

大証金融商品取引法研究会

市場監視の実際（インサイダー取引を中心に）

平成 22 年 3 月 26 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）

大森 泰人 証券取引等監視委員会事務局次長

石田 眞得 関西学院大学法学部教授

伊藤 靖史 同志社大学法学部教授

加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

川口 恭弘 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授

河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士

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

船津 浩司 同志社大学法学部助教

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

行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森田　それでは、大証金融商品取引法研究会を始めます。

　　本日は、証券取引等監視委員会の大森事務局次長から「市場監視の実際（インサイダー取引を中心に）」についてご報告いただきます。

~~~~~

【報　告】

## 市場監視の実際（インサイダー取引を中心に）

証券取引等監視委員会事務局

次長　　大 森 泰 人

大森でございます。伝統あるこの会にお招きいただきまして光栄に存じます。

取引所あるいは経団連さんなどが上場企業のコンプライアンス担当者を招いて主催する会ですと、制度の趣旨とか、あるいは改革の経緯みたいなお話をつつら申し上げるのですけれども、本日は先生方のほうがよくご存じですので、むしろ私たちが日頃どういう仕事をしているのかといったことのほうが関心を持っていただけるのではないかと思います。実務的な話を中心に進めさせていただきます。

ただ、私自身、監視委員会に参りましたのが昨年の夏でして、その前は8年ほど続けて金融制度の手直しをしており、その前、大蔵省の時代にも証券取引法とは相当のかかわりを持って仕事をしてまいりましたので、まず、そのあたりを多少紹介させていただくことをもって、自己紹介にかえさせていただければと思います。

### 1. 金融商品取引法への想い

この会の名称「金融商品取引法研究会」ですけれども、前身の証取法の大きな改正が大蔵省から金融行政が分離する年に日本版ビッグバンと呼ばれました。証券市場の構成要素は、私なりの整理ですけれども、まず投資家がいる、投資対象——典型的には上場企業がいる、この投資家と投資対象をつなぐ仲介者——証券会社であったり、部分的に銀行であったりするわけですけれども、それまでの行政というのは、この仲介者を競争させない、競争させないことによってつぶさない、つぶさないことによって投資家あるいは銀行の場

合は預金者を守っていくと。それがだんだん時代に合わなくなってきた、とりわけ90年代というのは、日米を比較してみますと、私たちのほうはバブルが崩壊して、いろいろ政策的に手は打つけれども、はかばかしい効果を上げたように見えない一方で、アメリカ経済のほうは繁栄を謳歌していく。ということは、やはり金融制度の基本的な仕組みもアメリカを見習って変えていかざるを得ないのではないかという認識が高まったのが、この90年代の半ばごろでございました。

このため、今言った投資家、投資対象、仲介者という3つの要素のうち、仲介者の業務をアメリカ並みに自由化していこうと。それまで免許制のもとで新規参入を認めなかったのを、登録制にして自由に入ってもらおう。あるいは、主要な収入源である手数料は、当たり前のことではあるのですけれども、自分で決めていただこうと。あるいは、証券取引所に取引を集中させるということを少なくとも義務付けるのはやめておこうとか、さらには、銀行でも投資信託までだったら取り扱えるようにしようといった、日本版ビッグバンという証券市場の仲介者の業務の自由化が1998年に法律として成立したということでございます。

私は当時成り立て管理職でございまして、立法チームの現場監督のようなことをやっておったのですけれども、前年から非常に世の中は慌ただしくなりまして、まず97年3月に、第二次証券不祥事、野村証券に端を発して、それ以外の三大証券、あるいは第一勧業銀行を巻き込んだ総会屋事件が起こります。第一次はもちろん損失補填騒動で、このおかげで監視委員会もできたわけですけれども、二度目の証券不祥事があって、その年の11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行と連続破綻します。このころは私も山一の破綻処理をしております、何かこう足元が崩れ落ちていくような感じをよく記憶しております。

日本発の世界金融危機が懸念された時代でございまして、年が明けて98年になりますと、総会屋事件から波及して、私たち行政と業界の関係が問われたという事件に展開してまいりまして、さらに、これは前々から決まっておったことですが、98年の半ばに行政の体制が、金融行政が大蔵省から分離するということになりました。

大きな制度改革をやっているさなかにこれだけいろんな事件が起こると、私もいいかげん疲れて、もう金融行政なんかやりたくない、当時の人事担当に、これ以上金融行政をやれと言うんだったらやめてやると言いましたら、東京国税局のほうでしばらく休養しておけと言われてまして、年末近く、5カ月ぐらいたってから、その人事担当から、もう治っ

たかと電話がかかってきました。何で？といったら、金融再生委員会というのできるからそこへ行けと言われて、治っていたので行ったのですけれども、当時実務のほうは、金融監督庁なり全国の財務局がやって、最終的な判断、言ってみれば形式的な判断をする組織というものにあまりやる気も覚えなかったものですから、むしろ当時金融の火薬庫と言われておりましたご当地に来て、本当に地に足のついた現場の監督行政というのをしてみたかったということでございます。

そんなこんなして、2004年には再び証取法の担当課長になりました。このときに、経済産業省から有限責任投資事業組合というスキームの使い勝手をよくしたいという話が持ち込まれて、未公開株のベンチャーキャピタルとしてだけではなくて、上場株式とか金銭債権とかいろんなものに投資していきたいというようなお話がありまして、大変結構じゃないかと私は申しあげました。でも、それって、投資信託とどこが違うのだと。で、使い勝手をよくするのは結構だけれども、もしそうするのだったら、証券取引法の世界にお入りなさいというお話をいたしまして、経産省の中で相当迷いはあったようだけれども、そのような決断を最終的になさいました。

これは、もう先生方ご案内のとおり、有価証券の概念をだんだん拡大してきたのと基本的には同じ構造の話でありまして、さらに、当時FX（外為証拠金取引）というもの、これは専門の業者もおりますし、証券会社も提供しているところがありますし、商品先物会社で提供しているところもあるわけですけれども、外為法を20世紀の終わりに完全自由化してから全く無法地帯になっておりましたので、この規制を導入する。そうすると、FX取引を提供する限りにおいて、専門の業者であっても、証券会社であっても、商品先物会社であっても、当時の金融先物取引法の規制が一元的にかかる。この2つ、組合型ファンドとFX取引への規制導入ということを通じまして、まことに当たり前のことではあるのですけれども、同じものは同じように扱うのが当たり前ということで、当時、投資サービス法と呼んでおりましたけれども、後の金融商品取引法への道筋がついていったということでございます。

ちなみに、金融商品取引法という名称は、実態に比べて名前が非常に広いわけでありまして、最初は主として、学会では神田秀樹先生、役所のほうでは私が中心になって基本構想を取りまとめっていく過程では投資サービス法という言い方をしておりました。ただ、世の中には、証券投資とか、広い意味での金融とは必ずしも言えない不動産投資、あるいは商品投資という領域もあるわけでありまして、そういった投資を所管している役所

が金融庁の法律に「投資」という言葉を使うのに難色を示すわけです。一方で、証券取引法という伝統的な名称のほうは、もうその時点で株券まで含めて紙でなくなる時期というのが見えておりましたので、そのまま維持するわけにもいかないというすったもんだがありまして、結局、「金融商品取引法」というやや実態よりは広い名前の法律になっているわけでございます。

ただ、広い名前になったこととどれぐらい因果関係があるかわかりませんが、証券会社の職員だけではなくて、すべての銀行員、あるいはすべての保険会社の職員にとって金融商品取引法の知識というのは、今や自らの本業を律している業法だけではなく、身につけなければならない必須の知識ということになっておりますので、やや実態よりも広い名前がついていることも、法律の精神が普及する上では悪いことではなかったのかなという気もしております。

それで、やや前後いたしましたけれども、このような形で同じものは同じように扱う、そして先ほど市場の三つの要素として、投資家と投資対象と仲介者がいて、ビッグバンというのは仲介者の業務の自由化だと申しましたけれども、この金融商品取引法というのは、同じものは同じように扱うこととともに、投資家が本当にリスクを理解した上で納得づくで投資をしていただけるような、そういった環境整備の基本法という位置づけだったわけでございます。さらに言えば、今後残された課題として市場の三つの要素のうち、投資対象の品質を保証していく、コーポレート・ガバナンスを強化していくのが、一部は既に公開会社法という形で議論が始まっていますが、市場の制度改革の方向感だと思っています。

## 2. 最近のインサイダー取引摘発事例

後ほど時間があれば、最近の不正ファイナンスなどについても申し上げますけれども、やはりインサイダー取引というのが最もありふれたといいますか、誰の身に降りかかってもおかしくない不正取引ですので、これを中心に私たちの仕事を説明させていただくのがやりやすいということもございまして、今日は、インサイダー取引を中心にお話をさせていただきます。

