

私設取引システム(P.T.S.)と  
市場規制について(2)

はじめに

証研レポート一五四〇号(一九九六年一月)で私設取引システム(P.T.S.)について紹介し、規制上の問題を検討した。SECは現在、P.T.S.について、市場類似施設ではあるものの、自主規制機関としての登録証券取引所が負うべき義務は免除するという方針でのぞんでいる。こうしたSECの規制方針については、さまざまな批判が行われており、全米市場システム(M.M.S.)の中でP.T.S.をどのように位置付けるかという大きな問題を残していることは周知のとおりである。

P.T.S.の発展には、コンピューター・テクノロジーの発達が大きく寄与しているわけであるが、コンピューター・テクノロジーは、①取引フローや電話ネットワークなど、伝統的に取引所に必要とされた物理的施設が不要になる、②安価な取引システムを作り上げることができるため、取引システムの提供者の参入が容易になる、③新しい取引ルールをもつ取引システムの構築が可能になる、④取引情報や注文の回送がコンピューターネットワークを通じて行えるようになるので、取引所間ネットワークやクロスボーダーの取引が容易になる、などさまざまな影響を証券市場にもたらしている。P.T.S.は、コンピューター・システムの構築を通じて、取引システムとしてさまざまな特徴あるサービスを提供しており、こうした市場のマイクロストラクチャーが、個別市場/P.T.S.内の証券取引にどのような影響を持つかという点は、P.T.S.が市場構造全体の中でどのように位置づけられるかという点とともに、研究が進められる必要があると思われる。

本稿では、SECが一九九四年一月にリリースした報告書「Market2000」などを参照しながら、主要なPTSが取引システムとしてどのようなサービスを提供しているかを具体的にみていくこととする。

### 取引参加者の新しいニーズ

先に述べたように、コンピューター・テクノロジーの発展は、それがなければPTSは生まれてこなかったと言つていほど大きく影響している。しかし、それに加えて、市場参加者が多様化して取引所に対するニーズが多様化したことも見逃すことはできない。たとえばPTSは、インデックス取引をしている機関投資家の参加が多いとされるが、こうした取引を行っている機関投資家のファンド・マネージャーにとって、新規情報の変化に応じた変動価格を提供するNYSEなど主要取引所の連続的な取引は必要ないからである。

このように、市場外の情報の変化に応じた価格変動と、そのなかでより有利な価格による取引、という伝統的な取引所がこれまで提供してきた古典的なニーズ以外の取引ニーズが機関投資家を中心に生じてきたことは、取引所取引を考える上で、大きな変化であると言つことができる。PTS参加者が求めているのは、従来のような迅速でより有利な価格による取引ではかならずしもなく、マーケットインパクトの少ない取引であったり、匿名性が守られる取引を求めていたりするからである。PTS参加者は、こうしたニーズを満たすためには、取引の迅速性や価格面での優位性は多少犠牲になっても止むを得ないと考えていると推測できる。

したがって、以下で見るように、PTSは取引参加者のこうした新しいニーズを満たすために、従来の取引所取引とは違った取引システムを構築している。

### 現在稼働中のPTSとその特徴

SECは取引所類似施設としてこれまで二〇の取引システムにノーアクションレターを送付しているが、そのうちプリンツナ証券取引所は登録免除の取引所として認められたため、PTSとしては二〇の稼働を認可していることになる。(Cantor Fitzgerald G.P. Lattice Network. Cross Com Trading Network. Instinet. Instinet's Market Match. LIMITrader. Franklin Advantage Crossing Network. Exchange Services Inc. Arizona Stock Exchange. NYSAC. CapitalLink Bond Auction. RMJ Securities/Delta Government Options. ECON Investment Software. POSIT. POSIT's Volume Weighted Average Pricing Session. Adler & Co. Systems. NAFEX. Troster Singer Corp's Inside System. Trasaction Services Inc.'s TRAN System. B&K Securities Inc's COPS System) これらのなかには取引システムの稼働を続けていないものもあるため、現在稼働中であるのは一〇のシステムである。さらにそのなかで株式の取引を手がけているのは七つであることだ。

これらのPTSの取引システムについて、その特徴をSECの報告書「Market2000」を参照しながら検討して見た。

リミット・オーダー・ブック・システムと呼ばれるもの

(Market2000のHit or take systemをみたす)

