

インサイダー取引規制と課徴金制度の現状と課題

尾 形 祥

The Current Status and the Problems of Insider Trading Regulations and Surcharge Systems

Ogata Sho

目 次

はじめに

一 組織再編に係るインサイダー取引規制

二 インサイダー取引に係る課徴金制度

おわりに

はじめに

いわゆる「リーマンショック」以降のわが国金融・資本市場を取り巻く環境の変化を踏まえ、わが国市場の国際競争力の強化および利用者利便の向上を図ること、グローバルな金融・資本市場の混乱を踏まえた金融システムの整備、および利用者が安心して取引できる規制の整備が重要な課題とされてきた。これらの問題に対処すべく、①証券・金融、商品を一括して取り扱う「総合的な取引所」の実現のための制度整備、②店頭デリバティブ規制の整備、③インサイダー取引規制の見直し、および④課徴金制度の見直しが行われ、これらの改正事項を盛り込んだ「金融商品取引法の一部を改正する法律」（平成24年法律第86号以下、改正法）が平成24年9月12日に公布された。

本稿ではまず、上記③のインサイダー取引規制に関連する部分について検討する。改正法は組織再編による特定有価証券等の承継をインサイダー取引規制の対象としており、これは発行市場を部分的にインサイダー取引規制の対象としたことを意味する。このことに関連して、発行市場におけるインサイダー取引規制の必要性があるか否か、その必要性が認められるとした場合には、発行市場におけるインサイダー取引規制の適用関係をどのように整理すべきかについて考察する。

インサイダー取引をめぐる国内の状況に目を向けると、リーマンショック後の金融機関に対する自己資本比率の強化の流れを受けて、平成21年から平成22年にかけて金融機関等を中心に公募増資が相次いで行われる中、上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社からの情報漏えいに基づくインサイダー取引事案が増加し、平成24年に入ると、そのうちいくつかの事案が摘発されるに

至った¹。こうした事案においては、他人（顧客）の計算でインサイダー取引を行った資産運用業者に課徴金が課されることとなるが、その金額が違反抑止の観点からは著しく低いとの指摘がなされており、これを受けて金融審議会インサイダー取引規制に関するワーキング・グループは平成24年12月25日の同グループ報告書（以下、平成24年12月25日報告書）において課徴金額の引上げを提案した²。同報告書によれば、課徴金額の算定方法は一定期間の運用報酬額を基準とするものであり、違反者が得た利得相当額を基準とする現行の課徴金制度の枠内にあるとされる³。しかし、このような基準の下では「利得」概念は相当程度拡大され、擬制化されたものとなっているように思われる。このことは「利得」相当額を課徴金額の基準とすることへの限界を示しているといえよう。

そこで、本稿では、従来から課徴金をめぐる重要な問題の一つとして議論が展開されてきたところではあるが、違反行為抑止の観点から「利得」相当額を超える課徴金を課すべきか否か、あるいはそれが許容されるのか否かという問題について検討する。

一 組織再編に係るインサイダー取引規制

1 背景

(1) 平成24年改正前金融商品取引法（以下、改正前金商法）166条1項

インサイダー取引規制において禁止される行為は、特定有価証券等に係る「売買その他の有償の譲渡若しくは譲り受け」（売買等）であり（金商166条1項）、「売買等」とは特定有価証券等について有償でその所有権を移転することをいうところ、売買のみならず、交換、代物弁済や現物出資なども「売買等」に当たる一方、相続や贈与による取得はこれに当たらないと解されてきた（通説）⁴。

こうした通説的理解を前提として、改正前金商法の下では、事業譲渡による特定有価証券等の特定承継は「譲渡」に当たするため「売買等」に該当するが、組織再編（合併、会社分割、株式交換、株式移転）による特定有価証券等の包括承継は「譲渡」に当たらず、「売買等」に該当しないものと解されていた⁵。また、組織再編の対価として特定有価証券等を割り当てる場合には、特定有価証券等の新規発行とこれに対応する原始取得は所有権の移転（譲渡）に当たらず、「売買等」に該

1 木目田裕「最近の公募増資インサイダー取引における問題の所在と防止策」金法1958号6頁（2012）参照。ここでは、国際石油開発帝石（平成24年3月21日課徴金勧告）、日本板硝子（平成24年5月29日課徴金勧告）、みずほフィナンシャルグループ（平成24年5月29日課徴金勧告）、東京電力（平成24年6月8日課徴金勧告）、日本板硝子（平成24年6月29日課徴金勧告）の事案が紹介・分析されている。

2 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「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）1頁参照。同報告書では、未公表の重要事実を知った者が他の者に当該情報を伝達する行為（情報伝達行為）やその潜脱的行為として行われる取引推奨行為をインサイダー取引規制の対象とすべきことなど、いくつかの事項についてインサイダー取引規制の見直しが提案されているが、本稿では紙幅の関係上本文で述べた事項についてのみ検討する。

3 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・前掲注（2）7頁。

4 横島裕介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」44頁（商事法務研究会、1989）、三國谷勝範編著『インサイダー取引規制詳解』129頁（資本市場研究会、1990）、松本真輔『最新インサイダー取引規制』179頁（商事法務、2006）、インサイダー取引規制実務研究会編『インサイダー取引規制実務Q&A』110頁以下（財経詳報社、1989）。

