

カナダのインサイダー取引規制(1)

木村真生子

- I. 問題の所在
- II. 規制の背景 —萌芽期
 - 1 2つのインサイダー取引事件
 - 2 キンバー・レポート (Kimber Report) ——立法趣旨をめぐる検討
 - 3 コモン・ロー上の救済と証券法改正の必要性
- III. 規制の構造
 - 1 インサイダー取引の意義
 - 2 規制の概要
 - (1) 州の規制
 - (2) 連邦の規制

I. 問題の所在

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¹⁾。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²⁾。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る、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

1) 構成要件の明確性と罰則の適切性が立法方針とされ(証券取引審議会報告書不正取引特別部会昭和63年2月24日「内部者取引の規制の在り方について」)、現在もこの方針が踏襲されている(近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第2版〕』(商事法務, 2011年)316頁。なお、本稿でいうわが国の「インサイダー取引規制」は、断らない限り、内部者取引の予防措置に関する金融商品取引法163条から165条の2までの一連の規定を除き、同法166条及び167条の規定を指すものとする。

制の複雑性や硬直性を問題視して様々な具体的提言が行われてきた³⁾。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⁴⁾、とりわけ後者については問題解決の緊急性から、昨今、規制改正を行う具体的な議論が始まっている⁵⁾。

しかし翻って、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ついてより配慮しなければならないはずである。これに関しては、刑罰規定について、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」⁶⁾の発想に依っているために規制範囲が狭められており、規制の理念と方針との間に不調和が起きているという指摘がなされていた⁷⁾。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⁸⁾という、規制原理の本質的な矛盾を突いたものである。そこで、わが国のインサイダー取引規制を抜本

2) 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事法務1907号（2010年）25頁、竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化(下)」商事法務1144号（1988年）11-17頁。

3) 龍田節「インサイダー取引規制」ジュリスト948号（1990年）155頁。

4) 黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」商事法務1687号（2004年）40頁、平山幹子「インサイダー取引規制と共犯の成立の範囲」季刊・企業と法創造（商事法務、2007年）79頁、若林泰伸「増資の際のインサイダー取引と空売りに対する法規制」商事法務1962号（2012年）26頁等。

5) 2012年7月31日から金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」において検討が進められている。

6) 内部情報にアクセスすることを許容された者（役員・従業員等）が、それを許諾した者（会社〔株主全体〕）との明示的ないし黙示的な合意の範囲を超えて、情報の私的利用を行う場合に、違法性が基礎づけられるとする考えをさす。この場合、市場の秩序や投資家一般の利益は問題とされず、未公開情報の利用について本来権利を有するものとの関係で行為の適否が問題となる（藤田・後掲注（7）578-580頁、591-598頁を参照）。

7) 藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」岩原紳作＝神田秀樹編『（竹内昭夫先生追悼論文集）商事法の展望』（商事法務研究会、1998年）575頁、607-609頁等。

8) 前田・前掲注（2）。

的に見直すために種々の立法論が展開され⁹⁾、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アメリカやEUなどに倣った、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¹⁰⁾。さらに、近時、金融商品取引法（以下「金商法」とする）上の不公正取引規制を体系的に見直す有力な見解が主張されており¹¹⁾、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化する可能性がある。

本稿は、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を行うものである。わが国の規制は、アメリカや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

9) 上田真二「インサイダー取引における「開示または断念」の原則について—アメリカ法を参考にして—」彦根論叢340・341号（2003年）161頁、梅本剛正「インサイダー取引規制の再構築」川濱昇＝前田雅弘＝洲崎博史＝北村雅史編『（森本滋先生還暦記念）企業法の課題と展望』521頁（商事法務、2009年）、黒沼悦郎「内部者取引規制の立法論的課題—内部情報および内部者の定義を中心として—」岩原紳作＝神田秀樹編『（竹内昭夫先生追悼論文集）商事法の展望』（商事法務研究会、1998年）317頁（同『証券市場の機能と不公正取引の規制』〔有斐閣、2002年〕所収等。