〈共通する特徴〉

このタイプに分類されるPTSには、Instinetのほか、Lattice Network、Cantor Fitzgerald

参加者が画面上に指値注文を入力し、市場仲介者を通じて直接取引を行うシステムである。取引参加者は匿名で画面上に指値注文を出し、画面上にすでに出ている他の注文と条件があうか、そうでない場合はいったん画面に注文が表示されて対当する注文が出てくるのを待って執行される。執行は、注文の条件が合致すれば自動的に執行されるもの、参加者自身が執行の意思を確認するために執行のためのキーを押す操作や電話確認などの手順を踏まなければならないものがある。またInstinetのように参加者同士がシステムを通じて取引条件を交渉できるものもある。

市場参加者は自分のパーソナルコンピュータからモデム経由で公衆回線を通じてPTSの画面にアクセスする。InstinetはAmexと地方取引所のフロアーにも端末を設置している。

取引参加者は、資産や取引の習熟度に応じて運営者によって選別されるため、たいていブローカー／ディーラーや機関投資家その他のプロの市場仲介者に限定されている。取引時間は、主要取引所の取引時間中であることが多いが、ときに終了後にも取引を行う。価格発見機能があるため、activeな投資家のニーズを満たしている。執行後は、システムの運営者であるブローカー／ディーラーが、取引が成立した価格と数量を双方の参加者とクリアリングブローカーに報告する。運営者は決済業務には直接関与することはない。またCTSへの報告のために、上場銘柄とNASDAQ銘柄の取引はNASDに報告される。

こうしたPTSは一般にブローカー／ディーラーによって所有・運営されており、NYSEのメンバーではないが、地方取引所のメンバーであることが多い。

#### 〈その他の特徴〉

Instinetは、以上のほかに次のような特徴を持っている。

・一方の参加者の売買条件が、別の参加者の売買の条件と一致すれば執行される通常の取引 (Trading Service) のほかに、双方がさらにシステムを通じて売買条件を交渉することができる (Negotiation Service)。Negotiation Serviceでは、参加者は価格かサイズかのみを入力し、詳細な条件は匿名で交渉する。条件が合えばInstinetを通じて執行する。Off-boardで特別な扱いを求める注文はInstinetのフロアーレジデスクの特別ターミナルに回送され、コンピュータシステムを使わずに扱われる。

・機関投資家が、自分の出す取引条件を、他のブローカー・ディーラーに知られたくない場合のために、I-Only (institutional investors only) と呼ばれるシステムが設けられている。この機能を使うと、取引参加者は自分の注文を見ることのできる参加者の範囲を機関投資家に限定することができ、NYSEで "front running" と呼ばれるような、フロア・トレーダーが大口取引の情報を前もって知ることでの自分の出す注文に利用するといったことが不可能になる。I-Onlyを使っている参加者の出した注文は、全ての注文に対して比較がなされるので、付け合わせする上で不利になるといえない。

同じくHit and take systemに分類されているLatticeは自動注文回送と付け合わせのシステムを持っており、注文の執行のしかたに数種類ある。これによれば、Latticeの参加者の注文は、通常通りLatticeのシステム内部で付け合わせされるほか、NYSE, Amex, BSEなどLatticeが接続している取引所に注文を回送することができる。さらに参加者は、システムにLatticeのシステム内と接続先の取引所の気配を比較させ、最良執行可

能な回送先を自動的に選ばせることもできる。

またLatimeも、参加者が注文のサイズがわからないように隠したり、取り引きしたくないブローカー・ディーラーを指定したりすることができる。Instinetのような参加者どうしの交渉はできないが、いったん出した注文のサイズを変更することはできる。

Cantor Fitzgeraldは、参加者をリミティッド・パートナーシップに限った取引システムである点がこのタイプのほかのPTSとは違う点である。

クロッシング市場と呼ばれているもの

(Market2000<sup>TM</sup> Matching Systems<sup>TM</sup>など)

〈共通する特徴〉

このタイプのシステムは、主要取引所の価格情報を利用して注文の執行を行うため、“passive pricing system”と呼ばれている。通常は主要取引所の終値などを利用して、あらかじめ決められた時刻に、それ以前に出された全ての注文に関してマッチングを行う。この時点で成立しなかった取引は、キャンセルするか主要取引所に回送するかを参加者が選択する。

このシステムを運営しているのも登録ブローカー／ディーラーである。主なものとしては、POSITのほか、POSIT's Volume Weighted Average Price Session、Instinet's Market Matchがある。

これらのシステムは取引が連続的に成立しているわけではなく、執行に遅延があるかわりに、手数料が安く、インタックス・トレードを行う機関投資家などに利用されている。このタイプのPTSで最大のもはPOSITである。POSITは、ブローカー・ディーラーに限定されている。東部時間の七時三〇分から六時まで受け付け。受け合わせは、一〇時、一時一五分、一時一五分。参加者のオフィスのパソコンから公衆回線／モデム経由でPOSITのコンピュータにアクセスするか、電話による注文で受け付ける。注文を受けるとPOSITのコンピュータがシステム内ほかの注文を検索し、取引が成立すると、参加者は即座に執行するか相手と連絡をとって条件の修正などの交渉を行うかを選ぶことができる。

