

米国における株式の個人投資家向け時間外取引

最近、米国では、個人投資家からニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダック市場における株式の通常取引時間（東部時間午前 9 時半～午後 4 時）以外に売買注文を受け付けて執行する証券会社が増加している。この背景には、インターネットを利用するオンライン・ブローカーの成長や電子証券取引ネットワーク（ECN）の拡大がある。こうした中で、証券取引委員会（SEC）、全米証券業協会（NASD）といった規制当局も、個人投資家向け時間外取引に対する規制の在り方を検討し始めている。

1. 拡大する個人投資家向け時間外取引サービス

1) 個人投資家向け時間外取引サービス導入の背景

米国では、インターネットを通じて個人投資家の株式売買注文を受け付けるオンライン・ブローカーが急成長している。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。オンライン取引は、個人投資家による株式取引件数全体の 37% を占めたとされる。

オンライン・ブローカーを利用する個人投資家の中には、日中の株価変動やナスダック市場におけるマーケット・メーカーの気配変更を利用して利ざやを稼ぐために頻繁に売買を行う、いわゆるデイ・トレーダーが少なくない¹。

他方、デイ・トレーダーのように頻繁に売買を行わない投資家であっても、様々な情報が容易に得られるオンライン取引に親しんだことで、従来以上に株価の変動に対して敏感になっており、これまで機関投資家が ECN や ATS といった電子取引システムを通じて行ってきた通常取引時間外の取引に関心を抱く人が増えている²。

多くのオンライン・ブローカーは、休日を含む通常取引時間外に売買注文を受け付けているが、ほとんどの場合、受け付けた注文は即座に市場へ送られるわけではない。翌営業日の寄り付きで処理されるのがふつうである。ところが、機関投資家による時間外取引は、

¹ デイ・トレーダーについては、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。

² ECN、ATS 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、大崎貞和「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』99 年冬号参照

株価に大きな影響を与えることが少なくない。

例えば、99 年 2 月に USA ネットワークスがインターネット上のサーチ・エンジンを提供するライコスを買収を発表した際には、同社の株価は、時間外取引で一挙に 10 ドルも上昇した。また、99 年 7 月には、喫茶店チェーンを展開するスターバックスが通常取引終了後に市場の予想を 10%程度下回る決算を発表したことがきっかけとなって、時間外取引で株価が 29%も急落する事態が生じたという。この間、個人投資家は取引に参加できなかったわけである。

一方、ECN などの電子取引システムも、通常取引時間外における流動性を高めるために個人投資家の取り込みを図りたいと考えている。以前からインスティネット、アイランド、アーキペラゴ、ネクストレードといった ECN は、機関投資家や証券会社向けに時間外取引サービスを提供してきた。中でもネクストレードは、週 7 日間、24 時間のシステム稼働を実現してきたが、通常時間外の約定率は極めて低いのが実情である。

オンライン・ブローカーを利用している個人投資家の中には、昼間は会社勤めなどで株式取引に時間を割くことができず、帰宅後に売買を行いたいという人も少なくない。時間外取引を行っている ECN が、オンライン・ブローカーから個人投資家の売買注文の回送を受ければ、機関投資家のみを対象としていたこれまでよりも流動性を高められる可能性がある。

また、ECN などの電子取引システムが行う時間外取引に対抗して、NYSE やナスダック市場などのメイン・マーケットも、取引時間の延長を検討し始めた。既に、パシフィック、フィラデルフィア、シカゴの 3 地方取引所では、取引時間を 15 分ないし 30 分延長している。更に、99 年 10 月には、シカゴ証券取引所の取引時間を午後 6 時半まで延長するパイロット・プログラムが、2000 年 3 月 1 日までという期限を切って認められた。これらの取引所では、NYSE 上場銘柄を正規の上場手続きを経ずに取引できる、いわゆる非上場取引特権に基づいて取引を行っているが、メイン・マーケットが自ら取引時間を延長すれば、その影響ははるかに大きい。

99 年 2 月には、NYSE のグラスソ理事長が、外国株の早朝取引と国内株の夜間取引を導入する構想が進められていることを認めた。その後、夜間取引の取引時間を午後 5 時半または 6 時から午後 10 時までとすることや早ければ 99 年夏にも実施することなど、具体的な内容も示された。一方、ナスダック市場は、99 年 5 月、午後 5 時半から 9 時または 10 時までの夜間取引を開始することを決定した。しかし、実施時期については、NYSE 等との調整が必要として、拙速な動きを避ける構えをみせた。

