

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－

2011 年 3 月 25 日

早稲田大学 黒沼悦郎

1 改正の経緯

課徴金制度：平成 16 年改正で導入

見直し 平成 17 年改正法附則

平成 19 年 6 月 3 日のスタディ・グループ中間論点整理

↓

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」（平成 19 年 10 月）

課徴金額の引上げ、課徴金の対象範囲の拡大、課徴金の加算・減算制度を検討

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。

不当利得額に限定すると十分な抑止効果が得られない。

(事務局) 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¹

↓

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。

↓

「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。」(報告書=[資料 1](#))

課徴金の額

「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。」

↓

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²。

2 平成 20 年改正の概要

① 課徴金額の引き上げ

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られたであろう利得に相当する額を課徴金とする

② 課徴金の対象範囲の拡大

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

¹ 討議資料「課徴金の金額は比例原則に配慮しつつ、比較的簡明な方法で算出できる枠組みとすることが、・・望ましい、との考え方があり得るが、どのように考えるか。」

² 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）。顕在的利得相当額を基準とする考えに批判的観点からの解説として、川口恭弘「課徴金制度の見直し」ジュリ 1390 号 53 頁以下（2009 年）を参照。

書等の虚偽記載・不提出

③ 課徴金の加算・減算制度その他の改正点

違反行為を繰り返す者に対しては課徴金を 1.5 倍

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、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。

改正法の運用実態

審判：金融庁ホームページで公表

課徴金事例集：証券取引等監視委員会が毎年公表³

3 インサイダー取引

(1) 課徴金の引き上げ (175 条 1 項 1 号、2 号)

改正前：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

改正後：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

← 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。

売付けと買い付けのそれぞれから課徴金が算出される。

事例 3 = 資料 2-1

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。

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を計算。→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た。

⇒ 166 条は、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かに拘らず、重要事実を知った状態での売買を処罰の対象とする（問題あり）。

⇒ 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る。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いえない。その結果、課徴金の額は違反者が得た利益を上回ることになるが、そのことも違反行為の抑止の観点からは是認されよう。

(2) 他人の計算によるインサイダー取引 (175 条 10 条)

改正前：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

³ 最新のものは、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」である。

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た。
← 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。

改正後

- ① 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：自己の計算による場合と同じ算定方法で課徴金を算定(175条10項)。

← 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⁴。

内閣府令で定める者

(1号)：違反者の親会社、子会社、違反者と同一の親会社をもつ会社等、個人違反者
の同族会社(課徴金府令1条の20第1項)

(2号)：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(同条2項)。

- ② 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場合：手数料、報酬その他の内閣府令で定める額を課徴
金の額とする(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た⁵。

- ・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を維持
- ⇔ 誰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の批判⁶。

他社株取引について法人に課徴金を課した例

法人も166条3項の情報受領者になりうるとの解釈を前提

事例14=資料2-2

X社および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
前にX社・Y社の計算でA社株を買付けた。

→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。

⁴ 逐条解説102頁。

⁵ 逐条解説102頁。

⁶ 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)。

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場合には使えない。

4 相場操縦

(1) 変動操作の課徴金額の引き上げ (174 条の 2 第 1 項 1 号、2 号)

改正前：

- 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 か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
波線部：違反行為期間の買付数量と売付数量の差
違反者が違反行為の開始時に保有している数量は、開始時の価格で買い付けたものとみなす。

改正後：

- ② 違反行為終了後 1 か月間の最高値（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
← 得ることが可能であった額を基準とする。

(2) 仮装売買・馴合売買に対する課徴金 (174 条 1 項 1 号、2 号)

- ・ 仮装売買・馴合売買、安定操作を課徴金の対象範囲に含めた。
← (改正前) 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。
← 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ことは可能
- ・ 課徴金額：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 か月間の最高値（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

違反行為期間に生じた売買利益が課徴金の額に含まれていないのはなぜか？

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みて、174 条の 2 に従って課徴金を算定した例がいくつかあった。

→ 仮装売買部分は売りと買いの価格およ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になる。

→ 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。

↓

- ・改正法の下でも、仮装売買と変動操作とを一連の売買とみて全体に 174 条の 2 を適用することが許容される⁷。事例 28=資料 2-3
- ・改正法の下で、仮装売買の期間中に変動操作も行われた場合には、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 を適用することもできる（結果は第 1 の場合と同じ）。

