

1 はじめに

市場間競争が激しく展開されている米国証券市場では、取引所の意見広告にも興味深いものがある。地方取引所四所が連名でマスコミに発表した意見広告のタイトルは、「モノポリーをやりたい者はいるか？」である。それは、「昔々、あるところにビッグ・ボード・ゲーム（大きなボードゲーム、あるいはビッグボードのゲーム）があり、町の全員がそのゲームに興じていた。なぜなら、町にはそのゲーム一つしかなかったからである。しかし今、投資家には、たくさんの選択肢がある」と始まっており、続いて証券市場において競争がいかに重要であるか、地方取引所が競争の促進にいかに関与してきたかが述べられている。蛇足ながら解説を加えれば、タイトルになっている「モノポリー」は、世界で最も人気のあるボードゲーム（チェスのように盤上でコマを動かして遊ぶゲーム）の一つであり、かつ「独占」（その弊害をなくすことが市場間競争促進の最大の目的と言われる）という意味がある。また、「ビッグボード」が、NYSEのニックネームであることは言うまでもないであろう。・・・かつてモノポリーという名のビッグ・ボード・ゲームがあった・・・。

対するニューヨーク証券取引所（NYSE）も黙っているわけではない。NYSEのホームページには、「(当所の)立場と主張」のページ⁽²⁾があり、地方取引所や第三市場マーケットメイカーが注文獲得の手段としてきた「オーダーフローペイメント」と「プレファランシング (Preferencing)」を槍玉にあげている。このことは、

この二つの取引慣行が、NYSE銘柄をめぐる市場間競争の中心的論点となっていることを示している⁽³⁾。しかし現在のところ、NYSEの精力的なロビー活動にもかかわらず、SECは、この二つの慣行を投資家保護に反するものではないとの立場をとっている。

では、こうした取引手法はどのようなものであり、その問題点はどこにあるのだろうか。そして、それもかわらず、SECがそれを禁止しないのはなぜなのだろうか。オーダーフローペイメントについては、以前に紹介したことがあるため、本稿では、プレファランシングを取り上げ、その問題点とSECの見解を紹介することとする⁽⁵⁾。

2 プレファランシングとは何か

プレファランシングとはそもそも何なのか。九六年全国証券市場改革法 (National Securities Markets Improvement Act of 1996、以下、改革法) の五二〇(c)(3)は、それを「ブローカーが、顧客の注文をその執行のために自分自身に回送し、時間的に優先する同じ価格の注文・気配に対してブローカーが先回りすることを認める規則のもとで、証券取引所においてディーラーとして行動すること」と定義している。

常識的には、最良執行義務を負うブローカーは、顧客からの注文を受けると、その度に、各取引所の提示している気配を見比べ、その内の最良気配を提示している取引所のスペシャリストに回送するものと考えられてきた。これに対して、プレファランシングのもとでは、(a)ブローカーは、いつ銘柄の注文を受けてもそれを特定の取引所の特定のスペシャリスト（ディーラー）に回送している（注文回送先の固定）、(b)その回送先は、ブローカー自身（の子会社）である。つまりブローカーが回送先のスペシャリストでもある。そして、委託注文をブ

ローカーでありかつスペシャリストである者の自己勘定で約定する（注文執行の店内化）、（c）約定の際、時間優先の原則は適用されない（時間優先の回避）、のである。

このプレファランシングは、九一年二月に、シンシナティ証券取引所（CSE）がSECの認可を受けて六カ月間の試験的試みとして開始し、その後、五年間にわたり期間延長措置がとられてきたが、九六年三月には（一定の修正の上で）永続的なプログラムとしての認可が出されている。また、ボストン証券取引所（BSE）の同様のプログラム（「競争スペシャリスト・イニシアティブ」）に対しても、九四年五月に試験的な認可が出され、九六年四月に永続的なものとして認可されている。その結果、CSEのNYSE上場株式の取引シェアは、九〇年には取引株数で〇・六五%、取引件数で〇・六三%にすぎなかったが、九五年には株数で一・七一%、件数で三・九一%へと、急上昇しているのである。

