

# 真のNMSの構築へ向け 「ノーリット」SEC委員長の提案

吉川 真裕

一九九九年九月二三日、米国証券取引委員会（SEC）のアーサー・レービット委員長はコロンビア大学法律大学院で「変貌する市場と変わらぬ原則（Dynamic Markets, Timeless Principles）」と題する講演を行い、ATS規制・夜間取引・NYSEとNASDAQの株式会社への移行といった米国証券市場を取り巻く大きな転換についてSECの方針を示した。この講演の内容については九月二一日のウォール・ストリート・ジャーナル紙においてレービット委員長へのインタビューという形で事前に一部紹介されており、<sup>(1)</sup>近年変化の著しい米国証券市場に対してSECが今後どのような態度でのぞむのかという観点から注目を集めていた。

本稿では、レービット委員長の講演内容を紹介し、SECのスタンスを整理するとともに、米国証券市場の将来について考察する。<sup>(2)</sup>

## 1 イントロダクション

米国証券市場は来る数年間にかつてない転換を迎えることになるはずであり、この転換は真の全米市場システム（NMS）のビジョンを実現するチャンスでもある。<sup>(3)</sup>

いかに市場環境が変わろうともSECの掲げる変わらぬ原則は、公正な市場 (markets of fairness) ・ 継続して取引のできる市場 (markets of integrity) ・ 質の高い市場 (markets of quality) を追求するにあり。

当面の課題としては、証券取引所の株式会社への移行、活発な競争が注文・流動性・執行コストにもたらすインパクト、各市場をリンクする緊急性、イノベーションを抑えずに市場の効率性を投資家に提供する方策、といった点が上げられる。

何が投資家にとっての利益となるかを考えることが重要であり、既存の利害関係にとらわれるべきではない。

## 2 変貌する市場の特徴

一〇〇年以上におよぶ資本市場の性格は、誰が投資家なのか、どのように取引されるのか、取引所とは何か、といった点で再考を迫られている。機関投資家は流動性と匿名性、新たな取引システムを必要としてきており、市場参加者は二十四時間取引や注文の迅速な執行、より低い取引コストをますます求めている。

電子取引ネットワーク (ECN) は取引フロアと競合し、スペシャリストやマーケットメーカーはかつてない挑戦を受けており、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) や全米証券業協会自動相場報道システム (NASD A Q) はECNや外国証券取引所と競争するために株式会社化の道を模索している。そして、主要な市場参加者は自らの戦略を再検討し、証券会社は新たな電子取引プラットフォームへますます多額の投資をおこなっており、中にはリスクヘッジのために本業と直接に競合関係にある企業への投資もみられる。

しかし、こうした変化が投資家に利益をもたらしていることも明らかになってきている。気配値スプレッドは縮小し、執行コストは低下し、ますます迅速な執行がおこなわれている。二〇〇〇年に予定されている一〇分の

一刻みへの値幅の変更によって投資家はさらに大きな利益を享受するであろう。

## 3 我々の使命・質の高い市場

SECはこれまで市場の質を高めるために競争を促進してきたが、市場の欠点を補い、質を高めるためにはどのようにして競争を促進すればよいのかというのが常に問題であった。

一九七五年に議会はSECに全米市場システムの構築を要請したが、この枠組みは三つの命題からなっていた。まず第一に、取引所とディーラーは気配値と取引価格を公表すること、第二に、取引所間のリンクは投資家の注文が最良価格で執行されることを促進すること、第三に、ブローカーは顧客の注文を最良価格で執行する義務を負うこと、である。

SECの役割は特定の市場構造を押しつけることではなく、競争が生じる枠組みを確立し、監視することであり、その結果、各市場が投資家の利益のために発展することになると考えている。戦略的な規制と市場の力のバランスはこれまでこのいずれか一方よりも良い結果をもたらしてきたと確信している。実際、固定手数料制のよくな人為的な障害が取り除かれ、気配値や取引価格といった市場の透明性が増すにつれて、選択の余地が広がり、手数料が低下し、売買高は拡大した。そして、新たな競争的市場が誕生し、注文の執行は迅速化し、取引費用は低下した。

