

米国におけるデイ・トレーダー規制をめぐる動き

米国では、インターネットを通じたオンライン株式取引の普及とともに、日中の株価変動に注目して投機的な売買を繰り返す「デイ・トレーダー」の増加が社会問題化している。取引で損失を被ったデイ・トレーダーが証券会社で銃を乱射するといった事件も起き、北米証券監督者機構（NASAA）や全米証券業協会（NASD）が規制強化に乗り出している。

1. 社会問題化するデイ・トレーダー

1) デイ・トレーダーとは

最近、米国では、インターネットを通じて株式売買を発注するオンライン株式取引の拡大とともに投機的な「デイ・トレーディング」を行う「デイ・トレーダー」と呼ばれる個人投資家が増加している。

デイ・トレーダーは、デイ・トレーディングのための施設を提供するデイ・トレーディング会社のトレーディング・ルームや専用回線につながった自宅のパソコンから、日中の価格変動やナスダック市場におけるマーケット・メーカーの気配値変更のタイミングのずれなどを利用して売買を頻繁に繰り返し、短期的な利益を上げようとする。通常、彼らは取引終了時にポジションを手仕舞うことから、デイ・トレーダーと呼ばれるようになった。

米国の投資銀行パイパー・ジャフレーの調べによれば、1999年第2四半期におけるオンライン株式取引件数は、一日当たり54万7千件を超え、2年間で約4倍に増加した。デイ・トレーディング会社の業界団体である電子トレーダー協会（ETA: Electronic Traders Association）の推計では、そのうち一日当たり15万から20万件は、デイ・トレーダーによる取引である。現在4千人から5千人（『ニューズウィーク』誌によれば2万人）のデイ・トレーダーがフル・タイムで活動し、その取引高は、ナスダック市場出来高の15%を占めているという。

ちなみに、ETAは、デイ・トレーディング会社の施設を利用する「オンサイト・デイ・トレーディング」と自宅のパソコンを利用する「オンライン・デイ・トレーディング」を明確に区別している。「オンサイト」のトレーダーが平均して一日当たり35件の取引を行っているのに対し、「オンライン」のトレーダーは、一日当たり1から3回程度取引するだけである。こうした「オンライン」のデイ・トレーダー（レビットSEC委員長は「デイ・トレーダー・ライト」と呼んだ）は、全米で25万人以上に達するという。

2) デイ・トレーディング会社とは

こうしたデイ・トレーダーを顧客として、自らの支店の施設を利用させたり、専用回線
で自宅のパソコンからアクセスする顧客に対して専用のソフトウェアを提供するデイ・ト
レーディング会社と呼ばれる証券会社も増加している。後で詳しく紹介する北米証券監督
者機構 (NASAA) の報告書によると、現在全米で 62 のデイ・トレーディング会社が 287
の支店をもって営業しているとされる。このうち半数の 31 社は複数の支店を有する(表 1)。

