

# システム障害と損失補償問題

財団法人 日本証券経済研究所  
証券取引法研究会

# ま え が き

当研究所は、昭和44年に、証券取引法や海外の証券法制を専門的に調査研究するため「証券取引法研究会」を組織し、多くの先生方の御協力を得て広範な研究活動を展開している。

平成14年10月に開始した今期の証券取引法研究会は、当面の証券規制等に関連する具体的な課題を取り上げて現在継続中であるが、内外の証券市場・証券規制の分野における変化が急速であることを考慮すると、研究会の成果を最終的に論文集として刊行される前に、1回ごとの研究報告と討議内容を早目に公表することが関係者の参考となり有意義ではないかと考えられる。

このような問題意識に基づき、各回の研究会の報告者を勤められた委員の御了解のもとに、研究会の速記録（非公表）を整理し、若干の資料を添付したものを「証券取引法研究会の研究記録」として公表することにした。この研究記録は、その第2回分として、平成14年12月13日の研究会で行われた山下友信教授の「システム障害と損失補償問題」に関する報告内容と討議内容を整理したものであり、この問題に関心を持たれる研究者や実務家の方々にお役に立つことを期待している。

また、この研究記録は、当研究所のホームページ上にも公開しており、広く多くの方々に御覧いただければ幸いである。

なお、このような前倒し的な研究成果の公表を認めていただいた神崎克郎

会長を始めとする委員の皆様、特に御多忙中にもかかわらず研究記録の整理に時間を割いていただいた山下友信教授に心からお礼を申し上げたい。

2004年 1 月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 関 要

# システム障害と損失補償問題

(平成14年12月13日開催)

報告者 山下友信  
(東京大学教授)

## 目 次

1 . はじめに.....	1
2 . 米国のオンライン・トレードとシステム障害問題.....	2
( 1 ) システム障害問題の現状 .....	2
( 2 ) G A O の問題指摘と勧告 .....	3
( 3 ) S E C と N A S D の対応 .....	5
( 4 ) システム障害と損失補償問題 .....	10
3 . ドイツのオンライン・トレードとシステム障害問題.....	11
( 1 ) オンライン・トレードの規制 .....	11
( 2 ) オンライン・サービスに関する約款の規制 .....	12
( 3 ) オンライン・サービス契約の解釈 .....	17
4 . わが国のオンライン・トレードと法律問題.....	19
( 1 ) システム障害対策 .....	19
( 2 ) オンライン取引約款 .....	20
討 議.....	26
損害賠償の範囲.....	26
システム構築と責任のあり方.....	28
証券会社の義務内容.....	31
実務対応.....	35
情報開示のあり方.....	40
約款規制のあり方.....	42
資 料.....	47

証券取引法研究会出席者（平成14年12月13日）

会 長	神 崎 克 郎	姫路獨協大学教授（現 関西学院大学教授）
委 員	前 田 重 行	筑波大学教授
"	山 下 友 信	東京大学教授
"	近 藤 光 男	神戸大学教授
"	前 田 雅 弘	京都大学教授
"	黒 沼 悦 郎	神戸大学教授
"	園 田 成 晃	日興コーディアルグループ法務部次長
"	細 川 健	大和証券グループ本社法務監理部次長（現 経営 企画部次長）
"	堀 内 勇 世	大和総研制度調査室次長
"(代理)	古 瀬 康 彦	野村証券法務部次長
"	長 友 英 資	東京証券取引所執行役員（現 常務取締役）
"	石 黒 淳 史	日本証券業協会企画部課長
研究所	関 要	日本証券経済研究所理事長
"	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
"	小 林 和 子	日本証券経済研究所理事・主任研究員
"	新 道 仁 信	日本証券経済研究所企画調整室次長
"	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局次長（現 局長）

## システム障害と損失補償問題

**神崎会長** 本日は、東京大学の山下教授に「システム障害と損失補償問題」について報告をいただくことになっております。それでは、山下教授、よろしくお願いいたします。

### 1. はじめに

**山下委員** まず資料1として、「システム障害と損失補償問題」というタイトルのレジюмеを用意いたしております。また、資料2として、佐賀卓雄「オンライン証券取引をめぐる規制動向」証券経済研究39号23頁（2002年）を付けております。その他の資料については以下の話の中で紹介させていただきます。

いただいたテーマは「システム障害と損失補償問題」というものです。現在の証券業あるいは証券市場はあらゆる側面がシステムで動いておりますので、例えば証券取引所のシステムに障害が起きたときにどうなるかについては、いろいろ難解な問題がありそうです。しかし、内外の文献でシステム障害に関して議論したものを見ていくと、やはりオンライン・トレードに関してシステム障害が発生した場合にどういう問題が生ずるかというような問題について、一般的には議論がなされているようです。オンライン・トレードというのは、それこそ取引のシステムそのものというか、全体がシステムの上に成り立っているわけでありまして、問題が集中的にあらわれるということではないかと思っておりますので、本日はそのあたりの話を中心にまとめさせていただきます。

それから、オンライン取引に関しては、システム障害の問題に限らずさまざまな問題、とりわけ投資勧誘といいますが、情報提供の問題などがもう一つ大きな問題でありまして、どちらかというところらの問題の方が大きい

ではないかと思いますが、本日は、そういうところは対象から外します。ただ、狭い意味でのシステム障害の問題に限らず、若干それに関連する情報開示のようなところは適宜ピックアップしてお話をさせていただきたいと思えます。

## 2. 米国のオンライン・トレードとシステム障害問題

### (1) システム障害問題の現状

まず米国の状況を見ようというわけですが、資料2の佐賀さん(日本証券経済研究所主任研究員)の論文にも出ておりますように、1999年のネット・バブルの頃に、アメリカのネット取引でシステム・ダウンなどの事故が頻発して大きな問題になったようであります。それ以前にもシステム障害対策についてはSECなどでも問題とされていたようで、SECの意見書のようなものはあるわけですが、現在につながる議論としては、この1999年あたりのシステム・トラブルを契機とした議論が多いようであります。

そういうシステム障害やトラブルは、その時点以後数としては減っているようですが、実際にどのような苦情となってあらわれるのかということについては、アメリカの会計検査院(GAO)からこの問題に関するレポートが2回出ておりますが(GAO, On-line Trading, Better Investor Protection, Information Needed on Brokers' Websites, May 2000 (GAO/GGD-00-43), GAO, On-line Trading, Investor Protections Have Improved But Continued Attention Is Needed, July 2001 (GAO-01-858))、そこにSECに対してなされた苦情を整理した1999年と2000年の統計が出ています。

一番多いのがFailures/delays in processing orders、注文したいのに注文がコンピュータにつながらずできなかったとか、注文を受けてもらったけれども、執行されるのが遅延した、こういう苦情であります。2番目のMargin position selloutsというのは、ネット取引でも信用取引が盛んに行われているようなのですが、投資家というか顧客の方が信用取引の何たるやを

知っていない、それから、期限が来て買った株式の処分がされたという意味がわからなくて苦情を申し立てている、こういうものも結構多いということです。3番目はアクセスできないというものです。この1とか3というのがシステム・トラブルというようなものに当たるのだらうと思います。4番目、これは内容がよくわかりませんが、口座の移転にかかわる諸問題であり、5番目がErrors in processing orders、これは操作上のミスの問題もあるということかと思えます。6番目が金銭の預託あるいは引き出しに関する問題であり、7番目はわが国ではあまり問題にならないのかと思えますが、最良執行の問題であります。これは後ほど若干話に出てまいります。8番目が記録の誤りというようなタイプの苦情、それから9番目がキャンセル注文にまつわる諸問題、これも若干後ほど出てまいります。10番目が口座開設時の問題であり、このようなものが主要な苦情だということです。

1999年と2000年の数字を見ると、増えているものもあり減っているものもあるということですが、GAOの報告書に書いてあったのは、この1年間で取引量、顧客の数も相当増えているのであって、実質的に見れば苦情は減っているという説明がなされていたかと思えます。それにしても、1番目の問題というのは相変わらずトップで大きい比重を持っている、こういう状況のようです。

## (2) GAOの問題指摘と勧告

GAOの2000年報告書では、恐らく1999年のこういうシステム・トラブル問題の頻発ということが背景にあって、SECや関係業界に対して改善を求めるといって報告書をつくる、ということになったのだらうと思えますが、この報告書でどんなことをいっているかということ、オンライン・トレードに関してはシステムの遅延、停止問題というのが最も大きい問題である。とりわけ証券会社の用意しているキャパシティーを超えた多くの注文が殺到することによって処理し切れなくなって執行が遅延する、あるいはシステムがダウンして停止してしまう、そういうことが一番大きい問題であり、その原因を探

っていくと、これはもう多岐に及んでおり、一つの原因だけではなくて、インターネット・プロバイダーに原因があるもの、投資家の側の機械装置に問題があるもの、マーケット・メーカーが売買できないほどの注文が殺到するものなどが原因ということのようでもあります。また、「ヴェンダーのシステム」というのがありますが、証券会社が自社のシステムだけを使っているのではないのか、あるいはシステムそのものをヴェンダーに外注して、それをそのまま使っているということなのかもしれませんが、要するにヴェンダーのところにつくったシステムに問題があるというのも多い。それからブローカー・ディーラーの証券会社のハード、ソフト両面に問題がある場合もある。こういう多岐にわたっているいろいろなトラブルを生じさせているという指摘であります。

こういうシステム・リスクがあるわけですから、当然、顧客に対しては、そのリスクについて事前に開示が十分なされるべきであるということを強調しております。というのは、ネット取引は非常に便利なものである、いつでも注文ができて、ディスカウント・ブローカーに安く申込みができるというように、ホームページなどで便利な面だけが盛んに書いてあるわけですが、このオンライン・トレーディングに伴う特有のシステム・リスクの開示というものがあまりなされていない。とりわけ業者のウェブサイトの上で開示がなされていないのではないかと問題を指摘しています。

そのほか、マージン取引に関する情報開示の不十分さが指摘され、信用取引もネット取引で可能にしているわけですが、信用取引そのものがよく投資家に理解されていないので、そのあたりに情報開示の不十分さがある。さらに、Best execution problemsというのがありましたが、アメリカには多くの取引所や市場で有利に注文を執行できる、そういう選択肢があるのだらうと思いますが、注文を受けて、どこでどういう方法で執行しているのかとか、そういうことに関しての情報開示もあまりなされていないというような問題も指摘しております。

そういうことを踏まえて、GAOの勧告として次の3点を挙げております。

第1点が、SECはブローカー・ディーラーが遅延あるいは停止についての記録を作成し、ウェブサイト上で開示するように義務づけることといたしております。どのくらいその会社のシステムが危ないかということウェブサイトで見られるように義務づけたらどうかということといたしております。第2が、SECは、このブローカー・ディーラーが作成した記録をモニターして、注文が殺到してもパンクしないようなキャパシティーを確保させるよう義務づけるべきであるということといたしております。第3が、こういう取引特有のリスクあるいはマージン取引、プライバシー、注文の執行に関する情報開示をウェブサイト上でさせるよう義務づけるべきである。これは、後ほど申し上げる2度目のGAOの報告書でも強調している点といたしておりますが、オンライン・トレードを利用する顧客は、ホームページを見てそこから取引口座を開設して取引を始めるという実態があるのだから、情報開示に関してはウェブサイト上でわかり易くさせることが重要であるというのがどうもGAOの一貫した認識のようでありまして。

### (3) SECとNASDの対応

こういう勧告が2000年に出ましたが、それを受けてSECあるいは自主規制機関がその後どういう対応をしてきたかということですが、GAOの2001年7月報告書に一覧が整理されており、それによると幾つかの対応はなされたというわけでありまして。

まず、SECやNASDで新しい規則が制定されたものがあります。SECは、2001年に二つの規則を制定しております。

まず、Rule 11Acl-6という規則ですが、これは要するにBest Execution、最良執行問題にかかわる規則のようでありまして。規則をみていくと、別にオンライン・トレードに限っている規則ではないようでありまして、ブローカー・ディーラーが顧客から注文を受けて規則の題名に出ているOrder Routing、すなわち注文をどこへ流していつているか、そして執行するか、そういうことについて情報開示を定期的にせよということ義務づけるとい

うものであります。Rule 11Ac1-6では、Quarterly report on order routingと  
いうのがありまして、ここで四半期ごとにnon-directed orders、どこで執行  
してくれということが特定されていない注文についてどこで執行したかとい  
うようなデータを開示せよということのようであります。

それに続くRule 11Ac1-5の方ですが、各ブローカー・ディーラーの情報開  
示ではなくて、証券取引所その他のマーケット・センターの注文執行状況に  
関する定期的な情報開示というのを義務づけているようであります。

さらに、NASDの二つのルールのうちマージン取引に関するルール（Rule  
2341. Margin Disclosure Statement）の方は、マージン取引が何たるかが理  
解されていないということ踏まえて情報開示をさせようというもので、マ  
ージン取引特有のリスクに関する情報開示をわかりやすい文言で説明するよ  
う義務づけたというものであります。

もう一つの取引リスクに関する規則としていわゆるデイ・トレーディング  
に特有なリスクに関する情報開示に関するもの（Rule 2361. Day-Trading  
Risk Disclosure Statement）の方は、こういう取引にはわざわざリスクを開  
示しなくてもわかりそうなものですが、やっている人は往々にしてわかって  
いないということで、改めて非常に大きなリスクがあるということの開示を  
義務づけております。こういう規則の制定で対応されている部分もあるとい  
うことです。

それからもう一つ2001年1月にSECの Office of Compliance Inspections  
and Examinationsが、実際にブローカー・ディーラーを調査した結果に基  
づいて若干の勧告をしている報告書があります（“ Examinations of Broker-  
Dealers Offering Online Trading: Summary of Findings and  
Recommendations ”）。勧告ですから、規則をすぐつくとか、ブローカ  
ー・ディーラーに何かをするように命ずるものではありませんが、勧告の形  
で幾つかの対応はなされているというわけであります。

勧告の対象となっている事項は次に掲げたようなことです。まず第1に、  
オンライン・トレードにおける注文の執行のあり方やマージン取引、システ

ムの遅延に関する情報開示が充実されるべきであるということをいっており、best sites、すなわちSECのスタッフがいろいろホームページを調べてみてベストであると考えたサイトには次のような項目が開示されていることを指摘しています。第1は、the differences between the various types of orders that may be placed、つまり注文の仕方についての説明。2番目は、notice that a market order may be executed at a price higher or lower than the quote displayed on the web site at the time of order entry ということ、要するに、画面に出ている相場と執行される相場は、少しでも時間のずれがあると違うわけであり、例えば、E Tradeというネット取引の会社のホームページを見ていると、そこが一番最初に「9秒以内の執行保証」というような広告が出ていますので、そういう時間に伴うリスクの告知がきちんとなされているかという話です。3番目が、執行の方法であり、4番目が、お客の注文が受け取ってもらえないかもしれないという事情、5番目が、注文できる種類の制限、6番目が、システムの遅延とか停止のリスクです。遅延や停止が生じた場合の注文に対する影響、停止したような場合に、ほかにどのような方法で注文をすることができるか、例えばそういう場合は電話で注文をしたりできる、そういうことの説明があります。それから最後にマーケットのボラティリティーが注文にどのような影響を及ぼすかという説明が列記されています。こういうことが書いてあればいいということのようではありますが、実際に見てみると、こういうことは、さっきのE Tradeのホームページを見てもあまりそれらしいことは書いてないように思います。こういうことに関する情報が部分的には開示されていることがあるわけですが、多くは証券会社の免責に関する情報開示にとどまっています。後ほど申し上げるように、何があっても責任を負わないというような関係での開示になっていることが多いというようなことであります。

また、Cancellations、キャンセルの問題が出ています。ここの意味がもう一つわからないのですが、要するにキャンセルの通知が迅速になされない。お客の方が二重に注文を出して、取引が二重に成立してしまう、そういう例

があるのだということであります。このキャンセルの通知というのは、お客がメールでキャンセルの通知を送ったけれども、それが受け取られて注文が本当にキャンセルされるのが遅れるという問題なのか、証券会社側からの通知が遅れて結局二重の取引がなされたということなのかちょっとここだけを読んでよくわからないところがあります。

さらに、これは先ほどから繰り返し申ししておりますように、マージン取引の仕組みを知らない投資家が苦情を申し立てている例が増えているというような話もされております。

また、Online Public Offering Process、すなわちIPOがネット上で行われる場合にその株がどうやって買い戻されるのか等についての情報開示が十分でない、そのようなことなどが問題点というか、現状として説明されております。

