

証券会社をめぐるソフトロー：自主規制ルールを中心に

岩倉友明
東京証券取引所

2005年12月

証券会社をめぐるソフトロー：自主規制ルールを中心に

東京大学 21 世紀 COE プログラム

特任研究員 岩倉 友明¹

- I はじめに
- II 証券会社をめぐるソフトローの概要
 - 1 行政により形成されたソフトロー
 - 2 自主規制機関により形成されたソフトロー
 - 3 その他
- III 機能的視点からの分類
 - 1 補完型のソフトロー
 - 2 加重型のソフトロー
 - 3 独立型のソフトロー
 - 4 重複型のソフトロー
- IV これらのソフトローが遵守される要因
 - 1 遵守をめぐる現状
 - 2 問題の所在
 - 3 いくつかの仮説
- V これらのソフトローが形成される要因
 - 1 問題の所在
 - 2 いくつかの仮説
- VI おわりに

I はじめに

本稿の目的は、本プロジェクト開始以来構築作業が進められてきたデータベースを使用して証券会社をめぐるソフトローを網羅的、概括的に紹介し、それを機能的な視点から整理し、次にそれらがなぜ遵守されるのか、形成されるのかについて実例を踏まえて仮説を立てることにより、今後の理論研究に資することにある。本プロジェクトの従来の研究活動に関連して、「具体例の研究は、それだけだと結局エピソードの紹介に終わる危険を常に持っており、理論面の研究との連携が重要」であるとの指摘がなされている。この指摘には、体系的な具体例の紹介なり、仮説の定立なりといった、何らかの理論を帰納できるような方法論を考えること自体も、本プロジェクトに参加する実務家にとっては重要である

¹ 平成 12 年 4 月に東京証券取引所に入社し、現在同取引所考査部総務企画グループに所属。

ことを含意しているものと思われる。本稿においてはピンポイントの事例紹介ではなくある分野のソフトローの全体構造をイメージできるようにすること、たとえ筆者が分析しきれなかったとしても理論的な問題提起になりそうな事象について可能な限り記載することに配慮したつもりである。

本稿の叙述は以下の順でなされる。まず、証券会社をめぐるソフトローの概要について、行政及び自主規制機関等の主体別に分けて紹介する。次に、それらを機能的な視点から、「補完型」、「加重型」、「独立型」、「重複型」の4累計に分けて分析してみる。そして、それらのソフトローが、行政及び自主規制機関からどのようにエンフォースされているのか、調査やサンクションの現状を踏まえたうえで、証券会社が遵守する要因についていくつかの仮説を立ててみる。最後に、それらのソフトローが何ゆえソフトローとして形成され、また規制手法としてハードローではなくソフトローが選択されるのかについていくつかの仮説を立ててみる。

なお、文中の意見に関する部分は、筆者の個人的見解である。

II 証券会社をめぐるソフトローの概要

1 行政により形成されたソフトロー

行政によって制定されたソフトローの代表的なものとして、金融庁からは「証券会社向けの総合的な監督指針」²、「証券法令解釈事例集」³、証券取引等監視委員会からは、「証券検査マニュアル」⁴、「検査結果に基づく勧告事例」⁵、「勧告以外の指摘事例」⁶等がある。

「監督指針」は、証券会社に対する監督行政（金融庁証券監督部門が担当）の基本的な考え方、監督にあたっての着眼点と留意点、具体的な監督手法等について体系的にまとめたものであり、平成16年度までは、「事務ガイドライン」として公表されていた。ここでいう監督とは、法令遵守の他に経営の健全性や業務の適切性を含んで対象とするものであり、例えば証券会社の財務の健全性のチェックポイントや、適切なシステム管理体制、法定帳簿の管理方法等が幅広く書かれており、かつ証券会社の実務指針となりうるほど具体的になっている。なお、当該「監督指針」は証券会社向け以外にも、銀行、保険、投資顧問業者等、業者ごとに整理されている。

「証券法令解釈事例集」は、「同種の事案の発生を防止する」との目的のもと、行政処分等において行った法令解釈についてとりまとめているものであり、日本証券業協会においても同内容を会員向けに通知している。行政処分事案に即して事例紹介方式で具体的に書かれているが、現在のところ10事例程度しか公表されていない。具体的には「作為的相場形成」、「特別の利益を提供することを約して勧誘する行為」、「法人関係情報に係る不公

² 金融庁の HP を参照。 <http://www.fsa.go.jp/guide/guidej/handbook/sec.pdf>

³ 金融庁の HP を参照。 <http://www.fsa.go.jp/common/law/index.html>

⁴ 監視委員会の HP を参照。 <http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/shouken.pdf>

⁵ 監視委員会の HP を参照。 http://www.fsa.go.jp/sesc/reports/n_16/n_16b.pdf

⁶ 監視委員会の HP を参照。 <http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/shiteki.pdf>

正取引の防止上不十分な管理の状況」等について公表されており、いずれも証券会社でも特に関心が高そうなもののように思われる。

「証券検査マニュアル」は、証券会社に対する検査（証券取引等監視委員会が担当）に際しての着眼点等をまとめたものである。検査の対象となる法令遵守状況、財務状況、法令遵守態勢及びリスク管理態勢について、「監督指針」同様幅広くかつ具体的に書かれている。また、銀行検査、保険会社検査等に分かれて整理されていることも、「監督指針」と同様である。なお、「監督指針」は、オフサイトでの監視、「検査マニュアル」はオンサイトでの監視として差別化され、両者の連携によって規制目的を実現するとされている。

