

たかが価格されど価格

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

証券投資で価格が重要な要素であることはいうまでもない。「少しでも安く買いたい」「少しでも高く売りたい」という投資家の行動が市場の価格発見機能のもとになっている。上場株式の取引所集中義務は1998年12月に撤廃されたが、一物一価の原則まで捨てたわけではないだろう。しかし、どこまでベストプライスを追求するかとなると、そこにはいろいろな思惑が渦巻き、理念が二の次になっている面がある。

〈一般社会は一物多価〉

一般の商品やサービスの売買は一物一価ではない。ホテルのレストランで提供されるウーロン茶と、売店で売っているウーロン茶とは中身は恐らく同じだが、値段は大きく異なる。大手化粧品会社に同じ成分と製法で作っ

ている化粧品を別々のブランドと価格帯で売ることがあるか聞いてみたところ、「旧薬事法上の表記は同じ化粧品でも、使用感は異なる。全く同じ成分でも旅行用に小分けしたものは一般に割高」とのことだった。

家電量販店で薄型テレビを買う場合も、最近は競争が激しいため、ライバル店の価格を顧客が示せば、それに負けない価格を提示するのが通例とはいえ、一般に店ごとに価格は少しずつ異なる。本当に二束三文のものに、とんでもない値段を付けるのは商道徳上も許

(図表 1) 同一のマザーファンドで運用する三菱UFJ国際投信の投資信託

ファンド名	eMAXIS Slim 新興国株式イ ンデックス	eMAXIS 新興 国株式インデ ックス	三 菱 UFJ DC 新興国株式イ ンデックスフ ァンド	つみたて新興 国株式	新興国株式 インデックス オープン	eMAXIS 日経 アジア300イン ベスタブル・ インデックス	日経 アジ ア300インベ スタブル・イン デックス
購入時手数料	0	0	0	0	3.3	0	3.3
実質信託報酬 (税込み)	0.187	0.66	0.374	0.374	1.1	0.33	0.33
信託財産留保額	なし	0.3	なし	なし	0.3	0.3	0.3
委託 (税抜き)	0.075	0.27	0.1575	0.16	0.46	0.14	0.14
販売 (税抜き)	0.075	0.27	0.1575	0.16	0.46	0.14	0.14
受託 (税抜き)	0.02	0.06	0.025	0.02	0.08	0.02	0.02
マザーファンド	新興国株式インデックスマザーファンド					日経アジア300インベスタブル・マザーファンド	

(出所) それぞれの投資信託の交付目論見書

されないだろうが、同じ商品を少しでも高く売るためにさまざまな工夫をするのは、営利を追求するビジネスの常道でもある。

しかし、証券取引では一物一価の原則が重視される。もちろんトヨタ自動車株が昨日も今日も明日も1万円で取引されなければいけないという意味ではなく、時間が異なったり、売買数量が異なったりすれば、取引価格は変動する。同一時刻に同一数量の証券に2つの価格はないという意味で、一物一価といわれているのだ。

これが重要な理由は2つあるように思う。一つは市場経済では企業も投資家も何らかの行動を起こすときの判断の基準が、売り手と買い手との綱引きで形成された価格だからだ。「割安だから買おう」「割高だから売ろう」という判断だけではない。企業経営がうまくいっているかどうか、株価の高低を通じて判断し、もし想定外に安ければ、企業経営者は何とかしようと思わなければならない。

だから多くの市場参加者は日銀が上場投資信託 (ETF) を通じて株式を買い上げるのを嫌った。株価下落時に日銀が買わなければ別の投資家を買っていただろうから、株価に本当に影響があったのかどうかは不明だが、とにかく市場参加者が株価の正しさに確信を持ってなくなった。市場経済では株価が裁判官だ。それがいい加減では本当の意味での市場経済は成り立たない。

もう一つ重要な理由は、個人投資家保護だ。株式や投資信託など多くの金融商品は証券会社や銀行が販売するが、一般に売り手の金融機関は大量に商品情報を持っていて、買い手の顧客はあまり情報を持っていない。「情報の非対称性」があるなかでの取引は売り手の都合が優先しやすい。だから金融庁は金融機関に顧客本位の業務運営の義務 (フィデュ

