

～制度調査部情報～

2007 年 12 月 28 日 全 8 頁

課徴金制度の拡充 —金融審法制WG報告—

制度調査部
横山 淳

【要約】

- 2007 年 12 月 18 日、金融審議会金融分科会第一部会及びその法制ワーキング・グループは、報告書を発表した。この中で課徴金制度の拡充が盛り込まれている。
- 具体的には、①課徴金の金額水準の引上げ、②公開買付届出書・大量保有報告書などを含む課徴金の対象の拡大、③課徴金の加算・減算措置の導入などが挙げられている。

はじめに

- 2007 年 12 月 18 日、金融審議会金融分科会第一部会（部会長：池尾和人慶応義塾大学教授）は、「金融審議会金融分科会第一部会報告～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」（以下、『第一部会報告書』）を発表した¹。
- 同日、同部会に設置された法制ワーキング・グループ（座長：黒沼悦郎早稲田大学大学院教授）も「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～」（以下、『法制WG報告』）を発表した²。
- これらの報告書の中で、次のような提言が行われている。

- ①取引所の取扱商品の多様化
- ②プロに限定した取引の活発化
- ③銀行・証券間のファイヤーウォール規制の見直し
- ④課徴金制度の見直し

- これらの提言を踏まえ、来年（2008 年）の通常国会に金融商品取引法等の改正法案が提出されるものと思われる³。
- 本稿では、「④課徴金制度の見直し」について紹介する。

¹ 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html）に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html）に掲載されている。

³ 2007 年 12 月 18 日付日本経済新聞（夕刊）、2007 年 12 月 8 日付フジサンケイビジネスアイなど参照。

1. 課徴金制度とは

- 課徴金制度とは、法令（この場合は金融商品取引法）に違反する行為を行った者に対して、行政上の措置として、金銭的な負担（いわゆる「課徴金」）を課す制度である。
- 証券取引に関連する違反行為に対しては、懲役・罰金などの刑事罰による制裁も存在する。しかし、刑事罰は、その影響も大きく慎重な運用が求められる。また、厳格な立証が求められる刑事裁判手続が必要である。こうした慎重かつ厳格な運用のため、違反行為に対して刑事罰を課するためには、十分な証拠収集など、多大な時間・コストが必要となる。その結果、大きな事件ならばともかく、証券取引に関する違反行為全てを摘発・立件することは難しいと言われている。
- そこで、比較的簡易な手続によって摘発・制裁が可能な行政上の措置として導入されたのが課徴金制度である。2004 年の証券取引法（当時）の改正で盛り込まれ、2005 年 4 月 1 日から施行されている⁴。
- その後、2005 年の証券取引法（当時）改正で一部見直し（有価証券報告書等の虚偽記載も課徴金の対象となった）⁵が行われた後、2007 年 9 月施行の金融商品取引法に引き継がれて現在に至っている。
- 運用が機動的で柔軟な課徴金であれば、軽微なケースを含めて、より多くの違反行為の摘発が容易になり、市場規制等の実効性が高まることが期待されている。
- 事実、制度導入から 2007 年 11 月末までに 29 件の課徴金納付命令勧告が、証券取引等監視委員会によって行われており⁶、一定の成果を挙げていると評価できるだろう。

2. 『法制WG報告』のポイント

- 今回、金融審議会金融分科会第一部会及びその法制ワーキング・グループで、課徴金制度の見直しが審議されたのは、議員立法による 2005 年の法改正に当たって、次のようなことが定められていたためである（証券取引法の一部を改正する法律附則 6 条 1 項）。

政府は、おおむね二年を目処として、この法律による改正後の課徴金に係る制度の実施状況、社会経済情勢の変化等を勘案し、課徴金の額の算定方法、その水準及び違反行為の監視のための方策を含め、課徴金に係る制度の在り方等について検討を加え、その結果に基づいて所要の措置を講ずるものとする。

