

私設取引システム(PTS) と市場規制について(3)

市場間競争の視点から

はじめに

二稿にわたって私設取引システム(PTS)のかかえる問題を検討してきた。簡単にふりかえってみると、PTSは、コンピューター・テクノロジーを利用した自動売買のためのシステムで、登録ブローカー・ディーラーが営利目的に運営しているものである。PTSはその機能上、登録証券取引所ときわめて近い施設であると思ふことができるが、取引所としての登録はしておらず、したがって自主規制機関として取引所が負うはずの義務を負わないまま運営されており、ブローカー・ディーラーとしての規制を受けるのみである。ただし、アリゾナ証券取引所は例外的に取引所と認定されているが、取引量が少ないことを理由に取引所としての登録を免除されている。PTSは、機関投資家のほか、ブローカー・ディーラーやその他プロの市場トレーダーのみに参加資格を限定しているため、個人投資家の注文を扱うことはない。

PTSの売買が占める割合は、NYSEの総取引量の一・四%に過ぎないが、NASDAQの総取引量の一三%を占めるまでになっており、無視できない規模となっている。また取引件数は一九九〇年代に入ってから五〇%を超える伸び率を示しており、大きな関心を集めている。

前稿でも指摘したように、PTSをめぐるのは、規制上の問題だけでなく、市場間競争の観点からもさまざま

な問題が論議されており、SECも「Market2000」などでそうした問題を重視して検討を加えている⁽¹⁾。しかしPTSが提起する問題の背後には、コンピュータ・テクノロジーが証券取引の場としての取引所制度や市場間競争のあり方にどのように影響を及ぼすのかという、より根本的な問題が存在すると考えられる。あとで述べるように、コンピュータ・テクノロジーは、証券取引に際して物理的な空間を不要にしたと同時に、取引コストの構造を変化させることで、市場間競争に大きな影響を与えていると考えられるからである。本稿では、こうした問題意識から、PTSを生んだコンピュータ・テクノロジーが取引所の制度や、市場間競争にどのような影響を与えるかを検討していきたい。

コンピュータ・テクノロジーと証券取引所

歴史的にみて、証券市場は、取引を行うものがコーヒーハウスや道端に集まることで売買を集中させることから始まり、やがて仕切られた空間に取引のための専用のフロアーを持つ取引所が成立するにいたっている。こうした空間的な売買の集中は、証券売買の取引相手を探索するためのコストを抑えて、効率的な価格発見を可能にするための工夫であったと考えることができる。

しかしながら取引に関心を持つもの全員を一定の物理的空間に集めることは不可能であるから、市場集中を実現するための技術的制約を解決する手段として会員制度が生まれた。会員制度によって、一般の投資家は取引所会員であるブローカーに注文を取り次いでもらうことによってはじめて取引所での取引に参加することができるようになる。このため、取引所は会員に対して市場集中義務を課し、取引所の場外での取引を禁じた。

また、自主規制機関としての取引所の制度も、会員制度に負うところが大きいと考えられる。取引所は、特に英米においては、会員の自治組織として出発し、会員以外の外部からの介入を排してきた伝統がある。規制監督当局も、取引所の規制に当たってはこうした会員の自治組織を利用して自主規制機関とすることで一般投資家の保護にあたっており、取引所の運営は一般投資家の利益を損ねない限りで自主的に行われるものとなっている。

このような売買集中のための物理的制約のもとでは、取引所の制度は証券取引自体と不可分であったと言いうことができる。したがって、効率的証券市場は、そのまま売買を集中する場としての取引所であった。ところが、PTSのように取引がコンピュータ・システム上で行われることになると、こうした取引所の物理的制約は意味を失ってしまう。したがって、右で述べたような物理的な制約から生じていた取引所の制度のいくつかは、証券取引自体が内在化しているものではなくてしまえば、取引所としての性格を備えていない証券市場が生まれ得ることになる。

