

ECN

～米国株式市場再編の目～

吉川 真裕

伝統的な証券取引所ではなく、民間企業による取引所類似施設は一九八〇年代からアメリカで台頭し、当初は PLS (Proprietary Trading System) と呼ばれていたが、米国証券取引委員会 (SEC) は一九九七年四月の規制案でこれらを一括して AFS (Alternative Trading System) と定義した。本年四月から施行されている AFS 規制では、AFS の会員は証券会社に限られ、機関投資家の本体が直接会員となることはできない上に、AFS に最良気配の公表を義務づけているので、取引所のような自主規制機能は有していないものの、実質的には AFS は取引所と同じサービスを投資家に提供している。ウォール・ストリート・ジャーナル紙等においては AFS という言葉が現れることはほとんどなく、コンピューターによる自動執行機能を有した AFS という意味で ECN (Electronic Communications Network) という言葉が頻繁に使われている。アメリカではニューヨーク証券取引所 (NYSE) や店頭市場 (NASDAQ) はコンピューターによる自動執行機能を導入していないので、ECN はコンピューター技術を駆使した最新テクノロジーとして注目を集めている。<sup>(1)</sup>

本稿では、ECN 台頭の背景を述べた後、アメリカに存在する九つの ECN を紹介し、<sup>(2)</sup> ECN の現状と将来について考察する。

## 1 ECN台頭の背景

アメリカでは一九六〇年代後半から固定手数料制のもとでNYSEに上場されていた株式の取引が地方証券取引所や店頭市場(第三市場)に手数料の実質的な割引を求めて流出した。一九六八年から手数料は段階的に引き下げられたが、一九七五年五月に完全自由化するまでこうした動きは続いた。

手数料の完全自由化以後、NYSEからの取引流出は止まり、第三市場は消滅したとも言われたが、NYSEでの取引形態も変化していた。NYSEから流出していた取引は主として機関投資家の大口取引であったが、マーケット・インパクトを抑えて大口取引をNYSEで執行するためにアップステアーズ取引と呼ばれる相対型取引が増加した。アップステアーズ取引は、顧客から大口注文を受けた証券会社が取引所の立会場に直接注文を出すのではなく、あらかじめ取引と付け合わせる注文を集めてきて立会場に売り注文と買い注文を同時に出すこと(クロス取引)によって、大口注文に伴うマーケット・インパクトを回避するという取引方法であり、統計上は区別されていないが、実質的には他の立会場取引とは異なる取引システムと考えることもできる。

一九八〇年代になると、アップステアーズ取引を通じて証券会社に支払う手数料を節約すると同時に発注者の匿名性を守るために、投資家自らが取引相手を探す市場としてPTSでの取引が拡大した。PTSの中では一九六九年に設立されたインスティネットが有名であるが、SECはノー・アクション・レターを通じて二〇以上のPTSを認可しており、PTSを第三市場として位置づけている。さらに、PTSの中にはオークション形式のもの以外にNYSEの終値での取引をおこなうクロッシング形式のものもあらわれ、取引流出を恐れたNYSEは一九九一年に自らクロッシング・セッションI(個別銘柄)とクロッシング・セッションII(バスケット取引)という終値でのクロス取引市場を開設した。

一九九〇年代に入ると、機関投資家の執行コストに対する関心が高まり、とりわけマーケットメーカーにスプレッドを支払わなければいけないNASDAQを避けて、PTSで取引がおこなわれる傾向が強まった。SECの報告書「マーケット二〇〇〇」(一九九四年)によると、一九九三年上半期におけるPTSの売買高シェアはNYSE上場銘柄で一・四〇%、NASDAQ登録銘柄で一三・四六%であり、一九九七年五月の取引所規則に関するSECのコンセプト・リリースではNYSE上場銘柄で四%、NASDAQ登録銘柄で二〇%と推計されている。

注文の発注・取引成立の通知・決済情報の伝達といった作業を投資家がコンピューターを通じておこなえるPTSの多くは取引の自動執行機能も備えており、取引所の将来像を先取りしている面もあって、ECNという名称で自動執行機能を持たないPTSとは区別されている。ECNは一九九六年のオーダー・ハンドリング・ルールの施行に伴って最良気配の公表を義務づけられたが、この規則を通じてNASDAQのマーケットメーカーやブローカー/ディーラーからの注文が急増し、一九九九年四月に施行されたATS規制によって取引所となる道も開かれた。

