

進展する米国の取引所再編と日本市場

大崎貞和



CONTENTS

- | | |
|-------------------|------------------------|
| I NYSEが火を点けた取引所再編 | IV 今後の市場制度をめぐる注目点 |
| II 再編が進む米国の取引所 | V 日本における市場間競争と電子取引システム |
| III ECNから取引所へ | |

要約

- 1 1990年代後半、取引所と同じ機能を果たすECN（Electronic Communications Network）などの電子取引システムが登場したことで、市場間競争が現実のものとなった。とりわけ、2005年4月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）が、株式会社化とECNとの統合を表明したことで、取引所の国際的な再編に火がついた。その後米国内では、NYSE、ナスダック（NASDAQ）、シカゴ商業取引所（CME）が三大取引所グループを形成する形で再編が進んでいる。
- 2 一方、ECNは、その台頭に危機感を強めた既存取引所に買収され、2006年までに主要なものは姿を消した。しかし、その後も新たなECNが創設され、取引シェアを急速に伸ばしていた。最近になって、BATSやダイレクトエッジといったECNが取引所化を志向するようになっている。
- 3 米国における市場再編の今後を展望するうえでは、規制・監督当局であるSEC（証券取引委員会）とCFTC（商品先物取引委員会）の統合が実現するかどうか、クリアリング（清算）機能の制度的な分離が図られるかどうかといった点が注目されよう。
- 4 これに対して日本では、欧米で市場間競争を引き起こした電子取引システムは、株式取引の分野でほとんど存在感を発揮していない。この背景には、株式売買に関する気配情報などが市場に十分に行き渡っていないことや、投資家の最良執行に対する意識がまだ高くないことなどが指摘できる。

I NYSEが火を点けた取引所再編

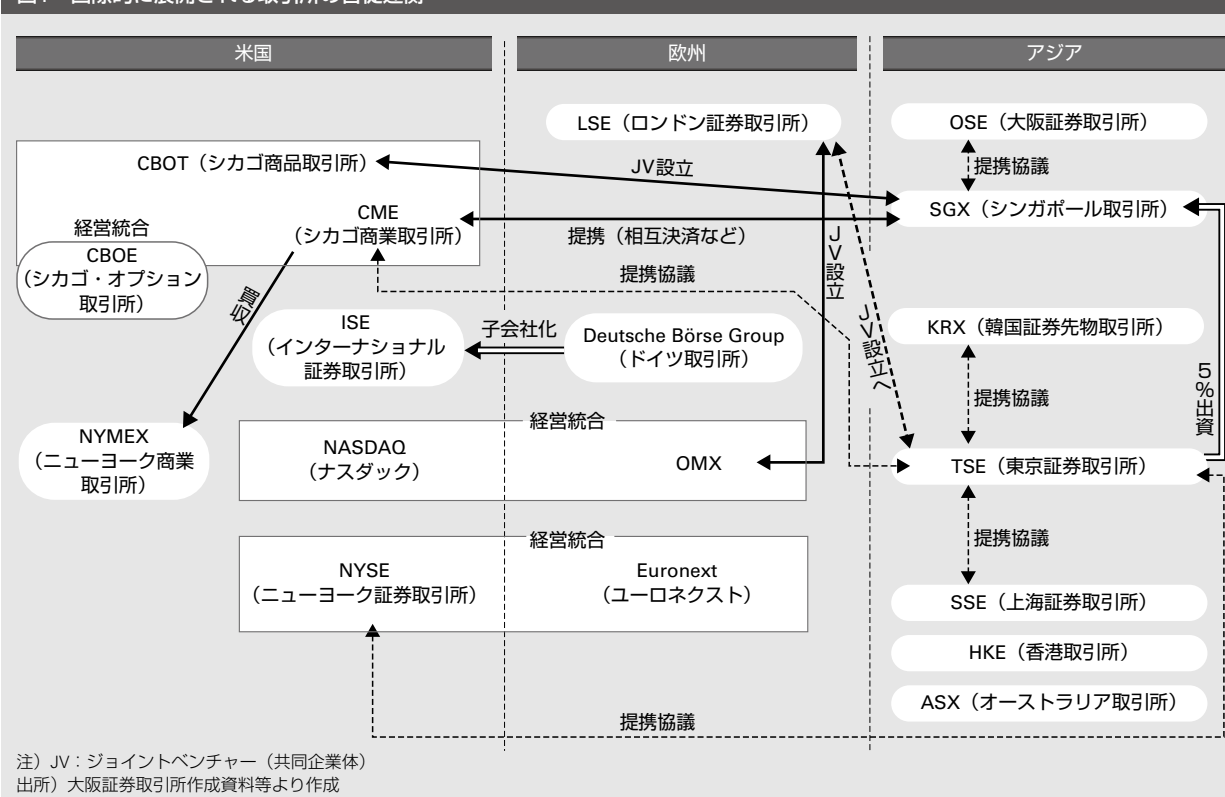
今、証券取引所やPTS（Proprietary Trading System、あるいはATS〈Alternative Trading System〉）と呼ばれる証券会社の運営する電子取引システムが、株式や債券の売買注文の獲得をめぐる世界中で競争を繰り広げている。この市場間競争のなかで、かつては非営利の会員制度を原則とし、お役所的体質をも批判される閉鎖的なクラブであった取引所が、生き残りをかけて国際的な合従連衡を展開するようになった（図1）。

