

# 証券犯罪の総合的研究(1)

——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節 「証券」について
- 第2節 「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1節 1929年ウォール街大暴落による1933年証券法及び  
1934年証券取引所法の制定について
- 第2節 アメリカ連邦証券諸法体系の形成について
- 第3節 証券不祥事件の次第発生及び2002年サーベンス・オクスリー法の制定
- 第2章 EUにおける証券犯罪に関する立法について
- 第1節 EUにおける証券犯罪に関する立法についての概説
- 第2節 1989年反インサイダー取引指令について
- 第3節 2003年反市場濫用指令について
- 第3章 中国刑法及び証券取引法について
- 第1節 1990年代証券市場建設後の法律規定について
- 第2節 金融市場の発展加速及び立法の対応
- 第4章 日本における証券犯罪に関する規定について
- 第1節 証券取引法の制定
- 第2節 1980年代の証券犯罪に関する法改正  
——証券犯罪の増加とその対応策
- 第3節 2006年金融商品取引法の制定  
——規制緩和と投資家保護理念の展開 (以上、本号)
- 第2編 相場操縦罪及び風説流布罪などについての研究
- 第3編 インサイダー取引犯罪についての研究
- 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

---

\* 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 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

本文は、証券犯罪についての総合的研究を検討の主旨として、日本法の視角から、金融商品取引法における証券犯罪に関する規定を論説の中心としており、日本における証券犯罪に対する規制の実効性を検討するものである。したがって、以下は、日本法における相場操縦、風説の流布、インサイダー取引、損失補填という四種類の証券犯罪を中心として、米欧中各国の証券法における規定を参照し、検討している。その論説を展開する前に、本文における最も重要な概念、すなわち、「証券」と「証券犯罪」の意味について、簡単な説明をする。

### 序章 「証券」と「証券犯罪」について

#### 第 1 節 「証券」について

証券が最初に出たのは、中世後期のベニス、ジェノヴァなどの都市である。その初期の形は、市官庁が軍人の俸給を集めるために発行した軍事公債であり、それが近代の政府公債の起源である。その後、ベニスなどの都市はヨーロッパ及び近東地域の貿易センターになったため、商業資金を集める目的で、公衆を株主にならせる都市組織が出現し、株式も人々に受け入れられるようになってきた。1581年に成立したイギリスレバント会社 (Levant Company) 及び1602年に成立したオランダ東インド会社 (East India Company) も株式を発行した<sup>1)</sup>。19世紀に入ると、政府の支出の増

---

1) 劉憲権『証券先物犯罪の理論と実務』(中国:商務印書社, 2005) 1頁。

加と工商業の速やかな発展とともに、債券及び株式は資本主義国家の資金収集の主要な手段になってきた<sup>2)</sup>。

広い意味の証券とは、権利の証明または設定の目的で作られる証書であり、無価証券と有価証券に分けられている。その中で有価証券は実物証券と価値証券に分かれ、価値証券は貨幣証券と資本証券に分かれている。一般的に、証券犯罪における「証券」とは、その資本証券であり、債権証券（債券）と株権証券（株式）に分かれている。本文は証券犯罪について論説するため、例外的場合を除き、「証券」というときは、この資本証券を指す。もっとも、資本証券といっても、米欧中日各国の証券市場の発達状況が異なるため、その各国法における「証券」の意味及び範囲について簡単な説明をする。

### 1. アメリカ連邦証券諸法における証券について

アメリカ連邦証券諸法<sup>3)</sup>において、証券の概念を最初に用いたのは、1933年証券法 2条 a 項 1号と1934年証券取引所法 3条 a 項10号である。両規定の内容は同じであるため、前者だけを引用し説明する。

#### 1933年証券法 2条（定義）(a)定義

本法における用語は、文脈からみて他の意義に解されない限り、次の意義に用いるものとする。

(1) 「証券」(security)とは、次に掲げるものをいう――

ノート (note), 株式 (stock), 金庫株 (treasury stock) 担保付社債 (bond), 無担保社債 (debenture), 債務証書 (evidence of indebtedness), 利益分配契約における権利もしくは参加権を表示する証書, 証券担保信託証書 (collateral-trust certificate), 会社設立前の証書もしくは引受

2) 『証券詞典』（中国：復旦大学出版社，1993）1頁。

3) 1933年証券法及び1934年証券取引所法を中心とする証券関連法律である。詳しい内容は本編の第1章第2節を参考されたい。

権、譲渡可能持分、投資契約 (investment contract)、議決権信託証券、証券寄託証券、石油・ガスその他の鉱業権の分割しえない部分権、証券・預金証券・証券の集合もしくは証券指数 (これらに内在する権利もしくはこれらの価値にもとづく権利を含む) に関するプット・コール・ストラドル・オプションその他の権利、外国通貨に関して国法証券取引所で取引されるプット・コール・ストラドル・オプションその他の権利、一般に「証券」とされているすべての権利もしくは商品 (instrument)、または上記のものについての権利証券・参加権証券・仮証券・領収証・保証証券・引受もしくは購入権証券<sup>4)</sup>。

アメリカ証券市場の歴史は長く、その発達程度も高いため、証券取引の方式及び取引の対象も多種多様であり、証券法に列挙されている証券の範囲も豊富といえる。特にそのオプション類の取引が証券取引の中に相当な比率を占めている。

## 2. EU 法における証券について

アメリカ連邦証券諸法と異なり、EU の1989年反インサイダー取引指令は「可譲渡証券 (transferable securities)」という文言を使い、その範囲が相対的に狭い。例えば、当該指令 1 条 2 項 a 号は、「可譲渡証券は主に株式 (shares)、債務証券 (debt securities) または株式及び債務証券と等値のその他の有価証券 (securities equivalent to shares and debt securities) である。」と述べている。しかし、その定義の範囲が狭すぎることで脱法行為が多く出ることを配慮するため、1 条 2 項 b 号は、「購入の申込 (subscribe for)、購入 (acquire)、売却 (dispose) 及び 1 条 2 項 a 号における有価証券と関わる契約 (contracts) 及び権利 (rights) を「可譲渡証券」に入れている。また、1 条 2 項 c 号と 1 条 2 項 d 号は、そ

4) 『新外国証券関係法令集 アメリカ (Ⅲ) 証券法・証券取引所法』(日本証券経済研究所, 2008) 2~3 頁参照。

の契約及び権利の範囲について説明しており、すなわち、1条2項a号における証券と関わる先物契約（futures contracts）、オプション（options）金融先物（financial futures）、指数契約（index contracts）である、と述べている。そうであれば、当該指令における証券は、先物をも含んでおり、その範囲はアメリカ連邦証券諸法より広くなる。その理由は、当該指令が証券及び先物に関する総括的立法であるためである。言い換えれば、EUには、先物に関するほかの指令がないのである。それに対して、アメリカにおいて、証券諸法と並列し、先物を専門に規制している1978年先物取引法（Futures Trading Act of 1978）がある。

### 3. 中国法における証券について

中国内陸の証券取引法は台湾の証券取引法をモデルとしているため、その証券に関する規定もほぼ同じである。台湾の証券取引法6条1項は、「有価証券」を「政府の債券、会社の株式及び財政部に確定されるその他の有価証券」に限定しており、その「財政部に確定されるその他の有価証券」とは、「投資の性質がある有価証券」、「投資契約」、「信託の投資基金の受益証書」及び「購入申込の権利の証書」などである<sup>5)</sup>。それと同じように、内陸の証券取引法2条は、「証券」について、「株式、会社の証券、法律により國務院に認定されるその他の証券、政府の証券、政府投資の基金の割り前、デリバティブ」と述べており、比較的広い意味で証券を規定している。

しかし、証券犯罪の規制法律である刑法においては、その証券の定義について述べておらず、しかも「証券の範囲は、法律及び法規の規定によりこれを定める」という援用条項も設けていない。したがって、刑法における「証券犯罪」の中の「証券」は何かという問題については、不明であると言わざるを得ない。体系解釈の方式を採用し、179条「株式会社債無断発行罪」に従えば、刑法における「証券」は、「株式及び企業・会社の債券」

---

5) 王文字編集『金融法』（台湾：元照出版会社、2005年）122頁。

でしかない。その範囲が狭すぎることは言うまでもない。もちろん、中国証券市場の目前の状況では、上場証券とは株式及び企業・会社の債券だけであり、政府の債券及び政府の投資基金の割り前は証券市場に自由に取引されるものではなく、しかも、デリバティブがまだ取引されない状態である。したがって、刑法の規定が狭くても脱法行為は出てこない。ただし、アジア金融市場の一体化の影響で、中国のデリバティブ市場の建設も始まる目前<sup>6)</sup>では、証券犯罪を効果的に予防するため、立法論として、早めに

---

6) 今、中国において、鄭州商品取引所をはじめとするいくつかの取引所は、先物の取引について初歩的な模擬取引を始めた。本国の経済発展のためであれ、国際金融市場との統合の要請であれ、先物などのデリバティブがそろそろ始まろうとしている。2004年3月、中国政府が「デリバティブ取引管理方法（中国語：金融衍生產品取引管理弁法）」を公布し、同年10月、中国の主要な商業銀行及びいくつかの外資銀行にデリバティブ取引の資格を批准した。その外資銀行は、シティグループ (Citigroup Inc.)、HSBC ホールディングス (HSBC Holdings PLC)、スイス貸付グループ (Credit Suisse Group) に属するスイス貸付第一ボストン (Credit Suisse First Boston Corp.) である。それに対応するため、証券法改正案も、デリバティブの上場及び取引に関する規定を増設する、例えば、「中国境内における株式、会社債券と國務院が法律により認定するその他の証券、デリバティブの発行と取引は、本法を適用する。本法に規定していない場合、会社法その他の法律、行政法規の規定を適用する」という規定は設けた。ただし、法律委員会は、財政経済委員会、証券取引監督管理委員会と協議した上、デリバティブには特殊性があるため、その発行及び取引に関する実際経験が欠乏していることを考え、國務院に頼んで本法の原則にしたがい別の管理方法を制定したほうがよい、という決断を下した。そのため、その改正案に、「デリバティブの発行及び取引に関する管理方法について、國務院は本法の原則にしたがい規定する」という条項を設けた。したがって、デリバティブ取引が始まろうとしている際、事前に規制条項を設定することによりその詐欺行為を予防することも重要になろう。しかし、中国刑法では対応能力が足りないのが現状である。もしデリバティブのインサイダー取引行為があれば、現行証券取引法76条の「インサイダー取引禁止規定」及び2条の「証券の定義」に関する規定を適用すれば、その行為が違法行為であると認定できるが、証券取引法には「本法の規定に違反し、犯罪を構成する場合、法律により刑事責任を追及する」という援用条項しかない。したがって、犯罪を認定するため、刑法の条文に戻らざるを得ない。ただし、刑法ではデリバティブを証券犯罪の対象としていないため、脱法現象を防止できないであろう。未公開情報利用取引（2009年刑法改正案(七)により新設、業界に普通「鼠倉」と称されている）の場合と同じように、中国における最初の「鼠倉」事件は、刑法改正案(七)が出る前に摘発されたため、行政処罰を受けたが、刑事事件とされていない。デリバティブ取引が始まる前にその法律規定を補足しなければ、デリバティブ取引が始まるときは、かならずそれに関わる詐欺行為が氾濫することとなる。

刑法における証券の定義について改正したほうがよいであろう<sup>7)</sup>。

#### 4. 日本の金融商品取引法における「有価証券」について

日本の金融商品取引法は「有価証券」という文言を用いており、本法2条1項によると、そこにいう有価証券には21種類がある。

##### 2条（定義）

① この法律において「有価証券」とは、次に掲げるものをいう。

一 国債証券

二 地方債証券

三 特別の法律により法人の発行する債券（次号及び第十一号に掲げるものを除く。）

四 資産の流動化に関する法律（平成十年法律第五号）に規定する特定社債券

五 社債券（相互会社の社債券を含む。以下同じ。）

六 特別の法律により設立された法人の発行する出資証券（次号、第八号及び第十一号に掲げるものを除く。）

七 協同組織金融機関の優先出資に関する法律（平成五年法律第四十四号。以下「優先出資法」という。）に規定する優先出資証券

八 資産の流動化に関する法律に規定する優先出資証券又は新優先出

7) 中国の証券犯罪研究者の見解によると、刑法における「証券」には以下の特徴があるべきである。すなわち、① 証券犯罪における証券は、資本証券であり、投資と資金収集の重要な手段であり、約束手形、為替手形、小切手などの貨幣証券とは異なること；② 証券犯罪における証券は、財産的権利を内容とし、一定の財産価値を表すこと；③ 証券犯罪における証券は貨幣価値の表示を持つこと；④ 証券犯罪における証券は特定の場所（証券取引所）における流通及び譲渡性を持つこと；⑤ 証券犯罪における証券は国家によって発行されるものではないこと（竹怀軍「証券犯罪の若干問題に関する初の分析」韶関大学学报（社会科学版）2000年3期42頁参照）。しかし、この設定方法によると、デリバティブが含まれることになろう。そうであれば、刑法の条文と衝突する。なぜなら、刑法179条では、「株式または会社若しくは企業の債券」という文言を使っているからである。

資引受権を表示する証券

九 株券又は新株予約権証券

十 投資信託及び投資法人に関する法律（昭和二十六年法律第九十八号）に規定する投資信託又は外国投資信託の受益証券

十一 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券若しくは投資法人債券又は外国投資証券

十二 貸付信託の受益証券

十三 資産の流動化に関する法律に規定する特定目的信託の受益証券

十四 信託法（平成十八年法律第八号）に規定する受益証券発行信託の受益証券

十五 法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、内閣府令で定めるもの

十六 抵当証券法（昭和六年法律第十五号）に規定する抵当証券

十七 外国又は外国の者の発行する証券又は証書で第一号から第九号まで又は第十二号から前号までに掲げる証券又は証書の性質を有するもの（次号に掲げるものを除く。）

十八 外国の者の発行する証券又は証書で銀行業を営む者その他の金銭の貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するもののうち、内閣府令で定めるもの

十九 金融商品市場において金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う第二十一項第三号に掲げる取引に係る権利、外国金融商品市場（第八項第三号ロに規定する外国金融商品市場をいう。）において行う取引であって第二十一項第三号に掲げる取引と類似の取引に係る権利又は金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う第二十二項第三号若しくは第四号に掲げる取引に係る権利を表示する証券又は証書

二十 前各号に掲げる証券又は証書の預託を受けた者が当該証券又は



証券の発行された国以外の国において発行する証券又は証券で、当該預託を受けた証券又は証券に係る権利を表示するもの

二十一 前各号に掲げるもののほか、流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資家の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める証券又は証券

以上の規定と関わり、不正行為の禁止である157条は、「有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等」と規定しており、その対象には何の制限もないため、以上の21種類の有価証券はすべて証券犯罪の対象になりうるであろう。ただし、取引の方式により、各犯罪様態により、その対象である有価証券の種類が異なっている。例えば、インサイダー取引犯罪の場合、その対象である有価証券は、特定有価証券（社債券等（2条1項5号）、協同組織金融機関の優先出資に関する法律に規定する優先出資証券（同条項7号）、及び株券または新株予約権証券（同条項9号））、有価証券に係るオプション、及び外国金融市場に上場する金融商品である。

以上に述べたように、米欧中日各国における金融取引市場の発達程度が異なっているため、売買されている金融商品、特に犯罪対象になる金融商品の意味も異なっている。その範囲を見れば、EU 指令における金融商品が最も広く、証券及び証券と関わる先物契約、金融先物、指数契約なども含まれている。金融取引市場が発達していない中国において、現在、犯罪対象になるものは、株式、債券しかない。各国の証券法における「証券」の定義が異なるため、比較分析には困難が伴うが、株式、債券などのような基本的な証券があることは共通している。したがって、本文において特別な説明がなければ、証券という場合、主に各国の証券法において共通して対象とされている株式及び債券などを念頭に置いて検討を進める。

## 第 2 節 「証券犯罪」について

### 1. 証券犯罪の歴史に関する簡単な紹介

証券犯罪とは、簡単に言えば、証券取引を利用し実行する詐欺である。その証券詐欺の歴史は、証券取引の歴史と同じく悠久である。最初の証券詐欺事件がいつ発生したかは詳しくわからないが、その影響力が大きい事件というと、17世紀のオランダチューリップ・バブル (Tulip Mania) 事件<sup>8)</sup>、18世紀のイングランド南海泡沫 (South Sea Bubble) 事件<sup>9)</sup>、フラン