2番目の勧告事項として、広告は客観的でなくてはいけないということ、要するにネット取引のいい面だけ誇大広告をしている例があるという話です。

第3が、Best Executionという問題で、ブローカー・ディーラーに一般的に課されているはずの最良執行義務がこのネット取引では遵守されていないケースが多いという問題指摘です。注文を回して執行された市場からブローカー・ディーラーが金銭を受領している例があるようですが、こういうのは利益相反の観点から直ちに違反するというわけではないけれども、問題があるというような説明がなされております。

第4がシステム障害に直接的に関係する部分でありまして、十分な注文処理のキャパシティの確保というものが必要だというような話でありまして、これはシステムそのものを立派にすることだけではなくて、万一トラブルが生じた場合の代替策等、そういうものも含んでおりますが、その具体的な内容、取るべき措置としてはサーバーは二つ用意しておくとか、経由するプロバイダーはマルチプルなものにしておくとか、そんなようなことが羅列されております。

さらに、こういうキャパシティーというか、システムの保全に関して十分に定期的なアクセスをしていない業者が約4分の1あるというような驚くべきことが書いてあります。

では、確保すべきキャパシティーは、どうやって決めるのか。経験上最大の注文が殺到したときを基準に考えるべきなのか、ある程度平均値をとってそれに対応できるようにしておけばいいのか、そのあたりに関してはいろいろな考え方があるとされております。

いずれにしても、各業者は多くの場合バックアップ・システムを備えているので、ニュアンスとしては、これ以上厳しく対応すべき問題があるということでもないようであります。恐らく1999年あたりの一連の現象というのが、ややネット取引が証券会社側でも十分対応できないままブームが起きて問題が生じたということで、それ以後それなりのシステムの改善があったということなのではないかなと思います。

それにしても問題が皆無ではないということでありまして、そういうことも踏まえて、GAOの最初の報告書は、ON-LINE TRADING : Better Investor Protection, Information Needed on Broker 's Websitesというタイトルなのですが、2001年7月の二度目の報告書は ON-LINE TRADING : Investor Protections Have Improved but Continued Attention Is Neededというタイトルで、改善されたが、なお問題が残っているというようなことをいっております。残っている問題ということで、1回目の報告書を繰り返しているようなことではありますが、SECは業界とともにシステムの遅延ないし停止問題に対する適切な措置を今後ともとるべきである。最初の報告書で勧告したようにブローカー・ディーラーに対してシステム障害の記録作成を義務づけてこれを開示させるべきである。マージン取引のリスクやシステム障害のリスク等について今度は特にプレーン・イングリッシュ、すなわちわかりやすい文句で、しかもブローカー・ディーラーのウェブサイト上で開示するように義務づけるべきだということを相変わらず主張しております。それから、2001年1月のSECの報告書の勧告がどの程度実施されているかというのをSECは

モニターすべきであるというようなことをいっております。

この2番目の報告書の終わりの方に報告書の内容に対するSECとNASDのコメントが付いております。SECは、システム障害の記録の義務づけという点については、それは望ましいには違いないけれども、各社によりシステムに大きな違いがあるし、障害といっても顧客には影響のない障害もあつたりするので、規則のようなもので画一的に基準、すなわちどういうトラブルがあつたらどういう開示をしなくてはいけないかというようなことを画一的に決めるのはなかなか難しいと指摘しております。

それから、リスク情報に関するウェブサイト上の開示の要請に対しては、先ほど挙げたNASDのルールで若干の事項については開示がなされている、その実施にどのぐらいの効果があるかというような状況を見たり、1月の報告書の勧告の実施状況を見て必要なら規則制定に向けて動き出す、そういうコメントが出されております。

NASDのレギュレーションをつくる機関(NASDAR)のコメントといたしましては、GAOはウェブサイト上の開示ということを非常に強調しているけれども、そういうものはどうせ大して気にとめられないので、それよりはお客になったときに電子的なメールによる通知とか書面で通知するということがリスク情報の開示としては適切であるということコメントしております。

このあたりが2001年末位までの一連の経緯でありまして、2002年になってからはあまりこれに関する動きがあるという資料がみつかりませんでした。

#### (4) システム障害と損失補償問題

それから、米国では専ら証券取引法的な規制の側面で物事が考えられておりますので、本日の私のタイトルの後半に出てくる損失補償問題についてはほとんど出てまいりません。ただ、佐賀さんの論文にも出ておりますように、1999年のシステム・トラブルの後にはやはりこういう損失補償をめぐる紛争があつたようであります。その他関係の論文を見ても、システム・ダウンで

注文できなくなったというようなことを原因とするクラス・アクションが提起された例などはあるようでありませう。ただ、クラス・アクションにしても、証券取引法の方を根拠にすることがなかなかできないようでありませう。欺瞞的広告を原因としてクラス・アクションを提起した例があるというようなことを書いた論文がありましたが、判決は出ていないようで、恐らくこれも和解で片づいたのではないかと思ひませう。

米国の場合、こういう損失補償に関して、約款などでどういうことが書いてあるかというところ、約款について私のつたない検索技術で唯一出てきたのは、Ameritradeという会社の約款であります。そこでは非常に強烈な免責約款が書いてありまして、accessibility of, transmission quality, outages to, or malfunction of any telephone circuits, computer system or softwareについては一切責任を負わない。要するに完全にシステムのトラブルについては責任を負わないというようなことが堂々と書いてあります。それからこのブローカー・ディーラーはいつでも予告なくサービスを停止できるというようなことも書いてあります。

次に紹介するドイツではこの種の免責約款に対して非常に厳しい規制がなされるわけですが、一般に米国では約款に対して厳しく規制をするという発想があまりないので、ドイツ的に見れば非常に問題のある約款というのが野放しになっているようでありませうが、SECもこういう約款の問題などについては関心がないということのようでありませう。

### 3. ドイツのオンライン・トレードとシステム障害問題

#### (1) オンライン・トレードの規制

次に、ドイツでも若干オンライン・トレードに関する資料や論文がありましたので、少し紹介させていただきます。まずオンライン・トレードに関して何か規制があるかというところ、有価証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz) という法律がありますが、これは比較的新しい法律で、インサイダー取引と

か大量保有開示規制などを内容としており、また証券取引監督庁という監督機関をドイツにつくる、その根拠となった法律であります。その33条というところにOrganisationspflicht、組織義務というような規定がありまして、有価証券に関するサービスを提供する企業は有価証券取引サービスの適正な実施のために必要な手段及び手続を構築し投入しなければならないという一般的な規定がおかっています。これに基づいて、証券取引監督庁がガイドラインを1995年に出しております。現在では、証券取引監督庁は、銀行監督、保険監督の機関とあわせてイギリスと同様に金融サービス監督機構という監督機関に統合されましたが、そのガイドラインとしてそのまま承継されております。

その2.2が直接これに関することでありまして、システム障害の場合における注文の執行または転送の遅延を最小限に止めることというごく一般的なことが書いてあるにとどまります。それ以上の具体的な話は見当たりませんでした。ドイツでも、やはり1999年のネット・バブルのころはシステム障害事例が多数あったというようなことは書いたものがありますが、具体的な内容はもう一つよくわかりません。

## **(2) オンライン・サービスに関する約款の規制**

ドイツ特有の事情として約款規制という観点からおもしろい判例が2000年に出しております。BGHという日本でいえば最高裁にあたる裁判所の2000年12月12日の判決です（ZIP 2001, p.152）。これは証券ではなくて、銀行の振込に係るオンライン・サービスに関する約款が直接対象となっているケースであります。ただ、証券にもそのまま応用できる話なので、証券取引に関する論文でもこれがよく紹介されております。これは、具体的な紛争があったというよりは、ドイツの約款規制法では消費者団体が不当な約款の使用差止めを求めて民事訴訟を提起することが可能となっており、ドイツではそういう差止請求訴訟というのが極めて多数見られるわけですが、その一つになります。

どういう約款が不当であると噛みつかれたかという点、二つの規定があります。一つが7という規定で、「当行は、当行オンライン・サービスへのアクセスを重大な事由に基づき何時でも停止することができる。これは、とりわけ、当行オンライン・サービスの不正利用の疑いがあるときに問題となる。」というものです。これは、お客の側において不正に利用している疑いがあるときをいっているのだらうと思います。また、同規定では併せて、「そのような停止及び顧客の指示に基づく停止につき顧客は当行オンライン・サービスを通じて解消することはできない」とも規定されていて、これは、銀行に申し出てトラブルの原因をなくしてから再び接続できるようにする必要がある、そういう趣旨のようであります。

9という規定の方は、「技術上および営業上の理由に基づき当行オンライン・サービスへのアクセスの一時的な制限および中断が可能である。一時的な制限および中断は、公の権限行使、技術的な装置の変更および改善または欠点のないもしくは最適な当行オンライン・サービスのために必要な整備もしくは修理その他の措置または電気通信ネットの過剰負担その他の出来事に基づいて行うことができる。」という規定であります。

原審の高裁レベルの判決では、7について無効だとされたわけで、どういうことであるかという点、7については、顧客が口座に残高を持っているなど所定の要件を満たせば、このオンライン取引の契約がありますと、銀行は顧客の側の振込の指図に応ずる義務があるのであって、7のように銀行の側のリスクないし影響力行使可能な領域に原因がある場合を含めて、事由を問わず、かつ事前の予告なくアクセスを停止することができることは顧客に不当に不利益を与えるものであって、約款規制法9条、これは信義則に反して不当な約款は無効とするという一般条項であります、その条文に照らして無効だといっているわけであります。

実は、この7は、事由を問わずというようなことをいっていますが、あるいは実際にそこまで考えているのではなくて、ある顧客のアクセスの停止がその顧客側の不正利用の疑いその他の顧客側のリスクないし責任領域にある

という場合にのみ可能であるという趣旨に読めなくはないけれども、7ではそのことが明確に規定されておらず、透明性原則 透明性原則というのは、わかりやすく書いていない約款というのはそれ自体で無効になるという比較的新しいドイツの判例の採用している考え方 に違反しているということでもあります。7は、合理的に制限解釈すれば顧客の側に問題があった場合のアクセスの停止はできるというように解せますが、そうだとすれば問題はないのかもしれないけれども、そのことがはっきりしていなくて、文言上は非常に広い銀行の裁量で勝手にとめられるというように読める、そんな約款をつくるというのはそれ自体不明確だから無効だといっているわけでありませう。

これに対して、高裁は、9の方については有効だといっております。これはどういう場合にシステムを中断できるかということの規定しているわけですが、9の条文に書いてあるような理由による中断などであれば、これは顧客の利益を不当に害するものではなくて、一般条項である約款規制法9条に反しないで有効である。9は条文上必ずしもはっきりあらわれているわけではないと思いますが、銀行の責めに帰すべき場合については規定していない。銀行に何かシステム障害について過失があった、そういうような場合についてまで規定しているわけではないのだという解釈のもとに、9は一切責任を負わないというようなことになっているわけですが、これは重過失による責任についての免責を禁止している約款規制法11条7号にも反しないで有効だといったわけでありませう。

ところが、原告側がBGHに上告いたしまして、9も無効だということになったわけでありませう。9は正面から責任を負わないとか、そんなことは書いてあるわけではなくて、これこれこういう場合には中断ができるというタイプの条文なわけでありませうけれども、この最高裁がいつているところによりますと、まずこの9は、別のところでこのオンライン・サービスは24時間アクセス可能と宣伝されていたようでありまして、そういう24時間アクセス可能とされているというような情報を提供して契約したのだから、これはそ

れが契約内容になっている、要するに銀行の主たる義務の内容が24時間アクセスできるようになっているということであるから、それを9で時間的に制限するという条項であるから、これは一種銀行の債務を制限する条項であるから約款規制に反するというわけです。

これは、例えば24時間アクセスできるようにしていないと不当か、あるいはこれが12時間だったら不当かとか、そういうことは契約の自由で、そんな何時間アクセスできるかについてまで約款規制法で介入するのはおかしいということでありましてけれども、いったん契約で24時間アクセスできるという合意があったのにそれを約款で実質的に制限するというのであれば、その制限の側面については約款規制法による規制が可能であるということ、9は実質的には免責条項に該当するというわけでありまして、免責条項に該当するとするとしますと、9は銀行の故意過失というような過責の有無及び程度にかかわらずすべての一時的な制限及び中断について銀行の免責を認めているものである、これは重過失免責条項を無効とする約款規制法11条7号に反して無効であるというわけです。

では、銀行の過失はどんな場合に認められるかということについて次のようなことをいっております。すなわち、「銀行はオンライン・サービス契約に基づき、自己の計算システムの稼働能力および安全性につき適切な注意を尽くす義務を負う。銀行は、自己の過責、たとえば、コンピュータ装置の不十分な安全確保といった組織上の過責、プログラム作成、操作あるいは整備に従事する従業員や委託整備員という他人の過責につき帰責される場合については、利用停止についての責任を全面的に免れることはできない」。プログラム作成からシステムの運営まで外注している、こういうような場合でも、外注先は一種の履行補助者なのであるから、債務不履行責任の一般原則によると、履行補助者を使った場合については、その履行補助者に過失があった場合も、本人である銀行は当然責任を負わなくてはいけないというわけでありまして。

9は、一切責任を負わないというような書き方がしてありますので、これ

は重過失がある場合も責任を負わないというような意味になるので、そうであればこれは無効だということで、仮に銀行に過失があっても、故意または重過失である場合に限り責任を負う、そういう書き方がしてあれば、これは直ちには無効とならないわけだったのですが、この9は、過失の程度を問わず一切責任を負わないというような条文になっていますので、したがってこの重過失免責の禁止に反して無効であるとしたものです。

それから無効の範囲ということが問題となりまして、以上のように9が無効であるとしても、9という規定の全部が無効なのではなくて、故意または重過失がある場合には責任を負うというように制限的に解釈する、すなわち軽過失免責を定めている限りでは有効であるというように解釈できれば問題がないのですが、そういう一部無効の考え方をとると、どうせダメもとで、非常に事業者に有利な免責条項をどんどん置いて、だめでも軽過失免責ぐらいは認めてもらえるだろう、そういうことで不当な約款があふれるというような考え方から、少しでも無効な要素がある約款については全部無効であるというのが結論であります。したがって、9というのはないことになったので、あとは民法に従って、銀行に過失のあるシステム・トラブルについては債務不履行の一般原則によって、単なる軽過失にとどまる場合にも責任を負わなくてはいけないというようなことになるというわけであります。

ドイツでは、この訴訟で問題となった7とか9のような約款が一般的であったのかどうかはよくわかりませんが、現在のドイツのD銀行の証券に関するオンライン取引の約款を見ますと、7に相当する条項につきましては重大事由によりアクセスを停止できるというような、そういう一般的な書き方の部分は削除してありまして、顧客の不正利用が疑われるというような、正当な停止の場合に限って規定されております。

また、9に相当するような条項はありませんで、こういうように銀行側に責任のあるシステム・トラブルについて免責条項を置くということは、実際は現在では難しくなっているということなのではないかと思えます。

### (3) オンライン・サービス契約の解釈

それから、こういう判例などを契機にして、こういう銀行取引とか証券取引についてのオンライン・サービスの契約がある場合に、この契約によって銀行、証券会社はどのような義務を負うのかというようなことが若干議論になっております。要するに、アクセス可能な状態を維持することは銀行とかディスカウント・ブローカーの義務であるかという問題が設定されており、当然のことながら銀行、ブローカー側は否定説に立っている。換言すればネットで注文を受けて契約が成立したことによって初めて契約上の義務が発生するという主張をしているわけでありますが、学説の方はむしろそうではなくて、アクセスできるような状態を維持すること自体が銀行、ブローカー側の義務なのであるというようなことをいっているわけであります。銀行の義務内容がいつでも発注可能等の文句を含む宣伝情報を考慮して確定されるべきであって、アクセス可能な状態を維持することは銀行と顧客との間の委任契約における銀行の付随義務である。ドイツでは、銀行と顧客との間は、単に預金、金銭の寄託の契約というよりは、継続的に預金を基礎として振込とかその他いろいろな取引が行われる、そういうことを包括した一種の委任契約関係があるという考え方が一般的であります。ネット取引の局面でもそういう銀行とお客の間の一般的な委任、継続的取引にかかわる委任契約というのが全体であって、その付随義務としてアクセス可能な状態を維持する義務があるのだということをいっているのであります。したがって、銀行が故意過失でこれに違反してアクセスできないようなシステム障害を生じてしまいますと、これは一種積極的債権侵害というタイプの債務不履行になって責任を負うことになるというわけであります。

では非常に短時間のアクセス不能な状態まで一律に義務違反とすべきかという、それは恐らく行き過ぎであろうというわけで、一つの論文に書いてあるのは、タイムリーな取引という性質上、1時間ぐらいのアクセス不能な状態を超えると先ほど述べたような義務違反になるのではないかという議論をしております。

