オンライン取引の規制について

清　水　葉　子

要　旨

インターネットの普及をはじめとする情報・通信技術の発展は，証券取引のあり方に様々な影響を及ぼしている。情報・通信技術は，第一に証券市場の取引執行プロセスを人手を介する立会場からコンピューター・システム上に移行した。証券取引所の会員制度・上場制度・自主規制などの諸制度は，人手を介した取引執行という従来の技術条件と密接に結びついていたため，市場の技術条件の変化は同時に取引所諸制度の変質をもたらした。現在世界の主要証券取引所では，株式会社化などの大きな構造変化が生じている。

情報・通信技術の発展は，第二に証券市場へのアクセスのための技術条件も大きく変えた。インターネットを利用したオンライン取引の普及は，営業員を介した注文執行をシステム化によって単に代替したという表面的な変化にとどまらず，証券会社の対顧客関係に質的な変化を生じさせている。まず，インターネットは情報の伝達・加工を飛躍的に容易にしたため，証券会社がオンライン上で提供する情報サービスの形式が多様化し，一般的な情報であるのか顧客属性に基づいた特定の投資勧誘であるのかの判断が難しいものが増加している。証券会社がオンライン上で提供する情報に投資勧誘としての責任をどこまで持つべきであるのかが分かりにくく，証券会社の対顧客義務のあり方に影響を与える可能性がある。

また，オンライン取引によって顧客の取引注文を即時に執行市場へ回送することが可能になった結果，証券会社の最良執行義務内容にも変化が見られる。証券会社は従来であれば価格改善面で最良執行の努力をすればこと足りたが，オンライン取引の普及によって執行のスピードや執行の確実性など多様な要素が重視されるようになっている。

さらに，オンライン取引の普及は，個人投資家のリアルタイム価格情報の利用を大きく増大させた。現在のリアルタイム価格情報の利用料は，個人投資家の頻繁な利用を想定していないため，機関投資家などのプロの市場参加者に比べて個人向けが相対的に割高となっている。市場情報のコストの公正な負担のあり方についても議論が必要であると考えられる。

＊本研究は石井記念証券研究振興財団の研究助成を受けて行った。記して感謝したい。

目　次

Ⅰ．はじめに
　1．証券市場の電子化
　2．証券市場へのアクセスの電子化
Ⅱ．オンライン取引の拡大
Ⅲ．オンライン取引がもたらす問題
　1．テクノロジーと適合性の原則
　2．オンライン取引と最良執行義務
　3．市場のリアルタイムデータ
Ⅳ．おわりに

Ⅰ．はじめに

1．証券市場の電子化

インターネットの普及をはじめとする1990年代以降の情報・通信技術の進展は，証券取引のあり方にさまざまな影響を及ぼしている。情報・通信技術は，第一に，証券市場の取引執行プロセスに大きな変化をもたらした。1980年代の半ばから1990年代にかけて，多くの国の証券取引所は，人手を介して取引を行う立会場を廃し，取引執行のプロセスをコンピューター・システム上に移行した。日本でも，たとえば東京証券取引所は1982年という早い時期から一部銘柄のシステム取引を開始し，1990年には残されていた立会場銘柄をすべてシステム取引に移行して，実質的に立会場を閉鎖した。現在では，世界の主要証券取引所としては極めてまれな例としてニューヨーク証券取引所などが人手を介した取引執行を残すのみとなっている。

このような証券市場の電子化は，単に取引の執行処理をシステム化することによって効率化・低コスト化したというだけにとどまらない，質的な変化をもたらしている。すなわち，執行処理のシステム化は，証券市場のメカニズムを規定していた技術的条件を大きく変化させ，その結果，従来証券取引所が共通して持っていた会員制度や自主規制などの基本的諸制度の根拠を変質させてしまったのである。

そもそも証券市場は，できるだけ多くの需給を１カ所に集めることで売り手と買い手の間で価格をめぐる競争を行わせ，市場での競争を通じて効率的かつ公正な価格を発見することを基本的な機能としている。人手を介した執行処理を前提にするならば，需給を多く集中するためには一定の物理的空間に取引を集める以外に手立てがない。このことから，伝統的な証券取引所は，人手を介した取引という従来の技術条件を前提とした上で，できるだけ多くの需給を一か所に集めるために設立された物理的施設であるということができる。

証券取引所が物理的空間を持つ施設として設立されている以上，空間的な制約があるために，取引参加者や取引対象を無制限に受け入れることはできない。このため，証券取引所は会員制度や上場制度などの制度を備えて市場参加者や取引対象を制限してきた。非営利会員組織・委託売買制度・市場集中義務・自主規制といった伝統的な証券取引所の制度の多くは，この空間制約から派生してきたものであると考えることができる。すなわち，従来の証券取引所の諸制度は，需給を集め取引を執行するための技術条件と表裏の関係にあったと考えられるのである。

しかしながら，取引が電子化されコンピュー

ター・システム上で行われるようになると，こうした空間的制約はもはや意味を持たなくなる。システム上の市場が技術的に可能になると，市場機能の本質は需給を空間的・物理的に集中させることにあるのではなく，売買取引に関わる情報処理とその効率性・安全性の確保にあることが明らかとなるからである。電子化によって，証券市場は空間的制約から自由になったと同時に，空間制約と表裏の関係にあった従来の取引所諸制度の必然性も失ってしまうことになる。

このため，電子化された証券市場が可能となった今日では，会員制度や上場制度を持たず，自主規制も行わない営利事業としての証券市場が現れることとなった。アメリカでATSあるいはECNと呼ばれる非取引所証券市場や，日本でPTSと呼ばれる取引所外市場がそれである。こうした営利市場の登場は，一方では株式会社化をはじめとして既存の証券取引所の変革を促し，他方では会員組織による自主規制を前提としてきた証券市場の規制のあり方にも大きな変更を迫っている[1)]。

2. 証券市場へのアクセスの電子化

情報・通信技術の進展は，第二に顧客と証券会社の間で行われる証券取引の取次ぎの領域（ブローキング業務）にも大きな変化をもたらしている。前述のような証券市場の執行プロセスの電子化に対して，こちらは証券市場へのアクセスに関わる領域での技術変化であるということができる。

この領域では，以前から機関投資家が情報ベンダーや証券会社との間に通信ネットワークを設けて，証券取引に関わる情報の配信や注文発注・執行をオンライン化することが行われていたが，1990年代半ば以降インターネットが普及したことで，オンライン取引の利用が個人投資家にまで広がった。

オンライン取引では注文処理の多くの部分を自動化するため，人手を介した証券営業に比べて委託売買手数料の大幅な割引が可能となる。とりわけオンライン取引の初期段階では，オンライン・ブローカーは情報提供や投資アドバイスなどの付加的なサービスを行わず，単純な執行サービスのみを提供して大幅な手数料割引を行うディスカウント・ブローカーの一形態としてのビジネスモデルを採用していた。このため，オンライン取引は手数料引き下げ競争の様相を呈した。オンライン取引が，委託売買手数料の自由化とほぼ同時に始まった日本では，この傾向はとりわけ顕著であった。

