

証券監視当局が示す 第三者委員会の 役割とは

金融庁 証券取引等監視委員会事務局
総務課長 佐々木清隆

近年、インサイダー取引や有価証券報告書虚偽記載（粉飾）等の証券市場での問題に関連して、企業が「第三者調査委員会」を設立するケースが増加している。証券市場を監視する証券取引等監視委員会の観点から、第三者調査委員会の現状、その問題点、期待される役割について紹介する。

1 はじめに

今般、第三者調査委員会に対し期待する役割について、証券取引等監視委員会（以下「監視委」と略）の観点から寄稿する機会を頂戴したが、「なぜ監視委が関係するのか」と不思議に思われる方もいることと思う。

後で述べるように、証券市場の公正性を確保する上で、監視委はもちろん金融庁、検察、警察等の当局だけでなく、証券取引所、証券会社、上場企業、弁護士・法律事務所、監査法人・公認会計士、投資家その他広く証券市場の参加者全体の公正な証券市場の確立に向けた努力が不可欠であると考えている。このような市場参加者全体の取組みを「市場規律」と呼んでいるが、これなしに、監視委等の当局による取組みだけでは、公正な証券市場は確立できない。

このような観点から、市場規律の確立の上で重要な役割を持つ弁護士や公認会計士等による第三者調査委員会の活動は、市場規律の強化の上で極めて重要なことであり、また証券市場の公正性を強化するために有意義なことであると考えている。

第三者調査委員会について監視委としての視点をご紹介しますために、まず、監視委としての市場規律の強化に向けた取組みをご紹介します。その次に、第三者調査委員会と証券不公正取引および監視委との関係の現状について説明したい。最後に、第三者調査委員会の活動への期待および今後の課題について述べたい。

2 市場規律強化の重要性

監視委では、現在の佐渡委員長率いる体制が発足した直後の2007年9月に、新体制の基

本方針を「公正な証券市場の確立に向けて：市場の番人としての取組み」として公表している⁽¹⁾。

そこにおいて、基本的な考え方として、「1 機動性・戦略性の高い市場監視」と並んで、「2 市場規律の強化に向けた働きかけ」を挙げている。

「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」（抜粋）

- 1 証券監視委の使命
 - (1) 市場の公正性・透明性の確保
 - (2) 投資者の保護
- 2 基本的考え方
 - (1) 機動性・戦略性の高い市場監視の実現
 - (2) 市場規律の強化に向けた働きかけ
- 3 重点施策
 - (1) 包括的かつ機動的な市場監視
 - (2) 課徴金制度の一層の活用
 - (3) 金融商品取引法制の適切な運用
 - (4) 自主規制機関などとの連携
 - (5) グローバル化への対応

上記の考え方の第一の柱である「2 (1) 機動性・戦略性の高い市場監視」は、変化の早い証券市場での様々な問題に対応するため、監視委に新たに与えられた様々な権限を活用して、問題が起きた場合にタイムリーに対応することももちろん、変化しつつある市場および不公正取引のリスクに、先を見て（forward looking）対応することである。

これに加え、監視委による監視が実効性を挙げるためにも、当局だけではなく広く証券

市場の参加者による取組みを通じて市場規律が強化されるよう、市場参加者への働きかけや対話、情報発信を強化することを、「2 市場規律の強化に向けた働きかけ」として盛り込んでいるところが、特に重要である。

これは、当局による効果的、効率的な市場監視が必要であることは当然としても、それだけでは、公正な証券市場を確立する上で不十分であるとの認識が背景にある。当局による事後的な摘発だけでは現在のように変化の早い、また国際化した証券市場の公正性は確保できないのが現実である。

また、当局による事後摘発だけに依存していたのでは、当局にとってのコストはもちろんのこと、投資家の被害の回復、市場の秩序の回復を図る上で、不十分あるいは過大な経済的・時間的コストがかかることになる点も指摘しておきたい。

証券市場は、企業や投資家等市場参加者が資金調達、運用等を通じて利益を上げる場であるとともに、わが国経済、さらには世界経済を支える「公共財」であるからこそ、金商法等の法律によって、公正な市場であるための規律が求められ、また監視委等の監視当局が設けられている。

公共財である証券市場の公正性を確保するためには、当局による監視の前提として、市場の参加者が市場のルールを遵守することが求められるのは当然のことである。例えていえば、交通事故を減らすためには、警察当局が取り締まるだけではなく、ドライバーや歩行者など一人ひとりが交通ルールを遵守することが不可欠であると同様である。

以上のような考え方に立ち、監視委としては、市場規律の強化に向けた取組みを強化してきている。具体的には、市場参加者への講演

⁽¹⁾ <http://www.fsa.go.jp/sesc/news/news.htm>

⁽²⁾ 監視委としての情報発信については、監視委Web (<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>) を参照。