(13)

3 シンシナティ証券取引所のプレファランシング・プログラム

CSEのプレファランシング・プログラムをもう少し具体的に見てみよう。⁽⁶⁾

CSEにおいても、公衆（一般投資家）からの委託指値注文が残っている時に、成行注文が来れば、ディーラー（スペシャリスト）が関与することなく顧客注文同士が付け合わされることになる。例えば、公表気配が、二〇ドル二〇ドル・二五セントで、CSEの中央指値注文控えに二〇ドルでの買い注文（A）が残っている場合に、成行での売り注文（B）が入って来たとする。この時に、この成行注文（B）に対してディーラーが自己勘定で買い向かうことはできない。顧客の注文AとBが二〇ドルで約定されるのである。

しかし、Aのような指値注文がない場合に成行注文が入って来ると、プレファランシング・ディーラーは、C

SEの他のディーラーの気配ないし注文を無視して、公衆からの注文に対して自己勘定で向かうことが認められるのである。そして、実際のところ、回送される注文量が少ないCSEでは、指値注文が注文控えに残っていることはまれである。例えば、ディーラーAが最良気配を出しており、プレファランシング・ディーラーであるBは、より悪い（よりスプレッドの大きい）気配しか出していないとしよう。その時、保護されるべき顧客注文が反対側になく、公表最良気配と同じ（かそれ以上の）価格で約定するのであれば、Bは回送されてきた顧客注文を、Aの気配を無視して自己勘定で仕切ることができるのである。簡単に言えば、同一の銘柄を取り扱うディーラーが複数存在し、かつ、ディーラー間では時間優先原則が適用されないのである。その結果、第三市場のマーカーネットメイカーが取引所内に相互に独立して複数存在しているのと同じような状況が生まれる。しかも、あくまで取引所であるため、プレファランシング・ディーラーは取引所集中義務が適用される銘柄も扱うことができるのである。

(14)

CSEは、このプレファランシング・プログラムに、価格向上機能を付与している。それは、最良気配のスプレッドが八分の一ドルよりも大きい時の成行注文に価格向上の機会を与えるというもので、プレファランシング・ディーラーは、最良気配よりもよい価格で自己勘定で約定するか、あるいは、最低三〇秒間、その注文を他の市場参加者にさすか（それでも他の市場参加者がよりよい価格で約定しない場合にはプレファランシング・ディーラーが最良価格で執行しなければならない）、のどちらかをおこなう義務を負っている。ちなみに、SECも、すでに価格向上機会の保証に関するルールを提案しているが、現在のところ施行されるに至っていない。この点、CSEのルールはSECの提案ルールを先取りする側面ももっているのである。

4 NYSEの反論

このようなCSEのプレファランシング・プログラムとSECがそれを認可したことに対しては、NYSEを中心に強い反論がなされている。⁽⁸⁾

NYSEは、プレファランシング・プログラムのもとでは、顧客注文同士の付け合わせの機会が名目的となっているばかりか、ディーラー間の競争も抑制されており、事実上、CSEという一つの取引所の中に多数のPTS（私設取引所）が存在することになり、そこで店内化がおこなわれている、と主張している。すなわち、オークション・マーケットのもっている価格発見機能や透明性といった取引所に不可欠の要素がないがしろにされており、またディーラー間の競争も否定されている結果、最良執行が実現されない恐れが高いとしている。

また、店内化は、顧客の委託注文を受け、したがって顧客のために最良の執行をおこなう義務を負うブローカーが、同時に、その注文の相手方となることを意味し、利益相反が生じかねない。

こうした理論的批判に加えて、CSEでの取引に関する実証的な検証もなされており、CSEが提示する気配のスプレッドの大きさ、価格向上が生じた比率、CSEが最良気配を提示している比率、最良気配を更新している比率、CSEにおける市場の厚み・流動性の大きさなどに関しても、NYSE、CSE双方が、具体的な数字を上げて論争してきたのである。