その後，オンライン取引の手数料引き下げ競争は徐々に収束し（図表４），代って現在では付加的なサービスをめぐる競争が始まっている。オンライン・ブローカーは，オンライン上で価格情報やニュースの配信を行う，特定の企業や証券に関するリサーチ・レポートを提供する，取引履歴の確認やポートフォリオ・トラッキングのためのツールを開発する，ライフサイクルに対応した投資プランニングをコンピューター・ソフトに行わせるなど，利便性の高いサービスを次々と開発し，個人の情報武装に大きく貢献している。オンライン取引はこうした特長を生かしてアメリカのリテール分野の売買注文の４割以上を占めるに至ったとされている。1999年10月の委託売買手数料自由化以降に本格化したに過ぎない日本でも，2000年７月にはオンライン取引の口座数が100万口座を超え速いペースで増加している。

こうした証券市場へのアクセス過程のシステム化も，前述の証券市場の執行プロセスのシス

テム化と同様に，従来の人手を介した取引をコンピューター・システムによって代替することで単に効率化・低コスト化したというだけにとどまらない，質的・構造的な変化が見られる点に注意する必要があると考えられる。

たとえば，オンライン上では投資手法やリサーチ情報に関する情報提供が自動的に行えるようになった結果，提供された情報が一般的な情報であるのか，個別顧客を対象としてなされた投資アドバイスであるのかの違いが不明確になり，適合性の原則との関係が問題になると考えられる。また，投資家と証券会社，証券市場がオンラインで切れ目なく接続され迅速な注文処理が可能になった結果，従来であれば執行価格の改善に重点がおかれてきた証券会社の最良執行義務の中身も変化している。さらに，オンライン取引の普及にともなって個人がオンライン上でリアルタイムの価格情報を利用する頻度が急速に高まっており，取引所などに支払っている価格情報の利用料負担のあり方にも変更を迫っている。

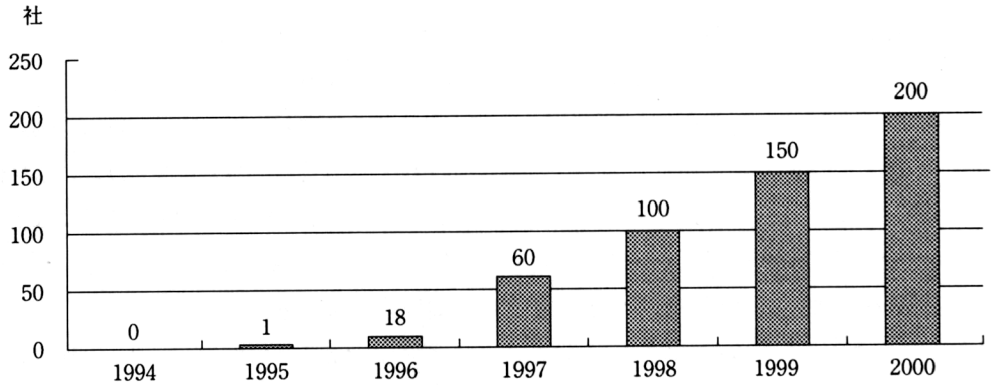
本稿では，証券市場規制の観点から，オンライン取引という証券市場へのアクセス部分の電子化がもたらす質的な構造変化に焦点をあて，投資アドバイスや情報提供に関わる証券会社の適合性義務の問題，証券会社の最良執行義務に関する問題，リアルタイムの価格情報の利用問題を取り上げて検討する。

Ⅱ．オンライン取引の拡大

アメリカのオンライン証券取引は，1996年2月にE*Trade社がウォール・ストリート・ジャーナル紙にオンライン取引の大々的な広告を掲載してから始まったとされている。それ以前にも，1980年代半ばには公衆回線を使って直接ダイヤルアップで証券会社と顧客を結ぶソフトウェアが，1990年代初めにはプライベートなコンピューターネットワーク（いわゆるパソコン通信）で顧客注文を受けるシステムが開発されたが，いずれも十分な利便性がともなわず大きく拡大することはなかった。

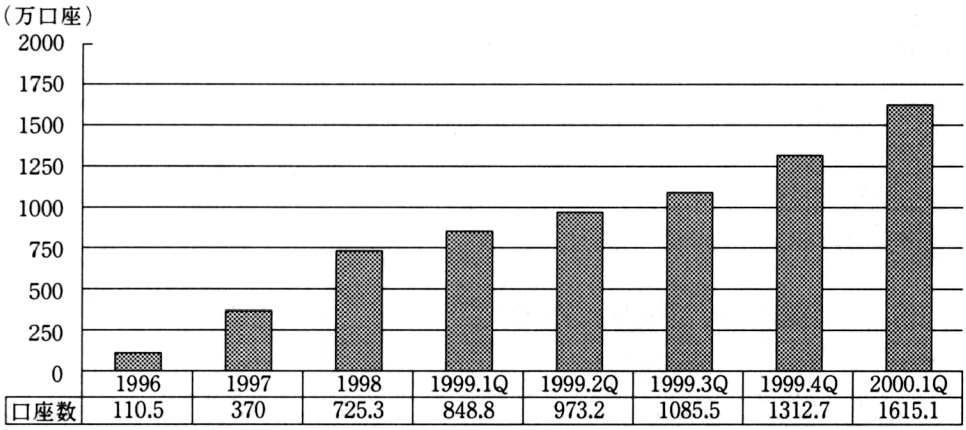
インターネットを利用したオンライン取引は，リアルタイムの双方向的な情報伝達に優れていること，汎用性の高いブラウザソフトをそのまま使えること，公衆回線を用いるため安価でどこからでもアクセスできること，オープンなネットワークであるのでネットワーク外部性が大

図表1　米国オンライン・ブローカー数



出所：Gomez Advisors, Inc.

図表2　オンライン口座数の推移



出所：Gomez Advisors, Inc.

きいことなど，さまざまな特長を備えていたため，わずか数年で一気に拡大した。

アメリカでオンライン取引を提供する証券会社は，2000年には200社を超え，オンライン取引の口座数も2000万口座に近づいている。ちょうどアメリカ証券市場が好調であったことも手伝って，リテール分野の売買注文の約4割をオンライン取引が占めるといわれるまでに成長したとされた。

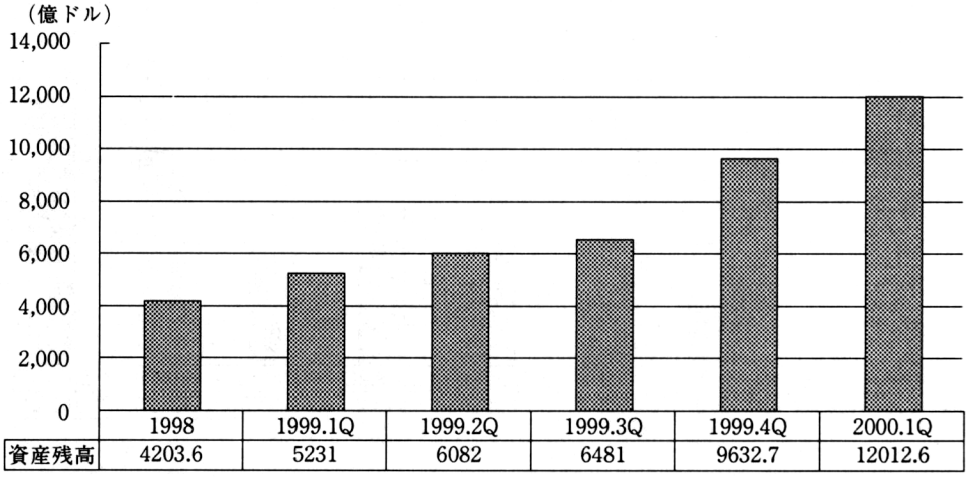
オンライン取引を提供する証券会社は，当初ディスカウント・ブローカーとしての性格を強く持っていた。すなわち，ディスカウント・ブローカーが，電話やタッチトーンを利用して営業コストを引き下げるとともに単純な注文執行以外のサービスを削ることで売買手数料を割り引いたのと同様に，オンライン・ブローカーも，営業員を通じた対面営業からオンライン取引という新しいテクノロジーに切り替えることで営業コストを削減し，手数料の引き下げ競争を行った。したがって，当初のオンライン・ブローカーは投資アドバイスやリサーチ情報の提供といった付加的なサービスを一切提供せず，手数料引き下げによって顧客獲得競争を行っていた。

