

中国における情報受領者に対するインサイダー取引規制

——初の行政処分取消事例を素材として——

陳 宇

- 一、はじめに
- 二、推定規則に関する最高人民法院の見解
- 三、初の行政処分取消事例
- 四、本件から見た推定規則の問題点
- 五、おわりに

一、はじめに

中国法において、インサイダー取引規制は主に刑法（二〇二〇年二月二十六日公布、二〇二一年三月一日施行）^一八〇条および証券法（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}〜^{五四条}に基づいて構成されている。これらの規定により、規制対象者は「内部情報を知る者」（以下、「内部情報知情者」という）および「不法に内部情報を取得した者」（以下、「内部情報不法取得者」という）に分類され、情報公開前に当該会社の証券を

売買すること、当該情報を漏洩すること、または他人に当該証券の売買を推奨することが禁止されている。

内部情報知情者の具体的範囲は証券法五一条に定められており、発行会社の役員、大株主、支配会社の関係者、業務上情報に接する者、買収者、証券業関係者、監督機関職員など、広範な主体が対象とされている。

一方、内部情報不法取得者については、刑法および証券法に明文の定義は存在しないが、最高人民法院および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」⁽¹⁾(二〇二二年三月二十九日公布、同年六月一日施行。以下、「司法解釈」という)⁽²⁾二条により、以下の三類型が示されている。

- ① 盗取、詐取、盗聴等の違法手段により内部情報を取得した者
- ② 内部情報知情者の近親者または密接な関係者であり、内部情報の敏感期間中に関連取引を行った者⁽³⁾
- ③ 内部情報知情者と連絡・接触した者であり、内部情報の敏感期間中に関連取引を行った者

このうち②および③は、いわゆる「情報受領者」に該当すると解される⁽⁴⁾。これら二類型については、関連取引が明らかに異常であり、かつ正当な理由または情報取得ルートが存在しない場合に限り、内部情報不法取得者として認定される。

統計資料によれば、二〇二二年に中国証券監督管理委員会(以下、「証監会」という)が処理したインサイダー取引に関する行政処分事案は、合計九九名の関係者を対象としている。そのうち、インサイダー取引を行った内部情報知情者は二九名であり、内部情報知情者との連絡・接触を契機として取引に至った者は六〇名に上った。この傾向は、情報受領者によるインサイダー取引が、現在のインサイダー取引の主要な態様となっていることを示唆している⁽⁵⁾。

規制の厳格化が進む⁽⁶⁾一方で、インサイダー取引の認定基準には依然として曖昧な部分が多く、法的安定性およ

び予測可能性の観点から課題が残されている。⁽⁷⁾とりわけ、情報受領者によるインサイダー取引の認定については、その困難性が従来より指摘されてきた。⁽⁸⁾

情報受領者によるインサイダー取引の認定において、証監会は、情報伝達の直接的な証拠が存在しない場合であっても、内部情報にアクセス可能な者と取引を行った者との間に密接な関係が認められ、かつ当該取引が異常な状況下で行われた場合には、情報伝達があったと推定する手法（以下、「推定規則」という）を採用してきた。⁽⁹⁾この推定規則は、規制の実効性を高める一方で、その法的根拠や運用実態をめぐっては、学説・実務の双方から正当性に対する疑義が呈され続けている。

本稿では、インサイダー取引に対する証監会の行政処分が司法審査によって初めて取消された事例（以下、「本件」という）を素材として、中国における情報受領者によるインサイダー取引の認定基準を考察する。以下では、まず、推定規則に関する最高人民法院の見解を示した上で、本件の事実関係と処分・訴訟の経緯を整理し、次に、本件における推定規則の運用実態を分析することで、その問題点を明らかにする。

二、推定規則に関する最高人民法院の見解

二〇一一年七月一三日、最高人民法院は「証券行政処分案件の証拠に関する若干問題についての座談会紀要」（以下「紀要」）およびその解釈を公布した。⁽¹⁰⁾紀要は、情報受領者による違法行為の立証に際し、主として証券取引活動と内部情報との一致度に基づいて判断を行い、推定による認定手法を採用している。

紀要によれば、証券監督管理機関が提出した証拠によって、以下のいずれかの状況が認定され、かつ被処分者が合理的な説明を行うことができず、またはその状況を排除する証拠を提出できない場合には、人民法院は争わ

れた処分決定におけるインサイダー取引の認定を成立したものと判断することができる。とされる。

すなわち、①内部情報知情者の配偶者、父母、子女およびその他密接な関係を有する者の証券取引活動が、当該内部情報と基本的に一致している場合、②内部情報の公表前に、内部情報知情者または当該情報を知っている者と連絡・接触し、その証券取引活動が当該内部情報と高度に一致している場合、である。

さらに、推定による認定手法の詳細について、紀要の解釈は以下のように説明している。

「紀要は、インサイダー取引の主体の違い、すなわち取引主体が内部情報を知っている程度やその知り得た経路の違いに応じて、主観的要素である『知悉・利用』の認定に異なる基準を設けている。行為者の客観的な取引行為と内部情報などの客観的証拠との一致性を用いて、行為者が主観的に内部情報を利用してインサイダー取引を行ったという故意の存在を裏付け、認定する。この点において、認定の階層性と厳密性が際立っている。客観的取引行為と内部情報との一致性とは、条文に記載された『取引活動が内部情報と関連し、基本的に一致し、または高度に一致している』ことを指す。執行実務においては、以下のような状況がしばしば見られ、具体的な事案に応じて、取引活動が内部情報と関連し、基本的に一致し、または高度に一致していると判断され得る…