ただ、銀行に責任が生ずるには、当然のことながら銀行自身またはその履行補助者の過失が必要なわけであります。銀行の支配領域にない通信ネット、一般の電気通信事業者の側のネットの障害や顧客側の障害が原因となっているものまで責任を負うわけではないというのは当然である。ただし、注文が多少殺到してもそれを十分受けられるようなシステムを構築するとか、万一自分の責任にはならないシステム障害であっても、そのときに別の方法で対応する、そういう体制というのをとっておくべきなので、それが不十分であったということは、またその面から過失として評価されることになるだろうというようなことをいっております。

このようにして、債務不履行で損害賠償責任を負うということになりますと、ある論文では、アクセス可能であったとすればできたはずの取引を基準に損害が賠償されるべきであるといっています。仮にトラブルがなくてネットを通じていれば自分はこの注文を出したはずであって、買えていればその後の相場の値上がりでこれだけもうかったはずである、それは損害賠償額になるのだというようなことをどうも認めているような説明があるのですが、これはどうもなかなかそのままでは理解しがたい話になるのではないかと思います。

こういう議論をしていくと、例のみずほ銀行のシステム障害のときに、あのときにきちんと無事に動いていれば振込などが全部できたので、自分はこれだけの利益を得たのだとか、その手の損害賠償は幾らでもできそうなのですが、あの場合は恐らく、東電などの、何月何日に電気料金の振替が全部行われる、そういうタイプのものについてはトラブルによる遅延損害が恐らく賠償されたのだらうと思うのですが、一般の預金者まで、無事に障害がなければ、おれはこの時点でこれだけお金を引き出せてこれだけ別の使い道をしてもうかっていただらうと、そういうことは恐らくなかなかいえないのだらうと思いますね。このあたりがやや抽象的な議論なのでもう一つよくわからないところであります。しかし、こういうことがいえないというと、システム障害に伴う損失補償といっても一般的に何を補償するのかというのが、今

度は逆によくわからなくなるというような話であります。

それから、同じ論文で書いてあるのは、先ほどの2000年の判例は、重過失免責が含まれているから無効だといっているのですが、軽過失免責も無効ではないかという議論が当然あり得るわけであります。過失があるのに、責任を負わないというのは、こういう顧客の側からすればオンライン取引をしている目的、基本的な目的を達成できなくなることになるのであって、そういう面からこういう免責は問題だという議論がありますが、判例はとりあえず軽過失免責についてまでは無効としていないというのが現状だということがあります。

#### 4. わが国のオンライン・トレードと法律問題

##### (1) システム障害対策

以上がドイツの状況ですが、わが国のオンライン・トレードでどんな状況になっているかということ、法令には直接の規定はないようです。証券会社の検査マニュアルには、「電子証券取引に関する法令等遵守体制の確認検査用チェックリスト」「電子証券取引に関する管理体制の確認検査用チェックリスト」があります。それぞれごく一般的にかつ簡単に書いてあります。

より具体的なものは、証券業協会のガイドラインでありまして（日本証券業協会「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」（2001年4月） - 2 - 8にシステム障害等への対応策として取るべきこと、また - 2 - 9に記録、報告としてなすべきことが書かれております。

- 3 - 5には、顧客に対してのシステム構成についての開示として、何を開示するかということが書いてあります。 - 3 - 9には、システム障害時の代替手段等についての開示ということが挙げられております。 - 3 - 17では、注文ができたかできないか、執行されたかどうか、そういうことについての情報をどういうように提供すべきか、顧客に通知をどういうようにすべきかというようなことが書かれております。さらに、各社の障害あるいは遅延に

対する対策としては、予備のサーバーを用意しておくとか回線も二重にしておくとか、当然合理的なものが求められているようでありませぬ。

以上が一応日本の規制の現状かと思ひますが、アメリカとの対比でいへば、アメリカで非常に問題とされていたようなネット取引特有のシステム関連リスクの開示ということは、表面的には取り上げられていないようでありませぬ。システム構成の開示とかシステム障害時の代替策の開示とかは確かに行われているのですが、遅延とか停止があるというようないリスクについての開示という面は、まだわかりやすい形ではなされていないように思ひます。これが規制の方の問題です。

## (2) オンライン取引約款

それから約款に關しましては、ガイドライン - 1 - 5というところで、免責事項を置くには消費者契約法等を踏まえて合理的なものを置くこと、具体的には免責事項として以下の事例が考えられるとして、いくつかの具体的事由が挙がっております。

こういうものを踏まえられているのが本邦A証券会社の次のような免責約款であります。

### 第18条 免責事項

1. 当社は次に掲げる事項により生じたお客様の損害については、その責を負わないものとします。但し、当社の故意又は重大なる過失により生じた損害についてはこの限りではありません。

(1) 本サービスのご利用に關し、以下の確認をして行なつた取引。

オンライントレードをご利用の場合、お客様の暗証番号をお客様ご自身が入力したか否かにかかわらず、オンライントレードによる暗証番号の一致を確認した取引。

コールセンターをご利用の場合、お客様の暗証番号等をお客様ご自身が利用したか否かにかかわらず、コールセンターによる暗証番号等の一致を確認した取引。

(2) 通信回線、通信機器、インターネット若しくはコンピュータシステム（ソフト・ハード）等の障害若しくは瑕疵又は第三者による妨害、侵入、若しくは情報改変等によって生じた本サービスの伝達遅延、不能、誤動作又はその他一切の不具合。

(3) 本規定第13条により注文を執行したにもかかわらず、当該執行中における市場価格

等の変動により生じた損害又は逸失利益。

- (4) 本規定第13条第2項による注文の不執行。
  - (5) 天変地異、政変、外貨事情の急変、又は外国為替市場の閉鎖等不可抗力と認められる事由による、取引注文の執行、金銭の授受又は有価証券の預託の手続き等の遅延、又は不能。
  - (6) 本情報サービスの誤謬、欠缺、又はその他一切の不完全性。
  - (7) 本情報サービス情報伝達の遅延又は不能。
  - (8) お客様が本サービスにより取引注文の取消等を申し込んだにもかかわらず、当該取消等の対象となる元の注文が証券取引所等にて執行され取引が成立したため、取引注文の取消等が行えなかった場合。
  - (9) その他当社の責に帰すことができない事由。
2. 本サービスの利用に関し、第2条第1項3号にて定める通信機器若しくはその他のシステム機器又は通信回線・ネットワーク回線若しくはその他の通信手段に、当社の故意又は重大なる過失によらない障害又は瑕疵が発生した場合、お客様が自らの責任と費用負担によりそれを解決するものとし、当社はその原因を調査する義務又は解決する義務を負わないものとします。
3. 当社及び本情報サービスに関する情報の提供元は、お客様が本情報サービスをご利用になったことにより生じた、又は、ご利用にならなかったことにより生じた、直接的、間接的、付随的又はその他の損害のいずれについても一切の責任を負いません。

この約款について検討する前に、消費者契約法ではどのような条項が無効になるかというのを見ておきますと、債務不履行責任を全部免責する、すなわち一切責任を負わない、こういうタイプの免責は、軽過失による責任の免責も含めて無効とされています(8条1項1号)。しかし、一切の責任を負わないというのではなくて、これこれの範囲でのみ責任を負いますという責任制限条項に関しては、故意重過失による責任を制限する場合のみが無効になります(8条1項2号)。軽過失による責任を制限するという自体は基本的に有効だというわけです。ただ、この全部免責、あるいは責任の制限という具体的な無効条項の例に該当しなければ完全に有効なのかということ、そこは日本でも一般条項(10条)によって不合理なものは無効にされる、そういう可能性があるということが消費者契約法第8条等の定めるところであり

ます。

これに基づいて約款を見てまいりますと、ドイツで議論されていたように、義務内容として、証券会社はオンライン取引の契約で何を義務として負っているのかということを考えてみますと、証券会社によって注文が受けられた後、それをどうやって執行するか、という面に関する義務と、アクセス可能な状態を維持するという側面に関する義務とでは、当然話が異なるわけでこれは区別して考える必要があります。

前者の方についてはこの約款では別の規定で、「お客様が本サービスを利用して行った取引注文は、執行日において、お客様による取引の注文内容を当社で確認した後可及的速やかに執行します」というようなことが書いてあります。要するに、合理的にスピーディーに注文を執行すればよいという義務になっているのだらうと思いますが、米国のように時間に対し非常にうるさいことをいうのと比べると、割とおおらかな内容になっているのかなと思います。どの程度であれば速やかなのか、そのあたりの判断はなかなか難しいことではありますが、一応これで義務内容がルールとしては決まっているということでもあります。

もう一つのアクセス可能な状態を維持する義務の方はもう一つよくわかりません。これに関係しては、「本サービスの停止」という条文がありまして、その1項で、「当社は、本サービスの緊急点検の必要性又はその他の合理的理由に基づき、お客様に予め通知することなく、本サービスにおける全部又は一部のサービスを停止することがあります」とあり、2項では、「当社は、前項にて定める本サービスにおけるサービスの停止により生じたお客様の損害については、当社に故意又は重大なる過失のない限りその責を負わないものとします」というような規定になっております。

この2項があるので、場合によっては、アクセスできない、要するにサービスを停止したこと自体で責任を負う可能性を自ら認めているような解釈ができるわけなのであります。

この点は、対比的に銀行の方の約款ではどんな書き方がしているかという

と、B外国銀行のオンライン取引の約款では、「取扱時間」としてallwaysに24時間、週7日取り扱われるとなっております。もちろん、停止できるというようなことが書いてあるのですが、免責条項では、「当行は、端末を通じて当行が受信した利用者の依頼についてのみ、責任を負うものとします」と規定しております。先に説明したドイツの話との対比でいえば、業者側の考え方として振込とか預金の払戻しとか、そういう具体的な取引が成立した場合のみ責任を負うということはこの免責条項で書いてあるというように読めるわけです。そうであるならば、これは、常時端末につながっていてサービスを利用できることまでは義務として引き受けていないというようなこともいえそうであります。

それに対して先ほどの証券会社の約款例は、読みようによってはサービスを維持すること自体が義務になっているようにも読めるわけです。

そのあたりをよくわからなくしているのは1項の方なのです。「緊急点検の必要性又はその他の合理的理由に基づき」という、この「合理的理由」というのは、常識的にはよくわかるわけでありませうけれども、それが本当に証券会社の責任によらない定期的な点検とか改良とかそういうものであれば、それをもうすこしはっきり書いて、代わりに2項の故意重過失がない限り責任を負わないというようなことを書かない方がかえってすっきりするのではないかと。2項の方の免責条項を置いた結果、1項がやはり非常に広いものを含み得ることになっているのであって、一方でアクセス可能な状態を維持する義務があるけれども、それをいつでも停止できるというような体裁になっている。しかもそれに免責条項がついているというのは、どうもどこまで責任を負われるのかというのがよくわからなくなっているのではないかと思います。

それから責任がある場合の内容について、これは先ほどのドイツの話と同じで、責任があるにしても、停止したことによってどういう責任を負うのかというのがもう一つよくわかりません。停止がなければおれはもうかっていたであろう式の損害賠償はなかなか難しいのではないかと思います、では

何も責任を負わないのかという問題であります。

それからもう一つの方の免責条項そのものについては、上記のように一般化した規定が置いてあります。そこで1項の柱書きで「当社は次に掲げる事項により生じたお客様の損害については、その責を負わないものとします。但し、当社の故意又は重大なる過失により生じた損害についてはこの限りではありません」とされています。これは、先ほど消費者契約法の話をしたように、要するに故意または重過失があれば責任を負うけれども、逆に軽過失であれば責任を負わない、そういう規定になっているわけですが、こういうようなタイプの免責条項は、軽過失の場合を免責にしていれば無効になるわけで、故意または重過失に限って免責とされていない、その趣旨が消費者契約法と合致しているのかどうか、卒然と見ると非常に疑問に思います。

それから1号であります、「オンライン・トレードをご利用の場合、お客様の暗証番号をお客様ご自身が利用したか否かにかかわらず、オンライン・トレードによる暗証番号の一致を確認した取引」というようなものが挙がっております。これは、銀行でいえばキャッシュ・カードを他人が無権限で使ったとか、オンライン・トレードでいえば暗証番号、パスワードを他人が無権限で使って取引をしたというタイプの問題でありまして、これは債務不履行の問題ではなくて、一種の危険負担の問題で、民法でいえば478条のような、危険というか損失をどちらが負担するかという問題であって、債務不履行の問題ではないわけで、こういうことについては、銀行で無権限者が預金を引き出したというような場合でも、要するに銀行は過失があったかどうか、そういう基準で判断されているわけでありまして、これは重過失の場合にのみ責任を負うというのは、やはりこれは問題が大きいのではないかと思います。どうせこれはパスワードと暗証番号を確認しているから取引が行われているわけで、証券会社側に過失があったということは基本的にはあり得ないので、こういう規定を置かなくても証券会社は普通は免責になるはずなので、ちょっとこの免責条項の中にこれを置くのは適切ではな

いのではないかという印象を持ちます。

それから1項2号が一般的な免責条項になりますが、「通信回線、通信機器、インターネット若しくはコンピューターシステム（ソフト・ハード）等の障害若しくは瑕疵又は第三者による妨害」云々「によって生じた本サービスの伝達遅延、不能、誤操作又はその他一切の不具合」ということで、例えば通信回線の方が通信事業者の方の責任で不通になって利用ができなかったとか、そういう障害が生じた場合には、そこまでは責任を負わないということで、これは一般的に認められているところであると思います。コンピューター・システムの障害などについては証券会社サイドに本当に過失があって生じた障害であるということになれば、これは一般原則からいえば債務不履行責任が生ずるはずなのであって、それを故意または重過失のある場合しか責任を負わないとする免責条項は、消費者契約法上は無効となるはずだというように思います。

ただ、仮に証券会社サイドに過失があって責任を負うとしても、その場合どういう損害賠償責任になるかということになると極めて難しい問題があります。こういうのは一般原則で、前に説明した取引が成立したかもしれないのでそのもうけを賠償せよというようなことをいい出すとこれはもうお話にならないので、こういうシステム・トラブルをどこまで責任を負うのかというのは、何かもうちょっと賠償範囲についてもあらかじめ合理的な特約をするとか、そういうような対処が必要であって、一般原則ですべて処理しようというところにしよせん無理があるのだらうと思います。

そういう面で一つの参考になるのは、電気通信事業者の方の免責約款であります。要するに接続すること自体で料金を取っているものについては、接続不能の状態が生じている期間はその期間分の料金を比例的に返す、そういうタイプの賠償額の合意ができるわけであり。だから、仮にオンライン・トレードで口座を持つこと自体について何か手数料を取っていればそこから幾らか割り引いてやるというようなことでうまく処理できるのですが、恐らく口座を持つこと自体では料金を取っていないのではないかと思うので

す。そうだとすると、何か合理的な迷惑料的なお金を払って解決するというのは難しいのかもしれませんが、そういうことでもしないでおいて一般原則で処理しようということではしよせん無理があるのかな、そんなことを感じた次第です。

長くなって恐縮ですが、以上でございます。

**神崎会長** ありがとうございます。(休憩)

## 討 議

**神崎会長** それでは、研究会を再開したいと思います。山下委員の詳細な報告に関連いたしまして、質問、意見等がございましたら、是非ご発言いただきたいと思います。

### 損害賠償の範囲

**近藤委員** 電気通信事業者の損害賠償に関するC社の約款の考え方は、システム取引の場合に使えるかどうか疑問になります。使えないという理由は、要するに口座管理料のようなものが設定できないから、つまり一律にシステム障害のときの損害賠償額はこれこれだということを決めることは無理である、その基準がないということなのでしょう。

**山下委員** そうですね。どういう取引をするか、それは顧客によって千差万別でしょうから、実際にネットが通じていればできたはずの取引による損害を平均化するというのはなかなか難しいと思います。プロバイダーのように、通じているならば、それを使って何するかということとは一切関係なく、通じること自体が債務になっていて、それについての料金が取られている、そういう場合には日割計算、時間計算で賠償額を定型的に決めるというのが割とやりやすい。

**近藤委員** しかし、逆にいうと、電気通信事業の方は、インターネットをいろんなものに利用できるということなのですから、証券取引なら証券取

引ということで内容は決まるわけですから、賠償額を何らかの基準で決めるというのも不可能ではないような気がするのですね。

**山下委員** その基準がどうなのでしょうね。

**近藤委員** 例えば電話などだと、電話でどういうことをするかというのは対象が広く決まってないのだけれども、これに対して、証券取引なら証券取引ということで、限定はされているわけですね。

**山下委員** 対象・種類は限定されますけども、具体的な内容というのはわからないという話ですから、平均的な損害あるいは典型的な損害を出すのは難しいし、例えばその人が過去1カ月とか2カ月にしていた取引の内容に依じて何か算出するというようなことを考えられなくはないですけども、それもどうなのでしょう、過去あったことが将来そのままあるというのは、そう簡単には仮定できない話なので、一般にはそういう定型化というのはあまり考えられてないのではないかと思いますね。

