

インターネット証券取引に関わる 法規制の現状と課題

(株)野村総合研究所

資本市場研究室長 おお きき さだ かず 大崎 貞和

目 次

はじめに	(1) 予想されるトラブルの類型
1. インターネット証券取引の障害となる 規制の見直し	(2) 我が国における対応の現状
(1) 米国 SEC による取り組み	4. インターネットを悪用する不正取引の 懸念
(2) わが国の現状	(1) 相対的に小さい販売・勧誘上の問題
2. インターネットの無国籍性	(2) 不正取引の懸念と規制の必要性
3. 顧客とのトラブルをめぐる問題	(3) 不正取引をめぐるわが国の現状
	おわりに

はじめに

1996 年以降、米国を中心に証券取引におけるインターネットの利用が本格化し始めた。わが国においても、1999 年 10 月の株式売買手数料完全自由化を契機として、インターネットを主要な取引チャネルとすることで従来の固定手数料を大幅に下回る格安手数料を設定するオンライン証券会社が登場している。既存の証券会社の間でも、インターネットを活用することで、これまで証券会社と取引していなかった比較的若い投資家層など、新たな顧客を取り込むことに成功したといった声が聞かれる¹⁾。

既に、わが国証券会社のインターネット取引口座数は 130 万口座に達しているが、引き続き順調に増加しており、インターネット経由の発注も着実に増加している。低コストで

利便性の高いサービスを提供できるインターネット取引の普及は、証券投資の活発化と市場の効率性向上につながることが期待されている。

しかしながら、証券取引をめぐる現在の法規制は、外務員の訪問外交による勧誘や証券会社店舗でのやり取り、紙の書類による説明や報告といった従来型の取引を想定して組み立てられており、インターネットの利用に十分に合致していない面が少なくない。インターネットというメディアの特性から新たな問題が生じる懸念も指摘されており、投資家保護の観点から解決が要請されている。

本稿は、こうしたインターネット証券取引をめぐる法規制の現状について、わが国の状況を中心に整理し、今後の検討課題を指摘しようとするものである。

1 インターネット証券取引の障害となる規制の見直し

(1) 米国 SEC による取り組み

これまで証券取引規制は、証券の売買や投資勧誘が、人と人との対面交渉や電話での会話、書面（紙）のやり取りなどを通じて行われることを前提として組み立てられてきた。例えば、証券業者や証券発行者は、投資家に対して、目論見書、取引報告書など、様々な書面を交付するよう義務づけられている。これらの書面は、投資家、なかんずく証券取引に関する情報や知識の面で業者や機関投資家などのプロよりも不利な立場にある個人投資家を保護するために制度化されたものである。ところが、こうした書面の存在が、インターネットを通じた効率的な取引の妨げとなる可能性が生じ始めたのである。

この問題に着目し、早くから法規制の積極的な見直しに取り組んだのが、米国の証券市場規制・監督機関である証券取引委員会（SEC）である。SEC は、1995 年 10 月と 1996 年 5 月の二度にわたって、証券取引における様々な電子媒体使用に関する解釈通達を出すとともに関連規則の改正を行い、証券発行者や証券業者によるインターネットなど電子ネットワーク活用を促進するための環境整備を進めたⁱⁱ。

1995 年 10 月の通達では、証券発行者による目論見書や株主総会における委任状勧誘書類の電子的な送付が容認された。すなわち、

電子目論見書等を送付したという事実が、電話、ファクス、郵送された手紙、電子メール等によって投資家に対して別途通知されること、投資家にとって紙の文書と同等の利用可能性があり、情報へのアクセスが可能となっていること、投資家が要求すれば紙の目論見書等を交付すること、という三つの要件を満たしていれば、電子目論見書等を使用

することができるものとされたのである。

これによって、発行会社が自らのホームページ上で目論見書を公開して証券を公募する、インターネット・ファイナンスとも呼ぶべき資金調達方法やオンライン証券会社による新規公開株の積極的な取扱いが可能となった。

一方、1996 年 5 月の通達では、取引報告書や残高報告書、運用状況報告書など、証券会社や投資顧問業者などが、法令上の義務として投資家に送付しなければならない書面を電子的に送付することが認められた。この場合の要件も、電子目論見書等を使用する場合とほぼ同じであり、電子媒体で得られる情報が紙媒体で得られるものと実質的に同じであること、電子媒体による送付の事実が投資家へ別途通知され、投資家が書面にアクセスでき、正しく送付されたことを確認するための措置が講じられていること、投資家が要求すれば紙の書面を交付すること、などとされている。

