

欧米に見る取引報告制度の変化 ～ 取引所外取引のレポーティングを中心に～

欧米では、MiFIDやReg NMS¹といった新規制の導入により、証券業界に様々な変化が起きている。証券取引所の買収・合併、私設取引所の設立、市場データの統合強化などに向けて、新たなビジネス・チャンスを見出そうとしている市場参加者もいる。MiFIDやReg NMSでは、取引の透明性向上に向けた仕組み作りが要請されていることが特徴的だ。本稿では、取引報告、中でも店頭取引やプリンシパル取引²のような取引所外取引のレポーティングに焦点をあてて、欧米の動きを概観する。

欧州における取引所外取引の現状

調査会社のセレントによると、2006年に欧州全体で発生した取引件数³はおよそ9億900万件であり、そのうち、株式の取引所取引は54%、取引所外取引は11%を占めると言う。MiFIDが各国に導入されるようになると、取引所取引と同様に、速やかにその取引内容を市場参加者に開示する必要が出てくるため、証券会社等の取引執行者には報告義務が課されることになる。その要件としては、「限りなくリアルタイムに近いタイミングで」と言われており、当該ルールの適用が市場に与えるインパクトは大きい。

欧州の中には、既に取引所集中義務が撤廃されている国もあれば、イタリアやスペインのように、「株式取引は取引所で行うべき」という取引所集中の考え方が根強く残り、取引所外取引は限定的にしか認められていない国もある。MiFIDのもとでは、このような取引所集中義務は撤廃されるため、今後は欧州の取引所外で行われる取引の量は増加するだろうと言われている。ただし、イタリアやスペインのような国の取引所外取引は、MiFID導入とともに一気に活発化するようなものではなく、その取引量は徐々に増えていくのが自然と思われる。ドイツのように、既に取引所集中義務はなく、取引所外取引が頻繁に行われており、かつ、市場への報告義務が課されていないような国が、MiFID導入によって欧州の取引所外取引のボリュームを大きく引き上げることとなると言われている。(図表1参照)。

このような動きの中、欧州では『プロジェクト BOAT』という取引所外取引のレポーティング・サービスを提供するプラットフォームが創設された。プロジェクト BOAT は大手金融機関のコンソーシアムであり、参加者は ABN アムロ、シティグループ、クレディスイス、ドイチェ・バンク、ゴールドマン・サックス、HSBC、メリルリンチ、モルガンスタンレー、UBS の9社⁴。プロジェクト BOAT 創設の目的は、低コストでの取引報告の実現にあるが、各金融機関から集められた市場データは、ブルームバーグやロイター等のデータ・ベンダーに販売されることになっており、データ販売による収益も見

¹ 詳細については、当該マンスリー・レポート 2005年4月号(EU投資サービス指令の改正(MiFID/ISD2))、および、2005年5・6月号(米国の新規制「レギュレーション NMS」)を参照のこと。

² 証券会社が投資家の相手方となって売買を成立させる取引。






³ 対象は、株式、債券、デリバティブであり、為替取引などは考慮されていない。

⁴ プラットフォームの運営は、イギリスを中心に活動しているデータ・ベンダーの Markit 社が行う。

込んでいる。従来は取引所が独占していた市場データの販売ビジネスに、MiFID を契機として、金融機関が乗り出してきていると言える。以前より、取引所が販売している市場データの権利は、そのオリジネーターである金融機関に属すべきもの、という考え方を強く支持する市場参加者も多く、このような流れは必然的なものとも見ることができよう。

プロジェクト BOAT が提供しようとしている同様のレポート・サービスを、現在、独占的にやっているサービサーとしては、イギリスのロンドン証券取引所や北欧地域の取引所である OMX 等が挙げられる。ロンドン証券取引所は、早々と自身のレポート・サービスの値下げを発表しているが、プロジェクト BOAT も大手金融機関を着々と取り込み始めており⁵、今後、この分野のサービスの主導権は誰が握るのか、市場参加者は興味深く見ている状況である。

(図表 1) 欧州主要国における取引所外取引の現状

 イギリス		 ドイツ	
株取引の取引所集中	なし	株取引の取引所集中	なし
取引所外取引	活発	取引所外取引	活発
報告義務	あり	報告義務	なし
 フランス		 イタリア	
株取引の取引所集中	あり	株取引の取引所集中	あり
取引所外取引	限定的	取引所外取引	限定的
報告義務	あり	報告義務	あり
 スペイン			
株取引の取引所集中	あり		
取引所外取引	限定的		
報告義務	あり		

