

# 「アメリカ証券取引委員会（SEC）の証券市場規制」

清水 葉子

## 1 はじめに

証券市場規制に関しては、一九九〇年代に入って一連の金融・証券不祥事を契機に一九九二年に証券取引等監視委員会が発足し、一九九〇年代後半には大蔵省から金融行政が分離するなど、市場規制のための行政組織に大きな変革が行われた。さらに近年では、企業買収やファンドによる証券取引の活発化にともなって、証券取引法違反による摘発事例が相次ぎ、市場監視体制の強化に対する注目が拡大している。こうしたなかで、アメリカ証券市場の番人としての名声と実績を持つ証券取引委員会（SEC）についての関心も高まっているところである。SECの規則制定についてはわが国でも多数紹介されているが、SECがどのような組織構成で、どのような活動を行っているかについて改めて検討し、日本の証券取引等監視委員会との比較を行ってみよう。

## 2 SECの組織

アメリカの証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）は、一九二九年の株価大暴落にともなって証券市場における数々の不正行為が明らかになったことから、証券市場における不正行為を防止する目的をもって設立された。SECは、一九三三年証券法に基づく行政機構から独立した委員会であり、発足は一九三四年である。

後で詳しく見るように、SECの活動は大まかに三つに分類することができる。<sup>(1)</sup> 第一は、証券法・証券取引所法など管轄する諸法に基づいてSEC規則を制定することに代表される準司法的な活動、第二は、証券会社など委員会の監督下にある主体に対して行う行政処分等の監督機能、第三が証券関連諸法やSEC規則などの法規の執行活動である。とりわけ、法規執行にあたっては、行政手続きだけでなく、差止めや民事制裁金を求める民事手続き、検察官への告発など刑事訴追に関わる手続きなど多様なアプローチがとられている点に特色がある。

SECは、上院の同意を得て大統領が任命する五人のコミッショナーからなる。五人のコミッショナーのうち一人を大統領がSEC議長(chairman)に任命する。五人のコミッショナーのうち三名を越えて同じ政党に所属しないことが条件とされる。

SECの組織は、以下のように四つの部門(division)と一八の事務局<sup>(2)</sup>からなり、現時点で約三二〇〇人のスタッフと一一の地方オフィスを擁している。

#### (1) 企業金融局 Division of Corporation Finance

企業が投資家に対して行う情報開示を監督する。すなわち、証券の発行時とその後の継続開示のそれぞれにおいて、登録・届出書類の検査を常時行い、株主総会にあたって送付される委任状関連の書類、株主宛の年次報告書、M&A関連の書類の検査も行う。さらに、開示規則について解釈の公表、委員会に対して関連する新ルール採択の提言を行うほか、登録者および登録予定者に対するガイダンスやカウンセリング、法遵守のための各種手助け(事前相談等)を行う。また、この部局はノー・アクション・レターを発給することも多い。会計の専門家を多数擁する部局である。

## (2) 市場規制局 Division of Market Regulation

市場参加者を規制することで、公正で秩序ある効率的な市場運営をめざす。規制対象は証券会社、自主規制機関（証券取引所と全米証券業協会NASD、地方債基準作成委員会MSRB、清算機関、トランスファー・エージェント、証券情報処理業者）である。またこの部局は、投資者保護基金（Securities Investor Protection Corporation, SIPC）の監督も行っている。

証券会社の財務規制、証券取引所などの自主規制機関が届出る新ルールの検査と承認、証券市場運営に関わる新規則・解釈の発行、市場監視などが主な業務である。

## (3) 投資管理局 Division of Investment Management

投資会社・投資顧問会社関連の監督と規制を行う。情報開示の改善や投資家リスク低減を規制目的としている。投資会社・投資顧問会社の届出の検査、投資会社・投資顧問会社関連の監督、新ルールの提案、法や規制の解釈通牒、ノー・アクション・レターの発給などを行っている。

## (4) 法規執行局 Division of Enforcement

法・規則の執行業務を行っている。詳細は後述。

## 3 SECの活動内容

SECの管轄する法律は、一九三三年証券法（Securities Act of 1933）、一九三四年証券取引所法（Securities

Exchange Act of 1934)・信託証券法 (Trust Indenture Act)・投資会社法 (Investment Company Act)・投資顧問法 (Investment Advisers Act)・公益事業持株会社法 (Public Utility Holding Company Act) の六つである。これらの法を執行するべく SEC が行っている活動は、西村 (二〇〇三) によると、(1) 準立法的な活動 (SEC 規則の制定など)、(2) 監督機能 (行政処分など)、(3) 法執行活動 (行政手続き、民事手続き、刑事訴追を求める行為 (司法・検察官への告発・通報・連絡) の三つに分けられるとされる。以下では、この分類にしたがって SEC の活動を検討しよう。

