

国民経済と証券取引等監視委員会の活動

木下信行 証券取引等監視委員会事務局長

一 はじめに

筆者が事務局長を務める証券取引等監視委員会は、証券市場における取引の監視や金融商品取引事業者の検査等を行っている。これらの業務は金融商品取引法等に基づくものであり、その実施に当たっては、法目的である「国民経済の健全な発展及び投資者の保護」に資するものとなることが求められる。執行機関である当委員会の活動は、法令に基づく業務を的確に実施していくことが基本となるが、筆者としては、その活動に当たり、国民経済および投資者からみた成果が最大のものとなるよう、合目的に創意工夫を加えていくことが必要だと考えている。

本稿では、こうした問題意識のもとで、当委員会の活動に関し、筆者なりの考え方を説明する。

に、ガバナンスとの関係では、エクイティには、経営時から、経営者の任免等に関する議決権をはじめとする経営関与が組み込まれているのに対し、デットには、約定どおりの弁済が行われる限り原則として経営関与は組み込まれておらず、倒産手続に入ってはじめてデットの保有者による関与が行われる。

こうした両者の性格の背景には、「残余請求者による決定権」という経済上の鉄則が存在する。保有する請求権について経済的リスクを負う者が、請求権の経済価値を左右する経営の意思決定を行う権利を有するというものである。経営時においては、エクイティには企業の業績に応じて配当や持分の価値が変動するリスクがある一方、デットにはそうしたリスクはないので、エクイティの保有者にはみ経営に関与する権利がある。しかし、倒産手続に入ると、デットの保有者にも権利が縮減されるリスクが生ずるので、経営の意思決定に関与する権利が与えられることとなる。債権法、会社法、倒産法等の民事法の諸制度は、こうしたメカニズムが的確に機能するためのインフラストラクチャアとして位置づけられる。

また、両者の経済的な性格の差異に応じて、資金供与者のインセンティブ構造も異なるものとなる。すなわち、エクイティの保有者は、業績に応じてアップサイドの利益も期待できるため原則としてリスク中立的となるのに対し、

ることとしたい。その際、投資者の保護との関係は直接的なもので、国民経済の健全な発展との関係に議論を絞ることとする。

まず、国民経済の発展と当委員会の活動の関係について、経済学的な観点から簡単に整理する。具体的には、国民経済と金融仲介システムの関係について説明し、証券市場のインフラストラクチャの一環としての当委員会の活動の意義について述べることにする。

その次に、当委員会の具体的な活動について概観した上で、世界的金融危機等の環境変化を踏まえた現在の取組み状況等を説明する。具体的には、証券市場における不正取引等のリスクの高まりや金融規制の見直し等への対応状況等について、当委員会による情報処理という切り口から述べることにする。

さらに、当委員会の活動を通して見受けられた証券市場の具体的な問題について、以上の両デットの所有者は、変動がダウンサイドの損失のみであるため原則としてリスク回避的となる。

2 情報の非対称性

一方、企業に対する資金の供与を検討する者は、企業の営む事業の将来には必ず不確実性が存在しているため、これを減少させるための情報が必要としている。しかし、こうした情報に關しては、資金供与者と企業経営者との間に格差が存在している。経営者は、資金供与者に対し事業の将来に関するすべての情報を伝達することが物理的に不可能であるし、そのなかでも悲観的な情報については、これを伝えるインセンティブが小さいので、企業に対する資金の調達と供与の過程には、必ず情報の非対称性が伴う。

経済学では、こうした情報の非対称性のもとでは、取引当事者が相互不信に陥る結果、市場が成立しなくなるおそれがあることがかねてより指摘されており、その提唱者が用いた例にちなんで、レモン（中古車）の理論と呼ばれている。これを、企業に対する資金の調達と供与について敷衍すれば、資金供与者は、経営者との情報格差により、予期せざる損失を蒙るリスクにさらされている。しかもこのリスクは、それに見合うプレミアムを加えた金利で多数の企業に対し資金供与を行うことにより、保険の原理

面を踏まえてコメントを行う。具体的には、不正ファイナンス、事業再編とインサイダー取引、集団投資スキームの三点について、問題の所在や対応の方向性について述べることにする。

二 国民経済と証券市場

1 企業の資金調達

現代の経済活動の主役は企業であり、企業が事業を行うに当たっては資金が必要である。これは、自己資金により賄われることもあるものの、外部からの調達によることも多い。こうした外部からの資金調達が円滑に行われることは、将来性ある事業を行おうとする者に対し、自己の資金や資産が十分になくとも、企業を経営する機会を与えるものであって、国民経済の健全な発展のために不可欠である。

企業が資金調達を行うための媒体としては、エクイティとデットとがある。これを対比すれば、まず、元本返済については、エクイティは無期限であるのに対し、デットは期限がある。また、資金調達に伴う企業の経済的義務に関しては、エクイティでは企業の業況に応じて配当を増減させることが可能であるのに対し、デットでは企業の業況にかかわらず当初の約定おりの金利を適時に支払わねばならない。さら

