

# 博 士 学 位 論 文

内 容 の 要 旨

お よ び

審 査 の 結 果 の 要 旨

第 20 号

平成 26 年度

亜 細 亜 大 学

## は し が き

本号は昭和28年4月1日文部省令第9号「学位規則」第8条および「亜細亜大学学位規則」第13条による公表を目的として、平成26年9月20日に本学において博士の学位を授与した者の論文内容の要旨および論文審査の結果の要旨を収録したものである。

## 目 次

学位の種類	番号	氏名	論文題目	頁
博士(法 学)	乙第6号	王 為 雄	インサイダー取引規制 —課徴金制度についての考察	1

氏 名	王 為 雄
学位の種類	博 士 (法学)
学位記番号	乙 第6号
学位授与の日付	平成26年9月20日
学位授与の要件	亜細亜大学学位規則第3条第4項・亜細亜大学大学院学則第15条第3項該当
学位論文題目	インサイダー取引規制 —課徴金制度についての考察
論文審査委員	主査 中島 修三 教授      副査 香川喜八朗 教授 副査 鹿島 秀樹 教授      副査 畠山 久志 中部学院大学教授

## 論 文 内 容 の 要 旨

### 1. 論文概要

本論文は、日本のインサイダー取引規制の根拠となっている金融商品取引法第166条等を中心に、比較法の観点から法規制の枠組みやその論理、行為者へのペナルティと被害者の救済について研究を行ったものである。特にインサイダー取引規制の先駆となったアメリカ証券取引所法(1934年法)や、EUの内部者取引指令(1989年、2003年)に基づきEU加盟国がそれぞれ国内法に移入したインサイダー規制法のうち、特に世界の金融センターとして積極的に抑制に取り組んでいるイギリスの金融サービス・市場法(2000年法)について、それぞれの監督機関による執行状況や訴訟対応、議会の立法状況などを分析し、比較検討のうえ、改善に向けた提案を行っている。

インサイダー取引規制とは、有価証券市場において情報の優位を用いた不公正な取引を抑止する制度である。金融商品取引法では上場会社の役職員や株主などの会社関係者は、その会社の株価に重大な影響を与える情報(重要事実)を知って、その情報が公表される前に、株式などの売買等をしてはならない、との行為規制が課されている。

現在、このインサイダー取引規制は、各国の金融資本市場において定則となっている。ア・プリアリな市場原則とも認識されるところがあるが、その沿革を見ると証券取引所を通じた取引においてインサイダー取引規制が開始されたのは、比較的新しい制度である。

株式等の有価証券取引が最も盛んであるアメリカにおいては、証券取引等の監督機関である証券取引委員会(SEC)が1960年代になり規制の執行を開始した。日本では1990年代になり改めて規制を導入し、証券取引等監視委員会(SESC)が本格的に摘発を開始した。

しかし、日本のインサイダー規制は、立法当時、特に経済界の規範認識の希薄さや内輪の早耳情報を是認する証券業界慣行、さらに法務当局の公判対策上の意向などにより、アメリカの証券取引所法による規制実態からは大きく乖離した日本独特の規制構造となっている。

筆者は、日本の証券市場に根強く続く不透明な関係の存続を許容している独特の規制構造を解消する方策として、不公正な状況に迅速かつ効率的に対応可能なペナルティ制度の導入と有価証券市場で被害を受けた投資家、取引参加者の救済を図る制度を提案している。具体的には、インサイダー規制の実効的な抑止制裁のツールとして課徴金を取上げ、刑罰における構成要件との分離を論証し、違反行為による被害者の救済方法として、特別な損害賠償請求権の導入や補償基金の設立を提案するものである。

## 2. 論文内容の要旨

以下では、本論文の「序章」から、まとめと提案である「第4章」までの内容の要旨を紹介する。

「序章」では、世界の金融資本市場の一つとして日本市場に要求される証券取引規制の典型であるインサイダー取引規制に関する問題の所在及び検討方法を明確にしている。証券取引法（現金融商品取引法）が、第二次大戦後経済の民主化の一環としてGHQの指導の下、日本法の中に登場したこと。インサイダー取引規制が平成元年から施行され、その後微調整に止まっていたところ、平成25年になり本格的な金融商品取引法の改正が行われた。改正の内容は、インサイダー取引規制の対象行為を、株式等の売買行為から未公開の重要な情報の伝達及び取引推奨行為に拡大し、資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引上げ、インサイダー取引規制の対象金融商品を拡大するなど広範に亘るものとなった。しかし、平成25年の改正内容については、アメリカ、イギリスなどでは、既に規制を掛けられて久しく、そのため今回の対応は、半周遅れの対応に過ぎないと指摘する。

