

# 中国におけるインサイダー取引規制の対象者の範囲

——日本法との比較を通じて——

陳 宇

- 一 はじめに
- 二 「内部情報を知る者」の意義
- 三 「不法に内部情報を取得した者」の意義
- 四 おわりに

## 一 はじめに

インサイダー取引（内部者取引）とは、会社経営者など未公表の内部情報を入手できる地位にある内部者が、未公表の重要情報を利用して有価証券の売買などの取引を行うことをいう<sup>(1)</sup>。日本では、インサイダー取引は、昭和六三年（一九八八年）の証券取引法改正により罰則をもって禁止されるに至った。これは、アメリカの連邦証券取引委員会（SEC）規則<sup>(2)</sup>および当時の判例（信義義務論<sup>(3)</sup>）を参考にしたものである<sup>(4)</sup>。しかし、その後、アメリカの判例において不正流用理論<sup>(5)</sup>の採用によって、インサイダー取引規制の範囲は広がっている。また、

EU諸国においても包括的・一般的な要件の下でインサイダー取引を禁止する立法が行われた。EUのインサイダー取引規制の枠組みは情報の平等理論<sup>(6)</sup>に基づくものであるといえ、アメリカ法とは全く異なる性格の規律である。これに対し、日本のインサイダー取引規制は、アメリカ法ともEU法とも異なり、きわめて詳細な構成要件と定義規定を設けており、特に規制根拠のいかんによって内部者取引の成立およびその範囲が左右されるということはない。<sup>(8)</sup>

中国では、一九九七年の刑法改正によりインサイダー取引罪の規定が導入されたが、その犯罪構成要件は抽象的な規定にとどまった。その後、一九九八年に制定された証券法は、インサイダー取引規制につきより具体的に規定した。インサイダー取引規制について、中国においても理論的な観点から議論されてきた。その多くはアメリカ法の判例理論とEU法の情報の平等理論をめぐる規制根拠の対立<sup>(9)</sup>であったが、日本法に倣ってインサイダー取引規制の対象者の範囲を限定すべきであるといった少数の意見もあつた。そこで、本稿では、中国におけるインサイダー取引規制の対象者の範囲を明らかにした上で、日本法との比較を通じて中国の法制を考える際に与える示唆を検討する。

中国の現行法において、刑法(二〇二〇年二月二十六日公布、二〇二一年三月一日施行)一八〇条<sup>(11)</sup>と証券法(二〇一九年二月二十八日公布、二〇二〇年三月一日施行)五〇条<sup>(12)</sup>によれば、インサイダー取引規制の対象者となるのは、「内部情報を知る者」および「不法に内部情報を取得した者」である。

これに対し、日本法では、金融商品取引法(以下、「金商法」という)一六六条は、インサイダー取引規制の対象者として、会社関係者(一項本文前段)、元会社関係者(同項本文後段)、および情報受領者(三項)を規定している。以下では、日本法と比較しながら、中国法における「内部情報を知る者」と「不法に内部情報を取得した者」の意義についてそれぞれ検討するものとする。

## 二 「内部情報を知る者」の意義

### 1 証券法五一条の規定

「内部情報を知る者」の具体的範囲について、刑法には規定がなく、証券法五一条によって定められている。同条によれば、証券取引に関する「内部情報を知る者」とは、①発行会社の取締役、監査役、高級管理職（一号）、②会社の五パーセント以上の株式を保有する株主（法人の場合にはその取締役、監査役、高級管理職を含む）、会社の実質的支配者（法人の場合にはその取締役、監査役、高級管理職を含む）（二号）、③発行会社が株式を支配する会社または実質的に支配する会社、およびその取締役、監査役、高級管理職（三号）、④担当する会社の職務により会社に関連する内部情報を知りうる人員、または会社との業務上のやりとりにより会社に関連する内部情報を知りうる人員（四号）、⑤上場会社の買収者または重要資産取引の相手方（法人の場合にはその取締役、監査役、高級管理職を含む）（五号）、⑥職務または業務により内部情報を取得しうる証券取引所、証券会社、証券登録決済機構、証券サービス機構の関連人員（六号）、⑦職務または業務により内部情報を取得しうる証券監督管理機構の職員（七号）、⑧法定の職責に基づき証券の発行もしくは取引、または上場会社もしくはその買収、重要資産の取引を管理することにより内部情報を取得しうる関連行政機関、監督機構の職員（八号）、⑨国务院証券監督管理機構が定める内部情報を取得しうるその他の者（九号）を含む。

証券法五一条一号～八号はアメリカ法の信託義務理論を参考にしたものと思われる。<sup>(13)</sup> 「内部情報を知る者」のうち、一号～三号と四号の「担当する会社の職務により会社に関連する内部情報を知りうる人員」は、信託義務理論における「内部者」に該当し、四号の「会社との業務上のやりとりにより会社に関連する内部情報を知りうる人員」と五号～八号は、「二時的内部者」に該当すると解される。<sup>(14)</sup>

