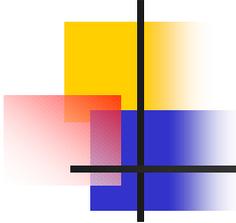


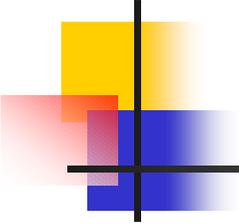
マーケット・メーカー制と顧客指値保護 —アメリカでの展開を踏まえて—

福井県立大学経済学部
(財)日本証券経済研究所
清水葉子



ナスダック銘柄をめぐる市場間競争

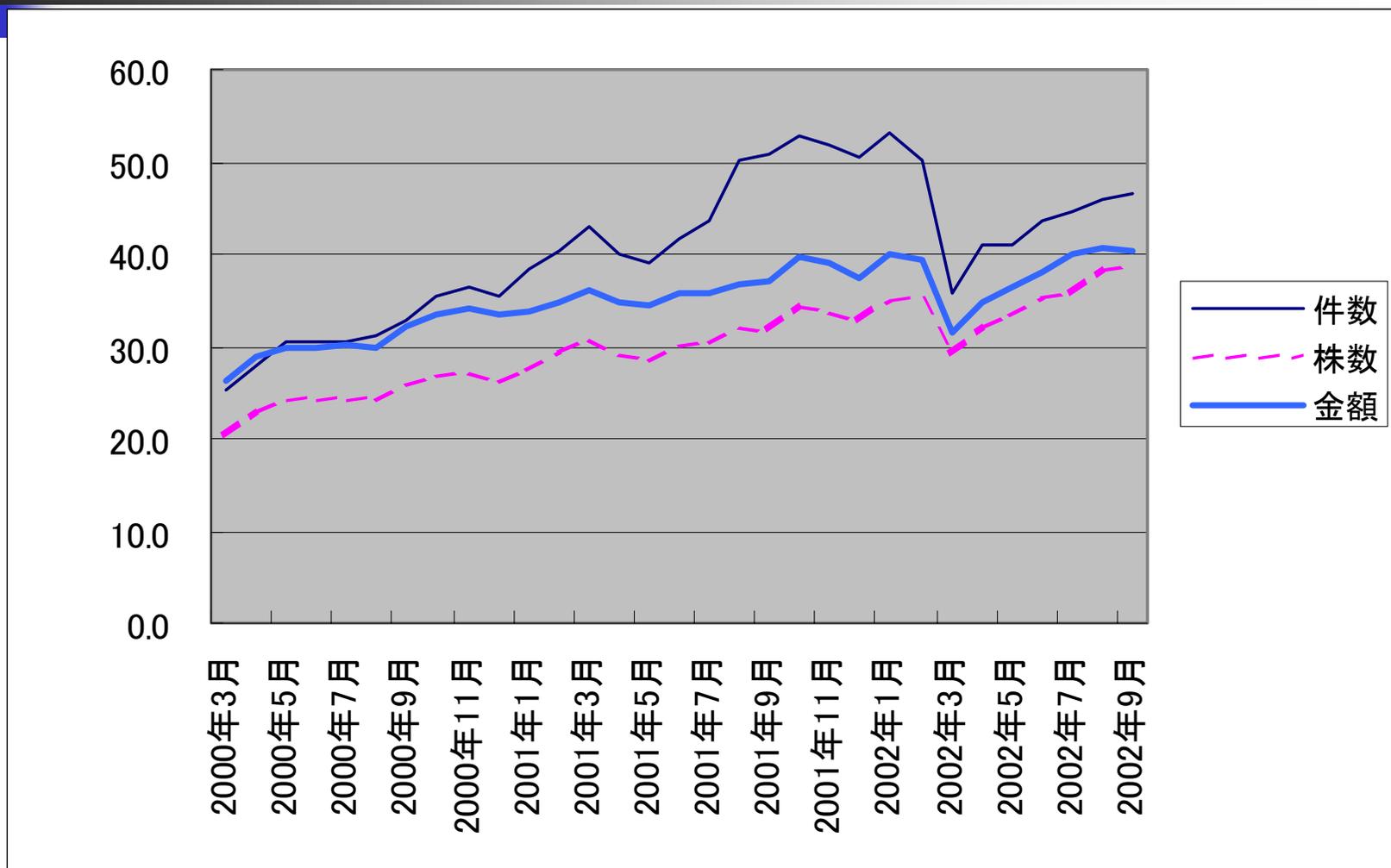
- ・ ナスダック銘柄取引＝ECNの台頭
- ・ ディーラー市場における顧客指値保護強化
- ・ ナスダックのスーパー・モンタージュの始動
2002年12月2日(完全開始)