他方、一九七五年のメーデーから二〇年後には店頭市場で気配値スプレッドが人為的に広く設定されており、ディーラーと顧客が別扱いされることが明らかになった。そこで、SECはオーダー・ハンドリング・ルールを導入し、顧客の指値注文が公表されることになり、二重価格は除去された。また、代替的取引システム (A

(TS) 規制を通じて、店頭市場ではECNの気配値の透明化を促進し、単一の気配値表示システムを發展させるとともに、気配値表示方法・処理能力・公正なアクセスといった基本的な市場の責任を明確化し、取引所がイノベーションを通じて市場の変化に対応できるようにした。

#### 4 更なる挑戦

##### (1) ECN

ECNはここ数年間における最も重要な市場における發展の一つであり、投資家により大きな選択肢を与え、執行コストを数セントにまで引き下げた。その結果、ECNは従来の市場にとっては厳しい競争を挑んでいるが、より根本的にはこれは技術と競争の結合によって生じた変化を体現している。

ECNに対するSECのアプローチは二面的であり、一方では競争を促進しているが、他方では市場の継続性(integrity)を守り、あらゆる市場を平等に扱っている。市場の継続性を守るためにECNは市場の崩壊に直面した場合に備えなければならず、ATS規制のもとで処理能力の容量確保を義務づけられている。しかし、ECNはかならずしも究極の流動性供給手段ではなく、スペシャリストやマーケットメーカー以上に市場の崩壊を回避するものと期待してはいけない。

ところで、オーダー・ハンドリング・ルールのもとでブローカーは最良価格を提示するところに注文を出さなければならぬが、ECNはアクセス・フィーを課している。マーケットメーカーの気配値には通常は手数料が含まれているのに対してECNではアクセス・フィーが別建てになっているという現実には問題があることが明らかになってきた。こうした不整合性は除去されるべきであり、店頭市場におけるこの不整合性を除去する最善

の方策をSECは検討中である。

ATS規制のもとでいくつかのECNは取引所として登録する手続きを進めており、上場銘柄と店頭登録銘柄の取引をリンクする計画は新たなECN取引所を含めなければならない。ITSはブローカー・ディーラーに止まるECNの参加をも拒んではならず、他の市場への効率的な電子的注文回送を妨げてはならない。

##### (2) 株式会社化

ECNの台頭を受けてNYSEとNASDAQは会員組織から株式会社への移行を検討している。SECは非営利団体から営利企業への移行に対して反対するつもりはないが、これまでうまくいった自主規制システムをいかに維持していくかということに関心を持っている。自主規制機関が営利企業に属する場合に生じうる利害対立は取り除かれなければならない。したがって、営利企業に移行する場合には自主規制機能は監督される市場から組織としては厳密に分離されることが投資家保護の観点から最低限必要であると考えられる。

すべての市場を監督する単一の自主規制機関を設立すべきだという意見や、個々の市場はそこで生じる取引の監督のみをおこない、会員規制や販売慣行・各市場間にまたがる取引に関しては単一の自主規制機関に任せるべきだといった意見がある。現時点ではどのモデルに従うべきかは決めかねているが、後者のアプローチに関心を寄せている(intriguing)。

##### (3) オプション市場

株式市場で生じたのと同様な競争や改革の波はオプション市場にも押し寄せているが、まだ十分とは言えない。

ほぼ一五年ぶりのオプション市場への参入者は既存のオプション取引所にイノベーションと競争を持ち込み、オプション取引所間の重複上場は急激に増加した（八月には一三〇以上の新規重複上場計画が発表された）。そして、SECが調査した五銘柄の活発に取引されている重複上場オプションのうち四銘柄では重複上場への移行後、有効スプレッドが二二%から四四%低下していた。

