

平成15年12月12日
金融庁総務企画局市場課長殿
金融庁監督局証券課長殿

東京都中央区月島一丁目15番3号
照会者 楠 裕史
東京都千代田区有楽町1丁目7番1号有楽町電気ビル北館1310区
上記照会者代理人弁護士 柳 田 直 樹
同 浅 野 健太郎

「証券取引法」に関する法令適用事前確認手続きにかかる照会について

拝啓 時下益々ご清栄のこととお慶び申し上げます。

当職は、上記照会者の代理人として、標記の件につき、下記のとおりご照会申し上げます。

敬具

記

1. 計画している事業の具体的内容

(1) 事業の概要

照会者は、本照会書により信用取引における「リスク限定型特約」につき適法性の確認を得られれば、証券会社を設立したうえで信用取引及びこれにかかる「リスク限定型特約」の提供を行うことを計画している者である。

信用取引における「リスク限定型特約」は、従来の信用取引に加えて、個別の建玉ごとに委託保証金維持率類似の「損切り依頼計算率」という数値を観念し、①「損切り依頼計算率」が20%以下になった場合には反対売買を行うこと（「20%特約」）、②「損切り依頼計算率」が0%（正確には（2）(c)で詳述するように完全に0%ではない。）になった場合には証券会社自らが市場外で顧客から株式を買取ること（「0%特約」という特約であり、顧客の選択により締結される（顧客は①②の一方のみを選択することも、双方を選択することもできる。但し、②については証券会社を当事者とする新たな契約なので顧客と証券会社との間に合意が成立した場合に限る。）。このように、顧客の建玉の含み損が一定レベルに達した場合に、上記のような一定の決められた方法による反対売買を行うことを顧客が予め証券会社に依頼及び合意しておくことで、その証券会社によってそれらの株式の反対売買が行われることにより、顧客の損失が一定の範囲に限定されることが本スキームの特徴である。

現在の株式投資方法としては、現物取引と信用取引があるが、大きくレバレッジを効

かせて利益を得ようとする一般的な信用取引を選択することになる。その意味で信用取引は、一部の個人投資家にとって必要なものである。しかし、信用取引は、利益を大きくするメリットを持つレバレッジ効果の反作用として、リスクにもレバレッジが効いてしまうという特色を有する。従って、信用取引においては、そのリスクを小さく抑えるための「損切り」が、他の取引と比較してより重要となる。ところが、顧客が自ら「損切り」を行うということは、実際には大変難しいのが現状である。

リスク限定型特約は、顧客の証券会社に対する依頼により、上記のような一定の条件の成就による反対売買を行い、投資家の損失を一定の範囲に限定することを可能とする。すなわち、「リスク限定型特約」の付加された信用取引は、従来の信用取引よりもローリスクで、現物取引よりもハイリターンを期待できる取引であり、これにより今まで信用取引を行うことを躊躇していた一般投資家を市場に取り込むことができ、市場活性化に貢献できるものと考えている。

(2) 「リスク限定型特約」の詳細

「リスク限定型特約」は、証券取引法、その関連法規及び証券取引所規則並びに信用取引口座設定約諾書により定められた通常の信用取引に付加されるものである。

「20%特約」、「0%特約」の詳細は以下のとおりである。

(買い建ての場合)

(a) 両特約共通の前提（「損切り依頼計算率」）

証券会社は、顧客が同一取引日に同一価格で注文した同一銘柄の建玉（以下「単位建玉」という。）ごとに委託保証金維持率と似て非なる「損切り依頼計算率」という数値を以下の計算式により算出し管理する。

$$\text{損切り依頼計算率} = (\text{当該単位建玉の約定代金の} 40\% - \text{当該単位建玉にかかる金利} + \text{当該単位建玉の含み損益}) \div \text{当該単位建玉の約定代金}$$

