

# 取引所外取引の現状と課題

2016年 6月

株式会社野村総合研究所  
未来創発センター 主席研究員  
東京大学大学院法学政治学研究科客員教授

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

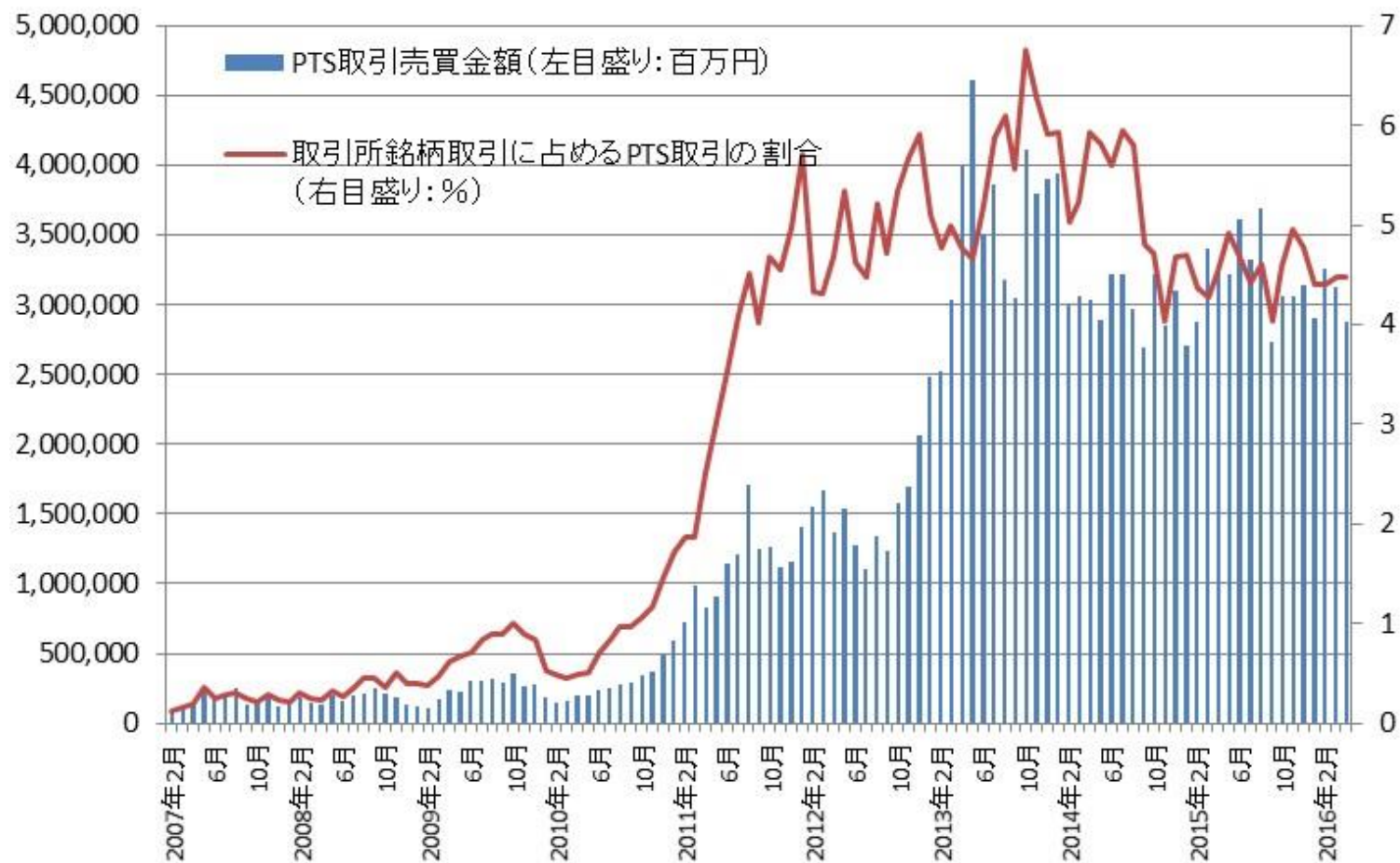
〒100-0005  
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

