SESC 解説

証券取引等監視委員会中期活動方針（第10期）について

証券取引等監視委員会事務局長　古澤　知之

証券取引等監視委員会（以下、「証券監視委」という）は、令和元年12月13日に新体制がスタートしたことを受け、本年（令和2年）1月24日に「証券取引等監視委員会 中期活動方針（第10期）～信頼され魅力ある資本市場のために～」を公表した。

その策定に際しては、証券監視委の「使命」、「活動理念」に関して第9期を引き継いだうえで、大きく変化する資本市場のなかにおける、当面の課題を見据えて、高齢者を含む多様な投資者の保護に向けた取組みの推進、低流動性ファンド等への資金流入に伴うリスクへの目配り、国内外への情報発信の強化、デジタライゼーション対応、人材の戦略的育成等、新たな方針を明示したものである（**図表1・図表2**参照）。

なお、本方針は、令和2年1月時点での経済金融情勢等を踏まえて作成されたものであり、今後、必要に応じて見直すことがある[1]。また、文中意見にわたる部分は、筆者の個人的見解である点にはご留意いただきたい。

(1) たとえば、令和2年3月24日の金融担当大臣談話のなかで、「新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、世界の金融・資本市場に不安定な動きが見られる」、「（金融庁においては、（中略）証券取引等監視委員会や取引所とも連携して、空売り規制等の厳正な執行を含め、相場操縦等の不正行為に係る監視を徹底し、違反行為には厳正に対処していくこととする」と発表している。

環境認識

第10期中期活動方針は、資本市場を取り巻く次のような環境認識のもと、策定した。

まず、構造的な変化として、海外投資の増加や企業のグローバル化（海外子会社等との分業、アウトソーシング等）などにより、資本市場のグローバル化や各種金融市場の緊密化がさらに進展している。

資金フローをみると、世界的な低金利環境のもと、高リスク・低流動性ファンド等に対する資金流入が増大しているなか、地政学的リスクなどを背景に経済の先行きをめぐる不確実性が高まっている。

さらに、デジタライゼーションの飛躍的な進展が資本市場および市場参加者全体に大きな影響を及ぼしている。金融機関はＡＩ等の技術やデータの利活用の進展等によりビジネスモデルの見直しを迫られ、市場環境もアルゴリズムを用いた高速取引の普及等により大きく変化しているほか、暗号資産等の新しい商品・取引等が出現している。

また、金融庁の重要施策の1つに多様な利用者のニーズに応じた金融サービスの向上が掲げられるなか、証券監視委としても、幅広い投資者が安心して投資できる市場の実現等を通じ、国民の安定的な資産形成や資金の好循環に一層貢献する必要がある。

これらのような大きな環境変化のなか、証券監視委では、「公正・中立」、「説明責任」、「フォワード・ルッキング」、「実効性・効率性」、「関係機関との協働」、「最高水準の追求」という6つの活動理念のもと、「網羅的な市場監視（広く）」、「機動的な市場監視（早く）」、「深度ある市場監視（深く）」という3つの目標達成に向けて5つの施策を講じていく。

証券監視委の使命

証券監視委の使命は、「市場の公正性・透明性の確保及び投資者の保護の実現」であることは発足時より不変であり、さらに第9期において、「資本市場の健全な発展への貢献」および「国民経済の持続的な成長への貢献」を行うことを使命としてあらためて明記したところである。第10期においても、的確・適切な市場監

