

高頻度取引業者の定義と識別について

西出 勝正

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

平成29年(2017年)5月に金融商品取引法の改正案が成立した。この法案では、株式等の高速取引を行うものに対して登録制を導入するとともに、誤発注などが生じないよう取引システムの適正な運営などの管理体制の整備を求めている。MiFID II等、欧州で先行的に導入されてきた高頻度取引に対する規制が日本にもいよいよ導入されたことになる。今後、高頻度取引に対する望ましい規制や制度設計を検討するためには、高頻度取引が市場にどのような影響を与えるのか経済学的な見地に基づくより説得力のある議論が必要となろう。

日本市場を対象とした(個別株式現物の)高頻度取引の研究は海外市場の高頻度取引を研究するよりも優位な状況にあると言える。なぜなら、海外では1国の中で証券取引所が分散していることがほとんどなのに対して日本市場は東京証券取引所が圧倒的なシェアを持っているからである。例えば、太田[2014]によると、14年1月現在の米国におけるニューヨーク証券取引所の取引所取引は全体の12.3%、ナスダック市場のそれは16.8%に過ぎないことが報告されている。一方、日本市場における個別株式の売買高は東京証券取引所のシェアが9割以上であり、かつ取引所外取

引は増加傾向にあるものの5%前後である(大崎[2016])。したがって、日本市場における高頻度取引の実証研究は東京証券取引所の立会内取引のデータのみに基づいて行うことに大きな問題はなはいと言える。

拙稿(西出[2016])では主として、価格形成や金融市場の安定性に対して高頻度取引が与える影響について、理論研究と実証研究では経済学的评价が異なることを議論した。すなわち、実証研究では高頻度取引が概して好影響を与えると結論付けているのに対し、理論研究では否定的な評価が多い。日本市場における高頻度取引の実証研究は保坂が積極的に取り組んでいるが([2014a]、[2014b]、Hosaka[2014])、彼の研究でも日本市場において高頻度取引は即時執行を伴わない指値注文を供給する主体として市場流動性と価格変動の円滑化に貢献しており、市場に対して正の効果を与えているとの結論が与えられている。

しかしながら、日本の高頻度取引に関するここ数年の研究では、保坂の一連の研究とやや異なる結果を示す論文が幾つか発表されている。結果に違いが生じる主たる理由として近年の研究における高頻度取引業者の定義と識別が保坂のそれとは異なることが考えられる。そこで本稿では、各論文が高頻度取引業者をどのように定義し識別して