---

8) オランダチューリップ投機事件は、史上最初に記載されているバブル経済事件である。十六世紀中期、トルコ経由の旅行者がチューリップをウィーンへ持って来た。その花は美しいし、しかも変異の特性があるため、ヨーロッパ各国の人々に大歓迎された。そのため、チューリップの販売が盛んになり、投機者も増えてきた。とりわけ、オランダにおいて、1630年代に入ると、チューリップの投機が全国民活動になり、その珍しい種は何千フロリンの高額に達する。1636年、アムステルダム、ロッテルダムの株式取引所はすべてチューリップ取引所を開設し、先物取引の方式で売買をしていた。その売買バブルが頂点に達したとき、多くの投資家が資金を引き揚げ、それと同時に、オランダ政府も干渉の程度を高め、しかも、トルコから大量のチューリップが到着する情報が伝わった。そのため、バブルが崩壊し、チューリップの価格が暴落した。その平均価格は、六週間以内に90%以上低落した。多くの家庭が家産を傾け、多くの名店が倒産した。オランダ政府は十年以上の努力で経済をようやく回復できたが、その代価として、世界一の植民帝国の地位を失った。——<http://baike.baidu.com/view/1334919.htm> 参照。

9) 「南海」とは、現在のラテンアメリカと大西洋沿岸である。南海会社は、イングランド政府が南アメリカにおいて貿易拡張をするため、1711年に設立した独占経営の貿易会社である。同社は1170万のイングランド国家債務を持ち、イングランドの最大の債権者であった。高額の利益を獲得するため、同社は、イングランド政府の黙認を得て、大量の金鉱・香料などを発見したという嘘を流布し続け、投資家を誘惑し同社の株式を売買させた。例えば、1720年3月から9月まで、わずか半年間で同社株式の一株の値段は、330ポンドから1050ポンドに上昇した。当時、イングランド政府は民間企業による株式発行を禁止していたが、南海会社株価の暴騰に刺激されたため、多くの民間企業がこっそりと株式を発行し資金を収集した。したがって、株式が多くなるに伴い、株価が下落した。南海会社は、独占的地位を保ち株価を維持するために、賄賂や遊説などの方法により、1720年6月国会に「反金融詐欺及び投機法」を通過させた。本法が民間会社の設立を禁止し、民間株式の発行を処罰したため、南海株式のバブルはさらに増大した。多くの官僚がその時機を利用してインサイダー取引を実行した。例えば、当時の財政部長が90万ポンドの巨額利益を獲得した。しかし、その後、南海会社の真実の経営状況が摘発されたため、その株価も下が

スミシッピ計画（Compagnie du Mississippi）事件<sup>10)</sup>は、ヨーロッパの三大バブル事件である。インサイダー取引事件という、1815年のワテ

▽り始め、同年10月になると、一株の値段が290ポンドに下落した。多くの投資家が倒産し、有名な科学者であるニュートンも2万以上ポンド以上の損失を受けた。彼は、「私は、天体の運動規律を正確に計算できるが、株式の変動趨勢を計算できない」と悲しく言った。その財政部長は処罰され、イングランド皇室刑務所——ロンドンタワーに拘禁されたが。ただし、その事件のせいで、国民のイングランド政府に対する信頼は失われ、それから100年間でイングランド政府はいかなる株式を発行しない状態であった。南海泡沫事件が史上最初の風説流布、投資家取引勧誘及びインサイダー取引事件といえる。——<http://yangchenming.blog.sohu.com/78194864.html> 参照。

- 10) 十八世紀の初、フランスの国王であるルイ14世が戦争を続けたため、国家財政は破綻していた。そこにスコットランド人のジョン・ローという人物が、王立銀行を設立し株式を販売することを提案した。支払い方法は1回目を現金、あとの3回は手形で良いとしたため、多くの投資家たちが集まった。国王の許可を得て、ローはある計画を立てた。1717年8月に西方会社（Companied' Occident (Company of the West)）を設立した。南海泡沫事件のように、フランス王室からアメリカにあるフランス領ルイジアナ地区の冒険事業独占権を与えられることによって、大きな富を得るのではないかと考えたのである。西方会社では特に毛皮の輸出と金や銀の採掘を行った。フランスでは金が貨幣としての機能を持っていた。ルイジアナ地区は広い範囲に及ぶため、フランスでは大きな期待が寄せられた。これをミシシッピ計画という。この計画はフランス国外にも広まり、ヨーロッパの投資家たちの注目の的になった。1718年12月、フランス王立銀行はフランス王室銀行になり、ローも初代頭取になった。フランス王室銀行と西方会社の株価は上昇し続けた。当時フランスでは金が貨幣としての機能を持っていたのであるが、王立銀行の株式払い込み手形が貨幣として機能するようになったのである。ローは、貨幣の拡大が経済を良くすると考えていた。西方会社はその後、ミシシッピ会社と改め、王立銀行同様に現金と手形によって株式を販売することにした。ミシシッピ会社はアフリカのタバコ独占貿易権や中国との独占貿易権も取得し、果てしなく拡大していくように思われた。1720年、ローは財務長官に任命された。ローやミシシッピ会社に対する投機は過熱し、混乱を抑えるために軍隊を発動することもあった。当初500リーブルだった株価が10,000リーブルまでになったのである。しかし、金や銀の鉱脈はどこにもなく、株販売によって集まった資金はフランス政府の負債にあてられていた。それでも投資家たちが集まっていたのは、フランス政府やローに対する信用があったからである。10,000リーブルに上がった株を売りに出して利益を出そうという人が出てきた。そして、またたく間に売りに出す人が増え、あっけなく暴落したのである。王立銀行には売りに出す人が殺到し、1720年7月、とうとうローは手形と金の交換性を失効させる宣言をしたのである。1721年9月には、初期の500リーブルまで下落、多くの株主が大損をした。ローは自分の身の危険を感じ、イギリスに逃亡したあと、ベネチアで暮らすことになった。その後、フランスはもとの金本位制度に戻った。——<http://www.bubble-break.com/chapter04/14europe.html> 参照。

ルロー内部情報事件は、史上最初の有名なインサイダー取引事件といえる。当該事件の概要は以下のようなものである。情報の伝播がまだ速くない十九世紀では、ロスチャイルド家がヨーロッパ各地に情報ネットワークを作ったため、ワーテルローでウェリントン将軍がナポレオンの率いるフランス軍を破ったという情報をロスチャイルド家が知ったのは、ロンドンのダウニング街に伝わる約40時間前であった。当該一族は、政府の債券を大量に購入し、その勝利の情報が伝えた後、債券の価格が急速に上がったため、巨額の利益を獲得した。

証券犯罪の深刻な影響に対処するため、各国はいろいろな規制規定を設けていた。しかし、証券犯罪は止まらない状態である。金融危機の爆発する直接的な原因の一つは、いつでも、氾濫する証券犯罪であり、また、金融危機においては常に、金融取引は低迷状態であるのに対して、証券犯罪は逆に多発している状態である。1929年の世界大恐慌、1970年代の石油危機、また21世紀初のサブプライムローン危機においても、状況は同じであった。

## 2. 証券犯罪の定義及び範囲について

以上に述べたように、金融市場の発達状況が異なっているため、米欧中日各国における証券犯罪の種類は一致していることもあるが、違うところも多い。

アメリカ連邦証券諸法の場合、1933年証券法及び1934年証券取引所法では、一般的に「証券犯罪」の代わりに「証券詐欺」という概念が使用され、「詐欺的」という文言も多く使われている。例えば、1933年証券法17条（詐欺的州際通商 (Deceptive Interstate Commerce)）、1934年証券取引所法10条（詐欺的戦略 (Deceptive Devices)）が挙げられる。証券犯罪の本質は証券を利用し詐欺的行為を実行することである。したがって、その証券詐欺は各種の証券犯罪を含んでいるといえよう。さらに、その中の最も悪質な詐欺行為をより効果的に規制するために、両法とも相場操縦罪

とインサイダー取引犯罪を明文で設定している。たとえば、1934年証券取引所法9条（証券の相場操縦の禁止）、10条（相場操縦的及び詐欺的策略<sup>11)</sup>）、20A条（インサイダー取引の同時取引者に対する責任）、21A条（インサイダー取引に関する民事制裁金）などが挙げられる。すなわち、アメリカにおける証券犯罪とは、相場操縦罪及びインサイダー取引犯罪を中心とするすべての証券詐欺である。

EUの1989年反インサイダー取引指令はインサイダー取引しか規定しておらず、相場操縦等は含まれていない。規制不足が痛感されたため、2003年反市場濫用指令において「市場濫用」に関して「インサイダー取引」と「相場操縦（市場操縦）」という二種類の行為様式を明文で設定している。さらに、当該指令が風説流布罪を市場操縦罪の一種類と設け、その1条2項（市場操縦）のC号に入れている。換言すれば、本指令は、市場操縦、インサイダー取引及び風説流布の三種類の証券犯罪を規定しているのである。

中国刑法では、証券と関わる犯罪類型<sup>12)</sup>が多いが、一般的に180条のインサイダー取引・内部情報漏洩罪、未公開情報利用取引罪、181条の証券取引虚偽情報捏造伝播罪（風説流布罪）及び証券取引勧誘罪、182条の証券市場操縦罪（相場操縦罪）を典型的な証券犯罪としている。すなわち、中国刑法によると、証券犯罪とは、インサイダー取引・内部情報漏洩罪、未公開情報利用取引罪、証券取引虚偽情報捏造伝播罪、証券取引勧誘罪、証券市場操縦罪という五つの犯罪である。

日本の金融商品取引法では、まず、概括的規定と見なされる157条の不正取引の禁止に違反する行為が挙げられる。そのほか、158条の風説流

---

11) 条文の中には、「詐欺」、「相場操縦」、「インサイダー取引」もある。したがって、本条及び本条によるSEC規則10b-5は「証券犯罪の規制のゴールド条項（Gold Terms）」と呼ばれる。

12) 以下のインサイダー取引犯罪のほか、160条の「株式会社債詐欺発行罪」、178条の「国家の有価証券偽造変造罪」、「株式会社債偽造変造罪」、179条の「株式会社債無断発行罪」などが挙げられる。

布・偽計・暴行・脅迫による取引, 159条の相場操縦, 163条~167条のインサイダー取引などは重要度が高い証券犯罪である。また, 42条の2によると, 損失補填も重要な証券犯罪である。冒頭で述べたように, 本論文は, 日本法の視角から証券犯罪に対する規制体系の完備について考察する。したがって, 以下は, 日本の証券犯罪の中の最も悪質である相場操縦, 風説流布等による取引, インサイダー取引, 損失補填を中心として, 米欧中各国の関わる規定及び規制体系などを参照し, 検討を進める。

## 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1節 1929年ウォール街大暴落による1933年証券法及び 1934年証券取引所法の制定について

コーモン・ローの影響を受けたため, アメリカ法が, 最初に証券犯罪を設定したときには, インサイダー取引犯罪, 相場操縦罪などを分けて規定してはならず, 概括的に証券詐欺と規定していた。その後, 証券市場の発展に伴い, 違法及び犯罪行為が多発してきたため, 対処措置も考慮されるようになってきた。特に, 1929年の世界大恐慌を契機として, 証券違法に関する立法活動も活発になった。数十年の立法過程を経て, アメリカは一連の経験済みの効果的な証券法律を制定しており, それらの法律を合わせてアメリカ連邦証券諸法 (Federal Securities Laws) と総称する。その中では, 1933年証券法, 1934年証券取引所法, 1984年インサイダー取引制裁法, 1988年インサイダー取引及び証券詐欺執行法, 2002年サーベンス・オクスリー法などが, 最も重要な法律である。

#### 1. 1933年証券法制定前の法律

イギリスのコーモン・ロー伝統を受けているアメリカ法は証券法の分野でも例外ではない。1697年, イギリスは, 「ブローカーと株式ジョバーの

人数を制限し、それらの不正な慣行を規制する法律」を制定した<sup>13)</sup>。その後、金融市場で最も早い証券詐欺といえる南海泡沫事件<sup>14)</sup>がイギリスとフランスを席卷した。当該事件において制定された反金融詐欺と執行法は1825年に廃止されたが、その証券詐欺に対する規制理念及び処罰措置はアメリカ法に継承されてきた。

1911年、アメリカにおける最初の証券詐欺禁止法——カンサス州証券法が制定された。本法は、証券の販売、審査制度などについて、詳細に規定しており、アメリカ史上最初の青空法（Blue Sky Law）である。その後、アメリカの各州及びカナダのいくつかの州が、このカンサス証券法をモデルとして各州の証券法を制定した。しかし、各州でしか適用できない証券法は州を超える証券詐欺を規制することできない。その州際法適用の抜け穴などの問題を観念したため、アメリカ全国に適用できる証券法の立法作業も始まった。その法律が通過される前に、全国に通用でき、証券犯罪を規制していた法律は、郵便詐欺法（Mail Fraud Statute）である。証券詐欺と関わる条文の内容は以下のとおりである。

詐取する計略もしくは術策を講じ、もしくは講じることを意図して、または虚偽の、もしくは詐欺的な見せかけ、表示もしくは約束によって、金銭もしくは財産を取得するために、またはそのような計略もしくは術策を実行し、もしくはその実行を試みるという目的のために、郵便局もしくは公認された郵便物の保管所に対し、郵便会社によって送付され、もしくは配達されるものを差し出し、またはそこから、そのようなものを持ち去り、もしくは受領し、またはそのようなものを名宛の指示に従い郵便によってその指示場所にもしくは名宛人とされている者によって指示される配達場所に故意に配達させる者は、1000ドル以下の罰

13) ルイ・ロス（日本証券経済研究所，証券取引法研究会訳）『現代米国証券取引法』（商事法務研究会，1989）2頁。

14) 前掲注（9）参照。

金、5年以下の懲役またはその併科が科せられる<sup>15)</sup>。

また、裁判所は、証券詐欺に対して当該条文を適用し、刑事訴追したものは「詐欺郵便送付禁止命令」を下す。すなわち、その者のために作成される送金を替または郵便小切手の支払いを禁止し、かつ金銭を返却する命令である<sup>16)</sup>。

1930年代に入った後、1933年証券法及び1934年証券取引所法が相續いて制定されたため、証券詐欺を処罰する分野では、専門的な証券詐欺禁止法ではない郵便詐欺法は用いられなくなってきた。しかし、この郵便詐欺法は引き続き証券詐欺を規制する領域で適用されており、特に証券取引において代理人が誠実義務に違反する行為に対して、重要な規制機能を發揮している。たとえば、1933年証券法及び1934年証券取引所法が制定された後、この「郵便詐欺法」はまだ効力があるか否かという問題について、1941年の *Edwards v. United States* 事件<sup>17)</sup>は、明らかな答えを出した。すなわち、1933年法17条(a)項は、証券に関して、郵便詐欺法を無効にしなかったと判示した<sup>18)</sup>。また、1997年の *United States v. O' Hagan* 事件<sup>19)</sup>において、最高裁判所は、被告人の行為が SEC 規則 10b-5 に違反するとともに、郵便詐欺法にも違反するという結論を再び出した。本法のより重要な意義は、その条文の記述が明らかであり適用されやすいため、その中の「詐取」、「計略」などの文言が、1933年証券法及び1934年証券取引所法に継承されてきたことである。

