
「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」に関する説明会

金融庁 監督局 証券課
課長補佐 廣川 斉

日証協 平18.7.19

本稿は、7月19日に開催された「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」に関する説明会」における金融庁監督局証券課課長補佐 廣川 斉 氏の講演要旨をまとめたものである。

(事務局)

ただいまより、「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」に関する説明会を開催致します。

本日は、ご多忙の中、ご参加いただき誠にありがとうございます。ご案内のとおり、去る6月30日、証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会におきまして「論点整理」が取りまとめられ、公表されております。同「論点整理」では、証券会社が担うべき市場仲介機能等の適正な発揮に向け、今後、市場関係者が求められる取組みについての検討結果がまとめられ、その中で本協会に対し種々の検討要請が行われております。

本協会におきましては、今後、さまざまな諸施策の検討を行っていくにあたりまして、会員の皆様のご意見を参照させていただきたいと考えておりますことから、本日は、会員の皆様とともに、同「論点整理」の取りまとめをご担当されました金融庁の方から、「論点整理」の内容につきご説明をいただく機会を設けさせていただきました。

本日は、金融庁監督局証券課より、廣川課長補佐にお越しいただいております。廣川課長補佐には、公務ご多忙の中、お越しいただきまして誠にありがとうございます。

それでは、早速ですが、よろしくお願い致します。

(廣川課長補佐)

金融庁監督局証券課課長補佐の廣川と申します。よろしくお願い致します。お忙しい中、大勢の方にお集まりいただきまして誠にありがとうございます。

本日の説明会では、金融庁監督局が事務局となって開催された「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の成果のご紹介、また、その成果をどのように次につなげるのかについてのご説明をしたいと考えております。お手元にある「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理のポイント」と「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理 6月30日」を見比べながらお聞きいただければと思います。最初に「懇談会」の位置づけ及び問題意識をご説明します。次に、その問題意識に基づき議論をした結果として、大きく四つの分野について出された成果を分野ごとにご説明します。

今年の3月に設置された「懇談会」では、証券界、機関投資家、発行体その他有識者の方々に委員として参加いただき、計8回の会議で議論をしていただいた上で、これら委員の方々から出された意見を「論点整理」としてとりまとめました。なお、金融庁からは、監督局長以下

監督局の担当者、総務企画局の市場行政担当者、証券取引等監視委員会の担当者が参加しました。

それでは、「論点整理」についてご説明します。

「論点整理」においては、まず、「証券会社の役割」を整理しました。発行体、機関投資家・一般投資家・ファンド等の投資家等、様々なプレイヤーが証券市場にアクセスする際に、必ずと言っていいほど市場仲介者たる証券会社が間に入る形で取引が行われています。この証券会社の市場仲介者としての機能には、「公共性」があると考えています。また、そこで求められる役割としては、市場仲介機能の効率的かつ安定的な発揮、及び投資家・発行体の不公正取引・不正行為のチェック機能の発揮があります。

証券会社は、市場プレイヤーとしても機能しています。証券会社及び証券会社のグループ会社が行う自己売買やプリンシパル投資については、それにより証券市場の厚みが増し、流動性が高まっているという効果があると一般に言われています。懇談会では、証券会社が市場仲介機能と市場プレイヤーとしての機能の両方を担っていることに鑑み、複数の機能間の利益相反から発生する問題を防止するために、証券会社が高い自己規律の下で健全かつ適切な業務運営を行うことが重要であると整理しています。

このような証券会社の役割を前提として、次に、昨今の証券会社を取り巻く状況を振り返ると、金融システム改革以降の10年ほどの状況変化として、以下の4つの変化が挙げられます。

一つめは、「自由化による競争の進展」です。金融システム改革により、参入については、免許制が登録制に変わり、退出規制も、認可制が届出制に変更されました。また、銀行系証券子会社について業務範囲の制限が見直され、いわゆる完全参入が実現しました。

