アメリカでの展開を踏まえて

マーケット・メーカー制と顧客指値保護

清水葉子

開催事長
それでは、お待たせいたしました。

まだいままから本日のミーティング「資本市場を考える会」を
開催させていただきます。

今日は、ご案内しましたとおり、
福井県立大学で講師を務めていらっしゃいます清水葉子さんに「マー
ケット・メーカー制と顧客指値保護」アメリカでの展開を踏まえて
講演していただきました。このミーティング「資本市場を考える会」
は、私どもの専任研究員や外部の客員研究員の皆様から
研究成果を業界にフィードバックしていただくこと
を趣旨として開催しているものでございます。

お配りした履歴にありますように、
清水さんは、私

どの大阪研究所に長年お勤めになられ、

三月末に退職をされ、

福井県立大学に移られました

が、その後も客員研究員として研究所の諸活動に積極

的に参加していただいております。多くの研究テーマ
の一つとして継続的に取り上げられていく

微かなのが「市場の売買執行の問題」であります。

御存じのように、

市場の売買執行に関しては「オーダー・ドリフト」と

「オーダー・ドリフト」という2つの方式

がございますが、これらは市場間競争の中でのように

組み合わせていくかが課題であります。

また、顧客か
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

さらに、この問題を解くために、日本においても、証券市場改革第二弾の一部として、店頭市場であるジャスダック市場のマーケット・メーカー改革が行われました。マーケット・メーカー制が定着してまいりましたが、これから九〇年代の後半頃から市場間競争というコンセプトが日本市場にも導入されてまいりました。その結果として、マーケット・メーカー制の市場、すなわちディーラー市場での顧客指値保護の課題が出てくるわけですが、この問題を考えてみると、私どもはやはりマーケット・メーカー制の大先輩でありますアメリカのナスダック市場に倣って工夫を重ねていこうと致しますので、今日はナスダック市場での顧客指値保護の経緯というのを改めてお話申し上げ、その中で日本での市場改革を考える上でのヒントになることがないか見てまいりたいと思います。

ただいま御紹介にあずかりました清水葉子でございます。

今日は「マーケット・メーカー制と顧客指値保護」というテーマでお話し申し上げたいと存じます。
一、はじめに

今日お話しいたします。ディーラー市場での指値保護の強化は、ナスダック銘柄めぐるいわゆる市場間競争に大きく影響しております。アメリカでは、電子市場であるECN、あるいはATSのどちらも増えていますようですね。日本のPTSに当たる市場を保つ個所、特にメインの影響を大きく拡大しています。ナスダック銘柄の取引でECNが拡大してきている様子は、具体的に後ほどグラフで示しただきたと子は、具体的に後ほどグラフで示しただきたと思いますが、この背景にナスダック市場における顧客指値保護の強化があるということを示す

後ほどもう一度触れますが、クォンショングン市場における顧客指値保護が市場に入ってしまい、基本的には顧客の指値が市場に入ってしまい、これが時間優先、価格優先の原則に従ってつけ合わせされる市場です。したがって、当
マーケット・メイカー制と顧客指値保護

ECNの拡大と指値保護

今日、ECNの拡大の様子、その背景となることを感じますので、このたび、スリーパー・モンタージュと呼ばれる新しいシステムを稼働して、ECNとの競争に立ち向かおうと思っていると考えることができます。

ECNに対して、ETCと呼ばれる電子市場、定義上は取引所と全く同一定義上は取引所で市場運営者が取引所登録を選ぶのか、それともATSと呼ばれる証券会社として規制されるのか、どちらでも選択可能となっております。取引所とATSとの違いは自立規制を行ったかどうかということが決まりますから、市場運営者が自立規制を行って取引所となるのであれば取引所登録選択、自立規制を放棄するのであれば別途定められているレギュレーションATSという規則に従って、ちょっと日本PTSのような感じです。証券会社として運営するということになっております。今日申し上げますECN、エレクトロニックス・コミュニケーション・ネットワークというの、ATSの一カテゴリーでありまして、九七年に導入されましたオーダー・ハンドリング・ルールに違憲のとおりであります。日本PTSのような感じですが、証券会社をご存じのとおりで、日本PTSは「オーダー・ハンドリング・ルール」を導入しました。
図表1 ナスダック銘柄の売買に占めるECNのシェア

