

オンライン証券取引をめぐる規制動向

佐 賀 卓 雄

要 旨

オンライン証券取引は登場から数年の内に、有力なチャネルの一つに成長した。その過程で、システム・トラブルが頻発する一方、それが提供するサービスも多様になり、定型化されたポートフォリオ分析ツールや運用アドバイスのようなものまで提供され始めた。かくして、システムについての投資家への情報開示、代替的チャネルの確保などについての規制が必要になるとともに、対面取引や電話取引に対する規則である「勧誘」や「適合性の原則」との関係などが問題になった。

また、インターネット取引が普及するのにもとない、それを利用した不正行為も増加した。アメリカでは、SECや自主規制機関（SRO）の他に、各州に証券局が設置され、EDGAR（電子開示システム）ではカバーされない地方の銘柄についての情報管理を行い州居住者の保護を行っている。そして、これらの証券局とカナダ、メキシコはNASAA（北米証券監督者機構）を組織し、クロスボーダーの取引の監視を行っている。

これらの監督機構が力を入れているのは、投資家の啓蒙および投資家からの情報提供である。こうした体制に支えられて、SECはネット上の不正行為を積極的に摘発し、その件数は累計では既に200件を越えている。

これに対して、日本では投資家の啓蒙、監視体制のいずれにおいても大きく見劣りがする。これはこれまで銀行システム優位の構造が続いてきたことの弊害のひとつであるが、証券市場の透明性、投資家の信頼性を高めるためには、これらの面での体制の強化が必要であろう。

目 次

はじめに

I. オンライン証券取引をめぐる規制問題の背景

II. 規制上の課題

1. システム・トラブル
2. 誇大広告
3. 詐欺的取引
4. 相場操縦的取引

5. オンライン証券取引における営業上の規制

III. 監視体制

IV. SECの対応と摘発事例

V. 証券会社のコンプライアンス体制

VI. わが国の対応

おわりに

はじめに

1995年秋にアメリカで初めてインターネットを利用した証券取引が始まって以来、それは数年で個人取引の4割弱を占めるに至った。2000年以降、ネットバブルの崩壊により証券市場が停滞し、昨年後半からは同時多発テロの勃発、さらにはエンロン、ワールドコムなどの破綻にともない決算数値の操作が次々に明るみに出たために、証券市場はその最も重要なインフラである会計制度、ディスクロージャー制度に対する不信感から、不安定な動きを続けている。このため、インターネットを利用した証券取引もシェアの伸び悩みを示している。

しかし、この間、オンライン業者は当初の手数料引下げ競争が一段落すると、提供するコンテンツやサービスの内容を競うようになり、店舗や電話といった伝統的チャネルと遜色ない、あるいはそれ以上の優れたチャネルであることを証明した。また、この新しいチャネルを規制体系上、どのように位置づけるかについても徐々に整備されてきた。本稿では、オンライン証券取引の普及にともないどのような規制問題が提起され、それが処理されてきたかについて検討し、あわせてオンライン上の不正取引に対

する監視体制についても日米比較を試みる。

I. オンライン証券取引をめぐる規制問題の背景

一口にオンライン取引といっても、細かくいえば商用オンライン、専用ソフトを利用するもの、そしてインターネットを利用するものがある。しかし、現在では、デイ・トレーダーの一部が専用ソフトで衛星通信を利用した高速回線で発注しているのを除けばすべてインターネットを利用しているため、以下では両者を区別せずに使用する。

オンライン証券取引のチャネルとしての最も大きな特徴は、非対面でありながら、双方向、かつボーダーレスに、図表を含めて極めて豊富な情報のやり取りができることにある。しかも、他のサイトにリンクを張ることによって、あらゆる情報を思いのままに顧客に提供することができる。また、ある程度定型化されたのであれば、ポートフォリオ分析、運用アドバイスといったサービスまで提供可能になっている。インターネットがそれまでの電話やタッチトーンによる取引に対して革命的なチャネルといわれる所以である。

アメリカの証券市場は長期にわたる活況の下で、個人投資家が直接に株式投資に参加するだ

けではなく、投資信託の購入を通じて、あるいは401 (K) プランなどの運用としても株式の組入比率を高めてきた。折から登場したインターネット証券取引はそれまでの手数料を一挙に十分の一前後に引き下げたから、自分なりの相場観だけでも比較的容易にそこそこのリターンが実現できる上昇相場では、手数料の安さはきわめて魅力的であった。かくして、1996年2月にE*トレードが『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙に全面広告を打ち14.95ドルという破格の手数料（オンライン業者最大手のチャールズ・シュワップで39.95ドル——ただし、97年に29.95ドルに引下げ——。いうまでもなく、メリルリンチではこの数倍～数十倍——株価と株数によって異なる——の手数料水準である）を提示して以来、個人投資家の株式取引に占めるオンライン取引のシェアは急激に上昇し、2000年第1四半期には38%を占めるに至った（もっとも、その後、ネット・バブル崩壊によりこのシェアは大きく低下している）。これに比例して、オンライン証券取引に固有の問題が発生し、そのルール作りが必要になってきた。

