

ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、顧客投資家がブローカー・ディーラーを経由せずに、証券取引所などへ売買注文を直接発注する「ダイレクト・マーケット・アクセス(DMA)」、あるいは「スポンサード・アクセス」と呼ばれる発注形態が拡大し、アメリカの一日平均取引高のおよそ半分を占めるとされている。ブローカー・ディーラーは、自らが証券取引所などにアクセスする際の会員識別記号であるMPID (Market Participant Identifier) を顧客投資家に使わせ、顧客投資家はこのMPIDを使うことで証券取引所などに電子的に直接発注しているとされる。

従来のように、投資家が電話などでブローカー・ディーラーに売買注文を出し、これをブローカー・ディーラーが証券取引所に発注して執行するという発注形態と比べると、ダイレクト・マーケット・アクセスは、速度面でも、また、手数料などのコスト面でも効率が良い、普及はますます進んでいる。とりわけ、市場の執行が高速化している今日では、わずかなスピードの改善でも有利な取引機会につながる可能性があるため、機関投資家やヘッジファンドなどがこうしたダイレクト・マーケット・アクセスを多用して、スピードアップのメリットを享受しているとされる。

ところが、こうして市場に直接アクセスして出される注文の中には、ブローカー・ディーラーが顧客注文の内容について事前の管理を十分行っていないものがあるとされ、問題になりつつある。ダイレクト・マーケット・

アクセスであっても、ブローカー・ディーラーのMPIDを用いて注文される以上、不正取引や誤発注があった場合、当該ブローカー・ディーラーに責任がかかってくるのであり、ブローカー・ディーラーはそのために不正発注などのチェックを事前に行う法律上の義務を負っている。しかし高速で行われるダイレクト・マーケット・アクセスの中には、ブローカー・ディーラーのチェックが行き届かないものがあるとされ、「ネイキッド・アクセス (Naked Access)」あるいは「アンフィルタード・アクセス (Unfiltered Access)」と呼ばれて警戒されている。いずれも、ブローカー・ディーラーによる事前チェックのされていない市場アクセスを意味している。

SECは、ダイレクト・マーケット・アクセスのなかでも、ブローカー・ディーラーによる事前チェックの行われないネイキッド／アンフィルタード・アクセスを念頭に、二〇〇九年一月に規制提案を行って、ブローカー・ディーラーによる事前チェックを義務づける方向性を示した。⁽¹⁾

2 ネイキッド・アクセス

機関投資家などがブローカー・ディーラーのMPIDを使って証券取引所などに直接発注を行うダイレクト・マーケット・アクセスは、取引速度を競う環境のなかで近年大きく拡大している。

近年のテクノロジの進展により、アルゴリズム取引などの高度な自動化が進むとともに、取引が急速に高速化したことを背景に、少しでも早くて効率の良い取引を望む投資家のニーズを受けて、ブローカー・ディーラーと顧客の間でダイレクト・マーケット・アクセスの契約を結ぶケースが増えた。従来のようにいったんブローカー・ディーラーに発注してからそれを証券取引所などへ送って執行するやり方に比べて、執行速度が大きく短縮されるだけでなく、人手を省いた発注により投資家サイドのオペレーショナル・コストを低下させたり、ブロー

カー・ディーラーに支払う手数料コストも節約できたりするなど、多くのメリットがある。また、直接発注を前に高度なシステムを導入して、多様な取引戦略をとる選択肢も拡大する。

一方で、こうしたダイレクト・マーケット・アクセスの取り決めのなかには、ブローカー・ディーラーが自らのMPIDを投資家に使わせていながら、顧客の発注の内容について事前にほとんど管理していないケースも多いとされる。ブローカー・ディーラーは、本来であれば市場ルールに反した不正取引の発注や、市場の趨勢から大きく離れた価格での誤発注などを事前にチェックしているが、ダイレクト・マーケット・アクセスでは、システムのチェックを行う仕組みを整えないかぎり、高速で流れていく直接発注を事前にチェックすることはできない。機関投資家が自ら一定のチェックをしていることに信頼を置いていただけで、ブローカー・ディーラーはチェックを事実上行っていないケースも多いとされる。

こうしたブローカー・ディーラーの事前チェックは、個別業者としての観点では、自らの規制上の義務という面と、顧客に対するサービスという面の二種類の性質を持っているが、市場秩序という観点からは、市場に不正な注文が出されることによって、市場が混乱することを防ぐ役割も果たしていると考えられる。誤発注などによって、市場のボラティリティが一時的に高まったり、不正取引が発注されて、市場が混乱したりすることは、市場運営のコストを高めることになり、大きな懸念につながる。

