

## 証券取引等監視委員会の課題

—「金融行政方針」との関連で—

佐々木 清 隆

はじめに

皆様、こんにちは。ただいま御紹介いただきま  
した、証券取引等監視委員会事務局長の佐々木で  
ございます。今日はこのような場にお招きいただ  
きありがとうございます。私は、昭和五八年（一  
九八三年）に当時の大蔵省に入りました。役所で  
の勤務は三三年になります。途中、海外勤務が一  
〇年近くありますが、それを除きますと、金融行  
政に携わる期間が非常に長くなりました。一九九

八年に金融庁の前身の金融監督庁ができたとき、  
今は検査局になっている検査部に配属されまし  
た。その後、二〇〇〇年に金融庁ができてから  
は、海外勤務時を除き、ほとんどの期間、証券取  
引等監視委員会と検査局で勤務しています。検査  
局で審議官を務めた際は、監査法人の検査等を行  
う公認会計士・監査審査会の事務局長も兼ねてい  
ました。金融庁には、総務企画局、検査局、監督  
局、証券取引等監視委員会、公認会計士・監査審  
査会の五つの部局がありますが、これらの内、私  
は、専ら検査や調査を行う検査局、証券取引等監

視委員会、公認会計士・監査審査会で経験を重ねてきたこととなります。

今日は、昨年九月に金融庁が公表しました平成二七事務年度の「金融行政方針」との関連で、証券取引等監視委員会の課題についてお話をさせていただきます。金融庁は、それ以前の二年間「金融モニタリング基本方針」を策定し公表していました。これは、検査局と監督局が、銀行、保険会社、一部金融商品取引業者に対するモニタリングを一体化して行うという考え方に基づいて策定されたものです。平成二七事務年度の方針は、長官のイニシアチブの下、初めて、検査局、監督局の他、総務企画局、証券取引等監視委員会、公認会計士・監査審査会も加えた金融庁の全部局の業務を視野に置いて取りまとめられたものです。今回の方針には、証券取引等監視委員会の業務に関する内容も初めて盛り込まれています。

今日は、この「金融行政方針」との関連で、証券取引等監視委員会の課題を取り上げることとし、必要に応じて具体的な事案にも言及させていただきます。

## 一、「金融行政方針」と監視委員会

平成二七事務年度の「金融行政方針」にはいろいろな内容が盛り込まれておりますが、証券取引等監視委員会（以下では「監視委員会」と言います）との関係では大きく三つの柱が掲げられています。資料2ページをご覧ください。

一つ目は業者行政で、監視委員会には、金融商品取引業者（以下では「金業者」と言います）のモニタリング、その中の「証券検査」という機能があります。

二つ目は市場行政で、監視委員会は、特定の業者ではなく資本市場全体を対象として、公正性・透明性を確保するための「市場監視」の機能を担っています。

三つ目は、国内外の行政の一体化です。「金融行政方針」において、国内と海外の一体化を進めるという方針が示されています。これを監視委員会に置き換えますと、証券検査との関連で、グローバルな証券会社に対する国内外一体となったモニタリング検査、市場監視との関連で、市場取引のグローバル化への対応などの課題が関係してきます。

以上のとおり、金融行政方針に織り込まれている三つの柱は、いずれも監視委員会の仕事と整合的なものとなっています。

## 二、市場の公正性・透明性確保

### (1) 監視手法の多面的・複線的活用

#### (監視委員会の権限・組織の拡充)

私は、二〇〇五年から五年間、監視委員会に勤務しました。そのうち、二〇〇五年からの二年間は、犯則調査を担当する特別調査課長を務めました。当時、担当した中で、今でも印象に残っている事案として、カネボウの粉飾とそれに関連する中央青山監査法人の公認会計士の告発、ライブドア事件、村上ファンド事件などがあります。二〇〇七年から二〇一〇年の三年間は、総務課長として監視委員会全体の運営に関わる仕事に従事しました。その後、昨年七月に再び監視委員会に戻ってきました。そのとき、いろいろな方に、五年ぶりの監視委員会の感想はどうかと問われました

が、率直な印象としては、当時起きていた東芝の問題を含め、以前経験したこととのデジャビュという感じが強くしました。

ただ、この一〇年の間に、監視委員会を取り巻く環境、制度、法制は相当変わってきています。

その一つが、監視委員会の持つ権限がかなり拡充されてきているということです。私が二〇〇五年に特別調査課長に就任したときは、監視委員会の持っている機能は、基本的には犯則調査と証券会社検査が中心で、ちょうど課徴金制度が導入されたばかりの時期でした。組織の面でも、総務検査課と特別調査課の二つしか課がありませんでした。

その後、課徴金調査の権限、開示検査の権限が拡充され、組織も、総務課を含めて六課体制となりました。このように、監視委員会の権限が拡充され、組織も充実してきたことは、非常に望ましいことですが、その反面、組織が肥大化するに連

れて、縦割りやタコツボ化のリスクが出てくることに留意しなければなりません。

#### （広がりを意識した検査・調査）

昨年七月に監視委員会事務局長に就任した後、私が口を酸っぱくして言っておりますのは、各課が持っている権限を行使し、直接の出口に向けた仕事をするのは当然として、それ以外のいろいろな広がりを意識した検査・調査を行ってほしいということです。

資料3ページをご覧ください。ここでは、やや堅い言葉で「監視手法の多面的・複線的活用」と表現しておりますが、簡単に申しますと、タコツボ化に陥らないよう、多面的・複線的な視点を持って検査・調査を行うことを課題として掲げたものです。

具体的には、大きく三つのことを意識して取り

組んでいきたいと考えています。

一つ目は、検査・調査手法の多様化であり、具体的には、簡易検査の他、特定の業種あるいは問題にフォーカスしたテーマごとの検査、金商業者・上場企業のガバナンスを意識した検査などがあります。

二つ目は、監視委員会内の六課の間の連携を一層強化することです。

三つ目は、マクロプルードェンスへの貢献です。金融庁は、現在、マクロ経済の動きが金融システムや金融機関の健全性にどのような影響を与えるかを先読みしながら、金融機関の監督を行うという取り組みを進めています。これをマクロプルードェンスと言いますが、監視委員会としても、こうした金融庁の取り組みに貢献していきたいと考えています。

(マクロ的な視点を持ったミクロの検査・調査)