(図表 2) 同一のマザーファンドで運用するニッセイアセットマネジメントの投資信託

ファンド名	ニッセイ日経225インデックスファンド	〈購入・換金手数料なし〉日経平均インデックスファンド	DCニッセイ日経225インデックスファンドB	DCニッセイ日経225インデックスファンドA	〈購入・換金手数料なし〉ニッセイTOPIXオープン	ニッセイTOPIXオープン	DCニッセイ国内株式インデックス
購入時手数料	0	0	0	0	0	0	0
実質信託報酬(税込み)	0.275	0.154	0.209	0.1859	0.154	0.55	0.154
信託財産留保額	なし	なし	なし	なし	なし	0.3	なし
委託(税抜き)	0.11	0.06	0.085	0.074	0.06	0.215	0.06
販売(税抜き)	0.11	0.06	0.085	0.075	0.06	0.215	0.06
受託(税抜き)	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.07	0.02
マザーファンド	ニッセイ日経225インデックスマザーファンド				ニッセイ国内株式インデックスマザーファンド		

(出所) それぞれの投資信託の交付目論見書

ーシャーリー・デューティー)を課し、もし同等の商品があれば、顧客の立場に立って、顧客の利益が最大になるように売ることを求めている。

一般の商品やサービスならば、ウーロン茶の価格がレストランと売店とで大差があっても、おかしいと思う顧客はまずいない。携帯用に小分けした化粧品が割高でも当然だと受け止めるだろう。しかし、ただでさえわかりにくい金融商品が、中身が同じなのに別々の価格で売られていたら、高く買った顧客は「だまされた」と思うのではないか。

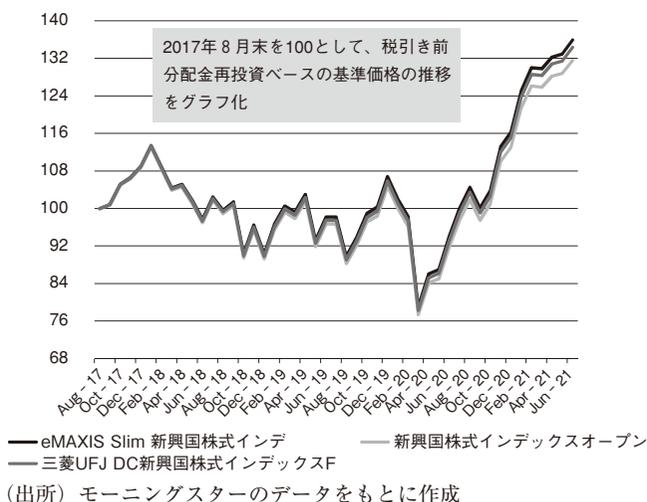
〈同じ運用で異なる手数料〉

というわけで証券取引では一物一価が重要な概念のはずなのだが、現実にはさまざまなことが起きる。図表1と図表2は同一のマザーファンドで運用し、別々の商品名で販売している投資信託の一例だ。三菱UFJ国際投信は商品名が異なる5本の投信を「新興国株式インデックスマザーファンド」で、2本の投信を「日経アジア300インベストابل・マザーファンド」で運用している。

ニッセイアセットマネジメントは4本の日経平均型インデックス投信を「ニッセイ日経225インデックスマザーファンド」で、3本の東証株価指数(TOPIX)型インデックス投信を「ニッセイ国内株式インデックスマザーファンド」で運用している。

実質的に同じ投信だから、運用管理費用(実質信託報酬)を差し引く前の運用成績には変わりが無い。しかし、運用管理費用を控除後のリターンには微妙な差ができる。図表3のグラフは三菱UFJ国際投信の5本の新興国株インデックス投信のうち、運用成績が最もよかった1本と最も悪かった1本と中間的な1本の3本の税引き前分配金再投資ベースの基準価格の推移を、スタート日の価格を同じにそろえたうえで示している。時がたつにつ

