

投資家の直接発注について

伊豆 久

今月一日より、市場集中義務が撤廃され、大手証券会社のPTS業務が開始された。それに対抗すべく取引所も新しい取引システムの導入を矢継ぎ早に発表している。そうした中で本稿では、投資家の取引所への注文発注の「直接化」について、米国における規制のあり方を紹介することとする。

伝統的に（そして今日においても）証券取引所で売買することができるのは、会員証券会社に限られており、その他の投資家は会員証券会社に売買を委託することによってのみ市場に参加することができる。しかし、情報通信技術の発達は、①取引所における約定、②証券会社から取引所への発注、③投資家から証券会社への発注、すべてのプロセスのシステム化を可能にした。それらのシステムを接続すれば、投資家も事実上直接、取引所に注文を出すことができる。しかしながら、それは証券取引システムにおける証券会社の役割を大きく変えることになり、取引の公正維持という観点からいくつかの手当が必要になると思われる。この点、いち早く注文回送のオンライン化を進めてきた米国ではどのような対応がとられてきたのか見てみよう。

会員制度と委託売買制度

証券取引所が、伝統的に会員制度と委託売買制度をとってきたのは三つの理由による。⁽¹⁾証券に流動性を与え、かつ公正な価格形成機能を確保するためには、すべての売買注文を一カ所に集中することが最も効率的な方法で

ある。歴史的に見ても自然発生的に生まれたその集中場所が取引所となっている。しかし、①取引所の物理的な大きさには限りがあり、②注文は出したものの受け渡しに応じないといった投資家の決済リスクを遮断する必要があり、③売買の執行には専門的な知識・技術を要する、ため、取引所で直接売買に参加できる者については、その数(立会場の物理的範囲内)と資格(顧客の決済リスクをカバーできるだけの資金力があり取引技術を熟知している者)を制限せざるをえないのである(会員制度の発生)。となると、会員以外の投資家は会員に売買を委託するほかなく、会員制度から必然的に委託制度が生まれる。

しかしながら情報通信技術の発達によって、取引所での発注は、生身の人間が集まって口頭でおこなわなくても端末からの入力で済ませることが可能になった。数を制限する根拠が失われたのである。また、約定そのものがシステム化されると、約定方法に関する専門的技術も不必要となる。したがって、あとは取引所・証券会社・投資家のシステムを接続すれば、投資家は取引所市場に事実上直接、発注することが可能となったのである。

直接発注にともなう問題

しかしながら、情報技術の発達によって会員制度のすべての根拠が失われたわけではない。証券会社を完全にバイパスして投資家からの発注がなされるようになると、先に述べた顧客の決済リスクが直接、取引所の決済システム全体に及ぶことになるため、発注方法とは別個に、その点は会員が負担する制度を存続させる必要がある。

その他にも、証券会社は取引の公正を維持するため違法な注文を排除する法令上の義務を負っている。証券取引法第五〇条は、断定的判断の提供や一任勘定取引などの証券会社の禁止行為を列挙しているが、その第六号では、「前各号に掲げるもののほか、……投資者の保護に欠け、若しくは取引の公正を害し、又は証券業の信用を

失墜させるものとして大蔵省令で定める行為」が上げられ、該当する健全性省令第二条第八号で、インサイダー取引禁止条項に「違反すること又は違反するおそれのあることを知りながら、当該売買の受託をする行為」が定められている。その他、相場操縦に関わる注文について「作為的相場が形成されることとなることを知りながら一連の有価証券の売買等の受託をする行為」(第三号)、安定操作期間中の安定操作取引の委託を行う者からの受託(第六号)が禁止されている。

つまり、証券会社は、注文の勧誘・受託において、断定的判断の提供などの違法行為を自ら積極的に行ってはいけないだけでなく、投資家からの違法な注文に対してはそれが違法であることを知って受託してはならず、さらにインサイダー取引の場合には違法である「おそれがあることを知る」に過ぎない場合であってもその受託が禁止されているのである。証券会社は、証券取引システムを担う者として、その公正を自ら侵してはならないだけでなく投資家による侵害を防ぐ義務を負っているものであり、それは、証券会社が投資家と取引所市場とを結ぶ役割を果たしてきたからにほかならない。ところが、技術革新により、証券会社を事実上素通りして投資家の注文が取引所市場に流されることになれば、こうした公正維持をどのようにして担保するのかという問題が新たに発生するのである。

