

ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制 ↳プロップ・ファームをFINRA会員へ↳

清水 葉子

1 はじめに

SECは、いわゆるプロップ・ファームと呼ばれるディーリング専門会社に対して、米国金融業規制機構（FINRA）会員登録を求めるルール改正を二〇一五年三月に提案した。⁽¹⁾ FINRAは、二〇〇七年に全米証券業協会とニューヨーク証券取引所の自主規制部門の統合により設立された自主規制機関であり、全米の証券会社が加盟している。プロップ・ファームは、SEC登録上は証券会社（ブローカー・ディーラー）であるが、自己勘定での取引だけを行い顧客口座を持たないため、後で述べるようなSECルール上の例外規定が適用されており、FINRA登録を免除されてきた。

プロップ・ファームは自己勘定でのディーリングを専門にする業者であることから、当然のこととして取引技術の高度化に敏感であり、多くはハイフリクエンシー・トレーディング（HFT）を行っていると考えられる。HFTに対する規制のあり方については、様々な見解があつて簡単に結論の出せる問題ではないが、HFTの一角を占めるプロップ・ファームがFINRAに対して取引報告義務を負わずにいたことが、アメリカでのHFTの不透明さに対する批判につながっていたのであれば、SECルール改正によるFINRA登録は間接的なHFT

T規制と解釈することもでき、世界のHFT規制の動向とあわせて興味深い。

2 プロップ・ファーム

プロップ・ファームは、Proprietary Trading Firmを指し、広い意味では自己資金で証券取引を行うディーリング専門業者を指す。通常の証券会社も自己勘定取引を行っているが、プロップ・ファームは、顧客口座を全く持たず自己売買のみで収益を上げるビジネスであるという点が異なる。

こうした業者が、いわゆるデイトレーダーやファンドなどのバイサイド投資家として取引を行うのではなく、わざわざ証券会社登録を行うのは、証券会社としてダイレクトに取引所等の市場にアクセスできるという点もさることながら、アメリカの証券市場特有の手数料体系によるのも大きい。

アメリカの市場運営者（取引所）は、通常の取引所手数料のように、取引参加者の双方から手数料を徴収するばかりではなく、例えばテイカー・メーカー・メーカー・フィーのように、取引参加者の一方にリベートを渡す方式が定着している。テイカー・メーカー・フィーと呼ばれる手数料体系では、指値注文を出した取引参加者には市場運営者（取引所）側からリベートを渡し、逆に指値注文に成行注文をぶつけて取引を成立させた取引参加者から市場運営者が手数料を徴収する。市場運営者は、成行注文を出した参加者から徴収した手数料と、指値注文を出した参加者に渡すリベートとの差額を収益としている。指値注文は市場に流動性を供給しているという解釈からこのような手数料体系が生まれたとされ、市場運営者もリベートによって流動性を獲得することができる。

アメリカのHFTは、こうした手数料体系を背景に、巧みにポジション調整をしながら高速で指値注文を出すことで、市場から受け取るリベートを大きな収益源としている。リベートは、市場（取引所）の直接参加者でな

いと受け取れないため、プロップ・ファームは単なる投資家として取引を行うのではなく、証券会社登録をして市場の直接参加者になっていると考えられる。

3 プロップ・ファームのFINRA登録免除

アメリカの証券会社（ブローカー・ディーラー）は、自身が取引を行う取引所の会員となるが、並行して取引所外取引を行う場合には、FINRAの会員にもならなければならない⁽²⁾。例えばニューヨーク証券取引所の会員としてニューヨーク証券取引所で取引を行う証券会社でも、並行してナスダック上場証券の取引も行うであろうし、それに加えてATSやダークプールを含む多様な取引所外取引の場でも取引を行うので、取引の場はニューヨーク証券取引所に限定されない。結果として、証券会社は基本的にFINRA登録を行うことになる。

ところが、この規定には、スペシャリストやフロアブローカーを前提にした例外規定が設けられている。スペシャリスト等も、ポジション処分や、取引所間注文回送等のために取引所外取引を行うことがあるが、こうしたスペシャリスト等の自己勘定での取引は、すでに取引所の自主規制の監督下に置かれているのでFINRA会員として重複規制される必要がないからである。

このことから、SECルール⁽³⁾では、次の三つの条件を満たしている場合には、FINRA登録を免除するとしている。①国法証券取引所の会員であること、②顧客口座を持たないこと、③会員となっている取引所以外の場所で行う証券取引からの総収入が一〇〇〇ドル以下であること（「最低額要件」）。ただし、最低額要件は、他のブローカー・ディーラーとの間あるいはそれを通じた（他取引所等での）自己勘定取引を除く⁽⁴⁾。この例外規定があるために、スペシャリスト等が取引所外で自己勘定取引をどれだけ行ってもFINRA登録は求められない。

