

解説

証券取引等監視委員会の最近の活動と重点課題：公認会計士・監査法人との関連で

証券取引等監視委員会事務局総務課長 佐々木 清隆

1 金融危機と不正取引のリスクの高まり

佐渡委員長率いる証券取引等監視委員会（以下「監視委」という。）が2007年7月に発足し、早2年半が経過している。その間、同年9月に公表された「公正な市場の確立に向けて：市場の番人としての今後の取組み」（以下「今後の取組み」という。）に示された基本的考え方の2つの柱、すなわち、①機動性・戦略性の高い市場監視の実現と、②市場規律の強化に向けた働きかけを基本に監視活動を行っている。

他方、この2年半の間にサブプライム・ローン問題に端を発する世界的な金融危機、市場の混乱等、市場環境は激変しており、それに対応して証券市場での不正取引のリスクは高くなっているとともに、不正取引の傾向も変化してきていると認識している。

まず、金融危機による市場の混乱に伴う不正取引のリスクが高くなっていることである。2008年秋の、いわゆるリーマン・ショック以降の市場の混乱は、風説の流布、株価操縦、インサイダー取引等の不正取引の

リスクを高めている。これに対しては、日本も含めた各国において、空売り規制の強化や監視の強化により対応してきたところである。

次に、金融危機が実体経済に影響を与えることに伴う不正取引のリスクの高まりである。金融危機直後の各国の対策により市場の混乱は収まり、株価等の水準も金融危機前の水準に回復してきている市場が多いが、他方、実体経済はまだ調整を終わらせない状況である。このような環境では、金融機関、証券会社、企業等の財務内容の悪化による不正会計、粉飾のリスクが高くなっていると考えている。また、一部の企業においては資金繰りが厳しい状況がみられ、また、株価の水準が証券取引所での上場維持に必要な時価総額基準すれすれの企業もみられる。このような企業については、株価水準を人為的に上昇させようとする株価操縦や、後述するような第三者割当増資等のファイナンスを悪用した「不正ファイナンス」のリスクが高くなっていると認識している。

このような不正取引のリスクの高まりとは別に、金融危機の原因の分析、再発防止策の検討が国際的に

進められる中で、金融・資本市場を巡る規制環境が変化してきている。金融機関の自己資本規制に関する新たな提案や、ヘッジファンドやCDS（Credit Default Swap）等の店頭デリバティブ商品に対する規制が国際的に議論されており、我が国においても、去る2010年1月に金融庁が「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」を公表しているところである。

以上のような不正取引のリスクの高まり及びその傾向の変化、さらに金融・資本市場に関する規制環境の変化を踏まえ、監視委としても活動の重点を変化させてきている。

「今後の取組み」にも示されており、現在、監視委としては、市場への情報発信を通じて市場規律機能の強化を目指しており、そのような考え方に則り、今後定期的に監視委の問題意識をこの場を通じて公認会計士、監査法人の関係者にお伝えしたいと考えている。

2 不正取引への対応と重点課題

(1) 不正ファイナンス
監視委の重点課題の第1は、いわ

ゆる「不正ファイナンス」への対応である。「不正ファイナンス」は、法律上の定義があるわけではなく、また、その詳細については別途の機会にこの場でご紹介したいが、簡単にいうと、第三者割当増資や新株予約権の割当等発行市場でのファイナンスを悪用し、流通市場での不正取引につなげる問題である。

金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の不正取引は、インサイダー取引、株価操縦等いずれも証券の流通市場での問題である。証券が流通する段階での公正な価格形成を阻害する行為を「不正」と位置付けているわけである。他方、公募増資、第三者割当増資等発行市場のファイナンスについては、基本的には会社法上の世界的問題として、会社法上適正な手続が求められている一方、金商法上は適正な開示が求められているだけである。すなわち、どのような第三者割当増資を行うか等ファイナンスの内容については、会社法上要請される手続を踏む限りは会社自治の原則に委ねられ、金商法では会社法上の手続に即して決定されたファイナンスの内容を開示することで足りるということである。

