金融商品取引法研究会
研究記録第 26 号

民事責任規定・エンフォースメント

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

まえがき

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々の証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成20年9月22日開催の研究会における近藤光男委員（神戸大学大学院法学研究科教授）による「民事責任規定・エンフォースメント」についてのご報告と、このご報告をめぐる研究会でのご討論の記録である。

近藤先生のご報告は、「金融商品取引法が制度本来の趣旨、目的に沿って適正に執行されるようにするためにはどうあるべきか」ということを中心に、金融商品取引法の実効確保という観点から、民事責任、刑事責任、行政規則、自主規制について概観していただき、民事責任においては、金融商品取引法での損害額の推定の妥当性、ライブドア事件における「公表」の概念の捉え方等、刑事責任においては、一般規定（157条）が一切使えないということでのよいのか、法人の責任と取締役の責任の関係等、それぞれ問題点についての検討を示された。さらに、金商法違反と会社法の関係について、金商法違反が会社法上の効力との連携関係はあるのかという問題についても触れていただいた。これらの問題を中心に委員の先生方からいつものように活発なご論議があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告いただき、また議事録の整理にご協力いただいた近藤先生に厚くお礼申しあげ、また、神田会長をはじめご参加いただいた、先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げます次第である。

2008年10月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高橋厚男

民事責任規定・エンフォースメント

(平成 20 年 9 月 22 日開催)

報告者 近藤光男
(神戸大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. はじめに	1
1. 「規制改正の推進に関する第 2 次答申」	1
2. 「投資サービス法（仮称）に向けて」	3
II. 民事責任	5
1. 従来状況	5
2. 平成 16 年の証券取引法の改正	7
3. 21 条の 2 第 2 項施行前の事例	9
4. 21 条の 2 第 2 項の適用と問題点	15
5. 平成 18 年の金融商品販売法の改正	18
III. 刑事責任	19
1. 平成 18 年改正	19
2. 罰則の強化	19
3. 刑事責任の強化	20
4. 法人の責任と取締役の責任	21
IV. 行政規制	21
1. 行政規制の意義	21
2. 課徴金	22
V. 自主規制	23
1. 取引所の自主規制機能	23
2. 過怠金	23
3. 規制の手段としての上場廃止	23
VI. 私法上の効力	24
1. 金商法違反と会社法の関係	24
VII. むすび	25
討 議	25
報告者レジュメ：「エンフォースメント：法の実現」	44
資 料	52

金融商品取引法研究会出席者(平成20年9月22日)

報告者	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
顧問	森本滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
〃	永井智亮	野村証券執行役
〃	桑原政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山明彦	日興シテイホールディングス法務部長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地鋼二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	小川宏幸	日本証券業協会客員研究員・ 亜細亜大学法学部准教授
〃	木村真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学研究科アシスタントリサーチャー
〃	金賢仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学研究課博士課程
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	高橋厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

民事責任規定・エンフォースメント

神田会長 それでは、予定の時間になりましたので、おくれていらっしゃる方もいらっしゃるかもしれませんが、始めさせていただきます。

金融商品取引法研究会、今日は第11回目の会合になります。既にご案内のとおり、本日は、神戸大学の近藤先生から、「民事責任規定、エンフォースメント」についてのご報告をいただきます。

それでは、よろしく願いいたします。

近藤委員 それでは、「民事責任、エンフォースメント」ということでご報告させていただきたいと思います。

I. はじめに

非常に広いテーマでありまして、どのようにまとめていくのか非常に迷ったところでもありますけれども、特に金融商品取引法が制度本来の趣旨、目的に沿って適正に執行されるようにするためにはどうあるべきかということを中心に、検討をしたところでございます。

資料が若干多かったかなと反省をしておりますけれども、いずれも私がこの報告に使いましたものをすべて入れてしまったということでもあります。

金融商品取引法の実効性確保という意味では、民事責任、刑事責任、行政規制、自主規制というものが挙げられると思います。それぞれの問題点を検討していく必要があるのではないかとということでもありますけれども、すべてを網羅的に検討する時間も能力もありませんので、特に重要な論点を中心にさせていただきたいなと思います。

1. 「規制改正の推進に関する第2次答申」

このエンフォースメントについての議論の出発点といたしましては、平成14年の総合規制改革会議におきます「規制改正の推進に関する第2次答申」

が恐らく出発点ではないかと思えます。

そこでは、第2章の3というところで、「専門分野におけるエンフォースメントの強化」という項目がありまして、以下の点が指摘されていたところでもあります。

「証券取引分野における市場監視機能の強化等 我が国経済の再生・発展にとって、市場機能を中核とした金融システムを確立していくことが喫緊の課題となっており、その際、一般投資家を含め、市場参加者の裾野を広げていくことが重要であるが、現状は、証券市場について国民の十分な信頼を得られているとは言にくい状況にある。また、金融・証券取引の分野におけるルールは事前型から事後型へシフトしつつあり、事後型ルールに対する法益が増大している。そこで、一般投資者の市場に対する信頼感を醸成するためには、ルールの一層の整備が必要であるとともに、ルールに違反した者にきちんとペナルティを課せられることが最低限必要であり、また、法益の増大にかんがみると、そのペナルティも強化される必要がある。これらの点を踏まえ、証券取引分野においても、証券市場監視を強化する観点からのエンフォースメント手段の強化・拡充及び複雑化、並びに罰則規定の見直し等が必要である。また、資本市場の健全性と公正性をより一層確保できるよう、市場の監視取締体制について、十分な人員及び予算を確保することが必要である」というようなことがいわれておりまして、具体的に、「民事・行政的な制裁的負担を賦課する制度に係る検討等」というところでは、「機動的に必要な十分な市場における違法行為への対応を行うためには、厳格な構成要件が要求される刑事罰と市場における仲介機関等を主たる対象とする行政処分というエンフォースメント手段の実効性を検証した上で、不公正取引や不実開示等の証券取引法違反行為について、行政上の制裁として、米英等の民事制裁金や独禁法上の課徴金の制度等も参考にしつつ、民事・行政的な制裁的負担を賦課する制度の導入について検討を行う。その際、適正手続の確保策についても併せて検討」すべきであるとしまして、その後で、「差止命令や是正命令等の積極的活用」、あるいは「証券会社の行為規制の見直し」「帳簿

書類の隠匿、虚偽記載等に対する罰則の強化」という項目が挙がっており、その後で「民事責任規定の見直し」というのが挙がっていたわけでありませう。

そこでは、「開示規制の違反に関する民事責任規定は、これまで十分に使われてきているとはいいがたく、その実効性を高める観点から、開示制度の運用の実態に留意しつつ、その見直しを検討する。また、不公正取引については、相場操縦に関する規定と短期売買差益の返還規定を除いて民事責任の規定が設けられていないが、この分野におけるルールのエンフォースメントを確保する観点から、①民事上の救済手段との関係をどのように考えたらよいか、②相場操縦以外の行為については必ずしも市場における行為が必ずしも前提となっていないことについてどのように考えるか等に留意しつつ、具体的な民事責任の規定の導入の是非について検討」すべきであるということが挙げられていたわけでありませう。

2. 「投資サービス法（仮称）に向けて」

続きまして、平成17年の報告書であります「投資サービス法（仮称）に向けて」というところでは、次のように指摘がありまして、そこでは民事責任及び行政規制の検討を中心に報告書に記載されていたわけでありませう。すなわち、金融審議会金融分科会第一部会報告、平成17年12月22日というものでありませう。

その第1番目には、「民事責任規定」という項目が挙がっておりまして、そこでは、「『金融商品販売法』は、その施行（13年4月）後4年半を経た今日まで、裁判実務においてあまり利用されていないとの指摘がある。他方、金融商品販売法の対象となっている金融商品の販売などについては、勧誘や説明が不適切との理由で民法上の不法行為責任が認められている裁判例も少なくない。金融商品販売法は、本来、民法上の一般不法行為規定に比べ、損害賠償責任の法定や損害額の推定により、業者などの説明義務違反により損害を被った顧客の民事的救済に資することが想定されていた。それにもかかわらず、あまり利用例がないのは、損害額の推定が発動される要件が狭いこ

とが主な理由と考えられる」と指摘されています。

「損害額の推定などは民事責任の原則を修正するものであることから法制面の十分な検討が前提となるが、金融商品について民法上の不法行為責任を認めた裁判例では、ワラント、信用取引、オプションや外為証拠金取引などの『取引の仕組み』自体の説明義務について指摘されていることを踏まえ、金融商品販売法の内容を見直し、その説明義務の対象に『取引の仕組み』を追加するなどの拡充を」図るべきだということが指摘されていたわけであり

ます。

2番目に「エンフォースメント」という項目がありまして、そこでは、「ルールの実効性の確保（エンフォースメント）の重要性については、『中間整理』をはじめ」これまでも指摘されてきたところであり、「エンフォースメントの強化が極めて実務的な問題であることに鑑みれば、検査・監督などの現場からの指摘が重要であり、その観点から」、「『見せ玉』への対応策などの事項をはじめ、エンフォースメントの強化のための措置について、投資サービス法の法制化に向けた作業の中で、所要の措置を講ずることが適切と考えられる。なお、エンフォースメントについては、被害の救済という視点が重要であり、そのための方策を検討する必要があるとの意見があった」ということとであります。

これを受けました平成18年度の改正では、罰則の強化、見せ玉の規制、金融商品販売法の改正がなされており、いずれも規制の実効性確保を図っているわけであります。

このような状況を踏まえまして、以下では、民事責任を中心に、広く金商法のエンフォースメントについて検討したいということとあります。先ほどの報告書にもありましたように、そこでは違法行為の抑止ということだけではなくて、被害者の救済という観点からの検討も不可欠であるということだと思われま

II. 民事責任

1. 従来 of 状況

民事責任は、違法な行為により損害を受けた投資家が、損害賠償責任を追及することを通じて、違法行為の是正・エンフォースメントを図るものであります。被害者の救済を通じて、違法行為、不公正取引、不実開示を抑止するということではありますが、従来、必ずしも民事責任は追及されることが多いとはいえなかった、それが実現されているとはいえなかったということでもあります。

このように民事責任規定の余り利用されてこなかった理由として、従来指摘されていたこととしては、主に3つの点があったわけでありまして、第1には、例えば不実開示と因果関係のある損害額を算定・立証することが困難であること。2番目には、違反行為を発見することは困難であること。3番目には、個々の投資家の損害が必ずしも大きくないということが挙げられており、これらの原因が複合して利用が低調であったのではないかといわれているわけでもあります。

もっとも2番目に挙げました違法行為の発見の困難さについては、刑事裁判の報道等あるいは情報等が利用できるのではないかとか、あるいは3番目の個々の投資家の損害が小さいという点については、株主の機関化によって状況は変わっているのではないかとこの指摘も、あわせてなされているところでもあります。

これに対しまして、説明義務違反を初めとした証券訴訟の裁判例は、かなり蓄積がなされていたわけでもあります。

不実開示がありますと大量の被害者が生じると考えられますけれども、必ずしも証取法上の不実開示規定の裁判例はなかったということでもあります。この点につきましては、先ほどの理由のほかに、法定開示書類については、細かいところまで一般の投資家は読まない。読むとも思えないのに、いざ被害を受けたということで訴えを起こすのはやはり躊躇されるのではないかと

いう指摘や、提訴しても実益がないとか、あるいは請求する相手方の資力の問題もあって、救済の実効性が乏しいということがいわれていたわけですが、やはり大きな問題としては、因果関係の立証ということが問題ではないかということであると思います。

と申しますのは、次に掲げました東京地裁の平成13年12月20日の事例が参考になるのではないかと思います。

この事件では、破産会社が財務書類、有価証券報告書に虚偽の記載をするなどして原告に株式を購入させたとして、不法行為に基づく損害賠償責任が争われた事例であります。自社株を購入しました証券会社の従業員が、会社が破産して損失を被ったという事件でありますけれども、破産会社が財務報告書、有価証券報告書に虚偽の記載をしていたことと、破産会社が破産して、従業員が購入した自社株が無価値になったこととの間の相当因果関係を認めることは困難であるとされたわけであります。

自社株を購入した従業員の中にはその株価が買い値を超えた者もあり、これらの者は、その後も株価は上昇するであろうとの投資判断に基づいて株の所有を継続し、それ以上に損害を被ったのだから、破産会社の加害行為とこれらの者の損害との間には相当因果関係はないと裁判所はしております。もしも真実の財務内容を公表していたならば株価は下落したであろうと推認はできるけれども、公表により株価がどの程度下落したかは、証拠上、明らかではない。

あるいは、株価は買い値を超えたことのない従業員もいたわけですが、株価は断続的に下落していたのであり、早期に株を売却し、損失を確定することも可能であったのに、これらの者はみずからの投資判断に基づき株の保有を継続したということで、破産会社の加害行為とこれらの者の損害との間には因果関係がないのだとされたわけであります。

つまり、真の情報が開示されていたならば株価は幾らであったかということ、原告は立証せよというのですけれども、それは非常に難しいというわけであります。

もちろん不実開示による価格の下落が当該発行会社の破綻するほど深刻なものでないという場面では、民事責任が機能するように責任規定が整備されれば、この発行者への責任追及が現実の意味を持つという場面も考えられなくはないのですけれども、当時はそういう整備がなされていなかったため、結局、立証責任が果たせなかったということで、投資家は救済されなかったということでもあります。

結局、投資者のインセンティブの問題と、この立証の問題、義務違反と損害額の立証は困難であるということが指摘されてきたわけでありまして、制度があっても、投資者が責任追及をしなければ法の実現には寄与しないわけでもあります。

流通市場開示につきましては、発行会社の民事責任に関する規定が当時は存在していなかったわけでありまして。これについては、全く理由がないわけではなくて、会社と投資者との間には何らの取引が行われていないとか、会社の責任は他の債権者とのバランスから考えるべきであるといったようなことも指摘されていたということでもあります。

ただし、それに対しましては、流通市場でも投資家のために正確な企業情報を発行者は開示すべきであり、開示規定に対する民事責任は厳しく追及すべきではなかろうかということが主張されていたわけでもあります。

2. 平成 16 年の証券取引法の改正

このような議論の中であって、流通開示の責任の規定が設けられたのが平成 16 年の改正ということになります。

平成 16 年の改正の立法趣旨といたしましては、以下のように言われました。(高橋康文編著「平成 16 年証券取引法改正のすべて (第一法規・平成 17 年)」46 頁以下) 当時の証券取引法の損害賠償請求に関する規定は、損害の立証が困難であるという問題点があって、実際に使用されたことがほとんどなかった。一般の個人による損害賠償請求を容易にすることで、被害者が救済されるほか、市場の監視機能も強化されるということから、民事責任に

ついでの見直しを行ったということでもあります。

開示規定違反は、証券の発行者がみずから責任を有する企業開示情報に虚偽記載等をして、市場に流布して、市場価格の公正な形成を直接かつ継続的に毀損するものと考えられますから、その侵害の程度は高いと考えられるわけでもあります。

流通市場におきましても、投資家はディスクロージャー書類をもとに投資判断を行うのでありますから、発行者が虚偽記載のあるディスクロージャー書類を提出した場合には、市場価格の形成を阻害し、投資家に自己責任を超えた不測の損害を与えることになり、その責任は重大であり、直接的であるということでもあります。

また、流通市場での売買は、このような損害を与えた発行者と被害者である投資家が直接の関係に立たないために、損害発生のカausal関係や額の立証は一層困難である。このため、新たな規定が設けられたということでもあります。

この規定は、現在では21条の2、21条の3という形で置かれているわけでもありますけれども、この場合の責任は無過失責任であります。発行市場において、発行者の役員らの責任は過失責任であります。発行者自体の責任は無過失責任となっておりますので、流通市場においても、発行者は無過失責任ということになったようでもあります。あるいは、発行者の故意・過失がないということは余り考えられないのではないかとということも、理由になっているわけでもあります。

その上で、損害額を推定しているわけでもあります。有価証券の価格は、さまざまな事象を織り込みつつ変動するものであり、虚偽記載と損害の因果関係をとらえることは困難であるということ、原告の立証の負担を軽減すべく推定規定は設けられたということでありまして、一定の条件のもとで、当該証券の市場価格の公表日の前1カ月の平均価額から公表日後1カ月の平均価額を控除した額を、その虚偽記載等により生じた損害及び相当額と推定するということでもあります。これは21条の2の2項、3項ということでもあります。

また、公平の観点から発行者の抗弁の立証に配慮されており、4項で、損害額のうち、虚偽記載等による値下がり以外の事情に基づく部分が証明された場合には損害額から控除されるとか、5項で、裁判官の裁量により相当額の減免ができる。発行者は立証に成功しなかったけれども、損害の性質上、その額を立証することが極めて困難である場合には、裁判官の裁量により相当額を減免できるというふうにしたわけであります。

一方、損害額の推定が働くもとでは、発行者の責任が広範囲に及ぶことが予想されますので、発行市場の場合よりも短期消滅時効を定めているというのが、21条の3でありまして、これが20条とは違うところであります。

違法行為では不実表示と因果関係のある損害を投資家が立証することは困難であり、ここに投資者と発行者の一種のバランスをとる必要があり、推定規定を置くことで民事責任の機能を強化するといえるわけであります。

ただし、この規定には、次に述べますように、幾つかの疑問もあるところであります。

まず第1に、21条の2で推定される損害は、およそ救済すべき損害額と考えるべきものなのかどうかということであります。つまり、この規定がなくても損害額として妥当するのだろうかということであります。同条の規定は、取得価額と想定価額との差額を損害とするという立場から出発しておりますが、21条の2は、役員の実責任、他の民事責任には類推適用されないようであります。あるいは21条の2は、判決を基礎づけるに足る経験則であったのかどうかということが問題になる。つまり、21条の2は、従来とられていた経験則を確認的に条文にしたのかどうかということでありますけれども、そのあたりが疑問であるということであります。

複数ある不実開示の民事責任の規定の中で、21条の2のところだけ規定が設けられた。そういう意味はどこにあるのだろうかということであります。

3. 21条の2第2項施行前の事例

その意味で、この21条の2第2項が施行される前に、虚偽の継続開示が

あり、その民事責任が追及された裁判例を見ておく必要があるのではないかと思います。なお、改正付則5条によりまして、施行（平成16年12月1日）後に提出した不実開示書類にのみ21条の2は適用されるとされておりまして、次に挙げました東京地裁の平成19年の判決と大分地裁の事件は、いずれも21条の2は適用されていない事案であります。

