

証券化商品の販売に関するワーキンググループ

格付会社の役割

昨今のグローバル市場における情報提供の議論に焦点

ムーディーズ ジャパン

代表取締役

北山 慶



Moody's Investors Service

格付符号に関する議論 事業法人格付けと区別をつけるべきか？

- 4月9日金融安定化フォーラムペーパーにおいて、以下の指摘
「格付会社は事業法人格付で用いている格付符号とは異なる格付符号を用いるか若しくは追加的符号を併用することにより、ソブリンや事業法人向け格付けと証券化格付を明確に区別すべき」
- 弊社が全世界の投資家にRFCを2月に実施。その結果を発表予定
- Fitchが4月29日プレスリリースで市場との対話結果を発表
- S&Pが5月6日にプレスリリースで同社の両分野の比較可能性に関する考え方を発表
- 尚、今年3月、IOSCOの格付会社の行動規範改正案においては、以下の2点についてもかなり踏み込んで言及
 - － 格付ショッピングの防止策
 - － 格付前提となるデータの質に対する担保



追加的格付関連情報、但し、各社現在検討中の段階。。

- Fitch

Loss Given Default (LGD) Rating / Transition / Stability
Ratings / Collateral Ratings

- S&P

exploring to cover more dimension of creditworthiness or risks,
including recovery or LGD, volatility, liquidity and the correlation
of defaults and rating transition.

- Moody's

Assumption Volatility Score (想定変動性スコア)



Loss Sensitivity (損失感応度)

Moody's Investors Service

グループとしての格付以外のサービス提供を強化

- 各種分析モデル

- CDOROM

- CDONet, CDO Edge

基本的にはシュミレーションモデル

例えば、業種内相関を変えると、信用補完水準や格付がどのように変化するか？
急激なプールファクターの減少に対してや、エクセススプレッドの低減に対して、
どのトランチまでロスが侵入するか等々

- キャッシュフローモデル

- Indexの提供(各種サブセクター別パフォーマンス)

- Data Feedsの提供

- 情報の非対称性を埋める為のツール提供

- Structured products fundamental value assessments (*new Credit Values product version 1.0* を昨年11月に)

- 重要なのは、如何に開示情報を加工して、クレジット判断に資するか、若しくはプライス判断に繋げていくか

- 時価 vs 適正価格



Moody's Investors Service

原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための
「態勢整備」について

1. 「態勢整備」の考え方

- 証券化商品の販売に関するワーキング・グループ（以下「本WG」という）では、販売者（単なる売買の媒介しか行わないなど限定的な役割しか担わない場合を除く。以下同様）において「原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための態勢が整備されている」とは、「販売者が以下の条件 及び条件 をともに満たしている場合のことをいう」としてはどうか。

条件

- （１）販売する証券化商品が、統一情報開示フォーマットの対象商品である場合（＝現時点における、RMBS、CMBS、CLO、ABS 各々の一次証券化商品の場合）

販売前

- ・ 販売者は、原資産の内容やリスクに関する情報の収集にあたり、少なくとも、統一情報開示フォーマットの項目について、収集を検討すること。そのうえで、「収集できない項目」及び「適切な説明を行うに際して不要と判断した項目」を除き、収集すること
「収集できない項目」及び「適切な説明を行うに際して不要と判断した項目」については、その「理由」を、投資家等に明確に説明できるように記録しておくなければならない。
- ・ 販売者は、原資産の内容やリスクに関して適切な説明が可能となるよう、投資者に情報伝達を行うべきと判断したリスク等について、自ら分析すること又は他者が分析したものを収集すること
「自ら分析した内容」又は「他者が分析した内容」について、投資家等に明確に説明できるように記録しておくなければならない。

販売時

- ・ 販売者は、「収集した統一情報開示フォーマットの項目」及び「原資産の内容やリスクに関する分析内容」について、投資家への伝達を検討すること。そのうえで、「投資家が伝達を求めている情報項目・分析内容」を除き、自ら投資家に伝達すること又は第三者をして投資家への伝達がなされることを確認すること
「投資家が伝達を求めている情報項目・分析内容」については、その「状況」を投資家等に明確に説明できるように記録しておくなければならない。
- ・ 販売者は、格付に反映されない流動性リスク等に関し、投資家に伝達することについて検討すること。そのうえで、「投資家が伝達を求めている場合」を除き、自ら投資家に伝達すること又は第三者をして投資家への伝達がなされることを確認すること
「投資家が伝達を求めている場合」については、その「状況」を投資家等に明確に説明できるように記録しておくなければならない。

販売後

- ・ 販売者は、投資家からの要望があれば、原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、少なくとも、収集した統一情報開示フォーマットの項目についてトレースし投資家へ伝達することを検討すること。そのうえで、「トレースし投資家へ伝達することができない項目」を除き、自らトレースし投資家に伝達すること又は第三者をしてトレースし投資家への伝達がなされることを確認すること

「トレースし投資家へ伝達することができない項目」については、その「理由」を投資家等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

- (2) 販売する証券化商品が、統一情報開示フォーマットの対象商品ではない場合（＝現時点における、一次証券化商品のエクイティ型、二次証券化商品等の場合）

販売前

- ・ 販売者は、原資産の内容やリスクに関する情報の収集にあたり、監督指針の趣旨を十分に踏まえつつ、情報項目の収集を検討すること。そのうえで、「収集できない情報項目」を除き、収集すること

収集する情報項目が監督指針の趣旨に照らし十分なものであるということを、顧客等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

「収集できない情報項目」については、その「理由」を、投資家等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

- ・ 販売者は、原資産の内容やリスクに関して適切な説明が可能となるよう、投資者に情報伝達を行うべきと判断したリスク等について、自ら分析すること又は他者が分析したものを収集すること

「自ら分析した内容」又は「他者が分析した内容」について、投資家等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

販売時

- ・ 販売者は、「収集した情報項目」及び「原資産の内容やリスクに関する分析内容」について、投資家への伝達を検討すること。そのうえで、「投資家が伝達を求めている情報項目・分析内容」を除き、自ら投資家に伝達すること又は第三者をして投資家への伝達がなされることを確認すること

伝達される情報項目・分析内容が監督指針の趣旨に照らし十分なものであるということを、顧客等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

「投資家が伝達を求めている情報項目・分析内容」については、その「状況」を投資家等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

- ・ 販売者は、格付に反映されない流動性リスク等に関し、投資家に伝達することについて検討すること。そのうえで、「投資家が伝達を求めている場合」を除き、自ら投資家に伝達すること又は第三者をして投資家への伝達がなされることを確認すること

「投資家が伝達を求めている場合」については、その「状況」を投資家等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

販売後

- ・ 販売者は、投資家からの要望があれば、原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースすることができるよう、収集した原資産の内容やリスクに関する情報項目について、トレースし投資家へ伝達することを検討すること。そのうえで、「トレースし投資家へ伝達することができない情報項目」を除き、自らトレースし投資家に伝達すること又は第三者をしてトレースし投資家への伝達がなされることを確認すること