そこで、平成25年改正を踏まえ、日本におけるインサイダー取引規制の課題についてアメリカ法を中心に比較法的検証を行い、インサイダー規制としてグローバル・スタンダードに相応しい構造やシステムに構築するために必要と考える方策を検討し、論証していくとの方針を述べている。

「第1章」連邦証券取引法制下のインサイダー取引規制では、連邦証券取引所法制下でのアメリカのインサイダー取引規制の枠組みを検討している。アメリカで最初に証券取引所でのインサイダー取引にペナルティを科し、インサイダー取引規制の基礎となったCady, Roberts & Co.審決及びTexas Gulf Sulpher Co.判決を検証している。その後連邦最高裁判所は、Chiarella事件やDirks事件、O'Hagan事件でインサイダー取引禁止の根拠を示してきた。アメリカの証券取引所法第10条(b)項と規則10b-5はいわゆる包括規定であるため、その適用論理が求められる。ここでは、伝統的理論である信任義務違反理論と不正流用理論が提唱された。連邦最高裁判所は、O'Hagan事件で不正流用理論を採用したが、規制拡大の懸念が払拭できない状況であることが詳述されている。また、そもそもの議論としてインサイダー取引を規制すべきかどうかの見解が分かれていることにも触れている。こうした規制の論理に加え、ペナルティと被害者の救済に係る連邦議会活動も取り上げている。1984年のインサイダー取引制裁法は、利益の吐き出し及びインサイダー取引により得た利益の3倍の制裁金制度を設けた。

1988年のインサイダー取引・証券詐欺執行法は、同時取引者が民事賠償請求を行う法的権利を明文で認めた。証券取引所法第20A条により、インサイダー取引の損害を受けた被害者を特定することができるし、被害者の救済も行うことができる。

「第2章」日本のインサイダー取引規制の枠組みでは、昭和63年の導入から平成25年改正までの動きを検討している。金融商品取引法では、インサイダー規制の構成は、会社関係者(第166条)と公開買付関係者(第167条)という2本立ての制度として組立てられているが、当時の特殊事情が加味されて日本の特有の規制立法が行われた。インサイダー取引規制は、身分犯的構成でかつ形式犯と位置付けされている。

第166条に違反するこれまでの代表的訴訟は、日新汽船株事件やマクロス事件、日本商事株事件、日本織物加工事件があり、第167条では、村上ファンド事件があった。これらの事案では重要事実の決定機関や決定要件(概念)の該当性が争われ、形式犯であるにも拘わらず、それらの要件は実質的概念で判断が行われていることを指摘している。アメリカ法と同様に会社役員短期売買が規制されているが、実際にはインサイダー取引の規制としては殆ど実効性がなかったため、新たに刑罰規定を設けることにより、抑止効果が期待できるとする。

「第3章」インサイダー取引規制のエンフォースメントでは、課徴金制度を考察している。課徴金制度は、規制の実効性を担保し違反行為の抑止を目的として、規制違反者に対し金銭的負担を課す行政措置として平成17年に導入された。課徴金の対象としては、発行開示違反、継続開示違反、インサイダー取引等の違反行為である。証券取引等監視委員会は、その違反行為に係る検査・調査の結果、インサイダー取引の存在を把握した際には、内閣総理大臣に対し課徴金納付命令を求める勧告や、検察官に対して刑事訴追を求める告発を行うことなどが詳述されている。

課徴金の事例を分析した結果によると、違法行為を認められた場合に監督当局に課徴金額の裁量権限がなく、法令に形式的に従って課徴金額が算出されるという特徴があり、課徴金自体は一定の計算式に基づき科されている。課徴金は、平成17年度に施行されて以来、賦課事例が着実に増加しており、法のエンフォースメントの中核的手段となっている。課徴金のような行政制裁が重要な手段となる傾向は、アメリカやイギリスの証券取引規制でもみられ、刑事罰と比較して発動する要件が軽減され、証券規制当局の判断で迅速に処理でき、実効性を確保できるペナルティであると評価している。