−34−
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

ナストックの危機感が、やや大変厳しいものであると推測されるわけではない。ただ、このグラフでは、今後の三月前後を境にシェアが落ちていることに気づくものと思われる。これは、ECNの取引手法が、市場での指値保護強化ということが必要であると示唆している。
三、ナスダック市場での指値保

マング・ルール

ナスダックで顧客の指値保が初めて問題にな

りましたのは、一九八五年に、マーケット・メー
クロであるハットン社に対するN ASDの処分に
端を発しております。このときのハットン社に注
文を出した顧客が、ウィリアム・マングという
人だったのですから、後に導入されたルールが
マング・ルールと呼ばれるようになったことは
ご承知のとおりかと思いますが、その経緯を見て
いきます。

この経緯を簡単に図示いたしましたのが、次の
図表２です。

数字は見やすいように仮想的なものにかえてお
ります。ハットン社の気配は、下が五〇ドルの買
い、上が五〇ドルの売りです。ここに顧客ウィリア
ム・マングが五〇ドルの売り指値注文を入れて
きました（左の丸い図み）。ハットン社としては、
顧客注文の条件が自分の買い気配と合致しません
ので、この指値注文を執行いたしません。マー
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

図表2 マニニングとハットンの関係（モデル図）

$52$の売り気配

$51$の
売り指値

相対交渉では条件が合わない

$50$の買い気配

他の顧客との売買

業は原理上はありませんので、執行しなかった
ことには問題はないということになります。ところ
がハットン社は、一方で、上側に五ドルの売
り気配というのを立てており、これはマニン
グの指値より高い価格の売り気配であるから、
この売り気配で、他の顧客（図の右の吹き出し）
との取引を行ったというのです。顧客マニニングは、マーケット・メーカー
が自分の注文を執行せずにおいて、一方で自分の
指値より高い売り気配で他の顧客との間で取引を
行ったことに対して申し立てを行ったわけです。
図表3が実際に詳細な事実関係ですが、これは
ちょっと飛ばして、次に参ります。

NASDAQは、これを受けてハットン社を勧告処
分けいたしました。NASDAQの主張は次の二点で
す。ハットン社は顧客指値に先立って、それより
図表 3 ハットン社処分の事実関係

1984年1月11日に顧客 William Manning が、NASD 登録マーケット・メーカーである E. F. Hutton 社のニューヨーク・ロチェスター支店に対して、ジェネックス・コーポレーションの株式500株を17-1/8 ドルで売る指値注文を出した。この時のジェネックス株式のインサイド・クオート（最良の売買気配）は17ドルの買い、17-1/8 ドルの売りであった。Hutton 社自身が提示していた気配値は17ドルの買い、17-1/2 ドルの売りであった。Hutton 社は Manning の指値を受け取った後、自己資本でジェネックス株式を17-1/4 ドルと17-1/2 ドルとで合計4755株売っており、これは Manning の売り指値注文より有利な（高い）売りであった。その後ジェネックスの株価は下がったが、Manning の注文は執行されなかった。


も有利な売り気配で自己売買を行った。これは顧客マニニングとの間に利益相反を生じている。NA SDの公正慣習規則では、顧客に対する信用義務というのを定めているわけですから、これに反することをしたというそこで勧告処分に処することはできません。これに対して、ハットン社とそれから業界団体であります SIA が反論をいたしました。ハットン社は次のような三つの点で反論をいたしました。顧客の指値というものはメーカーの気配と合致すれば執行されるのは当然であるが、気配と合致しない指値まで執行する義務は基本的になく、第二に、マーケット・メーカーには顧客マニニングの注文と他の顧客をつける合せを含む義務もない。これを自分分の気配を取ってマニニングの指値を第3の顧客とつけて合わせてやることになりますので、この義務も現状ではやってることになりますので、この義務も現状では
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