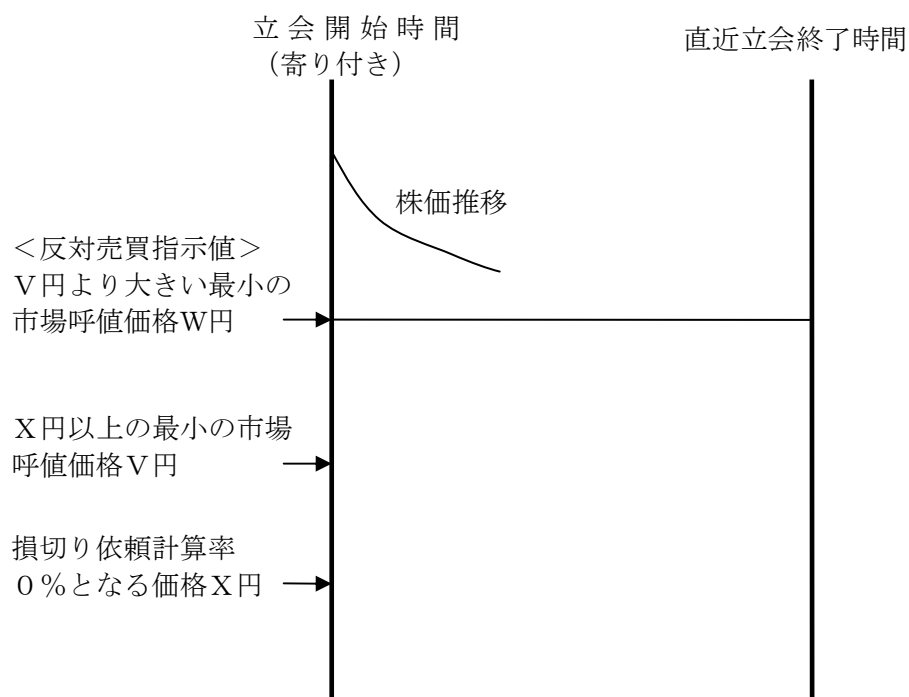
注1. 上記の40%という数値は例示であり、実際には証券会社が単位建玉ごとに指定した30%以上の数値を入れて計算する。

(b) 20%特約

20%特約とは、顧客が当該単位建玉を建てるにあたり予め証券会社に対して行うことができる指示（注文）であり、これにより損切り依頼計算率が20%を下回ることを停止条件として（それ以前に当該建玉につき反対売買が成立することを解除条件ともする。）、以下のアないしエの内容の取次が行われる。証券会社は本特約を締結するにあたり顧客に対して以下のアないしエの内容を明確に示すものとする。

- ア 取引の形態：反対売買（売り）の取次
- イ 市場の内外の別：市場内
- ウ 価格指定の方法：指値
- エ 取引価格：損切り依頼計算率が0%となる価格（以下「X円」）以上の最小の市場呼値価格（以下「V円」）より大きい最小の市場呼値価格（以下「W円」）

注2. 「市場呼値」は証券取引所が定めたものとする。



*上記W円を指値として売り注文を出すことにより、取引が成立する場合の約定価格はW円以上となる。

(c) 0%特約

0%特約とは、顧客が当該単位建玉を建てるにあたり予め証券会社との間で締結することができる特約であり、当該建玉にかかる株式の価格が当該建玉を建てた後に市場でW円未満の市場価格がついたこと（特別気配値が表示されたことを含む）を停止条件として（それ以前に当該建玉につき反対売買が成立することを解除条件ともする。）、当該時点で、当該建玉を建てた後に市場でW円未満で最初についた市場価格（特別気配値が表示された場合を含む。以下「Y円」）にて、証券会社が当該単位建玉を顧客から買取ることを内容とするものである。但し、本特約は、証券会社を当事者とする。

る新たな売買契約であるので、顧客と証券会社との間に合意が成立した場合に限り付すことができる。特約の内容は以下のアないしウのとおりであり、証券会社は顧客に対して、本特約を締結するにあたりアないしウの内容を明確に示すものとする。

