

# NYSEの特別委員会報告書より

三木 まり

## 1 はじめに

米国ではECNと呼ばれる電子取引ネットワークが台頭し、Nasdaq銘柄の売買高の約三割を獲得するなど、株式市場間の競争が活発化している。こうした中で市場の分裂に関する議論が再び生じてきた。つまり、複数の市場において取引が行われることで、株式市場全体の効率性や公正さが損なわれるのではないかという議論の台頭である。二〇〇〇年二月にSECは市場の分裂への対応策として六つの選択肢を提示した<sup>1)</sup>。また、分裂への対応策について議会公聴会が開かれ、証券会社首脳を含む関係者による証言が行われた。

その一方で、二〇〇〇年四月六日に、NYSEの市場構造、ガバナンス、及び所有権に関するNYSE特別委員会による報告書がNYSEによって公表された。この報告書は、一九九九年一〇月に最近の証券市場を巡る急速な変化に対応するために中立的な意見を求めるという目的で、NYSEが諮問した内容に対する回答を取りまとめたものである。その中でNYSEは市場間取引システム(ITS)の廃止を含む改革案を提案した。そこで、以下では、この報告書の内容を要約することによって、ECNなど新しい取引システムの台頭やSECの市場統合策が提案される中で、NYSEはどのような方向性を見出そうとしているのか検討したい。

## 2 特別委員会

特別委員会は、フォード・モーターの元CEOであるアレックス・トロットマン氏と年金基金TIAA/CREFの元会長のクリフトン・ウォートン氏が共同議長を務め、合計二名のNYSE公益理事で構成された。またこの報告書は、一九九九年一〇月にNYSEが諮問した内容に対して、委員会が投資家、個人会員、会員組織、上場企業、業界専門家からの回答をふまえて取りまとめたものである。

報告書が取り上げる問題は主に以下の七つである。

- どのような市場構造が投資家に最も有益であるか。
- NYSEにとつて、真の競争上の脅威となるものは何か。
- エージェンシー・オークション取引モデルは、維持されるべきか、維持することができるか。
- NYSEのスペシャリストやフロアブローカーの役割は何か。
- NYSE上場銘柄に対して、NYSEはCLOB（Central Limit Order Book、統合指値注文板）の導入を支持すべきか。
- NYSEは会員による注文回送の店内化を促進するべきか。
- NMSは、市場の分裂を改善するのにどのような役割を果たせるのか。

## 3 NYSEの六つの原則

特別委員会は主に、上場企業及び、上場企業の所有者である投資家、さらに公衆一般の観点から市場構造問題を考慮している。その際のNYSEの基本原則は、以下の六つにあるとされた。

- (1) 最良執行原則 執行の質は、投資家の観点から判断されるべきであり、証券業界の仲介者からのものであってはならない。また、執行の質の要素としては、執行の価格、価格改善の機会、執行のマーケット・インパクト(この要素は、流動性の深さや匿名性の問題を含む)、執行の確実性、執行コストがある。最良執行原則を満たせるよう、NYSEは最新の技術を配備するべきである。また、最良執行が実現できるような規制の改正を、NYSEは支持するべきである。
- (2) 公平性の原則 投資家の信頼は証券市場の運営上、不可欠である。公平性は最良執行のように仲介者ではなく、投資家の観点から判断されなければならない。公平性は大口、小口を含めた全ての投資家に対して、強固な規制構造による保護や適切なアクセスを持つ市場構造を意味している。それはまた、ディーラーの取引への参加を最小限に抑えることを意味している。
- (3) 安定性の原則 ボラティリティの高い期間にも、継続的で秩序ある市場を提供する能力を、NYSEは確実に保持、或いは、強化していかなければならない。<sup>(2)</sup>
- (4) 流動性の原則 流動性は流動性を引き寄せる。NYSEは、執行ポイントまで最大の流動性を引きつける能力を強化するような市場構造提案を、採用すべきである。
- (5) 効率性の原則 NYSEは、執行コストを低下させたり、或いは、執行にかかる時間を減少することができ市場構造提案を支持すべきである。
- (6) 信頼性の原則 NYSEは、取引高が急増する時にも十分対処できる市場構造を保証しなければならない。

