

最良執行意識が促す 取引サービスの質向上

有価証券取引の電子化に伴い、取引所・証券会社・ITベンダーの業態を越えた取引サービス競争が始まった。欧米に比べ、日本はこの分野における国際競争に出遅れている。課題解決には、市場の利用者による「良い市場を作ろうとする努力」が不可欠である。

米国において進展する 取引サービスの高度化

米国では主に株式の分野において、取引サービスの高度化と競争が従来型の「業態」の垣根を越えて進展している。2000年を過ぎる頃から大手証券会社はこぞってアルゴリズム取引の提供を開始し、最近になると証券会社内のシステムで事前に注文のマッチングを行う、いわゆるダークプールの提供を始めた（図表参照）。ダークプールの出現は、取引所と証券会社の本格的な競争の始まりである。

さらに、2007年4月、従来から取引所のライバルとして知られるクロッシングネットワーク¹⁾の大手パイプライン・トレーディング・システムズが、今度は証券会社のお家芸であるアルゴリズム取引を利用したシステム「アルゴリズム・スイッチング・エンジン」を稼働させた。このシステムは、同社のクロッシングネットワークに投入された注文の一部を、提携先の証券会社のアルゴリズムの中から最適なものを選択して回送する、というものだ。アルゴリズムの選択は、リアルタイムに観測されるおよそ50の情報をもとに市場の変化を予測しながら行われる。例えば、気配値、ボラティリティ、現在の時刻などがその例である。こうした最適なアルゴリズムを選択するための技術は、複雑系の研究で有名なサンタフェ研究所の教授と共同で行われた。

有価証券取引の電子化が定着するにつれ、従来型の取引所と証券会社のような業態の区別は意味がなくなりつつある。取引所、証券会社、ときにはITベンダーも入り乱れた競争が、あたかも「取引サービス」という業態で行われているようだ。こうした競争が、結果として米国における「取引サービス業」の競争力を高めているのである。

欧米で促進される 「取引サービス業」間競争

欧米では、こうした取引サービスにおける競争が規制改革にも後押しされている。キーワードは、「最良執行」と「システム化」である。米国において2005年8月より段階的に施行されているレギュレーションNMS²⁾の中では、全米の取引所で提示される気配価格のうち、投資家にとって最も有利となる価格で執行することを義務付ける規則が盛り込まれている。最良価格での執行を「最良執行」と定義する規則である。この規則の存在により、新規参入企業であっても、投資家に最良価格を提供できればニューヨーク証券取引所（NYSE）などの既存の巨大取引所と互角に勝負できることが保証されるのである。さらに、この規則は自動化され即座にアクセス可能な市場にしか適用されない。つまり、取引サービスのシステム化を促す規則となっている。立会取引（人手を介した取引）が主体であったNYSEは、レギュレーションNMSに促されるように、電子取引と立会取引を組み合わせた「ハイブリッド市場」化を行ったり、ECN³⁾大手のアーキペラゴを買収したりすることにより、急速に電子取引に移行した。

また、欧州で2007年11月からの施行が予定されている金融商品市場指令（MiFID）においても同様の配慮が見られる。例えば、MiFIDでは取引所以外の取引システムをMTF(Multilateral Trading Facility)と定義し、証券会社のコア業務の1つに位置づけることにより、取引サービスへの新規参入を促した。それと同時に、最良執行義務を厳格化することにより、最高のサービスを提供する市場を利用者が無視できないようにした。これを受け、

NOTE

- 1) 他市場の取引価格や気配を参照したり、取引当事者同士が直接交渉したりすることで価格を決定して取引を成立させる、内生的な価格発見機能を持たない電子市場のこと。詳しくは加藤大輝「存在感を増すクロッシングネットワーク」金融ITフォーカス2006年7月号など参照のこと。
- 2) レギュレーションNMSとは、市場間の競争を維持しつつ、情報や取引の分散化によって市場の効率性が低下することを回避するために定められた一連の規則のこと。詳しくは田中隆博「トレードスルー規制改正のポイント」金融ITフォーカス2005年4月号など参照のこと。
- 3) Electronic Communication Networkの略。取引所と同様の機能を持つが、取引所として登録は行わず、コンピュータシステムで注文のマッチングを行う私設の取引市場。
- 4) Citigroup, Goldman Sachs, Credit Suisse, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS, Deutsche Bankの7社。
- 5) <http://www.chi-x.com/news/Chi-X%20August%202007%20trading%20stats.pdf>
- 6) Proprietary Trading Systemの略で、私設取引システムとも言われる。取引所と同様の機能を持つが、取引所として登録は行わず、注文のマッチングを行う私設の取引市場。
- 7) 正確にはユーロネクスト系列のシステム会社Atos Euronext Market Solutions社(本社：フランス)のシステム。