- 即ち、2005 年改正後の課徴金制度については、2 年を目処として制度の見直しを行うことが求められていたのである。

⁴ 導入当初の課徴金制度については、拙稿「課徴金制度の創設」（2004 年 6 月 15 日付 DIR 制度調査部情報）参照。

⁵ 2005 年証券取引法改正による課徴金制度の見直しについては、拙稿「有価証券報告書等の虚偽記載に対する課徴金」（2005 年 5 月 19 日付 DIR 制度調査部情報）、拙稿「有価証券報告書等虚偽記載に対する課徴金の Q&A」（2006 年 12 月 12 日付 DIR 制度調査部情報）など参照。

⁶ 証券取引等監視委員会のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/actions.htm>）。なお、2007 年 12 月に入ってから、本稿執筆時点で既に 4 件（インサイダー取引規制違反 2 件、有価証券報告書等の虚偽記載 2 件）の課徴金納付命令勧告が出されている。

- また、証券取引法を金融商品取引法に全面改組する法改正に当たっても、衆議院財務金融委員会（2006年5月12日）、参議院財政金融委員会（2006年6月6日）において、次のような附帯決議が行われていた⁷。

一 課徴金制度については、機動的な執行に努めるとともに、現行制度の実施状況等を踏まえ、課徴金の水準の引上げも含め、制度全般のあり方について、今後、実効的な抑止効果をもたらすよう検討を進めること

- これらを踏まえ、『法制WG報告』では次のような提言を行っている。

- (1)課徴金の金額水準の引上げ
- (2)課徴金の対象の拡大
- (3)課徴金の加算・減算措置の導入
- (4)除斥期間の延長

- また、『第一部会報告書』でも、違反抑止の実効性を一層確保する観点から『法制WG報告』の提言に沿った課徴金制度の見直しを行うことを求めている。

- 以下、『法制WG報告』のポイントについて紹介する。

(1)課徴金の金額水準の引上げ

- 現行の課徴金制度の対象となっている違反行為としては、次のものがある（金融商品取引法 172～175 条）。

- ◇インサイダー取引
- ◇相場操縦
- ◇風説の流布・偽計
- ◇発行開示書類（※1）の虚偽記載
- ◇継続開示書類（※2）の虚偽記載

（※1）具体的には、有価証券届出書、発行登録書、発行登録追補書類などを指す（金融商品取引法 172 条 3 項）。

（※2）具体的には、有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書、臨時報告書などを指す（金融商品取引法 172 条の 2）。

- 『法制WG報告』では、現行の課徴金の金額を、違反抑止の実効性が期待できる水準まで引き上げることを提言している。
- 現行の課徴金の算定方法とそれに対する『法制WG報告』の提言を整理すると次のようになる。

⁷ その他、経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループ第一次報告（2007年4月20日）、我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ中間論点整理（2007年6月13日）、「経済財政政策の基本方針 2007 について」（2007年6月19日閣議決定）などでも課徴金制度の見直しが提言されていた。

課徴金の金額（現行）と『法制WG報告』の提言

違反行為	課徴金の金額
インサイダー取引	【現行】 （売付け等の場合） $(\text{売付価格} \times \text{売付数量}) - (\text{重要事実公表日の翌日終値} \times \text{売付数量})$ （買付け等の場合） $(\text{重要事実公表日の翌日終値} \times \text{買付数量}) - (\text{買付価格} \times \text{買付数量})$ 【提言】 <u>⇒（重要事実公表日の）翌々日以降の価格動向も反映されるような枠組みを検討</u>
相場操縦	【現行】 次の①＋② （違反行為に係る売付数量＞買付数量の場合） ①＝$(\text{売付価格} \times \text{買付数量}) - (\text{買付価格} \times \text{買付数量})$ ②＝$\text{売付価格} \times (\text{売付数量} - \text{買付数量}) - \text{違反行為終了後1ヶ月以内に行われた買付けの買付価額} (\times 1)$ （違反行為に係る売付数量＜買付数量の場合） ①＝$(\text{売付価格} \times \text{売付数量}) - (\text{買付価格} \times \text{売付数量})$ ②＝$\text{買付価格} \times (\text{買付数量} - \text{売付数量}) - \text{違反行為終了後1ヶ月以内に行われた売付けの売付価額} (\times 1)$ 【提言】 <u>⇒違反行為を実効的に抑止するためにより適切な水準へ引き上げる</u>
風説の流布等	【現行】 （風説の流布等によって相場を騰貴させ、1ヶ月以内に売付け等） $\text{売付価額の総額} - (\text{違反行為開始前の価格} \times \text{売付数量})$ （風説の流布等によって相場を下落させ、1ヶ月以内に買付け等） $(\text{違反行為開始前の価格} \times \text{買付数量}) - \text{買付価額の総額}$ 【提言】 <u>⇒風説の流布・偽計により変動した相場ではなく、風説の流布・偽計により影響された相場を基礎として課徴金の額を算出すべき</u>
有価証券届出書等の虚偽記載（※2）	【現行】 有価証券の発行価額（売出価額）の総額 $\times 1/100$（株券等の場合は $2/100$） 【提言】 <u>⇒違反行為を実効的に抑止するためにより適切な水準へ引き上げる</u>
有価証券報告書等の虚偽記載	【現行】 次の①②のいずれか大きいもの（※3） ①300万円 ②株式の市場課額の総額等 $\times 10$ 万分の3 【提言】 <u>⇒違反行為を実効的に抑止するためにより適切な水準へ引き上げる</u>