(図表3) 同じマザーファンドでの運用だが、リターンに差



れて価格差が徐々に広がっている。

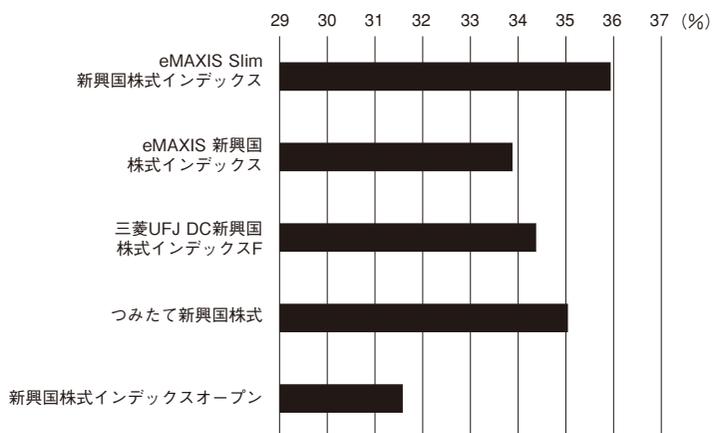
それもそのはず、最も運用成績が優れている「eMAXIS Slim 新興国株式インデックス」は運用管理費用が年間で0.187%（税込み）と低い一方、最も運用成績が悪い「新興国株式インデックスオープン」は年間で1.1%（同）も徴収するからだ。グラフには示していないが、「新興国株式インデックスオープン」は購入時手数料（販売手数料）も3.3%（同）支払う必要があるため、投資家の手取りはもっと少ないことになる。

それぞれの投信の設定からの年月が異なるため、設定来リターンは当然、異なるが、5本の投信が出そろった2017年8月末にそれぞれ100万円ずつ購入したとすると、2021年6月末の評価額（税引き前分配金再投資ベース、購入時手数料は考慮していない）は最も優れる投信が135万9,392円、最も悪い投信で131万5,822円になった。4万円以上の差が発生している（図表4）。

〈販売費用を上乗せできるか〉

三菱UFJ国際投信は同じ運用の投信なのに、運用管理費用が一物多価になる理由について、「オンライン専用商品と販売会社で売る商品とでは、当社としても手間のかかり方が違う。さらに個々の投信を最初に設定したときの事業環境などによっても報酬率には差が出てくる。すべての商品の報酬率が合理的に説明できるとはいえないが、差がある事情は理解してほしい」と話している。

(図表4) ファンドごとのリターンの差



(注) 2017年8月末に投資をした場合の2021年6月末現在のリターン(税引き前分配金再投資ベース)
(出所) モーニングスターのデータをもとに作成

百歩譲ってそれぞれの投信の販売ルートが異なるのなら、運用管理費用に差をつけたくなる事情は理解できないこともない。運用管理費用は運用会社の取り分と販売会社（銀行や証券会社）の取り分と受託会社（主に信託銀行）の取り分とに分かれるが、販売会社は商品の販売にあたって掛けるコストが違うから、取り分に差があっても仕方がない面がある。

対面営業とオンラインとでは、店舗を構えるコストなども違うだろうし、営業担当者が顧客の要望を聞いて的確な商品を選び出す場合と、投資家が勝手に商品棚から選んでくる場合とでは、人件費なども異なるだろう。運用会社もただ運用しているだけではない。対面営業で売る商品に関しては、銀行や証券会社が積極的に取り扱ってもらうように、さまざまな働きかけをするコストがかかる。

とはいえ、販売促進費用を顧客から受け取ることは違和感もある。例えば家電製品ならば、街の電気店は価格競争から手を引いた感があるが、オンラインショップと家電量販店とでは激しく価格競争をしている。メーカーは家電量販店に販売員を送り込むなどかなりコストをかけて販売しているが、その人件費を価格に上乗せしたら、たぶんあまり売れないだろう。

販売ルートが異なれば、運用管理費用に差があってもいいという理屈は、情報に非対称性があるから、ブランドや商品名を変えれば、個人の顧客は気がつくまいという手前勝手な理屈に安住しているのではないか。金融庁は少なくとも「同じ運用の投信に異なる商品

名を付けてはならない」という規則を設けるべきだ。そのうえで異なる運用管理費用を顧客が受け入れるかどうかを確認すべきだろう。

〈フィデューシャリー・デューティー〉

もう一つの問題は、オンライン証券は同じ運用で異なる商品名の投信を複数取り扱っているケースが多いことだ。基本的に待ちの営業とはいえ、画面上で「いま初心者が一番人気の商品はこれ」などという具合に販売促進を狙ったPRをすることがある。この場合、同じ運用ならば最も運用管理費用が低い投信を販売推奨しないと、フィデューシャリー・デューティーに反することになるだろう。