「検査結果に基づく勧告事例」は、証券取引等監視委員会が検査を行った結果認められた法令違反について、金融庁長官に対して行政処分等の措置を行うよう勧告したものであり、会社名及び事案の概要を公表している。また、「勧告以外の指摘事例」は、証券取引等監視委員会が検査を行った結果認められた法令違反等のうち、処分勧告を行わなかった事例を公表しているものである。なお、これら二者については、金融庁の行う処分内容と照らし合わせることで、行政のハードローの個別規定及びそのエンフォースメントに対する考え方、例えばどの程度の違法な行為をやれば何日間の営業停止になるとか、体制としてどの程度ひどければ個人行為ではなく会社行為として認定されるのかといったものを示すという側面もある⁷。

以上に何が書かれている内容は、大まかに分けて法令の解釈と法令遵守の実務指針である。

法令の解釈については、例えば「監督指針」では、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第10条第11号「証券業に係る電子情報処理組織の管理が十分でない」と認められる状況について、「次に掲げる場合に該当する事実が認められる場合には当該規定に該当するものとする」として例示列挙し⁸、「検査結果に基づく勧告」事例では、約定させる意思のない大量の指値注文の発注について、証券会社の行為規制等に関する内閣府令第4条第3号に規定する「実勢を反映しない作為的相場を形成させるべき一連の有価証券の売買取引をする行為」に該当するとしたもの等がある。

法令遵守の実務指針については、例えば、「証券検査マニュアル」では、「営業員の法令等の理解の促進及び法令等の遵守意識の徹底のための施策の実施状況のチェック」として、担当部署の責務や研修・社内検査の実施等について規定し⁹、法令違反を防止するための望

⁷ これら「事例」については、ハードローのエンフォースメントの手段であるにすぎず、ソフトローではないという異論も考えられる。しかし、ハードローの解釈として客観的に成り立ちうる複数のものが存在するときに、そのうちの一つを採用し定着させる側面においてはソフトローとしての機能を有しているのではないであろうか。

⁸ 「証券会社向けの総合的な監督指針」Ⅱ-3-5「行為規制等に関する留意事項」（7）参照。

⁹ 「証券検査マニュアル」法令等遵守態勢の確認検査用チェックリスト（共通編）参照。

ましい管理指針を証券会社に示す内容となっている。

2 自主規制機関により形成されたソフトロー

自主規制機関によって制定された代表的なソフトローとして、日本証券業協会における規則、理事会決議、ガイドライン、「営業ルール照会制度」における回答、監査結果に基づく指摘事例や¹⁰、東京証券取引所における規則、ガイドライン、「ケーススタディ集」及び考査結果に基づく指摘事例等がある¹¹。

証券業協会の規則は、証券業協会「定款」に基づく「公正慣習規則」、「統一慣習規則」、「紛争処理規則」の他、細則的位置付けとなる理事会決議及びガイドラインにより構成される。これらは、証券取引所以外で売買・取引がされる有価証券に関するものや、投資勧誘、広告、外務員、証券事故手続き、内部コンプライアンス体制等幅広くカバーしており、取引所における売買等以外の証券会社の業務全般を対象に定めているといった方が適切そうである。また、取引所規則等が取引参加者資格¹²を持つ証券会社を対象としているのに対して、証券業協会規則等の対象は会員証券会社（現在国内で営業する全証券会社が会員となっているようである）であり、証券会社の従業員を対象とした規則も有している違いもある。この他、証券業協会においては会員の法令諸規則遵守状況を監査しており、当該監査における指摘事例についても協会員向けに公表しているようである。

東証の規則には、東証「定款」に基づく「業務規程」、「取引参加者規程」、「清算・決済規程」、「信用取引・貸借取引規程」、「受託契約準則」等の他に、細則的位置付けであるガイドラインがある。これらはいずれも、取引所市場の公正性確保を第一義としているため、証券業協会規則が証券会社の勧誘行為や取引所で売買されない商品をも対象としているのに対して、取引所規則では取引所市場における売買や顧客と取引参加者との間の受託・執行に関連したものを中心に規定している。この他、東証においても同様に取引参加者を考査しており、当該考査における指摘事例について公表している。また、この他に東証「ケーススタディ集」があるが、これは法令諸規則について、取引参加者からの（文書であるか否かにかかわらず）問合せの多かった事案や実際に考査で認められた違反事例を中心に、その解釈や実務指針を中心にQ A方式でとりまとめたものである。

これら自主規制機関が形成したソフトローのうち、規則については、例えば非会員制証券取引所であれば、証券取引法第108条、第102条及び第87条により、取引所規則の策定、取引参加者にたいするその遵守状況の調査及び取引参加者が規則に違反した場合の処分等が義務付けられており、形成から遵守までをハードローによって根拠づけられたソフトローである。一方で、ガイドラインや東証「ケーススタディ集」はかような規定に

