

英米の証券・金融行政のありかた

二上季代司

日本版ビッグバンの進行とともに護送船団方式は「市場原理に反するもの」、業界と行政との協力関係は「癒着」と指摘され、金融・証券行政についても新しい法と行政のあり方が模索されようとしている。しかし長きにわたる慣行を一挙に改革するのは難しい。一部の銀行・証券会社の破綻やスキャンダルの露見と司直の介入という事態に直面している我々であるが、こうした痛みを伴いながら変革は徐々に、しかし確実に進行するだろう。ここでは証券市場に絞って、英米に於ける法令・規則の違反に対する民事・刑事責任の追求や投資家の損害に対する救済策などがどのように行われてきたかについて整理してみた。

1 査察、強制執行の状況

(1) アメリカのケース

アメリカの証券市場に於ける規制監督当局はSEC (Securities and Exchange Commission) である。SECは独立の行政委員会であり、規則制定権や審決も行う準司法的権限を有している。そこで昨年度、SECが査察権を行使して民事訴訟を起こしたり、行政処分を下したケースを一瞥しよう(第1表)。

なお、この査察の結果、SECは九六年度中、被疑者が不正な行為によって得たとされる利益三二五百万ドル(約四一〇億円)の没収を命じる判決を勝ち得ている。また九〇年の証券規制執行改善・ペニーストック改革法、

第1表 SECによる査察、強制執行の状況(96年度)

	民事訴訟		行政処分		合計	
	76件	288人	51件	81人	127件	369人
公募における不実記載	22	64	78	105	100	169
証券業者による不正取引	26	80	50	72	76	152
発行会社による開示内容の不実記載	10	25	41	55	51	80
その他投資顧問、投資会社等の不正	32	47	0	0	32	47
訴訟中	29	92	0	0	29	92
インサイダー取引	4	13	7	15	11	28
相場操縦	13	26	14	18	27	44
その他	212	635	241	346	453	981

(注) 1. 括弧内は被告人。
2. 訴因が重複しているケースもある。

(出所) SEC. Annual Report. 1996. p150.

八四年のインサイダー取引制裁法、八八年のインサイダー取引・証券詐欺取締法によりSECが民事訴訟で勝ち得た制裁金は六七百万ドル以上とされる。⁽¹⁾ SECは八四年法によりインサイダー取引で得た利益(免れた損失)の三倍まで民事制裁金を課することが出来るようになった。また八八年法ではインサイダー取引の民事制裁金の対象範囲が拡大された。他方、九〇年ペニーストック⁽²⁾改革法では主として五ドル未満と言う上限を除去し、かつまた取扱業者によるリスク情報などの開示規制を強化、違反に対する制裁を強化した。

一方、行政処分としては業者に対する営業制限、登録停止などある。リスク情報の説明不足や店頭株に対するスプレッドの談合、営業員の過当取引に対する使用者責任等が指摘されている。このほか、自主規制団体であるNASDやNYSEも適合性の原則違反などで過怠金を課すケースもある。

(2) イギリスのケース

イギリスの規制主体は現在、銀行監督を含む単一の監督機構「金融サービス機構」に統合中であるが、投資業務にかんしてはもったかところSIB(証券投資委員会、Securities Investment Board)が日常的

第2表 非認可投資業務の調査件数（開始年度ベース）

	非認可投資業者	認可投資業者	合計	終了件数
88年4月～89年3月	175件	59件	234件	230件
89年4月～90年3月	167	41	208	205
90年4月～91年3月	266	40	306	301
91年4月～92年3月	265	37	302	284
92年4月～93年3月	311	99	410	359
93年4月～94年3月	307	150	457	294
94年4月～95年3月	512	87	599	
95年4月～96年3月	507	81	588	
96年4月～97年3月	574	49	623	

(注) 1. 非認可投資業者に対する調査はSIB、認可投資業者に対する調査は各自主規制機関が担当する。
 2. 昨年度の非認可投資業者に対する調査（574件）のうち217件（37.8%）はなんらの投資業務も行っていないかった。
 (出所) SIB, Annual Report, 1997.

第3表 SIBによる刑事訴追件数

	重大不正行 へ告発	(内訳) 取り調べ中	死亡により 不起訴	不起訴処分	公判まぢ	結審	有罪判決 (人)	無罪判決 (人)
88年4月～ 89年3月	21	0	0	1	0	20	24	9
89年4月～ 90年3月	22	0	0	1	1	20	31	1
90年4月～ 91年3月	47	0	3	8	1	35	40	5
91年4月～ 92年3月	42	2	1	11	4	24	25	3
92年4月～ 93年3月	55	1	1	14	4	35	36	2
93年4月～ 94年3月	63	9	1	7	0	46	44	7
94年4月～ 95年3月	40	6	0	9	1	24	27	3
95年4月～ 96年3月	38	9	3	6	5	15	15	0
96年4月～ 97年3月	21	3	1	0	6	11	12	0
合計	349	30	10	57	22	230	254	30

(出所) 第2表に同じ

な監督権限を大蔵省から移管され、規則制定権を有している。しかし実際には、市場や業者に関する規則制定や日常の監督は自主規制機関に委ね、自らは各自主規制機関の承認や監督という間接的な監督となっている。今回の改革はこれらを統合して規制の重複・コスト増を是正しようと言う意図がある。

