

証券市場・公開会社規制と米国 SEC (連邦証券取引委員会)の活動状況

～ 組織改革の動向を中心として ～

法科大学院教授 松岡 啓祐

一 はじめに

わが国においてここ数年、オリンパス事件、AIJ事件、大手金融機関によるインサイダー取引事件の続発などといった著名な事件の発生もあり、金融・資本市場および公開会社に関する法規制の在り方を巡る議論は激しく揺れている。会社法改正による社外取締役の義務化等も争点になっている。そうしたわが国の法規制に直接または間接的に影響を及ぼしているのが、アメリカの証券市場の規制の動きである。なかでも証券市場の番人である SEC (Securities and Exchange Commission, 連邦証券取引委員会。以下、SECとする)の活動は、周知のようにわが国の証券市場を巡る法規制の動向に多大な影響を与え続けている^(注1)。

アメリカの最近の SECの活動状況については、2008年12月に発覚した Madoff 氏のスキャンダル事件への対策や、2008年以降におけるリーマン・ショック後の金融危機に伴い複雑な仕組みの資産担保証券 (Collateralized Debt Obligation (CDO) 等) や抵当証券の不正販売の摘発といった動きのほか、1930年代以来最も重要な立法とされる2010年7月のいわゆる Dodd-Frank 法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) の成立といった種々の状況を受けて、SECの組織自体やその規制上の基本的なスタンスにも著しい変化が見られる^(注2)。その抜本的な改革を求める声も多い^(注3)。そこではより一層の権限の拡大が望まれるとともに、予算も増額されているといった規制強化のトレンドが看取されるのである。SECによる規制が強く期待されている歴史的経緯や、そのような SECの活動状況の変化を検討することは金融商品取引法を中心とする、わが国の金融・資本市場および公開会社を巡る法規制の在り方を探求する際にも実務上はもとより理論的にも有益である

と思われる。^(注4)

そこで、本稿では、SECの近年の活動状況について、公表されている年次報告書や種々の文献等の内容から、これまで紹介されることの少なかった、その組織体制の在り方を中心として検討を加えていく。そして、若干ではあるものの、わが国でSECに相当する監視機関であり、平成4年に発足し、数次にわたる権限の強化のもとに着実に実績を上げてきている証券取引等監視委員会の活動と比較しつつ、何らかの示唆を得ることを目的としている。^(注5)

二 組織体制と主な活動状況の検討

1. SECの意義と歴史的経緯

SECは1929年の世界大恐慌における証券詐欺等の教訓を踏まえ、連邦法として1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) に基づいて創設された独立行政機関である(同法4条)。なお、ほぼ同時に、1933年証券法 (Securities Act of 1933) も制定され、両法等を合わせて一般に証券諸法と総称される。^(注6) そして、現在も州法における証券取引規制が存在しているため、こうした連邦法との調整も適宜必要になる。

そのうちまず、1933年証券法は主に証券の公募について証券の情報開示と詐欺的な行為の禁止を規定し、そのため私募等の適用除外証券を除き、証券を公募するすべての企業はSECに登録が義務づけられている。次いで、1934年証券取引所法は大衆に取引されている証券の発行会社、すなわち、500名以上の所有者が保有する証券を発行し、1,000万ドル以上の資産を有する会社に対し、SECに対し定期的に報告する義務を課している。それらの情報開示書類はSECのデータベースであるEDGAR (Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval) で公表される。そのほか、同取引所法は株主総会の委任状勧誘規制や、企業買収に関する公開買付 (Tender Offers) 規制、インサイダー取引規制、証券取引所・証券業界の団体等の登録規制等を規定している。

これらの連邦の証券諸法の主目的は、2つの常識的な概念を具体化するものである。それは、第一に、多額の投資を募るため証券を公募する会社は、公衆に対し、自らのビジネスや販売する証券、投資に関するリスクについて真実を述べなければならないということ、である。そして第二に、証券を販売および取引する者、ブローカーやディーラー、証券取引所は、投資者の利益を最優先し、投資者を公正かつ誠実に扱わなければならないということ、である。^(注7)

そこで、現在SECのミッションは、①投資家を保護し、②公正で、秩序正しく、

効率的な市場を維持し、③資本の集積を促進することにある。とりわけ③の企業による資本の集積に寄与することは、国家の経済成長を支えるものと理解されている。そして、その具体的な責務は、①連邦証券諸法の解釈をすること（その執行も含む）、②新しいルールの作成や既存のルールの変更をすること、③証券会社、ブローカー、投資顧問業者、格付機関の検査を監督すること、④証券、会計、監査といった分野における民間の規制機関を監督すること、そして⑤連邦や州の証券規制機関および外国の規制機関と協力すること、である。証券取引所等による自主規制といった別の選択肢と比べ、こういった強力なSECによる規制の方が資本市場の発展と経済成長にとって実効性があるとも考えられている^(注8)。こうしたSECは創設当初から独立した行政委員会として位置づけられており、その後、種々の改革が行われるなかで、その権限は徐々に拡大し、組織も広がってきている^(注9)。

このSECは連邦政府の他の機関と比較すると、小規模で効率的な組織であると言われるものの^(注10)、その具体的な権限は大きなものである。そうした具体的な権限としては、審判等を行う準司法的（quasi-judicial）権限に加えて、SECルールといった独自にルールを作る制定権等の準立法的（quasi-legislative）権限があるほか、様々な制裁措置を伴う行政処分等を行う準執行的（quasi-executive）権限も認められている^(注11)。そうした包括的な権限を有するゆえに、その権限の内容ないし権限の及ぶ範囲は複雑であり、それを行使する組織体制の検証が欠かせなくなる。

2. 組織体制

(1) 全体の概要

次いで、現在のSECの体制について、その概要を見ていくことにする。2011年の予算は16億7300万ドルで、3844名の職員を雇用している（そのうち、臨時職員は38名）。SECの発足当初1935年のスタッフは696名であり、翌年には1000名を超えたが、1950年代には1000名を下回ることも多かった^(注12)。それが証券市場の成長と詐欺的な行為の増加に応じて1980年代後半辺りから2000名を超え、1990年代に入って3000名を超えてきている^(注13)。

SECの委員長を含む5名の委員は大統領に任命され、そのうち特に大統領が任命する委員長が最高責任者になる（1934年証券取引所法4条(a)項^(注14)）。それらの委員の任期は5年である（再任は可能）が、委員長は実際にはそれよりも短い期間で交替することが多いと指摘されている^(注15)。そして、定款により政治的中立性を保つため、委員の3名以上は同一の政党に属することができない。ただし、予算等の点で

連邦議会や大統領による監督下にあると考えられる。^(注16) SECの委員はフルタイムで業務に積極的に取り組んでいるようである。^(注17)

こうした委員長と4名の委員のもと、SECには5つの部(Division)のほか、部の内外に多数のオフィスが設けられ、それらの委員の活動をサポートしている。オフィスの下にさらに下部組織としてオフィスがある場合も多く、部のほか局・課等の訳語も見られるが、統一を図るため本稿ではオフィスという用語には基本的にそのまま「室」の訳語を当てている。SECはその有する権限等について、その一部を部局等に対し、規則等によって委任することができる(1934年証券取引所法4条A条(a)項)。そして、その場合、SECは当該部局等の措置を審査する裁量権を保持している(同条(b)項)。

このようなSECの部局については、近時において新しいタイプの不正事件や金融革新等に対応する目的等により、組織体制の大幅な再編成(リストラ)が行われている。そうした背景のうち、とりわけDodd-Frank法による要請に基づくものが多い。^(注18) Dodd-Frank法はSECに新しい責務と権限を与えるものである。^(注19)

また、SECはDodd-Frank法の要請に基づき多数のルールやレギュレーションの見直しも行っている。2011年度末には90を超える強制的なルール作成指示のうち、SECは4分の3以上についてすでにルールの提案や採択を行った。残されたルールも前向きに検討中である。そして、Dodd-Frank法がSECに指示している20を超える^(注20) 検討作業や報告書の提出についても、12件が実施されている。

さらに、Dodd-Frank法はSECに対し、複数の外部のコンサルタントを活用した組織の見直しを指示した。そこで、コンサルタントがSECの組織体制を検討した結果、その検討内容と助言についても複数公表され、現在SECは早速それらの助言の実施に移行している過程にある。SECはそうした分析を進めるため、最高統括委員会(Executive Steering Committee)を立ち上げるとともに、2011年5月にはプログラム管理室(Program Management Office)を創設し、ミッション促進計画(Mission Advancement Program, MAP)の策定と実施が着実に進んでいる。そのなかで新しい部署の新設や既存の部署のリストラが大規模に行われている点が注目されるため、本稿でも特にそうした点に焦点を当てつつ分析を進めていく。

もとより本稿は公表情報を中心にその組織体制を検討し、示唆を得ようとするものであるが、SECによってホームページ等において明示的に公表されていない内部の組織分担もあり、そのすべてを網羅しているわけではない。また、SECの本部は首都であるワシントンD.C.にあるが、後述するように全米の主要都市に11の地

方局が設置されることによりすべての地域をカバーしており、SECの包括的な活動を支えている。なお、地方局は数年前まで5つにすぎなかったが、最近その役割の重要性とともにその数が倍増している点に注意を要する。

