

東証における「呼値の単位の段階的な適正化」の影響と対応策について

目 次

- I. はじめに
- II. 呼値の単位の段階的な適正化について
- III. 投資家への主な影響
- IV. 呼値の単位の適正化の影響
- V. 終わりに

受託財産企画部 システム企画グループ 調査役 葉梨 岳人
野崎 祐希

I. はじめに

東京証券取引所は、幅広い層の投資家の利便性向上を図る観点で、呼値の単位の適正化を段階的に進めている。投資家にとって、売買委託手数料や税金などの直接コストとあわせて、スプレッドコストなどの間接コストの抑制も大きなテーマである。スプレッドコストとは、売り手と買い手の注文値段に差があり、売買を成立させるために売買相手の提示価格まで歩み寄る際に生じる損失のことである。東京証券取引所には、スプレッドコストを引き下げ、適切な約定価格で取引を行いたいという投資家のニーズに応える狙いがある。

一方、本件が投資家へ与える影響は、東京証券取引所が主目的としている「スプレッドコスト引き下げ」の他に、副作用として急激な「約定回数の増大」などが問題点としてあげられる。「約定回数の増大」は取引執行業務においてシステム処理負担の増大を招く。システム処理に時間がかかるほど業務の効率性は落ち、想定を上回った場合はシステムの処理能力の限界を超え、日々の取引執行業務に支障をきたす可能性がある。

本稿では、これまでに実施された呼値の単位の適正化が投資家に与えた影響を検証し、懸念される問題点について考え得る対応策を検討する。

Ⅱ. 呼値の単位の段階的な適正化について

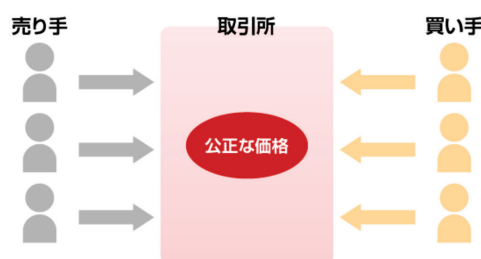
1. 目的と背景

東京証券取引所は、スプレッドコストの低下による価格改善効果の恩恵が幅広い投資家に提供されることを期待し、呼値の単位の縮小に対するニーズが一段と高まっているとして、呼値の単位縮小方針を打ち出した。一方、全ての銘柄において一律に呼値の単位を縮小することについては、流動性が充分ではない銘柄において価格発見機能¹が低下するとの指摘や、急激な見直しが市場関係者のトレード手法やシステム等に大きな影響を与えるとの指摘がなされている。このため、東京証券取引所は、銘柄の流動性や株価水準に応じて段階的に呼値の単位の適正化を図ることとした。

(これまでの経緯)

平成 25 年 5 月	:	「呼値の単位の段階的な適正化」についての方針を公表。意見募集開始。
平成 25 年 12 月	:	「呼値の単位の段階的な適正化」のうち、フェーズⅠについて実施を公表。
平成 26 年 1 月 14 日	:	フェーズⅠ実施。
平成 26 年 6 月	:	「呼値の単位の段階的な適正化」のうち、フェーズⅡについて実施を公表。
平成 26 年 7 月 22 日	:	フェーズⅡ実施。
平成 27 年 9 月(予定)	:	フェーズⅢ実施。

¹ 株式の取引成立には、株式を買い手と株式を売りたい人がともに存在することが必要で、価格は重要な要素となる。取引所は、株式の買い注文と売り注文を集めて「競り（オークション）」で価格を決め、取引を成立させる。取引所の重要な役割の一つである、こうした価格を決める機能を「価格発見機能」という。



出所：東京証券取引所

2. 各フェーズについて

具体的には、フェーズⅠからⅢの3段階に分けて呼値の単位の見直しが行われる。約定価格の改善や、指値注文における値段の選択肢の広がりによる板²での順番待ちの緩和など、投資家の利便性向上につなげる狙いがある。