なお、この通達で電子的な交付を認められた書面には、プライバシーに係わる情報が多く含まれることから、システム上のセキュリティについて十分配慮することや投資家が電子的な交付について十分に理解した上で同意するというインフォームド・コンセントの重要性が強調されている。

この二つの通達によって、証券取引におけるインターネットの利用が大いに促進されることになったが、SEC は、2000 年 4 月になって、これらを補足する新たな解釈通達を出したⁱⁱⁱ。新たな通達では、電子媒体での書面の交付に関する顧客の同意を書面でなく電話で得ることが容認されたほか、個別の証券発行の度ごとではなく、包括的な合意を得ることが可能になった。また、PDF ファイルの利用や電子目論見書からハイパーリンクを張った

情報を目論見書の一部とすることが認められた。

（２）わが国の現状

わが国でも、オンライン証券会社を中心に各種の書面を電子メールやホームページへのファイル搭載などの方法で投資家に交付したいというニーズは強い。とりわけ、1998年12月に施行された改正証券取引法によって、それまでは受益証券説明書の交付のみで足りるものとされてきた投資信託についても、目論見書の交付が義務づけられたことなどから、この問題の解決に対する実務面からの要請が強まっている。

こうした中で、2000年5月に成立した証券取引法の改正によって、今後、インターネット上でのファイル送付といった方法で電子目論見書を投資家に交付することが認められることになった。すなわち、「目論見書を交付しなければならない者は、内閣府令で定める場合には、当該目論見書の交付に代えて、当該目論見書に記載された事項を電子情報処理組織を使用する方法その他の内閣府令で定める方法により提供することができる」との規定が盛り込まれ、この場合には、目論見書を交付したものとみなされることになったのである（証取法第27条の30の9）。この規定は、2001年6月1日から2002年6月1日までの範囲内において政令で定める日に施行される（証取法附則第1条第2号）。

また、2000年4月に発表された金融監督庁（当時）の「金融サービスの電子取引等と監督行政に関する研究会」の報告書「金融サービスの電子取引の進展と監督行政」では、目論見書に加えて、取引報告書等の書面について、ホームページや電子メールを通じた交付を認めるべきであると提言しており、その場合の具体的な要件について検討している。ま

た、書面の電子的な交付の条件について、法令または事務ガイドライン等により明示されることが望ましいとしている。

今後、目論見書、取引報告書のいずれについても、所要の法令等の整備が図られるものと期待されているが、早くから規制の明確化が図られた米国に比べると、対応が遅れ気味になっていることは否定できない。

２．インターネットの無国籍性

証券取引におけるインターネットの活用は、上でみたような、いわば法規制の技術的修正を促したばかりでなく、インターネットの特性に由来する、より基本的な問題をも提起することになった。すなわち、世界中どこからでも同じ情報にアクセスすることが可能であるというインターネットの無国籍性から、インターネット上で行われる証券の公募や投資情報の提供などが、どの国（地域）の法的管轄権に服するのが明らかでないという問題である。

米国や英国では、この問題に対する一定の解決が、規制当局による解釈の明示によって図られることになった。

米国のSECは、1998年3月の通達において、インターネット上で投資顧問サービスを提供する場合、米国内の顧客を15人以下に限定するために、米国内向けのサービスではない旨の担保文言を記載するなどの合理的措置をとっていれば、投資顧問法上の登録義務は課されない、米国外の証券会社が開設するホームページ等は、サービス対象が米国外であることを明示したり、米国内からの取引を拒絶するといった合理的措置をとっていれば、証券取引所法上の登録義務は課されない、ことを明らかにした^{iv}。

英国では、1998年5月に金融サービス庁（FSA）が、英国内居住者に向けられたものと

判断されないインターネット上の投資広告については、金融サービス法に触れるものと見なさないとのガイドラインを発表した^v。

また、2000 年 6 月に成立した金融サービス・市場法（従来の金融サービス法を全面的に改正する法律）では、「コンピュータ・システムを利用した投資指図の送信」が法の規制対象業務となった。一方、英国外から発信された情報は、投資勧誘（financial promotion）にあたる内容であっても、英国内に影響を及ぼし得るものでない限り、規制の対象とならないとされており（第 21 条第 3 項）、インターネット上での金融サービス提供に対する取扱いが、より明確にされることになった。

米英両国のこうしたアプローチは、主要各国の証券規制当局が加盟する証券監督者国際機構（IOSCO）によっても基本的に支持されている。IOSCO の専門部会が 1998 年 9 月に公表した報告書「インターネット上の証券活動」では、ある国（地域）の規制当局がインターネット上での証券取引サービスの提供や証券公募等に対して規制上の権限を行使することを正当化するような条件として、当該当局の管轄地域の居住者を対象とした情報であることが明確であること、当該当局の管轄地域の居住者との取引を実際に行っていること、

