

取引所が求めるもの、求められるもの

平成24年9月4日



株式会社資本市場研究所きずな

## 取引所の変化と進化

いよいよ東京証券取引所グループと上場企業である大阪証券取引所の統合プランが動き出す。東証による大証株式の公開買付が7月11日から実施されているが、予定では来年早々に両社が経営統合されて日本取引所グループ(仮称)という上場企業として運営され、早い段階での市場統合などが試みられる予定となっている。

グローバルな取引所間競争に対応しながら、アジアのメインマーケットとしてその基盤を確保する“総合取引所”を目指すことになるが、その取引所の足元の状況はどうなっているのだろうか。

7月下旬に両取引所の第1四半期の決算発表が公表されている。1年前と比べると株式取引が減少し、指数先物などのデリバティブ取引が大きく伸びている。株式取引の1日当たりの売買代金ベースで見ると、東証が前年同期比で11.8%の減少、大証が17.7%の減少となっているが、デリバティブの方は、東証のTOPIX先物が13.1%、長期国債先物が41.3%、大証の日経平均先物が

25.6%と大幅に増加している。

従って、株式市場の低迷にも係らず、東証の営業収益は4.1%増加の135億円、大証も4.6%増加の56億円の増収となっている。この結果、取引所の取引参加者である証券会社の決算内容との乖離が大きくなっているようにも思える。勿論、証券会社では市場取引以外の金融商品販売(投信・外債など)に頼る割合が年々拡大しているが、逆から見直してみると証券会社が取引所機能を十分に利用しているかといった問題が示されている。

取引所の進化の方は、取引の超高速化に代表される機能面の充実と、ETFなどでみられる上場商品の多様化やグローバル対応だ。東証は取引速度の更なる高速化の為、7月17日よりarrowheadにおける注文の受付及び約定の処理を行うサーバ群を最新後継機種にリプレースし、反応速度を従来の2倍以上となる1ミリ秒以下に改善した。また、今期に入っても多様なETFが上場されており、市場の指数の動きにレバレッジをかけて価格が変動するものや、逆に指数の変動率を押えてリスクを限定するもの、指数が

下がれば逆に上昇するもの、所謂恐怖指数といわれる市場のボラティリティー（変動率）に連動するものなどが取引を増やしている。

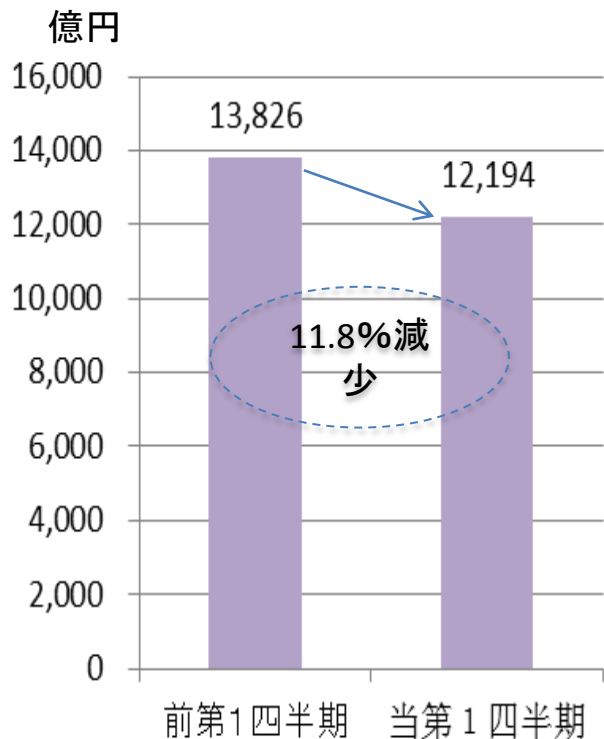
一方、取引所の代替市場と言われるPTS（私設取引システム）もその取引を増加させながら、機能的にも進化を見せている。現在は、取引所取引の5%を超える程度の取引量だが、SBIジャパンネクストは東証の取引高速化に対抗し、10月にも10分の1ミリ秒に取引速度を上げる予定だ。また、同社のPTS取引の特徴である呼値の細分化（取引所取引で呼値が1円のもものが10銭）や夜間取引にあえて対応しないリテール証券向け取引も7月に開始している。これは、取引サービスを取引所と同じにすることでリテール証券側のシステム負担を軽くし、PTS参加を容易にすることを目論んでいる。

