

# 財産権、企業活動の自由と課徴金納付命令

— JVC・ケンウッド・HD株式会社課徴金納付命令決定取消控訴事件 —

奥野圭子

## アブストラクト

現在、いわゆる世界的な大競争時代であり、世界中の企業が生き残りをかけて基盤、財政力、技術等の国際競争力を拡大しようとしている。これは、わが国の企業も同様であり、市場の低成長下における生き残りをかけた企業戦略の手段としてM&A (Mergers and Acquisitions) も活発化している。

しかし、この活発化にともないインサイダー取引や相場操縦、虚偽記載等のような違反行為も増加した。悪質な場合には、既存の刑事罰で処することができるが、これを科すほどに至らない違反行為が問題となっている。これは、証券市場の公正性と投資者の信頼を著しく害する行為であるにもかかわらず、処分を受けない違反行為者が後をたたないためである。

そこで、国家はこれらの行為を抑止するために、金融商品取引法（以下、金商法）上に行政措置として金銭的な負担を課す課徴金制度を設置し、金融市場、資本市場等の公正性および透明性を確保することとした。これに対し、日本経済団体連合（以下、経団連）等では、課徴金はもともと独占禁止法上で不当利息の剥奪と位置づけられていたため、違反行為抑止を名目に改正毎に厳しくなる当該制度に「かえって萎縮を招く」との批判の声が高まっている。

本件は、金商法の課徴金制度について示された初の司法判断である。このため、本件に関する一連の司法判断を追うことによって、金商法上の課徴金制度の立法目的、目的遂行のための手段等が明確となるであろう。その上で、金商法上の課徴金納付命令の違憲性についての考察を試みる。

キーワード 金商法 課徴金 財産権の保障 課徴金算定方法 新株予約権 不正会計

## 1. 事実の概要

かつて、松下グループ(現パナソニックグループ)の傘下であった日本ビクター株式会社(以下、ビクター)は、2008年(平成20年)に同傘下からの離脱を図り、株式会社ケンウッドと経営統合を行った。その際、両社は共同で株式移転を行い、持株会社JVC・ケンウッド・ホールディングス株式会社(以下、ケンウッド)として設立された<sup>1</sup>(2011年(平成23年)にはビクターとJ&Kカーエレクトロニクス株式会社を吸収合併し、商号をJVCケンウッドと改めている)。

金融庁は、証券取引等監視委員会から、2010年(平成22年)にケンウッドに係る有価証券報告書等の虚偽記載について検査結果に基づく課徴金納付命令の勧告を受け、同年6月21日に審判手続き開始の決定を行った。当該審判が、金商法第185条の6の規定に基づき、課徴金の納付を命ずる旨の決定案を提出したことで、ケンウッドは、同年12月9日に8億3913万円の課徴金を命じられた(平成22年度(判)第8号金融商品取引法違反審判事件<sup>2</sup>)。

ケンウッド(被審人)は、同審判で、「発行開示書類の虚偽記載に係る納付すべき課徴金の額に関し、主位的に、課徴金の額は、審判手続終結時点において、それまでの諸事情を考慮したうえで最善の見積りとして判断されるべきであるとし、平成22年8月30日に、新株予約権の全てが取得条項に従って被審人に取得され、かつ、消却されたのみならず、新株予約権証券自体の払込金額相当額(20,884,000円)も取得対価として割当先に交付したのであるから、発行開示書類の虚偽記載について課徴金を課すべきではない旨主張し、予備的に、金融商品取引法第172条の2第1項1号の「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」は、資金調達額の合理的見込額と解釈すべきであり、その判断

時点を有価証券を取得させた日又は有価証券届出書の提出日とするならば、当該日における株価に基づいた資金調達の合理的見込額を基礎とすべきである」と主張した。

これについて同審判は、平成20年改正前の旧金商法172条の2第1項及び第2項を適用し、被審人が発行する算定基準有価証券の市場価額の総額に10万分の3を乗じて得た額(1,348,627円)が3,000,000円を超えないことから、3,000,000円を個別決定ごとの算出額に基づき按分することとなり、第3四半期報告書に係る課徴金の額は、 $3,000,000 \times 1,500,000 / (1,500,000 + 3,000,000) = 1,000,000$ 円、同有価証券報告書に係る課徴金の額は、 $3,000,000 \times 3,000,000 / (1,500,000 + 3,000,000) = 2,000,000$ 円となり、発行開示書類の虚偽記載に関しては、172条の2第1項1号の規定により、重要な事項につき虚偽の記載がある発行開示書類に基づく募集により取得させた新株予約権証券の発行価額の総額18,580,884,000円(当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額(18,560,000,000円)を含む。)の100分の4.5に相当する額である836,139,780円について、金融商品取引法第176条第2項の規定により1万円未満の端数を切り捨てて、836,130,000円となるとした。

加えて、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」は、「重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けてい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により有価証券を取得させた時点で確定するもの」であるから、「発行者が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、当該発行開示書類に基づく募集により有価証券を取得させた時点における新株予約権の行使価額を基準に計算して得られた金額と解すべき」であるとして、ケンウッ

1 日本ビクター株式会社と株式会社ケンウッドとの共同持株会社設立(株式移転)による経営統合について <http://www3.jvckenwood.com/company/ir/pdf/info-080512a.pdf> (2014.8.17)  
2 平成22年12月9日決定 <http://www.fsa.go.jp/policy/kachoukin/05/2010/31.pdf> (2014.8.18)

ドの主張を退けた。このため、ケンウッドが本決定を不服とし、東京地方裁判所に取消訴訟を求めたものが原審<sup>3</sup>である。

原審は、東京証券取引所市場（以下、証券取引所）第一部上場企業であるケンウッドが、重要な事項につき虚偽の記載がある有価証券届出書（本件有価証券届出書）を関東財務局長に提出し、320個の新株予約権証券を185億8088万4000円（新株予約権行使に際して払い込む金額を含む）で取得等させたことから、8億3913万円（虚偽の記載に関わる部分は8億3613万円）の課徴金納付命令を受けたことを確認した。

