

公正な証券市場の確立に向けて

-最近の証券不公正取引と
証券取引等監視委員会の取り組み-

証券取引等監視委員会
総務課長
佐々木清隆



Topics

1. 証券市場を取り巻く環境
2. 証券不公正取引の傾向
3. 証券取引等監視委員会の対応
4. インサイダー取引への対応と市場規律の重要性



1. 証券市場を取り巻く環境



世界的な金融危機

- サブプライム問題(2007)
- リーマン・ショック(2008. 9)
- 国際的な信用収縮
- 株価の下落
- 金融機関の健全性の問題
- 金融規制の見直しの国際的議論:
G20,FSB等



金融危機と不公正取引のリスク

1. 証券市場の混乱に乗じた不公正取引のリスク
 - 風説の流布
 - 株価操縦
 - インサイダー取引
2. 金融危機に伴う実態経済の悪化と不公正取引のリスク
 - 損失先送り、不正会計、粉飾
 - 上場維持のための株価操縦、無理なファイナンス、偽計

金融商品取引業者の 財務内容の悪化

- 証券化商品、不動産投資等のprincipal finance
- 自己勘定tradingの損失
- Broking業務の手数料収入減少
- 投資銀行業務：M&Aの減少、債券・株式発行引受業務の減少等

詐欺的な商品、スキームの増加

- 未公開株詐欺
- 証券取引等監視委員会を名乗った詐欺

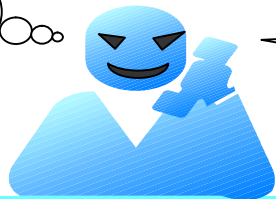
(参考)

<http://www.fsa.go.jp/sesc/support/warning.htm>

- 集団投資スキーム・ファンド

金融庁や証券取引等監視委員会の職員を装った悪質な電話にご注意ください！ ~ 未公開株に関するご注意 ~

最近、金融庁や証券取引等監視委員会又はこれを連想させる組織を名乗る者から「未公開株の上場が決まりました」「未公開株の買取り交渉を行います」などといった不審な電話がある、との情報が多数寄せられています。



『こちら、証券監視委員会ですが、今お持ちの未公開株を業者に買い取らせてますので、手数料をお願いします。』

『そういえば、以前に買った未公開株がまだ上場してないな。』
『国に関係する組織からの電話だったら、信用してもよさそうね・・・』



金融庁や証券取引等監視委員会の職員が、このような電話をしたり、外部に委託したりすることは一切ありませんので、くれぐれもご注意ください！

※このような電話を受けた場合には、金融庁又は証券取引等監視委員会の窓口までご連絡ください。

金融庁金融サービス利用者相談室 電話(ナビダイヤル)0570-016811

IP電話・PHSからは03-5251-6811におかけください。

証券取引等監視委員会 情報受付窓口 03-3581-9909



2. 証券不公正取引の傾向



最近の不正取引の傾向

- 流通市場にとどまらない、発行市場の問題との関連：不正ファイナンス
- 複雑化：商品、取引、スキーム等
- 広域化・クロスボーダー化
- 依然として減らないインサイダー取引
- ネット・トレーディングの悪用



