

オーダー・ハンドリング・ルールと私設取引システム

清水 葉子

1 はじめに

SECは一九九六年八月二六日、一九三四年証券取引法の下で規則一一A c—四の導入と、規則一一A c—一の修正を行った。これらの規則は一九九七年一月二〇日から施行されたが、前者は指し値注文表示ルール(Limit Order Display Rule)、後者はECNルール(ECN Rule)と呼ばれており、両者をあわせて通常オーダー・ハンドリング・ルールと呼ばれている。

これらの規則は、以下でも述べるように、顧客の指値注文の保護と、私設取引システムなどでの取引の透明性の向上とを実現するために導入されたものである。オーダー・ハンドリング・ルールは、基本的にアメリカのすべての証券市場を対象にしたものであるので、Nasdaqマーケット・メーカーと取引所スペシャリストとの両方にかかわるものであるが、特に大きな影響が想定されているのはNasdaqマーケットであると考えられる。

SECは数年前からNasdaqマーケット・メーカーの気配値調整疑惑についての調査を行ってきたが、その調査結果を昨年発表して、マーケット・メーカー間に気配値調整をめぐる談合が存在したことを公式に明らかにした。⁽¹⁾ オーダー・ハンドリング・ルールの導入が特にNasdaqマーケットに大きな影響を及ぼすと考えられるのも、こうしたマーケット・メーカーの談合体質を裏で支えていたのが、顧客の指値注文の軽視と私設取引

システムを通じたマーケット・メーカー同士の不透明な取引であると考えられているからである。したがって、この規則の実施によって、Nasdaqマーケットでは、一般投資家向け気配の向上とスプレッドの縮小、競争の促進、価格発見の改善、流動性の増大などが期待されている。

本稿では、このオーダー・ハンドリング・ルール導入の背景を述べるとともに、オーダー・ハンドリング・ルールの導入がNasdaqマーケットや私設取引システムにどのような影響を及ぼすかについて考察する。

2 オーダー・ハンドリング・ルール

(1) 指値注文表示ルール (Limit Order Display Rule)

この規則は、店頭市場マーケット・メーカーや取引所スペシャリストに対して、自らが表示している気配より良い価格の顧客指値注文が入った場合に、それを表示することを義務づけるものである。マーケット・メーカーは、この規則の下では、現在の最良気配より良い顧客の指値注文が入ると、自らの気配を改訂してその顧客注文を表示するか、即座にその指値で注文を執行するかのどちらかをしなければならぬ。また、顧客指値が最良気配と同じであっても、サイズが大きいときには、気配サイズも拡大しなければならない。

この規則が導入されると、最良価格のついた指値注文がすべての市場参加者に表示されアクセス可能となるだけでなく、そうした顧客からの指し値によってもたらされる最良価格が市場の価格形成に直接参加することになる。この規則は、一〇〇株以上一万株未満の取引で、価格が二〇万ドル未満の取引に適用される。また注文の種類によって若干の例外規定がある。

顧客の指値注文については、NYSEをはじめとする多くの取引所では、スペシャリストはSuperDot経由

のものには必ず、そうでないものもフロア・ブローカーの要請があれば指値を気配に反映させなければならないが、スペシャリストの大幅な裁量が認められているために、必ずしも迅速な反映がのぞけるとは限らない。一方、Nasdaqでは、従来はマーケット・メーカーには顧客注文を表示する義務はなかったため、一九九四年にフロント・ランニングを禁じる規則改正が行われるまでは後述するように指値注文の執行を意図的に遅らせるなどの慣行も見られた。

(2) ECNルール (ECN Rule)