米国における対応策～NYSEの見解

では、こうした問題について米国ではどのような対応がなされてきたのであろうか。ニューヨーク証券取引所(NYSE)は、七十六年よりDotシステム(後にSuperDotシステム)を導入して注文回送の自動化を進めてきた。それによって証券会社から取引所(スペシャリスト)まで電話やファックスを介することなく注文を回送するこ

とができるようになった。そこで、証券会社と投資家のシステムをつなぐことによる直接発注の問題が生じたのである。これに対してNYSEは八九年一月二五日付けの会員通知で規則順守を条件に直接発注を認めている。その通知によると、「(市場に対する) アクセス(の公正) と規制上の要件を維持すると同時に会員が顧客ニーズに応えられるよう、NYSEは、以下の条件が満たされる場合には、会員が、会員のシステムと専用回線を通じて顧客に注文を回送させることを認める決定をした」としている。その条件とは、

①顧客口座に関する厳正な注意義務 (Diligence as to Accounts) を定めたNYSE規則四〇五条等の規制上の要件が満たされていること。

②非会員証券会社からの注文の場合には、NYSE規則三八二条に基づくクリアリング契約が結ばれていること。⁽⁴⁾

③証券会社ではない投資家からの注文の場合には、顧客熟知義務が満たされていること、ただし、その方法が従来の方法によるか自動パラメーターシステムによるかは問わない。

④顧客に対して、SuperDotに再回送されるよう注文処理システムに電子的に発注させることを認める会員は、顧客注文に対する自らの責任を明記した書面をNYSEに提出すること。

である。通知には④の書面のひな型が示され、それは、会員のコンピュータと接続された端末を通じて取引所に回送されたいかなる注文に関しても、当該端末を提供した会員がすべての責任を負うこと、および、当該端末を通じて SuperDotシステムに回送された注文に対する適切な規制上・管理上の措置を講ずること、を会員がNYSEに確約するものとなっている。

つまり、取引所に発注される注文に関しては、注文回送の実際のあり方にかかわらず、従来通り証券会社が責任を負うということが明らかである限り、問題はないとの見解が示されたのである。⁽⁵⁾

SECの見解

直接発注に関するSECの見解は、シカゴ証券取引所が申請した新しい取引システム、シカゴマッチ(Chicago Match)を認可する際に示された。⁽⁶⁾シカゴマッチは、利用者が入力した注文を一日一回、フロアでの取引とは別に電子的にマッチングするコールマーケットシステムであるが、その利用者は、シカゴ証券の会員に限らず、非会員の証券会社や機関投資家を含んでいる。そして非会員も、自分のパソコンとモデムを使ってシカゴマッチに直接、注文を入力することができる。

この点、米国の法律はどうなっているのだろうか。三四年証券取引所法は、その第三条(a)三Aで、取引所の会員を「ブローカーとして行動する他の者のサービスを受けることなく取引所の立会場において取引を執行することを許された自然人」、当該自然人と提携関係にあるブローカー・ディーラー、および取引所に規制されることに同意したその他のブローカー・ディーラー、と定義している。言い換えると、会員でなければブローカーを介在させずに取引所で取引することはできないことになる。また、第六条(c)一は、取引所は登録ブローカー・ディーラーでない者に会員権を認めてはならないと明記している。つまり、取引所では会員以外が直接取引することはできず、会員は証券会社でなければならぬのである。機関投資家の直接発注は、証券会社の会員組織としての証券取引所という三四年法の規定に反するおそれがあるわけであるが、では、SECはどのような根拠でシカゴマッチを認可したのであろうか。

SECは、以下の三点を根拠としてシカゴマッチは三四年法に抵触していないとした。その第一は、非会員は、

会員との契約を結んではじめてシカゴマッチの利用者となれるわけであるが、その契約において、入力された注文に関する法的責任を会員が負うことが定められている点である。第二に、利用者は取引所とも利用者契約を結ぶことになっており、その契約によって、利用者は取引所の規則順守を義務づけられると同時に、取引所は事前の通告なしに、また理由の明示なしに、利用者のアクセスをストップする権限を認められている点である。これによって、非会員の利用によって何らかの問題が生じても取引所はただちに対応することができる。第三に、利用者はクリアリング契約によっても規制される点である。決済に関しては、非会員利用者はシカゴ証券の決済機関 (Midwest Clearing Corporation) の会員である証券会社とクリアリング契約を結び、その契約書を取引所に提出すると同時に、注文入力時に契約会員名を入力することになっている。また、そのクリアリング契約において利用者の一日の与信枠 (credit limits) が設定され、それはシカゴマッチのシステムにプログラムされてその限度額を越える注文入力は自動的に排除されるとともに、会員は、顧客利用者の毎日の取引報告をチェックすることになっている。(前述のように、シカゴマッチは一日一回しかマッチングがおこなわれないシステムとしてスタートした)。そして会員は、クリアリング契約によって、いつでも利用者のシカゴマッチへのアクセスを停止させる権限を認められているのである。

