

フラッシュ・オーダー

～問題の真相～

吉川 真裕

二〇〇九年七月二四日、フラッシュ・オーダー (Flash Order) という形でナスダック等の株式取引市場が特定顧客に一般投資家よりも三〇ミリセカンド (〇・〇三秒) 早く市場情報を提供しており、この情報を購入した顧客は自動売買機能を持つプログラムを利用した超高速取引 (High-Frequency Trading) で巨額の利益を上げていくとニューヨーク・タイムズ紙が報じ、事情を知らない人々を驚かせた。そして、その日の夕方にはシユーマー上院議員 (民主党、ニューヨーク州) が証券取引委員会 (SEC) のシャピロ委員長にフラッシュ・オーダーをSECが禁止しなければ議会が禁止法案を準備するという書簡を送ったことが各紙で報じられた。フラッシュ・オーダーに対する批判の高まりを受け、八月六日にナスダックとBATSが九月からフラッシュ・オーダーを停止することを発表する一方、九月一八日にはSECがフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更案を公表し、一月二三日までのパブリック・コメント提出期間を経て、フラッシュ・オーダーが禁止される見通しがほぼ固まっている。

本稿では、フラッシュ・オーダーの禁止に至る経過とSECの規則変更案を紹介し、フラッシュ・オーダーという問題の陰に隠れた「ダーク・プール」と呼ばれる気配情報を公開しない取引市場の問題について考察する。

1 フラッシュ・オーダーの禁止に至る経過

(1) 誤解に基づく報道

二〇〇九年七月二四日、フラッシュ・オーダーという形でナスダック等の株式取引市場が特定顧客に一般投資家よりも三〇ミリセカンド早く市場情報を提供しており、この情報を購入した顧客は自動売買機能を持つプログラムを利用した超高速取引で巨額の利益を上げているとニューヨーク・タイムズ紙が報じ、事情を知らない人々を驚かせた。⁽¹⁾そして、その日の夕方にはシューマー上院議員がフラッシュ・オーダーをSECが禁止しなければ議会が禁止法案を準備するという書簡をシャピロSEC委員長に送ったことが各紙で報じられ、フラッシュ・オーダーという言葉が一躍注目を集めることになった。

フラッシュ・オーダーという言葉は即座に取り消される指値注文を指し、点滅気配 (fllickering Quotes) と同義の言葉として使われていたが、レギュレーションNMSの中では最良気配提示時間に応じて支払われる情報量収入を得る目的で乱用される可能性があるとして、一秒未満の最良気配は全米最良気配 (NBBO) に反映されないことになり、最良気配が無視されて注文執行が行われなようにした注文保護規則 (トレード・スルー規則) の対象にも含まれないことになった。ところが、レギュレーションNMSの対象でもある株式オプション市場では最良気配を提示した市場への注文回送前に最良気配を含めた、より有利な価格でのオークションを五セント刻みの値幅の価格改善手段としてボストン・オプション取引所が二〇〇四年に導入し、フィラデルフィア証券取引所、シカゴ・オプション取引所 (CBOE)、インターナショナル・セキュリティ・エクスチェンジでも同様の仕組みが採用される一方、株式市場でもCBOE証券取引所 (CBSE) とECNであるダイレクト・エッジが他市場への注文回送前に注文を呼び込む手段として採用し、他市場への注文回送前に一秒未満のオークションを

通知する仕組みがフラッシュ・オーダーと呼ばれるようになっていた。そして、ダイレクト・エッジでの取引が急速に拡大し、二〇〇九年三月にはアメリカ第三位の株式市場となるに及んで、二〇〇九年六月にBATSとナスダック、七月にはナスダックOMX・BX(旧ボストン証券取引所)も類似の仕組みを導入していた。

