

米国ATS（代替的取引システム）の透明性向上のためのSECルール提案

清水 葉子

1 はじめに

アメリカの証券市場は、証券取引の場が大きく分散していることが市場構造上の大きな特徴である。現在、アメリカには一一の登録証券取引所と、四〇あまりの代替的取引システム（Alternative Trading Systems, ATS）と呼ばれる取引所外取引システム（日本のPTSに相当する）とが市場（証券取引の場）として稼働しており、一つの銘柄の株式が多くの市場で取引されている。

こうした複雑な市場構造は、一般的には、市場（運営者）間の競争を通じて効率性を高め取引コストを低下させるとして歓迎されるが、他方では、ブローカー・ディーラーがどの市場でより有利な取引ができるかを見つげるための広義の探索コストを高める、また、市場運営者と市場参加者との間の利害関係を複雑化するとして問題視されている面も否定できない。

本稿では、これまで公式統計が十分でなかったATSの取引高の詳細を紹介しつつ、二〇一五年一月に提案されたATSの透明性を向上するための新しいSECルール提案について紹介する。

新しいルール提案の内容は大きく分けて二点あり、一点目は、これまではATSの実際に参加者にしか分からなかった価格決定や執行に関わるルール、手数料体系、注文回送の方法等が、SECへの届出とSECウェブサイトにでの公開を通じて誰にでも見られるように公開することである。証券取引所は、こうした市場運営に関わる

事項について、ルール変更の時点で公開されてパブリックコメントに付され、SECの認可を経て施行に至ることからすると、市場運営の透明性向上を図るルール変更は、ATSをより取引所に近づけるという性格を持っている。

さらに、SECのルール提案の二点目は、ATSの運営者がブローカー・ディーラーであることから、本来のブローカー・ディーラーとしての業務と、市場運営業務であるATS業務との間に利益相反があることを重視して、利益相反に関わる事項についても詳細な開示を求める規定が盛り込まれている。運営者ブローカー・ディーラーがATSで有利な立場で自己売買等を行ったり、あるいはその事実を利用者に開示していなかったりしたことで処分事例が発生し、ATS、特に気配開示義務のないダークプールに対する批判が高まっていることを受けた対応であると考えられる。

2 アメリカ証券市場の分散とATSのシェア

図表1は、最近のアメリカ証券市場の市場別取引高を示したものである。一つの運営主体が複数の市場を開設することができるため、例えばニューヨーク証券取引所は、ニューヨーク証券取引所の他に、NYSE Arca、NYSE MKT (旧AMEX証券取引所) の三つの市場を開設しているが、合計取引シェアは全市場の二五・五%に過ぎない。ナスダック証券取引所も合計三つの証券市場を運営しているが、取引シェアは二一・〇%である。

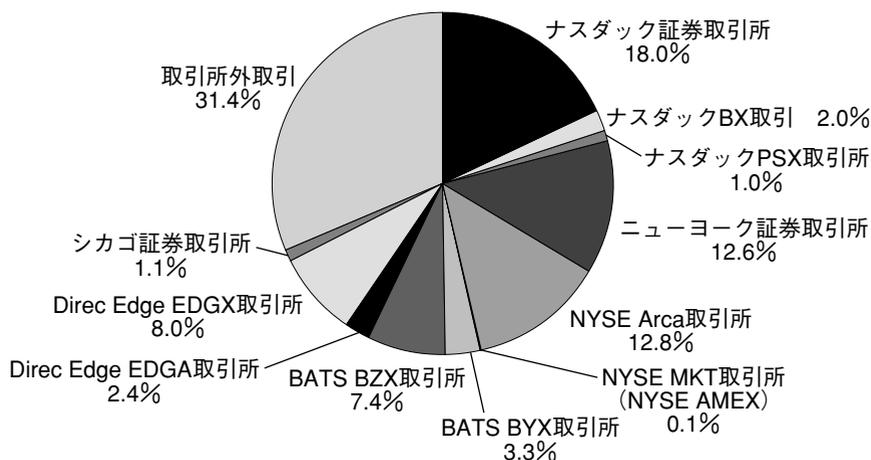
代わってBATS証券取引所などの新興の証券取引所がシェアを伸ばしており、新興取引所の合計シェアは二一・一%と、伝統的取引所と同等な取引規模を占めている。こうした新興取引所は、もともとは取引所外取引システムであるATSとしてスタートし、わずかの期間に急速に取引高を伸ばして、取引所登録に至ったもので、

取引所登録をしていることからニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所などと同じ規制の下に置かれている。

