

IT S 拡大のための課題

清水 葉子

1 はじめに

全米市場システムは、上場証券に関して複数の取引市場の併存を認め、それら市場間を結ぶ情報伝達ネットワークを整備して市場間の競争を推進することによって、取引の効率性と投資家保護をはかるといった構想である。全米市場システムの理念は、事前の気配情報を伝達する総合気配表示システム (Consolidated Quotation System, CQS)、事後の約定情報を伝達する総合テーパーシステム (Consolidated Transaction Reporting System, CTS)、市場間の注文回送を行う市場間取引システム (Intermarket Trading System, ITS) の三つの情報ネットワークによって支えられている。

なかでも、市場間の注文回送を行うIT Sは、より有利な気配を提示している市場へ向けて実際に注文を回送するシステムであるという意味で、全米市場システムにおいて極めて重要な位置を占めている。事前、事後の価格情報の伝達ネットワークがいくら整備されても、実際にその市場に注文を回送することができなければ、取引を行うことはできないのであるから、ある意味でIT Sがカバーしている範囲が全米市場システムの範囲だといってもよい。

したがって、本来ならばすべての上場証券が取引されるあらゆる取引市場が、CTSとCQS、IT Sで結ばれて、いわゆる隠れた市場が全くない状態が理想であるわけだが、実際には、上場証券の店頭取引の場である第

三市場が不完全にしか I T S に統合されていないなどいくつかの問題がある。

ひるがえって、これまでの I T S の拡大の経緯を見てみると I T S の進展にはさまざまな障害があったことが分かる。まず、取引所市場と第三市場という、性格の異なる二つの市場を I T S によって統合するためには、両市場間である程度取引ルールを共通化しなければならぬ。しかしながら取引ルールの合理性は取引手法に依存しているから両市場間で共通の取引ルールを構築することは容易なことではない。

二つめの障害は自動執行をめぐるものである。発注や執行業務の効率化のためには、I T S も含めた周辺装置の自動化をすすめることが効果的であると考えるのが自然であるが、多くの取引所は市場の自動化が立会場不要論につながると考えたため、自動執行システムの I T S 連結には様々な支障をきたした。

最後に会員権をめぐる問題を挙げることができる。S E C は当初、注文回送システムとして、各ブローカー・ディーラーが直接市場への注文回送を行うことができる中立的注文回送スイッチを整備する構想を持っていた。しかしながら、このような直接注文回送を許容すると、自動化の進展につながる可能性があるうえに、会員権の形骸化もたらされる可能性がある。このような事情で I T S はいったんある市場に注文が出されてから改めてスペシャリストや取引所スタッフの手で回送されるという現在の形態となった。

2 劣後執行 (trade-through) ルール

I T S の第三市場への拡大は、取引所市場と店頭市場との連結、すなわちオークション市場とディーラー市場が統合されることを意味する。二市場が連結するに際しては、当然ながらオークション市場とディーラー市場の間の取引ルールの整合性が問題となる。

オークション市場においてもディーラー市場においても、それぞれの取引手法のもとで合理的なルールが形成されてきており、不公正な取引を排除したり、効率的な取引を実現したり、投資家の注文の最良執行を確保したりすることに役立っている。しかしながら、そうしたルールのなかみや有効性は、取引手法によって異なるので、ある取引手法のもとで有効なルールであっても、他の取引手法のもとでは合理性を持たないということは十分考えられる。例えば最良執行ということを挙げても、オークション市場の場合とディーラー市場の場合とはその意味するところが微妙に違って当然である。

I T S の第三市場への拡大は、取引手法の違う取引所市場と店頭市場とが連結し共通のルールを作り上げることが必要とするが、右のような理由で共通ルールの構築は容易ではない。そうした困難は劣後執行ルールにあらわれた。

劣後執行とは、ある I T S 参加マーケット・センターのブローカー・ディーラーが、I T S に接続されている他市場に提示されている気配より劣った価格 (I T S に接続している他市場の気配より高い価格の買い、もしくは I T S に接続している他市場より低い価格の売り) で売買を行ってしまうことを言う。これは、言い換えれば他市場により有利な気配が出ているにもかかわらず、その気配が無視されてしまうことを意味するため、劣後執行が生じた場合には、劣った価格での執行を受けてしまった顧客注文と、優れた気配を出していたにもかかわらず執行を得られなかった顧客注文のそれぞれに対してなんらかの救済が必要となる。

しかしながら、オークション市場とディーラー市場では劣後執行に関する考え方には当然ながら違いがある。オークション市場では、すべての注文を一ヶ所に集め全注文の間のインターアクションを通じて唯一の価格が決まることに眼目が置かれた取引手法である。一ヶ所に集められた注文は、厳密に価格優先・時間優先の原則にのっとつ

