

# オンライン取引と証券会社の対顧客義務

清水 葉子

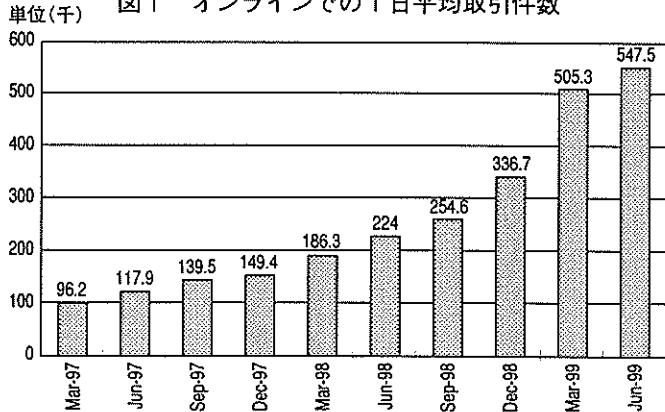
## 1 オンライン取引の急増

わが国でも、今年十月の有価証券の委託売買手数料自由化とともに、コストの大幅な削減が可能なオンライン取引が価格競争の手段として注目を集めている。これにともなって、一九九〇年代半ば以降、オンライン取引が急増したアメリカの事例が多く紹介されている。

改めてアメリカのオンライン取引を概観してみよう。オンライン取引口座数は一九九九年第二四半期で九七〇万口座に達し、重複を除いても五〇〇万人以上のオンライン・トレーダーが取引を行っていると推計されている<sup>(1)</sup>。

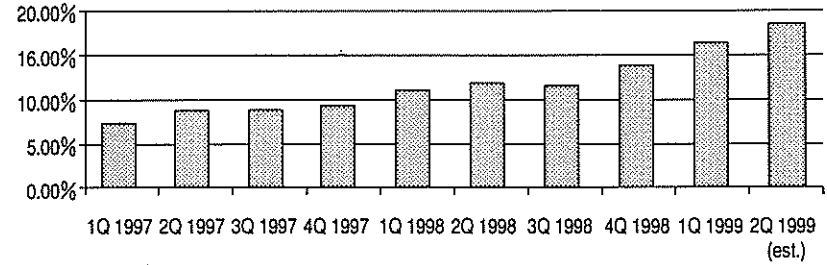
オンラインでの取引件数は、(図1)に見るように、一九九八年度にとくに著しい成長を見せ、今年の第二四半期に増加速度をややゆるめたものの、一日平均五四万件を超えて成長を続けている。また、(図2)からは、オンライン取引が全株式取引に占める割合は十六%程度となり、今やほぼ六件に一件の取引がオンラインで行なわれている。

図1 オンラインでの1日平均取引件数



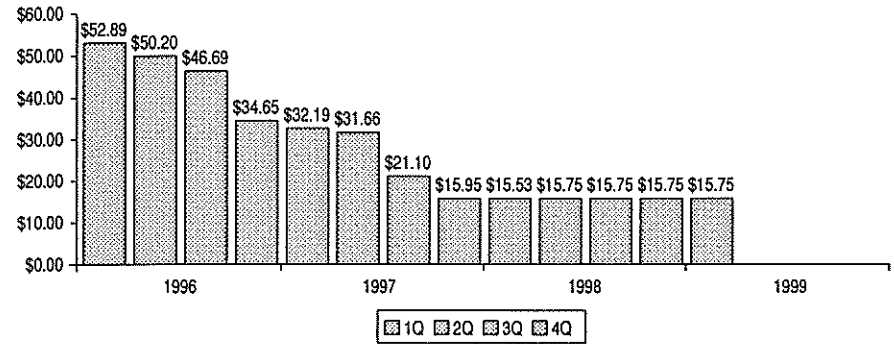
(出所) SEC Special Study(注8)  
(原資料) Piper Jaffray

図2 株式取引に占めるオンライン取引のシェア



(出所) 図1に同じ  
(原資料) CS First Boston

図3 オンラインブローカー上位10社の平均手数料



(出所) 図1に同じ  
(原資料) CS First Boston

ることが読み取れる。

オンライン取引は、当初は、単純な注文執行以外のサービスを提供しない代わりに委託売買手数料を大幅に割引くデイスカウント・ブローカーが、コスト削減の手段として導入したため、導入当初は激しい価格引き下げ競争が行なわれた。しかしながら一九九七年の後半あたりから価格競争は収束に向かい(図3)、現在では価格以外のサービスの差別化によって競争が行なわれているとされている。

