

誤発注の再発防止及び発生時における対応について

－株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキング最終報告－

平成 18 年 11 月 14 日

株式の注文管理・リスク管理体制
の整備に関するワーキング

株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキング・グループ委員名簿

平成18年11月 現在

主 査	辛 島 利 泰	(野 村 証 券	グロ-バル・マーケット企画部次長)
委 員	石 川 高 弘	(モルガン・スタンレー証券	法務・コンプライアンス本部 エグゼクティブ・ディレクター)
	市 本 博 康	(東 京 証 券 取 引 所	株式部株式総務グループ統括リーダー)
	岩 間 繁	(極 東 証 券	株 式 業 務 室 課 長)
	海 老 原 久	(日興コーディアル証券	リスク管理部総括管理課長)
	大 西 信 二	(大 阪 証 券 取 引 所	市場企画グループグループリーダー)
	片 岡 隆 明	(水 戸 証 券	株 式 業 務 部 長)
	楠 誠 晃	(み ず ほ 証 券	エクイティ企画部部長)
	雑 賀 基 夫	(松 井 証 券	コンプライアンス室部長)
	坂 本 英 彦	(大 和 証 券 S M B C	エクイティ・マーケティング部エクイティ戦略課次長)
	佐 藤 公 治	(野 村 総 合 研 究 所	証券システムサービス事業本部 STAR 事業 部 長)
	高 藤 栄 治	(岡 三 証 券	商 品 業 務 部 長)
	西 向 一 浩	(日 本 証 券 クリアリング機構	リスク管理グループ審議役)
	山 田 康 太 郎	(U B S 証 券	コ ン プ ラ イ ア ン ス 部)
	渡 邊 隆 裕	(ジャスダック証券取引所	市 場 企 画 部 部 長)

以 上 15 名

(敬称略 五十音順)

「株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキング」最終報告書（概要）

1. 検討の経緯と中間整理を踏まえた協会、取引所の対応状況

本ワーキングでは、平成 17 年 12 月のジェイコム株式に関する大規模な誤発注の発生を受け、自主規制会議及び証券戦略会議の合同ワーキングとして、その発生の原因等を検証した上で、大規模誤発注の再発・未然防止策及び誤発注発生時の対応について検討した。

このうち、協会員における誤発注の未然防止のための内部管理体制の整備、証券取引所における未然防止の対応等については、本年 3 月 15 日に「誤発注の再発防止に向けた適切な受発注管理のあり方について」（中間整理）として取りまとめ、これを公表するとともに、中間整理で提言された内容については、協会において「協会員における注文管理体制の整備について」理事会決議（自主規制会議決議）として 4 月 18 日付で制定し、10 月 1 日から施行されたところである。

当該理事会決議では、協会員に対し、買付代金や売付有価証券の事前預託の励行や注文内容の確認を求めるとともに、ソフトリミット及びハードリミットの設定を求めることとした。また、発注制限のかかった注文を再発注する際には解除承認者（管理者）の承認を要することとし、さらに、適切な人員配置や研修、定期的な社内検査を行うこととした。

また、本年 3 月には証券取引所に対しても、誤発注抑止機能として、上場株式数の 30% を超える注文や新規上場銘柄について公募・売出し価格の一定割合を上回る（下回る）注文の受付を抑止するとともに、上場株式数の 5% 超の誤発注や協会員から要請があった誤発注については、必要と認める場合に約定締結処理を一時中断させる対応を図ることを要請した。同時に、5% 超の誤発注が約定した場合や誤発注により約定した価格が直前の約定価格の上下 7% を超えて変動したときは、当該事実について遅滞無く投資家等に対して公表するとともに、売買単位の統一や株価水準を適切な一定のレンジに収斂させる方策の検討についても要請を行った。

これを受け、証券取引所は、本年 4 月に「取引参加者における注文管理体制に関する規則」を制定（10 月 1 日施行）するとともに、所要の整備を行ったところである。

2. 中間整理公表後の検討

本ワーキングでは、中間整理公表後、約定取消しのあり方、誤発注に係るペナルティのあり方、受渡決済のあり方等についてさらに検討を行ったが、当該検討に当たっては、欧米の主な取引所等に調査団を派遣し、海外の取引所における実態を調査するとともに、法的な検討を日本証券経済研究所に依頼し、これらの調査報告を参考に議論を進めた。

その結果、以下のような結論に至った。

(1) 約定取消しのあり方

約定取消しのあり方については、一旦約定が成立してしまった取引については、市場の公正性及び連続性確保の観点から、原則として取り消されるべきではないものの、当該取引をそのまま存置させることが市場の公正性及び適正な価格維持並びに決済の安全性の観点から重大な影響を及ぼすと判断される場合に限り、最終的な手段として、一旦成立した約定の取消しその他必要な措置を講じることができる権限を証券取引所が持つべきである。

この場合の約定取消しの範囲は、その後の連鎖取引も踏まえると、誤発注による約定が成立した時点から証券取引所が約定締結処理を中断した時点までに行われた当該銘柄に係る全ての取引とする一方、連鎖取引を行っている場合などについては、例外的に事後における救済措置について、更に証券取引所において実務面及び規則上の手当について検討する必要がある。

一方、本ワーキングの議論では、原則として、取引参加者の申請を約定取消しの要件としていたが、日本証券経済研究所における法的検討においては、取引参加者の申請を約定取消しの要件とはしていないことから、今後、証券取引所において規則化を検討する際に、保護法益のあり方等を踏まえ、更に議論を深めるべきである。

約定取消しの手続きについては、証券取引所の業務規程等に規定されるとともに、協会員において取引約款などに明記される必要があるほか、実際に取り消すに当たっては、十分な周知が必要であることや、誤発注の原因が特定の協会員の重過失による場合は、これにより発生する損害については、原則、誤発注を行った協会員が負うこととし、証券取引所及びその他の協会員にはその責任が無いことを明確にすべきである。

(2) 誤発注に係るペナルティ

協会員各社は誤発注の未然防止に係る内部管理体制の整備が協会の理事会決議や取引所の規則において義務付けられており、約定取消しを行わなければならないような誤発注を行った協会員は、基本的に当該規則等に違反した行為を行ったことになることから、管理体制不備を理由に協会及び証券取引所により処分が行われるほか、行政による是正命令が下されることがある。また、誤発注を行った協会員は連鎖取引を含めた全ての取引について責任を負うこととなる。そのため、本ワーキングでは、誤発注にかかる特別なペナルティを設ける必要はないとの結論に達した。なお、日本証券クリアリング機構による措置も一種のペナルティとしての抑止効果が期待される。

(3) 受渡決済のあり方

今後、協会員における誤発注防止策や証券取引所におけるハードリミット・ソフトリミットの設定、速やかな約定締結処理の一時中断や売買停止措置により、決済不能に陥るような事態になる可能性は限りなく低いものの、万が一のケースに備えて、日本証券クリアリング機構において今回実施された決済条件の改定を利用することが考えられるが、この場合には、その都度、改定内容について関係者に対し迅速かつ十分に周知する

ことについて、同機構に対し要請することとした。

(4) 誤発注に乗じた証券会社の自己売買のあり方

誤発注に乗じた証券会社の自己売買のあり方については、証券会社の倫理規範の問題、自己売買全体の問題として、別途検討することを提言する。

(5) 誤発注が明らかになった後の委託注文

誤発注が明らかになった後の委託注文については、売買停止措置等が講じられることにより、誤発注であることが明らかになった時点以降に不適切な委託注文が発注される機会は与えられないこと、また、委託注文の内容が誤発注に乗じたものか否かという、顧客の倫理観を前提とした受託の是非の判断は困難であることを踏まえると、特別な措置を講じる必要はないとの結論に達した。

(6) バスケット取引、プログラム売買における誤発注対応

今回の検討の最中、バスケット取引の執行に際して誤発注を行った事案が発生したことから、バスケット取引やプログラム売買における誤発注対応についても検討を行ったが、そもそも各社一律の基準を設定することは困難であり、各社がそれぞれハードリミット・ソフトリミットを設定し、これを遵守することで対応可能であるとの意見が大勢を占めたほか、個別銘柄に対して設定した各種制限はこれらの取引についても有効に機能すると考えられることから、各社において、既に決定した社内ルール等の再点検を行うことが望ましい。

3. 総括

本ワーキングでは、上述のとおり、中間整理を取りまとめるとともに、各証券取引所に対し所要の整備を行うよう要望書を提出し、これを受けて、協会及び各証券取引所においては規則改正等の対応が行われている。本ワーキングとしては、これらの諸施策が着実に実行されるとともに、規則に基づき社内検査を行うほか、協会の監査等により適宜フォローアップされることを期待する。

その後検討を行った約定取消し等に関する事項についても、本ワーキングにおいて示した一定のスキームを基に、証券取引所において更なる実務的な検討が行われ、早期に規則化されることが必要であるとする。

特に、誤発注により成立した約定取消しの取扱いについては、日本証券経済研究所における法的検討の結果も踏まえ、具体的な方策が早期に確立されることを強く望むものである。

以 上

はじめに

平成 17 年 12 月 8 日、東京証券取引所（以下「東証」という。）に新規上場したジェイコム株式会社株式（以下「ジェイコム株式」という。）の売買開始日において、初値決定前の委託注文の執行に際し、協会員が誤った注文を発注したこと等により、当該発行会社の発行済株式数を大幅に上回る約定が行われる事態に至った。そのため、通常受渡決済が著しく困難となり、決済条件を改定し、金銭による決済を実施するという、極めて異例な事態に発展してしまった。

このため、協会員による誤発注を未然に回避し、また証券取引所における適切な対応や円滑な清算・決済を確保するため、日本証券業協会（以下「協会」という。）の証券戦略会議及び自主規制会議の下部機関として、平成 17 年 12 月 15 日付けで協会員及び証券取引所における株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関し必要な措置の検討を行う「株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキング（以下「本ワーキング」という。）」を設置し、11 回に亘って検討を行ってきた。

その過程において、諸外国の状況も参考にすべく、協会、東証及び日本証券クリアリング機構の担当者による調査団を組成し、平成 18 年 2 月 20 日から 3 月 2 日まで、ドイツ、フランス、イギリス、アメリカなどの主要証券取引所及び証券会社等を訪問し、海外では同様の問題が生じた場合にどのような対応を講じているかなどについて調査を行った。

また、議論の途中、平成 18 年 3 月 15 日に、それまでの本ワーキングにおける検討結果のうち、協会員における誤発注未然防止のあり方及び誤発注発生時の開示のあり方や売買の中断措置を含めた未然防止に係る証券取引所への対応要望について整理し、「誤発注の再発防止に向けた適切な受発注管理のあり方について（中間整理）」¹という形で取りまとめ、これを公表した。また、「協会員における注文管理体制の整備について」理事会決議（自主規制会議決議）【資料 1】を平成 18 年 4 月 18 日付で制定し、10 月 1 日から施行するとともに、証券取引所で対応すべき事項について全国証券取引所へ要望等を行ったところである。

今般、中間整理公表後に検討を行った、誤発注により約定が成立してしまった取引に係る約定取消しの取扱い等に関する事項も加え、ここに最終報告を取りまとめるものである。

なお、この報告書で取りまとめた「約定取消しの取扱い」については、本ワーキングとして在るべき一つの方向性を示すものであり、今後、当該方向性を踏まえ、更に詳細な実務的な検討を経て、各証券取引所で規則化されることが望まれるものである。

¹ 日本証券業協会 HP（<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/gohachu.html>）参照

・ジェイコム株式会社における誤発注発生の際と問題の所在

1. ジェイコム株式の誤発注問題の経緯

本ワーキングでは、具体的な検討を行う前に、今般発生したジェイコム株式に係る誤発注の発生状況について検証し、問題点の整理を行った。

誤発注の発生状況

平成 17 年 12 月 8 日（木）、同日が新規上場日であったジェイコム株式会社について、東証の取引参加者である証券会社（以下「同社」という。）の担当者が、当該銘柄の初値決定前に、顧客から受託した売り注文（価格：610,000 円、数量：1 株）を誤ってそれぞれ逆の数値（価格：1 円、数量：610,000 株）で発注してしまい、その直後、672,000 円でジェイコム株式の初値が形成された。

誤発注に気づいた同社担当者等は、直ちに当該注文のうち未約定となっている注文について取消し作業を複数回行ったものの、何らかの理由により取消しができなかった。（後日、取消しができなかった理由は、東証のシステムに不具合があったためであることが判明した。）

一方、東証側からも同社に対し、過大な数量の注文に関し確認を行う中、同社から東証に対し、上記のとおり同社側では取消しが出来ない旨伝達したが、東証のシステムは、東証側では取引参加者個社の注文の取消しを行うことができない仕組みであった。

このような状況の中、同社はリスク回避目的のため、自己の計算による買い注文を発注し、残った売りポジションを相殺した。

この過程において、672,000 円で初値が付いた後、株価は制限値幅の下限である 572,000 円まで下落し、その後、一転して制限値幅の上限である 772,000 円まで上昇したが、その間、大量の約定が行われた結果、ジェイコム株式会社の発行済株式数を大きく上回る約定が成立し、4 日目に行う受渡決済が実質的に不可能となった。

さらに、東証では一度成立してしまった約定については取消しを行うことができないことから、その後の処理は受渡決済において対応せざるを得ない状況となり、受渡決済をどうするかという問題は日本証券クリアリング機構において検討されることとなった。

なお、東証は混乱を防ぐため、ジェイコム株式の売買について上場日翌日の 12 月 9 日から受渡決済が行われるまでの間、売買停止措置を講じた。

日本証券クリアリング機構での対応

受渡決済前の状況

12 月 8 日にジェイコム株式は、合計 708,124 株という大量の約定（誤発注証券会社において 96,236 株の売り越し）が成立した。当該株数は、発行済株式数

(14,500株)をはるかに上回る数量となっており、何らかの特別な対応を行わない限り、受渡決済を行うことが著しく困難な状況に至っていた。

新規上場日の売買に係る決済の取扱い

日本証券クリアリング機構において検討が行われた結果、12月8日に成立したジェイコム株式の売買については、同機構の業務方法書第82条の規定に基づき「決済条件の改定」が行われることとなり、株券の授受に代えて、一定額の金銭(特別決済値段である912,000円に授受する株数を乗じた額)の授受により、約定日から起算して4営業日目の12月13日に決済されることとされた。なお、特別決済値段は、誤発注に始まる一連の経過がなかったと想定した場合の価格を基礎として算定された。また、顧客と取引先証券会社との間では、以下の方法により決済されることとなった。

買付約定

買付約定については、約定値段に株数を乗じた買付代金を取引先証券会社に支払うが、それと引換えに本来受領すべき株券の代わりに、特別決済値段に株数を乗じた額の金銭を取引先証券会社から受領する。なお、支払うべき買付代金と受領すべき金銭とを差し引き計算のうえ、その差額(損益金)を授受することもできることとされた。

売付約定

売付約定については、通常どおり、取引先証券会社に売付株券を引き渡すとともに、約定値段による売付代金を受領することとし、売付株券の引渡しができない場合については、約定値段と特別決済値段との差額を引き渡すこととされた。新規上場日に買付け後売却した分は、通常どおりの決済とされた。なお、取引先証券会社に引き渡された株券は、全量、取引先証券会社から当該誤発注を行った同社に引き渡された。

2. 問題の所在について

本ワーキングでは、今回の誤発注問題において、協会員、東証及び日本証券クリアリング機構等が行った対応を基に、今後大規模な誤発注の発生を防止するための方策及び誤発注が発生した場合の対応について、検討すべき問題の所在を以下のとおり整理した。

なお、検討の過程において、誤発注問題は、上場株券の売買についてのみ発生する固有の問題ではなく、上場債券や先物・オプションの売買等についても同様に発生しうる問題であるため、その対象を取引所有価証券市場に上場している有価証券に係る売買等として検討を行うこととした。