（※1）違反行為に関する部分に限る。

（※2）虚偽記載のある有価証券届出書等の作成・提出に関与した役員等が、その有価証券届出書等に基づく売出しにより所有する有価証券を売却した場合も対象となる。

（※3）有価証券報告書の場合。半期報告書・四半期報告書・臨時報告書は上記の1/2となる。

- 『法制WG報告』の提言内容は抽象的であるため、具体的にどの程度、課徴金の金額水準が引き上げられるのかは、現時点では分からない。
- ただ、「インサイダー取引」と「風説の流布等」に対する課徴金の金額水準については、若干の補足説明が加えられている。
- 「インサイダー取引」違反について、『法制WG報告』は「（重要事実公表日の）翌々日以降の価格動向も反映されるような枠組みを検討」することを提言している。
- 現行法の下では、重要事実の公表があった翌日の終値が適正な価格であるという前提に立って、取引日から重要事実公表日の翌日までの価格変動部分を、違反者がインサイダー取引によって不正に得た利益（＝課徴金として支払うべき金額）と考えている。
- しかし、実際の違反事案においては、売り抜け等のタイミングを見計らうことで、現行法が想定するよりも多くの利得を違反者が得ている（いわゆる「やり得」）との指摘がある⁸。こうした「やり得」を許さないために、実際に違反者が得た不当な利益の額（又はそれに近い金額）を課徴金の金額とするような改正が想定されているものと思われる。
- 「風説の流布等」について、『法制WG報告』は「風説の流布・偽計により変動した相場ではなく、風説の流布・偽計により影響された相場を基礎として課徴金の額を算出すべき」としている。
- この「変動した相場」と「影響された相場」がどう違うのかについて、『法制WG報告』は明確には示していない。ただ、『法制WG報告』は、次のように、現行制度の問題点として「風説の流布等」と「相場変動」の間の因果関係の認定が難しい点を指摘している。

現行制度上、風説の流布・偽計に対する課徴金は、その風説の流布・偽計により変動させた相場を基準に算出しなければならない。しかしながら、相場は様々な要因が複合的に作用して形成されるものであり、ある相場が一の要因である風説の流布・偽計により変動されたものであることを認定することは著しく困難である。

- この点を踏まえれば、「風説の流布等」と「相場変動」の間の因果関係の認定をより緩やかにすることを『法制WG報告』は想定しているのではないと思われる。

(2) 課徴金の対象の拡大

- 『法制WG報告』は、課徴金制度の対象に、新たに次の違反行為を追加することとしている。

- ①安定操作取引・仮装売買・馴合売買による相場操縦
- ②発行開示書類・継続開示書類の不提出
- ③公開買付届出書・大量保有報告書等の虚偽記載・不提出

⁸ 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 2007 年 10 月 31 日付証券取引等監視委員会資料 pp.14-15。この資料によれば、調査対象 13 件中 6 件で課徴金の 2 倍以上の利得を違反者が得ていたとしている。なお、金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/dai1/housei/siryoku/20071031.html）に掲載されている。