さらに顧客が割高な投信を購入しようとパソコンやスマートフォンの画面の操作を始めた場合、それが最も運用管理費用の低い商品でなかった場合には、オンライン証券は「同じ運用ならばもっとコストが低い商品があります」と注意喚起しないと、フィデューシャリー・デューティー違反に問われるのではないかな。

金融庁は投信の一物多価の是正に強い関心を持っており、5月12日に公表した「重要情報シートを作成・活用する際の手引きについて」で、特定の商品を買おうとする顧客に対して類似の割安商品があるかどうかの情報を提供することをベストプラクティス（最善慣行）として求めている。

投信の一物一価への圧力が高まってくれば、運用会社の側は同一運用をする投信の統合といった方向で批判をかわしていくことになると思われるが、その場合、最も運用管理費用が低い商品に一本化されない可能性があることには注意が必要だ。というのは、業界関係者の間に「運用管理費用を引き下げる競争は限度を超えていて、このままではみんなが共倒れになってしまう」との危機意識が高まっているからだ。

となると、情報収集に熱心な投資家の間からは「コストの低い商品を探す努力をする人とならない人との間のコスト差を解消するのは、逆差別ではないか。一物一価よりも一物多価のほうが、努力をした人が報われやすい分、公正だ」との不満が出てくる可能性がある。単純な話のように聞こえるだろうが、着地点を探すのも難しい課題である。

〈個人は価格重視の報告書〉

価格に関して別の観点の問題も取り上げたい。金融庁の金融審議会市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」（座長＝黒沼悦郎早稲田大学大学院法務研究科教授）が6月2日にまとめた報告書に触れられていることだ。タスクフ

(図表5) 個人の株式売買注文を取引所以外にもつなく証券会社

証券会社	接続先			特徴
	ジャパンネクストPTS	チャイエックスPTS	ダークプール	
SBI証券	○	×	○	ジャパンネクストは系列会社
楽天証券	○	○	○	チャイエックスが注文回送システムを提供
マネックス証券	○	×	○	
松井証券	顧客指定時のみ	×	○	価格改善額の30%が成功報酬
auカブコム証券	○	○	○	常時最良気配判定

(出所) 各社ホームページ

ォースでの議論の結果は、会合に報告書案が提示された5月18日に報じられた。「金融庁が証券会社に対し、個人投資家の株式売買で提示する株価を最重要事項に置くことを原則とするように求める」という。

それだけならば、「当たり前じゃないか」と考える人も多いだろう。オンライン取引などが始まるずっと前、証券会社は「仕切り売買」といって、自社の注目銘柄などを自己売買部門が大量に手当てし、支店を通じて顧客にはめ込む手法を大々的に採用していた。当該銘柄の株価が下落していても、自己売買部門が損をするわけにはいかないから、顧客にはリアルタイムの株価に関係なく、自己売買部門で買った株価よりも高く売っていた。

リアル株価の動きを顧客が刻々調べられる現在は、こんな取引が成り立つはずがない。いつごろからは記憶にないが、どの顧客の口座で売買するのかが明確でない株式の注文は出せなくなったはずだ。金融庁のタスクフォースはそんな時代があったことを問題にしているのではない。取引所集中義務が撤廃され、同じ銘柄でも取引所以外に私設取引システム(PTS)で取引されているのだから、複数の取引施設で形成されている株価のうち、最も顧客にとって有利な株価で取引することを求めているのである。

しかし、高速取引業者(HFT)などが複数の取引施設で形成されている株価を常に監視していて、ちょっとでも価格差を狙ったサヤ取りのチャンスがあれば、自動的に売買注文が出される今日、同じ銘柄の株価が取引施設間で大きく異なることはまずないだろう。

個人投資家の中にはコマ以下の株価差でも有利なほうで取引をしたいという人もいるかもしれない。しかし、そんな投資家はわざわざ売買委託手数料が割高な対面営業の証券会社で取引をするはずもなく、当然、オンライン証券に開いた口座を通じて売買している。オンライン証券もそうした顧客のニーズを踏まえ、取引所、PTS、さらにはダークプール(証券会社主導の注文つけあいシステム)に注文を出して最も有利な価格での取引を追求するサービスを提供している(図表5)。