表 1 複数の支店を有するデイ・トレーディング証券会社

| 証券会社名 | 本店所在地 | 支店数 | NASD 登録 |
|--|--------------------------|-------|------------|
| All-Tech Investment Group, Inc. | ニュージャージー州モンテベール | 23 | 1983/11/29 |
| Andover Brokerage, L.L.C. | ニューヨーク州モンテペーロ | 13 | 1999/3/12 |
| Broadway Trading, LLC | ニューヨーク州ニューヨーク | 4 | 1997/6/9 |
| Carlin Equities Corp | ニューヨーク州ニューヨーク | 8 | 1993/7/9 |
| Choice Investments, Inc. | テキサス州オースチン | 6 | 1996/4/3 |
| Cornerstone Securities Corp. | テキサス州オースチン | 19 | 1993/12/16 |
| Day Trade, Inc. | テキサス州ダラス | 3 | 1998/5/13 |
| Directnet Trading | カリフォルニア州オークランド | 7 | 1997/8/1 |
| Domestic Securities, Inc. | ニュージャージー州モンテベール | 3 | 1994/5/6 |
| Instatrade, Inc. | テキサス州ベライアー | 4 | 1997/10/6 |
| LaSalle Street Securities, Inc | イリノイ州シカゴ | 55 | 1976/6/23 |
| Market Wise Trading, Inc. | コロラド州ブルームフィールド | 4 | 1998/8/12 |
| Milestone Financial Services, Inc. | カリフォルニア州オークランド | 7 | 1997/8/1 |
| Momentum Securities, Inc. | テキサス州ヒューストン | 9 | 1995/11/21 |
| Landmark Securities Corp. | テキサス州ヒューストン | 15 | 1996/3/29 |
| Tradescape, LLC | ニューヨーク州ニューヨーク | 10-12 | 1998/6/29 |
| Navillus Securities, Inc. | ペンシルバニア州ウエストコンショホッ ケン | 6 | 1993/5/4 |
| NDX Trading, Inc. | テキサス州フォートワース | 2 | 1998/6/8 |
| Olympic Trading & Investments | ルイジアナ州モンロー | 2 | 1999/1/29 |
| On-Line Investment Services, Inc. | ニュージャージー州ジャージー・シティ | 10 | 1995/1/26 |
| On-Site Trading, Inc. | ニューヨーク州グレート・ネック | 9 | 1996/9/6 |
| San Clemente Securities, Inc. | カリフォルニア州サンクレメンテ | 4 | 1988/7/21 |
| Self Trading Securities, Inc. | テキサス州オースチン | 2 | 1995/6/14 |
| Stock USA, Inc. | カリフォルニア州サンディエゴ | 10 | 1996/10/15 |
| Summit Trading, Inc | テキサス州ヒューストン | 6 | 1997/11/20 |
| Terra Nova Trading, LLC | イリノイ州シカゴ | 11 | 1995/4/4 |
| WG Trading Co., LTD Part | コネチカット州グリーンウィッチ | 2 | 1991/2/26 |
| Web Street Securities, Inc. | イリノイ州ディアフィールド | 2 | 1995/4/21 |
| Bright Trading, Inc. | ネバダ州ラスベガス | 約 22 | N.A. |
| Generic Trading of Philadelphia, L.L.C. | ニューヨーク州ニューヨーク | 40 | N.A. |
| Lieber & Wiessman SEC, LLC | ニューヨーク州ニューヨーク | 3 | N.A. |

(注) Bright Trading, Inc、Generic Trading of Philadelphia, L.L.C.、Lieber & Wiessman SEC, LLC の
3 社は、フィラデルフィア証券取引所登録の証券会社。これらの会社は、顧客勘定の取
引は扱っていないと主張している。

(出所) NASSA のデイ・トレーディングに関する報告書 (99 年 8 月 9 日発表) より作成。

デイ・トレーディング会社は、顧客に施設などを利用させるだけでなく、投資に関する様々な情報を提供したり、デイ・トレーディングの技術に関する講座を開催しているほか、支店のオフィス内にトレーナーやコーチを常駐させるなどして取引を行う顧客のサポートに努めている。

しかし、こうしたサービスによる収益は限られており、デイ・トレーディング会社の主要な収入源は、通常の証券ブローカーと同様に注文執行に伴う手数料（コミッション）である。手数料の水準は、フル・サービスの証券会社よりは低額だが、格安手数料を売り物にするオンライン・ブローカーよりは高い。例えば、大手デイ・トレーディング会社であるオール・テック・インベストメント・グループの場合、取引一件当たり 25 ドルの手数料を課しており、大手オンライン・ブローカーでは最も手数料水準の高いチャールズ・シュワブよりは低額だが、業界の平均的水準といわれる一件当たり 15 ドルをかなり上回っている。

3) デイ・トレーディングの広がり和社会問題化

デイ・トレーダーを擁護する ETA によれば、デイ・トレーディングは、最近の新しい現象では決してなく、18 世紀に米国で取引所が開設された当時から行われていた取引の形態であるという。確かに、個人が活発に投機的売買を行うという点だけに着目すればその通りかも知れないが、最近のデイ・トレーダーの急増が新しい現象ではないと言い切ることは無理がある。

最近のデイ・トレーダーが駆使するナスダック市場におけるマーケット・メーカーによる気配値変更のタイミングに注目して活発に売買を行うという手法についてみれば、1985 年にナスダック市場の小口注文自動執行システム（SOES）が稼働して以降、一般化した方法である¹。こうした手法を活用するトレーディング専門の証券会社は、「SOES の盗賊（SOES bandit）」と呼ばれ、市場を攪乱しているとしてマーケット・メーカーによる非難を浴びることになった。その後、インターネットの登場やハードウェア価格の低下によって「SOES の盗賊」の手法が一般の個人投資家にも利用可能となった結果、多数のデイ・トレーダーが現れたとみることができる。