10) 梅本・前掲注(9)538頁等を参照。インサイダー取引規制が導入された1965年から1990年代前半、日本がインサイダー優位の株主保有構造を有していたことからすれば、私見では、内部者の規制範囲を限定することについては整合性があったと思われる。しかしバブル崩壊後に海外機関投資家が増加し、銀行危機後にアウトサイダー（企業と投資家の間に取引関係のない、機関投資家や個人）優位の保有構造が優勢となり、2006年以降、当該保有構造が安定化し始めた現状を踏まえると、現行規制はその構造や機能に何らかの障害を生じさせているものと考えられる。情報社会におけるインサイダーの取引行動の変化などを注意深く検証しながら、規制の実効性について再考する必要があるだろう（株主保有構造については、宮島英昭＝保田隆明「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか—内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心として—」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2011-11（2012年）6-9頁を参照）。

11) 松尾直彦「不公正取引規制の施行5年の軌跡と展望」ジュリスト1444号（2012年）44頁、金融商品取引法研究会（報告者：松尾直彦）「金商法第6章の不公正取引規制の体系」金融商品取引法研究会研究記録第37号（日本証券経済研究所、2012年）。

いるが¹²⁾、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。そして、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¹³⁾、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¹⁴⁾、両国には相違があり、規制の単純比較はできないだろう。しかし日本と同じルール・ベースの規制を有するカナダ法の構造や変遷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る。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ている¹⁵⁾。

そこで、まず、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¹⁶⁾、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、順次検討を行う。

12) 川口恭弘＝前田雅弘＝川濱昇＝洲崎博史＝山田純子＝黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法的研究」民商法雑誌125巻4・5号（2002年）423頁以下、前田雅弘・前掲注（2）26頁。

13) 株式市場の異常な日商を調査した結果、カナダではインサイダー取引が行われやすいことが報告されている（Bris, A., “Do Insider Trading Laws Work?” (June 2005) *European Financial Management*, Vol. 11, No.3 267, at 269, 287).

14) See e.g., Durnev, A. A. and Nain, A. S., “The Effectiveness of Insider Trading Regulation around the Globe” (November 2005) University of Michigan Business Sch. Working Paper; Beny L. N., “Do Investors Value Insider Trading Laws? International Evidence” (August 2006) University of Michigan Business Sch. Working Paper No.837.

15) 田中英夫＝竹内昭夫『法の実現における私人の役割』（東京大学出版会、1987年）163-166頁を参照。

II. 規制の背景 —萌芽期

1. 2つのインサイダー取引事件

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¹⁷⁾、カナダでは、以下の2つの事件がインサイダー取引に規制をかける契機となった。

第1の事件は、1962年に起きたShell Oil社によるCanadian Oil Companiesの買収に絡むインサイダー取引事件である。1960年代中頃まで、カナダは資本投資を促進するために、証券市場に規制をかけることについてあまり積極的ではなかった¹⁸⁾。しかし不公正な取引を糾弾しようとする過剰な報道によって、Shell Oil社が強い批判を浴びるようになると、証券規制に対する社会的関心が高まり、オンタリオ証券委員会（Ontario Securities Commission：OSC）は、同事件の正式な調査に踏み出さざるを得なくなった。

調査により、会社の役員らが未公開情報によって多大な利益を上げたことが

16) カナダは連邦制度を有する主要諸国とは異なり、証券規制は州の管轄であり、その規制は州ごとに異なる。これは、歴史的にカナダの各州が、自らの財産権と市民権を行使して証券市場を規制していたことと関係がある（Groia, J. and Hardie, P., *Securities Litigation and Enforcement* 2d ed. (Toronto: Carswell Thomson, 2012) at 6)。なお、本稿では、証券市場の規模がカナダで最大のオンタリオ州の証券法（*Ontario Securities Act: OSA*）を主として参照し、適宜、必要に応じてそれ以外の州法について触れる。また、オンタリオ証券法は他州のモデル法となることも多い。州際間の規制の整合化問題については、後掲注(46)を参照。

17) 債券先物投資に失敗し、巨額の損失を被ったタテホ化学の取引先銀行が、その事実が公表される前に、持株を売却して損失を未然に防いだことがインサイダー取引に当たると報道された事件をさす。なお、タテホ化学の取締役も、このとき内部情報を利用して短期売買により利益を得ていた。同事件の後、金融・証券の国際化の流れの中で、諸外国の規制に同調し、昭和63年に証券取引法を改正してわが国はインサイダー取引規制を導入した。

18) Cheng, H., "A Comparison of Illegal Insider Trading in Canada and Post-Communist China: Globalized Market Economy and the Role of Law" (2004), Dissertation submitted to Simon Fraser University, at 99.