に基づいて処理しようとしても、回避することができない。なぜなら、そうした高金利の資金供与は、資金調達を行う企業の採算を悪化させるとともに、そうした高金利に見合うような高いリスクの借り手を集める効果をもつからである。また、企業の投資行動は、高金利での資金調達を行った場合、それ以前と比べ、よりハイリスク・ハイリターンを目指すことになるからでもある。資金の調達と供与の市場は、こうした逆選択やモラルハザードが伴うので、価格メカニズムだけでは機能せず、情報の非対称性を処理するためのインフラストラクチャを必要としている。

債権法、会社法、倒産法等の民事法やこれに基づく契約等は、こうしたインフラストラクチャとして機能しているが、デットに関しては、とりわけ担保や保証等が重要である。これらのもたらす経済的なインセンティブに着目すると、企業の経営者は、自己資金の投入に加え担保や保証等を提示することによって、自らの信頼性について事実によるシグナルを発することができ、資金供与者は、これによって情報の非対称性を緩和させることができるというメカニズムが働くこととなる。

しかし、企業の資金調達の規模が大きくなれば、これを賄うに足る規模や数の資金供与者が必要であり、家計等の本源的資金供与者との個別の交渉によってこれを獲得することは容易で

はない。また、既存の事業を運転していくだけであればともかく、将来に向けた投資のための資金を調達しようとする場合には、担保や保証等の提供が困難な場合も多い。そこで、一般の民事法等に加え、情報の非対称性を処理するための金融仲介システムが必要となる。

3 金融仲介システム

金融仲介システムの第一の形態は、資金調達を行う企業と本源的資金供与者である家計等との間に金融機関が介在して、情報の非対称性を処理するための活動を行うものである。金融機関は、企業の営む事業に関する情報を入手・分析した上で、そのエクイティやデットを購入して資金を供与する一方、家計等に対しては、自らの営む事業に関する情報を開示した上で、自らの発行するエクイティやデットを販売して資金を調達する。

こうした金融機関としては、信託やファンド等、さまざまな形態のものが存在しているが、中心となるものが銀行である。銀行は、預金を通じた決済サービスを提供しており、企業の資金繰り情報を得ることができるとや運転資金等に関する長期の取引関係を有すること等により、企業の事業の状況をモニターする上で優位性がある。また、銀行の資金調達には、決済目的での預金の安定的保有が見込める上、預金保険等のセーフティネットが整備されていること

から、預金者の信託を確保しやすいという優位性がある。銀行は、このような情報生産機能に基づき、企業の事業の不確実性に関する情報の非対称性から預金者を遮断しており、金融仲介を行う上での優位性を有している。

個別の銀行を企業としてみると、貸出先について、他の資金供与者が保有しない私的な情報に基づいて貸出を行って利益を挙げている。こうした銀行の情報資産は「準レント」と呼ばれている。また、銀行が資金繰り困難に陥って貸出を売却せざるを得なくなる場合には、購入者と企業の間情報非対称性が存在することに伴って、大幅なデリスカウントを余儀なくされることとなり、このコストは「レモン費用」と呼ばれている。

金融仲介システムのもう一方の形態としては、証券市場を通じるものがある。このシステムにおいては、資金調達を行う企業は、本源的資金供与者である家計等に対し、直接、その事業の将来性について情報開示を行い、自らの発行するエクイティやデットを販売する。家計等がこうしたエクイティやデットを購入する場合は、レモン費用を蒙るリスクを回避し得るよう、市場においてこれらの金融商品を円滑に換金し得ることが必要となる。証券市場は、こうした枠組みのもとで、市場参加者の情報が集約されることにより、流動性の提供と価格の発見が行われる場として機能することになる。

式のための情報開示のコストは、かなりの部分が調達金額に対して固定費となるので、資金調達を行い得る企業は、自ずと一定規模以上のものに限定されるが、資金の調達額に応じた準レントの支払いは不要である。また、家計等からみた利便性については、銀行預金では政府による監督やセーフティネットがあるため、情報分析のコストが相対的に小さく済むのに対し、上場株式については、自らの責任で開示情報を分析する必要がある。

次に、企業活動に対するガバナンスの観点から両者を対比すれば、銀行貸出においては、デットの保有者である銀行のインセンティブがリスク回避的である上、担保や保証に依存した保全を行っている場合には、企業の事業の状況が悪化したとしても、ガバナンスが適時に働きにくくなるという短所がある。一方、上場株式においては、エクイティの保有者となる投資家のインセンティブはリスク中立的であり、議決権等を通じた経営関与の可能性があることに加え、適正な開示情報に基づく株価変動が経営者にシグナルを与えることを考えれば、事業の状況変化に際して、企業に対するガバナンスが適時に働きやすいという長所がある。

さらに、金融仲介システムを機能させるためのインフラストラクチャについて対比すれば、銀行の預貸は一般の民事法に基づいて契約が行われ、銀行間市場等の枠組みは準レントに

よって賄われるため、金融危機時を除けば、公的な環境整備のコストは比較的小さく済む。一方、上場株式については、取引に当たって一般の民事法に加えて金融商品取引法等が適用される上、公認会計士、有価証券報告書、証券取引所等の枠組みが設けられており、通常時から不正取引や虚偽開示に対する監視が行われる必要がある等、公的な環境整備のコストが比較的大きくなる。

以上からすれば、上場株式に代表されるような金融商品の市場は、一定規模以上の企業や情報分析の能力のある投資家にとって円滑で効率的な金融仲介システムとして機能し得るものであり、価格発見機能に基づく適時の企業ガバナンスと相俟って国民経済の健全な発展に寄与するものでもあるが、比較的大きなインフラストラクチャと公的な環境整備のコストが必要ということとなる。