図表1：呼値の単位の変更

呼値					呼値の単位		
					その他の銘柄 (従来通り)	TOPIX100構成銘柄	
						フェーズⅠ (2014/1/14～)	フェーズⅡ (2014/7/22～)
		～	1,000円	以下	1円	1円	<u>0.1円</u>
1,000円	超	～	3,000円	〃	1円	1円	<u>0.5円</u>
3,000円	〃	～	5,000円	〃	5円	<u>1円</u>	<u>0.5円</u>
5,000円	〃	～	10,000円	〃	10円	<u>1円</u>	1円
10,000円	〃	～	30,000円	〃	10円	<u>5円</u>	5円
30,000円	〃	～	50,000円	〃	50円	<u>5円</u>	5円
50,000円	〃	～	100,000円	〃	100円	<u>10円</u>	10円
100,000円	〃	～	300,000円	〃	100円	<u>50円</u>	50円
300,000円	〃	～	500,000円	〃	500円	<u>50円</u>	50円
500,000円	〃	～	1,000,000円	〃	1,000円	<u>100円</u>	100円
1,000,000円	〃	～	3,000,000円	〃	1,000円	<u>500円</u>	500円
3,000,000円	〃	～	5,000,000円	〃	5,000円	<u>500円</u>	500円
5,000,000円	〃	～	10,000,000円	〃	10,000円	<u>1,000円</u>	1,000円
10,000,000円	〃	～	30,000,000円	〃	10,000円	<u>5,000円</u>	5,000円
30,000,000円	〃	～	50,000,000円	〃	50,000円	<u>5,000円</u>	5,000円
50,000,000円	〃	～			100,000円	<u>10,000円</u>	10,000円

出所：東京証券取引所 HP より三菱UFJ信託銀行作成

² 取引参加者からの売買注文を記録する、銘柄別の注文控えのこと。

入力された注文はコンピュータにより売り買い別、値段別に整理・記録され、「板」画面上に表示される。

売呼値 (株数)	銘柄 (値段)	買呼値 (株数)
	成行呼値	
	824円	
200	823円	
1,000	822円	
3,400	821円	
4,300	820円	
	819円	4,200
	818円	2,000
	817円	500
	816円	

出所：三菱UFJ信託銀行作成

820円に売り注文が4,300株、819円に買い注文が4,200株出ている例。

ここで成行で買い注文を入れた場合、820円で買うことができ、成行で売り注文を入れた場合、819円で売ることができる。

成行の注文とは、指値注文と違い、取引参加者が証券会社に注文を出すときに、例えば「銘柄XXを成行で、1,000株買いたい(売りたい)」というように、売買値段を指定しない注文手法。売買を早く確実に執行したいときに利用する。

(1) フェーズⅠ

実施日 : 平成 26 年 1 月 14 日

内容 : ➤ TOPIX100³構成銘柄の呼値の単位を変更。
 ➤ TOPIX100 は、市場第一部の中でも時価総額および流動性の高い大型株 100 銘柄で構成される株価指数。
 ➤ 流動性が高い銘柄、具体的には 1 株の値段が 3,000 円を超える銘柄について細かい呼値の単位を導入。

(2) フェーズⅡ

実施日 : 平成 26 年 7 月 22 日

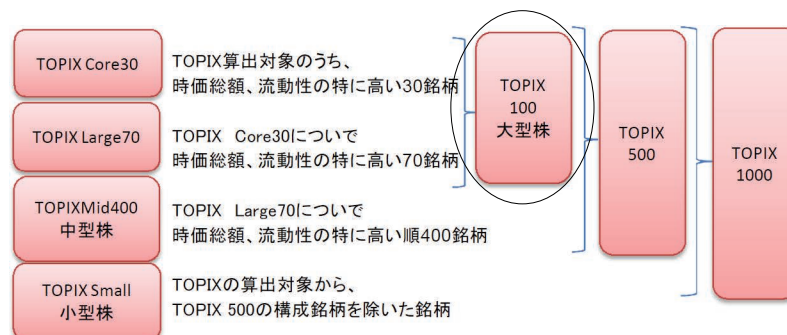
内容 : ➤ フェーズⅠに引き続き、TOPIX100 構成銘柄のうち、1 株の値段が 5,000 円以下の銘柄についても細かい呼値の単位を導入。
 ➤ 適用する呼値の単位は、1,000 円以下の値段帯で 0.1 円、1,000 円超 5,000 円以下の値段帯で 0.5 円。

(3) フェーズⅢ

実施日 : 平成 27 年 9 月(予定)

内容 : ➤ フェーズⅠ及びⅡにおける売買の状況や幅広い市場関係者の意見を反映した上で東京証券取引所が検討。
 ➤ フェーズⅠ及びⅡから対象銘柄を大幅に拡大することは予定していないとのこと。

³ TOPIX100 は、東証市場第一部に上場する内国普通株式を時価総額と流動性（売買代金）から区分した「時価総額加重型」の株価指数（＝TOPIX ニューインデックスシリーズ）のうち、時価総額、流動性の特に高い TOPIX Core30、TOPIX Large70 の計 100 銘柄で構成。毎年 8 月最終営業日を基準日として毎年 10 月に定期入替を実施。追加・除外リストが 10 月第 5 営業日に公表され、定期入替後の株価指数算出は 10 月最終営業日から開始。