監視委員会は、基本的には、個別の証券会社や上場企業、あるいは個別のインサイダー取引など、ミクロの問題について検査・調査し、その結果を勧告や告発につなげるという、ミクロの業務を行う組織ですので、マクロの視点とは相当の距離があるのが実情です。

しかし、ミクロの問題に関する検査・調査を通じて、いろいろな問題が見えてきます。各課が検査・調査を行い、その結果を踏まえて勧告や告発を行うって、それで一丁上がりとするだけでは不十分です。その事案が、今の経済、市場、制度にとってどのような意義があるのか、どのような広がりがあるのかについて、きちんと考えて議論しなければなりません。

検査・調査の結果、制度に不備があると考えられる場合には、改善に向けて提言を行うようなこ

とが考えられます。あるいは、自主規制機関の活動で足りないところがあるとするれば、改善のために問題提起を行うようなことも考えられます。検査・調査の結果を踏まえ、広い視点から分析を行って活用することで、金融庁全体で取り組んでいるマクロブルーデンスに貢献することが可能になります。

マクロの動きとミクロの動きの間に距離はありますが、両者は互いにリンクしています。監視委員会はミクロの検査・調査を行う組織ですが、広がりのあるマクロ的な視点を持って取り組むことによつて、金融庁全体、ひいては日本経済全体に貢献できるよう心がけて行きたいと思えます。

## (2) 市場のグローバル化への対応

### (機動的かつタイムリーな市場監視)

次に、市場のグローバル化への対応について申

し上げます。資料4ページをご覧ください。

私が一〇年前に勤務していたときと比べ、監視委員会も、グローバル化への対応に力を入れており、今ではかなり力が備わってきているように思えます。一〇年前ですと、犯則調査でもその他の調査でも、海外のヘッジファンドが出てきただけで、それ以上追及することを諦めてしまっていました。あるいは、MOU（情報交換枠組み）に基づいて、海外当局に情報提供を依頼するためのメールやレターを書くだけでも、大変な時間がかかっていました。

今やこのようなことは日常的に行われるようになってきており、私も評価しています。しかし、証券市場や証券取引の分野では、監視委員会のこうした努力をさらに上回るスピードで、グローバル化が進んできています。日本の市場でも、海外投資家のプレゼンスは非常に大きくなっていま

す。また、アルゴリズム取引、HFT（高頻度取引）など、従来の方法では監視が難しい取引も出てきています。また、グローバル企業について、ディスクロージャーの適切性の検証を行うことが難しいという問題もあります。この点は、今回の東芝の問題で私自身が痛感したことです。

（海外当局とのさらなる連携強化）

一〇年前に比べ、海外当局との情報交換が相当密に行われるようになってきています。しかし、このような連携は、今後、もっと強化する必要があります。あると思います。

現在、金融庁を挙げて、国内行政と国際対応の一体化に取り組んでいます。私は、海外で勤務していたとき、海外当局と連絡したり、国際会議に参加したりしました。その際、国際的な舞台で交渉に携わる日本の担当者が、国内の行政から切り

離されており、内外が一体化していないという印象を受けました。海外当局の交渉担当者が強み、迫力を持っているのは、国際的なルールや議論の経緯を知っていることに加え、国内の個別の事象や政策対応に関する情報を踏まえて、国際的な議論に参画しているためです。

日本も、国内で仕事をしながら、同時に、そのまま海外の仕事に取り組むようなことができればよいのではないかと思っています。アメリカやイギリスなどの英語圏の国の場合、言葉のバリアがありませんので、このようなことは比較的容易にできるように思います。しかし、言葉のバリアの問題だけではありません。日本では、今起きている個別の問題が国際的に議論されている問題とどのように関係するのか、このようなことを頭に置きながら検査・調査を行うところまではとても行っていないません。少なくとも管理職などの一定の

人間が、国内で取り組んでいる事案が国際的なコンテキストでどのような意味を持つのかという視点を持って仕事をするようにならなければなりません。そのようなことが可能になれば、新たな国際協力の枠組みを構築する必要があるといった説得力のある議論ができるようになると思います。

### (3) 不公正取引等に対する厳正な対応

次に、不公正取引に対する厳正な対応について申し上げます。資料5ページをご覧ください。

後でも触れますように、市場の不公正取引に取り組むのが監視委員会の仕事です。この点に関連して、監視委員会の特別調査課には犯則調査という強力な権限があります。

しかし、この一〇年、あるいは最近数年の間に、犯則調査の前に、課徴金調査など、行政調査をできるだけ活用して迅速に対応するという方針

が取られるようになりました。市場の問題への対応に当たっては、何よりもスピードが要求されます。他方、犯則調査において、裁判所の令状を取るなどのデュープロセスを踏もうとしますと、市場の動きに遅れてしまうという問題があります。悪質度高い、あるいは強力な権限による対応が必要であるという場合には、当然、犯則調査も活用しますが、基本的には行政調査で迅速に対応するという方針をとっています。

### (4) 市場規律の強化——未然予防の重要性

以下では、市場規律の強化に関してお話ししていきます。資料6ページをご覧ください。

監視委員会は、市場の不公正取引に対応するため、検査・調査などを通じて事後のチェックを行います。しかし、検査・調査を行って問題を摘発するだけでは、証券市場の問題は解決しません



し、世の中は良くなりません。情報が監視委員会に来たときには、問題が起きて被害が生じてしまっていることが間々あるわけです。未然予防が重要であるというのが、従来からの監視委員会の考え方です。

もつとも、監視委員会自身が未然予防の役割を果たせるかと申しますと、権限等に照らして難しいところがあります。むしろその前に、未然予防の機能を持つておられる市場参加者、具体的には、上場企業、自主規制機関、投資家の他、弁護士、監査法人などゲートキーパーと言われるプロフェッショナルの方々が適切にその役割を果たしていただければ、未然に問題が防止できるケースが多いのではないかと考えています。

#### (5) 市場規律の強化——「監視している」ことへの認識度向上

(多様な監視手法の柔軟な運用)

市場規律を強化する上で、この数ヶ月間、特に力を入れておりますのが、監視委員会が監視していることに対する認識度の向上です。

犯則調査の場合、裁判所の令状が必要となるなど、厳格な手続きを踏む必要がありますので、どうしても時間がかかります。それ以外の行政調査・検査の場合も、戦略を立て、事前にいろいろな分析、リスク評価を行った上で、ターゲットを絞って着手します。この場合、事前の準備に時間をかけて厳密にやり過ぎますと、スピードが犠牲になります。

