

# ATTSでのNMS証券の取引状況

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、ニューヨーク証券取引所やナスダックなどの主要証券取引所に加えて、四〇以上のATTS（おもむね日本のPTTSに相当する取引所外取引の市場）が稼働し、市場が広く分散していることが知られている。また、一定以上の取引高に達したATTSがSECルールに従って公式の証券取引所登録をする事例も少なくなき、現在BATTS証券取引所、ダイレクトエッジ証券取引所がそうした新興証券取引所として知られている。

一方、現実のATTSでの取引状況については、十分な公開資料がそろっていないとは言えない状況である。ATTSは、総合計でアメリカの株式の取引の一〇から一五%を占めるとされているが、こうした統計の多くは、ATTSの自己報告に基づいた民間ベンダーや調査会社の推計であることが多く、公式のものではない。また、ATTSの中には、取引高が極めて小さいために情報開示義務が一定程度免除されているものもあり、どのような取引が行われているのかを知るのは難しい。本稿では、SECの経済・リスク分析部門（DERA、Division of Economic and Risk Analysis）のスタッフペーパー<sup>(1)</sup>として発表された調査資料をもとに、アメリカのNMS証券（おもむね取引所上場株式に相当）の取引で、ATTSがどのような位置づけになっているのかを概観してみよう。

なお、元になる調査は期間が極めて限定的で、二〇一二年五月七日から一一日までの五日間のみを対象とし、普通株とETPs（ETFなどの取引所上場商品）のデータを用いて、NMS証券でのATTSの状況を確認したものと

である。

## 2 A T Sに関するデータ状況

本調査は、二〇一二年五月七日から一日までの五日間データに限定し、二つの公式統計をつきあわせることでA T Sでの取引情報を推計したものである。一つは、F I N R Aが行うO A T Sと呼ばれる取引報告に基づくもので、これはF I N R Aが管轄する全店頭市場の取引情報システムである。F I N R Aの全ての会員に報告義務が課されており、N M S証券について発注・気配・取引・回送等、注文が生まれてから最終的に執行なりキャンセルなりが行われるまでのすべてのプロセスを網羅して報告される。

もう一つの統計は、S E Cルールである「レギュレーションA T S」に基づいてA T SがS E Cに対して四半期報告を行うものである。これは四半期ごとに、三〇日以内の報告が義務づけられており、証券の種類ごとの取引高等が報告される。本調査では、調査期間の五日間を含む二〇一二年の第2四半期の報告が使われている。

二〇一二年五月の該当期間に、O A T SではA T S運営会社二六社が報告を行っているが、A T Sの報告とつきあわせて識別できなかった市場が九市場あるとしている。識別できなかった市場のシェアは、A T S全体の一・三〇％に相当すると推計されている。<sup>2)</sup>このあたりの詳細は明らかではないが、O A T S報告は、調査期間である五日間に取引が行われなければ報告がなされないことに加え、A T Sの報告識別I Dなどの関係で、A T S取引と通常の店頭取引とが区別できないケースがあること、A T Sに基づく報告が四半期ごとで期間の調整が必要であることなどが原因ではないかと思われるが、詳細は筆者には不明である。

五日間の該当期間中に全体で二九億件の注文が出され、三三二〇万件、金額で二二九一億ドルの取引が行われ

た。なお、OATS情報は売買双方の重複合計になることに注意が必要である。通常は重複して合計された株数や金額を半分にすれば通常の取引高が得られるが、取引サイズ推計は単純ではない。すなわち、売り買いの片方が大口注文、もう片方が複数の小口注文である場合には、単純に半分にしても正しい取引サイズは得られない。サンプル対象となった銘柄数は、全NMS証券六六八六銘柄から、上場廃止・分割等を行った二銘柄と、当該週にATSでの取引がなかった四銘柄を除いた六六八〇銘柄である。

### 3 概要

当該期間には九〇市場のATSがSEC登録を行っていたが、二一市場は取引報告が行われなかったため、残りの六九市場が取引のあった市場であることになる。二〇一二年第2四半期の取引状況は表1のとおりである。NMS証券（株式）を主に扱うATSは市場の数としては最も多い四五市場であるが、取引金額で見ると債券とデリバティブのATSが大きいため、NMS証券を扱うATSは、金額シェアで四％に過ぎない。

