

NASDAQの監督をめぐる問題について

清水 葉子

1 NASDAQマーケット・メーカーをめぐる問題

全米証券業協会(NASD)が所有・運営するNASDAQシステムは、店頭市場での証券取引のために一九七一年に導入された自動相場通報システムで、現在では売買の執行や決済システムとのリンクageのほか、売買監視なども行える巨大市場システムとなっている。NASDAQではマーケット・メーカーである証券会社が売りと買いの気配を継続的に提示し、その気配ですくなくとも最低取引単位以上の売買に応じる義務を果たすことで市場としての活動を維持しているディーラー・マーケットである。NASDAQは、五〇〇社を超える登録企業数とNYSEに肩をならべる取引高を誇り、多くの有名ハイテク企業の株式が取引されていることもあってアメリカの証券市場の中で高い地位を保っている。

ところが、一九九四年ころから、気配提示や取引報告といった市場機能上きわめて重要な問題に関して、マーケット・メーカーが互いに結託して顧客利益を侵害している可能性が指摘され、大きな問題となった。本稿では、NASDAQでのマーケット・メーカーの行動にどのような問題があったのか、NASDAQを監督する立場にあるNASDがなぜ適切な処置をとることができなかったのかについて、SECの調査¹⁾を元にしながら検討し、証券市場における自主規制について考察するてがかりにしたい。

2 デイリー・マーケットとしての Nasdaq 市場

Nasdaq をはじめとするデイリー・マーケットでは、取引は相対で行われるため、オークション・マーケットのように取引が常に一カ所に集中するわけではない。このようなマーケットでは、ある証券に対する需要と供給が同時に生じることはまれであるため、売りと買いの気配を継続的に提示するマーケット・メーカーが需給の時間的ギャップを埋めて流動性を提供し、証券取引を仲介している。マーケット・メーカーが提示する売りと買いの気配の差であるスプレッドは、こうしたマーケット・メーカーの市場サービスと、マーケット・メーカーのこうむるポジション・リスクに対する報酬であると考えることができる。

Nasdaq 市場では、一つの株式に対して常に複数以上のマーケット・メーカーが気配を提示しており、マーケット・メーカー間の最良気配をめぐる競争が市場の効率性を達成する仕組みとなっている。これもやはり、NYSE などのオークション・マーケットにおいて、一人のスペシャリストのブックの中にすべての注文を集約することで競争的な価格形成が行われているのに代わる仕組みであると考えてよい。したがってデイリー・マーケットにおいては、マーケット・メーカー間の競争が市場の効率にとって不可欠のものであるということができらる。

また、マーケット・メーカーの売買スプレッドは、顧客にとっては同じ証券を同時に売り買いしたときのロスを表わしているのであるから、スプレッドは市場参加者にとっての当該証券の投資コストの評価の指標となっていることができる。したがって、証券の売買価格だけでなく、スプレッド自体も重要な市場情報を伝達していると考えられる。このことから、あとで見えるようにスプレッドが人為的に固定されるということは、こうした市場情報が損なわれていることを意味しており、市場機能を考える上で由々しい問題であると思われる。

また、Nasdaq においてはマーケット・メーカーが顧客注文を執行するときは最良執行義務があり、他のマーケット・メーカーが最良気配を表示しているときは、自分が現在提示している気配のいかんにかかわらずその最良気配で自らが執行するという慣行がある。このことは、あるマーケット・メーカーにとって、他のマーケット・メーカーの気配値が自分の収益に大きな影響力を持つ構造になっていることになり、以下で取り上げるように談合によって利益の維持をはかるインセンティブが働きやすい構造になっていることができる。