（1）東京地裁平成19年11月26日判決

まず、19年の東京地裁であります。この事案では、ある会社、甲社としておきますが、甲社では、架空売り上げ計上で、不正行為によりまして有価証券報告書に虚偽の記載がなされていた。原告はこれを知らずに、甲社は業績が安定しており、比較的安全な会社であると考えまして、甲社の株を取得したわけであります。

甲社は不正計上について公表しまして、これを受けて東京証券取引所は同社の株を監理ポストに移し、さらに新聞では、甲社の株は上場廃止の可能性があると報道がされ、株価が急落し、原告は株を売却した。その結果、損害を被った原告は、甲社に対し不法行為に基づく損害賠償責任を追及したという事案であります。

裁判所は次のように述べております。「甲社の代表者は、各部門の適切なリスク管理体制を構築し、機能させる義務を怠った過失があり、その結果、有価証券報告書に本件不実記載がなされ、甲社代表者の行為は不法行為を構成するものであり、甲社は民法44条により不法行為責任を負う」と、民法44条を出してきておりまして、役員不法行為にとらえた上で、甲社の責任を認めているということでありまして、「2月14日以降の甲社の株価の急落について、甲社が不正行為及び不実記載を公表したこと及び監理ポストに割り当てられたこと以外の要因が存することは認めることはできず、当該株価の急落は長期不確実な要因であったものというべきである。原告は株価の急落を受けて、本件株式を売却した。甲社では、同社の売上高の80%を占めるソフトウェア事業は本件不正行為による影響はないこと等が報告された。しかし、不正行為の発表後、株価が急落し、ストップ安の状況が続いた。原

告が本件株式を売却したことは、当時の状況からすればやむを得ないものである。原告の本件株式の売却による損失と本件不正行為及び不実記載の公表との間には相当因果関係がある」としたわけであります。

そして、裁判所は、次のような興味深い判示をしております。「本来、原告が本件株式を取得時の取得価額から本件不実記載がなされなかったと仮定した場合の当時の本件株式の想定価額との差額を損害賠償額とするのが相当であろうが、株式市場における株価の形成要因が多岐にわたることにかんがみれば、そのような損害額の立証は非常に困難であることは明らかである。原告が損害を被ったことは明らかであり、原告において上記の意味での損害額を立証できないからといって請求を棄却することは公平の観点から相当とは言えないこと、および有価証券報告書等の虚偽記載に関する流通市場に関する発行会社の責任に関し、証取法 21 条の 2 第 2 項は損害額の推定を規定する。同項の考え方は本件の損害額を認定するに際しても合理性が認められることからすれば、本件においても同条 2 項所定の損害額の推定に従い損害額を認定することが相当というべきである」ということで、施行前の事案なのですけれども、21 条の 2 の考え方をそのまま使って損害額を認定したというケースであります。

(2) 大分地裁平成 20 年 3 月 3 日判決

次が、大分地裁の平成 20 年 3 月 3 日の判決であります。これは発行会社を仮に C 社としておきますが、この C 社では粉飾決算を行っておりまして、C 社の粉飾決算を知らないで原告らは C 社の株式を購入し、損害を受けたという事案であります。原告は C 社の責任及び C 社の取締役の責任を追及したというケースであります。

判旨は次のように述べております。「粉飾決算が行われた場合には、後にそれが発覚し、本件のような経過をたどって株価が下落し、監理ポスト割り当ての措置がとられ、さらには上場廃止となることにより、それを知らずに株式を購入した者に対して損害を与える可能性があることは十分予見し得るといふべきであるから、これを止めずにかえって粉飾決算を行うことを指示

していたか、あるいはこれを容認していた被告には」、これは取締役ですが、「少なくとも過失があると認められる。したがって、被告取締役は、粉飾決算がなされていることを知らずにC社の株式を購入したことにより発生した原告らの損害を賠償すべき不法行為責任を負うというべきである。被告B、取締役Dは、その職務を行うについて不法行為を行ったものであるから、C社は商法261条3項、78条2項、民法44条1項により」（ということで、ここでも民法44条1項を使っておりますが、）「原告らに対し不法行為責任を負うことになる」ということでもあります。

そして、「それが後に発覚すれば株価が下落して監理ポスト割り当ての措置を取られ、ときには上場廃止となって、それを知らずに株式を購入した者が損害を被ることとなる粉飾決算に関わる前記認定の被告らの行為が存在したために、被告C社に前記認定の粉飾決算がなされ、それを知らない原告らが被告C社の株式を購入したところ、後に粉飾決算が発覚して、株価が下落し、監理ポスト割り当ての措置を取られたため、原告らが前記認定のとおり上記株式を売却せざるを得なくなって、株式取得価額と売却によって得た金額との差額相当の損害を被ったものである」とし、「原告らの上記購入及び売却の経過は通常の経過を辿っているといえるので、原告らに発生した損害は、被告らの粉飾決算に関わる前記認定の各行為によって通常発生する損害であり、その間に相当因果関係があるといえる」ということでありまして、「原告らの損害額は、各自の株式取得価額から最終的な売却処分によって得た金額を控除する方法により算出するのが相当である」としているわけでありませう。

ここで原告らの損害は、取得価額から最終的処分価額を控除した額であるというわけですが、しかし、原告らが購入したときの株価から、売却処分した時点でたまたま市場で形成された株価を損害とすることには、本当に合理性があるのだろうかという疑問が当然出てくるのではないかと思います。

取得価額から処分価額を差し引いた額が投資者の求められる損害であると

することには疑問があるのは、第1に、事実を知った場合にいつ売却するかは投資者の判断に任されており、その間の株価の変動について、下落についてのみ発行会社にすべて負担させることになるのであろうかということと、逆に、処分をおくらせた結果、株価が持ち直した場合には、損害がてん補されたことになるのかどうかというあたりが、よくわからないところであります。

また第2に、仮に同じ時期に当該株式を取得した投資家がいた場合に、損害は本来同じなのではないかということではありますが、売却時が異なれば当然違ってくる。それは単に処分した時点が違うからなのですけれども、それで本当によいのだろうか。結局、自己責任部分についても発行会社に賠償させることにならないだろうか。本来投資者が負うべき自己責任部分についての市場リスクまで、発行会社が負担するという心配はないのだろうかという危惧を感じるわけであります。

(3) 東京地裁平成 20 年 4 月 24 日判決

次が、東京地裁の平成 20 年 4 月 24 日、西武鉄道事件であります。この事件では、先ほどの2つと違いまして、民法 44 条が引用されていないというところが大きな違いではないかと思えます。

この事件では、裁判所は、取得自体を損害とするという主張は退けられ、取得時の上場プレミアムの差額を損害とするという主張も排斥されております。ただ、投資家の訴訟で上場廃止に伴う株価の下落による損害が認められているということで、一般投資家の訴訟と機関投資家の訴訟でやや違った結論になっているのは、そういう原告の属性によるのかどうかよくわからないところであります。

まず、一般投資家のほうの事件では、まず最初に、「保有原告らは、取得した西武鉄道株式に代わり本件口頭弁論終結時に同一数量の西武ホールディングス株式を保有しているところ、本件口頭弁論終結時において、保有原告らが有する西武ホールディングスの株式の価格が 1081 円を下回っているとは認められない」ということを理由に、保有原告らの主張は理由がないとし

ているわけであります。

その次に、「21 条の 2 の考え方は、法律の規定がなくても当然に用いられるべき確立された経験則であるということもできない」ということを確認しております。

その上で、結局、「処分原告らは、被告西武鉄道の有価証券報告書等の虚偽記載の公表前に取得した西武鉄道株式を当該公表後に売却し、1 株当たり 1081 円と売却価格との差額についての損失を被った」としておりまして、「上場廃止により投下資本の回収が困難となることを回避するため」に原告らは処分したわけでありますけれども、そういう原告らの行動は「投資家の行動として不合理ではない」ということをいいまして、公表日の終値である 1081 円と売却価格との間に生じた損害を因果関係のある損害と認めたというのが、一般投資家事件であります。

それに対しまして、信託銀行が原告となっている方の事件につきましては、取得自体を損害とするという考え方は否定いたしまして、取得時の上場プレミアムとの差額という主張も排斥されております。そして、「取得時から虚偽記載公表までの株価下落は、違法行為と関係のない市場原理によって生じたもの」であるということで、「賠償すべき損害に含めることはできない」ということをいっております。

そして、「上場廃止日の 268 円という価格は、当時の市場心理を反映した極端な価格下落場面における価格であって、客観的な価値を反映しているとはいいがたい。虚偽記載公表前後における株価の変動が参考になることがあり得るとしても、上場廃止決定日の終値を取り上げて、下落率から、取得価格との虚偽記載がなかったと仮定した場合における取得時点での想定価格とするのは合理性を欠く」ということをいっております。

以上が西武鉄道事件であります。

ここで細かい損害論について深く検討しようという余裕はありません。資料でお配りしました黒沼先生の「商事法務」に掲載された論文に大変詳細に検討されておりますので、そちらを見ていただければと思います。

ただ、ここで考えなければいけないことは、株式はさまざまな要因で変動するわけですが、そのため、正確な損害額を判断することは容易ではないということでもあります。そうなりますと、結局、どこまで賠償させるのが適切かという司法の政策判断が入らざるを得ないのではないかということでもあります。

4. 21条の2第2項の適用と問題点

第2の疑問点といたしまして、21条の2は明確に損害額を推定させてくれるようではありますが、例えば、ライブドア事件(平成20年6月13日、金融商事判例1297号42頁)ですが、適用上の問題が見られます。

①「公表」の意義が争われる

これは公表という概念について争われた事件であります。つまり、損害額を推定するに当たりまして、21条の2は公表を基準として判断するわけがありますけれども、公表というのは一体何をもって公表というのかということについて争われた事件であります。

21条の2では、書類の提出者または当該提出者の業務・財産に関し法令に基づく権限を有する者を公表する主体と考えているわけがありますけれども、この事件では、果たして検察官が公表の主体になるのかどうかということが争われたわけがあります。果たして法令上、何らかの処分、報告聴取、検査調査等の権限を有する者であればよくて、一定の処分や指示を行う権限を有する者である必要はないのかどうかということでもあります。確かに検察官は公益の代表者であり、信頼できる情報を提出するということを考えると、公表の主体として認められるかもしれないのですが、果たして21条の2の文言に合致するのかどうかということが問題になります。

②「公表」概念を広くとらえるか厳しくとらえるか

この公表の概念について、これを広くとらえるか厳しくとらえるかということで、投資家保護のあり方も変わってくるような気がします。と申しますのは、もしも仮に公表概念を非常に狭く考えてしまうと、既に当該情報を株

価が反映してしまっているということになるので、損害額が低めになってしまうという問題が出てまいります。逆に公表概念を緩くとらえて、公表を広く考えてしまうと、今度は公表前に取得したという要件を満たさなくなる投資家が出て、果たしてそれでいいのかという問題も出てくるわけでありまして、結局、立証するのは原告投資家ということになりますと、余り柔軟な公表概念はかえって困るのではないかという気がしまして、機械的に適用するほうがいいのだという気もしますけれども、この今年の6月13日の判決では、「検察官を公表の主体から除外する理由はない」のだとしております。

③救済できるのは取得者に限る

3番目の問題といたしましては、21条の2では、救済される投資者が限定されており、特に虚偽表示が公衆縦覧に供している間に、虚偽とは知らずに取得した者に限定しております。しかし、虚偽開示を見て失望して処分してしまった者は、保護の対象としなくてよいのかというのは、やはり気にかかるところでないかと思えます。

④発行者の責任の適切な範囲

4番目の疑問といたしましては、果たして発行者の責任が広がり過ぎるという心配はないのだろうか。もちろん短期消滅時効を定めているということで、余りにも拡大することはこれで抑えるということになっているわけです。さらに、4項で、因果関係がないことを証明したときは賠償額は減額されるほか、5項で、裁判所が相当の額を認定できるというふうにしているわけでありまして、確かに損害額が大きくなり過ぎることについては配慮はされている。しかし、逆に、推定される額よりも損害額が大きいことも考えられなくはないわけでありまして。例えばどういう場合かということ、公表から1カ月以内にほかの事情から株価が上昇したという場合には、推定額が低くなるが、より大きな損害を立証できるのだろうかということも気になるところであります。

⑤東京地裁 20年6月13日判決

なお、先ほどの東京地裁20年6月13日では、21条の2の第5項を使い

まして、損害額を3割減額するというふうにしております。なぜ3割減額するのかというのは気になるのですが、判決文を読むと、次のようにいっております。「諸要因の株価形成における重要性の程度、株式変動状況等一切の事情を斟酌して、裁量によって、虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下がりやを3割程度と見て、損害額から3割を減額するのが相当である」ということでありまして、なぜ3割なのかは必ずしもよくわからないのですけれども、減額してもらっているということでもあります。

21条の2では、発行者の無過失責任、損害額の推定規定がなされており、無過失責任と損害額の推定はセットになっているのですが、これは必ずしもセットである必要があったかどうかはよくわからないところであります。

いずれにしましても、発行者に責任を負わせるというのは、果たしてどこまで負わせるのが適当か。流通市場開示に限ってですが、流通市場開示において、発行者にどこまで責任を負わせるべきなのかという問題は依然として残っており、特に、他の会社債権者や他の株主の負担に結局は帰着するという可能性は否定できないということでありまして、その点がやはり気にかかるところであります。

もちろんその点については、発行者あるいは投資家から発行会社の役員へ損害賠償を請求する、発行会社から役員へ求償すればよいのかもかもしれませんが、それはそんなに簡単なのだろうかということが問題になるかと思えます。

いずれにしましても、発行会社は流通市場開示で間接的な利益は得られますが、直接利益を得ていないという場合に、果たしてどこまで責任を負わせるのが妥当かということが考えられますし、あるいは、最終的には役員の責任として考えるべきだ。そういう虚偽表示を行った役員の責任として考えるのであれば、その役員についての損害額の推定規定を置かないのはやはりおかしいのではないかという議論も、当然出てくるのではないかと思います。

結局、流通市場開示において、株主と投資家の利益が対立する可能性があるということであり、発行会社から役員への求償には限界があるのではないかと思います。

⑥東京地裁平成 20 年 4 月 24 日判決

なお、先ほどの西武鉄道事件におきまして、裁判所は、「投資家は発行会社の経営リスクは甘受すべきであるが、発行者が違法行為により投資者の利益を直接侵害した場合には、これを甘受しなければならない理由は見いだせない」とっておりますので、要するに、発行会社はやはり虚偽表示により投資家に生じた損害はすべて賠償するというのが原則であるということになると思われます。

したがって、虚偽記載で発行会社が投資者から訴訟を提起され、損害賠償責任を負担することになると、結局、企業価値が損なわれるということは覚悟せざるを得ないことになると思います。そして、やはりあとは役員への求償、あるいは役員への責任追及ということになるということでもあります。

さらに、発行会社が流通市場で投資家にどんどん損害賠償を請求されると、発行会社は破綻してしまうのではないかという問題も、あるいはあるかもしれません。

5. 平成 18 年の金融商品販売法の改正

なお、投資者による損害賠償責任追及につきましては、金融商品販売法について触れておく必要があるのかもしれませんが、つまり、説明義務違反についての訴訟は少なくないのですが、平成 18 年に改正が行われたけれども、金融商品販売法の利用は少ない。これは幸いにして次回のテーマになっておりますので、これ以上深く立ち入らないでおきたいと思います。

確かに抑止と損害てん補の両面から見て、民事責任の機能は重要と考えます。投資家による責任追及は、市場関係者が将来法令違反をしないように抑止する機能を果たす意味で重要なのですが、そこには何らかの限界があるということも認めざるを得ないのではないかと。刑事責任に比べますと、投資家が自己の利益に基づいて責任を追及するという意味では効果的な面もあるけれども、果たして特定の投資家だけが損害をてん補してもらって、それでエンフォースメントが実現できるのかという問題があるということではないか

と思います。

いずれにしましても、民事責任は単に被害者を救済するだけではなくて、資本市場の効率性と公正性を確保するためのものだということでもありますけれども、果たしてどこまで責任を負わせるべきかということについては、やはり民事責任の果たすべき一定の役割の位置づけによって変わってくるのかもしれない。

以上、簡単ですが、民事責任についての章とさせていただきます。

Ⅲ. 刑事責任

1. 平成 18 年改正

刑事責任につきましては専門外ですので、簡単に触れるにとどめたいと思います。

平成 18 年の改正によりまして大きく変わったわけではありますが、この平成 18 年改正では、一部の上場企業をめぐる一連の不正事件を受けまして、投資者保護の徹底、公正かつ透明な証券取引の確保、証券取引に対する国民の信頼確保を図るという観点から、開示、不公正取引について罰則の法定刑の引き上げがなされたということでもあります。

2. 罰則の強化

①の届出書等の虚偽記載につきましては、詐欺罪、特別背任罪との類似性、親近性があるということで引き上げがされている。両罰規定についても、7 億円という最高刑になっているということでもあります。

②についても、①と連動させて刑罰が引き上げられたということでもあります。

このように罰則強化が改正でなされるわけですが、なぜ改正のたびに上がっていくのか。引き上げには限度があるのかとか、あるいはほかの刑罰との対応関係が問題なのか、あるいは従来に比べて違法性の認識が高まったのか、そのあたりはよくわからないところであります。また、厳罰という

ことで引き上げる場合に、どこまで行くのかという点は、よくわからないところでもあります。

次が見せ玉の規制ではありますが、これも細かいところは省略いたします、要するに、従来余り考えられていなかった手法や、従来の規定に抜けていたものを埋めていくという作業は必要なことであり、今後も続ける必要があるということでもあります。

3. 刑事責任の強化

まず、一般規定の実効性ということで、従来から議論があったところではありますが、157条についてどうするのか。罪刑法定主義との関係で、利用は消極的であったのですけれども、依然として活用するということは検討課題になっているということでもあります。