これらの問題は、大きくは4つに分類される。第1は、システム・ダウン、注文処理の遅れ、アクセスが困難といった、オンライン取引に固有の問題である。この問題は個人投資家の注文の増加予測が難しい最初の時期や、株式市場が活況を呈し注文が急増したネット・バブルの時期に頻発した。第2は、オンライン証券取引はすべて発注、注文回送、執行までシームレスにつながっている、また簡単に利益をあげることができるかのような、投資家に誤解を与える誇大広告である。手数料についても、頻繁なリビーターに適用される安い手数料を大きなポイントの活字で表示して、そうではない一回当たり

の手数料を小さく表示する例もみられた。第3は、オンライン証券取引が普及するにつれて、それを利用した不正行為も増大したことである。これはオンライン証券取引に固有の不正行為が発生したということよりも、それを利用して低コストで簡単に広範囲にわたる勧誘が可能になり、被害も拡大したということである。実際、SECがこれまでに摘発した不正行為をみると、単純な詐欺行為から、相場操縦（チャット・ルームを利用した風説の流布が多い）、インサイダー取引まで多様であり、インターネットを利用して低コストで大規模に不正行為を行うことが可能になったということである。最後に、証券会社の営業活動についてもいくつかの解決すべき課題を提起した。オンライン証券取引では情報の受け手が能動的に判断し、投資の意思決定を行う。その限りでは自己責任の世界であり、「勧誘」行為やそれに伴って問題になる「適合性の原則」が問われることはないようにも考えられる。しかし、証券会社がサイトで提供する情報が一般的なものから、銘柄選択のための分析ツールやそれに基づく推奨リストの提供といった高度なコンテンツにまで広がってくると、それはやはり「勧誘」行為にあたり「適合性の原則」が問題になるのではないのか。また、営業マンが自分のホームページを開設して「勧誘」を行った場合の使用者責任はどうなるのか、といった問題である。オンライン証券取引の普及にともなって提起されたこれらの規制問題については、現在では解釈およびルールが定められ、監視体制、また証券会社のコンプライアンス体制なども整備されている。

Ⅱ. 規制上の課題

1. システム・トラブル

オンライン証券取引が登場した初期の段階、あるいはネット・バブルの時期には、システムの稚拙さや、取引の急増によるコンピュータの容量不足から、システムがダウンしたり、アクセスが困難になったり、また処理に多大の時間を必要としたりという事態が頻発した。第1表は、ニューヨーク州証券局が収集した1999年のシステム・ダウンおよびトラブルの例であるが、注文が急増する時期にはこうした事態の発生が決して珍しくはないことが分かる(1999年はネット・バブルがピークを迎えた時期である)。

オンライン業者は、発生したトラブルについては迷惑料ともいうべき和解金の支払い(口座開設の際に顧客との間で交わされる契約書には、システム・ダウンから生じる損失については業

者は責任がない旨、明記されているから、法律적으로는業者の側に損害賠償の責任はない)で対応し、その予防措置としては複数のサーバーと契約したり、コール・センターなどの代替的チャネルを準備したりして対応することが一般的である(SEC [2001]を参照)。

証券売買高の変動は激しく予測しがたいため、注文処理の容量をどの程度まであげれば万全であるかを判断するのは実際問題としては難しい。皮肉なことに、2001年9月の同時多発テロの勃発、その後のエンロン、ワールドコムなどの破綻にともない深刻化している会計不信により、証券市場はより一層低迷し、不安定な動きを強めているため、オンライン証券取引のシステムに関わる問題は余り注目されなくなっている。

2. 誇大広告

インターネットはまったく新規なチャネルであるため、その革新性が時に誇大に宣伝される

第1表 システム・トラブルの例 (1999年)

- ・ Discover Brokerage (現在, MSDW Online)
1月11日から15日まで、注文処理のため数回にわたりウェブサイトを閉鎖
- ・ TD Waterhouse
1月12, 13日, 1時間15分にわたりアクセス困難
- ・ DLJ direct
2月1日, 3時間半にわたりサービスを中断
- ・ E*Trade
2月3日から5日までの3日間にわたり, 30分から2時間半のサービス中断
- ・ Charles Schwab
2月24日と3月1日, 90分と20分, サービス中断
- ・ National Discount Brokers
4月21日, 約4時間のサービス中断
- ・ TD Waterhouse
9月3日, 約6時間のサービス中断
- ・ Fidelity
9月10日, 2時間34分のサービス中断
- ・ Charles Schwab
10月20日, 約2時間半のサービス中断, この日から時間外取引を開始
- ・ Merrill Lynch
11月9日, メインフレーム・コンピュータの問題から約3時間のサービス中断

出所: Office of New York State, Investor Protection and Securities Bureau [1999].