## 2 九つのECN

### (1) インスティネット (Instinet)

「インターネット・アドレス」 [www.instinet.com](http://www.instinet.com)

「所在地」 ニューヨーク(ロンドン、パリ、フランクフルト、チューリッヒ、香港、東京、トロント、シドニー)

「設立」 一九六九年

〔親会社〕ロイター（一九八七年に一〇〇％子会社となる）・・・英国の通信社

〔顧客〕機関投資家

〔セールス・ポイント〕匿名性、中立性、流動性、FIX対応

〔利用者数〕米国機関投資家の九〇％以上

〔売買高〕一日平均一億七〇〇万株<sup>(3)</sup>

〔取引費用〕（後述のアイランドECNは自らの取引費用をインスティテットの六分の一と宣伝している<sup>(4)</sup>）

〔取引対象〕取引所上場銘柄、店頭登録銘柄

〔法的位置づけ〕ブローカー／ディーラー

(2) ブルンバーク・トレードブック (Bloomberg Tradebook)

〔インターネット・アドレス〕 [www.bloomberg.com/products/trdbk.html](http://www.bloomberg.com/products/trdbk.html)

〔所在地〕ニューヨーク

〔設立〕一九九六年

〔親会社〕ブルンバーク (Bloomberg)・・・米国情報ベンダー

〔顧客〕機関投資家

〔利用者数〕三〇〇〇以上

〔売買高〕一日平均三五〇〇万株以上

〔取引費用〕一株〇・〇四ドルまたはそれ未満

〔取引対象〕店頭登録銘柄

〔清算〕Bトレード・サービス

〔計画〕POSITを運営するITGと提携し、スーパーECNの設立を計画中

(3) アイランドECN (Island ECN)

〔インターネット・アドレス〕 [www.isid.com](http://www.isid.com)

〔所在地〕ニューヨーク

〔設立〕一九九六年

〔親会社〕デイテック・オンライン (Daytek Online)・・・ブローカー

〔顧客〕NASDAQに加盟するブローカー／ディーラー

〔セールス・ポイント〕スピード、信頼性、低コスト、流動性

〔利用者数〕二〇〇<sup>(5)</sup>

〔売買高〕一九九九年第一四半期で約五五億株

〔取引費用〕流動性を消費する取引では一株〇・〇〇二五ドル、流動性を提供する取引では一株〇・〇〇一ドル

〔取引対象〕店頭登録銘柄

〔清算〕NASDAQのACTシステム

〔法的位置づけ〕SECに取引所登録を申請中であるが、現在はブローカー／ディーラー

(4) アーキペラゴウ (Archipelago)

「インターネット・アドレス」 [www.tradeARCA.com](http://www.tradeARCA.com)

「所在地」 シカゴ

「設立」 一九九七年（一九九九年に前身のテラ・ノバ・トレーディングから変名）

「設立者」 テラ・ノバ・トレーディング (Terra Nova Trading) ・ ・ ・ ブローカー/ディーラー

「出資者」 サウスウエスト・セキュリティーズ、タウンセント・アナリティックス、ゴールドマン・サックス、  
Eトレード、JPモルガン、インステイネット、メリルリンチ、CNBC

「顧客」 機関投資家、ヘッジファンド、ブローカー/ディーラー

「セールス・ポイント」 ユーザー・フレンドリーな最新のFIX対応オープン・テクノロジー

「利用者数」 六〇〇以上（機関投資家六〇%、小口投資家四〇%、マーケットメーカー五%以下<sup>(6)</sup>）

「売買高」 一日平均二〇〇万株から二五〇万株

「取引費用」 一株〇・〇〇五ドルから〇・〇二五ドル

「取引対象」 取引所上場銘柄、店頭登録銘柄

「リンク先」 店頭登録銘柄およびNYSE、AMEX、PSE、CSX

「清算」 サウスウエスト・クリアリングを通じてDVP、ACT、QSR

「法的位置づけ」 NASDとPSEの会員で認可されたECN、SECに取引所登録を申請中

「計画」 IPOを計画中

(5) レディブック (REDbook)