(1) 発行した新株予約権各回号（計8回号）に取締役判断で行使価額の修正ができることを要件としていたこと、(2) この決議がなされた場合、行使価額は、所定の時点における普通株式の市場価額の92パーセントに相当する金額に修正される旨の条項があったこと、(3) 新株予約権発行後、20連続取引日の証券取引所における普通株式の毎日の終値が29円（2010年（平成22年）8月1日に効力を生じた普通株式の併合に伴い、同日以降は290円）を下回った場合、当該20連続取引日の最終日の翌銀行営業日に、原告が本件新株予約権を取得すると引き換えに、当該新株予約権の予約権者に対して本件新株予約権1個当たりの払込金額と同額を交付して、残った新株予約権全てを取得し、これら全ての新株予約権を消却するとした旨の条項があったことを説明した。

そして、実際に著しい株価の下落という外的要因が生じたことによって、本件新株予約権は、その権利が行使されないうちに、その全てが原告に取得・消却され、かつ、その支払金額に相当する2088万4000円は既に本件新株予約権者に返還されており、この時点で原告は全く利益がなかったことを強調した。

その上で、原告は、審判同様に、最終的には新株予約権発行による資金調達が行われなかったことを理由に、有価証券届出書の虚偽記載に

係る課徴金の金額と「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」についての異議を申し立てた。

これに対し、原審は、(1) 「金商法の定める課徴金の制度は、平成16年改正において、同法の違反行為を的確に抑止し、その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ものとして設けられたもの」であり、その後、数次にわたる同法改正と政府による課徴金の額の算定方法、その水準及び違反行為の監督のための方策を含む課徴金に係る制度の在り方が検討され、「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、制度の在り方について所要の見直しを図るとともに、課徴金の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とした。その上で発行開示書類及び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」と判断した。

すなわち、平成20年改正は、こうした経緯を経た上でされたものであり、「発行者としては、新株予約権証券自体の発行価額だけではなく、これに当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使の際に払い込まれる金額を合計した額を資金調達額と想定して虚偽の記載に及ぶのが通常であると考えられることを考慮し、発行開示書類の虚偽記載に対する十分な抑止となるよう、上記の発行価額の総額について、『新株予約権の行使に際して払い込むべき金額』を含むものとするよう改める等したもの」とした。

そして、(2) 課徴金の納付を命ずるべき課徴金の額の算定の方法に係る規定である第172条の2第1項1号は、「重要な事項につき虚偽の記載がある発行開示書類に基づく募集により有価証券を取得させた場合における課徴金の額」について、「当該取得させた有価証券の発行価額の総額（当該有価証券が新株予約権証券…であるときは、当該新株予約権証券に係る新

3 東京地裁平成24年6月29日・平成22（行ウ）739

株予約権の行使に際して払い込むべき金額…を含む。)の100分の2.25(当該有価証券が株券等である場合にあっては、100分の4.5)に相当する額とする旨」を定めていること、金商法の定める課徴金制度は、同法の違反行為を抑止し、その規制の実効性を確保するための行政上の措置として金銭的負担を課すものであるから、「同制度の趣旨及び目的からすれば、その迅速かつ効率的な運用を可能とし、もってその趣旨及び目的の実現を確保するためには、課徴金の額の算定が明確かつ容易であることが望ましいことはいうまでもなく、同法172条の2第1項1号所定の課徴金の額については、かかる観点から、あらかじめ設けた基準に従い、…当該発行者が得ることが一般に想定される経済的な利得の額に相当するものとして、当該行為がされた時点における事情を基礎に、一定の額を一律かつ機械的に算定する方式が採られたものと解される」ので、重要な事項につき虚偽の記載がある発行開示書類に基づく募集により有価証券を取得させた「時点における事情を基礎に課徴金の額を算定すべきものと解するのが、その文言に即した解釈というべき」であると判断し、これを棄却した。

これを不服として、控訴したのが本件<sup>4</sup>である。本件において、ケンウッド(控訴人)は、以下のような主張をおこなった。

(1)「金商法の課徴金制度は、一貫して、違反行為の抑止という目的を達成する手段として『違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準』とする金銭(課徴金)の賦課を採用してきたところ、本件では、現実の資金調達額は0円(新株予約権の消却後は資金調達見込み額を含めても0円)であり、発行時において想定されていた資金調達額は約90億円であった」。それにもかかわらず、185億円強の資金

調達がされることを前提に8億を超える課徴金を課すのは、他に合理的な課徴金の額の算出方法がある以上、必要最小限度の手段とはいえない。仮に手段の必要性を認めるとしても、本件は、違反行為の抑止のために過度な不利益を課しているのは明らかで、利益の均衡を欠いている。

よって、原審が採用した解釈による8億円を超える課徴金は、規制目的との関係において前記の「必要性」及び「利益の均衡」を欠くため、利益の結果を算定せずに高額な課徴金を課すことは、憲法29条2項(財産権の内容は、公共の福祉に適合するやうに、法律でこれを定める)、22条1項(何人も、公共の福祉に反しない限り、居住、移転及び職業選択の自由を有する)、13条(すべて国民は、個人として尊重される。生命、自由及び幸福追求に対する国民の権利については、公共の福祉に反しない限り、立法その他の国政の上で、最大の尊重を必要とする)に違反し、適用違憲となる。