¹⁰ 日本証券業協会のHPを参照。<http://www.jsda.or.jp/html/kisoku/>

¹¹ 東京証券取引所のHPを参照。<http://www.tse.or.jp/guide/rule/index.html>

¹² 会員制証券取引所においては会員。

基づき形成・遵守される規則ではなく、いわばインフォーマルなソフトローとも言えそうである。実際、規則のないいわばフォーマルなソフトローは東証であれば学識者等の公益代表が過半数含まれる諮問委員会¹³での審議やパブリックコメント募集といった運用により行われるが、インフォーマルなソフトローについてはそのような手続きはない。

自主規制機関が形成したソフトローの中には、自主規制機関が形成した規則の解釈や実務指針が記載されるのは当然であるとしても、行政によるソフトローと同様、法令の解釈や法令遵守の実務指針を記載したものもある。

東証「ケーススタディ集」では、例えば様々な注文形態に応じた注文伝票の作成方法や空売り規制等について、事例紹介形式で法令の解釈のみでも数十事例をあげている。なお、これら法令解釈に関わるものは金融庁等との所管官庁と調整のうえで公表している。

また、法令遵守の実務指針としては、例えば東証「ガイドライン」の中の「自己株式取得に関するガイドライン」では、自己株式の買付けに関して相場操縦的行為等を防止するための留意点等についてとりまとめており、「法令等の正式な解釈を示すものではない」としているが、実務の指針を示したものである¹⁴。

3 その他

証券会社が従業員を名宛人として定める社内規則がある。行政や自主規制機関からの指導に基づき定めているものが大半であると思われるが、例えばボイスレコーダーによる顧客との会話の録音等、業者が自主的に規範を作り出し、ソフトローとして機能しているものもある。

この他、決済機関によるソフトロー等もあるが、これらは自主規制規則というよりも業務運営のために必要事項を定めた決まり事であって、本稿で対象としている規制目的としたソフトローとは性質を異にするものであると思われるので、本稿の対象とはしない。

Ⅲ 機能的視点からの分類

ここでは、機能に着目して証券会社をめぐるソフトローを分類する。本稿でとりあげているソフトローは、規制主体が規範を形成し、被規制主体に遵守をさせている「上からの規範」¹⁵であり、また自主規制機関の規則の監督官庁による認可制というハードロー・ソフ

¹³ 東証「諮問委員会規則」第14条では、自主規制業務の諮問機関である自主規制委員会の過半数の委員は「証券業と直接関係のある業務を営む会社の常務に従事する者以外で証券市場に関し識見を有する者」でなければならないとしている。

¹⁴ 矢野睦「証券市場におけるソフトロー：市場における自己株式取得を例として」「ソフトロー研究」第3号15頁（2005年）参照。

¹⁵ 神田秀樹「企業と社会規範：日本経団連企業行動憲章やOECD多国籍企業行動指針を例として」「ソフトロー研究」第1号4頁（2005年）参照

トロー間の制度的枠組みがあるため、すべてのソフトローがハードローの規制目的の範囲内に存在することになる。ただし、その存在の形式やハードローとの境界線は必ずしも自明ではなく、機能的に見るといくつかのパターンに分類することができそうである。以下で行う分類化の作業は、ソフトローの存在形式になんらかの法則性があるのか、そのような存在形式になった要因は何か、またその要因に何らかの法則性があるのかを明らかにするために行うものである。

これらのソフトローは、それがハードローとの関係で果たしている機能という視点から見ると、①ハードローを補完、②ハードローを加重、③ハードローから独立、④ハードローと重複に分類することが可能である。

1 補完型のソフトロー

これは、ハードローの内容をより明確化、具現化する機能をソフトローが有している場合である。ハードローが総括的、抽象的にしか書けない内容について、実態に即して規定することにより規制目的の実効性を確保することを狙っている。

現行証券取引法においてハードロー規制の一部を自主規制規則に委ねている例として、例えば証券取引法施行令第12条第2号及び第14条の3の6第4号では、公開買付期間中における公開買付者の関係者となる証券会社の自己売買の規制の適用除外として、「証券取引所の定める規則において、有価証券の流通の円滑化を図るために認められる買付等」と定め、これを受け東証「業務規程」第66条では、その具体的な買付の態様を規定している¹⁶。

また、上記とやや違うが近似の類型として、ハードローで規制される行為を防止するための方法等をソフトローで定めて実効性を確保するというタイプも多いように思われる。

証券取引法第166条では、いわゆるインサイダー取引を禁止している。簡単に言えば、重要事実を知った会社関係者等がその重要事実が公表される前に発行会社の株式等を売買してはいけないというものであり、批判的な見解があるほど罪刑法定主義の観点から禁止されるべき行為自体が細かく規定されているものではあるが、証券会社においてこれらの受託を防止するためにどのような行為を規制されるべきかについては、特にハードローには書かれていない。これについて、例えば、「証券検査マニュアル」法令等遵守共通編では、顧客によるインサイダー取引未然防止のための方策の実施や内部者登録の徹底状況を検査時のチェック項目とし、また「監督指針」Ⅱ-3-3-1では、より具体的に証券会社による顧客属性の把握や顧客カードの整備状況を、監督の着眼点としてあげることにより、証券会社のあるべき管理体制等を示している。また、証券業協会「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」では、顧客カードの記載内容を具体的に定め、またインサイダー取引の管理体制を整備するよう求め、これを受けて証券会社では内部者登録カードの作成

¹⁶ 東証「証券取引所の自主規制に関する研究会中間報告書」16頁参照。
<http://www.tse.or.jp/guide/compliance/kenkyu/2.pdf>