デイ・トレーダーの横行に対しては、「個人投資家による短期の売買は本来の株式投資の在り方ではない」という批判が強い。後述する NASAA の報告書のトーンも基本的にはそうしたものである。これに対して ETA は、デイ・トレーダーの取引によって市場の厚みや流動性が増している上、デイ・トレーダーが指値注文を出す場合には、価格向上の可能

¹ SOES は、本来、個人投資家などの小口注文を円滑に処理する目的で導入され、最良気配を提示するマーケット・メーカーの下へ注文を回送し、発注単位の 2 倍までを自動的に執行するという仕組みである。ところが、一部のプロ・トレーダーが、SOES による注文処理が終わるまでは気配の更新ができないことに目を着け、発注単位を超える注文を発注単位に細分化した上で SOES で注文を流し、気配更新の遅れたマーケット・メーカーを狙い撃ちにして利ざやを稼ぐという取引手法を編み出した。

性を高めることで市場の効率性を向上させていると反論している。

どちらの主張が論理的に正しいかはともかくとして、現実にはデイ・トレーダーの増加は、一種の社会問題となりつつある。デイ・トレーディングに熱中して仕事を辞めたとか、大学を出たばかりのアルバイト社員がデイ・トレーディングを行っているといった話が新聞や雑誌をにぎわせる一方、99年7月には、多額の損失を出してデイ・トレーディング証券会社から融資の返済を迫られていた投資家が取引のあった会社で銃を乱射するという事件まで起きた。この事件を一つのきっかけとして議会でもデイ・トレーディングに関する公聴会（後述）が開かれるといった事態になっている。

2. デイ・トレーダーに関する NASAA の報告書

1) 報告書の背景

こうした中で、99年8月、北米証券監督者機構（NASAA）が、デイ・トレーダーとデイ・トレーディング産業に関する実態調査を踏まえた報告書を発表した²。

NASAA は、以前からデイ・トレーダーの過熱ぶりに対して警戒感を強めており、98年11月には、フィリップ・フェイギン常務理事が、「典型的な個人投資家にとって日計り商いは投資とは言えず、単なるギャンブルだ。もしギャンブルがしたいならラスベガスへ行った方がよい。」と述べて話題を呼んだ³。その後、98年12月になって、NASAA は、ブローカー・ディーラー・セクションにデイ・トレーディング・プロジェクト・グループを設置した。プロジェクト・グループの座長には、デイ・トレーディング会社の取締りを積極的に進めてきたマサチューセッツ州証券局のデビッド・シェレンバーガー免許部長が就任し、7カ月にわたって調査や検討を行った。

2) 報告書の構成

発表された報告書は全部で46ページからなり、最初にデイ・トレーディング産業の概況が述べられている。次に、法的に問題となるようなデイ・トレーディング会社の商慣習・行為の実例を列挙し、それらに対する現行法規の適用可能性について考察している。その後で、マサチューセッツ州のオール・テック・インベストメント・グループの顧客口座30を実際に分析した結果を示し、最後に新たな規制制定に関する提案をしている。全般に、

² NASAA は、1919年に全米50州及びカナダやメキシコの地域などの証券規制当局が設立した組織である。ブローカー・ディーラー・セクションなど4つのセクションに分かれ、各セクションの下に複数のプロジェクト・グループが設置されている。なお、報告書は、NASAA ホームページ (<http://www.nasaa.org/>) から入手できる。

³ 大崎貞和「拡大が続く米国のインターネット証券取引」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

個人投資家がリスクの高いデイ・トレーディングに安易に携わることやデイ・トレーディング会社が顧客に不当に取引を推奨することに対して警鐘を鳴らし、デイ・トレーディングに対する規制の強化を求めるものとなっている。

以下では、法的に問題となるデイ・トレーディング会社の商慣習・行為の部分を中心に報告書の内容を紹介する。

3) 法的に問題となるデイ・トレーディング会社の商慣習・行為

(1) 投資家に誤解を与えるもしくは詐欺的な勧誘行為

NASAA によれば、実際には、デイ・トレーディングは、多くの人々にとって投機的で、もうからないものである。ところが、デイ・トレーディング会社のマーケティング資料には、投資家に誤解を与えるもの、時には詐欺的なものが少なくないという。例えば、次のようなケースが問題となり得る。

