

我が国のPTSを巡る状況

志馬 祥紀

1 はじめに

本稿では、我が国の私設取引システム（PTS）を巡る状況（規制制度の変遷、取引市場の概要とその取引状況、PTS相互及び取引所との競争状態）について調べる。

証券市場における規制緩和において先行する米国では、複数の取引所間での取引注文を巡る市場間競争が活発化している。例えば、上場株式取引について、PTSやECNと呼ばれる電子取引システムを母体として成長した取引所が一定の取引シェアを保有し、NYSEと激しい市場間競争を繰り広げている。その結果、上場株式銘柄取引シェアは現在、四分の一程度となっている。⁽¹⁾

我が国と米国では、取引所集中義務の撤廃時期が異なるなど、単純な比較は難しい。しかし、取引所外取引が解禁、PTSの開設が可能となり二〇年近くが経過した今、その競争状況を把握することに意義があると思われる。

NYSE上場銘柄取引について、NYSE（本体）のシェアは二五・三%、同グループ合計でも約三〇%超程度となっている。この理由の一つとして、表中のIEXやEDGA、BATS等の、当初は電子取引システムとして出発し、その後取引所免許を取得した取引所との競争が挙げられる。

2 P T Sを巡る規制の経緯と状況

(1) 規制の経緯

P T Sとは私設取引システム (Proprietary Trading System) と呼ばれる有価証券の取引システムである (以下「P T S」)。

P T Sは、日本版金融ビッグバン以前は、証券取引法が開設を禁じる市場類似施設に該当し、開設が認められなかった。一九九八年の証券取引法改正により、P T Sの運営は証券会社の認可業務とされ、開設が可能となった (認可を得たP T Sは、市場類似施設開設を禁止する規定の適用外)。

その位置づけは、当初、証券取引所の開設する市場のような高度の価格形成機能を有することのない取引システムとされた (規制の程度からみると、取引所の開設には免許が必要である一方、P T Sの開設は認可取得済み、取引所のハードルが高いといった違いがある)。

具体的な売買価格の決定方法は以下の形式に限定された。

① 上場証券について、取引所の売買価格を用いて価格を決定する (店頭市場登録銘柄については証券業協会の公表価格を使用)。

② 顧客の間の交渉に基づく価格を使用する。

二〇〇〇年六月、初めてのP T S業務認可が行われ、我が国におけるP T Sの稼働が始まった。

しかし、P T Sの価格形成方法が上記方法に限定された結果、P T Sの顧客利便性は低い水準に止まり、利用は進まなかった。

二〇〇〇年一二月、総理府令、事務ガイドラインについて、顧客の指値を対当する価格決定方法が追加された

が、PTSを取引所市場よりも価格形成機能の低いものに限定するという枠組は継続した。⁽²⁾

こうしたPTSの価格決定方法を制限する規制上の考え方としては、「市場の分裂」発生可能性が危惧されたという。

すなわち、日本では、PTSによる気配情報の公開やリアルタイムの取引情報報告などの制度が未整備な状態にあり、そうした中でPTSでの取引を含む取引所外取引が拡大すると、効率的な価格形成が困難になるとの懸念が存在した（大崎（二〇一七））。言い換えれば、価格形成機能の中核を担うのは、あくまで取引所市場であるべきとの考え方である。

その後、規制当局側ではPTSと取引所との競争を重視する考えが台頭する。取引所集中原則を廃止しても、取引所市場を価格形成機能の中核として位置付ける規制が残されていたのでは、PTSをはじめとする取引所外取引と取引所市場との健全な競争が行われず、かえって「市場全体の効率性向上を阻害」するとする立場である。これに伴い、PTSの利便性を向上のために、二〇〇四年の法改正が行われた。

二〇〇四年の証券取引法改正では、（証券会社のディーラー機能を妨げる）向かい呑みの禁止規定が削除され、同時に取引所外取引に関して顧客の明示的指示を求める規定や価格制限規制などの規定が撤廃された。

さらに、PTSの価格決定方法に「競売買の方法」、すなわち取引所市場で一般的に用いられているオークション方式が追加される（これら二〇〇四年の法改正の後、株式の取引を行うPTSが複数開設されている）。

二〇一〇年三月には、金融庁の監督指針（「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」）が改正、ダークプール取引（証券会社内取引を付け合せるクロッシング・サービス）をToSTNeT（取引所取引）あるいはPTSで執行へ回送、執行することが規制上求められた。

また、二〇一二年一〇月には、金商法施行令改正によって、一定の要件を満たすPTSで行われた取引については、買い付け後の株券等所有割合が五%を超える場合に公開買い付けの実施を義務づける規制の適用除外が明確化された。

上記内容の他にも、関連する動きとしては、以下の事項が挙げられる。

- ・二〇一〇年七月には、PTS取引について、日本証券クリアリング機構（JSCC）での清算・決済を開始。
- ・二〇一〇年一〇月には、PTSにおける空売り注文の取り扱いが開始する。
- ・二〇一二年四月には、日本証券業協会のガイドラインが変更、取引所のシステム障害時には運営を継続可能となる。