### (1) 準司法的な機能

SEC の行う準司法的な活動は、その具体的な内容がわが国へ頻繁に紹介されているものの一つである。最も代表的なものが、証券法・証券取引所法などの法律に基づく SEC 規則の制定であるが、実際の SEC の準司法的活動の内容は多岐にわたる。

#### ① 法令委任による規則制定

SEC が管轄する法の多くの条文は、その具体的な内容を SEC 規則で定めるように委任している。そのような場合、SEC は法律に基づいて規則を制定し、その具体的な内容を定める。この場合、SEC 規則は、法律によって委任された範囲では法律と同じ効力を持つことになり、権限としては非常に大きい。

#### ② 法解釈に関する規則制定

SEC は、①に加えて法文に関する解釈を提示するための規則制定を行う<sup>(3)</sup>。これは①とは異なり、あくまでも解釈であって法と同じ効力を持つわけではないが、法執行機関が提示する解釈であるので、実務的な意味は大き

い。また、連邦裁判所もSEC解釈を尊重する傾向にあるとされる。

### ③ 解釈リリースの発行

法的拘束力は劣るが、ガイドラインや新ルール採用時に説明的な位置づけとして解釈通牒 (Interpretation Release) の形でしばしば発表される。同様なものに会計通牒 (Accounting Release)、訴訟通牒 (Litigation Release) がある。さらに位置づけの低いものとしてSECスタッフによって発表される法律告示 (Staff Legal Bulletin) であり、いずれもSECウェブサイトにも発表される。

### ④ ノー・アクション・レター

先例的意味合いはさらに低い<sup>4</sup>が、実務的によく用いられるものとしてノー・アクション・レターが挙げられる。これは、市場参加者が取引や商品の内容についてSECに対して事前に説明を行い、法律上の判断を求めるものである。SECは、申請者から出された事実に基づいて、法律上のアクションを起こさない (あるいは一定条件が遵守されれば起こさない) といった回答を示す。これは、SECの正式の判断ではなく、スタッフによる非公式な回答であるとされ、一般化はできず、裁判所も尊重姿勢を見せるわけではない。もともとノー・アクション・レターで示した非公式な判断を集積して、後に規則制定に至る場合もあり、SECスタッフの判断を知る材料<sup>4</sup>となりうる。

## (2) 監督機能

SECの行う広い意味での監督機能の第一は、SECの登録・許認可権をもとにしたものである。すなわち、SECはその監督下にあるものに対して、業務停止などの行政上の制裁権を有しているため、こうした制裁を背

景に監督機能を果たすものである。具体的には、登録義務などが課されている証券会社、投資会社、投資顧問会社その他、証券取引所、証券業協会、会計士が対象となる。SECは法に基づいて、業務停止や登録の取り消しといった制裁を行う。

また、SECが持つ特殊な権限として、SECとの業務を行う弁護士や会計士に対して、対SEC業務の停止などの制裁権がある。これは、弁護士や会計士などが、法律違反の嫌疑者の側にたつてSECと交渉する業務を行う場合にはあらかじめ登録が必要であることから、この対SEC業務登録の停止が可能であるとされる。

### (3) 法規執行活動

SECは、証券市場の機能を維持し、透明性を確保することで投資家保護を実現するために管轄する法律の違反行為を取り締まり、調査を行う権限を持つ。この法規執行活動のために、SECは具多様な手段を有している。

#### (A) 刑事手続きを求める手続き

SEC自身は刑事訴追権を持たず、刑事捜査(身柄拘束、家宅搜索)権もないため、具体的には司法当局に刑事訴追を求めて告発したり、通常の監督業務から得た情報を提供するといった形となる。したがって、これは刑事手続きを求める手続きということになり、SEC自身が刑事手続きを行うわけではない。

#### (B) 行政手続き

SEC内部の行政審判官(Administrative Law Judge)が行う。調査の結果、違法行為が認められた場合、担当者(行政手続)が審判官に処分案を含めて事案を持ち込み、審判官は事実認定と一次審決を出す(これらの手続きは、行政手