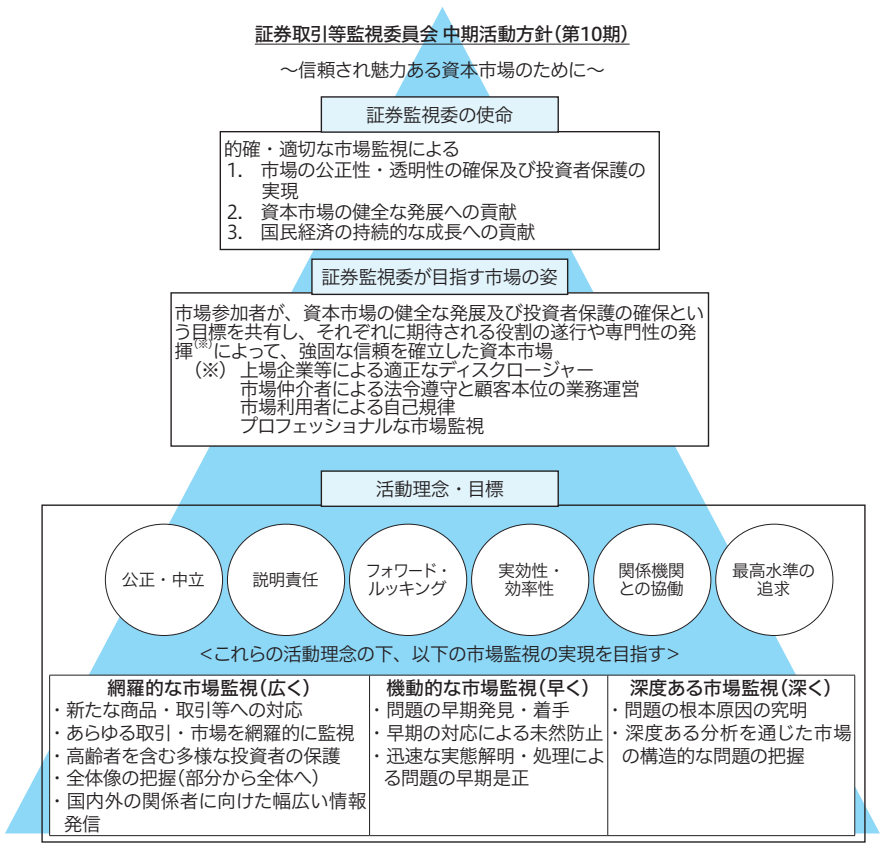
視によって、これら3つの使命を果たすべく活動していく。

証券監視委が目指す市場の姿

今回、中期活動方針を策定するにあたり、証券監視委が目指す市場の姿とは何か、あらためて内部で議論を行い、目指すべき市場の姿とは、市場参加者が、資本市場の健全な発展および投資者保護の確保という目標を共有し、それぞれに期待される役割の遂行や専門性の発揮によって、強固な信頼を確立した資本市場、であることを確認した。

「それぞれに期待される役割の遂行や専門性の発揮」とは、具体的に、上場企業等による適正なディスクロージャーや、証券会社等の市場仲介者による法令遵守と顧客本位の業務運営、市場利用者(投資者)による自己規律、さらには、当局等(自主規制機関を含む)によるプロフェッショナルな市場監視を指し、こうした市場関係者が、「資本市場の健全な発展および投資者保護の確保」という目標を共有し、各々の役割を果たしていくことが、「強固な信頼を確立した資本市場」の実現に必要であり、それが実現することで、副題にある「信頼され魅力ある資本市場」につな

(図表1) 証券取引等監視委員会 中期活動方針(第10期) ～信頼され魅力ある資本市場のために～①



環境認識	市場・企業活動のグローバル化／各種金融市場の緊密化の更なる進展	グローバル経済の先行きを巡る不確実性の高まり	デジタライゼーションの飛躍的な進展	国民の安定的な資産形成や資金の好循環に向けた取組みの深化

施策				
	(1) 内外環境を踏まえた情報収集力の向上	➢市場環境のマクロ的な視点での分析等によるフォワード・ルッキングな市場監視 ➢様々な金融市場に対する横断的な市場監視 ➢海外当局との連携強化による情報収集力等の強化及び市場監視への活用	(3) 市場規律強化に向けた実効的な取組み	➢調査・検査から得られた知見の多面的・複線的な活用 ➢違反行為等の再発防止等に向けた根本原因の究明と対話の推進 ➢違反・不適切行為の未然防止に向けた国内外への情報発信強化 ➢市場監視の空白を作らないための取組みの深化
	(2) 深度ある分析と迅速かつ効果的・効率的な調査・検査の実施	➢事案の態様に応じた多角的・多面的な分析・検証 ➢不公正取引や開示規制違反への迅速な課徴金納付命令勧告等 ➢クロスボーダー事案の特質に応じた効果的・効率的な調査・検査 ➢重大・悪質事案への告発等による厳正な対応 ➢リスクアプローチに基づく効果的・効率的な証券モニタリング ➢投資者被害事案に対する積極的な取組み	(4) デジタライゼーション対応と戦略的な人材の育成	➢デジタライゼーションを活用した市場監視業務の高度化・効率化 ➢デジタライゼーションの飛躍的進展に伴う新しい商品・取引等への機動的な対応 ➢高度な専門性及び幅広い視点を備えた人材の戦略的な育成
			(6) 国内外の各機関等との連携	➢自主規制機関との更なる連携強化による効果的・効率的な市場監視 ➢多様な市場関係者と連携した市場規律の強化 ➢グローバルな市場監視への貢献を通じた国際連携の強化

