

# 証券取引等監視委員会の課題

## -公認会計士、監査法人との関連で-

証券取引等監視委員会  
総務課長  
佐々木清隆



# Topics

---

1. 証券不公正取引の傾向
2. 不公正ファイナンスの増加への対応
3. インサイダー取引の増加
4. その他の課題



# 1. 証券不公正取引の傾向

---



# 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
- 実体経済への影響



# 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. 金融危機に伴う実体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



# 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
- 複雑化：商品、取引、スキーム等
- より広範な関係者：ファンド、監査法人、法律事務所、投資銀行、マスコミ、印刷会社等
- クロスボーダー化
- 企業再編、TOB関連；特にインサイダー取引
- ネット・トレーディングの悪用



## 2. 不公正ファイナンスの増加への対応

---

# 発行市場でのファイナンスと 流通市場での不公正取引の関連

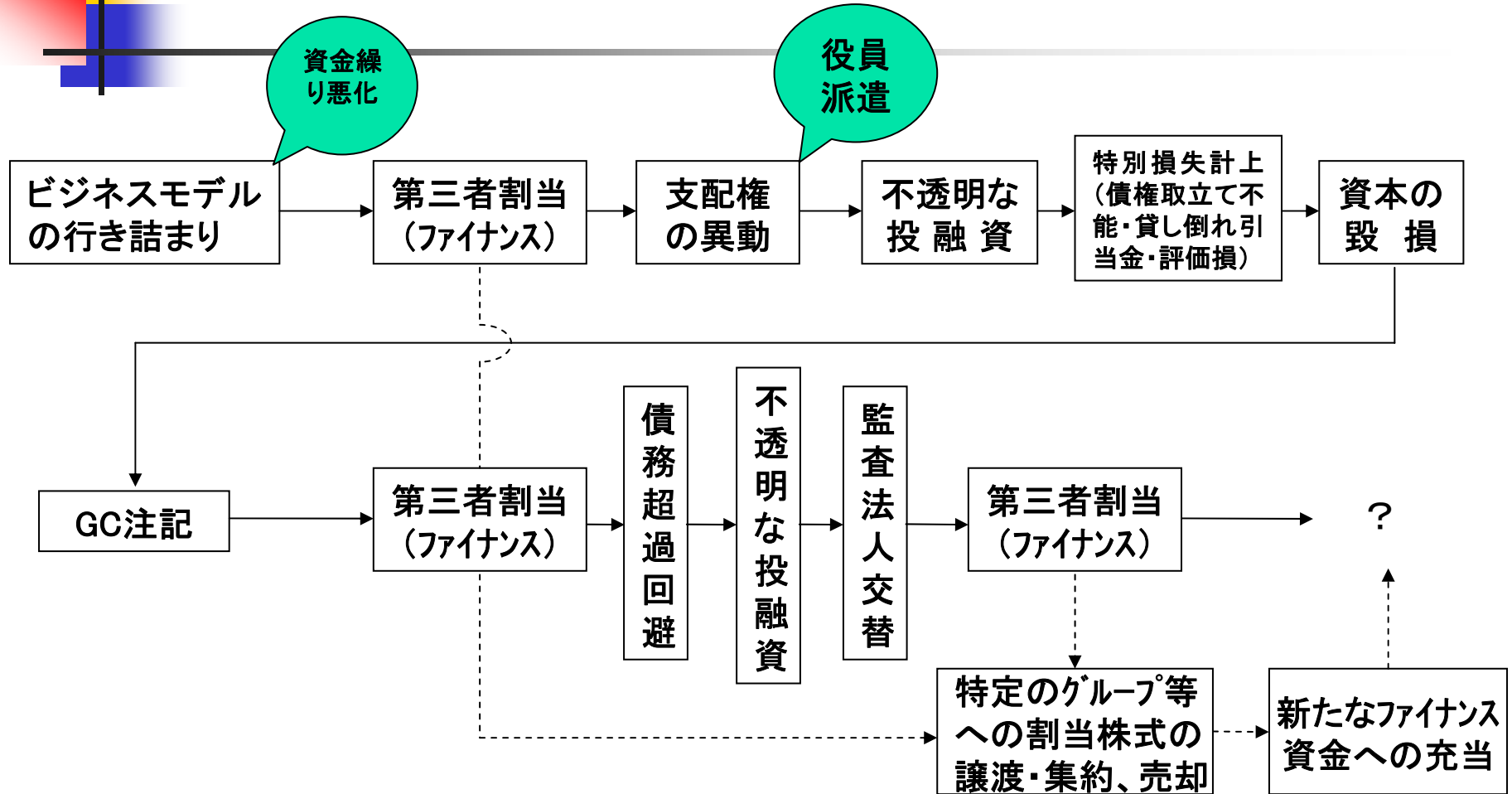
- 証取法上の不公正取引: インサイダー、株  
価操縦、風説の流布等いずれも流通市場  
での犯罪
- しかし、単なる流通市場での問題にとどま  
らない不公正取引の増大
- 発行市場での不適切なファイナンス (第三  
者割当増資、MSCB等) に起因する流通  
市場での不公正取引