続法に依る<sup>(5)</sup>。具体的にSECにとって利用可能な制裁手段として、①排除命令（証券法に違反する者であれば、直接の監督下にならない者でも対象となり、不当に得た利益の没収（disgorgement）権限あり。排除命令に違反すれば、後述の民事制裁金を課すことができる）、②停止命令、③有価証券報告書等の訂正命令、④弁護士等に対するSEC業務禁止・停止命令がある。なお、この排除命令は、民事手続きにおける差止命令にあたるが、裁判所での手続きを経ずSEC内部で審判が行われることから、法令違反の程度がより軽い、あるいは技術的性格が強い場合に対象となり、「利益没収」や「業務停止命令」と共に出されることが多い。

### （C）民事手続き

SECの行う民事手続きの中心は、①差止命令であり、SECが連邦裁判所に対して連邦証券規制の違反・将来の違反行為の差止めを求めて民事訴訟を起こすものである。これは違法行為を止めさせることが目的であり、制裁的意味はないため、付随的に、資産凍結（違法利益の没収のため）、違反にあたる契約の取消命令、研修計画やモニタールのためのコンサルタント任命などの命令が併出されることが通例である。②裁判所に対し民事制裁金の賦課の請求を行う。この訴えは、行政手続きが基本的に直接監督下にある証券会社などだけを対象とするのに対して、証券諸法の違反者なら誰でも対象となるため適用範囲が広い。③裁判所に対し業務停止・就業禁止を求める。相手が争う姿勢の場合でも裁判所に停止を求める権限であり、一九九〇年に導入された。

なお、SECは以上のような刑事、民事、行政手続きによる法規執行活動の開始前に、なんらかの形で法令違反の感触を得るのが通例であるが、その場合、まず非公式調査が行われる。これは委員会の承認なく、法規執行局の調査担当職員の判断で開始され、任意での事実確認が中心となるもので、公式調査をするかどうかの判断のために行われる。公式調査が必要との判断がなされれば、召喚状を発する権限のある公式調査が開始される。S

ECは違反の公表権を持っており、違反の可能性が公表されると、違反嫌疑者のビジネスに打撃であるので、公示調査の段階で和解を選ぶことが多いとされる。

#### 4 証券取引等監視委員会の活動

以上のようなSECの活動に対して、わが国でこれに相当する活動を行っているのは証券取引等監視委員会である。証券取引等監視委員会は、証券・金融不祥事を契機に証券市場の検査監督体制についての議論を契機に、国家行政組織法八条に基づく委員会として、一九九二年に設立された。その後、平成一〇年六月に金融監督庁が設置され、従前の体制のまま金融監督庁に移管、さらに平成一〇年二月に金融システムの早期健全化のために金融再生委員会が発足すると、金融監督庁と証券監視等委員会は金融再生委員会へ移管された。平成十二年七月に大蔵省金融企画局が担ってきた金融制度の企画・立案に関する事務が移管されて新たに金融庁が発足すると、証券監視等委員会は金融庁に移管。平成一三年一月に金融再生委員会が廃止され、金融庁が内閣府の外局になるという経緯を経ている。

証券監視等委員会が行う業務は、取引審査、証券検査、課徴金調査・有価証券報告書等検査、反則事件の調査、勧告・建議の五つに分けることができる。

(1) 取引審査 証券取引法、外国証券業者に関する法律(外証法)、金融先物取引法(金先法)によって内閣総理大臣および金融庁長官から委任された権限に基づいて、株価操作などの不正取引が疑われる場合に、証券会社、自主規制機関(証券取引所)などから有価証券の売買取引等に関する報告・資料徴求、取引内容の審査を行うことにより日常的な市場監視を行っている。とりわけ、証券取引所や証券業協会などの自



主規制機関とは緊密な情報交換を行っていると考えられる。

- (2) 証券会社に対する検査 証券取引法、外証法、金先法、投資信託及び投資法人に関する法律、有価証券に係る投資顧問行の規制等に関する法律などによって内閣総理大臣および金融庁長官から委任された権限に基づいて、これら証券会社等に対して臨店等により検査を行っている。具体的には証券取引の公正確保のための規制の遵守状況、証券会社等の財務の健全性、対顧客業務のあり方などが検査される。

- (3) 開示検査 二〇〇四年の証券取引法等改正によって開示制度の検査権限が金融庁長官から委任されたことに基づき、有価証券報告書・届出書、発行登録書、公開買い付け、大量保有報告書などの提出者に対して報告・資料を徴求し、帳簿書類の検査を行う。