や法人関係情報の管理について社内規則を設けているようである。

2 加重型のソフトロー

これは、ハードローの内容よりも高い水準の規制をソフトローで行う場合であり、自主規制規則の中に見られる。ソフトローとして想像がしやすいようなタイプ、すなわち業界の公正性や信頼性の向上を目的として、同業者間で商業倫理上の取扱いとして適切な行為規範を定めるようなタイプである。

例えば、フロントランニング（委託注文に優先して証券会社が自己注文を発注して有利に約定させる行為）に関する規制では、ハードローでは証券取引法第42条第8号において単一商品間の行為のみを禁止しているのに対して、東証「取引の信義則に関する規則」第4条においては、現物市場と派生商品市場にまたがるフロントランニングについても規制している。

3 独立型のソフトロー

これは、ハードローには規定がない内容について、ソフトローで規定するタイプである。規制の内容があまりに実務的であったためにハードローでは書けなかった、あるいは証券会社の裁量に委ねられる部分が多いため行政ではエンフォースメントが難しかった等の理由が考えられる。

例えば、新規上場銘柄に関するブックビルディングの方法や顧客への配分方法等について規定したものは、ハードローにはなく証券業協会あるいは証券取引所の自主規制規則にのみ規定されおり、具体的には協会「有価証券の引受け等に関する規則」及び東証「上場前の公募又は売出し等に関する規則」では、それぞれブックビルディングに係る社内規則の制定及び手続きの適正性、配分に係る社内規則の制定及び公平な配分を行う旨を定めている。

ソフトローで行政がこれらについて定めたものとしては、「証券検査マニュアル」取引の公正確保に係る法令諸規則の遵守において、新規公開株式等配分の社内規則に基づく公正性確保が定められているのみである。

4 重複型のソフトロー

これは、ハードローと同内容をソフトローでも規定しているタイプである。想定できる理由としては、取引所が自主規制規則として策定したものについて、取引所の取引参加者のみではなく全証券会社を対象とするべきと判断されたような場合には、このタイプに該当することがあるのではないかとと思われる。

例えば、証券取引法第161条の2に基づく、証券取引法第161条の2に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令では、信用取引に関する受入保証金に関する取扱方法等を定めているが、同様の規定を、東証「受託契約準則」第39条～第50条の2は規定し

ており、上記のような理由があったのではないかと推測される。

以上、ハードローとの関係で有する機能に着目した4分類をしたが、実際のソフトローのほとんどは補完型に該当するものであり、まれに加重型、独立型、重複型の種類のソフトローが見られる。

IV これらのソフトローが遵守される要因

1 遵守をめぐる現状

ここでは、以上であげたソフトローがどのようにエンフォースされているか、ソフトロー形成主体である行政と自主規制機関別に記載する。

(1) 行政

金融庁及び証券取引等監視委員会は、「公益又は投資者保護のために必要かつ相当と認めるときは」それぞれ証券会社に対して報告書の徴求や物件の調査等によって監督及び検査をする権限を有しており（証券取引法第59条、第194条の6）、ハードロー規定上は行政検査の対象としてはソフトローの遵守状況を除外してはいないように思える。

行政処分権限とソフトローとの関係を見てみると、行政は証券会社に対しては登録・認可の取消し、業務の停止、業務方法の変更、業務改善命令等を行うことができ（証券取引法第56条）、証券会社の従業員に対しては、外務員登録の取消し、職務の停止等を行うことができる（同法第64条の5）が、いずれも「証券業又はこれに付随する業務に関し法令に違反したとき」として、これらの権限の中には証券会社及びその外務員が自主規制規則を含めソフトローに違反した場合は含まれていないようである。

金融庁「監督指針」や監視委員会「検査マニュアル」等のソフトローは、直接証券会社を名宛人として遵守を義務付ける規範ではなく、行政が監督及び検査する場合におけるチェックポイントであるが、その中には前述したように法令の解釈や法令遵守の実務指針として規範化されているものも多く、実際は証券会社に対してエンフォースされるべき対象になるように思える。ただし、そのエンフォースメントの方法は、例えば「監督指針」の中の実務指針それ自体に違反したことをもって処分があるというわけではなくて、ハードロー違反の認定又はそれに基づく処分内容を決定するためのツールとして運用され、間接的なエンフォースメントに過ぎないようである。

自主規制規則の遵守状況については、感覚的には行政検査等の対象にならないようも思えるが¹⁷、監視委員会では自主規制規則違反を根拠に不備指摘を行っている例もあるようである。

¹⁷ 証券取引法施行令第38条では、内閣総理大臣等から委任された証券取引等監視委員会の検査等の範囲として、証券取引法や本人確認法等を掲げ、自主規制規則を含めていない（日本証券業協会又は取引所の非会員等の自主規制機関ルール遵守状況（証券取引法第61条第1項）や証券取引所の受託契約準則の遵守状況（証券取引法第119条第1項）については、例外的に検査等の範囲に含めている。）

ある¹⁸。おそらく、法令遵守状況を調査する中で調査を行ったことにより発見されたものであると推測される。

いずれにせよ、行政の監督及び検査等の中心はハードローであって、直接的な手段によりソフトローのエンフォースメントが行われることはないのではないかと推測される。

(2) 自主規制機関

証券業協会及び証券取引所では、それぞれの会員及び取引参加者に対して、法令及びそれぞれの自主規制規則の遵守状況について調査権限を有している（証券取引法第74条、第102条）。

