

## ニューヨーク証券取引所の新構想

「ニューヨーク証券取引所」の意味するもの

吉川 真裕

一九九九年一月五日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）のグラッソ理事長はフロリダ州のボカ・ラトンで開かれた米国証券業協会（SIA）の年次総会において、インターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入をはじめとしたNYSEの新構想を明らかにした。NYSEはECNの台頭によって夜間取引制度の導入や株式会社化、ECNとの提携をこれまで模索してきたが、取引所会員の利害の絡む取引制度の改革に踏み込んだのは異例のことであり、驚きを持って迎えられた。さらに、二月二日にはNYSEの主要銘柄に対する取引所集中規則（ルール三九〇）の撤廃等の追加策がNYSE理事会から発表され、失うものが大きいために保守的とみられてきたNYSEが米国株式市場の再編に向けて主導権を握る動きに出たことが明らかになった。NYSEは一連の新構想を「ニューNYSE」と呼んでおり、二二世紀のグローバルなビジネス・センターへの飛躍と位置づけているが、一九九九年九月二三日のレービット米国証券取引委員会（SEC）委員長による講演によって明らかにされたNYSEのルール三九〇撤廃要請やバーチャル・リミット・オーダーブック提案に対するNYSEの対応というのが実態であると考えられる<sup>1)</sup>。

以下では、NYSEの新構想の中味を紹介し、新構想の意味するものと実現可能性について考察する。

## 1 グラッソNYSE理事長の提案

一九九九年一月五日、グラッソNYSE理事長はフロリダ州のボカ・ラトンで開かれたSIAの年次総会において、インターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入をはじめとしたNYSEの新構想を明らかにした。<sup>(2)</sup>NYSEはECNの台頭によって夜間取引制度の導入や株式会社化、ECNとの提携をこれまで模索してきたが、取引所会員の利害の絡む取引制度の改革に踏み込んだのは異例のことであり、驚きを持って迎えられた。

新構想の目玉はインターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入であり、「NYSEの中のECN」とも呼ばれ、NYSEがECNへの取引流出を恐れて先手を打ったものと考えられる。そして、この取引システムについてはECNやパシフィック取引所とNASDAQのオペティマーク・システムでおこなわれているように、会員証券会社と契約を結んだ顧客に関しては注文が取引システムへ直接回送されるシームレス化が認められるとされている。また、新取引システムは二〇〇〇年に予定されている夜間取引において使用されることも明らかにされた。ただし、「NYSEの中のECN」という言葉があらわしているように、NYSEの取引全体が自動執行に移行するわけではなく、従来のスペシャリストによる注文付け合わせとは別に、一〇〇〇株（アメリカでは通常は一〇〇株が取引単位なので、一〇取引単位）以下の注文が執行される市場を併設するということであり、一九九九年四月まで東京証券取引所（東証）で一五〇銘柄については場立ち（フロア・ブローカー）によるフロア取引と三取引単位以下の注文を対象としたコンピュータによるシステム取引が併存していたのと同じような格好である（ただし、東証のシステム売買では才取会員が取引執行をおこなっており、自動執行はおこなわれておらず、シームレス化も認められてはいなかった）。

この新取引システムに加えて、グラッソNYSE理事長は他の四つの計画も明らかにした。

まず、これまでのスペシャリストによって執行される取引でも電子注文回送システム（スーパーDOT）を経由した注文のうち五分以内に取引が成立したものについてはスペシャリストへの手数料が免除されるというルール変更をおこなうことが明らかにされ、この結果、電子注文の八五%から九〇%はスペシャリストへの手数料が免除されることになるという見通しが明らかにされた。

次に、NYSE会員の顧客はNYSEの取引フロアで注文が執行される状況を、コンピューターを通じてリアルタイムで確認することができるとするシステムを導入し、従来はNYSEの取引フロアにおいてのみ入手可能であったマーケット情報を開示することも明らかにされた。

また、一九九八年秋にパシフィック取引所へのオペティマーク・システムの導入を前にしてNYSEが機関投資家の注文を対象として打ち出したインスティテューショナル・エクスプレス（Institutional Xpress）を二〇〇〇年春に導入する計画も明らかにされた。

さらに、フロア・ブローカーが顧客との連絡に用いたり、新取引システムの指値注文板の状況を確認しながら取引がおこなえるように、「eブローカー」と呼ばれるワイヤレスの携帯コンピューター・システムを導入する計画も明らかにされた。

