

証券市場の監視活動と企業法務 —経緯・現状・展望—

金融庁証券取引等監視委員会
事務局次長 大森泰人

I. 企業の体制についての私たちの構え

1. 市場監視活動の紹介と注意喚起
2. 最近のインサイダー取引摘発事例
3. 論点

II. 市場監視活動の実際（インサイダー取引を中心に）

1. オンライン取引審査の手順
2. 非オンラインでの情報収集
3. 発行体からの情報伝達ルートの解明
4. 規制の構造
5. 二つの初期最高裁判決
6. 監視体制
7. 法令解釈

III. 歴史を振り返る

1. 大恐慌のアメリカ～株式バブルへの制度上の反省
2. 戦後の日本（80年代まで）
3. 80年代のアメリカと日本の金融システム
4. 損失補填騒動と監視委員会の誕生
5. 日本版ビッグバンと金融危機

IV. 監視委員会の業務拡大

1. 課徴金制度の導入（2005年～）
2. 開示検査の強化
3. 検査対象業者範囲の拡充
4. 市場制度改革の方向感

V. アメリカ発金融危機の意味

1. 危機の背景としての金融機関の行動様式「みんなで渡れば怖くない」
2. リスク管理の形骸化
3. 金融機関による対応差
4. プロシクリカリティ

VI. その他市場監視活動上の問題意識

1. J-I R I S Sの普及
2. 相場操縦
3. 不公正ファイナンス
4. ディスクロージャー
5. クロスボーダー事案
6. 最後には、日常業務におけるセンスの向上

・ 企業の体制についての私たちの構え

1. 市場監視活動の紹介と注意喚起

2. 最近のインサイダー取引摘発事例

(1) 外資による自社の買収という情報を取締役会で聞かされた専務が、秘書に対し、秘書名義での自社株の買付けを依頼。

(2) 秘書は、依頼された専務分を自らの名義で売買するとともに、最近億単位の相続をした元夫に情報を伝えた上、元夫名義で売買。

(3) 利得額 専務 20万円・・・課徴金納付。

秘書と元夫 2850万円・・・逮捕・起訴。

3. 論点

(1) 取締役会への情報伝達から公表までの期間、情報伝達相手への注意喚起。

(2) 社員の自社株売買の社内手続。

(3) 取引者の立場、取引の名義・規模、会社の対応。

・ 市場監視活動の実際（インサイダー取引を中心に）

1. オンライン取引審査の手順

(1) 重要事実公表前後の株価動向を悉皆チェック（特に公表前から株価が動いている場合や、公表後に大きく動いている場合）。

(2) 取引所から売買記録を入手（いつ、いくら売買が、どの証券会社経由で行われたか）。

(3) 証券会社から売買明細を入手し、顧客別に整理（2009年から「コンプライアンスWAN」稼働）。

(4) タイミングよく売買を行っている顧客を抽出して審査レポートを作成し、調査チームに送付（事案の悪質性や規模に応じ、刑事告発か課徴金を割り振る）。

2. 非オンラインでの情報収集

(1) 証券取引所による売買審査（証券会社からは顧客情報、上場会社からは重要事実の決定経緯情報など）。

(2) 証券会社による自ら取り次いだ売買の審査。

(3) 一般情報。

3. 発行体からの情報伝達ルートの解明

(1) 本人

(2) 家族・親戚・取引先

(3) 単なる知人・友人・・・コミュニケーションの痕跡。

(4) そして・・・（気の小さい人と厚かましい人）。

4. 規制の構造

(1) 会社関係者及び第一次情報受領者が、

(2) （職務に関し）重要事実を知ると、

(3) 公表後でなければ、

(4) 株式を売買できない。

重要事実

(1) 決定事実・・・株式発行、合併、自社株取得など。

(2) 発生事実・・・業務上の損害、不渡り、債権者による債務免除など。

- (3) 決算情報・・・売上高、経常利益などの一定割合以上の変化。
- (4) バスケット条項・・・(1)～(3)以外で投資判断に著しい影響を及ぼすもの。

5. 二つの初期最高裁判決

- (1) 日本商事事件（開発中の新薬の副作用で患者が死亡したことが公表される前にインサイダーが売抜け）・・・重要事実の限定列挙とバスケット条項の並立がもたらす現象。
- (2) 日本織物加工事件（M&A先の顧問弁護士が、公表前に買付け）・・・重要事実の決定時期と実現可能性。→村上ファンド事件第一審、第二審。

