

会員における自己売買のあり方等について

- 自己売買に関する検討ワーキング・グループ報告書 -

平成 19 年 7 月 31 日

自己売買に関する検討ワーキング・グループ

日本証券業協会

主 査 委 員	石川 高 弘	(モルガン・スタンレー証券	法務・コンプライアンス本部 エクゼクティブ・ディレクター)
	新井 健 治	(ゴールドマン・サックス証券	コンプライアンス部門証券コンプライアンス部 ウエイスマン・プレジデント)
	伊藤 禎 洋	(豊 証 券	本店ディーリング室室長)
	大西 章 子	(メリルリンチ日本証券	オフィス・オブ・シニア・ジェネラル・カウンスル シニアコンプライアンスオフィサー)
	小田 一 仁	(三菱UFJ証券	エクイティトレーディング部課長)
	金子 千 秋	(新 光 証 券	商品業務部一課長)
	芝野 英 朗	(岩 井 証 券	ディーリング本部 常勤顧問(内勤担当)
	杉 原 靖	(水 戸 証 券	株式業務部業務課長)
	鈴木 善 成	(ド イ ツ 証 券	コンプライアンス部ウエイスマン・プレジデント)
	高崎 一 郎	(野 村 證 券	売買管理部部長)
	高田 佳代子	(リーマン・ブラザーズ証券	コンプライアンス本部副本部長 シニアウエイスマン・プレジデント)
	高藤 栄 治	(岡 三 証 券	商品業務部部長)
	中 島 肇	(コ ス モ 証 券	エクイティ部副部長)
	馬場 哲 彦	(み ず ほ 証 券	売買管理部部長)
	藤 城 栄	(東 海 東 京 証 券	商品管理部長兼商品業務統括 部 長
	藤本 隆 章	(ドレスナー・クラインオート証券	コンプライアンス部長)
	前田 陽 一 郎	(藍 澤 證 券	リスク管理部サブマネージャー)
	峯 岸 克 至	(十 字 屋 証 券	株式ディーリング・クルーフ 第二ディーリングチーム チームリーダー)
	村井 隆 彦	(の ぞ み 証 券	ディーリング部長)
	森 中 寛	(光 証 券	取締役社長)

自己売買に関する検討ワーキング・グループ

委員	山田 康太郎	(U B S 証券)	コンプライアンス本部ディレクター)
	渡辺 昌宏	(大和証券 S M B C)	法務考査部部長)
オブザーバー	高 桑 豊	(東京証券取引所)	株式部株式総務グループリーダー)
	大西 信二	(大阪証券取引所)	市場企画グループグループリーダー)
	大木 英明	(ジャスダック証券取引所)	市場企画部課長代理)

以 上 25 名

(敬称略 五十音順)

目 次

. はじめに	1
1 「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」における自己売買に 関連する議論、指摘事項の整理	1
2 本ワーキングの検討目的	2
. 検討内容	3
- 1 市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上の観点	3
- 1 - 1 会員各社におけるポジションリミット、リスクリミット の妥当性の検証	3
- 2 市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持の観点	5
- 2 - 1 誤発注発生時における自己売買のあり方	5
- 2 - 2 過大な自己売買に対する抑制	7
- 2 - 3 自己売買部門と他部門との利益相反について	9
- 2 - 4 その他	13
(1) ディーラー・トレーダーの資格制度、定期的な研修の義務付け	13
(2) 自己と委託の間の情報の非対称性の問題	15
(3) 自己売買取引による法令諸規則違反行為の未然防止について	16
. 総括	20

会員における自己売買のあり方等について
-自己売買に関する検討ワーキング・グループ報告書-

. はじめに

1. 「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」における自己売買に関連する議論、指摘事項の整理

金融庁では、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うため、「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」(以下「懇談会」と言う。)を開催し、昨年6月、議論の内容を「論点整理」として公表した。

「論点整理」では、証券会社が証券市場において果たしている役割について、市場仲介者としての機能がある一方で、市場プレイヤーとして証券市場に参加し、自己売買、プリンシパル投資等を行い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とした上で、市場プレイヤーとして証券会社が行動する以上は、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としている。

このような中で、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が、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との指摘がなされた。

特に証券会社の自己売買業務に関しては、証券会社のオペレーションの信頼性の維持・向上が重要であり、「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、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期待される。」「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」ことから、「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」との指摘が行われた。

これらの指摘に基づき、日本証券業協会(以下「協会」という。)が検討すべきものとして具体的に取り上げられた事項は以下のとおりである。

誤発注の再発防止の観点から、各社におけるポジションリミット、リスクリミット

の妥当性の検証

社内方針・規則の策定及び当該方針・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

一昨年末に発生した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対する自己売買のあり方

過大な自己売買に対する抑制の必要性

ディーラー／トレーダーに対する定期的な研修の義務付け

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の検討の必要性

上記の検討課題を提示した後、「論点整理」は、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、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行っていくことが望まれると結んでいる。

２．本ワーキングの検討目的

本ワーキングでは、以上のような自己売買業務に関する懇談会での指摘事項、検討要請を踏まえ、市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上の観点から、「会員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」を検証するとともに、市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持の観点から、「誤発注発生時における自己売買のあり方」、「過大な自己売買に対する抑制」、「自己売買部門と他部門との利益相反」などについて、懇談会からの要請を踏まえて別途行われている証券会社の倫理規定策定の検討も念頭に置きつつ、検討を進めることとした。

なお、検討すべき自己売買業務の範囲は広範にわたることから、市場内外においてトレーディング商品勘定で行う純粋な自己売買を「狭義の自己売買」とするとともに、投資銀行業務等、本業以外のその他業務（届出、承認業務）における自己勘定投資を含む全体を「広義の自己売買」とした。

そのうえで、ポジションリミット、リスクリミットの妥当性の検証及び誤発注発生時における自己売買のあり方については「狭義の自己売買」という観点で、また、自己売買部門と他部門との利益相反等については「広義の自己売買」という観点で検討を行った。

. 検討内容

- 1 市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上の観点

- 1 - 1 会員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の検証

(1) 問題の所在

大規模誤発注の発生時に、大量の買い注文を出した証券会社が複数あったことを受けて、発行済株式数を超過するような大量の注文を出すことの問題点を検討するにあたり、そもそも各社のリスク管理の立場から、特にポジションリミットやリスクリミットの観点から妥当であるか否か、あるいはそのような大量の注文を許した背景に各社における自己取引上のポジションリミット等の管理に不十分な点があり、それが適切に対処されるべきではないかといった問題意識が存在していた。

