

取引所外（市場外）取引の様々な形態について

～PTS、ダーク・プール、仲介（媒介）～

一上季代司

一九九〇年代末の日本版ビッグバンは、市場間競争促進の観点から市場集中義務を撤廃した。この結果、上場銘柄の取引所外取引が比較的自由に行えるようになり、取引所類似の取引システムであるPTS（私設取引システム）も開設が可能となった。上場株式の取引シェアでは東証がなお圧倒的に高く、PTSは対東証比で五%前後にとどまっているが、近年では、「ダーク・プール」と呼ばれる取引システムもPTSに匹敵する規模にまで拡大しているようである。⁽¹⁾ 取引所外取引についての一般の関心も、以前と比べ高まっていると考えられる。

ところで、現在、公表されている「上場銘柄の取引所外取引」の売買状況は、日本証券業協会が運営するサイト「PTS Information Network」で開示されている。⁽²⁾ これは取引が取引所内で締結されたのか、それとも取引所外で締結されたのか、「約定」の場所に依じて整理・集約したものである。これによれば、取引所外取引の規模は、全体の一割を超え、そのうちの半分弱をPTSが占めていることになる（後述）が、PTS以外の取引所外取引の詳しい内容については良くわかっていない。

他方、日本証券業協会や東証など自主規制機関は、会員（あるいは取引参加者）から徴求する事業報告書に基づいて、集計・簡略化された「決算概況」を開示している。この決算概況のもととなった事業報告書では、市場

内取引、市場外取引、仲介の三つに分けて業者の「有価証券の売買状況」を報告させている。この「売買状況」は、取引所への取次ぎか（市場内委託売買）それとも売買か（市場内自己売買）、取引所外への取次ぎか（市場外委託売買）それとも売買か（市場外自己売買）、もしくは仲介（あるいは媒介^③）によるものか、つまり約定に至る業者の業務行為に即して、市場内での行為か、それとも市場外の行為かの観点から、売買を整理・集約したものである。

今回、筆者は、日本証券業協会の依頼を受けて、最近一〇年間にわたる協会員の決算データ（単体ベース）を利用して、証券会社の経営および財務に関する動向とその特徴を明らかにする機会を得た。^④

そこで、以下では、①「PTS Information Network」で開示されている上場銘柄の取引所外取引と②事業報告書に基づく売買状況とを照合させて、何が見えてくるか、考えてみた。

1 上場銘柄の取引所取引と取引所外取引

表1は、「PTS Information Network」で開示されている上場銘柄の取引所取引と取引所外取引およびそのうちのPTSの金額を左側に（A、B、C）、事業報告書に基づいて集計された国内株の市場内取引と市場外取引および仲介（外国株を含む）の金額を右側に（a、b、c）並べてみたものである。

（1）取引所取引と市場内取引

事業報告書では、売買状況に関して業者の業務行為による金額を計上している。この場合でいえば、ブローカー（委託）業務とディーラー（自己売買）業務による売買金額であるが、「取次ぎ」および「自己売買」は対当

した相手業者がいて約定されたのであるから、「往復計算」になつてゐる。そこで、表1の(a)および(b)につき1/2で換算してゐる。

さて、両者を互いに比較してみると、(A)と(a)は、完全に一致しないが、ほぼ同額とみなすことができる。一致しない理由は計算期間などが微妙に異なるためだと考えられる。(A)は東証『統計月報』からの引用であり、比較しやすいように、当年四月～翌年三月までの年度ベースで集計してゐる。他方、(a)は事業報告書であるから決算期間の金額を集計してゐる。三ヶ月決算の業者が多いが、なかにはそうではない業者も含まれてゐる。

(2) 取引所外取引と市場外取引

次に(B)取引所外取引と(b)市場外取引を比較してみよう。そうすると、両者の金額は大きく異なつてゐることがわかる。その理由は、いくつか考えられる。

(B)は取引所外で約定された上場銘柄の売買金額であり、業者の業務行為としては、「取次ぎ」、「自己売買」のほかに

表1 取引所外取引の状況 (売買代金)

(単位：兆円)