まず、最近の事例を挙げておりますが、実はこれが、昨年私が監視委員会に着任したその日に刑事告発した事例でございます。舞台はトラックメーカーでして、外資に買収されるという情報を取締役会で聞かされた専務が、自分の部屋に戻ってきて、秘書に対して——どうやら善悪を超えた人間関係にあったようですけど——うちは外資に買収されること

になったので、おまえの名義でうちの株を買って、公表後上がったところで売ってくれと言って100万円ぐらい渡した。この秘書は、頼まれた専務の分を自分の名義で売買するとともに、間が悪いことに、別れた夫が最近億単位の相続をしたということを知っていたものですから、つい、うちが外資に買収される、だから公表前に買うともうかるよと夫をそそのかして、夫の名義で売買をした。違いは、専務の額に比べると100倍以上多かったということですね。(笑)それで、結局専務は、公表後売って20万円ぐらいもうけて、課徴金の納付を命ぜられた。この秘書と元夫というのは、3,000万円近くもうけてしまったものですから、逮捕されて起訴されたという違いになっているわけです。

これがあまりに典型的だと感じますが、一つには、取締役会の情報伝達から公表までかなり間があったということでありまして、逆に言いますと、間がなければ、専務も出来心を起こす余地はないのですね。こういう話を上場会社の方にいたしますと、そんなことを言ったって、自分の会社を買収されるほど大事なことを直前になって取締役に伝えるって、そんな水臭いことができますかと文句を言う人が多いのですけれども、そうであれば、これは重大なインサイダー情報だということをお知らせして注意喚起すべきですよ。

この専務さんというのは、聞くところによりますと、小遣いにも不自由してはいたみたいで、ついそんなときに確実にもうけられる方法というものが目の前にぶら下がってしまいますと、やってしまう。だから、社員に出来心を起こさせて不幸にしないように情報管理をするというのは、公開会社として大事なことじゃないかというのが一つ。

もう一つの手続上の問題というのは、この会社は自社株売買の社内手続がなかったということです。したがって、秘書が自分の上司の専務から、おまえの名義でうちの株を買ってくれと言われたときに、総務に届けなければいけないみたいな手続があれば、心理的な抑止効果を持ったかもしれない。ところが、それが一切ないものですから、二つ返事で引き受けて、同じことを元夫と一緒に百倍以上の規模でやってしまったということで、この情報の伝達から公表までの期間、あるいは自社株の売買の社内手続、2つのうちどちらかでもあれば、ごく普通の人たちが犯罪者になったり、あるいは課徴金を取られて会社を首になったりということにならなくても済んだかもしれないという点で、上場会社の方々にお話をするときには、よく事例として挙げさせていただく案件でございます。

### 3. 取引審査の手順

次に、どうしてそういうケースを私たちが把握できるのかということです。

まず、法定の重要事実に限らず、株価に影響を及ぼすような情報が公表される前後の株価動向というのは、すべての公開会社について悉皆的にチェックいたします。とりわけ公表前から株価が趨勢的に動いているようなケース、例えばプラスの情報を公表する前から上がっているとか、マイナス情報の公表前から下がっているというような動きが見られますと、当然インサイダー取引の存在を疑うわけですが、もちろんそれにとどまらず、情報に反応して株価が公表後に大きく動いている場合はすべてチェックするという事です。

それで、インサイダー取引の可能性を疑えば、次に取引所から売買記録を入手します。取引所の売買記録でわかるのは、いつ、幾らの売買がどの証券会社経由で行われたかということですので、さらに証券会社から売買明細を入手して、顧客別に整理をする。昨年からは、コンプライアンスWANという仕組みで、ここまでのプロセスはすべてオンラインでできるようになっておりますので、顧客別に整理をいたしますと、重要事実の公表の前数日間に大量に買って、公表後に一挙に売り抜けているというような場合に、神の予知能力でもないとこんなことはできないなというような取引が顧客別に整理された形で出てくるということです。そういったお客さんを抽出して審査レポートをつかって、ここまでが取引審査というプロセスですが、事案の悪質性とか規模に応じて、刑事告発か課徴金にするかということで割り振って調査チームのほうに送ります。

以上がオンラインでの情報収集ということですが、当然、取引所も売買審査をしておりますし、取引所の強みというのは、自分が場を提供することによって、そこで取引が行われている。上場会社との距離も近いですし、証券会社との距離も近いということで、私たちのように数字だけ追いかけている者よりは現場に近いということがあります。それから、証券会社は、直接お客さんと接しておりますから、そういう意味でお客さんにより近いということですね。

もちろん、証券会社がインサイダー取引をしているのではないかと疑って私たちに情報提供するというのは、法律上の義務ではありませんが、それでも、あんまり取引しないようなお客さんが、ある日、自分の勤務先の株を全部売ってくれと言って、売った後、次の日にその会社が会社更生法の申請を出したりすると、それほど露骨なケースで私たちに通報していなかったとすると、やはり人間関係が気まづくなったりするわけです。そういう意味で、証券取引所は金商法上の自主規制機関ですから、当然に自主規制としてやるわけですが、証券会社も、徐々にではありますけれども、お客さんがインサイダー取引

をしているのではないかということ、もちろん全く借名でやられたりするとわかりようがないわけですが、わかった範囲内で情報提供をするような慣行が形成されつつあるということです。

それと、当然一般からの情報というのが毎日非常に多くの件数寄せられまして、それがどこまで信憑性があるかというのはなかなか判断が難しいのですけれども、こういったルートで情報が寄せられるということでもあります。

#### 4. 発行体からの情報伝達ルートの解明

以上が情報入手とその整理というお話になりますけれども、4番目に、ではその人が発行体とどういう関係があるのかということでありまして、先ほど申し上げたトラックメーカーのケースで言いますとわかりやすいと思うのですけれども、今申し上げたようなプロセスでまずだれが出てくるかという、億円単位の取引をタイミングよくし過ぎた元夫というのが出てくるわけです。ただ、その別れた元夫というのは、トラックメーカーと何の関係もないので、一体この人は何でこんなタイミングの良過ぎるもうけ方ができるのだろうということを探っていかなければならないことになります。この場合、本人が自分の名義で自社株の取引をしていたというようなときは非常にわかりやすいし、家族とか親戚とか取引先が発行体だったという場合もまだわかりやすい。

別の3カ月ぐらい前の課徴金の案件ですが、大手電機メーカーの役員秘書をやっている女性で、この女性は弟さんと非常に仲がよくて、会社であったことを全部包み隠さず弟に話しちゃうという、そういう仲のいい兄弟だったんです。今度うちのはあの会社にTOBをかけるから忙しいのよ、みたいな話をしてしまして、普通はそれを聞いたあまりお金のない弟がその株を買ってもうけようというところまで考えないとは思いますが、そういう場合は、まず弟のほうが取引審査で浮上してきますので、そのお姉さんが電機メーカーの役員秘書だということは、割と到達しやすいわけです。そこでもうルートは推測できますから、あとはお姉さんに聞いたんでしょうということをお白状すればそれで終わりなのですが、トラックメーカーの場合は、全く何の接点もない。ただ、人間というのは、生きていく上で人間同士コミュニケーションなしでは生きていけませんので、メールとか電話とか銀行送金とか、いろいろとコミュニケーションの痕跡が残ることなのです。そうした痕跡から元妻までたどり着いて、そこまでいくともう楽なわけですね。合理的に伝達ルートを解明したというところまで到達しますと、あとは御本人に確認することにな



って、そこからまたいろんなドラマが展開するわけです。

以上、2つのケースを申し上げました。これはもう両方とも本当に出来心というケースでありますから、私たちが確認すると、もうすぐに認めるといことですね。ところが、中には厚かましい人もいらっしゃるしまして、確かに話は聞いたけれども、自分の取引には何の影響もしていない、おれはおれの相場勘でやってるだけなのだと言い張る人がいたりするわけであります。そうやってきますと、このインサイダー取引の規制の基本構造、これは私、昔から問題意識は持っているのですけれども、軽々には変えられないのかなという気にもなってくるわけであります。

## 5. 規制の構造

5番と6番は、今さら専門の先生方に規制の基本構造について解説をしたいというわけでは全くありませんで、まさに構成要件が形式的になっているがゆえに、逆に言いますと、インサイダー情報を知ってもうけようとして公表前に取引したというような形の構成要件ではなくて、知ったら公表前に売買してはいけないということなので、先ほどのように厚かましく否認を続けている人に対しても立派に適用できるわけですね。構成要件が実質化しようとするほど、気が小さくてすぐに白状しちゃう人だけが落とし前を払わなければならないというのも不合理だなという気がしております。逆に言いますと、後ほど課徴金に関連しても申し上げますけれども、こういう形式的な構成要件であるがゆえに、とりわけ課徴金のケースについては、単に形式的に該当しているから納めてもらいますというような運用は避けなければならない。このところは日々試行錯誤しているところなのですけれども、大変強くそういった感じを持っております。

### 重要事項

- (1) 決定事実……………株式発行、合併、自社株取得など
- (2) 発生事実……………業務上の損害、不渡り、債権者による債務免除など
- (3) 決算情報……………売上高、経常利益などの一定割合以上の変化
- (4) バスケット条項……(1)～(3)以外で投資情報に著しい影響を及ぼすもの

重要事実が4つあって、(1)から(3)までに該当しない場合にバスケット条項を使えるということも、非常によく知られている構造です。

## 6. 二つの初期最高裁判決

これは証券取引法の専門の先生方はもう百も承知の判決だと思いますけれども、日本商事事件は、監視委員会の第1号案件でございます。非常にわかりやすい案件を第1号で摘発いたしましたので、この1件のおかげで、日本中の会社にインサイダー取引はやってはいけないことだという規範意識が定着するのに力があつたと思います。