5 横島・前掲注（4）45頁、三國谷・前掲注（4）129頁、インサイダー取引規制実務研究会編・前掲注（4）111頁、伊藤栄樹ほか編『注釈特別刑法（5-1）』258頁（立花書房、1986）。

当しないが、組織再編の当事者である上場会社等が有する自らの特定有価証券等を交付し、または、その交付を受けることは、既発行の特定有価証券等に係る所有権の移転（譲渡）であるため「売買等」に該当し、インサイダー取引規制の対象になるものと一般に理解されていた⁶。

かかる解釈の下では、特定有価証券等の包括承継か特定承継か、あるいは特定有価証券等が新規発行か既発行かどうかにより、インサイダー取引規制適用の有無が左右される。この点において改正前金商法のインサイダー取引規制は組織再編について中立的な規制となっておらず、会社が円滑に組織再編を行う上で支障になり得るとの指摘がなされていた⁷。

(2) 金融審議会における審議

平成23年3月7日に開催された金融審議会総会・金融分科会合同会合において、金融担当大臣より、「近年、金融機関を含め、企業の合併・再編が進み、子会社や関連会社から構成されるグループ経営が一般化してきており、こうした実態を踏まえ、金融機関を含めた企業が円滑なグループ経営を行っていく上で金融に係る制度の見直しが必要」であり、「インサイダー取引規制のうち、合併等の重要事実に係る軽微基準及び決算情報変更に係る重要事実について、上場会社等が純粹持株会社である場合には連結ベースの決算値を基準とするような特例を設けること等」について検討を求める諮問がなされた⁸。

この諮問事項を検討すべく、金融審議会金融分科会の下に、「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」が設置され、①純粹持株会社等に係る重要事実、②企業の組織再編に係るインサイダー取引規制の適用関係、③発行者以外の者が行う公開買付けに関する公表措置について審議を重ね、報告書（以下、「平成23年12月15日報告書」）が取りまとめられた⁹。当該報告書は平成24年1月27日に開催された金融審議会総会・金融分科会合同会合において報告・了承された。上記②の審議を踏まえて、インサイダー取引規制に係る部分が改正されるに至った。

2 改正法の概要

(1) 組織再編による特定有価証券等の承継

組織再編は、会社間で権利義務を承継させることを目的として、両当事会社間で交渉等を行っていくことが通常であり、その対価は、承継させる権利義務の値踏みの結果となるところ、会社がそ

6 神田秀樹=黒沼悦郎=松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール(4)』124頁〔神作裕之〕（商事法務、平23）参照。このような考え方に対しては、「自己株式の処分を発行市場の問題として整理するかどうかは理論的な問題であって、発行市場と流通市場とで規律を異にするかどうかは政策的問題であるにしても、自己株式の処分を新株発行の場合と別の規律を適用することは、募集株式の発行と自己株式の処分について同等の規律を課している会社法の考え方は平仄が合わない」等の批判がある。この点について、岩原紳作=神作裕之=神田秀樹=武井一浩=永井智亮=藤田友敬=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・不正取引・業規制編』328頁（有斐閣、2011）〔藤田友敬発言〕参照。

7 高木悠子=齊藤将彦=上島正道「店頭デリバティブ規制の整備、インサイダー取引規制の見直し、課徴金制度の見直し（1）」商事1982号9頁（2012）。

8 この点について、金融庁ホームページhttp://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/gijiroku/20110307.html（last visited June 18, 2013）参照。

9 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「企業のグループ化に対応したインサイダー取引規制の見直しについて」（平成23年12月15日）参照。Available at http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20111215-1.html（last visited June 18, 2013）。

の保有する上場株式に関し未公表の重要事実を知っている場合、それを利用して組織再編により当該株式を承継させてしまえば、損失を回避または利益を得ることが可能となり、とくに承継させる権利義務のうち保有株式の割合が高いときには、インサイダー取引規制の潜脱として利用される可能性があることが指摘されていた¹⁰。このため、改正法は事業譲渡にとどまらず、合併や会社分割といった組織再編によって特定有価証券等を承継させる行為、および承継する行為をインサイダー取引規制の対象とした（金商166条1項）。また、公開買付者等関係者が公開買付け等事実を知りながら組織再編行為を行うことも考えられるため、金商法167条のインサイダー取引規制において禁止される「買付け等」（施行令33条の3）および「売付け等」（施行令33条の4）に合併、会社分割によって上場株券等を承継させる行為、および承継する行為を含ませることにより（施行令の改正）、これらの行為もインサイダー取引規制において禁止される行為となる。

もっとも、組織再編を行う場合には、法定の手続を経る必要があり、また、組織再編当事者間でデューデリジェンス等を行いながら、組織再編の対価・条件等の交渉を行うこととなるため相当の時間と費用を要するが、その一方で、インサイダー取引のために組織再編を行い、保有株式を承継させるおそれは必ずしも高くないことから¹¹、改正法の下では典型的にそのようなおそれの少ないものは適用除外とされている。

