

統合監査追跡システムに関するSEC提案について

清水 葉子

1 はじめに

証券取引委員会（SEC）は、六月八日に証券取引に関する統合監査追跡システム（Consolidated Audit Trail）に関する提案リリースを⁽¹⁾発表した。これは、現在証券取引所ごとに集められている株式等の取引データを、取引所・FINRAで横断的に統一収集し、取引監視目的でリアルタイムの利用を可能にするものである。

アメリカの証券市場では、以前から市場の分裂が問題になっていたが、レギュレーションNMSが施行された二〇〇〇年代の半ばころから、取引所外の取引システム（ATS、わが国のPTSに相当する）を含めた取引の場の分散がさらに進み、一つの銘柄の証券が多くの市場で取引されている。SECの発表によると、アメリカでは単独の証券取引所でNMS証券の取引高の二〇％を超える市場はなく、市場間の激しい競争とそれによる市場の小粒化が進んでいると言えるだろう。市場の分散にともなって、ブローカー・ディーラーとしても、従来のようにメイン市場に取引をつないでおけば一定の質の執行が得られるという認識が変化し、同時に複数市場に接続して少しでも有利な価格や高い流動性を求めて市場探索を行っている。またアルゴリズム取引や高頻度取引といった技術進歩も、複雑化した市場参加者の活動を支えている。

このような市場の分散（分裂）は、一方でスプレッドなどのコスト低下をもたらしたとして評価される一方で、市場監視のコストを増大させる可能性がある。それぞれの銘柄が複数市場にまたがって取引されているため、相

場操縦などの不正行為の監視に際して、一市場だけを監視しても監視の実効性は低く、複数市場にまたがる監視の仕組みが必要となる。したがって、効率的な監視のためには市場間をまたがるデータ整備が不可欠である。従来のアメリカの取引情報追跡の仕組みでは、後で見るように、こうした横断的な市場監視のためのデータベースの整備が十分でなく、市場の急速な発展・分散に規制が追いついていない状態であった。

こうした事情を踏まえて、SECは統合監査追跡システム（Consolidated Audit Trail）に関する提案リリースを発表し、規制が市場のテクノロジと取引状況に追いつくためには、強固で効率的な市場横断型の追跡システムが必要であるとしている。現在、本提案は、八月九日を締め切りとするパブリックコメントを募集しており、とりまとめが待たれる状況である。

2 統合監査追跡システムと「フラッシュ・クラッシュ」

時期的には偶然であるが、五月六日の証券価格急落もこの提案に影響を与えていることをSEC自身が認めている。すでに報じられているように、「フラッシュ・クラッシュ」と呼ばれる五月六日の価格急落では、一四時四〇分からわずか二〇分の間に、ダウ指数が約五%急落、その後さわめて短時間で急速に価格を戻すという大きな価格変動が起きた。その後の調査によって、全体の八六%の証券が二時四〇分の価格に比べて一〇%以上の下落を記録してその日の最安値となり、一四%の証券については最低価格の一セントにまで低下したとされている。この件で、SECは急落の原因についての調査をCFTCと合同で行ったが、はっきりした原因を特定することができなかつた。⁽³⁾

この調査に際して、SECとCFTCは、市場ごとにバラバラに集められている取引記録を集め、時間順に再

構成して分析を行ったが、非常に手間のかかる作業であったとされている。とりわけ高頻度取引などで市場の取引速度がミリ秒カンドのレベルまで高速化していることも、複数市場にまたがる取引記録の再構成と分析を難しくしたと言われる。

もっとも、この提案リリースのためには、昨年からタスクフォースを設立して検討を続けており、五月六日の「フラッシュ・クラッシュ」で統合監査追跡システムの検討はさらに進んだと考えられる。

