

取引所外取引の現状等について

市本 博康*

概 要

平成 10 年に実施された、いわゆる「金融ビッグバン」において取引所集中義務が撤廃されたことによって、我が国では取引所外においても取引が行われるようになった。その後も取引所外取引に係る制度の見直しが行われたこともあり、現在では取引所外取引の売買代金は、東証に次ぐ規模まで拡大している。

これまでの見直しでは、取引所外取引を促進するという観点から、PTS に係る価格決定方式の拡充や取引所取引原則の廃止及び最良執行義務の導入などが実施され、その結果、当初 2 社であった株式に係る PTS は、平成 21 年 6 月現在では 6 社に増加した。また、近年においては PTS のほか、一般に気配や注文数量が公表されない証券会社内部のクロッシングによる取引も拡大している。

取引所取引では、受け付けた注文の価格、数量の全てを会員等に通知する必要があるとされているが、PTS については最良気配とその数量のみの報告でよく、証券会社内部のクロッシングについては前述のとおり、受け付けた注文の通知・報告の義務が課せられていない。市場により情報格差が生じている現状では、価格決定の透明性や市場参加者への公平な扱いが維持されているとは言いがたいため、取引所取引と PTS 等の取引所外取引には同等の規制が必要かどうかを検討する必要がある。

欧州では市場の分断が生じた結果、かえって投資者のコストが増大したとの指摘がなされている。競争への活発的な参入が行われることにより、Fragmentation が生じることは避けられないが、市場構造に係る制度を検討する場合には、全体としての利便性やコストの観点から検討を行う必要がある。

* 株式会社東京証券取引所 株式部長

本稿は、執筆者の個人的な見解であり、東京証券取引所、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

1. はじめに

取引所集中義務が撤廃された平成 10 年以降、取引所外取引が行われるようになり、私設取引システム（PTS）や証券会社内部のクロッシングが普及するなど、取引所外取引の多様化が生じている。一方、取引所外取引は、取引所のように十分な自主規制機能を保持しておらず、また注文形態その他に課せられる規制が十分ではないとの指摘もなされている。本稿では、取引所外取引の現状・経緯を解説するとともに、取引所外取引における今後の課題を整理した。

2. 取引所外取引の現状

2. 1 金融商品取引所と取引所外の比較

現在、我が国では、東京、大阪、名古屋、福岡、札幌、ジャスダックの 6 つの証券取引所¹で取引が行われている。証券取引所で上場されている株式は証券取引所で取引される（取引所取引）ほか、取引所外での取引（取引所外取引）も可能である。取引所外取引では、他の取引所に上場している銘柄の取引が行われる。取引所外取引の売買代金は、2008 年には東証に次いで 2 番目に大きい、42.5 兆円まで拡大している。

【各取引所と取引所外取引の比較】

（時価総額・銘柄数は 2008 年末、売買代金は 2008 年の年間）

	東証	大証	名証	福岡	札幌	ジャスダック	取引所外
時価総額	283.4 兆円	183.2 兆円	110.9 兆円	53.2 兆円	46.0 兆円	8.4 兆円	—
上場銘柄数	2,487	1,049	382	142	86	926	—
売買代金 （立会外含む）	578.8 兆円	26.9 兆円	975.3 億円	98.9 億円	44.5 億円	4.4 兆円	42.5 兆円

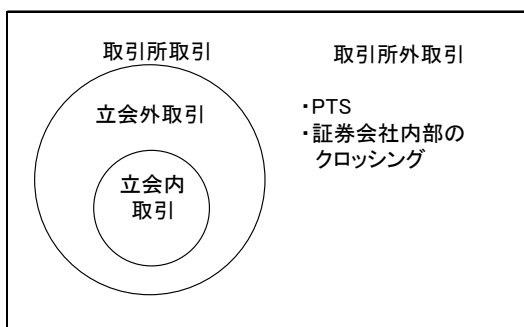
出所：各取引所及び日本証券業協会 HP

取引所取引は、立会内取引と立会外取引に区別される。前者はオークション方式²、後者はそれによらない方式で行われ、東証では ToSTNeT 市場で立会外取引が行われている。取引所外取引とは、取引所取引によらない取引のことを指し、証券会社内で行う顧客注文同士の又は自己が相手方となる付け合せや、電子的技術を利用して同時に多数の者を相手に有価証券の売買等を集団的・組織的に行う私設取引システム（PTS）³などがこれに含まれる。

