

スーパー・モニタージユ導入とECNのビジネス

清水 葉子

1 はじめに

ナスダックの新取引システム、スーパー・モニタージユ¹⁾の導入延期が続いている。ナスダックは、スーパー・モニタージユの認可当初には二〇〇一年中の導入を表明していたが、その後ECNの反対やテロの影響などで導入を延期せざるを得ない状態となっていた。二〇〇二年に入ってから、七月末をめぐりとして接続テストのスケジュールを発表し、ECNも含めた二〇〇社あまりが参加したとされるもののこれも接続開始には至らず、導入はその後さらに延期されて、現在一〇月半ばの導入予定が発表されている。

ナスダックのスーパー・モニタージユは、ディーラー市場であるナスダックにオークシヨンの指値板(ブック)を電子的に導入する計画である。オークシヨンのメカニズムを備えたECNが、短期間でナスダックの流動性を奪い、全取引高の三〇%以上を占めるようになったことに対抗するため、ナスダック本体にオークシヨンの要素を加えるシステムであると言ってよいだろう。

これが実施されると、これまでナスダックの指値注文を集める形で成長してきたECNにとっては競争上大きな影響が予想される。このため、ECNの中にはスーパー・モニタージユ導入をにらんで、あらたに戦略的な動きを見せるものも現れた。本稿では、ECNがスーパー・モニタージユ導入に向けてどのような対応をとっているのか概観する。

2 スーパー・モニタージュへのECNの対応

スーパー・モニタージュの実施が遅れた背景にはECNの反対があったと考えられる。ECNは、オーダー・ハンドリング・ルールによってナスダック市場での顧客指値の取扱いが厳格になったことから、それを嫌ったマーケット・メーカーの注文回送先として取引を伸ばした⁽²⁾。スーパー・モニタージュは、これに対抗して、ナスダックから流出した指値注文を取り戻すべく構想されたシステムである。

スーパー・モニタージュは電子的な指値注文板(ブック)の機能を備えているので、これまでECNに回送せざるを得なかった有利な価格の顧客指値はスーパー・モニタージュのブック上でディーラーの介入を経ずに処理される。ECNにとっては、これまでマーケット・メーカーから回送されてきた注文がスーパー・モニタージュに流れる可能性が高いため、スーパー・モニタージュ構想に反対、ないしは参加を保留するところが多かったとされる。

一方、ナスダックとしても、いまや取引高の三〇%以上を占めるようになったECNの参加なしでは十分な流動性を確保できず、事実上スーパー・モニタージュの始動は困難であると推測される。

ECNは、オーダー・ハンドリング・ルールの定義上、既存市場(ナスダックなど)のシステムを通じて公衆気配に接続しなければならぬことが定められている。このためSECは、スーパー・モニタージュに参加しないECNのために、ナスダックのシステムとは別に、店頭銘柄向けの気配表示システムADF(Alternative Display Facility)を新たに開設するようNASDに命じ、ECNにはスーパー・モニタージュかADFのどちらかへの参加を表明させることとした。ECNが一社でもADFへの参加を表明した場合には、スーパー・モニタージュの始動を延期し、ECNが一社もADFに参加しない(すべてスーパー・モニタージュに参加する)場合

は、ナスダックにとって実務上可能なもつとも早い時期にスーパード・モニタージユを始動させることとなつてい
たが、A D F参加を表明するE C Nが現れるなどして、スーパード・モニタージユ始動は延期を重ねてきた。

