

# ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について

清水 葉子

## 1 はじめに

ニューヨーク証券取引所のガバナンス問題に関連して、スペシャリスト批判の声が高まっている。グラッソ前ニューヨーク証券取引所会長が高額報酬問題などで辞任に追い込まれた際にも、スペシャリストの不正利得との関連が取りざたされた。ニューヨーク証券取引所は、批判にこたえるため、大手スペシャリスト五社に対して罰金を含む制裁措置の実施を決定したが、その後ウォールストリート・ジャーナル紙によってもスペシャリストの不正行為が明らかにされ、二〇〇三年一二月には、アメリカ最大の機関投資家の一つであるカリフォルニア州公務員退職基金（カルパースCalPERS）が、ニューヨーク証券取引所とスペシャリスト七社を相手取って損害賠償を求めるクラスアクションを提起するまでに至っている。

こうしたスペシャリスト問題は、SECが新たに発表し現在コメントを募集している規則改正案「レギュレーションNMS」とも関連している。「レギュレーションNMS」では、人手を介した取引を行うニューヨーク証券取引所を「slow（遅い）」市場として、トレードスルー規制の除外扱いとしたため、スペシャリストはニューヨーク証券取引所の遅れた部分を象徴しているかのような印象を植えつけてしまったと言っても過言ではない。スペシャリスト制度とはどのようなものか、また現在どのような問題が発生しているのかを検討してみよう。

## 2 ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト

現在ニューヨーク証券取引所には、スペシャリストとフロア・ブローカーの合計で一三六六の会員がいる。フロア・ブローカーは、取引所フロアで、顧客のエージェントとして、あるいは自社の自己勘定において取引を行う会員である。そのうち、一般にハウス・ブローカーと呼ばれるものは、大手のブローカー・ディーラーに雇用された通常の立会場ブローカーで、顧客勘定、あるいは自己勘定で取引を行うのに対して、インディペンデント・ブローカーと呼ばれるものがおり、個人で会員権を持つか、あるいはブティックと呼ばれる小規模専門会員業者に雇用される者で、ハウス・ブローカーの取引を助けたり、特別な顧客注文を執行したりすることで手数料を得ているとされる。ニューヨーク証券取引所によると、投資家の委託注文の増加をうけて、インディペンデント・ブローカーの数は二〇一〇年で倍増したとされる。

これらフロア・ブローカーに対して、スペシャリスト業者は七社で、約四五〇名のスペシャリストが取引所フロアで業務を行っている。スペシャリストは、通常五年から一〇年のオンザジョブトレイニングを積むといわれている。一人のスペシャリストが扱う銘柄の数はおおむね五銘柄から一〇銘柄であり、(ニューヨーク証券取引所上場銘柄数は二〇〇四年で二七四七社であることから、単純平均すれば一人あたり六銘柄強となる)、一つの銘柄が一人のスペシャリストに割り当てられる。割り当ての決定は、ニューヨーク証券取引所の委員会によって行われる (Allocation Committee)。取引は、銘柄ごとに取引ポストと呼ばれるフロアの決められた場所で行われる。

スーパードットや会員の専用回線などを使って取引所フロアに届けられた売買注文は、電子的に (スーパードットの場合)、あるいはフロア内でフロア・ブローカーを介してスペシャリストへ集められる。スペシャリスト

図表 1 スペシャリストの自己売買による取引介入の割合

年	価格の連続性	スペシャリストの自己売買
2002	98.90%	14.9%
2001	98.60%	15.1%
2000	97.20%	13.8%
1999	98.10%	13.1%
1998	97.40%	12.7%
1997	97.70%	10.8%
1996	98.20%	9.0%
1995	98.20%	—
1994	97.40%	8.6%
1993	97.10%	8.6%
1992	96.40%	9.8%
1991	95.90%	9.9%
1990	95.80%	—
1989	95.90%	—
1988	94.10%	9.20%
1987	89.00%	12.10%
1986	90.20%	11.60%
1985	92.30%	10.60%
1984	91.10%	10.70%
1983	88.70%	11.00%
1982	89.50%	10.80%
1981	87.20%	11.60%
1980	86.40%	12.40%
1979	90.60%	11.60%
1978	90.80%	11.80%
1977	92.50%	11.20%
1976	90.30%	12.40%
1975	88.10%	12.60%
1974	84.30%	13.40%
1973	82.30%	14.40%
1972	83.30%	14.70%
1971	96.90%	14.60%
1970	95.10%	14.80%

(出所) NYSE Fact Bookより作成。なお1995年、1990年、1989年の3年分の自己売買割合は記載がない。

は、価格改善の機会を求めるために、注文を執行する前に一定時間フロアにさらすことが定められている。スペシャリストは、フロア・ブローカーのエージェントとして注文付け合わせを行うとともに、市場に流動性が不足して付合合わせができない場合には、自己勘定で売買を行ない、価格の連続性を保つとともに市場に流動性を供給する義務を持つ。平均的には、スペシャリストが自己勘定で行う取引は、ニューヨーク証券取引所の売買高の約一五%とされる(図表1)。スペシャリストは、自己勘定の取引を行うにあたって、市場と同じ側の取引(売りが買いより優勢であるときに売りの側で取引を行うなど)を行うことは禁じられているほか、未執行の顧客注文を持つているときに、その価格より有利な価格で自己勘定の先回り取引を行ってもならない(フロントラ

ンニングの禁止)など、取引所の規制のもとにおかれている。スペシャリストは、公正で秩序ある市場維持という責任のもと、売り買い両方の気配を継続的に提示する義務を負う。

