

ナスダックのスーパーモニタージユ構想

清水 葉子

はじめに

ナスダックが発表していたスーパー・モニタージユ (SuperMontage) と呼ばれる新しい取引システム構想が、二〇〇一年一月のSECリリースで認可された。⁽¹⁾

ナスダック・システムは、基本的にはマーケット・メーカーやECN、UTP取引所⁽²⁾が表示する気配価格を市場参加者に対して配信する気配表示システムであり、市場参加者はナスダックのスクリーンを見て気配を確認し、電話やファックスを使って気配を表示しているマーケット・メーカーらに取引意志を伝える仕組みである。基本的なシステムが作られたのはおよそ三〇年前の一九七一年であるが、その後SelectNetやSOESと呼ばれる電子的な注文回送や自動執行のためのシステムが付加され、現在では電話やファックスに加えて、注文の自動回送や小口注文の自動執行も行なえるように拡張されている。

新しく構想されているスーパー・モニタージユは、現行のような、気配表示システムを基本に注文回送や執行のためのシステムを付加した形をとっているナスダック・システムの設計を大きく変更し、注文の入力・回送・表示・執行を中央集中的に統合して行なえるようになるものである。

ナスダック市場は、複数のマーケット・メーカーが独立して表示する気配に対して取引が行われるクオート・ドリヴンの市場であるから、マーケット・メーカーらはそれぞれが独立した執行の場 (市場) を形成していると

いうことができる。もともとのナスダック・システムは、このように分散して存在するマーケット・メーカーの気配をスクリーン上に表示することで気配の検索を効率化するシステムに過ぎなかった。スーパー・モニター・ジュによって、従来のような気配表示だけにとどまらず注文の入力から執行までのすべてを中央処理可能にすることは、クオート・ドリヴン市場にオークション的な性格を持ち込むという意味を持ち、ナスダックの市場設計コンセプトの大幅な変更につながると考えられる。

また、ナスダック銘柄を取引しているマーケット・メーカー、ECN、UTP取引所にとっては、スーパー・モニター・ジュの設計次第でその競争条件が大きく左右されることにもなる。実際、スーパー・モニター・ジュ構想は、一九九九年末の初期構想以降、九回に及ぶ修正が行われてそのたびに参加者間の意見調整が行われ、導入の経緯は非常に多くの論議を呼んだ。

ナスダックのスポークスマンによると、スーパー・モニター・ジュがSECによって認可されれば、二〇〇一年末には運営を開始し、二〇〇二年末には完全実施にこぎ着ける予定であると報じられている。

構想の背景

そもそも、ナスダックのスーパー・モニター・ジュ構想が生まれた背景には、アメリカ証券市場の「市場分裂」が懸念されたことが指摘できる。アメリカでは、ECNなどの新しい取引システムが優れたテクノロジーを背景に既存の証券市場から多くの取引を集めるようになった結果、市場全体として取引の執行場所が分散し、一つの市場では十分な流動性が確保できなかつたり最良執行を得ることができなくなるなど、投資家保護上の問題が生じる可能性があると考えられたのである。市場分裂を回避するための最も簡単な方法は取引の場を単一にするこ

とであるが、これはさまざまな点で必ずしも現実的ではないので、現実的な方策としては、同一銘柄が取引されている複数市場を情報通信システムで結び付けることよって取引情報を他の市場に伝達し、投資家が他市場より劣った価格で取引を行うことのないよう最良執行を確保することが考えられる。スーパー・モニター・ジュも、ECNとマーケット・メーカーの間で分裂した市場を情報通信テクノロジーを用いて統合しようとする試みであると理解することができる。

しかし、ナスダックにとってもっと具体的な問題は、ナスダック上場銘柄の取引の約三割をECNに奪われ、マーケット・メーカーの競争力が低下していることである。ECNは、電子システム上のオークション市場であり、ナスダックマーケット・メーカーに比べて、匿名性の維持、執行スピード、入力されている注文状況の開示（システム内の指値注文板の公開）、顧客指値注文の保護（厳密な価格・時間優先執行）などの点で優れているとされる。このため、ECNとの対抗上、ナスダックもECNのような特長を備えた注文回送と執行のためのシステムを早急に構築する必要があった。

また、ナスダックは当初の気配表示のみのシステムに後になって注文回送や執行のシステムを付加してきた経緯があるため、現在でも気配の表示と注文の回送、執行の機能が完全に統合されているわけではない。その結果、マーケット・メーカーは表示気配に対して従来の電話などを通じた注文の他、SelectNet、SOESといった多くの窓口を抱えることになり、場合によっては一つの気配に対して複数の窓口で同時に取引が成立してしまう重複執行（double execution）のリスクも抱えているため、こうした複雑なシステムの整備・統合も必要であった。

ナスダックは、当初小口注文の自動執行システムであるSOESをグレードアップさせて、執行機能を備えたSuperSOESとする構想を立ち上げ、一九九九年一月にこれをさらに拡大してNODD（Nasdaq Order Display

