

自主規制規則のあり方に関する検討懇談会
中間論点整理（案）

2010年6月●日

日本証券業協会

目次

はじめに	1
・ 日証協の自主規制の基本原則	3
(1) 日証協の目的	
(2) 自主規制の意義	
(3) 日証協の自主規制の視点	
(4) 自主規制業務に当たっての基本的考え方（能動的な取組み・情報発信の強化）	
能動的な自主規制	
開示・情報発信力の強化、紛争解決業務の充実	
・ 日証協の自主規制機能の発揮・強化のための具体的方策	8
1．ルール・メイキング等	8
(1) A T C 機能の活用（問題等の早期把握）	
(2) 自主規制規則とプリンシプル・ベース	
(3) 協会員はじめ各方面とのコミュニケーションの充実	
(4) コスト・ベネフィット分析（規制コストにも配慮したルール・メイキング）	
(5) 自主規制規則の定期的な見直しシステム	
(6) 法令・自主規制規則に関するガイドライン、Q & A 等のタイムリーな発信	
2．エンフォースメント	12
(1) 監査	
(2) 処分に関する考え方	
3．ディスクロージャー・情報発信等	14
(1) 自主規制の存在意義・業務に関する能動的・効果的な情報発信	
(2) 投資者・消費者からの信頼性向上のための施策の推進	
4．他の自主規制機関等との連携	16
(1) 他の金融商品取引業協会及び金融商品取引所との連携	
(2) F I N M A C との連携	
(3) 「広義」の自主規制機関との連携	
5．自主規制機関（金融商品取引業協会）への加入義務付け	17
6．自主規制規則と独禁法との関係	19
おわりに	20

自主規制規則のあり方に関する検討懇談会名簿

平成 22 年 6 月 22 日現在

座 長	大 崎 貞 和	(野 村 総 合 研 究 所 研 究 創 発 セ ン タ ー	主 席 研 究 員)
委 員	今 村 九 治	(今 村 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	上 柳 敏 郎	(東 京 駿 河 台 法 律 事 務 所	弁 護 士)
"	太 田 純	(三 井 住 友 銀 行	執 行 役 員) 投 資 銀 行 統 括 部 長
"	沖 津 嘉 昭	(岩 井 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	神 作 裕 之	(東 京 大 学 大 学 院 法 学 政 治 学 研 究 科	教 授)
"	楠 本 く に 代	(金 融 消 費 者 問 題 研 究 所	代 表)
"	小 林 一 彦	(水 戸 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	小 林 重 康	(三 菱 東 京 U F J 銀 行	執 行 役 員)
"	高 橋 伸 子	(生 活 経 済 ジ ャ ー ナ リ ス ト)	
"	永 井 智 亮	(野 村 証 券	執 行 役 常 務)
"	播 磨 秀 樹	(み ず ほ 証 券	常 務 執 行 役 員)
"	松 井 道 夫	(松 井 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	松 尾 直 彦	(西 村 あ さ ひ 法 律 事 務 所 東 京 大 学 大 学 院	弁 護 士) 客 員 教 授
"	柳 川 範 之	(東 京 大 学 大 学 院 経 済 学 研 究 科 ・ 経 済 学 部	准 教 授)
"	若 林 孝 俊	(大 和 証 券 キャ ピ タ ル ・ マ ー ケ ッ ツ	代 表 取 締 役 専 務 取 締 役)
"	綿 貫 治 子	(ゴ ー ル ド マ ン ・ サ ッ ク ス 証 券	取 締 役)

以 上 17 名
(敬 称 略 ・ 五 十 音 順)

「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」審議経過

回	開催日	議案
第1回	平成 21 年 12 月 2 日	○今後の検討の進め方等について
第2回	平成 22 年 1 月 20 日	1．英国 F S A のプリンシプル・ベースの規制・監督等について - ゲストスピーカー（小立 敬 氏（株野村資本市場研究所研究部 副主任研究員））からのご報告 - 2．米国 F I N R A の概要について
第3回	平成 22 年 2 月 17 日	1．英国と欧州委員会のコスト・ベネフィット分析について - ゲストスピーカー（近藤哲夫 氏（Nomura Research Institute Europe 社長））からのご報告 - 2．独占禁止法と自主規制との関係について
第4回	平成 22 年 3 月 29 日	1．米国 FINRA の調査結果について 2．その他
第5回	平成 22 年 4 月 16 日	○これまでの議論の整理について
第6回	平成 22 年 5 月 11 日	○主な論点について
第7回	平成 22 年 6 月 8 日	1．証券取引等監視委員会 佐々木総務課長との意見交換 2．中間論点整理（案）について
第8回	平成 22 年 6 月 22 日	○中間論点整理について

「中間論点整理」(案)

(平22.6.22)

はじめに

- ・ 公正かつ健全な証券市場及び有価証券取引は、国民経済の発展のために必要不可欠であり、金融商品取引法上の有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者（以下「証券会社」という。）及び登録金融機関は、投資者や有価証券による資金調達を行う発行体（以下「利用者」という。）が証券市場にアクセスする際の市場仲介者又は取引の相手方として重要な役割を担っている。つまり、証券会社及び登録金融機関は、その業務を通じ、経済発展に寄与し経済・社会に貢献するという重要な責務を担っており、高度の公共性を有している。

- ・ 日本証券業協会（以下「日証協」という。）は、証券会社及び登録金融機関の自主規制機関として、協会員がその社会的・公共的使命を適切かつ十全に発揮・遂行するため、投資者保護並びに証券取引及び市場の公正性・健全性の確保等を図ることを目的として自主規制業務を行っている。

日証協は、昭和48年、地域毎に存在していた証券業協会を一本化し、全国の証券会社を直接の構成員とする社団法人として設立され、その後、平成4年7月の改正証券取引法の施行により自主規制機能の強化及び認可法人への改組が図られ、平成6年からは証券業務の認可を受けた金融機関（現在の「登録金融機関」）も日証協に加入している。更に、日証協においては、平成16年7月、自主規制部門と業界活動部門である証券戦略部門をより独立的に運営するための組織改編を実施している。

- ・ この間、日証協の協会員や証券市場を巡る環境及び制度は、大きく変化している。

平成10年12月、金融システム改革法（所謂「金融ビッグバン」）による証券取引法の改正によって、証券会社の参入規制が免許制から登録制に移行されるとともに、証券会社の証券業専業義務の廃止や役職員の兼業規制の原則廃止等の規制緩和が図られ、以後、新規に参入する証券会社が増加する一方、退出

する会社数も増加している¹。

また、平成 19 年 9 月、証券取引法等が金融商品取引法（以下「金商法」という。）に改組され、幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組み整備が図られたことに伴い、日証協においても、金融先物取引以外の店頭デリバティブ取引を新たに自主規制の対象とする定款等改正を行うとともに、金商法の規定に合わせ自主規制規則の全面改正を行った。

更に、最近においては、証券 C F D 取引等、新たな商品を取り扱う協会員も増加しているほか、有価証券関連業を業務の中心としない証券会社も増加している。

- ・ このように、日証協を取り巻く環境等が大きく変化している状況の下、日証協における望ましい自主規制規則のあり方等に関する考え方を整理することを目的として、平成 21 年 9 月、自主規制会議の下部機関として本懇談会を設置し、同年 12 月以降 8 回にわたって会合を開催し、議論を行ってきた。

本懇談会では、英国 F S A におけるプリンシプル・ベースの規制・監督やコスト・ベネフィット分析の実態について有識者から紹介を受けるとともに、懇談会として米国金融取引業規制機構（F I N R A）等への訪問調査²を行う等、海外の自主規制機関等の実情も参考としながら、自主規制規則のみならず日証協の自主規制業務全般のあり方について議論を行い、下記のとおり、論点を中間的に取りまとめた。

¹ 平成 22 年 5 月 24 日現在の日証協の会員（証券会社）数は 302 社。なお、平成 11 年度以降に、日証協に加入した会員は延べ 198 社であり、脱退等をした会員は、延べ 184 社（持株会社化等による加入・脱退等の数を除く。）。

² F I N R A への現地調査（平成 22 年 2 月実施）の概要は、参考 2 を参照。

・日証協の自主規制の基本原則

日証協の自主規制に関する業務は多岐にわたっているが、本懇談会においては、自主規制業務遂行に当たっての視座となる基本原則について、改めて次のとおり整理し、確認した。

(1) 日証協の目的

- ・ 日証協は、金商法第 67 条の 2 第 2 項の規定に基づき内閣総理大臣の認可を受けた証券会社及び登録金融機関を協会員とする認可金融商品取引業協会である。その目的については、金商法（第 67 条第 1 項）において「有価証券の売買その他の取引及びデリバティブ取引等を公正かつ円滑にし、並びに金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護に資すること」と規定され、日証協の定款（第 6 条）においては「協会員の行う有価証券の売買その他の取引等を公正かつ円滑ならしめ、金融商品取引業の健全な発展を図り、もって投資者の保護に資することを目的とする」と定めている。