(2) 部 (Division)

SECには前述のように現在、5つの部が設けられている（なお、Divisionは「局」と訳されることもあるが、本稿では「部」で統一する^(注21)）。以下、順次その活動内容と近時の動向を検討していくが、とりわけ中心となる執行部については、次章で独立して扱うことにする。

①企業財務部 (Division of Corporation Finance)

企業財務部は、企業のファイナンス（資金調達）活動を主に規制しており、投資家に対する公開会社の重要な開示情報について監視している。企業は株式の新規発行やその後継続的に情報開示規制を遵守することが求められている。そこで、SECに対して提出され、審査対象となる主な開示情報書類は、登録届出書、年次報告書、委任状説明書等である。それに伴い、1933年証券法、1934年証券取引所法、1939年信託証券法および2002年 Sarbanes-Oxley Act（いわゆる SOX 法。一般に企業改革法と訳され、エンロン・ワールドコムの粉飾事件等を契機に制定）といった制定法について行政上の解釈等も提示している。特に少なくとも3年間に1度は各公開会社の財務情報について、企業財務部によって詳細な検討（review）が行われることが求められている^(注22)。そのため、企業財務部によるガイダンスは、公認会計士事務所の動向に大きな影響を与えている。

企業財務部のスタッフは、登録者ないし規制対象企業に対し、ガイダンスやカウンセリングを提供している。ガイダンスの際により正式な方法として、ノー・アクション・レターが用いられている。企業が証券業界のまだ確立してない法律上のテリトリーで活動することを計画している場合、SECのスタッフにノー・アクション・レターの発行を求めることができる。そうした新しい試みの例としては、新しい販売手法や金融技術といったものが挙げられる。

企業財務部のなかにも、情報開示運用（Disclosure Operations）グループのほか、いくつものオフィスが設けられており、主に企業等の相談に対処している。第一に、主任顧問室（Office of Chief Counsel）は、企業財務部が所管する連邦証券諸法全般について、電話やオンライン上で法律上の相談を行っている。例えば、Form 8-Kや証券諸法上の登録申請書類等の質問が多い。そうした外部からの質問に加えて、主任顧問室は企業財務部内の情報開示運用グループによる書類審査等に関し、内部

的なガイダンスや支援を提供している。また、関連するルール作りについても関与する。

次いで第二に、執行連絡室（Office of Enforcement Liaison）は企業財務部と執行部との間の問題を調整している。そうした問題としては、苦情や不適格者による申請、登録取消等といった比較的的重大な法令違反の処理が広く含まれる。

第三に、企業買収室（Office of Mergers and Acquisitions）は、企業の支配権の変動を伴う取引（change-of-control transaction）に関して生じる情報開示等の質問に答えている。そうした取引には、合併、買収、委任状の勧誘合戦、株式交換の申込み、公開買付け（tender offers）、ゴーイング・プライベート（閉鎖会社化）取引、実質的所有者の報告義務等が含まれる。情報開示運用グループにも内部的なガイダンスや支援を行う。

第四に、主任会計室（Office of Chief Accountant, CF-OCA）は、SECに提出が義務づけられている財務諸表の書式や内容といった財務報告に関する疑問に電話やオンライン上で答えている。主任会計室は会計や財務報告といった問題で情報開示運用グループと密接に協力しているほか、企業会計原則の適用等の側面においてSECの主任会計官室（後述）とも共同作業を行っている。

第五に、国際企業財務室（Office of International Corporate Finance）は、証券法のレギュレーションSと海外での証券募集、アメリカ国内の預託証券等といった海外で発行される証券に関する様々な問題に答えている。同室のスタッフは外国の発行者が提出する書類（Forms 20-F等）の審査等で情報開示運用グループを支援しているほか、主に外国の証券発行者や海外で資金調達を行うアメリカの発行者に影響を及ぼす企業財務部の立法政策にも責務を負っている。また、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）や経済協力開発機構（OECD）その他の国際的な組織との企業財務部の協力活動を支援している。

第六に、中小事業政策室（Office of Small Business Policy）は小規模な株式公開企業に求められる情報開示その他の疑問に答えている。小規模報告会社というクラスに分類される企業の問題や、限定的な私募、州内で行われる証券の募集といったものが含まれる（レギュレーションD等）。中小事業政策室は州の規制監督者等に対して、企業財務部のパイプ役として活動を行っている。また、中小企業の資金調達を促進するための努力を実施している。

そして、第七のルール作成室（Office of Rulemaking）は、企業財務部が関与し

ている新しいルールやそのリリースについて、最も主導的な役割を担っている。そのなかで、提案されたルール、最近採択された最終的なルール、ルール作成の申請といった問題について回答している。なお、SECがルールを作成する場合には、いくつかのステップが取られる。まず①コンセプト・リリースという形で問題の所在を明らかにし、利害関係者を中心とする公衆からのコメントを集める。次いで、②ルールの提案のなかで、パブリック・コメントを通常30日から60日の期間内に検討したうえでコメントを付し、詳細で正式なルールの内容を公表する。最後に、③ルールの採用として、様々な意見を反映しつつ、最終的なルールがSECにより採用されると、正式なルールとなる。

さらに、2011年において企業財務部には、いくつかの新しいオフィスが設置されている。まず、金融界の重要な3つの側面について、①大規模金融機関の監視室、②資産担保証券の監視等を行う仕組み金融室（Office of Structured Finance）、③資本市場トレンド室（Office of Capital Market Trends）^(注23)が設けられている。また、企業財務部の情報開示運用室（Office of Disclosure Operations）は、特定の情報開示の問題にターゲットを絞って活動を進めている。

②取引市場部（Division of Trading and Markets）

取引市場部は、公正で、秩序正しく、効率的な市場を維持する責務を果たすことを目的として、証券市場に関わる主要な業者と業者団体を中心として、それらの活動を日々監視している。具体的に監視対象となるのは、証券取引所、証券会社、金融業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority、以下、FINRA。旧NASD（National Association of Securities Dealers、全米証券業協会））や地方債証券ルール作成委員会（Municipal Securities Rulemaking Board、MSRB）といった自主規制機関（Self-Regulatory Organizations、SROs）、清算機関（取引決済の促進を支援するもの。Clearing agencies）、移転機関（証券所有者の記録を維持・保管するもの。Transfer agents）、証券情報処理者、信用格付機関、である。また、取引市場部は、証券業者の破綻の際に投資者への補償等を実施する証券投資者保護公社（Securities Investor Protection Corporation、SIPC）^(注24)についても、監視のために活動している。

こういった活動に加えて、取引市場部は以下のような様々な規制についても責任を負っている。それは、①証券業者の財務の健全性に関するSECのプログラムの実施、②証券取引所等の自主規制機関により提案された新しいルールの制定やルールの変更の審査、③SECによる証券市場の活動に影響を及ぼす事項についての、ルールの制定と解釈の公表の支援、④市場の監視、である。

取引市場部にも新しく、Dodd-Frank法の要請により、金融リスクの懸念が高まるデリバティブに関するデリバティブ政策室（Office of Derivatives Policy）、証券取引の安定化に大きく寄与する清算（クリアリング）等に関わる清算・決済室（Office of Clearance and Settlement）が設置され、活動を開始している。

なお、こうした取引市場部の名称にはその内容にも関連して、変遷が見られる。当初の名称は「取引・取引所部（Division of Trading and Exchange, 1935年から1947年）」であったが、その後、「取引・取引所部（Division of Trading and Exchanges, 1948年から1962年。取引所が複数形になっている）」、「取引市場部（Division of Trading and Markets, 1963年から1971年）」、「市場規制部（Division of Market Regulation, 1972年から2007年11月まで。1972年に執行部が分離独立）」に変更され、2007年11月から現在の名称である「取引市場部」となっている。

③投資管理部（Division of Investment Management）

投資管理部は、資本市場において巨額の資金を扱い、重要な地位を占めている投資運用業界を監視している。その監視対象は、ミューチュアル・ファンド（オープン型投資信託）、プロであるファンド・マネージャー、個々の資産内容等を調査するアナリスト、顧客に助言を行う投資顧問業者、である。そうしたなかで、1940年投資会社（ファンド）法（Investment Company Act of 1940）と1940年投資顧問業法（Investment Advisers Act of 1940）のほか、1935年公益企業持株会社法（Public Utility Holding Company Act of 1935）等の運用と執行を行っている。

そもそもSECが発足した当時の組織体制は、「取引市場部・企業規制（Corporate Regulation）部・企業財務部」の3つの部であった。それが1972年の組織再編に当たり、投資会社規制（Investment Company Regulation）部が企業規制部から独立し、投資会社の情報開示規制は情報開示を担当する企業財務部に移管された。^(注25)そして、1973年の1月に投資会社と投資顧問業者を担当する部として現在の投資管理部に改名されている。

この投資管理部に関する近時の変化としては、まずDodd-Frank法は取引市場部と投資管理部に対し、検査に専念するスタッフを置くことを求めている点がある（同法965条）。そのスタッフは、SECの監督下にある事業主体の調査と検査を行い、それぞれの部長に報告をしなければならない。次いで、1930年から1940年に設定された、「主に証券業者の規制を担当する取引市場部」と、「投資顧問業者を担当する投資管理部」という伝統的なSECの規制上の区分については、証券業者と投資顧問業者の実質的な同一性が指摘され、規制構造の見直しを指摘する意見が多くなっ