かくして、従来は既得権益が絡んで保守的であるとみなされてきたNYSEが一転して最新の情報技術に基づいた技術革新の導入に積極的であり、二一世紀もNYSEの時代が続くかのような印象を与えた。

## 2 NYSE理事会の決定

一九九九年二月二日、レービットSEC委員長の講演以来、風当たりの強くなっていたNYSEの主要銘柄に対する取引所集中規則（ルール三九〇）の撤廃がNYSE理事会から発表された。ルール三九〇に関しては、レービットSEC委員長の講演直後にグラッソNYSE理事長が撤廃反対を表明しており、決してNYSEが進んで撤廃したわけではない。SECが二月八日のコミッションナー会議でNYSEのルール三九〇撤廃の投票をおこなうことが明らかになり、投票がおこなわれた場合には撤廃が決議されることを見越して、どうせ撤廃するならSECに命じられて撤廃し、保守的な印象を与えるよりも先手を打って撤廃し、先の新構想にしたがってNYSEが積極的に制度改革に取り組んでいるという印象を与える方が有利だという判断が働いたものとみられている。<sup>(3)</sup>

二月二日にNYSEが発表したプレス・リリースは今回の決定を先のグラッソ理事長の提案への追加策と位置づけており、ルール三九〇の撤廃のほかに、NASDのコンピューター取引システム（ECN等）を接続するために現行のITSを改善する計画を承認する一方、ブローカーによる注文の内部分け合わせに対する従来より厳しいルールの採用をSECに要請した。<sup>(4)</sup> SECの規則では顧客注文の最良価格での執行は義務づけられているが、最良価格と等しければブローカーが自らのポジションで執行することは認められている。今回のNYSEの提案はブローカーが自らのポジションで執行する場合には最良価格よりも良い価格の場合だけとするというものである。クロス取引などは取引所集中義務がなくなれば取引所に出す必要はなくなるので、こうした取引の流出に歯止めをかけようということであろうが、ほかにも理由が考えられる。ここではブローカーという表現が微妙であり、あえて言及していないが、取引所登録をしていないECNはブローカー／ディーラーという扱いにな

っており、これを理由にECNに対してNYSEあるいはNYSEのECNを有利な立場に立てようとしているのではないかと類推される。

## 3 「ニューNYSE」

ここでは、今回発表されたさまざまな計画が全体としてどのように位置づけられるかということに関して、NYSE自身による位置付けを紹介しておく。<sup>(5)</sup>

証券市場の歴史において、かつてない、急速でドラマティックな変化が生じている。これから先、NYSEはこれまで二〇七年の歴史において経験した以上のエキサイティングな変化に直面することになるであろう。代替的なサービスを提供する業者が続出し、NYSEはグローバルで競争的なアリーナの中におかれていることになるだろう。二一世紀には、NYSEに対する批判的な挑戦がNYSEの向かうべき方向を定めるものとなるであろう。

NYSEはもう一度自らを再構築（reinviting）しなければならない。どうしてか。われわれの顧客がドラマティックに変わったからである。われわれが数十年間議論してきたグローバリゼーションがいに実現したからである。われわれの規制環境がイノベーションと新規参入を促進しているからである。インターネット等の新たな技術によってもたらされた競争はこの変化の原動力である。NYSEの再構築はNYSEが存続するために絶対に不可欠であり、アメリカや世界中の投資家のためにも絶対に不可欠である。

NYSEの再構築の基礎となる一連の新構想をわれわれはSIAの年次総会において明らかにした。われわれのビジネスのやり方が根本的に変わることを示唆するこれらの新構想は、投資家のコストを引き下げ、ブローカ

1/ディーラーを通じて投資家により進んだ、より高速のコネクティビティを提供し、最良執行を常に提供することになるであろう。これらを実現して初めて本当の意味でのニューNYSEということになる。

NYSEが資本市場の中心に位置し続けるとすれば、NYSEは現在とは全く異なる市場とならなければならないというのを、再構築のための多様な新構想はあらわしている。新たな市場は、消費者の選択、消費者の注文を取り継ぐ会員業者の選択、どのように市場にアクセスするかという選択といったさまざまな意味で、選択のできるプラットフォームに基づいていなければならない。

