

# 技術革新への米国監督当局の対応

坂本正喜

一九九四年八月から約二年間、ニューヨーク事務所において、証券・金融を巡る米国監督当局の諸動向をウォッチする機会に恵まれた。主要なトピックは、デリバティブ、金融制度改革（グラスステイガール法改革）、SECと投資家保護など、時とともに変化していったが、最近の関心事は、何といたってもインターネット等の技術革新が証券・金融市場及び、その監督当局に及ぼすインパクトであった。

本稿では、オンライン証券取引、電子マネーに対するSEC、銀行監督当局それぞれの対応振りや考え方について簡単に紹介したい。

## 一、オンライン証券取引とSEC

インターネットを中心とする電子通信手段の発達は、証券市場や証券取引に大きな影響を与えつつあるばかりか、既存の「取引所」「ブローカー／ディーラー」等の機能を代替する可能性すら秘めている。

SECとしては、まず解釈ガイダンスの発出によりインターネット等による情報伝達を現行証券

法体系の中に積極的に取り込み、その発達を阻害しないように努めている。また、インターネットを利用した自社株トレーディングシステムについては、アプリアリに禁止することなく、証券法規を遵守するために充足すべき条件を明示しつつ個別に容認する可能性を開いた。他方、インターネット等を利用した証券詐欺に対する取締りを強化している。ただし、インターネット上での「取引所」開設等、現在の制度を大きく変更するような課題や地理的管轄の消滅などの問題については、現時点で明確な回答が用意されているわけではないと考えられる。

### (1) 解釈ガイダンスの発出

SECは、インターネット等の電子通信手段による情報伝達 (Delivery of information) を奨励するとの立場から、昨年一〇月、証券の発行会社

が投資家に目論見書や年次報告等を電子通信手段により配付する場合、また、本年五月には、証券会社や投資顧問が電子通信手段により情報提供を行う場合、どうすれば証券法規上問題が生じないかについて、詳細な例示を付した解釈ガイダンスを発出した。

ウォルマン委員は、本件に関するSECのアプローチの特徴について、本年三月の講演の中で次のように自賛的に述べている。

「電子的な情報伝達が認められるための諸条件を付して特定のフォーマットの利用を強制するという命令的アプローチではなく、投資家がペーパーの形で提供されると同様の情報を電子通信手段によっても入手し得る (access) かどうか、その旨が投資家に通知される (notice) かどうかに重点を置いた、結果重視型の解釈ガイダンスを発出するに至った。このアプローチは、「access」

と「notice」という二条件を満足させうるイノベータティブな方法の開発を市場に委ねている。このようにすれば、技術革新が制限されるのではなく、最もよく発達するであろう。」

(注) 例えば証券発行会社が最終目論見書をインターネット上のwebサイトに掲示した旨投資家に通知したとしても、全ての投資家がインターネットへのアクセスを有しているとは限らないので、目論見書が配付されたとは言えないが、事前にインターネットによる目論見書伝達に同意している投資家に対して同様の通知を行うのであれば、証券法上目論見書が配付されたとされる。

## (2) インターネット上での自社株トレーディングシステム

(イ) ニューヨークの小さなビール醸造会社が、インターネット上で株式を新規公開したのみならず、本年三月、インターネット上に自社株のトレーディングシステムを開設した。SECは当該システムを一旦停止させ、証券法規に基づく以下

の修正条件を明示する書簡を同社に発出した。

① 投資家の資金を注意深く処理するため、資金の授受を銀行ないし第三者預託機関を通じて行うこと。

② このシステムについての投資家の誤解をさけるため、自社の株式は流動性に劣り、買った値段または提示されている値段で売却できない可能性があることを明記すること。

③ 売りと買いの気配を同時に「伝言板」に掲示すればディーラー行為にあたり、連邦証券法で定めるディーラーとして登録しなければならぬことをシステムの利用者にディスクローズすること。

④ 投資家の投資決定を助けるために、最近の取引結果(値段や株数など)をシステム上にディスクローズすること。株価操作を防ぐために、掲示された気配並びに過去の取引を全て記録

