

## 市場の基盤整備を図る改正証券法の成立

大崎 貞和

### 要 約

1. 2004年6月2日、証券取引法等の一部を改正する法律案が参議院本会議で成立した。この改正法は、2003年12月に提出された金融審第一部会報告における提言を具体化するものである。
2. 改正法では、前回の改正で認められなかった金融機関による証券仲介業への参入が解禁された。また、開示書類への違法行為に対し、米国のSECの民事制裁金に類似する課徴金制度が導入された。そのほか、投資信託の目論見書の簡素化、ベンチャー・キャピタル・ファンドの有価証券としての位置づけ、上場銘柄の取引所外取引を容易にしつつ証券会社に対して最良執行義務を課すこと、などが盛り込まれている。
3. 組合型ファンドの有価証券への組み込み、目論見書制度の改定、民事責任に関する規定、証券仲介業の解禁、は2004年12月1日から施行される。また、検査権限の証券取引等監視委員会への委任に関する規定は2005年7月1日から施行される。その他の規定については2005年4月1日から施行されることになる。

### I. 改正の背景と経緯

2004年6月2日、「証券取引法等の一部を改正する法律案」が参議院本会議で可決成立した。金融・資本市場の大改革「日本版ビッグバン」を実施するための「金融システム改革法」が1998年に成立して以降、証券取引法の改正は、2000年（取引所の株式会社化等）、2003年（証券仲介業の導入等）に続き三度目である<sup>1</sup>。

現在、「貯蓄から投資へ」というスローガンに象徴されるように、銀行中心のいわゆる間接金融に過度に依存したわが国の金融構造を改め、市場機能の一層の活用を進めることが喫緊の政策課題とされている。今回の証券法改正は、この金融構造転換を推進する狙い

で、2003年12月に金融審議会金融分科会第一部会が提出した報告書「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（以下、「金融審報告」と略す）の提言に基づいて取りまとめられたものである。

法案を提出した金融庁が作成した「法律案の概要」によれば、改正法の内容は、2002年8月に発表された「証券市場の改革促進プログラム」に掲げられた三つの政策目標に沿って整理することができる。

第一は、「誰もが投資しやすい市場の整備」を図るための改正であり、銀行等による証券仲介業務の解禁などが該当する。

第二は、「投資家の信頼が得られる市場の確立」を図るための改正であり、課徴金制度の導入を始めとする市場監視機能・体制の強化、ディスクロージャーの合理化、組合型フ

アンドへの投資家保護範囲の拡大、といったものが該当する。

第三は、「効率的で競争力のある市場の構築」を図るための改正であり、証券会社の最良執行義務導入などが該当する。

以下では、改正法による証券取引法の改正内容を概観する。

## II. 改正証取法の概要

### 1. 銀行等による証券仲介業の解禁

#### 1) 従来の証券仲介業制度

証券仲介業とは、証券会社等の委託を受けて、当該証券会社等のために有価証券の売買等の媒介や有価証券の募集もしくは売出しの取り扱いを業として行うものであり、2003年の証取法改正で導入された制度である（証取法 2 条 11 項、以下証取法については条数のみを示し、改正前の条文は「旧」とする）。証券仲介業者は、特定（複数でもよい）の証券会社等のために、顧客への取引勧誘などの事実行為を行うが、所属証券会社等の代理権は有しない。また、顧客から金銭や有価証券の預託を受け入れることは禁止され、顧客口座は証券会社等が保有・管理する（66 条の 12）。

登録にあたって一定の資本金を備えた株式会社であることを要求される証券業とは異なり、証券仲介業は、個人でも法人でも内閣総理大臣の登録を受けて営むことが可能である（66 条の 2、66 条の 3）。

証券仲介業制度導入をめぐるのは、米国の独立外務員（インディペンデント・コントラクター）などの現状が参考にされた。このため、議論の過程では、わが国においても、税理士、会計士、ファイナンシャル・プランナー、保険代理店といった主体が、主に個人顧客を対象として証券仲介業を営むことになるという見方が暗黙の前提となっていた感があ

