

第3章

インターネットと証券取引規制 —先進国における動向—

弥永真生

はじめに

IOSCO の「インターネット上の証券活動に関する報告書(*Report on securities activity on the Internet*)」(IOSCO [1998])は、①証券規制の基本的原則は媒体によっては変わらない、②証券規制の基本的原則と整合性を確保しなければならないが、規制者は市場参加者および市場によるインターネットの正当な使用を不必要に妨げてはならない、③規制者はどのように規制がインターネット環境において適用されるかについての透明性と首尾一貫性を確保するよう努力しなければならない、④規制者はインターネット上の証券活動を実効的にモニターし、取り締まるために協力し、情報を共有しなければならない、⑤規制者は電子媒体およびそのような媒体の使用が発展することを認識しなければならないという 5 つの原則を規制者はインターネット上の特定の証券活動に関する政策を策定する際に考慮すべきであるとしていた。

第1節 越境取引

インターネットを用いた証券取引の広告・勧誘との関連で、多くの国の規制当局が対応方針を示しているのは、国境を越えた証券取引の広告・勧誘に当該国の証券規制が及ぶかどうかという点についてである。この点については、いわゆる **targeting approach** が採用されており、自国内の投資者を対象とするもの(対象に含まれると考えられるもの)には規制を及ぼすというものである。

1. IOSCO

IOSCO の「インターネット上の証券活動に関する報告書」は、その規制当局の管轄地域の居住者を対象とした情報であることが明確であること、証券会社等がその規制当局の管轄

地域の居住者からの購入またはその規制当局の管轄地域の居住者へのサービス提供の申し込みを受け入れていることあるいは証券会社等が、その規制当局の管轄地域の居住者に情報を「売り込む」ために電子メール等を利用していることなどが認められる場合には、その規制当局が規制の対象とすることが正当化され、証券会社等が、インターネット上の募集がだれに向けられたものかを明確にしており、その規制当局の管轄地域の居住者が対象とされていないこと、その証券会社等が証券を募集または販売することを認可されている管轄地域または認可されていない管轄地域を記載した文章がホームページに含められており、その規制当局の管轄地域では証券を募集または販売することが認められていないことが明らかにされていること、証券会社等が、その規制当局の管轄地域の居住者への販売を妨げることを意図して合理的な注意を払っていることなどが認められる場合には、その規制当局が規制の対象としないことが正当化されるという考え方を示し(IOSCO [1998])、多くの国々は、このようなアプローチを採用することを明らかにしている。

2. アメリカ

証券取引委員会が解釈指針(SEC [1998])を示しており、いわゆる **targeting approach** を採用している。

すなわち、一般的には、アメリカ国外の発行者が海外で行っている公募はアメリカに向けられたものとはみなされないが、①ホームページにその募集がアメリカ以外の国のみに向けられたものであることを明記すること(たとえば、その募集がアメリカ国内またはアメリカの居住者に向けられたものでない旨を表示すること、募集の対象となっているアメリカ以外の国・地域を表示する)、②ホームページを提供する業者が、アメリカの居住者に対して販売が行われないような合理的な予防措置を講ずること(たとえば、売付けに先立ち郵送先の住所や電話番号といった情報を入手することにより購入者の居住地を確認する)措置を取ることが望ましいとしている。また、一般的には、アメリカの居住者と証券取引を行わないよう合理的な措置を講じている限り、アメリカ法上の証券会社としての登録を要しないと考えられるが、①ホームページにサービス対象となる国・地域を限定する旨を表示するか、または、アメリカの居住者はサービスの対象でない旨を明瞭に表示すること、②住所、郵送先住所、支払方法等の情報に基づいて、アメリカの居住者であると考えられる事情がある場合には、ホームページを開設する業者はその者を顧客とすることを拒絶することなどの措置を講じることが望ましいとしている。

3. イギリス

イギリスにおいても金融サービス監督庁が同様の方針を定めている(Financial Services Authority [1998])。すなわち、英国外の業者がインターネット上で勧誘行為をしている場合、それが英国内でアクセス可能であっても英国内投資家向けを意図していなければ、それは金融サービス監督庁による規制の対象とはならないとし、英国内投資家向けを意図していないことは、①英国がそのサービスの提供先ではないこと、英国以外の特定国がサービス提供先であること、またはその業者が商品の販売を法的に認可されている国でのみサービスは提供されていることのいずれかがその業者のホームページ上で注意喚起されていること、②利用者がその注意喚起を確認できるような形式で表示されていること、③サーチエンジンの「英国セクション」等にそのホームページが掲載されていないこと、④そのホームページのチャットルーム等で英国向けの広告をしていないこと、⑤英国内のその他のホームページ上でそのホームページの広告をしていないこと、などの要素から判断できるとしている。

4. オーストラリア

オーストラリアの証券・投資委員会も、インターネット上でなされており、オーストラリアにおいてアクセス可能な証券の募集、勧誘または広告について規制の対象とするか否かについて、方針書(ASIC [1999])を公表している。この方針書では、その募集、勧誘または広告がオーストラリア国内にいる者(居住者には限定していない)をターゲットとはしておらず、その募集または勧誘が十分な地域限定文言(meaningful jurisdictional disclaimer)を含んでおり、その募集、勧誘または広告がオーストラリア国内の投資者に対してほとんどまたは全くインパクトを与えず、かつ、不正行為がないという要件をみたす限り、証券・投資委員会は規制の対象とはしないとされている。

そして、第 1 に、オーストラリア国内にいる者をターゲットとしていないという要件をみたすためには、①オーストラリア国内にいる者からの引受けを排除するために合理的な予防策(たとえば、電話番号、郵便用住所、電子メールのアドレスその他オーストラリアから応募していることを示す事項を有する者に対しては、通知を送付しない、または応募を受諾しないということ)を講じ、その予防策がオーストラリアにいる者からの応募の数をモニターすることによって実効的であることをチェックしなければならない。②募集資料または広告をオーストラリアにいる者の目にふれると予想される方法でまたは場所で公表し、頒布し、利用可能にしてはならない。たとえば、その通知がオーストラリアにおいて

読まれることを示すアドレスに電子メールを送ること、aus.*というドメインを有するニュースグループ、オーストラリア国内で開設され、またはオーストラリアに関するコンテンツを含んでいるウェブサイトに掲載することが含まれる。③募集資料または広告はオーストラリアにいる者に特に関連する資料を含んではならない。たとえば、オーストラリアにおける税制上の取扱いまたは税率やオーストラリアドルで表示された情報がこれに含まれる。④その募集資料または広告が関連する募集または勧誘は、*Class Order [CO 94/1285]*¹またはそれに代わる *Class Order* がその募集または発行に適用される場合を除き、いかなる方法であってもオーストラリア国内でなされてはならない。

第 2 に、十分な地域限定文言という要件との関係では、募集資料が関連する募集はオーストラリアにいる者を対象とするものではないという文言を含むことが必要である。これは明示的であっても、募集がある特定の他の国の名称を示して、その国にいる者のみを対象とする旨の文言であってもよい。「この募集はこの募集が違法とされうる法域またはされる法域を対象とするものではない」という文言では要件をみたさない。これは、その証券が入手可能な法域を明瞭に示していないからである。また、その文言は、募集資料において目立つように(*prominently*)表示されなければならない。

第 3 に、その募集、勧誘または広告がオーストラリア国内の投資者に対してほとんどまたは全くインパクトを与えないという要件をみたすか否かは、当該案件の事実関係に基づいて判断されるが、募集の対象としている証券に投資することについてオーストラリアにいる投資者から発行者が受けた問い合わせの数、証券の発行を受けるオーストラリアにいる投資者の数および証券・投資委員会がオーストラリアにいる投資者から受けた苦情の数はオーストラリアの市場または消費者に重要なインパクトを与えるかどうかにあたっての考慮要素の 1 つであるとされている。