一方、図表1にもあるように、アメリカでは取引所外取引が全体の取引高のおよそ三割を占める。取引所外取引は、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせ（店頭取引）と、取引所外取引システムであるATSでの取引によって構成されている。取引所外取引の場として相当のシェアを占めるATSは、従来はブローカー・ディーラーの店内付け合わせと同様に取引所外取引としてFINRAに報告が行われていたため、三割を占める取引所外取引の中での内訳を知ることができなかつた⁽¹⁾。

これに対して、ATSの透明性向上のため、昨年第2四半期から、FINRAがATSに市場参加者識別記号（MPID）を割り振ることににより取引高を把握できるようになり、ウェブサイトで公表を始めている。図表2は、二〇一五年三月から六月にわたって稼働中の、NMS証券（取引所上場証券に相当する）を取引するすべてのATSの取引高とそのシェアを示したものである。

図表1 米国株式市場取引シェア（2015年9月、金額ベース）



(出所) 川本隆雄 (2015) 「米国における株式市場構造改革議論とその行方」『月刊資本市場』2015. 11

(原資料) BATS Global Markets

図表2 NMS証券を取り引するATS別取引高とそのシェア (ATS内およびNMS証券全体)

MPID	ATS	取引件数	取引高 (株数)	取引金額 (円)	ATS内取引高 シェア%	NMS証券全体に占 める取引高シェア%	ATS内金額 シェア%	NMS証券全体に占 める金額シェア%
CROS	CROS CROSSFINDER	41,672,006	7,551,914,806	315,945,661,169	11.32%	1.90%	12.61%	1.94%
UBSA	UBSA UBS ATS	43,027,809	6,734,276,556	291,180,523,638	12.70%	1.70%	11.62%	1.32%
DBAX	DBAX SLIPREX	25,242,629	4,678,600,167	199,074,916,743	7.87%	1.18%	7.94%	1.22%
IBKG	IBKG IBK	18,041,576	4,423,181,973	186,499,746,586	7.44%	1.11%	7.44%	1.15%
MSPPL	MSPPL MS POOL (ATS-4)	18,236,411	4,289,819,243	156,471,628,204	7.21%	1.08%	6.24%	0.96%
DLTA	DLTA DEALERWEB	1,516	764,998,801	134,793,669,990	1.29%	0.19%	5.28%	0.83%
SGMA	SGMA SIGMA X	18,716,925	3,222,508,033	131,407,703,348	5.42%	0.81%	5.24%	0.81%
MLIX	MLIX INSTINCT X	15,015,049	3,360,647,845	116,747,251,177	5.65%	0.85%	4.66%	0.72%
IPMX	IPMX IPM-X	12,258,446	2,837,510,840	116,561,158,849	4.77%	0.71%	4.65%	0.72%
ITGX	ITGP POSIT	10,227,796	2,900,218,900	111,761,968,834	4.88%	0.73%	4.46%	0.69%
KCGM	KCGM KCG MATCHIT	14,173,631	2,423,079,322	95,254,726,769	4.07%	0.61%	4.07%	0.59%
EBXL	EBXL LEVEL ATS	14,048,531	2,272,446,000	94,803,590,528	3.82%	0.57%	3.80%	0.58%
BIDS	BIDS BIDS TRADING	4,317,658	2,208,466,908	94,153,259,495	3.71%	0.56%	3.76%	0.58%
LATS	LATS BARCLAYS ATS ("X")	13,743,582	2,365,482,491	92,785,653,009	3.98%	0.60%	3.70%	0.57%
ICBX	ICBX INSTINET CONTINUOUS BLOCK CROSSING SYSTEM (CBX)	7,295,533	1,875,009,482	70,029,206,516	3.15%	0.47%	2.79%	0.43%
XSTM	XSTM CROSSSTREAM	2,678,027	1,188,287,295	40,156,942,979	1.95%	0.29%	1.60%	0.23%
LQNT	LQNT LIQUIDNET ATS	18,127	712,524,230	31,447,483,492	1.20%	0.18%	1.25%	0.19%
LATS	LATS IBKR ATS	2,308,101	722,328,435	31,399,360,633	1.21%	0.18%	1.25%	0.19%
NVEX	NVEX MILLENNIUM	1,801,107	647,366,571	26,977,052,943	1.09%	0.16%	1.08%	0.17%
CXCX	CXCX CITI CROSS	3,047,670	680,227,091	26,237,183,874	1.14%	0.17%	1.05%	0.16%
MSTX	MSTX MS TRAELECTORY CROSS (ATS-1)	4,032,146	670,349,940	24,101,728,412	1.13%	0.17%	0.96%	0.13%
PDQX	PDQX PDQ ATS	2,893,539	519,782,380	22,384,657,822	0.87%	0.13%	0.89%	0.14%
XIST	XIST INSTINET CROSSING	111,510	493,513,656	19,449,543,200	0.83%	0.12%	0.78%	0.12%
BLKX	BLKX BLOCKROSS	38,984	429,993,908	17,125,906,759	0.72%	0.11%	0.68%	0.11%
LPLI	LPLI LIGHT POOL	2,275,740	403,527,790	15,757,610,861	0.68%	0.10%	0.63%	0.10%
LQFI	LQFI LIQUIFI	18,322	233,816,558	10,054,937,852	0.39%	0.06%	0.40%	0.06%
BIBK	BIBK TRADEBOOK	9,513,699	217,286,935	9,105,148,522	0.37%	0.05%	0.36%	0.06%
LQNA	LQNA LIQUIDNET H2O	38,256	218,684,500	8,397,482,948	0.37%	0.06%	0.34%	0.05%
VRTX	VRTX VORTX	994,257	218,122,351	6,968,936,215	0.35%	0.05%	0.28%	0.04%
MLVX	MLVX MERILL LYNCH (ATS-1)	167,416	53,504,500	2,509,930,415	0.09%	0.01%	0.10%	0.02%
IBEX	IBEX IBEX X	162,053	47,294,192	1,561,529,151	0.08%	0.01%	0.05%	0.01%
AQUA	AQUA AQUA	3,074	33,993,467	1,276,439,816	0.06%	0.01%	0.05%	0.01%
RCSL	RCSL RIVERCROSS	169,033	35,504,467	1,018,621,752	0.06%	0.01%	0.04%	0.01%
WDNX	WDNX XE	10,818	16,495,078	965,039,562	0.03%	0.00%	0.04%	0.01%
BGDJ	BGDJ BARCLAYS DIRECTX	371	27,323,975	786,374,698	0.05%	0.01%	0.03%	0.00%
MSPR	MSPR MS RETAIL POOL (ATS-6)	44,498	16,392,000	754,554,611	0.03%	0.00%	0.03%	0.00%
APOG	APOG APOGEE	14,960	3,016,349	120,888,304	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
PROS	PROS PRO SUBCOURTES ATS	34	—	1,674,337	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ATS	ATSでのNMS証券取引合計	277,748,710	59,467,514,735	2,505,972,772,257	—	—	—	—
NMS	NMS証券取引高	—	397,278,958,163	16,272,538,057,045	15.0%	15.4%	—	—
ATS	ATSの占める比率	—	14.9%	15.3%	—	—	—	—
SEC	SEC (2015) (注5) より筆者作成 (原資料) FTNRA	—	—	—	—	—	—	—

