

米国の株式取引市場における プロップファームの影響力

大宮由香

米国の株式取引市場では、プロップファームと呼ばれる、自己売買取引の専門業者たちが創設した電子取引市場が急拡大している。その発展経緯に、実態のあまり知られていないプロップファームの姿を垣間見ることができる。

ディーリングのプロ集団 「プロップファーム」

「プロップファーム (Proprietary Trading Firm)」とは、広義には、自己の資金のみを自己の利益のために運用するディーリングの専門会社を意味する。プロのディーラー (トレーダー) が自己勘定の売買を繰り返すことで収益を上げている。

一般的に知られる、証券会社や投資銀行の自己勘定取引部門 (プロップデスク) との主な違いは、ブローカレッジ業務を行っていないこと、運用資金にトレーダーたちの個人資金^{※1}がプールされていることである。

個人資金の自己運用という意味では、リテールトレーダーと似ているが、プロップファームの場合、運用額が多いことに加え、高いレバレッジ率で利益率を高めていることが特徴といえる。レバレッジ率は、リテールトレーダーが2倍から4倍であるのに対し、6倍から20倍ともいわれる。取引量は、米国の株式取引の全体の約30%程度を占めているともいわれられており、無視できない存在となっている。

プロップファームの トレーディング戦略

プロップファームのなかでも最も注目されるのが、「電子マーケットメーカー」と呼ばれる、トレーディング技術の優位性を軸に収益性を追求するプレーヤーたちである。彼らは、1990年代後半のオーダー・ハンドリング・ルール^{※2}とデシマライゼーション (価格変化の最小単位の変更)^{※3}を契機として、ナスダック市場とECN市場^{※4}間とで注文フローの獲得をめぐる競争が増すなか、電子取引を利用した新しいタイプの取引参加者として台頭してきた。

取引手法の特徴は、自己裁量での相場観に合わせた指値注文を発注し続けていることで、取引市場へ流動性を供給しながら最も有利な売買価格と数量での約定を図り、利潤を確保していることである。この意味では、取引所のマーケットメーカーと対等の市場価格形成機能を持ち合わせているといえる。

一般的には、高流動性銘柄の取引を中心に、各所取引市場に分散した価格や流動性の変動を的確に把握しながら、短期間で高速な取引を多数回繰り返すことで得られる小刻み

な利潤を積み上げている。

技術面では、高度な計量モデル (クオンツ) に基づく売買戦略をプログラム化し、アルゴリズム取引などのコンピュータによる自動発注システムを駆使している。機械による高速・高頻度な取引を行うニーズから、システムの処理能力が高く、執行の即時性と価格向上の可能性のより高い価格公開型の電子取引市場を活用している。とりわけ、取引所のマーケットメーカーやスペシャリストの存在なしに直接取引に参加できるECNを優先する傾向が強い。

プロップファームのための 取引市場BATSの誕生

米国では、ECNを活用することで収益源を獲得してきたプロップファームが原動力となって、ECNのビジネスの拡大をさらに後押しするという独自の動きも見られ興味深い。

プロップファームで代表的なトレードボット・システムズ (Tradebot Systems) の創業者デービッド・カミングス氏を生みの親とする「BATS (Better Alternative Trading System)」は、2005年6月にロー

ンチし、その後わずか数年間に、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) とナスダックに次ぐ3位 (シェア10%) の地位にまで急成長している。

ECNとしてスタートを切ったBATSは、2008年に入り、米国証券取引委員会 (SEC) より取引所のステータスを獲得。欧州市場への進出^{注5}も果たしており、欧米をまたいでその存在感を高めている。

BATS創設のきっかけとなったのは、電子取引テクノロジー対応を急ぐナスダックによる大手ECNのBRUTとINETの買収である。独占市場化、市場間競争の低迷、手数料の引き上げなどの可能性が高まるなか、カミングス氏は、自市場の設立に踏み出した。まずは、自らのトレーディングを効率的に行うためのECNを確保したうえで、高速・高頻度取引を戦略とするプロップファーム、および証券会社やヘッジファンドにアピールする低コスト性^{注6}・高速性・高流動性を売りとする事業モデルを確立していった。