明らかにされたが、一方で、未公開の内部情報を利用して証券取引を行うことは、証券法上も刑法上も不明であると結論づけられた。当時、内部者がその置かれた地位ゆえに取得できる情報を密かに伝達することは、企業倫理上は不当であるとされていたが、法に抵触することはなかったからである¹⁹⁾。

これを受けて、マスメディアがさらにOSCに対する批判を強めたことから、1963年、司法長官の諮問により、Jack Kimberを議長とする証券規制に関する委員会が立ち上げられた（以下「キンバー委員会〔Kimber Committee〕」とする）²⁰⁾。同委員会は、インサイダー取引に関連する英連邦及びアメリカ、カナダ諸州の証券法や会社法に関する調査を行うと共に²¹⁾、インサイダー取引の問題や開示の程度を主要な論点とし、証券法改正に向けて議論を進めることになった。

ところが検討の最中、第2の事件が起きる。1964年にアメリカで起きた著名なテキサス・ガルフ・サルファ社（Texas Gulf Sulphur : TGS）のインサイダー取引事件²²⁾である。内部情報を得た一部の役員が市場で同社の株式を購入して売却益を上げ、そのうち一人は友人や知人に対して秘匿情報を漏らしていた。さらに、当該情報の重要性を認識していなかった役員が、内部情報を得ていた役員にストック・オプションを交付していた事実が報道や裁判²³⁾を通じて明らかになった。アメリカで起きたこのTGS事件は、問題となった内部情

19) Armstrong, C., *Moose Pastures and Mergers: The Ontario Securities Commission and the Regulation of Share Markets in Canada, 1940-1980* (Toronto: University of Toronto Press, 2001) at 224-225.

20) See Condon, M.G., *Making Disclosure: Ideas and Interests in Ontario Securities Regulation* (Toronto: University of Toronto Press, 1998) at 55.

21) Report of the Attorney General Committee on Securities Legislation in Ontario (Toronto: Queen's Printer, 1965) (Kimber Report), at para.1.04.

22) TGS事件を紹介する邦文献として、龍田節〔判解〕アメリカ法〔1970-1〕（1970年）100頁、栗山修「米国における不公正な証券取引規制に関する一考察—インサイダーの解釈基準とその変遷—」同志社法学53巻9号（2001年）104-107頁、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（弘文堂、2011年）64-68頁等。

報がカナダ・オンタリオ州の鉱床に関わるものであったこともあり、キンバー委員会の証券法改正の議論に大きな影響を与えた²⁴⁾。

2. キンバー・レポート (Kimber Report) ——立法趣旨をめぐる検討

カナダでインサイダー取引を規制する目的は、投資家の保護と効率的な資本市場の形成にあるといわれるが²⁵⁾、この見解はキンバー委員会の議論が基礎になっている。

同委員会の最終報告書であるキンバー・レポート (Kimber Report) は、証券投資に関わる様々な関係者、すなわち業界関係者だけでなく個人投資家からも広く意見書を集めて議論を重ね、他州の証券委員会とも討議を行いながら作成されたところに1つの特徴がある。

上述のように、当時のカナダの証券市場では、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、自主検閲をしている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制裁を課している部分があった²⁶⁾。つまり、自主規制に一定の抑止効果が働いていたと考えることができる。しか

23) *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d. Cir. 1968). TGS事件は、証券取引所の取引にSEC規則10b-5が適用されることや、「開示または断念の原則 (disclose or abstain rule)」(いわゆる情報平等理論)を表明したこと、また、差止命令の付随的措置としてDisgorgement (不当利益吐出し)を求めることを判例法上確立した事件として重要な事件である。TGS事件の判例理論はカナダにおいても採用されており、例えばPezim判決では、TGS事件で示された「重要性 (materiality)」の意義に関する理論が引用されている (*Pezim v. British Columbia* [1992] B. C. J. No. 957, 96 D. L. R. (4th) 137, at 193-194 (C.A.))。