(2) 関連する現行の法令諸規則

証券会社の自己売買業務に係るポジションリミット、リスクリミットについては、財務基盤を揺るがすような過大なリスクを負うことを回避することを目的とした自己資本規制等によりその限度額は数値的にも算出可能となっており、「証券会社向けの総合的な監督指針（ -2-3）」においてもそれらについての留意点が規定され、各社ともその範囲内で、自社の規模、業態に合わせた管理が行われている。

(3) ワーキングでの議論の内容

この点について本ワーキングにおいて議論したところ、各社とも自己資本規制等により算出される限度額のもとでポジションリミット、リスクリミットを設定し、部門・部署ごと、あるいはデスク（グループ）ごとに必要な自己資本を適切に配分したうえで、リスク管理を行っている。そして、当該リミットを超過する際には上席者あるいは管理部門との協議・承認が必要な体制となっており、そもそも妥当性を欠く、ルールを逸脱した過大なポジションを取ることはそのまま自社の存在基盤を危うくしてしまうものであるとの認識であり、このような状況を勘案すると、証券各社においては、従来から適切な管理が行われていたとの結論に達した。

なお、当該議論の過程においては、現在各社が採用している部門別、個別ディーラー別といった管理区分のほか、追加的に個別銘柄毎にポジションリミット等を設定すべきではないかとの意見もあったが、例えば、ある銘柄について、一定以上のポジションを持つといったような場合には、5%ルールの観点など、当然にコンプライアンス上の問題として事前に社内における検討が行われていることから、あえて、そのような管理手法を強制する必要性は乏しいとの意見が大勢を占めた。

この他、ポジションリミット、リスクリミットの設定にあたっては、マーケットインパクトを与えるか否かという点も考慮に入れる必要があるのではないかとの意見もあったが、現状、各社とも引け前の関与の有無、個別銘柄毎の関与率などについて、各社の設定した基準に基づき適切に管理されており、仮にこのような管理がなされていなければ、証券取引所等から問題点の指摘を受けることになる。もちろん、本件に関し適切な管理を実施することは、プロである証券会社の自己売買部門に従事する者にとっては当然のこととして認識されており、現在の規則・規制の中で十分に管理が行われている。

さらに、懇談会の論点整理でも示されているとおり、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」）が制定されており、各社はこの規則に基づき、体系的な対応をとっている。また、証券取引所においても、業務規程及び取引参加者規程により誤注文に係る情報の開示及び取引参加者における注文管理体制の整備を行うとともに、異常注文が発注された場合の対応として、

- ）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
- ）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
- ）新規上場銘柄の初値決定前において注文入力が可能な価格帯の制約をかけるシステム対応

等の対策が既に取られている。

(4) 検討結果

以上のとおり、現状、各社ともポジションリミット、リスクリミットに関しては、リスク管理の観点から適切に設定・管理されているとの結論に達した。

一方で、懇談会で指摘された発行済株式数を超えるような大量の注文を出すことの可否の前提において、各社のリスク管理の立場、特にポジションリミットやリスクリミットが適切に設定され、妥当な注文であるか否かの適切な判断や、あるいは管理体制があるか（あったか）否かという点については、当時の特定の事案に対する個社の状況を検証するしか解決方法はなく、また、ポジションリミットやリスクリミットの範囲であっても誤発注である場合の注文発注自体の可否については、基本的には各社の自己規律の問題として整理されるべきであるとの結論に達した。

なお、本件の検討に当たって、一部で指摘が行われた海外のグループ会社の資本による大量の発注の問題については、本ワーキングで検討を行う自己売買の問題というよりも、グループ間でのグローバルな管理をどのように行っていくかという問題であり、今後より一層拡大することが想定される金融コングロマリット間での自己勘定取引も含め、まずは各社において倫理規範等に基づき適切な管理が行われるべき事案であることを認識したうえで、今後必要に応じて、場を別にして検討が行われるべきで

あるとの結論に達した。

このような自己規律に関する部分については、後述する誤発注発生時における自己売買のあり方に関する検討結果と重複することから、詳細はそこで整理したうえで、ポジションリミット、リスクリミットの妥当性そのものについては、現状において、別途、新たな規制を設けたり、既存のルールを強化する必要はなく、むしろ各社が既存のルール等に照らし、日々、厳格に履行していくことが重要である。更に協会においては、そのような取組みを各社が引き続き行わなければならないことについて十分周知を図らなければならない。

- 2 市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持の観点

- 2 - 1 誤発注発生時における自己売買のあり方

(1) ワーキングでの議論の内容

誤発注問題については、協会の「株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキング」において検討が行われ、誤発注の未然防止策を講じるための内部管理体制等の整備について、協会及び証券取引所の自主規制ルールが既に制定されている。これらの自主規制ルールに基づき、各社においては、一定規模を超える注文については発注を不可能とするとともに、それ以下の規模の注文であっても、一定規模を超える場合には管理者の承認なしに発注することが出来ないような対応が図られている。

また、証券取引所においても誤発注の未然防止策として、上場株式総数の 30%を超える注文を受け付けない仕組みを導入するとともに、5%超 30%以下の注文については、発注証券会社に対し誤発注であるか否かを即座に確認するなどのシステム対応が図られている。

さらに、通常想定し難いシステム障害などの理由により、誤発注に基づく大量の約定が成立し、当該取引をそのまま存置させることが市場の公正性及び適正な価格形成の維持並びに決済の安全性の観点から重大な影響を及ぼすと判断される場合には、一旦成立した約定を取り消すことができるようなルール作りが各証券取引所共同で検討され、その検討結果を踏まえ、本年秋を目途に一定のルールが制定される運びとなっている。

そもそも自己売買については、昭和 40 年代からの様々な議論を経て、平成 10 年の金融システム改革以降、自己売買業務はそれまでの委託業務の補完的位置付けから証券業の主たる業務の一つとして位置付けられた。そのような中、懇談会の論点整理において「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。」とあるように、自己売買は一定の