る<sup>2</sup>。

一方、銀行、協同組織金融機関、信託会社その他政令で定める金融機関は、証券仲介業を営むことができないものとされた（66 条の 2）。

こうした禁止規定が設けられた背景には、銀行等による証券業務を原則として禁じる証取法 65 条の存在があったものと考えられる。しかし、金融機関による証券業務を禁じる趣旨が、しばしば説かれるような顧客との利益相反の防止や経営に及ぼすリスクの回避などにあるとすれば、証券会社のために媒介を行うだけの証券仲介業までを禁じる必要があるかどうかは疑問である。

これに対して、金融審報告は、銀行による証券仲介業の導入には、<1>顧客にとっての利便性向上、<2>投資経験のない銀行顧客層の市場参加促進、<3>証券会社の店舗が少ない地域におけるアクセスの改善、といったメリットが期待できるとして、その実施を提言したのである<sup>3</sup>。

#### 2) 改正内容とその特徴

これを受けた今回の改正では、証取法 65 条 2 項が改められ、金融機関による証券仲介業への参入が認められることになった。

ここで注目されるのは、金融機関による証券仲介業務を禁じた証取法 66 条の 2 を改正することなく、金融機関による証券業務の禁止の例外規定である 65 条 2 項を改正するという形がとられた点である。

これは、証券仲介業の本質が有価証券の売買や取引の委託の媒介であることから、もともと、文理上、金融機関自らが媒介や取次ぎを行うことを認められている商品にまで証券仲介業を重ねて認める必要はないと考えられたためであろう。

確かに、法が金融機関に対して、一定の有価証券の売買等の媒介を業として行うことを認めている以上、例えば、金融機関が、ある

証券会社のために顧客との間での国債の売買委託契約の成立を助けることは、従来の法規定の下でも十分に可能であったと考えられるのである。

いずれにせよ、こうした改正を行ったため、金融機関は、国債、地方債、政府保証債、投資信託については、特定の証券会社の委託を受けることなく媒介や取次を行い、株式や社債を始めとするその他の有価証券については、証券仲介業者として所属証券会社の委託を受けて媒介や取次ぎを行うという商品による取り扱い形態の区別が生じることになった。このことが、金融機関の店舗の構造など、実際面にどのような影響を及ぼすのか（あるいは及ぼさないのか）は、今後検討される弊害防止措置の具体的内容とも関連しており、現時点では確たる見通しをつけることは難しい。

## 2. 市場監視機能・体制の強化

### 1) 課徴金制度の導入

今回の改正では、証券法に第6章の2として課徴金制度に関する新たな章が設けられた。この課徴金制度は、米国の証券取引委員会（SEC）が法令違反に対して課す民事制裁金（civil fine）やわが国の公正取引委員会がカルテルに参加した事業者に対して課す課徴金をモデルとして導入されることになったものである。

改正法によれば、課徴金制度の対象となるのは、<1>重要な事項につき虚偽の記載がある開示書類を提出した発行者及び発行者の役員等（172条）、<2>証券取引に関して風説を流布したり偽計を用いたりした者（173条）、<3>相場操縦を行った者（174条）、<4>違法なインサイダー取引を行った者（175条）、である。

それぞれの行為類型ごとに、納付すべき課徴金の計算方法が明示されている。例えば、重要な事項につき虚偽の記載がある開示書類

に基づく募集により株券等を取得させた発行者は、取得させた株券等の発行総額の100分の2（株券等以外の有価証券の場合100分の1）の課徴金を納付しなければならない（172条1項1号）。また、違法なインサイダー取引で株式等を買付けた者は、重要事実公表後の株価から実際の買付け価額を差し引いた価格に買付け数量を乗じた金額の課徴金を納付しなければならない（175条1項2号）。

改正法の下で課徴金納付命令の対象となる行為類型は、いずれも従来から刑事罰の対象となっていたものである。例えば、重要な事項につき虚偽の記載がある開示書類を届出書類として提出した者は、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金、または両方を併科される（197条）。また、違法なインサイダー取引を行った者は、3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金、または両方を併科される（198条）。これらの規定は、課徴金制度の導入によっても変更されるわけではなく、今後の違反者は、課徴金の納付を命じられることに加えて、刑事罰を科される可能性がある。