(2) 適用除外

a. 組織再編による特定有価証券等の承継に係る適用除外

①合併等（合併、分割または事業の全部もしくは一部の譲渡もしくは譲受け）により特定有価証券等を承継させ、または承継する場合であって、承継資産に占める特定有価証券等の割合が、特に低い割合として内閣府令で定める割合未満である場合（金商166条6項8号）。

この場合には、特定有価証券等に関し、投資判断に重要な影響を及ぼす未公表の事実が生じていたとしても、承継対価全体に与える影響は小さいため、その情報を利用してインサイダー取引をするために組織再編を行うにはコストが過大であり、そのような取引を行う危険性は低いと考えられることから、インサイダー取引規制の適用除外とされている¹²。

②業務等に関する重要事実を知る前に、合併等の契約や新設分割計画の内容の決定についての取締役会の決議がなされた場合（金商166条6項9号）。

この場合には、当該決定後に代表取締役等が未公表の事実を知ったとしても、それとは無関係に特定有価証券等の承継が行われることとなるため、証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうことはないと考えられることから、インサイダー取引規制は適用されない¹³。

③新設分割（ただし共同新設分割を除く）により新設分割設立会社に特定有価証券等を承継させ

10 高木=齊藤=上島・前掲注(7)10頁。

11 高木=齊藤=上島・前掲注(7)10頁。

12 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・前掲注(9)7頁、高木=齊藤=上島・前掲注(7)11頁。

13 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・前掲注(9)7頁、高木=齊藤=上島・前掲注(7)11頁。

る場合（金商166条6項10号）。

新設分割は会社を分社化するものであり¹⁴、基本的に第三者との取引の性質を有しないと考えられるからことから、この場合にもインサイダー取引規制は適用除外となる¹⁵。

b. 合併等または株式交換に際してその当事者である上場会社等有する自らの特定有価証券等を交付する場合（金商166条6項11号）

平成23年12月15日報告書によれば、組織再編においては会社間で権利義務を承継させる点に主眼があり、新株や自己株式の割当てはその対価と位置づけられるところ、組織再編に際して上場会社等有する自らの特定有価証券等を交付することについては、未公表の重要事実を利用して上場株券等の売買を行うことにより利益をあげる典型的なインサイダー取引とは性質が異なるとされている。また、かかる特定有価証券等の交付は有価証券の売買等を行う市場取引とは関係性が低く、インサイダー取引規制の対象とする必要性は必ずしも高くないとされている¹⁶。

さらに、同報告書によれば、組織再編については、通常、当事者間におけるデューデューリジェンスのプロセスにおいて、会社の事業や資産負債の状況について精査されるなど、自己株式の価値が慎重に吟味されることが一般的と考えられること¹⁷、組織再編は原則として株主によるチェックを経て実施されることも踏まえると、インサイダー取引の危険性は類型的に低いと考えられるため、組織再編に際しての上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付についてはインサイダー取引規制の適用対象とはならないとされている¹⁸。

3 改正法の検討

改正法における組織再編に係るインサイダー取引規制は、大きく2つの内容にこれを分けることができよう。第一に、改正法は、組織再編による特定有価証券等の承継について、これを規制の対象としつつ、規制の必要性の低い場合を類型化してそれらを適用除外としている点が挙げられる。第二に、組織再編に際しての上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付の場合については、これをインサイダー取引の適用除外とした点が挙げられる。すでに述べたように、改正前金商法の下では、組織再編による特定有価証券等の承継は、包括承継であるため「譲渡」とはいえないことから「売買等」に当たらず、インサイダー取引規制が適用されないものと解されており、これに対し、組織再編に際しての上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付は、既発行の特定有価証

14 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『金融商品取引法入門』322頁（商事法務、第3版、2013）。

15 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・前掲注（9）8頁。ただし、共同新設分割は分割会社間で各々の承継資産の価値等に基づいて新設会社の株式シェアの調整を行うものであるため、分割会社間の取引としての側面を有することからインサイダー取引規制の対象となるとされる。この点については、高木=齊藤=上島・前掲注（7）11頁参照。

16 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・前掲注（9）8-9頁。また、高木=齊藤=上島・前掲注（7）11頁は、この場合にインサイダー取引規制が適用されると、会社は未公表の重要事実がないか網羅的な精査が必要となり、多大なコストを要すること、また、組織再編に際しての上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付については、会社法上の規制（株主総会の特別決議など）や金商法上の開示義務などを通じて投資者保護が図られていることを理由として挙げる。

17 近藤=吉原=黒沼・前掲注（14）322頁も同様の理由を挙げる。

18 高木=齊藤=上島・前掲注（7）11-12頁によれば、合併等または株式交換に際してその当事者である上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付を受ける場合についても、特定有価証券等の新規発行およびそれに対応する原始取得が「売買等」に該当せず、インサイダー取引規制が適用されないと解されていることとの整合性、対価の交付を受ける者は受動的にかかる特定有価証券等の交付を受けるにすぎず、またそのような者だけが組織再編の相手方の重要事実を知っていることはきわめて稀であることなどを理由として挙げる。

券等の「譲渡」であることから「売買等」に当たり、インサイダー取引規制が適用されるものと解されていた。改正法はかかる解釈とは正反対の結論をとることとなったが、以下ではこの点に留意しながら、改正法におけるインサイダー取引規制の適用関係についてみていこう。