従来の気配ルールの下でも、店頭市場マーケット・メーカーや取引所スペシャリストは、最も競争的な気配を公に表示する義務があったが、これまでは、最良価格のなかにECN上に表示する価格は含まれていなかった。オーダー・ハンドリング・ルールではこの点を修正して、ECN上の価格も含めて最良価格を表示することを義務づけた。したがって、一般投資家向けに表示している気配より良い気配をECN上に出すときにはそれを公表しなければならないこととなった。また、この修正規則では“ECN Display Alternative”と呼ばれる代替措置がとられ、ECN自身がそうした価格を公表し、他のブローカー・ディーラーにアクセスの機会を提供することで、個別マーケット・メーカーやスペシャリストの気配公表に代えることができるとしている。この規則は当該証券の総取引量の1%を越える取引のあったマーケット・メーカーやスペシャリストに適用される。

従来の規則では、マーケット・メーカーなどが私的な取引システムに一般向けより良い気配を出しても、それを表示する義務は存在しなかった。したがって私設取引システム内ではプロの市場参加者のみの中で、一般向けの気配よりより良い気配で取引が行われている可能性が指摘されていた。特にNasdaqマーケット・メーカーは、互いに共謀して顧客向けには広いスプレッドを維持してきたことがSECの調査によって明らかにされており、一方で私設取引システムなどのプロ向けの取引システム内で顧客向けよりよい気配でポジションを処分していたと考えられている。

2 オーダー・ハンドリング・ルール導入の背景

(1) 顧客の指し値注文の保護

指し値注文表示ルール (Limit Order Display Rule) は、顧客の指し値注文の保護のために導入された規則である。こうした規則が導入されたのは、Nasdaqマーケットで気配値調整疑惑などとともに顧客の指し値注文が十分保護されているとは言えない実態がマスメディアなどの指摘によって明らかになってきたことが背景になっていると考えられる。

SECの調査によっても明らかにされたことであるが、Nasdaqマーケット・メーカーは、自らの表示気配値より良い価格の顧客指値注文が入っても、それを無視したり、表示している気配値がそれに一致するまで執行を遅らせるなどの慣行を続けてきたとされている。こうした慣行は、顧客の指値が価格形成に参加することを妨げるため、マーケット・メーカーのスプレッドが縮まりにくくなるうえ、指値注文を出した顧客の価格情報が他の参加者に伝わらないことから、市場の透明性を損ない、価格向上の機会や市場の効率性が損なわれるとして、早急に改善が求められていた。

for First 2900 Nasdaq Issues
Phased-In Under the SEC Order Handling Rules

	ルール導入以前の 20日間の平均	ルール導入後の 15日間の平均	変化	変化の割合
気配スプレッド				
ドル	\$ 0.47	\$ 0.35	-\$ 0.12	-25.5%
価格比	3.7%	2.5%	-1.2%	-33.4%
ボラティリティ				
中値からの標準偏差	1.25%	1.22%	-0.02%	-1.94%
マーケットメーカーの平均数	11.3	12.1	0.8	7.3%
SOESのアクセス度				
ECNのみが最良気配を出した時間の割合	n/a	10.1%	n/a	n/a
平均取引サイズ	1.492	1.366	-126	-8.4%
取引活動				
ピーク時の気配更新回数 (9:30-9:50AM)	21.801	55.923	34.123	156.5%
合計気配更新回数 (9:30-4:00PM)	193.093	586.637	393.544	203.8%

1997年1月20日から9月15日までにオーダー・ハンドリング・ルールの対象となった2900銘柄についてルール導入前の1996年12月18日から1997年1月17日までの期間と、ルール導入後の1997年9月15日から10月3日までの期間について変化のようすを調べたもの。
出典：NASD (1997b)

(2) 市場情報の分裂の回避

従来私設取引システムに関しては、既存市場からの注文流出による市場の分裂の問題が懸念されてきた。私設取引システムによる市場の分裂の問題は、大ざっぱに言つて二つに分けて考えることができると思われる。ひとつめは、取引が既存の証券市場から私設取引システムに流出することで、市場の流動性が低下し、そのことで効率的な価格発見機能が失われてしまう流動性の分裂の問題であり、ふたつめは取引の場がナショナル・マーケット・システムによつて統合されていない私的な取引システムへと分裂することで、取引情報が分裂し不透明性が高まる可能性があるという情報の分裂の問題である。

