

証券不祥事と証券取引法の改正

白石裕子

(法学部講師)

1 はじめに

平成3年9月18日に第121回臨時国会に提出された証券取引法の改正案は、衆議院・参議院において全会一致で可決され、同10月5日に公布された。その内容を簡潔に述べると、証券会社の損失補填行為等を禁止し、かつ、顧客の損失補填要求を禁止し、これらに刑事罰を科すこと、さらに、損失補填として受け取った顧客の財産上の利益を没収・追徴することなどである。

本稿においては、証券取引法が改正された背景およびこれに関連する若干の問題点について整理検討を試み、証券規制の今後について展望してみたいと思う。

そもそも事の発端は、株式市況の低迷が続くなか、同年6月、野村證券による年金福祉事業団に対する損失補填が新聞紙上で報道され、以後、証券各社による大口顧客に対する多額の損失補填が明るみに出たことである。さらには、暴力団との深い関わりまでも明らかにされ、こうした一連の不祥事の責任をとって大手証券会社社長の辞任等、経済大国と言われる我が国の企業人の自覚の欠如、モラルの低さが大いに論じられることとなった。

いわゆる損失補填については、日本証券業協会の公表したもので、大手4社、準大手・中堅13社、中小4社を合わせて、昭和63年9月期から平成3年3月期までに、実に2,165億円もの額にのぼる。こうした事態を大蔵省も傍観していた訳ではなく、平成元年12月26日付けの大蔵省証券局長通達により損失補填を厳に慎むように指導している。しかし、平成2年初頭からの株価の歴史的な大暴落という状況のもとでは、大蔵省の通達などは全く無視されて損失補填がひき続き行われていたわけである。

2 改正前の状況

ところで、改正法により損失補填が禁止されたということになるが、改正前の証券取引法が損失補填を禁止していなかったということになるが、果たしてそうであったろうか。つまり、改正前の証券取引法でも十分損失補填に対応できたのではなかったのか、学者の間でも大いに論議を呼んであるところである。

まず、旧50条1項3号は、有価証券等の取引につき事前の損失補償を禁止していた。損

失を保証する、あるいは一定の利回りを保証することを条件とする株式の取引は、こうした保証に誘発された安易な投資判断により市場の公正な価格形式を歪曲するとして禁止されるのである。すなわち、公正な市場の確保がその立法趣旨といえる。しかし、事後の損失補填については明文規定を欠いていたため違法とはならないというのが大蔵省の解釈であった。つまり、損失保証と損失補填は別の問題であるという認識である。これを支持する学説もまた多かった。しかし、損失補填は損失保証の単なる実行行為にほかならないし、特に今回のような多額の損失補填について事前の保証がなかったと言えるのだろうか。少なくとも、両者に暗黙の了解があったと見るのが妥当ではないかとして、同規定に抵触すると考える立場もある。国会でも、「巨額の補填があった以上、事前に何らかの保証があったと見るのが自然である。大蔵省はそれを立証するために積極的な調査をすべきである」という野党からの強い指摘もあった。また、こうした経済法規違反の意図については状況証拠による立証で足りるともいわれている。

さらに、事前の保証のない純然たる事後の補填についても、同規定により規制できるとする説もある。すなわち、損失補填がなされるのではないかという期待をもって行われる株式取引についても、市場に与える悪影響は保証の場合と変わりはなく、公正な市場の確保という立法趣旨に照らして考えれば同規定の適用があるとすべきであるというものである。旧50条については刑罰規定がなく行政処分のみであることから、文言にこだわらず、その立法趣旨を尊重して弾力的な運用をすべきであるという注目すべき見解である。