出所：東京証券取引所

図表 2 : TOPIX100 構成銘柄一覧

銘柄 コード	銘柄名	株価(円) (平成26年9月末終値)	9月株価でみた場合の	
			フェーズⅠ対象	フェーズⅡ対象
1	5802 住友電気工業	101		*
2	5411 ジェイ エフ イー ホールディングス	102		*
3	8411 株式会社 みずほフィナンシャルグループ	196		*
4	9202 ANAホールディングス	255		*
5	5401 新日鐵住金	285		*
6	9532 大阪瓦斯	441		*
7	8309 三井住友トラスト・ホールディングス	457		*
8	5020 JXホールディングス	506		*
9	6502 株式会社 東芝	508		*
10	4188 株式会社 三菱ケミカルホールディングス	540		*
11	5201 旭硝子	595		*
12	8332 株式会社 横浜銀行	603		*
13	9531 東京瓦斯	617		*
14	8308 株式会社 リそなホールディングス	618		*
15	8306 株式会社 三菱UFJフィナンシャル・グループ	620		*
16	8604 野村ホールディングス	654		*
17	6702 富士通	675		*
18	7011 三菱重工業	706		*
19	3402 東レ	725		*
20	8002 丸紅	751		*
21	6501 株式会社 日立製作所	838		*
22	8601 株式会社 大和証券グループ本社	869		*
23	3407 旭化成	890		*
24	9503 関西電力	1,037		*
25	7201 日産自動車	1,069		*
26	8267 イオン	1,092		*
27	7912 大日本印刷	1,100		*
28	7752 株式会社 リコー	1,178		*
29	8053 住友商事	1,211		*
30	9502 中部電力	1,259		*
31	1928 積水ハウス	1,292		*
32	6752 パナソニック	1,305		*
33	8001 伊藤忠商事	1,340		*
34	8795 株式会社 T&Dホールディングス	1,409		*
35	2503 キリンホールディングス	1,457		*
36	6503 三菱電機	1,461		*
37	8591 オリックス	1,513		*
38	5713 住友金属鉱山	1,544		*
39	1605 国際石油開発帝石	1,550		*
40	7202 いすゞ自動車	1,550		*
41	7731 株式会社 ニコン	1,585		*
42	8750 第一生命保険	1,628		*
43	4503 アステラス製薬	1,633		*
44	4568 第一三共	1,721		*
45	8031 三井物産	1,730		*
46	6326 株式会社 クボタ	1,733		*
47	4911 株式会社 資生堂	1,810		*
48	2802 味の素	1,825		*
49	9437 株式会社 NTTドコモ	1,831		*
50	1925 大和ハウス工業	1,968		*

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(次頁へ続く)

図表 2 : TOPIX100 構成銘柄一覧 (続き)

銘柄 コード	銘柄名	株価(円) (平成26年9月末終値)	9月株価でみた場合の	
			フェーズⅠ対象	フェーズⅡ対象
51	6758 ソニー	1,991		*
52	9064 ヤマトホールディングス	2,042		*
53	8058 三菱商事	2,246		*
54	8725 MS&ADインシュアランスグループホールディングス	2,393		*
55	8802 三菱地所	2,469		*
56	8113 ユニ・チャーム	2,501		*
57	6301 株式会社 小松製作所	2,537		*
58	8630 NK SJホールディングス	2,661		*
59	1963 日揮	2,994		*
60	2502 アサヒグループホールディングス	3,173	*	*
61	8801 三井不動産	3,360	*	*
62	4901 富士フイルムホールディングス	3,370	*	*
63	8766 東京海上ホールディングス	3,403	*	*
64	2914 日本たばこ産業	3,567	*	*
65	7751 キヤノン	3,571	*	*
66	5108 株式会社 プリヂストン	3,622	*	*
67	7270 富士重工業	3,626	*	*
68	7269 スズキ	3,636	*	*
69	7741 HOYA	3,684	*	*
70	4578 大塚ホールディングス	3,780	*	*
71	7267 本田技研工業	3,800	*	*
72	8830 住友不動産	3,903	*	*
73	3382 株式会社 セブン & アイ・ホールディングス	4,254	*	*
74	4452 花王	4,277	*	*
75	4523 エーザイ	4,435	*	*
76	8316 株式会社 三井住友フィナンシャルグループ	4,471	*	*
77	4502 武田薬品工業	4,768	*	*
78	9021 西日本旅客鉄道	4,910	*	*
79	6902 株式会社 デンソー	5,055	*	
80	6971 京セラ	5,111	*	
81	6988 日東電工	6,015	*	
82	7203 トヨタ自動車	6,463	*	
83	9735 セコム	6,533	*	
84	9433 KDDI	6,593	*	
85	6367 ダイキン工業	6,798	*	
86	9432 日本電信電話	6,821	*	
87	8035 東京エレクトロン	7,158	*	
88	4063 信越化学工業	7,168	*	
89	6594 日本電産	7,420	*	
90	9984 ソフトバンク	7,689	*	
91	9020 東日本旅客鉄道	8,220	*	
92	7974 任天堂	11,930	*	
93	6981 株式会社 村田製作所	12,470	*	
94	1878 大東建託	12,955	*	
95	9022 東海旅客鉄道	14,815	*	
96	6954 ファナック	19,810	*	
97	4661 株式会社 オリエンタルランド	20,735	*	
98	6273 SMC	30,250	*	
99	9983 株式会社 ファーストリテイリング	36,705	*	
100	6861 株式会社 キーエンス	47,665	*	