(1) 組織再編による特定有価証券等の承継

改正法では、特定有価証券等の「売買等」の形態として、「合併若しくは分割による承継」が追加されている。その理由として、平成23年12月15日報告書は、「会社が組織再編により他の会社に承継させる資産に上場株券等が含まれる場合、当該承継は、特定承継・包括承継のいずれの手段であっても、上場株券等を他の会社に承継させる点で上場株券等の取引としての性格を有する」とした上で、「証券市場の公正性・健全性に対する一般投資家の信頼を損なうおそれがある点で、特定承継と包括承継を区分する必要は必ずしも高くない」ということを挙げている。

改正法は、組織再編に際しての特定有価証券等の承継について、インサイダー取引規制が適用されるかどうかを特定承継か包括承継かという観点ではなく、むしろ両者の「取引としての性格」の類似性に着目し、政策的見地からいずれの場合にもインサイダー取引規制を適用し、インサイダー取引の危険性の低い場合については適用除外とするという規制のスタンスを採用したといえよう。

(2) 組織再編に際しての上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付

上場会社等有する自らの特定有価証券等（自己株式など）は既発行であるから、その交付は「売買等」に当たると解されており、この見解を前提として、改正前金商法の下では組織再編の対価としてその当事者である上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付とその交付を受ける場合（上記2（2）b）についてもインサイダー取引規制が適用されるものと考えられていた¹⁹。しかし、改正法がこの場合をインサイダー取引規制の適用除外とすることにより、特定有価証券等を新規発行し、これを合併の対価として交付する場合にはインサイダー取引規制が適用されないこととの規制の整合性が図られることとなった。

ただし、上記2（2）b以外についても、金融商品取引法はすでに、特定有価証券等の新規発行とこれに対応する原始取得の場合にはインサイダー取引規制が適用されないこととの平仄を図るべく²⁰、上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付についていくつかの適用除外規定（金商166条6項1号、2号、3号等）を設けていたので、改正法により上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付に係る適用除外の範囲はさらに拡大した。

(3) 改正法の下でのインサイダー取引規制のスタンス

以上のことからすれば、改正法は、組織再編の場合には限られるものの、特定有価証券等の承継

19 神田ほか・前掲注(6)124頁参照〔神作〕。

20 神田ほか・前掲注(6)142-144頁参照〔神作〕。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』69-70頁（商事法務、2010）〔山田将之＝八木浩史〕。

について、特定承継か包括承継か、すなわち発行市場か流通市場かという視点に拘泥することなく、政策的に規制の必要性があるかどうかを考慮してインサイダー取引規制の適用の有無を区別するスタンスをとったと考えることができよう。また、改正法は上場会社等が有する自らの特定有価証券等を交付する場合には原則としてインサイダー取引規制は適用されるという立場を維持しつつも、組織再編に際してかかる特定有価証券等の交付の場合を規制の適用除外とした。これにより改正法のもとでは上場会社等が有する自らの特定有価証券等を交付する場合について適用除外とする範囲が拡大したが、これは、特定有価証券等が既発行であるか新規発行であるか、すなわち発行市場か流通市場かどうかでインサイダー取引規制の適用の有無を区別するというスタンスをよりいっそう相対化したことを意味する。

改正法の下での規制スタンスを踏まえると、発行市場か流通市場かの区別がインサイダー取引規制の有無を区別する決定的な基準とはいえなくなっているように思われる。そうであるならば、立法論として、①組織再編に際しての特定有価証券等の承継にとどまらず、発行市場に広くインサイダー取引規制を及ぼすべきなのかどうか、すなわち、発行市場におけるインサイダー取引規制の必要性の有無が検討されなければならないであろう。仮にその必要性が認められるとすれば、②いかなる場合に規制を及ぼし、あるいは適用除外とすべきなのか、すなわち発行市場におけるインサイダー取引規制の適用関係について再検討しなければならないものとする。

4 今後の課題～発行市場におけるインサイダー取引規制の必要性和適用関係

(1) 発行市場におけるインサイダー取引規制の必要性的の有無

発行市場、とりわけ特定有価証券等の新規発行とこれに対応する原始取得にはインサイダー取引規制は適用されないと一般に解されているが、その理由としては、会社法上の手続や開示規制により一般的な投資家保護がなされていること²¹、発行市場では多くの関係者が関与するためインサイダー取引が行われにくいという事情があること²²などが挙げられている。

もっとも、開示規制があるからといってインサイダー取引規制を及ぼさなくてもよいとするには疑問があるし²³、また、発行市場においてインサイダー取引を行うことが困難であるから規制の必要がないと即断することもできないであろう。むしろ、会社関係者や情報受領者に第三者割当てがなされる場合²⁴、あるいは株価が上昇するような内部情報が存在している状態で役員にオプションを第三者割当てし、当該役員が利益を得る場合²⁵には、インサイダー取引の弊害が生じるおそれがあることも指摘されているところであり、この点を重視するのであれば、立法論として、これらの場合にも規制を及ぼすべきこととなろう²⁶。

21 横島・前掲注(4) 45頁。

22 岩原ほか・前掲注(6) 329頁〔三井秀範発言〕。

23 松尾直彦『金融商品取引法』619頁（商事法務、第2版、2013）参照。

24 神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『金融商品取引法』1219頁（青林書院、2012）参照。