ている。

④リスク・戦略・金融革新部 (Division of Risk ,Strategy and Financial Innovation)

リスク・戦略・金融革新部は2009年9月に、金融市場のリスクとトレンドをさらに追求するためにごく最近創設された大きな部署である。金融経済と厳密なデータ分析をSECの中核的なミッションとするための創設であり、この部はSEC内部のシンクタンクといわれる。この部は、①リスクと経済状況に関する分析、②戦略的調査、③金融革新、といった3つの視点から、SECの活動全般（方針の策定、法執行、調査等の活動）を広くカバーしている。とりわけSECの弱点と指摘された経済的な分析に力を入れ、そのスタッフもエコノミストを中心としている。

近年、デリバティブやヘッジ・ファンド、新しい金融技術等が資本市場とコーポレート・ガバナンス（企業の統治システム）に大きな影響を及ぼしている。それゆえに、法的分野のみならず、現代の金融・経済を巡る情報を分析することが重要となっていることを背景に、リスク・戦略・金融革新部はそういった金融経済的な観点からSECの種々の活動の支援を行っている。

この部には全般を統括する3つのオフィスの下に、7つの専門的なオフィスが置かれている。まず全体を統括するのは、①副部長室（Office of the Deputy Director）、②政策展開室（Office of Policy and Development）、③主任顧問室（Office of Chief Counsel）、である。部長はチーフ・エコノミストの肩書を持ち、①の副部長室の室長も副チーフ・エコノミストとなっている。

次いで、リスク・戦略・金融革新部には、それぞれが多様な役割を有する以下のような専門的なオフィスが設置されている。第一に、企業財務室（Office of Corporate Finance）は、証券の発行と企業の情報開示の分析をSECに提供している。次いで第二に、市場室（Office of Market）は市場の構造とその規制全般について分析している。第三に、投資業・仲介業者室（Office of Investments and Intermediaries）は投資顧問業者、投資会社、ヘッジ・ファンド、その他金融仲介業者等の規制と調査について、経済的な観点から業態の異なる分野にもわたって分析を提供する。第四に、訴訟支援室（Office of Litigation Support）はSECの法執行と訴訟全般について支援している。第五に、定量的リサーチ室（Office of Quantitative Research）は分析的手法により、調査や資料の策定を行い、SEC横断的にリスクベースのプログラムの活用を図るためのソフトを作成している。第六に、リスク評価・双方向データ室（Office of Risk Assessment and Interactive Data）はリスクモデルの評価手法を実施し、法令遵守調査・検査室による証券業者等への監視活動を支援してい

る。そして、第七に行政室 (Office of Administration) がある。

(3) オフィス

SECには以上に見た部 (Division) のほかに、その内外に多数のオフィスが設置され、SECをサポートするための重要な活動をそれぞれに行っている。その組織構造や具体的な活動内容等について、以下ではそのポイントを見ていくことにする。^(注26)

①法律顧問室 (Office of the General Counsel)

法律顧問室はSECの最高の法律面におけるアドバイザー (chief legal advisor) として、法的側面におけるSECの政策の決定に全面的に関与している。SECが関与するすべての訴訟を担っているともいえる。法律顧問室は部よりも小さい組織ではあるが、その役割は大きいことから、組織体制も以下のように複雑になっている。

法律顧問室はSECとそのスタッフに様々な法的なサービスを提供しており、主に5つのグループに分かれている。第一は、上訴グループ (Appellate Litigation) であり、連邦裁判所の控訴や連邦最高裁判所での訴訟における当事者としてSECを代表する。第二は、訴訟一般 (General Litigation) のグループであり、SECやそのメンバー、雇用者が執行上の調査やルール作成手続等においてSECの職務上生じた民事訴訟や行政訴訟の当事者となった場合、その審理や裁判上の代表となる。第三は、判決対応 (Adjudication) のグループであり、上訴に異議を述べる場合において公的な意見を発行する際にSECに助言をし、支援をする。そのような異議は行政法審判官や証券取引所、金融取引業規制機構 (FINRA) 等幅広い決定に対する異議申立てを含むものである。第四は、倫理相談室 (Office of Ethics Counsel) であり、すべてのSECの雇用者やメンバーについて、個人的な問題や金銭的な利害衝突等の問題の助言や相談を行っている。

第五は、法律・立法政策 (Legal Policy) のグループであり、連邦証券諸法、行政法その他適用され得る法律に関してSECや各委員、部局に対し、法律上の観点と政策的な側面から分析と助言を提供している。さらに、立法上の問題についても、連邦議会の証言者や連邦議会担当のスタッフへのブリーフィングへの参加において、また連邦議会からの求めに応じて、法律上または政策上の支援を行う。

②主任会計官室 (Office of the Chief Accountant)

主任会計官室は、会計と監査 (accounting and auditing) に関する事項についての中心的アドバイザーの役割を有している。主任会計官室の責務は、第一に、財務報告の透明性と比較可能性を高めるため会計と監査に関する方針の設定や執行を行うことであり、第二に、投資判断形成のために用いられる財務諸表が公正に提供さ

れ信頼性を有することを確保するため、公開会社の公認会計士の専門家としてのパフォーマンスを向上させることである。^(注27)

そうした使命を達成するため、主任会計官室は主に3つのグループに分かれている。第一に、会計（Accounting）グループであり、財務会計基準委員会（Financial Accounting Standards Board, FASB）等の国内の民間部門の会計基準設定主体と密接に共同している。第二に、専門家慣行（Professional Practice）グループであり、信頼性の高い財務報告情報の作成を促進する監査方針と手続を設けるため、公開会社会計監視委員会（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）と密接な作業を行っている。公開会社会計監視委員会は監査を担当する会計士の活動を監視するため、SOX法によって創設された団体である。第三に、国際問題（International Affairs）グループであり、このグループは前述した2つのグループや、SECと同様の国際的な会計や監査等の規制を行っている機関との作業を実施するものである。

③法令遵守調査・検査室（Office of Compliance Inspections and Examinations）

法令遵守調査・検査室は、SECにより主に全米に広がる証券業界全体について検査と調査を実施することを通じて、投資者保護と市場の健全性を確保し、責任のある資本の集積を図ることを可能としている。その効率的な監視体制の構築のため、リスクに焦点を当てて、法令遵守の改善、詐欺の予防、リスクの監視、その方針の周知を行っている。

具体的に、SECの本部と地方局に置かれている検査官ら（Examiners）は、SECに登録されている自主規制機関、証券業者、証券の移転処理機関、清算機関、投資会社（ファンド）および投資顧問業者について、全米規模の検査と調査プログラムを実施している。そのなかで、修正を必要とし、法令遵守が達成されるまで状況を監視する必要がある問題が特定された場合、「不備の通知書（deficiency letter）」を発行する。そして、その違反が重大な場合には、執行部に知らせることになる。

歴史的に法令遵守調査・検査室は1995年に検査機能を強化するため、取引市場部（当時の市場規制部）と投資管理部に置かれていた機能を統合して創設されたものである。近時この法令遵守調査・検査室はその検査機能の強化が課題となり、相次いで新しい制度を導入している。まず、全米を網羅するウェブ上の検査情報システムである、追跡と報告検査に関する全米規模の文書システム（the Tracking and Reporting Examinations National Documentation System, TRENDS）が開発されている。次いで、包括的な調査・検査マニュアルが作成され、その実施が始まっている。

る点も注目される。

④国際室 (Office of International Affairs)

国際室は、SECの国際分野での活動を支援することを目的としており、そのため第一にアメリカ国内の証券規制機関との協力を促進し、第二に、世界規模での高度な規制水準の確保を進めている。国際室はSECのために、双方向的または複数の機関との間で合意 (agreements) が成立するよう交渉を行っている。

そして、国際的な会議の開催や国際機関の活動といった場合の主宰にも責任を持つ。そのほか、海外の国の技術支援も行っており、現在そうしたプログラムへの参加国は100か国を超えている。

⑤投資者教育・支援室 (Office of Investor Education and Advocacy)

投資者教育・支援室は、投資者として直面する可能性のある問題や疑問について説明をするための、様々なサービスやツールを提供している。賢く投資を行い、詐欺を避けるための手伝いをする趣旨であり、投資家向けのウェブサイトの運用も随時更新され、その内容も拡大しつつある。

この投資者教育・支援室は、次の3つの部署に分かれている。第一が、投資者援助室 (Office of Investor Assistance) であり、第二が、投資者教育室 (Office of Investor Education) であり、第三が、政策室 (Office of Policy) である。なお、以前の名称は“Office of Investor Education and Assistance”であった。

⑥最高執行責任室 (Office of the Chief Operating Officer)