「インターネット・アドレス」 <http://www.redi.com/redbook.htm>

「所在地」 ニューヨーク

「設立」 一九九七年

「親会社」 スペア・リーズ&ケロッグ (Spear Leeds & Kellogg) ・ ・ ・ ブローカー/ディーラー

「出資者」 フィデリティ、DLJ、シュワップ、TDウォーターハウス、ペインウェーバー、クレディ・スイ  
ス・ファースト・ボストン、リーマン・ブラザーズ、ナショナル・デイスカウント・ブローカー

「顧客」 プロの投資家

「取引対象」 店頭登録銘柄

「法的位置づけ」 ブローカー/ディーラー

「計画」 スペア・リーズ&ケロッグ、フィデリティ、DLJ、シュワップが計画中のECNの土台となる予定

(6) アテイン (Attain)

「インターネット・アドレス」 [www.attain.com](http://www.attain.com)

「所在地」 モントベール (ニュージャージー)

「設立」 一九九八年

「運営者」 オール・テック・インベストメント (All-Tech Investment) ・ ・ ・ デイ・トレード・ブローカー

「顧客」 個人投資家およびブローカー・ディーラー

- 「セールス・ポイント」低コスト、中立性
- 「取引費用」リモート・サービス・チャージ月二五〇ドル、取引一回二五ドル、割引あり
- 「取引対象」店頭登録銘柄
- 「法的位置づけ」ブローカー／ディーラー

(7) ブラス・ユーティリティ (Brass Utility) またはブルート (BRUT)

「所在地」 ニューヨーク

「設立」 一九九八年

「親会社」 サンガード・データ・システムズ・・・バックオフィス技術を支援するコンピュータサービス会社

「出資者」 ナイト／トライマーク、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレー・ディーン・

ウィッター

「顧客」 NASDに加盟するブローカー・ディーラー

「売買高」 一日平均約八〇〇万株<sup>(3)</sup>

「取引対象」 店頭登録銘柄

「法的位置づけ」 ブローカー／ディーラー

「計画」 ストライクと合併する方向で交渉中<sup>(3)</sup>

(8) ストライク (Strike)

「所在地」 ニューヨーク

「設立」 一九九八年

「設立者」 ベア・スターンズ (Bear Stearns)・・・ブローカー／ディーラー

「出資者」 ソロモン・スミス・バーニー、リーマン・ブラザーズ、DLJ、ペインウェーバー、他計一八社

「顧客」 機関投資家

「セールス・ポイント」 JAVAによるプログラム

「売買高」 一日平均約五〇〇万株<sup>(3)</sup>

「取引対象」 店頭登録銘柄

「法的位置づけ」 ブローカー／ディーラー

「計画」 ブルートと合併する方向で交渉中<sup>(3)</sup>

(9) ネクストレード (NextTrade)

「インターネット・アドレス」 www.nexttrade.com

「所在地」 クリアウオーター (フロリダ)