5 金融行政と証券市場のインテグリティ

前述のように、金融仲介が円滑に行われるからこそ、自己資金が十分ではない者にも事業を実施することが可能となるのであって、金融仲介システムは国民経済の健全な発展の基礎である。金融仲介システムの機能は、企業、家計等、金融機関、証券市場関係者等の当事者の活動によって発揮されるものであるが、これを支えるインフラストラクチャとして、民法や金融

証券市場がこうした機能を発揮するために、まず、企業自らが情報の非対称性を緩和するに足る情報開示を適正に行うことが重要であるが、その際、公認会計士による監査によって開示情報の信頼性が保証されていることについて、投資家の信頼が確保されることが前提となる。また、こうした開示情報が投資家に広く共有されるために、有価証券報告書等の枠組みが整備されていることも必要である。さらに、個別の投資家が開示情報に基づき円滑に売買を行えるよう、証券取引所や証券会社等の関連組織が機能していることも必要である。これらの枠組みは、相互に補完し合っており、企業と投資家が経済合理性に基づいて円滑に取引を行うためのインフラストラクチャを形成している。ただし、これらは異なる主体によって運営されているため、証券市場の機能維持のためには、相互の調整が常に課題となる。

4 証券市場の特性

以上で述べたデットとエクイティ、金融機関と証券市場の二通りの対比について、その典型的金融商品である銀行の預貸と上場株式を例として敷衍すると、まず、企業からみた利用可能性については、銀行貸出では、銀行が審査を行うので、小企業でも過大な情報開示コストを伴わずに利用できるが、銀行の準レントに対応した利ざやを支払わねばならない。一方、上場株

規制法等のルールと政府や自主規制機関等の公的組織が必要である。

そのなかで、金融行政は、民法や司法権等の経済取引一般に関するインフラストラクチャを前提として、金融仲介システム固有の事項に関する政府の関与を行うものであり、その内容は、銀行等の金融機関にかかわる業務と証券市場にかかわる業務に大別される。証券取引等監視委員会は、こうした証券市場に対する政府の関与のうち、不正取引や虚偽の情報開示に対する監視、金融商品取引事業者に対する検査等、関係法令の執行の役割を担っている。

筆者は、証券市場を通じた金融仲介が円滑に行われるための鍵となる概念は、「インテグリティ」であると考える。その内容を正確に表現することは困難であるが、筆者としては、おおむね、前記のような環境整備のもとで、資金調達を行う企業と投資を行う家計等の間で、情報が適正に共有され、これに基づく取引が円滑に行われることによって、流動性の提供と価格の発見という市場の機能が十分に発揮されるような状況を指すものと考えている。金融行政の基本的な役割の一つは、証券市場のインテグリティを常に維持向上させていくための環境整備であり、証券取引等監視委員会の活動は、その重要な一環をなすものである。

三 証券取引等監視委員会の具体的活動

1 証券取引等監視委員会の業務

証券取引等監視委員会は、衆・参両議院の同意を得て内閣総理大臣により任命された委員長および委員二名で構成される合議制の機関であり、その事務を処理するために、総務課、市場分析審査課、証券検査課、課徴金・開示検査課、特別調査課の五課からなる事務局が置かれている。また、主として地方の金融商品取引事業者に対する検査等を担当する証券取引等監視官部門が財務局等に配置されている。平成二十一年度末の職員数は、委員会事務局に三七四人、財務局等に三〇〇人となっている。

当委員会の活動をオペレーションの面からみると、情報の処理という総括が可能である。具体的には、まず、証券市場における取引等に関する情報、情報の収集・分析・審査を行うことがある。収集する情報としては、一般から受け付けている情報が例年六、〇〇〇件前後あるほか、証券取引所や証券会社における売買審査に基づく情報や、証券市場における取引や価格の動向、企業等による開示情報、当方が行うヒヤリングに基づく情報等がある。当委員会は、こうした情報収集によって、市場における取引等を網羅的に監視する体制を整えており、そのなか

で、法令執行の観点から検討が必要とみられるものについては、さらに検査や調査による実地の確認を要する事案か否かを判断するため、部内でさまざまな情報を組み合わせた審査を行う。

次に、実地での情報の確認である調査や検査は、市場にかかわるすべての者を対象として不正取引や虚偽開示等を調べる市場監視と、金融庁に登録等を行った金融商品取引事業者を対象としてその業務の状況等を調べる証券検査とに区分される。市場監視においては、前記の審査結果やその他の情報を出発点として、事案の性格を総合的に勘案した上で、課徴金調査または犯則調査の対象とすることとなる。また、証券検査においては、金融庁に対する当該事業者の報告情報等と前記による収集情報とを基本として、事業者の類型をも勘案し、検査対象先の選定と重点着眼事項の設定とを行うこととなる。こうした証券検査は、財務局実施分を含め、例年、二〇〇件程度を実施している。

当委員会の行う情報発信は、基本的に、こうして行われた調査や検査により確認された情報に基づくものである。まず、個別の事案に関する情報発信としては、市場監視の調査結果に基づいて、事案の性格に応じ、検察当局に対して告発を行ったり、金融庁に対して課徴金納付命令の発出の勧告を行ったりすることとなる。その実施件数は、おおむね、告発が年一〇〇件程度、

