

証券市場のクオリティ向上のために

淵田 康之

はじめに

「貯蓄から投資へ」の議論に象徴されるように、わが国金融システムにおける証券市場の役割を増大させる必要性が強調されてきたが、証券市場のボリューム拡大のみならず、そのクオリティの向上という視点が重要である。

もちろんこれまでの証券市場、ひいては市場型金融振興のための諸施策は、市場のクオリティの向上に関わるものが各種含まれており、クオリティ向上は市場型金融拡大の重要な手段であった。しかし、本来、クオリティの向上は、手段に留まらず、それ自体、重要な目的として位置づけられるべきである。

市場型金融のボリュームは、歴史的経緯や経済実態によって影響されるが、ボリュームの大小を問わず、市場を活用した金融が経済システムの中で一定の役割を果たしている以上、その市場機能を極力クオリティの高いものとするよう心がけていくことは、関係者の当然の責務と言える。

この観点からすると、昨今、市場型金融が最もあたりまえに機能してしかるべき伝統的な証券市場において、そのクオリティに疑念を抱かせるような事態が頻発していることは問題である。しかも、こうした問題の一部は、証券市場振興を目指して行われてきた証券会社の新規参入促進策、新興企業株式市場の創設、株式分割といった諸施策の副作用として発生していると言わざるをえない面もあることは残念である。

こうした問題が発生する度に、規制強化や監督機関の強化を求める声が上がるのが常であるが、以下に示すように、市場のクオリティの向上には、法制度や公的監視機関の強化だけではなく、市場参加者自身の自己規律や自主規制の向上も不可欠である¹。お上頼りに陥るのではなく、こうした

¹ 経済同友会「金融商品取引法に関する意見書」2006年4月11日も、「市場の良し悪しは、優れて参加者一人一人の意識と能力の水準に依存するのであり、市場の改革は政治や行政ではなく、まず民に始まり、民によって担われなければならない。法規制は、市場参加者にとり、あくまで最低限犯すべからざる事項を定めたものに過ぎず、個々の参加者は、より高い自己規律に則った行動を目指すべきである。問題が生じるたびに、政治や官の庇護に安易に頼り、法規制のみが強化される事態に陥ってはならない。」と主張している。

関係者の自主的な努力が功を奏すれば、徒に規制強化や官の権限強化が進むことも避けられる。

こうした観点は、後述するように、昨今の証券市場における問題を議論すべく、2006年3月、金融庁の金融監督局に設置された「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」でも強調された所である。

以下、証券市場のクォリティ向上を実現する上で重要と思われる点を整理し、最後に上述の懇談会の内容についても、若干紹介することとしたい。なお、市場のクォリティ向上においては、企業自身のガバナンスや内部統制、及び会計監査法人等のファイナンシャル・ゲートキーパーの役割も重要であるが、これらについては、既に他でも論じられているので、本稿では扱っていない²。

倫理や原理・原則の確立

市場のクォリティ向上を図る上で、まず重要と考えられるのは、法規制は犯してはならないぎりぎりのレベルや範囲を規定するものと位置づけ、参加者（特にプロフェッショナル）がより高い自己規律の下に行動することを目指すべきということであろう³。

法規制のみを通じてクォリティ向上を図ろうとすれば、極めて規制・統制色の強い市場になってしまいかねない。また法規制で規定されていることのみを守れば良いという発想がある限り、ルールの隙間を狙った不適切な行為が横行しかねないという問題もある。

そこで、金融商品取引のプロ⁴により、市場における行動のあり方に関し、なんらかの倫理ないし原理・原則といったものが確立され堅持されていることが望ましい。

こうした倫理や原理・原則を重視する姿勢は、英米の市場でも既に確立している。例えば、英国の金融サービス機構（FSA）ハンドブックでは、ハイレベルのスタンダードがまず掲げられ、中でも全ての規制対象業者に