このように、二〇一〇年以降もPTS市場の機能を高める報告の施策が相次ぎ実施されている。

この背景には、当時進行していた、東京証券取引所と大阪証券取引所間の経営統合交渉の進展と、それに伴う株式市場開設業務の独占懸念が影響した可能性がある。当時、大阪証券取引所は、大企業を対象とする一・二部市場の他、新興企業を対象とするJASDAQ市場を開設しており、東京証券取引所には規模で及ばないものの、東証に対抗し得る一定の株式市場機能を有していた。この結果、東証と大証が経営統合した場合、同組織が株式市場において独占的地位を有することとなり、その地位の乱用の可能性について懸念が提起されていた。ついては、取引所市場に対抗する組織としてのPTSが注目され、その規制の在り方が再考されたと考えられる。

こうした経緯を経て、PTSに関する規制は現在に至っているが、現在でも、取引所とPTSの間には以下のような区別が存在する。

- ① 競争買（オークション）方式を用いるPTSは、全金融商品市場（および店頭売買有価証券市場）の過去六

か月間における、一日あたり平均売買高の1%、あるいは個別銘柄ごとの一日あたり平均売買高の10%以上（金商法施行令による規定）となった場合には、

② 競売方式を用いないPTSは、一日平均売買代金のすべての取引所金融商品市場及び店頭売買有価証券市場における売買代金の合計額に対する比率が、個別銘柄いずれかについて10%以上、かつ、当該株券及び新株予約権付社債券全体について5%以上となった場合（金融庁監督ガイドラインによる規定）には、

金融商品取引所への改組、金融商品市場開設の免許取得が必
要との規制が存在する。

(2) PTSの開設・取引状況

二〇〇四年証券取引法により、PTSの用いることのできる価格決定方法にオークション方式が追加された結果、株式取引を行うPTSが複数登場した（図表1参照）。図表1は、主な株式関連PTSの開設状況を示している。

図表1に見られるように、二〇一一年以降、複数のPTSが

図表1 主な株式関連PTSの開設状況（情報は当時）

名称	運営会社	認可年月	終了年月	対象投資家	主な取引制度	立合時間
ジャパクロッシング	インステイネット証券東京支店	2001年1月	2012年5月	機関投資家	クロッシング・サービス	7:00~21:00
マネックスナイター	マネックス証券	2001年1月	2011年12月	個人	終値クロス取引	17:30~23:59
kabu.comPTS	カブドットコム証券	2006年7月	2011年11月	個人、機関投資家	オークション方式	8:20~23:59
ジャパンネクストPTS	SBIジャパンネクスト証券	2007年6月	(稼働中)	個人、機関投資家	(主に)オークション方式(後述)	8:20~2:00 (中断あり)
即時決済PTS	松井証券	2008年4月	2011年9月	個人	市場価格に基づく即時決済取引	9:00~15:00
ダイワPTS	大和証券	2008年7月	2011年12月	個人	売買気配提示方式(指値も可能)	18:00~2:00
チャイエックス・ジャパン	チャイエックス・ジャパン	2010年7月	(稼働中)	機関投資家	指値対当方式による継続的付け合わせ(後述)	8:00~17:15

*取引時間については、各PTSが複数の取引制度を有する事例もあるため、注意が必要。

相次いでその業務を終了し、現在はSBI証券の開設するジャパンネクストPTSと、チャイエックス・ジャパンの二社のみが稼働している。

図表2は、東証をはじめとする全証券取引所取引金額と、それに対する全PTS取引金額比率の推移を示している。

同図表からは、当初低迷していたPTSの対取引所取引比率が、二〇一〇年前後から上昇、ピーク時(二〇一三年)には七%超に達していたことがわかる。その後減少して五%前後で推移して、現在に至っている。二〇一〇年前後は、PTS規制が大きく緩和された時期でもあり、規制とPTSシェアの関連がうかがわれる。

