

# ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化

～NYSEダイレクト十の改訂拡張案～

吉川 真裕

二〇〇四年二月五日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト十の拡充を決定した。具体的には一〇九九株という注文数量制限の撤廃、三〇秒という連続注文制限の撤廃、成行注文の導入がその中身であったが、この時点での決定は米国証券取引委員会（SEC）のスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられた。そして、二月二四日にはSECがアメリカの株式市場を特徴付けてきた全米市場システム（NMS）の改革を目指した規則改革案を提案した。レギュレーションNMSと名付けられたこの提案には全米最良気配（NBBO）での注文執行を義務付けたトレード・スルー禁止条項を部分的に緩和することが盛り込まれており、これが成立すれば八割以上をNYSEで行なっている上場株式の取引が流出することが予想された。NYSEはこの提案を見越してNYSEダイレクト十の拡張案を申請したわけであるが、この拡張案がトレード・スルー禁止条項の部分的緩和に代替すると見る向きは少なく、八月二日にNYSEはNYSEダイレクト十の更なる拡張案をSECに提出した。

本稿ではNYSEダイレクト十拡張案の背景を振り返った後、八月二日の改訂拡張案を紹介し、レギュレーションNMSの導入も含めて今後のアメリカの株式市場改革の行方を考察する。

# 1 NYSEダイレクト十拡張案の背景

## (1) 小口注文自動執行機能の導入

一九九九年九月、レビットSEC委員長(当時)はコロンビア大学法律大学院で講演を行ない、米国証券市場を取り巻く大きな転換についてSECの方針を示した。この講演の中でレビット委員長は競争の激化がもたらす市場の分裂というデメリットを考慮し、市場間のリンクをこれまで以上に強化する必要性を明らかにし、二〇年前の技術水準に基づいたNMSを改良していく方向性を明確にした。しかも一例と断ってはいながらも各市場の指値注文板を電子的にリンクさせる仮想指値注文板というアイデアを紹介したことは後の市場間リンクの方法に少なからず影響を与えるものと考えられた。さらに、株式会社化を検討しているNYSEがルール三九〇で会員に市場集中義務を課しているのはおかしいと述べて規則の撤廃を求めた。<sup>(1)</sup>

これを受けて、同年一二月にはレビット委員長の講演以来、風当たりの強くなっていたNYSEのルール三九〇の撤廃がNYSE理事会で決定された。ルール三九〇に関してはレビット委員長の講演直後にグラッソNYSE会長兼最高経営責任者(CEO)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行なうことが明らかになり、投票が行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、小口注文に対する自動執行の併用を含めた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得策だという判断が働いたものと考えられる。<sup>(2)</sup> 一方で、NYSEはECNを接続するために現行の市場間取引システム(ITS)を改善する計画案を承認する一方、ブローカーによる注文の内部付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。

二〇〇〇年二月、SECはNYSEが提出した規則改正に関するリリースを公表し、ルール三九〇の撤廃に対するコメントを求めた。このリリースには株式市場統合策に関するリリースも盛り込まれており、SECは議論のたたき台として六つの株式市場統合案を提示し、これに対するコメントや代替案も広く求めた。このリリースの公表によって株式市場統合策に関する議論はSECの指針表明という段階から市場関係者との対話という段階へと進み、なんらかの決定がSECによって下される可能性が高まり、以前にも増して議論が活発化した<sup>(3)</sup>。

同年五月にはレビット委員長の提案によって市場関係者を集めた指値注文板の透明性に関する円卓会議がワシントンDCのSEC本部で開催され、SECによる顧客の指値注文の開示に関する特別研究が報告され、顧客注文開示ルールの運用がいかに不十分であるかが示された。翌日、SECはNYSEによるルール三九〇の撤廃に関する決定を、市場統合策を盛り込むことなく、承認した。この提案に対しては一二件のコメントが寄せられていたが、新たな市場統合策と合わせて実施すべきという条件を付けたコメントは四件あったものの、反対意見はなく、市場統合策を盛り込まずに即座に結論が出された。そして、同年七月には市場統合策に関するリリースへのコメントが検討され、六月にすでに決定されていた二〇〇一年の呼値の一セント刻みへの転換も控えていることから、とりあえずは注文執行状況に関する取引市場の月間レポートと注文回送業者の四半期レポートを公表する規則変更案がSECによって公表され、再度コメントが求められた（最終決定は同年一二月）。

