

# カナダのインサイダー取引規制 (5・完)

木村真生子

- I. 問題の所在
- II. 規制の背景
- III. 規制の構造 (以上、筑波・ロー・ジャーナル12・13号)
- IV. 合法的なインサイダー取引とその規制 (筑波・ロー・ジャーナル13・17号)
- V. 違法なインサイダー取引
  - 1. 概要 (以上、筑波・ロー・ジャーナル17号)
  - 2. 証券法上の規制
    - (1) 取引の禁止 (以上、筑波・ロー・ジャーナル18号)
    - (2) 情報伝達行為 (Tipping) の禁止 (以下、本号)
  - 3. 会社法上の規制
- VI. エンフォースメント
- VII. 総括
- VIII. 結語

## V. 違法なインサイダー取引

### 2. 証券法上の規制

#### (2) 情報伝達行為 (Tipping) の禁止

違法なインサイダー取引のもう1つの類型に Tipping (情報伝達行為) がある。Tipping とは、他人に重要な未公開情報を伝えることをいう<sup>1)</sup>。カナダではすでに1965年に出されたキンバーレポートにおいて、情報伝達行為の問題点について次のような指摘がなされていた。

---

1) 直に情報を伝える場合だけでなく、電話や手紙、電子メールやネット上でのやり取りも含まれる。

「内部者が会社の機密情報を自らの利益のために利用することが不正行為であるならば、その者が当該情報を「情報受領者ら」に提供することもまた情報受領者が利益を享受することができるために不正行為である<sup>2)</sup>。」

つまり、情報伝達行為があれば、情報受領者は有利に売買を行う機会を有することになり、結果として、情報受領者は利得または損失を被らずに済ませることができる。このような不正売買は大衆の不信を生み、その投資意欲を削ぐことになる。未公開情報にアクセスできる投資者が、他の投資者に対して不正に利益を得ることがあってはならないため、公正な市場を確保するために、内部者取引と同様に情報伝達行為は禁止されなければならない。

そこで、例えば、オンタリオ州証券法 76(2)条は、次のように情報伝達行為を禁止している<sup>3)</sup>。

「報告発行会社及び報告発行会社と特別な関係（special relationship）にある個人または会社は、必要な業務の過程（in the necessary course of business）以外で、重要な事実または重要な変更が公表される前に、他の者または他の会社に報告発行会社に関する当該重要な事実または重要な変更を知らせてはならない。」

この条文からは、(1)情報伝達者が発行者と特別な関係にあること、(2)必要な業務の過程以外で情報伝達が行われたこと、(3)情報が公表されていないこと、が要件となることがわかる。

#### (i) 特別な関係

情報伝達行為において「特別な関係にある者」は、オンタリオ州証券法の場

---

2) Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario, March 1965, Brief of Studies/Reports, Tab 1, at 12-13, para. 2.12.

3) 同様の規定がアルバータ州証券法 147 条(3)(4)、ケベック州証券法 188 条等にある。

合76(5)条で定義されているほか、NP51-201ではより明確な定義が置かれている。NP51-201によれば<sup>4)</sup>、特別関係者とは(a)証券法の定義に基づく内部者、(b)取締役、幹部職員及び従業員、(c)会社のためにまたは会社に代わって専門的な行為又は事業活動に携わる者、(d)情報受領者が知るまたは知りうべき重要な情報のある者から入手した者(情報受領者)が該当する。すなわち、(d)は、情報受領者が未公開情報を他人に伝達すると、その者が情報伝達者になることを意味する。

(d)の定義に従えば、情報受領者の無限鎖(infinite chain)ができあがる<sup>5)</sup>。つまり、情報受領者のつながりが長ければ長いほど、違法なインサイダー取引を探し出して特定することが難しくなる<sup>6)</sup>。そこで、NP51-201は、情報受領者の範囲が広範に及ぶことを考慮して、会社が独自に情報開示規定を定め、社内で誰がコーポレート・コミュニケーションに関する責任を有しているのかを明確にしておくことが必要であるとしている<sup>7)</sup>。以下では、情報伝達行為に関して重要な Rankin 事件を取り上げて検討する<sup>8)</sup>。

### 【Rankin 事件】

Rankin 事件は、情報伝達行為の違法性が争われたカナダで初めての事案としての意義を有する。本事案は、上告審においてオンタリオ州証券委員会(OSC)の主張が認められなかったことから、情報伝達行為を特定することの難しさを示した事件としても知られる。

事案の概要は以下のとおりである。OSCは、2002年2月から14か月にわたり、RBC Dominion 証券会社(以下、「DS社」という)の顧客の株式価格に影響を

4) NP51-201 (Disclosure Standard), at 3.2(1)(d), (2002) OSCB 4495.

5) *Id.*, 3.2 (3).

6) Condon, M., Anand, A. I. and Sarra, J., *Securities Law in Canada : Cases and Commentary*, 2d ed. (Toronto : Emond Montgomery, 2010) at 499.

7) NP51-201, at 3.2 (4).

8) *R. v. Rankin* (2006), 42 CR (6<sup>th</sup>) 297 (Ont. Sup. Ct.) ; (2007), 216 CCC (3d) 481, 221 OAC 184 (Ont. CA).

与えるような取引が行われる前後に、これらの会社の株式が購入され、Daniel Duicがこの取引によって4.5百万ドルの利益を得ていたことを突き止めた。その後、DuicはDS社のM&A担当部署の責任者であったAndrew Rankinの旧友であることが判明した。原審のオンタリオ州裁判所は、Rankinが証券法上の特別関係者であること、また、取引のタイミングや情報の機密性などの状況証拠などを考慮して、Duicの20のうち10の取引において、Rankinにより情報伝達行為が行われたと判断し、Rankinに対して6か月の禁固刑を言い渡した。

これに対してRankinとOSCが共に控訴し、新たに陪審が開かれた。事実審理においては、陪審では事案の全体的な信憑性や法的な責任のみが審理され、個別の取引で情報伝達行為が行われたかどうかの審理が尽くされなかったことが重く見られ、陪審の判断に誤りが認められた。その後、控訴も棄却された。

ただし、別途行われた行政手続きにおいて、Rankinはオンタリオ州において生涯にわたり証券業に就くことを禁じられ（外務員資格の永久剥奪）、証券取引を行うことを10年間禁じられたほか、OSCの調査費用および訴訟費用として25万ドルの支払いを命じられた<sup>9)</sup>。

## (ii) 取引推奨行為

わが国では、金融商品取引法上、取引推奨行為が禁止されているが（同法167条の2）、カナダでは取引推奨行為を明確に禁止するアルバータ州やブリティッシュコロンビア州<sup>10)</sup>などと、禁止をしていないオンタリオ州などに分かれる。このうち、取引推奨行為を禁じるアルバータ州で2014年に出たWalton判決<sup>11)</sup>は、取引の推奨（recommending or encouraging）の意義を厳格に解釈してアルバータ州証券委員会（以下、「ASA」という）の審決<sup>12)</sup>を覆したこと

---

9) その後、Rankinはオンタリオ州証券法144条に基づき、OSCの処分が無効を求める訴えを起こしたが、2011年11月22日に棄却されている。

10) See ASA s. 147 (5); BCSA s. 57.2 (5).

11) See *Walton v. Alberta Securities Commission* [2014] A. J. No.909, 2014 ABCA 273.

12) See *Re Holtby* (2013), 2013 ABASC 45 (ASC).

