

多くの約定機会が眠る国内PTS

PTSには取引所より良い価格で執行できる機会が多くあるが、まだその実状は広く知られていない。しかし、PTSを利用するためのインフラ整備は進んでおり、最良執行において、もはやPTSは無視できない存在となりつつある。

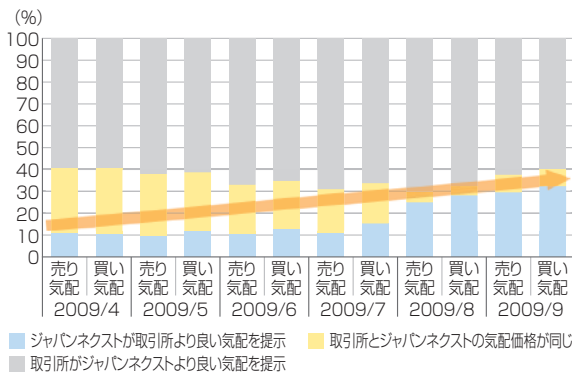
拡大する国内PTS

代替執行市場の1つである、PTSの売買高増加が著しい。PTSとは、私設取引システム（proprietary trading system）の略称であり、取引所ではなく、証券会社が開設した電子市場のことである。

国内で最初のPTSが設立されたのは1998年である。最初の設立から既に10年以上が経過しているが、2008年初頭まで売買高の伸びは緩やかであった。PTSの売買高が急激に増加したのは、2008年10月以降、いくつかのPTSが日中取引を開始し、それに伴って外国人投資家の参入が増えたためである。取引所銘柄取引合計に占めるPTS売買高は、2009年1月の0.39%から、10月には1%に達し、1年弱で実に2.5倍になり、既に国内で第3位の取引所であるJASDAQを超えた。

とは言え、売買高シェアは1%程度であり、わざわざPTSで執行をする程の価値はない、との見方をする国内投資家もある。しかし、その実状を見ると、PTSには最良執行において無視できない程の潜在力があることが分かった。

図表1 最良気配を示している時間比率



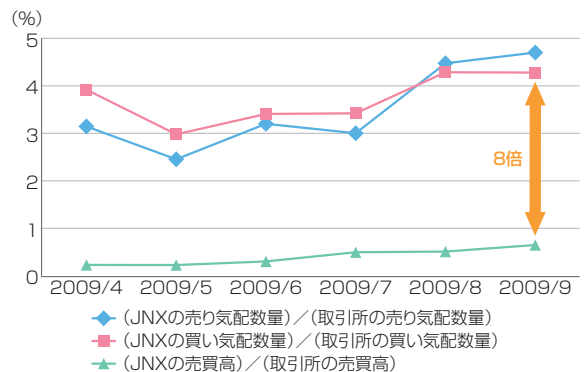
PTSの高い約定機会

取引市場としての重要な役割は、より良い価格での取引機会を投資家に提供することである。現状として、PTSはどのくらい有利な価格を提示できているのだろうか。

一例として、国内PTSとしては最大手のSBIジャパンネクスト証券（以下JNXと呼称）の日経225銘柄の最良気配価格¹⁾を見てみると²⁾、JNXが取引所と同等か、もしくは有利な価格を提示している割合は4割前後で安定している（図表1）。また、JNXが単独で取引所より有利な価格を提示している割合は、10%から30%に急増しており、より良い価格を提示する機能において、その存在感を増していることが分かる。

いかに良い価格を提示していても、約定機会、つまり流動性が少なくは、市場機能として十分であるとは言えない。そこで価格と同様に、JNXの最良気配数量³⁾を見てみると、取引所の5%程度に増加している（図表2）。JNXの対取引所売買高が0.6%程度であることを考えると、実際に売買されている数量の8倍以上の潜在

図表2 JNXの気配数量と売買高の対取引所比



NOTE

- 1) 最良気配価格：市場に提示されている気配のうち、売り（買い）であれば最も高い（安い）気配の価格。
- 2) 東証とPTSの最良売り（買い）気配を比較し、より高い（安い）気配価格を示している時間を累計した。分析期間：2009年4月～9月 分析対象銘柄：日経225採用銘柄（2009年9月末日時点）で分析を行った。
- 3) JNXに提示されている気配のうち、売り（買い）であれば最も高い（安い）気配の数量。
- 4) 詳しくは、「今後の拡大が期待される日本の代替執行市場」金融ITフォーカス（2009.6）を参照。
- 5) 証券会社が提供する非公開の私設電子取引所。取引所を介せず、自社が受けた注文を社内で付け合せる。
- 6) 詳しくは、「DMAの進化形、スマートオーダールーティング」金融ITフォーカス（2008.12）を参照。

的な約定機会があることを示している。

PTSの拡大を支えるサービス

このように、現時点においても優れた市場機能を有するPTSは存在する。それにも関わらず売買高シェアが1%に留まっている背景としては、投資家がその実状を十分に把握していないことに加え、PTS利用に際してシステムとコンプライアンス上の課題があることが挙げられる⁴⁾。PTSにアクセスをするためには、システムを整備する手間がかかる。また、取引所ではなくPTSで執行をした場合には、コンプライアンス上、価格の妥当性を検証する必要がある。

しかし、現在では、証券会社や情報ベンダーが提供しているサービスを利用することで、これらの課題を解決することができる。

証券会社が提供しているサービスの1つに、スマート・オーダー・ルーティング（SOR）がある。SORとは、取引所、国内PTS、自社のダークプール⁵⁾を対象として、投資家に最も有利となるよう注文を回送する仕組みである⁶⁾。これにより、投資家は証券会社に注文を出すだけで、取引所やPTS等、複数市場に容易にアクセスでき、システム整備の手間を軽減できる。また、投資家に対して市場情報を提供する情報ベンダーは、複数PTSの価格データをリアルタイムで配信している。これにより、複数市場の最良価格をタイムリーに参照でき、PTSにおいて執行した際の価格の妥当性を検証できる。

実際に、PTSの実状を把握し、その有用性を認識した一部の投資家は、PTSの利用は彼らのスポンサーや一般投資家の利益に確実に結びつくとして、システムを整備

し、コンプライアンス対応をしてPTSを利用している。

無視できない存在になりつつあるPTS

さらに2010年には、PTS利用拡大を後押しするイベントが続く。1月の東証アローヘッドの稼働、7月の日本証券クリアリング機構によるPTS取引の清算対象への追加、夏のChi-Xの日本参入である。

東証アローヘッドの導入により、東証の取引スピードはPTSと同等になる。これにより、複数市場における最良な価格での執行を目指すSORでは、最良な価格を提示している市場に瞬時に注文を付け替えることができるようになり、性能の向上につながる。また、PTS取引が日本証券クリアリング機構の清算対象となることで、決済リスクを原因として参加を躊躇していた投資家の参入が期待される。そして、欧州最大のPTSであるChi-Xの日本参入により、PTSの多様性が増すだけでなく、欧州の投資家の参入による流動性向上も期待できる。

このように、PTSは取引所よりも有利な気配を十分に提示し、かつインフラも整いつつあり、これを無視することは、もはや最良執行に反していると言われかねない。PTSの設立が国内で認められた1998年を「PTS元年」とするならば、2010年は後から「PTS普及元年」と呼ばれる重要な年となるかもしれない。PTSの今後の動向から益々目が離せない。



Writer's Profile



五十嵐 瑛一 Eiichi Igarashi

金融先端ビジネス企画部
コンサルタント
専門は証券取引ビジネスの調査・企画
focus@nri.co.jp