市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持について

－論点整理－

- (1) 証券会社の自己売買、自己投資、投資銀行業務の展開に見られるように、市場プレイヤーとしての証券会社の業務が多様化・複雑化する状況(及びそれに伴い利益相反が増大する状況)においては、証券会社は、まずは、不公正取引の排除のための法令遵守態勢の強化、自己ポジションを保有することに伴う市場リスク、信用リスクの管理態勢の強化を行う必要があると考えられる。

更に、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、こうした最低限の取組みにとどまらず、各種リーガル・リスクの発生・増加への適切な対応や、自己の利益を追求する過程で生じるレピュテーション・リスクの管理の重要性が高まっていると考えられる。とりわけ、自己投資業務(グループ会社が行っているものを含む)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の防止は重要である。

(注1) 平成17事務年度証券会社向け監督方針でも、「証券会社の業務が伝統的な証券業務以外の業務に多様化する中、証券会社が広範囲の業務の間での利益相反の防止を適切に行っているか等について検証し、問題があると認められる場合には、監督上の厳正な対応を行う。なお、上記の利益相反の防止については、証券会社グループがプリンシパル・インベストメント業務を行っている場合に一層重要となることに留意する。」旨定めている(Ⅱ-2(2)①)。

(注2) グループ会社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等の監督においても、適切な対応がなされるべきと考えられる。

(注3) 引受・募集における利益相反とこれを防止するための情報管理のあり方については、現在、IOSCO(証券監督者国際機構)の委員会(Standing Committee 3)でも議論されているところ。

- (2) こうした観点から、証券会社は、上記のリスクが大きいと考えられる取引等の洗出しを行い、それについては、必要に応じて、社内組織の分離、あるいは、営業部門から独立した立場(例、法令遵守部門等)からの適切な事前審査・検証を経た上で実施する(しない)という態勢を構築する等の方法により、積極的に自己規律を維持・向上させる努力が求められているのではないか。

具体的な取引等の洗出しは、証券会社が自らの業務実態に合わせて適切に判断した上で行うべきであるが、例えば、以下のような取引等について、

上記リスクの観点から、事前に審査・検証することが考えられるのではないか。

(注) 事例については、各社における適切な審査・検証の結果、その実施が一律に不
適当と判断されるとは限らないことに留意する必要がある。

- ① ジェイコム株式誤発注の際に、誤発注であることを認識しながら行った、発行済株式数を上回る株式の買付け
- ② MSCBの買受けと空売りを組み合わせた証券会社(関連会社)による利益確保
- ③ 既存株主の利益の希薄化を招きかねないような、時価よりも低い転換価格を条件とする第三者割当優先株式の買受けの提案(株主総会決議を経ることとしたものの発行公表直後に株価が下落した事例)
- ④ 違法営業の疑いのある銘柄の上場申請への協力
- ⑤ 上場会社に対する、当該上場会社の規模をはるかに上回る規模の非上場会社を子会社化する等のM&Aの提案(取引所から、当該上場会社が実質的な存続会社ではないと認められるため、「不適当な合併等」の猶予期間入り銘柄に指定された事例)
- ⑥ 会計操作目的・脱税目的が疑われる資金調達・運用等のスキームの提案・検討
- ⑦ 金融コングロマリットグループで組成した不動産証券化商品の、十分な説明を欠いた販売(他の投資家へのリスク転嫁)
- ⑧ 主幹事証券会社の自己投資部門による上場前の未公開株式取得
- ⑨ 投資銀行部門職員による自己投資先企業の非常勤取締役兼務

上記以外にも、例えば、同一企業に対して、貸出を行うとともに、株式関連の助言を行う場合の貸出人と株主との間の利益相反や、(優越的地位の濫用の観点から)抱き合わせ的な取引については、注意が必要であるとの指摘がある。

また、上記の取引の検証においては、(他の)一般投資家の不利益にならないかどうかという観点が一つの重要な着眼点になるのではないかとこの指摘がある。

- (3) 上記の取引への対応として、組織分離や事前審査・検証に加えて、顧客(企業)や投資家に対する適切な説明・開示を行うことも一つの有効な方法として考えられるほか、例えば、未公開株を取得している企業の引受けにおいては、独立した他の証券会社を共同幹事として加える等の方法も考えられる。

いずれにせよ、各証券会社においては、各種リスク管理等の観点から有効と考えられる対応方法の検討を継続的に行うことが望まれるのではないか。

(4) 更に、各証券会社が、自己規律維持の観点からの上記の対応を適切に行うことを確保するために、各証券会社に対して、

- ・ 社内方針・規則の策定

及び

- ・ 当該方針・規則に基づく各社の適切な内部管理態勢(内部監査態勢含む)の構築

を求める自主規制の検討を、証券業協会に対して要請してはどうか。

(5) また、監督当局においても、上記自主規制の検討状況も踏まえつつ、今後、監督方針等に基づき、各証券会社におけるリーガル・リスクやレピュテーション・リスク等の問題に対する取組み状況のチェックを行うことが適切と考えられるがどうか。加えて、この分野においては、金融システム改革において規定された利益相反防止規定等の行為規制(法令)が、証券会社のその後の業務の複雑化・多様化に十分に対応したものになっているのかについて検証する必要があるのではないかと指摘がある。