こうした経過を経て、二〇〇〇年一二月から二〇〇一年四月にかけて段階的に導入されたのがNYSEダイレクト十であり、一〇九九株以下の小口指値注文を自動執行するというものであったが、注文入力間隔は最低三〇秒とされており、しかもトレード・スルー禁止規則に従ってスペシャリストによってしばしば中断させられるという事態も生じていた。

## (2) NYSEダイレクト十拡張案

二〇〇一年末以降、アメリカではエンロン、ワールドコムをはじめとする企業会計スキャンダルの発覚が相次ぎ、NYSEも上場企業に対するガバナンスの強化を推進した。ところが、二〇〇三年三月に証券業界関係者以外を対象としたNYSEの公益理事候補にシティグループのワイル会長が推薦されたことから、上場企業のガバナンスを強化したNYSEのガバナンスが問題視されることになった。さらに、五月にはウォール・ストリート・ジャーナル紙でグラッソ会長の二〇〇二年の報酬が一〇〇万ドルを越え、退職金・年金の総額が一億ドル近いという報道が行なわれ、NYSEのガバナンスに対する批判が一層高まった。

二〇〇三年八月、NYSEがグラッソ会長の報酬と退職金・年金額を公表し、それぞれ二四〇万ドルと一億三九五〇万ドル（後に公表され、辞退された四八〇〇万ドルを含まず）であることが明らかとなり、こうした巨額の報酬を決定した人事・報酬委員会の責任問題が浮上するとともに、カリフォルニア州の財務長官や四大公的年金の代表がグラッソ会長の辞任を要求した。辞任を拒否していたグラッソ会長が九月一七日に辞任を承認し、これを受けて九月二一日に元シティグループ会長のジョン・リード氏がNYSEの暫定会長兼CEOに決定した。

他方、二〇〇三年四月にはフリート・ボストン系列のスペシャリストによるゼネラル・エレクトリック株の取引をめぐってアメリカン・センチュリーのトレーダーにグラッソ会長が謝罪したことが報じられ、スペシャリストの不正取引疑惑が高まった。七月にはNYSEのスペシャリストのラブラン社がNYSEの内部調査に対して従業員のeメールの提出を拒んでいることが報道され、NYSEの監督能力に対する疑問も生じることになった。そして、一〇月にNYSEは二〇〇二年から実施してきた調査結果に基づいて大手スペシャリスト五社が顧客取引に不当に介入したとして罰金を含む制裁措置の実施を決定した。さらに、一一月にはウォール・ストリー

ト・ジャーナル紙がSECの機密調査報告書を暴露し、過去三年間に二二億株がNYSEのスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害は一億五〇〇万ドルに達すると報じられた。<sup>(4)</sup> また、一二月にはカリフォルニア州公務員退職基金（カルパス）がNYSEとスペシャリスト七社に対して民事訴訟を提訴した。

こうした中で、投信業界二位のヴァンガード・グループの創設者であり、インターネットの取締役でもあるジョン・ボーグル氏は、グラツソ会長の巨額の報酬はスペシャリストの利益を守ったことから生じているとしてスペシャリスト制度の改革を要請し、投信最大手のフィデリティもスペシャリストの介在しない電子取引の導入を望み、次善策としてはスペシャリストの仲介を削減する方向でNYSEが取引システム改革を進めることを要望した。

NYSEはリード会長の下で機構改革をSECに申請し、一二月一七日に認可された。この改革では会長とCEOを除く理事会のメンバーを証券業界や上場企業以外から選出し、関係者はアドバイザー・ボードに着くことになるというのが眼目であった。そして、翌一八日にはCEOにゴールドマン・サックスのジョン・セイン社長兼最高業務責任者が一月一五日に就任することが発表された。セイン氏はNYSEの完全電子化には反対であり、スペシャリストと電子取引のハイブリッド化を提唱していたことが抜擢の背景にあったものと見られている。

