

アメリカのATS以外の取引所外取引の現状

清水 葉子

1 はじめに

前稿では、二〇一三年一〇月に発表されたSECのスタッフレポートをもとに、アメリカの取引所外取引システムATS（おおむね日本のPTSに相当）の状況を概観した。スタッフレポートは、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にした限定的な分析であるが、ATSの取引について、NMS証券の取引全体に占めるシェアが金額で一・三二%、株数で一・二二%であり、わずかに拡大している程度であること、機関投資家の大口取引を取引所外で行っているというかつてのイメージとは異なり、取引サイズ等について、取引所取引と大きな違いがないことが示された。

これに続いて、同じスタッフレポートの二本目が二〇一四年三月に発表され、⁽²⁾こちらのレポートでは、取引所外取引のうちATS以外で行われるもの（おおむねブローカー・ディーラーの店頭付け合せにあたるもの）が分析されている。一本目のレポートで、ATSではかならずしも機関投資家の大口取引が行われているわけではないことが判明したことから、大口取引はATS以外の取引所外取引で行われているかどうかを見ようとする意図があると思われる。

2 A T Sでの取引内容は取引所取引と類似

二〇一三年一〇月のレポートではおおむね次のような結論が示された。

- ①対象期間中にA T SとしてS E C登録を行っていたのは九〇市場で、実際の取引を行った市場が六九市場。このうち、株式を扱うA T Sが四五市場（運営しているブローカー・ディーラー数は三五社）であるが、金額で見ると債券やデリバティブを扱うA T Sの規模が大きいため、株式A T Sの金額シェアは四%にすぎない。
- ②株式A T Sに分析を限定すると、規模で見るとトップ五、あるいは一〇市場の規模が大きく、他のA T Sは総じて小さい。
- ③N M S証券の取引に占めるA T Sのシェアは、金額で一・三二%、株数で一・二二%であり、二〇〇九年のS E Cリリースの時と比べて、一%程度拡大しているが、拡大幅は大きくない。
- ④ダークプールとなっている（取引状況が開示されない）A T S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。この点で、ダークA T S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、いう懸念を裏付けるものはない。
- ⑤平均取引サイズが一〇〇〇株を越える五つのA T S（比較的大口の取引が行われるA T S）は、A T S全体に占めるシェアが金額で二・九四%、株数で三・〇一%で、A T Sでの取引は小口化している。A T S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は裏付けはないようである。
- ⑥A T Sに発注された注文の執行確率は、部分執行も含めて一・一一%で、他のA T S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。
- ⑦株式の時価総額別で見ると、A T Sでの取引に顕著な特徴は見出しにくい。総じて株価の低い銘柄がA T S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A T Sシェアが最大（金額で一二・三〇%、株数で一二・八六%）で、執行確率も高い。

⑧ E T F取引に占めるA T Sシェアは、金額で七・三九%、株数で八・四九%であり、他のN M S証券（現物株）のA T Sシェアに比べて少ない。

3 A T S以外の取引所外取引

今回紹介する二本目のスタップレポートは、N M S証券の取引所外取引のうち、A T S以外の場所で行われたものに焦点をあてている。A T S以外の取引所外取引とは、おおむねブローカー・ディーラーの店頭付け合わせをさすことになるが、近年はこうした取引も多様な形でシステム化されており、気配開示義務のないことからダークプールの形をとったりしている。

前回のレポートでは、A T Sという取引所外のシステムで機関投資家の大口取引が行われているという以前のイメージに反して、A T Sでの取引はおおむね小口で、通常の取引所取引と比べて特段の特徴が見いだせないことが示された。このため、二本目のレポートでは、機関投資家の大口取引がどこで行われているのかを見るために、A T S以外の取引所外取引に焦点を当てていると考えられる。

対象期間は、前回と同じ時期にあたる二〇一四年五月七日から一二日の一週間で、対象銘柄は六六八四銘柄である（前回と同様コーポレートアクションのあった二銘柄を除外）。この期間に、一九二〇万件的注文が出され、三四九〇万件的執行が生み出された（三八三三億ドル、一件の注文が複数の執行に帰結する）。