	(A)取引所取引		(B)取引所外取引		(C)うちPTS	
	(a)市場内取引	(b)市場外取引	(a)市場内取引	(b)市場外取引	(c)仲介	(c)仲介
2007年度	762.2	769.9	49.6	31.6	2.1	96.9
2008年度	521.1	505.8	36.4	24.3	2.1	69.5
2009年度	395.5	398.3	24.5	23.5	3.1	53.0
2010年度	397.6	399.2	24.8	20.5	4.9	132.5
2011年度	335.1	315.9	32.3	29.6	15.2	139.9
2012年度	382.7	386.7	36.3	37.4	21.2	147.4
2013年度	722.2	734.1	72.4	68.7	44.0	104.7
2014年度	655.5	663.5	72.5	57.5	36.2	106.5
2015年度	755.5	738.6	86.2	59.9	38.4	120.3
2016年度	671.4	685.0	83.9	57.1	31.0	114.6

(注) (a)は国内株の市場内における委託売買と自己売買の合計、(b)は国内株の市場外における委託売買と自己売買の合計、(c)は外国株を含む仲介(媒介)の金額。なお、(a)および(b)は往復計算のため1/2で換算してゐる。

「仲介」も含まれる。しかし (b) は「委託売買」と「自己売買」の合計であって、「仲介」は含まれていないのである。

他方、(b) では、同じ金額が (b) だけではなく、(a) や (c) にも計上されている可能性がある。というのは、次の理由からである。市場外での委託売買とは取引所以外に取次ぐ行為である。具体例としては、PTSを含む他の業者に取次ぐ行為を指す⁵⁾。非会員業者による会員業者への取次ぎは、約定は取引所内となり、その金額は (B) とは照応せず (A) と照応することになる。またPTSへ取次いだ場合、PTSが仲介によって約定すれば、取引外で約定されたことになって (B) と照応するが、より正確にはそのうちのPTSでの約定 (C) に照応することになる。

さらにまた、(b) は国内株全般であって、上場株のみならず国内非上場株式も含まれている。このように (B) と (b) では、(A) と (a) にみられる相違点のほか、「仲介」行為による取引の有無、非会員による会員への取次ぎ、PTSへの取り次ぎ、取引対象の相違点などが加わって、乖離はさらに大きくなる。

(3) PTSと仲介

最後に (C) 取引所外取引の内のPTSの売買等と (c) 仲介を比較してみよう。前者 (C) は、取引所外取引のうちPTSによって約定された額である。「PTS」とは取引所外において電子情報処理システムを利用して「売り」「買い」の注文を付け合わせ、執行する業務をさし、機能的には証券取引所の市場運営業務に類似する。このため、法は、これを「証券業務」の一種と位置付けつつ、「登録」ではなく「認可」を要求している。そこでPTSの認可を得た業者は「認可PTS」業者と呼ばれる。そして認可PTSは証券取引所と同様に気配

情報や約定情報の開示義務を課されているのである。

さて、「PTS」は顧客同士あるいは自己勘定を使って「売り」「買い」を付け合わせるものであるから、証券業者の業務行為としては「仲介」あるいは「自己売買」である。社内付け合せができない場合には他の業者に取次ぐ（市場外委託売買）こともありうる。

ところで、「仲介」業務は、PTSだけが行っているのではない。仲介または自己勘定を使つての付け合せを、電子情報処理システムを利用して行えば、証券取引所の市場運営業務に類似してくるので、法は「認可」を要求しているのだが、システムによらず人手を介して付け合せをすれば、PTSではないことになる。

また、二〇一〇年三月に改定された金融庁の監督指針では、こうした行為を電子情報システムによって行つても、あらかじめ社内に対当させた「売り」と「買い」の同数量のペア注文を立会取引によらない取引所取引（たとえば東証の立会外取引システム、T o S T N e T）に取次げば、約定自体は取引所で行つているのでPTSには該当しない、とされる。

このように（c）の「仲介」にはPTSによる仲介のほか、約定だけはT o S T N e Tへ取次ぐPTS類似の仲介のほか、人手を介した仲介が含まれる。加えて、事業報告書の仲介による売買状況は、国内株に限定せず株式一般、つまり外国株も含まれている。

以上のように、約定ベースのほか、業務行為の側面からも観察することによって、取引所外取引さらにはそこに含まれる「仲介」取引⁽⁶⁾について異なつた風景がみえてくるのである。そこで、この点をさらに詳しくみておこう。