課徴金の勧告が年三〇〇件程度となっている。また、個別の証券検査の結果については、その内容を検査対象先に通知するとともに、問題点等があると思われる場合にはその内容を指摘するほか、状況に応じて、金融庁に対して行政処分等を勧告することとなる。その件数は年度により異なるものの、問題点の指摘が一〇〇件前後、勧告が三〇件前後となっている。なお、こうした個別の事案の処理のうち、告発や勧告等については、その内容の公表を行っている。

一方、一般的な情報の発信としては、当委員会全体としての活動の方針や内容について公表資料を作成しているほか、前記の調査や検査の結果について、証券検査における勧告に至らない指摘を含め、取りまとめて公表している。また、市場取引に関するルールの確定が必要と認められる場合には、金融庁等に対し建議を行う。さらに、こうした公式の公表に限らず、シンポジウムやセミナー等での講話、関係メディアへの投稿等も積極的にを行っている。こうした情報発信を行った場合には、当委員会のホームページで逐次紹介している。

なお、金融庁、外国当局等とは、個別、一般を問わず、日常的に緊密な情報交換を行っているところである。

2 当面の活動方針

合議制の機関である当委員会は、委員長および

委員長の任期である三年ごとに活動方針を策定してきている。現在の体制においては、平成十九年九月に中期的な活動方針を定めており、「機動性・戦略性の高い市場監視の実現」と「市場規律の強化に向けた働きかけ」の二つの基本的な考え方を立てている。またこれに基づき、包括的かつ機動的な市場監視の実施、課徴金制度の一層の活用、金融商品取引法の適切な運用、自主規制機関との連携、グローバル化への対応という五つの具体的な項目に取り組むこととしている。

3 市場監視に関する取組み

以上を踏まえ、当委員会としては、より一層国民経済の健全な発展に寄与していくため、中期的な活動方針のもとで、最近の環境変化に的確に対応していく必要がある。当委員会は執行機関であり、前記のようなリスクの拡大を踏まえて、個別の具体的な事案に対するオペレーションを的確に実施していくことが対応の基本となるが、それに加えて、業務のさまざまな見直しを行っているところである。

まず、市場監視に関する情報の収集等の面では、市場間の相互作用が緊密化している状況を踏まえ、対象分野を一層広汎なものとしていくことが重要である。この点に関しては、不公正ファイナンスを念頭に、財務局や証券取引所とも連携して、発行市場と流通市場の双方を視野に入れた情報収集等を強化してきたところであるが、さらに、世界的金融危機の経緯を踏まえれば、CDS等の新たな金融商品の取引についても情報収集を行っていく必要がある。CDSについては、参照される企業に対し貸出を行っている銀行等が私的な情報を有しており、デフォルトに関する情報が市場で適切に共有されていない状態で取引が行われていないか等について、市場監視の観点からの検討を要するという議論がある。当委員会としては、現在、CD

び委員の任期である三年ごとに活動方針を策定してきている。現在の体制においては、平成十九年九月に中期的な活動方針を定めており、「機動性・戦略性の高い市場監視の実現」と「市場規律の強化に向けた働きかけ」の二つの基本的な考え方を立てている。またこれに基づき、包括的かつ機動的な市場監視の実施、課徴金制度の一層の活用、金融商品取引法の適切な運用、自主規制機関との連携、グローバル化への対応という五つの具体的な項目に取り組むこととしている。

こうしたなかで、平成二〇年秋には世界的金融危機が発生し、当委員会の活動に対しても大きな影響を与えることとなった。この金融危機を、かつてのわが国における危機と対比してみると、証券市場における金融商品の価格下落や流動性の枯渇と金融機関における損失や信用収縮との相互作用が大きな特徴であったと考えられる。すなわち、証券化商品等の複雑な金融商品に対する市場での信認が失われた結果、価格の急落と流動性の枯渇がもたらされた。これは、こうした商品に投資していた金融機関に大きな損失をもたらし、全般的な信用収縮につながった。さらに信用収縮が市場の流動性枯渇につながることにより、証券市場と金融機関の間の悪循環が生じ、CDSやヘッジファンドによって、一層その進行が加速されたものであ

わが国では、金融危機の影響による金融機関の損失は相対的に小さかったものの、实体经济には、証券市場における価格下落や貿易の急減等を通じて甚大な悪影響が及んだ。こうした状況を当委員会からみれば、市場参加者が不公正取引や虚偽開示を行うリスクや、金融商品取引事業者の財務面のリスクが拡大するという問題がもたらされたものである。また、金融危機への反省から、国際的に金融規制の見直しが進められており、証券市場についても、新たな規制が導入される運びとなっている。わが国においては、集団投資スキームに対する規制等の一部の事項については先取りして導入されているが、さらに、証券会社に対する連結規制の導入等、より広範な制度整備が検討されている。当委員会としては、改正された規制を的確に執行するとともに、近い将来に想定される新たな業務に備えた準備を進めていくことが求められる。筆者としては、こうした取組みに当たり、前述のような考え方を踏まえて、当委員会の機能の的確な発揮にとどまらず、取引の当事者である企業、投資家金融商品事業者等のインセンティブ形成に対し、適切な情報提供を行うことにより、証券市場のインテグリティの維持向上を図ることが不可欠だと考えている。これによって、取組みが証券市場を通じた円滑な金融仲介を通じて、国民経済の健全な発展に資するこ