最高執行責任室は、SECの活動全般を統括する最高のマネージャーである。その活動は多岐に渡っている。この最高執行責任室は少し前までは執行取締役室 (Office of the Executive Director) と呼ばれており、SECの人材の管理、予算の管理、行政サービスといった機能を有する大きな組織体であったが、Dodd-Frank 法の実施によるSECの組織体制のリストラに伴い2011年に廃止され、それらの機能がこの最高執行責任室に移管・統合されるという大きな変化があった。この最高執行責任室は、主に次の5つの部署に分かれている。

第一が、支援業務室 (Office of Support Operations) である。支援業務室はSECの施設や資産を監視する様々な活動を行っている。そしてそのなかには、4つの部署が設けられている。まず①情報公開法サービス室 (Office of FOIA Services) は、自由公開法とプライバシー法に基づいて非公開の記録のリクエストの受領と対応について担当し、②記録管理サービス室 (Office of Records Management Services) は、SECが連邦法と規制上の要件を満たすことができるよう、方針・手続・記録

のスケジュール・システムの作成、評価、公表を行い、③保安サービス室（Office of Security Services）は、すべてのSECの施設とスタッフの保安・安全確保・緊急時の管理についてのあらゆる職務について責任を負い、④建設業務室（Office of Building Operations）はSECの本部や地方局の資産管理、リース製品やオフィス用品の取得等を行っている。

第二が、情報技術室（Office of Information Technology）である。このオフィスはSECの委員とスタッフに対し、情報技術のすべての側面において支援し、SECのITプログラムの管理全般に責任を有している。

第三が、人的資源室（Office of Human Resources）である。SECの人的資本の戦略的管理についてリーダーシップを持ち、種々のプログラムを統括し、政策を策定し、連邦上の規制の遵守の確保に努めている。2011年度には人材の採用や雇用に関するプロセスを改善するとともに、この人的資源室が運用するSEC大学（SEC University）の内部に、証券および投資者保護大学（the College of Securities and Investor Protection）が創設され、金融や詐欺に関わる最新テーマについて学ぶ学習イベントを89回配信し、多くのSECのメンバーが参加している^(注28)。人的資源室は、個人管理室ないし人事局（Office of Personnel Management）などとも協力関係にある。個人管理室は職員等の違反行為について懲戒措置に関する決定を行う（1934年証券取引所法21条(h)項(7)号(C)）。

第四が、財務管理室（Office of Financial Management）であり、SECの財務管理と予算の執行を統括している。特に財務管理室は2010年にSECが指摘された内部統制の重要な不備を改善する際に、重要な役割を果たしたと評価されている。

第五が、購入（政府契約）室（Office of Acquisitions（Government Contracts））である。このオフィスは、SECが関与する外部との種々の契約の窓口になっている。

⑦立法・政府関係室（Office of Legislative Affairs and Intergovernmental Relations）

立法・政府関係室は、連邦議会や他の執行支局、州、地方政府との間でSECの正式な連絡機構となっている。そのスタッフはSECとその使命に影響を与える連邦政府による継続的な立法上の活動やイニシアチブについて、注意深くモニターを続けている。連邦議会の議員やスタッフとの定期的な対話や連絡を通じて、立法・政府関係室は立法者の目的をSECに伝えるとともに、SEC自身の規制・運用上のイニシアチブを連邦議会に伝達して理解を促している。

また、立法・政府関係室は連邦議会のリクエストによるSECの議会での証言、文書等の提出といったことにも対応している。さらに、SECの証言が行われてい

る場合でなくても、証券市場と投資者保護に当てはまる立法措置やヒアリングについてモニターを行っている。

⑧広報室 (Office of Public Affairs)

広報室は、投資家にわかりやすいように、税金の負担者への説明責任として、SECの広報活動を支援している。そのなかで、広報室はSECの各部署と、アメリカの内外のメディアや一般大衆との間の調整を行っている。また、SECとそのスタッフによる業績の公表に加えて、法執行や調査に関する情報の秘密に関するSECの政策の実行を支援している。それはアメリカ市民のプライバシーの権利保護を目的とするものである。

⑨秘書室 (Office of the Secretary)

秘書室は、委員長の下、SECの会合、ルール作成、その活動、様々な手続に関する事務的な運営責任を有している。そのなかでも特に、SECの公式および非公式の会合のスケジュールを組み、記録を採ることが重要な任務になる。

そして、秘書室はスタッフがSECに提出したすべての文書を審査しており、そこにはルール作成のリリース、SECの執行命令、訴訟のリリース、自主規制機関のルール作成の通知や命令、SECのスタッフが委任された権限により行う様々な手続が含まれる。

⑩雇用機会均等室 (Office of Equal Employment Opportunity)

雇用機会均等室は、SECのプロフェッショナルのスタッフが投資対象の多様化を反映して、多様なバックグラウンドから採用されていることを確保するための活動を行っている。SECの雇用者は最も重要な資源であると考えられている。そこで、雇用機会均等室の使命は、ハラスメントを含む雇用上の差別 (employment discrimination) を防止することにある。

そうした紛争解決の上で中立性を保つため、雇用機会均等室は他のSECの部署から独立したものと位置づけられている。雇用機会均等室の室長はSECの委員長に報告書を提出しており、その2010年度の報告書によれば、SECの全体の従業員数は3720名から3897名に微増している。そのうち、白人が68.4%を占め、アフリカ系アメリカ人が17.5%、アジア人が9%、ヒスパニック系が3.4%等となっている (そのうちの男女比も公表)。従業員のうち1646名 (全体の42%) は弁護士であり、994名 (全体の26%) は会計士である。なお、雇用機会均等室には、Dodd-Frank法により新設された、後述する「少数派・女性包含室」との機能の重複も指摘されている。

⑪ 監査官室 (Office of the Inspector General)

監査官室は、SECのプログラムとその実施の内部的監査と調査を実施している。この監査官室はSEC内部にある独立したオフィスであり、SECのプログラムと運営の監査と、SECのスタッフや関係者による不正行為の申立てに関する調査を行っている。その使命は、SECの活動における詐欺や無駄、濫用行為の防止と、健全性、経済性、効率性や実効性を促進することにある。

監査官室は、監査官、副監査官、監査官顧問のほか、監査室 (Office of Audits) と調査室 (Office of Investigations) という2つの主要な部署に分かれている。まず、監査室はSECの本部と地方局の活動に関して、独立した監査と評価を実施している。次いで、調査室は、SECのスタッフや関係者による法令違反行為等といった不正行為の申立てに関する対応を行っている。調査対象となる不正行為の範囲は広い。それが刑事責任を伴う申立ての場合、調査室は司法省やFBIに知らせ、共同して活動を行うことになる。監査官室は近時のMadoff事件に関する「SECの失敗」について、477頁にも及ぶ大部の報告書を作成し (“Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme”), 2009年にその内容が公表され、SECの組織改革に繋がっている。^(注29)

⑫ 行政法審判官室 (Office of Administrative Law Judge, ALJ)

行政法審判官室は、独立した審判官 (judicial officers) から構成されている。^(注30) SECが命令を課す手続を開始する際、その指示により、行政法審判官がその命令における証券法違反の申立てについて真実かどうかを決定し、一定の期間内に第1次審決 (Initial Decision) を発行するための公的な行政手続を実施する。

そこでは多くの場合、行政法審判官はSECの執行部の摘発した証券法違反の申立てについてヒアリングを開催し、ルールを適用し、意見を述べることになる。その公開のヒアリングは連邦地方裁判所における陪審員以外の審理と同様の方法により米国内で行われている。この第1次審決には主な事実認定と法律上の結論が提示され、SECのウェブサイトで公開されている。紛争の当事者は第1次審決について、SECに対し異議を申し立てることができ、異議があると、SECはその決定を肯定するか、取り消すか、修正するか、結論を留保するか、さらに検討させるため差し戻すことになる。そうしたSECの決定に対して異議があれば、連邦控訴裁判所に申立てがなされることになる。

⑬ Dodd-Frank 法の要請等により創設されるオフィス

これまでに見た多く部署にDodd-Frank法の影響は及んでいる。それに加えて、

そうしたなかとりわけ、Dodd-Frank法の要請に基づいて4つの新しいオフィスが、創設のための準備が進行中のものも含めて、SECの内部に創設されつつある点は注目される。

その第一は、少数派・女性包含室（Office of Minority and Woman Inclusion）である。Dodd-Frank法342条の要請により、連邦議会の承認を受けてSECが創設した新しい部署である。各部局の運用、雇用および事業活動における多様性（diversity）について、SECのすべての事項に関与している。その活動においては、新規の人事採用や候補者探しのシステム作りなどについて、SECの人的資源室とパートナー関係を形成している。また、SECの雇用機会均等室と定期的に会合を行うほか、フランス等の国際組織（the Association of Latino Professionals in France and Accounting, the National Black MBA Association, the Hispanic National Bar Association）の指導者とも連絡を取り合っている。

早速、2012年4月10日に同室による最初の年次報告書がSECにおいて公表されており、今後SEC内部で果たす役割が注目される。その報告書によれば、2011年度末のSECに属する3826名の従業員のうち、1204名は少数派で（31.5%）1839名は女性であった（48.1%）。それらのうち440名の少数派（36.5%）と843名の女性（45.8%）は、弁護士や会計士、法令遵守検査官といったSECの主要な部署に就いていたとされ、SECに対しそうした比率を促進するための措置を継続的に採ることを求めている。

