

米国のインターネット証券取引をめぐる新たな動き

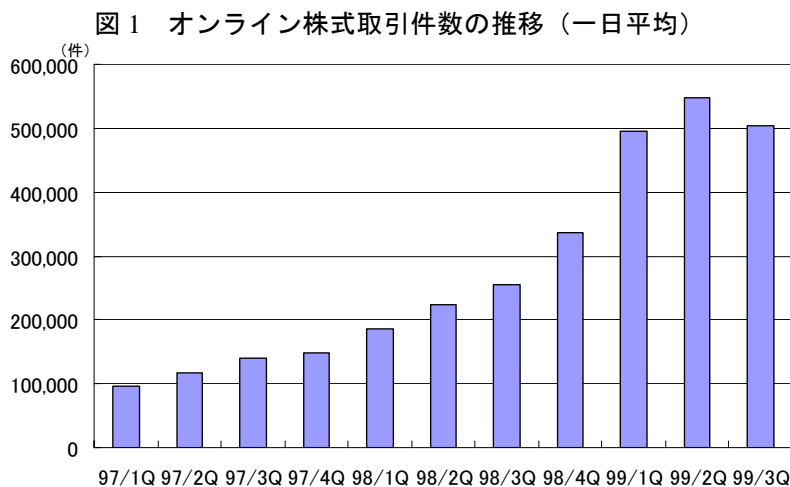
— 予想される更なる拡大と規制強化の兆し —

米国では、1996年以降、インターネットを通じた株式を始めとする証券取引が急速に拡大してきたが、1999年第3四半期にはインターネット経由の株式売買件数が初めて減少した。また、システム・トラブルや不正行為が増加する中で、11月には証券取引委員会（SEC）のアンダー委員がインターネット取引をめぐる規制強化を勧告する報告書を提出した。一方、メリルリンチを始めとするフル・サービス証券会社がオンライン取引サービスの提供に踏み切るなど、証券取引におけるインターネットの活用は、一層拡大する兆しもみせている。

1. 拡大が予想されるインターネット証券取引

1) 初めて減少したオンライン株式取引件数

米国の投資銀行 US バンコープ・パイパー・ジャフレーの調査によれば、99年第3四半期（7月～9月）には、インターネットを通じて発注された株式売買件数が一日当たり 504,631 件と前四半期の 547,523 件に比べて 7.8%減少した（図 1）。オンライン株式取引の件数が減少を記録したのは初めてのことである。



（出所）US バンコープ・パイパー・ジャフレー

この背景としては、第3四半期のニューヨーク証券取引所及びナスダック市場の売買高がいずれも前四半期に比べて2%程度減少したことが指摘されている。過去には、97年10月の香港株式市場の急落に端を発した世界的な株式市場の混乱や98年8月のロシア金融危機をきっかけとした米国株式市場の不振に直面しても、オンライン株式取引件数は増加し続けた。しかし、オンライン取引が全ての株式取引の6件に1件を占めるようになった現在、オンライン取引件数の伸びは、市場全体の売買高の増減によって影響を受けるようになっているのである。

とはいえ、オンライン株式取引件数の減少は、従来の拡大基調が変化したことを示すものではなく、あくまで一時的なものにとどまるものと予想される。99年10月以降、ニューヨーク証券取引所、ナスダック市場における取引高が再び増加に転じているほか、オンライン取引件数の減少した第3四半期においても110万に上るオンライン取引口座が新規に開設されており、9月末の口座数は1,085万口座と遂に1,000万口座を突破した。また、一年前にはオンライン取引サービスを提供する証券ブローカー・ディーラーは100社程度と言われていたが、最近のSECによる調査では、157社がリスト・アップされている。

しかも、99年10月にはモルガンスタンレー・ディーンウィッター、12月にはメリルリンチ、ソロモン・スミスバーニーとフル・サービスの最大手証券会社が相次いで本格的なオンライン取引サービスを導入した。短期的には、これら大手の参入によって、チャールズ・シュワブやTDウォーターハウスなど、店舗網やコールセンターとインターネット・サービスを併用するマルチ・チャンネル戦略をとっているディスカウント・ブローカー大手の新規顧客獲得が困難になるといった見方もなされている。しかし、充実した顧客基盤を有する大手証券会社の参入が、中期的にオンライン取引口座数、取引件数の大幅な増加につながることは間違いないだろう。