しかし、近年においては、発行市場の段階では会社法上の手続は遵守しているものの、流通市場での株価操縦、風説の流布等に繋がるファイナンスが増加している。例えば、割当先が非常に不透明な海外のタックス・ヘイブンは又はオフショア金融センター（典型的には、英領バージン諸島等）に設立されたファンドや、国内の投資事業組合に対する第三者割当増資や、発行済み株式総数の数倍から場合によっては何十倍もの稀釈化が生じる第三者割当増資等が、

流通市場における不正取引の前準備として、あるいはスキーム全体の一部として利用される事例が増加している。このようなファイナンスを「不正ファイナンス」として、当委員会では監視を強化している。

不正ファイナンスは、会社法改正により企業の資金調達が取締役会決議で機動的に行えるようになったこととあわせて、この数年増加していると認識しているが、特に、金融危機に伴う世界的な信用収縮、株価の下落に伴い、2008年後半以降激増した。具体的には、2008年9月期、12月期の開示のタイミングの前後で、不正ファイナンスと思われる第三者割当増資、新株予約権の割当等が著しく増加している。さらに、数の増加だけでなく、不正ファイナンスを行う当事者である上場企業についても、従来は新興市場に上場されている一部の企業が中心であったものが、近年においては、東証や大証の一部・二部上場企業、さらには金融危機の中で資本増強を迫られている金融機関の一部も登場しており、問題は深刻化している。

このような不正ファイナンスの増加に対しては、監視委として最優先課題として本問題を位置付け、監視態勢を強化し、専担の監視チームが不正ファイナンスの当事者である上場企業、関与監査法人、その他関係者（弁護士、アレンジャー等）について、金融庁、財務局、証券取引所等と連携して網羅的に監視し、刑事告発を含めた厳正な対応を積極

化している。また、金融庁開示府令、各証券取引所の上場規則等により、第三者割当の割当先、稀釈化の上限等の制限等について、より厳格なルールの整備が進んでいる。さらに、上場企業、法律事務所、監査法人、証券業協会等に対し、当委員会の問題意識をお伝えし、各当事者の市場規律の強化を通じて、不正ファイナンスの未然抑止を期待しているところである。不正ファイナンスへの対応の詳細、特に、監査法人、公認会計士に期待したい点については、別途この場でご紹介したい。

(2) インサイダー取引の増加

不正ファイナンスの問題と並んで重要な問題として、インサイダー取引の増加が挙げられる。

インサイダー取引は、証券不正取引の中で最もポピュラーな問題であり、摘発される件数もこの数年で増加している。特に、2005年に導入された課徴金制度が本格的に運用されて以降、課徴金納付勧告の対象となるインサイダー取引の件数の増加が顕著である（下表参照）。

典型的なインサイダー取引は、重要事実の当事者である会社の役員、従業員などによるものであり、このタイプのインサイダー取引は依然として後を絶たない。中には、取締役等による業務の適切な執行を監視する立場にある監査役によるインサイダー取引もあり、インサイダー取引に関する上場企業の意識がかつてに比べると高くなってきたとはいえ、企業による情報管理態勢、インサイ

事務年度	17事務年度	18事務年度	19事務年度	20事務年度	H21.7-12
課徴金納付勧告件数	9	9	21	18	20
告発件数	5	9	2	7	4
合計件数	14	18	23	25	24

ダー防止態勢の上でまだ課題がある。

しかし、会社の役員職員によるインサイダー取引以上に顕著なのが、上場企業と業務上の契約を締結している関係者（契約締結者）によるものである。この数年でも、上場企業の監査をする公認会計士、広告を受注する印刷会社、due diligenceを行う業者等によるインサイダー取引が摘発されている。会社の内部者情報にアクセスできる特別な立場にあることを悪用したものと、インサイダー取引規制の観点から問題であることは当然として、近年、社会的にも認識が高まっている適切な情報管理・利用の観点からも問題がある。