第二に、地方債証券室（Office of Municipal Securities）がある。地方債証券室は取引・市場部に設置されるものであり、SECによる地方債証券に関する活動に関与し、そのなかで執行部等の他の部署の地方債に関わる業務を支援するとともに、地方債証券ルール作成委員会（MSRB）のルールを監視・処理を担い、その他の自主規制機関とも連携していく。地方債証券室はもともと取引市場部のなかにある市場監視室（Office of Market Supervision）に置かれていたものであるが、Dodd-Frank法は取引市場部から切り離して独立した部署とすることを求めている。それにより、地方債証券に対する注目度を高め、SECと地方債証券ルール作成委員会との連携をさらに強化しようとしている。

第三に、信用格付室（Office of Credit Ratings）があり、SECに登録されている全米の公認統計格付機関（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSROs）を監視する責務を負う。約25名の弁護士、会計士、検査官から構成される。信用格付室が創設される前は、そうした監視活動は法令遵守調査・検査室が行

ってきたものであるが、新しく独立した部署に位置づけられることになった。

第四に、投資者支援室（Office of the Investor Advocate）がある。投資者支援室は公衆と繋がる、新しい外部的なオンブズマンと位置づけられており、これまでの監査官室と投資者教育・支援室の機能を併せたものである。

⑭その他

以上のような主要なオフィスのほかにも、部局の内外にいくつかのオフィスが存在する。まず委員長の下にある委員長室（Office of the Chairman）があり、委員長の活動を包括的に支援している。次いで、双方向情報開示室（Office of Interactive Disclosure）は、双方向で利用できるデータに関する財務情報へのアクセスを容易にすることに参与している。さらに、管理・予算室（Office of Management and Budget）はSEC全体の予算の執行・管理上大きな権限を有しており、SECの独立性や活動に対し、予算上の制約から一定の人件費のカット等少なからぬ影響をもたらすことが懸念されることもある。^(注31)

さらに、情報収集・分析能力を高めるため、主任データ執行室（Office of Chief Data Officer）の立ち上げが準備され、このCDOによりSECの有するデータ・重要な企業情報の認識、管理、共有、最適化を進めようとしている。^(注32)

（４）地方局

2010年10月時点において、SECに属する約3900名の従業員のうち、約1600名（約40%）が11の地方局に配置されている。そのスタッフの数は、①ニューヨーク局が391名、②ボストン局は125名、③フィラデルフィア局は111名、④マイアミ局は106名、⑤アトランタ局は96名、⑥シカゴ局は240名、⑦デンバー局は96名、⑧フォートワース局は105名、⑨ソルトレークシティ局は25名、⑩ロスアンジェルス局は167名、⑪サンフランシスコ局は109名、になっている。

地方局のSECのスタッフは法執行と検査プログラムを担っており、地方局長は執行部長と法令遵守調査・検査室長に報告を行っている。歴史的には1950年代には地方局の役割と予算は限られたものであったが、1960年代の証券スキャンダルや詐欺事件の続発により重視されるようになっていく。現在もその活性化と効率化を目指すプログラムが進行中である。

（５）CFTCとの関係

アメリカにおいて商品先物市場の規制は、CFTC（Commodity Futures Trading Commission, 連邦商品先物取引委員会）が担ってきている。CFTCは1974年のCFTC法に基づいて創設され、商品取引所法の執行を行っている。CFTCは創設

以来、連邦の規制機関としてSECと競い合いながら、規制のレベルないし顧客の保護に関する要求水準を高めてきており、SECよりも後発でありながら部分的にはSECによる規制活動を超えていると言われる。^(注33)

このように証券規制を担当するSECと商品規制を担当するCFTCに規制監督局が分かれ、それぞれが独立した行政委員会とされている点については、アメリカにおける歴史的な経緯が背景となっているものの、SECの規制の弱点ないし限界と言われることもある。とりわけ新しい金融商品については両者の規制が重複するものも増えている。そのため、その統合を含めてこれまで種々の議論がなされてきており、現在もその統合の是非を巡っては積極的な肯定論と消極的な見解が唱えられている。^(注34) いずれにしても、商品先物・デリバティブを専門とする監視監督機関・部署の有する意義自体の重要性は確認されており、2010年に成立したDodd-Frank法は統合論を検討した結果、統合自体は否定したうえで、証券と商品が複合した金融商品の規制を中心として、SECとCFTCの両者を存続させたまま、規制の調和を図り、その密接な共同規制体制が築くことにより、規制の欠落を防止する方向性を採用している。

三 執行部 (Enforcement Division) について

1. その役割

SECはまずは法執行機関であり、執行部はその中心となる。執行部が摘発する不正行為の代表例は、①証券に関する重要情報の不実表示や不開示（隠匿）、②証券の市場価格の操作（相場操縦）、③顧客の資金や証券の盗難・不正流用、④顧客を公正に取り扱うべき証券業者の責務への違反行為、⑤インサイダー取引（証券に関する重要な非公開情報を保有しているにもかかわらず、取引を行い信任関係に違反すること）、⑥無登録証券を販売すること、である。^(注35) とりわけインサイダー取引の摘発には絶えずスポットライトが当てられており、2010年度には53件、2011年度には57件の執行手続が実施されている。インサイダー取引には、①証券の重要な非公開情報を伝達すること、②伝達を受けた者による取引、③そうした情報を不正流用した者による証券取引が含まれる。^(注36)

そうした場合、執行部は執行訴訟ないし執行手続（enforcement action）を提起するが、その前提として、第一に、証券法違反行為について調査を行う段階がスタート地点として重要になる。この調査は非公式または予備的なものから開始されることが多い。^(注37) とりわけ内部調査においては対象企業にはSECへの協力が重視され、

その結果、不正行為として摘発される場合にも裁判で争わずに和解に至ることが多い。^(注38)第二に、連邦裁判所に民事訴訟を提起するか、行政法審判官（ALJ）の下で行政処分手続を提起する。SECの有する民事執行の権限を行使する際には、国内外の他の規制機関と協力し、場合によっては刑事訴追も行う。

具体的にはまず、民事訴訟において、SECは将来の違法行為を禁止する差止（injunction）を求める。この差止命令に違反すると、罰金や禁固刑の対象になる。さらに、SECはしばしば民事上の金銭的制裁（civil money penalties）や違法な利益の吐き出し（disgorgement）を命じている。そうした制裁の実施は執行部の徴収室（Office of Collections）が行い、被害を受けた投資者に対して分配室（Office of Distributions）が割当てていく。

次いで、SECは様々なタイプの行政手続を提起できる。この手続においては行政法判事（ALJ）やSEC自身によって審理が行われる。そのひとつは、連邦証券諸法に違反する者に対する排除命令（cease and desist order）がある。この排除命令は将来の違法行為を禁止するものであり（1933年証券法8A条、1934年証券取引所法21C条等）、1990年の証券執行救済・低額株改革法（the Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990、通称「改革法（Reform Act）」）により導入され、現在きわめて活用されているSECの持つ有力な執行手段となっている。^(注39)この1990年の改革法により排除命令が導入される以前、SECの将来の違法行為の防止をするための主な手段は、連邦地方裁判所における永久的な差止措置（permanent injunctive relief）であった。排除命令はそうした差止と比較すると、差止がいくつかの付随的制裁作用を伴うドラスティックな効果をもたらすため（差止違反による刑事罰、証券諸法上の種々の欠格事由・適用免除からの除外等）、より柔軟な活用が可能である。^(注40)これらの手続のなかで、SECには対象者に対し違法に得た資金の吐き出しを求めることができる。

また、SECの規制対象下にある業者（証券業者や投資顧問業者等）とその従業員については、登録の取消しや停止、活動の禁止や停止といった措置を課すことも可能である。行政手続においても、利益の吐き出しと民事制裁金（civil penalties）の支払を命じられうる。SECのこうした不正の摘発活動は実質的に、法の創造機能を有するものと考えられうる。^(注41)

2. 執行部の歴史的経緯と現状

こうした執行部は1972年8月に、それ以前には各運営部局と地方局が行っていた

執行活動を統合して創設されたものであり、^(注42) たびたびその組織の見直しがなされている。とりわけ1940年代から1950年代のSECの活動は限定されたものであったのに対し、1961年に John F.Kennedy 大統領がコロンビア・ロースクールの William L.Carey 教授を委員長に指名したことにより活性化されることになったと評されている。^(注43) Carey 氏はそれまで小さくて静かな機関といわれたSECを、強力な不正摘発機関として改革を起こした。SECのルネッサンスともいわれる。Carey 氏は大規模な企業はもっと厳格に規制されなければならないとの考えのもと、自由度の高いデラウェア州の会社法を批判し、連邦会社法の制定を主張した。^(注44) そして、著名なキャディー・ロバーツ事件等^(注45) といったインサイダー取引の摘発を強力に押し進める一方で、証券市場全体の問題点を検証した“Special Study of the Securities Markets”を1963年に公表し、^(注46) SECの評価を著しく高めることにより、その後のSECの権限拡大の基礎を築いていった。