し、必要に応じてSECに提供すること。

(ロ) 他方、六月二七日付当地紙は、SECがカリ

フォルニアの企業に対しインターネット上で自社の株を取引することを初めて認めた旨報じている。基本的仕組は前出ビール会社と同様、自社のホームページ上に「伝言板」を設け、売り手と買い手が情報を載せるやり方だが、受渡・決済に関し、第三者機関を介在させる点が異なる。同社がパシフィック証券取引所に上場していることもSECが承認した一つの理由とみられている。

(イ) 前出ビール会社は、自社株取引からさらに進んでインターネット上で新規公開株を中心に、売りと買いを自動的にマッチングさせるデジタル取引所の創設をもくろみ、SECに打診している模様である。証券詐欺や株価操作等の問題に対処するための新たな規制の枠組を要するか否か、SECとしても慎重な検討を必要とするのである

う。

(3) インターネットを利用した不正行為の取締り

(イ) インターネット上での株式売買サービスを提供しているブローカーはまだ少数であるが、インターネットを悪用して詐欺的な販売行為や株価操作が行われる恐れがある。このため、SECは、自主規制機関とともにインターネット監視に係るタスクフォースを設置した。

(ロ) ウォルマン委員は本年六月一二日の講演の際に、インターネット上のいわゆる「伝言板」(chat rooms)を利用した株価操作が行われている可能性がある旨指摘し、法規執行局による監視を実施中であると述べた。また、投資家に対し「伝言板」を用いた詐欺に注意するよう呼びかけている旨述べた。

また、NASDのスポークスマンも、

NASD Rが「伝言板」での情報に関連した異常な株価の動きを発見している旨明らかにした。

(イ) 実際の摘発例も出ている。SECは六月一日、実在しない証券インターネット上で公募したとして摘発した企業との間で和解し、当該企業は五、〇〇〇ドルの罰金支払及び将来にわたり違法行為を行わないことに同意した。

(ニ) また、SECは本年六月一四日、インターネットのサイト上、投資家が証券詐欺や違反行為に関する情報を直接法規執行局に伝送できるよう窓口センターとして「Enforcement Complaint Center」を開設した。

#### (4) クロスボーダーの規制問題

(イ) ウォルマンSEC委員は本年三月の講演の中で、インターネットは国境を超えた広範な情報伝達を可能とするため、従来の地理的な管轄に基づ

く規制体系では対応できなくなろうと警告した。

同委員は、「外国の証券取引所がインターネット上提示した気配を見て、米国の投資家がインターネットを通じて外国の証券取引所に直接オーダーを出す」という仮設例を提示し、米国の投資家保護及び米国証券取引所の競争上の不利益の問題点を念頭に置きつつ、各国規制当局の協同行動を強化するとともに、グローバルシステムの中での規制の在り方を検討する必要があると述べた。

(ロ) ウォルマン委員は六月一二日の講演の際にも同趣旨の発言を行ったが、質疑応答の中で「外国証券会社がインターネットで投資を勧誘する場合、米国証券法規上の問題が生ずる」とし、香港の証券会社が広東語でインターネット上勧誘したらどうなるのか、との質問に対し、「香港の監督当局とは従来から緊密に連携しており、インターネット上の問題が生ずれば協議を行うこととなる

う」と述べていた。

## 二、電子マネーと銀行監督当局

下院銀行委員会国内・国際金融政策小委員会において、昨年から本年六月にかけて「マネーの将来」と題する公聴会が四回にわたり開催され、連銀、OCCによる証言も昨年一〇月行われた。キャッスル小委員長は、公聴会の目的は電子マネー技術の秘められた「可能性」と「危険性」の両面に対し業界・議会・行政当局の関心を向けることであり、電子マネーを規制するための立法措置を急ぐつもりはない、としている。但し、民間部門が共通の基準策定など適切な措置をとらない場合には、次の会期以降、何らかの立法措置が必要となるかもしれないと警告した。

銀行監督当局の証言は、技術進歩を阻害するよ

うな形での規制は考えていないとしつつ、様々な公益保護の観点から何らかの対応が必要であることを示唆するものであった。実際、連銀は本年四月、ATM等による電子的な資金移転に現在適用されているレギュレーションを電子マネーにどのように適用すればよいかについて具体的な提案を行っている。