実際、私設取引システムが機関投資家のほか、スベシヤリストや店頭市場マーケット・メーカーなどといったプロの市場参加者のみを対象にした私的な取引市場であったため、スベシヤリストやマーケット・メーカーが顧客向けの気配値とは別のしばしば有利な気配

を私設取引システム上に出し、顧客と取引で生じたポジションを処分するのに利用していたとされている。顧客向けの気配スプレッドを意図的に広く維持することで二重価格の利益を享受していたわけだが、私設取引システムはブローカー・ディーラーの運営する私設の取引システムであるため、十分な規制手段を講ずることができず、いわば「隠れた市場 (hidden market)」ができてしまったことになり、これも改善の必要が指摘されていた。

3 Nasdaqマーケットへの影響

オーダー・ハンドリング・ルールは証券市場全体に適用されるわけであるが、右でも述べたように最も大きい影響を受けるのはNasdaqマーケットであると考えられる。NASDではオーダー・ハンドリング・ルール導入前と導入後の市場への影響を継続的に調査⁽³⁾しており、今年一月以降、すでにいくつかの顕著な変化が見られることが判明している。

オーダー・ハンドリング・ルールはNasdaq銘柄については一度に導入せず一月以降徐々に対象銘柄を増やす形で適用範囲を広げているので、NASDの調査も対象銘柄の拡大を追う形で実施されている。ここでは、オーダー・ハンドリング・ルール導入前の一九九六年二月一八日から一九九七年一月一七日までと、導入後の一九九七年九月一五日から一〇月三日までの二期間に、オーダー・ハンドリング・ルールの対象となった二九〇〇銘柄について比較したNASD (一九九七b) から、変化の様子を見ることにしよう。

まず、マーケット・メーカーの気配スプレッドは、オーダー・ハンドリング・ルール導入後、表示時間で加重平均して〇・四七ドルから〇・三五ドルへと全体で約二六%縮小した。なかでも、スプレッドが一/八ドル以下

が表示される時間が平均で一七%から三七%へ増大し、スプレッドが一ノ二ドル以上が表示される時間は二四%から一六%に縮小している。また市場価値の大きい銘柄は、すでに十分スプレッドは小さかったと思われるにもかかわらずさらに縮小した。また、気配の中値での執行も考慮した実効スプレッドで見ても二二%減少した。

日々の価格変動についてはわずかな減少が見られたが、規則導入前後のいずれの時期も変動は大きかったため、有意な結論は出せないようである。

一方、気配の更新回数も導入前に比べて二〇四%と著しく増加している。マーケット・メーカーによる気配値の更新は約一九万三千回から三九万二千回へと一〇三%増加しただけでなく、ECN上の気配値の更新は導入前は見られなかったにもかかわらず約一九万五千回と大幅に増加した。しかも、マーケット・メーカーのみがインサイド・クォートを提示していた時間は一〇・一%に過ぎない。このため、マーケット・メーカーがしばしば注文を無視したり思考を遅らせたことなどで問題化していた小口自動執行システムSOESを通じた注文も大幅に執行可能性が高まっている。調査の対象となった二九〇〇銘柄の取引高全体も三六%と大幅に増加している。

4 私設取引システムへの影響

このようにオーダー・ハンドリング・ルールは、現在のところNasdaq市場にとってはおおむね好ましい結果をもたらしたと結論づけることができる。とくにスプレッドの縮小や気配値更新回数の増加、取引高の増大に関しては異論の余地なく大幅な改善が見られたと言っているのではないだろうか。その一方で、私設取引システムの方はオーダー・ハンドリング・ルールの採用でどのような影響を受けると考えられるだろうか。