さらに、ウォーターゲート・スキャンダルを受けて、1972年に William J.Casey 委員長のもとで摘発機関としてのSECの姿勢が明確になった。^(注47) 1972年以前にはSECの部は取引市場部、企業規制（Corporate Regulation）部、企業財務部の3つであったが、1972年に執行機能の強化を図るため、取引市場部が執行部と市場規制部（現在の取引市場部）に分割された。

近時にも2008年の Madoff 氏による巨額の証券不正事件の発生において、SECの調査・執行体制に関する大きな失敗と限界とその責任が厳しく指摘された。失敗の理由としては、SECのスタッフの利益相反、スタッフの訓練不足、予算上の制約、組織体制の不備のほか、規制当局者としての姿勢の欠如等が挙げられている。^(注48) そこで、SECの組織体制の見直しがなされた結果、2010年に新しい金融商品等の監視を強化するため、創設以来といわれるほどの大幅な執行部の体制の改善が行われている。

執行部は2011年において、過去において最高の735件の執行を行い、2010年よりも8.6%増加し、重要な勝利を取めたと評されている。それらのうち85件は、国家的優先課題とする事件（執行部が最も重要とする複雑な内容）であった。科された執行の数と内容の改革のほかに、執行部は制裁金と利益の吐き出しにより、28億ドルを得ている。

また、SECの執行手続により公開会社に対して課された民事制裁金は、その金額と頻度において、SOX法以降劇的に増加している。例えば、SOX法以前の公開会社（金融機関を除く）に課した制裁金の最高額は2002年4月のXerox Corporationの千万ドルであったが、SOX法後には WorldCom が7億5千万ドル、Time

Warnerが3億ドル、Quest Communicationsが2億5千万ドルとなっている。^(注49)

3. 新しい部署と専門のユニットの創設

(1) 新しい部署の創設

さらに近時において、執行部のなかに新しいオフィスも相次いで創設されている。まず、Madoff事件発覚後、そうした不正を防止できなかった教訓から市場情報室（Office of Market Intelligence）が創設された。この市場情報室は、全ての通報や苦情を集約して1か所で扱い、そうした情報と特定の人物や企業主体についてその他の公開・非公開情報を統合し、投資家の損害を及ぼすおそれが最も大きい通報に調査に要する資源を投入していく。さらに、同室は証券詐欺について新規に発生しつつあるスキームやトレンドを特定するためのデータを収集する、戦略的役割を果たすことになる。この戦略的役割は執行部のトップ・プライオリティを決定する際に重要視される。^(注50)

次いで、2011年に執行部に新しく、内部通報室（Office of the Whistleblower）が設けられている。この内部通報室はDodd-Frank法の要請に基づいて、SECの内部通報プログラムを統括するために設置されたものであり、執行活動を成功させる目的によりSECに通報情報を提供した者に対し報奨金等を支払うものである。その財源として、2010年に投資者保護ファンド（Investor Protection Fund）が創設され、内部通報者への報奨金の支払と監査官室の従業員による提案プログラムに当てられている。SECが課す制裁金がこの基金が3億ドルに達するまで移される。

(2) 新しい5つの専門のユニットの創設

Madoff事件の発覚を受けた2009年以降、執行部は5つのユニットを立ち上げ、法執行機能を高めている。こうした専門のユニットには、執行部のスタッフの25%が割り当てられており、それぞれ特定のタイプの詐欺的なスキームに焦点を絞って監視・摘発を進めている。^(注51)

そのうち、①資産管理（Asset Management）ユニットは、投資顧問業者やヘッジ・ファンド等に焦点を当てている。②市場濫用（Market Abuse）ユニットは、機関投資家やプロによる大規模な市場濫用行為や複雑な相場操縦行為に重点を置く。③仕組商品と新商品（Structured and New Product）ユニットは、クレジット・デフォルト・スワップやクレジット・デフォルト証書等といった複雑なデリバティブや金融商品を重点的に監視している。④海外不正支払防止法（FCPA, Foreign Corrupt Practices Act）ユニットは、外国の役人に賄賂を支払うことを全般的に禁

止するため1977年に制定された同法の違反行為を厳しく監視するものである。^(注52)このユニットが近時新しいアプローチを採用することにより、違反行為の摘発が増えており、2010年にSECは16件、2011年に20件を摘発している。⑤地方債証券・公的年金ユニットは、それらの募集勧誘等に絞って監視活動を行っている。

四 結びに代えて－日本法への示唆－

このようにSECの活動は1934年の創設以来、およそ80年近くの長い歴史を有している。その歴史は、次々に現れる新しい市場の動きに対処し、公正な証券市場の維持を図るためのその権限の強化を図るための闘いでもあった。^(注53)その歴史上、1972年の執行部の立ち上げ、1995年の法令遵守調査・検査室の創設、2009年の「リスク・戦略・金融革新部」の創設、といった3つの時期が大きな節目と考えられている。^(注54)とりわけ近時ではリーマン・ショック等の影響もあり、SECによる規制の失敗を厳しく指摘する声も受けつつ、アメリカ国内のみならず国際的にも証券市場の監視機関としてSECの存在感が増すとともに、大幅に監督機能の強化・充実が図られてきている点は注目される。「リスク・戦略・金融革新部」の創設はその代表例であり、法的な側面のみならず、これまでSECの弱点と指摘されてきたエコノミストによる経済分析や市場のデータ解析といった緻密な作業にも重点を置きつつある。

SECの持ついわゆる伝統的なDNA的な体質として挙げられているのは、①受動的な役割であること、②特定の事案・事項に対して一定の法的なアプローチを採り、広く市場規模の動向等の数量的なデータ分析を用いることはまれであること、③準独立性を有する部局により活動を行っていること、④自らの業績等について厳格な自己調査を行ったことがないこと、といったものである。^(注55)そこで、そうした特質に伴う特定事項への調査の偏重・IT能力の欠如・IT分析等を行う専門的スタッフの欠如・組織的な不統一性等といった問題点も指摘されている。近時の組織改革はそういった問題点を改める方向性を打ち出しているものと考えられる。

それに対し、わが国の金融庁の附属機関である証券取引等監視委員会もより独立性を強化し、その活動を進めていくことが求められているものと思われる。実際、近年証券取引等監視委員会の権限は相次ぐ改正のなかで徐々に強化されてきている。ここで現在のわが国の証券取引等監視委員会の状況を俯瞰すると、証券取引等監視委員会は委員長および委員2名で構成される合議制の機関とされ、証券市場における不公正取引（インサイダー取引や相場操縦等）や虚偽の情報開示等に対する監視および金融商品取引業者（証券会社等）の業務に対する検査を行っている。そ

の具体的な組織体制としては、①総務課、②市場分析審査課、③証券検査課、④開示検査課、⑤取引調査課、⑥特別調査課といった6つの課のほか（平成23年に従来の課徴金・開示検査課が④と⑤に分離され、5課体制から6課体制に強化）、財務局等に証券取引等監視官部門が置かれている。とりわけ周知のように、不公正取引等の告発や課徴金勧告等といった実績のほか、その広報活動においても近時非常に存在感を増してきているところである。その活動方針は平成19年以来、「機動性・戦略性の高い市場監視の実現」と「市場規律の強化に向けた働き掛け」という2つの基本的な方針に基づいて、①包括的かつ機動的な市場監視の実施、②課徴金制度の一層の活用、③金融商品取引法の適切な運用、④自主規制機関との連携、⑤グローバル化への対応、という5つの具体的な項目に取り組んでいる。そして、発足当初平成4年度の定員は84名（財務局等は118名）であったが、徐々に増員され、平成24年度には392名（財務局等は322名）とその充実ぶりが目立ってきている。^(注56)

このように証券取引等監視委員会の定員・活動等はわが国の証券市場（広くは金融・資本市場）において着実に存在感を増し、情報発信活動も活発であることから市場関係者からの注目度も著しく高くなっている。とはいえ、平成4年の証券取引等監視委員会の設置の経緯から、こうした証券取引等監視委員会にはアメリカのSECとは異なり、規則制定権限や行政処分権限がないなどといったその権限の弱さが指摘されてきた。^(注57)そのため、その活動に注目が集まれるほど、いくつかの課題も明らかになってきている。とりわけ、根本的なところとしては、同じ市場関係法規である独占禁止法上の公正取引委員会と同様に（同法27条以下）、金商法において独立した章を設けて、証券取引等監視委員会の任務と権限・独立性・委員・組織等を明確に位置づけることが最も重要になる。その位置づけの法体系上の明確性をなくして、活動の活性化・安定化を図ることは困難であり、国際的な活動においても支障が出るおそれもある。その前提として、証券取引等監視委員会の内閣府設置法上の位置づけの再検討が必要になるかもしれない。^(注58)なお、個別的な課題としては、課徴金の硬直的な規定の見直しや制裁的機能の向上等もある。

さらに、本稿が検討したようにここ数年のSECの組織改革は、巨大な金融・資本市場の進化・リスクの増大等の状況に応じて急速に進められている。そのため、わが国においてもそうしたSECの組織改革を参考に、証券取引等監視委員会や金融庁の対応が迫られることが予想される。今後そうした方向性は、組織改革のみならず、権限の在り方を含むさらなる立法的な措置も含めて検討される余地がありうるものと考えられよう。