**前田(雅)委員** アクセス可能であればできたはずの取引を基準にするのは難しいと先生はおっしゃいましたけれども、それは立証が現実には不可能であるという趣旨でしょうか。

**山下委員** そうしたことかと思います。実際には、本当に通じていれば、自分はこの株を買って、これだけ儲かったのだということはいえると思いますけれども、そもそも、それは立証しようがないと思いますね。

**前田(雅)委員** 場合によっては、発注したことがサーバーに残っているというような場合があり得なくはないと思うのですけれども、そういう場合はどうでしょうか。

**山下委員** それは一般論で出てくるかもしれませんがね。また、ネット自体は通じなくなっている、これはやむを得ないことだけれども、電話でうまくカバーできるような体制もバックアップも敷いていなかったというようなことになると、何かお客の方が記録に残せるようなものがあれば、そこらあたりでバックアップしなかったことに過失があって、儲けそこなったという場合も理論的にはあり得る話ですが、それでも立証は難しいと思うのですね。

**神崎会長** 儲けそこなったこともあるかもしれないけれども、損をせずに行われたということもありますね。

**山下委員** それは当然ありますね。(笑)

**前田(重)委員** 銀行のエレクトリック・バンキングも同じ問題ですが、結局あの時点で引落しができてたら、それで儲けることができたとか、振込みができていたら取引が成立したとかいうことがあるわけですね。あるいは逆に国際的な取引で送金ができず予約金を払い込めなかったのが莫大な損害をこうむったという例もありますね。どこまで賠償させるかという問題でもありますが、それはどこかで免責あるいは責任限度を設けないと、具合が悪いですね。

**山下委員** 間接損害のようなものになると、国連商取引委員会（UNCITRAL）の国際振込モデル法などでも制限をしている。今の日本の銀行実務では、その制限がないので、この時間までに振り込まないと契約がキャンセルされて違約金が取られるとか、それを銀行に言っておくと、後で賠償の対象となるとかいう判例がありましたが、ちょっとおかしいと思うのですね。

**前田(重)委員** それができないと、結局は金銭債務の不履行ですね。金銭債務の不履行による単純な利息相当額の賠償で終わってしまう。だから、金銭債務の不履行だけではないような問題が、銀行側にもまだあることはあるのですね。

### システム構築と責任のあり方

**長友委員** 取引所というのは今や、世界で最大のECNともいわれています。この問題は、純粋法学的に考えれば山下先生が今おっしゃったとおりだと思うのですが、もう一面、経済合理性と云う側面があります。どんな場合でもコンピュータについては、バグを起こさないシステムは今世界の中に存在をしていない、それから他からの侵入を全く100%許さないシステムも存在をしていないということです。

最初に、コンピュータのシステムを作成する段階で、コンピュータ会社が契約を結ぶときにバグを起こさないようなシステムをつくれ、それができなければ損害賠償を求めろぞということを前提にすることになると、巨大な資金が必要になってしまうので、かえって、コンピュータの利用を阻害することになって、経済自身の発展を損なう。そうすると国民経済的にみて相当な影響がある。だから、ある程度合理的な価格で今でもシステムというのはつくられているものなのですね。

したがって、当然、故意・重過失等に基づくもの以外の障害については、別途裁判等で争うということになります。念のため記載をしてあるだけであって、ある程度の廉価な費用、合理的な費用でコンピュータ・システムをつくるのが当然であり、そのシステムを提供して、金融取引・証券取引、あらゆる取引について、インターネットリーもしくはプロバイダーも含めて、ある程度廉価な費用で国民に使用してもらわない限り、これも国民経済の全体的な発展を逆にいうと阻害してしまうことになる。

しかし、わざと損をさせるために、悪意・重過失みたいな感じでシステムを提供して、故意に損をさせたとかいうことになると、消費者契約法でもそうなのですが、その場合は賠償責任が生じ、場合によっては軽過失であっても、裁判に負ける可能性もあります。ただ、やっぱり契約上、約款上は書いておかないと、逃れられないという点もあります。したがって今でもオンライン業者もしくはオンライン専門業者だけではなくて、大手の証券会社もしくは銀行が提供している利用料金というのはかなり低廉なもので提供して、国民経済の利便性に資しているというところがあると思うのです。逸失利益自体は、今おっしゃったように、特定がなかなか難しい。

もう一つ、逸失利益の場合に、我々自身が一番マーケットの注文を集める立場からいくと、ここの証券会社さんはダウンをしていたけれども、ここの証券会社さんはつながっている場合、ある一部の人たちだけがつながっていて、売買ができる状態にあったときに、一体どういう状態であればマーケットをオープンして、ある一部の人たちにその機会をオファーをするべきかど

うか、このようなコンティンジェンシー・プランがあるわけですが、10%や20%だけつながつているような状況でもつなぐといのはいかなものかという考え方です。

時間、タイム・ロスということも非常に問題があるわけで、適当なパーセンテージは一体幾らなのかといのは、そのマーケットを構成する証券会社等が、ある適切なパーセンテージを決めて、それを事前に公に周知しておくことが重要です。あとはアクセスをしたらだめだった、逸失利益がどのくらいかといのは、ほかのところでアクセスできていたら買えたであろう、売れたであろう、だれどこでアクセスしたらできなかった、と云う反論もあるでしょうがそれは逸失利益かといのかと、それはそうではないですね。そういう約束事でやりましょうといことで責を免れ得るといのが、東京弁護士会の考え方になっていると聞いています。また、これに関する判例といのは余りないのです。

東証の定款、業務規定の中にも、同じように、悪意・重過失であればだめだとい趣旨が織り込まれています。従前は一切損害賠償の責めに任じないといことをいっていたのですけれども。ただし、軽過失って何があるのだろう、スイッチをバンと入れて立ち上がったかといったら、電力のインパクトかなにかでバチンといってしまった。事前に十分に落ちるのがわかっていたであろうといけど、そんなこと、普通あり得ないですからね。そうになると、コンピュータ自身を運用するといのは、それだけかなりナーバスであるといところからいくと、余り法理論でこうこうガチガチやってみても仕方がないと思います。また、経済合理性の問題もある。これは世界じゅうで起きている問題のようだといのが、私の、この問題にかかわって業務規定や定款等に記載をする段階で結論づけたといいますか、納得せざるを得ないといのか、そう云う種の問題だと思います。

**前田(重)委員** 二つほどあります。一つは、こういうシステム障害に対して免責約款で対応することに関しては、今お話がありましたように、コンピュータに問題が起きているような場合について、免責をどの範囲で認めるかと

いうことの前提として、システムについてのセキュリティー対策がどこまで行われているかという問題が一つ重要だと思います。その場合に、金融機関等で例えばキャッシュレス・カードと暗証番号だけが、一致したことを確認すれば免責にするという判断をする前提としては、コンピュータが正常に作動していたということが必要な条件だと思います。その点に関しては、さらにシステムのセキュリティーがきちんと行われ、システムが正常に動いていたというような点が、ある意味ではサービス提供側の立証の問題としてそこにあるのではないのかということです。

もう一つは、顧客と業者との個別的な取引関係の問題なのですけれども、顧客と業者との対応関係、個々の取引の関係でシステム障害の問題が介在する場合がありますが、その場合に、悪意・重過失というだけではなくて過失という問題も結構重要であり、過失の場合はすべて免責されるというのは、さっきお話があったように、私も具合が悪いのではないかと思います。しかし、その場合に、過失の判断のための注意義務がどの程度あるのかという問題を考えなければならぬわけです。その点との関係において、かなり過失の範囲というのは狭まる可能性があると思いますけれども、過失はすべて免責という一般論は、個別的な取引関係を考えるとやや問題があるという気がします。

**山下委員** 確かにシステムの構築・管理について、どのように具体的に判断していくか、その判断基準というのが必ずしもはっきりしない点がある。長友さんがおっしゃるように、一般的な基準をそのまま機械的に当てはめていいかどうかという問題があるのももちろんだと思いますね。しかし、普通だったら、みんな万全を期してやっているわけですが、時々、某大銀行のようなこともあるわけですね。

### **証券会社の義務内容**

**山下委員** 免責約款の規定の仕方もむずかしいところで、電気通信事業者では、故意または重過失がないと責任を負わないというようなことなのですが、

こちらの免責約款では利用不能期間について料金を減額してあげます、返しますという責任制限なので、この場合は軽過失免責が許されるのですね。

銀行のオンライン取引の約款では、利用できる状態を維持することまでは義務になってないのだから、利用不能ということだけでは責任を負わない。そもそもそういう義務しか負わないのだと書いてあれば、それは責任を負わないというのが当然になるわけです。しかし、ドイツでは、そもそも具体的な取引についてしか義務にならないということが問題ではないか、オンライン・サービスの宣伝の仕方が、非常に便利で24時間使えますということをいっている限りは、単に約款で常時接続まで、利用可能な状態までは保証しないと書いてあるとしても、それは一種の免責条項であるという発想になるのですね。

これらが日本でもなかなか難しいところでして、消費者契約法の議論のときも、電気通信会社は故意または重過失があっても、不通期間分の料金を返すこと位しかしないという約款になっているのですが、それは消費者契約法からいえば無効になるのではないかという議論があったのですが、結局、24時間常時接続までは保証していない契約であるということで、なんとか折り合いをつけたらしいのです。

電話でさえそうなので、オンライン取引も、各会社で、株なら何時から何時までとか全部一応決めてありますね。そういう取引契約の仕方をしているわけだから、かつそこで合理的な理由で使えない時間帯は当然にあるということをはっきり契約で書いておき、あまり誇大広告をしないというように運営しておけば、その特約は当然有効性を認めていいと思います。そうであれば、システム・ダウンの損失補償については、免責条項に頼る必要はないのかなという気もするのです。もっとも、このあたりは、民法学者が考える場合には大分発想が違いますから、単に特約すれば自由かといわれると、あるいはいろんな批判的な意見もあるのではないかなと思いますね。

**前田(重)委員** アクセスができる範囲を全部きちっと具体的に限定してしまえば、その範囲はアクセスを保証しているのだから、軽過失でもアクセスが

できなかった場合は免責できないというような議論につながりやすいですね。

**近藤委員** このB銀行の2条は、サービス取扱時間は週7日、1日24時間とされています、これはドイツの裁判所の考え方でいくと、やはり免責はできないということになるのですよね。

**山下委員** ドイツ流の解釈だとそうですね。もっともお客の側には、私などもそうですがトラブルがあって使えない時間帯が生じることはあっても当然とされているお客と、非常に要求度の高いお客もいるので、誰を基準に考えるのか、そこも問題になるだろうと思います。

**長友委員** もう少しケースがたくさん出てきて、現行法では手当てできないとなると、法改正なりで対応すればいいのだと思うのですけれども、やはり先ほど申し上げた大きな二つのポイントの前の方の経済合理性がどこで担保できるかというところで、立法上は大変なことになるだろうなという感じはありますね。

一番問題なのは、何をもって反証するかというところで、前田（重）先生がおっしゃったセキュリティ対策といいますが、内部管理体制、特にテロ対策も含めたものを各社ごとにどれだけやって、お客の法益を守るための手当てを可能な限りしていたということを疎明できるかにかかっていくのではないかと思います。それもコーポレート・ガバナンスの一つのポイントでもありますので、我々自身もそれを最重要課題にしているところなのです。利用される方がすべての投資家の方々にとって、そこが一番重要ななと思っています。それが不十分なまま反証しても、ひょっとしたら負けてしまうかもしれないという感じが相当あります。

しかし、二重、三重のバックアップ・システムとかをつくるためには、また数十億、下手すれば100億が必要になってしまうのですね。また逆にいうと、各社さんがそれぞれに同じバックアップ体制をつくることによる経済的非合理性、今ただでさえ疲弊している日本経済ですね、そのために二重、三重の投資をしてやっていく必要があるのかどうかという逆の問題もありま

す。その二つの兼ね合いをうまくとりながら、100は無理でも99.99くらいまで近づけていくという努力を続け、あとの0.01%が万一悪意・重過失であればこれはもう責めに任ずる以外にない。また、過失でも、その部分で何か抜けていたことがあったならばある程度ということ以外には、今のところ考えられないということが現状だと思います。

**近藤委員** アメリカなど、損害賠償請求がたくさんありそうな気がしたのですが、すけれども、全くないというのは、免責約款で決まっているからなのですか。

**山下委員** それはそのまま有効視されているのかどうか、わからないですけれども、判決になっているのは見つからなかった。もうちょっと調べてみますけれども、恐らく和解しているのだらうと思いますね。

**前田(重)委員** 少し問題がずれるのですがすけれども、通信業者の責任についてネットワーク責任ということがいわれるのですが、ネットワーク責任とは何かとかということについていろいろ議論がなされたのですが、その後、このような責任に関して格別の動きはないのですか。結局、あのような議論をやりつつも、通信事業者は、おっしゃるように、約款により、使用できなかった間の費用を弁済するだけで終わりということになるわけですね。

**山下委員** だと思います。それこそ、長友さんのおっしゃるような社会のインフラにどこまでそんな責任を負わせるのがいいのかということ。

**前田(重)委員** エレクトロニック・バンキングが始まるというのでその問題点を検討したときの議論では、通信事業C社やなんかも含めて議論がなされたのですね。

**山下委員** 全部履行補助者になるのだとかいう議論ですね。

**前田(重)委員** そうそう、履行補助者になるとか、ネットワーク責任とか、活発に議論されましたけれども、その後経済が冷えると同時に、全体の議論も冷えてしまったようです。

**山下委員** そこは各国みんな同じなので、通信業者のところまでは責任は持てないということでしょう。唯一例外は、UNCITRALのモデル法4のマネ

ー・バック・ギャランティーで、原因が何であれ、お客に元本は返させるといふものですが、これは通常の法原則からいえばきわめて異例なものになるのではないかと思います。

## 実務対応

**山下委員** 日本のオンライン取引で、一般的に注文の遅延とかそういう問題はあるわけですか。

**古瀬代理委員** どうしてもシステムですから、先ほど長友さんがおっしゃったように、まれにダウンすることがあるわけなのです。そういった場合には、弊社のサーバーに入った注文につきましては、例えばそれが弊社のシステムが原因でどうしても遅れてしまったような場合、例えば9時10分にお客さんからいただいたんだけど、実際1時間遅れで10時になってしまった。その場合には、9時10分の時点で注文を執行していたら幾らであったらろうということがわかりますので、それにつきましてはその値段で、お客様と相談しながら処理するケースはあるのですけれども、そもそもつながらなかったような場合には、今は、画面で発注ができないので、電話で発注して下さいという注意画面を出しますので、そういったことで対応をお願いしているというのが弊社の状況です。

**山下委員** 受けた場合に、それが何らかのミスが理由だった場合ですね。

**古瀬代理委員** そうですね、「受注しました」という画面がお客様の方で出ますね。それにつきましては、執行すべき義務がありますので、それはもう弊社側の事情で遅れたのであれば、通常の電話でも同じなのですけれども、いただいたときにすべからず発注すべき義務があるわけですから、遅れた場合には、その場合につきましてはやむを得ないということで対応させていただいております。

**細川委員** 恐らく基本的にオンライン専業会社ではないところがやっているパターンが多くなっていますので、そういう意味では、私どもも、3つのサービス・パッケージということで、ネット取引、コール取引、それから対面

取引という形で、三層立てになっております。一番上のネットのところでは何らかの障害が起こった場合も、相応の対応はできる形になっておりまして、そういう意味では機会利益の損失とか、そういった問題というのは限りなく少ないという理解でいるのですけれども。

**山下委員** これでは非常にまたブームが起きて、注文がワーストと殺到したときを考えると、そこでキャパシティーなどいろいろな問題がまた生じるのだらうなという気はするのですが。

**長友委員** 注文件数だけから見たら、オンラインを経由してくるものは大きいですよ。半分を超しているのではないのでしょうか。

**古瀬代理委員** 個人の半分を超えていますね。

**長友委員** 件数でいきますと、1万株注文出すのと、1000株出すのでも同じ1件と考えた場合に、50%はオンラインで多分超えているのではないかというのがあります。統計上は多分、直近で超えていましたよね。

**古瀬代理委員** もう超えています。

**長友委員** 多分この傾向は変わらないだらうなという気がいたします。韓国は一時、80%か90%くらいまでいったという話も聞いています。やはりオンライン取引というのは個人のお客さんがやられるのがメインだと思いますので、大手の方がダイレクトにアクセスするということはないので、そういう意味では、売買高全体からするとそんなに大きくはないかもしれないけれども、注文件数からいくと、多分50%は超えているのではないかということですね。

