

2017年度

関西大学会計専門職大学院

入学試験問題（7月募集）

[一般入試（素養重視方式）]

[外国人留学生入試]

## 小論文

### 受験上の注意事項

1. 監督者の指示があるまで、この問題用紙を開くことはできません。
2. 試験場においては、すべて監督者の指示に従ってください。
3. 問題は9ページまであります。
4. 試験時間は90分です。  
試験開始から終了までの間、試験教室からの途中退出はできません。
5. 机上には受験票、筆記用具、時計（計時機能のみのもの）以外のものは置かないでください。
6. 時計のアラームは解除し、また、携帯電話・スマートフォン等は必ず電源を切ってカバンにしまってください。
7. 不正行為を行った者は試験を無効とします。

# 小論文

---

## 問題

次の資料〔第 180 国会 参議院 財政金融委員会 第 11 号（平成 24 年 07 月 26 日（木曜日））会議録（部分）〕を読んで以下の問いに答えなさい。

- （1）O k 氏の社外取締役に対する考え方はどのようなものですか。
- （2）資料から社外（独立）取締役は日本以外の国々ではどのようになっていますか。
- （3）社外（独立）取締役の義務化にどのような問題があると述べられていますか。
- （4）O k 氏が配布した資料（6 頁以下）に関して、どのような問題点が指摘されていますか、すべて挙げなさい。
- （5）インサイダー取引とはどのようなものであって、どのような問題点があると考えられますか。
- （6）インサイダー取引に関してどのような対策が挙げられていますか。

資料〔第180回国会 参議院 財政金融委員会 第11号（平成24年07月26日（木曜日））会議録（部分）〕（固有名詞は記号化するなど一部改作しています）

〇〇k君 民主党の〇kでございます。

本日、委員会の開催が遅れたことに関しまして、与党の筆頭理事としておわび申し上げたいと思います。

さて、本日は金融商品取引法の法案審議でございますが、昨今、増資インサイダー問題、新聞若しくは報道等で伝えられております。今回、これに当たりまして、金商法として最も重要な分野でありますので、まず冒頭に質問したいと思います。

本日の日本経済新聞によりますと、「野村CEO辞任へ」、増資インサイダーで責任を取りということでございます。突然のニュースで私もびっくりいたしました。

このことに関して、M金融大臣、御感想がございましたら、お聞きしたいと思います。

○国務大臣（M君） まず、金融担当大臣として、委員会を開催していただき金商法等の御審議に入っただけということ、委員長を始め委員の皆様方に心から厚く御礼を申し上げます。ありがとうございました。

ただいまのお尋ねのことでございますけれども、報道については、今朝、私も見て承知いたしました。野村ホールディングスがそのような人事を発表したということは全く承知しておりません。

金融庁としましては、個別証券会社グループの人事につきましては従来からコメントを差し控えてまいりましたし、今回もコメントを差し控えさせていただきたいと、そう考えています。

以上でございます。

〇〇k君 個別の事例だったら結構でございますが、業界のリーダーである、さらにはこれまで金融庁もこの関連に関して幾つか処分をしておりますから、もう少しはっきりとしたメッセージを出すべきじゃないかと私は考えます。

例えば、今回の問題に関して、業界のリーダーたる野村証券がしっかりとけじめを付けたと、このことは業界として非常に素晴らしいことだと思いますし、そういったコメントをいただけるのかなと思いましたが、非常に残念でございます。

今日は、東京証券取引所のS社長もお見えであります。S社長は、もうこの業界では極めて実績そして見識もでございます。是非、S社長の御見解をいただきたいと思っております。

○参考人（S君） 一時、野村証券に在籍した者といたしまして、後輩がああいう不始末を繰り返したということに対して、大変、先生方にもおわび申し上げたいと思っておりますし、市場を我々も今一生懸命、先生方とともに、世界、特にアジアのモデルになるような市場をつくらうということで、それしか競争力の源泉はないと思っていろいろ努力をさせていただいている中で、内側からこういうスキャンダラスティックな事件が起きたということで大変残念に思っております。