更に、相場操縦やインサイダー取引に関しては、刑事罰に加えて、それらの行為によって得た財産の没収またはその価額の追徴が付加される（198条の2）。そこで、同一事件において没収や追徴を命じる確定裁判がある場合には、課徴金の金額は当該没収等相当額を控除した額とするものとされている（185条の7、2項）。また、課徴金の納付が命じられた後に同一事件において没収や追徴を命じる確定裁判があった場合には、当該没収等相当額を控除した額に課徴金の金額を変更するものとされる（185条の8、5項）<sup>4</sup>。

なお、米国においても、SECによる民事制裁金と刑事罰は、同一事件において重ねて科されることがあり得る。このことが、憲法（米国第5修正、日本39条）の禁じる「二

重処罰の禁止」ないしは「二重の危険（double jeopardy）」に該当するのではないかとの見方もとり得ないわけではない。この点について、現状では、SEC の課す民事制裁金は刑事罰ではなく、二重の危険の問題は生じないとするのが判例の立場だとされている<sup>5</sup>。

課徴金の納付は、裁判に準じるような手続きを踏んで行われる審判を経た上で命じられる<sup>6</sup>。審判手続きは、原則として 3 人の審判官で構成する合議体が行うが、簡易な事件については 1 人の審判官が行う（180 条）。審判手続きの対象となる者（被審人）は、弁護士等を代理人とすることができ、審判は公開で行われる（181 条、182 条）。審判手続きに関する権限は、内閣総理大臣が有し、金融庁長官に委任するものとされている（194 条の 6）ことから、審判官は金融庁に所属することになる。実際には、裁判官出身者等が任用されることになるものと予想される。

課徴金納付を命じる決定に対して不服がある場合は、決定が効力を生じた日から 30 日以内に取消訴訟を提起することができる（185 条の 18）。

## 2) 課徴金制度導入の意義

これまで、わが国の証券取引監視体制をめぐっては、米国に比べて規制機関の権限や人員の面で不十分であり、市場の公正さに対する信頼を損なっているとの批判がしばしば聞かれた<sup>7</sup>。その際、主要な論点の一つとなったのが、SEC の有する民事制裁金等をめぐる準司法的権限が、わが国の監督機関に与えられていないという点であった。それだけに、課徴金制度の導入が、市場監視機能の向上、ひいては市場の公正さに対する信頼の向上につながることを期待される。

米国の SEC は、広く証券法違反全般に関して、民事制裁金を科すことが可能である<sup>8</sup>。但し、原則としては、違反者を被告とする民

事訴訟を提起しなければならず、今回の改正で導入された審判手続きに類似した行政手続きのみで科すことができるのは、違反者が SEC 登録のブローカー・ディーラー、投資会社等、規制監督の対象となる者である場合のみに限られる<sup>9</sup>。民事手続きにおいては、多くのケースで、裁判所の判決を得る前に、被告が SEC と和解して民事制裁金の支払いに応じている。

これに対して、わが国の課徴金制度は、対象となる行為類型が限定されている。しかも、それは、あらゆる者が行為規制の対象となる不公正取引であり、証券会社等、規制・監督の対象となる者に限って禁じられる不正行為は含まれていない。この点は、もともと、課徴金制度導入をめぐる議論の背景に、証券会社等による法令違反への制裁が、営業停止などの行政処分に限られているので、抑止効果が十分でなく、また、営業停止処分は処分の対象となる証券会社等の顧客にも不利益を及ぼすとの指摘があったことを考えると、些か意外感もある<sup>10</sup>。

なお、今回の法改正は、課徴金制度の導入のみに留まったが、米国の SEC は、課徴金と並んで、民事手続きによる裁判所の差し止め命令や行政手続きで誰に対しても発給することのできる排除措置命令を違法行為の再発防止、抑止のために広く活用している<sup>11</sup>。わが国の証取法にも緊急差し止め命令の制度（192 条）があるが、実際に使われたことはない。今後は、課徴金制度の定着を図るとともに、差し止め命令の活用といったことについても、検討を進める必要があるのではなかろうか<sup>12</sup>。

## 3) 民事責任規定の見直し

今回の改正法では、有価証券届出書、有価証券報告書を始めとする公衆縦覧に供されている開示書類に重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項、誤

