

ITSの全上場証券への拡大

清水 葉子

1 はじめに

アメリカの全米市場システム(NMS)は、物理的に分散して市場間競争を行なっている複数市場を情報ネットワークで結ぶことよって、市場の分裂を防ぎ投資家を保護するという構想である。具体的には、各市場の直近の約定情報を伝達する総合テープシステム(CTS)、事前の気配の伝達を行なう総合気配表示システム(QS)、よりよい気配を表示している市場へ注文回送を行なう市場間取引システム(ITS)と呼ばれる三つのシステムが適格証券の取引市場どうしを連結して全米市場システムを実現している。

これら三つのシステムが存在することで、投資家は異なる市場で行なわれている取引について気配や価格の情報を知ることができ、市場間の注文回送を行なうことよって最良執行を保証される。この点で、全米市場システムを構成するこれらのシステムは、市場間競争を具体的に支える非常に重要な役割を果たしていると言いうことができる。

ところで、一九七五年に証券諸法を改正して市場間競争というコンセプトを導入した時点では、市場間競争と言った場合には主として取引所間の競争が念頭に置かれていたと考えられる。このため、これらのシステムも当初は取引所間の情報ネットワークとして整備された。しかしながらその後、ナスダック市場や上場証券の店頭市場が拡大したため、全米市場システムがカバーする範囲も徐々に拡大されて今日に至っている。しかしながら、

異なる市場をどのように統合するかが個々の市場の競争条件に大きな影響をおよぼす上、取引所市場と店頭市場の基本的な設計の相違もあって、統合は容易には進まなかった。こうした統合の困難は、特に市場間の注文回送システムであるITSに顕著に現れている。

本稿では、昨年全上場銘柄の取引市場をITSを通じて統合することが決定されたことを取り上げて、くり返し議論されてきたITSの店頭市場への拡大をめぐる論点を整理してみよう。

2 ITS拡大の経緯

市場間の注文回送システムであるITSは、述べたように全米市場システムの中核システムの一つであり、上場証券の店頭取引やナスダック市場が拡大し全米市場システムのカバーする範囲が広がるにしたがって、その接続を拡大してきた。しかしながら、ITSによつて連結されているのは上場銘柄の一部に限定され、全上場銘柄へのITSの拡大は容易には実現されなかった。

ITSは、一九七五年の証券諸法改正によつて市場間競争が規定された後、一九七八年三月に発表されたSECステートメントによる要請に基づいて、同年四月から主要取引所を含む五証券取引所の参加で試験的に開始され、現在のITSの原型となった。ITSの試験的運営は、注文回送に際して問題となる各取引所の取引ルールや慣習の擦り合わせを行いつつ進められた。

SECはこの間、上場証券の取引所集中義務を緩和するため、委託注文の取引の取引所集中義務を撤廃する規則一九〇一に続いて、一九七九年四月以後に上場された銘柄の取引所集中義務を撤廃する規則一九〇三を議論の俎上にのせており、NASDも上場証券の店頭取引が拡大することを想定して、CAES(Computer

Assisted Execution System) と呼ばれる上場証券の店頭取引システムを準備していた。NASDはCAESがITSと接続され、上場証券の注文回送が第三市場からも可能となることを予定していた。

SECは、この時点ですでにITSを全上場銘柄の店頭取引に拡大するべきであると認めているが、実際にはITSとCAESとの接続は容易には進まなかった。一九八〇年六月に規則一九c—三の採用が決定し、一九七九年四月以後に上場された銘柄(一九c—三銘柄)の取引所外取引が解禁された後も、SECの要請にもかかわらずITS参加取引所はITSの第三市場への拡大に関して自発的な合意に達することができなかった。このため、SECはITSとCAESの連結のためのITSプランの修正リリースを発表し、接続を一九c—三銘柄に限定するという譲歩を行って第三市場へ拡大することを命じた。このSECの接続命令によって、ITSは初めて店頭市場のシステムであるCAESと接続されたが、銘柄が限定された上、試験的稼動を経て正式稼動したのは一九八三年九月と大幅に遅れた。

その後も、SECは一九九四年のマーケット二〇〇〇報告書⁽³⁾や、一九九六年九月に採用したオーダー・ハンドリング・ルールのリリース⁽⁴⁾などでITS/CAESリンケージを非一九c—三銘柄も含めた全上場銘柄に拡大することを再三提案している。とくにオーダー・ハンドリング・ルールによってCQS上の気配表示が非一九c—三銘柄にまで拡大されたにもかかわらず、ITSの接続が一九c—三銘柄に限定されていることは大きな問題であるとしてITSが早急に拡大されることを要請している。また、NASDもITS/CAESリンケージのための規則修正を提示しているものの、全上場銘柄にわたるITSの拡大は長い間にわたって実現しなかった。