更に、PTSには追い風が吹いている。機関投資家が利用する際の障害となっていた5%ルール（取引所以外で、発行済みの5%以上を買い付ける場合はTOBによる）の適用除外が10月にも実施される見込みだ。残るPTSの

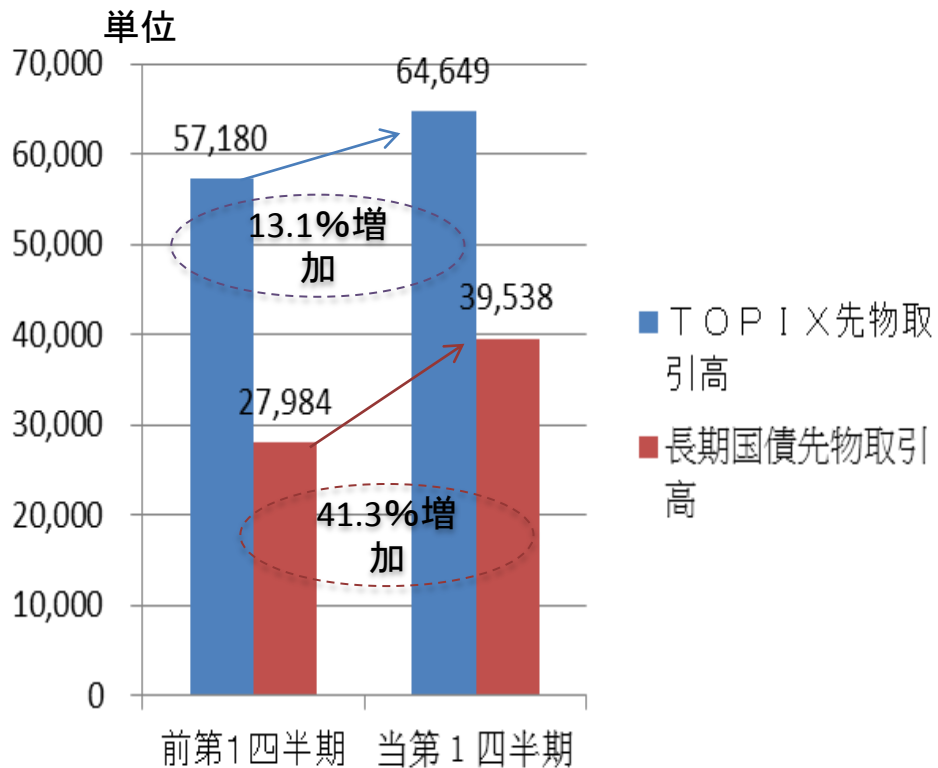
課題は、個人取引の6割を占める信用取引の取込みだが、現在は法令上の縛りがあり利用出来ない。

# 東証1日当たりの株式売買金額

(3市場)

