

論 点

(市場監視機能・体制強化について)

我が国証券市場を、個人投資家も含め、誰もがより安心して参加できるものとするため、投資家保護のための諸規制の実効性を確保することがより重要となってきたことから、違反行為に対する新たな行政上のエンフォース手段を整備する必要があるのではないか。また、違反行為の被害者による民事責任追及のための規定についても検討する必要があるのではないか。

さらに、証券会社等に対する検査の実効性や効率性を高める観点から、現行の証券検査体制について見直しを行うべきではないか。

1. 現状認識

我が国経済の活性化にとって、市場機能を中核とした金融システムを確立していくことが喫緊の課題である中、証券市場については、その参加者の裾野を広げ、個人投資家も含め、誰もがより安心して参加できるものとしていく必要がある。

こうした観点から、不公正取引の禁止やディスクロージャー規制等、投資家保護のための証券取引法上の諸規制の実効性を確保し、違反行為に対して適切な対応を行うことがより重要となってきた。

近年、証券取引等監視委員会の体制強化を図る等、我が国でも市場監視の強化に力を入れてきたところであるが、米国等に比べると依然として違反行為の摘発件数には顕著な差がある（注）。また、民事訴訟を通じた証券取引法違反行為に対する責任追及も例はあまり多くはなく、現行証券取引法上の民事責任に関する規定もほとんど利用されていない状況にある。

（注）例えば、平成 14 事務年度（平成 14 年 7 月～15 年 6 月末）では、監視委員会発足以来、最高の 10 件の刑事告発（22 人・社）及び証券会社等の検査に基づき行政処分を求める勧告 30 件（53 人・社）を実施。

他方、米国は我が国とは法制度等が異なるので単純な比較にはなじまないが、2002 年度の SEC による調査開始事件数は、民事裁判手続関係 317 件、行政手続関係 281 件の計 598 件、SEC 関連の刑事事件は 259 人・社となっている。

日米の摘発件数、民事訴訟件数の差については、我が国では米国等に比べアンダーエンフォースメントの状況にあるのではないかとの意見がある一方で、エンフォースの実効性以外の社会的事情（例えば、違反自体の多寡、訴訟への抵抗感（「訴訟社会」か否か））によって生じている面もあるとの指摘もある。

いずれにせよ、刑事罰を科すまでには至らない程度の違反行為が潜在的にあるのではないか。

また、被害者（原告）による民事責任の追及については、これまでの判例を見る限り、事例によっては立証が困難な場合もあるのではないか。

2．制度整備の必要性

(1) 課徴金制度

(導入の必要性)

我が国の証券取引法においては、従前より、不公正取引やディスクロージャー規制違反等に対しては刑事罰によって実効性の確保を図ることとしているが、刑事罰は対象者にとって法的・社会的に極めて重大な結果を伴うものであることから慎重に運用すべきとの考え方（注）があり、実務上もそのように運用されている。このため、刑事罰を科すには至らない程度の違反行為については、現行制度においては適切な対応を取ることが困難となっており、刑事罰とは別の新たな実効性確保（エンフォースメント）の手段、具体的には、行政上の措置として金銭的負担を課する制度（いわゆる課徴金制度

(以下、「課徴金制度」という))を導入する必要があるのではないか。

(注)「謙抑主義」と呼ばれる考え方で、刑罰法規はあらゆる違法行為を対象とすべきでなく、刑罰は必要やむをえない場合においてのみ適用されるべきであるとする考え方。

証券取引法上の証券会社等の監督業者に対する行為規制に違反する行為については、現在、監督上の処分として主として登録取消や業務停止により実効性の確保を図っている。しかし、登録取消や業務停止は業者の違反行為とは関係のない顧客等にも影響を与える場合があるといった点も指摘されており、違反の程度、態様に応じ最適な手段によるエンフォースメントを可能とするため、監督業者に対する行為規制違反についても、新たなエンフォースメントの手段として、金銭的負担を課する制度(課徴金制度)を導入する必要があるのではないか。

近年、金融分野において、ルールに基づく透明で公正な行政ということが特に重要視されるようになってきていることから、ルールの実効性を確保し、違反に対して適切にエンフォースメントを行うためのフォーマルな手段として必要な法制度を整備することが、これまで以上に重要となっており、こうした観点からも、証券取引法分野において、上記のような課徴金制度を導入することは時機にかなったものと言えるのではないか。

(参考)なお、諸外国では、欧米主要国はもとより、韓国、香港等のアジア諸国においても、証券取引法違反に対するエンフォースメント手段として、刑事罰に加え、課徴金制度を既に導入している。

現行の証券取引法の罰金額の上限が低すぎるために違反行為を十分に抑止できていないのではないか。本来は罰金額を大幅に引き上げるとの考え方もあるが、他の法令の罰則との均衡を考慮するという現在の立法の考え方により罰金の大幅な引上げが困難な現状や、刑事罰の謙抑主義等の考え方に基づく刑事罰の慎重な運用等も勘案すれば、他のエンフォースメント手段として課徴金を導入することに意味があるのではないか。

(対象となる違反行為)

課徴金の対象としては、インサイダー取引、相場操縦等の不公正取引や有価証券報告書の虚偽記載等のディスクロージャー規制違反、さらには作為的相場形成等の証券会社等の行為規制違反等が考えられるが、どうか。

(金額水準)