ことも多い。いうまでもなく、発注から執行までのスピードは業者の提供するシステム次第であるにもかかわらず、インターネットを利用すればあたかも直接マーケットにつながっているかのような広告がみられた。この点は日本でも同じであり、2002年3月時点で約60の証券会社がオンライン・サービスを提供していたが、シームレスに市場に直結しているシステムはおそらく10以下であろう。それ以外は、注文を受けた業者が再入力し直すという状態で、実態は電話やFAXによる取引と異ならない。

また、やや相場が過熱気味の1999年7月には、損失を被ったデイ・トレーダーが妻と子供を殺害し、証券会社で銃を乱射する事件が発生し、いちやく社会問題化した。それをきっかけに行われたデイ・トレーダーに関する実態調査で明らかになったのは、デイ・トレーディング会社（デイ・トレーダーに有料で施設を提供している証券会社）がそのリスクを充分に説明しておらず、あたかも簡単に利益をあげることができるかのような広告を打っていたことであった。

さらに、手数料についても、一定回数以上の発注に適用される格安の手数料を大きなポイントの活字で表示し、それ以下の通常の取引に適用される手数料を小さなポイントで表示している例がみられた。

これらの問題は、SEC、NASD（証券業協会）などによって、システムなどについての開示の強化を求める規則が制定されたことによって解消されている。

3. 詐欺的取引

既に述べたように、インターネットが登場したことによって新たな詐欺的取引が発生した訳

ではなく、それらを低コストで大規模に実行することが可能になったということである。

SECが注意を呼びかけている典型的な詐欺的取引は2種類である。一つは、“prime bank fraud”と呼ばれるものである。これは世界銀行、IMFなどの優良銀行が発行、あるいは保証するノーリスク、高利回りの証券と偽って勧誘するもので、SECの例示では「世界銀行、IMF、FRBなど、良く知られている銀行により保証され、月20-200%のリターンが期待でき、特別のお客様にのみお勧めしている」という類の文言が典型であるという。もう一つは、“micro-cap fraud”と呼ばれるもので、詳細な情報開示が求められない小型株を利用して、ありもしない事業計画を宣伝して投資家に出資を呼びかけるものである。アメリカではEDGARと呼ばれる電子開示システムにより、株主が500人以上、かつ純資産額が1千万ドル以上、および上場会社については、インターネット経由で容易に情報を入手できる。しかし、OTCブリテンボード、ピンクシート市場で取引される銘柄については情報の流布が充分ではなく、投資家が簡単には情報の入手ができないため、それに付け込んだ不正行為である。

これらの詐欺的取引については、SECは投資家の啓蒙に加え、小規模な発行体でも登録を義務付けられている州の証券局で情報を確認するよう呼びかけている。

4. 相場操縦的取引

相場操縦にも空売りによるものなどがあるが、インターネットを利用して価格に影響を与える典型的な方法は、その特質を利用して低コストで広範囲な投資家を対象に情報操作を試みることである。その手法としては、虚偽の情報を含

むホームページの作成、電子掲示板、チャット・ルーム、ニュースレターの送付などを利用して価格に影響を与え、利益をあげることである。詐欺的取引の場合にもそうであるが、古典的な手口がITの発達によってより低コストで効率的に実行できるようになったのである。最近の例としては、2001年3月に、自分が運営するネット投資クラブを利用して虚偽の情報を流し、不当な利益をあげていたとして提訴された「東京ジョー」のケースがあげられる。

注目すべきは、これらのネットを利用した不正行為の摘発は、対面、あるいは電話やFAXを利用した不正行為の摘発よりも容易なことである。というのは、これらの取引はサーバーに記録が残っているから、監視を徹底するためには記録の保存期間を決めそれを遵守させればよいからである。

5. オンライン証券取引における 営業上の規制

オンライン証券取引が普及するにつれて、それまでの営業用チャネルに適用されていたルールがそのまま適用可能かどうか、もしできないとすればどのような修正が必要かについても検討された。第1に、オンライン証券取引の最も魅力的な点は、手数料が安いことを別にすれば、発注から執行までのプロセスをスピーディーに処理できることである。しかし、既に紹介したように、マーケットが活況の時や、市況が大きく変化している時などには、注文が殺到しアクセスができない、あるいは大幅に遅延することがある。もちろん、対面あるいは電話などの伝統的チャネルにおいても、数時間待たされたりつながらないことがあるから、オンライン証券取引についてのみこのことを問題にするのはお