- ・ 口座の開設・解約、指定取引の設定・取消のタイミングが、当該内部情報の形成および公表の時期と基本的に一致している場合
- ・ 取引口座の資金の出入りや資金変動などの活動が、内部情報の形成・変化・公表の時期と基本的に一致している場合
- ・ 内部情報に関連する証券の売買のタイミングが、内部情報の形成・変化・公表の時期と基本的に一致している場合
- ・ 証券の売買行為が通常の取引習慣とは明らかに異なるが、内部情報とは強い関連性がある場合

・証券の買付・売却行為、または証券の集中保有行為が、当該証券会社の公開情報に示されるファンダメンタルズとは明らかに乖離しているが、内部情報とは一致している場合

・取引口座の資金の出入りが、内部情報の知情者と関連性または利害関係を有している場合

当事者の合法的権益を保護するため、『合理的な説明』条項を設け、合理的な説明が可能な被処分者をインサイダー取引の認定対象から除外することにより、監督機関が基本的な立証責任を負うという前提のもとで、証明責任の適切な分配と転換を実現し、当事者の抗弁権を保障し、司法判断の過度な厳格化を防止することが意図されている。実務運用の観点から見ても、インサイダー取引に関する抗弁条項は、海外の成熟した市場において広く採用されており、我が国においても、成熟した資本市場を有する国・地域の制度を参考にすることで、新たな市場取引メカニズムの創設に制度的余地を残し、当事者が合法的な証券取引活動を行う際のリスクを軽減することが可能となる。」

三、初の行政処分取消事例

(一) 事案の概略

本件は、上場会社である広東威華股份有限公司（以下、「威華股份」という）の重大資産再編に関する内部情報を利用して株式取引を行い、多額の利益を得たとして、私募機関・上海佳亨投資发展有限公司の董事長である蘇某が証監会から受けた行政処分に対する行政訴訟である。

1、威華股份の再編の模索

二〇〇八年後半以降、木材加工を主事業とする威華股份は経営難の打開を目的として、複数の再編計画を模索していた。二〇一三年一月末、同社への就職を希望する殷衛国が董事長の李某華に紹介された。二月二三日、李某華は、殷衛国を通じて長江証券承銷保薦有限公司の総裁王某平と面会し、銅箔・銅張積層板の製造販売事業（以下、「IT産業」という）の注入構想について協議を開始した。同日、殷衛国と王某平は、威華股份の経営陣と当該構想について協議し、二月二十五日には注入予定資産の現地調査が行われた。

その後、三月一五日の協議では、IT産業単独では規模・収益性に課題があるとの認識が共有され、代替案として川上産業である銅鋳産業の注入構想が浮上した。三月二六日から二七日にかけて銅鋳の現地調査が行われ、三月三一日には調査報告書が李某華らに提出された。

四月一六日、威華股份は、同社の支配株主および実質的支配者が重大事項を計画中であることを公告し、株式取引を停止した。一月一九日、威華股份が発表した自己調査および取引再開に関する公告では、取引停止の理由が資産注入であることが示された。

しかし、同時期には別の再編計画も進行していた。三月末、広東新価値投資有限公司に務める羅某広は李某華に対し、贛州稀土集団有限責任公司（以下、「贛州稀土」という）の裏口上場プロジェクトを紹介した。四月一八日または一九日頃、威華股份は贛州稀土の再編選定入札に参加する意向を表明し、四月二一日には両社の董事長が初めて面会した。その後、一〇月三〇日には贛州稀土との間で「株式発行による資産購入契約」などが締結された。

威華股份は、四月二三日および五月三日に重大事項に関する取引停止継続の公告を発表し、五月九日には重大資産再編計画に関する取引停止公告を発表した。一月四日、威華股份は贛州稀土の資産の買収に関する重大資

産再編報告書などの関連文書を正式に開示し、同日に取引を再開した。

2、蘇某による株式取引の状況

蘇某は、二〇一三年三月一日から四月一五日にかけて、「浦江之星二二号」「馬某強」「朱某海」の三つの口座を用いて、威華股份の株式を継続的に売買していた。各口座の取引状況と利益は以下のとおりである。

「浦江之星二二号」口座：二〇一三年三月一日から四月二二日までに合計五七三万九四一〇株を買付け、取引金額は二九一五万五五四七・九六元であった。また、二〇一三年三月二二日から四月九日までに合計七三万九四一〇株を売却し、取引金額は三八四万五五七〇・七三元であった。この口座による利益は五二四万五三七九・二二元であった。

「馬某強」口座：二〇一三年三月二二日から四月九日までに合計一四二万四七〇〇株を買付け、取引金額は七五〇万七九九四元であった。また、二〇一三年四月一日から一五日までに合計五三万四七〇〇株を売却し、取引金額は二四七万〇七六五・九四元であった。この口座による利益は八一七万八一九・九三元であった。

「朱某海」口座：二〇一三年三月二五日から四月八日までに合計六四万一七〇〇株を買付け、取引金額は三四〇万五四二七・一八元であった。また、二〇一三年四月一〇日から一二日までに合計一四万一七〇〇株を売却し、取引金額は六四万八一五六・八三元であった。この口座による利益は四七五万二七三三・五〇元であった。