3 E C Nの新しい動き

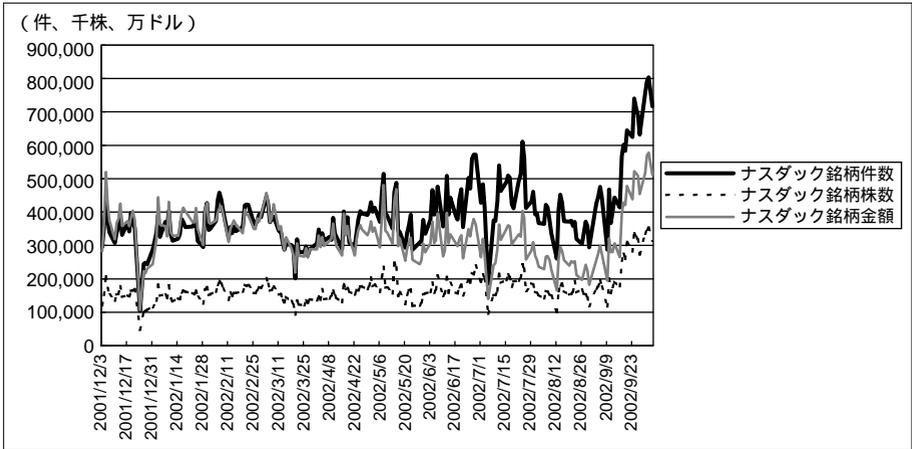
(1) アーキペラゴとパシフィック証券取引所

E C Nのなかには、ライバルであるナスダック市場の影響下に置かれることを嫌つて、S E Cに証券取引所登
録を申請するものもある。これまでにアイランド、アーキペラゴなどが申請したことが報道されているが、すで
に登録取引所としてのステイタスを得たE C Nは、現在のところアーキペラゴのみである。アーキペラゴは、一
九九六年二月にソフトウェア開発会社のタウンゼンド・アナリティクス社によつて設立され、オーダー・ハン
ドリング・ルール施行と同時の一九九七年一月にS E Cの認可を受けた四つの先発E C Nの一つである。アーキ
ペラゴは、パシフィック証券取引所の株式取引部門を合併し、アーキペラゴ証券取引所(ArcaEX)として正式に
取引所登録されている。

アーキペラゴとの提携に際して、パシフィック証券取引所は、一九九九年に株式取引部門を独立させて一〇
〇%子会社とした。設立されたP C Xエクイティーズ(PCX Equities)はアメリカ初の営利証券市場となり、そ
の取引は徐々にアーキペラゴ証券取引所に移管されることとなつた。P C Xエクイティーズは、ロサンジェル
スのフロアを二〇〇一年五月二五日に閉鎖、続いてサンフランシスコのフロアを二〇〇二年三月二一日に閉鎖した
ことをもつて全ての取引を終了し、翌三月二二日からアーキペラゴ証券取引所が全ての取引を引き継いで運営を
開始した。

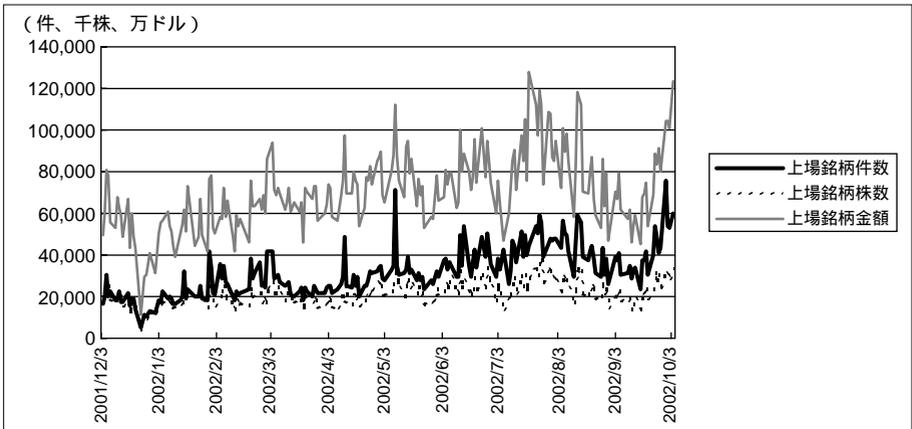
アーキペラゴ証券取引所では、アーキペラゴが取引のプラットフォームを提供、パシフィック証券取引所が自主規制機関として市場監視の役割を果たす。アーキペラゴ証券取引所の正式登録は、二〇〇一年一〇月で、パシフィック証券取引所の自主規制下で運営される管利取引所施設として自らは市場運営のみを行う。ECNも含めたアーキペラゴ全体の取引高については、図1、2を参照。

図1 アーキペラゴのナスダック銘柄の日次取引高



(出所) アーキペラゴのウェブサイト <http://www.tradearca.com>

図2 アーキペラゴの上場銘柄の日次取引高



(出所) 図1に同じ。

アーキペラゴ証券取引所は、パシフィック証券取引所の約三〇〇の上場銘柄に加えて、ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所の上場銘柄を非上場取引特権（UTP）によって取り扱う。現在、徐々に取扱い範囲を拡大しており、ナスダック銘柄の株式についても店頭銘柄の非上場取引特権（OTC UTP）によって扱うことで、最終的には四〇〇〇銘柄以上の取引が可能になるとしている。一方、ECNとしてのアーキペラゴは、アーキペラゴ証券取引所で取引されない銘柄について取り扱う。取引所で取扱いを開始した銘柄については順次ECNでの取扱いを停止しているため、両者が重複することはない。