かしいという考え方もありうる。しかし、オンライン取引が優れたチャネルであるためには、このような場合にもアクセスの手段が確保されていることをあらかじめ投資家に情報開示しておく必要がある。このような観点から、NASDはオンライン業者に対してボラティリティと取引量から生じるリスクと注文処理能力の制約について適時かつ適切な方法でオンライン投資家に情報開示することを求めている（*NASD Notice to Members 99-11*）。

第2に、当初は注文執行サービスとせいぜい一般的な情報提供だけに止まっていたオンライン証券取引は、その後様々なサービスを提供しはじめ、投資家は一定の情報を入力すれば望ましい銘柄を取捨選択して推奨を受けるといったことも可能になってきた。こうなると、オンライン証券取引においても「勧誘」、そしてそれにとまなう「適合性の原則」が問題になってくる。かくして、NASDは2001年3月に「オンライン証券取引における適合性の原則」（*Online Suitability*）と題するガイドラインを発表した（*NASD Notice to Members 01-23*）。

NASDはこの中で、単なる注文執行サービスを行うだけのオンライン証券取引には適合性義務は問題にならないとしている。また、一般的な情報提供とみなされる場合にも、投資アドバイスとみなされることはなく、したがって適合性の問題は生じないことを明示した。それに対して、次のようなケースは「勧誘」とみなされ、「適合性の原則」が問題になるとする。それらは、①証券会社が特定顧客向けに電子メールなどで証券購入を勧める場合、②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への投資と、「買い」推奨リストの中から購入することを勧める場合、③証券会社が顧客が投資目

標、年齢、財務状態、リスク許容度などの個人情報を入力するポートフォリオ分析ツールを提供し、そこから引き出された結果に見合った特定証券のリストを提供する場合、④証券会社が顧客の取引を分析するためにデータ・マイニングのツールを利用し、特定の推奨を行う場合、である。一言でいえば、単なる注文執行や一般的な情報提供以外は、勧誘や適合性の原則が問題になる可能性が高く、その場合には従来のルールが適用されるということである。

さらに、NASDは「外務員向けインターネット・ガイド」(*Internet Guide for Registered Representatives*)を定め、外務員が営業にインターネット(あるいは、電子メール)を利用する場合の注意点を明示している。それらは、①インターネットを利用したやりとりの場合のコンプライアンス上の責任は、対面、あるいは文書でのやりとりの場合と同じ、②一般に利用できるウェブ・サイトは広告とみなされる、③掲示板への掲示は広告とみなされる、④グループ電子メールは販売用のパンフレットとみなされる、⑤パスワードで保護されたウェブ・サイトは販売用のパンフレットとみなされる、⑥外務員個人の電子メールは通信とみなされる、⑦チャット・ルームの会話はパブリック・フォーラムとみなされる、⑧公衆とのやりとりはすべてNASDの行為規則に従わなければならない、である。

Ⅲ. 監視体制

アメリカにおける証券取引の監視体制は、連邦レベルではSECに加えてデリバティブ取引についてはCFTC(Commodity Futures Trading Commission、商品先物委員会)があり、それ

ぞれ3,200人、700人の陣容である。日本の証券取引等監視委員会と比較すると、人員だけではなく、その権限も刑事、民事の両者にわたる強力なものである。

また、各州には証券局があり、地方だけで取引されている小型株などの監視をしている。そして、これらの証券局はカナダおよびメキシコとの間でNASAA(北米証券監督者機構)を組織し、クロスボーダーの証券取引の監視を行っている。

さらに、NASD(証券業協会)、証券取引所が自主規制機関(SRO)として、会員業者や取引の監視を行っている。

これらの監視機関は協力しながらネット上の不正行為を防ぐための措置を講じているが、最も力を入れているのが投資家への啓蒙活動である。以下では、SECとNASAAの取組みをみよう。

SECは1998年7月にインターネット特捜局(The Office of Internet Enforcement, OIE)を設け、SECの200人以上の弁護士、会計士、検査官からなる「サイバーフォース」を組織して、インターネット上の不正行為の監視を行っている。SECは、執行、検査、投資家の啓蒙、規制という4つのアプローチを採用しているが、最も力を入れているのが投資家の啓蒙と投資家からの情報提供である。SECはサイトの中で「教育された投資家は証券詐欺に対する最良の防御を提供する」、「教育された投資家は規制当局が詐欺を防止する上で重要な早期警報装置としての役割を果たす」と述べている。投資家に対して、特に、株価操作(pump and dump scam)、IPO前の銘柄への投資、詐欺、小型株への注意を呼びかけている。このような努力の結果、摘発件数の3分の1が投資家からの情報提供をきっかけ