#### 4 市場構造についての提案 (Market-Structure Recommendation)

つづいて報告書は、上述した市場構造問題の評価をベースとして、以下の提案を行っている。

- NYSEは、顧客のニーズを満たすような (a) 電子的な注文執行と (b) 市場情報の電子的伝達のシステム開発と導入を継続すべきである。これらのシステムは、NYSEトレーディング・フロアのクラウドの流動性を強化するよう設計されなければならない。

- NYSEは、現在の市場構造の優れた点は維持すべきである。すなわち、(a) 最良価格発見のために、大口、小口顧客の統合されたエージェンシー・オークションや、(b) 公平かつ秩序ある取引に対するスペシャリス<sup>3)</sup>トの肯定的また否定的義務の維持などである。

- NYSEは、LOBの導入を支持しない。(a) 提案されたLOBプラットフォームは、個人・機関投資家のニーズに見合っていない。(b) CLOB提案は、流動性を増加させるより、むしろそれを減少させるだろう。(c) CLOBは、市場間競争や革新を破壊するかもしれない。

- NYSEは、できるだけ早くマルチ・プラットフォーム構想を実行するべきである。(a) マルチ・プラットフォーム構想は、執行の幅を投資家に与え、流動性を増すことによって投資家のニーズを満たす。また、(b) マルチ・プラットフォーム構想は、激しい市場間競争を損なうことがなく、CLOBに存在するデメリットをもたない。

- NYSEは、顧客の注文の店内化 (証券会社が顧客の委託注文に自己で向かう行為) を促進しない。そこでは、価格改善の機会が奪われているからである。

- NYSEは、一九七五年証券法改正やEITS以降、技術的な発達の中で市場間の注文回送リンケージの除去

を要求すべきである。

・ NYSEは、注文執行や市場構造問題について、投資家のためのコミュニケーション・プランを進めるべきである。

上記の提言に加えて、特別委員会は、「NYSEがこれまで行ってきた、技術上の、また、インターネット・ベースの進歩を統合することによって、フロアベースのエンジニア・オークション・モデルを継続すべきだ」と述べている。NYSEのフロアベースのオークションは、人的介入によって行われている。しかし、これらは進んだ技術によってサポートされている。例えば、Display Book（電子指値注文ブック、スペシャリストが受け取った指値、成り行き注文を表示する、またEISの取引の約定）、Broker Booth Support System（会員企業にフロア・オークションへの注文の流れを管理し、回送することを認めるコンピューターワークステーション）、e-Broker（ブローカー・ブース・サポート・システムやアップステアズ取引デスクと連結したワイヤレスの携帯コンピューターシステム）、Virtual NYSe（インターネットで投資家がリアルタイムで三次元の立会場にいるのと同じようにスペシャリストの管理する注文板上の様々な情報を見ることが出来る）、Display technology（フロアのあちこちにより進化したフラットパネルによってマーケット・データを提示）、Wireless communications（フロア上でワイヤレスボイスとデータの伝達）によってNYSEの基本構造は支えられているのである。

ECNは、NYSEにとって最も頻繁に指摘されるNYSEの競争上の脅威である。しかし、特に大口注文の執行コスト、執行率の点においてNYSEは優位性を保っている。それは、フロアブローカーが提供できる人的介入から引き出される利潤のためである。すなわち、その優位性は、情報の優位性、タイミングについての判断や注文公開の方法、そしてクラウドで発生する交渉からであるといえるだろう。

(1) CLOB (統合指値注文板)

次に、特別委員会は、市場全体の指値注文を単一の板に集中して時間・価格優先の原則のもとに注文を付け合せていくCLOBについて検討を加えている。そして、以下の理由からCLOBの導入に反対している。