この目的を達成するため、日証協は、自主規制業務（自主規制規則の策定、協会員に対する調査（監査） 協会員に対する処分、投資者からの苦情の解決及びあっせん、協会員に対する研修、外務員登録及び監督等）を行うとともに、金融商品取引業の健全な発展及び投資者保護の促進のため、金融・証券に関する知識の普及・啓発等に関する活動を行っている。

(2) 自主規制の意義

- ・ 証券業における自主規制の意義については、これまで、証券監督者国際機構（IOSCO）や国際証券業協会会議（ICSA）等において様々な議論・整理がなされているが、本懇談会においては、平成 19 年 6 月に「金融商品取引業協会懇談会」が取りまとめたポイント³をベースに、改めて次のとおり整理した。

³ 平成 19 年 6 月 22 日付け金融商品取引業協会懇談会「金融商品取引業協会のあり方について（中間論点整理）」参照。

自律性

自主規制は自ら策定したルールによって自らを律するため、自治の精神に基づく健全な遵守に繋がる。また、協会員は、策定プロセスへの参加を通じ、ルールの趣旨・目的について深い理解を得ることができる。

専門性

専門的かつ技術的な金融取引を適切に規制するためには、法令のみで行うことには限界があり、市場の現状や実務に精通した者が専門的知見を活用し、自ら規律を策定することは有効である。

機動性・柔軟性

刻々と変化する市場の実情に即応してルールの改変や解釈の変更を行うには、より機動性・柔軟性のある自主規制が適している。

ベストプラクティス

公的規制は、利用者保護等のための必要最低限の基準となるが、自主規制機関は具体的なルールとともに原則（プリンシプル）を定めるなど、専門業者としての高度の倫理の維持・向上に繋がる柔軟かつ重層的なベストプラクティスを設定することができる。

法令の趣旨を生かした規範の形成（法令と実務の橋渡し）

自主規制機関が法令の趣旨や精神を具体化するルールや原則の具体的な適用に係るガイダンスを提供できれば、法令による規制は基本原則の提示の面に重点を置くことが可能となり、法令の趣旨を生かした規範の形成がより充実する。

社会的コストの低減

自主規制は、協会員自らが規制コストを負担するため、コストにもセンシティブになりつつ、規制目的に照らして有効なルールを策定できることから、法令に比し、利用者やマーケット全体の社会的コストを低減することにつながる。

(3) 日証協の自主規制の視点

- ・ 日証協の自主規制は、協会員が自らのコスト負担により証券業に関する専門業者としての高度の倫理を維持・向上させることを通じ、投資者保護並びに証

券取引及び市場の公正性・健全性の確保等を図ることを目的としている。なお、その機能が適切に発揮されれば、結果として、証券市場や協会員に対する利用者からの信頼の確保・向上にも繋がるといえる。

したがって、自主規制業務を遂行するに当たっては、常に利用者の視点に立ち、投資者保護並びに証券取引及び市場の公正性・健全性の確保等を念頭におく必要がある。また、これらを前提としつつ、投資者の利便性や国際競争力の向上等の観点から、市場活力の維持・向上という視点も重要である。

(4) 自主規制業務に当たっての基本的考え方（能動的な取組み・情報発信の強化）

金融庁において「金融サービス業におけるプリンシプルについて」⁴が取りまとめられる等、金融行政でもプリンシプル・ベースが指向されてきているところであるが、プリンシプル・ベースは、各業界の自律性・専門性等を活かした高度な職業倫理により対応していくという能動的な姿勢がないと機能しない。

このような流れの中であって、日証協としては、金商法及び定款で規定された目的を実現するため、利用者の視点に立って、常に能動的・先取りの自主規制業務に取り組んでいくことが重要であり、また、利用者から日証協の自主規制に対する信頼を向上するための不断の努力が必要である。日証協の自主規制業務においては、次のような考え方を基本として、臨んでいくことが適当である。

能動的な自主規制

（自主規制規則等の能動的な策定（法令との役割分担））

- ・ 協会員に対する日証協の自主規制機能は、金商法に基づくものであり、協会員に対する強い拘束力を有している。日証協としては、このような権能に基づき、協会員に対して、法令ではなく自主規制規則等によって自ら規制していくという姿勢をこれまで以上に打ち出していくことが適当である。

例えば、新たな商品や取引に係る明示的な法令等の規制がない中で、利用者保護の観点等から規制が必要な場合は、法令による規制の導入に先立ち、まず

⁴ 金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/news/19/20080418-2/01.pdf>）参照

は日証協において、自律的・機動的に、木目細かく自主規制規則等を策定するといった手法がある。

- ・ また、ルール・メイキングの検討への参画等を通じて協会員とのコミュニケーションの一層の充実を図ることにより、協会員の自律性を高めるとともに、金融商品取引業者等としての望ましい姿について、日証協から協会員に対して積極的に発信していくことも重要である。

（自主規制規則におけるプリンシプル・ベースとルール・ベースの組合せ）

- ・ 自主規制規則において、プリンシプル・ベースとルール・ベースを適切に組み合わせしていくという視点が重要である。法令及び自主規制規則に個別具体的な規定が存在せずルールに明示的に違反しない行為であったとしても、専門業者の倫理に照らすと、協会員の行動として望ましくない事案は存在する。規則の個別具体的な規定が潜脱される事案を防止するため、自主規制規則にプリンシプル・ベースの規定を導入することなど、プリンシプル・ベースの考え方を浸透させていくことが適当である。

（日証協監査と当局検査との役割分担）

- ・ 日証協の協会員に対する法令及び自主規制規則等の遵守状況に関する監査については、行政当局との密接な連携の強化等を図るとともに、金融商品取引業者等の規模・リスク特性を勘案した、いわゆるリスクベースの観点に基づき専ら当局が主体となる場合は別として、日証協監査がより積極的な役割を果たしていく姿勢を示していくことが適当である。

（行政と自主規制との関係）

- ・ 日証協は、自主規制業務を能動的に遂行していく姿勢を強く示していくことが適当である。一方、日証協による自主規制規則等の策定等が期待されるにもかかわらず、自主規制機能が適切に発揮されない状況にあると判断されれば、行政当局から法令による厳しい規制が導入され、行政との間では適度な緊張関係もあるといえる。

自主規制と行政当局の規制・監督等が、適度な緊張関係を持ちつつ、また、密接な連携を図り、補完し合いながら、投資者保護並びに証券取引・市場の公

正性の確保等のために機能することが望ましい姿であると考える。

開示・情報発信力の強化、紛争等解決業務の充実

- ・ 日証協が、法令等に先立って能動的に自主規制を行っていく中で、協会員に対する自主規制を有効に機能させるためにも、日証協の自主規制業務に対する利用者からの安心感・信頼の確保・向上を図ることも重要である。そのため、日証協の自主規制業務等に関し、透明性を確保するための開示及び利用者等に対する情報発信を積極的に行っていくことが必要不可欠である。

また、日証協は自主規制機関として、証券取引・市場や協会員に対する信頼の確保・向上に資する観点から、インベスター・アラートの提供など投資者・消費者の視点に立った施策を積極的に推進していくことが重要である。

- ・ 協会員と投資者間の紛争が発生した場合における裁判によらない紛争等解決業務も、重要な自主規制業務であるが、日証協は、この業務については、特定非営利法人証券・金融商品あっせん相談センター（以下「F I N M A C」という。）に委託し実施している。F I N M A Cにおいては、金融商品取引業全般に係る紛争解決等を横断的に実施しているが、日証協としても、F I N M A Cにおける業務の更なる充実に積極的に関与し、協力していく必要がある。

・日証協の自主規制機能の発揮・強化のための具体的方策

上記　．で整理した基本原則に基づき、日証協の自主規制機能の発揮・強化のための具体的方策について、　ルール・メイキング等、　エンフォースメント、　ディスクロージャー・情報発信等、　他の自主規制機関等との連携、　自主規制機関への加入義務付け、　自主規制規則と独禁法との関係の各項目毎に考え方を整理した。

1．ルール・メイキング等

新たな商品や取引が開発される中、利用者の視点に立ち、投資者保護並びに証券取引及び市場の公正性・健全性の確保等に配慮しつつ、能動的に、自律的かつ機動的に自主規制規則等を策定していくことが重要である。自主規制規則の策定等に当たっては、次のような点に意識しながら進めていくことが適当である。

(1) A T C 機能の活用（問題等の早期把握）

- ・　日証協が機動的に自主規制規則等を策定するに当たっては、証券規制の趣旨を踏まえ、取り組むべき課題の早期発見・早期対応が肝要である。この観点から、「A T C ワーキング」等の日証協における A T C (Ahead of the Curve) に関する活動は重要である。

「A T C ワーキング」においては、次のような事案を「課題」としているが、日証協においては、このような課題を幅広く発見するため、投資者からの相談や苦情等に関する情報や市場関係者からの情報の能動的な把握・入手に努め、当局とも密接に連携を図りつつ、A T C を効果的に機能させていく必要がある。