5. その他の国々

アメリカ、イギリス、オーストラリア以外の国々においても、たとえば、カナダ(*Canadian Securities Administrators [1999a]*)、ドイツ(*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel [1998]*)²、

¹ ASIC *Class Order [CO 94/1285]* は、外国の出版物における広告が偶然的にオーストラリアにおいて流通した場合につき限定された範囲での適用除外を定めるものである。その出版物が、著者によって、もしくは直接的であれ、間接的であれ著者の示唆によってまたは著者との取り決めによって著者に代わってオーストラリアで頒布されたものではないことが適用除外の要件である。この適用除外の要件は濫用を防止するため厳格である。

² 現在は、連邦金融サービス監督局(*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin*)が規制当局となっているが、方針に変更はないようである。

フランス(COB [1999])、オランダ(Stichting Toezichthoudend Nederland [1999])、ポルトガル(Comissão do Mercado de Valores Mobiliários [2000])などが targeting approach に基づいて規制を加えるとの方針を打ち出している。

第2節 目論見書等の開示文書

目論見書等の開示文書は、投資者が十分な情報を得て、投資意思決定をすることができるようになるために、投資者保護の観点から重要性を有する。

1. アメリカ

証券取引委員会は連邦証券諸法上の文書の交付義務を電子的媒体で提供するためのガイダンスと発行者にとってのセーフ・ハーバーを明らかにしている(SEC [1995]; SEC [1996])。これらの通牒において、証券取引委員会は、電子的手段による頒布によって、紙ベースで情報が受領されたとした場合と実質的に同等の情報を情報の受領者として意図されている者が受け取ることができる場合には、電子的手段で頒布される情報が連邦証券諸法が定める交付または送信の要求をみたすという立場をとっている。

この観点から、これらの通牒では、電子的媒体を利用する場合の指針が示されているが、第1に、情報が電子的に入手可能である旨の通知が必要とされる。郵便で紙媒体により情報が伝送される場合には、受領者は情報を受領したことに気づく可能性が高く、これは、電子メールによる場合も同様であり、別個の通知は不要である。しかし、ウェブサイトのように受動的な交付システムにより情報が電子的に交付される場合には、交付の要求がみたされたという他の証拠がない限り、通知が必要であるとする。オンラインでの募集においては、単に目論見書をウェブサイトに掲載しただけでは通知の要求はみたされず、発行者は投資者に対して目論見書を電子メールまたは郵便で入手できることについて実際の通知を行わなければならない。ブローカー・ディーラー、名義書換代理人および投資顧問は電子的方法による情報伝達を郵便で紙ベースで交付される場合に提供されるのと同様の通知をすることができる他の情報伝達によって補完することが必要かどうかを検討しなければならない。

第2に、アクセスが問題となる。すなわち、その文書は実際上(practicably)アクセス可能でなければならない。郵便で文書を受領する投資者に匹敵する情報へのアクセスを電子的交付によって情報を受領する投資者が有するものでなければならない。もし、投資者が「要求されている文書へアクセスするために混乱させられる絶え間なく変わる一連のメニュー」

を通過しなければならないのであれば、証券取引委員会は交付は行なわれていないと解するものとされている。また、現実に交付されたことについての他の証拠がない限り、交付義務を負う限り、文書は入手可能でなければならない。目論見書は紙ベースの目論見書と同程度にアップデートされなければならない。そして、投資者が文書をダウンロードまたは印刷して、あるいは情報への継続的な電子的アクセスによって、情報を保持することができなければならない。もし、ウェブサイト上の仮目論見書が訂正され、再配布が必要な場合には、発行者は募集に応じると予想される投資者に対してのみアップデートの通知をすれば足りる。さらに、文書は、求めがあれば、紙ベースで入手可能でなければならない。電子的に文書を受領することについての承諾が撤回した場合や特に紙ベースの文書を請求した場合には、その者には紙ベースの文書が提供されるべきである。

郵便によって情報を伝送することは交付義務が履行されたという合理的な保証を与えるが、電子的な媒体による発行者は他の方法で交付義務を履行したことを証拠付けなければならない。証券取引委員会は、そのような証拠には、アクセスと通知に関する要求事項に従っており、かつ、交付についての現実の証拠がある限りにおいては、特定の電子的媒体によって情報を受領することについての投資者または顧客からのインフォームド・コンセントが含まれるという立場に立っている。

第 3 に、インフォームド・コンセントについては、ブローカー・ディーラーまたは投資顧問の顧客は金融情報が電子的に交付されるという現実の通知を受けていなければならない、受領者はオンライン時間を負担することおよび同意が有効である期間および文書について知らされていなければならない。発行者は、引受人、ブローカレッジ会社その他のサービス提供者に対してなされた同意に依拠することができる。電子メールでの交付への同意はウェブサイトでの交付の同意ではなく、投資者がウェブサイト上の文書に現実アクセスしない限り、ウェブサイトに掲載することだけでは文書を交付する義務を果たしたことはない。顧客からブローカー・ディーラーへの電子的情報伝達あるいは顧客から投資顧問への電子的情報伝達は書面による同意の要件をみたす。投資者への目論見書の交付をウェブサイトを通じて行うことについての同意を受け、かつ、目論見書がそのサイトで入手可能である旨を電子メールで当社に通知した場合には、発行者はその交付義務を果たしたものとみなされる。発行者、ブローカー・ディーラーおよび投資顧問は、同意が撤回されまたは紙ベースのものを請求されたときに紙ベースのものを交付できるよう、電子的媒体で交付された文書の紙ベースのものを入手可能な状態にできなければならない。文言に差がなければ、オンラインの目論見書のフォーマットが紙ベースのものと異なっていることは、電子的バージョンを登録が要求されている目論見書と異なる様式のものとするものではない。

交付についての現実の証拠には電子メールである受領確認やアクセス、ダウンロードまたは印刷の確認、投資者が問題の文書へのハイパーリンクを含む文書にアクセスした証拠およびファクシミリによる情報の伝播(目論見書のファクシミリを求めた潜在的投資者へ目論見書をファックスすること)を含む。

第 4 に、守秘義務とセキュリティについては、ブローカー・ディーラー、名義書換代理人および投資顧問は、1934 年法の下での Rule 10b-10 または Rule 10b-16 もしくは投資顧問法の下での Rule 206(3)-2 が定めるような個人的金融情報を送付するにあたって、情報が合理的に改ざんまたは変更から守られるように用いる媒体に合わせた合理的な予防策を講じなければならないものとされている。

2. EU

目論見書指令³の 14 条 2 項が、発行者のウェブサイト、および、該当する場合にはその譲渡性証券の売出しまたは販売を行なう支払代理人を含む金融仲介業者のウェブサイトに電子的形態で公表されたときや上場が予定されている規制市場のウェブサイトに電子的形態で公表されたときには、目論見書が公衆が入手可能になったものとみなされると定めており、しかも、紙ベースで公衆が入手可能になった場合であっても、さらに、発行者のウェブサイト、および、該当する場合にはその譲渡性証券の売出しまたは販売を行なう支払代理人を含む金融仲介業者のウェブサイトに電子的形態で公表することを加盟国は求めることができるとしている。なお、目論見書指令の 14 条 7 項は、目論見書が電子的形態で公表されることにより入手可能となった場合であっても、発行者、募集者、上場申請者またはその譲渡性証券の売出しまたは販売を行なう金融仲介業者は、投資者の求めに応じて、無料で紙ベースの目論見書を交付しなければならないと定めている。

目論見書指令規則⁴の 29 条は目論見書の電子的形態での公表について定めている。すなわち、第 1 に、目論見書はウェブサイトに入ったときに容易にアクセス可能でなければならない。第 2 に、ファイルのフォーマットは目論見書が改ざんされないものでなければならない。第 3 に、参照情報が入手できる電子アドレスへのリンクを除き、目論見書はハイパ

³ Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, OJ L345, 31.12.2003, p.64.

