

2013年5月30日 全6頁

# 資産運用業者の違反行為に対する課徴金

## 2013年金商法改正関連シリーズ

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

### [要約]

- 2013年4月16日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出された。この中には、公募増資インサイダー取引事案等を踏まえたインサイダー取引規制の強化の一環として、資産運用業者が「他人の計算」によりインサイダー取引を行った場合の課徴金の引上げが盛り込まれている。
- 具体的には、1ヶ月分相当の運用報酬を、運用財産の総額に占める（インサイダー取引を行った）対象銘柄の割合で按分するという現行の課徴金額の計算方法を、3ヶ月分相当の運用報酬（全体）を課徴金額とする方法に改めることとしている。
- インサイダー取引のほか、相場操縦等に対する課徴金についても、同様の見直しが行われている。
- 「他人の計算」によるインサイダー取引などの違反行為に対する課徴金の引上げは、公布日から1年以内の政令指定日から施行することが予定されている。

### はじめに

2013年4月16日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」（以下、金商法等改正法案）が国会に提出された。

これは、次の報告書などを踏まえて、金融商品取引法のみならず、銀行法、保険業法、信託業法、預金保険法、投資信託及び投資法人に関する法律など、多くの金融関連法制の改正を行うものである。

◇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」報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」（平成

24年12月25日)<sup>1</sup>（以下、WG報告書とよぶ）

◇金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」最終報告（平成24年12月7日）<sup>2</sup>

◇金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」報告書「金融システム安定等に資する銀行規制等の見直しについて」（平成25年1月25日）<sup>3</sup>

◇金融庁「AIJ投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し（案）」（平成24年9月4日）<sup>4</sup>

金商法等改正法案の主な内容をまとめると次のようになる。

1. 公募増資インサイダー取引事案を踏まえたインサイダー取引規制の強化
2. 金融機関の秩序ある破綻処理の枠組みの整備
3. 銀行等の議決権保有規制（いわゆる5%ルール）の見直し
4. 投資信託・投資法人法制の見直し
5. AIJ事案を踏まえた資産運用規制の見直し
6. その他

このうち、「1. 公募増資インサイダー取引事案を踏まえたインサイダー取引規制の強化」としては、具体的に次の事項が盛り込まれている。

- (a) 情報伝達・取引推奨行為に対する規制
- (b) 他人の計算による不公正取引に対する課徴金の引上げ
- (c) その他（公開買付者等関係者の範囲、適用除外など）

（注）インサイダー取引規制に関しては、上記のほか、「4. 投資信託・投資法人法制の見直し」の一環として、上場投資法人（J-REITなど）の投資口をインサイダー取引規制の対象とすることも盛り込まれている。

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121225-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html)）に掲載されている。拙稿「インサイダー取引規制の見直し」（2013年1月18日付レポート）も参照（[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118\\_006704.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.html)）。

<sup>2</sup> 金融庁のウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121212-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1.html)）に掲載されている。

<sup>3</sup> 金融庁のウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20130128-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20130128-1.html)）に掲載されている。

<sup>4</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20120904-2.html>）に掲載されている。

本稿では、「(b)他人の計算による不公正取引に対する課徴金の引上げ」の概要を紹介する。なお、後述するように、今回の課徴金の引上げの直接の発端となったのは、いわゆる公募増資に関連したインサイダー取引事案（いわゆる増資インサイダー事案）を巡る問題であるが、金商法等改正法案では、インサイダー取引規制違反だけではなく、風説の流布や相場操縦等に対する課徴金についても同様の見直しを行っている。

## 1. 他人の計算によるインサイダー取引規制違反に対する課徴金の引上げ

### (1) 資産運用業者の場合

#### (A) 概要（運用報酬の3ヶ月分）

金商法等改正法案は、投資運用を業として行う者（以下、資産運用業者という）<sup>5</sup>が、権利者（出資者等）のため運用を行う金銭その他の財産（運用対象財産）の運用として、インサイダー取引規制に違反する売買等を行った場合の課徴金額を、次のように引き上げることとしている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 175 条 1 項 3 号イ、同 2 項 3 号イ）。