3 各PTS及び関連する取引所の市場状況

本項では、各PTSの開設する市場の概要、取引状況について説明する。

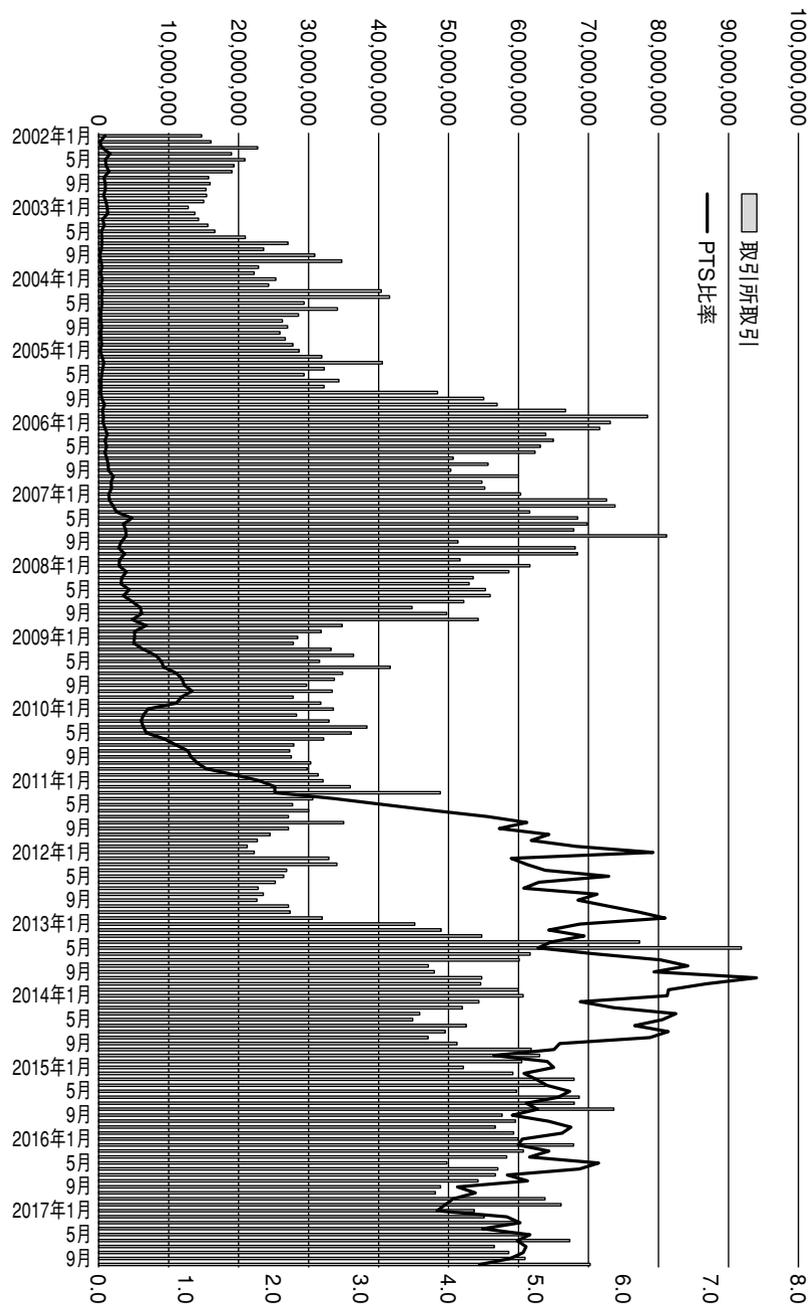
(1) SBIジャパンネクストPTS

ジャパンネクストPTSは、SBIジャパンネクスト証券が開設するPTSであり、SBIグループとゴールドマン・サックスの合弁として設立された。その主なユーザーは、証券会社、個人投資家、機関投資家である。

SBIジャパンネクスト証券は、二〇〇七年六月に認可を取得、同年八月に取引を開始している。ジャパンネクストPTSでは二つの、PTS市場を開設しており、それぞれ「PTS第一市場(J-Market)」「PTS第二市場(X-Market)」との名称がつけられている。

両市場の取引は共に顧客注文対当方式に基づいているが、呼び値の刻み、流動性の提供方法、取引時間が異なる。

図表 2 取引所取引とPTS比率 (対取引所取引) (単位：百万円、% (第二軸))



(出所) 証券業協会
 *取引所取引高は、全取引所取引高合計。

る(図表3参照)。例えばPTS第二市場(X-Market)はリクイディティ・プロバイダーと呼ばれる流動性を提供する業者(証券会社)が存在している。

一方、リクイディティ・プロバイダー制度が存在しないPTS第一市場(J-Market)は第二市場よりも細かい値刻みを採用している(ただし、第二市場におけるTOPX100構成銘柄については第一市場と同様)。また同市場の取引時間中のナイトタイム・セッションは16:30~23:59⁽³⁾あり夜間取引が可能となるなどの違いがある。

その他、SBIジャパンネクストPTSの特徴として、開設するPTS市場あるいは証券取引所市場との間で最良気配価を把握し、顧客から発注された取引注文の最良執行市場を自動で選択、執行する制度が存在(スマート・オーダー・レーディング、SOR制度)している⁽³⁾。

図表4は、ジャパンネクストPTSの取引状況を示している。

ジャパンネクストPTSの公表する統計情報中、第一市場及び第二市場別の区別は存在せず、総取引金額及び夜間取引金額データが公表されている。同資料中注目されるのは、総取引金額中に夜間取引比率であり、過去数年間は1%台の数値を示している。当該数値は、我が国において唯一の株式の国内夜間取引状況を示すものであり興味深い。将来、取引所の株式夜間取引市場が開設された場合、その日中に対する比率は、ジャパンネクストPTSと同様の1~2%程度から始

図表3 (参考) SBIジャパンネクストPTS市場の比較

	PTS 第1市場 (J-Market)	PTS 第2市場 (X-Market)
価格決定方式	顧客注文対当方式	顧客注文対当方式
呼値の刻み	(内容が詳細なため略)	取引所と同様
取引参加者	金融商品取引法第28条第1項に基づく第一種金融商品取引業者	流動性を提供するリクイディティ・プロバイダーと個人投資家を中心としたオンライン証券
取引時間	デイトタイム・セッション (8:20~16:00) ナイトタイム・セッション (17:00~23:59)	デイトタイム・セッション (8:20~16:00)

まる可能性がある（なお、月別データでは夜間取引比率が二・五%を超えた月もある（二〇一六年七月））。

(2) チャイエックス・ジャパン

チャイエックス・ジャパンは二〇一〇年七月に認可されたPTSである。主なユーザーは、証券会社と機関投資家、そして個人投資家である。

チャイエックス・ジャパンは、米PTS大手インステイネットの子会社チャイエックス・グローバルを親会社として設立された⁽⁴⁾。

チャイエックス・ジャパンは、現在、三種類の取引市場（チャイエックスPTS市場、チャイセレクト、チャイマッチ市場）を開設している。

○チャイエックスPTS

チャイエックスPTSは、WEBサイト上では（愛称）Chi-Alphaとして記載されている。チャイエックス・ジャパンの開設するPTS中、最も規模が大きく、開業時より運営されている市場であり、機関投資家向けの性格を有する。

