

ナスダック市場と顧客指値の保護について

清水 葉子

はじめに

アメリカの店頭市場ナスダックが、「スーパー・モニタージュ」と呼ばれる次世代システムの導入を計画しており、導入のための規則変更がSECによって認可された。⁽¹⁾現在のナスダック・システムは、マーケット・メーカーの提示する売買の気配値を表示・伝達するためのシステムを基本として、付加的にSectNetやSOESと呼ばれる注文回送や執行のためのシステムを拡充したものである。このため、基本となる気配表示のシステムと、注文の回送のシステム、執行のシステムがそれぞれ完全には連結しておらず、参加者にとっては使い勝手が悪い面があったとされる。

また、ナスダック・マーケット・メーカーは、一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルール導入以降、自らの気配より優れた価格・数量の顧客指値注文を受け取った場合、これを自己資金で執行したり、自らの気配として開示するなど一定の責任を負うことが義務付けられたが、これは売買スプレッドを収益として業務を行っているマーケット・メーカーにとっては収益の減少につながるため不利である。このため、マーケット・メーカーは自らの気配より優れた指値注文を受けた場合、それをECNに回送することで注文取扱いの責任を合法的に回避するようになった。これは個別のマーケット・メーカーとしては合理的な行動であるが、ナスダック市場全体としてはマーケット・メーカーの取引がECNに流出することにつながるため、ナスダックの危機感は強かった。

これに対し、新しいシステムであるスーパー・モニタージュでは、第一に気配や注文の表示、回送、執行がシステム上で統合される。このため、システム参加者にとって気配表示、注文回送、執行に関わるシステムの使い勝手は大きく向上することが期待できる。第二に、スーパー・モニタージュでは、個々のマーケット・メーカーは、モニタージュ画面上に自らの気配とは別建てで顧客指値を表示することができるようになる。このため、スプレッドの縮小をさけるためにECNに回送せざるを得なかった顧客指値をスーパー・モニタージュの画面上に別建て表示し、自らの気配はそのまま維持することができるので、顧客指値を受けてもスプレッドが縮小することはなくなる。

このような新システムが計画されたことの最大の理由は、ナスダック銘柄の取引がECNのようなオークション型の電子取引システムへ流出したことであると考えられるが、さらにこの取引流出の原因となったのは、ディーラー市場における顧客指値の保護が市場規制上の問題として取り上げられるようになった結果、マーケット・メーカーの気配より顧客指値を優先するような規制が導入されたことにある。本稿では、ディーラー市場における顧客指値の保護について考察したい。

ナスダック市場のシステム

現在のナスダック・システムは、一九七一年に稼動した店頭市場の気配表示システムが基本となっている。周知のように、アメリカでは一九六〇年代から店頭市場での取引が拡大したが、店頭市場には公正な取引のための規制が十分整備されていなかった。店頭市場でディーラーが相対で顧客との取引を行う場合、価格などに関する情報が不十分であると、不利な価格での執行や詐欺的な行為などの不正が横行するおそれがある。これを危惧し

たSECが店頭市場の相場報道の改善を勧告したことを受けて、個別の店頭市場ディーラーの気配を統合表示するためのシステムが設計された。これがナスダック・システムの原型である。

ナスダック市場では、自己資本規制などの一定の資格を満たした店頭市場ディーラーのみが登録マーケット・メーカーとして気配入力を許される。登録マーケット・メーカーは、マーケット・メイクする銘柄について、継続的に売り買いの両方の確定気配を提示する義務を持つ。すなわち、提示した気配に基づいて取引を行った場合には、すみやかに気配の更新を行って常に売り買い両方の気配を提示し続けなければならないことに加えて(継続的な気配の提示)、提示している気配に対して注文を受けた時には、最小売買単位までは必ずその注文に応じなければならない(確定気配義務)。マーケット・メーカーは、自己資金で顧客との相対取引を行って、売りと買いの価格の差額(スプレッド)を自らの収益としている。

このように、ナスダック市場とそのシステムは、クオート・ドリブンのディーラー市場としての機能に基礎をおいている。ディーラー市場では、顧客からの成行注文がマーケット・メーカーの提示する気配に対して執行されることよって取引が成立するよう設計されているのであるから、原理的には顧客指値の取扱いが問題となることは想定されていないと考えられる。

ところが、近年のオンライン取引の活発化などの要因によって、指値注文を出す個人投資家が増加し、アメリカの証券市場全体として指値注文の割合が高まっている。SECによると、指値注文の割合は、ニューヨーク証券取引所の全システム注文の三分の二を占めているが、ナスダック市場においても同じく全注文の三分の二を占めているとされ、ディーラー市場であるナスダック市場にもオークション市場と同程度の指値注文が出されていることが指摘されている。こうした市場環境の変化を受けて、ナスダック市場でも顧客の指値注文の取扱いが問