- 既存の法令・規則等に明らかに違反しないものの、現在又は将来において、当該法令・規則等又は証券市場規制全般の趣旨に反し、公正な

⁵ A T C ワーキングの概要は参考 1 参照。A T C ワーキングからの提言に基づき、証券 C F D に関する自主規制の検討を開始し、平成 22 年 3 月、「証券 C F D に関する規則」を制定。

価格形成や証券の円滑な流通等の証券市場の機能に悪影響を及ぼし、又は証券市場への信頼を損なうことに繋がる可能性があるような商品又は市場参加者の行為等

- 既存の法令・規則等に明確なルールが存在しない新たな商品・取引等、市場参加者にとって不明確性があり、当該商品や取引等の健全な発展が阻害されている可能性があるもの
- 将来的に発生する可能性があり、発生した場合には市場の運営等に多大な影響を及ぼす可能性があるものの、現時点で対応策が法令・規則等に定められていないため、統一的な対応策を市場参加者全体で予め検討しておくべきであると考えられるもの

(2)自主規制規則とプリンシプル・ベース

- ・ 法令や規則に明示的に違反はしないものの、協会員の行動として好ましくないとされる事案はあり、そのような事案に対応するため、プリンシプルの「よすが」を示すことが重要であると考えられる。ただし、プリンシプルのみがひとり歩きすると、明確性や予測可能性が損なわれる面があるとの指摘もあり、プリンシプル・ベース⁶とルール・ベースをうまく組み合わせることによって、より良い規制体系を構築することが望ましいと考えられる。
- ・ 日証協の「第三者割当増資等の取扱いに関する規則」⁷においては、M S C B等の定義に該当しない場合でも、一定の要件を満たしM S C B等と同等な効果が生じる場合は同規則を適用するといったプリンシプル条項（一般包括条項）を設けているが、このような例を参考とし、規則の個別具体的な規定が潜脱されるような事案の発生に備え、自主規制規則にプリンシプル条項を導入することが適当である。また、協会員に対して、誠実公正義務や高度な倫理基準の遵守やその態勢整備を求めるものなど、協会員の自主的な取組みを助長するような規則のあり方についても、引き続き、検討する必要がある。このように、自

⁶ 英国F S Aの現状は参考3を参照。米国F I N R Aの現状は参考2の5頁を参照。

⁷ 同規則第18条（みなしM S C B等への適用）を参照。なお、平成22年3月末までの規則の名称は「会員におけるM S C B等の取扱いに関する規則」。

主規制規則の制定等に当たっては、プリンシプル・ベースとルール・ベースを効果的に連関させるような取組みが求められる。

(3) 協会員はじめ各方面とのコミュニケーションの充実

- ・ 現在、日証協において自主規制規則の制定や改正を行う場合、基本的に、自主規制会議又は委員会の下に、協会員のコンプライアンス担当者等からなるワーキング・グループを設置し、規則案等の原案について検討を行っている。更に、自主規制規則の制定・改廃案を取りまとめた後は、パブリック・コメントの募集又は協会員からのコメント募集の手続き等を経て、最終的な規則については、協会員の役職員以外のメンバーが過半数を占める自主規制会議において審議の上、決定される。

このような協会員及び利用者等各方面とのコミュニケーションを図る取組みを通じて、規制コストや規制の水準、規制の実効性等も含めた議論を行うことができるが、これは、前述の自律性、専門性、コスト等の自主規制の意義に叶うことである。引き続き、現行の協会員参加型のワーキング・グループ等による検討を基本としつつ、より検討の早い段階から情報を適時発信しながら、各方面とのコミュニケーションの充実に十分に図っていくという意識を持って進めていく必要がある。

また、当該ワーキング・グループ等には、案件に応じ適宜、利用者、行政当局及び市場関係者等の参画を求め、客観的かつ中立な立場の意見を聞きながら検討を行うことが適当である。

(4) コスト・ベネフィット分析（規制コストにも配慮したルール・メイキング）

- ・ 英国等においては、規制を新設する場合、コストを定量的に計測する等コスト・ベネフィット分析が行われている。英国型のコスト・ベネフィット分析は、政策決定の透明性や関係者とのコミュニケーション活性化のツールとしての評価がある一方、分析のための期間やコストを要すること等厳しい見方もある。

英国等におけるコスト・ベネフィット分析の手法やその効果については、今後も注視し、研究していく必要があるが、現時点においては、その効果に

議論があるところであり、日証協におけるルール・メイキングに当たっては、関係者とのコミュニケーションの中で、規制コストも含めた議論を充実していくという手法が適当である。

なお、英国及び欧州委員会におけるコスト・ベネフィット分析の現状の概要は、次のとおりである。

- コスト・ベネフィット分析のため、作業着手から政策実現までに10か月から2年程度要するとともに、担当するスタッフも相当数要し、多大なコストをかけて実施している（欧州委員会の場合、標準18万ユーロ）
- 分析の目的としては、政策の質の改善、政策決定者に対する政策の判断材料の提供、外部の利害関係者に対して政策決定プロセスをよりオープンで透明なものとし、外部とのコミュニケーションの活性化に資するといった点が挙げられている
- 分析のシステムに対する関係者の評価は、改善途上であるとの見方が中心である。市場参加者の見方には厳しいものが多いものの、プロセスを踏むことで、エビデンスに基づいた政策立案が促されるとともに、コミュニケーションの活性化に資するという評価は存在する

(5) 自主規制規則の定期的な見直しシステム

- ・ 自主規制規則が一旦策定されると、見直し等の検討が行われにくいという指摘があるが、規則はその時々環境や状況等に応じて、絶えず見直しが行われる必要がある。

例えば、規則によっては、新設の際に「原則として○年後に検証を行う」という付則を設けることや、自主規制規則を所管するすべての委員会において、それぞれ定期的に検証が行われるシステムを導入すること等が考えられる。

(6) 法令・自主規制規則に関するガイドライン、Q & A等のタイムリーな発信

- ・ 日証協の協会の業容・業務内容は多種多様であるが、すべての協会員に

において、法令及び自主規制規則の遵守の徹底が図られる必要がある。そのため、法令・自主規制規則の趣旨や実務対応について解説したガイドラインやQ & A等を、引き続き、タイムリーに発信していくことが重要である。また、各種ガイドライン等の位置付けを明確化するとともに、自主規制規則や関連するガイドライン等が一覧できるような「自主規制ハンドブック」の作成についても検討することが適当である。

2. エンフォースメント

日証協が能動的に自主規制規則等を策定しても、協会員において遵守されていなければ意味がないことから、法令及び自主規制規則の遵守状況に関する監査並びに違反に対する処分等のエンフォースメントが適切に機能することが、投資者保護並びに証券取引及び市場の公正性の確保等のために必要不可欠である。

したがって、エンフォースメントの実効性を確保していくことが重要であり、次のような点に意識しつつ、遂行していくことが適当である。

(1) 監査

- ・ 日証協が行う協会員に対する法令及び自主規制規則等の遵守状況についての監査は、自主規制の実効性を確保する上で極めて重要である。

協会員に対する日証協の監査と行政当局の検査については、相互に連携を図りながら実施されているところであるが、当局の検査対象となる金融商品取引業者等は、金商法の施行等により、集団投資スキーム(ファンド)持分の募集・運用業者が加わるなど被検査主体が急増し、当局においては、金融商品取引業者等の規模・リスク特性を勘案した、いわゆるリスクベースに基づく効率的・効果的な検査も志向されている状況にある。

このような中であって、日証協の協会員に対する当局の検査と日証協の監査については、現在、当局検査が主体的な役割を果たしているところであるが、日証協の協会員に対する信頼を確保する観点からも、リスクベースの観点に基づき専ら当局が主体となる場合は別として、日証協監査がより積極的な役割を

果たしていく姿勢を示していくことが適当である。このため、当局検査と日証協監査との間の情報の共有及び検査・監査手法等ノウハウの共有等を図ることにより、当局と日証協の連携をさらに強化し、トータルで協会員に対する監査の実効性が向上するよう取組みを行っていくことが重要である。

(2) 処分に関する考え方

- ・ 日証協が協会員に対し処分を行う目的は、法令等違反行為の発生を抑止するとともに再発を防止し、もって投資者の保護に資することである。

これら処分の目的に適うよう、処分を行うに当たっては、公正かつ透明性の高い手続の下、予見可能性にも留意しつつ、また、金融商品取引業の信用を著しく失墜させると認められる行為については、自主規制機関として厳正に対応する必要がある。

以上の諸点を考慮すると、日証協が行う協会員に対する処分は、金融商品取引業の信用を著しく失墜させると認められる事案については、「取引の信義則に反する行為」への該当性について検討を行う必要がある。

なお、処分を科すに当たっては、より透明性の高い手続によることが適当であり、日証協では、本年7月より、弁明制度を整備するとともに、不服申立て制度を設け、中立的な位置付けの不服審査会で不服申立ての内容につき審査を行うこととしており、その適切な運営が期待される。