当該当局の管轄地域の居住者に対して電子メール等による情報の積極的な提供が行われていること、などをあげているのである^{vi}。

一方、わが国では、証券取引行為についての勧誘をすることなく国内にある者の注文を受けて外国からそのものを相手方として証券取引の仲介等を行う場合には、外国証券会社としての登録が不要とされている（外証法第 3 条第 2 項、外証法施行令第 2 条第 2 号）こともあり、個人投資家等によるインターネットを利用したクロスボーダー取引は現実にかんりの程度まで行われているようである。国

内の投資家との取引を強く意識しているとみられる海外の証券業者のサイトが存在するとの指摘もある。しかしながら、今のところ、インターネット上の投資情報等が、どのような場合にわが国の証券取引法規制に服するのかは必ずしも明確にされていないのが実情である。

3．顧客とのトラブルをめぐる問題

（1）予想されるトラブルの類型

インターネットを通じたオンライン証券取引は、証券投資に関する情報提供、投資勧誘、売買注文の受託といった証券会社が提供するサービスの媒体を従来の店舗での応対や営業職員による訪問、電話といった形態からインターネットへ移したただけのものである。オンライン証券会社が、伝統的な証券会社と本質的に異なる特別な規制や監督に服さなければならぬと考えるべき理由はない。

しかしながら、現実のサービス提供に際しては、インターネットそのものの特性や証券会社、投資家双方がインターネットという新しいメディアの利用に必ずしも十分に習熟していないことなどに由来する様々な問題やトラブルの発生も懸念される。投資家保護と証券市場に対する信頼の確保という観点からは、そうした問題やトラブルを未然に防ぐための監督の強化や責任の所在の明確化が重要になる。

インターネット証券取引をめぐる、顧客との間で生じる可能性のある、従来の取引形態にはないようなトラブルとしては、以下のような例があげられよう。

例えば、オンライン取引サービスを提供している証券会社のホスト・コンピュータがダウンして注文の処理が困難となったり、一時的にアクセスが急増したために処理が遅れたりするといったトラブルの発生が懸念される。

とりわけ、情報の送達経路が事前に特定されないというインターネットの特性から、トラブル発生 の責任を、投資家、インターネット・サービス・プロバイダ、電話会社、証券会社のいずれに帰すべきかが定めにくいという問題点もある。

システム上のトラブルは、第三者による意図的な行為によって引き起こされるケースもある。システム上のデータを消去したりする、いわゆるコンピュータ・ウィルスに加えて、一つのサーバーへ大量のアクセスを集中させるソフトウェアもインターネット上では知られており、愉快犯的な者によって業務妨害が行われるといった可能性もある。

一方、投資家側の入力ミスや勘違いによって、本来意図していなかった取引が行われてしまう可能性もある。店頭や電話による口頭発注ならば、受注した外務員がその場で気付くようなミスであっても、オンライン証券取引の場合、正しい発注として処理されてしまう可能性がある。もちろん、このような場合の処理については、約款等で詳細に定められているわけだが、顧客との間で深刻な紛争に発展する可能性も否定できない。こうしたトラブルについても、第三者による意図的な行為によって引き起こされるケースもある。ID やパスワードを盗用する、いわゆる「なりすまし」である。

（２）わが国における対応の現状

これらのトラブルへの対応は、基本的には、各証券会社の自主的な努力に委ねられているのが実情である。投資家からすれば、個別会社の対応ぶりを正確に知ることは容易でないため、マネー雑誌などの情報を手がかりとしながら、取引に利用する証券会社を選択せざるを得ないという状況にある。

とはいえ、業界による一定の基準作りも動

き始めている。1999 年 9 月、日本証券業協会は、これらのトラブルに対する懸念を念頭に置きながら、「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）」を発表した。このガイドラインは、インターネットを利用したオンライン証券取引が、「非対面性」及び「非書面性」という特性を有することに鑑み、証券会社がサービス提供にあたって留意すべき事項を整理したものとされている。

ガイドラインは、まず、一般的な留意事項として、オンライン取引においても現行の法令・諸規則が全て適用されること、社内規程作成等により社内管理体制を整備すること、投資家にオンライン取引を適正かつ円滑に行うために必要な情報を周知、連絡すること、オンライン上で提供される投資情報等が投資家にとって分かりやすく必要な情報を含んでいること、の四点をあげている。

