

大証金融商品取引法研究会

公正・透明で信頼性のある市場の構築
－課徴金制度等に係る平成20年金商法改正－

平成23年3月25日（金）15:00～17:00 大阪証券取引所5階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

石田 眞得 関西学院大学法学部教授
加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
近藤 光男 神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一 同志社大学法学部准教授
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授

藤倉 基晴 株式会社大阪証券取引所副社長執行役員

○近藤 それでは、大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は、黒沼先生から「公正・透明で信頼性のある市場の構築 ―課徴金制度等に係る平成20年金商法改正―」についてご報告いただきます。

それでは、よろしく申し上げます。

~~~~~

【報 告】

## 公正・透明で信頼性のある市場の構築 ―課徴金制度等に係る平成20年金商法改正―

早稲田大学大学院法務研究科  
教授 黒沼悦郎

私の報告するテーマは、平成20年の金融商品取引法改正のうち、課徴金制度に係る部分です。既に3年が経過してしまっていて少し古い改正ですけれども、改正後の運用なども含めて報告し、議論の材料を提供したいと考えています。

お手元には、レジュメと資料1～5を配付させていただいています。資料1がワーキンググループの報告（金融審議会金融分科会第一部会 法制ワーキング・グループ報告 ～課徴金制度のあり方について～）、資料2が課徴金事例集から抜粋をしたもの（金融商品取引法における課徴金事例集 平成22年6月）、資料3は、安定操作取引の課徴金の理解のために金融庁資料から作成したもの、資料4はJVC・ケンウッド・ホールディングス株式会社の審判決定の内容、資料5は、イーバンク・ホールディングス・リミテッドに対する審判決定を金融庁のホームページからとったものです。

### 1. 改正の経緯

課徴金制度は違法行為の実効的な抑止を目指して平成16年の証取法改正で導入されたわけですが、平成17年改正法の附則において検討を加えることが求められていたほか、平成19年6月3日のスタディ・グループ中間論点整理においても、エンフォースメント手段として課徴金が有効に機能しているとの認識の下に、実効性を高める観点から、課徴

金の対象範囲や課徴金額の水準の見直しが求められていました。

そこで、平成19年10月に金融審議会金融分科会第一部会に法制ワーキンググループが設けられ、主として課徴金額の引き上げ、課徴金の対象範囲の拡大、課徴金の加算・減算制度が検討されました。ワーキンググループでは、課徴金額の水準について、違反者の不当利得相当額に限定する理由はないとか「不当利得額に限定すると十分な抑止効果が得られない」といった意見が多く委員から出され、事務局からも、例えば違反者の取引額と利得額のいずれか高い額を課徴金の額とする構想などが出されていました。しかし、審議の途中から、違反者の利得相当額を超える額を課徴金とすることは法制化が難しいとの感触が伝えられたため、ワーキンググループとしては方向転換を余儀なくされたわけです。

そこで、ワーキンググループの報告では、「課徴金が反社会性、反道徳性を問うものでない以上、利得から完全に離れるべきでない、との指摘もあり、さらなる議論が期待される」と記載しています（資料1）。

課徴金額の算定方法についても、ワーキンググループで突っ込んだ議論がされましたけれども、報告書では、「違反抑止の実効性確保の観点から、より適切な水準に引上げるべきである」と述べるにとどまっています。

具体的な算定の方法の見直しに当たって、立案担当者は、経済的利得相当額を基準とするという考え方を維持しつつ、課徴金の水準を実質的に引き上げる方向で算定方法を見直したと解説しています（池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』100頁（商事法務、2008年）、以下「逐条解説」という）。

## 2. 平成20年改正の概要

課徴金に係る改正点は、①課徴金額の引き上げ、②課徴金の対象範囲の拡大、③課徴金の加算・減算制度その他の改正点に分けられます。

①については、具体的な算定方法を後で解説しますが、考え方としては、違反者が現実に得た利得に相当する額ではなく、違反者がうまくやれば得ることができたであろう利得に相当する額を課徴金とするものです。

②は、安定操作、仮装売買、馴合売買、開示書類の不提出、公開買付届出書・大量保有報告等の虚偽記載・不提出を新たに課徴金の対象とするものです。

③は、違反行為を繰り返す者に対しては課徴金を1.5倍とし、他方で自社株取引に係るインサイダー取引、発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載等については、企業がコン

プライアンス体制を構築するインセンティブを減殺しないように、自ら違反行為を報告した発行者に対する課徴金を2分の1とするものです。

改正法の運用実態については、課徴金納付命令が金融庁のホームページで公表されているほか、証券取引等監視委員会が課徴金事例集を毎年公表しています（最新のもの、2010年6月に公表された「金融商品取引法における課徴金事例集」）。そこで、以下では、課徴金の対象行為の種類ごとに改正法の内容を説明し、審判や事例集にあらわれた運用実態も参照しつつ、解釈上、立法上の問題点があれば指摘したいと思います。

なお、平成20年改正では、いわゆるプロ向け市場の法整備がされていまして、プロ向け市場の開示違反についても課徴金が適用されるようになっていますが、この点については報告から除外したいと思います。

### 3. インサイダー取引

#### (1) 課徴金の引き上げ

改正前の課徴金の額は、インサイダー取引の場合、売買の価額と重要事実が公表された翌日の終値との差に相当する額とされてきました。しかし、重要事実の公表による株価の影響が翌日以降に続くこともあることから、課徴金の額は、インサイダーの売買価額と重要事実の公表日から2週間の最高値（インサイダーの取引が売却の場合は、最安値）との差に相当する額に改められました（175条1項1号、2号）。

違反者が売付けと買付けの両方を行っている場合には、この175条の算定方法では、売付けと買付けのそれぞれから課徴金が算出されます。事例集（資料2）の事例3では、違反者が重要事実を知りながら株式の買付けを行い、その後、重要事実の公表前に売付け（反対売買）を行ったところ、買付けと売付けのそれぞれについて、公表後2週間における最高値または最安値との差額に基づいて課徴金の額が計算されたため、売付けについても買付けについても正の値の課徴金が算出されています。改正前の算定方法では、公表日翌日の終値を基準とするため、売付け、買付けの双方から正の値の課徴金が算出されるということはありません。

重要事実が株価を上昇させる性質のものか下落させる性質のものにかかわらず、重要事実を知った状態での売買を処罰の対象とする166条の構造には問題があると考えられます。しかし、第三者割当による株式・新株予約権発行のように、株価に好材料となるか悪材料となるか明らかでない重要事実もありますから、売付け・買付けの両行為について

課徴金を徴収することも不当とは言えないだろうと思います。その結果、課徴金の額は違反者が得た利益を上回るようになりますが、そのことも違反行為の抑止の観点からは是認されるだろうと思います。

## (2) 他人の計算によるインサイダー取引

改正前は、会社役員等が会社の計算でした自社株に係るインサイダー取引（175条9項）を除き、自己の計算によるインサイダー取引のみを課徴金の対象としていました。これは、課徴金を違反者の利得を基準に算定していたところ、他人の計算によるインサイダー取引により違反者が利得を得るとは考えにくいためでありました。しかし、他人の計算によるインサイダー取引も課徴金によって抑止する必要があることから、改正法は、次の方法によって違反者に課徴金を課すことにしています。

第1に、違反者が、議決権の過半数を保有している会社その他の内閣府令で定める者（1号）、生計を一にする者その他の内閣府令で定める者（2号）の計算でインサイダー取引をした場合には、自己の計算による場合と同じ算定方法で課徴金を算定します（175条10項）。これらの場合は、違反者にとって利得を自ら得ると同様の経済効果が見込まれるからです（逐条解説102頁）。

内閣府令では、前者（1号）については、違反者の親会社、子会社、違反者と同一の親会社を持つ会社等、個人違反者の同族会社を掲げており（課徴金府令1条の20第1項）、後者（2号）については、個人違反者の親族、事実上の婚姻関係にある者、違反者の役員等、個人違反者によって生計を維持している者、生計を一にする親族を挙げています（同条2項）。

第2に、金融商品取引業者等が、金融商品取引業の顧客または投資運用業の顧客の計算でインサイダー取引をしたときは、手数料、報酬その他の内閣府令で定める額を課徴金の額とします（175条1項3号、2項3号、課徴金府令1条の21第1項）。違反者は、違反によって顧客との契約を維持できていると考えるからです（逐条解説102頁）。

このように、改正法においても、違反者が得た利得に着目して課徴金を算定するという考え方は維持されています。これに対しては、インサイダー取引抑止の観点から、だれの計算でなされるかを問わず課徴金の対象とすべきであるという批判があることは、周知のとおりです（前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事1907号31頁（2010年））。

実務では、法人も166条3項の情報受領者になり得るとの解釈を前提として、会社の

役員による他社株のインサイダー取引について会社に課徴金を課した例があります。事例集（資料2）の事例14です。この事件では、X社及びY社の名義による買付け判断を実質的に一人で決定することができる立場にあった両社の役員Zが、A社の役員として職務上知った重要事実が公表されるよりも前にX社・Y社の計算でA社株を買付けたという事例において、Zが当該重要事実を知った際に、形式的にZからX社・Y社への情報伝達があったと認定して、X社・Y社に課徴金の納付を命じたものです。ただし、このような構成は、取引先として重要事実を知った会社役員が会社の計算で取引先の株式を売買したような場合には使えませんから、限界があることも確かだろうと思います。