#### 図表 資産運用業者の「他人の計算」によるインサイダー取引に対する課徴金

##### 【現行制度】

$$\text{課徴金額} = \text{運用報酬（月額）} \times \text{運用財産の総額に占めるインサイダー取引を行った対象銘柄の割合}$$



##### 【金商法等改正法案】

$$\text{課徴金額} = \text{運用報酬（月額）} \text{（注）} \times 3$$

（注）金商法等改正法案では、運用報酬（月額）の具体的な算定方法や、（報酬の）対象となる財産の詳細については、内閣府令に委任されている。

（出所）金商法等改正法案などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

これは、運用報酬の1ヶ月分相当を、運用財産の総額に占める（インサイダー取引を行った）対象銘柄の割合で按分するという現行の計算式を改め、運用報酬の3ヶ月分相当（全体）に引き上げるとのことである。

<sup>5</sup> 厳密には、「金融商品取引法 28 条 4 項各号に掲げる行為のいずれかを業として行う者」と規定されている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 173 条 1 項 4 号イ）。

## (B) 背景と見直しの趣旨

金融商品取引法に基づく課徴金制度では、課徴金額の水準を「対象行為ごとに一般的・抽象的に想定しうる経済的利得相当額を基準」<sup>6</sup>とするという考え方が採用されている<sup>7</sup>。具体的に、何をもって「経済的利得相当額」と判断するかについては、違反行為の種類に応じて、一定の算定式を定め、行政裁量を排除する仕組みとされているものが多い<sup>8</sup>。

資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合、現行法令の下では、前記図表のように、違反行為が行われた月の運用報酬（月額）を、運用財産の総額に占める（インサイダー取引を行った）対象銘柄の割合で按分するという課徴金額の算定式が定められている（金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令1条の21第1項1号）。これは、仮に、そのインサイダー取引によって利益が生じたとしても、それが帰属するのは違反者に運用の委託等を行った者（顧客など）であって、違反者自身が得る「経済的利得相当額」は、あくまでも受け取る（受け取った）手数料などの報酬相当額だと考えられるからである。また、（運用報酬の全額ではなく）按分計算を行うのは、あくまでもインサイダー取引に係わる報酬相当額のみを抽出して課徴金額とする（それ以外のインサイダー取引とは無関係の資産運用に係わる報酬部分は除外する）趣旨だと考えられる。

その意味で、資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合の現行の課徴金額の算定式には、理論上、一定の合理性があるものと考えられる。しかし、理論上、合理性があるからといって、必ずしも、現実に適用された結果に、妥当性・納得性が認められるとは限らない。特に、今般のいわゆる増資インサイダー事案に際しては、例えば、運用するファンドが多額の利益を得ていながら、前述の算定式によって計算される課徴金額は数万円～十数万円にとどまるといったケース<sup>9</sup>などが明らかとなり、現行の課徴金額の水準では、抑止効果が十分に期待できないとの指摘が多くなされた<sup>10</sup>。

こうした指摘を踏まえ、WG報告書は、資産運用業者が「他人の計算」でインサイダー取引を行った場合の課徴金額を、資産運用業者と顧客との間に継続的な契約関係が存在することな

<sup>6</sup> 日野正晴『詳解金融商品取引法』（中央経済社、2008年）p.243。

<sup>7</sup> もちろん、このことから、直ちに、金融商品取引法上の課徴金制度が、（制裁よりも）不当利得の剥奪を目的とする制度だと結論付けられるわけではない。なお、金融商品取引法上の課徴金制度の本質を、「不当利得の剥奪」と考えるか、「制裁」と考えるか、を巡っては、様々な議論がある。大森泰人「課徴金（上）」（『金融法務事情』No.1895（2010年4月10日号））pp.126-127、同「課徴金（下）」（『金融法務事情』No.1896（2010年4月25日号））pp.6-7、岩原紳作・神作裕之・神田秀樹・武井一浩・永井智亮・藤田友敬・藤本拓資・松尾直彦・三井秀範・山下友信『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』（有斐閣、2011年）pp.425-430など参照。

<sup>8</sup> 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）pp.598-599参照。

<sup>9</sup> 平成24年11月7日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第4回）「資料2 参考資料」（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider\\_h24/siryou/20121107/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/siryou/20121107/02.pdf)）p.1、p.10。極端なケースだが、ファンドの得た利益が6,051万円で、課徴金は13万円という事例もあった。

