

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第四小委員会委員 原 田 喜美枝

(11月号の特集論文は継続学習制度の「倫理・規制関連クレジット」の対象になります)

今月号の特集は「証券市場の公正性」というタイトルで、主として日本の証券市場の公正性に対する信任を揺るがした過去の事件（証券事件、不祥事とも呼ぶ）を取り上げ、その後の規制など見直しの動きを紹介し、今後の課題についてまとめている。証券事件に関する特集は、『証券アナリストジャーナル』では初めての試みであることから、この特集の狙いを先に説明し、追って各論文を紹介する。

アナリストにとって記憶に新しい証券事件といえば、2015年12月の外資系証券会社のアナリストによる法令違反と行政処分を求める勧告であろう（注1）。事件後、アナリストが決算発表前に企業を取材し、業績数値を予測することを自粛する証券会社が相次ぎ、その後制度的な対応がなされた（注2）。アナリストにとっては日々の業務に大きく影響することから記憶に鮮明だが、報道から既に1年近くが経過し、業界関係者でなければ記憶のかなたの事件だろう。将来のアナリストは事件を知らずに制度だけを知ることになるだろう。

証券業界に身を置いていても、過去の事件とその後の制度対応については知らないこともあり得る。

また、現代人は多忙である。通勤電車の中ではスマホを片手にニュースを見ている人が多い（ゲームをしている人も多いが）。ニュースは日々山のようにあり、次から次へと流れる報道の中で、やはり古い事件は人々の記憶から消えてしまう。しかし、証券業界には不祥事と制度改革の連環の歴史があり、今に関係している。

「証券市場をめぐる制度や規制・監督の歴史は、投資家の市場に対する信頼を損なうような不祥事・事件や市場の混乱・危機の勃発と、そうした事態の再発を防止するための改革の繰り返しであったと言っても過言でない」（大崎氏の論文からの引用）と言える。過去の事件や危機の再発防止策として制度改革が実施されてきた経緯を知るのは、業界関係者にとって必要なことの一つである。

大崎論文で論じられているように、問題となった事柄にとらわれすぎて、長期的にみたら不適切な内容の規制になっていないか、詳細なルールを

（注1） 複数の外資系証券会社の日本法人に勤務するアナリストが非公表の企業の四半期決算数値を入手し、限られた顧客に情報を伝達し売買を勧誘したということで、法人関係情報、つまり顧客の投資判断に影響を及ぼすような上場企業に関する未公表情報の管理体制の不備に対し金融庁から行政処分を受けた。

（注2） 16年9月20日、日本証券業協会から「協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」が取りまとめられ、アナリストが上場企業等から入手した投資判断に影響を及ぼすような未公表情報の適正な管理を求める自主規制規則ができた。

作ってルールに対する法令遵守を徹底した結果、市場の活力を殺ぐことになっていないかなどを検証する意義は大きく、その検証に当たって過去の経緯は常に関わってくるため、である。

大崎論文「公正な証券市場の確立を求めて」の前半では、日本における不祥事とそれらをめぐる規制の変遷について、90年代までの状況、金融商品取引法（以下、金商法）制定後の状況、その他のルール改正をめぐる状況、と3パートに分けてまとめられている。不祥事や危機の再発防止という後ろ向きの動機だけが制度改革の出発点となるわけではないとして、証券取引法（以下、証券法）・金商法以外の市場規制に係る法律について、自主規制機関のルール変更についても述べられており、長年の経験と豊富な知識に基づいた分かりやすい説明が展開されている。

ルールが現実に応用されなければ、市場の公正性に対する人々の信頼性が確保できないことから、法執行（論文ではエンフォースメントと表現）の重要性も説かれている。日本では、インサイダー取引規制が88年に整備されるまでの40年間にわたって、インサイダー取引の摘発が一件もなかったのだが、当時の日本市場が極めて公正で不正なインサイダー取引を行う者がいなかったという結論を導くことはできないとしている。

日本は未熟な法執行の状況下にあったのだが、その後は証券取引等監視委員会（以下、監視委員会）が重要な役割を果たしていることが示される。大崎論文の後半は監視委員会の法執行手段としての課徴金制度、民事手続きについて割かれている。市場機能を更に発展させるようなルール作りを構築することが大事だと締めくくられている。