#### 4. 相場操縦

##### （1）変動操作の課徴金額の引き上げ

改正前は、①違反行為中に反対売買が行われ確定した利益に相当する額と、②違反行為終了時のポジションに対する反対売買で違反行為終了後1カ月以内に行われたものにより確定した利益に相当する額の合計額を課徴金の額としていました。「違反行為終了時のポジション」とは、違反行為期間の買付数量と売付数量の差のことですが、違反者が違反行為の開始時に保有している数量については、開始時の価格で買い付けたものとみなします。

改正法は、違反者が得ることが可能であった額を基準とする考え方にに基づき、②の違反行為終了後1カ月間の最高値（売りポジションの場合（違反行為期間の売付数量が買付数量を超過する場合）は最安値）で反対売買をした場合に得られる利得に相当する額と変更しています（174条の2第1項1号、2号）。

##### （2）仮装売買・馴合売買に対する課徴金

仮装売買・馴合売買、安定操作を課徴金の対象範囲に含めました。改正前は、これらの行為はそれ自体、投資者が利益を獲得できる違法行為でないことから、課徴金の対象とされていませんでした。この点は、例えば仮装売買で株価を上昇させ、保有している株式を高値で売り抜けるなど、違法行為を利用した利益獲得はいくらでも可能であると批判されていたところでした。

仮装売買・馴合売買の課徴金の額は、違反行為終了時のポジションについて違反行為終了後1カ月間の最高値（売りポジションの場合は最安値）で反対売買をした場合に得られる利得に相当する額です（174条1項1号、2号）。違反行為期間に生じた売買利益が

課徴金の額に含められていないのは、次の事情によるものと思います。

仮装売買や馴合売買は変動操作の一環としてなされる場合が多く、改正前においても、仮装売買等を含めた全体を変動操作と見て、174条の2に従って課徴金を算定した例が幾つもありました。その場合、仮装売買部分は売りと買いの価格及び数量が対当しているため、同条1項1号による課徴金の額はゼロとなり、仮装売買部分については違反行為期間に生じた売買利益が課徴金の額に含まれないこととなります。そこで、仮装売買等の課徴金に関する174条1項においても、違反行為期間中の売買利益は考慮しないこととしたと考えられるのです。

以上の分析から、2つのことが導かれます。第1に、改正法の下でも、仮装売買と変動操作を一連の売買と見て、全体に174条の2を適用することが許容されるということであり（黒沼悦郎『課徴金事例集』にみる金融商品取引法上の論点」金法1908号10頁（2010年））、実際にそのような例が見られます。事例28（資料2）は改正法適用事例なのですが、仮想売買も含めて全体を変動操作としてとらえて課徴金を課した事例です。第2に、改正法の下でも、仮装売買の期間中に変動操作も行われたような場合には、両者を分解して、仮装売買については174条1項を、変動操作については174条の2を適用することができ、その結果は第1の場合と同じ課徴金の額になります。

ですから、何のために仮想売買の課徴金の規定を入れたかという点、仮想売買だけで変動操作に相当するような取引がなかったような場合に、従来は課徴金を課することができなかったけれども、その場合にも課徴金を課することができるようにした点にあるといえます。

相場操縦に係る課徴金の算定においては、違反行為終了時のポジションをその後1カ月間の最高値または最安値と比較することになるため、いつからいつまでを違反行為期間と認定するかが実務上重要になります。違反行為期間は、仮想売買・馴合売買については、当該違反行為の開始時から終了時までの間と定義されており（174条1項1号）、変動操作については特にそのような定義はありませんけれども、「違反行為が終了してから」と語が用いられています（174条の2第1項2号イ(2)）。

事例29（資料2）は、見せ玉の発注、その指値訂正、及び株価変動に伴う有利売買という一つのサイクル——この場合は60分前後で行っていたようですが——を違反行為期間と認定し、13営業日中の28の違反行為期間についてそれぞれ課徴金を計算し、それらを合算しています（課徴金額159万円）。このように違反行為期間を細分化することによって、高額の課徴金を算出することが可能である点に注意を要すると思います。

### (3) 安定操作に対する課徴金

安定操作の課徴金の額は、①違反行為中に反対売買が行われ確定した利益に相当する額、②(違反行為期間中の平均価格－違反行為後1カ月間の平均価格)×違反行為開始時のポジション、の合計額とされました(174条の3第1項)。

①は、変動操作の場合とほぼ同じですが、違反行為終了後1カ月以内に有価証券の反対売買がされた場合には、その売買は違反行為に係るものとみなすという規定が置かれています(施行令33条の14の8第5項)。安定操作の課徴金の算定では、違反行為終了時のポジションを終了後1カ月以内の最高値または最安値と対当させることをしないので、そのかわり、終了後1カ月以内の売買を違反行為期間中の売買と対当させて課徴金の額を算出するわけです。

②は、違反者が安定操作前に保有していた有価証券を違反行為期間中に高値で売却できたことに着目して利得相当額を計算するものです。資料3は、以前金融庁が説明のために作成していた資料を私が再構成したものです。資料3に出ている課徴金の額は、違反行為期間中の売買益①の部分が含まれていなくて、②の部分を説明する資料になっています。

違反行為開始時のポジションとは、違反行為開始時の保有数量(買いポジションの場合)または空売り数量(売りポジションの場合)をいいます。得ることのできた利得とは、違反行為期間中の平均価格と違反行為終了後の1カ月間の平均価格との差額とされており、1カ月間の最高値とか最安値を採ることは行われていません。この点は、細かい点ですが、批判のあり得るところではないかと思います。

他人の計算による相場操縦等の一部が課徴金の対象とされていることは、インサイダー取引と同じです(174条1項4号、5項、174条2第1項2号ニ、6項、174条の3第1項2号ニ、7項)。

## 5. 風説の流布・偽計

### (1) 課徴金の要件

改正前は、158条の違反行為により有価証券等の相場を変動させ、当該変動させた相場により、有価証券の売買等をしたことが求められていました。風説の流布・偽計にはこのような要件は設けられていませんが、課徴金については、違反行為と違反者の利得を結び付ける要件として、この変動させ、変動させた相場により売買等をしたという要件が求



められていたわけです。しかし、この要件の立証が難しいために、風説の流布等に課徴金を課した例があらわれず、課徴金が十分な抑止効果を発揮できていませんでした。

そこで、改正法は、158条の違反行為により「有価証券等の価格に影響を与えた者」を違反者ととらえ、相場に何らかの影響を与えれば足りるとするとともに（173条1項柱書）、課徴金額の算定方法についても、改正前の「上昇させた相場により売付け等をした場合」という表現を削除し、「違反行為後の相場」を基準とする方法を規定しました（同項1号、2号）。

この結果、違反行為期間中に、違反行為とは無関係の理由で当該有価証券の価格が高騰した場合にも、違反者には高騰した相場を基準とする課徴金が課せられることとなります。風説の流布・偽計は、有価証券の取引のため、または相場の変動を図る目的をもって行われるものですから、違反者は利得を得るために取引をするはずであり、その結果、風説の流布等と無関係の相場の変動からも利益を得ることができるからです。

## （2）課徴金の算定方法

改正前の風説の流布・偽計に関する課徴金の算定方法は、相場を上昇させる行為の場合、違反行為開始から終了後1カ月以内の売付価額と違反行為の直前の価格との差額を基準とするものでした。改正後はこれを、違反行為終了時のポジションを違反行為終了後1カ月以内の最高値（売りポジションの場合は最安値）で反対売買した場合に得られる利得に相当する額としました（173条1項1号、2号）。これは、違反行為終了時のポジションについて変動操作に対する課徴金と同じ処理をするものです。

改正前と改正後を比較しますと、例えば、違反行為前に保有していた株式の違反行為開始直前の株価が1,000円であったとしますと、これを違反行為終了後に1,200円で売却したけれども、終了後1カ月以内の最高値は1,400円であった場合、改正前の算定方法では200円が、改正後の算定方法では400円が課徴金の額となります。

ところが、違反者が当該株式を違反行為終了前に1,200円で売却したときは、改正前の方法では課徴金の額は200円が変わりませんが、改正後の方法では、違反行為終了時のポジションがゼロなので、課徴金はゼロとなります。そうすると、これはおかしいのではないとも感じられますが、改正法は、例えば風説の流布について言えば、違反者が風説を発して、それが一般に流布するまでの間が違反期間であるというように、違反者が違反行為終了前に株式の売買をすることがおよそ考えられないほど、違反行為期間は短い

期間であると考えているのではないのでしょうか。そうでなければ、改正法の算定方法では、課徴金額が不当に低く算定される場合が生じてしまうように思われます。

他人の計算による風説の流布・偽計の一部が課徴金の対象とされたことは、インサイダー取引についてと同様です（173条1項4号、5項）。

## 6. 発行開示

### （1）課徴金額の引き上げ

発行開示書類の虚偽記載に対する課徴金の額は、募集・売出額の1%（株式等の場合は2%）から、改正後は募集・売出額の2.25%（株式等の場合は4.5%）に引き上げられました（172条の2第1項）。株価変動要因が集中する決算時ではなく、期中における株価変動のデータ等を踏まえて計算し直したと説明されています（逐条解説107頁）。

発行開示書類の虚偽記載の事例では、平成20年改正前のものですが、ビックカメラの事例が著名です。同事件では、発行者が勧告を争わずに課徴金納付命令を受けた後に、発行者の役員が納付命令を争ったところ、審判の結果、改正前172条5項（現172条の2第5項）に該当する事実が認められないとされました（平成22年6月25日決定（平21（判）14））。このように発行者と役員とで結論が異なったのは、有価証券を売り付けた発行者の役員が課徴金を納付すべきなのは、虚偽記載を知りながら開示書類の提出に関与した場合に限られるところ、審判は、発行者の役員には虚偽記載の認識がなかったとして課徴金の納付義務を否定したのであり、虚偽記載の有無については判断していないからです。つまり、ビックカメラに対する課徴金納付命令と役員に対する審判決定とは矛盾した内容にはなっていないということです。