九号は、いわゆるバスケット条項の役割を果たしているが、その範囲について見解が分かれる。同号は、一号と八号との間に同質性があり、「内部情報を取得しうるその他の者」を会社との間に職務など一定の関係がある者に限定すべきであるとする見解がある<sup>(15)</sup>。これに対し、同号の根拠はE U法の情報の平等理論にあり、信頼関係の有無にかかわらず、内部情報を取得しうる者であれば、規制対象になりうるとの指摘もある<sup>(16)</sup>。

このように、証券法五一条各号記載の「内部情報を知る者」は取引が禁止されるが、「内部情報を知る者」でなくなった後直ちに取引ができるとすれば、内部情報を知った者は、直ちに退職して取引を行うということも考えられる。しかし、中国法はこの点については規定していない。これに対し、日本法では、上場会社と一定の関係を有する会社関係者（金商法一六六条一項本文前段）だけではなく、会社関係者の立場を去って一年以内の元会社関係者（同項本文後段）も、規制の対象者とされている。

金商法一六六条一項には、会社関係者として、①上場会社等の役員等（一号）、②上場会社等の帳簿閲覧権を有する株主等（二号・二号の二）、③上場会社等に対する法令上の権限を有する者（三号）、④上場会社等と契約している者など（四号）、⑤上記②④の会社関係者が法人である場合における担当外役員等（五号）が列挙されており、中国法における内部情報を知る者の規制範囲と大方重なる。会社関係者の規制理由については、立案担当者によれば、「上場株券等の発行者である会社と一定の関係があり、その地位、職務等により発行会社の内部にある未公表の情報であって投資判断に影響を及ぼすべきものを知り得る立場にあると考えられる人々である。このような立場にある者が、その職務等に関し、会社の業務等に関する未公表の事実を知り、その公表前に当該会社の上場株券等の取引をすることは、公表がされない限りそのような事実を知り得ない一般の投資家と比較して著しく不公平であり、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を損なうこととなる<sup>(17)</sup>」からであるとされている<sup>(18)</sup>。さらに、会社関係者でなくなった後直ちに取引を行うことを許容すれば、インサイダー取引規制の実効

性が失われることから、元会社関係者の取引も禁止されている。一年を限度とされたのは、一般的に、一年以内には重要事実も有価証券報告書等により公表されるからである。<sup>(19)</sup>この点については、中国法においても、退職前に内部情報を知った者を規制対象とすべきであると指摘されている。<sup>(20)</sup>

## 2 「職務により」の意義

刑罰法規としてのインサイダー取引規制は犯罪の主体たる行為者に一定の身分があることを必要とする。証券法五条各号記載の「取締役、監査役、高級管理職」(以下、「取締役等」という)は、会社と一定の関係があり、自らの職務遂行上、会社の未公表情報を知りうる立場にあると考えられる者である。したがって、取締役等が禁止行為規制の対象となるのも、問題となる情報を自らの職務により知ったときである。仮に職務遂行と無関係な偶然的事情により情報を知ったとしても、それは規制の対象とはならない。

しかし、中国においては、裁判実務上、行為者に証券法記載の身分の有無に関する認定が十分に行われず、内部情報を知っている者であればインサイダー取引罪の主体と認める傾向が見られる。<sup>(21)</sup>また、学説では、行為者が証券法記載の身分を有し、かつ内部情報を知っている者であれば足り、職務により内部情報を知ったかを問わないとする見解もある。<sup>(22)</sup>そうすると、取締役等が自らの分析等により問題となる情報を知った場合など、一般投資家であれば取引が制限されないのに、重要情報を知りうる立場にある者は取引できないということになり、証券取引の自由に対する過度の制限となる。

これに対し、日本法では、金商法一六六条一項各号に掲げる会社関係者のうち、上場会社等の役員等(一号)や、上場会社等と契約締結等の関係にある法人の担当外役員等(五号)は、重要事実を「その者の職務に関し知ったとき」に主体となる。職務とは、その者の地位に応じて取扱うべき一切の執務をいい、現に担当している

事務でなくてもよいと解される。<sup>(23)</sup>「職務に関し」の意義について見解が分かれるが、「関し」との文言により、職務行為自体により知った場合に限定されないという点では、いずれの見解も共通している。<sup>(24)</sup>一方、法が「関し」という外延不明な文言を用いている以上は、インサイダー取引規制の趣旨に立ち返って考合理的な限定解釈をしていく必要があると思われる。<sup>(25)</sup>

課徴金制度導入後の初めての課徴金納付命令の取消事例である東京高判平成二九年六月二九日（金融・商事判例一五二七号三六頁。以下、「前掲東京高判」という）は、金商法一六六条一項五号の会社関係者の該当性について、「その者を会社関係者と位置づけることを正当化する状況、すなわち、……重要事実が法人内部においてその者に伝播したもの（流れて、伝わったもの）と評価することができる状況のもとで重要事実を構成する主要な事実を認識した場合であることを要する」との基準を示している。つまり、本判決は、「職務に関し知った」の意義を法人内部における内部情報の伝播を前提にするものと捉えて限定解釈している。

