

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 3 日現在

機関番号：12102
研究種目：基盤研究(C)
研究期間：2011～2014
課題番号：23530088
研究課題名(和文)カナダにおけるインサイダー取引規制の研究

研究課題名(英文)Insider Trading Regulation in Canada

研究代表者

木村 真生子(Kimura, Makiko)

筑波大学・ビジネスサイエンス系・准教授

研究者番号：40580494

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、世界で最も早くインサイダー取引規制を導入した国の一つである、カナダのインサイダー取引規制の概要をわが国で初めて明らかにした点で意義を有する。規制の目的を公共の利益や市場の公平性に置く点はわが国と等しいが、内部者取引を合法的なインサイダー取引として、一定の範囲と手続きの下で認めている点はわが国の実情と異なる。他方で、違法なインサイダー取引の規制枠組みはわが国と類似する。但し、要件の定め方はやや抽象的であり、アメリカのそれに近い。また、違法なインサイダー取引の抑止効果を狙い、証券法以外にも関連規定を置く。現行のわが国の規制を見直す際に、本研究は有益な示唆を与えるものと思われる。

研究成果の概要(英文)：This study seeks to clarify the details of Canadian insider trading regulations probably for the first time in Japan. Canada has created legal regulations on insider trading at an earlier date than the other countries. Interestingly, the purposes of Canadian insider trading regulation, which focus on public interests and market fairness, are exactly the same as Japan. However, Canada is quite unique to the extent that they make it legal for insiders to trade securities under certain conditions, which is called "legal insider trading". As for the illegal insider trading, Canada has similar regulatory framework in their securities law compared to Japan. It should be noted that the requirements for illegality such as "materiality" lack detail or specifics, which makes interpretation difficult. However, they appear to have become clear through an accumulation of judicial precedents and such mechanism bears some resemblance to American case laws.

研究分野：商法・証券法

キーワード：カナダ インサイダー取引 規制

1. 研究開始当初の背景

日本のインサイダー取引規制は刑罰規定を中核に置いたルール・ベースの規制構造を有している。これは、通常行われている正当な企業活動が害されることのないように、規制の重心を予測可能性と運用可能性に置いたことによるものである。一方で、金融市場の公正確保を目指すというインサイダー取引規制の立法趣旨に鑑み、規制対象を過不足なく対象化する必要があり、形式性というドグマの中で、規制要件は過度に複雑化した。

このため、学説では、規構成要件の明確性と罰則の適切性が立法方針とされ規制の複雑性や硬直性を問題視し、様々な提言が行われてきた。例えば、重要事実の定義の見直しや、増資インサイダー取引事件を契機にした情報伝達行為・取引推奨行為の規制の対象化などの提案が行われ、とりわけ後者については問題解決の緊急性から、規制の改正が行われたところである。

しかし、金融市場の公正性や健全性の確保という立法趣旨に鑑みれば、インサイダー取引規制は、本来、規制対象の必要十分性という点に、より配慮しなければならないはずである。これに関して藤田友敬教授は、刑罰規定に係る立法趣旨が「市場的アプローチ」に基づいているのに対し、規制対象者に係る現行法の規制範囲が「契約的アプローチ」の発想に依っているために規制範囲が狭められており、規制の理念と規制方針との間に不調和が起きているという指摘を行っていた。この指摘は、規制の「予測可能性」と「運用可能性」を重視すれば、「規制範囲の必要十分性」が損なわれるという、規制原理の本質的な矛盾を突いたものであった。

そこで、わが国のインサイダー取引規制を抜本的に見直すために、種々の立法論が展開されている。例えば、資金調達手段の変化や取引手法の多様性に対応できるように、抽象度の高い規定を有する米国や EU などに基づくプリンシプル・ベースの規制へ移行することが合理的であるとの指摘がなされている。さらに、近時、金融商品取引法上の不正取引規制を体系的に見直そうとする有力な見解が主張されており、その中で、インサイダー取引規制の再構築に向けた議論が活発になる可能性がある。

2. 研究の目的

本研究は、わが国のインサイダー取引規制の方向性について今後の議論を深めるために、従来あまり着目されてこなかったカナダのインサイダー取引規制を取り上げて考察したものである。

わが国の規制は、米国や EU 諸国との比較研究を通じて、国際的にみて相当に特異な規制であるとの評価がなされているが、カナダもわが国と類似したルール・ベースの規制構造を有する国の一つであると考えられるからである。また、興味深いことに、カナダの

