

## 市場間競争の導入とその影響

— オーストラリアを事例に —

深見泰孝

### 一、はじめに

我が国では、一九九八年に取引所集中義務が撤廃され、また二〇〇五年には最良執行義務が導入されたが、市場間競争が活発に行われているとは言いがたい状況にある。歴史を遡れば、取引所集中義務が課されていた時代にあつても、我が国では現物株の取引は、戦後一貫して東証に一極集中する傾向を示した。九〇年代の一時期、東証のシェアが低下したものの、それはクロス取引が取引量

の少ない地方の取引所で行われたためであり、東証の価格形成力が低下したわけでも、取引が流出したわけでもなかった。すなわち、我が国では、戦後一貫して証券取引の大部分が執行される、独占的なマーケットが存在しているのである。

本稿で取り上げるオーストラリアの市場構造も、一九八七年に六取引所が統合されて設立されたオーストラリア証券取引所（以下、「ASX」と略記）が独占的な地位を占めており、この点で日本の市場構造とかなり類似していると言えよう。また、二〇一一年のASXの上場会社数は

二、〇七九社であり（東証のそれは二、二九一

社）、時価総額も一・二兆米ドル（東証のそれは

三・三兆米ドル）に上っており、アジアでも規模

の大きな市場と言えよう。<sup>(1)</sup> そのオーストラリアで

市場間競争が導入された。二〇一一年四月、AS

IC（オーストラリア証券投資委員会）が、市場

間競争に関わる「市場統合規則」（Market

Integrity Rules）および指針を策定し、市場間競

争と最良執行義務を導入したのである。

市場間競争は、上場獲得、売買獲得、会員獲得

を巡って行われてきた。最近の市場間競争と言わ

れる競争の対象は、取引所と取引所外システムの

間の売買獲得競争である。近年、各取引所が取引

システムを高度化させているが、その根底には売

買獲得競争がある。本稿では、ASICが策定し

た「市場統合規則」とオーストラリアの市場間競

争の状況を概観し、我が国と対比しながら、若干

の検討をしてみたい。

## 二、市場統合規則検討の契機と

### 市場間競争導入の理由

オーストラリアで市場間競争が始まったのは二

〇一一年一〇月、市場間競争に関わる「市場統合

規則」の施行以後である。それまでのオーストラ

リア市場は、ASX、ナショナル証券取引所、S

IMベンチャー証券取引所などが存在したが、一

九八七年に六つの証券取引所が合併したASX

が、独占的な地位を占め、他の市場の地位は限定

的なものであった。

なぜ、市場間競争と最良執行義務導入のきつ

けとなった市場統合規則が必要になったのであ

うか。そのきっかけとなったのは、二〇〇七年三

月のリクイドネットとAXEIECNの市場開設

免許申請であった。二〇〇一年会社法で、金融市場の運営は免許があれば可能とされていた。しかし、代替執行市場でのASX上場株の売買は想定されていたことがなかったこと。また、現行規制が上場機能や取引プラットフォームの提供をASXが行うことを前提に講じられており、現行規制が市場間競争を抑制するのか、促進するのか検討する必要性に迫られたからである。<sup>(2)</sup>この議論自体は、すぐに終わる予定であった。事実、二〇〇七年七月には協議文書が出され、それに対するコメントを踏まえた、再協議文書が二〇〇七年一月に出されていた。また、その文書には、二〇〇八年三月には両社に対する免許付与に関して、首相への意見具申が予定されていた。当時、市場間競争が現実のものとなるまでに四年半の歳月が費やされようとは、誰も予想し得なかつただろう。

転機になったのは、二〇〇七年末にオーストラ

リアで政権交代が起きたことと、二〇〇八年の金融危機の勃発、市場環境の変化である。政権交代は議論の開始を遅らせ、金融危機は議論のテーマを市場間競争の導入のみならず、今後の動向を踏まえた新たな規制作りへと広げた。さらに、取引の電子化、HFTなどの高速取引の登場など、新たなタイプの市場参加者の参入は、それに伴う新たなリスク管理の必要性を生み出した。<sup>(3)</sup>これらに対応したため、新たな規制である「市場統合規則」の原案が公表されたのは二〇一〇年一月のことであった。(この規則は、一部が二〇一一年五月五日に施行され、一〇月三十一日から全面施行された。また、最良執行義務に関しては、二〇一三年三月末まで移行期間が設けられている。<sup>(4)</sup>)