- ・暗黙に、あるいは明示的に顧客が利益を上げる可能性を示唆する。
- ・暗黙に、あるいは明示的にデイ・トレーディングが多くの人にとって仕事を得る機会となることを示唆する。
- ・特定の成功率を宣伝する。

マサチューセッツ州証券局が提起したデイ・トレーディング会社に対する 6 件の行政処分手続きのうち 4 件では、詐欺的なマーケティング手段の利用が処分理由となっている。

例えば、オールテック社の社長は、インターネット上のサイトやマーケティング用のパンフレットで「私のトレーディング技法を使って成功した多くの例についてお読みになったことがあるかと思います。中には、私が金銭的に自立するための鍵を見つけたのだと言う人さえいます。」と述べていた。一方、オンライン・インベストメント・サービス社は、ホームページ上で「我々は顧客トレーダーにおよそ 85%の成功率を提供している」と断言していたとされる。また、オールテック社は、「デイ・トレーディングは、現在の仕事に行き詰まっていたり満足していない人々やトレーディングを生業としたい人々に希望を与えます」と述べ、デイ・トレーダーを職業とするよう勧誘していたともされる。

NASAA によれば、以上のようなマーケティング方法は、投資家に誤解を与えるもしくは詐欺的な勧誘行為であり、SEC の 1934 年法規則 10b-5 や NASD 規則 2120 を始めとする証券法上の一般的詐欺防止条項に抵触する。

こうした詐欺防止条項は、個別の勧誘行為に適用されるのが一般的であり、顧客に対して個別証券の投資勧誘を行っていないデイ・トレーディング会社の行為に適用することは難しいとの見方もあり得る。しかし、デイ・トレーディング会社は、しばしば研修コースとセットになった形でデイ・トレーディングという投資手法を一つの「投資プログラム」として推奨しているとみることができる。まとまった「投資プログラム」の推奨にあたって詐欺的な手法を用いることが証券法上の詐欺にあたることは、1984 年に出された SEC の

決定 (*In re Thomas J. Furnari*) から明らかであるとされる。

(2) 適合性原則の無視

適合性原則とは、証券会社が顧客に証券売買の勧誘を行う場合、顧客の知識や投資経験および財産の状況に照らして適切と思われる投資以外は推奨してはならないというものであり、NASD 規則 2310 等に規定されている。

NASAA によれば、一部のデイ・トレーディング会社はこの原則に違反する疑いのある行動をとっている。例えば、マサチューセッツ州当局による行政処分手続きの対象となったランドマーク・セキュリティーズの場合、ある支店の支店長が、新規顧客の口座開設書類を受理した際、顧客の収入や正味資産、投資経験などの重要な項目に事実とは異なる情報を記載し、本来ならば適格性のない顧客にデイ・トレーディング用の口座を開設させていたという。

一般にデイ・トレーディング会社は、取引用のシステムやソフトウェア、投資情報サービスの提供などに多額の費用がかかっており、新規顧客獲得のコストは一般のオンライン証券会社よりもはるかに大きいという。そのため、デイ・トレーディング会社は、顧客の適性に意を払わずに、できるだけ売買回数が増えるような投資ストラテジーを推奨する傾向があるという。また、口座開設に足りるだけの資金がなかったり、マージン取引の追い証に応じられないような投資家に対して顧客間での金の貸し借りを斡旋するといった活動も行っており、適合性原則が無視されている可能性が高いという。

なお、99年7月29日、NASD 理事会は、デイ・トレーディング口座の開設にあたって顧客の適合性を審査するよう明確に義務づける規則案(規則 2360、2361)を採択した(表 2)。この規則は、10 月中にも SEC による承認を得て発効する見込みである。

NASAA は、この NASD による規則提案を支持しながらも、デイ・トレーディング会社による適合性原則を無視した口座開設は、NASD 規則 2310 を始めとする現行の適合性ルールに違反するとの見解をとっている。規則 2310 は、NASD 会員証券会社に対して、証券投資を勧誘する際には勧誘の内容が顧客の資産状況や投資目的に合致すると信ずる合理的な理由がなければならない、とした上で、機関投資家でない投資家に対して推奨された売買を執行する際には、顧客の資産状況、税制上の地位、投資目的などに照らして適合的であることを確認しなければならないという義務を課している。