3 問題の発端

Nasdaq のマーケット・メーカーの談合疑惑の発端は、一九九四年五月に公表された、ウィリアム・クリステイ⁽²⁾、ポール・シュルツ⁽²⁾両教授の「なぜ Nasdaq のマーケット・メーカーは奇数の呼び値を避けるか」という論文であった。両教授は Nasdaq の主要銘柄の気配値の調査に基づいて、マーケット・メーカーが、一／八ドルきざみの気配値のうち、一／八、三／八、五／八、七／八という奇数の呼び値を使わない傾向があることをあきらかにした。これは実質的には、二／八、四／八、・・・と一／四きざみの気配値を出すのと同じことであるから、広いスプレッドを維持することにつながっていると考えられる。

この論文をきっかけに、メディアも Nasdaq マーケット・メーカーの不透明な慣行を非難しはじめ、各地で訴訟が起こされるなど大きな問題となった。さらに、この論文が発表されると今度は一斉に特定銘柄のスプレッドだけが縮小するという現象が見られたことも、マーケット・メーカーの談合の疑いをますます強める結果となった。⁽⁴⁾

こうした動きを受けて、SEC は一九九四年から Nasdaq マーケットでの気配調整慣行の実態を調査しは

じめ、一九九六年に発表した報告のなかでNasdaqマーケットに気配調整をはじめとする顧客利益の侵害にあたる慣行が存在する可能性があることを指摘して、NASDの監督不備を非難した。

4 調査によって判明した事実

(1) 気配調整慣行

SECによる調査では、まずマーケット・メーカーの間に人為的に広いスプレッドを維持するような慣行があることが明らかになった。調査の結果、スプレッドが三／四以下の銘柄については奇数／八も存在しているもの、スプレッドが三／四以上の銘柄では偶数／八のスプレッドが維持されていることが示された。またマーケット・メーカーに対する個別聞き取り調査によって、こうした慣行がマーケット・メーカーの間で「ethic」[tradition]「professional norm」として広く理解されており、ハラスメント、脅し、取引拒絶などの圧力をかけることで維持されていることも判明した。この調査結果からSECは、スプレッドの一致は偶然のものであるとか自然な収束結果であるとはもはや考えられず、マーケット・メーカーの間には気配を調整するための意図的な慣行が存在していると十分考えうるとの結論に達している。

こうした慣行は、まず何より、市場システムがマーケット・メーカーの共謀を引き起こしやすい構造になっていることに原因があると考えられる。先にも述べたように、他のマーケット・メーカーが自分よりもよい気配を提示すると、自らの売買スプレッドも縮小することになるため、互いに牽制しあって利益の維持をはかることになりがちだからである。

また、このほか、オーダー・フロー・ペイメント (Payment for Orderflow) ⁽⁵⁾ などの慣行が価格競争を阻害

しているという解釈も可能である。すなわち、マーケット・メーカーは発注の見返りとしてオーダー・フロー・ペイメントと呼ばれる割り戻し金をブローカーに支払っているわけであるが、これによって小口注文が継続的に流入するようになると、マーケット・メーカー間の価格競争の必要が薄れてくる上に、オーダー・フロー・ペイメントの原資として売買スプレッドをある程度広く確保する必要が生じる。このため、オーダー・フロー・ペイメントもこうした慣行を後押しする効果を持つていると考えられる。さらに、Instinetなどの代替的取引システムでの取引きの存在も、こうした慣行に大きな影響を及ぼしていると考えられる。というのも、オーダー・ハンドリング・ルール導入以前には、マーケット・メーカーはInstinetなどの代替的取引システム上でNasdaqよりよい気配を出して、しかも匿名で手持ちの在庫ポジションを処分することができたからである。本来、マーケット・メーカー間で十分な競争が存在する効率的な市場では、マーケット・メーカーが提示する気配は、取引頻度、流通株式数、価格変動性、マーケット・メーカーの数などによって銘柄ごとに多様に決まるはずである。その気配が人為的に調整されているということは、なによりも広いスプレッドが顧客の取引コストを高くするだけでなく、価格の柔軟性・競争性を損ない、マーケット・メーカーの競争によって市場の効率性を達成するというディーラー・マーケットの原理にはずれる。また、スプレッドの幅が投資テストの指標の一つであることを考えると、スプレッドの人為的な調整は、他の市場参加者の投資評価を知るための重要な価格情報を損なっていることを意味する。

