

証券市場不正に対する SEC の法執行権限の展開

——2002年米国サーベンス・オクスリー法制定前後を比較して——

柿 崎 環

要 旨

証券市場の不正に対する法執行制度には、一般に刑事責任・民事責任・行政処分などが予定されているが、変化の激しい証券市場を規律するためには、柔軟で機動的な法執行権限を有する独立した規制機関が必要となる。本稿では米国の SEC が有する法執行権限の展開を、おもに1990年証券法執行救済・低額株改革法から2002年企業改革法までを対象に、各種法執行権限の目的、およびその手段との整合性等から分析し、その上でわが国の市場規制機関の法執行の現状と比較して示唆を得ることを目的とする。

第一に、90年法以前の段階では、SEC の法執行は裁判上の制度としてはインジャンクション1本に頼る状況であり、その実質は衡平法上認められた付随的救済の運用でまかなわれていたが、90年法により「不正の抑止」という観点から付随的救済で実現していた内容に実定法上の根拠が与えられ、柔軟かつ機動的な法執行制度の充実が図られた。これに対して企業改革法は、「不正の抑止」とともに「被害者救済」を重視して法執行制度を強化している。第二に、SEC の法執行制度は、大きくは財産的措置とそれ以外の措置に分けられるが、これらは証券市場の公正確保のため有機的に連関して運用されている。まず「不正の除去」は、インジャンクションと、より機動性を備えた SEC の排除措置命令により行われ、また将来の「不正の抑止」のために、財産的措置としては、不当な利得の吐き出しおよび民事制裁金制度が用意され、財産的措置だけでは「不正の抑止」の効を奏さない者に対しては、取締役・役員の就業禁止命令などの実体的な措置が認められるようになった。これに対して「被害者救済」の目的は、従来は被害投資家による民事責任の追及が基本であったが、違法行為者の資産散逸や私的証券訴訟改革法などの影響から「被害者救済」を実現するには問題が多く、そこで企業改革法は「被害者救済」の実効性を確保するため公正基金制度を導入し、その前提を担保するべく一時的支払凍結請求権限を SEC に認めた。第三に、「財産

的措置」により得られた資金については、従来、民事制裁金は国庫に納められ、また吐き出し利益についても、十分に「被害者救済」に用いられない場合もあった。しかし企業改革法は、この両者の資金を「被害者救済」に充てることを明確にした。「不正の抑止・制裁」という制度目的との関係では、手段との整合性に「ねじれ現象」があるが、公共財としての証券市場の公正性を確保する、より高次の目的を達成するために「被害者救済」にも柔軟に活用することを認めたものと言える。

目 次

- | | |
|-----------------------------------|----------------------------|
| I. 序論 | 1. 企業改革法制定前後の SEC の法執行の運用 |
| II. SEC の法執行権限の展開 | 2. 企業改革法制定による SEC 法執行権限の強化 |
| 1. 1990年以前の SEC の法執行権限 | |
| 2. 証券法執行救済・低額株改革法制定による SEC の法執行権限 | IV. 結語にかえて |
| III. 2002年企業改革法制定後の SEC の法執行権限 | 1. 米国法のみ |
| | 2. 日本法への示唆 |

I. 序 論

エンロン・ワールドコムなどの未曾有の証券市場不正が明るみに出て以来、米国は驚くほどの迅速さをもって、2002年サーベンス・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002 ; 企業改革法) を成立させた¹⁾。現在、米国は証券市場に対する信頼の崩壊を食い止め、証券市場の機能回復に向けて全力を挙げて立ち向かっているように思われる。企業改革法が目指したのは、証券市場に提供される財務情報の信頼性の確保と、それに貢献する企業がバナンスを立て直し、もって公正な証券市場の機能回復を図ることであったが、こうした実体的な法制度は、その裏面で法執行 (enforcement) の諸制度が充実していることを必要とする。

もとより、証券市場規制の違反者に対する法執行制度としては、一般に、刑事責任、民事責

任、および行政処分、ならびに自主規制機関による処分などが予定されているが、こうした諸制度のうち、今後は、多彩な行政処分権限を有する市場規制機関による各種の法執行がきわめて重要な役割を果たすものと思われる。これは、証券市場の急速な拡大とともに、証券市場の有する公共財としての法益価値に変化が生じており、変化の激しい証券市場において、ルール・メークと同時に、日々法執行を行い、市場の現場で制裁を課していくことのできる規制機関の存在が不可欠だからである²⁾。

わが国の市場規制機関としては、現在、金融庁と証券取引等監視委員会が存在しているが、周知のとおり、市場規制機関の法執行の中核となる行政処分権限と行政処分の前提となる犯則事件の調査等の権限とはこれらの機関に分属しており、また法執行権限の内容も、平成16年証券取引法改正により課徴金制度が導入されたものの、いまだ限定的と言わざるを得ず、機動的

な法運用が十分に果たせるとは言い難い状況にあるように思われる。

こうしたわが国の状況に対して、米国では、権限の充実度や機関の規模（予算・職員数）の面でも圧倒的に勝る合衆国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission ; SEC）が、証券諸法における法執行の中核を担っている³⁾。SEC が有する法執行権限には多彩なものがあるが、その目的は、証券市場に対する不正の「抑止」、不正の「除去」、および不正によって阻害された市場機能の「原状回復」であり、その一環として「被害者救済」が位置づけられる。こうした法執行の目的の実現手段は、大きく財産的措置（不当利益の吐き出し（disgorgement）、民事制裁（civil monetary penalty）、公正基金（fair fund）の創設など）と、それ以外の措置（インジャンクション（injunction）、排除措置命令（cease and desist order）、取締役・役員の就業禁止（officer and board bars）等）に分けられるが、市場における不正の性格や重大性の程度ならびに違法行為者の属性等に応じて、適合的な手段が SEC および裁判所によって選択されている。そして、最近の SEC の法執行制度の設計・運用は、そうした目的と手段の適合性を柔軟に再構成し、より高次の目的である「公共財としての証券市場の機能を実質的に確保する」方向を目指しているように思われる。

とりわけ SEC が近時注目しているのは、機動的な法執行の確保を目的とした「リアルタイム法執行」である。このアプローチは、前 SEC 委員長であったハーベイ・ピットにより 2002 年に提唱されたものであるが⁴⁾、現在の SEC も基本的にはこのアプローチの延長線上で法執行の運用を行っている。その内容は、第

一に、迅速に証券市場の違法行為を差止めることにより、不当な利得を保有する違法行為者の資産の散逸を防止すること、第二は、規制対象者に対して、タイムリーに問題のある行為を開示させ、一般投資家が十分な情報を入手した上で投資判断が行えるようにすること、第三は、規制対象者が、重大な詐欺を行い、投資家の信頼を繰り返し損ねた場合、あるいは SEC の調査手続を阻害しようとした者には、迅速かつ厳格な制裁を課すことによって将来の不正行為を抑止することである⁵⁾。