から、取引推奨行為を禁じている他州への影響が注目されている<sup>13)</sup>。

Walton 事件は、Clean Harbors 社による Eveready 社（以下、「E 社」という）の買収提案の情報を得た E 社の取締役 Holtby が、E 社株式にかかる内部者取引、情報伝達行為、取引推奨行為を行ったとして、アルバータ州証券委員会に起訴された事件である。

Walton 判決でアルバータ州控訴裁判所は、“recommending or encouraging”の解釈においては、重要事実を知っていたこと及び情報を伝達する意図があったことの両方が前提になると指摘した。そのうえで裁判所は、Holtby が E 社について情報受領者から尋ねられたときに、全体的に肯定的な見解を示していたとする ASA の集めた状況証拠のみでは、この2つの要件は満たされないという判断を示した。

つまり、情報伝達行為を行う内部者と、他人に株式の購入を推奨するにすぎない者とを区別し、仮に後者にあたる者が当該証券を売買した場合でも証券法違反とはならないとしている<sup>14,15)</sup>。

### (iii) 必要な業務の過程

一定の場合に内部者の情報伝達を免責する機能を有する「必要な業務の過程（において伝達する場合）」という文言は、会社の通常の業務活動を不当に妨げることがないようにとの配慮から、条文に加えられたものである<sup>16)</sup>。オンタリ

13) Findlay, K., *Insider Trading: Securities Commission to Think Twice about Excessive Sanctions and Speculation* (Sep. 24, 2014), available at <http://www.canadianappeals.com/2014/09/24/insider-trading-securities-commission-to-think-twice-about-excessive-sanctions-and-speculation/> (last visit on Mar. 30, 2016).

14) See Sarna, L. and Sarna, N., *Insider Trading, A Canadian Legal Manual*, (Toronto: LexisNexis Butterworths, 2015) at § 32, 3-33, 34.

15) この点については、わが国の取引推奨規制においても、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的があることが要件（目的要件）として必要であるとされる（金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A」（2013年9月12日）、問7の回答を参照（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf> 最終アクセス2016年3月30日）。

オ州証券法76(3)条もまた、組織再編に係る一連の業務に携わる者が他人に重要な情報を与えることを禁じているが、公開買付けや合併等を達成するための「必要な業務の過程」においてのみ、この禁止を解いている<sup>17)</sup>。

もっとも、証券法上「必要な業務の過程」の意味は明らかではない。そこで、NP51-201の3.3(2)では「必要な業務の過程」の意義を明確にするために、必要な業務の過程でコミュニケーションを行う相手方を列挙している。すなわち、(a)販売業者、供給業者または調査・開発、販売営業、供給契約等に関わる戦略的パートナー、(b)従業員、幹部職員及び取締役、(c)金融機関、弁護士、監査人、引受業者および金融その他の会社の専門的アドバイザー、(d)交渉の相手方、(e)労働組合及び産業組合、(f)政府機関及び非政府規制機関、(g)格付機関である。ただし、実際には、「必要な業務の過程」において、アナリストや機関投資家などの市場の専門家に重要情報を会社が選択的に開示したかどうかを確認することは容易ではない。これについて、以下にみる George 事件<sup>18)</sup>は、OSCにより「必要な業務の過程」の解釈が示された点で参考になる。

George 事件は、証券会社のトレーダーによる空売りがインサイダー取引に該当したかどうか争われた事件である。被告の証券会社では、セールス、アナリスト、トレーダーなどが集まるミーティングで様々な会社の機密情報が共有されており、被告はそこで得た情報を基に株式の売却を行っていた。社内のチャイニーズ・ウォールが機能していなかったと思われる本事件において、OSCは「必要な業務の過程」の解釈を次のように示した。

「未公開の重要情報を社内でアナリストが他者に伝達することに関しては、アナリストによっては「通常の (ordinary)」業務の過程で行われたと考えるかもしれないが、OSCの見解では、それは「必要な (necessary)」業務の過程ではない。どのような情報伝達が（関係者にとって）必要であるかを

---

16) NP51-201, 3.3 (2).

17) See also OSA, s.76 (3).

18) *In the Matter of Gary George* (1999), 22 OSCB 717 (OSC).

考えることは容易くはないが、情報受領者が当該情報を利用して取引を行うことは、禁止されている<sup>19)</sup>。」

なお、「必要な業務の過程（で）」という内部者による情報伝達行為の例外は、会社がアナリストや機関投資家などの市場の専門家に、会社の重要情報を選択的に開示することを認める主旨のものではない<sup>20)</sup> ことには留意しなければならない。

### 3. 会社法上の規制

未公開情報に基づく証券の売買や未公開情報の伝達行為はカナダ事業会社法（CBCA）上明示的に禁止されていないが、インサイダー取引を行った者または会社の民事責任が会社法上に定められている。同様の規定はオンタリオ州、ブリティッシュコロンビア州、アルバータ州の各会社法上にもあり、いずれも、投機取引に関する規定を除き、*distributing corporation*（流通会社）<sup>22)</sup>ではない会社（非流通会社）のみに適用される<sup>23)</sup>。

会社法上のインサイダー取引規制は3つの項目に分かれている。第1は、内

---

19) *Id.*, at para. 68.

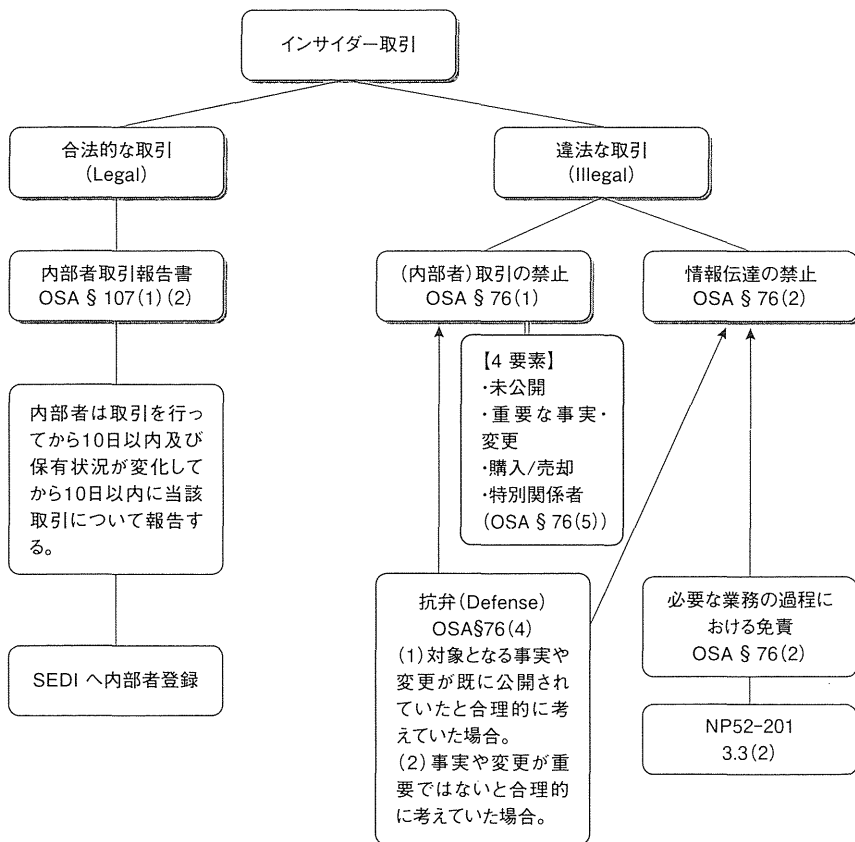
20) NP51-201, 3.3 (5).

21) 掲載した図はトロント大学法学部における Antia I. Anand 教授の証券法の講義（2014年10月23日）で利用された図に筆者が加筆したものである。

22) *Distribution corporation* とは、その発行済み証券の一部が流通して、1名以上の者に保有されている会社をいう。公開会社に近い概念であると思われる（*See*, Becklumb, P, *Canada Business Corporations Act: Insider Trading*, PRB 99-38E, Parliamentary Information and Research Service (2008), at 6 and note (15), available at <http://www.lop.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/prb9938-e.htm> (last visit on Mar. 27, 2016)).