選択のできる新たなプラットフォームをわれわれが採用するに際して、投資家からのフィードバックが重要であることをNYSEは理解している。われわれは投資家と話し合い、最良執行の保証された最も流動性の高い市場、低コストで迅速に執行される市場、NYSEのトレードマークともなっている信頼性と透明性、これらすべての投資家が求めていることが明らかになった。われわれの市場構造全体を引き続き調査するに際して、われわれはこうしたオープンな対話を投資家やSECとの間で続けていくつもりである。

二〇世紀を終えようとしている現在、NYSEは誇るべきものを持っている。しかし、われわれは将来の非常に大きな目標をも持ち合わせている。世界の金融市場の中心であり続けるという目標を持ち続けるために、われわれは準備をしなければならない。そのためには、最も洗練された技術を採用し、陳腐化したものは廃棄する必要があるということNYSEは理解している。

どこから発注され、どこで執行されたかにかかわらず、投資家には最良価格での執行が保証されている。これを実現することこそが証券業界にとっての課題である。われわれの最終的な目標は投資家の利益であるということとを忘れてはならない。

世界中の資本市場はわれわれが作り上げたアメリカの資本市場に注目している。それと同時に、われわれは競争相手としてもみられている。アメリカの資本市場が世界をリードし続けようとするならば、過去二〇〇年間に於いてはうまく機能したが、もはや重要ではなくなった慣習は放棄する用意をしなければならない。われわれはわれわれの市場にとって偉大で重要で強力なものはずべて保持し、われわれの新構想の中に採り入れなければならない。

NYSEはこうした挑戦を試み、顧客の要望を理解し、再構築を待ち望んでいる。NYSEの再構築は絶対に不可欠である。資本市場に関わる仕事をしている人々は再構築のために一致団結しなければならない。そして投資家の利益という原則を除いてはなにもも特別扱いされてはならない。

#### 4 「ニューNYSE」の意味するもの

さて、一九九九年一月五日のSIA年次総会でのグラッソNYSE理事長の提案や一九九九年二月二日のNYSE理事会の決定内容は改革に前向きであるし、「ニューNYSE」と呼ばれているNYSEの新構想もその趣旨を読む限りは世界中のどの取引所にも劣らず、進歩的である。しかし、NYSE理事会の決定のところでも述べたように、NYSEの一連の新構想は決してNYSE内部から自発的に出てきたものとは思われない。そのことはこれだけの多様な改革案が一举に提案され、これまではこれらのどの提案も現実味を持った形では議論されてきてはいないことから明らかであろう。インスティテューショナル・エクスペルスについては例外的に一九九八年秋にパシフィック取引所へのオペイマーク・システムの導入を前にしてNYSEが対抗策として打ち出していたが、具体的なシステム面についてはなにも明らかにされず、オペイマークでの取引が低迷して

いるのが明らかになるとほとんど忘れられていた。そして、オペティマークという新たな取引システムをITTSに接続することに最後まで反対していたのは、投資家の利益を大原則として掲げるNYSE自身であったということも忘れてはならない。<sup>(6)</sup>

また、一連の新構想の目玉とされるインターネットを利用した自動執行に基づく取引システムの導入に関しても、「NYSEの中のECN」と名付けてカモフラージュしているが、インターネットを利用するというものを除けば単に自動執行に基づく取引システムの導入ということであり、他の取引所ではすでにおこなわれていることである。それほど活発に使われているわけではないが、NASDAQにもSOAS (Small Order Execution System) と呼ばれる小口注文自動執行システムがあり、むしろ世界中の主要な取引所の中で現時点においてコンピュータによる自動執行を導入していないのはNYSEだけであるといっても過言ではない。

世界最大の株式市場をもつアメリカで、最大の取引規模を誇るNYSEはITTSでリンクされた全米市場システム(NMS)を通じての競争があるにも関わらず、そのシェアを維持し続けているのであるから競争力があることは間違いない。しかし、売買高の半分近くを占める一九七九年四月二六日以前に上場された銘柄についてはNYSEの取引時間中に会員業者がNYSE以外で取引することを禁じるルール三九〇によって守られており、良し悪しは別にして、現時点で取引所集中義務によって場外取引を禁止している主要な取引所はほとんど見当たらないのも事実である。レービットSEC委員長も一九九九年九月二三日のコロンビア大学法律大学院での講演で述べていたように、流動性を一カ所に集めるということは最良価格の発見にとつて重要なことであるが、競争の結果、流動性が集約されるのではなく、規制によつて流動性が集中しているということは独占の弊害とイノベーションの阻害につながりかねないという危険性がある。もしNYSEに十分な競争力があるとすればルール三