25 岩原ほか・前掲注(6) 329頁〔藤田友敬発言〕。

26 これにより、特定有価証券等の新規発行の場合と上場会社等が有する自らの特定有価証券等を交付する場合との規制の整合性が図られることとなる。27 山下友信ほか『金融商品取引法概説』305頁〔松井秀征〕（有斐閣、2010）。

(2) 発行市場におけるインサイダー取引規制の適用関係

規制方法として、発行市場に一律にインサイダー取引規制を及ぼすというスタンスをとるのであれば、規制の必要性が低い場合についてはこれらを類型化し、適用除外すべきであろう。

この点、現行の金融商品取引法は、同法166条6項各号において投資家の投資判断に影響を及ぼさず、あるいは市場に対する信頼を損ねる可能性が低い行為についてはインサイダー取引規制の適用を除外している²⁷。発行市場に一律にインサイダー取引規制を及ぼすのであれば、株式の割当てを受ける権利の行使（同項1号）あるいは新株予約権の行使（同項2号）などにより新株を取得する場合にも、インサイダー取引規制が適用されることになると考えられるため、金商法166条6項はこれらの場合を適用除外とすることを明確にするという点において意義を有することになる。

もっとも、金商法166条6項各号に定める以外にも適用除外とすべき場合があるのかどうかについては慎重に検討がなされなければならない。たとえば、適用除外すべきケースとして、ある会社が他の会社と第三者割当てによる募集株式の発行について話し合っている最中に業務提携等の重要事実が生じた場合が想起される。この場合に、業務提携が交渉中の状態であり、業務提携等の事実が開示に適しないときには、相手方との間で提携を妥結させるか提携を中止しない限り、新株発行による資金調達すらできなくなるおそれがあるとの指摘がある²⁸。

こうした事態には交渉中開示により対応すればよく、これを行わずに未公表の重要事実に基づいて第三者割当てによる募集株式の発行をした場合にはインサイダー取引規制を及ぼしてもよいとの反論が考えられる。

しかし、交渉中開示は提携話がその後どうなるかわからないのに開示する点で、かえって資本市場に対して悪影響があり得るし、交渉中開示を行ってもまだ交渉がまとまっていない部分について未公表の重要事実が発行会社に残っている場合には、交渉中開示を行ったとしても新株発行に対するインサイダー取引規制が必ずしも解除されるわけではない。したがって、このような場合にインサイダー取引規制を適用すると、かえって上場会社の資金調達や発行市場に悪影響を及ぼすおそれがあることも指摘されている²⁹。

発行市場に原則として一律にインサイダー取引規制を適用するのであれば、当該規制を適用することにより発行市場に悪影響を及ぼす場合または当該規制の必要性の低い場合を類型化し、それらの場合については適用除外にすることになろう。しかし、そのような場合を完全に類型化することが困難であるならば、発行市場に一律にインサイダー取引規制を及ぼすのではなく、改正法のように発行市場にインサイダー取引規制を及ぼすことをあくまで例外ととらえ、当該規制が適用される場合を限定列挙することになろう。

27 山下友信ほか『金融商品取引法概説』305頁〔松井秀征〕（有斐閣、2010）。

28 岩原ほか・前掲注(6) 331頁〔武井一浩発言〕。

29 岩原ほか・前掲注(6) 331頁〔武井一浩発言〕。

二 インサイダー取引に係る課徴金制度

1 背景

平成24年12月25日報告書によれば、近時、上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社からの情報漏えいに基づくインサイダー取引事案の発生が報告されており、これらの事案においては、資産運用業者が他人（顧客）の計算でインサイダー取引を行った場合の課徴金額が違反抑止の観点から著しく低いとの指摘がなされている³⁰。かかる増資インサイダー取引事案を受けて、現在、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（以下、ワーキング・グループ）はいわゆる資産運用業者に係る課徴金水準の引上げを検討している。

金融商品取引法は、「他人の計算」によりインサイダー取引が行われた場合、当該取引に係る「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」の課徴金を課すこととしている（金商175条1項3号）。これを受けて、内閣府令（課徴金府令）では、①資産運用として違反行為を行った場合には、「違反行為が行われた月の報酬額」に「運用財産の総額に対する対象銘柄の割合」を乗じた金額（課徴金府令1条の21第1号）、②①以外により違反行為を行った場合には、「違反行為の対価」の額（同条2号）を課徴金額とすることが定められている。

課徴金制度は、違反行為を抑止し、金商法の規制の実効性を確保するために、同法の規制に違反した者に対して一定の金銭的負担を課す行政上の措置であるところ、課徴金額の水準は、違反行為の抑止にとって十分なものでなければならない。平成24年12月25日報告書では、近時のインサイダー取引規制違反事例を踏まえ、現行の「他人の計算」による違反行為に係る課徴金額の計算方法は、違反行為に対する抑止効果が不十分であり、見直しが必要であるとの指摘がなされている³¹。