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅲ. 投資家への主な影響

本章では、呼値の単位の適正化が執行市場にどのような影響をもたらすか考え、次章以降、フェーズⅠ・Ⅱにおける過去のデータを振り返り、実際の影響の有無を検証する。

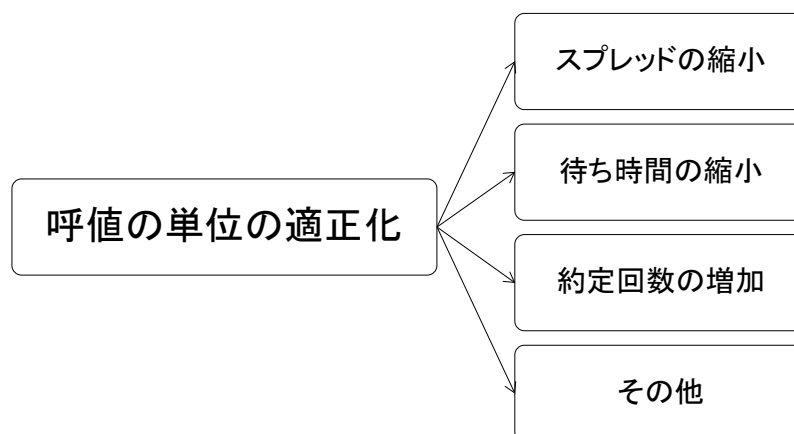
執行市場は、「価格優先の原則」と「時間優先の原則」によって売買が成立する。「価格優先の原則」とは、売呼値(売注文)については、値段の低い呼値(注文)が値段の高い呼値に優先し、買呼値(買注文)については、逆に、値段の高い呼値が値段の低い呼値に優先するという原則である。また、「時間優先の原則」とは、同じ値段の呼値については、呼値が行われた時間の先後によって、先に行われた呼値が後に行われた呼値に優先するという原則である。

「価格優先の原則」によれば、呼値の単位が縮小することで、売り手と買い手が本来意図する水準での指値設定が可能となり、売り注文と買い注文の価格差(スプレッド)縮小を通じて、約定価格は改善する。また、「時間優先の原則」によれば、呼値の単位が縮小して指値注文の選択肢が広がることで、一値段ごとの板が薄くなり、注文が板に並んでから約定されるまでの待ち時間は縮小する。

一方、きめ細かい価格形成が可能となったことで、一値段あたりの板の厚みが薄くなり、1回あたりの約定サイズ縮小と、約定回数増加が予想される。

次頁以降、東京証券取引所が主な狙いとして掲げるスプレッドの縮小をはじめ、それぞれの影響について具体的にみていく。

図表 3 : 投資家への主な影響



出所：三菱UFJ信託銀行作成

1. 「スプレッド」の縮小

呼値の単位の縮小により、理論的には「より安い価格で買う機会」や「より高い価格で売る機会」が増加し、投資家全体に恩恵をもたらすと考えられる。買い手と売り手の価格差を指す「スプレッド」が縮小すれば、呼値の刻みが粗すぎて適切な価格での取引が行えない投資家にとっては「約定価格の改善」につながり、不満が緩和されるはずである。

呼値の単位が1円から0.1円に変更される銘柄を例に、「約定価格の改善」を図表4で説明する。

一番安い売り注文が201円、一番高い買い注文が200円の状況で、買い成り行き注文500株を発注した場合、約定価格は201円となる。変更後は、例えば一番安い売り注文が200.5円、一番高い買い注文が200.4円となり、従来よりも安い価格200.5円での約定が可能となる。また、従来、買い手と売り手が指値注文を成立させるためには1円分歩み寄る必要があったが、変更後は0.1円単位で歩み寄ることが可能となり、スプレッドコストが低減する。

