

## 「全米市場システム」とは何だったか

伊豆 久

### 1 はじめに

本稿では、米国の「全米市場システム」(NMS: National Market System)を取り上げ、七〇年代末以降の米国の証券(株式)取引システムにおける公正と効率性のあり方について簡単に検討することとする。「全米市場システム」については、すでに多くの紹介・検討がなされてきたが、一九六〇年代の市場間競争や日本の取引システムとの違いを念頭に、改めて論点の整理をおこないたい。

### 2 「全米市場システム」の定義

日本でも、今年六月の証取審報告書で取引所集中義務の撤廃が謳われ、現在、市場外取引を認めた取引システム実現のための議論が進められているが、そこでも、NMSが一つのモデルと見なされているものと思われる。

しかしながら、ではNMSとはそもそもいかなる取引システムかとなると、明確な説明は容易ではない。と言うのも、米国の証券関係法にもSECの規則等にも、NMSとは何かを定義した箇所がないからである。NMSは、確かに一九七五年証券諸法改革法 (Securities Act Amendments of 1975) によって新たに三四年証券取引所に挿入された第一一A条を法的根拠とするものであるが、ここでは、NMSの内容が定義されておらず、ただNMSの目的およびNMSを確立するための権限をSECに委ねることが定められているだけである。

しかも、その目的の中には、「ブローカーおよびディーラー間、取引所市場および取引所市場外の公正な競争」(c—i)、すなわち「市場間競争の促進」が述べられている一方で、同時に、「iおよびivの規定に矛盾することなく」との限定つきながら、「投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会」(c—v)、つまり「オークション原則の維持」も掲げられているのである。しかしながら、市場間競争とオークション市場とは、原理的には相いれないものである。そのため、この三四年法一—A条だけから、NMSの内容を理解することはできず、NMS構築の権限を委ねられたSECの実際の証券政策から判断するほかないのである。そうすると、七〇年代後半の一連の施策から、とりあえず、NMSとは、取引所集中義務の緩和によって市場間競争を促進する一方で、市場間をコンピュータ・システムでリンクすることで注文の最良執行を実現しようとするものと、理解することができる。

NYSE会員に対する市場集中義務の緩和によって市場間での注文獲得競争が促進され、その結果、執行コストの引き下げ、投資家の多様なニーズに対応した新たな取引システムの構築など様々な技術革新が実現してきた。こうした証券取引システムに関する目覚ましい革新がNMSの最大の成果である。かつ同時に、すべての執行業者に対して、各市場を結ぶCQS(総合気配表示システム)で表示されている最良価格(最も高い買い気配と最も安い売り気配)と同じかよりよい価格での執行が義務づけられているため、市場間で大きな価格差があるといった事態が防がれている。取引価格の公正さを維持しながら、競争による取引システムの効率化を実現すること、これがNMSの最大の目的だったのであり、それは後述のような限界をもちながらも一定程度実現されたと言つてよいであろう。

### 3 「全米市場システム」の背景

#### (1) 市場の分裂

次に、こうしたNMSが導入されるに至った背景は何だったのであるか。一つには、よく知られているように、一九六〇年代に生じた、機関投資家の成長による市場の分裂である。

年金基金・生命保険・ミューチュアルファンドなどの機関投資家は、NYSEが会員証券会社に徴収を義務づけていた固定委託手数料を割高とみなし、第三市場(非会員会社によるNYSE上場銘柄の店頭市場)や、実質的に手数料割引を認めていた地方取引所での取引を増加させた。これが「市場の分裂」と呼ばれたのであるが、そこで問題となったのは二つの点であった。その一つは、同じNYSE上場銘柄が複数の市場で取引されるだけでなく、その取引価格が市場間で異なるという事態が生じた点である。市場間で取引情報を伝達する手段が講じられていなかったため、株価が分裂してしまつたのであり、これは取引の公正を著しく損なうものと考えられた。それと類似しているが区別すべきもう一つの問題点は、地方取引所や第三市場への取引の流出によりNYSEでの流動性が減少してしまつたことである。オーダードリブン型(注文駆動型)の取引システムを採っているにもかかわらずすべての注文が集まっていけない以上、NYSEで形成された価格が「真の価格」であるか否かの疑念を生じさせ、かつ、価格変動を大きくさせることになつたのである。