なお、大手証券会社の業界団体である証券業者協会(SIA)は、NASD が提案したデイ・トレーディングに関するリスク開示は支持するものの、NASD 新規則案の適合性原則に関する部分(NASD 規則 2360)については反対を表明した。SIA は、投資の勧誘は顧客と証券会社の貴重なコミュニケーションの機会であり、適合性原則の適用範囲の拡大は両者の円滑なコミュニケーションを阻害することになると主張している。

表2 デイ・トレーディング口座の開設手続きに関する NASD 規則案

| |
|--|
| <p>規則 2360：デイ・トレーディング口座開設の承認手続き</p> <p>機関投資家ではない顧客に、デイ・トレーディング口座の開設を承認する場合、証券会社は規則 2361 に定める内容の顧客に対するリスク開示を行った上で、デイ・トレーディング取引が顧客にとって適切であると信じるに足る根拠（顧客の財産状況、投資経験、投資対象などの情報）を得なければならない。</p> <p>また、口座開設時に、顧客の投資適合性の根拠とした事実を記録し保存しなければならない。</p> <p>この手続きを踏まない場合には、顧客からデイ・トレーディングをする目的で口座を開設するわけではないことを書面で確認しなければならない。但し、デイ・トレーディング目的でないとして開設された口座でデイ・トレーディングが行われている事実を確認した場合には、10 日以内に、顧客の適合性を確認する上記の手続きを踏まなければならない。</p> <p>規則 2361：デイ・トレーディングのリスク開示</p> <p>機関投資家ではない顧客に、デイ・トレーディング口座の開設を承認する場合、デイ・トレーディング会社は顧客に対し、書面もしくは電子媒体を通じて、以下のようなリスク開示を行わなければならない。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・デイ・トレーディングは危険を伴い、全ての人にふさわしいものではない。実際トレーディングをするに当たっては、投資した財産を全て失う可能性があることを認識しなければならない。 ・デイ・トレーディングが生み出しうる大きな利益を強調した広告などに注意しなければならない。 ・デイ・トレーディングには、証券市場や取引技術に関する深い知識が必要である。 ・デイ・トレーディングには、証券会社の注文執行システムや手続きなどに関する深い知識が必要である。 ・デイ・トレーディングに従事すると、大量の取引をすることになるので、多額の手数料がかかることを認識しなければならない。 ・デイ・トレーディングにおいては、空売りなどを行うことにより、自らの投資元本を超えて損失を蒙る可能性があることを認識しなければならない。 |
|--|

（出所）NASD ホームページより作成。

（3）未登録での投資顧問活動の奨励

デイ・トレーディング会社は、既顧客や見込み客の資産が十分でない場合、資金を拠出してくれる第三者を斡旋することがある。その場合、資金を出してもらったデイ・トレーダーは、トレーディングからあげた利益の何パーセントかを投資家である第三者に還元するといった契約を交わしているが、このような契約は、投資顧問契約に当たる可能性がある。

投資顧問を業として営む場合、州法や連邦法による登録義務が課せられる。一般に、預かり資産が 2,500 万ドル未満の場合は州の登録が、預かり資産が 2,500 万ドル以上の場合は SEC の登録がそれぞれ必要とされる。しかし、通常、デイ・トレーダーは投資顧問登録を行っておらず、マサチューセッツ州が提起した二つの行政処分手続きにおいても、登録義務を怠っている投資顧問業者の活動を助長したとの疑いがもたれている。また、テキサス州証券委員会は、エクステンジ・ハウス社が 24 人の未登録投資顧問業者に顧客の資産を

運用させたとして摘発した。これらのデイ・トレーディング会社の行為は、州法で禁じられた「不誠実もしくは反倫理的な行為」にあたるか、あるいは NASD 規則 2110「職業上の名誉と取引の原則に関する基準」に違反する可能性がある。

(4) 貸付アレンジメントの促進

デイ・トレーダーが株式のマージン取引を行う際には委託証拠金が必要であり、担保不足により追加の証拠金が求められることもある。顧客が自ら証拠金を納められない場合、デイ・トレーディング会社は、顧客間の貸付をアレンジすることがある。