(参考)

- ・ 平成20年6月、処分の予見可能性の観点から「協会員に対する処分に関する考え方」を公表。
- ・ 平成21年1月、過怠金の上限を1億円から5億円に引き上げるとともに、不当な利得相当額を吐き出させる仕組みを導入。
- ・ 平成21年10月、「取引の信義則に反する行為」に該当すると認められた事案に対して、「会員権の停止6か月及び過怠金の賦課1億円」の処分を実施。

3 . ディスクロージャー・情報発信等

(1) 自主規制の存在意義・業務に関する能動的・効果的な情報発信

- ・ 日証協の自主規制業務に対する利用者からの安心感・信頼の確保・向上を図る観点から、自主規制業務に関し、透明性を確保するための開示や利用者等への分かりやすい情報発信を積極的に行っていくことが必要不可欠である。

また、一般的に構成員が多種多様な組織においては、構成員からの信頼を確保する観点からの透明性確保が不可欠であり、適時適切な情報開示が重要であるといわれている。この観点から、例えば、ルール・メイキングのプロセスの早い段階から情報発信の充実を図る等、より一層の木目細かい開示を行っていくべきであると考える。

- ・ 現在、日証協のホームページでは、次のような情報を掲載し、情報発信に努めているところであるが、自主規制業務に関する情報の中には、ホームページの深い階層に存在し、常時閲覧していないと見過ごす情報等もある。また、自主規制に関する活動状況についての情報量が少ないのではないかという指摘もある。

今後、ホームページの掲載内容の充実を図ること等により、日証協として、有益な情報をタイムリーかつ分かりやすく対外的に発信していくことが重要である。

自主規制規則

- ・ 施行されている自主規制規則の一覧及び全文
- ・ 自主規制規則の制定・改廃を行う場合における案文のパブリック・コメント募集

ガイドライン・Q & A

- ・ 協会員が金商法や日証協規則等の遵守に資するための協会員向けガイドラインやQ & A

処分事案

- ・ 法令・規則違反を犯した協会員に対する処分事案
- ・ 「協会員に対する処分に関する考え方」(協会員に対する処分の透明性

及び予見可能性を高める観点から公表)

- ・ 登録外務員に対する処分事案
苦情処理・あっせん事案 (F I N M A C のウェブ・サイト)
- ・ 月次の件数や事案の概要

(2)投資者・消費者からの信頼性向上のための施策の推進

- ・ 投資者保護の観点から、米国の F I N R A が行っているインベスター・アラート (投資者に対する注意喚起) 等も参考に、例えば、複雑な商品性の新たな商品や取引が開発され、広く勧誘等が行われるような場合には、その商品のリスク等を分かりやすく解説した書面を作成・周知するといった対応を行うことも効果的である。また、F I N M A C 等からの情報を活用し、協会員と顧客との間でトラブルが散見される事案 (悪質な商品や手口) に関しては、投資者・消費者にとって分かりやすい形でタイムリーに公表すること等により、トラブルの再発防止を図っていくことも必要である。
- ・ 日証協では、これまでも、証券投資におけるトラブルの未然防止⁸や未公開株勧誘に対する注意喚起等の広報活動⁹を実施しているが、日証協として、金融商品取引業への信頼性向上のために、これまで以上に、投資者・消費者に対する証券投資におけるトラブルの未然防止を図るための取組みを積極的に行うことが必要ではないのかとの意見があった。
- ・ このような取組みに関連して、米国では、「賢い消費者」(informed and responsible consumer) を育てるという理念に従って、自主規制機関において、消費者向けの学習プログラムの開発・提供などが行われている。あるいは、英国においては、F S A の規制目的の一つに消費者教育が掲げられ、消費者教育が情報格差を是正するという法目的を実現するひとつの手法となっている。このような海外の事例も参考としつつ、日証協の自主規制部門においても、「消費者」が名実ともに自立した「投資者」として金融取引や契約に関する合理的

⁸ 日証協のホームページ参照(http://www.jsda.or.jp/html/pamphlet/leaflet_start.html)

⁹ 日証協のホームページ参照(<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/mikoukai.html>)

な判断ができるようになるための支援を行うための施策を推進していくことが必要であるとの指摘があった。

- ・ なお、日証協の協会員に対する信頼性の向上を図る観点からも、協会員各社の業務内容及び財産の状況について、例えば、日証協において取りまとめて、投資者・消費者に分かりやすく利用しやすい形で公表する等の取組みも必要ではないかとの意見があった。

4．他の自主規制機関等との連携

(1) 他の金融商品取引業協会及び金融商品取引所との連携

- ・ 金商法上の自主規制機関である金融商品取引業協会には、日証協のほか、投資信託協会、日本証券投資顧問業協会、金融先物取引業協会及び日本商品投資販売業協会の4つの協会が存在し、各協会が、幅広い金融商品取引業の中の一一定の業務範囲につき、それぞれの専門性を生かし重複することなく自主規制業務を行っている。

- ・ 金融商品取引業協会及び証券取引所等の自主規制機関は、金商法の下、投資者保護や市場の公正性・健全性を確保することを目的としており、問題意識を共有することには意義があり、密接な情報交換を図る等、連携の強化を図ることが適当である。

現在、金融商品取引業協会との間では「金融商品取引業協会連絡協議会」及びワーキング・グループを、また、証券取引所との間では「最高自主規制責任者（CRO）連絡協議会」を定期的を開催しているところであり、今後も、引き続き、これらの場を通じて、自主規制業務に関する情報・意見交換を行っていくことが適当である。

- ・ また、現在、第二種金融商品取引業のうち集団投資スキームや信託受益権販売業については、金融商品取引業協会が存在せず、いわば自主規制に空白が生じているが、現在、当該業務に関する金融商品取引業協会設立に向けた準備が

行われているところであり、この協会との連携を図っていく必要がある。

(2) F I N M A C との連携

- ・ 金融商品取引業全般について、より横断的かつ包括的な形で利用者に対する苦情・紛争解決サービスを提供し、投資者保護の充実に資する観点から、平成 21 年 8 月、日証協、投資信託協会、日本証券投資顧問業協会、金融先物取引業協会及び日本商品投資販売業協会の 5 つの金融商品取引業協会が連携して、新たな金融 A D R 機関である F I N M A C を設立した。

F I N M A C は、平成 22 年 2 月から、これら 5 つの金融商品取引業協会が担う金融商品取引に係る紛争解決業務に関する委託を受けるとともに、**金商法上の認定投資者保護団体として、金融商品取引業協会が存在しない第二種金融商品取引業の分野における紛争等解決業務を開始したところである。**

紛争等解決業務に当たっては、中立的な立場で公正性・実効性を確保するという社会的な要請を十分に踏まえ、簡便で迅速な解決、専門家の知識・経験を活かした木目細やかで実情に即した解決、当事者のプライバシーに十分配慮した解決等の裁判外紛争解決手続の特長を十分に活かすことが重要であり、また、その業務についての周知・広報活動も不可欠である。

日証協としても、F I N M A C と密接に連携を図り、F I N M A C における紛争等解決業務の**更なる充実のために、積極的に関与し協力して必要がある。**

(3) 「広義」の自主規制機関との連携

- ・ 上記の金商法に基づく自主規制機関以外の団体であっても、協会員の証券業務や企業の資金調達等に関与する等、証券市場や証券業務と密接に関係を有する専門家の団体（日本弁護士連合会、日本公認会計士協会 等）との間では、適宜、情報・意見交換を行い、それらの意見等を日証協の自主規制機能発揮のために活かしていくことが適当である。

5 . 自主規制機関（金融商品取引業協会）への加入義務付け

- ・ 現行金商法においては、法自身による規制と自主規制による規制の二段階の

規制に服することが想定されているにもかかわらず、金融商品取引業者等に対し自主規制機関である金融商品取引業協会への加入が義務付けられていない。日証協が能動的に自主規制を遂行するに当たっては、自主規制の実効性の確保（潜脱防止）が不可欠であるとの観点から、日証協の自主規制の範囲¹⁰を業とする第一種金融商品取引業者等の金融商品取引業協会への加入義務に係る金商法上の規定の要否について議論を行った。

- ・ 本懇談会のこれまでの議論では、次のようなメリットが期待されることから、金商法により、第一種金融商品取引業者等に金融商品取引業協会への加入を義務付けることが望ましいとの意見が大勢であった。
 - 法令及び自主規制による二重の投資者保護並びに証券取引及び市場の公正性の確保等が図られる。
 - 厳格な加入基準を設けることにより、不適切な業者を排除し、業界の信用の維持が図られる。
 - 不適切な業者を除名処分とし、市場から退出させることで、業界の信用の維持が図られる。
 - 法令と自主規制との役割分担が一律に実現できる。