NMS証券を取引するATSは、該当期間に三八市場あり、全米のNMS証券取引高に対して、取引株数で一五・〇%、取引金額で一五・四%のシェアを占めていることが分かる。図表1と2では統計の期間が異なるものの、アメリカの取引所外取引のちょうど半分がATSによるものであることが判明し、これまではつきりしていなかったアメリカの市場構造、とりわけ取引所外取引の中身がはつきり分かるようになった。

図表2では、さらに各ATSの取引規模を知ることができる。ATSの取引高順位は、市場参加者がATSの取引ルールや手数料体系から自身にとっての有利・不利を判断して利用を決めるため、頻繁な入れ替わりがあるとされているが、図表の期間中には、ATS三八市場のうち、取引高の大きいATSはクレディスイスの運営するCROSSFINDER（ATSの取引合計に占める金額シェアが一・六一%）や、UBSの運営するUBSATS（同一・六二%）などであるが、三分の二超に当たる二四社はATS内での取引シェアでも二%未満で非常に小さい。また、最大のCROSSFINDERでも、全米の取引高に占めるシェアは二%未満で、全米シェアが一%を超えるATSは四、五しかない。

ATSは、グループとしてはそれなりの規模の取引所外取引の場となっているが、一つ一つの市場としては極めて小さいということが見てとれる。こうした小さな市場を、コストをかけてブローカー・ディーラーが維持していることの背景には、後述するように、本業であるブローカー業務やディーラー業務の一部を切り離して市場として運営していて、本業とのシナジーがあるのだろうと推測される。

また、ATSはレギュレーションATSと呼ばれるルールによって規制されているが、このルールでは、所定の手順で計測した取引高シェアが全米取引高の五%未満である小規模ATSには、気配開示義務がないとされている⁽²⁾。すなわち、小規模ATSは、取引参加者以外には気配価格を知らせることがない「ダークプール」である。

