

デイ・トレーダーの規制をめぐって

佐賀 卓雄

ここ数年、アメリカではデイ・トレーダーの動向が注目を集めている。とりわけ、今年七月にアトランタで取引で大きな損失を被ったデイ・トレーダーが妻と子供を殺害した後、証券会社で銃を乱射し、十二人を殺害、十二人に重軽傷を負わせ、最後には自殺するという悲惨な事件が起きてから社会的な関心が高まった。

この事件をきっかけに、SEC（証券取引委員
会）、NASD（証券業協会）、NASSA（北米
証券監督者機構）などの監督機関が実態調査を行
い、規制に乗り出した。こうした動きに対して

は、デイ・トレーダーの業界団体であるETA
（電子トレーダー協会）が反発を強めている。

以下では、アメリカでのデイ・トレーダーの実
態とその規制動向を紹介する。

一、デイ・トレーダーとは何か

デイ・トレーディングとは「日計り商い」のこ
とで、文字通り一日で売買を完結させポジション
を取らない超短期の投資方法のことである。これ
に対して、二―五日の取引をスウィング・トレー

ド、一週間以上にわたる取引をポジション・トレードと呼んだりするが、いずれにしる厳密な定義がある訳ではなく、相場を読みちがえた場合には、数日間、ポジションを取ることもある。デイ・トレーダーとは、このような超短期の売買を繰り返す個人投資家に対する命名である。

こうした超短期の投資戦略は、小刻みな価格の変動から売買益をあげることが目的である。したがって、割安株を探し長期に保有して値上がりを待つファンダメンタル分析のアプローチとは対極に位置する投資戦略であり、マーケット・タイミングを重視するテクニカル分析の一つといえよう。

この売買手法じたいは決して目新しいものではない。シカゴの先物市場には、昔から「ローカルズ」と呼ばれる「日計り商い」を専門にする個人投資家が存在する。ここ数年、デイ・トレーダー

に直接、注文を出すことができる。これらの「デイ・トレーダー」は「オンサイト・デイ・トレーダー」と呼ばれている。手数料はもちろん業者によって異なるが、銃乱射事件の舞台ともなったオールテック・インベストメント社の場合、一取引二五ドルであり、オンライン業者の平均手数料十五ドルと較べるとかなり高い。

デイ・トレーダーの業界団体であるETAによると、フルタイムのオンサイト・デイ・トレーダーは全米に五千人弱おり、一人当り一日、三五回、一回当り七百株注文し、デイ・トレーダー全体では一日、十五万株から二十万株を売買し、NASDAQの売買高の十五%を占めるといふ。

これに対して、E★トレードやデーテックなど、オンライン業者のインターネットを使ったシステムを利用するデイ・トレーダーは「オンライン・デイ・トレーダー」と呼ばれている。オンラ

が注目されるようになった理由として、アメリカの長期にわたる上昇相場を背景に、必ずしも十分な投資知識やノウハウをもたない個人投資家が大量して市場に参入し投機的売買を繰り返しているという事情がある。

さらに、より大きな要因として、情報・通信テクノロジの発達が、かつては機関投資家にしか利用できなかった取引システムを個人にまで開放したということがある。これらの「デイ・トレーダー」が利用するのは、デイ・トレーディング会社（「デイ・トレーダー」に訓練プログラムや施設などを提供する証券会社）が提供する高速の情報処理機能を備えた取引システムで、衛星回線を利用してNASDAQのメインフレームに超高速回線で接続されている。デイ・トレーダーはNASDAQのレベルIIにアクセスして、ビッド（買値）・アスク（売値）を見ながらマーケット・メーカー

イン・デイ・トレーダーは全米に二五万人以上おり、一日、一―三回注文するといわれる。こちらは手数料は安いが、スピードが遅いのが欠点である。

例えて言えば、前者が高速道路を超高速で走るF-1だとするれば、後者は時には信号待ちで待たされることもある一般道路を走る普通車のようなものである。

主として規制が問題になっているのは、オンサイト・デイ・トレーダーと、彼らに取引施設を提供している「デイ・トレーディング会社」である。この点、少し誤解があるようだが、わが国ではそもそも頻繁に売買を繰り返すオンサイト・デイ・トレーダーが登場する前提となる、高性能の取引システムがなかったが、せいぜいオンライン・デイ・トレーダーの可能性がある程度だろう。ただ、取引所外取引の解禁にもなって、近い将来、A

TS (代替的取引システム) や ECN (電子取引システム) が稼働し始めることは十分考えられるから、そうなれば個人投資家に類似のシステムを提供する業者が現れても不思議はない。

