

ソフトローのケーススタディによる研究（１）
～ 引値保証取引への対応～

矢野睦
東京証券取引所

2004 年

はじめに

本研究は、現在、証券取引分野においてソフトローとして機能している「引値保証取引等への対応」(金融庁 平成15年3月18日公表)及びその他規制機関等により作成されたガイドライン等について、平成16年2月5日に報告した、「ソフトローのケーススタディによる研究方法の考察」に則り、ソフトロー形成プロセス等の顕在化を試みるものである。

1. 形成主体

今回の対象となるソフトロー及びその作成主体は以下のとおりとなっている。

金融庁	引値保証取引等への対応(平成15年3月18日公表)
証券取引所	引値保証取引等に係るガイドライン(平成15年3月19日公表)
証券業協会	”
投資信託協会	平成15年3月部会申し合わせ「引値を条件とした取引の指図」 (投資信託協会平成14年度事業報告書より)
投資顧問業協会	投資一任契約における「引値を条件とした取引」に関する留意事項について(平成15年3月26日理事会決議)

金融庁は、上記以外に、信託協会、生命保険協会、損害保険協会に要請を行っている。

証券取引等監視委員会 日興ソロモン・スミス・バーニー・リミテッドに対する検査結果に基づく勧告

形成主体間の特徴としては、金融庁により、発注者(投資信託協会、投資顧問業協会)、受託者(証券業協会)、市場開設者(証券取引所、証券業協会)に対し、引値保証取引が作為的相場形成につながることをないよう、それぞれの立場に応じたガイドライン等を作成することが要請され、各規制主体により対応がなされた。

2. 適用対象

ソフトローの適用対象は以下のとおりとなっている。

- ・金融庁 引値保証取引等への対応

適用対象 証券取引所、証券業協会、投資信託協会、投資顧問業協会、信託協会、生命保険協会、損害保険協会

特徴：政府から、規制機関への対応要請(ソフトロー適用)

- ・証券取引所、証券業協会 引値保証取引等に係るガイドライン

適用対象 証券会社

特徴：規制機関から、規制対象への適用

- ・投資信託協会 部会申し合わせ「引値を条件とした取引の指図」
 適用対象 投資信託委託会社
 特徴：規制機関から、規制対象への適用
- ・投資顧問業協会 投資一任契約における「引値を条件とした取引」に関する留意事項について
 適用対象 投資顧問業者
 特徴：規制機関から、規制対象への適用
- ・証券取引等監視委員会 日興ソロモン・スミス・バーニー・リミテッドに対する検査結果に基づく勧告について
 適用対象 特に規定しているものではないが、本行為が行政処分対象となることで、他の証券会社でも、引値保証取引が作為的相場形成につながることをないように留意することとなったと考えられる。
 特徴：規制機関から、規制対象への適用

いずれのソフトローにおいても、他社による参入があった場合、(それぞれの協会に属することとなり、)ソフトローの適用対象となる。ただし、証券取引所、証券業協会におけるガイドラインについては、違反した場合には規制機関による処分がなされる(日興ソロモンに対する処分参照)が、信託協会、投資顧問業協会等のソフトローについては、ペナルティーがあるかどうかは不明。ただし、最終的には証券会社による受託及び取引所等市場による執行が伴うため、本ソフトローのサンクションはその部分で担保されている。

今後、市場取引分野について様々なソフトローを研究していくこととなるが、各ソフトローごとにペナルティーの有無については記載されていないことが多いと考えられるため、証券取引分野における主要な自主規制機関、業界団体等について、そのメンバーに対する調査・処分の権限等や処分の類型について調査し、ソフトローの実効性を担保する枠組みについて研究する必要があると考えられる。

3. ソフトローの形態的特徴

金融庁 要請 規制機関や業界団体等に対して、要請を行い、引値保証取引が作為的相場形成につながることをない様に対処を促した。

証券取引所 ガイドライン

ガイドラインとは、証券取引所が売買審査を行うにあたって注視する行為形態を公表することにより、各証券会社における行為形態の未然防止や、社内ルールの整備に資するためのものである。他には自己株式取得に関するガイドラインがある。

証券業協会 ガイドライン
投資信託協会 部会申し合わせ
投資顧問業協会 留意事項についての理事会決議
証券取引等監視委員会 勧告

それぞれの形成主体において、ガイドライン、部会申し合わせ、理事会決議等、多様な形式によりソフトローが形成されている。今後は、その形成主体がどのような形でソフトローを規定しているのかを明らかにしていく必要があると考えられる。