この事件を契機として、弥永教授は、仮に本件で発行開示書類に虚偽記載がなかったという審判決定が下された場合に生ずる問題を列挙しています（弥永真生「ビックカメラ事件決定が提起した問題点」商事1908号4頁以下（2010年））。

- ①金融庁長官は発行者に対する課徴金納付命令を取り消すことができるのか、取り消さなくてもよいのか。
- ②命令が取消されない場合に、発行者が支払った課徴金は国家賠償の対象となるか。
- ③発行者の取締役等は発行者に対して損害賠償責任を負うことになるのか。
- ④金融商品取引法または会社法の規定に基づく投資者に対する責任との関係で、発行者は虚偽記載がなかったということを主張できるのか。

⑤もし虚偽記載の認定に基づいて取引所が発行者の株式を上場廃止にしていた場合に、  
取引所は投資者に対して不法行為責任を負わないで済むのか。

ここでは、時間の関係で、そういう問題点が列挙されているという紹介にとどめておきたいと思います。

## (2) 発行開示書類の不提出等

平成20年改正では、発行開示書類の不提出が課徴金の対象に加えられました(172条1項)。違反行為の抑止を図る必要があると考えられたからです。

不提出に対する課徴金の額は、不提出の目的が募集・売出しに係る有価証券の内容を実態よりも好条件に見せかけることにあると考えられることから、発行開示書類の虚偽記載と同じ水準に設定されました。

課徴金の対象となるものは多岐にわたっています。有価証券届出書が受理されていないのに当該届出書に係る売出しをした者のうち、課徴金の対象となるのは、自己の所有する有価証券に関し売出しをした者に限定されています(172条1項柱書)。売出人以外には利得がないと考えたのかもしれませんが、仲介者も手数料を得ているはずで、他方、募集についてはこのような限定がされていません。募集をした者とは発行者に限られるという解釈も成り立ちますし、立案担当者はそう考えたのかも知れません。しかし、課徴金の額は、募集によりその者が取得させた有価証券の発行価額を基準として算定されることから、募集をした者とは、発行者だけでなく、取得勧誘を行ったすべての者を意味すると解すべきではないかと思えます。

届出書の効力発生前に募集・売出しによって有価証券を取得させた者も、発行価額を基準とした課徴金を課せられます(同条2項)。ここでは、募集の場合も、募集によって取得させた発行者に対象が限定されています。

172条3項は、目論見書の交付義務違反に課徴金を課す旨を定めますが、その対象を既発行証券の売出しに係る目論見書に限定しています。既発行証券の売出しについては有価証券届出書を提出する必要がないために、届出書の提出義務違反のかわりに、目論見書の交付義務違反を課徴金の対象にしたのかもしれませんが、しかし、そうであれば、目論見書の虚偽記載に対する課徴金(172条の2第5項)で対応可能ではないかと考えられますし、目論見書の交付義務違反という取引規制違反を抑止する必要があるから課徴金を課すのだと考えたのであれば、既発行証券の売出しに係る目論見書に対象を限定した理由が

よくわからないところです。

### (3) 新株予約権の発行

新株予約権の発行時において有価証券届出書に虚偽記載がなされた場合、改正前は、新株予約権の発行価額を基準として、その総額の4.5%を課徴金の額としていました。改正法は、発行会社としては、新株予約権の発行価額だけでなく、これに新株予約権の行使による株式払込金額を合計した額を資金調達額として想定して虚偽記載に及んでいると考え（逐条解説107頁）、新株予約権の発行価額と新株予約権の行使による払込金額の合計額を基準として、その4.5%を課徴金の額としています（172条の2第1号1号、2号）。

この点が審判で争われたのがJVC・ケンウッド・ホールディングス事件です（資料4）。この事件では、発行者（被審人）の平成21年7月10日提出の有価証券届出書等に利益の過大計上等があり、課徴金が課されました。当該有価証券届出書に基づいて、発行者は発行価額2,088万4,000円で割当先に新株予約権を取得させましたが、本件新株予約権には取得条項が付されており、20連続取引日の発行者の株価の終値が一定金額を下回るときには、発行者は発行価額相当額で新株予約権を全部取得することとされてきました。この取得条項に従い、平成22年8月30日に発行者はすべての新株予約権を取得したため、新株予約権発行による資金調達は結局行われませんでした。

発行者が有価証券届出書の虚偽記載に係る課徴金の金額を争ったため、審判が開かれましたが、金融庁長官は、平成22年12月9日、新株予約権の発行価額と新株予約権の行使による払込金額の合計額を基準とする8億3,913万円の課徴金を命じました。その内訳は、継続開示書類の虚偽記載に係るものが300万円（平成20年改正前金商法適用）、発行開示書類の虚偽記載に係るものが8億3,613万円（平成20年改正金商法適用）です。

審判決定は、まず、新株予約権が行使されることなく消滅し、かつ、発行者が得た発行対価全額が取得者へ交付された場合にも、金商法172条の2第1項1号の規定による課徴金が課されるとします。その理由は、文言上、有価証券を取得させた後の事情は何ら課徴金納付命令の要件とされていないこと、及び、実質的に考えても、違反者が発行対価を交付した有価証券を消却した場合に課徴金を課されないとする、違反者は課徴金の納付義務を免れ得ることになって不当であると述べています。

次に、決定は、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」とは、有価証券を取得させた時点における新株予約権の行使価額を基準に計算して得られた額であるとし、この要旨は、新株予約権の行使に際して払い込むべき金額とは、資金調達の合理的見込額を意味すると解釈すべきであるとの被審人の主張にこたえた部分ですが、この被審人の主張というのは、本件新株予約権の発行条項に基づくものです。詳細は省略しますが、この新株予約権は8回に分かれていて、当初の行使価額は、発行決議時の終値である1株58円に100%のアップ率を乗せた116円と設定されており、各回につき発行者が行使価額を修正すると、行使価額が算定期間の終値平均の92%に修正されます。そして、行使価額の修正が行われると、割当先は一定数の新株予約権の行使義務を負うとされています。

つまり、本件新株予約権は、新株予約権者が権利を行使して払い込みをするというのではなく、発行者に資金ニーズが生じた時点で、各回の行使価額を発行者の側で修正して割当先に行使させて資金を調達するものなのです。したがって当初行使価額は、割当先が予約権の行使をしないように非現実的な水準に設定してあったのです。被審人は、発行時の株価に92%を掛けたものが合理的な見込額なのであるから、それを基準にして課徴金を算定すべきだとしたのに対し、審判決定は116円を基準にして課徴金を算定しました。

決定は最後に、このような方法で課徴金の額を計算すると、現実の資金調達額を大幅に上回る課徴金が課されるケースも生じ得るが、新株予約権を発行する場合、発行者は新株予約権の行使による払込金額を含めた資金調達を想定しているのであり、発行開示書類の虚偽記載という違反行為の十分な抑止を図るという課徴金制度の目的に照らせば、算定方法には一定の合理性があると述べています。

本件は、被審人が納付命令の取消訴訟を提起していますので、詳しく論評することは避けませんが、新株予約権発行の個別的事情を全く考慮せずに課徴金額の算定規定を形式的に適用して課徴金を課すと、抑止すべきでない行為を抑止してしまうので、違反行為の抑止を図るという課徴金制度の目的にそぐわないように思われます。

## 7. 継続開示

### (1) 課徴金額の引き上げ

継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金の額は、有価証券報告書については時価総額の

10万分の3または300万円のいずれか高い額から、時価総額の10万分の6または600万円のいずれか高い額に引き上げられました（172条の4第1項）。有価証券報告書以外についてはその2分の1です（同条2項）。引き上げの率については、財務状況の見かけ上の改善を通じた資金調達金利の低下に伴う経済的利得について、最新のデータを用いるなどにより再計算を行ったと説明されています（逐条解説314頁）。

継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金の額は、時価総額と虚偽記載の行われた期間に比例して高くなります。また、時価総額基準が適用されるときは、当然に課徴金の額が高くなるわけですが、それは時価総額が1,000億円を超えるケースに限定されません。継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金の額は、違反行為に対する十分な抑止になるには、いまだ低いというのが実感ではなかろうかと思えます。

## （2）継続開示書類の不提出

平成20年改正では、違反行為の抑止を図る観点から、継続開示書類の不提出が課徴金の対象に加えられました（172条の3）。

不提出に対する課徴金の額は、有価証券報告書については、不提出によって監査報酬を節約できたと見て監査報酬相当額（直近事業年度の監査報酬相当額が存在しない場合は400万円）、四半期報告書・半期報告書の不提出はその2分の1とされました（同条1項、2項）。また、これに伴い、有価証券報告書の提出期限について、やむを得ない理由により事業年度経過後3カ月以内に提出できない場合は、あらかじめ内閣総理大臣（財務局長に委任）の承認を受けて、提出期限を延長することができます（24条1項）。発行者に有価証券報告書を提出する意思はあるが、監査法人との意見調整が調わないために期限内に提出できない場合もあることを考慮したものです（逐条解説108頁）。逆に言えば、やむを得ない場合は財務局長の承認を受けることができますので、やむを得ない遅延かどうかを判断して課徴金を課したり課さなかったりすることはしないという意味です（座談会「金融商品取引法の改正」商事1840号13頁〔池田唯一発言〕（2008年））。

臨時報告書の不提出は、継続開示書類の不提出ではなく、虚偽記載と同様の扱いとされています（172条の4第3項）。平成20年改正では、後述のように虚偽記載の概念の中に重要事項の不記載も含まれたところ、臨時報告書の不提出は、重要事項の不記載と同視できるためです。臨時報告書の不提出によって、監査報酬の節約という利得を発行者が得ていないということも考慮されたのでしょう。なお、不提出が課徴金の対象となる臨

時報告書の提出事由は、内閣府令によって限定される旨が規定されていますが、開示会社の臨時報告書の提出事由（24条の5第4項、開示府令19条2項各号）については、すべて課徴金の対象とされています（課徴金府令1条の5）。