取引は、東証立会時間内外（8:00～16:00）中に、東証上場銘柄を同様のルールで取引可能。取引方法として、指値注文のみの継続的対等方式を採用しており、成行注文、板寄せ方式や特別気配表示は不可となっている。

指値注文の方法として、通常の形態（値段、取引量を明示指定）の他、アイスバーグ注文（大口株数を発注する場合、マーケットインパクトを発生させないよう、全体注文の一部のみを表示させる注文）やペグ注文（取引

図表4 ジャパンネクストPTSの取引状況

（年次、単位：億円、%）

年	総取引金額	うち夜間取引金額	夜間取引比率
2014年	257,305	3,019	1.2
2015年	255,165	2,897	1.1
2016年	212,421	3,294	1.6
2017年	197,007	2,491	1.3

*2017年は1～10月合計。

*SBIジャパンネクスト証券「Market Report for the Month」各月号より作成。

所の最良気配や気配の中値等で執行する注文)等の方法が存在する。これら注文形態は、機関投資家が大口発注時にマーケットインパクトの発生を回避するために使用する手段であり、チャイエックスPTSは機関投資家を意識した市場といえる。

○チャイセレクト (Chi>Select)

チャイセレクトは、チャイエックスPTSと同取引時間、同ルール(指値対当による継続的付合せ)を採用している。その一方で、ユーザーは個人投資家を対象としており、チャイエックスPTSとは異なる参加者要件、呼値、手数料率を設定している(値刻みはチャイセレクトの方が、チャイエックスPTSよりも大きい)。

○チャイマッチ (Chi-Match) 市場

チャイマッチは、参加証券会社が東京証券取引所の寄り前に、午前・午後・終日の主市場における出来高加重平均価格(VWAP)でクロスを執行可能な市場である。

VWAPの種類は三種類であり、投資家は終日VWAP(証券取引所の終日(9:00~15:00)のVWAP)、前場VWAP(同前場(9:00~11:30)のVWAP)、後場VWAP(同後場(12:30~15:00)のVWAP)が選択できる。

図表5はチャイエックス・ジャパンの取引状況を示している。チャイエックス・ジャパンにおいては、指値注文対当方式のチャイエックスPTSが取引の中心であり、二〇一七年(一~一〇月合計)中では、チャイエックス・ジャパン全取引の九

図表5 チャイエックス・ジャパン取引状況

(単位:億円、%)

	総取引金額	チャイエックスPTS	チャイマッチ	チャイマッチ・シェア(%)
2014年	111,214.6	NA	NA	NA
2015年	118,237.5	NA	NA	NA
2016年	115,042.1	NA	NA	NA
2017年	82,348.5	77,491.0	4,857.5	5.9

*2017年は1~10月合計値。

*データはチャイエックス・ジャパンWEBサイト中、「CHI-X JAPAN MONTHLY STATISTICS REPORT」各月号より算出(同レポート中、チャイエックスPTS及びチャイマッチ取引金額値は2016年4月より公表(2017年11月末時点でチャイセレクトの情報は記載されず))。

四・一%を占める。一方、出来高加重平均価格（VWAP）方式でのクロス取引を行うチャイマッチのシェアは、チャイエックス・ジャパン全取引の五・九%を占めており、VWAP取引比率は相対的に低い。

チャイエックス・ジャパンでは、上記PTSの他に、カイ・エックスと呼ばれる、各証券会社からの注文を媒介依頼として集約し、媒介依頼同士を合致させた上で、当該注文をToSTNeTに取り次ぎ、立会外取引を成立させるサービスを提供している。

(3) 東証ToSTNeT市場

わが国の証券市場では、取引所外取引の解禁に先行して、私設取引システムとの競争を意識した取引所が、通常の取引（立会）とは別に、立会外取引のための取引システムを運用してきた。

東京証券取引所のToSTNeT（Tokyo Stock Exchange Trading Network System）取引は当初、立会取引とは異なる、オークション時間外の大口取引、バスケット取引に対応した立会外取引制度として発足した。

時系列でその変化を示すと、一九九八年六月から単一銘柄取引（一九九九年九月三〇日までは大口径）・バスケット取引開始（ToSTNeT-1）。一九九八年八月から終値取引（ToSTNeT-2）を開始。

二〇〇八年一月より取引時間を拡大し、ToSTNeT市場としてオークション方式による市場（立会市場）から独立した市場となる（併せて新規の取引制度として自己株式立会外買付取引を導入、取引対象商品を拡充。その後、取引時間拡大、呼値の範囲の見直し等を実施。また立会市場に上場する、内国株、外国株、ETF、REIT、転換社債型新株予約権付社債（CA）は、ToSTNeT市場に同時に上場される）。

現在、ToSTNeT市場では、単一銘柄取引、バスケット取引、終値取引、自己株式立会外買付取引が取引可能で

ある。以下、より詳細に各市場の取引制度を説明する。

○単一銘柄取引 (ToSTNeT-1)