(2)仮に、原審のような解釈しか採りえないならば、新株予約権証券の取得時点で、それに係る新株予約権の行使価額(当初行使価額)は一義的に確定しない。被控訴人が「新株予約権証券を取得させた日の前日の市場価額(終値)」を代入して算定すればよいと主張するが、これは、新株予約権証券を取得させた時点で当初行使価額が確定していないことを認めていることになる。よって、平成20年の金商法改正で172条の2第1項1号の括弧部分<sup>5</sup>が追加されたが、同条は、社会の実態として様々な方法で新株予約権を使って資金調達している事実という重要な点について十分に検討がされていない。そのため、当初行使価額を高額に設定した上で事後にこれを引き下げて資金調達時期を調節するような設計を困難とし、経済実体を無視

4 東京高裁平成25年3月28日判決・平成24年(行コ)301号

5 括弧書の部分は、次の通りである(とりわけ、下線部分。筆者傍点)。「当該募集により有価証券を取得させた場合、当該取得させた有価証券の発行価額の総額(当該有価証券が新株予約権証券その他これに準ずるものとして内閣府令で定める有価証券であるときは、当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使に際して払い込むべき金額その他これに準ずるものとして内閣府令で定める額を含む。)」

して発行者が全く想定していない資金調達額を基礎とした課徴金を課すことは、資本市場における新株予約権証券を用いた資金調達について過度の委縮効果を及ぼすこととなる。すなわち、企業活動の資金調達を阻害するのであり、これは、企業活動そのものを阻害するに等しく、営業の自由（憲法22条1項、29条）を侵害するので、法令違憲となる。

## 2. 判旨

控訴棄却。

(1) 原審と同じ訴訟理由については、金商法172条の第2第1項1号の課徴金の額を判断する基準時は有価証券を取得させた時点とし、『「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」とは当該新株予約権証券を取得させた時点におけるそれに係る新株予約権の行使価額（当初行使価額）」であり、「このような解釈の下に本号を本件に適用すると、本件有価証券届出書の虚偽記載に係る納付すべき課徴金の額は8億3613万」となるとして、原審を支持。

(2) 「財産権は、それ自体に内在する制約があるほか、立法府が社会全体の利益を図るために加える規制により制約を受けるものであるが、この規制は、財産権の種類、性格等が多種多様であり、また、財産権に対し規制を要求する社会的理由ないし目的も、社会公共の便宜の促進、経済的弱者の保護等の社会政策及び経済政策上の積極的なものから、社会生活における安全の保障や秩序の維持等の消極的なものに至るまで多岐にわたるため、種々様々でありうる。したがって、財産権に対して加えられる規制が憲法29条2項にいう公共の福祉に適合するものとして是認されるべきものであるかどうかは、規制の目的、必要性、内容、その規制によって制限される財産権の種類、性質及び制限の程度等を比較考慮して決すべきものであるが、裁判所としては、立法府がした上記比較考慮に基づく判断を尊重すべきものであるから、立法の規制目的が上記のような社会的理由ないし自的に出たとはいえないものとして公共の福祉に合

致しないことが明らかであるか、又は規制目的が公共の福祉に合致するものであっても規制手段が上記目的を達成するための手段として必要性若しくは合理性に欠けていることが明らかであって、そのため立法府の判断が合理的裁量の範囲を超えるものとなる場合に限り、当該規制立法が憲法29条2項に違背するものとして、その効力を否定することができるものと解するのが相当である（筆者傍点）。（最高裁昭和62年4月22日大法廷判決・民集41巻3号408頁（以下「森林法判決」という。）、最高裁平成14年2月13日大法廷判決・民集56巻2号331頁参照）。

(3) 本件規定は、「有価証券の発行者の財産権に対して規制を加えるものである」が、その規制目的は、「違反行為を抑止することによって、国民経済上重要な役割を果たしている有価証券市場の公正性とこれに対する投資者の信頼を確保するという経済政策に基づく目的を達成するためのものと解することができる」ところ、このような目的が正当性を有し公共の福祉に適合するものであることは明らかである。

(4) 本件規定手段は、「新株予約権証券を取得させた時点におけるそれに係る新株予約権の行使価額（当初行使価額）を基礎にして課徴金の額を算定することとすると、その後の現実の資金調達額が当初行使価額を大幅に下回ったような場合には、一見すると、過度な不利益を課すことになるかのように思われる」が、「金商法の定める課徴金の制度は、有価証券市場の公正性と投資者の信頼を害する同法違反の行為について、既存の刑事罰を科すほどに至らない程度の違反行為であってもこれを放置しないという観点から、これを抑止するための行政上の措置として金銭的な負担を課すものであり、そのような行政上の措置であることからして、また、制度の積極的かつ効率的な運営により抑止効果を確保するために、課徴金の額の算定基準が明確で、その算定が容易であることが必要」である。

よって、「予め設けた基準に従い、重要な事項につき虚偽の記載等がある発行開示書類に基

づく募集により有価証券を取得させることによって当該発行者が得ることが一般に想定される経済的な利得の額に相当するものとして、当該取得をさせた時点における事情を基礎に一定の額を一律かつ機械的に算定する方式」を採っている。これは、「重要な事項につき虚偽の記載等がある発行開示書類に基づく募集により新株予約権証券を取得させた発行者（違反者）としては、当該取得をさせた時点で、当該新株予約権証券を市場の流通に置いており、当該新株予約権証券に基づく資金調達の可能性が具現化したものといえることができ、その時点で、当初行使価額を基にした『当該発行者が得ることが一般に想定される経済的な利得の額』に相当する『得べかりし利益』を期待することができるようになるのであるから、当該新株予約権証券を取得させた時点におけるそれに係る新株予約権の行使価額（当初行使価額）を含む発行価額を基にして課徴金の額を算定する」ので、それなりの合理性がある。

(5) 「規制手段は、前記の規制目的を達成するための手段として必要性又は合理性がないことが明らかであるということとはできない」ため、本件規定は、「憲法29条2項に違反するということとはできない。」