セインCEOの就任から三週間足らずの二〇〇四年二月五日、NYSEの理事会は注文自動執行システム、NYSEダイレクト+の拡充を決定した。具体的には一〇九九株という注文数量制限の撤廃、三〇秒という連続注文制限の撤廃、成行注文の導入がその中身であったが、スペシャリストの介在するフロアでの取引には何も変更は盛り込まれず、抜本的な取引制度改革とは呼べないものであった。そして、この時点での決定はSECのスタッフが準備していると伝えられた株式市場構造改革案を牽制することが狙いであるとも報じられた。

二〇〇四年二月二四日、SECのコミッションナー会議でレギュレーションNMSと名付けられた規則変更案が四人の委員全員の一致で可決された。この規則変更案は四つの異なる規則変更案からなるが、アメリカの株式市場を特徴付けてきたNMSの改革を総合的に目指すという意味で今回まとめて提案された。<sup>5)</sup>この提案にはNBBOでの注文執行を義務付けたトレード・スルー禁止条項を部分的に緩和することが盛り込まれており、これが成立すれば八割以上をNYSEで行なっている上場株式の取引が流出することが予想された。NYSEはこの提案を見越してNYSEダイレクト十の拡張案を申請したわけであるが、この拡張案がトレード・スルー禁止条項の部分的緩和に代替すると見る向きはほとんどなかった。その後、レギュレーションNMSの中でトレード・スルー禁止条項適用除外とされる「自動執行機能を持つファースト・マーケットによる自動執行機能を持たないスロ―マーケットのトレード・スルー」については賛否が分かれ、スペシャリストが中断することのできるNYSEダイレクト十がファースト・マーケットと言えるかどうかとも問題とされ、SECはNYSEのNYSEダイレクト十拡張案に承認を与えていない。SECはより抜本的なNYSEの改革を望んでおり、レギュレーションNMS導入をめぐる議論の間にNYSE自らが新たな改革案を打ち出すことを待っていたようである。

二〇〇四年二月に申請されたNYSEダイレクト十拡張案は小口注文自動執行システムとしてのNYSEダイレクト十を文字通り拡張するにとどまり、NYSEのフロアでの取引は従来とほとんど変わらない。NYSEダイレクト十とNYSEのフロア取引の間のインターラクシオンは最良気配にある注文に限られ、小口の取引しかできないことは明らかだからである。そこで、NYSEは機関投資家の要望に答えるべくNYSEダイレクト十の更なる拡張を検討し、スペシャリストの注文板とNYSEダイレクト十のインターラクシオンを高める改訂拡張案を八月二日にSECに提出した。

## 2 NYSEダイレクト十改訂拡張案

二〇〇四年八月二日、NYSEは二月にSECに提出したNYSEダイレクト十拡張案を大幅に改訂することを発表し、SECに提出する改訂拡張案を公表した。二月の拡張案は要旨が発表されただけでSECへの提出文書は公表されなかったが、今回は六七ページに及ぶSECへの提出文書そのものが公表された。というのも、前回、わずか数ページのNYSEダイレクト十拡張案がSECの準備していたレギュレーションNMSの導入を断念させるはずがないというSEC幹部のコメントが紹介されていたからである。今回の文書も実質的には二〇ページ足らずの内容であるが、ほぼ同一内容の規則改正案そのものを追加してページ数を膨らませているとも言える<sup>6)</sup>。以下では、今回のNYSEダイレクト十の改訂拡張案の特徴について紹介する。