**山下委員** 今よりもさらに件数がふえたりしても、一応対応できるシステムにはなっているということですね。

**長友委員** キャパシティー上は大丈夫です。ただ、今朝も若干あったというように聞きましたけど、立ち会いの前などで、回線が詰まってしまったようで、詰まるってどういう意味か、僕はよくわからないのですが、回線が詰まった結果一部接続不能という状態は、これは結構あるみたいですよ。

**山下委員** それはプロバイダーのことですか。

**長友委員** そうだと思います。市場がオープンする前に起きていますので、大体事なきを得ているのが普通ですけれども、そうでなくて、オープンした後でということになると、その際contingency plan、つまり危機管理をどうやってやるか、売買停止するか、売買を続けるのか、マーケットの提供側として我々いつでも考えて、業者さんと話ししながら、対応しなければならないのです。

もう一つは、どこがバグを起こしているかがわからないという場合が結構あるのだそうです。なぜ立ち上がらないのか、なぜつながらないのかといった場合、一部はつながっている、こちらはつながっていない、ここの回線かなと絞って対応してみたら違うとようなことも結構ありまして、コンピュータは未知の世界ではないかという気はいたします。

そういう意味では、約款に業者、銀行ももちろんですけれども、特に証券会社の場合いろいろ書いていらっしゃるのですけれども、今でも何が起きるかわからないというところはあるので、約款上も念のため書いて、あらかじめ承知していただいているというところだと思いますが、今ネット利用している方は、それを理解をしている方がほとんどではないかと思いますね。

**関理事長** 先ほどの証券会社の約款例の中で、一番最初に、第1条に「本サービス」という言葉が定義されていますね。本サービスの定義というのが非常に広がっていて、もちろんこれはオンライン・トレードとコールセンター両方含まれるということも一つありますが、いろいろ注文に付随する業務とか情報サービス等とか、そういうのが全部入っているわけです。

その同じページの2条の2項というところで、「本サービスの内容は、お客様が選択したサービス・パッケージ等により異なる場合があります」ということで、いろいろバラエティがあるようになっているわけですが、例えば議論になっている免責の問題を判定するときには、それぞれのサービスの内容によって違ってくるということは、これが前提になるのだと思います。

**山下委員** それはそうだと思いますね。

**関理事長** そうすると、例えばコールセンターなんかの場合は、私も実態は

よくわかりませんが、電話かけて、先生がおっしゃったように、非常に忙しくなって、応答するのに時間がかかったとか、情報がとれなかったから売り注文の機会を逸したとか、そういう話になる可能性もあり得るということになるのでしょうか。それはやはり一つ一つケースごとの判断ということになるのでしょうか。

**山下委員** そうだと思いますね。だから、予想される電話の量というのが予測できるのにもかかわらず、不十分な回線というかセンターしか用意していないということになると、いかがなものかという、そういう議論はアメリカでもドイツでもあるようですね。

**関理事長** もう一つ別な問題ですが、こういうことをつくっておいても、この範囲で証券会社は顧客に対して免責が請求できない、つまり逆にいうと損害賠償しなければならないというケースが発生するわけですが、さっき長友さんがいわれていましたけれども、要するにコンピュータのハードとかソフトの業者に過大な義務をかけてしまうと、そのコストが高くなってしまうということなのです。これは、むしろ市場運営者や証券会社がそういうシステムを発注した場合には、こういう顧客とのその後のトラブルで、どうしても損害賠償をしなければならないような事態が発生したときには、その分はシステム業者に求償しますとか、そういうような契約というのは実際上どうなっているのでしょうか。そういう事態が発生して、例えば重過失とかそういう問題が認定された場合、それはコンピュータをつくった方には請求できるような状態になっているのですか。それとも、そういうことは一切やってないのでしょうか。

**古瀬代理委員** 求償という話までは、今までは余りないですね。

**関理事長** 取引所と会員業者の間でもその問題はあり得ますね。

**長友委員** そうではないです。例えばコンピュータD社だとかE社だとか、我々も売買システムをなんか発注しています。実際にそれでトラブルが現実にかきたならば、求償すればいいではないかという考えもあるのですが、そのかわり我々サイドにもインパクトが生じます。それは損害の程度というこ

とをSEがどうやって考えるかもあるのですけれども、求償して実際に先方が支払った場合、コンピュータ・システムというのは何年ももたないし、それこそ3年、4年たつと陳腐化しているというのが現実であることは確かですから、我々自身でも年々次のリプレースをどうするか、いつも考えているわけです。そのために幾らの経営資源を使って幾らお金をつぎ込もうかと思っているときに、求償してあと1年か2年後にもう一回別のものをつくって欲しいという場合に、50億で済むものが、150億か200億くらい必要、もしくは、ほかの業者に頼みましょうということになったら、同じことが起きるといのは誰でも考えるわけです。

したがって、冒頭申し上げた第1の要素つまり経済合理性が頭の中に入りますから、めちゃくちゃやっているということなら別ですけれども、そうでない限りにおいては、求償的なことはやらない、もしくは契約にも書いてないというのが普通ですね。

**関理事長** そういうことは、どっちかというと非常識な要求ということになり、商慣習的に余りあり得ない話ということでしょうか。

**長友委員** 関理事長がおっしゃったのは現実に発生した事例ですので、その場合にそういう問題がもちろんありましたが、もしくはまたいろいろところで発生している問題であるというように事実思いますが、第1の要素の方が強いのではないかという気がいたしますね。

**山下委員** システムをつくる、ハードでもソフトでも発注をするのでしようけれども、そこは恐らく一方的にメーカーがつくっているわけではなくて、どういうものにするかというのは、どうせ注文側も共同でやっているような側面があるということなのでしょうね。

**長友委員** おっしゃるとおりです。例えばさきほども出ました、F社だとかの回線プロバイダーや通信C社というのと違って、特に銀行も業者も弊社も、かなり無理難題をコンピュータ上で管理をするシステム、しかも、なおかつ、規制がかなり強化されておりますので、そういう意味であらゆるものについて手当てをするようにコンピュータに組み込んでくれという要請をしております。

ます。

したがって、これは世界じゅうどこでもそうなのですから、現行のシステムでも最先端の最高度のシステムというのを構築していることは事実です。だから、あとはテストを十分行ったかどうかですね。どこかの銀行や業者が、本当に大丈夫なのかといいながら、間に合わないから無理矢理にシステムを稼働させて後で叱られたということが絶対にならない形でどれだけ手当てできるかという理由から、さっきの内部管理体制だとか、セキュリティ対策というところに力を注ぐことになります。。

また、いつもバグを起こしているようなシステム会社は多分誰も発注しなくなってしまうから、そういう意味ではそういう加減なことはシステム業者だってしないで、必死になってやっているというのがもう一つあって、第1の要素が効いているということだと思います。

**山下委員** 法律的には瑕疵担保責任の問題だろうと思うのですが、そもそも何が瑕疵かというのがはっきりしないですね。バグがゼロのものでないとすべて瑕疵かという、恐らくそうではないという、そのあたりが実際の運用と結びついているのです。

**長友委員** 国内だけではなくて、ボーダーレスになってきているのも事実です。欧州では、きょうもファイナンシャル・タイムズにこれについて出ていましたが、OM取引所とロンドン取引所の連掲、それ自体はデンマークもしくはスウェーデンとイギリス本土を直結して、なおかつアクセスするメンバーというのはヨーロッパ全土に及ぶシステムです。そうすると、何回線あって、端末がどれだけあってというのはちょっとわからないので、システム全体をコントロールするとしたらどうなるのかなというところはあるでしょうね。求償権の問題など考えてないというぐらいに覚悟しないと、多分国際的連携はできないだろうなというのが現状だと思います。

### 情報開示のあり方

**山下委員** 事故が起きるリスクがありますよなどという情報を開示すること

はどうでしょうか。今のところは必要ないのかもしれませんが、画面を見て、もうちょっとあっていいのかなという気はしたのですが。

**古瀬代理委員** ただ、画面に加えて、一応分厚いマニュアルを差し上げていまして、その中にはいろいろと、そういったことがあり得るということは書かせていただいていますので、そういったものと合わせてお読みいただければと思います。

**山下委員** 一応、申込みをオンラインですると、送ってくるわけですね。

**古瀬代理委員** そうです。それがないと、なかなか使えませんので。

**前田(重)委員** マニュアルっていうのは、なかなか読まないのですけどね。契約すると厚いマニュアルが来ますが、パラパラッと見て置いてしまうことになる。

**山下委員** 外銀でオンライン口座をつくるのでも、後でゴツソリ読んでくれという資料を渡されます。

**長友委員** それらはユーザー側のリスクということであり、米国と同じで、リスク・ファクターは全部開示してあれば逃れられるというので、読まないあなたが悪いのですよという話にしない限りは、この世界は無理なのではないかなという感じがします。

**山下委員** GAOがいているのは、もっと画面で出せということです。画面もいろいろ出すこと多いから、そう簡単ではないとは思っていますけどね。

**前田(重)委員** そうなのですね。どこまで出したらいいかそれが難しいですね。

**長友委員** ですから、佐賀先生も書いていただいていますけれども、悪い意味ではないのですが、弊社のサーベイランス部門では、我々のホームページにアクセスしていただくと、オンライン取引をやられる場合の留意点をちゃんと掲載してありまして、約款もちゃんと読んでください等の説明がしてあるので、それを見ないで、認識をしないで売買することだけはやめてくださいという警告になっています。ディスクロージャーというか、説明義務というか、そうした観点をやらなければ、無知な人をそのままだましたのではな

いかみたいな感じになるとまずいというのはありますので。各社ともそれはかなり真剣に取り組んでいらっしゃるだけには確かですね。

### 約款規制のあり方

**前田(重)委員** 一つ質問といっても確認なのですが、ドイツのBGHの2000年12月12日判決、これは先ほど話がありましたように、約款の使用差止めについての団体訴訟なのです。つまり提訴した団体は消費者団体ですから、争いの中身は証券取引というだけではなくて、銀行のいわゆるコマース・バンキングなどの資金移動なども含めて問題とされているのですかね。ドイツ的な意味での銀行取引全体を問題にしているということでしょうか。それとも、証券取引のみを対象にしているのですか。

**山下委員** 先生もよくご存知のような、銀行取引全般をカバーする基本約款があるわけで、オンライン・サービスについては、それにもう一つ、それ専用の約款をつけ加えるという構成になっている。それがオンライン証券取引にも別にあるということで、特にこの2000年の判例で問題となっているのは、オンラインで振込のサービスが24時間できる、そういうタイプの特別の契約ということだったようですね。基本約款の方は、今、約款規制法の解釈が厳しくなりましたから、免責約款はほとんどなくなってしまっているでしょう。

**前田(重)委員** なくなってしまったですね。あと、個別約款にある程度残っていますね。

**山下委員** そうです。個別のところではチラチラということのようですね。

**前田(重)委員** 特にドイツでは、約款規制法で銀行取引約款につき、かなり無効判決が出て免責約款が大幅に制約されたですね。

**山下委員** 最初はやはり先ほどの証券会社の約款例のと同じで、重過失以上でないと責任を負わないというのが昔からあったのです。それはとうとうなくなってしまいました。置いても置かなくても、要するに過失があるとされれば、責任があるということになってしまったので。

**前田(重)委員** 山下さんのさっきの報告にありましたように、ドイツの場合、多くの約款規定の効力が問題とされ、軒並みにチェックされたわけですね。

**山下委員** 物すごい数ですね。

**黒沼委員** 今の点なのですけれども、消費者契約法は消費者契約にしか適用がありませんから、業者が使う場合と個人、消費者が使う場合と同じ約款でやった場合に、消費者との関係では無効だけれども、業者との関係では有効ということはあるのでしょうか。

**山下委員** それは当然そうですね。

**黒沼委員** さっきのものも、消費者との関係では無効だけど、業者との関係ではなお有効だから、それ用の規定を置いていくということがあり得るということになるのですか。

**山下委員** 実際、消費者との関係で無効とされれば、あとは約款を2本立てにするか、全部消費者契約法の基準に合致したものをつくるしか、実際の方法はないと思うのですが。理論上は同じ約款を使って同じサービスでも、片や有効、片や無効という差別扱いは生じる話になりますが、ドイツの場合は、消費者かどうかで分けていませんから、一律に無効になるのですね。

**前田(重)委員** ただ、ドイツでは、消費者ということではなくて、個人か法人等の団体か、あるいは非商人か商人かという形で分けながら、取引の相手方がいわゆる商人、または法人、企業の場合であれば一定の義務を課すけれども、個人の場合は課さないとか、あるいは効力についての判断が異なるという扱いがなされる場合がありますね。

これから日本でも証券取引についてのシステム取引をやる場合においては、やはり消費者保護、あるいは投資家保護、という形で約款内容をある程度検討することが、必要になるのではないのでしょうか。

**山下委員** 証券取引では約款という問題は、実務的にはいろいろ解決されていると思いますけれども、正面からあまり問題になったことはないのではないですかね、銀行ほどは。

**前田(重)委員** 銀行では、民法478条でどこまで保護されるかといった議論

をさんざんやっていますね。

**山下委員** 一時、システム障害に関する民事責任とか契約約款のあり方で議論が非常に盛んだったようです。最近、またとんと見なくなりましたね。

**前田(重)委員** 聞かないですね。一時、いろんな研究会で取り上げてやっていた。ただ、大体が銀行取引でしょう。その他のサービス提供などもありましたね。

**山下委員** あと、通信・情報事業者ですね。これも一応現状のようなところかなということではないかと思うのですが。

**前田(重)委員** 当時議論していたころの、予想と現在の状態がある程度違ってしまった面もあったのですね。つまり、ホームバンキングについての見当を昔、やっていたころは、どこの家庭でもホームバンキング用の端末が置かれて、種々の取引の決済はホームバンキングでやる。だから、消費者である個人はどこにも出かけないで買物や銀行取引を自宅で行うことになるという話を仮定して議論をやっていたのですね。ところが、その後何年たってもそういうことには必ずしもならない。やはり銀行というのは商店街とか駅前にあるから、皆さん、散歩がてら銀行に行ってやってくるだけの話で、さほど個人にはホームバンキングは普及しなかった。私どもが昔議論したころは、近未来図を描くわけですね。そうすると、端末を使って種々の取引をし、その決済をやはり端末を使ってホームバンキングでやる。その場合に、ミスによる誤振替等が生じた場合の責任はどうなるか。誰が責任を負うのかといった話をさんざんやっていたわけです。しかしその後、国有のシステムによるホームバンキングは普及しなかったわけです。

**山下委員** あのころは、しかもインターネット経由はまだ考えてなかったのでしょう。

**前田(重)委員** 考えられなかった。全然考えてなかったですね。

**長友委員** そっちの方が発達しましたし、さらに今度はもうインターネットではなくて、新しいユビキタスという言葉が出始めてしまって。だから、ホームバンキングではなくて、何ていうのですか、ハンドバンキング、携帯の

何とかバンキングではないのですか。

**前田(重)委員** 様相がまた変わってしまったわけですね。

**長友委員** 商法479条の外国会社の部分でも、インターネットが活用されている時代に、一体何ゆえに外国会社に対する登記登録を必要とするか云々という問題がありますね。通常が479条にいくのだったら、日本に居所を置いて、代理人を置いて、債権保全をして云々ということですか、考えてみたらもうインターネットがそれを飛び越していて、479条ははたして必要なのか、もっと簡素化しなければ、グローバル化に日本がついていけないという話になる。次は、外証法2条をどうするのだという問題が起きている。

したがって、どちらかといえばシステム障害とかなんかではなくて、こういったインターネットというか、電子的媒体を使って取引が盛んになればなるほど、不正行為なりなんなりが行われるのをどうやって未然に防止し、実際に起きた場合に排除するかということ、どうやって投資家保護を図っていくかというところの方がだんだん重要になってきて、それに対する対応だとか保全などというのは、今後の話になってくるだろうなという気はいたします。

**神崎会長** ほかにご意見、ご質問、ございませんか。ないようであれば、一応この段階で実質的な討議は終えることにしたいと思います。

(\*) この研究記録は、平成14年12月13日開催の証券取引法研究会での報告と討議を整理するにとどめたものであり、当日以後の国内外の新たな動きに関する情報は反映されていない。

2002年12月13日

## システム障害と損失補償問題

東京大学 山下 友信

## 1 はじめに

## 2 米国のオンライン・トレードとシステム障害問題

1999年のシステム障害問題 佐賀論文参照

オンライン・トレードに関する苦情 (GAO2001年報告書)

