

取引所間競争が始まった豪州の株式市場

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. アジアで3番目に大きな時価総額の株式市場を有する豪州では、Chi-X オーストラリアが2011年10月から取引を開始したことで、取引所間競争が始まった。
2. 豪州では、オーストラリア取引所（ASX）に取引が一極集中する中で、政府が取引所間競争を促進する様々な市場規制改革を行っている。代表的な例としては、豪州証券投資委員会（ASIC）が、2011年4月に取引所間競争に関する市場整合規則およびガイダンスを策定し、最良執行義務を導入しようとしていることがある。
3. 他方、ASXは、取引所間競争に対応するべく、取引手数料の引き下げや新たなサービスの提供を始めたほか、ASXとChi-X オーストラリアの双方、さらには自社のクロッシング・システムを含めて最良執行を行う方針の取引参加者も出てきており、Chi-X オーストラリアの参入と取引所間競争政策の効果が始まっている。
4. 直近では、シンガポール取引所がASXの買収を試みるなど、豪州は国際的な取引所間競争にも直面しており、取引コストの低減や新サービスの提供をもたらした豪州の取引所間競争は、投資家の利便性向上と国際競争力の強化という両面で評価できるだろう。

豪州で始まった取引所間競争

アジアで3番目に大きな時価総額を有する豪州の株式市場において、取引所間競争が始まった。取引所間競争というと、豪州よりもむしろ取引所の買収・統合や新規参入が相次ぐ欧米の株式市場が思い起こされるだろう。実際に豪州では、取引の大半がオーストラリア取引所（ASX）に集中し、実質的に同取引所の独占状態となってきた。ASXは、2012年5月末時点で、時価総額が1.2兆豪ドル、上場企業数が2,082社に達するアジアでも有数の取引所である。

一方、豪州では、ASX以外に、中小銘柄を扱う4つの取引所があるほか、取引所外で注文のマッチングを行うクロッシング・システム（いわゆるダークプール）での取引も行われている。2011年6月のデータによると、豪州には14のクロッシング・システムがあ

るが、それらの売買代金の合計は株式市場全体の3%を占めているに過ぎない¹。

国内取引の大半が ASX に一極集中する状況において、豪州政府は取引の効率化や技術革新を促すために、欧米を参考に、取引所間競争を促進する様々な市場規制改革を行っている。豪州証券投資委員会（ASIC）は、2011 年 4 月に取引所間競争に関する市場整合規則（Market Integrity Rules、以下では市場整合規則）およびガイダンスを策定し、最良執行義務を導入しようとしている。さらに、実際に取引所間競争が行なわれる際に、各取引所の取引情報を統一して提供するデータ統合業者（data consolidator）の参入を促している。

本稿では、豪州の取引所間競争に関するこれまでの経緯を踏まえた上で、最良執行義務の導入とデータ統合業者の参入促進政策、業界の動向を見ていくこととしたい。

豪州政府が進める取引所間の競争政策

1．取引所間競争の促進に向けたこれまでの経緯

豪州では、Chi-X オーストラリアが 2011 年 10 月から取引を開始したことで、取引所間競争が幕開けとなったが、それまでには長い時間がかかった。2008 年には、米豪の大手金融機関 5 社²とニュージーランド証券取引所が共同で設立した AXE と、クロッシング・ネットワーク大手のリクイドネット、Chi-X の 3 社が参入の意向を示していた。しかし、グローバル金融危機や政権交代の影響などから ASIC による認可は遅れ、実際に取引所の認可を取得できたのは Chi-X オーストラリアのみとなっている³。

もっとも、新規参入の認可が遅れている間にも、取引所間競争を促進する制度整備は着々と進められていた。豪州金融センター・フォーラム⁴は、2009 年 11 月にポーウェン金融サービス担当相（当時）に対して、豪州の金融センター化に向けた勧告を含む報告書（ジョンソン・レポート）を提出し、勧告の 1 つとして取引所間競争の促進を掲げた。