金商法一六六条一項は、上場会社等と契約締結等の関係にある法人の担当役員等が契約の締結もしくはその交渉または履行に関し重要事実を知ったときに、当該担当役員等について当該上場会社等の特定有価証券等に係る売買等を禁止する（同項四号）とともに、当該法人の担当外役員等がその職務に関し当該重要事実を知ったときにも同様に、当該担当外役員等について上記売買等を禁止している（同項五号）。法人は一つの組織体として一体性があり、ある部門が取得した情報が他の部門に伝わることは当然予想されるため、法はそれらの部門を一体として捉えて規制対象とする趣旨である。<sup>(26)</sup>この規制の趣旨に鑑みれば、前掲東京高判による限定解釈は評価に値する。当該判決において「伝播」<sup>(27)</sup>について具体的な説明がないが、担当役員等から直接情報の伝達を受ける必要はないと解すべきである。金商法一六六条一項五号に該当するためには、担当役員等との間に何人介在していても、社内LANの掲示板等を職務に関し閲覧した場合であっても、会社関係者に該当すると思われる。<sup>(28)</sup>

これに対して、課徴金制度導入後の二例目の課徴金納付命令の取消事例である東京地判令和元年五月三〇日（金融・商事判例一五七二号一四頁。以下、「前掲東京地判」という）は、担当外役員等が重要事実を知る経緯について、「伝播」という表現は用いられておらず、担当役員等との「直接又は間接の職務上の関わり合い」を必要としている。これは、担当役員等による意思的な情報伝達行為である必要はないが、情報の発出・流通が担当役員等に帰因する必要があると解される。<sup>29)</sup> 担当外役員等が業務活動を通じて重要事実を単に認識したというだけで足り、いかなる場合に重要事実を知ったかを問わないとすれば、自らの分析等により重要事実を知った場合にも取引が禁止されることになり、証券取引の自由に対する過度の制限となる。<sup>30)</sup> 金商法一六六条一項五号の規制趣旨に鑑みれば、本判決が「職務に関し」の意義を担当役員等との直接または間接の職務上の関わり合いを前提にするものと捉えて限定解釈することは、評価に値する。<sup>31)</sup>

また、前掲東京地判は、担当役員等とは別の経路から重要事実に関する何らかの情報を入手した場合において、金商法一六六条一項五号に該当するためには、当該別経路による情報だけでは重要事実を知ったというのに十分でなかったものが、内部情報を加えたことにより重要事実を知るに至ったと認められることが必要であると判示した。内外の情報の組み合わせにより認識したことが規制対象になりうることを明確にしている点で評価できる。<sup>32)</sup> 別経路による情報と相まって重要事実を認識しうるかを認定するにあたっては、担当役員等から得られた内部情報の内容、性質、それに対する関係者の認識、重要事実との関連性を断絶するための措置の有無等を勘案し、慎重に検討する必要があると思われる。<sup>33)</sup>

このように、日本の裁判例において、金商法一六六条一項五号の会社関係者が職務に関し重要事実を知ったとは、同一法人内の契約担当役員等が知った重要事実が、同一法人内において何らかの形で伝わって担当外役員等がそれを知るに至ったという事情が存在することが必要であると解される。<sup>34)</sup> これに対し、中国証券法五一条では、

発行会社に係る業務の担当者であるかどうかを問わず、発行会社に関係する法人の取締役等はすべて規制の対象に含まれている。発行会社に係る業務に関わっていない取締役等は、自らの職務を遂行する中で、担当取締役等が当該業務を通じて得た未公表情報を取得してしまうこともありうる。この場合には、発行会社に係る業務に関わっていない取締役等は、法人内における情報受領者と考えることもできそうであるが、証券法は同一法人内の取締役等については、一律「内部情報を知る者」として規制を及ぼしている。こうした中、発行会社に係る業務に関わっていない取締役等が職務により内部情報を知ったとは、日本の裁判例が示したように、担当取締役等が知った内部情報が、同一法人内において何らかの形で当該取締役等に流れて伝わったという事情が存在することが必要であると解すべきである。

### 三 「不法に内部情報を取得した者」の意義

#### 1 司法解釈

中国では、「不法に内部情報を取得した者」によるインサイダー取引の事案が多発している。たとえば、二〇一六年の一年間、中国证券监督管理委员会が行政処分を行ったインサイダー取引の累計件数は五五件であり、処分の対象者のうち、「内部情報を知る者」は三二人であったのに対し、「不法に内部情報を取得した者」は四〇人<sup>35)</sup>に上った。一方、「不法に内部情報を取得した者」の範囲について、刑法も証券法も明確に規定しておらず、詳細は法解釈に委ねられている。学説では、「不法に内部情報を取得した者」とは、窃取、騙取、盗聴、または裏取引などの違法な手段で内部情報を取得した者だけを指すとする見解<sup>36)</sup>がある。これに対し、「不法に内部情報を取得した者」とは、証券法五一条の「内部情報を知る者」のような正当な身分がないにもかかわらず、内部情報を