開発中の新薬の副作用で患者が亡くなった後、それが明るみになる前に100人を超える会社関係者が売り抜けたという事案でありまして、重要事実で言いますと、業務上の損害に当たるかどうかというのが最高裁で争われた点です。この業務上の損害というのは、例えば地震に遭ったとか、火事に遭ったとかで製品がだめになってしまった、そういう金銭で算定できるような損害という語感があるわけですね。この日本商事のケースも、亡くなった患者さんの遺族に賠償したりしなければいけない、そういう意味で金銭的な損害も発生しているのかもしれないけれども、もっと本質的なことは、患者が副作用で亡くなるような薬をつくっていた製薬会社であることそれ自体が製薬会社としての今後のレピュテーションなり売り上げに大きな影響を及ぼす。法律が想定しているような狭い意味での損害にとどまらない損害であるがゆえに、バスケット条項を使えるという非常に苦労した解釈を最高裁にさせていただかなければいけなかった事件です。重要事実を限定列挙するとともに、バスケット条項という性質の違うものを並立させているものですから、かなり苦しい解釈をしてもらわなければいけなかったということです。

これに対しては、一つには、重要事実を想像しうる限りもっとたくさん列挙して、なるべくバスケット条項に頼らなくてもいいようにすべきだという意見もあるのですけれども、結局、株価に影響するような重要事実というのは、事前に想像できないようなことが起こってしまうから、株価に影響するということなのでありまして、どうしても限界がございます。逆に、バスケット条項一本でいけばいいではないかという意見も学会にかなりおありだということは、私はよく承知をしておりますが、実務家、これを守らなければならない公開会社の方々も、あるいは摘発する私たちのほうも、バスケット条項というファジーなものだけで摘発するというのは、何となく不安があるのですね。こういう実務家の不安というのは、私はあんまり根拠はないと思うのですけれども、やはりある程度かつちり法律に書いてある重要事実を聞いて取引したのだという認定をしたいというようなところもありまして、この法律も20年たっておりますので、ある程度定着している中で、この規制の基本構造というのをどういうふうにしていくかというのは、難しい問題だと思います。

次の日本織物加工事件というのは、監視委員会が3番目に取り上げたインサイダーであ

りまして、自社を買収する相手方の顧問弁護士さんが公表前に買ったということで、ただ、そのときにはまだ会社としての正式決定ではなかったからインサイダーではないのだという争いをした結果、一体重要事実というのはだれがいつ決定したのか、あるいはその実現可能性はどれくらいあったのかということが問われた事件でありました。こちらのほうがむしろ最初の日本商事よりも、常にいまだに問題になる。決定事実というのは、理論的に将来の決定ですから、どの程度実現可能性があったのかということで、このときの最高裁判例は、ご案内のとおり、確実でなくてもいいのだと。それから、決定というのは、事実上決定する能力のあるところが決定をしたのが決定なのだという判断をされました。

これを、村上ファンド事件の第一審では、実現可能性はゼロでなければ足るという判断をされたものですから、市場関係者がみんなひっくり返ってしましまして、それなら、どんな与太話でも聞いてしまえばアウトか？みたいな話になって、それが第二審では、ご案内のとおり、最高裁判例を踏まえた妥当な解釈に戻っているということでもあります。

この5、6は先生方にとってはもう周知のことでありましょうけれども、私が監視委員会に参りまして半年超たちまして、改めてこの規制の仕方というのは難しく、外から見ているのと中から見るのは違うなという感じがしたものですから、あえて申し上げた次第でございます。

## 7. 監視体制

1998年というのは、前述のように、大蔵省から金融行政が監視委員会を含めて分離したときですけれども、霞ヶ関に100名弱、全国の財務局に100名強ということで200名程度の体制でありましたのが、現在は前者が400名弱、後者が300名という形で700名弱の体制になっております。

金融行政も、大蔵省から分離してしばらくの間は、銀行の不良債権処理というのが最大の課題でしたので、銀行の検査官というものをどんどん増員していったということですが、それが2003年、2004年ぐらいにほぼ峠を越したのと軌を一にして、西武鉄道が40年以上、上場廃止基準に抵触しないように株主構成を偽っていたとか、カネボウの巨額の粉飾でありますとか、ライブドア、村上ファンド、これは摘発の仕方についてはまたいろんな意見があろうかと思えますけれども、とにかく市場で個別の事件が起こってまいりますと、これまであまり注力しておりませんでした開示の検査、さらに新しい手法としての課徴金、さらには、後ほど申し上げる不公正ファイナンスの監視といったニーズが高ま

りまして、最近の金融行政全体の定員の増加分はほとんど監視委員会の増加分になっておりまして、霞ヶ関の組織としては例外的に体制が強化されているということでありまして。

もう一つの特徴は、このような形で急激に定員をふやしますと、私たちは基本的には大蔵省が母体ですから、職員は国税庁であったり、財務局であったりするわけですね。ただ、税務署の職員で昨日まで八百屋さんに行って確定申告の指導をしていたような者がいきなり監視委員会に来て金商法に基づく検査をするというのなかなか慣れるのが大変ですし、財務局の職員だったら、きのうまで国有財産の管理をしていたのが急にやれるかという、やはり一定の教育を施しませんと、なかなか使い物にならない。それに比べると、証券会社にいらっしゃったような方というのは、少なくとも証券会社が何をしているのかはよくわかっておられるわけなので、即戦力になるということもありまして、既に3分の1は民間出身の方ということになっております。

それから、私たちは、合議体の意思決定機関であるということも特徴でありまして、3人の合議体というものを事務局が支えて、もちろん調査は事務局の人間がやるのですけれども、法律上は、この3人から成る独立した意思決定を行っている。これは、第一次証券不祥事、損失補填騒動のときに、なぜ損失補填というようなことが起こったのかを考えると、証券会社に何をやっていいのか悪いのかということを指導するコーチと、実際にやってはいけないことをやっているのかどうかということ判断するアンパイアの両方を大蔵省が兼ねていると客観的な事実認定ができないから、アンパイアの部分を切り離して、監督行政上の思惑に左右されない事実認定をして、その事実認定に基づいて監督行政権を持つ人間に行政処分などの勧告をする、そういう形でスタートをしたということです。そのためにも、合議体の意思決定というのが客観的な事実認定をする上でふさわしいのではないかと考えられて現在に至っているということです。

佐渡委員長は、ばりばりの特捜検事だった人でありまして、特に経済事案を得意とした検事で、もともと関西の方なものですから、福岡の高検検事長のときに、次は大阪高検検事長になるんだろうと周りから見られていて、自分でもそう思っていたのですけれども、なぜか監視委員会のほうに来てしまったという人でありまして。福田委員は、トーマツの元代表社員でありまして、特に粉飾事案を重点的に見ていただいております。熊野委員は、元野村証券の方でありまして、主に証券会社の検査部門を見ていただいております。その意味で、この組織というのは、単なる審議会のようにという、審議会に参加していらっしゃる先生方に申しわけないかもしれませんが、本当に行政機関そのものでありまして、

私たち事務局と毎日一体になって個別の案件を処理しているということでもあります。

SECの場合は、これも有名な話ですけれども、ジョセフ・ケネディー、JFKのお父さんが初代の委員長で、このジョセフ・ケネディーというのは、相場操縦をやっていて、大恐慌の前にうまく売り抜けて破産しないで済んだという人で、ルーズベルトも、泥棒に泥棒を見張らせるのが一番いいんだみたいなことを言ったそうです。日本の場合は、証券不祥事が監視委員会を生み出したので、証券界の人間なんか登用しないということで長年やってきましたけれども、そういうスタンスだと、本当に過不足ないバランスとれた判断はなかなか難しいのですね。ようやく時期を経て本当に証券取引の機微がわかっている熊野さんのような人に入っていて、私も、1992年にこの組織ができてからずっと監視委員会の仕事を見ておりますけれども、現在の体制というのが歴史上最もよい体制なのではないかと感じております。

## 8. 課徴金制度

それで、ここに参ります前に、リクエストとして課徴金制度の運用について話をしてくれということがありましたので、この点については日々揺れ動いているところもあるので、すけれども、お話をさせていただきたいと思います。

冒頭、2004年の証取法改正という話をしましたけれども、そのときに、課徴金制度というものをあわせて導入しております。アメリカのSECが民事制裁金を有効に使っているというのは、ビッグバンのころから、あるいはそれ以前からもわかっていた話で、可能であれば、こういう制度が日本でも欲しいなとずっと思っていたのですけれども、何しろ憲法が二重処罰を禁止しているということからしますと、課徴金が制裁であってはいけないという前提がございます。

こういうのは何か形式論議ではないかと思うのですけれども、こういう形式論議にこだわる人がおまして、その守護神が内閣法制局という人たちなのですけれども、私は、どちらかという内閣法制局に重きを置かないちょっと変わった行政官です。多分、黒沼先生や山下先生はいらっしゃったと思うのですけれども、2003年末の金融審議会の報告では、証取法のすべての不公正取引規制違反、すべての開示義務違反、証券会社などの行為規制違反を対象に課徴金制度をつくるべきであるという報告になっております。

ところが、実際できたときは、インサイダー取引、変動操作型の相場操縦、発行開示違反、風説の流布と偽計、この4つにしか課徴金制度が認められなかった。これはひとえに、