2) 大手フル・サービス証券会社のオンライン取引サービス

以下では、最近導入された大手フル・サービス証券会社のオンライン取引サービスについて簡単に整理してみたい。

①メリルリンチ

メリルリンチのオンライン取引サービスは、99年7月に導入した資産残高ベースの手数料を徴収する「アンリミテッド・アドバンテージ」と12月に導入した「メリルリンチ・ディレクト」の二本柱からなっている¹。

前者は、資産の種類と金額によって残高の0.2~1.0%の年間手数料を課し、原則として取引回数には制限を設けないというものである。最低手数料は1,500ドルとなっている。一方、

¹ 詳しくは、大崎貞和・沼田優子「変化する米国総合証券会社のオンライン取引戦略」『資本市場クォーター』99年夏号参照。

後者は、株式の場合、インターネット経由であれば 1,000 株までの成り行き注文は取引一件当たり 29.95 ドル、指値等の注文は 34.95 ドル、コールセンター経由は割高という手数料体系になっている（表 1）。

サービス内容の面では、ファイナンシャル・コンサルタント（営業職員）による投資アドバイスが受けられない「メリルリンチ・ディレクト」についても、S&P やダウ・ジョーンズなどの各種投資情報サービスに加えて、自社のアナリスト、エコノミストによるレポートとカメラ・インタビューを組み合わせたマルチメディア情報サービス「グローバル・インベスター・ネットワーク」を提供するなど、一般のオンライン・ブローカーのサービスとの差別化に努めている。

表 1 メリルリンチ・ディレクトの株式売買委託手数料

インターネット発注：			
1,000 株までの成り行き注文	取引一件当たり	29.95	ドル
1,000 株までの指値注文やストップ・オーダー	取引一件当たり	34.95	ドル
1,000 株を超える部分	一株当たり	3	セント
(例えば 1,500 株の成り行き注文の場合 44.95 ドル)			
電話発注：			
100 株までの成り行き注文	取引一件当たり	50	ドル
250 株の場合		87.5	ドル
500 株の場合		116.25	ドル
1,000 株の場合		150	ドル
指値注文やストップ・オーダーについては取引一件当たり 5 ドル増し			

(出所) メリルリンチ・ディレクト・ホームページ (<http://www.mldirect.ml.com>)

②モルガンスタンレー・ディーンウィッター

モルガンスタンレー・ディーンウィッターは、メリルリンチによる本格的なオンライン取引サービス導入の発表から 4 カ月以上遅れた 99 年 10 月 20 日にオンライン取引サービスの内容を公表したが、サービスの導入は翌日の 21 日からであり、大手証券会社の先陣を切ることになった。

同社は、旧ディーンウィッター時代の 96 年 12 月に独立系のオンライン・ブローカーであったロンバード・インスティテューショナルを買収してディスカバー・ブローカレッジ・ディレクトと改称し、オンラインのディスカウント・ブローカー業務を展開していた。10 月 21 日以降、このオンライン・ブローカー子会社はモルガンスタンレー・ディーンウィッター・オンラインと改称され、ウェブ・サイトも親会社の公式サイト (<http://www.msdw.com/>) に統合されることになった。

この統合を機に、同社は、「i チョイス」と名付けた新しいマーケティング・キャンペ

300万ドルの場合、年間20回まで発注可能というように、残高に応じた発注回数が定められている。モルガンスタンレー・ディーンウィッターと同様に、マーケット XT を通じた通常取引時間外の注文執行も可能である。

2. インターネット証券取引に関するアンガーSEC委員の報告書

1) 報告書の背景と性格付け

インターネットを通じたオンライン証券取引、とりわけ株式取引の急速な拡大は、個人投資家にとっての利便性を大幅に向上させている一方で、システム・ダウンや注文送達の遅れなどに起因するトラブル、デイ・トレーダーと呼ばれる投機的な個人投資家の増加、インターネットを悪用する不正取引の横行、といった証券取引規制に係わる様々な問題を生じさせている³。