当該情報項目が監督指針の趣旨に照らし十分なものであるということを、顧客等に明確に説明できるように記録しておかなければならない。

「トレースし投資家へ伝達することができない情報項目」については、その「理由」を投資家等に明確に説明できるように記録しておかなければならない

条件

(1) 販売者は、「条件 」に関する社内手続・ルールを定めておくこと

(2) 販売者は、(1) の社内手続・ルールが適切に守られるような人員配置、組織整備を確保すること

2 . 人員・組織について

- 条件 の (1) (2) とともに「できない項目」という表現があるが、これは、「第三者から見ても、明らかに技術上の理由（法的な制約や経済合理性も含む）から、情報の収集・伝達が困難な項目」を指している。
- 言うまでもなく、販売者が「できない」を拡大解釈し、監督指針の趣旨に反するようなことがあってはならない。つまり、条件 の (2) は、販売者が「できない」又は「適切な説明を行うに際して不要」という判断を適切に客観的に行いつつ、情報の収集・伝達・分析事務を遂行することが可能となるような人員の配置、組織の整備を求めている。具体的には、「証券化商品を取り扱う際に、販売者が行うべき情報の収集・伝達・分析に関する専門知識を持った人員の確保」、「取引量とバランスの取れた人員数の確保」、「販売者に求められる利益相反防止に留意した、組成・販売間における役割分担又は組織の整備」などが必要となる。

以 上



日本証券業協会「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」 第4回資料

原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための「態勢整備」について

2008年5月15日

モルガン・スタンレー証券
法務・コンプライアンス本部
石川高弘

1. 弊社の業務フロー(CMBS業務)概念図を例にしたご説明

(1) 弊社の業務フロー

- ・ 案件組成・販売前の段階
- ・ 案件組成・販売後の段階

(2) 問題意識とコンセプト

- ・ 法令諸規則上の役割・責務とアレンジャーとして期待される役割と責務
- ・ 「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」論点整理等で示された問題点
- ・ 株式等資本市場における類似の問題意識を巡る議論と態勢構築のコンセプト、現状

2. トレーサビリティ確保のための論点の整理

- ・ 責任分担の明確化
- ・ 独立性の確保
- ・ 牽制機能の確保
- ・ 利益相反の回避
- ・ 情報の恣意的な操作の回避

証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会
論点整理

平成18年6月30日

<目次>

はじめに	1
1. 証券会社の市場仲介機能等を考えるにあたっての問題意識	1
(1) 証券会社の役割	1
① 市場仲介者としての証券会社	1
② 市場プレイヤーとしての証券会社	2
(2) 近年の証券会社を巡る主な状況変化	2
① 自由化による参入・退出の増加と競争の進展	2
② 業務・商品等の自由化・多様化	3
【業務規制の見直しと業務範囲の拡大】	3
【商品・サービスの多様化】	3
【ビジネスモデルの多様化】	3
③ 新興企業向け市場における新規上場の急速な増加	4
④ 監督のあり方を見直し	4
【ルールの遵守状況の監視とそれを踏まえた監督対応の徹底】	4
【健全性のチェックの充実、分別管理の徹底、投資者保護基金の設置】	4
(3) 証券会社の業務の信頼性向上に向けた取組み	5
① 昨今の我が国の証券市場を巡る課題	5
② 証券市場を巡る諸課題への対応	6
【法令の整備及びエンフォースメントの強化】	6
【法令を補完し、投資家の利益や市場の公正性を高めるための自主的な取組み】	6
【懇談会の検討対象】	7
2. 証券会社の市場仲介機能等を巡る主な論点	8
(1) 市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上	8
① 誤発注の再発防止	8
② 信用取引の担保掛目	9
③ システム管理のあり方	10
④ BCP(業務継続計画)への取組み	10
(2) 発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮	11
① 引受け等の審査の強化	11
【引受け等の審査項目・内容の見直し】	12

【第三者割当増資、いわゆる私募CB等の引受け・買受け時の留意事項の明確化】	12
【引受け等の審査体制の強化】	13
【その他】	13
②適切な発行条件の設定	13
【仮条件の設定及びブックビルディングについての具体的基準の設定】	13
③その他	14
【引受人と監査人の協調・連携の促進】	14
【引受審査終了後の状況変更への対応等】	14
【反社会的勢力に関する情報の集約・共有等の対応】	14
【その他】	15
(3)投資家に対する証券会社のチェック機能の発揮	15
①相場操縦関係	15
②インサイダー取引関係	16
③顧客の本人確認及び原始委託者の把握	17
④不公正取引防止のための内部管理態勢	18
⑤その他	18
(4)市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持	19
【倫理規定の整備】	20
【社内方針・規則等の整備及び内部管理態勢の構築】	20

証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 委員等名簿

平成 18 年 6 月 30 日現在

座 長	岩 原 紳 作	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
座長代理	淵 田 康 之	(株)野村資本市場研究所 執行役
委 員	沖 津 嘉 昭	岩井証券(株) 代表取締役社長
	兼 坂 光 則	新光証券(株) 代表取締役会長
	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
	小 林 いずみ	メリルリンチ日本証券(株) 代表取締役社長
	柴 田 拓 美	野村アセットマネジメント(株) 取締役・執行役社長
	島 崎 憲 明	住友商事(株) 代表取締役副社長執行役員
	辻 雅 夫	(社)日本証券投資顧問業協会 会長
	西 澤 實	(株)アーク 代表取締役専務
	松 井 道 夫	松井証券(株) 代表取締役社長
	山 元 高 士	(株)金融ファクシミリ新聞社 顧問 元 証券取引等監視委員会 委員長補佐官
	渡 辺 達 郎	日本証券業協会 副会長
オブザーバー	長 友 英 資	(株)東京証券取引所 常務取締役(最高自主規制責任者・自主規制本部長)
	藤 澤 廣 一	(株)日本証券クリアリング機構 常務取締役事務統括長

(五十音順・敬称略)

証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理

はじめに

本懇談会においては、本年3月以来8回にわたって、信頼される証券市場を構築する上で、証券会社が担うべき市場仲介機能等の適切な発揮へ向けて求められる取組みについての検討を行ってきたところである。本論点整理は、懇談会におけるこれまでの検討結果をまとめたものであり、今後は、当局、証券業協会、証券取引所、各証券会社等の関係者が本論点整理を踏まえて、更に具体的な取組みを進めていくことが期待される。

1. 証券会社の市場仲介機能等を考えるにあたっての問題意識

具体的な論点の検討を行う前に、証券会社の市場仲介機能等を考えるにあたっての本懇談会における問題意識を整理することとしたい。まず、証券会社が果たすべき役割及び近年の証券会社を巡る状況の変化を改めて確認し、現下の証券市場を巡る諸課題とそれに対する取組みの方向性を概観する。その上で、証券会社の市場仲介機能等の適切な発揮を確保する観点からの本懇談会の検討対象を明確にすることとしたい。

(1) 証券会社の役割

証券会社が証券市場において果たしている役割は、その中心に市場仲介者としての機能があり、そこには高い公共性が付随している。他方、証券会社は、この機能以外にも市場プレイヤーとして証券市場に参加している。

① 市場仲介者としての証券会社

投資家が有価証券に投資する際、また、企業（発行体）が有価証券を発行して資金調達をする際には、通常は、証券会社が間に入り、市場に注文を取次いだり、あるいは発行される有価証券を引受・販売している。

このように投資家及び発行体が市場へアクセスする際には、いずれの場合においても、証券会社が市場仲介者として機能することにより、円滑な取引を可能とする役割を果たしている。証券会社に対しては、適正な利用者保護を図りつつ、信頼性の高い業務を遂行することにより、このような市場仲介機能を効率的かつ安定的に発揮することが求められている。また、不公正取引等の防止及び市場の透明性の維持の観点から、投資家及び発行体の不公正取引及び不正行為に対するチェック機能を適切に果たすことも、市場仲介者としての重要な役割となる。

②市場プレイヤーとしての証券会社

市場仲介者としての機能に加えて、証券会社は、証券市場において自己売買、プリンシパル投資等を行う市場プレイヤーとして、市場に流動性及び厚みをもたらすとともに、資金調達方法の多様化に貢献している。