題となり始めたと考えられるのである。

指値注文の取り扱い問題

SECが一九九四年に発表したアメリカ証券市場に関するサーベイ「マーケット二〇〇〇」⁽³⁾では、ナスダック市場の顧客の指値注文の取り扱いに関する透明性の低さが指摘されている。とりわけ、ナスダック市場には顧客注文をディーラーの自己注文より優先させるための規制が不十分であることが指摘された。

「マーケット二〇〇〇」が発表された当時のナスダック市場では、マーケット・メーカーが顧客の指値注文を受け取っても即座に執行せず、マーケット・メーカーの気配が変化してその顧客指値と一致するまで放置されることがしばしばあった。そのうえ、指値注文を受けたマーケット・メーカーが、顧客の指値注文を執行するより先にその指値より有利な価格で自己勘定で売買するということも行われた。SECは、「マーケット二〇〇〇」の中で、こうした慣行は、顧客の指値注文の保護という観点から好ましくないだけでなく、顧客の犠牲の上にディーラーが利益を得る慣行であるとして批判している。

もともと、店頭市場は流動性の低い店頭銘柄の取引を、ディーラーの自己売買によって実現してきた市場である。このため、店頭市場はディーラー（マーケット・メーカー）の積極的な売買関与によって維持されており、マーケット・メーカーの自己売買が顧客の指値注文に優先される慣行はやむをえないこととして認識されてきた面があったと考えられる。しかしながら、「マーケット二〇〇〇」が発表された頃には、すでにナスダック市場が取引所市場と遜色のない水準まで成長しており、銘柄によっては十分な流動性も確保されているのであるから、顧客注文の保護をおろそかにしてまでマーケット・メーカーの活動を優先することは容認できないという考えが

示されたと言えるだろう。

さらに、「マーケット二〇〇〇」発表直後の一九九四年五月、ナスダックのマーケット・メーカーがスプレッドを広く維持するために談合を行っている可能性⁽⁴⁾があることを指摘する論文が発表された。「ナスダックのマーケット・メーカーはなぜ奇数の呼び値を避けるのか？」と題されたこの論文では、マーケット・メーカーが共謀して呼び値の刻みを人為的に広くとり、売買スプレッドを拡大することで不当な収益を得ている可能性が指摘された。マーケット・メーカーの談合体質は、この論文の指摘を受けて大きな社会問題となり、司法省による調査も開始された⁽⁵⁾。一連の調査の中で、先述したような顧客注文の取扱いに関するマーケット・メーカーの不透明な慣行も改めて明らかとなった。

オーダー・ハンドリング・ルールの導入

SECはこうした事態を受けて一九九五年から取引所スペシャリストも含めた市場ディーラーの注文取扱いに関するルールの検討を開始し、一九九七年一月からいわゆるオーダー・ハンドリング・ルールを施行した。

オーダー・ハンドリング・ルールは表示ルール (Display Rule) と気配ルール (Quote Rule) からなっている。第一の表示ルール (規則 IIAC14) では、マーケット・メーカーが自分の出している気配より価格・数量いずれかの面で優れた顧客指値を受けた場合、次のいずれかの方法でそれを公衆気配に反映させることを義務付けた。すなわち、マーケット・メーカーは価格・数量で優れた顧客指値を受け取った場合、①自らが指値の価格で執行する、②自らの気配をその指値の条件に更新する、③他のマーケット・メーカーに回送する、④公衆気配を表示できるECNに回送する、のいずれかの措置をとらなくてはならないと定めた。第二の気配ルール (規則 IIAC1-

〔7〕では、マーケット・メーカーが私的な取引システムに公衆気配より優れた気配を出すことを禁じた。

これら二つのルールによって、マーケット・メーカーは気配より優れた指値注文を受けた場合に、以前のように執行せずに放置することも、また自己売買で先回りして取引を行ったりすることも禁じられることとなった。

このルールは、自己資金を投入せずにオークション方式でナスダック銘柄の取引の場を提供するECNに対して、全く逆の二つの影響を及ぼした。ひとつは、ECNにおけるマーケット・メーカーの自己売買の減少である。すなわち、これまでナスダック市場で顧客指値の保護規制が緩やかなのをよいことに共謀してスプレッドを広くとる一方、ECNで有利に自己ポジションを処分してきたマーケット・メーカーの行動がオーダー・ハンドリング・ルールで封じられたため、ECNにおけるマーケット・メーカーの取引は大きく減じた。もうひとつは、これとは逆に、顧客指値保護の強化をうけてマーケット・メーカーが受けとった指値注文を規制回避の目的でECNへ回送することが増大した。というのは、マーケット・メーカーは自らの気配よりも優れた顧客指値を受け取った場合に、自分で執行したり気配を更新したりすると収益を減じることになって不利である。このため、ナスダックシステムに接続していて公衆気配の表示が可能なECNに注文を回送することで、オーダー・ハンドリング・ルールに違反することなく指値注文の取扱い責任から逃れることができるからである。