民事賠償責任については、インサイダー取引行為者による投資者に対する責任として、民法の不法行為責任で規律されることとなる。課徴金は国庫に収納するため、「投資者の保護」という法趣旨から考えると、投資家にはマイナスの影響を及ぼすことになる。この点について、日本の課徴金制度のモデルの1つであるアメリカにおける民事制裁金は、従来、国庫納付であったが、サーベンス・オクスリー法による改正で、民事制裁金を吐出し基金(disgorgement fund)に加えて、被害者に分配できるようになった。こうしたことは、投資者の被害の回復に役に立つものであるとの認識が示されている。

「第4章」提言では、第1章から第3章までの内容をまとめ、アメリカのインサイダー取引規制の枠組みと日本とを比較したうえで、課徴金制度の見直し方向を示している。その見直し方向に従って、①課徴金と刑事罰の構成要件の分離、②損害賠償請求権の設定、③課徴金による投資者救済のシステムを提言している。

現行の金融商品取引法の下では、刑事制裁の対象となるインサイダー取引がそのまま課徴金の

対象ともなっているため、証券取引等監視委員会は、第166条等の構成要件に基づいて、インサイダー取引等の事案の悪質性・重大性によって刑事罰を科すか課徴金を課すかの選択をしている。しかし、事案の悪質性・重大性という要素は構成要件自体には取り込まれていないため、恣意的な解釈を許し、また会社関係者が取引行為を行うに際し、予見可能性を奪う危険性があるなど罪刑法定主義の観点から問題が大きいと指摘する。

これらの問題を解決するために、まずイギリスの2000年金融サービス・市場法及び1993年刑事司法法を参照し、インサイダー取引に対する刑事罰と課徴金の要件を別々の構成要件に組替えた方が有効であるとの提言を行っている。インサイダー取引に対する刑事制裁は実質犯化し、課徴金は行政上の制裁金に位置付けることとしている。

次に、開示義務違反と異なりインサイダー取引に対する特別な民事責任規定が設けられていない現状においては、投資者に対する救済が不十分と考え、アメリカの証券取引所法第20A条で同時取引者による民事損害賠償請求権を検証し、日本でもインサイダーに対し民事責任の請求を容易にする損害賠償規定を設け、投資者の損害回復を図るべきであると提唱する。

さらに、こうした賠償の原資とするために基金の設立を提案している。サーベンス・オクスリー法による民事制裁金を財源とする基金と同様なファンドを日本でも設立し、証券取引によって被った損害を投資者に分配できるように提案する。

これらの提案により今後、金融商品取引法は刑事罰運用の強化と課徴金制度の活用促進などを通して、証券市場健全性だけでなく、投資者の保護に資するものとなることを期待していると結んでいる(終章)。

## 論文審査の結果の要旨

### 1. 本論文の内容審査

本論文は、日本のインサイダー取引規制について、アメリカにおけるSECのエンフォースメントや連邦最高裁判所判決の判例論理、ペナルティの厳格化傾向、取引参加者の損害補償制度などの分析を基に、さらに金融商品取引法と親和性の高いイギリスの金融サービス・市場法などに用いられているインサイダー規制を積極的に取入れ、課題について解決方法を提示する意欲的かつオリジナリティに富む論文である。

筆者は中国からの留学生であることから、本研究により中国の証券法制に寄与することを願っている。しかし、本論文では中国法制には言及されていない。その理由は、本論文の口頭審査の際に述べられている。中国における証券法制、特にインサイダー規制は長く未整備な状態が続けられていた。近年(2012年)漸く中国政府も法制を見直し、市場監督機関(中国证券监督管理委员会)の強化に努めるに至ったばかりなので、取上げるには資料もほとんどない。そのため、本論文に取込むことは時期尚早であると判断した。また、中国もアメリカ法の影響を受けていることから日本がアメリカ法の継受をどのように取入れ、また運用してきているに係る実態把握は、

今後母国で中国法を検討する際に有益であり、活かしたいと発言している。

中国法に全く言及していない点は、中国留学生によって書かれた論文に対する期待に欠けるものがあるが、筆者の発言にもある様にむしろ中国の法整備環境そのものからくる状況的制約であり、本論文の評価を低減するものではない。むしろ、今後の研究活動に期待したい。