これに対して，投資アドバイスも含めた手厚いサービスを行ってきたフルサービス証券会社は，1件ごとの手数料徴収サービスではなく，アセットマネジメント・ビジネスと呼ばれるように，包括的なサービスを提供し預かり資産に応じた手数料を徴収するビジネス・スタイルを採用したことで差別化を図った。

しかしながら，オンライン・ブローカーの手数料引き下げ競争はわずか2年程度で収束する。手数料引き下げが限界に達し，手数料は最低ラインでほぼ横並びとなってしまうのである。顧客の側も，通信の遅延やシステムダウンなどのトラブルが相次いだため，名目的な手数料の安さだけではなくサービスの質に注目し始めた。このため，オンライン・ブローカーは価格競争からサービスをめぐる競争へと重心を移した。

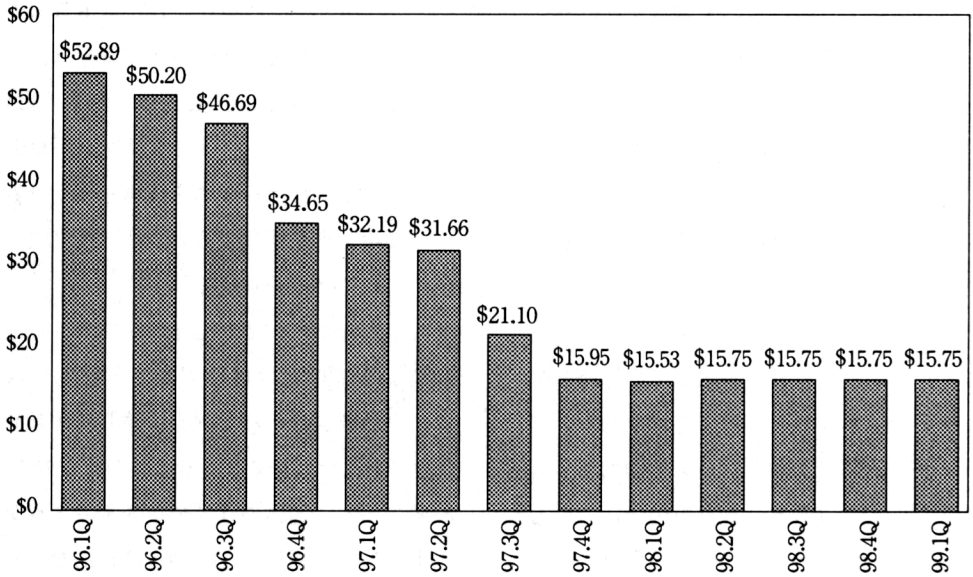
本来，インターネットは大容量の情報伝達，リアルタイムでの情報配信，双方向的なコミュニケーション，データのダウンロードや加工・

図表３　顧客資産残高の推移



出所：Gomez Advisors, Inc.

図表４　米国オンラインブローカー上位10社の平均株式売買手数料



出所：CS First Boston

分析などに優れた特長を備えているため，オンラインの特性に合った新しいサービス提供が可能となる。オンライン証券会社は，こうしたインターネットの特性を生かした様々なサービスやツールをオンライン上で提供し始めた。

また，この頃にはフルサービス証券会社も，利便性の高い新しい顧客サービスチャネルのひとつとしてオンライン取引を認識しはじめ，1990年代末にはメリルリンチ社を始めとした代表的なフルライン証券会社が相次いでオンライン取

引に乗り出した。

このように，当初オンライン取引はコンピューターを用いたコスト削減による手数料引き下げ競争の手段として認識されていたが，付加サービスの提供が始まると，人手を介した営業の単なる効率的な代替というにとどまらない質的な変化をもたらしているということができる。現在のオンライン取引では，サービス競争の一環として，ウェブサイト上でのリサーチ・レポート提供，リアルタイムの株価情報の配信，顧客のポートフォリオのトラッキング，顧客属性に合わせたライフ・プランニング・ツールの提供，特定の条件を満たす証券のリストアップ，価格変動の自動通知，個別にカスタマイズされた仮想的なポートフォリオの運用など多様な付加的情報サービスを行うようになった。

また，顧客はパスワードを用いてログインできる個別のサイトを設定することもできる。そこに過去の取引履歴やポートフォリオの内容などの設定情報を保存したり，関心を持っている投資商品などをリストアップしておくと，毎回ログインすることでそうした情報を一覧できるようになる。これはちょうど営業員が行う顧客管理がセルフサービスの形でウェブサイト上に移されたものとみなしてよい。さらには，オンライン上で顧客がどのような取引行動を行ったか，もしくはどういったサービスに関心を持ってクリックしたかなどの膨大な情報を証券会社が独自に収集・蓄積し，これをもとにデータ・マイニングと呼ばれるデータ分析方法を用いて独自に顧客分類を行い，分類ごとに投資情報を送付したりすることも可能となっている。

このように，オンライン取引は技術進歩とともにフルサービス型の営業形態に単に近づいたというにとどまらず，インターネットの特性を利用して今や全く新しい展開を見せようとしているのである。

Ⅲ．オンライン取引がもたらす問題

オンライン取引の拡大とともに，オンライン取引の持つさまざまな問題点が指摘されるようになってきた。インターネット回線の混雑や通信の不安定性，オンライン証券会社側のサーバの容量不足や一時的な不具合のために生じるシステム・ダウンが頻繁に報じられるほか，インターネット上の個人情報の安全性の問題など技術的な問題はオンライン取引の開始初期から多く指摘されてきた。

インターネットはオープンな構造をもつネットワークであるため，通信や情報処理に問題が生じた時にも，ネットワークのどの部分で生じた問題なのかが分かりにくい。このため，投資家が損害を被ることがあっても責任の所在を明らかにすることが困難である。トラブルは，たとえば，顧客側のPC，顧客とインターネット・サービス・プロバイダー間の回線，プロバイダーのサーバ，プロバイダーからオンライン証券会社までの回線，証券会社のサーバ，証券会社のシステムから証券市場までの回線などのうちどこにでも発生しうるからである。

アメリカの証券監視委員会（SEC）は，オンライン取引の普及につれて，SECに寄せられる投資家からの苦情のうちオンライン取引に関するものが増加していると発表している[2)]。オンライン取引に関する苦情件数は，1997年９月末までの１年間ではわずか259件であったが，1998年９月末までの１年間で1114件，1999年９月末で3313件，2000年９月末では4258件と３年前の16倍以上に増加している。