解を生じさせないために必要な重要事実の記載が欠けている場合における当該書類の提出者の民事責任に関する規定が改められた。

これまで、開示書類の不実記載によって生じた損害の賠償については、多くの規定が設けられていた（17条乃至22条、24条の4等）。しかし、損害額をどのように定めるかについては、有価証券届出書及び目論見書に関して購入額から損害賠償請求時の時価を差し引いたものとする規定（19条）が設けられているのみであり、その他の場合については、原告による損害額の立証が事実上困難であるとの指摘があった。

そこで、今回の改正では、書類が公衆縦覧に供されている間に当該書類の提出者が発行者である有価証券を募集または売出しによらずに取得した者に対して適用される損害額の推定規定が設けられたのである。

それによれば、書類の虚偽記載等の事実が公表された場合、公表前1年以内に当該有価証券を取得した者は、公表日前1ヶ月の当該有価証券の市場価額の平均額から公表後1ヶ月の市場価額の平均額を差し引いた額を損害の額とすることができるものとされる（21条の2、2項）。これにより、有価証券報告書に虚偽記載等があった場合のように、流通市場で有価証券を取得した個々の投資家が被った損害額の立証が容易でない場合でも、有効な救済が図られることになった。

### 3. ディスクロージャーの合理化

#### 1) 目論見書制度の見直し

##### (1) 三部構成方式の導入

目論見書制度をめぐっては、とりわけ2000年12月以降、全面的に開示規定の適用対象となった投資信託に関して多くの問題が指摘されてきた。オープン型投資信託は、継続的に募集が行われるため、以前から目論見

書制度の対象となってきた株式や債券に比べて、情報の効率的な提供が、より重要な課題となるからである。

そこで、今回の改正法では、有価証券届出書の内容を区分し、投資家に必ず交付しなければならない情報をこれまでよりも限定する、三部構成方式が導入されることになった。すなわち、投資家に必ず交付しなければならない目論見書には、「投資判断に極めて重要な影響を及ぼすもの」が記載され、それ以外の目論見書記載事項は、投資家からの請求に応じて交付するものとした（13条2項）。目論見書記載事項以外の情報は、有価証券届出書が公衆縦覧に供されることで、間接的に開示される。

なお、改正法の規定だけからは明確ではないが、金融審報告では、三部構成化の対象とすべきは投資信託の目論見書のみであり、その他の有価証券については、現在の目論見書の記載内容が、いずれも投資判断にとって等しく重要な情報であり、三部構成化にはなじまないとしている<sup>13</sup>。この点は、今後制定される内閣府令で明確にされることになる。

#### (2) 効率的な交付の容認

一方、投資家に必ず交付しなければならない目論見書であっても、<1>当該有価証券と同一の銘柄を所有する者、<2>その同居者が既に当該目論見書の交付を受け、または確実に交付を受けると見込まれる者、が予め同意した場合には、交付義務が免除されることになった（15条2項）。これにより、同一種類の投資信託について継続的に募集が行われている場合の手続きが簡素化されるとともに、同一世帯に同じ目論見書が複数郵送されるといった不合理を、投資家の了解の下で、回避できることになった。

投資信託以外の目論見書をめぐっても、例えば、株式の新規公開等に際して、まず仮目論見書を作成し、最終的な発行条件が決定し

た段階で、改めて発行価格などの記載以外は全く同一の最終目論見書を訂正目論見書として作成することの不合理が指摘されていた。この点について、改正法では、発行価格等の公表方法を記載し、当該方法により発行価格等を公表すれば、発行価格等を記載しない目論見書を使用することができるものとし、手続き面での効率化が図られた（13条2項但し書、15条5項）。

### （3）販売用資料規制の見直し

今回の改正法では、目論見書そのものの定義規定も改められ、定義がより明確にされた（2条10項）。

更に、有価証券の募集または売出しのために、目論見書に記載すべき内容と異なる内容を記載した目論見書を使用したり、異なる内容の表示をしてはならないという規定（旧13条5項）が改められたことが注目される。