⁴ Commission Regulation (CE) 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, OJ L149, 30.4.2004, p.1.

ーリンクを含んではならない。第 4 に、投資者が目論見書をダウンロードまたは印刷で
きるようなものでなければならない。

また、証券の公募のための目論見書が発行者および金融仲介業者または規制市場のウェブ
サイトにおいて入手可能とされている場合には、その募集の名宛人がだれであるかの注
意文を入れるなど、証券の公募が行なわれない加盟国または第三国の居住者をターゲット
とすることを回避するための手段を講じなければならないとしている。

3. イギリス

目論見書指令の 14 条をふまえて、連合王国上場審査局の目論見書規則(United Kingdom
Listing Authority listing rules)が目論見書の電子的開示が認められることを前提として規定し
ている。すなわち、目論見書規則の 3.2.4 は、目論見書が公衆が入手可能になったものとみ
なされる場合を定めているが、その中には、発行者のウェブサイト、および、該当する場
合にはその譲渡性証券の売出しまたは販売を行なう支払代理人を含む金融仲介業者のウェブ
サイトに電子的形態で公表されたときや上場が予定されている規制市場のウェブサイトに電
子的形態で公表されたときが含まれている。そして、3.2.6 は、目論見書が電子的形態
で公表されることにより入手可能となった場合であっても、発行者、募集者、上場申請
者またはその譲渡性証券の売出しまたは販売を行なう金融仲介業者は、投資者の求めに応
じて、無料で紙ベースの目論見書を交付しなければならないと定めている。

4. オーストラリア

証券・投資委員会は、発行者は申請書とともに紙ベースの目論見書を証券・投資委員会
に提出すること、発行者その他申請書を伝達する者は投資者が電子目論見書またはそれを
印刷したものに添付された申請書を受け取ることを確保するための合理的な措置を講ずる
こと、発行者は投資者が受領する電子目論見書が完全であり、かつ、変更や改ざんから守
られていることを確保するための合理的な措置を講ずること、証券・投資委員会が認めた差
異を除き、その電子目論見書が証券・投資委員会に提出した紙ベースの目論見書と同じ情
報を同じ順番で含んでいること、発行者は求めがあれば、提出した目論見書の紙ベースの
写しを無料で提供すること、電子目論見書および勧誘用資料は投資者が勧誘用資料や強圧
的販売によるのではなく目論見書に基づいて意思決定をすることができるように入手可能
になっていること、および、投資者は最終的な投資判断を行なう前に必要なアップデート
のための情報を受領すること、という要件の下で、目論見書を電子的に作成・交付するこ

とを認めている(ASIC [1996])。

5. その他の国々

カナダでは、紙ベースの目論見書に代えて、電子的形態で目論見書を提供することができるものとされており(Canadian Securities Administrators [1999b])、大陸法系諸国の中でも、たとえば、ポルトガルは、紙ベースの目論見書を有価証券取引委員会(CMVM) に提出していることなどを要件として、電子的形態の目論見書を認めていた(CMVM [2000])。

他方、ドイツ(Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel [1998])やオランダ(Stichting Toezichthoudend Nederland [1999])はこれに対して否定的であった。もともと、前述のように、目論見書指令の 14 条 2 項により、EU 加盟国においては、今後は目論見書の電子化が認められることになる。

第 3 節 適合性の原則

投資家の職業、年齢、証券取引に関する知識、経験、資力等に照らして、当該取引を勧誘することが適当かどうかを考慮しつつ、証券会社（ないしその社員）は、投資家に対して証券取引を勧誘しなければならない(適合性の原則)。そこで、適合性の原則に違反しないために、インターネット取引においても通常取引の場合と同様に、顧客の投資経験、知識、資産状況等の属性を適切に把握する体制が必要となる。

1. アメリカ

適合性の原則を定める NASD (National Association of Securities Dealers) の Rule 2310 がオンライン取引にも適用されるのが問題とされ、NASD は、Rule 2310 はオンライン取引であるかどうかにかかわらず「推奨(recommendation)」に適用されるという見解に立っている(National Association of Securities Dealers [2001]; NASD Regulation [2001]; SEC [2001])。そして、オンライン取引との関係で何が「推奨」にあたるのかについても指針を示している。すなわち、第 1 に、その情報伝達の内容、脈絡および表示を分析しなければならない。第 2 に、会員会社はその者が合理的に当該情報伝達をいわゆる「呼びかけ(call to action)」とみなすかどうかを検討しなければならない。第 3 に、その情報伝達が特定の証券または証券のグループについて特定の顧客または顧客のグループに個人的に合わせたものであればあるほど、その情報伝達は適合性の原則にいう「推奨」であると解される可能性が高まるとしている。

2. オーストラリア

オーストラリアにおいては、投資顧問業との関連で、適合性の原則は取り上げられてきた。すなわち、方針書 122 号「投資助言サービス：執務規範(849 条および 851 条)」(ASIC[1997b])の執務規範は、助言を与えるときには、投資顧問は会社法 851 条(2001 年会社法 945A 条⁵がこれに相当)の下での推奨について合理的な基礎を有しなければならないとしている。

方針書 122 号は、会社法 851 条の下での義務は証券投資顧問は顧客の目的、財産状態および特定のニーズについて自己が有している情報を考慮することであり、証券投資顧問はこの義務を果たすためにニーズの全面的な分析を行わなければならない、ニーズの全面的分析を行うには、証券投資顧問は顧客の個人的なニーズと状況について十分な情報を有しているか、そのような情報を顧客から得るために合理的な質問をしなければならないとしている。顧客から求められる種類の個人的な証券に関する推奨を行うために顧客から得ることが必要とされる個人情報のレベルは顧客ごとに異なるが、証券投資顧問はそれぞれの客について十分な個人情報は何なのか最善を尽くして評価しなければならないとした上で、証券・投資委員会は所得、財産の増加、安全性、退職後の所得および流動性についての顧客の必要と目的、顧客が計画している投資期間、負債および潜在的負債、保有している資産の性質、受けることができる退職給付のような顧客の個人的財政状態(適切な場合には、配偶者のそれも)、顧客の個人的な投資選好およびリスク回避的かどうか、雇用保険、家族についてのコミットメントおよび予想される退職年齢のようなその他の関連性を有する顧客情報がリテールの顧客のニーズの全面的分析を行うために通常必要であると考えてとしている。

そして、証券・投資委員会は、ウェブサイトにおいて、特定の投資家に対する助言(個人的な証券の推奨)を与える場合には、会社法が定める適合性の原則に関する規定(“know your client” provisions)に従う必要があるとしている(ASIC [2000b: 32]; See also ASIC [2007])。

⁵ 945A 条 1 項は、助言を与える主体はその顧客に対して、助言を与える主体が助言を与えることに関して関連する個人的状況を決定し、それらの個人的状況に関して合理的な質問をし、かつ、その個人的状況に関して顧客から得た情報に照らして、助言をする主体がすべての状況の下で合理的である検討と調査を助言の主題について行い、その助言が、そのような検討と調査に照らして、顧客にとって適切である場合にのみ助言を与えなければならないと定めている。