市場間競争の原点は、PTSが初めて登場した1960年代末にまでさかのぼるが、1990年代後半以降、ECN（Electronic Communications Network）と呼ばれる電子取引システム（詳しくは後述）が、米国のナスダック（NASDAQ）銘柄の取引を中心に高い取引シ

ェアを獲得し、ニューヨーク証券取引所（NYSE）をはじめとする伝統的な取引所の地位を脅かすようになったことで、一層激化した。

しかし、近年の展開、とりわけ国際的な取引所の再編の発火点となったのは、2005年4月のNYSEの方針転換であるといっていよい。世界最大の株式市場を運営し、伝統的な取引所の象徴的存在であったNYSEが、それまでの方針を一変させ、200年以上にわたって維持してきた会員制組織を放棄する株式会社化とECN大手のアーキペラゴとの経営統合を打ち出したのである。NYSEの株式会社化は2006年3月に実施されたが、その後、欧州の多国籍取引所ユーロネクストとの経営統合（2007年4月、NYSEユーロネクストに）、アメリカン証券取引所（AMEX）の買収（2008年10月）と、国際的な取引所グループ化が

図1 国際的に展開される取引所の合従連衡



着々と進められている。

NYSEの変身は、米国内における長年のライバルであるナスダックをはじめとする他の取引所を刺激し、米国内の市場再編を促した。以下では、国際的な市場間競争をリードする米国の取引所や電子取引システムが国内で展開する市場再編の現状を整理し、その示唆するところについて考えてみたい。

II 再編が進む米国の取引所

1 ナスダックの動向

米国だけでなく世界最大の株式取引所として取引所の象徴的存在であったNYSEは、前述のようにユーロネクストとの統合を実現し、国際的な取引所のグループ化を進めている。これに対して、新興ベンチャー企業の株式公開の場として、NYSEに対抗しうる巨大株式市場をつくり上げたナスダックも、2008年2月には北欧やバルト諸国で取引所を運営するOMXとの経営統合を完了してナスダックOMXグループとなり、国際化への大きな一歩を踏み出した¹⁾。

ちなみにナスダックは、もともと証券会社の自主規制機関である全米証券業協会(NASD、2007年7月、NYSEの会員検査部門と統合されて金融取引業規制機構〈FINRA: Financial Industry Regulatory Authority〉に改組された)が運営する店頭市場という位置づけであったが、2006年8月には取引所としての登録を行い、NASDから完全に独立した。

一方、OMXの前身は、1985年にスウェーデンで設立された先物取引所の運営会社OMグループである。独自の技術力を武器に取引

所の取引システムや決済システムの開発、運用ビジネスを拡大し、現在では、シドニー先物取引所(SFE)、シンガポール取引所(SGX)、ドイツ取引所傘下のユーレックス(Eurex)に買収された米国のインターナショナル証券取引所(ISE)などに取引システムを提供している。

市場運営会社としても、OMXは1998年、スウェーデンの現物株式取引を独占していたストックホルム証券取引所を買収したのを皮切りに事業を拡大し、これまでにストックホルムのほか、ヘルシンキ、コペンハーゲン、アイスランド、タリン(エストニア)、リガ(ラトビア)、ヴィリニウス(リトアニア)の各取引所を傘下に収めている。

とはいえ、これらの市場は、世界的に見れば主要な株式市場とはいいがたい。むしろOMXの特色は、取引所そのものの運営だけでなく、システム事業や情報サービス事業がビジネスとして大きな比重を占めているという点にある。

なお、ナスダックは、OMXとの統合に先立つ2004年9月には、中堅ECNであった米国のBRUTを買収したのに続き、2005年12月には、同じく米国の有力ECNのアイネット(2003年11月にインスティネットECNとアイランドECNが統合して成立)を買収している。これもまた、アーキペラゴとの統合を打ち出したNYSEへの対抗策だったといつてよい。

ナスダックは、米国内の地方取引所の取り込みにも積極的で、2007年10月から11月にかけてボストン、フィラデルフィアの両取引所との間での買収合意を取りつけた。米国の地方取引所は、いわゆる非上場取引特権に基づ

き、自らの取引所に正式に上場していない銘柄であっても、自由に取引することが認められている。また、取引所でないECNは、どのような銘柄を取り扱うのも自由である。したがってナスダックにとって、ECNや地方取引所の取り込みは、ナスダック本体では正面切って取り扱いにくいNYSE銘柄の取引を取り込むための有力な手段となっているのである。

2 CMEグループの動き

1974年の商品先物取引委員会（CFTC）設置以来、米国では、株式など現物市場を管轄する証券取引委員会（SEC）とデリバティブ（派生商品）市場を管轄するCFTCという2つの規制・監督機関が並立しており、現物取引所とデリバティブ取引所の間の距離感は大い。例外的に、CFTCの管轄下にあるシカゴ・オプション取引所（CBOE）が2007年3月、CBOE証券取引所（CBSX）での取引を開始して現物株式の取引に参入した程度である。

