

2 証券取引等監視委員会の活動状況

証券取引等監視委員会事務局長 木下信行

筆者が事務局長を務める証券取引等監視委員会（以下「監視委」という）は、市場の公正性・透明性の確保と投資者の保護を使命として、委員長および委員2名で構成される合議制の機関である。その業務内容は、証券市場における不正取引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の業務に対する検査であり、その処理のために、総務課、市場分析審査課、証券検査課、課徴金・開示検査課、特別調査課のほか、財務局等に証券取引等監視官部門が置かれている。本稿でその活動状況を紹介するにあたっては、別途、担当者による記述が掲載されることを踏まえ、全体的な役割や業務運営とその背景にある考え方について、筆者なりの鳥瞰を行うこととする。

金融仲介システムと監視委の役割

金融仲介システムは、国民経済の重要なインフラストラクチャである。

その第1の形態としては、資金調達を行う企業と本源的資金供与者である家計等との間に銀行等が介在するものがある。銀行等は、企業等に対し、その事業に関する情報を分析した上で資金を供与する一方、家計等に対しては、自らの事業に関する情報を開示し、預金等により資金を調達する。銀行等は、貸出先に対し自行のみが保有する私的情報に基づいて資金を供与することで利益を上げる一方、仮に資金繰り困難から貸出を売却せざるを得なくなる場合には、買い手が同様の情報を持っていないことに伴って、大幅なディスカウントを余儀なくされることとな

る。このシステムでは、企業等のリスクの顕在化が銀行等の機能低下に直接影響するので、処理し得るリスクには自ずと限界がある。

金融仲介システムのもう一方の形態としては、証券市場を通ずるものがある。このシステムにおいては、資金調達を行う企業等は、投資者に対し、その事業に関する情報開示を行い、自らの発行する株式や債券等を販売して資金を調達する。投資者がこうした金融商品を購入しようとする場合には、大幅なディスカウントを被らずに円滑に売却し得ることが前提となるので、証券市場においては、市場参加者間の情報の共有が重要である。証券市場は、この前提のもとで、市場参加者の取引情報が集約されることにより、流動性の提供と価格の発見が行われる場として機能する。このシステムでは企業等のリスクは価格変動に反映され、市場の機能には直接影響し

ないので、より大きなリスクを処理し得る可能性がある。

金融仲介システムを機能させるためのインフラストラクチャについて両者を対比すれば、銀行等の預貸は一般の民事法に基づいて契約され、銀行間市場等の枠組みは私的情報に基づく銀行の利益によって賄われるため、金融危機時を除けば、政府等による環境整備のコストが比較的小さくすむ。

一方、証券市場が機能を発揮するためには、まず、企業自らが情報開示を適正に行うことが前提であり、公認会計士による監査等によって投資家の信頼を確保することが重要となる。また、こうした開示情報が投資家に広く共有されるために、有価証券報告書等の枠組みが整備されている。さらに、個別の投資者が共有情報に基づき円滑に売買できるような、証券取引所や証券会社等の関連組織が的確に機能することも必要である。これらの枠組みは、相互に補完し合って証券市場のインフラストラクチャを形成しているが、各々が別の主体により担われていることから、相互の調整が欠かせない。このように、証券市場については、政府等は、通常時からインフラストラクチャに関する枠組み整備や市場参加者間の情報の歪みの是正等に比較的大きなコストをかけることが必要となる。

以上に関し、筆者としては、証券市場を通じた金融仲介が円滑に行われるためのカギとなる概念は「インテグリティ」であると考えられる。その内容を正確に表現することは困難であるが、おおむね上記のような環境整備のもとで、資金調達を行う企業と投資を行う家計等との間で情報が適正に共有され、これに基づく取引が円滑に行われることによって、流動性の提供と価格の発見という市場の機能が十分に発揮されるような状況を指すものと考えられる。金融行政の基本的な役割の1つは、

このインテグリティを常に維持向上させていくための環境整備であり、監視委は、こうした証券市場に対する政府等の関与の重要な一環として、関係法令の執行の役割を担っている。