いつからいつまでを違反行為期間と認定するか

違反行為期間：当該違反行為の開始時から終了時まで（174 条 1 項 1 号（仮装売買・馴合売買））

「違反行為が終了してから」（174 条の 2 第 1 項 2 号イ(2)（変動操作））

事例 29=資料 2-4

見せ玉の発注、その指値訂正、および株価変動に伴う有利売買という 1 つのサイクル（60 分前後）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の課徴金を計算し、それらを合算した（課徴金額 159 万円）。

⇒ 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に。

（3）安定操作に対する課徴金（174 条の 3 第 1 項） 資料 3

課徴金額：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 か月間の平均価格）
×違反行為開始時のポジション

① 違反行為終了後 1 か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（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 か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、その代わり、終了後 1 か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。

② 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。

違反行為開始時のポジション：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）

1 か月間の最高値とか最安値を採ることは行われていない。

・他人の計算による相場操縦等：インサイダー取引についてと同様

⁷⁷ 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）。

(174条1項4号、5項、174条の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 (173条1項)

(1) 課徴金の要件

改正前：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。

← 違反行為と違反者の利得を結び付ける要件として要求。

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ない。

改正後：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」を違反者と捉え、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た(同項1号、2号)。

→ 違反行為期間中にそれ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。

(2) 課徴金の算定方法 (173条1項1号、2号)

改正前：違反行為開始から終了後1か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。

改正後：違反行為終了時のポジションを違反行為終了後1か月間の最高値(売りポジションの場合は最安値)で反対売買した場合に得られる利得に相当する額

← 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

例) 違反行為前に保有していた株式(違反行為開始直前の株価1000円)を違反行為終了後に1200円で売却したが、終了後1か月以内の最高値は1400円であった場合

改正前：200円

改正後：400円

違反者が当該株式を違反行為終了前に1200円で売却したときは？

改正前：200円

改正後：0円？

← 違反行為期間を短期とみることで対処？

Ex.) 違反者が風説を発してそれが一般に流布するまでの間

→ 違反者が違反行為終了前に株式を売買することがおよそ考えられない。

そうしないと、改正法の算定方法では課徴金額が不当に低く算定されてしまう場合がある。

6 発行開示

(1) 課徴金額の引き上げ (172 条の 2 第 1 項)

改正前：募集・売出額の 1% (株式等の場合は 2%)

改正後：募集・売出額の 2.25% (株式等の場合は 4.5%)

← 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なおした⁸。

ビックカメラ事件決定 (平成 20 年改正前)⁹

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。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た。

← 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、虚偽記載を知ら
ながら開示書類の提出に関与した場合に限られる (同項)。

審決は、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、虚偽記載の有無については判断していない。

→ 発行者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ていない。

★仮に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¹⁰

- 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。

(2) 発行開示書類の不提出等 (172 条 1 項)

課徴金額：発行開示書類の虚偽記載と同じ水準

← 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

⁸ 逐条解説 107 頁。

⁹ 平成 22 年 6 月 25 日決定(平 21(判)14)2<http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2010/12.pdf>

¹⁰ 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)。

ることにあると考えられる¹¹。

・対象者の限定

- ① 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
→ 自己の所有する有価証券に関し売出しをした者に限定（172条1項柱書）
⇔ 売出人以外には利得がない？ 仲介者も手数料を得ているはず。
Cf. 募集については限定がない。募集をした者とは発行者に限られるのか？
取得勧誘を行った全ての者を意味すると解すべきではないだろうか。
- ② 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（同条2項）
→ 募集の場合、募集によって取得させた発行者に限定

③ 目論見書の交付義務違反

- 既発行証券の売出しに係る目論見書に限定（172条3項）
← 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あるために、目論見書の交付義務違反を課徴金の対象にした？
⇔ 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？
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不明。

（3）新株予約権の発行（172条の2第1項1号、2号）

改正前：新株予約権の発行価額の総額の4.5%

改正後：「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」を含める。

- ← 発行者は、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想定して虚偽記載に及んでいる¹²。

JVC・ケンウッド・ホールディングス事件決定＝資料4

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、課徴金が課された。当該有価証券届出書に基づいて、発行者は発行価額2088万4000円で割当先に新株予約権を取得させたが、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

¹¹ 逐条解説 299 頁。

¹² 逐条解説 107 頁。

額で新株予約権を全部取得することとされていた。この取得条項に従い、平成 22 年 8 月 30 日に発行者は全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なかった。