なお、日本でも、最近になって金融商品取引所（証券取引所や金融先物取引所）と商品取引所が分立する縦割り構造に対する疑問の声が高まり、2009年にも、2つの取引所間の相互乗り入れなどを可能とする法改正が行われる見通しとなっている。もっとも、米国の場合、デリバティブ取引所は、日本の商品取引所が取り扱うことのできない通貨や金利など金融デリバティブや株価指数など証券デリバティブも取り扱っている。このため、米国のデリバティブ取引所は、企業としても十分に成功しており、現物取引所に引けを取らない存在感を発揮している点が日本とは大きく

異なる。

NYSEとナスダックが二大勢力として競い合う現物取引所の世界とはやや異なり、デリバティブ取引所としては、シカゴ商業取引所（CME）を母体とするCMEグループが、他を圧倒する勢力を築きつつある。

CMEは、2000年11月、米国の取引所としては初めて会員組織から株式会社組織への転換を実現した。その後、NYSEに株式を上場し、上場会社としてのメリットを活かしながら、積極的なM&A（企業合併・買収）戦略を展開している。

とりわけ、2007年7月には往年のライバルであるシカゴ商品取引所（CBOT）の買収を実現した。さらに2008年8月には、原油先物市場として、近年、日本でも知名度が高まっているニューヨーク商業取引所（NYMEX）の買収について、株主の承認を取り付けた。NYMEXは、2006年から一部の取引をCMEの電子取引システムを用いて行うなど、CMEとはすでに協力関係にあったが、この買収の意義は大きい。これによってCMEグループは、世界最大のデリバティブ取引所としての地位を不動のものにしたといえる。

3 その他の取引所

これらNYSE、ナスダック、CMEを米国における三大取引所グループと呼んでおいて差し支えないだろう。一方、3つのグループに属さない取引所としては、次のものがある（実質的に取引を停止しているものなどを除く）。

- ①シカゴ・オプション取引所（CBOE、傘下にCBOE証券取引所などがある）

- ② インターコンチネンタル証券取引所 (ICE、2000年に設立された商品取引所で、2007年1月、ニューヨーク商品取引所〈NYBOT〉^{※2}を買収)
- ③ シカゴ証券取引所 (CHX)
- ④ ナショナル証券取引所 (NSX、旧シンシナティ証券取引所で、全米の取引所では最も早くから注文執行を含めた取引のコンピュータ化を実現)
- ⑤ インターナショナル証券取引所 (ISE、2000年に設立された証券取引所で、2007年12月、ドイツ取引所傘下のユーレックスによる買収が完了。2008年8月、傘下にあったISE証券取引所をECNの一つダイレクトエッジに譲渡し、資本参加へ)
- ⑥ ミネアポリス穀物取引所 (MGEX)
- ⑦ カンザスシティ商品取引所 (KCBT)
- ⑧ シカゴ気候先物取引所 (CCFE、2004年設立)

このうちCBOEとICEは、2007年にはCMEによるCBOT買収を阻止しようとして共同歩調を取り、対抗提案を行うことで結果的にCMEによる買収価格を釣り上げることに成功するなど、協力関係にある。2007年6月に株式会社化されたばかりのCBOEは、株式市場が不安定なため株式公開を延期せざるをえなくなっているが、近い将来の株式公開後は、ICEとの経営統合へと進む可能性も否定できない。そうなれば、第四の有力取引所グループが形成されることになるかもしれない。

一方、シカゴ証券取引所とナショナル証券取引所は、大手金融グループからの出資を受け入れて、証券会社が自社の顧客注文同士を付け合わせる内部化 (internalization) のた

めの取引システムとしてそれぞれ活用されているのが実情であり、他の有力取引所グループの傘下に入る可能性は低い。また、ISEは、すでにドイツ取引所グループの傘下にある。これに対して、ミネアポリス、カンザスシティの商品取引所は、当面は、地方取引所として独立の立場を保っていくものと予想される。

Ⅲ ECNから取引所へ

1 ECNとは

以上概観した取引所は、いずれも法制上「取引所」としての位置づけを与えられている。これに対して、取引所と同様の注文マッチング機能を果たしていながら「取引所」ではないとされる電子取引システム、とりわけECNが、米国における市場再編のもう一つの焦点となっている。

ECNとは、取引所市場外において、コンピュータネットワーク上で株式や債券などの売買注文を付け合わせる機能を提供する代替取引システム (ATS、かつてはPTSと呼ばれた) の一種である。

ECNは、1996年8月に採択されたSECの注文取り扱いルールもしくは注文執行義務ルールと呼ばれる一連の規則制定によって生み出された^{※3}。規則上は、マーケットメーカー証券会社 (株式の売買気配を提示して流動性を供給する証券会社) によって投入された注文を第三者に広く公表するとともに、投入された他の注文とマッチした場合に執行することを可能にしている取引システムのうち、単一の価格によるクロッシング (価格をあらかじめ固定し、株数が一致した売買注文を約