こうした議論が行われたが、オーストラリアでは、金融危機や市場環境の変化には対応したものの、市場間競争の導入は一貫して推進の方針で

あった。三年間の議論の途中では、政府から諮問を受けたオーストラリア金融センターフォーラムも、市場間競争の導入を政府に提言している。その理由はオーストラリアの国家戦略と大きく関係する。すなわち、アジア・太平洋地域の金融センターを目指すオーストラリアは、市場効率性の向上、イノベーションを取り込んだ新たな市場サービスの提供によって、市場参加者の多様なニーズを効果的に満たし、そのことを通じて、さらなる国際的な資本流入と多様な市場参加者の参加を望んだのである。したがって、グローバルな金融、資本取引が行われている現在の環境下にあつては、規制緩和、自由化は必然だったと考えられよう。

### 三、「市場統合規則」での最良執行義務

市場間競争の導入は、複数市場で同一銘柄の取引を可能とする。それゆえに、他の市場の方がよい気配が出ているにもかかわらず、それより劣った価格で売買が執行されてしまう、トレードスルーの発生という問題が生じる。したがって、規制当局としては、複数の取引執行の場がある環境においても、投資家が不利益を被らないよう、投資家保護に関する規制を設ける必要がある。そのため最良執行義務が導入される。

市場間競争を先に経験しているアメリカでは、最良執行の実現のために複数の市場をシステムでリンクさせ、各市場に対して自らよりも好条件で取引可能な市場がある場合、最良気配を示す

市場への注文回送が義務付けられている。また、これを実現するために、市場外での取引価格と主市場での取引価格を統合させねばならない。そこで、各市場の気配、取引情報をリアルタイムで公表させ、それを統合してNBBO（全米最良気配）を提供し、その気配を出す市場に注文を回送するシステムも設け、常に注文が最良気配と付け合わされるような仕組みが構築されている。

他方、ヨーロッパでは、最良執行とは価格だけを基準とするのではなく、執行コスト、執行スピード、約定や決済の可能性など、いわゆる取引コスト（取引手数料や遅延コスト、マーケットインパクト、タイミングコストなど）を考慮することを求める、最良執行義務が考案された。MIFIDでは、投資業者（投資銀行や運用会社、ブローカーなど）に対して取引コストなどを考慮し、顧客にとって最良の結果をもたらすような取

引執行のために、合理的な手段を採らねばならないと規定された。さらに、顧客をリテール投資家とプロ投資家に分類し、リテール投資家にとっての最良の結果とは、価格と顧客が負担する執行関連コストの総額から決定され、プロ投資家のそれは、価格、コスト、執行スピード、約定や決済の可能性などから決定することとし、その具体的な内容は、業者の裁量で決定の上、公表することが求められている。

これは、投資家の求める最良の結果が同一ではないことに起因している。小口取引では、マーケットインパクトやタイミングコストの発生は考えられない。そのため顧客を区分し、それぞれの最良の結果に対する考え方を規定したのである。

このように、最良執行義務は、アメリカで見られるルールに基づく厳格な規制（ルールベース）

と、ヨーロッパで見られる原理を示すにとどめ、具体的な行動規定の策定、運用は各業者に委ねる（プリンシプルベース）ものの、大きく二つに分けられる。ASICは、こうした先行する欧米のルールの特徴を子細に分析、検討した上で規制を策定した。結論的には、プリンシプルベースの規制を採るわけだが、その理由については、ルールベースでは市場間をリンクさせるために、多大なコストが発生することなどを挙げている。

さて、「市場統合規則」における最良執行義務に関する規定の内容を、簡単にまとめておくところからである。すなわち、市場参加者は顧客注文の回送や執行に際し、顧客のために最良の結果を得るための、合理的な手段を採ることが求められるている。そして、MIFIDと同様に、顧客をリテール投資家とホールセール投資家に分類した上で、リテール投資家、ホールセール投資家それぞれ

れに対する最良の結果を規定している。それは、前者に対しては、執行価格と執行コストを合算した価格が最良の価格となることであり、後者に対しては、各市場参加者が売買価格はもちろんのこと、取引コスト（マーケットインパクトやタイミングコストなど）、執行スピード、約定可能性などを考慮し、決定することとされる。