報道によると、⁽²⁾アメリカの調査会社が、主要証券取引所とブローカー、高頻度取引(High Frequency Trade)を行っている投資家および高頻度取引を行う投資家にサービスを提供している会社など二五の調査対象を調べた結果、ブローカー・ディーラーによる事前チェックの行われない注文発注であるネイキッド・アクセスは、アメリカの市場全体で一日平均取引高の三八%を占めると推測されることが発表されている。調査では、ダイレク

ト・マーケット・アクセスそのものは、市場の取引高のおよそ半分とされており、ダイレクト・マーケット・アクセスのかなりの部分が事前チェックのないネイキッド・アクセスになっていることが推測される。

また、同調査では、通常のダイレクト・マーケット・アクセスの場合の執行速度が五五〇―七五〇マイクロセカンドであるのに対して、事前チェックのないネイキッド・アクセスの場合の執行時間はさらに短い二五〇―三五〇マイクロセカンドであるということも述べられ、高速取引を望む投資家がネイキッド・アクセスを多用している可能性が高いことが推測できる。

ネイキッド・アクセスについての公式統計は存在せず、同調査も二五社を対象とした抽出調査にすぎないが、一日平均取引高のおよそ四割が事前チェックのないネイキッド・アクセスであるという調査結果は、市場関係者にかんがりのインパクトを与えたのではないだろうか。

3 ネイキッド・アクセスの問題

SECは今回の規制リリースの中で、現在のような高速の取引環境のもとでは、ブローカー・ディーラーの抱える最も大きなリスクの一つが市場アクセスに関するものだという考えを述べている。リリースでは、アルゴリズム取引の誤作動により、高速で繰り返し誤発注が行われたケースを想定して仮想的な被害額を計算している。それによると、現在、発注速度は一秒間に一〇〇〇件という超高速になっているため、平均価格二〇ドルの株式を三〇〇株取引するという注文に関して誤作動が発生すると、自動執行システムが超高速で繰り返し発注を続けるため、誤作動に気づかずにはならず二秒間放置しただけで、計算上一二万件の誤発注が行われ、金額にして七億二〇〇〇万ドル（約六六〇億円）にのぼるとしている。

この例はかならずしも机上の想定とは言えず、現実起きた例として、二〇〇八年九月三〇日にインターネット検索サービスのグーグル社の株式のボラティリティが異常に高まり、一取引参加者の誤発注が急激に流れ込んだため、一時九三%の値下がりをしたケースが現実にかけている。これにより、ナスダックは、莫大な件数の注文取り消しに対応するとともに、ナスダック一〇〇インデックスの終値の修正を余儀なくされた。

また、同様に、二〇〇九年九月には、サウスウエスト・セキュリティーズ社が四半期で六三〇万ドルの（約五億七〇〇万円）の損失を発表したが、その原因は、同社の契約先のブローカーがクレジット・リミットを越えた多額の取引をしたことを管理できなかったためとしている。サウスウエスト・セキュリティーズ社は、証券取引所から取引の急増について警告を受けたが、管理システムが不十分であったためタイムリーに対応することができず、多額の損失につながったとしている。最近の例では、二〇一〇年一月に、ランバス社の株式が誤発注により日中で三五%も下落し、注文取り消し措置がとられた。こうした例に加えて、SECは二〇〇五年の日本でのみならず証券の誤発注問題についても、人手による誤発注の例として紹介している。

これらは、被害規模は大きいにしても、発端としては比較的単純な誤発注の事例であると言えるが、他にも、空売りのアップティックルールや端株取引などのような特殊な取引に関連したルール違反などの事例が高速自動取引に巻き込まれると、あとの補償や訴訟関連なども含めた非常に大きな経済上・規制上のリスクが発生することが考えられる。また、証券取引所やATS（日本のPTSに相当する取引所外取引システム）などの市場運営者側も、大きな価格変動などの影響を受けて、注文取り消しへの対応だけでなく、前述の例のように発表したインデックスの価格修正を迫られるなど、長期的に見た市場運営コストが高まることが考えられる。

このように、ネイキッド・アクセスのリスクは、当該投資家や、MPIDを使わせているブローカー・ディー

ラーだけにとどまらず、長期的には、市場全体に経済上・規制上のコストとして跳ね返ってくる⁽³⁾と考えられる。

4 ネイキッド・アクセスを禁じる新ルール

以上で見てきたように、SECがネイキッド・アクセスのリスクとして想定しているのは、発注に際してブローカー・ディーラーの事前チェックがないために、①高速取引によって事前に定められたクレジット・リミットを超過した執行が行われてしまうこと、②システムによるもの、人手によるものを問わず誤発注が行われてしまうこと、③SECや証券取引所の取引ルール（取引停止措置や、端株取引・空売りなどに関するルール、最良執行など）に違反した発注がチェックされないまま市場へ流されてしまうことなどである。高速取引時代の特殊な問題として、こうした取引が短時間で繰り返し執行されて大きな市場ボラティリティ増大につながり、市場の混乱を拡大するというのを付け加えても良いだろう。