また、証券業協会及び証券取引所のエンフォースメントの権限もそれぞれ法令に根拠を有するものであるが（証券取引法第79条の7条、第87条）、証券業協会では定款に基づき、証券会社に対しては会員の除名、会員権の停止・制限、過怠金の賦課、譴責、勧告があり、証券会社の外務員に対しては登録取消や職務停止がある。東証においては、取引参加者規程に基づく取引資格の取消、売買等の停止・制限、過怠金の賦課、戒告及び勧告の他、内規に基づく注意の喚起等があり、当然ながら、両機関とも証券取引法等のハードロー違反に加えて自らが形成したソフトローについて違反があった場合には処分の対象とすることができる。

自主規制機関においても、行政による監督・検査等と同様、法令遵守状況の検査等においては、「監督指針」や「証券検査マニュアル」等のソフトローに沿った運用を行っておりまた、行政が自主規制規則の遵守状況を直接の検査等の目的としないことと同様、東証の検査においても証券会社の社内ルール of 遵守状況は直接の目的とはせず、法令や取引所ルールの遵守状況の調査の一環として調査する場合がある。

これら自主規制規則がどの程度エンフォースされているかを表現することは非常に難しいが、例えば平成16年度の東証における実績でいうと、48取引参加者の法令諸規則遵守状況を調査した結果、229事案について不備指摘をしているが、そのうち自主規制規則の関するものは約60事案で、信用取引、売買規制、約定訂正及びブックビルディングに関するもの等である。またこれらの検査に基づいて106事案について違反の程度を勘案して注意喚起等を行っているが、このうち自主規制規則等のソフトローに関するものは約30事案である。

少なくとも、ハードローに比較して自主規制規則のエンフォースメントが弱く、遵守されていないということは言えないのではないかと思う。

(3) 証券会社

証券会社が定めた社内ルールについては、「監督指針」や「証券検査マニュアル」によっ

¹⁸ 例えば、監視委員会がHPで公表している、「検査の結果指摘した事項のうち主なもの（勧告事例以外）では、証券業協会規則違反を根拠とした指摘事例が掲載されている。

て、独立した内部監査部門による年1回以上の内部監査を行う旨が示されている。

エンフォースメントとしては、当該証券会社の従業員服務規程等による罰則が考えられる。

2 問題の所在

現実においては東証規則等のソフトローがハードローに比較して遵守されていないというわけではない。

前項で述べたように、証券取引法等のハードローに違反した場合は、行政からは証券取引法第56条の規定に基づく行政処分が予定されており、最も重いものとしては登録・認可の取消がある。一方、ソフトローに違反した場合は行政からは法令に基づく行政処分がなく、行政検査の際の事実上の改善指示がある他、自主規制機関からは自主規制規則に違反した場合に最も重いものとして証券業協会又は取引所からの除名・資格取消がある。

エンフォースメントのみを比較すれば、ソフトローのそれは国家強制力がない点でハードローに比較して弱いようにも思えるし、実際ハードロー違反に基づく行政処分には期限を定めた業務停止等が多く行われるのに比較して、例えば東証規則に違反した場合の東証の措置は注意喚起等が中心となっており、指導的観点を強調した運用を行っている。ハードロー同様、自主規制規則違反の場合にも当該機関からの除名等の制裁があり得るからというのは、非常にわかりやすい答えではあるが、ソフトロー違反について当該ソフトロー形成機関から何らかのサンクションがあるのは当然のことであって、それだけではソフトロー遵守をめぐるメカニズムを分析したことにはならない。むしろ、それ以外の現実にある要因をとらえることが、今後の理論研究にとって重要のように思う。

ここでは、自主規制規則を中心に、なぜ被規制主体がソフトローを遵守するのかについて、あえて自主規制機関からのサンクションという制度設計上の遵守要因を対象外に置いて、いくつかの仮説を立ててみたい。

3 いくつかの仮説

(1) 間接的な国家強制力との連動性

東証において取引参加者の東証規則等のソフトロー遵守状況を調査することは前述したとおりであるが、この調査結果は証券取引等監視委員会に報告されるというスキームになっている。この報告は行政検査との連携することにより、もって市場監視の効率化を図るとの目的のもとに運用としてなされているものである¹⁹。仮にある証券会社のソフトロー違反の事例を監視委員会に報告したとしても、行政の処分権限はハードロー違反に限定されているため、その行為そのものについて行政が法令に基づく行政処分を行うことはない。

しかしながら、この報告によって当該証券会社に対する行政の心証が害されるといった、事実上の効果が東証規則等のソフトローの遵守の動機付けになっているのではないかと

¹⁹ 東証「コンプライアンスレビュー2005」3頁を参照。

ということが考えられる。実際に行政がどのような心証を抱くかは筆者にはわからないが、コンプライアンス機能が確立されていればハードローもソフトローも区別なく遵守されているはずであるから、重大なソフトロー違反があれば重大なハードロー違反もあるであろうと推測することがあったとしても、不思議ではない。

すなわち、個々の自主規制規則違反について行政からエンフォースされるといった直接的な強制力が背景にあるのではなく、より間接的で感覚的な国家強制力との連動性が背景にあるのではないかということである。