5 SECの考え方

こうしたコメントを受けながらも、SECは、九六年三月に、その価格向上機能の付与などの付帯条件を合わせて考慮すると、プレファランシング・プログラムは、CSEの気配・流動性・厚みの向上に寄与しており、かつ、顧客注文の最良執行義務に違反するものではないとの結論を出し、CSEにプレファランシング・プログラムを永続的なものとして採用することを認可している。そして、今年四月の報告書でも、再度、プレファランシングを認める判断を下したのである。

こうしたSECの判断は、どのような観点からなされたのであろうか。

まず、SECは、CSEのプレファランシング・プログラムが証券市場にどのような影響を与えるかを考える際には、プレファランシングをより広い意味で考える必要があるとしている。すでに紹介したように九六年改革法では、プレファランシングは注文回送先の固定、注文執行の店内化、時間優先原則の回避の三つの条件が同時に満たされた場合と定義されているが、SECは、注文回送先が固定されていればそれをプレファランシングと呼ぶべきだとした上で、プレファランシングは店内化を実現するための手段の一つにすぎないとしている。したがって、問題は、店内化と時間優先の回避をどう考えるかに集約されるのであるが、この二つの取引手法は、CSEに限られた問題ではなく、米国の証券市場で一般的に見られる現象である。

したがって、CSEのプレファランシング・プログラムのもとで店内化や時間優先の回避が生じているか否かは重要ではなく、そのプログラムが実際に最良執行義務にどのような影響を与えているか、CSEにおける執行の質・市場の質は他の市場に比べてどうか等にあるのである。では、店内化と時間優先の回避は、米国の証券市場ではどうなっているのか、SECの報告書にならって、まず、その点を確認しておこう。

6 注文執行の店内化

注文執行の店内化とは、顧客の注文を他の顧客注文と付け合わせるのではなく、ブローカーが相手方となって

注文を成立させることである。それに対しては、七五年証券関係法改正法が宣言する「投資家の注文がディーラーが関与することなく執行される機会のあること」(三四年証券取引法一A条(a)(1))という全米市場システムの目的に反するのではないかとの批判が繰り返しなされてきた。オークション取引原則の主張である。しかしながら、同条には「証券取引の経済上効率的な執行」等の文言も含まれているところから、実際に、様々な形での店内化が認められ、実行されているのである。例えば、店頭市場での取引では、そもそも店内執行が原則であり、また、第三市場では非会員会社によって上場銘柄が店内執行されている。さらに、NYSEが取引所集中義務を適用しない一九七九年四月二六日以降に上場された銘柄(一九C—三銘柄)については大手証券会社ほとんどが店内で執行している。しかし、店内化は、こうした店頭取引だけで生じているのではない。取引所取引においても店内化は

表1 スペシャリストがディーラーとして関与している取引の比率(1996年)

取引所	スペシャリストの取引高(A)	取引高合計(B)	A/B(%)
アメリカン	1,353,161,825	5,628,187,680	24.0
ニューヨーク	18,881,674,879	104,636,179,522	18.0
ボストン	1,055,180,219	1,457,880,354	72.4
シカゴ	1,867,381,236	3,927,600,302	47.5
シンシナティ	1,703,855,065	2,091,037,631	81.5
フィラデルフィア	843,838,284	1,399,138,119	60.3
バンフィック	2,544,648,236	3,250,052,853	78.3

(出所) SEC, Report on the Practice of Preferencing, 1997.