ルールを遵守し、収益機会を捉えて取引に参加することで市場に一定の流動性を提供する役割を担ってきた。

このような中、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株式数を上回る株式の買付けが行われていたという問題を端緒として、誤発注時における自己売買のあり方を考えた場合、既に協会及び証券取引所の自主規制ルールに基づく各社における対応及び各証券取引所の体系的な対応等により、今後、誤発注に基づく大規模な売買が成立することは基本的にはなくなるものの、一方で小規模の誤発注は日常的に発生しうるものであり、実際には真正な注文の中に紛れ、誤発注であること自体が市場参加者には分からないのが現状である。

この時、誤発注の可能性のあるもの全てについて自己売買のあり方を考える際に、原則として市場に発注された注文は真正なものであるという前提の下、誤発注であるか否かが判明しない時点から自己売買を行ってはならないとすることは、自己売買そのものの否定にも繋がりがかねない。また、仮に誤発注かどうかの判別を常時判断しなければならないとすると、瞬間的に判断が求められるディーラーは「(結果的にそれが誤発注であった場合に)ペナルティを受けるかもしれない」と考え、自己売買そのものが萎縮してしまう。これでは、却ってマーケットにとっても悪影響になるといった懸念もある。したがって、規模を問わず誤発注であるかどうか判別がつかないものにまで議論の対象とすることは現実的ではない。

しかしながら、誤発注であることが明らかな場合に、特にそれが大規模であればあるほど、そこに収益機会を見出して自己売買を行った場合、どんなに通常のディーリングの一環であるとして正当性を主張しようとも、結果として、いたずらに証券業界、ひいては日本の資本市場のイメージを低下させてしまうことになりかねない。こうした社会的批判を想起した場合、「誤発注であることが明らかになった場合には、証券会社は自己売買を行わない」ということを証券会社の基本的な共通認識とすることは一定の合理性が考えられる。

つまり、過去からの変遷の中で証券会社の役割の中心には市場仲介者という公共性、すなわち市場の安定的調和促進機能、流動性供給機能を踏まえて証券会社に自己売買業務が認められているということに鑑みるに、当然としてその前提となる大原則に逆行した形での行為は慎むべきと考えられる。すなわち、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範を各社が保有する必要があるとの意見が大勢であり、明らかに誤発注であると認識される場合には証券会社は当該注文を利用した自己取引は行わないという基本姿勢については合意された。

一方、このような基本姿勢については合意できても、これを強制力のある自主規制規則として明文化することは困難であると考えられる。

例えば、誰が見ても誤発注であることが明らかになるという場面は、上記のとおり、全ての注文は真正なものであるという前提で行われる取引所取引について、証券取引所において誤発注が発生したことを理由に売買取引の執行を一時留保したり売買停止

措置がとられた場面である。当然のこととしてこのような場面では売買執行そのもの
が行われず、取引参加者である証券会社といえども自己売買は行えない。また、仮に
大規模誤発注により売買が成立したとしても、円滑な決済を行うことが極めて困難で
あると判断された場合、当該売買取引については取引所のルールに従って取り消しが
なされる。さらに、規則化したとしても、前述のとおり、誤発注かどうかの判別を瞬
時に判断したのか否かなど実際に規則違反であったのかどうかということは判断がで
きず、形を整えただけでエンフォースメントのないルールとなってしまう。

(2) 検討結果

以上のとおり、本ワーキングとしては、「明らかに誤発注であると認識される場合に
は証券会社は当該注文を利用した自己取引は行わない」という基本姿勢を、倫理的な
観点から示すことが必要であるとの結論に達した。

なお、このような基本姿勢はルールとして対応するのではなく、別途開催されてい
る「証券会社の自己規律の維持・向上のためのワーキング・グループ」で設置が検討
されている「行動規範委員会（仮称）」において、本ワーキングにおけるこれまでの検
討経緯も参考にしつつ、さらに議論を深めることが有益ではないかとの結論に至った。

- 2 - 2 過大な自己売買に対する抑制

(1) 問題の所在

懇談会において一部の委員から「証券会社の自己売買比率が委託売買より遥かに高
い証券会社があるが、顧客からすれば、こうした証券会社もブローカレッジに主を置
く証券会社も同じ証券会社として自らの利益のためのアドバイスをしてくれる存在と
して接することを考えると、自己売買中心で顧客の利益より自己の利益を追い求める
ことを経営の主眼とするような証券会社がこれからの投資を担う立場として顧客と接
していいのか疑問であり、何らかの歯止めがあってもよいのではないか。」との意見が
出されている。

すなわち、「論点整理」では、これを「過大な自己売買」の問題として認識し、問題
提起を行っている。

そこで、まず、一般的に「過大な自己売買」の「過当」とはどういった状況を意味
するのかを確認する必要があるが、本ワーキングでは、これを

（ポジションリミット、リスクリミットを超えるなど）自社の規模に見合わない
ような規模の自己売買

マーケットインパクト（株価、売買高への過度な影響等）を与えかねないような
自己売買

各社における売買状況において、委託売買の比率より上回っている自己売買

と整理したうえで、検討を進めた。

(2) 本ワーキングにおける議論の内容

まず、¹については、「¹ - 1 - 1 会員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の検証」で記載したとおり、現状、法令や「証券会社向けの総合的な監督指針」等により自己売買業務の適切な管理が求められており、各社においては、これらに基づき、実態に即した管理を行っているとの認識の下に検討が行われた。

その上で、引き続き、これらの管理が適切になされるように再点検を行うとともに、その管理状況等に関し、当局の検査・監督や協会の監査等においても十分な点検を実施していくことが必要であるとの確認が行われた。

については、そもそも相場操縦等の不公正取引の問題として整理されることが必要であり、これらは法令等において既に規制が設けられている。したがって、各社においても十分認識されていなければならない、当然のことながら、そのために必要な体制整備はすでに各社において図られている旨の確認が行われた。

については、平成 10 年の金融システム改革において、自己売買業務がそれまでの委託売買業務の補完的位置付けであったものを証券会社の業務の多角化や市場の厚みを増すという観点、また、手数料の自由化を進めるにあたり証券会社の行動の自由度を高めていく必要からも見直され、証券業の主たる業務の一つとして位置付けられたことにより、自己売買業務に比重を置いたビジネスモデルの証券会社が出てきていることは事実である。しかしながら、当該業務は各種法令諸規則に従い行われており、たとえば、自己売買と委託売買の比率に関係なく、証券会社は委託注文を受注した場合には、当然のことながら最良執行義務により自社の最良執行方針に基づき適切に執行しなければならないこととなっていること、また、仮に委託注文の情報を利用した自己売買が行われていれば、それはすなわちフロントランニング行為であり、現行法令においても禁止されている行為である。したがって、証券会社の自己売買が、顧客の委託売買より必ずしも有利であるというわけではない。