第三に、こうしたことを義務づけるなら
マーケット・メーカーは利益がとれなくなってしま
まので、ビジネスが成り立たなくなると主張し
たわけではない。

それらの自決をしたハットン社の後押しされた
のが業界団体のSIAであり、SIAも同じ様の主張をして
ているわけであるが、第一

この件は、指値保護をディーラー市場で義務づけ
ることを意図したものではない、と述べていま
す。SELESの見解は次のとおりである。まず、

SELESの見解は次のとおりである。まず、
顧客指値は、ディーラー気配と合致しない限
り執行義務はないということを同じく主張いたし
ます。それから第二に、マーケット・メーカーの
気配よりも顧客の指値の方が優先せよという明文
規定がない点では存在しないのであるから、義
務を拡大解釈されては困る。こういうことだっ
たわけです。このようにNASDと意見が対立い
たしますので、規制当局のSECがそのような見
解を明らかにしないと、NASDの処分を支持す
証券レビュー 第43巻第4号

ルールは依然としていないわけですが、ハットン社

の例でできたために事実上禁止されたことにな

ります。顧客指値より有利な自己売買を先回り

して行うことは、オーケーション市場ではフロント

ランニングと呼ばれているかと思うのですが、ア

メリカでは恐らくオーケーション市場におけるこ

ういった行為とディーラー市場における行為を区別

するためかと思われますが、トレード・アヘッド

と呼ばれております。

さらにすると、明文規定がないにもかかわ

らず事実上禁止となるわけではないから、ちょっと法律

上不安定な状態となります。このため、一定条件

を満たしていれば違反ではないとするセーフ・ハ

パー・ルールを検討しようという機運が業界

の中で起こってまいります。すなわち、ハットン

社の問題は、顧客との間の信任義務違反とされた

わけではないかという動きもあるわけですが、これについては

実現いたしません。

一方、それならば明文明文禁止とはしようでは

ないかという動きもあるわけですが、これについては

ないかという動きもあるわけですが、これについては

実現いたしません。

（マーケット二〇〇〇報告書）

指値保護問題が、この次にはっきり取り上げら

いうことで、事態はここからいったん膠着状態に陥

るわけであります。

マーケット二〇〇〇報告書「証券市場全般に関する

—— 40 ——
ディーラー市場の基本原理はマーク・メルブルールが導入されました。それから翌年にはマーニング・ルールの導入がありました。"成行"注文を出すというの元の市場設計ですから、指値が入ってきたときにこのどう扱うかという点は原理上は内在しない問題であります。設計上内在しない指値の取り扱いをどう考えるべきかという観点からは議論が行われず、市場が大きくなくなった以上投資家保護を図るべきという方向から指値保護の推進が提言されているわけです。とはいえ、マーケット二〇〇〇が出され数月後の九四年の七月に、NASDの行為規則ニーキーこという形で、顧客の指値注文に先立ってこれより有効利な価格での自己売買を禁じる、通称マーニング・ルールが導入されました。
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

四、ナスダック市場での指値保

第二段階についてお話ししました。これ

顧客のオーダーに応じてハンリング中です。次に

は、テーキン、オーダー、ハンリング、ルールの導入です。このルール

導入が問題の第二段階に向けての動きです。これ

文で、両教授は、マーケット・メーカーが人為的

に広いスプレッドを維持していると見るべき証拠

がでるということを論証したわけであり、

それを指値保に示しています。マーケット・メーカー

の慣行に、好ましくない点があるというのが一

に噴出します。新聞などのマスコミは次々と

マーケット・メーカーの問題慣行を報じ始めま

す。最終的に司法省が調査に乗り出すところにま

到ったことはご承知のとおりです。この時に

で至ったことはご承知のとおりです。この時に

のことが明らかに示されています。ECNは、

この当時まで正式の規制が行われておらず、電子化された取引所類似施設とい

うことが明らかに示されています。このため、ECNでの取引内

設という形でした。このため、
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

CNに回送するよう定めたわけですが、当然ながら、取扱いの難しい優れた指値を受けるのは嫌だって、E CNに回送するようになっている。つまり、E CNはオーケッション市場ですから、よい指値を来でもそれをつけ合わせればよいわけで、マーケット・メーカーのようすスプレッドの縮小を心配する必要はありません。このように、オーダー・ハンドリング・ルールの導入によるナスダック市場がどのように変わったかというのを少し見てまいります。オーダー・ハンドリング・ルール導入の帰結としましたら、一旦はまず平均スプレッドの縮小を挙げることができます。これは投資家にとっては大変好ましいことです。