	1999	2000
1 Failures/delays in processing order	525	575
2 Margin position sellouts	122	366
3 Difficulty accessing account	548	276
4 Transfer of account problems	147	259
5 Erros in processing orders	299	246
6 Problems with depositing/withdrawing funds	NA	229
7 Best execution problems	209	218
8 Erros/omissions in account records/documents	150	218
9 Problems with executing cancellation orders	138	190
10 Problems with opening accounts	100	164

## GAO2000年報告書

システムの遅延・停止問題 とりわけキャパシティの超過

原因 インターネット・プロバイダ、投資家の装置、マーケットメーカー  
ヴェンダーのシステム、ブローカー・ディーラーのハード・ソフト顧客に対するシステム・リスクの開示の不十分さ、とりわけウェブサイト上の開示  
その他 マージン取引に関する情報開示の不十分さ、注文執行の質に関する情報開示  
の不十分さ

## 勧告

SECは、ブローカー・ディーラーが遅延・停止についての記録を作成しウェブサイト上で開示するように義務づけること。

SECは、記録をモニターし、キャパシティを確保させること。

SECは、リスク、マージン取引、プライバシー、注文執行に関する情報開示をウェブサイト上でさせるよう義務づけるべきこと。

## SEC、SROの対応

規則の制定

注文執行 SEC rule 11Ac1-6 (2001.7) 別紙

	各ブローカー・ディーラーの執行先に関する情報開示
	SEC rule 11Ac1-5 (2001.5) 別紙
	マーケットセンターによる注文執行状況に関する情報開示
マージン取引	NASD rule 2341 (2001.6)
	マージン取引のリスクに関する情報開示
取引リスク	NASD rule 2361 (2001.10)
	デイトレーディングのリスクに関する情報開示

## SEC2001年1月報告書

### 勧告事項

- ・注文執行、マージン取引、システム遅延に関する情報開示  
 ベストなサイトの例 (3頁)  
 多くは免責に関する情報に限られる (4頁)  
 キャンセル通知が迅速でないことにより顧客が執行不出来を回避するため二重注文をしている例がある (4頁)  
 マージン取引の仕組みを不知の投資家が苦情を申し立てる例が増えている (5頁)  
 IPO取引に関する情報が十分でない (6頁) etc .
- ・広告の客観性
- ・最良執行の確保  
 最良執行義務を遵守していないブローカー・ディーラーがある (8頁)  
 注文の執行先から金銭を受領している例がある
- ・十分な注文処理のキャパシティーの確保 etc .  
 ブローカー・ディーラーのとるべき措置 (9頁)  
 キャパシティーの調査をしないか不十分な業者が4分の1ある (9~10頁)  
 確保すべきキャパシティーについての決定は業者により異なる (10頁)  
 多くの業者は自社およびISPのシステム障害に備えてバックアップシステムを確保している (10頁)

## GAO2001年7月報告書

SECは業界とともに遅延・停止問題に対する適切な措置をとるべきこと、ブローカー・ディーラーに対してシステム障害の記録作成を義務づけ開示させるべきこと  
 マージン取引のリスク、システム障害のリスク等についてブレイン・イングリッシュによりブローカー・ディーラーのウェブサイト上で開示させるべきこと。  
 2001年1月報告書の勧告の実施をモニターすべきこと。

### SECのコメント

システム障害の義務づけ 各社によりシステムが違うこと、顧客には影響のない

障害もあることから、スタンダードを設定することが困難。

リスク情報のウェブサイト上の開示 NASDRuleの実施状況、1月報告書の勧告の実施状況を見て必要なら規則制定。

NASDRのコメント

ウェブサイト上の開示よりも電子的通知または書面での通知が適切

#### 損失補償問題

システムダウンに関するトラブルはある模様 佐賀論文。その他、欺瞞的広告を理由とするクラスアクション

免責約款例 accessibility of, transmission quality, outages to, or malfunction of any telephone circuits, computer system or software について責任を負わない。何時でも予告なくサービスを停止できる。

### 3 ドイツのオンライン・トレードとシステム障害問題

#### オンライン・トレードの規制

有価証券取引法 (Wertpapierhandels gesetz) 33条 (Organisationspflicht) 1号

有価証券サービス企業は、有価証券サービスの適正な実施のために必要な手段および手続を構築し投入しなければならない。

証券取引監督庁 (現金サービス監督機構) ガイドライン (1995年10月25日)

#### 2.2 有価証券サービス企業のとるべき手段および手続

システム障害の場合における注文の執行または転送の遅延を最小限にとどめること

顧客の利益に合致するために必要な技術、注意をもって業務当たる従業員を投入すること

苦情処理をすること

1999年にシステム障害事例による苦情が多数あった模様。

#### 約款規制

BGH2000年12月12日判決

銀行のオンライン・サービス (当座口座預金者はオンラインで振込ができる) に関する約款中の免責条項の使用差止請求。

7 当行は、当行オンライン・サービスへのアクセスを重大な事由に基づき何時でも停止することができる。これは、とりわけ、当行オンライン・サービスの不正利用の疑いがあるときに問題となる。そのような停止および顧客の指示に基づく停止につき顧客は当行オンライン・サービスを通じて解消することはできない。

9 技術上および営業上の理由に基づき当行オンライン・サービスへのアクセスの一時的な制限および中断が可能である。一時的な制限および中断は、公の権限行

使、技術的な装置の変更および改善または欠点のないもしくは最適な当行オンライン・サービスのために必要な整備もしくは修理その他の措置または電気通信ネットの過剰負担その他の出来事に基づいて行うことができる。

原審判決：

7について 口座残高があるなど所定の要件をみたせば銀行は振込指図に応ずる義務があるのであり、7のように銀行の側のリスクないし影響力行使可能な領域に原因がある場合を含めて事由を問わず、かつ事前の予告なくアクセスを停止することができることは顧客に不当に不利益を与えるものであって約款規制法9条に反して無効。アクセスの停止が顧客の側のリスクないし責任領域にある場合にのみ可能であるという趣旨であるとしても、7ではそのことが明確に規定されておらず透明性原則に反してやはり無効。

9について 9所定の理由による中断等であれば顧客の利益を不当に害するものではなく、約款規制法9条に違反せず有効。9は銀行の責めに帰すべき場合について規定するものではないので、11条7号の重過失免責禁止にも違反しない。

BGH判決：9について

- ・ 9は、24時間アクセス可能とされている銀行の主たる給付内容を時間的に制限する条項であり、内容規制に服する。
- ・ 9は、実質的には免責条項に該当する。
- ・ 9は、銀行の過責の有無および程度にかかわらずすべての一時的な制限および中断について銀行の免責を認めるもので、重過失免責条項を無効とする約款規制法11条7号に反して無効である。
- ・ 銀行はオンライン・サービス契約に基づき、自己の計算システムの稼働能力および安全性につき適切な注意を尽くす義務を負う。銀行は、自己の過責、たとえば、コンピュータ装置の不十分な安全確保の形をとる組織上の過責、プログラム作成、操作あるいは整備に従事する従業員や委託整備員という他人の過責につき帰責される場合については、利用停止についての責任を全面的に免れることはできない。
- ・ 9は全部無効である。

現在のドイチェ・バンクオンライン取引約款

7に相当する条項は、重大事由という一般事由がなく、顧客の不正利用の類型に限定

9に相当する条項なし

オンライン・サービス契約の解釈

アクセス可能な状態を維持することは銀行・ディスカウントブローカーの義務か？

否定説 発注を受けたことによりはじめて義務が発生する

#### 肯定説（一例）

銀行の義務内容は何時でも発注可能等の文句を含む宣伝情報を考慮して確定されるべきで、アクセス可能な状態を維持することは銀行と顧客との間の委任契約における銀行の付随義務。銀行がこれに違反すると積極的債権侵害による債務不履行責任。ただし、短時間のアクセス不能まで一律に義務違反とすべきでないが、タイムリーな取引という性質上1時間の不能は義務違反。

銀行の責任には銀行または履行補助者の過失が必要。銀行の支配領域にない通信ネットワーク顧客の障害にまでは責任を負わない。注文を受けられるシステム構築、システム障害時の対応体制が不十分なことは過失となりうる。

アクセス可能であったとすればできたはずの取引を基準に損害賠償。

重過失免責以上に契約目的達成の危殆化という理由により軽過失免責が問題となりうる。

## 4 わが国のオンライン・トレードと法律問題

### 証券取引法

#### 検査マニュアル

「電子証券取引に関する法令等遵守体制の確認検査用チェックリスト」システム障害等に対する対応

「電子証券取引に関するリスク管理体制の確認検査用チェックリスト」  
システム障害時等におけるコンティンジェンシー・プランの作成  
顧客に対する情報開示

証券業協会「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」  
（平13.4改訂）

- 2 - 8 システム障害等への対応
- 2 - 9 システム障害の記録・報告
- 3 - 5 システム構成のディスクロース
- 3 - 9 システム障害時の代替手段等
- 3 - 17 不出来の場合の取扱い

#### 障害対策・遅延対策

#### 情報開示のあり方

ネット取引特有のシステム関連リスクの開示

#### 約款

上記ガイドライン - 1 - 5

## 約款の実例

A証券オンライントレード・コールセンター取扱規定

比較事例 オンライン・バンキング、プロバイダ

## 消費者契約法の不当条項規制

債務不履行責任の全部免責 軽過失による責任の免責も含めて無効

債務不履行責任の制限 故意・重過失による責任の制限は無効

一般条項による無効

## 証券会社の義務と責任

### 義務内容

発注後の執行に関する義務

A証券規定13条 1項 「速やかに」の意味

アクセス可能状態を維持する義務

A証券規定22条 義務があることを前提とするものか（\*Bバンク8条1項との対比）

いかなる場合に責任が生ずるか。 1項の合理的理由とは何か。 2項で軽過失免責を規定することの意味は何か。証券会社の責任範囲については上記ドイツの議論参照。

責任がある場合の内容

### 免責条項

18条・22条全体 軽過失免責も消費者契約法上は無効のはず。

問題は証券会社の責任がいかなる場合に発生するか。

18条 1項 1号 無権限取引にかかる免責で、債務不履行責任とは別問題。消費者契約法の重過失免責禁止とは無関係。一般には重過失免責は無効とされているのではないか。

18条 1項 2号 証券会社の責任範囲内のシステム障害も免責対象としてよい。証券会社が責任を負う範囲はどこまでか。

18条 1項 3号 13条の義務内容との関係。

18条 2項 1項 2号と同様の問題。

22条 上述。

## オンライン証券取引をめぐる規制動向

佐賀卓雄

### 要 旨

オンライン証券取引は登場から数年の内に、有力なチャネルの一つに成長した。その過程で、システム・トラブルが頻発する一方、それが提供するサービスも多様になり、定型化されたポートフォリオ分析ツールや運用アドバイスのようなものまで提供され始めた。かくして、システムについての投資家への情報開示、代替的チャネルの確保などについての規制が必要になるとともに、対面取引や電話取引に対する規制である「勧誘」や「適合性の原則」との関係などが問題になった。

また、インターネット取引が普及するのにもない、それを利用した不正行為も増加した。アメリカでは、SECや自主規制機関（SRO）の他に、各州に証券局が設置され、EDGAR（電子開示システム）ではカバーされない地方の銘柄についての情報管理を行い州居住者の保護を行っている。そして、これらの証券局とカナダ、メキシコはNASAA（北米証券監督者機構）を組織し、クロスボーダーの取引の監視を行っている。

これらの監督機構が力を入れているのは、投資家の啓蒙および投資家からの情報提供である。こうした体制に支えられて、SECはネット上の不正行為を積極的に摘発し、その件数は累計では既に200件を越えている。

これに対して、日本では投資家の啓蒙、監視体制のいずれにおいても大きく見劣りがする。これはこれまで銀行システム優位の構造が続いてきたことの弊害のひとつであるが、証券市場の透明性、投資家の信頼性を高めるためには、これらの面での体制の強化が必要であろう。

## 目次

はじめに

I. オンライン証券取引をめぐる規制問題の背景

II. 規制上の課題

1. システム・トラブル

2. 誇大広告

3. 詐欺的取引

4. 相場操縦的取引

5. オンライン証券取引における営業上の規制

III. 監視体制

IV. SECの対応と換発事例

V. 証券会社のコンプライアンス体制

VI. わが国の対応

おわりに

## はじめに

1995年秋にアメリカで初めてインターネットを利用した証券取引が始まって以来、それは数年で個人取引の4割弱を占めるに至った。2000年以降、ネットバブルの崩壊により証券市場が停滞し、昨年後半からは同時多発テロの勃発、さらにはエンロン、ワールドコムなどの破綻にともない決算数値の操作が次々に明るみに出たために、証券市場はその最も重要なインフラである会計制度、ディスクロージャー制度に対する不信任から、不安定な動きを続けている。このため、インターネットを利用した証券取引もシェアの伸び悩みを示している。

しかし、この間、オンライン業者は当初の手数料引下げ競争が一段落すると、提供するコンテンツやサービスの内容を競うようになり、店舗や電話といった伝統的チャネルと遜色ない、あるいはそれ以上の優れたチャネルであることを証明した。また、この新しいチャネルを規制体系上、どのように位置づけるかについても徐々に整備されてきた。本稿では、オンライン証券取引の普及にともないどのような規制問題が提起され、それが処理されてきたかについて検討し、あわせてオンライン上の不正取引に対

する監視体制についても日米比較を試みる。

## I. オンライン証券取引をめぐる規制問題の背景

一口にオンライン取引といっても、細かくいえば商用オンライン、専用ソフトを利用するもの、そしてインターネットを利用するものがある。しかし、現在では、デイ・トレーダーの一部が専用ソフトで衛星通信を利用した高速回線で発注しているのを除けばすべてインターネットを利用しているため、以下では両者を区別せずに使用する。

オンライン証券取引のチャネルとしての最も大きな特徴は、非対面でありながら、双方向、かつボーダーレスに、図表を含めて極めて豊富な情報のやり取りができることにある。しかも、他のサイトにリンクを張ることによって、あらゆる情報を思いのままに顧客に提供することができる。また、ある程度定型化されたものであれば、ポートフォリオ分析、運用アドバイスといったサービスまで提供可能になっている。インターネットがそれまでの電話やタッチトーンによる取引に対して革命的なチャネルといわれる所以である。

アメリカの証券市場は長期にわたる活況の下で、個人投資家が直接に株式投資に参加するだ

けではなく、投資信託の購入を通じて、あるいは401(k)プランなどの運用としても株式の組入比率を高めてきた。折から登場したインターネット証券取引はそれまでの手数料を一挙に十分の一前後に引き下げたから、自分なりの相場観だけでも比較的容易にそこそこのリターンが実現できる上昇相場では、手数料の安さはさわめて魅力的であった。かくして、1996年2月にE\*トレードが『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙に全面広告を打ち14.95ドルという破格の手数料（オンライン業者最大手のチャールズ・シュワップで39.95ドル——ただし、97年に29.95ドルに引下げ——。いうまでもなく、メリルリンチではこの数倍～数十倍——株価と株数によって異なる——の手数料水準である）を提示して以来、個人投資家の株式取引に占めるオンライン取引のシェアは急激に上昇し、2000年第1四半期には38%を占めるに至った（もっとも、その後、ネット・バブル崩壊によりこのシェアは大きく低下している）。これに比例して、オンライン証券取引に固有の問題が発生し、そのルール作りが必要になってきた。

これらの問題は、大きくは4つに分類される。第1は、システム・ダウン、注文処理の遅れ、アクセスが困難といった、オンライン取引に固有の問題である。この問題は個人投資家の注文の増加予測が難しい最初の時期や、株式市場が活況を呈し注文が急増したネット・バブルの時期に顕発した。第2は、オンライン証券取引はすべて発注、注文回送、執行までシームレスにつながっている。また簡単に利益をあげることができるかのような、投資家に誤解を与える誇大広告である。手数料についても、頻繁なリピーターに適用される安い手数料を大きなポイントの括弧で表示して、そうではない一回当たり