ToSTNeT-1で行われる単一銘柄取引では、立会市場の直近値から上下7%以内の価格で相手方を指定した取引が可能である。相手方取引参加者・銘柄・数量等を指定し、呼値が合致すると同時に約定される(同一参加者間のクロス取引では、当該呼値で即時約定)。

当該方式により、大口取引等の立会市場での円滑な執行が困難な取引をToSTNeT市場で行うことで、立会市場へのインパクトの抑制が可能となっている。

○バスケット取引 (ToSTNeT-1)

ToSTNeT-1で行われるバスケット取引では、構成銘柄の立会市場の直近値で算出する基準代金の上下5%以内の価格で相手方を指定した取引が可能である。

単一銘柄取引と同様に、バスケット取引では、相手方取引参加者・銘柄・数量等を指定し、呼値が合致すると同時に約定される(同一参加者間のクロス取引では、当該呼値で即時約定)。取引対象としては、一五銘柄以上かつ売買代金一億円以上の注文から売買が可能となっている。

○終値取引 (ToSTNeT-2)

ToSTNeT-2の終値取引では、立会市場での終値(又はVWAP)を確認後でも取引が可能である。

ポートフォリオのバランスなどにおいて、バスケット取引の基準に満たない少数銘柄のバスケット注文についても、終値等で取引が可能である。

立会市場で執行できなかった場合(例…大引けのストップ配分で配分を受けられなかった場合、気配引けで取

引が成立しなかった場合、バスケット取引やVWAPベースの取引において指数等と比較して意図した株数を取得できなかった場合等)においても、ToSTNeT市場を利用可能。また、終値取引を利用した事前公表型の自己株式取得も可能である。

○自己株式立会外買付取引 (ToSTNeT-3)

ToSTNeT-3における自己株式立会外買付取引は、買方を発行会社に限定した自己株式取得専用の取引である。なお、ToSTNeT-2の終値取引では完全時間優先で売買が成立するが、自己株式立会外買付取引では買付数量に相当する売付数量を配分方法で配分するといった違いがある。

図表6は東京証券取引所における立会市場・ToSTNeT各市場の取引状況を示している。

ToSTNeT市場全体の規模は、立会市場の約一五%程度を占める。また同市場中、単一銘柄取引が約2/3、バスケット取引が約1/3を占め、終値取引及び自己株式立会外買付の比率は小さい。

(4) 各PTS及び取引所の状況比較

以上では、PTS及びToSTNeT各市場における取引制度と取引状況について説明した。以下では、これら市場間の関係・状況について説明する。

図表7は、東証各市場(立会市場・ToSTNeT)、ジャパンネクストPTS、チャ

図表6 東京証券取引所における立会市場・ToSTNeT各市場の取引状況

(単位：百万円、取引対象は一部銘柄、各年の比率は立会市場=100として基準化)

	立会市場	単一銘柄取引 (ToSTNeT-1)	バスケット取引 (ToSTNeT-1)	終値取引 (ToSTNeT-2)	自己株式立会 外買付 (ToSTNeT-3)	ToSTNeT計
2016年合計	563,343,815	54,289,138	24,730,897	14,797	827,105	79,861,956
(2016年比率)	(100.0)	(9.6)	(4.4)	(0.0)	(0.1)	(14.2)
2017年合計	476,947,743	51,495,483	21,914,018	8,609	597,237	74,015,362
(2017年比率)	(100.0)	(10.8)	(4.6)	(0.0)	(0.1)	(15.5)

*2017年値は1～10月合計。

イエックスの取引状況を金額ベースと比較し、基準化したものである。同図は二〇一七年一〇月の売買データに基づいており、東証一部立会市場を一〇〇として各市場を基準化した結果、全ToSTNeT市場合計が一六・七、ジャパンネクストPTSが全体で三・七（うち同夜間取引が〇・一）、チャイェックス合計が一・九となった。大まかに見て、これら数値比が立会外・PTS市場の状況といえよう。

なお、本節以降でToSTNeT市場をPTSと並び取り上げる理由は、そもそもToSTNeT市場は東証が取引所外取引及びPTSからの競争を意識して開設した市場であり、その取引方法等の利用形態は、PTSユーザーである機関投資家等からみて明確な違いはない。事実上ToSTNeTは「東証の開設するPTS」との性格を有することによる。

次に、各PTS等の市場間の関係を把握するために、月次売買金額の相関係数を調べる。

図表8は、各市場間取引金額の相関係数を、二〇一四年一月～二〇一七年一〇月間について示している。各市場間の関係の係数は低く、強い関係は見られませんが、ToSTNeT市場と

図表7 東証各市場（ToSTNeTとSBI）、ジャパンネクストPTS、チャイェックスの取引状況

（単位：億円、％）

	東証		SBI		チャイェックス
	立会市場	ToSTNeT	総取引金額	（うち夜間取引）	総取引金額
2017年10月	559,047.4	93,569.1	20,588.9	314.4	10,345.9
基準化値	100.0	16.7	3.7	0.1	1.9