#### (2) 「市場の分裂」の解消と「全米市場システム」

NMS創設の目的の一つは、こうした事態を解消することであつたが、そのためにNMS創設という方法が選ばれたのはなぜだろうか。と言うのは、右に述べた問題を解決するためには、NMSの創設以外にも様々な対

応策がありえたからである。

例えば、NYSEの大口注文向け委託手数料を引き下げるといふ方法はなぜ(一時期を除いて)採られなかったのだろうか。NYSEからの注文の流出が機関投資家の大口注文を中心としており、その原因は委託手数料の高さだったのであるから、それを防ぐためには、何も手数料を「自由化」する必要はない。大口注文の委託手数料を引き下げればよいはずである。

あるいは、マーチンレポートの単一市場アプローチのように市場そのものを一つに統合するという方法もありえたはずである。同一の銘柄が複数の市場で取引されることから市場の分裂が生じるのであるから、その市場を一つに統合し既存の取引所はその支所とすることで重複上場(重複取引)を排除してしまえば、市場の流動性は高まり一つの銘柄には一つの価格だけがつけられることになる。この場合、市場の公正性は最も高いと言えるであろう。

ところが、米国の議会やSECはこうした方法を否定し、手数料に関しては引き下げでなく自由化を、市場に関しては単一化ではなく競争を選択したのである。

と考えると、手数料に関しては、その大きさだけではなく、その決定方法(取引所が固定手数料を決定するか、顧客と証券会社が交渉によって決定するか)にも問題があったとみなされていたことになる。対応を要する問題は、実は「市場の分裂」だけでなく、その、別の問題を解決するために、手数料の大きさだけでなくその決定方法のありかたも変更されたものと考えられる。また、六〇年代のような「市場の分裂」は改善すべきであるもの、と言つて、公正を確保するために取引を集中するという方法も望ましくないと見なされていたことになる。

このように考えると、そこに共通する、もう一つの問題とはNYSEの独占性という問題であったと思われる。手数料の大小ではなく、NYSEが手数料を決定するという仕組みそのもの、注文がNYSEに集中するという事実そのものが、解決を要する事態とみなされたのであろう。

したがって、NMSが必要とされた理由は、「市場の分裂」とNYSE独占の問題の二つあったと考えられる。そして、「市場の分裂」に関しては、その問題は価格の分裂のみであつて、そこで生じている市場間競争そのものは否定すべきではないと考えられていたと推測される。

### (3) 取引所独占批判の高まり

NYSEの独占はなぜ問題視されるようになったのであろうか。取引所とは、そもそも独占的であれば機能しないものである。よりよい価格を発見するためには、できるだけ多くの注文を集めることが必要である(独占の必要性)。また、注文の集中は価格を向上させ、よい価格の市場にはより多くの注文が集まるため、自然に独占が成立することになる(独占の必然性)。そして、すべての取引が集中していれば、取引の公正を監視する上でも都合がよい。このように、証券取引所は、本来、独占的なものであり、独占的でなければならぬものである。しかし、独占的であると市場の脅威にさらされないため非効率化等の弊害が生じる可能性がある。そのため、市場の規律に代わつて行政によつて監督されるのである。証券取引所にとどまらず、通信産業、運輸産業においても理屈は同様である。

しかし、こうした考え方に対して、シカゴ学派などの市場機能を重視する新たな産業組織論から強い批判が浴びせられるようになった。ハーバード学派を中心とする伝統的な産業組織論は、市場機能を維持するためにこそ

原則として独占を禁止し、かつ自然独占が成立する場合には当局による監督下に置くことを主張してきた。ところが、シカゴ学派の新市場主義論者は、独占的であっても潜在的な競争圧力が存在する場合には、効率的なパフォーマンスと両立しうる等の主張を展開しはじめた。こうした議論は、独占的な組織であっても市場規律にさらされているケースをより広く認めることにより、独占化の容認、行政から独占体への規制の軽減・撤廃、独占的公共事業の民営化、を推進する役割を担ったのである。こうした考え方は、六〇年代末からのスタグフレーションに対する対応能力の欠如、財政赤字の増大傾向などを根拠としたケインズ学派批判と呼応しながら影響力を拡大していくことになる。