2) 個人投資家向け時間外取引サービスの導入

(1) マーケット XT を通じた時間外取引

こうした中で、99 年 8 月以降、オンライン・ブローカー等による個人投資家向けの株式

時間外取引サービスが具体化し始めた（表 1）。その大きなきっかけとなったのが、8月のマーケット XT（MarketXT）システムの稼働である。

表 1 主要な個人投資家向け時間外取引サービス

証券会社名	開始時期	取引時間	注文回送先
デーテック・オンライン	8月開始	8:00～9:30 16:00～20:00	アイランド
ディスカバー・ブローカレッジ	8月開始	18:00～20:00	マーケット XT
ドレイファス・ブローカレッジ	8月開始	16:30～20:00	マーケット XT
Eトレード	9月開始	16:00～18:30	インスティネット
ソロモン・スミスバーニー	9月開始	18:00～20:00	マーケット XT
フィデリティ	11月開始予定	16:30～20:00	レディ・ブック
DLJディレクト	11月開始予定	16:30～19:00	レディ・ブック
チャールズ・シュワブ	11月開始予定	16:30～19:00	レディ・ブック

（出所）各種資料より野村総合研究所作成。

マーケット XT は、最初、エクリプス・トレーディング（Eclipse Trading）という社名で 1997 年に設立された会社である。創業者二人は、もともと SEC の法規執行局で証券法違反に関する取締りを担当する弁護士だったという。インスティネットの CEO 兼社長を務め、電子取引システムに精通したマイケル・サンダーソン氏を会長兼 CEO に迎えている。

同社は、創立当初から個人投資家向けに通常時間外の取引システムの提供を狙いとしており、インディベックス（IndivEX）と名付けたシステムを開発した。このシステムは、取引システムそのものをインターネット上のサーバに置いた初めての本格的なサイバー証券取引所とも言うべきものである³。

マーケット XT は、99 年 3 月には、モルガンスタンレー・ディーンウィッターの子会社であるディスカバー・ブローカレッジ、上場株を取引所外でマーケット・メイクする第三市場のマーケット・メーカーとして知られるメイドフの 2 社と提携することで合意し、8 月末から、ディスカバー、ドレイファス・ブローカレッジの 2 つのオンライン・ブローカーの顧客である個人投資家の注文を付け合わせている。取引対象は、ニューヨーク証券取引所、ナスダック市場の主要 200 銘柄である。また、9 月には、大手フル・サービス証券会社ソロモン・スミスバーニーもマーケット XT を通じた時間外取引サービスを開始した。同社の場合、今のところインターネットによる注文の受付を行っていないので、顧客は電話で発注を行うことになる。

³ なお、マーケット XT は法令上は代替的取引システム（ATS）である。注文執行義務ルールが規定する取引情報の公開やセレクトネットとの接続などを実施していないことから、電子証券取引ネットワーク（ECN）には該当しない。ATS と ECN の規制上の違いについては、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。

なお、インターネットを通じて新規公開（IPO）銘柄に関する情報を個人投資家向けに提供するオンライン投資銀行の一つであるウィット・キャピタルもマーケット XT と同じような時間外取引システムの構築を進めている⁴。

（2）ECN を通じた時間外取引

一方、ECN が機関投資家や証券ディーラー向けに提供してきた時間外取引機能を利用して個人投資家向けの時間外取引サービスを始めるオンライン・ブローカーもある。デーテック・オンラインは、傘下の ECN アイランドを通じて 8 月からサービスを開始し、その後、取扱い時間を延長している。また、E トレードがインスティネット、フィデリティ、DLJ ディレクト、チャールズ・シュワブの 3 社がレディ・ブックとそれぞれ提携し、個人投資家向けの時間外取引サービスに取り組んでいる。

時間外取引は流動性が低く、情報開示の面でも問題があると考えられることから、ECN 間で気配情報を交換することで市場の透明性を高めようとする動きもある。現在、インスティネット、アイランド、アーキペラゴ、ブルームバーグ・トレードブック、BRUT、ストライク、ネクストレードの 8 つの ECN とマーケット XT が、情報交換をめざすコンソーシアムへの参加を表明している。なお、投資家保護上の問題点については、すぐ後で述べるように、NYSE と NASD を中心とした検討が動き出している。