## 2. 1929年経済大恐慌及び1933年証券法の制定について

以上の法律は、証券詐欺を規制するときある程度の規制機能を發揮して

---

15) ルイ・ロス・前掲注(13)820頁「注」1。

16) ルイ・ロス・前掲注(13)820頁「注」3。

17) *Edwards v. United States* 312 U.S.473, 483-84 (1941)。

18) ルイ・ロス・前掲注(13)820頁「注」4。

19) *United States v. O' Hagan*, 521 U.S.642 (1997)。



いるが、全国的証券市場の発展に伴い、各州に適用しできない法律は、全国的証券市場の建設及び発展に役立たず、また、郵便詐欺法は、専門的な証券法ではないため、証券の発行・取引などに対して全面的に監督できず、しかも、その制裁は、種類が少ないし、制裁力も弱いなどの弱点も見られるようになってきた。したがって、全国的且つ専門的な証券法を速やかに制定する世論が高まってきた。さらに、1929年ウォール街が大暴落に襲われたことが、証券法の制定を加速する要因となった。この危機の誘発原因は、1929年10月24日ニューヨーク証券取引所において株価が急落したことである。その急落の原因は、インサイダー取引及び相場操縦などの証券詐欺が氾濫し、取引秩序も掻き乱されたことである。その結果が世界経済史上の最大な災難といえる。例とえば、1932年になると、アメリカ鉄鋼会社とゼネラルモーターズの株価は、1929年危機の爆発前の株価の8%にまで下落し、投資家が総額で約740億ドルの損失を受けた<sup>20)</sup>。証券市場の損失全体から見れば、1929年から1932年まで、ニューヨーク証券取引所の市場価値（マーケット・バリュー）が、890億ドルから150億ドルまで下落した。以上の不況を転換し、証券詐欺を厳しく処罰するための、フランクリン・ルーズベルト大統領の選挙の綱領の一つが、証券法の制定作業を促進することである。すなわち、「我々は、国内外のすべての株式、債券が売り出される前に、政府に報告し、しかも割増配当金、手数料、投資本金及び販売者の利益にかかわる真実の情報を開示することによって、公衆投資家に対する保護を確保すること、と主張する<sup>21)</sup>」と。そのために、1933年、証券法専門家、政府公務員、弁護士などで構成する立案グループが設立され、立法作業を始めた。当該グループは、それまで不要とされていたトープソン草案及びイギリス1928年会社法（Companies Act, 18 and

20) ウィリアム・マンチェスター『光栄と夢 1932年～1977年アメリカ社会実録（上）』（中国：海南出版社、三環出版社、2004）5頁。

21) Larry D. Soderquist（胡軒之・張雲輝訳）『アメリカ証券法解説』（中国：法律出版社、2004）2頁。

19 George V, C.45) を参照し、新たな証券法草案を起草した。これは、その後、連邦議会を通過し、1933年証券法となった。その中の17条 a 項が、証券詐欺に対する規制条項である。その条文の内容は、以下のようなものである。

第17条 (詐欺的州際通商)

(a) いかなる者も、証券または(グラム・リーチ・ブライリー法第206 B条に定義される) 当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の募集または売付に際し、州際通商における輸送もしくは通信の方法もしくは手段または郵便を利用して、直接または間接に次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。

(1) 詐取する (defraud) ため策略、計略または技巧を用いること

(2) 重要事項について真実でない記載を行うことにより、またはそれが作成された当時の状況にかんがみ記載について誤解を避けるため必要な重要事項の記載を怠ることによって、金銭または財産を取得すること、または

(3) 購入者に対して詐欺 (fraud) もしくは欺瞞 (deceit) となりまたはなるとされる取引、慣行または業務過程に従事すること<sup>22)</sup>。

(b)(c)(d)略

この条項は、証券詐欺に対する明文の規定であり、操作の便宜性では、郵便詐欺法より便利であり、法律の効力では、コーモン・ローより上位に立ち、適用範囲では、各州の青空法より広い。また、その中の「詐取」、「詐欺」、「策略」などの文言及び詐欺行為に関する規定方式も、その後の1934年証券取引所法などに援用されている。したがって、本条項は、アメリカにおける証券詐欺に対する規制の「祖父条項 (grandfather clause)」と称される。

22) 『新外国証券関係法令集 アメリカ (Ⅲ) 証券法・証券取引法』・前掲注(4)38~39頁参照。

ただし、本条項には、以下の不十分点もある。すなわち、まず、その規制範囲が、証券の販売<sup>23)</sup>に限られている。しかも、取引のやり方から見れば、「販売」は一般的に「売主」の行為と理解されている。したがって、本条項は、実際に「詐欺的に証券を売り出す」分野でしか役に立たない。また、1933年証券法の立法趣旨は証券の発行行為に対する監督・管理であり、そのため、証券の取引行為に対する規制は不十分であり、それゆえ、本法の実際の規制効果は予想より狭く且つ不完全である。以上の不十分点を配慮し、アメリカ国会は翌年1934年証券取引所法を制定した。

### 3. 1934年証券取引所法の規定について

1934年証券取引所法における証券詐欺の規制条項は、9条a項、10条b項、15条c項、16条及び17条a項である。そのうち、15条c項<sup>24)</sup>と17条a項<sup>25)</sup>は、ブローカーまたはディーラーによる証券取引に対する禁止規定である。また、16条<sup>26)</sup>は、内部者としての取締役・役員及び主要な株主に対する規制であり、その趣旨は情報の開示により以上の内部者によるインサイダー取引の動機を打ち消すことである。証券詐欺に関する主な条項は、9条a項及び10条b項である。その内容は以下のとおりである。

#### 第9条（証券の相場操縦の禁止）

(a) いかなる者も、直接または間接を問わず、郵便、州際通商の方法も

23) 立法当初は、その条文は、「いかなる者も、何らかの証券を販売するとき」と規定していたが、その「販売」という文言の意味は曖昧であり、範囲が狭い。したがって、1954年アメリカ連邦議会は、本法を改正するとき、「販売の申請または」という文言を加えた。しかし、これでも、広い意味での「販売」を超えていない。

24) 『新外国証券関係法令集 アメリカ（Ⅲ）証券法・証券取引所法』・前掲注（4）223～227頁参照。

25) 『新外国証券関係法令集 アメリカ（Ⅲ）証券法・証券取引所法』・前掲注（4）290～291頁参照。

26) 『新外国証券関係法令集 アメリカ（Ⅲ）証券法・証券取引所法』・前掲注（4）287～290頁参照。

しくは手段または国法証券取引所の施設を利用して次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。国法証券取引所の会員も次の各号に掲げる行為を行うことは違法である。

(1) 国法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も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、虚偽もしくは誤解を生じさせる外観を作出する目的をもって、次に掲げる行為を行うこと。

(A) 当該証券の実質的な所有権になんらの変更を伴わない取引を行うこと；

(B) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の売付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の買付注文を行うこと；または

(C) おおむね同一の量、同一の時、同一の価格において、同一のもしくは異なる当事者によりまたは当該当事者のために、当該証券の買付注文が行われていることまたは行われることをあらかじめ承知のうえ当該証券の売付注文を行うこと。

(2) 他人による売買を誘引する目的で、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券のまたは当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約に関連した、実際上もしくは外観上活発な取引を作出しまたは当該証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと。

(3) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込みまたは買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させまたは下落させる目的で 1 名または 2 名以上の者が行う

市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しもしくは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を通常の業務過程において流布しまたは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。

(4) ディーラー、ブローカーまたはその他の者が証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込みまたは買付もしくは買付の申込を行うに際し、国法証券取引所に登録されている証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売買を誘引する目的で、その時においてその状況に照らし、重要事項に関して虚偽または誤解を生じさせるような表示を行い、かつ、その表示が虚偽もしくは誤解を生じさせるようなものであることを知っておりまたは知るに足りる十分な根拠をもっていたこと。

(5) 証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の売付もしくは売付の申込みまたは買付もしくは買付の申込を行うディーラー、ブローカーまたはその他の者から直接または間接を問わず報酬を受けて、国法証券取引所に登録されている証券または当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の価格を騰貴させたまたは下落させる目的で1名または2名以上の者が行う市場操作のため当該証券の価格が将来騰貴しまたは下落するかまたはそのような可能性がある旨の情報を流布しもしくは広めることにより、当該証券の売買を誘引すること。

(6) 委員会が公益または投資家保護のため必要または適当と認めて定める規則及び規制に違反して、単独でまたは他人と共同して、国法証券取引所に登録されている証券の価格を釘付け、固定しまたは安定させるため、当該証券の買付または売付の一連の取引を行うこと<sup>27)</sup>。

(b)から(i)までを省略する

1934年証券取引所法10条は直截に「相場操縦」という文言を使ってお

27) 『新外国証券関係法令集 アメリカ（Ⅲ）証券法・証券取引法』・前掲注(4)145～147頁参照。

り、その b 項は1933年証券法17条を原型として、「相場操縦的及び欺瞞的策略」に対して、以下の概括的な内容を規定している。

第10条（相場操縦的及び欺瞞的策略） いかなる者も、直接または間接を問わず、州際通商の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) 略

(b) 委員会が公益または投資家保護のため必要または適当と認めて定める規則及び規制に違反して、国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されていない証券または（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約の買付または売付に関して相場操縦的（manipulative）または欺瞞的（deceptive）策略もしくは術策を用いること。

詐欺、相場操縦または内部者取引を禁止する(b)項に基づき制定された規則（詐欺、相場操縦または内部者取引に対する予防手段として報告または記録要件、手続または基準を課す規則でないもの）ならびに(b)項及び詐欺、相場操縦または内部者取引を禁止する(b)項に基づき制定された規則の下でなされる司法判断は、証券と同様の範囲で（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約にも適用されなければならない。1933年証券法第17条(a)項ならびに本法第9条、第15条、第16条、第20条及び第21条Aの下でなされる司法判断及び当該規定に基づき制定された規則の下でなされる司法判断は、証券と同様の範囲で（グラム・リーチ・ブライリー法第206B条に定義される）当該証券に関する証券を原資産とするスワップ契約にも適用されなければならない<sup>28)</sup>。

条文の内容を見れば、9条a項が相場操縦しか処罰していないのに対し

28) 『新外国証券関係法令集 アメリカ(Ⅲ)証券法・証券取引法』・前掲注(4)149~150頁参照。

て、10条b項はすべての証券詐欺に関する規制条項である。すなわち、後者の適用範囲がより広いのである。その後、証券取引委員会（Securities Exchange Community, 普通「SEC」と略する）は、その10条b項に基づき、17条a項の文言<sup>29)</sup>を参考し、SEC規則10b-5を設立した。同規則は、（真実でない記載または曖昧な表示により）金銭または財産を取得するために、という第17条a項2号の文言への言及は除いて、第17条a項の文言をそっくり借りており、かつ「証券の購入または売却に関して」、当該条文を適用することになっている<sup>30)</sup>。その内容は以下のようなものである。

#### SEC 規則 10b-5

いかなる者も、州際通商の方法もしくは手段、あるいは郵便、または国法証券取引所の施設を用いて、証券の購入または売却に関して、直接または間接に、次の行為を行うことは違法である。

(1) 詐取 (defraud) するための策略 (device)、計略 (scheme) または技巧 (artifice) を用いること、

(2) 重要な事実について真実でない (untrue) 記載を行い、またはそれが作成された状況にかんがみ、記載につき誤解を避けるために必要な重要な事実を記載することを省略すること、または

(3) いずれかの者に対して詐欺 (fraud) もしくは欺瞞 (deceit) となり、またはなるおそれがある行為、慣行または営業方法をとること<sup>31)</sup>。

当該規則は、相場操縦、インサイダー取引などの証券詐欺に対する総括的な規制規定であり、裁判所及びSECが証券詐欺行為の認定によりモデルを提供しており、アメリカ証券市場において証券取引の不法行為を効果的に制裁することに十分な法律上の根拠をも提供している。したがって、本規則は、中世の錬金術師の「万能の溶剤」または「血統は怪しいが、非

29) 前掲注(25)参照。

30) ルイ・ロス・前掲注(13)818~819頁。

31) ルイ・ロス・前掲注(13)819頁。

常に足の早い馬」<sup>32)</sup>と茶化されている。

## 第 2 節 アメリカ連邦証券諸法体系の形成について

1933年証券法及び1934年証券取引所法を中心とする連邦証券諸法が制定されて以来、相場操縦及びインサイダー取引を中心とする証券詐欺行為が数多く摘発・処罰され、証券市場における取引秩序もすっかり好転してきた。ただし、証券取引の規模がますます大きくなり、特に1980年代に入ってから取引手段も多様化するようになるに伴い、証券詐欺事件は、取引額が高くなり、取引手法がさらに隠蔽的になるようになるという新たな傾向を帯てきた。以上の新たな証券スキャンダルに対応するため、アメリカは、1984年にインサイダー取引制裁法、1988年にインサイダー取引及び証券詐欺執行法を制定し、アメリカ連邦証券諸法体系の完備化のためにさらに重要な一歩を進めた。

### 1. 1984年インサイダー取引制裁法

1980年代に入ってから、証券取引の規模の拡大化及び新型な取引手法が現れるに伴い、インサイダー取引は猖獗になってきた。それに対して、それまでの証券法制における制裁システムではその厳しさが足りないため、効果的な規制機能も発揮できない状態になった。詳しく言えば、① 刑事責任では、禁錮刑及び罰金刑を規定しているが、行為者に対して実際に刑罰を科す事件は珍しい。しかも、証券詐欺行為による数百万ひいては数千万ドルの不法利益と比べ、数年間だけの禁錮刑はどうしても威嚇・抑止という効能を十分に発揮できない。② 行政罰では、SEC が取引者に違法所得の差出し (Disgorgement of Profits) の命令を下すことができ、または、裁判所に禁止令 (Injunction) の発布を申請できる。しかし、その違法所得の詳しい額については精査することができないし、違法所得しか差出さ

---

32) ルイ・ロス・前掲注(13)840頁。



ないことで行為者の再犯能力を剥奪できないため、逆に行為者の再犯の意欲を引き出しかねない。また、禁止令によると、違法者が五年から十年までの間に証券取引を実行できなくなるが、それでは、行為者が証券市場に一時的に参入することを禁止する効果しかない。換言すれば、行為者が摘発・処罰されても、違法所得の差出しと禁止令により剥奪されるのはもともと自分に属しない財産及び一時的に取引を行う権利しかでないのである。つまり、その再犯可能性の基礎である資金及び取引資格は維持される状態なのである。それは、逆に行為者の勢いを盛り返してもう一度違法取引を実行することを促進することになった。<sup>③</sup> 民事責任では、一般投資家は明示訴訟により損害賠償請求を提起できるが、その損害賠償請求が裁判所に支持されるか否かは問題であり、また、支持されても、その損害額についての計算基準は不明確である。例えば、Elkind v. Liggett & Myers, Inc. 事件では、第二巡回裁判所は、原告のもらえる賠償額を被告のインサイダー取引による不法所得額に制限し、当該情報を知らない投資家は、当該情報を知った後、または当該情報が開示された後の合理的時間以内に当該株式を購入し、その株価の下落により受けた損失について、恢復を請求できる。しかし、売買当事者が平等な情報に基づき取引すべきである時点まで、その売り出しを延期できないまたは繰り上げる結果として、当該恢復請求は内部情報受領者が獲得した利益額以内に限定されるべきである、<sup>33)</sup>と述べている。当該計算方式は、原告の訴訟意欲を削ぐばかりでなく、民事賠償と違法所得の差出しとの矛盾をも引き出した。その結果として、制裁措置の機能を制限し、不法取引者の逃避心理を激発するようになった。

以上の状況に対応して、アメリカ法律協会は、真っ先に反応し、その結果として、アメリカ連邦証券法典を制定した。本法典によると、違反者に対して、裁判所が違法所得額の150%の罰金を科する。当該証券法典は法

---

33) Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F. 2d 156, 172 (2d Cir. 1980).