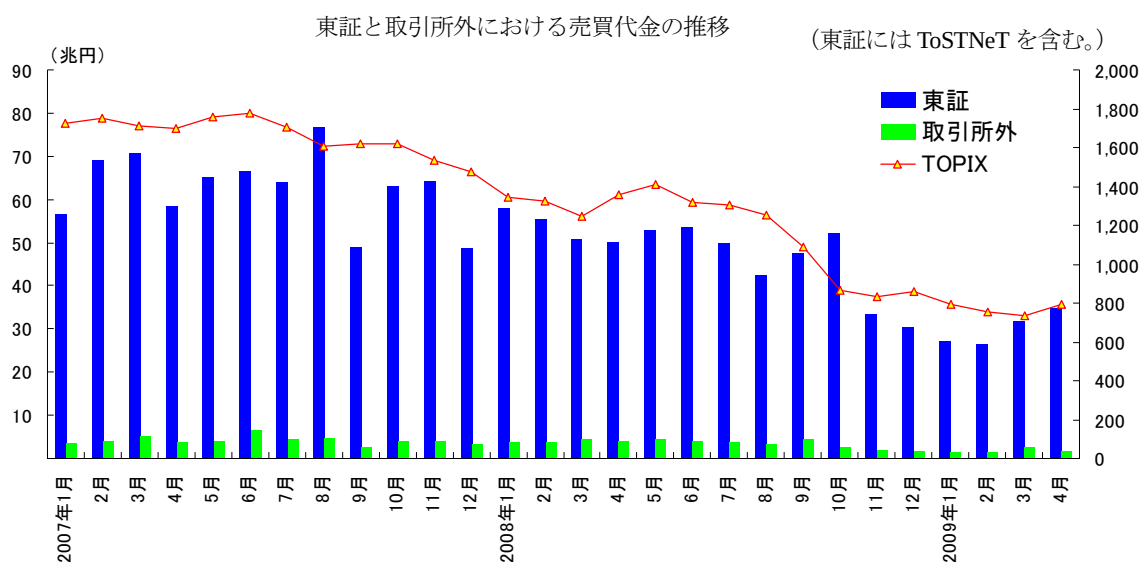
¹ その他、東京証券取引所とロンドン証券取引所による TOKYO AIM が平成 21 年 6 月 1 日に業務を開始している。