図表5　オンライン取引に関するトラブル

	苦情内容の分類	コード	件数
1	口座にアクセスしにくい	D37	504
2	注文処理が行われないあるいは遅れる	D08	393
3	注文処理に誤りがある	D09	247
4	「最良執行」に関する問題	C03	155
5	口座記録や書類に誤りあるいは漏れがある	D15/E06	116
6	口座移転に関する問題	D21/E04	116
7	信用取引に関する問題	D25	105
8	IPO銘柄の配分に問題	C17	103
9	注文の取り消しに関する問題	D42	94
10	口座開設に関する問題	D38	89
11	気配・価格情報が不正確	D40	62
12	ファンドの預かり・引出しに関する問題	D43	57
13	広告に誤りあるいは誤解を招く点がある	C01	47
14	マージンの不正確な開示あるいは理解	D23	40
15	指値注文の執行に関する問題	D36	38

注：1999年1月1日から9月30日までにSECに寄せられたオンライン取引に関する主な苦情のうち件数が上位のもの
出所：SEC Special Study（1999）

SECに寄せられた苦情を内容別に見ると，注文執行処理が行われないもしくは遅れる，オンライン証券会社のサーバにアクセスしにくい，信用取引のトラブル，注文処理にミスがある，最良執行上の問題，の5つがもっとも頻度の高い苦情であるという。これらは図表5でも上位にリストアップされていることが分かる。また，ニューヨーク証券取引所も1999年の第4四半期からオンライン取引に関する苦情の調査を始めているが，調査開始時点ですでにオンライン取引がらみの苦情が他の苦情件数を上回っていたとされる。

オンライン取引に関する問題の多くは，まだ技術面の成熟が十分でない，もしくはインターネットというメディアの特性が十分理解されていないために生じていると考えられる。インターネット・サービス・プロバイダーやオンライン証券会社のサーバ・トラブルなどの理由でアクセスに問題が出るといったケースはその典型であり，こうした問題は技術普及の初期段階としてはやむを得ない面がある。これらの問題は，確かに現状ではもっとも大きな問題のひとつであるものの，サーバの容量や通信速度の改善によって漸進的に解消すると見込まれる。

しかしながら，そういった漸進的な解決が見込まれる技術的なあるいは量的な問題以外に，オンライン取引は，証券会社と顧客との関係に質的な変化をもたらすようになってきた。以下で検討するような対顧客関係の質的変化は，従来の証券市場規制にも何らかの質的な変更を迫る可能性があることは見逃がせない。

1．テクノロジーと適合性の原則

（1）オンラインでの投資アドバイス技術の発展

ディスカウント・ブローカーの一種として始まったオンライン取引の手数料引き下げ競争は，アメリカでは1997年頃，日本でも手数料自由化後2年を経て徐々に収束するようになり，オンライン業者は単純な執行に加えて付加的なサービスをめぐる競争を始めている。現在では，多くのオンライン・ブローカーは，単純な注文執

行サービスに加えて，市場動向やニュース，リサーチレポートの配信，リアルタイムの価格情報の提供，ポートフォリオ・プランニング・ソフトの利用，価格変動の通知などさまざまな付加サービスを開始している。さらに，一般的な情報提供に加えて，ウェブサイト上で，個人がパスワードを設定するなどして個別にカスタマイズしたサイトを作成し，そこに個人情報や取引履歴，ポートフォリオ・トラッキングなどのデータを蓄積して，自分だけの投資計画サイトを作ることができるようになっている。

このように情報提供サービスが拡大してくると，証券会社から顧客へ提供される情報のうち，ニュースや価格情報の提供やポートフォリオ分散に関する知識といった客観的・一般的な情報と，顧客の年齢や資産状況などの属性に基づいて特定の銘柄を買い推奨したりするような個別的・特定的な投資アドバイスとの境界線があいまいになってくると考えられる。

また，オンライン業者が始めた新サービスのなかには，ウェブサイト上の新しいマーケティング技術を利用したものも見られるようになった。たとえば，顧客の資産状況や過去の取引履歴情報をサーバに蓄積し，このデータを分析することで，たとえばその顧客が次に買うのが望ましい銘柄をコンピューターが自動的にメール送信などで通知するといったサービスが始まっている。さらには，実際に取引を行わなくても，顧客がウェブサイト上のどのボタンをクリックしたかを示すクリック・ストリームに関するデータをコンピューターが蓄積し，顧客がどの商品に関するボタンを何度クリックしたかといった膨大な情報の中からデータ・マイニングと呼ばれる解析手法を用いてウェブサイト上の顧客行動に関する分析を行うことが可能になっている[3]。こうした解析の結果，顧客が高い確率で関心を示すと考えられる投資分野の情報を集中的に配信することが可能になるのである。これらは，従来営業員が個別に行っていた投資アドバイスに極めて近い営業活動がコンピューターによって自動的に行われるようになってきたことを意味する[4]。

このような，従来は対面でしかありえなかったカスタマイズしたサービスを，オンライン上でいわばマス・カスタマイズして行えるようになった時，証券会社と顧客の関係とりわけ証券会社が顧客に対して従来持っていた義務は，オンライン上でもこれまでと同様に有効であると言えるのだろうか。証券会社は投資勧誘を行うのにあたって顧客属性に適合したアドバイスを行わなければならないとする適合性義務を負っているが，こうした規制はオンライン上の取引においても従来と同様の適用が可能なのであろうか。

（2）適合性の原則

適合性（Suitability）の原則は，アメリカ34年証券取引所法第10条（b）および第15条（c）に規定されているほか自主規制機関の規則にも定めが置かれている。適合性の原則は，「看板理論（shingle theory）」と呼ばれる概念に根拠を持つとされている。これは，証券会社が専門家としての「看板」をあげて一般投資家からの信頼によって業務を行っている以上，投資家に対して一定の注意義務を持つとするコモン・ロー上の概念である[5]。

適合性の原則に関して，たとえばNASDの公正慣習規則2310は，「会員は顧客の証券売買にあたって行う投資勧誘recommendationが顧客に適合していると信じる合理的な根拠がなけれ

ばならないこと，またこの際には顧客が他の保有証券や資産状況，投資ニーズなどに関して証券会社に開示した事実があればそれに基づいた勧誘であること。」を定めている。

このNASDの規定は，個別顧客ごとの適合性を義務づけており，一般的に適合するものであっても当該顧客に適合的でない投資勧誘は禁じられる。また，単に不適合な投資勧誘を行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当該顧客の資産や投資目的などを十分踏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。

さらに，この規則は，勧誘した投資が年齢や資産状況といった顧客属性に適合しているだけでなく，推奨する投資が顧客の投資目的に照らして合理性を持っているかどうかという投資手段の適合性も問題にしているとされる。

この規則の適用にあたっては，「投資勧誘」が行われたかどうかは幅広く解釈されるのが一般的である。すなわち，まさに明示的な勧誘そのものが行われたかどうかだけでなく，「特定の証券に顧客の注意を向けるために用いる手立て，たとえば電話によるコミュニケーション，販売促進のための資料送付，電子メッセージの送付など」はすべて投資勧誘の手段と認識されている[6]。