この仮説からは2つの論点が派生するのではないかと思われる。

一つは、ソフトローを研究対象とする際の着眼点として国家強制力の有無がポイントにはなるが、その国家強制力は有るか無いかというシンプルに区別できる訳ではなく、段階的な構造になっているのではないかということである。これは、規制セクターが比較的強い他業界の中での「上からのソフトロー」にも同様にある現象のようにも思える。

二つ目は、本プロジェクトではソフトローを裁判所による強制履行手段がないものとして整理してきたが、この中で行政によるエンフォースメントをどのように位置付けるかである。行政による強制履行手段があるものはソフトローに含まないとすると、前述した「監督指針」等は本プロジェクトの研究対象から外れることもあるであろうし、自主規制規則についても位置付けが不明確になる可能性もある。

(2) 直接的な国家強制力との連動性

多くの自主規制規則は、(1)のように国家強制力との関係で間接的な連動性を有しているのではないかと思われるが、例外的に直接的な連動性を持つ場合もある。前述の自主規制規則違反を監視委員会が指摘するような場合であり、監視委員会HPにおいても公表している。

このタイプは、監視委員会が自主規制規則をエンフォースすることを目的としているわけでもなく、法令遵守状況を検査する過程において自主規制規則違反が認められたという意味でしかないように推測されるが、現象面においてはプライベートセクターで形成されたソフトローをパブリックセクターでエンフォースしているようにも見える。

これは、(1)とも関係してくるが、プライベートセクター形成＝プライベートセクターエンフォースメントがソフトローで、その逆がハードローという分け方のみではなくて、その組み合わせという今まで意識してこなかった類型があるということの意味しているようにも思える。

(3) ハードローとソフトローの不可分性

仮にソフトローに国家強制力との連動性がなかったとしても、自主規制規則の多くがハードローを補完するというソフトローの形式が、被規制主体が遵守することに影響しているようにも考えられる。

前述したように、自主規制規則の多くがハードローでは総括的、抽象的にしか書けない内容について、実態に即して具体的、明確的に規定する補完型のものであるが、このうちソフトロー違反がすなわちハードロー違反になる場合（前述の証券取引法施行令第12条第2号及び第14条の3の6第4号のような、「証券取引所の規則で定める」とハードローに規定しているタイプ）は言うまでもないが、前述の顧客カードの整備とインサイダー取引との関係のように、ソフトローの遵守がハードロー違反発生リスクを低下させるようなタイプの場合には、被規制主体にもメリットがある点ではより遵守されやすくなる。

このタイプのソフトローは、その内容の合理性も影響してくるのであろうが、ハードローのエンフォースメントが強くなればなるほど遵守されるという傾向になるように思う。例えば、監視委員会のここ5年間程度の勧告実績を見てみると、最も件数の多いのは違法な取引一任勘定取引契約の締結（証券取引法第42条第1項第5号）であるが²⁰、例えば要注意顧客を抽出するためのアテンションシステムの導入、顧客面談の実施、顧客との会話録音、社内監査等、証券会社において違法な取引一任勘定取引契約の締結防止に関連するソフトローの遵守意識や関心度は比較的高い感がある。

補完型の存在が多く予想される「上からのソフトロー」の世界では、遵守される理由はハードローとの関連性に大きく依存するということも言えるのかもしれない。

（４）レピュテーションリスク

行政処分が行われる場合、会社名が監視委員会や金融庁のHPで公表されることになるが、これはハードロー違反があった場合のみであって、ソフトロー違反の場合には「勧告以外指摘事例」として事例の概要のみが公表される。よって、証券会社がソフトローに違反した場合に行政によってレピュテーションが害されることはないように思える。一方で、自主規制機関においては、自主規制規則違反についても処分又は一定以上のレベルの注意の喚起等については会社名を公表する必要があるため、証券会社はソフトロー違反でレピュテーションを害されることがある。例えば東証では注意喚起事案のうち部長警告以上について四半期に一度発刊するコンプライアンス四季報で会社名を公表することとしており、平成17年度では自主規制規則違反が認められた取引参加者のうち5社の社名が公表されている。

（５）被規制主体の規制主体側への取り込み

一般的に、自主規制の限界として、「微温的措置の疑い」があるとされている²¹。実際

²⁰ 「証券取引等監視委員会の活動状況（平成17年8月）」168頁参照。平成12年以降の勧告実績の合計は、会社及び役職員対象が46件、役職員のみ対象が88件であるが、このうち違法な取引一任勘定取引契約の締結によるものがそれぞれ11件、48件と格段に多い。

²¹ 例えば、東証「証券取引所の自主規制に関する研究会中間報告書」18頁参照。「自主規制機関は規制対象者である取引参加者と日常的な関わりがあるため、規制のやり方に手心

に東証の措置が微温的であるとは思わないが、東証と証券会社の関係は、行政と証券会社のそれとは大きく異なるであろう。例えば東証では証券会社に対して積極的にコンプライアンス研修を実施したり、相談担当者が法令諸規則の諸問題についてアドバイスを行う等の未然防止活動にも力を入れており、規制サイドと被規制サイド、具体的には取引所と証券会社コンプライアンス部門とは、敵対的な関係というよりも協力的な関係と言った方が良いでしょう。このように両者間の関係が強固になった場合に、被規制主体の規制主体への取り込みが行われ、被規制主体の一部すらも規制主体の一部としての役割を担っているとも言えるようにも思える。感覚的に、証券業界は以前に比較してドライになったということが多いが、「団体の結束が強ければ、ソフトローも遵守されやすくなる」ということが、現在の証券業界の中においてもあてはまると考えられる。ただ、このような取り込みが行われた場合と行われなかった場合とを比較して、効果においてどのような違いが生ずるかというのは、更なる分析が必要であろう。