23) CBCA に服する公開会社及びオンタリオ州、ブリティッシュコロンビア州、アルバータ州の各会社法に服する公開会社は、会社を設立した州の証券法の民事責任規定に従う。ニューブランズウィック州など他の幾つかの州では、州会社法の民事責任規定がすべての会社に及ぶ（*See* Wellings, B., *Corporate Law in Canada*, 3<sup>rd</sup> ed. (Mudgeeraba: Scribblers Publishing, 2006) at 355-356).

【インサイダー取引規制の概要（オンタリオ州証券法）】<sup>21)</sup>



※なお、CSAの指針（NI55-104）では、合法的な内部者取引報告を5日以内に行うことを求めている。

※ SEDI（System for Electronic Disclosure by Insiders：内部者報告システム）

部者取引に関する民事責任、第2は、情報伝達行為に関する民事責任、第3は、投機取引罪である。以下では、CBCA第6章の規定を参照しながら、その概要をみることにする。



## (i) 内部者取引に関する民事責任

一般に知られていれば会社の証券の価値に重大な影響を与えたと考え得る機密情報 (confidential information) を得て会社の証券を売買した内部者は、当該購入または売却の結果、売主または買主が被った損害に関し、売主または買主に対して、場合によっては、損害賠償責任を負う。但し、内部者が(a)情報が公開されていたと合理的に考えていた場合、(b)売主または買主が当該情報を知っていたか、または知るべきであったと合理的に考えられる場合、(c)証券の売買が法に規定された状況 (in the prescribed circumstances) において行われた場合は、その限りではない (CBCA131(4)条)。

また、内部者は、上記した CBCA131(4)(a)条の場合を除き、CBCA131(4)条に規定された売買の結果、内部者が得たまたは受領すべきいかなる利益についても会社に対して責任を負う。

違法な取引や情報伝達行為を行った内部者の民事責任を定める規定において、「内部者 (insiders)」は CBCA131(1)条で定義されている。後述する投機取引罪の規定に係る「内部者」の定義とは異なり、その範囲は次第に広がり、現在ではオンタリオ州証券法 76(5)条の「特別関係者」定義に近づく<sup>24)</sup>。例えば、機密情報が未公開である間は、たとえ会社の取締役の地位を退いた後でも内部者であり続ける。会社と無関係な者であっても、未公開の機密情報を知ればまたは知っているとして合理的に考えられる場合は「内部者」とされる。わが国の金融商品取引法 167条1項が規定する公開買付者等関係者に相当する者も、CBCA (3)、(3.1) 条で「内部者」として定義されている。また、対象となる「証券 (security)」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<sup>25)</sup>。

24) See Groia, J. and Hardie, P., *Securities Litigation and Enforcement* 2d ed. (Toronto : Carswell Thomson, 2012) at 284. なお、オンタリオ州証券法 76(5)条の「特別関係者」の定義については、拙稿「カナダのインサイダー取引規制 (4)」筑波ロー・ジャーナル 18号 28-31頁 (2015年) を参照。

25) CBCA, s. 131 (2).

CBCA131(4)条はいわゆる直接損害を規定しているが、その内容に匹敵するコモンロー上およびエクイティ上の責任はないとされる。これに対し、いわゆる間接損害を定める CBCA131(5)条は、その地位を利用して利益を得た受託者が受託義務を負う者に対して責任を負うという、エクイティの受託者責任 (fiduciary duty) の概念を敷衍した規定である<sup>26)</sup>。

## (ii) 情報伝達行為に関する民事責任

内部者による機密情報の伝達行為の後に、情報受領者と売買をした者に対して、内部者は損害賠償責任を負う (CBCA131(6)条)。但し、内部者が(a)情報が公開されていたと合理的に考えていた場合、(b)損害を被ったと主張する者が当該情報を知っていたか、または知るべきであったと合理的に考えられる場合、(c)内部者の業務の過程で当該情報の開示が必要だった場合 (内部者が公開買付者やその関係者等である場合を除く<sup>27)</sup>)、(d)内部者が公開買付者やその関係者等である場合に、当該情報の開示が公開買付けまたは合併を達成するために必要であった場合はこの限りではない。

また、上記した CBCA131(6)条の(a)、(c)、(d)の場合を除き、情報受領者に対する情報開示に関して内部者が得たまたは受領すべきいかなる利益についても内部者は会社に対して責任を負う (CBCA131(7)条)。

## (iii) 損害額の算定

裁判所が、ある者または会社が違法な内部者取引または情報伝達行為を行ったと判断した場合、裁判所は裁量により損害額を算定することができる。ただし、会社の証券が市場で取引されていた場合には、証券の取引価格および機密情報の開示直後の20取引日の証券の平均市場価格に基づいて、原告がどれだけの損失を被ったかを考慮しなければならない (CBCA131(8)条)。

---

26) Welling, *supra* note(23), at 359.

27) See CBCA, s.131 (3), (3.1).

(iv) 投機取引の罪

CBCA130条は、内部者 (insider) が distributing corporation (流通会社) の有価証券の空売り (同条(1)) またはプット・コールの売買 (同条(2)) をすることを禁じている<sup>28)</sup>。これは、内部者が会社の有価証券の価値の減少から利益を得ることを防止するために設けられた規定である。

CBCA130条における内部者はCBCA126条で定義されている。すなわち、distributing corporation または関係会社の役員または幹部職員および distributing corporation の従業員であるとされ、通常の内情者取引や情報伝達行為で用いられる内部者の定義よりも対象となる範囲が狭い。

内部者が130条の規定に違反して投機取引を行った場合、得た利益の3倍の額または100万ドルのいずれか多い額の罰金を科せられるか<sup>29)</sup> もしくは6か月以下の禁固またはその併科となる (CBCA130(4)条)。

(v) 分析

会社法の規定は証券法の定義と異なり、内部情報が「重要である (material)」かどうかを要件としておらず、「機密の (confidential)」情報であったかどうかを問題とする。また、損害額について、証券法の規定 (例えば、オンタリオ州証券法122(4)条) では、得た利益または回避した損失を賠償額の下限とし、上限を5百万ドルと設定しているが、会社法の規定にはそのような制限がない。

もっとも、損害額の限定については、上記3(i)(ii)の規定が非流通会社のみ適用されていることとの関係で理解する必要があるかもしれない。すなわち、

---

28) ただし、売却証券に転換可能な別の証券または売却証券を入手できる権利を内部者が保有する場合は、例外的に当該内部者が空売りをすることが認められ、売却から10日以内に(a)転換権、オプションまたは権利を行使して入手した証券を買主に受け渡すか、(b)転換権、オプションまたは権利を買主に譲渡することとされる (CBCA130(3)条)。

29) 利得の吐出し (Disgorgement) に止めた場合、犯罪を抑止するための2つの手段 (違反者に法的な責任を課すこと、蔽罰の脅威を与えること) を実現できない可能性があると考えられる (See, Sanders, W. K., *Measure of Damages for Insider Trading: Elkind v. Liggett & Meyers, Inc.*, 56 (1) St. John's Law Review 142 (1981), at 152)。

会社法上の規定は州証券法の規定との重複を避けるために適用範囲を非流通会社に限定しているという見方ができる一方で、次のような実質的な考慮が働いている可能性もある。一般に、インサイダー取引に関する民事責任規定は相対取引においては機能するが、被害者の範囲が広範に及び被害額が莫大になることが予想される非個人的な取引所取引においては機能しないと考えられているからである<sup>30)</sup>。したがって、損害の範囲を特定することが可能であると考えられる相対取引では、特段の制限を設ける必要がないということが推測できる。

しかしながら、会社法上に民事責任規定が存在するとしても、その実効性の問題とは分けて考えなければならない。実際に、原告が損害額および違法行為と損害との因果関係を立証することは容易ではなく、会社法上の規定に基づき、インサイダー取引に係る民事責任が問われた裁判例はこれまでのところ見当たらないからである。

