

統合取引追跡システムに関するSEC最終提案

清水 葉子

1 はじめに

SECは二〇一二年七月一日にルール六二三を採択し、統合取引追跡システム（Consolidated Audit Trail, CAT）導入を最終決定した。^{（1）} 取引所とFINRAに共同で市場横断的な取引報告システムを設立させ、アメリカ証券市場全体で統一的な取引情報を集約するものである。このシステムによって、検索可能で、時系列的・市場横断的な取引情報のデータベースができ、規制当局にとって市場の分散に対応した形で取引情報の把握が可能になることが見込まれる。

市場間競争の進んだアメリカでは、一つの金融商品の取引が複数の取引所にわたっているだけでなく、さまざまな取引所外取引システム（日本のPTSに相当）や証券会社の店内付け合わせにも分散している。発注側は、大きく分散した取引の場に対して、アルゴリズムやスマート・オーダー・ルーティングなどのコンピューター・プログラムを利用し、自動化した取引を高速で行っている。

市場分散と高速取引は、スプレッドの縮小や流動性の増大などの大きなメリットをもたらす一方で、取引状況の把握を複雑にし、市場監視のコストを増加させる可能性がある。金融商品が複数市場にまたがって高速取引されているため、相場操縦などの不正取引に対して一市場だけを監視しても実効性は低く、複数市場にまたがる統合的な監視体制が必要となるからである。現在のアメリカの取引情報の追跡システムは一市場ごとに独立して構

築されており、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、市場の急速な発展に規制が追いついていないとされていた。

2 現状の取引追跡システム

現在のアメリカ証券市場では、自主規制機関ごとに取引情報を収集しているため、複数市場にわたる取引の再構成が難しい。取引所等は、電子ブルーシートシステム（EBS）によって取引情報を収集しているが、このシステムは一市場での市場監視が前提であることから、自主規制機関によって取引データを提出するためのフォーマットが異なっており、運営ルールも統一されていない。

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の報告の仕組みで、SECや証券取引所の規制上の要請に基づいて、ブローカー・ディーラーが書面によって取引情報を提供していた。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に変更された。EBSの下で、各証券取引所は独自の取引情報収集ルールを持ち、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がOATS（Order Audit Trail System）、NYSEがOTIS（Order Tracking System）、オプション取引所がCOATS（Consolidated Audit Trail System）を用いるなどして取引情報を収集している。このように、市場ごとのシステムがまちまちであるため、証券市場全体として統一的な取引情報の集約は行われていない。

取引情報の収集が市場分散の実態に追いついていないという問題は、二〇一〇年五月のフラッシュ・クラッシュによって明らかとなった。フラッシュ・クラッシュでは、短時間に多くの取引市場間・金融商品間にわたって連鎖的に急激な価格変動が発生し、市場に大きな混乱がもたらされた。急激な価格変動の原因を探るために、S

SECとCFTCが事後的に共同調査を行ったが、調査に際しては、市場ごとにバラバラに集められている取引記録を集約し、時間順に再構成したとされる。市場分散が進んだアメリカ証券市場で、マイクロ秒という高速・高頻度で行われる取引を再構成することは容易ではなく、全米一三の証券取引所、一〇のオプション取引所、二〇〇を超える取引所外取引およびブローカー・ディーラーの店内付け合わせにわたる全取引の分析に、二〇人の人員で三ヶ月を要したとも言われている。

SECは、フラッシュ・クラッシュ後もない二〇一〇年六月に、統合取引追跡システムの導入に関するルール提案を提出している。⁽²⁾ただ、フラッシュ・クラッシュがこの提案に影響を与えていることはSECも認めているものの、提案がフラッシュ・クラッシュの一ヶ月後であったのは偶然であり、その一年前からタスクフォースを設立してルール変更の検討を続けていたとされる。今回の最終ルールは、二〇一〇年のルール提案後にパブリックコメントを受け、修正の上で採択されたものである。

3 新ルールの概要

今回採択された最終ルールの概要は以下の通りである。

(1) 取引所とFINRAが合同で統合取引追跡システム(CAT)の設立と運営のための共同NMSプラン⁽³⁾を作成してSECに届出を行う。届出内容には追跡システムの機能、運営の意思決定のあり方、コスト・ベネフィット分析、資金計画を盛り込むことが定められているほか、代替的アプローチ・競争と効率性・企業の資金調達に対する影響についての分析も求められる。