2. 個人投資家向け時間外取引に関する規制当局の対応

1) 取引時間延長の棚上げと「サミット会議」

経済活動がグローバル化し、一国内でもコンビニエンス・ストアや薬局の終夜営業にみられるように昼と夜の区別が相対化してくると、株式市場も 24 時間取引へと向かっていくのは必然的とも言える。証券取引所による取引時間延長や電子取引システムによる時間外取引といった動きは、24 時間取引への第一歩とみることもできよう。

とはいえ、現実に 24 時間取引を実施するには、多くの障害がある。例えば、取引所など市場機能の提供者側にとっては、夜間に取引監視などの人員を配置することによる人件費の高騰が深刻な問題となる。取引システムの変更には投資も必要となる。こうしたことから、99 年 6 月になってニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダック市場は、西暦 2000 年問題への対応などより緊急性の高いシステム面での課題に取り組むために取引時間延長計画をいったん棚上げにすることを発表した。

しかし、時間外取引に伴う問題はコスト増だけではない。既に ECN やマーケット XT を

⁴ 大崎貞和「米国のオンライン投資銀行」『資本市場クォーターリー』99 年夏号参照。

通じた個人向けの時間外取引サービスが広がり始めている中で、こうした新しい取引形態に個人投資家が参加することによる投資家保護上の問題については、十分な検討が行われていないのが実情である。そこで、SECは、99年6月30日、NASD、NYSEに加えて、証券会社、決済機関、ECN、消費者団体などに呼びかけて時間外取引問題に関する「サミット会議」を開催した。会議では、次のような問題点が提起された。

- ①個人投資家注文の取扱いを見直すとともに、投資家に対して時間外取引に伴う流動性の欠如や価格変動リスクの問題などに関する教育を施す必要がある。
- ②マージン取引における証拠金の計算方法などの検討やバック・オフィス・システムの見直しなど、受渡・決済及び業務面に関する検討が必要となる。
- ③取引情報の一般への公表、ニュースが生じた場合の取引停止、取引システム間の注文回送など取引の仕組み、慣行に関する検討が必要となる。
- ④個別株オプション取引の在り方についても再検討が必要となる。

こうした問題意識に基づき、NYSEとNASDがサミット会議参加機関から選び出したメンバーによる四つのワーキング・グループが設置されることになった。オプション取引を除く三つのワーキング・グループは、99年10月上旬、相次いで様々な提言を盛り込んだ報告書を発表した。

2) ワーキング・グループ報告書の内容

(1) 投資家保護と投資家教育

投資家保護と投資家教育に関するワーキング・グループの主要な提言内容は、次の通りである。

- ① 時間外取引には、流動性の欠如、価格変動、市場の分裂、ニュース発表による影響といったリスクがある。これらのリスクについて投資家に対して全面的な開示を行うことが求められる。とりわけ、通常時間帯の取引との違いについて説明する必要がある。当面、業界の「望ましい慣行 (Best Practice)」を採択し、必要であればNYSEやNASDの規則改定を行うべきである。
- ② 投資家が明確に指図した場合にのみ、時間外取引での執行や通常時間帯に出された注文を時間外取引に残すことが認められるべきである。
- ③ 適合性原則という面では、時間外取引を特別な取引として扱う必要はない。むしろ、投資家への説明が重要である。
- ④ 時間外取引の流動性が十分に高まるまでは、指値注文のみが認められるべきである。
- ⑤ 証券業界全体で、出版物、インターネット等を通じて時間外取引に関する投資家教育を推進するべきである。
- ⑥ 時間外取引に係わる広告・宣伝に関する特別なルールを設ける必要はない。