けにしているといわれる。

こうした体制に支えられて、SECはほぼ毎年、集中的にインターネット上の不正行為の摘発を行っており、累計では2001年3月までで200件を越えた。

NASAAは2000年5月に「オンライン投資家に対する州証券規制局からの10の警告」をネット上で発表し、投資家に注意を呼びかけている。それは、

1. 口座を開く前に、代替的なチャネル、ウェブにアクセスできない場合の口座情報の入手情報について、十分に説明を受けること
2. マウスをクリックすることによって、注文が直接に市場で執行される訳ではないことを理解すること
3. オンライン取引の容易さと速さについての広告を具体的に確認すること
4. 証券取引と口座へのアクセスの遅延、中断の場合について業者から情報をうること
5. 取引を始める前に、注文の入力、キャンセル、および証拠金取引の詳細とリスクについて情報をうること
6. 気配情報がリアルタイムかそうでないかを確認すること
7. 業者のプライバシーとセキュリティ対策をチェックすること
8. 手数料とそれ以外の付加的な手数料について正確な情報をうること
9. 必要な場合の顧客担当係とのコンタクトの方法を確認すること
10. 州の証券局で(1) オンライン業者の登録と履歴、(2) あれば、訴訟歴、について確かめること

である。

これらはSECやNASDの情報開示の強化に並行した動きであることはいうまでもない。

IV. SECの対応と摘発事例

SECは一貫して証券市場における技術革新について関心が高く、インターネットの利用に関しても既に1997年に最初の報告書をまとめている (SEC [1997])。この中で、既に1995年3月以降に摘発されたオンライン上の不正行為が12件あったことを示し、それらを詐欺的な証券の募集、相場操縦的取引、投資顧問業法上の開示義務違反に類型化している。インターネット(ホームページ)を利用した情報提供は時期的にはインターネット証券取引よりもかなり先行していたが、不正行為も最初の頃から行われていたことが分かる。

また、オンライン証券取引に関連した苦情も急増している(第1図参照)。その内訳をみると、注文処理の不履行/遅延、アクセス困難など、オンライン取引に固有の問題が多いことが分かる。

先に述べたように、SECが1998年にインターネット取引を監視する専門組織を立ち上げたこともあり、同年から摘発件数が増加している(第2表参照)。ここでの特徴は、ほぼ定期的に集中的な摘発が繰り返されていることであろう。これは一面では見せしめ的な効果を狙ったものと思われる。

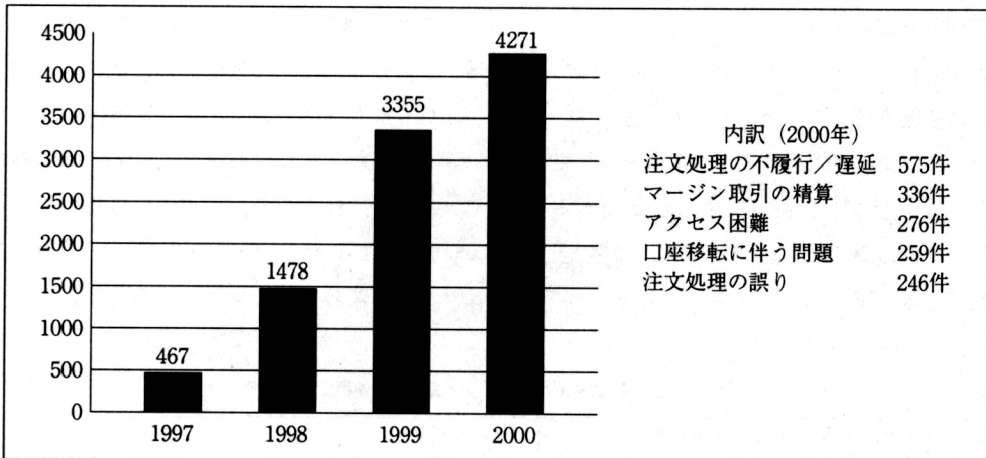
これらの事例はほとんどが対面や電話などの伝統的チャネルを利用して行われていた不正行為をネット上で行ったものである。例えば、1999年5月に摘発された事例では、ボイラー・ルーム(電話などを利用して、強圧的な証券の販売を行うこと。その際、時には電話口で会話のバ

ックグラウンドとしてテープを流し、あたかも注文が殺到しているかのように誤解させるような演出が行われる) による販売により、77人の被害者が80万ドルを失ったとされる。他方、不正行為を行ったブローカー・ディーラーは25万ドルの手数料を手にしたとされる。この中には、81歳の退職者で、妻がアルツハイマー症という被害者がいた。それ以外の詐欺事件でも、インターネットを利用した古典的な手口が多い。