既存の取引所の課す手数料が割高であると考えていた証券会社は、新しい取引市場の設立に動き出した。1つは、証券会社7社連合⁴⁾による新取引市場プロジェクト・ターコイズで、来年にも取引の開始が予定されている。もう1つは、インスティネット・ヨーロッパの運営するChi-Xである。Chi-Xは既に、取引所集中義務が撤廃されているオランダおよびドイツ市場において2007年4月より稼働している。稼働して4ヶ月あまり経過した8月29日、Chi-Xの取引シェアは、フィリップス44.07%、INGグループ29.87%、ロイヤル・ダッチ・シェル27.34%、フォルティス23.83%という高水準に達した⁵⁾。

欧米におけるより良い市場づくりは、最良執行義務を厳格化し、取引サービスの競争を促すことによって達成されようとしている。このことは、国内または域内の取引サービス業の競争力を高め、ひいては国境をまたいだ取引所同士の合従連衡が示すような国際競争を勝ち抜くことにも貢献している。

**取引サービス業の空洞化を招く
日本の低い最良執行意識**

一方、日本を振り返ってみると、国内では相変わらず東証への一極集中が続いている。夜間取引を中心に、小規模なPTS⁶⁾が登場しているが、2007年8月に業務を開始したジャパンネクストPTSの取引システムは国内製ではなくユーロネクスト製⁷⁾である。日本市場でもアルゴリズム取引やダークプールが提供され始めたが、大部分は外資系証券会社によるものである。しかもそれらの利用者もまた、香港やシンガポールなどから日本株の取引を行う外国人が中心である。国内投資家が、なぜPTSやアルゴリズム取引を利用しないかといえ、

図表 証券会社が提供するアルゴリズムおよびダークプール

証券会社	アルゴリズム	ダークプール
BNP Paribas	GEAR	BIX
BNY ConvergeEx	DEx	VortEx
Citigroup	Electronic Execution	LIQUIFI
Credit Suisse	AES	CrossFinder
Deutsche Bank	Autobahn Equity	---
Goldman Sachs	GSAT	SIGMA-X
Instinet	Instinet Algorithmic Trading	Instinet Cross, CBX, Chi-X
ITG	ITG Algorithms	ITG POSIT
JP Morgan	Electronic Client Solutions	---
Lehman Brothers	LMX	Liquidity Cross
Merrill Lynch	Standard/Premium Algorithms	AXP, MLXN
Morgan Stanley	BXS	Trajectory Cross, MS Pool
UBS	Direct Execution Services	PIN

内システムが対応していない」「業務が煩雑になる」「他社がやっていない」などが中心で、「最良執行の実現に寄与しない」という意見はほとんど聞かれない。日本における最良執行意識の低さは、国内の取引サービス業の空洞化を招いているともいえる。

日本でも証券会社に課される最良執行義務は存在するものの、その義務が証券会社にしか及ばないなどの課題があり、規則の存在が新しい取引サービスの成長を促すには至っていない。しかし、規則を変えるだけでこの問題が解決するとは限らない。規制当局はもちろんのこと、市場でビジネスを行う人々が「良い市場を作ろうとする意識」を持つことが不可欠である。彼らが最高のサービスを選択する努力を続けることが、取引サービスの競争を通じて市場の質向上につながり、結果として市場の利用者である自分に返ってくるのである。

Writer's Profile



田中 隆博 Takahiro Tanaka
 金融先端ビジネス企画部
 上級研究員
 専門は株式市場、ビジネス調査
 focus@nri.co.jp