二、デイ・トレーディングの何が問題なのか

それでは、デイ・トレーディングあるいはデイ・トレーダーの何が問題になるのでしょうか。言うまでもなく、デイ・トレーディング自体は取引戦略の一つであり、法律上あるいは規則上、特に問題になるものではない。仮に破産するデイ・トレーダーが多くとも、自己責任が原則の世界のことであるから、本人が納得の上であれば、取りたてて問題になることはない。また、仕事をやめフルタイムのデイ・トレーダーになる人が多く

なっても、社会現象としては注目されるもの、それ自体の善悪を問うことはできない。

ところが、これらの個人投資家に施設を提供しているデイ・トレーディング会社が、このような投機的取引にともなうリスクを投資家に必ずしも正確に開示していないのではないかということが規制当局から指摘されたのである。これに関連して、あたかもデイ・トレーディングが極めて高いリターンを保証するかのような誇大広告も問題にされている。また、デイ・トレーディングを行っている個人投資家の中には、こうした投機的取引を行う適合性を備えていない者もいるのではないかということである。

要するに、主として「リスク開示」の徹底と「適合性の原則」の遵守を求めるというのが、SEC、NASD、およびNASAAといった規制当局の基本的な立場である。

三、デイ・トレーダーに対する規制

デイ・トレーダーに対する関心は、冒頭にふれた銃乱射事件が大きな契機になった。もともと、全米各州の証券局、およびメキシコ、カナダの証券監督局から組織されているNASAAは、それより以前からデイ・トレーダーに強い関心を向けていた。九八年十二月にはデイ・トレーディング・プロジェクト・チームを発足させ、その報告書が今年八月九日に公表されると大きな話題を呼んだ。

報告書は、最初にデイ・トレーディング業界の概況の紹介と具体的な口座の分析を行い、次に現行の証券規制体系上、問題となる点を列挙し、最後に規則制定の必要性を主張している。

報告書によると、実際に活動しているデイ・トレーディング会社は六二社、二八七支店に上り、

その多くはNASD会員かフィラデルフィア証券取引所(Phlx)の会員である(なお、SECは議会証言の中で、デイ・トレーディング会社は百社以上、フルタイムのデイ・トレーダーは五千八百一六千八百人と推定している)。三四年証券取引所法規則十五b九一は、顧客勘定を持たない取引所会員業者はSECへの登録義務はあるが、NASD会員になる義務を免除している。このため、一部のデイ・トレーディング会社は、デイ・トレーダー自身が所有者になる、したがって形式上は顧客勘定をもたない有限会社(Limited liability company)を組織して、この免除を受けている。現在、NASDの非会員でPhlxの会員になっているデイ・トレーディング会社は十二から十五社ある。

次に、NASDAQは投資コンサルタントのロナルド・ジョンソン氏に委託してマサチューセッツ州の大手デイ・トレーディング会社であるオールテック社の三十顧客口座を分析した結果を紹介している。

それによると、

- ①口座の平均開設期間は四ヶ月、回転は二七八回、資産に対する手数料率 (cost/equity ratio) は五・六%に達する
- ②口座の重複を調整した二六口座について見ると、その七〇%にあたる十八口座が損失を出しており、しかも元本をほとんど失っていた
- ③わずかに三口座 (一・一・五%) だけが短期売買で利益をあげていた、という。

続いて、証券取引規制上、問題となりうるデイ・トレーディング会社の商慣行、マーケティング行為を指摘している。これらは、マサチューセツ

ツ、インディアナなどのいくつかの州の証券局、およびSEC、NASDが実際に告発や行政処分にしたケースでみられた、違法ないしその疑いのある行為である。

これには、

- ①リスクの不十分な開示を含む詐欺的な勧誘行為
- ②適合性原則の無視
- ③顧客間、あるいはブローカーによる顧客への貸付けを含む、問題のある貸付けの促進
- ④一任勘定の濫用
- ⑤未登録での投資顧問活動の奨励
- ⑥適切な帳簿と記録の保存の過怠
- ⑦監督不行届き

NASAAは、以上の事実確認を踏まえて、NASDのデイ・トレーディングに対する「適合性の原則」の適用(規則二三六〇)と「リスク開

示」を求める新しい規則(規則二三六一)の提案に対して支持を表明している。それに加えて、NASDには顧客(デイ・トレーダー)間での貸付けの促進を禁止する規則の制定、そして規制当局にはデイ・トレーディング会社への監視の強化を求めている。

デイ・トレーダーによる銃乱射事件、そしてデイ・トレーダーの七割が元本を失っているというNASDAQの衝撃的な報告書により社会的関心が高まる中で、議会も実態調査に乗り出した。九月十六日に開催された公聴会では、NASDAQのピーター・ヒルドレス会長(ニューハンプシャー証券監督局長)、NASDRのメアリー・シャピロ会長、SECのアーサー・レビット会長、そしてETAのサウル・コーエン法律顧問が証言を行った。ETAの反論については次に取り上げるが、前三者はいずれも規制機関であるため、デイ