実際に問題が生じた場合の解決は，NASD規則に基づいて行われるケースが多い。自主規制機関の規定は，故意の立証などが必要とされる連邦証券法の規定と異なり，倫理規定としての性格を強く持つため，申し立てをする顧客側に有利に働きやすいのであろう。逆に，証券会社が適合性義務に関連して顧客の被った損失にどの程度責任を負うべきなのかという判断はしばしば難しいとされる。

1998年5月のNASDR春季会議の基調講演では，投資アドバイスに対する適合性の原則違反に留意するよう呼びかけが行われたことが報じられている[7]。講演によると，NASDの行う仲裁に対する「過誤と不作為（errors and omissions）」による申し立て」の95%を適合性の原則に関わるものが占めるようになったという。こうした適合性を巡る訴えの増加は，アメリカの株式市場が極めて好調だったため，十分な知識を持たない投資家が株式市場に参入し，その結果生じたものであると推測できるが，今後オンライン取引の普及に伴なってこの問題が重視されるようになる可能性が高い。

（3）オンライン上の適合性の原則

オンライン・ブローカーは，当初顧客に対して単純な注文執行サービスだけを提供し，投資アドバイスなどの情報提供サービスを行わなかった。こうしたタイプのオンライン・ブローカーは基本的に顧客が自己責任で投資を行うことを前提に業務を行っていると考えられる。その後，価格情報やリサーチレポートなどが付加サービスの一環としてオンライン上で提供されることが多くなったが，これもあくまでも投資家の利便性のために一般情報として提供しているに過ぎず，最終的には投資家が自己責任で投資判断を行っていることを前提にしている。こうしたケースでは，オンライン取引における適合性の原則が取り立てて問題になることはないと考えられる。証券会社は投資勧誘をそもそも行っていないからである。

ところが，現在では，すでに述べたように技術的にはオンライン上でかなりの程度カスタマイズした情報が提供できる。たとえば顧客の資産構成などの個別情報を元に次に買うことが望

ましい銘柄をコンピューターが自動的に割り出して通知すると言ったタイプの情報提供が可能になってきている。こうした「個別化された一般情報」とも呼ぶべき情報は，単なる参考情報として提供されているのか，それとも適合性の原則が適用される投資勧誘であると見なせるのかは非常に微妙であると思われる。

また，証券会社がオンライン上での顧客の投資状況を知りうる立場にいた場合，たとえば高齢の投資家が極めて投機的な性格の投資を始めるなど明らかに顧客属性に適合しない投資が行われていた場合，証券会社にはこれに対して適切なアドバイスをする義務があるのだろうか。またきめ細やかな情報提供の一環として，（顧客に知らせることなく）集めた投資履歴やクリック・ストリームなどからデータ・マイニングなどの手法を用いて顧客が関心を示す確率が高い投資商品を電子メールなどで通知した場合，それは投資勧誘とみなされるのだろうか。

オンライン取引に関する適合性の原則は，オンライン上で証券会社が行った情報提供が投資勧誘であると判断され，かつその勧誘が（他の人には適合的であっても）当人の顧客属性には適合しない場合に問題となると考えられる。このうち後者の点，つまりある投資勧誘が個別の顧客属性に適合的かどうかの判断は，オンラインであっても通常の営業活動の場合と変わりないと考えられる。したがって，オンライン取引に特有の問題は，オンライン上で行われる情報提供がどのような要件を満たしている時に投資勧誘とみなされるかという点にある。

この点についてはSECも現時点で関係者の見解が一致することは難しいという考えを示している。オンライン上でデータ・マイニングをはじめとするどのような新しい技術が開発されており，その結果顧客に関するどのような情報が証券会社に入るのか，それをもとにどのような特性の情報サービスが提供されようとしているのかといったことについて，規制当局が十分な理解をする必要があり，適切な規制方針を示すためには証券業界からの情報提供が不可欠であるからである。

また，ある情報が投資勧誘であるか否かは，顧客投資家側の受け止め方にも依存する非常に主観的・文脈依存的な問題でもある。同じ情報でも，顧客側から求めウェブサイト上の情報アーカイブから自分で引き出した場合と，顧客側が求めていないのに証券会社が営業行為の一環として積極的に提供した場合とでは意味合いが異なる可能性がある。また証券会社が特定顧客にカスタマイズした情報を投資勧誘として提供していても，顧客がそれをカスタマイズ情報であると理解せず一般的な投資情報であると受け止めるかもしれない。逆に一般情報として提供されたものでも，提示のされ方によっては顧客が個別的な投資勧誘とみなすおそれもある。投資勧誘であるか否かは，提供された情報の内容と，提供された時の文脈，さらにその情報がどのような提示のされ方をしたかに依存するのである。

このように適合性の原則と呼ばれる証券会社の対顧客義務は，オンライン取引の登場によって質的にその意味合いを変えつつあるのである。

さらにSECは，適合性の原則の適用にあいまいな領域が生じているために，技術的には可能であっても解釈の難しいと思われるような新しいサービスの提供が阻害されている面も見られる，として懸念を表明している。この点で，規制当局なり自主規制機関なりがオンライン上の適合性の原則について適切なガイドラインを出

す必要性は高いと考えられる。

（4）オンライン上の適合性の原則ガイドライン

オンライン上の適合性の原則の問題は，前述のように投資勧誘か否かを判断するための要件を明確にすることが難しいこと，オンライン取引に関わる技術が発展途上であるため，現時点の技術を前提にリジッドな規制を行うことには無理があることなどの事情で，明文化した規制を提示することは困難である。とはいうものの，規制のグレーゾーンを残しておくと，技術的には可能であるような新サービスの開発を阻害することになりかねない。

SECは将来的にはオンライン上の適合性義務に関する問題が重要になるという考えを示しており，証券業界に対して一定のガイドラインを設ける必要性を認識しているものの，現在の技術水準でそもそもどのようなサービスが実施可能であるのかを十分理解しない限り規制方針を打ち出すことは難しいという，ニワトリとタマゴのような関係に陥っていると言えるだろう。

図表6　適合性の原則の対象となる投資勧誘の判断例

投資勧誘とみなされない例

（1）証券会社のウェブサイト上にリサーチ・ページや電子ライブラリを設け，調査レポート（書き手による売買推奨が含まれていてもよい）・ニュース・価格情報・チャートを提供して，顧客が入手したり資料送付を要請したりできるようにしているケース。

（2）証券会社のウェブサイトに検索エンジンを設け，顧客が株式・投資信託・企業のファンダメンタルズ情報・産業セクターのパフォーマンスなどの幅広いデータから必要なものを集めることができるようにしているケース。データは，当該証券会社がマーケットメークをしている銘柄や買い推奨をしている銘柄に限定したりそれを支持したりしていない。顧客は提供されたツールを自分自身で使う。検索結果は，顧客が選んだ範疇であればどのように証券のリストアップをしても構わず，ニュースや価格，関連サイトへのリンクを示していても構わない。

（3）証券会社のウェブサイトで，顧客が全上場証券などの広い範囲から，もしくは一定のインデックスのように外部的に認知されている一定のグループから，広い客観的な範疇に属する証券をリストアップできるようにしているケース（たとえば，あるセクターの全企業の中から収入増加が年率25%以上であるものなど）。証券会社は証券の範囲を買い推奨銘柄に限定するなどのような制限を課さず，リストアップに際しても特定の証券を推奨するような調整をしない。同様にツールのアルゴリズムも証券会社の恣意的な意向に影響されない。