また、各市場参加者が策定する最良執行方針や手続きに関しても、顧客の注文を執行する場合や、どのように注文執行が行われるのかといった、執行に関する取り決めを含むこと。そして、法令の遵守状況をモニタリングし、継続的に最良執行義務が遵守されるよう、各市場参加者には、最良執行方針や手続きを適宜見直すことが求められるている。こうして策定された最良執行方針と手続きは文書化され、初回取引開始前に投資家へ開示され、それらが改訂される際は、要旨の開示を義務

づけている。そして、顧客から要求があれば、発注記録や執行のパフォーマンスに関する情報も開示せねばならないとされる。なお、最良執行義務に関しては、二〇一三年三月末まで移行期間にされた（当初は二〇一二年一〇月三十一日までとされたが、半年延長された）。

では、市場間競争や最良執行方針の導入を受け、オーストラリア市場で起きた変化について、次に見ていこう。

#### 四、オーストラリア市場の変化

##### (1) ブローカー側の変化

オーストラリア政府が、市場間競争を導入したことにより、オーストラリアの株式市場では大きな変化があった。市場間競争の導入に伴う変化を見る前に、オーストラリアのブローカー業界の特

徴を示しておきたい。二〇一〇年会計年度時点ではあるが、オーストラリアのブローカー業界には、ASXの会員業者が九〇社、非会員業者が一五〇社存在した。ASXでの取引シェアは、九〇社の会員業者のうち上位十二社で約八〇%、中でも上位三社の合計で取引シェアの三〇%を占めていた（表1）。また、その特徴としては外資系ブローカーが六〇%以上の取引シェアを保有し、年金をはじめとする投資資産の五〇%以上を外資系運用会社が管理しているとされる。さらにASXによれば、ASX上場株式の投資家別保有シェアは外国人投資家が四一%と圧倒的に高く、次いで年金・保険が二六%で続いている。<sup>(5)</sup>

さて、市場間競争、最良執行義務の導入によって、オーストラリアの株式市場にどのような変化があったのだろうか。まず、最良執行義務の導入により、最良執行方針および手続きの策定を求め

表1 ASX 会員業者の取引シェア

会社名	取引シェア
UBS、マッコーリー	各10%
ドイツ銀行	9%
シティグループ、ゴールドマンサックス	各8%
クレディスイス、RBS	各7%
JP モルガン、モルガンスタンレー、メリルリンチ、CBA	各5%
Eトレード	2%

(出所) ASIC 「Australian equity market structure: Proposals」  
(Consultation Paper 145) 2010年11月

られた、ブローカーはどのような最良執行方針を策定したのだろうか。ASXでの取引シェア上位一二社の最良執行方針から、注文回送先に関する部分を、各社のホームページなどで確認できる限りではあるが、表2にまとめた。市場統合規則では注文回送先を、ブローカーが指定することと規定されているが、表2によれば、既にASXで三〇%の取引シェアを占めるブローカーが、複数の執行市場へ注文を回送すること定めている。また、現在は移行期間中であるため、その間はASXでのみ注文を執行するという会社もある。

この他にも、取引シェアは小さいが、オーストラリアの四大銀行の一つであるウェストパック銀行系列の証券会社であるウェストパック証券、その他にもベルポッター証券やベーカーヤング社などでも、注文回送先をASXとChicagoに指定している。したがって、複数市場に注文回送する

表2 各社の最良執行方針における注文回送先

会社名	回送先市場等
UBS	直接注文板に回送するか、クロッシングシステムを経由して市場の注文板に回送。注文板には、ASX (Trade Match、Centre Point、Pure Match)、Chi-Xが含まれる。
マッコーリー	2012年10月31日までは、ASXのTrade Machで執行。ただ、2012年10月31日以降のために、他の取引サービスのパフォーマンスも監視。
シティグループ	次の執行の場、および他の方法で注文を執行執行の場は、ASX (Trade Match、Centre Point、Pure Match)、Chi-X、CITI Match
RBS モルガン	移行期間の終了まで、ASXのTrade Machで執行。
JP モルガン	商品に応じて規制市場、代替取引施設など最良執行を実現できる場で執行
モルガンスタンレー	規制市場、代替取引施設など最良執行を実現できる場で執行
コモンウェルス	ASX (TradeMatch、ASX CentrePoint)、Chi-X、内部クロスシステムから執行の場を選択
Eトレード	ASXのTrade Machで執行。

