³³⁴⁾

内部情報について、アメリカの1934年証券取引所法の14条 e 項では『「実質的 (material)』な内部情報』と規定されていた。その内部情報の実質性については、1988年の Basic Inc. v. Levinson 事件³³⁵⁾以降、判断方式が定着している。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、① 合理的な投資家という主体標準、言い換えれば、その主体よりも慎重若しくは保守的な投資家または証券アナリストの個別的な判断を否定する。② 利用可能な情報に対する影響が全体に及ぶ必要性、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

333) 前掲注(40)を参照されたい。

334) その問題点に関する詳しい検討は、張小寧・前掲注(115)779～807頁を参照されたい。

335) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). 事案概要は以下の通りである。Basic 社は C 社との合併を交中であったが、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。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。それに伴い、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が争われたのである。黒沢悦郎『アメリカ証券取引法 [第 2 版]』(弘文堂, 2004) 127頁参照。

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。③ 意思決定を変更する蓋然性、すなわち、重要事実の開示により投資家が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にあるということを基準としている。

EU の2003年反市場濫用指令1条1項は、内部情報について「重大な影響 (significant effect)」という文言を使用している。その「重大な影響」は、市場取引の秩序から出発するのではなく、合理的な投資家の投資決定によって判断される³³⁶⁾。

中国内陸の証券取引法67条及び75条は、内部情報の重要性について、「重要事実」と「重大な影響」という文言を用いている。その重要性に関する判断基準をめぐって、以下の二つの基準で争われている。すなわち、① 主観的基準、これは、アメリカの裁判所の使っている「合理的な投資家標準」と同じである、② 客観的基準、すなわち、情報が公開される前後での証券価格に対する実際の影響にしたがって判断を行うものである。通説は②客観的標準説である。「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家に対する影響の程度を考慮しなければならない³³⁷⁾」とされるのである。

日本の金融商品取引法は、内部情報の重要性について、「投資家の投資判断に及ぼす影響」を前提としているとともに、① 決定事実（166条2項1号）（影響が軽微なものを除く）、② 発生事実（166条2項2号）（影響が軽微なものを除く）、③ 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）、④ 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）と分けている。

内部情報の重要性を認定するとき、アメリカの1988年の Basic Inc. v. Levinson 事件において適用された「相当な蓋然性」という基準を採用し

336) 盛学軍編集・前掲注(52)205頁。

337) 倪澤仁編集『経済犯罪刑法適用指導』（中国檢察出版社，2007）196頁。

ている。すなわち、①（一般化）合理的な投資家の主体標準；②（全体化）情報全体に対する影響；③（蓋然性）投資判断に対する影響の可能性等にしたがって、判断すべきであると思われる。

2. 内部情報の未公開性について

内部情報の「未公開性」に関する判断は、公開の時点に関わっている。ただし、「未公開」でなくなる時点と公開される時点が一致しない場合も、少なからず存在する。なぜなら、証券市場の情報公示制度、市場及び投資家の情報受入能力等の要素を考えると、内部情報の公開時点は、当該情報が市場に受け入れられる時点、及び投資家が当該情報により投資を決める時点と一致しない可能性があるからである。したがって、内部情報が「未公開」でなくなる時点について、二つの判断基準、すなわち、公開時点の基準と市場受入時点の基準が挙げられる。前者は「形式公開基準」ともいい、後者は「実質公開基準」ともいう。

(1) 形式公開基準（公開時点の基準）

形式公開基準によれば、ある情報が法律・法令に規定されている方式によって公開されれば、当該情報の「未公開性」は失われる。当該情報が実際に市場に受け入れられるか否かとは関係がない。というのも、情報は数多くの投資家と関わるものであり、各投資家が情報を知るルート及び情報に対する反応能力も異なるため、市場が当該情報を実際に受け入れる時点については判断できないからである。とりわけ、インサイダー取引犯罪の場合、情報公開後の取引一時停止制度³³⁸⁾があることに加えて、市場の内部情報に対する反応の程度も不確定であるため、内部情報が公開された後に取引をするより、公開される前に取引をする方が、不法利益をより多く

338) たとえば、「上海証券取引所株式上場規則（2004年改正）の二」12章の2は、「上場会社が取引日に年度報告と半年度報告を公開する際、会社の株式及びデリバティブの取引は当日の午前の取引が開始するところから一時間停止し、その午前の十時三十分から再び始まるべきである。」と規定している。