4．形成動機

引値保証取引とは

証券会社が、顧客から、取引所有価証券市場等において将来決定される終値による有価証券の買付け若しくは売付けの委託等に応じることを約した取引

引値保証取引が利用されるケース

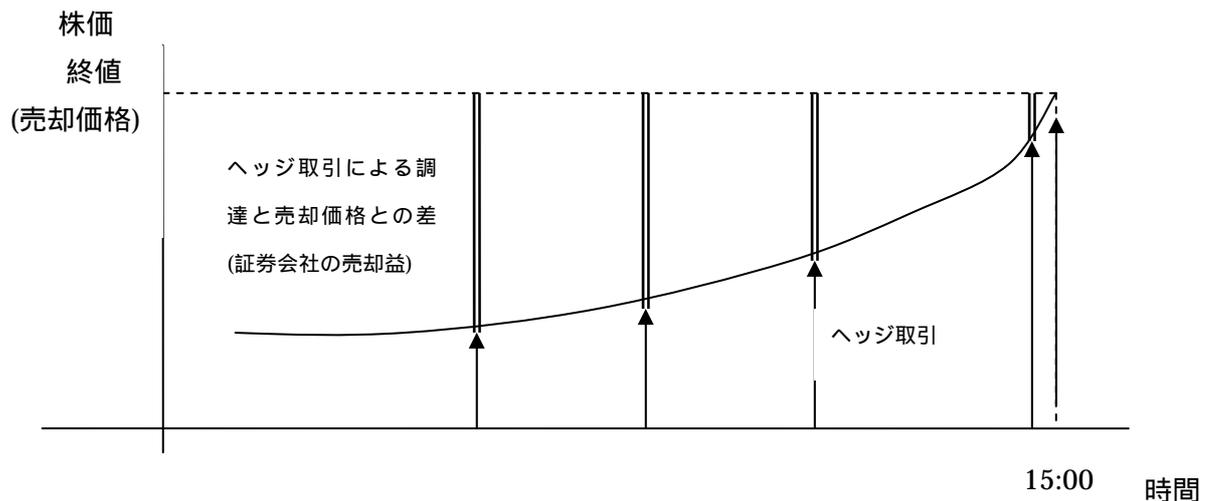
顧客が上場有価証券について、市場における終値での買付け若しくは売付けを希望している場合において、通常であれば直接市場に立会い終了時の売買で有効な注文として発注するが、マーケットインパクトや取引終了時点での売買不成立の可能性を回避するために用いられる。利用が想定される取引...指数連動ファンドのリバランスやETF組成のための売買

これらのファンドは、株価指数の日々の終値を基準として連動するように運用されることが求められており、個別の銘柄について終値で売買することが望まれる。

個別銘柄の終値から算出される基準価格について、指数との連動が要求される。したがって、リバランスの際、取引終了時点の価格で売買を行うことがファンドの連動性を維持する上では必要となることが多い。

引値保証取引によって引き起こされる問題

以下の図のように、引け値で売却することを約した場合、証券会社にとっては終値を引き上げることによりそれまでのヘッジでの買付けコストの差額が売却益となる。



引値保証取引に内在する問題点

委託者から見た場合、現在の資産評価基準等から、造成されるポジションと指数の連動性を重要視し、立会い終了時の終値で取得したり、まとまった数量の株式を単一の価格で一括して取得したいインセンティブが働く可能性がある。

そのような立会い時間中または立会い開始前に未だ確定していない立会い終了時の終値で取得することを約した場合、注文を受託した証券会社にとっては、注文を約した時点での価格より高い価格で取引を終了させ、事前に実施したヘッジ取引から売却益を得るようインセンティブが働くこととなる。株価が下落傾向にある場合においても、株価を下支えするようにヘッジ取引を実施するインセンティブも働くと考えられる。

これらの取引は、それぞれの取引主体にとっては、一見合理性のある取引のように感じられる。それは、委託者にとってみれば、自身のポートフォリオについて、指数と連動する必要がある、それらのリバランス等においては、指数との乖離はできるだけ少ないほうがよいからである。ただし、最終投資家（そのファンドに拠出している投資家）にとっては、指数との連動は必要であるが、証券会社によって不当に上げられた価格で取得することとなる場合には、不利益を被っていることとなる。

5．ソフトロー遵守インセンティブ、コスト

ソフトローを遵守するインセンティブは、以下のように主体によって異なる。

証券取引所、協会 ガイドラインを公表し、作為的相場形成の未然防止により、マーケットの信頼性を向上させることから、インセンティブが働くと考えられる。また、ガイドラインに沿って売買状況を監視するコストも必要となる。