スプレッドは平均三〇％程度縮小したと発表されている。一番目は、スプレッドが縮小するのは結構だけれども、例えばポラティリティが上がることが懸念されたわけですが、こうした悪影響はいったような悪い影響もあるのではないかということを示しているのが次の図表4から6のグラフです。
証券レビュー 第43巻第4号

図表4 オーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場の変化①

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>導入前20日間の平均</th>
<th>導入後15日間の平均</th>
<th>変化</th>
<th>変化の割合</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>マーケット・メーカーの気配スプレッド</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>ドルベース</td>
<td>$0.47</td>
<td>$0.35</td>
<td>$0.12</td>
<td>$25.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>価格比</td>
<td>3.7%</td>
<td>2.5%</td>
<td>$1.2%</td>
<td>$33.4%</td>
</tr>
<tr>
<td>実効スプレッド</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>ドルベース</td>
<td>$0.31</td>
<td>$0.25</td>
<td>$0.07</td>
<td>$21.9%</td>
</tr>
<tr>
<td>価格比</td>
<td>2.5%</td>
<td>1.7%</td>
<td>$0.8%</td>
<td>$31.4%</td>
</tr>
<tr>
<td>実際の取引によるスプレッド</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>ドルベース</td>
<td>$0.29</td>
<td>$0.19</td>
<td>$0.10</td>
<td>$35.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>価格比</td>
<td>2.3%</td>
<td>1.3%</td>
<td>$1.0%</td>
<td>$42.8%</td>
</tr>
<tr>
<td>スプレッド内側での取引</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>取引件数</td>
<td>28.5%</td>
<td>18.1%</td>
<td>$10.4%</td>
<td>$36.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>優劣差額平均した件数</td>
<td>33.7%</td>
<td>23.1%</td>
<td>$10.6%</td>
<td>$31.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>ポラティリティ</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>ピッド・アスクの中値の標準偏差</td>
<td>1.25%</td>
<td>1.22%</td>
<td>$0.02%</td>
<td>$1.94%</td>
</tr>
<tr>
<td>1銘柄あたりの平均マーケット・メーカー数</td>
<td>11.3</td>
<td>12.1</td>
<td>0.8%</td>
<td>7.3%</td>
</tr>
<tr>
<td>SOESのアクセス性</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>ECNのみが最良気配を出している時間</td>
<td>n/a</td>
<td>10.1%</td>
<td>n/a</td>
<td>n/a</td>
</tr>
<tr>
<td>平均取引サイズ</td>
<td>1,492</td>
<td>1,366</td>
<td>$126</td>
<td>$8.4%</td>
</tr>
<tr>
<td>市場ピーク時（9:30-9:50）の状況</td>
<td>21,801</td>
<td>55,923</td>
<td>34,123</td>
<td>156.5%</td>
</tr>
<tr>
<td>全取引時間（9:30-4:00）に占めるピーク時の更新回数</td>
<td>11.3%</td>
<td>9.5%</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

（注）オーダー・ハンドリング・ルールの導入は1997年1月20日。
数値は段階的に導入されたうち1997年9月15日までに導入された2900銘柄に関するものです。
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

図表5 オーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場の変化②
時価総額を10区分した時のスプレッドの変化

<table>
<thead>
<tr>
<th>区分</th>
<th>トップ1%</th>
<th>トップ10%</th>
<th>第2区分</th>
<th>第3区分</th>
<th>第4区分</th>
<th>第5区分</th>
<th>第6区分</th>
<th>第7区分</th>
<th>第8区分</th>
<th>第9区分</th>
<th>第10区分</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>銘柄数</td>
<td>56</td>
<td>518</td>
<td>527</td>
<td>527</td>
<td>505</td>
<td>516</td>
<td>530</td>
<td>510</td>
<td>531</td>
<td>546</td>
<td>499</td>
</tr>
</tbody>
</table>

（出所） 図表4に同じ。
（注） 図表4に同じ。時価総額の大小に関係なくおおむね平均的にスプレッドが減少している。

三つの図表6は、オーダー・ハンドリング・ルールが導入される直前と直後のスプレッドを時系列で見たものです。高値の低い銘柄についてもスプレッドは縮小したことが分かります。