学会の学術成果であり、制定法ではないが、その証券詐欺に対する規制措置は立法者に有益な参考を提供している。その後、1982年、SEC は国会に法律改正の草案を提出した。当該草案における制裁措置に関する改正は、① 違反者に対して違法所得額の三倍に当たる民事罰金を科す権限を SEC に授けること；② 証券犯罪の制裁を厳しくすること、ことである。当該草案は1983年 9 月下院を通過し、1984年 6 月上院を満場一致で通過した。同年 8 月10日、レーガン大統領の署名により、当該法案の効力が発生した。これが1984年インサイダー取引制裁法である。アメリカ連邦証券諸法において初めて「インサイダー取引」という文言を使う法律である。ただし、そこにいう「インサイダー取引」とは何か、すなわち、インサイダー取引の概念については、条文に明文で規定していない。その原因は、草案の起草者が、今までの判例法におけるインサイダー取引に関する判断で十分であり、成文法で再び述べる必要がなく、あえて概念を明記すれば、その概念の不明確化により無意味な論争及び実務上処理の困難を引き出しやすくなる、と考えたからである<sup>34)</sup>。本法は、SEC のインサイダー取引に対する制裁を厳しくするという建議を完全に受け入れた。例えば、その 1 条は、「インサイダー取引に対して、不法所得の利益または避けられる損失額の三倍以内の民事罰金を科する。」と規定している。

## 2. 1988年インサイダー取引及び証券詐欺執行法

しかし、インサイダー取引はますます盛んになっていく状態であり、特に1986年の SEC v. Levine 事件<sup>35)</sup>と Ivan Boesky 事件<sup>36)</sup>は、極めて深刻な

---

34) 上院において審議するところ、上院議員である Amato は、SEC 規則 10b-5 における法的責任に関する規定が確定でなく、法適用の混乱を引き起こす可能性があるため、「内部者」などの定義について明記したほうがよい、と提言したが、その他の上院議員に反対されたため、自分の主張をやむを得ず放棄した。

35) SEC v. Levine (DC SNY, June, 5, 1986) : 投資銀行家 Levine が 5 年以上にわたり顧客の合併、買収等の内部情報により少なくとも 54 社以上の証券を売買して不当に利得したもので、和解により永久差止命令に服するとともに約 1,150 万ドルの利益を吐き出した。本

影響を与えるものがあった。そのため、連邦議会は証券詐欺に対してさらに厳しく処罰するという決心を下した。1987年上院に属する証券グループ委員会は改正案を提出し、内部者について詳しく規定するとともに、「不正流用理論 (Misappropriation Theory)」<sup>37)</sup> の法典化をも実現できた。ただし、下院は、インサイダー取引に関する定義づけは必要なく、しかも最近摘発された Carpenter v. U.S. 事件<sup>38)</sup> において連邦最高裁判所は「不正流用理論」を採用していない<sup>39)</sup>、と考えている。したがって、下院に属す

↘件は Boesky 事件発覚の端緒となったばかりでなく、U.S.v.Wilkis (DC SNY, Feb. 9, 1987) をはじめ、Levineの影の人物をめぐって多くの事件を派生せしめた。ルイ・ロス・前掲注(13)1368頁（注）(2)参照。

36) SEC v. Boesky (DC SNY, Nov. 14, 1986) : リスク・アービトレージャー (risk arbitrage)——乗取り等の動きをみて大量の株式を購入し利鞘かせぎをする投機家 Boesky が Levine その他から得た内部情報により大量の証券を売買して巨額の不当利益をあげた事件で、これも和解により利益の吐出し5,000万ドル、民事制裁金 (civil money penalty) 5,000万ドル、計1億ドルのペナルティと証券業務の永久禁止に同意した。これらの事件が比較的簡単に和解 (settlement) で決着を見せていることについては、内部者取引制裁法の圧力と、関連事件に対する SEC の調査に協力させようとする意向が関係しているように窺われる。ルイ・ロス・前掲注(13)1368頁（注）(3)参照。

37) 「不正流用理論」: インサイダー取引事件において、行為者が責任を負う原因は、その内部情報を不正に流用することである、という考え方である。

38) Carpenter v. U.S., S. Ct. Nov. 16, 1987.

39) Winans が同誌 “Heard on the Street” 欄に載せる記事内容を事前にブローカー (Brant と Felis) に洩らして当該証券の売買により利益を得させ、代償として31,000ドルを受領した事件で、Winans と同室の書記 Carpenter もこれに関与した。まず SEC が1984年5月不正流用理論に基づいて起こした民事訴訟 SEC v. Brant では、Brant が永久差止命令と利益の吐出しに同意するが、続いて起こった刑事訴訟の関係で一時中断の後、翌1985年10月、Winans も和解して Carpenter 分を含めて利益を吐出した (Felis もこの間に利益を吐出したとされる)。しかし、本件については、報道関係者から憲法改正第1条 (言論の自由) 違反の問題も提起された。一方、連邦大陪審の起訴で1984年8月に始まる刑事訴訟 U.S. v. Winans は、当初その不正流用の立論の中で雇主としての Wall Street Journal に対する義務違反のほかに、同誌の読者に対する義務違反を含んでいたために、いたく憲法論議を刺激したが、後にこれを落として雇主に対する義務違反に絞った不正流用と郵便詐欺の訴因で1985年7月まず地方裁判所で Winans, Carpenter, Felis 3名の有罪 (刑と罰金) 判決が下された。これに対する控訴審 U.S. v. Carpenter (第2巡回裁判所) も原審を支持 (1986年5月) したので、司法当局は極力本件の最高裁判所への上訴を阻止すべく意見

る電信及び金融グループ委員会は、1988年9月13日にもう一つの法律改正案を提出した。インサイダー取引について定義をつけるか否か、及び「不正流用理論」を採用すべきか否かなどについて新たな議論を引き出した。しかし、同年10月21日、100届議会の会期末が近づいたため、上院が譲歩し、下院の改正案が議会を通過した。同年11月19日、当該改正案が発効した。本法の主な改正点は：①「万里の長城 (China Wall)」<sup>40)</sup> との制度の建設；② 情報を漏らす者 (tipper) と情報を受領する者 (tippee) の連帯責任；③ 告発者への奨励<sup>41)</sup>；④ 同時取引者の損害賠償訴訟制度；⑤ 刑事責任の加重、すなわち、罰金の最高額を10万ドルから100万ドルまでに引き上げ、禁錮の最高期限を5年から10年までに引き上げ；⑥ 証券犯罪に対する国際規制制度、などである。

以上の両法の制定により、アメリカにおいて、1933年証券法、1934年証券取引所法を中心として、1984年インサイダー取引制裁法、1988年インサイダー取引及び証券詐欺執行法などを補充とする連邦証券諸法という証券

---

ㄨ 具申を行ったが、最高裁判所は同年12月本件の裁量上訴を許容し、翌1987年11月上記の如く不正流用理論については4対4に分裂し、「郵便詐欺」では全員一致で有罪という微妙な結論を下したわけである (Carpenter v. U.S. S. Ct. Nov. 16, 1987)。この結果、不正流用理論については判例法上第2巡回裁判所の判決が一応有効に存続することになるが、SECとして先行きへの不安は拭い切れないものがある。なお最高裁判所は、その後、Transatlantic Financial Co.S.A.v.SEC (S. Ct. May 16, 1988) で不正流用理論の再審を拒否している。ルイ・ロス・前掲注(13)1367～1368頁 (注) (1)参照。

40) 金融機構によるインサイダー取引を規制する制度である。金融機構において内部情報の流動規則を設定することにより、内部情報を知る部門が随意に当該情報をほかの知るべきではない部門へ伝わることを防止する。すなわち、万里長城の防衛機能みたいに金融機構において内部情報の無制限流動を防止することを主旨としている。

41) 告発者への奨励が最も効果的な監督措置である。SECは、内部者が提出する毎月の取引記録をデータに作り、公開に販売する。そうであれば、いずれかの者もその取引記録を見られる。多くの弁護士は、奨励金をもらうために、その取引記録を買い、分析し、疑われる取引を発見すれば、証拠を収集して、SECに告発する。したがって、そのような弁護士はSECの「門番犬 (Watch Dog)」と呼ばれる。その制度により、SECが極小さなコストで大量の摘発情報を受け、逆に、内部者は抜け目が無い監視状態にさせ、インサイダー取引などを実行できないようになる。

法体系が確立された。

### 第3節 証券不祥事件の次第発生及び

#### 2002年サーベンス・オクスリー法の制定

2001年エンロン事件<sup>42)</sup>が摘発されたため、上場会社に対する信用危機が引き起こされ、資本市場も不安定な状況になりつつあった。金融危機に対応するために、アメリカ連邦議会は、速やかに公開企業会計改革及び投資家保護法（Public Company Accounting Reform and Investment Protection Act）、すなわち2002年サーベンス・オクスリー法<sup>43)</sup>を制定した。本法は、アメリカ連邦証券諸法が制定されて以来1933年証券法及び1934年証券取引所法に関する最も大きな改正であり、1930年代の経済大恐慌以後証券詐欺に対する最も厳しい制裁法規でもある<sup>44)</sup>。その主な改正内容は、証券詐欺に対して、会社に対する内部及び外部の監督力を強化することである。具体的に言えば、会計制度の変革、監査委員会の職能の強化、CEO 責任の加重、法執行の強化などの措置により、予防及び制裁の措置を完備することである。刑事責任では、証券詐欺行為に対する刑罰をさらに加重している。すなわち、本法1106条により、1934年証券取引所法32条 a 項の刑罰を以下のように改正した。自然人に対する罰金の上限は100万ドルを500万ドルに引き上げ、禁錮刑の上限は10年を20年に引き上げ、法人に対する罰金は250万ドルを2500万ドルに引き上げた。

---

42) エンロン（Enron Corp. 2007年3月に Enron Creditors Recovery Corp. に改称）は、アメリカ合衆国テキサス州ヒューストンに存在した、総合エネルギー取引と IT ビジネスを行う企業。2000年度年間売上高1,110億ドル（全米第7位）、2001年の社員数21,000名という、全米でも有数の大企業であった。しかし、巨額の不正経理・不正取引による粉飾決算が明るみに出て、2001年12月に破綻に追い込まれた。破綻時の負債総額は諸説あるが少なくとも310億ドル、簿外債務を含めると400億ドルを超えていたのではないとも言われている。2002年7月のワールドコム破綻まではアメリカ史上最大の企業破綻であった。

43) 一般的に、本法を制定するとき重要な役割を立った二人の議員の名前であるサーベンスとオクスリーを借りて、「2002年サーベンス・オクスリー法」と称されている。

44) 張路訳『アメリカ上場会社最新立法と内部支配実務』（中国：法律出版社、2006）3頁。

1106条 (1934年証券取引情報に基づく刑事罰の強化)

1934年証券取引所法第32条(a) (合衆国法律集第15章第78条 f f 条(a))  
は、以下のように改正される――

- (1) 「1,000,000ドル、または10年以下の懲役」を削除し、「5,000,000ドル、または20年以下の懲役」を挿入する；および
- (2) 「2, 500,000ドレ」を削除し、「25,000,000ドル」を挿入する<sup>45)</sup>。

1984年インサイダー取引制裁法及び1988年インサイダー取引及び証券詐欺執行法に続き、2002年サーベンス・オクスリー法は、証券詐欺に対する規制体系をさらに整備している。刑事処罰の側面では、証券詐欺犯罪に対して、厳しい禁錮刑及び罰金刑を制定することにより、本罪を厳格的に処罰する態度を表明している。具体的な適用では、刑罰の威嚇力に頼ることが多い。すなわち、ほとんどの事件において、摘発されたら、SECは、違法所得の吐き出し及び行政罰金の払いという処罰決定を取引者に知らせ、取引者がおとなしくに従えば、刑事罰に科されない。もし、取引者が不法取引を否認すれば、違法所得が没収されるほか、巨額な罰金及び長期禁錮刑に直面せざるを得ない。したがって、ほとんどの行為者は従順にその処罰決定を甘受する。また、摘発の経験に基づき、SECは、単純な刑事罰ではその制裁効果がよくないと考えたため、厳しい刑事罰を後ろ盾として、経済体制予防、行政制裁及び民事賠償などを合わせる全体的規制体制を作ることにより、証券詐欺を効果的に規制できるようになった。その多様な規制措置を合わせ、予防と処罰とを結合する全体的規制体制は、その他の国の証券犯罪に対する規制にとって良い参考になりうるであろう。

---

45) 『新外国証券関係法令集 アメリカ (I) サーベンス・オクスリー法』(日本証券経済研究所, 2007) 104頁参照。

## 第2章 EUにおける証券犯罪に関する立法について

### 第1節 EUにおける証券犯罪に関する立法についての概説

#### 1. EUにおける証券市場と関わる立法史について

EUの経済一体化に伴い、生産と消費の統合が加速してゆき、地域を超える地域結構の調整と産業結構の調整も速くなりつつ、そのゆえ、現有資産の併合および再編も物事の勢いからいってやらざるを得ない。その古典的ヨーロッパ経済一体化の生産と消費効能<sup>46)</sup>に影響され、そのため、統一的証券市場の建設および証券犯罪に対する統合的規制体制の建設も必要になる。そのように、その一体化の過程は、ヨーロッパ証券市場一体化を要請し、その一体化の発展をさらに推進しており、すなわち、投資銀行がより多くの地域を超える金融サービスを提供すること、証券市場の流動性を高めること、取引品種の豊富化および市場競争の激しさなどが発展していく<sup>47)</sup>。

ヨーロッパが、証券及び証券法の発祥地であり、証券詐欺に対する規制制度の起源地でもある。第二次世界大戦後、とりわけヨーロッパ経済一体化が始まってから、ヨーロッパ証券法の発展は以下のような三つの段階に分けられる。

##### (1) 1985年以前

EC (European Communities) による「ローマ条約」は、共同市場の建設という目標を作り、その中、資本共同市場の成立も重要な部分である。そのため、1977年7月25日、ヨーロッパ委員会は、「可譲渡証券投資取引に関わるヨーロッパ行為準則の建議」<sup>48)</sup>を公布した。それが建議しかで

---

46) Ingo Walter and Roy C. Smith 『Investment Banking in Europe, Restructuring for the 1990s』 (Basil Blackwell, 1990) 6頁参照。

47) 齊紹州『ヨーロッパ証券市場の一体化』(中国：武漢大学出版社，2002) 2～5頁参照。

48) Commission Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning a European

はなく、法律の効力が全くないが、ヨーロッパにおいて統一的な証券市場を建設しようとする最初の文書であるため、各国において証券市場の独自の規制体系を破り EC 証券市場一体化の最初の一步を進める意味で、重要な意義がある。その後、EC は、1979年 3 月16日に「証券取引所上場証券の許可条件に関する協調指令」<sup>49)</sup>、1980年 4 月14日に「証券取引所上場証券許可の公布上場説明書の起草・審査・分配要請に関する協調指令」<sup>50)</sup>、1982年 2 月20日「証券取引所株式上場会社情報定期公布指令」<sup>51)</sup>、を相続いて公布し、証券の上場条件および手続きなどについて大体の骨組みを作り出した。

## (2) 1985年から1992年まで

しかし、ヨーロッパ各国がインサイダー取引などに関する処罰規定を設定しているが、その監督管理機関が効果的な機能を発揮できるとは言えない。特に1970年代の石油危機が爆発して以来、証券詐欺が不道德な行為であると知っているが、金融市場により外資を吸引し、不景気から脱出するため、各国は、極めて緩やかな規制態度を取っており、証券詐欺行為を放任ひいては扇動する態度を取っているとも言える。アメリカにおいて1930年代から証券詐欺に対する規制を強化してきたに対して、ヨーロッパの各国が証券犯罪に関する立法作業を極めて遅い速度で進めていた。インサイ

---

↘ code of conduct relating to transactions in transferable securities OJ L 212, 20 August 1977, 37~43. 「the Admission Directive」に略する。

49) Council Directive 79/279 EEC of 5 March 1979 co-ordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing. OJ L 66, 16 March 1979, 21~32. 「許可指令」と略する。

50) Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 co-ordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing. OJ L 100, 17 April 1980, 1~26. 「LPD」に略する。

51) Council Directive 82/121/ECC of 15 February 1982 on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing. OJ L48, 20 February 1982, 26~29.



ダー取引を例という、フランスが1970年、スウェーデンが1971年に本国の証券法においてインサイダー取引に関する規制条項をようやく設定した。また、イギリスは、市場自律という理念の影響で、自己規制（Self-regulation）制度によりインサイダー取引に対する規制を市場に任せていた。だが、当該制度が真正な役割を立てるか否かについて、疑問はないわけではない。証券不祥事件の頻繁な発生及びそれにより証券市場の低迷などに痛感し、イギリスが1980年会社法においてインサイダー取引が犯罪であることを明文で規定している。また、EC（欧州共同体）は、1977年にインサイダー取引に対する無拘束的（Non-binding）意見を発布し、ECにおいてインサイダー取引に反する最低の基準制限を建設しようとした<sup>52)</sup>。それと比べて、スカンジナビア各国がより積極的な態度があり、ノルウェー及びスウェーデンは1985年、デンマークは1986年にインサイダー取引を規制する法律を改正または制定した。その後、証券詐欺事件の発生に影響され、ECがインサイダー取引に関する立法作業を加速し、以上のスカンジナビア各国及びアメリカ連邦証券諸法を参考し、1989年に反インサイダー取引指令<sup>53)</sup>を制定した。

### （3）1992年以降

1992年2月7日に調印された欧州連盟条約に基づき、ヨーロッパにおける経済一体化の発展は新たな時代に入った。それと伴い、統一の証券市場の建設も速度を高めた。詳しく言えば、1993年5月10日、「証券分野投資サービス指令」<sup>54)</sup>が公布され、投資銀行などの国境を超える投資サービスおよび証券会社の国境を超える経営活動に保障を提供している。それに従い、各加盟国は相續いて本国の金融サービス法を改正した。また、1997

---

52) 盛学軍編集『EU証券法研究』（中国：法律出版社，2005）165頁。

53) 本章第2節「反インサイダー取引指令について」を参照されたい。

54) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, OJ L 141, 11 June 1993, 27~46.