市場プレイヤーとしての証券会社は、売買・投資による自己の利益を追求することになるが、その際には、上記の市場仲介者としての信頼を損なわないためにも、高い自己規律の下での健全かつ適切な業務運営が求められている。

(2)近年の証券会社を巡る主な状況変化

近年の証券会社を巡る主な状況変化としては、金融システム改革以降の参入・退出や業務・商品・手数料の自由化がもたらす、証券会社間の競争の進展及び証券会社の業務・商品等の多様化、また、新興企業向け市場における新規公開企業の増加が見られるところである。また、金融システム改革以降、証券会社に対する監督のあり方も見直されている。

①自由化による参入・退出の増加と競争の進展

金融システム改革により、証券業への参入は、免許制から登録制に、退出は、認可制から届出制に変更された。また、銀行系証券会社に対して制限されていた業務範囲が見直され、いわゆる完全参入が可能となった。

参入・退出規制の緩和により、金融システム改革前(平成元年度～9年度)には年平均参入社数5.6社、同退出社数2.7社であったのが、金融システム改革後(平成10年度～17年度)には、それぞれ、参入社数21.9社、退出社数21.4社に増加するなど、参入・退出が増加している。直近の平成17年度の参入社数は、証券市場の活況を背景に38社と登録制移行後最高の水準となっている。

上記の参入・退出社数の推移、あるいは、元引受業務参加証券会社数の増加、インターネット専業証券会社の増加に見られるように、参入・退出の自由化は、証券市場において多様なサービスを提供しようとする証券会社間の競争につながっていると考えられる。

なお、競争の進展については、金融システム改革による手数料の自由化を背景として、リテール分野を中心とする手数料の大幅な低下をもたらしており、特に、インターネット取引については、現在においても、手数料の引下げ競争が行われている。

また、近年では、金融システム改革により可能となった登録金融機関による投資信託の窓口販売の増加や、証券仲介業制度の創設等に見られるように、販売チャネルの拡大が着実に進展している。証券会社は、こうした新たな販売チャネルの担い手との競争にも直面する一方で、こうした新たなチャネルを活用した営業も行っている。

②業務・商品等の自由化・多様化

金融システム改革における業務・商品等の規制緩和を契機として、各証券会社は創意工夫により多様な業務・商品・サービスを提供すべく競争を行っている。また、こうした中で、証券会社のビジネスモデルは多様化している。

【業務規制の見直しと業務範囲の拡大】

証券会社の業務については、ディーリング(売買)、ブローカレッジ(取次)、アンダーライティング(引受)、セリング(募集取扱)の四種類の免許制であったものが、金融システム改革により一種類の登録制になった。また、取引所集中原則が廃止され、私設取引システム(PTS)及び有価証券店頭デリバティブ取引が認可制のもとで解禁された。こうした規制緩和により証券会社の業務範囲は拡大することになった。

ディーリングについては、以前の免許制の下では、免許の条件においてブローカレッジ業務の補完的位置づけとされていたが、登録制の下ではこれが見直されることになった。その他、業務方法の変更、店舗の設置等の認可制についても原則廃止された。

本業以外においても、金融システム改革においては、従来の専門制を廃止し、それまで承認制とされていた他業(の一部)を付随業務・届出業務として位置付け、原則自由の考え方を明らかにした。その中でも資産運用サービスの充実の観点から、ラップ・アカウント方式のサービス提供を念頭においた所要の制度整備が金融システム改革以降行われてきており、近年、取扱証券会社が増加傾向にある。

その他にも、近年では、M&A助言(企業の合併・買収の助言)、プリンシパル投資、証券化関連業務、各種ファンド・SPC(特別目的会社)等の組成、クレジット・デリバティブ、商品先物取引といった様々な分野に証券会社及びその関連会社の活動領域が広がっている。

【商品・サービスの多様化】

金融システム改革以降、商品面では、有価証券店頭デリバティブ(再掲)、私募投信、REIT(不動産投信)、ETF(株価指数連動型上場投資信託)、一般信用取引についての制度整備が行われ、これらの商品・取引がそれぞれ普及するとともに、仕組み債、インターネット取引等多様な商品・サービスが提供されるようになってきている。

【ビジネスモデルの多様化】

こうした多様な業務・商品・サービスを提供する中で、証券会社は、インターネット専門証券会社、ホールセール特化型証券会社、リテール特化型大手証券会社、ディーリング特化型証券会社等の特定の分野に注力する証券会社が現れたほか、

金融機関による証券会社の子会社・グループ会社化、共同出資による証券会社の設立、証券仲介業への参入、共同店舗の設置等を通じた金融機関との提携を進める証券会社が増加するなど、ビジネスモデルも多様化しているものと思われる。

このうち、インターネット専門証券会社の躍進やディーリング特化型証券会社の出現の背景には、金融システム改革において行われた手数料の自由化があったものと考えられる。

なお、組織形態としては、持株会社の下に証券会社を位置付ける証券会社グループが現れている。

③新興企業向け市場における新規上場の急速な増加

上記以外にも近年、証券会社を巡る状況変化として、各証券取引所において新興企業向け市場の設立が相次ぎ、市場間競争が見られる一方、元引受業務に参入する証券会社が増加し、この面での競争が激化し、新興企業の新規上場数も急速に増加していることが挙げられる。

④監督のあり方の見直し

証券会社の監督については、金融システム改革以降、免許制や各種業務規制等のいわゆる事前予防型の規制が廃止され、証券会社の自主的な経営を尊重し、ルールに従った活動を原則として自由に認めた上で、ルールの遵守状況について厳正な監視に基づく監督を徹底するといういわゆる事後チェック型の監督姿勢が明確にされている。

【ルールの遵守状況の監視とそれを踏まえた監督対応の徹底】

証券会社によるルールの遵守状況の監視については、金融システム改革以前から、証券取引等監視委員会等^(注)が、証券会社の検査において、市場ルール等の遵守状況を最重点項目とし、併せて、営業姿勢や内部管理態勢についても検証するとともに、行うべき行政処分等について勧告を行い、これを受けた監督当局が、厳正な行政処分等の監督を実施してきたところである。

(注) 証券会社の検査については、従前は、取引の公正の確保等に関する検査を証券取引等監視委員会が、財務の健全性等に関する検査を金融庁検査局が行ってきたところであるが、平成17年7月から監視委員会に一元化された。

金融システム改革以降の証券会社の業務の自由化・多様化の下で、投資者保護及び不公正取引の防止を確保するためには、証券会社による行為規制の遵守及び質の高い経営管理態勢の確立の重要性は増しており、監督当局は、引き続きこうした監督を徹底する必要があるものと考ええる。

【健全性チェックの充実、分別管理の徹底、投資者保護基金の設置】

また、金融システム改革による各種自由化と事前規制の廃止のもとでは、証券

会社が自由に業務を行う結果様々なリスクを抱えることになることから、健全性チェックを充実させる必要がある。こうしたことから、金融システム改革においては、証券会社による四半期ごとの自己資本規制比率の開示を制度化するとともに、早期是正措置の法的位置づけの明確化等を行っている。また、万が一にも証券会社が破綻した場合に、投資者保護に万全を期す観点から、分別管理の徹底（明確化）が図られるとともに、投資者保護基金の設置が行われている。

(3)証券会社の業務の信頼性向上に向けた取り組み

①昨今の我が国の証券市場を巡る課題

次に、これまで見てきたような証券会社の役割及び証券会社を巡る状況の変化を踏まえて、改めて昨今の証券市場を巡る課題について整理をする。

これについては、まずは、利用者保護の徹底と利用者利便の向上の重要性が指摘されよう。

近年、企業の資金調達手法の多様化や金融技術・IT技術の進展を背景に、これまでになかった新たな金融商品が、既存法制の対象となっていないものも含め、次々と販売されるようになってきている。証券会社が取扱う商品の中にも、近年取扱いが増加している私募の資金調達手段や、他業として提供しているような外国為替証拠金取引、各種ファンドなどが存在している。こうした、いわば金融サービスの融合化が進む中では、幅広い金融商品についての包括的・横断的な利用者保護の枠組みの整備が課題となっている。