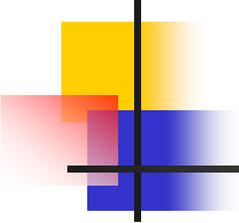


ECN・ATSの台頭

- 定義上は取引所と同一
- 規制の選択可能(1998年規制)
 - 取引所登録
 - 「Regulation-ATS」= 自主規制放棄
- ECNはATSの1カテゴリー(1997、OHR)

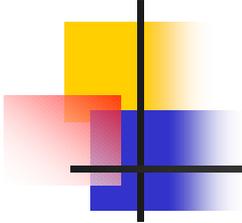
ナスダック銘柄に占めるECNシェア





ECN拡大の要因

- (1) ECNの技術的優位性
- (2) ECNの規制面での優位性(1998以前)
- (3) ナスダック市場での指値保護強化
←MMとECN(オークション)間の競争



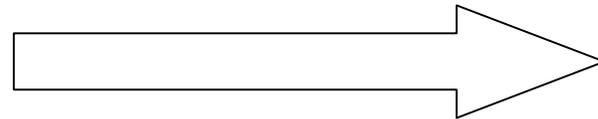
指値保護問題 その1

ハットン社に対するNASDの処分(1985)

- 顧客ウィリアム・マニングが
気配の内側で売り指値注文
- ハットンはこの指値注文を執行せず
- 指値より有利な(高い)価格で売りを続行

マニングの事例

\$51の
売り指値

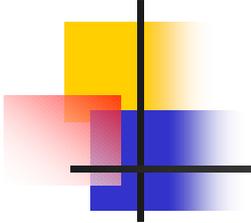


\$52の売り気配

他の顧客との
売買

相対交渉では条件が合わない

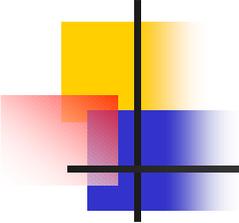
\$50の買い気配



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、自己資金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。

Securities and Exchange Commission, Release No.25887. July 6, 1988.

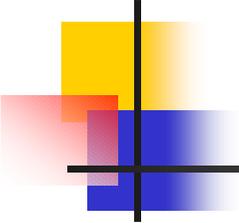


ハットン社への処分(NASD)