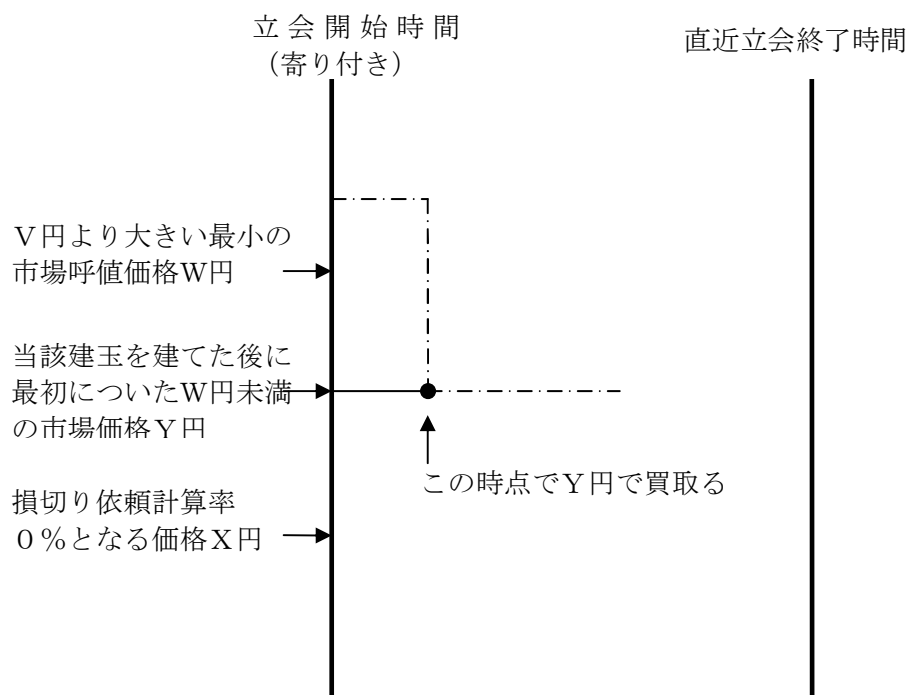
ア 取引の形態：証券会社との相対取引による売買

イ 市場の内外の別：市場外

ウ 取引価格：Y円

注3. 「特別気配値」は証券取引所が定めたものとする。

日本証券業協会の定める上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則第5条第1項第1号、第6条第1項によると、市場外において上場有価証券の小口注文による売買を行う場合で、特別気配値が表示されているときは、立会時間内においては当該特別気配値で取引を行わなければならない、特別気配値が表示されていない場合は、基準価格公表証券取引所における直近の最も安い売り気配と最も高い買い気配の範囲内の価格（最良気配）で行わなければならないとされている。そこで、0%特約による株式の買取りについては、立会時間内に0%に近い市場価格（特別気配値が表示されている場合はその特別気配値）で行うこととされたのである。



* 特別気配値が表示されているような場合には、証券会社が株式を買取る価格Y円が損切り依頼維持率が0%となる価格X円を下回ることもあり得る。

(d) 両特約の関係

顧客は、信用取引にかかる建玉を建てる毎に、通常の信用取引に、20%特約、0%特約を個々に付加するか否かを選択することができる。また、顧客は、上記特約の両方を付加することもできる（但し、0%特約には証券会社との間の合意が必要であることは前述のとおりである。）。

(e) 両特約の特徴

20%特約は、顧客の預託した委託保証金が計算上半分になった時点で反対売買を開始させるため、0%特約よりも早い段階で損切りを行うことができるというメリットを有するが、市場における取次を依頼する注文にすぎないので、確実に売却できる保証はない。

他方、0%特約は、委託保証金が計算上ほぼゼロになるまで損切りを開始させないが、証券会社が買取ることを約束しているため、確実に損切りを行うことができるというメリットを有する。

顧客としては、それぞれの特約の有する長所と短所を考慮して選択することができ、また、双方を組み合わせることによって両特約のメリットを享受することもできる。

(f) 両特約を共に付加した場合の特則

顧客が両特約を共に選択した場合には、顧客は当該単位建玉にかかる株式の価格がY円になった場合には、20%特約を解除するという特約を付すこととする。このような特約を付すことで、同一の建玉について20%特約による取次注文と0%特約による売買の効力が同時に生じることを防ぐことができるからである。

(売り建ての場合)

(a) 両特約共通の前提（「損切り依頼計算率」）

「損切り依頼計算率」なる数値を以下の計算式により算出し管理する。

損切り依頼計算率＝（当該単位建玉の約定代金の40%－当該単位建玉にかかる品貸料＋当該単位建玉の含み損益）÷当該単位建玉の約定代金

* 上記40%は例であり、証券会社が単位建玉ごとに指定した30%以上の数値とする。

(b) 20%特約

20%特約とは、顧客が当該単位建玉を建てるにあたり予め証券会社に対して行うことができる指示であり、これにより損切り依頼計算率が20%を下回ることを停止条件として（それ以前に当該建玉につき反対売買が成立することを解除条件ともする。）、以下のアないしウの内容の取次が行われる。証券会社は本特約を締結するにあたり顧客に対して以下のアないしウの内容を明確に示すものとする。

