

エンフォースメントの実務

——証券監視委の25年、金商法の10年の到達点・課題と今後の展望

はじめに

証券取引等監視委員会（以下、「証券監視委」という）が平成4年に発足して25年が経過し、金融商品取引法（以下、「金商法」という）が平成19年に施行されて10年が経過した。改めて歴史を振り返って、その到達点を確認し、最近の傾向と課題を踏まえ、今後の監視活動の方向性を展望してみたい。もとより、筆者の私見である。

I. 証券監視委の創設意義と、金商法の下での展開・発展

証券監視委は、以下に述べるような歴史的背景の下に証券取引法等の違反行為に対処するために発足し、金商法の下で更に発展を遂げてきた。

1. 証券監視委の設立背景、それを踏まえた初期の活動

証券監視委は、「自由、公正で透明、健全な証券市場の実現」を基本的な目標に、証券行政から独立した検査・監視機関として、国家行政組織法8条および大蔵省設置法7条（現在は金融庁設置法6条）に基づいて大蔵省（現在は金融庁）に置かれる委員長および委員2名の合議制の機関（いわゆる8条委員会）として平成4

年に発足した。その直接の契機は平成3年に表面化したいわゆる証券不祥事であったが、これを必要とした背景には、昭和の終わりから平成の初めにかけてのバブル経済とその崩壊の時期における証券市場の混乱があったと思う。企業の財テクブームも華やかな「バブルの饗宴」の頃、例えば、激しい仕手戦が繰り広げられ、仕手筋の資金調達上の事情も背景とした大型経済事件が相次いで発生したほか、巨額損失を生じた上場会社の株式が取引銀行によって売られた内部者取引（以下、「インサイダー取引」という）が大きな問題になるなどしたのに¹⁾、専門的な監視機関が存在しなかったからである。

新しい組織・人員の制約の中、当時の状況も踏まえ、発足当初の証券監視委は、総務検査課で証券会社等の検査を行い、特別調査課で重大・悪質事犯の犯則調査を実施して検察に刑事告発する活動を展開した（2課体制）。国税局が幅広く税務調査を行う一方、その査察部門が悪質な脱税の犯則調査、刑事告発によって「一罰百戒」の制裁による抑止機能を担う「最後の砦」であるとするれば、証券監視委も、「最後の砦」に相当する部門を主力にスタートして重大・悪質事犯に対処するハードな路線で相応の成果を上げたのである。それは、それまでの仕手筋が幅をきかせ、インサイダー取引も規制されてこなかった市場の一部の状況からすると

「無法者退治」という大きな意義があった。とはいえ、「精密司法」とも言われる我が国刑事司法の下で刑事罰を科すには、告発を受けた検察が刑事裁判で「合理的な疑いを容れない程度」に立証を遂げるのに必要な証拠を収集していく必要がある点でハードルも高く、相当の期間と労力を要するだけでなく、犯則調査、捜査の秘密保持の必要性から早期に市場に警鐘を鳴らすのが困難にならざるを得ない面があった。

2. 金商法の下での証券監視委の機能強化と発展

しかし、大きな転機が平成17年の証券取引法の改正（課徴金制度の導入）、同法を引き継ぐ平成19年の金商法の施行（ファンド等の集団投資スキームも対象とする横断的規制）によって訪れ、証券監視委は、権限、機能を強化されて第2ステージに大きく踏み出すことになる。すなわち、刑事告発というハードな路線に加え、刑事罰を求めるまでの必要のない比較的軽微な事犯も含めて幅広く法令違反行為を調査し、課徴金納付命令の発出を金融庁に勧告するなどの比較的ソフトな路線で迅速に対応して、時々刻々と動いている市場に警鐘を鳴らすこともできるようになった。

また、順次、検査・調査の対象が拡大し、組織体制も整備、強化されていき、平成23年に6課体制となり、現在、取引調査課では、インサイダー取引、相場操縦、偽計等（以下、まとめて「不公正取引」ともいう）を調査し、開示検査課では、有価証券報告書等の開示書類の虚偽記載等（以下、「開示規制違反」ともいう）を検査し、これらでは課徴金制度を用いる一方、特別調査課では、不公正取引、開示規制違反の重大・悪質事犯を犯則調査して刑事告発し、証券検査課では、金融商品取引業者（以