表2 スペシャリストの子会社化(1997年2月時点)

取引所	スペシャリスト・ユニット(A)	子会社となっている スペシャリスト・ユニット(B)	B/A(%)	取引所全体での 取引銘柄(C)	Bが扱う銘柄 (D)	D/C(%)
アメリカン	13	6	46.2	896	403	45.0
ニューヨーク	38	10	26.3	3308	1061	32.1
ボストン	18	12	66.7	2221	1684	75.8
シカゴ	33	6	18.2	2702	363	13.4
シンシナティ	13	8	61.5	515	456	88.5
フィラデルフィア	22	5	22.7	2768	740	26.7
バンフィック	24	16	66.7	2550	2100	82.4

(出所) 表1に同じ。

決して例外的なことではないのである。

表1は、九六年一年間に各取引所で約定された取引の内、スペシャリストがディーラーとして関与した取引の比率を示したものである。これを見ると、地方取引所では、取引の七〇八割がスペシャリストの自己勘定で約定されていることがわかる。ディーラーとして顧客注文に売り(買い)向かえば、気配のスプレッド分の利益が得られるため、スペシャリストは、できるだけ多くの注文、しかもポジシヨンをリスクを負わなくてすむ小口の注文をできるだけ多く集めようとする。そのための最も効率的な方法は、大手ブローカーの傘下に入ることである(表2参照)。その結果、ブローカーは、スプレッド益を手に入れることが可能となり、店内化が実現するのである。しかも、地方取引所のスペシャリスト・ユニットを手に入れることによって、NYSE会員会社は、取引所集中義務を課されている非一九C—三銘柄の注文も店内化することが可能となるのである。その結果、シカゴを除く地方取引所では、顧客の委託注文同士がぶつかる形で約定されるほうが、むしろ少ないのである。

このように、店頭取引ばかりか、地方取引所を中心に取引所取引においても、必ずしも顧客注文と顧客注文が出会うオークションだけがおこなわれているのではなく、注文執行の店内化が進行しているのである。したがって、CSEのプレファランシング・プログラムも、そうした店内化の一つの形態として認識することが、まず、必要なのである。

7 時間優先原則の回避

では、プレファランシングにおける時間優先の不適用についてはどうであろうか。

各取引所は、価格が同じ注文については時間的に早いものから優先的に約定することを基本原則としている。

しかし、大口注文のクロス取引のように、注文の大きさによつては時間優先原則を適用しないことが認められる場合もある。

また、スペシャリストによる注文の「ストップ」も厳密に言えば時間優先に反した取引手法である。例えば、今、売り気配が二〇ドルと四分の一で三〇〇〇株（顧客指値注文A）、買い気配が二〇ドル（スペシャリストの自己勘定）となつているところに、一〇〇〇株の成行買い注文（B）が入り、スペシャリストがそれを「ストップ」したとしよう。スペシャリストは、成行注文を「ストップ」した場合、悪くてもその時点の最良気配である二〇ドルと四分の一での約定を保証することになる。そうした保証の上で、よりよい価格での約定、この場合、より安い価格での買いの成立を求めるのである。そのためスペシャリストが、買い気配を二〇ドルと八分の一に引き上げ、そこに一〇〇〇株の成行売り（C）が入ったとしよう。すると、一〇〇〇株の買い注文（B）と売り注文（C）が二〇ドルと八分の一で約定され、注文Bは一株あたり八分の一ドルの価格向上を得られたことになるのである。しかしながら、この時、成行売り注文（C）は、指値の売り注文（A）より時間的に劣後しているにもかかわらず、買い注文（B）と約定されている。時間優先原則が適用されていないことになる。もし、スペシャリストが注文（B）を「ストップ」せず、時間優先原則がそのまま適用されれば、成行買い注文（B）は、その時点の最良売り気配となつていた売り注文（A）と約定されていたはずである。