協会の誤発注未然防止策

協会の受発注業務における注文内容の確認のあり方

協会における顧客注文の受託前の対応

今回の事例はホールセール業務において発生した誤発注であったが、一方、リテールの対面営業によって注文を受託する場合には、誤発注をあらかじめ防止する方法を何重にも設定しておく必要があることから、顧客から注文を受託した際に誤発注とにならないようにするために、受託の前段階で実施すべき対応について検討を行うこととした。

顧客注文の受託時における確認のあり方

顧客から注文を受託した際の注文内容の確認方法等について、特に、受注時の伝票作成等にかかるチェック体制や証券取引所への発注業務への移行過程におけるチェック体制について検討を行うこととした。

証券取引所への発注時における一定の規模における誤発注の防止の必要性

証券取引所へ発注する際の一定の発注制限

今回発生した誤発注は、発行会社の発行済株式数を大きく超える注文数量であったことから、顧客から受託した注文や自己売買の注文を証券取引所へ発注する際に、あらかじめ一定の制限等を設けるなど、市場に大きな影響がある誤発注をあらかじめシャットアウトするための方策について検討を行うこととした。

証券取引所へ発注する際の確認方法

注文が証券取引所へ発注される段階でシャットアウトされないまでも、一定程度大きな注文については、市場に大きな影響を与えることが予想される。そこで、一定程度以上の注文数量等の場合、その内容を証券取引所において確認するための方法の導入が必要であることから、そのあり方について検討を行うこととした。

なお、協会において誤発注を防止するための仕組みとして、どのようなシステム対応が考えられるかについても、併せて検討を行うこととした。

適切な管理が行われる体制の整備

協会における一定の誤発注防止策が適切に履行されるために、自主ルールに基づき社内規則を制定し、当該社内規則が適切に運用される体制整備等について検討を行うこととした。

証券取引所における誤発注抑止機能

証券取引所における注文確認・排除機能の導入

証券会社において、一定以上の規模の注文について確認・排除する仕組みを構築することについて検討を行うこととしたが、証券取引所においても一定のシステム的な制御が必要ではないかとの観点から、そのあり方について検討を行うこととした。

約定留保措置あるいは売買停止措置の導入

一定の規模に達しない注文であっても、明らかに異常であると認められる場合は、約定締結処理を一時留保する、又は売買停止を行うなど、被害拡大防止の観点から、一定の措置が講じられる必要性について検討を行うこととした。

新規公開時の発注制限について

初値決定時までの間、多くの証券取引所においては値幅制限が設定されていなかったことから、極端に低い価格の注文も受けてしまうことから、それを抑止するために、一定の発注制限の導入について検討を行うこととした。

その他

売買単位の統一や誤発注防止に関連する制度のあり方についても検討を行うこととした。

誤発注発生時の開示のあり方

証券取引所における誤発注時の情報開示

ジェイコム株式の誤発注問題では、誤発注が発生した時点で東証から当該事実について迅速な開示が行われなかったことが、市場の混乱に繋がったとの指摘もあったことから、今後、証券取引所は、誤発注が発生した場合、その事実を速やかに公表することが望ましいと考えるが、どのような誤発注について、公表措置を講ずるべきか検討を行い、その実施について証券取引所に対して要望を行うこととした。

証券会社における誤発注時の情報開示

証券取引所のみならず、ジェイコム株式の誤発注問題においては、協会員による開示が遅延したため、誤発注を行っていない協会員に対してその疑いが掛けられるという事態も発生したことから、その内容は速やかに公表される必要があるものとして、その場合の公表時期、公表内容、公表方法等についても検討を行うこととした。

誤発注発生時の約定取消しのあり方等

約定取消しのあり方

今回の事例については、金銭による決済という方式が採用されたが、利益の返還、税制の取扱い等で大きな混乱が生じたことから、清算・決済機能が事実上停止することを回避するための対応のあり方について、海外の事例を参考に、誤発注により約定された取引そのものを取消すことについて検討を行うこととした。

受渡決済のあり方

誤発注により約定した取引の決済を履行するため、今回のような金銭による決済という最終手段は廃止すべきではないとの意見が強いこと、また、その方法についてはあらかじめ一定の取り決めが行われているべきであるとの意見もあったことから、そのあり方について検討を行うこととした。

・協会員における内部管理体制の整備及び証券取引所における対応

本ワーキングでは、前述のとおり問題点を整理し、検討を行ったが、このうち、協会員における誤発注の未然防止のための内部管理体制の整備、証券取引所における未然防止の対応等については、本年3月15日に「誤発注の再発防止に向けた適切な受発注管理のあり方について（中間整理）」として取りまとめ、公表するとともに、中間整理で提言された内容については、協会において「協会員における注文管理体制の整備について」理事会決議（自主規制会議決議）として平成18年4月18日付で制定し、10月1日から施行された。

当該理事会決議の概要は、以下のとおりである。

1．協会員における内部管理体制の整備

大規模な誤発注の発生を未然に防止するために、協会員各社において社内規則を規定するとともに、各社においてシステム対応を行い、適切な人員配置、社内研修、社内検査体制の確立など、内部管理体制の整備を行うこととした。

買付代金又は売付有価証券の事前預託

協会員は、顧客から注文を受託するに当たっては、原則として、当該顧客より買付代金又は売付有価証券の事前預託を受ける等により、取引の安全性の確保に努めるものとする。

注文内容の確認

協会員は、顧客から受託した注文の内容及び当該注文が当該顧客の資力等に対し適切なものであるかどうかについて確認するものとする。

注文の発注制限

協会員は、証券取引所への一の発注に関し、次に掲げる制限について、協会員において適切と認められる水準においてそれぞれ設定するものとする。

一定の規模を超える注文については、発注を不可とする制限（ハードリミット）

一定の規模を超える注文については、発注を行う前に管理者等による発注制限解除に係る承認を必要とする制限（ソフトリミット）

管理者等の設置及び管理者等による発注制限の解除の承認

協会員は、注文の発注制限の解除の承認を行うことができる者（「管理者」という。）を証券取引所への注文の発注を行う部店ごとに設置するものとし、管理者は、注文の内容について確認の上、適切と判断されるものについて発注制限の解除に係る承認を行うものとする。なお、管理者はあらかじめ定めた者（「管理

者等」という。)に当該解除に係る承認の権限を委任することができるものとする。

システム対応

協会員は、上記 から の内容について自社において使用する売買受発注に係るシステムについて、必要なシステム対応を行うものとする。

適切な人員配置及び研修について

協会員は、社内規則を履行するために、注文の受発注業務に携わる役職員の業務適性の確認及び適切な人員配置を行うとともに、適宜、研修等を実施することにより、役職員への周知、徹底を図ることに努めるものとする。

注文管理体制の充実

協会員は、証券取引所における有価証券の売買等に係る注文の発注が社内規則に基づき適切に行われたか否かについて、定期的に検査を行うものとする。

2. 証券取引所における対応

上記 1 . のとおり、今後、誤発注が再発することのないよう、まずは、協会員において誤発注の未然防止に係る内部管理体制の整備を実施することとしたが、一方において、誤発注の未然防止及び被害の最小化のためには、市場管理者たる証券取引所における対応も必要不可欠と考えられるため、証券取引所において実施すべき未然防止策について検討を行い、可及的速やかな対応を図るよう要望を行うこととした。

また、誤発注が発生した場合の開示のあり方についても検討を行い、併せて証券取引所に要望することとした。

これを受け、協会では、平成 18 年 3 月 17 日に東京証券取引所及びジャスダック証券取引所へ、また翌営業日の 20 日に大阪証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所及び福岡証券取引所に対して、これらの内容について要望書として提出したところである。

この要望書の概要は以下のとおりである。

誤発注抑止機能の設定等

証券取引所の売買システムにおいて、協会員からの注文のうち、1 回の注文の数量が当該銘柄の上場株式数の 30% を超える注文は受け付けないこと。

協会員からの注文のうち、上場株式数の 5% を超える数量が誤発注である場合であって必要と認める場合には、約定締結処理を一時中断させる対応が図られること。

誤発注が発生し、当該誤発注を行った協会員より要請があった場合には、注

文状況を勘案の上、必要があると認める場合には、注文の取消しが完了するまでの間、約定締結処理を一時中断する措置を講じること。

新規上場銘柄については、当該銘柄の公募・売出し価格の一定割合を上回る（下回る）場合には、当該注文を受け付けないこととする対応を講じること。

誤発注の開示のあり方

約定締結処理の一時中断を行った場合や上場株式数の5%を超える誤発注が行われた場合で、誤発注により約定した売買高が当該銘柄の上場株式数の5%を超えるとき又は当該誤発注により約定した価格が直前の約定価格の上下7%を超えて変動したときは、証券取引所から当該事実について遅滞なく投資家等に対して公表されること。

売買単位の統一等について

売買単位の統一

現在、我が国の証券取引所に上場している銘柄の売買単位は9種類にも及び、さらに株価の水準が幅広いことが誤発注の原因のひとつにもなるとの考え方から、議決権など会社法上の単元株制度との関係や、発行会社等産業界全体のコスト等を踏まえ、売買単位の統一について、実施の時期なども含め、全ての証券取引所が共通の問題意識の下に、協調して十分議論すること。

株価水準の是正

売買単位の統一だけではなく、極端に株価が低位となるような銘柄が、取引システムへの負担の増加など、様々な社会的コストを増加させることになることを考慮する一方で、極端に株価が高くなるような銘柄が存在することにより、株価が低い銘柄との差が大きくなりすぎるとは、大規模な誤発注の再発防止の観点からも看過できず、したがって、売買単位の統一に加え、投資家が投資しやすく、かつ、分かりやすい株価水準のあり方について議論を行い、株価の水準を適切な一定のレンジに収斂させるなどの方向で検討を行うこと。

なお、各証券取引所においては、誤発注の未然防止に係る内部体制の整備について「取引参加者における注文管理体制に関する規則」を制定・施行したほか、上記の内容についても検討が開始されることとなっている。

・誤発注発生時の諸外国における対応について

ジェイコム株式における誤発注の問題を契機に、誤発注により約定した取引の取扱いについて、早急に取引自体の取消しを行うことの必要性が提起されるなど、誤発注の発生後の対応策のあり方についての検討が喫緊の課題となったため、本ワーキングにおいても諸外国の事例などを参考にしつつ、そのあり方について検討を行うこととした。

そのため、具体的な検討に先立ち、欧米諸外国における誤発注発生時の対応等について調査を行うため、平成 18 年 2 月 20 日から 3 月 2 日の間、協会、東証及び日本証券クリアリング機構の担当者を派遣し、ニューヨーク証券取引所、NASDAQ、ロンドン証券取引所、ユーロネクスト、ドイツ取引所、Virt-X等を訪問し、調査を行った。(詳細は添付の調査団報告書【資料2】を参照のこと。)

1. 海外の取引所における対応

取引参加者の申請によるキャンセル

ニューヨーク証券取引所以外の取引所においては、誤発注等により成立した取引について、当該取引価格が市場実勢から乖離している場合等には、証券取引所の定める規則に基づき、取引参加者が取引のキャンセルに係る申請を取引所に行うことが認められている。

キャンセルが実施されるかについては、取引の相手方である取引参加者の同意が必要な場合(ロンドン、ユーロネクスト)と、取引所が決定する場合(NASDAQ、ドイツ、Virt-X)とがある。

取消申請の頻度は、頻度の多い取引所(ユーロネクスト)においては、1日に2~3回程度であるが、概ね頻繁に発生するものではない。

ユーロネクストでは、キャンセルが行われた場合、キャンセル申請を行った取引参加者に手数料を課すこととしている。

ニューヨーク証券取引所においても、フロアーで成立した取引については、当事者間で合意した場合には証券取引所が仲裁を行い、その結果合意に達した場合はキャンセルすることができることとされている。

なお、ロンドン証券取引所では、当事者間の合意が得られることはほとんどなく、キャンセルされることも少ないとのことであった。

取引所の独自の判断によるキャンセル

取引参加者からの申請による場合に加え、ニューヨーク証券取引所を除く取引所においては、独自の判断により取引又は注文をキャンセルすることができることとしている。

ただし、いずれの取引所においても、取引参加者からの申請がある場合のキャンセル以上に、市場に大きな影響を及ぼすおそれがある場合の善後策として、例

外的な措置と考えられている。

そのため、キャンセルの発生件数は非常に少なく、最も多かったNASDAQ及びユーロネクストでも年1回あるかどうかであり、最も少ないケースでは、ロンドン証券取引所の3年から5年に1回程度であった。

キャンセルの開示

キャンセルが行われた場合の開示については、いずれの取引所においても、原則として、事実関係については開示されるが、関係する取引参加者の名称は開示されない。

2. 海外の清算機関における対応

米国DTCC

取引所取引の約定の取消しは、原則として、取引所又は取引参加者が行うものであり、清算機関が約定した取引を取り消すものではない。

取引参加者のリスクが増加し過大となった場合は、追加の担保を徴求することにより対応する。決済条件を一般的に変更する規定はない。ただし、通常発生する証券決済未了(フェイル)時にバイインを行っても株券の調達ができない場合等において、現金により決済することがある。

欧州LCHクリアネットSA

取引の清算業務を取り消す場合、クリアネットの判断で取消しを行うことはなく、取引所から要請があった場合のみ行う。

決済条件を一般的に変更する規定はない。ただし、通常発生するフェイル時にバイインを行っても一定期間株券の調達ができない場合には、一定のプレミアムを上乗せした価格により現金で強制決済される。

・誤発注発生時の対応について

中間整理の取りまとめの後、[表1](#)で概観した諸外国の調査状況を勸案の上、検討課題であった、誤発注により取引が成立した場合における約定取消し等のあり方を中心に、以下のとおり検討を行った。

1．基本認識

誤発注により成立した約定の取消し等に係る措置のあり方を検討するにあたり、基本認識として以下の点について確認を行った。

協会員において未然防止のための内部管理体制の強化を行うとともに、証券取引所においても約定締結処理を一時中断するなどの適切な市場管理が行われ、一定の誤発注防止のための体制を確立することが大前提であること。

一度約定が成立してしまった取引については、市場の公正性及び連続性の確保の観点から、原則として取り消されるべきではないとの認識は市場関係者において継続して保持すべきものであること。

したがって、誤発注により成立した約定については、誤発注を行った協会員がその責任において、反対売買や過誤訂正などの必要な措置を講じることにより対応することを原則とすべきであること。

しかしながら、様々な関係者の努力によっても、例えば、協会員及び証券取引所におけるシステムトラブルなど通常想定し得ない事由により誤発注による大量の約定が成立し、当該取引をそのまま存置させることが市場の公正性及び適正な価格形成の維持並びに決済の安全性の観点から重大な影響を及ぼすと判断される場合がある。このような場合にのみ、最終的な手段として、一旦成立した約定の取消しその他必要な措置を取ることができる権限を証券取引所が持つべきであること。

市場の混乱を極力避けるため、取消対象となる約定はできる限り最小限に留め、そのための対応を図ったうえで、速やかに取消しが実施される必要があること。

2．約定取消しの必要性

本ワーキングにおいては、誤発注により成立してしまった約定の取消しについて、以下の3つの観点からその必要性が確認された。

決済機能の信頼性の確保

ジェイコム株式の件においては、発行済株式数を大幅に上回る約定が成立したことにより、そのまま放置しておけば明らかに長期に亘って証券決済未了（フェイル）となる状況に至った。その結果、日本証券クリアリング機構は、業務方法書に基づき決済条件を改定し、金銭の授受により決済が行われることとなった。

誤発注により成立してしまった約定、特に売り注文の誤発注により成立してしまった約定について、売り方は決済を行う時点までに株券を調達することができなければ、フェイルという事態を引き起こすこととなる。