ニューヨーク・タイムズ紙の記事では自市場の最良気配が全米最良気配に劣り、全米最良気配で執行可能な注文が自市場にきた場合にのみフラッシュ・オーダーが用いられているという事実を明らかにせず、全米最良気配よりも有利な価格情報を特定顧客にいち早く知らせているように報じており、この記事は明らかに誤報である。しかし、新聞記者にこうした誤解を生みかねない状況があったこともまた事実である。まず、超高速取引を行う一握りの業者が株式市場での取引の半分以上を行っており、二〇〇八年には二一〇億ドルの利益を上げているという調査会社TABBグループのレポートの数字がしばしば引用されていた。そして、ゴールドマン・サックス(GS)で超高速取引に携わっていたロシア人エンジニアが転職する際にプログラムの一部を持ち出した容疑で二〇〇九年六月に連邦捜査局に逮捕されるという事件があり、このプログラムが乱用されれば株価操作が行われる可能性があるというコメントをGSが出したことによって、GSが株価操作紛いのことをしているのではないかという疑念が強まっていた。さらに、二〇〇九年七月に発表されたGSの四半期決算は市場予想を大幅に上回るものであり、超高速取引で秀でたGSが一般投資家よりも有利な情報を利用して利益を上げているに違いないという推測がされかねない状況であった(ただし、GSの利益の大半は債券取引と商品取引から生じていた)。

(2) シューマー上院議員の圧力

七月二四日金曜日のニューヨーク・タイムズ紙の報道に基づき、その日の夕方にはシューマー上院議員がダイ

レクト・エッジ、ナスダック、BATSでのフラッシュ・オーダーをSECが禁止しなければ議会が禁止法案を準備するという書簡をシャピロSEC委員長に送った。七月二七日月曜日にはSECのスポークスマンがフラッシュ・オーダーについての検討を開始したというコメントを出したが、ニューヨーク・タイムズ紙の報道は不正確であるという説明は行われなかった。シューマー上院議員に恥をかかせないためか、シューマー上院議員も正確に理解していることを知っているからなのかは不明である。また、七月二七日にはナスダックのグレイフェルドCEOもシャピロSEC委員長に書簡を送り、フラッシュ・オーダーは市場の一部に過ぎず、この機会にダーク・プールを含めた市場構造を検討することを求めた。

七月二八日にはナスダックのグレイフェルドCEOがフラッシュ・オーダーの禁止を支持したとシューマー上院議員が発表した。ナスダックはこの報道にコメントをしなかった。他方、七月三〇日にはBATSのラターマンCEOもフラッシュ・オーダーの禁止を支持する内容のニュースレターを顧客に送付した。そして、八月四日にはSECがフラッシュ・オーダーを禁止することをシャピロ委員長が約束したとシューマー上院議員が発表し、SECからもダーク・プールに関する検討を六月に指示して以来、フラッシュ・オーダーに伴う不平等をできるだけ速やかに取り除くことをスタッフに命じたというシャピロ委員長の声明が発表された。この期に及んで大勢は明らかであり、八月六日にはナスダックが九月一日からフラッシュ・オーダーを自主的に停止するという発表を行い、同日、BATSも九月一日からフラッシュ・オーダーを自主的に停止することを発表した。

九月一八日のSECのコミッションナー会議では五人の委員全員がフラッシュ・オーダーの禁止提案を支持し、規則変更案が公表された。コメント提出期限は一月二三日であり、規則の施行には再度、SECのコミッションナー会議での投票を必要とするが、フラッシュ・オーダーの禁止はほぼ確実であると見られている。

2 SECの規則変更案⁽²⁾

(1) 規則変更提案文書での確認事項

まず、二〇〇九年七月時点で株式オプションを対象としてフラッシュ・オーダーを採用している取引所は、ボストン・オプション取引所、シカゴ・オプション取引所、インターナショナル・セキュリティ・エクステンジの三つ、株式を対象としてフラッシュ・オーダーを採用している取引所とECNは、CBOE証券取引所、ダイレクト・エッジ(ECN)、BATS証券取引所、ナスダック証券取引所、ナスダックOMX・BX証券取引所の五つであり、フラッシュ・オーダーを用いた取引が全市場での取引に占める比率は株式オプションで一・九%、株式で三・一%と推定されている⁽³⁾(なお、九月一日からBATS、ナスダック、ナスダックOMX・BXではフラッシュ・オーダーを停止しており、株式を対象とした取引比率は低下しているものと予想されている)。