しかし、中にはオンライン取引に固有の不正行為もみられる。例えば、1999年10月の摘発事

例は、eペイというインターネットのオークション・サイトを利用して違法な証券の募集を企てたものである。また、2000年3月のインサイダー取引は、大手投資銀行にワープロのアルバイトとして雇われていた者が偶然ごみ箱に捨ててあったコピーからM&Aに関するインサイダー情報を知り、それをネット上で流し金銭を取得しようとした事件である。摘発された19人はまったく面識がなかったというのが、いかにもネット上の不正行為らしいというべきであろう。

第1図 オンライン取引についての苦情の件数と内訳



出所：SEC

第2表 1998年以降の主要な不正行為の摘発事例

1998年	9月	インターネット上での小型株をめぐる詐欺的取引で、13件、41人を摘発。被害額は2,500万ドル以上
	10月	インターネット上の詐欺的証券取引の一斉摘発 (44人の株式プロモーターを告訴)
1999年	2月	インターネット上の詐欺の摘発
	5月	インターネット上でのインチキな証券募集で26の会社と個人を摘発
	7月	インターネット上での無登録の「フリーストック」の配布に対して中止命令 小型株をめぐる詐欺的取引で82の会社と個人を摘発
	10月	インターネットのオークション・サイトを利用した違法な証券の募集で3人を摘発
2000年	3月	SECと司法長官、インターネットを利用したインサイダー取引で19人を摘発
	9月	小型株をめぐる相場操縦の容疑で、33の会社と個人を摘発
2001年	3月	インターネット上での詐欺的取引で、23の会社と個人を摘発。インターネットを利用した不正行為の摘発件数は200件を越えた 「東京ジョー」に対する罰金および詐欺的行為の禁止命令

出所：SEC

V. 証券会社のコンプライアンス体制

オンライン取引の開始にともなう証券会社のコンプライアンス体制については、NASDが中心になってガイドラインを定めてきたのは先に紹介したが、2001年にはSEC、NASD、NYSEによる調査報告が公表されている（SEC「2001」。調査期間は1998年10月から2001年初頭まで）。これは、投資家の啓蒙、システムのパフォーマンス、最良執行義務、代替的チャネルの有無、従業員のインターネット利用に対する監督体制、について実態を調査している。この概要は第3表に整理されている。

この調査によると、ほぼ問題がないと考えられるのは、複数のプロバイダーとの契約やコール・センターなどの代替的チャネルを準備して、システム・トラブルに備えていることである。しかし、それ以外の項目については、依然として改善の余地があることが示されている。

VI. わが国の対応

日本でも1999年10月1日の手数料完全自由化前後から、相当数の業者がオンライン・サービスを開始し、手数料が一挙に大幅に低下した。そして、個人投資家の売買に占めるオンライン取引のシェアも現在まで一貫して上昇し、約5割を占めるに至っている。興味深いのは、ここに来て日米でオンライン取引のシェアがほぼ対照的な動きを示し始めていることである。この分岐点は2000年の第1四半期（1－3月）で、アメリカではピークの38%を記録した後、低下し続け、2001年7－9月には18%である。

日米ともに程度の差はあれ、ネット・バブルとかネット・ブームと呼ばれた活況が2000年春頃に終わり、市況の低迷が続いている。日本については、株式の売買高が伸び悩む中で、信用取引を中心にオンライン取引のシェアが伸びている。一部の有力オンライン業者が信用取引に

第3表 証券会社のコンプライアンス体制の現状

・デイスクロージャーと投資家の啓蒙
基本的な知識（成行注文と指値注文との違い、執行の遅れの可能性、価格変動がどのような影響を及ぼすか）について、投資家に説明しているか。
多くの証券会社がシステム・ダウンなどのリスクについて分かりやすい言葉（ブレーン・イングリッシュ）で説明せず。
3分の1の証券会社が証拠金について情報を提供せず。他の4分の1の業者は証拠金についての十分な説明をせず。IPOについて配分のプロセスが明確でなく、投資家に誤解を与える可能性がある。
・最良執行義務
多くの業者がすべての注文を自社の清算業者に回送し、執行の質を点検していない。
・システムの評価
調査対象となった証券会社の約4分の1が実施せず。それ以外は定期的に実施。
・システム・ダウン、あるいは注文処理の遅延に対する対策
約3分の1が複数のサイトを用意。大多数の業者は少なくとも2以上のサービス・プロバイダーと契約。すべての業者がコール・センターでバックアップ
・コンプライアンス体制
約半数の業者が従業員のインターネットの利用に関して文書となった方針を策定（NASD会員通知98－11号は、業者が監視できないのであれば、従業員が自分のパソコンあるいはサード・パーティーのシステムを利用して顧客と接触することを禁止すべきであると述べている）。