図表4：約定価格の改善

売り 数量	成行	買い 数量
		500 ←
4,000	205	
10,000	204	
7,000	203	
5,000	202	
8,000	201	
	200	8,000
	199	5,000
	198	3,000
	197	5,000
	196	4,000
	195	5,000

変更後

売り 数量	成行	買い 数量
		500 ←
1,000	200.9	
1,500	200.8	
2,000	200.7	
1,000	200.6	
2,000	200.5	
	200.4	2,000
	200.3	2,000
	200.2	2,500
	200.1	500
	200.0	1,000
	199.9	2,000

- ① 買い成り注文500株を発注
- ② 201円で500株が約定
- ③ 買付価格は100,500円

- ① 買い成り注文500株を発注
- ② 200.5円で500株が約定
- ③ 買付価格は100,250円

出所：東京証券取引所

2. 「待ち時間」の縮小

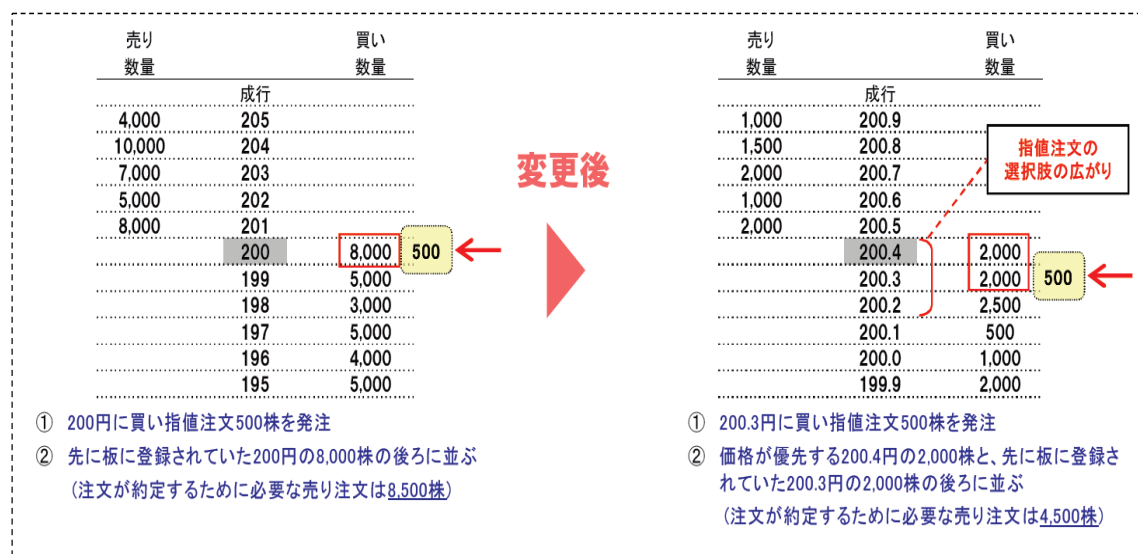
呼値の単位の縮小により、理論的には指値注文の選択肢が広がり、注文が各値段に分散し一値段あたりの板を薄くする。順番待ち株数が減少し、注文が板に並んでから約定されるまでの「待ち時間」が縮小すれば、「注文の順番待ちの行列が長すぎて取引機会を逸している」投資家の不満を緩和することになる。

呼値の単位が1円から0.1円に変更する銘柄を例に、「待ち時間の縮小」を図表5で説明する。

一番安い売り注文が201円、一番高い買い注文が200円の状況で、500株が200円で買い指値注文された場合、先に登録されていた8,000株の後ろに並び順番を待つことになる。変更後は、注文が例えば200円～200.4円に分散され板が薄くなり、後発の指値注文の順番待ちが8,000株未満で済む様子を示している。

今回、東証は、一値段あたりの板が薄くなることで流動性の低下を懸念する声にも配慮し、比較的板が厚いTOPIX100構成銘柄を呼値の単位の縮小対象とした。板が薄くなる弊害を最小限に抑えた上で、「板での順番待ち」を緩和し、執行の確実性を高める狙いがある。