² ジャスダック証券取引所ではオークション方式のほかにマーケットメイク方式を採用していたが、平成 20 年 3 月 21 日をもって廃止された。

³ 高橋康文 編著（2005）『平成 16 年証券取引法改正のすべて』第一法規



2. 2 東証と取引所外における売買代金の推移

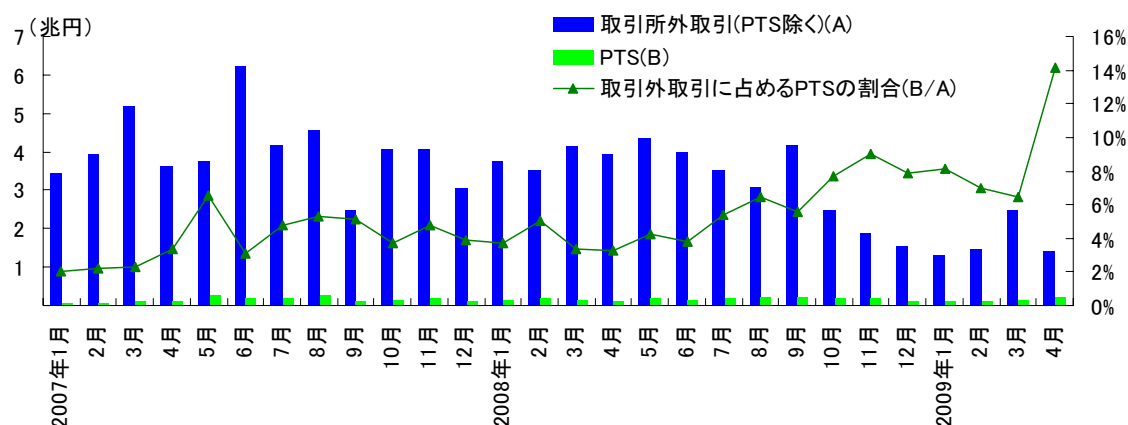


出所：東証 HP 及び日本証券業協会 HP から東証作成

上図は、東証と取引所外取引の月次の売買代金推移を表したものである。TOPIX と売買代金の相関は、東証、取引所外取引どちらも高い。TOPIX が 1,700 ポイント程度と高水準であった 2007 年と 2009 年に入ってからを比較すると、東証売買代金は約 60 兆円から約 30 兆円に、取引所外取引は約 60 億円から 20 億円弱まで落ち込んでいる。

2. 3 取引所外取引と PTS の売買代金推移

取引所外取引と PTS の売買代金推移



出所：日本証券業協会 HP から東証作成

取引所外取引全体の売買代金が2008年秋から減少する一方で、PTSの売買代金は堅調に推移しており、取引所外取引全体に占めるPTSの割合は2009年4月で14%を上回る水準まで上昇している。取引時間の延長などを背景に、PTSが拡大していることが読み取れる。

2. 4 取引所外取引と ToSTNeT 取引の推移

取引所での売買は時間優先の原則及び価格優先の原則の下に行われていたが、従来のオークション方式では、金融テクノロジーの発達等により多様化した取引手法に対応することが困難な状況となっていた。このため東証では、大口取引やバスケット取引が持つ即時一括執行のニーズ等を踏まえ、既存のオークション方式による立会内取引とは別に、オークションの立会時間以外の時間に行う取引として、大口対当取引及びバスケット対当取引を行う立会外取引制度を、平成9年11月14日から導入している。さらに、東証では売買システムの刷新を進めている中で⁴、平成20年1月15日からは、より柔軟な利用のニーズが高まったことを受けて、オークションの立会時間にも取引時間を拡大し、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するとともに、取引対象商品の拡充など取引制度の改正を行った。

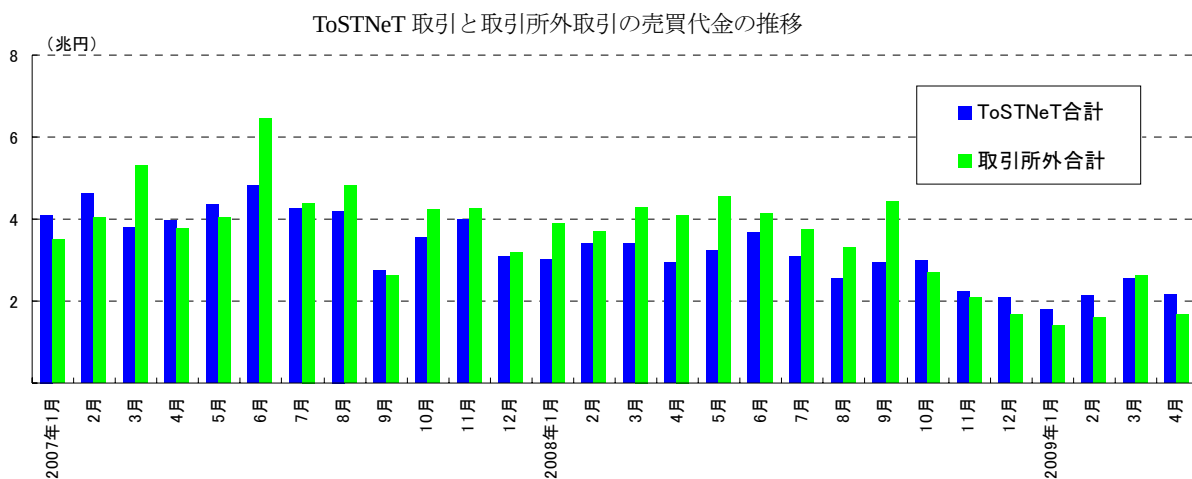
なお、大証においてはJ-NET、名証はN-NETなど、各証券取引所においても同様の立会外取引制度が存在する。