# 取引所外取引の意義

---

- かつては上場株式の取引を取引所に集中することで、公正な価格形成と円滑な流通が実現するという考え方にに基づき、取引所集中原則がとられた。
  - 但し、各取引所の市場には管轄地域の取引需給を集中させるという考え方がとられ、全国的な気配の統合や市場間の注文回送は制度化されなかった。
- 取引所の市場だけでは満たすことのできない多様な取引ニーズに対応するためには、取引所外取引を容認すべき等の考え方から、金融ビッグバンで制度改革が行われた。
  - 取引所自身も立会外取引システムを整備し、立会取引だけでは吸収できない取引ニーズに対応している。
- 取引所外取引をコンピュータ・ネットワークで行う私設取引システム(PTS)も解禁されたが、当初は価格形成の方法が著しく制約された。
  - その後、価格形成の方法は柔軟になったが、取引シェアが高まれば取引所への転換を求められるという制度が続く。
  - 米国では日本のPTSに相当するATS(代替取引システム)の取引所への転換が進んでいるが、その背景の一つには非上場取引特権(UTP)があり、改めて企業の上場申請を受け付けなくても全ての上場株式を取り扱えるという制度の違いがある。

# 株式PTSの現状



# PTS利用拡大の背景

---

- JSCCによる取引清算の開始(2010年7月)。
  - それ以前は、PTS運営会社の信用リスクを懸念して利用を控える投資家があった。
- 海外の機関投資家になじみのある業者(チャイエックス・ジャパン)の参入(2010年7月)。
- 呼び値の刻みの工夫など、PTSの特徴に対する理解の浸透。
  - 1円未満の呼び値を採用したことはPTSの取引シェア上昇につながったが、東証が同様の仕組みを採用したことで(2014年7月)、シェアは頭打ちとなった。
- 機関投資家の最良執行に対する意識の高まり。
  - PTSでの発行済み株式数の5%を超える取引がTOB強制の対象とならないことが明確になったこと(2012年10月)も利用拡大に寄与。
- ✓ 他方で既存のPTSが撤退する動きも。
  - 多くはインターネット証券会社による自社顧客である個人投資家向けのサービスとしてスタートしたため、機関投資家等まで利用が広がらなかった。
  - 現在はチャイエックス・ジャパンとSBIジャパンネクスト証券の2社のみ。いずれも取引参加者を証券会社に限定する取引所類似ともいえる業態の会社。

# いわゆる「ダークプール」をめぐって

---

- 日本では、証券会社がコンピュータ・システムを用いて、顧客の注文と対当する取引相手を探し出し、立会外取引システムに取次ぐ仕組みが「ダークプール」と通称されている。
- 東証市場における取引の4～5%程度のシェアを占めていると推計される。
  - ToSTNeT単一銘柄取引は東証一部銘柄の場合、取引全体の約8%。2010年3月の監督指針改正前は3%だったことからすれば、その差の5%程度が「ダークプール」と見てよいのではないか。
- 米国では、「ダークプール」に対する規制のあり方が論議を呼んでいるが、日本の仕組みとは全く異なる点に注意が必要。
  - 米国では、取引所や一定以上の取引シェアのATSに対して、気配の公表や他市場からの注文回送の受け付けなどが義務付けられる。こうしたlit(明るい)取引システムではないdark(暗い)注文プールというのが、「ダークプール」の由来。
  - 「ダークプール」の取引シェアが高まっていることから、気配公表等の義務付けの範囲を拡げること等が検討されているほか、運営者による顧客への虚偽説明(HFTの注文は受け付けないと言いながら受け入れた等)が問題視されている。
  - 但し、「ダークプール」拡大の背景に、HFTの存在感が高まっているlit市場を避けようとする中長期投資の機関投資家のニーズなどもあることも見逃せない。マイケル・ルイス氏の著書『フラッシュボーイズ』で、投資家のための市場をつくったとして善玉視されるブラッド・カツヤマ氏のIEXも規制上は「ダークプール」である。
  - 日本においても「ダークプール」は、主として機関投資家の取引ニーズに応えるサービスを提供しており、しかも取引所取引として直ちに約定情報が公表されている。その名称だけから徒に問題視するのは不適切。

# 市場間競争の意義と課題

---

- 同じ銘柄の注文執行をめぐる異なる市場や取引システムが競合することで、イノベーションが進む効果は大きい。
  - 例： 東証による呼び値の刻み見直しはPTSによって促された。
  - 東証と大証の経営統合に際しても、公正取引委員会は、統合が株式の売買関連業務において競争を実質的に制限することとならないかを慎重に審査しており、今後も競争的環境が維持されることが望ましい。
- 市場間競争の可能性が実質的に担保されることが重要であり、競争の結果としての取引シェアのみに注目しすぎることは適切でない。
- メイン・マーケットにおけるシステム・トラブルが生じても市場全体では取引が継続するという体制を確保することも重要ではないか。
- PTSにおける信用取引が認められていないことや取引所化に際して自市場上場銘柄以外の取引が困難となることなどは、実質的な競争制限につながりかねないのではないか。
  - 信用取引が認められなければ個人投資家のPTS利用は拡がらず、投資家構成の偏った市場になってしまう。個人にとっての真の最良執行にもつながらないのではないか。