### 3. 研究

#### (1) 課徴金制度の概要と金商法172条の2第1項1号

インサイダー取引や開示書類の虚偽記載等の金商法上についての違反行為には、刑法により刑事罰が規定されている。しかし、刑事罰は対象者に与える影響がきわめて大きく、悪質性が高い者しか対象とできないため、刑事罰に至らない違反者を取り締まる必要がある（小谷融（2012）、9ページ）。

そこで、平成16年に金商法の前身である証

券取引法において、違反行為の抑止を図り、規制の実効性を確保するために、インサイダー取引、有価証券届出書等の虚偽記載、相場操縦行為、風説の流布・偽計を行った者に対して金銭的負担を課す行政措置である課徴金制度が導入された<sup>6</sup>（白石賢（2005）、7ページ）。

しかし、平成17年改正法の附則<sup>7</sup>において検討を加えることが求められていたほか、平成19年6月3日のスタディ・グループ中間論点整理においても、エンフォースメント手段として課徴金が有効に機能しているとの認識の下に、実効性を高める観点から、課徴金の対象範囲や課徴金額の水準の見直しが求められていた。このため、同年10月に金融審議会金融分科会第一部会に法制ワーキンググループが設けられ、主として①課徴金額の引き上げ、②課徴金の対象範囲の拡大、③課徴金の加算・減算制度が検討された（大証金融商品取引法研究会（2011）、2-3ページ）。その結果、金商法の平成20年改正では、課徴金に関して以下のように大きく変更された。

- ① 内部取引、すなわち、重要事実等に基づきその公表前に売りつけを行った場合、又は、買付等を行った場合、課徴金額を実質的に2倍程度引上げ（175条1項、2項）。
- ② 風説の流布・偽計があった場合の課徴金の引下げ（173条1項各号）。
- ③ 相場操縦に係る課徴金の引上げ（174条の2）。
- ④ 虚偽記載のある発行開示書類に基づく募集・売出し、売り付けの課徴金額の引上げ（172条の2第1項、2項）。なお、虚偽記載のある目論見書を用いて売出しをした発行者および役員等へのこの額の準用（同条4項、5項）。虚偽記載のある有価証券報告書を提出した場合の課徴金額は、時価総

6 2007年9月30日施行。

7 政府は、おおむね2年をめぐり、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。

額の10万分の6 または600万円のいずれか、虚偽記載のある四半期・半期、臨時報告等を提出した場合は、その2分の1（172条の4第1項、2項）。

- ⑤ 課徴金の対象範囲の拡大。同改正により、a.発行開示書類の不提出（172条）、b.継続開示書類の不提出（172条の3、172条の4第3項）、c.発行開示書類および継続開示書類の重要な事項の不記載（172条の2第1項、2項、4項、5項、172条の4第1項、2項）、d.公開買付制度における開示規制違反（172条の5、172条の6）、e.大量保有報告書類の不提出・虚偽記載等（172条の7、172条の8）、f. 仮装・馴合い売買（174条1項）、g. 違法な安定操作取引（174条の3）、h. 特定証券等情報あるいは発行者等情報の虚偽等（172条の9、172条の10、172条の11）。
- ⑥ 課徴金の加算制度の導入。以前に課徴金納付命令を受けているのに、再度違反行為を行った者に対しては、課徴金による抑止効果が不十分だと判断されるため、その違反行為以前の5年間に課徴金命令を受けたことがある場合には、課徴金額を1.5倍に加算（185条の7第13項）
- ⑦ 課徴金の減算制度の導入。違反行為が企業内部で行われている等、外部から発見することが困難な違反行為、a. 発行開示書類・継続開示書類の虚偽記載等（172条の2第1項、4項、172条の4第1項、2項）、b. 特定証券等情報・発行者等情報の虚偽等（172条の10第1項、172条の11第1項）、c. 大量保有・変更報告書の不提出（172条の7）、d.上場会社等による自己株の取得に際しての内部者取引（175条9項）等、これらの違反行為を証券取引監視委員会による調査前に報告した場合には課徴金の額を半額（185条の7第12項）。（20年改正部分全般については、漆畑貴久（2009）、39－47ページ）<sup>8</sup>。

本件は、金商法20年改正前後にわたる案件であったため、金商法上の課徴金の額の算定に関して新旧どちらの法を適用するのかが問題となった。とりわけ問題となったのは、適用違憲を争った「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」といえよう。

すなわち、審判が適用した旧金商法172条の2第1項1号は、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」について当該新株予約権証券自体の発行価額のみを基礎として算定するものとされていたことから、被審人は改正後も同様であると考えていた。しかし、改正後の172条の2第1項1号は、「重要事実の公表の有無が株価の変動に及ぼす影響等を踏まえ、その算定の際に発行価額の総額に乗ずることとされている比率を引き上げるとともに、取得させたのが新株予約権証券であるときの課徴金の額の算定の基礎となるその発行価額の総額」について、「新株予約権証券自体の発行価額だけでなく、これに当該新株予約権証券に係る新株予約権の行使の際に払い込まれる金額を資金調達価額と想定し」、これが虚偽記載等の防止のための抑止力となるよう上記の発行価額の総額を、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」と改める等したと判断されたのである。

その後、平成21年から26年まで毎年金商法の改正があったが、課徴金制度に改正が加えられたのは、24年および25年であった。

まず、24年の改正は、オリンパス事件を背景に更なる金融商品取引の公正性、透明性の確保を図り、課徴金制度については、大別して①虚偽開示書類の提出に加担する行為に対する課徴金の適用と、②不正取引に関する課徴金の拡大がみられた。

すなわち、①は、虚偽開示書類等を提出したりするのを容易にすべき行為を行った特定の関与者に対しても課徴金を拡大し（172条の12第1項1号、2号）、金融庁および証券取引等