- ・ハットン社は、顧客指値に先立ってそれより有利な売り気配で自己売買を行っている

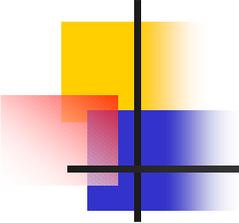
＝顧客マニングとの間に利益相反

- ・NASDの公正慣習規則に定める信任義務に反する 勧告処分



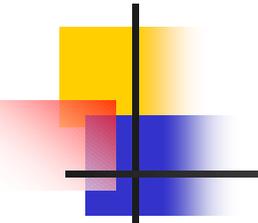
ハットンの主張

- 気配と合致しない指値の執行義務はない
- MMにはマニングの注文と第3の顧客とを付け合わせる義務もない
- 義務づければビジネスが成り立たない



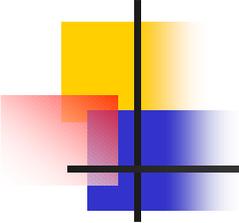
ハットンとSIAの主張

- 気配と合致しない指値の執行義務はない
- 明文規定がないので、規則改正が必要。



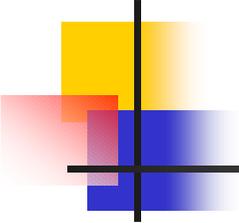
SECの見解

- NASDの処分を支持
- 本件は信任義務違反の観点として解釈
- デイリー市場への指値保護の是非
という問題を回避



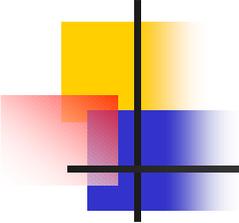
マニング事件の帰結

- (1) トレード・アヘッドは事実上禁止
- (2) セーフ・ハーバーの検討(1989年)
→実現せず
- (3) トレード・アヘッドの明文禁止も
MMらの反対によって困難



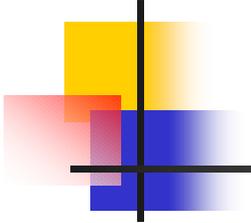
「マーケット2000」(1994)

- (1) 市場の透明性＝MMの慣行を見直すべき
- (2) 同意を得ればトレード・アヘッドが可能である
のは問題
- (3) ナスダックが取引所と同等の市場に成長
＝十分な投資家保護をはかるべき



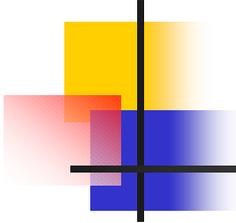
マニング・ルールの導入

- 1994年7月NASD行為規則2110-2
通称 「マニング・ルール」
- 1995年3月 「マニング・ルール II」



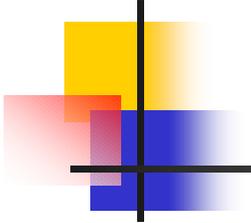
顧客指値保護問題 その2

- MM談合疑惑
 - “ Christie & Shultz Study ” 1994.5
- ECNを利用して隠れてポジション処分
ECNの「隠れた市場」化



オーダー・ハンドリング・ルール(OHR)

- 1997.1.20から段階的に施行
- ECNのナスダック接続 = 隠れた市場を廃止
- MMの顧客指値の取扱いの厳格化
顧客から優れた指値注文を受け取った場合、
ディーラー市場で執行・気配変更を行うか、
そうでなければECNに回送すべし



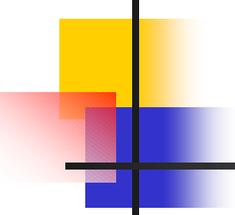
OHRの詳細

① 気配ルールQuote Rule (11Ac1-1)

MMは、公衆気配発信可能でない私的システム (ECN)に顧客向けより良い価格を提示してはならない。

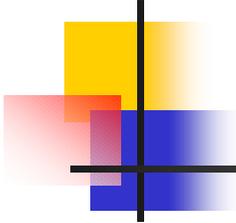
② 表示ルールDisplay Rule (11Ac1-4)

MMが気配より優れた顧客指値を受け取った場合、(a)自分でその指値で執行、(b)気配をその指値に変更、(c)他のMMへ回送、(d)公衆気配発信可能な(ナスダックに接続された)ECNへ回送、のいずれかを行わなくてはならない。