3. フランス

証券取引委員会(COB)⁶の勧告書 99-02 (COB [1999])がインターネットを用いた集団投資スキーム商品およびポートフォリオ・マネジメント・サービスの勧誘と販売に関連するいくつかの問題点を取り上げているが、たとえば、資産管理サービスに関する執務規範や文書交付義務などのほか、適合性の原則がインターネットを用いた勧誘と販売にも妥当するものとしている。すなわち、COB は、集団投資スキーム商品およびポートフォリオ・マネジメント・サービスの勧誘と販売に関する既存のルールはすべてインターネットを用いた取引にも適用されるという一般論を述べた上で、投資商品または投資サービスをウェブサイトを用いて勧誘する場合には、投資サービス提供者は、顧客の知識およびとりわけそのリスクを含むその投資の特徴を説明することの重要性を考慮に入れつつ、投資者に対する助言義務を果たすためにすべての必要な措置を講じなければならないものとしている。

フランスでは、2007 年改正前金融・通貨法典 L.533-4 条は、投資サービス提供者および L.421-8 条にいう者ならびに L.214-83-1 条にいう者は、投資者の保護および取引の適正性を保証するために良い執務規範を尊重しなければならないとし、その規範は、金融市場監督局(AMF)が定めるものと定めていた。そして、その規範により、投資サービス提供者は、顧客の財務状態、投資に関する当該顧客の経験および求められるサービスに関する当該顧客の目的について調査する義務を課されることになっていた(金融・通貨法典 L.533-4 条 3 項 4 号)。

しかし、その他のサービスの提供や金融商品の販売についても、2007 年改正⁷により、金融・通貨法典 L. 533-13 条が投資サービス提供者に明示的に適合性を考慮に入れること等を要求するにいたった。

すなわち、第 1 項は、投資助言または第三者の計算での資産運用サービスを提供するためには、投資サービス提供者は、見込み客に適した金融商品を推奨し、または見込み客の状況に適した方法で資産運用を行うことができるように、見込み客についての情報、とりわけ、投資に関する知識と経験ならびに財政状態および投資の目的を有さなければならないとし、顧客、とりわけ見込み客が必要な情報を提供しない場合には、そのような者に対しては、投資サービス提供者は金融商品を推奨したり、第三者の計算での資産運用サービスを提供することを差し控えるべきであるとしている。

また、第 2 項は、投資助言または第三者の計算での資産運用サービス以外のサービスを

⁶ 現在では、金融市場監督局(Autorité des marchés financiers (AMF))が監督当局となっている。

⁷ 2007 年 4 月 12 日オルドナンス第 2007-544 号の 4 条による改正。

提供するためには、投資サービス提供者は、顧客、とりわけ見込み客に対して、その顧客に提供するサービスまたは商品あるいは顧客が求めるサービスまたは商品がその顧客にとってふさわしいか否かを評価するために、その投資に関する知識と経験についての情報を求めなければならないとし、必要な情報を顧客、とりわけ見込み客が提供しない場合や提供された情報に基づいて投資サービス提供者がそのサービスまたは商品がその顧客に適さないと評価した場合には、そのような者に対しては、投資サービス提供者はサービスを提供する前にその顧客に対して警告すべきであるとしている。

そして、金融市場監督局は、金融・通貨法典の委任をうけて、一般的規則(Règlement général de l'Autorité des marchés financiers)を定めている。

まず、314-44 条は、金融・通貨法典 L. 533-13 条 1 項との関係で、顧客についての基本的な事項を理解し、提供するサービスの性質と範囲を考慮に入れて、推奨しようとする特定の取引または提供しようとするポートフォリオ・マネジメント・サービスが、そのサービスが顧客の投資目的に合致していること、その顧客が推奨する取引または提供するポートフォリオ・マネジメント・サービスに関連し、顧客の投資目的と整合性を有するリスクを財政的に負担することができること、およびその顧客は推奨する取引または提供するポートフォリオ・マネジメント・サービスに含まれるリスクを理解するのに必要な経験と知識を有していることという規準をみたすかどうかを検討するために必要な情報を投資サービス提供者は顧客から得なければならないとしている。

また、314-46 条は、顧客の財政状態に関する情報には、それが関連性を有していれば、顧客の通常の所得、流動性を有する資産、投資および不動産を含む顧客の資産および顧客の通常の金銭的コミットメントの源泉と大きさが含まれるとし、314-47 条は、顧客の投資目的に関する情報には、それが関連性を有していれば、その顧客がその投資を継続したいと望んでできる期間、リスクをとることについての選好、顧客のリスク・プロファイルおよび投資の目的に関する情報が含まれるとする。

他方、金融・通貨法典 L. 533-13 条 2 項との関係で、314-49 条は、評価を行うために、投資サービス提供者は提供されまたは求められた金融商品または投資サービスとの関係で存在するリスクをその顧客が理解するために必要な経験と知識を有しているかどうかを判断しなければならないとする。また、金融市場監督局の一般的規則 314-50 条は、金融・通貨法典 L. 533-13 条 2 項で要求されている警告は標準化された様式で行わなければならないとしている。

そして、314-51 条は、顧客の性質、提供されるサービスの性質と範囲、その複雑さとそのサービスに含まれるリスクを含む、想定される金融商品または取引のタイプに照らして適当である限り、投資に関する顧客の知識と経験に関する情報には、その顧客がなじみが

あるサービス、取引および金融商品のタイプ、その顧客が行った金融商品取引の性質、量および頻度ならびに行った期間、その顧客の教育レベル、職業または関連する専門的経験が含まれる。

第4節 チャットルーム/メーリングリストなど

1. IOSCO

IOSCO の「インターネット上の証券活動に関する報告書 II (*Report on securities activity on the Internet II*)」(IOSCO [2001])は、インターネット上のディスカッション・サイトなどの問題を取り上げていた。

すなわち、インターネット上のディスカッション・サイト、チャットルーム、メーリングリストその他メッセージや情報をお互いに送りあうことができるような多くのユーザーが用いる仕組み(以下、これらを IDSs という)を通じて、証券投資に関する多くの情報が入手可能になっているという現状を認識した上で、IDSs は、同じような状況にある他の者と経験を分かちあうことによって自らを教育するために、実効的で安価な方法でありうる上、証券を購入し、売却または保有し続けるために有用な調査レポートなどの情報がどこにあるのかを見つけるための出発点としても用いることができるという点で、利益をもたらしうるとする。他方で、IDSs は、証券または証券市場に関する、虚偽のあるいは誤解を生じさせるような情報を、とりわけ、特定の証券の価格に影響を与えることをねらって、早く、安価でかつ実効的に広める方法にもなりうると指摘する。実際にも、特定の株式の市場における相場操縦のためのスキームが念入りに計画され実行されたり、伝統的な相場の上げ下げ(pump and dump)のために IDSs が用いられることもある。このような行為は、IDSs に特有なものではないが、IDS を用いることによって、そのようなスキームを実行するためのコストが著しく削減されるという点があるとする。

当然のことながら、どのような媒体を用いてなされるかにかかわらず、相場操縦やその他の不公正取引に関する既存の法令が適用されるので、IDSs についてもこれらの法令が適用されるが、いくつかの法域では、IDSs を直接規制している。もっとも、他の法域では IDSs を注意深く観察し、法令違反行為に対するエンフォースメントという形で対応するにとどまっている。

オーストラリアなど(cf. Smith [2006])、IDS の設備を運営している者に対して直接的な規制を加えている法域においては、IDS の設備を運営している者も IDS に情報を載せる者も投資顧問あるいはブローカー・ディーラーとしての資格を有することが求められることがあ