8 なお、改正内容についての詳細な説明は、前掲・大証金融商品取引法研究会報告書4－24ページにもある。

監視委員会のもつ課徴金に係る調査権限に出頭命令を求めることができるようにした(177条)。<sup>②</sup>は、改正前まで、インサイダー取引等の不公正取引については、「他人の計算」には金融商品取引業者等のみ課徴金の対象としていたが、同改正によりこの限定を取り除いた。つまり、一個人であっても課徴金の対象となったのである(173-175条)(金融商品取引法研究会(2014)、12-16ページ)。

一方、25年改正では、課徴金制度自体としてではなく、インサイダー取引の規制に付随するものとして見直された。具体的には、未発表の重要事実を把握する会社関係者や公開買付等関係者が、他人に利益を得させる目的をもち公表前に取引をさせるための重要事実の情報伝達行為や取引推奨行為を禁止し(167条の2)、行った場合には課徴金が課せられることとなった(175条の2)。なお、課徴金額は、違反者が証券会社等の仲介業者(又はその役職員)か、それ以外の者かによって異なる取扱いがなされている(大和総研(2013)、2-3ページ)。

## (2) 課徴金納付命令の違憲性

憲法29条1項は、「財産権は、これを侵してはならない」として、財産権を基本的人権の一つとして保障しているが、その2項で「財産権の内容は、公共の福祉に適合するやうに、法律でこれを定める」として、財産権の保障が公共の福祉によって内在的に制約されることを定めている。

本件では、森林法事件<sup>9</sup>、短期売買利益返還請求事件<sup>10</sup>を手掛かりに金商法172条の2第1項1号の違憲性、すなわち、同法が財産権の保障を不当に制限するものであるか否かが争点となった。

原審は、金商法172条の2第1項1号の規定により、文言上、有価証券を取得させた後に何かしらの事情が生じた場合、これを考慮することを課していないことから、同項はこれを要件としておらず、また、実質的にも違反者が発行対価を交付した有価証券を消滅させた場合に課徴金が課せられないのであれば、このような違犯行為がまかり通ってしまい課徴金納付義務を免れ得ることができるため不当である。よって、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」とは、有価証券を取得させた時点における新株予約権の行使価額を基準に算定すると判断した。

これに対し、控訴人は、①発行時において想定されていた資金調達額は約90億円であった。しかし、現実の資金調達は0円(新株予約権の消却後は資金調達見込額を含めても0円)であるのに、金商法の課徴金制度の違反行為の抑止力と比較して、8億を超える課徴金を課すことは合理的でなく必要性がない、②仮に必要性を認めても、本件では、違反行為の抑止のために過度な不利益を課しているため利益の均衡を欠いているため、適用違憲であると主張した。

加えて、本件規定に平成20年改正で追加された括弧書は、旧金商法を適用し課徴金の額を算出しているはずであるのに、額をみれば改正後括弧書が適用されていると考えられる。その上、資金調達を目的とした本件新株予約権は、新株予約権者が権利行使して払い込みをするという性質のものではなく、各回の行使価額を発行者側で調整して割当先に行使させるという資金調達を狙ったものであった。つまり、発行者側からすると当初行使価額は、新株予約権を行使されないように現実的でない金額を設定していたのである。従って、この金額を基準にした課徴金の額の算定方法は、新株予約権発行の個

9 森林法事件とは、父から山林を譲り受けた兄弟が各々1/2ずつ持分とする共有者であったが、その分割方法で揉め協議が不成立となったため、民法256条1項に基づいて分割請求することを制限する旧森林法186条は憲法29条2項に違反すると訴えた事件。1、2審では棄却されたが、最高裁で森林法186条は違憲であると判断された。

10 短期売買利益返還請求事件とは、主要株主や会社役員等がその職務ないし地位によって知りえた秘密を不当に利用して取得した株の短期売買利益を、株発行会社が証券取引法164条1項に基づき提供請求したところ、同法は憲法29条1項に反するとして争われた事件。最高裁は、森林法事件を追認し、証券取引法164条1項は合憲であると判断した。



別的事情を全く考慮していないと言わざるを得ず、違反行為の抑止力になるともいえるが、その反面、抑止すべきでない資金調達方法でさえも抑止しているといえる。このことから、「新株予約権証券に関して課されることとなる課徴金の額の合理性や『新株予約権の行使に際して払い込むべき金額』という文言（内容）の明確性の検討が不十分なままであったのであり、そもそもその根拠となる立法事実を欠いており、法令として違憲（一部違憲無効）である」と主張した。

これに対し、被控訴人（金融庁）は、いわゆる森林法判決で示された財産権に対して加えられる規制に対する憲法適合性の判断枠組みは、その後の最高裁平成14年2月13日大法廷判決（民集56巻2号331頁）や最高裁平成15年4月18日第二小法廷判決（民集57巻4号366頁）<sup>11</sup>でも踏襲されており、もはや判例上確立しているといつてよい。控訴人は、「私人の財産権のみならず、その企業活動（営業活動）の自由をも侵害し、ひいては資本市場の健全な発展の阻害さえも惹起するから、性質上、厳格な合憲性審査をする必要があると主張するが、企業活動（営業活動）の自由は無制限に認められるものではなく、特に、重要な事項につき虚偽の記載等がある有価証券届出書等の発行開示書類を提出する行為は、市場の公正性、透明性を害する反社会性の高い行為であって、当該行為に基づく資金調達の自由を保護すべき必要性はない」として、控訴人のいう適用違憲、法令違憲は失当であるとした。

また、本件規定の課徴金は、違反者に対して金銭的負担を課すが、本件のような違反行為は「市場の公正性、透明性を害する反社会性の強い行為であって、そのような行為の抑止のため