コンピュータテクノロジーと取引所機能の変化

以下では、淵田・大崎(一九九四)にならって、取引所という物理的制約のなかで証券市場が果たしてきた機能が、コンピュータテクノロジーのもとでどのような変化をきたすかを検討してみよう。

①注文勧誘…取引所は、伝統的には証券取引において注文勧誘の機能を果たしてきた。すなわち、NYSEでは投資家の注文を受けたブローカー・ディーラーの指し値注文や、スペシャリストのクォートが、NASDAQなどのクォート・ドリブン市場では個々のマーケットメーカーのクォートがつねに流動性を提供しており、投資家の注文を勧誘する働きをしている。

一方、PTSでは機関投資家などの市場参加者が直接ネットワーク上に注文を表示し、それが注文勧誘の機能を果たしている。したがって、取引所の注文勧誘の場としての空間的なlocalnessはPTSではコンピュータ・システム上に移しかえられてしまう。また、注文を勧誘する流動性は、伝統的取引所ではブローカー・ディーラーやマーケット・メーカーといったプロの市場参加者が提供しているのに対して、PTSでは投資家自身が流動性を提供していることになる。

こうした違いは、直接の取引参加者を会員のみ制限せざるを得なかった取引所の空間的制約がPTSにおいてはもはや意味をなさないことを示している。取引所の会員制度の物理的必然性がなくなるということは、PTSのように一般投資家の証券市場への直接参加を制限する必然性もなくなってしまうということの意味しており、投資家保護の点から証券市場規制のあり方に大きな影響があると考えられる。

②注文回送：伝統的な電話またはファックスによる売買注文の回送においては、投資家から執行の場までの注文回送には、投資家から証券会社への回送と、証券会社から取引所への回送の二段階があった。近年では、証券会社の注文処理のシステムが取引所のシステムと接続されたものも出てきており、注文は形式的には会員を通じて回送されているものの、実質的には投資家から取引所への直接回送と変わらないことになる。小口注文の自動執行システムも自動的な注文回送の形をとっている。

伝統的な注文回送では、投資家の注文は証券会社の社内での信用力をチェックすることが可能であったため、決済不能などの事故に際しては会員たる証券会社が肩代りするという対応が有効でありかつ意味を持った。しかしながら、PTSにおいては、注文は執行の場に直接入力されることになり、注文回送は一段階に集約される。

このことは、空間的制約が存在しないという意味で①と同様に会員制度の根幹に関わると同時に、決済事故の際の新しいルールが必要になることも示している。

③価格発見と取引の執行：オーダー・ドリブン市場であれクオート・ドリブン市場であれ、伝統的な市場では、価格決定のためのマイクロルール（価格優先・時間優先といった執行のためのルールや、気配値の開示ルールなど）は、取引所で慣習的に成立したものであるため急激な変更は考えにくい。また、通常は執行のための均衡価格が決定されることと取引の執行が行われることは同義であり、時間的にも同時であると考えられてきた。

しかしながらPTSでの価格決定ルールは、システムごとに微妙に違っており、さまざまなバリエーションが存在する⁽²⁾。これは取引のためのマイクロルールが、システムのプログラムのバリエーションという形で構築可能であることや、ルール変更に関しても、参加者の間で時間をかけて慣習的に決定されてきたものに比べて比較的容易であることによると思われる。また、PTSでは、スクリーン上に表示された注文に対して、入力された注文の条件が折り合わない場合は、取引相手と相対で交渉することも可能になっており、この場合は価格決定は相対交渉の性格も持っていることになる。さらに、価格情報の伝達技術が向上したため、主要取引所の価格をPTSの執行価格としてそのまま利用することができ、価格発見と執行が分離していることも指摘できる。

④取引監視：伝統的には取引所は会員制度をとっており、会員は一般投資家のエージェントとして投資家の利益のために行動することを求められたため、取引所は公共性の高い機関として取引監視機能を担っている。会員制度は、会員の結び付きの長期性や、会員の相互監視のもとで制裁を課すことを通じて、会員が一時的な機会主