他方で、新たな金融商品設計の自由化や規制の簡素化・明確化を通じ、コストを抑えつつ金融イノベーションを促進し、多様化するニーズに応じた金融商品・サービスの提供を可能にすることにより利用者利便の向上を図っていく必要もある。

次に、我が国経済の発展のためには、多様な資金調達手段、多様な投資手段が提供されるとともに、公正で競争的な取引が行われることにより、市場メカニズムの活用を通じて、効率的な資源配分を実現することが期待される。金融システム改革以降、フリー・フェア・グローバルの3つの理念の下に、累次の制度改革が図られてきた。

今後とも、「貯蓄から投資へ」の流れを促進し、公正かつ円滑な価格形成を軸とする市場機能を確保し、市場の信頼性、効率性や透明性を高めていく必要がある。

また、金融・資本市場のグローバル化が一層進展する中では、米国、欧州はもとより、アジア近隣諸国も意識しつつ、国際市場としての我が国市場の魅力を更に高めていく必要がある。

これらの課題を意識しつつ、更に、現実の証券市場を巡る状況に即した具体的

な対応が求められている。例えば、インサイダー取引、相場操縦等の投資家による不公正取引や、有価証券報告書の虚偽記載等の発行体による不正行為は後を絶たず、信頼される証券市場を構築するためには、引き続き、これらの不公正取引・不正行為の摘発・防止は重要な課題である。

また、近年では、企業の合併・買収も盛んに行われており、こうした動向に関連するものも含めて、投資家の市場行動にも大きな変化が見られることから、これに即して適切な制度設計を絶えず行っていくことも必要である。

証券会社に関しては、参入・退出や業務・商品・手数料の自由化がもたらす、証券会社間の競争の進展及び証券会社の業務・商品等の多様化等の状況変化が生じている。

こうした中で、例えば、業務の多様化、特に、市場プレイヤーとしての自己売買やプリンシパル投資等の業務の増加は、各種業務間の潜在的な利益相反の増加をもたらしていると考えられる。また、証券会社の業務が多様化・複雑化した結果、証券会社が投資家・発行体の信頼を得つつ、健全かつ適切に業務運営を行っていくためには、より高度で強固な内部管理態勢の構築が求められているものと考えられる。

②証券市場を巡る諸課題への対応

【法令の整備及びエンフォースメントの強化】

上記諸課題への対応として、まずは、法令の適切な整備が必要であることは言うまでもない。先般成立した金融商品取引法は、利用者保護と利用者利便の向上の観点からの横断的かつ柔軟な規制の枠組みを提供するものであり、かつ、企業開示やコーポレート・ガバナンス、公開買付制度、大量保有報告等について、昨今の投資家・発行体の行動をも踏まえ、市場の公正性・透明性を高めるための制度的対応を行っている。

こうした法改正に併せて、昨今の投資家の不公正取引、発行体の不正行為の事例も踏まえると、当局による監督・検査・監視等によるエンフォースメントの一層の強化を図っていく必要がある。

【法令を補完し、投資家の利益や市場の公正性を高めるための自主的な取組み】

昨今の投資家による不公正取引や発行体による不正行為の中には、証券会社が市場仲介者としてのチェック機能を適切に発揮していれば防げたのではないかとと思われる事例がある。

また、昨年の株式市場における誤発注による市場の混乱や、近年、相次ぐ証券会社のシステム障害による円滑な取引の阻害に見られるように、証券会社がオペレーションの信頼性を維持していれば防止できていたのではないかとと思われる事例もある。

こうした分野においては、法令の整備及びエンフォースメントの強化と互いに補完しあうものとして、投資家の利益や市場の公正性を高めるために、証券会社が、法令の形式的な遵守にとどまらず、市場仲介者としての機能を積極的に果たすための自主的な取組みを行うことが強く期待される。

また、証券会社が営む各種業務間の潜在的な利益相反の増加や、業務の多様化・複雑化に応じて求められる高度で強固な内部管理態勢の構築という課題に迅速、柔軟かつ的確に対応するためには、法令だけで全てを解決することは困難である。

こうした分野においては、証券業協会の自主規制機能の活用や、証券会社の自己規律を高めるための規範の整備が、そのための方策として考えられるところである。なお、当局は、通常の検査・監督の中で、証券会社のこうした活動を検証・モニタリングすることを通じて、証券会社による自主的な取組みを促していくとともに、自主規制機関との連携を強化していくことが考えられる。

【懇談会の検討対象】

本懇談会では、こうした問題意識に基づき、具体的には、Ⅰ)市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上、Ⅱ)発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮、Ⅲ)投資家に対する証券会社のチェック機能の発揮、Ⅳ)市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持の4つのテーマに分けて今後の取組みについて検討を行うこととしたものである。

検討にあたっては、証券会社を巡る金融システム改革以降の基本的考え方、即ち、証券会社の自主的な経営に基づく自由な業務運営を確保しつつ、当局は、いわゆる事後チェック型の監督を重視するという考え方が前提となっている。

「事後チェック型の監督」という点に関しては、懇談会においては、国際的に見ても、単に事件が起こってから事後的に対応するのではなく、例えば、BCP(業務継続計画)や投資者保護等においては、将来生じ得る障害にも対応できるような柔軟性を持った監督の枠組みが重要との指摘がなされた。また、その関連において、自主規制機関は、能動的に、あるいは、当局に先んじて積極的な取組みを行うことが考えられるのではないかという意見が出された。

「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。

今後、関係者が、懇談会の成果を踏まえて、更に具体的な取組みを進めていく過程では、当局、自主規制機関、各証券会社の間での役割分担が問題となってくる場合もあると考えられるが、こうした問題は、具体的な課題を今後一つ一つ採り上げていく中で、それぞれの課題に即して検討していくことが適当であると考えられる。

(注) 昨今の証券市場を巡る課題への対応としては、上記以外にも、証券市場を開設する取引所を巡る諸問題への対応があるが、これらについては、現在、「証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会」で議論・検討されているところである。

2. 証券会社の市場仲介機能等を巡る主な論点

(1) 市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上

① 誤発注の再発防止

昨年12月に証券会社による大規模な誤発注が発生したことを踏まえ、金融庁では、各財務局と連携して、全ての証券会社に対して、株式等の発注業務の管理、株式等の発注システムの設計・管理、及び大規模な誤発注等に対する危機対応策の策定状況について一斉点検を実施するとともに、改善策についての報告を求めた。

また、証券業協会においても、誤発注の未然防止及び誤発注発生時の適切な対応についてワーキンググループで検討し、以下の内容の自主規制規則(理事会決議「協会員における注文管理体制の整備について」)を制定したところである。

I) 誤発注防止のための社内規則の制定等を義務付け

- i) リテール取引における買付代金及び売付有価証券の前受けの履行
- ii) 注文受注時における確認体制の整備
- iii) 注文制限の設定(一定規模を超える注文について、発注不可とする制限(ハードリミット)と管理者の承認を必要とする制限(ソフトリミット)を設定)
- iv) 上記をシステム化する措置
- v) 注文制限の解除承認を行う管理者等の設置