ア 取引の形態：反対売買（買い）の取次

イ 市場の内外の別：市場内

ウ 価格指定の方法：成り行き

売り建ての場合は、買い建ての場合と異なり、損切り依頼計算率が0%となった時点で証券会社が自己の計算で顧客と取引を行うという形で反対売買を行う「0%特約」は存在しない。このような違いは、売り建ての場合に証券会社が自己の計算で顧客と取引を行う形で反対売買を行うとすると、損切り依頼計算率が0%となった時点で証券会社は顧客の建玉と同一・同数の銘柄を顧客に売却することになるが、当該時点で常に顧客の建玉と同一・同数の銘柄を調達することは不可能であるという理由によるものである。

2. 照会事項

(1) 証券取引法第42条第1項第5号について

ア 証券会社が20%特約に基づき反対売買の取次を行うことは証券取引法第42条第1項第5号の「顧客の個別の取引ごとの同意を得ないで売買の別、銘柄、数又は価格について定めることができることを内容とする契約を締結する行為」（取引一任勘定取引）に該当するものとして証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とならないか。

イ 仮に該当するとした場合であっても、証券取引法第42条第1項柱書但書、証券会社の行為規制等に関する命令第1条第1項第4号（いわゆるシステム取引）に該当することにより、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とはされないと考えられないか。

(2) 証券取引法第129条第1項及び同第39条について

ア 0%特約に基づき、証券会社が顧客の株式を買取することは証券取引法第129条第1項の呑行為に該当し、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とならないか。

イ 0%特約に基づき、証券会社が顧客の株式を買取することは証券取引法第39条の向呑に該当し、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とならないか。

(3) 証券取引法第42条の2について

顧客が建玉を建てるにあたり、顧客と証券会社が0%特約を締結することは、証券取引法第42条の2第1項の損失補填の約束にあたり、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とならないか。

(4) 証券取引法第38条について

顧客が20%特約と0%特約を共に締結した場合において、証券会社がいずれかの特約に基づき反対売買を執行することは、取引態様の事前明示義務を定めた証券取引法第38条に違反するものとして、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とならないか。

3. 照会者の見解及び根拠

(1) ア 照会事項(1)アについて

(a) 照会者の見解

証券会社が20%特約に基づいて反対売買の取次を行うことは、証券取引法第42条第1項第5号の「顧客の個別の取引ごとの同意を得ないで売買の別、銘柄、数又は価格について定めることができることを内容とする契約を締結する行為」(取引一任勘定取引)に該当せず、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とはならないと考える。

(b) 根拠

20%特約においては、顧客は一定の具体的な価格を定めず、損切り依頼計算率が一定の数値になる株価(W円)を指値とする注文を行うことになるため、「価格」についての顧客の「同意」があるといえるかが問題となる。

たしかに、顧客は具体的な数字により「価格」を定めて反対売買の注文を行っていないが、反対売買の価格は顧客の指定した計算方法により一義的に算出されるのであるから、証券会社は「価格」について顧客の同意を得ていると考えることができる。すなわち、顧客は価格の決定を証券会社に一任しているわけではなく、価格の決定方法を定めるという方法で「価格」についての指示を行っているのであり、証券会社も損切り依頼計算率により決定された「価格」に拘束されるのであるから、顧客が証券会社に「価格」を一任していることにはならず、証券会社は「価格」について顧客の「同意」を得ていることになるのである。

また、顧客は建玉ごとに(条件付の)反対売買の注文を行っているのであるから、「個別の取引ごと」に同意があるということができると考える。

以上より、証券会社は反対売買の価格について個別の取引ごとに顧客の同意を得ているということができるのであるから、証券会社が20%特約に基づいて反対売買の取次を行うことは証券取引法第42条第1項第5号の取引一任勘定取引に該当せず、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とはならないと考える。

イ 照会事項（１）イについて

(a) 照会者の見解

上記アのように、照会者の行おうとしている行為は取引一任勘定取引には該当しないと考えるが、仮に該当するとしても、証券取引法第４２条第１項柱書但書、証券会社の行為規制等に関する命令第１条第１項第４号の例外事由（システム取引）に該当し、証券取引法第５６条第１項第３号による処分の対象とはならないと考える。

(b) 根拠

反対売買の価格は「損切り依頼計算率が一定の数値になること」という「一定の事実」の発生により、「損切り依頼計算率が０％となる価格以上の最小の市場呼値価格より大きい最小の市場呼値価格（W円）」という「あらかじめ定められた方式に従った処理により決定され」、証券会社は「これらに従って、取引を執行することを内容とする契約を書面により締結する」のであるから、証券取引法第４２条第１項柱書但書、証券会社の行為規制等に関する命令第１条第１項第４号（システム取引）に該当し、証券取引法第５６条第１項第３号による処分の対象とはならないと考える。