(6) なお、自己売買(ディーリング)については、金融システム改革において、それまでブローカレッジの補完的位置付けとしていたものを見直し、併せて、ブローカレッジとの間での利益相反を防止する観点から、フロントランニング(顧客の注文情報を利用した自己売買)の禁止規定を法定したところ。

自己売買を巡っては、昨年末の証券会社の株式の誤発注に伴う、他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指摘されたところであるが、懇談会においても、このほかに、

- ・ 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
- ・ 自己売買のディーラーに対して、定期的な研修を義務付けてはどうか
- ・ 自己売買の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ている。

こうした指摘や意見は、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とから、各証券会社においては、こうした認識を踏まえて、自己売買の適切な業務運営態勢を構築するとともに、証券業協会においても、そうした証券会社の取組みを後押しすべく、自己売買のあり方についての検討を

今後とも行っていくことが望まれるのではないか。

(注) 自己売買については、法令において、上記フロントランニングの禁止規定をはじめ、具体的な不公正取引に該当するものを類型化し禁止行為として規定している。また、市場リスク管理のあり方については、監督指針に規程があるが、証券業協会においてはそれに対応するQ&Aを策定しているところ。

(参考1) 関連諸規制・監督指針の概要

証券会社の自己売買及び利益相反の防止等に関しては、現状でも、例えば、以下の規制及び監督上の留意点が存在している。

(1) 法令・監督指針

- ① 作為的相場形成の禁止(証取法 42 条 1 項 9 号)
 - － 上場有価証券等の作為的な相場の変動、固定等を目的とした売買等を禁止
- ② フロントランニング規制(証取法 42 条 1 項 8 号)
 - － 顧客注文に優先して、自己の計算による同一銘柄の売買の禁止

(注) 自己売買に関しては、上記以外にも一般投資家にも適用される不公正取引(インサイダー取引・相場操縦等)の禁止規定(前回懇談会資料参照)の適用対象とされている。
- ③ 自己売買業務に係るリスク管理(監督指針Ⅱ-2-3)
 - － 証券会社が、許容できる市場リスク額についての合理的な限度額を設定し、日中における適切なポジション管理を含め日々適切にリスク管理を行っているかを監督するための着眼点を記載。
- ④ 兼業業務との利益相反行為の禁止(行為規制府令 11 条各号)
 - － 投資顧問業・投資一任契約・投資信託委託業における取引等を成立させるための取引勧誘の禁止
 - － これら他業を通じて得た顧客の取引に関する情報を利用した自己売買等の禁止 等
- ⑤ グループ会社との弊害防止措置(証取法 45 条、行為規制府令 12 条各号)
 - － 通常取引条件と異なる、公正を害するおそれのある条件での親子法人等との取引の禁止
 - － 親子法人等が証券会社との証券取引を信用供与の条件としていることを知りながらの当該証券取引契約の締結の禁止
 - － 親子法人等との間での顧客の非公開情報の授受の禁止 等
- ⑥ その他禁止行為(行為規制府令 4 条各号)
 - － 証券会社の役員・使用人が、職務上の地位を利用して、顧客の注文動向その他職務上知り得た特別の情報に基づいて専ら投機的利益の追求を目的として行う取引の禁止 等
- ⑦ 投資銀行業務等に係る法令等の遵守の確保(平成 17 年度監督方針Ⅱ-2(2)①)
 - － 証券会社の広範化・多様化する業務における利益相反の防止、特にプリンシパル・イ

(2) 証券業協会規則等

① 証券従業員に関する規則

- － 従業員と顧客との損益の共有の禁止
- － 顧客注文を成立させるための従業員の自己取引の禁止
- － 有価証券に関して、従業員と顧客との金銭・有価証券の貸借の禁止
- － 職務上知り得た秘密の漏洩の禁止 等

② 理事会決議: 引け値を条件とした取引及びこれに伴う自己取引について

- － 引け値(当日の終値)で取引することを予め顧客と約した上で終値決定後に執行する取引及びそれにより生じる自己ポジションのヘッジのために証券会社が行う同一銘柄の取引について、顧客への説明、自己ヘッジ取引の執行方法等についての社内規則を制定しその遵守状況を管理する態勢を整備することを各証券会社に義務付け

③ 理事会決議: アナリスト・レポートの取扱い等について

- － アナリスト・レポートの適正な使用を確保するために、利益相反関係の開示、入手した重要情報の適切な管理・利用、アナリスト意見の独立性の確保、アナリストによる引受・投資銀行部門の業務への関与禁止等を規定

④ コンプライアンス・レター: 株式の自己売買の実効ある売買監視・管理体制の確保について

- － 証券会社の自己売買における見せ玉についての適切な社内売買監視・管理体制の確保を要請(留意事項を記載)

⑤ Q&A: 自己売買業務にかかるリスク管理事務ガイドラインQ&A

- － 監督指針Ⅱ-2-3「自己売買業務に係るリスク管理」の策定時に証券業協会が当庁と協議の上作成した、ポジション・リスク管理態勢についてのQ&A

(参考2) 英国における取組み

英国 FSA レター: 上級経営陣の責任: 利益相反及び非定型取引

(Senior Management Responsibilities: Conflicts of Interest and Non-Standard Transactions)

英国FSAが、2005年11月に、一年間かけて行ってきた利益相反及び非定型取引についての検討結果を踏まえて、当該分野における投資銀行の管理のベスト・プラクティスについて、業界関係者の見方をとりまとめたレターを主要な投資銀行の経営者宛てに送付したもの(対外公表)。