⁴ 平成22年1月4日には、高速性（注文応答時間が10ミリ秒以下）・信頼性（約定、注文板などの取引情報をメモリ上で三重化して保護）・拡張性について世界最高水準の機能を有する、現物（株式、CB等）の立会取引に係る次世代システム（arrowhead）が稼動予定である。

【ToSTNeT 市場の概要】

	単一銘柄取引		バスケット取引	終値取引
		VWAP ギャランティー取引・VWAP ターゲット取引		
取引対象商品	内外国株式・ETF・REIT・CB	同左	同左	同左
取引時間	8：20～16：30	8：20～9：00 11：00～12：30 15：00～16：30	8：20～16：30	8：20～8：45 11：00～12：15 15：00～16：00
売買単位	最低単位から可能	同左	15 銘柄以上 かつ総売買代金 1 億円以上	最低単位から可能
取引価格	立会市場の直近取引価格（※）の±7%以内。 （※）特別気配がある場合は、当該特別気配値段	VWAP ギャランティー取引：VWAP に手数料相当額を加減して得た値段	構成銘柄の 立会市場の直近取引価格で算出する基準代金の±5%以内	8 時 20 分～8 時 45 分・前日終値 （最終特別気配値を含む、いずれも無い場合は当日基準値段。以下同じ）、前日終日 VWAP
		VWAP ターゲット取引：VWAP を目標とした立会市場での執行結果の加重平均価格		11：00～12：15 前場終値、前場 VWAP
				15：00～16：00 当日終値、後場及び終日 VWAP

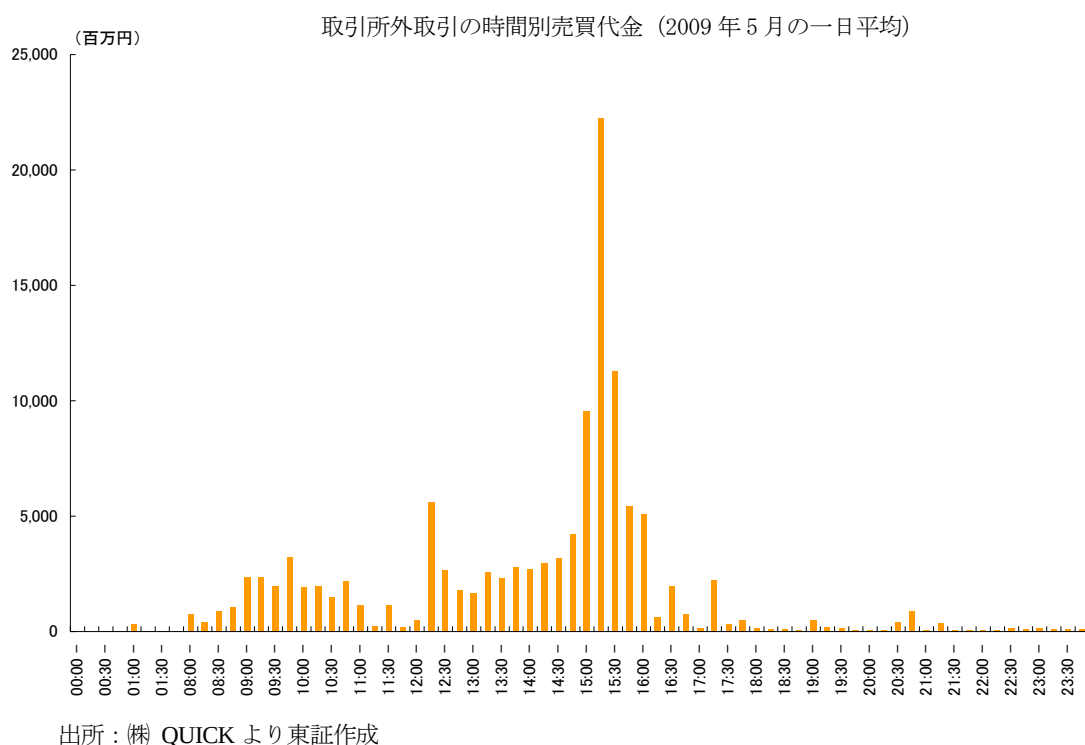
出所：東証 HP



出所：日本証券業協会 HP から東証作成

取引所外取引売買代金と東証立会外取引 (ToSTNeT) を比較すると、取引所外取引が ToSTNeT を上回って推移していたが、昨秋以降は、ToSTNeT の売買代金の逆転が見られるようになった。リーマンブラザーズの破綻以降、カウンターパーティーリスクが意識されるようになったことを背景に、取引所取引として清算機関での決済が行われる点で、ToSTNeT が選好されているのではないかと推察される。