以下、昨年一〇月のプラインダー連銀副議長、ルードヴィックOCC長官の議会証言を中心に、銀行監督当局の考え方を取りまとめてみたい。

### (1) 基本的考え方

#### 〔連銀〕

電子マネー産業の発展を規制により禁止する意図は毛頭ない。消費者・ビジネスに利益となる支払手段のイノベーションを今後とも奨励していきたい。

しかしながら電子マネーが提起する問題点は複雑かつ多岐にわたり、その検討を開始するのに早すぎるということはない。

〔OCC〕

電子マネー問題への政府の対応にあたって、以下の四原則に留意すべきである。

- ① 政府の介入は公益保護上の明確な必要性がある場合に限るべきである。例えば電子マネーの安全性に関し政府が基準を設定・監視することが将来必要となるかもしれない。
- ② 政府は、政策目標を示すにとどめ、民間部門が目標達成のための具体的手段を開発するような形とすべきである。
- ③ 行政上の便宜だけを考慮するのではなく、規制コストと便益を比較衡量すべきである。
- ④ 規制ルールを常に現実にあわせて改訂すべきである

〔OCC〕

## (2) 法的枠組、リスク

〔連銀〕

電子マネー商品を対象とする法的・規制上の枠組を明確にすることが政策担当者・業界の双方にとって喫緊の課題であろう。

電子マネーの発行者が倒産・支払不能となった場合の電子マネー保有者の権利、清算・決済メカニズムのあり方など、基本的な構造が業界内でも固まっていないし、法的枠組もはっきりしない。

金融商品に関する規制上の枠組としては、これまで①ディスクロージャーと監視(例：ミューチュアルファンド)②ポートフォリオ上の制約(例：マネーマーケットファンドの投資制限)③政府保険(例：預金保険)、が実施されてきた。議会は、このうちどれを電子マネーに適用すべきか、いずれ決定しなければならない。

被るリスクのディスクロージャーを行うべきである。

## (4) 消費者保護

〔連銀〕

電子的な資金移転に関する法律を実施するためのレギュレーションEは、無権限者による電子的な資金引落しにかかる消費者に対する責任限度、過失による引落しの訂正手段、対顧客ディスクロージャー、端末機でのレシート発行及び口座報告書の送付などを定めているが、これを電子マネーにどのように適用すべきかが、大きな注目を集めている。

## (5) マネーロンダリング

〔連銀〕

電子マネーの最大金額が限られ、取引記録を追

電子マネーが抱えるリスクには、信用リスク、システムミックリスク、取引リスク(オペレーションや決済システムの不調から発生する損失リスク)、不正リスク(偽造、無権限使用)などがある。銀行監督当局としてのOCCは、こうした新たなリスクへの対応を真剣に研究している。

## (3) ノンバンクによる電子マネー発行

〔連銀〕

ヨーロッパの中央銀行は、銀行のみにプリペイドカード(電子財布)発行を認めるとの提言(当該カードに預金保険等銀行預金と同様の保護を与えるため)を行っているが、連銀としては、このような制限的な政策が適切であるとの見方はとっていない。

しかし、規制上の枠組に関する一層の分析は必要であり、電子マネー発行者は最低限、保有者が

跡できるようなシステムの現状であれば懸念は少ないが、長期的に見て多額の金額をコミュニケーショネットワーク上、追跡不能な形で移転できるようにシステムが開発されれば、現行のマネーロンダリング規制の変更が必要となるろう。

(注) ①一般的に電子マネーは現金以上に隠匿、持ち運びが容易である、②個人間や電話回線を通じた資金移転が可能なシステムの場合、大口取引報告義務によるマネーロンダリング規制の回避が容易になる、といわれている。

### (6) 金融政策

#### [連銀]

連銀は現在、需要の変化に応じて受動的に通貨を発行・回収しているにすぎず、電子マネーが通貨に代替し始めるようになって、基本的な業務は変わらない。但し、技術的な変更調整は必要となるろう。

#### [OCC]

新たな支払手段の登場は、過去におけるMMFやクレジットカードなどと同様、マネーサプライの計測方法に影響を与えるであろう。

準備率規制が及ばないノンバンクに電子マネー発行が認められれば、金融政策を弱めかねないと指摘もある。

(さかもと まさき・前ニューヨーク事務所主任研究員)