24) アメリカの判例法理は、カナダの下級審裁判所における審理や制定法の制定過程において参照されている。このため、カナダとアメリカの制定法が実質的に同じ内容を有することもある (MacIntosh, J. G. and Nicholls, C. C., *Securities Law* [Toronto: Irwin Law, 2002] at 29)。

25) See Rockwell, K. D. and Johnston, D., *Canadian Securities Regulation* (Markham, ON: Butterworths, 2006) at 249; Condon, M., Anand, A. I. and Sarra, J., *Securities Law in Canada: Cases and Commentary*, 2d ed. (Toronto: Emond Montgomery, 2010) at 481.

26) Rockwell and Johnston, *Ibid.*, at 250.

し一方で、インサイダー取引に対して、法は完全な救済を与えることができないことが明白なため、あえて規制を設ける強い動機づけが存在しなかった²⁷⁾。とりわけ、規制を実施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²⁸⁾。したがって、2つの事件を契機に直ちにインサイダー取引に規制をかけることについて、カナダでは市場全体のコンセンサスを得る必要があった²⁹⁾。

一方で、カナダは貯蓄率の高さに比べ、リスクの高い証券市場への国内投資が活発ではなく、そのことがカナダの経済成長を遅らせ、国外からの投資に対しては開放的であるなどと、当時しばしば批判がなされていた³⁰⁾。そこで、国内からの証券投資を活性化するためには、市場に対する国民の信頼を高めていくことが不可欠であると考えられるようになった。つまり、投資家の利益になるように証券法を改正することで、証券市場に対する国民の信頼が生まれ、国民の信頼が高まると証券業界は利益を得て、相互に好循環が生まれると考えられたのである³¹⁾。

キンバー委員会は、最終的に、インサイダー取引を明示的に規制することに

27) *Ibid.*

28) 規制コストの観点から、インサイダー取引規制の効果を疑問視する声は依然として強い。Blackは、ニューヨーク証券取引所の市場監視を評価しながらも、2000年の時点で市場監視に95百万ドルの費用がかけられていることを指摘している（Black, B. S., “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets” (April 2001) 48 UCLA L. Rev. 781, at 811, note 36)。なお、カナダでは2003年前後の時点で年間市場監視に約8.1百万ドルの費用をかけていたという（Insider Trading Task Force “Illegal Insider Trading in Canada: Recommendations on Prevention, Detection and Deterrence” (November 2003) at 8)。

29) Kimber Report, *supra* note (21) at para.1.15.

30) *Ibid.*, at para.1.13.

31) *Ibid.*, at para. 1.17. なお、キンバー委員会が議論を行っていた当時、米国のファイナンス学者Famaらが実証分析を基に効率的市場仮説を発表していたことは、カナダのインサイダー取引規制に少なからぬ影響を与えていたと思われる。現在では、情報平等理論もインサイダー取引規制の理論的根拠となっている（*See* Rockwell and Johnston, *supra* note (25), at 249; MacIntosh and Nicholls, *supra* note (24), at 224-225)。

対して積極的な提言を多く集めることになった。また、提言には直接ないし間接的な投資家への情報開示を求める意見が多く含まれていた³²⁾。

そこで同委員会は、理想的な証券市場を「関連する事実を市場関係者が可能な限り知ったうえで形成される価格を基にした、自由で開放的な市場である」と位置づけ、「この考え方を破壊したり、疑問を呈するような要因が存在すれば、市場で投資を行う国民の信頼を低下させることにつながる。つまりこれは国民の関心事である。」³³⁾と述べて、立法趣旨をいわゆる「市場的アプローチ」に置くことを提言した。また同時に、キンバー委員会は情報開示を規制手段の1つの柱として採用することを提案した。なぜならば、事前にインサイダー取引を届け出ることが義務づけられれば、内部者による不適切な取引への関与が減少するからである。しかし他方で、情報開示規制だけでは悪質なインサイダー取引の抑止は不十分であるとも考えた³⁴⁾。そこで、規制のもう一つの柱を違法なインサイダー取引に対する制裁に置くこととし、不適切な取引に対する行政上の手続きや、刑事罰による制裁に加えて、コモン・ロー上認められている民事責任の追及方法についても検討を進めることにした。

3. コモン・ロー上の救済と証券法改正の必要性

内部の機密情報を得た役員が、それを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。民事責任の追及に関する議論において、キンバー委員会は、取締役の信任義務に関する1902年の英国の *Percival v. Wright* 判決³⁵⁾ を参照したうえで³⁶⁾、悪質なインサ

32) Kimber Report, *supra* note (21) at para. 1.17.