⇩

PDCAサイクルによる市場監視態勢の不断の見直し

(出所) 「証券取引等監視委員会 中期活動方針(第10期) ～信頼され魅力ある資本市場のために～」を一部修正

がるものと考える。

後述するが、当該「目標の共有」のため、証券監視委としては、違反・不適切行為の未然防止に向けた情報発信の強化、再発防止等に向けた根本原因の究明と対話、多様な市場関係者との連携等に、取り組む方針である。

証券監視委における活動理念

第9期においては、証券監視委職員が意識するべき共通認識として、6つの「価値観」を掲げたところである。

第10期においても、同じ6つの概念を「活動理念」として引き継ぎ、より短く端的に示すことで、証券監視委職員がこれらの理念を日々の業務に具体的に落とし込みやすくした。これらの活動理念のもとで、職員1人ひとりが職責を適切に果たしていくことで、全体として証券監視委の使命を果たしていきたいと考えている。

6つの活動理念とは、次のとおりである。

① 公正・中立
② 説明責任
③ フォワード・ルッキング
④ 実効性・効率性
⑤ 関係機関との協働
⑥ 最高水準の追求

目標

証券監視委は、目指す市場の実現に向けて、次のとおり、「広く」・「早く」・「深く」市場監視を行っていくことを目標に掲げ、使命を果たしていく。

(1) 網羅的な市場監視(広く)

証券監視委は、市場で起こっていることを常に注意深く把握し、網羅的な市場監視を行っていく必要がある。

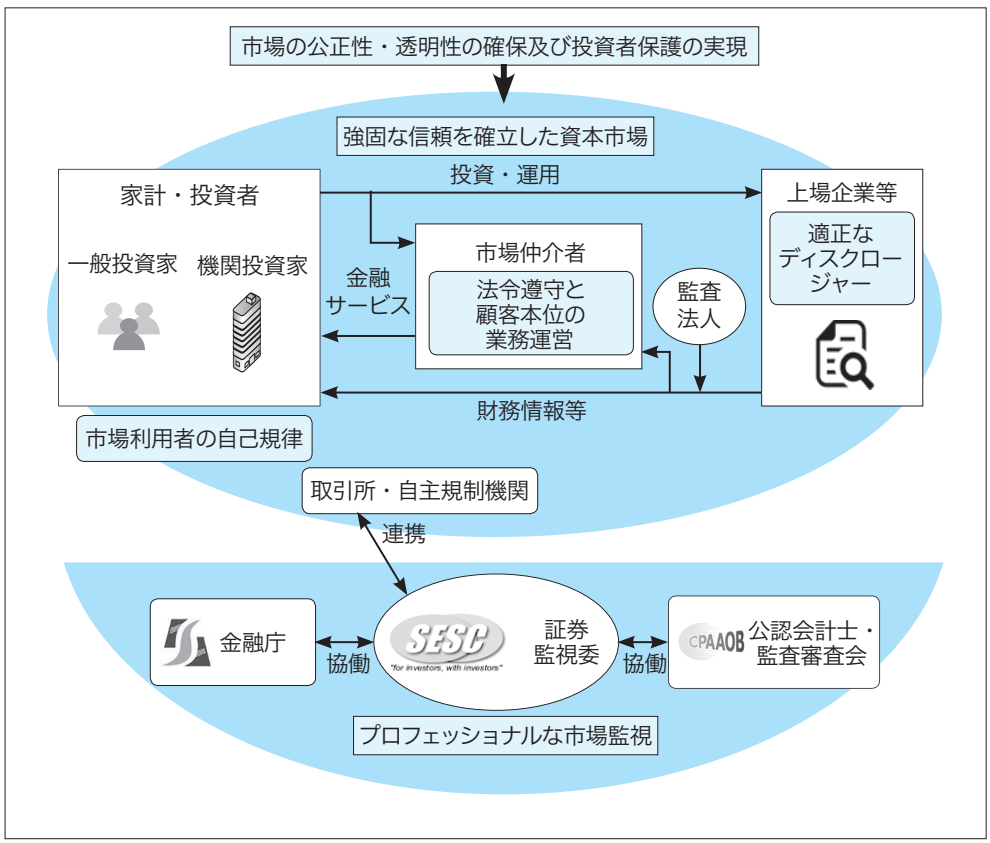
具体的には、取引等の複雑化、企業のグローバル化の進展、金融商品取引業者等のビジネスモデルの構造的変化等を背景とした、新たな商品・取引等のリスクを的確に把握・分析等を行い、必要に応じて次のアクション(調査・検査等)につなげる。

