

手数料自由化と市場集中義務

昨年来、いくつかの審議会等で証券市場に関する重要な制度改革案が出されている。例えば経済審議会の行動計画委員会金融ワーキンググループは「日本版ビッグバン」を唱え、また証券取引審議会総合部会も市場活性化に向けた提言を行っているが、いずれにおいても手数料自由化が主張され、また前者においては市場外取引の自由化も唱えられている。

ところで、アメリカではすでに二〇年前の七五年証券諸法改正法によって、手数料は自由化され、それと平行して全米市場制度（ナショナルマーケットシステム、NMS）が構築された。NMSの具体的な構築は規制当局者であるSEC（証券取引委員会）に委ねられており、そこでSECはNMS構築の観点からニューヨーク証券取引所NYSEに市場集中義務の撤廃を要求してきた。このことからわが国では、漠然と手数料自由化は市場集中義務撤廃と関連付けられやすい。しかしその関連性は必ずしも一義的ではない。手数料を自由化しながら地方取引所の統合およびバリ証券取引所への取引集中を内包するフランスのプチ・バンのケースもあるからである。このような地方取引所の統合、単一の証券取引所への取引集中の傾向はフランスのみならずドイツ、スイスなど大陸諸国に多く見受けられるのである。そうであれば、改めて、アメリカではどうして全米市場システムが必要であり、それには市場間競争さらに市場集中義務の撤廃が伴わなければならないのか、これらの目的、効果は何と考えられたのか、が問題となるはずである。以下では、この点について簡単にまとめてみた。

(1)

七五年証券諸法改正法の意義

アメリカの七五年改正法の背景となった事態は、市場分裂と互恵取引の横行にあった。SECは、固定手数料制の下で機関投資家が手数料の実質的引き下げを図って地方取引所や第三市場、第四市場を利用することが盛んになったことから市場分裂がもたらされ、また互恵取引のような慣行を横行させていること、互恵取引は利益相反の恐れをもたらし競争の公正性を損なうものであるとの判断から規則一九b-3（証券取引所が会員に固定手数料率を課すことを禁止）を採択した。

のみならずSECとしては、市場分裂の原因となった固定手数料制を廃止させるだけでなく、分裂した市場を再び集中させる必要があった。分裂した市場は流動性を減少させ、市場情報の分断による透明性の欠如から投資家の最良執行を困難にさせるからである。ところで分裂した市場の集中には二通りの方法が考えられた。

(2)

一つは、連邦準備制度理事会の元議長であったマーチン氏がNYSE理事会から委嘱されて行った一九七一年の報告書⁽¹⁾、いわゆるマーチンレポートが主張したもので、全国の証券取引所を統合し、各証券取引所はその一部門となり、各部門の上場証券はそこでしか売買させない、すなわち重複上場、非上場取引特権を認めないというものである。市場集中義務の徹底であり、単一市場アプローチといわれるものである。このアプローチをとれば、流動性の分断、情報の分断を回避することが出来るが、市場間競争を排除することになるので、競争による効果は得られない。

第二は、これとは反対に異なる複数の市場の存在を認め、これら市場間の相互の競争を促進させることで競争の効果を享受しつつ、市場分裂に対する対策としては異なる各市場をコンピューターでリンクさせ市場情報の統合を通じて透明性の向上、最良執行の確保を図るというものである。これが全米市場システムであり、SECが

とった選択であった。そこで、SECは、市場間競争の阻害要因となるNYSEの市場集中義務を次のやり方で撤廃させた。

まず七五年に規則一九c-1を採択し、NYSE規則三九四条(委託注文の場外への回送を禁止)を撤廃させた(七六年三月)。次に委託注文同士のクロスおよび自己間向かいによるクロスの場合の禁止事項についても、これを撤廃させるべく七八年に規則一九c-2を提案したが、あまりに過激な影響をもたらすとの懸念から規則一九c-2の提案は後に撤回される。代わって、規則一九c-3が八〇年に採択された。これは七九年四月二六日以降に上場した銘柄については自己・委託を問わず市場集中義務の撤廃を規定した条項である。⁽²⁾