(1) NMS証券の取引所外取引

一週間の取引データを、店頭取引の報告先であるFINRAのデータとNYSE報告を突き合わせた結果、NMS証券の取引高の一六・九九%がATSを使わない取引所外取引となっていた。前回のレポートから、NMS証券の取引所外取引は全取引の二八・三〇%であることから、非ATSが一六・九九%、ATSが一・三一%となり、ATSより非ATSの方が高い。後で見ると、そのうち、リテールの店頭マーケットメーカー取引が三七・二三%（株数で三九・九三%）を占めており、いわゆるリテール投資家のオーダーフローペイメントを使ったプリファレンシングとみなせる。したがって、残りのおよそ六割強が、機関投資家の取引を取引所でATSを使わず店頭付け合わせで取引していると考えられる。

ただし、推計にあたっては、注で触れたようなデータ制約のため、非ATSが直接推計できているわけではなく、ATS取引を先に推計したうえで、間接推計している（詳細は省略）。

対象期間の各市場ごとの取引シェアをグラフ化したものが図表2である。ただし、グラフでは、残念ながら各市場のシェアの数字が明らかにされておらず、二回のスタッフレポートで示されたようにNMS証券の取引所外取引のシェアが二八・三〇%であり、内訳としてATSでの取引シェアが一・

図表1 取引所外取引のうち、ATSでない店頭付け合せの比率の推計

	金額	株数
NMS証券の総取引量 (10億)	1,149.60	34.81
取引所外取引量 (10億)	325.40	10.72
取引所外取引シェア (%)	28.31%	30.79%
ATSでの取引量 (10億)	116.09	3.73
端株取引 (10億)	0.72	0.02
端株取引以外の取引 (10億)	115.37	3.72
調整済みATS取引量 (10億)	130.06	4.19
推計ATSシェア (%)	11.31%	12.04%
推計非ATS取引量 (10億)	195.33	6.53
推計非ATSシェア (%)	16.99%	18.75%

(出所) 注(2)、以下同じ。

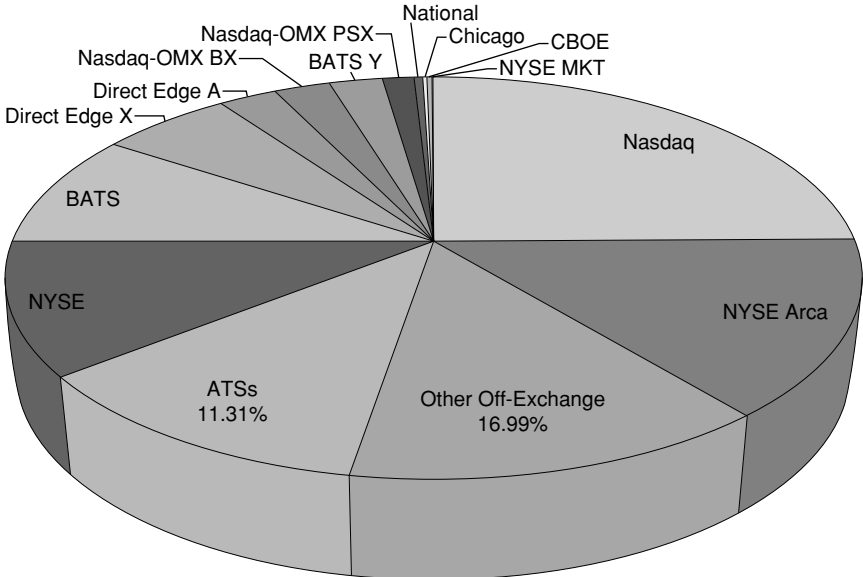
三二%（取引金額）、A T Sを除く取引所外取引が一六・九九%であることが示されているのみである。数字を明らかにしない理由ははっきりしないが、スタッフレポートが取引所外取引だけに焦点をあてたものであることのほかに、一週間という短い期間で計測した市場シェアの数字が一人歩きしないようにという配慮によるのかもしれない。