Sのリスク管理の状況等をヒヤリングしつつ、情報の収集と分析の具体的な手法を検討しているところである。

次に、個別の調査の面では、市場取引の国際化やIT化に対応した業務の見直しが重要である。前者に関しては、かねてより、外国当局との間で情報交換の枠組みを構築してきており、さらに、具体的な事案に関しても、この枠組みに基づいて個別の情報交換を進めてきているところである。また後者に関しては、ネット取引による相場操縦等の事案の調査を効率的に行う工夫を進めているほか、抹消された電磁記録の復活を行うデジタルフォレンジック技術の導入を進めているところである。

第三に、情報発信の面では、講話や投稿を行うチャネルの拡大に注力している。たとえば、このところ、監査役、公認会計士、証券会社職員等の市場のインフラストラクチャを担う者によるインサイダー取引が、残念ながら発生していることもあり、証券取引に関する自主規制機関である証券業協会に対しては当然のこととして、公認会計士協会や弁護士会等に対しても、当委員会の処理した事案に基づく問題点等を提示し、各団体の自主的な取組みによる市場規律の強化の一助としている。

4 証券検査に関する取組み

証券検査に関する業務においては、まず、検

る。

また、信用格付け業者については、格付けへの過度の依存が進んだなかで、世界的金融危機に際して、その業務内容に疑問がもたれるような事態が生じたことから、規制対象とされたものである。当委員会は、この規制のもとで、平成二二年四月から登録事業者となる信用格付け業者に対して検査を行うこととなる。この検査は、格付けの内容そのものではなく品質管理に着目すること、国際的な活動を行う事業者もあ

ること等の点で、従来の証券検査とは異なる対応を行う必要がある。当委員会としては、事業者からのヒヤリング等を行いながら、金融庁における検討作業と並行し、検査マニュアルの策定等の準備作業を進めているところである。情報発信に関しては、グローバルに活動する事業者のリスク管理態勢等に関する検査結果通知等について、監督当局への的確な引継ぎと相俟って、検査先のフォワードルッキングなリスク管理のインセンティブに働きかけることを重視した工夫を加えている。また、一般的な情報発信に関しては、証券業協会をはじめとする自主規制団体との連携強化を図っており、具体的には、自主規制団体による自主的規律の確立を促すため、検査結果等から見受けられた問題点に関する情報提供や意見交換を拡充しているところである。

査対象事業者数が、平成二二年度末で約九、〇〇社と大幅に増加していることへの対応が必要となつてきている。また、検査の着眼事項も、世界的金融危機の経緯を踏まえ、従来からの法令遵守態勢等の検証に加えて、財務面のリスク管理態勢についても深度ある検証が求められるようになってきている。こうしたなかで、限られた人員のもとで一層の重点化と効率化を進め、実効性のある業務運営を行うためには、会計監査の分野におけるリスクアプローチに準じた取組みが有効と考えられる。

このため、事前の情報収集・分析を充実させ、リスクベースでの検査先の選定や着眼点の設定を行うよう努めている。また、自主規制機関が行う考査等との間の連携を強化し、全体としての効率化を図ることとしている。さらに、法令遵守やリスク管理の態勢面に主として着眼する検査においては、予告を行って、検査先に資料等の作成を行ってもらうとともに、当委員会の検査官も可能な限りの準備を行い、立入段階での効率的な検査実施に資することとしている。

立入検査の実施に当たっては、かつての証券検査が個別の法令違反行為の検出を中心としていたのに対し、検査先の状況に応じて、法令遵守やリスク管理の態勢面の検証に重点を置くようになっている。これは、大規模な事業を営む金融商品取引事業者については、個別の取引

四 証券市場における当面の問題

1 問題の所在

証券取引等監視委員会における最近の市場監視や証券検査の活動からみると、現在の証券市場については、いくつかの問題を指摘することができる。

第一は、不正ファイナンスの問題である。これは、たとえば見せ金増資のような行為を行って虚偽の情報開示を行い、これをバックに、発行市場での資金調達や流通市場での不正取引を行うものである。たとえば、平成二二年一月二四日に告発を行ったユニオンホールディングス社の事件では、実体のない法人を割当先とする第三者割当増資および第三者割当による新株予約権の発行につき、ユニオンホールディングス社株券の株価を上昇維持させた上で、新株等を売却するため、虚偽の事実の公表が行われていた。

第二は、TOB等の事業再編に伴うインサイダー取引である。こうした事案では、発行企業の担当役員に限らず、証券会社やアドバイザーを含む多数の関係者に重要情報が伝わっていくこととなり、こうした関係者からさらに情報伝達が行われるおそれもあるので、これらの者によるインサイダー取引が生じがちである。

を網羅的に検証するよりもリスクアプローチに基づく検査が効率的であることに対応したものである。さらに、グローバルに活動する証券会社については、経営危機の予防が重要であるため、従来のような問題点の事後的検証では足りず、フォワードルッキングな視点でのリスク管理態勢の検証が必要となっている。当委員会としては、事業者における内部統制の態勢等の実態把握を行うつつ、順次、実務面の見直しを実施しているところである。