OHR導入の意味

- ディーラー市場での指値保護が強化
- 顧客指値をECNに回送することで
取扱い責任を合法的に回避
- ECN=ナスダックの指値注文板⇒拡大



OHRの帰結(1): スプレッドの縮小

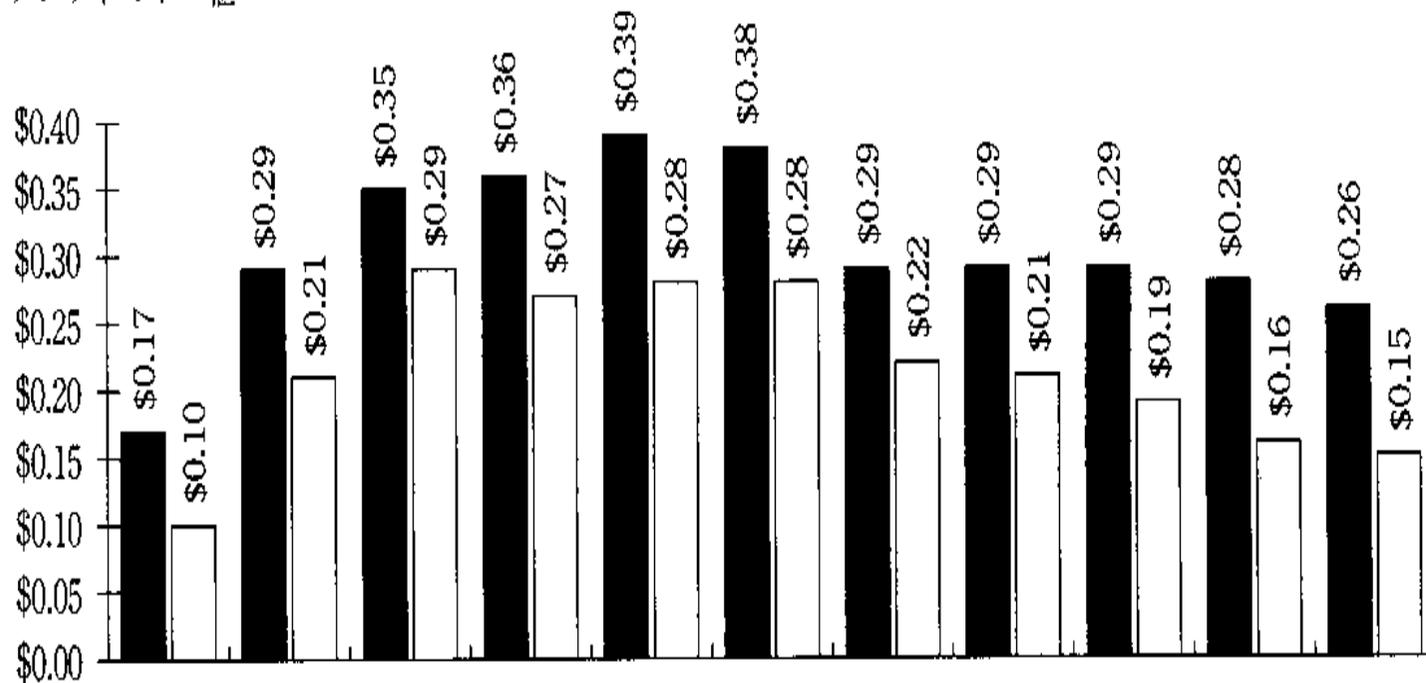
- ① スプレッドは平均30%縮小
- ② ボラティリティ・流動性に悪影響なし

OHR後の変化①

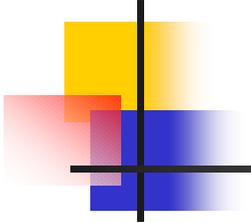
| | 導入前 20日間の平均 | 導入後 15日間の平均 | 変化 | 変化の割合 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|---------|--------|
| マーケット・メーカーの気配スプレッド | | | | |
| ドルベース | \$ 0.47 | \$0.35 | -\$0.12 | -25.5% |
| 価格比 | 3.7% | 2.5% | -1.2% | -33.4% |
| 実効スプレッド | | | | |
| ドルベース | \$0.31 | \$0.25 | -\$0.07 | -21.9% |
| 価格比 | 2.5% | 1.7% | -0.8% | -31.4% |
| 実際の取引によるスプレッド | | | | |
| ドルベース | \$0.29 | \$0.19 | -\$0.10 | -33.5% |
| 価格比 | 2.3% | 1.3% | -1.0% | -42.8% |
| スプレッド内側での取引 | | | | |
| 取引件数 | 28.5% | 18.1% | -10.4% | -36.5% |
| 価格加重平均した件数 | 33.7% | 23.1% | -10.6% | -31.5% |
| ボラティリティ | | | | |
| ビッド・アスクの中値の標準偏差 | 1.25% | 1.22% | -0.02% | -1.94% |
| 1銘柄あたりの平均マーケット・メーカー数 | 11.3 | 12.1 | 0.8 | 7.3% |
| SOESのアクセス性 | | | | |
| ECNのみが最良気配を出している時間 | n/a | 10.1% | n/a | n/a |
| 平均取引サイズ | 1,492 | 1,366 | -126 | -8.4% |
| 市場ピーク時 (9:30-9:50) の状況 | | | | |
| 9:30-9:50の気配値更新回数 | 21,801 | 55,923 | 34,123 | 156.5% |
| 全取引時間 (9:30-4:00) に占める ピーク時の更新回数 | 11.3% | 9.5% | | |

OHR後の変化②