² ファイナンシャル・ゲートキーパーについては、淵田康之「問われるファイナンシャル・ゲートキーパーの役割」『資本市場クォーターリー』2005年秋号、及び淵田康之「ファイナンシャル・ゲートキーパー規制の論理と日本の課題」（同上）を参照。

³ IOSCO 専門委員会が2006年3月に発表した「市場仲介業者のコンプライアンス機能」も、「市場仲介業者が、“法律の条文”の遵守だけでなく、高い倫理基準や投資家保護基準を尊重し、またそれを促すような企業“文化”を醸成することも同様に重要である。」（金融庁仮訳）としている。

⁴ 本稿は主として、証券取引の主要な仲介者である証券会社を想定して記述しているが、基本的な考え方は、機関投資家、投資顧問業者、ファイナンシャルプランナー、格付け機関など他の多様な参加者にもあてはまる部分が多い。金融商品取引法の時代に入ることもあり、証券会社のみを特別な責務を担うものとして位置づけるのではなく、証券会社に関して先行して検討されていく規律等で、適切なものは他の金融商品取引業者にも当てはめていくという発想が必要であろう。また、証券会社を一括りに議論していくことにより、今後、執行・決済専門やアドバイス専門等、証券会社のビジネスモデルの多様化を妨げることのないように留意すべきであろう。

適用される根本的な義務として、11項目の Principles for Business が示されている⁵。このハイレベルのスタンダードの下にプルデンシャル・スタンダードやビジネス・スタンダード等、より具体的な規定が位置づけられる構成となっている。

最近、FSA はプリンシプル・ベースの姿勢を強めていくと宣言しており⁶、このハイレベルのプリンシプルを遵守しているかどうかという点に、従来以上に重きを置くようになってきていることは、注目に値する。

一方、米国の場合、そもそも証券取引委員会（SEC）規則 10b-5 が、原理・原則違反を問う包括条項的な運用をされうるが、全米証券業協会（NASD）が Rule2110 で standards of commercial honor and principles of trade を規定しており、証券会社の行為規制の多くはこのルールや、関連する NASD ルールに委ねられている。これは単なる精神規定ではなく、実際に同ルールの違反で制裁を課すことが行われている。

登録投資顧問業者については、SEC が 2004 年 8 月、投資顧問法規則を改正し、各社に倫理規定の導入を求めている（2005 年 1 月 7 日より適用）。同業界においては、NASD に相当するような自主規制機関が存在しないため、SEC 自身がイニシャティブをとる必要があったものと推察される。社内倫理規定の違反は、あくまで社内ルール違反に留まるが、会社が社内倫理規定違反に対するエンフォースメントを行わない場合は、SEC ルール違反となる。

2006 年 6 月には、証券監督者国際機構（IOSCO）の SRO（自主規制機関）コミティにおいて、業者の倫理規定のモデルが発表された⁷。この事一つを取って見ても、従来よりも証券業者の倫理が問われていくのは国際的な流れと言えよう。

ベストプラクティス等の確立

倫理や原理、原則が示されても、事例とその解釈が積み重ねられていない段階では、抽象的なものとならざるをえず、拡大解釈や過小解釈が生じる恐れがある。また、ある業務分野において、どのような取組をすれば、実際に倫理や原理、原則に抵触しないといえるかどうかについては、会社の規模、他にどのような業務を行っているか、どのような顧客を対象とし

⁵ ①Integrity, ②Skill, care and diligence, ③Management and control, ④Financial prudence, ⑤Market conduct, ⑥Customers' interests, ⑦Communications with clients, ⑧Conflicts of interest, ⑨Customers: relationships with trust, ⑩Clients' assets, ⑪Relations with regulators

⁶ FSA の Director of Enforcement である Margaret Cole 女史は、2006 年 4 月 11 日、“I want to emphasise today that where appropriate, we can and do take Enforcement action on the basis of principles alone.”と述べている。FSA ホームページより。

⁷ SRO Consultative Committee of the IOSCO, “Model Code of Ethics”, June 2006.