SECは、こうした規制上の問題点に対して、「サイバーフォース」と名付けた100名以上のスタッフからなるインターネット上の詐欺行為監視の専門チームを設けて不正の摘発を進めたり、個人投資家向けのタウン・ミーティングを開催して委員長以下の幹部がオンライン証券取引にあたっての留意点を解説する啓蒙活動に力を注ぐといった対応を講じてきた。また、業界関係者を集めた「ラウンド・テーブル」を数回にわたって開催し、インターネット証券取引をめぐる規制上の論点について意見を集約した。

1999年11月22日には、ローラ・アンガー委員が、ラウンド・テーブルでの議論を踏まえて「オンライン・ブローカレッジ サイバースペースの発達に歩調を合わせて」と題する95ページの報告書を取りまとめ、委員会に提出した⁴。報告書は、次の9つの問いを設定し、それぞれについての見解と規制上の対応策に関する提言を盛り込んでいる。

- ① 将来、証券ブローカレッジ業界はどのようになるのか。どこへ向かっているのか。
- ② オンライン上のサービスに対して適合性原則を適用しようとする場合、規制当局はどのような問題に直面するのか。
- ③ 技術の進歩は、オンライン証券会社による最良執行義務の履行状況にどのような影響を及ぼしたのか。
- ④ オンライン投資家のマーケット情報に対するニーズは、リアルタイム・データの価格設定にどのような影響を及ぼしたのか。
- ⑤ オンライン取引によるシステムへの要求に応えるために、各社はどのようにして十分

³ 大崎貞和『インターネット・ファイナンス』（日本経済新聞社、1997年）第四章、大崎貞和・岩谷賢伸「米国におけるデイ・トレーダー規制をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』99年秋号参照。

⁴ On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace. <http://www.sec.gov/news/studies/cybexsum.htm> より要約の付された報告書全文をダウンロードできる。

な能力を確保しようとしているのか。

⑥典型的なオンライン取引顧客が必要とし、望んでいる投資家教育とはどのようなものか。

⑦「サイバー・チャット」やオンライン・ディスカッション・フォーラムをめぐる規制上の課題にはどのようなものがあるか。

⑧各社は、オンライン取引顧客の個人情報に関して、どのようなプライバシー保護のための措置を講じているか。

⑨インターネット上の金融ポータル・サイトに対して、ブローカレッジ業者はどのような形で対価を支払うことができるのか。

報告書は本文9章と5つの付属資料から成り、第1章で最初の問いに答える形でオンライン証券取引の現状及び将来展望に関するデータを整理した上で、続く八つの章でそれぞれの論点についての提言を示している。また、付属資料としては、①オンライン証券会社157社のリスト（ホームページのアドレスを含む）、②有力オンライン証券会社のマーケット情報提供に関する方針、③オンライン・ディスカッション・フォーラムをめぐるSECによる摘発事例、④プライバシーに関する調査の結果、⑤SECに寄せられたオンライン証券取引に関する苦情の内容、が添付されている。

なお、報告書第1章に掲載されたデータは、一般に広く知られたものばかりであるため、本レポートでは特に取り上げず、以下では、報告書第2章以下の規制上の提言について整理する。

2) 報告書の主要な提言内容

(1) 適合性原則

伝統的な適合性原則の考え方によれば、証券外務員が投資勧誘を行う際には、勧誘の対象となる顧客の投資目的や投資経験、資産状況などに照らして適合的な投資を勧めなければならないとされる⁵。ところが、外務員による積極的な勧誘を伴わない顧客側からのアクセスが中心となるオンライン取引の場合、何が個別の勧誘にあたるかは必ずしも明確ではない。しかも、今後、データ・マイニングや情報のカスタマイズの技術が進歩し、オンライン上で個別顧客のニーズに合わせた投資アドバイスを容易に提供できるようになれば、この問題は、より一層複雑になることが予想される。