この規定は、従来、募集または売出しに際して、目論見書の内容と「虚偽、矛盾、欠缺」のある表示をしてはならないとの趣旨と解釈されてきた<sup>14</sup>。このため、投資判断に必要な情報であっても目論見書に記載されていなければ表示できないなど、硬直的な運用が問題視されていた。そこで改正法では、「目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料...を使用する場合には、虚偽の表示又は誤解を生じさせる表示をしてはならない」との規定が設けられた（13条5項）。この規定は、目論見書以外の、いわゆる販売用資料に関する規制を定めたものと解される。

この条文を読む限り、目論見書以外の販売用資料の内容と目論見書の内容との関連性は不明である。この点について、金融審報告では、目論見書に記載される情報以外の価格形成に影響を及ぼす情報であって投資家にとって有益な判断材料となるものは、「目論見書との矛盾や虚偽がなければ、民事責任を問われることなく販売用資料として活用できるよ

う、ルールの特明確化を図るべきである」と述べており、目論見書の記載内容との矛盾がないという観点を強調している<sup>15</sup>。

従来、目論見書以外の販売用資料としては、目論見書の内容を要約した要約仮目論見書の使用が認められてきた（旧13条3項）。しかし、米国においても、これだけでは投資判断にとって有益な情報を柔軟に提供できないとして、2002年以降、SECが法定目論見書に記載されていない情報を含む文書の使用に関する規則の制定を進めている<sup>16</sup>。今回の法改正は、こうした方向性に沿ったものと見ることもできる<sup>17</sup>。

もっとも、米国においても、目論見書に記載されていない内容を含む販売用資料の容認は、あくまで投資会社法の規制を受ける投資信託のみを対象とするなど、非常に慎重に進められている。証券法の体系全体をみれば、できるだけ、目論見書の記載内容を投資判断に必要なかつ十分なものに近づけつつ、目論見書の内容と異なる表示を極力排除するという基本姿勢が堅持されている。投資信託についてのみ「規制緩和」が進められた背景には、継続的に募集が行われるという投資信託の特性に照らした実質的な判断があったものと考えられる。

これに対して、わが国の今回の改正法では、目論見書以外の資料の使用を法の原則として正面から容認することになった。もちろん、わが国の法規制が、米国以上に緩やかなものであってならないと決めつける理由はない。また、13条5項で禁じられる「誤解を生じさせる表示」を「目論見書の内容と矛盾するもの」などと解釈することで、販売用資料と法定目論見書の内容とに一定の連関を維持することも不可能ではあるまい。

とはいえ、目論見書の内容から離れた販売用資料としてどのようなものが許されるかは、米国においてすら蓄積もない未知の問題である。大胆な法改正が、業者にとっても投資家

にとっても有益なものとなるよう、堅実な実務慣行が積み重ねられていくことが望まれるだろう。

## 2) 公開買付制度の見直し

株式公開買付制度は、企業買収が企図されている際に、既存株主の平等待遇を保障し、取引の透明性を確保するために整備されてきた。しかしながら、公開買付手続きを経ることによる実益のないケースにまで、利用が強制されてきた結果、迅速な企業再編を抑制しているとの指摘もある<sup>18</sup>。

そこで改正法では、公開買付制度における発行者の範囲から社債等の募集のみによって有価証券報告書提出会社となった会社を除くとともに、投資法人が発行する投資証券などを対象有価証券に含める途を開くなど、規定の見直しが行われた(27条の2、1項)。

## 4. 組合理型ファンドの規制

改正法では、証券法の<sup>19</sup>規制の対象となる「有価証券」の定義に関する規定が改正され、投資事業有限責任組合契約に基づく権利とそれに類する組合契約や匿名組合契約に基づく権利が、新たに有価証券とみなされることになった(2条2項3号)。この改正は、創業間もないベンチャー企業に投資するベンチャー・キャピタル・ファンドなどの組合理型ファンドに対して、証券法の投資家保護ルールの適用を図ることを狙いとしている。

1980年代に登場したベンチャー・キャピタル・ファンドは、当初、民法上の任意組合の形態をとっていたが、最近では、商法上の匿名組合や1998年11月に施行された中小企業等投資事業有限責任組合法に基づく投資事業有限責任組合の形態をとることも多い。ベンチャー・キャピタル・ファンドは、投資リスクが高いことから、投資単位を1億円といった大口に限定するなどして、専門知識を有しない一般投資家が投資しにくい仕組みをと