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 3913 万円の課徴金を命じた。継続開示書類の虚偽記載に係るものが 300 万円（平成 20 年改正前金商法を適用）、発行開示書類の虚偽記載に係るものが 8 億 3613 万円。

審判決定

- ① 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。
 - ← 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。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り不当。

 - ② 「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。
 - ← 被審人：資金調達の合理的見込額を意味すると解釈すべき。
本件新株予約権は 8 回に分かれており、当初の行使価額が発行決議時の終値である 58 円に 100%のアップ率を乗せた 116 円と設定されていた。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%に修正される。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。
→ 本件新株予約権は、発行者に資金ニーズが生じた時点で、各回の行使価額を修正して割当先に行使させて資金を調達するものであり、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な非現実的な水準に設定してある。

 - ③ 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。
- ⇒ 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ことは、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のではないか。

7 継続開示

(1) 課徴金額の引き上げ (172 条の 4 第 1 項、2 項)

改正前：時価総額の 10 万分の 3 または 300 万円のいずれか高い額

改正後：時価総額の 10 万分の 6 または 600 万円のいずれか高い額

有価証券報告書以外については 2 分の 1

← 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¹³。

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力となるには未だ低いというのが実感ではなかろうか。

(2) 継続開示書類の不提出 (172 条の 3)

課徴金額：監査報酬相当額 (直近事業年度の監査報酬相当額がない場合は 400 万円)

四半期報告・半期報告の不提出はその 2 分の 1

・やむを得ない理由により事業年度経過後 3 か月以内に提出できない場合

→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、提出期限を延長できる (24 条 1 項)。

← 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¹⁴。

← 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¹⁵。

Cf. 臨時報告書の不提出：虚偽記載と同様の扱い (172 条の 4 第 3 項)

← 臨時報告書の不提出は、重要事項の不記載と同視できる¹⁶。

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り限定

But 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) はすべて課徴金の対象とされている (課徴金府令 1 条の 5)。

8 公開買付け

(1) 立法の意義

企業の合併・買収事案が増加し多様化しているので、開示書類が適性に提出されること

¹³ 逐条解説 314 頁。

¹⁴ 逐条解説 108 頁。

¹⁵ 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)。

¹⁶ 逐条解説 314 頁。

の重要性が高まっている（違反行為を抑止する必要性が高まっている）こと

公開買付届出書の不提出＝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
平成 18 年の証券取引法改正：

いわゆる急速な買付けの規制、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ない。

課徴金は行為者が無過失でも適用される。→ 解釈を誤った場合に莫大な額の課徴金

↓

2010 年 3 月、金融庁は Q & A を公表¹⁷

根拠：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を金融庁長官が有していること？

⇔ Q & A で示された解釈は裁判所を拘束しない。

（2）公開買付届出書の虚偽記載（172 条の 6 第 1 項）

課徴金額：公開買付開始公告前日の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%

← 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¹⁸。

⇔ 虚偽記載の場合に買付者は不実施の場合と同程度の利得を得ている？

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い。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か。

- ・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ると、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になるから、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。

¹⁷ 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）。

¹⁸ 逐条解説 319 頁。

(3) 公開買付手続の不実施 (172 条の 5)

課徴金額：買い付けた価額の総額の 25%

- ← 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¹⁹。
公開買付けの手続費用も勘案してはどうか。
- 買付総額の 25% という課徴金の額は、違反を抑止するのに十分な水準

- ・ 172 条の 6 第 2 項：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。
 - 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²⁰
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は 172 条の 5

イーバンク事件決定=資料 5

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 3000 万円で買付けた者に対して 750 万円の課徴金の納付が命ぜられた²¹。

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、応募株券等の全てを買い付けなければならなかった。

- 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から、課徴金の額が低すぎるという批判が可能
- 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思われないことからすると²²、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という教訓を引き出せるかも知れない。

・ 一部の株券等のみの買付

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落があるだけなのか（虚偽記載に該当しないので刑事罰

¹⁹ 逐条解説 316 頁。

²⁰ 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からである。

²¹ 平成 21・11・25 決定（平 21（判）21）

²² ジャスダックの上場基準からすると、株券等所有割合 97.38% の株式を取得するには 5 億円近い金銭が必要となるはずである。

を適用できない)²³。

→ ①と見るのが自然

(4) 大量保有報告書等の不提出 (172 条の 7)

