

日本における株式夜間取引 PTS の意義と課題

大崎 貞和

要 約

1. 9月15日、オンライン取引専門証券会社大手のカブドットコム証券は、夜間取引市場「kabu.comPTS」を開始した。取引時間は19時半から23時、東証一部銘柄を中心に上場300銘柄を取り扱う。国内では初めて、取引所市場と同じ取引仕法である競売買（オークション）を全面的に採用した私設取引システム（PTS）である。
2. PTSは、米国ではナスダック市場銘柄を中心に活発な売買を行い、最近では、アーキペラゴがニューヨーク証券取引所（NYSE）と経営統合するなど、既存の取引所と対等の存在に成長している。これに対して日本では、とりわけ株式を取り扱うPTSの活動は低調である。
3. 株式の夜間取引は、①企業価値に係わる新たな情報が発生しにくい夜間に行われること、②効率的な価格形成をリードする機関投資家の参加が望みにくいこと、などから問題も多い。もっとも、証券会社が、独自の経営判断に基づき、そうした問題点を理解する顧客を対象にサービスを行うことまでを否定する理由はない。
4. カブドットコム証券のPTSはこれまでのところそれほど活発に利用されていないようである。もっとも、今後は海外の機関投資家による利用が拡大するといった見方もある。一方、同じオンライン証券会社大手のSBIイー・トレード証券、松井証券も、それぞれPTS構想を発表しており、今後の展開が注目される。

I. はじめに

2006年9月15日、オンライン取引専門証券会社大手のカブドットコム証券は、夜間取引市場「kabu.comPTS」を開始した。取引時間は19時半から23時（注文受付、気配表示は19時から）、東証一部銘柄を中心に上場300銘柄を取り扱う。国内では初めて、取引所市場と同じ取引仕法である競売買（オークション）を全面的に採用した私設取引システ

ム（PTS）である。

カブドットコム証券が、金融庁によるPTS業務認可を取得したと発表した7月12日には、オンライン専門大手のSBIイー・トレード証券が、同社、楽天証券、SBI証券の3社で夜間取引の開始に向けた共同準備を進める合意に達したことを明らかにした。その後、この3社にオリックス証券、GMOインターネット証券の2社が加わり、5社連合の形で、準備が進められている。

また、7月28日には、同じくオンライン専

業大手の松井証券が、2007 年春をめどに、即時決済（いわゆる RTGS）取引を可能にした PTS を開設し、夜間取引に参入すると発表した。

このように、国内の有力なオンライン証券会社が、相次いで夜間取引を主眼とする PTS 業務への取り組みを打ち出したことは注目に値する。

II. PTS とは

1. 米国における PTS

PTS とは、証券取引所と同じように、株式などの証券売買注文のマッチング機能を果たす電子取引システムである。1969 年に登場した米国のインスティネットを嚆矢とする。証券会社によって運営されるため、証券会社を会員（取引参加者）とする証券取引所とは異なり、機関投資家等が直接取引に参加できるのが大きな特色である。米国では 1980 年代半ば以降利用が拡大し、とりわけ、1997 年の SEC による注文取扱いルール（1934 年法規則 11Ac1-4 ほか）施行以後、ナスダック銘柄の売買に占めるシェアが急拡大した¹。

ちなみに、日本では PTS（proprietary trading system）という用語が比較的広く知られているが、米国の法令上は ATS（alternative trading system）と呼ばれる。また、注文取扱いルールに対応する一定の要件を備えた一部の ATS は制度上 ECN（electronic communications network）と呼ばれるが、これが PTS 一般を指す言葉として用いられることも多い。一方、欧州連合（EU）の金融商品市場指令（MiFID）では、MTF（multilateral trading facilities）という概念が用いられており、日本の金融庁も最近では PTS に代えて MTF と呼ぶことがある。

米国で PTS の利用が増加した背景には、低コストで迅速な注文執行、予め定められた価格で売買を行うクロッシング機能の提供な

どで機関投資家の取引ニーズに応えたことに加えて、ナスダック市場におけるマーケット・メーカー制度に内在する問題があった。本来、マーケット・メーカー制度の意義は、証券会社が売買気配を提示して円滑な注文執行を保障することで、流動性の低い証券に一定の流動性を与えることにある。ところが、ナスダック市場では、マイクロソフトのような著しく流動性の高い銘柄にまでマーケット・メイクが行われた結果、かえって、マーケット・メーカーの提示する売買気配のスプレッドの内側でのマッチングが出来ないという問題点を生むことになってしまった。