ることが多かった。ところが、最近では、事実上の公募商品も少なくなく、一部には詐欺的なものもみられるという<sup>20</sup>。

また、今回の改正は、2004年4月30日に施行された投資事業有限責任組合法(ファンド法)の改正と表裏一体をなすとも言えるものである。ファンド法の改正では、投資対象を中小未公開企業に限定する従来の規制が改められ、公開大企業を含む事業者全般に拡大されたほか、投資の形態も株式等による出資のみならず社債や金銭債権の取得も認められることになった<sup>21</sup>。このようなファンドによる投資対象、投資形態の拡充は、ファンドへの投資家層の広がりにもつながるものと考えられることから、証券取引法の投資家保護ルールに服することが適切と考えられたのである<sup>22</sup>。

ベンチャー・キャピタル関係者の間では、今回の改正について、一般投資家に広く拡散するような恐れの高いファンドに関する投資家保護ルール適用の必要性は理解しながらも、証券法の適用が、従来、自由に行われてきたファンドの組成や販売を必要以上に制約するものになりかねないとの懸念もみられる。投資家保護ルールの内容を具体化する政令や内閣府令の整備にあたって、こうした懸念が払拭されることを期待したい。

## 5. 市場規制の見直し

### 1) 最良執行義務の制度化

今回の改正法では、市場間競争を促進するという観点から、市場規制のあり方が大きく見直された。

すなわち、証券会社が顧客から取引所上場株等の売買注文を受けた場合、顧客の明示的な指示がない限り、取引所外で執行してはならないとする規定(旧37条)及び証券会社が自ら取り次いだ注文に自己勘定で向かう、いわゆる向かい呑み行為を禁じる規定(旧

39 条) が削除された。また、証券会社が、顧客の売買注文を受託する際に、自己勘定で向かうのか、取次等によって売買を成立させるのかを予め明らかにしておかなければならないとする規定に関して、予め同意を得ている場合において適格機関投資家等による注文への適用を除外する規定が設けられた(38 条)。併せて、取引所市場における売買の委託を受けた証券会社が自ら相手方となって売買を成立させる、いわゆる呑行為を禁止する規定も削除された(旧 129 条)。

これらの規定が、いわゆる PTS(私設取引システム)や証券会社による取引所外での自己勘定取引の拡大を妨げる恐れがあることは、既に筆者が別稿で指摘した通りである<sup>23</sup>。証券業協会の自主ルールによる通常取引時間の取引所外取引に関する価格規制など、法律以外による規制の問題は残るものの、今回の改正で、法文上の障害が除去されたことは高く評価すべきであろう。

これらの改正に併せて、証券会社の負うべき最良執行義務に関する規定が新たに設けられた(43 条の 2)。これは、取引所外取引の自由度が高まることで、同じ銘柄の取引が取引所や PTS を始めとする複数の場所で執行可能になった場合、顧客にとって不利な方法での注文執行が行われかねないとの懸念が生じることから設けられた規定である<sup>24</sup>。

すなわち、証券会社は、顧客の注文について最良の取引の条件で執行するための方針及び方法(最良執行方針等)を定めなければならない(43 条の 2、1 項)。証券会社は、最良執行方針等を公表し、それに従って注文を執行しなければならない(同条 2 項、3 項)。また、売買注文を受ける場合、予め顧客に対して最良執行方針等を記載した書面を交付するとともに、顧客の求めがあれば、注文執行後に、当該注文が最良執行方針等に従って執行された旨を説明する書面を交付しなければならないものとされる(同条 4 項、5 項)。

これらの規定の立法化にあたっては、米国の SEC 規則などが参考にされたものと考えられる。もっとも、ECN(電子証券取引ネットワーク)などが高度に発達し、市場間競争が激しく展開されている米国と、これから取引所外取引の本格的な成長が期待されるわが国とでは、市場の実情が大きく異なることも忘れてはならないだろう。また、米国では、最良執行義務は、もっぱら株式取引をめぐる問題として議論されているが、改正法は、規定の対象とする有価証券を限定していない。