の手数料を小さく表示する例もみられた。第3は、オンライン証券取引が普及するにつれて、それを利用した不正行為も増大したことである。これはオンライン証券取引に固有の不正行為が発生したということよりも、それを利用して低コストで簡単に広範囲にわたる勧誘が可能になり、被害も拡大したということである。実際、SECがこれまでに摘発した不正行為をみると、単純な詐欺行為から、相場操縦（チャット・ルームを利用した風説の流布が多い）、インサイダー取引まで多様であり、インターネットを利用して低コストで大規模に不正行為を行うことが可能になったということである。最後に、証券会社の営業活動についてもいくつかの解決すべき課題を提起した。オンライン証券取引では情報の受け手が能動的に判断し、投資の意思決定を行う。その限りでは自己責任の世界であり、「勧誘」行為やそれに伴って問題になる「適合性の原則」が問われることはないようにも考えられる。しかし、証券会社がサイトで提供する情報が一般的なものから、銘柄選択のための分析ツールやそれに基づく推奨リストの提供といった高度なコンテンツにまで広がってくると、それはやはり「勧誘」行為にあたり「適合性の原則」が問題になるのではないのか。また、営業マンが自分のホームページを開設して「勧誘」を行った場合の使用者責任はどうなるのか、といった問題である。オンライン証券取引の普及にともなって提起されたこれらの規制問題については、現在では解釈およびルールが定められ、監視体制、また証券会社のコンプライアンス体制なども整備されている。

## II. 規制上の課題

### 1. システム・トラブル

オンライン証券取引が登場した初期の段階、あるいはネット・バブルの時期には、システムの権指さや、取引の急増によるコンピュータの容量不足から、システムがダウンしたり、アクセスが困難になったり、また処理に多大の時間を必要としたりという事態が頻発した。第1表は、ニューヨーク州証券局が収集した1999年のシステム・ダウンおよびトラブルの例であるが、注文が急増する時期にはこうした事態の発生が決して珍しくはないことが分かる(1999年はネット・バブルがピークを迎えた時期である)。

オンライン業者は、発生したトラブルについては迷惑料ともいうべき和解金の支払い(口座開設の際に顧客との間で交わされる契約書には、システム・ダウンから生じる損失については業

者は責任がない旨、明記されているから、法律的には業者の側に損害賠償の責任はない)で対応し、その予防措置としては複数のサーバーと契約したり、コール・センターなどの代替的チャネルを準備したりして対応することが一般的である(SEC [2001]を参照)。

証券売買高の変動は激しく予測しがたいため、注文処理の容量をどの程度まであげれば万全であるかを判断するのは実際問題としては難しい。皮肉なことに、2001年9月の同時多発テロの勃発、その後のエンロン、ワールドコムなどの破綻にともない深刻化している会計不信により、証券市場はより一層低迷し、不安定な動きを強めているため、オンライン証券取引のシステムに関わる問題は余り注目されなくなっている。

### 2. 誇大広告

インターネットはまったく新規なチャネルであるため、その革新性が時に誇大に宣伝される

第1表 システム・トラブルの例 (1999年)

- Discover Brokerage (現在、MSDW Online)
1月11日から15日まで、注文処理のため数回にわたりウェブサイトを閉鎖
- TD Waterhouse
1月12、13日、1時間15分にわたりアクセス困難
- DLJ direct
2月1日、3時間半にわたりサービスを中断
- E*Trade
2月3日から5日までの3日間にわたり、30分から2時間半のサービス中断
- Charles Schwab
2月24日と3月1日、90分と20分、サービス中断
- National Discount Brokers
4月21日、約4時間のサービス中断
- TD Waterhouse
9月3日、約6時間のサービス中断
- Fidelity
9月10日、2時間34分のサービス中断
- Charles Schwab
10月20日、約2時間半のサービス中断、この日から時外取引を開始
- Merrill Lynch
11月9日、メインフレーム・コンピュータの問題から約3時間のサービス中断

出所: Office of New York State, Investor Protection and Securities Bureau [1999].

ことも多い。いうまでもなく、発注から執行までのスピードは業者の提供するシステム次第であるにもかかわらず、インターネットを利用すればあたかも直接マーケットにつながっているかのような広告がみられた。この点は日本でも同じであり、2002年3月時点で約60の証券会社がオンライン・サービスを提供していたが、ゲームレスに市場に直結しているシステムはおそらく10以下であろう。それ以外は、注文を受けた業者が再入力し直すという状態で、実態は電話やFAXによる取引と異ならない。

また、やや相場が過熱気味の1999年7月には、損失を被ったデイ・トレーダーが妻と子供を殺害し、証券会社で銃を乱射する事件が発生し、いちやく社会問題化した。それをきっかけに行われたデイ・トレーダーに関する実態調査で明らかになったのは、デイ・トレーディング会社（デイ・トレーダーに有料で施設を提供している証券会社）がそのリスクを充分に説明しておらず、あたかも簡単に利益をあげることができるかのような広告を打っていたことであった。

さらに、手数料についても、一定回数以上の発注に適用される格安の手数料を大きなポイントの括弧で表示し、それ以下の通常の取引に適用される手数料を小さなポイントで表示している例がみられた。

これらの問題は、SEC、NASD（証券業協会）などによって、システムなどについての開示の強化を求める規則が制定されたことによって解消されている。

### 3. 詐欺的取引

既に述べたように、インターネットが登場したことによって新たな詐欺的取引が発生した訳

ではなく、それらを低コストで大規模に実行することが可能になったということである。

SECが注意を呼びかけている典型的な詐欺的取引は2種類である。一つは、“prime bank fraud”と呼ばれるものである。これは世界銀行、IMFなどの優良銀行が発行、あるいは保証するノーリスク、高利回りの証券と偽って勧誘するもので、SECの例示では「世界銀行、IMF、FRBなど、良く知られている銀行により保証され、月20-200%のリターンが期待でき、特別のお客様にのみお勧めしている」という類の文言が典型であるという。もう一つは、“micro-cap fraud”と呼ばれるもので、詳細な情報開示が求められない小型株を利用して、ありもしない事業計画を喧伝して投資家に出資を呼びかけるものである。アメリカではEDGARと呼ばれる電子開示システムにより、株主が500人以上、かつ純資産額が1千万ドル以上、および上場会社については、インターネット経由で容易に情報を入手できる。しかし、OTCブリンテンボード、ピンクシート市場で取引される銘柄については情報の流布が充分ではなく、投資家が簡単には情報の入手ができないため、それに付け込んだ不正行為である。

これらの詐欺的取引については、SECは投資家の啓蒙に加え、小規模な発行体でも登録を義務付けられている州の証券局で情報を確認するよう呼びかけている。

### 4. 相場操縦的取引

相場操縦にも空売りによるものなどがあるが、インターネットを利用して価格に影響を与える典型的な方法は、その特質を利用して低コストで広範囲な投資家を対象に情報操作を試みることである。その手法としては、虚偽の情報を含

むホームページの作成、電子掲示板、チャット・ルーム、ニュースレターの送付などを利用して価格に影響を与え、利益をあげることである。詐欺的取引の場合にもそうであるが、古典的な手口がITの発達によってより低コストで効率的に実行できるようになったのである。最近の例としては、2001年3月に、自分が運営するネット投資クラブを利用して虚偽の情報を流し、不当な利益をあげていたとして提訴された「東京ジョー」のケースがあげられる。

注目すべきは、これらのネットを利用した不正行為の摘発は、対面、あるいは電話やFAXを利用した不正行為の摘発よりも容易なことである。というのは、これらの取引はサーバーに記録が残っているから、監視を徹底するためには記録の保存期間を決めそれを遵守させればよいからである。

#### 5. オンライン証券取引における 営業上の規制

オンライン証券取引が普及するにつれて、それまでの営業用チャンネルに適用されていたルールがそのまま適用可能かどうか、もしできないとすればどのような修正が必要かについても検討された。第1に、オンライン証券取引の最も魅力的な点は、手数料が安いことを別にすれば、発注から執行までのプロセスをスピーディーに処理できることである。しかし、既に紹介したように、マーケットが活況の時や、市況が大きく変化している時などには、注文が殺到しアクセスができない、あるいは大幅に遅延することがある。もちろん、対面あるいは電話などの伝統的チャンネルにおいても、数時間待たされたりつながらないことがあるから、オンライン証券取引についてのみこのことを問題にするのはお

かしいという考え方もありうる。しかし、オンライン取引が優れたチャンネルであるためには、このような場合にもアクセスの手段が確保されていることをあらかじめ投資家に情報開示しておく必要がある。このような観点から、NASDはオンライン業者に対してボラティリティと取引量から生じるリスクと注文処理能力の制約について適時かつ適切な方法でオンライン投資家に情報開示することを求めている（NASD Notice to Members 99-11）。

第2に、当初は注文執行サービスとせいぜい一般的な情報提供だけに止まっていたオンライン証券取引は、その後様々なサービスを提供しはじめ、投資家は一定の情報を入力すれば望ましい銘柄を取捨選択して推奨を受けるといったことも可能になってきた。こうなると、オンライン証券取引においても「勧誘」、そしてそれにとまなう「適合性の原則」が問題になってくる。かくして、NASDは2001年3月に「オンライン証券取引における適合性の原則」（Online Suitability）と題するガイドラインを発表した（NASD Notice to Members 01-23）。

NASDはこの中で、単なる注文執行サービスを行うだけのオンライン証券取引には適合性義務は問題にならないとしている。また、一般的な情報提供とみなされる場合にも、投資アドバイスとみなされることはなく、したがって適合性の問題は生じないことを明示した。それに対して、次のようなケースは「勧誘」とみなされ、「適合性の原則」が問題になるとする。それらは、①証券会社が特定顧客向けに電子メールなどで証券購入を勧める場合、②証券会社が顧客に電子メールを送り、特定セクターの株式への投資と、「買い」推奨リストの中から購入することを勧める場合、③証券会社が顧客が投資目

標、年齢、財務状態、リスク許容度などの個人情報を入力するポートフォリオ分析ツールを提供し、そこから引き出された結果に見合った特定証券のリストを提供する場合、④証券会社が顧客の取引を分析するためにデータ・マイニングのツールを利用し、特定の推奨を行う場合、である。一言でいえば、単なる注文執行や一般的な情報提供以外は、勧誘や適合性の原則が問題になる可能性が高く、その場合には従来のルールが適用されるということである。

さらに、NASDは「外務員向けインターネット・ガイド」(Internet Guide for Registered Representatives)を定め、外務員が営業にインターネット(あるいは、電子メール)を利用する場合の注点を明示している。それらは、①インターネットを利用したやりとりの場合のコンプライアンス上の責任は、対面、あるいは文書でのやりとりの場合と同じ、②一般に利用できるウェブ・サイトは広告とみなされる、③掲示板への掲示は広告とみなされる、④グループ電子メールは販売用のパンフレットとみなされる、⑤パスワードで保護されたウェブ・サイトは販売用のパンフレットとみなされる、⑥外務員個人の電子メールは通信とみなされる、⑦チャット・ルームの会話はパブリック・フォーラムとみなされる、⑧公衆とのやりとりはすべてNASDの行為規則に従わなければならない、である。

### Ⅲ. 監視体制

アメリカにおける証券取引の監視体制は、連邦レベルではSECに加えてアリバティブ取引についてはCFTC(Commodity Futures Trading Commission, 商品先物委員会)があり、それ

ぞれ3,200人、700人の陣容である。日本の証券取引等監視委員会と比較すると、人員だけではなく、その権限も刑事、民事の両者にわたる強力なものである。

また、各州には証券局があり、地方だけで取引されている小型株などの監視をしている。そして、これらの証券局はカナダおよびメキシコとの間でNASAA(北米証券監督者機構)を組織し、クロスボーダーの証券取引の監視を行っている。

さらに、NASD(証券業協会)、証券取引所が自主規制機関(SRO)として、会員業者や取引の監視を行っている。

これらの監視機関は協力しながらネット上の不正行為を防ぐための措置を講じているが、最も力を入れているのが投資家への啓蒙活動である。以下では、SECとNASAAの取組みをみよう。

SECは1998年7月にインターネット特捜局(The Office of Internet Enforcement, OIE)を設け、SECの200人以上の弁護士、会計士、検査官からなる「サイバーフォース」を組織して、インターネット上の不正行為の監視を行っている。SECは、執行、検査、投資家の啓蒙、規制という4つのアプローチを採用しているが、最も力を入れているのが投資家の啓蒙と投資家からの情報提供である。SECはサイトの中で「教育された投資家は証券詐欺に対する最良の防衛を提供する」、「教育された投資家は規制当局が詐欺を防止する上で重要な早期警報装置としての役割を果たす」と述べている。投資家に対して、特に、株価操作(pump and dump scam)、IPO前の銘柄への投資、詐欺、小型株への注意を呼びかけている。このような努力の結果、摘発件数の3分の1が投資家からの情報提供をきっかけ

けにしているといわれる。

こうした体制に支えられて、SECはほぼ毎年、集中的にインターネット上の不正行為の摘発を行っており、累計では2001年3月までで200件を越えた。

NASAAは2000年5月に「オンライン投資家に対する州証券規制局からの10の警告」をネット上で発表し、投資家に注意を呼びかけている。それは、

1. 口座を開く前に、代替的なチャネル、ウェブにアクセスできない場合の口座情報の入手情報について、十分に説明を受けること
2. マウスをクリックすることによって、注文が直接に市場で執行される訳ではないことを理解すること
3. オンライン取引の容易さと速さについての広告を具体的に確認すること
4. 証券取引と口座へのアクセスの遅延、中断の場合について業者から情報をうること
5. 取引を始める前に、注文の入力、キャンセル、および証拠金取引の詳細とリスクについて情報をうること
6. 気配情報がリアルタイムかそうでないかを確認すること
7. 業者のプライバシーとセキュリティ対策をチェックすること
8. 手数料とそれ以外の付加的な手数料について正確な情報をうること
9. 必要な場合の顧客担当係とのコンタクトの方法を確認すること
10. 州の証券局で(1)オンライン業者の登録と履歴、(2)あれば、訴訟歴、について確かめること

である。

これらはSECやNASDの情報開示の強化に並行した動きであることはいうまでもない。

#### IV. SECの対応と摘発事例

SECは一貫して証券市場における技術革新について関心が高く、インターネットの利用に関しても既に1997年に最初の報告書をまとめている (SEC [1997])。この中で、既に1995年3月以降に摘発されたオンライン上の不正行為が12件あったことを示し、それらを詐欺的な証券の募集、相場操縦的取引、投資顧問業法上の開示義務違反に類型化している。インターネット (ホームページ) を利用した情報提供は時期的にはインターネット証券取引よりもかなり先行していたが、不正行為も最初の頃から行われていたことが分かる。

また、オンライン証券取引に関連した苦情も急増している (第1図参照)。その内訳をみると、注文処理の不履行/遅延、アクセス困難など、オンライン取引に固有の問題が多いことが分かる。

先に述べたように、SECが1998年にインターネット取引を監視する専門組織を立ち上げたこともあり、同年から摘発件数が増加している (第2表参照)。ここでの特徴は、ほぼ定期的に集中的な摘発が繰り返されていることであろう。これは一面では見せしめ的な効果を狙ったものと思われる。

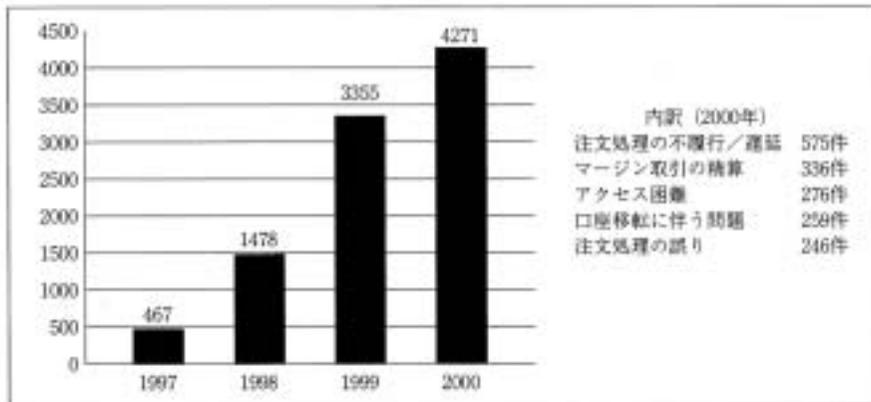
これらの事例はほとんどが対面や電話などの伝統的チャネルを利用して行われていた不正行為をネット上で行ったものである。例えば、1999年5月に摘発された事例では、ボイラー・ルーム (電話などを利用して、強圧的な証券の販売を行うこと。その際、時には電話口で会話のバ

ックグラウンドとしてテープを流し、あたかも注文が殺到しているかのように誤解させるような演出が行われる)による販売により、77人の被害者が80万ドルを失ったとされる。他方、不正行為を行ったブローカー・ディーラーは25万ドルの手数料を手にしたとされる。この中には、81歳の退職者で、妻がアルツハイマー症という被害者がいた。それ以外の詐欺事件でも、インターネットを利用した古典的な手口が多い。