(図表6) 金融審議会「最良執行タスクフォース」の委員・オブザーバーの主張

役割	区分	名前と肩書	主な主張	
委員	学者・研究者	黒沼悦郎・早稲田大学大学院法務研究科教授（座長）	日本では研究が進んでいないことを実感	
		宇野淳・早稲田大学大学院経営管理科教授	個人の注文は最良気配での執行を原則に	
		神田秀樹・学習院大学大学院法務研究科教授	顧客本位という観点から考えてほしい	
		清水葉子・福井県立大学経済学部教授	価格重視の最良執行義務導入には慎重	
	法律専門家	横山淳・大和総研主任研究員	価格重視の標準形に沿わない場合は説明を	
		上柳敏郎・弁護士（東京駿河台法律事務所）（座長代理）	手数料含む価格重視を法律で義務付けよ	
	証券会社	藍澤卓弥・藍澤証券社長	最良執行4要素のなかで価格は4番目	
		辛島利泰・野村証券グローバル・マーケット企画部マネージング・ディレクター	価格よりも約定可能性や透明性の重視を	
		清明祐子・マネックス証券社長	流動性や透明性も同時に併せて考えるべき	
		永堀真・モルガン・スタンレーMUFJ証券株式統括本部エグゼクティブ・ディレクター	執行の形態を選択できることが重要	
		機関投資家	内田修一・ニッセイアセットマネジメント・トレーディング部長	個人は店頭取引とネットで異なるニーズ
			梅野淳也・ブラックロック・ジャパン・トレーディング・レンディング&リクイディティ部長	「取引所だけ」という証券会社あっていい
オブザーバー	業界団体	久保哲郎・フィデリティ投信執行役員法務・コンプライアンス本部長	価格優先の一律適用には若干懐疑的	
		松本昌男・日本証券業協会自主規制本部長、国際銀行協会	個人に一律的な規制はなじまない	
	取引所	日本取引所グループ、札幌・名古屋・福岡の各証券取引所	最良執行方針で利益相反の開示を	
		PTS	山田正勝・ジャパンネクスト証券最高経営責任者（CEO）	価格重視の義務化とNBBOの導入が必要
事務局	色川徹・チャイェックス・ジャパン社長	最良気配値を持つ市場の無視は弊害大		
		金融庁企画市場局市場課	個人は基本的に価格が最も重要な要素	

(注) 主な主張は個人投資家に適用する最良執行方針に関するもの

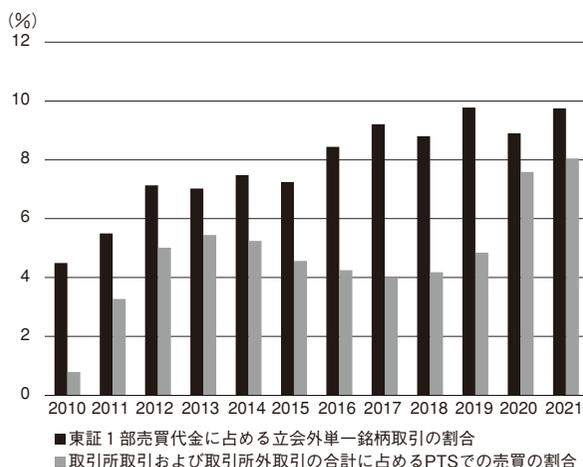
対面営業の証券会社は基本的に個人投資家の注文は取引所に出すだけだ。大手証券は機関投資家の注文は大口注文が処理できるかどうかなどを確認しながら、PTSやダークプールに出すこともあるようだが、個人投資家にはこうしたサービスは提供していない。金融庁が「個人投資家にとって価格は大切でしょ」と問えば、それに反論する人はいないだろうが、「コンマ以下の価格差を追求することも大切でしょ」と問われれば、「ちょっと待って」という話である。

〈金融庁の説明は不可解〉

実際、金融庁のタスクフォースの議論では一部の学者や、オブザーバーとして招かれたPTSの代表を除いて、個人投資家の注文のすべてを取引所とPTSの価格を全部比べたうえで、最も有利な取引になるように執行すべきだと主張する人はいなかった（図表6）。野村証券の代表は「価格よりも約定可能性や透明性の重視を」、藍沢証券のトップは「最良執行4要素のなかで価格は4番目」と述べた。

オンライン証券の声を代表しているかどうかはわからないが、マネックス証券のトップも「流動性や透明性も同時に併せて考えるべきだ」と述べ、一部のオンライン証券のように個人投資家の注文をまずPTSに流すような手法には疑問を呈した。機関投資家の代表3