ところが、プロップ・ファームは、自己勘定取引だけを行って顧客口座を持たないため、スペシャリストでもフロアブローカーでもないにもかかわらず、この例外規定がそっくり当てはまる。このことから、プロップ・ファームは、一つの取引所の会員となれば、自己勘定でどれだけ取引所外取引を行っていても、FINRA登録を免除されてきた。かつてはプロップ・ファームは電子取引を駆使するとはいえ小規模な自己勘定業者だったので、規制の隙間になっていても大きな問題にならなかったと考えられるが、二〇〇〇年代に入って徐々に存在感を増し、HFTの拡大とともに大きな影響を及ぼすようになった。プロップ・ファームの中には、トレードボット・システムズのように、二〇〇五年に自ら取引所外市場であるBATSを立ち上げて、二〇〇八年には取引所としてのステータスを獲得し、全米NMS証券の二割の取引シェアにまで成長させた業者もあり、取引参加者としてだけでなく、市場運営者としても大きな存在になるものが現れた。

4 規制変更の提案

プロップ・ファームの多くがHFTとして市場間をまたいで取引を行っており、取引高シェアを拡大させているにもかかわらず、FINRA登録を免除されていることは、大きな規制の隙間となっていることが認識されるようになった。単一取引所の中での取引については、当該取引所が取引監視等を行っていても、プロップ・ファームの取引所外取引について、十分な取引監視を受けられる状態にない。(とりわけ、一つの取引所の会員となりながら、もっぱら取引所外取引を行うことで、自主規制逃れに近い行動が可能となる。)

また、プロップ・ファームがFINRA非会員であることから、市場監督費用の負担を免れている点でも現行ルールは公平性を欠いている。FINRAの自主規制コストをまかなうための会費であるTAFについても、S

ECなど当局の規制コストの代行徴収であるSection 3手数料についても、FINRA非会員からは徴収されていない。FINRA会員と非会員が取引を行った場合でも、会員のみが規制コストを負担するケースなどがあり不公平であるとしている。

現在の規制は、スペシャリストやフロアブローカーだけを想定して免除規定を設けているが、この免除規定が顧客口座を持たないプロップ・ファームにあてはまってしまうことから問題が発生していると考えられる。このことから、SECは、免除規定の内容を以下のように改定して、プロップ・ファームにもFINRA登録が義務付けられるようにルール変更を提案している。

(1) 最低額要件を削除し、自己勘定取引のみを行う(顧客口座のない)ブローカー・ディーラーであっても、自身が会員となっている取引所以外の取引を少しでも行うならばFINRA登録が求められるようにルールを改正する

(2) 従来のスペシャリスト・フロアブローカーについては、フロアでの取引のヘッジにかかわる取引所外取引のみ認める。その場合、書面での業務手続きの提出を義務付ける。業務手続きの内容はビジネスモデルやポジションの状況に依存したもので良い。

(3) 取引所外取引が、自身が会員となっている取引所からのトレード・スルーを回避するための回送注文のみである場合は例外とする(レギュレーションMSが義務付けている注文回送を行う場合)。

以上のルール変更によって、FINRA登録を免除されるブローカー・ディーラーは厳密にスペシャリスト等のみとなり、プロップ・ファームはFINRA登録が義務付けられ、FINRAに対する取引報告も行われることになると考えられる。プロップ・ファームの多くはHFTであると考えられることから、HFTの取引につい

て一定の透明性の向上を期待できる。

5 プロップ・ファームの現状

多くをHFTが占めていると考えられるプロップ・ファームであるが、プロップ・ファーム全体の状況は必ずしも明らかになっていない。今回のルール変更のリリースから、プロップ・ファームの状況のわかるデータを拾ってみよう。

リリースの発表された二〇一五年三月時点で、SEC登録を行っている証券会社（ブローカー・ディーラー）は四二〇九社あり、うちFINRA会員は四〇五七社であることから、この差の一五二社がなんらかの理由でFINRA会員でない証券会社であるということになる。

ブローカー・ディーラーには、顧客口座を持つ通常のブローカー業務に加えて、清算業務を行うクリアリング・ブローカーがある。クリアリング・ブローカーは二八四社（二〇一四年第4四半期）である。この一部に清算業務のみに特化したクリアリング・ブローカーがある。また、このほかにも、政府債ディーラー、私募のみの取り扱い、ミューチュアルファンド関連の業務のみに、顧客口座を持たない業態が存在する。スペシャリストやフロアブローカーも顧客口座を持たない。

FINRA登録を行っていない一二五社（先の一五二社との相違の理由は不明）に焦点をあてると、うち七七社は国法証券取引所でのフロアー取引を報告している（Form BDによる）。また、この中には、取引を単一取引所に限定しているものも含まれる（会員となっている取引所以外での取引がないため、FINRA登録はそもそも行わなくて良い）。こうした業者以外の業者が、規制の隙間になっているプロップ・ファームであると考えら