ているか等によって、一様ではない。

従って、倫理や原理・原則の遵守のあり方を明確にしたほうが良い分野については、ベストプラクティスやサウンドプラクティス（以下、ベストプラクティス等）をまとめることが有益と考えられる。

ベストプラクティス等は画一的に全社が遵守しなければならないものではなく、各社の実態に合わせて導入されれば良い。またそれに反したから、即問題ということではなく、具体的なケースに則して解釈される必要がある。

ベストプラクティス等は、当局や自主規制機関主導で取りまとめることが考えられる。米英における最近のベストプラクティス等のとりまとめ事例としては以下のようなものがある。

－NASD は、2005 年 4 月、昨今増加している複雑な金融新商品が、投資家や外務員によって充分理解されないまま導入されたり、適合性や利益相反の問題を引き起こす恐れがあることから、新商品のレビューに関するベストプラクティスを提案した⁸。

－連邦準備制度理事会（FRB）、通貨監督庁（OCC）、貯蓄機関監督庁（OTS）、SEC は、2006 年 5 月、リスクの高い複雑なストラクチャー取引（CSFTs=Complex structured finance transactions）に関するサウンドプラクティスについての共同声明を発表した⁹。エンロン事件で大手銀行や大手証券会社がエンロンの不正取引スキームの組成に関わっていたことを受け、複雑なストラクチャー取引における法的リスク、レピュテーション・リスクの内部統制やリスクマネジメント手続きのあり方を提示。

－FSA は 2005 年 11 月 10 日の Dear CEO レター¹⁰で、利益相反と非標準的取引に関する経営幹部の責任について、ベストプラクティスを示した¹¹。

自主規制機関の役割と機能向上

倫理規定の遵守を徹底していく上では、自主規制機関が重要な役割を果たしていくことが考えられる。NASD のグローバー会長も、“Self-regulation can and does extend beyond enforcing just legal standards to adopting and enforcing ethical standards - such as just and equitable principles of trade.

⁸ NASD, “NASD recommends Best Practices for Reviewing New Products”, April 2005, Notice to Members 05-26

⁹ Interagency statement on sound practices concerning elevated risk complex structured financé activities. 2004 年 5 月 19 日に発表した声明案に対するコメント等を踏まえてとりまとめたもの。

¹⁰ Dear CEO レターとは、既存の規定の存在について折に触れて関係業者にリマインドするものであり、新たな規制を示すものではないが、その時々々の FSA の問題意識や業者への期待が表明されている。

¹¹ FSA, “Senior Management Responsibilities: Conflicts of Interest and Non-standard Transactions”, November 10, 2005

Government regulation is well-suited for policing civil or criminal offenses, but less so for ethical lapses, which, while not necessarily illegal, may be unfair or compromise the freedom and openness of markets. Self-regulation is uniquely capable of protecting investors from those sorts of failures.”と述べている¹²。

もちろん、わが国が英国 FSA のように公的規制と自主規制をいわば統合させた単一の規制機関を設けていくことを目指す場合は別であるが、米国同様、自主規制機関を活用するモデルの採用を続け、そこに上記のような役割を明確に求めていくのであれば、以下の点に留意することが必要であろう。

第一に、わが国の証券自主規制機関が、現状、そうした役割を果たすのにふさわしい権限を持ち、それを実行できる組織、陣容となっているかを点検し、期待される役割にふさわしい姿に変革していく必要がある。

第二に、自主規制機関の権限、組織等の変革に応じて、その諸規則や理事会決議等の見直しも必要と考えられるが、その際、少なくとも全体をより体系的な姿にしていく必要があると思われる。例えば倫理規定の導入等を考えるにしても、単に理事会決議が一つ新たに加わるという位置づけでは不適切であろう。NASD マニュアルや FSA ハンドブックを参考に、より体系化され、かつ利用しやすいルールブックを作成し、その中の上位の規定として倫理規定を位置づけていくことが考えられよう。