NMS証券を扱うATSのうち当該の五日間に稼働していたのは四四市場で、うち三市場がECNに分類される。ATSの運営者は定義上ブローカー・ディーラーであるが、一社で複数ATSを運営するケースがあるので、ブローカー・ディーラーの会社数としては三五社である。今回の調査サンプルに含まれるのはそのうち二六社である（前述のとおり、九社が識別できなかったため）。

表1 取り扱い資産別にみた稼働中のATSの取引高

市場のタイプ	市場の数	取引金額（百万ドル）	金額シェア
農業	2	1	0.00%
債券	8	24,158,681	44.86%
デリバティブ	6	27,486,746	51.04%
特別な資産	6	24,061	0.04%
私募証券	2	364	0.00%
NMS証券	45	2,181,183	4.05%
合計	69	53,851,036	100.00%

(注) 複数の資産を取り扱うATSは多いものについて分類(出所)注1参照。以下同じ。

#### 4 ATSのシェア

以上のような限定をふまえて、OATS報告をNMS証券の全取引報告であるCenter for Research in Security Pricesのデータと比較すると、NMS証券の取引に占めるATSのシェアは一〇・〇四%となる。また、前述のとおりATSでの取引のうち一一・三%がOATS報告では観察できないので、それを加えると、ATSのシェアはおよそ一一・三二%となる。<sup>(3)</sup>

A TSの規模のばらつきはかなり大きく、ATSで最大のものは、取引金額シェアで一・九二%、取引株数シェアで一〇・六四%と、一市場でATS全体の一割を占めるとしている。また、トップ五のATSで取引金額シェア四九・〇二%、株数シェアで四七・〇七%を占める。逆にもっとも小さい一一市場は、合計でも一%にしかない。

#### 5 取引サイズ

A TSは、以前の取引所外取引のイメージから、機関投資家向けの大口取引が主に行われている印象があるが、実際には注文サイズ・執行サイズともに従来市場と大きな違いはない。表3によると、取引サイズの大きい五ATSは確かに一取引あたりの株数は六二二〇株と、他のカテゴリーより一桁大きい。ATS全体に占めるシェアは金額でみても株数でみても約三%と存在感は小さい(表の最下行)。いわゆるブロック注文とされる一万株以上の取引は、全体の〇・三三%にしかない。

また、情報開示義務のないダークATSで大口取引が(隠れて)行われているという印象があるが、

表2 ATSの取引全体に占めるシェア

	取引金額	取引株数
CRSP報告取引高	1,142,300,000,000	34,467,036,007
ATS OATS報告取引高	114,642,981,900	3,704,261,531
識別できなかったATSのシェア	11.30%	11.30%
ATS全体の取引シェアの推定	11.31%	12.12%

TSと明るい（情報開示義務のある）ATSを比べても、サイズの点で大きな違いはない。一〇〇株の取引に占めるダイクATSのシェアは六九・五八%、明るいATSのシェアは七一・二一%。一万株以上のブロック取引に占めるはダイクATSのシェアは〇・一〇%、明るいATSは〇・〇七%であり、ダイクATSの大口取引シェアがやや多いが、大口専門の市場と言えるような状態では決してない。

ただし、調査によると、一四のダイクATSに限定すると、確かに大口取引の多いATSが少数存在する。ただし、対象となる一四のATSのATS内シェアは一%であり、大きな存在感はない。

ATSでの端株取引についての資料もあるが、調査では、伝統的な取引所市場との差はない<sup>(4)</sup>としている。

## 6 執行可能性

伝統的な取引所市場でもキャンセルが増加して執行確率が低下する減少がみられるが、ATSでもやはり執行確率は低い。ただし、大口取引の多いATSの執行確率がやや良く、特に執

表3 注文サイズと執行サイズ

	注文 (百万件)	執行 (百万件)	平均注文 サイズ	総執行 サイズ	ATSの取引 金額シェア	ATSの 取引高シェア
全ATS	2,890	32	374	232	88.70%	88.70%
最大5市場	1,495	18	364	219	49.02%	48.16%
最大10市場	2,296	28	360	225	76.27%	75.01%
取引サイズの最大5市場	1.47	0.03	6,220	9,487	2.94%	3.01%