さらに、インサイダー取引のために利用された情報、重要事実として、株式公開買付（TOB）に関連するものが多いのも、近年の傾向である。現在、摘発されるインサイダー取引の過半数以上がTOB関連のものである。その背景として、近年の経済環境を反映して企業再編に絡むTOBの件数が増加していること、TOBの対象会社の株には通常プレミアムが付くため、TOBの公表前に当該株式を買っておけば確実に儲かることが挙げられる。TOBに関与する関係者が多数に上る結果、公表前のTOB情報を知る立場にある当事者が、他の重要事実の場合に比べ多いことも重要な要因である。買付企業、対象企業の役員のみならず、多くの場合、投資銀行や証券会社が務めるFinancial Advisor (FA)、法律事務所、税理士、監査法人、due diligenceの業者、印刷会社等、関与する関係者は数十人から100人以上の規模になることも少なくない。

インサイダー取引に対しては、どんな少額の取引でも、また、借名口

座や海外の口座等を利用した場合であっても、証券取引所、各証券会社と連携して詳細に監視している。また、事後的な摘発だけでなく、事前抑止の重要性の観点から、証券取引所等と連携した市場参加者向けのセミナー等を通じた啓発活動にも力を入れている。これらの点についても、後日、詳細をご紹介したい。

(3) 多様化する証券検査

不正ファイナンス、インサイダー取引等不正取引への対応とともに重要な課題として、金融商品取引業者の多様化に伴う証券検査の実効性の向上が挙げられる。金融商品取引法の施行により、監視委が検査を行う対象業者は、大手証券会社、投資銀行、外資系証券会社、中小証券会社、外為証拠金業者（FX業者）に加え、いわゆる集団投資スキームの業者まで非常に多様化している。

リーマン・ショックで明らかになったとおり、投資銀行や一部の証券会社の業務は、従来のブローキング業務中心から自己資金を使いレバレッジを効かせて収益を上げる業務にシフトしており、それに対応して業者のリスクも信用リスク、市場リスク、流動性リスク等、財務の健全性に関するリスクが高くなってきている。このような業者に対する検査においては、従来の法令遵守態勢に重点を置いた検査だけでなく、これらリスクの管理態勢を評価するリスクベースでのアプローチが求められている。既に金融機関のリスク管理態勢に精通した外部の専門家や公認会計士等を採用し、検査手法の構築に務めているところである。

他方、他の規制業者については依然として法令遵守態勢に問題があるケースが多い。特に、集団投資スキ

ームの業者の一部はいわゆる「ねずみ講」と同様、あるいは、ほとんど詐欺に近いような実態であり、警察等との連携が必要とされている。

このような非常に多様な検査対象に対応した検査手法の構築、人材の育成が緊急の課題となっている。

(4) 新たな商品、取引、市場等に関する監視の強化

重点課題の4番目は、新たな商品、取引、市場等に関する監視の強化である。金融危機の中でも注目されたCDS等の店頭デリバティブ商品や、DMA (Direct Market Access) やアルゴリズム取引等の取引手法、ダーク・プール等の新たな市場における不正取引のリスクの把握を行い、有効な監視態勢を構築する必要がある。

これらの新たな商品、取引、市場等の問題については、既に証券規制当局の国際的な集まりであるIOSCOにおいても、種々検討が進められているほか、日本においても、上述の金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」の中で、CDSに関する清算機関による集中決済や取引の実態把握のための取引記録の保存や報告等が盛り込まれたところである。監視委としても、このような制度整備とも合わせ、不正取引の観点からの監視手法、態勢の構築を検討しているところである。例えば、CDSについては、金融危機直後の2008年秋以降、取引の実態把握のためのヒヤリングを市場参加者から行い、さらに、それに続いてCDSに関するリスク管理態勢、特に、不正取引リスクの観点からの管理態勢についてヒヤリングを行い、その結果については、既に市場参加者にフィードバックしたところであ