- ①については、現行の課徴金制度の対象となっているのは、「相場を変動させるべき一連の有価証券売買等」、即ち、相場を変動させるタイプの相場操縦行為である（金融商品取引法 174 条）。
- しかし、金融商品取引法が詐欺的不正取引として禁止しているのは、相場を変動させるタイプの相場操縦行為だけではない。相場を不当に固定、釘付けしたり、売買が活発であると他人に誤解させたりするタイプの相場操縦行為も禁止されている（金融商品取引法 159 条 1 項、3 項など）。
- 『法制WG報告』は、こうした相場を変動させるタイプ以外の相場操縦行為についても、新たに課徴金の対象として追加することを提言しているのである。
- ②については、現行の課徴金制度の対象となっているのは開示書類の虚偽記載である（金融商品取引法 172 条、172 条の 2）。逆に、開示書類の不提出については、課徴金制度の対象となっていない。
- 虚偽の情報を提供するか、必要な情報を提示しないかという違いはあるものの、投資者を欺いているという点では、虚偽記載も不提出も異なるものではないと考えられる。こうした点を踏まえて、『法制WG報告』は、開示書類の虚偽記載に加えて不提出も課徴金制度の対象とすることを提言しているのである。
- ③は、最近のM&AやTOBの増加を受けて、その関連開示書類である公開買付届出書や大量保有報告書などの不提出・虚偽記載も課徴金制度の対象とする、というものである。
- 『法制WG報告』も指摘するように、これらの開示書類の重要性が、近年、特に高まっていることを踏まえれば、課徴金制度を通じて適正な開示を促すというのは適切な判断だと考えられるだろう。
- 特に、大量保有報告書（及びその変更報告書）は、多様な主体（個人・法人・ファンドなど）から大量に提出される開示書類である。その違反者に対する制裁が刑事罰⁹しかないという現行法のあり方は、その運用が極めて難しく、結果的に軽微な違反は見逃さざるを得ない、というのが現状ではないかと思われる。その意味では、課徴金によるエンフォースメントの効果が期待しやすいものではないかと思われる。
- 公開買付届出書についても、TOBが行われる際の適時適切な開示書類の提出と、記載内容の正確性を担保するという観点からは、他の開示書類と同様に課徴金によるエンフォースメントの効果が期待できるだろう。
- しかし、一歩進んで公開買付義務違反（つまり、本来、TOBが必要とされる場面で、TOBによらずに株券等を買占める行為）の防止という観点からは、課徴金制度にどこまで実効性を期待できるか疑問が残るだろう。意図的な公開買付義務違反者からすれば、課徴金は単に買収コストを引き上げる程度の効果しか有しないため、「課徴金を多少支払っても、ターゲットの会社を買収できれば良い」ということになり兼ねないからである¹⁰。

⁹ 違反者は「5 年以下の懲役若しくは 500 万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する」とされている（金融商品取引法 197 条の 2 第 1 項 5 号、6 号）。

¹⁰ 意図的な公開買付義務違反の防止を現行法の枠組みで徹底するとすれば、理論上は、公告義務違反や公開買付届出書不提出に対する刑事罰（金融商品取引法 197 条の 2 第 1 項 4 号、5 号）の厳格適用や、内閣総理大臣の申立に基づく裁判所の行為禁止・停止命令（同 192 条）の積極活用などが想定できる。しかし、現実には困難であろう。

(3)課徴金の加算・減算措置の導入

- 現行の課徴金制度においては、課徴金の金額は一定の算式で算定されることとされており、個別の事情に応じて金額を加算・減算する仕組みは設けられていない（前出図表参照）。
- しかし、違反行為の的確な抑止という観点からは、違反の態様に応じて課徴金の額を増減させる仕組みが必要との指摘があった。
- こうした指摘を踏まえて、『法制WG報告』は次のような課徴金の加算・減算措置を導入することとしている。