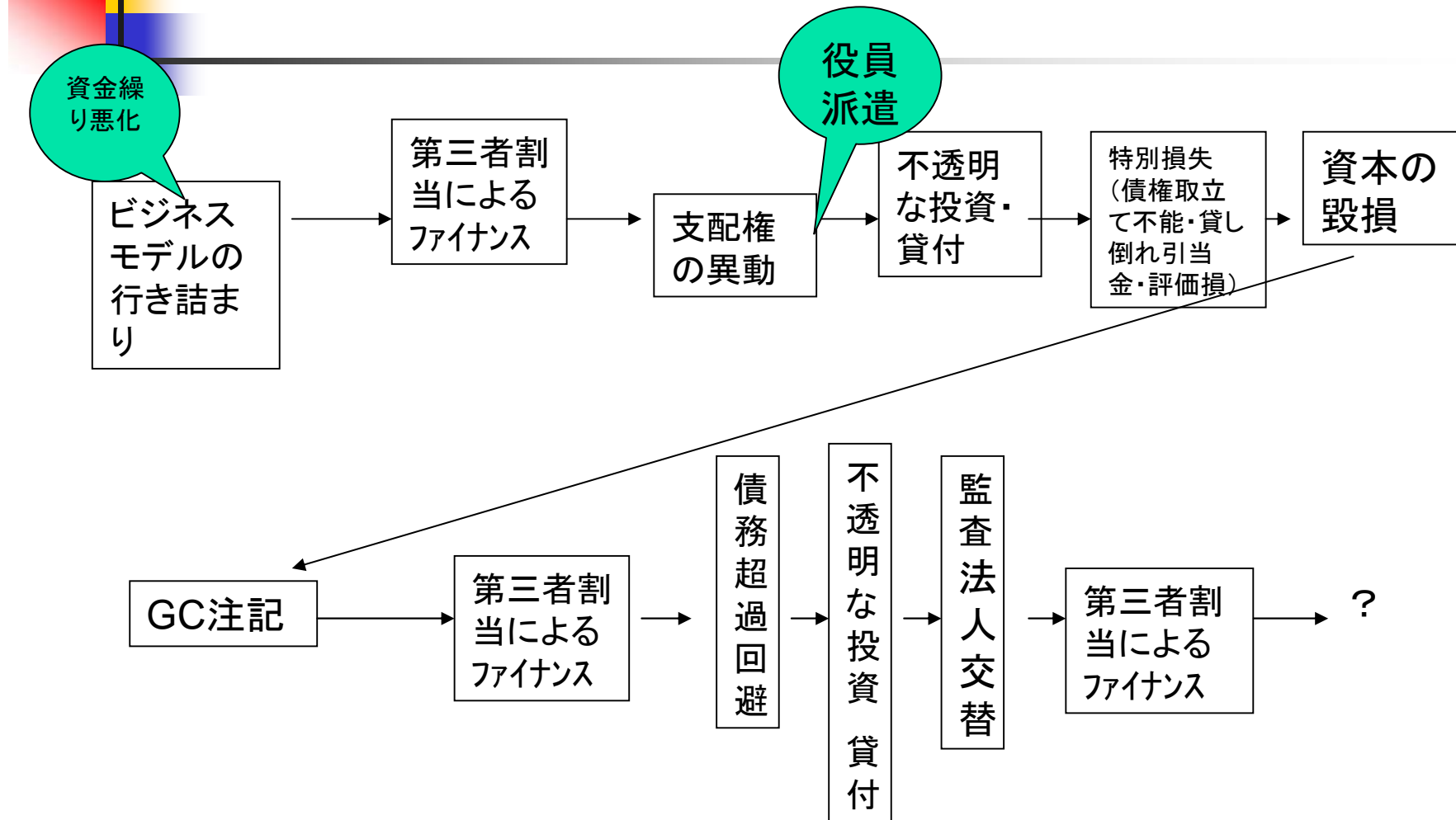
不公正ファイナンス

- 証取法上の不公正取引: インサイダー、株価操縦、風説の流布等いずれも流通市場での犯罪
- しかし、単なる流通市場での問題にとどまらない不公正取引の増大
- 発行市場での不適切なファイナンス(第三者割当増資、MSCB等)に起因する流通市場での不公正取引

不公正ファイナンスのメカニズム 「箱」企業によるファイナンス

- 新興市場への上場
- 経営不振、資金繰り困難（銀行の融資困難）
- 第三者割当増資等ファイナンス
- 海外の正体不明のファンドへの割当
- 支配権の移動
- 証券市場から資金調達するためだけの「箱」企業化
- 調達した資金は社外へ流出（投融資その後焦げ付き、特別損失計上）

「箱」企業によるファイナンス





不公正ファイナンスの問題点

- 公募増資の困難な業績不振企業、「箱」企業による悪用
- 既存株主の利益の希薄化(dilution)
- 企業支配権の移動目的
- ガバナンスの崩壊による違法行為の誘発
- 証券不公正取引: 株価操縦、風説の流布、インサイダー取引、粉飾、偽計