ジョンソン・レポートは、欧米などの主要国で生じた取引所と新規参入の取引プラットフォームの間での競争は、取引所間競争が取引コストの低下と技術革新をもたらすことを示唆していると指摘した。そして、豪州における市場規制改革を実施次第、可能な限り早く取引所間競争が行われるよう、新規参入の取引プラットフォーム及び取引所の認可の早期検討を促すことを勧告した。

また、ジョンソン・レポートの勧告に前後して、豪州政府は、取引所間競争を促すための規制改革の第 1 弾として 2009 年 8 月に ASX が保有していた市場監督権限を ASIC に移行する方針を公表し、翌年 8 月に権限が移行された。そして、ASIC は、ASX が扱う銘柄を取引するすべての取引所に対して一致した規制の枠組みを構築し、取引所間競争を促す

¹ ASIC, “CONSULTATION PAPER 145 Australian equity market structure: Further proposals”, October 2011

² シティ、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、マッコーリー、コモンウェルス銀行。

³ リクイドネットは豪州でクロッシング・システムを運営している。

⁴ 豪州政府が自国を主要な金融センターとするべく 2008 年 9 月に設立を発表した。マーク・ジョンソン元マッコーリー副会長を筆頭に多数の金融関係者が支援した。

ために、2011年4月に取引所間競争に関する市場整合規則およびガイダンスを策定した。

2．取引所間競争に関する市場整合規則

市場整合規則は、取引所間競争において必要な規制として、取引所の取引参加者に対して最良執行義務（後述）を定めている。また、各取引所が、ブロック取引等を除く取引成立前の注文情報と取引成立後の約定情報にアクセスを求める者に対して、合理的な契約条件で注文情報と約定情報を提供することを義務付けており、取引所間競争が行われる中での取引前後の透明性を確保しようとしている。各銘柄の、取引価格、ビット・オファアの最良値、日中の最安値と最高値、日中の売買高などについては、各取引所が20分以内にウェブサイトにおいて公表することを義務付けている。他方、取引所外で注文のマッチングを行うクロッシング・システムに対しては、ASICがモニタリングを行うために、取引情報を毎月報告することを義務付けている。

このほか、必要な場合には競争を行う取引所同士に協調も求めている。同一銘柄を複数の取引所が取引するケースでは、企業が株価に重大な影響を与える情報を開示するというような技術的な障害以外の理由で、ある取引所が取引を停止する場合には、その旨を他の取引所に通知し、通知を受け取った取引所はその銘柄の取引を停止しなければならない。

さらに、米国で2010年5月6日に株価が急変動したフラッシュ・クラッシュを踏まえた規制として、各取引所が一定の価格幅を定め、それを超える異常な価格の注文が入らないよう適切な制御を行うことを求めている。また、市場整合規則が定める価格レンジ外で取引が成立した場合には、その取引はキャンセルされることとなっている。市場整合規則が定める価格レンジは、株価によって9段階に分かれており、例えば、その日の始値等で定める参照株価が200～499豪セントの銘柄の価格レンジは、参照株価の±50.1%未満となる。

市場整合規則は、一部を除き2011年5月5日または10月末から適用が開始されている。

3．市場整合規則における最良執行義務

市場整合規則が定める最良執行義務は、取引所の取引参加者に対して、顧客側から執行方針の指示がない限り、顧客が最良の結果（best outcome）を得られるよう合理的な措置を取ることを義務付けている。ASICは、最良執行の効果として、取引参加者が顧客よりも自己の利益を優先しないようにすることで投資家保護を促せる、顧客の注文を最良の結果を提供する取引所に向かわせるインセンティブを取引参加者に与えることで市場の効率化を促せることを挙げている。

豪州の最良執行義務の特徴は、顧客にとっての最良の結果を、リテール顧客とホール

セール顧客⁵で分けていることである。すなわち、リテール顧客に対しては取引コストを考慮した各取引所の価格を最良の結果の判断基準とする一方、ホールセール顧客に対しては価格以外に、各取引所のスピードや約定可能性等も考慮することを挙げている。

リテール顧客にとっての最良の結果を考える際にも、各取引所間のスピードや執行可能性の違いによる潜在的な取引コストを考慮してもよいとされている。もっとも、多くのリテール顧客の注文は取引所の価格に影響を与えるほどのサイズではないため、それらが最良の結果の判断要素となることはないだろうと考えられている。