表1 米国SEC（証券取引委員会）による事実上の承認を受けたECN

ECNの名称	最初のノー・アクション・レター交付	その後の動向
インスティネット	1997年 1月	2003年11月ECN事業がアイランドと統合されアイネットとなり、その他の事業は2007年2月野村ホールディングスによって買収
アイランド	1997年 1月	2003年11月インスティネットの傘下に入りアイネットに名称変更、2005年12月ナスダックによって買収
アーキベラゴ	1997年 1月	2000年3月パシフィック証券取引所（PCX）と提携、2005年1月PCXを買収して取引所化、2006年3月ニューヨーク証券取引所（NYSE）と合併。現在、NYSEユーロネクスト・グループ内のNYSEアーカ取引所となっている
ブルームバーグ・トレードブック	1997年 1月	情報ベンダー大手のブルームバーグが運営
REDIブック	1997年 10月	2002年9月アーキベラゴと合併
アテイン（ダイレクトエッジ）	1998年 2月	2005年10月ナイト・キャピタル・グループ傘下のダイレクトエッジによって承継される。2009年上期の取引所化を目指していたが、2008年8月ISE証券取引所を買収するとともに、ISE（ユーレックス傘下）による出資受け入れを発表
BRUT	1998年 4月	2004年9月ナスダックによって買収
ストライク・システム	1998年 11月	2000年2月BRUTと合併
ネクストレード（オントレード）	1998年 11月	2004年4月オントレードに承継され、2006年1月シティグループによって買収
マーケットXT	2000年 1月	2002年9月SECがノー・アクション・レターを撤回
トラック	2002年 1月	1981年創立のシステム会社トラック・データが運営
BATS	2006年 2月	2007年11月取引所化を申請

注）太字は現在も独立ないし金融グループ傘下のECNとして機能しているもの
出所）ECN運営者のWebサイト、各種報道より作成

定させる取引）を行うシステムやマーケットメーカー自身が運営するマッチングシステムでないものと定義される^{注4）}。

ECNは、ATSの一種であるため、法的にはブローカー・ディーラー（証券会社）とされるが、取引所と同じ売買注文のマッチングという機能を提供している。多くの場合、価格形成の方法も、日本の取引所などが採用しているのと同じオークション（競売買）方式による。

ECNの開設には、ATSとしての登録以外にSECによる特別な認可などを受けることは求められていない。しかし、注文取り扱いルール制定時から、ECNの運営者が、自らのシステムが注文取り扱いルールにいうECNに該当し、自システムに注文を投入したマーケッ

トメーカーに対してはSECが同ルール違反としての法執行活動を行わないことを確認する趣旨のノー・アクション・レター（法令違反の有無を事前に確認する手続き文書）の交付をSECに申請するのが通例となっている^{注5）}。

これまでに、このノー・アクション・レターをSECから交付されることで、事実上の承認を受けたECNは、表1に示すとおりである。

2 ECNの盛衰

ECNは、マーケットメーカーの提示する売買気配の最良値でしか取引を成立させることのできなかったナスダック銘柄に、一般的な取引所で採用されているのと同じオークション方式による取引を導入することで、投資

家にとっての価格向上を可能にした。このことがECNの短期間で大きな成功につながり、インスティテットやアイランド、アーキペラゴなど有力ECNの取引シェアは、ナスダック銘柄の取引全体の3割にも達することになった。

しかし、ECN間の合併による再編が進んだことに加え、ECNの急速な台頭に強い危機感を抱いたNYSEやナスダックなど既存の有力市場運営者が、巻き返しのために自らの株式会社化とECNの買収に乗り出した結果、2006年までにほとんどのECNがその姿を消すことになった。

もっとも、これが既存の取引所に対するECNの単純な「敗北」を意味するのではないという点は重要である。確かに、多くのECNは独立の企業体としては姿を消したが、その技術やノウハウは、ECNを買収した取引所のなかで着実に受け継がれている。また、NYSEグループによるナスダック銘柄の取り扱いの開始やナスダックによるNYSE銘柄の売買シェアの向上は、ECNの取り込みによってはじめて可能となったのであり、既存の取引所が独力で競争力を強化しようとしても、おのずから限界があったのである。

3 取引所化するECN

こうしたなかで、2005年6月に会社設立という歴史の浅いECNであるBATSが、2008年8月、かねて提出していたSECへの取引所登録申請が受理されたと発表した。同月、やはり取引所登録を目指すとの方針を示していたダイレクトエッジが、オプション取引所であるISE傘下のISE証券取引所を買収すると発表した。これは、審査に時間を要する取引所

登録に代わる取引所化への手段として、既存取引所の買収という途を選んだものと理解されている。

このように、既存の取引所の地位を脅かす新規参入者として登場したはずのECNが、最近では取引所という法制上の位置づけを獲得しようとする傾向が見られる。一般的には、取引所のほうがECNよりも厳しい規制のもとに置かれていると理解されているだけに、こうした動きには、やや違和感があるだろう。

とりわけBATSは、前章で見たように、取引所やECNの再編によるNYSEグループやナスダックグループへの株式取引の集中化が、市場運営ビジネスにおける技術革新の進展を妨げるおそれがあるという、既存の取引所に対するアンチテーゼともいえるべきメッセージを創設時から強く打ち出してきた。現在、BATSは、米国の現物株式取引全体の10%程度のシェアを握るとされ、NYSEグループ、ナスダックグループに次ぐ第三の規模の株式市場を運営している。