を取得したすべての者を指すとする見解もあるが、そうすると、内部情報を知ったすべての者がインサイダー取引規制の対象者に含まれ、証券法五一条の存在意義もなくなる。<sup>(38)</sup>したがって、「不法に」については限定解釈をしていく必要がある。

「不法に内部情報を取得した者」の意義については、最高人民法院、最高人民検察院が共同で公布した「インサイダー取引、内部情報の漏洩の刑事事件における法適用上の若干の問題に関する解釈」<sup>(39)</sup>（二〇二二年三月二九日公布、二〇二二年六月一日施行。以下、「司法解釈」という）二条は、次の三つの場合を挙げている。すなわち、①窃取、騙取、盗聴、または裏取引などの違法な手段で内部情報を取得した場合、②内部情報を知る者の近親者またはその他内部情報を知る者と密接な関係にある者が、内部情報の敏感期間中、<sup>(40)</sup>当該情報に関係する証券、先物取引を自ら行った場合、もしくは他人に行うよう明示、暗示して他人が行った場合、または内部情報を漏洩して他人が取引を行うという結果をもたらした場合、③内部情報の敏感期間中、内部情報を知る者と連絡または接触し、当該情報に関係する証券、先物取引を自ら行った場合、もしくは他人に行うよう明示、暗示して他人が行った場合、または内部情報を漏洩して他人が取引を行うという結果をもたらした場合、である。②③については、関連取引行為が明らかに異常で、かつ正当な理由がないか、または正当な情報ルートがないときに不法に内部情報を取得した者として認定される。

このように、司法解釈二条では、不法に内部情報を取得した者として、①違法な手段で内部情報を取得した者、②内部情報を知る者の近親者など特殊な身分にある者、③内部情報を知る者と連絡または接触した者という三つの部類を定めている。<sup>(41)</sup>

①については、内部情報の取得が違法行為自体の目的でなくとも、不法に内部情報を取得した者に該当しうる。例えば、ある上場会社の役員であることを知らずに盗みに入った窃盗犯が、盗んだ鞆にある資料から、この会社

の未公表の重大な買収計画を知った場合、当該窃盗犯がこれを利用し証券取引を行ったならば、インサイダー取引に該当するとされている。<sup>(42)</sup>

これに対して、日本法では、内部情報を違法な手段で取得した者は、インサイダー取引規制の対象者とされない。この点に関しては、立案担当者は、「情報を入手する方法に違法がある場合にも重要事実を知った者の取引を禁止すべきであるとの考え方もあり得ると思われるが、そのような違法な情報入手の問題は証券取引の分野に限られないものであり、情報入手のためにとられた違法な手段自体が他の法律によって処罰されることは別として、さらに、たとえば違法に情報を入手した者による有価証券の取引までも禁止するということは、証券取引法の守備範囲からやや逸脱するもののように思われる」とする。<sup>(43)</sup>しかし、本来知る権利のない者が、内部情報を取得するために窃盗などの違法行為を行った場合は、情報入手行為は窃盗罪などに問われるとしても、盗み取った内部情報に基づいて行った取引は不可罰とされてしまう。<sup>(44)</sup>

②③については、内部情報を知る者から直接情報の伝達を受けた近親者など（第一次情報受領者）だけではなく、これらの者からさらに情報の伝達を受けた者（第二次情報受領者）も取引が禁止されている。学説では、間接的に入手した情報の不確実性が指摘され、第二次以降の情報受領者への規制の適用に慎重な意見も見られる。<sup>(45)</sup>これに対し、日本法では、会社関係者から直接情報の伝達を受けた第一次情報受領者だけが規制の対象とされ、第二次以降の情報受領者は規制の対象とはならない。以下では、日本法における情報受領者の範囲について検討する。

## 2 日本法における情報受領者の範囲

日本法において、内部情報を取得した者は、「情報受領者」に該当すれば、会社関係者と同様、規制対象とさ

れている（金商法一六六条三項）。情報受領者によるインサイダー取引が成立するためには、①自己が会社関係者から当該会社関係者とその職務に関し知った重要事実の伝達を受けたものであること、②当該重要事実が公表されていないことをそれぞれ認識し、③当該会社の発行する有価証券の売買等を行うことを要する。情報受領者の規制理由については、立案担当者によれば、「会社関係者について上場株券等の売買等を禁止したのみでは、容易にその禁止を回避して脱法的な取引が行われると考えられることのほか、会社関係者から業務等に関する重要事実の伝達を受ける者は、通常、会社関係者と何らかの特別の関係があるものと考えられることから、会社関係者から重要事実の伝達を受けた者についても、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を確保するという観点から、同様に上場株券等の売買等を禁止することとしたもの」<sup>(47)</sup>であるとされている。この見地から、本項では、会社関係者から重要事実の伝達を受けたことが必要とされる。