他方、金融規制の改正による検査対象分野の拡大への対応も必要である。具体的には、まず、金融商品取引法の施行によって集団投資スキームの販売業者が登録事業者となっていることから、これらの事業者に対する検査を開始している。これは、ヘッジファンドを含め、金融仲介にかかわる事業者を幅広く金融規制の対象としようとするものであるが、わが国においては、これにより登録したいわゆる第二種事業者は、大半が零細で特殊な分野への投資持分を販売するものである。この検査は、基本的に財務局の証券取引等監視官部門で担当することとなるが、事業者数が非常に多く、事業内容も千差万別なので、従来の証券検査の手法では対応に困難がある。当委員会としては、自ら実施するものを含め、検査を逐次進めるとともに、その結果を踏まえて、関係機関とも連携して包括的な対応体制の構築に取り組んでいるところである。

たとえば、平成二〇年一月二二日に勧告を行ったレックス・ホールディングス株の事件では、当該株の公開買付け交渉をしていた者から情報の伝達を受けた証券会社職員が、平成二二年一月二三日に勧告を行ったリンク・セオリー・ホールディングス株の事件では、当該株の公開買付者から業務委託を受けたアドバイザーの職員が、インサイダー取引を行っていた。

第三は、集団投資スキームの販売事業者による法令違反である。金融商品取引法に基づき、きわめて多数の多様な事業者が登録を行っているが、そのなかには、かなり問題のある事業者も見受けられる。たとえば、当委員会の勧告に基づき、平成二二年九月一六日に金融庁が登録取消等の処分を行ったニュー・アジア・アセット・マネジメントは、モンゴルで資源開発を行う会社に重機等をリースするなどによって出資金を運用するとしたファンドの持分を販売していたが、実際は生じていない収益が発生したかのように装い、投資家から集めた出資金を自社の借金返済や顧客への配当金の支払いに回していた。

以下では、これまで述べてきたところを踏まえ、前記の三点の問題についてどのように考え、前記の三点の問題についてどのように考えていくべきかに関し、筆者なりの議論を行うこととする。

2 不正ファイナンス

前述したように、証券市場を通ずる金融仲介において、企業が自ら適正な情報開示を行うことが投資家に金融商品を購入してもらうための基礎である。不正ファイナンスは、銀行等による審査を受けない一方で、虚偽の情報を開示して、上場企業を「箱」として用いる等により資金を調達するのであるから、市場のインフラストラクチャの維持にかけられている多大なコストを自らの利益のために悪用するものである。また、不正ファイナンスでは、大幅な希釈化を伴う第三者割当増資等が行われることもある。この場合は、既存の株主は、経営関与の権利が減殺される上、経済的にも損失を蒙ることとなり、金融仲介の鉄則である残余請求者の決定権が否定されることとなる。

不正ファイナンスは、このように証券市場のインテグリティを侵害するものである上、投資家等からすれば、予期することのできない権利侵害が事後的に生ずるといって、強い外部不経済性を有している。したがって、この問題は、まさに政府が厳正に規制していくことが求められるべきものと位置づけられる。

そこで、当委員会としては、不正ファイナンスについては、財務局や証券取引所との緊密な連携のもとで、発行市場と流通市場の双方を見渡した情報収集を行っている。また、それに

より把握した事案の調査に当たっては、開示検査と犯則調査を組み合わせ、最も実効性のある対応を行う体制としている。そうした情報処理の結果、個々の行為だけでは必ずしも直ちに違法といえないものであっても、関連する情報開示や取引を全体としてみれば偽計事件としてとらえることができる場合には、検査当局に告発を行うこととなる。

不正ファイナンスは極端な不正取引の形態であるが、他の事案から隔絶したものではなく、その背景には、不適正な情報開示に基づくファイナンスや、投資家の権利を実質的に侵害するような不適切なファイナンスの誘因が存在しているものと考えられる。当委員会は、虚偽の情報開示については、発行企業に対し開示検査を行い、状況に応じて課徴金納付命令を勧告する等の権能を有しており、これを的確に行使していくこととなる。また、不適切なファイナンスは、しばしば複雑な金融商品やビークルを用いて行われており、これを媒介する金融商品取引事業者に対する証券検査において、実態を把握し、状況に応じて行政処分の勧告を行っていくこととなる。

こうしたファイナンスについては、事後に制裁を加えるだけではなく、投資家に不測の損害をもたらさないよう、背景にある誘因に働きかけることによって事前予防を図ることが必要である。情報開示の適正さについては、公認会計

士による厳正な監査が行われることが基本であり、公認会計士協会を中心とする適正な取組みが求められる。当委員会としても、協会との情報交換を行うとともに、金融庁や公認会計士・監査審査会と緊密に連携していくこととしている。また、不適切なファイナンスの抑止に関しては、当委員会による検査結果等に関する情報発信に加え、金融庁や証券業協会により、証券会社の適正な業務運営に向けた取組みや、第三者割当増資に関する情報開示の強化等の措置がとられているところである。

3 事業再編とインサイダー取引

近年における事業環境のめまぐるしい変化や、会社法等の関係法令の改正に対応し、M&Aや倒産等の事業再編が活発になり、TOBもしばしば用いられるようになってきている。その際にインサイダー取引が行われることもあり、なかには、公認会計士や証券会社職員等の市場のインフラストラクチャを担う者によるものもみられる。