第一に、CLOBはクラウドの中で発生する価格発見機能を排除し、その自動執行機能がゆえに大口注文に適さず、市場を大口と小口注文に分断するだろうという。要するに、CLOBの透明性は、それ自身、市場における実質的な透明性を低下させるというのである。第二に、CLOBの支持者は自分たちのビジネスモデルに有利であるため支持している可能性が高い点である。大手証券会社のCLOB擁護者の場合、CLOBの価格データを用いて、CLOB外で大口注文を処理する可能性がある。第三に、CLOBはボラティリティの高いときや需給の不均衡に対するスペシャリストの義務やその役割を無視している。また、CLOBは低流動性銘柄のスプレッドを拡大させる可能性がある。第四に、公的政策の観点から、CLOBは市場間競争の促進に反する。要するに、CLOBは、NYSE、地方取引所、NasdaqやECNを均質化し、単純な注文の導管になる可能性が高い。投資家の選択の欠如において、注文執行技術における革新のインセンティブや機会が事実上損なわれる。第五に、CLOBは、各市場の取引規制体制をベースにした活発な競争を除去するものと考えられている。第六に、CLOBは、米国経済において最も重要な財産である証券市場に、受け入れがたいリスクをもたらす。このことは“the Do No Harm Principle” (害になるものは行わないという原則) にそむくものである。

(2) ネットワークNYSE

次に、NYSEが取り組んでいる「ネットワークNYSE」について特別委員会は触れている。NYSEは

様々な投資家の願望に応えるため、Institutional XpressやNYSE Direct+など導入してきたが、委員会はこれを高く評価している。

- ・ Institutional Xpress ( Xpress Information, Xpress Orders, Xpress Routing ) とは、機関投資家とNYSEのトレーディング・フロアを直接、電子的にリンクするもので、二〇〇〇年六月より開始されている。会員企業や機関投資家の都合に合わせて改造可能な電子形式で情報を提供している。データはEITSの表示、寄付きや引けの不均衡や取引停止、取引遅延情報を含む。Xpress Ordersは、機関投資家の二万五〇〇〇株以上の気配が少なくとも三〇秒間表示されたとき、他の市場参加者によって注文が分割されることなくSuperDotを通じて注文が回送される新しい注文形式である。Xpress Routingは、会員企業への前もつての入金と注文サービスの枠内ならば匿名でSuperDotを通じて注文を提示するシステムである。
- ・ NYSE Direct+においては、顧客は、インターネット・ベースの二〇〇株未満の注文を自動的に執行することができる。NYSE Direct+によって、顧客は、オークション市場における価格改善の機会が自動執行によるスピードと確実性かを選択することができる。

### (3) 店内化

NYSEは、店内化について、市場全体の透明性の低下や価格発見機能を低下させる要因として強く反対しており、店内化する際、ブローカー・ディーラーはNYSEの価格メカニズムにフリー・ライドしているとも指摘している。特別委員会は、最良執行、公平性、流動性の原則によって、店内化やペイメント・フォー・オーダー・フロー、プレファレンシングといった取引慣行に対する制限をSECに強く要求している。

#### (4) 市場間リンケージ

一九七五年の証券法改正以来、議会は市場間の競争を促進し、市場間の分断によって生じる潜在的な不利益を相殺するために、市場間の連結を促進してきた。しかし、特別委員会は、ITSについて、システム自体が古くスピードが遅いという点で、その存在を否定する見解を述べている。一九七五年以降状況は変化したのであり、情報通信技術の発達に鑑みれば、市場間注文回送システムがなくても、ブローカー・ディーラーは、注文ベースで最良執行を実現し受託者責任を果たすことができる。むしろ、今日ブローカー・ディーラー自身の発達した電子システムは、顧客注文が世界中の株式市場で執行されるようなグローバルなオペレーションになっている。もし、ITSを存続させるのであれば、ITSの公平性やITS参加者間における競争条件の平等を維持するために、ITS参加者は、自主規制機関（証券取引所や証券業協会）に限り、ECNは排除すべきである。