カナダの会社法上にインサイダー取引に係る規制があるのは、1つには、証券法の制定以前にコモンロー上の規定を会社法上で整備していたことの名残であること<sup>31)</sup>、また1つには、インサイダー取引の違法性を所与のものとして、証券法がカバーしていない非流通会社による内部者のインサイダー取引を抑止するためにある<sup>32)</sup>ということができよう。

## VI. エンフォースメント

### 1. 概要

違法なインサイダー取引に対するエンフォースメントは、刑法典上の規制（本稿VI.2）、準刑事法的手続きおよび行政手続きに係る証券法上の規制（本稿VI.3、4）による。その具体的手段は主として罰金や禁錮刑であるが、行政手続きに

---

30) 栗山修「内部者取引と損害賠償額の算定：Elkind v. Liggett & Myers, Inc. 事件を中心として」同志社法學34号5巻90頁以下（1983年）、Sanders, *supra* note (29), at 153等を参照。

31) 拙稿「カナダのインサイダー取引規制（3）」筑波ロー・ジャーナル17号31-36頁（2014年）を参照。

32) Welling, *supra* note(23), at 360.

において科される制裁の方法はさまざまである。また、証券委員会が裁判所に申請して宣言的判決 (declaration) を取ると、裁判所が行政罰に加えて裁量で命令を発することがある<sup>33)</sup>。なお、前述のように、会社法上の規制もエンフォースメントの手段を有している。

## 2. 刑法典上の規制

### (1) 規定の概要

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、刑法典の詐欺罪の項目に以下にみるような382.1条を追加した<sup>34)</sup>。

#### 【刑法典382.1条：禁止内部者取引 (prohibited insider trading)】

- (1) 以下の各号に掲げる内部情報 (inside information) を故意に利用して、直接間接を問わず、証券を購入または売却した者は正式起訴犯罪により10年以下の禁錮刑に処する。
  - (a) 当該証券の発行者の株主であることにより保持するもの；
  - (b) 発行者との取引上または職務上の関係により保持しているか、またはその過程で入手したもの；
  - (c) 発行者の提案中の買収、組織再編もしくは合併 (amalgamation/merger) または類似の企業結合により保持しているか、またはその過程で入手したもの；
  - (d) 発行者または(a)号から(c)号までに掲げた者との雇用上、職場、職務上 (duties or occupation) の理由で保持しているか、またはその過程で入手したもの、または；
  - (e) (a)号から(d)号までに掲げた方法によって情報を保持しているかまた

---

33) See OSA 128 (1).

34) *Act to Amend the Criminal Code*, S. C. 2004 (c. 3, s. 5) [*Criminal Code*], s. 382.1.

は入手した者から得たもの。

(2) 必要な業務の過程以外で、他人が、直接間接を問わず、当該情報が関係する証券を購入または売却するために係る情報を利用する危険性があること、または同者が係る証券を購入または売却する可能性のある他人に当該情報を伝達する可能性があることを知りながら、前項(1)に掲げられた方法で保持しているかまたは入手した内部情報を故意に当該他人に伝達する者は、以下の各号に掲げる刑に処する。

- (a) 正式起訴犯罪により5年以下の禁錮刑に処する、または；
- (b) 即決判決で処罰に値する罪（offence punishable）とする<sup>35)</sup>。

(3)（省略）

(4) 本条において、「内部情報」とは、証券の発行者または発行者が発行したかもしくは発行する予定の証券に関係するかまたは影響を及ぼす情報であり、以下の各号に掲げるものをいう。

- (a) 一般に公開されていないもの、および；
- (b) 発行者の証券の価格または価値に重大な影響を及ぼすであろうと考え得るもの。

証券法の規定と刑法典の規定の違いは、犯意（mens rea）に係る要件である。刑事法院では、被告人が内部情報を保持していたこと及び保持している内部情報を「故意に」利用したことを訴追者が証明しなければならないのに対し、証券法の規定（例えば、オンタリオ州証券法76(1)条）では、内部情報が内部者

---

35) 即決判決では、最長2年、1日未満の禁錮刑が科せられる（Groia and Hardie, *supra* note (24), at 492）。

に保持されていたときに売買が行われたことを要件とする。そこでは、内部情報が当該取引に実際に影響を及ぼしたかどうかは問題とならない。この相違は、情報伝達行為における犯意の立証についても当てはまる。刑事事件におけるインサイダー取引罪については、被告人の「故意」を立証することができるかどうか難しい問題として残されている<sup>36,37)</sup>。

## (2) 関連事例

現在までのところ、カナダにおいて刑法典上のインサイダー取引罪が科せられた事件は Grmovsek 事件<sup>38)</sup>の1件にとどまる。Grmovsek 事件がどのような事件であったのか、以下で概要をみることにする。

### 【事実の概要】

Stanko J. Grmovsek (以下、「G」という)と Gil I. Cornblum (以下、「C」という)はロースクール卒業後、2人で役割分担を決め、違法なインサイダー取引に着手した。Cはニューヨーク、トロントの弁護士事務所勤務し、発行会社の訴訟代理人として係争中の企業間取引にかかる未公開の重要な情報を入手し、同じくトロントの弁護士であったGに伝達した(なお、1997年5月にGは退職し、違法なインサイダー取引だけに従事した)。Cは時には秘書課の夜間スタッフの仮パスワードを利用するなどして、会社のコンピューター・データベースから機密情報を探し出していた。Gは機密情報を受け取ると、それをもとに会社の証券を売買し、得た利益をCとの間で分け合った。

36) Groia and Hardie, *supra* note (24), at 491-492.

37) なお、刑法典にインサイダー取引罪を追加することに伴い、証券市場の刑法犯罪を調査するために IMET (Integrated Market Enforcement Teams) が特別に組織された。IMET は、連邦警察である RCMP (Royal Canadian Mounted Police) の捜査官、法律家および他の調査専門官で組織され、証券市場での重大不正の発見・調査・阻止を目的に活動している (Groia and Hardie, *supra* note (24), at 65-66)。

38) *R. v. Grmovsek* (2010)。なお、情報伝達者の Cornblum は有罪判決が言い渡される日の直前に自殺を図り死亡したため、不起訴となっている。

違法なインサイダー取引は1994年から2008年までの14年間に及んだ。Gがこの間に行った違法な取引は46の企業間取引に関わる機密情報を利用したもので<sup>39)</sup>、家族や友人の口座を含む多数の証券口座を通じて、米国およびカナダに上場する企業の証券を売買することにより約10百万ドルの利益を得た。

#### 【判決の概要】

Gは刑法上の詐欺罪（刑法典にインサイダー取引罪が追加される前の取引に関するもの）、インサイダー取引罪、マネー・ロンダリングの罪で起訴された。そしてGは2010年1月7日、39ヶ月の禁錮刑に処せられた。これは、カナダのインサイダー取引に関する事件で最も長い刑期となっている<sup>40)</sup>。

なお、Gは米国SECからも起訴され、懲役刑と百万ドルの罰金を科されている<sup>41)</sup>。さらにGは不当利得返還命令に応じ、合計8.5百万ドルをSECに支払うとともに、オンタリオ州証券法127(1)条および127.1条に基づき、カナダのOSCに対しても利得した合計1.03百万ドルとOSCの調査費用として25万ドルを支払った<sup>42)</sup>。

### 3. 準刑事法的手続き（Quasi-criminal proceeding）

#### (1) 概要

個人や会社に対する制裁的な訴訟手続として、刑事訴訟手続とは別に、州証券法の規定違反に基づき罰則を科す準刑事法的手続きがある。証券法上の犯罪に対して、行為者の故意や過失の立証を要しない厳格責任（strict liability）が認められるかどうかについては、かつては論争があったところだが、現在では、制定法上の抗弁の有無に関わらず、証券法に基づく犯罪には厳格責任が妥当す

---

39) See *Stanko Joseph Grmosek and Gil I. Cornblum* (2009), 32 OSCB 9038 (OSC) (October 30, 2009) (hereinafter referred to as "*Grmosek and Cornblum*"), at 9040-9041.