# 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の反復
- 海外の正体不明のファンド等への割当
- 支配権の再三の移動
- 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（投融資実施後焦げ付き、特別損失計上）

# 「箱」企業に至るプロセス





# 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
- 既存株主の利益の大幅な希薄化(dilution)
- 割当先実体の不透明性
- 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
- 証券不公正取引の原因: 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"> <li>・支配権の変更につながる新株発行</li> <li>・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)</li> </ul>
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
- ファイナンス手法の変化、新たな手口の登場

# 不公正ファイナンスの特徴(1): 発行会社の属性

- 経営不振企業
- 株価下落企業
- 株主の大幅な変更
- ビジネスモデルの大幅な変更; 投資事業  
中心

# 不公正ファイナンスの特徴(2): ファイナンスの割当先

- 割当先の属性、出資者;特に真の所有者 (beneficial owner)
- 実態不明のファンド
- 海外オフショア金融センターSPC;英領バージン諸島 (British Virgin Island)
- 割当先の財務内容

# 不公正ファイナンスの特徴(3): 資金調達目的、資金使途

- 資金調達手段との整合性
- 過去のファイナンス調達資金の使途; 社外への投融資、特別損失



# 不公正ファイナンスの特徴(4): 発行条件の合理性

- 価格
- 規模
- 希薄化

# 不公正ファイナンスの特徴(5): 企業行動上の問題

- コーポレートガバナンス上の問題
- 証券取引所との関係; 企業行動規範上の問題

# 不公正ファイナンスの特徴(ロ): 関係者

- 監査法人、公認会計士
- 法律事務所、弁護士
- アレンジャー
- 証券会社
- 会社設立業者(特に香港)

# 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内：不公正ファイナンス事案の監視体制の強化
- 金融庁との連携：開示府令の改正
- 証券取引所との連携（特に上場審査・上場管理部門）：上場規則の改正等
- 財務局内での連携
  - 金融商品取引所監理官（証券取引所等の監督）
  - 証券監査官（有報等の審査）
  - 証券取引等監視官（金融商品取引業者の監督・検査）

## 不公正ファイナンスへの取組み(2)

- 財務局と取引所の連携  
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  
→ 開示府令・取引所規則の改正による一段の連携強化
- 海外当局との連携：海外割当先等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、監査役会等

# 公認会計士・監査法人 に期待すること

個別監査、四半期レビューでの対応

- 不公正ファイナンスへの着目
- 資金調達計画の合理性
- 資金調達プロセスの内部統制
- 調達資金の使途
- 不正への対応（不正な財務報告・資産の流用）



### 3. インサイダー取引の増加

---



# インサイダー取引とは？

- 会社関係者、元会社関係者、情報受領者が
- 重要事実の決定後、公表前に
- 重要事実を知りながら、株式等を売買すること



# インサイダー取引規制: 4つの構成要素

1. 重要事実が決定・発生しているか？
2. 規制の対象者に該当するか？ : 会社関係者、情報受領者
3. 重要事実は未公表か？
4. 株式等の売買等

# 重要事実とは？

1. **決定事実**: 会社の意思決定にかかわる情報(株式発行、株式分割、株式交換、自己株式の取得・処分、業務提携、合併等)
2. **発生事実**: 会社の意思決定と関係なく発生する情報(災害起因損害、高額訴訟の提起、営業停止等の行政処分、資源の発見等)
3. **決算情報**: 会社の決算、業績予想に係わる情報(経常利益の大幅な増減、業績予想の大幅な修正等)
4. **バスケット条項**: 投資判断に著しい影響を及ぼす情報(巨額架空売上げ、主力商品の欠陥等)

