

米国証券取引所のPTS業務参入をめぐる —シカゴ証券取引所のコールマーケットシステム—

伊豆 久

1 はじめに

米国の証券取引所法は、その第一条A a Bで、議会が「新しい情報処理および伝達の技術は、より有効かつ効率的な市場運営の機会を創り出すものである」と確認したことを明記している。確かに近年の目覚ましい情報技術の発達には、証券取引をますます効率的なものにしてきたが、それは同時に、伝統的な証券取引規制では単に対応できない問題も引き起こしてきた。それが、結局は、昨年の一二月八日に発表されたSECの新しい規則制定（取引所・代替的取引システム規則）(<http://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>)に至るわけであるが、そこに至る過程で大きな影響を与えた一つの出来事が、九五年のシカゴ証券取引所によるシカゴマッチ導入であった。シカゴマッチは、開設後約一年でストップしたままであるが、事実上PTS（私設取引所）としての性格をもつものであり、それをシカゴ証券取引所が開設するとなった時、それまでの取引所規制との整合性をどう考えるのか、様々な問題を提起したのである。本稿では、このシカゴマッチをめぐる議論を簡単に紹介することとする。

2 シカゴマッチの概要

シカゴマッチ (The Chicago Match) と名づけられたシカゴ証券取引の新しい取引システムは、九四年一月三日〇日付のSECのリリース (Release No.34-35030) によって認可され、九五年一月六日よりスタートした。シカゴ証券取引が目指したのは、PTSのメリットと取引所取引のメリットを結合させることであった⁽¹⁾。取引所の利点であるスペシャリストによる流動性の提供を活かしつつ、PTSの利点、すなわち、ブローカーを介在させない投資家同士の直接取引、安い執行コスト、匿名性の確保、マーケットインパクトの抑制、を取り込もうとしたのである。

具体的には、まず、シカゴ証券取引所だけでなく、非会員の証券会社や投資家にも直接、注文を入力できるようにした（この点については、先月号⁽²⁾で触れたので本稿では省略する）。注文の約定は、継続的オークション方式ではなく、コールマーケット方式で、マッチングは立会時間中の一日一回（後に二回）、約定価格はマッチング時の全米最良気配の中値とされた。したがって、マーケットインパクトは理屈上ゼロとなる。また、投資家は、自分がシカゴマッチに出した注文の価格と数量を他の利用者の端末に開示するかしないかを選択することができる（発注者の名前はいずれにしても開示されない）。投資家の負担する取引手数料も、注文を開示するか否かで異なり、開示の場合で一株〇・五セント、非開示の場合で二セントとされた。（通常、取引所で取引した場合のコストは六〜九セントと言われる）

以上のような仕組みでPTSのメリットを取り入れると同時に、取引所取引であることのメリットを活かして、マーケットメイカーが一定の流動性を保証することになっている。PTSの最大の悩みは、注文が実際に約定される比率が小さいことで、一割にも満たないことが多いと言われている。そこでシカゴマッチでは、マーケット

メイカーによる約定保証、流動性フィー、ニアマッチという三つの方法が導入された。マーケットメイカー制は、シカゴ証券取会員が、取引所に登録して特定の銘柄のシカゴマッチ・マーケットメイカーとなると、注文入力開始時に自己勘定の注文が自動的に入力され、最低執行サイズ⁽³⁾の注文に対しては約定を保証する義務を負うというものである。その一方で取引所は、マーケットメイカーの注文が約定されなかった時には、一株につき〇・一二五セント支払うことで会員のマーケットメイカー登録へのインセンティブとしていたのである。