#### (5) 投資家教育

特別委員会は、一般にリテールの投資家は、その注文の執行方法を理解していないと指摘する。この知識の欠如が、投資家によるブローカー・ディーラーの非効率なモニタリングに繋がっているという。そして、投資家が執行の質を理解したり、ブローカーを注意深く監視するために、NYSEが注文執行や市場構造問題で投資家を教育するためのコミュニケーション・プランを進めることが提案されている。特別委員会が提案する市場構造は、投資家が自分の注文がどのように執行されるかについて、最終決定を行うことのできる柔軟な市場構造である。

## 5 おわりに

報告書の結論をまとめれば、資本市場構造については、上場企業やそれらの投資家、一般の投資家を代表して、公平で安定した最大の流動性を誘引し（最大の流動性は信頼できる価格発見機能をもたらす）、ディーラーの干渉なしに大口・小口注文が最適にマッチングする効率的な市場を要求するものである。特別委員会の市場構造に関する報告書は、このような市場構造を提供するというNYSEの目的と、技術革新のペースが市場構造の継続的な再評価を必要とすることを認識するために提出された。

そして、現在のNYSEのスペシャリスト、フロア・ブローカーといった人手を介した取引システムを基本的に維持し、CLOB構想には反対であること、「ネットワークNYSE」を高く評価する一方で、会員が店内化した注文をNYSEで執行する仕組みの導入に対しては否定的であること、ITSを廃止すべきであることを報告書は提案している。

以上のような報告書の内容は、SECがコンセプト・リリースで示した六つの選択肢や上院銀行委員会での議論に対する、NYSEとしての見解表明としてみるができるだろう。NYSEは、確かにネットワークNYSEによって取引システムの革新に着手してはいるが、いささか保守的な見解をとっていることは否めない。

今日、九つのECNが、Nasdaqで報告されている取引高の三分の一以上を占めているという。ECNはNYSE上場銘柄の注文についても、同様のシェアを占める可能性がある。だがこれをNYSEにとって健全な競争としてみる者もいれば、市場の分裂は、現在の流動性の深さを減少させ、それによって、株式市場の基盤を侵食すると恐れている者もいる。つまり、新しい市場連結の形態や新しい取引メカニズムは、この潜在的な分裂を示唆していると考える者もいる。

しかし、現在までのところ、ECNの脅威はNYSE銘柄にまで問題にされるほどには及んでいない。これは、エージェンシー・オークション制を採用するNYSEと、マーケット・メーカー制を採用するNasdaqとの取引メカニズムの違いであるかもしれない。また、NYSEに限ってみれば、既に多くの注文を取り込んでいる取引システムは、新たな取引システムより有利であることを示しているかもしれない。これはまさに、「ネットワークの外部性」からの恩恵であり、注文の流れが現在向かっているのは既存のシステムであるという理由からである。実際、新システムが、既存システムより自動化されており、かつ低コストであっても、最初に利用されていた既存システムのネットワークの外部性が直ちに低下することはないのである。

注

- (1) SECのコンセプト・リリースが提示した六つの選択肢とは、(1) 取引の執行と注文回送に関する情報の強化、(2) 注文の店內化とペイメント・フォー・オーダー・フローの制限、(3) 成り行き注文に関する価格向上機会の付与、(4) マーケット・メーカーによるフロントランニングに対する規制の強化、(5) 最良価格を向上させる指値注文や気配に対する市場間時間優先原則の導入、(6) 表示された全ての指値注文と気配等に対する価格・時間優先の原則の確立、である。
- (2) ここでいう「秩序ある市場」とは、規則性や取引行為に対する信頼があつて価格の連続性が保たれ、市場に深さがあつて過大あるいは不合理な価格変化が生じない状態を意味する。
- (3) スペシャリストは、公正かつ秩序ある市場を維持するために、価格の連続性が失われそうなとき、あるいは、需給の乖離が大きくなりそうなときに必要に応じて自己勘定で売買する義務が課されている。例えば、割当てられた銘柄に

ついて買注文がない場合には自己勘定でそれに見合う買注文を、売注文がない場合には自己勘定で売注文を市場に建て、肯定的 (affirmative) 義務とそれに反するような売買をしてはいけない否定的 (negative) 義務を課せられている。

(みき まり・研究員)