40) Groia and Hardie, *supra* note (24), at 490.

41) *SEC v. Stanko J. Grmosek*, Case No. 09-9029 (S. D. N. Y. filed October 27, 2009).

42) See *Grmosek and Cornblum*, *supra* note (39).



ると解されている<sup>43)</sup>。

証券法上の厳格責任と真の刑法犯罪の違いは過失の程度による。また、犯罪の立証面においても違いがある。厳格責任においては、禁止された行為を行えば、法に規定された責任を問われる。言い換えれば、犯罪の構成要件として規定された作為または不作為（actus reus）が証明されるだけで有罪となりうる。ただし、被告人にはコモンロー上のデュー・ディリジェンスの抗弁（defence of due diligence）<sup>44)</sup>または制定法上の抗弁<sup>45)</sup>が認められている。一方で、真の刑法犯罪の場合、有罪判決を導くために、訴追者は合理的な疑いを残さない程度に被告人が罪を犯した主観的意図を証明しなければならない。

## (2) 証券法上の罰則規定

オンタリオ州証券法 122(1)条は、証券法の規定に違反した個人または会社はすべて有罪であり、5百万ドル以下の罰金もしくは5年以下1日未満の禁錮刑に処し、またはこれを併科すると規定する<sup>46)</sup>。ただし、インサイダー取引については同法 122(4)条において異なる罰則を定めている。これによれば、罰金額の下限は「違法行為により得た利益または回避した損失」と同額とされ、罰金額の上限は(a)5百万ドルと(b)違法行為により得た利益または回避した損失の額を3倍した額のいずれか多い額とされる<sup>47)</sup>。ただし、罰金額の下限が定まらない場合は、122(1)条の規定に戻り（同法 122(5)条）、裁判所が罰金額および禁錮

43) Groia and Hardie, *supra* note (24), at 416.

44) デュー・ディリジェンスの抗弁は、ある者が告訴された場合に、被告人が無実を証明するために行うことができる正当防衛の手段であり、当該状況の下で被告が用心深く（precautious）、合理的に（reasonable）行動していたことを証明することができなければならない。

45) オンタリオ州証券法 76(4)条において規定されている制定法上の抗弁事由は、(a)事実の錯誤の相当性（重要事実および重要な変更がすでに公開されていたことへの合理的確信）があること、(b)必要な業務過程（necessary course of business）であったこと、(c)内部者が重要事実または重要な変更を知らなかったことである。

46) なお、ブリティッシュコロンビア州では罰金の上限が3百万ドル、禁錮刑の上限が3年と定められている（BCSA, s. 155 (2)）。

刑について決定する。

「違法行為により得た利益または回避した損失」は、オンタリオ州証券法122(6)条で定義されている。「回避した損失」とは、76(1)条の規定に反して売却した証券から得られる額が重要な事実または重要な変更が公表された後20取引日の平均取引価格を上回った額（“perte évitée”）を意味する。これに対し、「得た利益」とは、(a)重要な事実または重要な変更が公表された後20取引日の証券の平均取引価格であり、(b)空売りを行った場合は、「回避した損失」の額と同様の方法で計算された額、もしくは76(1)条の規定に反して購入した証券に対して支払った額、または76(2)条または76(3)条の規定に反して報告発行会社に関する重要な事実または重要な変更を他者または他の会社に知らせることで受領した報酬（consideration）の価額（“profit réalisé”）となる。

#### 4. 行政手続き

##### (1) 概要

証券委員会は「公益のために（in the public interest）」さまざまな命令を出す広範で強力な権限（public interest jurisdiction：公益管轄権）を有している<sup>48)</sup>。このような権限の行使は、「不公正で、不当、詐欺的な行為から投資家を保護し、また、公正で効率的な資本市場を育成し資本市場の信頼を助長するために」という、オンタリオ州証券法1.1条を根拠として行われている。

M. C. J. C. Holdings and Michael Cowpland 審決<sup>49)</sup>において、OSC はインサ

---

47) 裁判例では、罰金額は未公表情報に関係した部分だけを意味するのではなく、回避した損失または得た利益の全額であるとしている（*See R. v. Harper* [2003], 38 B. L. R. (3<sup>rd</sup>) 91, at para. 26.）なお、本件の最高裁判決で、最終的に Harper は2百万ドルの罰金（控訴審から約2百万ドルの減額）と6か月の禁錮刑に処せられた（事件の概要については、拙稿・前掲注（24）41頁、注（43）を参照）。

48) 証券委員会に特別の権限を付与する規定が証券法に設けられたのは1953年である。その後、証券委員会の権限は徐々に拡がり、2002年の改正において、証券委員会が行政処分として罰金を科し、不当利得返還命令を出す権限をも有するようになった（*See Groia and Hardie, supra note* (24), at 381-382）。

イダー取引に係る罰則と「公益」との関係を次のように述べている。

「我々は何が公益のためになるかを検討しなければならない。そのために、我々は違法なインサイダー取引が容認されている市場の統合性を守るために、いかなる制裁が適切であるのかを考慮に入れなければならない。……特定の被告が置かれている立場に応じて、制裁案が割合的に適切かどうかは、納得されるものでなければならない。」

証券委員会が執ることのできる制裁手段は多岐にわたる（オンタリオ州証券法127(1)条）。例えば、証券委員会は発行会社の取締役および役員に就任することを禁ずることや、取締役や役員の職を辞するように要請する命令を出すことができる。また、取引中止命令（cease trade order）や、証券法上の適用免除の規定を適用させない命令も出すことができる。さらに登録者の資格停止処分や登録抹消、登録者として可能な行為に制限をかけることなども可能である。さらに、証券法違反行為を行った個人または会社に対して、行政処分を下すことができる。また、調査費や訴訟費用を当該個人または会社に請求すること（課徴金に相当）が可能である（同法127.1(4)条）。

証券委員会にこのような強大な権限を行使させることについては、その行使が不透明かつ不公正であるとして以前から批判が少なくない<sup>50)</sup>。以下では、証券委員会が行った行政処分にかかる象徴的な事例をみることにする。

---

49) *In the Matter of M. C. J. C. Holdings and Michael Cowpland* (2002), OSCB 1133 at 1134 ; *R. v. Duic* (2004), 27 OSCB 2754 (OSC), at para. 27.

M. C. J. C. 事件は次のようなものである。Cowpland が経営する M. C. J. C. Holdings（以下、「M社」という）は、Corel社が収益警告（earnings warning）を出す4週間前に、20百万ドル以上の価値で同社の株式を2.4百万株売却した。売却期間はわずか4日間だった。OSCは、Corel社が四半期の売上高を達成できないことが公表されていないという重要な事実をM社が知った上で、当該株式を売却したと主張した。実際、Corel社の株式は収益警告の公表後に下落し続けた。審決でM社、Cowplandは共に有罪とされ、OSCはM社に百万ドルの罰金を、Cowplandに57.5万ドルの罰金を科した。

## (2) 関連事案

### 【Danuke 事件】<sup>51)</sup>

本件は、トロント・ドミニオン銀行（以下、「TD 銀行」という）が TD 不動産投信を一口 24 ドルで買い付けることを間もなく公表しようとしていたことに気づいた Danuke が（以下、「D」という）、この事実を伝達したセールスの者 2 名（第 2 次情報受領者）と共に、同日、その投資口を 21 ドルまたは 21 ドル以下で買い付けたというものである<sup>52)</sup>。