課徴金が制裁ではなくて利得の没収であるという考え方に基づいているわけでありまして、相場操縦も、安定型の相場操縦、株価の下がることを安定型で操縦しても利得が生じていないとか、あるいは虚偽の発行開示で資金を得られたのであれば、それは不正利得だけれども、先ほどの西武鉄道みたいに40年間ずっとそうをついていましたというときに、40年間つき続けたうそによってどういう不当利得を得ているのか判然としないではないかというのが法制局的な考え方でありまして、言ってみれば、違法行為と利得の因果関係が明確に認識できるものしか課徴金制度として認めないというのが、発足時の整理でございました。

ところが、この制度が2005年に発足する以前に、前述の西武鉄道事件が発覚いたしまして、こういう継続開示に課徴金を取れないのだったら何のための課徴金制度なのかという意見が政治的に非常に強くなりました。しかし、内閣法制局は、やったことと利得の因果関係がないのであれば課徴金制度は認められないという構えを崩さなかったものですから、では議員立法でつくろうということで、継続開示違反部分の課徴金制度を追加したということです。そういうことを経験しますと、あんまり突っ張っていると議員立法にされちゃうということで、法制局のほうも学習効果が働きまして、2008年の通常国会では、不当利得との因果関係が明瞭でない違法行為も包含する形で、ある意味で金額というのはフィクシャスな要素がどんどん強くなるわけですけれども、制度を拡充したということです。

それとともに、繰り返す者には加算する、自己申告すれば減算するという制度もできまして、これは制裁精神のあらわれかと思ったら、そうではなくて、繰り返す者に加算するというのは、繰り返すほどにもうかっているはずの不当利得を没収するという、法制局的にはそういう論理構成になっているはずでありまして、なかなか憲法上の制約というのは大きいものであります。

ただ、このところ毎年数十件の課徴金納付命令を出しておりますけれども、命令された人は、自分は制裁されたのではない、単に行政手続で利得をお返しただけだなんて思っているわけではないのでして、やはり制裁を受けたというふうを感じるわけですし、まともな勤め先だったら、首にならないというのもなかなか難しい話です。それは、摘発する私たちのほうも、これは単なる行政手続であって制裁ではない、だから主観的な要件を問わないで形式的に適用していくんだというようなことになりますと、非常に副作用が大きいと思います。

率直に申しまして、制度発足当初には、社長さんなんかは毎日のように重要事実に接するわけですから、そのことと何の因果関係もなく自社株の取引をしてしまったから課徴金を納付しろというような運用も見られまして、そういうことをやっている、もう自社株の売買は一切やめなければいけないということになって、萎縮させる弊害が大きいと思っております。それで、私は監視委員会の外からこういう運用を非常に攻撃していたのですが、幸いなことに、現在の体制においては、いわゆる“うっかりインサイダー”というようなものは摘発しないという運用が確立しております。

わかりやすいのは、時期を接した2つのメディアのケースです。日経新聞の広告部員がその広告を公表する前にインサイダー取引をしていた。これは何千万円という単位でやっていたから、この広告部員が逮捕され起訴されて犯罪者になるというのはわかりやすいわけです。それと前後しまして、NHKの職員、全国で3人がばらばらなところにおいて、社内LANで見た公表前の情報をもとにインサイダー取引をした。これは職業モラルから言ったらけしからんことなのですが、ただ、金額が3人合わせて100万円という非常に小さい金額でありまして、それで犯罪者にするというのもどうか。かといって看過するわけにもいかん、まさにこういう程度の案件に対する過不足ないエンフォースメントの手法として課徴金というものがあるわけです。

実は、きょうも出がけに、監査役が自分の監査先の会社から業績が上向いたということを知り、自分の友達の名義で50万円買って来て、公表されたら売って来て、それで課徴金の額15万円。これも小さい話なのですが、監査役の立場を利用して小遣い稼ぎをして、小額だから何にもしなくていいということにはならないわけでありまして、恐らくあしたの新聞も、こんなニュースは10行の記事になるだけですが、ずるいことをしても割に合わないというのが日常茶飯事になる必要があります。

昔からよく日本の場合は、何か不祥事が起こると、だから日本の証券市場はだめなんだと自虐的に報道するわけですが、じゃあ、アメリカで年間500件もSECがやっているのは何なんだとよくメディアの連中に言うのですが、毎日証券不祥事状態でありまして、それでアメリカ人がアメリカの証券市場に愛想をつかして逃げていくかという、そんなことはありません。ずるいことをやっても割に合わない、ずるいことをやるやつはちゃんとしかるべく摘発されるのだという信頼を普通の投資家に持っていただくというのが一番大事なことでありまして、そういう意味で、私たちもまだまだでありますけれども、その状態に向かって一歩ずつ近づいているということではないかと思っております。

## 9. 実質解釈の範囲

実質解釈ということで、時間がなくなりましたので、リーマンショック対応というのは省略しまして、最近、TOBはどういう場合に必要なのかということをめぐる若干話題を提供しておりますので、そちらの話を申し上げようと思います。

2005年の2月にライブドアがT o S T N e Tを通じて時間外取引でニッポン放送株を取得したということがありました。今年に入って、KDDIがJ : COMの株式を実質的に取得した、中間持株会社を通じて取得したということがありました。ライブドアの事件に対しては、私たちは、急いで法律を直して、時間外取引というものもTOBの対象になるんだという、制度を直すことによって対応したんですね。それに対して、最近のKDDIの取得というのは、TOBによらなければいけないという解釈をKDDIに示したということで、金融庁もルールベースからプリンシプルベースに移ってきたんじゃないかという評論をされておりますので、そうではないということを申し上げたくて、今日はあえてお話しさせていただいたということでございます。

学会でも実質解釈をすべきだという第一人者が上村先生でありまして、上村先生は、ライブドアも脱法じゃなくて違法だと大きな声で当時から怒っておられまして、当然その怒りというのは我々も共有しているわけで、みんながライブドアのまねを始めたら、株主平等もへったくれもなくなっちゃうわけですから、それはとても遺憾なことだと思います。グレーなことはやらないというのが普通の会社だったのですけれども、違法じゃないのだったらやっちゃおうと、そういう意味で、これまでにはないキャラクターが日本の証券市場に登場したということだったと思います。

ただ、市場外で適用されるTOB手続と条文に書いてあるのが、曲がりなりにも東証市場の内の取引に適用すべきだと実質解釈するというのは、非常に行政官にとってはハードルが高いことでありまして、なおかつ当時はまだ課徴金制度がありませんので、行政があれが違法だと言うことは、監視委員会が刑事告発すべきだと言うことと同義になってしまおうということです。その意味で、実質解釈を断念して、今後は、だれもライブドアのまねができないように、法律のほうを急いで直すことによって対応したということです。

それに比べますと、先般のKDDIのケースというのは、「株券等所有割合」という言葉をどう解釈するかということでありまして、これをわざわざ直接所有する場合に限って、間接所有の場合を除かなければいけないというふうに私たちに感じさせるような理由は何



にもないわけです。その意味で、プリンシプルベースとか、ルールベースとか言う以前のリーガルマインドの問題として、実質解釈をすることが可能な場合にはそうしていくと。課徴金があるから実質解釈しやすいのではないかとわれればその通りですが、このケースについては、それ以前の問題として実質解釈が妥当だと考えているわけでございます。

## 10. 市場監視上の当面の問題意識

最近、不公正ファイナンスに力を入れておりまして、先ほど監査役のインサイダー取引の話をしていただきましたけれども、本日同じように、不公正ファイナンスのトランスデジタルという会社の刑事告発の手続を東京で出がけにしていまいりました。これも全く典型的な事案なのですけれども、IT関係の会社で典型的なのは、自分のビジネスモデルが当たらなくなってくると、いろいろと多角化を図ったりするわけなのですけれども、あんまりうまくいかない場合が多い。そういうときに業績がだんだん傾いてくると、おかしな人たちがスポンサーとして入り込んでくるようになる。そして、その上場会社を単なるファイナンスの箱として利用するようになるということです。

このトランスデジタルという会社も、結局、アンダーグラウンドな人たちに占拠されるような形になって、最終的に架空増資を繰り返してにっちもさっちもいなくなったというケースでありますけれども、こういう案件、特に発行市場と流通市場の両方にまたがっていて、あちらサイドの人たちがいたりすると、もともと我々は警察ではないので、ちょっと気持ち悪いと思うのですけれども、適宜早い段階から警察と連携しながら、そういったケースについても摘発を進めているということです。

それから、おかげさまで人数がふえたおかげで、インサイダー取引、相場操縦、粉飾、最近だと偽計、そういったものの伝統的な不公正取引の手口だけではなくて、例えばCDSを使ったインサイダー取引というのも、やろうと思えば可能なわけです。あるいは、まだ日本ではあまり広がっておりませんが、ダークプール、そういった新しい取引形態を使った不公正取引の可能性というものも考えながら取り組んでいるということでもありますけれども、一番大事なのは、何度か繰り返して申し上げましたように、通常業務における摘発能力。あるいは、形式的には構成要件に該当していても、これは実質的に刑事告発あるいは課徴金を課すにふさわしいものなのか、刑事告発、課徴金、あるいは何もしない、指導してとどめるというような形で、やったこととサンクションが過不足なく見合うような形にセンスを向上させていかなければいけないというのが、日常的な課題として感じてい

ることでございます。

先生方に聞いていただくにふさわしい話ができただろうか、非常に散漫で恐縮でございましたけれども、残りの時間は、市場監視についても結構でございますし、それ以外の金融制度に関することでも結構でございます。私にお答えできる範囲内で答えさせていただきたいと思っておりますので、よろしくお願い申し上げます。