2 ワーキング・グループの提案する課徴金額の計算方法

平成24年12月25日報告書は、「他人の計算」によりインサイダー取引規制違反行為を行う可能性がある者として、①運用委託契約等に基づき資産運用業務を行う者（資産運用業者）、および②その他業者以外の者も含め、主に単発の取引を行う者が典型的に考えられると指摘している。その上で、①については、資産運用業者は、違反行為によって将来にわたり継続的に運用報酬を維持・増加させることが可能であり、その利得は違反行為に係る対象銘柄に対応する部分だけでなく、顧客からの運用報酬全体に及んでいるものと考えられることから、課徴金額については、一定期間の運用報酬額を基準とする計算方法に見直す必要があると述べている。一方、②については、違反行為に基づく直接的な報酬等が違反行為者の得る一般的な利得と考えられることから、現行の計算方法が適当であるとしている³²。

30 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・前掲注(2)1頁。

31 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・前掲注(2)6頁。なお、平成25年6月12日に、金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成25年法律第45号）が成立し、同月19日に公布された。同法175条1項3号は、資産運用業者が「他人の計算」で違反行為を行った場合の課徴金額は、「違反行為が行われた月の運用報酬額の3倍」としている。

32 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・前掲注(2)6-7頁。

そのため、同報告書によれば、これらの課徴金額の計算方法は現行の利得相当額を基準³³とする課徴金制度の枠内にあると説明されている。しかし、実質的には現実との利得とは相当程度異なる利得が観念されているとの指摘もあり³⁴、「利得」の概念を明確にする必要があるように思われる。もっとも、そのことにより「利得」の範囲が限定されるのであれば、「利得」相当額の課徴金を課したとしても、違反行為を十分に抑止することは困難となろう。したがって、違反行為抑止の観点からすれば、やはり違反行為者の「利得」を超えて課徴金を課すべきかどうか、あるいはそれを課すことが許容されるのかどうかを真正面から検討しなければならない。

3 今後の課題～「利得」相当額を超える課徴金

金融商品取引法は、いわゆる「やり得」を防止するために、一定の違反行為がなされた場合に、利得相当額の金銭的負担を課している。しかし、利得の吐き出しに過ぎない水準では、違反行為の抑制とはならず、違反行為について利得相当額を超える課徴金を課すべきであるという見解³⁵も従来から示されてきた。ただし、利得相当額を超える課徴金が課されると、その制裁としての側面が強まるところ、そうした課徴金に加えて刑事罰を科すことは憲法39条後段が禁止する二重処罰に該当するのではないかということが問題とされてきた。金融商品取引法の下で課徴金の対象とされる行為は、刑事罰の対象にもされているからである。利得相当額を超える課徴金を課することが二重処罰に該当するかどうかについては、金融商品取引法と法的性格を共通とする税法上の追徴税や重加算税、独占禁止法の課徴金をめぐる議論があり参考となる。

(1) 税法および独占禁止法における課徴金の議論

a. 二重処罰の該当性をめぐる判例と学説

法人税の遁脱犯に対する罰金と追徴税との関係について、判例（最大判昭和33・4・30民集12巻6号938頁）は、大要、こうした罰金や追徴税が制裁的意義を有することは否定できないとしつつも、これらは①違反行為があれば原則として必ず課され（非裁量性）³⁶、②違反行為の抑止を目的としていれば、「行政上の措置」であるとされ、二重処罰には該当しないと判示した。

独占禁止法の判決である最判平成10・10・13判時1662号83頁は上記判決の理由①、②を引用し、

33 平成16年改正当時の立案担当者によれば、課徴金制度の趣旨目的が違反行為の抑止であることから、課徴金の水準は本来的には抑止効果との兼ね合いで決定されるべきものであると述べつつ、初めて証券取引法に課徴金制度を導入することもあり、「抑止のための必要最小限の水準として」、利得相当額が基準とされた旨の説明をしている。三井秀範「課徴金制度と民事賠償責任—逐条証券取引法」13頁（金融財政事情研究会、2005）。

34 松尾・前掲注(23) 621頁。これによれば、むしろ、独占禁止法と同様に、制裁的機能を発揮させる観点から利得水準額以上の水準とすることを正面から肯定するべきであるとされる。

35 森田章「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事1736号13頁（2005）、梅本剛正「現代の証券市場と規制」305頁（商事法務、2005）、黒沼悦郎「ディスクロージャーの実効性確保—民事責任と課徴金」金融研究25巻88頁（2006）、芳賀良「課徴金制度」河本一郎・龍田節『金融商品取引法の理論と実務』別冊金判154頁（2007）、川口恭弘「金融商品取引法上の課徴金制度」同法61巻2号281-282頁（2002）など参照。

36 金融商品取引法上の課徴金制度においても、違反行為があった場合には、金融庁は課徴金の納付命令を出さなければならないとされている。これにより、起訴便宜主義が妥当する刑事罰との差別化が図られると考えられるが、それ以外の点において課徴金と刑事罰の差別化が図られるのであれば、本文①の点が課徴金と刑事罰を区別する決定的な基準とはいえないこととなろう。その場合には、むしろ、事案に即して、柔軟な解決を図り、違反行為を効果的に抑止するために、監督官庁に課徴金の納付命令を課すことに裁量を認めるべきかどうか議論されるべきであろう。この点につき、川口・前掲注(35) 283頁参照。