他方、市場分裂に対する補正策としては、①各市場において行われた取引情報(取引成立銘柄の価格、株数、執行市場)の統合とそのオンラインでの公表(CTS: Consolidated Tape System)②各市場における気配情報(最良気配と株数)の統合とそのオンラインでの公表(CQS: Composite Quotation System)③市場間の注文回送システムによる顧客注文の最良執行市場への回送(ITS: Inter-market Transaction System)の三つの措置が取られた。このようにSECは市場分裂対策として、取引・気配情報の統合による最良執行の確保を目指したのである。ただし、これは情報分断への対策とはなるが、流動性分断への対策とはなっていない。⁽³⁾

(3)

全米市場システムの評価

かくして、証券取引システムのあり方として全米市場システムは唯一無二というわけではない。そのメリットは、市場集中義務の撤廃を通じて市場間競争を促進し、もって競争効果が得られるという点にある。しからば、

①市場間競争とは何か。そこでは何をめぐって競争が展開されるのか、その結果得られる競争上のメリットとはどのようなものか、がまず問題となる。またはじめに見たように、イギリスを除くヨーロッパ諸国では、手数料自由化は地方取引所の統合・廃止(中央市場への取引集中)すなわち単一市場アプローチを随伴している。したがって、市場集中義務を維持しながら競争効果を得ることが出来るのか、があわせて問題となろう。

次に、市場集中義務を撤廃すれば市場分裂あるいはその拡大の可能性が生じる。そのためにSECはCTS、CQS、ITSを導入したが、そこで、②これらの措置によって、どの程度まで最良執行の確保が担保されたと考えられるか、が第二の問題となる。もちろんこれらのシステム構築にはコストがかかるから、そのコストベネフィットも勘案すべきということになる。この第二の論点については、SECは常に関心を持っており、全米市場システムのフォローを怠っていない。その直近の報告書が、「マーケット二〇〇〇」(SEC, Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development, January 1994)以下『報告書』(略)であった。

(4)

「競争の効果」

米澤康博教授(筑波大学)によると、⁽⁴⁾一般に市場間競争とは、上場獲得競争と取引獲得競争の二つであると整理でき、特に問題となっているのは取引獲得競争であるとされる。この取引獲得競争において何が競われているかといえば、執行コスト(手数料のほか、bid and ask spread、市場インパクト、タイミング・コスト、オペチュニティーコスト)がどれだけ低くできるか、サービスの向上・拡大(たとえば取引時間外の取引サービスの提供)、これらを可能とするイノベーションの開発(例えば小口注文自動処理システム)等である。このよ

うな視点からするとNYSEへの市場集中は一種の独占状態であり、これらの執行コスト削減、サービス改善、イノベーション開発に対するインセンティブが十分ではない、と同教授はいう。事実、『報告書』もまた、「過去二〇年間の市場におけるイノベーションは第三市場マーケットメイカーやPTS (Proprietary Trading System) 施設取引システム) のような主要マーケット以外の代替市場から、あるいは代替市場の競争圧力に促されて生まれた」と主張している。⁽⁵⁾

しかし一方、ヨーロッパ各国の証券取引所はむしろ一層、厳格な単一市場アプローチをとっている。これらの中で競争効果は得られないのか。これらの国は、国内では市場間競争のインセンティブは起きないものの、海外との間では激的な競争圧力にさらされている。というのは、イギリスにおける八六年の市場改革(いわゆるビッグバン)によって、ロンドン証券取引所(LSE)の外国株部門(SEAQインターナショナル)が成長したが、これが欧州に競争圧力となったのである。というのは、①欧州諸国間には時差がほとんどなく立会時間が重なること、②SEAIQインターは、LSEが認知する海外市場の上場企業の株式に対して三社以上(九三年までは二社以上)の会員業者が確定気配を表示するマーケットメイカーとしてLSEに登録するだけで気配が表示できる、いわば巨大な「勝手上場」の市場であり、欧州証券取引所と競争関係にある。しかも、③九六年からEU投資サービス指令が実施され、各証券取引所はこれまで他国に海外端末を設置する場合には必要とされていた受入れ国側の許可が不要となり、海外端末設置を通じた取引き獲得競争が現実化しはじめている。このようにみると、ヨーロッパの場合には、国内で単一市場アプローチを採用しても市場間競争へのインセンティブは十分働いているといえよう。