他方、「ダーク・プール」と呼ばれる気配値を公表しない市場での株式取引が全市場での取引に占める比率は約八%に達するという数字を引用しており、⁽⁴⁾気配値を公表しないという点ではフラッシュ・オーダーと同じでありながら、レギュレーションNMSでの規制の対象とはなっていない市場の存在について懸念を表明している。さらに、NYSE・ARCA(旧アーキペラゴ証券取引所)の名前を上げて、自市場で注文が即座に執行されない場合にダーク・プールに注文を回送する取引所もあるとして、ダーク・プールが取引所とリンクした「隠れた市場」となる可能性を危惧している。そして、フラッシュ・オーダーがダーク・プールとリンクするメカニズムや、ダーク・プールにアクセスする他のメカニズムがフラッシュ・オーダーと同様な問題を含んでいるかどうかについてもコメントとデータを求めており、ダーク・プールに対する規制をSECが検討していることを明らかにしている。

(2) 提案内容

フラッシュ・オーダーは全米気配情報(CQS)を通じてすべての投資家に情報が公開されるわけではなく、投資家に平等な機会を与えるものではないので禁止する。

そのために、一九三四年証券取引所法の下での気配提示の例外規定としてこれまで認めてきたフラッシュ・オーダーを認めないものとする。

具体的には、レギュレーションNMSのルール六〇二を変更し、株式と株式オプションの取引に関する気配提示の例外規定そのものを削除する。

そして、このレギュレーションNMSルール六〇二の修正が認められた場合には代替的取引市場(ATS)によるフラッシュ・オーダーの取り扱いを定めたレギュレーションATSのルール三〇一(b)についても同様の変更を行う。

この結果、全米最良気配で執行可能な価格でフラッシュ・オーダーを配信することはレギュレーションNMSのルール六一〇(d)が禁止している、全米最良気配と自市場の気配値が対当することになるロッキング・クォーターション(locking quotation)、または全米最良気配と自市場の気配値が交差することになるクロッシング・クォーターション(crossing quotation)に該当し、禁止されることになる。

また、全米最良気配よりも有利な価格でフラッシュ・オーダーを配信することはレギュレーションNMSの注文保護規則に違反し、禁止されることになる。

ただし、この規則変更によって従来のフラッシュ・オーダーは禁止されることになるが、全米最良気配よりも有利な価格で指値注文を出し、即座に取り消すという行為自体は禁止されるものではない。

3 何が問題なのか

二〇〇五年六月に公表されたレギュレーションNMSのファイナル・リリースにおいて、全米最良気配を提示していない取引市場が全米最良気配で執行可能な注文を受けた場合には、全米最良気配を提示している市場に注文を回送するか、全米最良気配にある指値注文を消化してから自市場で当該注文を執行しなければならない、という規則の導入が明らかになっていたのだから、二〇〇六年にダイレクト・エッジの拡張流動性プログラム（ELP）がSECによって認可され、フラッシュ・オーダーが認められてきたことは信じがたい。確かに、株式オプション市場では従来からトレード・スルー規則はあっても注文回送義務がなく、株式市場で行われた呼値のセント化（decimalization）も行われていなかったから、二〇〇四年にボストン・オプション取引所が価格改善プログラム（PIP）として導入したオークション等には意義があったかもしれない（株式オプション市場では二〇〇九年七月に注文回送義務が施行された）。百歩譲って、レギュレーションNMSの施行までの一次的な措置として認められたとしても、二〇〇七年一〇月に株式市場でレギュレーションNMSが完全施行された後もダイレクト・エッジとCBSEでフラッシュ・オーダーが認められ続けたことは理解に苦しむ。

したがって、今回、フラッシュ・オーダーの禁止につながる規則変更がSECから提案されたことは当然であると考えられる。むしろ、シユーマー上院議員の圧力に屈してSECが規則変更を行ったという印象が強まれば、今後の政治介入につながりかねないと危惧するところである。