刑事責任というのはそもそも強力なエンフォースメントなので、余り厳しくするのはよくない。限界があるのだということでもあります。

他方で刑事処罰を強化すべきだという意見もあるのですけれども、やはり罪刑法定主義があるし、刑事罰の謙抑性、補充性の原則があるということで、極めて悪質な事例に適用を限定せざるを得ないのは当然ではないかということでもあります。

しかし、それでは157条を一切使えないというふうに位置づけるのがよいのかどうか。あるいは、罪刑法定主義という伝統的な刑事手続は、果たして金融商品関係においても同じように厳格な立場を貫かなければいけないのか。そのあたりを何か修正できないのかなという気もするところではありますが、これは全く自信のないところでもあります。いずれにしましても、157条については、今後も議論をしていく必要があるところではないかと思います。

4. 法人の責任と取締役の責任

次に、刑事罰を厳しくしていった場合に、例えば罰金を取った場合に、結局、発行会社が負担し、発行会社の株主が負担するというのはどういうこと

か。どういうことかといいますのは、株主の負担でよいのかということが疑問になります。

この点で最近議論になっておりますのが、それでは、罰金を払う原因をつくったのがもし会社の取締役であるならば、会社が423条で取締役に罰金について賠償請求できないだろうか。つまり、罰金が結局株主の負担になるというのでいいのだろうかということでもあります。

この点については、刑事責任の趣旨からすると、やはり法体系の全体の整合性とか法人を処罰するという意味を、そのことによって変えてしまうのは適切でないという意見は非常に強いようではありますが、しかし、それならば、取締役はその罰金について一切賠償しなくてよいのかというと、それを外してしまうのもどうかということでもあります。

森本先生の最近の「金融法務事情 1841号 20頁」に書かれたご論文では、相当因果関係や寄与度から、合理的な範囲で抑えて責任を負わせたらどうかというご指摘をされておられるところであります。

IV. 行政規制

1. 行政規制の意義

結局、刑事罰は罪刑法定主義もあるし、非常に強力な手段なので、いつでも使えるわけではないということで、それにかわるものはないかということでありまして、もう少し迅速柔軟に使えるということで、行政規制が挙がってくるわけではありますが、その中でも、最近では、課徴金制度が重視されているということでもあります。

2. 課徴金

課徴金制度は、平成16年改正で登場したものでありまして、証券市場の公正性と投資家による信頼を直接的に害する特に悪質で抑止の必要性が高い行為について、課せられたということでもあります。

平成17年改正では、継続開示書類の虚偽記載がそれに追加されたという

ことであります。

課徴金の額は、違反行為者の利得の額を基準として決められるということや、裁量による減額がないということ、客観的、形式的な処分をするというところに特徴があるというわけでありまして、開示の場合には、必ずしも違法性との対応がはっきりしているわけではないということでもあります。

さらにこれを強化いたしましたのが「経済財政改革の基本方針 2007」で、平成 20 年度の早期に課徴金制度の適用拡大、金額の引き上げを実施するということになり、2007 年 12 月 18 日の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で「課徴金制度のあり方について」において報告されているところでありまして、結局、現行の課徴金の水準を引き上げるという方向になったわけであります。

この詳細についても、ここでは省略させていただきますけれども、課徴金を強化する、引き上げるという方向と、他方で再犯者は加算し、事前に報告すれば減算するというような制度も入れているということでもあります。このようにして経済的な利益相当額を基準として抑止の実効性を確保しようとしたわけであります。

このような課徴金制度ももちろん広い意味でのエンフォースメントであり、かつ機動性、戦略性の高い市場監視の実現をするためには必要であるということでもあります。市場で起きた問題をできるだけ早く是正させる、そして投資家を保護するという意味では、非常にすぐれた制度だということでもあります。

もっとも、この課徴金につきましては利得相当額ということでもありますけれども、証取法、そして金商法上の民事責任との金額調整はされていないということが、少し気になるところでありますし、あるいは、164 条の短期売買差益との関係はどうなっているのかというあたりは、少し気になるところであります。

あと、レジュメにはいろいろ書きましたが、時間の関係上、飛ばします。

V. 自主規制

1. 取引所の自主規制機能

これも簡単にいきたいと思います。

自主規制につきましては、自主規制法人あるいは自主規制委員会を通じて、取引所の自主規制機能が発揮されるわけでありますけれども、例えば87条では、取引所はその定款において、法令、法令に基づく行政処分もしくは規則に違反し、または取引の信義則に違反する会員に対して、過怠金を課し、取引停止、委託の停止・制限を命じ、または除名する旨を定めなければならないということにしております。

2. 過怠金

ここで幾つか検討したい点がありますけれども、例えば過怠金と課徴金というのはどういう関係で、どのようにバランスをとるのかという問題があると思います。現在、過怠金のほうもどちらかというところと厳しくしようという傾向にあるのですが、課徴金とどういうバランスがとれるのかとか、あるいは過怠金をどんどん取っていくと、余計なお世話かもしれませんが、取り過ぎないかとか、その用途はどうなるのだろうか。あるいは、過怠金をたくさん取って大丈夫なのかという心配も出てくるわけであります。

3. 規制の手段としての上場廃止

次に、3番目といたしまして、上場廃止について判例を1つ挙げておりますが、この東京地裁の平成18年の判決では、要するに、上場会社が取引所に対して上場廃止の処分の効力の停止を求めた事案であります。いずれも裁判所は本件仮処分の申し立てを却下しているということでありまして、そこでは上場廃止の処分について、虚偽記載の影響が重大であると認めた場合に限り上場廃止ができる。その場合の影響の重大性の判断は、客観的に判断するのだということを述べているわけであります。

しかし、恐らく上場廃止を争うということはなかなか難しいのではないか。あるいは、裁判所が取引所の上場廃止決定を否定することは、あまり考えられないことではないかと思います。これは自主規制の裁量の大きな所ではないかと思います。

Ⅵ. 私法上の効力

1. 金商法違反と会社法の関係

最後が「私法上の効力」ということであります。

これは何かといいますと、金商法違反について、民事責任が発生するわけではありますが、そのほか、例えば会社法上の効力との連携関係はあるのかどうかということでもあります。

従来、金商法違反の行為であっても、会社法上違反になるとは限らないと考えられておりましたし、会社法のエンフォースメントと、金商法のエンフォースメントは当然違うのだと考えられるわけであります。

次に挙げました東京地裁の平成17年7月7日の有名な事件でありますけれども、これは委任状勧誘規則に違反するということが果たして株主総会の決議の瑕疵に該当するかどうかということでもあります。

そこで裁判所が述べていることは、この規則は「議決権の代理行使の勧誘を行う者が勧誘に際して守るべき方式を定めた規定というほかない。そして、議決権の代理行使の勧誘は、株主総会の決議の前段階の事実行為であって、株主総会の決議の方法ということはできないから、代理行使勧誘内閣府令の規定をもって、株主総会の決議の方法を規定する法令ということとはできない」。したがって、この代理行使勧誘内閣府令違反の事実があったとしても、それをもって決議の方法が法令に違反する場合に該当するということとはできないといっています。この判決の読み方は分かれるかもしれませんが、一つの見方をすれば、内閣府令違反は法令違反ではないんだ。商法、会社法にいう決議の方法を定める法令違反ではないという読み方もできるんですが、果たしてそうであろうかというところが疑問になるところであります。

委任状勧誘規則にせよ、より実効性を確保するのであれば、あるいは金商法違反の行為についても、会社法上の効力に連携させる必要が出てくるのではないかということでもあります。公開買付大量保有制度もその規制目的が開示ということにとどまれば、それなりのエンフォースメントでよいということになるんでしょうけれども、企業買収の公正性確保ということであれば、あるいは私法上の効力にどうつながるかということを考える必要があるのではないかということでもあります。つまり、抑止的効果を高めるために連携をする必要があるのではないかということでもあります。

最後に、最判平成 15 年 4 月 18 日というのは、損失補償契約の効力が争われた事件でありますけれども、学説の多くが損失補償を内容とする契約は私法上有効であると解していたものであって、損失補償は反社会性の強い行為であるとまで明確に認識されていなかったということで、要するに証取法違反でも、反社会性の強いという行為でなければ私法上の効力は否定されないかのように読める判示をしているということでもあります。

少し質の異なる話ですが、例えば、会社法の 201 条 3 項、4 項という規定がありまして、募集株式の発行という規定があります。そして、募集株式の発行の際の公告通知については、それがないと新株発行の無効事由になる。ただし、差し止め事由がないときを除くというのが一般的な考え方になっておりますが、例えば、201 条 5 項の規定の金商法に違反した場合でも同じように考えていいのだろうかという点は少し判断に迷うところであります。

Ⅶ. むすび

後半部分はかなり急いでしまって、わかりにくいことになってしまいましたけれども、以上をもちまして、「民事責任とエンフォースメント」というテーマで、報告させていただきました。どうもありがとうございました。

討 議

神田会長 大変詳細な報告をいただきまして、どうもありがとうございました。

た。

それでは、残りの時間、いつものようにご質問、自由討議ということにさせていただきますと思います。どなたからでも、どの点についてでも結構です。よろしくお願いします。

山田委員 詳細なご報告ありがとうございました。

金商法の21条の2第2項の「公表」についてお伺いしたいのですが、事前に配布されました黒沼先生と弥永先生のご論文を拝見しまして、「公表」ということについて厳格に解するのか、それともやや柔軟に解するのかということで争いがあるように見受けられます。この問題は虚偽記載の影響が既に株価に反映されており、その結果、公表前にかなり株価が下がっているという場面で、その公表を厳格に解すると、既に下がってしまった状態で21条の2項の推定規定が働いてしまって、損害が過小に評価されるのではなからうかということが指摘されていたかと思います。

逆に、これを機械的に定めなければ、原告のほうでいつの時点が公表なのかということをもた立証しなければならず、これも非常に原告にとって負担であります。

それで、その点、近藤先生のご意見を拝聴している限りは、どちらかというところと厳格に解すべきだという考えかと思いましたが。そうすると、先ほど申し上げたように、既に株価に反映されているような場合、または不当に公表が遅らされたような場合、この場合にどのように救済を求めたらいいのかということをお聞きしたいと思います。また、検察官について、先生は、21条の2第3項で、「公衆の縦覧等」について多数の者の知り得る状態に置く措置というところで、検察官も含めていいのではないかといわれたと思います。もし違いましたら、ご教示いただければと思いますが、ただ、文言を見ますと、公衆の縦覧と書いてありますので、検察官の起訴なのか、それとも検察官がどのような行為をすれば、公衆の縦覧に移行したような状態になるのかということについて、ご教示いただければと思いますが、よろしくお願いします。

近藤委員 まず、最後の点ですけれども、私は検察官が当然入るとは思っておりませんで、先ほどおっしゃったのは、裁判所の考え方ではないかと思います。裁判所は検察官が一部の報道機関に話をしたことをもって公表と理解したんだと思います。

私としては、3項の文言からすると、当該書類の提出者または当該提出者の業務もしくは財産に関し、法令に基づく権限を有する者というのに検察官が入るのに違和感を感じるという立場をとっております。

最初のご質問ですけれども、結局公表をおくらせると、既に当該情報が市場に行き渡っており、株価がそれに反映して下がっているので、請求する損害賠償額は少なくなってしまうので、そのような解釈は適当ではないというご指摘だったかと思います。問題は、21条の2という規定は、どこまで正確に損害額を探求しようとしている規定なのかどうかということだと思います。

つまり、21条の2は、経験則といいますか、本来あるべき取得価額と想定価額の差額を正確に出そうということをあくまでも意図している規定であるならば、それは厳密に公表というのを考えて、少しでもそういう情報を反映したのであれば、その時点をもって公表と考えなさいという方向もあり得るんですが、そうではなくて、21条の2は、政策的といいますか、あるところで割り切っているのではないかという気がします。割り切ったほうが、原告、投資家にとっては立証はしやすいし、公表があったかどうかということ、これを細かくやっていると使いにくいことになります。確かに既に公表に近い状態で情報が市場に流れてしまっている状況について公表と考えないのは適当でないというのはわかるんですけど、それはやむを得ない。あるいはその場合にはしかるべき者が公表措置をとらなければいけないと考えないと、この規定は動かないのではないかと思うのですが。

山田委員 しかるべき者というのは、具体的にはどのような者を指すのでしょうか。

近藤委員 当該書類の提出者本人であります。要するに条文に挙がっている

公表の資格を満たす公表の主体が公表しなければいけないんじゃないでしょうか。

山田委員 もしそれをしなかったら、その者の責任になるのでしょうか。

近藤委員 それはそうでしょうね。

山田委員 わかりました。

藤田委員 厳格に機械的に決めないと、原告がこういう損害というのがいまひとつわからなかったのですが。証明責任にしても、仮に証明できなかったとしたって、裁判所は違った日にちを選んでそれを基準日として損害額を算定するだけですよ。証明に失敗したからおよそとれなくなるという意味で証明責任が課せられているような話ではない。まあ基準日のはなしが、そもそも証明責任がある話かどうかもよくわからないんですけれども。いずれにせよ、そういうものにすぎませんので、ちょっと腑に落ちなかったのです。厳格かつ機械的にわかっていれば、原告としては結果がわかるので無駄な訴訟もしなくて済むということもあるのかもしれませんが、訴訟を起こさないというのもメリットがあるか、よくわかりません。なぜ機械的にすると、積極的に原告の利益になるのか、教えていただきたいと思います。

近藤委員 機械的という言葉は適当じゃないのかもしれませんが、要するに原告として公表を明確に主張できるような形で理解しておかないと制度は動かないという、ただそれだけのことなのですけど。

中東委員 藤田先生と同じ趣旨の質問なのですが、ライブドア事件について、東京地裁の平成20年判決で、裁判所の裁量によってどうして3割減額であるのかというお話でしたが、民事訴訟法の248条でも、損害額の立証が極めて困難な場合に、裁判所に対して相当の裁量を認めていますし、ともあれ原告は何かとれるよということであれば、それはそれでよいのではないかなと思います。(笑)

森本顧問 松尾さんにお尋ねしたいのですが、金融・商事判例1297号にライブドア株式機関投資家訴訟に係る東京地判平成20年3月13日が掲載されており、そのコメントに、三井さんの編著である文献が引用してありました。

原文を見たわけではないのですが、そこには、警察による捜査結果の発表もこれに当たると解説されているようです。警察とか検察が新聞記者にリークしたことはともかく、記者会見をした場合は含まれるということのようです。警察発表は何を根拠になされるのか、また、それをどの程度信頼して良いのか等検討を要します。検察、警察を当然に排除する必要はないけれども、公表という意味合いでね「警察による捜査結果の発表」についても整理する必要があるのではないかと感じました。もしこの点についてお考えのことがあれば、お教えいただきたいと思うのですが。

松尾オブザーバー(以下OBS) この規定は、今の金融庁の企業開示課長が、調査室長のときに改正を担当した部分でありまして、私の立案担当ではないことを申し上げておきます。この規定の施行期日は平成16年12月1日ということで、平成16年10月13日に有価証券報告書の虚偽記載の事実が公表された西武鉄道事件については間に合わなかったのです（東京地判平成19年8月28日金判1280号10頁参照）が、ライブドア事件については対象に入ってくるわけです。しかし、この規定は投資家の救済に役に立たないではないかとの指摘がありました。つまり、山田先生がおっしゃったように、平成18年1月16日の強制捜査を通じて事実上世間に明らかになることによって、既に株価は先行して下落しますので、正式の公表時点では遅いのではないかという指摘がありました。当時、この規定の立案担当者は市場課長をしておりまして、私も市場課で室長をしていたのですが、証券取引法は、確かに行政の規制法ではありますが、21条の2の規定は、民事責任に係る私法の特例の性格を持つものでありますので、その解釈というのは、やはり私法の解釈として、裁判所が柔軟に解釈することを期待していました。

その後、個人的に昨年11月の弥永先生の論文を拝読しまして、厳格に解されると思った記憶がありますが、個人的には今回の東京地裁判決は柔軟な解釈論を展開して投資者保護に資するものとして、歓迎しています。そういうことで、私は広く柔軟に解釈するのが適当と考えております。繰り返しになりますが、この規定は、主務大臣が定められている行政規制の規定と違い

まして、民事法の性格を有するものです。裁判所は、私法については、行政規制法や刑事法に比べると、必ずしも形式的な文言に拘泥しない実質的な解釈をしているように思いますので、その文言にそれほど厳格にとらわれなくても、例えばインサイダー取引規制の「公表」（金商法 166 条 4 項、167 条 4 項）とは違う意味でこの公表を解釈することは十分可能ではないかと個人的に考えております。

青木委員 そうすると、民事責任について、裁判所が考える民法での救済範囲と、金商法で立法するときの範囲は、最初から連動は期待してない、ずれているととらえていいでしょうか。

松尾 OBS ご趣旨がよくわからないのですが、結局、こういう規定を置きましたのは、近藤先生のご指摘にもありますように、こういう規定がないと、因果関係の立証が非常に困難で、投資家が救済されないという現実があるわけでありまして、それを救済する観点から、違法行為の抑止というのは結果としての機能だと私は思いますので、投資家を救済する観点からこういう規定を設けたということで、民法の特例法という位置づけであります。行政官というのは概して私法は苦手なものですから、基本的な民事法との連動性をどこまで確保されるかという課題はあるかもしれませんが、立案するときには離れて立案しようという意図はないと思います。

前田副会長 公表をどの時点でとらえるかという問題はさておきまして、近藤先生は、21 条の 2 第 2 項で規定している損害が、一般の場合にどれだけ妥当し得るか、例えば役員の実責任などについての損害を考えるとときにも使える考え方かという問題提起をされ、ご報告ではやや否定的なお考えをお伺いしたように思うのですが、ただ、ここで定められている損害額はあくまで推定ですね。この額よりも小さいことを会社側が立証することはできるし、これよりも大きいことを原告側が立証することもできる。この規定がなければ、もちろん立証責任は変わってきますけれども、事実上推認される損害額の出発点としては、この規定の考え方は一般にも妥当し得るのではないのでしょうか。

つまり、通常の場合は、先ほどの議論のように公表概念がややこしいですが、とにかく虚偽記載が明るみに出て株価が下落したときに、その前後の一定期間の株価を見て、その差額を損害額の出発点にする。この考え方は一般に妥当する考え方ではないかと思うのですけれども、いかがでしょうか。