## 8. 公開買付け

### （1）立法の意義

公開買付届出書、大量保有報告書等の虚偽記載・不提出を課徴金の対象とすべきことは、ワーキンググループ報告で提案されています。もっともそこでは、企業の合併・買収事案が増加し多様化しているため、開示書類が適正に提出されることの重要性が高まっていること、言い換えると違反行為を抑止する必要性が高まっていることしか指摘されていません。

ところで、公開買付届出書の不提出とは、厳密に言えば、公開買付けの方法によらないで株券等の買付け等を行うことを意味します。平成18年の証券取引法改正により、いわゆる急速な買付けの規制や他の者が公開買付けを行っている期間中の大量取得など、公開買付けの方法によらなければならない場合が増加し、しかも、その要件の判定が難しい場合が少なくありません。また、課徴金は行為者が無過失でも適用されるため、買付者が解釈を誤った場合に莫大な額の課徴金を課されるおそれも出ています。大量保有報告書の提出要件についても同じ問題があります。

そこで金融庁は、2010年3月、実務における疑念を払拭するためにQ&Aを公表して、公開買付届出書や大量保有報告書の要件について解釈を示しました（金融庁「公開買付けに関するQ&A」（平成22年3月31日追加）、「株券等の大量保有報告に関するQ&A」（平成22年3月31日公表））。公開買付届出書や大量保有報告書のように何人にも適用される規定について金融庁が解釈を示すことができる根拠はどこにあるのかと考えてみますと、これはやはり公開買付届出書や大量保有報告書の不提出に対し課徴金を課す権限が金融庁長官に与えられていることに求められるのではないかと思います。投資者は、課徴金納付命令の要件の解釈を、このQ&Aに事実上依拠することができるわけです。もっとも、Q&Aで示された解釈が裁判所を拘束するものでないことは言うまでもないことであり、私自身は、Q&Aが公定解釈のように通用することに疑問を感じています。

### （2）公開買付届出書の虚偽記載

虚偽記載等のある公開買付開始公告を行った者、または虚偽記載等のある公開買付届出書を提出した者は、課徴金を課せられることになりました（172条の6第1項）。課徴金の額は、公開買付け開始公告前日の①「当該公開買付けに係る株券等」または②「上場株券等」の終値に、買付け数を乗じた額の25%とされています。これは、買付者が虚偽の情報を提供することによって有利な条件で株券等を買付けることができたと考え、公開買付手続不実施の場合と同額の課徴金を課すことにしたと説明されています（逐条解説319頁）。

しかし、課徴金の額を不実施の場合と同額とした理由を、虚偽記載の場合に、買付者が不実施の場合と同程度の利得を得ていることに求めているのであれば、それはかなり技巧的ではないかと思えます。買付者に関する虚偽の情報が提供された場合に、それだけで買付者がプレミアム分を節約できるとは思われなからです。公開買付届出書に虚偽記載があっても、公開買付手続による限り、25%程度のプレミアムを付さなければ、買付者は予定株数の株式を買付けることができないのではないのでしょうか。

他方、発行開示の場合と比較してみますと、虚偽記載等のある有価証券届出書に基づいて株式を取得させた発行者は、取得させた株式の発行価額の総額の4.5%の課徴金を課せられるのに比べ、公開買付者は、取得総額の20%程度（プレミアムが25%だとすると、 $25 / 100 + 25$ ）の課徴金を課せられることとなりますので、違反行為の抑止効果の観点からすると、十分な額の課徴金が設定されているのではないかと思えます。

なお、細かい点ですけれども、条文が①「当該公開買付けに係る株券等」と②「上場株券等」とを使い分けて規定しているのは、①は他社株公開買付け、②は自社株公開買付けに対応させるためです。

### （3）公開買付手続の不実施

次に、買付者が公開買付けの方法によって株券等の買付けをしなければならないのに、公開買付開始公告を行わないで株券を買付けた場合が課徴金の対象とされました（172条の5）。課徴金の額は、買付けた価額の総額の25%です。これも、公開買付けの手続を行わない場合、買付者がプレミアム分を節約できた点に着目したものです（逐条解説316頁）。

違反者の得た利得に着目するのであれば、公開買付けの手続費用も勘案して課徴金の額を定めるべきだと思えます。もっとも、先ほども述べたように、買付け総額の25%と



いう課徴金の額は、違反を抑止するのに十分な水準になっていると思います。

なお、これも細かい点ですが、172条の6第2項は、発行者が27条の2第3項の公開買付届出書を提出しない場合について、第1項（公開買付届出書の虚偽記載等に対する課徴金）を準用しています。この規定は、公開買付開始公告を行ったのに公開買付届出書を提出しない場合に適用される規定であり（27条の3第2項によると、公開買付届出書の提出義務は、発行者が公開買付開始公告を行った場合にのみ生ずる）、公開買付開始公告もせず公開買付届出書も提出しない場合には172条の5が適用されます。

公開買付けの不実施の例として、イーバンク事件決定（平成21・11・25決定（平21（判）21）、資料5）があります。事案の詳細は不明なのですが、ジャスダック上場会社の発行した新株予約権を市場外で3,000万円で買い付けた者に対して750万円の課徴金の納付が命ぜられています。この事例では、買付者の買付け後の株券等所有割合が97.38%となるため、いわゆる全部勧誘義務・全部買付義務（27条の2第5項、27条の13第4項、施行令8条5項3号、14条の2の2）が発動され、発行者のすべての株券等に対し勧誘を行い、応募株券等のすべてを買い付けなければならなかったという事例のようです。

そうだとすると、本件の被審人は、公開買付けの不実施によって莫大な費用負担を免れていることになりまますから、課徴金の額が低すぎるという批判が可能かもしれません。他方、本件の被審人が新株予約権の行使価額を用意していたとは到底思われなことからすると、本件からはむしろ、新株予約権の取得に伴って買付者に全部勧誘義務・全部買付義務を負わせることの当否を再検討すべきだという立法論上の教訓が引き出せるのかもしれませんが。

技術的な解釈問題として、すべての株券等に対して公開買付けを実施しなければならないのに、特定の種類の株券等に対してのみ公開買付けを行った場合に、その違反は①公開買付けの不実施に当たるのか、②公開買付届出書に記載の欠点があるだけなのか、という問題が提起されています（金融商品取引法研究会研究記録第30号「公開買付制度」39頁〔太田洋発言〕（2009年）、中東正文「公開買付制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』172頁（注85））。公開買付届出書に記載の欠点があるだけだとしますと、記載の欠点に対しては刑事罰は適用されないことになります。これは、全部勧誘義務が適用される場合の公開買付け手続の個数をどう見るかという問題とも関連しますが、①の公開買付けの不実施に当たると見るのが自然ではないかと思います。

#### (4) 大量保有報告書等の不提出

大量保有報告書や変更報告書の不提出が新たに課徴金の対象とされました（172条の7）。課徴金の額は、大量保有報告書、変更報告書に係る株券等の時価総額の10万分の1です。大量保有報告書等を提出すると、追隨して取引をする者を生み、大量保有者のその後の取引コストが上昇するので、大量保有者は不提出により取引コストを節約できたと考えて、課徴金額が定められたものです（逐条解説321頁）。

より具体的には、大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響については、種々の事例を分析して平均0.1%と見込み、大量保有報告書提出後は、保有割合が1%増減すると変更報告書の提出が求められるので、1回の不提出によって次の変更報告書の提出義務が発生する時点まで他の追隨取引を発生させないで取引を行うことができると考えて、0.1%掛ける1%=10万分の1にしたとといいます（逐条解説321頁）。この説明は、率直に言って、かなり苦しいように感じます。

大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響額を、ここでは時価総額に対する割合で測っているわけですが、これは継続開示書類の虚偽記載の例に倣ったものと思われる。しかし、むしろ、有利な価格で買い付けることができるという点に着目するのであれば、公開買付開始公告の不実施と同様に、買付総額の一定割合を課徴金額とするほうが理解を得やすかったのではないかと思います。

同一の株券等についての大量保有報告書・変更報告書の不提出は、それぞれ別個のものとして課徴金の額が計算されます。例えば、大量保有者が発行者の株式をちょうど30%まで何も提出しないで取得した場合には、5%を超えた時点で大量保有報告書の不提出が認められ、その後は保有割合が1%増加するたびに変更報告書の不提出が認められるので、課徴金の額は合計で株式時価総額の10万分の25になるのではないかと思います。

#### (5) 大量保有報告書等の虚偽記載

虚偽記載と思われる大量保有報告書や変更報告書を提出した者は、当該報告書に係る株券等の発行者の時価総額の10万分の1の課徴金を課せられることとされました（172条の8）。報告書に虚偽記載等を行うことによって、提出者は取引の実態を不透明にし、その後の立場を有利にするという点で不提出の場合と変わりがないからであると説明されています（逐条解説323頁）。

大量保有報告書の虚偽記載としては、保有目的、取得資金の出所の虚偽記載等が考えられますが、これらの記載を偽ることによって提出者が利益を得ることができるかという点、疑わしい面もあるように思われます。

## 9. その他の改正点

その他の改正点として、課徴金に係るものとそれ以外のものを区別せずに説明したいと思えます。

### (1) 課徴金の加算制度

まず、違反者が過去5年以内に金融商品取引法上の課徴金納付命令を受けたことがあるときは、課徴金の額を1.5倍とする改正が行われました(185条の7第13項)。この改正の理由は、違反行為を繰り返した者は、①1回目に課した課徴金の水準では、当該違反者の抑止には不十分であると推認できること、②それが違反行為であることを認識しつつ違法行為を行っていることと推認できることから、より強い抑止が必要であると考えられること(逐条解説403頁)。

例えば、インサイダー取引を行い課徴金納付命令を受けた者が5年以内にインサイダー取引を行った場合には、1回目の課徴金の水準では、インサイダーが利得を得ることができたので違反が繰り返された可能性が高いし、インサイダー取引が違法であることを違反者が認識していると言えるので、前述の理由がよく当てはまると思えます。

