

アップステアズ取引とは何か

～大口注文の場外付け合わせについて～

伊豆 久

1 はじめに

昨年六月に発表された証取審報告書が取引所集中義務の撤廃を銘記したことを受け、昨年末には、東京、大阪、名古屋の取引所で立合外での取引が開始された。今後は、取引所外での取引も解禁される予定となっている。本稿では、こうした日本での取引制度改革を念頭に、米国における大口注文取引、特に、日本でのクロス取引やいわゆる決め商いに相当するアップステアズ取引 (upstairs trading) について簡単に紹介する。ただ、ここで取り上げるのは取引所外での注文の付け合わせに關してであって、約定そのものの場外化ではない。周知のように、米国では約定の取引所集中義務の緩和も進んでおり、日本の現在の市場改革も立合外での約定を認め、さらには取引所外での約定を認める方向に進んでいる。しかし、(約定に關する) 取引所集中原則の下においても、大口注文については付け合わせが事実上証券会社の店内でなされ、約定のための取引所への回送は形式的にのみなされることが多い。本稿では、そのような取引について検討する。

図1 NYSE出来高に占める大口取引の比率

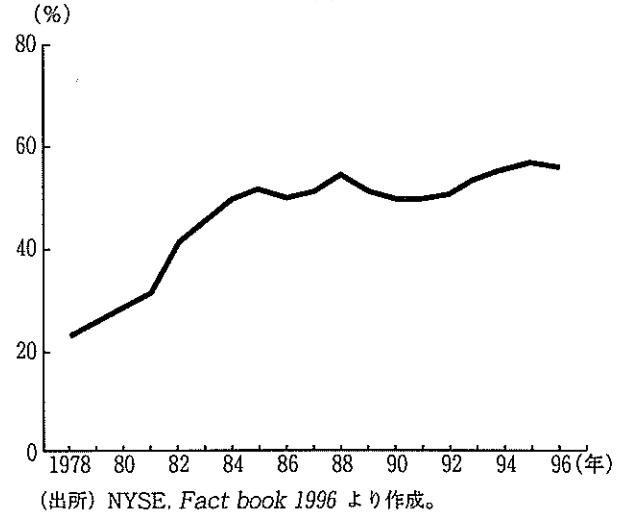


表1 大口取引に占めるアップステアズ取引の比率 (%)

		注文株数による分類			平均
		1万～ 2万5千株	2万5千～ 10万株	10万株～	
流動性による 銘柄の分類	最大	10	30	61	26
	中位	14	40	42	30
	最低	16	54	100	43
平均		10	32	57	27

(注) 1. データは1993年1月12日のNYSE取引記録(audit trail)による。
 2. 流動性による分類は、1992年12月の取引高にもとづく。
 3. 取引の株数は、実際にクロスされた部分ではなく取引全体の大きさで分類されている。例えば、11万株のクロス注文の内、2万株が他の会員からの注文と約定された場合でも10万株以上のアップステアズ取引として分類する。
 4. アップステアズ取引の平均サイズは43,000株であった。
 (出所) Hasbrouck, Sofianos and Sosebee, *New York Stock Exchange Systems and Tading Procedures (NYSE working Paper #93-01)*.

2 大口取引とアップステアズ取引
 ニューヨーク証券取引所 (NYSE) では、一万株以上の取引を大口注文取引 (block transaction) と定義し、その売買高を公表している。それによると、大口注文が全取引に占める割合は八〇年代前半に上昇し、以降、五割以上を維持していることがわかる(図1)。

それに対して、アップステアズ取引とは、売り注文(買い注文)に対する買い注文(売り注文)を証券会社が
 見つけたし、売り買い両方をそろえた上で約定のため形式的に取引所に回送する取引である。つまり、需給の適合を取引所市場 (downstairs) ではなく証券会社の担当部署 (block deskなど) でおこなう取引であり、クロス取引にほぼ相当する。ただ、クロス取引という言葉は、一つの証券会社から売り買い同数の注文が出される発注方法をいうのに対して、アップステアズ取引は、対当する注文が証券会社の探索によって発見された取引を指す。したがって、アップステアズ取引はすべてクロス取引となるのに対して、偶然、同一証券会社に売り買い両方の客注が集まった場合などは、一般的に、アップステアズ取引とは言わないようである。