*SBIジャパンネクストの夜間取引は、SBIジャパンネクストの総取引金額の内数。

*東証の値（立会市場、ToSTNeT）は一部銘柄が対象であるが、PTSには東証一部銘柄以外（株式、REIT、ETF等）が含まれる。

*基準化した値は、東証立会市場の売買金額を100として基準化。

図表8 各市場間取引金額の相関係数（2014年1月～2017年10月）

相関係数	立会取引	TOST	SBI総取引	SBI夜間	チャイェックス
立会取引	1.000	—	—	—	—
ToSTNeT	0.5565	1.000	—	—	—
SBI総取引	0.4080	-0.1360	1.000	—	—
SBI夜間	0.3177	0.0119	0.2726	1.000	—
チャイェックス	0.3848	0.1564	0.3662	0.1216	1.000

SBI ジャパンネクスト市場の相関係数が、わずかであるがマイナス値を示しており、両者が競合関係にあることが示唆されている。

(5) 東証における株式高流動銘柄の値幅変更

本項では、東証における株式高流動銘柄の値幅変更が、立会市場・ToSTNeT市場、各PTS市場に与えた影響について取り上げる。

東証は立会市場におけるTOPX100構成銘柄の呼値の単位を二〇一四年一月（フェーズⅠ）及び同年七月（フェーズⅡ）、二〇一五年九月（フェーズⅢ、新売買システムarrowhead稼働と同時）と、三段階に分けて実施した。

これら単位変更は、「一部の銘柄に限定した変更」、及び「一円未満の呼値の単位の導入」という、二つの点において新しい試みであった（具体的には、TOPX100構成銘柄の呼値の単位を二段階に分けて変更。フェーズⅠでは三〇〇〇円超の価格帯の呼値の単位を縮小、フェーズⅡでは五〇〇〇円以下の価格帯について円未満の呼値の単位を導入した）。

その目的として、高流動性銘柄について、より細かい呼値の単位で売買を行うことで取引コストの低下が期待された。

これら呼値の単位の変更がTOPX100構成銘柄の売買に与えた影響について分析は以下のとおりである。

まず、気配スプレッド及び実効スプレッドは、呼値の単位の縮小後に全ての銘柄において縮小した。

次に、最良気配値段の中値の一分毎及び一〇分毎の変動比に係るボラティリティを比較した結果、呼値の単位

の縮小後には一分毎のボラティリティがより大きく低下する傾向がみられた。

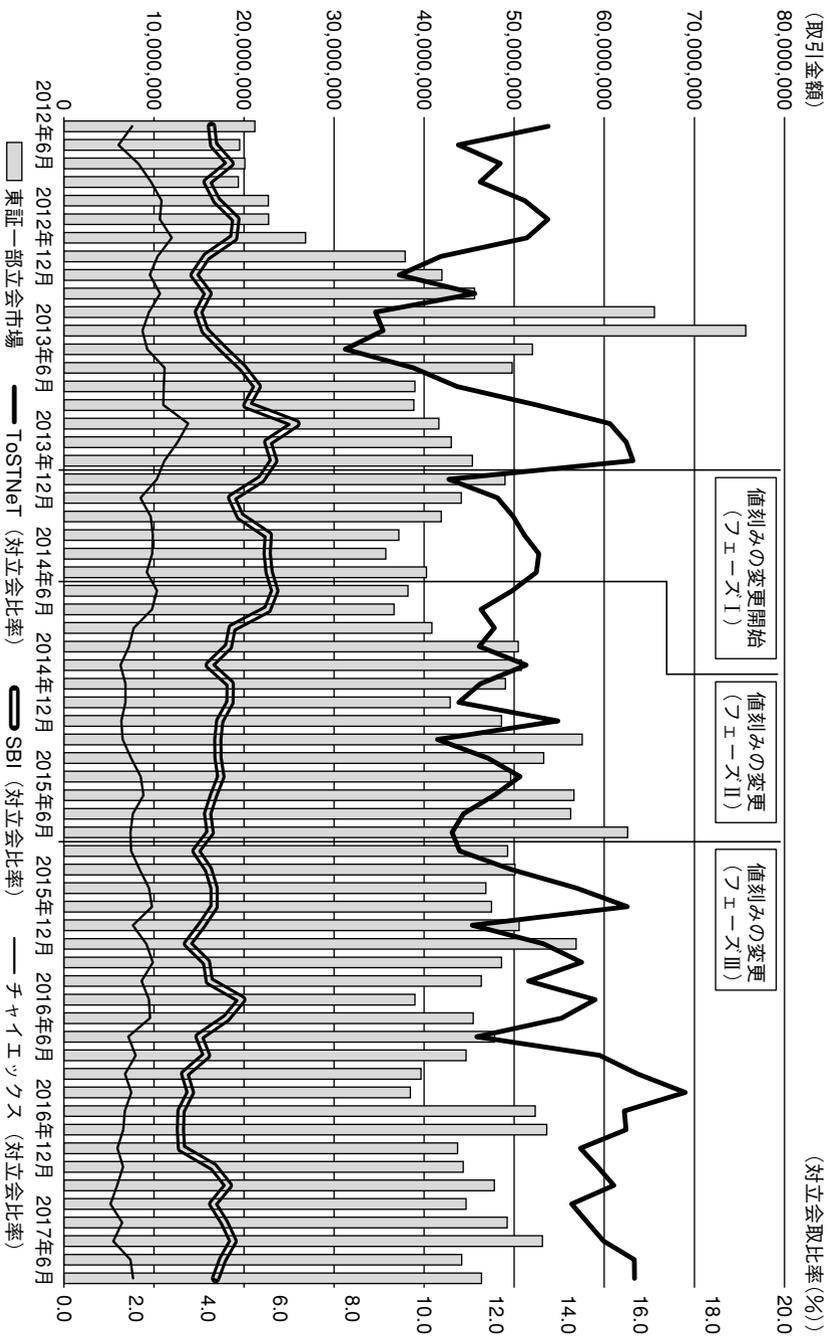
そして、板情報を用いた注文サイズ別の実効スプレッドの机上計算では、極めて大きな注文サイズにおいても、一部の銘柄を除いて呼値の単位の縮小後に実効コストの悪化は見られなかった。以上より、TOPX100構成銘柄の取引コストは呼値の単位の変更に低下していることが確認された（以上の分析結果は近藤（二〇一五）による）。