取引参加者は、顧客から初めて注文を受ける前に、顧客が利用可能な取引所等の最良執行政策に関連する情報を開示しなければならない。既存の顧客に対しては、2011年10月末までの開示を義務付けている。なお、ホールセール顧客に対しては、開示が不要である旨で合意していれば、開示しなくともよい。また、取引参加者は、取引コストに違いがある場合を除いて、注文を執行する取引所に応じて手数料に差異を設けることを禁止されている。

最良執行義務の導入には、移行期間が設けられており、取引参加者は、2012年10月末までは、ASXのみに注文を回送することが認められている。その間に、取引参加者は、他の取引所へのアクセスを含めた自らの最良執行方針を決めなければならない。なお、ASICは、移行期間を2013年3月1日まで延長する方針を示しており⁶、取引参加者が他の取引所にアクセスするかを検討するためにさらに時間を与えようとしている。

4．各取引所の取引情報の統合

取引所間競争において懸念される問題として、競争の中で各取引所の取引情報がばらばらに提供され、投資家が一部の取引情報にアクセスできなくなってしまう可能性がある。そこで市場整合規則では、各取引所の取引情報を統一して提供するデータ統合業者（data consolidator）の参入を促そうとしている。

すなわち、各取引所に対して、取引情報へのアクセスを求める者に、合理的な契約条件でかつ差別することなく取引情報を提供することを義務付けている。提供される取引情報には、取引成立前の注文情報（受注日時、価格、注文のサイズなど）と、取引成立後の約定情報（成立日時、価格、取引数量など）がある。

ASICは、データ統合業者に対しては、上位各5本のビット・オファーとすべての約定情報を見ることができるようになること、タイムリーかつ正確な取引情報の収集と処理、合理的な手数料での投資家への取引情報の提供などを期待している。

⁵ ホールセール顧客とは、取引額が50万豪ドル以上、金融商品・サービスが、一定規模の事業と関連する目的で提供されている、に該当しないが、顧客の純資産が250万豪ドル以上または過去2年間のグロスの所得が年間ベースで25万豪ドル以上、プロ投資家、金融サービスの利用及び投資経験を持つ洗練された投資家のいずれかのこと。他方、リテール顧客とはホールセール顧客に該当しない顧客のこと。

⁶ <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Markets+FAQs+-+best+execution?openDocument#>

5. 取引所間競争に向けた業界の動向

1) 取引所

上記のような取引所間競争の促進政策が行われる中で、豪州の株式市場を事実上独占してきた ASX は、取引手数料の引き下げや新たなサービスの提供を始めている。

手数料については、2010年7月よりオークション時を除く取引手数料を0.0028%から0.0015%に引き下げた。また、2010年6月には新たな取引手法として、100万豪ドル以上の大口取引向けに、5分間隔でASXの注文板（セントラル・リミット・オーダーブック、CLOB）と同じ価格で注文を受けてマッチングを行う⁷、ボリューム・マッチ（VolumeMatch）の運営を開始したほか、最良ビッド・アスクの中間価格で成行注文を成立させるセンターポイント（CentrePoint）を導入した。2011年11月には、高速取引用の取引プラットフォームであるピュアマッチ（PureMatch）の運営も開始した。

他方、2011年10月31日から取引を開始した Chi-X オーストラリアは、取引開始当初は8銘柄のみの仮運用であったが、同年11月にはS&P/ASX200の構成銘柄とASX上場のETFに取扱い銘柄を拡大し、その後も順次増やしている。売買代金も徐々に拡大しており、2012年6月8日の週における日次の平均売買代金は1億豪ドルとなっている（ASXの2011年下半期の日次の平均売買代金は54億豪ドル）。

2) 取引参加者

現段階ではまだ最良執行義務の移行期間中ではあるが、ASXの2009会計年度の売買代金上位2社⁸であるUBSとマッコリーの最良執行政策を見てみると、UBS⁹はASXとChi-Xオーストラリアの双方、さらには自社のクロッシング・システムを含めて最良執行を行う方針である。他方、マッコリー¹⁰は2012年10月末まではASXを通じた最良執行を行いつつ、その後の判断をするために他の取引サービスが最良執行を実現できるかをモニタリングしていくとしている。