やはり、とるべき処置を自らしっかりとって、責任をあらわにしてクリーンにしてもらいたい、そのように思っております。

以上でございます。

○Ok君 続きまして、最近、金融審議会では、独立社外取締役の設置を強制しないということを結論付けました。しかし、補足説明では、東京証券取引所の上場規則に委ねるということを書いております。

この理解でよろしいか、法務省参考人に質問したいと思います。

○政府参考人（H君） 法制審議会会社法制部会における会社法の見直しのための審議はまだ続いておりまして、最終的な取りまとめには至っておりません。社外取締役の選任を義務付けるかどうかにつきましては、会社法制部会において議論されているテーマの中でも当初から意見が大きく対立していた論点の一つでございます。

多様な意見がある中で、現在取りまとめの案として議論されている内容を御紹介いたしますと、社外取締役がない株式会社について、その理由に関する情報の開示を充実させる、また、金融商品取引所の規則において、上場会社は、取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設けるというものでございます。

○Ok君 これに関しまして、要するに、東京証券取引所がどうするかということであります。今日、東京証券取引所のS社長もお見えでございますから、是非この問題に関して御意見を聞きたいと思っております。

この問題と申しますのは、去年はオリンパス問題がございました。ここで企業のガバナンスの在り方、大いに議論がございました。民主党の提言、そして自民党さんの提言、同じような方向でございます。社外取締役に関しましては強制する、若しくは強制に向けて動く、もちろん法律で難しい場合にはしっかりと上場規則でうたうべきであると、こういった方針を出しております。

今回の金商法におきましては、総合取引所ということで東京証券取引所がアジアの雄としてしっかりとメッセージを発信する、こういったことが必要です。そのためには、東証に上場している企業におきましては世界的にガバナンスが信頼される、こういったことが必要であります。このことに関して、S社長の御自覚、若しくは今後の方向性に関して質問したいと思います。

○参考人（S君） 先生御指摘のとおり、独立性を有する取締役会によって経営者をモニタリングすると。これは何も今新しいことではありませんで、もう先進的な資本主義国家においては上場会社が備えるべきスタンダードであるということで、これ、実は、御存じのとおり、二〇〇四年OECDのコーポレートガバナンス原則にその趣旨がうたわれていることであります。当然、OECD加盟国の中でこれをはっきりしていないのは日本だけでありまして、それ以外にも、非加盟国、例えば中国あるいは台湾、そういうところですらはっきりした態度を明確にしております。

我々としては、日本の上場会社が、こういう世界のルールといいますか、そういうものに目を背けていつまでもいるということは問題だというふうに思っているわけであります。

そういう意味で、今回、法制審議会でもし結論が、これは八月一日にお話が出ると聞いておりますけれども、義務付けということであれば、我々は速やかに義務付けをする動きになりますし、もしそれがそういう結論でなかった場合も、今までもそうでしたけれども、粘り強く何らかの運動を先生方とともに展開させていただきたいと思っております。

御参考までに諸外国の状況は実際どうかということでありませぬけれども、例えばアメリカ。アメリカはかなりユニークでありまして、SECの強い指導や連邦法による間接的な強制の下で取引所の上場規則、これニューヨーク証券取引——よろしゅうございますか。済みません。

○Ok君 もうその辺りは分かっておりますし、もう実際に東証及び法務省とこれは何度も何度も議論しております。

ですから、S社長がここに来て申し上げてもらいたかったのは、リーダーとして、いつ独立取締役を東証として最低一名にするかと。つまり、今の言葉というのは、法制審が決めたら自分たちも決めると、これでいいのかということです。つまり、独立取締役というのは東証自身の問題じゃないかということです。ですから、あなたがいつから始めるかと、このことを聞きたいんです。

○参考人（S君） 先生の御指摘は分かりますけれども、今、話をしていた途中でありますが、じゃ諸外国は実際どうなっているかということは是非しっかり参考にさせていただきたいと思いません。