以上が、値幅単位変更が立会市場に与えた影響であるが、同様に他のPTS等に与えた影響も検討される必要がある。

そもそも、値刻みの違いは、東証が上記制度変更を実行するまではPTSの特徴の一つであった（多くは、PTSにおける値刻みは東証のそれより小さく設定されていた事例が多い）。については、東証による制度変更は、立会市場・PTS・ToSTNeTの取引状況に影響した可能性がある。

図表9は、二〇一二年六月～二〇一七年八月間の、東証の立会市場金額と、それに対する各PTS（ジャパネクスト、チャイエックス）、そしてToSTNeT市場の取引金額比率の推移を示したものである。東証の値刻みの変更は三度に分けて行われたが、その前後を比較すると、趨勢としてToSTNeTの比率が上昇する一方で、二つのPTS比率が共に減少傾向にあることが見て取れる。同図表においても、投資家の注文執行を巡る場として、東証の立会市場及びToSTNeT、PTS間における競争状態が示されていると考えられる。

図表9 東証における値刻みの変更時における立会市場・PTS・ToSTNeT売買金額比率の推移 (単位：百万円、%)



4 収益状況 各取引所・PTSの収益状況

(1) 各取引所の状況

本節では、東証を含む日本取引所グループ、ジャパネクストPTS、チャイエックスの収益状況について説明する。データ対象期間は、全て直近三期間である。

経営指標の算出方法は以下のとおりである。

- ・ ROE \parallel 当期純利益 \div 自己資本
- ・ ROA \parallel 当期純利益 \div 総資本
- ・ 営業収益率 \parallel 営業利益 \div 売上高

図表10は日本取引所グループの概要を示している。

日本取引所グループには、複数の取引所等組織が含まれる（株式会社東京証券取引所、株式会社大阪取引所、日本取引所自主規制法人、株式会社日本証券クリアリング機構）。これら組織の開設する市場や担当業務はそれぞれ、有価証券市場開設、有価証券等のデリバティブ市場開設、清算・決済業務、自主規制業務等である。

図表11はSBIジャパネクスト証券の概要を示している。SBIジャパネクスト証券は、株式PTSの他、国債取引PTSをも運営している点に留意する必要がある。

図表10 日本取引所グループの概要

(単位：百万円)

科目	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
営業（及びその他）収益	106,486	116,914	108,047
営業（及びその他）費用	53,473	51,392	50,195
営業利益	53,529	66,271	59,377
税引前利益	54,887	67,774	60,604
当期純利益	34,716	45,175	42,363
純資産	241,565	262,912	263,770
株主資産	27,746,771	29,546,776	41,288,932
ROA	0.1	0.2	0.1
ROE	14.4	17.2	16.1
営業収益率	50.3	56.7	55.0

(出所) JPX WEBサイト「有価証券報告書」連結財務諸表等データより作成

* 営業利益には持ち分法による利益が含まれる。

図表11 SBIジャパンネクスト証券の概要

(単位：百万円)

科目	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
営業収益	2,688	3,453	2,605
販売費及び一般管理費	1,572	2,040	1,830
営業利益	1,115	1,413	775
営業外収益	31	0	29
営業外費用	0	2	0
経常利益	1,146	1,410	805
特別利益	0	155	0
特別損失	68	88	11
税引前当期純利益	1,077	1,478	793
法人税、住民税及び事業税	93	170	102
法人税等調整額	18	81	22
当期純利益	965	1,225	667
総資産	4,031	5,009	5,536
株主資産	3,400	4,529	5,197
ROA	23.9	24.5	12.0
ROE	28.4	27.0	12.8
営業利益率	41.5	40.9	29.8

(出所) 官報

図表12 チャイエックス・ジャパンの概要

(単位：百万円)

科目	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
営業収益	478	598	674
販売費及び一般管理費	581	583	648
営業利益／損失	-102	15	25
営業外収益	0	0	0
営業外費用	0	0	0
営業外損益	-11	-2	0
経常利益／損失	-114	13	26
特別損失	1	0	0
税引前当期純利益／純損失	-116	13	26
法人税、住民税及び事業税	0	3	3
法人税等調整額	0	0	0
当期利益／純損失	-117	9	22
総資産	622	603	607
株主資産	500	509	532
ROA	NA(マイナス値)	1.5	3.6
ROE	NA(マイナス値)	1.8	4.1
営業利益率	NA(マイナス値)	2.5	3.7