2 監視委の具体的活動

監視委の具体的活動をオペレーションの面からみると、情報の処理という総括が可能である。

まず、監視委は、証券市場における取引等に関し、情報の収集・分析・審査を行っている。収集する情報としては、証券取引所や証券会社における売買審査に基づく情報や、証券市場における取引や価格の動向、企業等による開示情報、当方が行うヒアリングに基づく情報等のほか、一般からも例年6000件前後の情報を受け付けている。監視委は、こうした情報収集によって、証券市場における取引等を網羅的に監視する体制を整えており、そのなかで、金融行政の観点から検討が必要とみられるものについては、まず、部内で様々な情報を組み合わせた審査を行い、さらに検査や調査による実地の検証を要する事案か否かを判断する。

次に、実地での情報検証である調査や検査は、市場に関わるすべての者を対象として不正取引や虚偽の情報開示等を調べる市場監視と、金融庁に登録等を行った金融商品取引事業者等を対象としてその業務の状況等を調べる証券検査とに区分される。市場監視においては、上記の審査結果やその他の情報を出発点として、事案の性格を総合的に勘案した上で、課徴金調査または犯則調査の対象とするか否かを決定することとなる。また、証券検査においては、金融庁に対する当該事業者の報告等と上記による収集情報とを基本として、事業者の類型をも勘案し、検査対象先の

選定と重点着眼事項の設定とを行うこととなる。こうした証券検査は、財務局実施分を含め、例年、200件程度実施している。

監視委の行う情報発信は、基本的に、こうして行われた調査や検査により確認された情報に基づくものである。まず、個別の事案に関する情報発信としては、市場監視の調査結果に基づいて、事案の性格に応じ、検察当局に対して告発を行ったり、金融庁に対して課徴金納付命令の発出の勧告を行ったりすることとなる。その実施件数は、従来、告発が年10件程度、課徴金の勧告が年30件程度となっていたが、このところ両者とも増加傾向にある。また、個別の証券検査の結果については、その内容を検査対象先に通知するとともに、問題点等があると認められればそれを指摘するほか、状況に応じて金融庁に対して行政処分等の発出等を勧告することとなる。その件数は年度により異なるものの、問題点の指摘が100件前後、勧告が30件前後となっている。なお、こうした個別の事案の処理のうち告発や勧告等については、その決定時点で内容の公表を行っている。

一方、一般的な情報の発信としては、監視委全体としての活動の方針や内容について公表資料を作成しているほか、上記の調査や検査の結果について、証券検査における勧告に至らない指摘を含め、とりまとめて公表している。また、法令執行の観点から市場取引に関するルールの確定が必要と認められる場合には、金融庁等に対し建議を行う。さらに、こうした公式の公表に限らず、シンポジウムやセミナー等での講話、関係メディアへの投稿等も積極的に行っている。こうした情報発信を行った場合には、監視委のホームページで逐次紹介している。

なお、金融庁や外国の市場監視当局等とは、個別、一般を問わず、日常的に緊密な情

報交換を行っている。

3 現在の取組状況

(1) 当面の活動方針

合議制の機関である監視委は、委員長および委員の任期である3年ごとに活動方針を策定してきている。現在の体制においては、平成19年9月に「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」との2つの基本的な考え方による中期的な活動方針を定めている。この方針に基づき、包括的かつ機動的な市場監視の実施、課徴金制度の一層の活用、金融商品取引法の適切な運用、自主規制機関との連携、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きている。

こうしたなかで、平成20年秋には世界的金融危機が発生し、監視委の活動に対しても大きな影響を与えた。この金融危機を、かつての我が国における危機と対比してみると、証券市場における金融商品の価格下落や流動性の枯渇と金融機関における損失発生や信用収縮との相互作用が大きな特徴であった。すなわち、証券化商品等の複雑な金融商品に対する市場の信認が失われた結果、価格の急落と流動性の枯渇もたらされた。これは、こうした商品に投資していた金融機関に大きな損失をもたらし、全般的な信用収縮につながった。さらに信用収縮が市場の流動性枯渇につながることで、証券市場と金融機関との間の悪循環が生じ、CDSやヘッジファンドによって、一層その進行が加速された。こうして、前述のような市場のインテグリティが失われたものである。