それだけに、これらの規定が、実務上どのような意味を持ち得るかは、今後制定される内閣府令等の内容如何にかかっていると見える。最良執行義務の法制化が、あくまで市場間競争の促進を狙いとしたものであり、証券会社に対して新たな規制遵守負担を課すことに主眼があるわけではないことに留意しつつ、府令等の整備が進められることを期待したい。

## 2) PTS 規制の見直し

PTS とは、株式などの売買注文を付け合わせるという証券取引所に類似した機能を担う電子取引システムであり、1998 年の金融システム改革法による証取法改正で、証券会社による認可業務の一つと位置づけられた(29 条 1 項 3 号)。

PTS は、証券取引所の運営する有価証券市場に比べて価格形成機能の低いものと観念されたため、当初、採用できる価格決定の方法が、<1>取引所や株式店頭市場で形成された価格を用いる方法、<2>顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法、の二つに限定された(2 条 8 項 7 号)。2000 年 11 月以降、総理府令(当時)の改正によって、顧客注文対当方式、売買気配提示方式の二つの価格決定方法が付け加わった<sup>25</sup>。しかし、証券取引所で採用されている競売の方法や株式店頭(ジャスダック)市場で採用されている恒常的に



気配を提示し売買義務を課す方法（マーケット・メイク方式）は、有価証券市場のみに認められる価格決定の方法とされてきたのである（旧 80 条 2 項 2 号、証券取引所及び証券取引所持株会社に関する内閣府令 1 条）。

そこで、改正法では、PTS が用いることのできる価格決定方法に「競売買の方法」を加える一方、「競売買の方法その他の内閣府令で定める方法を定めて行う場合」については有価証券市場の開設免許が必要とする規定を削除したのである（2 条 8 項 7 号イ、80 条 2 項）。

### III．おわりに

今回の改正法では、以上に紹介した諸点に加えて、証券会社等に対する検査権限の証券取引等監視委員会への委任範囲の拡大（194 条の 6）についても、所要の手当てがなされた。

改正内容のうち、組合型ファンドの有価証券への組み込み、目論見書制度の改定、民事責任に関する規定、銀行による証券仲介業の解禁、は 2004 年 12 月 1 日から施行される。また、検査権限の証券取引等監視委員会への委任に関する規定は、2005 年 7 月 1 日から施行される。その他の規定については、2005 年 4 月 1 日から施行されることになる。また、法律施行から 5 年後に、改正後の金融諸制度について検討を加え、必要があると認められる場合には所要の措置を講ずるものとするとの条項が設けられた（改正法 23 条）。

今回の法改正は、広範にわたる画期的な内容であるが、その市場への影響を考える上では、既に触れたように、今後の政令や内閣府令の制定を待たなければ見通しが立ちにくい点も少なくない。市場機能を中核とする金融システムへの転換という大きな政策目的が背景にある法改正だけに、その本来の趣旨が全うされるような関連政令、府令の整備が進め

られることを切望したい。

<sup>1</sup> 二つの改正の内容については、拙稿「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号、同「証券仲介業制度や取引所制度改革をめぐる証券法改正案」『資本市場クォーターリー』2003 年春号参照。

<sup>2</sup> 2004 年 5 月 14 日現在、不動産投資顧問会社や保険代理店など 5 社が証券仲介業としての登録を受けている。所属証券会社は、4 社が日興コーディアル証券、1 社がエル・ピー・エル日本証券である。

<sup>3</sup> 金融審報告 30～31 頁。

<sup>4</sup> こうした課徴金と罰金との間における調整は、現行独占禁止法上の課徴金制度には存在しないが、2004 年 4 月に公正取引委員会が公表した改正案の中で導入が提案された。課徴金額から罰金額の二分の一を控除するという提案である。根岸哲「独占禁止法の改正と議論の経緯」『ジュリスト』1270 号（2004 年 6 月 15 日）参照。

<sup>5</sup> cf. “The Advantages of a Dual System: Parallel Streams of Civil and Criminal Enforcement of the U.S. Securities Laws,” Remarks by Thomas C. Newkirk, Associate Director, Division of Enforcement, September 19, 1998. なお、わが国の独占禁止法上の課徴金制度については、仮に行政的制裁の性格を有するとしても、直ちに憲法 39 条の二重処罰の禁止に反するわけではないとされている。松下満雄『経済法概説』第 3 版（東京大学出版会、2002 年）263-264 頁。また、2004 年 4 月に発表された公正取引委員会の独占禁止法改正案では、課徴金と罰金の間で調整を行い一定の金額を課徴金額から控除することになれば、「違反行為防止という行政目的を達成する上で必要以上に過重な負担を課すことにはならず、憲法上の問題が生じないとの判断」を示している。注 4 前掲、根岸論文参照。