(注) 総執行サイズは、注文が複数に分割されて執行された場合の総合計サイズを指す

表4 市場ごとの取引サイズ

	100	101-199	200-299	300-399	400-499	500-999	1,000-4,999	5,000-9,999	10,000+
最小	33.63%	0.00%	9.48%	4.76%	2.27%	3.71%	1.54%	0.07%	0.02%
最大	75.14%	2.88%	17.01%	10.17%	4.84%	9.62%	10.18%	3.29%	20.60%
平均	65.00%	0.60%	13.33%	6.47%	3.12%	6.06%	3.46%	0.40%	1.57%
中央値	67.17%	0.36%	13.40%	6.05%	3.16%	5.86%	3.23%	0.18%	0.08%
第1四分位	63.77%	0.00%	12.30%	5.33%	2.60%	5.07%	2.02%	0.11%	0.06%
第3四分位	71.23%	0.89%	14.23%	6.77%	3.48%	6.85%	3.80%	0.22%	0.10%

行株数でみた執行確率は当然ながら高いことが分かる。

## 7 時価総額別の取引状況

ATSシェアを取引証券の時価総額別・株価別にみて特徴が見いだせるだろうか。すべての時価総額クラス、すべての価格帯でATSシェアは金額で一・三二%、株数で一・二二%となっている。全体的にみて、株価水準が低いものほどATSシェアが大きい傾向がある。また、執行確率は時価総額の大きい銘柄・株価が低い銘柄は大きい。とくに中規模の時価総額の銘柄で株価の低いものについては、取引サイズが他よりずっと大きく執行確率も高いという特徴があることが分かる。これ以外の点について、時価総額別にみたATSシェアに大きな

図1 端株取引の分布

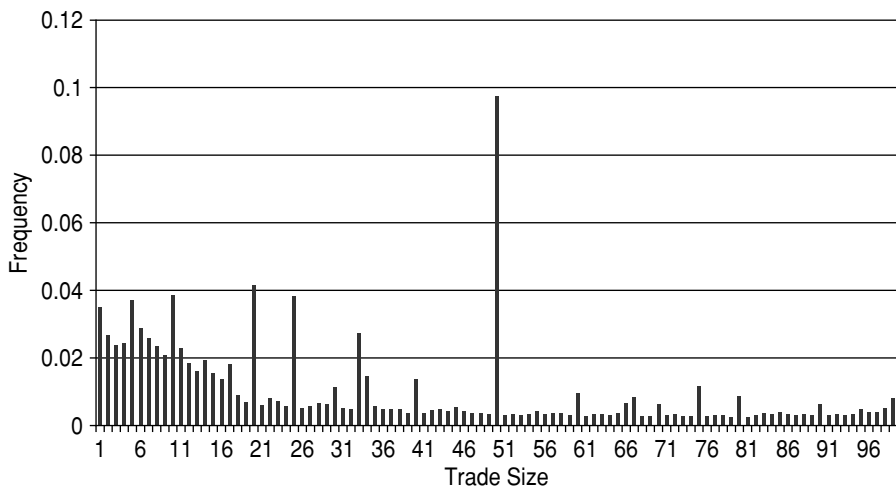


表5 ATSでの執行確率

	執行確率 (注文件数)	執行確率 (株数)	平均注文執行率 の最大、最小*	平均注文執行株 数の最大、最小*
全ATS	1.11%	0.69%	(3.17%、0.73%)	(8.38%、0.03%)
最大の5市場	1.21%	0.73%	(2.56%、0.73%)	(1.21%、0.36%)
最大10市場のうち9市場	1.16%	0.71%	(3.17%、0.73%)	(2.35%、0.36%)
注文サイズが大きい5市場	1.81%	2.76%	(2.96%、0.15%)	(8.38%、0.29%)

(注) \*データ識別に問題があり3市場分を除いている

特徴は見いだせない。

## 8 ETF取引の状況

当該期間にATSで取引されているETFは一一七八銘柄であった。全市場合計では、NMS銘柄取引の中のETF取引のシェアは金額で二七・五〇%であるが、ATSでのETF取引は一六・八五%であり、ATS取引中のETFの割合は小さい。一方、ATSでの注文・執行サイズはやや大きめであった。