日本証券業協会の理事会決議は自主ルールの一形態であるが、現状では、文字通り、何か問題が生じるごとに決議した事項が古い順番で羅列されている。これは単に体系化されていないというだけではなく、問題が実際に生じなければ規範化が進まないという姿を象徴しているようにも思われる。しっかりしたルールブックを持つことは、プロアクティブな組織になるうえでの必要条件と言えよう。

第三に、昨今、米国では、取引所の営利企業化に加え、業者にとってのコンプライアンス・コストが全般的に上昇していることもあり、自主規制機関の統合の議論が活発化している。わが国の自主規制機関のあり方を考える場合も、現状の取引所と証券業協会に二分された姿を恒久的なものとして想定するのではなく、米国の動向も注視しつつ、より望ましい姿を模索していく姿勢が重要である。

なお、米国には、NASD のように法に規定された自主規制機関以外にも各種の業界団体やプロフェッショナル団体が存在するが、こうした団体の役割も重要であることはいままでのない。

例えば CFA インスティテュートは、グローバルな投資プロフェッショ

¹² 2006年5月19日、NASD Spring Securities Conferenceにて。

ナルの団体として先進国のみならず途上国にも会員が拡大しているが¹³、エンロン事件等を受け、職業倫理綱領及び職業行為基準を改訂したほか、2005年にCFA Center for Market Integrityを設立し、世界の資本市場で投資家保護を促進していくこと、及び職業倫理の向上を目指す姿勢を明確に打ち出している。例えば2005年4月に策定した「アセットマネジャー職業行為綱領」は、Managed Funds AssociationのSound Practice for Hedge Fund Managerにも採用された。また、NIRI（National Investor Relations Institute）と共同作成し2004年12月に発表された証券アナリストと企業との関係の適性化に関するGuideline for Analyst Corporate Issuer Relationshipについては、NYSEやNasdaqが企業及び会員に採用を促した結果、採用が進んでいる。

優れた自主的な取組があれば、関係者がこれを積極的に普及・促進する工夫を導入することが望まれよう。

なお、先述のベストプラクティスやこうした自主規制機関の取り決め、あるいは各種業界団体の作成するガイドライン等のように、法律とは異なり最終的に裁判所による強制的実行が保証されていないにもかかわらず、現実の経済社会において国や企業が何らかの拘束感を持ちながら従っている規範は、「ソフトロー」と呼ばれ、近年、その役割が拡大しているとされる。ソフトローには、行政が形成する「監督指針」や「検査マニュアル」、あるいは「解釈事例集」といったものもあるが、先述したように、証券市場のクォリティ向上には、官に頼るばかりではなく、民間による自主的なソフトロー形成が従来以上に進展していくことが望まれよう¹⁴。

事前警戒・事前予防型のアプローチの重視

わが国では事前裁量行政が批判され、事後チェック型の監督への移行が強調されてきた経緯があるが、事前裁量は良くないにしても、全てを事後摘発に委ねるのではなく、事前警戒・事前予防のアプローチも重要である。

米国SECも、エンロン事件を契機に、問題の取締りもさることながら、予防も重要という観点より、リスクアセスメント室を設置した¹⁵。NASDも、ATC(Ahead of the Curve)タスクフォースを設置し、今後、問題になり

¹³ CFAはChartered Financial Analystの略であるが、資格保有者はバイサイドの比率の方が高く、それもバイサイドアナリストに限られず、ファンドマネジャーの保有が多い。企業の財務関係者等にも保有が広がっていることもあり、アナリスト協会というよりも投資プロフェッショナルの職業団体と位置づけられる。