~~~~~

【討 論】

○森田 ありがとうございます。ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見を
お願いいたします。

インサイダー取引のところは、かなり突っ込んで取り締まる側の考え方をいろいろ披
瀝していただきまして、我々も参考になったと思います。

インサイダー取引の規制のあり方

○前田 インサイダー取引の規制のあり方について、現在のような形式的な規制の仕方が
いいのか、それとももっと実質的な規制の仕方がいいのかということは、非常に微妙
で難しい問題だというお話は非常によくわかりました。

そこで、現在の規制は形式的であるがゆえに、実質的には規制をすべきでないものが
網にひっかかってしまう場合がありますが、それについては、最後のほうにお話くださ
いましたように、例えばうっかりインサイダーというようなものは、運用次第でかなり
の程度対応できるのだらうと思えます。他方、その逆の面、つまり、本来は規制すべき
であるにもかかわらず、現在の規制ではどうしてもうまく網にひっかけることができな
い場合も相当あるように推測するのですけれども、規制をしておられるお立場から、そ
ういうものが相当あって歯がゆい思いをされることはないのか、お話をお伺いできれば
ありがたいのですけれども。

○大森 レジユメの5番目に書いてあるような構造ですから、本来つかまるべき人がこ
の広い構成要件に該当しなくてつかまえないということはそんなにはないのですけれ
ども、一つだけあるのが、規制対象が第一次情報受領者までだということです。これも
ご案内のとおり、取引先まで含めて会社関係者そのもので、その先が第一次情報受領者

ですから、会社関係者と第一次情報受領者の概念そのものが広いことは広いのですね。

さっきのNHKの職員のケースも、記事を書いたのは発行体の取引先を取材した記者で、発行体の取引先は会社関係者ですから、それを取材した記者が第一次情報受領者になって、さらにその記事を社内LANで見た社員も全部第一次情報受領者ということですから、かなり広いのですけれども、ただ、そこから外に行くと第二次情報受領者になってしまう。特にメディアの関係者、あるいは、企業情報を扱う会社の社員でありまして、中にはインサイダー取引やりたい放題になっている会社もありまして、間接的に第一次情報受領者から聞いたということで、安心してやっている。そういう意味では、こういう情報を職業にしているような人たち、アナリストとか、記者とか、なんとかバンクの社員とか、そういう人たちが間接的な伝達ルートだから該当しないというのは残念だなと思うことがございます。

では、どういうふうにこれを広げていけばいいのか。伝達の間を形式的に広げていくと、耳栓をして生きていかなければならないような世の中にもなるわけですし、職業に着目して情報で飯を食ってる人はだめだというのは、何かモラルの領域に制度が介入しているような気がしまして、ちょっとどうかなという気もいたします。さらに、アメリカだったら、これは判例法で信任義務に反したとか、情報を不正流用したとかいって連鎖の輪を追いかけていくわけですが、そういう法体系になっていないものですから、第一次情報受領者に該当しないから断念するということは、たまにあるのですけれども、かといって制度としてどういう解答があるのかというのが見つかっていないというところがございます。

それと、インサイダー規制に限らず申しますと、158条、157条という一般条項があります。今朝刑事告発手続をしたトランスデジタルというのは、最初に種銭があって、それが増資のお金として振り込まれて、すぐに払い出して、また別の名義で振り込んで、すぐに払い出して、また別の名義で振り込んでという形で数億円の架空増資を装っていたわけです。「偽計」という言葉、あるいは「不正の手段、計画、技巧」という言葉、これは極めてファジーな言葉なんですけれども、気合さえあれば使えないことはないという意味で、架空増資みたいなものは偽計という158条を使って最近やり始めて、さすがに157条を使う勇氣はまだ私たちのほうも出ていないのですけれども（笑）、だから、そういう意味で、規制の限界をそんなに日々感じているということではございません。

○前田 ありがとうございます。

公開買付け規制について

○河本 先ほどご提起になりました解釈の問題なのですが、例のライブドアの事件のときは、森本君を初め、ここにいらっしゃる方も随分意見書を、立場は異なるにせよ、書かれたわけです。私は、主として、T o S T N e T - 1による売買が市場内取引か市場外取引かということについては、これはもう明らかに、公開買付制度の趣旨から考えれば市場外取引だろうと、主張したわけです。それは、この事件で頼まれたから書いたのではなくて、その前から証券会社、銀行は、これは危ないのではないかと非常に心配していたわけです。私も照会を受けて、何通か意見書を書いておまして、T o S T N e T - 1は、公開買付規制の法の趣旨から考えて市場における売買とはいえないとってきました。

というのは、公開買付けの関する条文をつくったときには、取引所にはT o S T N e Tといった取引は全くなかったわけですね。だから、法律が全然予定していないものを、後から取引所が、市場の取引だとして設けたわけですから、とてもそれを公開買付規制の適用を受けない市場内取引とはいえないとってきたのです。そのうちの1通は、この事件の直前に公表しています（河本＝今井・鑑定意見会社法・証券取引法230頁）。

このような条文の解釈というのは、実はほかにもありまして、例えばコマツの事件なんかでも、子会社の解散に従来軽微基準がなかったので、徹底した形式解釈で違法とされましたが、直後に府令を改正して、軽微基準を設けましたね。T o S T N e Tについての法改正も同じですね。直後に法令を変えなければならないというようなことが、なぜ解釈でできないのかと思うのですね。

それともう一つ、現在非常に問題になっているのはブロックトレードです。これについては、大森さんのご意見を聞くわけにいかないだろうと思いますけれども、これもやっぱり一種の解釈問題ですね。というのは、つまり、形式的には5%の買い付け決定になるわけですよ。法人がまとめて持つてる株式を証券会社がまとめて買って、それを売りさばくわけですからね。昔は市場集中義務があったから、そんなことはできなかったのに、最近はそのができますから、どんどんやり出したわけですね。そうすると、やはり5%以上の買い付け決定をしたということで、167条にひっかかる。しかし、167条というものは、まさに支配に影響するものと考えての条文なのです。だから、ブロッ

ク・トレードには、公開買付規制は適用されないといってよいかと思うのです。

だから、私は、どうしてもある程度の解釈はせざるを得ないのではないか。そのところを、先ほど大森さんは、行政官としては、それは無理なのだとおっしゃったけれども、私は、いくら条文をつくってもつくっても、とにかく限界的現象が出てくる、しかも予想しないものが出てきますから、そのところはやはりある程度の解釈はしていかざるを得ないのではないか、思うのです。

○大森 言いわけを言わせていただいてもよろしいですか。先ほどTOBのことをお話ししたときに、ちょっと時間がなくて舌足らずだったのですけれども、KDDIが中間持株会社を通じてJ:COMを買った後で、直接買ったんじゃないからTOBによらなくてもいいですと。そんなばかなって言って、そういう解釈をするなら課徴金を取るぞというのが今回の対応です。そういう意味では、直接取得する場合じゃなくても、株券等所有割合というのは、間接的に取得する場合でもTOBによってくださいという意味で、今、河本先生がおっしゃったような実質解釈をしたということです。ライブドアの場合は、市場の外という条文になっているときに、いくらToSTNeTとはいっても、東証の内にあるところにまで実質解釈できるか。外と内って、全く反対のものを実質解釈しなければいけないというのがとても心理的ハードルが高かったのと、繰り返しになりますけれども、当時は課徴金制度がありませんでしたので、そこで違法だと言ってしまうと、あの行為に対して刑事告発を監視委員会がしなければならぬことになるがゆえに、急いで法律のほうを直すことによって対応したということでございます。