(図表7) PTSとダークプールの取引シェア



(出所) 日本証券業協会「PTS統計」、東京証券取引所「統計月報」

人も個人投資家の注文について、価格優先の一律適用には、慎重に臨むように求めた。

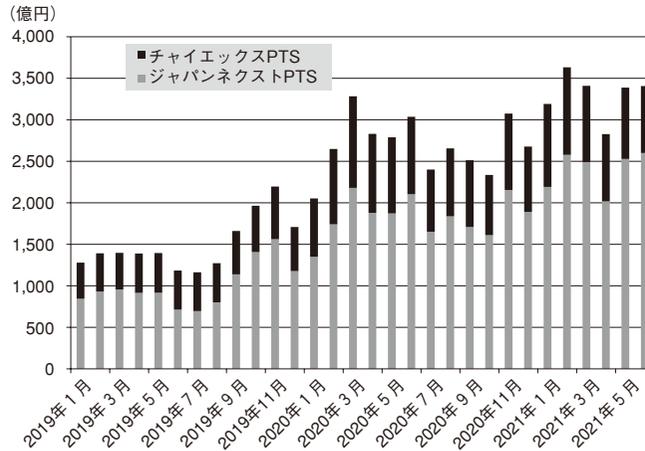
それなのに、タスクフォースの報告書は、取引所だけに個人投資家の売買注文をつなぐ取引は、金融庁が証券会社に求めている最良執行方針を採用していない（コンプライしていない）と位置づけている。言い換えれば、価格重視ではなく、金融庁の意向に反して「価格面以外の顧客の利益を考慮している」とみなし、なぜそうするのかを顧客に明示的に説明（エクスプレイン）するように求めている。

一方で、日本に2社あるPTSのうち、たとえ1社でも取引所と価格を比べて注文を取り次ぐシステムを導入している証券会社は「主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合には該当しない」、つまり、金融庁の方針にコンプライしており、別段の説明は不要としている。

さらに、「コンプライしない場合には何か書いておけばいいのではないか」という安易な対応を封じるために「『理由』を最良執行方針等に記載すれば顧客の利益を考慮しないことが許されるものではないことに留意する必要がある。また、投資ニーズのいかんにかかわらず、ほとんどの個人投資家にとって有利な価格で約定できるに越したことはない点も踏まえる必要がある」とまで書いている。

タスクフォースのメンバーだった実務家の委員は誰もそんなことはしていないのに、金融庁はなぜこんなことにこだわるのか。表面的なことをいえば、金融ビッグバンの一環として1998年12月に取引所集中義務を撤廃し、取引施設間の競争を通じて市場活性化を促

(図表 8) 私設取引システムでの1日平均売買代金



(出所) 各社ホームページ

そうとしたのに、大量に参入したPTSのうち、いま残っているのは2社だけとなり、このままでは政策目的が達成できないと考えたのであろう。

実際、日本証券業協会のPTS統計を見ても、取引所取引および取引所外取引の合計に占めるPTSでの売買の割合は2021年1～5月の実績で8.0%にとどまっている(図表7)。2017年の4.0%に比べて増えてきたとはいえ、まだ取引所の牙城を崩すにはほど遠い。マーケットで付け合わされた注文が執行される東証の立会外単一銘柄取引の売買代金も、東証1部売買代金の10%弱にとどまっている。

ジャパンネクスト証券が運営するジャパンネクストPTSと、チャイエクス・ジャパンが運営するチャイエクスPTSの1日平均売買代金も、2つ合わせて3,000億円前後だ(図表8)。2020年10月1日にシステムトラブルで東証が終日、売買停止になったときに、PTSに代替機能を果たさせるべきだとの議論が盛り上がったが、現状で本当にそのキャパシティーがあるのかははっきりしない。

〈あるべき姿を目指すのなら〉

実は金融庁が本当に政策目標を実現させたいのなら、日本版ナショナル・マーケット・システム(NMS)の導入を目指さなければならない。米国のNMSは取引施設間がコンピューター回線でつながれ、ニューヨーク証券取引所だろうが、ナスダックだろうが、その他の電子証券取引所(ECN=日本ではPTS)だろうが、どこに注文を出しても、その