こうした課題への対応は、IT 技術の進歩を挙げるまでもなく、時々刻々変化する証券市場を規制対象とする資本市場法制においては、むしろ本質的な要請といえる。他方、そうした強制的措置を含む法執行に対しては、被執行者に対する手続的保障の確保も忘れられてはならない。もっとも機動的な法執行が図られなければ、結果的に制度の実を無にするような場合、あるいは、著しく証券市場の公益的価値を害する恐れのある場合には、事前の手続的保障は一定の制約をうけ事後的救済によらざるを得ないこともあろう。米国は、こうした要請をどのように受けとめ、法執行制度を展開させてきたのであろうか。本稿では、SEC のこれまでの法執行権限の展開、とりわけ、1990 年証券法執行救済・低額株改革法（Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990 ; 90 年法）から、企業改革法による新しい法執行制度までを主な検討対象として、市場不正の「抑止」および「除去」ならびに「原状回復」ないし「被害者救済」といった各種の目的をより実効的に実現するために、米国法は法執行制度の「機動性」「柔軟性」をいかにして確保していったのかを分析してみたい。そして、

そこからわが国における市場規制機関がもつべき法執行権限のあり方について示唆を得たいと考えている。

II. SEC の法執行権限の展開

1. 1990年以前の SEC の法執行権限

90年法および企業改革法による法執行制度の改革について検討する前に、90年法以前の SEC の法執行権限の内容について触れておく⁶⁾。SEC は、その市場規制機関としての任務の遂行のために、まず証券諸法違反に対する調査権限が与えられており (1934年証券取引所法 (34年法) 21条 a 項)、任意の調査から始まり、正式調査へと進められる。その過程で、SEC は法執行対象者との和解によって、執行手続を終了させることが極めて多い。というのも、和解において、被執行者が違法行為の事実を肯定も否定もしないまま、以下に述べるインジャンクションや付随的救済の内容に同意させるという手法をとることで、被執行者にとっては、その後の株主などからの民事訴訟を回避でき、SEC にとっても、限られた SEC スタッフで、多くの証券訴訟を遂行する困難を回避しつつ、法執行の内容を実質的に実現することができるからである。

次に、SEC の法執行権限の基本として挙げられるのは、インジャンクションである。これは、証券諸法の違反行為および将来の違反のおそれがある場合に、SEC が連邦地方裁判所に対してその差止めを請求する権限を指す (34年法 21条 d 項等)。このインジャンクション訴訟にともなう、SEC は、付随的救済 (ancillary relief) とよばれる命令を裁判所に請求す

る権限を、衡平法上、認められてきた。この付随的救済の内容は多彩であり、むしろ SEC は付随的救済を目的にインジャンクションの申立てをすることも少なくない。歴史的には、法執行対象者の財産管理のために「財産管理人 (receiver)」の選任を裁判所に求めることが、付随的救済の原型であったようである⁷⁾。

しかし、外部者である財産管理人による財産管理は、経営者以外の者による企業支配といった印象が否めず、会社の信用や継続性に与える影響から投資者の拒否反応が強く、むしろ更生プログラムなどの提示や独立した取締役の任命など、健全な経営組織への回復を目的としたガバナンスに対する関与という内容の付随的救済へと繋がっていった⁸⁾。他方、不正のなかった状況に戻す意味での「原状回復」を目的とする付随的救済には「不当利益の吐き出し」や、証券諸法違反の契約の取消 (34年法 29条)⁹⁾などが挙げられる。もっとも市場の急成長とともに内部者取引などの不正が激増するようになり、その抑止を目的に、裁判所に対して民事制裁金を求める SEC の法執行権限が、1984年の内部者取引制裁法 (Insider Trading Sanctions Act of 1984 ; 84年法) において認められた¹⁰⁾。これにより、内部者取引など限られた重大な不正の場合には、SEC が付随的救済として対処してきた内容に対して、実定法上の根拠が与えられたことになる。

しかし、内部者取引に限らず市場不正の常習犯に対しては、単なる不正利益の吐き出しで対処したのでは、将来の違法行為に対する抑止力が乏しい反面、ブローカー・ディーラーの登録停止・取消しや営業停止等の命令は、責任のない従業員や株主に多大な影響を与えることとなり、硬直的で厳しすぎる処分となる場合もあっ

た。また1980年代の証券市場の巨大化・複雑化を前に、SEC の法執行能力は限界にあり、当時の SEC の職員・予算では、到底、証券市場不正に対処しえない状況に達していたため、違法行為の抑止力を高める法執行手段の強化を早急に図る必要があった¹¹⁾。こうした問題に対して、法改正の直接の契機を与えたのは、1987年のトレッドウェイ委員会報告であったといわれる¹²⁾。そこでは「不正な財務報告を減少させるため、民事制裁金を課し、取締役としての就業を禁止し、排除措置命令を発する権限を SEC に認めること」が連邦議会に提言されたが、SEC は、さらに証券詐欺だけでなく、より広範囲な証券諸法一般の違反行為に対しても法執行権限の強化を図るように議会に働きかけた。これに応える形で制定された90年法は、SEC の法執行権限を大幅に拡大し、個々の事案に即して対応できるような機動性・柔軟性を備え、違反行為に対する抑止力の増大を図ろうとするものであった。以下では90年法によって拡大された SEC の具体的権限をみていくこととする。

2. 90年法による SEC の法執行権限

(1) 排除措置命令

90年法¹³⁾制定以前には、前述のように内部者取引を除いては、SEC は専らインジャンクションを請求する訴訟により継続的違反行為に対処してきた。しかし、インジャンクション訴訟は、第一に、その他の法令との関りから不適切な副作用をもたらす場合があること¹⁴⁾、第二に、訴訟の長期化の恐れがあり迅速に違法状態を除去するには適当でないなどの理由から90年法は、SEC に、連邦証券諸法違反者に対して、暫定的または終局的な排除措置を命令する

行政処分権限を付与した(34年法21C条等)。これにより SEC は、行政手続により直接、違法行為の差止め、将来にわたる法遵守を命ずる機動的な法執行権限を得たことになる。終局的排除命令は、証券諸法違反者に対して、告知聴聞の機会を与えた上で行使される。これに対して暫定的排除命令は、ブローカー・ディーラー、その他 SEC や自主規制機関の規制対象となる業者のみを対象として、SEC が当該違反行為に起因して、資産の重大な浪費や横領、投資家に対して重大な損害を与えるおそれがあると判断する場合には、告知聴聞の機会なしに排除措置命令を発することができる(34年法21C条c項1号等)。ただし、この排除措置命令に不服がある被審人は、命令後、10日以内に審問の開催を要求でき、さらに SEC の決定に異議がある場合には、連邦地方裁判所に司法判断を求めることができる。また、被審人が、排除措置命令に従わない場合には、SEC は、暫定的・終局的いずれの排除措置であっても、連邦地方裁判所にその執行命令を求めることができ、その違反は、裁判所侮辱罪の対象となるとともに、連邦地方裁判所に対する民事制裁金の賦課の請求等により、その実効性を担保されている(34年法21条d項3号A等)。

以上のように、排除措置命令の導入により、SEC の法執行の基本である市場不正の「除去」について、裁判所を介さずに SEC が直接、権限行使できるようになったことは、機動的な法執行の要請に適うものである。また暫定的排除措置命令についても、公益に反する緊急の事態が生じている場合には、事前の手続的保障の要請は相対的に退き、事後の審判に代えられている点に留意したい。