それと、ライブドアという会社のありようについては、私もいろいろ考えさせられるところはあるのですけれども、とにかく百分割を繰り返して、MSCBを使って話題づくりの自転車操業をしながら自分自身をどんどん膨らませていくということ自体がまるで真っ当じゃない。だからといって、ああいう形である日いきなり犯罪者にするというやり方がいいのかどうかというと、そこもまた疑問を持っておりまして、結局、この美しい国日本においては、額に汗して働くのが尊いから、ああいうやつはだめなんだということでもないでしょうから、いきなり犯罪者にするというのではない形でそこを埋めなければならないのが監視委員会ではないのかと。埋めるためのツールがまだ必ずしも完全に整備されているわけではないのですけれども、一つ課徴金というのがそのための手法としてあるのではないかというのが、私が常々感じているところでございます。

○森田 私も言いたいことがいっぱいあるけれども(笑)、我が国の公開買付け条文

がそもそも行き過ぎているのと違いますか。つまり、証券取引法としては、あくまでも勧誘規制であるべきです。アメリカは、公衆勧誘を規制しようとしている。ところが、日本は3分の1を超えたら平等扱いせよという実質論でいっているというのが、僕からしたら大きな違いでありまして、しかも、日本の条文も昔は少人数勧誘の適用除外があったんですよ。それを3分の1とか、後からどんどんつくって行って、何か平等原則をやり過ぎているのと違うかというのが、僕の考え方です。それは日本の特徴としていいのかもしれませんが、グローバルな証券市場ということを考えたときに、日本はそれはちょっと突出し過ぎではないかというようにも思うわけですね。

ですから、そういう意味では、TOBが必要な場合というときの、上村先生はあれがどうのこうのおっしゃったけれども、もともと3分の1規制ってそんなに大事なものかというふうに僕は思いますから、そうすると、行政官としてはそんな立法論は堪忍してくださいということになるかもしれませんけれども……

○大森 いや、そんなことはないですよ。

○森田 私としては、そう感じます。そういう意味での整合性をつけてもらったほうがいいのではないかと僕は思います。

いろいろ意見が出ましたけれども、河本先生がおっしゃったのは、解釈はいろいろ分かれてくるのですけれども、このごろ、解釈通牒というか、リプライされていますよね。あれなんか、きょうはあんまりご説明がなかったのですけれども。

○大森 前段のほうから言いわけを申しますと、ライブドアの事件が起こって応急手当をして、その後、金商法の改正ということになるのですけれども、TOBの仕組みがどうあるべきかというのは、ちょっと大げさに言えば、日本の資本主義のあり方論みたいなものになって、そもそも人さまのものを簡単に買えるほうがいいのか、買えないほうがいいのか。アメリカだったら割と簡単に手を出せるけれども、それに対する対抗策も認めるし、ヨーロッパだったら、ナンパするときは嫁にするつもりでしろみたいな、そういう仕組みになっているわけですね。だから、日本でM&Aというのがどの程度起こりやすいのかがいいことなのかという議論がないうちに、経産省は、みんなで渡れば怖くない防衛策をつくってくれと経団連に言われてつくるというような、そういう中で、とにかく金商法の全体系の横断化を優先せざるを得なかったのも、そもそも論をしていないというのは確かにあるんです。

だから、これが起こったときに、3分の1がどうかとか、そもそも内と外を区別した

制度，そんな区別は必要ないのではないかと、論点はあるんだけど、ちょっとそこはあまりにもそもそも論になり過ぎるものだから、まさに母体は1960年代にできた仕組みで、20年間に3回ぐらいしか使われなかったという（笑）、そういう意味では、つくった人は先見の明があったのかもわからないですけども、それだけに、その基本構造のところがちょっと古色蒼然としているというのはあると思います。防衛策もその裁判上の評価もちょうど一巡したところであろうかと思いますが、落ち着いてそもそも論をしてもいい時期には来ているのだと思います。

それから、Q&Aは本当に気がついたたびに出して、どうしても、特に金商法のような法律というのは一読しただけではわけがわからないという声が多いものですから、余力がある限りにおいてどんどん追加をしているということです。ノーアクションレターという形でのお問い合わせとか、あるいはそういう形式を使わなくても、一般的な法令解釈のお問い合わせというのは毎日いただいておりますので、そういうのが積み重なるたびに、一般的な解釈指針としてQ&Aという形で公表しているというのが日常業務でございます。

課徴金制度のあり方について

○森本 ライブドア事件については、河本先生の一連の鑑定意見書を拝見しまして、私も違法と言おうかな、どうしようかなと思ったのですが、大森さんもおっしゃいましたように、これについてはダイレクトに刑事責任と直結します。したがって、きわめて不当であり違法の疑いが濃いけれども云々という形で、違法とは断定しなかったため、ある方から、おまえは誰のために鑑定意見書を書いたのだといわれたことがあります。ともかく、日本の刑法理論が、憲法論と重なってやや硬直的な解釈が一般的なように思われます。したがって、あまり知らない者が刑法理論について批判的にどうこうと言うとか、よそからなかなか手を差し挟めないということで、いろいろと刑罰と連動する私法規定の解釈については難しさもあろうかと思えます。しかし、先ほど来おっしゃっていますように、課徴金制度を利用することによって柔軟な対応を考えることも合理的なように思われます。エンフォースメントについて課徴金制度というのが非常に有用なように思われますが、課徴金について利得の吐き出し構成をとる限りにおいては、うそと言うと非常に失礼ですけども、何か釈然としない制度設計になるし、それから、例の繰り返す者への加算とか、自己申告をした者についての減免という形のある種の弾

力化はなされていますけれども、利得の返還・剥奪ということだから、要するに裁量がないわけです。しかし、裁量の余地を認める必要もあるのではないかと。特に明確な利得と関係のないものについて弾力的な取扱いをする余地はないのか。とりわけ、今後、金商法の場合でも、独禁法の場合でも、何十億という課徴金を課すことが問題となりますが、その際、もう少しあんばいすることも考えられないかということで、この課徴金制度の将来をどうお考えになっているのか少しお教えいただきたいと思うのですが。

○大森 先ほど申し上げましたように、当初、私が担当課長として意図したのと違う形で発足したのは、内閣法制局の壁で、まさに“二重処罰の呪縛”というふうに私は言っているのですが、そういう形であったのに比べれば、2008年の拡充によって、建前上は、利得没収というのは憲法がある以上は残っているわけですが、実質的には、刑事告発に至らない形でのサンクションの手段として、運用している側もそう思っておりますし、使えるのではないかと考えております。

制度論としては、これは全くの私見でございますが、2008年改正でほとんどすべての違法行為をカバーいたしましたけれども、157条みたいなものに対する課徴金というのはあまりにフィクシャスなので、用意されていないわけですね。ただ、ほかのどれにも該当しないから157条を適用せざるを得なくて、なおかつ刑事告発というよりは金で済ますのにふさわしい。まさに、先ほどのライブドアをいきなり犯罪者にする前にとめられないのかというのは、そういう世界ではないかと思えます。あるいは村上ファンドの場合も、いきなりインサイダーという切り口であれを犯罪者にするのではなく、もっと全体としてとらえてしかるべきエンフォースメントにならないのかということもそういう世界だと思いますけれども、その制度的工夫と、もう一つは、業者に対して、典型的には証券会社に対してであります。お客さんに迷惑をかけたから業務停止という行政処分をやって、それで一番迷惑なのはお客さんだということも、何かちょっと腑に落ちないところがありまして、業者に対しても、金を払って済ますという形でのサンクションがあってもいいのではないかとというのが、制度論としての今後の課題だろうと思っております。

運用面では、とにかく私たちが、先ほども話に出ておりましたうっかりインサイダーのようなつまらない仕事をしない。つまらない仕事と言ったら既に納付した人に怒られるかもしれませんけれども。主観的な構成要件というのは、法律上はもちろん必要とされていないけれども、それがなくなると摘発したりしないということを徹底して

いくことだと思っております。そういう意味で、このところ、毎年課徴金事例集というのを公表しておりますけれども、今、形式的には該当するけれども課徴金がかからなかった事例集をつくれと言って、担当者からは非常に嫌われているのですけれども、そういう対応をしていくということなのではないかと思っております。

○森本 100万、200万の課徴金の場合はそういうことだと思うのですが、例えば数十億単位のものを相当ディスカウントするというのですか、そういうことは現在ではできませんね。だから、数十億円の課徴金についても、ゼロにするか、数十億を取るかしかない。その中間を考えることができません。さらに、刑罰との調整は若干なされていますが、私法上、民事責任で数億円取られた場合に、それとの調整も、実質的にはしてもよさそうですけれども、現行制度ではそれは考えられていないわけですね。そういうことも含めて何かあるかなということなのです。

○大森 そこまで考えたことがなかったのですけれども、先生がおっしゃるように、繰り返したら加算とか、自己申告したら減算というのが、もうかなりそっちの世界に近づいているわけですね。ただ、私がさっき申し上げたように、繰り返すというのは、もうかっているから繰り返すはずなので、繰り返すほどにもうかっているはずの不当利得の没収なんだという論理が首の皮1枚でつながっているようなところがありますので、森本先生が言われたように、このルールでは何十億になるけれども、事実上の何かを勘案することによって減算するというのが、繰り返す、自己申告と同じ次元で説明できるようなものになると、そういう制度も可能だということなのでしょうね。