<sup>10</sup> 平成24年9月25日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第2回）議事録（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider\\_h24/gijiroku/20120925.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20120925.html)）阿部委員、平田委員、中元参考人発言など、平成24年11月7日開催金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第4回）議事録（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider\\_h24/gijiroku/20121107.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider_h24/gijiroku/20121107.html)）武田委員発言、神田座長発言など参照。

どを念頭に、「一定期間（例えば3ヶ月）の運用報酬額を基準とする計算方法に見直していくことが適当である」<sup>11</sup>との提言を行った。金商法等改正法案も、このWG報告書の提言の方向性に沿ったものとなっている。

## (2) 資産運用業者以外の者の場合

資産運用業者以外の者が、「他人の計算」によりインサイダー取引規制に違反する売買等を行った場合<sup>12</sup>の課徴金額については、現行法からの変更はない。すなわち、「当該売買等に係る手数料、報酬その他の対価の額として内閣府令で定める額」とされている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 175 条 1 項 3 号ロ、同 2 項 3 号ロ）。

これは、WG報告書が、資産運用業者以外の者については、「違反行為の対価を課徴金額とする現行の計算方法が基本的に適当である」<sup>13</sup>との考え方を示していることを受けたものと考えられる。すなわち、資産運用業者以外の者が、「他人の計算」により違反行為を行うのは、「主に単発の取引を行う者」<sup>14</sup>が想定されることから、資産運用業者のように「相当の期間、運用報酬を継続的に得る」<sup>15</sup>関係を踏まえた課徴金額とする必要性が低いと判断されたものと思われる。

## 2. その他の違反行為に対する課徴金の引上げ

今回の課徴金の引上げの直接の発端となったのは、いわゆる公募増資に関連したインサイダー取引事案（いわゆる増資インサイダー事案）を巡る問題であるが、金商法等改正法案では、インサイダー取引規制違反以外の不正取引に対する課徴金についても同様の見直しを行っている。具体的には、次のものである。

- ◇風説の流布・偽計の禁止違反（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 173 条 1 項 4 号）
- ◇仮装取引・馴合取引等の禁止違反（同 174 条 1 項 4 号）
- ◇現実取引による相場操縦の禁止違反（同 174 条の 2 第 1 項 2 号ニ）
- ◇安定操作取引等の禁止違反（同 174 条の 3 第 1 項 2 号ニ）

<sup>11</sup> WG報告書 p. 7。

<sup>12</sup> 例えば、証券会社などが有価証券の委託の媒介等の一環として行うケース（木目田裕監修、西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務』（商事法務、2010年）p. 411（注32）参照）や、一般の個人が知人等の計算で行うケースなどが想定されるだろう。なお、これらのケースは、状況によっては、他の規制違反（無資格による資産運用業務など）にも問われる可能性があるものと思われる。

<sup>13</sup> WG報告書 p. 7。

<sup>14</sup> WG報告書 p. 6。

<sup>15</sup> WG報告書 p. 7。

### 3. 実効性のある課徴金調査等のための制度整備

課徴金制度に関連して、金商法等改正法案は、当局による課徴金事案の調査のため、次のような制度を整備することとしている（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 177 条）。

- ①事件関係人に対し帳簿書類その他の物件の提出を命じ、又は提出物件を留めて置くこと
- ②公務所（注）又は公私の団体に照会して必要な事項の報告を求めること

（注）「官公庁その他公務員が職務を行う所」（刑法 7 条 2 項参照）を意味するものと思われる。

①については、「取引の記録、情報伝達の裏付け証拠を確保」するもの、②については、「違反行為者の所在等を確認」するものだと説明されている<sup>16</sup>。

なお、②の仕組みは、課徴金事案の調査だけではなく、法定開示書類の提出者等に対する報告命令等（金商法等改正法案に基づく金融商品取引法 26 条 2 項）、審問等に関する調査（同 187 条 2 項）などについても設けられている。

### 4. 施行時期

金商法等改正法案のうち、「他人の計算」によるインサイダー取引など違反行為に対する課徴金の引上げは、公布日から 1 年以内の政令で定める日から施行することが予定されている（金商法等改正法案附則 1 条）。

実際の適用については、施行日以後に開始する違反行為（インサイダー取引については、施行日以後に行われる取引）について適用することとされている（同 6 条）。

<sup>16</sup> 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（平成 25 年 4 月）p. 5。金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/183/setsumei.pdf>）に掲載されている。