3、当事者間の連絡・接触状況

蘇某と殷衛国の携帯電話番号間では、二〇一三年二月から四月にかけて、四五回の通話と七一回のSMS連絡が確認された。蘇某は殷衛国との接触を認めたものの、具体的な業務に関する話はしておらず、飲食や娯楽を共

にただけであると主張した。

4、証監会による処分決定

二〇一六年四月二十六日、証監会は、「二〇一六」五六号行政処分決定書（以下、「本件処分決定」という）を發出し、蘇某の違法所得六五三七万六二三一・六四元の没収および同額の罰金を科す処分を決定した。

証監会は、威華股份の再編計画（IT資産の注入、銅鉱買取、裏口上場のいずれも）が証券法六七条二項二号（二〇一九年改正証券法八〇条二項二号）に規定される「会社の重大な投資行為および重大な財産取得の決定」に該当すると認定した。二〇一三年二月二三日時点で当該情報は重要性を有し、内部情報に該当すると判断された。

蘇某は、内部情報の公開前に、当該情報を知る者である殷衛国と連絡・接触しており、関連する株式取引は明らかに異常なものであった。また、蘇某は当該取引が内部情報に基づくものではないとする、十分かつ説得力のある理由を提示できなかった。これらの行為は、証券法七三条および七六条一項（二〇一九年改正証券法五〇条および五三条一項）に違反し、同法二〇二条（二〇一九年改正証券法一九一条）に規定されるインサイダー取引行為に該当すると判断された。

なお、本件において、証監会は殷衛国の所在を特定できず、聴取を実施していない。証監会は、殷衛国を直接調査する必要性を認識し、彼を見つけて調査を行うため、電話での連絡や、勤務している可能性のある場所への調査など、一定の行動をとった。しかし、証監会が殷衛国の住所、常居所、戸籍所在地などについて必要な調査を行った形跡はない。また、証監会が殷衛国に電話連絡した際、『一三九XXXXXX』という電話番号が漏れていた。この番号は、蘇某が尋問時に強調し、証監会の調査官が重点的に尋問した殷衛国の連絡先であり、さらに証監会が蘇某と殷衛国との間で数十回にわたる通話およびSMS連絡があったと認定した携帯電話番号で

あった。

5、訴訟の経緯

蘇某は証監会の処分決定に不服を申し立て、行政復議を申請したが、証監会は原処分を維持する決定（以下、「本件復議決定」という）を下した。これに対し、蘇某は北京市第一中級人民法院に訴えを提起し、処分決定の取消しを求めた。

第一審裁判所は、証監会のインサイダー取引認定には事実的根拠があり、法的権限も適正に行使されていると判断し、蘇某の訴えを棄却する判決を下した⁽¹²⁾。

蘇某は第一審判決を不服として北京市高級人民法院に上訴し、第一審判決と証監会による処分決定の取消しを求めた。

第二審裁判所は、証監会が殷衛国を内部情報知情者と認定する際に、全面的、客観的、公正な法定調査義務を尽くしていなかったため、この認定は事実が不明確で証拠が不十分であると判断し、第一審判決と証監会による処分決定を取り消す判決⁽¹³⁾（以下、「本判決」という）を下した。

(二) 推定規則の適用に関する裁判所の判断

本件は、インサイダー取引に対する行政処分が司法審査によって初めて取り消された事例として注目される⁽¹⁴⁾。本判決では、内部情報の認定、内部情報知情者の認定、推定規則の適用、行政処分の手続的公正性、違法所得の算定基準といった複数の核心的論点について、詳細な検討と判断が示された。このうち、推定規則の適用に関する裁判所の判断は以下のとおりである。

「双方当事者のこの争点は、主に推定の適用条件に関わる問題であり、具体的には、推定の基礎事実が明確であるか、および基礎事実が相応の証明基準に達しているかという問題に分けられる。推定の適用余地および本件における推定の基礎事実が明確であるか否かについては、第一審判決が述べたように、隠蔽性はインサイダー取引の顕著な特徴であり、行政執行機関が違法事実を認定するためにインサイダー取引の直接証拠を必ず把握することを要求すれば、行政執行機関がインサイダー取引行為に対して効果的な行政監督を実施することが困難になる可能性がある。したがって、インサイダー取引の行政処分案件において、既存の証拠に基づき、取引行為が内部情報の入手に基づいて実行されたと十分に推定できる場合、当事者にインサイダー取引行為が存在すると認定でき、当事者が合理的な説明を行うか、または内部情報を利用して関連証券取引活動を行ったことを排除する証拠を提供できない限り、その認定は有効である。この認識は、最高人民法院の『証券行政処分案件の証拠に関する若干問題』についての座談会紀要』にも反映されており、同紀要の第一部『証券行政処分案件の挙証問題について』では、裁判所が証券インサイダー取引行政処分案件を審理する際、当該種の案件の違法行為の特殊性を考慮し、監督管理機関が主要な違法事実の証明責任を負い、推定の方法を通じて原告に特定の事実の証明責任の一部を適切に転換すべきであると明確にされている。証拠法上、推定は厳密な論理的推論と日常生活経験に基づいて、既知の事実から未知の事実の存在を推断する証明規則である。この規則に基づき、行政機関がある事実を確認すれば、直接に別の事実を認定でき、推定を主張する行政機関は推定の基礎となる事実について挙証責任を負い、推定に反論する処分対象者は基礎事実および推定事実が成立しないことについて挙証責任を負う。本件において、証監会は蘇某が内部情報敏感期間中に内部情報知情者である殷衛國と複数回連絡を取り、蘇某の威華股份制企业取引のタイミングが資産注入事項の進捗状況と高度に合致しており、かつこの取引行為について十分かつ説得力のある説明を提供できなかったため、インサイダー取引を構成すると推定すべきであると主張した。ここで、蘇某