また、株式市場と債券市場、現物市場とデリバティブ市場、発行市場と流通市場等、あらゆる取引・市場に対しても、網羅的な監視を行う。

さらに、個別の問題事象について、事案の全体像を把握したうえで、他の類似事案等も見据えた横断的な視点も持って、実態解明および根本原因の究明を行う。

今般新たに、高齢者や幅広い年齢層の投資者が安心して投資できる市場の実現等のため、「高齢者を含む多様な投資者の保護」を加えた。証券監視委としては、多様な投資者について、その知識、経験、能力等のさまざまな属性を踏まえ、法令遵守や顧客本位の業務運営態勢の確保と

(図表2) 証券取引等監視委員会 中期活動方針(第10期) ～信頼され魅力ある資本市場のために～②



(出所) 「証券取引等監視委員会 中期活動方針(第10期) ～信頼され魅力ある資本市場のために～」を一部修正

いった観点から、金融商品取引業者等の業務運営の適切性の検証や投資者被害事案への積極的な取組みを強化していく。

また、投資者被害の未然防止や問題行為の早期是正につなげるため、国内外の関係者に向けた違反・不適切行為の未然防止の観点を含む幅広い情報発信を強化していく。

(2) 機動的な市場監視（早く）

証券監視委の持つ大きな強みでもある情報力を最大限活用しながら、機動的な市場監視を行う。

具体的には、これまでの情報収集・分析活動に基づく市場監視と、マクロ的な視点に基づくフォワード・ルッキングなアプローチを通じて、問題の早期発見・着手に努める。さらに、問題が顕在化していないものの調査・検査において改善が必要と認められた事項については、改善の促進を通じた未然防止および問題の拡大の防止につなげていくほか、迅速な実態解明・処理を行うことにより、問題の早期是正を行う。

(3) 深度ある市場監視（深く）

証券監視委は、調査・検査において法令違反等の問題が認められた場合、問題の実質面に着眼して、その根本原因の究明を踏まえ、当事者等と深度ある議論を行い、自主的な改善および再発防止に向けた取組みを促していくなど、深度ある市場監視を行う。

また、個別の問題事象の分析にとどまらず、前述の横断的な視点に加え、それらを踏まえた深度ある分析を行い、その結果、市場の構造的な問題が認められた場合は、金融庁、自主規制機関等に制度改善の提案を行うなどして、よりよい市場環境整備に貢献していく。実際の法執行の現場を担う証券監視委であるからこそ気づくことができる問題意識は、市場環境整備のために重要かつ有益であると認識しており、積極的なフィードバックを行っていく。

目標達成のための5つの施策

前記に掲げた「目標」を達成していくための具体策について、監視の段階別に、調査・検査の(1)入口、(2)実施、(3)出口に分けて整理し、それらを支えるものとして、(4)デジタライゼーション対応と戦略的な人材の育成、(5)国内外の各機関等との連携を加えた5つの施策を掲げた。

(1) 内外環境を踏まえた情報収集力の向上

問題の未然防止・早期発見につなげるため、マクロ的な視点で市場環境、業種および企業の分析を行う等、フォワード・ルッキングな市場監視が重要である。これは、マクロ経済環境の変化に伴う上場企業等の業績や株価への影響が不公正取引等のリスクとなり得るからである。

具体的には、調査・検査の端緒として活用するため、マクロ経済動向の把握とともに、国内外のマクロ経済情勢等を踏まえて選定した業種・企業に係る情報収集・分析を行い、その結果を証券監視委内で共有し、調査・検査に活用する。

また、こうした情報収集は、株式市場だけでなく、債券市場、現物・デリバティブ市場、発行・流通市場等のさまざまな金融市場に対して横断的に行っていく。

このようなマクロ的・横断的な視点に基づく情報収集に加え、グローバル化がさらに進展する市場環境下においては、海外からの情報収集も重要である。これまで海外当局との間では証券監督者国際機構（IOSCO）のMMoU（証券規制当局間の多国間情報交換枠組み）等に基づき、情報交換を行ってきたところ、さらなる信頼関係の醸成および強化に努め、そこから得られた海外における法執行状況や法制度等の有益な情報について、市場監視に活用していく。