アメリカは、連邦法というものによっては、会社法がありませんので、ステート法しかありませんので、取引所というものを使って義務化しているというかなり例外的なケースであります。先ほど言いますように、ほかの、韓国ですとか中国辺りは法律にしております。

イギリス、これはヨーロッパ全体の一つのモデルですので、イギリスがよく参考にされますけれども、イギリスにおいては社外取締役の選任が義務付けられてはおりません。その代わり、FRCという、これは取引所とは全く異なります、独立した公的機関が定めるガバナンスコードが社外取締役の選任について、上場会社が尊重すべき最良の行動規範の一つとして挙げているということでもあります。

それに加えて、御案内のように、FSA、金融庁のようなところですが、これは役所ですね、これ取引所とは異なる公的機関が定める開示規制、この組合せによってできておりますので、世界でロンドン・ストック・エクスチェンジ等々、ストック・エクスチェンジが上場ルールで義務化しているというのは、アメリカの例外を除いて、かなり少ないということがまず事実であります。

したがいまして……

○Ok君 端的にお願いします。

○参考人（S君） 私どもとしては、先生の質問に対しては、やはり義務化というものが審議会で決まらなかった場合は、それを民間機関である、民間の業者である取引所が独断で強行することとはなかなか難しい。それは、上場会社も我々にとっては大変なお客さんでありますし、投資家も両方ともお客さんであります。御両者の了解、理解が必要でありますので、しつこく我々はそこを求めていきたいと。

現実には、でも、もう五〇%以上、特に外国人が二〇%以上持っている会社については六五%以上……

○委員長（O d君） 御発言をおまとめください。

○参考人（S君） もう独立取締役が入っているということをお伝えしたいと思います。

○○k君 時間が制約されておりますから、端的にお願いします。言いたいことは分かりますが、あなたの発言は世界中が見ております。

東証の上場企業のPBR、現在は〇・八です。つまり、一以下というのは清算価値以下ということ。いかに日本企業が信頼されていないか。それは、オリンパス問題で粉飾決算がありました。ガバナンスの欠陥、そして増資インサイダー、こういった問題です。つまり、あなたの市場が批判されているんです。その当事者意識を是非持ってほしいと思うんです。もう残念ですが、当事者意識がないと私は思います。

そこで、M金融大臣、大臣の御所見を聞きたいと思います。この問題に関して、金融庁としてどう考えているのか。特に、東京証券取引所に対して、どうあるべきだと考えているのか。金商法の中で議論すべきテーマです。

○国務大臣（M君） 申すまでもありませんが、経営に対する監督機能、これが十分に確保されているということ、これは良質な経営を確保する上で極めて重要だと考えています。また、我が国取引所の国際金融センターとしてのプレゼンスを向上させる観点からも、取引所に上場する企業の経営監督機能が確保されていることが重要だと、そのように考えています。

いずれにしましても、こうした趣旨を踏まえて、取引所においては適切な取引所規則等の整備に向けた努力が行われていくものというふうに考えております。

以上でございます。

○○k君 M大臣のお言葉が正しいとしましたら、私は非常に立派なお言葉だと思っています。でしたら、東証が大阪証券取引所と合併しております。日本で事実上唯一の証券取引所が、その社長さんが先ほどの答弁でしたら、本当に大丈夫かと、日本の証券市場は大丈夫かと思わざるを得ません。非常に残念であります。

続きまして、証券等監視委員会の事務局長に質問したいと思いますが、二〇一〇年十月に英国ファイナンシャル・タイムズ紙は、海外、さらにはIFR、こういったメディアで日本の増資インサイダーの可能性に関して報道しておりました。その報道を受けまして、この一年半、証券等監視委員会はどのような組織変更をしたのか、若しくはどのようなことをしたのか、話せる範囲で説明をお願いします。