や意見交換、今回のような雑誌やメルマガ等メディアへの投稿等により、監視委としての問題意識の提供を通じて、各当事者における市場規律が強化されるよう働きかけている⁴⁾。

このような市場規律強化の上で重要な役割を果たすのが、証券取引所や日本証券業協会等の金商法上の自主規制機関である。監視委としては、これら自主規制機関との意見交換や自主規制機関主催の講演会への講師派遣等により連携を強化してきているほか、監視委主催の研修等への自主規制機関の参加や人的交流を新たに実施してきている。これら自主規制機関との連携により、上場企業や会員証券会社等における自己規律が強化されることを期待している。

このような金商法上の自主規制機関（これを「狭義」の自主規制機関と呼ぶ）以外にも、証券市場の公正性を確保するうえで役割を持つ諸団体（これを「広義」の自主規制機関と呼んでいる）、例えば、公認会計士協会、弁護士会、不動産鑑定協会、司法書士会、行政書士会、監査役協会等との連携も強化してきているところである。

具体的には、公認会計士、監査法人は、上場企業の有価証券報告書の適正性や内部統制の実効性を担保するうえでの役割が金商法上規定されており、公正な証券市場の確立の上で極めて重要な役割を果たしていることは周知の通りである。

特に、2005年のカネボウの粉飾に加担した中央青山監査法人（当時）の公認会計士が刑事告発され、当該監査法人に対する金融庁の行政処分が行われて以降、監査の厳格化が進んでいることは、証券市場の公正性強化のうえで評価できることである。

公認会計士、監査法人の役割の重要性に鑑み、監視委と公認会計士協会等との間では、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、認識を共有するための意見交換を行うなど、連携を強化してきている。

また、証券市場の公正性確保のうえで弁護士、法律事務所の役割も重要であると考えている。例えば、証券取引等に関するリーガル・オピニオンでの弁護士の役割である。様々な証券取引、金融商品について、弁護士によるリーガル・オピニオンが作成されているが、中には、オピニオンを出すに際しての検討範囲、対象、手法等に疑問をもつことがある。依頼者に都合のよいオピニオンを出すことが先にたち、十分な検討を行うことなく、またそのオピニオンが投資家や市場参加者の判断に重要な影響を与えることを考慮しないままに、安易な内容のオピニオンが出される事例が散見される。また、TOBやM&A等における買収防衛策や各種スキームの策定等のうえで果たす弁護士の役割も重要である。

このような証券市場の公正性確保の上で果たす弁護士、法律事務所の役割の重要性が増加していることを踏まえ、監視委としては弁護士会や法律事務所との間で意見交換等による連携を強化してきている。

このような監査法人、公認会計士、弁護士、法律事務所と、証券市場の公正性との関係で近年重要性を増しているのが、第三者調査委員会である。

3 証券不正取引と第三者調査委員会の現状

第三者調査委員会は、様々な企業の不祥事に関連して設立されるが、監視委との関係では、証券不祥事、典型的には、企業の粉飾、インサイダー取引等に関連して、第三者調査委員会が設置される事例が多い。

このような第三者調査委員会では、ほとんどすべての場合において、弁護士がメンバーとして参加するほか、特に粉飾の問題では公認会計士、その他学識経験者等が参加する事例が少なくない⁵⁾。また最近では、証券不正取引において利用されるパソコンや携帯電話等の記録の分析が極めて重要であることから、例えば消去された電子ファイルやe-mailの復元や解析を行うdigital forensicの専門家が動員される事例も増加している⁶⁾。

第三者調査委員会のパターンとしては、①当該企業の内部者によって構成された社内調査委員会の調査を前提として当該社内調査委員会の調査の範囲・手法等が適切であるかを検証するためのもの、②社内調査委員会が設置されず、第三者調査委員会が直接調査を行うもの、③上記二者の中間的なもの（例えば内部調査委員会の調査の手法等について外部専門家が助言するもの）等、種々のものが認識されている。

さらに、近年問題が深刻化しているいわゆる「不正ファイナンス」⁷⁾で悪用される第三者割当増資について、2009年8月以降各証券取引所の上場規則において、総議決権数比25%以上の希釈化を生じる場合には、当該第三者割当増資の必要性、相当性についての独立した第三者による意見書が求められており、このような場合にも、第三者調査委員会

が設置され意見書（報告書）を提出する事例も増加してきている。

このような第三者調査委員会の設立、活動は、当該企業のイニシアティブにより行われるものであり、監視委による調査・検査とは直接の関係はないものである。

しかし、先に触れたとおり、市場参加者による市場規律を重視する監視委の観点からは、第三者調査委員会の設置およびその活動を、当該企業の自己規律の現れであると前向きに評価している。ただ現状では、個別に第三者調査委員会のメンバーの構成、その調査手法、アウトプットである報告書の内容を見ると、当該委員会や調査プロセスの独立性、客観性、公正性の上で疑問を持つ事例が少なくない。