3 現在の取引追跡システム

現在は、電子ブルーシートシステム（EBS）およびRule7a25に基づく取引情報の追跡が行われている。ブルーシートとは、一九八〇年代まで使われていた取引情報提供の仕組みで、SECや証券取引所による市場監視などの規制上の要請に対して、ブローカー・ディーラーが書面によって情報提供していた。書面であるため迅速性に欠け、分析にも不便であるとして、一九八〇年代後半に、電子化されて現在のEBSシステムとなっている。

EBSシステムの下で、各証券取引所は独自の取引追跡ルールを持ち、自らの取引参加メンバーに対して適用している。具体的には、FINRAはOATS（Order Audit Trail System）、NYSEはOATS（Order Tracking System）、オプション取引所はCOATS（Consolidated Audit Trail System）とよばれるシステムを運用している。

SECによると、EBSシステムは特定証券に関する不正行為の調査を目的に狭くデザインされたものである。そのため、複数市場にまたがる不正行為や、市場全体にわたる大規模な異常事態に対して十分な対応ができない。ま

た、取引所によって提出を求めるデータのフォーマットに違いがあり、統一したデータ収集が難しい。五月六日のフラッシュ・クラッシュで、複数市場にわたる取引記録の再構成にSECが手間取ったのは、こうした事情によると考えられる。現在の市場は、ハイスピードで分散しており、しかも互いに影響を及ぼし合っているので、統一されたデータ収集が不可欠である。

4 提案の内容

ミリセカンドというハイスピードで、分散した市場で行われる取引が互いに影響を及ぼし合いながら行われている現在の証券取引に対して、実効性のある規制を行うためには、統一的な取引データ収集が不可欠である。今回の提案リリースでは、全米のすべての証券取引所とFINRAが、取引データ保管センター（Central Data Repository）を合同で設立し、保有・運営することが提案されている。

情報提供を求められる対象商品は、現時点ではNMS証券が想定されているが、SECは将来的にデータの範囲を拡大することを示唆しており、NMS以外の株式、債券、資産担保証券、スワップ取引なども含める可能性があるとしている。収集対象は、顧客からの委託注文およびブローカー・ディーラーの自己売買による取引であり、市場での売り・買いの気配のすべてを時間順に並べた情報を提供することが求められる。

情報提供義務を課されるのは、証券取引所およびそのメンバーであり、注文の受け取りおよび発注に加えて、取引の訂正、キャンセル、回送、執行のすべてについて報告義務が課される。ATSや、取引所メンバーではないブローカー・ディーラーもFINRAメンバーであることから、同様に報告義務を課される。

提供する情報の内容には、リアルタイムで提供を義務づけられているものと、迅速な提供を義務づけられてい

るものがある。リアルタイムで提供することを義務づけられているのは、①一般的な注文情報（NMS証券の銘柄番号、証券の種類、価格、サイズ、注文のタイプ、その他特別な取り扱い指示）、②注文につけられる固有の識別番号、③顧客を特定化するに十分な情報（大口取引者などの識別番号がある場合はその番号、顧客口座情報）、④ミリセカンドでの注文の発生・受け取り・回送・修正・キャンセル・執行、⑤ブローカー・ディーラーおよび執行市場の識別番号、⑥注文を受け取った支店および証券営業員の識別番号、⑦証券会社内で注文を回送した部局の情報。

一方、迅速な情報提供とは、リアルタイムでなく、その日のうちに情報提供することを指し、執行が行われた口座のサブアカウントナンバーや、クリアリング・ブローカーまたはプライム・ブローカーの識別番号、執行の相手方となった注文の識別番号、決済条件、空売りの借り手情報と識別番号、手数料に関する情報、キャンセルされた取引についてはキャンセル取引の表示などがこれに含まれる。

また、このプランに参加する取引所やFINRAは、コンピューター上の時刻を同期化しておくことも求められる。従来、時刻の同期化が行われていなかったため、複数市場の情報を統合して再構成するのに大きな手間がかかっていたとされるからである。