II) 適切な人員配置及び研修の実施

各社における社内規則が確実に履行されるために、業務に携わる役職員の業務適性の確認やそれに基づく人員配置及び業務の認識を深めるための研修を適切に行う。

III) 社内ルール of 検査・監査体制の構築 等

社内規則が適切に履行される体制の確保と定期的な検査を義務付け

さらに、証券取引所においても、異常注文が発注された場合の対応として、

- I) 上場株式数に応じた異常注文の抽出を行うシステム対応
- II) 明らかに誤発注であると認められる注文について取引参加者からの注文入力を受け付けないこととするシステム対応
- III) 新規上場銘柄の初値決定前において注文入力可能な価格帯の制約をかけるシステム対応

等が進められている。

なお、異常注文について、市場において混乱が生じることを回避する観点から、証券取引所が緊急市場情報として開示するとともに、誤注文を発注した取引参加者に対して、情報開示を求める措置が図られている。

現在、証券業協会等の関係者において、例外的な措置としての約定取消しについて、諸外国の状況及び法的な問題を含め、慎重な検討が行われているところである。

他方、証券業界からは、誤発注の一因ともされている現行の多様な売買単位をできる限り統一していくよう要望が出されている。また、懇談会においては、誤発注がフェイルにつながることが多いことから、フェイルに対するペナルティを厳しくすべきとの意見が出されたほか、明らかに誤発注であると認識される注文を利用した取引を証券会社が行わないような倫理規定が必要との意見、各社におけるポジションリミット、リスクリミットの妥当性を検証する必要があるとの意見が出された。

これら懇談会で出された意見については、証券業協会において何らかの対応が可能かどうか検討することが望まれる。また、ポジションリミット、リスクリミットの妥当性の検証については、当局の通常の検査・監督においても実施していくことが適当であると考えられる。

②信用取引の担保掛目

信用取引に係る委託保証金の代用有価証券の掛目について、本年1月に、強制捜査を受けた企業の関連銘柄の掛目をゼロとする対応がなされた事例があったが、その際に、十分に説明が行われない中で突然に実施されたため、投資家に不安心理が広がり、市場全体に影響を与えたとの批判を受けた。

これを受けて、証券業協会においては、信用取引に係る委託保証金代用有価証券の掛目の取扱いについて検討を行い、自主規制規則(理事会決議)を策定し、掛目を変更する対象となる事象の顧客への事前説明・周知、掛目変更に当たっての顧客への通知、変更に当たっての周知期間の設定、社内規則の制定を各証券会社に求めることとしたところである。

懇談会においては、証券会社における対応として、担保価値は銘柄ごとに異なることから銘柄ごとに掛目を変えるという考え方もあってよいのではないかという

意見、代用有価証券を受入れるに当たっては銘柄を分散させるという発想も必要との意見が出された。今後とも、証券業協会においては、利用者の理解が得られるよう、上記規則への各社の対応を注視していくことが適当である。

③システム管理のあり方

近年、コンピュータ・システムを利用した証券取引が増加しており、これらに障害が発生した場合には、顧客取引や証券会社の業務運営、さらには証券決済システム等にも大きな影響を与えることになりかねない。こうした認識の下、金融庁は、各証券会社に対して、現に使用しているシステム・機器に障害が発生した場合には、証券取引法第59条に基づき障害の状況、発生原因及び改善策等の報告を求めている。

証券会社の障害発生状況を見ると、原因分析、事後改善を行わず、類似の障害を再発するケースがあるほか、障害の発生原因において、各社に共通する部分が見られる。

類似の障害を再発するケースについては、当局において行政処分等を含めた適切な監督上の対応を今後とも行っていくことが望まれる。また、各社に共通する問題が見られる点については、証券業協会及び証券取引所が中心となって、昨年12月に政府の情報セキュリティ政策会議において策定された「重要インフラの情報セキュリティ対策に係る行動計画」の中で推進することとしている各重要インフラ分野ごとの情報共有・分析機能の整備の取組みの中で、適切な対応が図られることが期待される。

(注) 昨年12月に策定された「重要インフラの情報セキュリティ対策に係る行動計画」においては、システム障害の未然防止、発生時の被害拡大防止・迅速な復旧及び再発防止のため、政府等から提供される情報について、適切に重要インフラ事業者等に提供し、関係重要インフラ事業者等間で共有することにより、各重要インフラ事業者等のサービスの維持・向上に資するため、本年度末までに各重要インフラ分野内に「情報共有・分析機能」(CEPTOAR: Capability for Engineering of Protection, Technical Operation, Analysis and Response)の整備を進めることとされている。

④BCP(業務継続計画)への取組み

証券業協会においては、昨年6月、個別の証券会社において行うべきBCP整備の内容を「会員の緊急時事業継続体制の整備に関するガイドライン」として取りまとめた。また、同9月から、他の証券関係者とともに、個別の証券会社では対応が困難な証券市場全体のBCPに関する問題について検討を行い、本年2月に、緊急連絡体制の整備や共同演習等の実施を内容とする報告書を取りまとめた。

本報告を受け、証券市場全体のBCPについて検討し、適宜必要な措置を講じていくため、自主規制機関(証券業協会、証券取引所)、証券会社、当局等の関係者で構成する証券市場全体のBCP検討フォーラムが設置され、継続的な検討が行われることになっている。

また、政府においては、証券市場のみを想定したものではないが、いわゆる緊急事態を想定し、災害対策基本法に基づき中央防災会議で策定された「首都直下地震対策大綱」、「首都直下地震の地震防災戦略」のほか、「金融庁防災業務計画」、国民保護法に基づき策定された「金融庁国民保護計画」等を踏まえた対応を図ってきている。

証券市場全体のBCPの目標は、Ⅰ)証券市場に係る機能の継続、あるいは中断されても可能な限り短期間で重要機能を再開、復旧又は代替する体制の整備、Ⅱ)適時適切な情報集約・還元・提供を図る体制の整備にあると考えられる。

今後は、こうした目標の下、BCP検討フォーラムにおいて、当局を含めた証券関係者が連絡を密にしながら、危機時における証券市場全体としての優先順位付けを含めた検討を早急に行っていくことが期待される。

(2)発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮

①引受け等の審査の強化

近年の発行市場において見られる状況として、Ⅰ)新興企業向け市場等に上場して間もない企業の一部に財務内容や経営状況等に問題がある事例が生じている、Ⅱ)元引受け業務を行う証券会社が増加する中で、証券会社の引受審査能力に格差が生じている、Ⅲ)条件設定次第では、希薄化により既存株主の利益を損なう可能性のあるエクイティ関連の私募が増加している、といった指摘がなされている。

有価証券の引受け等に関する法令諸規則について見ると、証券取引法上は、不実の目論見書等を使用した証券会社の賠償責任及び有価証券届出書の虚偽記載等に関する証券会社の賠償責任、著しく不適当な条件による引受けの制限等といった基本的な規制が設けられているところである。これまで認可制とされていた元引受け業務については、金融商品取引法においては、第一種金融商品取引業者としての登録を受けることにより、行うことが可能となる。

(注) 元引受業務については、登録制の下でも、当該業務を適確に遂行するに足りる人的構成及び政令で定める最低資本金額等が求められる。

他方、有価証券の引受け等に関する審査項目等については、証券業協会の自主規制規則が存在するが、これについては、平成4年の制定後相当時間を経過しており引受審査の環境が変化する中で、見直しが行われていない。

こうした発行市場の状況変化と法令諸規則の現状を併せ鑑みると、有価証券の引受け等の審査を強化する観点から、審査項目・内容の見直し及び審査体制の強化のために以下のような諸施策を検討すべきである。

【引受け等の審査項目・内容の見直し】

審査項目・内容の見直しについては、新興企業向け市場等に上場して間もない企業の一部に財務内容や経営状況等に問題のある事例が発生していることを踏まえ、証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」において規定している審査項目に、例えば、