そこで、これに不満を感じた機関投資家やポジション調整を行おうとするマーケット・メーカーなどの証券会社が積極的に PTS を活用するようになっていったのである。おりからマーケット・メーカーによる談合疑惑が浮上し、マーケット・メーカーに対する投資家の不信感が高まったこともあり、PTS は、マーケット・メーカーの売買気配の内側で売買を行う手段を提供することで、一挙にナスダック銘柄の取引において約 3 割のシェアを獲得するに至った。

その後も PTS は順調な発展を遂げ、アーキペラゴのように証券取引所への転換を図るものも現れた。最近では、逆に、危機感を強めた既存の取引所による PTS 取り込みの動きもみられる。ナスダックは、2004 年 9 月にブリュットを、2005 年 12 月には PTS 最大手のアイネット（インスティネット社が運営）を買収した。また、ニューヨーク証券取引所は、2006 年 3 月、株式会社組織に転換するとともにアーキペラゴとの経営統合に踏み切り、株式上場を実現した。

2. 日本における PTS

一方、日本では、「金融ビッグバン」を実施した 1998 年の金融システム改革法による証券取引法改正以前は、PTS は「取引所類似

図表 1 国内で活動している PTS (2006年7月現在)

株式を取り扱うPTS			
会社名	認可年月	取引時間	価格決定方法等
インスティネット証券	2001年1月	7:00～21:00	顧客間交渉、指値、VWAPや終値によるクロス
マネックス証券	2001年1月	17:30～23:59	終値によるクロス
日本証券代行	2003年6月	9:00～15:00	参加証券会社の提示気配、指値による売買
公社債を取り扱うPTS			
会社名	認可年月	取引時間	価格決定方法等
ICAP東短証券	2001年1月	9:00～18:10	業者間売買の取次
日本相互証券	2001年2月	8:40～18:05	業者間売買の注文付け合わせ、自己仕切り売買
BGC証券	2001年2月	8:30～18:30	業者間売買の取次、旧キャターフィッツジェラルド ⁶
エンサイドットコム証券	2002年3月	9:00～15:00	参加証券会社の提示気配による付け合わせ
ブルームバーグ・トレードブック・ジャパン証券	2002年6月	24時間	気配提示、顧客間交渉、指値対当
ジェイ・ボンド証券	2002年10月	9:00～15:00	気配提示、顧客間交渉
トレードウェブ・ヨーロッパ証券	2005年9月	—	外国債券を中心に取引扱う
セントラル短資証券	2006年1月	—	TB、FBの取引

(注) 9月に稼働したカブドットコム証券は表中に含んでいない。

(出所) 金融庁、日本証券業協会資料より作成。

施設」にあたるとして開設を禁止されていた。98年の改正によって、証券会社の認可業務の一つと位置づけられ、開設が解禁されたが、用いることのできる売買価格の決定方法が大きく制約されたこともあり、解禁後数年は参入が全くみられなかった²。最初に認可されたPTSは、2000年6月に認可を受けた日本相互証券のBB株式スーパートレードとイー・ボンド証券の二つのシステムであり、いずれも現在では既に稼働していない。

その後、2000年12月には事務ガイドラインによってPTSが用いることのできる売買価格の決定方法が拡大され、PTSの開設数は増加した³。もっとも、株式取引については、東京証券取引所の市場が、既に低コストで高い流動性を実現していることもあり、事務ガイドラインの改正後も、PTSの利用はそれほど広がらなかった。

PTSに対して制限的な規制が行われてきた背景には、組織的な証券取引は証券取引所の市場において行われるべきであり、PTSは取引所市場のような高度な価格形成機能、流通機能を有するべきではないという考え方がある。この考え方は現在に至るまで基本的には維持されているが、2004年の証券取引法改

正では、取引所外での上場株式等の売買注文執行に際して求められていた投資家の事前の明示的な指示が不要とされ、競売買（オークション）を採用するPTS開設が可能とされるなど、取引所とPTSとを区別する規制の多くが撤廃された⁴。