豪州の最良執行義務から得られる示唆

主要国では既に最良執行義務が導入されており、それらを大きく分けると、証券会社に最良執行方針を策定することを求める原則規定型と、最良気配を提示する市場に注文を回送することを求めるトレード・スルー型の2種類がある（図表1）。

⁷ マッチング開始前のCLOBの価格を使って、3分間売買注文を受け付けてマッチングを行い、その後に2分間の待ち時間を設けるというサイクルを繰り返す。マッチングは匿名でかつ時間優先で行われる。

⁸ ASIC, “CONSULTATION PAPER 145 Australian equity market structure: Proposals”, November 2010

⁹ UBS セキュリティーズ・オーストラリア

¹⁰ マッコリー・エクイティーズ・リミテッド

図表 1 主要国の最良執行義務の比較

証券会社に対する原則規定型		執行市場に対するトレード・スルー規定型		
日本	EU	オーストラリア	米国	カナダ
<ul style="list-style-type: none"> 執行市場に対するトレード・スルー(注1)規制は存在せず。証券会社が各自に最良執行方針を策定し実行 具体的にどのような要件を考慮して最良執行すべきか法令上言及がない 	<ul style="list-style-type: none"> 執行市場に対するトレード・スルー規制は存在せず。証券会社が各自に最良執行方針を策定し実行 ただし、最良執行の遂行にあたり、価格・コスト・スピード・約定可能性等を考慮すべきこと、執行市場としてMTFをはじめ取引所外市場が含まれることが、法令で明文化 	<ul style="list-style-type: none"> リテール顧客に対しては、価格のみをベースに最も有利な約定が可能な市場を選択することを義務付け ホールセール顧客に対しては、価格以外に、スピード、約定可能性等も考慮した上で市場を選択することを義務付け 	<ul style="list-style-type: none"> 執行市場に対するトレード・スルー規制により、原則として最も有利な気配値を提示する市場で執行(最良気配のみが保護対象) 	<ul style="list-style-type: none"> 執行市場に対するトレード・スルー規制により、原則として最も有利な気配値を提示する市場で執行(気配の厚さ(注2)が保護対象)

- (注) 1. トレード・スルーとは、ある銘柄の取引が複数の市場で可能な場合に、最良気配を提示する市場以外で売買を成立させる行為のこと。
 2. 気配の厚さとは、最良気配も含めた複数の気配とそれにかかる注文量のこと。

(出所) Chi-X Japan 資料より、野村資本市場研究所作成

長年にわたって市場の分裂が問題となってきた米国では、市場価格を重視するトレード・スルー型の最良執行義務が導入されている。他方、日本やEUの最良執行義務は、むしろ証券会社に柔軟な最良執行方針を策定することを求める原則規定型である。

豪州の最良執行義務は、取引参加者に最良執行方針の策定を義務付けていることから原則規定型に該当する。もっとも、顧客をリテールとホールセールに分け、かつ価格等の具体的な考慮内容を指定しているという意味ではより厳格な原則規定型であり、日本・EUと米国の間位置しているだろう。

他方、最良執行義務が導入された当時の株式市場を見ると、欧米では導入前より取引所間競争が始まっていたのに対して、豪州はASXが事実上市場を独占している中で導入しようとしている。つまり、豪州政府は、欧米の取引所間競争を見極めた上で、日本・EUと米国の間位置する内容の最良執行義務をあえて自国でも取引所間競争を促すために導入したといえるだろう。

直近では、2010年10月にシンガポール取引所がASXの買収を提案し、翌年4月に豪州政府が国益にならないとして買収を認めないと発表する一幕があるなど、豪州は国際的な取引所間競争にも直面している。最良執行義務を含む取引所間の競争政策の下、取引コストの低減や新たな執行サービスの提供をもたらした豪州の取引所間競争は、投資家の利便性向上と国際競争力の強化という両面で評価できるだろう。