一方で、自己売買に特化した証券会社に対し、「機関投資家と変わらないではないか」との見方がある点については、むしろ、証取法の登録業者として、様々な規制を受けながら行動していかなければならない立場を明確にしつつ、市場に参加することで、市場にとっては当該証券会社の行動の透明性が図られていると理解することもできるのではないかと意見があった。

以上のとおり、自己売買の比率が委託売買の比率よりも高いことをもって直ちに過当なものであると判断することは、法制度を超えた過度な規制となるだけでなく、論理的にも難があるものと考えられる。

ただし、懇談会での指摘のように、一般的に顧客は自分が取引をしている証券会社がどの程度自己売買を行っているのかについてはわかりにくいという点が投資家の不

信感に繋がっているのであれば、これを広範囲に開示することはとても重要である。この点については、すでに証取法第 50 条において証券会社に対し、事業年度毎に「業務及び財産の状況に関する説明書」(いわゆるディスクロージャー資料)の作成、公衆縦覧の義務が課されており、その中で、「自己と委託の売買高の推移」についても記載されていることから、このような情報をより一層投資家に活用してもらえるような環境整備が必要である。

加えて、前述したように、自己売買と委託売買の比率に関係なく、委託注文を受託した場合には適切に執行されているということについては、証券界として強く訴えていく必要があると考えられる。

(3) 検討結果

上記のとおり、既に存在する様々な法規制等の下、各社とも適切な体制を整備して自己売買を行っていること、また、金融システム改革以降、自己売買は証券業の主要業務の一つとして位置付けられたものの、証券会社の市場仲介者としての役割はそれまでと何等変わらないことを踏まえれば、自己売買そのものに対し何か抑制的なルールを新たに設ける必要性は特にないと考える。その上で、言うまでもなく、現行既に存在するルールを証券会社各社が厳格に遵守することが最も重要であり、各社においては、自己売買により一般投資家の信頼を失うことがないように十分配慮し行うべきであることを、証券業界の総意として再確認することが必要である。

なお、懇談会の論点整理では、特に説明がないまま「自己売買」という言葉が一律に使われているが、自己売買の中には、ディーラーの裁量で行う自己売買 (Proprietary) だけでなく、顧客の委託注文を背景とした自己売買 (Facilitation) もあり、これらを含めて問題点の指摘が行われているとは考えにくく、ここではディーラーの裁量で行う自己売買について論じていることを付言しておきたい。

- 2 - 3 自己売買部門と他部門との利益相反について

懇談会の論点整理では、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、

- ）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株式数を上回る株式の買付け
- ）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
- ）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）
- ）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と例示している。

(1) 本ワーキングにおける議論の内容

本ワーキングでは自己売買における利益相反の関係を検討するにあたって、トレーディング勘定で行う純粋な自己売買である「狭義の自己売買」に関しては、フロントランニング規制、チャイニーズウォール（情報・業務隔壁）の問題として整理されるべきであるが、この問題はすでに相当な法的な手当てが行われており、また、すでに各社において社内規定や倫理規範が整備されており、それ程大きな利益相反が発生する余地は少ないとの整理が行われた。

一方、引受業務やプリンシパル業務を含む「広義の自己売買」に関しては、そもそも、利益相反の問題は同様の案件であっても取引の相手方や方法によって様々なケースが想定されるため、個別事案を洗い出す作業が困難を極めた。また、前提となる状況や個別の状況によって利益相反防止策は多様に変化しうるものであり、必ずしも一般化できるものではないとの結論に至った。

そこで、本ワーキングにおいては、個別事例の分析は行わず、論点整理で例示された案件に関して、基礎的な考え方を整理することが重要であるとの認識のもと、検討をおこなった。

まず、「 」については、すでに述べたとおり、直接的な利益相反の問題ではなく、市場仲介者という公共的特性を持つ証券会社の性質を鑑みた場合に、自己の利益追求のみならず資本市場・株式市場の信頼性の確保という公共の利益を考慮した行動が求められるということであると位置づけられる。したがって、自己の利益と公共の利益の双方を勘案して、公共の利益を優先すべきであるとするのであれば、それは自己規律あるいは倫理の問題として解決すべき事項であるとの整理を行うのが望ましい。

「 」に関しては、広義の利益相反の問題として位置づけられるが、より具体的には、利益相反の状態にある状況に関しどの程度の説明がなされ、または開示され、さらに承諾を得た上で取引が行われるのかが焦点となりうると考えられる。さらには、引受業務という、より広い範囲の投資家に対して責任を有する業務において、どの程度まで利益相反が回避若しくは減殺されるかがポイントであると考えられる。

また、本件は「引受審査ワーキング」において、引受審査部門と引受部門の独立性の確保など、適切な引受審査意見が形成される制度整備がおこなわれ、すでに規則として施行されているところであり、当該利益相反について相当程度抑止される仕組みが構築されている。さらに適切な条件決定の確保のための諸施策がどのように講じられるべきであるかについては、引き続き、検討が進められるべきである。

「 」に関しては、広義の利益相反の問題として位置づけられるが、より具体的には、「十分な説明なく」という点に示されているように、証券会社の有しているポジシ

ョンを顧客に売却する際には、顧客との間では利益が相反することから、その対象資産が有するリスクに関して十分な説明を行い、開示されたリスクに関して顧客からその旨の承諾を得ることが必要である。この例ではその適切な手続きを欠いた場合には問題が生じたという例であると考えられる。

「 」に関しては、利益相反の問題ではなく、コンプライアンス・リスクもしくはフランチャイズ・リスクあるいはスータビリティ（適合性）・リスクの問題であると考えられる。この場合、明確に会計操作目的、脱税目的が疑われる取引である場合には、こうした違法行為へ加担もしくは先導することは、公共の利益に反する反社会的な行為であって、証券会社の公共性を持ち出すまでもなく明確に禁止されるべき行為である。また、取引に関する疑義が明確でない場合であったとしても、フランチャイズ・リスクもしくはスータビリティ・リスクという観点から、取引の性質やもたらす効果が顧客の性質あるいは取引の目的から見て適切なものであるか否かについて十分な検討を行うことが必要である。