近藤委員 ということは、例えば条文はないけれども、役員側に対する責任でもそれが使えること、ということでしょうか。

前田副会長 特にほかの要因で株価が下がったということを役員が立証すればそれは加味するけれども、そういう例外的な事情がなければ、基本はこれではないかと思うのです。

近藤委員 要するに、基本として、先ほど19年の東京地裁判決にありましたように、経験則、本来の一般的な原理のようなものとして考えてよいということなのではないでしょうか。つまり、19年の東京地裁判決では、施行前でありながら、この規定を使って損害額を判断したけれども、そういうやり方は支持できる。したがって、役員等その他の責任追及の場合でも使えるんだということになるのでしょうか。そうすると、例えば21条2の2項では、いろいろ細かく1カ月と区切ってあったりするところも、一般的に妥当することだということなんでしょうか。

つまり、本来であれば、取得価額から、虚偽記載がなかったならばそうであったであろう価額の差額というのが、差額説という立場でいくと、損害額ということになると思うのですけれども、それと21条の2とはつながっているようだけれども、かなり無理しているというか、1カ月で区切ってそれだといっているわけですね。したがって、そういう明文規定がないところでも、21条の2の2項を出発点とすることが妥当かどうかという点が、ちょっと疑問になるんですが。

前田副会長 虚偽記載が明るみになる前後で、株価が別の要因で異常な動きをしたという例外的な事情があれば、それは役員なり原告の側で立証すればいいのですけれども、出発点としては、この規定の考え方は十分使えるのではないかと思うのです。

中東委員 理論とか経験則があったほうがよいのは確かにそうであると思うのですが、前田先生がおっしゃるように、出発点として一定の基準が重要であるというのは、否定できないと思うのです。そういう意味で、例えば、新株発行の有利発行のときに通常使っている基準(日本証券業界の自主ルール)は、理論的あるいは経験的に裏づけられたものであるというお考えなのでしょうか。

近藤委員 新株発行の場合には既存株主保護が問題であり、ここでの問題とは事情が異なると思いますが、この場では何とも言えません。

藤田委員 前田先生の趣旨から外れてしまうかもしれませんが、同じく推定される損害は、この規定があっても、損害額として妥当するかという続きで伺いたいと思います。今まで、もっぱら2項のことを問題にされており、前田先生の質問もそうだったのですが、しかし、根本は1項を含めて、これが普通の民事責任として、当然に認められる普通の性格のものなのかという点、そこが根本になるのではないのでしょうか。

つまり、1項はこういう流通市場における取引について責任を認めていて、——ここで無過失ということはちょっと置いておくとして——、変な株価がつくことに寄与した人は、第三者の間で株式が取引されているときも、損した当事者に対して当然責任を負いなさいという根拠規定ですね。

そんな種類の責任というのは一般の私法上当然にあるのかというのがあって、その点で民法の損害賠償の特則になっていて、その上で、さらにそのような特則を置くとしたら、その出発点として2項のような推定はどんな意味がありますかという話なのです。だから、近藤先生が取り上げている推定される損害額はなくても、損害額として妥当するのかは、実は、2つの全然違う次元での特殊性をクリアして議論しなきゃいけないんじゃないかという印象を持っています。

後者のほうについては、仮に1項があることを前提として、差し当たり何か推定するかについていえば、前田先生のような感触に私もかなり共感を持つのですが、1項そのものがそう素直なものでもないだけに、他の場合、一

般に2項の推定が適用されるというのがちょっとひっかかりを覚えます。

神作委員 今の藤田先生のご意見に関連して、1つの側面としては、藤田先生ご指摘のように、虚偽記載に基づく損害賠償責任は民法の一般ルールとしてそもそも簡単に認められるものなのかという観点からの問題があると思いますけれども、反対の側面としては、むしろ差額説ではなくて、原状回復的な損害を認めることによる救済が考えられる余地はないかという論点があると思われまます。損害額の推定がなされる場合に、原状回復的な損害と差額説とでどちらを原則にするのかについては、私は差額説を基礎とする金商法21条の第2項の推定の仕方が適切なのではないかと考えておりますが、その推定が破られさらに損害賠償責任を追及しようとするときに、どのような要件のもとで原状回復的な損害を主張、立証できるのか。そのところがもう1つの重要な論点になるのではないかと感じております。

永井OBS 非常に難しい問題点です。会社の一役員の実務家の立場から発言させていただきます。役員の問題を論じる場合、その役員は何を守ろうとして、例えば虚偽記載をするのか、意図を良く吟味する必要があると思えます。自己の利益を守ろうとしたのか、間接的には自分の地位保全であっても、何らかの意味で会社を守ろうとしていたのか、会社のためというケースの方が実際には多いのではないかとと思われまます。

具体的には株価を維持しようとしていたのかということ、必ずしもそうとは言えず、それは副次的効果に過ぎません。いろんな意味でやむを得ず追い込まれてしまうケースが我が国の場合にはかなり多く、そのような場合にまで個人罰を課すことが本当に良いのか、株式の時価総額を基準とする課徴金では個人財産では到底その負担は不可能です。株式市場の公正性を担保するために発行会社に時価総額を基準とする課徴金を課すことが適当か否かは政策的な判断があつて、藤田先生とか神作先生がおっしゃるような形で処理がなされているのではないかと個人的には理解しております。会社が負担したものをさらに役員に請求するか否かは、もちろん論理的には考えられますが、確かに近藤先生がおっしゃるように非常に難しい問題だと思えます。

青木委員 先ほどの神作先生のお話に戻るのですけれども、原状回復できる場合はどういう場合ですか。21条の2に依るよりも原状回復のほうが投資家の救済になる場合はどういう場合かということをおっしゃったわけですね。それは民法44条が根拠になるのか、根拠規定は民法と理解してよろしいでしょうか。

神作委員 恐らくおっしゃるとおり、不法行為に基づく責任ですので、なぜ法人が責任を負うのかを含めて一般の民法の規定に戻るのでと思います。法人が責任を負うとしたら、民法の旧44条に相当する規定(現行会社法350条)が根拠になるのではないかと思いますけれども。

青木委員 裁判所は、もし原告が21条の2を引用してきたとき、44条のほうで解決してしまっているのでしょうか。実際には原告は、両方とも引用してくると思うのですが、そうした場合には、先ほど神作さんがおっしゃったように、どういう場合に原告に金商法推定規定よりも高い額が認められるかということですね。いただいたレジュメの2ページ目の大分地判と東京地判ぐらいしか事例がないから、原状回復がどういう場合に認められるかは予測不能というところでありませぬ。

損害賠償額の範囲に金商法と民法との間で連動がないということではなくて、こういう形で連動が出て来得るということでしょうか。つまり、21条の2という金商法のルールがあるよと。ただ、このルールは絶対ではなくて、これを補充する形で民法が出て来得ると。

21条の2は、客観的で、数字がきれいに出てくるルールです。しかるに、民法の方はどういう要件で発動するかわからない。被告としては原状回復は請求できるようだがというくらいにしかわかってないわけです。こういう状況のもとで21条の2以外に民法上の責任がどの程度みとめられるかが知りたいところです。

前田副会長 神作先生がおっしゃられた原状回復型の救済を受ける場合でも、21条の2の第1項は使えるのではありませんか。それも虚偽記載「により生じた損害」です。ただ、その救済を受けるためには、原告側で、虚偽

記載がなければ、もっと安く取得できたはずだというだけでなく、およそ取得はしていないということまで証明しなければならない。

青木委員 たしかに2項は、「できる」という文言をとっているので、金商法の範囲内で原状回復も請求できるかもしれないです。そうすると、民法は不要かもしれませんが。その場合でも、どういう場合に、2項ではなくて1項により、例えば、原状回復という効果が得られるかが余りにもわからない。原状回復とかそういうことをいうには、民法を持ってくるほうが分かりやすいから、だから、44条（法人の不法行為能力規定。平18廃止）ということになるのかなと思っていただけです。

神作委員 私が民法の一般理論と関係するのではないかと申し上げたのは、損害の概念が一般の民法理論に関連していて、原状回復的な損害も損害に当たるという議論が、民法の方で、もしなされるのであれば、そういう考え方は当然21条の2にも反映してくるし、金商法21条1項の規定の解釈において民法の責任法とりわけ「損害」概念が深く関連している、そういう趣旨で先ほど申し上げました。

川口委員 課徴金の話ですが、近藤先生は、時間の関係で、はしょられましたけれども、レジュメ6頁の真ん中辺に、「課徴金の額は利得相当額でよいのか」とクエスチョンマークをつけておられます。これが何を意味するのかについて、お聞きしたいのです。ご存知のように、独禁法の領域で、二重処罰の問題を回避するために、課徴金の性格を利得相当額の吐き出しだという考え方が示されていました。そのような考え方を金商法が引きずっていると思うのですが、先生は、そのような考え自体に問題があるとお考えなのでしょうか。もし、別な考え方が良いとされるのであれば、先の二重処罰の問題などについてどのように解決されるのかについてお聞かせいただければ幸いです。

近藤委員 あまり深く考えておりませんが、問題提起にすぎないんですけれども、要するに、課徴金を実効性ある制裁手段として考える場合には、利得相当額であるという前提があると、そこには無理が出てくるのではないかと

ということと、やはり開示との関係では課徴金額について既に無理をしているのだから、もう少し無理をして、場合によっては利得相当額を離れるという方向もあり得るのではないかということでありまして、利得にこだわって額を制限してしまって果たして機能するかどうかという指摘です。

川口委員 私は利得相当額にとられる必要はないと思っているのですが、他方で、課徴金を課す場合にその金額の算定基準となるものは必要になります。金融庁には裁量権が全くないので、ケースバイケースで金額を決定することができず、やはり、何かの基準はないと難しいように思うんです。

近藤委員 そうですね。ある意味では、主たる基準としてあるのは利得であるということは、少なくとも変えることはできないのではないかと思います。

川口委員 利得相当額を基準としながら、例えば2倍、3倍というとり方もあり得るといようなご趣旨ですか。

近藤委員 そうですね。むしろそちらのほうですね。

川口委員 わかりました。

太田委員 同じような形の質問をさせていただければと思います。近藤先生、先ほどレジユメの6ページのお話のところ、課徴金が利得相当額として定められていることとの関係で、金商法の164条の短期売買差益との関係も気になるということをおっしゃられていたのですが、非常に鋭いご指摘であると思います。もう少しそのあたりを敷衍して、先生の問題意識についてお聞かせいただければと思います。

近藤委員 課徴金が利得相当額を基準にしており、利得を吐き出させるということが前提になっているとするならば、一方で164条というインサイダー取引との関係でつくられている規定も、とりあえず短期売買差益の要件を満たした場合には吐き出させるということになっており、結局二重に吐き出させられるから、164条は要らない規定になっていかないのだろうか、そういう問題意識です。

太田委員 私も問題意識として非常に共感するものがございました。現状は両方条文があるわけで、そうすると、短期売買差益のほうは会社に戻ってく

るわけですが、課徴金は国が取ることになる訳です（笑）。それではどっちか先に動いた方が勝ちといったような話になってしまうのかとも思うのですが、その辺りはどうお考えでございますでしょうか。

近藤委員 本来164条で、どうして会社が差益を得るべきなのかという疑問はあるわけですし、もちろん164条の理解の仕方はいろいろあると思うんですけども、必ずしも会社に返還させるということが必然的ではないと理解しますと、課徴金としてとることを主とすべきなんじゃないかと思えますけども。

藤田委員 164条の性格ですけど、これは、もともとアメリカ法に由来する規定ですね。アメリカでなぜこれがあるのかははっきりしていて、それはインサイダー取引というものの情報についての取締役の忠実義務の講釈としてとらえた規定なのですね。信認義務を負う人がそれに反して会社の情報を使って儲けたら会社に返しなさいということで、それは内部者取引に関する信認義務理論という考え方とも一貫している発想なのですね。

そういう性格であるのを、日本法上は、あまりいわない。私以外の人は恐らくこんなことという人は1人もいない。私は書いてしまったので（藤田友敬「未公開情報を利用した株式取引と法」『商事法の展望——新しい企業法を求めて—— 竹内昭夫先生追悼論文集』（商事法務研究会）575頁（1998年10月））、今さら撤回はしませんけれども（笑）、本来そういう性格のものだったとすると、これと課徴金とは全然性格が違うから、並存するのですね。ところが、日本の多くの学説のように、これは抑止のための利益の吐き出しである、信認義務のコンテキストとは全く無関係である、そういう説明の仕方をする、ということになる。だから、私の説が正しいというつもりはないですけども、もともとの趣旨からすると、全然違和感ないはずのものですね。ただ、ただ信認義務のコンテキストと無関係に説明することを今後維持するのであれば、考えなきゃいけないという関係だと思えます。

近藤委員 インサイダー取引の場合、会社に対する責任を内部者は負うかどうかというのは議論があるところでありまして、果たして164条についても、

会社に当然に返還すべきものだろうか、私はちょっと疑問に感じますけど。
藤田委員 英米だと、忠実義務違反で得た利益はとにかく返しなさいという発想があるから、それを解すれば、当然出てくる発想なのですね。日本法だとそもそもそれがない日本法だから浮いて見えてしまう。それをアメリカ法的なバックグラウンドで理解していいかどうかということなので、確かに無理な規定であるのは否めないのですね。ただ、アメリカ法だと、これは普通に出てくる発想ですね。こういう規定がなくても。

川口委員 確かに164条についていろいろ考え方があってと思うんですが、インサイダー取引規制の根幹である166条違反の場合には、利益没収規定がありますよね。そこが課徴金と重複するので、むしろそっちのほうが問題なんじゃないでしょうか。

中村委員 別な論点なんですけれども、先ほどから話に出てまいりました金商法21条の2の民事責任に関する規定を実質的に解釈する余地があるという論点に関連して、ちょっと私が考えていたことについてご意見をお伺いしたいと思います。

有価証券報告書とか有価証券届出書の中に、事業等のリスクについて記載することになっていて、その事業等のリスクとして本来書くべきであった事項について記載しない、そういう場合の問題です。例えば重要な契約について、契約の相手方との関係が悪化して解除されるリスクがあったけれども、それを記載しないままに書類を提出してしまった。その後、実際にリスクが顕在化して、契約解除が公表されるに至った。そういう場合において、「虚偽記載等の事実の公表」という概念が、何を書かなかったかということ、リスクを書かなかったことなんですけど、リスクを書かなかったことについて公表するということは通常行われず、契約解除がされましたという公表がなされる、そういう場合にリスクが顕在化したことによる契約解除の公表をもって同条3項の公表と解するのが妥当ではないかと考えるのですけれども、いかがでしょうか。

森本顧問 実務のセンスをお教えいただきたいのです。おっしゃることは、

抽象的、教科書的にはわかるのですが、その前提として具体的にどの時点で開示すべき時期になるのですか。おかしいときに思えば開示しなければならないというわけではありません。危険性がある程度に達しない限りリスクは開示できないはずです。解除が現実にはなされていないけれども、實際上解除をされざるをえないという事態がない限り、開示できないのではないのでしょうか。そこら辺の実務のセンスをお教えいただければと思います。危なくなってきたときから解除までの間でどの段階なのですか。そこら辺が虚偽表示という判断とも関連して非常に難しいと思うのですが。

中村委員 実務的な感覚からすると、書き方については多分2段階あると思っていて、通常であれば、重要な契約について、取引の相手方との関係悪化等から解除されるリスクがあって、その場合には会社の財務状況、業績について、重大な影響が生ずるおそれがありますという一般的なリスク……。

森本顧問 固有名詞なしですね。

中村委員 固有名詞なし。という開示の例です。

それから、もう1つは、例えばライセンス契約等で事業の5割程度の売上高を依存している商品なりサービスについて、そのライセンス契約が解除されるリスクがある場合に、それを開示する。一般的な話としては多分前者の一般的な開示のリスクというものを開示しておけば足りるんでしょうけれども、その時々状況によっては、後者の具体的な、会社にとってはマグニチュードの高いリスクについては、個別名を出すべきという状況が多分あるんだろうなとは思いますが。

青木委員 具体的にはどうすればいいのでしょうか。額とか固有名詞を出せという深刻なときほど出たくないし、それから、一般的な言い方で「解除の可能性ががあります」といっても、だれもそんなものに反応しない。固有名詞あるいは数値を入れなくちゃいけないのは、リスクがどのくらいのときかについて目安が出れば、現状を変えることになるとは思いますが……。現状についていえば、一般的な固有名詞も出さなければ、具体的な数値も出さないうまま、「その可能性ががあります、終わり」、これだけだったら何にもならな

いと思うのです。

中村委員 どこまでいけば、米国なんかでいうミーニングフルなコーショナリーステートメントかという話だと思いますけれども、実務家としては、例えば5割の依存があるような重要な契約の場合には、個別に出さないともたないかもしれない。裁判所がどう判断するかとは別として、我々が実務家として前向きに案件を処理する際には、そういう慎重な対応をとっています。

青木委員 5割というのは極端ですが、例えば、会社の経営の土台を揺るがすような大口取引先にリスクがあれば、それは固有名詞を出しておけということだと考えていいのでしょうか。

中村委員 一般論としては、そこまでいうことは避けたいと思います。

松尾OBS ちょっと近藤先生にご質問をしてよろしいでしょうか。

ちょっと話が変わるのですが、課徴金のところで、利得相当額についてのご議論があったのですけれども、現状は、行政当局の裁量権がほとんどない規定になっています。実務家の一部からは、裁量権がないがゆえに、形式的な課徴金の運用になっていて、裁量権の適正行使を期待する見解もあります。法律上なかなか難しいだろうと思っているのですが、先生はどのようにお考えでしょうか。