(2) 統合取引追跡システムは、時系列的に全注文および気配に関する情報を収集する。報告対象となるのは、

取引の受注、発注、修正、キャンセル、回送、執行（一部または全部）と、注文が市場に出されてから最終的に執行されるまでのすべてのイベントに及ぶ幅広いものとなる。

(3) 報告者は取引所、FINRA、ブローカー・ディーラーとされ、ブローカー・ディーラーには「CAT報告者 (reporter) ID」、顧客には「CAT顧客 (customer) ID」、注文には「CAT注文 (order) ID」を付与する。報告は、すべてIDによって統一的に行う（市場間で回送された注文は、後で再構成できれば市場ごとに異なるIDとなっても良い）。

(4) 報告者のシステム時計を標準時（東部時間）に同期させて、報告の時系列順を維持すること。

(5) すべての注文は基本的に翌日の午前八時（東部時間）までに報告することが義務づけられる（「+」データ）が、大口取引などには遅延が認められる（遅延データ）。

(6) 「+」データの報告内容は以下の通りである。①顧客ID。②注文IDおよびそれに関連する注文ID（注文が市場間で回送されたり、執行に際して分割されたりする場合）。③注文に関する全イベントごとに、取り扱いに関わった報告者ID。④注文情報として、銘柄シンボル、証券のタイプ、価格、サイズへ表示・非表示、バイサイド／セルサイドの別、注文タイプへ売りの場合はロング、ショート、ショート免除、執行限度時刻、上場オプションか否か、オプションタイプヘット、コール、オプションシンボルまたはルートシンボル、原証券、権利行使価格、満期日、その他の特別取り扱い指示。⑤ブローカー・ディーラー内で注文を取り扱ったデスクと社内回送情報。⑥注文に関する全イベントの時刻。⑦注文に関する修正、価格、執行されなかった残りサイズ。⑧執行関係の情報（自己か委託か、価格とサイズ。関連執行報告の有無⁽⁴⁾）。

(7) CATのプランにはコンプライアンス担当者を置いて、情報保護や運営について監督を行うこと。取引

所・FINRAもシステムの監督や強化に努めること。

4 二〇一〇年のルール提案からの変更点

二年前に提案された内容からの変更点は以下の通りである。①ルール提案ではリアルタイム報告が想定されていたが、実際の最終ルールでは翌日の午前八時（東部時間）までの報告とされた（「十一」）。リアルタイム報告には、コスト面で強い反対があったとされる。②同じく提案時点では、報告は全自主規制機関が統一フォーマットを用いて行うこととされていたが、最終案では自主規制機関ごとに異なるフォーマットであっても可とされた。ただしSEC提出時点でフォーマットが統一できることが条件となる。おそらく、現在使われている市場ごとのシステムを継続利用できるようにすることで、コスト面に配慮したためと推測できる。③二〇一〇年ルール提案で想定されていた報告情報のいくつかは省略された（取引を受注した支店と営業員、注文が勧誘によるものか否か、顧客の当該証券についての既ポジションの有無、空売りの借り株情報、手数料額、手数料支払い先ブローカー・ディーラー、決済関係の特別情報など）。④収集した情報の保護と、会員証券を代表するアドバイザー委員会の設立が最終ルールで追加された⁽⁵⁾。

5 導入スケジュール

取引所とFINRAは、本最終ルール施行後二七〇日までに、会員の意見を考慮した上で統合取引追跡システムの共同NMSプランを作成し、SECに対して届出を行う。SECはこれに対してパブリック・コメントを募集する。プランの認可は届出の二二〇日後（必要があれば一八〇日に延期可能）とされる。プラン認可の六〇日

以内に取引所とFINRAは必要なルール変更の手続きを行う。

プランの認可後二年以内にブローカー・ディーラーの統合取引追跡システムへの報告が開始され（資本金五〇万ドル以下の小規模ブローカー・ディーラーには延期措置あり）、三年以内に小規模ブローカー・ディーラーも含めた全ブローカー・ディーラーが報告を開始する。