2 P T Sとダーク・プール

世上、「ダーク・プール」と呼ばれる取引は、気配情報を開示しない取引を指す。これは機関投資家の取引ニーズにこたえる取引手法として発生したといわれる。機関投資家にとって、自らの気配情報が市場にさらされると、他の投資家から餌食にされてしまうため、気配情報を秘匿したままで執行したいというニーズがあるからである。⁽⁷⁾

わが国での在り方としては、電子情報処理システムを使って限りなくP T Sに近い業務を行いながら、約定だけはT o S T N e Tへ取次ぐことでP T Sであること（したがって気配情報開示義務）を免れている業者を指す言葉とされる。⁽⁸⁾

こうした日本のダーク・プールの取引額は、近年、増加傾向にあり、大墳（前掲論文、注1）によると、二〇一四年までは「ダーク・プール」の取引シェアはP T Sを下回りつつ連動する動きを見せていたが、二〇一五年以降は増加傾向が顕著となって、二〇一六年にはP T Sを上回るようになったという。そこで、ラフにとらえて二〇一五年度においてP T Sとダーク・プールがほぼ同額だったと仮定して、二〇一五年度について、より詳細に、取引所外取引と仲介の額、ならびにそれらがどのような業者によって担われているかについてみておこう。

表2は、二〇一五年度における「仲介」金額のうち、どのような種類の業者がどの程度のシェアを占めているかを見たものである。これによ

表2 株式仲介（媒介）の類型別シェア

類型	シェア
大手5社	2.2%
外資系	67.1%
小計	69.3%
認可PTS	30.3%
金額（兆円）	120

- (注1) 大手5社とは野村、大和、SMBC日興、三菱UFJモルガンスタンレー、みずほの5社
 (注2) 外資系証券は株主構成から「外資系」と推定したもので、このうち証券業務プロパーの業者34社分の集計である。
 (注3) 認可PTSは株式を扱う業者2社である。
 (注4) すべての類型を記載しているわけではないので、シェアを合算しても100%にはならない。
 (出所) 拙稿『証券会社経営の時系列的分析』

ると、三割の三六兆円強を認可PTSが占め、2/3を外資系証券会社三四社が占めている。⁽⁹⁾ わが国の大手五社はわずかに二%を占めるに過ぎないことがわかる。また認可PTSの仲介額三六兆円強は、開示されている取引所外取引に占めるPTSの取引金額三八兆円とほぼ同額である。⁽¹⁰⁾ つまり認可PTSは、二〇一五年度において市場外での委託売買や自己売買はほとんど行つてはおらず、仲介のみによつて約定していることになる。

他方、大墳（前掲論文、注1）の指摘により、ダーク・プールの取引額が認可PTSとほぼ同額の三八兆円と仮定すると、この三八兆円はToSTNetで約定されているため、統計上は「取引所取引（市場内取引）」とみなされ、（A）（および（a））にも計上される。それ以外の仲介額は約四割の四八兆円弱となる。

まとめ

以上、一連の推計を整理すると、表3のようになる。

すなわち、仲介額一二〇兆円の内、認可PTSによる国内上場株の仲介は三六兆円で、開示資料とほぼ一致する。次に、ダーク・プールによる仲介額も約三六兆円で、約定ベースでは取引所取引とみなされ表1の「取引所取引（A）」にも計上される。残る仲介額四七兆円は、その大半が外国株の仲介で、一部が人手を介した仲介と考えられる。

次に、国内株の市場外取引についてみよう。これを再び往復計算（一一九兆八千億円）に戻して、委託、自己に分けると、その金額は委託八三・二兆円、自己三六・六兆円となる。このうち、「取引所外取引（B）」のうちPTSを除く約定額四七・八兆円に照応する部分はどれだろうか。それは、①取引所外において「決め商い」など自己勘定を使って約定した部分、②他社へ取次ぎ当該他社がこれを人手を介して仲介により約定した部分など

であろう。これらの売買額は往復計算で九五・六兆円（四七・八×二）に相当するであろう。

残る二四・二兆円相当の売買は、③非会員による会員業者への取次ぎ（約定は取引所取引（A）に計上）、④PTSへの取次ぎ（約定は取引所外取引のうちPTS（C）に計上）、⑤ダーク・プールへ取次ぎ（約定は取引所取引（A）に計上）によって構成されるのだろう。