しかし、課徴金の加算制度は、違反者が同じ種類の違反行為を繰り返した場合だけでなく、異なる違反行為をした場合にも適用されるのであり、その説明として①、②が当てはまるのか、疑問も残ります。ほかにうまい説明も思いつきませんが、課徴金による違反行為の抑止効果は、違反者によってさまざまであり、違反行為を繰り返した者には十分な抑止力が働かなかったから、より強い抑止力となるように課徴金を加算するのだとしか説明できないように思われます。

1.5倍の加算率を決めるには、他の法令を参照したと説明されています(逐条解説403頁)。具体的には、10年以内に繰り返し違反した事業者に1.5倍の課徴金を課す平成17年改正独占禁止法7条の2第6項、公認会計士・監査法人が故意により虚偽証明をした場合に過失の場合の1.5倍の課徴金を課す平成19年改正公認会計士法31条の2第1項および34条の21の2第1項を参照したものとされます。

## (2) 課徴金の減算制度

次に、一定の違反類型について、違反者が違反行為を金融庁に申告した場合には、課徴金の額を半額とする減算制度が設けられました（185条の7第12項）。

対象となる違反行為は、①法人による自己株式に係るインサイダー取引、②大量保有報告・変更報告書の不提出、③発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載等、④プロ向け開示の虚偽記載等に限定されています。このような限定をした理由は、継続的・反復的に行われる可能性が高い違反行為については、早期発見がなされることの公益性が強く、早期発見のインセンティブを与えることが必要であるとの観点から、対象となる行為を選別したと説明されています（逐条解説402頁）。

しかし、発行開示の虚偽記載は必ずしも継続的・反復的に行われるわけではなく、自己の計算によるインサイダー取引や相場操縦のように、他にも継続的・反復的に行われる違反行為もあります。私は、むしろ次のような説明が妥当するのではないかと思います。

これらの行為は、会社の役職員の違反行為により会社が課徴金を課される種類の違反行為であり、会社に法令遵守体制（コンプライアンス）を整えさせることが違反の防止に最も役立つと考えられます。ところが、会社が法令遵守体制を整えて違反を早期に発見したのに体制を整えなかった場合と同額の課徴金が課せられるのでは、法令遵守体制を整えるインセンティブがそがれてしまう。そこで、課徴金命令の対象となる会社にコンプライアンスのインセンティブを与えるために、課徴金の減額を認めたのです。

課徴金が減算される要件は、行為類型に即して規定されていますけれども、例えば開示書類の虚偽記載であれば、発行者が虚偽記載等に該当する事実について報告徴取・検査権が行使されるよりも前に、当該事実を報告書にして、持参、郵便またはファクシミリの方法で証券取引等監視委員会に提出することです（同項、課徴金府令61条の7）。すなわち、違反の実行行為者が申告しても減算は認められず、発行者が申告する必要があります。これは、減算制度の趣旨から、発行者のコンプライアンスが一定程度功を奏した場合——本当に功を奏していれば違反は行われなければすけれども——にのみ減算が認められるべきだからであります。

課徴金の減算制度の先例としては、カルテルを早期に中止した場合に課徴金の額を2割減じる平成17年改正独占禁止法7条の2第6項があります。

## (3) 重要事項の不記載

これまで説明を省略して「虚偽記載等」と言ってきましたけれども、開示書類の虚偽記載に加えて、記載すべき重要な事項の記載が欠けている開示書類を提出した場合にも、発行者に課徴金を課す改正が平成20年に行われています（172条の2第1項等）。この改正項目は、ワーキンググループでは議論していません。開示書類における重要事項の不記載は虚偽記載と同様に抑止されなければなりませんから、課徴金の対象にすることは当然であるとも言えます。

他方、開示書類における重要事項の不記載は刑事罰の対象とされておらず、今回の改正は、刑事罰の付されていない行為を初めて課徴金の対象とするものです。課徴金の対象とする以上は、開示書類に重要事項の不記載をしてはならないという規範が存在することが必要だと考えられますが、そのような規範は、10条で重要事項の不記載が開示書類の訂正届出書提出命令の要件とされていることから導くことができるのではないかと思います。

同じく10条による訂正命令の要件の一つとされ、民事責任の要件としても用いられている「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていること」は、課徴金の対象とされませんでした。「誤解を生じさせない」との要件の認定に幅があり得るからだと説明されています（逐条解説306条）。もっとも、要件の認定に裁量の余地があるからといって、課徴金の対象になり得ないわけではありませんし、課徴金は刑事罰と違うのですから、誤解を生じさせる記載を課徴金の対象とすることに理論上の障害はないと考えられます。

#### （4）除斥期間の延長

改正前は、違反行為が行われた日から3年を経過したときは審判手続開始決定をすることができないとされていました。しかし、3年の期間は、違反事件を調査する側にとって必ずしも十分な期間とは言えない状況にあることから（逐条解説111頁）、除斥期間を5年に延長することにしました。178条3項から27項に、これに相当する規定がそれぞれ置かれています。

#### （5）送達場所の届出・事件記録の閲覧

審判手続に係る改正として、民事訴訟法の規定を準用している185条の10を改正して、民事訴訟法104条を準用の対象に含めています。これは審判手続上、審判官が被審人の住所を把握する必要があるため、被審人に書類の送達場所の届け出を求めるものです。

利害関係人は、審判に係る事件記録の閲覧・謄写を内閣総理大臣に求めることができますが、改正法は、この閲覧・謄写権の行使について、内閣総理大臣は、第三者の利益を害するおそれがあるときその他正当な理由があるときでなければこれを拒むことができないとしました（185条の13）。立案担当者の解説では、正当な理由がないときは拒否できないことを明確化したと説明されていますが（逐条解説405頁）、むしろ、正当な理由があれば拒否できることが明確化された点に意義があると思われます。

ここにいう利害関係人は、審判手続に参加する関係人及び事件の被害者を指します（三井秀範ほか『課徴金制度と民事賠償責任 条解証券取引法』141頁（2005年、きんざい））。被審人は適切に防御権を行使するために、事件の被害者は損害賠償請求権を適切に行使するために、事件記録の閲覧・謄写が認められるということです（同上）。例えば、発行者が虚偽記載等のある継続開示書類を提出した場合に、投資者が金融商品取引法21条の2第1項に基づく発行者の損害賠償責任を追及するときは、発行者の利益を害するおそれがあることを理由に、内閣総理大臣は事件記録の閲覧・謄写を拒むことはできないと考えられます。

本条の解釈が問題となった事件はないようですが、IHIの虚偽記載事件に関連して、証券取引等監視委員会が課徴金調査の結果をまとめた検査報告書の提出を、IHIの損害賠償責任を追及している投資者が、文書提出命令に基づいて求めたケースがあります。東京地決平成22年5月6日（金判1344号30頁）は、課徴金の検査報告書は民事訴訟法220条4号ロにいう「公務員の職務上の秘密に関する文書」に該当するが、個人及び参考人である監査法人関係者に対して行った質問調査の内容を引用している部分、検査の端緒及び調査の経過を記載した部分、及び課徴金調査の対象としなかったことに関する情報を記載した部分を除いて、同号ロにいう「公務の遂行に著しい支障を生ずるおそれがある」とは認められないとして、上記部分を除いた検査報告書の提出を命じています。つまり、一部の記載を除いて、文書提出命令の対象となると判断したわけです。

#### （6）訂正命令を行う開示書類の縦覧の制限（25条6項～8項）

2008年1月に、上場会社6社の株式をそれぞれ51%取得した旨の大量保有報告書が同一の会社から提出され、EDINETに掲出される事件（テラメント事件）が起きました。翌日、提出者に大量保有報告書の訂正命令が発せられましたが、虚偽記載のある大量保有報告書を依然として公衆の縦覧に供していたことが、投資者に誤解を与えるので

望ましくないと批判されました。そこで、内閣総理大臣が開示書類の訂正命令を発するときには、命令の対象となった開示書類の全部または一部を公衆の縦覧に供しないものとすることができる旨の規定が設けられました（25条6項）。

内閣総理大臣がこの開示書類を公衆縦覧に供しないこととした場合には、その旨を提出者や金融商品取引所、認可金融商品取引業協会に通知します（同条7項）。通知を受けた金融商品取引所や認可金融商品取引業協会は、同条2項3項による訂正命令の対象書類の公衆縦覧義務を免除されます（同条8項）。免除されるということは、公衆の縦覧に供しないことになるということだろうと思います。

#### （7）緊急差止命令の申立権の証券取引等監視委員会への委任

最後に、緊急差止命令の申立権が証券取引等監視委員会に委任された点に触れたいと思います。

いわゆる緊急差止命令の裁判所への申立権（192条）は、内閣総理大臣から金融庁長官に委任されていますが、これを証券取引等監視委員会に委任することにしました（194条の7第4項2号）。日常的に金融資本市場の監視を行っている監視委員会が、申立てを迅速に行えるようにするためです。ただし、金融庁長官自ら権限を行使することも妨げられません（同項）。申立ての調査をするための処分権限（187条）も監視委員会に委任されます（194条の7第4項1号）。これにより、監視委員会自らが調査から差止命令の申立てまでを一貫して行えるようになりました。

2010年に、監視委員会は、無登録業者の未公開株の勧誘及び発行者による無届募集について、裁判所に緊急差止命令を申立て、裁判所により差止命令が下されています（萩原秀紀「緊急停止命令（金商法192条1項）の活用」商事1923号19頁（2011年））。このように、緊急差止命令が実際に使われるようになったのは、平成20年改正もさることながら、平成22年の改正により、緊急差止命令違反に両罰規定が設けられ（207条1項3号）、3億円以下の罰金という重い罪状が定められたことが大きく寄与していると思われます。実際に多額の罰金を課すには刑事裁判が必要ですが、違反行為の利益を剥奪するに足る額の罰金が科せられるということは、違反行為に対する大きな抑止になるわけです。

今後は、192条の緊急差止命令と課徴金のどちらに違反行為の抑止を期待するかという問題が、立法政策上、問われることになると思われます。

大変早口で雑駁な報告でありましたけれども、よろしくご教授をお願いしたいと思いません。