出所：SEC「2001」。

力を入れてきたこともあり、競争の結果、その最低委託保証金も数十万円の水準まで低下し、以前ほどプロの投資家に限られた市場ではなくなっている。オンライン業者の直近の決算をみても、信用取引を手掛けている業者の業績が良好であるのに対して、現物取引だけの業者の業績は低迷している。これは、ここ数年の市況の低迷の下では現物株の買い注文は減少するのに対して、信用取引は「売り」からも入れるため、そのような時期でも売買注文を増やすことができるのと、融資に対する金利あるいは貸し株に対する品貸料が入ることである。とはいっても、信用取引を始めるにあたっては、各証券会社とも一定期間の投資経験を条件にしているから、依然として習熟度の高い個人投資家中心の市場であることに変わりはない。

以上のことを整理すると、日本では市況の低迷の下で、オンライン証券取引の登場とともに初めて株式投資に参加した初心者が撤退、あるいは様子見の行動に転じ、全体に売買高が低下する中で、アクティブなセミプロ的投資家による信用取引の割合が高まったといえるであろう。

それに対して、アメリカでは証券投資が個人金融資産の運用の不可欠な部分を構成しているから、資金を銀行預金などに避難させるよりも、短期の投資信託やMMFに移動させるという投資行動が特徴になっている。したがって、オンライン証券取引のシェアの低下も、市況の低迷を受けて個人投資家がマーケットから撤退したということではなく、個人の相場観だけではなく、良質のアドバイスやコンサルテーション・サービスの業者に資金を移動させたというのが実態だと考えられる。

このように、ここにきて日米で対照的な動きを示しているが、オンライン取引が有力なチャネルの一つとして定着したことは間違いないであろう。この間、日本でも、オンライン取引に対する投資家の知識の向上、証券会社のコンプライアンス体制の整備、そして監視体制が整備されてきた。以下では、アメリカとの対比を意識しながら、これらの動きを概観しておこう。

まず、オンライン投資家の啓蒙を目的に、まとまった情報を提供しているのは東京証券取引所である。そのサイトに掲載されている「オンライントレードを行う方へ ―インターネットの賢い利用法―」と題された文書では、投資判断のポイント、手数料と税金などの一般的な知識を説明した上で、インターネットによる証券詐欺、風説の流布などの不正行為を紹介し、注意を呼びかけている。

しかし、SECが投資家の啓蒙活動に多大のエネルギーを注いでいるのに対して、東証以外に啓蒙活動を行っている組織は見当たらない。証券取引等監視委員会などがより積極的に取り組む必要があると思われる。また、アメリカでは各州に証券局があり、SECのサイトからリンクが張られていて、個人投資家は必要があれば居住地の証券局にすぐに連絡を取ることができる。中には、ニューヨーク州の証券局のように、独自に実態調査を実施するだけの体制を備えているところもある。これらの地域単位のネットワークが協力して、投資家の啓蒙活動に取り組んでいる。しかし、日本では地方自治体に「証券局」という名称の組織を置いているところはおそらく存在しないであろう。「経済局」の中に金融課がおかれ、銀行行政と一緒に証券取引に関わる問題が取り扱われているのが一般的であろう。この背景には、銀行システムが優位で証

券取引が根付いていないことがあるが、この点では大きく見劣りがする。

証券業協会は、業者に対して「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」を公表し（2001年4月改定）、業者の採るべき措置を詳細に述べている。一般的な留意事項としては、①インターネット取引にも現行の法令・諸規則が適用されること、②インターネット取引にかかる社内管理体制を整備すること、③投資家へのインターネット取引に関する情報開示を行うこと、④投資家にとって分かりやすい表現で情報を提供すること、をあげている。また、具体的な留意事項についてはやや細くなるので省略するが、基本的にはNASD（全米証券業協会）が一連の「会員通知」や「外務員向けガイドライン」で示したものと同じである。

最後に、監視体制を取り上げよう。1991年夏の証券・金融スキャンダルを契機として、国家行政法第8条に基づいて「証券取引等監視委員会」が設立されたのは周知のとおりである。監視委員会は証券行政に関する提言などとあわせ、検査・監視機関として、大蔵省から独立した行政委員会であり、内閣総理大臣が任命する委員長と2名の委員で構成される合議制の組織である。

その後、行政機構の再編成にともない、監視委員会は金融監督庁、次いで金融再生委員会の所管となったが、2000年7月に大蔵省金融企画局が担ってきた金融制度の企画・立案に関する機能が移管され、新たに金融庁が発足すると、その所管となった。