○政府参考人（T君） リーマン・ショック後の大型公募増資ラッシュ時に問題が認められましたことから、私どもといたしましても、増資インサイダーの問題には当時から関心を持って市場監視の対象としてまいりました。

その際、多数の銘柄にわたって膨大な取引を解析していく必要がございましたので、まず、本日ここに御出席いただいている東証のS社長以下の御協力をいただきまして、基礎的なデータの解析から入っていったわけでございます。

ただ、今回の調査対象は内外のプロ投資家によるクロスボーダー取引を利用いたしました非常に困難な事案でございます。そういったことを受けまして、私どもといたしましては、昨年の八月に、監視委員会事務局の取引調査課の中にこのようなクロスボーダー取引等を利用いたしましたプロ投資家による不公正取引の実態解明を専門に担当するプロジェクトチームを立ち上げ、国際取引等調査室と称しております、そういった取組を行いまして、職員を集中して取り組んでまいりました結果、この春から課徴金勧告を何件かささせていただくに至ったということでございます。

今後とも、私どもといたしましては、こういった内外のプロ投資家によるクロスボーダー取引の監視に当たりましては、証券取引所あるいは海外の証券規制当局とも連携しながら、私どもの体制整備も進めつつしっかりとした対応をしていきたいと考えているところでございます。

〇〇k君 ありがとうございます。是非、しっかりとやってもらいたいと思います。

続きまして、資料を配付しております。資料の一、こちらは東証の方からいただきました資料です。どういう資料かといいましたら、いわゆるインサイダー取引の可能性のあるリストだと私は思っておりますが、例えば一番の全日空に関しまして、ページ、二ページを御覧ください。

こちらは、二〇〇九年七月一日の十五時四十五分に増資をするという公表がなされています。通常、証券取引所は十五時に終了しますから、その後に情報が公開されております。

次のページを御覧ください。

上の表の棒グラフに関しましては、取引の商いが公表前に急激に伸びたということでありまして、確率的に言いましたら、下の正規分布の表であります、百万分の一・五ということですから事実上あり得ない、どこからか情報が漏れたと、こういったリストであります。これは前一月の商いに対して約九・六五倍になっています。こういったことがあり得たということです。

同じように、平成二十一年一月一日からこういった銘柄をランキングをしましたところ、二十銘柄作ってまいりました。どうして公表前に取引が、量が増えるのか、これが日本市場の構造的な問題ではないかと思っております。

例えば、ページ、五ページを御覧ください。

日医工というところでありまして、こちらに関して、同様のことでございます。こちらは、二〇一一年一月二十八日十六時に公表されたはずなんです、こちらにも公表前に大きく売買幅が増えております。

こちら、全日空のケースに関して、どうもある新聞社が前日若しくは当日の朝に新聞等で報道したということございまして、いわゆる発行体の方がその事実は違うという報道をしております。本来でしたら、そういった報道のときに売買を停止すべきなんです、実際、売買は停止されずに売買高が増えているという状況です。日医工に関してはそういったいわゆる情報漏れはないはずなんです、取引が非常に大きいということでありまして。

こちらに関して、ページ、七ページ、じゃ、これは公表データなんです、どの投資家が売りポジションを多く持っていたのかと。〇・二五%以上に関しては、東証のルールとしてしっかりと公表するようになっております。こちら、投資家の名前は申し上げませんが、例えばAマネジメントというのが全体の一月二十五日に〇・三七%、十二万三千株を売っていたと。何かおかしいんじゃないのというようなことが分かります。

さらには、ページ、八ページ、日本板硝子、こちらはインサイダー取引として認定されておりますが、同様に、二〇一〇年八月二十四日十六時に公表されたはずなんです、公表日前に大きく売られているということです。ページ、九ページを御覧ください。

さらに、ページ、十ページ、十一ページ、どの投資家が売っていたかということでございます。その中で一つ名前を出せますのは、エージアン・マネジメント、こちらはいわゆるジャパン・アドバイザーでございます。それ以外にも多くのヘッジファンドが売却していると。