このため、行政調査・検査においては、事前の準備に多少完璧でないところがあっても、このようなどころにリスクがある、ここに問題がありそ

うだということがわかれば、迅速に簡易な検査・調査に着手するなど、柔軟な対応を心がけるようにしています。

また、検査・調査を行ったとしても、ここから先に進むことは無理だと思われるものについては、できるだけ早く見切ることを心がけています。適切に見切りをつけるためには、能力や経験が必要になりますが、先の展望の持てない事案にかかわり合い過ぎて、時間を無駄にするようなことは避ける必要があると考えています。

#### 〔監視委員会の存在の「見える化」〕

もう一つ、監視委員会の存在の「見える化」にも取り組んでいます。監視委員会は、原則として毎週の火曜日と金曜日に、金融庁の庁舎の五階にある監視委員会事務局総務課の会議室で開催しています。

「見える化」の一環として、昨年十一月六日、

委員長、委員二名、事務局長、事務局の幹部数人が近畿財務局に出かけて、監視委員会を開催しました。東京以外では初めての開催です。単に大阪に場所を移すだけではなく、近畿財務局が関わっている事案について審議・議論を行いました。大阪に行った機会を利用して、近畿財務局、大阪地検・高検、大阪府警、日本証券業協会大阪地区協会、日本公認会計士協会近畿会、大阪弁護士会などの幹部とも意見交換を行いました。合わせて、在阪の記者に対するレクチャーも行いました。要するに、監視委員会が大阪まで来て監視を行っているということを見える化したわけです。

#### 〔記者レク・公表内容の工夫〕

記者レク・公表内容の工夫にも取り組んでいます。

検査・調査の結果を踏まえ、勧告を行う場合、その内容を公表します。監視委員会のホームページをご覧くださいますと、非常に堅苦しい文章が何ページにもわたって掲載されています。例えば課徴金の勧告の場合、課徴金の計算式や関係条文の引用が続いて、何が問題なのかを理解することは難しいのが実情です。このような内輪のことは考えていないような内容ではなく、取り上げられている事案のどこに問題があったのが市場関係者に理解されるようなものでなければなりません。

課徴金事例集や証券検査事例集なども出していますが、はつきり申し上げて読者にとって非常に不親切です。課徴金の計算式など、あまり役に立たない情報ばかりが載っており、何が書いてあるのかよくわかりません。

このような問題意識を踏まえ、昨年一二月以

降、公表の内容をもっと工夫するよう指示しました。それぞれの事案について、事案の本質は何か、事案の意義はどこにあるのかといったことを、できるだけわかりやすく資料で整理し、記者レクで説明するよう心がけてきているところです。具体的に申し上げますと、昨年一二月八日に、東芝の事案に関し課徴金勧告を行った際、通常は担当課長が記者レクを行うところ、事務局長の私が記者レクを行いました。その場では、コーポレートガバナンスについて相当わかりやすく説明したつもりです。この他、監視委員会のホームページに載せる公表文に関しても、図表を使用するなど、わかりやすくするための工夫を行うよう指示しています。

しかし、監視委員会が発足してから二十数年間、同じような公表文を使用してきましたので、すぐには頭が切り換わりません。民間企業の

ように読者にフレンドリーな内容になるところまでは、まだギャップがあるのが実情です。御出席の皆様には、ぜひ一度、監視委員会のホームページを御覧いただき、改善のための工夫など御意見があればお教えいただければありがたいと思いません。

(6) 市場規律の強化——上場企業等のガバナンス強化に向けた取り組み

〔「根本原因」の究明〕

市場規律の強化のため、上場企業等のガバナンスの強化に向けた取り組みを進めています。資料7ページをご覧ください。

監視委員会では、単に法令違反等の指摘にとどまらない「根本原因」(Root Cause)の究明に力を入れています。現場の検査官・調査官の立場からは、検査・調査を行い、法令違反があったら勸

告を行って一丁上がりとなります。しかし、私は、単にそれだけにとどまらず、根本原因までさかのぼらないと、問題の解明につながらず、再発を防止することはできないと考えています。この言葉は、金融危機後、金融安定理事会(FSB (Financial Stability Board))などいろいろなところで、規制を強化するだけではなく、根本原因に迫る取り組みが必要であるという文脈の中で使われています。

根本原因の例としては、会社のビジネスモデル、ガバナンス、人事・報酬など、いろいろなものがあります。もちろん、根本原因それ自体が法令違反というわけではありません。有価証券報告書の虚偽記載、インサイダー取引など、さまざまな法令違反がありますが、そのような問題が起きた背景にある根本原因を議論することによって、問題の再発防止につなげようという意識を持って

取り組んでいます。

もつとも、根本原因に迫ることは簡単ではありません。例えば証券会社の検査において、法令違反が見つかったという報告があったとします。私が「なぜ法令違反が起きたのか」を聞きますと、検査チームから、しばしば「ルールが改定されていない」といった説明が返ってきます。しかし、それは根本原因ではありません。そこで、「なぜルールが改定されていないのか」と聞きますと、「法務部が忙し過ぎて手が回っていない。人手が足りない」といった答えが返ってきます。しかし、これも根本原因ではありません。さらに、「なぜ手が回っていないのか。なぜ人手が足りないのか」といった、なぜ、なぜを最低五回ぐらい繰り返しますと、最後に、「社長が、コンプライアンスが大事だと言いながら、勤務評定の中でコンプライアンスについて全然考慮していない」、

「内部管理が重要だと言いながら内部管理部門に人を配置していない」など、経営者の姿勢に問題があることが明らかになってきます。

このように、表面的な指摘だけでは根本原因はわかりません。ある意味で、表面的な指摘を行うのは簡単です。例えて申しますと、人間ドックや健康診断で、いろいろと大変な思いをしたあげく、「あなたは血圧が高い」と言われたら、どう思うでしょうか。自分で測ればわかることを知りたいために、バリウムを飲んだり、胃カメラを飲んだりしているわけではなく、なぜ血圧が高いのかという根本原因を知りたいために、苦しい思いをしていろいろな検査を受けているわけです。監視委員会の検査・調査も同じです。単なる法令違反を指摘するだけでは、あるべき検査・調査とは言えません。その元にある Root Cause を探れど、口を酸っぱくして言っているところです。