(2) 検討結果

以上のとおり、ここで、方向性として認識・協議され、合意された点は、利益相反に関して個別事例を洗い出して個別に議論した上で個別事象毎にルールを設けて判断基準を示すことよりも、むしろ、各社において個別の業務を遂行していく過程で常に発生し得る利益相反を把握し、認識を持ち、明文化されているか否かを問わず、各社がプロの市場仲介者として保有する倫理コード、倫理規範といったものと照らし合わせて、その都度、状況に合わせた必要な手当てを行うよう、各社が社内管理を行うべきであるという点である。

その上で、いくつかの典型的な例に関しては議論を行い、別途検討される行動規範の議論の場に対し、例示的に各社共通の行動規範（ベスト・プラクティス）を示すことが適当ではないかとの結論に至った。

その際、単に「利益相反」といったときに、利益相反の状態にある関係はすべて不可、というわけではなく、開示／説明・承諾といった必要な手続きを取ることで管理可能なものがあるという点は明確にしておく必要がある。むしろ、どのような手続きが必要なのか、という点（conflict management）が今後検討されるであろう行動規範（ベスト・プラクティス）を考える上での議論の中心となるかと思われるが、この場合、取引の相手方や関係者の適合性、成熟度、あるいは相対的な証券会社の地位の優越性などを考慮に入れる必要がある（注）。

（注）その意味では、個人顧客などについては、既に説明義務、また承諾の手続き等の形で相当程度手当てが為されているとも言える。

他方で、開示・承諾などの手続きを取ったとしても根本的に成立不可能な関係はあ

ると考えられる。具体的な例としては、

敵対的な企業買収の際に買収先と被買収先双方のアドバイザーを務める行為

敵対的な企業買収の際に被買収先のアドバイザーを務めつつ証券会社自身が行うプリンシパル・インベストメント（注：パブリックサイドの自己トレーディングではなく、買収側と協同して買付け行為を行うこと）

などがあげられ、これらは原則として禁止する方向で検討が行われるべきである。

加えて、仕組み債券やデリバティブ商品などを顧客向けに販売した場合、一方の当事者（カウンター・パーティ）として証券会社が当該商品の反対リスクを有している場合には、利益は相反する関係にあるといえる。この点に関しては、従来協会の「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則（公正慣習規則第9号）」第2条3項に規定され、また、「債券の説明義務に関する措置について（（会規）15第18号、平成15年7月11日）」で示されたEBの販売にあたっての重要事項の説明に関するQ&Aなどで、組成・導入、販売に先立つ商品内容及び商品特性等についての説明を行うことが要求されており、一定の手当てはなされていると考えられるが、さらに利益相反関係の可能性については、単に説明・交付書類等の注意事項として任意に記載される等の手当のみではなく、明確に説明が必要な項目として記載されることが必要か否かを、行動規範の検討の際に議論してはどうかとの結論となった。

なお、そうした説明／開示・承諾を経た上でさらに取引に関する制限等付加的な制限を加えることについては、単に利益相反の問題並びにその回避の手段というレベルを超えて、レギュレタリー・リスク（作為的相場形成等、法令・諸規則違反となる行為）、あるいはリレーション／クレーム・リスク（顧客からの苦情や疑心といったトラブル）、フランチャイズ／レピュテーション・リスク（風評やメディア等によるネガティブ・キャンペーン等を含む信頼性の低下）につながりかねないと想定される場合に、個別に有効・必要な場合があり得るが、その前提並びに対応には様々なものがあり得るため、業界全体であらかじめ一定の行動規範とするには馴染まないと思われる。むしろ、各社が個別に状況を分析し、個別の対応を行うことが肝要であると思われる。

（参考）

IOSCO（証券監督者国際機構）が本年2月に公表した市中協議文書「証券引受において生じる利益相反の市場仲介者による管理」では、市場仲介者が証券引受に従事する際に利益相反が生じ得る状況がある中、当該利益相反を管理するための手引きとして証券仲介者が使う有力な原則を検討するために出されたものである。

当該文書では、「市場仲介者は証券引受に参加するとともに金融サービスを提供する場合、および／または取引に自己の利害を有する場合、潜在的な利益相反が生じ得ることを認識すべきである。」とされており、利益相反に対処するための意思決定プロセスのひとつに「（2）行為を控えるほどの重大な又は明白な理由がない場合、市場仲介者は適切な利益相反の管理構造を活用するか、および／または利益相反に十分に対処するために必要な情報開示を行うべきである」との記述もある。

また、今般金融庁から示された「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（案）の「 - 3 - 2 - 4 市場プレイヤーとしての自己規律の維持」においても、証券会

社等の市場プレイヤーとしての自己規律の維持に関して

利益相反防止の観点や倫理規範を遵守する観点から、社内方針・規則が制定され、適切な内部管理体制（内部監査体制を含む。）が構築されているか。また、研修等を通じてその周知徹底を図るなど、遵守体制が適切に整備されているか。

利益相反のリスクが大きい等考えられるような取引等の洗出しを行っているか。

利益相反防止の観点から、必要に応じ、社内組織の分離、営業部門等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）を行っているか。

必要に応じ、利益相反の状況について顧客・投資家への適切な説明、開示を行っているか。

といった点が掲げられている。

これらの指摘は、既に本ワーキングで議論したこととも共通するものであるが、利益相反に対しては各社によってその中身は画一化できるものではなく、まずは各社が社内において必要かつ適切な管理を行うとともに、利益相反の有無については外部への説明、開示が必要であることを示している。

- 2 - 4 . その他

1 ディーラー、トレーダーの資格制度、定期的な研修の義務付け

ディーラーやトレーダーは、証券市場に直接、注文を発注し、売買を成立させるといった業務を行っており、それを自己の資金で、自社の利益追求のための売買として恒常的に行うものであるため、そこには、証券市場の公正性、公共性、信頼性を損なうような行為は決して行われることがあってはならず、そのことを十分に理解した上で業務を行う必要がある。そのため、ディーラー、トレーダーは、外務員としての一般的な基礎知識に加え、より高度な専門知識、とりわけ法令、諸規則における不公正取引に関する知識については、熟知しておかなければならない。さらに、過去の違反事例の把握等に努め、再発防止の意識を植えつけることや、プレイヤーとしての自覚をもち、証券関係知識だけでなく、市場仲介者としての信頼を損なわないための高い自己規律が要求されていることを自覚する必要がある。