なお、表1に見るように認可PTSの取引金額は二〇一〇年を境に急増している。その理由として、二〇一〇年三月にPTSで約定された株式は日本証券クリアリング機構（JSCC）の清算対象になったこと、二〇一二年にTOB規制の対象外とされたことが挙げられる。ともに機関投資家の参加を促進する要因となった。とくにJSCCの清算対象とされたことは、カウンターパーティーリスクを減じたが、このことは認可PTSの売買方法も変化させたと考えら

表3 株式の取引所外取引の内訳（2015年度、推計）

（単位：兆円）

取引所外取引(B)	金額	仲介(c)	金額	備考	
	86.2		120.3		
うちPTS(C)	38.4	うちPTS	36.4	取引所(A)で約定 人手を介した仲介 (B) 外国株の仲介	
		ダーク・プール	36.4		
		その他	47.5		
その他	47.8	市場外取引(b) (往復計算)	59.9 (119.8)		
		内訳			
		①決め商いなど自己 勘定による約定	自己、委託を取り 交ぜ、往復計算で 95.6 (47.8×2)	取引所外(B)で約定	
		②他社へ取次ぎ(当 該他社は人手を介 した仲介により約 定)			
		③非会員による会員 への取次ぎ	自己、委託を取り 交ぜ、往復計算で 24.2	取引所(A)で約定	
		④PTSへ取次ぎ		PTS(C)で約定	
		⑤ダーク・プールへ 取次ぎ		取引所(A)で約定	

(注) 備考欄は表1(A)(B)(C)と(b)(c)との照応関係を示す。

れる。すなわち二〇一〇年以前は、「仲介」よりも、証券取引所や他の業者への取次ならびに自己勘定での仕切り売買が多かったのである。しかし、その後は、徐々にこうした取次ぎや仕切り売買は減少していき、二〇二二年を境にこれらはゼロとなり、仲介のみとなっている。

注

- (1) 大墳剛士「二〇一七」、「日本におけるダーク・プールの実態分析」JPX Working Paper, Vol21.
- (2) <http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>
- (3) 法律上の用語は「媒介」であるが、事業報告書では「仲介」と呼称しているので、この小稿でも「仲介」と表記することとする。
- (4) その成果は「証券会社経営の時系列的分析」と題して、協会ホームページ上で開示されている（本文は、<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20180131keibunseki.pdf>。資料は、<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20180131keibunseki.pdf>）
- (5) かつては、取引参加権を持たないいわゆる「非会員業者」による「会員業者」への取次ぎが多かった。他方、近年多いのは、会員業者（つまり大手の業者）が、認可PTSその他にシステムを接続して取次ぐものである。この場合は市場外での約定（PTSでの約定）となる。なお、正確には「非取引参加者」と呼称すべきであるが、簡単のためこの小稿では「非会員」、取引参加者を「会員」と表記している。
- (6) 「仲介（媒介）」という業務行為は、かつて証券取引所内において「才取会員」が行っていた。しかし、証券取引所のシステム化によって「仲介」業務は、証券取引所の市場運営業務のなかに解消され、業者の業務行為としては顕在化

しなくなった。この結果、「仲介」が業務行為として行われる場所は「証券取引所の外」だけとなる。「仲介」は取引所外取引における重要な業務行為として顕在化してくるのである。

- (7) ダーク・プールの発祥の地である欧米での実情については、清水葉子「二〇一三」、「HFT、PTS、ダーク・プールの諸外国における動向」欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察」金融庁金融研究センター『デイスカッションペーパー』を参照。またダーク・プールそのほかの規制状況については吉川真裕「二〇一六」、「HFTとダーク・プールに対する規制状況―規制状況の国際比較―」『証券経済研究』九四号を参照。

- (8) 気配情報開示義務はないが、取引報告の開示義務は課せられている。

- (9) ここでいう「外資系証券会社」とは日本証券業協会の定義する「外国法人」（国外法に設立根拠を持つ証券会社）ではない。支配株主が外国資本である証券会社を指す。

- (10) 「PTS Information Network」の資料では、「PTSでの売買等には当該株券以外の有価証券の売買等も含む」とされ、取引対象がやや広い可能性がある。

(にかみ きよし・主任研究員)