33) *Ibid.*, at para. 2.02.

34) *Ibid.*, at para. 2.04.

35) [1902] 2 Ch. 421 (Eng. Ch. Div.). 同判決の法理は2006年イギリス会社法170条(Companies Act 2006, s. 170)に反映されている。

36) 英連邦(the British Commonwealth)のカナダは、ケベック州を除き、イギリスの判例法理を法源として採用する(Gall, G., *The Canadian Legal System* 5th ed (Toronto: Carswell Thomson, 2004) at 56-57)。

イダー取引からの救済を図るにはコモン・ロー上の救済だけでは不十分であると考えた³⁷⁾。

Percival判決とは、取締役は会社に対して忠実義務を負うが、個々の株主に対してはかかる義務を負わないとした先例である。株主は会社の経営企画などを知ってその会社の株式を買うのであり、取締役が株主に対して会社の株式を保有するように直接働きかけることはない、つまり売買は相対取引では行われていないということをその根拠とするものである。したがって、証券取引の趨勢が、因果関係の希薄な市場に移り、非対面取引で行われることを考慮すれば、Percival判決の論理は實際上妥当しないことになる。

しかしPercival判決と異なる立場をとる判例も一方では存在する。マニトバ州の控訴裁判所が下した1913年のGadsden v. Benetto判決³⁸⁾は、株価に重大な影響を与える特別な事情があるときは、取締役は株主に対して信任義務を負うという判例法理を示していたからである。また、取締役の忠実義務に関する英国の1942年のRegal (Hastings) Ltd. v. Gulliver判決³⁹⁾も、取締役がその立場を利用して利益を得た場合には、いかなる場合であっても会社に対して責任を負うと判示していた。つまり、これらの判例の論理に従うならば、コモン・ロー上の救済が全く図られないわけではない。しかしGadsden判決は概して見落とされがちな判決であり、キンバー委員会が議論を行っている当時は、株主代表訴訟のような制定法上の救済も存在しなかった⁴⁰⁾。

このため、キンバー委員会は、役員等の会社の内部者に、保有証券の内容とその売買の状況に関する報告を義務づけることに加えて、内部者が未公表の重

37) Kimber Report, *supra* note (21), at para. 2.05. インサイダー取引に関する裁判例は1966年に規制が改正される頃まで、ほとんど現れなかったという (Groia and Hardie, *supra* note (16), at 257.)。

38) (1913) 9 D. L. R. 719.

39) [1942] UKHL 1.

40) See Anisman, P. (prepared on behalf of the Institute of Corporate Directors in Canada), *Insider Trading in Canada: Recommendations and Guidance on Boardroom Practice* (Willowdale, ON: The Institute, 1988) at para. 3.1-3.3.

要情報を有しながら保有証券の売買を行った場合は、株主及び会社は訴因を有することにつき、制定法上の規定を設けるべきだとの結論に至った⁴¹⁾。

II. 規制の構造

1. インサイダー取引の意義

カナダは、後述のように、証券法以外にも会社法や刑法など、複数の規制手段によってインサイダー取引を規制している。これらの法は異なる規制目的の下でインサイダー取引を規制しているため、その意義を構成する細部の要素は同一ではない。また、初期の意義と現在の意義づけにも違いがある。例えば、証券法においてインサイダー取引は、当初、キンバー・レポートで次のように定義されていた⁴²⁾。