しかしながら、事実を提供したとされる TD 銀行の元役員が D にどのようなことを伝達したのかは明らかでなく、D は、OSC のいう事実とは「噂」にすぎないと主張した。一方で、第 2 次情報受領者らは、D が当該事実を TD 銀行の元役員から聞いたと話していたという証言をした。OSC は一連の事実経過から判断して、結論として D の主張は信用できないと判断した。

D から重要事実が伝達されたかどうかは必ずしも明らかでなく、仮に D の主張が正しいとすれば、D は特別関係者には当たらない。しかし OSC は行政権を行使して、D の外務員資格に関わる処分を下した<sup>53)</sup>。

### 【Donnini 事件】

本件は、証券会社である Yorkton 社のトレーダー Donnini が、上司との立ち話で聞いた K 社の資金調達の実事をもとに、利益確定のために K 社株を大量に空売りしたというものである。審決では、Donnini が得た情報が重要事実に該当するかどうかが主な争点となったが、他方で、OSC は Donnini が当該内部情報の不正利用によって、個人的にいくらの利益を得たのかを明らかにする

---

50) See Campbell, N., Hoult, E. & Badham, D., *Lesser Included Non-Offences ? : The Use of the Public Interest Power in Re Donald*, 27 Can J Admin L & Prac 161 (2014); Atkinson, T. & Price, C. *The Ontario Securities Commission's Public Interest Power : The Primacy of Principles*, 27 Can J Admin L & Prac 205 (2014).

51) *Re Danuke* (1981), 2. OSCB 31C (OSC).

52) *Id.*, 32C-33C.

53) See Groia and Hardie, *supra* note (24), at 290.

必要はない<sup>54)</sup>という主張も行った。

Donnini は有罪とされ、証券トレーダーとしての資格を15年間停止させられるとともに、OSC の調査費および訴訟費用として186,052ドルの支払いを命じられた。

#### 【Donald 事件】<sup>55)</sup>

Research In Motion 社 (以下、「RIM 社」という) の役員であった Donald は、Certicom 社の普通株式を2008年8月に1株約1.5ドルで購入し、2009年3月に倍の価格で売却して29.5万ドルの利益を得た。Certicom 社はRIM 社により2009年3月に買収された会社であり、買収前にはトロント証券取引所に普通株式を上場していた。Certicom 社の買収事案が公表される前、Donald はゴルフのイベントでの食事の席で、RIM 社の副社長から買収の件を聞いていた。

OSC は Donald が未公表の重要な事実を知っていたと主張したが、審決では、Donald が Certicom 社の株式を入手した当時、オンタリオ州証券法の規定に照らして特別関係者ではなかったとして、同法76(1)条の規定するインサイダー取引を行っていなかったと結論づけられた<sup>56)</sup>。

しかしながら、OSC はオンタリオ州証券法127条の Public Interest Jurisdiction を行使し、Donald の行為は資本市場の統合性に疑問を投げかける行為であり、かかる行為は公益に反すると断定した<sup>57)</sup>。そして Donald に調査費および訴訟費用として15万ドルの支払いを命じ、報告発行会社で5年間役員または取締役の職に就くことを禁じた。

---

54) *Re Donnini* (2002), 25 OSCB 6225 (OSC), at 6241. 事件の詳細については、拙稿・前掲注 (24) 43-45頁を参照。

55) *Re Paul Donald* (2012), 35 OSCB 7383 (OSC).

56) *Id.*, at para. 286-288.

57) *Id.*, at para. 295-298.

【Stevenson 事件】<sup>58)</sup>

本件は、合法的なインサイダー取引を行うために提出を求められている内部者取引報告書の不提出に係る事案である。

内部者取引報告書の提出は、公正な市場を形成するという証券法上の目的を達成するために、内部者に課せられた義務である<sup>59)</sup>。そこで、各州の証券委員会は内部者取引報告書の不提出者に対し、「駐車違反切符（parking ticket）」の制度の仕組みを用いて、報告書の提出遅延回数等に応じて処分の態様を変えている<sup>60)</sup>。

しかし、ブリティッシュコロンビア州証券委員会は Stevenson の書類不提出の件について処分を検討する際、違反の頻度ではなく違反の重大性にかんがみ、「相場操縦や違法な内部者取引のような加重要素はないが、（売買高を考慮すると、）Stevenson の行った（合法的）内部者取引は、当該会社の株式に係る市場取引との関係では重大であった」<sup>61)</sup>と判断した。そして、Stevenson に 6,000 ドルの罰金を科すとともに、Stevenson が報告発行会社の内部者である場合に当該発行者株式の（合法的）売買を 3 年間禁止し、また、命令発出後 1 年後および同氏が取締役および役員の義務と責任に関する学修課程を受講し修了証を提出するまでは、いかなる会社の取締役および役員の職にも就くことはできないとする処分を下した<sup>62, 63)</sup>。

---

58) *Re Stevenson* (2002), 2002 BCSECCOM 802 (BCSC) (hereinafter referred to as “*Stevenson*”).

59) *Re Riley* (1999), 22 OSCB 3549 (OSC), at para. 22 (hereinafter referred to as “*Riley*”).

60) なお、アルバータ州では内部者取引報告書の遅延提出者リストを毎週公表している (Groia and Hardie, *supra* note (24), at 291)。

61) *Stevenson*, *supra* note (58) at para. 14, 21.

62) *Id.*, at para. 21.

63) ただし、OSC は、取引停止命令は内部取引報告書の不提出の制裁としては過酷であり、罰金が相当だという立場をとっている (*Riley*, *supra* note (59), at para. 20)。

## 【Finkelstein 事件】

Finkelstein 事件<sup>64)</sup>は、OSC が間接証拠からの推論によって弁護士らによるインサイダー取引罪を認定し、Public Interest Jurisdiction を行使した事件として重要な意義を有する。

同事件は、弁護士の Finkelstein が2004年から2007年にかけて、CIBC (カナダ・コマース銀行) の投資アドバイザーである友人の Azeff に6件の M&A 取引に関する未公開の重要情報を漏えいし、また、4名の投資アドバイザー (Azeff、Azeff のパートナーの Bobrow、Miller とそのアソシエイトの Cheng) が未公開の重要情報を得て、違法な内部者取引で利益を上げ、家族や顧客にも当該未公開情報を次々に伝達していたとして起訴されたものである。しかし起訴された者全員が、違法な内部者取引行為にも情報伝達行為にも関与していないと主張して OSC と争った。

本審決では、証明度 (standard of proof) は蓋然性の均衡 (balance of probabilities) によるとされた<sup>65,66)</sup>。OSC が提出した証拠は事実上すべてが間接証拠だったが、通話記録や電子メール、取引パターン・取引データなどの膨大な捜査資料が、違法な内部者取引と情報伝達行為を明らかにした<sup>67)</sup>。また、5名の被告がそれぞれ高度専門職業人 (sophisticated professional) であったことは、違法なインサイダー取引を深刻に受け止め、重要な未公開情報に関する

---

64) *In the Matter of Paul Azeff, Korin Bobrow, Mitchell Finkelstein, Howard Jeffrey Miller and Man Kin Cheng* (a. k. a. Francis Cheng) (2015), LNONOSC 142 (hereinafter referred to as “Finkelstein”).

65) *Id.*, at para. 61. 英米法における民事訴訟の証明度原則では、証明の程度は、原則として、証拠の優越 (50% を超える確からしさ) で足りるとされる (田村陽子「アメリカ民事訴訟における証明論—『法と経済学』的分析節を中心に—」立命館法学 339・340号 197頁 (2011年)、201-202頁、注 (11) を参照)。

66) 類似事案として、*Walton v. Alberta Securities Commission* (2014), ABCA 273.

67) See Ritchie L. E., Irving, S. & Grove, G., *OSC Scores Important Victory in Finkelstein Insider Trading and Tipping Decision* (Mar. 26, 2015), available at <https://www.osler.com/en/resources/regulations/2015/osc-scores-important-victory-in-finkelstein-insider> (last visit on Mar. 30, 2016).