なお、第一種金融商品取引業者等の金融商品取引業協会への加入義務付けにより、不適切な業者の排除を行う場合には、金融商品取引業協会における厳格な加入審査や除名処分のみならず、金融庁等における金融商品取引業の登録拒否や登録取消しも併せて行う必要があることから、金融商品取引業協会と行政当局との一層の連携を図る必要であるとの指摘もあった。

- ・ 一方、金商法による第一種金融商品取引業者等の金融商品取引業協会への加入義務付けについて、以下の理由から、慎重に検討すべきであるとの意見等が提起された。

¹⁰ 日証協の自主規制の範囲は、「第一種金融商品取引業のうち、有価証券関連業及び店頭デリバティブ取引（金融先物取引を除く。）」及び「第一種金融商品取引業に相当する登録金融機関業務」とされている。本懇談会は、日証協の自主規制のあり方について検討を行うことを目的とする組織であることから、現状の日証協の自主規制の範囲を前提として議論を行った。

- 金融商品取引業協会が金商法により定められた登録基準より厳しい加入基準を設けることが法的に可能か否かにつき整理が必要である。
 - 金融商品取引業協会から除名を受けた者から、協会に対する除名取消し等の訴訟等の提起に備え、何らかの法的手当ての検討も必要である。
 - 仮に金融商品取引業協会のメンバーが大幅に増加し当該協会の運営コストが増大することとなれば、いわば新規加入者を教育するためのコストを既存のメンバーが負担することとなるため、コスト負担のあり方についても予め検討すべきである。
 - 日証協への登録金融機関の加入率は2割程度であり、また、登録金融機関の証券業務へのかかわり方は業態毎に多様である。そういう現状の中で、金商法により金融商品取引業協会への加入が義務付けられると、登録金融機関業務に直接の影響を与えることが懸念される。
- ・ 金融商品取引業協会に対する金商法による加入義務付けの是非に関しては、引き続き、本懇談会において、上記論点等について、整理・検討することとする。

6．自主規制規則と独占禁止法との関係

- ・ 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（以下「独禁法」という。）により、事業者団体が競争制限的な又は競争阻害的な行為を行うことが禁止されている。日証協は、従来は証券取引法の規定に基づいて設立された団体として独禁法の適用除外とされていたが、平成11年7月からは、独禁法の適用を受ける事業者団体となっている。
- また、公正取引委員会の「事業者団体の活動に関する独占禁止法上の指針」においては、「自主規制等の利用・遵守については、構成事業者の任意の判断に委ねられるべきであって、事業者団体が自主規制等の利用・遵守を構成事業者に強制することは、一般的には独禁法上問題となるおそれがある」と規定されている。

- ・ 本懇談会においては、日証協が今後、これまで以上により能動的に自主規制規則を策定する等自主規制業務を推進していくに当たって、独禁法との関係について整理が必要であるとの観点から議論を行った。

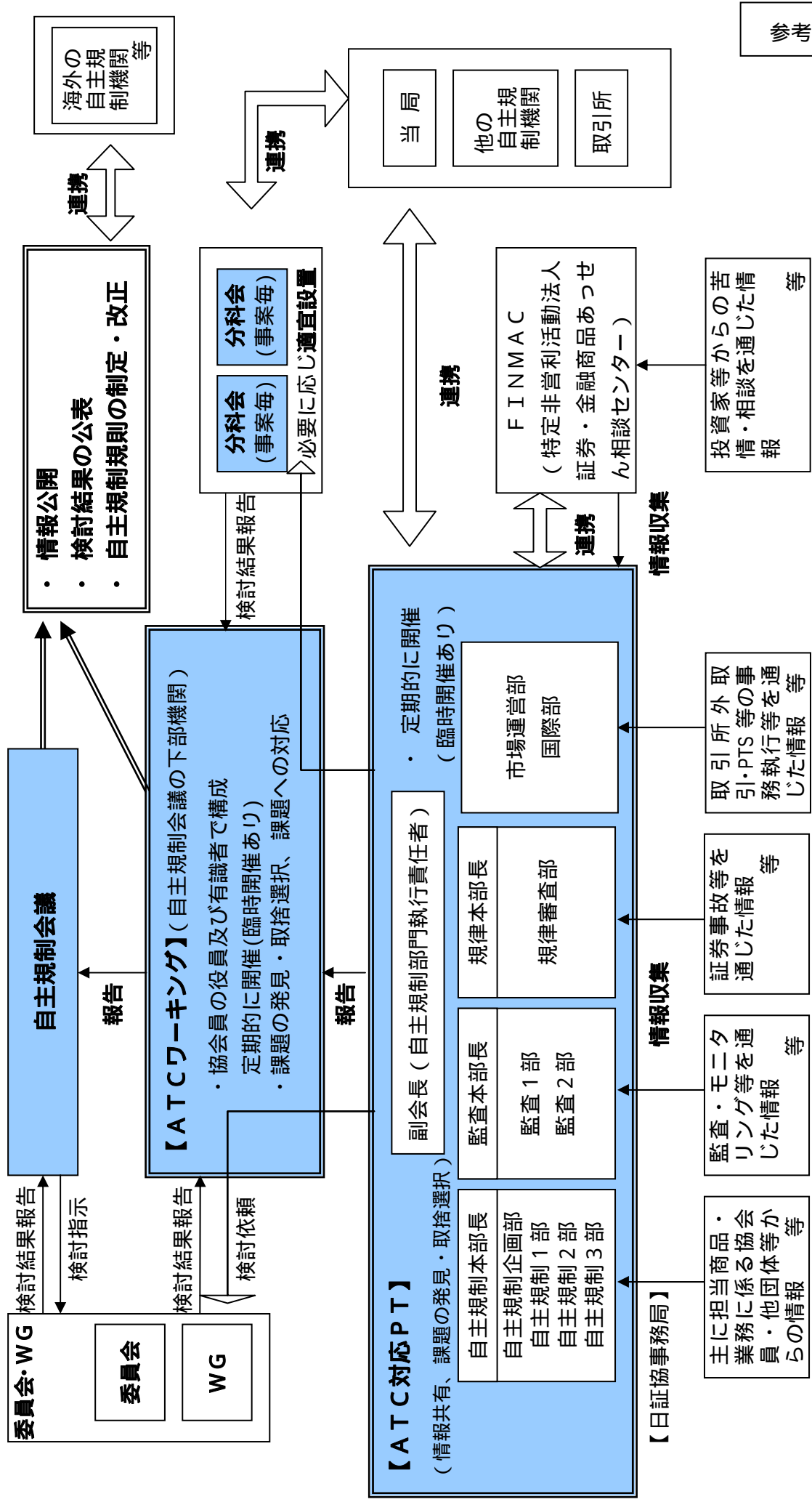
日証協の自主規制については、法律(金商法)上明確に位置付けられ、また、自主規制の内容が投資者保護を目的としており、法令上の根拠や所管官庁によるチェック等により自主規制の内容や運用の合理性が担保されていることから、今後、日証協が金商法に基づき、能動的に厳格な自主規制業務を推進した場合において、基本的には、独禁法上の問題は生じないのではないかとの意見も提起されたが、独禁法との関係により金商法等で認められた権能を行使できない場合が生じるとすれば、自主規制の目的を達成することに制約が生じることになる。したがって、今後、金商法に基づく自主規制と独禁法との関係について、行政当局その他適切な場において、一定の整理が行われることを期待したい。

おわりに

- ・ 本懇談会では、自主規制規則のみならず日証協の自主規制業務全般のあり方について議論を行い、論点を中間的に取りまとめた。現在、金融・資本市場規制については、国際的に議論が行われているところでもあり、海外の動向にも注視していく必要があることなどから、今後も、本懇談会において、自主規制のあり方について継続して議論を行うこととしたい。

以 上

ATCに係る体制整備について



F I N R Aにおける自主規制について（海外調査結果概要）（未定稿）

- 調査日程
平成22年 2月25日（木） 26日（金）
- 訪問先
 - ・金融取引業規制機構（F I N R A）
 - ・証券業金融市場協会（S I F M A）
 - ・大手投資銀行
- 訪問者
懇談会座長 大崎 貞和氏（野村総合研究所主席研究員 / 東京大学法科大学院客員教授）
懇談会委員 松尾 直彦氏（西村あさひ法律事務所 / 東京大学大学院法学政治学研究科客員教授）
日本証券業協会事務局

1. F I N R Aの概要等

（1）S R Oの歴史

- N Y S E（New York Stock Exchange、ニューヨーク証券取引所）は 1792 年に設立されている。米国では、1700 年代後半から証券取引所が設立され、当時から市場監視業務（自主規制業務）を行っている。つまり、1700 年代後半から既に自主規制の歴史がある。
- N A S D（National Association Of Securities Dealers、全米証券業協会）の設立は 1934 年である。N A S Dの前身は投資銀行家の地域団体であり、N A S Dの設立前から、倫理規程や引受けに関するルールの制定などを行っていた。
- 米国では、S R O（Self Regulatory Organization、自主規制機関）の発展によって、歴史的に見て、会員（証券会社）が自主規制を行うという文化が強く根付いたといえる。