「会社と関連のある一般には知られていない重要な情報を利用する可能性がある者が独自に当該会社の証券を購入または売却すること」

しかし、現在ではカナダ諸州の証券法がこの定義を核としつつも、適宜インサイダー取引の定義に修正を加えてその外延を広げている。すなわち、内部者から重要な事実または重要な変更を知った者⁴³⁾、および、当該者が内部者であることを知っていた者または当然知っているはずであった者による取引も、インサイダー取引にあたるとしている⁴⁴⁾。いずれにせよ、カナダにおいて、

41) 前掲注(7)の藤田友敬教授の分析に従えば、オンタリオ証券法に代表されるカナダ証券法は、市場的アプローチに基づく立法趣旨に整合的な情報開示規制を採用したとみることができる。しかしそれと同時に、エンフォースメントの観点から、契約的アプローチに基づく罰則規定が補完的に導入されている。

42) Kimber Report, *supra* note (21), at para. 2.01.

43) 金商法166条3項の情報受領者の規定に相当する。

44) OSA, R.S.O. 1990. c. S.5, s. 76 (5); *British Columbia Securities Act*, R. S. B. C. 1996. c.418 [BCSA], s. 3; *Quebec Securities Act*, R. S. Q. c. V-1.1 [QSA], ss. 187, 189; *Criminal Code*, R. S. C. 1985, c. C-46, s. 382.1.

規制すべきインサイダー取引とは概ね以下のような5つの要素で表されるものと考えられている⁴⁵⁾。

「(1) (株式公開) 会社と特別な関係 (諸法の定めによる) にある者で、(2) 未公表または私的情報でかつ十分に重要性のある情報を保有している者は、(3) 情報が開示されるかまたは情報の重要性が失われるまでの間、会社の証券を売買してはならず、また(4) 情報の伝達が会社の営業の一部として行われなければならないかぎり、他人にその情報を伝達してはならない。(5) 当該情報を知った者は、直接的であれ間接的であれ、何人もその会社の証券を売買してはならない。」

つまり、カナダでは「内部者による取引」だけではなく、「内部情報に基づく取引 (Tipping)」もインサイダー取引の範疇に属するものと位置づけている。

2. 規制の概要

カナダのインサイダー取引は州レベルと連邦レベルにおいて規制され、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。

(1) 州の規制

州レベルでは、各州の証券法 (Securities Act) がインサイダー取引を規制する⁴⁶⁾。

オンタリオ州では、1965年3月11日のキンバー委員会による報告書の提出を受けて、1966年にインサイダー取引規制を含む改正証券法 (以下、1966年法) を成立・施行させた⁴⁷⁾。同法は、原則として、ある者が「内部者」に該当することになる10日前までに (変更が生じた場合も同様) 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る。これは「合

45) Groia and Hardie, *supra* note (16), at 256.

法的なインサイダー取引 (legal insider trading)」として扱われる。報告書には発行者が発行した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おり、一般の投資者は SEDI のウェブサイトで適時必要な情報を得ることができる。なお、報告書の不提出者に対しては、OSC 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。インサイダー取引報告書の規制は、開示規制として、証券法独自の性格を帯びている。

46) 前掲注 (16) で述べたように、カナダの証券規制は州の管轄とされているが、カナダ証券取引委員会 (Canada Securities Administrators: CSA。カナダ全土の証券法の調和を促進するために作られた連合で、全州の証券当局が加盟している) により提唱されたパスポート (Passport) 方式が 2005 年から実施されており、主要な規制者の決定と所定の要件を満たすことにより、市場参加者は、ある市場から他の資本市場に自動的にアクセスすることができる (CSA のホームページを参照 [<http://www.securities-administrators.ca/about-sa.aspx?id=96&terms=passport+system>])。例えば、ある州の証券法に基づいて登録がなされると、他の州でもその登録は有効になる (See *National Instrument 31-103 Registration Requirements and Exemptions*)。ただし、オンタリオ州がパスポート方式を採用していないため、パスポート方式の実質的な有効性には疑問が残されている。