りうる。すなわち、これらの法域では、不公正取引と相場操縦を防止するために、IDSs を投資顧問規制あるいはブローカー・ディーラー規制の対象とし、IDS の設備を運営している者およびIDS に情報を載せる者は、投資顧問あるいはブローカー・ディーラーとしての資格、適性、誠実性および経験に関する免許要件をみたし、利益相反を開示し、適合性の原則を遵守しなければならないものとされている。

もっとも、このような法域においても、規制のためのコストを削減するという観点などから、一定の開示、記録の保存および自己規制を条件として、一定のIDSs をこのような規制の対象から除外することも一般的である。

掲載された情報を見る者に対する一定の開示としては、IDS またはそれに情報を載せる者は登録または免許を受けた投資顧問ではないこと、掲載された情報を見る者はそのサイトで取り上げられた証券に投資をする場合には免許を有する投資顧問に相談をすることを検討すべきこと、および、掲載された情報を見た者が掲載情報が不正確であり、内部者情報に基づき、または見る者を誤導し、欺もうする可能性があると考えた場合には証券監督当局に連絡することを推奨することなどが要求されている。

情報を提供しようとする者に対する一定の開示としては、情報を提供した者は、その情報の正当性と正確性について個人的に責任を負うこと、情報を提供した者の身元は求めに応じて監督当局に提供されうること、および、情報を提供した者にはその情報に係る証券について有している利害を開示することが期待されることなどが含まれる。

IDSs の運営者に対しては、ミスリーディングなあるいは欺もう的な情報提供あるいは投資家をだまし、または市場において相場を操縦する可能性のある情報提供をモニターすること、そのような類型の情報提供を行った者のアクセスの権利を直ちに撤回する権限を運営者が有すること、そのような疑いのある情報提供があった時から合理的な期間内に、そのような疑いのある情報提供についての申し立ておよびそのような情報提供を行った者の身元を監督当局に通知すること、一定の期間は情報を提供した者の身元に関する情報を保存すること、一定の期間は提供された情報を保存することなどが要求されている。

他方、アメリカのように、IDSs に対して直接規制を行わない国もあり、そのような国々では、たとえば、IDSs を投資顧問またはブローカー・ディーラーとして規制することには憲法上の問題があるという認識がある。すなわち、そのサイトに投稿された意見が言論の自由という憲法によって保障されている「表現」に当たるのではないかということである(cf. Cella and Stark [1998]; Hittle [2001] ; Wison [2002])。また、サイトへの投稿が投資助言にあたるほど、特定の個人向けのものなのか、特定性があるのかという問題もある。そこで、これらの国々では、証券に関するIDSs の違法な活動に対して、インターネットを定期的にサーフし、IDSs に欺もう的あるいは誤導するような情報が載っていないかどうかを確認する

検査チームを設ける、IDSs に欺もう的あるいは誤導するような投稿がなされていないかどうかを自動的にサーチエンジンでチェックする、疑わしい投稿に関する懸念を IDSs の利用者が知らせることができる電子的な申立受付センターを設ける、IDSs を用いた証券詐欺または相場操縦に焦点をあてた、抑止効果のある、有効なエンフォースメントを行う、エンフォースメントに対する支援を得られるように IDS 事業者と対話を行うといった形で対応している。

さらに、IOSCO は投資者教育とよい執務規範という対策をあげている。すなわち、前者については、規制当局は、投資者と IDS サイトの利用者が IDS サイトから得た情報に基づいて行為することのリスク (IDS が相場操縦のために用いられる可能性があり、また、これまでも用いられてきたことを含む) について十分に知らされていることを確保する必要がある、この種の教育は規制当局によって直接に行われることもあれば、IDS の運営者や証券業界との協力の下で行うことが考えられるとする。後者については、いくつかの IDS は、上記の対策を含む執務規範を自主的に作成し採用してきたとし、そのような規範を遵守することをエンフォースすることができるような条項を含んでいれば、そのような規範は実効性がさらに高くなると指摘した上で、監督当局は IDS との関係で執務規範を活用することを考える余地があるとする。

2. オーストラリア

証券・投資委員会の方針書 118 号「投資助言サービス： メディア、コンピュータ・ソフトウェアおよびインターネット上の助言」(ASIC [1997a]) は、証券・投資委員会は、免許に関する大部分の規定はインターネット上の投資助言にその他の媒体による投資助言に適用されるのとはほとんど同じ適用されるとし、証券に関する情報をインターネット上に載せようとする者は、直接または間接に証券に関する推奨、一般的な証券に関する助言もしくは証券に関する分析結果またはレポートの公表を業として行う限り、ディーラーまたは投資顧問の免許を受けなければならないとしている。

まず、どのような場合に、業として行なっているとされるかは、インターネットを用いない場合と同様、システム、継続性および反復性に照らして判断され、会社法は営利を目的としない場合であっても業として行なうことはありうると規定しているので、インターネット上の助言者は助言を与えることに対して報酬を受けなくとも、その活動が業にあたるとすることがありうるとしている。

そして、インターネット上で、投資顧問あるいは証券業者であると表示するのであれば免許を受けていなければならない、それは、実際に業として行なっているか否かを問わない

ものとされている。インターネット上で証券に対する投資助言、レポートまたは分析を提供することを業とするものは、その助言、推奨またはレポートを提供することによって、商品の提供者からコミッションその他の経済的便益を受ける場合には、投資顧問としての免許ではなくディーラーとしての免許を得なければならないことがある。

もっとも、インターネット上で証券に関する純粹に事実的な情報を公表するものは免許を受けることを要しないが、その場合には、証券について明示的または黙示的に意見または助言を与えず、注意文言を含めることが必要であるとされている。

他方、証券・投資委員会は、インターネット・ディスカッション・サイト（IDS）についても、それに特化したガイドラインを公表している（ASIC [2000a]）。この文書では、まず、会社法の下では、投資助言を業として行なうものは免許を受けなければならないとされ、業は広く定義されているので、証券に関する情報、意見および助言を交換または広めることを可能にする IDS は業に含まれるため、法の文言上は、IDS は免許を受けて運営しなければならないことになりうると指摘する。

しかし、証券・投資委員会としては、運営者がこのガイドラインに従う限り、一定のタイプの IDS については免許なしに運営できることにするとする。すなわち、その IDS は証券市場のプロでない人々が証券に関する意見および助言を含む情報を交換することできるようにするために運営されていること、その IDS に対する投稿はそのサイトの商業上の資料とは明確に分離され、それが明らかにされていること、およびその IDS サービスを利用する者が、その IDS に投稿されている資料は職業的投資サービスではない旨を含む、十分な開示と警告を受けていることというガイドラインに従わなければならない。

また、免許を受けることを要しないとされる、一定のタイプの IDS は、ウェブ上の掲示板のように、証券業界のプロではない人々に証券に関する情報、助言および意見を表示する(投稿する)ためにインターネット上の場を提供するものであって、他の人々がその投稿を見ることができるようなものである。そして、双方向の通信を可能にし、投稿をし、またはそれを変更することによってオンラインで通信をすることができるものであっても、その IDS 設備の会員となることを要求することによってアクセスを制限したものであっても、ガイドラインに従う限り、免許を要求されない。

しかし、証券に関する助言を与えることを主たる目的とするニュースグループやニュースレターその他オンラインで証券についての助言を与えるものはガイドラインにあてはまらず、免許を受けて運営しなければならない。

なお、個人間での私的通信(電子メールのやり取りや私的なリアルタイムのチャット)は IDS ではなく、この種のものは証券についての情報の交換のためではなく、また業の一環として第三者によって提供されるものでもないので、一般的には、証券に関する助言業を含