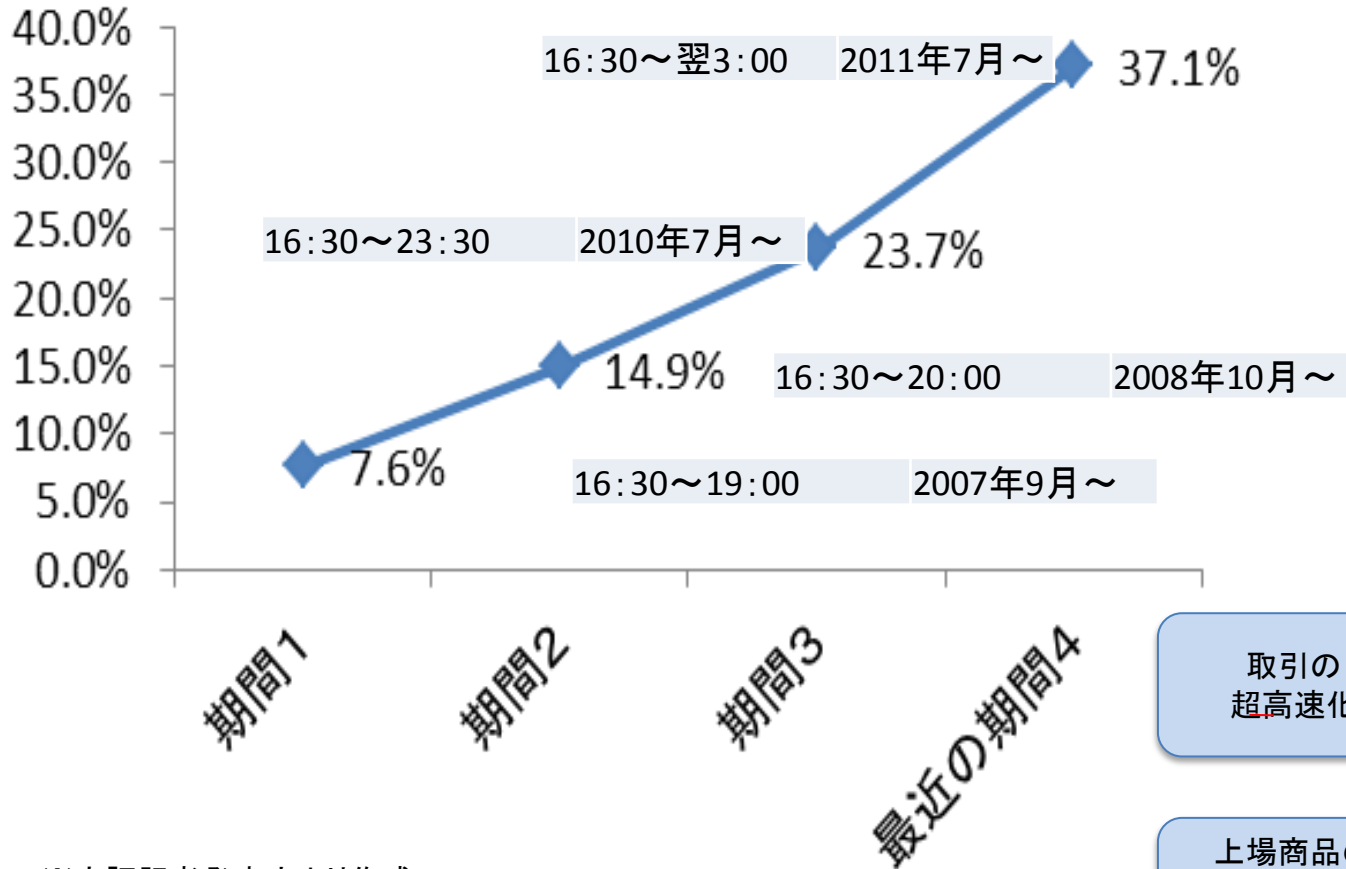


# 東証1日当たりのデリバティブ取引高



※東証決算短信より作成

# 大証デリバティブの夜間取引比率の推移



## 取引所の進化

取引の  
超高速化

東証: 7月から1ミリ秒以下



PTS: 更なる高速化で対抗

上場商品の  
多様化・  
グローバル化

ETF・ETN上場数(6月末)

東証: 120(前年比+17)  
大証: 19((同+3))

※大証記者発表文より作成



## 総合取引所構想がもたらすメリットとは

先ず東証と大証が統合することで取引所としてのメリットは、公開買付の記者発表文では次のように公表されている。

### 【収益面】

- ・ユーザー利便性の向上、営業力強化などによる取引数量の増加を起因とした取引参加料金の増加
- ・魅力的な取引所となり国内外のIPO(新規株式公開)数が増加することによる上場関連収入の増加
- ・提供情報の多様化による情報提供サービスの需要拡大等

### 【コスト面】

- ・システム統合による、システム開発・運用費用の削減
- ・システム関連のコストシナジー(システム統合後に実現)等の費用面におけるシナジー

### 【機能面】

- ・デリバティブ清算機能の統合による投資家の投資効率の向上
- ・組織統合によるノウハウの集約・人材有効活用をテコにした商品・制度企画及びサービスの更なる向上等

両取引所が統合されて上場企業となる以上、当然利益の拡大が第一で、かつ取引所である以上、上場商品の取引の拡大をもってそれを実現しなければならない。その為、取引参加者も増加させる必要があるが、コロケーションサービスを充実して、海外ファンドやプロップハウスなどの実質的取引参加者(証券会社などのダイレクトマーケットアクセス・サービスを利用)の増加を見込むのが戦略のメインシナリオだ。