・トレーディングの合法性は認めつつも、デイ・トレーディング会社に対する規制の強化の必要性については一致している。

SECは二十社以上のデイ・トレーディング会社のウェブ・サイトを調査した結果、半分以上がデイ・トレーディングについてのリスク開示が不十分であると指摘した。また、新聞、雑誌、ウェブ・サイトの広告では、実際には提供していないサービスを宣伝したり、収益性について誇大な表現が見られるとしている。

NASDRも二社のデイ・トレーディング会社を調査した結果、約八〇%が問題になるような広告(「高い収益の可能性」、「最低の手数料」、「デイ・トレーディング業界のリーダー」、「生活のためのトレーディング」などの文言)を掲載していたと報告している。また、約半数の会社が顧客間での資金貸借に便宜を計っており、委託証拠

金取引に関する証券会社の融資を禁止したレギュレーションTに違反する可能性が高いという。

四、ETAの反論

これらの規制当局の主張に対して、業界団体であるETAは真っ向から反論している。その矛先は主としてNASAAの報告書に向けられている。

ETAは、最初に、NASAAの調査が二年前の(当時)ETAメンバーではない一デイ・トレーディング会社のマサチューセッツ支店の三十顧客口座についての、わずか四ヶ月間のサンプル情報に基づくものであり、データの信頼性に欠けると主張する。これに対して、ETAが九九年初めに独自に行った調査では、最初の三・六ヶ月の研修期間には約六〇%が損失を出す、その後は六

〇%以上が口座が利益を出すようになり、平均で月二万五千ドルの利益、損失は六千から八千ドルに止まったとしている。

そして、九八年一月一日から九九年八月三十一日までの期間に、証券会社が法律や規則違反で罰金を課せられたリストを示し、その中ではデイ・トレーディング会社は社に止まるとして、倫理基準はむしろ高いことを主張している。また、九九年二月にETAが定めた「リスク開示書」には、NASDが求める事項の他に、システム・ダウンによる損失の可能性、市場環境によってはポジションの処分が困難になること、ストップ・ロス注文でも完全には安全ではないことなどが指摘されており、リスク開示の水準はNASDの提案よりも高いことも主張している。

さらに、「適合性の原則」の徹底については否定的である。その理由は、デイ・トレーダーは、よる大量の発注であり、市場の透明性、流動性を高めるのに大いに寄与したと主張している。

五、わが国への示唆

わが国でも十月一日から株式委託手数料が自由化されそれまでの十分の一程度の手数料を提示するオンライン業者も現れ、頻繁に売買を繰り返す個人投資家が現れる可能性ができた(既にデイ・トレーダー協会なる団体が組織されている)。

また、アーク証券は個人投資家に取引専用席を提供している。このように、わが国でもデイ・トレーダーが登場する兆候が現れ始めている。

デイ・トレーディング自体は投資戦略の一つであり、取り立てて問題にすべきことではない。しかし、詐欺的ないし誇大な表現をとまなう勧誘は、いうまでもなく違法行為であり、投資家保護

投資を自分で決定する、平均して四分しかポジションを持たない、十日間で五百回、三十日間で二千回の売買を行うため、どの段階で適合性があると認めるのか不明確だとしている。一般の投資家は一生の内に二千回はともかく、五百回も売買しないであろう。

このように反論した上で、デイ・トレーダーはむしろ証券市場に有益な貢献をしていることを主張する。すなわち、九七年のSECの注文執行ルールの採用以来、ECNが台頭し競争が激しくなったため、NASDAQのマーケット・メーカー(MM)のスプレッドは急激に縮小した。ECNはMM制度をとらず、顧客の注文をそのまま付け合わせるため、ECNの気配を統合するこのルールの採用により、MMのスプレッドは急激に縮小することになったのである。そして、ECNの成長をもたらしたのもこそデイ・トレーダーに

の観点から禁止されるのは当然である。近い将来、わが国でも取引ルールなどの環境を整備することが必要となるかもしれない。

【参考文献】

馬淵一著『デイ・トレーダー』メディアワークス、一九九九年。

大崎貞和、岩谷賢信「米国におけるデイ・トレーダー規制をめぐる動き」、『資本市場ウォータリー』一九九九年秋号。

NASAA, *Report of the Day Trading Project Group: Findings and Recommendations*, Aug. 9, 1999.

このレポートも言及して、本文で取り上げた議会証言やコメントなどは各団体のホームページでみる事ができる。

アドレスは次の通りである。

SEC, <http://www.sec.gov/>

NASD Regulation, Inc., <http://www.nasdr.com/>

NASAA, <http://www.nasaa.org/>

SIA, <http://www.sia.com/>

ETA, <http://www.electronic-traders.org/>

(おな たかお・当研究所主任研究員)