注

- (注1) わが国において、SECは証券取引委員会と訳されるのが一般である。本稿のタイトルもそうした一般的な呼称に従いつつ、連邦の機関であることを明示し、連邦証券取引委員会としている。なお、SECの日本語訳は厳密には、「証券および取引所委員会」として、連邦の1933年証券法と1934年証券取引所法の双方を管轄するものである。黒沼悦郎『アメリカ証券取引法[第2版]』6頁(弘文堂, 2004年)。
- (注2) もとよりそうした金融商品取引法の動向は、いわゆる「公開会社法」として、公開・上場会社の法規制にも繋がっていくものである。そのため、特に連邦会社法のないアメリカでは、SECは公開会社の法規制を担う番人でもある点に注意を要する。Joel Seligman, *The New Corporate Law*, 59 *Brook.L.Rev.* 2(1993)は、連邦証券諸法を新しい会社法として分析を加えている。SECとわが国の企業の訴訟リスクに関する近時の問題意識としては、例えば、秋山真也=樋口航「日本企業・役員等の米国投資家による米国での訴訟リスクの法的分析とその対応[上]」*国際商事*40巻6号829頁以下(2012年)を参照。2012年には米国みずほ証券が住宅ローン関連証券の販売で投資家に虚偽の情報を与えたとしてSECの訴追を受け、約100億円の和解金を支払うことで合意したことが伝えられている。日本経済新聞2012年7月19日夕刊第3面。
- (注3) アメリカで相次いでなされたSECに関するシンポジウムとしては、Symposium, *New Models for Regulation of the Financial Markets-The SEC's Future as it Turns* 75, *U.Cin.L.Rev.* 445(2009), Symposium, *New Paradigms for Financial Regulation in the United States and the European Union*, 35 *Brook.J.Int'l. L.* 635(2010)等がある。
- (注4) 2008年のリーマン・ショック前後にSECに対して様々な批判が高まり、その限界も指摘され、SECの活動を引き継ぐ新しい強力な規制機関(new super-agencies)の創設を求める声も少なくなからずあったが、現在はSECの存続を認めたうえで、その抜本的な組織改革が進行中である。Renee M. Jones, *Will the SEC Survive Financial Regulatory Reform?*, 71 *U.Pitt.L.Rev.* 609(2010)は、現在のSECの限界とともに、そのサバイバルと将来に向けた組織改革を検討する。
- (注5) わが国においてSECの活動はしばしば新聞等で報道されるものの、そのまとまった研究は少ないが、部分的に紹介されることは多い。とりわけ平成4年の証券取引等監視委員会の発足当初にSECへの関心が高まった時期があり、SECの独立性や犯罪事件の摘発体制と比較検討した代表的な文献としては、デビット S. ルーダー=ダニエル L. ゲルツァー=河本一郎=神田秀樹=渡邊幸則「座談会・米国SECと証券取引等監視委員会の相違[上][下]」*商事*1299号2頁以下・1300号60頁以下(1992年)がある。また、SECの法務執行状況を検討するものには、例えば、証券取引監視研究会「米国証券取引監視研究[1] 米国における相場操縦的行為の現状」*商事*1288号26頁以下(1992年)がある。
- (注6) 連邦の証券諸法が制定される以前には、各州において証券規制法が制定されており、ブルー・スカイ・ローと言われている。その先駆けとなったのが1911年のカンザス州法とされることにつき、熊潔「ブルー・スカイ・ローの起源-カンザス型州証券規制を中心に」*早稲田大学法研論集*126号221頁以下(2008年)。ブルー・スカイ・ローの語源については諸説あるが、最も有力な解釈は信頼できない経営者が青空にある建築用地を販売するという事例からきてるとされる。こうしたアメリカの証券規制はイギリス等と比較すると、それほど古いものではないことが指摘される。Mark R. Gillen, *Securities Regulation in Canada*, 73(2ed.1998)。
- (注7) SEC, *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market*

Integrity, and Facilitates Capital Formation, 3(2012). SECの中期的な活動計画については、SEC, Strategic Plan for Fiscal Years 2010-2015を参照。いずれもSECのホームページで公表されている。

(注8) Robert A. Prentice, The Inevitability of a Strong SEC, 91 Cornell L. Rev. 775(2006).

(注9) SECが創設される前後の状況については、神木良三「アメリカ証券取引委員会の設立過程に関する史的考察」証券経済132号25頁以下(1980年)も参照。

(注10) Douglas M. Branson, Trekking toward Über Regulation: Prospects for Meaningful Change at SEC Enforcement, 71 U. Pitt. L. Rev. 555(2010)は、SECは驚くほど小さい機関であるとする。そこでは、5,000人以上の従業員を擁するFederal Deposit Insurance Corporation (FDIC, 連邦預金保険公社)と比べても、SECのスタッフと予算規模ははるかに少ないことが指摘されている。

(注11) Louis Loss=Joel Seligman, Securities Regulation, 293(3d ed. 1998)。近藤光男=川口恭弘=上野一高=楠本くに代『金融サービスと投資者保護法』76頁〔川口恭弘〕(中央経済社, 2001年)。なお、創設当初のSECの権限は簡易なものと捉えられ、権限の拡大は将来の課題と考えられていた。Welter Werner, the SEC as a Market Regulator, 70 Va. L. Rev. 759(1984)。

(注12) これまでもSECの捜査局のスタッフの平均年齢は若く、キャリア・アップのためSECで法律技術を身につけた若手が民間弁護士になることが多いという実情が指摘されてきた。その回転率の早さのため、優秀な法律家が民間に流れてしまうなどの「高速回転」に伴う問題を指摘するものとして、日本経済新聞社編『米国証券市場の番人・SECの素顔』27頁以下(日本経済新聞社, 1989年)がある。

(注13) Louis Loss=Joel Seligman, supra note 11, at 302.

(注14) SEC発足当時の最初の委員長は、Franklin Delano Roosevelt大統領が任命した、Joseph P. Kennedy氏(John F. Kennedy氏の父親)であった。そして、2012年のSECの意思決定を担う委員については、民主党系の2人と共和党系の2人に、オバマ大統領が指名したシャピロ委員長5人から構成されている。したがって、その時々政治的なバランスも重要である。

(注15) 最初の委員長であるJoseph P. Kennedy氏は15か月、2番目の委員長のJames M. Landis氏は2年、3番目のWilliam O. Douglas氏は19か月、4番目のJerome N. Frank氏は23か月しか務めていない。それと対照的に、委員は比較的任期の多くを全うしている。委員長の在職期間とその業績の評価は必ずしも一致しないようである。Bevis Longstreth, The SEC after Fifty Years: an Assessment of Its Past and Future, 83 Colum. L. Rev. 1607(1983)。

(注16) 独立した規制機関に対し、連邦議会と大統領がコントロールを及ぼす方法には、実質的に見て、立法、予算および委員の任命、の3つがある。SECの歴史はスタッフ不足を改善するための予算獲得の闘いの歴史でもあり、SECに規制対象者から料金を取ることで独自の資金を認めるべきとの主張もなされている。Joel Seligman, Self-Funding for the Securities and Exchange Commission, 28 Nova. L. Rev. 253(2004)。なお、マーシャ・L・マクハーグ「米国証券取引委員会の組織とその役割 [上]」商事1258号57頁(1991年)も参照。

(注17) Roberta S. Karmel, Creating Law at the Securities and Exchange Commission: the Lawyer as Prosecutor, 61 Law and Contemp. Probs. 38(1998)。著者はSECのニューヨーク支局の役員(1962年から69年)と委員(1977年から80年)であった経験からそのように指摘される

(注18) わが国におけるDodd-Frank法の紹介としては、小出篤「海外金融法の動向(アメリカ): ドット=フランク法の成立」金融法研究27号115頁以下(2011年)、松尾直彦『Q&Aアメリカ

金融改革法—ドット=フランク法のすべて』（金融財政事情研究会，2011年）等を参照。

(注19) Katherine Addleman, The Impact of Dodd-Frank on Public Companies, The Dodd-Frank Financial Reform Bill: New Reporting and Regulatory Requirements Imposed on Public Companies, New Investor Protection Elements, and New Responsibilities and Powers Given to the SEC, 38 Sec. Reg. L.J. 181 (2010).

(注20) SEC, FY 2011 Performance and Accountability Report, 3.

(注21) SEC, The Investor's Advocate, supra note 7, at 4.

(注22) Thomas C. Pearson and Gideon Mark, Investigations, Inspections, and Audits in the Post-SOX Environment, 86 Neb. L. Rev. 74 (2007). SOX法によりSECは長年の夢であった、公開会社に対するコーポレート・ガバナンスに対して直接介入する権限をついに手に入れたものと評価できる。Roberta S. Karmel, Realizing the Dream of William O. Douglas—The Securities and Exchange Commission Takes Charge of Corporate Governance, 30 Del. J. Corp. L. 142 (2005). それはあたかも1937年にニューヨーク証券取引所（NYSE）の理事長が顧客証券の不正流用で逮捕された時に、当時のSECの委員長であったWilliam O. Douglasがこれで証券取引所が手に入ったとの喜びを示したものと同様の意義を持っているとされる。

(注23) SEC, supra note 20, at 18.