が内部情報敏感期間中に内部情報知情者である殷衛国と複数回連絡接触し、かつ蘇某の証券取引活動が内部情報の進捗状況と高度に合致していることが基礎事実であり、蘇某の証券取引活動がインサイダー取引を構成するところが推定事実である。証監会は基礎事実について挙証責任を負い、蘇某は基礎事実および推定事実を覆すことについて挙証責任を負う。前者が後者の前提および基礎であり、証監会が認定した基礎事実が成立して初めて、蘇某がその後の挙証責任を負うことになる。基礎事実において、殷衛国が内部情報知情者であるという事実はその重要な構成要素であるが、…：証監会によるこの事実の認定は事実が不明確であり、そのため推定の基礎事実が不明確となる。この場合、証監会による蘇某の証券取引活動がインサイダー取引を構成するという推定も成立しない。

推定の根拠となる基礎事実が適切な証明基準に達しているか否かについて、当裁判所は、証監会が蘇某の行為がインサイダー取引を構成すると推定した基礎事実には事実不明確の問題があることを既に認定しているが、本件において双方当事者が基礎事実が達成すべき証明基準を巡って争っていることについて、依然として回答する必要がある。証明基準とは、法律上、待証事実を証拠によって証明する際に到達すべき程度の要求である。その重要な価値の一つは、挙証責任を負う一方の当事者が挙証責任を実際に果たしたかどうかを測る判断基準を提供することであり、主張された事実の証明が法定の証明基準に達していない場合、その訴訟主張は成立しない。行政訴訟の対象と範囲は多様かつ広範であり、異なるタイプの行政行為の性質および当事者の権利義務に与える影響の程度が異なるため、理論的には一般的に、行政訴訟の証明基準は柔軟性、中間性、階層性を有し、具体的な案件の状況に応じて、合理的な疑義を排除する上限基準と合理的な可能性の下限基準の間で、個別の案件に適用される証明基準を合理的に決定する必要があるとされている。具体的にインサイダー取引の行政処分分野では、証券監督管理機関は被訴処分決定の合法性について法に基づき挙証責任を負うが、インサイダー取引案件の調査

における特殊性を考慮し、証券監督管理機関が推定を適用して事実を認定する一定の余地と可能性を与えている。しかし、それでもなお、インサイダー取引の行政処分がしばしば当事者の合法的な権益に大きな影響を与えることを考慮し、推定の適用基準においては慎重な原則を堅持すべきであり、特に推定の根拠となる基礎事実の証明基準は、より高い要求をすべきである。まさしくこのため、最高人民法院の『証券行政処分案件の証拠に関する若干問題についての座談会紀要』の第五部『インサイダー取引行為の認定問題について』では、当事者が内部情報公開前に内部情報知者と連絡・接触し、その証券取引活動が内部情報と高度に合致しており、かつ被処分者が合理的な説明または関連証券取引活動が内部情報を利用したものではないことを排除する証拠を提供できない場合、裁判所は被訴処分決定が認定したインサイダー取引行為が成立したことを確認できると明確にされている。ここでいう『高度に合致している』という基準は、証券監督管理機関が推定の根拠となる基礎事実に対して達成すべき証明程度の要求であり、インサイダー取引行為の性質および処分対象者の権利義務への影響の程度とも整合している。本件において、被訴処分決定は、蘇某と殷衛国が連絡・接触しており、威華股份制企业の取引時点が内部情報の進捗状況と高度に合致しており、かつ蘇某が十分かつ説得力のある説明を提供できなかったため、蘇某がインサイダー取引を構成すると推定した。一方、被訴復議決定は、蘇某の威華股份制企业買付の取引時点が内部情報の形成過程と比較的合致しており、かつ蘇某が内部情報公開前に威華股份制企业を買付した理由を合理的に説明できなかったため、本件処分決定を維持した。明らかに、本件処分決定と本件復議決定は、インサイダー取引を構成すると推定される基礎事実の証明程度において異なる基準を適用しており、前者は『高度に合致している』基準を適用し、後者は『比較的合致している』基準を適用している。そして、本件処分決定と本件復議決定との不一致をどのように捉えるかという問題がある。最高人民法院の『中華人民共和国行政訴訟法の適用に関する解釈』一三五条では、復議機関が原行政行為を維持する決定を下した場合、裁判所は原行政行為の合法性を審