# 規制対象者①: 会社関係者

1. 上場会社等の役員等: 役員、社員、契約社員、パート、アルバイト、契約社員等
  2. 上場会社等との契約締結者: 取引先、融資銀行、顧問弁護士、公認会計士、印刷会社、広告委託先等
  3. 2が法人の場合の役員等: 取引先の担当者、およびその担当者から伝達された同僚・上司等
- 他
- ・「会社関係者」でなくなった後1年以内も同じ規制（元会社関係者）

## 規制対象者②: 情報受領者

1. 第一次情報受領者: 会社関係者から直接情報伝達を受けた者(会社関係者→家族、知人、友人等)
2. 第二次情報受領者(例外適用): 第一次情報受領者から職務上伝達を受けた同一企業の他の役員、社員等

(例) 会社関係者→記者(一次受領者)→デスク(二次受領者)

# 重要事実の公表

1. EDINET(金融庁・財務局における有価証券報告書等の電子開示システム)を通じた開示:  
<http://info.edinet-fsa.go.jp/>
2. 証券取引所のホームページにおける開示:  
TDnet  
<http://www.tse.or.jp/listing/disclosure/index.html>
3. 日刊新聞、通信社のうち2社以上に対する公表後12時間経過

# 株式等の売買等

- 売買の目的は無関係
- 買付けだけでなく、損失回避目的の売付けも対象
- 売買の口座名義は無関係：家族名義、知人名義でも、売買の資金が規制対象者から出ているような場合は規制対象
- 借名口座はばれる！
- 利得・損失の有無、金額は無関係：損失が出てもインサイダー取引。

# 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
- クロスボーダー化の進展；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
課徴金納付勧告件数	9	9	21	18
告発件数	5	9	2	7
<b>合計件数</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>25</b>



# 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、due diligence業者等
- 第一次情報受領者の増加: 家族、友人等



## 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



## 4. その他の課題

---

# 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

- 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



# 証券検査の多様化

- 検査対象の多様化、激増：大手証券会社、外資系証券会社、準大手、地場証券、FX業者、二種ファンド
- 検査手法の多様化：リスク管理態勢（信用リスク、流動性リスク等）、法令順守態勢、詐欺まがいの取引の調査等

# 詐欺まがいのファンド

- 金商法改正により登録・届出が容易に：  
4千社以上のファンド
- ファンド業者への監視委員会検査の本格化(21年春以降)
- ずさんなファンドの実態
  - ファンド出資金の流用
  - 誤解を生じさせる広告・表示
  - 虚偽有価証券報告書の提出
  - 脆弱な法令遵守態勢、内部管理態勢等
  - 無理な顧客勧誘 等
- 公認会計士の関与：スキームの組成、資産評価等



## 新たな商品、市場等の監視

- 上場株式以外の監視の必要性
- CDS等店頭デリバティブ
- 債券
- DMA (Direct Market Access)
- ダーク・プール等
- 高速化する取引手法への対応; 東証 Arrowhead
- 監視委員会としてのシステムの活用・高度化



# 自主規制機関との連携

## 1 狭義：金商法上の自主規制機関

- ・日証協、取引所等

## 2. 広義：市場の公正性確保に役割を持つ機関

- ・日弁連
- ・公認会計士協会
- ・監査役協会
- ・不動産鑑定士協会
- ・税理士会
- ・司法書士会
- ・行政書士会等

# 今後の連携の方向性

- 自主規制機能(ルール策定、監視、考査、情報発信、啓蒙、制裁等)の発揮をサポートする方向性の強化
- 委員会の情報・認識等の共有、提供委員会の持つノウハウの共有
  - 自主規制機関主催研修等への協力(講師派遣、材料等)、委員会主催研修への自主規制機関の参加



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

---

情報提供は  
<http://www.fsa.go.jp/sesc/watch>  
tel: 03-3581-9909