こういった状況に関して、是非ここで議論したいと思えます。つまり、本来でしたら確率的にあり得ないのに恒常的に情報漏れがあり、公表データでしっかりと公表されていると。

こういったデータに関して、実は私の方で東証の方に、こういうフォーマットで作ってくださいと、こういう公表をしてくださいという形で初めて出てきました。本来でありましたら、これは東証自らが自分のために、つまり、東京証券取引所の機能を高めるためにやるべきなんです、なかなか自らやっていたという状況です。

このことに関して、東証のS社長、御見識、若しくはどういふことをこれからやっていくか、質問したいと思います。できましたら、手短かにお願いします。

○参考人（S君） お答えいたします。

この空売りのデータ、これは十ページ等々にありますが、これは公開されている、我々のところに、ホームページに公開されているものでありますが、先生御指摘のとおり、これはリーマン・ショックが起きたときにイギリスのシステムを日本へ持ち込んで急遽つくったやり方が今このままあるということでありまして、今後、これをもう少し見やすいように改善するという事はやっていたかなければいけないかと思っております。

このデータは、既にもう情報会社辺りが自分なりに修正して有料で売り出したりしておりまして、市場に普及しているデータではありますが、我々としてはもう少し見やすいようにしたいということが一つです。

それから、先生の御指摘の、これは問題があるんじゃないかと、これは東証で分からないのかということがあったんじゃないかと思えますが、確かにこういう数字はあるんですが、私どもとしてはあくまでも自主規制法人、これは監視委員会等々に自主規制法人がこういうデータをお渡ししていろいろ問題点を提起するという仕事ぐらいまででありまして、我々自身が行政官でもありませんし、そこは十分監視委員会と連絡を合っているということだけ報告したいと思えます。

○Ok君 S社長のコメントに対して一つだけ申し上げたいのは、実際、私も東証のホームページをクリックしました。PDFファイルにあります、いかにも見づらいです。いかにも公表していますという事実だけを載っていますが、相当時間を掛けないと出てこないということです。実際に、この二十銘柄に関して一か月誰が売っていたかということで東証の職員にお願いしました。そうしたら、一週間近く掛かりました。どうして早くできないのと、いや、一つ一つ調べないといけないと。いわゆるプロである東証の職員でも時間が掛かるのに、どうして一般の人が分かりますか。やはり、普通でしたら、例えばエクセルシートにするとかデータベースにして一覧性、何をしているか分かったら、こういったことが本来自主規制機関としてあるべき姿だと思っております。



ですから、東証は誰を向いているかということなんです。つまり、東証の株主が証券会社であったり、若しくは大きな投資家含むヘッジファンドしか見ていないとしましたら、いわゆる中小の投資家であったり海外の真面目な年金基金は東証の上場企業の株というのは信頼できないというふうになるんじゃないですか。そのことがPBRが一を割ってきているということです。是非自ら自覚してほしいんです。

今回は、金商法として最大のテーマといいますのは、東証をいかにアジア若しくは世界で、中心である証券取引所にするか、こういった問題でありますから、自らが変わらないといけないと思うんです。つまり、東証は、よく言われますが、役所よりも役人的であると、こういう状況ですから、是非民間からいらっしゃったS社長には私は相当期待しているんです。今日の答弁は余り評価できません。

もう一度、S社長、今後の方向性に関して是非リーダーシップを発揮してと思いますので、答弁をお願いします。

○参考人（S君） 御指摘の点については十分考慮して対応していかなければならないということとは自覚しております。

先ほど申しましたように、この情報データ等々については、役所とも話しながら、もう少し見やすいような分かりやすいものに変えていこうということはやらせていただきたいと思います。

それから、今の御質問が最初のことに絡むことであれば、先ほど申しましたように、我々は、上場ルールに関しましてもやはり独立した取締役を入れるべく努力するということは、これははっきりお約束できる。つまり、入らなければその理由を厳しく求めるというような形とか、そういう形でまずスタートさせていただきたい、こういうことでございます。