さらにSECは、シカゴマッチにおける非会員利用者のアクセスの問題は、NYSEにおける SuperDot における投資家の注文入力と類似の問題であるうえ、①法的な責任を負う会員との契約によってのみアクセス可能となる、②決済上の上限が設けられている、③利用者のアクセスを即時に停止させる権限がある、④マッチングが当面、一日一回しかおこなわれない、というシカゴマッチの四つの特徴は、非会員の利用に対する会員の管理が三四年法の要件を満たすに十分なものであることを示している、と結論づけたのである。

投資家の直接発注の問題はパシフィック証券取引所のオペティマークシステム導入⁽⁷⁾をめぐる論じられたが、SECは、問題はシカゴマッチのケースと同じであるとして、シカゴの場合と同様の手当が講じられていることを根拠にオペティマークシステムにおけるアクセス方法に問題はないとしている⁽⁸⁾。

おわりに

情報通信技術の発達によって、注文を取引所につなぐという証券会社の役割は小さくなり始めた。固定手数料制のもとでは直接発注は手数料徴収の説得力を殺ぐものとみなされていたようであるが、手数料自由化が決まった以上、そうした理由での直接発注規制は意味を失った。東京証券取引所が、九七年九月に証券会社と投資家のシステム接続を解禁した背景には、そうした認識があったものと推測される。

しかし、証券取引システム上のブローカーの役割には注文の仲介以外にも顧客決済リスクの負担、公正の確保など極めて重要なものがある。証券会社は、取引システムの参加者というよりその担い手として、取引の公正を自らが侵してはならないだけでなく、投資家による侵害を防ぐという役割を担っているのである。NYSE規則四〇五条が定める顧客熟知義務は、適合性の原則順守など証券会社による不適切な行為を禁止するだけでなく、投資家による違法な取引を防ぐ義務を証券会社に課す役割を果たしている。では、その義務は具体的にどのような形で履行されるのかという点に関するSECの見解は、以上見てきたように、取引所会員の責任の所在が明確になっていれば、投資家の事実上の直接発注に問題はない、というものであった。しかし、法的な責任が明確であっても、それは、実際に問題が発生した場合の事後的な責任追及を容易にするだけであって、不公正な取引を未然に防止するための直接的な方策としては機能しない。にもかかわらず、SECが事前の規制については当事

者に委ねる形をとっているのは、米国では自主規制機関やSEC、訴訟を通じた事後的な責任追及が十分に行われるため、それを避けるべく当事者が不正取引の排除に自ら積極的に取り組むことが期待できるとの判断によると思われる。言い換えれば、事後的な摘発が十分になされる体制が整わないまま事前的規制から事後的規制への移行が進めば、いくらか法的な責任の所在が明確化されていても、実際には規制の空白が生まれる可能性も否定できないであろう。テクノロジーに適合した規制体制が求められていると言えよう。

(1) 証券取引所の諸制度とその根拠、変化については、二上季代司「取引システムの変貌について」『証研レポート』一四九八号、一九九三年五月参照。

(2) NYSE Info. Memo 89-6, Jan. 25, 1989.

(3) NYSE規則四〇五条は、その第一項で、会員は、すべての顧客、すべての口座、すべての注文に関して重要な事実を知るために適切な注意 (due diligence) を払わねばならないと定めている。

(4) NYSE規則三八二条とそれにもとづくクリアリング契約については、拙稿「Clearing Firm と Introducing Firm」バックオフィス業務外部化への途」『正協レポート』(東証正会員協会)第三号、一九九七年一月参照。

(5) NYSEは九一年一月三日付けの会員通知 (Info. Memo 91-1) で、会員証券会社は投資家による電子的な方法での注文入力を確認することができるが、その場合には八九年の通知に記された順守要件を守らねばならないことを改めて確認している。

(6) SEC, Release No. 34-35030, Nov. 30, 1994.

(7) オプティマークについては、淵田康之「実現に向かうオプティマーク」『資本市場クォーターリー』一九九七年秋号。

(8) SEC, Release No. 34-39086, Sept. 17, 1997, n76.