まず、免許を受ける必要も、本ガイドラインに従って運営する必要もないとされている。

このガイドラインの下では、人々が IDS 上の投稿にアクセスする前に、IDS は目立つ注意文言を表示しなければならない。この要件をみたすために、IDS は、要求されている注意文言を見た後または見るように明確に求めた後でなければ投稿へのアクセスを認めてはならない。IDS の運営者は投稿の正確性または真正性について保証しまたは請け負うものではないこと、免許を受けた投資顧問としてあるいはその代表者として投稿することは認められないこと、投稿は特定の投資者の個人的な環境と必要を考慮に入れた職業的な投資助言ではなくせいぜい一般的な情報ではなく、したがって、投稿されていることに基づいて行動する前に、免許を受けた顧問に相談することを検討し、投資についての一般的なガイダンスを得るために、ASIC の消費者向けウェブサイト(www.fido.gov.au)を訪れるべきこと、投稿をする者は投稿の正確性と真正性について個人的に責任を負うこと、インターネットの性質上、投稿をした者がだれでどこにいるのかを特定することは困難であり、その者が海外の法域にいる場合にはその者に対して法的措置をとることは困難でありうること、投稿に信頼を置いたことによって被った損失を回復するためには ASIC の承認を受けた紛争処理機関を利用することはできないこと、この IDS への投稿によっては証券の売却または発行の申込みはなされないこと、ある投稿が不正確であること、内部情報に基づいていること、その投稿を閲覧しまたは利用する人を誤導しまたは欺もうする可能性が高いことを疑う相当な理由がある場合には、IDS の運営者または ASIC Infoline に通報することが望ましいこと、などを明確に表示しなければならない。

他方、投稿しようとする人々向けにも、IDS は目立つ注意文言を表示しなければならず、その注意文言は投稿を閲覧する人々にもアクセスできるようにしなければならない。投稿(投稿に対する変更を含む)について、あなたが個人的に責任を負うので、投稿には、ミスリーディングなまたは欺もう的な情報を含めてはならず、IDS を用いて違法なまたは無権限の活動をしてはならないこと、適切な場合には、投稿に含まれる情報は ASIC が入手可能なようにされ、ASIC およびそのような情報に基づいて行動した人々があなたに対して法的措置をとることがありうること、他のサイトへのハイパーリンクを含める場合には、そのサイト上の資料を保証したことになりうるので、ハイパーリンク先の資料については保証せず責任を引き受けない旨を他のサイトにアクセスする人々に対して警告することが望ましいこと、その証券を保有しまたは他の利害関係を有する場合、またはその証券の発行者と証券の発行者から便益を受ける可能性のある何らかのつながりがある場合、たとえば、金融商品またはサービスの提供者から直接または間接にコミッション、手数料その他の便益を受ける権利を有している場合や特定の証券の発行者の従業員または取締役として特定の証券の発行者と関係を有するような場合には、その事実を開示しなければならないこと、

および、IDS の運営者が違法なまたは無権限での投稿をしたことを発見し、またはそれを疑うことが合理的である場合には、投稿をする権利は撤回されることを明確に示す注意文言でなければならない。

IDS の運営者は、運営を開始する前に ASIC に対して IDS ガイドラインに従って IDS を運営しようとする旨を伝えなければならず、IDS への投稿を分類し、それがそのサイト上で見ることができる他の資料、とりわけ何らかの金融商品またはサービスに関連する広告または宣伝資料と分別されていることを確保しなければならない。そのような資料は、広告または宣伝資料であることが明確に認識できるようにしなければならない。IDS の運営者は、その IDS から他の者が提供する金融商品またはサービスへ、そのリンクが、そのサイト上その者の広告に含まれているか、このガイドラインに従って他の者がした投稿に含まれる限り、リンクすることができる。ただし、リンクすることが IDS の運営者が金融商品またはサービスを提供する者の代理人として行動することになる場合にはこの種のリンクを許してはならない。

IDS の運営者は、その IDS が RG 162.41 および RG 162.42 によって要求されているすべての開示と注意文言を含むこと、および、その IDS から IDS ガイドラインおよび投資に関する他の有用な情報が含まれている ASIC の消費者向けウェブサイトへのリンクが張られていることを確保しなければならない。

また、他の者によってなされた投稿を管理しまたはコメントを加えることを除き、取締役、使用人、代理人その他関係する者に投稿することを認めてはならない。そして、投稿をするときには、投稿の中にミスリーディングなあるいは欺もう的な情報が含まれたり、IDS を用いて違法または無権限の活動がされないようにすること、それらの者が IDS の運営者の取締役、使用人、代理人その他関係する者であることを投稿の中で開示すること、および IDS の運営者またはそれらの者がその投稿に関連する証券について何らかの権利を有しまたはその発行者と何らかのつながりがあるときにはその旨が開示されるようにすることを確保しなければならない。

さらに、法律が認める範囲で、求めがあったときはいつでも、ASIC に対して IDS および保存されている会員情報および投稿のアクセスを適切な検索が可能になるようにして認めなければならない。そして、IDS に対して投稿し、または投稿に変更を加える者を確認でき、IDS の内容を定期的にレビューし、ミスリーディングまたは欺もう的であり、もしくは違法または無権限の活動(たとえば、インサイダー取引や許容されていない証券募集)に当たる可能性が高いと考えることが合理的であるコンテンツを直ちに削除するための合理的に十分な手続きとメカニズムを有しなければならない。IDS を用いて何らかの違法な、無権限での、または非良心的な行為を行っていると思われる場合には直ちにその者の投稿

権を撤回しなければならない。また、ミスリーディングまたは欺もう的であり、もしくは違法または無権限の活動にあたりと合理的に思われる投稿についての何らかの申立てを受けた場合には、法律によって通知することが禁止されている場合を除き、実務上可能な限り速やかに ASIC に通知しなければならない。この通知にあたってはその投稿をした者の身元を示さなければならない。

以上に加えて、IDS の運営者は、投稿をした人の身元に関する情報(現在の電子メールのアドレス、ユーザーネームおよびパスワードをその会員資格に変更が生じたときまたは会員でなくなったときから少なくとも 6 ヶ月、投稿されたものの記録および投稿元およびそのパスについてのセッション情報を少なくとも 6 ヶ月保存しなければならない。

なお、その IDS はオーストラリアの外にいる人々を対象とすることを意図したものではない旨の追加的開示をすることが望ましいとされ、そのような注意文言を付していても、オーストラリア以外の法域で募集されまたは取引されている証券についての投稿が大部分を占めるため、IDS が他の法域の人々をターゲットとしているとみなされた場合には、その法域の規制を受けることになる可能性がある」と指摘されている。

3. フランス

COB は、2000 年に、「投資情報および投資助言に用いられているディスカッション・フォーラムおよびインターネット上のサイトによる投資情報の頒布に関する勧告」(COB [2000])を公表した。この勧告書では、3 つの勧告がなされている。

第 1 に、投資情報および投資助言を提供するサイトについてであるが、法令にしたがって、投資および財務の助言をすることは認められるという前提に立った上で、インターネットを用いて、そのような活動をしようとする者は、財務情報の開示に関する法令、とりわけ、情報の正確性、未公開の情報の頒布または使用、および金融商品のマーケティングに関する規則に従うことが求められるとする。そして、COB はサービス提供者が未公開情報を自己のサイトで公開することを仕向けることは、一定の条件の下で、刑事罰の対象となると指摘する。また、インターネット上のサービス提供者が株式の相場情報を提供する場合には、投資者間の公平を確保するため、サービス提供者は現在の相場に比べて、そのサイトに表示されている株価に何らかの時間的遅延があるか否か、もし、あるとすればその遅延時間を示すこと、また、表示している株価の情報源を示すことが推奨されるとする。