図表5：板での順番待ちの緩和



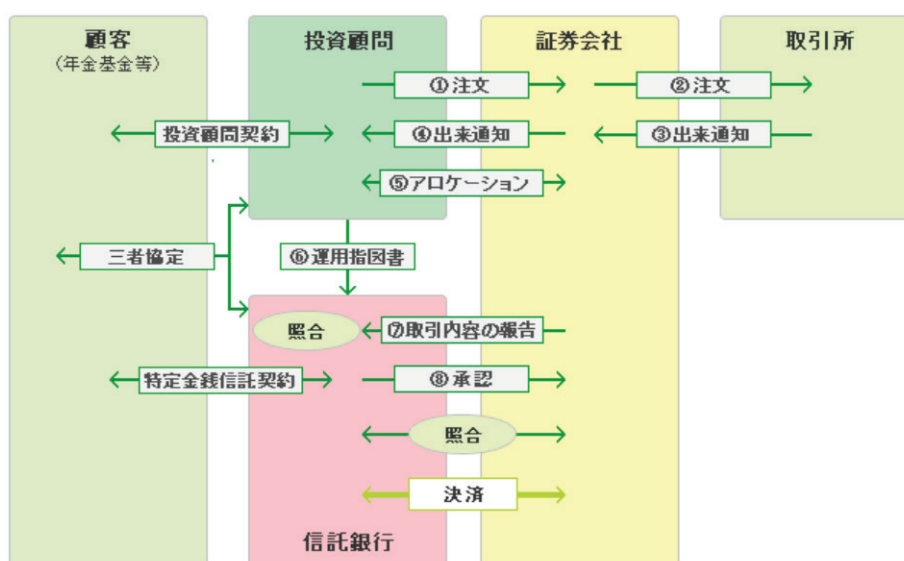
出所：東京証券取引所

3. 約定回数の増加

これまで述べたように、きめ細かい価格形成が可能となり、一値段あたりの板の厚みが薄くなったことで、1回あたりの約定サイズ縮小と、約定回数増加が予想される。

図表6において、資産運用を執り行う投資顧問(投信会社や信託銀行、生保を含むアセットマネジメント業務を行う会社も同様)は証券会社を通じて株式売買成立を目指す、呼値がきめ細かくなったことにより約定回数が増加し、「③④出来通知」の件数も増加する。

図表 6：国内株式の標準的な業務フロー（機関投資家）



出所：証券保管振替機構

「③④出来通知」の増加は投資顧問や証券会社、取引所にとってシステム処理負担増加につながる。東証は平成 22 年 1 月の株式売買システム「アローヘッド」稼働以降、呼値の単位の縮小を含む各種売買制度の見直しを行ってきたが、システム処理能力強化も必要に応じて実施している。

また、「⑥運用指図書」や「⑦取引内容の報告」が合わせて増加した場合、信託銀行でも同様にシステム処理の負担が増す。証券会社と信託銀行はファンドごとに約定及び決済の内容の確認(照合)を行い決済するが、指図件数の増加は「証券保管振替機構」(以降、保振)⁴を利用して照合・決済を行う際に保振へ支払う振替手数料増加につながる。

4 株券等有価証券の保管・受渡しを効率的かつ合理的に行うことにより有価証券の流通の円滑化を図るため、昭和59年5月に「株券等の保管及び振替に関する法律」が成立。同年12月、この制度の中核となる財団法人証券保管振替機構が設立され、法務大臣と大蔵大臣から保管振替機関としての指定を受けた後、わが国で唯一の保管振替機関として平成3年10月より事業を開始。平成14年4月保振法の一部が改正され、保管振替機関は株式会社でなければならないとされたことから、財団は、同年6月、株式会社証券保管振替機構に保管振替事業の全てを譲渡し、現在に至る。

Ⅳ. 呼値の単位の適正化の影響

本章では、フェーズⅠ・Ⅱの変更前後のデータを振り返り、呼値の単位の適正化による影響を検証する。

1. 影響の確認

(1) 「スプレッド」と「待ち時間」

フェーズⅠ・Ⅱの変更前後期間について、変更対象銘柄とその他銘柄の、スプレッドと待ち時間の変化を比較した。スプレッドには、約定した取引における売り注文と買い注文の価格差を株価で除して計数化したものを利用した。

変更対象銘柄のスプレッドはフェーズⅠで13.6bpsから4.6bpsへ、フェーズⅡで10.4bpsから4.3bpsへ低下した。また、約定に要した時間である待ち時間について、変更対象銘柄はフェーズⅠで4.2分から0.6分へ、フェーズⅡで6.5分から0.7分へ低下した。一方、変更対象外銘柄については、スプレッド、待ち時間ともに明確な変化はみられなかった。