しかし、本来フェイルとは、証券の渡方が、やむを得ない事由により決済時限までに証券の引渡しを行うことができなかった場合のことであり、そもそも証券市場においては、約定時点において、予定していた決済日に受渡しが行われることを前提に流動性が形成されていることから、フェイルが長期間に亘って解消されない状態となることは、決済機能の停止を招き、証券市場の信頼性を著しく毀損することにもなりかねない。

このようなことから、大規模なフェイルが発生するような誤発注への対応を検討する際には、決済機能の信頼性の確保ということを第一に考える必要がある。

協会員の破綻等による市場の混乱等の防止

誤発注が発生した場合、当該誤発注により成立してしまった約定は、本来であれば、当該誤発注を行った協会員の責任において決済を行うべきであり、投資家まで影響を与えることのないよう対処することが投資家保護上必要であると考ええる。

ただし、誤発注の規模によっては、当該誤発注により成立した約定を当該協会員において完結させることにより、当該協会員自身の経営に重大な影響を及ぼすような事態になると、かえって投資家に混乱を生じさせかねず、また、市場全体に及ぼす影響も大きいことから、このような事態は避けるべきである。

適正な価格形成の維持

大規模な誤発注により、大量のフェイルが発生することが予想される状況下では、誤発注を行った協会員による反対売買が需給の大きな偏りを招き、長期間に亘り価格形成が歪む可能性が高い。

大規模な誤発注が発生したことにより、価格又は出来高が看過することができない状況にあると判断されるような場合には、適正な価格形成を維持するということから、是正されるべきである。

なお、諸外国の多くの取引所においては、取引所が約定の取消しを行う場合には、誤発注により成立した約定価格の実勢価格からの乖離の状況を判断基準としており、異常な価格形成が行われたものは取り消すべきだという観点で制度が設けられている。

3. 約定取消しの手続き

誤発注により約定が行われてしまった取引について、やむを得ず約定取消しを行う場合は、次の手続きに基づき行われることが適当であるとの結論に達した。

残注文の取消し

誤発注が行われた場合、通常協会の申し出又は証券取引所の判断により約定締結処理の一時中断が行われるが、一時中断が行われる前に既に約定が成立している場合がある。そのような場合は、まず、当該誤発注を行った協会が、誤発注注文のうち約定が成立していない注文（残注文）について速やかに取消しを行うこととする。

また、証券取引所が約定の取消しの可能性があるかと判断されるような場合には、その可能性について投資者に周知する等のために、短期間の一時中断とは別に、一定期間の売買停止措置を講じるべきである。

なお、何らかの理由により当該協会によって残注文の取消しが出来ない場合は、当該協会からの依頼のもと、証券取引所が残注文の取消しを行う権限を有することも必要である。

約定取消しの申請

の処理の後、既に約定が成立してしまった取引について、協会が自らの資力、株券調達能力、市場での買戻し/売却の実行可能性等を勘案して処理しきれない規模であり、約定の取消しを行うことが必要と判断した場合には、当該協会は、速やかに証券取引所に約定取消しの申請を行うこととする。

協会が取消申請を行う手続きとしたのは、上述のとおり、誤発注に基づき約定された取引は、本来であれば、誤発注を行った協会がその責任において対応することが原則であるためである。しかしながら、当該協会単独では、その取引の規模等により対応を十分に行うことが出来ず、市場の継続性や受渡決済に重大な支障を生じさせると判断される場合についてのみ、取消しの対象とするという考え方に基づくものである。

なお、証券取引所への取消申請は、当該誤発注により約定が成立したことにより、証券取引所において売買停止措置が行われた後、可能な限り速やかに行われるべきであり、その期限については証券取引所の規則等において規定される必要がある。その際、海外では概ね5分から10分程度の時間で運用されていることを踏まえ、適切な時間を設定することが望ましいと考える。

取消しの妥当性の判断

協会からの取消申請を受けた証券取引所は、当該取消申請の内容及び誤発注に基づき約定された取引の状況、市場動向や受渡決済に与える影響度合い等を勘案し、約定の取消しを行うことが適切かどうかの判断を行った上で速やかに取消

しの手続きを行うこととする。特に、市場の流動性や当該銘柄のボラティリティなどを勘案すると、個別銘柄ごとに予め目安となるような数値的指標が設定されることも検討が必要である。

したがって、協会員から証券取引所に提出された取消申請は全てが認められるわけではなく、証券取引所によって取消申請が却下される場合があることについて、あらかじめ証券取引所の規則等に明記され、市場関係者は十分に認識する必要がある。

なお、協会員が証券取引所に対して取消申請を行わない場合でも、証券取引所が独自の判断により注文又は約定の取消しを行わなければならないような事態も想定し、証券取引所の独自の判断で取消しを行うことができる権限を持つことも必要であると考える。

取消の実施

証券取引所が取消しを認めた場合、若しくは証券取引所の独自の判断により注文又は約定の取消しを行うことを判断した場合には、証券取引所は速やかに当該銘柄の取引を行った協会員に取消しを行う旨の通告を行い、投資者に対してその旨周知を図るよう要請するとともに、当該措置について公表することとする。

4. 約定取消しの範囲

基本的な考え方

約定取消しの範囲については、原則として、誤発注による約定が最初に成立した時点から証券取引所が約定締結処理を一時中断した時点までに行われた当該銘柄に係る全ての取引（一時中断が行われる前に全量が約定されてしまった場合は、証券取引所が約定の取消しの可能性に関する周知を行うために売買停止した時点までに成立した当該銘柄に係る全ての取引）とするべきである。

もちろん、これらの中断等の対応が、この後に述べる連鎖取引を極力最小限に抑止するための対応として重要であることは言うまでもない。

連鎖して行われた取引の取扱い

誤発注により成立した約定から連鎖して成立した約定の取扱いについては、極めて重要な問題であり、当該誤発注により約定が成立した後、顧客が直ちに転売を行っている場合や、証券会社の自己勘定により売買を行うものの、事後に顧客に引き渡すことを約している場合などは誤発注により約定された取引が取り消されてしまうと、その後に行われた誤発注によらない取引まで影響を及ぼすことになる。

例えば、顧客が、誤発注の行われた銘柄の買い注文を当該誤発注発生前に予め発注しており、誤発注により約定された後、取引の中断が解除され取引が行われた以降に当該銘柄を証券取引所を通じて売却しているような場合、後から誤発注

であることが判明し、最初の買い注文に係る約定だけが取り消されてしまうと、その後に転売した取引の受渡決済に影響を与えてしまうことになりかねない。また、当該顧客に転売取引の反対売買を求めることとなれば思わぬ損失を被らせることも生じる。

また、顧客が誤発注の行われた銘柄の売り注文を出し、約定が成立した後、売買再開後に当該売却代金をもって他の銘柄を買い付けた場合、当初の売り約定だけが取り消されてしまうと、その後の買い付けについても同様の影響を与えるばかりではなく、誤発注による影響が他の銘柄の取引にまで波及してしまうこととなるおそれがある。

したがって、約定の取消し対象の範囲については、誤発注による約定が最初に成立した時点から証券取引所が約定締結処理を一時中断した時点までに行われた当該銘柄に係る全ての取引（一時中断を行う前に全量が約定されてしまった場合については、証券取引所が当該取引の取消しが在りうることを周知するために売買を停止した時点までに行われた全ての取引）とするべきであるとの考えに基づくと、原則として、証券取引所が約定締結処理を一時中断又は停止するまでの間に行われた同一銘柄の連鎖取引については、全て取り消される必要があることになる。

ただし、証券取引所が約定締結処理を一時中断するまでの間に、当初の取引の売却代金をもって他の銘柄を買い付けているような連鎖取引を行っている場合や約定締結処理の再開後に同一銘柄又は他の銘柄の取引を行っている場合において、後から当初の約定を取り消してしまうと連鎖取引の決済に影響が生じる可能性もあることを考慮し、このような連鎖取引を行っている顧客については、何らかの救済措置が必要ではないかとの意見が出された。

過去の経験からすると、早期に約定締結処理の一時中断が可能であれば、連鎖取引の発生は少なくて済むことから、当該連鎖取引を仲介した協会員が顧客に対して取消しの旨を通告する際に、既に他の銘柄の買付代金に充当済みである等の理由により受渡決済に支障が生じる可能性のある事実を確認した場合等に限ったうえで、原状を回復することにつき、証券取引所において実務面及び規則上の手当について検討を行うことが必要であると考えられる。

5．証券取引所及び協会員における取消しに関する規定及び周知等

上記3．の誤発注により成立してしまった約定の取消しの手続きは、証券取引所における業務規程等に規定されるとともに、協会員において取引約款などに明記される必要がある。

また、取消の実施に当たっては、手続きの内容についてあらかじめ投資家へ十分な周知を行い、混乱を招かない対応を図ることが必要である。

上記の規定には、これらの手続きに伴い発生する損害の責任は、原則、誤発注を行った協会員が負うこととし、証券取引所及びその他の協会員にはその責任が無い

ことを明らかにすべきである。

6．誤発注に係るペナルティのあり方

協会員による誤発注による約定の取消しの申請が安易に行われることは、市場の信頼性、継続性の観点からはあってはならず、誤発注を行った協会員からの取消申請には、一定のペナルティを課すべできないかとの意見もあった。

誤発注の未然防止に係る内部管理体制の整備については、本ワーキングの結論を元に、協会の「協会員における注文管理体制の整備について」理事会決議(自主規制会議決議)及び各証券取引所の「取引参加者における注文管理体制に関する規則」において義務付けられており、約定の取消しを行わなければならないような誤発注を行った協会員は、基本的には当該規則に違反した行為を行ったことになることから、管理体制の不備等を理由により処分が行われることになる。

また、行政による是正命令などの措置も講じられることから、今後は、協会等におけるこれらの対応が引き続き適切に行われることで、誤発注に係るペナルティとしてその抑止につながるものと考えられる。

なお、誤発注に伴う責任は、基本的には誤発注を行った協会員が負うこととなることから、連鎖取引に係る全ての対応は当該協会員によって行われなければならないが、これも一種のペナルティとしての効果を発揮することが期待される。

更には、現行の日本証券クリアリング機構の業務方法書においても、業務執行体制の不備等に対して清算参加者に対する措置を行うことができる旨規定されており、同様に一種のペナルティとして誤発注の抑止効果が期待される。

7．法的な検討

本ワーキングにおいては、誤発注により成立してしまった約定の取消しの手続きについては、上記のとおり実施されるべきであるとの結論に達したが、本ワーキングは証券取引における実務者による検討であることから、当該手続きが法的に実施可能であるかどうかは、法律の専門家により十分な検討が行われる必要があるとの結論に至った。

そこで、協会の関連団体である財団法人日本証券経済研究所に当該検討を依頼し、同研究所は同志社大学法学部教授の川口恭弘氏を座長とした法律専門家及び経済研究所の主任研究員で構成する「誤発注に関する法律問題研究会」を立ち上げ、本件について検討を行い、検討結果については「『誤発注に関する法律問題研究会』報告書」【資料3】として取りまとめられた。

法的な検討の結果

本研究会における検討結果の概要は、次のようなものであった。

誤発注による約定の効果を否定する必要性（保護法益）

取引所取引は集団的な取引の処理が要請されるため、取引の効果を否定することは他の取引に重大な影響を与えることから、取引の効果を安定的に保証することにより得られる利益を上回る法益がなければ行うべきではない。

この場合、法益として考えられるのは、市場機能の維持であるが、具体的には次の2点が掲げられる。

- ・ 決済制度の維持
- ・ 公正な価格形成

錯誤

イ) 証券取引における民法の錯誤規定の適用可能性

証券取引所の規則においては、意思表示の瑕疵に関する規定が存在しないので、錯誤に関する民法上の規律が適用可能である。しかし、取引における誤発注の場合、無重過失の要件を満たすのは極めて例外的な場合に限られ、錯誤無効の主張が認められることは極めて困難である。

ロ) 悪意の相手方に対する錯誤無効の主張

錯誤者に重過失がある場合であっても、一般的には悪意の相手方に対して錯誤の主張が可能であるとされているが、取引の匿名性など証券市場の特性を勘案すると、悪意の立証は極めて難しい。

ハ) 錯誤無効と第三者

極めて例外的に錯誤無効の要件が充足された場合であっても、連鎖性という特徴を備える証券取引については、容易に善意の転得者が出現し、錯誤無効の対第三者効は極めて限定的である。

二) 錯誤と不法行為責任の関係

仮に、錯誤によって売買契約の効力が否定されたときでも、不法行為による損害賠償責任までも免れることはできない。

したがって、錯誤制度による解決は、誤発注の取消しに関する制度趣旨や法益とは必ずしも一致しない。

取消し

イ) 取消しの対象となる取引の範囲

誤発注によるものか否かにかかわらず、一定の時間内に成立した約定の全てを対象としなければならない。なお、連鎖取引については、相手方の事情によりやむを得ない場合に限って、個別に約定を復活させる制度を設けることは検討に値する。

ロ) 取消し手続と取消権の発動基準

約定取消制度によって保護すべき法益を市場機能の維持に求めるのであれば、証券取引所に取消しを行うか否かの判断権限を与え、一定の手続きに基づき実施する必要がある。

発動基準はできる限り明確にすべきであるが、誤発注の態様には様々なものがあるため、取消権者である証券取引所の裁量に委ねられる部分が生じることは止むを得ない。ただし、取消権の発動にあつては、保護すべき法益(決済の維持及び価格の公正性の維持)を十分に考慮すべきである。

その場合、誤発注を行った取引参加者の意向をどの程度考慮すべきかであるが、公正な価格形成の維持を法益とする場合は、取引参加者の意思に関わらず価格への影響のみを考慮して発動されるべきである。他方、保護法益として決済制度の維持を強調するのであれば、取引参加者に決済に応じる意思があり、それが可能である限り、取り消す必要は無いということになる。

ハ) 取消しの効果

取消権が発動された場合、取消しの対象となるのは、誤発注が市場に出された後、約定締結処理の一時中断又は停止措置がとられるまでの間に成立した取引参加者間の約定及びその間に出された注文である。

約定が取り消されると売買契約は遡及的に無効となる。また、取引参加者と顧客の間の債務も消滅する。さらに清算機関による債務引受も無効となり移転した債務も消滅する。

また、誤発注後に出された注文は失効し、売買再開時点ではもはや存在しないものとすべきである。ただし、現状の証券取引所のシステムでは、対応が難しい。

二) 取消しに関する条項を定める場所

約定取消に関するルールのうち、取消権発動の判断基準等は証券取引所の業務規程に、また、約定取消しに伴う注文の取り扱いなどは受託契約準則に定められる。

損害賠償に関する諸問題

イ) 損害賠償請求の可能性

誤発注の取消しを発動すると、取引に関わっていた者に損害が発生する場合がある。その場合、不法行為に基づく損害賠償を請求することができる。請求先は誤発注を行った者(証券会社)であることが一般的であり、また、賠償の範囲は民法の一般ルールが適用され、誤発注による約定金額とその後の取引された金額との差額となることが典型的と想定される。ただし、誤発注と知りながら取引を行い、被害が拡大した場合は、過失相殺の適用

がありうる。

ロ) 責任排除・制限条項の規定

当該スキームにより取り消される取引は大規模となり、巨額の賠償責任が発生する可能性があることから、取引参加者の責任を排除・制限する条項を定めることが考えられる。この場合、誤発注を行った者と被害を受けた者は必ずしも直接契約関係がないことが想定されることから、潜在的な被害者である顧客とその顧客の証券会社との間の契約においてそういった条項を定めることになると想定される。具体的には、証券取引所の受託契約準則で規定することが考えられるが、いずれにせよ、顧客への適切な説明周知が必要なことは言うまでもない。