(2) 取引サイズに関する慣行

SECの調査では、気配値に関するほか取引サイズに関してもマーケット・メーカーのあいだに反競争的な慣

行があることが明らかになった。Nasdaqマーケットメーカーは、自分の平均的な取引状況に応じて最低水準の気配表示義務株式数が決まっております、注文を受けた場合にはその表示義務のある株式数に関しては表示している気配値で必ず売買に応じなければならない⁽⁶⁾。逆に言うと、規則上は最低表示義務株式数以上の売買には必ずしも応じる必要はない。

ところが実際の慣行では、最低表示義務株式数をかなり(2〜5倍)上回った取引量での取引を受け入れるという暗黙の了解がマーケット・メーカーのあいだに存在している。したがって、あるマーケット・メーカーが現在出しているよりよい気配値を出すためには、慣行の命じるだけの量の取引を受け入れる用意がなければならず、スプレッドを縮めにくい仕組みになっている。この慣行もマーケット・メーカーの間では「ethic」[tradition]「professional norm」として広く理解されており、ある種のハラスメントなどによって維持されている。

こうした慣行も、気配値調整と同様、反競争的である上、価格の柔軟性を損なう結果を招きかねない。また、より大きい取引に備えるため、小口売買に関してもスプレッドをある程度広く維持せざるを得ず、場合によっては不必要に広いスプレッドが維持されることにつながっていると考えられる。

(3) 気配・取引・取引報告に関するマーケット・メーカーの共謀関係

以上のように慣行として気配やスプレッドを有利に維持するだけでなく、マーケット・メーカーのなかには相対で共謀して、顧客注文を執行したり、在庫ポジションを減らすという私的利益をはかるものもあることが分かっている。自分の取引が円滑に進むように、他のマーケット・メーカーにより悪い気配を出させたり、自分に不利な市場価格の変動を抑えるために、特定の取引報告を二時的に遅らせてもらうなどの行動が見られるという。こうした共謀は、互恵的に行われるという暗黙の了解のもとで成立していると推測されており、気配を動かしたり、取引をひかえる、取引報告を送らせるなど、顧客の最良執行の機会を損なうことになるため大きな問題である。

(4) 私的情報の交換

マーケット・メーカーは、自分たちの利益のために顧客や自分の私的情報を交換しあっていることも判明した。お互いに相手の不利になるようには使わないという暗黙の了解の下で、注文の出所や注文サイズ、自分の在庫ポジションや今後の取引や気配の方針などについての情報を互いに交換しているとされ、これも一種の慣行としてマーケット・メーカーの間で広く理解されている。こうした情報交換に参加しないマーケット・メーカーは情報、取引機会の面で不利な立場におかれるため、円滑な市場活動が妨げられることになり、結果として慣行が維持される。

こうした慣行は、やはり最良執行の妨げになるうえ、顧客の私的情報の漏洩は、価格交渉上の顧客の立場を不利にしかねない。このことは、マーケット・メーカーを競わせることで顧客がより有利な価格を手に入れるという本来のディーラーマーケットの効率が達成されないことを意味している。

(5) Firm quote rule 違反

Nasdaqマーケット・メーカーは、前述のように、自分が表示している気配で注文を受けると、最低表示

義務株式数までは売買に応じなければならぬことが規則で定められている (Firm quote rule)。ところが、SECの調査によると、しばしばこの規則に違反して取引を拒絶したり無視したりすることも判明した。