I)コーポレート・ガバナンスの状況(取締役会の機能状況等)

II)事業計画・業績見通しの妥当性

III)企業の成長性

IV)資金使途の適正性

V)関係会社の管理状況

VI)財務データの整備状況及び適時開示に向けた体制の整備状況

といった項目を追加するとともに、各審査項目についても評価基準を設定することが考えられる。

見直しに当たっては、公募・私募、上場時・追加発行時等の別に応じた適切な差異を設けることの検討も必要となるものと考えられる。

こうした論点を踏まえ、懇談会として、証券業協会に対して、引受け等の審査項目・内容の見直しを検討することを要請することとする。検討に当たっては、厳格な審査を行っている証券会社の社内規則を参考にすることも考えられる。

【第三者割当増資、いわゆる私募CB等の引受け・買受け時の留意事項の明確化】

特に、第三者割当増資やいわゆる私募CB(MSCB(注)を含む)等については、企業再生等に係る資金調達手段として有効な場合もあり、現に、このような調達により再生等が成功した事例もある。他方、発行条件及び利用方法次第で希薄化による既存株主に対する不利益が生じるリスクもあることから、証券会社がこうした案件を取扱う場合(自社(関連会社)が買受ける場合、他のファンド等が買受ける場合を含む)に留意すべき事項を整理・明確化することにより規範形成を行うことが望まれる。懇談会としては、証券会社は、既存株主への影響等を踏まえた適切な商品設計に加えて、発行体(の経営者)に対して商品の理解度に応じた十分な商品説明を行うとともに、発行体による適切な開示を指導する必要があることを指摘しておきたい。

(注) MSCB(転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債)とは、社債から株に転換する価額について、発行後一定期間経過後ごとにその時点の時価で算定し直す条項が付されている転換社債型新株予約権付社債(CB)

懇談会として、上記を踏まえて、証券業協会に対して、第三者割当増資、いわゆる私募CB等の引受け・買受け時の留意事項の明確化を検討することを要請することとする。懇談会においては、証券会社の市場仲介者としての役割の公共性

を踏まえると、検討に当たっては、後述の市場プレイヤーとしての自己規律よりも明確な形での規範形成が求められるとの意見が出された。

【引受け等の審査体制の強化】

次に、引受け等における審査体制の強化については、引受審査の独立性の確保、引受審査の社内マニュアルの整備、内部監査部門等による引受審査の適切性のチェック体制の整備等に関する具体的な基準を整備することが適当である。この点についても、証券業協会における検討を要請することとする。

また、引受審査等の体制に問題がある証券会社に対しては当局としても適切な措置を講ずべきとの意見があることも踏まえて、当局は、証券業協会と適切に連携しつつ、基準等の周知徹底に努めるとともに、各証券会社の業務運営の実態をオフサイトモニタリング及びオンサイトの検査を通じ継続的に把握した上で、当該基準等も参考としながら、問題となる事案や体制面での不備が認められた場合には、適切な改善を促すことによりチェック機能を適切に発揮していく必要がある。

【その他】

懇談会においては、例えば、ユーロ市場等の海外における本邦企業の資金調達においては、本邦所在の証券会社の斡旋で当該証券会社の海外の関連会社が利用される事例が多いことに鑑み、その場合であっても、斡旋を行う本邦所在の証券会社が、海外の関連会社において適切な引受け等の審査が行われていることを確認することについても検討の対象に含めるべきであるとの指摘がなされている。

また、懇談会においては、各証券取引所が開設している新興企業向け市場の上場審査の水準に差があるとの指摘があった。各証券取引所においては、品質管理の観点から、上場会社として具備すべき内部管理態勢等の定性的基準に係るものについても、実効性ある上場審査及び上場管理を行っていくことが望まれる。

②適切な発行条件の設定

【仮条件の設定及びブックビルディングについての具体的基準の設定】

現在、新規公開株の公開価格は、Ⅰ)引受証券会社による分析や機関投資家等に対するヒアリングの結果等を踏まえて設定された仮条件の価格帯の範囲内で、Ⅱ)個人投資家をはじめとする幅広い投資家から申告される需要を積み上げたブックビルディングの結果等を勘案して決定されている。

しかし、仮条件の設定方法について明確な基準が設けられておらず、また、ブックビルディングのプロセスについては、具体的なルールがなく各社が定める方法で実施していることから重複申告や空積み等の問題があるとの指摘がある。また、

こうした結果、公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言いがたいとの指摘がある。

新規公開価格が透明で公正に決定されていることを担保することが投資者保護の観点からも重要であると考えられることから、懇談会として、証券業協会に対し、仮条件の設定に当たって証券会社が検討・採用すべき株価の算定方法を開示すること等による設定方法の明確化、ブックビルディングに関する投資家への周知方法や需要申告の受付方法等についての具体的基準の設定等の検討を行うよう要請することとしたい。

③その他

【引受人と監査人の協調・連携の促進】

証券会社が引受審査業務を適正に遂行するためには、上記(①引受け等の審査の強化)で見てきたように、まずは、証券会社が自身の審査能力を高めるための不断の努力を行うことが求められる。それに加えて、証券取引所や監査人との間で適切に協調・連携していくことが重要である。特に、企業会計が一層複雑化・高度化していること等を背景に、監査人との協調・連携は従来にも増して重要になっていると考えられる。

証券業協会は、これまでも日本公認会計士協会との間でコンフォートレターに関する要綱の取りまとめ等の対応を行ってきたが、懇談会としては、引受審査の質の向上の観点から、上記認識を踏まえつつ、引受人と監査人との間において、どのような状況下でどのような協力が可能かについて、両者の役割分担の検討を含め、両協会が建設的な協議を続けていくことが重要であるとする。

【引受審査終了後の状況変更への対応等】

引受審査終了後に、資本政策を変更するなど、引受審査の対象となった項目について重大な変更が生じることが判明した事例が認められる。懇談会としては、こうした場合に、証券会社は発行体に対して上場中止又は延期を求める等の適切な措置をとることについて、証券業協会の自主規制規則において明確な規定を設けるよう要請することとしたい。

【反社会的勢力に関する情報の集約・共有等の対応】

また、証券会社が、発行会社と反社会的勢力との関係について実効性ある審査等を可能とするためには、証券会社による自主的な努力に加えて、証券業協会及び証券取引所において、反社会的勢力に関する情報を集約又は共有し、各証券会社が適切に活用できる体制を構築することが望まれるとの意見があることから、懇談会として、証券業協会及び証券取引所に対し、どのような対応が可能かについて検討するよう要請することとしたい。

【その他】

その他、懇談会においては、上場後一定期間(最低一年程度)は引受審査を行った主幹事証券会社の指導等を遵守することを証券取引所の自主ルールにおいて義務付けるべきではないかとの意見があったが、これについては、証券会社が発行体に対し必要以上に関与することは適当ではない、あるいは、証券会社が、上場後まで指導を行うことは実務上困難等の意見が出された。

また、上場申請する証券取引所の変更や主幹事証券会社の交代を安易に行う企業が存在しているため、取引所の変更や主幹事証券会社の交代があった企業にその事実関係や経緯を公表させるべきとの意見がある一方で、上記変更や交代の理由は様々であるとの意見、どのようなものを交代の定義に含めるのか難しいとの意見、結果的に交代されないような証券会社を発行体が初めから選ぶというモラル・ハザードが働きかねないとの意見、誰がどのようなタイミングで何を公表すべきかの判断が難しいという意見があった。