ハ) 責任排除・制限条項の有効性

責任排除・制限条項の規定を置いたとしても、誤発注を行った者に故意又は重過失が認められた場合は、その範囲において不法行為責任を免責する条項が無効と判断されることになり、責任排除・制限条項に基づく免責を主張できない。

なお、消費者契約法においても同様の規定があるが、誤発注者と被害者に直接契約関係がないため、同法の要件は充足されないが、当該法の精神も十分に配慮すべきである。

約定取消しの手続きの一部修正

上記のとおり、日本証券経済研究所における法的な検討の結果、そもそも保護法益がなければ約定の取消しは行うべきではないが、一定の条件の下で可能であること、及び、約定取消しの手続きについては本ワーキングにおいて検討された手続きについてほぼ採用できることが確認された。その上で、同研究所の検討内容と本ワーキングの検討内容との相違について、次のとおり修正を加えることが望ましいとの結論に達した。

保護法益の明確化による取消しの必要性の修正

本ワーキングにおいては、証券会社の破綻による市場の混乱等の防止を、約定取消しを必要とする理由のひとつとして掲げているが、法的検討においては銀行の破綻等と比べると市場に与える影響はそれほど小さくなく、取消しの保護法益とはなりにくいとの指摘があった。当該指摘に対し、本ワーキングにおいては、必ずしも約定取消しの目的が証券会社の破綻を防ぐことを目的とするものではなく、市場の混乱等を防止することにあるのではないかとの意見が大勢を占めた。約定取消しの保護法益は、証券取引所における取消しの発動基準の前提となることから、そのあり方については、当該指摘をベースに、さらに

証券取引所における規則化の検討において議論されるべきである。

取消しの発動権の所在の明確化

本ワーキングの議論では、原則として、取引参加者の申請を約定取消しの要件としていたが、法的検討においては、取引参加者の申請を約定取消しの要件とはせず、議論がなされている。この点については、証券会社ごとに資力、決済能力が異なることから、同一の誤発注であっても、各社によって約定取消しの必要性が違ふこと、約定取消しの決定までに要する時間は短期間であることが望ましいことや、保護法益のあり方等を踏まえ、今後、証券取引所において規則化を検討する際に議論を深めてはどうかとの結論に至った。

損害賠償への対応

法的検討においては、約定取消しが行われた場合に、誤発注を行った証券会社等に対する損害賠償請求を免責・制限する条項を受託契約準則等に設けることについて提言がなされているが、大規模な誤発注が発生した場合の投資家等の損失の程度をあらかじめ想定することが難しく、場合によっては証券会社及び投資家双方に大きなダメージを与えかねないことから、本件のあり方については慎重な議論が必要であるとの意見が多数出され、今後、証券取引所において規則化を検討する際に議論を深めてはどうかとの結論に至った。

8. 受渡決済のあり方

協会における誤発注防止策及び証券取引所におけるハードリミット・ソフトリミットの設定や、速やかな約定締結処理の一時中断又は停止の措置がとられ、さらに上記の約定取消制度が導入された場合、誤発注により決済が不能な事態に陥る可能性は限りなくゼロに近い。しかしながら、これらの措置がとられていても、確率的には極度に小さいものの、例えば、証券会社と証券取引所の複数のシステム不具合が重なり、さらに証券取引所と誤発注証券会社の判断ミスが重なる等の極限的状況が100%発生しないと言い切ることができない。

このような状況が万一発生した場合に備え、今回のジェイコム株式の対応として、日本証券クリアリング機構において実施された決済条件の改定を利用することが考えられる。

ただし、今回行われた同機構の業務方法書第82条に基づく決済条件の改定については、あらかじめ決められた基準及び方法により実施されたものではないことから、当該規定に関しては、その明確な発動基準を定め、決済条件の決定方法など具体的な手続きをあらかじめ明確化すべきではないかとの意見があった。

もっとも、その時々状況により決済条件の改定の発動基準や内容が自ずと異なることから、非常に稀なケースについて具体的な発動基準や決済方法をあらかじめ定めておくことは困難であるとともに、実際に決済面での対応が迫られるような局

面においてかえって制度の発動を困難にする懸念もある。

そこで、日本証券クリアリング機構に対して、決済条件の改定においては、その都度、状況に応じて最も適切な方法をとる場合のプロセスの透明性の確保に努めるとともに、その改定内容については、関係者に対し迅速かつ十分に周知することについて要望を行うこととする。

また、決済条件の改定にあたり、顧客に同改定が適用されることを明確化するため、協会の取引約款等にその旨を明記すること等により対応すべきである。

なお、誤発注に限らず、フェイルの問題は重要であり、金融庁の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」においても検討が提言されていることから、本ワーキングとしては、日本証券クリアリング機構に対し、フェイルの発生状況等に応じ必要と認められる場合には、フェイルに関する規則やフェイルに対するペナルティについて適切な対応を図るよう要望することとする。

9. 社内における手続きのマニュアル化等

協会における誤発注発生時の対応のマニュアル化

上記のような誤発注が発生した場合の約定取消等の取扱いについても、協会においては、その対応についてあらかじめ社内マニュアル等に定めるとともに、関係者が当該社内マニュアル等に基づき迅速に対応できるための研修を行う等、常に迅速に対応が可能な体制を整えておくことが必要である。

協会の規則の見直し

上記の対応についても、協会の規則に定めることで全ての協会員が一定レベル以上の対応体制を維持することを担保すべきである。したがって、誤発注に基づく約定の取消しの方法などが各証券取引所において確立した段階で、協会の規則改正を行うことを提言する。

誤発注に乗じた証券会社の自己売買について

金融庁の「証券会社の仲介機能等のあり方に関する懇談会」においては、今回の誤発注による約定が成立した際、一部の証券会社が自己売買により多額の利益を計上したことに関連して、明らかに異常な注文であり、誤発注であろうと認識されるようなものを利用しないよう、倫理規定を設けるべきではないかといった意見や、各社におけるポジションリミット、リスクリミットについての妥当性の検証が必要ではないかとの意見があった。

本件については、証券会社の倫理規範の問題、また、証券会社の自己売買全般の問題として、今回の誤発注に関する検討も参考に、別途検討を行うことを提言する。

誤発注であることが明らかになった時点以降の委託注文について

上記のとおり、証券取引所において約定処理の一時中断や売買停止措置を講じることによりその事実が対外的に公表され、広く周知されるとともに、売買再開時においては、誤って発注された注文は市場から取り消されていることとなる。したがって、これらの措置が適切に機能すれば、誤発注であることが明らかになった時点以降に不適切な委託注文が発注される機会是与えられない。

また、当該委託注文の内容が誤発注に乗じたものか否かという、顧客の倫理観を前提とした受託の是非の判断は困難であることも踏まえ、誤発注であることが明らかになった後の顧客からの委託注文については、特別な措置を講じる必要はないものとする。

バスケット取引やプログラム売買における誤発注対応

今回の検討の過程において、一つの協会員が、顧客からの委託に基づき、証券取引所に対して日経 225 バスケットの売り注文を発注すべきところを誤って TOPIX 連動型バスケットの売り注文を発注するという事案が発生した。当該誤発注の結果、決済に重大な影響を与えるまでの事態には至らなかったものの、株価指数に一時的に影響を与えることとなったこと等を踏まえ、本ワーキングにおいてバスケット取引やプログラム売買に関する誤発注の未然防止等についても別途検討を行った。

当該誤発注を行った協会員においては、誤発注防止策としてソフトリミット及びハードリミットを設定しており、誤って発注したバスケット注文の構成銘柄のうち、発注数量がハードリミットを超えた複数の銘柄については取引所に発注されなかった。一方、ソフトリミットを超えた銘柄についてもアラームが示されたものの、あらかじめ想定された金額内のバスケット取引であると誤解していたことから、金額ベースでアラームが示されても、想定した範囲内で表示されたものであり問題無しと管理者が判断したため、他の注文は取引所に発注されてしまったものである。

バスケット取引やプログラム売買を執行する際の誤発注防止機能については、そもそもバスケットやプログラムの構成は各様であることから、各社一律の基準を設定することは困難であると考えられる。また、本ワーキングでは原則として個別銘柄における誤発注の未然防止等を念頭に進めたが、そもそもこれらの取引は個別銘柄の注文が複数同時に発注され行われるものであることを勘案すると、今回の事例でも、ソフトリミットにより示されたアラームを十分確認していれば誤発注を防ぐことは十分可能であったと考えられる。

したがって、個別銘柄に対して設定したソフトリミットやハードリミットはバスケット取引やプログラム売買においても有効に機能するものと考えられることから、ルールに沿って注文内容をチェックし、ソフトリミットの確認を行う等、誤発注の未然防止に係る適切な対応を図ることにより、バスケット取引やプログラム売買に関する誤発注についても未然に防止することができると考えられる。

これらのことから、本ワーキングとしては、先に定めた理事会決議を特に改正する必要はないとの結論に達したが、このような事案の発生を受け、各社において、改めてバスケット取引やプログラム売買も念頭に置いた社内対応を図るべく、既に決定した社内ルール等の点検を行うよう要請することが望ましいと考える。

おわりに

本ワーキングでは、ジェイコム株式の誤発注発生後速やかに、上記のとおり誤発注の再発防止に向けた適切な受発注管理と誤発注発生時の対応のあり方について検討を行い、協会員の対応については自主ルールを作成し協会員はそれを遵守することとし、また、必要な事項については証券取引所に要望することが望ましいとの結論に達し中間整理に取りまとめ、協会の戦略会議及び自主規制会議に報告の上、平成 18 年 3 月 15 日付けで公表するとともに、平成 18 年 3 月 17 日及び 20 日に全証券取引所へ要望書の送付を行ったところである。

これを受け、協会においては、協会員における内部管理体制の整備については「協会員における注文管理体制の整備について」として理事会決議を制定するとともに、証券取引所においても、「取引参加者における注文管理体制に関する規則」を制定するなど、所要の整備が図られている。

本ワーキングとしては、これらの諸施策が着実に実施されるとともに、理事会決議等に基づく社内検査や協会監査等により適宜フォローアップされることを期待する。

また、中間整理公表後に検討を行った、誤発注により約定された取引の取消しの取扱いについては、「誤発注に関する法律問題研究会」における検討結果も踏まえて、各証券取引所において検討を進めた上で業務規程等の関連諸規則の改正を行うなど、具体的な方策が早期に確立されることが必要であると考えます。

本ワーキングとしては、今回の取りまとめ等を契機として、今後、協会員を始めとする市場関係者による誤発注の再発防止に向けた受発注管理が適切に行われることにより、市場の健全な発展に資することを期待するものである。

以 上

「協会員における注文管理体制の整備について」理事会決議
(自主規制会議決議)の制定について

平成 18 年 4 月 18 日
日本証券業協会

・ 制定の趣旨

先般、東京証券取引所において発生した証券会社による誤発注問題は、決済条件が変更となるなど極めて異例の事態をもたらし、投資家への混乱を招き、証券市場の信頼性を揺るがす大きな問題となった。

このため、本協会では、誤発注の未然防止及び発生時の被害を最小限に留める方策について検討するため、自主規制会議及び証券戦略会議の下部組織として、会員及び関係機関の実務者を招集し、「株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキング」を設置し、これまでに 8 回の会合を行ってきた。

今般、同ワーキングでの検討のうち、協会員における誤発注を未然に防止するための方策について、本協会の理事会決議(自主規制会議決議)として制定することとする。

・ 理事会決議の骨子

・ 「協会員における注文管理体制の整備について(理事会決議)」「自主規制会議決議」の制定について

1. 目的(決議 1.)

この理事会決議は、協会員が行う取引所有価証券市場における有価証券の売買等(証券取引所の定める売買立会による売買及び立会による取引に限る。)に関して、注文の受託及び発注が誤った内容となることを未然に防止するため、社内規則の制定その他の必要な措置を定めることにより、協会員における注文管理体制の整備を図ることを目的とする。

2. 注文管理体制の整備(決議 2.)

協会員は、次に掲げる措置を講じることにより、注文管理体制を整備するものとする。

(1) 社内規則の制定

協会員は、注文管理に関して、次に掲げる事項について規定した社内規則を定めなければならない。

買付代金又は売付有価証券の事前預託に関する事項

注文受託時における注文内容の確認に関する事項

注文の発注制限に関する事項

注文の発注制限の解除に関する事項

注文の受発注業務に係る適切な人員配置及び研修等に関する事項

注文管理体制の検査に関する事項

その他協会員が必要と認める事項

(2) 買付代金又は売付有価証券の事前預託

協会員は、顧客から注文を受託するに当たっては、原則として、当該顧客より買付代金又は売付有価証券の事前預託を受ける等により、取引の安全性の確保に努めるものとする。

(3) 注文内容の確認

協会員は、顧客から受託した注文の内容及び当該注文が当該顧客の資力等に照らして適切なものであるかどうかについて確認するものとする。

(4) 注文の発注制限

協会員は、取引所有価証券市場への一の発注に関し、次に掲げる制限について、協会員において適切と認められる水準においてそれぞれ設定するものとする。

一定の規模を超える注文については、発注を不可とする制限

一定の規模を超える注文については、発注を行う前に管理者等((5)に規定する管理者等をいう。)による発注制限解除に係る承認を必要とする制限

(5) 管理者等の設置及び管理者等による発注制限の解除の承認

協会員は、上記(4)の注文の発注制限の解除の承認を行うことができる者(「管理者」という。)を取引所有価証券市場への注文の発注を行う部店ごとに設置するものとし、管理者は、注文の内容について確認の上、適切と判断されるものについて発注制限の解除に係る承認を行うものとする。なお、管理者はあらかじめ定めた者(「管理者等」という。)に当該解除に係る承認の権限を委任することができるものとする。

3. システム対応(決議3.)

協会員は、上記2.の内容について自社において使用する売買受発注に係るシステムについて、必要なシステム対応を行うものとする。

4. 適切な人員配置及び研修について(決議4.)

協会員は、社内規則を履行するために、注文の受発注業務に携わる役職員の業務適性の確認及び適切な人員配置を行うとともに、適宜、研修等を実施することにより、役職員への周知、徹底を図ることに努めるものとする。

5. 注文管理体制の充実(決議5.)