こうした旧来の競争政策からの大きな転換が、証券・金融に限らず、産業政策全般で進められていったのである。証券取引システムにおける市場間競争の促進においてもこうした潮流が大きな影響を与えたと考えられる。そして、当局による規制が信頼できなくなると、それに代わるのは、市場の規律にさらすか、株式会社化などの新たな監督メカニズムの導入である。市場にさらすには、欧州のように時差が小さければ外国市場との競争という方法も可能であるが、米国では取引所集中義務を緩和することによって、取引所間のみならず、取引所と証券会社（店内執行）間の競争を促進するという方法が採られたのである。

#### 4 「全米市場システム」の内容

##### (1) 取引所集中義務の緩和

具体的に、NMSの下での市場集中義務の緩和はどのように進められたのであろうか。

はじめに、第三市場について確認しておこう。米国では、従来より、非会員業者に対しては取引所規則の効力

が及ばないため、市場集中義務も固定手数料徴収義務も存在せず、非会員業者はNYSE上場銘柄を自己勘定で、固定手数料に関係なく取引することが可能であった。それが第三市場である。そして、六〇年代にはNYSE会員会社の固定手数料を嫌う機関投資家が主に顧客となって、急成長したのである。だからこそ、委託手数料が自由化されると第三市場は事実上消滅してしまうのである。

では、日本で第三市場が成立しないのはなぜであろうか。その理由は、非会員会社であっても、免許申請時の添付書類である業務方法書への記載指導という形で、市場集中義務、固定手数料徴収義務が課せられているためであろう。そうした指導の法的根拠は、証券取引法第六六条の二（大蔵大臣は、協会に加入せず、又は証券取引所の会員となっていない証券会社の業務について、公益を害し、又は投資者保護に欠けることのないよう、協会又は証券取引所の定款その他の規則を考慮し、適切な監督を行わなければならない）に求められていると思われるが、この条文は、取引所や協会が会員制度を採っていることと矛盾するのではないだろうか。すべての証券会社に取引所規則の順守を義務づけるのであれば、規則を法令化すべきであるが、その際には、取引所は会員組織としての性格を維持できなくなるであろう。取引の公正を維持するためとはいえ、こうした措置は原則的でないように思われる。

米国の場合は、非会員会社に対する市場集中義務がそもそも存在しなかったのであるから、NMSの下での新たな市場集中義務の緩和は、NYSE会員業者に対する集中義務を撤廃するという形で進められた。

それは、SECが七五年に三四年証券取引所法規則（以下、規則）一九〇一を採択したことに始まる。それによって、NYSE会員業者であっても、委託注文の場合は取引所外へ回送・執行してもよいことが認められた。七七年には、委託注文同士のクロスおよび自己勘定取引についても場外執行を認め、一九〇一と併せて市場集

中義務を完全に撤廃することになる規則一九c-2が提案されるが、その影響が余りに大きいと懸念されたため、それは八〇年に撤回された。代わりに採択されたのが一九c-3で、それによって七九年四月二六日以降に上場した銘柄に限っては、自己・委託を問わず市場集中義務が撤廃されることとなったのである。

したがって、現在のNYSE規則三九〇条が定める市場集中義務の適用対象は、七九年四月二六日以前に上場した銘柄について、NYSEの立会時間中、かつ会員の自己勘定での注文と委託注文同士のクロス注文の場合に限られている。また、自己勘定・委託注文のクロスであったとしても、立会時間外であれば海外の店頭市場で執行することが認められている。言い換えると、委託注文であればすべての銘柄について、自己勘定での注文については一九c-3銘柄について市場集中義務が撤廃されており、またそれ以外の注文・銘柄についても海外市場、主にロンドン市場を利用することが比較的容易であるため、市場集中義務の範囲はかなり限定されている。しかし、米国では、市場集中義務は撤廃されたわけではなく、正確には「緩和」にとどまっている。

## (2) 価格の公正の維持

本来、独占的であることによってはじめて機能する取引システムに、市場外取引を認めたのであるから、そのままでは市場価格が分裂してしまう恐れがある。それを防ぐためのシステムが、通信回線で市場を結び価格情報等をリンクするという方法である。各市場での取引情報、気配情報を集中し公表するシステム、および最良気配を出している取引所に注文を送送できるシステムであり、それが、CTS、CQS、ITSである。