¹⁴ ソフトローについては、東京大学において21世紀COEプログラムのテーマとして取組まれている。証券市場に関わるソフトローについては、岩倉友明「証券会社をめぐるソフトロー：自主規制ルールを中心に」『COEソフトロー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ』2005年12月参照。

¹⁵ 淵田康之「SECのストラテジック・プラン」『資本市場クォーターリー』2004年秋号、及び大崎貞和「米国SECの予防型監視行政」『資本市場クォーターリー』2005年夏号参照。

そんなことに注意を払っている。

問題が拡大し、社会面の記事となり、国会で問題になるような事態に発展するはるか以前の「兆候」や「危惧」の段階でも、プロはそれを感知し、倫理規定等に照らして問題を指摘できる立場にあるはずである。SEC のリスクアセスメント室や NASD の ACT タスクフォースでは、こうしたプロからのインプットを有効に活用している。

当局や自主規制機関が今後、問題になりそうな分野を発見した場合、例えば実態調査やその分野に絞ったスweep（一斉検査）といった手法をとることで、当局等が警戒していることを関係者に認知させ、予防的効果を得ることができる。

FSA の場合、当局の関心が高まっている分野について、業界サーベイを行い、その結果や当局の問題意識をフィードバックし、その後、業界とラウンド・テーブルを開くといったプロセスを採用することで、当局の意向を業界に浸透させる場合がある。サーベイを通じて、各社より当該問題に対処するためのベストプラクティスを吸い上げ、これを紹介する場合もある。

もちろんわが国で事後チェック型の監督への移行が強調されるようになったと言っても、行政が事前的な規制機能を発揮しなくなったというわけではない。この点について、金融庁は、「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」であるとしている。

もともと、証券会社はもとより世間一般は、事後チェック型行政を、「問題が起きてもないのに行政が介入するのはおかしい。問題が起きた時に取り締まれば良い」と、より広義に解釈してきた面があると思われる。また、欧米の取り組みを見ると、事前予防という場合、「証券会社の業務の適切性を予防的にチェックする」という点に留まらず、市場機能に重要な影響をもたらしうることを幅広く政策運営上考慮しようという姿勢が重視されている。従って、欧米流の事前予防・事前警戒型行政の意義は、わが国の証券行政においても改めて正当に位置づけられ、強調されていく良いのではないかと思われる。

ホールセール市場における不正の注視

わが国では、「プロの自由度を高める一方、アマについては保護」すべきといった議論も多いが、プロが関わるホールセール取引でこそ、市場全体に大きな影響を及ぼしうる不正が起きやすいことは言うまでも無い。特に伝統的なエージェンシー・ビジネスの収益性が低下し、自己勘定取引や証券会社のファンドビジネスが重要になっていること、証券会社と銀行や運用会社等の他の業態との垣根が低下し、金融コングロマリット化が一部で進展していること、さらに証券会社とヘッジファンド等とのビジネスが拡大していることから、利益相反やインサイダー取引が生じる恐れが従来より高まっている点に注意すべきである。

ホールセールとリテールに関する規制の相違の根拠は、情報の非対称性であり、それ故、アマへの投資家保護が強調されるが、一方、プロが情報優位にあることが、フロントランニングや利益相反行為の背景にあること一つ鑑みても、プロへの規制を単純に緩和すれば良いというものではないことは言うまでもない。なお、フロントランニングとは異なるが、証券会社がエージェンシー・オーダーの状況（market color）を総合的に観察することができる立場にあることで、自己勘定取引を優位に行うことをどう考えるかという点等、米国では、情報の非対称性に基づく行動に対して注目が高まっているところである。

英国の場合、個人の小規模の違反を摘発し、罰金を課す一方で、証券会社の自己取引デスクやヘッジファンドが関わるより大きな問題を充分取り締まっていないという批判が FSA に対して投げかけられていたが¹⁶、最近では、ホールセールの不正行為、すなわち institutional market misconducts の取締りを強化すると宣言している¹⁷。