さらに、上場直後に上場廃止基準に抵触する等の問題が判明した企業の引受審査を行った主幹事証券会社名を公表するとともに、当局及び証券業協会の検査・監査を速やかに実施し、引受審査自体に問題が無かったかどうか検証してはどうかとの意見があったが、公表については、主幹事証券会社名はあらかじめ公表されており、敢えてそのような公表の仕方をするのが適当かとの意見があった。

(3) 投資家に対する証券会社のチェック機能の発揮

①相場操縦関係

投資家による相場操縦等の不公正取引に関しては、本年6月から、証券会社が最低限実施すべき売買審査項目等を定めた証券業協会の自主規制規則が施行され、証券会社は、顧客の不公正取引に繋がるおそれがあると認められた場合には、当該顧客に対して注意喚起や注文の受託停止等の措置を講ずることとされている。

他方、証券取引所等においては、各取引参加者等の協力を得て個別取引に関する売買記録を電子データで授受することにより迅速な集計・分析を行った上で、不公正取引を行った顧客の有無等について審査を行う態勢の整備が進められている。これについては、証券取引所の取引参加者以外の者が対象となっていないとの指摘があるほか、懇談会においては、当局を含む市場関係者間での円滑な情報交換が望まれるとの意見があった。

このため、懇談会としては、不公正取引に関する市場関係者(当局を含む)間の

情報交換を迅速かつ円滑に行うための電子データの様式の見直しや WAN の構築等について検討を進める観点から、証券業協会及び証券取引所を中心として具体的な検討を行っていくことが必要と考える。

また、近年発覚した不公正取引の中には複数の証券会社に分散発注することにより個別の証券会社の売買審査を回避するような動きをしていた事例が認められており、個別の証券会社だけでは十分な対応が困難になっているという指摘がある。

懇談会では、例えば、証券業協会において、不公正取引を行った顧客及び不公正取引に繋がるおそれのある顧客に関する情報を集約して、証券会社が売買審査に活用できる仕組みを構築すべきとの意見が出されたが、これに対して、自主規制機関としての証券業協会が行うべき活動なのか疑問があるという意見が出されたほか、他者の情報収集に依存して自ら情報収集する努力を怠る証券会社が出ないようにすべきとの意見もあった。

懇談会としては、相場操縦等の不公正取引の防止及び早期発見のために市場関係者が協力してどのような取組みを行うことができるかについて、上記の電子データの様式の見直しや WAN の構築等についての検討と併せて、引き続き検討していくべきであると考えます。

②インサイダー取引関係

インサイダー取引を未然に防止する観点から、証券業協会の自主規制規則においては、顧客が上場会社の役職員等に該当するときは、その氏名、役職名等を記載した内部者登録カードの整備等に努めなければならないこととされている。

しかし、現行の内部者登録については、基本的には、顧客本人の申告をベースとせざるを得ないため、もともと正確な情報把握が困難な面があるほか、人事異動などにより顧客の登録内容に変化が生じた場合には、その内容を把握することは一層困難となっている。

このため、証券会社においては、内部者登録の正確性を確保する観点から、定期的に一斉点検を実施し顧客に登録内容の有無等について確認する、あるいは、登録内容を外部情報ベンダーの情報等と照合する等を行っているが、これについては、相当のコスト、データの漏れやタイムラグが生じることが避けられない状況である。

こうした状況の下、内部者登録が適時適切に行われていなかったため、資金調達を検討中の上場企業の役職員が自社株の取引を行っていたことが資金調達の直前になって分かり、当該資金調達を中止せざるをえなくなるような事例も発生しているとの指摘がある。

懇談会では、こうした状況を踏まえ、証券取引所に上場会社から役職員に関する基本データの届出を義務付け、これをデータベース化した上で、各証券会社が

利用できる制度を構築すべきではないかとの意見が出された。

これに関しては、証券会社に口座を持たない個人の情報も含まれることになることから、不公正取引の防止という利用目的から逸脱することのないようアクセス方法について特に配慮すべきとの意見、届出の対象となる役職員の範囲を限定するなど、上場会社に過重な負担にならないよう配慮する必要があるとの意見、上場企業にとっての意義が不明確であるとの意見、まずは証券会社等で可能な取組みを行った上で、どうしても対応できない部分について上場会社の協力を求めるべきであるとの意見が出された。

上記の意見を踏まえて、懇談会としては、インサイダー取引を防止することは、市場の公正性の維持のみならず、上場企業自身の市場における評判・信頼を維持する観点からも意義があるとの認識に基づき、証券業協会、証券取引所、上場企業の代表者を交えた場に、必要に応じ当局も加えて、引き続きどのような取組みが可能か検討することが適当であると考えている。

先般、証券取引等監視委員会から金融庁長官に対し、証券会社がプレ・ヒアリング等において公表前の発行情報を外部に伝える行為により内部者取引が誘発されることを防止し、もって証券取引の公正を確保するため適切な措置を講じることを内容とする建議が行われた。

具体的には、

- I) プレ・ヒアリングの過程で発行情報を外部に伝達することに関して手続規程を整備していない
- II) プレ・ヒアリングをいつ、誰に対して、どのような方法で実施し、その過程でどのような発行情報を外部の者に伝達したかについて記録を残していない等の問題点が指摘されている。

この点については、内閣府令における所要の規定の整備を受けて、証券業協会の自主規制規則において具体的な基準を設けることが考えられる。

③顧客の本人確認及び原始委託者の把握

相場操縦的行為やインサイダー取引等を未然に防止するためには、顧客の属性を的確に把握することが重要であるが、投資事業組合等との取引や海外からの注文については、原始委託者や最終投資家を特定することが困難であるとの指摘がある。

特に、不公正取引を意図して行う者の中には、最終的に注文を発注する証券会社との間に複数の外国証券会社や海外のファンド等を介在させる手法を用いる者も存在しており、このような場合に真の原始委託者を特定することは極めて困難との意見がある。

この点に関しては、国内の投資事業組合等から受託する注文については、例えば、証券取引等監視委員会や証券取引所等から要請があった場合、その受益者

や構成員等に関する情報を当該投資事業組合等が提供することに同意することを注文受託の条件とする等の対応が考えられる。

また、海外顧客からの注文を受託する場合においては、例えば、香港証券先物取引委員会のように、規制当局から要請があった顧客情報について要請日から一定期日以内に提出することを自国の証券会社に義務付けるとともに、当該情報を提供できる体制・準備のない外国の証券会社からの注文受託を制限する等の規定を整備している国もある。

これらの対応については、証券会社だけの対応には限界があり、実施するのであれば当局側の対応も必要ではないかとの意見もある。懇談会としては、当局、証券会社を含めた関係者間でどのような対応が可能か引き続き検討していくべきと考える。

④不公正取引防止のための内部管理態勢

投資家による不公正取引を防止するためには証券会社において実効性のある内部管理態勢を構築することが重要であり、証券業協会の自主規制規則においても、顧客管理や内部管理責任者等に関する規則が設けられているが、不公正取引を防止する観点からは必ずしも十分な規定が整備されているとはいいがたい状況にある。

このため、懇談会としては、証券業協会の自主規制規則において、顧客の本人確認、売買管理・売買審査部門の役割、必要な業務連携等を内容とする内部管理態勢に関する具体的な規定の整備を検討するよう要請することとする。

⑤その他

大量保有報告制度については、提出期限の遵守を徹底するとともに、不提出、虚偽記載事案の把握を容易にするため、当局、証券会社、自主規制機関を含む関係者が連携を強化することが必要である。