(出所) 各社ホームページおよび The Australian ホームページ<sup>(6)</sup>

会社の占めるASXでの取引シェアはさらに膨らんでいるものと思われ、また、今後、さらに複数市場へ注文回送する会社が増えると思われる。ただ、複数市場への注文回送には、各社のバックオフィスシステムの更新を含め、コストがかかることが予想され、取引シェアの小さなブローカーにとっては大きな負担になると思われる。これについては、次に取り上げる取引所側で起きた変化が大きく作用していると思われる。

## (2) 取引所側の変化

他方、取引所にはどのような変化をもたらしたのであろうか。ASXは、欧米での市場間競争導入の影響を詳細に分析し、その対応策を検討している。

市場間競争の導入は、これまで独占状態であったASXを、他市場との売買獲得競争にさらすこ

とになる。市場間競争で先行した欧米では、代替執行市場が、低コスト、新たな課金体系の導入、高速な注文執行、高度な取引プラットフォームの提供を通じて、取引所から取引シェアを奪っていった。こうした代替執行市場の動きに対し、取引所も取引システムの高度化や場口銭の引き下げなどを行い、取引流出の抑制を図った。

欧米の取引所が採ったこれらの措置は、ASXでも市場間競争導入が議論されていた時から、すでに実施されていた。ASXは、市場間競争の導入に向け、場口銭の引き下げ（〇・〇〇二八%から〇・〇〇一五%へ）、利用者のニーズに合わせた四つの取引プラットフォームの開設（従来からの伝統的な取引を行う「Trade Match」、ブロック取引向けの「Volume Match」、HFT利用者向けの「Pure Match」、最良気配の仲値で注文を執行する「Centre Point」）<sup>7</sup> さらには取引所システムへの接

続ネットワークの高速化、コロケーションサーバス、Pure Matchへのメイカー・テイカー制課金制度の導入を実施した。

さらにASXは、SOR (Smart Order Routing) を、自社のコロケーションエリアに実装し、その利用端末であるASX Bestのリリースを開始したのである。これを利用すると、注文が国内のライトプール（ASXが開設する「Trade Match」やPure Match、Chi-X）とASXが運営するダークプール（Volume Match）に回送される。その取引戦略は五つ（①ライトプールのみで価格優先で執行、②ライトプールのみでスピード優先で執行、③スピード優先でダークプールの後にライトプールで執行、④価格優先でダークプールの後にライトプールで執行、⑤ダークプールのみで執行）あり、各社が自社の最良執行方針に従って取引戦略を指定することができる。では、

表3 ASX の収入構造の変化

(単位：百万オーストラリアドル)

	2010	2011	2012	2012-2010
上場関連収入	1,461	1,503	1,334	-127
現物市場収入	1,508	1,339	1,245	-263
場口銭	581	387	364	-217
デリバティブ市場収入	1,555	1,824	1,970	415
情報サービス収入	688	709	669	-19
技術サービス収入	298	404	463	165
Austraclear サービス収入	312	338	360	48
配当収入	81	99	93	12
金利収入	1,281	1,606	1,543	262
その他収入	165	156	161	-4
合計	7,349	7,978	7,838	489

(出所) ASX 「Annual Report 2011および2012」より作成

なぜ、ASXが取引の流出を加速させる、SORを自ら設置したのだろうか。それは、表3に示したとおり、ASXの収入全体に占める場口銭の比率が五・九%と低く、ASXでは以前から収入源の多様化に積極的に取り組んでおり、SOR設置もその一環と考えられる。

では、コロケーションサービスやSORサービスの開始といった取引所のサービス多角化が、収益にどのような影響を与えたのであろうか。そのことを概観しておこう。ASXの収支報告書の収入の部を、表3にまとめた。ASXの収入構造は、デリバティブ収入、上場関連収入、現物市場収入が主たる収入になっている。しかし、表3によれば、二〇一〇年と二〇一二年を比較すると、場口銭の引き下げや欧州債務危機による現物取引の不振、Chixの開業に伴い、現物市場関連収入が低迷している。すなわち、上場関連収入、