6. 監視体制

(1) 人員

	1998年度	2010年度
監視委	98名	384名
財務局	126名	313名
計	224名	697名

2004年以降、西武鉄道、カネボウ、ライブドア、村上ファンド・・・開示検査、課徴金検査、不公正ファイナンス監視。

(2) 民間登用（既に3割）

(3) 合議体意思決定（佐渡委員長、福田委員、熊野委員）

7. 法令解釈

リーマンショック後のQ & A：信託や投資一任で自社株を取得する場合、契約締結後に注文指示する場合でも、注文部署が重要事実から遮断されていれば（チャイニーズウォールがあれば）、基本的にインサイダー取引には当たらない。

→信託や投資一任方式ではない場合、他社株を取得する場合のチャイニーズウォールの意味は？。

. 歴史を振り返る

1. 大恐慌のアメリカ～株式バブルへの制度上の反省

州法である会社法の規制の弱さを踏まえ、証券市場は連邦法で規制する。

- ①証券法・・・ディスクロージャーの強化。
- ②取引所法・・・不公正取引（相場操縦、証券詐欺）の禁止。
- ③銀行法（グラス・スティーガル法）・・・銀行と証券の分離。

証券市場は連邦機関SEC（証券取引委員会）が監視する。

判例法理の形成（証券詐欺の一般条項に基づきインサイダー取引を摘発、信託義務違反理論→不正流用理論など）、柔軟な法律適用、民事制裁金（最近のゴールドマンサックスに対するものなど）の多用。

2. 戦後の日本（80年代まで）

（1）証券取引法制定（1947年）

上記アメリカの仕組みを概ね導入。但し、証券取引委員会は定着せず。

（2）銀行型金融システムの形成

国全体として資本不足→銀行が低利に規制された預金で調達して、キャッチアップのために必要な産業に供給していく方式が時代に整合的。銀行は、短期運転資金と長期設備資金をともに供給し、貸付先の株式を保有し、貸付先にOBを派遣（メインバンク・システム）。貸付先の経営危機時には、救済の任にあたるなど、コーポレート・ガバナンスの担い手はメインバンク。・・・金融行政の構えは護送船団方式。

一方、資金調達の間としての証券市場の役割は限定的。株式上場の目的は、一流企業のステータス。・・・現在に至るまで、上場企業の経営者に、株主と正面から向き合うメンタリティが形成されていない。

（3）登録制下の証券業界と行政

登録証券会社1600社のうち、

4割は自己売買で失敗して廃業。

2割は法令違反で登録取消。

（4）第一次山一証券危機（1965年）

新規公開引受株式の受け皿に系列投信を使う。

経常収支悪化→金融引締め→基準価格下落→解約増加→資金ニーズ増大。

運用預かり（顧客から預かった投信受益証券を担保にコール市場調達）のため、資金繰りが逼迫し、取付けへ（ベアやリーマンと同じ構図）。

日銀特融による市場型システミックリスクの回避。

危機後の規制強化

運用預かりの禁止。

最低資本金制度の強化。

登録制から免許制に移行（新規参入を事実上認めず、競争させないことによって潰さない、潰さないことによって投資家保護を図る証券版護送船団行政の確立）。

3. 80年代のアメリカと日本の金融システム

(1) アメリカ

メーデー：委託手数料自由化（1975年）・・・イギリスは1986年、日本は1999年に追随。

70年代末期のインフレ抑制のため、ボルカーFRB議長による容赦ない金融引締め。→金利を規制された預金金融機関からの預金流出。→預金金利自由化による調達・運用の逆ざや化。