(注24) SIPCについては、松岡啓祐「アメリカにおける証券会社破産と顧客の地位（1）～（8・完）」専修法学論集72号～94号（1998年～2005年）を参照。

(注25) Louis Loss=Joel Seligman, supra note 11, at 304.

(注26) SEC, The Investor's Advocate, supra note 7, at 9.

(注27) SECと公認会計士の会計業務・監査業務との間の歴史的経緯を検討するものとしては、Roberta S. Karmel, A Delicate Assignment: the Regulation of Accountants by the SEC, 56 N.Y.U.L. Rev. 959 (1981), Joel Seligman, the SEC and Accounting: A Historical Perspective, 7 J. Comp. Bus. & Cap. Market L. 241 (1985)を参照。

(注28) SEC, supra note 20, at 87.

(注29) その内容を簡潔に紹介するものとして、若園智明「バーナード・メイドフ事件とSEC改革」証券レビュー50巻2号（2010年）。同論文ではOIGを監査総監室と訳されている。また、Robert J. Rhee, The Madoff Scandal, Market Regulatory Failure and the Business Education of Lawyers, 35 J. Corp. L. 363 (2009)は、現実に起こる証券問題の複雑さとSECの失敗から法律家として学ぶべき教訓を提示する。

(注30) 行政法審判官は行政法判事とも訳される。黒沼・前掲（注1）230頁。

(注31) Louis Loss=Joel Seligman, supra note 11, at 296.

(注32) SEC, Report on the Implementation of SEC Organizational Reform Recommendation (September 9, 2011)。また、新しい市場の技術を研究するためのテクノロジー分析センター（Technology Center of Excellence）も、5名以下の少人数のスタッフでの創設が検討されている。

(注33) こうした点については、松岡啓祐「アメリカにおける商品先物取引業者破産と顧客の地位—顧客補償制度導入を巡る議論を中心に—」『商品取引所論体系10』84頁（全国商品取引所連合会，1998年）を参照。

(注34) 従来からSECとCFTCを統合すべきとする主張が有力に唱えられている。とりわけSECの側は統合に積極的であるが、CFTCの側はその独自性を維持しようと主張してきた。そうした点に関する最近の文献としては、SEC委員の経歴を持つRoberta S. Karmel氏は、The

Future of the Securities and Exchange Commission as a Market Regulator,78 U.Cin.L.Rev.501(2009)において両者を統合すれば、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)や店頭(OTC)デリバティブに関するSECとCFTCの管轄権を巡る問題は解消し、より大きく強力な規制機関となることができ、独立性も高まるなどとしてそのメリットを強く主張している。他方、CFTCの顧問弁護士であったJerry W.Markham氏は、Merging the SEC and the CFTC-A Clash of Cultures,78 U.Cin.L.Rev.537(2009)で、歴史的経緯や組織の風土・性質論等から統合に慎重な立場を採っている。

(注35) SEC,The Investor's Advocate,supra note 7,at 7.

(注36) アメリカにおけるインサイダー取引に関する規制の理論的分析としては、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』(弘文堂、2011年)を参照。

(注37) Thomas C.Pearson and Gideon Mark, supra note 22,at 74. 具体的な手続については、William R.McLucas,J.Lynn Taylor,and Susan A.Mathews,A Practitioner's Guide to the SEC's Investigative and Enforcement Process,70 Temp.L.Rev.53(1997)も参照。

(注38) Derek M.Meisner,Internal Investigations:An Essential Component to Cooperation in an SEC Inquiry,32 Sec.Reg.L.J.310(2004). 近時このSECの和解手続について、裁判所による審査が強まっており、SECが若干の懸念を示している。Marc Dorfman and Ellen Wheeler,Top Ten SEC Enforcement Developments of 2011,40 Sec.Reg.L.J.6(2012).

(注39) その意義については、柿崎環『内部統制の法的研究』329頁以下(日本評論社、2005年)、梅本剛正『現代の証券市場と規制』286頁以下(商事法務、2005年)等を参照。

(注40) Bruce A.Hiller and Neil K.Gilman,The SEC's Use of Its Cease-and-Desist Authority:a Suvey,23 Sec.Reg.L.J.236(1995)は、排除命令の増加に伴う解釈上の問題を検討している。なお、排除命令のSECにとっての画期的な意義については、Ralph C.Ferrara et al,Hardball! The SEC's New Arsenal of Enforcement Weapons,47 Bus.Law.33(1991)が参考になる。排除命令のうち役員への排除命令がきわめて効果的に機能していることについて、グローバルトレンド(試訳/編集部・熊谷剛)「現在の金融危機における役員の排除命令(全米取締役協会(NACD)発行の機関紙DMEExtra!2009年2月号)」月刊監査役561号113頁以下(2009年)、マーク・I・スタインバーグ、小川宏幸訳『アメリカ証券法』571頁以下(雄松堂出版、2008年)を参照。ここではSECによる公開企業の役員への排除命令はその役員のキャリアを終わらせるほどのリスクがあるものとして紹介されている。

(注41) Roberta S.Karmel, supra note 17,at 33は、インサイダー取引規制の法理をその典型例として挙げている。

(注42) したがって、1971年までSECは独立した執行部を持たず、それぞれの主要な部がそれぞれ独自の法執行を行っていたのである。しかもそれらの活動も制限されたものであったことについて、Jonathan G.Katz,Reviewing the SEC,Reinvigorating the SEC,71 U.Pitt.L.Rev.509(2010)参照。

(注43) Norman S.Poser,Why the SEC Failed:Regulators Against Regulation,3 Brook.J.Corp.Fin.& Com.L.293(2009),Joel Seligman,The Transformation of Wall Street:A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance,290(3d ed.2003). ロバート・ソーベル著、原信・新垣進盛訳『ウォール街の内幕—物語ニューヨーク証券市場—』182頁(有斐閣、1984年)参照。

(注44) William L.Carey,A Proposed Federal Corporate Minimum Standards Act,29

Bus.Law.1101(1974), William L.Carey,Federalism and Corporate Law:Reflections Upon Delaware,83 Yale.L.J.663(1974).

- (注45) In re Cady,Roberts & Co.,Exchange Act Release No.6668,40 S.E.C.Docket 907(1961).
- (注46) Report of Special Study of the Securities Markets of the Securities and Exchange Commission,H.R.Doc.No.88-95(1963).
- (注47) Roberta S.Karmel, supra note 17,at 40. 時に執行部には、証券業界や証券規制に携わる法曹からその暴走ないし行き過ぎた規制活動が苦情として指摘されることもあるという。
- (注48) Norman S.Poser,supra note 43,317.
- (注49) Thomas C.Pearson and Gideon Mark,supra note 22,at 78. そうした変化の背景について、柿崎・前掲(注39) 324頁以下、SOX法と企業のガバナンス規制とその後の議論については、佐賀卓雄「サーベンス・オクスレー法(SOX)とガバナンス改革」証券レビュー46巻1号93頁(2006年)、大川昌男「米国資本市場の競争力に関する最近の議論についてーSOX法制定から5年を経てー」金融研究2007年12月号69頁等を参照。
- (注50) SEC,The Securities and Exchange Commission Post-Madoff Reforms,2(2010). SECのホームページ参照
- (注51) Jayne W.Barnard,Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission, 71 U.Pitt.L.Rev.408(2010).
- (注52) 海外不正支払防止法の最近の動向を紹介するものとしては、埜尚義・若林剛・松本渉「連載：米国海外腐敗行為防止法(FCPA)の事例分析とM&Aにおける買収者の責任」月刊監査役601号以下(2012年)を参照。
- (注53) David L.Ratner,The SEC:Portrait of the Agency as a Thirty-Seven Year Old,45 St.John's L.Rev.594(1971).
- (注54) BCG(Boston Consulting Group),U.S.Securities and Exchange Commission Organizational Study and Reform,159(2011).
- (注55) Jonathan G.Katz,supra note 42,at 497. Katz氏は20年間SECの秘書室に勤務していた経験から、その特質に伴う過去のSECの摘発傾向や失敗を分析し、その組織改善の必要性を指摘している。
- (注56) その活動内容の紹介として、随時、更新される証券取引等監視委員会のホームページ上の様々な情報発信のほか、木下信行「証券取引等監視委員会の活動状況」金法1900号16頁(2010年)参照。
- (注57) 坂東洋行「金融資本市場規制・監督機構の変遷と将来像」佐藤英善先生古稀記念論文集『経済行政法の理論』(日本評論社、2010年)119頁は、政府利害から独立した委員会が準立法機能(規則制定権)と準司法機能(行政処分権)を縦横に駆使し、すべての金融商品・サービスを横断的に所管し、公正な市場の育成が監督機構には望まれるとして、特に証券取引等監視委員会と金融庁検査局との関係を検討している。また、柿崎・前掲(注39) 346頁は、米国のSECの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の面の脆弱さが際立つことは否めないと指摘している。
- (注58) 川口恭弘「証券取引等監視委員会の意義と課題」金法1900号10頁(2010年)。なお、その制度上の本質的な問題点に関しては、上村達男「資本市場制度改革一欠落した視点」ジュリ1240号8頁(2003年)も参照。