

# 我が国のPTTSの現状と課題について

深見 泰孝

## 1 はじめに

四月九日のブルームバーグの記事に、「欧州最大手のPTTSが既存客連れ日本参戦」という見出しの記事が掲載された。記事の内容は、欧州最大手のPTTS運営会社チャイエックス・グローバルが、日本市場で七月をめどに開業する準備を進めていること。そして、チャイエックスは、既存顧客である海外の大手証券会社の日本法人を顧客として、三～五年以内に日本株取引全体の五～一〇%のシェア獲得を目指すというものであった。<sup>(1)</sup>チャイエックスは七月七日に監督当局への必要な登録及び認可取得を完了し、七月二九日より業務を開始した。<sup>(2)</sup>

チャイエックスが日本に進出することを決めた一つの要因に、日本証券クリアリング機構がPTTSで成立した有価証券売買の債務引受を開始することがある。これまでPTTSでの取引は、各社がカウンターパーティとなつて取引を行っていたが、これによって、PTTSもCCPを使うようになり、取引所取引とPTTS取引とのネットイングによる決済の効率化や安全性の向上など取引所と同等の決済インフラを手に入れるとともに、カウンターパーティリスクが大幅に軽減されることになる。

また、今年一月四日から東証が新システム「アローヘッド」を稼働させた。これまでは、証券会社が売買注文を出してから注文の受け付けが確認できるまで二～三秒かかっていたが、アローヘッドの注文応答時間は二ミリ秒（一〇〇分の二秒）となり、ハイフリックエンシードレーダーの日本市場への参入やPTTSの拡大が見込ま

れている。

しかし、PTSでの取引は取引所内取引の約〇・七%に過ぎず、本当に東証の新システム稼働やチャイエックスの開業、日本証券クリアリング機構の債務引受開始によって、PTS取引は活性化するのだろうか。そこで、我が国のPTSの現状と課題について考察したい。

## 2 欧米でのPTS (ECN、MTF) の現状

### (1) アメリカの現状

アメリカでは一九六〇年代から機関化現象が進展した。NYSEの高い固定手数料制に不満を抱いていた機関投資家は、手数料を割り引いていた地方取引所や第三市場に注文を流出させていた。こうした市場外取引に対するニーズの高まりを受けて、一九六九年にPTSの嚆矢となるインステイネットが設立される。

PTSの登場は、市場の分裂という新たな課題を引き起こしたが、SECは計算機や通信技術の発展に基礎をおいたイノベーションと市場間競争を促進させ、効率性、利便性の向上を目指した。そのため、多様な気配情報や取引情報を結合し、最良気配を出している市場に注文を回送させる全米市場システム(NMS)を創設するのである。

PTSでの取引が拡大したきっかけは、一九九四年に起きたNASDAQのマーケット・メイカーの談合疑惑をきっかけとする、オーダーハンドリングルールの制定とされる。オーダーハンドリングルールでは、自己の気配より高い指値注文を顧客から受けたマーケット・メイカーは顧客の注文を自己の気配とするか、一定の要件を満たすECNに注文回送するかの選択を義務づけられた。その結果、二〇〇〇年には、ECNでのNASDAQ

登録銘柄の取引数量は、株式数ベースで約三〇%、約定金額ベースで約四〇%を占めるまでに増加した。<sup>(3)</sup>

さらに、二〇〇五年のレギュレーションNMSで新たなトレードスルー規制が導入された。この規制では、最良気配を提示する市場での売買が義務化される一方、人手を介する市場が提示した気配は保護対象から外され、一定の価格差であれば自動化された市場で取引を執行できることとなった。このように、SECは、一貫して市場間の売買注文獲得競争を促進させつつ、一方で多様な気配情報や取引情報の結合、最良気配を出している市場への注文回送を通じて、一つの市場としての機能を確保してきた。

ところが、新たなトレードスルー規制に対し、既存取引所はECNの買収を開始する。これに危機感を覚えたのはプロップファームであった。なぜなら、取引スピードの高速化が自身の優位性を保つ重要な要因であり、証券取引メカニズムの停滞は、自身の優位性を後退させることを意味した。そのため、プロップファーム自身が運営するECNの出現やプロップファームのニーズを見込んだ新たなECNが設立された。<sup>(4)</sup> その結果、市場の分裂は一層進展したが、<sup>(5)</sup> 一方で投資家も、市場の分裂に対応すべく、情報技術の発展を活用した新しいツールであるスマートオーダーテイキング（以下、SORと略記）を用い、仮想的に市場を一つに見て、その中で最良執行を追求している。