年 3 月 3 日に公布された「投資家賠償基金指令」<sup>55)</sup>、1998 年 5 月 19 日に公布された「支払決算終結と証券決算系統指令」<sup>56)</sup>、2001 年 5 月 28 日に公布された「証券取引所上場取引の許可及び情報公布指令」<sup>57)</sup> は、投資者の利益保護、取引決算または情報の公布などの分野で重要な役割を立った。また、1989 年反インサイダー取引指令の経験を受け取り、2003 年 4 月 12 日、証券犯罪規制の分野において一里塚の意義がある 2003 年反市場濫用指令<sup>58)</sup> は公布された。

## 2. EU における証券法律の体系について

EU において証券法というタイトルの法律がないが、以上に述べた指令を中心として、証券市場と関わる各分野の指令は、お互いに結合しヨーロッパにおける証券法律体系を形成した。研究者によると、その体系は以下の七つの部分に結成される<sup>59)</sup>。すなわち、① その目的、任務および基本原則、例えば、投資サービス指令に規定されている「投資家を保護し金融体系の安定を維持する」ことである。② 証券の発行及び上場に関する規則、例えば、1980 年 4 月 17 日の LPD、及び 2003 年 12 月 31 日に公布された「証券の公開販売または取引公開の株式募集説明書および 2001/34 号指令の改正に関する指令」<sup>60)</sup> は、証券の発行及び上場についてルールを設

---

55) European Parliament and Council Directive 97/9/EC of March 1997 on investor compensation schemes, OJ L84, 26 March 1997, 22~31.

56) European Parliament and Council Directive 98/26/EC of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L166, 11 June 1998, 45~50.

57) European Parliament and Council Directive 2001/34/EC of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, OJ L 184, 7 June 2001, 1~66. それにより、1979 年の「証券取引所上場証券の許可条件に関する協調指令」は廃止された。

58) 本章第 3 節「反市場濫用指令について」を参照されたい。

59) 盛学軍編集・前掲注(52)18~21頁参照。

60) Council Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L 345, 31 December 2003, 64.

定した。③ 証券情報公開規則，例えば，2001年5月28日に公布された「証券取引所上場取引の許可及び情報公布指令」である。④ 市場濫用行為に対する規制，例えば，1989年反インサイダー取引指令，および2003年反市場濫用指令である。⑤ 証券経営およびサービス機構に関する規則，例えば，1993年5月10日の「証券分野投資サービス指令」および1998年5月19日の「支払決算終結と証券決算系統指令」である。⑥ 可譲渡証券集合投資企業に対する規制規則，例えば1993年6月11日の「証券分野投資サービス指令」，1997年3月3日の「投資家賠償基金指令」などである。⑦ 上場会社買付規則，2004年4月21日，ヨーロッパ理事会は，「買付申し出指令」<sup>61)</sup>を公布し，大手会社の買付申し出についていろいろな規制を付けることにより，証券市場の取引秩序を維持し，一般投資家の利益を保護しようとしている。

証券取引について，各指令は各視角から規制規定を設けているが，証券犯罪に対する規制について，主なものは，1989年反インサイダー取引指令及び2003年反市場濫用指令である。そのため，以下はその二つの指令及びその具体的な条文について論説する。

## 第2節 1989年反インサイダー取引指令について

ヨーロッパは，証券及び証券法の発祥地であり，証券詐欺に対する規制制度の起源地でもある。しかし，先に述べたように，ヨーロッパ各国はインサイダー取引などに関する処罰規定を設定しているが，その監督管理機関が効果的な機能を発揮できているとは言えない。特に1970年代の石油危機が発生して以来，証券詐欺は不道德な行為であると知っているが，金融市場により外資を吸引し，不景気から脱出するため，各国は極めて緩やかな規制態度を取っており，証券詐欺行為を放任ひいては扇動する態度を取っているとも言える。アメリカが1930年代から証券詐欺に対する規制を

---

61) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, OJ L 142, 30 April 2004, 12~23.

強化してきたのに対して、ヨーロッパの各国の証券犯罪に関する立法作業は極めて遅い速度で進んだ。インサイダー取引を例にとると、フランスは1970年、スウェーデンは1971年ようやく、それぞれの国の証券法においてインサイダー取引に関する規制条項を設定した。また、イギリスは、市場自律という理念の影響で、自己規制 (Self-regulation) 制度によりインサイダー取引に対する規制を市場に任せていた。しかし、当該制度が適切な役割を果たせるか否かについて、疑問はないわけではない。証券スキャンダルの頻繁な発生及びそれによる証券市場の低迷などの苦い経験を経て、イギリスは1980年会社法においてインサイダー取引が犯罪であることを明文で規定した。また、EC (欧州共同体) は、1977年にインサイダー取引に対する無拘束的意見を発布し、EC においてインサイダー取引に反する最低の基準制限を設定しようとした。それと比べて、スカンジナビア各国はより積極的な態度を取り、ノルウェー及びスウェーデンは1985年、デンマークは1986年にインサイダー取引を規制する法律を改正または制定した。その後、証券詐欺事件の発生に影響され、EC はインサイダー取引に関する立法作業を加速し、以上のスカンジナビア各国及びアメリカ連邦証券諸法を参照し、1989年に反インサイダー取引指令<sup>62)</sup>を制定した。

## 1. 当該指令の理論元——市場基礎理論

アメリカ連邦証券諸法の理論的根拠である「関係基礎理論 (Relationship-based Theory)」と異なり、1989年反インサイダー取引指令は「市場基礎理論 (Market-based Theory)」を立法の理論的根拠としている。当該理論は、最初にスカンジナビア各国の証券法に採用されたもので、立法の目的は証券市場の秩序の維持でありと認識しており、一般投資家の利益の保護はもちろん重要であるが、証券犯罪を制裁する主要な目的は、不良行

---

62) 「インサイダー取引に反する協調指令」(“Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 co-ordinating regulations on insider dealing, OJ L 334, 18 November 1989, 30~32), 「IDD」に略する。

為を取り除くことにより、証券市場に対する投資家の信頼を保護し、さらに市場の全体的秩序を守るべきであるとするものである。「関係基礎理論」と「市場基礎理論」の主な区別点は以下のようなものである。すなわち、① 視点に関しては、「関係基礎理論」は投資家と信託者の誠実信用関係に注目し、より微視的かつ具体的であるに対して、「市場関係理論」は証券市場の全体的運行に注目し、より巨視的かつ抽象的である。② 保護対象に関しては、前者は投資家の個人利益を中心として保護するのに対して、後者は主に証券市場の全体的取引秩序を保護する。③ 適用範囲に関しては、前者の適用範囲は比較的狭く、会社と誠実及び信頼関係がある職員に適用しているのに対して、後者は証券市場を掻き乱すすべての違法行為を制裁する。

## 2. インサイダー取引の規制と関わる主な内容

当該指令によれば、内部情報を知るいかなる者も、自分または他人の名義で、直接または間接に発行人と関わる若しくは発行人自身の可譲渡証券を購入若しくは売却する活動により利益を獲得してはならない。その行為がインサイダー取引に該当するためには、「行為者が当該内部情報を利用し取引をする事実について全面的に認識している」という要件が必要である。詳しく言えば、以下の四つの要件が必要である。① 内部情報、詳しく言えば、確実性 (precision)、未公開性 (non-public)、市場情報 (market-information)、価格敏感性 (即ち、重要性) (price sensitivity) という四つの特徴がある情報でなければならない。② 内部者、これはさらに直接内部者と間接内部者に分けられ、後者の取引が禁止される条件として「直接内部者から内部情報をもろう」ことが付加される。③ 取引により利益を獲得すること、すなわち、内部情報と関わる証券の売買により利益を得ることである。④ 明知、すなわち、「事実について全面的に認識している」 (full knowledge of the facts) ことである<sup>63)</sup>。

---

63) 張小寧『証券インサイダー取引研究』（中国：中国人民公安大学出版社，2011）44頁。

また、各加盟国において指令の施行効果を確保するため、当該指令 8 条は、各加盟国が行政機関またはそれに類似する管轄機関 (Competent Authorities) を設立し、ほかの加盟国の管轄機関との協力事務を担当し、本国において本指令の実施を保証すべきである、と規定している。さらに、その 8 条 2 項は、その管轄機関が監督・管理の権限 (特にインサイダー取引行為を調査する権限) 及び刑事調査の権限を持つべきである、と規定している。ただし、各国の法執行権及び司法権の独立を尊重することを念頭において、当該指令は、執行及び処罰措置について詳細な規定をしておらず、ただ概括的に「各加盟国が、確実に制裁措置を採取し、本指令の順調な実施を保証すべきであり、しかも、この制裁が行為者に当該指令と関わる制度を守らせる効果を発揮すべきである。」と規定している<sup>64)</sup>。そのように、明確な限界がない処罰要求は、刑事罰の権限を完全に各加盟国に任せる。ただし、以上に述べたように、証券市場の不振に悩んで、厳しい制裁措置が外資の吸収を邪魔し、本国の投資家の投資意欲にも影響する恐れがあることを観念したため、各国はインサイダー取引犯罪について軽い刑罰を設定しており、その監督管理機関も積極的に機能を発揮しておらず、アメリカ法の刑罰と比べてその威嚇効果は全く異なっている。しかも、各国の処罰基準及び尺度も相当に異なるため、国境を越える摘発活動も中止せざるをえない状態である。その摘発及び制裁の措置と関わる規定が「1989年反インサイダー取引指令」の最も不都合なところであるといえよう。

### 3. 当該指令におけるインサイダー取引規制の意義について

独立の主権国家としての経済共同体である EC は、アメリカのような統一連邦国家と異なり、各加盟国の経済実力、証券市場の発展程度及び管理

---

64) 指令 13 条 : Each Member State shall determine the penalties to be applied for infringement of the measures taken pursuant to this Directive. The penalties shall be sufficient to promote compliance with those measures.

体制，証券犯罪に関する研究の深度などの側面に相違があるため，アメリカ連邦証券諸法のように詳しく規定することができなかつたし，とりわけその監督措置及び処罰基準について統一規定を設定できなかった。したがって，その執行効果は予想，予定されたとおり理想的ではなかつた。また，内部情報の「未公開性」及び内部者に関する規定の不明確化，情報が公開される前後の取引禁止時間に関する規定の欠如，「明知」要素についての厳格すぎる規定などは，本指令の実際の施行効果を減殺した。しかし，当該指令が，スカンジナビア各国及びアメリカの証券法を参照したうえでの新たな立法作業であり，その市場基礎理論，投資家の投資意欲の保護及び市場完全性の確保という主張，インサイダー取引要件に関する厳密な規定は，証券市場の取引実態に接近し，操作しやすく，立法上の長所といえる。したがって，本指令の有益な試みは，2003年反市場濫用指令に基本的な骨組み及び有益な経験を提供した。

### 第3節 2003年反市場濫用指令について

以上に述べたように，1989年反インサイダー取引指令の実際な執行効果はよくなかつたため，EUはそれより操作しやすい指令を制定しようとしていた。さらに，アメリカの2001年エンロン事件などの証券不祥事に刺激され，EUも新たな立法作業を加速した。エンロン事件は証券犯罪の新たな趨勢，すなわち，市場操縦とインサイダー取引の結合，国境を越える市場濫用行為の多発，インターネットを利用する市場濫用行為の上昇など，を明らかにした。以上の新たな犯罪趨勢と比べると，これまでの立法の欠点がよくわかる。例えば，1989年反インサイダー取引指令は，EUが市場濫用行為を処罰する唯一の措置であり，しかも市場濫用行為の中のインサイダー取引行為しか規制できない。また，当該指令の執行効果も実によくなかつた。以上の弱点を克服するため，しかも市場操縦及びインサイダー取引を中心とするすべての市場濫用行為に対して規制し，国境を越える濫用行為及びインターネットでの濫用行為を制裁することを念頭におき，さ

らに、ヨーロッパにおける証券市場の一体化を促進する目的で、EU は 2003年に反市場濫用指令<sup>65)</sup>を制定した。当該指令は、市場濫用行為を市場操縦とインサイダー取引に分けており、その立法趣旨は、ヨーロッパ金融市場の安全を確保すること、と市場に対する投資家の信頼感を高めることである。その目的を達成するため、当該指令の序言の(12)は立法目的を規定している。すなわち、ヨーロッパの資本市場の完全性を確保すること；ヨーロッパの反市場濫用の統一標準を確立すること；1989年反インサイダー取引に確立された市場基礎理論に基づき、投資家の意欲を高めることなど、である。条文の内容は以下のとおりである。

反市場濫用指令序言(12)<sup>66)</sup>

市場濫用はインサイダー取引と市場操縦を含む。インサイダー取引の禁止立法と市場操縦の禁止立法の目的は同じである。すなわち、共同体における金融市場の完全性の保護と投資家の市場信頼の増強である。したがって、一つの共同法律を制定することによりインサイダー取引と市場操縦を処罰することが賢明である。一つの単一指令は、職責の区分け、強制執行および協力の共同枠組みを共同体に貫かせることを確保できる。

65) 「反インサイダー取引と市場操縦（市場濫用）指令」、(European Parliament and Council Directive 2003/6/EC of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L96, 12 April 2003, 16~25), 普通「Market Abuse Directive」に略する。

66) 英文は、以下の者である：Market abuse consists of insider dealing and market manipulation. The objective of legislation against insider dealing is the same as that of legislation against market manipulation: to ensure the integrity of Community financial markets and to enhance investor confidence in those markets. It is therefore advisable to adopt combined rules to combat both insider dealing and market manipulation. A single Directive will ensure throughout the Community the same framework for allocation of responsibilities, enforcement and cooperation.



## 1. 市場濫用行為と関わる規定について

当該指令5条は、加盟国はいかなる者の市場濫用行為をも禁止すべきである、と規定している。その市場濫用行為については、当該指令はインサイダー取引と市場操縦に分けており、その1条が「内部情報」及び「市場操縦」、2条と4条が「内部者」、3条が「インサイダー取引行為」について、それぞれ明記している。

### (1) 内部情報について

反市場濫用指令1条1項は、「内部情報とは、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。<sup>67)</sup>」と規定している。「商品派生商品と関わる内部情報」とは、「一つまたは幾つかの当該類の派生商品と直接または間接に関わり、当該取引市場における使用者が認められる市場習慣により取得しようとする非公開で確実な情報である。<sup>68)</sup>」と述べている。また、関連金融商品の取引指令を執行する職員にとって、「内部情報」とは、「取引先が伝えまたは決めていない取引指令に関わり、一人若しくは何人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、非公開で確実な情報で、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派生金融商品の価格に重大な影響を与えるものである。<sup>69)</sup>」と規定している。

67) 英文は、以下の者である： Insider information shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.

68) 英文は、以下の者である： In relation to derivatives on commodities, 'insider information' shall mean information of a precise nature which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more such derivatives are traded would expect to receive in accordance with accepted market practices on those markets.