このように、主要取引所をふくめた各取引所において、時間優先原則を回避する様々な取引が実際におこなわれているのである。

しかし、より大きな問題は、同一の銘柄が複数の取引所（市場）で取引されている以上、全米レベルで考えれば、そもそも時間優先原則を適用することが不可能だという点にある。すなわち、いくら各取引所が時間優先原則を厳格に適用したところで、それはその取引所内の取引に關してだけであつて、例えばNYSEで注文を執行する時に、他の市場に出されている時間的に優先する注文を優先することはできないのである。つまり、全米市場システムは、事前と事後の価格情報を市場間でつなぎ、かつ注文回送も可能とすることにより、システム内での一定の価格優先を保証することはできても、時間優先執行を保証することはできないのである。時間優先を完全に適用するためには、結局、注文控えを一つにするしかないであろう。その時には、価格形成は最も公正かつ透明なものとなるが、しかし、市場は一つとなり、市場間競争の余地はなくなるのである。市場間競争を認める以上、時間優先原則の全米レベルでの厳格な適用はできないのであり、CSEのプレファランシングは、確かにNYSEの言う通り、事実上、一つの取引所の中に独立のPTSを複数設けることに等しいが、そもそのPTSが禁止されていない以上、そのことをもつてただちにプレファランシングを禁止する根拠とはならないのである。

このように、SECは、CSEのプレファランシングを、それが店内化と時間優先の回避をもたらすというだけで禁止することはできないとした上で、それが、顧客忠実義務などのより一般的な原則に反していないかどうかを個別具体的に検討する必要があるとするのである。

8 プレファランシングと最良執行義務

SECは、以上のように論じ、プレファランシングの是非は、結局、それが最良執行義務をどのように満たしているかにかかっているとす。すなわち、ブローカーが同時にディーラーとして行動することは、ブローカーの顧客忠実義務に反し利益相反が生じる恐れがあるわけであるが、その際の顧客忠実義務とは具体的には最良執

行義務を意味するからである。

しかしながら、ここで新たな問題にぶつかる。判断の基準となる最良執行義務がいったいかなる内容をもつのか、明確な定義がなされていないのである。最良執行義務は、一般論としては「所与の状況のもとで顧客の取引にとって最も有利な条件を追求する義務」と定義されているが、しかし、SECはそれ以上具体的な、ある注文執行が最良執行にあたるかあたらないかを客観的に判断できる基準を提示できていない。最良性の判断においては、約定価格の善し悪しを中心となることは確認されているが、その他にも、注文の大きさ、取引する証券の性格、執行市場の選択に関する情報へのアクセスの難易、そうした情報を処理する技術の利用可能性、それぞれの市場での執行コストなど様々な要因を考慮に入れるべきだとされており、しかも、約定価格がよければ執行コストが高いといったことが多いため、一義的な判断は困難なのである。

最良執行をめぐるこうした困難は、結局のところ、オークションによる最良性の向上と競争による最良性の向上が二律背反の関係にあるところから生じているのではないかと思われる。すなわち、オークションの原則が厳格に適用されれば、そこでは、店内化等が生じることはなく、極めて最良性の高い執行が実現されることになる。しかし、オークションが十分に機能するためには、より多くの注文を集めることが必要となる。独占的であればあるほどオークション・マーケットの公正性は高まり、だからこそ取引所は独占禁止法の適用除外団体となるのである。しかしながら、全米市場システムは、もう一つの新たな最良性向上の要因を導入したのであり、それが競争の促進による独占の弊害除去であった。オークション・マーケット自身の効率性は独占によって高まるとしても、それを運営する生身の人間から成る一つの組織としての取引所は、独占の成立によって効率化に消極的となる可能性を否定できない。その意味で、NYSEに対抗する市場の認可・育成は、執行の最良性を高めるはず

だと考えられたのである。しかし、そのことは、オークション・マーケットの独占を掘り崩し、執行の最良性を損なう危険をはらんでいる。プレファランシングは、それが競争を促進していることは間違いないが、しかし、オークションから考えれば最良性を損なう可能性が高い。

SECが、論理的な考察からプレファランシングと最良執行義務の関係を断定することができないのは、結局、最良執行に関するこのような相矛盾する二つの考え方が併存しているためだと言えるであろう。