具体的には、第三者調査委員会のメンバーの当該企業からの独立性に疑問があるケース（例えば、顧問弁護士等がメンバーで利益相反が懸念される場合）、調査対象の事項との関連で調査委員会のメンバーの専門性に疑問がある事例（証券市場の問題であるにもかかわらず、メンバーの金商法に関する専門性について疑問がある等）、調査の範囲、手法やプロセスに疑問がある事例（十分な範囲の検討が行われていない、客観的な証拠を入手していない等）、調査結果の公表が恣意的である事例（依頼人に都合のよい部分しか公表されない等）、依頼人である当該企業経営者・幹部の保身目的に利用されている事例等が認識されている。

最近では、証券不正取引だけでなく、企業不祥事全般に関して、このような第三者調査委員会の設置が一般化してきている。またその設立を危機管理専門のコンサルタント等からアドバイスされる事例が増加している

⁴⁾ 第三者調査委員会に関する文献として、國廣正「第三者委員会についての実践的検討」(NBL No903, No905)、日本公認会計士協会経営研究調査会研究報告第40号「上場会社の不正調査に関する公表事例の分析」(2010年4月13日)がある。

⁵⁾ 例えば、NHK記者によるインサイダー取引に関する第三者調査委員会におけるdigital forensicの活用の事例(<http://www.nhk.or.jp/pr/keiei/otherpress/pdf/20080527-002.pdf>)。

⁶⁾ 「不正ファイナンス」の詳細については、監視委Web (<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>) 参照。

⁷⁾ 上場企業の場合、各証券取引所の上場規則において、「当該上場会社の運営、業務若しくは財産または当該上場株券等に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」として適時開示されることが多い。

ようである。さらに、多くの場合において、第三者調査委員会の設置が適時開示されている¹⁰⁾。しかし、中には、第三者調査委員会の設置を公表することで、とりあえず世間の批判をかわし時間稼ぎをすることを狙っているような事例も見られる。

4 第三者調査委員会への期待：独立性、客観性、公正性

第三者調査委員会の現状には、上記のような問題が少なくない。その背景には、わが国においては、第三者調査委員会が近年における新たな現象であること、したがって、第三者調査委員会のあり方について関係者の間で合意されたプラクティスが確立しておらず、また指針となるようなガイドライン等も存在しないことがあると考える。

しかし、市場参加者における市場規律を重視する監視委の観点からは、第三者調査委員会が、本来期待される独立した客観的、公正な調査により、問題の原因を解明し、再発防止に向けた的確な取組みのうえで役割を果たすことを期待するものである。

そのためには、第三者調査委員会のあり方についての何らかの指針、ガイドライン、プラクティスが関係者の間で形成されることが有効であると思う。

第三者調査委員会が独立、客観的、公正な活動を行うための指針を検討する上で、特に重要なのが、「第三者調査委員会の活動は誰のために行われるのか」、「第三者調査委員会のステークホルダーが誰であるのか」という点を明確にすることであると考えている。

第三者調査委員会は、通常、問題が生じた企業の経営者からの依頼に基づき設置されるとしても、その活動および成果は当該企業経営者のためだけのものではないと考える。企業の社会的責任、対外的な説明責任が重視さ

れる現代社会において、第三者調査委員会は、当該企業の活動に利害関係を持つ関係者全体のためものと考えべきである。

特に、上場企業の場合には、株主、投資家等市場参加者を広くステークホルダーとして考えるのが適切である。証券取引所が、第三者調査委員会の設置およびその報告書等の適時開示を上場企業に要請するのも、そのような考え方に基づくものである。

このように第三者調査委員会がステークホルダー全体のためのものであるとの基本原則を明確にすることにより、第三者調査委員会のメンバー構成、調査の対象・手法、調査結果の公表等のあり方についても、おのずと適切な方向性が定まるのではないかと考える。

第三者調査委員会を構成することの多い弁護士、公認会計士、その他の関係者の間において、独立、客観的、公正な第三者調査委員会に向けたプラクティス、指針のあり方について検討が行われることを、監視委としても強く期待するところである。また、関係者の間でのそのような検討の上で参考になる材料の提供等、監視委としても協力を惜しまないつもりである。

市場参加者による市場規律と監視委との協働を通じて、公正な証券市場の確立が一層前進することを確信している。

(文章中、意見にかかわる部分は、筆者の個人的見解である)

佐々木清隆 (ささき きよたか)
東京都出身。1983年中大法学部卒業後、大蔵省(当時)に入省。金融監督庁(現金融庁)検査局、OECD(経済協力開発機構)、IMF(国際通貨基金)等海外勤務を経て、2005年証券取引所監視委員会事務局特別調査課長。07年7月より同委員会事務局総務課長。