今回開設されたカブドットコム証券によるPTSは、取引所における取引仕法とほぼ同じ価格決定方法を採用しており、2004年改正による規制の緩和で初めて可能となったものである。

Ⅲ. なぜ夜間取引か

1. オンライン証券会社の新たな市場開拓

冒頭で触れたように、カブドットコム証券、SBIイー・トレード証券、松井証券は、いずれもPTS開設の狙いは、主として夜間取引にあるとしている。この点は、取引所の通常取引時間における売買を中心に発達してきた米国のPTSとは事情が異なる。

オンライン専門証券会社にとっての重要な顧客層は、インターネットを通じて頻繁に株式の売買を繰り返す、いわゆるデイ・トレーダー的な個人投資家である。一方、日中に株

式売買を頻繁に行うことが難しいサラリーマンなどは、帰宅後の夜間に注文を出すことが多い。従来、これらの注文は証券会社のシステム内に蓄積され、もっぱら翌日の寄り付きで処理されてきた。

マネックス証券の PTS 「マネックスナイター」は、こうした注文の存在に着目し、夜間の時間帯に終値での付け合わせ（クロッシング）を行っている。終値という定まった価格での売買が可能であることが投資家から評価された面もあり、ある程度の取引量を確保している⁵。

オンライン証券会社にとって、夜間取引は、日中売買しない投資家層からの注文獲得を期待できるだけでなく、現在夜間に出されている注文を翌朝の寄り付きまで自社システム内に溜めておかなければならないことによるシステムへの負荷を緩和するという意義もある。かつて（2000年）、東京証券取引所がワーキング・グループを設置して夜間取引市場の導入に関する検討を行ったが、当時、システム負荷を緩和したいというニーズの強かったオンライン証券会社は、いずれも夜間取引の導入に積極的であった⁶。

2. 夜間取引の問題点

株式の夜間取引には問題点も多い。株式の取引が、一定の取引時間に集中的に行われるのは、価格に影響を与える情報を効率的に消化させるためである。ビジネスが完全にグローバル化している大企業を除けば、多くの場合、企業価値に係わる新たな情報は夜間には発生しない。従って、夜間に株式取引を行っても新たな情報を価格に織り込むことは難しいものと考えられる。

また、市場における効率的な価格形成をリードする存在である機関投資家は、夜間の取引には積極的に参加しないだろう。ファンド・マネジャーやトレーダーが帰宅してしまうからである。一部の個人投資家だけが参加

する夜間取引では、適正な価格形成につながらず、十分な流動性が確保されない可能性がある。

実際、資本市場の先進国である米国においてすら、夕方の時間帯を中心に、ある程度の取引時間延長は行われても、夜の 8 時、9 時に活発な取引が行われることは少ない。本格的な夜間取引を行っているのはいずれも PTS であり、取引所ではない⁷。

米国では、PTS における夜間取引も、決して大きな成功を収めてはいない。例えば、2000 年 1 月に ECN としての承認を受けたマーケット XT は、午後 4 時～8 時の時間外取引を売り物にしたが、取引は低迷し、経営困難に陥ってしまった。

もちろん、様々な問題が伴うことを承知の上で、夜間にリアルタイムで変動する株価を見ながら売買を行いたいと考える個人投資家が存在するのは事実である。個人投資家のみならず様々な市場参加者の利害を公正に考慮しなければならない証券取引所が、そうした一部の投資家だけのニーズに応じて夜間取引システムのために大規模な投資を行うのであれば、その判断の妥当性に疑問を抱かざるを得ないが、純然たる私企業である証券会社が、自らの経営判断で夜間取引 PTS を開設することには何の問題もないだろう。これまで顕著な成功例がないとしても、夜間取引 PTS が、潜在的な取引需要を掘り起こし、事業として一定の成功を収める可能性は否定できないからである。

IV. 現状と展望

1. それほど活発化しない取引

カブドットコム証券の PTS が取引を開始してから一ヵ月にもならない時点での評価だが、これまでのところ売買に参加するのは一部の個人投資家に限られており、売買代金は先行する「マネックスナイター」と比べても