現状は裁量権がないということですので、立法論としてどうあるべきかという点について、お考えがあったらお教えてください。

近藤委員 制度を動かしやすくするには、裁量権はないという制度にしておいたほうが実際にはよいと考えます。

川口委員 刑事罰との差を強調するときに、裁量権の有無が問題とされますよね。

近藤委員 刑事罰と同じような形にはしないでということ。

川口委員 あとは、裁量権を与えれば、その分、行政当局の負担が相当にふえるという問題もあります。

前田副会長 「法人の責任と取締役の責任」というところなのですが、先ほど民事責任のところ、永井さんのほうから、こういう場面では必ずしも取

締役個人に責任を負担させるのは適当でないというお話があったところでございますけれども、罰金につきまして、罰則のついている規定に違反をして、法人が罰金を科せられ、取締役にも過失もあります。そのときに会社法上取締役の責任を否定するのはかなり理屈の上では難しいように思うのですけれども、ご報告の中では、むしろ責任を否定する見解が有力であるということでした。責任を否定する見解は、どういう理屈をつけるのでしょうか。

近藤委員 否定する見解というのは、刑罰を法人に科す趣旨が、それによって没却してしまう、つまり、法人自体が罰金を払うべきであるにもかかわらず、取締役に求償できるというのは、刑事罰の趣旨に反することになるということで、それは制限しようという考え方ですね。

ただ、会社法のレベルで考えた場合に、果たして当該取締役に過失があったために罰金が会社に科せられたことで因果関係がありますから、否定するのは難しいんですね。

前田副会長 抑止力の点から考えましても、株主に痛みを負わせるのがいいか、取締役に痛みを負わせるのがいいかを考えれば、取締役ということになりそうですね。

近藤委員 ただ、制度の趣旨から考えると、本来、法人に科せられている処罰が取締役に転嫁されるというのは何か落ちつかないという面もありますね。

藤田委員 まず形式的なロジックでいうと、多分損害のところで説明するのでしょうか。罰金というのは、会社法 432 条で、回復し得る損害に当たらないというところで切るしかない。その結論がいいかどうか別です。私は反対ですけども、形式的な理屈はそうなのだと思います。

ただ、実質は前田先生のおっしゃるとおりで、会社にサンクションを科したということは、株主に最終的にすべて痛みを負わせるという趣旨を含んでいるのか、それとも、会社に科しました、その後内部で株主、取締役その他の人たちの中でどう分担するかというそこから先の問題は触れてません、器としての会社にとりあえず科しましたという話なのか、どっちと見るかです。

刑法学者の多くは、——ちなみに、損害賠償を認めないという立場の人はほとんど刑法学者だと思いますが——どうもある種の法人実在説的な発想をとる。ある種実在する人にしか刑事罰は科せないという前提から来て、会社というのが実在としてあって、その人が刑罰を科せられているので、その他の人が肩代わりするというわけにはいかないに、そういうふうに出発したところから出てくるのですけれども、恐らく多くの商法学者は、会社というものについてある種機能的な見方をしていて、——契約の束というかどうかはともかく——、むしろその先の利害関係人を見るものですから、実在する会社が刑罰の主体であるという発想の人とは、全然話はかみ合わなくなるという話なのだと思います。

会社を器として見て、その先誰が最終的に負担を負うことにすれば一番抑止の効果が上がりますかというふうにいえば、前田先生のいわれるのは当然ですし、私も当然それに賛成という立場ですけれども。まあ両罰規定などがかかっているとちょっとやっかいなのかもしれませんが。個人に別途科す、そのために適切な額というものをわざわざ決めたものでもあるということがありますから。ただ、その場合ですら、損害賠償の形で来るものと両立しないかというのはまた別ですので、——普通の犯罪だって、刑事罰と損害賠償がかぶりますので——、それは微妙なんですけれども。

ついでにいうと、損害賠償以外の形で最終的な経済的負担が役員にかかることには、刑法学者は全く反対しないのですね。つまり報酬の返上だとか、退職慰労金をなくすとか、そういう形の負担は全然違和感を持っておられないようで、では、なぜ損害賠償責任という特定なルートでの会社内部の金銭的な調整を特に敵視されるかというのは、それも謎ではあります。

松尾OBS 永井さんのお話を聞いて、国家賠償請求制度を思い浮かべました。国が被害者救済のために責任を負い、公務員個人は責任を負わないけれども、国の公務員個人に対する求償ということがありまして、公務員に故意または重過失があれば、求償できる規定が明記されています。

仮に公務員が刑事事件で刑罰を受けて、これは国賠法でも違法だというこ

とになって、国が責任を負う場合、理屈としては国が公務員個人に求償することも、刑事罰になるぐらいですから、故意または重過失は認められるでしょうから、それ自体は否定されていないと思います。そういうことを考えると、例えば役員に故意または重過失があった場合に、会社が役員に求償して何が悪いのだということも思います。

永井OBS もちろん、先ほど申し上げた会社のためというのは1つの例で、例えばストックオプションの価値を維持せんがために虚偽の計算書類の作成を行ったとしたら、それは自分の利益を守るための度合いが非常に強いわけです。当然、違法に得た利得は吐き出してもらうべきという発想になると思います。

ですから、個人罰は、悪意重過失の度合いで、それは多分、藤田先生がおっしゃっているのと同じことと思いますが、一定の状況の下では当然、個人に対しても責任を負わせるべきです。日本の場合には、刑事罰で課す場合には、社会的制裁の意味合いも強く、利益を吐き出させるか否かは、その行為がよほどひどい場合には当然とされるという、多分、抽象的な表現をお許しただけならば、社会的なバランスのようなものによって調整がなされていると思います。

神田会長 あっという間に時間が来てしまいました。きょうも、大変難しい問題に多くの方から大変貴重なご指摘をいただきまして、ありがとうございました。

よろしいでしょうか。時間になりましたので、このあたりにさせていただきますと思います。近藤先生、どうもありがとうございました。

次回ですけれども、お手元に資料がございますように、11月26日水曜日の午後2時、山田先生から、金融商品販売法の説明義務に関連するテーマでご報告いただけるということです。

それでは、本日は以上もちまして閉会いたします。ありがとうございました。

エンフォースメント：法の実現

神戸大学 近藤光男

I はじめに

金商法が制度本来の趣旨目的に沿って適正に執行されるように確保する。

規制改正の推進に関する第2次答申（平成14年総合規制改革会議）

- ①一般投資者の市場に対する信頼感の醸成→エンフォースメント手段の強化拡充
および複線化、罰則の強化・見直し。
- ②厳格な構成要件が要求される刑事罰。→課徴金の導入
- ③被害拡大の早期防止、機動的な投資家保護
- ④民事責任規定の実効性を高める。

「投資サービス法（仮称）に向けて」

金融審議会金融分科会第一部会報告（案）平成17年12月22日

1. 民事責任規定
2. エンフォースメント

II 民事責任

1 従来状況

違法な行為により損害を受けた投資者が損害賠償責任を迫及することを通して、違法行為の是正・エンフォースメントを図るものであるが、従来必ずしも実現されているとは言えない。

民事責任規定利用低調の理由としていわれていることは、①不実開示と因果関係のある損害額の算定・立証が困難、②違反行為発見の困難、③個々の投資家の損害が必ずしも大きくない。

法定開示書類を細部まで読むことが多いとは思えない投資家がにわかに被害者として民事責任訴訟を提起するか。

因果関係の立証

①東京地方裁判所判決平成13年12月20日判例タイムズ1133号161頁は、虚偽の開示と損害との因果関係が否定された。

自社株を購入した証券会社の従業員が、会社が破産して損失を被った事案において、破産会社が財務報告書、有価証券報告書に虚偽の記載をしていたことと、破産会社が破産して、従業員が購入した自社株が無価値になったこととの間に相当因果関係を認めることは困難とされた。

以前は、流通市場開示については、発行会社の民事責任が規定されていなかった。

会社と投資者との間には何らの取引が行われていない、会社の責任は他の債権者とのバランス→流通市場開示でも投資家のために正確な企業情報を発行者は開示すべきである。

2 平成16年の証券取引法の改正

一般の個人による損害賠償請求を容易にすることで被害者が救済されるほか、市場監視機能も強化されると考えられることから、民事責任規定について見直しが行われた。

流通市場においても、投資家はディスクロージャー書類を基に投資判断を行うものであり、発行者が虚偽記載等のあるディスクロージャー書類を提出した場合に、大きな損害を受ける。

流通市場での売買は、損害を与えた発行者と被害者である投資家が直接の関係に立たないため、損害発生の因果関係や額の立証は募集・売出しの場合に比べて一層困難である。

21条の2、21条の3の新設。

無過失責任

損害額を推定する：公表日前1ヶ月間の当該有価証券の市場価格平均額から公表日後1ヶ月間の平均額を控除した額を不実記載により生じた損害の額とすることができる（21条の2第2項）。

損害額のうち虚偽記載等による値下がり以外の事情に基づく部分について証明されたときは損害額から控除する（21条の2第4項）。

損害の性質上その額を立証することがきわめて困難である場合には裁判官の裁量により相当の額を減免できる（5項）

発行市場の場合よりも短期の消滅時効期間。

推定される損害は、この規定がなくても、損害額として妥当するのか。

3 21条の2第2項施行前の事例（改正付則5条は、施行後に提出した不実開示書類にのみ21条の2を適用するとしていた。）

*東京地判平成19年11月26日判時1998号141頁

「原告が損害を被ったことは明らかであり、原告において上記の意味での損害額を立証できないからといって請求を棄却することは公平の観点から相当とは言えないこと、および有価証券報告書等の虚偽記載に関する流通市場に関する発行会社の責任に関し、証取法21条の2第2項は損害額の推定を規定する。同項の考え方は本件の損害額を認定するに際しても合理性が認められることからすれば、本件においても同条2項所定の損害額の推定に従い損害額を認定することが相当というべきである。」

*大分地判平成20年3月3日判決 金融・商事判例1290号53頁

「それが後に発覚すれば株価が下落して監理ポスト割り当ての措置を取られ、ときには上場廃止となって、それを知らずに株式を購入した者が損害を被ることとなる粉飾決算に関わる前記認定の被告らの行為が存在したために、被告C社に前記認定の粉飾決算がなされ、それを知らない原告らが被告C社の株式を購入したところ、後に粉飾決算が発覚して、株価が下落し、監理ポスト割り当ての措置を取られたため、原告らが前記認定のとおり上記株式を売却せざるを得なくなって、株式取得価格と売却によって得た金額との差額相当の損害を被ったものであるし、前記認定事実によれば、原告らの上記購入及び売却の経過は通常の経過を辿っているといえるので、原告らに発生した損害は、被告らの粉飾決算に関わる前記認定の各行為によって通常発生する損害であり、その間に相当因果関係があるといえる。

したがって、原告らの損害額は、各自の株式取得価額から最終的な売却処分によって得た金額を控除する方法により算定するのが相当である」

*東京地判平成20年4月24日資料版商事法務290号166頁

(この事件では民法44条が引用されていない。)

(一般投資家事件)

保有原告らは、取得した西武鉄道株式に代わり本件口頭弁論終結時に同一数量の西武ホールディングス株式を保有しているところ、①西武ホールディングスの株主価値の評価を依頼されたベリングポイント株式会社は、西武ホールディングスの株式の1株当たりの評価額を、DCF法で1102円ないし1342円と、修正純資産法で1780円ないし1939円と算定していること、②西武ホールディングスは、平成19年5月21日以降、単元未満株式の買取請求に対し、1株1175円での買取りに応じていること等に照らせば、本件口頭弁論終結時において、保有原告らが有する西武ホールディングスの株式の価格が1株1081円を下回っているとは認められないから、保有原告らの上記主張は理由がない。

有価証券報告書等の虚偽記載が公表された場合に、当該有価証券の市場価額の公表前1か月間の平均額から公表後1か月間の平均額を控除した額を、当該虚偽記載による損害の額と推定するという同法21条の2第2項の考え方は、法律の規定がなくても当然に用いられるべき確立された経験則であるということもできない。

処分原告らは、被告西武鉄道の有価証券報告書等の虚偽記載め公表前に取得した西武鉄道株式を当該公表後に売却し、1株当たり1081円と売却価格との差額についての損失を被った。当該虚偽記載がなければ、平成16年10月13日に当該事実が判明して西武鉄道株式が監理ポストに割り当てられて株価が急落し、同年12月17日をもって上場廃止となるという事態は生じず、処分原告らが、同株式をその時期にその価格で売却することもなかった。また、上場廃止により投下資本の回収が困難となることを回避するため、西武鉄道株式を売却した処分

原告らの選択は、投資家の行動として不合理ではない。したがって、上記公表日の終値1株1081円と売却価格との間に生じた差額は、当該虚偽記載と相当因果関係のある損害と認められる。

(信託銀行事件)

取得自体損害は排斥され、取得時の上場プレミアム等の差額の損害も排斥される。

取得自体損害は否定（取得時無価値とは言えない）。

取得時から虚偽記載公表までの株価下落は、違法行為と関係のない市場原理によって生じたもの→賠償すべき損害に含めることはできない。

上場廃止日の268円という価格は、当時の市場心理を反映した極端な価格下落場面における価格であって、客観的な価値を反映しているとはいいがたい。虚偽記載公表前後における株価の変動が参考になることがあり得るとしても、上場廃止決定日の終値を取り上げて、下落率から、取得価格と虚偽記載がなかったと仮定した場合における取得時点での想定価格とするのは合理性を欠く。

4 21条の2第2項の適用と問題点

①「公表」の意義が争われる。

*東京地判平成20年6月13日

投資者にとって典型的に信頼できる訂正情報を獲得しそれを証券市場に提供しうる者、法令上、報告聴取、検査調査等の権限を有する者をいう。投資者にとって信頼できる訂正情報を提供できる者であれば足り、必ずしも一定の処分や指示をおこなう権限を有する者に限定する理由はない。

一般には公益の代表者からの信頼できる情報と受け止められるのであるから、検察官を公表の主体から除外する理由はない。

公表により価格が適正に形成されることが必要か、価格に影響を与えるだけでよいか。

②請求できるのは取得者に限る。

③発行者の責任の適切な範囲

5項の適用前掲東京地判平成20年6月13日では、「諸要因の株価形成における重要性の程度、株式変動状況等一切の事情を斟酌して、裁量によって、虚偽記載以外の事情により生じた株価の値下がりをも3割程度と見て、損害額から3割を減額するのが相当である。」と判示している。

発行会社から役員への求償

結局、流通市場の不実開示において、法は、株主よりも投資家の利益を優先している。

西武鉄道事件判決（東京地裁平成20年4月24日資料版商事法務290号166頁は、発行者が違法行為により投資者の利益を直接侵害した場合には、これを甘受しなければならない理由は見いだせないとする。

虚偽記載で発行会社が投資者から訴訟を提起され、損害賠償責任を負担することにより企業価値が損なわれることを覚悟すべき。

発行会社が破綻しない程度の不実開示の民事責任が機能する。

5 平成18年の金融商品販売法の改正。

抑止と損害填補の両面から見て、民事責任の機能は重要であり、投資者による責任追及は、市場関係者が将来法令違反をしないよう抑止する機能を有すると言う意味が大きい。個々の投資家が蒙る損害が少額なので提訴のインセンティブに欠ける。

投資者の損害は多くの投資者に均一に生じているので、特定の投資者の損害のみを填補したとしても、限界がある

発行者の役員ではなく、発行者にどこまでの責任を課すべきか。

III 刑事責任

1 平成18年改正

一部の上場企業を巡る一連の不正事件を受けて、投資者保護の徹底、公正かつ透明な証券取引の確保および証券取引に対する国民の確保を図る観点から開示関係、不公正取引関係について、罰則の法定刑の引き上げがなされた。

2 罰則の強化

①届出書等の虚偽記載、157条、158条、風説の流布、相場操縦の罰条の引き上げ。

両罰規定（207条）の引き上げ→7億円はわが国で最高刑。

②届出書等の不提出、大量保有・半期報告書の虚偽記載、インサイダー、両罰規定も引き上げた。①との連動。

法定刑の引き上げ

見せ玉規制

新たな不公正な手法について、刑事責任を課す必要がある。

3 刑事責任の強化

一般規定の実効性

157条については長年、罪刑法定主義との関係で適用が消極的であった。
刑事責任によるエンフォースメントは強力（とくに抑止力）だが、それゆえに
限界がある。

罪刑法定主義

4 法人の責任と取締役の責任

罰金は、会社→株主が負担

会社法423条により、法人の罰金を損害として取締役に賠償を求められるか。
会社の納めた罰金や課徴金を会社の損害として取締役の責任を追及できるか。

IV 行政規制

1 行政規制の意義

他の手段でも法目的を達成できるのであれば、刑事罰の発動は控えるべし。

課徴金、過怠金、警告を阻害度に応じて適切に利用することで、市場阻害行為
規制全体の実効性を確保することができる。

2 課徴金

近時は課徴金制度が重視されており、平成20年改正でも、公正・透明で信頼
のある市場の構築のためさらなる活用されることになる。

平成16年証券取引法改正

平成17年証券取引法改正

課徴金の額は違反行為者の利得の額を基準として法令で定めるところで決定。
裁量による減額なし。

処分に客観性をもたせるために形式的。→違反行為の重大性に応じて制裁を科
す仕組みになっていない。

利益相当額として法定

経済財政改革の基本方針2007「平成20年度の早期に、課徴金制度の適用
拡大、金額の引き上げを実施する。」

2007年12月18日「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」

- ① 課徴金の全額水準を引き上げ
- ② 課徴金の適用対象の拡大
- ③ 除斥期間を改正前の3年から5年に延長
- ④再犯者には課徴金の額を加算し、委員会の調査前に報告すれば減算。

利得相当額でよいのか。

課徴金と刑事罰とは明確な差がある。

行為者個人による行為の悪質性に着目してこれに制裁を加える刑事罰の立場とは異なる。

刑事罰を適用しようとする場合に比べて事案の迅速な処理が可能。

行政当局の裁量権はごく狭く限定。

民事責任との金額調整。

V 自主規制

1 取引所の自主規制機能

金商法84条1項：取引所は投資者保護のために自主規制業務を適切に行わなければならない。、同条2項により、取引所の自主規制業務は、①金融商品等の上場及び上場廃止に関する業務、②会員等の法令、法令に基づく行政官庁の処分若しくは定款その他の規則又は取引の信義則の遵守の状況の調査、③その他取引所金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるものである。

金商法87条：取引所はその定款において、法令、法令に基づく行政処分もしくは規則に違反し、または取引の信義則に違反する会員に対して、過怠金を課し、取引停止、委託の停止・制限を命じ、または除名する旨を定めなければならない。