そうした中で、参入・退出の数は相当増えています。金融システム改革前の平成元年度から9年度には、年平均で、参入が5.6社、退出が2.7社であったのが、システム改革後の平成10年から17年度には、参入が21.9社、退出が21.4社に増加しています。さらに、本年3月末までの1年間には、参入が38社と、登録制移行後最高水準になっています。

自由化に伴い、いろいろな形での競争の進展が見られます。参入・退出規制の自由化に加えて、金融システム改革では、手数料の自由化も行われ、手数料の体系が大きく見直されました。特に、リテール分野での手数料の大幅な引下げが行われ、IT技術の進展によるインターネット取引の普及に伴って、今に至るまでその大きな流れが続いています。

競争の進展に伴い、証券界の地図は一変したと言えるかと思います。昔のような、総合証券といった言葉が語られなくなり、むしろ、特定の業務に特化した証券会社が出現したり、あるいは、いろいろな形で金融機関と連携を図る動きが見られたりしています。さらに、証券仲介業制度等により、販売チャネルが拡大をしています。

こうした中で、これまでの証券業界の慣行も変わり、また、何か一つのテーマがあるときに、業界内ではどういった議論になるのか予測することも難しくなっていると思われます。

二つめは、「業務・商品等の自由化・多様化」です。免許制の下で4種類に分類されていた業務区分が、登録制で一本化されるとともに、有価証券店頭デリバティブ取引の解禁等により、業務規制が緩和されました。また、証券業の本業以外の業務への参入についても緩和されまし

た。こうした中で、証券会社による収益源の多様化への取組みもあって、新しい商品・サービスの提供が行われています。

収益源の多様化の一例として、M&A助言関連業務があります。これまで、日本ではなかなか助言手数料が収益になりにくいと言われてきましたが、最近証券会社の方々からお話をお伺いしますと、こういった分野でも、少しずつではあるのかもしれませんが、発行体が手数料を払うようになってきているようです。また、プリンシパル投資については、ここ1年、2年ぐらいでこれまでの取組みが収益面での実績として見えるようになってきたのではないかと思います。

三つめは、「新規上場の急速な増加」です。6つの新興市場において、財務面では必ずしも実績がないけれども成長性があると思われる企業が上場を果たすようになってきています。他方で、証券会社側では、引受主幹事社数が増えており、昔のような、大手4社を中心として引受けの慣行を作っていた時代からは様変わりしているというように思われます。後ほど取り上げますが、引受け、あるいは新興企業の上場を巡っては、いろいろな問題事例発生しているという認識が、懇談会においても示されています。

四つめは、「事前規制型監督手法からの転換」です。既に、金融システム改革前の平成4年に証券取引等監視委員会が検査・監視部門として設置された時が、証券行政にとって、一つのターニングポイントであったように思われます。金融システム改革においては、通達の廃止や免許制の登録制への移行等の中で、自由化・多様化の下での監督については、事前規制型を極力排する、すなわち、予め参入を制限するとか、特定の商品・サービスの提供を制限することは止める、そして、法令違反行為、不適切な行為、あるいは、それに伴う内部管理態勢の不備、法令遵守態勢の不備が見つかった際には是正を求めていくという行政に転換が見られたと考えています。

金融システム改革以降10年弱程経ちますが、そこでの課題をもう一度整理すると、証券市場全体で、大きく2つあると考えます。一つは「利用者保護」であり、もう一つは「市場の公正性の確保」です。これらは、金融システム改革以前からの課題ですが、縷々申しあげました最近の状況変化の中で、その達成は、当局にとって容易ならざるものになってきているように思われます。また、そうした認識は、懇談会においても一定共有されていると思われます。

利用者保護の徹底、利用者利便の向上について、昨今、一般の投資家のレベルまで、多様な商品、あるいは、複雑な商品、例えば、仕組み債とか、デリバティブを組み込んだような投資信託、新興市場国を含めた外国の有価証券に投資する投資信託、ファンド・オブ・ファンズ型の投資信託等の様々な商品が提供されており、かつ、この流れはますます加速していると思われます。商品の裾野が広がっているということは、利用者利便の向上の観点からよいことですが、他方で、投資家が商品を適切に理解した上で投資をしているかが重要になってくると思われます。