~~~~~

【討 論】

○近藤 詳細にご報告，どうもありがとうございました。

それでは，ただいまのご報告につきましてご質問，ご意見をお願いしたいと思います。

1 インサイダー取引に対する課徴金

○前田 「3（2）他人の計算によるインサイダー取引」のところでご説明くださった事例についてですが，情報受領者に関する金商法166条3項の規定は，罰則規定との関係では，別に両罰規定がありますので，法人は情報受領者には含まれないと従来解されてきたところだと思います。しかし，恐らく金融庁の解釈では，課徴金との関係だけは，この情報受領者の「者」のところに法人が入ることになるのだろうと思います。

同じ規定で別の読み方をするというのは不可能ではないとは思いますが，相当に無理があるのではないかと思います。ただ，黒沼先生が最後のほうでご指摘になられましたように，法人自身に課徴金を課すことで，法人にコンプライアンスのインセンティブを与えるということには相当の意味はあると思いますので，現行法のもとでなんとか法人に課徴金を課そうとすれば，このような相当技巧的な解釈もやむを得ないのかなというふうに感じました。

それよりも問題なのは，この事例で課徴金を課したいのはX社とかY社ではなくて，本来は行為者であるZだと思います。Zに痛みを与えて抑止を図ろうというのが課徴金制度であるはずですが，それにもかかわらず，この事件では，Zには課徴金はかけられない。Zに罰則はかけられるのですね。つまり，罰則がかかるほど悪性の強い行為について課徴金による抑止を及ぼすことができないのであって，これは，立法論としては相当歪みが生じているのではないかと思います。このような見方について，黒沼先生はどうお考えでしょうか。

○黒沼 全く前田先生のおっしゃるとおりだと思います。

恐らくこの事例は、 $Z = X = Y$ ，そういうような企業だったのではないかという感じはするのですけれどね。

○森本 レジュメの3ページに前田先生のご論文が挙げられています。それは要するに、もう少し広くというお考えなのですね。現行法の建前は、利得を前提にしているため、他人の計算の場合には厳しいものであったが、改正法は、他人の計算の中でも相当密接なものの中に取り込もうと苦労したが、それにもかかわらず、内閣府令等々でも入らない穴があったという理解なのですか。つまり、以前よりも少しましになったけれども、条文上穴があったという理解なのか。前田先生のご理解はどうか、確認させていただきたいと思います。

つまり、他人の計算によるインサイダー取引により違反者が利得を得るとは考えられないから、自己の計算だけとしたけれども、少し緊密な関係にある者について広げたのが今回の改正だというご説明を3ページの前半でなさったと理解していいわけですか。

○前田 改正法で規制対象に加えたのは、他人の計算によるインサイダー取引のうち、当該他人と行為者とを経済的に同一視しうる一定の場合だけですので、たとえばご紹介くださった事例のZのような者に課徴金を課すのはむずかしいのではないかと思います。問題は、森本先生ご指摘のように、利得概念にどこまで引きずられなければならないのかということだと思います。特に、最後でご説明くださった加算の制度というのは、もはや利得概念からはおよそ説明できなくなっているのではないかと思うのですけれども、黒沼先生は加算の制度についてはどのように理解しておられますか。

2 加算制度と利得概念

○黒沼 説明の仕方はいろいろあると思うのですが、金融庁の説明では、要するに利得を全部取り切れなかったから、2回目にその分を取っているのだと、そういう説明です。
(笑)

○森本 しかし、それは反社会性が高まったから1.5倍にするというほうが素人的には納得しやすいというか、素直なように思います。(笑)

○龍田 お金に困っていない人からは、たくさん取らないと制裁にならないということと違うのでしょうか。少々犠牲を払ってでも悪いことをしようという不埒な奴ですからね。

○近藤 2回目に取るといっても、同じ種類の行為でなくても加算されるのですよね。

- 黒沼 ええ。
- 近藤 そこには矛盾がないのでしょうか。
- 黒沼 なかなか説明が難しいところですね。(笑)
- 近藤 全く関係のないことをやったという場合でも加算するというのは、どう説明するのでしょうか。
- 龍田 その人には効き目が薄いのですよね、体質として。(笑)
- 近藤 違うことにも抑止力を働かせようということですか。
- 龍田 利得を吐き出させるという軸足を外してしまうと、この制度の説明が難しいですね。刑罰や損害賠償などほかの制裁とダブってもかまわない。それはなぜかといえば、やり得をさせないことがねらいだからである。独禁法ではそういうふうに説明していますね。
- 黒沼 二重処罰との関係では、課徴金のような行政処分が制裁的な要素を持ったとしても、その制裁がいわゆる比例原則に沿ったものであれば二重処罰の禁止には反しないのだという見解が、公法のほうでも比較的有力になっているのではないかと思いますので、それを支持すれば、利得を超えても二重処罰の禁止には反しないと言えるのではないかと、個人的には思っているのですけれど。
- 龍田 でも、アメリカの一部にある3倍罰のようなことまでは認めないわけでしょう。あれでも、比例はしますね。しかし、日本法ではいけないと言っているのではないのでしょうか。

3 無過失の行為に対する課徴金

- 森田 これはあまりのことに啞然として言葉も出ない、課徴金のあり方についてね。というのは、当初は、今龍田先生もおっしゃったように不当な利得を吐き出させるのだということでしたけれども、例えばきょうのご説明にありましたインサイダー取引のときは、売りまたは買いの行為だけが違法ですよね。それについて利得金はないんですね、本来は。そうすると、利得金をわざわざ算定するわけでしょう、勝手に。しかも、そのときは一番高いので算定してこうだと決めつけるわけです。そんなので利得だと言われたって、普通の僕らの感覚でいう利得ではないと思いますね、これ。それでかなり無理があると思うのだけれども、それでやらないと規制目的が達成できないというふうに言って、規制目的で言うとそれはそうかもしれませんねと思うけれども、根本的にそうい

う制度であっていいのかというのはちょっと疑問に思います。

それがもうあまりにたくさんありますので、そういう感想はあまり述べたくないのですが、ちょっとだけお聞きしたいのは、虚偽記載という場合も、「おお、ミスメイク」というのが多分あるのですね。この前の日本システム技術の事件なんかは、会社法的に言ったら内部統制も一応守っている。ところが、従業員の不正な経理操作を見抜けなかった。結果として、有価証券報告書の虚偽記載を惹起してしまったと。そういうときは、会社としては大抵はインテンショナルにやっているのではないというような場合と、某L社事件のようにインテンショナルに積極的に売上げを増やしていくんだというような感じでごまかしてやっていくという場合と、証券市場に与える影響というか悪性というのは大分違うと思うのですね。

しかし、お聞きしている要件では、両方とも虚偽記載になるのでしょうか、きっと。そうすると、それについて一律に課徴金まで課していくということの意味が、それはまともな上場会社にとっては非常に脅威ですね。怖いです。

だから、私もあまりのことに啞然として口が開けないのですが、最後に黒沼先生のおっしゃった方向でいくのか、あるいは裁判所をかませてちょっと冷静にいくのかということのだったら、裁判所をかませて冷静にいったほうがいいんじゃないかなとは思いますが、それぐらい根本的に、非常に私としては危険なものを感じます。

○黒沼 虚偽記載については、刑事処罰にいく場合と課徴金にいく場合とで、実務では比較的うまく振り分けがなされているのではないかという印象を私は持っています。

それから、無過失の場合にも課せられるのはけしからんという意見は当然ありまして、私もそれにどちらかという賛同するのですけれども、つくったときは、故意・過失を要件とすると、それは道徳的非難をすることになるので二重処罰との関係が問題になると考えられました。その延長線上で、違反行為の態様によって課徴金の額を変えるということも、結局、故意の場合により強い非難をするのと同じことになるので、やはり二重処罰との関係が出てくるから、そういうことは避けたのだと推測しています。

ただ、それが本当にいいのかどうかというのは、いろいろと議論のあるところだと思います。

○龍田 従業員の行為によって虚偽記載がなされ、それについて全く監督義務もない取締役が責任を課すことになりまして問題でしょう。それとは違って、会社が虚偽記載をしたという事実は動かない一方で、監査その他を通じて会社は適正な開示、適正な計算

をしなければならず、特に公開会社についてはその要請が強いわけですから、これについて課徴金を課すことには少しも違和感を感じませんがね。

それから、裁判所の緊急差止命令と課徴金とどちらにウエイトを置いて抑止を期待するかということを疑問にされましたが、両方ともそれぞれの役割に応じた働きをすべきものだと思います。

4 公開買付け・大量保有報告に関する課徴金

○森田 いや、ただね、もともとは私的自治の世界ですよ。それで、私はあまり長くなるから一回とめたのですが、例えば公開買付け規制に関して、あるいは大量保有報告書に関してこういう規制がされると、投資家は投資行動をしにくくなりますね。ある日突然、例えば僕と松尾君との間は友達だけれども、それぞれ別個に株を買っていると思っていたら、いや、それは一緒に買っていたんだと言われたら、急にそれは届け出が必要だとなりますね。例えばそんなふうにインテンショナルという要素を抜いてしまうと、結果的に虚偽か不提出か何か知りませんが、そういうことが起こってしまう可能性もある。

それで、龍田先生のおっしゃるように、発行会社はそんなんは当たり前やないかということだったら、僕は賛成しませんけれども、それはあり得るかもしれません、そこまで例えば投資家に対して要求できるでしょうかということ……

○龍田 あなたの出された例では、共同行為者であるとの認定が妥当でないというご批判だろうと思います。共同行為者にすべきでない者を共同行為者として合算してしまう、その結果がおかしいということを批判されたのだろうと思うので……

○森田 いや、そういうふう間違いが起こったりするし……

○龍田 それをとらえてこの制度そのものを間違いだと言うのはこじつけですよ。

○森田 いやいや、それともう一つは、例えば公開買付けは3分の2を超えると強制規制なんかありますよね。それも逃れたから利得何%で、これは金額が大きかったですね、というようなことになってくると、やはり投資家としては行動しにくいんじゃないでしょうか。

それで、僕が少々言っても、こんなもの動かないだろうからもう黙りますけれども、僕としては非常に承服しがたい制度になっていると思うということだけです。僕が言ったからといって変わるとは思いませんが、ただ、非常におかしな制度になったと

思います。

○森本 最初は、特に重要な、価格に影響を与えるような違法行為については過失の有無を問わない、情状により減額も何もしない、画一的なものだったのですね。そういう形でやろうとしたところ、課徴金を課される範囲がどんどん広がってきたし、証取法自体のいろいろな要件も複雑になってきたので、そこで実務の混乱があるかもわからないということで、どういう権限があるのかわからないけれども、Q&Aが出されて、できるだけ実務の運用を円滑にしようという流れです。そういうところで、いろいろの過不足はあるでしょうけれども、やはり、最初はそうだったけれども、ここまで広がったときに、説明方法として、根本的に考える必要があるように思われます。龍田先生が最初に言われたように利得を外したら、この制度はどう説明がつくかよくわからないけれども、本当に説明しているのという気持ちが多くの人にあるのも否めないで、その矛盾でいろいろ皆さん方は悩んでおられるのでしょうか。