に一定の金銭的負担が課されることはやむを得ない」とし、その金額は「違反者が違反行為によって『得べかりし利益』に限定」されている。『得べかりし利益』を課徴金額とすることにより、現に違反者が得た利益との乖離が生じる可能性はあるが、その利益を調査や評価することは極めて困難であるから、違反者が得た利益と離れた額の課徴金額を課することになっても合理性は否定されない。よって、本件規定の規制目的の正当性、規制の必要性のために立法府の広範な合理的裁量の範囲内であり、括弧書が違憲になる余地はなく、運用違憲の問題が生じることもないと主張した。

本件について、裁判所は、前述2. 判旨（2）のように財産権の保障に対する制約について森林法事件の判断をほぼ完全に踏襲しており<sup>12</sup>、控訴人のいう適用違憲については、原審の判断、被控訴人の主張をおよそそのまま踏襲して否定している。また、本件規定の規制手段（課徴金の賦課）についても被控訴人の主張を採用し、「当該新株予約権証券を取得させた時点におけるそれに係る新株予約権の行使価額（当初行使価額）を含む発行価額を基にして課徴金の額を算定すること」にそれなりの合理性があり、本件規定の括弧書が憲法29条2項に違反するということとはできないと判断した。

つまり、財産権には内在的制約があり、この制約は立法府が社会全体の利益を図るために加える規制により受けるものである。本件では、金商法上の課徴金制度自体に争いはなく、むしろ、ケンウッドは、合併したビクターの不正会計が原因で結果として「重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている発行開示書類」を提出し、これに基づく募集により有価証券を取得させたこと

11 寄託金返還請求事件。証券会社が顧客に損失保障契約をしたときに法律行為が公序に反すかどうかを判断する基準時は、法律行為がされた時点であるとしてこれを有効としたが、損失保障契約の履行請求は、証券取引法42条の2第1項3号によって禁止されている財産上の利益提供を求めているものなので、請求が許容される余地はなく、正当な経済政策に基づく目的を達成するための手段として必要性・合理性に欠けるものであるとはいえないので、憲法29条に違反しないと判断された。

12 判旨には、短期売買利益返還請求事件も参照したとあるが、文言の有無によって違いが指摘なされている。これについては（3）で述べる。

で課徴金納付命令が発せられた。この額を判断する基準時についての争いであった。すなわち、主としては、課徴金額は、最終的な利益結果にも配慮しなければ不当に経済的自由を侵害するから違憲であり、予備としては、そのような解釈しかできないのであれば、その拠り所となっている規定内の一文（括弧書部分）が違憲であると主張したのである。

これに対して裁判所は、①金商法上の課徴金制度の規制目的は、金商法上の違反行為者に対して課徴金を賦課することにより違反行為を抑制すること、②その目的を達成するための規制手段、すなわち課徴金の額の算定方法を本件に適用すると、過度な不利益を課すことになるかのように思われる。しかし、「金商法の定める課徴金制度が有価証券市場の公正化と投資者の信頼を害するが、既存の刑事罰を科すほどに至らない程度の違反行為だったとしてもこれを放置しないという観点から、これを抑止するための行政上の措置として金銭的な負担を課す」ものであるから、その抑止効果を確保するためにその算定基準が明確で算定が容易であることが必要とされる。これを考慮すれば直ちに必要性または合理性にかけることにならないと判断した。

上記のことから、裁判所は、金商法の目的、この目的を遂行するための手段として本件課徴金に合理性があると断言しているのではない。換言すれば、消極的にこの解釈の結果として、この法外ともいえる多額の課徴金を退けるほどの理由がないといっているように思える。

ケンウッドの新株予約権に関するこの不正会計は、統合したピクチャーに起因するものであり、会計年度等から改正前の金商法を適用としているのに、課徴金額は法の解釈により20年改正後のもの（括弧書）が適用されている。また、同改正前は不正によって得た利益を課徴金として徴収していたはずであるのに、「得べかりし利益」の概念を用いて「過度な不利益を課す」可能性があることも法の目的遂行のための範囲内であるというのである。

本件のように、法改正の時期にかかる行政処罰がある場合、従来と比べて予期できないほど重処罰になるということは、法の安定性や正義を揺るがすことにならないのだろうか。本件は、刑事罰ではないため事後法の禁止は当てはまらないが、いくら内在的制約があるといえども企業の資金調達という多種多様な方法が考えられる分野を形式的に判断するという事は、経済界の萎縮を招くだけでなく、この形式を構成しなければ課徴金を免れ得る可能性をも包含する。

このように考えると、同法の課徴金制度は合憲であろうが、違反行為により得た金額を全く考慮しない課徴金を課し、改正後の括弧書部分を適用することには違憲性があるように思える。

### (3) 憲法29条の審査基準

一般に同じ基本的人権であっても、たとえば言論の自由、信教の自由等に代表される精神的自由の保障は、経済的自由の保障より強く保障されると考えられている。それが、判旨にみられる経済的自由の内在的制限であり、本件を含め一連の判例は、経済的自由規制の判断基準を示している。

その基準は、通説によると「(経済的自由の規制については、) 立法府の判断を尊重するのを建前とすべきであるから、その合憲性は、精神的自由の規制立法に適用される基準よりも緩やかな基準」、すなわち、合理性の基準と結びついて使われており、「立法府の判断に合理的な立法事実の基礎が欠けている場合には合憲性が推定されない」ため、法の違憲性を主張するには、「この推定を覆すような立法事実を検出し論証することが必要」とされる。

しかし、このような緩やかな審査基準を用いるということは、換言すると立法裁量が広範であることを意味するため、たとえば人の健康に重大な被害を与える公害等を判断するにはなじまない。この場合、裁判所は、法による規制措置が著しく不合理であることが明白な場合に限っては「明白性の原則(積極目的規制)」によって違憲と判断する(二分論)。

ただし、「明白性の原則」と言っても、裁判所の違憲審査権を排除してしまうほどの意味はもたないので、法の規制が憲法29条にいう「公共の福祉」に適合するか否かは、「規制の目的、必要性、内容、その規制によって制限される財産の種類、性質及び制限の程度を比較考慮して決すべきもの（厳格な合理性の基準）」である。

