

ITSの第三市場への拡大について

清水 葉子

1 はじめに

全米市場システム(NMS)は、一九七五年証券諸法改正法に基づいてSECが実施してきた構想であって、その中心理念は、物理的には分散している複数の独立した証券市場を情報伝達ネットワークで結ぶことで投資家保護を確保し、市場間の競争を促進するというものである。すなわち、市場間を結ぶ事後の約定情報、事前の気配値情報、注文回送のシステムを整備することによって、分散し独立した運営が行われている複数の市場の間で公平・公正な競争が促進され、その結果投資家に取引情報の透明性と最良執行の機会と提供すると同時に、より効率的な価格を実現することをめざしていると考えられることができる。

SECはこうしたNMSの理念を実現するため、直近の約定情報を伝達する総合クォータションシステム(Consolidated Transaction Reporting System, CTS)、事前の気配情報を伝達する総合気配表示システム(Consolidated Quotation Service, CQS)、最良気配を出している市場に注文を回送する市場間取引システム(Internet Trading System, ITS)の整備をすすめてきた。

現在、約定情報の伝達に関しては、第三市場、PTSも含めて国内で約定された取引はすべてCTSに報告されており、国内のすべての証券市場を網羅した情報伝達が行われていると言つことができる。

一方、実際に最良気配が提示されている市場に注文を回送するITSも、最良気配を知るためのシステムであるCQSとならんで、いずれが欠けても、全米市場システムの理念を形式的なものにしてしまうと言う点で、NMSの理念の具体化の中心であると言つことができる。したがって、本来ならばCTSと同様、すべての上場証券に関して、登録証券取引所と取引所外市場のすべての取引についてITSとCQSの両システムによる市場リネーシングが整備されていることが望ましいと考えられる。ところが、ITSとCQSについては一部にカバーしきれいてない領域が残されていることが従来から問題になっている。店頭市場のNMS統合については、取引規則や取引システムのあり方をめぐって取引所と店頭市場の間に意見の相違があり、このことがITS拡大を難しくしてきた。一方、それとは別に、ITSとCQSのカバーする範囲がずれていることも微妙な問題を生んでいる。

2 ITS成立の経緯

現在、ITSがカバーしている市場は、ニューヨーク、アメリカン、ボストン、シカゴ、シンシナティ、パシフィック、フィラデルフィア、シカゴ・ボード・オブ・オプションズの八つの国法証券取引所のほか、上場証券の取引所外取引の市場である第三市場の一部におよんでいる。ITS成立の経緯を簡単に見てみよう。

一九七五年の証券諸法改正法によって全米市場システム創設のための法的な裏づけが与えられると、SECは一九七八年のステートメントで、総合取引報告システム(CTS)、総合気配通報システム(CQS)とともに、適格証券について注文回送のための市場リネーシングの必要性を述べた。

これを受けて、一九七八年四月からNYSEはじめ五取引所間の合意に基づいて、現在のITSの前身に当たるシステムがニューヨーク証券取引所とフィラデルフィア証券取引所の間で十一銘柄について試験的に稼動した。

その後四証券取引所が徐々に試験的稼働に参加し、現在の取引所市場間を結ぶITSネットワークの原形が形作られた。

証券取引所の試験的ITS稼働は、その後試験期間を一九八三年まで延長することが決まり、その間にITSの利用方法などに関する各取引所間の細かな相違をすりあわせるなど、他市場とのリンケージを拡大するにあたって予想される諸問題を解決することとなった。⁽¹⁾

一方、一九七九年には、NASDAQも店頭市場の気配伝達システムであるNasdaqシステムを強化して、執行機能を持つ上場証券の注文回送システム(Computer Assisted Execution System, CAES)を装備する計画を発表し、ITSとの連結を視野に入れて開発を進めていた。

SECは、一九七七年と一九八〇年に、取引所外取引の制限を除去する規則19c-1と19c-3を採用することで、第三市場での上場証券の取引についての制限を緩和した。SECは両規則採用によって第三市場での上場証券の取引が拡大することを想定して、ITSとNASDAQの注文回送システムであるCAESとのリンケージが早期に実現されることを期待した。

ところが、参加市場の自発的なITSリンケージが進まなかったため、SECは一九八一年四月に全米市場システムの構築に関しては初めての命令を出して、ITS/CAESのリンケージを要求した。その時点では、リンケージの範囲を将来的に店頭取引が活発化すると予想される19c-3銘柄に限定し、試験的稼働期間を経て一九八三年にはITS/CAESリンケージが成立した。この時点ですでにSECは将来的にはリンケージを全銘柄に拡大することを意図していた。