## (2) ヨーロッパの現状

ヨーロッパでは、二〇〇七年のMIFID施行まで、国境間を超えた取引所間競争はあったものの、国内での電子取引システムとの競争は一部の国を除いてほとんど見られなかった。ところが、MIFID施行後状況は一変する。MIFIDでは取引所集中義務の撤廃と最良執行義務が導入された。こうした規制の変化は、MTFと呼ばれる電子

的な方法による株式売買サービスの進出を促した。二〇〇七年三月にCEXヨーロッパが運営を開始すると、ヨーロッパやナスダックOMXヨーロッパなど、続々と新しいMTFが運営を開始した。彼らは、安いコストと執行スピードの速さを売りにしていたが、それだけで取引量を増やしたのではない。

先にも述べたように、MIFIDでは最良執行義務が導入された。MIFIDのそれはアメリカのように、最良気配を提示している市場での取引執行を義務づけるものではなく、流動性や執行・決済の確実性などを考慮せねばならない。しかし、これが導入されたこと<sup>(6)</sup>によって投資家のコスト意識が高まり、取引所外取引への関心が高まったとされる。

最良執行義務の導入によって投資家がコスト意識を高めると、MTFは従来とは異なる取引手数料の導入、オーダールーティング機能の提供を通じて、投資家に自市場で注文執行するインセンティブを与えた。取引手数料に関しては、アメリカのECN同様、流動性を供給する注文にはリベートを与えるメイカー制の手数料体系を導入し、リベートを活用して注文を集め、流動性を高めようとした。また、MTFはヨーロッパにはアメリカのような気配情報や取引情報の結合や、注文回送システムが構築されていなかったことに着目し、分裂した市場でブローカーの最良執行を実現させるため、MTFを含む欧州の主要市場に注文を回送するオーダールーティング機能を提供し、ブローカーが自市場で注文執行するインセンティブ<sup>(7)</sup>を与えた。こうして現在、MTFは取引金額ベースで、ヨーロッパ全体の株式取引の約一割を占めている。

このように、ヨーロッパではアメリカとは異なる最良執行義務が導入されたものの、これによる投資家のコスト意識の高まりを受け、MTFが従来とは異なる手数料体系の導入やオーダールーティング機能の提供などを通じて、自市場の流動性を高めていったことがわかる。

### 3 我が国のPTTSの現状

#### (1) 我が国でのPTTS開設

我が国では、一九九八年二月の証券取引法改正で取引所集中義務が廃止され、PTTS運営が解禁された。PTTS解禁を受けて、最初に株式を取り扱うPTTSとして設立されたのは、二〇〇〇年九月四日に開業した日本相互証券の「BB株式Super Trade」であった。「BB株式Super Trade」への接続先は、三大証券を含む証券会社、都市銀行、機関投資家、百社以上であった。

日本相互証券が株式PTTSに進出した理由は、公社債の業者間取引の証券会社として、債券売買の仲介などで蓄積したノウハウを活かせる新しい領域に進出し、業務のハイブリッド化を推進することであった。しかし、市況の長期低迷や限定された価格決定方法、そして清算制度や決済インフラの未整備が原因となって売買は低迷し、撤退直前には一日当たりの約定件数が数件に落ち込み、二〇〇二年七月にPTTS運営業務から撤退している。<sup>(8)</sup>

しかし、表1に示したとおり、二〇〇一年にマネックス証券が開設したマネックススナイターを含め、六社がPTTS業務に参入する。そのうち四社がインターネット專業証券大手五社を母体としたPTTSであり、三社は二〇〇六年以降に参入している。彼らがPTTS業務に参入した理由は、次の二点が考えられる。一点目は二〇〇五年に個人投資家の株式売買が、二〇〇六年三月に各社の収益性がピークを迎え、それ以降売買量、収益とも悪化し、株式委託手数料に代わる新たな収益源を必要としていたこと。<sup>(10)</sup> もう一点は手数料引き下げが限界に近付き、別の方法で他社との差別化を図る必要に迫られたことである。

また、表1によれば、松井証券とインスネット証券を除く四社は夜間取引を主戦場に位置付け、PTTS業務に参入していたことがわかる。彼らが夜間取引を主戦場と位置づけたのは、ネット專業大手証券の顧客がデイ