例えば、オンライン証券会社としては最大手のチャールズ・シュワブがNASDに提出した見解では、顧客一般に対してオンライン上で提供されている個別化されていない情報は個別の投資推奨にはあたらず、適合性原則の対象とはならないという意見が述べられている。シュワブによれば、こうした一般向け情報は、投資に関する広告宣伝の一種として規

⁵ 具体的なルールとしては、NASD規則2310、NYSE規則405条などがある。

制されるべきだという。また、ラウンドテーブル参加者の間でも伝統的な適合性原則をそのままの形で全てのオンライン上のサービスに適用することは難しいとの意見が出されたという。

こうした見解を踏まえ、報告書では、適合性原則の在り方について、次のような提言を行った。

- ① 業界と個別顧客向けにカスタマイズされた商品やデータ・マイニングの現状について率直な対話を進めるべきである。データ・マイニング商品がどのように機能するのか、どのような情報を集めることができるのか、顧客はデータ・マイニング商品を通じてカスタマイズされた情報が提供されているということを理解できるのかどうか、といった点について情報の提供を促すべきである。
- ② あるいは、今後の SEC や自主規制機関による証券会社検査に際して、データ・マイニングによって得られた情報に基づいて顧客にどのようなサービスを提供しているのか、を検査項目に含めるべきである。
- ③ オンライン取引サービスの具体的な態様ごとに、どのような形で適合性原則が適用されるべきかを明確にすべきである。自主規制機関と協力しながら、注文執行のみを行う業者の場合、注文執行と各種情報の顧客による一方的な利用を可能にしている場合、特定の銘柄に関するアラート機能の提供などある程度カスタマイズ可能な機能を提供している場合、などケースごとに検討を深めるべきである。

（２）最良執行義務

米国では、証券会社は、顧客から売買注文を受託する際、その時点で最も顧客にとって有利な条件で取引を執行するという最良執行義務を負っているものとされる。最良執行とは、単純に最も有利な価格での執行ということの意味しているわけではなく、注文の大きさや各執行ポイントでの注文執行の迅速性など様々な要素を考慮して判断される。しかし、その具体的な内容は明確でなく、最近では、ペイメント・フォー・オーダーフロー、プリファレンシング、店内化といった取引慣行の発達や電子証券取引ネットワーク（ECN）の登場によってますます判断が難しくなっている⁶。

しかも、オンライン取引の普及とともに、個別のマーケット・メーカーが提示する気配値情報を見ることができるナスダック・レベルⅡ 端末情報が個人向けに提供され、個人投資家が注文回送先を自ら指定するといった状況も生じている。こうした中で、証券会社の最良執行義務の内容も再検討する必要があるという見方もある。

こうした状況を踏まえ、報告書では、最良執行義務の在り方について、次のような提言を行った。

- ① 注文執行の迅速性や確実性といった要素が最良執行であるかどうかを決定する要素と

⁶ 詳しくは、大崎貞和「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

してどのくらい重要かについて業界の意見を求めるべきである。

- ② 取引所や ECN、代替的取引システム（ATS）など様々な執行ポイントに対して、価格向上の割合や売買回転率といった最良執行に係わる要素に関する情報開示を義務づけることを検討すべきである。
- ③ 証券会社に対して、様々な執行ポイントで得られる注文執行の質に関する情報の提供や自社の注文取扱い方針の開示、ペイメント・フォー・オーダーフローを受領しているかどうかの開示、などを義務づけることを検討すべきである。
- ④ 個人投資家が注文回送先を自ら指定できる機能が提供されているといった、技術革新の成果が、注文執行義務の在り方にどのような影響を及ぼすのか評価すべきである。

（3）マーケット情報

ニューヨーク証券取引所やナスダック市場の気配情報、相場情報は、取引所と NASD が共同で設立した統合テープ協会（CTA）と NASD を通じて配信されている。CTA、NASD は、リアルタイム情報を受け取る情報ベンダーや証券会社に対して一定の課金を行っているが、その料金体系は伝統的な証券会社とオンライン証券会社との場合とでは異なっている。伝統的な証券会社が、使用している受信端末（店舗内に設置されているものと外務員が携帯しているものがある）の台数に応じて課金されているのに対し、インターネット上でのリアルタイム情報提供については、月間利用料の徴収もしくは顧客の問い合わせ回数に応じた課金という形態がとられている。