また、最近になってメリルリンチ、ペインウエバーなど大手のフルサービス証券会社がオンライン取引に参入することが報じられ、競争の様相が変化することも予想されている。

このようにさまざまな意味で注目を集

めているオンライン取引であるが、オンライン取引という新しいテクノロジーが、従来想定していなかった問題をひき起こしていることも取り上げられている。オンライン・サービスに一度に大量のアクセスが集中すると、回線の渋滞のためにつながりにくくなったり注文の執行が遅れたりするケースはわが国でも報道されているが、アメリカでも投資家からの訴訟や多額の損失補償がオンライン証券会社の大きな経営問題となっている。またインターネットのようにオープンなシステムを利用した場合、プライバシーの問題や不正アクセスなどの問題があることも指摘されており、こうしたシステムの安全性の確保も重要である。また、オンライン取引によって頻繁な売買をくり返すデイ・トレーダーと呼ばれる一部の投資家が社会問題化しつつあることも報じられている。

ところで、アメリカでは、このような従来指摘されてきた問題に加えて、インターネットのように双方のコミュニケーションを可能にするテクノロジーが証券会社と顧客の関係を変化させ、証券会社の対顧客義務の点で新たなグレーゾーンを生んでいることも問題となりつつある。

すなわち、オンラインサービスを提供する証券会社の中には、顧客ごとにカスタマイズしたウェブサイトを設けるなど、よりきめ細かな情報提供を行なうところが出てきたわけだが、こうした証券会社の多様なサービスを一環として、顧客のオンライン利用履歴などを自動集計したデータを用いて顧客を分類し、特定の顧客層の関心をひきそうなりサーチラポートを電子メールで一斉に流すなど、投資アドバイスを極めて近いサービスを提供することが技術的には十分可能となってきたのである。

こうした、いわば「自動投資アドバイスパイス」とも言うべき情報提供を始めた場合、証券会社は顧客に対してどの程度の責任を負うべきなのであろうか？

## 2 適合性の原則<sup>(4)</sup>

ブローカー・ディーラーは、顧客に対して適合的な投資推奨をする義務を負っている。これは適合性の原則と呼ばれているが、これは一つには自主規制機関の半倫理的な性格の規則によって、もう一つは証券会社が専門家として「看板」をあげて一般投資家からの信頼によって業務を行なっている以上、投資家に対して一定の注意義務を持つとするいわゆる「看板理論」から発展した概念として証券取引所の規定によって、定められている。

NASDは公正慣習規則二三一〇で、会員は、顧客が自己の他の証券保有や財政状況やニーズに関して開示した事実があればそれに基づいて、推奨 (recommendation) が適合していると信じる合理的な根拠がなくてはならない、と定めている。このNASD規則は、単に不適合な投資推奨を行なってはならないとする消極的な規則であるにとどまらず、投資アドバイスに際して特定の顧客の資産や投資目的などを十分ふまえることを求めたポジティブな規則であると解釈されている。また、特定顧客の属性を把握するだけでなく、推奨する投資が顧客の投資目的に照らして合理性を持つているかどうかという投資手段の合理性も問題にしているとされている。適合性の原則は、NASDの規則によるものだけでなく、例えばニューヨーク証券取引所規則四〇五条の「Know Your Customer Rule」のように会員の保護を本来の目的としたタイプのものもある。

一方、証券取引所法では、第一〇条 (b)、第十五条 (c) にそれぞれ証券会社の詐欺行為の禁止規定として条項が設けられており、対応するSEC規則一〇b-5、十五c-1-2でも規定されている。

実際に問題が生じた場合の仲裁や訴訟は、NASDの規則に基づいて行なわれるケースが増えているとされるが、こうした自主規制機関による規定は、故意の立証などが必要とされる証券取引所法の規定と異なって、倫理規定としての性格を強く持つため、ブローカー・ディーラーはどの程度具体的な義務を負っているのか判断が難しいとされる。

今年五月にワシントンで行なわれたNASDの規制部門であるNASDRの春期会議の基調講演で、NASD会長Frank Zarb氏が会員ブローカー・ディーラーに対して、投資アドバイスに関する適合性の原則違反に対して注意を払うよう呼びかけたことが報じられている。また会議では適合性の原則に関連した報告が会員に配付され、NASD会員の過誤と不作為 (errors and omissions) による申し立てが行なわれたケースのうち九五%を適合性原則違反が占めていることが示されていた<sup>(5)</sup>という。