守秘義務を守る必要性に気づいていた<sup>68)</sup>ことを強く示唆した。その結果、被告らは証券法76(1)および(2)条に違反した蓋然性が優越する（more probable than not）と判断された<sup>69)</sup>。そして結論として、6件のうち3件のM&A事例において、FinkelsteinがAzeffとBobrowに重要な未公開情報を伝達し、かかる情報に基づいてこれらの者が違法な売買を行い、MillerとChengも1件の違法な内部者取引を行ったと断定された。

Public Interest Jurisdiction に関して下された処分については、Finkelstein に2百万ドル余りの罰金を科したほか、10年以上から永久に報告発行会社の役員および取締役、投資ファンドマネージャーの職に就くことを禁じられ、さらに、10年間の証券取引の禁止と、調査費用及び訴訟費用として12.5万ドルの支払いが命じられた。他の4名の被告にも同様に、証券取引の禁止や罰金及び調査費用等の支払命令が下された。

### (3) 内部告発者制度

内部告発者制度（Whistleblower Program）は、重大な証券法違反に関する情報を個人が証券委員会に報告することを働きかけるために、予てより証券委員会によって採用されてきた制度である。オンタリオ州では、米国のEnron事件を受けて、刑法典において内部告発者制度を定めていたが<sup>70)</sup>、OSCは2015年10月、告発者の保護を重視した報奨金規定等を明定する証券法規則（OSC Policy 15-601）<sup>71)</sup>の制定を新たに提案する文書を公表した。

OSC Policy 15-601は、目的と定義（Part 1）、情報提供の方法（Part 2）、内部告発者の保護（Part 3）、報奨対象資格（Part 4）、報奨金（Part 5）、情報提

---

68) *Finkelstein, supra* note (64), at para. 38.

69) *Id.*, at para. 46, 57, 65.

70) *Criminal Code* (R. S. C., 1985, c. C-46) 425. 1.

71) See OSC, OSC Policy 15-601 *Whistleblower Program*, available at [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category1/rule\\_20151028\\_15-601\\_policy-whistleblower-program.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category1/rule_20151028_15-601_policy-whistleblower-program.pdf) (last visit on Mar 30, 2016).



供先（Part 6）に大きく分かれている。これによれば、同制度の下では、自発的に証券法違反に係る情報を証券委員会職員に提出した報奨対象資格を有する個人が、報奨金を得ることができるとしている。すなわち、当該情報が委員会職員の調査活動に効果的な支援を提供し、かつ、調査の結果、委員会が課徴金納付命令と100万ドル以上の自発的な支払いの両方またはいずれか一方を課す決定を行った場合、報奨対象者に5百万ドルを上限として報奨金が支払われるとされている<sup>72)</sup>。

新たな制度には5つの特徴がある。第1に、証券委員会への報告が直接に行われるだけでなく、会社の内部統制報告システムを通じた方法も認められること、第2に、通報者にはコンプライアンス担当、会計監査役（auditors）、取締役および役員、顧問弁護士が含まれないこと、第3に、証券法違反を犯した当事者も通報者として報奨対象者となること、第4に、可能なかぎり、内部告発者に保有情報に関する文書の提出を求めること、第5に、公益のために内部情報を提供した従業員に対して雇用者が報復した場合、OSCが当該雇用者に対して処分を科すことができることなどである。

## 5. 民事責任

上記V.3.でみた会社法の民事責任規定のほかにも、証券法は違法なインサイダー取引を行った内部者に対して民事責任を課す規定を置いている。オンタリオ州証券法134(1)条は、報告発行会社に関する未公開の重要な事実または重要な変更を知って当該報告発行会社の証券を売買した報告発行会社と特別な関係にある者および会社はすべて、当該証券の売主または買主に対して損害賠償責任を負うと定めている。

損害額の算定については、原告が買主である場合、重要な事実または重要な変更が公表された後20日間の証券の平均価格（以下、「A 価格」という）以下の原告の購入価格、または、原告が売主である場合、原告の売却価格以下のA

---

72) *Id.*

価格を裁判所は考慮しなければならない（オンタリオ州証券法134(6)条）。

ただし、出訴期限には定めがある。オンタリオ州証券法138(b)条は、別段の定めがないかぎり、処分の取消し以外のすべての訴訟について、(i)原告が訴訟原因の発生している事実を初めて知った後180日、または、(ii)訴訟原因が発生した取引日後3年のいずれか早く到来するときに訴えの提起ができなくなるとしている。

## VII. 総括

本研究は、複雑で膨大な法規からなるわが国のインサイダー取引規制の体系を批判的に検証するために、これまで明らかにされてこなかったカナダのインサイダー取引規制について考察を行ってきた。

カナダは制定法で特別にインサイダー取引を規制したおそらく初めての国である。その規制体系は大きく2つに分かれていた。1つは、内部者が証券の売買を申告する合法的なインサイダー取引であり、また1つは、未公開の重要情報を知った上で証券の売買を行う違法なインサイダー取引である。一般に「インサイダー取引」とは後者を意味するものと考えられているが、カナダでは「内部者によって行われる証券取引」という意味を「インサイダー取引」に含ませているにすぎず、2つの体系の上位概念としてこの言葉を捉えている。

合法的なインサイダー取引とは、法定の内部者となった日または内部者が取引を行った日から一定の日以内に（オンタリオ州では10日、CSAの指針では5日）、電子システムを通じてその取引内容や変更を証券委員会に報告するものである。当該情報は取引所のホームページにも掲載され、市場の投資者に有益な情報として活用されている。内部者の取引行動は一種のシグナルとなって市場に発信され、市場を活性化させているのである。翻ってわが国では、違法なインサイダー取引ではないにもかかわらず、内部者が証券取引を行うことは慣習的に禁忌事項とされているように思われる。このことによって、わが国では違法なインサイダーが未然に防止されているといえなくもない。しかし、内部者の取引情報の市場活動への影響の大きさにかんがみした場合、カナダのよう

に合法的にインサイダー取引を明文で認めることには一定の意義があるようにも思われる。

一方で、違法なインサイダー取引とは、発行会社と特別な関係にある者（わが国の「会社関係者」に相当する）が、発行会社に関する未公表の重要事実または重大な変更を知ってその会社の証券を購入または売却すること、および重要事実などを他者と共有する情報伝達行為をさす。違法なインサイダー取引は複数の法規によって規制されていることがカナダのインサイダー取引規制の1つの特徴である。刑法が規範的応報として、会社法が損害調整として、証券法はその双方についての機能を果たし、それぞれがその法目的に合わせて、具体的な法的効果を違反者に及ぼしている<sup>73)</sup>。

証券法の規制は、実質主義（プリンシプル・ベース）と形式主義（ルール・ベース）を併用した規定になっている。すなわち、情報の重要性（マテリアリティ）にかかる定義は実質主義的であり、特別関係者の定義は形式主義的である。

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いる。「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。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事案の性質によって異なり、また、文言の抽象性からさまざまな解釈が可能であるため、判例法の解釈やCSAによる指針（NP51-201）が重要な役割を果たしている<sup>74)</sup>。これに対し、「特別関係者」は、情報に優位にアクセスできる者が個別に列挙されている。しかし、「特別関係者」の概念を詳細に定義づけることは本質的に難しく、関係者に関する規定を置くこと自体がかえって規制の潜脱に繋がるおそれがあると懸念されている<sup>75,76)</sup>。

また、カナダの証券法はアメリカと同様、証券法の下で行政法と証券法の一

---

73) ただし、会社法上の民事責任の追及においては因果関係や損害額について、刑法上の刑事責任の追及においては故意について、それぞれ立証が困難であるため、エンフォースメントの手段としての具体的な実効性には問題もある。