獲得できるのである。それゆえ、公開時点に関する判断の困難さ、インサイダー取引行為の現実の態様等を考慮すれば、形式公開基準が適切であると思われる。これに鑑みて、中国の証券取引法は形式公開基準を採用している。たとえば、同法70条は、法にしたがい必然的に開示しなければならない情報は、國務院証券監督管理機構が指定するメディア³³⁹⁾にて公表するものとし、同時にこれを会社の所在地と証券取引所に備え置いて社会公衆の縦覧に供さなければならない、と規定している。

（2）実質公開基準（市場受入時点の基準）

形式公開基準と異なり、実質公開基準によれば、情報が「公開」されたか否かを市場が当該情報を受け入れたか否かで判断することになる。これは、情報の公開制度及び証券市場の運営状況によれば、情報の公開を厳しく規制する目的は、一般投資家が公平・公正な知情権利を有し、しかも当該情報により合理的投資判断を決めることを保障することであり、さらに、これにより証券取引の公開・公平・公正の運営を維持することであると考えからである。換言すれば、情報が公示される時点から市場に受け入れられ、さらにそれにより証券の取引状況が大きな変化を起こす時点まで、通常はある程度時間がかかる。その時間内で、当該情報は公示されたが、「未公開性」がある程度で残る場合がある。内部情報を事前に知る者は、その時間内で一般投資家より早く当該情報を利用し、売買取引を行うのである。この見解は、「公示」と「公開」を同じ意味ではとらえず、内部情報の公開過程について以下のように考えている。すなわち、一般投資家による情報の受け入れの過程は段階的であり、公示→受入→公開である。

この基準はアメリカ証券法と日本証券法で採用されているが、小さな区別がある。アメリカ法の基準は「実質公開基準」と称されるがその具体的

339) 「上海証券新聞」、「中国証券新聞」、「証券時報」、「金融時報」、「経済日報」、「中国改革新聞」、「中国日報」及び「証券市場週刊」である。

公開過程に関して明文で規定しておらず、判例により具体的に判断している。すなわち、その内部情報が公開されたか否かについては、証券会社の規模と知名の程度、関わる証券の近時の取引量、取引方式及び価格の変動幅、一般投資家の合理的な反応時間、当該情報の公開方式等の要素を考慮すべき、とされる。以上の要素を総合的に判断する上、証券取引状況が比較的大きく変動したと確認すれば、当該情報が証券市場に受け入れられ、その「未公開性」が失ったと認定することになる³⁴⁰⁾。これに関して、アメリカ法律協会の編集による連邦証券法典草案2号1303条のdは、内部情報が公開されて一週間が経ったら、証券市場に受け入れられたとみなす、と規定している。しかし、それはまだ草案の段階であり、一週間も長すぎると思われる。それに対して、日本法の基準は「準実質公開基準」と称される。金融商品取引法施行令30条によると、インサイダー取引規制導入当時から、① 重要事実を記載した有価証券届出書、有価証券報告書、中期報告書、臨時報告書等が提出され公衆の縦覧に供されたときと、② 重要事実を公開する権限を有する者が、新聞社、通信社、一般放送事業者等の二社以上に重要事実を公開して12時間が経過したとき（12時間ルール）の二つが「公表」に該当するとされてきた³⁴¹⁾。

(3) 筆者の見解

形式公開基準と実質公開基準をめぐって、中国では大きな論争がある。

中国の証券取引法が形式公開基準を採用していることに合わせて、形式公開基準に賛同する見解は、以下の理由を挙げる。すなわち、① 取引一時停止の制度があること。証券取引所の株式上場規則によると、臨時報告の内容が重大事項³⁴²⁾に関わる際、取引の停止時間は1時間であり、その他の事項に関わる際、取引所は具体的状況にしたがってその停止時間を決