査すると同時に、復議決定の合法性も併せて審査すべきであり、原行政行為を行った行政機関と復議機関は原行政行為の合法性について共同で挙証責任を負い、そのいずれかの機関が挙証行為を行うことができ、復議機関は復議決定の合法性について挙証責任を負う。復議機関が共同被告となる案件では、復議機関が復議手続において法に基づき収集し補足した証拠は、裁判所が復議決定および原行政行為の合法性を認定する根拠とすることができる。これを見ると、現行の行政訴訟制度は、過去の原行政行為と復議維持決定を二つの完全に独立した行政行為として扱う方式を変更し、復議維持決定と原行政行為を一体として認識し把握するものとしている。復議機関は原行政行為の事実と法的状態を修正・補足することができ、修正または補足された後、原行政行為はもはや当初の状態ではなく、復議決定によって修正・補足された形で現れる原行政行為となる。したがって、本件において、本件処分決定中の『高度に合致している』は、本件復議決定中の『比較的合致している』によって修正されており、この修正は、現存する証拠が示す内部情報の形成・発展と関連取引活動の事実と基本的に一致している。これに基づき、本件処分決定が蘇某にインサイダー取引が存在すると推定する基礎事実は、『高度に合致している』という証明基準に達していなかったと認定できる。

上記の分析を総合すると、本件処分決定は、蘇某の行為がインサイダー取引を構成すると認定した事実が不明確であり、本件復議決定が本件処分決定を維持したことは、誤りであり、当裁判所は併せてこれを是正すべきである。」

四 本件から見た推定規則の問題点

(一) 法的根拠の欠如

インサイダー取引の成立を認定するためには、取引主体が内部情報を知悉・利用していたことを証明する必要がある⁽¹⁵⁾。この点においては、直接的な証明が困難であることが多い⁽¹⁶⁾。特に、内部情報知情者が行為者に情報を伝達した場合、両者が敏感期間中に連絡・接触していたとしても、その具体的な内容を証監会が把握することは容易ではなく、行為者が内部情報を知悉・利用していたことを示す直接証拠を欠くケースが多い⁽¹⁷⁾。

本件において、蘇某は内部情報知情者ではなく、他者から不法に内部情報を取得した者とされており、自身も当該情報を知っていたことを否定している。そのため、証監会は直接的な証拠を欠いており、推定による証明が最も現実的なアプローチとなる⁽¹⁸⁾。推定による証明を採用する場合には、推定結果の正確性および公正性を担保するため、各種の間接証拠を適切に活用し、証拠間の連関を体系的に構築することが求められる⁽¹⁹⁾。

この点に関して、紀要は、インサイダー取引主体が情報に接近する距離、取得の難易度、経路の違いなどに応じて、主観的要件である「知悉・利用」の認定に段階的な推定規定を設けている。実務上、紀要のルールが行政・司法の基本的な慣行として広く共有されており、本判決においてもこの「推定」の考え方に異議を唱えることなく、むしろ明確に肯定されている。もつとも、紀要は裁判所の実務における指導的意見文書にすぎず、厳密には普遍的な適用性や法的強制力を有するものではないため、直接的な法執行や司法判断の根拠とはなり得ない⁽²⁰⁾。

一方、中国における司法解釈は、法律や行政法規など狭義の法令と同一の法的拘束力を有し、裁判所が判決や決定に法的根拠として引用することができる、いわゆる法源・法規範の一つである⁽²¹⁾。これは、最高人民法院および最高人民検察院が、裁判および檢察実務において特定の法律を具体的に適用する際に生じる問題について、統

一的な解釈を示すために制定するものである。これらの司法解釈は、立法法の規定に基づき、法律の枠内で制定され、法律に矛盾しない範囲でその細則や補充、例示を定めることにより、法律の実効性を高める役割を果たしている。しかし、法律の規定が制限列挙である場合や、拡張または縮小の解釈を許さないときは、これと矛盾する司法解釈の法源性または法規範性を問題としなければならない。⁽²²⁾

立法法一条は、国民の犯罪および刑罰に関する事項は、必ず法律によって規定されなければならないと定めている。内部情報不法取得者については、証券法に明確な定義が存在しないが、司法解釈は証監会の実務慣行を踏まえ、不法に内部情報を取得する三つの類型を規定している。これは、実質的に証券法の規定範囲を超えており、刑事責任の根拠として用いるには、立法法一条に照らしても、法律上の明文規定を欠いていると言わざるを得ない。したがって、これら三類型に関する司法解釈は、合法的な解釈権限の根拠を欠いていると評価される。⁽²³⁾

(二) 推定の適用対象範囲が実質的に誰にでも及ぶ

インサイダー取引の立法根拠は、理論上、信義義務説と情報平等説の二つの見解に大別される。⁽²⁴⁾ 信義義務説を採用する場合、インサイダー取引の主体は信義義務を負う者に限定され、責任認定には主観的条件が要求される。他方、情報平等説を採用する場合、取引主体は特定の身分を有する必要はなく、主観的状态は考慮されないことが多い。⁽²⁵⁾

中国法においては、証券法五一条が証券取引における内部情報知情者を列挙しており、主に特定の身分、職務関係、会社との業務上の取引などを通じて合法的に内部情報を知り得た者を対象としている。しかしながら、同条は合法的に内部情報を知り得たすべての者を網羅しているわけではない。したがって、証券法は、内部情報を知悉したすべての者がその情報を利用して取引を行ってはならないとする立場ではなく、特定の主体のみがその