（2）F I N R Aの概要

- F I N R A（Financial Industry Regulatory Authority、金融取引業規制機構）は、2007 年 7 月、N A S Dと N Y S Eの自主規制部門の統合により設立された米国の全ての証券会社が加入する非政府規制機関である。
- F I N R Aの設立の目的は、投資者保護及び市場の透明性を、効果的かつ効率的な規制、加えてそれに付随するコンプライアンス及び技術上のサービスを通じて向上させることである。
- F I N R Aによる自主規制の対象は、証券業のあらゆる分野に及び、市場参加者の登録と教育研修、証券会社の検査、自主規制規則の制定、同規則及び連邦証券関係法令の執行、一般投資家向けの教育広報活動、取引報告システム等のインフラ提供、投資家と証券会社との間の紛争あっせん機関の運営、さらに、ナスダック等の主要取引所との契約による市場規制も行っている。
- 米国において、対顧客取引を行う証券会社は、営業を開始するにあたって、原則として、S

E C (Securities and Exchange Commission、証券取引委員会)への登録とともに、F I N R A又は登録連邦証券取引所等のS R Oへの加入が義務付けられている。

(3) F I N R Aの自主規制の適用範囲

- F I N R Aの自主規制の及ぶ範囲は、1934年証券取引所法及びF I N R Aの自主規制規則が適用されるF I N R Aの会員会社及び登録外務員等による証券業務とされている。加えて、S E CはF I N R Aに対し、必ずしも証券業務に関係しないものも含め、会員及び登録外務員等による、広範な非合法的ないし非倫理的行動についての処分権を認めている。また、会員証券会社のいわゆる「社内」での行為全般が対象とされ、F I N R Aの規制が及ばない業務の担当部署内における行為であっても処分の対象とされることがある。ただし、このような適用範囲の区分は、F I N R AとS E Cの間で必然的に管轄権を巡る問題を引き起こすと考えられ、現在も、ある詐欺・ネズミ講事件の発生を契機に、そのあり方を巡って議論が行われている。
- F I N R Aの守備範囲は証券業務であるが、現在、米国議会において、その守備範囲を投資顧問まで広げるかどうかについての検討が行われている。

(4) 自主規制機関への加入義務

- 対顧客取引を行う証券会社は、営業を開始するに当たって、原則としてS E Cへの登録、及びF I N R A又は取引所等の自主規制機関への加入が義務付けられている。
- 「法律による強制加入についての批判はないのか」との質問に対しては、F I N R A事務局から、「1700年代後半からS R Oの長い伝統があり、特に加入義務に対して批判はない」とのコメントがあった。

(5) F I N R Aにおけるガバナンス(理事会、委員会等の機関)

- 理事会のメンバーは現在23名であり、会長兼C E Oのほか、公益理事の方が11名、中立理事の方が1名で、実際に業界内の理事の方が10名となっている。この10名の内訳は、定款等にあるとおり、外務員数が500人以上の大手証券会社が3人、外務員数が150人以下の小規模な証券会社が3名となる。さらに中規模の証券会社で1名。残りの3名を、独立系のディーラーや投資運用会社、それからニューヨーク証券取引所のフロア・トレーダーで1名ずつ、都合10名の構成になっている。
- 常設委員会として、12の委員会が設置されている。「コンプライアンス諮問委員会」等々の様々な委員会がある。

○ 業界関係者(S I F M A等)からは、「F I N R Aにおけるガバナンス」に関して、以下のようなコメントがあった。

- ・「S R O (Self Regulatory Organization)」の「S」という文字は、「Self (自主)」を表すが、米国では、その「Self (自主)」という文字が存在しないという意味で、「米国において、もはやS R Oは存在しない。」と言う方もいる。
- ・ F I N R Aの理事会は、業界の代表がメンバーではなく、外部の者によって支配されているため、独立した(Independent)規制機関(I R O)あるいは民間セクターの規制機関とみ

なされているのではないか。

- ・従来は業界の代表が理事会メンバーとして、プライオリティやゴールの設定にうまく関与していたが、現在は業界とは緊密の関係のない人によって運営されているのではないか。

- ・米国議会において、SROのストラクチャーがあまりにも業界の利害に偏っているという指摘があり、パブリックの利害が代表されなければならないということで、SECからの圧力もあり、現在は、理事会委員の構成が変わっているのではないか。

- ・SROの便益の一つは、業界の関係者からのインプットを得ることである。本来、業界の関係者からのインプットにより、自主規制に関する専門的知識などを得ることができるにもかかわらず、現在のFINRAは、民間セクターの規制機関になり、特に理事会メンバーレベルでの、業界の関係者からのフィードバックやインプットが行われていない。したがって、真にマーケットのためとなるルールの制定が難しくなっているのではないか。

- ・自主規制モデルは、かなり浸食されてきた。自分の事業をよく理解している人たちが集まって、合理的に機能するような規制を作るという機能が随分削がれてしまったのではないか。

2. 自主規制ルールの制定

(1) ルール制定プロセス

- まず、色々な方面からルールの制定化への提案があって、それをFINRAのスタッフが検討して、小規模なメンバーの方による会議体にかけて、その間に色々な委員会でFINRAのスタッフが説明をして、色々なコメントをいただく。その上で理事会に諮り、パブリックコメント、メンバーズコメントを募集して、その上で、理事会で制定を決議する。ただ、SECに提出をして、その上でまた、再度パブリックコメントをしていくというフローである。

- また、FINRAスタッフから、ルール制定プロセスに関して、以下のようなコメントがあった。

- ・新たなルールの制定は、基本的に、FINRAが主導して検討を開始する。ただし、SECからの指示を受けて行う場合もある。

- ・ルールの原案を提案するのは、通常はFINRAのスタッフである。FINRAの会員である証券会社が提案することはほとんどない。

- ・会員で構成されている委員会が複数存在し、理事会やSECに提出する前に、委員会でコメントを求める。新たにワーキング・グループなどを設置することはない。

- ・SECにルール案を提出する際には、FINRAの理事会の承認が必要である。

- ・SECにルール案を提出する前に、業界関係者との間で、十分に意見交換や議論を行う。

- ・SECは、FINRAから提出されたルール案について、一般公開し、パブリックコメントを求める。そのプロセスを通して得たコメントをもとに、最終承認の前に、再度変更を加えることもある。

- 業界関係者(SIFMA等)からは、「FINRAの自主規制ルールの制定」に関して、以下のようなコメントがあった。

- ・FINRAスタッフは、SECのスタッフの確認や小規模業者諮問会議に相談済みのルー

ル案（ 7、 8 割の話が付いたもの）を、各委員会で報告・説明する。したがって、委員会において、意見を主張しても、反映されないことが少なくない。

・意見がある場合には、SEC のパブリックコメントの際に提出するか、あるいはSIFMA Aを通じて提出することになる。

(2)自主規制ルールの体系

・NASDとNYSEが3年前に統合し、既に3年経過しているが、まだ1つのルール・ブックになっていない。FINRAルールは、NASDルールそれからNYSEルールと並存している状況である。

- ・FINRAスタッフからは、以下のようなコメントがあった、
 - ・2011 年中にはルールの統合が完了するのではないか。
 - ・定義規定から統合する必要があるので、ルールの統合には時間を要する。
 - ・テーマごとにパッケージ化してルールは集約していきたい。
 - ・わかりやすいルールを目指している。

(3)自主規制ルールの水準

・FINRAスタッフから、「自主規制ルールの水準」に関して、以下のようなコメントがあった。

・ルールのレベルが一般的に大手証券会社のコンプライアンスレベルで、中小証券会社にとっては高すぎるとの意見もあるのも事実。

・中小証券会社に重大な違反行為があり、FINRA が再発防止のために新しい規制を導入しようとする場合、「どうして自分たちまで巻き添えにするのだ」という不満が募る。当然、その逆の場合もある。

・FINRAスタッフは、「どれがバランスのとれた規制の水準であるのか。大手証券会社と中小証券会社、どちらを対象とすべきか」と常に頭を悩ませる。

・大手証券会社がFINRAに支払う会費は、中小証券会社よりはるかに大きい。この観点では、大手証券会社が中小証券会社の費用を支援しているということがいえる。

・新しい規制を制定するときも、小規模な証券会社に多大な負担を強いるものだという意見がある。FINRAとしては、小規模な証券会社が、新しい規制に準拠することができるような支援を行っている。

・例えば、「カープアウト(適用除外)」（特定の規模の証券会社は、取引額が少ないなどの理由で、報告等の義務を免除）もある。

○業界関係者（SIFMA等）からは、「自主規制ルールの水準」に関して、以下のようなコメントがあった。

・FINRAが、新たなルールを制定するときは、大手証券会社に限らず、中西部の小規模な証券会社にも適用される。不満は小規模証券会社において高まっているのではないか。上位50社から5千社の間の会社からは、どうして、大手証券会社と同じルールが自分にも適用されるのかという不満がある。