こうした行動は「Backing away」と呼ばれているが、価格変動が激しいときにマーケット・メーカーの表示気配の変更が遅れたときなど、現行表示気配での注文でも、しばしばポジションリスクを嫌って取引を回避することがあるほか、他のマーケット・メーカーと共謀して気配などを調整しているときには、そもそも売買に応じるつもりのない気配を表示しているわけであるから、その場合も売買回避を行っていると考えられる。また小口注文の自動執行システムであるSOESシステムを通じた注文は、しばしば無視されたり拒絶されたりすることがあり、大きな問題となった。⁽¹⁾

こうした慣行も、顧客にとっては予定より不利な価格での執行を余儀なくされたり、執行が遅れたりすることにつながり、顧客にとつての取引コストが上昇するため好ましくないと考えられる。また市場全体としても、本来の需給関係に基づかない気配情報が伝えられることになるため市場情報のミスリードにつながり、市場の効率性を損なうと考えられる。

(6) 取引報告の遅れ

Nasdaqマーケットでは、取引が行われてから九〇秒以内の取引報告が義務づけられている。しかしながら、しばしばマーケット・メーカーが意図的に取引報告を遅延しているとの調査結果が得られている。取引報告の遅延頻度は、調査期間中(一九九四年二月～二月)、NYSEでは〇・〇九%であるのに対してNasdaqは三・六%と明らかに高い。しかも取引報告が遅れがあった場合にはそのことを示すSLDというマークがつけられることになっているにもかかわらず、そのマークがないものも六・七%存在している。

NASDは当初、取引報告の遅延は報告システムのエラーであるとの説明をしていたが、取引報告の遅延が一部の品薄な銘柄や大型銘柄の大量取引に顕著に集中していたため、SECは市場への情報伝達によって大きな価格変動が起きることを防ぐためにマーケット・メーカーが意図的に行ったものであると判断している。

こうした行動も、当然ながら市場情報の正確な伝達を妨げ、顧客利益を損なうため、きわめ大きな問題であると言つことができる。

(7) その他メディアなどで指摘された問題

SECの調査報告では触れられていないものの、メディアが取り上げた問題として「Trading through」と呼ばれるものがある。これはマーケット・メーカーが提示している気配よりよい価格の顧客注文が来てもそれを無視し、執行しないもので、とくにSOESシステムを通じて入ってくる指値注文に関連して問題化している。提示気配よりよい顧客注文が入ってきて、その指値が提示されている最良気配に一致するまで執行されないため、顧客注文によってはスプレッドが縮まらない上、他の市場参加者の価格の情報が伝わらないため、やはり市場の効率性を考える上で大きな問題である。

さらに、市場動静に影響を与えるような顧客注文を受けたとき、それに先立って自己で取引を行って利益を得る、フロント・ランニング (Trading Ahead) と呼ばれる慣行もメディアによって強く非難されている。この慣行は一九九四年六月に部分的に禁止され、全面禁止が予定されている。

5 自主規制機関としてのNASD

メディアなどによる一連の批判に対して、NASDはマーケット・メーカー擁護の立場をとり続けた。特に、Nasdaqマーケットの効率性は多数のマーケット・メーカーの競争から生まれてくるものであるから、マーケット・メーカーの収益を圧迫するような規制強化はマーケット・メーカーの市場退出につながり、結果として市場の効率性を阻害するという主張を続けた。

SECは、これに対して、このようなNASDの態度を大規模マーケット・メーカーの影響力の下で自主規制機関としての行動が歪められたためであると判断し、NASDのガバナンス構造に大きな変更を迫る提言を行った。SECの提言のほとんどは実行に移され、NASDの理事会や委員会においてマーケット・メーカーのプレッスを低下させ、公益代表の割合を高めたほか、NASDの執行部門をNASDからきりはなし、NASDとNasdaq Inc.の二つの子会社において執行部門の独立性を高めるなどの組織改革を行っている。またInstinetなどの代替的取引システムでのマーケット・メーカーの取引を透明にするためオーダー・ハンドリング・ルールを導入し、代替的取引システムでのマーケット・メーカーの取引状況がNasdaqに反映されるシステムを構築した。また小口注文に関してはSOESにかわってNAccessと呼ばれる指値注文保護のシステムを導入し、顧客の指値注文であっても最良価格であるものはマーケット・メーカーの気配とともに表示されるようになった。