証券市場も日本と同様に、インサイダー取引が容易に行われやすい市場だと批判され、取引手法の変化や市場の電子化に対応しながら、規制構造の見直しを継続的に行ってきた。

たしかに、インサイダー取引規制の効果に関して大きな意味をもつ市場規模や株主構成についてみれば、両国には相違があり、規制の単純比較はできない。しかし日本と同じ規制構造を有するとされるカナダ法についてみることは、インサイダー取引規制とルール・ベース規制の関係性や、規制のドグマとパラドックスに翻弄される現行規制の限界点を占ううえで、重要な示唆を与えるものと考えられた。また、その規制の機能や効果を分析することを通じて、悪質なインサイダー取引を有効に抑止するというエンフォースメントの実効性を重視する立場から、刑事・民事・行政の区別を超えた規制原理を考案し、新たな規制概念を導入する必要があるかどうかという問題についても、再考の手がかりを示したいと考えた。

3. 研究の方法

本研究では、カナダのインサイダー取引規制の背景や規制の全体像を紹介することから始め、合法的なインサイダー取引とその規制、違法なインサイダー取引に関する規制と判例法、規制違反に対する措置（サンクション）とその実効性の問題などにつき、順次検討を進めた。

しかし研究を行うにあたり、わが国の公共図書館や大学図書館等にはカナダの証券法や会社法等に関する十分な資料が存在せず、データベースから閲覧できる資料も限られていた。そこで、ピクトリア大学の Gillen 教授にリサーチ上のアドバイスを受けた上で、初年度、ピクトリア大学法学部図書館に赴き、資料収集のための調査を行った。これを受けて、海外から必要な文献を入手し、研究を本格的に開始した。

研究2年目以降は、トロント大学の附属図書館に赴き、資料収集を実施した。ここでは、貴重な立法関連資料も収集することができた。

また、研究の最終年度には、トロント大学法学部の客員研究員として現地に滞在し、集中的に研究を行った。とりわけ、Anand 教授から受けた証券法の講義では、インサイダー取引規制が扱われ、自らの行ってきた研究の確かさを確認でき、大変意義深い滞在となった。

4. 研究成果

(1) 従来、カナダではインサイダー取引は悪質性の高い行為であることが認識されており、自主検閲を行う業界の倫理がある程度機能し、悪質なインサイダー取引には制裁が課せられていた。また、インサイダー取引に対して法が完全な救済を与えることができないことが明白なため、規制を設けるための強

い動機づけが存在しなかった。しかも、インサイダー取引を規制するためには法外な費用がかかることから、インサイダー取引に規制を課すことは、極めて不効率だと理解されていた。

しかし1987年のタテホ化学工業株事件を契機にして、日本がインサイダー取引規制を整備したように、カナダでは2つのインサイダー取引事件がインサイダー取引規制の検討を促す契機となった。このうち、1964年に米国で起きた著名なテキサス・ガルフ・サルファ社のインサイダー取引事件は、問題となった内部情報がオンタリオ州の鉱床に関わるものであったため、インサイダー取引規制の導入を検討していたキンバー委員会(Kimber Committee)の証券法改正の議論に予想以上の影響を与えるものとなった。

もっとも、インサイダー取引に関しては、立法を行わずともコモン・ロー上の救済により解決が図られるという考え方が存在しなかったわけではない。内部の機密情報を得た役員が、それを用いて会社の証券を購入して利益を上げれば、理論上、会社に対する責任が生じ、信任義務の問題となるからである。しかし1902年の英国のPercival v. Wrightは、会社と取締役の直接取引は救済の対象とはしないことを明言していた。そうすると、証券市場において非対面で行われる違法な内部者の取引については、当該判決の論理が妥当することになり、取締役の行為を規制するための有益な論拠を引き出すことができなくなる。

このため、キンバー委員会は、業界団体等とも意見交換を行い、証券法においてインサイダー取引を規制することとした。また、わが国と同様、規制目的を投資家の保護と効率的な資本市場の形成に置くこととした。このキンバー委員会の提言を受けて、オンタリオ州がインサイダー取引規制を含む改正証券法を成立させたのは、実に1966年のことである。

現在、カナダのインサイダー取引規制は州レベルと連邦レベルに分かれて行われ、そのほかに自主規制団体がインサイダー取引に関する諸規則を定めている。

(2) 証券法上の規制

() インサイダー取引は、「合法的な(legal)インサイダー取引」と「違法な(illegal)なインサイダー取引」に分かれる。

合法的なインサイダー取引とは、ある者が「内部者」に該当することになる10日前までにインサイダー取引報告書(insider trading report)を提出することを義務づけた上で、当該内部者の証券取引を容認するものである。報告書には発行証券の名称やその受益所有権等が記載され、提出された情報をもとに規制当局がレポートを作成し、一般に公開する。現在、多くの場合、インサイダー取引報告書はSEDI(the System for