証券会社 引値保証取引による作為的相場形成による利益を得ること（具体的には、終値に積極的に関与し、価格操作的に売買をすることにより、調達コストを調整し、利益を得ること）ができないため、インセンティブはないと考えられ、顧客との交渉及び自由なヘッジ取引も制限され、システム対応等が必要な場合もあり、コストも必要となる。

投資信託会社、投資顧問業者 投信会社や投資顧問業者にとっては、ファンドを指数に連動するよう運用することが目的である。したがって、証券会社に委託するにあたり、引値保証取引を利用して終値でまとまった株数の売買を委託することが、合理的であると考えられる。ただし、それにより上記のような作為的相場形成が誘引され、意図的に操作された価格で売買する可能性があるため、証券会社によるヘッジ取引の監視や、委託証券会社の選定等についてモニタリングを実施するインセンティブが働くと考えられる。なお、それにより、監視等にかかるコストは必要となる。

6．違反時の対応（ペナルティー）

証券取引所において、法令、取引所規則等の違反時の対応としては、以下のものがある。

- ・取引参加者資格の剥奪
- ・自己売買業務の一定期間の停止

なお、規制機関の存在する分野にはある程度共通にみられると考えられるが、各ソフトローの中では、違反時の具体的な処分方法について言及されていない。処分内容の判断や実施は規制機関が決定しており、違反行為の程度や頻度等、総合的に勘案してその都度決定している。これは、以下のような理由が考えられる。

- (1) それぞれのソフトローに対して処分方法を言及する煩雑さを避ける
- (2) それぞれの場合に個別に処分方法を規定した場合、処分が固定的なものとなる恐れがある
- (3) 処分の内容、判断等は規制機関により設置されたメンバーも属する委員会等により最終的に決定されるものであり、規制機関による過剰な処分を防止する仕組みが確立されている

各規制機関からのガイドライン公表と同時期に、証券取引等監視委員会から建議のなされた証券会社への処分についても公表されている。

各規制機関等の処分状況

金融庁	業務停止命令	東京支店の自己の計算による株券の売買業務の停止（20 営業日）
	業務改善命令	内部管理体制の強化、再発防止策の策定、責任の所在の明確化等
証券取引所		東京支店の自己の計算による株券の売買業務の停止（20 営業日）
証券業協会		過剰金 2,000 万円
		法令、諸規則の遵守の徹底、実効ある内部管理体制の確立

7. ソフトロー形成以前の状態

引値保証取引に限定していたわけではないが、以前、業界の自主ルールや自主規制機関による規制として、終値への証券会社の自己計算による関与を禁じていた規定が存在していた。

証券取引所

「正会員の自己計算による株券の売買取引等についての定款 59 条に関する理事会決定」

（平成 4 年 3 月～平成 10 年 12 月）

経緯

この規定は、これまで総合証券間の自主ルールとして存在していた「立会終了前 15 分間は自己売買を行わないこととする」規定を、取引所理事会決定として規則化したものである。いわゆる証券不祥事を契機として規定された自主ルールについて全面的に見直しを実施し、取引の信義則に関する規定として明文化した。

内容

立会終了 15 分前という画一的な基準は廃止する一方、作為的な引値関与を禁止する包括的な規定（とりわけ立会終了接近時）として制度化している。

経過

その後、証券取引審議会において事前予防的行政から事後的チェックを中心とした行政への転換が求められるなど、規制や監視のあり方全般の見直しという背景もある中で、取引所では注文発注段階で自己委託区分の明示が義務化され、自己売買の監理体制が充実したことから、予防的規制である当規則は廃止となっている。

当該規則が廃止となって以降は、立会終了接近時の自己売買について規制するものはなかった。

今回のガイドラインの作成については、それに先立つ証券取引等監視委員会による建議によって、マーケットの参加者にはそれらの行為が違法であるとの認識は可能であり、あえて当局や自主規制機関によるガイドラインの作成は不要ではないかとも考えられるが、当該ガイドラインの作成により、以下の効果が期待できる。

- 1．証券会社による作為的相場形成のみならず、委託者である顧客にも注意を促す。
- 2．建議となった行為以外のどのような行為が違法となるかを明らかにする。
- 3．今回の行為のもともとの原因は金融商品の仕組みや時価評価の基準によるものであり、今後商品設計や基準策定において、このような行為の起こらない工夫をする必要性を示唆している。