課徴金額：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

← 大量保有報告書等を提出すると、追随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²⁴。

・大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響：平均 0.1%

・大量保有報告書提出後は保有割合が 1%増減→変更報告書の提出

⇒ 次の変更報告書の提出義務が発生する時点まで、他の追随取引を発生させないで取引を行うことができる：1%

↓

$0.1\% \times 1\% = 10$ 万分の 1²⁵

大量保有報告書等の提出に伴う市場価格への影響額：時価総額に対する割合で測る。

→ 継続開示書類の虚偽記載の例に倣った。

⇔ 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方が理解を得やすかった。

計算例)

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：それぞれ別個のものとして課徴金の額を計算する。

Ex.) 大量保有者が発行者の株式をちょうど 30%まで取得した場合

5%を超えた時点で大量保有報告書の不提出、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 → 課徴金の額の合計は株式時価総額の 10 万分の 25

(5) 大量保有報告書等の虚偽記載 (172 条の 8)

課徴金額：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

← 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²⁶。

²³ 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)。

²⁴ 逐条解説 321 頁。

²⁵ 同上。

²⁶ 逐条解説 323 頁。

⇨ 保有目的、取得資金の出所等を偽ることによって提出者は利益を得ることができ
るのか？

9 その他の改正点

(1) 課徴金の加算制度 (185条の7第13項)

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。

← 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
- 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²⁷

⇨ 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。

違反行為を繰り返した者には十分な抑止が働かなかつたから、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。

参照)

- ・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、34条の21の2第1項)

(2) 課徴金の減算制度 (185条の7第12項)

対象となる違反行為

- ①法人による自己株式に係るインサイダー取引²⁸
- 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

← 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²⁹。

²⁷ 逐条解説 403 頁。

²⁸ 185条の7第12項の表によると、175条1項に規定する者(インサイダー)による取引
一般が減算の対象になるようにも読めるが、同項の柱書括弧内において、166条1項に規定
する売買等が175条9項に規定する上場会社等による自己株式の取得である場合等に対象
が限定されている。

²⁹ 逐条解説 402 頁。

⇒ 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る。

⇒ これらは、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類型の違反行為であり、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、会社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殺される。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。

要件

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（同項、課徴金府令 61 条の 7）。

- 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る
 - ← 発行者のコンプライアンスが（一定程度）功を奏した場合にのみ減算が認められる。

Cf. 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 年独占禁止法（7 条の 2 第 6 項）

（3）重要事項の不記載（172 条の 2 第 1 項等）

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。

- ← 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らないから、課徴金の対象にすることは当然
- 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。

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か？

- 10 条（訂正届出書提出命令）

「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」

- ← 「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、見送った³⁰。

- 理論的には課徴金の対象にできる。

³⁰ 逐条解説 306 頁。

(4) 除斥期間の延長 (178条3項から27項)

改正前：違反行為が行われた日から3年

改正後：違反行為が行われた日から5年

← 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いえない³¹。

(5) 送達場所の届出・事件記録の閲覧 (185条の10、185条の13)

・被審人に書類の送達場所の届出を求める (民事訴訟法104条を準用)。

・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る。

← 立案担当者：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³²。

⇒ 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。

・利害関係人

審判手続に参加する関係人および事件の被害者³³。

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。

東京地決平成22・5・6 (金判1344号30頁) (IHI事件)

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。

裁判所は、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、個人およ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、検査の端緒および調査の経過を記載した部分、およ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た。

(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：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

³¹ 逐条解説111頁。

³² 逐条解説405頁。

³³ 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)。

会社から提出され、EDINET に掲載された（テラメント事件）。翌日、提出者に大量保有報告書の訂正命令。

→ 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。

↓

内閣総理大臣が開示書類の訂正命令を発するときは、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ができる（25条6項）。

→ 提出者、金融商品取引所、認可金融商品取引業協会に通知（同条7項）。

→ 金融商品取引所、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る（同条8項）。

（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（194条の7第4項）

← 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。

・ 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る。

申立権の行使

2010年：監視委員会は、無登録業者の未公開株の勧誘およ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た³⁴。

← 平成20年改正

平成22年の改正

緊急差止命令違反に両罰規定（207条1項3号）＝3億円以下の罰金

↓

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る。

〈資料〉

- 1 「法制ワーキンググループ報告」
- 2 「課徴金事例集」事例3、事例14、事例28、事例29
- 3 「安定操作取引に対する課徴金」（金融庁資料より作成）
- 4 JVC・ケンウッド・ホールディングス事件決定
- 5 イーバンク事件決定

³⁴ 萩原秀紀「緊急差止命令（金商法192条1項）の活用」商事1923号19頁（2011年）。