その上で、オンライン取引の対象とする証券や取引の内容など、一般的な事項、内部管理体制の整備及び取引の安全性確保に係る事項、顧客に対する情報の提供及び取引の手続きに係る事項、法令・諸規則の遵守に係る事項、のそれぞれを詳細に指摘している。

一般的な事項としては、顧客属性の把握や内部管理体制の整備に留意すべきこと、リスクが高い商品や仕組みが複雑である取引を取り扱う場合には、ホームページにおいて十分な説明を行うとともに、顧客から要請があれば説明書を郵送等の方法で送付すること、顧客相談窓口を設置するとともにホームページ上で Q&A を設けること、などを要請しているほか、インターネット取引契約に盛り込むべき項目や免責事項についても具体的に掲げている。

内部管理体制については、所管部署を設け

ること、取引に対する監視・審査を通常の取引と同様に売買審査部門において行うこと、通常の取引と同様の本人確認に加えて、資金の送受金を銀行口座を通じて行う等の方法により、本人確認の実効性を高めること、などのほか、暗証番号の取扱い、セキュリティ確保、発注方法、記録の保存、システム障害等への対応についても具体的事項を掲げている。

顧客に対する情報提供については、証取法上の登録番号と登録年月日をホームページ上に表示すること、自社の業務の状況等をホームページ上で公表すること、システム構成についても開示することなどを要請している。また、自社の問い合わせ窓口をホームページ上で明示することや証券取引に関する解説、注文処理の流れについての説明、受渡方法や手数料、適用為替レートなどの説明等を行うよう求めている。約定の連絡や不出来の場合の取扱いについても、具体的に記載している。

法令・諸規則の遵守に係る事項としては、勧誘・広告や取引の受託に係る法令・諸規則に十分に留意すべきこと、インサイダー取引を排除すること、売買規制銘柄の注文を受け付けないこと、地場受け等に関する規制の順守、などを求めている。また、非居住者との取引に関しては、今のところ各国共通のセーフハーバー的なルールが存在しないことを指摘した上で、既に触れた IOSCO や SEC のこの問題に関する考え方を説明している。

このガイドラインは、協会が定める公正慣習規則のように強制力を有するものではない。しかし、オンライン証券取引サービスの実施にあたって直面することが予想される問題を幅広く具体的に取り上げており、証券会社にとっての実務上のよき指針となることが期待されている。

なお、2000 年 10 月、証券取引等監視委員会は、オンライン証券取引に際して取引報告

書の適正な交付を怠ったり取引に関する情報を虚偽表示したとして、エイチ・アイ・エス協立証券に対する行政処分を勧告した。インターネット証券取引に係わる初めての行政処分勧告である。このケースでは、システム障害が発生するというインターネット取引の特性を考慮しないなど内部管理体制に大きな問題があったとされる。

4 .インターネットを悪用する不正取引の懸念

(1) 相対的に小さい販売・勧誘上の問題

個人投資家にとっては、インターネット証券取引は、高い利便性を有する反面、既に指摘したような入力ミス、「なりすまし」などの不正行為などの懸念をも伴うサービスである。また、対面取引の場合とは異なり、説明のために提供される情報を十分に理解できないまま取引を行ってしまうといった危険性も少なくない(反面、対面による詐欺的な投資勧誘を排除できるのも事実である)。

とはいえ、オンライン取引であっても、証券取引であることに変わりはなく、投資の成果に関しては、投資家の自己責任の原則が貫徹されることになる。もちろん、証券会社が虚偽もしくは誤解を招くような情報を提供したといった場合やリスクの高い取引に関して十分な説明がなされていなかったといった場合には、問題が生じ得る。しかし、一般的に言えば、インターネット上での証券取引は、投資家側が能動的に働きかけた結果として行われることが多く、販売・勧誘に係わる投資家保護上の問題は、相対的に小さいと考えて良いのではなかろうか。

(2) 不正取引の懸念と規制の必要性

むしろ、オンライン取引で問題となるのは、必要な登録や認可を受けていない者などによ

る詐欺的な投資勧誘やサービス提供であろう。物理的な店舗などが存在しないインターネット上では、法令を遵守している業者とそうでない違法な業者を識別することが難しくなることも考えられる。また、匿名性が高く、低コストで多数の者に同時に情報を発信することができるというインターネットの特性を悪用し、投資関連の電子掲示板や電子メールなどを通じて、風説の流布（証取法第 158 条）相場操縦（証取法第 159 条）にあたるような取引を行う者が現れることも懸念される。実際、オンライン証券取引の先進国であるアメリカでは、既にそうした不正行為の事例が、多数摘発されている。