当面の課徴金制度については、2008年の改正で、その当時の日本の法体系の中でできる限りのことをやったつもりでいるのですけれども、またいろいろと運用していく中で、おっしゃるような知恵も出していかなければいけないところだと思います。

○龍田 課徴金制度が入ったことによってかなり弾力性が増したということは、おっしゃるとおり結構なことだと思いますが、何がインサイダー取引かという要件の面では、罪刑法定主義的な非常にかたい、弾力性の乏しい運用がされているのではないのでしょうか。運用に限らず、規定の組立てそのものがそうでしょう。先ほど出てきた第一次情報受領者のこともそうですが、外国で第一次情報受領者に限っているところはあるのかね。

それを法律要件から外すと、情報を扱っている人はみな株式の取引をやってはいけないところまで行くのではないかといわれますが、これは極端な議論でしてね、そこは運

用面で適切な限定ができるはずです。悪い者は懲らしめないことには、一罰百戒にならないでしょう。

国債の先物取引に失敗したタテホ化学の倒産が契機になってインサイダー取引の詳しい規定ができましたね。その当初から私は何度も繰り返し言っているのですが、刑事的な発想に偏り過ぎた立法になっているのではないのでしょうか。これでもかこれでもかとモンスターのよう要件を並べ立てた規定を持っている国はほかにはないでしょう。

(笑)

○河本　しかし、そうおっしゃるけれども、あのとき私はちょうど委員会にいて、三国谷さんも担当官でしたが、最初はもっとざっくりしたものをつくったのですよ。ところが、検察の首脳の方に持っていったら、こんなもので人をつかまえられると思っているのか、全部作り直せと言われたのですよ。それで、おじゃんになるかどうかというようなことになってきて、それでこういうふうにつくりかえたのですよ。(笑)

○龍田　つかまえようとするからそうなる。つかまえる以外の法的対処の仕方があるでしょう。何でもすぐ刑罰に結びつけてしまう発想がいけない。

○森田　それでも、龍田先生もやっぱりつかまえないといけないわけでしょう。

○森本　だから、民事責任もあるだろうと。

○森田　ああ、そういう意味ですか。

○龍田　課徴金制度ができた後はますますそうでしょう。日本の司法界では、刑事出身の方のウェイトがかなり大きいように見受けられますがね。

○森田　龍田先生は、そういう場合、保護法益としては、投資者保護なのか、金融秩序の維持か、どちらに重きを置いてご発言になっているのですか。

○龍田　両方ですよ。

○森田　投資者保護も大事ですよ。

○龍田　それはそうですよ。

○森田　そうすると、課徴金の制度を分配してもらいたいというのもあって、消費者庁がやっているらしいけれども、あなたのところはやらないみたいですね。(笑)

○大森　やらないことはないのですよ、消費者庁と我々は兄弟みたいなものなので。

○龍田　刑事の方が中心にやっていただくのが悪いと言っているわけではありませんが、刑事以外の方も、こと構成要件の問題に関しては遠慮するのではなく、言うべきことは強く主張されるように、改めていただきたいと思います。

課徴金制度導入後の刑事罰のあり方について

○加藤 龍田先生の刑事罰に偏るのはけしからんという発言の後に恐縮なのですが、課徴金ができる後の刑事罰の運用のあり方についてちょっと伺いたいことがあります。

ご報告の中では、ある程度利得が大きい、インサイダー取引などを通じて利益を上げたかどうかはかなり大きなメルクマールになっているような気がしました。ただ、それだけでいいのかという疑問が少しあります。例えばトラックメーカーの事件ですけれども、この事件では、専務は課徴金納付だけで済んで、秘書と元夫は逮捕・起訴されて、エンフォースメントに差がついています。しかし、これは行為の悪性ということで本当にどちらが大きいかというと、私は専務のほうが大きい気がします。それはなぜかというと、専務が漏らさなければ、当然秘書と元夫の行為はなかったわけです。さらに、先ほど日本のインサイダー取引規制というのは、第一次情報受領者以降の把握はできないということは、それはまさに、もともと漏らした人に対してエンフォースメントをきつくしていかないと規制が機能しないのではないかと思います。

そういう観点からすると、利得が高いかどうかというのは、確かに行為の悪性の中で重要な要素だとは思いますが。しかし、それ以外に、例えばどういう場合に刑事罰でどういう場合に課徴金で済ませるかということは、恐らく暗黙知というか、職人芸のようなものではないかと思えます。そこで、何か日ごろお考えになっていることをちょっと教えていただけるとありがたいと思えました。

○大森 金額というのは大きなメルクマールですし、確かにこの専務がいなかったら、秘書なり元夫が出来心を起こすこともなかったわけです。しかし、この専務そのものも出来心みたいなものでして、両方とも出来心だったら、非常識な出来心のほうがやっぱり重くなってしまうということなのかなと思います。

先ほども申しましたけれども、職業倫理にもとるといいますか、会計士が会計士の仕事をしているから得た情報とか、経産省の役人が自分の監督している業界から得た情報とか、マスコミの人が情報に早く接し得る立場にあるからやったとか、野村証券の社員が企業情報を扱っていてそれをそのまま自分のために使ったとか、金額とともに、つい出来心で聞いちゃったというのではなくて、その職業ゆえに知り得た情報を自分のために使っているというのは、これはやはり課徴金というよりは、刑事という形でちゃんと

落とし前をつけてもらわなければいけないなと思うということはありませんよね。

ただ、そうであっても、NHK 職員のケースのように、あまりに金額が小さかったりすると、課徴金でいいかということになりますから、金額とその人の立場、どういう経緯で情報を入手したかという2つぐらいを見ながら、さらにはそれ以外の暗黙知もあるかもしれませんけれども、割り振りを課徴金と特調という刑事告発のチームにしているということでもあります。

それと、龍田先生の質問に私も多少は答えられるのですが、諸外国での第一次情報受領者というのは、黒沼先生のほうが強いと思うので、黒沼先生から説明していただけませんか。

- 黒沼 第一次情報受領者にインサイダーの範囲を限っている国は、私が知る限りないと思います。アメリカは判例法ですが、判例は不正流用理論をとりましたので、不正流用理論によると、どこまで行っても、信認義務に違反して取引をすればインサイダーになってしまいますので、これは事実上、限定はないということなんですね。
- 前田 先ほどの刑罰か課徴金かの割り振りについては、行為の悪性などのほかに、刑事事件にしたときに立証できるかどうかの確信の度合いのようなものは関係してこないのでしょうか。
- 大森 取引審査をした段階で、課徴金チームか特別調査という刑事告発のチームかにまず割り振るわけですね。だから、そこで課徴金として割り振られた事案は、課徴金相当の調べ方をして、特調に割り振られたときは、まさに裁判で耐え得るだけの調べ方をすることなので、裁判に耐え得るかどうかという観点で、逆のほうから課徴金にしておこうかということ、日常の事務の中では起こっていないと私は認識しております。
- 川口 刑事罰と比較して、課徴金のほうは比較的フレキシブルに違法行為に対応できる、そして、刑事罰の事件とは、割り振りもなされているということですが、条文上は、違法行為があったときには課徴金は命じなければならないとなっていますよね。事件の性質によって運用で対応されることはよいことと思いますが、この条文との整合性はどのようにお考えですか。
- 大森 そこは、本当におっしゃるとおりなんです。だから、私はあちこちでうっかりインサイダーなんかもうやりませんと言うのに対し、条文との関係上、そんなことを言っていないのと元監視委員会にいた幹部からよく注意されるわけですね。ただ、何て言うのかな、おっしゃるとおりですけれども、だからといって、杓子定規に、なければなら

ないでやっていくことの副作用のほうが大きいので、なければならぬことはなかったんだ、認識していないんだという前提に立って運用しているのが（笑）、今の実態ですね。

○黒沼 2つほどご意見を伺いたいのですけれども、一つは、先ほど龍田先生が指摘されたことは、課徴金は現在刑事罰がついているものにしかないけれども、そういうものにしかつけられないのかというご指摘でもあったかと思えます。その点で、例えばインサイダー取引について課徴金をかけるのであっても、刑事罰のついているインサイダー取引とは別のインサイダー取引の禁止規定を設けて、それについて課徴金をかけるということは可能でしょうか。

課徴金制度は、もともと違法行為を抑止するための制度であるから、そもそも違法とする行為類型がなければいけないということが現在の法制の前提になっているのだとは思いますが、少し構成要件を緩めた新たな類型を設けて課徴金を科すことは可能かどうか、ご意見をお伺いしたいと思います。

もう一つは、課徴金は実際のところ、摘発側も摘発される側も制裁と受けとめているというお話でした。そうだとすると、課徴金の要件の中に、主観的要件を含めて考えることは可能なのかという点をお伺いしたいのです。

課徴金の場合には、刑事罰の構成要件の中に主観的な要件が入っている場合、目的要件とか、認識といった要件が入っている場合には、違反者には事実上故意があると考えられますけれども、そうでないようなものにも課徴金を広げていった場合に、全く故意・過失がないものについてまで課徴金を科すのは行き過ぎのような感じもします。主観的要件を入れなかったのは、やはり憲法の二重処罰の禁止との関係だと伺っていますけれども、無過失で課徴金をかけるよりも、故意・過失がある場合に限って課徴金をかけるほうが適用範囲は狭くなるわけですので、それほど問題視する必要はないとも思うのです。