(２) ア 照会事項（２）アについて

(a) 照会者の見解

０％特約に基づいて、証券会社が顧客の株式を買取することは証券取引法第１２９条第１項の呑行為に該当せず、証券取引法第５６条第１項第３号による処分の対象とはならないと考える。

(b) 根拠

０％特約に基づいて証券会社が行う顧客からの株式の買取りは、あくまで顧客が予めなした証券会社を買主とする市場外での売却の意思表示に対応するものであり、顧客による市場内における売り注文に対応するものではない。また、顧客が０％特約に加えて２０％特約を締結している場合でも、顧客は当該単位建玉にかかる株式の価格がY円になった場合には、２０％特約を解除するという特約が付加されるので、０％特約による株式の買取りが行われる時点では、２０％特約による取次注文は存在せず、市場外での証券会社を相手方とする売却の意思表示のみが存在する状態になる。したがって、証券会社が顧客から株式を買取る時点においては証券会社はもはや「取引所有価証券市場における売買の委託を受けた会員」には当たらず、呑行為の行為主体ではなくなる。

従って、０％特約に基づき証券会社が顧客の株式を買取することは証券取引法第１２９条第１項の呑行為には該当しない。

イ 照会事項（２）イについて

(a) 照会者の見解

0%特約に基づき証券会社が顧客の株式を買取することは証券取引法第39条の向呑に該当せず、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とはならないと考える。

(b) 根拠

上記(2)アで述べたように、損切り依頼計算率が証券会社による買取りの要件である一定の数値になった時点では、市場外における証券会社を相手方とする売却の意思表示のみが存在する状態になる。したがって、証券会社が顧客から株式を買取る時点では証券会社はもはや「取次をする者又は代理人」には該当しない。よって、0%特約に基づき証券会社が顧客の株式を買取る行為は証券取引法第39条の向呑には該当しない。

(3) 照会事項(3)について

(a) 照会者の見解

顧客が建玉を建てるにあたり、顧客と証券会社が0%特約を締結することは、証券取引法第42条の2第1項の損失補填の約束にはあらず、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とはならないと考える。

(b) 根拠

0%特約においては、証券会社は当該時点における当該株式の市場価格により顧客から株式を買受けるのであるから、等価的な取引が行われるにすぎず、顧客にとって市場価格より有利な価格で株式を買取るわけではない。従って、0%特約に基づいて証券会社が顧客から株式を買取ることは損失補填行為ではなく、0%特約を締結することは損失補填の約束に該当しないと考える。

(4) 照会事項(4)について

(a) 照会者の見解

顧客が20%特約と0%特約を共に締結した場合において、証券会社がいずれかの特約に基づき反対売買を執行することは、取引態様の事前明示義務を定めた証券取引法第38条に違反せず、証券取引法第56条第1項第3号による処分の対象とはならないと考える。

(b) 根拠

ア 証券取引法第38条の文理上の理由

証券取引法第38条は、証券会社は有価証券の売買に関する注文を受けたときは、あらかじめ、自己取引を行うのか、媒介、取次、代理により売買を成立させるのかを明らかにしなければならないと定めている。

20%特約による顧客の注文、0%特約による顧客の株式の売買の意思表示はそれぞれ別個の独立した依頼であり、顧客が自己の自由意思により選択するものである。そして、証券会社は、20%特約による顧客の注文、0%特約による顧客の株式の売買の意思表示を受ける場合、特約締結にあたり上記1.(2)(買い建ての場

合) (b)、(c)のとおり、取引態様（20%特約では取次、0%特約では自己取引）を明確に顧客に示すのであるから、「あらかじめ」「・・・の別を」「明らかにし」しており、同条の要求を満たしている。

また、20%特約と0%特約が共に締結された場合においても、顧客は当該単位建玉にかかる株式の価格がY円になった場合には、20%特約を解除するという特約が付加されるので、0%特約による株式の買取りが行われる時点では、20%特約による取次注文は存在せず、市場外での証券会社を相手方とする売却の意思表示のみが存在する状態になる。従って、どの時点においても証券会社がなし得る反対売買の取引態様は1種類であり、予め定まっているといえる。