## 9 まとめ

SECによる調査は、政策的な含意についてまったく触れず、事実関係を調査したものに過ぎないので、ここから現在のアメリカのATS規

表6 株式の時価総額・株価別のATS取引状況

時価総額	株価レベル	銘柄数	ATSの取引 金額シェア	ATSの取引 高シェア	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ	執行確率
すべて	すべて	6,680	11.32%	12.12%	374	232	1.11%
時価総額 (大) 100億ドル より大	すべて	393	10.98%	11.62%	344	233	1.53%
	\$100より大	53	9.58%	8.82%	489	201	0.84%
	\$85-100	19	12.01%	11.81%	210	157	1.10%
	\$20-85	289	11.53%	11.82%	299	216	1.56%
	\$5-20 \$5より小	32 0	13.26% —	12.29% —	470 —	334 —	2.58% —
時価総額 (中) 1～100億 ドル未満	すべて	1,542	12.30%	12.86%	378	232	1.11%
	\$100より大	54	12.40%	11.61%	203	150	0.48%
	\$85-100	35	11.50%	11.42%	175	148	0.44%
	\$20-85	1,048	11.96%	11.91%	302	182	0.86%
	\$5-20 \$5より小	386 19	13.33% 15.48%	13.24% 15.49%	583 1,431	253 731	1.80% 4.26%
時価総額 (小) 5,000万～ 1億ドル 未満	すべて	774	10.04%	11.61%	401	222	0.79%
	\$100より大	12	6.43%	5.97%	461	174	0.17%
	\$85-100	6	9.30%	9.23%	341	130	0.17%
	\$20-85	325	9.32%	9.75%	297	186	0.41%
	\$5-20 \$5より小	393 38	11.11% 14.60%	11.64% 14.37%	520 421	220 282	1.07% 2.44%
時価総額 (マイクロ) 5,000万 ドル未満	すべて	3,971	10.00%	11.37%	400	231	0.58%
	\$100より大	32	5.92%	5.55%	661	168	0.06%
	\$85-100	19	6.29%	6.12%	221	123	0.14%
	\$20-85	946	8.88%	9.31%	358	184	0.16%
	\$5-20 \$5より小	1,674 1,300	11.55% 11.22%	11.93% 11.51%	433 386	212 266	0.69% 1.70%

制の評価をすることはできないが、全体として、次のような特徴が見いだされたと考えることができるだろう。

①二〇一二年五月の対象期間中に、NMS証券を取引対象としてアクティブに稼働していたのは三五社のブローカー・デイラーによるATS四市場であるが、うち、トップ五ないし一〇市場の規模が大きく、他のATSは総じて小さい。

②NMS証券の取引に占めるATSのシェアは、金額で一・三二%。株数で一・二二%となり、二〇〇九年のSECリリースの時と比べて、一%程度拡大しているが、拡大は大きくない。

③ダークプールとなっている（取引状況が開示されない）ATSでの取引には、全体としては大きな特徴はなく、他市場と類似している。とくに、ダークATSで（隠れた）大口取引が盛んに行われているのではないかと懸念を裏付けるものはない。

④平均取引サイズが一〇〇〇株を超える五つのATS（比較的大口の取引が行われるATS）は、ATS全体の二・九四%（金額）、三・〇一%（株数）で、ATSでの取引は小口化している。ATSで機関投資家の大口取引が行われているという一般的な印象にも裏付けはないことが分かる。

⑤ATSが受けた注文の執行確率は、部分執行も含めて一・一一%で、他のATSへ回送されて執行されたものが〇・六九%であり、執行確率は高くない。

⑥株式の時価総額別でみると、全カテゴリーでみてATSのシェアは金額で一〇%、株数で一

表7 ATSでのETF取引状況

証券のタイプ	銘柄数	ATSの取引 金額シェア	ATSの取引 高シェア	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ	執行確率
すべて	6,680	11.32%	12.12%	374	232	1.11%
ETF以外のNMS証券	5,502	12.83%	12.80%	249	222	1.28%
ETFs	1,178	7.39%	8.49%	899	351	0.43%



一・三七%となっている。総じて株価の低い銘柄がATSの取引シェアが高い。また、時価総額でみて中規模の銘柄のATSシェアが最大(一二・三〇%、一二・八六%)で、執行確率も高い。

⑦ETF取引に占めるATSシェアは、七・三九%(金額)、八・四九%(株数)であり、他のNMS証券(普通株など)のATSシェアに比べて少ない。

注

(1) Securities Exchange Commission(2013) "Alternative Trading Systems: Description of ATS Trading in National Market System Stocks" Laura Tuttle, Oct 2013

(2) 全取引に対するATSのシェアが一割強であることから、突き合わせできなかった取引は、全NMS証券の取引のうち一%台前半程度となる。

(3) 注(2)参照。

(4) ATSと従来市場との間に差はないものの、端株取引では取引単位のちょうど半分の五〇株が最も頻繁に取引されていることが分かる。

(しみず ようこ・客員研究員)