しかし、中にはオンライン取引に固有の不正行為もみられる。例えば、1999年10月の摘発事

例は、eベイというインターネットのオークション・サイトを利用して違法な証券の募集を企てたものである。また、2000年3月のインサイダー取引は、大手投資銀行にワープロのアルバイトとして雇われていた者が偶然ごみ箱に捨ててあったコピーからM&Aに関するインサイダー情報を知り、それをネット上で流し金銭を取得しようとした事件である。摘発された19人はまったく面識がなかったというのが、いかにもネット上の不正行為らしいというべきであろう。

第1図 オンライン取引についての苦情の件数と内訳



出所：SEC

第2表 1998年以降の主要な不正行為の摘発事例

1998年	9月	インターネット上で的小型株をめぐる詐欺的取引で、13件、41人を摘発。被害額は2,500万ドル以上
	10月	インターネット上の詐欺的証券取引の一斉摘発 (44人の株式プロモーターを告発)
1999年	2月	インターネット上の詐欺的摘発
	5月	インターネット上でインテキな証券募集で26の会社と個人を摘発
	7月	インターネット上で無登録の「フリーストック」の配布に対して中止命令
		小型株をめぐる詐欺的取引で82の会社と個人を摘発
	10月	インターネットのオークション・サイトを利用した違法な証券の募集で3人を摘発
2000年	3月	SECと司法長官、インターネットを利用したインサイダー取引で19人を摘発
	9月	小型株をめぐる相場操縦の容疑で、33の会社と個人を摘発
2001年	3月	インターネット上で詐欺的取引で、23の会社と個人を摘発。インターネットを利用した不正行為の摘発件数は200件を越えた 「東京ジョー」に対する罰金および詐欺的行為の禁止命令

出所：SEC

## V. 証券会社のコンプライアンス体制

オンライン取引の開始にともなう証券会社のコンプライアンス体制については、NASDが中心になってガイドラインを定めてきたのは先に紹介したが、2001年にはSEC、NASD、NYSEによる調査報告が公表されている（SEC [2001]。調査期間は1998年10月から2001年初頭まで）。これは、投資家の啓蒙、システムのパフォーマンス、最良執行義務、代替的チャネルの有無、従業員のインターネット利用に対する監督体制、について実態を調査している。この概要は第3表に整理されている。

この調査によると、ほぼ問題がないと考えられるのは、複数のプロバイダーとの契約やコール・センターなどの代替的チャネルを準備して、システム・トラブルに備えていることである。しかし、それ以外の項目については、依然として改善の余地があることが示されている。

## VI. わが国の対応

日本でも1999年10月1日の手数料完全自由化前後から、相当数の業者がオンライン・サービスを開始し、手数料が一挙に大幅に低下した。そして、個人投資家の売買に占めるオンライン取引のシェアも現在まで一貫して上昇し、約5割を占めるに至っている。興味深いのは、ここに至るまで日米でオンライン取引のシェアがほぼ対照的な動きを示し始めていることである。この分岐点は2000年の第1四半期（1～3月）で、アメリカではピークの38%を記録した後、低下し続け、2001年7～9月には18%である。

日米ともに程度の差はあれ、ネット・バブルとかネット・ブームと呼ばれた活況が2000年春頃に終わり、市況の低迷が続いている。日本については、株式の売買高が伸び悩む中で、信用取引を中心にオンライン取引のシェアが伸びている。一部の有力オンライン業者が信用取引に

第3表 証券会社のコンプライアンス体制の現状

・ディスクロージャーと投資家の啓蒙 基本的な知識（成行注文と指値注文の違い、執行の遅れの可能性、価格変動がどのような影響を及ぼすか）について、投資家に説明しているか。 多くの証券会社がシステム・ダウンなどのリスクについて分かりやすい言葉（ブレーション・イングリッシュ）で説明せず。 3分の1の証券会社が証拠金について情報を提供せず。他の4分の1の業者は証拠金についての十分な説明をせず。IPOについて配分のプロセスが明確でなく、投資家に誤解を与える可能性がある。
・最良執行義務 多くの業者がすべての注文を自社の清算業者に回送し、執行の質を点検していない。
・システムの評価 調査対象となった証券会社の約4分の1が実施せず。それ以外は定期的に実施。
・システム・ダウン、あるいは注文処理の遅延に対する対策 約3分の1が複数のサイトを用意。大多数の業者は少なくとも2以上のサービス・プロバイダーと契約。すべての業者がコール・センターでバックアップ
・コンプライアンス体制 約半数の業者が従業員のインターネットの利用に関して文書となった方針を策定（NASD会員通知98-11号は、業者が監視できないのであれば、従業員が自分のパソコンあるいはサード・パーティーのシステムを利用して顧客と接触することを禁止すべきであるとのべている）。

出所：SEC [2001]。

力を入れてきたこともあり、競争の結果、その最低委託保証金も数十万円の水準まで低下し、以前ほどプロの投資家に限られた市場ではなくなっている。オンライン業者の直近の決算をみても、信用取引を手掛けている業者の業績が良好であるのに対して、現物取引だけの業者の業績は低迷している。これは、ここ数年の市況の低迷の下では現物株の買い注文は減少するのに対して、信用取引は「売り」からも入れるため、そのような時期でも売買注文を増やすことができるのと、融資に対する金利あるいは貸し株に対する品賃料が入ることである。とはいっても、信用取引を始めるにあたっては、各証券会社とも一定期間の投資経験を条件にしているから、依然として習熟度の高い個人投資家中心の市場であることに変わりはない。

以上のことを整理すると、日本では市況の低迷の下で、オンライン証券取引の登場とともに初めて株式投資に参加した初心者が撤退、あるいは様子見の行動に転じ、全体に売買高が低下する中で、アクティブなセミプロ的投資家による信用取引の割合が高まったといえるであろう。

それに対して、アメリカでは証券投資が個人金融資産の運用の不可欠な部分を構成しているから、資金を銀行預金などに避難させるよりも、短期の投資信託やMMFに移動させるという投資行動が特徴になっている。したがって、オンライン証券取引のシェアの低下も、市況の低迷を受けて個人投資家がマーケットから撤退したということではなく、個人の相場観だけではなく、個人の相場観だけではなく、良質のアドバイスやコンサルテーション・サービスを提供してくれる投資顧問会社やフルサービスの業者に資金を移動させたというのが実態だと考えられる。

このように、ここにきて日米で対照的な動きを示しているが、オンライン取引が有力なチャネルの一つとして定着したことは間違いないであろう。この間、日本でも、オンライン取引に対する投資家の知識の向上、証券会社のコンプライアンス体制の整備、そして監視体制が整備されてきた。以下では、アメリカとの対比を意識しながら、これらの動きを概観しておく。

まず、オンライン投資家の啓蒙を目的に、まとまった情報を提供しているのは東京証券取引所である。そのサイトに掲載されている「オンライントレードを行う方へ ―インターネットの賢い利用法―」と題された文書では、投資判断のポイント、手数料と税金などの一般的な知識を説明した上で、インターネットによる証券詐欺、風説の流布などの不正行為を紹介し、注意を呼びかけている。

しかし、SECが投資家の啓蒙活動に多大のエネルギーを注いでいるのに対して、東証以外に啓蒙活動を行っている組織は見当たらない。証券取引等監視委員会などがより積極的に取り組む必要があると思われる。また、アメリカでは各州に証券局があり、SECのサイトからリンクが張られていて、個人投資家は必要があれば居住地の証券局にすぐに連絡を取ることができる。中には、ニューヨーク州の証券局のように、独自に実態調査を実施するだけの体制を備えているところもある。これらの地域単位のネットワークが協力して、投資家の啓蒙活動に取り組んでいる。しかし、日本では地方自治体に「証券局」という名称の組織を置いているところはおそらく存在しないであろう。「経済局」の中に金融課がおかれ、銀行行政と一緒に証券取引に関わる問題が取り扱われているのが一般的であろう。この背景には、銀行システムが優位で証

券取引が根付いていないことがあるが、この点では大きく見劣りがする。

証券業協会は、業者に対して「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」を公表し（2001年4月改定）、業者の採るべき措置を詳細に述べている。一般的な留意事項としては、①インターネット取引にも現行の法令・諸規則が適用されること、②インターネット取引にかかる社内管理体制を整備すること、③投資家へのインターネット取引に関する情報開示を行うこと、④投資家にとって分かりやすい表現で情報を提供すること、をあげている。また、具体的な留意事項についてはやや細くなるので省略するが、基本的にはNASD（全米証券業協会）が一連の「会員通知」や「外務員向けガイドライン」で示したものと同じである。

最後に、監視体制を取り上げよう。1991年夏の証券・金融スキャンダルを契機として、国家行政法第8条に基づいて「証券取引等監視委員会」が設立されたのは周知のとおりである。監視委員会は証券行政に関する提言などとあわせ、検査・監視機関として、大蔵省から独立した行政委員会であり、内閣総理大臣が任命する委員長と2名の委員で構成される合議制の組織である。

その後、行政機構の再編成にともない、監視委員会は金融監督庁、次いで金融再生委員会の所管となったが、2000年7月に大蔵省金融企画局が担ってきた金融制度の企画・立案に関する機能が移管され、新たに金融庁が発足すると、その所管となった。

以上が監視委員会のこれまでの経緯であるが、その権限は、①検査、②取引審査、③犯罪事件の捜査、により業者や取引の監視を行い、その

結果に基づいて金融庁長官などに対して勧告、建議を行い、また告発する権限を与えられている。2001年度で、その定員は122人、地方財務局所管の定員が138人、合計で265人の定員である。

よく指摘されるように、大きな問題が3点ある。第1に、人員が絶対的に不足していることである。市場規模が違う（例えば、登録証券会社の数は、アメリカが約7,000、日本が約300である）ので単純には比較できないが、それでも1,000人程度の人員は必要であろう。かつて証券業が免許制であった頃に、筆者は大蔵省の担当者から日本は入り口で規制しているから監督体制が効率的であるという説明を受けたことがある。登録制に移行した現在、この言い分はもはや通用しない。第2に、数も問題であるが、それ以上に、業務についての専門的な知識をもった人員が欠けていることである。最近のように、デリバティブ、それを活用した株価連動債やEBのような仕組み債が次々と登場するようになると、実際に証券業務の経験がないとそれを理解することは容易ではないであろう。そして第3に、アメリカのSECがほとんどあらゆる権限を付与されているのに対して、監視委員会は基本的に勧告や行政処分などの告発に止まっていることである。

このような問題はあるにしろ、監視委員会もインターネット取引の監視には強い関心をもっている。まず、少ない人員で効果的な監視体制を敷くために「インターネット巡回監視システム」を稼働させ、疑わしいサイトがチェックできるような体制を整えている。また、2001年には、IOSCO（証券監督者国際機構）の呼びかけに応じて、「インターネット・サーフ・デイ」を実施した。1,888サイトの実態調査の結果、(1)

不正取引行為の疑いがあるものが4件で、その内訳は、①将来、数十倍に値上がりするとして、未公開株、新規公開株、外国企業株を勧誘しているもの、②高利回りのオフショア商品や高利回りを實現できるとする投資ツールを提供するもの、また(2)風説の流布などの疑いのあるものが6件、(3)その他(無登録の疑いがあるもの)が1件、であった。しかし、現在まで監視委員会が摘発したインターネット上の不正行為はない。これは、日本では証券取引法上の有価証券が第2条に掲げられたものに限定され(限定列举主義)、それ以外は監視委員会の権限外となっていることが関係している。例えば、仮に高利での出資を募る詐欺的取引を発見した場合でも、それが証券法上の有価証券に該当しない限り、それを証券法違反で摘発することはできないのである。

## おわりに

インターネット証券取引は初めて登場してから数年で、有力なチャネルの一つとして定着した。それは初期の頃の単なる受注や一般的な情報提供から、ポートフォリオ分析や運用アドバイスといった高度なサービスを提供するまでに進化した。

それともない、インターネット証券取引に対する規制もやや微妙な問題を含むようになった。これらの問題に対しては現在では明確なガイドラインが作成され、インターネット証券取引の規制環境は整備されている。

他方、インターネット証券取引の普及にともない、それを利用した不正行為も増加してきた。

アメリカでは、SEC、州の証券局、NASAA、そして自主規制機関(SRO)であるNASD、証券取引所が投資家の啓蒙に精力的に取り組み、投資家からの情報提供を呼びかけている。この結果、SECが摘発したインターネット上の不正行為は累計では既に200件を越えている。

これに対して、日本の現状は業者のコンプライアンスに関するルールなどについては整備されているものの、投資家の啓蒙、不正行為に対する監視体制といった点では大きく見劣りがする。証券市場の透明性、投資家の信頼性を高めるためには、この面での体制整備が欠かせないであろう。

### 【参考文献】

- Office of New York State, Investor Protection and Securities Bureau [1999], *Online Brokerage Industry Report, From Wall Street to Web Street: A Report on the Problems and Promise of the Online Brokerage Industry*.
- Securities and Exchange Commission (SEC) [1997], *Report to Congress: The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets*, Nov.26.
- [2001], *Examination of Broker-Dealers Offering Online Trading: Summary of Findings and Recommendations*, Jan. 25.
- 佐賀卓雄 [1999], 「デイ・トレーダーの規制をめぐる」, 『証券レビュー』11月。
- [2001], 「証券市場の監視機能の拡充」, 『ジュリスト』9月1日。
- [2002], 「オンライン証券取引の将来性—新しいビジネスモデルたりうるか—」, 『証券経済学会年報』, 5月。
- 清水葉子 [2001], 「オンライン取引の規制について」, 『証券経済研究』第33号, 9月。
- (当所東京研究所 主任研究員)

## 証券取引法研究会メンバー

(平成15年12月現在)

会	長	神 崎 克 郎	関西学院大学教授
委	員	龍 田 節	同志社大学教授
	"	前 田 重 行	筑波大学教授
	"	森 本 滋	京都大学教授
	"	浜 田 道 代	名古屋大学教授
	"	関 俊 彦	東北大学教授
	"	森 田 章	同志社大学教授
	"	山 下 友 信	東京大学教授
	"	神 田 秀 樹	東京大学教授
	"	近 藤 光 男	神戸大学教授
	"	前 田 雅 弘	京都大学教授
	"	吉 原 和 志	東北大学教授
	"	黒 沼 悦 郎	神戸大学教授
	"	神 作 裕 之	学習院大学教授
	"	永 井 智 亮	野村証券法務部長
	"	園 田 成 晃	日興コーディアルグループ法務部次長
	"	細 川 健	大和証券グループ本社経営企画部次長
	"	堀 内 勇 世	大和総研制度調査室次長
	"	長 友 英 資	東京証券取引所常務取締役
	"	石 黒 淳 史	日本証券業協会企画部課長
オブザーバー		大 島 真	証券保管振替機構業務部次長
研 究 所		関 要	日本証券経済研究所理事長
	"	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
	"	小 林 和 子	日本証券経済研究所理事・主任研究員
	"	新 道 仁 信	日本証券経済研究所企画調整室次長
	"	藤 田 哲 史	日本証券経済研究所事務局長

# 当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

- |  |                |
|--|----------------|
| 市場改革の進展と証券規制の課題<br>A5判 219頁 3,045円 送料310円(2002年8月)                                     | 証券取引法研究会編      |
| 金融システム改革と証券取引制度<br>A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)                                     | 証券取引法研究会編      |
| 欧米における証券取引制度の改革<br>A5判 253頁 3,360円 送料340円(1998年9月)                                     | 証券取引法研究会国際部会編  |
| 証券取引における自己責任原則と投資者保護<br>A5判 236頁 3,262円 送料310円(1996年6月)                                | 証券取引法研究会国際部会編  |
| コーポレート・ガバナンス<br>アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究<br>A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月) | 証券取引法研究会国際部会訳編 |
- 外国証券関係法令集 当研究所訳編**
- |   |  |
|---|--|
| アメリカ 1933年証券法、1934年証券取引所法<br>A5判 179頁 2,548円 送料310円(1990年10月)             |  |
| アメリカ 1933年証券法規則<br>A5判 241頁 3,567円 送料310円(1996年4月)                        |  |
| アメリカ 1939年信託証書法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法他<br>A5判 213頁 3,364円 送料310円(1992年7月) |  |
| イギリス 2000年金融サービス市場法<br>A5判 385頁 4,515円 送料310円(2001年3月)                    |  |
| ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他<br>A5判 232頁 3,465円 送料310円(2002年1月)      |  |

## 証券取引法研究会研究記録 証券取引法研究会編

- 第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点  
B5判 56頁 525円 送料210円(2003年11月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。  
なお、当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。)

証券取引法研究会研究記録 第2号

## システム障害と損失補償問題

平成16年1月31日

定価 525円 (本体500円 + 税5%)

編者 証券取引法研究会  
発行者 財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8  
東京証券会館内 〒103-0025  
電話 03(3669)0737 代表  
URL : <http://www.jsri.or.jp/>