その後も、SECは一九九四年のマーケット二〇〇〇報告書⁽²⁾や、一九九七年に採用した注文執行ルールのためのリリース⁽³⁾などで、ITS/CAESリンケージを非19c-3銘柄にまで拡大することの必要性を述べている。この間、NASDAQもITS/CAESリンケージの拡大案を提示しているが未だ実現していない。

3 ITSの第三市場への拡大問題

(1) 第三市場の成長

取引所集中義務の緩和の進んだアメリカの証券市場では、そもそも取引所非会員については取引所集中義務が課されないほか、会員証券会社に対しても、すでに述べたように、一九七七年に施行されたSEC規則19c-1によって、会員証券会社が受けた委託注文に関しては取引所外での執行が認められ、さらに一九八〇年の規則19c-3によって一九七九年四月以降に上場された証券については取引所集中義務が一切適用されないこととなっている。このため、会員証券会社であっても、取引所集中義務が残るのは、一九七九年以前の上場銘柄であって、自己勘定での売買と、クロス取引の場合のみに限定されることになる。このため、取引所外の店頭市場で上場証券の取引を行う第三市場の存在は無視することができない。

近年、上場証券の第三市場での取引規模は年々拡大しており、現在ではCTSに報告される全取引高の八%を超えている。この取引高は、すでにどの地方取引所での取引量をも超えている。第三市場の成長は、電子取引システムなどを利用した新しいタイプの証券会社によっても支えられており、たとえば第三市場店頭ディーラーであるMadoff社⁽⁴⁾は、小口注文に対して株数に比例したリベートを払うなど、会員会社にはできないサービスを行うことで第三市場での上場銘柄の売買高の拡大に大きく寄与しているといわれている。

(2) 第三市場のNMS統合の現状

ITSは、述べたように現在八つの国法証券取引所とNASDが参加して市場間の注文回送をしており、ITSの適格証券の数は一九九六年で四〇〇を超えている。⁽⁴⁾しかしながら、ITSがカバーしている市場を見ると、上場証券の取引所外取引が行われている第三市場での売買は、以下で見るようにITSに十分統合されているとは言えない。

一九九七年一月から施行されたSECの注文執行ルール制定以前には、第三市場で上場証券を扱うマーケット・メーカーは、NASD規則によって、19c-3銘柄について直近の四半期で全取引量の1%を超える取引を行っている場合は、CQSマーケット・メーカーとしてNASDに登録し、NASDのCQSマーケット・メーカー規則にしたがうことが定められていた。その場合、CQSマーケット・メーカーはCQSに連続的に売りと買いの気配を提示する義務があるが、一九八二年以降は確定気配を呈示する義務は免除されている。このように、制度上は第三市場ディーラーも19c-3銘柄について一定以上の取引量を持つ場合には、CQSに気配を出すことになっているが、確定気配の提示義務が免除されており、実質的にはCQSに参加しているとは言えなかった。

また、ITSについても、第三市場マーケット・メーカーは直接のリンケージを持っていない。ただし、19c-3銘柄についてのみ、店頭市場での上場銘柄自動執行システムであるCAESが第三市場とITS、CQSを結んでいる。第三市場マーケット・メーカーの気配情報は、CAESを通じて自動的にCQSに表示され、ITS/CAESリンケージによって他の取引市場へ注文回送が行なえるようになってきている。しかしながら実際には第三市場ディーラーはCAESを利用して上場銘柄を執行することはあまりなく、CQSに表示される最良気

配を用いて自ら第三市場で執行することが多いため、CAES登録をしていない者もあり19c-3銘柄についてさえ、十分NMSに統合されているとは言えない状態であった。

このように、注文執行ルール以前は、第三市場での上場株式の取引のうち、CQSやITSにリンクしているのは、規則19c-3銘柄の一部のみであって、しかもリンクは十分ではなく、非19c-3銘柄については全くリンクがなされていない。このことは市場のアクセスの問題にとって第三市場の規模を考えると大きな問題である。

(3) 注文執行ルールとITS接続

このように第三市場がITSの枠外に置かれていることは、NMSの理念に照らして極めて深刻な事態であるが、その背景には取引所市場との間のルールの違いなどより根本的な問題がある。

ところで、そういった問題とは別に、CQSとITSのカバーする範囲がずれていたことは、ITS参加者にとって不要な混乱を招くおそれもあった。全CQSマーケット・メーカーの上場証券の売買に関する気配はCQSを通じて取引所市場を含めた他のCQS参加者におくられているが、このなかにはITSにリンクしていないマーケット・メーカーの気配が含まれている。

ITS参加者はITS参加者だけが見ることのできるディスプレイを持っており、ディスプレイ上にITS参加者の気配が表示されているが、このようにITS非参加のCQSマーケット・メーカーの気配がCQSを通じて送られると、CQS上で気配値を見たITS参加者が、その気配に対してコミットメントを送ってしまう可能性が否定できない。