以上が監視委員会のこれまでの経緯であるが、その権限は、①検査、②取引審査、③犯則事件の捜査、により業者や取引の監視を行い、その

結果に基づいて金融庁長官などに対して勧告、建議を行い、また告発する権限を与えられている。2001年度で、その定員は122人、地方財務局所管の定員が138人、合計で265人の定員である。

よく指摘されるように、大きな問題が3点ある。第1に、人員が絶対的に不足していることである。市場規模が違う（例えば、登録証券会社の数は、アメリカが約7,000、日本が約300である）ので単純には比較できないが、それでも1,000人程度の人員は必要であろう。かつて証券業が免許制であった頃に、筆者は大蔵省の担当者から日本は入り口で規制しているから監督体制が効率的であるという説明を受けたことがある。登録制に移行した現在、この言い分はもはや通用しない。第2に、数も問題であるが、それ以上に、業務についての専門的な知識をもった人員が欠けていることである。最近のように、デリバティブ、それを活用した株価連動債やEBのような仕組み債が次々と登場するようになると、実際に証券業務の経験がないとそれを理解することは容易ではないであろう。そして第3に、アメリカのSECがほとんどあらゆる権限を付与されているのに対して、監視委員会は基本的に勧告や行政処分などの告発に止まっていることである。

このような問題はあるにしろ、監視委員会もインターネット取引の監視には強い関心をもっている。まず、少ない人員で効果的な監視体制を敷くために「インターネット巡回監視システム」を稼働させ、疑わしいサイトがチェックできるような体制を整えている。また、2001年には、IOSCO（証券監督者国際機構）の呼びかけに応じて、「インターネット・サーフ・デイ」を実施した。1,888サイトの実態調査の結果、(1)

不正取引行為の疑いがあるものが14件で、その内訳は、①将来、数十倍に値上がりするとして、未公開株、新規公開株、外国企業株を勧誘しているもの、②高利回りのオフショア商品や高利回りを実現できるとする投資ツールを提供するもの、また(2)風説の流布などの疑いのあるものが6件、(3)その他(無登録の疑いがあるもの)が1件、であった。しかし、現在まで監視委員会が摘発したインターネット上の不正行為はない。これは、日本では証券取引法上の有価証券が第2条に掲げられたものに限定され(限定列举主義)、それ以外は監視委員会の権限外となっていることが関係している。例えば、仮に高利での出資を募る詐欺的取引を発見した場合でも、それが証取法上の有価証券に該当しない限り、それを証取法違反で摘発することはできないのである。

おわりに

インターネット証券取引は初めて登場してから数年で、有力なチャネルの一つとして定着した。それは初期の頃の単なる受注や一般的な情報提供から、ポートフォリオ分析や運用アドバイスといった高度なサービスを提供するまでに進化した。

それにともない、インターネット証券取引に対する規制もやや微妙な問題を含むようになった。これらの問題に対しては現在では明確なガイドラインが作成され、インターネット証券取引の規制環境は整備されている。

他方、インターネット証券取引の普及にともない、それを利用した不正行為も増加してきた。

アメリカでは、SEC、州の証券局、NASAA、そして自主規制機関(SRO)であるNASD、証券取引所が投資家の啓蒙に精力的に取り組み、投資家からの情報提供を呼びかけている。この結果、SECが摘発したインターネット上の不正行為は累計では既に200件を越えている。

これに対して、日本の現状は業者のコンプライアンスに関するルールなどについては整備されているものの、投資家の啓蒙、不正行為に対する監視体制といった点では大きく見劣りがする。証券市場の透明性、投資家の信頼性を高めるためには、この面での体制整備が欠かせないであろう。

【参考文献】

- Office of New York State, Investor Protection and Securities Bureau [1999], *Online Brokerage Industry Report, From Wall Street to Web Street: A Report on the Problems and Promise of the Online Brokerage Industry*.
- Securities and Exchange Commission (SEC) [1997], *Report to Congress: The Impact of Recent Technological Advances on the Securities Markets*, Nov.26.
- [2001], *Examination of Broker-Dealers Offering Online Trading: Summary of Findings and Recommendations*, Jan. 25.
- 佐賀卓雄 [1999], 「デイ・トレーダーの規制をめぐる」, 『証券レビュー』11月。
- [2001], 「証券市場の監視機能の拡充」, 『ジュリスト』9月1日。
- [2002], 「オンライン証券取引の将来性—新しいビジネスモデルたりうるか—」, 『証券経済学会年報』, 5月。
- 清水葉子 [2001], 「オンライン取引の規制について」, 『証券経済研究』第33号, 9月。
- (当所東京研究所 主任研究員)