続く二上論文「業者規制と不祥事」では、大崎

論文の流れを受けて、監視委員会による年次白書をもとに証券検査（証券会社等の取引状況、法令遵守状況の検査）について、金融庁が公表している「行政処分事例集」を参考に会社に対する処分内容や処分原因について、詳細に論じている。

二上論文では、第1期（92～99年）における法令違反の上位5位について列挙し、コメントを述べている。「取引一任勘定取引契約の締結」や「損失補てん」など、バブル期に端を発するものが多かったとしている。第2期（2000～07年）に業者の法令違反摘発が増加した背景として、参入規制が登録制へ移行したこと、事前予防から事後監視へと行政面での転換があったことが関係しているとみられている。第3期（08～16年）は過去にないほど不祥事対応が急増していると警鐘を鳴らしている。公募インサイダー取引などに関係する法人関係情報の管理に関する問題もあるが、ファンドがらみの違法行為が目立つことが挙げられている。二上論文で教訓とされているのは、業規制の格差である。業規制に格差が生じるようになって、法令違反の数も増えているのである。

大崎論文でも二上論文でも論じられていることは、制度が有効に機能しているかどうかを絶えず事後検証し、規制の実効性を高める必要がある、ということである。

田中論文「上場会社の投資対象物件としての適格性維持・向上に向けた取引所の取組み」では、エクイティ・ファイナンスや不祥事対応のプリンシプルをはじめ、上場会社の不祥事や不公正取引への監視をめぐる取引所の取組みについて紹介している。具体的には、上場会社や市場関係者が、基本的な行動原則（プリンシプル）を広く共有することが重要として、二つのプリンシプルが公表されたことについて、それまでの制度対応とともに

に説明されている。

投資家の信頼を確保するために、取引所は上場会社の行動をチェックし（上場管理における各種審査）、違反行為に対しては必要に応じて措置を講ずる（上場会社に対する措置）こととなっていて、これらは制度上の対応である。これとは別に、14年に「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」、16年に「上場会社における不祥事対応のプリンシプル」が制定されている。取引所という立場が影響してか、田中論文には実例が出てこないため、どのような不祥事があり、その後に制度対応されたのかという関連が分からないのだが、他の論文と同様に、「近時、いわゆる不祥事として、上場会社における法令違反その他の不正・不適切な行為等が発覚するケースが後を絶たない」と記述されている。

さて、日本は外国制度の優れた点を取り入れて自国の制度としてきた。佐賀論文「米国証券市場におけるインテグリティ」では、主に米国の資本市場について考察している。世界最大の資本市場国である米国では「企業改革はその不正行為の防止を目的として進展してきており（中略）、日本の企業改革は、米国の動きを一周ないし二周遅れで一部に修正を加えながら踏襲してきた」（佐賀論文からの引用）という意見が述べられている。

インテグリティという言葉は、辞書的な日本語訳ではニュアンスが伝わらないとして、「証券市場の絶え間ない発展と変化に対応すべく、規制の

見直しを進めてきた」こと自体を意味するものとしてカタカナで使われている（辞書では、高潔性、統合性、健全性、完全性などと訳されるが、どれも確かにピンとこない）。

佐賀論文を読むと、証券市場における不祥事や危機、その再発防止策として制度改革が実施されるという動きは、日本の証券規制の歴史に限らず、米国においても同じであることがよく分かる。制度の背景にある哲学が語られていること、70年代にコピー機が普及したことで、格付け会社はレポートの販売収入が伸び悩んだことから現在のような発行体からの格付け料に依存するようになったことなど具体例に富んでいる。

さて、中国の歴史書『史記』に「前事不忘（ぜんじふぼう）」という四字熟語がある。続く言葉は「後事之師」である。日本の諺としては「前事（ぜんじ）を忘れざるは後事（こうじ）の師なり」と表現される。前にあったことをよく覚えていれば、その経験は後で行うことの参考になるといった意味が記されている。過去の経験を忘れず将来の教訓とする、ということであろう。

今月号の特集は「前事不忘後事之師」を意図した読み物である。ルールを遵守しながら誠実・公正に職務を遂行する能力・取り組む姿勢は証券業界の職業倫理と言えよう。制度立案に関わるものだけでなく、アナリストを含め業界関係者にとっても過去の経験から学び得るものがあると考えている。