現行においても、証券会社各社においては、ディーラー、トレーダー向けに研修を行っているところもあるが、その内容は、ポジション管理や売買手法といった、どちらかといえば各社固有の状況に基づくテクニカルなものとなっている。

したがって、懇談会の「論点整理」で指摘されているような高度な専門知識の習得や倫理観を持ったディーラーやトレーダーの育成の観点から、これらの業務に関する資格試験制度や研修制度の創設などについては、一定の検討が行われるに値する事項であるという意見で一致した。

しかしながら、現在の証券会社の役職員に係る資格制度においては、証券会社は、そ

の役員、使用人について、証取法第 64 条により外務員の登録が義務付けられており、その事務を協会が委任され、協会では、「協会の外務員の資格、登録等に関する規則」(公正慣習規則第 15 号)及び同規則の細則を定め、その中で、外務員の登録には資格の取得を要件としている。

現在の外務員資格制度は、一種外務員、信用取引外務員、二種外務員と行うことができる外務行為の範囲により 3 種類に区分され、それぞれの区分に応じた資格試験に合格することが必要とされている。

協会は、事業年度毎にその時々の特ピックスに対応した特別研修などを適宜追加しながら、コンプライアンス面の充実・強化に重点を置いた研修計画を策定し、実施している。また、証券会社内においても法令諸規則の改正時はもとより、役職員を対象に定期的に各種実務に必要な研修を行っている。この他、昨今では、協会の自主規制ルールにおいて、各社での研修が義務付けられている(注)ものも存在している。

(注) 協会員における注文管理体制の整備について(理事会決議)4.

このように現行の資格・研修制度は、懇談会で指摘されているようなディーラーやトレーダー業務などの職種毎に分けられているものではなく、証券業務全般に対し、外務員としての資格が付与されており、また、研修についても、基本的には外務員としての一般的な基礎知識である法令・諸規則及びコンプライアンスの習得を目的としたものとなっている。

こうした現状に鑑みると、仮に懇談会で指摘されているようなディーラー、トレーダーといった職種毎の資格・研修制度を協会のルールの下に導入するのであれば、前述した現行の体系を抜本的に見直す必要が生じることになるため、今後、金融商品取引法下における金融商品取引業者に対する外務員制度のあり方を議論する中で、別途、研修委員会などの場において、併せて慎重な議論が行われる必要があるとの結論に至った。

なお、米国では、日本と同様に自主規制機関である NASD により一般証券外務員の資格として Series7 があるが、それとは別に、トレーダーの資格として Series55 が設けられているようであり、本件について更に議論を行う際にこれらも参考とすべきであるとの意見もあった。

もちろん、ディーラー、トレーダーが備えるべき資質についてスキルアップを図ることは、各社における重要課題でもあることから、協会における議論が行われるまでの間であっても、各社においては、法令諸規則の遵守に加え、社内倫理遵守のための社内研修等を自主的かつ積極的に行う必要があるのではないかと意見が大勢を占めた。

(2) 自己と委託の間の情報の非対称性の問題

自己と委託の間の情報の非対称性の問題については、従来より、いわゆる競争上の不平等の問題の一つとして挙げられていた。

従来、一般的な自己と委託の不平等の事例として、例えば、伝統的には、有価証券取引税や売買手数料の面において、自己売買（証券会社）は委託売買（顧客）よりも有利であったといわれている。また、立会場で取引が行われていた当時は、証券会社は取引情勢を迅速に知ることができたという有利な点があったことも指摘されてきた。

しかしながら、有価証券取引税については平成 11 年 3 月 31 日をもって廃止され、株式売買委託手数料については、平成 11 年 10 月に完全自由化されている。

一方、「論点整理」で指摘された「情報の非対称性」の問題は、より証券市場の近くに位置する証券会社が、一般投資家よりも圧倒的に大量の情報を入手できる立場にあるという点で指摘されていた事項である。しかし、取引のシステム化が進み、立会場が閉鎖され、情報通信システムあるいはベンダーを通じた情報サービスが発展、開放されており、現在は、それらの点での情報の格差は極めて縮小されてきている、若しくは、ほぼなくなっているというのが実態である。

そうした中、現在、唯一考えられる非対称性のある情報としては、板情報（取引所における注文状況）の開示に係る不平等が指摘できる。板情報については、証券取引所の取引参加者である証券会社であれば、全ての注文状況を見ることが可能であるが、取引参加者ではない投資家にとっては、基本的には、基準価格から上下 5 本までしか見ることができない状況となっており、この状況が、顧客による見せ玉などの不公正な行為の温床になっているという指摘もなされている。

ただし、この板情報について、東京証券取引所では、次期システムが稼働する 2009 年よりサービスを拡大し、有料にて全ての注文状況を公開することが検討されており、実現されれば、取引参加者である証券会社と一般顧客の間の情報の非対称性の問題は解消されるものと期待される。

また、前述した問題の他に、そもそも一般顧客が証券会社に対し、「証券会社の自己売買部門というのは一般顧客が知りえない情報を持って取引をしているのではないか」という疑いを持っているとしたならば、それは大きな誤りであり、その点については、証券業界として事実をアピールすべきであるとの意見があった。つまり、当該情報が未公表の重要事実であれば、当然として、インサイダー取引規制の対象になるものであり、法人関係情報についても、「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」において、その管理を厳格に求められており、これらは、証券会社内において、その取扱いについての規定が整備され、さらには、必要に応じ、チャイニーズ・ウォール（情報・業務隔壁）の構築など徹底した情報の管理が行われているところである。

さらに、万一、これらの情報を利用して取引を行ったとしても、当然のことながら当局の検査、自主規制機関の監査等で当該行為が判明すれば、直ちに法令違反として取り

扱われることは言うまでもない。

(3) 自己売買取引による法令諸規則違反行為の未然防止について

本ワーキングにおいて検討を行っている過程において、ある会員が、自らの売買取引を有利に導くため上場株式の相場を変動させる目的をもって、約定させる意図のない当該株式に係る買付け又は売付けの注文の発注（いわゆる「見せ玉」）を行ったとして、証券取引等監視委員会から証券取引法第42条第1項第9号（上場有価証券の相場を変動させる目的をもって、当該上場有価証券に係る買付け又は売付けをする行為）違反を指摘される事案が発生した。