時点で最も顧客に有利な価格を提示している取引施設に注文が回され、売買が執行されることになっている。1975年からの米国の基本的な市場インフラだ。

薄型テレビの販売でいえば、ヨドバシカメラに行こうが、ビックカメラに行こうが、ヤマダ電機に行こうが、アマゾンで検索しようが、買い手の注文は最も安い価格で販売している店に自動的に回され、そこで買えるようになっているわけだ。株式の場合は売り注文もあるが、日本中のすべての売買注文が1枚の電子的な注文状況表（板）に集約され、そこで最も有利な価格で執行されることに等しい。

もしこうした市場インフラが整っているのならば、株価に超敏感なデイトレーダーの注文だろうが、細かな値動きは気にしない長期投資家の注文だろうが、最良価格で執行できる。最も有利な価格を提示している取引施設を探し出し、注文を回送する情報ネットワークは取引施設間で結ばれているだけだから、個々の証券会社は例えば東京証券取引所だけにシステムを連結させておけばいいことになる。

もちろん実際、こうした市場インフラを作ろうという話になれば、現状、大量の注文が自動的に集まってくる東証には別段のメリットがないから、金融庁は東証から激しい抵抗を受けるだろう。「PTSでの取引は透明性を欠く」といった従前の主張を、一段と声を大にして訴えるかもしれない。

「それでもやるんだ」と金融庁がいうのならば、日本市場全体の価格発見機能が強化される意義があるから、対面営業の証券会社が何といおうが、推進したほうがいいかもしれないが、金融庁がどこまでを描いているのかはよくわからない。

現状のタスクフォースの報告書は、新しい指針にコンプライしたいのならば、個々の証券会社の負担で最低PTS 1社とシステムを結び、東証とPTSのどちらの価格が有利かを比べられるようにしろという内容だ。何のためにそんな中途半端なことを求めるのか。システムを提供する特定の会社をもうけさせるためか、PTSの収益を安定させたいのか、それとも金融庁の自己満足か。

〈中途半端がもたらす弊害〉

もう一つの問題は中途半端に取引所集中義務が撤廃された結果、一物一価の原則が理想とは逆方向にゆがんでしまったことだ。NMSが整っている米国では、売り気配と同値以上の買い注文を市場に放置したり、買い気配と同値以下の売り注文を市場に放置したりすることはロックト・マーケットやクロスト・マーケットと称して、禁止されている。

いずれもコンマ何秒かの世界で起きる話だから、一般の投資家が肉眼で目にすることは

ないかもしれないが、ロックト・マーケットやクロスト・マーケットの状態が放置されると、高速取引業者（HFT）がぬれ手に粟の利益を手にしてしまうだけでなく、その時点での市場価格がいくらなのかわからなくなってしまう。

だから、投資家から売り気配よりも高い買い注文や買い気配よりも安い売り注文が出てきたら、直ちに執行して注文状況表（板）に残さないようにしなければならない。NMSの板は常に指し値での売り注文と買い注文が対置し、最良気配がいくらなのかがわかるように整えられていなければならない。

ところが、日本ではそれぞれの取引施設の板が統合されないままだから、あちこちでロックト・マーケットやクロスト・マーケットの状況が発生してしまう。「HFTが直ちに動いて差を埋めるからいい」という見方もあるかもしれないが、それは本来、買い手や売り手に帰属すべき利益をHFTにかすめ取られているようなものだ。すべての取引施設の注文を統合しなければ、投資家の利益は守れない。

しかも、顧客のニーズがそんなに高いわけではないのに、余計なことにシステム投資はできないという証券会社は「コンプライしないのでエクスペインする」という選択肢をとる可能性が大きい。「アタマと尻尾はくれてやれ」という発想だ。東京市場がHFTの草刈り場になっている状態から脱出できないことは容易に想像できる。

タスクフォースの報告書は大手オンライン証券が系列のPTSにだけ注文を流すことを利益相反構造だと指摘しながらも、「それでも一歩前進だから、容認しましょう」という趣旨の記述をして、あるべき姿とは異なる状況にお墨付きを与えている。2019年には個人の注文情報を利用してHFTが先回りして稼ぐという不透明行為があったが、今後も似たようなことが起きないとも限らない。

東京市場の価格発見機能を本当に確立しようとするのなら、現行の市場参加者（取引施設、証券会社、投資家）などの既得権をいったんたな上げしたうえで、もっと抜本的な対策を講じる必要があるのではないだろうか。