その為、高速化・高度化を更に進めていく持続的なシステム開発が必要になっている。海外取引所との提携も、このシステム開発への対応策が中心になる。

一方、両取引所統合の直接的なメリットは、現在重なる株式市場や先物市場のシステム統合による費用削減効果が大いだが、その為には現物株・デリバティブそれぞれの早急な市場統合計画が求められる。また、機能面では、デリバティブの清算機能が統合されれば、取引の清算規模や能力の向上に繋がり、取引の拡大を支援することとなる。この部分は、取引に参加する証券会社や投資家もメリットだ。

更に、両取引所の統合は、アジアのメインマーケットを目指す総合取引所構想(行政)に則っているが、これは株式を

中心とする金融商品・デリバティブ・商品先物の3つの取引機能を充実させ、香港やシンガポールとの競争に勝つていこうとするものだ。総合取引所への商品先物取引分野の参加として有力なのは東京工業品取引所だが、取扱い商品は金や原油・ゴムなどの他に、東京穀物取引所より来年2月まで、トウモロコシや大豆などの農産物先物の移管を受ける予定となっている。また、法制度に関しては商品先物取引法が2011年1月より施行されており、金融商品取引法と同等の投資家保護が図られている。

現在、国会に提出されている金融商品取引法改正案では、以下の総合取引所に関する制度整備が行われる。

○商品先物を含めた総合取引所では、金融庁が一元的に監督(今までは、商品について経産省・農林省が管轄)

○証券取引所の清算機関にも、商品先物等の清算を業務追加

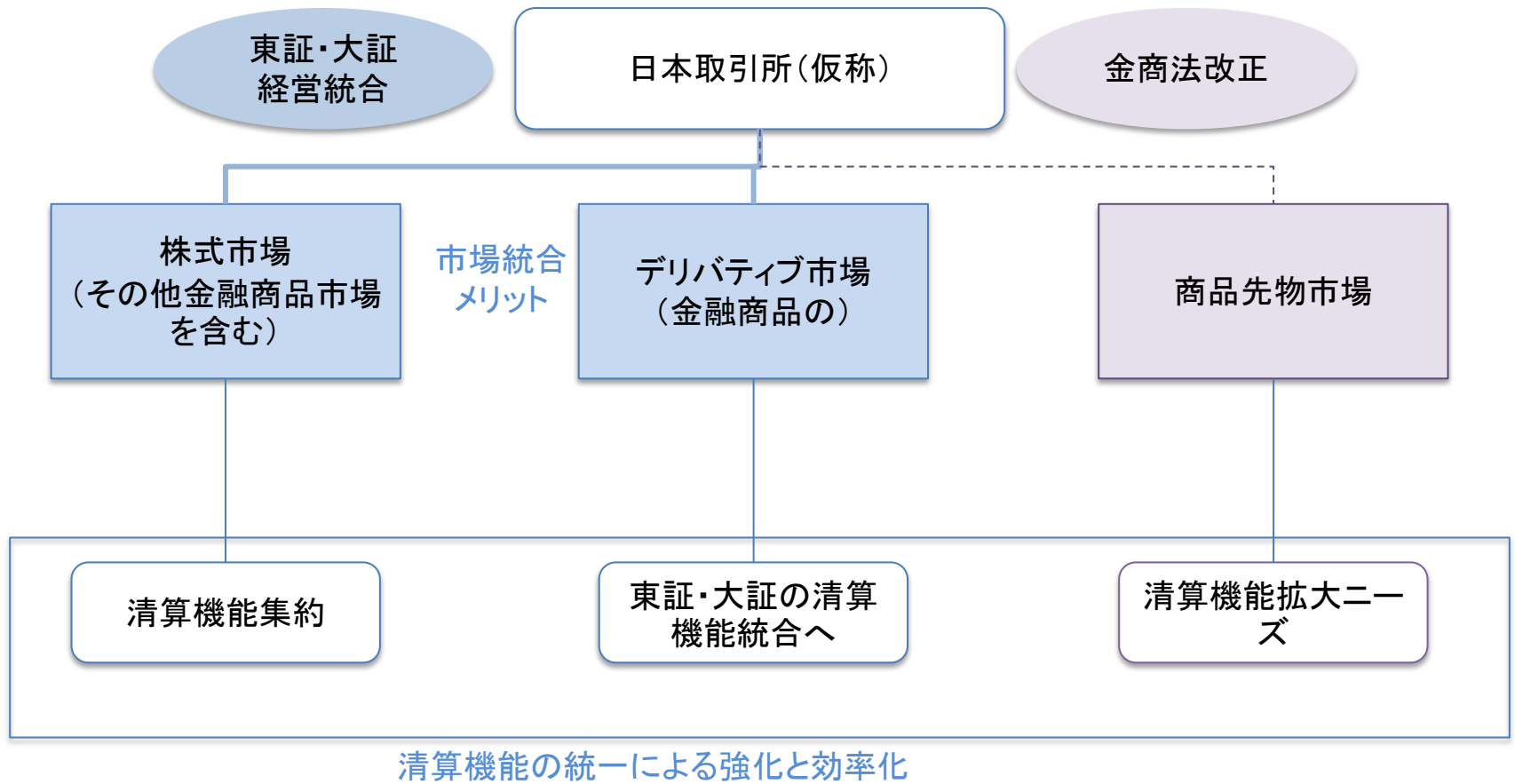
○総合取引所における商品先物等の取引業務を証券会社にも可能とする(商品先物業者が株式や金融デリバティブの取引所参加することも可能だが、その場合、証券会社並みの財務基準が求められる)