一方、インターネットを通じてリアルタイム情報を提供する業者の中には、証券会社以外の者もあり、顧客から一切利用料を徴収しない者も現れている。ラウンドテーブル参加者からは、インターネットの普及によって、リアルタイム情報の利用に関する課金体系を見直す必要があるという見方も示された。

こうした状況を踏まえ、報告書では、SEC が、近く発表される予定のマーケット情報に関するコンセプト・リリースにおいて、情報提供コストに見合った課金という考え方の是非や利用者の属性（機関投資家か個人か）によって異なる課金体系を導入することの是非などについて検討を加えるべきであると提言した。

（4）システムの能力

オンライン証券取引の普及とともに、システム・ダウンや回線の不具合などに起因する取引不能や注文回送の遅れといったトラブルも増加している。

規制当局もオンライン取引サービスを提供する証券会社のシステムの能力に対する関心を強めており、一部の州では、システム容量を十分に増強しないまま新規の顧客を勧誘するオンライン証券会社に対して詐欺的な広告を行ったとして摘発しようとする動きもみられたという。また、顧客が注文送達の遅れやシステム・ダウンなどのリスクについて十分な説明を受けているかどうかは疑問視されており、一定の情報開示義務を課すべきとする

意見もみられる。

一方、SEC は、1989 年以降、証券会社のシステムに対する監督の方針を定めた自動化評価指針（Automation Review Policy）で証券会社が維持すべき業務上の処理能力について定めているほか、1999 年 3 月には、迅速で確実な注文の受付、執行、照合、記帳、受渡を行えるような業務上の処理能力を有しない証券会社は注文の執行や投資勧誘を行ってはならないとする証券取引所法規則 15b7-2 の採択を提案した。

ラウンドテーブル参加者からは、オンライン取引におけるシステムの能力を処理できる株式数で測ることは正しくないといった意見やシステム・ダウンは伝統的な証券会社でも起きているのにオンライン証券会社のケースだけがクローズアップされているといった意見が出された。また、インターネット上でのシステム・トラブルは、証券会社側に原因があるものばかりではなく、インターネット・サービス・プロバイダーや回線の問題もあり得るといった指摘もなされた。

こうした状況を踏まえ、報告書では、システムの能力をめぐる規制について、次のような提言を行った。

- ① 証券会社に対して、システム・トラブル時の対応やバックアップの方法を整備し、定期的にテストを行うよう義務づけるべきである。
- ② 証券会社に対して、重大なシステム・ダウンなどのトラブルについては記録の作成と報告を義務づけるべきである。
- ③ 証券会社に対して、定期的にシステムのストレス・テストを行うよう義務づけるべきである。
- ④ 規則 15b7-2 の提案内容を見直し、システム能力の評価を定期的に行うよう義務づけるといった可能性について検討すべきである。
- ⑤ 証券会社に対して、口座開設時にシステム・ダウンや遅延の可能性について顧客へ分かりやすく説明するよう義務づけるべきである。

（5）投資家教育

インターネットは、投資家教育のツールとしても大いに活用されている。SEC は、1995 年 9 月にホームページ上で投資家教育情報の提供を開始した。また、債券市場協会、投資会社協会（ICI）、証券業者協会（SIA）などの業界団体もホームページを通じた投資家教育に力を入れている。こうした非営利の投資家教育情報に加えて、各証券会社等のサイトにおいても啓蒙的な情報が提供されている。

ラウンドテーブル参加者の多くは、投資家教育の重要性を強調し、SEC と協力しながら教育を進めていきたいとした。しかし、同時に、顧客がサイトを閲覧している時間の長さで表される「顧客粘着度（stickiness）」を高めたいという観点から、SEC の投資家教育サイトへリンクを張るのではなく、SEC が作成した内容を自社サイトに取り込みたいという意向が強く表明された。