表1 PTS各社の概要

運営会社名	マネックス証券	インスティ ネット証券	カブドット コム証券	SBIジャパン ネクスト証券	松井証券	大和証券
PTS名	マネックス ナイト	ジャパン クロッシング	kabu.comPTS	ジャパン ネクストPTS	即時決済PTS	ダイワPTS
業務開始日	2001年1月26日	2001年7月9日	2006年9月15日	2007年8月20日	2008年5月12日	2008年8月6日
取引時間	17:30~23:59	8:00~17:00	8:20~23:59 (2010年7月より 8:20~16:30)	8:20~16:30 19:00~23:59 0:30~2:00	9:00~12:00 12:30~15:00	18:00~2:00
価格決定方法	市場価格売買方式(終値を基準値とした一本値)	①市場価格売買方式 ②顧客間交渉方式 ③顧客注文対当方式	①競売買 ②市場価格売買方式	顧客注文対当方式	市場価格売買方式	①売買気配提示方式 ②競売買
取引対象銘柄	約4,000銘柄	非公表	約2,000銘柄	約4,000銘柄	約1,800銘柄	1,862銘柄
	金融商品取引所 上場銘柄のうち、 指定銘柄、 ETF、REIT	東証、大証、 JASDAQ上場株	金融商品取引所 上場銘柄のうち、 指定銘柄、 ETF、REIT	金融商品取引所 上場銘柄のうち、 指定銘柄、 ETF、REIT	東証一部上場株 式、ETF、 REIT	東証、大証、名 証上場銘柄の うち指定銘柄
顧客	マネックス証券、丸三証券に 口座開設済みの 個人顧客および 証券会社	機関投資家、証 券会社、上場会 社など	カブドットコム 証券の顧客、三 菱UFJモルガン スタンレー証 券、クレディ・ スイス証券、 UBS証券、BNP パリバ証券、シ ティグループ証 券、メリルリン チ証券、インス ティネット証券	提携会社(SBI 証券、楽天証券、 クリック証券) に口座開設済 みの個人顧客 及びゴールド マンサックス 証券、クレ ディ・スイス 証券、メリ ルリンチ日 本証券、 UBS証券、 モルガン・ スタンレー MUFUG証 券、ドイツ 証券	口座を開設した 個人	大和証券、大 和証券キャ ピタル・マ ーケッツ
取引手数料	500円 (マネックス証券)		378円 (1,000万 まで)	367円(1,000 万 まで) (SBI証券)	1,050円 (1日合計100 万 まで)	無料
受渡日	約定日の4日後		約定日の4日後	約定日の4日後	即時	取引日から5日

※ジャパンネクスト証券が昼間取引に参入するのは、2008年10月からである。

※カブドットコム証券の取引時間は、開設当初は19時30分~23時で、2008年3月より8時20分~23時59分となる。

(出典) 各社ホームページより作成

トレーダーを中心とし、彼らの中には日中取引できないサラリーマンも多かったためである。カブドットコム証券の斎藤社長は、参入目的を「夜間取引への個人投資家の需要は強く・・・「夜場」でも取引ができるようになる<sup>(1)</sup>」と述べ、これまで夜間取引になかった競売買市場の開設によって他社と差別化し、新たな個人投資家を取り込もうとしていた。

三大証券の一つである大和証券は、リテール戦略で支店担当者からの投資相談が受けられる「ダイワ・コンサルティング」と、投資相談がない代わりに安価な手数料で株式取引ができる「ダイワ・ダイレクト」とに顧客を分けていた。大和証券の二〇〇七年七月から九月期の約定件数は、オンラインが八〇・九%を占めており、それゆえ、ネットでのサービスを充実させ、新たな顧客開拓を進めようとしたことが参入目的と思われる。

一方で、松井証券は回転率が高いデイトレーダーを主要顧客としていた。そのため、差金決済を可能とする即日決済のPTSを開設し、手数料は一日の取引合計金額で決まるように設定し、他社との差別化を図っていた。このように、各社が自社の顧客に合わせたサービスを提供しようとしていたことがわかる。

## (2) 流動性確保に向けて

PTSは、開設時から流動性確保が成功のカギと言われたが、kabu.comPTSの開設後一週間の売買代金は約五億円と想定の一〇%に過ぎず、他社も軒並み低迷した<sup>(12)</sup>。PTS各社は、開設当初からの課題であった流動性を確保するため、様々な施策を行った。それは、以下の四つ(①より有利な株価形成、②時間延長、③他社の接続、④その他)の方法で行われた。