さらに、COB は、サービス提供者が、そのサイトに表示されている情報の情報源を特定し、もし、その情報が発行者、アナリストまたは専門的刊行物から得られたものであれば、

その名称を示して、その旨を示すべきであるとする。とりわけ、ハイパーリンクは、リンク先の会社名を示すべきであるとする。そして、一定の条件の下で、そのようなリンクによって転送することは、1885年3月28日法律および1972年1月3日法律の下で刑事罰の対象となりうる証券取引の勧誘にあたる可能性があるとして述べたうえで、通信の自由に関する2000年8月1日法律の下では、すべてのサイトの管理者は自己の身元を完全かつ正確に示さなければならないという点について注意を喚起している。

第2に、インターネット上のディスカッション・フォーラムについては、インターネット上のフォーラムにおいての情報交換、対話および投稿はなんら公式のものではなく、そのような投稿をした者が自称する身元、称号または資格を確かめることができないことから、COBとしては、投資者は、そのような情報を評価するにあたって最大限の用心をすべきであるとする。ある場合には、そのような情報は株価を操作するため、あるいは対象会社に害を加えるために流布されている可能性があるが、虚偽の、あるいはミスリーディングな情報の公表や未公開情報の利用に関する規律は、その資格や法的な立場にかかわらずフォーラムのすべての参加者に適用されるとする。

第3に、発行者については、財務諸表の公開に関するすべての規律は、発行会社がインターネット上のサイトあるいはディスカッション・フォーラムに投稿する情報やコメントにも等しく適用されるとする。投稿する情報は正確であり、善意でなされなければならない。投資者間の平等取り扱いを確保するため、株価に重要な影響を与える可能性のある情報の開示は完全かつ包括的でなければならない。同じ情報は伝統的なニュースメディアを通じて、同時に入手可能にされなければならないとする。この観点から、発行者は、インターネットによって情報を開示しても、規則に定められた条件の下で公衆に対して情報を提供する一般的義務をまぬかれるわけではない。

ディスカッション・フォーラムの特性に鑑みて、COBは、その参加者からの個々の質問に発行者は答えるべきではないとする。もし、答える必要があるような場合には、投資者を不公平に扱うことになる可能性を避けるため、発行者はすでに公知となっている情報のみを提供すべきである。そして、非公知の情報を開示する必要があると考えるときは、同時に伝統的なメディアによってもその情報を公表しなければならない。

第5節 デイ・トレーディング

1. IOSCO

IOSCOの「インターネット上の証券活動に関する報告書II (Report on securities activity on

the Internet II)』(IOSCO [2001])は、デイ・トレーディングの問題も取り上げている。

すなわち、デイ・トレーディングについては確立した定義はないが、デイ・トレーディングは 1 日または数日の間に頻繁な取引をトレーダーがすることを可能にするすべてのビジネス上の関係、たとえば、トレーダーが同一日にある商品を購入しかつ売却することや同一日にすべてのポジションをとり、かつ、手仕舞うことを求めることができるような関係を含むとした上で、議論を進めている。このようなデイ・トレーディングが隆盛をきわめているのは、市場のボラティリティのような市場における非効率性からトレーダーが利益を上げることが可能にするためであり、価格のわずかな変化からも利益を上げることができるように投資者はしばしばソフトウェアを用いるとも指摘している。インターネットの普及によって、インターネットを用いてリテールの投資者たちもデイ・トレーディングを行なうことが可能になり、デイ・トレーディングはそのような投資者にとっても魅力的であるとする。

デイ・トレーディングが市場と取引環境について健全な知識と十分な資力なしに行なわれることは、投資者が財政的困難に陥るおそれがあるため、デイ・トレーディングをめぐる監督当局にとっての主たる懸念は、投資者保護であると指摘する。十分な経験を有しない投資者にとっての危険は、プロのトレーダーと競わなければならないということにとどまらず、反復的な取引から生ずる高いコストであると IOSCO のペーパーは指摘する。コストには、ポジションを取り、また手仕舞うことによって生ずる取引コストがあるが、過剰な信用取引を行なうことによるコストもある。さらに、デイ・トレーダーは相場を操縦するという意図で虚偽のまたはミスリーディングな情報を流布する者のエージェントに知らないうちになってしまうこともある。投資者はその投資判断について自己責任を負うが、投資者の教育やデイ・トレーディング口座についての特別な規制上の措置を講じている監督当局は少なくなく、2. でみるように、カナダのケベック州ではかなり厳格な規制が採用されている。

IOSCO のペーパーでは、デイ・トレーディングとの関係で監督当局が取りうる規制上の措置として、デイ・トレーディングの提供者に投資者にデイ・トレーディングの特有のリスクとその投機性の高さを知らせる義務を課すことが考えられ、見込み客に対して、デイ・トレーディングは証券市場、トレーディングの技法および戦略ならびに金融商品についての深い知識を要すること、デイ・トレーディングから利益を上げようとする者はプロで財産的にも力をもつ市場参加者と競わなければならないこと、デイ・トレーディングは売買手数料のため高いコストを必要とする可能性があること、システムのキャパシティの問題が生じて、直ちに取引を執行できないということが生じうること、および、オプション取引および先物取引をすることによって差し入れた証拠金を超える損失が生ずる可能性があり、ト

レーダーは当初投資額をはるかに超える損失を被る可能性のあることを伝えなければならぬとされている法域があると指摘する。

また、監督当局は、デイ・トレーディング提供者が顧客とその契約を結ぶ前に、デイ・トレーディングに関連するコストの開示を要求し、デイ・トレーディングのための設備や取引センターの利用が認められ、または利用を認めない条件とそれに関連して顧客が負担するコストを顧客に知らせることを要求するほか、デイ・トレーディング提供者は月末にその月に生じたデイ・トレーディングのコストと損失を、その損失がデイ・トレーディングのコストからどれだけ生じたかを明らかにして、知らせることを要求することも考えられるとする。

また、監督当局は最低限の資金の払込を要求し、値洗いを行なうことを要求したり、証拠金の余裕が一定額を下回った場合に通知し、そのような警告を顧客が受けたことについて確認することを要求することがあるとする。また、デイ・トレーディング提供者は高い証拠金が要求されている場合や証拠金不足の場合の利息について顧客に対して通知をする手続きを検討しなければならない。さらに、顧客のポートフォリオの価値の一定割合以下に貸付を制限したり、顧客間の貸借を禁止することも考えられるとする。

さらに、監督当局の中には、デイ・トレーダーとしての適合性を要求するものもある。ある監督当局は投資の知識を有し、高いリスク耐性を有し、または自己のためにのみ取引をする場合にのみデイ・トレーディングを認めるというように投資者に注目するが、他の監督当局は、個々の取引についての適合性を要求する。

以上に加えて、デイ・トレーディング提供者が行なう広告の内容について規制を加え、監督当局が、事前に、その広告がバランスのとれた情報提供を行なっているか、ミスリーディングでないかなどをチェックし、承認を与えるということもあるとする。

2. カナダ

カナダのケベック州有価証券委員会は、2000年に、デイ・トレーディングに関するガイドライン(*Commission des valeurs mobilières du Québec [2000]*)を公表した。このガイドラインでは、投資者保護の観点から、情報の開示を要求するほか、証拠金等の規制を行っている。

すなわち、デイ・トレーディングの勧誘に用いる公表物はあらかじめ有価証券委員会に提出しなければならないとする一方で、公表物はミスリーディングであってはならず、たとえば、デイ・トレーディングに関連するリスクを示すことなく、通常を超える利益を上げることができることを約束するようなものであってはならないとされている。