発行体企業の担当役員によるインサイダー取引の禁止については、これまでの関係者の努力もあり、法令遵守がかなり浸透しているものと考えられる。しかし、事業再編においては、プロセスの進展に応じて、企業部内でも問い合わせに対応できる体制を整えるために広範な職員に情報を共有させることや、企業外部の関係

者に情報を伝えていくことが必要となる。その結果、十分な問題意識のない職員による漏洩が起りやすくなったり、部内の役員を対象とする内規が外部には適用できなかつたりするという問題が生ずる。また、事業再編にかかわる重要事実は、株主への影響が明白であり、インサイダー取引を行う誘因が大きいという問題もある。

当委員会としては、こうしたインサイダー取引については、証券会社や証券取引所等の協力を得て網羅的な情報収集を行っており、課徴金調査を活用した迅速な対処を含め、市場参加者に適時に警告を発していくこととしている。近年におけるインサイダー取引に関する勧告件数の増加は、こうした活動を効率的に進めていることの現れでもある。

しかし、インサイダー取引の禁止は、それ自体が目的ではなく、証券市場が円滑に機能していくための手段である。ここで、金融商品取引法による不正取引の禁止の経済的効果を振り返ってみると、情報や価格を歪める虚偽開示や株価操縦等に加え、インサイダー取引が禁止されることの効果は、市場における情報の非対称性の処理機能を守っていくところにある。すなわち、インサイダー取引は、私的な情報によって、情報生産活動なしに準レントを得ようとするものであるため、こうした問題が顕在化すれば、価格の面では企業の資金調達コストの上

昇、取引の面では市場における流動性の縮小につながるものと考えられる。さらに、仮にこうした行為が放置されるとした場合には、レモンの理論が典型的に妥当することによって、証券市場のインテグリティが失われることになりかねない。

こうしたことを踏まえると、証券市場の機能の円滑な発揮のためには、当委員会等の活動を踏まえて、資金調達による利益を享受している発行体企業による適正な情報管理が行われることが不可欠と考えられる。発行体企業においては、かねてよりインサイダー取引を防ぐための内規を設けており、多くは厳正に運用されているものとみられるが、その誘因は主として従業員の法令遵守の観点からではなかつたかと推察される。これは、それ自体きわめて重要なことではあるが、これに加えて、市場に適時に適正な情報を開示していくことが企業の健全な発展につながるという認識が浸透していくことが望まれる。

とりわけ、TOB等によるM&Aに当たっては、企業の将来性について市場で情報が集約され、価格発見機能が有効に発揮されることがきわめて重要である。したがって、部内の役員にインサイダー取引を行わせないというだけではなく、会社法等の関係法規との関係を踏まえ、内外の関係者の間で、必要な範囲の者に対し、必要な情報を、適正な手続を経て伝達して

いくというプラクティスを確立していくことが重要である。こうした適正な情報管理が企業の内部統制の体制の重要な一環であることについて、企業経営者、公認会計士、弁護士等の関係者の認識が深まることが期待される。

他方、倒産等に当たっては、弁護士や銀行等の関係者では密行性確保の重要性から情報管理が徹底しているが、発行体企業では、経験のないことでもあり、対応に困難があるとみられる。たとえば自社株式を保有している職員等では、インサイダー取引を行う誘因がきわめて強い一方で、公表時における取引先等への対応等に備え、広範な範囲の職員に情報を共有させる必要性が高い。したがって、発行体企業としては、こうしたことを踏まえ、インサイダー取引の排除に十分配慮した情報管理のプラクティスを確立していくことが重要である。

当委員会は、前述のように関係団体等を通じて自主的規律の確立を促しているところであるが、筆者としては、それに加え、こうしたプラクティスの整備によって、証券市場のインテグリティが向上し、結果としてインサイダー取引が防止されるという流れが望ましいと考えている。

4 集団投資スキーム

集団投資スキームは、たとえば組合のような形態の投資を行う投資法人とその持分等を販売

する事業者とから構成されるが、両者が一体となつて自己募集型のスキームも存在する。投資の内容としては株式や不動産等の資産に投資するものもあれば、事業に投資するものもある。金融商品取引法では、こうした集団投資スキームの持分の販売業者に対し、第二種金融商品取引事業者としての登録を求めており、当委員会、主として財務局の証券取引監視官部門により、登録された事業者の業務が投資家への情報開示や事業者としての行為規制に照らして適正に行われているかを検査することとなる。

登録済みの第二種事業者の取り扱う投資の内容は、資産の価値が不明確なものや事業の将来性が不確実なものも含め、きわめて多種多様である。これは、多様な投資活動のチャネルを把握していくという目的に沿うものではあるが、そのなかには、資産や事業の不確実性によって詐欺的な行為を行っているのではないかと懸念される先もある。

集団投資スキームの投資法人を経済的にみると、企業としての事業には不確実性がある上、情報の非対称性を緩和するための要件は求められていない。個別のスキームにおいては、高い水準の運用技術をもつていたり、投資対象の事業が将来性の高いものであったりするものもあると考えられ、現実にも、ヘッジファンドをはじめとして、一般的な投資を上回るリターンを提供している投資スキームも多数活動している。