協会員は、注文の受発注が社内規則に基づき適切に行われたか否かについて、内部

管理統括責任者の責任において定期的に検査を行うものとする。

・実施の時期

この理事会決議は、平成 18 年 10 月 1 日から施行する。

・その他

施行日前であっても、本理事会決議に規定する注文管理体制が整備された協会員にあつては、前倒しで対応を行うこと。

以 上

「協会員における注文管理体制の整備について」
理事会決議（自主規制会議決議）

1. 目的

この理事会決議は、協会員が行う取引所有価証券市場における有価証券の売買等（証券取引所の定める売買立会による売買及び立会による取引に限る。）に関して、注文の受託及び発注が誤った内容となることを未然に防止するため、社内規則の制定その他の必要な措置を定めることにより、協会員における注文管理体制の整備を図ることを目的とする。

2. 注文管理体制の整備

協会員は、次に掲げる措置を講じることにより、注文管理体制を整備するものとする。

(1) 社内規則の制定

協会員は、注文管理に関して、次に掲げる事項について規定した社内規則を定めなければならない。

買付代金又は売付有価証券の事前預託に関する事項

注文受託時における注文内容の確認に関する事項

注文の発注制限に関する事項

注文の発注制限の解除に関する事項

注文の受発注業務に係る適切な人員配置及び研修等に関する事項

注文管理体制の検査に関する事項

その他協会員が必要と認める事項

(2) 買付代金又は売付有価証券の事前預託

協会員は、顧客（機関投資家等を除く。）から注文を受託するに当たっては、原則として、当該顧客より買付代金又は売付有価証券の事前預託を受ける等により、取引の安全性の確保に努めるものとする。

(3) 注文内容の確認

協会員は、顧客から受託した注文の内容及び当該注文が当該顧客の資力等に照らして適切なものであるかどうかについて確認するものとする。

(4) 注文の発注制限

協会員は、取引所有価証券市場への一の発注に関し、次に掲げる制限について、協会員において適切と認められる水準においてそれぞれ設定するものとする。

一定の規模を超える注文については、発注を不可とする制限

一定の規模を超える注文については、発注を行う前に管理者等（(5)に規定する管理者等をいう。）による発注制限の解除に係る承認を必要とする制限

(5) 管理者等の設置及び管理者等による発注制限の解除の承認

協会員は、上記(4) の注文の発注制限の解除の承認を行うことができる者(「管理者」という。)を取引所有価証券市場への注文の発注を行う部店ごとに設置するものとし、管理者は、注文の内容について確認の上、適切と判断されるものについて発注制限の解除に係る承認を行うものとする。なお、管理者はあらかじめ定めた者(「管理者等」という。)に当該解除に係る承認の権限を委任することができるものとする。

3 . システム対応

協会員は、上記2 . の内容について自社において使用する売買受発注に係るシステムについて、必要なシステム対応を行うものとする。

4 . 適切な人員配置及び研修について

協会員は、社内規則を履行するために、注文の受発注業務に携わる役職員の業務適性の確認及び適切な人員配置を行うとともに、適宜、研修等を実施することにより、役職員への周知、徹底を図ることに努めるものとする。

5 . 注文管理体制の充実

協会員は、注文の受発注が社内規則に基づき適切に行われたか否かについて、内部管理統括責任者の責任において定期的に検査を行うものとする。

6 . 実施の時期

この理事会決議は、平成 18 年 10 月 1 日から施行する。

以 上

誤 発 注 に 係 る 欧 米 調 査 報 告 書

期間

平成 18 年 2 月 21 日 ~ 3 月 2 日

調査チーム・メンバー

日本証券業協会

エクイティ市場部	課 長	佐々木 磨
法 務 室	課 長	松 本 昌 男

東京証券取引所

国 際 業 務 部	課 長	小 沼 泰 之
-----------	-----	---------

日本証券クリアリング機構

リスク管理グループ	審議役	西 向 一 浩
-----------	-----	---------

はじめに

本報告書は、昨年12月に発生したジェイコム(株)に係る誤発注問題に関し、国内において誤発注の未然防止及び証券取引所等における適切な対応を検討するため、諸外国の状況を参考にすべく調査したものである。

本調査団は、日本証券業協会、東京証券取引所及び日本証券クリアリング機構の担当者をもって構成し、本年2月21日フランクフルト、以降、パリ、ロンドン、ワシントンD.C及びニューヨークにおいて同年3月2日までの間調査を行った。

諸外国における主要取引所等での訪問に際しては、誤発注発生時における取引所及び清算機関等の対応方法等について調査を行ったが、大きな柱として取引参加者における誤発注防止にかかる規制について、各取引所における誤発注の約定防止体制について、取引参加者の申請による取引の取消について、各取引所における取引の取消について、各国の売買単位等について重点的に調査したものである。

本調査結果が今後の協会員における誤発注再発防止に向けた受注管理及び市場の健全な発展に寄与することを期待するものである。

本調査にあたり、御尽力いただいた各国の証券取引所、関係団体及び証券会社等の皆様には心より御礼申し上げるところである。

訪問先 **ドイツ取引所**

日 時 2006年2月21日(火)8時50分 ~ 12時00分

場 所 Neue Börsenstraße 1 60487 Frankfurt / Main

訪問録

1. 取引参加者における誤発注防止体制

ドイツの証券取引法においては、取引参加者は適切な体制を維持しなければならないこととなっている。

ドイツ取引所の規則には明示されていないが、取引参加者の管理者は、トレーダー毎に当該トレーダーが発注することができる注文の売買代金の上限をシステム上設定することができることとなっている。

なお、同取引所においては、取引参加者から発注される注文について、どのトレーダーからの注文かを把握できる仕組みとなっている。

2. ドイツ取引所における誤発注の約定防止体制

(1) ドイツ取引所による注文内容の確認

取引所においては、個々の銘柄の流動性にあわせて価格のパラメーターを設定し、当該パラメーターの範囲外の注文については、取引所から当該注文を発注したトレーダーに確認を行うこととなっている。

当該注文が誤発注でないことが確認された場合には、当該注文を受付けることとなる。

(2) 取引所における代理発注

取引参加者が技術的な問題により注文の発注、修正及び取消しを行うことが不可能となった場合において、当該取引参加者から取引所に対し要請があったときは、取引所は当該取引参加者に代わって注文の発注、修正及び取消しを行うことができる。

(3) 取引の中断

取引所の規則 (Rule 36) においては、次のような注文が発注された場合には、取引所は当該銘柄の取引を5分間中断し、当該注文の内容について、発注した取引参加者に対して確認を行う。

発注価格が直近の約定価格から一定範囲を超える注文の場合

発注価格が直近のオークション価格 (オークションは1日3回行われる。) から一定範囲を超える注文の場合 (その都度適用される。)

なお、一定範囲の幅については、の方がより広く設定される。このような中断は、価格変動にもよるが1日多くて20回程度行われる。

3. 約定した誤発注の取扱い

(1) 取引参加者の申請による取消し

取引参加者は、価格及び気配に係る誤発注により成立した注文について、約定から10分以内において、取引所に対し取消申請を行うことができる。(Rule 12a, 40 及びその取扱い)

この際、取引所が取引参加者の取消申請に基づき取引の取消しを認める条件としては次のとおりである。

取引所のテクニカル・システムの不具合を理由とするもの

取引参加者が、注文入力において発注価格を誤った場合(注文価格がいかに市場の実勢価格(売買における直近の3約定価格の平均価格)から乖離しているかどうか。)

なお、実勢価格から乖離しているかどうかの判断は、約定価格が価格更新値幅の2倍以上(ただし最低5%又は0.50ユーロ以上であること)乖離していることをもって行われる。

また、取引の取消しを行う場合、当該誤発注により異常な価格形成が行われてから実勢価格に戻るまでの全ての取引が取り消されることとなる。

この場合、取引の相手方である取引参加者は当該決定に従わなければならないこととなっている。

2005年においては約定総件数6,990万件のうち、取消申請が行われたのは11件であり、うち、実際に取り消しが行われたのは1件のみであった。

(2) 取消しの開示

取消しが行われた場合、取引参加者に対し事実関係は開示されるが、関係する取引参加者の名称は開示されない。

(3) 取引所による取引の取消し

取引参加者から取引の取消申請がない場合であっても、約定価格がミストレードの条件を満たしている場合には、取引所は独自の判断により当該取引を取り消すことができる。

(Rule 12a, 40 及びその取扱い)

4 . 売買単位

売買単位は1株であり、これは議決権の単位と同一である。(ただし、売買単位について、証券の種類等による例外はある。)

株価がとても高く、投資家が投資を行うことが困難となった銘柄については、取引所が発行体に対し株式分割を行うようアドバイスを行うことがある。

5 . その他

(1) 特定銘柄の売買停止

特定銘柄の発行体のニュースや適時開示より、株価に大きな影響を与えることが予想される場合、取引所は一時的に当該銘柄の取引を停止する。ボラティリティの高い銘柄又は売買が活発な銘柄については、売買が停止される可能性は低い。

(2) 市場全体の取引停止

市場全体の取引停止は、大規模な技術的問題が生じた場合に講じる最終的な手段である。マーケットシェアの50%超に相当する注文について問題が生じる場合には、取引所はマーケットにおけるすべての取引の停止を行う。

この取引停止は直近では2年前に行われた。

(3) 決済条件の変更

DVP 決済において売り手がS(決済日)+5までに株券の受渡を行わない場合には、ユーレックス・クリアリングによるバイイン手続きが開始される。

バイインに応じようとする取引参加者は、100%プレミアムまでの価格においてオファーを行うことができる。

バイインが成功しなかった場合は、S+10まで受渡を延長し、バイインを継続する。

S+10まで受渡を延長してもバイインが成功しなかった場合は、S+30まで受渡の更なる延長を行うことができる。

S+30までバイインが成功しなかった場合は、当該日に現金による代替決済が行われる。この場合の価格は、決済価格の2倍の価格、買値、売値のうち最も高い価格になる。

訪問先 ユーロネクスト (Euronext)

日時 2006年2月23日(木) 10時45分 ~ 12時15分

場所 39, rue Cambon 75039 Paris cedex 01 France

訪問録

1. 取引参加者の誤発注防止体制

ユーロネクストの規則 (Trading Manual 2.12.3) においては、取引参加者は、自社内に注文の適正性を確認するフィルター機能を有しなくてはならないこととされている。取引参加者は、各注文の価格及び株数を入力する前に確認する責任を有し、具体的には、次の点を自社システムにおいて自動的に確認し、異常と認められる場合には、取引所への発注が拒否される仕組みを整えなくてはならない。

(1) 注文株数が通常の流動性と比較して明らかに異常なものでないこと。

(2) 注文価格がそれまでの市場価格と比較して明らかに異常なものでないこと。

2. ユーロネクストにおける誤発注の約定防止体制

(1) 取引所による注文内容の確認

取引所の規則 (Manual 2.4) においては、取引金額が15万ユーロ (約2,200万円) を超える注文が取引参加者から発注された場合には、取引所が当該取引参加者に対し注文内容の確認を行う。

(2) 取引の中断

取引の中断については、規則 (Manual 4) に定められている。

絶対幅の中断

取引所の定める参照価格 (前日の終値等) からの変動幅が、上下10% (上場初日は20%) 以上乖離して売買が約定される場合には、最初の1分間、取引が中断される。当該中断されている間は、新規の注文は受け付けないこととなっている。その後、4分間は引き続き売買が中断されるが、この間は新規の注文を受け付けることとなる。

取引所は、当該売買が中断されている間に当該注文を発注した取引参加者に対し注文内容の確認を行う。確認に時間を要する場合には、5分間経過の後においても取引の中断を継続することもある。注文内容が正しい場合であって約定がついた時は参照価格が更新される。

当該取引中断は、原則として、1日に3回まで行われ、それ以降に参照価格から上下10%を超える注文が発注された場合には、その都度、取引所において取引を中断するか

否かを検討する。

変動幅中の中断

直近価格からの変動幅が、上下 2%以上の価格乖離をもたらす注文が発注された場合には、上記と同様に取引が中断され、取引所は取引参加者に対して注文内容の確認を行う。

3. 約定した誤発注の取扱い (Rule 4004/3, Manual 3.3)

(1) 取引参加者の申請による取消し

誤発注による取引が約定された場合、取引参加者は約定後 15 分以内であれば取引所に対して取消申請を行うことができる。ただし、実務上は、異常な価格で約定された場合、取引所から取消申請の意思の有無を取引参加者に対して確認することもある。取消申請ができるのは発注価格に誤発注があった場合に限られることとなる。

取引参加者から取消申請があった場合、取引所は、相手方の取引参加者に連絡を行い、取消しに応じるか否かの確認を行う。相手方の取引参加者は、取消しに応じる義務はない。相手方の取引参加者が取引の取消しに同意する場合には、仮に相手方が損害を被っていても補償は行われぬ。

取消申請の件数は、1日に約 2~3 件であり、約半分が実際に取り消される。

なお、取消しが行われた場合、申請を行った取引参加者には手数料が課される。

(2) 取引所による取引の取消し

取引参加者のシステムに問題が生じた等により当該取引が市場に対して大規模な影響を与えた場合には、取引所の判断により取引の取消しを行うことができる。

また、発行体が重要事実の公表を怠ったことが判明した場合等においても、取引所の判断により当該発行体が発行する株式に係る取引を取り消すことができる。

取引所が独自に行う(当事者が取消申請を行わない)取引の取消しについては、例外的なケースであり、年に 1 件あるかどうかである。

(3) 取消しの開示

取消しが行われた場合、取引参加者に対し事実関係は開示されるが、関係する取引参加者の名称は開示されない。

4. 売買単位

売買単位は 1 株であり、これは議決権の単位と同一である。(ただし、売買単位について、証券の種類等による例外はある。)

取引所規則では、原則として、売買単位に制限はない旨規定している。

5 . その他

(1) ワラント又は ETF についての取消し

ワラント及び ETF については、理論価格から上下 10% 以上乖離した取引については、取消しを行うことができる。

(2) 規制の調和

ヨーロッパの各取引所において、同様の規制内容となっているが、これは、(ユーロネクストが中心となって) 各取引所間で規制の調和を行った結果である。

訪問先 **ロンドン証券取引所 (LSE)**

日 時 2006年2月24日(金)10時00分 ~ 12時00分

場 所 10 Paternoster Square London EC4M 7LS

訪問録

1. 取引参加者における誤発注防止体制

ロンドン証券取引所の規則 (Rule 4106) においては、「取引参加者は、誤った注文入力を防ぐため、十分な注文管理システム、手順及び監督体制を整備しなければならない」旨規定がされている。

また、誤発注を行った取引参加者は、上記規則を遵守していなかったとの考えに基づき、誤発注による約定が取り消されなくてもやむを得ないとの考えに立脚している。

規則においては、注文管理システム、手順及び監督体制についての具体的な基準は示していない。

取引所においては、注文の発注状況及び約定状況を監視しており、異常な注文・約定が多い取引参加者が発見された場合には、当該取引参加者に改善を求めることとしている。それでも改善が認められない場合には、処分(罰金)を行うこととしており、実際に処分を行うこともある。

2. ロンドン証券取引所における誤発注の約定防止体制

取引所は、注文の内容について取引参加者に照会することができるとともに、注文を取り消すこともできる権限を有している。(Rule 1020.4)

また、取引参加者からの注文が、参考価格(直近価格)から一定程度(終値の場合は加重平均価格の3%)以上乖離することになる場合には、当該銘柄の取引を5分間中断する。その間に取引所から当該注文を発注した取引参加者に対して電話により注文内容の確認を行う。確認の結果、注文内容が正しい場合であって約定した時は、参考価格が更新されることとなる。

なお、当該中断されている間において、取引参加者は新たな注文を発注することができることとなっている。

3. 約定した誤発注の取扱い

(1) 取引参加者の申請による取消し

取引参加者は、誤発注により成立した取引について、当該取引相手方に対して、取引の取消申請を行うことができることとなっている。(Rule 4132)

取消申請に係る提出期限については、規則上、規定されていないが、実務上においては当日中の提出が求められている。

また、取消しに応じることは、取引相手方の義務ではない。
取引の取消に係る手順については次のとおりである。

取引の取消しを希望する取引参加者は、取消申請書を取引所に提出し、取引所は、取消申請書の提出を受けた場合、当該取引相手方に対して取消しに応じるか否かの確認を行う。

相手方が取引による利益を喪失したくないなどの合理的な理由から取り消しに応じない場合は、当該約定の取消は行われない。

ただし、Rule 1020.4 に基づき、取引所は相手方が応じない場合、強制的に約定を取り消すことも可能である。これは、取引所が約定前の注文の強制取り消しや約定後の取引の強制取消の権限を有しているためであり、法的にもこの措置に関する保護を得ていることによるものである。

なお、取消申請の件数については、月に 10～20 件程度であるが、殆どの場合は取引相手方の取引参加者は取消しに応じない。

(2) 取引所による取引の取消し

取引所は、約定後の取引に係る強制取消しの権限を有している。ただし、これは極めて例外的な措置である。

このような取引の取消しを実行する頻度としては、3年～5年に1回程度である。

なお、取引の取消しについても、約定前の注文の強制取り消しと同様に、取引所規則の「会員取引参加者は取引所のいかなる要求、決定又は指示に対しても従わなければならない」という包括的な規定 (Rule1020.4) に基づく措置である。