340) 張小寧・前掲注(63)181頁参照。

341) 松井秀樹「インサイダー取引規制の変遷と現行制度の概要」商事法務1679号9頁。

342) すなわち、証券取引法67条2款及び75条2款における「重大事項（重要事実）」である。

める。情報伝播の速度がますます発達するなかで、マスコミに発布されれば即座に知られるようになり、停止時間として1時間もあれば、情報は市場に受け入れられるようになる。したがって、形式公開基準が適当であるとするのである³⁴³⁾。そして、② 実質公開基準が不要であること。すなわち、証券価格に重大な影響を与える情報であれば、公布されたら、一般投資家に知られるために、取引所は必然的に一定の間は停止する。その停止時間が終わると、当該情報に関わる証券取引は再び開始される。それゆえ、内部情報の形式公開時点を内部情報の公開時点と決めても、その他の投資家が当該情報を受け入れることを邪魔するものではない。取引者の取引記録に記載される時間が当該取引に利用された情報の適法公開（形式公開）時間より早いと立証できれば、その利用された情報が秘密の未公開情報であると判断できる。このような形式審査は、調査機関の証拠収集にとっては有利となる³⁴⁴⁾。③ 実質公開基準が困難であること。実質的公開において、公開された内部情報が、一般投資者にどれほど知れ渡り、市場にどれほど消化されたか、また時間がどれほど経過すれば適切なのかに関して、その基準が抽象的すぎるという問題があるため、実際の運用において把握することは困難である³⁴⁵⁾。

それに対して、「実質公開基準」を支持する見解は、取引場所の実際的狀況に対応するため、その基準を明文で規定すべきであると主張している。すなわち、発行者の内部者又はその他の内部情報を知る者は、当該情報がマスコミにより公布され、しかも一定の時間を経た後、当該取引に参加できるようになる。そうでなければ、その獲得利益を会社が取得し、またはインサイダー取引を構成することになってしまう³⁴⁶⁾。加えて、ある見解は、当該情報が公布されて五日間を経た後、市場に受け入れられると

343) 薛瑞麟編集『金融犯罪再研究』（中国政法大学出版社、2007）101頁。

344) 莫洪憲編集『証券犯罪理論と調査実務に関する研究』（中国方正出版社、2005）194頁。

345) 葛愛軍「インサイダー取引規制に関する考察（2・完）」北海道法学56巻4号401頁。

346) 張軍編集・前掲注(321)270頁参照。

認定できるとする。その理由は、証券取引法旧39条2款（現45条2款）は、上場会社のために会計監査報告、資産評価報告または法律意見書等の文書を発行する証券サービス機構及び人員は、上場会社の委託を受けた日から上記文書の公開後5日以内において当該種類の証券を売買してはいけない、と規定しているからである³⁴⁷⁾。

以上の検討をふまえて、内部情報の「未公開性」については、形式公開基準が適切であると思われる。その理由は以下である。① 取引の一時停止制度による保障があること。この制度は、一般投資家が情報を受け入れ、合理的に反応することを保障できる。しかも、その制度によると、事前に内部情報を知る者は、一般投資家と同じように、当該情報が公布された後すぐ取引をしてはならないため、情報に関する反応の不公平な速さによる利益を獲得できなくなる。② 実質公開基準は操作し難いものであること。本基準の操作は、証券取引の監督機関が比較的優れた証券業務能力を有することを必要としている。証券取引規制機関がそのような能力且つ経験も不足である場合、無理に採用すると、脱法行為が多発する可能性が高まる。そのため、逆にインサイダー取引規制に効果的ではないと思われる。③ 目前の証券市場の実態を見れば、採用されている公開措置は、すべて形式公開措置と関連しており、且つ、ネットは最も早い情報伝播の道具であり、重要情報が公布されれば、短い間で大多数の取引者に知られるようになる。例えば、日本の12時間ルールでは、証券取引所等の公衆縦覧を、電磁的方法によって行うこととしており、証券取引所等のホームページで行われることになるとと思われる。証券取引規制府令では、証券取引所等は七日間継続して公衆の縦覧に供しなければならないとされている。

もっとも、上場会社等がインターネットで通知後ただちに、証券取引所等で公衆縦覧が開始されることになれば、事実上12時間ルールを撤廃したのと同様の効果がある³⁴⁸⁾、という批判見解はある。また、2003年の日本

347) 趙秉志編集・前掲注(164)852頁。

348) 松井・前掲注(341)10頁。

経済団体連合会のアンケート調査によると、その12時間ルールについては、改善を求める企業が圧倒的多数（14社中13社＝92.9%）であった。具体的には「インターネット等が普及した中では、即時の情報入手手段が普及しており、市場に情報が行き渡るのに必要な時間としては、12時間は長すぎる」（12社）という意見が多かった。また、「TD ネット等による公表が即時に開示となるようになることが予定されているので、12時間ルールは意味がなくなる」（4社）とする企業もあった。そのほか、5社は自社のホームページ掲載をもって、公表とすべきとしているという意見であった³⁴⁹⁾。その後、経済団体連合会は、以下の理由で12時間ルール撤廃を提言した。すなわち、インターネットが普及し、会社はホームページを通じて重要事実を公表でき、投資家もそれにアクセスできることに加え、2004年2月1日以後、上場先の取引所における重要事実の公衆縦覧が公表措置とされることとなり、たとえば、東証のTD ネットにおいて重要事実が公開されれば、即時に重要事実が公表されたこととなる。このようにTD ネット上の重要事実の公開が即時に公表措置となれば、12時間ルールは事実上形骸化してしまう³⁵⁰⁾。以上のことから、形式公開基準が妥当であろう。