インターネットに対する規制をめぐっては、一部には、インターネット上のいわゆるサイバースペースは、現実世界とは異なるバーチャルな空間であり、現実世界の法令をそのまま適用し、執行しようとするのではなく、インターネット利用者の自主的規制に委ねるべきだといった見解もみられる^{vii}。こうした見解は、主として表現の自由を守るという観点から提起されている。

しかし、インターネットを利用する投資家にとっては、インターネット上で提供される証券取引に関する情報や取引機能が全面的に自主的な規制だけに委ねられてしまえば、十分な投資家保護の確保が期待できず、安心して利用することができなくなる。他方、証券取引におけるインターネットの活用は、証券会社や証券発行者にとってのコスト削減と効率化につながるばかりではなく、一般投資家の情報へのアクセスを容易にするという効果をもたらすため、投資家保護の向上という観点からも、望ましいことと考えられる。それだけに、規制・監督当局としても、投資家がインターネット取引に対する不信感を募らせるような事態は招きたくないという気持ちが

強いようである。

（３）不正取引をめぐるわが国の現状

わが国では、今までのところ、インターネットを利用した証券取引にかかわる不正行為が摘発されたという例はほとんどない。しかし、オンライン取引の利用者が増加するとともにインターネット上でやり取りされる証券取引に関する情報の量も増えている。

インターネットの特徴は、誰もが情報の受信者であるとともに発信者にもなれるという双方向性にあり、投資情報専門の掲示板やニュースグループで一般の投資家同士が意見を交わす機会も多くなっている。反面、インターネット上では、発言に際して姓名や身分を明かす必要はなく、仮にそうした情報が記載されていたとしても、それが真実であるという保証はない。同じ人物が複数の名前を使って情報を掲載したり、一般投資家を装って風説の流布や相場操縦を試みる詐欺師がいないとも限らない。

事実、最近では、一部の電子掲示板で公開会社に関するインサイダー情報とおぼしき投稿がみられたと指摘する新聞記事が現れ、そうした指摘に対して電子掲示板の主催者が掲示板上で逆に新聞批判を展開するといった事態も生じている。このケースでは、記事を執筆した記者に対する個人攻撃的な色彩も伴い、インターネット上のコミュニケーションの難しさを改めて印象づける結果となった。

2000 年 3 月には、証券取引等監視委員会が、IOSCO での申し合わせに基づいて、「インターネット・サーフ・デイ」を実施し、高利回りを約束して金融商品を販売していた詐欺的なサイトや風説の流布やインサイダーによる情報提供が疑われる電子掲示板の投稿などを発見している。投資家の側でも、インターネット上にはこうした危険もあることを認識し、

正しい情報とそうでないものを区別しながら証券取引にインターネットを活用していくという姿勢が求められているのである。

おわりに

いつでもどこでも売買注文が出せ、豊富な投資情報や分析ツールも利用できるインターネット証券取引は、証券投資の新たなスタイルとして多くの投資家に受け入れられつつある。とはいえ、証券取引とは無関係な分野でインターネットを悪用した社会的事件が少なからず発生していることもあって、インターネットは危険なもの、注意しなければならないものという見方が根強いことも否定できない。

こうした中で、投資家にとっては利便性が高く、証券会社にとってもサービス提供のコストを合理化することのできるインターネット証券取引を一層普及させていくためには、本稿で触れたような様々な問題点を解決し、効率と信頼の向上を図っていくことが不可欠であろう。

not intended for investors in the UK, FSA, Guidance Release 2/98 (28 May 1998).

^{vi} Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Securities Activity on the Internet*, September 1998. 筆者は、日本証券業協会専門調査員として、この報告書の作成にあたった IOSCO「インターネット・タスクフォース」の議論に参加した。

^{vii} 平野 晋、牧野和夫『判例 国際インターネット法』プロスパー企画(1998) 第2章参照。

ⁱ インターネット証券取引の現状については、大崎貞和『ネット証券取引』(日本経済新聞社、2000年)参照。

ⁱⁱ *Use of Electronic Media for Delivery Purposes*, SEC Release, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399 (October 6, 1995), *Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information*, SEC, Release No.33-7288; 34-37182; IC-21945; IA-1562 (May 9, 1996).

ⁱⁱⁱ *Use of Electronic Media*, SEC, Release No. 33-7856; 34-42728; IC-24426 (April 28, 2000).

^{iv} *Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore*, SEC, Release No.33-7516, 34-39779, IA-1710, IC-23071, International Series Release No.1125 (March 23, 1998).

^v *Treatment of material on overseas Internet World Wide Web sites accessible in the UK but*