CTS (Consolidated Transaction Reporting System: 総合テープシステム) は、直近の取引情報を公表するもので、銘柄・取引価格・株数・執行市場名を表示する。対象銘柄は、一九七六年四月の稼働開始時には、NYSE・Amexおよび地方取引所の一定の上場銘柄に限られていたが、一九八二年からNASD A Q/NMS銘柄も加えられている。第三市場、PTS私設取引所を含めて国内で約定された取引はすべてCTSに報告されているが、海外取引分は含まれていない。

CTSが、取引の事後情報を公表するシステムであるのに対して、一九七八年に始まったCQS (Composite Quotation System: 総合気配表示システム) は、事前情報を伝達するシステムである。CQSには、各取引所スペシャリストの買い呼値・売り呼値およびその価格で執行可能な株数が表示されている。そして、最良執行を実現するため、すべての執行業者は悪くてもCQS上の最良気配で執行することが義務づけられている。そして、この義務づけが、事実上、NMSにおける最良執行の必要条件になっている。

CTS、CQSが、市場情報をリンクするものであるのに対して、ITS (Intermarket Trading System: 市場間取引システム) は、最良気配を出している市場での執行を可能とするため、注文そのものを市場間で回送するシステムである。ただし、ITSで注文を送送するのはブローカー証券会社ではなく、各取引所のスペシャリストである。証券会社から注文回送を受けた取引所のスペシャリストが、よりよい気配を出している他の取引所に注文を送送するためのシステムである。七八年四月にNYSEとフィラデルフィア証券取引所間で試験的に稼働し、その後、連結取引所、対象銘柄が拡大されてきたが、第三市場とPTSは参加していない。

こうしたシステムによって価格の分裂は一定程度、防がれているのであるが、同一銘柄が複数の市場で取引されているのもう一つのデメリットである、流動性の低下とそれによる価格発見機能の低下については、市場間のリンクでは解決されたことにならない。事前・事後の売買価格が公表されているため、市場間で売買価格が大きく掛け離れることは回避されているとはいえず、すべての注文が一つの市場に集められない以上、それぞれの

市場の流動性は理論上十分とは言えず、その価格もその時点でのすべての需給を反映したものとは言えない。そして、この問題に対してNMSは、何の手当もおこなっていないと言わざるをえない。市場間競争を認める以上、これは解消しえない問題だからである。

ただ、実際には、NYSEのシェアが八割以上を維持していることからすると、SECは、NYSEの一定のシェア維持を根拠に、NYSEの価格発見機能が大きく損なわれているわけではなく、またNYSEでの価格からの乖離が防がれている以上、NMS全体としての価格発見機能に大きな問題があるわけではない、と考えているものと推測される。

## 5 市場間競争の実際

### (1) 市場間競争と（独占の必然性）

十全とは言えないまでもこのような対応策のもとで市場集中義務が緩和されてきたわけであるが、では、先きのべた、取引所は必然的に独占化するという点についてはどうなっているのだろうか。つまり、制度上でいくら市場間競争を解禁・促進しても、それだけで実際に市場間競争、具体的にはNYSE以外のNYSE銘柄の取引が進むわけではない。取引所が独占的であったのは、制度的に市場集中義務が課せられていた（独占の必要性）からだけではなく、流動性の集中と価格の向上は相互に作用しあうため、取引の執行場所は自然に一カ所に集中する性格があるからである（独占の必然性）。市場集中義務が大幅に緩和されたNMSの下でもNYSEが高いシェアを維持しているのはそのためである。しかし、では、残りの二割近くがNYSE以外で取引されているのはなぜだろうか。そうした注文は、なぜ最も流動性が高く、最も価格発見機能の高いNYSEに回送されないのだろうか。