証券法の統一を目指す連邦政府は、証券取引が 1867 年憲法 (Constitution Act, 1867) 91 条(2)に該当することを根拠に (憲法 91 条は連邦の立法権限を規定し、(2)は通商貿易を指定する。齋藤憲司「各国憲法集(4)カナダ憲法 (基本情報シリーズ⑩)」国立国会図書館調査及び立法考査局 (2012 年) 9-10 頁等を参照)、連邦証券法 (the proposed Canadian Securities Act) の制定を進めたが、アルバータ州やケベック州など一部の州が州の規制権限 (財政権及び市民権) を主張して反対し、裁判所に違憲性の判断を求めた。2011 年 12 月、最高裁判決が下され、アルバータ州等の主張が認められたために、証券取引に関する連邦の権限は否定された (*Reference Re Securities Act, 2011 SCC 66*, [2011] 3 S.C.R. 837)。この判決により、連邦証券法の制定を通じたカナダの証券法統一への動きは一步後退したと考えられている。ただし、証券法の目的との関係では、ある会社が州法の下で設立されたか連邦法の下で設立されたかどうかは重要な問題ではない (Groia and Hardie, *supra* note (16), at 10)。

47) S. O. 1966, c. 142 [OSA 1966].

他方で、インサイダー取引については民事責任に関する規定が置かれ、被害を受けた会社の不作為に対処するために、OSCの訴権が規定されている。ただし、未公開の重要な事実または変更を知って取引を行うこと、つまり内部情報に基づく取引（Tipping）については、1966年法上では禁止行為とまではされていなかった。未公開の重要な事実または変更を他者に知らせる行為に対して規制が導入されるのは、1978年の改正オンタリオ証券法（以下、1978年法）⁴⁸⁾の施行を待たねばならなかった。1978年法では、内部者または特別な関係にある者が、必要な業務の過程外で、他人に未公開の重要な事実または重要な変更を知らせることが禁じられた⁴⁹⁾。

なお、オンタリオ州とアルバータ州、ブリティッシュ・コロンビア州の州会社法は、インサイダー取引に関する民事責任を定めている⁵⁰⁾。州会社法の規定は連邦会社法の規制に類似するが、非公開会社のみ適用される。

（2）連邦の規制

連邦レベルでは、会社法と刑法典がインサイダー取引に関する規定を置く。

a. 会社法上の規制

包括的な会社法を制定するために、連邦政府は平和と秩序を維持するために良好に国家権力を行使し⁵¹⁾、その権力に基づいて、1970年、すでに州証券法で導入されていたインサイダー取引に関する規定をカナダ会社法（Canada Corporations Act：CCA）の一部にも取り入れた⁵²⁾。この規定は、後身の1975

48) OSA, R. S. O. 1990. c. S.5, s.76(5).

49) OSA, s.76(2).

50) *Ontario Business Corporations Act*, R.S.O. 1990, c. B.16, Part X; *Alberta Business Corporations Act*, R.S.A. 2000, c. B-16, Part 10; *British Columbia Business Corporations Act*, S. B. C. 2002, c. 57, Division 8.

51) *See Constitution Act*, 1867, s. 91.

52) インサイダー取引以外で、州法と連邦法の規定が重複する分野として、非公開会社化、スクウィーズ・アウト取引、株式公開買付けがある。

年カナダ事業会社法（Canadian Business Corporations Act : CBCA 以下、本稿ではCCAとCBCAを併せて「連邦会社法」とする）に引き継がれた⁵³⁾。

ところで、連邦政府はなぜ会社法上にインサイダー取引規制を置いたのだろうか。その理由は、インサイダー取引に関する連邦とオンタリオ州の法規の重畳適用の当否が争われた、1980年代初頭のMultiple Access Ltd. v. McCutcheon 最高裁判決⁵⁴⁾の多数意見で明らかにされている。

「役員不正行為に対する防止手段を定める規定は、会社の統治構造の範疇に厳格に入るものである。会社とその内部者が適切な関係にあることは、会社の法にとって不可欠であり、会社の初期段階から、会社の設立を認可している制定法がその関係性を調節してきた。(中略)疑いが差し挟まれている会社法(CCA)の規定は、連邦法の下で設立された会社の同一性を保持すること及び当該会社の株主を保護することに向けられている。つまり、信認される立場にあるかまたは全株主が得られない情報に精通している者によってなされる会社または会社の株主全体を害する行為に、照準を定めているのである。」⁵⁵⁾。

つまり、上記によれば、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

53) Becklumb, P., “Canada Business Corporations Act: Insider Trading” (Parliamentary Information and Research Service of the Library of Parliament, October, 2008), PRB 99-39E, at 3.