SIBはまた、集合投資計画の認可（アメリカの投資信託の登録と同じ機能を持つ）のほか投資業務や市場における規則違反に関する査察、強制執行も行っている。第2表は認可を得ていない（アメリカ的に言えば当局に登録をすませていない）者が投資業務を行った、あるいは認可を受けた投資業者が規則に違反したとして査察の対象となったケースである。ほぼ一年以内に結論がでていいることが分かる。

SIBはアメリカと同様に差し止め・返還命令、業務の制限、認可取消などの行政命令を出す権限があるが、それよりもむしろ刑事責任の追求に重きをおいているようである。すなわち、SIBはSECとちがって刑事訴追権さえもっているものであり、それを多く利用している。第3表はSIBによる刑事訴追の件数である。

ここから分かるように金融サービス法の施行後、九七年三月まで累計三四九件の刑事告発があり、このうち二一〇件が結審をむかえた。うち二五四人が有罪判決（無罪は三〇人）、この九割は実刑判決を受け勾留されている。

2 投資家への救済策

以上は、ルール違反に対する監督当局の対応を見たのである。次に、投資家が発行者による開示規制違反（虚偽記載、重要事実の不記載など）や業者の行為規制違反（リスク開示の説明義務違反、広告規制違反、過当取引等）によって受けた損害についてはどのように救済されているか。アメリカでは法によって民事責任が明定され

ており、イギリスでも八六年サービズ法により初めて投資家による民事責任追及を認めている⁽⁴⁾。その後の改正により訴追権のあるのは個人投資家のみとなった。これらの件数については把握できる数字がないが、かなり活発であることは間違いないようであり、とりわけアメリカでは集団訴訟(クラスアクション)の利用が盛んである。

また、民事訴訟は時間とコストがかかるため「証券仲裁制度」の利用も活発である。一般に仲裁制度とは、紛争を当事者が選定しその判断に従うことに同意した第三者の裁定に委ねる制度である。NASDやNYSE等の自主規制機関は会員証券会社と顧客との間で生じたトラブルを解決する為にこうした証券仲裁制度を設けている。特に一九八六年最高裁のマクマホン判決⁽⁵⁾(三四年法の請求に仲裁は強制できる)以来、証券仲裁は活発となった。一九九六年中には、NASDに五六〇〇件の仲裁申し立てが提起されている⁽⁶⁾。

こうした民事訴訟、仲裁により顧客側が勝訴しても、業者の支払い能力欠如により賠償金が支払われない場合にはどうなるか。その場合にはアメリカではS.I.A.C.(Securities Investors Protection Company、投資家保護会社)、イギリスではI.C.S.(Investor Compensation Scheme、投資家保証計画)から一定額まで支払われることになっている。S.I.P.C.は顧客あたり五〇万ドルまで(現金は一〇万ドルまで)、I.C.S.は損害率の一定割合までとなっている。S.I.P.C.もS.I.C.もともに業者からの拠出金でまかなわれるが、S.I.P.C.は毎年、業者から収入の一定割合を会費として徴収するのに対し、S.I.C.は投資家への補償支払いの度ごとにその実費を、損害を起こした業者の所属する自主規制団体に徴求する。

3 小括

以上、米英の証券市場における法令・規則の違反に対する民事・刑事責任の追求や投資家の損害に対する救済策についてみた。わが国における官と民の関係やトラブル処理における顧客との関係が英米と幾分異なったものであったことは否めない。「信なくばたす」というか、公の場でそれぞれの言い分を主張して透明性のある決着をつけるというあり方とは違った道を取ってきたといえるであろう。それは全体として見ればこれまで弁護士や会計士ならびに検査官が少なくすみ、コストの安い方法であったのである。しかし、今後はそうではなくなっていく。九〇年以降、様々なスキャンダルやトラブルがただけ高くなったか、我々は思い知った。透明性のある方法を模索すべきである。

注

(1) SEC Annual Report, 1996, p1.

(2) ペニー株とは主として五ドル未満の低位株で有形固定資産が少ない企業を指す。具体的に言えば、他会社を買収するつもりで設立したが、まだ買収対象さえ決めていない、具体的な事業目的をもたない企業の公募(白地募集、Blank Check Offering)を指している。極めてリスクであるため、通常の公募に於ける開示規制とは異なった規制が加えられている。すなわちこの場合には、登録届出書をSECに提出するほか、公募に依って発行された証券、公募手取金は所定の方法で第三者機関に供託される。そして他社を合併する蓋然性が高まった段階になって訂正説明書を株主に発送して株主にとどまるかどうかの判断を委ねる。株主であることを辞めたければ供託金は返

- 却してもらえない。したがって、このような規制を免れるため五ドル以上で発行する悪質なケースもあったのである。最近の株式ブームでペニーストックのリスク開示が不十分だったとして訴追されているケースも増えてきている。
- (3) 市場に対する詐欺行為（インサイダー取引等）はSECが民事制裁金を請求する。
 - (4) このときまでシテイでは民事責任を強化して法を守らせるといふ考え方はなかったため、金融サービス法に民事責任を認めることに猛烈な反対があった。その結果、その範囲を個人投資家だけに限定することになったのである。
 - (5) 八九年には三三三法の請求による仲裁も強制できるとの最高裁判決がでた。
 - (6) 以上は、菊池鋼二「米国に於ける証券仲裁制度の現状」本所ニューヨーク事務所「ニューヨークレポート」九七年九月、による。