

## 求められる課徴金制度の柔軟化

大崎 貞和

### 要 約

1. 2007年3月30日、金融庁は、大手建設機械メーカー小松製作所（コマツ）に対し、証券取引法で禁じられたインサイダー取引を行ったとして、同種の事案としては過去最高の4,378万円の課徴金納付を命じた。
2. コマツは、オランダの金融子会社を解散したが、その事実を発表する前に自己株式の買付を行っていた。この行為が、違法なインサイダー取引にあたりとされたのである。
3. しかし、問題の子会社は規模がごく小さく、その解散は株価に全く影響を与えなかった。子会社の解散は、どんなに小規模であってもインサイダー取引規制上の「重要事実」に該当するため、コマツの行為が現行法令に違反することは否定できないが、問題の本質はせいぜい内部管理の不徹底であり、多額の課徴金を課さねばならないほど悪質な事案とは言えない。
4. 現行法上、課徴金の金額は、一定の算式に基づいて算出され、個別の事案や違反者に応じて加減することは認められていない。今後は、より柔軟な制度へと改めていくことが求められる。

### I. コマツに対する課徴金納付命令

2007年3月30日、金融庁は、大手建設機械メーカー小松製作所（コマツ）に対し、証券取引法で禁じられた内部者取引（インサイダー取引）を行ったとして、4,378万円の課徴金納付を命じた。この命令は、3月9日に証券取引等監視委員会（SESC）が行った納付命令勧告に基づくもので、2005年4月の課徴金制度実施以降、インサイダー取引に係る課徴金としては最大の金額である（図表1）。

この事件、「日本を代表する大手メーカーが違法なインサイダー取引を行い、過去最大の課徴金納付を命じられた」などと書けば、いかにも深刻なスキャンダルであるかのよう

に感じられるかも知れないが、事案を詳細に分析すれば、受け止め方は大きく変わるだろう。と言うのも、今回のコマツの行為は、技術的にみて法令に違反していたことは否定できないものの、科された課徴金額の大きさは裏腹に、市場の信頼を裏切るような悪質な違反であるなどは、到底言えないものである。

### II. コマツは何をしてしまったのか

SESCによれば、コマツの執行役員は、同社の子会社であったオランダコマツファイナンス有限会社が解散を行うことについて決定した事実を、その職務に関して知り、当該事実が公表される以前の2005年7月4日から

図表1 これまでに出された証券取引法に基づく課徴金納付命令勧告と命令一覧

勧告日 (命令決定日)	命令の対象	上場市場	法令違反の内容	課徴金額
2006・1・13 (2・8)	ガーラ(社員3名)	大証ヘラクレス	内部者取引	31万円～32万円
2・1 (2・15)	利根地下技術(社員)	ジャスダック (上場廃止)	内部者取引	72万円
4・17 (5・9)	フジプレミアム(法人、役員)	ジャスダック	内部者取引	42万円、213万円
5・11 (5・26)	アイネス(社員)	東証一部	内部者取引	5万円
5・24 (6・9)	日本プラスト(取引先社員、情報受領者)	ジャスダック	内部者取引	82万円、46万円
9・14 (10・2)	パオ(業務提携先役員)	東証二部	内部者取引	39万円
11・22 (12・6)	東日本ハウス	ジャスダック	有価証券報告書虚偽記載	200万円
12・6 (12・27)	TTG	ジャスダック (上場廃止)	有価証券届出書虚偽記載	1億3,133万円
12・8 (12・25)	アロカ(社員、子会社役員2名)	東証一部	内部者取引	16～73万円
12・18 (2007・1・5)	日興コーディアルグループ	東証一部	発行登録追補書類虚偽記載	5億円
2007・2・6 (2・26)	ジャパン建材(社員)	東証一部	内部者取引	4万円
3・9 (3・30)	小松製作所	東証一部	内部者取引	4,378万円

(出所) 金融庁、証券取引等監視委員会資料より作成

13日にかけて、コマツの計算において自己株式の買付を行ったものとされる。子会社の解散は7月13日に公表され、コマツによる自己株式の買付は19日まで続けられた。

インサイダー取引を禁じた証券取引法166条は、公表された後でなければ会社関係者が会社の株式の売買を行ってはならないとされる「重要事実」を明確に定義している。その中には、上場会社の子会社が解散(合併による解散を除く)を行うことについて決定した場合が含まれている(同条2項5号へ)。

166条の規定ぶりをみると、株式の募集や業績予想の修正といった事項については、「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く」という規定が設けられており、例えば株式の募集であれば、払込総額が1億円

未満と見込まれる場合(会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令1条の2第1号イ)、といったように、「重要事実」とされない場合が具体的かつ詳細に定められている。

一方、子会社の解散についての決定に関する規定には、そのような軽微基準を設ける文言はないため、どのような子会社の解散であっても、機械的に「重要事実」に該当するものと解釈せざるを得ない。

