

株式取引市場間競争活性化のための 日本版NMS創設を

今年、12年ぶりに新たなPTSが開業し、金融庁ではPTSの規制緩和が議論されるなど、東証一極集中から複数市場間競争への兆しがある。市場間競争が進む米国の事例を参考に、テクノロジーを活用した市場間競争活性化のアイデア（日本版NMS¹⁾）を提案したい。

日本株式市場の分散化の兆し

日本における株式の売買は、主に東京証券取引所（東証）で行われているが、2022年6月に12年ぶりとなる新たな私設取引システム（以下、PTS）として大阪デジタルエクスチェンジ（ODX）が開業した。先行のSBIジャパンネクスト（JNX）、Cboeジャパン（Cboe）も含めた3つのPTSの取引シェアは2021年半ば以降、上場株式取引全体の8.6%~9.5%を占めるという過去最高の水準で推移しており¹⁾、日本の株式市場は東証一極集中から複数市場間競争へと市場構造の変化の兆しが表れている。

最良執行方針の見直し

複数市場で同一銘柄の売買が可能な場合、ある時点における株価や売買可能数量は必ずしも同じとはならない。市場によって流動性や呼び値の単位が異なるためである。では、投資家はどの市場で取引すべきだろうか。

金融商品取引法によって金融商品取引業者は、顧客にとって「最良の条件」で執行するための方針（最良執行方針）および方法を定め公表しなければならないとされている。「最良の条件」は、価格のみならずコスト・スピード・執行の確実性などのさまざまな要素を総合的に勘案するものとされ、価格のみに着目して事後的に最良でなかったとしても必ずしも最良執行義務違反とはならないとされてきた。

しかし、関連の政令、内閣府令、監督指針の改正によって2023年1月から個人投資家にかかる最良執行方針については、原則として、「価格重視」となる。個人

投資家の注文を扱う証券会社は最良価格を提示している市場で執行する（コンプライ）か、価格以外の要素を考慮している旨を説明（エクスプレイン）する必要がある。つまりこの制度下では、投資家が意識せずとも、コンプライを選択した証券会社であれば、注文は最良価格を提示している市場で執行されるという考え方である。

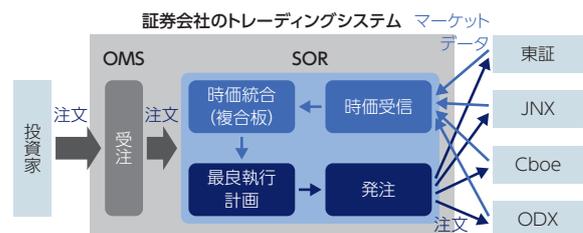
注文売買が東証に集中している状況下では、東証の最良価格で約定することが、価格面での最良執行にあたると思われる。しかし、複数市場において、マイクロ秒単位で変化する株価を比較して、最良価格を提示し、執行することは可能なのだろうか。

SORの課題

この課題のソリューションとして、スマート・オーダー・ルーティング（SOR）が注目されている。SORは、従前ホールセール証券やオンライン証券で顧客サービスとして導入されているシステムで、人間のトレーダーに代わって、東証やPTSから電子的に売買可能数量・株価等の情報（以下、マーケットデータ）を比較・統合し、投資家の執行成績が最良となるように注文をリアルタイムに執行するものである（図表1）。

今回の最良執行方針の見直しは、SORの普及に伴い

図表1 SORの概念図



（出所）野村総合研究所

NOTE

- 1) 「日本市場における株式PTSの現状」(コラム「大崎貞和のPoint of グローバル金融市場」、2022年2月8日)。
- 2) 全米市場システム (National Market System)。
- 3) 全米最良気配 (National Best Bid and Offer)。
- 4) 統合マーケットデータを配信する主体。
- 5) Intermarket Trading System

リアルタイムに複数市場のマーケットデータを比較した注文執行が一定程度可能になっていることが前提になっている。

では、証券会社が一律にSORを導入すれば、価格重視が実現するかというと、話はそれほど単純ではない。SORは、各証券会社がより良い価格での約定を目指す競争のためのシステムである。つまり、性能が優れたSORを持つ証券会社に注文を出せば最良価格での約定が期待できるが、SORの性能が劣る場合は、最良価格で約定することは難しくなる。ホールセール等における「顧客サービス」としてのSORが競争原理に基づくことに異論はないだろうが、SORの性能次第で、特定の投資家の注文が劣後するのだとしたら、最良執行方針の目的である投資家保護について公平性を確保できないのではないか。

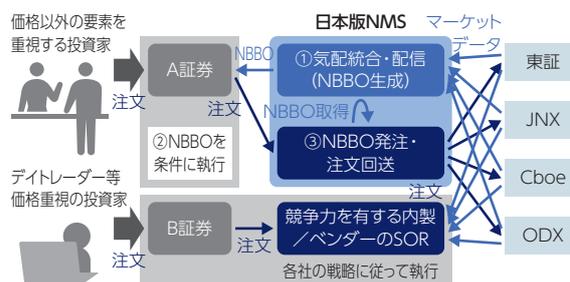
また、SOR導入のコストや自社の顧客ニーズ等を考慮して「エクスプレイン」を選択せざるを得ないケースも考えられる。最良執行方針の見直し、証券会社がSORを導入することを前提としている以上、結果的に、SORを導入できる一部の証券会社にだけ価格重視の方針が適用される状況になってしまわないだろうか。

市場間競争拡大と公平性確保の両立の検討

市場分散が進む米国では、1970年代に全米市場システム (NMS)²⁾ のコンセプトの下、全米の気配情報を統合し、最良気配 (NBBO³⁾) を配信するSIP⁴⁾ や、他市場により良い気配がある場合は、その市場に注文が回送されるITS⁵⁾ が整備されるなど、証券会社だけでなく、取引所も含めた市場全体で最良執行が検討されてきた。

この米国NMSを参考に、市場間競争拡大と公平性の確

図表2 日本版NMSの概念提案



(出所) 野村総合研究所

保という二律背反の課題を解決する仕組みを検討したいと思う。例えば、図表2に示すように、①東証とPTSの株価情報を統合、日本市場横断の最良気配 (NBBO) を生成・配信 (SIP)、②取引参加者はNBBOを条件として執行、③注文を受けるとSIPからNBBOを取得し最適な市場に回送するシステムを構築する (日本版NMS)。

これを“パブリック”なインフラとして提供し、証券会社が個別にSORを導入しなくても価格優先の執行を実現できる環境を整える。エクスプレインを選択せざるを得なかった証券会社も巻き込み公平性を確保し、ひいては価格優先の注文が増えることで、市場間競争の活性化も期待できるのではないだろうか。

米国と比較して取引施設の数が少ない日本では、市場間競争が活発でなかったために、こうした統合的なシステムは時期尚早とされてきたが、市場構造の変化の兆しを受けて、真に投資家本位の最良執行方針を実現するために、市場全体で継続的な議論が必要だと考える。

Writer's Profile



浜園 幸司 Koji Hamazono

証券ホールセール事業一部
グループマネージャー
専門はエクイティホールセール領域のシステム開発
focus@nri.co.jp