ところで、今回の規則変更案の提案過程で奇妙な点はSECが三カ月前にナスダックとBATSにフラッシュ・オーダーの導入を認可しておきながら、その失敗にはほとんど触れずにフラッシュ・オーダーの禁止を提案していることであり、フラッシュ・オーダーを禁止されるナスダックとBATSがその決定に全く反対していな

いことである。一説によれば、ナスダックとBATSのフラッシュ・オーダーの認可申請はダイレクト・エッジのフラッシュ・オーダーを禁止させるために行ったものであり、認可されるとは思っていなかったという見方もある。⁽⁵⁾この説を裏付けるかのように、BATSはBOLTと名付けたフラッシュ・オーダーが認可され、フラッシュ・オーダーに対する批判が強まる前の七月六日のニュースレターでフラッシュ・オーダーに対する規制の見直しに参加する用意があると表明していたし、ナスダックのグレイフェルドCEOも七月二七日のシャピロSEC委員長宛の書簡でフラッシュ・オーダー、注文の内部付け合せ、拡張流動性提供者、ブロック・トークを含めたダーク・オーダーと市場構造の問題を検討する好機であると述べていた。⁽⁶⁾他方、ニューヨーク証券取引所やGETCO、SIFMA、モルガン・スタンレーから認可反対のコメントを受けながらナスダックとBATSのフラッシュ・オーダーを認可したばかりのシャピロSEC委員長は六月一八日の講演でダーク・プールに対する規制を導入する準備を進めていると語っていた。⁽⁷⁾

こうした点を総合して考えると、SECはダーク・プールの規制が株式取引市場に関する最重要課題と見ており、フラッシュ・オーダーの問題はその一部であり、ダーク・プール規制の中で取り上げようとしていたのではないだろうか。さらに勘ぐれば、フラッシュ・オーダーの問題が注目を浴びれば浴びるほど、フラッシュ・オーダーと同様に投資家を差別していることになるダーク・プールに対する規制が賛同されやすいと考えたのではないだろうか。フラッシュ・オーダーを禁止する規制変更案の中でも再三にわたってダーク・プールに対する規制を準備中であることが書かれており、フラッシュ・オーダーの問題はより大きなダーク・プール規制の一部であると考えられている形跡が見られる。

ダーク・プールとは気配情報を公開しない市場を指し、伝統的にはアップ・ステアーズと呼ばれた証券会社が

大口注文を持つ顧客と相対で行う取引などがこれにあたる。これに対して、証券会社を介さず、投資家同士が取引を行う市場としてインスタネットやリクイドネットといった市場が生まれ、取引所の取引価格を利用するクッシング・ネットワーク、取引所の取引価格の中値を用いるミッド・ポイント・マッチなど、さまざまな形態も生まれた。そして、情報処理技術の進歩とともに取引所と同様に取引を執行するシステムが大手証券会社等によって開発されている。近年、拡大しているのは最後のタイプのものであり、取引所に確定気配を出すことなく、I O I (indication of interest) という形で待機させ、利用者の意図を顕在化させずに取引を成立させるというタイプのものである。そして、その利用者は小口の投資家ではなく、気配情報から需要を読み取られない大口投資家である。なお、こうした大口投資家は気配情報だけでなく、取引情報からも需要を読み取られることを嫌い、取引所やECNへの注文回送にも積極的ではない。

取引所や一定以上の規模のECNはレギュレーションNMSの対象であり、注文回送義務を負うのに対して、ダーク・プールはレギュレーションNMSの適用対象になっておらず、注文回送の義務も負わない。ダーク・プールの利用者は取引所やECNに注文を回送することができるが、取引所やECNの利用者はダーク・プールに普通は注文を回送できない。こうした非対称性が投資家を二分させ、取引所やECNの利用者を不利にしているのではないかという点がダーク・プール規制の背景にあるものと考えられる。