よって、顧客が20%特約と0%特約を共に締結した場合において、証券会社がいずれかの特約に基づき反対売買を執行することは、証券取引法第38条に反することはない。

イ 証券取引法第38条の趣旨・目的からの理由

証券取引法第38条は、ディーラーとブローカーの両者を兼ねる証券会社が顧客から注文を受けたとき、その時々々の相場の動きに応じて顧客に危険を負担させ利益を自己のものとする場合には、投資者の保護に欠け、あるいは取引の公正を期することができないことから、契約締結の際に取引態様を顧客に明示することを要求したものである（河本一郎＝関要、新訂版 逐条解説証券取引法428頁）。

20%特約による顧客の注文、0%特約による顧客の株式の売却の意思表示はそれぞれ別個の独立した依頼であり、顧客が自己の自由意思により選択するものである。そして、一旦特約が締結されれば、20%特約、0%特約につきそれぞれ定められた一定の客観的な条件が成就した場合には、各特約に定められた取引態様により反対売買が行われるのであり、証券会社には如何なる取引態様により反対売買を行うかにつき一切裁量が認められていない。このことは20%特約と0%特約が共に締結された場合においても変わらない。

従って、20%特約と0%特約が共に締結された場合においても、証券会社がその時々々の相場の動きに応じて顧客に危険を負担させ利益を自己のものとすることはあり得ず、証券取引法第38条の趣旨に反することは全くない。

ウ 結論

よって、顧客が20%特約と0%特約を共に締結した場合において、証券会社がいずれかの特約に基づき反対売買を執行することは、形式的に証券取引法第38条に反することがないだけでなく、実質的にも同条の趣旨・目的に反することはないので、同条違反となることはないと考ええる。

4. 照会者名並びに照会及び回答内容が公表されることについての同意

照会者は、本照会における照会者名並びに照会及び回答内容が公表されることについて同意いたします。

5. 上記4の公表の時期について

(1) 公表希望時期

照会者は、本照会に対する回答から1年6か月が経過したときから、上記4の公表がなされることを希望いたします。

(2) 理由

ア 照会者は、証券会社を設立して本件照会に係るスキーム（以下「本スキーム」といいます。）を業として行うことを計画していますが、ご回答から間もない時期に公表されますと、同業者による本スキームの模倣を招き、照会者の市場先行の利益が害される危険性が高いと思料します。

照会者は、本件照会に対するご回答をいただいた後に、①証券会社の設立及び②証券会社としての通常業務を開始するためのコンピュータシステムの立ち上げ並びに③本スキームを実行するためのコンピュータシステムを作成し、システムが正常に機能するか等の試験を行い、本スキームを実行する予定です。

イ ①証券会社の設立

証券会社の設立には、通常の株式会社の設立手続の他に、主務官庁の登録が必要であり、これらの手続には少なくとも2か月の期間を要すると考えます。

ウ ②通常業務開始のためのコンピュータシステムの立ち上げ

証券会社を設立しても、証券会社としての通常業務を行うために必要なコンピュータシステム（以下「基本システム」といいます。）を立ち上げなければ、証券会社として営業を行うことは事実上不可能です。例えば、市場への取次はコンピュータにより行われるため、取次のための基本システムがなければ証券会社として営業を行うことは事実上不可能なのです。株式取引に関するコンピュータシステムにつき実績のある企業に問い合わせたところ、この基本システムの立ち上げには、少なくとも5か月を要するとのことでした。

エ ③本スキームを実行するためのコンピュータシステムの作成及び試験

そして、株式取引に関するコンピュータシステムにつき実績のある企業に問い合わせたところ、本スキームを実行するためのコンピュータシステム（以下「本スキーム用システム」といいます。）の作成には最短で見積もっても6か月を要し、更に、作成したシステムの試験に少なくとも6か月を要するとの回答を得ております。本スキームは多数の顧客との取引を念頭においているため、大量の取引を正確に処理するのみならず、大量の顧客取引データを適正に管理する必要があり、このような顧客保護の観点からも本スキーム用システムの開発及び試験は極めて慎重になされなければなりません。従って、上記の最短のスケジュールよりもある程度余裕をも

って開発を行う必要があります。

オ 以上より、①及び②の証券会社としての営業準備と、③本スキーム用システムの開発及び試験とを並行して行うとしても、照会者が本スキームの実施を開始するには、上記（１）記載の期間を要することになります。よって、上記（１）記載の期間が経過するまでは公表を猶予していただきたくお願い申し上げます。

以上