つぎに、改正前から存在する58条は、有価証券の売買等について不正の手段、計画又は技巧をなすことを禁じている。この条文の立法趣旨も広く市場阻害行為を規制し公正な市場の確保を目指すものであるとするならば、損失補填もこの規定によってとらえることが可能ではないかと考えられる。すなわち、損失保証や利回保証または損失補填が強度に悪質である場合、つまり、市場の担い手が市場価格全体を支配するような規模でこうした行為を行う場合には、同規定に該当すべきであるとする立場である。そして、今回の不祥事はまさにこうした場合であるとして、58条の適用を積極的に肯定する。

一方、大蔵省および多数の学説はこれに批判的であり消極的な態度を採る。すなわち、58条の構成要件は漠然としており、さらにその違反については罰則規定があり、3年以下の懲役または300万円以下の罰金が科せられる。こうしたことから、同規定の適用には慎重にならざるを得ず、もっと悪質な行為、たとえばインサイダー取引や相場操縦等に適用すべきものであるとしている。

しかし、経済行動は元来千差万別であり具体的に違反行為を列挙することは難しいために、58条のような抽象的な表現になったものと思われる。そうであるなら、大蔵省が疑わ

しい取引を積極的に摘発して裁判所の具体的な判断を求めるという態度が必要なのではあるまいか。今回の事件に関しては、少数説の意見も十分に納得できるものであるが、たとえ58条の適用が無理なケースであるとしても、前述のごとく、旧50条1項3号に該当するとして、当然に規制の対象となったものであると言えよう。

3 改正法の問題点

ともかく、法改正は行われ、損失補填に関する50条の2を新設し、補填の事前約束（1項1号、従来の損失保証に該当する）、補填の事後約束（同2号）、事後補填行為（同3号）を禁止した。このように損失補填行為が明文上禁止されたため、これまでとは異なり損失補填が違法行為であることは疑いもないこととなった。ただ、問題点がいくつか残されている。

まず、第一に、同規定に違反した証券会社に対する罰則が1年以下の懲役または100万円以下の罰金とされ、証券会社の資力に比して罰金刑の上限が低すぎることである。損失補填行為は、市場価格形成機能を歪曲化し市場仲介者としての公正性に反するが、相場操縦のように市場価格そのものを直接的に歪曲化したり、詐欺的行為のように行為の口口自体が悪質であるものとは異なるという理由で、58条違反行為よりも軽くされている。しかし、証券市場の担い手としての証券会社による市場阻害行為であるこれら2つの行為を罰則上区別する合理性があるのかどうか疑問である。

第2に、顧客に対する刑事罰は6ヵ月以下の懲役または50万円以下の罰金であるが、顧客から損失補填を要求した場合に限られている点である。当初は、補填と認識しながら受け取った場合も対象にするはずであったが、多くの自民党議員の反対にあい断念された。しかし、補填を要求したことを立証することは困難であり、今回の事件のような異常な事態であっても、顧客側は一切罰せられないことになる。また、顧客の受けた不当利益の没収・追徴についても、顧客が補填を要求した場合に限られ、要求した事実を立証できない場合顧客はもらい得ということになる。顧客に関する罰則規定はあつてなきがごときものと言えそうである。

第3に、改正法は損失補填について包括的に定義するにとどまり、具体的な定義については証券業界の自主ルールにまかせる形をとっている点である。どこまでが適法な行為でどこからが不正な行為となるかの線引きが難しい作業であるのに、自己に厳しいルール作りが可能であるのか、はなはだ疑問であるといえる。大蔵省は、法務省と協議して十分に監視すると説明してはいるが、業界挙げてあれだけの巨額な補填行為をした業界自体に対する不信感はぬぐいようもないといわざるを得ない。

4 証券監視機関の設置

証券不祥事とこれに続く金融界の不祥事を重く見た政府は、その再発防止策を検討するよう臨時行政改革推進審議会に答申を求めているが、9月13日海部首相に対し答申が提出された。そのなかで、焦点とされていた証券・金融界の検査・監視機関については次のように答申された。「金融検査委員会」（仮称）を新設し、大蔵省に付属させ委員の人事権を大蔵大臣が持つ。調査・告発権は持つものの行政処分権は持たないというものである。