金融商品取引法が本年成立致しましたが、金融庁としては、証券に限らず、もう少し広い視野で利用者保護の問題を考えてきました。例えば、有価証券扱いになっていないようなファンドが個人の投資家に販売され、結果的に大きな被害を生んだ事例がありましたが、こうした多

種多様な商品・サービスも視野に入れて、利用者保護を図っていかなければいけないというのが今回の法律です。そこには、包括的・横断的な利用者保護を図っていくという視点があります。

また、利用者利便の向上とは、「保護」よりももう少し積極的に、イノベーションを促進して、創意工夫で、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を促していく、そういう視点も持ちましょうということでもあります。

次に、市場の公正性の確保について、この半年間に起きた象徴的な事件において、様々な問題が顕在化したと考えています。また、それ以外にも、例えば、インターネット取引、あるいは、コンピュータシステムを使った取引の普及によって、見せ玉等の新しい不公正取引の類型が現れています。多様なプレイヤーが参加することは、自由化の一つの成果ですが、それが結果的に、市場の公正性を阻害することのないような取組みが必要です。

こうした二つの課題に関して、証券会社においては、市場仲介者として、あるいは市場プレイヤーとして、「高度で強固な内部管理態勢の構築」が大きな課題になってくると考えています。

こうした諸課題への対応として、大きく三つの取組みがあると考えられます。

一つは、金融商品取引法のような法改正による対応。次に、その法律の下でのエンフォースメント、法執行態勢の強化です。そして、三つめが、法制度の整備及びそれに基づくエンフォースメントの強化と互いに補完しあう関係にあるものとして、証券会社ご自身の取組み、あるいは、自主規制機関としての日証協及び取引所の取組みがあります。懇談会では、この三つめの取組みに焦点を絞って、協会の自主規制機能の活用や、証券会社自身の規範の整備等を議論しました。

少し脱線しますが、先ほど、事前規制型の監督手法からの転換を説明しました。これについては、いわゆる事後チェック型の行政と言われておりますが、懇談会においては、ややもすれば、その趣旨が誤解されているのではないかという議論がありました。

すなわち、極端に言うと、事後チェック型の行政というのは、検査で法令違反の事例を見つけて、それを処分するだけの行政である、あるいは、法令違反が無ければ何もしないという誤解があるのではないかというものです。

論点整理においては、懇談会の議論を踏まえて、『事後チェック型の監督』とは、業務範囲、商品、サービス等に対する事前規制を極力排するという意味であって、投資者保護等の実効性を確保するために証券会社の業務の適切性を予防的にチェックすることを排除するものではない。「証券会社において適切な経営管理態勢、法令等遵守態勢、内部監査を含む内部管理態勢等が構築されているかを常日頃からチェックすることは当局の重要な役割であろう」という考え方が示されています。

これは、法令違反行為の有無に係らず、監督当局は、常日頃から証券会社のモニタリングをしていくことが、今申し上げてきた諸課題に取り組むにあたって有効なのではないかという考え方です。

現行制度でも、「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」第10条において、証券会社の内

部管理態勢の不備が法令違反行為として規定されています。本年6月末までの1年間に公表された証券会社に対する行政処分は全部で17件ほどありましたが、その中でも、例えば、システム管理態勢の不備、投資家の不公正取引を防止するための管理態勢の不備等の管理態勢面での不備を指摘事由として、行政処分を行った例が多数ありました。

ここ1年の傾向と致しましては、悪質な法令違反に伴う業務停止命令は減少傾向にはあると思いますが、態勢面においては不備があるということではないでしょうか。

先日証券取引等監視委員会から公表された検査の基本方針においても、内部管理態勢、あるいは内部統制について、引き続き重点的に見ていくことが示されています。また、監督局においても、この夏から1年間の監督の方針を、いずれ公表することを考えておりますので、併せて参考にしていただければと考えております。