このように、オーダー・ハンドリング・ルールの導入は、ディーラー市場であるナスダック市場に顧客指値の保護を義務付けることによって、ディーラー市場から、オークション市場であるECNへの取引の流れの中身を大きく変える帰結となったと考えられるのである。

ディーラー市場の設計と顧客指値保護

しかし、店頭市場で顧客の指値注文の保護が不十分であったのは、先に見たようにディーラー市場の原理からすればやむを得ない面がある。というのは、店頭市場は、もともと独立して売り買いの気配を表示するディーラーに対して、顧客が相対で売買注文を出して取引を執行する仕組みとなっている。ナスダック・システムは、このディーラーの気配値の検索を効率化するために、登録マーケット・メーカーの気配を統合画面に表示したものにすぎない。

したがって、ある銘柄の気配を表示している複数のマーケット・メーカーの中から、最良気配を提示しているものを探索して注文を入れるのは基本的に投資家の責任であって、ディーラーには劣後執行の責任は「原理的には」生じないと考えることもできる。このため、顧客注文を劣後執行から保護したり、指値の取り扱いを厳格に定めたりする規則は、オークション市場にくらべて緩いものであったのはやむを得ないと考えられる。

たとえば、ある銘柄について五十ドルの買い気配と五二ドルの売り気配を提示しているマーケット・メーカーに対して、五二ドルの買い指値注文が入力されたとしても、そのマーケット・メーカーが売りに応じる最低価格は五二ドルなのであるから、第一義的にはこの顧客注文に応じる必要はない。しかしながら、オークション市場的な指値注文の保護という理念の下では、このマーケット・メーカーは自らの五十ドルの買い気配より優れた五二ドルの買い指値注文を受け取ったのであるから、少なくともこの指値を開示してより有利に証券を売りたいと思っている市場参加者に提供しなければならないことになると考えられる。

ディーラー市場とオークション市場

このように、ディーラー市場はマーケット・メーカーによる相対市場が寄り集まった構造となっているのであるから、基本的にはマーケット・メーカーひとつひとつが独立した市場を形成している。店頭市場の流動性を維持するのは、それぞれのマーケット・メーカーが提示する気配値であり、気配値に対して出された注文にマーケット・メーカーが自己資金で売買に応じることで市場が成立している。また、一銘柄に複数のディーラーがマーケット・メーカーとして登録し、競争的に気配を提示することによって市場の競争環境が保たれている。

したがって、ディーラー市場では、異なるマーケット・メーカー間で価格優先や時間優先などの顧客注文の保護が保証されていることは「原理的には」なく、顧客側が少しでも有利な気配を提示しているマーケット・メーカーに対して注文を出すことで市場の競争的な価格付けが機能する。とはいうものの、ディーラー市場で全く顧客注文の保護を行わないわけにはいかないので、マーケット・メーカーには市場における最良気配での執行、もしくは最良気配を提示しているマーケット・メーカーへの注文回送が義務づけられるなど、ディーラー市場でも一定程度の顧客注文の保護が機能している。これはディーラー市場の基本設計にオークション市場的な修正が加えられていると考えてよいだろう。

これに対して、オークション市場はディーラー市場とは基本設計が大きく異なっている。オークション市場の流動性は、顧客の指値注文によって支えられており、基本的にはディーラーが取引に関与することはない。オークション市場は、それ自体が統合された市場であるので、一つのオークション市場内では厳密な価格・時間優先の原則のもとで付け合わせが行われる。とはいえ、オークション市場でも取引の継続に困難が生じるような事態の下ではディーラーによる関与が定められており、取引所スペシャリストは自己資金によってディーラーとして売買に関与することで取引の円滑な執行に寄与することが義務付けられている。これは前述のデイトラスト市場とは逆に、オークション市場にディーラー市場的な修正が加えられていると考えられるだろう。

注

- (1) 清水葉子「ナスダックのスーパーモニターシュ構想」『証研レポート』第一五九一号、二〇〇一年二月。
- (2) Securities and Exchange Commission, "Report Concerning Display of Customer Limit Orders" May 4, 2000.
- (3) Securities and Exchange Commission, "Market 2000" January 1994. ["トレーダー二〇〇〇"]報告書(2000) ["証券"]一九九四年四月。
- (4) William G. Christie and Paul H. Schultz, "Why do NASDAQ Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?", 49 Journal of Finance, 1994.
- (5) この問題に関する司法省の調査やその後の経緯については村田淑子「米国証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止(一)」、「(二)」、『京都学園法学』一九九七年第三号、一九九八年第二号、の(一)(二)に詳しい。

(しみず ようじこ・主任研究員)