コマツが解散した問題の会社は、オランダに設立した金融子会社だったが、解散の理由は、欧州グループ内の金融・資金調達機能を別の子会社に移管したというものであり、会社の事業そのものに直ちに大きな変化が生じるわけではなかった。また、子会社の2005年3月末時点における総資産は5億円に過ぎ

ず、同時点で総資産 1 兆 4,490 億円というコマツの業績やビジネス展開に大きな影響を与えるものではあり得なかった<sup>1</sup>。

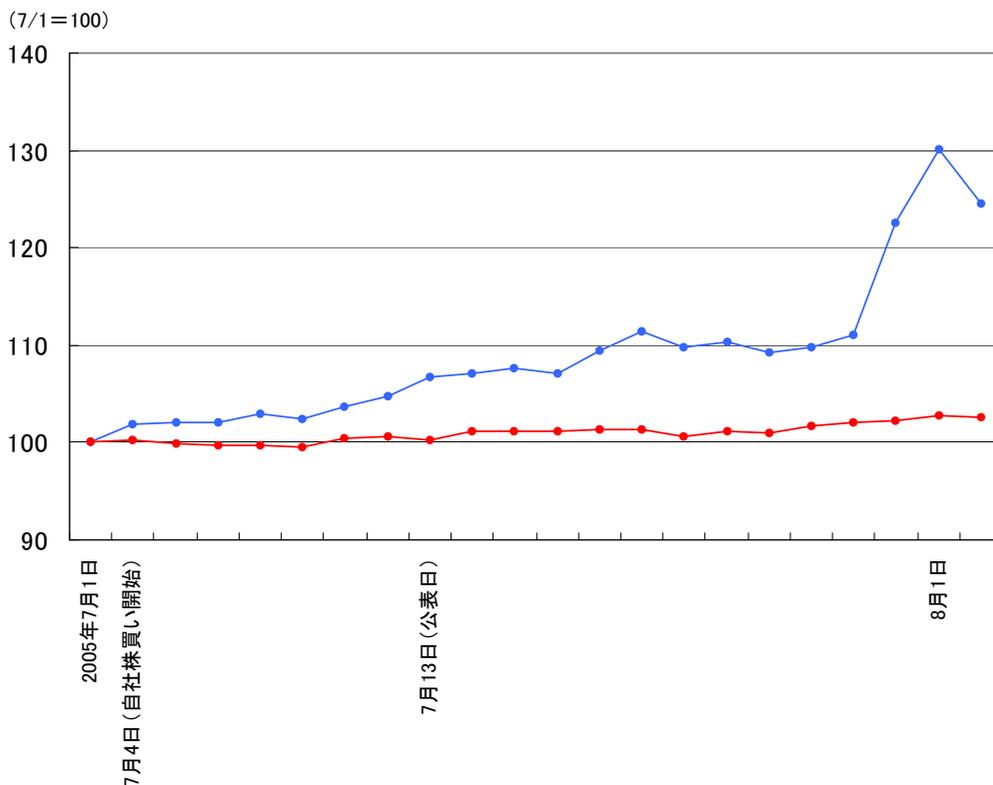
事実、インサイダー取引にあたることされた自己株式の買付が行われた前後のコマツの株価の推移と日経平均株価の動きをみると、確かに公表日以前からコマツの株価は日経平均よりも若干大きな幅で上昇していたが、少なくとも、公表日の前後において特に大きな株価変動を見出すことはできない（図表 2）。オランダの金融子会社の解散が、投資判断に影響を与えるような重要な情報であれば、当該情報の公表によって、株価は大きく変動したはずである。今回の件に関してみれば、インサイダー取引の材料とされた情報は、一般の投資家の投資判断にさしたる影響を及ぼさなかったとみるべきであろう。

### Ⅲ. 軽微基準の必要性

前述のように、子会社の解散に関する軽微基準が法令には設けられていない以上、当該情報は、法令に定められた「重要事実」にあたると言わざるを得ない。少なくとも現行法令上は、コマツの行為は違法なインサイダー取引に該当する。

そうだとすれば、コマツ側に全く何ら非がなかったと言うことは難しいだろう。法令を遵守することは上場会社の当然の責務であり、最近話題の内部統制の目的の一つでもある。自己株式の買付を行った執行役員は、不正に利益を上げようなどとは毛頭考えていなかったに違いないが、法令遵守を徹底するためのチェックを十分に行っていなかったという点

図表 2 コマツの株価と日経平均株価の推移



(注) 2005年7月1日時点の値を100として指数化。  
 (出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

で、業務の遂行にあたって若干なりとも落ち度があったということにならざるを得ないのだろう。

とはいえ、今回の課徴金納付命令に何か釈然としない点が残るのも否めない。まず、なぜ投資判断に影響を与えないような情報が公表される前に行われた取引が、違法なインサイダー取引とされてしまうのかである。現行法令は、犯罪の構成要件は厳格に定められなければならないという観点から重要事実の定義を詳細に行っているが、重要事実とされる要件について、新たに軽微基準を設ける必要がないかどうかなど、改めてその妥当性が検証されても良いのではないだろうか<sup>2</sup>。