下、「金商業者」という）等の業務内容等を検査して、投資者保護等のため、金融庁に行政処分を行うことを勧告し、市場分析審査課では、情報の収集、蓄積、分析等を担い、総務課では、業務の総合調整、IT化・国際化への対応等を担っている²⁾。証券監視委は、全国11の財務局等の証券取引等監視官部門と連携しつつ、監視機能を強化し、ハード、ソフトの剛柔の措置を出口として様々な金商法違反に対処して抑止効果を図るよう努め、「市場の番人」と呼ばれる監視機関としてのプレゼンスを高めていった。

他方、証券取引所の売買審査態勢が高度化し、証券会社等の関係業者の内部管理態勢も向上し、コストをかけても「公正性」を確保することが大きな目で見ても市場、業界の全体の利益であるという意識が進行・定着してきている。また、「透明性」への関心が高まる中で上場会社の法定開示、IRも進み、財務・業績に関する情報開示の意識も全般的に向上してきている。

そのため、監視体制の強化と相まって、ルール遵守の意識も向上し、相当の自己規律も働く市場となり、相場操縦等の古典的な手口による「無法者」が概ね排除される仕組みが構築されていき、「市場の風景」が変わり、「公正性・透明性」を相応に誇れる市場になってきたと言っても過言ではない。

II. 市場の環境変化に伴う 証券監視委の課題

とはいえ、自己規律を期待できない者による悪質な違反行為が依然として跡を絶たないし、その違反形態、背景事情にも様変わりが見られ、それに応じて監視上の新しい視点、工夫を

1) インサイダー取引規制制度は、昭和63年の証券取引法改正に始まる。その意義、歴史、課題につき、三國谷勝範「[インタビュー] 金融行政におけるインサイダー取引規制の意義と課題」商事法務2011号（2013年）29頁を参照されたい。

2) 証券監視委の組織・活動等については、証券監視委ホームページ、芝原邦爾ほか編著『経済刑法——実務と理論』（商事法務、2017年）の第8章第1節〔岡村和美＝瀬戸毅〕を参照されたい。

常に必要としている。そこで、いくつかの代表的な事例に基づき、最近の傾向と、証券監視委が直面している様々な課題を概観する。

1. 不公正取引の傾向と課題

相場操縦では、かつての仕手筋が仮装・馴合売買などの手法を用いながら長期間の仕手戦を仕掛けていたのに対し、インターネット取引の増加、情報伝達手段の多様化、利益を共通とする集団の形成の容易化に伴い、個人投資家が短期間の相場変動で利益を得ようとする傾向にあり、複数のネット系証券の口座を用いる対当売買、見せ玉等の手法を用いた事案が目立つようになってきた。そして、最近では、大型・中型株についてもアルゴリズム取引の特性を悪用し、外資系証券会社のトレーダーが買いの見せ玉を用いた事案、海外の投資家がDMA (Direct Market Access) を利用して売り・買いの見せ玉を交互に用いた事案等があり、豊富な資金力を背景に短期間の価格変動で大きな利益を上げていた。

また、偽計については、第三者割当増資での現物出資に係る不動産の価格を過大に偽るといふ事案があったし、広範囲に被害が拡大した事案として、投資顧問会社が海外籍のファンドの運用実績を偽って年金基金と年金投資一任契約を締結したものの、債券発行を調整した会社と証券会社が診療報酬債権を証券化した債券（レプト債）の運用状況、償還見込みを偽って事情を知らない全国各地の証券会社を利用して販売させたものがあった。

インサイダー取引では、発行体たる上場会社の役員が直接の違反者になる事案も引き続き散見される上、発行会社とコンサルタント等の各種の契約を締結した会社、公開買付者と契約を締結した会社等の様々な立場の役員やその周辺関係者による事案が跡を絶たない。高度情報通信社会では重要事実に関する情報が様々なルートで拡散する傾向にある中、重要事実の公表前にタイミングよく取引を行って利益を得ている事案につき、その情報伝達経路の解明が容