Facility) や OCF (Order Collector Facility) を提案した。これは、それぞれ現在のナスダックの気配スクリーンに最良価格も含めて売り買いそれぞれ三本までの価格を表示するシステムと、気配や注文の入力を一元化し複数の気配・価格の注文入力も可能にするシステムであり、スーパー・モニタージュの中心となるシステムである。その後、ナスダックは、当初構想に修正を加えて一九九九年十二月に発表、引き続き二〇〇〇年三月以降次々と修正リリースを発表し、最終的には二〇〇一年一月に九番目の修正を発表して SEC からルール変更の認可を得た。その間、特に ECN の大幅な反発もあつてコメント募集期間の延長を行うなど、多くの議論を呼んだ。

ナスダックの現行システム

ナスダックは、NASDAQ が管理下に置く店頭ディーラーの気配を集めて表示することを目的として一九七一年に設立された気配表示システムである。現在ナスダックシステムには、マーケット・メーカーと ECN が参加してナスダック銘柄の気配価格を表示しているほか、ナスダック上場銘柄を非市場で取引している UTP 取引所からの気配も表示している。

マーケット・メーカーなどの各参加者は、一銘柄につき一度に売りと買いひとつずつの気配を入力することができる。入力された気配は、マーケット・メーカーであれば自己売買もしくは顧客から入ってきた指値を反映することになり、ECN はシステム内の最良価格の注文を、UTP 取引所はスペシャリストの売買気配を反映している。入力された気配はナスダックのシステムによつて合成され、最も有利な価格の売りと買いの気配が一本ずつスクリーンの上部に NBO として表示される。最良気配以外の気配はナスダックスクリーンの下部に参加者別に表示される。したがつて最良気配一本はスクリーン上ですぐ確認することができるが、それ以外の気配は個

別に探す必要がある。この統合された最良気配はナスダックのスクリーンで表示されるほか、ベンダー経由でブローカー・ディーラーや機関投資家にも配信される。

現行のナスダックは気配表示システムであるため、入力された気配に対する注文入力や執行は、当初は参加者がマーケット・メーカーに電話やファックスで連絡をとつて行つていた。しかしながら、現在では付加的なプラットフォームとして、SOES が小口注文をマーケット・メーカーの最良気配に対して自動執行する機能を備えているほか、SelectNet が指定したマーケット・メーカーに注文を送る注文回送機能を提供している。SelectNet は注文回送のためのシステムであつて執行機能は持たないが、マーケット・メーカーには最低売買単位または気配表示義務株式数までは表示している気配で売買に応じる義務 (Firm Quote Rule) があるため、回送された注文が表示気配に合致すればマーケット・メーカーに執行義務が生じる。

このようにナスダックのシステムは基本的には気配表示システムであつて、表示された気配に対する注文の入力や取引の執行は気配表示とは独立して行われる。また、既に述べたように注文回送や執行機能を備えた SOES と SelectNet の間には接続関係がないので、マーケット・メーカーは意図せずに両方のシステムで同時に取引が執行されてしまう重複執行のリスクを抱えている。

スーパー・モニタージュ⁽³⁾

スーパー・モニタージュでは、新たに NODF (NASDAQ Order Display Facility) や OCF (Order Collector Facility) と呼ばれるシステムが導入される。前者はナスダック内の気配情報を統合表示するシステムである。現行システムの機能を増強して、マーケット・メーカーや ECN などの参加者の気配を統合処理し、より多くの気

配情報を総合して表示できるようになる。後者は、入力された注文を価格・時間優先などのスーパード・モニタージユの優先ルールに従って執行したりマーケット・メーカーなどに回送するシステムである。

現在のシステムでは、ナスダックの統合画面では最良の売りと買いの気配がそれぞれ一本ずつ表示されており、最良気配以下の気配は参加者がスクリーンから自分で個別に探すほかなかった。スーパード・モニタージユでは、NODFによってこれら最良気配以下の気配・価格のうちさらに二本まで（最良気配を含めて合計三本）とその価格に対応する合計数量を画面上部の統合画面部分に表示する予定である。これによって、これまで最良気配しか見ることができなかったナスダック画面に、最良価格から三本の価格と数量の合計が表示され、参加者にとっていわゆる市場の「深さ」に関する情報がより多く提供されることになる。これによって、マーケット・メーカーやトレーダーは現在の市場状況に関するより多くの情報を得ることができ、取引リスクを減らすことができる。と期待されている。このことは間接的にはマーケット・メーカーの提示するスプレッドの縮小にもつながると考えられる。

また、これまでマーケット・メーカーなどのナスダック参加者は一銘柄につき一つしか気配を出せなかったが、スーパード・モニタージユでは複数気配・複数注文の入力を認める。これによって、従来はマーケット・メーカーは顧客が優れた指値を入力した場合、それを自分の気配として表示するなどする必要があったが、スーパード・モニタージユでは自己売買の気配と委託注文の指値とを別々に入力することができるようになる。また、参加者は匿名で気配を入力することも可能となる（ただし、マーケット・メーカーはルールによって非匿名で売り買い両方の気配を出す義務があることは従来通りである）。

