



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **セーラ・ビーム**

—連載（第3回）—

Regulation ATSの改正案について

■ 1. 概要

- 2015年11月18日、SECは、代替取引システム（ATS：Alternative Trading System）の透明性と規制監視強化を目的とした新しい規則案を提案した。
- この新しい規則案は、既存のRegulation ATSの改正案という形で提案されており、National Market Systemで取り扱われるオプション以外の全ての有価証券（以下、「NMS株式」という。）の売買を取り扱うATSに対して、その活動内容やブローカー／ディーラーとしての業務の詳細情報等を、新たに提案されたForm ATS-Nに則って報告することを求めるものである。
- この改正案が採択された場合、Regulation ATSが導入されて以来、最初のForm ATSのアップデートとなる予定だが、現在SECは改正案に寄せられたコメントを引き続きレビューしている状況にある。

■ 2. 改正案の背景

1998年、SECは、市場改革の促進を目的とする新たな規制「Regulation ATS」を採択した。当該規制は、証券市場に対して、国法証券取引所として登録するか、ATSとして運営するかを選択肢を与えるものであり、後者の場合はブローカー／ディーラーとしてSECに登録し、FINRA等の自主規制機関の会員となって、その規制に服することを求めるものであった。

Regulation ATSの採択以来、ATSはNMS株式の売買の約15%を占める市場に成長したものの、NMS株式の売買を取り扱うATS（以下、「NMS株式ATS」という。）自身については、国法証券取引所ほどの高い透明性は求められていない。例えば、現行のRegulation ATSは、NMS株式ATSの業務内容をSECに提供することは求めているが、その情報の開示は義務付けておらず、機関投資家のような



ATSの参加者でさえ、その仕組みや業務内容について完全な情報を有していない場合もある。加えて、現状、ATSの運営を希望するブローカー／ディーラーは、Form ATSを記載し、ATSの運営開始20日以上前にSECに届出するのみで、SECの承認プロセスを経ることなくATSの運営を行うことができ、この点は承認が求められる国法証券取引所のプロセスとは大きく異なっているのが現状である。

■ 3. 提案の具体的な内容

SECは、今回提案された新しいForm ATS-Nは、SECのウェブサイト等で一般公開され、市場参加者に対して、ATSを運営するブローカー／ディーラーと市場参加者の間で起き得る潜在的な利益相反に関する重要な情報を提供するとともに、市場参加者はATSのオペレーションについてより深く知ることができ、注文の回送に際してより多くの情報に基づく意思決定ができるようになる」と述べている。また、当該提案は、SECがForm ATS-N申請内容に関して、連邦証券関連諸法との整合性等をレビューし、その効力を申し渡す権限をSECに与えるものでもある。

新たなForm ATS-Nにおいて、NMS株式ATSが開示を求められる情報は、次のとおり。

1) 以下に掲げる情報を含む、ブローカー

／ディーラーとして、またブローカー／ディーラーの関係会社としての活動状況。

- ・ATSには該当しないトレーディング・センターや、当該ATS以外のNMS株式ATSの運営状況
- ・参加者に対して提供している商品及びサービスの内容
- ・関係会社以外のトレーディング・センターとのビジネス関係
- ・NMS株ATSにおける売買状況
- ・自動注文回送装置（又は同様の機能）又は参加者の注文を送受するためのアルゴリズムの利用状況
- ・NMS株式ATSのオペレーションと、それ以外のブローカー／ディーラーとしてのビジネスユニットや関連会社のオペレーションの両方に携わる兼務社員の情報
- ・NMS株式ATSに対するサービス・プロバイダー情報
- ・ブローカー／ディーラー又はその関係会社としての立場と比較して、参加者が受けられるサービス、機能又は手続きにおける違い
- ・秘匿性の高い売買情報を守るために設けられた安全装置や手続き