同様に、新規の顧客に与えられる指導(*formation*)の内容はあらかじめ有価証券委員会に提

出しなければならないものとされ、ブローカーは、有価証券委員会の求めがあったときは、デイ・トレーディングの顧客は有価証券委員会に提出した指導を経た者か、すでに指導を受けた者か、または同様の経験を有する者であることについて確認状を提出しなければならない。この指導および試験結果はケベックの顧客が求めに応じてフランス語で入手できるようにしなければならない。さらに、指導は、とりわけ、デイ・トレーディングは高いリスクを伴う行為である旨を強調し、有価証券委員会によって課されている制約を記載し、顧客があらかじめ署名した開示文書を含まなければならない。

デイ・トレーディングのリスクの開示文書は承認を得るため、有価証券委員会に提出しなければならない、この文書は口座を開設する前に顧客に交付されなければならない、顧客の署名とその日付を得なければならない。この文書には、デイ・トレーディングは高いリスクを伴う行為である旨を強調し、有価証券委員会によって課されている制約を記載しなければならない。

また、デイ・トレーディングの顧客の口座に 25,000US ドルの残高がなければ、デイ・トレーディングを認めてはならないとしている。さらに、顧客間の貸付を認めてはならず、顧客が第三者のために取引をすることは禁止されているほか、証券業者の顧客に対する貸付は口座残高の 50%を超えてはならず、証拠金規制を遵守しなければならないとしている。

口座の開設に際して、ブローカーはその顧客がデイ・トレーディングを行うための最低限の規準、すなわち、有価証券に関する最低限の知識、リスクに対する非常に高い耐性、および、25,000US ドルまたはそれに相当するカナダドルの当初入金、を満たしていることを確かめなければならない。また、口座開設契約はケベック州法を準拠法としなければならない。以上に加えて、ブローカーは、有価証券委員会が採択する新たな要求事項にも従わなければならない。

3. ドイツ

連邦金融サービス監督局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)は、「証券サービス企業による手数料契約、他人のための自己名義での契約および代理契約に関する証券取引法 31 条および 32 条の具体化のための証券取引法 35 条 6 項に基づくガイドライン」(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [2001]) (2007 年 10 月 23 日廃止) を公表したが、そこでは、デイ・トレーディングの問題も取り上げられていた(Teil B, 2.2.6)。

このガイドラインでは、証券サービス企業が証券サービスを顧客に提供する場合に提供すべき情報についてのルールも定められていたが、とりわけ、デイ・トレーディングとの関係で提供すべき情報が定められていた。すなわち、顧客はデイ・トレーディングの結果、直

接的な損害をこうむる可能性があること、顧客は自己の全財産を失う可能性があること、先物取引を行おうとする場合には、差し入れている証拠金を超える損失が発生したことによって、証拠金の追加差し入れをしなければならない可能性があること、デイ・トレーディングの資金を借り入れている場合には、取引の結果にかかわらず、その借入金を返済する義務を負うこと、デイ・トレーディングによって利益を上げようとする場合には、健全な財産的基礎を有しているプロの投資者と競うことになること、デイ・トレーディングには証券市場についての包括的な知識、取引の戦略およびデリバティブ商品が必要なこと、トレーディングをする部屋で他の投資者の近くにいることによって自己の行動に影響を受ける可能性があることなどを証券サービス企業はデイ・トレーディングを行う顧客に対して告げなければならないとされていた。

[参考文献]

- Australian Securities and Investments Commission (ASIC) [1996] *Regulatory Guide 107. Electronic Prospectuses*.
- [1997a] *Policy Statement 118, Investment advisory services: media, computer software and Internet advice*.
- [1997b] *Policy Statement 122, Investment advisory services: the conduct of business rules (s849 and s851)*.
- [1999] *Policy Statements 141, Offers of securities on the Internet*.
- [2000a] *Regulatory Guide 162, Internet Discussion Sites*.
- [2000b] *Report 9, Survey of online trading websites*.
- [2007] *Regulatory Guide 36, Licensing: Financial product advice and dealing*.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel [1998] *Öffentliche Angebote über Internet*.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [2001] *Richtlinie gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen*.
- Canadian Securities Administrators [1999a] *National Policy 47-201, Trading securities using the Internet and other electronic means*.
- [1999b] *National Policy 11-201, Delivery of Documents by Electronic Means*.
- Cella, J. J. III and J.R. Stark [1998] "Securities Regulation and the Internet," in *Practising Law Institute / Patents, Copyrights, Trademarks, and Literary Property Course Handbook Series*, No. 520, pp. 793-972.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários [2000] *Entendimentos e Recomendações da CMVM Sobre a Utilização da Internet*.
- Commission des opérations de bourse (COB) [1999] *Recommandation n° 99-02 relative à la promotion ou la vente de produits de placement collectif ou de services de gestion sous mandat via internet*.
- [2000] *Recommandation n° 2000-02 relative à la diffusion d'informations financières sur les forums de discussion et les sites internet dédiés à l'information ou au conseil financier*.
- Commission des valeurs mobilières du Québec [2000] *Spéculation sur séance (Day Trading)*.
- Financial Services Authority [1998] *Treatment of material on overseas Internet World Wide Web sites accessible in the UK but not intended for investors in the UK, Guidance 2/98 (May*

- 1998).
- Hittle, B.D. [2001] "An Uphill Battle: The difficulty of deterring and detecting perpetrators of Internet stock fraud," *Federal Communications Law Journal*, vol. 54, pp. 165-194.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO) [1998] *Report on securities activity on the Internet*.
- [2001] *Report on securities activity on the Internet II*.
- National Association of Securities Dealers, Inc. [2001] *Online Suitability: Suitability Rule and Online Communications*, NASD Notice to Members 01-23 (Mar. 19, 2001) <<http://www.nasdr.com/pdf-text/0123ntm.pdf>>.
- NASD Regulation [2001] *News Release: NASD Regulation Issues Policy Statement to Brokerage Firms Regarding Suitability in Online Activities and Communications* (Mar. 20, 2001) <http://www.nasdr.com/news/pr2001/ne_section01_023.html> .
- Securities and Exchange Commission (SEC) [1995] *Use of Electronic Media for Delivery Purposes*, 17 CFR Parts 231, 241 and 271, Release No. 33-7233; 34-36345; IC-21399 (October 6, 1995).
- [1996] *Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information; Additional Examples under the Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, and Investment Company Act of 1940*, 17 CFR Parts 231, 241, 271, and 276, Release No. 33-7288; 34-37182; IC-21945; IA-1562 (May 9, 1996).
- [1998] *Statement of the Commission Regarding Use of Internet Websites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions or Advertise Investment Services Offshore*, Release Nos 33-7516, 34-39779, IA-1710, IC-23071, International Series Release No 1125 (March 23, 1998).
- [2001] *Notice of Filing and Immediate Effectiveness of Proposed Rule Change by National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to the Suitability Rule and Online Communications*, 66 Fed. Reg. 20697 (24 April 2001).
- Smith, D.K. [2006] "The Same yet Different Australian and United States Online Investing Regulation," *University of Toledo Law Review*, vol. 37, pp. 461-495.
- Stichting Toezichthoudend Nederland [1999] *Beleidsnotitie 99-0003 van de Stichting Toezicht. Effectenverkeer inzake het Internet in relatie tot het toezicht op het effectenverkeer in Nederland*.
- Wilson, S. [2002] "Corporate Criticism on the Internet: The fine line between anonymous speech and cybersmear," *Pepperdine Law Review*, vol. 29, pp. 533-584.