リテールの問題とホールセールの問題にバランス良く対処するという観点からは、FSA がリテール問題の対応部局と、ホールセール問題の対応部局を分けている点も参考になるかもしれない。

¹⁶ 例えば 2006 年 4 月 12 日の Financial Times 紙の“FSA starts to flex its muscles”という記事では、“The FSA had been heavily criticized for its pursuit of relatively small cases of market abuse while failing to tackle what some see as rampant abuse involving hedge funds and investment banks’ proprietary trading desks.”とある。

¹⁷ 前掲の Financial Times 紙における FSA 幹部の発言参照。また FSA 市場局長の Sally Dewar 女史は、2006 年 5 月 17 日のセミナーで、以下のように述べている。“While we intend to continue bringing enforcement action against individuals committing market abuse, we have become increasingly concerned by the risk generated by institutions exploiting the information they legitimately receive for illegitimate purposes or engaging in other unacceptable behaviour.”

市場インフラの整備

市場のクォリティは、個々の参加者の行動の適正性と同時に市場インフラによっても規定される。取引システム、決済システムはもとより、不正監視システムや、平時ではなく非常時における市場のクォリティに関わるBCPの体制作りも重要である。

先述の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」では、米国当局の取引情報収集システムであるEBS (Electronic Blue Sheets) も話題となった。これは、自主規制機関が監視システムを通じて不審な取引を認めた場合、証券会社に一斉にメールで取引データ提出を要請し、電子データで提出を受け、このデータを自動的に分析し、サマリーレポートも自動的に作成するという仕組みである。他国ではここまでの電子化は進んでいない模様であるが、電子化の方向で具体的な計画が進展中である。証券取引のグローバル化を展望すると、わが国もこれから設計していくのであれば、当初から国際的にフォーマットの標準化を検討しても良いように思われる。

市場の信頼性向上や不正監視という点に関連して、欧米では本人の特定に、社会保障番号や年金受給者番号が有効に活用されている点も注目される。また個人信用情報会社の利用も発達している。これらの利用によって市場参加者（投資家、外務員、投資顧問業者等）のバックグラウンド・チェックも効率的に行われている。個人情報保護への関心が近年高まっているが、その一方、市場機能の恩恵を享受したいのであれば、市場に対して、自らのクレディビリティに係る情報を積極的に示していくことが求められよう。欧米における本人特定のメカニズムや個人信用情報の活用等は、わが国においても、参考とすべき点があるのではないかと。

一方、BCPに関しては、個別業者の業務の継続性とクリティカルな金融資本市場システムの継続性を区別して検討すべきであり、また自主的な取組に任せるというよりも、いつまでにどのレベルを実現するかということをも明確にし、その達成をマンドートとしていくべきである。

米国では個別業者のBCPについては、NASDのルール3510、3520でBCPが規定されている。NASDは、2005年10月までに登録業者の2割に相当する1000件について、BCP体制にテーマを絞った検査を実施している。

一方、クリティカルな金融資本市場システムの継続性については、米国では、2003年にFRB、OCC、SECが共同でSound practice paperを策定している。これはガイドラインという位置づけであるが、テロ予防法で同ペーパーの内容の実施状況の調査が議会から求められているなど、義務に近い位置づけになっていると考えられる。こちらについては取引所、決済

機関の他、取引量シェアの大きい参加者が対象となっており、中小業者は対象とされていない。わが国もこちらは、証券界とか銀行界といった括りではなく、金融資本市場全体の問題として、金融庁の各部局及び日銀が協力して検討すべきであろう。

なお、米国において BCP の要求が厳しいのは、主として想定されている脅威がテロ攻撃であり、テロリストの攻撃には勝利しなければならないという意識があるためかもしれない。これに対して、わが国は主として想定されている脅威が大地震であるため、被害をどの程度のレベルに抑えるか、という発想になりがちのように思われる。こうした日米の温度差は、そのまま良いのかどうか、関係者は確認しておく必要があるかもしれない。