易でないことも少なくはなく、関係者等による重要事実の情報管理についての意識・態勢には引き続き改善を要すると思われる。また、発行会社の海外進出に伴う海外居住のコンサルタント契約締結者や海外のファンドによるインサイダー取引の事案もあった。

以上のような違反行為は、いずれも証券取引法から金商法に引き継がれた規定に関するものであり、相場操縦、インサイダー取引等の本質が変わるわけではないが、新しい傾向と課題の背景にあるのは、市場の取引形態、価格形成等に関する様々な仕組みの変化、市場構造の転換であり、IT化、国際化の加速の影響が特に大きいと考えられ、そうした要因が新しく多様で巧妙な形態の違法行為を可能にするなどしている。

2. 開示規制違反の傾向と課題

上場会社には「恥ずかしいことはできない」という意識・文化がある中で、「恥ずかしい問題を包み隠す」総会屋対策等も過去のものとなるなど、上場会社のコーポレート・ガバナンスが全般的には向上してきた。しかし、最近でも、新興の上場会社につき、資本取引の自社株の売却益を巧妙なスキームで売上計上するなどした事案、多額の現預金が社外流出して架空営業保証金等が純資産の9割以上を占めていた事案、上場後間もなく債務超過、上場廃止危機に陥って外部の介入を招いて架空売上を計上するなどした事案等があった。他方、名門企業と言われる上場会社につき、業績が悪化した子会社を連結決算から外したりグループ会社等を使って売上を架空計上したりする方法、含み損を抱える運用資産を海外取引を利用して簿外処理するなどの方法等で、長年にわたって不正会計を繰り返していた事案、工事進行基準、部品取引に乗じて不正に巨額の利益操作を行っていた事案等が発覚し、大きな衝撃を多方面に与えた。これらの上場会社は、「恥ずかしいことはできない」ではなく、「恥ずかしい数字は表に出さない」という誤った姿勢であったという

ほかない。

3. 証券検査の傾向と課題 (証券会社等の金事業者の動向)

証券検査の対象業者は、証券監視委の発足当初、1100社であったが、金商法の施行と諸改正に伴って多種多様化しつつ増加し、現在、延べ合計で約7000業者である。証券検査では、顧客資産の分別管理、財務の健全性、顧客説明等の各種業規制の遵守状況を点検しつつ、各種自主規制機関と連携して改善に努めてきた結果、業者の自己規律も進み、証券会社等で問題を起こす業者が全般的に少なくなったし、外国為替証拠金取引業者（FX業者）のうち、一部の悪質業者もほぼ一掃された。しかし、前記レセプト債の販売に利用された地方の証券会社もあったし、集団投資スキーム（ファンド）の運用業者、その持分の販売業者等の一部には、顧客説明、運用資産管理、海外での資産運用事業に大きな問題が認められた。

Ⅲ. 今後の監視活動の方向性と留意事項

以上に概観したような近時の傾向と課題を踏まえ、証券監視委としては、「公正・透明な市場」（全ての市場利用者がルールを守り、誰からも信頼される市場）の形成、維持、発展に貢献するため、その主な構成要素が①上場企業等による適正なディスクロージャー、②市場仲介者による投資家のための公正・中立な行動、③全ての市場利用者による自己規律、④プロフェッショナルな監視メカニズムであると整理し、それを明確に意識しつつ、今後の監視活動を展望すると、以下の施策に重点的に取り組んでいく必要があると考えている³⁾。以下、これらに関する留意事項を中心に述べさせていただく。