米国では、コンピュータプログラムを用いて株式の大口売買注文を多数の小口注文に分割し、その時点で最も有利な条件で執行できる市場に、瞬時に回送するアルゴリズム取引が普及しているため、注文執行機能を提供する取引所、ECN、ECN以外のATSなどとの間での注文獲得競争が激しくなっている。

アイネットなどかつての有力ECNが取引所の傘下に入ってしまったとしても、注文執行のスピードや確実性などを売り物にする新しい取引プラットフォームが登場すれば、比較的短期間で大きなシェアを獲得することもありうる。事実、高度な技術を売り物にする全く新

しいECNとして創設されたトラックやBATSは、短期間でかなりの取引量を獲得することに成功してきた。

そのBATSが、なぜ取引所になろうとするのだろうか。BATSによれば、約定価格など市場の取引に関するデータは、いわゆる全国市場システム（NMS）を構成するシステムを通じて公表されるが、その利用料を決めるのは自主規制機関（SRO）としての地位を有する既存の取引所で構成される委員会である。そのため、多くの取引所を傘下に収めたNYSEとナスダックが委員会の主導権を握り、手数料の引き下げが実現していないという。このため、BATSはコスト面での競争力の強さを十分に発揮できていない。

また、ECNであるBATSは、NMSの気配表示システムに直接アクセスできず、ナショナル証券取引所とISEを通じて気配情報を配信してきたが、自らが取引所となって直接配信すれば、スピードの向上とコストの引き下げを実現できるという。つまり、少なくともBATSの認識によれば、ECNは、取引所と同じ機能を提供しながら、取引所に比べて競争上不利な立場に置かれているというのである。

米国では、1998年12月に制定されたレギュレーションATSによって、取引所とATS（ECNもその一つである）を区別する規制上のメルクマール（指標）は、

- ①取引参加者に対する自主規制機能の有無
- ②取引参加資格の登録ブローカー・ディーラーへの限定の有無
- ③特定の銘柄の総取引高の50%以上を取り扱ってはいないといった取引高の制限——の3つに絞られている^{注6}。

逆にいえば、ECNが取引所化するためには、取引参加者をブローカー・ディーラーだけに限定したうえで、参加者の監督や市場監視という自主規制機能を発揮しなければならないわけだが、BATSは以前から取引参加資格をブローカー・ディーラーのみとしている。

また、自主規制機能を担うことによるコスト増についても、それほど問題視はしていないようである。2008年8月13日には、アメリカン証券取引所をはじめとする10の取引所が、インサイダー取引の摘発などを目的とする市場監視機能をNYSEレギュレーション（NYSEグループの自主規制部門）とFINRA（証券業者の自主規制機関）に委ねる計画が明らかにされるなど^{注7}、既存の取引所の自主規制機能がアウトソース（外部委託）されつつあることも、BATSのこうした見方の背景にあるのだろう。

IV 今後の市場制度をめぐる注目点

1 規制当局の一元化は実現するか

今後、米国内の取引所再編がどこまで進むのかを占ううえで一つ注目されるのは、規制当局の再編をめぐる動きである。

国際的な市場間競争が活発化するなかで、企業としての成長性や収益力という観点からは、現物の取引所よりもデリバティブの取引所のほうが高く評価されていることもあり、世界的に見ると、現物取引所とデリバティブ取引所の一体化が進んでいるのが現状である。ところが、前述のように米国では、SECとCFTCという2つの規制・監督機関が存在し、取引所の制度も縦割り型になっている。

一般的にあって、証券市場規制のあり方をめぐっては、一国内のすべての市場に適用される規制をできるだけ統一すべきとの考え方がある一方、逆に、複数の規制当局が競争的に存在することが規制の質を高めることにつながるといった見方もなされている。中央集権的な行政のあり方に慣れ親しんでいる日本人には、後者のような考え方はやや突飛な発想のように受け取られるかもしれないが、伝統的に州の権限を尊重する考え方が強く、一国内でも州ごとに異なる規制当局が存在することへの抵抗感が希薄な米国では、規制当局間の競争を是認する考え方を支持する意見は、識者の間でも決して珍しいものではない。

もっとも、管轄する商品や市場が競合するSECとCFTCは、新しいデリバティブ商品が開発されるたびに、権限争いを繰り返してきたという歴史がある。この争いは、取引所や業界関係者によるロビー活動などによる無駄なコストを生む一方、投資家にとっては予見可能性の低下と新商品導入の遅れをもたらしてきたとして、基本的に異なる規制当局間の競争という考え方を支持する研究者からも、厳しく批判されているのが実情である^{注8}。とりわけ最近では、商品と証券の双方の性質を有するデリバティブ商品の開発が相次いでおり、規制機関統合を求める声が高まりつつある。

SECとCFTCも、近年はこうした批判に耳を傾けるようになってきた。たとえば、2008年3月11日には、SECとCFTCが相互協力に関する覚え書(MOU)に署名し、情報交換の強化や証券と商品の双方にかかわる性質を有するデリバティブ商品の認可などをめぐっ