→S & L（貯蓄貸付組合）の経営危機、大手銀行は中南米債務危機。

預金金融機関の役割が低下するなかで、証券市場を通じた資金仲介のウェイトが上昇。結果として産業構造の転換を促進（レバレッジド・バイアウトやジャンクボンドを用いたM & Aブーム）。→産業構造の転換へ。

(2) 日本

80年代にはキャッチアップを終え、世界経済のフロントランナーに到達＝今後の成長産業が判然としない状態。元来、保守的な銀行貸付より、不特定多数の市場参加者により、リスクマネーが提供される（証券市場が今後の成長産業を見出す）金融システムが整合的。

現実には、家計は余裕資金を相変わらず銀行に預金。銀行にとっては（一

部の大口法人顧客が証券市場調達に移行して)、相対的に優良な貸付先が減少する一方、預金金利の段階的自由化により調達コストは徐々に増大。→不動産担保貸付への一層の注力(サブプライムローン同様、資産価格上昇を前提にした自作自演バブルの演出)。

90年代初頭の株価、地価バブルの崩壊。→「失われた20年」へ。

4. 損失補填騒動と監視委員会の誕生

(1) 損失補填騒動(1991年夏~)

証券会社が、バブル崩壊に伴う損失につき、大口法人顧客に対してだけ補填していたことが大きな社会問題化(違法ではないが、国民感情として許容できない)。

コーチとアンパイアの分離論: プレイヤー(証券会社)が守るべきルールを決めて指導するコーチと、プレイヤーの実際の行動を判定するアンパイアを分離すべき(大蔵省がコーチとアンパイアを兼ねているからプレイヤーの行動が国民感情から乖離する、アンパイアはコーチの監督行政上の思惑から独立に客観的な事実認定をする、との考え方)。

(2) 監視委員会の誕生(1992年)

設計の基本思想

SECにならって合議体行政組織とするが、任務は事実認定に限る(いわゆる8条委員会)。・・・犯罪なら刑事告発、行政処分なら勧告(←上記アンパイア分理論)。

行政上の事実認定の対象は証券会社の違法行為に限る(←上記誕生の経緯

論)。

5. 日本版ビッグバンと金融危機

(1) 日本版ビッグバン (1996年～)

基本認識：日本の証券市場や証券会社のプレゼンス後退、一方で、護送船団行政が金融危機管理上も有効でないとの反省。

手法：証券市場の構成要素を、①投資家、②投資対象(典型的には上場企業)、③上記①と②の仲介者(証券会社や証券取引所、部分的には銀行)に単純化すると、③仲介者の業務のアメリカ並み自由化。・・・証券会社に分別管理を義務づけ、「潰さない行政」から脱却。「事前予防型裁量行政からルールに基づく事後チェック型行政への転換」スローガン。

(2) 金融危機 (1997年11月)

三洋証券：破綻原因は、バブル崩壊に伴う関連ノンバンクの不良債権(基本的に銀行と同様の問題)。累次に渡る大蔵省主導の救済策の限界。

山一証券：破綻原因は、損失補填の「飛ばし」による隠蔽。

・・・いずれも、検査によって未然防止できるような問題でないことに留意。

処理：三洋証券は会社更生法申請、山一証券は自主廃業+日銀特融・・・第一次山一証券危機同様、市場型システミックリスクを回避。

IV. 監視委員会の業務拡大

1. 課徴金制度の導入 (2005年～)

(1) 背景

銀行の不良債権問題の一段落、監視委員会の限定的な機能への批判(日本版

SEC論)。

(2) 憲法の二重処罰禁止の呪縛

制裁か、不当利得の没収か。

2003年暮の金融審議会報告(全ての不公正取引規制違反、全ての開示義務違反、業者の行為規制違反を含む広範な課徴金制度を提言)と制度発足時の対象(インサイダー取引、変動操作型相場操縦、発行開示違反、風説の流布と偽計)の差異。プラス公取に倣った審判制度。