気配開示義務のためのシェアの計算は銘柄ごとに行われるので、全体シェアとは異なる点に注意が必要だが、図表を見る限りほぼすべてのATSが気配開示義務を免除され、ダークプールとしての運営が可能であると考えられるだろう。

3 ATSの届出内容拡大のための新ルール提案

二〇〇二年に一〇市場であったATSは、二〇〇九年には三二市場、二〇一五年に四〇市場と拡大し、全米取引高に占めるシェアも二〇〇九年の七・九%から二〇一五年の一五%へと拡大して、重要な証券取引の場となっている。

ATSは、証券市場としての機能を果たすという点では取引所と全く同等であるが、SEC規則上はブローカー・ディーラーとしてSECに登録し、一九九八年に導入されたレギュレーションATSに従うことを条件に取引所登録を免除されている。

このことから、ATSはブローカー・ディーラー登録を行ってFINRA会員となり、SECに対してForm-ATSによって運営内容、内容の修正、運営停止についての届出を行う、FormATS-Rで取引活動の報告を行うこと（四半期ごとに取引高、取引証券、参加者、フェアアクセスルールに基づく報告など）が定められているが、届出・報告内容は公開されない（先述のように、取引高が5%超の場合のみ最良気配の開示義務が発生する）。このように、証券取引所であれば、取引ルールや取引サービス内容、運営方法、手数料、それらの変更がすべて一般に開示され、パブリックコメントを経てSECに認可されることと比べると、同じ市場運営者であっても内容は大きく異なっている。

また、二〇〇九年には、A T Sのうち気配開示義務のないダークプールを規制するためのルール改正が提案されたが、採択されていない。⁽⁴⁾

これに対して、S E Cは一月二八日に新しいルールを提案し、N M S証券を取引するA T Sに対して、従来のForm-ATSに代わり、Form-ATS-Nを導入し、取引仕法や運営主体であるブローカー・ディーラーについてより詳細な届出を求めるとしている。A T Sは、新ルール採択後、一二〇日以内に新しいForm-ATS-Nでの届出が義務付けられ、S E Cが一二〇日以内に有効か否かを判断して、無効であるとみなされるとレギュレーションA T Sが定める取引所登録免除が得られないとしている。このことから、届出内容が有効と認められなかったA T Sは、取引所登録をしない限り運営ができなくなることを意味する。届出内容の変更についても同様に、届出が義務付けられ、三〇日以内に有効性判断が求められる。

また、A T Sが法律やルール違反を行った場合には、通知とヒアリングの機会を設けた上で、S E Cが運営の停止、制限、無効などを判断するルールも導入される。

届出内容は、従来のように非公開とはされず、S E Cウェブサイトで公開される。これまで市場参加者しか知ることのできなかったA T Sの市場運営の内容が公式に開示されることになる。

加えて、市場参加者の取引情報の保護について、全A T Sを対象に手続きを書面で保存する義務が追加される。

新設されるForm-ATS-Nで届出を求められる内容は、表の通りであるが、①A T Sを運営するブローカー・ディーラーについて、より詳細な届出が求められる。これは、後述するように市場運営者であるブローカー・ディーラー自身が市場運営と並行して取引活動等を行う場合に、市場参加者との間で利益相反が発生する可能性に

いて、SECがより注意を向
けていることを示している。

さらに、②市場の取引仕
法や執行、注文回送、手数料等
について、詳細な届出を求め
ている。これは、ますます分
散する市場構造の下で、市場
参加者がより有利な取引の場
を見つけやすくするために、
市場の詳細についての情報を
多く提供するためだと考えら
れる。

4 運営者であるブロー カー・ディーラーと の利益相反

見てきたように、ATS運
営者はブローカー・ディーラ

図表3 提案されたATSの届出内容の概要

<p>① ATSを運営するブローカー・ディーラーに関する開示</p> <ul style="list-style-type: none">・ATSでない取引の場および自社が運営する他のATS・市場参加者に提供する商品・サービス・関係する取引の場との取り決めの内容・ATSでの取引活動・市場参加者の注文の回送等を行うスマート・オーダー・ルーターやアルゴリズムの内容・ATS運営と、運営者であるブローカー・ディーラーのそれ以外のビジネス部門や関連会社との間で兼業する従業員・ATSに対する（外部の）サービス提供者の情報・市場参加者が利用可能なサービス・機能・手続きについて、ブローカー・ディーラーやその関連会社が提供するものとの違い・市場参加者の秘匿情報の保護とその手続き
<p>② ATSの運営に関する開示</p> <ul style="list-style-type: none">・参加者に関する情報・注文のタイプ（特に注文の有効時間など執行に関わる特性・接続・注文入力・コロケーション）・注文フローのセグメンテーションとセグメンテーションの通知・注文その他の取引意図の表示・取引サービスの内容：執行の優先ルールや手続き、価格決定方法、配分、マッチング、執行・取引システムの停止、システムダウン、システム不全の際の手続き・オープニング、再開、クロージング、取引時間外の手続き・システム外への注文回送情報・市場データの利用・取引手数料・取引報告、清算、決済の手続き・その他の注文表示と執行アクセス・公平なアクセス（フェアアクセス）基準・ATSが参加者に提供する市場クオリティ統計market quality statistics