(2) 受渡・決済及び業務オペレーション

受渡・決済及び業務オペレーションに関するワーキング・グループの主要な提言内容は、次の通りである。

- ① 時間外取引に関する業界の統一ルールを導入すべきである。通常取引は午後 4 時に終了するものとし、1 時間後に夜間取引を開始する。この間に終値の公表、企業による重要事実の公表、スペシャリストやマーケット・メーカーのブックの調整等を行うようにする。こうした休憩時間を挟むことで、時間外取引が通常取引と全く異なる性格のものであることが明確になる。
- ② 各社の取引システムの現状を考えれば、時間外取引の取引時間は午後 8 時までとすべきである。T+1 決済への移行に伴うシステム改善後は、更に遅くまで取引時間を設定することも可能となろう。金曜日の夜間は、スタッフの確保が難しいことも考えられる。また、オプション取引の決済日にあたる金曜日は市場のボラティリティが高まるので時間外取引を行わないものとするべきである。
- ③ 午前 6 時から 9 時半の間に行う早朝の時間外取引には、スタッフ確保の問題を除けば大きな課題はない。但し、西海岸の業者にとっては、この問題は深刻である。
- ④ 時間外取引の注文は、時間外セッションのみの注文とされるべきであり、通常取引時間への引継ぎや通常時間からの引継ぎは行うべきでない。但し、投資家の指定によって通常時間から引き継がれる注文など、新しいタイプの注文を認めるべきである。
- ⑤ 時間外取引の対象商品は、現物株式とオプションとすべきである。
- ⑥ 企業による重要事実の公表などは、通常取引時間の終了から夜間取引の開始までに行われるべきである（投資家保護 WG の提言と同趣旨）。
- ⑦ 終値は、従来通り午後 4 時の価格とすべきである。マージン取引における顧客の証拠金の計算はこの終値による。証券会社がリスクマネジメント等の目的で他の価格を用いることは差し支えないものと考えられる。
- ⑧ 時間外取引は、2000 年 7 月 1 日に予定されている呼び値の 10 進法への変更が続いて、翌四半期（つまり 2000 年 10 月以降）から開始されるべきである。但し、10 進法への変更が大幅に遅れるような場合には、再検討が求められる。

(3) 取引慣行

取引慣行に関するワーキング・グループの主要な提言内容は、次の通りである。

- ① 時間外取引においても、市場の透明性や公表された気配の統合は投資家保護上極めて重要である。現在、NASD 及び SIAC (Securities Industry Automation Corporation) が運営するシステムは午後 6 時半までしか稼働していない⁵。将来的に、現在のシステムと競合するような情報システムが生まれることも考えられるが、投資家保護のためには、

⁵ SIAC は、NYSE とアメリカン証券取引所が出資し、両取引所の取引、取引監視、市場データなどに関するシステムを運営する会社。ナスダック市場に関しては、NASD が同様のシステムを運営している。

NASD、SIAC のシステムの稼働時間延長が強く求められる。

- ② 時間外取引における流動性と価格変動リスクの問題に関しては、メイン・マーケットが開いていれば、取引停止など、その市場のルールが適用されるようにすべきである。気配表示にあたっては、終値との開きがパーセンテージで提示されるべきであり、業者は指値注文のみを受け付けるべきである。また、メイン・マーケットが閉じている場合でも、NASD が取引停止などの措置をとる権限を有するものと解される。
- ③ メイン・マーケットが閉じている場合でも、証券会社や ECN に対しては、最良執行義務や 90 秒以内の取引報告義務など、取引に関する諸規則が適用されるべきである。
- ④ 終値の確立など業務オペレーションへの配慮から通常時間帯と夜間取引の間には最低 1 時間の空き時間を設けるべきである（受渡・決済 WG の提言と同趣旨）
- ⑤ 企業の重要事実などに関する情報を市場に行き渡らされるためにも 1 時間の空き時間が必要である（他の二つの WG の提言と同趣旨）。
- ⑥ 株式の新規公開（IPO）や公募発行にあたっては、自社もしくは類似会社の株価が価格決定の重要な要素となる。通常、価格決定は終値を参考にして行われるが、SEC の販売ルールを機械的に適用すると時間外取引の終了後でなければ価格決定が行えないことになる可能性もある。この点について、規則の見直しを進めるべきである。

おわりに

経済活動のグローバル化に伴い、証券取引が 24 時間切れ目なく行われるようになるのは、いわば時代の流れである。インターネットを通じたオンライン取引によって、個人投資家が機関投資家や証券会社のトレーディング・ルーム並みの設備を利用することも夢ではなくなった今日、個人投資家による夜間、早朝など通常取引時間帯以外での取引への参加ニーズが高まっていくことも避けられない。

しかし、24 時間取引時代に公正で効率的な市場を確保するためには、単に現在の取引時間を延長すればよいというものではない。三つのワーキング・グループの報告書で提示された様々な論点や課題は、そのことを的確に指摘している。

我が国においても、99 年 6 月に発表されたナスダック・ジャパン構想において、米国株のリアル・タイム取引（すなわち我が国では夜間取引）の導入がうたわれる一方、インターネットを通じたオンライン取引が広がりを見せ始めるなど、時間外取引の導入が現実の課題となりつつある。米国の ECN が、日本へ進出するといった事態も考えられないわけではない。今後、我が国でも米国の議論を参考にしながら時間外取引への個人投資家の参加をめぐる検討を進めることが望まれる。

（大崎 貞和）