(出所) 官報

図表12はチャイエックス・ジャパンの概要を示している。なお同表中、二〇一五年三月期のROE・ROA・営業利益率は、数値が負のため記載していない。

(2) 各取引所の状況

以下では、二〇一七年三月期の決算に注目して記載している。

東証を含む日本取引所グループ（以下、日本取引所）の営業利益率は、他の組織に比して、突出して高い。当該理由は、株式市場に比して一取引あたりの収益率の高い、デリバティブ市場を開設する取引所をグループ内に保有していることに起因すると考えられる。

またROEが高い一方、ROAの低さも目立つが、これは、クリアリング・ハウス（JSCC）をグループ内に保有すること起因すると考えられる。貸借対照表の負債項目中、「清算引受負債」「清算参加者預託金」の二項目合計で負債総額の九九・七％、総資産総額の九九・一％を占めており、利益額と（負債総額及び）総資産額の水準が大きく異なっている。これがROAの低さをもたらしている。⁽⁵⁾

このように、日本取引所グループの経営指標については、業務構造が（PTSを運営する証券会社に比して）複雑であり単純な比較を許さない部分がある。こうした点も踏まえつつ、PTS運営証券会社のデータを見ると、まず、SBIジャパンネクストPTSの経営値は（債券を対象とするPTSの存在を考慮しても）相対的に高くなっている一方で、チャイエックス・ジャパンについては、数値の不安定さが目立っており（二〇一五年三月期以前には営業損失も存在している）、PTSの業務運営状況には大きな違いがみられる。

5 おわりに

本報告では、PTSを巡る規制状況、取引制度及び取引状況、経営状況について説明した。これら内容は、取引所外取引が可能となってから二〇年近くが経過、PTSを巡る状況をスケッチすることを目的としている。この結果、取引所とPTSの間には、明確な競争状況が発生しており、それぞれが顧客注文の獲得を巡り、様々なサービスの提供、新規サービスの模索を行っていることが明らかになった。

今後もこうした競争が継続していくことを考えると、PTSや取引所がそれぞれ、顧客により利便性の高いサービスを提供して、いかに取引注文を自市場・組織に取り込んでいけるか、継続的に取り組むことが、その競争上重要であると考えられる。

注

- (1) 米国NYSE上場銘柄をめぐる取引状況は以下のとおりである。
- (2) 例えば、証券会社は顧客の明示的な指示がない限り取引所外で上場銘柄の注文を執行できない規定（証取法）や、顧客の指示による取引所外取引についても、通常の取引時間中は、主たる上場先取引所における取引価格や最良気配を中心として一定の範囲内に価格変動を収めなければならないとする規制が存在していた（証券業協会規

参考図表 米国NYSE上場銘柄をめぐる取引状況

(2017年8月取引分、10億ドル、%)

Trading Market Centre	Tape A	Tape A Market Share (%)
FINRA and TRF	808	32.7
BATS	246	10.0
CHX (M)	9	0.4
EDGA	165	6.7
IEX	69	2.8
NASDAQ	377	15.3
NYSE (単体)	624	25.3
NYSE-AMEX	3	0.1
NYSE-ARCA	167	6.8
Total	2,469	100.0

* Tape A銘柄：NYSE市場上場銘柄。

* 網掛け：NYSEグループ取引所。

則)。

- (3) これら市場制度の説明は、SBI証券の私設取引システム取引説明書 (http://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/stock/pts_exp.pdf) 及びWEBサイト情報 (http://faq.sbisec.co.jp/faq_detail.html?id=20920) による。
- (4) インステイネットは、二〇〇七年二月に野村ホールディングスが買収した(野村から見るとチャイエックス・グローバルは孫会社にあたる)。その後、二〇一六年一月に野村ホールディングの連結子会社の米チャイエックス・グローバル・ホールディングスが、日本とオーストラリア、香港にあるチャイエックスの子会社三社を米投資ファンドのJCFラワーズへ売却している。
- (5) 日本取引所グループの、負債項目中、主な清算業務関連項目残高および負債総額等は以下のとおりである。
- | | |
|----------------|------------|
| < 清算業務関連項目残高 > | (単位：百万円) |
| 清算引受負債 | 37,555,555 |
| 清算参加者預託金 | 3,374,863 |
| 負債総額 | 41,025,161 |
| 総資産総額 | 41,288,932 |

参考文献

- ・市本博康(二〇〇九)、「取引所外取引の現状等について」、金融庁金融審議会資料、二〇〇九年七月二二日 (<http://www.fsa.go.jp/fsa.go.jp/fttc/kenkyu/20090722/07.pdf>)
- ・大崎貞和(二〇一六)、「取引所外取引の現状と課題」、金融庁金融審議会資料、二〇一六年六月、(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160615/03.pdf)
- ・大崎貞和(二〇一七)、「金融商品取引所等」『金融商品取引法概説(第二版)』(山下友信・神田秀樹編)、第五章、有斐閣、二〇一七年七月、pp452-456

- ・近藤真史(二〇一五)、「東証立会市場における呼値の単位の変更の影響」、JPXワーキング・ペーパー、二〇一五年一月二〇日 (http://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq0000008qdy-att/JPX_working_paper_No7.pdf)
- ・東証(二〇一四)「呼値の単位の適正化 フェーズⅠ及びⅡ実施後の状況」、株式会社東京証券取引所株式会社、二〇一四年二月一六日、(www.jpix.co.jp/files/tse/rules-participants/public-comment/.../201412_kabuso_b.pdf)

(しま よしのり・客員研究員)