私設取引システムは、オーダー・ハンドリング・ルール採用前には、すでに述べたように流動性だけでなく情報の面でも従来の市場と分断されており、スペシャリストやマーケット・メーカーなどのプロの市場参加者にとっては「隠れた市場」となっていた。スペシャリストやマーケット・メーカーは公衆向けの気配値とは別の私的な気配を私設取引システムに出し、より有利な条件で手持ちのポジションを処分などを行うことができた。しかも、私設取引システムは、ブローカー・ディーラーの運営する私的な取引の場であったために、従来の取引市場のための規則を適用することができず、Nasdaqマーケットの二〇%にまで成長した取引の場でありながらその不透明性を改善する手だてが存在しなかった。

一月のオーダー・ハンドリング・ルール、特にECNルールの導入によって、このような不透明性は大きく改善されると考えられるが、一方でこうした特別な取引の場を提供してきた私設取引システムは、この規則導入によってどのような影響を受けると考えられるだろうか。

まず、私設取引システムの取引の特徴の一つであった匿名性が失われる可能性があることは大きな影響をもつと考えられる。従来、私設取引システムは、参加者が匿名で取り引きできるために、とくに大口注文をマーケット・インパクトなしで執行することができる市場として優位性をもっていたとされている。しかしながら、私設取引システム上の気配を常に公衆向けの気配に反映させなくてはならなくなったことから、こうした匿名性ゆえの優位性は失われてしまう可能性が高い。

また、私設取引システム上の価格を常に表示気配に反映させることは、スペシャリストやマーケット・メーカーにとっては私設取引システム利用のコストが増大することを意味するため、私設取引システムの利用は減少する可能性がある。その場合、私設取引システムでの取引の流動性が低下し、取引成立が困難になったり取引の選

扱肢が減少するなど、私設取引システムに様々な負のインパクトをもたらす可能性が否定できない。私設取引システムでのポジション処分が可能であることを前提に行われてきたスペシャリストやマーケット・メーカーの従来の市場での取引も、私設取引システムの流動性低下の影響を受ける可能性も考えうる。

また私設取引システムのなかには、こうしたSECの措置が自動取引システム全般に対して、テクノロジーの促進を阻害する可能性があると考えているところもあつたようである。

オーダー・ハンドリング・ルールの導入によつて、私設取引システムがどのような影響を受けるかについては、統計的な調査が存在しないため確定的なことを知ることはできないが、オーダー・ハンドリング・ルールの導入後ほぼ一年が経過してそろそろ影響をはかる必要があるのではないだろうか。また、SECは私設取引システムの規制について、取引所としての規制を適用する可能性も含めた抜本的な提案を五月に行つたばかりであるが、追加的規則の必要性を考える上でもオーダー・ハンドリング・ルールの有効性を考慮することは重要であると思われる。

(注)

- (1) Nasdaqマーケット、メーカーの気配値調整疑惑についてのSECのレポートは、清水葉子「NASDのNasdaq監督をめぐる問題について」『証券レポート』第一五五二号、一九九七年一〇月参照。なお、本文中にSOESに変わる新しい小口注文の自動取引システムとしてAccessが導入された、とあるが、これは現在導入を検討中であり導入が決定したわけではないので、そのように訂正させていただきたい。

(2)

ECNはElectronic Communications Networkの略。SECはこの言葉に対して明確な定義を与えておらず、電子的なシステムを通じて価格つけた注文を第三者に対して広く知らせ、その全部もしくは一部が執行できるシステム、としている。また、継続的オークション・システムはECNに含めるとしているが、複数の注文を同一価格で一挙に執行するクロスシング・システムや、ブローカー・ディーラーの内部的な回送システムは指さないとしている。したがっていわゆる私設取引システム(PTS)とここで言うECNは必ずしも一致しないが、本レポートでは代表的私設取引システムであるインスタネットなどを主に念頭においている。

- (3) NASD (1997a) "Market Quality Monitoring : Phase-In Continues 1200 Stocks"

— (1997b) "Market Quality Monitoring : Phase-In Continues 2900 Stocks"

本文中の数字はNASD (1997b) の方から引用した。