もう一つの流動性対策である、流動性フィーと流動性クレジットは、投資家が注文を入力する際に、一定の手数料（流動性フィー）を支払うことで約定の優先度を高めてもらう、反対に、優先度が劣後してもよいかわりに約定された時には一定の手数料（流動性クレジット）を受け取りたい、という条件をつけられるというものである。シカゴマッチでの約定は、価格は全米最良価格の中値であるため価格優先は機能せず、またコールマーケットであるため時間優先も機能しない。そこで、流動性を高めるべく、高い約定優先度を求める投資家から別途フィーを徴収し、それを約定の相手方となった投資家に還元するという方法が考えられたのである。ただし、実際にフィーの受け渡しが行われるのは、マッチングした注文が流動性フィーをつけた注文と流動性クレジットをつけた注文であった場合に限られる。また、空売りの際には、後に述べる理由から、流動性クレジットをつけることは可能だが、流動性フィーをつけることは禁止された。

しかし、こうした流動性フィー・クレジットを設けると、逆に、フィーとクレジットが合わないために約定できないというケースが生じうる。そこで、そうした場合をニアマッチ (Near Match) として、ブローカーが双方の投資家の間に入り、約定に向けた交渉をすることを可能とした。ニアマッチとなると、システムから投資家にブローカーの仲介を受けるかとの確認のメールが自動的に送られる仕組みになっており、双方の投資家が承諾

した時にブローカーを介した交渉が始まるのである。

シカゴマッチは、PTSからの攻勢に防戦一方だった取引所が、初めて本格的に反撃に出たものとして大きな注目を集めた。シカゴ証券の九〇年代前半の出来高は一日あたり一五〇〇万株弱であったが、少なくとも一〇〇万株が上乗せされると期待された。

しかし、多くの機関投資家がクロッシング市場を必要としているナスダック銘柄が、シカゴマッチ銘柄三三〇〇のうち五%しか含まれていなかったこと⁽⁴⁾、FIXベースになっておらず最終投資家のシステムとリンクさせることができなかったことなどもあって、実際の取引高は一日平均四万株どまりだった。シカゴ証券ではマッチングあるいはニアマッチとなった注文の比率をペアリング率と名付けていたが、それも六―七%にとどまっていた⁽⁵⁾。それでも、こうした新しい取引システムが一定の流動性を確保するためには二―三年かかるのが普通とも見られていたが、担当者がスタート直前にシカゴ証券を辞職するなどの混乱もあり、シカゴ証券は、財政上の理由を上げて九六年はじめに稼働を停止している⁽⁶⁾。

3 取引所とPTS

このシカゴマッチ導入のための取引所規則改正案が公表されると、NYSE（ニューヨーク証券取引所）から、厳しい批判が寄せられ、取引所とPTSの関係をめぐる様々な点で議論が戦わされた。

批判は、まずシカゴマッチが事実上のPTSにあたる点に関するものである。すなわち、シカゴマッチはパッシブなクロッシングシステムではなく、取引所の外で行われる私的オークションにほかならず、PTSあるいは登録免除取引所としての性格をもつ、したがって、シカゴ証券にシカゴマッチの開設を認めれば、取引所にP

TSの開設を禁止してきたSECのこれまでの政策と矛盾することになる、との主張である。

これについてSECは、シカゴマッチは、取引所の施設（ファシリテイ）の一部であつて、PTSではないと判断した。なぜなら、シカゴマッチは、取引所の職員、設備、ソフトウェア、回線を使ったシステムであり、かつ証券のマーケットメイカーが加わり、決済には取引所の決済機関であるミッドウエスト・クリアリング・コーポレーションが利用されるからである。さらにSECは、この点はNYSEのクロッシング・セッションがPTSではなく、取引所の提供している取引システムと見なされているのと全く同様だとし、したがつて、SECはシカゴマッチの認可にあつてPTS政策を見直す必要はない、と結論づけたのである。