(2) 会計説明および吐き出し権限

次に、従来からSECは、インジャンクショ
ンにともなう不当利益の吐き出し命令を裁判
所に請求する権限を付随的救済のひとつとして
認められてきた¹⁵⁾。もともと、吐き出しは、衡
平法上、原状回復 (restitution) の一環として
判例法により確立されてきたものであるが、不
正行為の被害者が被った損失を償うための民事
訴訟上の補償や賠償とは異なり、その目的は被
告が不正に得た利得を放棄させることで、当該
違法行為者の再犯を予防し、一般的にも違法行
為の抑止を期待するところにある。裁判所が、
SECの請求を受けて吐き出し命令を発するの
は、SECが、被告の違法行為と吐き出し総額
との間にそれほど厳格ではない因果関係
(causal connection) があるという事実を示
した場合であり、その額は、違法行為から被告
が享受した利益の範囲内でのみ認められる。か
りに被告が得た利得が請求額よりも少額である
と主張する場合には、その立証責任を被告が負
うことになり、実質的に挙証責任の転換が図ら
れている。

こうした吐き出し命令は、とりわけ、内部者
取引の救済のため重要な法執行手段として活用
されてきたが、市場不正の抑止力強化のため
に、90年法により、その適用範囲が拡張され、
SECは、規制対象の法人および個人に対し
て、排除措置命令、またはその他の行政処分と
の関連において不当な利得の会計説明と吐き出
しを求める権限が与えられた (34年法21B条e
項等)。これにより、SECは裁判所に請求する
だけでなく、直接、吐き出しを命じる明文の根
拠が与えられたことになり、市場不正の抑止力
の強化とともに、より機動的な吐き出しの法執
行が可能となったといえる。また裁判所または

SECが、受領した吐き出しの利得は、裁判所
から任命された弁護士が管理して、「被害者救
済」にあてることができるが、配分した後の残
額、または被害者が不特定多数であったり、あ
まりに多数のために一人あたりの分配額が過少
となり申し出がないといった場合には、その吐
き出し分は国庫へ納められることになる。した
がって、少なくともこの時点までの吐き出しは
あくまで違法行為者に不当な利益を留めないとい
う不正抑止目的が前面にでており、「被害者
救済」は二次的な問題に過ぎないと考えられて
いたことに留意すべきである¹⁶⁾。

(3) 民事制裁金

さらに不当な利益の吐き出しだけでは、市場
不正の抑止力としては、十分でない場合があ
る。とりわけ証券市場の犯罪による不当な利得
が巨額化すると、その抑止効を吐き出しだけに
求めたのでは「やり得」を助長することにもな
りかねない。そこで、より抑止力を強化するた
めの財産的措置として民事制裁金の賦課が考え
られる。もともと、SECの法執行として民事
制裁金が認められたのは、前述の84年法に遡
る。その後、さらに90年法では、民事制裁の適
用範囲を拡大して、SECに、あらゆる連邦証
券諸法違反に対して民事制裁金を課すことを連
邦裁判所に請求する権限を付与した (34年法21
条(d)等)。この民事制裁金は、90年法では、内
部者取引以外の民事訴訟において民事制裁金の
最高額を定め、以下の三段階に分けて適用され
ることになった。すなわち、第一は、単なる違
反の場合、第二は当該違反が詐欺などを含む違
反の場合、第三は前述の一、二段階の場合で、
かつ第三者に多大な損失を、またはその恐れを
生じさせた場合である。民事制裁金の総額は、

違法行為（前述の三段階）および違法行為者の性格（自然人・法人）により、それぞれの事案の内容に応じて決定される。さらに裁判所は、被告の得た「金銭上の利益の総額」に相当する民事制裁金を課すことも可能である（34年法21条d項3号B）。

さらに SEC は行政処分においても、①証券諸法を故意に違反した場合や、②その教唆・幫助を行った場合、③SEC に対する提出書類に不実の記載を行い、また要報告事項を報告しなかった場合、ならびに④規制対象者の監督下にある者が証券諸法違反を犯したときに、その規制対象者が監督義務を怠った場合で、かつ民事制裁金の賦課が「公益に資する」と判断される場合には、その規制対象者（法人、個人を問わない）に対して民事制裁金を課す権限を付与されている（34年法21B条a項等）¹⁷⁾。ここでは、とりわけ③④の帳簿義務の懈怠や規制対象者の監督義務違反の場合など、法遵守のための整備を怠ることで利益を得ようとする違反者に対しても民事制裁金を課して不正の抑止を図り、不実情報が証券市場に提供されないような基盤の整備を企業に促したという点が注目される。さらに差止命令やその他の付随的救済が認められない場合でも、事案に応じて民事制裁金を課すことが認められるため、機動的かつ柔軟な法執行という観点からも SEC の法執行力を高めたものと評価される¹⁸⁾。また前述のように、裁判所による民事制裁金は、違法行為によって被告の得た不当な利益の額が法定の金額を超えている場合には、その不当な利益が制裁の上限額となるが、行政処分による民事制裁金の場合には、法定の金額のみが上限となる点に違いが見られる。この点は、民事制裁の賦課に裁判所の事前のコントロールが及ぶか否かによ

り、対応を異にしているものと考えられる。なお徴収された民事制裁金は、吐き出しの場合とは異なり、90年法の時点では、すべて国庫へ収められる。

（４） 役員および取締役の就業禁止

インジャンクションにともなう付随的救済として財産的措置だけではその効を奏さず、将来にわたって不正が行われる恐れが高い場合には、不正行為の差止めだけでなく、不正の危険をもたらす主体を証券市場から排除する手段として、個人の活動に制限を課するような実体的措置が必要となる場合がある。90年法は、1933年証券法（33年法）17条a項1号および34年法10条b項、ならびにこれらの規定に基づくルールの違反者に対して、裁判所が、取締役または役員としての就業には「著しく不適格」と認めた場合に、公開会社の役員または取締役としての就業を禁止する権限を裁判所に付与した（34年法21条d項等）。

90年法制定以前においても、すでに連邦裁判所は、付随的救済の一環として取締役・役員の実業禁止を命じていた¹⁹⁾。しかし直接、公開会社の取締役・役員の実業禁止を認めた規定はなかったため、将来にわたる職務活動の制限を合理的に理由づけるには不十分であり、90年法により権限の根拠が実定法化されたことの意義は大きい。

もっとも、90年法の原案段階では、機動的な法執行を可能とするために SEC の行政処分において SEC 自身に、取締役の実業禁止命令を認めようとしたが、これには公開会社の取締役の資質を判断する最終機関としての SEC の妥当性に疑問が呈され、またそうした権限を実定法上認めることは、株主権や州法上の問題への

介入となるおそれがあるという批判がなされた²⁰⁾。最終的には、裁判所のみがこの権限を有することとなり、かつ詐欺関連条項違反者にその対象を限定し、加えて適用要件として「著しい不適格性」を課して、その権限に制限を加えている。こうした「著しい不適格性」の要件の導入は、SECが従前から付随的救済を通じて、州法上の領域に実質的に介入している状況に対して一定の歯止めをかける意図もあったようである。他方で、連邦議会は、こうした株主権の侵害という批判に対して、取締役の就業禁止命令に関しては、当該会社の株主の利益にとどまらない公益性が問題となり、証券市場の公正性を阻害する恐れのある経営者から一般投資家を保護する必要があることから、単に株主の自律的な選・解任権の行使にのみ委ねられる事柄ではなく、裁判所による関与が必要であると考えた²¹⁾。