そこで、SECは、CSEにおける取引の実際を他の市場と比較しながら実証することで妥協的な決着を図らざるをえなくなる。NYSEについては九六年一〇月末の一週間、五つの地方取引所については同年一一月の四週間のデータをもとに、価格向上の比率、市場の深さ、提示スプレッドの大きさなどを検証し、CSEの提示スプレッドは、地方取引所の中で最も小さく、最良気配を提示している時間も地方取引所の中で最も長いこと、CSEにおける成行注文の価格向上の比率も、地方取引所の中で最も高くNYSEのそれに匹敵することを明らかにしている。そして、CSEのプレファランシング・プログラムは、CSEの市場としての質を損なうものではなく、最良執行義務に反するものでもない結論づけたのである。

9 おわりに

大口注文やバスケット注文については、これまでも執行市場のディーラー化が論じられてきたが、プレファランシングをめぐる動きが示しているのは、米国では、小口注文においてもディーラー化が進み、さらには小口注文の執行に特化するところでは取引所そのものがディーラー・マーケット化しつつあるという事実である。CSEでの取引方法は、NYSEよりもナスダックに近いと言えるかもしれない。

こうした現象の前提には、米国の取引所取引が完全オークションではなく、スペシャリストの介在を認め、かつ呼び値の単位が比較的大きいため、売買スプレッドが大きいということがある。今後、呼値単位の縮小や指値注文の表示などの改革が進めば、スプレッドは縮小し、現在の市場間競争のあり方も変化せざるをえないのではないかと予想される。

- (1) <http://www.chicagostockex.com/natmxad.html>
こうした意見広告が出された背景については、拙稿「オンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」『証券経済研究』第七号、一九九七年五月の注二八を参照されたい。
- (2) <http://www.nyse.com/public/news/statement/>
- (3) プレファランシングを含めた地方取引所の市場間競争戦略については、G.Kathryn E. "The Great Regional Battle for NYSE-Listed Order Flow", *Traders*, Nov. 1996.
- (4) 前掲拙稿を参照されたい。
- (5) 本稿は、主として SEC Release No. 34-37046, March 29, 1996: SEC Report on the Practice of Preferencing, April 1997 (<http://www.sec.gov/news/studies/preprep.html>) による。前者は、SEC が CSE のプレファランシング・プログラムを永続的なものとして認可した際のリリースであり、後者は九六年改革法によりプレファランシングの妥当性に関する再検討を要請された SEC の報告書である。
- (6) CSE の会員数は、今年四月時点で七二二社も指定ディーラー (Designated Dealer: NYSE のスペシャリストに相当する) が一三社あるが、競争ディーラー制を採用しているため、一つの銘柄に対して複数のディーラーが気配を提示している。指定ディーラーの内の七社 (ダイン・ボスワース、ナショナル・ファイナンシャル・サービス「フ

イテリテイのブローカレッジ部門」)、オルディナー・デイスカウンド、ヘイン・ウエバー、パーシング、パイパー・ジエフリー、ブルードンシヤル) がプレファランシング・ディーラー (Preferencing Dealer) となっている。

- (7) もし、B がプレファランシング・ディーラーとして認可されているならば指定ディーラーであるならば、この顧客注文は、時間優先の原則にもとどき、ディーラー A の大口約定で売買されることになる。
また、仮に、二〇〇株の指値売り注文が残っている時に、プレファランシング・ディーラー B に五〇〇株の成行買い注文が入って来たとしても、その時には、CSE の自動執行システム (NSTS: National Securities Trading System) によって、自動的にまず二〇〇株分が指値注文と約定され、残りの二〇〇株が B の大口約定で執行されることになる。
- (8) NYSE の反プレファランシング・キャンペーンについては、"Big Board specialists want SEC to shut down preferencing", *Investment Dealers' Digest* (I.D.D.), April 17, 1996; "Big Board turns up heat on preferencing issue", *I.D.D.*, June 24, 1996; "NYSE's lobbyist Bair makes preferencing a hot issue", *I.D.D.*, July 22, 1996.