パシフィック証券取引所は、株式取引部門をアーキペラゴ証券取引所に引き継いだことで現物株式の取引高は減少したが、オプション取引からの収入と、アーキペラゴ証券取引所に対する規制サービスの提供によって収益を得る計画である。アーキペラゴ証券取引所が運営を開始して半年足らずであるため、評価はまだ尚早であるが、パシフィック証券取引所の二〇〇一年の年次報告書によると、株式取引部門の移管などによって収入は一〇・五％減少したものの、市場運営のための支出も減少した結果、赤字は六二〇万ドルにとどまり（二〇〇〇年は七五〇万ドルの赤字）、二〇〇二年度以降はアーキペラゴ証券取引所に提供する規制サービスから収入が得られるため、黒字化を見込んでいる。

（２）アイランドとシンシナティ証券取引所

アイランドも、アーキペラゴと同様、一九九七年一月にSECから認可を得た先発ECNの一つである。注文処理速度の速さと、ブックの中身（深さ）を全て市場参加者に開示するというユニークな市場運営を特徴としている。手数料についても、指値注文は市場に流動性を供給するという理由で手数料を徴収せず、逆にアイランド

が参加者にリベートを支払い、成行注文からのみ手数料を徴収するという独自の手数料体系で知られる。³⁾一九九九年六月にはECNとして初めて証券取引所登録を申請したが、承認には至っていない。二〇〇一年一月には最大ECNであるインスティネットを抜いてナスダック銘柄の取引高を大きく伸ばした。

アイランドは、二〇〇二年二月からシンシナティ証券取引所に接続して、セレクトネットを經由しないナスダック銘柄の取引をシンシナティ証券取引所での取引として報告している。アイランドの主張によると、ナスダック銘柄をECNが内部マッチングした場合でも、ナスダックへ報告すれば売り買い双方に報告手数料がかかる(ナスダックがディーラー市場であるため)。これに対して、オークション市場である地方証券取引所であれば、これを一取引と計算するため、参加者にとってコストが安くすむとしている。

とはいえ、アイランドが取引をシンシナティ証券取引につなぐ理由としては、このほかに、取引所としての承認が進まない現状では、改善の策として地方証券取引所と提携しナスダックから離れて自らの裁量性を高めたいこと、ECNの取引はナスダックの取引として算入されるため、取引高に比例して配分される市場情報収入がナスダックのものとなることに不満を持っていること、を挙げることができるだろう。アイランドは、シンシナティ証券取引所が得る市場情報収入のうち、アイランドの取引高相当分について何らかのキックバックを得ていると推測される。

シンシナティ証券取引所は、アイランドの接続によってナスダック銘柄の非上場取引では地方証券取引所最大の規模となり、取引高や市場情報収入の増加が見込めるとして歓迎の意向を示している。現在七〇社あるシンシナティ証券取引所会員のうち、ECNとしてアイランドとアーキペラゴが参加している。

アイランドのシンシナティ証券取引所接続にもなつて、ナスダックの発表する統計でのアイランドの取引高

が減少している。これは、アイルランド報告分がシンシナティ証券取引所の非上場取引特権（OTC UTP）による取引とされるため、ナスダックでの取引高に算入されなかったためである（図3、4、5参照）。