1. 内外環境を踏まえた情報力の強化について

証券監視委が検査、調査を行う端緒となる情報の収集・分析・蓄積の充実・強化が必要であることは言うまでもなく、自主規制機関等とも連携しつつ売買審査態勢を高度化していく一方、インターネット上の様々な情報を幅広く収集するなどした上、玉石混淆の多様な情報のうち価値あるものに敏感に反応していく機能を高めるためのシステムティックな対応と担当者の専門性と経験値の向上の双方が重要である。また、根本的解決が図られないまま長期間にわたって先送り、隠蔽されて深刻化した不良債権処理等の財務問題が開示違反等に発展した歴史も踏まえると、内部告発、公益通報等の情報提供のインセンティブについては、会計不正の背景にある業績、財務の悪化が企業の病理現象であり、人間の病気の発見・手術と同様、大きな痛みを伴ったとしても、その早期の発見・是正が当該企業グループの存続・再生・発展に必要であるという本質が理解され、それが組織を健全化させて利益をもたらすものであるという意識が育まれるようにする働きかけも有益であると考えている。

そして、市場環境のマクロ的な視点での分析等によるフォワード・ルッキングな市場監視、海外当局との信頼関係醸成による情報収集の強化および市場監視への活用等のための取組みにも努めていく必要がある。

2. 迅速かつ効率的な検査・調査の実施

不公正取引でも開示規制違反でも事案の内容が複雑化し、クロスボーダー取引等での証拠収集上の課題も多いだけに、課徴金制度を積極的に活用し、検査・調査を迅速かつ効率的に行っていかななくてはならないが、その一方で、重

3) 証券監視委ホームページの「証券監視委について」に掲載の「証券取引等監視委員会 中期活動方針（第9期）——四半世紀の活動を踏まえた新たなステージへ」、これに

ついで証券監視委前事務局長佐々木清隆の解説（商事法務2125号〔2017年〕4頁、金融財政事情3204号〔2017年〕36頁）等を参照されたい。

大・悪質事犯、自己規律を期待できない違反者については、捜査・訴追当局や海外当局等の関係機関と連携しつつ、犯則調査を強化し、刑事告発による一罰百戒の抑止効果を高めていくことが重要である。

他方、金業者等に対するリスクアセスメントを通じた効果的なモニタリング手法の確立も重要である。それぞれの業態、規模、ビジネスモデル、取扱商品、収益構造等の特性に応じた様々な手法での日々のオフサイト・モニタリングによるリスクアセスメントに基づいて、必要に応じて重点事項中心のオンサイト（立入）検査を実施するというメリハリのあるオン・オフ一体型の証券モニタリングによって効率性、実効性の向上に努めていかななくてはならない。その際、顧客本位の業務運営に関する原則の定着、ガバナンス態勢の強化、サイバーセキュリティの確保にも留意している。

なお、刑事処罰、課徴金、登録取消し・業務改善命令等の行政処分のいずれが最終出口であれ、最終的には司法審査にも耐えられる証拠で事実を確定することが必要であるから、刑事告発を目指す犯則調査で、刑事裁判での立証を意識した証拠収集に努めるのはもとより、課徴金事案でも、審判、取消訴訟も念頭に、立証に必要な信用性の高い証拠の収集に万全を期している。この点、近時、取引履歴がシステムに記録されるだけでなく、様々な活動の痕跡が情報通信履歴等に残っているためデジタルフォレンジック等の手法で証拠保全することにより可視化が可能になる場合があることなどから、その立証領域が拡大している客観的証拠の証拠収集スキルを強化する必要がある。一方、インサイダー取引の情報伝達経路の解明など、供述証拠が重要な点につき、専門性を背景とした質問調

査の充実にも努めていくことも重要である。

また、諸外国の監視機関等との連携を一層強化し、海外の情報、証拠の収集等につき様々な工夫をしていく必要がある。

3. 深度ある分析の実施と 市場規律強化に向けた取組み

法令違反等が認められた場合、その根本原因を究明し、再発防止、市場規律強化に有益な情報を集約・分析して活用し、市場に早期に警鐘を鳴らす上で重要な勧告事案等の個別公表、金融商品取引法における課徴金事例集（不公正取引編、開示規制違反編）や証券モニタリングの事例集による情報の発信を充実させていくことに努め⁴⁾、市場に関する構造的な問題の把握のため、横断的な広がりが見られる問題点の発見、提供にも留意している。また、年次報告の「証券取引等監視委員会の活動状況」につき「読みやすさ」「分かりやすさ」を重視して大幅にリニューアルした。