義的行動に走ることを防止することができ、そのことが会員を通じて取引に参加する一般投資家の保護にもつながっている。

PTSのように取引の場がネット上に設けられると会員制度の必然性がなくなるため、自主規制機関のような意味での取引監視は行われぬ。PTSの自発性に任せるならば、PTSでの取引監視は運営者の自己防衛的なもののみになってしまふ恐れがある。したがってPTSでは投資家保護のための監視が行われる保証はなく、そのための新しいルールが必要になると考えられる。

⑤取引証券の選別：伝統的には、取引所は上場制度を通じて取り引きする証券を選別している。これは取引所の空間的制約のため一定数以上の銘柄を扱うことが不可能であったという点と、優良な銘柄のみを選別して扱うことで取引所の信頼性の維持を考慮したという点の二つの理由が考えられる。したがって、上場基準は証券発行企業の資産や利益率、成長性などを重視して審査が行われている。

しかしながらPTSは上場制度をとっておらず、既存取引所やNASDAQの上場制度に依存して銘柄の選別を行っている。またPTSは上場銘柄の全てを扱っているわけではなく、一定以上の流動性のある銘柄に限定して取引の場を提供している。PTSによる選別は、発行企業の評価というよりは、PTS運営がビジネスとして成り立つように流動性の高い、売買の活発な銘柄を選んでいると考えられるため、こうした銘柄選別は伝統的な上場審査とは性格が異なるものである。

コンピュータ・テクノロジと取引コスト

電子ネットワークが存在しなかつたときには、証券取引に最も効率的な形態は取引所であり、取引所である以上切られた空間という物理的な制約から自由になることは不可能であったわけであるが、以上でみてきたように、PTSのようなコンピュータ・テクノロジを利用した取引システムは、そうした物理的制約から自由であるために、従来証券取引と自動的に結び付けられてきた取引所の多くの特徴を共有していないことが分かる。

もちろん、こうしたPTSのあり方には、前稿でも指摘したようにさまざまな異論があり、投資家保護の観点からもPTSに対して何らかの規制の必要があることは明らかである。しかしそれでも、コンピュータ・システム上の証券取引が技術的に可能になったという事実は取引所のあり方に大きな影響をもたらすことは十分予想できる。

しかしながら、PTSなどの新しい証券市場への注文流出の要因はこうしたコンピュータによる自動取引システムのミクロ的な優位性によるものだけではない。アメリカの証券市場の構造を見ると、PTSをはじめとして第三市場や各種クロスリング・セッション、機関投資家同士の直接取引の場である第四市場など、証券売買の場が非常に分散していることが分かる。このようなアメリカの市場間競争の様子は、各市場がたがいにコストとサービスというトレードオフのある要素を組み合わせてパッケージ化し、市場サービスを提供する市場 (market of markets) をたがいにセグメントしあつて競争しているかのようである。たとえば、迅速な執行は期待できないがきわめて手数料が安い市場、手数料が高くても価格発見機能を備えた迅速性をもつ市場、価格向上性がなくてもマーケットインパクトを抑えて大口のブロック取引を執行可能な市場といったぐあいである。

こうしたセグメンテーションを可能にしている要因は、すでに触れたように、コンピュータ・テクノロジ

がさまざまな新しい市場サービスを生み出したことと同時に、証券の取引コスト自体も「分解」し、顧客のニーズに合わせてサービスとコストを組み替えることが可能となったからであると考えられないだろうか。このことを見るために、一九七五年当時の市場分裂と現在生じているといわれる市場分裂をあらためて比較してみよう。

一九七〇年代の市場分裂と現在の市場分裂

一九七〇年代に問題化した市場分裂は、機械化現象が進むなかで大口の取引が手数料の割り戻しを求めて地方取引所などへ流出することで生じたとされている。このことは、株式一単位当たりの取引コストが、大口は比較的安く、小口は高いと考えられていたことを示している。実際、その後手数料が自由化されると、低下したのは大口の手数料であって、小口の手数料はほとんど変わらなかったといわれる。このこともそうした取引コストの規模の経済性を示していると推測できる。