九〇を撤廃してもNYSEに取引は集まるであろうし、取引の流出が起るとすれば流出した取引を呼び戻すためにNYSEはなんらかの手段を講じることになり、その努力がNYSEでの取引の効率性を高め、ひいては市場全体の効率性を高めることになるであろう。もちろん、極度に市場が分裂することは一時的であつたとしてもその間に混乱をもたらすことは明らかであるが、SECの判断としてはルール三九〇対象銘柄が極端に流出する可能性は低く、株式市場が好況にあつて少々の取引流出がNYSEの経営を圧迫する可能性も低いという見通しがあつたに違いない。しかもNYSEは株式会社化を検討しており、株式会社化されるということになれば民間企業に独占的営業権を与えるということになり、こうした理由からもNYSEにルール三九〇の撤廃を求めることは筋の通つたことであつたと考えられる。さらに、一九九九年四月から実施されているATS規制に基づいてアイルランドとアーキペラゴウという二つのECNは取引所登録の申請をすでおこなつており、ITTSの規則変更を遠からずおこなわざるをえないということも明らかであるから、二〇年前の技術水準に応じて作られたITTS自体の見直しも視野に入ってきたということも考えられる。レービットSEC委員長が示唆したパーチャル・リミット・オーダーブックもこうした背景を考えれば次世代のITTSの候補として全く考えられないということはないだろう。

他方、NYSEは上場銘柄の取引においては圧倒的なシェアを維持してきたが、インスタイネットやPOSITへの機関投資家の注文流出に対抗して一九九一年には終値取引制度(クロスシング・セッションI)とバスケット終値取引制度(クロスシング・セッションII)を導入した。その後はITTSでリンクされたシンシナティ証券取引所やシカゴ証券取引所の注文自動執行システム、パシフィック取引所の新取引システムであるオペティマークへの取引流出を警戒してきたが、大規模な取引流出は生じていない。一九九九年四月のATS規制によつて

ECNが取引所となる道が開かれ、現在では取引所となるECNへの取引流出を警戒している。<sup>(7)</sup> こうしてみればNYSEの警戒の対象というのはいずれも従来の取引所取引に満足せず、新たな技術に基づいて取引をおこなう施設であり、技術革新こそがNYSEの敵であったとも言えよう。裏を返せば、一九八七年のブラック・マンデー以降、NYSEが導入したのはスーパーDOTシステムとサーキット・ブレーカー、そしてクロッシング・セッションであつて、場中の注文執行に関する部分についてはブラック・マンデー以前となにも変わつてはいない。ところが、この間、わが国やヨーロッパ諸国では取引制度は大きく変わつてきている。NYSEが従来主張してきたように、伝統的なスペシャリスト制度が最も効率的な取引制度であれば補助的な部分を別にすればなにも変更する必要はないはずであり、真偽はともかく、そうした主張にも一理ある。しかし、NYSEと並んでオープン・アウトクライ方式の優位を従来は主張してきた先物取引所でもシカゴ・マーカントイル取引所がすでに部分的に自動執行機能を導入しており、シカゴ商品取引所もEUREXのコンピューター取引プラットフォームの導入を決定している。「NYSEの中のECN」の導入計画はどうみても出遅れたとしか言いようがない。

このようにNYSEのコンピューター化が遅れた原因は皮肉にもスペシャリスト制度がうまく機能し続けてきたところであり、それを間接的に支えてきたのがルール三九〇と考えられる。そして、もう一つの原因は既得権益を持ったスペシャリストの力であろう。才取会員や仲立ち会員といった特殊な業者を擁していたわが国でさえ、自動執行機能の導入には反対が強かつたのであるから、膨大な数の証券会社をスペシャリストとして抱えるNYSEでスペシャリストの反対する改革をおこなうことは容易ではないであろう。しかし、今回は夜間取引制度の導入という名目があり、スペシャリストが二四時間勤務し続けることは不可能であろうから部分的なコンピューター化は夜間取引制度の導入という事態によつてようやく実現する方向で動き出したと考えられる。そして、考