義務を負うべきであると考えており、信義義務説に近い立場を採用していると解される。⁽²⁶⁾

ところが、証監会による行政処分事例を参照すると、インサイダー取引の認定においては、「身分」ではなく「知悉」の有無が核心的判断基準となつていくことが明らかである。⁽²⁷⁾ すなわち、行為者が証券法五一条に規定される内部情報知情者であるか否かにかかわらず、内部情報の知悉を証明する証拠の提示が求められる。行為者が法定の内部情報知情者であっても、知悉の事実が証明されない限り、インサイダー取引とは認定されない。他方、法定身分を有しない者であっても、知悉の事実が証明されれば、違法取引とされ得る。

情報受領者に関しては、多くの行政処分において主観的狀態に関する明確な論述がなされておらず、主に「密接な関係」「敏感期間中の連絡・接触」「取引の異常性」といった客観的事実に基づいて、内部情報の知悉を推定し、インサイダー取引行為を認定している。⁽²⁸⁾ この認定モデルの下では、現行法が規定する規制範囲を大きく超えて、インサイダー取引の法執行対象が、特定の身分を有する者から、内部情報を知悉し、これを利用して取引を行ったすべての者にまで拡張され得る構造となつている。

このような法執行の傾向において懸念されるのは、すべての市場参加者が拳証責任を負い、自ら内部情報を知悉・利用していないことを証明しなければならず、さもなければインサイダー取引の責任を問われる可能性がある点である。⁽²⁹⁾ このような責任設定は、内部情報知悉の事実認定を容易にする一方で、行政訴訟における責任分担の基本原則に明らかに反している。⁽³⁰⁾

(三) 推定の基礎事実の認定と行政調査義務の履行不全

行政法領域において事実推定を適用するためには、まず推定の前提となる基礎事実が明確かつ確固として認定されなければならない。⁽³¹⁾ 特にインサイダー取引に関する行政処分においては、証監会が基礎事実について拳証責

任を負い、行為者はその基礎事実および推定事実を覆すための反証責任を負う構造となっている⁽³²⁾。ただし、行為者の反証責任は、証監会による基礎事実の立証が適切に行われていることを前提とするものである⁽³³⁾。

行政処罰法五四条は、行政機関に対し「全面的かつ客観的・公正な調査義務」を課しており、関連する証拠の収集と事実認定において高度な慎重性が要求される。したがって、証監会は法定の調査義務に基づき、推定の基礎事実を確定するために十分かつ合理的な証拠を収集し、これをもって立証責任を果たす必要がある⁽³⁴⁾。同条は、裁判所が証監会に調査義務が果たされたかどうかを審査するための直接的な法的根拠を提供している⁽³⁵⁾。

本件において、証監会が行政処分を行うにあたり、以下の四点の基礎事実について立証責任を負うことが求められる。

- ① 内部情報の存在
- ② 殷衛国が当該内部情報知情者であること
- ③ 蘇某と殷衛国が内部情報の敏感期間中に連絡・接触していたこと
- ④ 蘇某による関連取引行為が明らかに異常であること

これらの事実が合理的な証拠に基づいて認定されて初めて、蘇某は推定事実を覆すための反証を行う義務を負うことになる⁽³⁶⁾。

しかしながら、証監会は本件において、内部情報の伝達者とされる殷衛国に対する聴取を実施せず、また当該事実の認定に必要な調査手段を尽くさなかった。これにより、②の基礎事実の認定は不明確となり、推定の前提となる事実の客観性に重大な疑義が生じた。裁判所はこの点を重視し、証監会が殷衛国を内部情報知情者と認定するにあたり、行政機関としての全面的・客観的・公正な調査義務を履行していなかったと判断した。結果として、当該認定は事実不明確かつ証拠不十分であるとされ、蘇某による主張は裁判所により認容された。

このような調査義務の履行不全は、本件に特有の事象ではなく、実務上繰り返し見受けられる問題である⁽³⁷⁾。本件判決は、従来の行政処分が必ずしも厳密な証拠収集プロセスを経ていなかったという実態に対する、司法からの警鐘である⁽³⁸⁾。これにより、行政機関による推定の適用においては、基礎事実の確定に対する厳格な証明基準の適用と、調査義務の実質的履行が不可欠であることを改めて確認する必要がある。

(四) 推定の基礎事実が対応する証明基準に達しているかどうか不明確

事実推定では、一方の当事者が推定事実の証明を免除されるとはいえ、基礎事実は依然として証明する必要がある⁽³⁹⁾、行政訴訟の証明基準に達している必要がある。紀要の第五部「インサイダー取引行為の認定問題について」では、「基本的に一致している」および「高度に一致している」といった証明基準が明示されている。これらの基準は、証券監督管理機関が推定の基礎事実について達成すべき証明の程度を示すものであり、インサイダー取引行為の性質および処分対象者の権利義務への影響の程度とも整合している⁽⁴⁰⁾。しかしながら、実務においては、証監会の法執行においてこれらの基準を厳密に区別することが困難な場合が少なくない⁽⁴¹⁾。本件においても、処分決定と復議決定の間で証明基準の適用に差異が見られる。

具体的には、本件処分決定では、蘇某が股衛国と接触・連絡していたこと、ならびに威華股份株式の取引タイミングが内部情報の進展状況と「高度に一致」していたこと、加えて蘇某が合理的かつ説得力のある説明を提供できなかったことを根拠に、インサイダー取引を構成すると推定している。一方、本件復議決定では、蘇某による株式購入のタイミングが内部情報の形成過程と「比較的一致」していたこと、ならびに蘇某が内部情報公開前に株式を購入した理由を合理的に説明できなかったことを根拠に、処分決定を維持している。