◇繰り返し違反行為を行う者などに対して、課徴金の額を加算する枠組みを導入する。

◇自社株売買等についてのインサイダー取引や発行開示書類・継続開示書類等の虚偽記載など、違反行為が繰り返される可能性があるものについて、企業が自ら早期に発見して、当局に申告した場合などには、課徴金の減算措置を導入する。

(4)除斥期間の延長

- 課徴金制度においては、違反行為が行われてから一定期間が経過した場合は、当局は審判手続開始の決定を行うことができない（つまり、課徴金を課することができない）というルールが設けられている（金融商品取引法 178 条 3～9 項）。これは、いわば刑事訴訟における公訴時効に相当する制度である。
- この審判手続開始決定ができなくなる（課徴金を課することができなくなる）までの期間のことを除斥期間と言い、現行法では3年と定められている（同前）。
- 『法制WG報告』では、この課徴金制度の除斥期間を現行の3年から5年に延長することを提言している。
- 除斥期間が延長されれば、それだけ当局は、過去に遡って違反行為を摘発することができるようになる。

(5)その他

(a)他者の計算による不公正取引

- 現行の課徴金制度においては、インサイダー取引・相場操縦・風説の流布等といった不公正取引のうち、原則として、「自己の計算」において行われる取引が対象となっている（金融商品取引法 173～175 条）。
- 例外的に、上場会社等の役員等がその会社等の計算において行うインサイダー取引は、課徴金の対象とされている（金融商品取引法 175 条 7 項）。しかし、例えば、次のようなケースは課徴金の対象とはならない¹¹。

¹¹ 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 2007 年 10 月 31 日付証券取引等監視委員会資料 p.26。なお、金融庁のウェブサイト（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/dai1/housei/siryoku/20071031.html）に掲載されている。

- ◇違反行為者が親族に利益を得させる目的で親族の計算において株取引を行った事例
- ◇ファンド・マネージャー等が顧客の計算において取引を行った事例
- ◇本邦現地法人のトレーダーが海外関係会社の計算において株取引を行った事例

○こうした問題を踏まえて、『法制WG報告』は、誰の計算で行われても不公正取引は市場規律を毀損する違反行為であることに変わりはないとして、他者の計算で行われた不公正行為についても課徴金の対象とすることを提言している。

(b)訂正報告書の虚偽記載

○例えば、有価証券報告書に虚偽記載が行われ、更に、それを訂正した訂正報告書にも虚偽記載があるというケースも考えられる。

○このようなケースについて、現行の課徴金制度の下では、双方の課徴金の合計額が（事案ごとに）個別に算定した場合の課徴金¹²のうち最も高額のものに範囲内に収まるように調整する措置が講じられている（金融商品取引法 185 条の 7 第 1 項）。つまり、有価証券報告書とその訂正報告書という 2 件の虚偽記載があったとしても、それが同一の事業年度に関するものであれば、課徴金の金額は合せて 1 件分の水準に収まるように調整がなされるのである。

○こうした調整措置には、確かに、課徴金の金額が不必要に膨らむことを防止する効果が期待できる。しかし、同時に、課徴金の金額は一定水準以上に増加しないため、虚偽記載と訂正を何回も繰り返す行為に対する抑止の実効性が失われかねないという問題が生じる。

○こうした問題を踏まえて、『法制WG報告』は「訂正報告書の虚偽記載に対して追加的な課徴金を賦課できるよう、調整規定の見直しを図るべき」と提言している。

【ご参考】金融審第一部会報告（2007 年 12 月 18 日）に関連するその他の制度調査部情報

横山 淳「金融審報告の概要－プロ向け市場、銀証問題等－」（2007 年 12 月 19 日）

横山 淳「プロ向け市場構想－金融審第一部会報告－」（2007 年 12 月 25 日）

横山 淳「総合取引所構想－金融審第一部会報告－」（2007 年 12 月 27 日）

金本悠希「金融審報告のファイアーウォール規制見直し」（2007 年 12 月 27 日）

¹² 半期報告書・四半期報告書・臨時報告書等の虚偽記載の場合は算定された課徴金の 2 倍とされている（185 条の 7 第 2 項 2 号）。