しかし、株式市場に比べるとオプション市場のスタンダードはまだまだ低い。そこで、顧客注文を最良価格で執行するためのオプション取引所間のリンクを提案する。オプション取引所はオプションの気配値をやり取りする容量の不足に対して迅速に対応すべきである。そして、より一層の競争に励むべきである。これらの点については一年以内に進展があることを期待する。

## 5 集中の功罪

### (1) 競争

市場における競争の激化は論争を巻き起こした。新規参入者の増加は市場を分裂させたという意見がある一方、競争をより高めることに貢献したという意見もある。しかし、どちらの見解も現実を十分にあらわしているとは言えない。現在は市場発展の次なる段階への形成期であり、多くの要因が共存している。

複数の市場の併存は古くから存在したが、こうした市場をリンクしようとする長年の努力によって通常の取引時間内ではかつてのような市場の分断による流動性の低下はみられない。しかし、指値注文が別々にプールされているという点では市場の分裂は存在している。間違いなく言えることは、より多くの顧客ビジネスをめぐってより多くの競争相手が存在し、かつてないほど開かれた市場間競争がおこなわれているということである。とり

わけ店頭市場では執行コストはかつてないほど低下し、気配値スプレッドはかつてないほど縮小している（オード・ハンドリング・ルールの実施以後、三〇%も低下している）。

したがって、競争をゆがめ、人為的なコストを生み出している制限について再考するのは今を置いてほかにはない。NYSEのルール三九〇はNYSE会員が一九七九年以降にNYSEに上場された銘柄を店頭市場で取引することを禁じている。この規則を支持する根拠があるのかどうかをよく考えてみよう。<sup>(4)</sup>NYSEが営利企業になつた後もこの競争制限的ルールが維持されるのであろうか。NYSEのルール三九〇が将来廃止されるべきであることは明らかである。

### (2) リンクと集中

経済学の基本によれば、より多くの需要とより多くの供給が集約されればより効率的な価格形成がおこなわれるはずであり、中央市場という考え方は魅力的である。他方で、中央市場は必然的に独占へと向かい、イノベーションや競争から生まれる利益に無関心となる。どのような形態であれ、イノベーションを阻害するような市場構造は避けなければならない。

過去においては市場の分裂への対応は市場のリンクであった。一九七五年には各取引所をリンクさせる全米市場システムというビジョンが打ち出されたが、今日では技術の進歩と新たな可能性を考慮して、より広い意味での「リンクされた市場」という概念が生まれている。

証券界のリーダー、とりわけ取引所の執行委員会には新たな技術は競争を阻害することなく、集中の利益を享受することはできないのかどうかを考えてもらいたい。その際に注意すべきことは、価格発見と最良執行を促進

すること、流動性を高めること、機関投資家と個人投資家の取引の交流を損なわないこと、市場のイノベーションを奨励すること、市場間の競争は活発であること、である。

たとえば各市場の指値注文を電子的に集約する「仮想指値注文板 (virtual limit order book)」というのは不可能であろうか。そして、電子的に注文を回送するということは不可能であろうか。さらに、気配値の競争を促すために、ディーラーは顧客の注文を相対で執行する前に仮想指値注文板の注文を消化しなければならないというルールは考えられないだろうか。また、各市場でのイノベーションを促進するために、委託のクロス取引を指値注文を消化することなく、最良価格で執行するという慣行を認め続けるべきであろうか。

これらは簡単に結論のでない、論争的になる問題である。値刻みの一〇分の一への移行はさらに問題を複雑にするかもしれない。しかし、これらは証券界の多くの人々が別々に考えついたアイデアである。思慮深く、建設的で、先を見通した思考が今ほど求められているときはない。市場も投資家も偏狭な利害にこだわってはいない。今日の変化への機会を生かせない。公的な精神が勝らねばならない。

## 6 将来の市場

米国の証券市場は国民の宝であり、機能して当然と考えたり、近視眼的な見地から浪費したりしてはいけな

い。各市場に対してはあらゆる側面を検討し、資源配分についても検討する余地がある。技術が将来の世界的な市場を歴史的な遺物から区別するものであるとすれば、将来の市場を建設するために利用可能なあらゆるものを投入すべきであろう。