この点に関して、金商法一六六条三項で「伝達を受けた」とは、伝達する者においてその伝達を受ける者に対して伝達を行う意思が必要である<sup>(48)</sup>。それがない場合には、たとえ会社関係者からある事実が流れてきたものであっても、会社関係者から伝達を受けたとはいえない<sup>(49)</sup>。一方、伝達を受ける者において、自己が会社関係者から重要事実の伝達を受けたものであることについての認識は、売買等の行為時点において存在すれば足り、重要事実の伝達を受けた時点では、当該認識がなかったとしても、その後これを知った上で売買等を行えば、インサイダー取引規制違反となる<sup>(50)</sup>。

このように、日本法は、会社関係者から直接かつ伝達を意図して情報を提供された第一次情報受領者だけに規制の範囲を限界づけている。第一次情報受領者からさらに情報の伝達を受けた第二次情報受領者は規制の範囲外とされている。前述したように、情報受領者の取引を禁止するのは、会社関係者と何らかの特別の関係があるものと考えられることから、その取引は証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を害するということ、お

よび、会社関係者による脱法行為の防止という観点からである。第二次以降の情報受領者を主体から除外する理由は、「第二次以降の情報受領者についても、上場株券等の売買等を禁止とした場合には、その処罰の範囲が不明確となって、現状では無用の社会的混乱が生ずるということも考慮されたもの」<sup>(51)</sup>であるとされている。

しかし、証券市場の公正性、健全性に対する投資家の信頼という点からすると、会社関係者から伝達された場合でなくとも、証券市場の公正性、健全性に対する投資家の信頼は害されるのであり、主体を第一次情報受領者までに限定する必然性はない。また、第一次情報受領者にもみ考慮された脱法行為の防止についても同様であり、規制の潜脱を許すことになることから批判が強い。<sup>(52)</sup> 比較法的にみた場合、日本法の規制対象となる情報受領者の範囲は狭いとの指摘もある。<sup>(53)</sup> これを受けて、立法論として、第二次以降の情報受領者の取引も禁止の対象とすべきであるとした上で、第二次以降の情報受領者の取引を禁止すると処罰の範囲が不明確になるとの危惧について、重要事実の源泉が会社関係者であることを知っている者を情報受領者と定義すれば足りるとする見解もある。<sup>(54)</sup>

これに対し、次のような視点から、第二次以降の情報受領者を主体から除外する現行法は妥当な態度であるとする見解もある。<sup>(55)</sup> すなわち、未公表の事実に関する情報の正確性という点では、会社関係者と何らかの特別の關係にある第一次情報受領者が入手した情報は、より精度が高いものといえる。第二次以降の情報受領者では、未公表の事実に関する情報の精度は低下するものであり、そのような情報をもとに取引をする者に対しては、処罰の必要性も低下すると考えられる。保護法益の観点からも、侵害がないとはいえないが、より正確な情報を用いるの取引と比較すると、精度の低い情報に頼った取引については、証券市場の公平性、健全性に対する投資家の信頼の侵害の程度は、より低いものと考えることが可能である。役員同士が重要事実について立ち話をしているのを偶然耳にした従業員や、電車の中で偶然耳にした者の取引がインサイダー取引の罪の対象になっていないこ

と同様、刑法の謙抑性の点からは、第二次以降の情報受領者が精度の低い情報に基づいて行った取引は、あえて処罰するほどではないとされる。

#### 四 おわりに

日中におけるインサイダー取引規制の対象者の範囲を比較すると、中国法での行為主体の広範さが見られる。中国法では、「内部情報を知る者」の規制対象の範囲は日本法の「会社関係者」と大方重なるものの、「内部情報を取得した者」は情報受領の次数と関係なく、「不法に」という要件が満たされれば規制対象となるのに対し、日本法では、第一次情報受領者までが規制対象となる。

こうした日中間の差異は、両国の立法スタンスの違いによるものと思われる。<sup>(56)</sup> インサイダー取引規制のあり方としては、適用範囲の必要十分性、規制の予測可能性および規制の運用可能性という三つの要件を同時に充足させるのが望ましいものの、これらすべてを満たすことは容易ではなく、現実的には、いずれの要件をより重視するかによって、規制態様が決まってくることになる。日本法がより重視したのは、後二者であり、インサイダー取引の禁止は形式的限定的に規定されており、投資者にとって規制対象が明確で予測がつきやすく、規制当局にとって執行が容易といえる。<sup>(57)</sup>

これに対し、中国法は、情報受領者の規制方法について、適用範囲の必要十分性をより重視したといえる。中国法では、情報受領の次数と関係なく、「不法」であるか否かの判断によって、法の規制範囲内に収まるかどうか判断される。他方、間接的に入手した程度の低い情報であっても、情報の出所が内部者であったならば取引が禁止されるということでは、結果的に内部情報を知った者すべてが規制対象になってしまう、規制の範囲が拡