こうした状況を踏まえ、報告書では、インターネット上での投資家教育について、次のような提言を行った。

- ① クイズやシミュレーションを活用するなど、SEC ホームページを通じて、より興味深くインタラクティブな投資家教育用ツールを提供すべきである。
- ② 個人投資家がオンライン証券会社を通じて入手した情報をどのような形で活用しているのかについて調査を行うべきである。この調査結果を基に関係者と協議し、有効な投資家教育の方法について検討を深めるべきである。
- ③ SEC ホームページ上の投資家教育に係わる内容の追加について、定期的にマスコミやポータル・サイトの運営者に知らせるべきである。

(6) オンライン・ディスカッション・フォーラム

インターネット上には参加者がメッセージを投稿したり互いにリアルタイムで情報のやり取りをしたりすることができる「掲示板」や「チャットルーム」などがある。特定のモデレーターが議論を交通整理したり、専門家による投稿を依頼したりするディスカッション・フォーラムもある。これらの中には、オンライン証券会社が自らフォーラムを開設しているものやオンライン証券会社のページへリンクが張られているものなどがある。

こうしたインターネットを通じた情報交換の場では、個別証券に関する様々な意見がやり取りされているが、詐欺的な投稿が行われることも少なくない⁷。

オンライン・ディスカッション・フォーラムへ証券外務員が投稿する場合には、公衆との情報のやり取りに関する NASD ルールが適用される。外務員の所属する証券会社は、監督義務を負うものとされる。また、証券会社が他のサイトへリンクを張る行為については、NASD がガイドラインを定めており、自社の商品やサービスに関する虚偽または誤解を生じさせるような記述を含んでいるサイトであると知りながらリンクを張ることは禁じられている。

一方、オンライン上における投資家同士の情報のやり取りには、株式の発行会社も大きな関心を抱いている。もちろん、発行者は、自社に係わる様々な噂や情報が虚偽であったとしても、それについてコメントを加える義務はない。むしろ、オンライン上の特定のフォーラムで流された噂を否定するようなコメントをフォーラム上で行うと、内部情報を特定の者にだけ漏らす結果になりかねない⁸。

ラウンドテーブル参加者からは、証券会社がオンライン・ディスカッション・フォーラ

⁷ 報告書では、その代表的なケースとして、ペアゲイン・テクノロジー社の従業員が、同社が買収されるという嘘の情報をヤフー・ファイナンスの掲示板に投稿した事例をあげている。この投稿は、買収の事実を報じるブルームバーグ・ニュースを装った偽の報道ページにリンクされていた。ペアゲイン社の株価は31%上昇し、事実が明らかになった後、20%下落した。

⁸ こうした形での情報開示は一般にセレクトティブ・ディスクロージャーと呼ばれており、規制の必要性が議論され始めている。橋本基美「米国における新しいM&A開示規制」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

ムを主催することは、大きな法的リスク、レピュテーション・リスクを伴うという否定的な意見が多く出された。しかし、自社が運営するフォーラム上での投稿に対してどこまでの責任を負うべきかは不明確であるという見方が強かった。また、特定の公開会社に関する情報をインターネット上で提供する者に対して、氏名を明記させるべきだという意見も寄せられた。

こうした状況を踏まえ、報告書では、オンライン・ディスカッション・フォーラムに対する規制について、次のような提言を行った。

- ① オンライン上での投稿が株価変動に与える影響について実証的な研究を進めるべきである。
- ② オンライン上でフォーラムを運営している証券会社に対して、フォーラム上での情報のやり取りを監視するといった実務上の指針を採択するよう促すべきである。

(7) プライバシー

インターネットを通じた情報のやり取りをめぐるのは、プライバシーの保護が十分に図られているかどうかについて疑問の声が上がっている。ある調査によれば、インターネット利用者の87%は、オンライン上でのプライバシーに関して不安を抱いているとされる。オンライン上で収集した個人情報を無断で第三者に提供して問題となるといった事例も現れている。また、1999年11月に成立した包括的な金融制度改革法（グラム・リーチ・ブライリー法）においても、金融機関が保有する個人情報の保護について様々な規定が設けられている⁹。

オンライン証券取引大手10社のうち8社は、顧客情報保護に関する方針を明示的に定めている。オンライン上で集められた個人情報がどのような形で利用されるかやシステム上のセキュリティについては、明らかにしている会社が多い。