ところが相手方のマーケット・メーカーはITSに参加していないので、当然ながらこのコミットメントは執行されないまま一定時間後に効力を失ってしまうことになる。気配を出していたCQSマーケット・メーカーは気配を表示しながら取引に応じなかった(バック・アウェイ)と非難されることになる。

このように、CQSのカバーする範囲とITSのカバーする範囲が違っていると、無用の混乱がおこるとして、NASDはNASD規則の修正をSECに申し出、一九九四年六月に許可を得ている。⁽⁵⁾これによって、19c-3銘柄のCQSマーケット・メーカーは全員がITS/CAESに登録することが定められ、19c-3銘柄についてはCQSとITSのずれはなくなった。

ところが、一九九七年一月から施行されている注文取扱い規則についても、その導入にともなって同様の混乱が生じる可能性がある。この規則では、非19c-3銘柄も含めた全上場銘柄について、全取引量の1%を超える取引を行う店頭市場マーケット・メーカーは気配をCQSに公表すること、ECNに私的に出した気配でもより有利な気配については公表することが定められた。

これによって、今度は非19c-3銘柄に関しても一定以上の取引量をもつマーケット・メーカーはCQSに気配を表示しなければならなくなる。このため、非19c-3銘柄について、同様にCQSに気配は出ているが、ITSによって回送できないという問題が生じることが予想される。実際、SECは注文取扱い規則の実施とともに、ITS/CAESリンケージの早期拡大を関係者に促しており、市場関係者の中で自主的な形でITS/CAESリンケージが進められない場合は、SECの権限による推進も辞さない姿勢である。

4 おわりに

右で述べたように、気配値の伝達システムであるCQSに関しては、注文執行ルールによって19c-3銘柄と非19c-3銘柄の両方にわたる全上場証券に関して一定以上の取引量のあるマーケット・メーカーがカバーされたが、ITSのカバーする範囲は依然として取引所市場と第三市場の19c-3銘柄に関する領域であって、非19c-3銘柄についてはいまだITSに統合されていないということになる。ITSによって注文が回送できる領域を全米市場システムの領域であると考ええると、成長しつつある第三市場での上場株式の取引がITSに統合されていないということは、重要な問題であると考えられる。

SECは、ITSの稼働当初からITSの拡大の重要性を主張しているが、ITSの拡大にとって最も根本的な問題は、劣後執行(Trade Through)などに関する市場規則が取引所市場とNASDの間で違うことであり、そうした規則のすり合わせが十分行われないう限り、第三市場の完全な統合は難しいとされている。しかしながら、現実問題として、自動執行機能を備えたNASDの上場証券の注文回送システムであるCAESがITSと完全リンケージされるということは、NYSEなどの取引所にとって、人手を介した執行を否定することになるため、受容が難しいともされている点も見のがせない。

この問題に関しては、SECは現在ITS/CAESリンケージを全上場銘柄に拡大する修正案を準備しており、ITS参加者がこの問題に関して自発的な行動をおこさない場合にはSEC案を提出する準備があるとしている。⁽⁶⁾また、このSEC案では、ITSの意志決定の仕組みが前会一致制をとっているために、一部のITS参加者の反対でリンケージの拡大が進まないことも問題視している。

(注)

- (1) 未参加だったシンシナチのCS&I National Securities Trading System, NSTSのリンクページも同様に問題であった。一九八〇年前後までのITS稼働のようすや各取引所の取り組みについては、大阪証券取引所「米国証券市場におけるITSの進展とそれをめぐる諸問題―中央市場と地方市場の両側から見ると―」一九八二年四月に詳しい。
- (2) Securities Exchange Commission, Division of Market Regulation, Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments, January 1994.マーケット二〇〇〇では、第二市場の規模が拡大していることから、ITSのリンクページを拡大して注文を巡る市場間の競争を進めることで劣後執行 (trade through) などを排除すべきであるとしている。
- (3) Securities Exchange Commission, Order Execution Obligations, Release No. 34-37619A, File No. S7-30-95, September 1995.
- (4) 一九九六年時点でITS適格証券は四〇〇一銘柄であり、うち三五二三銘柄がニューヨーク証券取引所上場銘柄、残りの四八八銘柄がアメリカン証券取引所上場銘柄となっている。すなわち、実質的には地方証券取引所上場銘柄はITSを通じて取り引きされている。
- (5) Securities Exchange Act Release NO.34280, June 1994.
- (6) Securities and Exchange Commission, To Amend the Internmarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to All Listed Securities and to Eliminate the Unanimous Vote Provision, Release No. 34-40260, File No. 4-208. SECはこのリリースを関係市場が自発的に行動をおこなう場合に提出するとして、日付けを入れずに用意している。