では、どのような場合に「著しい不適格性」の要件が充たされたといえるのだろうか。これについては、条文上は明示されず、解釈に委ねられていた。そのため92年に公表されたBarnard論文²²⁾が「著しい不適格性」を判断する7つの判断基準を示したところ、93年のShah事件²³⁾において、ニューヨーク南部地区連邦地裁がその判断基準を6つの要素に整理して採用し、以後、多くの裁判所がこの「著しい不適格性」を判断する6つの基準を採用することとなった。その基準の構成要素とは、第一に証券諸法違反行為の悪質性、第二に被告の常習犯性、第三に不正を行った際の被告の役割や地位、第四に被告の悪意性の程度、第五に被告が違法行為によって得た経済的利益、第六に違法行為が将来も起こりうる可能性にまとめられる²⁴⁾。その後、多くの裁判所はこれらの要素に

照らして、取締役としての「著しい不適格性」を判断するようになっていった。そのため、当時のSEC法執行部門長Steven M. Cutlerは、「SECが取締役の就業禁止命令を裁判所から得るために、合理的とはいえないほど高いハードルが存在している」と批判しているように²⁵⁾、法執行の機動性を著しく制約するものといえた。たとえば、ある取締役が刑事上の責任が問われるほどの重大な不正を行っていたとしても、裁判所は、SECによる「著しい不適格性」基準の立証が不十分であるため取締役・役員の就業禁止命令の発令を拒否する場合もあった²⁶⁾。90年法制定当時、議会の意図した本条の立法趣旨は、裁判所の関与を認めつつも、SECによる取締役・役員の就業禁止請求を認めやすくし、SECの法執行権限の機動性を強化することにあったことからすれば、SECにとっても裁判所のこのような運用は予定外ということになる。こうした厳格な裁判所の態度によって、その後のSECによる取締役の就業禁止命令の請求が認められず、その結果SECの法執行活動に著しい支障が生じていることに、次第にSECの不満が募っていったと考えられる。

(5) 小 括

以上、90年法におけるSECの法執行権限の拡大は、おもに市場不正の「抑止」目的に重点がおかれたものであったが、これまでインジャンクションとともに付随的救済として裁判所に請求し認められてきた内容が、SECによる直接の法執行権限とされ、あるいは実定法上の根拠が明確になることで、より一層、機動的で柔軟な法執行の手段を確保できるようになったといえる。

その後、1995年の連邦私的証券訴訟改革法 (Private Securities Litigation Reform Act of 1995) および1998年連邦証券訴訟統一基準法 (Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998) の制定²⁷⁾により、証券詐欺に対する民事訴訟の濫訴防止の観点から、クラス・アクションによる連邦証券諸法に基づく民事責任の追及が認められにくくなったことが影響してか、SEC の法執行は、証券不正による「被害者救済」にも重きをおくようになっていく。以下では、2002年の企業改革法において、より実効的に SEC の法執行が行われるよう工夫された法執行権限の改革についてみていきたい。

Ⅲ. 2002年企業改革法制定後の SEC の法執行権限

1. 企業改革法制定前後の SEC の法執行の運用

90年法により、民事制裁金の賦課権限が SEC に与えられた後も、SEC は、それほど巨額の民事制裁金 (monetary penalties) を証券市場不正の事案に対して課してこなかった。こうした SEC の方針は、これまで「訴訟において重大なペナルティを課すことに消極的」な姿勢をとってきた連邦裁判所のあり方に少なからず影響されたものであるとされる²⁸⁾。すなわち、民事制裁金を規制対象である個人ないし会社に対して課すことは、理論上すでに会社の違法行為により損害を被っている株主に対して、さらに悪影響を与えかねないとされていたからである。

しかし、2002年9月以降、こうした消極的姿勢は一変した。SEC は、証券不正に対して民

事制裁金を課す際に、従来の抑制的態度を捨てて、これまでの法執行の展開の軌跡とは逆の方向へ歩み始めたのである。その理由は、エンロン・ワールドコムなどの企業不祥事の続発の影響もさることながら、最近五年間の SEC 法執行の状況調査によると²⁹⁾、被執行者の支払不履行や支払能力不能などの事態に陥る例が多く、いかに充実した法執行制度を整備したところで、その実が確保できないのでは意味がなく、また市場機能の回復という視点からみても被害者救済が不十分であることは、投資家の市場に対する信頼という面からも問題であったからである。したがって、法執行制度の実質を確保するため、目的と手段の整合性を柔軟にとらえて、既存・新設制度の実効的な運用に目を向けるようになっていったと考えられる。

この点は、序論でのべた SEC 前委員長のハーバー・ピットが言及した「リアルタイム法執行」のアプローチにもよく現れている。このようなリアルタイム法執行は、問題のある行動に関する情報を迅速に市場へ伝達することにより、投資家による投資判断の前提となる情報について、内部者との不均衡をできる限り是正することを目指している。リアルタイム法執行の具体策として、これまで SEC は、暫定的排除措置命令やそれにとまなう資産凍結命令を付随的救済として駆使することで、違法行為者の資産の散逸防止を図ってきたが、近年はさらに、調査活動に焦点をあてている。すなわち SEC は調査の実施を期限付きで行い、この期限に合理的理由なく違反した者に対しては、連邦裁判所に召喚状の送達を求め、また SEC の調査妨害を行った者に対しても、厳しいサンクションを課すなど厳格な態度で臨み、他方、不正行為の情報提供者に対しては、最大級の報奨で酬い

ることとした。こうした方法の実施により企業による自発的で迅速な情報提供が以前よりも促進されているという。また、事案の一部を分割して処理し、調査活動を継続したまま、違法行為者を会社、役員、監査人などカテゴリーにわけて順次、訴追するというアプローチを採用することにより、より迅速に、かつ実効的に事案の解決が図られているという。

以上のように、SEC は法執行権限の運用において、公正な証券市場を確保するために様々な新しいアプローチを採用してきたが、2002年の企業改革法制定は、こうした方向性を支持し、さらに SEC の法執行権限に、新たな行政手続および司法手続上の救済権限を付与するものとなった。とりわけ、証券市場の不正の抑止力を高めることに主眼があった90年法とは異なり、企業改革法では、法執行の柔軟性に配慮をしながら、その法執行の機動性を高め、「被害者救済」にも実質的に貢献することに焦点が移っているように思われる。以下では、こうした法執行の機動性・柔軟性の要請がさらに制度的に確保されつつある企業改革法の改正内容を順次検討していきたい³⁰⁾。

2. 企業改革法制定による SEC 法執行権限の強化

(1) 役員賞与および利得の会社に対する返還

第一に、企業改革法304条は、発行会社が不正行為の結果、連邦証券諸法に基づく財務報告義務の重大な違反を理由として、財務諸表上の修正を要求された場合に、CFO および CEO が、当該発行会社に対して以下の利益を返還するよう義務づけるものである。すなわち(1)修正を必要とされる財務諸表の公表後12ヶ月の間に