なお、最近、開示規制違反が相次ぎ、いわゆる会計不祥事も続き、上場会社の業績、財務状況の開示の重要性が改めて強く注目され、会計監査の品質向上が必要であるとの認識が高まる中、大手上場会社等の監査を担当する監査法人を念頭とする「監査法人の組織的な運営に関する原則（監査法人のガバナンス・コード）」が金融庁の有識者検討会で取りまとめられて公表され（平成29年4月）、その諸原則の定着により、監査の品質が向上することが期待されているが、その「職業的懐疑心」の発揮を促す原則に注目している⁵⁾。そして、各会社の実情に応じて監査役会、監査等委員会、監査委員会の機能が実質的にも強化されて発揮されるだけでなく、監査法人との対話が十分になされることも

4) 森田哲次ほか「金融商品取引法における課徴金事例集（不公正取引編・開示規制違反編）の公表について」金融財政事情3191号（2016年）46頁、宮田俊＝河本貴大「インサイダー取引防止態勢の改善ポイント」旬刊経理情報1488号（2017年）32頁等もその一環である。

5) 長谷川充弘「監査機能の強化に向けた取組と証券取引等監視委員会の協働について」会計・監査ジャーナル744号（2017年）2頁、浜田康「監査法人の監査品質向上のための一考察（前）（後）」同745号35頁、746号26頁（2017年）を参照されたい。

重要であると思われる。証券監視委もこの点で何らかの役割を果たして市場の自己規律に貢献するよう模索している。

4. IT 技術の活用および人材の育成

IT や AI 等の技術の進展に伴う市場等の構造的変化に対応するため、調査等に関するデジタルフォレンジック技術の一層の向上、システム環境の高度化を推進してだけでなく、高速取引 (HFT) 規制、ブロックチェーンの利用、FinTech (フィンテック) の導入等の状況も見据え、取引・市場監視システムでの IT 技術の更なる活用も検討している。

取引・市場等の国際化、複雑化、高度化が加速する中で、売買審査態勢の高度化、不正検出に必要なシステムの高度化が喫緊の課題である一方、地道で泥臭い監視、調査活動を重ねつつ、新しい時代に対応していくには、成功例・失敗例を通じた経験、知識、ノウハウの蓄積・共有、継続的なスキルアップ、高度な専門性と幅広い視点の双方の点からの人材育成も重要である⁶⁾。

5. 国内外の自主規制機関等との連携

法令違反等の監視強化、市場規律の促進のためには、海外当局、関係機関・団体等との連携の強化が必要であることは言うまでもない一方、市場環境の大きな変化の中で、その役割の重要性を高めている自主規制機関との情報や問題意識の共有による協働が特に重要である上、多様な市場関係者との対話が市場規律を一層促進させるので、連携、協働、対話のための活動を活発化させていかななくてはならないと考えている。

おわりに

証券監視委は、刑事告発、課徴金等の行政処分への勧告を主な出口とする監視機関である。その権限を踏まえて考えると、今後の金商法のエンフォースメントの実務の展開上、果たすべき役割につき留意すべきポイントは、第1に、金融商品市場と参加者の自己規律の促進のための建設的な対話を重ねる一方、それを期待できない法令遵守意識の欠如者に対して厳しく対処していくこと、第2に、グローバル化、IT化が加速する最先端の市場の状況への対応に遅れを取らないようにする一方、地道な情報・証拠収集などの作業を粘り強く積み重ねていくこと、第3に、過去の違反行為の事実認定が過去清算型の作業であり、違反の根本原因を踏まえた未然防止、再発防止のための情報発信と対話が未来志向型の取組みであるとするれば、司法と行政の狭間にある法執行機関として、その両側面を調和させていくことであると思う。

証券監視委の活動に対する一層のご理解をお願いする次第である。

6) 証券監視委には、調査・検査等の経験と金融商品取引の知識が豊富な職員に加え、公認会計士、法律家、IT 専門家、国税局・警察等からの出向者などの多様なバックグラ

ンドを持つ専門家も少なくない。それぞれに異なる知識・経験と専門性を活用・調和させて相乗効果を発揮できる組織である点の一つの強みである。