左側に縦の棒線が入ってございますが、これがオーダー・ハンドリング・ルールの導入を示しています。この線を境にかくとスプレッドが減少していますが、その後に導入された九七年七月二十日に示していますが、この線を境にしてかくとスプレッドが減少しています。このことが明らかでありまし
図表6 オーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場の変化
時系列で見たインサイド・スプレッドの変化

（出所）図表4と同じ。
（注）段階的に導入されたオーダー・ハンドリング・ルールが最初に適用された50銘柄。適用は1997年1月20日。適用開始後に大きくスプレッドが減少しています。

以上の統計的に見たオーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場のスプレッドの変化は、隣接市場に接続されたオーダー・ハンドリング・ルールによるインサイド・スプレッドの変化が示されています。ECNは、隣接市場に接続されたオーダー・ハンドリング・ルールの導入を初め、隣接市場のポジション実行の変化が示されています。
五、デイラーサー市場における指

値保護の意味

それは、ここで改めて、デイラーサー市場における顧客指値保護というものがどういう意味を持つかを考えてみてみたいと思います。最初の実行時にはECNに送ることをさせたが、ナスダック市場で指値保険が強化され明るく、ナスダック市場で指値保険が強化された結果、むしろ外部のオークション市場をあらためて表示してしまったために、最終的にECNが栄えてしまう、という事態が起きたわけですね。

ですから、マーケット・メーカーが回避した顧客指の値の集積場となりまして、ちょっとデイラー市場にとっては売り上げるのではなくありませんが、成行注文の○○%で Chryslerオーケーション市場も成行注文に入れるわけではありませんが、成行注文の○○%です。

もちろん、オークション市場では成行注文が入るわけではありませんが、成行注文の○○%です。

基本的に、指値注文を価格優先、時間優先の原則に従ってマッチングさせることが市場の競争原理に従ってマッチングさせることが市場の競争原理には必要になっております。この時間優先あるいは価格優先という指値の優先順位をあらかじめしま

よう、市場の競争原理そのものが損なわれてしま

います。したがって、顧客指値の優先順位の保護は、オークション市場においては基本中の基本の原理であるということになります。

これに対して、デイラーサー市場では、マーケットメーカーが気配を出して、その気配で競争を行っています。ところが顧客が成行注文に出してくるのものが基本原理です。顧客が指値注文を出す
証券レビュー 第43巻第4号

六、スーパーモンタージュの

導入

さて、このような注文流動に対して、ナスダック市場の指値保護が問題化し、その結果、ナスダックからの注文流出を招いたというわけです。これがなぜかという点を改めて考えてみますと、まず一つに、ナスダック市場の成長ということが重要だったわけですから、マーケット・メイカーの業者利益に高い優先度が置かれていた。顧客指値保護には十分な注意が払われていなかったわけですね。しかも、市場が成長していき、初期のナスダック市場とはマーケット・メイカーが流動性を供給することが非常に関口です。だからこそ、SECも指摘しておきますとおり、初期のナスダック市場ではマーケット・メイカーが流動性を供給することを改めて考えますと、市場の成長に伴って配慮させるを得なくなるとい

市場の成長に伴って配慮させるを得なくなるとい
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

スーパーモンタージュについてもすでに存
知っているように、ちょうどナスダック
にオプション的な要素を導入するシステムであ
ります。

スーパーモンタージュについてもすでに存
在する四点を特徴として挙げております。第一に、
マーケット・メーカーの使い勝手の向上というこ
とであります。これは今までの GrannyGrabs で
すか、Select.Net というようなシステムに比
べてよりすぐれたシステムであり、またインターネット
フェイスを二元化して使いやすくなるという
ことですね。第二に、マーケット・メーカーは今ま
で、売り・買いそれぞれ一方向の気配しか入力
できなかったわけですが、スーパーモンタージ
でも、売り・買いそれぞれ一つずつの気配を入力
できます。この表は、上下の部分に分かれて
おります。この表は、上下の部分に分かれて
おります。以上のよう
にナスダックは紹介しておりま
す。スーパーモンタージュ導入前のモデル図とし
てナスダックが挙げておりますが、次の図表に
合計5本値までが表示されております。