スプレッドのドル値

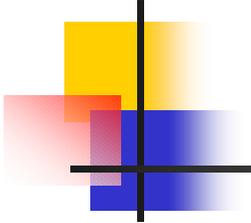


| 区分 | トップ1% | トップ10% | 第2区分 | 第3区分 | 第4区分 | 第5区分 | 第6区分 | 第7区分 | 第8区分 | 第9区分 | 第10区分 |
|-----|-------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 銘柄数 | 56 | 518 | 527 | 527 | 505 | 516 | 530 | 510 | 531 | 546 | 499 |



OHRの帰結(2): ECNの位置づけ

- MMの隠れたポジション処分の場
⇒ 顧客の指値注文の回送先に
- MMが回避した顧客指値の「集積場」
＝「ナスダックの指値注文板」



ディーラー市場での顧客指値保護

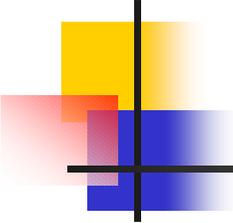
(1) オークション市場

＝指値保護が基本原理

(2) ディーラー市場

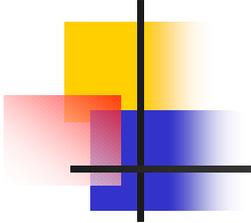
＝気配競争が基本原理

顧客指値保護はディーラー市場の設計原理に
内在しない



ナスダックへの指値保護強化

- ① ナスダックの成長＝投資家保護への配慮
- ② 市場における指値注文の増加
- ③ 指値保護強化
 - オークション市場 (ECN) へ注文流出
- ④ ナスダックに オークション的要素を導入
 - ＝スーパー・モニター・ジュ



スーパー・モニタージュ

- ① MMの使い勝手の向上
- ② MMは複数気配の入力可能
- ③ 市場の深さを5本値まで表示
- ④ 従来の相対交渉も併存。

Symbol: CSCO Cisco Systems, Inc.

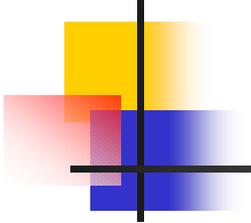
NBBO: 19.98 Q 19.99 Q 61 - 15

NNM Last Sale: 19.99 Q

UPC 11830: No

| Level | Bid Price | Total Depth | Ask Price | Total Depth |
|-------|-----------|-------------|-----------|-------------|
| 1st | 19.98 | 61 | 19.99 | 15 |
| 2nd | 19.97 | 58 | 20.00 | 83 |
| 3rd | 19.96 | 82 | 20.01 | 108 |
| 4th | 19.95 | 51 | 20.02 | 38 |
| 5th | 19.94 | 81 | 20.03 | 59 |