では、実際に、アップステアズ取引ほどの程度の頻度、規模でおこなわれているのだろうか。表1は、一九九三年一月におこなわれた大口取引(一万株以上)に占めるアップステアズ取引の比率を示したものである。これを見ると、株数が大きいほど、また、流動性が低い銘柄であるほど、アップステアズ取引の比率が高いことがわかる。株数が一万株から二万五千株で、最も流動性のある銘柄の場合だと、アップステアズで注文が付け合われているのはわずか一〇%で、残りの九〇%は通常の注文執行と同様にそのまま取引所フロアに回送されている。しかし、最も流動性が低い銘柄で一〇万株以上の注文は一〇〇%アップステアズ取引となっている。大口取引全体では二七%にすぎないが、一〇万株を超える注文となるとその半分以上が、取引所の外で付け合わせがなされているのである。

つまり、大口でかつ流動性が低い銘柄の注文の場合、注文を対当させる場として、取引所での付け合わせ (downstairs market) と証券会社による付け合わせ (upstairs market) の二種類の市場が併存しているわけである。こうした現象はどのように考えればよいのだろうか。

3 アップステアズ市場の存在理由

同じ銘柄の注文を付け合わせるのに、なぜ二つの市場が併存しているのだろうか。ある注文に該当する注文を見つけ出すためには、すべての注文を一カ所に集めるのが最も効率的なはずである。そのための施設が取引所である。にもかかわらず、取引所の外で対当注文が発見されるのはなぜか。

その主たる理由は、言うまでもなく、マーケットインパクトを避けるためである。大口の、例えば売り注文をそのまま取引所に回送すれば、他の市場参加者の買い気配を切り下げ、安い価格での約定しかできなくなる可能性が高い。それを回避するために証券会社に対当する買い注文の探索を依頼するのである。

しかし、これでは答えになっていない。なぜ証券会社ならばマーケットインパクトなしの価格で対当注文を発見できるのかという疑問が残るからである。それは、一つには証券会社自身が対当する注文を出せるからであり、第二に証券会社が取引所よりも効率的に対当注文を集めることができるからである。まず証券会社自身による注文受けについて見てみよう。

4 証券会社の自己勘定による付け合わせ

米国では、取引所で注文の付け合わせをおこなうスペシャリストが、適切な価格形成のために必要な場合には、自己勘定で買い（売り）向かうことが認められている。この点、日本の才取会員（仲立会員）との大きな違いである。したがって、証券会社自身が対当注文を出すことでアップステアズ取引が成立する場合、自己勘定での取引においてブローカー証券会社がスペシャリストに対して優位に立ちうるのはなぜかということになる。

それは、第一に、証券会社はスペシャリストに比べて資本力が大きく、より大きな注文に対応できること、第

二にスペシャリストは取引所で割り当てられた銘柄しか扱うことができないのに対して、証券会社にはそうした制約がなく、したがって顧客のバスケット取引を一括して引き受けることができる点、第三に、スペシャリストは常に売り買い両方の気配を出す義務を負っているのに対して、証券会社にそうした義務はなく、ビジネスになると判断した時にだけ対当注文を出せばよい点などである。

しかしながらこうした理由が説明しているのは、ブローカー証券会社がスペシャリストと比べると相対的に優位な地位にあるということにすぎず、自己勘定での対当が証券会社にとってメリットとなることの説明にはなっていない。と言うのも、証券会社は、自己勘定で顧客注文を受けた結果ポジションリスクを負うことになるのであり、証券会社はそのポジションリスクをカバーしうるためには、単純化すれば、（売り注文に対する）約定価格は、顧客の注文をそのまま場に流した時の（マーケットインパクト込みの安い）価格と同じでなければならぬはずである。しかし、これでは投資家側にアップステアズ市場を利用するメリットがなくなってしまう。

つまり、自己勘定取引において証券会社がスペシャリストよりも優位にあるというだけでは、投資家がマーケットインパクトを避けられる理由として十分でない。証券会社が、アップステアズ取引でマーケットインパクト込みの取引所価格よりもよい価格を出せるのはなぜか、という問題が残る。