74) 拙稿・前掲注(24)を参照。

体化が図られており<sup>77)</sup>、とくに実効力のあるエンフォースメント体制がカナダ市場の公正性や統合性の改善に寄与している<sup>78)</sup>。本研究の一連の考察からは、以下の3つの点において興味深い示唆が得られた。

第1は、犯罪の立証に係る論点である。カナダでは、違法なインサイダー取引行為のうち重大な犯罪を刑法典の対象として捉えているようであり、罰則を重くする代わりに、訴追者は被告人の主観的意図を証明する必要がある。これに対して、証券法上のエンフォースメントは、わが国と同様、刑事罰による制裁を科しているにもかかわらず、準刑事法的手続として刑法上のエンフォースメントとは区別され、証券法上の犯罪は行為者の故意や過失の立証を要しない。また、民事訴訟の証明度原則が適用され、原告に課せられた証明の程度は、原則として証拠の優越で足りる。このことは、証券法上の要件の定め方や要件の解釈方法にも影響を及ぼしているように思われる。

第2に、エンフォースメントの実効性を高めるために、証券委員会に強力な権限が与えられていることである<sup>79)</sup>。証券委員会の行政処分権限は、公益に反する行為への制裁を定めた証券法上の Public Interest Jurisdiction（公益管轄権）に基づく<sup>80)</sup>。制裁としての取引の停止命令や役員への就任停止、外務員資格の

---

75) 関係者概念に基づくアプローチ (person connected approach) には限界があり、情報接続アプローチ (information connected approach：単純に未公開の重要情報を得た者および情報が重要であり、公開されていないことを知っていたか知るべきであった者を違反者とする方法。EU、マレーシア、オーストラリア、シンガポールなどで採用されている考え方である) が望ましいとされる (カナダのビクトリア大学の Mark Gillen 教授より2011年12月に電子メールによって受けた助言に基づく)。

76) わが国の規制体系の分析については、松尾直彦『金融商品取引法〔第3版〕』（商事法務、2014年）549-550頁を参照。

77) アメリカ証券法についての分析について、Chiu, I.H. Y., *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation* (Kluwer Law Int'l, 2008), at 218.

78) 佐伯仁志教授はアメリカのインサイダー取引規制について、「アメリカにおいて証券取引所法の規定によるインサイダー取引財の訴追が容易であったのは、証券取引委員会の規則制定と行政制裁を通じたその適用によってルールの明確化が図られる仕組みがあったからではない」と指摘されている (佐伯仁志「規制緩和と刑事法」ジュリ1228号39頁(2002年)、49頁)。

剥奪などは、違法なインサイダー取引に対して実効性があり、犯罪行為の抑止力も高めている。この強力な権限の行使と市場監視システムが相まって、近年の違法なインサイダー取引の増加に歯止めがかけられているように思われる。

インサイダー取引に係る行政手続き— OSC, Enforcement Activity Report (2014-2010)※

	2014	2013	2012	2011	2010
手続き開始件数	1	2	2	0	4
被告の内訳 (個人)	1	2	12	0	9
被告の内訳 (会社)	0	0	1	0	0

(※ OSC のホームページより入手)

第3に、第2の点を補完するために、実定法上で違反を争う者の抗弁事由が明確にされていることである (例えば、オンタリオ州証券法76(4)条、122(2)条、144(1)条等)。その上、証券委員会が制定法上の決定権を行使する場合には、当事者に対する手続きの公正さを保障する法定権限手続法 (Statutory Powers Procedures Act : SPPA) に従う必要がある<sup>81)</sup>。審決の手続きはSPPA25.1条の規定に基づいて定められ、証券委員会は原則として決定の前に聴聞の機会を設けなければならない<sup>82)</sup>。

ただし、証券委員会の権限の行使は明確性や統一性に欠けるという批判もあるようであり、この点については、市場監視システムの構築および運営の高コスト化とともに、解決が要請されるべき問題になる<sup>83)</sup>。

79) カナダの証券委員会の役割は米国の SEC に近い。米国 SEC のエンフォースメント体制については、瀬谷ゆり子「インサイダー取引規制と課徴金制度—アメリカにおける民事制裁金との比較」石山先生・上村先生還暦記念『比較企業法の現在』387頁 (成文堂、2011年)、397-399頁、笹倉香奈「アメリカにおける制裁手続」法時85巻12号42頁以下を参照。

80) この点については、ドイツにおける秩序違反法における考え方も整合性があるように思われる (西津政信「行政上の義務違反に対する制裁」高木光=宇賀克也編『行政法の争点 (ジュリスト増刊・法律学の争点シリーズ8)』(有斐閣、2014年)99頁を参照)。

81) See e.g. OSA s. 31, 37.

82) 過料を科すわが国の裁判については、学説において手続保障の問題があることが予てより指摘されている (西津・前掲注(80)等を参照)。

## VIII. 結語

わが国のインサイダー取引規制については、これまで、民事責任と刑事責任を明確に峻別するというドグマの中で<sup>84)</sup>さまざまな手段が講じられてきた。しかし過度に技術的で詳細な規定は、一見法適用が容易なように見えて、実は困難なことが少なくない<sup>85)</sup>。実務界からは、犯罪の成否を一義的に判断できるようなガイドラインの制定が望まれ続けており<sup>86)</sup>、現在の規制について、国民の理解が得られているとはいえない。不公正な取引の取締りにあたっては、ある程度一般的・抽象的な規定を設けざるを得ないため<sup>87)</sup>、これまでの弥縫的な対策には限界が生じているように思われる。

このアポリアの解決を目指すためには、「違反者に対する制裁の「純粹型」の間にさまざまな中間的形態を認める」<sup>88)</sup>という発想の転換が必要ではないだろうか<sup>89)</sup>。すなわち、インサイダー取引規制違反に対する制裁の非犯罪化を検討し、行政制裁制度を活用すべき時期に来ているように思われる<sup>90, 91)</sup>。

---

83) なお、本研究では検討することができなかったが、カナダでは、一連の制定法上の規制の間隙を埋めるために、企業の社内規定が有効に機能しているという実証研究がある（See Beny, L. N. & Anand, A. I., *Private Regulation of Insider Trading in the Shadow of Law Public Enforcement: Evidence from Canadian Firms*, 3 (2) *Harvard Business Law Review* 215 (2013)）。実効的に違法なインサイダー取引を抑止していくためには、制定法の規定だけではなく、“Disclose or abstain” ルールを核とした自主規制や社内規定などのソフトローが一体となって、機能していくことが重要になるだろう。

84) 田中英夫『英米法総論 下』（東京大学出版会、1980年）515-519頁を参照。

85) 芝原邦爾『経済刑法』（岩波書店、2000年）113-114頁、佐伯・前掲注（78）47頁。

86) 芝原・前掲注（85）118頁。

87) 佐伯・前掲注（78）47-48頁を参照。

88) 田中・前掲注（85）516頁。

89) 村上暦造「行政庁による処罰——行政法令違反に対する非刑事的金銭罪について——」*ジュリ* 764号 110頁（1982年）、115頁。

90) 佐伯仁志『制裁論』（有斐閣、2009年）23-32頁、高山佳奈子「行政制裁法の課題——総説」*法時* 85巻 12号 4頁（2013年）等を参照。

91) なお、本研究の遂行にあたっては、中東正文教授にご協力を賜りました。心より謝意を表します。

お詫びと訂正

以下の箇所に誤りがありました。お詫びして訂正いたします。

『筑波ロー・ジャーナル 17号』

27頁下から3行目

誤) 内部者が秘匿情報を得てから

正) 法定の内部者となった日または内部者が取引を行った日から

(本研究は、JSPS 科研費 (課題番号 23530088) 及び公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金による研究成果の一部である。)

(きむら・まきこ 筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻教授)