「設立」 一九九八年

「運営者」 プロフェッショナル・インベストメント・マネジメント・・・ブローカー／ディーラー

「顧客」 ネクストレードと契約したブローカー・ディーラーとその顧客

「セールス・ポイント」 二四時間取引、FIX対応

〔利用者数〕 一〇〇以上<sup>(7)</sup>

〔取引費用〕 流動性を提供する取引は割引

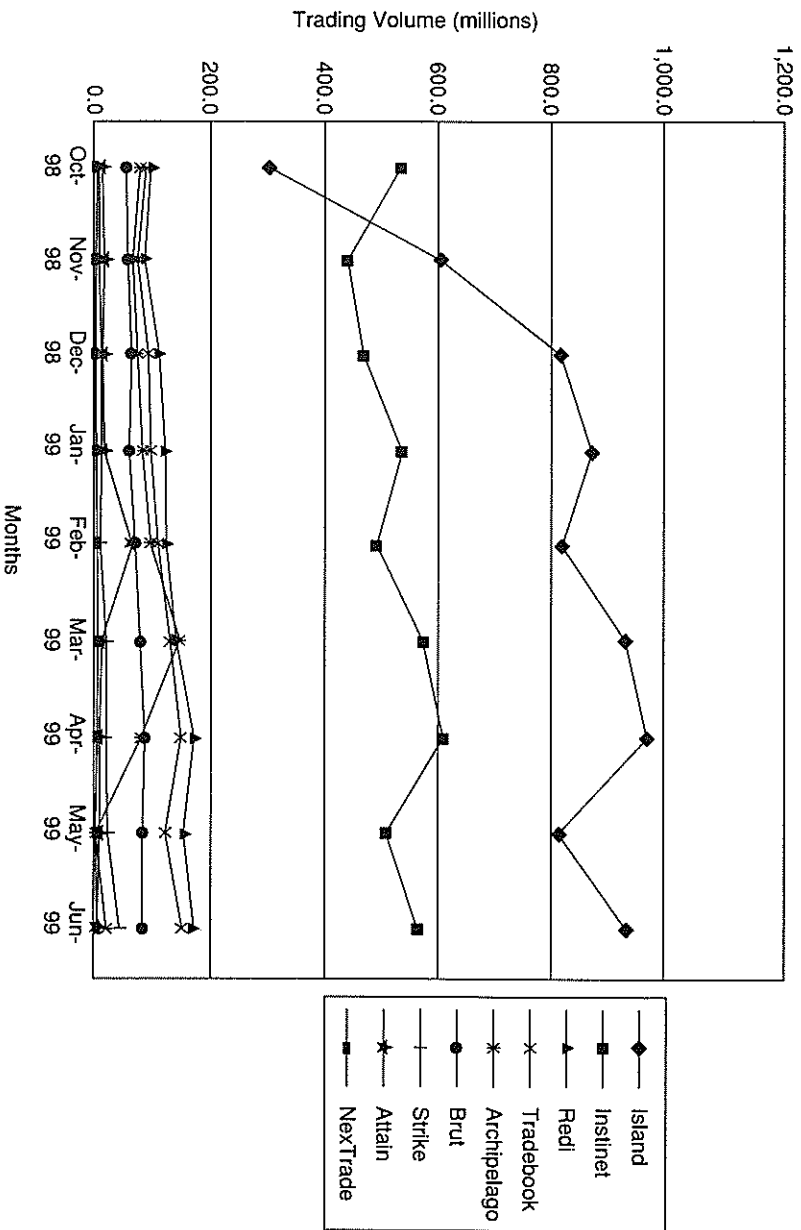
〔取引対象〕 店頭登録銘柄

〔法的位置づけ〕 ブローカー/ディーラー

### 3 ECNの現状

アメリカでは現在、以上に紹介した九つのECNが取引をおこなっている。本年四月からのATS規制の施行に当たっては各ECNでの売買高が重要な指標となるが、正確な売買高はほとんど公表されていない。NASDAQのホームページ (<http://www.nasdaqtrader.com>) に各ECNの月間売買高が公表されているが、ECNによって計算方法が異なり、信頼性に欠けるとECNやNASDAQが自ら認めている。たとえば五〇〇〇株の取引がおこなわれた場合、アイルランドECNは売り手五〇〇〇株と買い手五〇〇〇株の合計一万株として報告し、インステイネットは五〇〇〇株の取引として報告している。さらにインステイネットは取引の報告義務を売り手に課しているためにインステイネットに売り注文が回送された場合にはインステイネットの取引としては報告されないし、マーケットメーカー相手の取引は売り買いに関わらず報告していない。その結果、NASDAQのホームページの数字はインステイネットの取引の一〇%から一二%しかあらわしてはいることをインステイネットのシエンクマン副社長は認めているし、ブルートのハインドマン社長もブルートの数字は四五%程度実際よりも小さいと述べている。この問題に関してはNASDAQのスポークスマンも同意しており、NASDは一九九八年一月にECNの売買高報告様式を統一するための四つの試案をSECに提出したが、SECはこのルールに

ECN Growth



注. Between 30% & 40% of Nasdaq volume in selected active issues  
[出所] R. Shriver Associates (<http://www.sila.net/conf/essentials/wrapup/williams/CONFERENCE%20PRESENTATION%20V5.ppt>)

関する意見を各ECNに求めた後、ルールの決定をまだおこなっていないと説明している。

このように現在入手可能なデータは不正確ではあるが、全体像を把握するためにはこれを用いざるを得ない。付図はNASDAQのホームページ上のデータから作成された各ECNの月間売買高の推移をあらわしている。この図からはアイランドECNとインスタネットの規模が格段に大きいこと、アイランドECNの成長が著しいこと、レディブック、ブルンバーク・トレッドブック、ブルーイトも規模は小さいながらかなり成長していること、逆にアーキペラゴウは一九九九年三月以降縮小していることがわかる。また、ATS規制によって規模の大きなECNは取引所登録をすることがあることから、取引所登録を望まないECNは報告売買高を小さく見せようとするものと考えられるが、すでに取引所登録を申請しているアイランドECNとアーキペラゴウのうちアーキペラゴウの売買高は伸びてはならず、逆に他のECNでは全般的に売買高は伸びているようである。