V これらのソフトローが形成される要因

1 問題の所在

本稿で対象としているような業者規制に関するソフトローは全てハードローの規制目的のもとに形成されているものである。なぜこれらのソフトローが形成されるのかと言えば、市場運営なり投資者保護なりといった政策的必要性があるからであり、これはハードローが形成される理由と変わりがない。ただし、その必要性はソフトロー形成主体が自らの裁量の中で判断していくものであるから、例えば自主規制機関がなるべく自主規制規則を形成しないという選択もできそうであるが、必ずしもそうはなっていない。証券取引法における制度上の枠外において、事実として自主規制機関のソフトロー形成にどのような要因があるのかという分析が必要であるように思う。

また、規制手法としてなぜソフトローが選ばれたのかということ（行政はなぜハードローにしなかったのかということ）も問題である。特に規制手法としてのソフトローとハードローについては、「この種の行為の規制は本来ソフトローになじむとか、ハードローが望ましいとか、規制の内容や性格でおのずと決まってくるわけではなく、両者の選択は実に恣意的であり、状況依存的だという、いささか虚無的な結論を導きかねないように思われる」²²との指摘もあり、確かにそのようにしか説明できない現象もあるものの、ソフトローが選択される要因もあるようにも思える。

が加えられるおそれ又は対外的にそのように受け取られるおそれがある。同様に、不公正な行為が行われた場合も厳しい措置が取れないおそれ又は対外的にそのように受け取られるおそれがある。特に、自主規制機関の構成員の全部又は多くが規制対象者である取引参加者である場合には、取引参加者が構成員としての立場を利用して自主規制機関に圧力をかけることによって、微温的な措置を引き出そうとする可能性が指摘されかねない。」

²² 藤田友敬「市場取引とソフトロー：矢野報告に対するコメント」「ソフトロー研究」第3号35頁（2005年）参照

以下では、いくつかの仮説をあげてみたい。

2 いくつかの仮説

(1) 形成過程におけるハードロー形成機関の関わり

前述の通り、自主規制機関によるソフトローは行政の認可制という制度の中で存在している。取引所規則は当然取引所が主体的に形成しているものであるが、自主規制規則が証券取引法の規制目的の枠内に有る以上、その形成過程において行政が関与する場合があるし、形成の動機を行政が与えている場合もある。

例えば、平成16年12月に金融庁から公表された「金融改革プログラム」の工程表の中には、インターネット取引の増加や新規公開株への関心の高まり等を踏まえて、自主規制機関と連携して個人投資家保護策を検討するとしているが²³、これによってアウトプットされたものは証券取引所及び証券業協会の自主規制規則であった。この過程で行政がどのような関わりをしたかは筆者のよく知るところではないが、形成のきっかけは行政の問題提起であったろうし、形成過程においても行政の意思を取り入れているかもしれない。

これは遵守における議論と同様であるが、ソフトローの形成主体はプライベートセクターかパブリックセクターかというシンプルな分け方ができるのではないと言えるように思う。

(2) ハードローとの緊張関係

一般的に自主規制機関の特色は実務的、現場主義的と言われているが、そのような行政とは異なった観点から規制業務を行う機関がハードローとの間で緊張関係を有している場合には、ソフトローがより形成されやすくなるように思う。仮にハードローによる規制が全て正しく、十分であるという前提で、ハードローに服従しているのであれば新たなソフトローは生まれにくいだろうから、その逆が緊張関係と言えるかもしれない。

例えば、東証では取引参加者からの問合せや実際に審査で認められた違反事例等を参考にして、法令又は自主規制規則の解釈や実務指針等をQA形式で100事例程度取りまとめた「ケーススタディ集」を取引参加者向けに公表しているが、多くはハードローでは実務に対応し切れず解決できない事象についてソフトローを形成したものである。その過程・手段において、現行ハードローに対しての疑義を所管官庁に投げかけず、また解決にあたってはその場限りで当事者に対してのみ口頭で伝達するという、ソフトロー化を避ける選択も取りえたであろうが、そのようにはなっていない。

ただ、行政を含め他機関においても業者側の問合せに基づいてこのように多量のソフトローを形成していないことは、やや考察が必要かもしれない。なぜなら、問合せの多くは直接行政と証券会社とでやりとりをすれば解決するものであるし、ハードローの秩序と最も緊張関係を持つのは取引所ではなくて、被規制主体である業者であるとも想定できるか

²³ 金融庁のHPを参照。 <http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20050329-3/01.pdf>

らである。規制業務に関する行政と取引所との間、取引所と被規制主体との間の人的関係に依存した現象なのかもしれない。

(3) ハードローになりにくい内容

一般にハードローによる規制が概括的一般的になりがちなものに対して、ソフトローによればはきめ細かく柔軟に対応できると言われているが、典型的にこの分野はソフトローになりやすいという内容はいくつかを除いてあまりないように思われる。