我が国では、金融危機の影響による金融機関の損失は相対的に小さかったものの、証券

市場における価格下落や貿易の急減等を通じて、実体経済に甚大な悪影響が及んだ。こうした状況を監視委から見れば、市場参加者が不正取引や虚偽の情報開示を行うリスクと金融商品取引事業者の財務面のリスクが拡大するという問題がもたらされたこととなる。

また、金融危機への反省から、国際的に金融規制の見直しが進められており、証券市場についても、新たな規制が導入される運びとなっている。我が国においては、集団投資スキームに対する規制等が既に導入されているほか、平成22年度の通常国会では、証券会社に対する連結規制の導入等、より広範な制度整備を含む金融商品取引法（以下「金商法」という）改正が成立した。監視委には、施行された規制を的確に執行するとともに、新たな業務に備えた準備を進めていくことが求められる。

筆者としては、こうした取組みにあたり、法令上の権能的確な発揮にとどまらず、取引の当事者である企業、投資者、金融商品事業者等に適切な情報提供を行うことにより、そのインセンティブ形成に働き掛け、証券市場のインテグリティの維持向上を図ることが不可欠だと考えている。こうした観点からは、市場監視においては、不正取引や虚偽の情報開示を摘発して制裁を加えることにとどまらず、それらを梃子として、証券市場における情報の適正な開示と利用を促進することを目指すべきものとなる。また、証券検査においては、金融商品取引業者の法令違反等を発見し処分すること自体ではなく、調査を通じて、企業や投資者に対する円滑で安定した情報仲介サービスの提供をもたらすことを目指すべきものとなる。筆者は、これにより、証券市場のインテグリティの維持向上を通じ、国民経済の健全な発展に寄与することができると思う。

(2) 市場監視に関する取組み

監視委としては、以上を踏まえ、中期的な活動方針のもとで、最近の環境変化に的確に対応していくこととしている。執行機関である監視委としては、上記のようなリスクの拡大を踏まえて、個別の具体的な事案に対する情報処理を的確に実施していくことが対応の基本となるが、それに加えて、現在、様々な業務運営の見直しに取り組んでいる。

市場監視に関する情報の収集等の面では、市場間の相互作用が緊密化している状況を踏まえ、対象分野を一層広汎なものとしていくことが重要である。この点に関しては、まず、不正ファイナンスのリスクに対処していくことが挙げられる。これは例えば、実業のない企業を用いて、見せ金増資のような行為により虚偽の情報開示を行い、これをバックに、発行市場での資金調達や流通市場での不正取引を行うものである。監視委としては、既にこうした複雑・悪質な事案の告発を行ってきているが、不正ファイナンスのさらなる拡大を防止する観点からも、全国の財務局や証券取引所とも連携し、発行市場と流通市場との双方を視野に入れた情報収集等を強化してきている。

また、世界的な金融市場の動向に対応し、CDS等の新たな金融商品やダークプール等の新たな取引形態に関しても情報収集を行っていくこととしている。外国においては、CDSについて、参照される企業に対し貸出を行っている銀行等が私的な情報を有しており、デフォルトに関する情報が市場で適切に共有されていない状態で取引が行われていないか等について検討を要するという議論があるほか、ダークプールについては、市場の分断を招くのではないかという懸念が表明されることがある。監視委としては、こうした議

論を参照しつつ、市場関係者からのヒアリング等を行って、これらのリスクのアセスメントを行い、それに応じて、個別取引の情報の収集と分析の具体的な手法の整備に努めているところである。

次に、個別事案に関する調査の面では、詳細は担当者の記述にゆだねるが、全体として、市場取引の国際化やIT化に対応した業務の見直しが重要である。前者に関しては、かねてより、外国当局との間で情報交換の枠組みを構築してきており、さらに、具体的な事案に関しても、この枠組みに基づいて個別の情報交換を進めている。また後者に関しては、ネット取引による相場操縦等の事案の調査を効率的に行う工夫を進めているほか、抹消された電磁記録の復活を行うデジタルフォレンジック技術の導入を進めているところである。