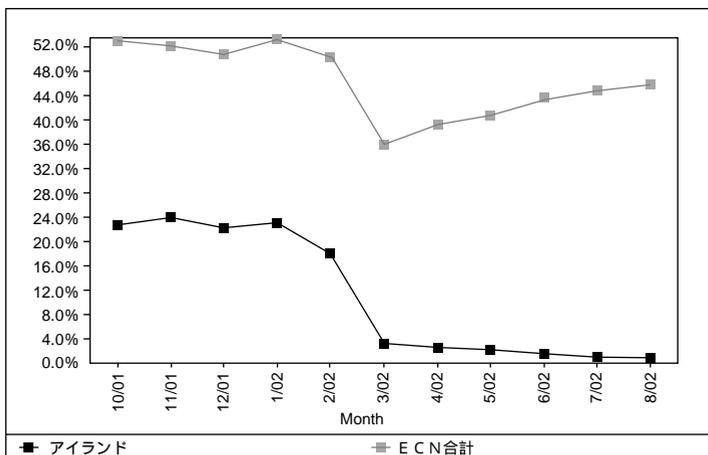
一方、アイルランドの発表によると、アイルランドの現在の取引高シェアは図6のようになっている。二〇〇二年八月では、アイルランドはナスダックの全取引高（株数）の一・六％、全取引件数の二六・七％を占めている。株数で見た場合、ナスダックに報告しているのは全取引高の〇・九％に過ぎず、一〇・七％はシンシナティ証券取引所に報告している。また、取引件数で見てもナスダックに報告しているのは全取引件数の一・〇％に過ぎず、残りの一五・七％はシンシナティ証券取引所へ報告している。

4 ECN再編の動き

以上のように、ECNの中には、利益相反の可能性の大きいナスダックの影響下から離れ、自ら取引所申請を行ったり、取引高の低迷に悩む地方証券取引所の買収・提携を目指す動きが出てきた。こうした動きに加えて、スーパードモンタージュへの対抗策としてECNどつしの合併の動きも目立ちはじめている。

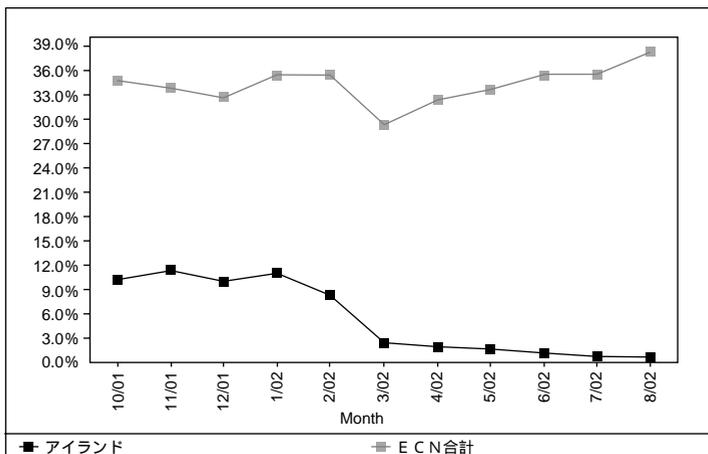
最大ECNであるインステイネットによるアイルランド買収が発表されていたが、二〇〇二年九月二〇日に買収の完了がリリースされ、アイルランドはインステイネットの一〇〇％子会社となった。一九六九年設立の最も古いECNであり、親会社である情報ベンダーのロイターの関係で機関投資家の取引に強みを持つインステイネットは、近年オンラインブローカーとの関係強化を通じて個人投資家の注文獲得に関心を示してきた。これに対して、アイルランドは早い取引エンジンと安価な手数料で取引を伸ばしてきており、個人投資家の直接アクセスに優位性を持つとされる。さらにアイルランドは、注文の九〇％以上を内部マッチングさせることのできる市場機能の高い

図3 ナスダック銘柄の取引に占めるアイランドの取引シェア（取引件数）



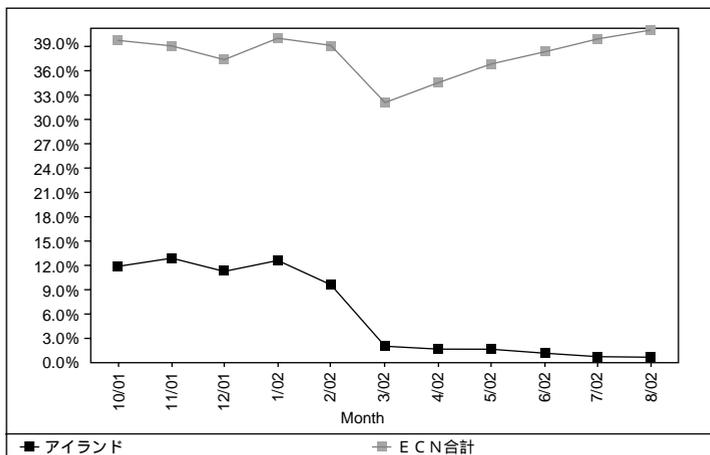
(出所) ナスダック発表資料 <http://www.marketdata.nasdaq.com/>