3. 内部情報の関連性について

(1) 「関連性」に関する規定方式について

「関連性」とは、内部情報が証券の取引状況と関わっていることである。ある情報が関連性を有するか否かについて、一般投資家を基準として判断すべきである。インサイダー取引規制の実務では、その関連性に関する主な争点は、その関連の範囲をどのように決めるかである。これに関して、

349) 遠藤博志「インサイダー取引規制に関する企業の意識——日本経団連のアンケート調査結果の概要——」1679号17頁。

350) 島崎憲明「インサイダー取引規制の明確化のための日本経団連の提言」商事法務1687号35頁。

以下の三種類の規定方式が存在している。すなわち、

① 内部限定型

たとえば、デンマーク、スペインの証券法によると、関連性とは、当該上場会社の内部（すなわち、会社の内部事務）の情報に限られている。子会社または親会社の情報が重要であっても、当該会社の内部情報とは言えないのである³⁵¹⁾。すなわち、内部限定型は、内部情報の「関連性」を「上場会社の内部事務に関わる」ことに限定している。

② 種類特定型

これに対し、EUの2003年反市場濫用指令は、「内部情報」の「関連性」を、「一つ若しくは幾つかの金融商品の発行人または一つ若しくは幾つかの金融商品と直接または間接に関わるもの」としている。また、イギリスの刑事裁判法は、内部情報について、当該情報がある証券若しくはある証券の発行人または特定種類の証券若しくは証券の発行人に関わる（すなわち、関連性）ものである、と述べている。換言すれば、内部情報の関連性とは、ある特定の証券と関わることを意味することになる。

③ 広範囲型

以上の限定型と異なっているのは、中国内陸の証券取引法及び日本の金融商品取引法の規定方法である。中国内陸の証券取引法67条2款及び75条2款は内部情報の範囲について特別な限定をしてはいない。したがって、その情報が上場会社の内部事務に関わろうとまたは子会社あるいは親会社の事務に関わろうと、ある証券に影響を与えようとまたはすべての証券に影響を与えようと、例えば、取引状況の変化、利率の調整、上場会社の登録資本額の変化、外貨政策の調整等の市場政策の変化、ひいては政局変動、戦争の勃発等の情報も、法律によれば内部情報に属することになる。また、日本の金融商品取引法166条2項は、内部情報を四種類に分けており、1号ないし3号が会社の内部事務に関わり、4号にバスケット条項を

351) 劉憲權・前掲注(1)318頁。

おいており、「当該上場会社等の運営、業務また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もの」としている。それゆえ、中国内陸の証券取引法と同じく、広範囲な関連性となり、「会社内部」または「ある種類」等の制限文言を設けていない。そのほか、アメリカ法では、SEC規則10b-5により禁止される行為は「証券の購買または売却と関わる」行為である。その「関わる (touching)」という文言についての説明は、Superintendent of Ins.v.Bankers Life & Casualty Co. 事件³⁵²⁾における Douglas 裁判官の見解に基づくのである。Douglas 裁判官は、「touching」の代わり、「関連がある (in connection with)」という言葉を用いており、且つ因果関係の用語で「関連がある」との要件について次のように解釈している。すなわち、Bankers Life 事件判決の中の10条b項における「関連がある」との要件について、正確に言えば、それが因果関係と異なっている特色を表していると言えるが、ただし、国債の販売自身は行為と対応する詐欺を完成させるため、この二つの概念³⁵³⁾は類似性がある。「関連がある」との原則と「因果関係」の原則は、不実表示と証券取引の間で制度の近接性を表しており、しかも国会はその10条b項が会社内部の不当管理による取引だけを規制することを望んではいない³⁵⁴⁾。この判決において、Douglas 裁判官は関連性を因果関係と同様に理解していることは読みとれるが、なぜ「関わる」の代わり「関連がある」という文言を使用するかについて、合理的説明がなされていない。本判決はその後の同種の事件の判決に大きな影響を与えているが、その「関連がある」との要件について、裁判所は通常広い意味で解釈し、公開される情報が証券の取引価格に影響を与えれば構成できると考えている。