利得相当額を超える課徴金と刑事罰の併科は二重処罰に当たらないと判示した³⁷。さらに、公正取引委員会や学説の大勢は、独占禁止法上の課徴金と刑事罰の併科が二重処罰に当たらない理由として、③同法の定める課徴金額は違反行為によって得た不当利得の額を超えず、不当利得を剥奪するための制度であるから制裁ではないという点を強調してきた³⁸。しかし、憲法39条後段は、一つの行為に対し同じ制裁規定が併存し適用されること禁止するものであり、一つの行為に複数の制裁規定が並存し適用されることを禁止されるものではなく³⁹、また課徴金が不正利益の剥奪を超えた制裁を目的としていても、なお刑事罰独自の目的は残るため、利得相当額を超える課徴金と刑事罰の併科は二重処罰には当たらず、上記③の理由は不要であるとの有力な見解⁴⁰が示された。

その後、最判平成17・9・13民集59巻7号1950頁は、事案の解決に必要なこととはいえ、「課徴金の額はカルテルによって実際に得られた不当な利得の額と一致しなければならないものではない」と判示しており、独占禁止法の下では課徴金額が不当利得相当額でなければならないという考え方を維持することは困難になってきている⁴¹。

b. 独占禁止法上の課徴金算定率をめぐる立法の動向

独占禁止法は、事業者が価格カルテルやその他の価格に影響を与えるカルテルを行った場合に、公正取引委員会が当該事業者に対し課徴金を課すと定めている（同法7条の2）。これは昭和52年の独占禁止法改正により導入されたものであり、当初の課徴金額は当該カルテルに係る対象商品・役務の売上高の1.5%とされていた。平成3年には課徴金の算定率は原則6%に引き上げられたが、その後も価格カルテル等の違反行為が後を絶たなかったため、平成17年の改正により課徴金の算定率は原則10%に引き上げられた⁴²。この原則10%という割合により算定される課徴金額は不当利得相当額を超えるものであった。ここに独占禁止法上の課徴金制度は、従来の不当利得相当額を剥奪するという制度から経済的制裁として不当利得相当額以上の金銭を徴収する制度に変質したと考えられる。

上述した学説、判例、立法の動向に鑑み、独占禁止法基本問題懇談会は、「違反行為を抑止するために課される行政上の金銭的不利益処分は、被処分者に対して制裁的な効果をもたらすとしても、刑事罰のように道義的な非難を目的とするものではなく、刑事罰と併科しても、憲法の禁止する二重処罰には当たらない」との見解を示している⁴³。こうした課徴金と刑事罰の目的の相違に加え、「社会統制機能」の相当部分を行政法のシステムにより担われていることから、「制裁的機能」は刑法

37 岩原ほか・前掲注(6)410頁参照。

38 たとえば、林幹人「判批」別冊ジュリ141号257頁(1997)、山本輝之「判批」別冊ジュリ161号255頁(2002)参照。

39 佐伯仁志「二重処罰の禁止について」内藤謙先生古希記念「刑事法学の現代的状況」300-301頁(有斐閣、1994)。

40 佐伯仁志「制裁論」129頁(有斐閣、2009)参照。

41 白石忠志「独占禁止法」499頁(有斐閣、第2版、2009)参照。

42 川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリ1390号58頁(2009)参照。なお、平成17年改正により、不当な取引制限にとどまらず支配型私的独占も課徴金の対象とされた。詳細は、松下満雄『経済法概説』227頁(東京大学出版会、第5版、2011)参照。さらに、平成21年改正により、排除型私的独占に対して課徴金が課せられることとなったほか、不当販売等5類型の要件を法定し、これらに課徴金を課すこととした。

43 独占禁止法基本問題懇談会「独占禁止法基本問題懇談会報告書」10頁(平成19年6月26日)参照。同懇談会は、独占禁止法の施行の状況、社会経済情勢の変化等を勘案し、課徴金に係る制度の在り方、違反行為を排除するために必要な措置を命ずるための手続の在り方、審判手続の在り方等について必要な検討を行うため、内閣官房長官が参集する懇談会である。

のみが有するとはいえないから、利得相当額を超える課徴金と刑事罰の併科は二重処罰には当たらないとの有力な学説も主張されている⁴⁴。

(2) 金融商品取引法における利得相当額を超える課徴金

金融商品取引法の課徴金制度も、違反行為を抑止し、市場の公正性を確保するための行政上の措置であることには変わりないことからすれば、上記の独占禁止法上の議論は金融商品取引法にも妥当すると考えられ⁴⁵、金融商品取引法の下でも違反行為の効果的な抑止の必要性から利得相当額を超える課徴金を課すことが認められるべきであると考えられる。

(3) 利得相当額を超える課徴金額の算定方法

不当利得相当額以上の課徴金と刑事罰の併科が二重処罰に当たらないとの立場をとるとしても、具体的にどのような課徴金の算定基準を設けるべきであろうか。この点、平成17年改正独占禁止法は、不当利得相当額以上の課徴金を課すことを認めたが、課徴金額は不当利得から完全に切り離されたわけではなく、むしろ不当利得と比例する課徴金額とすることを目指すべく、売上額に算定率を乗じるという構造を維持している⁴⁶。こうした構造は、金融商品取引法の課徴金の算定方法を考慮する上でも参考となる。たとえば、インサイダー取引については利得相当額の認定は比較的容易であることから、インサイダー取引規制違反について、利得相当額の複数倍の金額を課徴金額とするという算定方法が選択肢の一つとして挙げられている⁴⁷。