と考えると、結局のところ、証券会社が取引所よりも効率的に注文を集められる点に回答を求めざるはかなくなるが、この点は次節で検討することしよう。しかし、一九七〇年代初めまでの委託手数料が固定制であった時代には、もう一つ別の理由が存在した。それは、割高な手数料をいわばクッションに使えるという点である。

機関投資家の影響力が増大した一九六〇年代、証券会社は、固定制下での高い手数料収入を吐き出すことにより、取引所での（予想）約定価格よりもよい価格を提示することができた。これは、スペシャリストにはできな

いことであり、取引所の外にアップステアズ市場というもう一つの需給適合の場ができる大きな理由となったのである。しかし、こうした手法は、六八年から七五年にかけての委託手数料の自由化によって消滅してしまふ。委託手数料の大幅な低下により、実質的な割戻しで大口注文を受けることが不可能となったのである。その結果、一時的には自己勘定で受けることで機関投資家によい価格を提示しえたとしても、ポジションリスクをより効率的に管理し解消する能力をもたなければ、アップステアズ取引業者として生き残ることはできなくなった。もちろん、大口注文を受けてもそれを小口に分割し、時間をかけて市場で売りさばくといったことも可能である。しかし、時間をかければ証券会社のこうむるマーケットインパクトは小さくなるものの、それに反比例して、その間の価格変動コスト、いわば時間コストは大きくならざるを得ない。結局、アップステアズ取引をおこなう能力とは、対当する注文をより効率的に集めてくる能力にほかならないのである。

5 証券会社による対当注文の探索

証券会社がスペシャリスト（取引所）より効率的に対当注文を集めることができるのはなぜだろうか。そこでは、証券会社の価格判断能力（その前提としてのリサーチ力）、顧客ネットワークの構築力のほか、InstinetやAutexなどの気配伝達システムの発達が大きな役割を果たしているのであるが、ここでは、マーケットマイクロストラクチャの観点からアップステアズ市場を分析した文献（後掲）に依拠して、証券会社の情報伝達機能に着目してみよう。

それによると第一の理由は、証券会社は、直接、投資家を勧誘することができるからである。スペシャリストは証券会社の仲介によつてはじめて注文を集めることができるのであつて、最終投資家と直接接触することは禁じられている。そのため、スペシャリストが新たな、例えば買い注文を呼び込むためには気配を切り下げる以外に方法がない。他方、証券会社は、注文を集めるためにそうした注文を出す可能性の高い投資家と連絡を取り、勧誘することができるのである。

第二の理由は、投資家を直接勧誘できることにより、証券会社が単なる流動性の供給者というより情報の管理・伝達機関として機能しうることである。例えば、大口の売り注文が突然取引所に出された場合、買い方は、それがどのような理由による売りなのかを正確に判断することができないまま、とりあえずリスクを避けるため指値を引き下げたり、あるいは注文をキャンセルしたりすることが多い。しかし、アップステアズ市場であれば、証券会社は、その売りが何らかの悪材料にもとづくものではなくファンドの換金に対応するための流動性要因からのものにすぎない、といったことを買い方に説明することが可能である。また、売り手がおおよその株数と希望価格を証券会社に伝えるのみで、とりあえず、それに対する買い注文がどれくらいあるのか調べさせるといったこともできる。こうした情報の管理・伝達をカスタマイズするといったことは、取引所における需給適合方法では不可能であり、アップステアズ市場における大きな優位とみなしうるのである。

第三の理由は、アップステアズ市場は、事実上、証券会社との相対取引であるため、顧客情報への「ただ乗り」のインセンティブが小さいことである。例えば、ある投資家が大口の指値売り注文をそのまま取引所に回送した場合、他の投資家は、その値段で買うことも、買わずに見送ることも自由に選択できる。つまり、買い手にとってはコールオプションを無料で手に入れたことになり、行使するしないにかかわらず、それを「利用」していることになる。市場取引である取引所においてはこの無料のコールオプションの「利用」を制限することができないのに対し、相対でなされるアップステアズ取引では、証券会社は、顧客からの信頼を維持するために無料コー