①に関わって、マネックスナイターは、デイトレーダーを中心に顧客を集めていたが、価格決定方法が市場価

格売買方式であり、株価変動が見込めなかった。そこで、二〇〇五年七月にチャンス銘柄を創設した。チャンス銘柄は、機関投資家から夜間取引市場で売買を希望する株式を、終値の上下七％の範囲内で独自に価格を決定して売買させるものであり、顧客のニーズとのミスマッチを埋めるため創設された。また、[kabu.comPTS](http://kabu.comPTS)とジャパンネクストPTS（以下、ジャパンネクストと略記）は、表2のように東証より呼値を細かくし、取引所より有利な株価で取引できる確率を高めようとした。さらに、ジャパンネクストは二〇〇八年一〇月より、欧米のECNやグループでも用いられているIOC注文<sup>(14)</sup>も導入している。

②に関わっては、昼間取引を開設時から行っていたのは、ジャパンクロッシングと即時決済PTSのみだったが、夜間取引で開業した[kabu.comPTS](http://kabu.comPTS)とジャパンネクストが二〇〇八年中に昼間取引に参入している。昼間取引参入による効果を分析するため、表

3に各社の昼夜別売買代金をまとめた。表3によれば、昼間取引に参入した両社とも昼間取引参入後、売買代金のほとんどが昼間取引で占められている。特に、ジャパンネクストは時間の経過とともに売買代金に占める昼間取引の割合が高まり、二〇〇九年九月には九〇％を占めている。また、PTS五社の売買金額に占める昼間取引の割合を見ても、二〇〇八年一月の六一・七％が、二〇〇九年九月には九〇・一％となり、取引のほとんどが

表2 各社の呼値

株価	呼値		
	東証	ジャパンネクスト	カブドット
3,000円以下	1円	0.1円	0.1円
5,000円以下	5円	0.5円	0.1円
30,000円以下	10円	1円	1円
50,000円以下	50円	5円	1円
100,000円以下	100円	10円	1円
300,000円以下	100円	10円	10円
500,000円以下	500円	50円	10円
3,000,000円以下	1,000円	100円	10円
5,000,000円以下	5,000円	100円	10円
30,000,000円以下	10,000円	100円	10円
50,000,000円以下	50,000円	100円	10円
50,000,000円超	100,000円	100円	10円

※ジャパンネクストの呼値はデイトムセッション  
(出典) 各社ホームページより作成

昼間取引へと変化している。一方、夜間取引のみのマネックスナイター、ダイワPTSの売買代金は、それほど伸びていない。特に、ダイワPTSはマーケットメイク方式により流動性を供給し、取引量を増やそうとしたが、取引は伸び悩んでいる。

アメリカのECNは機関投資家のニーズに応え、昼間取引を中心に発展したのに対し、日本のPTSは、創立時こそ個人投資家をメインターゲットとする夜間取引を中心に位置付けたが、時間の経過とともにアメリカ同様、昼間取引を中心に売買を集めている。

③の他社の接続に関しては、表1からも明らかかなようにkabu.comPTSとジャパンネクストで積極的に行われている。インターネット専業大手証券が開設したPTSで、最初に他社を接続させたのはジャパンネクストである。ジャパンネクストは、ネット証券大手に接続させて個人投資家の夜間取引需要を集め、流動性を高めようとした。これに続いてkabu.comPTSも、外資系証券会社を接続させた。それ以来、表1からも分かるようにkabu.comPTSとジャパンネクストは外資系証券の接続を増やし、内外の機関投資家や外資系証券の自己売買を取り込もうとした。このように、他社を接続した結果、PTS市場の市場規模は表4に示したように拡大している。

表3 PTS5社の昼夜間別売買代金

(単位：百万円)

年月	マネックス	カブドットコム		ジャパンネクスト		松井	大和
	夜間	昼間	夜間	昼間	夜間	昼間	夜間
2008年11月	2,984	12,188	467	32,397	23,201	17	986
2008年12月	2,023	10,119	333	27,532	17,871	20	828
2009年1月	2,092	7,032	285	24,429	18,876	6	1,092
2009年2月	1,392	10,475	187	22,413	14,331	11	984
2009年3月	2,101	15,241	271	45,823	20,806	8	1,341
2009年4月	3,041	13,675	473	81,816	29,025	23	1,739
2009年5月	2,887	8,606	396	65,439	25,302	11	1,643
2009年6月	3,412	18,476	592	115,957	33,220	12	1,909
2009年7月	2,350	18,987	304	142,612	24,239	19	1,818
2009年8月	3,046	27,341	358	151,362	26,782	9	2,161
2009年9月	1,842	22,241	313	158,824	16,146	12	1,572