「市場分断への補正策」

アメリカでは、市場間競争を喚起させるための工夫とは、市場集中義務の撤廃というわけであるが、しかし、これによって市場分裂およびその拡大の恐れが生じる。現象的に見ると、地方取引所、第三市場、PTS(私設取引システム)の出来高が拡大し、NYSEのシェアが低下している。この点につき、『報告書』は、NYSEはNYSE上場銘柄の出来高のお七〇%をキープしているとの事実を持ち出して、「価格発見、流動性が悪影響を受けるほどには市場は分裂していない」と述べている。⁽⁶⁾したがって、SECとしては、流動性分断については何らかの手当てをするほどではないというわけであろう。

それでは情報分断への対策および最良執行の保証については満足な成果が得られているか。この点につき、行澤一人助教授(神戸大学)は、「各市場間を通信ネットワークで結び、取引情報を集約することによって市場全体の透明性を拡大し、もって投資家にとっての最良執行を保証するという前提は、二〇年以上を経過した今日なお十分な意味で完成されていない」と論評されている。⁽⁷⁾すなわちSECは、『報告書』の中で、透明性向上、投資家の公平な扱い、公正な市場間競争、開かれた市場アクセス、の四つの観点からいくつかの提案を行っている。これらの提案は一〇数項目にわたっているが、これらに対して具体的な規則改正案がこれまでにいくつか明らかになっている。このうち主なものをあげると、①表示ルール(規則一一A c—一四)⁽⁸⁾、②気配ルール(規則一一A c—一一)、③価格向上ルール(規則一一A c—一五)、④オーダーフローペイメントの開示、である。このうち①、②の改正は九七年一月一九日より施行、③は採用が延期、④は施行がたびたび延期されている。

まず、①表示ルールの改正は、『報告書』の提案「スベシヤリスト、店頭マーケットメイカーは最良気配よりも有利な指値注文があった場合にはこれを積極的に表示し、その執行を保護すること」⁽⁹⁾、に対応するものである。

すなわち取引所スペシャリストや店頭マーケットメイカーが自ら表示する売買気配より有利な顧客の指値注文がある場合には、その顧客の指値と株数を三〇秒以内にネットワーク上のディスプレイに表示しなければならいとするものである。

NYSEはもともと完全な競売買制ではなく部分的にディーラーズマーケットを混在させたスペシャリスト制度をとっており、このほかNYSE以外にマーケットメイカー制のNASDAQ、第三市場が併存している。これらスペシャリスト、マーケットメイカーは自らが管理する注文情報を外部に開示する必要はないのである。さらに、先述のCQS（気配統合システム）ではスペシャリストが最良気配を入力するのであって、電子ブック上の最良気配が自動的に公開されているわけではない。そこにスペシャリストの裁量の余地が働く。たとえば市場実勢から判断して最良気配を更新しない方が投資家にとって良い値段での執行が期待できると判断した場合には気配を更新しなくてもよいし、最良気配より優先する指値注文が発注されても、それが極端に少額の場合は市場実勢を反映していないと判断して気配更新しなくてもよいのである。

しかし、今回の新しい規則は、そのようなディーラーズマーケットの併存を認めながらも競売買制度のメリットである価格向上をぎりぎりまで追求するため、価格において最も優先する注文を積極的に開示してこれに該当する注文を誘おうというのである。

次に②の改正案には二つの内容があつて、一つは、スペシャリスト、店頭マーケットメイカーがECN（電子取引ネットワーク、Electronic Communications Networks）に顧客に提示している気配より有利な気配を出したときにはそれを開示しなければならないというものである。ここでいうECNとはNASDAQのスクリーン取引システムであるセレクトネット⁽⁹⁾やPTSのひとつであるインステイネット⁽¹⁰⁾を指している。これらは現

行の規則ではCQS（気配統合システム）には参加していない。したがって、改正案②の目的の一つは、これらのシステムに提示されている気配も統合させようということである。

また②の改正案のもう一つの内容は、全上場銘柄につき、取引量一%以上を取扱っているスペシャリスト、店頭マーケットメイカーはその銘柄の売り買い双方の気配を継続的に表示すべしというものである。現行の気配ルールによれば、市場集中義務を解除されている一九c—三銘柄についてはNYSE、AMEX以外の地方証券取引所スペシャリスト、第三市場マーケットメイカーのうちシェア一%の業者は確定気配を表示する義務があるが、それ以外の上場銘柄については取引高シェアが最大のスペシャリストまたはマーケットメイカーのみに気配公表の義務があるとされていた。今回、一九c—三銘柄以外の銘柄についてもこの一%基準の適用を広げたのである。他方、③は、『報告書』の提案「注文提示規則の導入、Order Exposure Rule」に対応するもので、その内容は、成行注文を取引所スペシャリスト、店頭マーケットメイカーがその提示する最良気配で自動的に執行する前に、一定の時間、当該注文をCQSに晒してより良い価格での執行を確保しようというにある。このルール導入にあたってはスペシャリスト、マーケットメイカーの反対が強く、採用は延期されている。