取引所の施設の一部であるからPTSではない、との判断は、言い換えれば取引所であれば事実上のPTSを開設してよい、ということになる。となれば、取引所とPTSの違いは、ただ、それが取引所としての規制を受けるのか、PTS（証券会社）としての規制を受けるのか、でしかなくなる。取引所は証券業者からなる会員組織であるとの特徴は、シカゴマッチの場合、投資家の直接発注を認めることすでに形骸化しているのである。となると問題は、SECがある取引システムをどのような基準で取引所あるいはPTSと判断するのかということになるが、この点、SECはもはやそうした基準の決定を自ら放棄し、取引システムの提供者自身に選択させるといふ形で解決を図っている。それが冒頭に触れた今回のリリースである。

4 コールマーケットと気配公表義務

二つ目の論点は、シカゴマッチでは気配公表義務が満たされない点である。シカゴマッチでは、マッチングの実行までに会員及び非会員の利用者が注文を入力するが、入力注文はマッチング以前であれば取り消すこともで

き、確定気配として公表されることがない。しかし、証券取引所法規則「A.c.1-1(b)」は「すべての取引所は、取引のために取引所が開かれているときはつねに、当該取引所において上場され、または非上場取引特権を認められた各報告証券について、責任ブローカーまたはディーラーによつて当該取引所の立会場によつて唱えられた最高の買呼値および最低の売呼値を集め、処理し、かつ、それを気配相場販売業者が利用可能なものとしなければならないと定めている。したがつて、シカゴマッチはこの気配公表義務を満たさないことになるわけであるが、その適否が問題となつたのである。これについてNYSEは、確定気配ルール違反として批判したが、シカゴ証券は、シカゴマッチへの入力注文は確定気配でないため公表する義務はない、と反論した。確定気配は当然、特定の価格での気配でなければならないが、シカゴマッチへの入力注文は価格をもたず、その執行価格は約定時の全米最良気配によつて決まる。したがつて、シカゴマッチに入力された注文は気配ではなく、指値価格をもたない注文をCQSに公表することは不可能だとしたのである。そして、SECも、シカゴ証券の見解を支持したのである。

コールマーケットであるため、この決定は当然であるとも言える。しかもシカゴマッチの場合、価格発見機能がなく、マッチングの回数も一日に一回と少ない。しかし、マッチングの数が増えていけば、コールマーケットも継続的な市場としての性格を強めていく。それゆえ、銘柄によつては九〇秒に一回のマッチングがおこなわれ、かつ価格発見機能をもつオペティマークが認可される際、同じ問題が再度論じられたのである。しかし、そこでもSECはコールマーケットへの入力注文は確定気配には当たらないと判断している。

5 流動性フィー・クレジットと約定価格

流動性フィー・クレジットについても、NYSEは、それが約定価格を歪めることになると指摘した。流動性手数料は、約定された注文の一方の投資家が他方の投資家に支払うものであり、それはまさしく売買価格の一部とすべきもの（買い方がフィー、売り方がクレジットの場合）、あるいは売買価格から差し引かれるべきもの（買い方がクレジット、売り方がフィーの場合）である。したがって、シカゴマッチでの約定価格は全米最良気配の中値とされているが、それは実際の売買価格ではなく、シカゴ証券は売買報告義務を遵守していない、というわけである。

また、同じ理由で、形式的な約定価格は最良気配の中値であってもフィー・クレジットを加味した本当の約定価格で見ると、最良気配よりも劣った価格で約定がなされ、他の市場の気配がトレードスルーされる可能性がある」と主張した。

この点に関してはシカゴ証券はNYSEの批判を受け入れ、売買報告では、約定価格（最良気配の中値）にフィー（クレジット）の加重平均を加味した価格を売買価格とすること、フィーに上限を設け最良気配の二分の一を越えないこととした。二つめの措置によって、フィーを考慮した売買価格であっても最良気配に劣後した価格とはならないことが保証できるからである。SECはシカゴ証券の修正を認め、これによってNYSEが指摘した問題はクリアされたと判断した。