(インサイダー取引から見える上場企業のガバナンス)

具体的な事例を御紹介しますと、例えばインサイダー取引があります。相変わらずいろいろなインサイダー取引がありますが、いわゆる重要事実と言われるものを見えますと、TOBに絡むインサイダー取引が多いというのが実情です。証券取引所や証券業協会でも分析していただいておりますが、上場企業の情報管理体制に問題があります。インサイダー取引が起きるケースが少なくありません。

最近では、業績の上方修正が多くなっておりませんが、以前ですと、しばしば業績の下方修正が行われました。業績の下方修正を重要事実とするインサイダー取引の場合、インサイダー取引そのものだけでなく、企業の情報管理が甘いのではないかと、適正開示が行われているかなど、当該企業の

ガバナンスにも目を向けなければなりません。今までですと、インサイダー取引で問題になるのは、当該企業の社員だったり、取引先の社員だったり、企業自身が課徴金の対象になるようなこととはなかつたのですが、今後、場合によっては、当該企業の財務内容は大丈夫か、開示は適正かなど、開示検査の視点からも見るようにしたいと考えています。

(7) 市場規律の強化——検査・調査等の結果を踏まえた能動的な情報発信

市場規律の強化に関連して、検査・調査から浮かび上がるいろいろな問題を幅広い視点から分析して、問題ごとに対象を明確にしてアウトリーチを行うことにも取り組んでいます。自主規制機関はもちろんのこと、上場企業、業界団体などに向けて、より能動的（プロアクティブ）に情報発信

を行っていきたいと考えています。

(8) IT技術の進展を踏まえた市場監視

(Digital forensic の活用)

次に、IT技術の進展を踏まえた市場監視を取り上げます。資料8ページをご覧ください。

IT技術の進展は、証券市場全体に関係する問題ですが、特に監視委員会との関係で申し上げますと、まずDigital forensicの活用という課題があります。Digital forensicとは、消去されたeメールやデータの復元を中心とする技術です。監視委員会では、この技術の計画的な整備を図ってきているところです。

私がかれを痛感しましたのは、二〇〇六年のライブドア事件のときでした。同社は、IT系の企業ですので、紙のデータがほとんどなく、大部分のデータはサーバーにデジタルデータとして保存

されていきました。これをどのようにしてダウンロードし、原本との同一性を担保しながら、刑事裁判の証拠として使えるものにしていくかが問題になりました。

今は、情報通信手段が、パソコン、スマホ、携帯電話など多様化しています。ここで記録されたデータや情報をどのようにして解析し、復元するかが大きな課題になります。監視委員会では、二〇〇八年から、犯則調査だけでなく、開示検査、証券検査なども含め、全ての検査・調査において、Digital forensicに必要な専門家や機材の整備を計画的に進めてきています。

(市場監視システムの高度化)

二つ目として、近年、証券市場において、アルゴリズム取引やHFTが使われるようになってきています。こうした取引手法が、市場の流動性や

ボラティリティーにどのような影響を与えるのか、あるいはどのような不正取引のパターンがあり得るのかについて、明確な答えや決まった考え方があられるわけではありません。

昨年一二月にアメリカのワシントン、ニューヨークに出張した際、SEC、CFTC、ニューヨーク連銀、あるいはニューヨークの投資銀行の方々と、こうした新たな取引手法に関する問題について意見交換を行いました。感覚的には、アルゴリズム取引やHFTが市場のボラティリティーを高めているのではないか、この数ヶ月の中国や世界の株式市場の動きに影響を与えているのではないかという見方もありますが、明確な証拠や分析の結果が出されているわけではないように思います。

これらの問題について、監視委員会としても、金融庁とともに、証券取引所、証券業協会、証券

会社などと意見交換を行っているところです。監視委員会の監視対象となる取引、特に大口取引については、アルゴリズム取引やHFTのような高速・高度なシステムが使われています。監視委員会も監視システムの高度化を図っておりますし、証券取引所でも同様にシステムの高度化を図っていただいています。こうした取引の監視に関しては、証券取引所との連携の強化も含め、検討すべき大きな課題があると思っています。

#### (Fintech に対応した監視のあり方の検討)

三つ目として、Fintech への対応があります。Fintech への対応に関しては、この一年、金融庁も非常に力を入れており、金融審議会においては、例えば、銀行の業務分野の見直しや送金・決済分野での Fintech の活用などについて議論が行われています。昨年七月に、私が監視委員会に異



動して改めて思いましたのは、銀行分野の Fintech はこれで重要ですが、証券分野では、アルゴリズム取引、HFT、ロボアドバイザーなどを含めて、とくに Fintech が始まっているということ です。Fintech に対応して監視委員会がどのように監視を行うのかという課題を突き付けられているように感じています。

いろいろな方とお話ししていて、Fintech と並んでよく出てくるのが人工知能 (AI (Artificial Intelligence)) という言葉です。先ほどアルゴリズム取引が増えていると申しましたが、そうした取引の中で AI が応用されることによって、今後、取引や発注の形態が変わってくるのが予想されます。監視委員会としてそれをどのように監視していくのかということも課題になってきます。

極端なことを申しますと、取引所という取引の場それ自体が、いわゆるブロックチェーンに取っ

て代わられる可能性すらあると言われます。そうなりますと、監視委員会が監視している取引所や一部のデータプールの外で、取引が行われる可能性も出てきます。そのような取引をどのようにして監視すればよいのか、あるいは、仮にそこで法令違反を見つけたとしても、現在の金融商品取引法 (以下「金商法」と言います) は AI の出現を想定しておりませんので、どのように法令を適用すればよいのかといった問題が出てきます。例えば、相場操縦の場合、法令違反を認定するためには、誘引目的という主観が必要ですが、AI に関してどのように誘引目的を認定するのかといった問題が生じてくるわけです。

このような構造変化には、五年、一〇年かかって起きるものがあるかもしれませんが、逆に急速に進むものが出てくる可能性もあります。そのような変化の中で、監視委員会の監視対象がなく

なってしまうかもしれず、あるいは、監視業務を機械に任せられた方がよいといった議論さえ出てくるかもしれません。このようなことを想定して、監視委員会の監視システムや仕事の仕方を考えていくことも大きな課題であると考えています。

### (9) 機動的な開示検査

(不正ファイナンス企業等への対応)