デイ・トレーディング会社は、こうした金銭貸借は、マージン取引に関する証券会社による融資を規制する FRB のレギュレーション T には違反しないと主張している。NASAA によれば、レギュレーション T は無担保の貸付には適用されないため、この主張は必ずしも間違いではない。しかし、NASD のマージン取引に関する規則の趣旨は、顧客による過度のレバレッジの利用を抑制することであり、第三者による貸付で証拠金を賄うことは、この規制の趣旨に反する行為である。

また、SEC の規則 15c2-5 では、レギュレーション T の規制対象となるマージン取引に係わる貸付以外の信用供与を行って証券の取引を行わせることが禁じられている。NASAA によれば、いくつかの SEC による決定をみると、この規則が証拠金の支払いを目的としたデイ・トレーダー間の金銭貸借にも適用されることは明らかだという。更に、証券会社による貸付のアレンジは、証券業務以外の業務として証券会社登録に際して提出されるフォーム BD に記載しなければならないものと考えられる。デイ・トレーディング会社が、借り手から貸し手への利息の支払いを仲介しているような場合には、その事実を報告していなければ、内国歳入法（税法）に抵触する可能性もある。

(5) 一任勘定口座の濫用

NASAA は、デイ・トレーディング会社の支店長などによる顧客の一任勘定口座の濫用がみられると指摘している。例えば、オールテックに対する行政処分手続きでは、支店長による本来分別されるべき複数の口座の合同運用や顧客による運用指図の無視などがみられたという。また、オンライン・インベストメント・サービスに対する行政処分手続きでは、顧客の口座を支店長の友人の口座と混同した、資産 5 万ドル程度の口座で月に 5 万ドルに上るコミッションを取るといったチャージング（過剰売買）、運用収益の 80% をマネジメント・フィーとして徴収した、といった事例が明らかになったという。

こうした運用実態は、証券会社の従業員による顧客口座の取扱いについて規定した NASD 規則 2330 や解釈文書 IM2310-2 などに違反する可能性がある。

(6) 適切な帳簿と記録の保存の過怠

NASAA によれば、デイ・トレーディング会社には、発注にあたって NASD の自動注文

執行システム（SOES）に関する規則を無視したり、注文伝票の管理や一括発注された注文の各口座への割り振りに関する記録などの点で適切な対応を怠っているケースが見受けられるという。また、顧客へ送付する残高報告書などの保管にも適切さを欠く例があったという。こうした行為は、取引記録や書類の保管について規定した NASD の規則などに触れる可能性がある。

（7）監督上の不行届き

NASAA によれば、デイ・トレーディング会社による以上のような問題ある行為の背景には、社内の管理、業務監督が十分に行われていないという実態がある。これは、社内管理システムの確立を求める NASD 規則 3010 に違反する可能性があると考えられる。

4）顧客口座の分析

報告書を作成した NASAA のプロジェクト・グループは、大手デイ・トレーディング会社の一つであるオールテックの顧客 30 口座を無作為に抽出し、取引内容に関する調査を行った。調査は、投資コンサルタントであるロナルド・ジョンソン氏に委託して行われ、抽出された口座における取引から取引の頻度、手数料と資産の比率、回転率などが分析された。

その結果、次のような実態が明らかとなった。

- ・ 30 口座の平均的な開設期間は 4 カ月で、その間の回転は 278 回に達する。
- ・ 資産に対する手数料率は年平均 56%。
- ・ 同じ人物が取引した口座の重複などを調整した後の 26 口座についてみると、70%の 18 口座が損失を出していた。
- ・ 明らかに短期的な売買で利益を継続的に上げていたと判断される口座は 11.5%の 3 口座に過ぎない。

5）NASAA による勧告の内容

NASAA の報告書は、上の実態調査やこれまでの州当局による行政処分事例などを踏まえて、デイ・トレーディングに対する規制についていくつかの勧告を行っている。

第一に、一部のデイ・トレーディング会社が現行の適合性原則を無視している以上、新たな適合性規制に関する規則の制定が必要であるとしている。この点では、NASAA は、NASD による規則提案を支持するとしている。こうした適合性原則に関する特別なルールは、オプション口座の開設、株価インデックス商品やワラントの購入、株式直接購入プログラムへの参加、などをめぐっていくつも制定されており、先例という観点からも問題ないとされる。