ルオプシヨンの「利用」、つまり顧客情報を先回りして利用することを抑制せざるをえないと考えられる。機関投資家の間で、「X証券に大口注文の執行を依頼すると、先回りして売り浴びせられる」といった評判(reputation)が広まれば、アップステアズ市場でのビジネスはできなくなるからである。こうした「評判による規律」は不特定多数の投資家によって成立している取引所市場では機能しえないのであり、そのことも、証券会社が注文を集めやすい理由の一つになっているのである。

6 日本における決め商い

以上、米国におけるアップステアズ取引の存在理由について見てきたが、こうした取引は、日本ではクロス取引あるいは決め商いと呼ばれている。米国と比べた日本の決め商いの特徴はどこにあるのだろうか。

その一つは、米国では見られない益出しクロス比率が圧倒的に高いことである(クロス取引に関しては、宇野・淳・大村敬二「クロス取引と価格変動リスク」『経済志林』一九九六年七月号、で詳細な分析がなされており、そちらを参照していただきたい)。

二つ目の特徴は、対当注文のほとんどが証券会社の自己勘定で出されている点である。米国では、瞬間的には自己勘定取引となっても、証券会社の主たる役割は対当注文を別の機関投資家から集め、注文のシンジケーションをつくることにあるのに対して、日本ではそうした注文の探索がなされることは(政策投資部分の売り切りなど時間をかけることが可能な場合を除いて)少ない。証券会社自身は、自己勘定でまず注文を受け、後はタイミングを見ながら少しずつ市場でポジションを解消していくのが通常である。そこでは、証券会社による対当注文の新たな掘り起こしがなされることは少なく、米国のアップステアズ市場でおこなわれているような、機関投資

家間の注文の市場外での付け合わせの場とはなっていない。つまり、日本では、証券会社が対当注文を場外で探すことなく執行コストのほとんどをそのまま自分で負担しているのである。

その理由は、すでに述べた手数料自由化前の米国同様、固定手数料を執行コストを負担するクッションとして利用できるからである。しかしながら、このことの意味は小さくない。固定手数料という利益が前提となって値決めがなされるため、例えば市場実勢からすれば直近価格から三〇bpは低い価格が提示されるはずの大口売り注文に対しても、二〇あるいは一〇bpといった顧客よりの価格が提示されることが、しばらく前まではよく見られたと言われている。(ただし、立会取引では、他の証券会社からの注文を含む「板」の中で約定されるため、証券会社の事前の提示価格と実際の約定価格にはズレが生じることがある。それでも、決め商いの半分以上が事前の提示価格通りに約定されると言われている。川原淳次「年金運用のクオリティー」受託者責任と最良執行義務」『財界観測』一九九七年九月号、一三四頁参照。)証券会社の株式のデイーリング収支がよくないのは、長らくデイーリング業務はブローカー業務の補完業務と位置づけられてきたことの反映であるが、しかし、それが(短期的な)利益よりも取引シェアや幹事関係の維持を目的とするこうした取引によるものとすれば、そこには、相場操縦や利益供与の可能性も否定できないことになる。しかも、機関投資家は必ず決め商いで発注しなければならぬわけではない。マーケットインパクトを避けようと思えば決め商いを、価格の変動がむしろ望ましいと判断すればそのまま場に流すよう証券会社に要求することができる。機関投資家のこうした価格決定プロセス、市場価格そのものに対する裁量性はどのように合理化できるのだろうか。

しかし、では、手数料が自由化されればこれまでのような無理な決め商いは全くなくなるのであろうか。証券会社が顧客寄りの価格設定に応じることができるのは固定手数料のためであるが、それは、そうしたことができ