<sup>6</sup> 177 条及び 194 条の 6、2 項 7 号に基づき、証券取引等監視委員会に対して、課徴金に係る事件について必要な調査をするため、報告徴求、検査等を行う権限が与えられたほか、手続きの詳細が 178 条以下に定められているが、本レポートでは説明を省略する。

<sup>7</sup> 例えば、経済団体連合会「証券市場の活性化を求めて - 日本版 SEC（証券取引委員会）の設立を - 」2002 年 5 月 21 日、塩崎恭久「投資家保護の基本に立ち帰ろう」『週刊東洋経済』2002 年 8 月 3 日など。

<sup>8</sup> もともと民事制裁金制度は、1984 年のインサイダー取引制裁法によってインサイダー取引のみを対象とする形で導入されたが、1990 年の証券執行救済改革法によって全ての証券法違反行為を対象とするものに拡張された。

<sup>9</sup> しかも、この権限は、1990 年の証券執行救済改革法によって導入された比較的新しい権限である。cf. Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Fourth Edition, 2001, Aspen Law & Business, pp.1420-1422. なお、英国の金融サーブス

庁（FSA）は、2000年金融サービス・市場法によって、市場不正行為（market abuse）が行われた場合、認可業者に限らず、広く違反者に対して行政手続きによる制裁金を科す権限を与えられている。

<sup>10</sup> 金融審報告でも、課徴金制度の対象として「証券会社などの行為規制違反」を想定していた。報告16頁参照。証取法42条に定められた証券会社の行為規制に対する違反には、刑事罰が課されないことから、新たに刑事罰に類似する課徴金を課すことに慎重な姿勢がとられたのかも知れない。もっとも、課徴金が行政的制裁であることからすれば、刑事罰の課されない行為に課徴金を課すこと自体に問題はなはいはずであり、今後の検討が期待される。

<sup>11</sup> 行政手続きによる排除措置命令も、1990年の証券執行救済改革法によって導入された制度である。

<sup>12</sup> 金融審報告16頁にも同趣旨の指摘がある。

<sup>13</sup> 金融審報告10頁。

<sup>14</sup> 投資信託協会「投資信託等に係る目論見書以外の投資勧誘資料等の指針」参照。

<sup>15</sup> 金融審報告10頁。

<sup>16</sup> 大原啓一・野村亜紀子「米国における投資信託の広告規制の改正について」『資本市場クォーターリー』2004年冬号。

<sup>17</sup> 今回の改正で、要約目論見書に関する13条3項及び墓碑広告に関する13条6項の規定がともに削除されたのも、その表れであると言えよう。

<sup>18</sup> 金融審報告11頁。

<sup>19</sup> これらの権利は、2条2項柱書の規定により、証券または証書に表示されるべき権利以外の権利であっても有価証券とみなされる。

<sup>20</sup> 金融審報告21頁。

<sup>21</sup> 岡橋寛明「投資事業有限責任組合法（ファンド法）の抜本改正」『旬刊金融法務事情』1708号（2004年6月5日）。

<sup>22</sup> なお、ファンド法では、改正証取法が施行されるまでの間、暫定的に、組合員となれる者の限定や人数制限、投資形態の制限などを課すものとされている。

<sup>23</sup> 拙稿「証券市場間競争をめぐる法制上の課題」『ジュリスト』1227号（2002年7月15日）、拙著『金融構造改革の誤算』（東洋経済新報社、2003年）184～185頁。

<sup>24</sup> 市場間競争が現実に進展している米国においても、証券会社に課される最良執行のあり方は様々な議論を呼んでいる。拙稿「レギュレーションNMS提案について - 米国における株式市場規制見直しの動き - 」『資本市場クォーターリー』2004年春号参照。

<sup>25</sup> 拙稿「わが国の新しいPTS（私設取引システム）規制」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照。