フェーズⅠ・Ⅱを経て、変更対象銘柄のスプレッドと待ち時間は低下した。これらの約定価格は改善し、執行の確実性も増したと考えられる。

図表7：TOPIX100 銘柄におけるトレード状況の変化①

	銘柄	期間	スプレッド (bps)	待ち時間 (分)
フェーズⅠ	変更対象銘柄 (3000円超)	変更前1週間(～1/13)	13.6	4.2
		変更後1週間(1/14～)	4.6	0.6
	変更対象外銘柄 (3000円以下)	変更前1週間(～1/13)	15.0	5.1
		変更後1週間(1/14～)	13.7	5.5
フェーズⅡ	変更対象銘柄 (5000円以下)	変更前1ヵ月(～7/21)	10.4	6.5
		変更後1ヵ月(7/22～)	4.3	0.7
	変更対象外銘柄 (5000円超)	変更前1ヵ月(～7/21)	3.9	0.4
		変更後1ヵ月(7/22～)	3.9	0.5

出所：Bank of America メリルリンチ証券提供データより抜粋

(2) 「約定回数」の増加

同様に、フェーズⅠ・Ⅱの変更前後期間について、変更対象銘柄とその他銘柄の、約定回数と、約定サイズの変化を比較した。約定回数には期間中の約定回数を、約定サイズには一回の約定における平均株数を利用した。

変更対象銘柄の約定回数はフェーズⅠで3,814回から7,754回へ、フェーズⅡで3,253回から5,043回へ増加した。また、約定サイズはフェーズⅠで1,255から571へ、フェーズⅡで4,446から2,409へ低下した。一方、変更対象外銘柄については、約定回数、約定サイズともに明確な変化はみられなかった。

フェーズⅠ・Ⅱを経て、変更対象銘柄の約定回数は増加し、約定サイズは低下した。きめ細かい価格形成が可能となり、一値段あたりの板の厚みは薄くなったものの、売り注文と買い注文の出会い頻度が増したことが分かる。

図表 8 : TOPIX100 銘柄における約定回数の変化②

	銘柄	期間	約定回数	約定サイズ (株数)
フェーズⅠ	変更対象銘柄 (3000円超)	変更前1週間 (～1/13)	3,814	1,255
		変更後1週間 (1/14～)	7,754	571
	変更対象外銘柄 (3000円以下)	変更前1週間 (～1/13)	4,938	8540
		変更後1週間 (1/14～)	4,005	6775
フェーズⅡ	変更対象銘柄 (5000円以下)	変更前1ヵ月 (～7/21)	3,253	4,446
		変更後1ヵ月 (7/22～)	5,043	2,409
	変更対象外銘柄 (5000円超)	変更前1ヵ月 (～7/21)	7,220	443
		変更後1ヵ月 (7/22～)	6,575	418

出所：Bank of America メリルリンチ証券提供データより抜粋

約定回数について同様の調査を、当社データを対象に行った(図表9)。

変更対象銘柄の約定回数はフェーズⅠで18,269回から36,086回へ増加、フェーズⅡで73,054回から64,825回へ減少した。季節的な要因など、呼値の単位の適正化以外の影響もあり、フェーズⅠで増加しフェーズⅡで減少する結果となった。ただし、変更対象銘柄の約定回数の変化率をみると、変更対象外銘柄と比べて増加幅は大きく、減少幅は小さいことから、取引執行市場に与えた影響(図表8)と傾向が同じであることが分かった。

図表 9 : T0PIX100 銘柄における約定回数の変化 (当社)

	銘柄	期間	約定回数	変化率 (約定回数 前後比)
フェーズ I	変更対象銘柄 (3000円超)	変更前1ヵ月 (～1/13)	18,269	－
		変更後1ヵ月 (1/14～)	36,086	1.98倍
	変更対象外銘柄 (3000円以下)	変更前1ヵ月 (～1/13)	166,280	－
		変更後1ヵ月 (1/14～)	268,295	1.61倍
フェーズ II	変更対象銘柄 (5000円以下)	変更前1ヵ月 (～7/21)	73,054	－
		変更後1ヵ月 (7/22～)	64,825	0.89倍
	変更対象外銘柄 (5000円超)	変更前1ヵ月 (～7/21)	222,570	－
		変更後1ヵ月 (7/22～)	180,308	0.81倍

出所：三菱 UFJ 信託銀行

2. 呼値単位変更をめぐる今後の動向

東京証券取引所は、フェーズⅡに続き、平成 27 年 9 月に実施予定のフェーズⅢにおいて、対象銘柄および呼値単位の包括的な見直しを予定している。フェーズⅢにおける対象銘柄等については、フェーズⅠ・Ⅱにおける影響を踏まえて決定される。