69) 英文は、以下の者である： For persons charged with the execution of orders

2003年反市場濫用指令 1 条 1 項

1. 内部情報とは、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。

商品派生商品と関わる内部情報とは、一つまたは幾つかの当該類の派生商品と直接または間接にかかわり、当該取引市場における使用者が認められる市場習慣により取得しようとする非公開で確実な情報である。

関わる金融商品の取引指令を執行する職員にとって、内部情報とは、取引先が伝えまたは決めていない取引指令に関わり、一人若しくは何人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、非公開で確実な情報であり、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派生金融商品の価格に重大な影響を与えるものである。

(2 以下は略する。)

(2) 内部者について

内部者について、当該指令 2 条 1 項 2 号は、以下の四種類的手段により内部情報を知った者が、内部者に該当するとしている。すなわち、① 証券発行人の管理・経営または監督機構の構成員の身分を利用し；② 証券発行人の株式を持つことを利用し；③ 雇用、職業または職責のチャンスを利用し；④ 犯罪活動を利用することによって、である。

---

↘ concerning financial instruments, 'insider information' shall also mean information conveyed by a client and related to the client's pending orders, which is of a precise nature, which relates directly or indirectly to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments.

(3) インサイダー取引行為について

当該指令 2 条 1 項は、「加盟国は、2 号に規定されている内部情報を知りいかなる者も、自分または第三者の名義（口座）を利用し、内部情報と関わる金融商品を直接若しくは間接に取得若しくは譲渡または取得若しくは譲渡しようとする方式で当該情報を利用すること、を禁止すべきである。」と規定している。換言すれば、内部情報によるすべての取引行為は禁止される。また、3 条は、「不特定の者に内部情報を開示するすべての行為<sup>70)</sup>、または内部情報に基づき、他人に内部情報と関わる金融商品の取得または譲渡を建議もしくは勧誘する行為をしてはならない。」と規定している。すなわち、情報の開示行為、及び情報による取引の建議または勧誘行為のいずれも犯罪行為と見なされている。

2003年反市場濫用指令 2 条<sup>71)</sup>

1. 加盟国は、次の 2 号に規定されている内部情報を知りいかなる者

70) ただし、雇用、職務または義務を正常に履行するときの開示は除外される。

71) 英文は、以下の者である：1. Member States shall prohibit any person referred to in the second subparagraph who possesses insider information from using that information by acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of, for his own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, financial instruments to which that information relates.

The first subparagraph shall apply to any person who possesses that information：

(a) by virtue of his membership of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer；or

(b) by virtue of his holding in the capital of the issuer；or

(c) by virtue of his having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties；or

(d) by virtue of his criminal activities.

2. Where the person referred to in paragraph 1 is a legal person, the prohibition laid down in that paragraph shall also apply to natural persons who take part in the decision to carry out the transaction for the account of the legal person concerned.

3. This Article shall not apply to transactions conducted in the discharge of an obligation that has become due to acquire or dispose of financial instruments where that obligation results from an agreement concluded before the person concerned possessed insider information.

が、自分または第三者の名義（口座）を利用し、内部情報と関わる金融商品を直接若しくは間接に取得若しくは譲渡または取得若しくは譲渡しようとする方式で当該情報を利用すること、を禁止すべきである。

1号の規定は以下の手段により内部情報を知る者に適用する。

(a) 証券発行人の管理・経営または監督機構の構成員の身分を利用し、または

(b) 証券発行人の株式を持つことを利用し、または

(c) 雇用、職業または職責のチャンスを利用し、または

(d) 犯罪活動を利用することのよって。

2. 1項における者が法人であるときは、同項における禁止規定は、当該法人の計算において取引を行う決定に関与する自然人にも適用する。

3. 本条は、金融商品の取得または処分をなすべき義務が関係者が内部情報を得る前に締結された契約から生じたものである場合は、その義務を履行するために行う取引には適用されない。

#### (4) 市場操縦について

市場操縦 (market manipulation) については、1条2項が三つの操縦方式に分けている。① 取引または取引指令、これはさらに、I. 金融商品の供給、需要、価格と関わる虚偽的または誤導的な情報を流布または流布しようとする事、II. 一人または通謀した数人によって一つまたは幾つかの金融商品の価格を異常または人為的操縦の水準に維持すること、に分けられている。② 虚偽の計略その他の形式で詐術または偽計を使用すること。③ メディア（インターネットも含める）その他の形式により関連金融商品の虚偽または誤導的情報を流布または流布しようとする事。ここには、風説流布と虚偽または誤導的なニュースの流布も含まれる。流布の成立には、流布する行為者が当該情報の虚偽性・誤導性を知っていたことまたは知るべきであったことを必要条件とする。また、その1条2項c

号によると、証券取引情報と関わるマスコミ従業員の責任については、当該指令11条にしたがい判断すべきであり、且つ、その職業規範を考えるべきである。ただし、その者が流布行為により直接的または間接的に利益を獲得することは除外される。

2003年反市場濫用指令1条

2. <sup>72)</sup>市場操縦とは、

(a) 以下の取引または取引指令。すなわち、

——金融商品の供給、需要、価格と関わる虚偽的または誤導的な情報を流布または流布しようとする事、または

——一人または通謀した数人によって一つまたは幾つかの金融商品の価格を異常または人為的操縦の水準に維持すること。

ただし、取引を行い、または取引の指令を発布する者がその行為が適法であると信じ、しかも当該取引または取引指令が関わる監督・管理市場における市場慣行と一致している場合は、除外される。

(b) 虚偽の計略その他の形式で詐術または偽計を使用すること。

---

72) 英文は、以下の者である：Market manipulation shall mean：

(a) transactions or orders to trade：

—which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of financial instruments, or—*which secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level,*

Unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned；

(b) transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance；

(c) dissemination of information through the media, including the Internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to financial instruments, including the dissemination of rumours and false or misleading news, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading.……。

(c) メディア（インターネットも含める。）その他の形式により関連金融商品の虚偽または誤導的情報（風説および虚偽または誤導的情報の流布も含める）を流布または流布しようとする。ただし、流布する行為者が当該情報の虚偽性・誤導性を知っていたか、または知るべきであった場合に限る

（以下は略する。）

1989年反インサイダー取引指令と比べると、2003年反市場濫用指令における内部情報についての規定には大きな変更がなく、市場情報、非公開性、確実性及び価格感性という四つの要件を必要としている。しかし、その述べ方についての微調整により、その構成要件はより明確になった。また、インサイダー取引だけでなく、市場操縦をも規制対象とすることを明記することにより、証券犯罪の範囲を拡大した。すなわち、インサイダー取引のみの一種類からインサイダー取引、市場操縦、風説流布という三種類に変更した。その規定の変更から、ヨーロッパ証券市場の発展に伴い、立法者が市場の自律システムを改善し市場の活力を維持しようとするとともに、濫用行為を厳しく規制するという態度が見られる。

## 2. 関わる監督・管理モデルの建設について

1989年反インサイダー取引指令は、その執行及び監督・管理制度についての規定が不備であると観念したため、2003年反市場濫用指令は、新たな四段階の立法システムを採用している。すなわち、枠組みの原則、実施措置、協力、執行という四つの立法段階である<sup>73)</sup>。規制手段では、アメリカ法において証券犯罪に対する厳しい罰則により潜在犯罪者を威嚇する方法に対して、EU 指令は、経済予防体制の建設により市場濫用を予防する

---

73) この立法体制は、「智者委員会ヨーロッパ証券市場監督管理最終報告 (Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussels, 15 Feb 2004, COM (2004) 281 final)」によるものである。

ことを主なやり方としている。したがって、当該指令に多種の予防制度を設立している。① 早期開示制度<sup>74)</sup>、② 開示延期制度<sup>75)</sup>、③ 内部者名簿制度<sup>76)</sup>、④ 内部者取引報告制度<sup>77)</sup>、⑤ 疑わしい取引報告制度<sup>78)</sup>、などが挙げられる。また、刑事罰について、立法者は、単なる刑事罰だけでは市場濫用行為を効果的に威嚇できないため、行政処罰方式をより多く採用すべきである、と考えている。それゆえ、指令では刑事罰の方式と幅について統一的に規定しておらず、加盟国の主権である刑事罰の権力を害しないことを前提として、国内法により責任ある人に適当な行政措置を取りまたは行政罰に科すべきであると規定している。

### 3. 当該指令の意義

2003年反市場濫用指令は、1989年反インサイダー取引指令の理論的成果を取り入れ、しかもエンロン事件の教訓を参照した上での立法である。その主な意義は以下のとおりである：① 市場基礎理論、インサイダー取引及び相場操縦の構成要件に関する解釈は世界の先進的水準といえる。② 早期開示制度などの事前の経済予防体制と行政及び刑事の二重の事後処罰システムの結合は証券詐欺に対する効果的な規制システムである。③ 四段階の立法体制は、加盟国の独立主権を尊重するとともに、国境を越える犯行を摘発する作業に操作の可能性を提供し、証券犯罪の国際規制体系の建設にとって優れたモデルとなる。

---

74) 第6(1)条。

75) 第6(2)条。

76) 第6(3)条。

77) 第6(4)条。

78) 第6(9)条。

### 第 3 章 中国刑法及び証券取引法について

#### 第 1 節 1990年代証券市場建設後の法律規定について

##### 1. 行政法規及び地方的法規の規定について

中国では、1949年の中華人民共和国成立後、計画経済体制を採用していたため、数十年来金融市場がない状態であった。1990年上海証券取引所が設立され、翌年深圳証券取引所が設立され、それにしたがって、中国内陸において証券法の立法作業が加速していった。証券詐欺行為に関する最初の法規は、1990年10月中国人民銀行によって制定された「証券会社管理暫行弁法」である。同年11月27日、上海市政府が「上海市証券取引管理弁法」、1991年6月15日深圳市政府が「深圳市株式発行及び取引管理暫定弁法」という地方的法規を次々と制定した。1993年、中国國務院が、「株式発行と取引管理の暫行条例」<sup>79)</sup> (以下「暫行条例」と称する)を公布し、國務院に属する証券監督管理委員会が「証券詐欺行為禁止暫行弁法」<sup>80)</sup> (以下「暫行弁法」と称する)を公布した。以上の法規は証券市場操縦などの証券詐欺行為の構成要件などについて規定しており、証券詐欺行為に対する摘発に優れた役割を果たした。しかし、中国の立法規則によれば、以上の規定は行政法規及び地方的法規であり、刑事責任に関する罰則を設定する権限がないため、いずれも「犯罪を構成するとき、法律により刑事責任を追及する」としか規定してない。ここにいう「法律」とは、「刑法」を意味する。すなわち、証券市場操縦などが犯罪を構成することも可能であり、構成すれば、刑法にしたがって処罰されるべきである。ただし、刑事責任を規定すべきである旧1979年刑法には、証券詐欺に関する犯罪規定は全くなかった。したがって、当時は、証券犯罪に対して、実際に刑事責任を

---

79) 1993年4月22日に國務院令「1993」112号により發布された。

80) 1993年8月15日に、國務院が批准し、同年9月2日に、國務院証券監督管理委員会が公布・施行した。



追及できない状態であった。

## 2. 1997年刑法における証券犯罪に関する規定について

以上の弱点を克服するため、1997年刑法を制定した際、立法者は、180条に「インサイダー取引犯罪」、181条に「証券取引虚偽情報捏造伝播罪」、  
「証券取引勧誘罪」、182条に「証券取引価格操縦罪」、をそれぞれ設定した。

### (1) インサイダー取引犯罪について

インサイダー取引犯罪の構成要件に関し、180条1款は、その主体を「証券取引の内部情報を知る者」と「証券取引の内部情報を不法に取得した者」に分け、その実行行為を「証券の発行、取引又はその他の証券価格に重大な影響を与える情報が公開される前に、当該証券の購入し若しくは売り出し、又は当該情報を漏洩する」こと、と規定している。詳しい内容は、以下のようなものである。

#### 180条（インサイダー取引犯罪）

(1) 証券取引の内部情報を知る者、または証券取引の内部情報を不法に取得した者が、証券の発行、取引又はその他の証券価格に重大な影響を与える情報が公開される前に、当該証券を購入し若しくは売り出し、又は当該情報を漏洩し、情状が重いときは、五年以下の有期懲役又は拘役に処し、不法収益の一倍以上五倍以下の罰金を併科し又は単科する。情状が特に重いときは、五年以上十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) 組織体が前款の罪を犯した場合、組織体に対して罰金を科し、且つ、その直接責任を負う管轄職員及びその他の直接責任者を、五年以下の有期懲役または拘役に処す。

(3) 内部情報及び内部者の範囲については、法律、行政法規の規定によりこれを定める。

本条文は、中国においてにインサイダー取引を犯罪とする最初の規定であり、重要な意義があるといえる。その後の刑法改正案及び1998年証券取引法のいずれも本条文をモデルとしていた。しかし、インサイダー取引の最も重要な要素である内部情報及び内部者に関する判断基準については、詳しく規定しておらず、「法律、行政法規の規定によりこれを定める」としか規定していなかった。また、制定されたとき、本条文は、証券のインサイダー取引についてしか規定しておらず、金融市場における重要な取引品種である先物について述べていなかった。したがって、1999年刑法改正案4条により、「先物」という文言を追加し、証券と先物のインサイダー取引に対する規制規定に変更された。

(2) 証券取引虚偽情報捏造伝播罪及び証券取引勧誘罪について

証券取引虚偽情報捏造伝播罪及び証券取引勧誘罪について、刑法181条は以下のように規定している。

刑法181条

(1) (証券取引虚偽情報捏造伝播罪) 証券取引に影響を与える虚偽の情報を捏造し、かつ、伝播させ、証券取引市場を妨害し、重い結果を生じさせた者は、五年以下の有期懲役又は拘役に処し、一万元以上十万元以下の罰金を併科し又は単科する。

(2) (証券取引勧誘罪) 証券取引所若しくは証券会社の職員、又は証券協会若しくは証券管理部門の職員が、虚偽の情報を故意に提供し、又は取引の結果を偽造し、変造し若しくは廃棄し、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は、五年以下の有期懲役又は拘役に処し、一万元以上十万元以下の罰金を併科し又は単科する。その情状が特に悪質であるときは、五年以上十年以下の有期懲役に処し、二万元以上二十万元以下の罰金を併科する。

本条文の1款は「証券取引虚偽情報捏造伝播罪」という罪名を使用しているが、実際には、日本法における風説流布罪と同じである。その2款は

「証券取引勧誘罪」という罪名であり、アメリカ法の規定をモデルとしているようである。両罪名を同じ条文に規定しているのは、両者の行為態様が虚偽の情報を利用することに共通点があるからである。また、以上に述べた180条の改正と同じように、1999年刑法改正案5条では、この181条に「先物」という文言を追加することにより、これらの罪名は、それぞれ証券先物取引虚偽情報捏造伝播罪、証券先物取引勧誘罪に変更された。

### （3）証券取引価格操縦罪について

この犯罪が制定された当初は、「証券取引価格操縦罪」という罪名であった。条文の規定ぶりによると、本罪を構成するには、いくつかの手法が使用されるが、その操縦の対象は証券の取引価格しかでない。当時、その182条の内容は以下のようなものであった。

#### 182条（証券取引価格操縦罪）

（1）次の各号に掲げる証券取引価格を操縦する行為の一つがあり、不当な利益を取得し、又はリスクを転嫁した者は、情状が重い場合は、五年以下の有期懲役又は拘役に処し、不法収益の一倍以上五倍以下の罰金を併科し又は単科する。

① 単独で又は他人と共謀して、資金、株式または情報の優位を利用し、連携又は連続して売買することにより、証券取引価格を操縦したとき。

② 他人と通謀して、事前に約束した時間、価格又は方法で、証券を相互に取引し又は実際に保有していない証券を相互に売買することにより、証券取引の価格又はその出来高に影響を与えたとき。

③ 自己を取引の対象として証券の所有権を移転しないで自己売買を行い、証券取引の価格又はその出来高に影響を与えたとき。

④ その他の方法により証券取引の価格を操縦したとき。

（2）組織体が前項の罪を犯した場合は、組織体に対して罰金を科するほか、その直接責任を負う管轄職員及びその他の直接責任者は、5年以

下の懲役または拘役に処する。

本条文にしたがうと、操縦の対象は証券取引価格しかでないため、証券取引量を操縦することにより、証券取引秩序を掻き乱すことは犯罪ではないように見える。その規定の欠点は言うまでもないであろう。しかし、以下に述べるように、翌年制定された証券取引法も「証券取引価格操縦」という文言を使った。2005年証券取引法が改正されたとき、ようやく「証券取引価格操縦」を「証券取引価格または取引量操縦」に変更した。その影響で、2006年刑法改正案(六)も本罪の罪名を「証券市場操縦罪」に変わった。その最初の規定ぶりから、立法者が証券取引に関する知識について不十分であったことがよくわかるであろう。また、本条は、1999年刑法改正案6条により、証券・先物の取引価格操縦罪に変更された。