機会が失われたり、努力が稔らなかつたり、挑戦が試みられなかつたり、フロンティアが開拓されなかつたりという後悔をしないように勤めなければならない。変化を歓迎し、障害物を捨て去り、イノベーションや競争を利用することによってのみ、投資家に、経済に、そして国民に、世界で最良の資本市場を提供できるのである。

## 7 ポイントの整理

以上で紹介したレービットSEC委員長の講演では数多くの興味深い指摘が行われているが、SECがホームページに掲載した講演の要旨では次の六つがキーポイントとして上げられている。

- ① 政府の役割は競争を促進することであり、特定の市場構造を押しつけることではない。
- ② ECNは重要な発展であるが、アクセス・フィーが問題である。
- ③ NYSEやNASDAQの株式会社化には効果的な自主規制機能を伴わなければならない。
- ④ オプション市場は競争的になってきているが、まだ不十分である。
- ⑤ NYSEのルール三九〇は将来的には廃止されるべきである。
- ⑥ 市場参加者はテクノロジーが競争やイノベーションを抑制することなく、中央市場のメリットを生かすことができるかどうかを検討すべきである。

確かにこれらのポイントはいずれも重要な問題であるが、講演全体のもつ意味から言えば必ずしも等しく重要であるということではないだろう。講演の準備原稿や要旨、新聞報道等を総合してみると、真の全米市場システム(NMS)へのビジョンという点<sup>(5)</sup>が最も重要なポイントではないかと考えられる。

レービット委員長は、SECの役割は競争を促進することであり、特定の市場構造を押しつけることではない

(①)としながらも、競争の激化がもたらす市場の分裂というデメリットを考慮し、市場間のリンクをこれまで以上に強化する必要性(⑥)を明らかにし、二〇年前の技術水準に基づいた現在のNMSを改良していく方向性を明確にしたことは新鮮であった。しかも、一例とことわってはいながらも仮想指値注文板というアイデアを紹介したということは、今後の市場間のリンクの方法に少なからず影響を与えるものと考えられる。

米国での近年におけるECNの成長にはさまざまな要因が作用している<sup>(6)</sup>が、NYSEやNASDAQが注文の自動執行を採用していないということもその一因と考えられる。良し悪しは別にして、現在、世界の主要な株式市場の中で自動執行を採用していないのはNYSEとNASDAQだけであるといっても過言ではない。急速に進む株式市場のコンピューター化の中で、両市場はこのところ順調に推移しているだけに大幅な変化を伴う取引システムの変更は議題にのほりにくい。その隙をついて拡大したのがECNであるという解釈も成り立ちうるだろう。事実、昨今ではATSではなく、ECNが話題にのぼるのはコンピューターによる自動執行が問題になっているからだと考えられる。

とりわけマーケットメーカーとの取引がほとんどを占めるNASDAQでは投資家の注文<sup>(7)</sup>が自動的にマッチする指値注文板が導入されない限り、ECNへの取引流出はますます広がるものと予想されている。NASDAQは指値注文板を導入せよというSECの指導を受けて、パシフィック取引所が採用したオプティマークをこの夏に導入する計画であったが、予定よりも遅れて一〇月一日から取引を開始することになっている<sup>(8)</sup>。NASDAQがオプティマークの導入を決定した背景にはオプティマークでは注文板が見られず、マーケットメーカーの通常業務と競合しにくいという点が重要であったと考えられる。このように会員業者の利害に反する改革はよほど窮地に追い込まれない限り、会員組織では極めて難しく、NYSEでも事情は同じであろう。したがって、