ただし、筆者としては、登録された集団投資スキームのなかには、マードフ氏のファンドのように、払い込まれた出資金等を実質上の原資として配当を行い、それを実績として示すことで新たな出資者を募集するポンジスキームが含まれるのではないかと懸念を有している。この場合には、投資家が被害に気づかず、当局に端緒となる情報が生じないまま、規模が膨張し、結果として巨額の被害につながる危険がある。

これを踏まえれば、前記のような対応に並行し、登録制度の趣旨を正確に広報するとともに、具体的な事案からみた問題の所在について、投資家に幅広く情報を発信することにより、悪質な集団投資スキームへの投資が行われないような状況を作り出していくことが重要ではないかと考えられる。

その際に注意を喚起すべき点としては、まず、投資法人において、きちんとした会計処理に基づく情報開示がなされているかどうかが挙げられる。また、登録される集団投資スキームには自己募集型も含まれているほか、第三者募集型でも販売業者と投資法人の双方が同一の者の支配下にあること等により、投資法人と販売業者との間に牽制関係が存在しない場合もあることに留意する必要がある。さらに、法令遵守体制の整備について具体的な情報開示がなされているかどうかにも注意を要する。

。しかし他方で、今回の世界的金融危機において莫大な損失を顕在化させたマードフ氏のファンドのような例もある。

次に、資金供与者の立場から経済的にみると、集団投資スキームには情報の非対称性を緩和するような枠組みが存在していない。会計報告には公認会計士の監査が必要とされておらず、情報の信頼性に関する保証が存在していない上、投資対象の持分等を市場で円滑に売却できるわけではない。また、第二種事業者は販売業者であつて、銀行等のような情報生産機能をもつわけではなく、財産的基礎の確保も義務づけられていない。したがって、投資家は、金融仲介システムを介さず自ら情報の非対称性に対処することになり、事業の内容について十分な情報を入手し、分析を行った上で、自己責任に基づく投資判断を行うこととなる。集団投資スキームに関しては、レモンの理論がまさに妥当するため、市場全体としてのインテグリティを確保することが困難である。

さらに、法制度について振り返ってみると、取り込み詐欺等は、金融事業者が否かにかかわらず昔から存在しており、これらは、金融規制の観点からではなく、一般的な犯罪取締りの対象とされてきた。また、集団投資スキームに関する金融商品取引法の規制においても、投資の内容そのものは規制対象となっていない。こうした投資活動は、基本的に一般の法秩序のもと

五 おわりに

投資家には、こうした点を含め、前記のような集団投資スキームの性格を踏まえた慎重な判断を望みたい。

情報の非対称性が伴う資金の調達と供与においては、金融仲介システムによる情報処理が重要であり、証券市場は、流動性の提供と価格の発見により、その役割を果たす。わが国の国民経済の活性化のためには、幅広い投資家によるリスク中立的な資金供与や株価等を通じた適時の企業ガバナンスという証券市場の機能の強化が不可欠である。

証券取引等監視委員会は、わが国の証券市場がこうした機能を十分に発揮し得るよう、活発な活動を行っている。また、その際には、業務の効率化に努めつつ、世界的金融危機に伴うリスクの増大や規制の改正等の環境変化に対応して創意工夫を重ねている。

しかし、証券市場がわが国経済の健全な発展に寄与するゆえんは、当委員会を含む政府の活動によってではなく、市場における取引の当事者である企業と投資家の活動が円滑に行われることによつてである。筆者としては、当委員会の機能を的確に発揮することにとどまらず、取引の当事者である企業、投資家、金融商品取引事業者等のインセンティブ形成に対し、適切な

で、投資家の自己責任に委ねられるものと考え

る。

しかし、現実には、販売業者として登録されたことを、あたかも投資内容について政府のお墨付きが得られたかのように歪曲して、投資家を勧誘している例がある模様である。登録制度は、規制等の対象となる当該事業者を特定し、その事業内容等について、監督当局が把握するための制度であり、申請者が要件を形式的に満たしていれば、当局は登録をしなければならぬ。この第二種事業者は、銀行のように、当局としてその健全性確保に向けた監督を行う事業者とはまったく異なっており、そうした勧誘方法が事実上反することはいうまでもないが、投資家のなかには、登録制度の趣旨について誤解があるおそれもある。

こうした点を踏まえ、当委員会としては、財務局とともに、登録事業者に対する検査を実施し、こうした点を含め、違法な行為が行われていないかどうかを厳正に検証した上で、状況に応じて金融庁に行政処分を勧告することとしている。また、問題のある事業者は個別に対処していくことだけでは十分ではないので、金融庁、自主規制機関、警察当局等との協力のもとで、包括的な対応を講じていくこととしている。さらに、金融庁においては、この問題に関連した制度整備も検討されているところである。

情報提供を行うことにより、証券市場のインテグリティの維持向上を図ることが不可欠だと考えている。これによつて、証券市場を通じた円滑な金融仲介を通じ、国民経済の健全な発展に資することができる。と考える。

当委員会としては、当事者が適切なインセンティブのもとで取引を行うことに資するよう、自らの活動を通じて得られた情報に基づき、より一層の情報発信を行っていくこととしている。

(きのした・のぶゆき)