(2) 市場参加者

対象期間に、二五五のブローカー・ディーラーが非A T Sでの取引報告を行っている。筆者独自の基準で、非A T Sで取引を行うブローカー・ディーラーのうちリテール投資家を対象にした店頭マーケットメーカーを特定して、割合を見たのが図表3と4である。

その結果、非A T Sのうち、リテール投資家を対象とするマーケットメーカーとみなせる取引のシェアは、三七・二三%（株数三九・九三%）である。取引サイズは、非A T S全体で一四五一株であるが、リテール対象と推

図表2 NMS取引の市場別取引シェア（金額）



定されたマーケットメーカーの場合は八八二株で、より小口である。一方、執行サイズには大きな違いはない。

トップ五社が四五%を、トップ一〇社が六五%を占めるなど、寡占化したビジネスになっていることも読み取れる。

(3) 取引サイズ

図表5より8から、大口の取引がどのように分布しているか確認しよう。一万株以上のブロック取引で見ると、ブロック取引はダークATSでの取引の〇・一〇%を占めているのに対して、非ATSでは二・五三%であり、非ATSの方がブロック取引比率が大きい。もともとデータ特性上、多くの小口を集めて大口に集約して報告されているものも混在しており、注意が必要である。

レポートの記述によると、取引は上位に集中しており、トップ三社はいずれもリテール対象の店頭マーケットメーカーであるとされており、シェアは三三・三四%（株数三五・〇〇%）である。対象がリテールであるため、取引サイズは小さい。

一方、トップ五社のリテール対象の店頭マーケットメーカー

図表3 ATSでない店頭付け合わせの市場参加者別シェア

	金額 シェア	株数 シェア	注文件数 (百万件)	執行件数 (百万件)	平均注文 サイズ	平均総執 行サイズ	リスクレス 自己売買の割合 (金額)
合計	100.00%	100.00%	19.17	34.93	1,451	368	18.42%
リテール対象 店頭MM	37.23%	39.93%	7.57	13.96	882	367	22.56%
その他店頭取引	62.77%	60.07%	11.60	20.97	1,822	368	15.96%

図表4 ATSでない店頭付け合わせの寡占状況

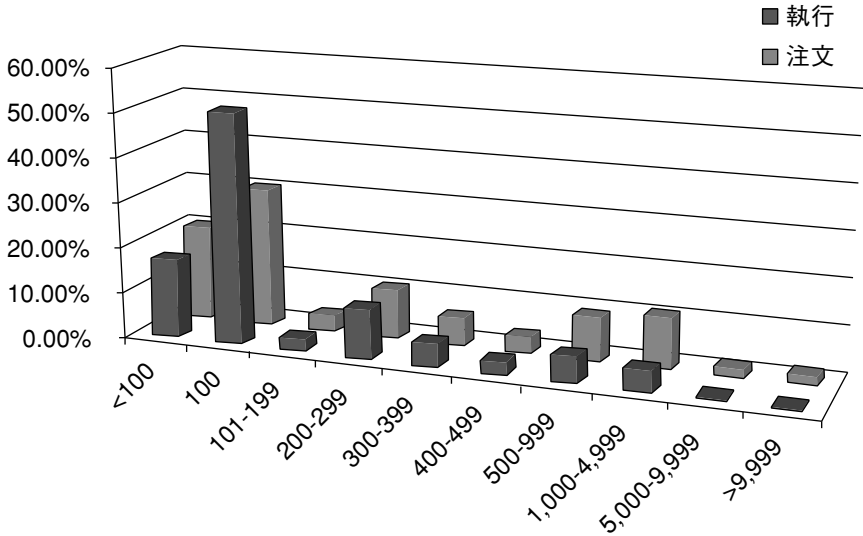
	リテール対象店頭 MM数	累積シェア (金額)	累積シェア (株数)	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ
トップ3	3	32.34%	35.00%	894	355
トップ5	3	44.84%	45.41%	1,154	365
トップ10	4	65.35%	66.58%	1,186	337
トップ20	5	84.95%	84.81%	1,320	360
合計	5	100.00%	100.00%	1,451	368

