



証券取引等監視委員会の課題 -弁護士との関連で-

証券取引等監視委員会
事務局長
佐々木清隆



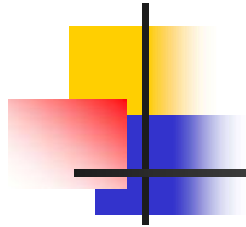
講演の目的

- 監視委の取組み・監視手法の変化についてご理解いただくこと
- 証券市場における不公正取引、粉飾等の現状についてご認識いただくこと
- 上記を踏まえ、弁護士活動に活用いただくこと



アジェンダ

1. 監視委を取り巻く環境変化と対応
2. 証券市場での不公正取引等の傾向
3. 弁護士への期待



1. 監視委を取り巻く環境変化と対応



監視委の機能; 証券市場の公正性・透明性の確保

- 市場分析審査: 日々の市場動向の分析、調査・検査の端緒の発掘
- 取引調査: インサイダー取引等の調査
- 開示検査: 上場企業の適正開示の検査
- 証券検査: 証券会社等の検査
- 犯則調査: 裁判所の令状に基づく強制調査、刑事告発



監視委を取り巻く環境

1. 不公正取引、企業不祥事の増加：粉飾、インサイダー、データ偽装、証券会社のリスク管理等
2. マクロ経済・市況：マイナス金利、中国・新興国経済減速、**Brexit**、コーポレート・ガバナンスの進展等
3. 構造的変化：証券取引の一層のグローバル化・高速化、市場参加者の変化（ヘッジファンド、**HFT**業者等）、**FinTech**等ITの進展
4. 監視委への期待



金融行政方針(2016.10): 市場の公正性・透明性の確保

金融取引のグローバル化、複雑化、高度化に対応した市場監視機能の強化

1. 市場環境のマクロ的な視点での分析等
forward lookingな対応

2. 自主規制機関や海外当局との連携

3. 多面的・複線的な調査・検査

4. 未然予防・再発防止の観点、問題の全体像、根本原因の追究

5. ITシステムの活用(RegTech)



監視委の仕事のやり方の見直し

従来

現在

1. 単線的監視 ⇒ 複線的・多面的監視
2. 部分・形式
への集中 ⇒ 実質・全体(根本原因)重視
3. 事後チェック ⇒ 先を読んだ対応・未然予防
(forward looking)



多面的・複線的監視

- 単線的監視(従来): 直接の出口(勧告、告発等)、勧告・告発対象事象に集中(それ以外は不活用)
- 多面的・複線的監視(現在): 直接の出口以外の出口を意識した検査・調査の実施、情報の多面的活用
 - ① 検査・調査手法の多様化: 簡易検査、テーマ別検査等
 - ② 監視委内の各課における検査・調査の連携強化:
 - ③ 法令違反等の根本原因(**root cause**)の分析
 - ④ 個別事案に留まらない面的な広がり・**implication**の分析: ミクロ事案に留まらないマクロ的視点(ミクロ→マクロ)



実質・全体の重視

- 内部管理態勢等の形式、個別問題に集中（従来）：表面的、その場しのぎ的対応を助長、問題の再発の弊害
- 内部管理態勢等の実質、問題の全体を見据えた対応（現在）：根本原因の究明、再発防止



根本原因(*root cause*)

- 法令違反等の原因: 規定の不備、研修、意識の欠如、組織の未整備等
←いずれも「表面的・直接的原因」
- 「根本原因」: 人事、報酬、企業文化、**tone at the top**, ガバナンス等
- 根本原因を掘り下げるためには、5回の**why**が必要

先を読んだ対応・未然予防 *forward looking* (1)

- 個別情報に基づく事後チェック(従来): 調査対象は数年前の事象
- マクロ経済、市場の変化等を踏まえた **forward looking** な対応(現在)
 - マクロ経済の変化等が不公正取引等につながるリスクの分析と監視
 - 現在起きていることへの関心
 - 先を読んだ対応、未然予防

先を読んだ対応・未然予防 *forward looking* (2)

- 中国経済の減速：中国株式市場下落に伴う日本市場へのインパクト、中国進出企業等日本企業への影響（財務面でのリスク、粉飾のリスク等）
- 新興国経済の減速：中国経済減速、原油価格下落、米国利上げ等のインパクト、新興国株式・社債、仕組債等への影響、上場企業の財務面への影響
- マイナス金利の影響：証券会社等の経営・ビジネスモデルに与える影響、詐欺的勧誘の増加のリスク
- コーポレート・ガバナンスの進展：ROEへの関心、余剰資金の活用、M&A等の増加→インサイダー取引のリスクの高まり

先を読んだ対応・未然予防 *forward looking* (3)

- 内外証券会社幹部、海外機関投資家、ヘッジファンド等のリスク認識のヒヤリング
- 民間アナリストとの意見交換の実施：電機、資源、商社、**REIT**、証券、建設等
- 監視委の態勢整備：市場分析審査課市場モニタリング室、開示検査課大規模会社モニタリング班



市場規律の強化

1. 市場参加者(上場企業、自主規制機関、投資家、弁護士、監査法人等)の規律強化
 - 連携対象の拡大: 自主規制機関に加え、日弁連、監査役協会、大手証券会社幹部等との意見交換等の強化
2. 監視委が「監視している」ことについての認識度の向上
 - 監視委の存在の「見える化」: 監視委の地方開催(近畿財務局11月、東海財務局6月)
3. 市場規律強化のための情報発信の強化
 - 個別事案に留まらない事案の意義、広がり、市場参加者への期待等についての積極的説明