Electronic Disclosure by Insiders)を通じて電子的に提出されている。開示された内部者取引情報は、一般投資者がインターネット上においていつでも閲覧できるようになっており、有益な投資情報の1つとして機能し、市場で一定の役割を果たしている。なお、報告書の不提出者に対しては、証券委員会による行政上の処分が下されるほか、刑事罰が科されることもある。

このように、カナダでは、秘匿情報に接しやすい内部者の取引であっても一定の条件の下では当該取引における利得が認められており、これを違法なインサイダー取引と区別している。これに対して、わが国では、金融商品取引法第163条において、内部者に事後的に自社株の売買報告を義務づけており、カナダの内部者取引報告制度とは異なるものである。

() 「違法なインサイダー取引」に関する規制内容はわが国の金融商品取引法の規制と大変類似している。しかし以下の2つの点に違いがあると思われる。

第1に、わが国では、インサイダー取引に関する制定法上の規定は「不公正取引の禁止」の章に属するが、カナダでは、違法なインサイダー取引の禁止規定は証券法の開示規制に属しており、適時開示に関する規定を補完するものとして位置づけられている。

例えば、オンタリオ証券法では、パート18「継続開示」の第75条に適時開示の規定が置かれている。そして、第1項において、「報告発行会社について重要な変更が生じた場合、幹部職員の許可を得て、報告発行会社は速やかに当該変更の本質と要点を開示する新聞報道を行い、またこれを届け出なければならない」とこととされている。これを受けて、第76条第1項では、「変更が未公開の場合の売買」を規定する。すなわち、「報告発行会社と特別な関係にある者は、当該報告発行会社に関する未公表の重要な事実または重大な変更を知った上で当該報告発行会社の証券を購入または売却してはならない」とこととされ、これがいわゆる「違法なインサイダー取引」を規律する条文として機能している。また、同条第2項は内部情報に基づく違法な取引、すなわち「重要事実等の違法な伝達(tipping)」の場合を規定し、両規定によって違法なインサイダー取引の中核的な部分が定められている。

第2は、わが国では違法なインサイダー取引の要件の細目が政省令で定められているのに対し、カナダでは、未公開情報の“materiality”(重要性ないし密接関連性)は、審決や裁判における個別事案での解釈に委ねられている。すなわち、カナダの「重要性」の概念は、「マーケット・インパクト」をその中核に据えており、「重要性」の要素となる「重要な事実」と「重要な変化」は、いずれも市場に出される情報の範囲とタイミン

グを示すものとされている。ただし、両者がそれぞれ具体的に何を意味するかについては、文言の抽象性から様々な解釈が可能であり、判例法が重要な役割を果たしている。裁判例の中には、米国の判例法理である「実質的な可能性のテスト (substantially likelihood test)」を採用するものもあり、学説もこれを支持するものがある。しかしながら、平均的投資家基準は、現在、個別事案における事実の分析過程で用いられることに止まるようである。重要性の判断は、結局のところ、制定法の解釈に基づき、様々な事実の評価を通して、マーケット・インパクト(市場価格への著しい影響)の有無を見るかたちで行われているといえる。

なお、カナダ証券委員会や取引所などのソフトローも、プリシプリ的な州証券法の規定を効果的に補充している。

() 重要事実がいつ「公表」されたかどうかにしても、わが国とはその解釈の仕方に違いがみられる。

Green 事件判決に続く 1976 年の Harold P Conner 審決 (National Sea 事件) では、「公表」について、次の 2 つの要素が考慮されなければならないことが明らかにされた。第 1 は、情報は投資を行う公衆に対して発信されなければならないこと、第 2 は、当該情報の性質や複雑さを考慮して、公衆が情報を理解する (digest) ために十分な時間を与えられていなければならないことである。後者について敷衍すれば、情報が公表された翌取引日、丸 1 日が経過していることをもって「公表された」とし (1 day ルール) この公表を待って売買をしなければ、違法なインサイダー取引に該当することになる。プレスリリースがなされたことをもって「公表された」とするのは公表概念の射程は狭すぎ、「公になる」と言うには、一般投資家にとって十分な時間とそれを分析する時間が必要であるとす。