続いて、大きく二つ目の証券会社の市場仲介機能等を巡る主な論点についてご説明します。

「論点整理」においては、個別の規制を具体的に書き込む、あるいは、決めるといったことはしていません。むしろ、今後検討が必要な事項を洗い出し、一定の検討の方向性、さらに、それを誰が具体的に検討していくべきなのかといったことを示しています。

また、懇談会においては、委員の方々から様々な意見が出て、必ずしもコンセンサスが得られなかった論点もあります。「論点整理」の中では、コンセンサスが得られなかった論点についても、今後いろいろな形で議論、検討をしていただく余地を残すべく、どのような意見があったか書かせていただきました。ぜひ一度、「論点整理」本体にも目を通していただけたらと思います。

主な論点として、具体的に大きく4つの分野があります。

一つめは、「市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上」です。

昨年12月、証券会社による大規模な誤発注があり、また、年明け以降最近に至るまで比較的大きな誤発注が相次いでいます。これを受けて、金融庁では、一斉点検を行い、誤発注防止に向けた取組み状況について調査をさせていただきました。去年の12月までの1年間に、1億円以上の損失が出た誤発注は、昨年12月の一件だけでしたが、残念ながら、今年に入って、1億円を上回る損失規模になっているであろうと思われる誤発注がすでに複数発生しています。そうした中で、証券業協会においては、既に積極的な対応を行われ、本年4月18日に注文管理体制にかかる自主規制規則が制定されました。

同規則の実施は、本年10月1日であり、それまでの期間は、各社のご努力で対応をしていただくことになっていますが、最近の誤発注の事例の中には、まだ対応が不十分であると思われるものがあります。特に、リテール分野のウェイトが大きい証券会社において、比較的ウェイトが小さいホールセール分野の対応が、必ずしも十分に行われていなかったと思われる事例が複数あります。

この分野につきましては、金融庁も関心を高く持っている分野であり、10月1日の協会のルールの実施に向けた各証券会社の取組みについては、いずれかの段階でヒアリングしていくことも検討しています。

誤発注の再発防止に関しては、取引所において、先日、新規公開時における価格制限についてのシステム対応が完了しましたが、異常注文を抽出してシステム的に対応するということが行われています。また、懇談会では、誤発注に関連して、現在 9 種類ある売買単位を統一していくことも今後の検討課題として挙げられるという指摘がありました。

オペレーションの信頼性の向上に関しては、次に、信用取引の代用有価証券の担保掛目に係る取組みを紹介します。本年 1 月に、某企業の強制捜査の事例があった際に、ある証券会社で、当該強制捜査を受けた企業の関連銘柄についての信用取引の代用有価証券の担保掛目を即日ゼロに引き下げたということがありました。これについては、懇談会を待たずして、証券業協会において自主規制規則の制定により、証券会社は、顧客への事前説明、掛目変更の際の顧客への通知、一定程度の周知期間の設定等を行うことになりました。

オペレーションの信頼性の向上については、それ以外に、証券会社のシステム面での体制整備と BCP（業務継続計画）に関する取組みが議論されました。

証券会社のシステムに関しては、政府全体の取組みとして、情報セキュリティ政策会議が昨年 12 月に策定した「重要インフラの情報セキュリティ対策にかかる行動計画」についてご説明させていただきます。「行動計画」においては、各重要インフラ分野ごとに、これには証券分野も当然入るのですが、重大なシステム障害やサイバーテロ等の情報共有・分析機能の整備し、システム障害等の未然防止や発生時の対応に役立てることが示されています。現在、金融庁と協会、取引所の間で議論をしておりますが、具体的には、来年の 3 月末までにはこういった情報共有・分析機能のようなものを立ち上げることが目標とされています。現在、証券各社に対して証取法 59 条に基づき求められているシステム障害時の報告の提出のフォーマットも、この政府全体の取組みを踏まえて見直しを検討しています。

BCP につきましては、昨年 6 月に策定された協会のガイドラインに従って、各証券会社において取組みが進められているものと思いますが、証券業協会のイニシアティブで本年設置された BCP フォーラムにおいて、現在、証券界全体の検討が進められているところです。証券会社各社におかれても、こうした全体の取組みにぜひ関心を払っていただきたいと考えております。