上場会社新株発行の国際比較

日本	<p>原則取締役会決議</p> <p>※有利発行による第三者割当増資の場合は、株主総会特別決議</p> <p>※不公正発行の場合は、差し止め請求可能(会社法)</p>
米国	<p>取締役会決議</p> <ul style="list-style-type: none"> ・支配権の変更につながる新株発行 ・発行済株式総数の20%以上の新株発行(引受先に5%以上取得するものがない場合を除く)等一定の場合には株主総会承認(NYSE上場規則)
英国	<p>原則株主割当</p> <p>株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議(既存株主の優先引受権の排除について株主の承認を得ている場合等は、取締役会決議)(1985年会社法、LSE上場規則)</p> <p>1年間に5%未満の発行等は、定時株主総会における事前承認可(投資者のガイドライン)</p>
ドイツ	<p>原則株主割当</p> <p>株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議(1965年株式法)</p>
フランス	<p>原則株主割当</p> <p>株主以外に割り当てる場合は、株主総会決議(1966年会社法)</p>



不公正ファイナンスの増加

- 世界的金融危機、信用収縮
- 株価の下落、上場廃止時価総額基準への抵触
- 2008年9月期、12月期決算発表前後でのファイナンス事案の著しい増加
- 従来の新興市場上場の一部企業に加え、東証一部・二部上場企業にも拡大
- 資本増強金融機関の一部にも



クロスボーダー取引の増大

- 不公正取引での海外の利用
 - 最終投資家の匿名性を高める
 - 当局による追跡を困難にする
- オフショア金融センター（香港、ケイマン、英領バージン諸島等）の悪用
- オフショア籍SPCの悪用
- 海外プライベートバンキングの悪用（スイス等）

インサイダー事案の増加 (1) 事象面

- 証券市況
- ネット取引の普及
- クロスポーダー化の進展；特に海外SPC、プライベートバンキング口座の悪用
- M&Aの増加（特に企業再編に伴うTOB, MBO等）

インサイダー取引の増加 (2)監視面



	17 事務年度	18 事務年度	19 事務年度	20 事務年度
審査件数	6 9 3	8 8 4	9 5 1	8 8 9
課徴金納付 勧告件数	9	9	2 1	1 8
告発件数	5	9	2	7



最近のインサイダー事案の傾向(1)

1. 当事者

- インサイダー情報の当該会社の幹部の問題; 社長、取締役、監査役
- インサイダー情報にアクセスできる社外関係者の規律の欠如; 監査法人、法律事務所、マスコミ、印刷会社、証券会社、投資銀行等



最近のインサイダー事案の傾向(2)

2. インサイダー情報の当該会社の内部管理態勢の未整備

- 情報管理態勢
- インサイダー取引防止態勢
- タイムリー・ディスクロージャー態勢



最近のインサイダー事案の傾向(3)

3. 重要事実

- TOBが最多
- 業務提携
- 業績予想修正
- ファイナンス
- 企業不祥事(バスケット条項の適用)



最近のインサイダー事案の傾向(4)

4. 地域的広がり

- 国内地方都市
- 海外投資家、海外ファンド等の関与
- 「黒目の外人」の問題



最近のインサイダー事案の傾向(5)

5. 複合的案件:単なるインサイダーにとどまらない問題
- 粉飾、風説の流布、株価操縦等他の不公正取引との関連
 - 不公正ファイナンスとの関連



開示関連の問題の増加

- 監査法人へのプレッシャーの増加
 - 監視委員会、金融庁
 - 市場参加者
 - client
- 監査の厳格化
 - 過年度有価証券報告書の修正
 - 有価証券報告書の提出遅延
 - 監査法人の辞任、交代



第三者調査委員会の活用

- インサイダー、粉飾等が発覚した企業における第三者調査委員会の利用（弁護士、会計士、学識経験者等）
- 企業の自己規律、自浄作用としての意義
- 他方、企業経営者の保身目的の利用
- 調査のプロセス、調査報告書の質の問題：公正、中立、客観性等