次に、開示検査を取り上げます。資料9ページをご覧ください。

日本には三千数百社の上場企業がありますが、その中には、いわゆる不正ファイナンスの問題を抱えた企業が存在します。不正ファイナンスという言葉が使われるようになったきっかけはライブドア事件でした。従来、監視委員会が監視対象としていたのは、基本的には流通市場でした。インサイダー取引、相場操縦など、流通市場の問

題を見てきたわけですから。その後、二〇〇七年、二〇〇八年頃になって、第三者割当増資を使った不正な資金調達など、発行市場の問題にも目を向けるようになりました。

私は、当時、総務課長としてこの問題に関与しました。当時、そのような行為を何と呼ぶかについて議論したことを思い出します。当初は、怪しいファイナンスや不適切なファイナンスなど、いろいろな言い方をしていたのですが、あるとき、ある課長から「インサイダー取引や株価操縦が不正取引と言われるのに倣って、不正ファイナンスと呼んではどうか」という提案がありました。それで行こうということですが、そのように呼び始めたのですが、最初は全く理解されませんでした。その後、不正ファイナンスという言葉は、学術論文でも使われるなどすっかり定着してきたように思われ、感慨深く思っています。

第三者割当増資を悪用するような発行企業は、一定数存在しています。このような発行企業のグループについては、証券取引所とも情報を共有して徹底した継続監視を行っています。一回一回のファイナンスの内容やディスクロージャー資料を分析することなどを通じて、常時監視下に置いているということです。何か疑義があれば、監視委員会や証券取引所がヒアリングを行いますし、場合によっては、調査を開始するようなこともあります。このような発行企業の一部については、犯則調査の結果を踏まえて告発しており、中には、上場廃止になったものもあります。今後とも、このような対応を継続していきます。

(それ以外の上場企業への開示検査の見直し)

問題は、それ以外の多数の上場企業のディスクロージャーのあり方です。今回の東芝の問題で

も、この点を痛感しました。監視委員会のリソースには限りがありますので、リスクの高い、不正ファイナンスのハコ企業に力を入れてきたのは間違いではなかったと思っておりますが、他方で、東芝の問題の発生を受けて、まともとされている多くの上場企業のディスクロージャーのあり方にどう対応するかと課題を突き付けられました。これを受けて、現在、開示検査の見直しを進めているところです。

(マクロ的な分析を踏まえた検討)

具体的には、経営環境の変化に伴うリスクの分析があります。監視委員会の仕事は、基本的にはミクロの検査・調査であり、個別の端緒が見出されたところで検査・調査に着手します。例えば開示検査の場合、内部告発が行われたり、あの企業は粉飾ではないかといった情報が寄せられたりし

ます。当事者である会社が自ら訂正するようなこともありません。要するに、何らかの個別のトリガーがあり、そこから検査・調査に入るとというのがこれまでのアプローチです。

ただ、それでは遅過ぎる場合があります。東芝の場合も、数年前に起きた問題が、この一、二年で明らかになってきたところです。この点に関連して、内部告発など、個別の情報がなかったらどうなっていたのでしょうか。個別の端緒がなかったら、監視委員会は何もできないのかということになりますと、非常に恐ろしいことのように感じます。

そこで、今、監視委員会が力を入れておりますのは、マクロ的な分析です。すなわち、中国経済が減速する、あるいは資源価格が下落するなど、マクロ経済環境が変化しますと、いろいろな産業分野に影響が出てきます。そのとき、同じ産業分

野の中で複数の会社を横比較しますと、この会社は何かおかしいということがわかってきます。

民間では、アナリストを中心に、このようなマクロ分析をやっておられます。例えば、昨年夏以降、東芝の問題が起きたとき、いろいろなエコノミストやアナリストが、「リーマンショック後、シャープ、ソニー、パナソニックなどが、テレビなどの工場のリストラを行った。他方、東芝はディスプレイを取り繕って、行うべきリストラを行っていないかった。私が言っていたとおりでしょう」と言っておられました。しかし、監視委員会は、そのようなことすら知りませんでした。もちろんアナリストの言っておられることが、全て正しいとは思いませんが、監視委員会としても、そのようなマクロ的な視点を欠かすことはできません。しかも、過去のことではなく、今起きていることをもって分析しなければならない

と考えています。

(開示検査への具体的な取り組み)

具体的な取り組みとして、開示検査に当たっては、スピードを重視して簡易検査を行うとともに、テーマ別に特定の科目に焦点を合わせて検査を行うようなことも始めています。

有価証券報告書の虚偽記載の対象となるのは、典型的には、売上げの架空計上など、定量面の虚偽ですが、実は定性的な記述も虚偽記載の対象になります。法令でもそのように定められておりまして、過去には、定性的な記述を虚偽記載として、課徴金の勧告を行った例がいくつかあります。例えば、ハコ企業が、第三者割当増資の資金用途を投資、M&Aなどと記載していた例があります。あるいは、証券取引所のルールで、第三者割当増資の割当先が反社会的勢力ではないことを

確認するよう求められておりますが、実際には反社会的勢力であったということもありました。監視委員会では、定性的な記述も虚偽記載の対象になるという視点で開示検査を行っています。

さらに、開示検査の出口としては、課徴金を課したり訂正命令を出したりするだけでなく、会社自身が自主訂正を行うことを奨励しています。

この他、虚偽記載の根本原因としてのガバナンスの強化にも取り組んでいます。私は、東芝の事案について記者レクを行った際、「課徴金を支払い、有価証券報告書を訂正することによって、この問題が終わるわけではない。根本原因であるガバナンスが変わらない限り、同じ問題が再発する。したがって、監視委員会として、この点をフォローしていく」と発言し、新聞などでも報道されました。このように、虚偽記載の根本原因としてのガバナンスの強化に取り組んでいくことも

監視委員会の方針となっています。

### 三、マクロ的な視点を踏まえた取り組み

#### (1) マクロ経済・市況のリスク

マクロ的な視点に関連して、最近、注目しておりますのは中国経済の減速です。中国の株式市場で投資しているのは中国の投資家がほとんどで、日本の投資家が中国株に直接投資していたり、中国株を組み込んだ投資信託を保有していたりして、中国株の下落による損失を被るリスクは小さいと言われています。

しかし、中国株の下落は、中国のマクロ経済の減速を反映するものであり、中国に進出している日本企業の財務面に影響を及ぼすリスクがあります。中国で企業を買ってみたなら、中身が腐っている