○Ok君 独立取締役に関しては今度の会社法改正と全く同じですから、全く意味ないですよ。つまり、独立取締役を設けなかったら説明すると、同じこと言っているわけですから、本来でしたら東証はもっと一歩進まないといけないんです。もう少し努力をしてください。

続きまして、M金融大臣に質問しますが、今回の資料の一のリストを御覧ください。その中で、二十社中いわゆるインサイダーが認定されておりますのは、東京電力、国際石油開発帝石、日本板硝子、そして、みずほファイナンシャルグループです。残り十六に関しては認定されておられません。

このことに関して、M金融大臣の御見解をただしたいと思います。

○国務大臣（M君） 資料を提示していただいております。

証券取引等の監視委員会におきましては、リーマン・ショック後の大型公募増資ラッシュ時の公募増資案件について、これを精力的に調査してまいりました。その結果、本年三月以降には、御指摘のように五件のインサイダー取引にかかわる課徴金勧告を行ったものというふうに承知をしております。

また、お尋ねの、これ以上ないのかどうかという御質問につきましては、これはお答えは差し控えさせていただきたいというふうに考えています。仮に法令違反が認められれば、これは証券取引等監視委員会において厳正に、厳正に対処されるものというふうに承知をしております。

担当大臣として申し上げれば、一般論ですけれども、証券取引等監視委員会が公募増資に関連したインサイダー取引といった我が国市場の信頼を損なう問題に対して、取引所や海外当局とも連携しながら実効性の高い市場監視を行うことが、我が国市場の透明性の向上に資するものだというふうに強く考えています。

以上でございます。

〇〇k君　そろそろ時間ですので最後の質問にしたいと思いますが、厚生労働省の参考人に質問したいと思います。

インサイダーの事例がございます。今回の問題に関して、ある信託銀行がインサイダー取引をしましたが、その罰金は五万円とか七万円であります。こういった状況に対して何らかの手当てが必要だと思っています。

その場合に、一つの方法としましては、公的年金あるいは公的資金に関しまして、インサイダー取引、もちろん、必ずしも一回ではなくて数度にわたりインサイダー取引をしたとか重度な問題があると、こういった信託あるいは投資顧問業者に対して資金を預けない、特に新規資金を預けない、こういったことを私ども民主党の方では提言を取りまとめをしました。

このことに関して、厚生労働省の参考人、御意見を聞きたいと思っています。

○政府参考人（K君）　お答え申し上げます。

まず、公的年金の積立金の運用を行いますGPIFについて申し上げますと、積立金の管理運用につきまして具体的な方針として管理運用方針というのを定めておるところでございます。この中で、過去三年以内に資金運用業務に関しまして著しく不適切な行為があった場合につきましては、当該ファンドは選定しないというふうにルールを決めてございます。

御指摘のようなインサイダー取引等の事案があった場合は、この管理運用方針に基づきまして、具体的内容を踏まえた上で、専門家から成ります運用委員会の意見も聞きながら適切に対応していくということにしたいと思っています。

あわせて、一方、厚生年金基金の方でございます。こちらにつきましましては、委員御承知のとおり、運用に関しましてガイドラインというものを厚生労働省の方で定めてございます。現行の中でも、その中で、運用受託機関の選定に当たりましては、当該機関の運用体制等についてきちっと考慮して行うといったことをきちっと定めておるところでございます。

実は、さらに、近々このガイドラインを改正をしようということで今パブリックコメントをしているところでございますけれども、その中で、オルタナティブ投資等を行うような運用受託機関の選定に当たりましては、法令あるいはこうしたガイドラインの遵守状況等、内部統制体制についてもきちっとチェックしていこうと、こういうことをやっていこうというふうに考えています。

いずれにしても、こうした取組を通じて、各基金におきまして適切に運用受託機関の選定を行っていきたいというふうに考えてございます。

〇〇k君　時間が参りましたので、これで終了したいと思います。