て、協力を行うことが制度化された^{注9}。2008年6月には、東京証券取引所にも上場された金のETF(上場投資信託)であるSPDRゴールド・シェア(旧Street TRACKS Gold Shares)の先物とオプションの取り扱いをめぐって、すでにこの制度に基づく共同作業が行われている。

とはいえ、この商品は、もともとCBOEが2004年に上場を申請したものであり、申請後4年を経ても上場が実現していなかったという事実こそ、複数の規制当局が存在することによる非効率性が表れているとの見方もできるだろう。米国では、財務省を中心に金融監督制度の大幅な見直しへ向けた検討が始まっており、市場の国際競争力強化が重要な国策であるとの認識も強まるなか、今後、SECとCFTCの統合へ向けた具体的な検討が進む可能性は排除できないだろう^{注10}。

ここで注意を要するのは、SECとCFTCの統合には商品取引業界を中心に反対論が根強いという事実である。商品取引所では、現物市場への進出に積極的なCBOEが統合を支持するとされるのに対し、CMEは現状維持を主張してきた。現状維持という主張の背景には、個人投資家の保護に力点を置くSECよりも、プロの投資家主体の市場を監督してきたCFTCのほうがより介入主義的でないと認識がある。

つまり、CMEは、厳しい規制機関であるSECの監督下に入ることを嫌っているといっ

てよい。もちろん、CMEも今後は現物取引への進出を模索する可能性があるが、SECの管轄下に入ることを嫌うという観点から、NYSEがユーロネクストとの統合によって有力なデリバティブ取引所であるユーロネク

トLIFFE（旧ロンドン国際金融先物取引所）を手に入れたように、米国外の現物取引所買収の途を探るということになるかもしれない。

2 注目されるクリアリングの取り扱い

取引所再編の今後を占ううえで注目されるもう一つの制度面の問題は、クリアリング（清算）業務の位置づけである。

取引所市場における取引では、取引当事者間が直接ネットティング（相殺）と決済を行うのではなく、清算機関がすべての取引の相手方となることで、決済リスクが削減されているのが通例である。清算業務は、取引参加者に代わって決済リスクを引き受けるという点ではリスクの大きいビジネスだが、他方では、市場で大規模な債務不履行（デフォルト）が生じてもしないかぎり、安定的な手数料収入を期待できる面もある。

しかし、取引所が清算機関を兼ねるインハ

ウス方式を取ることが、競争の阻害につながるとの見方もある。つまり、すでに他の取引所で取引と清算が行われているデリバティブ商品を別の取引所が上場することで競争を仕掛けようとした場合、すでに当該商品の取引と清算を行っている取引所は、新規参入する取引所での取引についての清算業務は引き受けようとしまいだろう。そうなれば、両方の取引所で同じ商品を取引しようとする参加者は、それぞれの取引所に証拠金を積みねばならないことになる。それでは取引が非効率になるので、結局、新規参入する取引所での取引を控えることになる可能性が高い。

米国の司法省は、2008年2月5日に財務省に対して提出したコメントレター（意見書）で、こうした問題点を指摘し、デリバティブの取引所と清算機関は分離されるべきだとの意見を表明した¹¹。このような懸念は、ともにインハウス方式を取るCMEとNYMEXが統合されることになったという現状に鑑みれば、決して根拠のないものではないという

表2 日本で現在稼働しているPTS（私設電子取引システム）

株式を取り扱うPTS			
会社名	認可年月	取引時間	価格決定方法等
マネックス証券	2001年1月	17:30 ~ 23:59	個人投資家を対象とする終値クロス取引
インスティネット証券会社東京支店	2001年1月	7:00 ~ 21:00	機関投資家、証券会社、上場会社が対象顧客
日本証券代行	2003年6月	9:00 ~ 15:00	グリーンシート銘柄を取り扱う
カブドットコム証券	2006年7月	8:20 ~ 23:59	個人投資家を対象とするオークション方式
SBIジャパンネクスト証券	2007年6月	19:00 ~ 2:00	個人投資家を対象とするオークション方式
松井証券	2008年4月	9:00 ~ 15:00	市場価格に基づく即時決済取引
大和証券	2008年7月	18:00 ~ 23:59	個人投資家を対象とする売買取配提示方式
公社債を取り扱うPTS			
会社名	認可年月	取引時間	価格決定方法等
ICAP東短証券	2001年1月	9:00 ~ 18:10	業者間売買の取り次ぎ
日本相互証券	2001年2月	8:40 ~ 18:05	業者間売買の注文付け合わせ、自己仕切り売買
エンサイドドットコム証券	2002年3月	9:00 ~ 15:00	参加証券会社の提示気配による付け合わせ
ブルームバーグ・トレードブック・ジャパン証券	2002年6月	24時間	気配提示、顧客間交渉、指値対当
ジェイ・ボンド証券	2002年10月	9:00 ~ 15:00	気配提示、顧客間交渉
トレードウェブ・ヨーロッパ証券会社東京支店	2005年9月	—	外国債券を中心に取引扱う
セントラル短資証券	2006年1月	8:25 ~ 19:00	政府短期証券等の取引