(出典) SBIホールディングスホームページより作成

表4からは、両PTSが他社接続を増やし始めた二〇〇七年以降、PTSでの取引量が増えていることがわかる。すなわち、個人向け夜間取引サービスを中心とした市場運営から特に外資系証券会社を中心に他社の接続を増やし、また昼間取引への参入により、PTSが内外の機関投資家や証券会社の自己売買部門の裁定取引の場へと変化していると考えられる。

最後に、④に関わっては、先ほども少しふれたが、ドイツPTSが流動性を高めるために、マーケットメイク方式での取引を行うとともに、取引手数料を無料にしていた。また、kabu.comPTSでは、日本証券クリアリング機構での清算が行えなかったため、清算業務を系列の東京三菱UFJ銀行と連携して行い、決済リスクを低減させていた。さらに同社は、コンピュータソフトウェアの発展を背景に、欧米のPTSで導入されているSORを導入し、証券取引所と自社PTSから自動的に有利な発注市場を選び、最良執行を実現するサービスを開始した。

表4 PTSの市場規模

(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取引が取 引所内取引に 占める割合	ジャパンネ クスト取扱 高(百万)	ジャパンネ クストがPTS取 引に占める割 合
	(A)	(B)	(A)+(B)	(C)	(C/B)	(C/A)	(D)	(D)/(C)
2000年 9月~12月	74,204,639	6,379,023	80,583,662	2,167	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%	0.10%		
2007年	795,118,610	50,594,459	845,713,069	1,952,081	3.86%	0.25%	75,086	3.85%
2008年	605,409,781	42,565,639	647,975,420	2,148,689	5.05%	0.35%	322,272	15.00%
2009年	390,224,627	23,843,769	414,068,396	2,992,802	12.55%	0.77%	1,501,994	50.19%
2010年 1月~6月	201,321,742	11,865,883	213,187,625	1,128,766	9.51%	0.53%	487,195	43.16%

(出典) PTS Information Network、ジャパンネクストホームページより作成

このように見てくると、我が国のPTSは当初こそ個人投資家対象の夜間取引市場として開設されたものの、流動性不足という課題解消のため、主たる顧客は内外の機関投資家や外資系証券の自己売買部門へと変化し、取引も彼らの裁定取引を中心としたものへ変化したと思われる。しかし、表4に示されているように、我が国のPTS市場の規模は取引所市場の〇・七七%に過ぎない。それは、流動性の低さゆえに内外の機関投資家や外資系証券の自己売買部門が、内部のクロッシングなどで付け合わせられない株式の執行のみを行っている可能性が指摘できる。なぜ開設以来、流動性が集まらないのだろうか。その理由を規制の変化と最良執行の観点から考察したい。

#### 4 規制の変化と最良執行方針

##### (1) 価格形成機能に対する規制の変化

一九九八年の証券取引法改正で取引所集中義務の廃止が謳われた。この法改正で、取引所集中義務を撤廃した目的は、資金運用、資金調達が効率的に行われるために、市場参加者および仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにすることにあつた。<sup>(15)</sup>

これを実現するには、アメリカのように各社、各取引所が気配をシステムのリンクさせ、証券会社には顧客の注文を最良価格で執行させることが前提となる。しかし、我が国では当時、こうした条件は満たせていなかった。そのため、取引所外へ需給を分散させると、むしろ取引所の流動性を低下させ、公正な価格形成が阻害される怖れがあり、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築が行われた。<sup>(16)</sup>つまりPTSには取引所と同等の価格形成機能は認められなかった。

ようやく二〇〇五年の証券法改正で、P T Sにも競売買での取引が認められ、P T Sに取引所同等の価格形成機能が認められた。それと同時に、アメリカのように定量的規制と最良執行義務が導入された。

## (2) 最良執行に対する規制

我が国では、P T Sの開設が認められた当時、証券取引法第三七条で顧客が取引所外での注文執行を明示しない限り、取引所外で売買を成立してはならないと規定されていた。この規制を巡っては、金融法委員会も「広い意味での「市場」間競争を行うにあたっては取引所有価証券市場に圧倒的に有利に働くもの<sup>(17)</sup>と取引所に優位な規定であることを認め、市場間競争を促進させる一方策として、最良執行義務の導入を提言した。