続いて、二つめの論点である「発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮」についてご説明します。懇談会においては、上場して間もない企業の財務内容、ガバナンス等に問題のある事例が散見されることが指摘されました。それを受けて、証券会社における引受け時の審査を改めて見直す必要があることで意見の一致をみたところです。

この分野においては、平成 4 年に策定された証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則（公正慣習規則第 14 号）」がありますが、その後大きな変更もなく現在に至っています。その間、特に新興市場において、十分な実績がない企業の上場が進む一方で、引受証券会社も多様化しています。懇談会では、このような状況変化の中で、引受審査について証券会社間で格差があることが問題であり、改めて引受審査の適切性について考える必要があるのではないか、また、証券業協会の規則について見直す必要があるのではないかという指摘がなされました。

このため、まずは、引受審査項目・内容の見直しの必要性が示されています。特に、新興企業については、例えば、コーポレート・ガバナンスの状況とか、企業の成長性、資金使途の適

切性、適時開示に向けた体制の整備、あるいは、財務に関するデータの整備状況について、しっかり審査する必要がある、それを引受け規則の中の審査項目に反映させてはどうかということになりました。

また、MSCB 等に見られるように、一般の公募増資ではない形で、特定先に特定商品を割当てる形での資金調達が増え、証券会社あるいは証券会社のグループ会社がそれを買受けるようになってきていますが、懇談会では、こうした状況変化を巡って相当な議論がなされました。特に、投資家の立場からは、このような商品が希薄化により既存株主の利益を損ないかねないものだという強い意見が出されました。他方で、証券会社等の委員からは、こうした商品は仕組み方あるいは使い方次第であり、適切な商品設計で適切に使用すれば意義があり、例えば、他に調達手段がない中で企業再生のための調達手段として使用され、それが企業再生に繋がった事例もあるという意見が出されました。また、具体的な商品設計について、規制で対応することに対する疑問も出されました。懇談会では、最終的には、何かを規制・禁止するのではなく、使用方法次第では、希薄化により既存株主が損害を被る可能性があることを踏まえて、引受け、買受け等において、取扱い証券会社が、商品設計や使用方法について何を留意しなくてはいけないのかということを示しておくこととし、具体的な検討は、証券業協会に要請することとしました。

次に、引受審査態勢については、懇談会において、引受け業務に新しい証券会社が参入する中で、果たして必要な体制が整備されているのかと思われる事例もあるという意見があったことも踏まえて、必要な態勢整備についての具体的な基準を自主規制規則として規定することが重要であるという指摘がなされました。

それ以外にも、懇談会においては、特に新興市場において取引所が行う上場審査の水準に格差があるのではないかという意見がありました。

続いて、三つめの論点である「投資家に対する証券会社のチェック機能の発揮」について説明します。この分野については、法令及び自主規制規則については一定の整備がなされていると考えています。その上で、相場操縦に関連するものとインサイダー取引に関連するものと大きく2つに分野についての課題を示しています。

相場操縦関連では、顧客からの注文についての売買管理体制に関する証券業協会の自主規制規則がこの6月1日から実施されています。同規則は、不公正取引等に係る売買審査項目・抽出基準を定めた上で、各証券会社に対して、不公正取引等が疑われる注文について、顧客に対する注意喚起や注文の受託停止等を行うことを求めています。懇談会では、それに加えて、当局を含む市場関係者間の迅速・円滑な情報交換のための WAN 構築や電子フォーマットの整備を行うべきであるという指摘がなされました。

インサイダー取引関連では、内部者登録制度が議論になりました。証券会社は、現在、法令及び証券業協会の社内規定モデルに従い、上場会社の役員、部長級以上の職員、役員の二親等以内の血族等について、内部者として各社内で登録し、インサイダー取引の未然防止に活用することになっています。この制度について、懇談会では、顧客からは十分に情報提供されないこともあり、管理が困難であるとの指摘がありました。そこで、取引所が、発行体から情報提供を受けて内部者のデータベースを構築して、そのデータベースを基にインサイダー取引の未然防止のためのチェックをかけられるようにしてはどうかという提案がなされました。