(3) 取消しの開示

取消しが行われた場合、取引参加者に対し事実関係は開示されるが、関係する取引参加者の名称は開示されない。

4. 売買単位

株式の売買単位は1株であり、これは議決権の単位と同一である。(ただし、売買単位について、証券の種類等による例外はある。)

5. その他

(1) 新システム移行に伴う対応

ロンドン証券取引所は、原則としてすべての注文を受け付けることとしている。同取引

所においては、新システムへの移行を予定しており、その際に受け付ける注文をコントロールすることも検討している。ただし、取引参加者は注文の受付をコントロールされることを嫌っており、注文のコントロールを導入するかは流動的である。

(2) 受渡条件変更の例

ジェイコム株式の場合と同様に、取引参加者 (Evolution 社) により大量 (発行済み株式数の約 2.5 倍) の売り注文が残り、株券での受渡に替えて現金での受渡を強制した例がある。取引の対象会社は Room Service 社であり、同社はその後に株主割当を控えており、誤発注に基づく取引により株式を取得した者に対して株主割当の権利が付与されるよう Evolution 社に命じた。

訪問先 Virt-X (スイス証券取引所 (SWX) Group Company)

日時 2006年2月24日(金)14時00分 ~ 15時45分

場所 34th Floor One Canada Square London E14 5AA

訪問録

1. 取引参加者における誤発注防止体制

取引所の規則においては、取引参加者は注文を入力するシステムについて、適切なコントロールと安全性を保持しなければならないこととされている。

また、取引参加者は、Virt-x に発注した注文の正確性について責任を負うこととされている。(Directive 15)

2. Virt-Xにおける誤発注の約定防止体制

取引参加者の発注した注文が、参考価格(ローカル・マーケットの株価等)から上下0.75%、1.5%又は2.5%(銘柄の属性により異なる。)以上乖離している場合には、当該銘柄の取引を5分間中断(注文は受け付ける。)し、当該注文の内容について発注を行った取引参加者に対して確認を行い、取消の機会を与える。

なお確認の電話は、取引参加者からではなく、取引所から行うことが殆どである。

3. 約定した誤発注の取扱い

(1) 取引参加者の申請による取消し

取引所の規則(Rule 2.15)において、取引参加者は約定した取引について、約定後10分以内に取引所に対して取消申請を行うことができる。取消申請を認めるか否かの判断については取引所が行い、当該取引がローカル・マーケットの価格から上下2.5%以上乖離している場合には取消しが認められる。

また、取消申請が取引所において認められた場合、取引の相手方である取引参加者はこれに応じる必要があり、失った利益について補填は行われない。

なお、取消申請に基づく取消しの判断に係る所要時間は30分から1時間以内となっている。取消申請に基づく取消し(銘柄相違やシステム障害等)の頻度は、最近6か月間において、多い月で10件程度である。

(2) 取引所による取引の取消し

取引所の規則(Rule 2.15及びDirective 8)において、取引所は独自の判断により、当日の取引について取消しを行うことができることとなっている。

この場合、仮に相手方の取引参加者が損害を被っていたとしても補償は行われない。

4 . 売買単位

売買単位は1株であり、これは議決権の単位と同一である。(ただし、売買単位について、証券の種類等による例外はある。)

売買単位は、規則で決められている。

訪問先 NASDAQ

日時 2006年2月27日(月)10時00分 ~ 12時00分

場所 9600 BLACWELL ROAD ROCKVILLE, MARYLAND 20850

訪問録

1. 取引参加者における誤発注防止体制

NASD の規則 (Rule 3010) において、取引参加者は、法令諸規則の遵守を確保するため、監督体制を整備しなければならないこととされている。

また、NASD の会員通知においては、監督体制整備の一環として、取引参加者に対し、自社のトレーディング・システムに回送される注文が誤発注や規則違反となる注文でないことを確保するため、管理システム及び監督マニュアルの整備を求めている。

2. NASDAQ における誤発注の約定防止体制

直近価格より上下 10% 以上乖離する注文が行われた場合には、付け合せは留保され、取引参加者に当該注文が戻されることとなる。当該注文の内容については取引所が確認を行った後、取引参加者は注文を再発注することができる。

ただし、直近価格からの乖離率が 20% を超える注文については、注文は受け付けられないこととなる。

また、取引の約定後も取引の内容を確認しており、異常な価格での取引が発見された場合には、取引参加者に連絡する。

3. 約定した誤発注の取扱い

(1) 取引参加者からの申請による取消し

取引参加者は、取引の約定後 30 分以内 (取引開始の午前 9 時 30 分から午前 10 時までの取引は午前 10 時 30 分まで) に NASDAQ に対して取引の取消申請を行うことができる。

当該取消申請は、ファックスにより行われる。ただし、マーケットの価格の範囲内 (例えば、株価が 15 ドル以上の場合、1 ドル未満の価格の乖離) と考えられる取引については、取消申請は受け付けられない。

取引の取消しを認めるか否かは NASDAQ が決定するが、取消申請を受けた場合、NASDAQ は、取引の相手方である取引参加者に対して、当該取消申請があった旨連絡をすることとなる。

ただし、相手方の取引参加者に対しては、取消申請を行った取引参加者の名称は知らされない。

取消申請に対する NASDAQ の決定は、取引の取消し、価格の修正、当初取引の有効の 3 つがある。ただし、価格の修正を行うことは、非常にまれであり、明確なべ

ンチマークがある場合に限られる。

取引の取消し又は価格の修正が行われる場合、当事者となる相手方取引参加者は、NASDAQ の決定に従わなくてはならない。

ただし、当事者となった取引参加者は、NASDAQ の決定に対し、NASDAQ の市場運営レビュー委員会 (MORC) に当該決定の修正を申し出ることができる。同委員会は、15 名の NASDAQ 社外のメンバーで構成されている。

なお、取引参加者が、市場運営レビュー委員会に修正の申し出を行うことは非常にまれである。

2005 年中の取引の取消申請については、10 事例であった。そのうち取消しが認められたものは 8 事例であった。

(2) NASDAQ による取引の取消し

取引参加者からの取消申請がない場合においても、NASDAQ の独自の判断により取引を取り消すことができる。NASDAQ の独自の判断により取引が取り消すことができるケースは、基本的には規模が大きく、特定の当事者の取消申請を待つことが困難であると想定されるケースが該当する。

この取引の取消しの取扱いは、規則上は翌日の午後 3 時まで行うことができることとなっているが、実務上は、30 分以内にはその可能性があることを開示される。

取引の取消しによって相手方取引参加者が何らかの損害を被った場合においても、NASDAQ は一切の補償に応じることはない。取引参加者に対しては取引が無効となる可能性があることをあらかじめ開示しているため、多くの場合、その後の回転売買を留保している。

2005 年 5 月 13 日、バスケット取引による誤発注を原因として大量の銘柄について取消しが行われたが、この案件は NASDAQ の独自の判断に基づく取消しとなった。

(3) 取消しの開示

取消しとなった取引について、その事実関係は開示されるが、関係する取引参加者の名称は開示されない。

4 . 売買単位

規則により、売買単位は、原則として、100 株とする旨定められている。ただし、例外的に 100 株以外の株数も認められており、売買単位が 1 株の銘柄も存在する。

なお、議決権の単位は 1 株である。

5 . その他

重要な会社情報が生じた場合に売買停止を行うことがあるが、その他の特異な市場の状況

で売買停止を行うことは殆どない。

訪問先 ニューヨーク証券取引所 (NYSE)

日時 2006年2月28日(火) 14時00分 ~ 15時30分

場所 20 Broad Street New York, NY 10005

訪問録

1. 取引参加者における誤発注防止体制

取引所の規則 (Rule 342) においては、取引参加者は、電子的な注文の発注に関し、内部管理体制及び監督マニュアルの整備を図らなければならないこととされている。

また、会員通知においては、取引参加者に対し、電子的な注文の発注に関し、最低限、次の4つの項目について整備するよう求めている。

- (1) 取引発注システムにより入力できる者を権限のある者に限定する。
- (2) 取引発注システムにおいて注文の正確性が担保されているか確認する。
- (3) 信用力を超えた又は異常な取引量の注文が発注されることを防ぐため、注文の制限、禁止の措置を講じる。
- (4) 既に約定した取引について二重の注文又は注文の再送を行わないよう監視する。

さらに、規則 (Rule 123A.35) により、取引参加者がスペシャリストに注文を伝達するに当たり、誤った数量、価格若しくは銘柄名を伝えた場合、取引参加者はそれによって発生するすべての損失に対しても責任を負うこととされている。

2. ニューヨーク証券取引所における誤発注の約定防止体制

(1) スペシャリストを介した取引

ニューヨーク証券取引所においては、現在のところ、大口取引についてはスペシャリストを介しての取引であり、人が取引の約定に関与している。このため、異常な株価や株数での取引が成立することは考えにくい。

(2) NYSE Direct+ による取引

小口取引 (1099株までの取引) を対象とした自動執行システムである NYSE Direct+ においては、自動的にシステムが注文を受け付けないこととなる仕組みは無いが、スペシャリストが価格をモニターしており、自動執行による価格形成が1%程度以上、直前価格から乖離するような場合には、手作業により付けあわせを留保する。

3．約定した誤発注の取扱い

(1) 取引参加者からの申請による取消し

ニューヨーク証券取引所においては、取引参加者が注文した取引を当該取引参加者が取引所に対し取消申請を行う制度は存在しない。

(2) 約定後の取消し

フロアーの取引において紛争が発生し、取引当事者間で合意した場合には、取引を取り消すことができる。また、当事者間で合意が得られない場合に、取引所の職員が当該紛争を調停する制度がある (Rule 75)。これは、約定した取引の数量、価格等について売買当事者間で紛争が生じた場合に、フロアー・オフィシャルという取引所の職員が、諸条件を勘案のうえ、調停を行う制度である。

なお、この調停以外にも、取引所の定款に規定する仲裁プロセスにより、紛争の解決を求めることができる。

4．売買単位

取引所規則 (Rule 55) により、売買単位 (ラウンド・ロット) は、原則として 100 株とされている。ただし、例外的に 100 株より少ない株数での売買単位も認められており、いくつかの株価の高い銘柄については売買単位として 10 株を採用している。

ただし、100 株 (又は 10 株) 未満の単位であっても、一般とは別の手法により取引することが認められる。

なお、議決権の単位は 1 株である。

5．その他 (ハイブリッド取引への対応)

今後導入が予定されているハイブリッド取引においては、大口取引についてもスペシャリストを介さずに自動執行が可能となる。これに備えて、誤発注への対応について何らかの措置を講じる必要があると考えているとのことである。

訪問先 LCH クリアネット SA (清算機関)

日時 2006年2月23日(木)9時30分 ~ 10時30分

場所 18, rue du Quatre September 75002 Paris

訪問録

1. 取引の取消しについて

取引の清算業務を取り消す場合、LCH. Clearnet SA 自身の判断で取消しを行うことはなく、取引が執行された取引所から当該取引所の規則に基づき LCH. Clearnet SA に対する要請があった場合にのみ取消しを行うことになる。

取引の取消しについては、LCH. Clearnet SA は、いかなる責任も負わない。

具体的な手順は、マーケットから LCH. Clearnet SA に対しトレードを取り消す旨を、取消しの証明書類と共に申請し、その後キャンセルを行う。

取消しの期限は、LCH. Clearnet SA が各決済機関に振替指図を行うまでと規定されている。

取消しの頻度は、月に2回程度である。

2. 決済条件の変更について

決済条件を一般的に変更する規定はない。

フェール発生時にバイインを行っても一定期間、株券の決済が行えない場合には一定のプレミアムを上乗せした価格により現金で強制決済される。

3. 処分について

誤発注に関する参加者処分の規定はない。

訪問先 DTCC (決済・清算機関)

日時 2006年2月28日(火)10時00分 ~ 11時00分

場所 55 Water Street New York, NY 10041-0099

訪問録

1. 取引の取消しについて

取引所取引に係る約定の取消しは、基本的な考え方として、取引所又は参加者が行うものであり、清算機関が約定した取引を取り消すものではない。ただし、清算参加者の申請により清算データを取り消す場合、又は、清算制度に与える影響が大きいと判断される場合については、清算制度下での決済を取り消すことを可能としている。

NYSEでは、スペシャリストが介入し不要な値動きを抑えることから、大幅な価格変動を伴う約定や、決済が不可能となる程の売り約定が成立することはない。NasdaqやAMEXではシステムにより自動執行されることから、誤発注の注文が約定されることはあり得る。

参加者のリスクが増加し過大となった場合は、追加の担保を徴求することにより対応する。これは誤発注による取引についても適用される。DTCC(NSCC)のリスク管理システムがT日(取引約定日)に参加者毎のリスクを把握し、担保が不足する場合は翌日(T+1日)の午前10時までに当該参加者が不足額を追加預託することとしている。

約定後における清算取引の取消しの方法としては、参加者による取消しと、DTCC(NSCC)の権限による清算処理からの除外がある。

参加者による取消しの場合には、参加者が反対売買(指図)を取引所のシステムを経由して清算システムに入力し対象となる取引と相殺することにより行う。なお、CNSを採用していることから、通常の決済日T+3を越えてもポジションが残っている限りは取消しが可能である。

DTCC(NSCC)の権限による清算処理からの除外は、銘柄ごとに行うものと清算取引毎に行うものがある。通常は、それぞれ事務レベルでの決定となるが、リスクが非常に大きい場合には、リスク委員会による決定となる。

2. 決済条件の変更について

DTCC(NSCC)として決済条件の変更を行う権限はない。

ただし、フェール発生時にバイインを行っても株券の調達が行えない場合には、参加者の合意に基づき制度外において現金で決済することがある。

3. 処分について

参加者管理に必要な財務データ等の情報の提出が遅延した場合などに罰金を徴収する制度はあるが、誤発注に関して参加者の処分を行う規定はない。

ただし、清算制度に与える影響が非常に大きい場合には、業務体制の整備などを求めることはあり得る。

「誤発注に関する法律問題研究会」報告書

平成 18 年 8 月 31 日

誤発注に関する法律問題研究会

「誤発注に関する法律問題研究会」委員等名簿

平成 18 年 8 月現在

座長 川口 恭弘 同志社大学法学部教授

委員 石川 博康 学習院大学法学部助教授
佐賀 卓雄 日本証券経済研究所理事・主任研究員
福田 徹 日本証券経済研究所主任研究員
松尾 健一 同志社大学法学部専任講師
吉政 知広 名古屋大学法学部助教授

オブザーバー

石川 高弘 モルガンスタンレー証券法務部エグゼクティブディレクター
市本 博康 東京証券取引所株式部株式総務グループ統括リーダー
大橋 善晃 日本証券経済研究所専門調査員
城處 琢也 日本証券業協会法務部参事
雑賀 基夫 松井証券コンプライアンス室長
平田 公一 日本証券業協会常務執行役
細村 武弘 日本証券クリアリング機構リスク管理グループ総務企画担当課長
溝口 広人 野村証券法務部法務一課長
美濃口真琴 東京証券取引所総務部法務グループ・リーダー
油井 純雄 藍澤証券コンプライアンス本部副本部長

(敬称略・五十音順)

目 次

はじめに	1
第一章 誤発注による約定の効果を否定する必要性（保護法益）	2
第二章 錯誤	5
第一節 証券取引における民法の錯誤規定の適用可能性	5
第二節 悪意の相手方に対する錯誤無効の主張	6
第三節 錯誤無効と第三者	6
第四節 錯誤と不法行為責任の関係	7
第三章 取消し	8
第一節 取消しの対象となる取引の範囲	8
第二節 取消しの手続と取消権発動基準	9
第三節 取消しの効果	11
第四節 取消しに関する条項を定める場所	12
第四章 損害賠償に関する諸問題	13
第一節 損害賠償請求の可能性	13
第二節 責任排除・制限条項の規定	14
第三節 責任排除・制限条項の有効性	14
むすびに代えて	16