たというような事例も幾つか顕在化しています。

中国経済が減速した場合、どこで、どのようなリスクが生じるかということについては、金融庁全体でもシミュレーションを行っておりますし、監視委員会の視点でも分析を行っています。

中国以外にも、ブラジルやトルコなどの新興国経済の減速、原油価格の下落など、いろいろな懸念材料があり、こうした要因が、新興国の株式・社債を組み入れた仕組債や投資信託にどのような影響を及ぼすかといった問題があります。

また、中東やウクライナなどの地政学的リスクにも目を向ける必要があります。

金融庁のマクロプルーフデンスにおいては、こうした要因が金融システムにどのような影響を及ぼすかを分析することになります。他方、監視委員会においては、上場企業の財務面にどのような影響が生じるのか、証券会社の財務やリスク管理面

に及ぼす影響はどうか、投資家にどの程度の損失が生じ得るのか、こうしたことを利用して不公正取引が行われる可能性はないかといった観点から、マクロ経済や市況の動向を分析しています。

(2) マクロ的な視点、forward lookingな対応

こうしたマクロ的な視点を端緒として、監視委員会が検査・調査に乗り出すことはできません。監視委員会が動くためには、個別の何らかの端緒が必要になりますが、マクロ的な視点を持つていることで、ミクロ的な個別の情報の意味がよくなるかってきます。マクロ的な視点がありますと、ミクロ的な情報を組み合わせることで役に立つ情報が得られるとか、ここではなく別のところに問題がありそうだななど、新たな視点を得ることができるようになります。

このようなこととの関連で、監視委員会では、

昨年九月以降、市場関係者、アナリストなど外部の有識者から、中国経済の動向、米国経済の動向など、いろいろなお話を伺っています。最近では、電機セクターの動向や原油価格の下落の影響などについて、それぞれの分野を専門とするアナリストやエコノミストから話を聞きました。また、海外に出張する機会や海外投資家が来日した機会を利用して、海外の投資家やヘッジファンドのリスク認識などについて話を聞くようなことも行っています。

今後は、大手証券会社、資産運用会社、外資系投資銀行の幹部にお越しいただいて、委員長、委員と意見交換を行う機会を設けたいと思っています。必ずしも証券会社の内部管理体制やリスク管理体制について議論するという趣旨ではなく、むしろ市場参加者の立場から、どこにリスクがあり、どのようにリスクが波及すると見ているかな

どについて、フランクな意見交換を行いたいと考えています。

#### 四、金商業者モニタリングの見直し

(リスクベースの証券検査の徹底)

以下では、金商業者のモニタリングについてお話しします。資料12ページ、13ページをご覧ください。金融庁が進めておりますオンサイト・モニタリングとオフサイト・モニタリングの連携強化に、監視委員会としても取り組んでいます。

リスクベースの検査を徹底するため、G-I-S-I（FIS）（グローバルなシステム上重要な金融機関）、大規模、準大手、ネット系証券会社などそれぞれの業態ごとに、リスクアセスメントの強化を図っています。二種業者、資産運用・助言業

者、適格機関投資家等特例業務届出者（以下では「六三業者」と言います）などの場合、財務局所管の業者が多いため、リスクの高い業者の特定などに関し財務局との連携を強化しています。さらに、テーマ別のモニタリングとして、金商業者のみならず、銀行や保険会社を含めて、サイバーセキュリティに関するモニタリングを行っています。

監視委員会が所管している金商業者を検査しようとしみますと、どうしても監督局証券課との連携が必要になります。監視委員会と監督局の連携は、検査局と監督局の連携に比べ、組織が分かれていることもあってより難しいところがあります。が、昨年九月にプロジェクトチームを作り、各業態、グループごとのモニタリング方針を作成してきたところです。現在、一部について運用を始めており、また、人材やITインフラの整備も進めてきています。



(財務局監視官部門と監視委員会の連携)

金業者の中でも、リスクの高い業者は財務局所管になっている例が多くなっています。資料14ページをご覧ください。二種業者、六三業者などの検査を行うに当たっては、財務局監視官部門との連携が不可欠です。従来、財務局監視官部門の検査計画の策定は、かなりの程度財務局に任せてきました。しかし、昨年夏以降、これまでの監視委員会と財務局の仕事のやり方について見直しを行い、現在では、財務局の検査につきましても、基本的には監視委員会で集中管理するようになりました。財務局の検査方針、検査計画、リスク評価などを監視委員会に上げてもらい、監視委員会で議論を行って、全国を視野に置いた検査戦略・検査方針を策定することにしたものです。特に、リスクの高い業者につきましては、財務局所管の業者であっても、監視委員会自身が検査を行った

り、監視委員会と財務局が合同で検査を行ったりするようなアプローチを取るようになりました。

その典型例が、東京地裁に破産申請を行い、破産が認められたアーツ証券です。同社は、ファンドの債務超過を隠して、「レセプト債」と呼ばれるファンドの社債を販売していました。同社に関しては、先週、監視委員会が行政処分を行うよう勧告を行い、それを受けて、金融庁より登録取り消しの行政処分が行われました。レセプト債を販売していたのは同社だけでなく、各地の地場証券が販売に関わっていました。これこそまさに監視委員会が中心になり、各財務局の検査戦略、検査方針を調整して対応する必要がある事案です。で、現在、具体的な取り組みを進めているところ

## (深度ある検査)

従来ですと、検査を行い、法令違反を指摘して一丁上がりというのが普通でした。しかし、今は、法令違反の背景にある根本原因の究明が重要であると考えており、そのためには、スキーム、取引・金の流れ、関係者などについての確な実態把握を行う必要があります。したがって、検査官には、金商業者のビジネスモデル、ガバナンス、インセンティブ構造などの分析にも力を入れるように指導しているところです。

金商業者の中でも証券会社の検査は、情報収集のツールとして非常に有効です。このため、当該証券会社だけでなく、他の金商業者、監査法人、関係者などにも視野を広げて情報を収集するよう心がけています。

資料では明確に触れておりませんが、昨年、六三業者に関する金商法の規定が改正されました。

六三業者の多くは、関東財務局が所管しています。業者の数はたしか二〇〇社を超えています。この数年間、一つ一つの業者に対し、モグラたたきのように検査を行ってきましたが、検査対象となったのはまだ一〇〇社そこそこにとどまっているように思います。