こうして、二〇〇五年P T Sに競売買での取引が認められると同時に、最良執行義務も導入された。しかし、金融商品取引法第四〇条の二の規定では、最良執行方針の具体的な内容は金融商品取引業者が定めるべきものとして、各業者が価格、コスト、スピード、流動性などを考慮し、価格以外の要素も総合的に判断の上、合理的な方針を策定し、公表することを求めた。これは、欧米では受益者にとって最良の条件で売買注文を執行せねばならないと規定されたのと大きく異なっていた。

では、我が国のP T S接続各社の最良執行方針は、どのように規定されているのであろうか。そこで、各社の最良執行方針を表5にまとめた。これによれば、四社は取引所とP T Sのうち最良価格を提示している市場で執行、六社は取引所のみで執行し、七社は指定すればP T Sでの取引も可能としている。執行市場を決める際に、価格以外を優先した一三社は何を執行市場決定の指標としたのかを調べると、流動性、約定可能性、取引のスピード等を総合的に判断すると示されている。

では、各社はな  
 ぜ最良価格を優先  
 させないのだろう  
 か。それは、東証  
 がほとんどの場合  
 において最良価格  
 を提示しているか  
 らなのだろうか。  
 そこで、図1と表  
 6を見たい。図1  
 では、ジャパネ  
 クストが最良気配  
 を提示している時  
 間の割合をまとめ  
 たものである。こ  
 れによれば、ジャ  
 パネクストの出  
 ず気配が既存取引

表5 PTS接続各社の最良執行方針

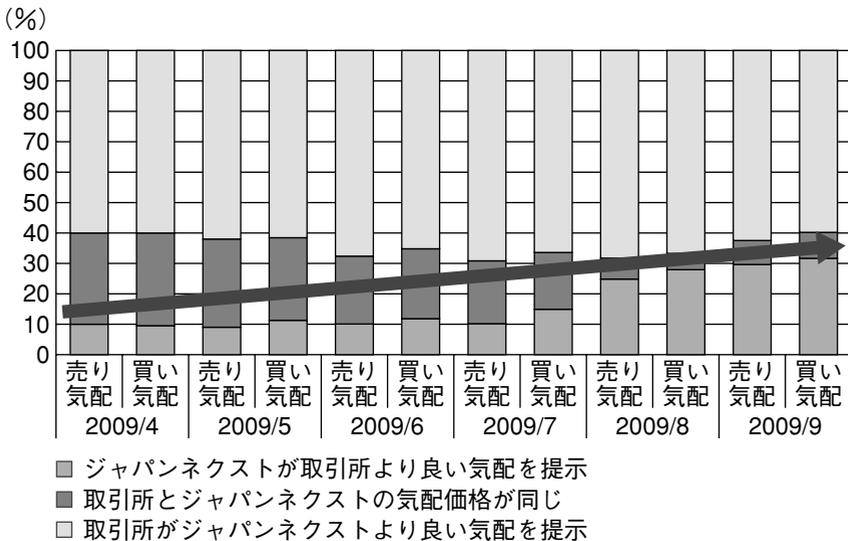
証券会社名	取引市場		備考
	取引所	PTS	
野村証券	○	△	指定がない限り、最も流動性の高い取引所で執行。指定すればPTS、取引所外取引も可能。
大和証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
大和証券キャピタルマーケット	○	×	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
マネックス証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
丸三証券	○	×	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
カブドットコム証券	○	○	自動最良執行の場合は、取引所とPTSの株価を監視し、自動的に執行場所を変更。
三菱UFJモルガンスタンレー証券	○	×	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
クレディ・スイス証券	○	○	SORを利用した場合、PTSの方が気配価格が良い、価格が同一でも執行が迅速な場合はPTSで執行。
UBS証券	○	×	包括的な取決めがない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
BNPパリバ証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
モルガン・スタンレーMUFJ証券	○	○	注文時の市場の状況及びその他の事実を鑑み、執行可能な限り最良の執行をする。
メリルリンチ証券	○	×	包括的な取決めがない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
ゴールドマンサックス証券	○	△	指定がない限り、日本経済新聞が定めた最良執行用の優先市場で執行。指定すればPTSも可能。
SBI証券	○	○	取引所またはPTSに関する約款等に定める方法でPTSで執行。
楽天証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
クリック証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
松井証券	○	×	即時決済取引以外の注文は、最も流動性の高い取引所で執行。