図4 ナスダック銘柄の取引に占めるアイランドの取引シェア（取引株数）



(出所) 図3に同じ。

図5 ナスダック銘柄の取引に占めるアイランドの取引シェア（取引金額）



(出所) 図3に同じ。

図6 アイランドのナスダック銘柄取引に占めるシェア

年月	取引株数シェア			取引件数シェア		
	ナスダック 報告分	CSE 報告分	合計	ナスダック 報告分	CSE 報告分	合計
2002年 8月	0.9%	10.7%	11.6%	1.0%	15.7%	16.7%
2002年 7月	1.0%	11.9%	12.9%	1.2%	17.9%	19.1%
2002年 6月	1.2%	11.4%	12.6%	1.5%	18.6%	20.1%
2002年 5月	1.6%	10.8%	12.4%	2.1%	19.1%	21.2%
2002年 4月	1.9%	9.3%	11.2%	2.6%	18.6%	21.2%
2002年 3月	2.1%	9.7%	11.8%	3.1%	19.6%	22.7%
2002年 2月	8.3%	2.7%	11.0%	2.6%	22.2%	24.8%
2002年 1月	10.1%	0.0%	10.1%	21.9%	0.0%	21.9%

(注) 取引は売り買いセットで1取引と計算

(出所) アイランドのウェブサイト <http://www.island.com/toolsresearch/monthly.asp>

ECNとしても知られる。両者のビジネスは補完性が高く、買収によって一社でナスダックの取引高の三割近くを占める巨大ECNが誕生することは、ナスダックの運営にも大きな影響をもつと考えられる。

これに対し、アーキペラゴは、二〇〇二年三月一五日にライバルECNであるレディブック（REDBOOK）を合併し、シームレス接続を開始した。ECN第三位と第四位の合併となる。アーキペラゴもレディブックもともに個人投資家や機関投資家を中心とした中堅ECNであるが、内部マッチング率はそれほど高くないとされる。両者は顧客層が重複しているため、統合によって注文回送の無駄を省き内部マッチング率を高めることができる。と期待される。短期的には、アーキペラゴのシステムで上場証券の取引を、レディブックのシステムでナスダック証券の取引を行い、長期的にはナスダックの証券もあわせてアーキペラゴ証券取引所に移管し、取引所の非上場取引とする計画が発表されている。アーキペラゴは、その後八月にもOTCブリテンボード銘柄に特化した小規模ECNのグローバルネット（GlobalNet）を買収したことが報じられた。

こうした大型ECNの合併の動きに対して、小規模ECNのビジネス環境は徐々に厳しさを増すと考えられる。マーケットXT（MarketXT）やブルート（Brut）など下位のECNは、早々にスーパー・モニタージュへの参加を表明している。

5 おわりに

二〇〇二年四月には民間研究機関Celent Communicationsによるレポートが発表され、スーパー・モニタージュの優位性が強調されたが、スーパー・モニタージュに対抗するECNの活発な戦略も明らかになってきた。スーパー・モニタージュに批判的な立場からは、スーパー・モニタージュのシステムは今となってはとりわけ新し

いものではなく、ECNより劣る、スーパーモニタージュへの参加コストが高い（新スクリーンの利用料は一月一五〇ドルとしている）などの指摘も見られ、スーパー・モニタージュの成否の評価はもう少し先のことになるだろう。

注

- (1) スーパー・モニタージュのシステムの詳細は、富田一成「ナスダックの新取引システム」『スーパーモニタージュ』の概要について、『証券』二〇〇〇年一〇月、東京証券取引所、参照。ただしナスダックはこの論文発表後にいくつかシステムの修正を行っている。
- (2) ナスダック銘柄のECNへの流出の意味については、清水葉子（二〇〇一）「市場間構想とディーラー市場における顧客指値保護」『証券経済研究』三二号、参照。
- (3) 現在、指値注文については一株執行されるとアイランドが参加者に〇・二セントのリベートを支払い、成行注文からは一株執行ごとに〇・三セントの手数料を徴収している。
- (4) レポートでは、「スーパー・モニタージュの始動で、ECNはスーパー・モニタージュに参加しなければあつという間に、たとえ参加しても徐々に、その流動性を奪われ、二〇〇五年にはスーパー・モニタージュによる取引が七〇%を占めるだろう」としている。

(しみず ようじ・客員研究員)