今回証券取引等監視委員会が法令違反として指摘した、いわゆる「見せ玉」については、既に平成15年以降、複数回にわたり同様の指摘がなされており、また、協会が平成15年に各会員宛に通知した「コンプライアンスレター」において、指摘を受けた違反行為の具体的な事例を示しながら、同様の行為に対する未然防止のための社内管理体制強化を各会員に要請している。

このように、見せ玉行為が法令違反に該当するという共通認識は証券業界全体の中で充分共有されているはずであるにも関わらず今回再び指摘されるに至ったことを踏まえ、本件については、単に見せ玉の問題としてではなく、自己売買における法令諸規則違反全般に対し、証券業界として実効性ある未然防止策をどのように考えるかという観点で検討することとした。

(1) 議論の概要

そもそも、今回このような法令諸規則違反を引き起こしてしまうような会員においては、自己売買に係る法令諸規則を遵守するための社内規則を会社として有してはいても、不公正取引としてチェックする対象の抽出基準を設けていなかったり、委託の場合と比較して自己売買における法令諸規則違反の発生は考えにくいという思い込みから管理が甘くなってしまうなど、法令諸規則や社内規則の遵守に対する実効性確保という点に問題があるのではないかと考えられる。

そこで本ワーキングでは、本件を検討するに当たって、今回法令違反が起きてしまった原因は

証券会社の自己売買について、「会員における顧客による不公正取引の防止のための売買管理体制の整備について」（理事会決議）のような自主ルールが存在しないためなのか

法令諸規則違反を行った行為者や管理者等特定の個人の資質に起因する問題であるのか

過去の処分結果が生かされていないからなのか

という観点で議論を進めた。

1点目の自己売買に関する自主ルールがないことが原因であるのかといった点については、「 - 2 - 2 過当な自己売買に対する抑制」の項目において「) マーケットインパクト（株価、出来売買高への過度な影響等）を与えかねないような自己売買」について検討を行った際にも、このような問題は「そもそも相場操縦等の不公正取引の問題として整理されることが必要であり、これらは法令等において既に規制が設けられている。したがって、各社においても十分認識されていなければならない」、「各社とも適切な体制を整備して行っていることが当然であり、また、金融システム改革以降、自己売買は証券業の主業務の一つとして位置付けられたものの、証券会社の市場仲介者としての役割はそれまでと何等変わらないことを踏まえれば、自己売買そのものに対し何か抑制的なルールを新たに検討する必要は特にない。」と結論付けられているように、本件の検討においても、同様の意見が大勢を占めた。

自己売買業務の管理方法は、各社の規模や方針、売買手法等により相当異なるものとならざるを得ず、委託注文のような一律の基準を設けて管理することは難しいというのが各社共通の認識である。それゆえに各社が自社の実態に即した社内規則や抽出基準を設け、それを着実に確認していくということが重要であり、協会はそのような体制整備が必要であることについて周知徹底する必要があるとの意見が大勢を占めた。

この点については、平成17年12月に制定（平成18年6月施行）された「会員における顧客による不公正取引の防止のための売買管理体制の整備について」（理事会決議）の制定時において、当該理事会決議は委託注文に対する最低限の基準として管理すべき事項を規定したものであるが、同様の管理体制は自己売買に関しても重要であるとの認識から、多くの会員においては、当該理事会決議を参考に自己売買に関する社内管理体制や問題となる取引を発見するための抽出基準を見直すなど、実際には既に各社において自社の実態に即した対応が図られている。そこで、協会はさらにこのような取り組みを積極的に推進するため、「自己売買に関しても社内管理体制を構築しなければならない」旨の自主ルールを制定する必要があるとの意見があった。ただし、自己売買に関しては委託注文とは異なり事後審査のみならず発注時点も含めた全体の流れの中で管理を行うものであり、委託注文に関する規則がそのまま自己売買に適用できるものではないとの意見もあった。

さらに、このような管理体制が整えられることにより、ディーラー・トレーダーが自ら行っている取引については社内や当局、証券取引所などから常に監視されており、些細なものであっても不公正取引を行うことはできないという強い認識の下、一層の緊張感が生まれ遵法に向けた環境育成に資するとの意見もあった。

2点目の問題については、これまでも本ワーキングで検討したディーラー、トレーダーに対する資格制度の導入、研修制度の導入も一考に価するのではないかととの意見があ

った。また、各社が行う社内研修においても、当局が公表している違反行為となる取引事例や協会から出されるコンプライアンスレター等是有効であり、こういった地道な周知活動は今後とも引き続き積極的に行われるべきであるという意見が出された。

なお、この点に関しては、本年7月1日から稼動した協会の「証券法制データベース」において証券関係法令の条文が検索できるほか、法令解釈、過去の行政当局や協会処分の事例なども確認できるようになっており、各社が社内研修等を行う際に活用することが可能となっている。協会員においては当該データベースを積極的に活用するとともに、協会においても当該データベースの内容の充実に努める必要があるとの意見があった。

3点目の問題については、既にルール違反として処分等が行われているにも関わらず同様の行為を行った場合には、初犯として対処するのではなく、再犯と同様の位置付けで臨むなど、ルールに違反した場合には厳罰に処することが、未然防止のためには最も効果があるとの意見があった。また、ディーラー・トレーダー資格制度が導入されるのであれば、行政処分として行われる職務停止の期間に更に上乗せをして当該ディーラー・トレーダー資格を停止するという方法も考えられるとの意見もあった。その一方で、処分の厳罰化に当たっては、その前提として、何をしたらどのような処分を受けることになるかという、処分の基準を明確にし、これを周知する必要があるとの意見があった。

(2) 検討結果

以上のとおり、自己売買業務の管理方法は、各社の規模や売買手法等により相当異なるものとならざるを得ないことから、委託取引の場合のように、協会が自主ルールとして一律の基準を設けて管理することは難しく、むしろ各社が自社の実態に即した社内規則や抽出基準を設け、それを着実に確認していくということが最も重要であるとの結論に達した。

したがって、自己売買に対して新たに抑制的なルールを設ける必要性はないものの、自己売買に係る社内管理体制の整備等に関しては協会規則上明確にするとともに、各社においては、本ワーキングの結論を踏まえ、既に各社が有する自己売買に関する社内管理体制を今一度再点検するとともに、法令諸規則遵守の実効性確保のための具体的な対策がとられていない会員においては至急対策を講じなければならない。