しかし、BATSを優位に導いた低コスト性がすでに一般化しつつあるなかでBATSが拡大し続けている要因は、執行の即時性・確実性を、高システム性能と高マッチング率 (85%強) の両面で提供しているからであろう。トレードボット・システムズ出身のIT (情報技術) 技術者たちが、ECN取引の問題・課題を解決しながら構築したシステムは、平均レイテンシー (遅延時間) 444マイクロ秒 (1マイクロ秒は100万分の1秒) という高性能を実現しており、現在でも他の追随を許さない。

また、GETCO (Global Execution Trading Company、プロップファーム)、ライムブローカレッジ (Lime Brokerage) ^{注7}、ウェドブッシュ・モルガン (Wedbush Morgan) ^{注8}、そして大手投資銀行7行^{注9}の計11社が資本参加し、流動性プロバイダ

ーとしての支援体制を得ていることも、成功に大きく貢献しているようだ。

ダークプールビジネスに 乗り出したプロップファーム

米国の非公開型取引市場 (以下、ダークプール) ^{注10}でも、プロップファームが自市場を生み出す新たな動きが見られる。

GETCOは、2008年3月にダークプール「GETCO Execution Services」 (以下、GES) を傘下に創設。GESは、1日の平均取引量5000万株 (2008年10月現在) と順調な伸びを示しており、他競合取引市場の脅威となりつつある。

GESの最大の特徴は、取引参加者の相手方を、GESの唯一の流動性プロバイダーとしてのGETCO本体のマーケットメイキング部門に限定させていることにある。その引き換えに、取引参加者からの注文タイプをIOC注文^{注11}に限定させることで、不利な条件での約定のリスクを取り除いている。GETCOが自己流動性プールへのアクセスを可能とさせている理由には、在庫の調達・調整をしながら自らの売買戦略に効率的な取引の機会を増やすねらいがあると思われる。

GETCOのITチームが開発したレイテンシー・マイクロ秒レベルの高速な自動売買システムも強みとしているほか、最近では、BATSと流動性の相互補完を目的とする連携関係にも踏み出しており、存在感をさらに高めている。

このように米国では、プロップファームが、売買戦略の実践を通じて培ったノウハウを活かし、取引所ビジネスという新たな事業領域に進出する流れが生まれている。BATSが欧州への参入を実現している今、今後の動きがさらに注目される。

注

- 1 トレーダー自身の資金ではなく、雇用 (もしくは委託契約) されているプロップファームの資金を運用する場合もある
- 2 ナスダックのマーケットメーカーが自らの価格・数量で対応できない顧客注文に関しては、最良価格を提示しているECNなどの取引市場への注文回送を義務化
- 3 呼び値の刻みを分数表示 (1/8・1/16ドル) から小数点表示 (1セント) へ変更
- 4 電子証券ネットワークと称される代替取引市場
- 5 2008年10月より取引所として本格始動。欧州では、欧州株式銘柄のMTF (Multi-Lateral Trading Facility) 「BATS Europe」として、2008年10月31日より取引開始
- 6 流動性の供給者 (Maker) にはリベートを与え、流動性の取得者 (Taker) には手数料を課すMaker-Taker型手数料体系など
- 7 高速アクセスサービスに特化するエージェンシーブローカー
- 8 NYSE銘柄、ナスダック銘柄の最強流動性プロバイダー。クリアリングサービスも提供
- 9 シティバンク、クレディ・スイス、ドイツ銀行、JPモルガン・チェース、リーマン・ブラザーズ (現野村證券)、モルガン・スタンレー、メリルリンチの7行 (2008年11月現在)
- 10 価格が一般に公開されない流動性 (プール) の総称。取引参加者間の大口径注文を突き合わせるクロッシングネットワークが代表例。現在、米国でのダークプールの約定は約18%、ダークプールの数も40に上るといわれている
- 11 Immediate-or-Cancel注文。顧客が提示する価格、もしくはそれよりも有利な価格で注文の一部、もしくは全部を即時に約定させる。約定されなかった部分については自動的にキャンセルされる

『金融ITフォーカス』2009年1月号より転載

大宮由香 (おおみやゆか)
NRIヨーロッパアナリスト