(3) 西武鉄道事件(2004年秋)を受けた議員立法

上場廃止基準に抵触しないよう、借名による虚偽の株主構成を40年以上継続開示。

→議員立法による継続開示違反の課徴金制度。

→上場企業のディスクロージャー一斉点検。

→その後もカネボウの巨額粉飾、ライブドア、村上ファンド事件等々。

(4) 2008年の制度拡充

不当利得との因果関係が明瞭でない違法行為も包含(ある意味で、フィクシヤスな算定基準)。繰り返す者への加算、自己申告への減算制度。

(5) 運用の段階的改善

○社のうっかりインサイダー、日経とNHK。・・・過不足のないエンフォースメント手段としての活用。

2. 開示検査の強化

上記事件を踏まえた体制強化。

3. 検査対象業者範囲の拡充

証券会社→プラス投信・投資顧問会社→プラス各種ファンド。

4. 市場制度改革の方向感

上記証券市場の三要素（①投資家、②投資対象、③仲介者）に着目すれば、日本版ビッグバンが③仲介者の業務のアメリカ並み自由化だったのに対し、①投資家がリスクを理解して投資するための環境整備が金商法、さらに②投資対象の品質保証を意図するのが公開会社法。

・ アメリカ発金融危機の意味

1. 危機の背景としての金融機関の行動様式「みんなで渡れば怖くない」＝

可能な限り資本を節約しながら利益の最大化を図る。

①規制上のリスクウェイトが低い形で資産保有（住宅ローンより住宅ローンの証券化商品）。

②会計上許容される限界までオフバランス化（S I V）。

③格付け対比で最もリターンが高い商品を選択。

④（とりわけ投資銀行において）短期の低コスト市場調達に依存。

2. リスク管理の形骸化

リスク管理手法は、ルーティンワークになると形骸化。例えば、V a RはJ Pモルガンが抱えているリスクを把握する上で有効な手法だったが、B I S規制に取り入れられると、「リスクを取っても99%安心」な指標になる。最大損失は平時に計測されているため、有事には軽く期待を裏切られる。あるいは、自己資本比率を重視しすぎると、流動性リスクの認識が疎かになる。

3. 金融機関による対応差

オフバランスのS I Vに不動産リスクを蓄積していったシティ、市場調達に依存してレバレッジを高めすぎたリーマン。←→ 早期に不動産関連ポジションを縮小し、逆張りのリスク管理に転じたJ Pモルガンやゴールドマン。対応の差をもたらすのは、CEOのセンスだったり、リスクに鋭敏な社員の認識が組織の認識になるか否かの企業文化だったりする。

4. プロシクリカリティ

好況：資産価格の上昇→時価評価による自己資本増加→レバレッジ拡大によるさらなる投資→資産価格のさらなる上昇→バブル崩壊。

不況：資産価格の下落→時価評価による自己資本減少→レバレッジ縮小による投資減少→資産価格のさらなる下落（金融機関の行動様式に多様性がないことによる合成の誤謬）。

カウンターシクリカルな行動を促す指標の選定、運用上の難しさ。→一定のリスクを取ることを規制として禁ずるボルカールールの発想。

VI. その他市場監視活動上の問題意識

1. J-I R I S Sの普及

- (1) 登録時の本人同意による教育効果。
- (2) 取引時の証券会社からの確認による牽制効果。
- (3) インサイダー取引未然抑止に向けた姿勢のアピール。

2. 相場操縦

- (1) オンライントレーディングの普及に伴う実行の容易化。
- (2) 大株主が存在する場合。

3. 不公正ファイナンス

- (1) (とりわけ新興市場上場企業における) ビジネスモデルの単純性。
- (2) 第三者割当増資引受けによる実質支配→ファイナンスの「箱企業」化。
- (3) 一般条項(偽計)の活用。

4. ディスクロージャー

- (1) さまざまな端緒。
- (2) 第三者委員会の活用。

5. クロスボーダー事案

- (1) 各国当局との連携(マルチ&バイ)。
- (2) 摘発能力の強化。

6. 最後には、日常業務におけるセンスの向上

以上