れる。

プロップ・ファームの取引規模については、プロップ・ファームの取引の相手方がFINRA会員であれば、その会員を通じてFINRAの取引報告システムOATSに報告されるので、FINRAが把握することが可能である。二〇一四年第4四半期に行われた一〇四五億ドルの取引所外取引のうち、三六九億ドル(三五・三二%)はFINRA非会員から受けたものであることが判明している。一方、FINRA非会員業者どうしの取引の場合、FINRAへの報告が行われない。

代替的取引システム(ATTS、おおむね日本のPTSに相当)に関しては、FINRA非会員からの注文が四・九九%を占めている。なお、ATTSは稼働している市場が四四市場あり、NMS証券の取引の約一二%のシェアを占めていることから、FINRA非会員業者の取引は、NMS証券の取引のおよそ六%を占めていることになる。ATTS以外の取引所外取引のシェアは約一九%である。

FINRA非会員業者の個別の取引量は、FINRAへの報告がないので把握することができない。自発的に取引を開示している一四の非会員業者のデータによれば、ATTS取引の最もアクティブな業者が一九・三二%を占め、最もアクティブでない業者はほぼゼロであるとしている。

FINRA非会員業者は、取引所での取引も活発に行っている。一三の非会員業者が取引所(NYSE、BATS、Nasdaq)の取引の一七・二五%を占める。このBATS-Yでは二七・三二%と非常に大きい一方、取引所の中で最もFINRA非会員業者の取引が少ないのはニューヨーク証券取引所で、五・五四%である。

市場監視費用の負担の面でも、FINRA会員と非会員とは公平性を欠いている。前述のように、FINRAは、会員から二種類の会費を徴収しており、一つは自らの自主規制コストをまかなうためのTAFと呼ばれる

会費であるが、もう一つはSECなどの当局の規制コストをまかなうための手数料を代行徴収しているものである。いずれの費用もFINRA非会員は納めておらず、総額はSECの推計によると三百二十万ドルにのぼるとされる。

まとめ

以上のように、現状では、プロップ・ファームは一つの取引所の会員になれば、自己売買をどれだけおこなおうとFINRA登録を免除されており、会員となった取引所の外でどれだけ自己売買で取引を行ってもFINRAへの報告義務がない。極論すれば、形式的にどこかの取引所の会員になった上で、ほとんどの取引を取引所外で行うことができる。SECのリリースからは、FINRA非会員業者の中には、単一取引所のみ所属しつつ、その取引所の管轄外での取引が多い業者がいることがうかがえる。

取引所は、基本的に自市場での取引活動を監視することになるので、会員であっても他市場あるいは取引所外での取引を監視するわけではない。アメリカでは、取引の場が分散した結果、いわゆるメイン市場といえる取引の場が存在していないことから、もっとも包括的に取引全体を監視できるのがFINRAになっている。かつては取引所での取引は取引所が監視し、取引所外取引の監視はFINRAが行うことで自主規制の住み分けが可能であったが、現状ではこうした切り分けが不可能になっていることが理解できる。

ルール提案は、パブリックコメント期間を終えたところであり、今後の帰趨は明らかでないが、もしこのルールが成立した場合には、FINRA非会員業者の選択肢は、①会員となった取引所のみで取引を行う、②自ら自主規制機関を立ち上げてその会員となる、③ブローカー・ディーラー登録をやめて、投資家として証券取引を行

う、④FINRA会員となる、のいずれかになると考えられる。①は、HFTとして市場をまたいだ取引をしている現状からすると考えにくく、②も現実的ではない。③は、市場サイドからのリポートを受け取るマーケットメイキング型のHFTにとってはリポートという収入源を失うことになるので、ビジネスモデルを大きく変えることになる。このため、現実性のある選択肢は④のFINRA会員になることであろう。その場合、多くがHFTであるとされるプロップ・ファームの取引がFINRAに報告されることになり、HFTの行動の透明性が向上することが期待される。

アメリカでは、他の国以上にHFTの取引行動が不透明であると批判されるが、その理由の一つに、HFTがプロップ・ファームというビジネス形態をとることで生じる規制の隙間を利用してFINRA登録免除といういわば特権を利用してきたこともあるのではないだろうか。

注

- (1) SEC(2015) "Exemption for Certain Exchange Members", Release No.34-74581; File No. S7-05-15' 一〇一五年三月
- (2) 証券取引所法15(b)(8)
- (3) SECルール15(b)9-1
- (4) かつてスペシャリスト等は、SEC-Only (SECO) という別段の監督下に置かれていたが、のちに廃止され、現在の例外規定にまとめられたとされる。

(しみず ようこ・客員研究員)