が、かりすぎる(58)ことが懸念される。そこで、規制の範囲が拡がりすぎないようにするための現行法の解釈として、「不法に」の意義について、情報の源泉が内部者であることを情報の取得者が知っている必要はあると解すべきである。情報の源泉が内部者であることについての認識は、取引時点において存在すれば足り、情報の伝達を受けた時点において当該認識がなかったとしても、その後これを知った上で取引を行えば、インサイダー取引規制違反となる。市場の噂なども含め、さまざまな情報を入手・分析して投資判断を行うことは何ら問題ではないが、ひとたび情報の源泉が内部者であることを認識するようになったならば、当該情報が確実なものであるとの認識に至らなくても、その者は一般投資家と異なる立場に立ち、その者のなす取引は一般投資家に比べて極めて不公平である。ここでは、証券取引の自由だけではなく、証券市場の公正性、健全性に対する投資家の信頼の確保も考慮されるべきである。(59)もつとも、立法論として、日本法に倣って第一次情報受領者だけを規制の対象とすべきであるとする見解(60)もあるが、前述したように、日本法においても適用範囲の必要十分性についての合理的な説明が難しい。

(1) 黒沼悦郎『金融商品取引法(第二版)』(有斐閣、二〇二〇年)四二七頁、山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説(第二版)』(有斐閣、二〇一七年)三〇六頁、服部秀一『インサイダー取引規制のすべて(新版)』(金融財政事情研究会、二〇一四年)二頁、川口恭弘・木目田裕・平田公一・松崎裕之『インサイダー取引規制と未然防止策』取引事例と平成25年改正を踏まえたポイント(経済法令研究会、二〇一四年)二頁。

(2) アメリカでは、一九三四年に制定された証券取引所法一〇条(b)項およびこれに基づくSEC規則10b-5の適用により、インサイダー取引が規制されてきた。規則10b-5は、何人も「詐欺を行うための策略、計略または技巧を用いること」を禁止する規定である。この規定の適用を巡って、さまざまな判例理論が展開されてきた(六戸善

- 一〇 大崎貞和『ゼミナール金融商品取引法』（日本経済新聞出版社、二〇一三年）二六四頁～二六六頁、川口ほか・前掲注（一）四頁。
- （三） 信認義務理論は、会社経営者のような内部者が、会社または株主に対して負う信認義務に違反して、未公表の重要情報を利用して取引を行うことが、SEC規則10b-5の「詐欺」に該当するものである。その紹介として、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法（第二版）』（弘文堂、二〇〇六年）一六二頁～一六三頁、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂、二〇一一年）六八頁～九〇頁。
- （四） 黒沼・前掲注（一）四三二頁。
- （五） 不正流用理論は、信認義務理論では取締りができない外部者が、情報源に対して負う機密保持義務に違反して、内部情報を不正に流用して取引を行うことが、詐欺に該当するものである。その紹介として、黒沼・前掲注（三）一六五頁～一六六頁、萬澤・前掲注（三）九一頁～一〇四頁。
- （六） 情報の平等理論は、未公表の重要情報を有するすべての者は、取引の相手方に対し開示または取引断念の義務を負うとするものである。その紹介として、黒沼・前掲注（三）一六二頁、萬澤・前掲注（三）六〇頁～六八頁。
- （七） 船津浩司「ドイツの内部者取引規制—EU法を踏まえて—」大証金融商品取引法研究会報告記録 ([https://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/research-group/detail/tvdivg0000008v7f-att\\_23460\\_01.pdf](https://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/research-group/detail/tvdivg0000008v7f-att_23460_01.pdf)) 三三頁。
- （八） 岸田雅雄監修、神作裕之・弥永真生・大崎貞和編「注釈金融商品取引法（改訂新版）第4巻 不公正取引規制」（金融財政事情研究会、二〇二二年）一六六頁（行澤一人）。
- （九） その紹介として、傅穹・曹理「内幕交易規制的立法体系進路—域外比較与中国選択—」環球法律評論二〇一一年五号一二五頁～一四一頁。
- （一〇） 趙姍姍「法益視角下証券内幕交易罪主体範圍的規範構造」政治与法律二〇一八年一〇号五四頁。
- （一一） 当該条文は以下の通りである。

「第一八〇条 証券・先物取引の内部情報を知る者、または不法に証券・先物の内部情報を取得した者は、証券の発行もしくは証券・先物の取引に関する情報、または証券・先物の取引価格に重大な影響を及ぼすその他の情報が公開される前に、当該証券の売買もしくは当該内部情報に係る先物取引を行い、または当該情報を漏洩し、もし

くは他人に上記の取引活動を行うよう明示、暗示したときは、情状が重大である場合には、五年以下の有期懲役もしくは拘役に処し、または不法収益の一倍以上五倍以下の罰金を併科もしくは単科する。情状が特別に重大である場合には、五年以上一〇年以下の有期懲役に処し、不法収益の一倍以上五倍以下の罰金を併科する。