現物市場収入、情報サービス収入が大幅に低迷している。他方で、デリバティブ市場収入、技術サービス収入、Austraclear サービス収入の増収が見られる。この中でいう技術サービス収入と Austraclear サービス収入とは、前者が接続ネットワーク、コロケーションサービス、ASX Bestの利用手数料などであり、後者は債券の保管決済サービスの収入である。つまり、増収した分野は、現物取引以外の部門であることが分かる。また、業務収入の中では、市場間競争の実施に向けて多角化したサービスによるものは、デリバティブ収入に次ぎ、その額は場口銭の減収額の七六％に相当する。この数字だけを見れば、収入源の多角化は不十分と映るかもしれないが、ASX Bestの利用料は、SOR機能に関しては、二〇一二年十一月まで無料である。すなわち、次年度以降はSOR機能の利用料収入が見込めることから、さ

らに技術サービス収入は増えるものと予想できよう。

さて、市場間競争や最良執行義務が導入され、ブローカーは最良執行方針を定め、取引所は取引関連サービスの充実を実施しているのを見てきたが、一方の、Chixでの取引状況は、どの程度のシェアを占めているのだろうか。

来年三月末まで、オーストラリア市場では、最良執行義務の遵守は移行期間にある。しかし、開業から一年にも満たないChixの売買代金は、ASXとChixでの合計売買代金の三％程度に達しており（最近では日によって七％を超えることもある）、移行期間の終了とともに、さらなる取引シェアの獲得も予想できよう。オーストラリアの市場間競争は、まだ始まったばかりだが、既に大きな変化を生み出していることが分かるだろう。

## 五、我が国の市場間競争の状況

では、最後に、我が国の市場間競争の状況を概観しておこう。一九九八年の証券取引法改正により市場集中義務が撤廃され、私設取引システム（PTS）が導入された。しかし、競争条件の不公平（価格決定方法や取引所取引原則の適用など）から、PTSでの売買は低迷し、当初は個人向けの夜間取引市場として運営された。こうした競争条件の不公平は、金融審議会でも指摘され、競争条件のイコールフィッティングを指すとともに、市場間競争を実質化させるためにプリンシプルベースの最良執行義務が導入された。

最良執行方針の具体的内容が、各業者の裁量に委ねられた結果、各社はどのような最良執行方針を策定したのだろうか。ジャパンネクスト接続

各社の最良執行方針は表4のようである。これによれば、顧客からの指示がなくとも委託注文をPTSへ回送する会社は少数であり、却ってPTSへの注文回送を阻害しているとも言える。現状でのPTS市場での取引規模は、表5に示したとおりであり、二〇一〇年頃から取引量が急拡大しているものの、取引所内外で行われている取引の5%に満たない。

では、PTSでの価格が常に取引所を下回っているのかと言えば、そうではない。図1に最良気配提示時間を示したが、PTSは呼値の刻みが細かいこともあり、それは東証と同程度である。ではなぜ、PTSでの取引が伸びなかったのだろうか。それは、これまで公開買付に係る5%ルールがあり（今年五月に緩和されることが決まった）、国内機関投資家などは、このルールに抵触しないよう、PTSの利用を避ける、取引量を制限して

表4 ジャパンネクスト接続各社の最良執行方針

証券会社名	備 考
野村証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
みずほ証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
SBI証券	金融商品取引所市場またはPTSにて注文を執行
楽天証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
モルガン・スタンレー MUFJ証券	取引所、取引所クロス、内部クロス、PTSのうちから1つ又は複数の執行方法により、注文を執行
ゴールドマン・ サックス証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
メリルリンチ日本証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
クレディ・スイス証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
UBS証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
インスティテット証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
BNPパリバ証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
ドイツ証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
シティグループ証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
ソシエテジェネラル証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
JPモルガン証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
バークレイズ キャピタル証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行
マコーリー・ キャピタル証券	指定のない限り金融商品取引所の立会取引にて注文を執行