### 3. 1998年証券取引法における規定について

以上に述べたように、1997年刑法の制定により、ようやく中国においてインサイダー取引などの証券詐欺行為が犯罪であることが明文で定められた。以上の条文における文言、例えば、内部情報及び内部者についてさらに詳しく検討することにより、証券犯罪に対する摘発及び処罰方式に関する立法に有益な参考となった。そのため、1998年証券取引法が制定された。本法4節は、1997年刑法180条、181条、182条及び1993年「暫定弁法」に関わる規定を参考にして、インサイダー取引などの証券違法行為についてさらに詳しく規定している。

#### (1) インサイダー取引について

本法62条、67条、68条、69条、70条は、インサイダー取引についての規定である。詳しく言えば、67条はインサイダー取引に関する概括的な規定であり、68条は内部者に関する規定であり、69条は内部情報に関する詳しい規定であり、70条はインサイダー取引の行為態様に関する規定である。

67条によると、証券取引の内部情報を知る職員が内部情報を利用し証券の取引活動を行うことは禁止されている。内部者について、68条は七種類の者を列挙している。すなわち、

**68条（内部者）**

- (1) 株式又は会社の債券を発行する会社の取締役、監事、マネージャー、副マネージャー及び関わる高級管理職員；
- (2) 会社の5%以上の株式を持つ株主；
- (3) 株式の発行会社のホールディングスの高級管理職員；
- (4) 会社の職務により会社の証券取引に関わる情報を取得できる職員；
- (5) 証券監督管理機構の職員及びその他の法定の職責により証券取引を管理する職員
- (6) 法定の職責により証券取引に関与する社会仲介機構又は証券登記決算機構、証券取引サービス機構の職員；
- (7) 国務院の証券監督管理機構に規定されているその他の職員、

また、内部情報について、69条2款は、62条2款と合わせて、十七種類の内部情報を規定している。すなわち、

**62条 「重大事件の報告と公告」**

- (1) 略
- (2) 以下の状況は前款にいう「重大状況」である：
  - ① 会社の経営方針及び経営範囲の著しい変化；
  - ② 会社の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定；
  - ③ 会社が重要な契約を締結し、会社の資産、負債、権益並びに経営成果に重大な影響を生じさせる可能性がある場合；
  - ④ 会社に重大な債務又は未弁済かつ期限到来済の重大債務に関し違約状況が発生した場合；
  - ⑤ 会社に重大な損失が発生し又は重大な損害を被った場合；

- ⑥ 会社の生産経営の外的条件に重大な変化が生じた場合；
- ⑦ 会社の理事長， 3分の1以上の取締役又はマネージャーに変動が生じた場合；
- ⑧ 会社の5パーセント以上の株式を保有する株主又は実質支配者の株式保有状況または会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合；
- ⑨ 会社の減資， 合併， 分割， 解散及び破産申請の決定；
- ⑩ 会社にかかわる重大な訴訟により， 株主総会又は取締役会決議が法により取り消され， 又は無効を宣言された場合；
- ⑪ 国务院証券監督管理機構が規定するその他の事項，

#### 69条（内部情報の範囲）

(1) 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の情報は， 内部情報である。

(2) 以下の情報は内部情報に属する：

- ① 62条2款に列挙している重大な事件
- ② 会社の配当金の配当又は増資の計画；
- ③ 会社の株主の権利の結構における重大な変化；
- ④ 会社の債務担保の重大な変化；
- ⑤ 会社の営業用主要資産の抵当権設定， 売却又は廃棄処分で， 一度で当該資産の30パーセントを超えるもの；
- ⑥ 会社の取締役， 監事， マネージャー， 副マネージャー及びその他の高級管理職の行為で法に従い重大な損害賠償責任を負う可能性があるもの；
- ⑦ 上場会社買収に関わる計画；
- ⑧ 国务院証券監督管理機構が証券取引価格に著しい影響を及ぼす認定するその他の重要情報。

インサイダー取引行為について， 70条は， 「証券取引の内部情報を知る

者又は不法に内部情報を取得した者は、当該会社の証券の購入若しくは所持する当該会社の証券の売却、当該情報の漏洩、または他人に対する当該証券の売買の建議、をしてはならない。」と規定している。すなわち、インサイダー取引の行為様態は、証券の売買、内部情報の漏洩、及び内部情報による取引の建議という三種類に分けられているのである。

（2）証券取引価格操縦について

証券取引価格操縦については、証券取引法71条が、刑法182条と全く同じように、四つの種類に分けている。すなわち、① 単独でまたは共謀して、資金、持株、又は情報の優位を利用して連合または連続して売買を行い、証券取引価格操縦すること；② 他人と共謀し、事前に約定した時間、価格及び方法により相互に証券取引を行い、証券取引価格に影響を与えること；③ 自身が実際にコントロールする口座の間で証券取引を行い、証券取引価格に影響を及ぼすこと；④ その他の方法で証券取引価格を操縦すること、である。

（3）証券取引虚偽情報捏造伝播罪について

証券取引虚偽情報捏造伝播罪については、証券取引法72条は、行為者の身分により、別々の行為様態を設定している。すなわち、公務員、マスコミの従業員及び関わる職員の場合、その虚偽情報を捏造し伝播して、証券取引に著しい影響を与えることは、禁止されている。それに対して、証券取引所、証券会社、証券登記決算機構、証券取引服務機構、社会仲介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の場合には、その証券取引活動において虚偽的な陳述又は情報誤導の行為が禁止されている。

（4）また、73条が証券会社及びその従業員による投資家に対する詐欺行為、74条が法人による個人口座の開設、75条が公金による証券の売買、76条が国有企業などによる売買、77条が疑わしい取引の報告義務、をそれぞれ

れ規定している。

1997年刑法及び1998年証券取引法の制定に伴い、中国内陸において証券犯罪に対する規制規定がほぼ完成した。インサイダー取引を例とすれば、刑法180条がインサイダー取引の行為様態及び罰則について規定しており、内部情報及び内部者に関しては「法律、行政法規の規定によりこれを定める」としか規定していないが、1998年証券取引法における詳しい規定より補充されている。したがって、刑法180条、1998年証券取引法62条2款、69条2款及び68条を合わせて適用すれば、インサイダー取引に対する摘発及び処罰は可能である。ただし、実務では、監督管理機構である証券監督管理委員会に摘発・処罰される事件はよく見られるが、刑事事件になる事件は全く見られない状態であった。その原因は不明である。

## 第2節 金融市場の発展加速及び立法の対応

2000年以降、中国内陸の金融市場の発展速度が速くなりつつあり、それに伴い、新たな態様の証券の不祥事が出てくるとともに、その犯罪額もさらに巨大になってくる。以上の状況に対応するため、立法機関が幾つかの重要な立法作業を推進していた。その中で証券犯罪と関わる最も重要なのは、2005年証券取引法に関する全面的な改正、及び2006年刑法修正案(六)、2009年刑法修正案(七)である。

### 1. 2005年証券取引法の改正

2005年に証券取引法が大幅に改正されており、その改正後は、証券犯罪に関する元の条文内容がほぼ維持されている。また、条文の述べ方について、幾つかのところが変わった。詳しい内容は以下のとおりである。

内部者について、証券取引法74条が以下のように改正された。

#### 74条 (証券取引の内部情報を知る者の範囲)

証券取引の内部情報を知る者とは、以下のいずれかの者である：



- ① 発行人の取締役， 監事， 高級管理職
- ② 会社の5%以上の株式を持つ株主及びその取締役， 監事， 高級管理職；会社の実際のホールディングス及びその取締役， 監事， 高級管理職
- ③ 発行人がコントロールしている会社及びその取締役， 監事， 高級管理職
- ④ 会社の職務により会社の証券取引に関わる情報を取得できる職員
- ⑤ 証券監督管理機構の職員及びその他の法定の職責により証券取引を管理する職員
- ⑥ 保薦人， 承銷的証券公司， 証券取引所， 証券登記決算機構， 証券取引服務機構の職員
- ⑦ 國務院の証券監督管理機構に規定されているその他の職員

内部情報について，67条2款と75条2款が以下のように改正された。

#### 67条「重大事件の報告と公告」

- (1) 省略
- (2) 以下の状況は前款にいう「重大状況」である：
  - ① 会社の経営方針及び経営範囲の著しい変化；
  - ② 会社の重大な投資行為及び重大な財産購入の決定；
  - ③ 会社が重要な契約を締結し，会社の資産，負債，權益並びに経営成果に重大な影響を生じさせる可能性がある場合；
  - ④ 会社に重大な債務又は未弁済かつ期限到来済の重大債務に関し違約状況が発生した場合；
  - ⑤ 会社に重大な損失が発生し又は重大な損害を被った場合；
  - ⑥ 会社の生産経営の外的条件に重大な変化が生じた場合；
  - ⑦ 会社の取締役，3分の1以上の監事又はマネージャーに変動が生じた場合；

- ⑧ 会社の 5 パーセント以上の株式を保有する株主又は実質支配者の株式保有状況または会社支配の状況に比較的大きな変動が生じた場合；
- ⑨ 会社の減資，合併，分割，解散及び破産申請の決定；
- ⑩ 会社にかかわる重大な訴訟により，株主総会又は取締役会決議が法により取り消され，又は無効を宣言された場合；
- ⑪ 会社に犯罪の疑いがあり司法機関から立件調査されている場合，又は会社の取締役，監事，高級管理職に犯罪の疑いがあり司法機関から強制措置を受けている場合；
- ⑫ 国務院証券監督管理機構が規定するその他の事項

#### 75条（内部情報の範囲）

(1) 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は，内部情報である。

(2) 以下の情報は内部情報に属する：

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

また，証券取引操縦について，77条は，「証券取引量」を「証券取引価格」の後に付け加えることにより，「証券取引価格操縦」を「証券の取引

価格又は取引量の操縦」，すなわち，「証券市場操縦」に変更された。操縦の行為様態については，旧71条と同じであり，連合売買又は連続売買，馴合売買，自身売買，その他の方式に分けている。

インサイダー取引の行為様態についての76条，風説流布についての78条の規定よりは，旧70条，72条と同じであり，変更されていない。

## 2. 2006年刑法改正案(六)11条について

2005年証券取引法により証券犯罪の改正，すなわち，「証券取引価格操縦」を「証券市場操縦」に変更したことに対応するため，2006年6月29日に公布された刑法改正案(六)の中で，その11条が，刑法182条証券取引価格操縦罪についての規定を改正した。主な改正点は二つである。第一に，元の「不当な利益の獲得又はリスクの転嫁」という文言を削除した。第二に，組織体犯罪の場合，元の直接責任を担当する管轄職員及びその他の直接責任者に対する独立の法定刑を削除し，自然人の犯罪として処罰することに変更した。改正後の刑法182条の条文は以下のようなものである。

### 182条「証券先物市場操縦罪」

(1) 次に掲げるいずれかの事情により，証券又は先物の市場を操縦した者は，情状が重いときは，五年以下の有期懲役又は拘役に処し，罰金を併科又は単科する。情状が特に重いときは，五年以上十年以下の有期懲役に処し，罰金を併科する。

① 単独でまたは共謀して，資金の優勢，持株の優勢を結集し又は情報の優勢を利用して連合もしくは連続して売買を行い，証券取引価格又は証券取引量を操縦すること；

② 他人と共謀し，事前に約定した時間，価格及び方法により相互に証券取引を行い，証券取引価格又は証券取引量に影響を与えること；

③ 自身が実際にコントロールする口座の間で証券取引を行い，証券取引価格又は証券取引量に影響を及ぼすこと；

④ その他の方法で証券市場を操縦すること。

(2) 組織体が前款の罪を犯したときは、組織体に対して罰金を科するほか、その直接責任を負う管轄職員及びその他の直接責任者も、前款と同様に処罰する。

### 3. 2009年刑法改正案(七)

インサイダー取引に対してさらに厳しく規制するため、2009年2月29日に公布された刑法改正案(七)において、その2条が、刑法180条のインサイダー取引犯罪について、二つの重要な改正を行った。第一に、1款において内部情報により明示的又は暗示的に他人に関わる証券の取引を行わせる行為を新たに付け加え、インサイダー取引・内部情報漏洩罪の一種類として増設した。第二に、4款を増設し、未公開情報利用取引罪を新設した。改正された刑法180条は、以下のようなものである。

#### 180条「インサイダー取引・内部情報漏洩罪、未公開情報利用取引罪」

(1) 証券若しくは先物取引の内部情報を知る者、又は証券若しくは先物取引の内部情報を不法に取得した者が、証券の発行、証券若しくは先物の取引、又は証券、若しくは先物の取引価格に重大な影響を与える情報が公開される前に、当該情報が関わる証券を購入し若しくは売り出し、関係する先物の取引を行い、当該情報を漏洩し、又は明示的若しくは暗示的に他人にこれらの取引を行わせ、情状が重いときは、五年以下の有期懲役又は拘役に処し、不法収益の一倍以上五倍以下の罰金を併科又は単科する。情状が特に重いときは、五年以上十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) 組織体が前款の罪を犯したときは、組織体に対して罰金を科するほか、その直接責任を負う管轄職員及びその他の直接責任者についても、五年以下の有期懲役又は拘役に処する。

(3) 内部情報又は内部情報を知る者の範囲は、法律又は行政法規の規

定によりこれを定める。

（4）証券取引所、先物取引所、証券会社、先物会社、基金管理会社、商業銀行、保険会社その他の金融機関の職員、又は監督管理部門若しくは職業協会の職員が、職務上の有利な立場を利用して内部情報を除く未公開情報を取得して、規定に違反して当該情報が関わる証券若しくは先物の取引を行い、又は明示的若しくは暗示的に他人にこれらの取引を行わせ、情状が重いときも、第1款と同様する。

#### 4. 2010年公安機関の管轄内で生じた刑事事件の立件・訴追の基準に関する規定(二)について

以上の法改正に対応するため、2010年5月7日、最高人民検察院は、公安部と共同に、司法解釈という形で、「公安機関の管轄内で生じた刑事事件の立件・訴追の基準に関する規定(二)（以下、2010年規定(二)に略す）」を公布した。本規定は、実際には刑事事件の立件及び訴追の詳細な基準に関する規定であり、犯罪の成立基準に関する規定ではないが、今日の中国においては、刑事事件の立件・訴追の基準は犯罪の成立基準とほぼ同じである。その実際状況から見れば、本規定がある意味での犯罪の構成基準に関する規定ともいえる。その中で、証券犯罪と関わる条文は以下のとおりである。

##### （1）インサイダー取引犯罪・内部情報漏洩罪について

#### 2010年規定(二)35条

証券若しくは先物取引の内部情報を知る者、又は証券若しくは先物取引の内部情報を不法に取得した者が、証券の発行、証券若しくは先物の取引、又は証券、若しくは先物の取引価格に重大な影響を与える情報が公開される前に、当該情報が関わる証券を購入し若しくは売り出し、関係する先物の取引を行い、当該情報を漏洩し、又は明示的若しくは暗示

的に他人にこれらの取引を行わせ、以下のいずれかの情状がある場合、立件・訴追されるべきである。

- ① 証券の取引の累計額は五十万元以上である場合；
- ② 先物の取引が保証金額を占有する額は三十万元以上である場合；
- ③ 利益の獲得または損失の免じる累計額は十五万元以上である場合；
- ④ 数回にわたりインサイダー取引または内部情報漏洩を行う場合；
- ⑤ その他の情状が重い場合。

## (2) 未公開情報利用取引罪について

### 2010年規定(二)36条

証券取引所、先物取引所、証券会社、先物会社、基金管理会社、商業銀行、保険会社その他の金融機関の職員、又は監督管理部門若しくは職業協会の職員が、職務上の有利な立場を利用して内部情報を除く未公開情報を取得して、規定に違反して当該情報が関わる証券若しくは先物の取引を行い、又は明示的若しくは暗示的に他人にこれらの取引を行わせ、以下のいずれかの情状がある場合、立件・訴追されるべきである。

- ① 証券の取引の累計額は五十万元以上である場合；
- ② 先物の取引が保証金額を占有する額は三十万元以上である場合；
- ③ 利益の獲得または損失の免じる累計額は十五万元以上である場合；
- ④ 数回にわたり内部情報を除く未公開情報を利用し取引活動を行う場合；
- ⑤ その他の情状が重い場合。