出所）金融庁資料、PTS運営者のWebサイト、各種報道より作成

ことができよう。司法省のコメントレター自体は、財務省が進める金融監督制度の全般的な見直しに関連して提出されたものであり、それだけで直ちに大きな制度改革に結びつく可能性は高くないが、今後の展開が注目されるところである。

V 日本における市場間競争と電子取引システム

1 日本における電子取引システムの現状

前述のように、米国では、市場機能提供者間の注文獲得競争が活発に展開されるなかで、ECNなどの電子取引システムが重要な役割を果たしてきた。これに対して日本では、1998年の金融システム改革法による証券取引法改正で、米国のATSに相当する私設電子取引システム（日本では現在でもPTSと呼ばれることが多い）の開設が解禁され、その後の制度改革もあって株式を取り扱うPTS

の開設も見られるようになってきたが（前ページの表2）、その取引高は、ほとんど無視できるほどの規模にとどまっているのが実情である。

たとえば、2008年8月のPTSを通じた取引所上場株式の売買金額は2139億円で、上場銘柄の売買金額全体の0.45%を占めたにすぎない（図2）。しかも、この0.45%という数字は、PTSの取引シェアとしては過去最高だったのである。前述のように、米国ではECNであるBATSが株式取引全体の10%程度のシェアを握っており、彼我の差は大きい。

ここで、米国のECNと日本の株式PTSとを比較してみると、次のようなことが指摘できるだろう。

- ①日本の株式PTSは個人投資家をターゲットとするものが多く、取引時間帯も取引所の通常取引時間帯以外の夜間が中心である。これに対して米国のECNは、機関投資家の注文を幅広く取り込み、取引時間は通常取引時間帯が中心である。

図2 PTSによる取引所上場銘柄取引金額と取引シェアの推移



出所) 日本証券業協会資料より作成

②日本の株式PTSは、多くの場合、開設主体となった証券会社に直接口座を開設している個人や機関投資家だけを取引参加者としている。これに対して米国のECNは、ブローカー・ディーラーを取引参加者とすることで、自社に直接口座を開設しない投資家の注文を幅広く取り込んでいる。

③②と関連して、日本の株式PTSは、多くの場合、すでに顧客基盤を有する証券会社が既存顧客への付加的サービスとして開設しているのに対し、米国のECNは、投資家口座を有する特定の証券会社の傘下にはない独立業者が多い。

この比較からは、日本の株式PTSが米国のECNのような成功を収めていないことの背景となる事情として、①複数の証券会社の投資家顧客からの注文を集めることができないこと、②とりわけ機関投資家の注文を獲得できていないこと——などを指摘することができる¹²。

2 最良執行をめぐる現状

加えて見逃してはならないのは、米国のECNが、法令の定義上からも、システム上の注文状況や約定に関する情報をリアルタイムで広く公開する開かれたシステムであるのに対し¹³、日本の株式PTSにおける注文状況は、原則として、運営する証券会社に口座を保有する者にしか開示されていないという違いである。

実は米国にも、日本の株式PTSのような閉じられた電子取引システムは存在する。それは開かれたシステムとしてのECNとなるべき要件を満たさないATSである。主要な

ATSの多くはあらかじめ定められた一本の価格で株式の売買を行うクロッシングシステムであり、この分野の老舗ともいえるITGのポジット（POSIT）や、近年取引高を大きく伸ばしているリクイドネットなどが知られている。

米国では、こうしたクロッシングシステムや証券会社が自らの顧客注文同士を付け合わせる内部化などを通じて処理される注文群が、一般の投資家には見えないという意味で、しばしば「ダークプール（dark pool）」と呼ばれる¹⁴。最近、日本でも、米国のダークプールに対する関心が高まり、外資系証券会社中心に、日本株のダークプールに流動性を与えるサービスを提供する動きも具体化しつつある¹⁵。

ダークプールという言葉の響きは決して好ましいものではなく、何やら後ろ暗いことが行われているように勘ぐる向きもあるかもしれない。しかし、言葉の本来の意味からすれば、そもそも日本の株式市場はダークプールだらけだといっても過言ではない。前述のように、日本の株式PTSは、米国のECNのような意味での情報の公開を行っていないので、ダークプールの一種だといってよい。それどころか、証券取引所の市場ですら、米国流に言えば、ダークプールと大差ないのである。

米国には同一の銘柄を取引する複数の証券取引所の市場が存在し、それらは1970年代半ば以降NMSというシステムによって一体化が図られてきた。NMSの基本システムの1つは、各取引所のスペシャリスト（売買気配の提示義務を負う特別な証券業者）が、他の取引所の市場に顧客にとってより有利な条件

の注文が存在する場合に、当該他市場に注文を回送することのできる市場間取引システム (ITS) である。実際には、NYSEのスペシャリストが他市場の気配情報をにらみながら、最良気配を提示することが非常に多かったため、実際の取引におけるITSの役割は小さかった。とはいえ、中心市場であるNYSEといえども、他市場よりも不利な価格では注文を執行しないという原則が存在したことの意義は大きい。

これに対して日本では、各取引所の市場は独立した存在であり、重複上場銘柄の売買においても、他の市場にどのような注文が存在するかを考慮することなく、対当した注文を付け合わせることが常に認められてきた。