ネット・トレーディング

(リスク)

- 非対面性、匿名性の悪用
- 顧客本人確認

(メリット)

- 取引記録、証拠の存在
- e-mail、発信記録等
- Digital forensicの活用



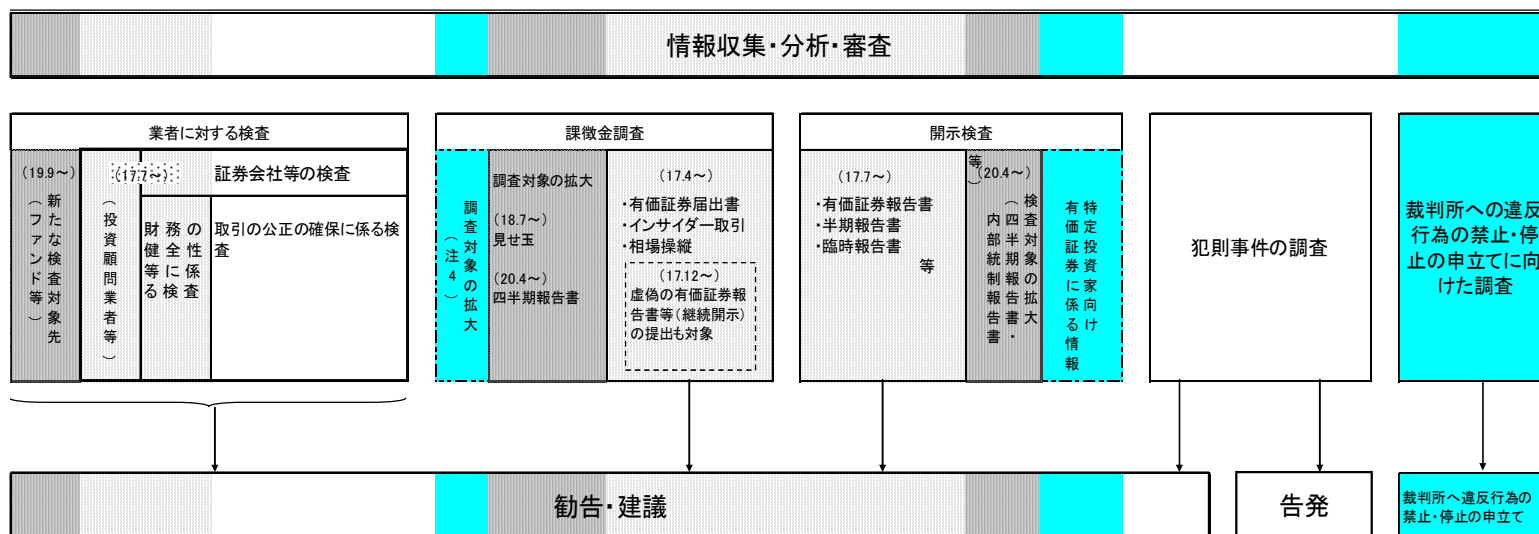
3. 証券取引等監視委員会の対応



機能(1)

- 市場分析審査
- 証券検査
- 課徴金調査
- 有価証券報告書検査
- 犯則調査

機能(2)



