

アメリカの取引所外取引システムの新しい届出制度について

清水 葉子

1 はじめに

アメリカの証券取引委員会(SEC)は、二〇一八年一月に、取引所外取引システムであるATS (Alternative Trading System, 代替的取引システム)の新しい届出制度を発表した。このSEC規則は、二〇一九年一月から施行されている。

アメリカのATSは、証券取引所に類似する取引システムを運営しながら、取引所としての規制を免除されており、取引高が小さいATSは、競争促進の観点から、緩い規制で運営が許されてきた。とりわけ、市場としての情報開示の点では、最良気配の開示義務が免除されていたため、取引が執行された後にならないと市場での価格情報が得られないことから「ダークプール」と呼ばれて批判されてきた。また、ATSでの注文執行や注文管理の方法、アルゴリズムの内容、手数料、コロケーションの条件などの重要情報についても、SECには届出されているものの、一般に開示されることはなかった。今回の新しい届出制度によって、ATSはダークプールであり続けることは変わらないが、市場機能に関連する重要情報や、取引参加者との間で利益相反を生み出すおそれのある情報は、一般にも開示されることになる。

2 これまでのATS規制

アメリカでは、一九七〇年代から段階的に取引所集中義務が緩和され、早い段階で取引所外取引をコンピューターを使ってシステムティックにマッチングさせるシステムが登場していた。機関投資家の注文どうしを直接マッチングするシステムは、第四市場と呼ばれ、現在のATSにつながる取引の場となった。(ニューヨーク証券取引所などの主要証券取引所が第一市場、ナスダックが第二市場とされるのに対して、証券会社が取引所外で自己勘定で顧客注文を執行する市場は第三市場と呼ばれ、さらに顧客注文どうしを直接マッチングさせる市場を新たに第四市場と分類していた)。しかし、当時の取引所外の取引システムは、情報通信技術が十分発達していなかったこともあり、取引規模としては限定的であった。

一九九〇年代に入って情報通信技術が飛躍的な進展を見せ始めると、新たな取引所外取引のカテゴリーであるECN (Electronic Communication Network、電子ロニコミュニケーションネットワーク) が登場する。ECNは、ナスダックシステムの外でナスダック銘柄の取引を電子的に行うシステムとして生まれ、ナスダックの取引の三割がECNに流出し、既存市場に大きな影響を与えた。

当時のナスダック市場では、マーケット・メーカーが広い売買スプレッドで顧客注文の取引を行っていたが、ECNにはマーケット・メーカーの売買スプレッドの内側に当たる顧客の指値注文が回送されてしばしばマーケット・メーカーのポジション解消のために使われていた。SECはこうした市場が一般投資家から見て「隠れた市場」になっているとして、一九九七年にオーダー・ハンドリング・ルール⁽¹⁾を制定して、ECNを定義するとともに、ECNに出されている注文の気配情報を開示させた。この影響でナスダック市場の売買スプレッドは劇的に縮小したとされる。

続いて、SECは、ECN以外にも次々に生まれてきた非取引所取引システム（PTS, Proprietary Trading System）を包括的に規制するために、一九九八年に「証券取引所とATSの規制」⁽²⁾と題するSEC規則提案を採択した。この規則では、売買の注文を集めて裁量性のないルールもしくは手順で取引を執行する組織を全て証券取引所と広く定義し（証券会社の店内付け合わせは除外する）、その上で自主規制を行わないものをATSとするとした。⁽³⁾この結果、SEC規則上、証券取引所とATSとは、市場としての機能上は全く変わらないものとして定義されたことになる。

その上で、自主規制を行わないATSは、証券取引所ではなく、証券会社としての登録を行ってレギュレーションATSと呼ばれる規制に従うことが定められた。レギュレーションATSでは、テクノロジーの進展がもたらす市場間競争を促進するという観点から、取引規模に応じて段階的な規制が設けられ、規模の小さいATSは緩い規制で運営が認められていく。

3 レギュレーションATSによる規制

ATSは、証券取引の売買注文を執行するという点で、証券取引所と全く同じ機能を果たすが、証券会社として登録すればよく、証券取引所としての登録は免除される。また、市場での不正行為を取り締まるなどの自主規制は行わず、FINRAが自主規制機能を果たしている。

ATSは、SECに対してform-ATSと呼ばれる運営内容の届出と、四半期ごとの運営報告を行うことが義務付けられている。form-ATSには、市場運営主体の詳細や売買ルール、手数料、関連サービス等の記載を行うことになっているが、form-ATSは開示されないことがないため、一般投資家が各ATSの運営状況や売買ルール、