ーであり、多くはエージェンシーとしてのサービス、自己売買サービス、アルゴリズム・ソフトウェアの提供、スマート・オーダー・ルーティングのサービスなど、複数業務を行うのが通例である。また、運営者であるブローカー・ディーラーは、自社が運営するATSを自社の店内付け合わせの補完として利用する場合も多いとされる。すなわち、顧客注文に対して、まずは自己売買での付け合わせや自社顧客注文同士のクロス等と組み合わせで執行を試み、執行できない場合にも取引所に回送すると手数料がかかることから、これを避けてさらに自社ATSへ回送し注文執行をできる限り内部化しようとする。これでも執行できない場合は、他社ATSや取引所へ回送する。こうした一連の注文回送を、スマート・オーダー・ルーティングのサービスで作ろうとする。したがって、顧客の注文に対して、まずは自社に大きな利益が落ちる市場を選択するわけであるから、顧客との間で利益相反の可能性が常に存在していることになる。

また、自社ATSでの取引に、自身がブローカー・ディーラーとして参加する場合もあり、この際も、自社に有利な運営方法をとったり、あるいは他の参加者がアクセスできない何らかの情報（顧客の取引フローに関するものなど）が存在している可能性があるほか、顧客の取引情報を自社の関連会社にリークする可能性があることなどが問題視されている。

SECは、取引所に対しては取引所とその関連会社との間のサービスを制限しているが、こうしたルールが現状ではATSには存在しない。SECはこれまでも、ATS（ダークプール）の処分をいくつか行っており、昨年あたりから頻繁な処分が行われるようになったとされているが、ATS特にダークプールに対するルール変更が検討されていた可能性もあるのではないだろうか。

SECは新ルールを提案するリリースの中で五五八もの質問を市場関係者に投げかけており、パブリックコメ

ント期間とされている六〇日ではまとまらない可能性もあるが、市場関係者からどのような意見が寄せられるか興味深い。

注

- (1) 定期的な公式統計が存在しない代わりに、民間業者による推計や、新興取引所のBATSなどの新興取引所が取引シェアを開示していた。
- (2) ATSが気配開示義務を負わないのは、銘柄ごとに過去六ヶ月のうち四ヶ月以上にわたって取引高シェアが5%未満であった場合である。したがって、全体シェアが5%未満であっても、特定銘柄について取引高シェアが5%を上回れば、その銘柄について気配開示義務が生じる。また、小規模ATSでも自発的に気配開示を行うことは可能である。図表最下段を見ると、ダークプールでない（気配開示をしている）ATSがわずかに存在するが、これは、小規模ATSで自発的な気配開示を行っているものがあるからかと推測される。
- (3) rule 3b-16(a)で、取引所は次のように定義されており、従来の取引所もATSもこの定義に当てはまる。(1)複数の売り手と買い手の注文を集め、(2)確立された非裁量的な方法で（取引施設の提供であれルールの制定であれ）注文が互いに交流し注文を入れた売り手と買い手が取引条件に合意する（ただし例外規定あり）。
- (4) SEC (2009) "Non-Public Trading Interest" SEC Release No. 34-60997; File No. S7-27-09, Nov. 13, 2009. 気配開示義務のかかるATSの規模を、取引高シェア5%（過去六ヶ月中四ヶ月）超から二・五%超へ縮小することを提案した（小規模ATSにも開示義務を課す）が、採択されていない。
- (5) SEC (2015) "Regulation of NMS Stock Alternative Trading Systems" SEC Release No. 34-76474; File No. S7-23-15, Nov. 18,

2015.

- (6) 例えば、NYSE Rule 2Bでは、SECの許可なしに取引所と会員、取引所関連会社と会員との間の資本関係を認めないなど。
- (7) 早い時期の処分事例の紹介として、吉川(二〇二二)「ダーク・プールの陥落―SECによるパイプライン処分―」二〇二二年六月、『証研レポート』一六七二号。
- (8) 昨年、Liquidity Lavaflow、今年に入って、UBS、ITGなどの事例が報道されている。

(しみず ようこ・客員研究員)