(注1) 2番目に濃い網掛け(分)が「金融商品取引法」の施行に伴い検査・調査の対象となった部分。

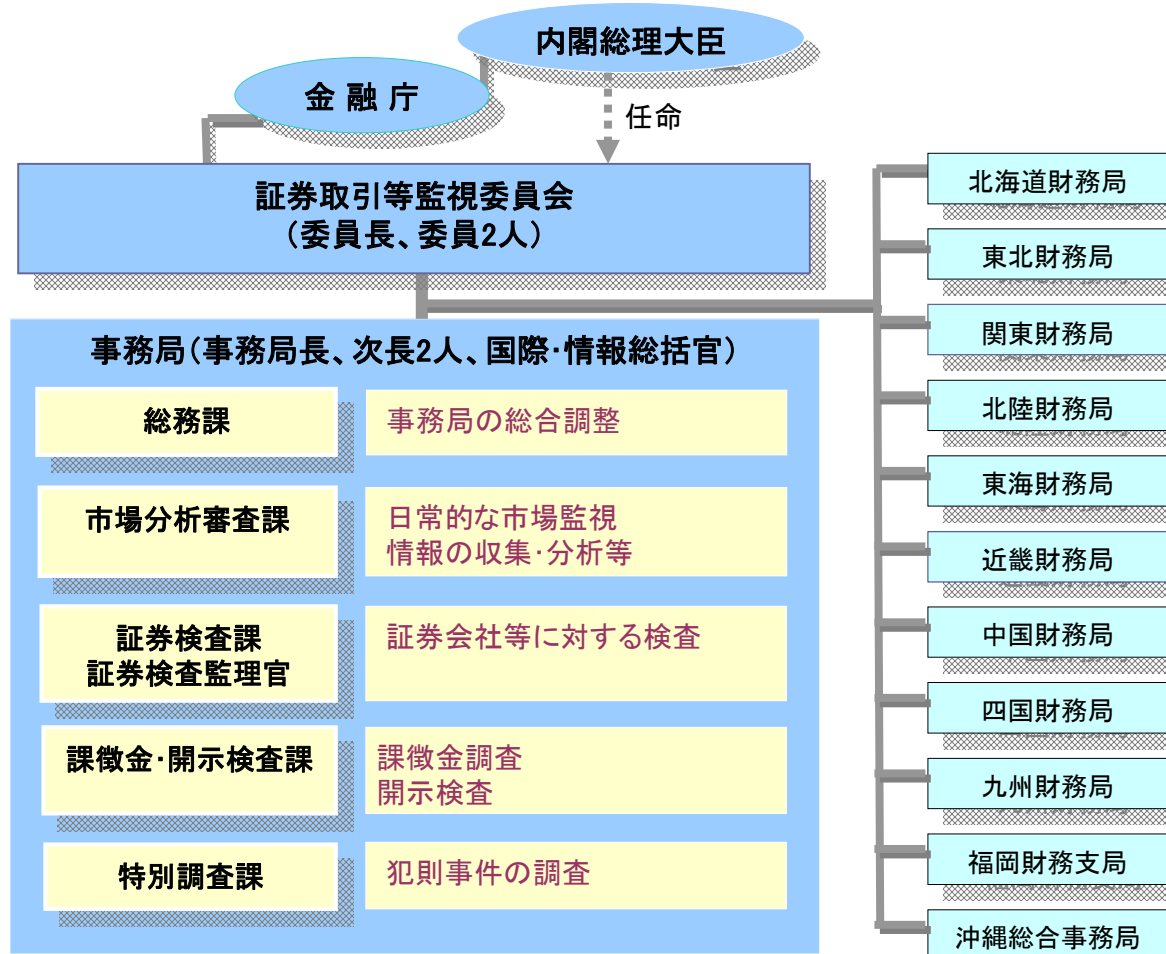
(注2) 四半期報告書、内部統制報告書及び確認書は、平成20年4月1日以降に開始する事業年度から適用。

(注3) 最も濃い網掛け(分)が「金融商品取引法等の一部を改正する法律」の施行に伴い検査・調査等の対象となる部分。

(注4) 今般、拡大する調査対象の内容は以下のとおり。

- ・公開買付届出書・大量保有報告書の虚偽記載・不提出。
- ・相場操縦のうち仮装売買・馴合売買・安定操作取引。
- ・発行開示書類・継続開示書類の不提出。

組織





基本方針(1) (2007. 9)

1. 機動性・戦略性の高い市場監視

- 各市場監視手段の戦略的組み合わせによる迅速、効果的監視
- タイムリーな対応、顕在化しつつあるリスクへの対応
- 自主規制機関、海外当局との連携の強化



基本方針(2) (2007. 9)

2. 市場規律の強化に向けた働きかけ

- ミクロの市場監視に基づく問題意識、政策課題をルール整備、制度作りへ反映
- 自主規制機関を通じた市場参加者への働きかけ
- 市場参加者との対話、市場への情報発信の強化