最後の④は、オーダーフローペイメント（OFP、Order Flow Payment）が問題視されていることから提案されたものである。OFPに対しては、OFPそれ自体およびそれによるリベートの金額は、CTSやCQSに反映されていない。このために市場全体の価格効率を阻害している恐れがある。また、OFPを行わないスペシャリスト、店頭マーケットメイカーとの関係で競争制限的な効果がある。自動回送システムを利用するため、ブローカーが最良執行市場を探索する努力を放棄してしまう。気配に基づく注文獲得競争が展開されないため、スペシャリストやマーケットメイカーがスプレッドを縮める努力をしないようになる、などの批判がある。そこ

でSECとして、ブローカー、ディーラーに対して注文回送の代価として金銭を得たかどうか、また、どの程度まで顧客の注文に価格向上の機会が与えられたか、について情報開示を要求したのであった。

市場集中義務撤廃の是非

以上のように見ると、市場集中義務を撤廃させ、これによって国内に市場間競争を持ち込むことの是非を語る前に、多くの前提条件を吟味しなければならぬことが分かるであろう。

まず第一に、わが国はヨーロッパの多くの国々と同様に市場集中義務を維持したままで競争効果が発揮できるような状況になっているか、という問題である。国内には複数の取引所ならびに店頭市場が存在し、さらには時間帯にはアジア各国証券市場も立会いを行っているが、少なくとも現物株については、競争が展開されているとはいえない状況である。したがって、競争効果が発揮できるようにするためには、ヨーロッパと違って、やはり市場集中義務の何らかの手直しが避けられないのではないか。

第二に、市場集中義務を緩和すれば、それだけで東証のシェアが低下し流動性に問題が生じることはないであろう。しかし、複数の市場が存在するようになれば（そしてまた、競争効果が発揮出来る程度には複数市場が必要である）、その出来情報、気配情報を何らかのやり方で統合する必要は生じてくるであろう。それにはコストがかかる。そのコストベネフィットを計算する必要があることは言うまでもない。

(二上)

注

1. "The Securities Markets", 1971. (邦訳「証券市場—マーチン・レポート」【インベストメント】二四巻五号、一九七一年一〇月)
2. 「七九年四月二六日以降に上場した銘柄」と限定した理由は、これらの銘柄はつい最近まで店頭市場で売買されていたもので、市場集中義務を解除しても過激な影響をもたらさないと判断されたからである ("Introduction and Historical Background", in SEC. Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development, January 1994.)

3. ITSは証券会社の店頭から直接に最良執行市場へ回送するものではなく、流動性の統合に資する手段とはいえない。
4. 米澤康博「手数料自由化と市場間競争」(日本証券業協会大阪地区協会編「大阪米國証券市場視察団報告書」一九九六年一二月、所収)。以下は、同論文による。

5. SEC. *ibid.* pp13~14.

6. SEC. *ibid.* p14.

7. 行澤一人「手数料自由化問題と市場自由化問題—アメリカの経験に学ぶ」(日本証券業協会大阪地区協会編「大阪米國証券市場視察団報告書」一九九六年二月、所収)。以下は、同論文による。

8. オーダーフローペイメントとは、地方取引所スペシャリストや第三市場マーケットメイカーが、小口の注文を獲得するためにブローカーに金銭を支払う慣行を指す。ブローカーはディスカウンターが多く、これで得たりべートを最終顧客から徴収する手数料の割引きの原資にしているといわれる。

9. NASDAQでは気配はスクリーン表示されるが、取引きの約定は電話で交渉、締結されるのが一般的である。ところが

八七年のブラックマンデーの時に電話での売買が不可能になったため電話方式によらず端末を通じた売買交渉を可能にする必要が生じた。そこで生まれたのがSolocoNetである。

10. ただし、価格発見機能を持たないインスタネットクロッシングシステムやボジット、ブローカーディーラーの店内注文回送システムはこのECNには含まないとされる。

11. 先物・オプションについてはシンガポールのSIMEXが大証と競争している。