2. 5 時間帯別の取引所外取引動向



取引所外取引を時間帯別に見ると、立会終了時刻である午後3時以降の売買がもっとも繁盛であるが、一方、立会時間内（午前9時～11時及び午後0時30分～3時）にも一定の売買が行われている。

3. 取引所外取引に係る見直しの経緯

3. 1 金融ビッグバン（平成10年）

平成9年の証券取引審議会総合部会の市場ワーキング・パーティーは報告書の中で、取引所市場のあり方の見直しについて提言している。この中で、取引所集中義務は市場間競争徹底のために撤廃すべきとされた一方、取引が取引所に集中することの意義は、公正な価格形成を行う上で否定されるものではなく、取引の公正性及び透明性確保の観点から、投資家が仕切売買を明示的に希望した場合にのみ仕切売買で執行されるべきとしている。また、取引所外取引において独自の需給関係による価格形成が行われる場合には公正かつ透明に行われることが必要であるとし、そのためには、取引所外取引を行う証券会社に対して常時、気配を提示し、証券会社・取引所の気配を系統的にリンクした上で、最良の価格で執行する義務を負わせることが前提条件であるとした。しかしながら、インフラ整備のためのコスト・準備期間、取引所の流動性低下によりかえって公正な価格形成が阻害されるおそれがあることから、システム整備は将来的な選択肢としつつ、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築の方が効

率のかつ望ましいと結論づけられている。同時に、証券会社は、執行した取引所外取引の内容（価格、約定数量、時間等）を直ちに自主規制機関に報告する義務を負い、自主規制機関は、取引内容を原則として直ちに公表することとされた。

取引所集中義務の撤廃により開設が予想される私設取引システムについては、価格形成機能を有するものではないとされ、証券業として整理されることとなり、売買価格の決定方法は、取引所価格を用いる方法と、顧客間の交渉に基づく価格を用いる方法に限定されていた。

上記は翌平成 10 年 12 月に金融システム改革法（いわゆる金融ビッグバン）として施行され、これを境に取引所集中義務は撤廃され、取引所外取引が行われるようになった。

3. 2 私設取引システム（PTS）開設等に係る指針の策定（平成 12 年）

PTS に係る価格決定方法が制限的であるとの議論を踏まえ、平成 12 年 11 月に「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針について」が策定され、顧客注文対等方式と売買気配提示方式の 2 方式が追加された。同時に、売買価格の決定方法を拡充したこと等により、PTS に一定の価格形成機能が生ずることとなるため、価格情報の外部公表や、PTS の規模が一定水準を超えれば、売買管理体制の整備等の一定の措置を講じなければならない取引高シェアに基づく数量基準が導入された。

3. 3 最良執行義務の導入（平成 17 年）

平成 15 年の金融審議会第一部会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」においては、PTS に係る制約の撤廃、取引所取引原則の廃止及び最良執行義務の導入をすべきとされた。ワーキング報告では、価格決定方法の制約や、証券会社が上場株式等の売買注文を取引所外で執行するためには投資家による事前の明示的な意思表示が必要とされる⁵取引所取引原則等の存在により、投資家による PTS の利用が伸びていないとの基本認識のもと、取引所原則を見直す一方で、PTS の価格決定方法の制約を廃止し取引所と同様の機能を認めることで、市場選択の幅が広がり市場間競争促進、利便性向上を期待できるとされた。

一方、PTS 制度整備等により、投資家が取引を行う市場の選択肢が広がることから最良執行の確保が必要であるとし、具体的には、証券会社が最良執行方針を定めこれを顧客に開示することとした。