(2) 三つの類型の比較

資本の運行が高速化し、企業の間での連結が緊密化していくなかで、ある

352) Superintendent of Ins.v.Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

353) 「関連がある」と「因果関係」との二つの概念である。

354) Larry D. Soderquist (胡軒之・張雲輝訳)・前掲注(21)250頁。

会社の子会社または親会社は、当該会社の協力会社または競争相手の経営状況の変化によって大きな影響を受けることになる。したがって、内部情報の「関連性」をその会社の内部事務に限ることは、インサイダー取引規制にとって効果的とはならないであろう。しかし、逆に「関連性」について幅広く理解すれば、広きに失するものであり、証券市場の現状を無視することになる。内部情報は証券会社の情報公開制度と関わるが、通常、公開される情報が、不特定または多数の証券取引に影響を与えることは、困難である。他方で、国家の経済政策調整の情報または政治情報の公布は、証券取引の状況にも影響を与えるが、その影響が全体的であり、ある証券またはある種類の証券だけに向くものではないし、証券取引全体に対する影響も安定するわけではない。そのような情報について、事前を知る者でも利用しインサイダー取引を行うことはできない。それゆえ、その情報は、ある具体的情報より影響が強いものの、インサイダー取引に使えないため、それを内部情報に帰属することは、証券監督機関及び司法部門に対する過度の期待であろう。

また、EU の1989年反インサイダー取引指令と2003年反市場濫用指令が採用している「市場基礎理論」も参考になる。当該理論によると、インサイダー取引等の証券違法行為に対する規制の目的は、投資家の適法利益を保護するだけでなく、投資家の市場への信頼、証券市場の正常な運行及び金融秩序の安定をも保護することである。内部情報が証券会社の情報公開制度と関わる以上、不特定または多数の種類にまで影響を与えるわけではない。さらに、インサイダー取引を禁止する主な目的は、証券取引の公平性の保障、すなわち、情報獲得のアンバランスによる取引のアンバランスをできるかぎり防止することである。それは市場内部の公平性を目指すものである。市場全体と関わる取引問題であれば、インサイダー取引だけに頼るわけではない。以上の発想に基づき、どちらの指令も内部情報の関連性に制限を設けているのである。

EU 指令における内部情報の関連性に関する規定方式（すなわち、種類

特定型）は中日証券法における規定方式（すなわち、広範囲型）より有益だと思われる。例えば、中国の証券取引法67条2款1項における「会社の生産・経営の外部条件の重大な変化」について、もしその重大な変化が国家の経済政策の変化であっても、広範囲型では内部情報となるが、それは不当であろう。また、それと同じ様に、中国の「暫定弁法」5条9項における「証券市場価格に著しい影響を与える国家政策の変化」も内部情報とすべきではないであろう。そのほか、証券取引法67条2款11項における「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」、同法75条2款6項における「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」も内部情報に属すると規定しているが、外すべきである。この規定によると、会社の取締役は罪を犯しまたは損害賠償責任を負う際、それが会社業務と全く関係なくとも、内部情報になる。ところが、取締役の殺人行為等の完全な個人行為は会社の株価に影響を与えるが、会社の業務と関係がないため、除外されるべきであろう。したがって、会社の業務と関わる犯罪、例えば、背任罪等に限られるべきであると思われる。それと同様に、いかなる損害賠償責任も対象とするのではなく、職務を履行することによる損害賠償責任に限られるべきであろう。

4. 内部情報の確実性について

内部情報の確実性につき、「確定性」という意味に理解し、そこに二つの側面を含める見解がある。すなわち、① 内部情報の内容は確定であるべきである。そして、② 内部情報の作用対象も確定であるべきであり、個別またはいくつかの証券だけに影響を与えるものに限る、というのである³⁵⁵⁾。しかし、確実性だけでは十分ではない。とりわけ、インサイダー取引犯罪と風説流布罪を区別する際に問題となるように、内部情報には正確性も必要となる。これに加えて情報が具体的であることも要しよう。し