(出所) 各社ホームページより作成

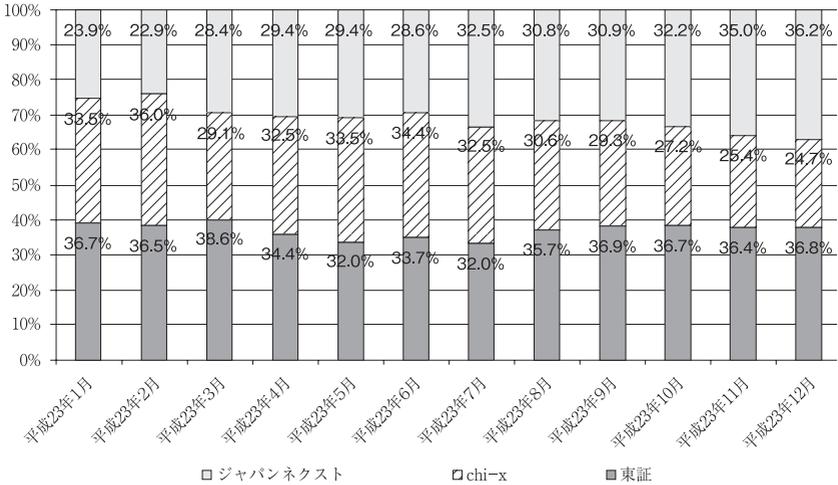
表5 PTSの市場規模の推移

(単位：百万円)

	取引所内取引	取引所金融 商品市場外 取引	合計	PTS取引	取引所金融 商品市場外 取引に占め るPTS取引	PTS取引 が全取引 に占める 割合	ジャパン ネクスト 取扱高	Chi-X 取扱高
	(A)	(B)	(A)+(B)=(D)	(C)	(C/B)	(C/D)	(E)	(F)
2000年 9月～12月	74,204,639	6,379,023	80,583,662	2167	0.03%	0.00%		
2001年	225,238,725	19,964,909	245,203,634	40,516	0.20%	0.02%		
2002年	209,229,406	15,971,952	225,201,358	156,798	0.98%	0.07%		
2003年	255,342,134	15,938,880	271,281,014	101,578	0.64%	0.04%		
2004年	357,286,089	21,149,823	378,435,912	115,983	0.55%	0.03%		
2005年	534,774,213	27,302,434	562,076,916	227,916	0.83%	0.04%		
2006年	725,688,187	39,685,779	765,373,966	724,671	1.83%	0.09%		
2007年	795,118,610	50,594,459	845,713,069	1,952,081	3.86%	0.23%	75,086	
2008年	605,409,781	42,565,639	647,975,420	2,148,689	5.05%	0.33%	322,272	
2009年	390,224,627	23,843,769	414,068,396	2,992,802	12.55%	0.72%	1,501,994	
2010年	375,467,734	22,641,307	398,109,041	3,136,045	13.85%	0.79%	1,608,780	
2011年	362,765,316	30,840,688	393,606,004	12,871,934	41.74%	3.27%	5,729,714	4,623,475
2012年 1月～8月	213,994,047	21,146,581	235,140,628	11,255,610	53.23%	4.79%	6,525,260	4,178,254

(出所) PTS Information Network、ジャパンネクスト、Chi-X JAPAN ホームページより作成

図 1 最良気配提示の時間比率



(原典) トムソンロイター調べ  
 (出所) SBI ジャパンネクスト報告資料

執行する、売り注文の発注のみの利用にとどまっていたと言われる。この結果、最良気配が出ていても注文板が薄く、約定可能性が低いことから注文を回送するインセンティブに乏しく、PTSでの売買高が伸び悩んでいるのが、現状と言える。

六、むすびにかえて

我が国とオーストラリアでは、もともと独占的な市場をもち、また類似の規制を入れて市場間競争が導入された。ただ、オーストラリアでは市場間競争導入から一年に満たないが、既に代替執行市場での取引は三〇程度に達している一方、我が国のそれは、PTSの誕生から既に一二年が経つが、未だ五〇に過ぎない。それは、東証が、市場間競争が実質化していなくとも、積極的に場口銭

引き下げや、高速取引プラットフォームの導入などの措置を取ってきた結果とも言える。

一方で、我が国でPTSの利用が低迷している理由として、不公平な競争条件と最良執行義務の不徹底が指摘できよう。前者に関しては、今年五月に緩和されることが決まったが、公開買付に係る五%ルールがあり、国内機関投資家のPTS利用が進まなかったことがある<sup>9)</sup>。そして、後者に関しては、オーストラリアも我が国も、プリンシプルベースの規制手法を採っており、最良執行方針の策定は、各業者の裁量に委ねられている。しかし、オーストラリアでは市場間競争の導入に伴い、多くのブローカーが複数市場を注文回送先としているのに対し、我が国の証券各社は、約定可能性を重視し、顧客の指示がなくともPTSを注文回送先に指定している会社は少数である。そのことが却ってPTSへの注文回送を阻害していると