第二に、デイ・トレーディング会社による顧客間の金銭貸借のアレンジを明示的に禁止する規則の制定が必要であるとしている。NASAA は、こうしたアレンジは現行法上も違法であるとの見解をとっているが、現実の慣行をやめさせるためには、明確に禁止する規則の制定が有効であるとの判断をとっている。

第三に、デイ・トレーディング会社に対する規制当局による監視の強化を求めている。行政処分手続きなど、エンフォースメントのための活発な行動を起こす必要があるとしている。

3. 電子トレーダー協会 (ETA) による反論

デイ・トレーダーによる乱射事件や NASAA による報告書、とりわけデイ・トレーダーの7割が損失を被っていたという記述が大きな注目を集める中で、1999年9月16日、米議会上院の政府問題委員会調査常任小委員会において、デイ・トレーディングに関する公聴会が開かれた。

証言に立ったのは、NASAA のピーター・ヒルドレス会長（ニューハンプシャー州証券監督局長）、NASD-R のメアリー・シャピロ理事長、SEC のアーサー・レビット委員長、ETA のサウル・コーエン法律顧問の4人である。中でもETA のコーエン弁護士は、NASAA の報告書に対して真っ向から反論するとともに、デイ・トレーディングが証券市場の発展や一般投資家の利益のために貢献していると説いた（表3）。

ETA の主張の焦点は、NASAA が行ったデイ・トレーディングの実態調査結果に当てられている。ETA は、NASAA の調査は、ETA メンバーでない1つのデイ・トレーディング会社の1つのオフィスの顧客口座の30口座のみを対象として行われたものであり、しかも、サンプル口座の情報は少なくとも2年前のもので、また特定の4ヶ月間に限定された数字であると主張し、データの正当性に強い疑問を呈している。また、調査に携わったコンサルタントの経歴を調べ、信用に足る人物でないと指摘している。

その上で、99年初めにETA が非公式に行ったメンバー証券会社の顧客の取引損益の推計調査によれば、デイ・トレーディングを始めてから最初の3ヶ月から5ヶ月の間は60%の顧客が損失を出す、その後は60%以上の口座が利益を出すようになり、月間で平均2万5,000ドルの利益に対し、損失は6,000から8,000ドルにとどまったと述べた。更に、この調査はあくまでも推計で、現在厳密な調査を進めており、近く結果を公表するとしている。一方、ETA はデイ・トレーディングが一般の投資家に寄与している点として売買の透明性の向上、流動性の向上、売買スプレッドの縮小、の3点を挙げている。

すなわち、97年の注文執行義務ルールの施行を契機に多くの新しいECNが誕生したが、これらのECNに流動性を与え、その成長を促進したのはデイ・トレーダーによる大量の発

注であったという⁴。顧客の指値注文を板上で付け合わせる ECN の成長により、マーケット・メーカーはそれまでのような恣意的なマーケット・メイクが出来なくなり、売買の透明性が高まったとされる。マーケット・メーカー間の競争も激しくなった。

また、デイ・トレーダーを含む個人投資家の取引の増大により、ナスダック市場を中心にマーケットの流動性は大いに高まったという。ETA の推計によれば、デイ・トレーダーの注文のうち約半分が指値注文である。顧客の指値注文はマーケット・メーカー間の建値競争を促進し、売買スプレッドを縮小させると考えられる。その結果、投資家の取引コストは低下しているという。