2 過怠金

過怠金を厳格化する動きと、課徴金とのバランス

3 規制の手段としての上場廃止

*東京地決平成18年7月7日判例タイムズ1232号341頁

債権者が、ジャスダック証券取引所である債務者に対し、債権者の株式につき同市場における上場を廃止するとの処分の効力の停止を求めた事案で、債務者において債務超過に該当しないということについて、十分な疎明があるということではできず、少なくとも虚偽の有価証券報告書が提出された場合には、その主観的意図にかかわらず、虚偽記載に該当するとして、本件仮処分の申立てをいずれも却下した事例。

VI 私法上の効力

1 金商法違反と会社法の関係

金商法違反と会社法上違法と異なる。

エンフォースメント手段は会社法と金商法とで異なる。

会社法201条5項、298条2項、440条4項に、金商法との連携した規定がある。

虚偽記載に基づく総会決議の瑕疵。

*東京地判平成17年7月7日1915号150頁

「代理行使勧誘内閣府令一条一項及び一〇条の規定は、委任状の様式及び議決権の代理行使の勧誘に際し交付すべき参考書類の記載内容を定めるものであるが、政令で定めるところに違反した方法による株主総会における議決権の代理行使の勧誘を禁止する証券取引法一九四条の規定の委任を受けて定められたものであるから、議決権の代理行使の勧誘を行う者が勧誘に際して守るべき方式を定めた規定というほかない。そして、議決権の代理行使の勧誘は、株主総会の決議の前段階の事実行為であって、株主総会の決議の方法ということはできないから、代理行使勧誘内閣府令の規定をもって、株主総会の決議の方法を規定する法令ということとはできない。

したがって、本件において代理行使勧誘内閣府令一条一項又は一〇条に違反する事実が認められるとしても、この事実をもって商法二四七条一項一号が規定する決議の方法が法令に違反する場合に該当するということができないから、その余について判断するまでもなく、この点の原告の主張は理由がない。」

委任状勧誘に関しては、府令36条の4で参考書類の虚偽記載についての規定あり。書面投票の参考書類には虚偽記載に関する規定がない。

会社法831条1項1号：決議の方法が法令・定款違反または著しく不公正なとき。この法令には入らないのか。

組織再編時に会社法上の開示義務違反→組織再編の無効原因になりうる。
金商法違反→総会決議の瑕疵にならないと合併の効力に影響しない？。

募集株式の発行
金商法違反も無効事由か

429条2項の責任も、対象となる開示は限定的。

公開買付制度も、開示の正確性というよりも、企業買収の公正性を確保するのが目的となる。

私法上無効となるには、金商法違反と反社会性が必要となる。

*最判平成15年4月18日民集57巻4号366頁

VII むすび

配布資料

- 資料 1 規制改正の推進に関する第 2 次答申（平成 14 年総合規制改革会議）
『3 専門分野におけるエンフォースメントの強化』
- 資料 2 「投資サービス法（仮称）に向けて」
金融審議会金融分科会第一部会報告（案）
- 資料 3 斎藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた
市場規律の回復と関係当事者への影響」商事 1714 号
- 資料 4 東京地判平成 20 年 4 月 24 日資料版商事法務 290 号 166 頁
- 資料 5 大分地判平成 20 年 3 月 3 日金融・商事判例 1290 号 53 頁
- 資料 6 黒沼「証券取引法における民事責任規定の見直し」商事法務 1708 号 4 頁。
- 資料 7 黒沼「取締役の投資家に対する責任」商事法務 1740 号 2005 年 19 頁
- 資料 8 黒沼「西武鉄道事件判決の検討」商事 1838 号～1840 号
- 資料 9 池田和世「金融商品販売法の改正」商事法務 1782 号 16 頁（2006）
- 資料 10 松尾直彦「証券取引法等の一部を改正する法律等について」ジュリスト
1321 号 126 頁（2006）
- 資料 11 岡田大「不公正取引等への対応」商事 1781 号 34 頁
- 資料 12 2007 年 12 月 18 日「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 13 内藤純一「金融商品市場、市場監視当局の現状と今後の課題」商事 1812 号
- 資料 14 東京地決平成 18 年 7 月 7 日判例タイムズ 1232 号 341 頁
- 資料 15 東京地判平成 17 年 7 月 7 日 1915 号 150 頁
- 資料 16 最判平成 15 年 4 月 18 日民集 57 卷 4 号 366 頁
- 資料 17 別冊商事法務 290 号 45 頁「改正証券取引法における民事責任規定の見直し」
- 資料 18 弥永「金融商品取引法 21 条の 2 にいう「公表」の意義」商事法務 1814 号
- 資料 19 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題 [II]」
商事法務 1824 号
- 資料 20 岡田ほか「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説」
商事法務 1705 号
- 資料 21 東京地判平成 19 年 11 月 26 日判時 1998 号 141 頁

（注）配布資料のうち、資料 1 2 を次頁以降に掲載。他の資料については掲載を省略。

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～

平成19年12月18日

金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ委員等名簿

平成19年12月18日現在

座長	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
メンバー	上柳敏郎	東京駿河台法律事務所弁護士
	大崎貞和	(株)野村資本市場研究所研究主幹
	川口恭弘	同志社大学法学部教授
	久保田政一	日本経済団体連合会常務理事
	佐伯仁志	東京大学法学部教授
	田中浩	(株)野村証券常務執行役
	飛山康雄	(株)東京証券取引所代表執行役専務
	中村豊明	(株)日立製作所執行役専務
	原早苗	埼玉大学経済学部非常勤講師、金融オンブズネット代表
	平田公一	日本証券業協会常務執行役
	藤倉基晴	(株)大阪証券取引所常務取締役
	増田雅己	読売新聞社論説委員
	森田果	東北大学大学院法学研究科准教授
柳川範之	東京大学大学院経済学研究科准教授	
綿貫治子	ゴールドマンサックス証券法務部長	
参考人	宇賀克也	東京大学大学院法学政治学研究科教授

[計17名]

(敬称略・五十音順)

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～

I. はじめに

我が国金融・資本市場をさらに魅力あるものとし、「貯蓄から投資へ」の流れを一層確実なものとしていくためには、市場の公正性・透明性を向上させ、我が国市場に対する信頼を確保していくことが重要となる。市場の公正性・透明性の向上には、金融・資本市場における違反行為の抑止が十全に図られることが必要である。

平成 16 年の証券取引法改正では、不正取引及び発行開示書類の虚偽記載に対する課徴金が導入され、平成 17 年の証券取引法改正では、継続開示書類の虚偽記載に対する課徴金が導入された。

その後の 2 年余の期間において、課徴金納付命令の実績は 29 件（インサイダー取引 22 件、発行開示書類虚偽記載 4 件、継続開示書類虚偽記載 6 件）となった。これまでの事案等を通じて、課徴金制度の存在に対する認識も高まっており、制度のさらなる活用を期待する声が強い。

II. 審議の経過等

平成 17 年の証券取引法改正の附則において、「政府は、おおむね二年を目途として、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。」とされている。

また、金融審議会第一部会「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（平成 19 年 6 月 13 日とりまとめ）や「経済財政政策の基本方針 2007 について」（平成 19 年 6 月 19 日閣議決定）においても、課徴金制度の見直しについて提言がなされている。

金融審議会第一部会の本年 10 月 3 日の会合の際、課徴金制度の見直しについては、本ワーキング・グループにおいて検討を行うことが決定された。本ワーキング・グループにおいては、10 月 12 日以降 5 回にわたり課徴金制度のあり方について審議を重ねた。その間、別添の討議資料等

を基礎に課徴金制度の位置付け、課徴金の金額水準や対象範囲、除斥期間等のその他の論点について検討を行った。その検討結果を以下のとおりとりまとめ報告する。今後、本報告書に示された考え方を踏まえ、当局において所要の制度整備を進めることを期待する。

Ⅲ. 課徴金制度の位置付け

課徴金は、金融・資本市場における違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保していく観点から、金銭的な負担を課す行政上の措置として導入された。

その際、違反行為が「やり得」とならないよう、利得相当額が課徴金の水準とされた。この点について、規制の実効性を一層確保する観点からは、利得に必ずしもとられる必要はないのではないか、との指摘があった。一方で、課徴金が反社会性、反道徳性を問うものではない以上、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。

課徴金による違反抑止の実効性を一層確保する観点から、制度のあり方について、以下に示した方向に沿って所要の見直しを図るとともに、課徴金制度の適切な運用に努めていくことが重要と考えられる。

Ⅳ. 課徴金の対象範囲と金額水準

不公正取引

1. インサイダー取引

インサイダー取引に係る課徴金については、過去の違反事案において、実際に違反者が得た利得が課徴金の金額よりも多い事例が見られたこと等を踏まえ、違反抑止の実効性確保の観点から、より適切な水準へ引き上げるべきである。例えば、現行、課徴金算定の基準は重要事実公表日の翌日の終値とされているが、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べきである。

2. 相場操縦等

相場操縦等に係る課徴金については、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べきである。また、現行制度上は、相場操縦等のうち相場変動型のみが対象となっているが、例えば安定操作取引や仮装売買・馴合売買についても対象に含めるべきである。

3. 風説の流布・偽計

風説の流布・偽計に係る課徴金については、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べきである。

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。

制度の機動性を確保するため、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準として課徴金の額を算出すべきである。

4. 他者の計算における不公正取引

現行制度上、不公正取引に係る課徴金については、自己の計算において行われた違反行為をその対象としている。

不公正取引については、誰の計算において行われたかにかかわらず、市場規律を毀損する違反行為であり、その抑止が求められる。他者の計算で行われた不公正取引のうち、課徴金による抑止が有効と考えられるものについては、課徴金の対象とすべきである。

開示規制に対する違反行為

5. 発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載

発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載に係る課徴金については、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べきである。

なお、継続開示書類とその訂正報告書の双方に虚偽記載がある場合、それぞれ異なる内容について虚偽記載を行っているものと考えられる。現行は調整規定が存在するため、課徴金の金額は双方で1件分の水準

とされているが、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に、調整規定の見直しを図るべきである。

6. 発行開示書類の不提出による募集・売出し

発行開示書類の不提出による募集・売出しについては、虚偽記載と同様、投資者を欺いて資金調達を行う重大な違反行為であり、課徴金の対象とすべきである。

7. 継続開示書類の不提出

継続開示書類の不提出についても、金融・資本市場から資金を調達していながら、必要な情報を金融・資本市場に提供しない違反行為であり、課徴金の対象とすべきである。

8. 公開買付届出書・大量保有報告書等の虚偽記載・不提出

近時、企業の合併・買収等に係る事案の増大やその態様の多様化が進展する中、公開買付届出書や大量保有報告書等の開示書類が適正に提出されることの重要性が一層高まっている。

このような状況を踏まえ、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である。

V. 課徴金制度等に関するその他の論点

1. 課徴金の加算・減算

違反行為を的確に抑止する観点からは、例えば繰り返し違反行為を行う者について、課徴金の額を加算する枠組みを導入すべきである。

また、企業による違反行為に対する課徴金について、違反行為を企業自身が自律的に防止・発見する体制の構築を促すとともに、将来に向けて再発を防止することが重要と考えられる。例えば、自社株売買等に係る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は、自ら早期に発見し、当局に申告した場合などに限定して、減算措置を導入すべきである。

2. その他の違反類型

金融商品取引業者の行為規制違反について、課徴金の対象とすべきでないか、との論点が存在する。この点、我が国における課徴金制度の位置付け、他法における業法違反に対する行政措置との整合性等を踏まえると、なお慎重な検討が必要と考えられる。

また、抽象的に不公正取引を禁止している金融商品取引法 157 条違反を課徴金の対象とするべきでないか、との論点が存在する。我が国における課徴金制度は、課徴金の対象となる違反行為を明確にした上で、金額の算定方法を法定している。また、相場操縦、風説の流布・偽計が既に課徴金の対象となっており、その活用がまずは重要である。これらの点を踏まえると、金融商品取引法 157 条違反を課徴金の対象とすることについては、なお慎重な検討が必要と考えられる。

3. 除斥期間

除斥期間については、認定された過去の違反行為を課徴金の対象とすることにより、抑止の実効性を一層確保する観点から、現行の 3 年から、例えば 5 年へと延長すべきである。

4. 審判手続

審判手続については、被審人に弁明の機会を与え、処分について当局が慎重を期すためのものであり、その役割は引き続き大きいものと考えられる。その中で、審判手続の円滑・適正な実施等の観点から、例えば被審人の所在把握を確実なものとするよう被審人に対して文書の送達場所等の届出を求めるなど、所要の見直しを行うことを検討すべきである。

5. 違反調査の充実

違反抑止のためには、課徴金の金額水準、対象範囲などの制度面の見直しと合わせて、証券取引等監視委員会の調査等の実効性を一層充実し、これらの制度が十全に活用されるようにすべきである。このような観点から、これまで、証券取引等監視委員会における課徴金調査・開示検査の体制強化が図られてきたところであり、引き続きその取組みを継続していくべきである。

法制ワーキング・グループ における討議資料

討議資料1
(総論)

1 はじめに

我が国金融資本市場をさらに魅力あるものとし、「貯蓄から投資」の流れを一層確実なものとしていくためには、市場の公正性・透明性を向上させ、我が国市場に対する信頼を確保していくことが重要となる。こうした公正性・透明性の向上には、金融資本市場における違反行為の抑止が十全に図られることが必要である。

こうした観点から、近年、証券取引等監視委員会の体制・機能の強化等が図られてきた。また、平成16年証券取引法改正において、発行開示書類における虚偽記載やインサイダー取引をはじめとする不公正取引に対する課徴金の制度が導入されるとともに、流通市場における開示書類の虚偽記載に係る民事責任規定の見直しが図られた。その後、平成17年証券取引法改正においては継続開示書類における虚偽記載に対する課徴金の制度が導入された。さらに、昨年の証券取引法改正では、規制の横断化や開示制度の充実・強化を通じた市場の公正性・透明性確保に加えて、

- ①開示書類の虚偽記載や不公正取引などに係る証券取引法の罰則の法定刑の水準を引き上げる
- ②「見せ玉」行為を課徴金の対象とするとともに「見せ玉」行為に対する刑事罰の適用範囲を拡大する

などの措置を講じた。これら一連の取組みをどのように評価するか。

課徴金制度については、制度導入以降、19年10月1日までに、課徴金納付命令勧告件数がインサイダー取引に係るもの19件、開示書類の虚偽記載に係るもの6件、合計25件となっており、課徴金制度の存在に対する認識も高まってきていると考えられるが、どう考えるか。これまでの実績等を踏まえ、課徴金制度の実効性をどのように評価するか。

金融資本市場における規制の実効性を一層確保していく観点からは、課徴金制度をはじめとした、違反行為を抑止するための制度を一層充実したものとしていくことが重要と考えられるが、どう考えるか。

この点、平成17年証券取引法改正における附則において、「政府は、おおむね二年を目途として、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。」とされている。

以上を踏まえ、本ワーキング・グループでは、平成 16 年改正以降導入された課徴金制度の今後のあり方につき、法制的な検討を行っていくこととしたい。

2 課徴金制度の位置付け

金融商品取引法の違反行為に対しては制裁・抑止を担保する観点から、刑事罰が規定されている。一方で、刑事罰については「刑事罰は重大な結果を伴うことから、人権保障等の観点から、刑事罰を用いなくても他の手段で法目的を達成することができる場合には、刑事罰の発動は控えるべき」との謙抑性・補充性の原則が適用されることから、事案の悪質性や立証の可能性などを考慮した上で調査、告発、起訴等の法執行がなされるのが一般的である。課徴金制度は、こうした刑事罰に内在する一定の制約を補完した上で、金融資本市場における違反行為を的確に抑止し、規制の実効性を確保していく観点から行政上の措置として金銭的な負担を課する制度として導入されたものである。

このような制度導入当初の考え方をどのように考えるか。実際の適用の場面における刑事罰と課徴金、それぞれの役割をどのように捉えるか。

課徴金制度の性格について、違反行為の抑止とする考え方についてどのように評価するか。

（刑事罰との関係）

憲法 39 条後段は、「同一の犯罪について、重ねて刑事上の責任を問われない」としており、行政が違反行為に対して課す金銭的負担と、刑事罰の関係が論点となり得る。

この点、後述する独占禁止法基本問題懇談会の報告書では、

- ① 行政上の措置が「刑事上の責任を問うこと(刑事処罰)」に当たるかどうかは、制裁の程度ではなく、制裁の性質によって決まるものであり、「不正行為の反社会性ないし反道徳性に着目してこれに対する制裁として科せられる」ものかどうかによって区別すべきである、
- ② 二重処罰に当たらないからといって憲法上の保障がなくなるわけではなく比例原則(罪刑均衡原則)からの制約はある、との学説を紹介した上で、

③ 違反行為を抑止するために課される行政上の金銭的不利益処分は、被処分者に対して制裁的な効果をもたらすとしても、刑事罰のように道義的な非難を目的とするものではなく、刑事罰と併科しても、憲法の禁止する二重処罰には当たらないという理解の下に、立法政策論として違反金と刑事罰の在り方を考えることとした。もとより、立法政策的判断においては、比例原則に留意するとともに、制度上、両者の目的の共通性が強まり二重処罰に当たるおそれが生じないようにしなければならない。

との提言を行っている。

これらの考え方についてどのように考えるか。金融商品取引法上の課徴金制度のあり方を検討する上でも、この提言は有効であるとの考え方があり得るがどう考えるか。

3 検討の視点

上記の課徴金の位置付けを踏まえつつ、金融商品取引法上の課徴金制度のあり方を検討するにあたって、例えば以下のような視点が必要となると考えられるが、どのように考えるか。

(1) 規制の実効性確保の視点

課徴金制度を考えるにあたっては、規制の実効性が確保されているかとの視点が必要と考えられる。このような視点からは、例えば、課徴金の水準は現在の水準(原則として利得相当額)で十分と考えられるか、引き上げるとした場合その水準はどのようなものとすべきか、また、課徴金の対象とする違反行為は現在の範囲で十分か、拡大するとした場合、どのような範囲とすべきか、との論点が提起され得るものと考えられるが、どう考えるか。