て付け合わせが行われるので、劣後執行は原理的にあり得ない。

それに対して、ディーラー市場では、個々のマーケット・メーカーが個別に気配を提示し、互いの気配の競争を通じて効率的な価格形成を達成しようとする仕組みである。したがって、個々のマーケット・メーカーはいわばそれぞれ一つのマーケット・センターとして個別に気配を提示して気配競争を行っているものであるから、顧客にとつてより有利な気配とより劣る気配が併存していることはなんらおかしいことではない。そうして複数提示されている気配の中から、顧客の選択によってより有利な気配が選ばれていくのである。このことから、ディーラー市場で劣後執行が生じてても、その責任を完全にマーケット・メーカーに負わせる根拠はオークション市場ほど明確ではないと考えられる。むしろディーラー市場ではディーラー間の競争を公平にするためのルール、例えば確定気配義務などの方が重視されてしかるべきであると考えられる。

ITSの店頭市場への拡大に際して、大きな問題となったのはこの劣後執行をめぐる規則である。述べたように、取引所には厳格な劣後執行を禁ずる規則があるのに対して、店頭市場では劣後執行に関する十分な規制がない。このため、取引所側は店頭市場のITS接続のためには、店頭市場も取引所と同じ劣後執行ルールを設けることが必要条件であり、また投資家の指値注文の保護のためにも重要であると主張したが、それに対して店頭市場側は本来取引所と同じトレード・スルー禁止規定になじまないと反論した。

ITSを通じた取引所市場と店頭市場との連結にあたって、SECは、一九八一年にITS規則の修正を認可し、ITSのための劣後執行ルールを採用した。⁽¹⁾修正ルールでは、取引手法の違いに配慮してそれぞれ取引市場ごとに異なる劣後執行規則が適用された。

修正ルールによると、取引所 (Exchange trade through) での劣後執行に対しては、一定時間内に劣後執行の苦情を受け取った場合はその売買を取り消すことが定められているが、店頭市場 (Third participating market trade through) での劣後執行の場合は、(ア) 劣後執行となった売買を取り消す、(イ) 劣後執行となった取引を劣後執行にならない値段まで調整する、(ウ) 劣後執行を行ったブローカー・ディーラーが、トレード・スルーされた気配 (劣後執行によつて無視されてしまったより有利な気配) を満たす、の三つの選択肢のうちいずれかを選択することが認められている。取引所市場と店頭市場との取引手法の違いを考慮すると、店頭市場の方により緩やかな規制が適用されているのは妥当であると思われる。

劣後執行ルールにこのような修正が行われることで、取引所市場と店頭市場の連結の問題はひとまず解決された。しかしながら、これで全く問題がなくなったわけではない。たとえば、ITS/CAESマーケット・メーカーでない第三市場マーケット・メーカーは、他市場での気配がどうであれ、注文を回送することも回送されてくることもないのであるから、トレード・スルーの適用外である。しかしながらいったんITSによる連結が行われてトレード・スルーのルールが定められると、現在の最良気配より劣った価格で執行が行われた場合に機械的にトレード・スルーと解釈されてしまう可能性がある。こうした誤解を解消するためには、店頭市場で上場証券のマーケット・メイクをするものは、すべてITSにリンクさせるしかないかもしれない。

3 自動執行についての考え方

ITSは市場間の注文回送をコンピュータネットワークを通じて機械的に行うものであるが、そうであるならばITSの周辺装置もできる限り自動化を進めていけば、より効率的な取引市場を構築することができると考えるのは自然な方向であると思われる。

例えば、シンシナティ証券取引所は、全米市場システムの究極的な姿として、市場間を電子的な情報ネットワークで連結したうえで、各市場への注文入力や回送に加えて執行を自動化することも想定していたので、一九七八年という早い時期からNSTTSと呼ばれる自動執行システムを整備していた。ITS接続に関しても、シンシナティ証券取引所はNSTTSを通じて自動連結を希望していた。

しかしながら、実際にはNSTTSのITS連結はいくつかの証券取引所の反対のために一九七八年まで実現せず、しかも連結は手動でのみ認められたに過ぎなかった。NSTTSはシンシナティ取引所会員ブローカー・ディーラーから取引所フロアまでの注文をとりつく自動システムであるが、NSTTSからITSへの自動連結が許されなかったため、NSTTSを通じてブローカー・ディーラーから送られてきた注文は、いったん取引所フロアでプリンターに打ち出され、それを見ながら担当者が改めてITS端末に入力するという手間のかかる方法をとらざるを得なかった。結局、NSTTSとITSの自動連結が許容されるには一九八三年まで待たなければならなかったのである。

また、NASDも、Nasdaqの相場情報通報システムに自動執行機能を加えた上場証券の取引システムであるCAESを開発しており、CAESを通じてITSとの自動連結を視野に入れていたが、これも連結はすみやかに進まず、関係者の自主的な努力では連結が進まないと判断したSECの連結命令によって一九八二年にやっと成立した。NASDとの接続でも、注文回送のための入力手順などが細かく定められており、ITSの運用は硬直的なものとなっている。