○取引業者は投資家保護基金への加入義務があり、

不公正取引に関しては金融商品取引法と同等

この中で、商品取引所として最もメリットが大きいのは取引拡大の制約となっていた清算機能の拡充に繋がる部分だが、総合取引所の実現によって、統合的な清算業務が行われれば、現在の商品取引所の清算能力は飛躍的に拡大する可能性もある。しかし、総合取引所の下であっても各取引の清算基金を共有するというのは各取引参加者間の合意が必要となる難しいテーマではないだろうか。

# 総合取引所のメリット





## 投資家は取引所に何を求めるのか

投資家が、取引所に対して求めていることを一言で表すなら“最良執行”に纏めることが出来る。この“最良執行”は、金商法で定め証券会社が店頭(若しくはホームページ)に表示しているものではない。投資家にとっての最良執行は、投資家がイメージする取引が効率的に執行できることに尽きるが、それは取引所であってもPTSでも、そして証券会社内のダークプールであっても良い。勿論、海外の取引所で最良執行が可能なら、それも良い。それで、グローバルな取引所間競争が起きる可能性があるのだが、中核となるのは流動性の確保・向上のようだ。

取引の超高速化は、この流動性の向上の為、HFT(High Frequency Trading)を行うファンドやプロップハウスの裁定取引を誘引しようとするのが主な目的となっている。既に、東証においてはこのHFTが取引量の4割程度を占めるまで拡大しており、市場への流動性供給には大きな影響を与えている。

しかし、このHFTの対象となる銘柄は限られており、全ての上場銘柄がアルゴリズム取引の対象となる訳ではなく、

多くの中小型銘柄の流動性不足は現状では否定できない。

日本の株式市場には、市場の仮需用創出の為、信用取引制度があるが、この制度が取引所取引の現状の投資家ニーズにあっていない可能性がある。1つは、信用売りの場合の売り下がり禁じるアップティックルールが取引の障害になっていること、2つ目は信用売りする為の株式の調達と実際の貸株市場が上手く繋がっていないこと、3つ目は保証金(代用有価証券を含む)の扱いがリアルタイムに処理されず投資効率を落としている可能性があることなどが上げられる。

次に投資家の求める投資対象の多様化・グローバル化に対応する為に、取引所は多様なETF・ETNを上場させており、商品先物やデリバティブ性の強いものが出来高を増加させている。この部分は、投資というよりはトレーディングが主体になっているようで、個人投資家にとっての商品や海外への投資はファンド(投資信託)を中心に行われている現状に、あまり影響を及ぼしていないようだ。むしろ、投資家が取引所に期待することは、成長力の高い新興企業や外国企業の上場であって、それらが日本市場の取引インフラを使って取引出来ることに意味がある。新興市場及び

プロ向け市場の活性化や転換社債市場などの再生に取り組む事も期待したい。

なお、取引所での“最良執行”という考え方とは相容れないものとしてFX取引があるが、外国為替市場が元々金融機関間の相対取引で、かつその取引情報に関して、ほゞリアルタイムで個人投資家が容易に入手することも可能なので、取引所FX取引よりも店頭FX取引が個人に選ばれている現状は変わりそうにない。