なお、各社が自社の実態に即した社内規則や抽出基準を検討するに当たり、「会員における顧客による不公正取引の防止のための売買管理体制の整備について」(理事会決議)で規定した委託注文に対する管理方法や抽出基準は十分に参考するに値するものであると思われる。

また、協会や当局においても、検査等において把握した違反行為についてはコンプライアンスレターや研修等を通じた継続的な周知など、違反行為の具体的な説明を繰り返し返

し行い、同様の行為が行われないように周知に努めるとともに、各社においても社内研修等を通じて役職員の資質向上に努める必要がある。他方、検査等を通じて他社においても参考となる管理方法が確認されれば、当該会員の了解の下、これを参考情報として他の会員にも知らせるということも有効であると考え。そこで、この具体的な方法については、別途、協会のしかるべき部門において検討が行われることが望まれる。

更に資格・試験制度を通じた資質向上に向けた取組みや、違反行為を行った者(社)に対する処分の厳罰化についても、それぞれの専門の検討の場において、本ワーキングでの検討内容も参考にしつつ、深度ある検討を行うべきである。

. 総括

証券会社の自己売買に対しては、一部に「証券会社は自己売買でうまいことをやっている」といった誤解がいまだにあるのは、証券会社が個人投資家に比べ市場に近い場所に位置しているからであり、証券会社は個人投資家には持ち得ない資金量と情報量、さらに多くの人材を活用し、また多額の投資コストを負担した上で取引所取引に直接参加しているためであろうと思われる。

また、懇談会の論点整理にまとめられているような、証券会社の自己売買業務が持つ市場に対する有益性といったものも、十分に理解されていない状況にあると思われる。

このような見方が現実にあるということを意識した時に、我々がなすべきことは、まず、

- ・ 証券会社は営利企業であると同時に、市場仲介者という公益性を有し、資本市場、株式市場に対する公正性、信頼性の確保の一翼を担っている立場にあること
- ・ 証券会社が行う自己売買は、資本市場、株式市場における市場仲介者として、流通市場における流動性を補完するという機能があり、資本市場においてリスク・マネー／キャピタルの提供者として行動している側面があること

を前提に、

- ・ 証券会社が自己売買によって自己の利益を追求することは、営利法人である以上必要であるが、自己の利益のみならず、市場仲介者として顧客及び公共の利益を十分斟酌して行動すること
- ・ 証券会社の持つ公共性、また市場仲介者として資本市場、株式市場の信頼性、公正性の一翼を担う存在であるということの認識が必要であること
- ・ 法令諸規則を遵守するのみならず、上記を含み、フランチャイズ・リスク、スータビリティ・リスク、利益相反の有無についてこれを分析・認識し、その存在が認識された場合には必要な手当てを講じること

という点に関し、まず合意・確認を行うことである。

他方で、当該合意に関して、今後、どのレベルでのルールとして具現化していくのかについては、現在「証券会社の自己規律の維持・向上のためのワーキング」で設置が検討されている「行動規範委員会（仮称）」において協議されていくべきと考えられるが、その際留意すべき点として、本ワーキングの議論でも明らかになったように、当該合意を具体的なルールにまで落とし込むことの困難さは認識すべき必要があり、具現化に当たってはいわゆる行動規範（ベスト・プラクティス）という形での規定が適当であると考ええる。

一般にベスト・プラクティスとは、業種、業態を問わず、世界で最も優れていると考えられる業務プロセスや業務推進の方法、ビジネスノウハウのことをベスト・プラクテ

イスと言うが、われわれの業界において、ベスト・プラクティスといったとき、それは単に生産性や効率性、利益率といった観点のみではなく、法令遵守、投資家の利益、公益の保護と言う観点を含んだうえで最も良いと考えられるやり方を指すものと定義付けられ、その意味で「行動規範」として位置付けられ得る。

その意味で、ここでいう行動規範（ベスト・プラクティス）とは、「利益相反は回避されなければならない」とか「公益は守られなければならない」といった一般的な命題から、さらに具体的な場面に踏み込んだ最良と考えられる具体的なやり方、若しくはあり方を指すものである。したがって、単に直線的・単線的に規定されるものではなく、一定の前提と条件を基に規定されるが、状況に応じてその適用が変化するという意味でより複雑な形をとる。例えば「ある行為（例えば利益相反など）が、一定の状態にあると認識される（またはその蓋然性が高い）と推測されるのであれば、その状態において当該行為を行うことは、ある一般的な行動原理や規範を阻害することとなることがあり得るため、それを是正しないまま当該行為を行うことは一定のリスクが存在する（乃至は高い）と考えられることから、それを回避（若しくは緩和）し得るある一定の条件が手当てとして満たされない限り、これを行わない。」といったような形で示されるのではないか。

ここで、「一般的な行動原理・規範」に当たるものとして、「顧客の利益優先」、「利益相反の回避」、「優越的地位の濫用の防止＝情報の非対称性の利用の禁止」などが挙げられ、また、「一定のリスク」とは、当該行動原理・規範に対し、その阻害の結果、証券会社にとって発生するリスクの種別であり、これらのリスクの存在が確認されれば、どのような形・手段で回避・減殺が可能であるかについて、一定の「手当て」がなされる必要があるものである。具体的には、リレーションシップ・リスクあるいはクレーム・リスク、レピュテーション・リスクやフランチャイズ・リスクなどが挙げられる。

さらに、ここでいう「手当て」が、一定の条件に当たるものであり、具体的には取引制限や顧客への開示並びに顧客からの承諾等、様々な形があり得ると考えられる。

以上のとおり、本ワーキングで議論すべき内容は、基本的には証券会社の自己規律のあり方について投げかけられているものであり、協会において別途検討される倫理コードの問題と密接不可分の関係にある。しかしながら、会員各社においては、倫理コードの検討を待たずとも、既にある各種ルールを遵守することはもとより、自社の業務範囲の拡大等に併せた適時適切な社内管理体制の見直しを自発的に行うことを通じて、市場仲介者としての意識向上に日々努めなければならないことを十分認識しなければならない。

その上で、本ワーキングとしては、我々の議論が行動規範の議論において有効に活用されることにより、証券会社が行う自己売買に対する一般投資家の疑念を払拭すると

もに、さらに日本の資本市場に貢献できるものとなるよう、願うものである。

以 上