受領した、あらゆる賞与またはインセンティブ報酬もしくは株価連動型報酬、(2)当該12ヶ月間において発行会社の株式の売却から得られたすべての利益においてである。

この規定の直接の由来は、2002年ブッシュ大統領の10ポイント・プランにある。すなわち、ブッシュ大統領は「CEO が誤った財務諸表に基づいて利益を得ることは認められるべきではなく、CEO の賞与やその他の業績連動型報酬は、財務報告に修正がある場合や不正行為がある場合には、吐き出しが認められるべきである」と述べており、本条はこの提案を明文化したものとされている。

この規定の特徴は、吐き出しや民事制裁金とは異なり、CEO および CFO が得た一定の利得を「会社」に返還させることであり、役員の会社に対する損害賠償責任や短期売買差益の返還義務に類似の機能を有している。企業改革法制定以前においても、SEC は内部統制規定違反を理由とする法執行の付随的救済において、被執行者である CEO および CFO に、不当に得た利益を会社に対して返還する旨の命令を裁判所に請求するなどの運用を行っていたが、連邦制定法上も判例法上も、不当な利益 (improper enrichment) の認定に関する明確な定義をおいていなかった。そこで本条では、不実の財務情報が証券市場に提供されている期間に、CEO および CFO が得た利益については、業績や株価の上昇とは対応しておらず、すべて「現状回復」させるべきと考えて、返還利益の内容を定めたものと解される。もっとも、本条は、SEC 登録会社が不実の財務情報を提供した期間の CEO および CFO に課せられる結果責任であり、現在の CEO・CFO が不実の財務情報の作成に関与したことが要件とされていない

い³¹⁾。そのため、前 CEO・CFO が関与した不実開示であっても、現在の CEO・CFO は12ヶ月間に得られたすべての利得を返還すべきという厳格な解釈がなされている。そこで SEC には、相当と認める場合には、同規定の適用から免除される者を定める権限が与えられているが、その適用条件は明らかではない。条文上、会社に不正利得返還の私訴権が認められるのか明らかでないため、株主の代表訴訟が認められるのかも議論の余地があるようだが³²⁾、いずれにせよ、これまで SEC 付随的救済で運用していた、財務情報の不実開示を理由とする役員の不正利益の吐き出しについて、実定法上の根拠が認められ、不正の「抑止」が強化されたものと評価される。

(2) 「公正基金」の創設

次に、企業改革法308条は SEC による法執行において、訴訟・和解の如何を問わず、不当利益の吐き出しおよび民事制裁金の双方を得た場合には、SEC の裁量において、被告から返還された資金を、被害をうけた投資家の損害回復にあてるため、吐き出し基金に使用しうる権限を SEC に付与した。なおこの基金は寄付の受け入れも認められている。

企業改革法制定以前は、民事制裁金は、財務上の詐欺 (financial fraud) の被害者である投資家に個別に支払われるのではなく財務省に納められた。被害者株主への配分原資は、行政手続上、返還された吐き出し利益に限定されていたのである。したがって吐き出し命令が得られない場合、たとえ民事制裁金が認められたとしても、「被害者救済」という観点からは不十分という問題点が残されていた。そこで308条では、SEC が吐き出し命令とともに民事制裁

金を得た場合には、かかる民事制裁金についても被害者救済の基金に利用可能としたのである。これは、目的と手段の整合性からみると、一種のねじれが生じているが、「不正の抑止」とそれに貢献する「制裁」という目的をもつ民事制裁金という手段を、SEC は、市場不正により阻害された証券市場の機能回復というより高次の目的を達成するために「被害者救済」の目的にも柔軟に活用することを認めた改正として評価できる。

しかしながら、企業改革法の公正基金制度は、すでに問題点を抱えていることが明らかになっている。すなわち、同法308条c項は、かかる公正基金条項のしかるべき運用にむけて、SEC に対し、過去の法執行状況に関する調査を要求しており³³⁾、この調査報告の結果をうけて、さらに同条の実効性を高める立法提案もなされている³⁴⁾。とりわけ「被害者救済」の実効性確保との関連で注目されるのが、吐き出し命令の如何を問わず、単独で命じられた民事制裁金を、被害者投資家に対する損害回復の分配基金へまわす権限を SEC に認める改正案である。この改正提案の理由は、前述の調査報告書に示されている。すなわち、新設された308条において、SEC が民事制裁金を被害者の損害回復に利用できるのは、吐き出し命令が得られた場合のみであり、民事制裁金が単独でなされた場合、あるいは吐き出し命令が得られない場合には、「被害者救済」にあてられる資金の利用は認められない。しかし、財務報告上の不正や不実開示などの証券諸法違反においては、違反者が必ずしも不当な利得を保有しているとは限らないので、吐き出し命令は利用できないことになる。もっとも、こうした場合であっても市場阻害行為である財務上の不正や詐欺によ

て投資家が損害を被っているならば、その救済の必要性には変わりないはずであり、「被害者救済」のため民事制裁金の利用範囲をさらに拡張することを目的とした提案として注目される³⁵⁾。

(3) 一時的支払凍結権限

さらに前述した過去5年間の法執行状況の問題点でもある、被執行対象者の支払不能をできるかぎり回避し、不当な資産の散逸を防止するために企業改革法1103条は、一時的支払凍結権限をSECに対して認め、「被害者救済」の実効性を図った。すなわち、SECが公開会社または取締役、役員、従業員等による連邦証券諸法の違反の可能性を調査している間に、当該会社が「通例的でない支払い」を取締役、役員、従業員等に対して行う可能性がある場合には、SECは、連邦地裁に対して、当該支払金を裁判所の監督の下で第三者に45日間預託することを発行会社に義務付ける暫定的命令を求めることができるようになった。さらに裁判所は、正当な理由が示されれば、凍結命令を45日間延長することができる。かかる凍結命令の期間が終了する前に、当該発行会社またはその他の者が、証券諸法違反で起訴された場合、その凍結命令は、その法的手続の結果がでるまで効力を失わない。従来からSECは付随的救済の一部として資産凍結命令を行ってきたが、これに対して今回の改正は実定法上の根拠を与えたことになる。不当な利益の吐き出し、および民事制裁金を拠出させる公正基金制度が機能するためには、まずもって発行会社の資産を散逸させないようにすることが肝要であり、SECの法執行の機動性を確保する上でも正当化される制度である。

(4) 役員および取締役の就業禁止

以上のような「被害者救済」のための財産的措置に加えて、企業改革法は、90年法制定以前からくすぶっていた役員・取締役の就業禁止について、SECの法執行権限を強化する改革を行った。すなわち、企業改革法1105条により改正された33年法8A条f項および34年法21C条f項によれば、ある個人が33年法17条a項1号違反もしくは34年法10条b項またはこれらの規定に基づくルールに違反し、かつ役員または取締役としての「適格性」を欠くことが立証された場合には、当該個人が、公開会社の役員または取締役として職務に就くことを永久に禁ずる権限を、排除措置手続においてSECに付与している。

企業改革法制定以前に、役員および取締役の職務執行を禁止する権限が認められていたのは、連邦裁判所のみであったが、企業改革法は、SECの法執行権限を強化するため、証券詐欺禁止規定違反についてはSECに対して直接、取締役・役員の職務活動の禁止の権限を認めたものである。限られた資源を用いて法執行を行わなければならないSECが、不正の抑止力をより高めるためには、厳格な措置を講ずる手段をもつ必要が強調されたからである。