典型的にソフトローになりやすいいくつかを具体的にあげれば、例えば証券会社の内部管理体制のあり方を規定したようなものである²⁴。ホールセール中心かリテール中心等、証券会社の業容は千差万別であるが、これらを一律のルールでしぼることは難しく、柔軟的、裁量的な対応が必要になってくるためにハードローになりにくい内容である²⁵。また、不公正取引の分野についても、同様のことが言える。例えば、東証では不公正取引に関するガイドラインを公表しているが、これらは東証の審査着眼点や審査データの蓄積によって作成された、きめ細かいものであるため、機動的な修正を行いにくいというデメリットを考えると、ハードローの規制手法を選択しにくい内容のように思える。確かに、当初取引所のソフトローであった「自己株式取得ガイドライン」のようにハードローに転化した事例も見られるが、その他の不公正取引の分野のガイドラインである、「引値保証取引等に関するガイドライン」「決算期末日の売買に関するガイドライン」「ファイナンス銘柄に係る売買に関するガイドライン」「逆指値注文の受託等に関する留意事項」が依然としてソフトローであり続け、新たなハードローも形成されない状況を見ると、「自己株式取得ガイドライン」のみが例外であって、その例外の背景にはハードロー化するデメリットを上回る政治的・歴史的背景があったということと考えられる。

それ以外の内容のソフトローについては、実務的な内容であるためにハードローになじみにくいとか、専門的であるために行政では運用しきれないとかいった漠然としか説明できず、その漠然さを「実に恣意的であり、状況依存的だという、いささか虚無的な結論を導きかねない」と表現できてしまうのかもしれない。

(4) 規制の名宛人は誰か

ハードローの適用対象は全証券会社であるが、証券取引所ルールの適用対象はその取引参加者のみである。行政があるルールについて証券取引所の取引参加者のみに適用すれば足りると考えればソフトローが選択され、全証券会社に適用する必要があると考えれば、ハードローが選択されることもあるであろう（日本証券業協会には現在のところ全証券会

²⁴ 例えば「証券検査マニュアル」。

²⁵ 証券会社の行為規制府令第10条のように証券会社の内部管理体制を定めた法令もここ数年で増えてきたが、その具体的な基準等については金融庁「監督指針」で定めているものも多く、実質的にはソフトロー中心に運用されているようにも思える。

社が会員として加入しているため、純粹に名宛人のみによって証券業協会ルールとなるものがハードローになるということはおきないと思われる。)

実際、信用取引ルールを取引所規則(受託契約準則)のみでなく、ハードロー(証券取引法第161条の2に基づく、証券取引法第161条の2に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令)においても同様に規定しているのは、このような必要性があったからではないかと推測する。また、取引所の受託契約準則を取引所の取引参加者のみではなく全証券会社に適用するとした判例(商品取引所法について、最判昭44,2,13)は、判例化という手段がハードロー転化と同様の役割を果たしたのではないかと思う。

なお、証券取引法第61条第2項においては「協会に加入せず、又は証券取引所の会員等となっていない証券会社に対して、協会又は証券取引所の定款その他の規則を考慮し、当該証券会社又はその役員若しくは使用人が遵守すべき規則(「社内規則」)の作成又は変更を命ずることができる」としており、まさに名宛人の問題の解決方法を規定しているが、当該条文を使用して行政指導を行ったという事例は、残念ながら筆者は知らない。

IV おわりに

本稿においては、ある業界のソフトローに焦点を当ててその全体構造を明らかにし、遵守及び形成の要因について仮説を立てるという作業を行った。「証券会社をめぐるソフトロー」とタイトルを付したが、本稿で行っていない、または行い切れていないことの方がはるかに多い。最後にそれらをリストアップし、今後の研究のためのアジェンダとしたい。

一つは、ソフトローを機能的観点から、補完型、加重型、独立型、重複型と分類したが、この分類が正しいものであるかは更なる検証が必要であろう。同じ「上からのソフトロー」に属するような他業界(例えば銀行業界や商品先物取引業界)のソフトローと比較すれば、もっとシンプルでわかりやすい分類方法があったかもしれない。また、本稿では「上からのソフトロー」ということを全体的に意識した考察になっているが、そもそも「上からのソフトロー」が何を意味するのか、そのような言葉を使用すること自体どのような意義があるのかについて、より深い考察が必要なのかもしれない。

二つ目に、遵守の要因について、ソフトローの制度設計で本来予定されているエンフォースメントを意識的に対象外において分析してみたが、このようなアプローチが適切であったかどうかは不明である。ただ、ソフトローの現実をとらまえるためには、かようなアプローチも有用であったように思う。

三つ目に、全体的に本稿においては理論的分析を一切行っていない。遵守における国家強制力との運動性等、わかりし大がかりな問題提起をしてしまったが、今後の理論研究を待ちたい。さらに、ハードローとソフトローの規制手法選択の選択がなぜ起きるかは、前回の矢野報告(「証券市場におけるソフトロー：市場における自己株式取得を例として」)でも藤田教授から問題提起されていたが、筆者も最終的には明確な答えがでなかった。

最後に、本稿が今後の本プロジェクトに役立てられるようであれば幸いであるし、また

本稿に対するプロジェクトメンバーからのコメントを参考にしながら、今後の作業の方向性を考えていきたいと思っている。

以 上