以降はますます値の出力が増しております。
図表 7 スーパー・モンタージュのモデル画面

（出所）http://www.viewsuite.nasdaqtrader.com/total.asp
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

下側、その裏にどういうマーケット・メーカーの気配があるかというのを示したものです。例えばピットの方を見ていただきますと、ちょっと名前が何度も出てくるということがわかっ
ているのです。このように、マーケット・メーカー、取扱いだけできるかと思います。このスーパー・モンタージュでは画面に複数気配を出すことができるわけですから、マーケットメーカーが自分の気配と合致しない、取扱いにうることがれます。マーケット・メーカーが自分の気配と合致しない、取扱いにうことを意味しています。つまり、気配と合致しない良い価格の指値注文を受けた場合、以前です

取扱いにうことができるわけですから、これによって、スーパーモンタージュ上にそのまま表示できるということになるわけです。一般に、指値保護が強化されてまいりますと、どうぞスーパー・モンタージュ上に表示してく

ささいということになるわけです。
七、ECNの動き

ECNに流しされた注文をスーパーモンタージュ上の指値注文板になるということができ、ECNが危機感を持ちましても、対抗する動きがいくつ見られるようになっている。

これは、大体二つに分けることができるかと思われる。ECNが危機感を持ち、対抗する動きがいくつ見られるようにになっている。
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

所になりました。パシフィック証券取引所の株式取引部門を買収し、これを通じて上場証券の取引の方へ進出しようとしております。パシフィック証券取引所側、株式取引部門をECNに売り渡してしまったわけですが、残ったオプション取引の部分と、それからArcaEXは自主規制のためのリスクを出しておりませんので、パシフィック証券取引所がArcaEXの自主規制を請け負うことがビジネスとして定しており、それらのビジネスからの収入で、一年後に黒字を引く間でも提携関係が結ばれています。アイランドは、シンシナティ証券取引所の会員となりました。

それから、ECN第二位のアイランドと、それから非常に取引高の小さい、シンシナティ証券取引所の間でも提携関係が結ばれています。アイランドは、シンシナティ証券取引所の会員となりました。

最初に見ていただきました、図表1のECNのシェアを示したグラフで、二〇〇二年の三月ころを境にECNのシェアがガクンと落ちていることが指摘申上げました。これは、今申告されたよう、アイランドがナスダックのシェアを下げて、シンシナティに取引報告を始めたせいであり、アイランドの取引はなくなたったわけではありません。報告先が変わったための統計上のシェア低下であり、アイランドのシェアがナスダックのシェアを減らしてはいませんが、決してECNのシェアそのものを減らしたわけではありません。アイランドのウェブサイトでは、アイランドはナスダック銘柄の取引件数で、依然として一六・七％を占めており、そのうち一五・七％をシンシナティ証券取引所の出来高として報告をしております。この発表を信頼しています。
証券レビュー  第43巻第 4 号

この四点が、アメリカの指値保護強化の経緯から私たちが学べることということになりますが、
ここから、今度は日本についてどのように考えられ
ばいいかを少し見てまいります。

これは難しい問題ですが、ディーラー市場での
指値保護ルールをめぐっては、実務の方々が日々
いろんな検討をなさっておいでですから、そう簡
單な教訓を引き出すことは難しいわけですねけれども、
おそらくはいると思います。第一の論点についてい
た、日本のジャスダック市場とは違って、マーケット・
メニューイング市場というのころじゃない。したがっ
て、日本のジャスダック市場で、例えば指値保護強
化が図られたからといって、外部ECNに取引が
流出すというような形をとることはないと考え
られます。この点は、オークション市場であるEC

Nがナスダックに接続していることから生じたア
メリカの特殊なあり方であろうと考えられます。
しかししながら、第一の論点であります、スー
バー・モンタージュ導入がもたらすディーラー市
場のオークション化については、むしろ日本の方
が考えられやすいことであるろうと思われます。
これにより、業界のマーケット・マーケーターの負担と
いうのは大変重くなってまいりますので、ディーラー
市場であるけれども市場の中にオークション
マークの負担を少し軽くして、市場全体として指値
保護を図るというのは、現実的な選択肢として
は、あり得ることであるろうと思います。