表3 NASAA のデイ・トレーディングに関する報告書に対する ETA の反論

| 報告書における NASAA の見解 | ETA の反論 |
|---|---|
| デイ・トレーディングは、新しい現象である。 | ・デイ・トレーディングは 18 世紀から行われていた。最近の現象は、技術的な進歩や制度上の変革により形態が変化しただけである。 |
| デイ・トレーダーは、証券市場や投資家に何らの恩恵ももたらさない。 | ・デイ・トレーダーの取引が盛んになるにつれて、マーケット・メーカー間の競争が促進され、売買スプレッドの幅が小さくなった。 ・デイ・トレーダーの出す指値注文が、取引価格を向上させ、全ての投資家に恩恵をもたらしている。 |
| デイ・トレーダーは、マーケットのボラティリティを拡大させる。 | ・バートン・マルキール教授の研究によると、市場のボラティリティに密接に関連するのは、デイ・トレーディングでなく機関投資家による取引である。 ・ボラティリティの拡大と流動性の向上はコインの裏表の関係にあり、ボラティリティの拡大を過度に問題視する必要はない。 |
| デイ・トレーダーに対するリスク開示が十分でない。 | ・ETA メンバーは顧客に対し、NASD が要求する水準以上のリスク開示書類に署名することをすでに求めている。 ・顧客はデイ・トレーディングのリスクを認識した上で、取引を行っている。NASAA の報告書にも顧客の苦情の引用はなかった。 |
| デイ・トレーダーの 70% が損失を出している。 | ・NASAA の実態調査結果は、口座のサンプル数が少ない、ETA メンバーではない一社のみからの抽出調査である、口座の情報は 2 年前のものである、調査期間は特定の 4 ヶ月に限定されている、といった点から信用するに足りない。 ・ETA の非公式の調査によれば、取引開始から 5 カ月を過ぎると 60% を超える顧客が利益を出している。 |
| デイ・トレーダーはプロのトレーダーに比べ、取引施設の水準や投資スキルの面で不利である。 | ・デイ・トレーダーの使用する取引施設の水準は非常に高く、プロのトレーダーが使用するものと同等かそれ以上である。 ・事前の 5 ヶ月のトレーニングやその後の経験が、デイ・トレーダーの投資スキルをプロのトレーダー並みに引き上げている。 |
| デイ・トレーダーは日常的に証券業規制に違反している。 | ・ETA メンバーのデイ・トレーディング会社で制裁を受けた会社は一家社しかないのに対し、SIA に加盟する大手業者を含む一般の証券ブローカーは、頻繁に SEC や NASD による制裁を受けている。 |

(出所) ETA 資料より作成。

⁴ ECN については、大崎貞和「米国の電子証券取引ネットワーク (ECN)」『資本市場クォーターリー』99 年秋号参照。

ETAは、NASAAが報告書の中で全面的に支持することを表明したNASDの規則提案に対しても意見を述べた。すなわち、デイ・トレーディングに関するリスク開示を義務づける規則提案には賛意を示す一方、ETA加盟業者は既に提案に示されたリスクに加えて他にいくつかの想定されるリスクをも含む開示の様式を備えており、リスク開示に関しては万全の態勢をとっているとしている。

一方、デイ・トレーディング口座の開設に関する適合性規則の提案には反対する意向を表明した。ETAは、デイ・トレーディングは、30営業日に2,000回以上の売買を繰り返すといった取引であり、投資経験が十分であると判断される投資家でもそれだけ頻繁に取引をしたことのある人はいないとし、取引をどのくらい行った段階で適合性があると判断できるのか不明確だとしている。このため、NASDの提案した内容はあまりに一般的で有用でないとし、むしろオプション取引口座の開設に関する規則2860のように、デイ・トレーディングが当該顧客にとって不適切な取引でないと信ずるに足る根拠を有するだけで口座開設を認めてよいのではないかと提案している。

4. わが国への示唆

米国におけるデイ・トレーダーの増加は、株式市場の全般的な好調、オンライン証券取引の急速な拡大と手数料の急激な低下、インターネット関連を中心とする新規公開株ブームなどを背景として生じた現象である。我が国においても、99年10月1日を期して株式売買委託手数料が自由化され、既にインターネットを利用したオンライン取引については手数料を大幅に引き下げる証券会社が相次いでいる。また、アーク証券は、「デイトレーダー募集」をうたい、オフィス内に個人投資家向け株式取引の専用席を設けて相場情報などへのアクセスを容易にしている。デイトレーダー協会なる団体が旗揚げしたとも報じられており、今後、我が国でも、本格的なデイ・トレーダー的投資家が出現する可能性は小さくない。

デイ・トレーダーの活動は、インターネットの普及によって個人投資家が機関投資家と同等の取引環境を享受できるようになったという歴史的変化を象徴するような現象である。しかし、NASAAが指摘するように、法規制上、様々な問題点があるのも事実である。我が国においても、米国の例などを参考にしつつ、技術進歩の成果を最大限活用しながら、投資家保護の原則を貫徹していくための議論が進められなければならないだろう⁵。

⁵ 1999年9月、金融監督庁は「金融サービスの電子取引等と監督行政に関する研究会」（電子金融研究会）を設置し、銀行、証券、保険の各分野における電子取引の現状と規制上の問題点についての検討を開始した。本稿の筆者の一人（大崎）は、この研究会の委員を務めている。

(大崎 貞和・岩谷 賢伸)