クオリティの測定

わが国の産業界は、クオリティ・コントロールの手法を導入し、そのクオリティを向上させ、国際的競争力を獲得していった。クオリティ・コントロールは、統計的コントロールに特徴があり、「クオリティ」を数字で評価できるようにした点が重要である。

証券市場のクオリティも漠然と語るのではなく、数量化が可能なものについて、数量化し、クオリティレベルを出来るだけ客観的に把握することで、各種の施策の効果を確認していくことができれば、有意義であろう。

そうした試みの一つの例として、2006年3月に発表された、FSA Occasional Paper、"Measuring Market Cleanliness"がある。発行体が重要な発表を行う前に、株価がどの程度反応し、アブノーマル・リターンが生じていたかを計測したもので、この度合いがインサイダー取引が行われた可能性の大きさを示すという考え方である。同論文は、この尺度を用い、金融サービス・市場法の導入により、英国市場の Cleanliness が向上したかどうかを検証している。

この他、IPO の公募価格、上場初値、上場後一定期間経過後の株価等を比較し、公募価格の適正性を評価する上での参考資料としたり、先般金融庁が行った誤発注に関する調査を一回限りのイベントとせず、その後も定期的に行い、政策の有効性を評価することなどが考えられる。なお、先述した CFA Center for Market Integrity は、国際分散投資を行うファンドマネジャーへのサーベイをベースに、各国市場のインテグリティ度合いの推移を比較するマーケット・インテグリティ・インデックスの導入を計画しているが、景気動向把握でも利用されているように、こうしたサーベイを通じた「数量化」も、一つのアプローチとして検討に値するかもしれない。

「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」について

カネボウやライブドアの問題、あるいは証券会社の誤発注やシステム障害を通じて昨今、わが国証券市場の信頼は大きく揺らいだが、これに対しては金融商品取引法の制定に加え、証券取引所のあり方に関する検討が進められてきた。しかし同時に、市場仲介者としての証券会社のあり方についても光をあてる必要があるとの考えから開催されたのが、先述の金融庁金融監督局に設置された懇談会である。

その背後にある考え方は、「証券会社が自らの業務の公共性を強く意識し、一定の倫理観と行為規範をもって業務を遂行することで、市場における法令違反行為が事前に予防される、あるいは早期に発見されることが期待できるのではないか。そのみならず、既存の法令によって直接カバーしきれない、いわばグレーゾーンの取引についてもスクリーニングがかかり、こうした証券会社の良好なパフォーマンスが、市場全体の公正性、透明性、信頼性を高めることにつながっていくことが期待される。」というものである¹⁸。

同懇談会を通じて整理された主な論点は、図表の通りである。当然のことながら、昨今、具体的に問題が生じた分野についての対応策が目立つが、倫理の役割に着目していること、そして事前予防効果に期待している点など、本稿で論じた証券市場のクォリティ向上に寄与する発想が盛り込まれている点は、高く評価されよう。自主規制機関の役割を重視している点も、本稿の主張に沿うものであるが、先に指摘した通り、単に証券業協会等に責任を押し付けるだけでなく、自主規制機関が十二分にそうした機能を発揮できるよう、関係者の協力が必要であろう。

また同懇談会の議論は証券会社にフォーカスしたものとなっているが、今後、金融商品取引法の施行により証券会社ではなく金融商品取引業者の時代になることも忘れてはならない。同懇談会の議論が、証券会社だけに限定した議論と受け止められるべきではあるまい。IOSCO の倫理規定モデルも証券業者ではなく金融サービス業者が対象となっている。IOSCO の SRO 委員会のメンバーを見ると、CME のような先物取引所や先物市場の自主規制団体も入っている。証券市場のクォリティの問題は他のいろいろな市場やプレイヤーも関与しながら生じているのであり、同懇談会の議論は、他の金融業者においても積極的に参考にされるべきものとして位置づけられるべきであろう。