つまり、「公表された」とは、情報が公衆に向かって発表されたかたどうか、及び、投資家はその分析をすることができるために十分な時間が経過していることが必要になる。この基準は、2002 年のカナダ証券委員会によるガイドライン NP51 - 201 の 3.5(2) においても確認されている。

なお、多くの場合、マーケット・インパクトは、会社による公表後数分以内に起こるとされている。この点を考慮するならば、ウェブ開示は公表の要件を満たさないとする証券委員会の考え方も今後は見直される可能性がある。また同時に、現行の 1 day ルールの必要性についても、再検討される余地があるだろう。

(3) 会社法上の規制

違法なインサイダー取引は、証券法で規制される前から会社法で規制されていたこと

から、現在でも、インサイダー取引に関する規定が州法及び連邦の会社法に存在する。

連邦会社法におけるインサイダー取引規制の目的は、違法な内部者による取引を未然に防ぐことによって、連邦法会社に投資する株主の保護を図ることにある。これに対して前記した証券法の規制は、会社の資本証券を売買することとの関係で財産権と市民権に関連する領域にあり、立法趣旨が異なるとされている。

連邦会社法のインサイダー取引規制は、(1) インサイダー取引に関する民事責任、(2) 内部情報に基づく取引 (tipping) に関する民事責任、(3) 投機取引の罪 (speculative trading offences) という、3 つの枠組みからなる。また、連邦会社法における「内部者」の定義は、会社 (distributing corporations) 若しくはその子会社、当該会社若しくはその子会社の取締役又は幹部職員・当該会社の 10% 以上の株式を保有する株主・従業員など、規制趣旨との関係から広範囲に及ぶ。さらに、対象となる証券の範囲も広く、株式や債券のような一般的な証券に加えて、オプションのような、証券を売買するための権利義務も対象となる。ただし、「重要な機密情報 (material confidential information)」については会社法に定義がなく、取引の際に当該情報が公開されていたと内部者が合理的に信じていた場合は免責される。なお、損害賠償額の算定方法は、市場価格がある場合は連邦会社法の規定に従い、ない場合は裁判所の裁量に委ねられている。

もっとも、インサイダー取引規制は事実上、州法上の問題として処理されており、報告発行会社は設立準拠法のある州証券法の規定に服している。つまり、インサイダー取引に関していえば、いわゆる公開会社は会社法の適用を受けないこととなり、証券法の適用がない非公開会社に対してのみ、会社法の規定が効力を有することとなる。

(4) 刑法上の規制

刑事に関する法の制定権限は連邦にある。2002 年に組織されたインサイダー取引委員会 (Insider Trading Task Force) による “Illegal Insider Trading Canada: Recommendations) “の提言を受けて、2004 年、連邦政府は深刻なインサイダー取引犯罪を防ぐために、刑法典にインサイダー取引に関する規定を設けた。

内部者によるインサイダー取引と Tipping は正式起訴犯罪 (indictable offenses) とされ、それぞれ 10 年以下の懲役刑、5 年以下の懲役刑が科される。内部者による取引の範囲は州証券法や連邦会社法よりも狭く、内部情報を故意に利用して取引を行ったことが要件になる。

(5) カナダのインサイダー取引規制は、規制目的や規制手法においてわが国と大変類似

するものがある。しかし、その実質的な内容はプリンシプル・ベースのものとルール・ベースのものに分かれている。

また、カナダでは、会社法上や刑法上でもインサイダー取引を規制しており、これらには一定の規制効果があるように思われた。ただし、規制が重複していることなどから、違法なインサイダー取引の抑止において、証券法以外の規制がどの程度有効に機能しているかは自明ではない。

なお、本研究の成果は、本研究成果報告書提出後においても引き続き筑波ロー・ジャーナル等で公表される予定である。

5．主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 4 件)

木村 真生子、カナダのインサイダー取引規制(4)、筑波ロー・ジャーナル、査読無、18号、2015、pp. 27 - 52 頁

木村 真生子、カナダのインサイダー取引規制(3)、筑波ロー・ジャーナル、査読無、17号、2014、pp. 25 - 36 頁

木村 真生子、カナダのインサイダー取引規制(2)、筑波ロー・ジャーナル、査読無、13号、2013、pp. 1 - 25 頁

木村 真生子、カナダのインサイダー取引規制(1)、筑波ロー・ジャーナル、査読無、12号、2012、pp. 95 - 111 頁

6．研究組織

(1)研究代表者

木村 真生子 (KIMURA, Makiko)
筑波大学・ビジネスサイエンス系・准教授
研究者番号：40580494

(2)研究分担者

なし

(3)連携研究者

なし