も言える。

こうした違いはどこにあるのだろうか。一つはオーストラリアのブローカー業界の構造や株式所有構造に求められよう。すなわち、欧米で市場間競争を経験している外資系大手業者が、ASXの取引シェアの多くを占め、また、外資系運用機関が年金をはじめとする投資資産の五〇%以上を管理しているとされる。それゆえ、彼らの最良執行に対する圧力が大きいのであろう。また、取引所自身がSORを実装し、安価な利用料でSORを利用できる環境にあることも、こうした動きを補完しているのであろう。

他方、これまで我が国では、機関投資家が積極的にPTSを利用してこなかった。それは、公開買付に係る五%ルールがあり、それに抵触することを怖れていたためとされる。その結果、PTSでは最良気配は出るものの、注文板が薄いために

約定可能性が低く、証券業者の最良執行方針でも注文回送先に指定されることは少なかった。つまり、競争条件の不公平と機関投資家からのプレッシャーの有無が、同じプリンシプルベースの最良執行義務が導入されながらも、市場間競争の状況が異なる理由となるのだろう。今年一〇月以降、公開買付に係る五％ルールが緩和され、競争条件の不公平は大きく改善される。機関投資家にとっては、P T S の利便性が増すだろう。その意味では、今後、我が国でもP T S での注文量が増えるか、市場間競争が実質化するかは、機関投資家の行動にかかっていると見えよう。

(注)

- (1) WFE (World Federation of Exchange) ホームページ  
 (2) ASIC 「Competition for market services—trading in listed securities and related data」 (Consultation Paper 86)

二〇〇七年七月

- (3) ASIC での「市場統合規則」策定の過程で、課題は次の五点とされた。すなわち、①市場の効率性向上とイノベーションの機会の最大化、②オーストラリア市場への投資家の信頼を毀損するリスクの軽減、③オーストラリア市場への投資家の信頼向上と投資家の参加促進、④市場品質と価格形成過程の維持、⑤フラッシュクラッシュの教訓への対処である。これらの課題に対し、「市場統合規則」では、市場間競争、最良執行義務の導入、取引前 (Pre-trade transparency) 、取引後の透明性 (Post-trade transparency) に、極端な値動き (Extreme price movements) に対する規定などが設けられた (ASIC 「Australian equity market structure: Proposals」 (Consultation Paper 145) 二〇〇一年一月)。

(4) この過程で、同時に市場間競争の実施に向けた制度整備も行われていた。それは、市場間の競争条件を均一にするため、二〇一〇年八月にASX がもっていた市場監督機能をASICへ移管している。

- (5) ASX 「International Listing on ASX—Road to growth and opportunity—」二〇一〇年  
<http://www.theaustralian.com.au/business/markets/chix-determined-to-make-inroads-in-stockmarkets/story-e6frg916-1226247778385>

(7) 現在サービスが開始されているスタンダードSORの他に、プレミアムSORのサービスが二〇一二年中に開始の予定である。

(8) その理由は、金融商品取引所市場の方が流動性、約定可能性、取引のスピード等の面で優れていること、システム開発のコスト負担や国内投資家からPTSへの接続を要望する声が少なからずされる。

(9) 競争条件の問題に関して、PTS運営業者からは、個人取引の大きなシェアを占める信用取引が、PTSでは認められていないとの指摘もある。

(参考文献)

AFCCF 「Australia as a Financial Centre - Building on Our Strengths」二〇〇九年一月

ASIC 「Competition for market services—trading in listed securities and related data」(Consultation Paper 86) 二〇〇七年七月

ASIC 「Australian equity market structure: Proposals」(Consultation Paper 145) 二〇一〇年十一月

ASX 「International Listing on ASX—Road to growth and opportunity—」二〇一〇年

ASX 「Annual Report2011」二〇一一年八月

ASX 「ASX best Sydney Presentation資料」二〇一一年一月

月

ASX 「Annual Report2012」二〇一二年八月

磯部昌吾 「取引所間競争が始まった豪州の株式市場」『野村資本市場クォーターリー』二〇一二年夏号、野村資本市場研究所

岸田雅雄監修 『注釈金融商品取引法』第二巻 業者規制、社団法人金融財政事情研究会、二〇〇九年

(ふかみ やすたか・当研究所研究員)