課徴金の金額水準を定める際の考え方としては、「違反は割に合わない」との規律を確立し、規制の実効性を確保する観点から、少なくとも違反行為による利得の吐き出しが必要ではないか。

証券取引法違反行為は、証券市場への信頼という制度資本を傷つける行為であることに鑑みれば、課徴金の導入にあたっては、その水準を違反行為の抑止にとって十分な水準とすることが必須であり、厳密な意味での算出は困難という問題はあるものの「社会的損失」も考慮して課徴金額を決定することを考えるべきではないか。

(その他(賦課手続等))

課徴金制度の運用にあたっては、その透明性が確保されることが重要ではないか。

法令解釈の一層の明確化を確保していくため、法令適用事前確認手続(ノーアクション・レター)等の一層の活用を図っていくべきではないか。

(2) 民事責任規定の見直し、差止命令制度の改善

(上述のとおり)我が国では、民事訴訟を通じた証取法違反行為に対する責任追及も例はあまり多くなく、現行証取法上の民事責任に関する規定もほとんど利用されていない状況にある。

その理由として、我が国にはクラスアクション制度がないこと、不実開示等の違反行為の発見が困難であることに加え、違反行為による損害額の立証責任が被害者(原告)にあるが、実際にはその立証が困難な場合があるとの指摘がある。

これを踏まえ、民事責任規定を実効性あるものとするため、一定の立法上の措置(例えば、重要な不実開示がある場合について損害額を推定する規定を設ける等)を行う必要がある。仮にそのような規定を設けた場合でも、被告側(不実開示を行った企業等)による反証は比較的容易であり、むしろこのような規定を設けることにより原告側と被告側の立証責任にバランスが

とれるのではないかと意見があるが、どのように考えるべきか。

他方、被害者（原告）にとって立証の困難性は証券取引法分野だけの問題ではなく、証券取引分野が特に他の分野より立証が困難とは思われない。したがって、単に立証の困難性を理由に挙証責任を転換してよいかどうか、証券取引の安定性といった観点も含めたバランスの取れた検討が必要ではないかと意見があるが、どのように考えるべきか。

現行の差止命令制度（証券取引法第192条）について、投資家保護の観点から積極的に活用されるべきではないか。また、米国の差止・是正命令に類似する制度（行政限りでの差止命令・是正命令制度）についても、日米の法制の差異、我が国における違反行為の実情を十分精査した上、検討すべきとの指摘があるが、どのように考えるべきか。

3．市場監視体制について

（検査体制）

証券会社等に対する検査としては、金融庁検査局、証券取引等監視委員会及び日本銀行といった公的機関によるもののほか、各証券取引所や日本証券業協会といった自主規制機関によるものがあるが、各検査の間で内容が重複するものがある等、現在の検査体制は必ずしも効率的なものとなっていないのではないかと指摘があるが、どのように考えるべきか。

現在、行政・監視当局の検査としては、財務の健全性等に関する検査を金融庁検査局が、証券取引等の公正確保に関する検査を証券取引等監視委員会がそれぞれ担当しているが、検査の効率性や実効性を高める観点から、金融庁から監視委員会への権限委任範囲を拡大し、当局としての証券検査体制を一元化することが考えられるがどうか。その際、金融業務のコングロマリット化に対応した金融検査に対する影響をどのように考えるか。

行政・監視当局における証券検査体制の一元化を検討する際には、有価証券報告書、公開買付報告書及び大量保有報告書等の審査及び検査等の体制も含めて検討することが考えられるがどうか。

証券検査体制の実効性や効率性を高める観点からは、行政・監視当局と自主規制機関との間で適切に役割を分担すべきとの意見があるがどのように考

えるべきか。例えば、専門性が明確に確立した領域については自主規制機関が一義的に検査し、行政・監視当局は自主規制機関が行った検査の状況を監視する体制が望ましいとの意見があるが、どのように考えるか。

自主規制機関においては、受検会社の負担軽減と検査の効率性や実効性を向上させる観点から、検査を一体化する方向で検討することとしているが、これについてどのように考えるか。

(協会)

日本証券業協会は、複合的な性格を有しており、自主規制機関としての役割を担っているほか、店頭市場の開設・運営者としての役割や業界団体としての役割を果たしている。このうち市場運営業務については、業務委託先である(株)ジャスダックを取引所化する方向で検討を開始したところであるが、協会が引き続き自主規制機能と業界団体機能を担う場合には、利益相反を回避することが必要であるとの指摘がある。

利益相反を回避するためには自主規制機能と業界団体機能を分離することが考えられ、例えば完全に分離し別法人化する方法や親子・兄弟会社として分離する方法、あるいは同一法人内での別組織とする方法などが考えられるが、どのような方法を採用すべきか。また、両機能を併せ持つことにより効率的な業務執行が可能になるとの意見があるが、どのように考えるべきか。

いずれにせよ、証券業協会は証取法上の団体であり、法令上の手当てが必要な場合には複数の選択肢から最適な体制を採ることが可能とすることが望ましいと考えるがどうか。

現在、(株)ジャスダックが取引所化する方向で検討を開始しており、取引所市場の開設者・運営者としての役割と自主規制機関としての役割を担うことになる。

株式会社形態の取引所については、営利性を追求するあまり自主規制業務がおろそかになる可能性があり、場合によっては、本来発揮すべき自主規制機能が歪められるおそれがあるとの指摘があり、自主規制部門の独立性を確保するための体制整備が重要であるが、どのような体制が考えられるか。