このスケジュールに従うと、プランの認可は早くて一三ヶ月先となり、全ブローカー・ディーラーの報告開始は、さらにその三年後となる。

なお、本ルールによる統合取引追跡システムは、NMS証券（上場証券とオプション）の流通市場のみが対象であるが、SECは将来的に発行市場も対象に含めることについての検討も自主規制機関に求めている。また、統合取引追跡システムのルール施行後、六〇日以内にOTC証券と債券を対象にすることについての検討もあわせて求めている。

6 おわりに

今回採択された最終ルールに基づいて、統合取引追跡システムの実際の運用が始まると、証券市場全体にわたる膨大な取引に関する「ビッグデータ」が収集されることとなる。このことは、市場監視・不正取引の防止という視点からは、市場分散が進んだアメリカ証券市場の効果的な監視を可能にすることから、大きな進歩であるといえる。また、適切に利用すれば、証券市場の動向や市場のあり方に関する分析を行う際の有用な統計データとなる可能性も高い。

一方、これだけのビッグデータである以上、情報漏洩や不正利用が行われた場合の問題もまた大きくなる。か

りに情報漏洩等によって、顧客の個人情報・取引情報が不正入手されれば大きな問題となる。また、トレーダーにとっても、取引情報がライバルに入手されて、アルゴリズムのリバースエンジニアリングが行われ、取引戦略を取引データから逆算して推測されてしまうと大きな問題となる。取引所が、ライバル取引所の取引情報を入力するなどして、お互いのビジネスモデルの中核が漏洩することも考えられないことではない。

SECは、統合取引追跡システムを運営する自主規制機関に対して、情報保護のための施策と手順の制定を求めている（データへのアクセス情報のトラッキング、情報バリアの策定など）が、情報保護に関する市場関係者の懸念は強いとされている。

また、統合取引追跡システムで顧客情報も含めた取引情報の収集が始まると、自身の情報を収集されることを嫌う投資家が、アメリカ市場から取引を流出させるのではないかという懸念も見られるようである。さらには、外国のブローカー・ディーラーを経由して国内ブローカー・ディーラーに発注することで、SECに最終顧客の情報を出すことを逃れられるとする見方もあり、情報収集を嫌う投資家が、外国ブローカー・ディーラーを隠れ蓑にする可能性も指摘されている。

また、コスト面での懸念も残る。提案時点では新規の統一システムを立ち上げ、リアルタイムの情報収集を行うことが構想されていたが、最終ルールでは、翌日午前八時までの事後的な報告となり、既存システムの拡張で対応することも可能となった（ただし、先述した通り、SECにデータを提出する時点では、統一フォーマットになっていなければならない）。これによってコストはある程度抑えられるかと思われるが、それでも業界全体でかなりの負担となると考えられる。さらに、個別のブローカー・ディーラーのシステム対応コストが別途必要となるので、広義の導入コストはもっと大きいものとなるだろう。

今回の最終ルールでは、SECはプランの要件だけを定め、具体的なシステム内容の決定を自主規制機関に任せて、届出後に認可する方式をとっているが、これは、業界コストに配慮したものと考えられる。また、実際の稼働までにかかなりの期間猶予をとっていることにもコストへの配慮が伺われる。SECは、実際のコストやシステムの内容は、自主規制機関の具体的なプランが届出されるまで分からないという姿勢であるため、稼働までにどのような議論が行われるかが注目される。

注

- (1) Securities and Exchange Commission "Consolidated Audit Trail, Final Rule" Release No. 34-67457
- (2) 清水葉子(二〇一〇)「統合監査追跡システムに関するSEC提案について」『証研レポート』二六六一号、二〇一〇年八月、参照。
- (3) 共同NMSプラン(Joint NMS Plan)とは、自主規制機関が共同で出資して設立し、共同運営する組織を指す。例えば、各市場の取引価格をブローカー・ディーラーや情報ベンダーに配信するシステムは、取引所が共同出資で設立し、各市場の価格情報を集約して配信し、得られた手数料を各市場に配分する共同NMSプランとして運営されている。
- (4) 遅延データについても、同様に詳細な報告内容が定められている。
- (5) なお、既に提案されている大口取引者情報の収集(Large Trader Reporting, Rule13h-1)は今回のルールと重複するため、削除されることが示唆されているが、はつきりしない。

(しみず ようこ・客員研究員)