### (2) 一九六〇年代の市場間競争の性格

NMS下の市場間競争の実際を見る前に、対照のために、六〇年代にNYSE以外での取引が増大した理由を確認しておこう。その最大の理由は、NYSE会員の委託手数料が高かったからであった。ということは、それは結果的に執行市場の間の（NYSEと地方取引所・第三市場）競争として現れたが、正確には、ブローカーとブローカーの間の競争であったと言うべきであろう。ブローカーが顧客から徴収する手数料の多寡をめぐる競争だったからである。ところが、その競争において、手数料を決定する権限が取引所にあったため、NYSE会員業者は著しく不利な立場に立たされることになった。つまり、機関投資家が避けようとしたのは、執行市場としてのNYSEではなくNYSE会員の高い委託手数料にすぎなかったのであるが、そのことが、結果的にNYSEという執行市場を避けることになっただけのことである。このように考えると、六〇年代における市場間競争は、執行手法や執行コストをめぐる純粋な意味での執行市場間の競争ではなく、主としてブローカーの対顧客手数料をめぐるブローカー間の競争によるものだったと言えるであろう。本質的には執行市場での競争ではなかったからこそ、独占化するはずの執行市場に一定の分散化が生じたのである。

### (3) 大口注文をめぐる競争

では、手数料が自由化され、六〇年代的な競争の要因が消滅したNMSの下で、市場間競争はどのように展開されてきたのだろうか。その一つは、執行方法そのものの差別化による注文獲得である。証券会社は、委託手

数料以外の執行コストにも着目するようになった機関投資家からの大口注文に対して、自己勘定で受けたり（店內執行）、対等する他の大口注文を検索できるシステム（PTS）を提供したりすることで、注文獲得を図ってきた。オークション市場を通さないことで、マーケットインパクトを避け、あるいは匿名性を維持したままでの執行がなされているのである。これは、六〇年代的なブローカーの委託手数料をめぐり競争ではなく、まさに執行市場における、つまり執行のあり方をめぐり競争が展開されているということである。

しかし、こうした競争のあり方の妥当性を巡っては様々な議論がなされてきた。これが、インデックスファンドの運用者など、執行コストに敏感な機関投資家にとって望ましい執行形態であることは言うまでもない。また、市場の公正という観点からも、企業業績の評価の変更をとまわらないファンドのキャッシュフローへの対応などの売買を主市場の外側でおこなうことにより、市場における不必要な価格変動を避け、かえって市場価格をより企業実績を反映したものにしていく、との評価もなされている。しかし、その一方で、執行方法の多様化はすなわち市場の分断であり、市場全体の流動性を減少させる、また、公正な価格とは、企業のファンダメンタルを反映しているか否かという（企業業績に対する相対的なものとはいえ）へ価格の大きさの問題ではなく、すべての需給を反映しているか否かというへ価格形成のあり方への問題であり、その時点で市場の公正を損なうものとの批判もなされている。執行方法の多様化は、価格の分裂を含んでいなくとも、まさしく執行市場の分裂だからである。

#### （４）小口注文をめぐる競争

NMSの下で生じているもう一つの注文獲得競争は、小口注文をめぐる展開されている。地方取引所や第三市場のマーケットメイカーは、五〇〇株ぐらいまでの小口（成行）注文の仕切り売買に特化し、そのシェアを拡大させている。六〇年代の市場間競争が大口注文中心だったことからすると、大きな違いである。七〇年代後半に一旦消滅した第三市場もこうした取引によって八〇年代末から復活したのである。では、こうした競争はなぜ可能となっているのであろうか。

その理由は、CQS上の最良気配は事実上ほとんどNYSEで形成されているものの、NYSEのスペシャリストは市場実勢を反映していないと見なした注文は表示しないことがあり、その結果、CQS上の最良気配のस्पレッドが比較的大きいためである。執行業者に課せられた最良執行の条件は、CQS上の最良気配での執行であるため、執行業者には自己勘定で執行することで大きな利益を得ることが可能となる。そのため、第三市場等のマーケットメイカーは、自己勘定で即座に執行できる小口注文の獲得に特化し、かつ、注文を回送してくれるブローカーにリベートを払うことで取扱高を拡大してきたのである。それがオーダー・フロー・ペイメントである。地方取引所も、その取引の六〇七割がディーラーの自己勘定による売買となっており、もはやオークション市場としては機能していないと言ってもよいであろう。しかもそのディーラーの多くは、大手ブローカーの子会社となっているのである。注文回送を確保し、かつ右に述べたस्पレッド益を内部化するためである。