(2) 深度ある分析と迅速かつ効果的・効率的な調査・検査の実施

発足当時、主に刑事告発を主な監視手段としていた証券監視委は、その後、平成17年の課徴金制度の導入など、監視ツールの充実・強化が図られ、組織としても独立した監視機関として体制が強化されてきたところである。このようななかで、証券監視委の持つ強みである充実した監視ツール、行政調査権限と犯則調査権限を効果的に活用した市場監視が重要である。

その観点から、取引等の複雑化、企業のグローバル化の進展、金融商品取引業者等のビジネスモデルの構造的変化等を背景とした非定型・新類型の事案[2]等についても、その態様に応じて、多角的・多面的な分析・検証を的確に実施する。

そして、機動性が求められる事案

には、課徴金納付命令勧告を視野に入れた調査・検査を積極的・機動的に実施することによって、不公正取引や開示規制違反の実態を解明するとともに、再発防止・未然防止につなげる。

一方で、重大・悪質事案には犯則調査権限を行使し厳正に対応するなど、メリハリのある監視活動を行う。

加えて、クロスボーダー取引による違反行為やグローバルに活動を行う企業の開示規制違反に対しては、当局間のＭＭｏＵの活用など海外当局との連携を実施しつつ実態解明を行う等、事案の特質に応じて効果的・効率的な調査・検査を行う。

金融商品取引業者等に対しては、リスクアプローチに基づくオンサイト・オフサイト一体のモニタリングを行う。オフサイト・モニタリングにおいては、監督部局等と連携し、規模・業態だけではなく、グループ全体の戦略や運営方針その他特性を勘案しつつ、ビジネスモデル等を含めた多角的な観点でリスクアセスメントを行い、リスクベースでオンサイト・モニタリング先を選定する。

積極的なオンサイト・モニタリングを実施し、金融商品取引業者等が取り扱う商品の内容や取引スキームなどについて深度ある分析を行ったうえ、これらが適切に投資者に対して提供されるよう、モニタリング先の規模・業態およびその他の特性等に応じて、法令遵守や顧客本位の業務運営態勢の確保といった投資者保護の観点から、業務運営の適切性を検証する。

さらに、投資者被害につながる金融商品の不適切な販売・勧誘等や内部管理態勢に対するモニタリングの実施や、無登録で金融商品取引業を行っている者について、裁判所への違反行為の禁止命令等の申立てを行うこと等、投資者被害事案に対して積極的に取り組む。

(2) たとえば、第9期においては、特殊見せ玉を用いた不公正取引に対し偽計を適用した事案、債券市場デリバティブに係る相場操縦の事案、非財務情報にかかる虚偽記載の事案、ウェブサイト広告を利用した誇大広告・虚偽告知等の事案などがあった。

(3) 市場規律強化に向けた実効的な取組み

証券監視委の行う調査・検査において、法令違反等が認められた場合に、必要に応じて課徴金納付命令勧告・行政処分勧告や刑事告発を行うことは、重要な職責の1つである。

一方、個別事案の調査・検査では、勧告や告発等の一定の「出口」に限定されずに、そこで得られた他の事案の処理においても有用と思われる情報や、調査・検査の手法およびノウハウ等を適切に集約・分析・蓄積し、市場監視業務全般に多面的・複線的に活用することが重要である。たとえば、不公正取引の調査の過程で認められた、証券会社の売買管理態勢上の問題などについて、当該不公正取引に係る調査にとどまらず、金融商品取引業者に対するモニタリングに活用するなどが考えられる。

こうした横断的な広がりのある視点に基づき調査・検査を実施するなかで、市場の構造的な問題を把握した場合には、建議、自主規制機関等への問題提起等を行うなど、よりよい市場環境の整備に向け、積極的な貢献を行っていく。

調査・検査において法令違反等が認められた場合に、問題の全体像を把握し、根本的な原因(ガバナンス、企業文化、人事評価、報酬等)を究明したうえで、調査・検査先と深度ある議論を行っていくことで、再発防止につなげる。さらに、問題が顕在化していないものの、調査・検査において改善が必要な事項が認められた場合には、問題意識を調査・検査先と共有し、違反行為等の未然防止につなげることが重要である。

違反・不適切行為の未然防止のためには、国内外への情報発信の強化も重要である。

具体的には、個別勧告事案等や事例集の公表等において、市場における自己規律の強化の観点から、事案の意義、内容および問題点を明確にした、具体的でわかりやすい情報発信を行うとともに、違反・不適切行為による投資者被害の未然防止に資するよう、投資者に対する注意喚起等の情報発信を充実させる。