はじめに

2005年12月、ジェイコム株式に関する誤発注により、わが国の証券市場が大混乱に陥ったことは記憶に新しい。この事件を契機として、誤発注防止策の検討は、証券界にとって、焦眉の急の課題となった。

2006年3月15日には、日本証券業協会に設置された「株式の注文管理・リスク管理体制の整備に関するワーキンググループ」が「誤発注の再発防止に向けた適切な受発注管理のあり方について（中間整理）」（以下、「WG中間報告」という）を公表した。かかる議論を受けて、自主規制機関による取り組みが実施された。

東京証券取引所は、上場株式総数の5パーセントを超える注文に対しては証券会社に確認する体制を整え、さらに、上場株式総数の30パーセントを上回る異常な注文を受け付けないシステムを整備した（「誤注文に係る体制の整備について」）。さらに、日本証券業協会も、誤発注防止のための社内規則制定、必要なシステム対応、適切な人員配置・研修の実施および社内ルールの検査・監督体制の構築といった、協会員における注文管理体制の整備を図っている（理事会決議「協会員における注文管理体制の整備について」）。

かかる取り組みにより、大規模な誤発注の発生の可能性は大幅に減少するものと思われる。もっとも、上記のシステムのもとでも、システム障害や内部管理体制の不備などにより、例外的に誤発注が生じる可能性は否定できない。そのため、誤発注と認められる注文が約定された場合の取扱いにつき、論点を整理し、内容を検討しておくことは有用な作業であると考えられる。本研究会では、誤発注に基づき成立した約定の効果を否定する場面を想定し、実務を踏まえて、法的諸問題の検討を行った。

第一章 誤発注による約定の効果を否定する必要性（保護法益）

証券取引は投資家の自己責任を基礎に行われる。開示された情報を基礎に、投資家はその判断に基づき、その責任において約定した取引の効果が安易に否定されることは許されない。また、証券市場、なかでも取引所有価証券市場は、集団的な取引の処理が要請される場であり、一部の取引の効果を否定することは、他の取引に重大な影響を及ぼす。加えて、頻繁に売買がなされ、取引が瞬時に連鎖する性質上、取引の効果を否定することは、取引の安全を著しく害する結果となる。

以上のことから、基本的に、証券市場で約定された取引の効果が後になって否定されることがあってはならない。誤発注による約定についても同様のことが当てはまる。市場で成立した約定の効果を否定することは、以下に述べるような市場機能への信頼性といった、上記の利益を上回る法益がある場合にのみ、例外的に許容されるものと考えられる。

第一に考えられる保護法益は、決済制度の維持である。大規模な誤発注がなされた場合、必要な決済が一時的に不能（いわゆるフェイル）になる事態が生じる危険性がある。

買付けの誤発注の場合、誤発注者による金銭の支払いが不能となった場合に、決済が滞る。売付けの誤発注の場合、誤発注者は決済のための有価証券の調達が必要となる。かかる調達が不能の場合、決済が滞ることになる。このような金銭や有価証券の調達不能が生じる場合に、一時的に決済機能の停止を招き、証券市場の信頼性を著しく毀損することが懸念されている（WG中間報告 2（1）参照）。

この点に関して、まず、決済未了の状況が続くことをどのように評価するかが問題となる。誤発注者に決済に必要な金銭や有価証券の調達能力が備わっていれば上記の決済不能に陥らないことは言うまでもない。もっとも、本研究会では、この点について、同一規模の誤発注であっても、誤発注者の調達能力により、取引の効果に差が生じることは、効果が取消される相手方の保護の観点からは説明がつかないとの意見があった。

さらに、売り誤発注において、現金での決済が可能であるのであれば、決済自体は完了することができる。この点について、本来、有価証券を取得できたはずの投資者の利益が問題となる。しかし、約定の効果を否定した場合であっても、取引の相手方が有価証券を取得できないことには変わりはない点に留意をする必要がある。本研究会では、決済未了の状況が長期に続くことが市場への信頼を損なうという意見が出された。これに対して、誤発注による約定の効果を否定するに十分な保護法益にはなりにくいのではないかという意見もあつ

た。

他方、決済不能の状態が継続し、最終的に誤発注者のデフォルトを招くこととなった場合の影響はさらに深刻である。このような事態が少なからず発生すれば、証券市場に対する信頼性を大きく損なうものになりかねない。

誤発注による約定の効果を、決済制度の維持に求める立場では、約定の効果を否定する判断基準として、誤発注の規模といった市場への影響のみならず、誤発注者の資金や証券などの調達能力といった個別の要素を考慮しなければならないことになる。

第二に考えられる保護法益は、公正な価格形成の維持である（WG中間報告 2（3）参照）。

発注者の意図と明らかに異なる注文は、真摯な注文により形成される市場価格に悪影響を与えるものとなる。これには、誤発注そのものにより価格が変動するだけでなく、誤発注解消の動きに便乗した取引によって価格形成に歪みが生じることも含まれる。たとえば、売り誤発注の場合、誤発注者は、決済のために当該有価証券を買い集める必要が生じ、これに乗じて、値段が吊り上げられる事態が発生する。後者の問題は、前述の決済に関連する問題であるものの、典型的には、公正な価格形成の維持に関連するものと位置づけすることができる。

公正な価格形成が、近代の証券市場の果たすべき重要な機能の一つであることに異論はない。この点、証券取引法の保護法益とも整合的である。諸外国においても、誤発注の効果に何らかの制限を加える制度を有する国では、この点を理由としているものが多い。もっとも、諸外国と異なり、わが国では、取引所相場について値幅制限が存在し、異常な価格形成は無制限に拡大しないという事情がある点に留意が必要である。

保護法益として、公正な価格形成を重要視する場合、誤発注による約定の効果を否定する基準は、当該発注の価格変動への影響を中心に判断すべきで、個々の証券会社の事情を考慮することは適切でない。誤発注の量的規模は、価格変動への影響を判断する重要な要素になる。それ以外でも、市場の状況などによっては、規模の小さい誤発注であっても、価格形成に影響を及ぼす注文は想定できるのではないかという意見があった。

なお、誤発注を行った証券会社は、自己で後処理をなすべきことが原則である。もっとも、証券会社が、その処理に耐えることができない事態も考えられる。特定の証券会社の破綻が市場の混乱を惹起させるかどうかの問題となる（WG中間報告 2（2）参照）。たとえば、銀行などの金融機関については、預金者による取り付けが生じる可能性があることなどを理由に、公的支援が可能なシステム設計がなされている。これと対比して、証券会社については、かかる

観点からの連鎖破綻の問題は大きくないと考えられる。誤発注を行った証券会社の破綻を問題とする場合でも、既述のように、決済不能の危険性と関連づけて考慮することが適切である。

第二章 錯誤

第一節 証券取引における民法の錯誤規定の適用可能性

取引所市場における売買は、匿名性・大量性などの点で通常の売買とは非常に異なった性質を有している。しかし、これが売買として性質決定されるべき契約であること自体は否定されず、またそれに関する民法上の規律が適用されることに異論はない。

証券取引法 108 条によれば、「証券取引所は、その業務規程において、その開設する取引所有価証券市場ごとに、当該取引所有価証券市場におけるつぎに掲げる事項（会員証券取引所にあつては、第一号及び第二号を除く。）に関する細則を定めなければならない。」とされ、有価証券の売買等の開始および終了ならびに停止（5号）、有価証券の売買等の締結の方法（6号）、有価証券の売買等の受渡しその他の決済方法（7号）、これらの事項のほか、有価証券の売買等に関し必要な事項（8号）などにつき、証券取引所の業務規程において個別に定めるものとされている。東京証券取引所の業務規程においては、売買の方式や売買に関する制約等などについての規定が定められているものの、詐欺や錯誤などの意思表示の瑕疵に関する規定は少なくとも直接的には定められていない。そのため、この場合には、意思表示の瑕疵に関する民法上の規律が一応妥当すると考えてよいと思われる。なお、この点に関し、東京証券取引所の取引参加者規程第 23 条は、「取引参加者は、当取引所の市場における有価証券の売買等について、一切の責めに任じなければならない。」と規定しており、この規定が取引参加者における意思表示の瑕疵に関する民法上の保護を排除するものと解釈される余地もある（もっとも、この規定から以上のような法的効果が導かれ得るのかどうかに関しては、本研究会でも意見が分かれた）。

このように、一般論としては錯誤等の規定の適用可能性は排除されず、むしろ価格や株数の書き間違いなどは典型的な表示の錯誤の一事例であるとも言える。しかし、証券取引における誤発注の場合には、実際上は、錯誤無効の主張が認められることは極めて困難であると考えられる。すなわち、錯誤者が主張すべき無重過失の要件（民法 95 条但書）が満たされるのは極めて例外的な場合に限られる。取引所の通常の取引過程を経て行われる限り、この無重過失の要件が満たされることは想定し難い。特に、アラート画面を表示するなどの警告措置が行われていたにもかかわらずに誤発注が行われたような場合には、錯誤者の無重過失の要件が満たされることは考えにくい（なお、誤発注を防止するためのシステム上の対応が何ら行われていなかったような場合には、その事前の対応の不備自体が問題視され、やはり錯誤者の無重過失の要件が満たされる

ことは考えにくい)。

研究会では、この点に関連して、さらに進んで、証券取引所における取引においては、匿名性・大量性・連鎖性を特徴とする市場取引への参加者として取引に参与している限り、錯誤などの意思表示に関する瑕疵の主張を行わないということについて、黙示の合意や慣習が存在するという考えも出された。重過失の要件などの個別事情を問題とすることなく、そのように証券市場における取引参加者からの錯誤主張が全面的に遮断されるものと考えられるのかどうかについてはなお検討を要する。しかし、少なくとも、重過失の要件の充足可能性は極めて限定的なものであるに過ぎない点を考慮するならば、誤発注に関する錯誤主張は、実際にはほとんど認められる余地はない。

第二節 悪意の相手方に対する錯誤無効の主張

民法学説上、錯誤者に重過失がある場合であっても、悪意の相手方に対しては錯誤の主張が可能であるという解釈が通説的理解となっている。しかし、取引所市場における株式取引においては、取引の匿名性などにより、そのような悪意の立証が実際には極めて難しい(市場価格から懸け離れた注文が出されたという事情を認識していたとしても、当然ながら、それが錯誤によるものであるということに関する悪意と直結するわけではない)。さらに、そもそも錯誤に関する相手方の認識を問題とすることが構造的に困難あるいは不可能である場合も少なくない(誤発注以前に市場に出されていた注文との間で取引が成立した場合など)。結局、相手方の主観的事情を考慮したとしても、錯誤者の無重過失の要件を排除することは実際上困難であると言わざるを得ない。

第三節 錯誤無効と第三者

取引の当事者間で錯誤無効の要件が(極めて例外的に)充足された場合であっても、そのような錯誤無効の主張を第三者に対しても行うことができるかについては、さらなる検討が必要である。学説上、表意者の帰責性がより軽微な詐欺の場合でも民法96条3項によって善意の第三者に対しては詐欺取消の効果を主張できないこととの均衡から、錯誤の場合にも、民法96条3項類推適用によって善意の第三者に対する錯誤無効の主張が制限されると解するのが有力となっている(この点につき、『新版注釈民法(3)』464頁〔有斐閣・2003年〕を参照のこと)。そのような考え方に立つと、錯誤にかかる株式に関する取引が連鎖して善意の転得者が現れるに至った場合には、もはや錯誤無効の主張をその転得者に対しては行うことができないことになる。したがって、証券取引にお

いて錯誤主張の可能性が承認されたとしても、連鎖性という特徴を備える証券取引については、その対第三者効は極めて限定的なものとならざるをえない。

第四節 錯誤と不法行為責任の関係

なお、錯誤によって売買契約の効力が否定されたときでも、不法行為責任の成否はそれとはまた別個の問題である。錯誤無効の主張によって不法行為による損害賠償責任までも免れることはできない(『新版注釈民法(3)』466頁〔有斐閣・2003年〕)。錯誤制度は表意者保護のための制度ではあるものの、この場合において不法行為責任が当然に否定されるわけではない以上(また、故意または重過失によって生じた責任については、免責条項等を予め定めていたとしても、これを免れることはできない)、この点でも錯誤制度による誤発注者の救済には限界があることには注意が必要である。

以上のように、誤発注をめぐる諸問題の処理に関し、錯誤制度にその解決のための役割を期待することは難しい。錯誤を初めとする意思表示の瑕疵に関する諸制度や法律行為法それ自体が、そもそも証券市場における匿名かつ大量の取引を前提とするものではなく、またそのような市場取引の側でも個々の意思表示の瑕疵が問題とされないような枠組を必要としているという点も、看過してはならない。また、前述の通りそもそも錯誤を初めとする意思表示の瑕疵に関する諸制度は表意者保護のための制度であり、誤発注の取消に関する制度趣旨やそこでの保護法益とは必ずしも一致しないことにも留意を要する。誤発注の取消に関する制度は、錯誤制度とは全く異なった観点から構想されているものであり(誤発注の取消に関する当制度は、誤発注者の保護を本来の目的とするものではない)、またそのような方向での取消制度の具体化が図られなければならない。

第三章 取消し

第一節 取消しの対象となる取引の範囲

約取り消す制度を設けるには、どのような場合に、どの範囲の約取り消すのかといった点についてルールを定める必要がある。市場に対する信頼を維持するためには、このようなルールの内容は公正なものでなければならない。また、ルールの透明性の確保という観点からは、ルールの内容をできるだけ明確に定め、恣意的な運用を防止する必要がある。これらのことをふまえ、以下では、まず、取消の対象とすべき取引の範囲を検討する。ここでも、つぎのような有価証券取引の特性を考慮しなければならない。すなわち、有価証券取引においては、取得した有価証券を転売し、あるいは有価証券の売却によって得た資金を他の投資に振り向けるといった連鎖取引が頻繁に行われ、また、投資リスクを限定するために、現物株式とオプションといった複数の商品を組み合わせる一つの取引を組成するといったことが日常的に行われている。

このような状況において、ある取引を、その成立後に取り消すと、当該取引を基礎として行われた取引はその前提を失うこととなり、あるいは、当該取引と組み合わせる行われた取引だけが残される結果、リスクが非常に高い取引となってしまうといった事態が生じ得る。このような事態を避けるため、誤発注にもとづいて成立した取引だけでなく、当該取引を基礎としてなされた取引や、当該取引と組み合わせる行われた取引を、取消の対象に含めることが考えられる。

しかし、連鎖取引の形態や、取引の組合せの類型は、無限に想定されるものであり、そのすべてを取消の対象とすることは、事実上不可能である。いったん成立した取引の効力を事後的に否定することは、極めて例外的にのみ認められるべきであり、取消の対象となる取引の範囲は狭い方が望ましい。連鎖取引等を行っていたことにより損害を被った場合には、後述のように損害賠償請求の可能性が残されている。したがって、取消の対象は、誤発注の対象とされた銘柄について、誤発注が出された市場においてなされた取引に限定すべきと考えられる。

取消の範囲を、誤発注の対象とされた銘柄の取引に限定するとしても、取り消される約数の数はできる限り少なくすることが望ましい。この点で、東京証券取引所による売買停止のスキームによれば、上場株式総数の5%を超える売買注文が出されたときには、誤発注によるものでないか確認がとられ、誤発注の可能性が高い場合には、当該銘柄の売買が停止される。このようなスキームのもとでは、誤発注が市場に出されてから、売買が停止されるまでに成立し