一方、現在生じている市場の分裂は、小口取引をめぐってはデイスカウント・ブローカーなどの隆盛を見ても分かるのとおり手数料の引き下げであって、大口取引に関しては、なによりも低マーケットインパクト性やインデックス取引、取引の際の匿名性といった大口取引に特有のニーズを満たす市場への注文流出である。

このようにみると、一九七〇年代には大口取引をめぐってコスト競争が行われたのに対して、現在では小口取引をめぐってコスト競争が行われており、いまや大口取引は新しいサービスを求めているように思われる。こうした違いはなぜ生じているのだろうか。

すでに述べたように、取引所は本来、一か所に売買を集中することで、売買の相手を探索するコストをきわめて低く抑えることで有効に機能していたと考えることができる。このような完全競争のモデルにきわめて近い取引所が、効率的な資源配分を実現するためには、一つ一つの取引は価格支配力（すなわちマーケットインパクト）を持たない程度に小さいものでなければならぬ。したがってマーケットインパクトを持つような大口取引は、取引所取引であるにもかかわらず「探索コスト」を再発生させるということができる。

このように考えると、証券取引のコストには、執行とその処理に関わる事務的なコストのほかに、売買の相手を探すためのコストの二つが存在すると考えることができる。前者を仮に「執行／処理コスト」、後者を「探索コスト」と呼ぶとすれば、証券取引のコストはこの二つに分解でき、大口取引と小口取引は、これらの二つのコストの組み合わせの構造が違ふと考えられるのではないだろうか。

すなわち、現在に比べれば比較的小口の取引が多かったと考えられる一九七〇年代には、「探索コスト」はそれほど問題にならず、取引の「執行／処理コスト」が取引コストの大きな割合を占めていたと考えられる。機械化が未発達な当時の状況では、「執行／処理コスト」に規模の経済性が働くのは当然であり、したがって手数料も注文の規模に比例して割り引く余地があったと考えられる。これに対して、現在のように取引の執行／処理の機械化がすすむと、高いと考えられていた小口取引の「執行／処理コスト」は大きく低下し、かわって大口取引の売買の相手方を探すための「探索コスト」が相対的にクローズアップされて再浮上してくることになる。

このように、取引コストが「探索コスト」と「執行／処理コスト」へと分解すると、小口取引は「探索コスト」は本来的に低く「執行／処理コスト」が高い、大口取引は「執行／処理コスト」には規模の経済性が働くが「探索コスト」はまださほど高くない、という一九七〇年代のコスト構造が、コンピューター・テクノロジーによって大きく変化していると考えることができる。そうしたなかで、伝統的な執行価格の向上以外の新しいサービスと、分解されたコストを組み合わせて提供することで、市場間競争はサービスとコストのパッケージの競争とな

ってくる。これが現在のアメリカの市場間競争のありかただといえるのではないだろうか。

注

(1) SEC(一九九四) "Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development"

(2) PTSのシステムによる分類は、清水(一九九六) 参照。

参考文献

清水葉子(一九九六) 「私設取引システム(PTS)と市場規制について(1)」 『証券レポート』一五四〇号、一九

九六年二月

― (一九九七) 「私設取引システム(PTS)と市場規制について(2)」 『証券レポート』一五四三号、一

九九七年二月

淵田康之・大崎貞和(一九九四) 「証券市場の競争力」 『財界観測』一九九四年一〇月

中村寛・今給黎成夫(一九九二) 「米国における市場外売買システムの現状とその影響」 『財界観測』一九九四年一〇

月

二上季代志(一九九七) 「証券取引所とPTS」 『証券経済研究』第六号、一九九七年三月

SEC(1994) "Market 2000 : An Examination of Current Equity Market Development"

(清水)