(出典) 各社ホームページより作成

所よりよい、もしくは同等である時間帯が約四〇%あり、特に、最近ジャパンネクストが最良気配を出す時間の割合が増えていることがわかる。

また、表6ではジャパンネクストの全約定件数のうち、取引所でつけた株価と同社のそれを比較した結果である。これによればジャパンネクストでは、呼値が既存取引所より細かいこともあり、七〇%以上が既存取引所の価格よりも良い価格で取引されていることがわかる。しかし、表5によれば、ジャパンネクストに接続している八社のうち五社は顧客の指示がなければ、同社での取引を行っていない。一方、国内機関投資家にも、なぜ取引所外取引したのかをうまく説明できないため、PTSに注文を流さない<sup>(18)</sup>と決めているところもあるとされる。昨今、欧米で用いられているSORでは、それぞれの執行結果がどのような根拠をもって実行されたかを事後に証明する監査証跡も提供されており<sup>(19)</sup>、決して説明できないということはないと思われる。このことから、現在の我が国では、あまり有効に最良執行義務が機能していない

図1 最良気配を示している時間比率



(出典) 五十嵐瑛一「多くの約定機会が眠る国内PTS」『金融ITフォーカス』野村総合研究所、2010年2月号

いように思えるのである。

ヨーロッパでは、最良執行義務導入によって、投資家の執行コストに対する意識が高まり、MTF自身が従来にない手数料体系やオーダールーティング機能を提供し、流動性を集めることに成功した。我が国でもPTSによっては、オーダールーティングやIOC注文などを導入している。しかし、PTSでの取引が増えないのは、最良執行義務が有効に機能していないことにあるのではなかろうか。したがって、市場間競争を活発にするには、まず機関投資家や証券会社が、受託者責任の一環として受益者（投資家）にとって最良の条件で売買を執行せねばならないという意識の定着が求められるのではないだろうか。

#### 4 むすびにかえて

我が国のPTSは、インターネット専門証券大手五社が、手数料引き下げが限界に達したことや、彼らの主たる顧客である個人投資家の株式売買が減少し、委託手数

表6 約定件数に占めるジャパンネクストが最良執行価格の割合

売り

月	約定件数	売り価格低下 件数 (-)		売り価格同一 価格 (=)		売り価格向上 件数 (+)		価格低下平均 (マイナスBPs)	価格向上平均 (プラスBPs)
6月	126,364	5,171	4.09%	33,314	26.36%	87,879	69.54%	-10.51	19.62
7月	131,885	4,744	3.60%	31,363	23.78%	95,778	72.62%	-9.05	21.54
8月	135,841	5,456	4.02%	12,373	9.11%	118,012	86.88%	-6.38	17.85
9月	139,198	5,369	3.86%	18,850	13.54%	114,979	82.60%	-7.59	16.73
10月	206,751	5,398	2.61%	36,302	17.56%	165,051	79.83%	-7.20	18.91

買い

月	約定件数	買い価格低下 件数 (-)		買い価格同一 価格 (=)		買い価格向上 件数 (+)		価格低下平均 (マイナスBPs)	価格向上平均 (プラスBPs)
6月	126,364	5,443	4.31%	42,836	33.90%	78,085	61.79%	-9.72	19.18
7月	131,885	6,157	4.67%	48,418	36.71%	77,310	58.62%	-8.71	19.94
8月	135,841	6,586	4.85%	16,864	12.41%	112,391	82.74%	-6.23	13.98
9月	139,198	5,860	4.21%	18,442	13.25%	114,896	82.54%	-6.58	17.74
10月	206,751	6,945	3.36%	53,740	25.99%	146,066	70.65%	-8.85	17.63

※日経225採用銘柄についての統計。ジャパンネクスト証券がトムソンロイターの協力にて計算。

※原資料はジャパンネクスト証券より。

(出典) 水田孝信「取引所の高速化」『人工知能学会研究会資料』人工知能学会ファイナンス研究会、2010年1月

料以外の新たなサービスの提供に迫られたことを背景に開設された。取引時間も彼らの顧客であったデイトレーダーに、サラリーマンが多かったこともあり、夜間に行われた。しかし、PTSでの取引量は、夜間取引だけでは思うように増えなかった。そこで、PTS各社は、内外の機関投資家や外資系証券会社の自己売買部門を取り込むことで、売買量を増加させた。