えようによつては株式会社化も中小会員業者の発言力を抑える効果を持つことになるであろう。

それでは、「ニューNYSE」とはいったい何を意味しているのであろうか。

一九九九年九月二三日のレービットSEC委員長の講演の後、グラッソNYSE理事長はルール三九〇の撤廃反対を表明しており、これは真意ではなかったのかもしれないが、素直に受け取ればNYSEは決して進んでルール三九〇を撤廃したわけではない。SEC委員長が明確に表現した以上、よほどのことがない限り、撤廃へ向けて事態が進むことはNYSEにも明らかであつたであろう。したがつて、最悪の事態としてSECからルール三九〇の撤廃を命じられた場合にそれに対応する政策をNYSEは考えざるを得ない。ルール三九〇の撤廃は対象銘柄をめぐる競争激化をもたらし、その場合の最も強力な相手がECNであるとNYSEは判断したに違いない。ECNに対抗するためにはECNと同じ機能を持つことが必要であり、自動執行機能の導入のみならず、インターネットを通じて安価でアクセスが容易な取引システムを導入することが必要になると考えられたに違いない。NYSEは以前からECNの開発を準備していたかもしれないが、今回の「NYSEの中のECN」は決して用意周到に準備されたものではなく、とりあえず導入すべき取引システムとして上げられたものであり、具体的な計画内容はなにも発表されてはいない。夜間取引制度の導入がこの取引システムの導入にとつて一つの目安と考えられるが、一年以内の導入は困難であろう。

ほかの新構想についても細部はほとんど明らかにされておらず、早急に実現する可能性は極めて低いと考えられる。とりわけスペシャリストの手数料を免除するという計画には強力な反対が予想され、NYSEの中か外かはともかく、ECNへの取引流出を回避するために仕方なくおこなうという以外には考えられない。これまでのところ、この構想に対する反対意見さえ聞かれないのは、スペシャリストが同意しているからではなく、現実味

を持つて受け取られていないことであろう。また、NYSEの取引フロアで注文が執行される状況をコンピュータを通じてリアルタイムで確認することができるシステムというのもスペシャリストのオーダーブックの公開であるとするばスペシャリストの反対は必至であろうし、取引フロアの情報を伝えるというだけであってもフロア・ブローカーの反対が予想される。

こうしてみると、「ニューNYSE」の考え方は重要であり、二一世紀のNYSEの方針として採用されることを歓迎するが、直近における現実性は極めて乏しいと言わざるを得ない。しかし、何年かかかるのかわからないとしても、こうした方向にNYSEが進むとすれば、レービットSEC委員長が提唱した真のNMSが実現することも決して夢物語とは言えないだろう。

注

- (1) レービットSEC委員長の講演については、拙稿「真のNMSの構築に向けて」レービットSEC委員長の提案」(本誌一五七五号、一九九九年一〇月)を参照。
- (2) NYSE, "NYSE Chairman Grasso Announces Proposed NYSE Initiatives", Press Releases, 5 November 1999 ([www.nyse.com/press/NT0002567A.html](http://www.nyse.com/press/NT0002567A.html))
- (3) Greg Ip, "SEC Plans Moves to Lift Barriers Shielding Big Board From Rivals", Wall Street Journal Interactive Edition, 1 December 1999
- (4) NYSE, "NYSE Takes Additional Steps Toward New Competitive Positioning", Press Releases, 2 December 1999 ([www.nyse.com/press/NT0003861E.html](http://www.nyse.com/press/NT0003861E.html))
- (5) NYSEのウェットサイトには一九九九年二月六日付でNYSEイニシアティブと題するページが設けられ、「投資家、上場企業、あらゆる市場参加者へ」と題するグラッソンNYSE理事長の手紙や「ニューヨーク証券取引所の再構築」と題するグラッソンNYSE理事長のNYSEのニューズレター (THE EXCHANGE) への投稿文などが掲載されており、以下の記述は後者に基いている。(wysiwyg://right:57/http://www.nyse.com/events/NT00038622.html)
- (6) パシフィック取引所へのオプティマーク・システムの導入をめぐる経緯については、拙稿「始動した新時代の取引システム」パシフィック取引所のオプティマーク」(本誌一五六八号、一九九九年三月)を参照。
- (7) ECNの背景と現状については、拙稿「ECN」米国株式市場再編の目」(本誌一五七六号、一九九九年三月)を参照。