(2) 比例原則の視点

行政が課す金銭的な不利益措置については、行政による規制について目的と手段の比例を求めた行政法上の一般原則である「比例原則」を考慮する必要があると考えられる。

例えば、課徴金の水準や対象範囲を検討するにあたっては、制度の目的と手段が比例しているかを考慮することが重要と考えられる。

一方、違反行為に対する課徴金の賦課について義務的なものとするか、一定の裁量性を付与するかを検討するにあたっては、例えば、義務的とすることでいかなる態様の違反行為に対しても金銭的な負担を強いることが比例原則にかなうか、といった観点からの検討が必要となると考えられるが、比例原則の視点についてどのように考えるか。

(3) 手続保障の視点

上記の市場の透明性・公正性確保の視点に立った場合、違反行為に対しては迅速に法令上の措置が講じられることが一般に望ましいと考えられる。一方、当局が法令に基づき、私人に不利益措置を講ずる場合、相応な手続が保障されることが必要となる。

金融商品取引法の課徴金制度については、課徴金納付命令を行う際の手続として審判手続が整備されている。この審判手続については手続を保障するものと考えられるが他法令の課徴金制度における審査手続等との比較等、一定の検討が必要ないか。

(4) 他の制度等との共通性

独占禁止法、公認会計士法など、我が国の他の法令にも課徴金制度が設けられているところである。これら他法令の課徴金制度における考え方との共通性には留意しつつ、他法の趣旨目的と金融商品取引法の趣旨目的の相違や、各法が課徴金の対象とする違反行為の性質の相違等は十分に踏まえることが必要と考えられるが、どう考えるか。

独占禁止法上の課徴金制度等については、平成 17 年の独占禁止法改正の際、「政府は、この法律の施行後二年以内に、新法の施行の状況、社会経済情勢の変化等を勘案し、課徴金に係る制度の在り方、違反行為を排除するために必要な措置を命ずるための手続の在り方、審判手続の在り方等について検討を加え、その結果に基づいて所要の措置を講ずるものとする」との見直し規定が設けられた。これを受け、平成 17 年7月以降、独占禁止法基本問題懇談会において議論が重ねられ、本年6月に報告書が取りまとめられたところである。独占禁止法上の課徴金制度等に関するこれまでの一連の議論や今後の議論の展開については、金融商品取引法上の課徴金制度等にも参考となる部分があると考えられるが、どう考えるか。

(5) 他国における制度との比較

主要国における証券法規にも、違反行為を行った者に対して金銭的な負担の支払いを求める制度やその執行等を担保する制度が措置されている。金融資本市場がグローバル化する中で、主要国間の法執行機能面の相互連携等が強化されている今日、これら他国の制度を参考とすることは有益なことであると考えられるが、どう考えるか。

一方で、三権の関係、司法制度のあり方、手続保障に関する考え方、証券当局の法的性格などは、各国において様々であり、主要国の制度を参考とする際は、これら課徴金制度をとりまく諸制度に係る各国間における相違等を十分に踏まえることが重要であると考えられるが、どう考えるか。

4 今後検討していくべき論点

3. で検討した視点に立ちつつ、また2. で検討した金融商品取引法上の課徴金の性格を踏まえ、今後、以下のような論点を検討していくことが適切と考えられるが、どのように考えるか。

- 課徴金の水準
- 課徴金の対象範囲
- その他(義務的・裁量的、除斥期間、審判手続等)

討議資料2
(課徴金の対象範囲と金額水準)

I はじめに

現行の課徴金制度については、違反行為の抑止を図り、規制の実効性を確保するという行政目的を達成するため、違反者に対して金銭的負担を課す行政上の措置と位置付けられている。現行では、課徴金の対象となる違反行為は、

- ①発行開示書類の虚偽記載
- ②継続開示書類の虚偽記載
- ③インサイダー取引
- ④相場操縦
- ⑤風説の流布・偽計

となっている。

また、課徴金の金額の水準については、違反類型ごとに想定しうる経済的利得相当額を基準としつつ、それぞれについて算定方法が法定されている。

以下、本討議資料2においては、金融商品取引法上の、課徴金の対象範囲と金額水準について、これまでの実施状況等を踏まえつつ、そのあり方について、検討を加えることとする。

(課徴金の金額水準に係る視点)

課徴金のあり方のうち、金額水準を検討するに当たっては、以下の2つの視点を持つことが有用と考えられるが、どう考えるか。

【視点1】

「経済的利得相当額」との考え方で定められている現行の課徴金の水準は、実際の違反行為における利得を適切に反映したものとなっているか。仮になっていないとした場合、経済的利得相当額をより適切に反映させることが可能な算定方法はどのようなものか、との視点。

特に、平成16年及び17年の改正により上記①～⑤の違反行為を課徴金の対象とした際には、過去の事例がない中で私人に不利益措置を講ずることに鑑み、経済的利得相当額の想定を保守的に行った面があるのではないかと考えられる。施行後2年余が経過し、一定の事例が蓄積されたことから、このような視点から現行の課徴金の金額水準を検証することは有用

と考えられるが、どのように考えるか。

【視点2】

違反行為を適切に抑止するためには、どの程度の水準の金額的負担を課すことが必要かつ十分かとの視点。

刑事罰については、謙抑性・補充性の原則(刑事罰は重大な結果を伴うことに鑑み、人権保障等の観点から、刑事罰を用いなくても他の手段で法目的を達成することができる場合には、刑事罰の発動は控えるべきとの原則)が存在することが違反行為の事前抑止にどの程度影響を持つと考えられるか。

現行の経済的利得相当額(の1倍)という水準をどのように考えるか。

一方で行政上の不利益措置について、その目的と手段の比例を求めた行政法上の一般原則である「比例原則」を考慮する必要があると考えるが、どのように考えるか。

Ⅱ 不公正取引

1. インサイダー取引(現行)

自己の計算においてインサイダー取引をした場合又は上場会社等の役員等が当該上場会社等の計算においてインサイダー取引をした場合、課徴金額の対象となる。課徴金納付命令の対象は違反者又は当該上場会社等である。

(1) 課徴金の金額水準・算定方法

インサイダー取引に係る課徴金の金額水準・算定方法については、「重要事実の公表日の翌日における株式等の最終価額」と「重要事実公表前に買い付けた(売り付けた)株式等の価額」との差額に、当該買い付けた(売り付けた)株式等の数量を乗じたものとされている。

価額の差分を取る際の比較対象として、重要事実公表日以後に実際に取引を行った価額ではなく、重要事実公表日の翌日の最終価額を機械的に用いている。

この点、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、現行の算定方法において想定されている「経済的利得相当額」よりも多くの利得を得る場合が考えられるが、この点をどう評価するか。

一方、仮に経済的利得相当とされる額を引き上げる方向で見直す場合

であっても、個別の事案ごとに実際の利得額を認定するのではなく、比較的簡明な算出方法で課徴金の金額が確定する枠組みとすることが、制度の機動性・効率性等を確保する観点からは望ましい、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

【参考】インサイダー取引に対する課徴金の実績値

平成 18 年 13 件 課徴金額合計 699 万円

平成 19 年 6 件 課徴金額合計 7503 万円

インサイダー取引に係る現行の課徴金の金額水準及び算定方法についてどのように考えるか。

(2) 違反の態様

インサイダー取引に係る課徴金は、違反行為として刑事罰の対象となり得る取引のうち、「自己の計算において」行われたものを対象としている（上場会社等の役員等がその会社等の計算において行う場合を含む）。この点、犯則事案の場合には、「自己の計算において」という要素は違反の要件とはされていない。これは、制度導入時において、課徴金の水準を経済的利得相当額に保守的に限定する観点から、加えられた要件であると考えられる。

一方、例えば個人であれば親族、法人であれば顧客や関係会社等の計算において行うインサイダー取引等が行われ得ることを踏まえると、抑止すべき違反行為は「自己の計算において」行われるインサイダー取引に限定されないのではないか、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

(注)上場会社等の役員等がその上場会社等の計算においてインサイダー取引を行った場合、課徴金納付命令の対象となるのは、その上場会社等。

2. 計算上課徴金の金額が算出されないインサイダー取引

(1) 抑止の必要性等

上記1. で見たように、現行、インサイダー取引に対する課徴金は、実際の売り抜け等のタイミングにかかわらず、「重要事実公表日の翌日における株式等の最終価額」と、公表日前における取引価額との機械的な差額をもとに算出される。したがって、この機械的な算出方法に基づく

プラスの課徴金の金額が算出されないインサイダー取引については、課徴金納付命令が行われていない。

この点、

- ・ 公表日翌日の価額ではプラスの課徴金の金額が生じないインサイダー取引でも、実際には、売り抜け等のタイミングを図ることで利得を生ぜしめている可能性があるのではないか、
- ・ このような違反行為そのものが、通常の動機に基づく売買ではなく、市場規律に反する取引として、抑止の対象とすべきではないか、等の観点から、課徴金の対象とすべき、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

(2) 課徴金の金額

仮に、(1)のような違反行為を課徴金の対象とする場合、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、制度の機動性・効率性等を確保する観点からは望ましい、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

3. 相場操縦(相場の変動)

自己の計算において、有価証券売買等の取引を誘引する目的をもって、上場金融商品等の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等やその申込み・委託等をした場合、課徴金の対象となる。課徴金納付命令の対象は違反者である。

(1) 課徴金の金額水準・算定方法

相場操縦に係る課徴金の金額水準・算定方法については、相場操縦期間中に確定された売買損益と相場操縦終了後1ヶ月以内の反対売買により確定された売買損益の合計金額とされている。

この現行の金額水準及び算定方法について、どのように考えるか。

(2) 違反の態様

インサイダー取引同様、相場操縦についても、課徴金の規定においては、「自己の計算において」との要件がある。一方、犯則事案の場合には、「自己の計算において」という要素は違反の要件とはされていない。この点をどのように考えるか。

4. 安定操作取引

(1) 抑止の必要性等

相場操縦行為等の禁止行為のうち、現行、現実の有価証券売買を通じた相場変動行為、その申込み・委託が課徴金の対象とされている。これに対して、法令で認められていない方法により行われる有価証券相場のくぎ付け、固定、安定を目的とした売買等(いわゆる安定操作取引)については、課徴金の対象とされていない。

【参考】法令で認められる安定操作取引の概要

有価証券の募集または売出しを容易にするために、主に以下の要件で行うものに限定して認められる。

- ・証券会社等が主体となり、
- ・対象となる有価証券の目論見書に安定操作を行う旨等の記載をし、
- ・期間を申込締切日までの20日間等一定の期間に限り、
- ・開始後直ちに財務局等へ届出を行い、
- ・価格は、前日の最終価格等の一定の基準価格を上限とし、
- ・期間中の日々の対象銘柄の売買について財務局等に報告を行う

法令で認められていない安定操作取引については、適正な価格形成等を歪める行為として、的確な抑止が求められるのではないかと、相場変動行為と同様、課徴金の対象とすべきではないかと、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

(2) 課徴金の金額

仮に(1)のような違反行為を課徴金の対象とする場合、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、制度の機動性・効率性等を確保する観点からは望ましいと、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

5. 風説の流布・偽計

風説を流布し、あるいは偽計を用いて、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、自己の計算において、当該違反行為から1ヶ月以内に当該有価証券等に係る取引をした場合、課徴金の対象となる。課徴金納付命令の対象は違反者である。

(1) 課徴金の金額水準・算定方法

風説の流布・偽計に係る課徴金の金額水準・算定方法については、違反行為によって変動させた相場によって違反行為から1ヶ月以内に行われた有価証券の売買の価額と当該違反行為直前の価額の差額に当該売買の数量を乗じた額とされている。

この現行の金額水準及び算定方法について、どのように考えるか。

(2) 違反の態様

インサイダー取引や相場操縦同様、風説の流布・偽計についても、課徴金の規定においては、「自己の計算において」との要件がある。一方、犯則事案の場合には、「自己の計算において」という要素は違反の要件とはされていない。この点をどのように考えるか。

また、風説の流布・偽計という違反行為により有価証券等の相場を変動させたという因果関係が課徴金を賦課する際には必要とされており、犯則事案に比べて要件が加重されている。

これは、課徴金の金額水準について、経済的利得相当額とする観点から加重された要件である。この点、違反行為はあくまで風説の流布・偽計であり、仮に経済的利得相当額を引き続き課徴金の金額水準の基準とする場合であっても、算定方法において外形的に経済的利得相当額を捉えれば十分であり、違反行為と相場変動の間の因果関係を課徴金賦課の要件とする必要はないのではないか、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

Ⅲ 開示制度に係る違反行為

1. 発行開示書類の虚偽記載

重要な事項につき虚偽の記載がある発行開示書類を提出した発行者が、当該発行開示書類に基づく募集・売出しにより有価証券を取得させた場合や売り付けた場合、課徴金の対象となる。

課徴金納付命令の対象となるのは、

- ① 発行者
 - ② 発行者の役員等(虚偽記載の事実を知りながら提出に関与した者)
- である。

課徴金の金額水準は、当該発行開示書類に係る募集・売出し総額の1% (株式の場合には2%)とされている。これは、決算発表前後の株価の変動

率について、決算期に①重要事実を公表した会社と②重要事実を公表していない会社との間で比較をした場合の差額を基準としている。

発行開示書類の虚偽記載により課徴金納付命令が行われた事案はこれまで4件となっており、発行開示書類の虚偽記載という違反部分に係る各事案の課徴金の額は以下のとおりとなっている。

- ア)1億2983万円 (課徴金納付命令日 18年12月27日)
- イ)5億円 (課徴金納付命令日 19年1月5日)
- ウ)2109万円 (課徴金納付命令日 19年5月10日)
- エ)23万円 (課徴金納付命令日 19年7月13日)

発行開示書類の虚偽記載に係る現行の課徴金の金額水準及び算定方法についてどのように考えるか。

2. 発行開示書類の不提出

(1) 抑止の必要性等

金融商品取引法の発行開示制度は、一定の要件の下に有価証券を発行する者に、その有価証券の内容や発行者の財務内容・事業内容等を開示すること(発行開示書類の提出)を求めることで、投資者保護を図るものである。

このような制度の趣旨に鑑みると、発行開示書類の不提出は的確に抑止することが求められる違反行為と考えられるが、どのように考えるか。

発行開示書類の不提出については、刑事罰の対象とされているところであるが、刑事罰の謙抑性・補充性等を踏まえると、規制の実効性を確保する観点からは、これらの違反行為を課徴金の対象とすることが考えられるが、どのように考えるか。

(2) 課徴金の金額水準

仮に発行開示書類の不提出という違反行為を課徴金の対象とする場合、課徴金の金額水準はどのようなものとすべきか。必要、かつ、十分な情報を市場に提供せずに資金調達を有利な条件で行うことを可能にする、という意味において、経済的利得相当額という点で、発行開示書類の不提出も、その虚偽記載と類似する面があり、虚偽記載に対する課徴金の金額水準を参考とすることが考えられるが、どのように考えるか。

3. 継続開示書類の虚偽記載

重要な事項につき虚偽の記載がある有価証券報告書等(有価証券報告書・その添付書類、訂正報告書)を提出した場合、課徴金の対象となる。また、四半期報告書・半期報告書・臨時報告書、これらの訂正報告書の虚偽記載も同様に課徴金の対象となる。

課徴金納付命令の対象となるのは発行者である。

(1) 課徴金の金額水準・算定方法

課徴金の金額水準は、300万円を原則として、虚偽記載がなされた継続開示書類に係る事業年度における株式時価総額の10万分の3に相当する金額が300万円を超える場合にはこれが課徴金の額となる。これは有価証券報告書等の継続開示書類に虚偽記載を行うと、財務状況の見かけ上の改善を通じ、資金調達金利が低下するという考え方に基づくものである。

四半期報告書・半期報告書・臨時報告書の虚偽記載の場合には、上記の算定方法で算出される額の2分の1とされている。

継続開示書類の虚偽記載により課徴金納付命令が行われた事案はこれまで5件となっており、継続開示書類の虚偽記載という違反部分に係る各事案の課徴金の額は以下のとおりとなっている。

- ア)200万円 (課徴金納付命令日 18年12月6日)
- イ)150万円 (課徴金納付命令日 18年12月27日)
- ウ)150万円 (課徴金納付命令日 19年5月10日)
- エ)200万円 (課徴金納付命令日 19年7月13日)
- オ)600万円 (課徴金納付命令日 19年8月7日)

※オ)は2事業年度にわたる違反行為を対象。

※経過措置により、施行(平成17年12月1日)後、1年間の違反行為については、i)過去五年間同様の違反がなく、ii)当局の検査着手前に訂正報告書の提出がなされ、iii)再発防止策が講じられている場合には、課徴金の金額水準は、「200万円を原則として、株式時価総額の10万分の2に相当する金額が200万円を超える場合にはその額」となる。

継続開示書類の虚偽記載に係る現行の課徴金の金額水準及び算定方法についてどのように考えるか。

(2) 訂正報告書における虚偽記載

同一の事業年度における二以上の継続開示書類において虚偽記載が

なされた場合、課徴金の金額を調整する規定が存在する。

同一の事業年度における違反行為であっても、例えば虚偽記載のあった継続開示書類の訂正報告書について虚偽記載がなされるような場合については、必ずしも調整規定は要らない、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

4. 継続開示書類の不提出

金融商品取引法の継続開示書類は、金融商品取引所に上場されている等広く流通している有価証券を発行する者に、その有価証券の内容や発行者の財務内容・事業内容等を開示すること(継続開示書類の提出)を求めることで、投資者保護を図るものである。

継続開示書類の不提出については、刑事罰の対象とされているところであるが、この違反行為をさらに課徴金の対象とするかについては、

- ・ 継続開示書類の不提出は、投資者保護という観点からは、重大な違反行為であり、的確な抑止が求められるのではないかと、
- ・ 刑事罰の謙抑性・補充性等を踏まえ、規制の実効性を確保する観点からは、課徴金の対象とすることが望ましいのではないかと、

等の考え方があり得る一方、

- ・ 虚偽記載等とは異なり、上場企業の場合には、継続開示書類の不提出は明白な違反行為であり、社会的信用の低下を招く、上場廃止等に直結する、といった制裁が既に存在するのではないかと、
- ・ 継続開示書類の提出期限の直後において「不提出」となっている状況は、監査人と意見調整等を図りつつ、提出に向けて努力を行っている提出遅延の状況である場合があり、そのような場合にまで課徴金の対象とすることは、行政措置の目的と手段が比例していないのではないかと、