こうした適合性をめぐる訴えの増加は、アメリカの株式市場の過熱にもなって十分な投資知識を持たない投資家の株式市場への参加が急増した結果であると推測できるが、オンライン取引の拡大もこれに新しい様相を加えているのである。

## 3 オンライン取引と適合性の原則

オンライン取引に関して、適合性の原則はどのように問題になるのであろうか。

すでに述べたように、オンライン取引は、当初ディスカウント・ブローカーが、人手を省いて取引コストを削減するために相次いで導入したシステムであった。しかしながら、一般の商取引などにインターネットが急速に浸透したこともあって、現在では手数料の低さだけでなく、迅速で簡便な取引手段として広く認知されるようになってきている。従来の証券営業員との緊密な関係を嫌ってオンライン取引に切り替える投資家も多いとされる。

こうしたオンライン取引の普及にともなって、オンライン上でさまざまな付加サービスの提供も始まっている。オンライン上で顧客のポートフォリオをトラッキングしたり、簡単なライフサイクル・モデルを提示したり、為

替レートの変動などの仮想的な変化が資産価値に与える影響を計算したりするためのシミュレーション・モデルなどが提供されている。

しかしながら、オンライン上で可能なサービスはこれにとどまらない。オンライン・ブローカーは、顧客から提供された年齢や資産保有、現在の資産構成、投資目的、投資態度などの顧客情報のほか、オンライン上で顧客が実際に行なった売買やクリックの特性を自動的に集計し、データ・マイニングなどの手法を用いて顧客の属性を分析したり顧客層をカテゴライズしたりすることができる。<sup>(6)</sup>

こうした技術を利用すると、あらかじめ特定した証券の価格が低下した時に電子メールで顧客に買い時を知らせるとか、アナリストの評価が変化するとその証券の保有者全員に通知する、市場の価格変動によって顧客の資産構成が目標からずれたことを自動的に知らせると言ったことが可能となる。また、さまざまな分析ツールを提供し、顧客ごとにカスタマイズしたサイトで退職など特定の投資目的に合致した投資戦略を計算したりするサービスも提供できるようになる。

このようなサービスの多くが自動的に行なわれるようになった場合、オンライン・ブローカーはこうしたサービスのどの程度にまで責任を負うべきなのだろうか。

オンライン・ブローカーは基本的には顧客が自己責任で投資を行なうことを前提に業務を行っている。現在でも、リサーチレポートなどの投資情報や分析ツールがオンラインで提供されているが、これはあくまでも投資家の利便性のために付加的に提供しているに過ぎず、最終的には投資家の自己責任で投資判断が行なわれていることが前提である。

ところが、オンライン・ブローカーが顧客の投資履歴などを集計して知り得る立場にいた場合、たとえば高齢の投資家が極めて投機的な投資を始めるなど明らかに顧客属性に合致しない投資が行なわれていた場合、適切なアドバイスをする義務はあるのだろうか。またきめこまやかな情報提供の一環として、過去の投資履歴や現在の資産構成から見て適当と考えられる投資先を電子メールなどで自動配信した場合、それは投資勧誘と見なされるのであろうか。

証券会社は、顧客の年齢や資産、投資目的、投資態度など知りえた顧客属性に照らして適切と考えられる投資アドバイスや推奨を行なう義務があり、これを適合性の原則と呼んでいる。ところが、オンライン取引では、当初は全く投資アドバイスを行なわず単純な注文執行サービスののみを提供していたためこうした義務を考慮に入れる必要はなかった。しかし次第に、リサーチレポートやニュースレターを発行してフルサービスに近い投資アドバイスを提供する証券会社が増加するにつれ、オンライン取引であっても適合性の原則に合致しない情報提供サービスには注意を払う必要が生じてきた。さらに加えて、従来のように顧客から属性に関する情報を得るほか、オンライン上で行なわれた投資履歴や画面選択の特徴などを証券会社が独自に集計して顧客を分類し、カスタマイズした情報提供を行なうことが可能であるため、どこまでが証券会社が適合性に関する責任を負う範囲が明確でなくなってしまうのである。

わが国では、オンライン取引は委託売買手数料の自由化と同時期に始まり、コスト削減の手段としての性格が前面に出ているため、こうした問題はまだまだ大きく取り上げられてはいないが、証券取引以外のオンライン商取引では、すでにさまざまな方法で顧客の利用履歴を分析・集計して顧客ごとにカスタマイズしたサービスを提供する手法が広まっており、証券取引についてもいずれ同様のサービスが可能となると考えられる。