- (4) 課徴金調査 二〇〇四年の証券取引法改正によって、犯罪抑止の目的で違反行為に対して課徴金を徴収する制度が導入され、相場操縦、内部者取引、風説の流布、偽計取引などの違反行為および虚偽の有価証券届出書の提出がその対象とされた。翌年の改正で、対象が有価証券報告書等の虚偽記載にも拡大された。委員会は、質問、報告や資料の徴求、帳簿書類の検査を行う権限を持つ。

- (5) 犯則事件の調査 有価証券報告書等の虚偽記載、損失補填、相場操縦、インサイダー取引など取引の公正を害する行為に対して、犯則事件として調査を行う権限を持つ。任意調査として質問、検査、領置等を行うほか、裁判官の発する許可状によって臨検、搜索、差し押えといった強制調査を行うことができる。犯則が確認された時は、検察に告発する。

- (6) 勧告・建議 上記の検査等により問題点を発見した場合に、内閣総理大臣および金融庁長官に行政処分その他の措置について勧告することができる。行政処分の他、自主規制機関に対して処分遂行を求める、課

徴金の納付を求めるなどである。勧告が具体的な事例に則した措置であるのに対して、建議は制度変更など必要と認められる施策を提言することである。

## 5 日米比較

わが国の証券取引等監視委員会については、アメリカSECとの比較で多くの不十分な点があると指摘されている。よく言及されるのがマンパワー不足であり、SECが三一〇〇人のスタッフを擁しているのに対して、証券取引等監視委員会は昨年度で五〇〇人あまりに過ぎず、圧倒的なマンパワーの差がある。しかし、日米の違いはこうした単純な規模の問題にとらえることはできない。

たとえば日本では、監督対象である証券会社や自主規制機関等以外の者については規制手段がないことも指摘される。銀行、証券、保険など業態が融合するなかで、業態に関わらず金融市場全体を規制対象とすべきであり、規制対象の拡大が必要であるとする意見も多い。さらに、委員会の権限面でも大きな違いがある。まず、証券取引等監視委員会には規則制定権がないこと、課徴金制度が導入されたとはいえず、犯罪の抑止力の点で不十分であり、アメリカのように民事制裁金を求める訴えを起こすことができないこと、課徴金として徴収した資金を犯罪被害者に分配する制度がないことなどである。

一方で、裁判所の許可状をとることで、実質的に刑事捜査権がある点は日本の方が権限の強い点とされるが、アメリカでは召喚状に基づく証言や、書類提出に法的拘束力がある点（召喚に応じない場合に法廷侮辱罪の対象となる、虚偽の場合には刑事犯罪に問われるなど）も指摘されており、比較は難しいのが実情である。全体的に見て、日本の法規執行手段の中心は刑事告発と検査であるのに対して、アメリカでは民事訴訟が重要な位置を占

めている点は注目すべきであろう。今後、事後救済的な制度の必要性が高まることが予想される中で、どのようなエンフォースメント手段がより効果的であるかについて、総合的な議論が求められる。

注

- (1) 西村(二〇〇三) 参照。
- (2) 一八の事務部門は、Office of Chief Accountant、Compliance Inspections and Examinations、Financial Management、Economic Analysis、Equal Employment Opportunity、the Executive Director、Filings and Information Services、General Counsel、Information Technology、Inspector General、International Affairs、Investor Education and Assistance、Legislative Affairs、Public Affairs、the Secretary
- (3) たとえば、SECは一九九八年のATS規制において、一九三四年証券取引所法における取引所の定義に関する解釈規則を制定した。これは証券取引所法の取引所定義に曖昧な点があり、情報技術の進展で新たに登場した電子取引システムを包摂するかどうか疑問が生じたために解釈を明確化したものである。
- (4) ノー・アクション・レターについては、橋本(一九九八)に詳しい。
- (5) 西村(二〇〇三)によると、SEC自身が原告(案件を持ち込む調査担当者)と裁判官(行政審判官)を兼ねること、調査対象者側に証拠開示請求権がない、時効がないなどの批判があるとされる。嫌疑者は委員会に上訴可能で、再審査結果が最終の命令となる。さらに控訴する場合は連邦高等裁判所へ訴え出ることになる。

参考文献

- ・坂田雅裕（一九九三）『証券取引等監視委員会―日本版SECの誕生』大蔵財務協会
- ・証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況」各年。
- ・西村尚剛（二〇〇三）「米国の証券市場規制について」PRI Discussion Paper Series No.03A-08、財務省財務総合政策研究所研究部。
- ・橋本基美（一九九八）「ノー・アクション・レターの実態」『資本市場クォーターリー』一九九八年夏号。

（しみず ようこ・客員研究員）