このように、本件処分決定と復議決定は、推定の基礎事実の証明程度について異なる基準を適用しており、前

者は「高度に一致している」基準を、後者は「比較的一致している」基準を採用している。両者の間における証明基準の選定と適用の不一致は、推定の正当性に対する疑義を生じさせるものであり、特に「高度に一致」と「比較的一致」の実質的な境界が曖昧である点は、法的安定性および予測可能性の観点から看過できない問題である。⁽⁴²⁾

(五) 当事者による推定への反論に対する要求の不明確性

事実推定は、法執行機関が直接証拠を欠く場合に既知の事実から未知の事実を導く手法であり、行為者には反証の機会が与えられている。⁽⁴³⁾しかし、どのような反証が求められるのか、またどの程度の証明力があれば推定を覆せるのかについて、現行制度には明確な基準が存在しない。

特に、証監会が「密接な関係」「敏感期間中の接触」「取引の異常性」といった客観的事実をもって「知悉・利用」の推定を行う場合、行為者はこれらの事実と反する事情や、内部情報の非利用を示す合理的な説明を求められる。⁽⁴⁴⁾しかし、どのような説明が「合理的」と評価され、どの程度の証拠があれば推定を覆せるのか、行政処分事例や判例においても明確な判断基準が示されていない。

この点に関しては、本件のように通信記録や口座取引記録などの客観的証拠が存在する場合には、「密接な関係」「敏感期間中の連絡・接触」「取引の異常性」の証明は、監督管理機関にとって容易である。⁽⁴⁵⁾これに対し、行為者が自身は内部情報を知悉しておらず、かつ利用していないことを証明するのは極めて困難である。したがって、この証明方式は表面的には、裁判所が双方当事者の提出した証拠の証明力を比較し、証明力が優勢な一方の証拠に基づいて事実認定を行っているように見えるが、実際には、行為者をより困難な举证責任の立場に置いている。このような举证責任の配分と推定規則の適用は、無実の正当な市場参加者を「無罪を自ら証明する」とい

う危険な状況に陥らせるおそれがある。⁽⁴⁶⁾

また、反証の範囲が曖昧であることは裁判所の判断にも影響を及ぼし、審理の恣意性や予測困難性を招くおそれがある。処分対象者の防御権を確保するためにも、推定に対する反証の要件や証明基準について、具体的かつ統一的な指針の整備が求められる。⁽⁴⁷⁾

五、おわりに

本稿では、中国における情報受領者によるインサイダー取引の認定基準について、証監会による行政処分が司法審査によって初めて取消された事例を素材とし、推定規則の運用実態を検討することで、現行制度の構造的課題を明らかにした。

前述したように、推定規則の運用においては、法的根拠の不明確さ、適用対象の過度な拡張、基礎事実の認定の不備、証明基準の曖昧さ、反論要件の不明確性といった複数の制度的問題が存在する。これらの問題は、インサイダー取引規制の信頼性と正当性を根本から問い直すものであり、今後の制度設計において優先的に対応すべき課題である。

本判決は、インサイダー取引規制の実効性と法的安定性との均衡を再考する契機となるものであり、以下の点において重要な示唆を与えている。第一に、推定規則の適用に際しては、基礎事実の厳格な認定と証明基準の明確化が不可欠である。第二に、行政機関が法定の調査義務を十分に履行することは、処分の正当性を担保するための前提条件である。第三に、処分対象者の拳証責任を過度に拡張することは、法的公平性を損ない、無実の市場参加者に不当な負担を課すおそれがある。

以上の示唆を踏まえ、今後の中国におけるインサイダー取引規制の運用においては、推定規則に関する明確な立法的根拠の整備、証明基準の定義と運用指針の統一、そして情報受領者に対する規制の範囲および挙証責任構造の再検討といった課題への対応が求められる。これらの制度的対応が進展することにより、規制の実効性と法的安定性の両立が可能となり、証券市場の健全な発展に資する制度設計の確立が期待される。

(1) 全文は最高人民法院公告サイト (<http://gongbao.court.gov.cn/Details/120b0455d58e0877deeb43fe2ccd6.html>) を参照。

(2) 当該条文は以下のとおりである。

「第二条 以下の行為に該当する者は、刑法第一八〇条第一項に定める『不法に証券、先物取引の内部情報を取得した者』と認定される。

(一) 盗取、詐取、聞き出し、盗聴、利益誘惑、探知、または私的な取引などの手段を利用して内部情報を取得した者。

(二) 内部情報を知る者の近親者またはその他の密接な関係にある者が、内部情報の敏感期間中に、当該内部情報と関連する証券または先物取引を自ら行う、または他人に明示的・暗示的に行うよう指示する、あるいは内部情報を漏洩し他人に取引を行わせた場合において、関連する取引行為が明らかに異常であり、かつ正当な理由または正当な情報源がない者。

(三) 内部情報の敏感期間中に、内部情報を知る者と連絡・接触し、当該内部情報と関連する証券または先物取引を自ら行う、または他人に明示的・暗示的に行うよう指示する、あるいは内部情報を漏洩し他人に取引を行わせる場合において、関連する取引行為が明らかに異常であり、かつ正当な理由または正当な情報源がない者。」