また、市場規律の強化のためには、市場で起こっていることを常に注意深く把握し、新しい商品・取引等や、監視の目の行き届きにくい商品・取引等へ的確に対応することが重要であり、市場監視の空白を作らない取組みを深化させていく。

(4) デジタライゼーション対応と戦略的な人材の育成

前記(1)～(3)の取組み・活動を基礎から支えるものとして、デジタライゼーション対応および戦略的な人材育成は極めて重要であり、「目標」を達成するため、その充実・強化に努めていく必要がある。

① デジタライゼーション対応

国内外の金融技術の動向や規制当局・法執行機関におけるデジタライゼーションの活用状況等を踏まえ、市場監視業務の高度化・効率化を図るため、取引監視システム等におけるデジタライゼーションの一層の活用を、関係機関と連携しつつ、推進する。

具体的には、市場監視におけるデータ収集・管理、データ分析等の各業務プロセスに応じて、検討を進める。

また、アルゴリズムを用いた高速取引等、デジタライゼーションの飛躍的進展に伴って生じる新たな商品・取引等に対して、網羅的に監視が行えるよう機動的に検討・対応する。

デジタライゼーションの飛躍的な進展およびデータの大容量化に対応するため、調査・検査におけるデジタル・フォレンジック技術の一層の向上およびシステム環境の高度化を推進していく。

② 戦略的な人材の育成

デジタライゼーションの進展、取引等の複雑化や企業のグローバル化の進展等のなかで、証券監視委の使命を適切に果たしていくため、市場監視に係る高度な専門性および幅広い視点を持った人材の育成に、戦略的に取り組む。

(5) 国内外の自主規制機関等との連携

証券監視委が目指す公正・透明な市場の実現のためには、当局による市場監視だけでなく、自主規制機関を始めとした市場関係者が果たしていく役割がさらに重要となる。

まず、自主規制機関が、さらに主体的な役割を果たすことに資するよう、証券監視委の持つ情報や問題意識のタイムリーな共有等を行い、監視態勢のさらなる強化や市場規律の働いた市場環境の整備を行っていく。

新たに市場の公正性・透明性確保や投資者保護に関連する関係機関・団体等の市場関係者との連携の拡大を通じて、全体としての市場監視機能を強化していく。

クロスボーダー取引等に対する市場監視に係る課題については、二国間およびIOSCO等の多国間の枠組みでの問題提起および共有を強化し、グローバルな市場監視に貢献することにより、国際連携の強化を図っていく。

また、市場監視を担う海外当局との意見交換の機会を積極的に持つことで、これら海外当局における主な法執行事例や市場監視に係る問題意識等を把握し、証券監視委における市場監視に活用する。

さいごに

前述のように、本活動方針は、令和2年1月時点での経済金融情勢等を踏まえて作成したものであるが、市場を取り巻く環境が急激に変化する状況のなか、証券監視委自身も常にそれに合わせて変化し続ける必要がある。

たとえば、企業開示の分野では、「コーポレートガバナンス改革の進展を受けた非財務情報の重要性の高まり」、「財務情報における見積り要素の増大」、「監査報告書へのKAM(Key Audit Matters)の導入」など大きな改革が進められている。証券監視委としては、たとえば非違事例の再発防止に向け、上場企業の経営陣のみならず、監査役・監査委員と積極的にコミュニケーションを図るなど、ガバナンス改革の進展に応じた対応を講じていくこととしている。

このように、証券監視委自身もPDCAサイクルを適切に機能させることにより、的確に自らの課題を洗い出し、適切な対応を行うことが重要であり、そのために、これまでも外部有識者の意見を積極的に聞き、取り入れながら市場監視業務に活用していたところである。

今後とも引き続きこのような取組みを継続していくとともに、監視のあり方も含めて不断の見直しを行いながら、「広く」・「早く」・「深く」市場監視を行うことを通じて、すべての市場利用者がルールを守っていく。誰からも信頼され魅力ある資本市場の構築を目指して、その使命を果たしていく所存である。

古澤　知之(ふるさわ・ともゆき)
証券取引等監視委員会事務局長
東京大学法学部卒、昭和61年大蔵省入省、平成22年金融庁総務企画局企業開示課長、平成23年金融庁総務企画局市場課長、平成25年金融庁総務企画局政策課長、平成27年金融庁総務企画局審議官(監督局・官房担当)、平成28年金融庁総務企画局審議官(企業開示担当)、平成30年金融庁企画市場局審議官(企業開示担当)、令和元年金融庁証券取引等監視委員会事務局長(現任)。