（4）証券会社が，顧客に対して電子メールなどの電子コミュニケーション手段を用いて，顧客のポートフォリオや顧客が設定したリストに含まれる証券に関連するニュースや価格変化などについて通知をするケース。社債の償還など事前に期日の決まった出来事や一般情報を通知するのも構わない。送られてくる情報の範囲を決定するのは顧客である。

投資勧誘とみなされる例

（5）証券会社が，特定顧客向けの電子メールやポップアップスクリーンなどの電子コミュニケーションを送り，特定顧客に証券購入を勧めるケース。

（6）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を購入するよう述べて買い推奨リストを示して購入を勧めるケース。

（7）証券会社がポートフォリオ分析ツールを提供し，顧客が投資目的や個人情報をインプットすると，顧客が提示した投資目的や顧客属性などに合致した特定証券のリストを示すようなケース。

（8）証券会社が，顧客に知らせるかどうかに関わらず，データ・マイニング技術を用いて顧客の投資活動やオンライン上での活動を分析し，こうした収集情報に基づいて証券売買に関する特定の推奨を行う。

出所：NASD Notice to Members 01-23

SECは1999年に発表したスペシャル・スタディー[8]の中で，ケーススタディの形で一定の見解を示したが[9]，その後，これを受けてNASDが適合性の原則を規定したNASD公正慣習規則2310に基づくガイドラインを含むポリシー・ステートメントを発表し，2001年3月にSECに届け出の上，即日発効した[11]。NASDは，このガイドラインを発表するにあたって，このガイドラインが会員証券会社の従来の義務規定を変更するものではないこと，オンライン上の情報提供について適合性を判断する上での投資勧誘にあたるかどうかの明確な線引きを現時点でするものではないことを断っている。またガイドラインの発表にはテクノロジーを阻害する意図はなく，技術条件の変化によって規制も変化しうることを述べている。

NASDのガイドラインによると（図表6），まず単なる注文執行サービスを行うだけのオンライン・ブローカーには適合性義務は生じない。また，一般的な情報提供であることが明らかな場合も，これが投資アドバイスと見なされることはない。さらに特定証券を支持するような個別情報であっても，顧客側のイニシアチブで一般的な情報アーカイブから情報を取り出すケースでは適合性の原則は問題とならないとしていることが分かる。

2．オンライン取引と最良執行義務

（1）最良執行義務

証券会社は，顧客からの委託売買注文の執行にあたって，その時の市場情勢の下でできる限り有利な条件で取引を行うことを義務付けられている。これは，「最良執行義務」と呼ばれ，やはりコモン・ローの代理人法制に根拠を持つとされている。すなわち，証券会社は顧客から証券売買の委託を受けることによって顧客の代理人となると考えられるため，代理人としての忠実義務として，できる限り顧客に有利な条件で委託された売買を執行する義務を持つと考えられているのである。自主規制機関のルールとしては，NASD公正慣習規則2320に規定されている。

最良執行義務の中身は，従来，価格改善面，すなわち顧客注文を少しでもよい価格で執行することに重点が置かれていた。しかしながら，市場間競争の進展やオンライン取引の拡大にともなって，顧客が証券会社に求めるサービスの中身が変化しているとされる。SECによると，現在では，顧客が重視する最良執行の内容は，（1）執行のサイズ，（2）執行のスピード，（3）取引特性（一括執行かなど），（4）正確な情報提供，（5）他市場へのアクセス可能性，（6）アクセスのコストなど，多様化が進んでいるという。とりわけ，オンライン取引を行う個人投資家が重視すると思われるのは，執行のスピードと確実性であろう。こうした投資家の複雑化したニーズの下で，証券会社が最良執行義務を果たすのは非常に困難になってくると考えられる。

（2）オンライン取引と最良執行義務

SECは，こうした変化に対して最良執行義務の内容は時代によって変化する「evolving standard」であると述べて理解を示している。情報・通信技術の発展によって，従来利用可能でなかった選択肢が利用可能になるなど市場のあり方に変化が生じている以上，最良執行義務の内容も徐々に変化するのが当然であるとしている。その上で自らが提供する執行の質についての情報開示を行うことが重要であると述べる。

なかでも，ATSないしECNと呼ばれる非取引所市場が現れ，執行の場や執行条件が多様化しているアメリカでは，どの市場で執行したかということと最良執行の関係が強く問われるようになってきている。

しかしながら，オンライン時代に証券会社は最良執行の質について顧客にどのような情報を提供すればよいかは明らかではない。とりわけ，証券会社にとって，ある市場で執行した注文を別に市場に回送していれば得られたであろう仮想的な執行の質を評価することは非常に難しいため，すでに執行してしまった取引が最良の条件であったことを証明することは実質的に不可能である。また，他市場での執行の質を比較する負担を証券会社がどこまで負う義務があるのかも明らかでない。

オンライン取引においては，顧客は価格改善よりその時の市場の最良価格で即時執行を求めているとされる。これに対応して，証券会社も価格改善機会より自動執行方針・過誤の扱い・指値を入れるスピード・ヘルプデスクなどの機能を重視して顧客注文の回送先である執行市場を選ぶ傾向があるとされる。

また，顧客自身が手数料以外の執行コストを十分理解しているかどうかも明らかではない。オンライン取引を行う顧客は，手数料には敏感であるが執行価格などの総執行コストについて適切な評価をしていないという主張もあるからである。

証券会社が最良執行義務を果たすにあたって顧客注文の回送先である執行市場を選択するという考えは，市場間競争が始まったばかりの日本ではまだ現実的ではない。しかしながら，今後取引所外市場が拡大したり，PTSの活動が活発化すれば検討の必要が生じると思われる。

3．市場のリアルタイムデータ

（1）市場データの扱い

オンライン取引の増加に伴なって，個人投資家がウェブサイト上でさまざまな市場データを利用する機会が増加している。オンライン取引以前には，個人投資家は新聞やテレビなどのメディアを通じて証券取引所の終値などの市場データを確認する他，証券売買の意思決定に際して証券営業員などにその時の気配値を問い合わせるといったかたちでリアルタイムデータを入手する程度であった。しかしオンライン取引が始まると，投資家はウェブサイト上で多数の証券のリアルタイムの価格や価格変動の趨勢，さらに自分のポートフォリオ組み入れ証券の時価から計算したリアルタイムの資産価値まで非常に多くの市場データを利用することができるようになっている。

証券市場の市場データは，1975年に改正された証券取引所法11A条が，取引情報と気配情報が「公正で合理的な条件で提供され，理由なく差別的な扱いをされないこと」と定め，市場情報が公平に参加者に配信されるよう適切な措置を取るためのSECの権限を規定している。SECはこの権限に基づいて，総合テープシステム（CTA），総合気配システム（CQS）などの情報伝達システムの整備を進めると共に，取引所などが市場情報の配信に関わるコストを回収することができるように，市場情報の利用に対して適切な料金を徴収することを認めた。

各市場は，こうした措置に従い情報処理業者（取引所であればSIAC）を設立して市場情報の収集・処理・配信を行っている。情報処理業者は，証券取引法の趣旨に基づいて，適正とされる料金を利用者である証券会社やベンダーから

