

# 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

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達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の略)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達の個人資金<sup>1)</sup>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。取引量については、米国における株式取引の全体の約30%程度を占めているとも言われており、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中でも、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イヤー達である。彼等は、90年代後半のオーダー・ハンドリング・ルール<sup>2)</sup>とデシマライゼーション(価格変化の最小単位の変更)<sup>3)</sup>を契機として、ナスダック市場とECN市場間<sup>4)</sup>で注文フローの獲得を巡る競争が増す中、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はかり、利潤を確保していることである。この意味で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適確に把握しながら、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、アルゴリズム取引等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介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

米国ではさらに、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Tradebot Systemsの創業者カミング氏を生みの親とする「BATS(Better Alternative Trading System)」は、2005年6月ローンチ後の数年間というわずかの間に、ニューヨーク証券取引所とナスダックに次ぐ三位(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

NOTE

- 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等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) には手数料を課するMaker-Taker型手数料体系等
- 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、クレディ・スイス、ドイツ銀行、JPモルガン、リーマン（野村）、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取引注文をつき合わせるクロスネットネットワークが代表例。現在米国におけるダークプールでの約定は約18%、ダークプール数も40以上といわれている。
- 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。

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<sup>5)</sup>も果たしており、欧米を跨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が、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、手数料の引き上げ等の可能性が高まる中、カミング氏は、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手法を効率的に行うためのECNを確保した上で、高速・高頻度取引を戦略とするプロップファーム、証券会社やヘッジファンドにアピールする低コスト性<sup>6)</sup>・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中で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）の両面において提供しているからであろう。Tradebot Systems出身のIT技術者達が、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（100万分の1秒）の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（プロップファーム）、Lime Brokerage<sup>7)</sup>、Wedbush Morgan<sup>8)</sup>、大手投資銀行7行<sup>9)</sup>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。

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、一日平均取引量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<sup>11)</sup>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・調整を行いながら自らの売買戦略に効率的な取引の機会を増やす狙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。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、さらに存在感を高めている。

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が欧州参入を実現している今、今後の動きがさらに注目される。



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」）<sup>10)</sup>でも、プロップファームが自市場を生み出す新たな動

Writer's Profile



大宮 由香 Yuka Omiya

NRI ヨーロッパアナリスト  
専門は欧州金融規制  
focus@nri.co.jp