(4) 比例性の原則との関係

不当利得相当額以上の課徴金を課すことが認められるとしても、課徴金と刑事罰の併科が刑罰(抑止効果を目的とする行政措置を含む)の厳格さと犯罪とが不均衡であってはならないとする憲法31条の比例原則の制約に服することには注意が必要である⁴⁸。この点、独占禁止法上の課徴金と刑事罰について、両者を無制限に課すことは許されず、違反者にとって過剰な負担とならない場合限りそれらの併科が認められると考えるべきであるとの見解も有力に主張されており⁴⁹、この理は、金融商品取引法の課徴金と刑事罰の併科についても妥当する。

ところで、不当利得相当額以上の課徴金と刑事罰が併科される場合には、トータルとして比例原則に反していなければよいこととなるため、両者の規制の調整は必ずしも必要ないとの見解が主張されているが⁵⁰、もとより両者の調整を法律により規定することは立法政策上あり得る。

44 高木光「独占禁止法上の課徴金の根拠づけ」NBL774号24頁(2003)参照。

45 川口・前掲注(35)282頁。さらに、これによれば、課徴金は国庫に納付されるものの、それは監督官庁による市場監視機能に対するコスト負担を市場参加者として分担していると考えれば、課徴金の制裁としての側面はやわらげられようと思われるとされる。

46 白石・前掲注(41)499頁参照。

47 川口・前掲注(42)61頁参照。

48 佐伯・前掲注(40)131頁参照。

49 佐伯・前掲注(40)95頁、高木・前掲注(44)20頁以下、岸井大太郎「独占禁止法の措置体系のあり方—課徴金制度の見直しを中心に」公正取引637号(2003)17-18頁参照。

50 佐伯・前掲注(40)131頁参照。

なお、金融商品取引法の下では課徴金と刑事罰の調整規定が存在するが（金商185条の7第14項・15項）、かかる調整規定は不当利得相当額の課徴金を課すことを前提としている⁵¹。それゆえ、不当利得相当額を超える課徴金を課すことが認められる場合には、現行法上定められた調整規定を変更せざるを得ないように思われるが、そもそもいかなる場合に比例原則に反することになるかについての明確な基準を示すことはできないとの指摘もなされている⁵²ことからすれば、具体的な調整規定を設けることにはかなりの困難を伴うことが予想される。

おわりに

改正法は、組織再編による特定有価証券等の承継についてインサイダー取引規制の適用対象としたが、これは発行市場の一部をインサイダー取引規制の対象としたことを意味する。また、改正法は組織再編に際して上場会社等有する自らの特定有価証券等の交付については規制の適用除外としており、これによりかかる特定有価証券等の交付については適用除外の範囲が拡大した。

改正法の下では、もはや発行市場か流通市場かどうかはインサイダー取引規制の有無を区別する決定的な要素とはいえなくなっている。このことに加え、少なくとも発行市場におけるインサイダー取引の弊害もいくつか指摘されていることに鑑みれば、発行市場にどのようにインサイダー取引規制を及ぼすべきかについて今後慎重に検討がなされるべきであろう。

また現在、インサイダー取引規制違反に対して課される課徴金については、資産運用業者が他人（顧客）の計算でインサイダー取引を行うという違反事例が近時増加していることを踏まえ、課徴金額の水準の引上げが検討されている。しかし、平成24年12月25日報告書により提案された算定基準の下では、「利得」の概念が擬制化されている。このことは、「利得」相当額の課徴金を課すことの限界を示しているようにも思われる。こうした現状に照らせば、「利得」の概念を明確にしつつも、独占禁止法と同様に、金融商品取引法の下でも、違反行為の抑止の観点から、経済的制裁として「利得」相当額以上の課徴金を課すことを認めるべきであると考ええる。

もとより、その場合には、憲法31条が要請する比例原則に配慮し、「利得」相当額以上の課徴金と刑事罰の併科が違反者にとって過剰な負担とならないようにしなければならないことには注意が必要である。比例原則に配慮して、立法論として両者の調整規定を設けることは一つの有効な手段であるようにも思われるが、具体的な調整の割合をどのように設定するかはきわめて難解な問題であり、今後さらなる検討の必要があるものと考ええる。

51 たとえば、インサイダー取引については、財産の没収・追徴規定が定められている（金商198条の2）ところ、かかる没収・追徴の対象となる行為が課徴金の納付命令の対象となる場合に、課徴金と罰金の調整が行われる（金商185条の7第15項）。これは、犯罪行為による経済的利得を包含する財産について没収・追徴がなされた以上、違反行為の抑止の観点からは、さらに行政上の措置として経済的利得相当額の課徴金を課すまでもないと考えられたからであるとされる。この点について、三井・前掲注（33）125頁参照。

52 佐伯・前掲注（40）301頁参照。

〈追記〉 本稿は早稲田大学金融商品取引法研究会（主催者・早稲田大学黒沼悦郎教授）における報告を基にしている。

本稿は日本証券業協会客員研究員としての研究成果の一部である。

（おがた しょう・本学経済学部講師）