第三の論点であります、高流動性銘柄をマーケット・
マーク取引することの是非についてはす

マーケット・メーカー制と顧客指値保護

本の店頭市場では、ナスダックなどの極めて流動性の高い銘柄をマーケット・メーカー取引をしていたというような状態には、全体としてはまだなていないと考えられますけれども、それでも、一定程度流動性が高くなると、ディーラー市場の市場機能にどのような影響が出るのか、あるいは、オーケーションで取引した方が良くなるのか、またそうだとしてもその具体的な線をどう引くのかといったことは一概に言うことではない、実証研究などの成果を待たなければならないだろうと思われます。

また、流動性の高さとは別に、オンライン取引の普及などの理由で市場全体として指値が増えている。これについても、どの程度指値が増えれば市場機能にどのような影響が出るのか、といった点についてやはり厳密な実証研究をしていく必要があるのではないかと思われます。

第四の、ディーラー市場の基本的な原理と指値保険化の間にはどうも不整合があると申し上げました。この不整合は、市場の原理が指値保険化に対する優先順位を示すのであれば、それが合理性を欠いているという意味で、これを解消することができる方法が存在すると考えます。
十分な競争とするか、これは明確に線引きできるものではありません。
したがって、例えばナスダックのように、一銘柄当たりの
マーケット・メーカー数が、例えば何社ある
ので競争は十分であるといったように、マーケッ
ト・メーカー数がある程度多いことができないわけで
す。気配競争の十分さを示すことができないわけで
気配競争の強化である、それもって投資家保護を
図るというのが基本でありますけれども、実際に
は指値保証の強化をもって投資家保護を図るとい
うことが方、インプリメンテーション上容易で
ない、ということの次元の問題でございますので、マーケッ
ト・メーカーの市場がオーケーションと異なる原理
を保っているにもかかわらず、オーケーションの感
覚でこれはおかしいのではないか、といった議論
がアメリカより多く出てくるのではないかと思わ
れます。私たちには、ディーラー市場における投資
家保護には、オーケーションの原理とは異なった特
性があるということを議論の前提として理解し、
またアメリカの経験からも指摘する必要があるの
でなかなかどうかというふうに思います。
結果的に、今稼働していますECNー社という大株主というの、マーケット・メーカーであれば、大手の証券会社である。ですから、ECNに
取引をナスダックのマーケット・メーカーが行わなくても、自分の出資しているECNの売買
が増えることを自分の利益ということが一つ、一つは、これは全くおっしゃるところであり、大手
証券会社は、こういう形で、ECNが、もしくは
が今後伸びるかもしれない見込みで先行投資
を行っている、ECNの取引がこれだけ伸び
たということは、その見込みがあったということかもしれません。
これは、市場間競争の非常に複雑な面を示して
いるかと思います。市場間競争については「市場
運営者間競争」というのが、より正確な呼び名で
はないかというふうにおっしゃる方も多い。お
そらくそのとおりだと思うのですけれども、「市
場間競争」と呼ぶことで、私たちはナスダックの
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

マーケット・メーカーとECNが対立しているかのような印象を持っているわけですが、マーケット・メーカーをなっている証券会社の中にはECNの株主になっているところもあります。対立の構図はそんなに単純なものではないということはよくお話ししておりますが、市場関係者のスタンスということです、マーケット・メーカーからスーパーモンタージュに対する市況を受けております。ナスタック上指値注文紙ができてしまい、そこで指値のマッチングができてしまっていたため、マーケット・メーカーの機会が減じる考え方です。すが、むしろ強い反対を述べたのがECNの方のようであると、この背景は、これらにいたいただいたおりであると