もっとも、34年法21C条等の対象以外の証券諸法違反の場合には、企業改革法305条に基づいて改正された34年法21条d項等（役員および取締役の職務遂行禁止と罰則）により、依然として裁判所の関与が必要とされている。企業改革法の立法段階では、SECは取締役・役員の就業禁止命令を直接行使しうる権限の付与を求めたが、期間および分野を限定した就業禁止に加えて、生涯にわたり取締役・役員としての就業を制限されうるという事柄の重大性から、証

券詐欺禁止規定違反といった重大な違反を除く証券諸法違反に対しては、やはり裁判所のコントロールが必要と考えられたようである。

ただし、企業改革法305条は、職務活動禁止の条件について、従来の「著しい不適格」要件を単なる「不適格」要件に引き下げている。これは前述したように90年法において導入された就業禁止の条件について、役員および取締役が、きわめて悪質な不正行為をなした場合でさえ、裁判所が、役員および取締役の就業禁止命令の発令に躊躇してきたことがひとつの理由とされる。ではどのような基準を満たせば取締役・役員としての「適格性」を欠くことになるのか。この点については、たとえば将来にわたり証券諸法違反を繰り返す可能性があることは必要であるが、過去の証券諸法違反の経歴までは必要としないと主張する論者もいる³⁶⁾。また、SEC の法執行部門長である Stephen M. Cutler によれば、取締役・役員保険や取締役の資産状況に鑑みて、民事制裁金やその他の法執行では違法行為の抑止を期待できない場合に取締役の就業禁止命令を発すべきと主張している³⁷⁾。おもうに役員・取締役の就業禁止は、不正の抑止が就業禁止命令以外の措置では効果が低い場合に要請されるものであり、たとえ軽微な不正であっても常習性が高い場合や、過去に不正行為を犯した経歴がなくとも、証券市場にとって重大な犯罪を犯した場合にも、適用されるよう制度設計がなされていることが、法執行の柔軟性という観点から肝要であると考えられる。いずれにしても、ここでは公開会社の役員・取締役の欠格事由とは何かということの一端が示され、将来にわたって公正な証券市場という公共財を侵害する恐れが高い経営者には、証券市場の構成員としての資格要件を欠くもの

として、証券市場からの退出を認めているのである。

IV. 結語にかえて

1. 米国のまとめ

以上、90年法以前から企業改革法までの SEC の法執行権限の変遷を分析してきたが、米国のまとめを述べれば、以下のとおりである。

第一に、90年法以前の段階では、SEC の法執行制度といっても裁判上の制度としてはインジャンクション1本に頼る状況であり、その実質は衡平法上認められた SEC の付随的救済の運用によらざるをえず、「不正の抑止」という観点すら十分に満たせない状況にあったが、90年法の制定により「不正の抑止」という観点から、SEC がこれまで付随的救済で運用していた内容に実定法上の根拠が与えられ、柔軟かつ機動的な法執行制度の充実が図られていったように思われる。しかし、企業改革法は、「不正の抑止」という観点もさることながら、むしろ「被害者救済」に焦点を当てて法執行制度を強化してきており、「被害者救済」の法制度を実質的に充実させる必要性をも示しているように思われる。そして、こうした SEC の法執行制度の改革の中で、SEC がより一層、柔軟かつ機動的に違法行為に対して対処できる権限を拡大させていったものと考えられる。

第二に、こうした SEC の法執行制度は、大きくは財産的措置とそれ以外の措置に分けられるが、これらの制度はいずれも「証券市場の公正確保」という最終的な目的を達成するために有機的に関連して運用されている。すなわち、

「証券市場の公正確保」という観点から、「不正の除去」は、裁判によるインジャンクションと、より機動性を備えたSECの排除措置命令により行われ、また将来の「不正の抑止」のためには、まず「財産的措置」として、不当な利得の吐き出しおよび民事制裁金制度が用意され、こうした「財産的措置」だけでは「不正の抑止」の実効性が低い者に対しては、取締役・役員の就業禁止命令といった「実体的な措置」が認められるようになった。これに対して、「被害者救済」の目的実現は、従来は被害を受けた投資家による民事訴訟によって達成されるのが基本であったように思われるが、違法行為者の資産散逸や私的証券訴訟改革法などの影響から、「被害者救済」は不十分な状況であったように思われる。そこで、今般の企業改革法は、特定の被害者の損害補てんを目的とするのではなく、市場不正により阻害された市場機能の原状回復という視点から、「被害者救済」を確保する制度として、公正基金制度を導入し、「被害者救済」の実をあげるために、一時的支払凍結請求権限をSECに認めたのである。

第三に、「財産的措置」により得られた資金については、従来、民事制裁金は国庫に納められるものと位置づけられ、また吐き出し利益についても違法行為者から剥奪させ、将来の不正を抑止することに主眼があるため、かならずしも「被害者救済」に用いられないこともあった。しかしながら、企業改革法においては、これら両者ともが「被害者救済」に充てられることが明確になった。「不正の抑止」ないし「制裁」といった制度目的との関係では異例のことであり、そこには目的と手段の「ねじれ現象」があるが、公共財としての証券市場の信頼を高め、証券市場の公正性を確保するという、より

高次の目的を達成するために「被害者救済」にも柔軟に活用することを認めたものと言える。

2. 日本法への示唆

わが国証券取引法の法執行は、これまで、ほぼ刑事罰一本でまかなわれてきたと言っても過言ではなく、証券取引法192条により市場規制機関に与えられている裁判所に対する差止請求権はまったく活用されてこなかったが³⁸⁾、米国の歴史を見ると、「証券市場の公正確保」のためには、まずもって「不正の抑止」が必要とされるのであり、そうした観点から各種のSECの法執行権限が拡充されてきたのである。したがって、わが国においても、まずは「不正の抑止」のために市場規制機関に各種の法執行権限を充実させることが肝要と思われる。そのためには序論で述べたように、わが国の市場規制機関である金融庁と証券取引等監視委員会において、規則立案・行政処分権限等とその前提となる犯則事件の調査等の権限が分属している状況をまず再検討すべきであろう。時々刻々変化する流動的な市場を規制する機関として必要なことは、市場不正の機動的な認定を可能とする審判機能、現場の要請に即した機動的かつ柔軟な処分権能、および法運用を一定の授權の範囲内で機動的にルール・メイクできる規則制定権能であり、これらを一体として有する独立した規制機関のあり方が模索されるべきであり³⁹⁾、その前提を確認した上で各種の法執行制度の工夫が求められるべきである。

次に、米国の各種法執行制度が担う目的ごとに日本法の現状を比較してみると、第一に、米国においては、「不正の抑止」のための「財産的措置」として、吐き出し命令および民事制裁