呼値単位が細かすぎると、一般投資家はHFT⁵などに対抗できずトレーディングの機会を逸することが懸念されるが、海外市場の多くは最小呼値単位が最低通貨単位未満となっており、国内PTS市場⁶は既に呼値の単位が小数点以下となっている。

東京証券取引所は、フェーズⅢにおいて呼値の単位の縮小範囲を大幅に拡大することはないとしているが、対象銘柄拡大によって約定回数が一層増加する可能性は残る。

これまでに執行市場でみられた約定回数の増加は、「③④出来通知(図表 6)」以降の業務に支障をきたすような想定を超えるものではなかったが、引き続き対応策の検討が必要となる。約定件数増加への対応策として、「システム強化(処理速度向上)」、および「受渡指図件数の低減」が考えられるが、次項では、従来からある「平均単価取引」による「運用指図件数の低減」(図表 6 の⑥⑦)効果に着目し、内容を説明する。

⁵ High Frequency Trading の略で、「高頻度取引」のこと。予め定められたアルゴリズム(コンピュータが株価の上下変動や売買株数などを分析し、自動的に発注を行う取引形態)に従い高速かつ高頻度で自動売買を繰り返す取引手法。東京証券取引所によれば、立会時間内に成立する売買のうち、概ね 60%前後を HFT 取引が占めている。

⁶ Proprietary Trading System (＝私設取引システム) の略で、証券会社が当局の認可を得て個別に開設した電子取引市場のこと。国内では、一時 5 社程度が運営していたが、その後淘汰が進み、現在は 2 社(SBI ジャパンネクスト証券、チャイェックス・ジャパン)となっている。利用するメリットは、①取引所よりも細かい呼び値(0.1 円～100 円刻み)で約定が可能なこと、②緊急時に取引所の代替機能として利用可能なこと、など。

3. 平均単価取引

(1) 平均単価取引とは

平均単価取引とは、約定日・受渡日が同一の取引につき、銘柄毎・売買別に、単価の異なる複数の約定を合算し、平均単価を単価として取引報告及び決済を行う取引をいう。

2003年7月の改正「証券会社に関する内閣府令」が公布・施行されて以降、欧米と同様に、値分かれした約定を平均単価で一本化して運用指図することが大手金融機関を中心に一般的になりつつある。現在は、金融庁指針「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の中で、「業務の適切性(投資運用業)」として平均単価取引を行う場合の態勢面でのルールが定められている。

(2) 平均単価取引導入による影響

「平均単価取引」は、旧来の「ティック(値分かれ)取引」と比較して、約定件数が約10分の1に低減するとの証券会社試算もある。一旦、出された注文(図表6の②)は、売り注文と買い注文が会った時点で、順次、出来通知(図表6の③)される。平均単価を採用することで、順次、返ってきた複数の出来通知を一本値(平均単価)として運用指図(図表6の⑥)することになる。

図表 10：平均単価取引による約定イメージ

注文日	注文時刻	買/売	銘柄コード	銘柄名	ファンドNO	注文株数	(従来)		(平均単価採用後)	
							約定株数	約定単価	約定株数	約定単価
2014/9/**	9:30	買	12345	XXXX	ZZZZ	20,000 ⇒	8,000	534	20,000	536.1
							1,000	535		
							1,000	536		
							4,000	537		
							4,000	538		
							1,000	539		
							1,000	540		

出所：三菱UFJ信託銀行

V. 終わりに

呼値の単位の変更は、東京証券取引所の狙いどおり、約定価格の改善などで一定の成果を上げたと考えられる。一方で、約定回数は増加した。

現在は取引執行業務全般においてシステム化が進み、投資顧問・証券会社・取引所・信託銀行では人手を介さない電子的なデータフローがネットワークを通じて構築されている。データ量が想定を超えネットワークの何処かに綻びが生じれば、影響は広範囲に及ぶ。

今回のように取引所という金融市場の中心での制度変更は、事前にアナウンスされ、関係者間で十分に影響を検討することができるが、資産運用会社はシステムに影響を与え得る事象に注意を払い対策を講じる必要があると考えられる。

システムを強化することは重要な選択肢の一つであるが、従来からある平均単価取引(制度)も結果として運用指図件数の増加を抑制し、システム処理負担の増大の一部を緩和する効果があるといえる。

引き続き、フェーズⅢに向けて、資産運用会社は確実かつ効率的な取引執行と、インフラ整備を行う必要があると考える。

(平成 26 年 10 月 14 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

東京証券取引所(<http://www.tse.or.jp/>)/各種ニュースリリース

金融庁(<http://www.fsa.go.jp/index.html>)/法令・指針

証券保管振替機構(<https://www.jasdec.com/>)/決済照合システム

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）