これらを考慮し、法の目的と憲法29条1項の違憲性の判断基準を上記の判例とともに薬事法違憲判決<sup>13</sup>、本件を時代の流れに沿って整理してみたい。

まず、薬事法違憲判決では、経済的自由のうち営業の自由については、「積極規制—明白の原則、消極規制—必要最小限度の基準」というように規制目的の類型で決まる（二分論）が、この基準が財産権の保障まで及ぶのか否かは判然としてこなかった。

森林法判決では、先行する薬事法判決等により財産権規制については、二分論が妥当と解されていたが、当該理論では説明がつかなかったため、「財産権規制に関する初の違憲判決として、また判例理論との整合性を問うものとして学会の注目を集めた」。すなわち、財産権の制約および内容の多様性ゆえに、財産権規制は種々様々であることから、規制の憲法29条2項の適合性の判断には、比較考慮が用いられるべきだと判断したのである。

他方、短期売買利益返還請求事件は、財産権の内在的制約について森林法判決をほぼ踏襲しているが、森林法事件と比較すると、裁判所は、「積極的」、「消極的<sup>14</sup>」、「明らかな<sup>15</sup>」という言葉を使用せず、証券取引法164条1項の規制目的、

必要性から同法の合憲性を導いている。これを理由に財産権について、そして、その後の類似の判例から営業の自由にまで規制目的二分論を放棄したという見方までもが出てきた<sup>16</sup>。

ところが、本件における判旨での違憲審査の基準では、「積極的」、「消極的」、「明らかな」という文言を含め、森林法判決の判旨を踏襲している。これは、営業の自由を含む財産権についても規制目的二分論を用いるという裁判所の意思表示なのであるか。これまでのように、古く残存する法についての審査基準ではなく、目まぐるしく発展していく分野での法の審査基準であるので、今後の動向が気になるのである（巻美矢紀（2013）、214—215ページ）。

#### 4. むすび

そもそも本件は、ケンウッドが吸収合併したビクターが海外の子会社で必要な経費計上が未処理および先送り等の不正な会計処理をしたことに始まる。すなわち、不正は直接にはビクターの財務諸表に関するものであるが、ケンウッドも統合後であったことから連結財務諸表となるため、ケンウッドにも巨額な課徴金が課せられることになった<sup>17</sup>。

この事情を鑑みれば、2010年（平成22年）6月21日付で証券取引監視委員会が勧告した課徴金納付命令に従った金融庁からの通知書に従い、ビクターは7億760万分の課徴金の納付を行うことを発表したこと、これに対し、ケンウッドは課徴金納付命令の取消を求めたことが理解できる。

また、控訴においてケンウッドが提出した新

13 最高裁昭和43年（行ツ）第120号行政処分取消請求事件同50年大法廷判決・民集29巻4号572頁

14 たとえば、横田守弘「最新判例演習室 憲法 証券取引法164条1項と憲法29条（最大判2002.2.13）」法学セミナー 573号 103ページ。平易な説明で理解しやすいのは、「違憲判断の基準～その変遷と現状～」憲法問題検討委員会 定例研修会 <https://niben.jp/info/group20100114.pdf>（2014.8.26）

15 「積極的」、「消極的」、「明らかな」について網羅的かつ詳細に考察されているのは、大石和彦「財産権制約をめぐる近時の最高裁判例における違憲審査基準について—平成14年判決における変更？—」慶応法学第13号 2009年 である。

16 前掲「違憲判断の基準～その変遷と現状～」20ページ。

17 会計ニュース・コレクター（小石川経理研究所）2010.3.14 <http://ivory.ap.teacup.com/kaikeinews/3824.html>（2014.8.26）

株予約権証券の調査結果（訴状 ウ 法令違憲（イ））の信憑性については確認のしようがないので断言はできないが、現実には新株予約権証券の取扱いがこのようになっているならば<sup>18</sup>、法改正により厳格化していく課徴金制度のいわゆる「見せしめ」になったように思えなくもない。

一方、本件の中心となる争点は、金商法の課徴金制度が一貫して「違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準」とする金銭（課徴金）の賦課を採用していることである。

旧金商法では、新株予約権の発行時において有価証券に虚偽記載がなされた場合、新株予約権の発行価額を基準として、その総額の4.5%を課徴金の額としていた。これが、20年改正により新株予約権の発行価額に新株予約権の行使による株式支払金額を合計した額を資金調達額と想定し、双方の払込金額の合計額を基準としてその4.5%を課徴金の額とした（172条の2第1項1号、2号）。

裁判所は、本件について20年改正前の旧金商法を適用したはずだが、課徴金の額については、継続開示書類の虚偽記載に係るものについては旧金商法、発行開示書類の虚偽記載に係るものについては改正後の基準を用いたのである。これが先例となれば、新株予約権発行の個別的事情を全く考慮せずに課徴金額の算定規定を形式的に適用して課徴金を課すこととなり、資金

調達等において抑止すべきでない行為を抑止してしまうため、裁判所のいう「違反行為の抑止を図る」という課徴金制度の目的に沿わないという指摘もなされている（大証金融商品取引法研究会（2011）、12-13ページ）。このように、立法の裁量を広範に捉える判断が続けば、予期せぬ課徴金を課されることを恐れて企業の経済的自由が委縮されるというような意見、理論も多々あるかと思われる。ケンウッドも申告することを発表<sup>19</sup>しているところをみると胸中を察する。