- ・ F I N R A は小規模な証券会社の負担にも配慮し、カーブアウト（適用除外）で対処している。
- ・ 地方の証券会社や 1 店舗しかない証券会社において、とりわけ過去 2 年から 3 年のうちで、規制への負担が増加しているという印象がある。

3 . 監査（ S E C と F I N R A の役割分担）

● F I N R A スタッフから、「自主規制ルールの水準」に関して、以下のようなコメントがあった。

- ・ F I N R A と S E C は、証券会社に対する監査について極めて密接な関係を構築している。
- ・ F I N R A による監査内容を完璧に把握している。
- ・ S E C は、F I N R A の監査の品質管理を行っている。
- ・ S E C はインサイダー取引等の事案を、F I N R A は取引の公正性や倫理規範に従っていない場合の事案を取り上げる。
- ・ F I N R A の監査等で、犯罪行為の確証があると思われる問題を発覚した場合には、F I N R A は検察官か司法省に連絡する。（ S E C は犯罪に対する司法権がない）

○ 業界関係者（ S I F M A 等）からは、「監査（ S E C と F I N R A の役割分担）」に関して、以下のようなコメントがあった。

- ・ S E C は、より大規模な詐欺防止などに対処している。
- ・ F I N R A は、取引報告や自己資本規制など、より実務に対応している。（ F I N R A の守備範囲の方が、より業界に密接に関係している。）
- ・ F I N R A と S E C との役割分担は、責任、カバーする範囲、ルール制定プロセス等の面で、上手く機能している。F I N R A と S E C の両者が全くオーバーラップしている分野もなく、民間の規制機関である F I N R A の信頼を（ S E C が）高めている部分もある。しかし、F I N R A は S E C の出先として活動しているだけだという批判もある。
- ・ F I N R A は、広告・販売慣行や販売規制に関する分野では特に専門性を持つ。
- ・ 業界関係者が「熱々ポテト(hot potato ; 厄介な問題)」と呼んでいる法律上の新分野においては、規制機関自身も誰に規制の権限があるのかわからないといった場合がある。
- ・ S I F M A の会員は、F I N R A について、S E C、F e d など、アルファベットの文字列で表される規制機関と同じように見ている。（監査員が F I N R A から来たといってドアをノックしたときに証券会社を感じることは、規制する者とされる者の関係として別に違いはない。）

4 . 制裁

- F I N R A は、連邦証券関係法令又は F I N R A ルールに違反した、又は F I N R A の命令、指導、ないし決定を無視又は拒否した会員及び登録外務員等に対し、以下のうち 1 つ又は複数

の処分を課することができる。

譴責

過怠金

会員資格又は外務員等の資格の一定期間又は条件付の停止

除名、会員資格の取消、又は外務員等の資格の取消

他の会員との交流禁止

一時的ないし永続的な業務停止・停職命令

その他適切な措置

- F I N R A スタッフから、「制裁」に関して、以下のようなコメントがあった。
 - ・ S E C と F I N R A のエンフォースメントについては、密接に連携している。
 - ・ N Y S E と N A S D の統合により、1つの団体（F I N R A）が証券会社の監査・処分を行うことになり、各 S R O の監査・処分の多くの重複が避けられた。
 - ・ 異なる複数の S R O が、ペナルティを各々科すよりも、1つの S R O が1回のペナルティを科すことでよいと考える。F I N R A は、これまでも、各 S R O と連携し、証券会社への負担を最小化してきた。

5. プリンシプル・ベースとルール・ベースとの組み合わせ

- F I N R A ルール 2010 では、「会員は、業務の遂行に当たっては、商業上の高度な倫理基準と、取引の公正公平の原則を遵守するものとする」と規定されている。
- F I N R A スタッフから、「プリンシプル・ベースとルール・ベースの組み合わせ」に関して、以下のようなコメントがあった。
 - ・ F I N R A ルール 2010 は、プリンシプル・ベースのルールの典型的な例である。
 - ・ 不適切な行動をした F I N R A における会員は、プリンシプル条項により処分を行うことになる。
 - ・ F I N R A は、政府の組織ではないことから、プリンシプル条項により会員の処分を行うことができる。
 - ・ F I N R A ルールは基本的にルール・ベースであるが、プリンシプル・ベースのアプローチも取り込んでいる。F I N R A ルール 2010 はその典型である。
 - ・ プリンシプル・ベースに基づくエンフォースの対象となる会員は、不服があれば、訴訟を提起できる。

（F I N R A ルールにおけるプリンシプル条項）

F I N R A ルール 2010

【仮訳】

F I N R A ルール 2010 商業上の倫理基準と取引の原則

会員は、業務の遂行にあたっては、商業上の高度な倫理基準と、取引の公正公平の原則を遵守するものとする。

【原文】

F I N R A Rule2010 (旧N A S D Rule2110 : 2008年12月15日改定)

2010. Standards of Commercial Honor and Principles of Trade

A member, in the conduct of its business, shall observe high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade.

○業界関係者 (S I F M A 等) からは、「プリンシプル・ベースとルール・ベースとの組み合わせ」に関して、以下のようなコメントがあった。

- ・ F I N R A はよりルール・ベースに近く、英国の F S A はよりプリンシプル・ベースである。
- ・金融危機が起きる以前は、米国の規制システムはチェック・ボックス型というか、ルール・ベースであり、よりプリンシプル・ベースに近づけることが必要といった議論も盛んであった。
- ・ S E C 規則 10 b -5 は、本来詐欺防止のための規則であるが、プリンシプル・ベースのルールとして機能している。
- ・よりプリンシプル・ベースのアプローチを採った場合の方が、チェック・ボックス型 (ルール・ベース) のアプローチよりも成功したことが多かったと思う。しかし、日本でどちらを採るかを決める必要はない。状況に応じて、どちらでも上手くできるのではないか。

6 . A T C の取組み

- F I N R A スタッフから、「 A T C の取組み」に関して、以下のようなコメントがあった。
 - ・ F I N R A においては、以前、 A T C (アヘッド・オブ・ザ・カーブ) というタームを使っていたが、最近では「エマージング・レギュラトリー・イシュー」(新たな規制問題) というタームを使っている。
 - ・エマージング・レギュラトリー・イシューに関する検討グループは、 F I N R A の全ての部署の代表で構成して、月に 1 回程度、会合を開催し、新たな商品に関する規制や市場監視、エンフォースメント、会員の監査等について情報交換をしている。
 - ・最近では、 E B 債、レバレッジド E T F などの仕組商品やオークション・レート・プリファード証券 (ファンド発行のオークションレート方式の優先株) などの商品に関して検討を行った。
 - ・ F I N R A は、他の S R O と違い、会員の商品とサービスの広告についても大きな権限 (F I N R A 会員は、広告の使用の際、事後的に F I N R A 広告審査部に届出) を有しており、このような情報も A T C で活用している。
 - ・ A T C の取組みを有効なものにするために、様々な部門間の調整を行う強力なリーダーが必要と考える。

7. 各種ガイドラインや投資家向けの注意喚起

● F I N R Aでは、自主規制ルール以外にも、各種ガイドライン等を制定するなど、会員証券会社に対して、きめ細かい指導・情報提供を行っている。また、投資家向けにも投資に関する注意喚起文書などを作成し、ホームページに掲載している。

レギュラトリー・ノウティス（規制通知）

インタープリティブ・レター（解釈文書）

エグゼンプティブ・レター（免責文書）

インベスター・アラート（投資家向け警告文書）

● F I N R Aスタッフから、「各種ガイドラインや投資家向けの注意喚起」に関して、以下のようなコメントがあった。

・ F I N R Aが何か問題を見つけた場合、レギュラトリー・ノウティス（規制通知）を会員に送付している。これは、F I N R Aが懸念している特定の問題を強調し、注意を向けさせるための通知である。F I N R Aが問題視していることを会員に知らせることが目的である。F I N R Aが問題とする事案については、会員も注意を払わなくてはならない。

・ また、投資家向けには、インベスター・アラート（投資家向けの警告文書）を発して、問題となる商品内容について説明し、投資家が商品を申し込む前に理解するべきリスクについて解説している。最近では、インバース（逆連動）E T Fについて警告している。

・ 各種ノウティスであるが、F I N R Aスタッフとしては相当程度、やはりスタッフを置いて、このようなきめ細かい通知の策定に当たっている。担当部署で検討して、必要に応じて弁護士等のリーガルチェックを中で行った上で、発出している。

○ 業界関係者(S I F M A等)からは、「各種ガイドラインや投資家向けの注意喚起」に関して、以下のようなコメントがあった。

・ 現在のF I N R Aのアプローチはいわば「エンフォースメント重視型」ともいえる。

・ F I N R Aは、あらかじめガイダンスを示すことを嫌がる傾向にある。

・ その結果、証券会社では、F I N R Aとの対話が途切れた下でも、正しいことをなすべく、コンプライアンス・法務部門、役員室においても、ハード・ワークを余儀なくされる。