現在、証券会社によっては、上場会社の役員のデータベースを購入することによりタイムリ

一に内部者の変更の把握に努められているようですが、それでも十分な把握が困難であり、実際に、資金調達にも支障が出ているという紹介がありました。

こうした意見について、懇談会において、発行体側の委員から「個人情報保護の観点からどうするのか」、「証券取引をやっていない役員もいる中でその情報提供をせよということに対しては一定の抵抗感もある」、「内部者の管理については、従来は各証券会社が行っていたが、今の取組みでどういう限界があるのか」、「上場会社の方に負担になるのではないか」といった意見がありました。

このような意見も踏まえて、今後は、発行体にも加わっていただき、取引所、協会、役所が連携して引き続き議論していくことが望まれます。

それ以外にも、懇談会の中では、本年の不公正取引の事件を見ても、ファンドの最終投資家、海外注文からの注文の原始委託者の把握が非常に重要であり、そのための措置が何らか考えられないかという意見が出されました。これについては、他方で、現実的にはハードルが非常に高いという証券会社から意見が出され、懇談会で結論を出すには至りませんでした。

最後に、「市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持」についてご説明します。これは、証券会社のビジネスが多様化する中で、それぞれのビジネス間の利益相反が生じる機会が増えており、また業務自体の複雑性も増しているという認識の下、証券会社が適切な内部管理態勢を整備することにより、利益相反から発生する問題の防止、リーガル・リスク等の管理を適切に行うことが必要であるという議論です。

具体的な対応としては、証券業協会の自主規制規則を策定し、各証券会社が、「論点整理」の19ページから20ページに示されているような取引について、取引実施前にあらかじめ洗い出して、社内で独立した立場から実施の妥当性について審査する、また、リスクが高いものについては、顧客や投資家に対して適切に説明・開示する等の手続き・体制を社内に整備することが要請されています。

懇談会においては、それ以外に、2つのテーマについて議論が行われました。一つは倫理規定の検討です。これは、証券界の委員の方々から、「自己規律については、具体的に何をして何をすべきではないかということ以前に、証券界全体としてまずは倫理規定、精神的な規定が必要ではないか」というご意見があったことを踏まえ、倫理規定の検討を行うこととしたものです。

それから、証券会社が行う自己売買についても、いろいろと議論がありました。金融システム改革において、免許制から登録制に移行するにあたり、ディーリング（自己売買）の補完的な位置付けが見直され、自己売買に特化する証券会社も現れるようになってきたのですが、懇談会では、過大な自己売買についてはなんらか抑制されるべきではないかとの意見、ディーラー、トレーダーに対して定期的な研修を義務付けていくべきではないかという意見、それから自己売買を行うディーラーと委託売買の投資家が入手できる相場情報の非対称性の妥当性について検討すべきではないかとの意見が出されました。

自己売買については、基本的には、金融システム改革における整理が変わる訳ではなく、また、今回、新しい方向性が決まったり、意見の集約が行われたりした訳ではありませんが、懇談会において様々な意見が出された背景には、自己売買における自己規律というものが求められていることがあるのではないかと考えています。

以上が、論点整理の説明です。今後は、証券業協会における自主規制規則の検討や、協会、取引所あるいは役所が入った場での取組みの検討において、具体的な対応が決まっていくものと思われます。引受けについては、既に、証券業協会のワーキング等で議論が進められていますが、一つ一つテーマを順次議論して、来年の夏頃までに一通りの検討が行われるものと考えています。

証券業協会においては、現在、会員各社からメンバーズ・コメントを募集をされていると伺いましたので、是非、ご意見をいただければと思います。また、金融庁としては、証券業協会の自主規制規則その他の検討をサポートしていく立場から、必要に応じオブザーバー的に参加する等により、懇談会の趣旨をお伝えすること等を通じて貢献したいと考えています。

以上が、「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」のご説明でございました。長くなりましたが、ご清聴いただきまして、ありがとうございました。

以 上