しかし、その一方で、ケンウッドは調査委員会を設置し、東京証券取引所に対して同社が不正な会計処理を行った原因とその対策の詳細を提出している<sup>20</sup>。この改善策が現実に行われたならば、今後、同社は健全で公正な経済市場を保つ体制をもつ企業としてのモデルケースとなりうる可能性を有するのではないだろうか。仮にそうだとすれば、同社が裁判所に提出した新株予約権証券の調査結果は、法の裁きを受ける可能性のある企業の割合であり、それらの企業も本判決が抑止力となり改善する可能性があると考えられるので、実は裏表の関係にあると考える。

金商法172条の2第1項1号は、確かに有価証券の発行者の財産権に対して規制を与える。しかし、当該規制は、違反行為を行った者に対し

#### 18 (イ) 立法事実を欠くことについて

「本件新株予約権証券が発行された平成21年度（平成21年4月1日から平成22年3月31日）に発行された新株予約権証券について調査したところ、69種類の新株予約権証券が発行されているが、①平成24年8月23日時点で新株予約権が一個も権利行使されていないものが30%に上り（一部しか権利行使されていないものも含めると76%になる。）、②全部又は一部が権利行使されていないものうち約85%が、消却や放棄、行使期間の徒過等によって、既に権利行使の可能性が消滅しているし、③行使価額の修正条項が付されたもの（17種類）であって現に権利行使されたもの（14種類）のうち、修正後の行使価額で権利行使されたものは78%（11種類）に上る。上記調査の結果によれば、新株予約権証券を発行したとしても、新株予約権について権利行使されないことも多いのが実態であることが分かる。そうであるにもかかわらず、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」という将来の見込額を特段の配慮もなくそのまま資金調達額とみなしたこと（すなわち、すべての新株予約権が権利行使されるものとみなしたこと）自体、合理性を欠いている。また、行使価額の修正条項が付された新株予約権については、そのほとんどが、修正後の行使価額で権利行使されているのであるから、「新株予約権の行使に際して払い込むべき金額」を当初行使価額と解する場合には、やはり、その金額の合理性を欠くことになる。以上のとおりで、平成20年改正においては、新株予約権証券の発行者が資金調達額としていかなる金額を想定することが一般的であるのかという重要な点について、十分な検討がされていないというべきである。」

19 [http://www.jvckenwood.co.jp/press/2013/04/press\\_130410.pdf](http://www.jvckenwood.co.jp/press/2013/04/press_130410.pdf)（2014.8.27）

20 [http://www.jvckenwood.co.jp/press/2010/03/press\\_100312\\_01.pdf](http://www.jvckenwood.co.jp/press/2010/03/press_100312_01.pdf)（2014.8.23）

課徴金を賦課することで金商法に違反する行為を抑止すること、国民経済上重要な役割を果たしている有価証券市場の公正性と投資者の信頼を確保するという目的を達成するためである。

すなわち、公共の福祉の概念からみれば、むしろ「市場の公正性・透明性を向上させ、我が国の市場に対する信頼を確保」することが公共の福祉であり、控訴人のいう比例原則を考慮したとしても違反行為を含む営業の自由がこれに勝ることはない。これが、同法の理念であると考ええる。

最後に、控訴人が争った憲法問題については、判決は立法の裁量を重視するあまり本件規定の合憲性について実質的な判断がみられなかったきらいがある。その点で最高裁の判断が注目される。

## 判例一覽

1. 最高裁昭和43年(行ツ)第120号行政処分取消請求事件同50年大法廷判決・民集29巻4号572頁
2. 最高裁昭和62年4月22日大法廷判決・民集1巻3号408頁
3. 最高裁平成14年2月13日大法廷判決・民集56巻2号331頁
4. 東京地裁平成24年6月29日・平成22(行ウ)739
5. 東京高裁平成25年3月28日判決・平成24年(行コ)301号

## 参考文献

1. 漆畑貴久「平成20年金融商品取引改正における課徴金制度の見直しの意義と問題点」嘉悦大学研究論集 第52巻第1号 2009年
2. 大石和彦「財産権制約をめぐる近時の最高裁判例における違憲審査基準について—平成14年判決における変更?—」慶応法学第13号 2009年
3. 岡田大、吉田修、大和弘幸「市場監視機能の強化のための証券取引法改正の解説—課徴金制度の導入と民事責任規定の見直し」商事法務1705号 2004年
4. 金融商品取引法研究会「最近の金融商品取引法の改正について」研究記録第31号 2011年
5. 金融商品取引法研究会「最近の金融商品取引法の改正について」研究記録第45号 2014年
6. 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「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～」 2007年
7. 小谷融「金融商品取引法における課徴金事案の傾向と分析」ディスクロージャー

ニュース 総合ディスクロージャー研究所  
2012年

8. 白石賢「証券取引法への課徴金導入はわが国の法体系を変えるか—証券取引法・独占禁止法の課徴金を巡る法人処罰に関する意義と問題点—」ESRI Discussion Paper Series No.149内閣府経済社会総合研究所 2005年
9. 大証金融商品取引法研究会「公正・透明で信頼性のある市場の構築—課徴金制度等に係る平成20年金商法改正—」 2011年
10. 大和総研「情報伝達行為等に対する課徴金案」金商法改正関連シリーズ 2013年
11. 千代島道生「金融商品取引法上の課徴金制度の再構築」青山社会科学紀要 41巻1号 2012年
12. 戸松秀則、初宿正典『憲法判例(第4版補訂版)』有斐閣 2004年
13. 野中俊彦、中村睦男、高橋和之、高見勝利『憲法I(第5版)』有斐閣 2013年
14. 卷美矢紀「共有林の分割制限と財産権の保障」別冊ジュリスト憲法判例百選I(第6版) 有斐閣 2013年
15. 松本哲治「証券取引法164条1項の合憲性」別冊ジュリスト憲法判例百選I(第6版) 有斐閣 2013年
16. 横田守弘「最新判例演習室 憲法 証券取引法164条1項と憲法29条(最大判2002.2.13)」法学セミナー 573号 2002年