2〜3割程度にとどまっているという⁸。

カブドットコム証券は、今後、従来ロンドン証券取引所の外国株取引を利用してきた欧州の機関投資家が取引に参加し、注文の厚みが増すことを期待しているようである。また、通常取引終了時とは異なる価格水準へと市場を動かす新たな情報が出るといったイベントが一つのきっかけとなって、これまで静観していた投資家が関心を持つといった可能性も考えられよう。

逆に、多くの投資家から注文を集めることができず、容易に売買が成立しないという状況が続いたり、一部で懸念されているように相場操縦などの不公正取引に悪用されるといった事態が生じれば、投資家の関心は薄れ、もともと流動性が極めて高い翌朝寄り付きでの注文処理が選好される結果になるだろう。

この点でやや気になるのは、冒頭で触れたように、ほかにも有力なオンライン専門証券会社が、二つの夜間取引システム構想を公にしていることである。同じようなシステムが複数同時に稼働すれば、当然のことながら注文は分散し、個々のシステムにおける流動性は低下する。PTSが「証券会社」であることから、同業者に注文を回送することへの心理的抵抗があるのかも知れないが、「市場」としての成功を収めるためには、できるだけ一つのシステムへの集中を図ることが、少なくとも立ち上げ段階では重要であるようにも思われる。

もっとも、カブドットコム証券によれば、ゴールドマン・サックス証券など三社が、同社のPTSへの接続を実施する方向で協議に入ったとのことである⁹。こうした協議が順調に進展すれば、流動性の向上への期待が高まり、今後、接続を希望する証券会社の数が、更に増加する可能性もあるだろう。

2. 今後の展望

1) 取引所認可との関係

今後は、既にシステムが稼働しているカブドットコム証券に対抗するかのようによ発表された他の二つのPTS構想が、どのような形で具体化されるのかが注目される。

SBIイー・トレード証券を中心とする5社連合は、個人投資家の株式売買に占めるシェアが相当大きい証券会社を含んでいるだけに、PTSの認可基準との兼ね合いから、証券取引所への転換を余儀なくされるといった可能性もあると考えているようである。

金融庁の「証券会社向けの総合的な監督指針」によれば、PTSにおける取引が、過去6カ月における一日平均売買代金の取引所市場における売買代金の合計額に対する比率が、①個別銘柄のいずれかについて10%以上、かつ、全体について5%以上に達した場合には、売買管理・審査体制の拡充や違約損失準備金制度の整備、システムの容量等の安全性・確実性を確保するための定期的なチェックの実施、②個別銘柄のいずれかについて20%以上、かつ、全体について10%以上に達した場合には、有価証券市場開設の免許取得、つまり証券取引所への転換が義務づけられている（私設取引システム運営に係る留意事項）。

証券取引所に転換した場合、それまでのように様々な市場の上場銘柄を自由に取引し続けられるのかどうか問題となり得る。従来の考え方から言えば、証券取引所では、自ら取引所に対して上場を申請し、所定の審査を経て許可された会社の株式だけが取引されているからである。

しかし、この点は、柔軟に考えて差し支えないように思われる。取引所が自ら上場を申請した会社の株式だけを上場してきたのは、上場賦課金を徴収するためである。ドイツの取引所では「自由市場」の制度の下で、いわば「勝手上場」が行われているし、ロンドン

証券取引所の外国株市場も、非上場銘柄を多数取り扱っている。米国の地方取引所は、非上場取引特権の制度に基づいて、他市場上場銘柄を広く取引している。

投資者保護の観点からも、既に他の取引所に上場され、適時情報開示等が適正に行われている銘柄を他の取引所が上場申請を待たずに上場して取引することに問題があるとは考えられない。一定の要件を満たした銘柄を取引所の判断で上場するという上場基準を規則で制定すれば済む問題ではなからうか。

2) 即時決済は必要か？

一方、松井証券は、即時決済の実現という点を他との差別化要因と捉えているようである。しかし、決済のルールを市場の一般的な慣行とは異なるものとするのが、真の意味での競争力となるのかどうか、疑問なしとしない。