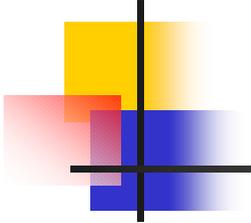
| MPID | Bid Price | Bid Size | MPID | Ask Price | Ask Size |
|-------|-----------|----------|-------|-----------|----------|
| GVRC | 19.98 | 10 | PIPR | 19.99 | 10 |
| MSCO | 19.98 | 21 | SIZE# | 19.99 | 5 |
| SIZE# | 19.98 | 10 | CHIP | 20.00 | 1 |
| SLKC | 19.98 | 10 | DAIN | 20.00 | 10 |
| SNDV | 19.98 | 10 | FBCO | 20.00 | 10 |
| MKXT# | 19.97 | 5 | MWSE | 20.00 | 7 |
| PRUS | 19.97 | 10 | PIPR | 20.00 | 15 |
| MSCO | 19.97 | 5 | MSCO | 20.00 | 10 |
| SBSH | 19.97 | 1 | SCHB | 20.00 | 5 |
| SIZE# | 19.97 | 25 | SIZE# | 20.00 | 20 |
| SLKC | 19.97 | 10 | UBSW | 20.00 | 4 |
| WCHV | 19.97 | 1 | WCHV | 20.00 | 1 |
| MLCO | 19.97 | 1 | ABNA | 20.01 | 50 |
| BRUT# | 19.96 | 11 | FBCO | 20.01 | 15 |
| NITE | 19.96 | 1 | MSCO | 20.01 | 9 |
| SLKC | 19.96 | 5 | SCHB | 20.01 | 10 |
| PRUS | 19.96 | 10 | SIZE# | 20.01 | 24 |
| SIZE# | 19.96 | 55 | BRUT# | 20.02 | 7 |
| BARD | 19.95 | 10 | FBCO | 20.02 | 10 |
| GSCO | 19.95 | 10 | SCHB | 20.02 | 5 |
| NDBC | 19.95 | 10 | SIZE# | 20.02 | 16 |
| PRUS | 19.95 | 5 | BRUT# | 20.03 | 10 |
| SIZE# | 19.95 | 10 | FBCO | 20.03 | 5 |
| SLKC | 19.95 | 6 | GSCO | 20.03 | 10 |
| BARD | 19.94 | 10 | NITE | 20.03 | 1 |
| BRUT# | 19.94 | 5 | PIPR | 20.03 | 7 |
| GSCO | 19.94 | 5 | SBSH | 20.03 | 1 |
| JPHQ | 19.94 | 10 | SIZE# | 20.03 | 15 |
| PRUS | 19.94 | 10 | WCAI | 20.03 | 10 |
| MSCO | 19.94 | 10 | ... | | |
| SIZE# | 19.94 | 26 | SNDV | 20.13 | 1 |
| SLKC | 19.94 | 5 | BARD | 20.15 | 1 |
| ... | | | PRUS | 20.17 | 10 |
| DAIN | 19.50 | 10 | SLKC | 20.25 | 8 |



スーパー・モンタージュの意味

- ① MMは自分の気配とは別に顧客指値を表示
- ② ECNに指値回送の必要なし
- ③ ナスダック全体として指値保護

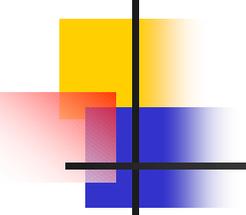
**スーパー・モンタージュはECNに代わる
「ナスダックの指値注文板」。



ECNの動き

- ① 既存の地方証券取引所との提携
 - アーキペラゴとパシフィック証券取引所
 - アイランドとシンシナティ証券取引所

- ② ECNの再編
 - インスティネットによるアイランド買収(2002.9)
 - アーキペラゴによるREDIBook買収(2002.3)、
GlobalNet買収(2002.8)



ナスダックにおける指値保護強化

- ① ディーラー市場からオークション市場へ
指値注文流出
- ② ディーラー市場のオークション化で注文奪回
- ③ ナスダックの特殊性（高流動性銘柄のMM取引）
- ④ ディーラー市場の原理と指値保護強化の不整合