この点に関しては、本年4月に、自主規制機関から会員証券会社に対し、制度の概要及び大量保有者の義務について投資家に周知徹底させるとともに、制度違反の疑いがある事案の証券取引等監視委員会への情報提供を促進するために周知徹底を図ったところであるが、大量保有報告制度に対する投資家の認識を高めていくためにも、こうした働きかけを継続的・定期的を実施していく必要がある。

証券市場の国際化の進展等により、国境を越えた不公正取引が行われる可能性が指摘されているが、こうした問題に適切に対処していくためには、基本的には、各国当局間の情報交換が円滑に行われることが望ましく、そのための環境整備を引き続き進めていく必要がある。

また、当局や証券取引所の監視が及びにくいとされるヘッジファンドを含む海外

投資家が関与したとみられる事案についても、日常的に市場関係者間で情報交換を行い、必要に応じて具体的な対応を検討していくことが望まれる。

証券会社が、反社会的勢力との関係を有する可能性のある投資家について十分な売買管理・売買審査を行うことを可能とするために、証券業協会及び証券取引所において反社会的勢力に関する情報を集約・共有し各証券会社が適切に活用できる体制を構築することが有益と考えられることから、懇談会として、証券業協会及び証券取引所に対して、具体的にどのような対応が可能か検討を要請することとする。

懇談会においては、売買手口情報を公開することにより、手口が市場参加者の目にさらされ、不正取引の摘発が容易になるとともに、その抑止効果が期待できることから、各証券取引所が平成15年に非公開にすることとした売買手口情報を再度公開すべきとの意見が出された。なお、これに関しては、例えば、公開される手口情報に便乗した取引が行われる可能性があるといった指摘なども踏まえて非公開化したという経緯もあり、公正な取引の実現の観点から難しい問題を孕んでいるとの指摘もある。

なお、不公正取引の防止には、金融経済教育を充実するなど地道な啓蒙活動（金融資産の管理方法等のこれまでの教育に加えて、子供たちに対しては、お金は大切にすべきであるがすべてではないこと、また、取引をする場合にはルールを守ることが大切であること等を教えること）を継続することが重要との指摘があり、関係者が共に取り組むべき課題であろう。

(4) 市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持

近年の証券会社の市場プレイヤーとしての活動状況を見ると、

- ① 自己売買については、金融システム改革以降の規制緩和と金融工学の発達等を背景に、取引が多様化・複雑化するとともに、自己売買に特化する証券会社が現れている。
- ② プリンシパル投資については、従来のベンチャーキャピタル投資に加えて、事業再編等に伴う投資、不動産投資、金銭債権投資、私募CB等の資金調達手段の買受け等に活動分野が拡大している。
- ③ 投資銀行業務においては、M&A助言業務の増加、複雑な商品性を有する資金調達の提案、証券化取引等の増加が見られる中、プリンシパル投資業務との密接な関連も見られるようになっている。

このように市場プレイヤーとしての証券会社の業務が多様化・複雑化していることを背景に、証券会社の業務において

I) 株式の誤発注に乗じて、誤発注であることを認識しながら行う発行済み株

式数を上回る株式の買付け

Ⅱ)証券会社(グループ会社)が投資している未公開企業の上場時に、主幹事として行う引受業務及びその後の当該株式の売却

Ⅲ)証券会社(グループ会社)がプリンシパル投資で取得した資産を原資産とする証券化商品を組成し、十分な説明なく他の投資家に販売する行為(リスク転嫁)

Ⅳ)SPC等を利用した会計操作目的、脱税目的が疑われる証券化スキームの提案・検討

等の事例に見られるように(潜在的な)利益相反等の問題を孕む事例が増大する状況にある(注)。

(注) 証券会社とグループ内の会社(金融機関等)との間の利益相反の問題については、金融コングロマリットの監督においても、適切な対応が求められる課題である。

従って、市場の公正性を確保するために、また、証券会社が市場仲介者として発行体、投資家の信頼を得つつ適切に業務を遂行するためには、証券会社による自己規律の一層の発揮が求められるところである。

【倫理規定の整備】

懇談会としては、証券会社の自己規律の維持のためには、何よりも、証券会社及び当該証券会社の役職員の高い倫理が求められるとの観点から、そのための規範となるべき倫理規定が必要であると考え、証券業協会において、具体的な規定の検討を行うよう要請することとする。

【社内方針・規則等の整備及び内部管理態勢の構築】

また、証券会社による具体的な取組みとしては、法令遵守態勢の強化や市場リスク・信用リスクの管理態勢の強化といった最低限のものにとどまらず、各種法的リスクの増加への適切な対応や風評リスクの適切な管理の重要性が高まっていると考えられる。とりわけ、(グループ会社が行っているものも含めた)プリンシパル投資業務と投資銀行業務間をはじめとする各種業務間の利益相反から生じる問題の防止は重要である。

このため、証券会社は、上記のリスクが大きいと考えられるような取引等の洗出しを行い、必要に応じて、社内組織の分離、営業部門から独立した立場からの適切な事前審査態勢の構築(審査した上で、当該取引等の実施の可否を決定)、顧客・投資家への説明・開示の拡充等の方法により、積極的に自己規律を維持・向上させる努力を行っていくことが望まれる。

こうしたことから、懇談会としては、証券業協会に対して、各証券会社による①社内方針・規則の策定及び②当該方針・規則に基づく適切な内部管理態勢(内部監査態勢を含む)の構築を求める自主規制規則の検討を要請することとする。

懇談会においては、証券会社が海外の関連会社を含むグループ会社を利用することが多いことに鑑み、これらグループ会社を利用した取引等においても同様に

自己規律が保たれることが重要であるとの指摘がなされた。

また、当局は、上記の倫理規定や自主規制規則の検討状況を踏まえつつ、今後、監督指針・監督方針等に基づき、各証券会社における取組み状況のチェックを行うべきである。

その他、懇談会においては、現在の法令による証券会社の行為規制が、業務の複雑化・多様化に十分に対応したものになっているのか検証する必要があるとの指摘がなされた。

なお、自己売買そのものを巡って、昨年末の他の証券会社による株式の誤発注の際の、証券会社の自己売買部門による大量買付けについて、自己売買のあり方の問題としての指摘がなされたところである。懇談会においては、その他にも、過大な自己売買については、何らかの抑制されるべきではないか、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るべきではないか、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いった意見が出された。

こうした指摘・意見は、金融システム改革以降、自己売買における自己規律の維持・向上の必要性が高まっているという認識の現れであるとも考えられる。これらを踏まえて、各証券会社においては、自己売買についての適切な業務運営態勢を構築し、また、証券業協会においても、証券会社の取組みを後押しすべく、今後とも、自己売買のあり方についての検討を適宜行っていくことが望まれる。

懇談会においては、こうした観点からも、倫理規定の必要性が高いとの意見が出されたところである。

1. 態勢整備 販売者として、備えるべき態勢につきレポート
2. 態勢の整備とは？
体制（人員、組織、仕組み）+ 実効性の確保 = 態勢
3. 証券化商品の態勢整備のポイント（潜在的なリスク）
組成面、販売面における証券化商品の特性を分析
4. 証券化商品におけるこれまでの態勢整備の取組み
商品開発におけるチェック態勢、専門販売チームの設置等
5. 本ワーキンググループが目指す、態勢整備のあり方
チェック機能の充実（販売後の情報伝達、時価提供等）

原資産の内容やリスクに関する情報伝達の相手方について

- 証券化商品の販売に関するワーキング・グループ(以下「本WG」という)では、販売者が原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達を行う際の「相手方」は、以下のとおりとしてはどうか。

(販売者が情報の収集・伝達を行う相手)

「投資家」
┌ 「証券化商品を既に保有している投資家」
└ 「販売者が証券化商品をこれから販売する投資家」

以 上