### (1) 自動執行機能の拡充

まず、二月の拡張案でも提案されていた一〇九九株という注文数量制限の撤廃、三〇秒間の連続注文制限の撤廃、成行注文の導入に加えて、今回の改訂拡張案ではIOC (Immediate Or Cancel) 注文の追加が提案されている。現在のNYSEダイレクト十では即座に執行されなかったオート・エックス (自動執行) 指値注文は取引フロアのスペシャリストの注文板に追加され、人手を介する執行を待つことになり、キャンセルされない限りは取引フロアで出された指値注文と同じ扱いを受ける。もちろん、その結果、価格改善が行なわれることもあろうが、価格改善を目的としているならば最初から取引フロアに注文を出しているはずであり、発注者の意図には合致しないはずである。ただし、一〇九九株までの注文数量制限のあるオート・エックス注文では即座に執行されない部分は大きくないはずであるし、注文板に指値注文が残ることを回避したい投資家は最良気配にある指値注文量を

確認してオート・エックス注文を出しているであろう。ところが、一〇九九株という注文量制限と三〇秒間の連続注文制限が廃止されれば注文板に未執行注文が残ることが増えると考えられるため、新たにIOC注文という条件付き注文をオート・エックス指値注文とオート・エックス成行注文に追加することになった。

さらに、最良気配以外の注文板の指値注文やスペシャリストとフロア・ブローカーの流動性供給能力を、オート・エックス注文の最良気配で執行されなかった部分に対して迅速に付け合せるため、新たな仕組みの導入が追加されている。現状では最良気配で執行されなかったオート・エックス指値注文は他の指値注文と同じ扱いとなるが、新たな仕組みでは流動性補完点（LRP: Liquidity Replenish Point）までの範囲内に対象する注文があれば一五秒以内に執行される。もちろん、現在の仕組みでもオート・エックス指値注文に対象する注文板の指値注文やスペシャリストとフロア・ブローカーの追加注文があれば最良気配で執行されなかったオート・エックス指値注文の残りの部分は執行されるはずであるが、直前の約定価格から五セントまでの範囲内でしか注文は執行されないし、注文執行そのものはスペシャリストの判断によって即座に執行されるところに限らない。そこで、最良気配で成立しなかったオート・エックス注文の残りの部分に執行時間の限度を設けることがオート・エックス注文の発注者に安心感を与えることになる。ただし、現在の取引フロアでの注文執行に直前の約定価格から五セントまでの範囲内でしか執行が行なわれないという制限があることからLRPは当面は最良気配の水準に関わらず五セント刻みで設定され、直前の最良気配から最低五セント、最大九セントまでとすることが提案されている。そして、NYSEは直前の最良気配から設定されるLRPを価格ベースLRPと呼び、その日の市場状況から設定されるモメンタム・ベースLRPも設定するとしているが、後者が何に基づいてどの程度の水準になるのかは決まっていない。なお、先のIOC注文は最良気配での執行だけでなく、LRPの範囲までの執行が行なわれな

った場合にキャンセルされる。

## (2) AL注文

NYSEダイレクト+を通じて発注できるのは現在のところはオート・エックス指値注文だけであり、拡張案承認後にはオート・エックス成行注文も認められることになるが、いずれも取引フロアでの取引よりも迅速な執行を望んで発注が行なわれる。ところが、これらとは逆に価格改善の機会を利用しつつ、一五秒間以内に指値注文価格までの範囲で注文が執行されるタイプの注文はオークション・リミット(AL)注文と呼ばれ、この注文もNYSEダイレクト+の改訂拡張案には盛り込まれている。

オート・エックス注文が最良気配での取引は価格改善抜きで執行され、執行されなかった部分が注文板の指値注文やスペシャリストとフロア・ブローカーの追加注文に対して一五秒以内に(場合によっては価格改善されて)執行されるのに対して、AL注文は指値価格にかかわらず、まず、最良気配よりも最小値幅だけ有利な気配として提示され、その気配に対して対当する注文が入れば価格改善が行なわれる。そして、一五秒間に価格改善が行なわれなかった場合にはあらかじめ指定した指値価格までの範囲で注文執行が行なわれる。ただし、AL注文は当初の最良気配での部分的な注文執行が保証されているわけではなく、注文執行までの間に最良気配が動いたり、他の注文が成立すれば結果的には当初の最良気配よりも不利な価格でしか注文が執行されないこともありうる。