手数料を知ることができない。証券取引所であれば、取引所としての運営状況や取引所規則は公開されるのが通例である上、取引所規則の変更等に際してSECの認可が必要となることと比較すると、ATSの規制負担は軽い。

さらに、小規模のATS（一定期間にわたって、取引銘柄ごとに全米取引高の5%未満の取引規模であること）には気配表示義務が免除されており、小規模ATSでどのような売買価格が提示されているかを一般投資家が知ることができない。小規模ATSは、その中でいくらの価格の売買が行われているかが開示されない市場であるため、「ダークプール」と呼ばれてしばしば批判されている（取引成立後の価格情報はFINRAに報告されるので、事後的な価格は開示される）。SECは、ダークプール批判に因應するため、気配開示義務を免除するATSの規模を全米取引高の〇・二五%未満とする規制強化を提案したが（二〇〇九年）、現時点まで採択されていない。この点で、取引規模の小さい地方証券取引所であっても最良気配が常時開示されていることと大きな違いがあると言える。

これに対して、銘柄ごとの取引規模が全米取引高の5%以上となると、ATSには気配開示と公正なアクセスが義務付けられ、証券取引所と同様に、市場での最良気配をリアルタイムで開示することに加えて、他の取引所から注文が回送されれば自市場の最良価格で執行する義務が生じる。⁽⁴⁾ アメリカのATSは、合計では10%超の取引シェアを持っているとされるが、個々のATSの取引規模は小さいため現状では全てがダークプールであり、取引高が増えないように意図的にダークプールにとどまるシステムもあるとされている。過去に、取引高が大きく拡大して全米取引高の5%を超えるようになったATSは、売買気配の開示義務等を負う以上、証券取引所として登録してしまった方がかえって有利であるというビジネス上の判断が働いて、取引所登録を行っている（B

ATSなどの新興取引所)。

4 ダークプール

現在のアメリカの証券市場で大きな問題とされているのは、高頻度取引(HFT, High Frequency Trading)やダークプールであるとされ、気配開示義務のないダークプールを巻き込んで高頻度の取引が行われていることが証券市場の不透明性を増幅しているとされている。とりわけ、ダークプールは定義が難しく、その結果正確な規模を推計することも困難であるとされる。

図表1は、二〇一六年のOECDの資料によるものであるが、アメリカの市場分裂を「取引所取引か、取引所外取引か」と、「売買気配が開示されるか、ダークプールか」の二つの側面から見たものである。

まず、「取引所取引か、取引所外取引か」(左側)は単純であって、全米一の証券取引所での取引が取引全体の六七%を占めており、先述のATSや証券会社の店内付け合わせなどの取引所外取引が全体の三三%を占めていることが分かる。

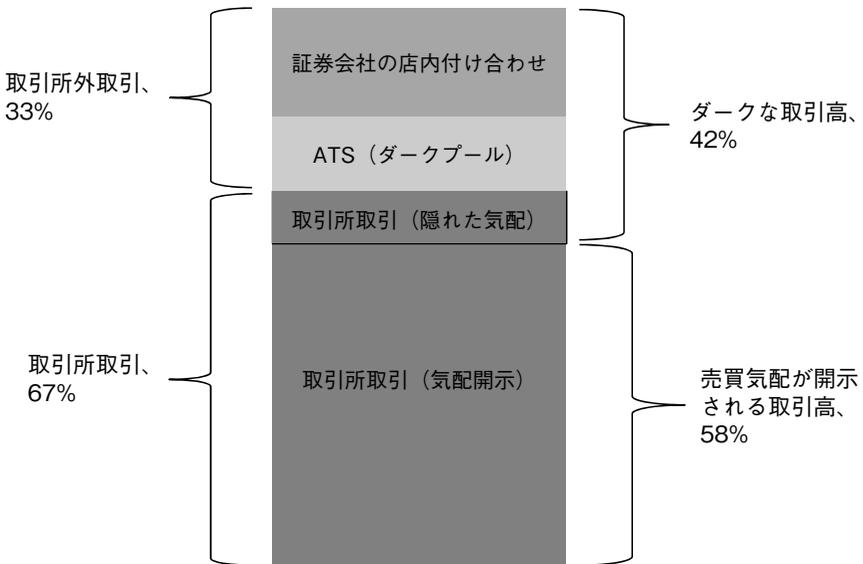
一方、同じ図を、「売買気配が開示されるか、ダークプールか」という側面から見たのが右側の表示である。ダークプールは、もっぱら「ATSの中で取引高が小さいもの」に焦点が当たりがちであるが、実は取引所取引の中にも、取引ルール上気配を隠すことが許容されている注文があり、そうした流動性もダークプールに含めて考えることができる。