(3) 証券検査に関する取組み

証券検査においては、まず、検査対象事業者数が平成21年度末で約8000社と大幅に増加していることへの対応が必要となっている。また、検査の着眼事項も、世界的金融危機の経緯を踏まえ、従前からの法令遵守態勢等の検証に加えて、財務面のリスク管理態勢についても深度ある検証が求められるようになってきている。こうしたなかで、限られた人員のもとで一層の重点化と効率化をすすめ、実効性のある業務運営を行うためには、会計監査の分野におけるリスクアプローチに準じた取組みが有効である。

このため、事前の情報収集・分析を充実させ、リスクベースでの検査先の選定や着眼点の設定を行うこととしている。また、自主規制機関が行う考査等との間の連携を強化し、全体としての効率化を図ることとしている。さらに、法令遵守やリスク管理の態勢面に主

として着眼する検査においては、予告を行って、検査先に資料等の作成を行ってもらうとともに、監視委の検査官も可能な限りの準備を行い、立入段階での効率的な検査実施に資することとしている。

立入検査の実施にあたっては、かつての証券検査が個別の法令違反行為の検出を中心としていたのに対し、検査先の状況に応じて、法令遵守やリスク管理の態勢面の検証に重点を置くようにしてきている。これは、大規模な事業を営む金融商品取引事業者については、個別の取引を網羅的に検証するよりもリスクアプローチに基づく検査が効率的であることに対応したものである。さらに、グローバルに活動する証券会社については、経営危機の予防が重要であるため、従来のような問題点の事後的検証では足りず、フォワードルッキングな視点でのリスク管理態勢の検証が必要となっている。監視委としては、事業者における内部統制の態勢等の実態把握を行いつつ、順次、検査実務面の見直しを実施してきたところである。

他方、金融規制の改正による検査対象分野の拡大への対応も必要である。具体的には、まず、金商法の施行により登録事業者となった集団投資スキームの販売業者に対する検査がある。この法制は、ヘッジファンドを含め、金融仲介に関わる事業者を幅広く規制対象としようとするものであるが、我が国においては、これにより登録したいわゆる第二種事業者の大半が零細で特殊な分野への投資持分を販売するものであり、なかには悪質な事業者も散見される。この検査は基本的に財務局の証券取引等監視官部門で担当することとなるが、事業者数が非常に多く、事業内容も千差万別なので、従来の証券検査の手法では対応に困難がある。監視委としては、これまで、リスクベースで対象を選定のうえ、自ら

実施するものを含めて検査を厳正に実施するとともに、その結果を踏まえて、関係機関とも連携して包括的な対応体制の構築に取り組んできている。

また、信用格付業者については、世界的金融危機の経緯を踏まえて規制対象とされ、監視委が検査を行うこととされたものである。この検査では、格付けの内容そのものではなく品質管理に着目すること、国際的な活動を行う事業者もあること等の点で、従来とは異なる対応を行う必要がある。既に独自の検査マニュアルを策定したほか、さらに実務的な検査体制の整備作業を進めているところである。

これらを盛り込んだ証券検査の基本方針については、担当者の記述を参照されたい。

4 市場規律の確立に向けた働き掛け

(1) 個別事案に関する働き掛け

監視委は、このような新たな取組みを行いつつ執行機関として活動しているが、筆者としては、事案の具体的な処理と並んで、これに基づく情報発信が重要だと考えている。前述したように、監視委の基本的な役割は証券市場の環境整備にあり、証券市場が国民経済へ貢献するゆえは、公認会計士や証券取引所等のインフラストラクチャが円滑に協働するなかで、企業や投資者等の市場参加者により、経済合理性に基づいた取引が活発に行われることによるからである。

まず、個別事案に関する情報発信については、告発、課徴金納付命令の勧告、行政処分等の勧告に至った段階で、事案の内容等を公表する際、その背景にある市場の状況等についても説明を行い、不公正取引や虚偽の情報開示の実行を抑止するとともに、投資者の負う

リスクに関する警告を発するよう図っている。例えば、ネット取引を用いたインサイダー取引や相場操縦の事案については、軽い気持ちで行われる懸念があるので、早期に検出して勧告を行うことを通じ、不公正取引が網羅的に監視されており、必ず制裁を受けるという認識を浸透させていくこととしている。