SECは、調査報告のなかでは一貫して、問題のあった証券会社やマーケット・メーカーについて何らかの措置をこうじるのではなく、規則違反を疑いうる事実があったにもかかわらず十分な措置をとらなかったNASDに責任を帰するという立場をとっている。

6 証券市場における自主規制

証券市場規制に関しては、国ごとに多様な形態をとってはいるものの、業界団体による自主規制に多くを頼る形態が主流を占めている。こうした自主規制には、証券市場規制に適した多くの利点があるとされる。黒沼悦郎氏によると、自主規制の利点として、

1. 実際にその業務を熟知するものによる規制であるので実際の妥当、施行可能性が高い。
2. 規制されるものが自身が制定執行に参加するため目的意義が理解されやすく、無駄がない規制ができる。
3. 国民から幅広く集めた税金をつかって行われる政府規制に比べて受益者負担が実現しやすい。
4. 同業者間の商業道徳という法令を超えた規制が可能である。

一方同氏によると、自主規制の短所としては、

1. 仲間同士の規制となるため、公益目的が無視されやすい。
2. 規制の執行の点で熱心さを欠いたり恣意的な運用がなされる恐れがある。
3. より効果的な政府の直接規制が可能の場合でも、それを阻止する口実になる可能性がある。
4. 外部者との競争において優位な立場にたつためのカルテル団体化する可能性がある。

今回のNASDの談合疑惑は、自主規制機関であるNASDがマーケット・メーカーという一部のメンバーのためにカルテル団体化する傾向があったためであると思われる。市場間競争の下での現在のアメリカでは、自主規制機関はメンバーに対しては規制者であると同時に、外部に対しては競争を行う立場に立

たされるため、自主規制のカルテル団体化の可能性により大きな注意を払う必要があるのではないだろうか。

(注)

- (1) Securities and Exchange Commission (1996) "Report Pursuant Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934—Regarding the NASD and the Nasdaq Market—."
- (2) William G. Christie and Paul H. Schultz(1994) "Why did Nasdaq Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?" *Journal of Finance*.
- (3) "Inside Nasdaq : Questions About America's Busiest Stock Market." *L.A. Times* (1994.10.20—25) の連続記事をはじめとする新聞報道など。
- (4) 本稿が参照したSECによる調査でも、スプレッドは狭いほうが顧客利益にかなうことになるが、問題はスプレッドの広さではなく、マーケット・メーカーの共謀の可能性であると強調されている。
- (5) オーダー・フロー・ペイメントについては、伊豆久(一九九七)「委託手数料ゼロ—米国のオンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント—」『証券レポート』一五四四号、一九九七年二月参照。
- (6) 実際には通常売買単位または表示義務株式数の大きな方について、表示している気配値で売買に応じなければならぬ。表示義務株式数は、マーケット・メーカーの平均的な売買量や取引の種類、競合するマーケット・メーカーの数などによって一〇〇〇株、五〇〇株、二〇〇株のいずれかに決まっている。
- (7) SOESシステムは一定株式数以下の注文に関してはマーケット・メーカーの最良気配で自動執行されるシステムであるが、マーケット・メーカーの表示気配の変更が市場での価格変動に遅れた場合に、しばしばSOESを通じて注文を自動執行し市場価格との間の差額を儲けるために使われるため、マーケット・メーカーの間できわめて評判が悪かったことが指摘されている。

- (8) 証券取引法研究会「平成四年証券取引法の改正について(12)証券業協会(一)」『インベストメント』第四七巻第
四号No.二八二、一九九四年八月