355) 薛瑞麟編集・掲注(343)102頁。

たがって、確定性、具体性、正確性等の要素を含めた「確実性」を用いるべきであろう。以上に述べたように、内部情報の特徴に確実性を増設する理由は以下のものである。

① インサイダー取引と他の証券犯罪特に風説流布罪とを区別するために、内部情報が真実且つ正確なものでなければならないことから、確実性の要素が必要となる。② 国際金融市場の一体化へ向けて、国境を超える証券犯罪に対する効果的規制のため、確実性を明文で規定するほうが有益である。たとえば、フランスの判例で内部情報が正確性 (precise)、特定性 (special)、確定性 (certain) を有しなければならず³⁵⁶⁾、単純な嘘 (rumors)、専門家の意見 (option)、投機 (speculation) と区別している³⁵⁷⁾。また、前述のように EU の2003年反市場濫用指令も同じく確実性を明文で規定している。そのほかにも、イギリスでは、「刑事裁判法」を審議する際に、「確定性」及び「具体性」との文言を増設するか否かについて、論争があった。その増設理由について、財務省は以下のように解釈している。すなわち、その二つの文言を増設することにより、インサイダー取引と風説流布による相場操縦及び市場攪乱を区別するためである、と。または、この刑事裁判法は、本法が EU の1989年反インサイダー取引指令を参照するため、反インサイダー取引が「確定性」を規定している以上、本法もそれにしたがうべきであろう。さらに、「具体性」も付けるべきである。なお、立法者は、「具体性」より「確定性」の方が範囲が狭くかつ正確であると理解しているようである。たとえば、買収要件では、「ある会社を買収すること」が「具体的情報」に属し、「買収申し出の価格」が「確定な情報」に属することになる³⁵⁸⁾。③ アメリカ法は、「確実

356) Judgment of May 26 1977, Court d' appel, Pairs, 1978 JCP II No. 18789 (1st case). 盛学軍編集・前掲注(52)175頁参照。

357) Judgment of Apr 18 1979, Trib. gr. inst., Fr., 1980 JCP II No. 19306 (2nd case). 盛学軍編集・前掲注(52)175頁参照。

358) 楊亮・前掲注(275)179頁。

性」を SEC 規則 10b-5 における内部情報の要素としているが、それに対して、EU 法は「実質性」という言葉を用いていない。一般的には、確実性+価格敏感性（重要性）=実質性という理解はある。アメリカ法の規定方式と比べて、EU 規定の有益なところは、判断しにくい「実質性」を回避するとともに、内部情報の範囲を縮小し、証券価格を実際上変化させうるが確実性のない情報を排除することである。これは、インサイダー取引と相場操縦及び証券市場攪乱行為を明確に区別できる点で有益である³⁵⁹⁾。

④ 証券取引の情報に関する分析機制では、「万里の長城」制度がないため、多くの取引情報分析家が虚偽の情報により証券取引に影響を与えることが多い。この点でも、内部情報が「確実」なものであることが求められよう。

5. まとめ

以上に述べたように、内部情報は、重要性、未公開性、関連性及び確実性という四要素を有すべきである。そして重要性については、EU 指令における「価格敏感性」の基準にしたがうべきである。つまり、判断において、一般投資家の視点から、当該情報が証券取引価格に影響を与えられると受けとる場合には、「価格敏感性」が認定できる。証券取引価格が実際にまたは必然的に変動することを条件とはしていない。そのほか、日本の金融商品取引法では内部情報の重要性の程度にしたがい四種類に分けて規定する方式が有益であろう。次に「未公開性」について、中国内陸の証券取引法に採用されている形式公開基準は適切である。すなわち、ある情報が法律・法令の規定に基づき公開されれば、未公開ではなくなる。もちろん、この基準は、情報が公開された後に関わる証券の取引が一時的に停止する制度とともに適用されなければならない。その一時停止の時間について、証券取引の状況に応じて設定することになろう。そして、「関連性」

359) 盛学軍編集・前掲注(52)176頁。

については、EU 指令の「種類特定型」を参照し、ある特定またはいくつかの種類の証券に関わるものに限定し、国家の経済政策の変化等のような情報を排除する必要がある。最後に、「確実性」について、立法論としては、「正確」、「確定」、「具体」などの文言を付けることにより、インサイダー取引と風説流布等を区別するべきである。以上の検討のうへ、内部情報について、次のように定義すべきである。すなわち、内部情報とは、証券取引活動において、会社の証券の発行、取引に関わりまたは当該会社の証券取引価格に重大な影響を与え、まだ公開されておらず、しかも確実な情報である。