#### 4 SECの考え

SECは十一月二十二日に「オンライン・ブローカレッジ・サイバースペースと歩調をあわせて」と題したレポートを発表し、オンライン取引に関わるさまざまな問題について論じている。このレポートのなかで、SECは最良執行やシステム容量の問題、投資家教育、プライバシーなどの重要な問題とならんで、適合性の問題を論じている。

明確な結論が提示されているわけではないが、SECは、(1)さまざまなオンライン・サービスが、どういふ働きをするのか、どのような情報を顧客がとりだしたり、またブローカーが顧客行動から集計できるのか、顧客はどのような情報を投資推奨であると見なすのかといった点について業界との間で対話の機会を設ける、(2)データ・マイニングの手法によって集計した情報からどのようなサービス提供が可能であるのか証券会社の協力を得て調査する、(3)自主規制機関との間で、オンラインで提供される情報ないし投資推奨に関してケーススタディを行なう、という三点の必要性を述べている。

SECが想定しているオンラインでの情報提供・投資推奨は次の6種類である。

- ①単純な注文執行サービスのみ…適合性に関する検討は不要である。
- ②注文執行しか行なわないが、ウェブ上のライブリからリサーチ情報やコメントなどを引き出すことができ…基本的には適合性の問題は発生しないが、証券会社は提供している情報がちゃんとしたものであって、少なくとも一部の投資家にとっては適切なアドバイスとなりうるだけの論拠を持っていなくてはならない。
- ③②に加えて、顧客がカスタマイズされた画面を見ることができ、特定証券の気配をトラッキングできたりリサーチに関する自動通知を受け取れたりでき、また顧客が自分の投資態度を指定できる…証券会社自身が関与せ

ずに全て自動サービスとして行なわれているものであるが、顧客自身が投資態度の指定をしている場合、それと適合しない取引が行なわれた場合アドバイスが行なわれることがのぞましい慣行だと言えるだろう。

- ④証券会社自身が顧客を分類しカテゴリー別に異なった情報を提供する…分類・カスタマイズの程度によるが、証券会社が集めた情報に基づいて個人化されたアドバイスを提供する場合、適合性の原則が適用されると考えられる。顧客自身が分類を選び、その分類に適合した情報を受け取るだけの場合には、証券会社の責任はないと考えられる。

- ⑤顧客のオンライン上での取引履歴に基づいて、証券会社がカスタマイズされた情報を提供する…この場合は証券会社は特定顧客に対する適合性の義務を持つ。

- ⑥証券会社がポートフォリオのベンチマークを提供するなり資産配分をアドバイスするなりして顧客の資産管理の手助けをしている場合…「資産配分計算システム」のようなものを用いている場合には一般的な資産配分のアドバイスであり顧客ごとの適合性の判断しているとは言えないが、顧客の投資態度や投資目的と実際の取引が適合しているかどうかについては証券会社の責任が認められる。

- ⑦フル・サービスの証券会社が顧客のオンラインでの注文入力を提供しており、通常の証券営業員のアドバイスを受けてオンラインでの注文を行なっている…従来通りの完全な意味での適合性を満たす義務を持つ。

(注)

(1) Piper Jaffrayの推計によるが重複の見積もりには異論もある。

(2) 大崎貞和・沼田優子(一九九九)「変化する米国総合証券会社のオンライン取引」「資本市場クォーター」一九九九

- (3) オンライン取引の普及で予想される問題については、大崎貞和（一九九九）『インターネット証券取引の真実』ラジオたんぱ、参照。
- (4) この点については Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, "Suitability in Securities Transactions," *Business Lawyer*, August 1999, 参照。
- (5) "Zarb Urges Broker-Dealers to 'Be on Guard' About Suitability," *Securities Regulation and Law Report*, Vol. 30, No. 22, May 29, 1998.
- (6) 例えは書籍のオンライン販売で有名になった Amazon.com はウェブ上で書籍などの検索・発注のサービスを提供しているが、顧客の検索や注文履歴を分析・集計する手法を導入しており、特定分野に関する書籍を連続して選択していると、類似分野の書籍について案内するなどのサービスを行っている。
- (7) Laura S. Unger (1999) "On-Line Brokerage : Keeping Apace of Cyberspace," SEC Special Study, November 22, 1999, <http://www.sec.com>.