ラウンドテーブル参加者からは、証券会社に提供された個人情報については守秘義務が適用されるはずであるとか、オンライン上での調査などに際して個人情報を記入する場合には匿名での回答が認められるべきであるといった意見が出された。

こうした状況を踏まえ、報告書では、オンライン上でのプライバシーについて、次のような提言を行った。

- ① オンライン証券会社が行っている個人情報収集の実態について調査を行うべきである。
- ② グラム・リーチ・ブライリー法が要求しているプライバシー保護の実態に関する金融規制当局による合同調査の中でオンライン証券会社によるデータ収集の実情や情報収集をめぐる投資家からの証券会社に対する苦情などを考慮に入れるべきである。

(8) 金融ポータル¹⁰

⁹ 林 宏美「米国における包括的な金融制度改革法の成立」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

¹⁰ 米国における金融ポータルの実状については、沼田優子「金融ポータルの構築に乗り出した米国大手金

インターネット上には、アメリカ・オンライン（AOL）のパーソナル・ファイナンス、クイッケンのホームページ、ヤフー・ファイナンスを始めとして金融ポータルと呼ばれるサイトが存在する。これらのサイトは、リンクを設定する証券会社や銀行から年間数千万ドルにも上る広告掲載料を徴収している。

金融ポータルは、一般に証券会社としての登録を行ったりはしていない。判例や学説によれば、証券ブローカー・ディーラーとされるのは、顧客の資金や証券を預かった者が証券取引に係わることで取引量に応じた収入を受け取る場合であるとされている。また、ある会社が営業職員に対して証券取引の量に応じた対価を支払っている場合には、その会社は証券ブローカー・ディーラーであるとみなされる。ポータル・サイトの運営者は、電子商取引機能を提供する際に取引量に応じた分配金を受け取る契約を結ぶことが多いが、オンライン証券会社との間でそうした契約を結んだ場合には、証券ブローカー・ディーラーとしての登録が求められることになる¹¹。

ラウンドテーブル参加者からは、金融ポータルと金融機関が競合関係にあるという見方はあるとしても、二つは全く別のものであるという意見が出された。一方で、近い将来、ポータルの運営者が証券会社を設立するといった動きも予想されるという指摘もなされた。参加者の中には、ポータルに対して約定の大きさや口座開設実績などに応じた成功報酬的なフィーの支払いを行いたいという意見も出された。

こうした状況を踏まえ、報告書は、金融ポータルと証券会社が約定の量や口座開設の実績など、広告媒体としての有効性に応じたフィーの支払いを取り決められるよう検討を進めるべきであると提言した。

3) 報告書の意義と我が国への示唆

アンガー委員の報告書は、インターネット証券取引をめぐる規制上の問題点を広く取り上げた文書として注目される。提言内容の多くは、証券会社に対する新たな義務の導入など、規制の強化というべき性格を帯びているが、金融ポータルへのフィーの支払い形態に関する提言に典型的にみられるように、インターネット・ビジネスの実態に即した内容となっていることが注目される。

我が国においても、日本証券業協会が1999年9月に「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）」を公表するなど、インターネット証券取引の拡大によって予想される規制上の問題点に関する具体的な対応が進みつつある。

アンガー委員の報告書が取り上げた論点の中には、この協会のガイドラインによって既

融機関 ー第二フェーズに入ったインターネット金融取引ー『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

¹¹ 但し、1996年に出されたチャールズ・シュワブに対するノー・アクション・レターでは、シュワブへの注文入力件数に応じたフィーを受け取る契約を結んだAOL、コンピューサーブ、マイクロソフトの3社について、証券会社登録の義務はないとする見解が示されている。このレターでは、注文の大きさがフィーに影響しないことやAOL等が取引に一切関与しないことなどが考慮されている。

に対応が示されているものも少なくない。しかし、我が国ではまだ本格的に議論されていない論点も少なくなく、報告書が取り上げた様々な事例やラウンドテーブル参加者による意見表明などは、まだインターネット証券取引の本格化が緒についたばかりの我が国にとっては大いに参考となろう。

(大崎 貞和)