3 ITS拡大の困難

(1) 市場間の取引ルールの相違

こうしたITSの拡大の困難の背景には、取引所市場と店頭市場の基本的な設計の相違が存在していると考えられる。取引所市場は、スペシャリストの介在はあるものの、基本的にはオークション・マーケットであり、したがって厳密に価格優先・時間優先の原則の下で注文の付け合わせが行なわれている。オークション・マーケットでは市場に流動性を提供しているのは顧客の指値注文であり、すべての注文が一つの板(ブック)上で付け合わされるため価格や時間が劣後した注文が優先されて執行されることは基本的にない。

これに対して、店頭市場は競争的ディーラー・マーケットであり、執行は基本的にマーケット・メーカーの提示するアスク・ビッドに対して行なわれる。したがって、ディーラー・マーケットで市場に流動性を提供しているのはこうしたマーケット・メーカーの提示する気配であるから、市場が前提としている注文は成行注文である。店頭市場のマーケット・メーカーはひとりひとりが一つの市場として機能し、よりよい気配を提示しているマーケット・メーカーを選んで顧客が注文を回送することによって競争が行なわれる。このため、一人のマーケット・メーカーの取り扱い注文の範囲では価格・時間優先の原則が働くにしても、複数のマーケット・メーカー間にわたってオークション・マーケットと同等に厳密な価格・時間優先の原則を徹底することは基本設計上はないと考えられるのではないだろうか。もちろん、ナスダック市場が組織化された市場である以上、市場全体として顧客の最良執行を保証する必要があるが、現実にはマーケット・メーカー間でも価格優先原則や顧客の指値保護のための規則は存在するが、これはディーラー・マーケットに内在するものではないと考えられる。

このような市場の設計の相違がもっとも顕著に現れているのが劣後執行(トレード・スルー)に関する規則で

ある。劣後執行とは、他のマーケット・センターでよりよい気配が出ているにも関わらず、それより劣った価格（より高い価格の売り、より低い価格の買い）で顧客注文を執行してしまうことを言う。これは言い換えれば、他市場に出ているより有利な気配が無視されることを意味する。

こうした劣後執行は、一つのマーケット・センターの内部では原則的には生じない現象である。とくにオークション・マーケットであれば、全ての注文が一ヶ所に集められて、厳密に価格優先・時間優先の原則に従って付け合わせが行なわれるため、原則的に劣後執行はあり得ない。しかしながら、ITSを通じてオークション・マーケットとディーラー・マーケットが連結されると、異なる市場間で顧客注文を劣後執行からどのように保護するかという問題が生じる。

ITS規則では、取引所が劣後執行を指摘された場合にはその売買を取り消すことが定められているが、ディーラー・マーケットでは、劣後執行に際して（a）その売買を取り消す、（b）その売買を劣後執行とならない価格に調整する、（c）劣後執行された気配を満たす、のいずれかを選択することが認められており、オークション市場よりやや緩やかなものとなっている。ITSの拡大に際しては、ニューヨーク証券取引所はオークション・マーケットの原則を前提に店頭市場に対してより厳しい劣後執行ルールの採用を主張しつつつけてきた経緯があり、今回の拡大に際してもITS/CAES登録マーケット・メーカーだけでなく第三市場での上場証券の取引の全てにこの劣後執行ルールの適用を要求していた。

（2）ニューヨーク証券取引所への窓口としてのITS

さらに、ITSの拡大にはニューヨーク証券取引所の執拗な反対があることが知られている。ITS運営委員会は全会一致制をとっているため、一取引所でも反対すれば規則改正を行なうことができない。ニューヨーク証券取引所の反対には、ITSを通じて非会員が取引所の流動性にアクセスすることに対する懸念が大きいと言われている。

ニューヨーク証券取引所は、上場証券の取引所外取引の制限を大幅に緩和してはいるが、述べたように非一九c—三銘柄に関しては取引所外取引の制限が残っていた。⁽⁵⁾このため非一九c—三銘柄の取引を行なっている非会員の市場である第三市場がITSと接続されると、こうした非会員の店頭取引注文がITSを通じて取引所内の注文とつけあわされてしまうことになり取引所の会員制度が形骸化してしまう。この問題はITSを拡大することでECNが接続された場合には顕著である。⁽⁶⁾