このようなことでは意味がないと考えまして、アプローチを投網漁法に変えました。六三業者にはしばしば共通点が見られます。例えば、六三業者のプロ投資家としてLPS（投資事業有限責任組合）が使われるケースが多いのですが、LPSの無限責任社員は誰か、また、LPSの監査法人はどこかといったことを見ていきますと、それらが共通している例が多いのです。公認会計士・監査審査会でも、A I J事件をきっかけに、LPSの監査のあり方を分析し、問題のあるファンドには共通の監査法人が関与している例が多いことを

つかむことができました。

このように、共通する結節点を締めることで、つながっているところを全部締めることができずので、投網漁法的なアプローチを有効に活用していきたいと考えています。しかし、何分、数がたくさんありますので、全貌をつかむまでにはまだまだ時間がかかりそうです。

## 五、その他の課題等

(地場証券の問題——ビジネスモデルの持続可能性)

金融庁では、この数年、地域金融機関のビジネスモデルの持続可能性に問題意識を持って議論してきています。すなわち、地方の少子高齢化が急速に進み、また、国債などの金利低下が進む中で、今後、地域金融機関はどのように経営を行っ

ていくのかということに関し、五年後、一〇年後の持続可能性について議論しているわけです。

監視委員会に来て、アーツ証券の問題なども見ておりまして、地場証券の一部については、ビジネスモデルの持続可能性があるかどうかというより、今の段階で、もうビジネスモデルが破綻していると言わざるを得ないところがあるのではないかと感じます。

つまり、地方の富裕層の顧客が高齢化し亡くなりますと、相続が行われ、その結果、資産は都市部に出ていきます。若年層は、地場証券よりネット証券を選ぶ傾向があります。中小の証券会社では、東証の高速システムについていくだけのシステム投資を行うことができません。このように、伝統的な株営業に限界が来ており、自己取引にも限界がありますので、従来のビジネスモデルが成り立たなくなった地場証券があるということです。

このような認識を踏まえて、金融庁、監視委員会では、地場証券のビジネスモデルの持続可能性やリスクに着目したモニタリングの方針・計画の策定を進めています。一口に地場証券と申ししましても、取り扱っている商品やビジネスモデルにはいろいろな違いがありますので、各社ごとのリスクを踏まえたモニタリングを行うため、体制の整備を進めているところです。

(他機関との連携)

最後に、監視委員会としては、関係機関との連携が非常に重要であると考えており、証券取引所、証券業協会などの自主規制機関、検察・警察、公認会計士協会、弁護士会等との連携に加え、特にガバナンスの関連で、監査役協会や取締役協会等との意見交換を積極的に進めているところです。

(まとめ)

以上、「金融行政方針」との関連で、監視委員会の課題についてお話ししてきました。多くの課題が山積しているのが実情で、現在は、それらの課題に一つ一つ取り組んでいるところです。

御静聴いただいたことに感謝申し上げます。この後、これで私の話は終わらせていただきます。この後、御質問があればお受けしたいと思います。どうもありがとうございます。(拍手)

**増井理事長** 佐々木事務局長、ありがとうございます。いつもながらの明快な御説明で、証券界にも厳しい御指摘をいただいたように思います。少し時間がございますので、御質問があればお出しいただきたいと思えます。

**質問者A** ありがとうございます。インセンティブの問題は、証券業界とも深い関係がありま

すので、この点について講師のお考えをお聞かせただけだと思います。

佐々木 今の御質問は、先ほど申し上げた根本原因との関係において、インセンティブをどのように考えるかということであると思います。

金融危機後、いろいろな議論が進んでおりますが、その一つがインセンティブの問題です。金融機関、証券会社を含めて人が仕事をしておりますので、リスク管理上もコンプライアンス上も、インセンティブが非常に重要であると考えられています。

インセンティブとして注目されますのは、一つはボーナス・報酬、もう一つは人事評価です。他にもいろいろなインセンティブがあると思います。この二つが大きいと言われます。

リーマンショックが起きたとき、その理由の一つとして、投資銀行のトレーダーやスタッフは、

リスクを取るだけ取って、収益を上げるとそれがボーナスに反映される一方、リスクを取って失敗しても、損失を引き受ける形になっていなかったことがあると言われました。このため、国際的な議論では、高額報酬を返上させるべきだといった議論も行われました。この点、日本の金融機関の場合は、かなり事情が異なっているところがあります。

他方、人事評価の問題は日本でもあるように思います。三年ほど前、検査局の検査において、銀行の窓販における投資信託の回転売買の問題を検証したことがあります。この問題の根本原因の一つとして、報酬体系がフローの業績に基づいており、乗り換えを進めさせようとするインセンティブが働いていたことが指摘されました。ここでは、ストックが増えなくても、何回も乗りかえさせることで手数料を稼ぐことができ、そうしたフ

ローの業績が営業マンの人事評価において重きをなしていることが問題視されたわけです。報酬体系のあり方は、各社の経営判断に属するものです。こうした報酬体系が根本原因ではないかという指摘を行った結果、当該銀行の人事評価において、ストックの増加を高く評価する一方、フローの業績については評価のウェートを下げるという対応が取られることになりました。

金融機関に限った話ではありませんが、たとえばトップが、コンプライアンスが重要であると言ったとしても、人事評価の項目としてコンプライアンスが入っておらず、営業面の業績が重視されているようでは、従業員がコンプライアンスを重視した行動を行うことは期待できません。その意味でも、インセンティブの問題は重要であり、監視委員会としても関心を持って見えています。

なお、今申し上げた報酬や人事評価以外にも、

いろいろなインセンティブがあると思います。ポジティブなインセンティブもあれば、悪いことをしないように、逆のインセンティブと申しますか、締めつけを強めるような方法もありうると思います。

もう一つ、わかりやすい事例を申し上げます。ある中小の監査法人の事例です。この監査法人は、大手の監査法人を辞めてきた、経験も能力も備えた公認会計士をたくさん抱えていました。しかし、監査の質は高くなく、公認会計士・監査審査会の指摘を受けることになりました。なぜこの監査法人で問題が起きたのかについて、検査チームと議論したところ、ルールができていない、研修が足りないといった指摘がなされました。しかし、根本原因はそのようなことではなく、監査法人のビジネスモデルにありました。