こうした自動執行システムの連結の遅れは取引所側の反対が原因となっている。多くの取引所は、ITSによる注文回送の効率化という理由で周辺部分の自動化も進めていくと、最終的には完全自動執行につながりかねないと考えた。完全自動執行が実現すると、最終的には立会場の廃止が求められるようになると考えた取引所は、ITS周辺装置の自動化の推進を阻んだのである。⁽²⁾

4 会員権の問題

現在のITSでは、ブローカー・ディーラーはいったん自ら会員となっている取引所に注文を出し、他市場により有利な気配が出されるときには、取引所からあらためてITSを通じて相手先市場に注文が回送されるという仕組みとなっている。

しかし、SECの当初の構想では、市場間の競争の促進と投資家保護のためには、ブローカー・ディーラーの店頭から有利な気配の出ている市場への直接回送が望ましいとして、各ブローカー・ディーラーが回送先市場を選択するための中立的注文スイッチ(Neutral Order Switch)を整備することが検討されていた。⁽³⁾しかしながらこのような直接回送は取引所の反対のために実現されることはなかった。

ITSの市場間注文回送システムの効率化を推進することは、取引所の会員権の擁護という観点からは危険なことである。ITSを通じて、取引所非会員が取引所価格に自由にアクセスするということになれば、実質的には会員権を持たず、費用負担もしないブローカー・ディーラーに取引所の便益を利用させることに等しい。

したがって、中立的注文スイッチも、導入されればブローカー・ディーラーからより有利な気配が出ている市場への直接注文回送を可能にするのであるから、市場間競争の促進につながるとはいえ、会員権の形骸化ももたらす可能性は大いにあり得ると考えられる。加えて、中立的注文スイッチ構想は、価格情報のみに基づいて注文が回送されるようになるため、従来市場の流動性や気配の潜在的改善の可能性などといった価格情報以外の要素も考

慮して行われていたブローカー・ディーラーの発注サービスを否定するものであり、やはり立会場廃止につながりかねないとして取引所の反対にあったため、ブローカー・ディーラーからの直接注文回送は実現しなかった。

また、各市場においてITSの取り扱い手順は極めて厳格に定められていることも会員権の問題を切り離せない。例えば取引所内のITS端末であれば、スペシャリストもしくは取引所スタッフが入力作業を行うことが定められていて、ブローカー・ディーラーが代わって行うことはできない。また、店頭市場マーケット・メーカーの端末においても、入力する者を特定化することが定められている。こうした柔軟性のない取り扱い手順は、時としてシステムの利便性を損ねている可能性がある。

しかしながら、これも、ITS端末の利用権が市場へのアクセスを許すと言う意味で会員権に類似の意味を持つてしまうことを考えれば、ITSが厳格な入力手順のためのルールを設けていることは、やはり会員権の保護のためであると考えられる。入力者を厳格に制限しなければ、会員権の濫用につながるからである。

5. おわりに

ITSは見てきたように、全米市場システムの理念の実現のための中核をなすシステムであるが、成立経緯を調べてみると、矛盾する問題を抱えていたことに気付く。

劣後執行ルールも、SECの当初の構想では、中央指値注文ファイル (Central Limit Order File, CLOF) によって顧客の指値注文を一ヶ所に集め、劣後執行からの保護をはかることが計画されていたが、その後の妥協によってITSを通じた劣後執行ルールの形に縮小されたと言えるだろう。

また、自動執行やブローカー・ディーラーの直接回送の問題も、市場の効率化という点からは推進が望ましい面があるが、こうした構想を極端に押し進めていくと、立会場や会員権といった既存の秩序と矛盾を生じてしまう面を持つていたため、取引所の反対意見にあつて完全な形では実現しなかった。各取引所は会員ブローカー・ディーラーからの発注業務を効率化するために、取引所とブローカー・ディーラーとを結ぶ独自の情報処理ネットワークを形成しているが、こうしたネットワークをITSと連結して自動化していくといった方向に進むことは考えにくい。

ITSにとつて、今後の直接的な課題としては、第三市場への拡大を挙げることができる。一九九七年に採用されたオーダー・ハンドリング・ルールによつて第三市場マーケット・メーカーの気配表示義務が拡大されたことをうけて、気配表示が拡大した範囲についてITSの接続も拡大する必要があるからである。第三市場へのITS拡大が実現すると形式的には全米市場システムは取引所市場と店頭市場の両方を完全に統合することになる。

注

- (1) Release No. 17704, (Apr. 9, 1981), 46 FR 22520.
- (2) 大阪証券取引所 (一九八二) 『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』、一九八二年四月、p.88では、自動化推進に反対の立場をとる主要取引所の、立会場で人手を介して行われる約定プロセスは機械化で完全に代替することはできないという考えを紹介している。

- (3) Release No. 15671, (Mar. 22, 1979), 44 FR 20360. このリリースで示されたSECの方針は、Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation (1994) "Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments", January 1994 に紹介されている。