徴収している。

具体的な料金は図表８のとおりであるが，一定時間経過後のデータは遅延データ（delayed data）として無料であるのに対して，リアルタイムデータは有料である。リアルタイムデータの利用料金は，機関投資家などのプロフェッショナル向けが利用件数に関わらず端末数あたりの月額料金で固定性となっており，かつ端末数に対して逓減的であるのに対して，個人投資家などのノンプロフェッショナル向けの料金は一人あたりの月額固定料金もしくは一件ごとの課金の選択制となっている。オンライン取引を行う個人投資家にとっては，一件ごとの課金は現実的でないため，実際の利用の有無に関わらず固定手数料を毎月支払うことになる。

（２）オンライン取引と市場データ

オンライン取引が始まる以前には，平均的な個人投資家は，新聞やテレビなどが掲載している終値などの遅延データをほぼ無料で手に入れ，実際に売買する際に必要となるリアルタイムの価格情報は担当営業員に電話で問い合わせるなどして，やはり無料で入手していたと考えられる。

オンライン取引が開始されると，リアルタイムデータの広範な配信が技術的に可能になった結果，証券会社のウェブサイトや各種のポータルサイトから個人投資家は容易にリアルタイムの価格情報を得ることができるようになった。その結果，実際の売買をともなわなくても，リアルタイム情報をチェックして売り時・買い時

図表７　証券取引所の市場情報収入

ネットワークAの課金体系

プロフェッショナル（端末あたり月額）	
端数数	
1	$ 127.25
2	79.50
3	58.25
4	53.00
5	47.75
6から9	39.75
10から19	31.75
20から29	30.25
30から99	27.50
100から249	26.50
250から749	23.75
750から4,999	20.75
5,000から9,999	19.75
10,000以上	18.75
ノンプロフェッショナル	
一人あたり月額	
ベンダーあたり利用者数　1から250,000	1.00
250,001以上	.50
1件あたり（ベンダーごとに月額）	
1から20,000,000	.0075
20,000,001から40,000,000	.005
40,000,001以上	.0025

出所：SEC Release NO.34－42208

ネットワークBの課金体系

プロフェッショナル（端末あたり月額）	
会員	
出来情報	$ 13.60
気配情報	13.65
非会員	
出来情報	14.60
気配情報	15.60
ノンプロフェッショナル	
1人あたり月額	1.00
1件あたり（ベンダーごとに月額）	
1から20,000,000	.0075
20,000,001から40,000,000	.005
40,000,001以上	.0025

出所：左表に同じ

を見計らう投資家が増加したと考えられる。さらにデイトレーダーと呼ばれる，一日に何回もの売買を繰り返して投機的な取引をする投資家であれば，常時リアルタイムの価格情報を利用しているはずである。このようにオンライン取引が普及した結果，個人投資家の市場データに対する需要が大きく増加している。加えて，オンライン上では，チャートや時系列データの提供や，ポートフォリオの現在価値の算出などの価格情報の加工サービスも始まっている。

ところが，先に見たように，市場情報の現在の課金体系は，このような個人投資家の旺盛なリアルタイム情報の利用を想定していない。このため，機関投資家などプロの市場参加者に比べて相対的に個人投資家のリアルタイム情報の利用負担が重い課金制度となっている。

さらに，個人投資家向けの市場データは，従来であれば無料で提供されてきた関係上，オンライン取引でも顧客から徴収することは難しい。オンライン・ブローカーはフルサービス証券会社との競争上，この利用料を自らが負担しているケースがほとんどである。この結果，オンライン証券会社は，個人投資家数に比例した月額固定の情報利用料をすべて肩代わりしており，負担額は顧客一人あたり年間数十ドルに上ると推測される[12]。オンライン証券会社にとっては，オンライン取引の拡大にともなう顧客の増加分だけの情報手数料をそのまま負担することになり，情報利用料負担は極めて重いものとなってきている。

アメリカでは1998年頃から市場情報利用料負担をめぐって，機関投資家などに向けたプロフェッショナル料金と個人投資家向けのノンプロフェッショナル料金の負担割合が現状で適切かどうかをめぐる議論が頻繁に行われた。こうした動きを受けて，米国証券業協会（SIA）は，コンサルティング会社のアーサーアンダーセンに依頼して市場情報価格白書を発表し，現在の市場情報がどのように処理・配信され，どのような料金体系で価格が徴収されているのかについての調査を行った[13]。この問題はSECも大きな関心を持って取り上げており，リリースが発表されて関係者のコメントを募集している。また，アメリカ議会もこの問題に関心を寄せており，現在市場情報の扱いに関するConsumer and Investor Access to Information Act of 1999を始めとする3つの法案が審議されている。証券界の関係者はこの法案のために頻繁に議会証言を行った。とりわけ，オンライン業者は伝統的なブローキングを前提とした現在の料金体系は技術条件が変化した現在では不適合であると強く主張している模様である。

図表8　1994年から1998年までCTA収入の割合　（1000ドル）

	1994（%total）	1998（%total）
ネットワークA（NYSE上場銘柄）		
プロフェッショナル	79,519（89.4%）	112,444（78.2%）
ノンプロフェッショナル	1,470（ 1.6%）	14,276（ 9.9%）
その他	7,972（ 9.0%）	17,009（11.8%）
ナスダック		
プロフェッショナル	59,564（96.0%）	107,867（84.3%）
ノンプロフェッショナル	1,287（ 2.1%）	17,918（14.0%）
その他	1,195（ 1.9%）	2,135（ 1.7%）

出所：図表7に同じ

（3）取引所の市場情報収入

市場情報は，現在の規定では証券取引所が収集・配信して利用料を徴収しているが，市場情報の所有権を証券取引所が持っているかどうかは規定上明らかではない。市場情報は確かに証券取引所などで生み出されるものではあるが，気配情報や価格情報は市場参加者の取引活動が作り出したものであると考えることもできるため，証券取引所が所有権を持つと断定することは難しい。

さらに，証券取引所法の規定では，市場情報の配信コストをカバーするために証券取引所などが適正な料金を徴収することを認めているが，市場情報の収集・配信のコストは明らかにされていないため，それが「適正」であるかどうかの判断ができない。証券取引所にとって市場情報利用料からの収入は全収入の2割近くを占める重要な柱であるため，利用料の引き下げに結びつくような情報の開示を避けているのが実情であろうと推測される。

市場情報の収集・配信コストの開示要求に対して，証券取引所などは，信頼できる質の高い価格情報を配信するためには適切な市場の管理，運営と不正取引などの監督が必要であるので，市場情報のコストを情報の収集や配信などに狭く限定するべきではないと主張している。

現在のアメリカの情報利用料は，幾度かの改訂を経て，ある程度個人投資家の利用に対応するようになってきているが，依然としてオンライン業者の負担が重く，引き続いて議論が行われると考えられる[14]。

IV. おわりに

オンライン取引は，証券市場へのアクセス部分に関わる大きな技術変化である。証券市場における技術革新は，それが適用される領域の収益構造やビジネス慣行を変化させる結果，証券市場規制にも影響を与えてきた。オンライン取引も，顧客と証券会社との関係を大きく変える可能性を持っており，証券会社の行為規制などに影響を及ぼすと考えられる。