〈その他の特徴〉

POSIT(Portfolio System for Institutional Trading)は登録ブローカー／ディーラーである Investment Technology Group, Inc. (ITG) が運営しているPTSで、参加者は機関投資家とブローカー・ディーラーに限定されている。東部時間の七時三〇分から六時まで受け付け。受け合わせは、一〇時、一時一五分、一時一五分。参加者のオフィスのパソコンから公衆回線／モデム経由でPOSITのコンピュータにアクセスするか、電話による注文で受け付ける。注文を受けるとPOSITのコンピュータがシステム内ほかの注文を検索し、取引が成立すると、参加者は即座に執行するか相手と連絡をとって条件の修正などの交渉を行うかを選ぶことができる。

執行価格は主要取引所のbest bidとbest askの中値で行われる。受け合わせられなかった残りは、キャンセルするか、継続して次の付け合わせに回すか、取引所のほうに回すかのいずれかを参加者が選択できる。

Instinet Crossing Networkは通常の時間内の取引サービスに加えて毎日、取引所立会終了後にセッションを行う。主要取引所の終値で特定株式の注文を受け付けて付け合わせる。参加者はブローカーディーラー、機関投資家、取引所スペシャリスト、オプションのマーケットメーカーのほか、信用要求を満たす投資専門家も参加を許されている。

オークション市場型のもの

このタイプのPTSは、注文を一時点で集約し、競売性によって単一価格で一括執行する。価格決定の仕方には“single price”と呼ばれるものと、“one-sided”と呼ばれるものがあり、前者では、システムに集約された売りと買いについて、総取引量が最大になるようにコンピューターが価格を決定する取引である。後者は、コンピューターが証券ごとの最も高い価格を数学的に計算し、最も高い価格をつけた売り手と買い手の中値で執行するものである。

このタイプの取引システムのうち最大のもはアリゾナ証券取引所で、前者の価格システムを採用している。参加者は機関投資家とブローカー／ディーラーに限定されており、毎日一度、取引所取引終了後の午後五時にシステムを動かしている。オークションで決定された価格を超える価格の注文は自動的に均衡価格で執行され、ちようど均衡価格で出された注文は時間優先で執行される。

このタイプの取引システムをとるPTSには、もう一つNAPEXがあるが、これは“one-sided”の価格決定システムを採用している。

おわりに

以上のように、PTSは、従来の取引所取引では得られないさまざまな新しいサービスを提供しているわけであるが、SECの立場からは、PTSの位置づけに関してさまざまな問題を抱えていることは前稿で指摘したとおりである。たとえば、現在PTSで取引引きされている銘柄のうち八七%はNASDAQ銘柄であるとされているが、こうしたNASDAQ銘柄に関してPTS参加者はディーラーズブレッドを支払うこともなく、ピッド／アスクスプレッドの内側で取引引きを行うことができる。こうしたPTSのあり方は、既存の取引所から見ると、競争上不当に優位な地位を占めていることになり、全米市場システムのなかでPTSをどのように位置付けていくかという問題は、これからも議論の余地が大きいとおもわれる。

PTSは、コンピューター・テクノロジーを利用した新しい取引システムを採用して従来の取引所取引とは違ったサービスを提供しているが、PTSと既存の取引所との違いは、右で述べたような取引システムの違いにとどまらない。まずPTSは営利を目的とした私設の取引システムであって、所有・運営するのは個別のブローカー／ディーラーである。この点で、取引所がブローカー／ディーラーの会員組織であって取引参加者とシステムの所有者／運営者が一致している点と大きく違う。

また、PTSは、機関投資家など個人投資家に比べて情報量の多い投資家が、直接取引のかたちで取引に参加するという点でも従来の取引所と大きく違う。取引所取引では、取引所会員が市場仲介者として存在し、投資家の勘定において注文を執行するが、PTSでは市場仲介者は存在せず、仲介業務をテクノロジーが代替していることになる。もつとも、PTSのなかには個人投資家の参加を検討しているところもあり、PTSが「洗練された」プロの投資家のためだけの場であるという考えが今後も当てはまるかどうかはわからない。

このように、PTSの問題を考える上で、取引所との競争条件という点から取引システムの問題が重要であるのと同様に、投資家保護という点から見たPTSの特徴も見過ごすことはできないと思われる。

(清水)