当初、新機関の組織は、日本版 S.E.C を目標に総理府の外局として大蔵省からの独立性・中立性を確保することが目指されたが、これが大蔵省の付属機関とされ大幅に後退した。また、委員の任免権は形式的に大蔵大臣にあるが国会の承認が必要であり、大蔵省外から適切な人材が選ばれるはずであるとするが、国会の状況を見るにこうした保証は余り期待できない。要するに、大蔵省からの独立した機関という当初の目標からは大きく後退したことは否定できない。

さらに、その権限についても当初は強力な行政処分権限を有するものとされていたが、結局、強制調査権は有するものの、その調査結果を公表させ、大蔵大臣にその処分を勧告することにとどまった。しかし、調査結果がどの範囲まで公表されるのか不明確であり、大蔵大臣が処分勧告を受けてその通りに対応するかも明らかではない。たとえ、この「金融検査委員会」が設置されたとしても、これまで大蔵省が行ってきた以上の監視機能を発揮できるとは期待できず、証券業界の監督機関としては別の機関に期待せざるを得ないであろう。

なお、証券取引法の改正に際して、衆・参両議院の証券特別委員会では附帯決議を行い（9月26日と10月2日）、その1つとして、行政部門からの独立性、中立性を踏まえた新たな検査・監視機関の設置を挙げている。

5 証券取引所の監視機能

東京証券取引所（以下東証）は、損失補填問題で定款59条に定める「取引所や会員の信用を失墜させる行為（取引の信義則違反）」があったとして、大手4社に過怠金の支払いを命じた。しかし、暴力団との取引が明るみに出た野村證券や日興證券でも500万円、損失補填のみの山一證券と大和證券には300万円という軽いものであった。

ところで、東証の定款50条は、会員各社に対する除名、売買取引の停止などの厳しい処分を細かく規定しているが、実際には過怠金より重い処分はほとんどなされたことがない。その過怠金についても、上限が50万円であったのを5月に500万円に引き上げたばかりであ

った。しかし、これでも低すぎるというので、9月17日の理事会で上限を1億円に引き上げることを決定した。さらに、会員証券会社に対する処分に新たに「戒告」を加え、戒告した場合には公表することも決め、規律の強化を図ることにした。いずれにしても、東証は、定款50条に基づき強力な監視機能を果たす気になれば相当程度これができる立場にあるにもかかわらず、これまでこうした機能を十分に果たしてきたとはいえなかった。

これに対して、ニューヨーク証券取引所(以下 NYSE)は、健全な市場の発展のために、厳しい処分を行っている。これまで不正行為や規則違反について会員証券会社やその従業員をどしどし摘発してきた。1990年の摘発件数は219件、89年は137件、88年は97件と年々増加している。損失補填事件については証券会社員が最高1年の資格停止処分を受けている。摘発内容は毎月公表され市民の閲覧に供されている。

NYSEは、強力な調査能力を維持するために、豊富な人材450人を擁する「法規執行局」を抱えている。これに対して、東証はわずか39人の売買審査部がコンピューターを駆使して監視を行っている。特定銘柄の荒っぽい値動きや特定証券会社への過度の取引集中などをチェックして証券会社からも事情を聴取する。しかし、調査権が及ぶのは東証の会員である証券会社までであり、投資家から事情を聴く権限はない。こうした限界は不正行為の摘発についても足かせとなっている。

さらに、投資家の市場を見る目も日本とアメリカとは大きく異なる。アメリカの場合、不公正な価格の動きがあるにもかかわらず取引所が手をこまねいていると投資家によって取引所が訴えられるという緊張感もNYSEに厳しい姿勢を取らせている原因の一つであると言われている。我が国では、投資家が証券取引所に監視の目を向けるということはまず考えられない。こうした土壌の違いや組織力の差はあるものの、我が国でも、今後、証券取引所のなす監視機能の可能性については、もっと多くの議論がなされてしかるべきではなかろうか。