た約定のみを取消しの対象とすればよく、売買停止までに要する時間が短ければ短いほど取り消される約定の数が少なくなり、取消しの影響を限定することが可能になる。

もっとも、このようなスキームを前提として、誤発注が出されてから売買停止までに成立した約定のみを取消しの対象とするとしても、なお検討すべき問題が残されている。それは、たとえばある銘柄について売りの誤発注が出された場合に、それ以前から市場に出ていた売り注文、あるいは誤発注後に誤発注の当事者以外から出された売り注文について約定が成立したときの、当該約定の取扱いである。この場合、誤った売り注文について成立した約定のみを取消しの対象とすることも考えられる。

しかし、取引所における売買は、匿名の当事者間で行われる競争売買であり、売買の相手方の個性は問題とされない。結果的に、誤発注を出した取引参加者が売買の相手方となったとしてもそれは偶然によるものにすぎない。そうであれば、一定の期間内に成立した約定のうち、誤発注によるもののみが取り消され、それ以外のものは取り消されないとするのは、当事者間の公平にかなうとはいえない。したがって、このような場合には、誤発注によるものか否かにかかわらず、一定の期間内に成立した約定のすべてを取消しの対象としなければならない。

なお、連鎖取引への影響に配慮して、誤発注後に成立した約定のうち、当該取引を基礎として連鎖取引が行なわれているものについては取消しの対象としないことも考えられないわけではない。しかし、連鎖取引の態様はさまざまであり、いずれの約定について連鎖取引が行なわれているかを短時間のうちに判断することは困難である。また、前述の当事者間の公平の観点からも、一部の約定のみを取消しの対象から除外することには問題がある。もっとも、約定の取消し後に、取り消された取引について、相手方の事情によりやむをえない場合に限って、個別に、取り消された約定と同一条件での取引を成立させ、いわば取り消された約定を復活させる制度を設けることは別途検討に値する。そのような制度を設ける場合には、復活させる約定を何らかの基準により限定する必要が生じるが、基準を策定する際には、復活の対象とすべき約定の選定に、恣意的な判断が入り込まないよう留意する必要があるとの意見も出された。

第二節 取消しの手続と取消権発動基準

約定取消制度によって保護すべき法益を、市場機能の維持に求めるのであれば、市場の運営主体である取引所に、取消権を発動するか否かを最終的に判断する権限を付与することが望ましい。もっとも、取引所が取消権を有するとし

ても、誤発注を出した取引参加者がまったく蚊帳の外におかれるわけではなく、通常は、取消権の発動に至るまでに当該取引参加者との意思疎通が図られることになる。

上記のスキームでは、通常、取消しの前提となる売買停止の段階で、誤発注を出した取引参加者との連絡が取られるはずである。誤発注であることが確認されれば、それに続いて当該取引参加者に約定取消しの意思があるか否かが確認され、取消しの意思があれば、取消権を発動するか否かの判断に移行することになる。問題は、何らかの理由により、取引参加者との連絡がとれない場合である。そのような場合であっても、市場機能に重大な影響をおよぼすおそれがある場合には、取引所の判断により売買停止を行うべきである。また、市場の機能および市場に対する信頼の維持という観点からは、長時間にわたって売買を停止することは極力避けるべきであるから、一定時間内に取引参加者と連絡がつかない場合には、取引参加者の意思確認を経ることなく、取引所の判断で約定を取り消すことも可能としておく必要がある。

誤発注の態様にはさまざまなものがあり、注文内容はもとより、誤発注が出された時間帯、対象銘柄の流動性によっても、証券市場に対する影響は異なる。さらに、上記の売買停止を前提としたスキームにおいては、できる限り短い時間の内に、約定を取り消すか否かを判断しなければならない。それゆえ、入手できる情報も、その分析にかけられる時間も限定されたものとなる。これらのことをふまえると、取消権の発動については、取消権者である取引所の裁量に委ねられる部分が生じることは避けられない。したがって、取消権発動の判断基準については、数値を用いること等によりできる限り明確なものとしつつも、そのような裁量のはたらく余地を残さざるを得ないと思われる。

もっとも、約定取消制度は、市場機能に対する信頼を維持するために認められるものであるから、取消権者の恣意的な判断により不公正な運用がされることはあってはならない。また、取消権発動の判断においては、取消制度の保護法益（本報告書第一章参照）を十分に考慮することが求められることは言うまでもない。

さらに、取消権発動の判断に際し、誤発注を出した取引参加者の意向をどの程度考慮すべきかが問題となる。とりわけ、市場への影響が懸念される規模の誤発注があったにもかかわらず、取引参加者が何らかの理由により約定の取消しを望まない場合の取扱いが問題となる。この点については、取消制度の保護法益が、公正な価格形成の維持にあることを強調すれば、取引参加者の意思にかかわらず、価格への影響のみを考慮して、約定を取り消すか否かを判断することになるであろう。他方、保護法益が、決済制度の維持にあることを強調すれば、取引参加者に決済に応じる意思があり、それが可能なのであれば取り消

する必要はないこととなるであろう。もっとも、保護法益を公正な価格形成に求めるとしても、取り消すべき誤発注が、一取引参加者の資力・能力では到底履行に及びられない程度の規模のものに事実上限定されるのであれば、保護法益として決済機能の維持を強調した場合と、結果にそれほど差は生じないとも考えられる。このような立場によれば、取引参加者の資力・能力からして、その履行が十分に見込める規模の誤発注については、当該取引参加者の意思にかかわらず、そもそも取消しの対象とならないとも考えられる。

第三節 取消しの効果

上記の判断基準に従って取消権が発動された場合、取り消しの対象として考えられるのは、誤発注が市場に出された後、売買停止措置がとられるまでに取引参加者の間で成立した約定、およびその間に出された顧客からの注文である。顧客Aの売り注文を受けた証券会社甲が誤発注を出し、その誤発注と、顧客Bの買い注文を受けた証券会社乙の出した注文との間で約定が成立したという場合を例にとると、取消しの対象となるのは、まず甲乙間に成立した約定である。約定が取り消されると甲乙間に成立した売買契約は遡及的に無効となる。

A・甲間およびB・乙間の法律関係については、本来であれば、A・Bの注文が甲・乙を通じて市場に出され、約定が成立すると、その時点で、甲・乙は、A・Bに対して、それぞれ売却によって得られた代金または取得した有価証券を引き渡す義務が生じるはずである。ここで、甲乙間に成立した約定が取り消され、遡及的に無効となると、当該約定にもとづいて発生した甲および乙のA・Bに対する債務（取得代金あるいは有価証券の引渡し義務）も消滅することになる。また、Bが乙に対して負っていた代金支払債務も消滅することになる。

さらに、約定の取消しが、A・Bから出された注文に及ぼす効果については、つぎのように考えられる。まず、誤発注が市場に現れた時点で、すでに市場に出されていた注文については、たとえ当該注文について成立した約定が取り消された場合であっても、取消し後、売買が再開された時点では、有効に存在するものと解される。これに対し、誤発注が市場に現れた後、売買が停止されるまでに出された注文（誤発注たる注文を含む）については、約定の取消しによって、注文としても失効し、売買再開時点ではもはや存在しないものとするべきである。誤発注後に出された注文は、誤発注後の取引状況を見て出された可能性があり、そのような注文を残しておくことが、適切でない場合があり得るからである。この点について、研究会では、取消権の発動によって、取引所に対する注文状況を、誤発注が出される前の状態に戻すことは、技術的に困難であるとの意見もあった。

また、現行制度では、取引参加者間に約定が成立した時点で、取引参加者に生じた有価証券の引渡し債務および代金支払い債務が、債務引受けにより清算機関に移転することとされている。取引参加者間の約定が取り消されると、それにもとづいて生じた債務は遡及的に消滅することになるから、清算機関による債務引受けも無効となり、清算機関に移転した債務も消滅することになると解される。

第四節 取消しに関する条項を定める場所

約定取消に関するルールのうち、取消権発動の判断基準や、約定取消の効果といった取引所と取引参加者の関係、および取引参加者間の関係を規律するものについては、取引所の業務規程に定めることになると考えられる。他方、約定取消が行われた場合の注文の取り扱いといった、取引参加者と顧客との間の法律関係を規律するルールについては、受託契約準則に定めることになると考えられる。

第四章 損害賠償に関する諸問題

第一節 損害賠償請求の可能性

誤発注を取り消すルールを導入すると、そのルールが適用された場合に、事後的な処理をどのように行うかが問題となる。誤発注の取消しに関するルールが発動され、いったん成立した約定が取り消された場合、当該取引にかかわっていた者に損害が発生することがある。その場合、損害を被った者は、民法の一般ルールに従い、不法行為（民法 709 条）に基づく損害賠償を請求することができると考えられる。取消しがなされた場合、当該取引にかかわっていた者は、いったん成立した約定によって手にしていたはずの地位が覆されることになるが、約定自体は有効に成立している以上、こうした地位は法的に保護されるべき利益に該当し、不法行為の成立要件が充足されると考えられるからである。この点について、研究会においては、誤発注によって形成された価格は不適切なものであるから、そのような地位は保護されるべきものとはいえないのではないかという意見も出された。なお、損害を被った者と賠償請求の相手方が直接の契約関係に立つ場合、顧客が自らと契約関係にある証券会社に対して責任を追及する場合などには、債務不履行責任（民法 415 条）の追及も可能である。

損害賠償の請求は、典型的には、取消しの原因となる誤発注を行った者（証券会社）に対してなされると考えられる。さらに、取引所が行った取消しの決定に瑕疵があると判断されるような場合には、取引所に対する賠償請求が認められる可能性もある。

誤発注に伴う取消しによって生じ得る損害は多岐にわたると考えられる。ここで、どのような損害が賠償されるべきかという点については、民法の一般ルールが適用され、不法行為（あるいは債務不履行）における賠償範囲の確定基準が妥当すると考えられる。証券取引に関する裁判例（主として、証券の引渡債務の不履行、顧客の委託の不執行という事例について、公表裁判例が見受けられる）においても、賠償範囲の確定に際して、民法 416 条などの一般ルールに従った判断がなされているところである。

代表的な損害としては、一定の価格において株式を取得または売却していたにもかかわらず、当該取引が取消しの対象とされたため、当該銘柄の取引の再開後に新たに取引を行うことになった場合の差額をあげることができる。さらに、連鎖した取引がなされていた場合などには損害が拡大することになる。こうした損害は、証券取引が相場の変動や転売を通じて利益を得ることを当然に予定した取引形態であることからして、広く、賠償されるべき損害の範囲に含

まれると考えられる。

もっとも、ある損害が賠償されるべき範囲に含まれるとしても、過失相殺（民法 722 条 2 項）の適用があり得る。損害を被った者が、誤発注を知りつつまたは知るべきであったにもかかわらず、さらに取引を行うなどして損害を拡大させたような場合には、損害が被害者の過失によると評価される限りにおいて、賠償額が減額されることになる。さらに、第三章第一節において言及されているような、誤発注と同一条件の取引を個別に復活させる制度を導入する場合には、当該制度を通じて損害の填補がなされる限りにおいて、賠償額が減額されることになる。

第二節 責任排除・制限条項の規定

誤発注を理由とする取消しがなされた場合に賠償されるべき損害は広範にわたり得ること、また、誤発注が大規模なものとなり得ることから、取引参加者に巨額の賠償責任が発生する可能性がある。そこで、取引参加者の責任を排除・制限する条項を定めることが考えられる。

誤発注の取消しを理由とする損害賠償請求に際しては、典型的には、誤発注を行った者（証券会社）と損害を被った者との間には、直接の契約関係が存在しないと考えられる。そのため、誤発注を行った者や証券取引所の賠償責任を排除・制限するという条項を、潜在的な被害者である顧客とその顧客の証券会社との間の契約において定めるという形態をとることになる。顧客は、第三者に対して取得する可能性のある損害賠償請求権を一定の範囲で放棄することになる。実際には、受託契約準則において、こうした条項を定めることになると思われる。

このような条項は、顧客にとって重大な帰結を伴うものであることから、適切な形で説明・周知がなされる必要がある。ここでの説明・周知は、当該条項が契約の内容として有効に取り込まれるようにするという 契約法上の観点からも、また、証券会社が説明義務違反を理由として責任を追及されないようにするという 損害賠償法上の 観点からも、重要な意味を持つものである。

第三節 責任排除・制限条項の有効性

つぎに、以上のような条項を定めるとして、当該条項が民法の一般ルールに照らして有効なものであるかが問題となる。

この点について、第一に問題となるのは、誤発注を行った者（証券会社）に

故意または重過失が認められる場合である。古くより、債務者に故意・重過失が存在する場合にも免責を認める条項は、民法 90 条によって無効であると考えられてきた。確かに、誤発注の取消しの場合には、誤発注を行った証券会社は、顧客との関係で契約上の債務者ではないことがほとんどであり、従来の議論において想定されていた事例と完全に一致するわけではない。しかし、顧客と誤発注を行った証券会社との間に直接の契約関係がないということだけを理由として、故意・重過失が認められる場合にも当該証券会社を免責することの不当性が失われるわけではない。誤発注に関する責任を排除・制限する条項を、顧客と証券会社の契約において定めたとしても、少なくとも故意・重過失免責の部分については、無効と判断されることになると考えられる。

さらに、顧客が個人投資家などである場合には、消費者契約法が適用されることがある。具体的には、債務者の故意・重過失による不法行為責任を免責する条項を無効とする、同法 8 条 4 項の適用が問題となる。しかし、先述のように、誤発注を行った者と被害を受けた顧客との間には直接の契約関係がないと考えられる。そのため、不法行為を行った者は、被害者との関係で契約上の債務を負っているわけではなく、当該不法行為は、「事業者の債務の履行に際してされた当該事業者の不法行為」に該当せず、同項の要件が充足されないと判断されることになると思われる。もっとも、同項の規律対象が、「債務の履行に際してされた」不法行為に限定されているのは、債務の履行とは無関係になされる不法行為について責任を排除・制限する条項が定められるという事態が想定しがたいからである。消費者契約法がそうした条項の不当性を否定しているわけでも、積極的に内容規制の対象から外そうと考えているわけでもない。こうした趣旨に照らすならば、同項の適用の有無については議論の余地があるところであり、その趣旨を十分に考慮した形で条項を定めることが望ましいと思われる。

以上を要するに、消費者契約法の適用については問題があるが、いずれにしても、誤発注が故意または重過失によると判断された場合には、契約の内容規制に関する一般ルールによって、誤発注を行った者（証券会社）は、損害を被った者に対して、責任排除・制限条項に基づく免責を主張しえないことになる。

むすびに代えて

証券取引における誤発注は、証券界で新しく生じた問題ではない（金融庁の調べで、証券会社による誤発注の実態が明らかにされた。これによると、2005年で総計1万4318件の誤発注が発生し、このうち、667件は、誤発注による売買代金が1億円を超えるものであった（金融庁「株式等の売買発注管理に係る一斉点検等の結果について」（2006年3月15日））。

もっとも、ジェイコム株式の誤発注を契機として、各自主規制機関による未然防止体制が整備されるに至った。その結果、決済機能を麻痺させ、あるいは、公正な価格形成を歪める大規模な誤発注の大部分は発生しないはずである。

集団的取引を可能にする証券市場で、有効な約定の効果を否定し、誤発注者とは無関係の投資者に不利益を与える方策は、例外と位置づけされなければならない。したがって、本研究会での検討対象は、きわめて稀な場面に適用されるはずのものである。本研究会では、このような前提で議論を行った。大規模誤発注が、引き続き、頻繁に生じるような状況では、本研究会の結論も異なり得る。

最後に、研究会では、実務家にオブザーバーとしてご参加いただき、実務・理論の両面から議論を行った。また、東京大学の神田秀樹教授をゲストとしてお招きし、貴重なご意見を賜った。これらの方々にここに記して御礼を申し上げます。もっとも、本報告書の文責は委員によるものであることは言うまでもない。