対するNYSEの側も、へ価格向上を売り文句に小口注文のシェア回復を図っているが、それも、最良気配のस्पレッドが大きいためこそ可能な現象である。NYSEは、発注時の気配よりよい価格で約定されるケースが多いことを宣伝しているが、それは、もともとの気配がすべての注文を反映しておらず、स्पレッドが実勢よりも大きいために可能なことである。つまり、価格が向上しているのではなく、比較の基準となるはじめの気配が広すぎるのである。NYSEのへ価格向上も、その根拠は、他市場のオーダー・フロー・ペイメントと同じ

なのである。

#### (5) 日本での市場間競争の可能性

マーケットインパクト等を避けるための大口注文の場外執行は、日本でも東証以外でのクロス取引の形で事実上同様の取引がすでになされている。今後取引所集中義務が撤廃された時には、それを取引所外で完結させることが可能となるわけであるが、現在でも、事実上の約定は証券会社内部でおこなわれているのであるから、具体的な違いは、取引の管理を取引所がおこなうのか証券会社がおこない事後報告するかの違いにすぎないであろう。日本でも大口注文に関する市場外取引は、その適否は別にして、可能であると思われる。

しかし、NMSにおける小口注文をめぐる競争は、オークションシステムとディーラーシステムを合わせた特異な米国の執行システムにもとづくところが大きい。日本のような完全オークションの場合に、主市場の最良気配の範囲内で、同様の取引をおこなうことは困難であろう。

#### 6 「全米市場システム」の終わり？

##### (1) 「全米市場システム」の問題点

NMSが、取引システムの効率化を促進したことは間違いないが、その一方で問題点も少なくない。何よりも、NMSでは、当初想定された気配による競争が生じていない。そもそも第三市場・PTSにはCQSに確定気配を表示する義務が課されていない。最良気配のほとんどはNYSEの気配であり、地方取引所や第三市場は気配の更新を試みることなくNYSEの気配をそのまま利用しており、その上で、自動回送執行システムによるコスト

削減、小口注文の仕切り売買への特化、リベートの支払いなどを武器に注文を獲得しているのである。したがって、市場間で注文を回送するシステムであるITS（市場間取引システム）の利用も出来高全体の5%に達することなく、最近では2%台に下がっている。NYSEへ回送するよりも自己勘定で売買したほうが利益が大きいからである。複数の市場が同時に価格発見機能をもつという想定が、そもそも現実的ではなかったのではないだろうか。しかし、価格発見機能をもつ主市場とその気配を模倣するディーラー市場への分化は、最良執行の内容、流動性の分裂の有無、価格発見機能の質とコストなど様々な論争を引き起こさざるをえないのである。

##### (2) 市場改革の行方

しかし、こうしたNMSのあり方は、今年導入された新たな注文取扱ルールや呼値単位の縮小によって変化する可能性があると思われる。

新しい規則によって、マーケットメイカーは、自分の出した気配よりもよい価格での顧客指値注文があれば、それにもとづいて公表気配を更新しなければならないことになった。このルールの影響は、ナスダック市場ですでに大きく現れており、スプレッドの縮小、オーダー・フロー・ペイメントの減額ないし停止、マーケットメイカー銘柄を縮小する業者の増大などが報じられている。

また、長年八分の一ドル（二・五セント）に固定されてきた呼値の単位が一六分の一ドルに縮小され、今後さらにセント化される予定である。

こうした措置は、いずれも気配のスプレッドの縮小をもたらすものであり、七五年にブローカー市場で価格の自由化が実施されてから二〇年余りを経て、今度は、執行市場で価格が自由化されるに至ったものと解釈するこ



とができる。しかしながら、その時には、これまでのNMSの下での小口注文の獲得方法は機能しなくなる可能性もあると思われる。ナスダックでは、気配が縮小したためにマーケットメイクから撤退し、顧客から委託手数料を得て他のマーケットメイカーに注文をつなぐこと（ブローカレッジ）に特化する業者も増えていると言われている。事実上のディーラーマーケットと化している地方取引所でも同様の現象が進むと仮定すれば、その時には、NMS下の市場間競争も、これまでとは大きく変わることはないかと思われる。