また、かつて取引所とECNの差と考えられた規制の度合いの違いも取引所やECNとダーク・プールの間では一段と大きくなっている。取引量が六カ月中四カ月間で取引対象の5%を越えたダーク・プールは気配の公表を義務づけられているが、取引所やECNに課されるような規制は存在しない。注文執行という同じ機能を果たしながら規制の度合いが大幅に違うダーク・プールに対して、取引所やECNが相応の規制を求めることはやむ

を得ず、もし規制がかからないとすればダーク・プールを取り込んで取引所やECNが規制の抜け穴を利用することが考えられる。すでにBATSは取引所に来た注文をいったんダーク・プールに回送してから注文が成立しなければ取引所で執行するというダーク・スキャンという注文形態を導入している。⁽⁸⁾

フラッシュ・オーダーとダーク・プールでは何が同じで何が違うのか。共通点はすべての投資家が利用できるわけではなく、投資家の格差を拡大させる可能性が高いことであろう。そして、取引市場の平等な扱いを妨げ、市場間競争を歪める可能性を秘めていることであろう。相違点は今のところ、スピードを売りものにするダーク・プールは見当たらず、注文処理速度の速さはダーク・プールにとつてさほど問題になっていないところであろう。しかし、取引所やECNが規制回避のためにダーク・プールを利用するようになれば注文処理速度の速さもダーク・プールに要求されることになるかもしれない。

NMSの構築によって市場間競争を促進しようとしたSECは取引所間の競争が活発化しないことに見切りをつけ、私設取引システム(PTS)の参入を認め、取引所とPTSの市場間競争を後押しした。しかし、PTSが拡大するとレギュレーションATSを導入し、ATS(PTS)にも一定の規制をかけることで取引市場の競争をより対等化した。その結果、規模の大きなATSは取引所となり、取引所間の競争が活発化した。他方、取引所の電子化を後押しするためにレギュレーションNMSをSECは導入し、全米最良気配に劣る取引市場には注文の回送または消化を義務付けた。超高速取引の活発化などから取引所に指値注文を出すことを敬遠し、ダーク・プールを利用する大口投資家が増えた今、SECはレギュレーションDPとでも呼ぶべき規制を導入しようとしている。気配情報を公表しないことがダーク・プールの根幹であるから、全米最良気配の注文を消化してからダーク・プールでの取引を執行することあたりが最終的な落としどころになるのではないかと考えられる。

注

- (1) Charles Dunigg, "Stock Traders Find Speed Pays, in Millisecond," *New York Times*, 24 July 2009, "Traders Profit With Computers Set at High Speed," *NYTimes.Com*, 24 July 2009.
- (2) Securities and Exchange Commission, "Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-60684; File No. S7-21-09] RIN 3235-AK40, 18 September 2009 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684.pdf>).
- (3) さいごの文書は「オックスフォード・レビュー」(旧「インテルニューズ証券取引所」)の株式オプションを対象とした「インフォ・ネーター」が提供していることが、その理由を説明している。
- (4) Nina Mehta, "Inching Toward Dark Pool Reporting Standard," *Traders Magasin Online News*, 26 June 2009 (<http://tradersmagazine.com/news/dark-pool-reporting-103943-1.html>).
- (5) Norm Alster, "Rival Exchanges, Flash Trading, Dark Pools Erode NYSE's Role," *Yahoo! News*, 27 August 2009 (http://news.yahoo.com/s/ibd/20090827/bs_ibd/20090827general/print).
- (6) "BOLT - Flash - ELP," *BATS Global Markets Newsletter*, 6 July 2009 (<http://batstrading.com/resources/newsletters/2009-07-Newsletter.pdf>), Michael Mackenzie, Joanna Chung and Aline van Duyn, "SEC to review 'flash' orders," *financialTimes.com*, 28 July 2009.
- (7) Mary L. Shapiro, "Address before the New York Financial Writers' Association Annual Awards Dinner," *SEC Speech*, 18 June 2009 (<http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch061809mls-2.htm>).
- (8) Liz Moyer, "Flash Trading Fight Reignites," *Forbes.com*, 17 September 2009. (ふたたび かわるん・金融市場)