2) 以下に掲げる情報を含む、NMS株式ATSとしての運営状況。

- ・参加者の情報



- ・注文種類、接続仕様、発注システム、コロケーションサービス
- ・参加者等に割り当てられる参加者区分の通知内容と区分別のオーダーフロー、注文表示及びその他売買に関する情報
- ・注文の優先順序、価格決定メカニズム、配分ルール、約定の仕様に係るルールや手順等を含む、売買関連の各種サービス情報
- ・売買停止やシステム障害時における売買ルールを管理する手順
- ・寄付、再開及び引けのプロセス、時間外取引の手順、注文回送機能／手順の情報
- ・市場データの利用状況
- ・手数料体系
- ・売買報告、清算決済に係る手順
- ・注文表示・執行に関する情報へのアクセス
- ・公平なアクセスを提供するための基本的コンセプト
- ・NMS株式ATSから参加者に対して提供されている、市場のクオリティに関する各種統計情報

■ 4. 業界の反応と今後の見込み

当該規制案に対し、ATS運営者とその参加者等は共に、さらなる透明性の向上に対しては概して好意的であるものの、その情報提

供手段、対象情報及びその粒度といった観点で異なる見解を持っている。

一例として、投資運用サービスを手がけるT. Rowe Price Associates社は、ATSのオペレーション管理についてはより少ない情報で良く、一方で売買データに関してはより多くの情報があるべきと提言している。

米国投資信託協会（ICI：Investment Company Institute）は、単独のATS参加者が当該ATSの売買において大きなシェアを有しているかどうかの開示など、SECはより透明性の高い情報を求めるべきとしている。金融情報サービス・プロバイダーであるMarkit社は、そのフォーカスエリアが極めて狭いということに対して懸念を表明している。また同社は、運営状況に関するデータは歓迎するものの、ATSと取引所両方における注文タイプに関する効率性のデータはさらに有用性が高いと述べている。

一方、ATS運営者は、概してこの提案は範囲が広すぎ、情報開示に対してより統一性のあるアプローチを求めるべきとしている。例えば、PDQ ATSを運営するPDQ Enterprises, LLC社は、今回提案されたForm ATS-Nは、ATSのオペレーションにおける透明性及び明確性に対してネガティブな影響を与えかねないほど過剰な情報開示を求めているとしており、より低い負荷で透明性を高める方法を提案している。また、近年SEC等によって行われた複数のダーク・プールに対する調査の結果、稼働中のNMS株式

ATSの約半数が、自社のウェブサイトにおいてForm ATSを自主的に掲載しているという実態もある。

SECは、本稿執筆時点においてこの改正案を承認しておらず、改正案に関する今後の時間軸^(注)についても明らかにしていない。しかし、SECは継続して市場参加者とのミーティングを行っており、改正案に寄せられたコメントを引き続きレビューしている状況にある。

[出典]

- ・ https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_Proposed_New_Rules_for_Alternative_Trading_Systems.pdf
- ・ <http://www.thetradenews.com/Regions/Americas/US-firms-agree-SEC-form-for-ATS-transparency-lacks-clarity/>
- ・ http://dealbook.nytimes.com/2014/06/26/barclays-shares-tumble-after-high-frequency-trading-lawsuit/?_r=0
- ・ <http://www.cnbc.com/2016/02/01/regulators-may-dislike-dark-pools-but-investors-love-them.html>
- ・ <http://www.ag.ny.gov/press-release/ag-schneiderman-announces-landmark-resolutions-barclays-and-credit-suisse-fraudulent>
- ・ <https://www.sec.gov/comments/s7-23-15/s72315.shtml>
- ・ <https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-76474.pdf>
- ・ <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-261.html>
- ・ <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-16.html>

・ <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/242.600>

(注) 当該提案は、取引所やFINRAのような自主規制機関ではなくSEC自身によってなされたこともあり、自主規制機関からのルール改正提案に対する決定の時間軸に則る必要はない。