さて、ECNは、これまで指値注文の回送を受けて成長してきただけでありますから、これを今この段階でいただいたいと思います。一方、マーケット・メーカーの方は、もう既に顧客指値保護は強化されておりまして、これをECNに回送してきたいわけですから、どうせ回送するのなら、ECNもスーパーモンタージュも同じであるということではいかがかと思われます。質問、一応どき教えていただきたいと思います。今のお話を伺っていて少し疑問に思っているのは、何なのかと思ったのですけれども、例えばマーケット・メーカーであれば、自社の顧客注文を回送されますね。そのECNの収益源といううのは、何なのかと思ったのですけれども、例えばマーケット・メーカーであれば、自社の顧客がございますから、その顧客から手数料をもらうこともできますし、自分たちで仕切って、自分たちでお客様のオーダーに向かうことでスプレッド収
益を取れば、もしかしたら手数料ゼロでやるケースもあるかもしれないと思うのですが、例えばマーケット・メーカーがお客様の注文を回送した場合、ECNはどんなふうに収益を上げるのか、というのが第一の質問です。

次に、第二の質問は、先ほどナスダックの市場と日本の店頭市場では全然規模が違いますというお話をしておりましたが、オーダー・ハンドリングルールやマッチングルールの導入によって、それほど大きな影響はなかったという資料中に入っておりました。例えば、ポラティリティも低く、流動性も変化していないし、流動性も変化することはないということが書いてありました。しかし、その中で、ナスダックの中でも結構流動性の高い銘柄もあると思われますが、その低いい銘柄もあると思われます。スプレッドの料金はちょっと変なので、銘柄の影響度というのは、スプレッド料金はさっと変える必要がないですね。

一方で、ECNの利益源ということですね。ECNのことについて手数料体系を説明されておりました。マーケット・メーカーから回送されてきた注文について、ECNはマーケット・メーカーに手数料をかけておりまして、これからやるわけですね。マーケット・メーカーは回送した上に手数料を取られていたわけですね。当然マーケット・メーカーは、回送した上に手数料を取られるのは、とてもたまりませんので、随分苦したようですが、手数料の額については、多少の譲歩があったと思いまが、基本的にECNはマーケット・メーカーから回送されてきた注文に対して、手数料を取ることにしました。
マーケット・メーカー制と顧客指値保護

この手数料体系は、ECNごとに非常に違っており
さまざまな差異が存在します。アイラン
ドは、指値注文が市場に到達して流動性を
強くとるとします。一方で、手数料を
取らないばかりか、アイランドから
一株当たり本当にわすかではありま
すがお金払っておりません。これに対して
成行注文は、こ
の指値をとる方でありますから、市場から
流動性を取るのです。もちろん手数料を受け
取って、指値を出してくれた人にむすび手
料を払って、差込を収益とするといったような
手数料体系のECNもございます。
それから、二つ目のマーニング・ルールあるいは

オーダー・ハンドリング・ルールが導入されて、
顧客指値が強化された結果、流動性の低い銘柄に
対して本当に全く影響がなかったのかという点
わかります。これについては私もちょっとナス
ダックのやや楽観的な発表しか存じません。ナス
ダック自身の統計では、先ほど三つばかりお見せ
したとおりであります。スプレッドは確かに三
平均〇%の収益減ということになっていますわ
けですから、大変大きなことなのです。ナス
ダック自身は、マーケット・メーカーもこの変化
を持ちこたえました。ましてや投資家にはハッピー
な帰結であったというふうに発表しております。
ちょっとわからないので、正式発表資料以上のこ
とは存じません。
関理事長 それでは、あお一人くらいですね。
ども、どなたいらっしゃいますか。
それでは、私から、ひとつの質問をさせていただきます。
一連のアメリカの動きというのはどちらかといえば、
市場が非常に活発な時期で進んでまいりました。
最近はアメリカの方も、調整あるいはパルプが崩壊したという状況になっています。
が、ごく最近時点で、市場が高騰していくような
状況の中で、一連の動きに対する考え方について
異なった意見が出てくるかどうかということ
もおわかりだったら、教えてください。
答 市場が低落してきてもこの状況がどうな
とそれを区別してフォローできているわけではこ
ざいませんで、はっきりとした答えはできません。
それでは、とりあえず市場の低迷期に入ってから、
ECNのシェアが伸びているように思います。

（しみず よう・福井県立大学講師）

ECNの取引高は変わらずかななりの割合を維持し
ておりますし、スーパーモンタージュ導入後に
ついてもまだ大きな変化はないとのことです。

当研究所客員研究員

（かねやま 友・関理事長）
どうもありがとうごそうですました。
これで今日のミーティングを考えてみた会議を終わらせて
いだきだします。