市場における決済の方法は、効率的な取引を実現するためには、できるだけ統一されているべきである。松井証券の PTS のみで即時決済が行われ、他の取引の場では現状と同じ T+3 決済が行われるという状況の下では、理論的に言えば、松井証券の PTS での取引価格は、3 日間の金利分だけ売り手にとって有利な価格となるはずであり、従って、同時に行われた同じ銘柄の取引であっても二つの価格が形成されるべきだということになる。需給を集中して公正で効率的な価格形成を行うことが難しくなる「市場の分裂」が引き起こされるのではないだろうか。

また、そもそも即時決済がかえって取引の安定性を損ないかねないという問題もある。機動的な資金残高管理を行っていないければ、売買代金が不足してフェイルが生じる危険性が高まる。オンライン証券会社が運営する PTS の主要な参加者は個人投資家であり、彼らが機動的な資金残高管理を厳正に行うことができるかどうか疑問なしとしない。もちろ

ん、完全前受け制を前提として証券会社側がリアルタイムで資金残高管理を行えば、フェイルそのものは生じないことになろうが、即時決済が可能となることで売買を活発化するという目的そのものが達成できなくなってしまふのではなからうか。

松井証券が即時決済にこだわる真の理由は、いわゆる差金決済が法令によって禁じられていることで、同一銘柄を当日中に何回も売買する日計り商いが行えないという事情にあるように思われる（証券取引法 161 条の 2、証券取引法第 161 条の 2 に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令 9 条）。この規定は、2006 年 6 月に成立した金融商品取引法においても、そのまま受け継がれている。

もっとも、差金決済が禁じられるべき理由は、投機的取引の抑制などと説かれるものの、それほど明確ではない。仮に、松井証券が、差金決済の禁止によって顧客の正当な取引ニーズの実現が妨げられていると考えるのであれば、市場の非効率化につながりかねない独自の決済ルールに基づいた PTS の運営といった方法に訴えるのではなく、正面から差金決済禁止規定の正当性を問い直すべきだろう。

3) 既存の取引所への影響

夜間取引 PTS の登場は、取引所市場に何らかの影響を及ぼすのであろうか。一つの可能性は、従来、証券会社のシステム内に溜めておかれた注文が夜間に処理されてしまうことで、寄り付きの注文が減少することである。しかし、筆者は、そのような可能性は必ずしも高くないと考える。株式取引注文の獲得競争は、上限が予め定められたものを奪い合うゼロサム・ゲームではない。夜間取引が行われても、夜間に買った株式を寄り付きで売る、またその逆、といった新たな取引需要が生まれるのではなからうか。また、夜間取引が拡大すれば、そこでの価格変動が寄り付きの価

格形成に影響を及ぼすといった効果も考えられよう。

なお、今回、カブドットコム証券の PTS が福岡で開設されることになったのは実に興味深い。この立地の選定には、東京に設置されたコンピュータのバックアップ・センターの役割を持たせることなど様々な考慮が働いているのだろうが、福岡という土地を選んだことが、将来的に、米国のアーキペラゴがパシフィック証券取引所の自主規制機能を活用しながら取引所へと発展していったような展開につながっていくという可能性もあり得ないとは言い切れないだろう。

-
- ¹ 拙著『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）第3章、第4章参照。
 - ² 日本の PTS 制度をめぐる変遷については、拙稿「ボータレス化する取引所と市場法制」（江頭憲治郎ほか編『融ける境 超える法③ 市場と組織』東京大学出版会、2005年、第9章）参照。
 - ³ 拙稿「わが国の新しい PTS（私設取引システム）規制」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照。
 - ⁴ 拙稿「市場の基盤整備を図る改正証取法の成立」『資本市場クォーターリー』2004年夏号参照。
 - ⁵ 欧米では、終値でのクロス取引は、終値に基づいてパフォーマンスを評価されることがある機関投資家を中心に発達した。パフォーマンス評価に縛られない個人が、いわば過去の価格である終値での取引を好むのは、やや不合理なようにも思える。
 - ⁶ 検討の直接のきっかけは、三井物産が夜間取引 PTS 開設の構想を明らかにしたことであった。
 - ⁷ 株式夜間取引の問題点については、既に情報が古くなっている面もあるが、大崎貞和・平松那須加「米国における株式夜間取引の実態と問題点」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。
 - ⁸ 田口良成「ネット証券の口座開設数が鈍化」『日本経済新聞』10月2日付夕刊7面。
 - ⁹ 『日経金融新聞』10月8日付3面。