本論文の審査において、博士論文として注視したのは次の点である。

(1) 最も厳格なインサイダー取引規制を採っているアメリカの展開について情報犯罪としての観点から捉え、論述を加えている。インサイダー取引規制の根拠条文である証券取引所法第10条(b)項と規則10b-5について、その沿革と適用要件を解説し、インサイダー取引規制の基礎となったCady, Roberts & Co.審決及びTexas Gulf Sulphur Co.事件、Chiarella事件、最高裁判所裁判官の見解相違に一定の終止符の打ったO' Hagan事件などを分析している。本論文ではこれらの判例分析により、連邦最高裁判所判決の論理展開が連続性を持っていることを指摘し、判例変更があったわけではないことを明確にしている。通常、連邦最高裁判所の判決について変更があったと解説されることが多いが、情報開示義務を基本に、コモンロー上の信認義務があることを適確に指摘している。判例論理を統合し、一元的に説明している点は高く評価できる。

(2) 第166条等によるインサイダー規制については、平成元年に導入された特異な経緯を解説し、その後の判例論理の拡大化を指摘している。本来的に形式犯として規定され、ペナルティも道交法違反程度の微罪とされているにも拘らず、インサイダー取引による証券市場の健全性毀損の認識の拡大に伴い、刑罰の加重が行われれば10倍に懲役刑が上げられた。その結果として罪刑の不均衡が生起している、と指摘されている。インサイダー取引違反事件では、証券市場に与える影響が大きくかつ違反行為態様が悪質な場合があることも事実であり、これらに対応する必要性から、筆者は、インサイダー取引規制の構成要件を分割することを提言する。

単なる分割ではなく、実質的に犯罪行為と考えるべき違反行為と形式的なルール違反に態様を分け、前者は刑罰に特化し、後者は課徴金のみに限定する立法化を主張する。これは、金商法と親和性を有するイギリスが金融サービス・市場法と刑事司法法とにインサイダー規定を分け、市場法で課徴金対象、刑事司法法で刑罰とを対応させている法制を参考にするものである。この主張は、初めて論文として取上げられたものであり、大学院を修了したばかりの新進研究者から出された意義は極めて大きい。

インサイダー取引規制については、昭和63年の法律改正による導入の際イギリス法を参照したと云われており、また平成18年の金融商品取引法制定でも金融オムニバス法である金融サービス・市場法をモデルにしていることから、イギリス型のインサイダー取引規制の構成要件を分ける立法形式の移入は法体系上も問題は少ないと考えられる。また、証券取引等監視委員会幹部は、悪質な証券取引行為について刑法の適用を拒まない考え方を示しており、執行政策や立法政策の上からも筆者の提案は現実性を持つものである。

(3) また、インサイダー取引規制が実質犯化された場合、違法行為による法益侵害が要件化されるので、損害賠償が認められるべきであるとする。民法の不法行為によって責任追及する場合



には、取引所取引は没個性的な集団取引なので、因果関係や損害の発生が不明確となる。そこで筆者は、インサイダー取引にのみ特別な民事責任規定が設けられていない現状においては、投資者に対する救済が不十分と考え、アメリカの証券取引所法第20A条が規制する同時取引者による民事損害賠償責任を検討し、金融商品取引法に取込むことを提案している。金融商品取引法は市場法であり、市場参加者の保護を目的としていることから求められるとする。法文化においては、時効期間の短縮など証券取引実態に合わせた早期解決を求めていることも評価できる。

(4) さらに、課徴金の国庫収納システムでは罰金と同じであり、投資者保護にマイナスであるとする。そこで、課徴金は投資者を保護する制度と捉え、違反行為により損害を受けた投資者に補償することを目的とすべきであると本論文では強調している。この点につき、参考とするのがアメリカのサーベンス・オクスリー法の公正基金である。民事制裁金がSECの申立、又は指揮により当該違反行為による被害者への分配のために、基金に積み立てられる。金融商品取引法は、投資者保護を目的とする以上、単に民事損害賠償請求権を認めるだけでなく、補償基金も設けるべきであるとする。当該基金の原資は、課徴金に限定し、救済できる投資者の範囲は、同時取引者に限定するものとする。被害を被った投資者に損害賠償請求権を認めるとともに補償する財源をプールする基金の設立をセットにして初めて被害者補償が図れるとの指摘は、筆者のインサイダー研究における深度を覗わせるものである。

## 2. 総合評価

なお、論文の内容に関し、筆者に対し行われた口頭試問においても質問に関し適確な回答を得ており、本テーマに関する英米法及び日本法の十分な学識を有することを確認することができている。

以上、博士論文についての口頭試問を行い、審査委員会は、博士論文として十分なレベルであると判断し、法学研究科は、博士（法学）の学位に相応しいと判定した。今後は、日本法の研究者として中国の学会において活躍することが期待される。