市場の構造的変化への対応

- 市場参加者;クロスボーダー取引(機関投資家、ヘッジファンド、HFT業者等)の一層の増大
 - 取引手法:アルゴリズム取引、HFT、FinTech、AI(人工知能等)
 - 取引の場:取引所以外のPTS、ダーク・プール、**blockchain**等の拡大
- 従来の監視手法では捉えられない取引の増大の可能性



IT技術の活用: RegTechの検討

- **FinTech, AI(人工知能)の発達による取引、業務内容の変化(1st Lineでの変化)**
- **市場参加者のRegTech: 規制へのcomplianceのためのIT技術の進展(2nd Lineでの変化)**
- **当局のRegTech: 上記を踏まえた監視システムの高度化(digital forensicに留まらない)**



証券モニタリング基本方針 (2016.10)

- オンサイト・オフサイトの一体化
- ビジネスモデルの分析、ガバナンスの有効性、リスク管理の適切性等に着目したリスクアセスメント
- リスクベースでのオンサイト検査
- 業態ごとのモニタリング
- 業態横断的なテーマ別モニタリング：売買審査態勢等



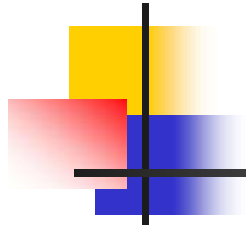
金商業者モニタリングの見直し: *3 Lines of defense*の考え方

- オン・オフモニタリングの連携強化
- **3 Lines of defense (3つの防衛ライン)**
の検証
 - **1st Line:** ビジネス、営業部門
 - **2nd Line:** リスク管理、コンプライアンス
 - **3rd Line:** 内部監査



金商業者モニタリングの見直し： ビジネス・モデル(1st line)の重視

- **ビジネス・モデルの理解、重視**
 - 収益源は何か？どの業務が収益を上げているか？
 - ビジネス・モデルの変化のモニター：商品、サービス等の変化
- **ビジネス・モデル及びその変化に対応した2nd lineの実効性の検証**



2. 証券市場での不公正取引等の傾向



インサイダー取引の傾向

(重要事実)

- M&A、TOB関連事案:コーポレート・ガバナンスへの関心の高まり
- 自社株買、業績の下方修正、特別損失、減損等

(当事者)

- 契約締結者の問題:取引先等でのインサイダーの増加
- 情報伝達者への課徴金

(発行体)

- 発行企業の情報管理態勢の問題
- ガバナンス、適正開示への懸念:特に財務情報



適正開示・粉飾の問題

(ハコ企業の問題)

- 継続監視：特にファイナンスの動向
- 上場廃止を含めた厳正な対応
- ハコ企業予備軍：実業はあるものの「ハコ」化

(それ以外の上場企業)

- マクロ経済・市況の影響：業績下方修正、訂正等
- グローバル企業：海外事業・子会社等の問題
- 企業不正：データ偽装の増加
- マクロ的観点から分析



データ偽装等企業不祥事

- 粉飾以外の企業不祥事の増加：データ偽装、海外汚職等
- 監視委業務への波及経路
 - 有価証券報告書への直接的影響（数値面のみならず、定性的記述面）
 - 損害賠償等に伴う財務面への影響、粉飾のリスクの高まり
 - ガバナンスへの懸念
 - 不祥事公表前のインサイダー取引（特に、取引先でのリスク）
- 上場企業のモニタリングの検討：**forward looking**な視点



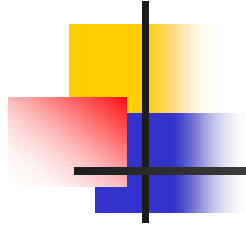
地場証券の問題： ビジネスモデルの持続可能性

- **ビジネスモデルの問題**
 - 顧客の高齢化・相続の進展。若年層はネット証券へ
 - 伝統的な株営業の限界
 - システム投資負担の限界
- **ビジネスモデルの持続可能性、リスクに着目したモニタリング**



資産運用業界の問題

- 「運用」会社ではなく、「販売」会社である実態：海外運用会社、系列会社の商品の販売
- ガバナンスの脆弱さ；①運用会社として、②投資信託として、③議決権行使について
- 基本的な内部管理態勢の問題
 - 規定
 - 組織・人
 - ITシステム
- 金融審議会での**fiduciary duty**の議論との関連：業界の実態把握のためのモニタリングの検討



3. 弁護士への期待



弁護士に期待される役割： 市場規律の担い手として(1)

金商業者、上場企業等との関連での役割

- 実効的なコーポレート・ガバナンス
- 実効的な内部管理態勢、コンプライアンス態勢（法令遵守、インサイダー防止、適時開示等）
- 不祥事・危機管理対応：内部・外部調査委員会
- 改善・再発防止



弁護士に期待される役割: 市場規律の担い手として(2)

1. 個別問題の調査(単線)＋事案の広がり、横展開(複線的対応)
2. 部分・形式＋全体・実質を見据えた検証:「根本原因」(**root cause**)の究明
3. **Backward looking** (過去指向)＋**forward looking** (未来指向)な視点:現在起きていることへの関心、将来の展開の先読み



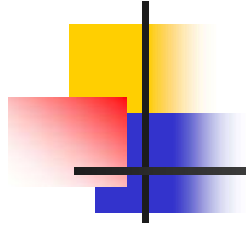
監視委活動の理解の重要性

監視委各種公表資料

- 年次報告書
- 課徴金事例集：不公正取引編、開示検査編
- 個別事案勧告・告発
- 証券モニタリング基本方針
- 講演記録等

いずれも監視委webから入手可能

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



ありがとうございました