取引所取引のダークプールとしてよく知られているのは、アイスバーグ(氷山)注文と呼ばれるもので、大口注文を一度に注文板に開示せず、注文全体の数分の一程度を注文板に乗せ、それが執行されたら順次残りの注

文を板に出していくという注文形態である。これは大口注文を一気に開示すると、大きなマーケットインパクトが生じるので、それを避けるために、実際の注文の何分の一かずつ開示していくという注文形式である。こうした注文は、取引所取引であっても、実際の売買の一定割合が隠された状態にあるため、取引所中の「隠れた」注文と呼ばれ、ダークプールの一部とされる。証券市場のコンピュータシステムが高度化すると、アイスバーグ注文以外にも、ごく短い時間だけ注文を開示して執行されなければキャンセルすることを繰り返すような注文なども技術的に可能となり、「見えにくい」注文が増えてくることになる。

さらに、証券会社が自己勘定で顧客を注文をつけあわせるシステムも、電話やファックスで行っていた時代が終わり、コンピュータアルゴリズムを使って高度化が進んでいる。こうしたシステムは取引所にもATSにも含まれていないが、かつてのような証券会社の店頭取引とはかなり性格を変えて、組織的な市場に

図表1 アメリカ証券市場の分裂の2つの側面



(出所) OECD (2016) "OECD Business and Finance Outlook 2016", Chapter 4

近い機能を果たすようになっていた。証券会社の店内付け合わせは顧客と証券会社との相対取引であって、以前から気配開示されることはないので、広い意味ではダークプールであると言える。

このように、「取引所取引か、取引所外取引か」という区分とは別に、「売買気配が開示されるか、ダークプールか」という区分でアメリカの証券市場を見直すと、ダークプールの規模は四二%と全米証券取引の半分近い規模であることが分かる。もともと証券会社の店内付け合わせは、以前からある伝統的なダークであるから許容するとしても、小規模 A T S から推測するダークプールの規模よりは、実際には大きなシェアのダークな市場が存在するということができるだろう。

5 A T S の新しい届出制度

S E C はダークプール批判に対応するために、二〇一八年七月に新しい S E C 規則⁽⁵⁾を採択し、二〇一九年一月から新しい届出制度を開始した。

新しい規則では、A T S に対して新しい「Form A T S N」による届出を義務付け、これまで非開示とされてきた届出の内容を、S E C および運営会社で開示できるようにするというものである。これにより、A T S の運営証券会社、その関連会社と提供サービス等が開示され、投資家と市場との間の利益相反の可能性が透明化することが期待されている。特にダークプールでは、運営証券会社・その関連会社と、市場を利用する投資家との間の利益相反に関わる不祥事が問題となったこと⁽⁶⁾に対応する措置であると理解されている。

新しい Form A T S N による届出と開示の内容は、①運営会社（証券会社）に対する一般的な情報として、名称、住所、資本関係など、②運営会社と関連会社についての情報（市場に取引注文を入れたり回送したりする主体と

の関係、市場参加者に対するサービスを提供する関連主体の情報、他の市場との契約関係、特に注文回送等に関するリベートなど）、アルゴリズムや注文管理、注文執行システム等に関する情報、③運営方法についての情報（参加者の選択、コロケーションの契約条件、利用できる注文のタイプ、注文の対当の仕方、手数料等）、④その他、コンタクトインフォーマーションなど、となっている。こうした情報が開示されれば、これまで明確でなかったそれぞれのATSの概要がより透明になると期待される。

注

- (1) SEC (1997) "Order Handling Rules", Exchange Act Release No. 37619A.
- (2) SEC (1998) "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems", Exchange Act Release No. 40760.
- (3) ECNは定義上はATSに含まれるが、ECNを規制するための規則が別途存在するため、後述するレギュレーションATS等の規則に従わなくて良い。
- (4) 他の取引所等の最良価格をそのまま借りてきて取引を執行するパッシブなシステムは除外される。
- (5) SEC (2018) "Regulation of NMS Stock Alternative Trading Systems", Exchange Act Release No. 34083663.
- (6) 例えば吉川(二〇一六)「HFTとターク・プールに対する規制状況」『証券経済研究』第九四号、II章参照。

(しみず ちつこ・客員研究員)