金の制度が存在するが、わが国では平成16年証券取引法改正によって導入された課徴金制度を積極的に活用していく必要がある⁴⁰⁾。もっとも、わが国の課徴金制度は、その適用範囲が米国の吐き出し命令のようにすべての証券諸法違反ではなく、発行開示違反、内部者取引、相場操縦、風説の流布・偽計に限定されている点、また課徴金対象者が「自己の計算で行った実行行為者」に限られ、米国のように違法行為に二次的に関与する者に対しても、民事制裁金や吐き出しを課するような制度となっていない点等で、「不正の抑止力」の発揮には一定の制約がある。次に「不正の抑止」のための「実体的な措置」としては、役員・取締役の就業禁止権限があげられるが、わが国においては、取締役・執行役の欠格事由として証券取引法犯罪が含まれることが『会社法制の現代化要綱試案』に含まれているものの⁴¹⁾、機動的かつ柔軟な法執行という観点からみると、証券取引法上に根拠をもつ行政処分の一環としてこうした制度の導入も必要であるように思われる。

第二に、「不正の除去」という観点からは、米国においてはインジャンクションと排除措置命令が SEC に認められているが、わが国では裁判所に対する証券取引法192条の差止請求権のみであり、それも前述のような状況にあり機能していない。さらにより機動的な排除措置命令も必要であろうが、なによりもこうした「不正の除去」のための制度を運用する法執行機関の体制整備が望まれることは前述のとおりである。

第三に、「被害者救済」という観点からは、米国では、不当な利得の吐き出しや民事制裁金を一定の場合、被害者救済のための公正基金に利用できるようになり、また違法行為者の資産

の散逸防止の点から一時的資産凍結命令も認められたが、わが国においては、課徴金は国庫へ納められるため、被害者救済には向けられず被害者救済は、被害者自身による民事責任の追及によって賄われることを原則としている⁴²⁾。しかし、民事訴訟による損害賠償請求は、たとえ平成16年の証券取引法改正による損害賠償額・因果関係の推定規定⁴³⁾などがおかれたとしても、米国に比べるとクラス・アクションはなく、ディスカバリー制度などの手続的保障も不十分であり、なにより行政機関が行う強制措置と、私人が行う民事訴訟による場合の被害者救済の実効性には、大きな隔たりがあることは否めない。民事制裁金までも被害者救済のための資金に充てはじめた米国と比較すると、わが国の被害者救済の制度的保障は圧倒的に遅れをとっているといわざるをえない。

以上のように、米国の SEC が現在有する法執行権限とわが国の金融庁等を比較するとその市場規制機関としてのエンフォースメント力の脆弱さが際立つことは否めない。国によって社会的・制度的背景が異なる以上、米国の制度をそのまま導入することはできないが、今後、証券市場のグローバル化がより一層進行することが予想されるため、証券市場を支える市場規制機関の法執行能力が、一定の国際水準を確保することは喫緊の課題といえよう⁴⁴⁾。そのためにわが国の市場規制機関が検討すべき法執行の多様化は、将来の不正行為の抑止目的とそれに貢献する制裁目的とともに、単なる弱者救済の投資家保護論ではなく、公正な証券市場に戻す意味での原状回復目的の一環として、被害者救済を位置づけ、これら異なる目的を実現するための法執行制度の設計を調整する必要がある。また行政処分だけでなく、刑事・民事罰、民事

責任などが果たす機能を柔軟に再構成し、わが国、法制度の総合力をもって「公正な証券市場の維持」という法目的の実現に全力で取り組むことが今まさに求められていると考える⁴⁵⁾。

注

- 1) 河村賢治「米国における企業統治改革の最新動向」『商事法務』1636号, 51頁以下 (2002年), 太田洋=佐藤丈文「米企業改革法とNYSE・NASDAQ新規則案の概要(上)(中)(下)」『商事法務』1639号, 19頁以下, 1640号, 37頁以下, 1641号, 88頁以下 (2002年), 弥永真生「欧米における会計・監査改革の動向」『ジュリスト』1235号, 52頁以下 (2002年), 淵田康之・大崎貞和編『検証 アメリカの資本市場改革』(日本経済新聞社 2002年)など参照。また, 拙稿「米国における内部統制概念の展開とわが国の課題」『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要』2号 (2003年), 41頁以下も参照。
- 2) 上村達男「資本市場制度改革一欠落した視点ー」『ジュリスト』1240号, 11頁 (2003年), 佐伯仁志「規制緩和と刑事法」『ジュリスト』1228号, 42頁以下 (2002年) 参照。
- 3) SECの最近の組織等については, さしあたり, 川口恭弘ほか『金融サービス法と投資者保護』, 77-89頁 (中央経済社 2001年)を参照。
- 4) See Harvey Pitt, Speech by SEC Chairman: Remarks before the U.S. Department of Justice Corporate Fraud Conference (September 26, 2002), *available at*, <http://www.sec.gov/news/speech/spch585.htm>.
- 5) See Stephen M. Cutler, Remarks at the Glasser LegalWorks 20th Annual Federal Securities Institute (Feb. 15, 2002), *available at*, <http://www.sec.gov/news/speech/spch538.htm>.
- 6) SECの法執行権限の概要については, 森田章『企業内容開示制度』(中央経済社 1991年), 223-252頁, 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂 1999年), 212頁以下参照。
- 7) 松崎良『アメリカの証券取引法における付随的救済』(1986年 法律文化社), 35頁以下参照。
- 8) 34年法上の内部統制規定違反と付随的救済につき, 拙稿, 前掲注(1)を参照。
- 9) これについては, 山下友信「論文紹介」『アメリカ法』[1986-1], 173頁以下, 今川嘉文『相場操縦規制の法理』, 275-76頁 (2001年) 参照。
- 10) 瀬谷ゆり子「米国における1984年内部者取引制裁法」『国際商事法務』14巻1号, 11頁以下 (1986年), 森田章「最近の米国における内部者取引規制の実態」『投資者保護の法理』(日本評論社 1990年), 219頁以下参照。また, 1988年内部者取引・証券詐欺規制法については, 岸田雅雄訳「米国の内部者取引及び証券詐欺規制法」『商事法務』1170号, 23頁以下 (1989年) 参照。
- 11) 宇賀克也「SECによる法執行の改革ー1990年法を中心としてー」『ジュリスト』990号, 38頁, 39-40頁 (1991年) 参照。
- 12) See Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Report to Accompany S.647, Senate Report No. 101-337, 101st Cong. 2d Sess. (1990) at 7 [hereinafter Senate Report].
- 13) 宇賀, 前掲注(11)のほか, 川口恭弘「米国における不正防止体制」『法律のひろば』44巻11号 (1991), 39頁以下, 今川嘉文「ベニーストックの取引規制と投資家保護(二・完)ー米国店頭市場における相場操縦の一類型ー」『大阪府立大学経済研究』44巻1号 (1998年), 26頁以下を参照。
- 14) たとえば, 投資会社法9条a項2号によればインジャンクションが投資会社の取締役の資格を剥奪する場合はある。宇賀, 前掲注(11)44頁参照。
- 15) 佐島史彦「米国証券取引法のディスゴージメント」[上]』『公正取引』538号 (1995年), 42頁以下参照。
- 16) 佐島, 前掲注(15), 47頁参照。
- 17) ここで, 「公益に資する場合」とは①違反者の主観的状況, ②損害の程度, ③違法行為者が保有する不当な利得の程度, ④証券諸法違反の前歴, ⑤違法行為抑止の必要性, ⑥その他正当な事由を勘案して判断される (34年法21B条c項等)。
- 18) Senate Report, *supra* note12, at 16. 宇賀, 前掲注(11), 43頁参照。
- 19) 拙稿, 前掲(1)参照。
- 20) Harvey L. Pitt and Karen L. Shapiro, Securities Regulation By Enforcement: A Look Ahead At the Next Decade, 7 Yale J. on Reg. 149, 245 (1990).
- 21) Senate Report, *supra* note12, at 22.
- 22) Jayne W. Barnard, When is a Corporate Executive "Substantially Unfit to Serve"? , 70 N.C.L. Rev. 1489, at 1510-22 (1992).
- 23) SEC v. Shah, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P98, 374 (S. D.N.Y. July 6, 1993), *available at*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 10347.
- 24) Shah, 1993 U.S. Dist. LEXIS 10347, at 20-21.
- 25) Cutler, *supra* note 5.
- 26) Shah, 1993 U.S. Dist. LEXIS 10347, at 21-22.
- 27) 中村聡「米国証券民事責任訴訟改革法の概要」[上]・[下]』『商事法務』1414号, 2頁以下, 同1415号, 12頁以下, 同1416号, 33頁以下 (1996年), 黒沼悦郎「アメリカにおける証券民事訴訟制度の改革」『神戸法学雑誌』47巻3号, 431頁以下 (1997年), 栗山修「1998年米国連邦証券統一基準法について」『国際商事法務』29巻10号, 1208頁以下 (2001年) 参照。
- 28) Cutler, *supra* note 5.
- 29) SEC, Report Pursuant to Section 308 (c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Jan. 24, 2003) at 6-8.
- 30) なお, 企業改革法は, 本稿で取上げる法執行制度以外にも証券市場の秩序維持を担う専門家に対する実体的規制をも強化している。すなわち, 第一に, 企業改革法604条に基づき, SECは, 詐欺, 相場操縦, 不正行為を理由に州証券規制官, 銀行規制官, 保険規制官によって訴追された者は証券業務に就くことを禁じる権限を与え