また、集団投資スキームの販売者等に対する検査では、詐欺的な事案がしばしばみられるところであり、金商法による規制が投資者の自己責任を前提としているなかでは、こうした実態を広く周知してもらうことが基本だと考える。その際に注意を喚起すべき点としては、まず、投資法人において、きちんとした会計組織に基づく情報開示がなされているかどうか挙げられる。また、登録される集団投資スキームには自己募集型も含まれているほか、第三者募集型でも販売業者と投資法人との双方が同一の者の支配下にあること等により、投資法人と販売業者との間に牽制関係が存在しない場合もあることに留意する必要がある。さらに、法令遵守体制の整備について具体的な情報開示がなされているかどうかにも注意を要する。投資家には、こうした点を踏まえた慎重な判断を望みたい。

個別事案に関しては、告発や勧告に伴う公表以外においても、関係者への働き掛けを重視した対応を行うこととしている。例えば開示検査においては、検査対象事業者による情報開示の適正性確保を優先事項としている。これは、前述のように、市場参加者による情報の適正な共有が証券市場のインテグリティ維持の根幹だからである。そこで、監視委としては、検査の着手等により、まず、事業者自身に問題の所在を認識してもらい、自主的な検査や訂正を早期に実施し、適時開示等により適正な情報が市場に示されるように促す

こととしている。そのうえで監視委としても調査を行い、課徴金納付命令の勧告いかんはその結果に応じて判断することとなる。

また、グローバルに活動する事業者に対する検査においては、経営危機の予防が重要であるため、実現したリスクについて事後に検証することでは十分ではなく、リスクが顕在化する懸念について事前に洗い出すことが求められる。したがって、こうした事業者に関する検査結果通知等においては、問題の事前予防に資するため、監督当局への的確な引継ぎと相俟って、検査先のフォワードルッキングなリスク管理のインセンティブに働き掛けることを重視した方式を導入している。

(2) 一般的な情報発信

監視委は、個別事案を基礎としつつ一般的な問題について情報発信を行っており、ここでも、市場規律の確立に向けた働き掛けを図っている。

例えば、このところ、TOBや倒産に関連したインサイダー取引の増大への対応が重要となっている。従来、インサイダー取引の禁止については、各企業においても、役職員の法令遵守の観点からの内規等を定めてきているが、こうした企業の再編成の局面においては、手続に関わる外部者等が情報を受領したり、情報に接触する多数の役職員からの情報漏洩が生じたりするため、内規等が実効性を持たない。また、こうした再編成は株価に与える影響が明瞭であるため、インサイダー取引の誘因をもたらしやすい。こうした問題については、不正取引を取り締まることでは足りず、企業による情報管理の厳格化を促すことが必要である。筆者としては、インサイダー取引により利得を得る者が生ずる場合には、その相手となった株主等に損害が生じているのであるから、情報の管理は株主に対す

る経営責任の一環をなすものと考えている。重要情報は、必要な者に限り必要な範囲でのみ伝達し、厳格に管理するという態勢を構築しておくことが経営者としての責務である。

また、この問題に関しては、監査役、公認会計士、証券会社や銀行の職員等によるインサイダー取引が散見される。監視委としては、自主規制機関である日本証券業協会のみならず、日本公認会計士協会や日本弁護士連合会等に対しても、処理した事案に基づく問題点等を提示し、各団体の自主的な取組みによる市場規律の強化の一助としている。とくに、銀行については、証券市場での取引のみならず、市場参加者に対するファイナンスやシンジケートローン等、金融仲介システム全般で情報を入手する立場にあるので、厳正な情報管理を求めていくこととしたい。

なお、証券検査に関わる情報発信については、日本証券業協会をはじめとする自主規制団体との連携強化を図っている。具体的には、自主規制団体による規律の確立を促すため、検査結果等から見受けられた問題点に関する情報提供や意見交換を拡充しているところである。前述したように、筆者としては、金融商品仲介業者に対する証券検査を通じて、企業や投資者に対する円滑で安定した情報仲介サービスの提供を促すことが重要であると考えているが、そのためには、可能な限りまず事業者の自主的な取組みによることが、市場実務との親和性や効率性からみて有効と考えるからである。

(きのした のぶゆき)