でみるとサイズは多様であり、注文サイズでみて最小五八株から最大八一四八株、執行サイズでみて三一六株から一〇九六株に分布している。非ATS取引では、一五・九九%が一〇〇株以上であり、一〇〇〇株以上のサイズは非ATSにより多いといった特徴がある。図表7で見ても、非ATSでの取引サイズは比較的大きい。

(4) クロスセクション

時価総額レベルでグループ分けし、株価レベルごとに分析して非ATSの特徴を見たのが図表9である。時価総額が小さいほど注文サイズは大きくなる。顕著な特徴は見いださにくい、同じ時価総額グループ内では、株価が小さいほど注文サイズは大きくなること、執行サイズは、時価総額が小さいほどやや高いこと、同一時価総額内では株価が低いほどサイズは大きいこと

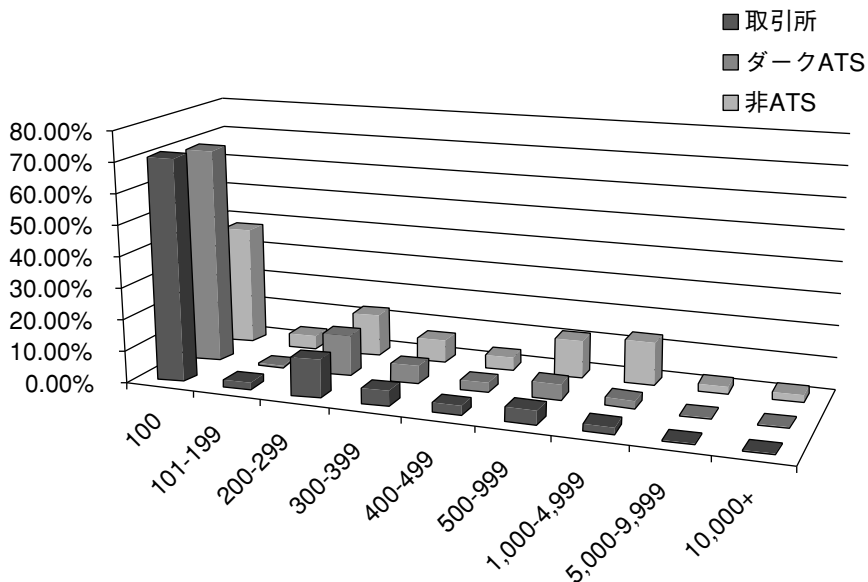
図表5 ATSでない店頭付け合わせの取引サイズ



図表6 同上

	<100	100	101-199	200-299	300-399	400-499	500-999	1,000-4,999	5,000-9,999	>9,999
執行	17.36%	51.13%	2.42%	10.78%	4.98%	2.68%	5.69%	4.30%	0.40%	0.27%
注文	20.80%	30.81%	3.34%	10.98%	6.14%	3.43%	9.50%	11.19%	1.80%	2.00%

図表7 取引サイズ比較（取引所、ダークATS、非ATS）



図表8 同上

	100	101-199	200-299	300-399	400-499	500-999	1,000-4,999	5,000-9,999	10,000+
取引所	71.21%	2.36%	12.01%	4.86%	2.67%	4.48%	2.20%	0.14%	0.07%
ダークATS	69.58%	0.73%	13.09%	5.77%	2.86%	5.13%	2.58%	0.16%	0.10%
非ATS	38.90%	4.22%	13.87%	7.75%	4.34%	12.00%	14.13%	2.27%	2.53%

などが指摘されている。

(5) ETFの取引所外取引

図表10はETFの取引についてATSと非ATSとを比較したものである。非ATSでのETF取引の方がサイズが大ききことが分かる。

4 まとめ

2本のスタッフレポートは基礎的な調査であり、直接的に今後の規制の方向を示すといった意味は持たないとしているが、以上の点をまとめるとおおよそ次のようなことが言えるであろう。