だから、もう一度、刑罰そのものと、それから没収制度、それから日本ではなかなか損害賠償という民事罰が機能しなかったけれども、徐々に機能しつつあることを前提に、中長期的には根本的に考えなければならぬように思います。ただ、課徴金制度による抑止効果にはみるべきものがあります。したがって、これをプラスにする方向で考えたらというのが率直な印象です。

ところで、森田さんが言われたのは、この人は気の毒だという事例が現実にあったわけですか、一般論ですか。

○森田 いや、そうじゃなくて、おかしい、確かに上場会社関係は厳し過ぎるということはないという主張はあるかもしれませんが、僕は、経営者のガバナンスとして完全ということはある得ないと思うし、だから、そんなことの場合でも課徴金をかけてくるのはおかしいと。それは制度の最初の趣旨にちょっと反しているのですけれどね。

○森本 その点で、リエンシー制度がここでも設けられたわけですね。

○森田 幾ら減らしてもらおうのかな、半分かな。

○黒沼 半分です。

○森田 だから、そういう制度でやっておられるのでしょうかけれども、それともう一つは、公開買付け規制関係が非常にマーケットに対して悪影響を与えるのではないかと思いますね。

5 減算制度について

- 近藤 減らしてもらおうほうの減算制度ですけれども、適用される場面は非常に制限されているわけですね。
- 黒沼 はい。
- 近藤 そして減らすというときに、利得とはますます離れていってしまうという点もはや避けられないのではないのでしょうか。減らすというのは情状酌量なのではないでしょうか。そうすると益々利得とは発想が離れていくことになると思いますが。
- 黒沼 まあ、発想は離れていきますけれども、要するに利得の範囲内で減らしていくわけですから。(笑)
- 森本 抑止効果という観点から内部統制システムをきちっとして正直にした者に配慮する趣旨でしょう。課徴金制度は、利得の返還が決定的というのではなくて、抑止効果を高めるために利得の返還をさせるものですから、抑止効果が上がった者については利得の返還を減じても制度趣旨に合わないわけではないということではないのでしょうか。
- 近藤 発行者に限定するというのはどのように説明するのでしょうか。(笑)ほかでも当てはまりそうな気もするのですけれども。
- 黒沼 そうですね。自己の計算でやった者が自ら申告した場合にまけてもらえるかということですよ。
- 近藤 そうですね。
- 黒沼 違反行為自体がもう完結していますから、それをどうするかという問題で。
- 森田 だけど、多分大量保有報告書なんか、「ああ、すみません、知りませんでした」と言って後から出しているというようなものはたくさんあると思いますけれどね。だから、それがそういう運用でいけるのかどうかということです。

6 違反事例の振分けと裁量

- 加藤 今の話は、法律の文言と実際の運用が違っているということとも関連があると思います。つまり、法文上は、金融庁が違反行為の事実を知ったときには課徴金を課さなければならないとなっているのですけれども、課徴金制度が導入された当時の平成16年改正の立案担当者は、金融庁が違反行為の事実を知るのは証券取引等監視委員会からの勧告があった場合に限られるということを言っています。つまり、暗黙のうちに、証券取引等監視委員会が、ある違反行為について課徴金と刑事罰の振り分けを行うこと

が予定されているわけです。先ほど提起された問題は、現時点の振り分けに何か問題があるのかという点と、課徴金と刑事罰の振り分けを具体的な法制度として明文化したほうが望ましいのではないかという点の2つの問題に分けられるように思います。

私個人としては、課徴金は制裁として位置づけた上で、適切な手続とは何かを考えることが必要な時期にさしかかっていると考えています。

- 森田 今、条文では、これはもう違法があったらそうになってしまうのでしょうか。
- 加藤 金融庁が知ったときなのですね。
- 森田 でも、「すんまへん、こんな悪いことしました」と言いに行ったら、リニエンシーか何か当てはまったらいいけれども。
- 加藤 違反行為の申告は証券取引等監視委員会になされると思います。それに対して、恐らく証券取引等監視委員会が、課徴金が適切なのか、刑事罰が適切なのか、もしくは、ちょっと言い方は悪いですが、お目こぼしするのかを判断する。
- 森田 そこら辺で、犯罪性というか、それを実際には評価してもらわないと困るなど思うんです。
- 加藤 それは実務としては多分もうやっているのだと思うのですが、それがあ
る意味、どういった場合にどういうサンクションが科されるかということがわからない
というのが、恐らく森田先生のご懸念なのだと思います。
- 石田 8ページですが、無届けで証券を取得させた場合と、効力発生前に証券を取得
させる場合で、発行者が対象になっているのといないのと条文に違いが設けられてい
るのですが、この辺はどう理解したらいいのか、お教えいただければと思いますが。
- 黒沼 いや、私もこれはよくわからないところなのですが、発行段階の取引規制につ
いてすべて課徴金を課するという趣旨でできていないことは確かですね。
- 森本 くだらない問題ですが、法文の「認めるときは」というのは、そういう事実が
あればそれを確認する義務があるので、認めるのに裁量があるわけではないはずですね。
- 加藤 そういうことです。
- 森本 だから、課徴金を課すほどの悪性がないとして知らん顔をしている実務がある
とすれば、それは法文上の趣旨には合わないということですね。
- 加藤 証券取引等監視委員会が判断するわけですね、刑事罰か課徴金か。
- 森田 やめとこうって判断できるのですか。
- 加藤 証券取引法監視委員会から金融庁に対して勧告がなされるわけです。立案担当

者の建前としての説明は、その勧告しか金融庁の長官が違反行為の事実の有無を知る手段はないので、証券取引等監視委員会の勧告に従って課徴金を課したりしているということです。したがって、金融庁のほうで何か裁量的な判断をするという実務には建前上はなっていないというのは、そのとおりだと思います。

- 森本 認めるときとなっているから、合理的な運用がなされるはずだという表現は、この法文上からは少なくとも不適正なように思われますが……
- 加藤 それはもちろん違います。
- 森本 ただ、実務の運用として……
- 加藤 裁量がないことが前提だと思います。
- 森本 実務上、括弧つきの合理的な運用がなされているから、大きな問題は発生していないということのようですが、加藤さんは、それをもう少しどうしろとおっしゃるわけですか。個別具体的解決法というのではなくて、刑罰没収制度、民事訴訟制度、民事責任制度とこれの関係を整理しろという趣旨ですか。
- 加藤 金商法の違反行為について、各種のエンフォースメントの手段のうち何が望ましいかは個別具体的な事案と無関係には決まらないという点は、その通りだと思います。私が先ほど申し上げたかったのは、個別具体的な事案において金融庁が最適なエンフォースメントの手段を裁量的に選択できることを正面から認めた上で、その裁量権が適切に行使されるような体制や手続きの整備を検討すべきではないかということです。

7 課徴金調査と適正手続

- 洲崎 実際に違法行為、すなわち課徴金の納付命令が出されるべき事実があるかどうかは、原則として証券取引等監視委員会が確定すると理解していいのですか。そうだとすると、その事実の確定がどのような手続で行われるのか。基本的には、売買がどのように行われているかを調査して、そこで怪しいとねらいをつけるのかなと思いますが、その後、実地に立入検査をするといった手続がどういう形で行われるのかというのがよくわからないのです。条文でいくと177条、「内閣総理大臣は……課徴金に係る事件について必要な調査をするため、当該職員に、次に掲げる処分をさせることができる。」。特に2号の「事件関係人の営業所その他必要な場所に立ち入り、帳簿書類その他の物件を検査すること。」、これを多分、証券取引等監視委員会がしているのかなと思うのですが。

- 森田 自らもできるようになっているはずです。
- 洲崎 金融庁がね。
- 森本 ただ、手足がないから……。
- 洲崎 しかし、これは刑事手続に従って、つまり裁判所に捜査令状を出してもらってやるわけじゃなくて、怪しいと思えばいけるわけですよ。そして、実際に調査をした結果、これはやはり刑罰を科すべき案件だとなると検察庁なりに連絡するということがあるかと思うのです。そうすると、通常の刑事手続に従わない形で証拠だけは収集して、しかしその後刑事手続に行くということもあり得るのかなと思うのですが、その点は特に問題にはならないのですか。
- 森田 これはあくまでも行政処分だから、いわば駐車違反みたいなものと違いますか。
- 洲崎 あくまでも課徴金について必要な調査をするためにできるとなっているわけですが、課徴金自体もかなり制裁的要素が大きくなって刑罰に近づいていると。さらに、そこで得た事実に基づいて、これは課徴金では済まないぞということになれば、刑事手続につながることはあると思うのです。
- 龍田 それは金融庁から告発するのではありませんか。
- 洲崎 それはそうだと思います。ただ、証拠を得る段階で、怪しいと思えばそこへ行って調査して、そして証拠を得られれば告発するということになるのかなと。
- 森田 要するに、例えば発行会社の場合だったら、まあ言うたら数字が間違っていることがわかった。そしたら、それは調査も何もない、数字が間違っただけですから。
(笑)
- 洲崎 それはそうだと思います。(笑)
- 森田 そしたら、例えば駐車違反をしたら、もうそれは罰金を払わざるをえない。決算書類の最初の数字がおかしかったら、形式犯でもう逃げられないのと違いますか。
- 松尾 洲崎先生がおっしゃるのは、行政機関による検査の際に適正手続なしに証拠が没収されて、それが制裁的要素の濃い課徴金、さらには刑事事件につながるものが問題ではないかということでは……
- 洲崎 行政手続の場合には、刑事手続の場合ほど適正な手続というものを考えていないのかなと。
- 松尾 行政処分ですから不服申立ては可能ではないですか。
- 洲崎 うん、処分するときにはね。