(3) 本解釈にいう「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(司法解釈五条一項)。

(4) 李激漢「証券内幕交易規制範囲確定的内在邏輯」北方法学二〇二二年四号一〇三頁。

(5) 陳岱松、徐嘉豪「多層次伝達型内幕交易責任認定的実証考察与理論反思」中国証券期貨二〇二三年四号八八頁、

- 趙吟「泄露型内幕交易共同違法の認定標準与処断規則」証券市場導報二〇二四年一〇月号一五頁。
- (6) 彭志Ⅱ肖土盛Ⅱ趙園「中国資本市場二〇年内幕交易行為案例綜述」財經研究四三卷一二号(二〇一七年)一〇〇頁。
- (7) 郭聰聰「証券犯罪九成涉内幕交易 專家呼吁完善関連犯罪認定標準」二十一世紀經濟報道二〇二五年四月三日八面。
- (8) 李夢夢「伝達型内幕取引犯罪主体的法律規制」法制与社会二〇二二年四号四一頁。
- (9) 高振翔「伝達型内幕交易中推定規則的理解与適用」從蘇嘉鴻案談起」証券法苑二七卷(二〇一九年)二二二頁、二二六頁。
- (10) 紀要およびその解釈の全文は証券時報電子版 (<https://epaper.stcn.com/paper/zqsb/page/1/2011-09-30/A008/69401317321766721.pdf>) を参照。
- (11) 情報受領者に関しては、紀要の解釈によれば、「内部情報知情者と密接な関係を有する者、または内部情報の公表前に内部情報知情者もしくは不法に内部情報を取得した者と連絡・接触した者は、内部情報知情者として認定することができる」とされている。
- (12) 北京市第一中級人民法院〔二〇一七〕京〇一行初五七〇号行政判決書。
- (13) 北京市高級人民法院〔二〇一八〕京行終四四五号行政判決書。
- (14) 徐蕾「蘇嘉鴻内幕交易威華股份案評析・兼議内幕交易認定中の証明標準」金融法苑二〇二〇年三号八二頁〜八三頁。
- (15) 徐・前掲注(14)八五頁、高・前掲注(9)二三九頁。
- (16) 毛玲玲「内幕交易犯罪案件中的行政認定問題」上海政法學院學報二〇一九年一号九五頁。
- (17) 高・前掲注(9)二四三頁、趙林靜「我国内幕交易『高度吻合』行政執法認定研究」北方金融二〇二一年七号五三頁。
- (18) 徐・前掲注(14)八六頁。
- (19) 高・前掲注(9)二三九頁〜二四〇頁、郭・前掲注(7)八面。
- (20) 陳潔「内幕交易事實認定中自由裁量權的適用及其規制」清華法學二〇一八年六号一二頁。

- (21) 粟津光世「中国における『司法解釈』と『案例指導制度』の展開―司法解釈の判例化か、判例の司法解釈化か」
産大法学四〇巻三・四号(二〇〇七年)一二七頁。
- (22) 粟津・前掲注(21)一三七頁。
- (23) 陳・前掲注(20)一三頁。
- (24) 拙稿「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」法学研究九六卷一号(二〇一三年)三〇七頁～三〇八頁。
- (25) 趙・前掲注(5)二二頁。
- (26) 拙稿・前掲注(24)三〇九頁。
- (27) 曾洋「知悉内幕信息的証明」証券市場導報二〇一四年一月号七四頁。
- (28) 毛・前掲注(16)九五頁、曾・前掲注(27)七五頁。
- (29) 毛・前掲注(16)九五頁。
- (30) 陳・前掲注(20)一二頁。
- (31) 高・前掲注(9)二四九頁。
- (32) 吳振宇「推定方式認定内幕交易的是与非―『蘇嘉鴻案内幕交易案』的法律分析」公司法律評論二〇一九年卷四二二頁。
- (33) 陳・前掲注(20)一五頁。
- (34) 趙・前掲注(17)五九頁。
- (35) 徐庭祥「論行政機關的全面調查義務及其司法審查―以蘇嘉鴻訴中国証監會行政處罰和行政復議決定案為例」公法研究二〇二〇年一号一四七頁。
- (36) 吳・前掲注(32)四二一頁。
- (37) 高・前掲注(9)二四九頁。
- (38) 徐・前掲注(14)九二頁、趙・前掲注(17)五九頁。
- (39) 冯俊伟「行政訴訟中事實推定的適用」行政法學研究二〇一〇年一号一一九頁。

- (40) 吳·前揭注(32)四二二頁。
- (41) 陳·前揭注(20)一六頁、黃輝「我國證券內幕交易的執法強度及其影響因素——實証研究與完善建議」法學評論二〇二三年六号一七九頁、一八〇頁。
- (42) 徐·前揭注(14)八九頁、九〇頁、高·前揭注(9)二四二頁、黃·前揭注(41)一七九頁、一八〇頁。
- (43) 龍宗智「推定的界限及適用」法學研究二〇〇八年一号一〇六頁。
- (44) 繆勁翔「證券內幕交易罪的認定」比較法研究二〇一三年四号九二頁。
- (45) 曾·前揭注(27)七五頁。
- (46) 吳·前揭注(32)四二三頁。
- (47) 黃·前揭注(41)一八〇頁。