8. その他（コスト・ベネフィット分析）

● F I N R Aスタッフから、「コスト・ベネフィット分析」に関して、以下のようなコメントがあった。

・ 新しいルールの制定の際に、コスト・ベネフィット分析（C B A）を行うことについて法令上義務付けられていない。

（注）S E Cでは、新たな法令・規則等の制定の際には、行政手続法の定めにより C B A を行う必要がある。

・ T R A C E（The Trade Reporting and Compliance Engine、債券の価格報告）システムについては、事後的にC B A的な分析が行われている。F I N R Aにはシンクタンク的な機能

はないことから、F I N R A 自身ではC B Aはできない。

(注) この事後的なC B Aでは、社債の取引に関して、スプレッドが50%縮小したとの結果が示されている。

○業界関係者(S I F M A 等)からは、「S E C におけるコスト・ベネフィット分析」に関して、以下のようなコメントがあった。

・最近、S E C が空売りに関するルールを採択する際、「コストは10 から 20 億ドルに過ぎない。」といったC B Aが行われたが、この金額は、規制の導入のためのコストである。規制機関には、規制に即した運用をするコストがかかるということを理解してほしい。

以 上

F I N R A と J S D A (日 証 協) の 会 員 数 等 の 比 較 (参 考)

	F I N R A	J S D A (日 証 協)
会 員 数	約4,800 (2009年4月現在)	証券会社 305社 〔 登録金融機関 223機関 〕 (2010年3月現在)
会員の店舗数	約17.1万店舗 (2009年4月現在)	証券会社 2,242店舗 (2010年3月現在)
会員の従業員数	約64.4万人 (2009年4月現在)	証券会社 95,308人 〔 登録金融機関 360,070人 〕 (2009年12月現在)
事務局役職員の数	約2,800人	377人 (うち自主規制部門 156人) (2010年3月現在)
事務所の数	17事務所 (ワシントンDC、ニューヨークほか)	9事務所 (東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、 金沢、広島、高松、福岡)

金融商品仲介業者 の登録外務員数を除く。

英国 FSA のプリンシプル・ベースの規制について（未定稿）

1．証券規制の沿革

- 1986 年 11 月、投資サービスを包括的に規制する 1986 年金融サービス法（Financial Services Act 1986）が成立。同法では、参入ルールとして、証券投資委員会及びその下の SRO の公認自主規制機関のメンバーとなることを要求。
- 1989 年、金融サービスを改正し、10 のプリンシプル（原則）、40 のコア・ルール、ガイダンスの三層構造が導入された。
 - プリンシプル違反は、行政処分の対象となる一方、民事上の効果なし。
 - ルール違反は、行政処分の対象となり、また民事上の効果あり（損害賠償責任の発生など）
- 2000 年金融サービス市場法（Financial Services and Market Act of 2000; FSMA）を制定。
- FSMA2 条は、金融サービス機構（FSA）の規制目的・規制原則を規定し、FSA の一般的機能を定めている。FSA はこれに基づき、プリンシプル、ルール若しくはコード、ガイドラインの三層の規制体系を採用。

2．プリンシプル・ベースの規制の特徴

- プリンシプル・ベース規制は、FSA の規制アプローチであるリスク・ベースのアプローチ、エビデンス・ベースのアプローチを補完するもの。
 - エビデンス・ベースのアプローチとは、市場の失敗が認められたとしても、規制によるベネフィットがコストを上回る証拠を得られない限り、規制上の対応を図らないという考え方。
- プリンシプルやハイレベルのルールの重視、その一方で詳細なルールに対する依存度を引き下げる。
- 主に FSA ハンドブック等の改定を通じて行うプリンシプルとルールのリバランスを図る。
- FSA のプリンシプル・ベース規制は、消費者が享受し得る規制の便益・効果を表す結果（Outcome）に焦点を当てるアプローチが特徴。
- プリンシプル・ベース規制のベネフィットは、効率的な市場、消費者ニーズに適った認可業者によってより大きなベネフィットという結果を得る。
- FSA によるプリンシプル・ベース規制の実践として TCF イニシアティブ¹がある。そこから得られるプリンシプル・ベース規制の特徴は、プリンシプル以外にルールがないこと、結果アプローチの採用、ガイダンスの多用、対話の重視、斬新的な政策推進である。

3．プリンシプル・ベース規制への批判等

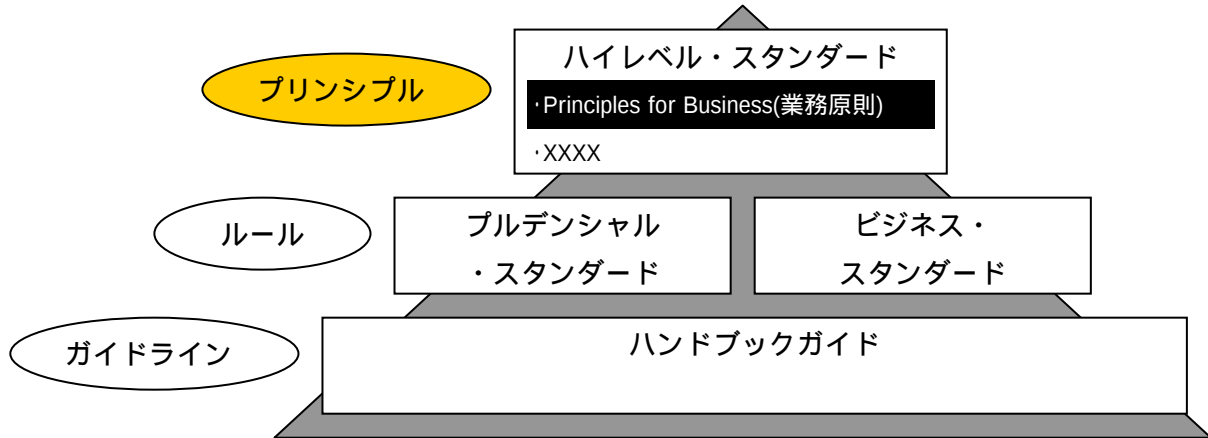
- プリンシプル・ベース規制の批判としては、法的な不確実性、ガイダンス多用による混乱、FSA と認可業者の間の認識ギャップの発生がある。
- 金融危機を受けて、プリンシプル・ベース規制を推進してきた FSA の姿勢に変化が窺われる。その一方で、プリンシプル・ベースのエンフォースメントはむしろ積極的に行われている。

¹ TCF（Treating Customer Fairly）とは、プリンシプル・ベース規制の実践的な取組みとしての顧客本位原則をいう。FSA は設立時から、プリンシプル 6（顧客の利益：認可業者は、顧客の利益を適正に考慮し、顧客を公正に取り扱わなければならない）等に基づき TCF を重点施策としている。

プリンシプルについて

1. FSA 規則（ハンドブック）の構造

- FSA のハンドブックは、国際投資銀行からリテール金融まで約 2 万 7000 社の認可業者に対応。
- その規制構造は、プリンシプル、ルール、ガイドラインの三層構造。



2. 11 のプリンシプル

- FSA の一般的な規則制定権を定める FSMA138 条に基づくものであり、その目的は、規制システムの下にある認可業者の根源的義務 (fundamental obligation) を一般的に述べたもの。

	Principles for Business(業務原則)
1. Integrity (誠実性)	—認可業者は、その業務を高潔性をもって行わなければならない
2. Skill, Care and Diligence (能力、注意、勤勉)	—認可業者は、その業務を適切な能力と注意と勤勉さをもって行わなければならない
3. Management and Control (経営、管理)	—認可業者は、適切なリスク管理態勢により責任をもって効果的に、自らの運営に関し組織化し、統制するために合理的な注意を払わなければならない。
4. Financial Prudence (財務の健全性)	—認可業者は、十分な財務的な資源を維持しなければならない。
5. Market Conduct (市場行為)	—認可業者は、市場における行為について適正な規範を遵守しなければならない。
6. Customers' interests (顧客の利益)	—認可業者は、顧客の利益を適正に考慮し、顧客を公正に取扱わなければならない。
7. Communications with clients (顧客への情報伝達)	—認可業者は、顧客の情報ニーズを適正に考慮し、明瞭、公正、誤解を招かない方法で情報を伝達しなければならない。
8. Conflicts of Interest (利益相反)	—認可業者は、自身と顧客との間、顧客同士の間での利益相反を公正に管理しなければならない。
9. Customers: relationships of trust (顧客との信頼関係)	—認可業者は、その判断に依存するあらゆる顧客に対し、合理的な注意をもって助言および裁量的判断の適合性を確保しなければならない。
10. Clients' assets (顧客の資産)	—認可業者は、責任があるときは顧客資産について十分な保護を図らなければならない。
11. Relations with regulators (規制当局との関係)	—認可業者は、オープンで協力的な方法によって規制当局に対処しなければならない。また、FSA が知られることを合理的に期待する認可業者に関するあらゆる事項について、FSA に対して適切に開示しなければならない。