2 法人が前項に違反したときは、法人に対して罰金を科するほか、その直接責任を負う主管者およびその他の直接責任者は、五年以下の有期懲役または拘役に処する。

3 内部情報および内部情報を知る者の範囲は、法律または行政法規の規定により確定する。

4 証券取引所、先物取引所、証券会社、先物仲介会社、ファンド管理会社、商業銀行、保険会社等の金融機構の職員および関連監督管理機関、業界協会の職員が、職務により取得した内部情報以外の未公表情報を利用し、規定に違反して当該情報と関連する証券・先物の取引活動を行い、または他人に上記の取引活動を行うよう明示、暗示したときは、情状が重大である場合には、第一項の規定に基づき処罰する。」

(12) 当該条文は以下の通りである。

「第五〇条 内部情報を知る者および不法に内部情報を取得した者が内部情報を利用して証券取引活動を行うことを禁止する。」

(13) 李激漢「新『証券法』下内幕交易主体範圍確定之構想」北方法学二〇二〇年六号七八頁〜七九頁、張淑芬「左堅衛『新『証券法』下証券内幕交易主体的立法重構』雲南師範大學學報哲學社會科學版五四卷一號(二〇二二年)一〇八頁、謝鵬「証券内幕交易主体的規範重構」中國物価二〇二二年二月号七五頁、趙・前掲注(10)四五頁。

(14) 程紅「王元昊「証券内幕交易罪主体的理論基礎与規範重構」理論界二〇二一年四号五二頁、謝・前掲注(13)七五頁、趙・前掲注(10)四五頁。

(15) 程「王・前掲注(14)五四頁、李・前掲注(13)八五頁。

(16) 張「左・前掲注(13)一〇八頁。

(17) 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、一九八九年) 三五頁。

(18) 最判平成一四年二月一三日(民集五六卷二号三三二頁)も同様に、「上場会社等の役員又は主要株主は、一般に、当該上場会社等の内部情報を一般投資家より早く、よりよく知ることができる立場にあるところ、これらの者が一般

投資家の知り得ない内部情報を不当に利用して当該上場会社等の特定有価証券等の売買取引をすることは、証券取引市場における公平性、公正性を著しく害し、一般投資家の利益と証券取引市場に対する信頼を著しく損なうものである。」と判示している。

- (19) 横島・前掲注(17)四七頁。
- (20) 趙・前掲注(10)五六頁、程Ⅱ王・前掲注(14)五四頁。
- (21) 程Ⅱ王・前掲注(14)四九頁、五二頁。
- (22) 吳昉昱「我国証券内幕交易主体之理論解讀与規則構建」政治与法律二〇一五年七号五三頁、張Ⅱ左・前掲注(13)一一二頁。
- (23) 横島・前掲注(17)三六頁。
- (24) 神田秀樹Ⅱ黒沼悦郎Ⅱ松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール(四)』(商事法務、二〇一一年)一一九頁「神作裕之」。この点について、中国法における「職務により」は、職務行為自体により知った場合に限定され、規制の範囲は「職務に関し」より狭い。
- (25) 木目田裕Ⅱ上島正道監修『インサイダー取引規制の実務(第二版)』(商事法務、二〇一四年)六一頁(山田将之Ⅱ八木浩史)。
- (26) 横島・前掲注(17)四三頁。
- (27) 拙稿「判批」法学研究九二巻二号(二〇一九年)一〇二頁〜一〇三頁。
- (28) 野山宏「証券取引等監視委員会の活動」金融法務事情一八六六号(二〇〇九年)六二頁。
- (29) 行澤一人「判批」ジュリスト一五四四号(二〇二〇年)一〇九頁。
- (30) 服部・前掲注(1)三八頁。
- (31) 拙稿「判批」法学研究九三巻七号(二〇二〇年)一一二頁。
- (32) 湯山智教「判批」ジュリスト一五四五号(二〇二〇年)一〇一頁。
- (33) 深水大輔「公募増資インサイダー事案」に見られる解釈・事実認定上の課題について」信州大学法学論集二二二号(二〇一三年)一五四頁。