#### 4 ECNの将来

ECNは今後も成長を続けるのであろうか。アメリカでの近年におけるECNの成長にはさまざまな要因が作用しているようだが、NYSEと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。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ぼりにくい。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。とりわけマーケットメーカーとの取引が大半を占めるNASDAQでは投資家の注文どうしが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は指値注文板の導入というSECの要請を受けて、パシフィック取引所が採用したオプティマークを一月一日に導入した。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が、オプティマークの導入でECNへの取引流出が止まるかどうかは定かではない。本年一月にオプティマークを導入したパシフィック取引所では予想されたほど取引は増えてはいないと伝えられている。<sup>(9)</sup>

アイランドECN、アーキペラゴウ、ネクストレードが本年四月に施行されたATS規制に基づいて取引所登録を申請したことは、民間企業が取引所を開設することが可能になったという歴史的な変化をあらわしており、これを受けてNYSEとNASDAQは逆に株式会社化を計画している。NYSEはECNを取り込むことよってライバルであるNASDAQの取引を奪取することをもくろんでいるようであり、NYSE自らが店頭銘柄を対象としたECNを設立することも考えられる。他方、NASDAQはオプティマークの導入にとどまらず、二〇〇〇年夏に指値注文板を導入して巻き返しをはかる一方、ECNをNASDAQのネットワークの一部として取り込んで文字通り一大電子証券取引ネットワークを確立することでフロア取引に固執するNYSEの取引を奪おうと虎視眈々と狙っているようである。

NYSEか、NASDAQか、あるいはアイランドECNか、ウォール・ストリートの主要証券会社が来年に導入を計画中のプライムエックスという新たなECNか、いずれが二十一世紀の主要取引所となるのかは予測できないが、ECNが米国株式市場再編の目となることは間違いないであろう。

(注)

(1) 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。また、シンシナティ証券取引所(CSX)やシカゴ証券取引所、パシフィック証券取引所(PSX)といった地方証券取引所でもコンピュータによる自動執行機能をすでに導入しているが、売買高は多くはない。
- (2) 個々のECNの紹介に関しては、各社のホームページ以下の文献に負ったリが大きい。"Electronic Trading Directory", *Global Investment Magazine*, June 1999, Megan Barnett, "The Exchange Revolution", *The Industry Standard*, 16 August 1999 ([http://www.instinet.com/news/art\\_ind\\_stand\\_08-16-99.htm](http://www.instinet.com/news/art_ind_stand_08-16-99.htm))
- (3) Greg Ip, "Strike, Brass Utility Set Merger As ECNs May Start Pairing", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 14 October 1999
- (4) Mike McNamee, Stanley Reed, and Debra Sparks, "Instinet: Still King of the E-Bourse?", *Business Week ONLINE*, 21 June 1999 (<http://www.businessweek.com/reprints/99-25/b3634146.htm>)
- (5) Island ECN, "Island ECN extends trading hours to offer market's longest continuous session from 8 AM - 8 PM", *Press Release*, 13 September 1999 (<http://www.isld.com/pressroom/releases/091399.htm>)
- (6) Jeremy Quitters, "This Ex-Trader Is Building His Own Stock Exchange", *Business Week Frontier*, 26 February 1999 (<http://www.businessweek.com/smallbiz/news/coladvice/reallife/r1990226.htm>)
- (7) NexTrade, "Strategic Customers", 1999 (<http://www.nextradel.com/customers.htm>)
- (8) Samara Zwanger, "Measuring ECN Volumes: Which Way Is UP?", *Institutional Trading Technology*, 8 March 1999 ([http://www.instinet.com/news/art\\_it\\_3-8-99.htm](http://www.instinet.com/news/art_it_3-8-99.htm))
- (9) Greg Ip, "OptiMark System Gets Reality Check As Challenges, Restrictions Continue", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 14 October 1999