こうした日米の違いは、彼我における最良執行という概念に対する認識の深さの違いに由来するようにも思われる。米国でも、最良執行原則が実定法上確立されているわけでは決していないが、証券会社や資産運用会社は、常に自らの最良執行義務を意識し、顧客のためにより良い執行条件がほかに存在しないことを確認するよう意を払っている。複数のECNの競合など、注文執行ポイントの多様化と発注先の分散は、こうした証券会社や運用会社の意識を背景に成り立ってきたのである。

これに対して日本では、2004年の証券取引法改正によって最良執行方針の開示が証券会社の法的な義務とされたものの（金融商品取引法40条の2）、その効果は、リテール顧客向けに「重複上場銘柄の注文は最も流動性が高い市場として証券会社が選定した取引所に取り次ぐ」といった情報を開示するだけにとどまっている。

もちろん、そもそも、たとえば東京証券取引所に出した売買注文を、より良い条件で対当する注文があった場合に直ちに大阪証券取引所に回送できるような仕組みが存在しないこともあり、証券会社のこうした対応は決して不適切なわけではない。いってみれば、日本では、各取引所の市場も、米国のダークプールのように、あらかじめ取引参加者となった者しか、そこで生じた流動性に参加することのできない取引の場となってしまうのである。

こうした現状に鑑みると、米国における市場間競争と取引所再編の展開から日本市場が学ぶべき最大の教訓は、最良執行という観念の重要性であるように思われる。

注

- 1 ナスダックは、かつて1990年代末にも国際展開を志向し、日本でもナスダック・ジャパン市場を開設したが、2000年以降のいわゆるドットコム・バブル崩壊を機に、いったん米国外での市場運営から撤退していた
- 2 1870年創立のニューヨーク綿花取引所 (NYCE) を起源とし、1998年にはコーヒー砂糖ココア取引所 (CSCE) を統合した取引所。現在はICE Futures U.S. と改称
- 3 注文取り扱いルールは、現在は2005年4月に最終採択されたレギュレーションNMSに組み込まれ、規則600~606 (17CFR242.600~242.606) となっている
- 4 規則600 (b) 項 (23)。なお、注文取り扱いルールやECN登場の背景について詳しくは、拙著『株式市場間戦争——ナスダックの世界戦略と日本』（ダイヤモンド社、2000年）第3章、第4章参照
- 5 ノー・アクション・レターは、システム開設時だけでなく、システムの内容に大きな変更を加えた場合にも、その都度あらためて申請・交付されている

- 6 拙稿「ボーダレス化する取引所と市場法制」江頭憲治郎・増井良啓編『融ける境 超える法 第3巻 市場と組織』（東京大学出版会、2005年）第9章参照
- 7 SEC, Release No.34-58350（August 13, 2008）また、拙稿「米国証券市場における自主規制機関の再編」『資本市場クォーターリー』2007年冬号（野村資本市場研究所）参照
- 8 Stephen J. Choi, "Channeling Competition in the Global Securities market," UC Berkeley School of Law Public Law and Legal Theory Research Paper No.111, 2003
- 9 2004年3月にも、SECとCFTCは、個別証券先物（SFP）をめぐって情報交換等に関するMOUを締結しているが、今回のMOUは、より恒久的な枠組みを設定するものとされている
- 10 改革案の内容について詳しくは、小立敬「米国財務省が明らかにした金融制度改革の構想——競争力強化の観点からの規制構造改革案の提示」『資本市場クォーターリー』2008年春号（野村資本市場研究所）参照。いわゆるサブプライムローン（米国の信用度の低い借り手向け住宅融資）問題に端を発した金融危機が深刻化するなかで、金融制度の大幅な見直しが実現する可能性は、以前よりも高まっているといっていよい
- 11 Comments of the United States Department of Justice, TREAS-DO-2007-0018
- 12 拙稿「日本における株式夜間取引PTSの意義と課題」『資本市場クォーターリー』2006年秋号（野村資本市場研究所）でも指摘したところである
- 13 ここでいう「公表」とは、単に口座を保有しない者でも事実として情報を入手できるといった程度の意味ではなく、実際に取引をする者が、他の市場の状況とリアルタイムに比較しながら気配情報を入手できるという意味である。ECNの公表する気配情報は、提携する証券取引所を通じてNMSの統合気配表示システムに反映されているので、ECNが個別に公表する情報をわざわざ取りに行かなくても、気配情報を入手することが可能となっている
- 14 野村総合研究所「米国のダークプールの現状——証券会社の取り組みを中心に」（<http://www.kessaicenter.com/kaigai/monthly53.pdf>）参照。ECNが高流動性銘柄を中心に、情報を公開することで価格向上と即時執行を実現したのに対し、注文を公開しても対当する注文を引き出すことが難しい低流動性銘柄では、ダークプールを通じた執行のほうが顧客にとって有利となる可能性がある
- 15 「見えない取引（下）」『日本経済新聞』2008年7月10日付

著者

大崎貞和（おおさきさだかず）
研究創発センター主席研究員
専門は証券市場論、資本市場法