このようにして集められ表示された気配に対して、参加者はマーケット・メーカー、ECNやUTP取引所と同じプラットフォームに注文を入れることができる。注文は、注文の回送先を指定しない無指定注文（non-directed order process）と、注文の回送先を指定したプリファレンス注文（preferred order process）とに分けられる。これらは、ECNのフィー込み、あるいは抜きの価格優先・時間優先⁽⁴⁾、もしくは価格優先・サイズ優先などのスーパード・モニタージユの優先ルールに従って一元的に管理される。これ以外に、システムの価格優先などの序列と関係なく指定先に回送される指定注文（directed order process）も用意されている⁽⁵⁾。

この注文入力・処理のシステムによって、マーケット・メーカーはこれまで個別に持っていた板情報の管理機能の多くを中央システムに譲ることになり、ナスダック市場全体のオークション化が進むと考えられる。もちろん、執行のシステムが統合されることによってマーケット・メーカーは、先に述べたような重複執行のリスクを負わずに済む。また、気配情報が厳密に中央処理されて優先順位が決まるので、これまでたびたび生じているといわれた、他で出ている顧客指値より劣った価格で注文が執行されてしまう「トレード・スルー」は設計上発生しにくくなる。

ECNとの競争

一九九七年から施行されたオーダー・ハンドリング・ルールによって、マーケット・メーカーは自らの気配より優れた顧客指値注文を受けた場合、自分で執行するか気配を指値価格に更新するなどの措置をとらない場合には、ECNに回送しなければならぬと定められた。このルールによって、マーケット・メーカーは自らの気配より優れた顧客指値を受けることは大きな負担となるため、そのリスクを避けるためにECNを利用してきかすことができる。

スーパー・モンタージユの導入によって、マーケット・メーカーは自らの気配とは別に顧客指値を表示することができるようになる。つまり、マーケット・メーカーは、たとえ自らの気配より優れた指値注文を受取った場合でも、自らの表示気配とは別に匿名で顧客指値を表示すればよいので、これまでのようにECNに回送する必要がなくなると考えられる。このため、スーパー・モンタージユの導入はオーダー・ハンドリング・ルールを背景に成長してきたECNの競争力を削ぐことにつながりかねない。ECNの多くがスーパー・モンタージユの導入に反対してきたのは、スーパー・モンタージユによって自らの存在意義が低下すると考えているからであると推測できる。

また、スーパー・モンタージユではオーダー・フロー・ペイメントなどのリベートを目当てに、最良価格での執行と関係なく特定の相手に注文を送るプリファレンシングも実質上は依然として可能ではあるものの、基本的にはマーケット・メーカーの気配や顧客指値、ECNに出された指値などあらゆる気配・価格が中央システムで厳密な優先順位をつけて一元管理される。マーケット・メーカーがECNに注文回送するもう一つの理由として、他で出ている顧客指値より劣った価格で注文を執行してしまう「トレード・スルー」を避けるという事情を挙げることができるが、これは執行の場所が分散しているディーラ市場であるために生じていた現象であった。スーパー・モンタージユのように市場全体として価格優先が厳密に実行されるシステムができればナスダック市場そのものがオークション化し、「トレード・スルー」は設計上生じにくくなる。このため、「トレード・スルー」を回避するためのECN利用も減少することが予想できる。

注

- (1) Securities and Exchange Commission Release No. 34-43863, SuperMontage, Jan. 19, 2001.
- (2) シカゴ証券取引所をはじめとして、地方証券取引所の中にはナスダック上場銘柄を非上場取引 (Unlisted Trading) することをSECから認可されている取引所があり、UTP取引所と呼ばれている。
- (3) スーパー・モンタージユの認可前の時点での概要については、富田一成 (二〇〇〇) 「ナスダックの新取引システム」『スーパー・モンタージユ』の概要について「証券」二〇〇〇年一〇月号、に詳しい。その後の変更の主なもの、次の注(4)(5)である。
- (4) 価格優先のうち、ECNのアクセスフィーを表示価格に上乗せして優先順位を決めるモードと、アクセスフィー抜きで決めるモードとがあり、利用者が選択できる。一律にアクセスフィーが上乗せされると、ECNの気配はマーケット・メーカーの気配に比べて不利となるためECNの反対によって選択式が採用された。
- (5) 無指定注文は、通常のオークション市場の注文と同様に、執行相手が誰であるかを問わず、価格優先などの原則に従って執行される。これに対して指定注文は現在のSelectNetと同じで、優先原則に関わらず特定の相手に注文を回送し、相対で取引条件の交渉をする注文の出し方である。新たに設けられたプリファレンス注文はこの中間の注文の出し方で、無指定注文と同じ優先原則に従うが、執行可能になった時点で指定した相手に送られる。

(しみず ようこ・主任研究員)