- られた。第二に、602条により、SEC が、①他者を代表する正当な資格がないと判断した場合、②資質に問題があるか、あるいは専門家として非倫理的もしくは不適切な行為をした場合、③連邦証券諸法の意図的な違反または教唆援助があった場合に、譴責処分を行い、あるいは、SEC との関係で専門家として一定の行動を禁ずることができる。第三に、603条により、34年法の21条 d 項のインジャンクションにおいて、連邦裁判所が、ベニーストックの募集に関与している者に対して、関与を禁止する権限を認めている。See William R. McLucas, John C. Nagel and Julie J. Song, An Overview of SEC Enforcement, Remedial, and Settlement Powers Before and After The Sarbanes-Oxley Act, in 35th Annual Institute on Securities Regulation 1111, 1116-1119 (PLI Corp. Law and Practice Course Handbook Series No. B-1396, 2003).
- 31) Lyman P.Q. Johnson and Mark A. Sides, Corporate Governance And The Sarbanes-Oxley Act : The Sarbanes-Oxley Act And Fiduciary Duties, 30 Wm. Mitchell L. Rev. 1149, 1212 (2004).
- 32) Kourtney T. Cowart, The Sarbanes-Oxley Act: How A Current Model in the Law of Unintended Consequences May Affect Securities Litigation, 42 Duq. L. Rev. 293, at 307-308 (2004).
- 33) SEC, *supra* note 28. 本報告書の概要と評価については、河村賢治「行政による利益の吐き出し—証券取引委員会 (SEC) の役割」国民生活センター調査室編『消費者取引分野の違法行為による利益の吐き出し法制に関する研究—損害賠償、不当利益吐き出し、金銭的制裁の日米比較—』, 74頁 (2004年) 以下参照。
- 34) 当初、下院金融サービス委員会において「証券詐欺抑止・投資者原状回復法案 (Securities Fraud Deterrence and Investor Restitution Act of 2003) として提出され、その後、下院資本市場・保険・政府支援企業小委員会で審議されたが、2004年6月に会期切れ廃案となった。本立法提案の概要については、河村、前掲注(33), 78頁以下参照。
- 35) その他にも、調査報告書では、被害投資家の損害回復を妨げている実務上および法律上の障害として、不当利益吐き出しの回収の実務上の困難さ、法執行における立証責任の負担、被害者に対する配分プランの作成や管理コストの増加の問題が指摘され、その改善のためにいくつかの立法提案が行われている。これらの提言を含んだ法案は、残念ながら今回は会期切れで実現をみなかったが、SEC の新 Rule において、提言の趣旨を一部汲み取った改定が実現している。SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans, available at, <http://www.sec.gov/about/Fairfund042104.htm>.
- また、たとえば、SEC の人的・物的資源 (SEC スタッフの人数や予算) の限界から、金銭回収の訴訟を効率的に遂行するため民間の資金回収専門の弁護士との契約権限を SEC に付与する提言がなされ、法案7条に具現化された。また、SEC の資金回収権を、宅地に関

- する適用免除などの州法上の財産に関する適用免除規定の除外を提言し法案2条に定められた。これは証券規制の違反者が州法上の免除規定を悪用し、不当利益を適用免除対象財産に隠匿し、SEC の債権回収を困難にするという実務上の障害を理由とする。河村、前掲注(33), 78頁参照。
- 36) SEC v. Patel, 61 F. 3d 137, 141-42 (2d Cir. 1995); see also Michael Dailey, Comment: Officer and Directors Bars: Who is substantially unfit to serve after Sarbanes-Oxley?, 40 Hous. L. Rev. 837, 856 (2003).
- 37) Cutler, *supra* note 5.
- 38) 神田秀樹監修・野村證券法務部・川村和夫編『注解証券取引法』, 1329-31頁 (有斐閣 1997年) 参照。
- 39) 上村、前掲注(2), 11頁参照。
- 40) 課徴金制度については、田原泰雄・端本秀夫・谷口義幸・吉田修「証券取引法等の一部改正の概要」『商事法務』1703号, 4頁以下 (2004年), 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, 45頁以下 (2004年), 橋本博之「証券取引法における課徴金制度の導入」『商事法務』1707号, 4頁以下 (2004年), 大崎貞和「市場の基盤整備を図る改正証券法の成立」『資本市場クォーターリ』2004年夏号, 12頁以下参照。
- 41) 第4機関関係2取締役の資格(2)欠格事由B参照。
- 42) なお、課徴金と民事救済 (不当利得・損害賠償) との関係について、破産法などの倒産法との適用関係では、課徴金納付命令請求権は過料と同じ扱いとなり (証券取引法185条の16), 一般債権には劣後するものとされた。この趣旨は、被害者の損害賠償請求権に課徴金請求権を優越させて被害者の利益を害することのないように配慮したものとなるが、民事責任の追及の制度が十分でないわが国においては、必ずしも被害者救済の目的に合致した制度設計とはいえないように思われる。
- 43) 田原ほか、前掲注(40), 50頁以下, 黒沼悦郎「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 (2004年), 4頁以下参照。
- 44) 佐伯、前掲注(2), 49頁参照。
- 45) 上村、前掲注(2), 8頁参照。

なお本稿校正中に上村達男「市場監視機能・体制の強化」『ジュリスト』1280号, 44頁以下 (2004年) に接した。

また本稿は平成15年度科学研究費補助金 (基盤研究(C)(2)) による研究助成の成果である。

(跡見学園女子大学マネジメント学部助教授)