4. 取引所外取引の多様化

4. 1 PTS の出現

平成 10 年 12 月に実施された金融ビッグバンにより、取引所集中義務が撤廃されるとともに、PTS の開設が証券業務の一つとして認められることとなり、平成 12 年 6 月には、日本相互証券

⁵ 大崎貞和（2003）『取引所市場制度の再検討をめぐって』資本市場クォーターリー2003 年秋 野村資本市場研究所

とイー・ボンド証券の2社がPTSの認可を取得した（いずれも現在は業務を終了。）。平成21年6月現在では、6社がPTSとして認可されている。

各社の傾向として、PTS開始時は夜間取引としてスタートし、順次、昼間や夜間に取引時間を延長するケースが多い。特に、昼間取引を開始するPTSでは、他の証券会社からの接続を認めるところが多く、そうした証券会社がいくつか集まったPTSがさらに流動性を高めていくといった現象が生じている。

【PTS各社の概要】

	インスティネット証券	マネックス証券	カブドットコム証券	SBIジャパンネクスト証券	松井証券	大和証券
PTS名(通称)	ジャパン・クロッシング	マネックスナイター	kabu.comPTS	ジャパンネクスト	即時決済PTS	ダイワPTS
PTS業務開始日	平成13年7月9日	平成13年1月26日	平成18年9月15日	平成19年8月20日	平成20年5月12日	平成20年8月8日
取引対象	非公表	約4,000銘柄	約2,000銘柄	約4,000銘柄	約1,800銘柄	約1,900銘柄
有価証券	・国内上場株券 ・国内上場ETF/REIT	・国内上場株券 ・国内上場ETF/REIT	・国内上場株券 ・国内上場ETF/REIT	・国内上場株券 ・国内上場ETF/REIT	・国内上場株券 ・国内上場ETF/REIT	・国内上場株券 ・国内上場ETF/REIT
取引時間帯	8:00 - 17:00	17:30 - 23:59	8:20 - 23:59	①8:20 - 16:30 ②19:00 - 23:59 ③0:30 - 2:00	①9:00 - 12:00 ②12:30 - 15:00	18:00 - 2:00
売買価格決定方法	・市場価格売買方式 ・顧客間交渉方式 ・顧客注文対当方式	・市場価格売買方式 (終値一本方式)	・オークション方式 ・市場価格売買方式	・顧客注文対当方式 ・有効期限: 当日中、当日限り、セッション限り	・市場価格売買方式 ・有効期限: 当日のみ	・売買気配提示方式 ・オークション方式
発注方法		・ナイター本日で ・ナイター成らずば翌日取引所指値/成行	・成行/指値/不成/寄付/引け/逆指値等 ・有効期限: 最長3週間	・指値、IOC、FOK、アイスバーグ ・有効期限: 当日中、当日限り、セッション限り	・指値/成行	・指値

出所：各社PTS HP

4. 2 証券会社内部のクロッシング

証券会社では、機関投資家からの注文に加え、自己勘定取引やリテールからの注文、さらに内部のマーケットメイク等、証券会社の内部流動性を活用した証券会社内部のクロッシングが行われており⁶、そのうちのひとつに、いわゆるダークプール(Dark Pool)と呼ばれるものがある。一般的に、ダークプールとは、取引市場に公開されていない流動性や取引参加者等の匿名

⁶ 中島 尚紀 (2008) 『重要度が増す証券会社内でのクロッシング』大和総研ホールディングスHP

性が確保された取引環境⁷において、他市場の取引価格や気配を参照、または取引当事者同士が直接交渉することで価格を決定して取引を成立させる、内製的な価格発見機能を持たない私設の電子取引所⁸を指す。

我が国では法令上、取引所はすべての注文に参加者に通知する義務があり、また PTS においても最良気配を通知する義務が課せられている。一方、証券会社内部のクロッシングにはそうした価格の通知義務が課せられておらず、注文価格及び数量が非公開であるため、注文内容を明かすことなく取引相手の検索が可能であり、マーケットインパクトを抑えることにより、執行コストを低下させることができるとされている。