SECは、こうした問題を懸念して、新しいSECルールRule 15c3-5を提案するリリースを二〇一〇年一月に発表した。新ルールによると、ブローカー・ディーラーは、ダイレクト・マーケット・アクセスを顧客に提供するものも含めて、次のことを義務づけられる。

① 一定のリスク・マネジメントのために、自動化された事前チェックの仕組みを確立することで、事前チェックのないネイキッド・アクセスを防止すること。顧客に対して証券取引所やATSへのダイレクト・マーケット・アクセスを認めているブローカー・ディーラーは、経済的リスク・規制上のリスクや運営上のリスクなどに適切に対処できるようなリスク・マネジメントと監視のための手続きを確立しなければならない。具体的にどのようなシステムを導入するかについては、ビジネスの内容や顧客ベースに応じて、ブローカー・ディーラ

ーごとに柔軟に対応することを認めるが、手続きは文書化しコピーを保存しなければならない。

② (経済的なリスクへの対処) 事前に定められたクレジット・リミットを超えた注文や誤発注を防ぐためにリスク・マネジメントのための管理を確立する。具体的なシステムの中身については、ビジネスの内容や顧客ベースに応じて柔軟に認めるが、現在のような高速取引の環境でリスクエクスポージャーを有効に管理するためには、リスク管理のシステムは自動化されているべきである。ただし、従来通りのブローカレッジを行っている場合には、既存のリスク管理のシステムでも構わないが、基本的には顧客ごとのクレジット・リミットを設ける場合には、セクターごと、銘柄ごとに精緻なリスク管理が行われることが望ましい。

③ (規制上のリスクへの対処) 規則違反などの規制リスクを管理するためのリスク・マネジメントのシステムを確立し、市場アクセスに関連するすべての規則を遵守できるようにすること。顧客のダイレクト・マーケット・アクセスにより発注される注文について、取引停止措置などに対応でき、端株取引や空売りなど、SECや証券取引所などのルールを遵守できるようなシステムを構築すること。

④ 証券取引所やATSに注文を回送するに際して、自動的かつ発注前に適用できるリスク・マネジメントのための管理システムであること。

⑤ リスク・マネジメントのシステムは、基本的にブローカー・ディーラー自身が管理・運営し、第三者にアウトソースしてはならない。

⑥ リスク・マネジメントと監視のためのシステムの有効性をチェックし、ビジネス内容と照らし合わせて問題対処ができるよう最低でも年に一度、定期的にシステムを点検し、記録するとともに定期点検のためのシステムを維持すること。

5 おわりに

アメリカで超高速取引が普及したことを受けて、ダイレクト・マーケット・アクセスが拡大し、高速で効率的な取引が可能になっている一方で、ダイレクト・マーケット・アクセスのかなりの部分が、ブローカー・ディーラーの事前チェックを受けないネイキッド・アクセスと呼ばれる直接市場アクセスによって占められ、誤発注や規制違反などのリスクが高まっていることを見た。

超高速取引の下では、単純な誤発注やルール違反でも、短時間に高速で繰り返し発注がなされるなど、市場全体への影響や被害が急速に拡大することが懸念されている。こうした被害の拡大は、投資家本人はもちろん、ダイレクト・マーケット・アクセスの契約をしているブローカー・ディーラーにも大きな経済上・規制上のリスクをもたらす。また、市場運営者である証券取引所やATSなどの取引所外取引システムも、大きな価格変動などの影響を受けて、注文取り消しなどに対応せねばならず、長期的に見た市場運営コストに跳ね返る可能性は否定できない。

ダイレクト・マーケット・アクセスは、取引の高速化・自動化の波を受けて世界中に広まっており、日本でも、東京証券取引所が新取引システム「アローヘッド」を導入したことなどを受けて、高速取引の機運が高まっているとされる。高速取引という新しい環境下で、ダイレクト・マーケット・アクセスには適切なリスク管理が必要であると考えられる。アメリカで提案された新規制は、三月末までにパブリックコメントが受け付けされた後、最終案が提示される見込みであり、推移が注目される。

注

- (1) Securities and Exchange Commission, "Risk Management Controls for Brokers or Dealers With Market Access", Release No. 34-6139, File No. S07-03-01, January 26, 2010
- (2) Scott Patterson, "Big Slice of Market Is Going 'Naked'", Wall Street Journal, December 14, 2009. 記事の中で紹介されているのは Aite Group による調査会社のレポートである。
- (3) こうした問題に対しては、自主規制機関側も無関心ではなく、すでに FINRA やナスダックが市場アクセスに関する自主ルールを策定している。SEC は、自主規制機関ごとにアクセスのルールを策定するよりも、市場全体に共通な統一ルールの方が実効性が高いとして、SEC ルールを導入する考えである。

(しみず ようこ・客員研究員)