- 松尾 検査も拒否できるのではないですか。それでも、無理やり検査に来ようとしたら、それに対する不服申立ては可能ではないかと思います。
- 洲崎 確かに「処分をさせることができる」ですから、そこで拒むことはできるのですが、実際に拒めるかとなると…。
- 松尾 一応手続的にはそうなっているのかなと思うのですけれど。
- 森本 次の段階ですが、洲崎さんの話だと、相当意図的だし悪性が高い、刑事処分が相当だと思った場合に、しかし課徴金も、そこまで認定したら、勧告しなければならないのでしょうか。
- 洲崎 はい。
- 森本 特に裁量がないから。だから、課徴金をぼんと課した後、いいか悪いかは別としても、警察ないし検察に行って刑罰、さらには必要な場合は没収が来るわけですね。もちろん、刑罰については調整規定が少し設けられているのでしようけれども。だから、少なくともそこまでいったら、課徴金はまず課されて、ついでにという二重の制裁があり得るのでしよう。
- 洲崎 しかし、その課徴金自体がかなり重い。刑罰ではないけれども、それに近いような抑止効果のあるかなり重いものだと思うのです。そして、今から証券取引等監視委員会から検査に行くと言われて、本当にそこで拒めるかということですね。法形式的にはそれを拒んで行政処分で争うということはあるのかもしれないのですけれども。
- 森田 しかし、これだって審判手続は経るんでしょ。
- 洲崎 それは証拠を得た後ですね。
- 森田 だから、審判手続を経て、私はそんな悪いことしてません、そんな記憶ございませんでしたと言ったって、それは抗弁にならない。「やったんですね」「はい」で終わりでしょう。(笑)
- 洲崎 私が言っているのはその前の段階で、証拠を得るときにわっとやってきて、おたおたしている間に事業所の中に入られて、全部書類とかを……
- 龍田 もともと証券取引等監視委員会には、犯則事件の調査について随分いろんなことをする権限が認められていますよね。
- 洲崎 はい。ただ、犯則事件の調査でも、臨検・搜索・差押えをするためには、裁判所の許可状が必要で、210条の方は任意の質問や検査ですね。
- 森本 211条に許可制度がありますね。

- 洲崎 211条では、許可状がないと臨検・捜索・差押えはできないとなっていますから、一応裁判所が手続の中に入ってくると思うのですね。
- 龍田 そうすると、金融庁が自らやる場合でも同じことではないでしょうか。
- 洲崎 それはそうだと思います。つまり、行政手続である以上は、刑事手続のような保障はない。その点ははっきりしていると思います。
- 龍田 もともと課徴金か罰則かという振り分けの問題は、そもそも初めからないので、両方重ねて適用されることが制度そのものの前提でしょう。
- 洲崎 はい。
- 森田 規制目的を達成するためということでは、それはそうかもしれませんが、がんじがらめでいささか……と思いますけどね。
- 龍田 これだけあっても、なおかつ違反がたくさん出てくるというのを、森田先生はどう説明するのですか。(笑)
- 森田 しかし、世の中に泥棒はなくなりません。(笑)

8 課徴金と刑事罰の重畳適用

- 藤倉 運用の話なのですが、実務上は、監視委員会は課徴金を課するところと告発に持っていくところと2つに分かれて、一定の基準があると思うのですが、課徴金を課するとしたら、そのラインで課徴金の手続が進んでいく、これは告発まで持っていくとしたら、特別調査課という課がありますから、そこで告発まで持っていくというふうに、最初のところで振り分けて動くようになっています。
- 森田 そしたら、告発のほうは課徴金は何もしなくていいのですか。
- 藤倉 運用ではそういうふうになっています。制度的にはもちろん両方できるというふうになっています。
- 森本 告発する前提として、課徴金を課す要件事実があるということは明白なのだから、この法律の思想からすると、形式的に算定した金額を取らないと、これは内閣総理大臣の法令違反になるように思いますが。
- 森田 というふうに思ったけれども、実務は振り分けているとおっしゃるから、洲崎先生のあれに近い。
- 森本 それを先ほどお聞きしたのですが、告発のところがやるとしても、課徴金ベースでもやらないと、この制度趣旨からはおかしいとならざるを得ないと思います。ただ、

だれも文句を言わないから、そういう実務が確立しているというなら、悪いとはいいませんが。

そして、先ほど龍田先生がおっしゃったことですがけれども、課徴金制度と刑罰というのは、法体系上全然違うのですね。ここは金を払えばそれでいい、利得を吐き出したなら「ごめんね」で済むわけです。こっち側は、個人の場合ですがけれども、取締役の欠格事由にもなるし、どうのこうのという相当制裁がある。何せ牢屋に入れられる危険があるわけですから。そういう意味で、やっぱり2つの制度は別々で重疊的に適用して、重い犯則事犯については課徴金と刑罰を科すぞと、こういう制度設計になっていると説明するのが本来じゃないかと思うのですが。

○龍田 その要件を満たす限り、金融庁は課徴金の納付を命じなければならない。義務ですね、これは。一方で告発して、あるいは先に罰金刑が命じられるケースがあるかもしれませんが、それを理由に課徴金の納付を命じないことにするには何か説明が要りますね、この法律の解釈としては。

○森田 没収と重なったら、清算はするんですね、それは。

○森本 それは調整規定は……

○黒沼 あります。

○森本 しかし、没収というのは非常に狭い範囲ですからね、現行法は。

9 無届け募集に対する課徴金の対象者

○黒沼 先ほど石田さんの言われた質問ですが、これは私もよくわからないところなのですがけれども、172条1項では、届出をしないで募集や売出しをして有価証券を取得させた場合には課徴金を課せられるとなっています。ところが同条2項は、届出はしたけれども、届出の効力発生前に取得させた場合には、発行者だけが課徴金の対象になるとされているのですね。なぜそうなったのかよくわからないところなのですがけれども、1項の無届けの募集の場合に、ここで言っている募集には、2項との対比からいっても、発行者だけではなくて勧誘をした者も含まれるのではないかと私は考えているのですが、その点は違う解釈があり得るようにも思います。

○石田 4条は届け出をさせることが趣旨ですから、やはり届け出の義務を負うべき者、つまり発行者が本来課徴金を負うべき対象になるのかなと思っていたので、勧誘者を含むということになると、範囲が広がっているなというふうに感じたのですが。

- 黒沼 届出をしないで勧誘行為をしたら、罰則がかかるわけですね。
- 石田 はい。
- 黒沼 だとしたら、違法な勧誘行為についての課徴金制度が用意されていてもおかしくはないですね。
- 前田 この課徴金の対象になるのは、発行会社とか大株主に限らず、取得勧誘をしたすべての者とすべきではないかという黒沼先生のお考えに、立法論としては全く異論はないのですけれども、現行法の解釈論としては、課徴金の金額が、例えば仲介者も課徴金の対象とするのであれば、手数料を基礎とした算定になっているはずですね。ところが、ここはすべて募集・売出しの金額を基礎とした算定の仕方をしている。そうすると、解釈論としては、発行会社と売出しをした大株主だけが対象なのかなというようにも思ったのですけれども、いかがでしょうか。
- 黒沼 172条1項1号の「当該取得させた有価証券の発行価額の総額」というのが、自分が取得させたという意味であれば、その勧誘者が取得させた額の4.5%になるのです。1株勧誘しただけなのに、発行価額の総額の4.5%払わされるというのは、どう考えても不合理だと思うのですが、このあたりの読み方がどうも昔からよくわからなかったものですから。
- 前田 しかし、仲介者自身には、これを基礎にした利得が生じるわけではないですね。
- 黒沼 通常は手数料を取っているだろうと思うのですけれども。
- 森田 でも、4.5%も取ってないでしょうよ。(笑)
- 黒沼 確かに。(笑) そうすると、この募集をした者というのは、発行者に限られるという解釈が2項とは整合的なのですかね。わかりました。

10 課徴金調査と犯則事件の調査

- 森本 前後して悪いけれども、先ほどの洲崎さんの疑問ですけれども、犯則事件と課徴金関係の調査権というのがあるわけですね。初めから犯則事件のほうでいくべきだとなったら、少なくとも金融庁関係か委員会関係かでは、犯則事件の部署でやるということになるのでしょうか。しかし、こちらのほうでともかく行って調べているうちに犯則事件に当たる蓋然性が強いと思ったら、少なくとも権限それ自体をそっちに回すので、ここで得た資料はやっぱり勝手に渡したらいけないのでしょうかね。

○洲崎 確かに、最初は軽い事件だろうと思って調べているうちに、重い事実が出てきたというときには、正規の犯則事件の調査の手續にのっとる。それはそうすべきで、そうせざるを得ないと思うのです。

私が気にしているのは、課徴金の手續だと、裁判所を関与させるような手續なしに、ちょっと怪しいと思えばいけるので、じゃあ、とりあえず課徴金事件として行きましようか、ということで、簡単にその関係者の自宅なり、会社の中に入って書類を調べるといようなことになりかねないのではないかということです。

○森本 しかし、刑罰は故意犯ですから、故意だと認定されるものについては基本的に犯則事件でいくし、要するに無過失からケアレスミスだと思うもののみが課徴金対象になると、こういう運用をすれば、あんまり……

○洲崎 確かに、それは2つに分けることはできると思うのですがけれども、課徴金のほうがこれだけ制裁として比重が大きくなっていることを考えるとそれで問題がないのかなと気になるわけです。一般的には課徴金で制裁を与えるということについて、森田先生は別として（笑）、一般的には肯定的な評価があるようなので。

○森田 私も当初は課徴金導入に肯定的でした。ここまで広がると思ってないから。（笑）

○森本 要するに、2つのルートがあったら、2つの間で情報交換はされていないという前提の運用のように先ほどの藤倉さんのお話を聞きしたのですが。これまで故意がないと思ってやっていたけれども、故意犯の可能性が強いから、これまでの資料をこちらの部署に渡しますとはならないのではないですか。

○洲崎 でも、現実に調べている間に出てきたら、それは……

○森本 搜索令状のない証拠は、証拠として刑事訴訟でやれないでしょう。

○洲崎 怪しい書類があると思えば、その時点で搜索令状をもらって調べることになるのだらうとは思いますが。ただ、刑事事件につながるような証拠がありそうだということが、課徴金に関する事件の立入検査でわかる可能性は十分にある。とするとその手續を安直に使われるおそれもあるのではないかという懸念です。

○近藤 時間になりましたので、本日の研究会はこれで終わらせていただきます。