AL注文とこれまでの指値注文の違いは最初に必ずそのときの最良気配よりも良い気配が提示され、対当する注文を呼び込む機会が設けられることであり、他方、指定した価格までの注文執行が一五秒間という期限をもっていることである。もちろん、AL注文だけでなく、オート・エックス注文でも現在の市場間連結シス

テム（ITS）の規則のもとでは他の市場でより有利な気配が提示されていれば注文は即座に執行されないし、注文回送の手続きがとられるとすれば一五秒間で他市場での注文成立を確認することはほとんど不可能なので、注文執行の不確実性は排除できない。ただし、これまでの実績から見ると、NYSEから他の市場へ注文が回送されることはほとんどなく、当面はこのことが問題になるとは考えられない。しかも、現在、検討中のレギュレーションNMSの中では自動執行を行なうファースト・マーケットは自動執行機能をもたないスロー・マーケットでの気配値を最良気配から一定の範囲（株価水準に応じて一セントから五セントまで五段階）内では無視しても構わないという案が提案されているので、もしこの条項が承認されれば他市場への注文執行に伴う注文成立の不確実性は著しく小さくなるだろう（現在は存在しないファースト・マーケット間の注文回送の問題は残ることになるが）。

### （3）インタレスト・ファイル

オート・エックス注文やAL注文に対して迅速に対応するため、スペシャリストとフロア・ブローカーは確定気配ではないスペシャリスト・インタレストとブローカー・エージェンシー・インタレストと呼ばれる特別な形態の気配を出すことができる（フロア・ブローカーの自己売買注文は除く）。この気配は指値注文板には最良気配でない限り表示されず、スペシャリストが各価格ごとにインタレスト総量を確認できるだけである。こうしたインタレスト・ファイルに事前に注文が入力されていれば、あるいは最良気配の変動に合わせてインタレスト・ファイルの変更がプログラムされていれば、オート・エックス注文やAL注文が発注されるたびにスペシャリストやフロア・ブローカーが急いで対応する手間が省けることになる。

#### (4) ギャップド・クオート

オート・エックス注文やA L注文に基づいて注文板のアンバランスが生じた場合、スペシャリストは注文を呼び込むために確定気配ではない参考気配（ギャップド・クオート）を出すことができ、この参考気配が表示されている間はオート・エックス注文やA L注文の執行は中断される（ただし、キャンセルは可能）。ギャップド・クオートが認められているのは注文量の不均衡が一万株以上ある場合か、二〇万ドル相当以上ある場合に限られ、他の原因による参考気配と区別するためにギャップド・クオートの場合は参考気配の数量は注文量のアンバランスの一〇〇倍として表示される。

### 3 米国株式市場改革の行方

NYSEが八月に発表したNYSEダイレクト+の改訂拡張案は二月に決定した拡張案に対する改訂であるが、拡張案に対する多数の批判を受けて大幅に内容を改善している。まず、機関投資家に多かった批判は、最良気配のみの自動執行では一セント刻みに移行した現在では各価格水準ごとの提示数量は小さく、小口注文にしか利用できないというものであった。そこで、今回の改訂拡張案では最良気配以外の指値注文やスペシャリスト・インタレスト、ブローカー・エージェンシー・インタレストともインターラクションが生じ、最良気配の注文量を越える注文執行の可能性は高まるものと考えられる。しかし、注文量が表示されないブローカー・エージェンシー・インタレストが増え、注文板に表示される指値注文が減るとすれば、指値注文板そのもののブラック・ボックス化につながり、IOC注文の形で注文を出してみなければ注文が成立するかどうかかわからないということにもなりかねない。ただし、ナスダックもかつてプライメックス・オークション・システムとして表示されない

インタレストとのインターラククションを導入したが、ほとんど利用されなかったことを考え合わせると、どの程度利用されるのかは予想がつかない。<sup>(7)</sup>