一方、取引所の方では、上場企業の個人向けIR活動に注力したり、新興市場での証券会社のアナリスト・カバーがない銘柄のレポート作成の支援しそれを公表するなどして、個人投資家利用の為の情報プラットフォーム機能を強化している。また、超高速化された個別銘柄のフル板情報に対する分析情報を、個人でも視覚的にイメージしやすいよう、試験的なシステムで提供し始めた。

今後も、取引所が取引関連情報を、個人レベルで利用しやすいよう整理して提供してくれることを期待している。

# 取引所に求めるもの

## 投資家が求めるもの

## 取引所の対応

## 投資家の対応・反応

## 課題

流動性

取引の超高速化によるHFTの誘導

アルゴリズム取引利用

信用取引制度改革

多様な  
商品の上市

多様なETFの上市

・リスク  
・レバレッジ  
・商品性  
などが十分に理解されているか

新興市場の活性化

グローバル  
投資代替機能

海外指数の  
ETF上市

個別銘柄や海外上市ETF  
への投資ニーズ

ETF価格と指数の  
連動性

上市商品・取引に  
関する情報提供

TD-net

上市企業IR支援

個人投資家が求める  
レベルの情報提供が  
なされているか

個人向け統計情  
報等の充実

## 市場仲介者としての証券会社の役割

投資家の求める“最良執行”に対して、実務的にも法令上も直接応えるのは証券会社になるが、2つの“最良執行”の方法があると考えられる。

一つ目は、取引プラットフォームの選択による最良執行だが、現状は上場商品の場合、投資家が他の市場や方法を選択しない限り、主な取引所での注文執行が中心になる。米国の様に複数の取引所で同一銘柄が取引されていなかったため、今まではこの方法で良かった。しかし、投資家サイドから見直すと、最も有利な価格で取引できるのが最良執行だ。その為、取引所・PTS・証券会社内の付合せであるダークプールの中で最も優位な取引価格を探すといったサービスが望まれるが、今までは個人投資家を相手にするリテール証券にとって余り現実的ではなかった。その理由は、PTSや他社のダークプールに投資家の注文を取り次ぐ為のシステム投資が必要で、多くのリテール証券会社ではこのコストに見合う取引拡大が見込めなかった。

しかし、PTSでの取引拡大し、また一部証券会社では自社にある最良執行の為の取り次ぎ場所選択システムを、他社

に取り次ぎプラットフォームとして提供しようとする動きもある。また、考え方としては欧米の証券会社の様に複数の証券会社で同様のシステムを共同プラットフォームとして開発しても良い。

また、通常取引所機能が高速化・高度化する中で、それを取り次ぐ証券会社のシステム投資も負担が重くなっており、リテール専門の証券会社が他社の取引プラットフォームを使って、投資家の注文を取次いでいくのは現実的な選択になりつつある。

二つ目は、投資家の投資目的に沿って投資対象を選択することを支援する最良執行だが、こちらの方は証券会社の本来の機能である投資に関する助言活動の強化となるだろう。投信や外債販売の際のアドバイスだけではなく、投資家の投資目的に沿った投資対象の市場の選択(海外市場・商品先物市場・店頭デリバティブなど市場取引の代替投資手段)も必要となる。

例えば、中国への投資を希望する投資家に対して、中国市場への株式投資なのか、中国株ETF投資の方が良いのか、それとも中国の経済動向に大きく影響される鉄鉱石や銅

などの商品先物なのか。更に中国株ETFならば、ニューヨーク取引所に上場されているものか、それとも香港市場なのか。短期取引でレバレッジを望む投資家には中国株関連CFDが良いのか。

これらの選択のメリット・デメリットを、対面営業においては投資家の目的や資産状況を念頭において伝えなければならないし、インターネット取引では、個人投資家レベルでも選択しやすいよう情報を整理して見せる努力が望まれる。

いずれにせよ、証券会社が個人投資家の為に“2つの最良執行”の機能をはたしていく前提としては、進化し変化し続ける取引所機能と取引所から発生する情報を、投資家の投資ニーズにあった形で提供していく必要がある。膨大な投資関連情報の中で、個人投資家を投資判断する“場”までナビゲートしていくことは、投資家も取引所も、市場仲介者としての証券会社に望む事だろう。

# 2つの最良執行と取引所