NYSEとNASDAQの株式会社化を会員組織からの開放ととらえて、株式会社化の暁にはコンピューター化が待ち受けているものと考えるのは邪推であろうか。

もちろん、NYSEのスペシャリスト制やNASDAQの競争的マーケットメーカー制には執行仲介者が流動性を供給するというメリットがあることは確かであるが、それが現在のような自動執行を伴わない制度でのみ可能であるのかどうかは疑わしい。ドイツ証券取引所のXETRAでは低流動性銘柄にマーケットメーカーへの呼値請求機能をもうけて流動性の補完を試みている。また、NYSEではフロアトレーダーが大口注文を預かり、注文板に注文をさらして市場にインパクトを与えることを回避しているという議論もあるが、イギリスのトレードポイント証券取引所では注文量全体は表示せず、注文量全体が執行されるまで指定株数のみを注文板上に表示するというタイプの注文方法が認められているし、注文を見られるのが困るというだけであれば最良気配以外は表示しないということにすればよいだけであろう。

フロア取引の有効性を主張してきた先物市場でもイギリスのLIFFEがコンピューター取引への移行過程にあり、シカゴ・マーカントイル取引所(CME)はすでに部分的に日中のコンピューター取引を開始しており、シカゴ商品取引所(CBOT)はEURERXの取引プラットフォームの導入を計画中であり、シカゴ・オプション取引所(CBOE)もコンピューター取引の導入を準備している。レービット委員長は講演の中でECNはかならずしも究極の流動性供給手段とは限らないと述べているが、取引量が増えれば増えるほど人手に頼った取引方法には限界があるものと考えられる。逆に低流動性銘柄ではスペシャリストやマーケットメーカーによる流動性の提供は現在のECNにない利点を発揮する余地があるだろう。

いずれにせよ、米国の証券市場が数年以内にかつてない転換を迎えることになり、この転換を真の意味での全

米市場システム (NMS) のビジョンを実現するチャンスだと位置づけるSECの舵取りによって、株式市場のリンクはどのような形で実現されるのか、目を離せないところである。

注

- (1) Michael Schroeder, "Levitt Studies Plan For Single Regulator", *Wall Street Journal*, 21 September 1999.
- (2) この講演の準備原稿と要旨は講演直後のSECホームページに掲載されている。Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless Principles", 23 September 1999 (<http://www.sec.gov/news/speeches/spch295.htm>), SEC, "Levitt Calls for Greater Competition and Innovation as Markets Adopt and Respond to New Technologies", 23 September 1999 (<http://www.sec.com/news/remarks.htm>).
- (3) NMSは一九七五年の証券取引法改正において議会がSECに要請した証券取引所市場の統合システムであり、現在取引情報は総合テープシステム (CTS)、気配情報は総合気配表示システム (CDS)、注文回送は市場間取引システム (ITS) によって証券取引所市場は連結されている。
- (4) SECの資料によれば、 Dow 指数を構成する三〇銘柄のうち一九銘柄がNYSEのルール三九〇の対象となっており、ルール三九〇対象銘柄全体で一九九九年八月のNYSE売買高の四八%を占めている。SEC (1999), p.3.
- (5) Michael Schroeder and Greg Ip, "SEC Chairman Urges Exchanges To Join in a Central Market", *Wall Street Journal*, 24 September 1999, Jeremy J. Siegel, "The SEC Prepares For a New World Of Stock Trading", *Wall Street Journal*, 27 September 1999.
- (6) NASDAQでは小口注文自動執行システム (SOES) を通じて自動執行もおこなわれているが、売買高全体に占める比率は小さい。
- (7) ホストンにあるロンサルタント会社であるメリティアン・リサーチ社はこうした趣旨のレポートを発表している。Meridian Research Inc., *ECNs - Who Will the Winner Be?*, August 1999. なお、本文は未見であるが、要旨は同社のホームページで閲覧可能である (<http://meridian-research.com/pages/press/releases/stroper/july99/edsunmary.html>)。
- (8) 九月三〇日に、一〇月一日からNASDAQ一〇〇指数構成銘柄の主要一〇銘柄、二週間後にはNASDAQ一〇〇指数の全構成銘柄、そして年内に最も活発に取引されている三五〇銘柄を対象にして取引をおこなうことが発表されている。NASDAQ, "Nasdaq Announces SEC Approval of the OptiMark Trading System", *Nasdaq-Amex Press Release*, 30 September 1999 (<http://www.nasdaqnews.com>).