重点施策(1): 包括的・機動的市場監視

- 発行市場・流通市場全体の監視: 不公正ファイナンスの監視
 - 直ちに法令違反とはいえない取引の監視
 - 個別取引や市場動向の背景にある問題の分析
- (例) CDS (Credit default swap)の実態把握

不公正ファイナンスへの取組み(1)

- 証券取引等監視委員会での取組み
 - 不適切ファイナンス事案の監視体制の整備の検討
- 金融庁との連携
 - 監視委員会・企業開示課・市場課
- 証券取引所との連携
 - 特に上場審査・管理部門との連携
- 財務局内での連携
 - 金融商品取引所監理官・証券監査官・証券取引等監視官



不公正ファイナンスへの取組み(2)

- **財務局と金融商品取引所の連携**
特に、発行企業に対するフロントとしての証券監査官と取引所上場管理部門
- **IOSCO・MMOU等の活用による海外当局との連携**
海外の関係する取引に関する情報の入手と活用
- **その他市場規律の当事者への情報発信**
証券業協会、公認会計士協会、弁護士会、監査役等

証券取引所における対応: 東証上場制度整備懇談会報告(2009.4)

1. 第三者割当に関する提言

- ・既存株主の利益への配慮
- ・株主の権利の不当な制限の排除
- ・株主権の希釈化・大株主の選択への対応
- ・不適切な割当先の排除
- ・割当先との取引の健全性の確保
- ・有利発行規制遵守の担保
- ・資金手当ての確認

2. 株式併合に関する提言

- ・株主の権利の不当な制限の排除
- ・株主の利益への配慮



金融審議会報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(2009年6月)(抜粋)

「市場における資金調達等をめぐる問題」

1・新株発行等への対応

- ・第三者割当増資の資金使途・割当先の詳細や割り当て先による資金手当ての方法等の開示。
- ・大幅な希釈化、支配権の異動を伴う第三者割当増資について、経営陣から独立した者による意見表明等。
- ・MSCB類似スキームへの規制。
- ・当局、取引所による執行の充実・連携強化等

重点施策(2); 課徴金制度の一層の活用

- 迅速性
- 効率性
- 課徴金制度の見直し
 - 対象の拡大
 - 金額の引き上げ
 - 加算・減算措置

重点施策(3); 金融商品取引業者への対応

- 検査対象業者の大幅な拡大: グローバルな業者、投資銀行、地場証券、FX業者、集団投資スキーム(ファンド)等
- 財務内容を含むリスク管理態勢の検証の必要性: 特にグローバル業者、外資系
- ファンドへの実態把握、検査手法の構築

重点施策(4); 自主規制機関等との連携

- 会員会社等に対する考査・監査
- 売買審査
- 上場審査・管理
- ルール整備
- 情報発信

重点施策(5); グローバル化への対応

- 海外当局との情報交換、法執行
- 国際的な電子取引の監視; DMA (Direct Market Access)
- ヘッジファンド
- 黒目の外人
- CDS (Credit Default Swap)等



4. インサイダー取引への対応と 市場規律の重要性



事後的監視

1. 市場分析審査; 監視の目の強化
 - 個別取引審査
 - ゲート・キーパーとしての証券会社、証券取引所との連携
 - 一般からの情報受付
2. 課徴金調査の活用
3. 犯則事件調査での対応



事前予防の重要性

- 事後的調査・摘発のコスト
- 事前予防の効率性
- 関係者の啓蒙、意識の向上
 - 発行企業への働きかけ
 - 証券業協会での検討
 - 関係団体への情報発信
 - 課徴金事例集の公表

上場企業に期待されること; 内部管理態勢の構築

インサイダー取引防止の前提としての内部 管理態勢の構築の必要性

- 情報管理
- タイムリー・ディスクロージャー
- 株取引等に関する規定、規則等の整備
- 職員(含む業務の外部委託先、派遣社員等)のコンプライアンスの徹底:研修等
- 内部管理態勢の実効性の検証:内部監査



<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>

情報提供は

<http://www.fsa.go.jp/sesc/watch>

tel: 03-3581-9909