等の考え方があり得る。

これら双方の考え方を踏まえ、継続開示書類の不提出を課徴金の対象とすることについて、どのように考えるか。

5. 公開買付届出書等の虚偽記載・不提出

(1) 抑止の必要性等

公開買付制度とは、会社支配権等に影響を及ぼし得るような金融商品取引について、透明性・公正性を確保するため、主に取引所市場外で株券等の大量の買付け等をしようとする場合に、買付者が買付期間、買付数量、買付価格等をあらかじめ開示し、株主に公平に売却の機会を付与する、という制度である。

近時、企業の合併・買收件数は増大しており、その態様も多様化している。このような動き等を踏まえ、公開買付制度については、平成 18 年の証券取引法改正において見直しが図られた。

これらの実務面・制度面の動きの中で、公開買付けを実施する際、公開買付届出書等の開示書類が適正に提出されることの重要性が一層高まっている。このような観点からは、公開買付届出書等の開示書類における虚偽記載やこれらの書類の不提出は、的確な抑止が求められる違反行為と考えられるが、どのように考えるか。

公開買付届出書等の開示書類の虚偽記載・不提出については、刑事罰の対象とされているところであるが、刑事罰の謙抑性・補充性等を踏まえると、規制の実効性を確保する観点からは、これらの違反行為を課徴金の対象とすることが考えられるが、どのように考えるか。

(2) 課徴金の金額水準

仮にこれらの違反行為を課徴金の対象とする場合、課徴金の金額水準はどのようなものとすべきか。この点、実際の公開買付けの態様は、個別事案ごとに様々であると考えられる一方で、課徴金を賦課するに当たって、その態様をあまり詳細に斟酌する仕組みとすることは、機動性・効率性等の観点から望ましくない、したがって、算定方法はある程度簡明なものとしておくことが望ましい、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

例えば、公開買付けを成功させるために、対象者が発行する株券等の市場価格に対して、一定のプレミアムを乗せた価格を公開買付価格とすることが一般的であるところ、公開買付けを実施せず、公開買付届出書の不提出という違反行為の下、株券等の買付けを行う場合、あるいは公開買付届出書に記載すべき事項のうち重要な事項につき虚偽の記載をし、公開買付届出書の虚偽記載という違反行為の下、株券等の買付けを行う場合には、公開買付けの成功に本来必要なプレミアムを費用とせずに買付けを行っており、経済的利得相当額が生じているとする考え方があり得るが、どのように考えるか。

仮にこのような経済的利得相当額が存在するとした場合、その額を基準として課徴金の算定方法を定めることが考えられるが、どのように考え

るか。

6. 大量保有報告書等の虚偽記載・不提出

(1) 抑止の必要性等

大量保有報告制度とは、株券等に係る大量保有の状況を投資者に迅速に開示するため、上場株券等の保有割合が5%超となった者は、その日から5営業日以内に大量保有報告書を提出し、その後、保有割合が1%以上増減した場合には、5営業日以内に変更報告書を提出するものとする制度である。

①上述した近時の企業の合併・買收件数の増加やその態様の多様化、②①に至らない株式の大量保有の増加等を受け、平成18年の証券取引法改正においては、公開買付制度とともに大量保有報告制度についても見直しを図られた。

これらの実務面・制度面の動きの中で、大量保有報告書等の開示書類についても、その適正な提出が確保されることの重要性が一層高まっており、これらの書類の虚偽記載、不提出は的確な抑止が求められる違反行為と考えられるが、どのように考えるか。

大量保有報告書等の開示書類の虚偽記載・不提出についても、刑事罰の対象とされているところであるが、刑事罰の謙抑性・補充性等を踏まえると、規制の実効性を確保する観点からは、これらの違反行為を課徴金の対象とすることが考えられるが、どのように考えるか。

(2) 課徴金の金額水準

仮にこれらの違反行為を課徴金の対象とする場合、課徴金の金額水準はどのようなものとするべきか。株券等の大量保有に至る経緯やその後の保有割合に増減が生じる経緯などは、個別事案ごとに様々であると考えられる一方、課徴金を賦課するに当たって、その態様をあまり詳細に斟酌する仕組みとすることは、機動性・効率性等の観点から望ましくない、したがって、算定方法はある程度簡明なものとしておくことが望ましい、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

例えば、大量保有報告書等を提出しない、あるいは、重要な事項について虚偽の記載をする動機付けとしては、自らが行う株券等に係る大量取得や大量処分等の取引に追随者が生じて市場価格が変動することを回避することにより、それらの取引のコストを抑えることが考えられるが、どのように考えるか。

そのようなコストの抑制を、適正な大量保有報告書の提出がなされた

場合との比較における経済的利得相当額と捉え、その額を基準として課徴金の算定方法を定めることが考えられるが、どのように考えるか。

IV その他

1. 金融商品取引業者の違反行為等

金融商品取引法は、金融商品取引業者の禁止行為を法定した上で、その違反について業務改善命令、業務停止命令、登録取消し等の行政処分の対象としている。これらの違反行為を、これらの行政処分に加えて課徴金の対象とすべきかについては、

- ・ 市場における仲介機能という重要な役割を果たすべき金融商品取引業者の違反については、的確に抑止を図る必要があるのではないか、等の考え方があり得る一方、
- ・ 既存の行政処分により、違反行為の抑止という観点から十分な効果が得られるのではないか、
- ・ 現在、金融商品取引法の規定に基づき、自主規制機関である日本証券業協会が、証券会社の法令違反や協会規則違反等に対して過怠金を課す仕組みが存在することから、課徴金の対象とすると同種の規制が重複することになるのではないか、
- ・ 金融商品取引法が施行された直後であり、金融商品取引業者の違反行為とそれに対する行政処分という措置のバランスについては、新法の下での実務の動向等を注視する必要があるのではないか、等の考え方もあり得るが、どのように考えるか。

2. 一般的な不公正取引

金融商品取引法第 157 条は、

- ① 有価証券売買等について、不正の手段、計画又は技巧をすること、
- ② 有価証券売買等について、虚偽表示等を使用して金銭等を取得すること、
- ③ 有価証券売買等を誘引する目的をもって、虚偽の相場を利用するこ

と、

を禁止している(一般的な不公正取引の禁止)。一般的な不公正取引については、現行、刑事罰の対象とされており、違反事例は過去1件である。この一般的な不公正取引について課徴金の対象とすべきかについては、

- ・ 構成要件が抽象的であるために、刑事事件としての立件に当たっては、謙抑性・補充制の原則が強く意識されることから、課徴金によって機動的な対応を図ることで、的確な抑止が求められるのではないか、との考え方があり得る一方で、

- ・ 構成要件が抽象的であるがゆえに、「違反の抑止に必要な額」や「その基準となり得る経済的利得相当額」の概念を認識することが困難ではないか、
- ・ 個別には様々な行為がこの規定の違反となり得る中、制度の機動性・効率性を損なわない形で課徴金の枠組みを構築すると、事案によっては行政の目的と手段が比例しないケースが生じるのではないか、
- ・ この点を解消するために、一般的な不公正取引の中からより具体的な類型を課徴金の対象として切り出すことも考えられるが、一般的な不公正取引の一類型と考えられる風説の流布・偽計、相場操縦についても勧告事案がなく、現時点では新たな類型を切り出すことを必要とする実務の動きが乏しいのではないか、

等の考え方もあり得るが、どのように考えるか。

その他、課徴金制度における金額の水準、対象範囲について議論しておくべき論点はないか。

(以上)

討議資料3
(課徴金制度等に関するその他の論点)

これまで課徴金制度について、その位置付けや対象範囲、金額水準について討議を行ってきた。

本討議資料3においては、課徴金制度等に関するその他の論点について検討を加えることとしたい。

I 課徴金制度に関するその他の論点

1. 違反行為に対し課徴金を課さない場合を設けることについて

現行、金融商品取引法上の課徴金制度においては、違反行為に対して「内閣総理大臣(金融庁)は課徴金を納付することを命じなければならない」こととされており、課徴金納付命令を発するか否かについて行政庁に裁量がない。

この点、独占禁止法上の課徴金制度についても、同様に、課徴金納付命令を発するか否かについて行政庁に裁量がない。

他方、公認会計士法上の課徴金制度については、違反行為に対して課徴金納付命令を行うことを原則としつつ、一定の場合に課徴金の納付を「命じないことができる」こととされている。

i) 違反行為に対し、例外なく課徴金の賦課がなされる枠組みの下では、行政の目的と手段が必ずしも比例していない事例も生じるのではないか、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

一方、

ii) 仮に課徴金納付命令について、行政庁の裁量を認めた場合、違反行為の認定に加えて裁量の範囲内の判断が必要となり、制度の迅速性・効率性が阻害されることとならないか、

iii) その結果、行政庁の措置として課徴金制度を導入した趣旨・目的が没却されることとならないか、

iv) 裁量の範囲があまりに拡大した場合、その範囲内のどの水準を実際に賦課するか判断基準は、「非難可能性」「責任の重さ」などに求めざるを得なくなり、「刑事罰との二重処罰」とされる可能性が高くなるのではないか、

との考え方もあり得るが、どのように考えるか。

仮に、一定の裁量を認める場合、不正行為の反社会性ないし反道徳性に着目して、これに対する制裁として課徴金を課すものではないことを担保する等の観点から、どのような場合に課徴金を課さないかを明定する必要があると考えられるが、課徴金を課さない場合として具体的にどのような場合が考えられるか。

2. 課徴金の加算等

現行、金融商品取引法の課徴金制度においては、違反の態様等にかかわらず金額水準は、一定の算定方法により算出される額となっている。

この点、例えば、独占禁止法の課徴金制度においては、

- ① 過去10年に同様の違反行為を行っている場合には、課徴金の金額を加重する制度、
- ② 違反行為について単独で公正取引委員会に申告を行った場合には、その順番に応じて、課徴金の金額が減免される制度や早期離脱を行った場合には、課徴金の金額が減免される制度、

などが措置されている。

- i) 金融商品取引法上の課徴金制度につき、繰返し違反行為を行う者に対しては、より強い抑止が必要と考えられることから、課徴金の金額を加算するべきではないか、との考え方があり得るが、どのように考えるか。
- ii) また、違反行為の何らかの態様を基準に課徴金を減免する、との考え方があり得るがどのように考えるか。

一方、

iii) このような追加的な要素を判断する際には、違反行為そのものとは別途の認定が必要となることから、制度の機動性・効率性等に影響があるのではないか、金融商品取引法上の課徴金制度においてこれらの加算制度を導入することのメリットが、そのコストに見合うか、との指摘があり得るが、どのように考えるか。

iv) また、ii)については、独占禁止法上の違反行為は、それに関与する者の離脱を促す動機付けを与えることにより、違反行為の発見や早期の停止という行政目的の達成が可能となる点において、金融商品取引法上の違反行為とは性質が異なるのではないか、との指摘があり得るがどのように考えるか。

3. 調整規定

現行、課徴金と刑事罰が併科される場合を念頭に、一定の調整規定が法令上設けられている。

- ① インサイダー取引、風説の流布・偽計、相場操縦といった不公正取引については、これらの違反行為により得た財産等が刑事罰の適用に際して没収・追徴されることとなる。課徴金と刑事罰がこれらの違反行為に対して併科される場合、没収・追徴額相当額を課徴金から控除することとされている。
- ② 継続開示書類への虚偽記載については、課徴金と刑事罰が併科される場合、罰金額相当額を課徴金から控除することとされている。
- ③ 発行開示書類への虚偽記載については、調整規定は存在しない。

独占禁止法上の課徴金については、刑事罰との併科がなされる場合、罰金額の2分の1相当額を課徴金から控除することとされている。

この点、独占禁止法基本問題懇談会報告書においては、「課徴金と刑事罰は違反行為を防止するという機能面で共通する部分があることから立法政策上の判断として設けられた規定である」との趣旨が示された上で、「行政上の目的を達成するために課される違反金と反社会的行為に対する道義的非難である刑事罰は趣旨・目的が異なり、独立した制度であることから、両者の金額調整は必ずしも必要でないと考えられる。」との方向性が提言され、同時に「違反金と刑事罰の金額調整はなくすべきとする見解、刑事罰金額の全額を違反金額から控除すべきとする見解があった」ことが紹介されている。

金融商品取引法における課徴金と刑事罰の調整規定の要否についてどのように考えるか。

4. 除斥期間

課徴金の対象とされている違反行為であっても、当該違反行為が行われた日から3年を経過したときは、当局は審判手続開始の決定をすることができず、課徴金の賦課はなされない(除斥期間)。

独占禁止法上の課徴金制度においても、除斥期間は3年とされており、この点、独占禁止法基本問題懇談会報告書においては、「国際比較の観

点、抑止力確保の観点からは、(中略)除斥期間についても考慮すべきである」との提言がなされている。

また、公認会計士法においては、公認会計士、監査法人の虚偽証明が課徴金の対象とされており、その除斥期間は7年となっている。

金融商品取引法上の課徴金に係る3年との除斥期間について、どのように考えるか。

5. 審判手続

(1)金融商品取引法上の課徴金納付命令事案については、過去いずれも被審人が違反行為を認めたことから、これまで実際に審判期日が開かれたことはないが、金融商品取引法上の審判手続の基本的枠組みについて、検討すべき点はあるか。

(注)他法令における審判手続には、審判手続と裁判手続との調整に関して、①審決の取消訴訟を高等裁判所の専属管轄とする審級省略、及び②取消訴訟について原処分庁の認定した事実がそれを支持する証拠との間に合理的な関連があるときは、その認定が裁判所を拘束するという実質的証拠法則、等が規定されているものもあるが、審判手続の位置付け、具体的内容は区々であり、単純な比較は困難であることに留意が必要。

(2)審判手続については、その効率性等を考慮した場合、以下の技術的論点が想定されるが、どのように考えるか。

i)利害関係人は、審判手続開始決定後、事件記録の閲覧・謄写等を当局に求めることができることとされている(金融商品取引法 185 条の 13)。

この点、閲覧・謄写を行う事件記録の範囲について、当該利害関係人の法的利害関係の有りに応じて、被審人のプライバシー、競争上の地位等を踏まえた制限を付することが可能であることについて、さらなる法令上の規定の明確化が必要ではないか、との考え方があるが、どのように考えるか。

ii)審判官から審判期日に出頭して、意見を陳述することを求められた鑑定

人が、出頭しなかった場合に関連して、罰則規定が「鑑定命令に違反して鑑定人が鑑定をせず、又は虚偽の鑑定をしたとき」とされていることを踏まえると、さらなる法令上の規定の明確化が必要ではないか、との考え方があがるが、どのように考えるか。

iii) 金融商品取引法上、審判手続開始決定や課徴金納付命令決定が行われた場合には、被審人に対する当該文書の送達義務付けられている(金融商品取引法 179 条、185 条の7)。

一方、被審人の都合による居所等の移転により、その所在の把握が困難となる場合が想定される。このような場合を念頭に、送達事務の円滑化や審判手続制度の迅速・適正化の観点から、例えば、法令上、被審人に送達場所等の届出を求めることなどが考えられるが、どのように考えるか。

II. その他の関連する論点

○ 当局による調査等の実効性を確保するための措置

金融商品取引法においては、開示書類の提出者や課徴金事案に係る事件関係人、それらの参考人等に対する当局の権限としては、報告徴収、立入検査権限が法定されているところである。

(注) 独占禁止法においては、事件について必要な調査をするため、事件関係人、その参考人等に出頭を命じて審尋することが、公正取引委員会に認められている。

金融商品取引に参加する際の組織形態が多様化する中、違反行為等の調査を行う際、提出されている報告書等に記載されている連絡先や登記上の所在地では、実際に違反行為に関する情報を知っている関係人と接触できないケースが生じると想定される。

また、違反行為の関係人が、調査を避けるために、頻繁に所在を変更し、当局の調査の実効性が低下する場合も想定される。

以上を踏まえると、開示書類の提出者や課徴金事案に係る事件関係人、それらの参考人等に対して、当局が出頭を命じられる枠組みを導入する、との考え方があり得るが、どのように考えるか。

一方、出頭命令は私人の権利を制限する措置であることから、その範囲や発動については慎重な検討が必要である、との考え方があり得るが、ど

のように考えるか。

上記の出頭命令のほか、当局による調査等の実効性を確保する方策として検討しておくべき措置はあるか。

その他、課徴金制度等について検討しておくべき事項はないか。

(以 上)

金融商品取引法研究会メンバー

(平成 20 年 9 月 22 日現在)

顧問	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
会 副 委 員	会長 神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	青木浩子	京都大学大学院法学研究科教授
	太田洋子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
	川口恭弘	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
	神作裕之	同志社大学大学院法学研究科教授
	黒沼悦郎	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	近藤光男	早稲田大学大学院法務研究科教授
	戸田暁	神戸大学大学院法学研究科教授
	中東正文	京都大学大学院法学研究科准教授
	中村聡	名古屋大学大学院法学研究科教授
	藤田友敬	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
	山田剛志	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	松尾直彦	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
	〇ブザーバー	永井智亮
〃	桑原政宜	野村証券執行役
〃	永山明彦	大和証券グループ本社法務部長
〃	浅場達也	日興シティホールディングス法務部長
〃	伊地知日出海	みずほ証券法務室長
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地鋼二	日本証券業協会常務執行役
〃	小川宏幸	日本証券業協会自主規制企画部長
〃		日本証券業協会客員研究員・ 亜細亜大学法学部准教授
〃	柿崎環	日本証券業協会客員研究員・ 東洋大学法科大学院准教授
〃	木村真生子	日本証券業協会客員研究員・筑波大学ビジネス科学研究科アシスタントリサーチャー
〃	金賢仙	日本証券業協会客員研究員・早稲田大学 法学研究課博士課程
研 究 所	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
	高橋厚男	日本証券経済研究所理事長
	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
	関要	日本証券経済研究所顧問
	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月
第13号「敵対的買収に関する法規制」
報告者 中東正文名古屋大学教授	2006年5月

- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 4 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第26号

民事責任規定・エンフォースメント

平成20年10月31日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
（証券取引法研究会）

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-642-6 C3032 ¥500E