また、取引所のオークション方式と異なり、最良気配が存在しないため、売り手と買い手の双方が、取引所取引より有利な価格での執行が可能となる。

【例】

(取引所) Bid 101 / Ask 100 → 101 円でしか買えない、100 円でしか売れない

(証券会社内部のクロッシング) 仲値 100.5 で取引 → 100.5 円で買える、100.5 円で売れる

5. 今後の論点

前述のとおり、市場利用者のニーズの多様化や規制緩和を受けて、多様な取引所外取引、とりわけPTSや証券会社内部のクロッシングが台頭してきた。しかしそうしたPTS等は、ブローカレッジや自己売買を業務とする証券会社等が設立主体になっているものも多く、例えばフロントランニングの可能性など、公正性や中立性という点で、取引所に比べて投資家にとって必ずしも安心して利用できるものではないという指摘⁹もある。取引所とブローカーの境目が曖昧になっている現状においては、投資家が安心して利用するために、PTS等を開設している証券会社に対して、金融商品取引業者としてのみならず市場運営者としてどのような規制が必要かを検討する必要があると考えられる。

欧州では、欧州連合 (EU) の金融商品市場指令 (MiFID, Markets in financial instruments directive) において、日本におけるPTSに相当するMTF (multilateral trading facility) を規制市場と等しく規制する必要があることを挙げている (MiFID前文 5) ¹⁰。例えば、MiFIDでは取引前の透明性要件として、取引所においてもMTFにおいても、等しく直近の売りと買いの価格及び注文量を通常の取引時間中、継続的に公表しなければならないとされている¹¹。一方、我が国では、証券取引所は受け付けた注文の価格及び数量の全てを直ちに会員等に通知する必要があるとされて

⁷ 伊藤慶昭 (2007) 『ダークプールが創る次世代の証券ビジネス』 大和総研ホールディングスHPコラム

⁸ 野村総合研究所金融IT イノベーション研究部 (2007) 『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～』 日本証券業協会証券決済制度改革推進センター

⁹ 例えば、小川裕克 (2007) 『代替執行市場ATSの動向－米国で拡大するクロッシング・ネットワーク/ダークプール』 FUND MANAGEMENT 2007 年秋季号 野村アセットマネジメント

¹⁰ 神山哲也 (2007) 『EU金融商品市場指令の欧州資本市場への影響』 資本市場クォーターリー2007Winter 野村資本市場研究所

¹¹ MiFID第 29 条及び第 44 条

いるが、PTSにおいては顧客から受け付けた注文のうち、最良気配とその数量のみを 5 分以内に認可協会に報告すればよいこととなっており、PTSが受け付けた注文は、当該PTSの参加者以外はリアルタイムで確認することができない。これらの差異によりPTS参加者と非参加者との間に情報格差が生じており、また、一般投資者がアクセスすることができない証券会社内部のクロッシングについてはマーケットアクセス格差も生じている。健全たる市場とは、効率性、価格決定の透明性、参加者への公平な扱い及び決済面での安全性といった、公正な価格決定に必要なプロセス全てが維持されていることが必要である。当該格差が生じたまま形成された価格や取引は適正とは言いがたく、本来的には買い手・売り手の情報が十分に開示されている中で形成される価格が最も合理的であると考えられ、こうした点からも、取引所取引とPTS等には同等の規制が必要かどうかを検討する必要があると考えられる。

証券会社や機関投資家は、流動性の分散が生じている状況下の取引に対応するため、とりわけ最良執行の追求のために多大なコストを投じていると思われるが、そのコストは最終的な顧客に転嫁されるものである。MiFID 施行 1 年を機に CESR(The Committee of European Securities Regulations)が MiFID 導入に伴う市場への影響について市場関係者にコメントを募集したところ、市場の分裂により流動性の分散を招き、市場の depth を減少させ、また、価格発見が困難になるなど市場の透明性が低下し、市場全体の非効率性が高まったとの指摘がなされている。競争への活発的な参入が行われることにより、Fragmentation が生じることは避けられないが、その結果、かえって投資者の利便性の低下を招くことは本末転倒である。市場構造に係る制度を検討する場合には、全体としての利便性やコストの観点から検討を行う必要があると考えられる。