このような一九c—三銘柄と非一九c—三銘柄の非対称性は地方証券取引所のあり方にも大きな影響をおよぼしている。たとえば、代表的な非会員第三市場ディーラーであるMadoff社は、現在CAESを通じてITSに接続しているが、これは一九c—三銘柄に限定されている。Madoff社は、非一九c—三銘柄に関してはシンシナティ証券取引所会員としてシンシナティ取引所に注文を回送し、シンシナティ取引所を経由してITSに接続しているのである。このように、地方証券取引所では多くのスペシャリストや会員が他のブローカー・ディーラーの関連会社化され、低コストでの注文執行とニューヨーク証券取引所への注文回送の窓口とされている現象が見られるのである。

また、アーキペラゴやアイランドなどいくつかのECNは、SECに取引所登録申請を行なったり地方証券取引所と提携するなどの動きを見せているが、こうした動きの動機の一つとしてITSへの接続要請が挙げられている。ECNは現在でも一九c—三銘柄に関してはナスダックのCAESを通じてITSに接続することが可能

だが、ナスダックの規則上CAESへの接続条件が不利であるうえ、非一九c—三銘柄に関してはITS接続の手段がないため、地方証券取引所への接近を行なっていると見ることが出来る。

このように、第三市場の立場から見ると、上場証券の注文回送システムであるITSの開鎖性が高かったために、地方証券取引所の会員権をニューヨーク証券取引所へのアクセス手段として使う動きがあったことを見ることが出来る。逆に、地方証券取引所はITSの高いハードルの下で守られてきた取引所の特権を使って取引を集めてきた面があり、ITSの拡大によってこうした特権が失われると、地方証券取引所の運営にマイナスの影響があることも考えられる。

4 おわりに

上場証券の取引の場が拡がるにつれて、ITSリンケージの拡大の必要性はますます増大している。現在、第三市場と呼ばれる取引所非会員の上場証券取引は電子システムの発展の影響もあって大きく拡大しており、ニューヨーク証券取引所での取引の割合を超えていると言われる。第三市場での取引の中にはMadoff社のような自己勘定で顧客注文の執行を行なうマーケット・メーカーもいれば、ECNのようにニュートラルな注文執行業者としてオークションタイプの市場を開設するものもある。こうした非会員による上場証券の取引も、取引所での取引と直接競合するため、全米市場システムの下で情報の統合が行なわれることが投資家保護から言っても極めて重要である。

さらに、ニューヨーク証券取引所の取引所外取引制限を定めてきた規則三九〇条が撤廃される方向であることをうけて、もはや一九c—三銘柄と非一九c—三銘柄のあいだの区別も意味をなさなくなる。従来は、取引所外取引制限の残る非一九c—三銘柄に関してITSを拡大すれば、非会員が取引所へ「裏口からの」アクセスをゆるすことになるとして拡大を拒否してきたニューヨーク証券取引所の論拠も有効性を失ってしまう。取引所外取引制限の撤廃によって増加が予想される会員による取引所外取引についても全米市場システムに効果的に統合することが必要である。

とくに、近年ナスダック銘柄の取引を大きく拡大しているECNは、ITSによる注文回送が封じられているために、たとえよい気配を表示しても注文回送を受けることができず、上場証券に関する本格的な競争条件が整備されていないと主張してきた。ECNがCAESを通じてITSに接続することになると、ナスダックというディーラー・マーケットのなかのオークション・マーケットとして強みを発揮してきたECNの競争力が、同様に上場証券でも発揮されるか、大変興味深い。

注

(1) Securities and Exchange Commission Release No. 34-42212, "Adoption of Amendments to Internmarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to all Listed Securities," December 9, 1999.

(2) ITSの過去の拡大の経緯については、清水葉子(一九九九)「ITSの拡大とアメリカの全米市場システム」『証券経済研究』第十七号、一九九九年一月参照。

(3) Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation, "Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments," January 1994.

(4) Securities and Exchange Commission Release No. 34-37619, "Order Execution Obligations," September, 1995.

(5) ニューヨーク証券取引所の取引所外取引制限は、非一九c—三銘柄も含めて撤廃されることが決定した。これはITSの全上場銘柄への拡大と並行して決定されている。「証研レポート」本号、吉川真裕「ナスダック・インターマーケット」ECNの取引所上場銘柄取引」参照。

(6) ECNのITS接続に関しては(注5)吉川参照。ECNは現状ではナスダックのCAESを通じてITSにアクセスすることができるが、CAESマーケット・メーカーになるための条件がECNにとって不都合な点が多かったため、ECNのITS接続は十分でなかった。NASDは、ITSの全上場銘柄への拡大、ニューヨーク証券取引所の取引所外取引制限の完全撤廃などの規則変更をうけて、ECNのCAES接続条件を緩和しITSへの注文回送を可能にする規則変更を提案中である。

(しみず ようこ・主任研究員)