54) *Multiple Access Ltd. v. McCutcheon*, [1982] 2 S.C.R. 161. 本件は、Multiple Access社の株主がオンタリオ証券法のインサイダー取引に関する民事責任規定に基づき、損害賠償を求めて同社を提訴した事件である。訴訟過程で、連邦会社法(CCA)の下で設立された被告のMultiple Access社は、最重要の法理(paramourncy doctrine: カナダでは憲法上、州法と連邦法の間には軋轢を生じた場合は連邦法が優先し、州法は、それが連邦法と矛盾する範囲内においてのみ効力を失わせられるという法理)を持ち出し、連邦法会社に対する州法の不適用を主張した。

55) *Ibid.*, at 179.

主の保護を図ることにある。これに対して証券法の規制は、会社の資本証券の売買との関係で、財産権と市民権に関連する領域にあり、連邦会社の機能や行為を全く無にするものでもなく、連邦会社の地位や本質的な権限を弱めるものでもない⁵⁶⁾。したがって、州証券法と連邦会社法のインサイダー取引規制は、立法趣旨が異なるためにそれぞれに重要性があり、一方が他方に優先することはないと考えられている^{57、58)}。

このような規制趣旨の下で、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⁵⁹⁾、(3)投機取引の罪（*speculative trading offences*）⁶⁰⁾ という、3つの枠組みに分かれる。連邦会社法における「内部者」の定義は、会社（*distributing corporations*）⁶¹⁾ またはその子会社、当該会社またはその子会社の取締役または役員、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。*Tipping* についてはさらに内部者の範囲が広く、オンタリオ証券法上の定義に近づく⁶²⁾。

56) *Ibid.*, at 185.

57) Becklumb, *supra* note (53), at 3.

58) しかし *Multiple Access* 判決の少数意見（9名のうち3名の最高裁判事の意見）によれば、証券規制の主要な問題は会社の統治構造にあるのではなく、むしろ会社の証券の取引を、規制することにあるとしている（*Multiple Access Ltd. v. McCutcheon*, at 219-220）。つまり、連邦会社法のインサイダー取引規定は、連邦法会社の統治構造あるいはその機能面において必ずしも必要ではなく（*Ibid.*, at 224）、その規定は無効であり、これに対してオンタリオ州はインサイダー取引に関する法の制定権限があるとした。

59) *Canada Business Corporations Act*, R. S. C. 1985, c. C-44 [CBCA], s. 126, s. 131. CBCA126条は規制対象、131条は民事責任について定める。

60) CBCA, s. 130. 投機売買は空売りとオプションの売買をさす。

61) CBCA126条にいう会社は、カナダ事業会社法規則2条1項（*Canada Business Corporations Regulations*, 2001, SOR/2001-512 [CBCA Reg.], s. 2(1)）の *distributing corporations*（伝達会社）をさす。*Distributing corporations* はインサイダー取引報告書の提出者（*reporting issuer*）に加えて、同報告書の提出者に該当しない場合でも、目論見書や登録届出書の提出会社、証券取引所の上場会社などが含まれる。

62) Groia and Hardie, *supra* note (16), at 284.

また、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⁶³⁾。ただし、「重要な機密情報 (material confidential information)」については会社法に規定がなく、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⁶⁴⁾。一方、損害賠償額の算定については、市場価格がある場合は連邦会社法の規定に従い⁶⁵⁾、ない場合は裁判所の裁量に委ねられている。

b. 刑法典 (Criminal Code)

刑事に関する法の制定権限は連邦にある⁶⁶⁾。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 in 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⁶⁷⁾。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。

(本研究は、JSPS 科研費 23530088 の助成を受けたものである。)

(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准教授)

63) *CBCA*, s. 131(2). See also Becklumb, *supra* note (53), at 4.

64) *CBCA*, s. 131(4), *CBCA Reg.*, s. 42.

65) *CBCA*, s. 131(8).

66) *Constitution Act*, s. 91 (27).

67) *Act to Amend the Criminal Code*, S. C. 2004 (c. 3, s. 5, s.382).