出所) セレント社の資料より、野村総合研究所にて作成

米国における取引所外取引レポート

米国における取引所外取引の報告は、証券取引所を經由して NASD (全米証券業協会) に情報を集中させる方法をとっている。「約定後 90 秒以内に報告」という時間的要件が遵守される限り、どの取引所を經由して取引所外取引のレポートを行うかは、取引当事者である証券会社等の選択に委ねられる。

ただし、このような仕組みが市場に導入されたのはつい最近の事である。以前であれば、例えば、NASDAQ 上場銘柄の取引所外取引が行われると、NASDAQ が提供する ACT (Automated Confirmation Transaction) というシステムを通じて NASD への報告を行うこととなっており、NASDAQ 以外の取引所を經由させるという選択肢は、事実上、取引報告者には用意されていなかった。だが、NASDAQ の NASD からの独立⁶をきっかけに、米国の取引所外取引報告の仕組みは見直されることとなった。その結果、NASDAQ は既存の ACT を基盤とした NASD/NASDAQ TRF (Trade Reporting Facility) という、NASD へのレポート・サービスを新たに稼働させることとし、

⁵ FT紙によると、パークレイズキャピタル、BNP パリバ、ドレスナー・クラインオート、JP モルガン、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランドの 5 社は、MiFID 遵守に向けて、プロジェクト BOAT を利用することで合意している(2007年6月8日付け)。

⁶ 2000年のNASDの組織変更を受けて、NASDAQはNASDから独立することとなった。2006年にはNASDAQはSECから正式に米国証券取引所として承認されている。

他の取引所も NASD の TRF として名乗りを上げた。以前は NASDAQ が独占的に行ってきたレポーティング・サービスに、他の証券取引所も参入することとなっている(図表2参照)。

(図表2)NASD TRF を運営する証券取引所

TRF 稼動日	証券取引所	対象銘柄
2006年8月1日	ナスダック(NASDAQ)	NASDAQ
2006年11月27日	ナショナル証券取引所(NSX)	NASDAQ
2007年2月20日	ナショナル証券取引所(NSX)	取引所上場
2007年3月5日	ナスダック(NASDAQ)	取引所上場
2007年3月20日	ボストン証券取引所(BSX)	NASDAQ / 取引所上場
2007年4月18日	ニューヨーク証券取引所(NYSE)	NASDAQ / 取引所上場

(出所)NASD の資料より、野村総合研究所にて作成

このように多くの取引所がレポーティング・ビジネスを行う理由は、市場データから得られる収益のため、と言われている。米国では、証券取引所の市場データ販売は、SIP (Securities Information Processor)と呼ばれる業者を介して行われている⁷。NASD に集められるデータも、データ統合されて SIP が販売する。その販売で得られた収入は、統合データの作成に貢献した割合に応じて取引所に戻される仕組みになっており、より多くのレポーティングを行う取引所には、より多くの市場データ料が支払われることとなる⁸。そこで TRF では、利用促進のためのインセンティブを含んだ施策を講じているようだ。レポーティング・サービス利用料の無料化や、レポーティングにより得たデータ収入を一定の割合で TRF 利用者(取引報告者)に払い戻す料金体系などが提示されている。

Reg NMS の施行によって、ECN(電子証券取引ネットワーク)等の電子市場は今まで以上の勢力を持つことが想定されており、そこで行われた取引は取引所外取引として、NASD TRF に報告されることとなる。取引所外取引のレポーティングで得られる市場データ料は、証券取引所にとっては欠かすことのできない重要な収入源であり、TRF は取引所のビジネス戦略上、付属サービス以上の意味を持つだろう。

本邦への示唆

本邦の株取引の取引所集中義務は、金融ビッグバン⁹の中で撤廃されている。取引所外で行われた取引については、PTS(私設取引システム)で行われた取引も含み、現在、日本証券業協会へ取引内容を報告する義務がある。本邦における市場の電子化は、現段階では海外に比べ限定的な位置づけとなっているが、今後は PTS の設立などによる取引所外取引の増加も予想される。今後の本邦のレポーティング・システムを考える上で、先行する欧米の動きは参考となる。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、(株)野村総合研究所金融 IT イノベーション研究部が作成したものである。

⁷ 現在、SIP として登録されている業者は、NASDAQ と SIAC(NYSE と AMEX のシステム会社)。

⁸ この市場データ料の分配方法も、Reg NMS の中で、算定式等の変更によって見直されている。

⁹ 1996 年から 2001 年度にかけて行われた大規模な日本の金融制度改革。