る³。

さらに、2010年1月4日より、東証において新たな取引執行システムとしてArrow Headが稼動し、取引スピードが高速度化されたことに伴い、不正取引のパターンにどのような変化が生じるのか、東証とともに関心を持ってきているところである。

(5) 自主規制機関等との連携

以上のような重点施策を推進する上で、証券取引所、証券業協会等、自主規制機関との連携を一層強化することも重要である。「今後の取組み」の中では、既に自主規制機関との連携が盛り込まれているところではあるが、監視委としては、証券取引所、証券業協会等、金融商品取引法上、位置付けられた自主規制機関だけでなく、市場の公正性に役割を持つ関連団体も「広義」の自主規制機関と考え、連携を強化しているところである。例えば、日本弁護士連合会、日本公認会計士協会、日本監査役協会、日本税理士会連合会、日本司法書士会連合会、日本行政書士会連合会等との連携も進めている。

また、証券取引所、証券業協会を含め、連携のあり方について見直しも進めている。例えば、従来、証券取引所、証券業協会から監視委への情報提供・報告といった一方での流れを見直し、各自主規制機関の自主規制機能の発揮に繋がるような方向性での連携を具体化しているところである。具体的には、監視委としての問題意識やノウハウをこれら自主規制機関との間で共有するため、意見交換の機会を増やしているほか、監視委職員向けの各種研修に自主規制機関の職員も参加することも、既に実施しているところである。

3 公認会計士・監査法人との関連

上記のような監視委としての活動の中で、公認会計士、監査法人の果たす役割は非常に重要であり、また、従来に比しても多面的な関連が出てきている。

まず、上場企業の有価証券報告書の監査の分野での公認会計士、監査法人の役割である。監視委としての開示検査、犯則調査の中で把握される上場企業の粉飾に関連して、公認会計士、監査法人の役割が極めて重要である。この点は、カネボウの粉飾事件等で告発あるいは、金融庁から処分された公認会計士の事例を受け、監査が厳格化していることは評価できるが、他方、依然として粉飾に加担するような公認会計士、監査法人の事例が把握されている。また、企業側の監査法人対策により、公認会計士、監査法人が粉飾を見抜けなかった事例も少なくない。

有価証券報告書の監査と関連する分野ではあるが、上述の不正ファイナンスとの関連での監査法人、公認会計士の問題も把握されている。不正ファイナンスのスキームのトレンドに関する公認会計士、スキームの中で利用される海外SPCの国内での常任代理人として登場する公認会計士、不正ファイナンスを行う当事者である上場企業の監査が、特定少数の監査法人、公認会計士に交代する事例等が認識されている。

また、公認会計士がインサイダー取引の当事者となるケースや、監査法人等の情報管理態勢、インサイダー取引防止態勢が不十分である事例等、インサイダー取引との関連も懸念されるところである。

さらに、詐欺まがいの集団投資スキーム（ファンド）のスキームの組成や財産評価等の上で公認会計士が関与する事例も把握されている。

このような問題については、例えば監視委の検査・調査等で把握された粉飾の事例のパターン等も含め、日本公認会計士協会等との間で、認識を共有するような機会を設けてきており、先ほどの「広義」の自主規制機関との連携の考え方に則って、監視委と日本公認会計士協会が連携して市場の公正性向上のための取組みを行っているところである。

そのような連携の一環として、今後この誌面をお借りして、定期的に監視委の問題意識等をご紹介していきたい。

（文中、意見にわたる部分は筆者の個人的見解である）。

〈注〉

- 1 <http://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20070905.pdf>
- 2 <http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>
- 3 ISDA会員向けの意見交換（2010年1月28日）資料。<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/20100128a.pdf>