○大森 私の意見は本当に私の個人的な意見にすぎないということは、黒沼先生はよくご存じだと思いますので遠慮なく申し上げますと、前者については、当然違法イコール刑事罰ではないので、刑事罰ではない違法行為に対して課徴金をつくるというのは、論理的にはどうということがないと思えますし、刑事罰であるがゆえに二重処罰を回避しなければいけないということで法制局がいろいろと苦心されるわけですから、そうでない違法行為に対する課徴金類型というのはあってしかるべきだと思います。そういう意

味で、先ほど私が申し上げた業者の行為規制違反みたいなものに課徴金をつくることも今後検討すべきでしょうが、インサイダー取引については既に刑事罰対象となる構成要件がとても広いので、刑事罰でない類型をつくることの実益が直ちにはピンときません。法制局的にはハードルの高い話かもしれないなという感じはいたします。

それから、2番目の件は、理屈の上では全くおっしゃるとおりだと思いますし、昨年夏に監視委員会に来るまでは、黒沼先生がそういうご意見だというのは承知しておりましたので、私もそうだろうなと思っていたのですけれども、実際に摘発する側からしますと、刑事告発の事案はもちろんですが、課徴金の事案も、出来心でやってしまった人は素直に認めますが、そうではない人もたくさんいらっしゃるわけです。それで、監視委員会が調査に来ることをある程度予期して、どうやって言い逃れをしてやろうかということでもちゃんと準備ができていような人も結構おられまして、そういうときには、もういろんなケース、千差万別ですけれども、要は、情報を使ってもうけようとしたのではないというようなストーリーを組み立てている人が結構いまして、それを突き崩すのが結構大変だったりいたします。

そういう意味では、法律の理屈としては、主観的要件というのは一つの選択だと思いますが、間違いなく故意でやっているはずなのに、故意を証明するのが難しいといった対応をする人も結構いらっしゃるものですから、直ちにその制度論に賛成できないというか、したくはないというのが私の気持ちでございます。

自己株式取得とインサイダー取引規制の関係

○河本　もう一つだけ、この機会に教えていただきたいのですが、例の自己株取得を信託あるいは証券会社の一任勘定を使ってやらせることが行われていますが、信託銀行や証券会社からは、もうかなり前からそれが適法だということの意見書を書けと言われてやってきたのですけれども、この研究会でもいつか議論が出ましたが、中には、あれは間接正犯と違うかとかの議論もありました。ところが、その後、金融庁の方から、これは適法であるとの意見が公表されまして、実は、ほっとしたんですよ、あれでよかったんだと。ところが、適法であることの理論的根拠が明らかにされていません。

我々が心配したのは、間接正犯と不真正不作為犯にならないか、これをどうしてのされるか。それで、間接正犯は、事情を知らない者を使ってやらせたということですから、既に重要事実が存在していることを知りながら信託銀行に持ち込んで売買させたのであ

れば、これは間接正犯に当たるだろうと。しかし、持ち込んだときは何もなかったが、信託中に重要事実が生じた。これはほっといても構わないだろうと。しかし、その場合でも、委託者の会社は、その買付けを止めることができるのに、止めずに放っておくのは不真正不作為犯にならないか、こういう議論が出てきたわけですね。

それで、刑法の先生にも聞きまして、不真性不作為犯の例としてよく言われるのは、自分が仕事中居眠りをしている間に机の下の火鉢の火が原因で周囲のものに火がついたが、それを放って帰った——そういう例しか刑法の本には書いてないわけですよ。この例では、火がついて燃え出したという法益侵害の事実が出ているわけですね。ところが、信託に出して、信託が何にも知らずに市場の情勢だけ見て買ってるわけですから、ここには、何にも法益が侵害されている状態はないわけです。そうすると、とめる必要もないわけですね。だから不真正不作為犯にはならないと、こういう理屈を考えているのですけれども、役所が結論的にはオーケーと言われたのは、もっと広くチャイニーズウォールについても同じような理屈かとも思いますが、そういう理屈でいいのでしょうか。

○大森 本日はちょっと時間がなくて、レジュメの9の(1)のところは端折らせていただいたのですが、とても大事な話だと思っております。今先生がおっしゃったように、一昨年秋、リーマンショックで世界中の株価が沈没しているときに、異例なことに、金融庁と監視委員会の連名という形で、信託・投資一任でかつチャイニーズウォールがあれば基本的には当たりませんよと。ただ、このときは、はっきり言いまして、とにかく危機対応としてできることはすべてやらなくていけないという状況の中で、これまでの課徴金事案と抵触しないような形でかろうじて作文を試してみましたというのが実態でございます。このときも、いろんな法律家の方から歓迎の声とともに困惑する声が上がって、別にチャイニーズウォールがあれば信託・投資一任ではなくてもいいのではないかとか、あるいは信託・投資一任でチャイニーズウォールがあれば完全に当たらないというものでもないだろうとか、評価はさまざまでした。逆に言えば、だから「基本的には」としているわけです。

契約締結後に注文を指示する人が、その会社にとって何か有利な材料があることを知らずに自社株を買い続けていたとしたら、その人は全然悪気はないけれども、その会社全体を見たら、普通の投資家から見て、ずるいのではないかと思うことは十分あり得るわけですね。ただ、いったんここまで割り切りましたので、この形をとっているものは「基本的には」課徴金をやらないということではあるのですけれども、逆に、ではチ

チャイニーズウォールがなかったら形式的にかけているかという点、そんなことは全然していないわけです。この信託・投資一任の場合は、状況証拠から見たら明らかにこれは因果関係なくやっている、チャイニーズウォールはないのだけれどというようなケースもたくさんあって、そういう意味で、どこか形式的な要件でそのセーフハーバーを説明するのは、確かにわかりやすいことではあります。しかし、やはりメリット、デメリットがついて回ってしまうので、先ほど申し上げたように、事例集、あるいは形式的には該当しているようだけれども課徴金をかけるに及ばなかった事例としてこんなものがありますみたいなものを世の中に出していくことによって、私たちがどういうところで線引きをしているのかということがなるべく予測可能性がつくようにしていきたいというのが今の気持ちでございます。あんまり論理的なお答えにはなっておりませんが。

○龍田　日本のインサイダー取引規定が刑事に引きずられて細かくなり過ぎていることの典型が重要事実の軽微基準ですね。何々の何%というたぐいの……。ああいうものは、留意事項なりガイドラインで決めればよいのですよ。1%こっち行ったかあっち行ったからで、悪性がそんなに変わるものではないでしょう。刑罰をもって処さなければならぬ悪質なものは、その中心になるような十分悪性の強いものに限るべきですね。そうしてもう少しすっきりした規定にしてもらえないかというのが私の念願です。

○大森　私、個人的には全く同感でございます。多分、黒沼先生もそれに近いようなことをどこかで言っておられたと思います。だから、極端なことを言えば、バスケット条項みたいなだけあればいいという議論だってできるのですね。

ただ、執行側として思いましたのは、守らなければいけない側も、摘発しなければいけない私たちの側も、株価に影響するようなことを知って取引してはいけないというだけの条文しかないときに、では具体的に何をやればいいのか。上場企業の側でも、我が社の株価に影響するようなことを知ったら取引してはいけないよと言うのではなくて、我が社が株式を発行するときにはとか、具体的に当てはめて研修等々で社員のコンプライアンス認識を高めていかなければいけないというようなところもあって、すぐにいきなり実質的な条項一本でいくのは、執行の現場を見ているとややためられるものがあります。

それともう一つ、河本先生にご迷惑をかけてうちの三国谷が課長補佐だった時代に書いてからもう20年たって、あちこち出来の悪いところはたくさんあるのですけれども、そういう意味では、相当ガタが来ている制度だというふうに認識しております。本当に

基本構想も含めてどうするのかというのは、私も執行よりは企画のほうがはるかに長いものですから、見直し始めると一体どこまで行くのかというのがちょっと空恐ろしい感じも実はしているところでもあります。

そういう意味では、私もずっと監視委員会にいるわけではないと思うので、また企画に戻ったら、どこかでこのインサイダー規制の構造全体のあり方を考えなければいけないと思います。ただ、それは本当に考えなければいけない論点がたくさんある話なものですから、これまでのところ、なかなか本格的に取り組めていないというのが正直なところでございます。

○森田　　どうもありがとうございました。

特にインサイダー取引は、河本先生が関与されていたときには、インサイダー取引の何が悪いのかといったのが一般国民感情だったのが、現在は刑罰も随分重くなりまして、それでかなり日本人にも定着してきました。そういう意味では、この規定の意味は大きかったと思いますけれども、龍田先生のご指摘、さらに前進すべきであるというご発言もいただいて、今後の課題も明らかになったと思います。

本日はいろいろ熱心なご議論をいただきまして、ありがとうございました。

大森さん、本当にどうもありがとうございました。(拍手)