また、レギュレーションNMSに関連してECNやオンライン・ブローカーからはNYSEダイレクト十は二月の拡張案にもかかわらず、ファースト・マーケットとは言えないという批判が強かった。もちろん、ECNやオンライン・ブローカーはNYSEを抜きにして注文執行を行ないたいという利害関係を持っているのであるが、他市場からの注文回送はスペシャリストのもとへ回り、人手を介するので自動執行を行なう市場ではないという批判は正しかった。そこで、今回の改訂拡張案では他市場からの回送注文も最良気配に限ってはNYSEダイレクト十と同様に自動執行されることを保証して、NYSEがファースト・マーケットに分類されることを目指している。今やファースト・マーケットに指定されるかどうかは衰退するローカル取引所と躍進するマネー・センターとの区別のようにも取り扱われている。しかし、SECがレギュレーションNMSの中でファースト・マーケットとスロー・マーケットの区別を導入するかどうかはまだ明らかではない。

いずれにせよ、SECのレギュレーションNMS提案を受けてNYSEは半年間で新たなハイブリッド化の道へと進み始めたことは間違いない。その意味では例えレギュレーションNMSのトレッド・スルー問題が進展を見せなかった場合にもレギュレーションNMS提案は一定の役割を演じたと評価されることになる。レギュレーションNMS提案はコメント提出期限を六月末まで延長し、コメント総数が四〇〇件を越えるという異例の状況にある。さらに、SECのコミッショナー会議では投信運用会社の独立性問題とヘッジ・ファンドの規制問題で、共和党のブッシュ大統領指名のドナルドソン委員長が民主党選出委員とともに三対二の票決を二度出し、意見調整に手間取っている。これまでの慣例では民主党の大統領が誕生した場合にはSEC委員長は来春、交代す

ることになるはずであるし、ブッシュ大統領が勝つてもドナルドソン委員長は来春に辞任するという観測も現れている。

こうした状況のもとでレギュレーションNMSに含まれるトレード・スルーに関する重要決定が年内に行なわれるとは考えにくく、次期SEC委員長が決まってから本格的に動き出すのではないかと考えられる。ただし、NYSEダイレクト+の改訂拡張案については従来毎年一二月にNYSEダイレクト+のパイロット・プログラムとしての一年間の延長が承認されており、延長決定の際に承認されることも考えられる。NYSEは八月時点でNYSEダイレクト+改訂拡張案の導入準備に半年から一年を要すると発表しているので、NYSEのハイブリッド化を後退させないためにもレギュレーションNMS提案の行方に関わらず、早期の承認が行なわれるのではないだろうか。米国株式市場改革の行方はまだ定まらないが、その方向は電子化の進展にあることは間違いなく、そのスピードはNYSEをはじめとした既存勢力との綱引きとなるのである。

#### 注

- (1) この講演の詳細に関しては、拙稿「真のNMSの構築に向けて」レビットSEC委員長の提案」（本誌一五七五号、一九九九年九月）を参照。
- (2) この間の事情については、拙稿「ニューヨーク証券取引所の新構想」『ニューNYSE』の意味するもの」（本誌一五七八号、二〇〇〇年一月）を参照。
- (3) このリリースの詳細については、拙稿「米国株式市場統合をめぐる新たな展開」SECのリリースと関係者の議会証言」（本誌一五八〇号、二〇〇〇年三月）を参照。

- (4) 二〇〇四年三月三〇日、SECとNYSEはスペシャリスト大手五社が総額二億四一八二万三二五七ドル（うち一億五四〇八万七六二二ドルは投資家への補償金）を支払うことで合意したと発表した。
- (5) この提案の中味については、拙稿「レギュレーションMS-SECの全米市場システム改革案」（本誌一六二三号、二〇〇四年四月）を参照。
- (6) New York Stock Exchange, "Amendment No.1 to 2004-05 Filing seeks to create a hybrid market by, among other things, enhancing NYSE Direct+®" 30 July 2004 (<http://www.nyse.com/pdfs/2004-05amend1.pdf>).
- (7) プライメックスについては、拙稿「ナスダックの電子的価格改善システム〜プライメックス・オークション・システム〜」（本誌一六〇三号、二〇〇二年二月）を参照。

（よしかわ まさひろ・客員研究員）