#### IV. 機械的に決まる課徴金額

もう一つの問題は、なぜこのような軽微な違反行為が、過去最高額の課徴金納付に結びつくのかである。実は、インサイダー取引に対して科される課徴金額の計算方法は、法律で明確に定められている（証券取引法 175 条 1 項）。すなわち、未公表の重要事実を利用して得た経済的利得を算定するという考え方にに基づき、（重要事実が公表された翌日の終値）×（買付株数）－（買付価格）×（買付株数）が課徴金額とされる。この式に基づいて計算すると、今回の事案の場合、4,387 万円という金額が導き出されるのである。

この金額は、事案の重大性や悪質性といった事情にかかわらず、機械的に算定されるものとされる。今回の事案の場合のように、投資判断に大きな影響を与える情報に基づく悪質な行為とは言えず、会社内の内部統制に若干問題があったに過ぎないと考えられる場合でも、個人的な利益を得るために職務上知り得た情報を悪用したという場合でも、課徴金の金額は全く同じなのである。

これに対し、例えば、米国では、証券法違反行為に対して証券取引委員会（SEC）が課

す民事制裁金（日本の課徴金に相当）の金額は、事案の悪質性、違反者の支払能力などに応じて、制裁としての実効性を高めるよう極めて柔軟に決定されている<sup>3</sup>。

もちろん、市場に対する信認を著しく損なうような悪質な事案であれば、SESC が刑事告発すればよいのだから課徴金額が機械的に決まることは大きな問題ではないという考え方も成り立つかも知れない。事実、課徴金制度導入後も、SESC は悪質と考えられる違反行為については刑事告発を行っている。村上ファンドによるインサイダー取引事件は、その典型例である。

それでも、今回のように、いわば過失による違反で、ごく軽微なものについて、課徴金額の減免が行えないことには疑問が残るだろう。重大な違反に対しては制裁的要素を加えるために違反による経済的利得の二倍、三倍に相当するような課徴金を課すといったことも含め、検討の余地があるのではないだろうか。

なお、日本法においても、2005 年の独占禁止法改正で、同法の定める課徴金について、公正取引委員会の調査に協力して情報を提供した違反者に対する課徴金の免除または減額という恩典を与える制度が導入された（独禁法 7 条の 2）。この制度は、複数の者が共同して行うカルテルや談合といった行為の摘発を容易にすることが主な狙いとされており、証券取引法の課徴金制度を考える上では直接の参考となりにくい面もあるが、制度の柔軟化を図った具体的な例として注目される。

#### V. 今後の展望

証券取引法上の課徴金制度は、2004 年改正で設けられた新しい制度であり、これまでに 18 の法人、個人に対する納付命令が出されたにとどまる（前掲図表 1）。それだけに、更に制度の定着を見極めてから見直し論議を

行うべきという見解もあり得るが、逆に、新しい制度を円滑に定着させるためにこそ、社会的な支持の得やすい柔軟な制度設計を検討する必要があるという考え方もできよう。

既に、2005年の証券取引法改正で有価証券報告書など継続開示書類の虚偽記載に課徴金の適用が及ぼされ、2006年の金融商品取引法制定に伴う改正では、いわゆる見せ玉行為へも適用がなされるなど、課徴金制度は、急速な拡充が進められている。それだけに、単なる厳罰化とのそしりを受けないためにも、軽微な違反に係る課徴金額の減免など、柔軟な仕組みの導入を早急に検討する必要がある。

2007年3月13日に国会へ提出された公認会計士法改正案には、公認会計士や監査法人による虚偽証明に対する課徴金の導入が盛り込まれている。そこでは、故意による虚偽証明に対しては監査報酬相当額の1.5倍の課徴金を科す一方、相当な注意を怠ったことによる場合には監査報酬相当額とする規定が提案されている（改正案の公認会計士法31条の2第1項）。これも従来の課徴金制度よりも柔軟性を持たせた仕組みではあるが、行政の裁量による金額の減免にまでは踏み込んでいない。公正な市場の確立へ向けて、制度の柔軟化への議論が求められる。

の解散等に新たに軽微基準を導入したとしても、悪質なケースが見逃されることにはならないように思われる。

- <sup>3</sup> 野村亜紀子「米国 SEC の法人に対する民事制裁金の考え方」『資本市場クォーターリー』2006年春号参照。

<sup>1</sup> もちろん、金融子会社の再編によってグループの金融活動が効率化されることは、最終的にはグループの収益力向上につながるだろう。しかし、5億円の資産運用を若干効率化するだけで、コマツのような巨大企業の収益力が向上すると判断する投資家は稀ではなかろうか。

<sup>2</sup> 日本商事事件最高裁判決（最判平成11年2月16日民集53巻2号1頁）は、証券取引法166条2項2号で重要事実とされる「損害」の発生とみれば軽微基準に該当して重要事実にあたらぬとされるような情報であっても、損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であれば、同項4号にいう投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす重要な事実と該当する可能性がある」と判示している。こうした柔軟な解釈が判例として確立している以上、仮に子会社