SECはこうした提案内容に加えて、リアルタイムの取引情報の情報漏れがプライバシー問題を引き起こす可能性については十分留意していることを述べている。

5 おわりに

今回の統合監査追跡システムに関する提案は、SECが行ってきた「市場構造問題（Market Structure Issue）」

に関する一連の取り組みの一つに位置づけられている。SECのこの間の集中的な取り組みをまとめると、表1のようになるだろう。

アメリカの証券市場では、市場分散と競争拡大による効率化が進んだとされるが、一方で、表1のように、競争を確保するための規制上の様々な手当てが必要であり、競争確保のためにシステム整備などの直接的なコストのほか、規制の複雑化にかかるコストなど間接的な意味でのコストがかかっていることを示して

表1 SECによる「市場構造問題」に関する一連の取り組み

取り組み	時期	内 容
フラッシュ・オーダーの禁止 (提案リリース)	2009年9月	Rule602で一定の条件を満たした注文に対して、気配表示義務を免除するとした例外規定を削除。例外規定では、執行されなければすぐにキャンセルされるタイプの注文(Immediate or Cancel, IOC)は、気配システムに反映しなくて良いため、フラッシュ注文として多用されていたが、気配に反映されない注文があることが市場を分裂させたり、気配表示のディスインセンティブになったりするなどとして禁止に。
ダークプールの透明性向上 (提案リリース)	2009年10月	気配とみなされない注文形態を多用したり、気配開示義務のない小規模ATSを使ったりする「見えない流動性」の透明性向上。気配表示範囲を拡大するとともに、小規模ATSにも気配開示義務を課した。
市場構造に関するコンセプトリリース	2010年1月	アメリカ証券市場の現状について、全般的な問題点を列挙して関係者からコメントを求めるもの。
ネイキッド・アクセスの禁止 (提案リリース)	2010年1月	投資家がブローカー・ディーラーの事前の発注確認を受けずに、システムの直接証券市場に注文を発注している問題について、現在のような自動化・高速取引の環境の下では、誤発注や不正取引が市場全体に大きな影響を及ぼしうるとして禁止。
大口取引者情報の収集 (提案リリース)	2010年5月	一定限度を超える取引を行う投資家はSECに申告してID番号を受け、ブローカー・ディーラーにIDを伝えて発注。ブローカー・ディーラーはIDごとに取引記録を管理。大口取引の情報を迅速に得ることで市場を効率的にモニターし、取引行動を分析することが目的。
統合監査追跡システム (提案リリース)	2010年6月	市場が大きく分散した結果、市場全体として取引の流れを把握するための単一のデータが存在しないため、不正取引の追跡や異常事態の再構成・分析のために複数市場の取引データをバッチワークしなくても済むよう、市場横断的に取引情報の統一収集を行う。

いると考えられる。

今回の統合監査追跡システムに関しても、直接的なコストとして、証券取引所にデータ保管センターのシステム開発と運営のための大きなコストがかかることが指摘されているほか、ブローカー・ディーラーにもコンプライアンスのためのコストが予想される。リリースでは、前者について、システム構築のための初期費用として四〇億ドル、その後の維持・運営のために年間二億ドルのコストがかかることが想定されている。

また、コスト以外にも、顧客のプライバシー保護上の問題が発生しないか、取引活動の関する情報漏れによって規制以外の目的に利用される恐れはないか、アメリカ市場の利用回避などにつながらないかといった問題が指摘されている。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (2010), "Consolidated Audit Trail: Proposed Rules", Release No. 34-62174, FR, June 8, 2010.
- (2) Securities and Exchange Commission (2009), "Regulation of Non-Public Trading Interest: Proposed Rules", Release No. 34-60997, FR, Nov 23, 2009.
- (3) Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues: Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", May 18, 2010. 詳細については吉川真裕 (二〇一〇) 「ブラッキング・クラッシュ〜米国株価急変動の実態〜」証研レポート一六六〇号、二〇一〇年六月。

(しみず ようじゅ・客員研究員)