ただ、欧米に比べればPTSでの売買量は随分少ない。これは、我が国の最良執行義務は、最良条件での執行を求める欧米と異なり、流動性なども考慮した方針の策定、公表にとどまっている。そのため、証券会社は流動性が高い取引所へ注文執行を回送する姿勢を崩すには至らず、一方の国内機関投資家もPTSで注文を執行しないと決めているところもあるとされる。しかし、我が国のPTSは呼値が小さいこともあり、ジャパンネクストでの約定件数ベースではあるが、約定件数の約七〇%で最良執行価格を提示している。我が国で市場集中義務が撤廃されたのは、市場参加者および仲介者が、自身のニーズに合わせた取引の場を選択し、効率的に資金調達、資金運用を行うためであった。

市場間競争が活発に行われることによって、NYSEやLSEでは取引量が増加している。また、欧米では、市場間競争が活発に行われることにより、執行スピードの高速化や執行コストの低下は言うまでもなく、従来にない手数料体系やオーダールーティング機能を提供するPTS、ブローカーも現れてきている。こうした証券取引におけるイノベーションは、市場間競争の成果と言えよう。

我が国でも市場間競争を本格化させるには、まず機関投資家や証券会社が受託者責任の一環として、受益者にとって最良の条件で売買を執行しなければならないという意識を定着させることが求められる。これが改善されない限りにおいては、新たにPTSが開設されても、それほど売買量は増えないのではないだろうか。

注

- (1) <http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90970900&sid=aIKX1bFPLxMY>
- (2) <http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/etc/20100707/chx20100707.pdf>
- (3) Securities and Exchange Commission "Special Study: Electronic Communication Networks and After-Hours Trading", June 2000
- (4) 福田徹「欧米における株式市場の分散化とHFT（高頻度取引）——存在感高まるPTS——」月刊資本市場「財団法人資本市場研究会、二〇一〇年七月
- (5) 二〇〇九年時点で、NYSEのアメリカ株式市場における売買高シェアは約一五％に低下している（前掲「欧米における株式市場の分散化とHFT（高頻度取引）——存在感高まるPTS——」）。
- (6) 井上武「新たな段階に入った欧州の取引所間競争」「資本市場クォーターリ」二〇〇九年冬号、野村総合研究所、二〇〇九年二月
- (7) 前掲「新たな段階に入った欧州の取引所間競争」
- (8) 日本相互証券『日本相互証券史 創業三五周年』二〇〇八年、p. 91-94
- (9) 社団法人金融財政事情研究会「週刊金融財政事情」二〇〇〇年一〇月三十三号、p. 15-18
- (10) ネット専業大手五社は、二〇〇六年三学期をピークに収益性に陰りが見えることが指摘されている（新美一正「ネット証券の将来収益性鈍化、多角化・総合化を模索」『週刊金融財政事情』二〇〇七年十一月一九日号）。
- (11) 「日本経済新聞」二〇〇六年七月一三日
- (12) IJpro (<http://ipro.nikkeibp.co.jp/article/NEWS/20060916/248272/>)

- (13) 「日本経済新聞」二〇〇五年七月一五日
- (14) I O C 注文は Immediate or cancel 注文といい、顧客が提示する価格がそれより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、約定できなかった注文は自動的にキャンセルされる。
- (15) 証券取引審議会総合部会「市場ワーキング・パーティー報告書」一九九七年五月一六日
- (16) 当初 P T S に認められた価格決定方法は、市場価格売買方式、顧客間交渉方式であり、二〇〇〇年改正で、顧客注文対当方式、売買気配提示方式が追加された。ただし、売買気配提示方式では、恒常的な気配提示もしくは当該気配提示による約定義務を求めている。それは、義務付けると店頭市場と価格形成機能が変わらず、取引所同等の価格形成機能を持つためである。
- (17) 金融法委員会「有価証券市場」概念に関する中間論点整理」二〇〇二年三月二七日
- (18) <http://jp.reuters.com/article/domesticEquities/idJPnTK021852320090116>
- (19) 松原弘「流動性分断化の進展とスマートオーダーレーティング (S O R) — 欧州・日本市場の現状分析と将来の考察 —」  
「ファンドマネジメント」野村アセットマネジメント、二〇〇九年 夏季号
- (ふかみ やすたか・客員研究員)