6 ニアマッチと「隠れたオークション市場」

ニアマッチについても、NYSEは、これは通常のオークション市場とは別個にブローカーが売買の仲介をおこなうもので、全米市場システムの外部に取引所が「隠れたオークション市場」をつくることにはほかならないと主張した。SECが取引所にこうした市場の開設を認めた先例はなく、当然に禁止されるべきだとしたのである。

しかし、SECは、ニアマッチは「隠れたオークション市場」ではなく、単なる投資家へのサービス提供にほかならないと判断した。その理由は、第一に、こうしたサービスは、取引所フロアのクラウドや、市場外のアップステアズでブローカーがおこなっているサービスと全く同じ種類のものであること、さらには、ニアマッチ・サービスを受ける投資家は、それを受けるか受けないかの選択をおこなうことになっており、ここでは、シカゴ証券やシカゴマッチの関与はもはやなく、投資家とブローカーの問題であること、というものであった。

7 空売り規制適用免除

NYSEは、最良気配の中値で約定をおこなうシカゴマッチでは、空売りの場合、取引所法規則一〇a—1が禁じている直近価格未満での売りや、直近価格がその前の価格よりも低い時の直近価格と同値での売りが可能となってしまうている、さらには、売り方が流動性フィーを付ければ最良気配よりもさらに低い価格での空売りが可能となり、その違法性は高いと主張した。これに対して、シカゴ証券は、批判の一部を受け入れ、空売りの場合には流動性フィーを付けることを禁止した（クレジットは可能）ものの、空売り規制についてはSECに空売り規制の免除を申請していた。

SECは、空売りへの流動性フィーの付与が禁止されたことで空売りの約定優先度を高めることができなくなり、相場操縦を目的としてシカゴマッチで空売りをするのはほぼ不可能になったと判断した。そして、そもそ

もシカゴマッチの約定価格は最良気配の中値であって本質的に派生市場としての性格をもっていることから、たとえ約定価格が直近価格未満であったとしても空売りの利用による弊害が生じる可能性は小さいこと、を理由として空売り規制の適用免除を認めている。

8 おわりに

以上見てきたように、SECは、シカゴ証券の主張をほぼ認める形でシカゴマッチの開設を認可した。SECは様々な場所で、自分たちは、法の定める投資家保護と公正で秩序あるマーケットスタンダードと両立する限りにおいて、投資家への新しい執行システムの提供を促進してきたと繰り返し述べている。しかし、情報技術革命は、そうした両立が困難となるところにまで達していると思われる。現在では、それぞれが提供している実際のサービスの内容からすると、あるいは資本・提携関係からしても、証券取引所、証券会社、情報ベンダー、システム開発会社等の間で、明確な区別をつけることが困難となっている。証券取引規制の全面的な見直しが必要となっているのであり、冒頭に触れたSECの新しいリリースはそれを示したものであるが、事態はまだ進行中と考えるべきであろう。日本では、証券会社のPTS業務が解禁されたばかりであるが、米国と同様の変化が生じることが当然に予想され、取引システム規制について様々な対応策が今後必要になってくるものと思われる。

(33)

注

(1) H. Lux, "New Chicago trading system will make debut next month", *Investment Dealers' Digest*, Dec. 12, 1994.

(2) 拙稿「投資家の直接発注について」本誌九八年二月号。

(3) 最低執行サイズは、取引銘柄を流動性で三ランクに分け、上位二〇〇銘柄については一万株、中位一〇〇銘柄については五千株、その他については二千株と定められた。

(4) シカゴ証券は、当初すべてのナスダック銘柄の取扱いを構想していたが、NYSEの反対もあり、結局、シカゴ証券と非上場取引特権銘柄に限定された。

(5) H. Lux, "New Chicago trading systems is off to a sluggish start", *Investment Dealers' Digest*, Feb. 27, 1995.

(6) M. Peltz, "The Liquidity Trap", *Institutional Investor*, Sep. 1995; S. Gates, "Will anyone miss Chicago Match?", *Wall Street & Technology*, April 1996.

(34)