- (34) 黒沼・前掲注(1)四三六頁。
- (35) 張翕「中国証監会内幕交易行政処罰案例綜述」『規訓資本市場』(法律出版社、二〇一八年)一六三頁。
- (36) 繆因知「反欺詐論下的内幕交易類型重構—原理反思与実証檢驗—」法学家二〇二二年一号一三三頁、王作富編『刑法分則実務研究(上)』(中国方正出版社、二〇〇三年)五四六頁。
- (37) 劉憲權「論内幕交易犯罪最新司法解枳及法律適用」法学家二〇二二年五月四一頁、劉憲權『金融犯罪刑法學專論』(北京大學出版社、二〇一〇年)三六五頁。
- (38) 張∥左・前掲注(13)一一〇頁、彭冰「内幕交易行政処罰案例初步研究」『証券法苑(第三卷上)』(法律出版社、二〇一〇年)一〇八頁、曾洋「証券内幕交易主体識別的理論基礎及邏輯展開」中国法学二〇一四年二号一五九頁。
- (39) 「關於弁理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体适用法律若干問題的解枳」法枳(二〇一二)六号(最高人民法院法院公告サイト <http://gongbao.court.gov.cn/Details/20b0455d58e0877deeb43fe2cccd6.html>)。
- (40) 本解枳にいう「内部情報の敏感期間」とは、内部情報の形成から公開までの期間をいう(司法解枳五条一項)。
- (41) 「關於弁理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体适用法律若干問題的解枳」的理解与適用(最高人民法院公式サイト <https://www.court.gov.cn/shenpan-xiangqing-4709.html>)。
- (42) 祝二軍『証券犯罪的認定与处理』(人民法院出版社、二〇〇〇年)四〇五頁〜四〇六頁。
- (43) 横島・前掲注(17)一二四頁。
- (44) 葛愛軍「インサイダー取引規制に関する考察(二)——日本と中国の比較において——」北大法学論集五六卷四号(二〇〇五年)五四頁〜五五頁。
- (45) 朱大旗∥陳鵬「反欺詐論下泄露型内幕交易推定的適用及其限度」法律適用二〇二二年四号六五頁、肖志珂「内幕交易罪中利用内幕信息及其認定」社会科学家二〇二一年一号一〇一頁〜一〇二頁、馮殿美「内幕交易、泄露内幕信息若干問題研究—法学論壇二〇〇六年二号一〇七頁。
- (46) 黄江東「泄露内幕信息行政処罰問題探討—兼談証券行政処罰中的証明方式」『金融法律評論(第八卷)』(中国法制出版社、二〇一七年)一五二頁。
- (47) 横島・前掲注(17)一二二頁〜一二三頁。

- (48) 横島・前掲注(17)一二三頁、服部・前掲注(1)六二頁。伝達する者において、伝達を受ける者の名前や住所を知る必要はないのもちろん、面識がなくても足り、伝達を受ける者が特定できれば足りる。例えば、ある上場会社の総務課員が自社の重要事実を記載した書面を、当該会社のグループ会社宛送付し、グループ会社の総務課員がそれを読んだ場合は、当該上場会社の総務課員は、グループ会社の総務課員の名前も知らず、面識もないが、グループ会社の担当部署の職員に伝達されることの認識がある以上、グループ会社の総務課員が当該上場会社の株券を売買すれば金商法一六六条三項に当たる(服部・前掲注(1)六二頁)。
- (49) 金商法一六六条三項では、重要事実を職務に關し知った会社関係者が、当該重要事実を話の相手方が認識するであろうことを予見しつつ伝達すれば、本項にいう伝達があるといえる。例えば、宴会の席上に同席したホステスが、そこで密かに行われた会社幹部の増資の計画を小耳にはさみ、その株式を買い付けた場合、当該ホステスは、相手方の積極的伝達行為は認められないから、通常は情報受領者にならない。しかし、ホステスが同席していることを会社幹部が承知しており、そのホステスも内容を聴いていることを黙認しながら話をした場合には、伝達行為があったと解される(内部者取引規制研究会編著『一問一答インサイダー取引規制』(商事法務研究会、一九八八年)一六三頁、服部・前掲注(1)六五頁注四)。
- (50) 木目田上島・前掲注(25)五八二頁〔尾崎恒康〓有松晶〕。
- (51) 横島・前掲注(17)一二三頁。
- (52) 川口恭弘ほか『インサイダー取引規制の比較法研究』民商一二五卷四〓五号(二〇〇二年)六一頁。もつとも、規制の潜脱を許さないようにするための現行法の解釈として、情報受領者と会社関係者との間に介在した者がいわば道具にすぎなかったような場合には、当該情報受領者は、第二次以降の情報受領者ではなく第一次情報受領者と認定できると解されている(松尾直彦『金融商品取引法(第六版)』(商事法務、二〇二一年)六三三頁、黒沼・前掲注(1)四三八頁〓四三九頁)。
- (53) 山下〓神田・前掲注(1)三一六頁。
- (54) 黒沼・前掲注(1)四三八頁。
- (55) 南由介『インサイダー取引の罪における主体について―最高裁平成二七年四月八日決定を素材として―』鹿見島

- 大學法學論集五十三卷二号 (二〇一九年) 二三頁、二四頁。
- (56) 葛·前揭注(44)五八頁。
- (57) 萬澤·前揭注(3)二頁。
- (58) 李激漢「徐成龍「構建我國證券內幕交易規制理論的基本路徑探析」河北法學三九卷二二号 (二〇二一年) 一九九頁、朱「陳·前揭注(45)六六頁。
- (59) 朱「陳·前揭注(45)七一頁。
- (60) 張小寧「內幕交易罪犯罪主体研究」山東社會科學二〇〇九年六号一五二頁、趙·前揭注(10)五五頁。