るといふ可能性の説明にすぎない。そうせざるを得ないのはなぜか(必然性)についても検討が必要であると思われる。

それは、一つには、証券会社から機関投資家へのリサーチなどの提供サービスが十分に評価されていないからだろう。そのため、手数料の実質的な割り引きに応じるほかないのである。しかし、より根本的な問題は機関投資家の側にこそあるのではないだろうか。日本の機関投資家は、生保、投資信託、投資顧問などを見ても、米国に比べ数が極端に少なく一社あたりの運用額が非常に大きい。そのため、証券会社に対する交渉力が過度に強くなるのである。しかも、その売買動向は均質である。その結果、証券会社からすれば、「彼らは、同じ時に同じ銘柄を一齐に買い、また、ある時になれば一齐に売ってくる」ことになる。こうした状況下では、米国のアップステアズ市場のように、証券会社が対当注文を他の機関投資家からアレンジしてくるといったことはおよそ不可能であり、結局、対当注文を出すのは証券会社だけとならざるをえない。こうした中では、仮に機関投資家の注文を電子的に表示する米国で見られるような情報ネットワークシステムが整備されたとしても、それを活かすことは難しいであろう。主たる問題はインフラではなくプレイヤーの運用スタイルそのものにあるからである。このように考えると、従来のような決め商いも、証券会社による市場に対する必要な流動性供給と見なすことができ、固定手数料によるクッションもそのための必要条件だったと考える方も簡単に否定することはできないように思われる。手数料の自由化のみによってより効率的で公正な市場ができるわけではないのは言うまでもない。また昨年末より立会外取引制度が設けられ売買価格決定における証券会社の裁量性がさらに高まっているが、それは同時に機関投資家の裁量性の増大でもある。しかし、取引システムの効率性を高めることと機関投資家の裁量性を高めることは同一視されるべきではないのではないだろうか。

(1) 特に最近では、超大型の取引が関係者の注目を集めている。昨年五月には、ゴールドマン・サックスがクウェート政府のプリティッシュエペトロリアム株売却(総額二〇億ドル)を手掛けた。同社が売却の依頼を受けてから、引受けを決定しかつすべてを捌ききるまでわずか一晩だったと言われている。この案件であげた利益は巨額に上るが、しかし、短期間とはいえ同社は自己資本(五〇億ドル)の四割に相当するリスクを負ったことになり、「度胸比べ」と化しつつあるブームの先行きを懸念する声も出てくる。「Macho Men」(後掲文献)参照。

参考文献

- 証券会社のブロック・デスクがアップステアズ取引を実際に行ったようにおこなっているかについては、
Garbade,K. *Securities Market*, McGraw-Hill, 1982. (23.2 Trading in Blocks of Common Stock)
Luskin, D. "Upstairs Downstairs: The Block Traders and the Specialists" in *The Complete Guide to Securities Transactions* (edited by Wagner, H.). John Wiley & Sons, Inc., 1989.
Schwartz, R. *Equity Markets*, Harper & Row, 1988. (4-4 the trading desk)
"Macho Men: Block trading has never been bigger or scarier..." *Investment Dealers' Digest*, June 16, 1997. 参照。
アップステアズ市場の役割を経済学(マーケット・マイクロストラクチャ理論)から分析したものは、
Burdett and O'hara, "Building Blocks: An Introduction into Block Trading" *Journal of Banking and Finance*, 11, 1987.

- Grossman, S., "The Informational Role of Upstairs and Downstairs Trading" *Journal of Business*, vol. 65, no. 4, 1992.
Keim and Madhavan, "The Upstairs Market for Large-Block Transactions: Analysis and Measurement of Price

- Effects". *The Review of Financial Studies* vol.9, no.1, 1996.
- LaPlante and Muscarella. "Do Institutions Receive Comparable Execution in the NYSE and Nasdaq Markets? - A Transaction Study of Block Trades". *Journal of Financial Economics*, vol.45, no.1, 1997.
- Madhavan and Cheng. "In Search of Liquidity: Block Trades in the Upstairs and Downstairs Markets. *The Review of Financial Studies*, vol.10, no.1, 1997.
- O'hara.M. (大村敏一他訳) 『マーケットマイクロストラクチャ』 きんぎょ、一九九六年 (原著一九九五年) [第八章第三節ブロック取引と代替的取引メカニズム]。
- Seppi.D. "Equilibrium Block Trading and Asymmetric Information". *Journal of Finance*, Vol.45, no.1, 1990.
- Seppi.D. "Block Trading and Information Revelation around Quarterly Earnings Announcements". *The Review of Financial Studies*, vol.5, no.2, 1992. ※巻末