¹⁸ 北村信（金融庁証券課市場機能支援室長）「「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」論点整理の概要－市場の信頼回復に向けた証券会社の役割と課題を提示」『金融財政事情』2006年7月17日

図表 証券会社の市場仲介機能等を巡るおもな論点

| | | 対応済み | 今後検討・対応 |
|-----------------------------|---------------------|--|---|
| (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 | 日証協「誤発注の再発防止に向けた適切な受発注管理のあり方について」(中間整理)(06年3月)、日証協理事会決議「協会員における注文管理体制の整備について」(防止のための社内規則、適切な人員配置・研修、社内ルール等の検査・監査体制構築等)(06年10月施行) | 取引所におけるシステム対応の検討、異常注文に関する情報開示、例外的な措置としての約定取消しの検討、売買単位の統一、フェイルに対するペナルティの厳格化、当局によるポジションリミット、リスクリミットの妥当性の検証 |
| | ② 信用取引の担保掛目 | 日証協理事会決議「信用取引に係る委託保証金代用有価証券の掛目の変更等の取扱いについて」(顧客への事前説明・周知等)(06年5月施行) | 銘柄ごとの掛目変更、銘柄の分散 |
| | ③ システム管理のあり方 | 証取法59条に基づく金融庁への報告 | 政府の情報セキュリティ政策会議における「重要インフラの情報セキュリティ対策に係る行動計画」(05年12月)に沿った「情報共有・分析機能」の整備の推進 |
| | ④ BCPへの取組み | 日証協理事会決議「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」(05年7月より実施) 証券市場全体に関するBCPIに関する報告書(06年2月) 証券市場BCP協議会の設置(06年4月) 災害対策基本法、国民保護法に基づく対応 | BCPフォーラムにおいて、検討 |
| (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 | 不実の目論見書の使用や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(証取法)、引受審査項目に関する日証協の自主規制規則(02年) | 引受け等の審査項目・内容の見直し 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 引受け等の審査体制の強化 その他(ユーロ市場等における引受け等の審査。新興企業向け市場の問題) |
| | 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 |
| | ③ その他 | | 引受人と監査人の協調・連携の促進 引受審査終了後の状況変更への対応等 反社会的勢力に関する情報の集約・共有等の対応 |
| (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 | 日証協理事会決議「協会員における顧客による不正取引防止のための売買管理体制の整備について」(06年6月施行) | 個別取引に関する売買データの授受・分析態勢の整備、不正取引に関する情報交換体制の整備 |
| | ② インサイダー取引関係 | 各証券会社における内部者登録カードの整備(日証協自主規制) 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伝える行為に関し、監視委員会の建議(06年4月) | 証券取引所が上場会社からの役員員に関するデータベースを構築 内閣府令の整備を受け、協会の自主規制規則において具体的な基準を設定 |
| | ③ 顧客の本人確認及び原始委託者の把握 | | ファンドからの注文の原始委託者の情報を当局が必要に応じて入手可能とすべきか |
| | ④ 不正取引防止のための内部管理態勢 | 日証協の顧客管理や内部管理責任者に関する規則 | 日証協において内部管理体制に関する具体的な規定の整備 |
| | ⑤ その他 | 大量保有報告制度について投資家への周知徹底、及び制度違反がある場合の証券会社による監視委員会への情報提供促進について自主規制機関から会員証券会社に働きかけ | 左記の働きかけを継続的・定期的に実施。クロスボーダーの不正に対応した各国当局間の情報交換の円滑化、協会等における反社会的勢力の情報集約化 |
| (4) 市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持 | | 倫理規定の整備 社内方針・規則等の整備及び内部管理態勢の構築 自己売買のあり方についての検討 | |

(出所) 金融庁資料より野村資本市場研究所作成