(3) 証券取引虚偽情報捏造伝播罪について

2010年規定(二)37条

証券取引に影響を与える虚偽の情報を捏造し、かつ、伝播させ、証券取引市場を妨害し、以下のいずれかの情状がある場合、立件・訴追されるべきである。

- ① 利益の獲得または損失の免じる累計額は五万元以上である場合；
- ② 投資家に五万元以上の経済損失を直接にさせる場合；
- ③ 取引の価格または取引量に異常に変動させる場合；
- ④ 以上の額に達しないが、数回にわたり証券取引に影響を与える虚偽の情報を捏造し、かつ、伝播させる場合；
- ⑤ その他の結果が重い場合。

(4) 証券取引勧誘罪について

2010年規定(二)38条

証券取引所若しくは証券会社の職員、又は証券協会若しくは証券管理部門の職員が、虚偽の情報を故意に提供し、又は取引の結果を偽造し、変造し若しくは廃棄し、投資家を誘惑して証券を売買させ、以下のいずれかの情状がある場合、立件・訴追されるべきである。

- ① 利益の獲得または損失の免じる累計額は五万元以上である場合；
- ② 投資家に五万元以上の経済損失を直接にさせる場合；
- ③ 取引の価格または取引量に異常に変動させる場合；
- ④ その他の結果が重い場合。

(5) 証券市場操縦罪について

2010年規定(二)39条

証券の市場を操縦し、以下のいずれかの情状がある場合、立件・訴追

されるべきである。

① 単独でまたは共謀して、所持または実際にコントロールする証券の流通の株式の数が当該証券の実際の流通の株式の総量の30%以上に達し、しかも、連続の二十の取引日において当該証券の連合または連続の売買の株式の数が当該証券の同期の取引総量の30%以上に達する場合；

② 他人と共謀し、事前に約定した時間、価格及び方法により相互に証券取引を行い、しかも、連続の二十の取引日において当該証券の売買の株式の数が当該証券の同期の取引総量の20%以上に達する場合；

③ 自身が実際にコントロールする口座の間で証券取引を行い、しかも、連続の二十の取引日において当該証券の売買の株式の数が当該証券の同期の取引総量の20%以上に達する場合；

④ 単独でまたは共謀して、当日において同一の証券に対して購入または売却の申し出を連続的に出すが、その取引が完成する前に申し出を却下して、その却下した申し出の量は当該証券の当日の申し出の総量の50%以上に達する場合；

⑤ 上場会社及びその取締役、監事、高級管理職、実際のホールディングス及びその他の関連人は単独でまたは共謀して、情報の優勢を利用して、当該会社の証券の取引価格または取引量を操縦する場合；

⑥ 証券会社、証券投資諮問機構、専門の仲介機構またはその従業員は、従業禁止の規定に違反し、関わる証券を売買または所持し、証券及びその発行人、上場会社に公開に評価、予測または投資の建議を出すことにより、当該証券の取引に利益を獲得し、その情状が重い場合；

⑦ その他の情状が重い場合。



## 第4章 日本における証券犯罪に関する規定について

### 第1節 証券取引法の制定

第二次世界大戦直後は、日本の経済が崩壊の状態であり、日本政府は、経済秩序を維持するために、一連の経済関係法律を發布した。その中で、証券取引法は1948年4月23日に制定され、5月6日から施行された。同法は、証券詐欺行為について、アメリカ証券法のように総括的な規定を設けていた。たとえば、アメリカのSEC規則10b-5のように、58条に「不正行為の禁止」が規定されていた。

#### 58条「不正行為の禁止」

何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすること。
- 二 有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等について、重要な事項について虚偽の表示があり、又は誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。
- 三 有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用すること。

本条に当たる規定は、証券取引法が制定された当初から常に存在していた。1992年法改正前に58条として、第3章「証券会社等」に規定が置かれていたが、1992年法改正により157条として、第6章「有価証券等の取引等に関する規制」に移動された。2006年金融商品取引法に改正されたとき、その条文の位置および内容も維持されている。ただ、その規制対象を「有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等」に拡大したに

に伴い、その適用対象となる取引も拡大してくる<sup>81)</sup>。

また、旧取引所法32条の4<sup>82)</sup>に由来して、証券取引法197条1号は、前規定の適用範囲を有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引等に拡大し、風説流布罪として規定していた。相場操縦罪について、証券取引法は、126条で規定していた。その風説流布と相場操縦に関する規定内容は、「不正行為の禁止」の条文と同じように、その後の数十年に改正されたことがあるが、主な部分はそのまま維持されている状態である。これらの規定は、相場操縦などの証券犯罪に対する規制に効果を発揮した。

ただし、証券取引法が出来てから長い間、立法者、証券業界及び一般投資家ともインサイダー取引犯罪に関する認識は不足しており、したがって、本法に関する数回の改正はあったが、インサイダー取引犯罪についての規定及び罰則のいずれも設定していなかった。すなわち、長い間、インサイダー取引犯罪について、法律上の犯罪と見なさない状態だったのである。本法の旧210条「自己株式の取得の原則的禁止」及び旧211条の二「子会社の株式の取得の禁止」の規定の趣旨は、会社資本の維持及び会社財政の健全性の保全であるため、原則的に考慮すれば、インサイダー取引及び相場操縦などを規制する趣旨も含まれていたといえる。しかし、

---

81) 本条は証券取引について一般に不正な行為を禁止するものであり、適用範囲がきわめて広く、包括条項と位置づけられている。だが、そのことから次の疑問は生じられる。第一に、ここで禁止される不正な取引は、他の金商法の規定によっても規制されていないのか、もしも規制されているのであれば、本条の意義ないし位置づけをどのように理解すればよいかである。第二に、もしもここで禁止される不正な取引の中で、他の金商法の規定では規制されていないものがあるとすると、本条は、およそ個別具体的に規定されていない行為についても、広範に規制を及ぼされると考えられるかである。神田秀樹・黒沢悦郎・松尾直彦ほか『金融商品取引法 コンメンタル 4 (不正取引規制・課徴金・罰則)』(商事法務, 2011) 5頁参照。したがって、学説においても、とりわけ不正という言葉は曖昧であり、いかなる行為でも規制できることとなり、恣意的な適用の余地があると論じる。岸田雅雄『金融商品取引法』(新世社, 2010) 251頁。裁判例においても、本条の合憲性において疑問があると論争した事件はある。東京高判昭38・7・10下級刑集5巻7=8号651頁。

82) 旧規定は、取引所における相場変動目的による風説の流布等に関する規制規定である。

「罪刑法定主義」による法の明確性の要旨から見れば、法律においてインサイダー取引などを明文で犯罪と規定していない以上、犯罪と見なすべきではない。その結果、日本の証券市場においてインサイダー取引などは暗潮逆巻く状態であった。その結果として、1987年に全国的に注目されたタテホ化学工業株事件が発生した。

タテホ化学工業株事件とは、タテホ化学株工業が債券先物取引によって約280億円を超える損失を発生させたところ、これが公表される前に、タテホ化学工業の取締役や取引銀行の阪神相互銀行が、所有していたタテホ化学工業の株式を売却して損失を免れたという事件である<sup>83)</sup>。詳しく言えば、タテホ化学工業会社が財テク失敗により巨額の損失をこうむったという発表をした後、これについて、内部者取引の行われた疑いがあるというところから大阪証券取引所が調査をし、その結果を10月5日に発表した（10月6日各紙朝刊）。その結果、9月1日、つまり記者発表の前日にそのタテホ化学の取引先である阪神相互銀行が、タテホ化学の持株三十数万株を全株売り抜けていたということが明らかになった。それからまたタテホ化学の役員三人、部長以上の管理職三人がやはり株式を売却していたということも明らかになった。しかし、これらが内部情報を利用した取引であるという確証はなかった。「少なくとも誤解を招くような取引」は認められたが、クロとは言い切れないというのが、その結論であった<sup>84)</sup>。すなわち、極めて注目されていたが、当時、インサイダー取引に関する罰則がなかったため、監督機関は事情聴取したが、立件できない状態で終わったのである。

## 第2節 1980年代の証券犯罪に関する法改正

### ——証券犯罪の増加とその対応策

タテホ化学工業株事件の影響で、1987年10月19日、証券取引審議会は、

---

83) 神山敏雄・斉藤豊治・浅田和茂・松宮孝明編著『新経済刑法入門』（成文堂、2008）178頁。

84) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（上）」商事法務1142号2頁。

不公正取引特別部会を増設するという決定を下し、東京大学の証券法専門家である竹内昭夫教授に座長を担当させた。同月30日から翌1988年月16日まで、この特別部会は、計七回にわたって審議をし、とりまとめた結果を親委員会に報告した。その後、証券取引審議会は、1988年2月24日に「内部者取引規制の在り方について」と題する報告書を大蔵大臣に提出した。その報告書にあるインサイダー取引を規制する理由としては、以下の三つが挙げられる。すなわち、① タテホ化学工業株事件のようなケースも摘発されないということでは、法制に欠陥があるのではないかという疑問も起きてきて当然である。② いわゆる外圧、すなわち、金融・証券市場が国際化して、東京市場がその非常を高め、時価総額ではニューヨーク取引所を抜くような状況になってきた。……アメリカでは内部者取引が年間三〇件、四〇件と摘発されているのに、日本では証券取引法が施行されてから四〇年間、摘発された例はゼロである。そこで、日本市場では内部者取引の取り締まりはやっていない、日本はインサイダー取引天国だ、というような外国の新聞・雑誌の批判が横行するようになってきた。③ ややマイナーな問題であるが、この内部者取引の規制の強化ということは、業界にとっても広い意味での関係者にとっても、あまりうれしいことではない。したがって証取法を改正するといっても、この問題だけの改正を行うということは容易なことではない。したがって、いずれにせよ抱き合わせで改正案を提出するほかないと考えていたが、今回は証券先物取引制度の創設に伴う改正、開示制度に関する改正、証券会社の営業年度に関する改正といった幾つかの課題がまとまって出てきた。そこで、それらと抱き合わせでこの問題の改正も実現しようということになったのである<sup>85)</sup>。

その報告書の主要な特徴は、内部者取引の規制に対応し、未然防止体制と法制の完備に重点を置くことである。その基本的仕組みは以下のようなものである。① 内部者取引規制の必要性、詳しく言うと、一つは、適時

---

85) 竹内昭夫・前掲注(84)2～4頁。

かつ正確な情報開示を発行会社に強制して、正しい投資判断をなし得るための情報を投資家に提供するということである。もう一つは、相場操縦や内部者取引のような不正あるいは不公正取引を防止して、投資家にとって安全なマーケットを提供するということ<sup>86)</sup>。② 未然防止体制の完備、すなわち、発行会社、証券取引所、証券会社、金融機関等による防止体制の建設である。また、③ 行政監督の強化、④ 短期売買の報告と差益提供、⑤ 刑事罰則の整備<sup>87)</sup>、などである。

以上の報告書に基づき、内閣は、1988年3月18日に「証券取引法の一部を改正する法律案」を閣議決定し、同月28日に国会に提出した。国会は当該改正案を成立させ、4月31日に公布した。この改正は、インサイダー取引犯罪について、初めて犯罪化したものであり、各犯罪の構成要件及び罰則についても詳細に規定している。

インサイダー取引に関する規定の特徴は、その主体である内部者を基準として、インサイダー取引を二つの類型に分けていることである。第一に、会社関係者及び情報受領者によるインサイダー取引行為（旧190条2項、現行法166条2項）；第二に、公開買付者など関係者及び情報受領者によるインサイダー取引行為（旧190条3項、現行法167条）である。しかも、その「重要情報」については、知る主体の身分により異なる基準を設けている。すなわち、以上の第一の主体が知る重要事実とは、「投資家の投資判断に及ぼすべき」事実であるべきであり、第二の主体が知る重要事実とは、「有価証券の価格に対する影響が明確である」事実でなければならないのである。

ここには、インサイダー取引を明文で犯罪と規定するけれども、その条文の適用をできる限り制限する意図がはっきり見られる。そこから、日本の立法者は、過度の規制が証券市場の活力を失わせることを憂慮するため、極めて慎重な規制態度を採用したこともはっきりわかる。

---

86) 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（下）」商事法務1144号7頁。

87) 竹内昭夫・前掲注(86)7～8頁。

### 第 3 節 2006年金融商品取引法の制定

#### ——規制緩和と投資家保護理念の展開

2006年3月、日本の国会は再び証券取引法を大幅に改正し、そのタイトルも金融商品取引法（2006年法律第65号）に変更した。今回の改正の背景には、1990年代にバブル経済が崩壊して以来、金融取引業界は長い間低迷状態を好転できず、金融不祥事が逆に流行っている状態がある。金融不法行為を処罰し、投資家の金融市場に対する信頼を回復するため、本法はその規制対象を拡大し、先物をも入れている。そのため、旧金融先物取引法が廃止されたことに伴い、本法のタイトルも金融商品取引法に変更した。それに応じ、各罪の規制対象も拡大された。すなわち、「有価証券等」から「金融商品、金融指標若しくはオプション」に、「取引所有価証券市場における有価証券の売買等」から「取引所有価証券市場等における有価証券の売買、市場デリバティブ取引」に、「取引所有価証券市場等」から「取引所金融商品市場等」に変更されたのである。

本改正によると、金融商品取引法制の内容については、「包括化・横断化」、「柔軟化（柔構造化）」、「公正化・透明化」及び「厳正化」という特徴がある。詳しく言えば、金融商品取引法制の内容は、四つの柱から成る。すなわち、① 投資サービス規制、具体的には、集団投資スキーム（ファンド）の包括定義やデリバティブ取引の範囲拡大等による規制対象商品・サービスの拡大（包括化・横断化）、それに伴う業者の業務範囲の拡大（包括化）、投資家の属性や業務類型に応じた規制の差異化（柔軟化）、② 開示制度の整備、具体的には、四半期開示の法定化、財務報告に係る内部統制の強化、公開買付制度および大量保有制度の見直し等、③ 取引所の自主規制業務の適正な運営の確保、④ 罰則の引上げ、いわゆる「見せ玉」を通じた相場操縦行為に対する課徴金・罰則の拡大である<sup>88)</sup>。

---

88) 松尾直彦・岡田大・尾崎輝宏「金融商品取引法制の概要」商事法務1771号4頁。

その罰則の強化，すなわち，法定刑の水準の引き上げの趣旨に関しては，いわゆるライブドア事件を契機として，とりまとめられた当時の与党の提言では，証取法の違反行為に対する罰則の引上げが提言されていた。この提言を踏まえて，証取法におけるディスクロージャー規制および不公正取引規制の実効性を一層確保する観点<sup>89)</sup>から，その罰則強化を行った。具体的には，第一に，有価証券届出書・有価証券報告書・公開買付届出書等の虚偽記載，不正行為（証券取引法・金融商品取引法157条），風説の流布・偽計・暴行脅迫（証券取引法・金融商品取引法158条）や相場操縦罪（証券取引法・金融商品取引法159条）等については，旧法の五年以下の懲役もしくは五〇〇万円以下の罰金または併科，法人両罰五億円以下の罰金から，十年以下の懲役もしくは一〇〇〇万円以下の罰金または併科，法人両罰七億円以下の罰金に引き上げられている（証券取引法・金融商品取引法一九七条一項，二〇七条一項一号）。第二に，有価証券届出書・有価証券報告書・公開買付届出書・大量保有報告書等の不提出内部統制報告書・四半期報告書・大量保有報告書等虚偽記載やインサイダー取引等については，旧法の三年以下の懲役もしくは三〇〇万円以下の罰金または併科，法人両罰三億円以下の罰金から，五年以下の懲役もしくは五〇〇〇万円以下の罰金または併科，法人両罰五億円以下の罰金に引き上げられている<sup>90)</sup>。

情報開示制度を柔軟化させ，取引市場の自主規制機能を増強させるとともに，刑事罰則を強化することは，規制緩和の内在的要請であり，各国の証券犯罪に対する規制システムにも良い参考となりうるであろう。

---

89) 岡田大「不公正取引等への対応」商事法務1781号43頁参照。

90) 松尾・岡田・尾崎・前掲注(88)15頁。