具体的に申し上げますと、大手の監査法人で

は、公認会計士は兼職が禁止されています。他方、この監査法人は、兼職可能であることを売りにして公認会計士を採用していました。公認会計士としての仕事以外に、自分で税理士業務やアドバイザー業務をやって、そこから別の報酬を得ることができるというわけです。そのような環境の中では、公認会計士は儲かる方により多くの時間を割くこととなります。企業の監査を行うには、それなりの規模の監査法人に所属する必要がありますと考えて、その監査法人に所属しているとしても、監査にはあまり力が入らないこととなります。

このようなビジネスモデルを取っているために、その監査法人の監査の質が低くなっているという評価がなされました。

したがって、ルール違反がある、コンプライアンスに問題がある、あるいはリスク管理が不

十分であるなど、表面的には似たような事象が見られたとしても、掘り下げていきますと、組織ごとに根本原因が違うことに気が付きます。そこまですり下げるのが監視委員会の仕事であり、その関連で、インセンティブの問題についても強い関心を持つて見ているところです。

**増井理事長** その他にありますでしょうか。

**質問者B** 大変力強いお話をいただきました、ありがとうございます。

ガバナンスとインセンティブが重要であるという御指摘はまことにごもつともであり、監視委員会自身のガバナンスとインセンティブについても、事務局長としてよく見ていただくようお願いしたいと思います。監視委員会の職員にとってインセンティブとなるのは摘発ではないかと思えます。もし摘発インセンティブのようなものを背景に、こいつはけしからぬ、やつつけるんだという

先入観のようなものがあるとすれば、証拠の評価や事実認定にゆがみをもたらす可能性がありますし、その後の処分にも影響するかもしれません。

監視委員会の事務局の幹部の方々には、この点をよく見きわめていただき、ケース・バイ・ケースで適切な御判断をしていただきたいと考えています。「金融行政方針」でも「当局のガバナンス」と書かれておりますので、ぜひよろしく願います。

**佐々木** ただ今の御指摘はごもっともであると思います。他の組織のガバナンスについて指摘する立場にある以上、監視委員会自身のガバナンスも非常に重要であると考えています。特にインセンティブの問題については、摘発して一丁上がりというのではなく、当該事案の意義がどこにあるのかを分析しなければなりません。また、デュープロセスを踏んだかどうか評価の対象になりま

す。

監視委員会では、金融庁の他部局と同様、「金融行政方針」をブレイクダウンして、各人の業績目標に入れさせています。国家公務員の人事評価において、各人が一年間の業績目標を作り、一年経ったところで、当初の目標を達成できたかどうかを評価するという仕組みがあります。金融庁では、「金融行政方針」に基づいて、自分が所属する組織の業務との関連で、自らの仕事を遂行するに当たっての業績目標を書かせることにしているものです。

具体的には、例えば Root Cause を解明するということ業績目標を書かせて、一年後にそれが達成できたかどうかを評価します。インセンティブとしての人事評価の中で、監視委員会の方針をブレイクダウンした業績目標を書かせ、その達成状況を評価することになっているわけです。



もつとも、このような取り組みも、人がやっていることですから、一朝一夕には進みません。粘り強く継続して取り組んでこそ、持続可能な仕組み作りが可能になると考えています。

**増井理事** その他にありますでしょうか。

それでは、私から一つだけお尋ねしたいと思います。監視委員会の事務局長から、事後チェックを行い、摘発を行って終わりということではなく、未然防止が重要であるというお話を伺って隔世の感を受けました。

未然防止が重要であるという御指摘はまさにそのとおりであると思いますが、本気でやろうとしますと、検査の対象先に入り込んで、いろいろと話をしなければならず、かなりの手間がかかることは避けられません。他方、監視委員会の検査対象業者は膨大な数にのぼり、守備範囲が大変広くなっています。監視委員会の現有勢力でそれらを

全てやろうとするのは大変難しく、ある意味で両立し難いことではないかと思うのですが、その辺りはどのように整理されているのでしょうか。

**佐々木** おっしゃるとおり、監視委員会のリソースの確保は非常に重要な課題です。監視委員会は、この数年、一桁台ではありますが、継続的に職員を増やしていただいています。しかし、監視対象の業者数に照らしますと、まだまだ足りないというのが実情です。そのような中で、単に職員を増やすと言っても限度がありますので、例えば証券業協会など、いろいろな組織との連携を強化することによって対応することを考えています。

さらに、職員一人一人のパフォーマンスを高めることが重要であると考えています。今、監視委員会全体で約三割が民間出身の中途採用者になっています。それらの職員の新陳代謝を図るとともに、弁護士、公認会計士などの外部の専門家の採

用にも取り組んでいきたいと考えています。このようにして、一人当たりの能力を少しでも高められるよう心がけていきます。なかなか難しいことではありますが、継続的に取り組んでいきたいと考えておりますので、証券業界の皆様にもぜひ御協力をいただければと思っております。

**増井理事長** ありがとうございます。そろそろ時間がまいりました。お忙しい中をお越しいただいた佐々木事務局長に拍手をお願いいたします。

(拍手)

(さ) さき きよたか・証券取引等監視委員会事務局長)

(本稿は、平成二八年二月二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

証券取引等監視委員会の課題

佐々木 清 隆 氏

略 歴

昭和	58年3月	東京大学（法）卒
	57. 10	国家公務員上級試験（法律）合格
昭和	58. 4	大蔵省銀行局調査課
	60. 3	派遣職員（経済協力開発機構）
	62. 7	大蔵省財政金融研究所研究部研究官
平成	元. 7	国税庁名古屋国税局高山税務署長
	2. 7	〃 〃 総務部総務課長
	3. 6	大蔵省証券局総務課課長補佐
	5. 7	派遣職員（経済協力開発機構）
	9. 7	大蔵省大臣官房金融検査部管理課課長補佐
	10. 6	金融監督庁検査部検査総括課課長補佐
	11. 7	〃 〃 〃 検査企画官
	12. 7	金融庁検査部総務課検査企画官
	13. 1	〃 検査局総務課検査企画官
	13. 7	財務省大臣官房企画官兼国際局国際機構課
	14. 7	派遣職員（国際通貨基金）
	17. 7	金融庁証券取引等監視委員会事務局特別調査課長
	19. 7	〃 〃 総務課長
	22. 7	〃 検査局総務課長
	23. 8	〃 総務企画局審議官（検査局担当）
		兼公認会計士・監査審査会事務局長
	27. 7	金融庁証券取引等監視委員会事務局長