本稿では，こうした規制への影響の可能性が高い例として，オンライン取引における適合性の原則と証券会社の最良執行義務，リアルタイムの価格情報の利用料問題を取り上げた。適合性の原則に関しては，これまで営業員が対面で行っていた投資アドバイスサービスを，オンライン取引ではコンピューターによって自動化することが技術的には可能となりつつあることを見た。証券会社はすでに価格情報や一般的なニュース・リサーチレポートなどの配信，過去の投資履歴の分析，ポートフォリオ・トラッキングなどのサービスを提供しているが，さらに，資産状況などの顧客属性や顧客に知られずに収集したオンライン上の顧客行動を分析し，コンピューターが割り出した自動的な投資アドバイスや投資勧誘を個別顧客に電子メールで送信したり個人ページやポップアップ・ウィンドウで示したりすることが可能となっている。

こうした自動アドバイスサービスに対して，証券会社がどの程度の対顧客義務を負うかはまだ現状では明確ではないが，自主規制機関などが暫定的なガイドラインを提示するなどして，新しいサービス提供がコンプライアンス問題のために後退することのないよう配慮が行われて

いる。

第2のテーマである証券会社の最良執行義務についても，オンライン取引によって複雑な問題が発生している。従来最良執行は，証券会社は顧客の代理人として委託された注文をできるだけよい価格で執行することであると解釈され，価格改善の可能性と同義のように考えられてきた。しかしながら，とりわけ個人投資家の行うオンライン取引では，価格改善以上に執行のスピードや執行の確実性が重視されるようになってきている。最良執行義務の内容が多様化すると，証券会社が最良執行義務を誠実に果たしているかどうかの判断が極めて難しくなる。

規制当局としては，最良執行の内容は価格改善のみにとどまらず，執行スピードや執行の確実性などさまざまな内容がありうるとして，最良執行が複雑化していることを認めているが，最良執行義務が十分果たされているかどうかを判断する基準を設けることについては懐疑的である。

最後にリアルタイムの価格情報の課金問題を取り上げた。個人投資家の価格情報に対するニーズは，従来であれば新聞やテレビでその日の終値を確認するなど遅延データに関するものがほとんどであった。実際に証券の売買を行う際にだけ，担当営業員に問い合わせるなどしてリアルタイムの価格情報を無料で入手していたと考えられる。ところが，オンライン取引の拡大にともなって個人投資家はオンライン上でリアルタイムの価格情報を得る機会が増加している。オンライン証券会社はこれまで無料であった価格情報を個人投資家に課金することは競争上難しいため，会社側が負担しているのが実情である。

市場情報の管理は，証券取引所などが共同で設立した情報処理会社が行っているが，個人投資家の活発な価格情報利用を想定していなかったため，現状では相対的に個人投資家に重い課金体系となっており，肩代わりしているオンライン証券会社の収益を圧迫しているとされる。

さらに，市場情報手数料を重要な収入の一つに位置づけている証券取引所側の事情も絡んで問題は複雑である。市場情報は，確かに証券取引所などの市場が配信しているが，市場での気配値や執行価格は，市場参加者の取引活動から生まれたものであるので，証券取引所にその所有権があるかどうかは必ずしも明確ではない。また，市場情報の収集・処理・配信のコストが明らかにされていないため，ECNなどの営利・非取引所市場との厳しい競争にさらされている証券取引所などが超過収入を得ているのではないかいう主張も見られる。これに対して，証券取引所などは，信頼できる質の高い価格情報を配信するためには市場の適切な管理運営や不正取引の監督が必要であるため，市場情報のコストをデータの収集や処理だけに狭く限定すべきではないという主張を行っている。

以上のように，技術革新によって生じた変化の中には，単に量的なものも存在するが，本稿で検討したような質的な変化をともなう可能性の高いものも多い。このため従来の規制のうちいくつかは解釈の変更などが必要となり，証券市場規制に対しても変革を迫る可能性があると考えられる。本稿では検討できなかったが，インサイダー取引規制とオンライン・フォーラムや掲示板の問題など，オンライン取引にともなって検討の必要がある規制上の課題は多い。

注

1）証券取引所とATS/ECNの規制については清水（1997）参照。

2）SEC（2001）参照。SECのOffice of Compliance

Inspections and Examinationsのスタッフがオンライン取引を提供している証券会社を対象に行った検査を元にしたレポートである。

3）こうしたオンライン上の情報収集は，たとえば来店した顧客が待ち時間にある商品のパンフレットを熱心に読んだ，といった情報をすべてコンピューターが蓄積し解析していることを意味する。

4）こうしたプッシュ型（業者のほうから顧客に積極的に情報提供するタイプのマーケティング手法）のテクノロジーを用いていることで知られるのは，オンライン書籍販売を行っているアマゾン・ドット・コム社である。同社は，顧客が過去に購入した書籍のデータを蓄積しており，該当する分野の新刊書などが発行されると，電子メールを自動的に送信して顧客に通知している。

5）黒沼（1999）P.199参照。

6）NASD Notice to Members96-60（1996).

7）Securities Regulation and Law Report Vol.30,No.22,May 29,1998.

8）SEC Special Study（1999). 適合性の原則の観点から技術的には可能だが提供がためらわれているサービスとして，サイト上のリサーチ・レポートを電子メールで個別に通知する，特定証券の保有者にたとえば同業種の投資先の情報を送る，サイト上の投資シミュレーションなどの顧客行動に関する情報を蓄積する，などが紹介されている。

9）清水（2000）参照。

10）ケーススタディの概略は清水（1999）参照。

11）NASD, Notice to Members01-23（2001).

12）代表的なオンライン業者であるチャールズ・シュワップ社の1998年頃の主張を見てみよう。同社によると，ニューヨーク・アメリカン両取引所とナスダックの3市場の市場情報手数料をノンプロフェッショナル料金で月額固定で支払うと，顧客一人あたり1ヶ月5ドル程度，1年で60ドルの負担となる。同社の平均的なオンライン顧客は，1回あたり平均29.95ドルの売買を1年に6から8回行うというものである。これは情報利用料だけで取引高の3分の1から4分の1を占めることになり，個人投資家の実態にそぐわない，としている。

13）1999年6月にSIA&Arthur Andersenの市場情報価格白書"Market Data Prising（"White Paper"）が発表された。

14）同様の問題は日本でも生じている。オンライン取引を手がける東京証券取引所会員証券会社は，東京証券取引所の市場情報配信手数料の引き下げと料金算定の根拠をめぐって，東京証券取引所と交渉を行い，その結果一定程度の料金値下げが実現したことが報じられている。日経金融新聞2000年6月8日，29日など。

参考文献

Securities and Exchange Commission (1999) Special Study, "On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace", Laura Unger, Nov.1999.

―――――― (2001) Office of Compliance and Examinations, Examinations of Broker-Dealers Offering Online Trading : Summary and Recommendations, Jan 25, 2001.

黒沼　悦郎（1999）『アメリカ証券取引法』弘文堂，1999年12月。

清水　葉子（2001）「オンライン取引と証券会社の対顧客義務」『証券経済研究』第31号，2001年5月

――――――（2000）「証券取引所の市場情報収入」『証券経済研究』第26号，2000年7月

――――――（1999）「オンライン取引と証券会社の対顧客義務」『証券レポート』1577号，1999年12月

――――――（1997）「アメリカ私設取引システム（PTS）と市場間競争」『証券経済研究』第7号，1997年5月

（福井県立大学経済学部専任講師当所客員研究員）