①アメリカではNMS取引の約二八%が取引所外で取引されており、取引所外取引の約四割がATSで取引されている（全体の一一%）。

図表9 ATSでない店頭付け合せの時価総額・株価別割合

時価総額	株価	リテール店頭 MMのシェア	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ	リスクレス 自己売買の 割合
合計	合計	37.30%	1,452	368	18.41%
大型株	合計	36.29%	1,250	360	17.10%
	>\$100	44.59%	688	259	18.39%
	\$85-100	40.71%	573	170	17.60%
	\$20-85	30.29%	1,179	329	15.96%
	\$5-20	41.98%	2,439	633	19.82%
中型株	合計	34.85%	1,504	356	19.48%
	>\$100	42.47%	689	174	19.92%
	\$85-100	42.90%	656	177	24.20%
	\$20-85	32.43%	1,167	265	19.69%
	\$5-20	37.97%	1,790	408	18.16%
	<\$5	43.19%	5,014	1,247	17.28%
小型株	合計	49.31%	1,770	374	22.42%
	>\$100	74.21%	1,676	266	28.07%
	\$85-100	49.99%	1,376	185	25.94%
	\$20-85	48.56%	1,365	310	22.45%
	\$5-20	49.18%	1,741	370	21.69%
	<\$5	38.03%	2,912	522	23.41%
超小型株	合計	57.79%	1,847	430	26.38%
	>\$100	43.56%	545	348	17.89%
	\$85-100	69.24%	605	143	27.61%
	\$20-85	60.22%	1,736	326	21.34%
	\$5-20	55.30%	1,506	332	29.73%
	<\$5	62.31%	2,351	562	31.90%

図表10 ATSでない店頭付け合わせでのETF取引

	銘柄数	リテール店頭 MMのシェア	平均注文 サイズ	平均執行 サイズ	リスクレス 自己売買の割合
合計	6,684	37.30%	1,452	368	18.41%
ETF	1,178	39.22%	2,038	575	15.39%
現物株	5,506	36.75%	1,384	349	19.29%

- ② A T Sでの取引の平均サイズは三七四株、全体の六〇%はちょうど一〇〇株（多くは小口）であり、取引の内容について、証券取引所と大きな違いはない。
- ③ 取引所外取引の残りの六割はA T Sでない店頭付け合わせで取引されている（全体の一七%）。こうした非A T Sでの取引のうち、およそ四割弱はリテール向けのマーケットメーカーによって取引されている。報告される取引の一部はこうした小口取引を集積して報告される大口注文である可能性がある。
- ④ 残りの六割強（全体一〇・六%）が機関投資家の大口注文ではないかと推測される。このことから、機関投資家の注文は取引所でもA T Sでもなく、スマートオーダールーティングを通じてブローカー・ディーラーの店頭付け合わせで処理されていると考えられる。

注

- (1) Laura Tuttle, Securities Exchange Commission (2013) "Alternative Trading Systems: Description of ATS Trading in National Market System Stocks", Oct 2013.
- (2) Laura Tuttle, Securities Exchange Commission (2014) "OTC Trading: Description of Non-ATS Trading in National Market System Stocks", Mar 2014.
- (3) 報告データの突き合わせは、アメリカの市場構造を反映して非常に煩雑である。取引所外の店頭取引は、FINRAメンバーが店頭取引を報告するOATS (Order Audit Trail System) を対象としているが、これには一定の条件で報告免除取引がある。また、市場全体の取引はNYSEのTAQ (Trade and Quote Database) を用いる。OATSとTAQとでは、端株取引の扱い、売り買いあわせて一件とするかダブルカウントとするか、すでに受け取った顧客注

文を埋めるための自己売買（riskless principal取引）の扱いなど、いくつのかの点で取引報告ルールが異なっているため、著者によって一定の調整を行った上で、A T S取引と、A T S以外の取引所外取引のシェアが推計されている（誤差が生じうるとしている）。

（しみず ようこ・客員研究員）