### 3 スペシャリスト批判

近年、スペシャリストをめぐることは、以下の三つの契機から批判が高まっている。

一つめは、ニューヨーク証券取引所自身が二〇〇二年から開始した調査にもとづいて、スペシャリスト七社のうち、大手五社が不当に顧客注文に介入するなどの不正行為が見られたため制裁措置をとったことである。<sup>(1)</sup> 制裁措置が発表されたのは、二〇〇三年一〇月であったが、ニューヨーク証券取引所の前会長リチャード・グラツンの高額報酬問題と時期が重なったこともあって、グラツン前会長の報酬はスペシャリストの利益を擁護した対価であると見られたため、スペシャリスト問題はニューヨーク証券取引所のガバナンス問題でもありとして批判の対象となった。

続いて第二は、SECの機密調査の内容をウォールストリート・ジャーナルが暴露したものである。SECは二〇〇三年夏頃から、スペシャリストのフロントランニング問題とニューヨーク証券取引所の規制・監督のあり方について調査を行っている<sup>(2)</sup>とされていたが、二〇〇三年一月に、「過去三年間に二億株がスペシャリストによって不正に取引され、投資家の損害が一・五億ドルに上る」とする調査の存在が紙上に紹介され、大きな問題となった。

第三は、全米最大の機関投資家の一つであるカリフォルニア州公務員退職基金(カルパス)が、二〇〇三年十二月にニューヨーク証券取引所とスペシャリスト七社を相手に損害賠償を求める民事訴訟を起こしたことであ

る。カルパスによれば、ニューヨーク証券取引所とスペシャリストは、フロントランニングをはじめとする市場での不正行為によって投資家に損害を与えており、他の投資家も対象となるクラスアクションの形で賠償請求を行うとしている<sup>(3)</sup>。

以上のように、スペシャリスト問題は、スペシャリスト自身のフロントランニングなどの不正行為に対する批判だけでなく、それをじゅうぶん規制・監督できなかったばかりか、スペシャリストの既得権を保護することで会長が高額報酬を得た可能性があるとしてニューヨーク証券取引所そのもののガバナンス問題と関連して大きく批判されることとなったのである。

こうした批判は、スペシャリスト不要論として高まっており、大手の機関投資家などを中心に、一銘柄を複数の特シャリストが扱う競争的マーケット・メーカー制を導入することなど、現在のスペシャリスト制度の大幅な改革を求める声があがっている<sup>(4)</sup>。

#### 4 スペシャリスト業務の経営状況

このように、激しい批判にさらされているスペシャリストの実際の業務は、どのような環境におかれているのだろうか。スペシャリスト業者は、大手金融業者の子会社として設立されているケースが多く、株式を公開していないため、その財務内容を直接知ることはできないが、ニューヨーク証券取引所が自主規制機関として会員の情報を把握しており、そこからスペシャリスト業者の経営状況についていくつかの断片を知ることができる。

第一に、三〇〇〇社近いニューヨーク証券取引所上場銘柄に対し、スペシャリストが七社しか存在しないことがそもそも寡占的であると言えるが、さらにうち大手五社に取引が集中する極端な寡占構造になっていることで

ある。図表2によれば、大手五社の取引は、売買高シェア、売買代金シェアのいずれも九五%を超える割合を占めていることが見て取れる。これは、マーケット・メーカー制をとるナスダック市場で一銘柄につき平均一〇社を超えるマーケット・メーカーが競争的に値付けをしていることと比べるとその差は大きい。

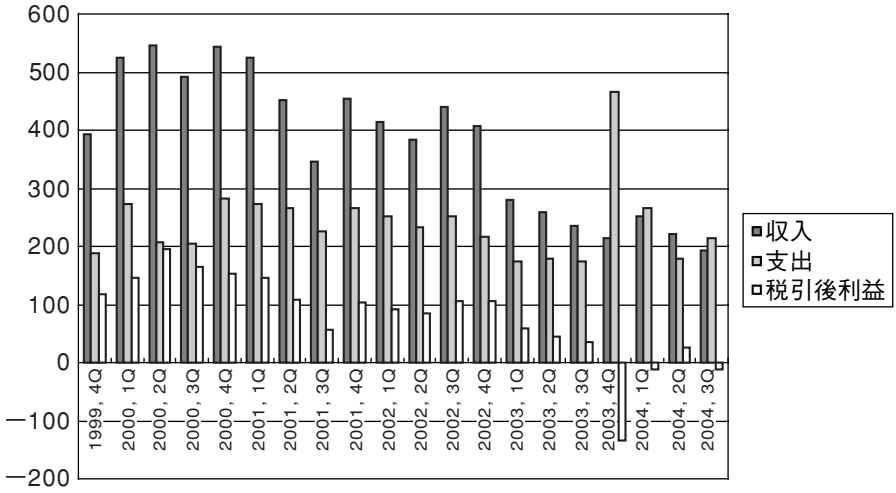
さらに、スペシャリストの収益を見てみると、収入が減少傾向にあるのに対し、支出削減が追いつかず、二〇〇三年後半以降の税引後利益はほとんど確保できていないことが分かる。なお、二〇〇三年第4四半期の支出の大幅増加は、ニューヨーク証券取引所の調査に基づいて罰金や損害補償を行ったためであると推測されるが、本業での収益はけっして順調であるとは言えない状況である。また、これにもなつて、スペシャリストの資本収益率を見ると、同様に二〇〇三年の後半から顕著に低下しており、直近でもゼロを下回

図表2 ニューヨーク証券取引所スペシャリスト7社の取引シェア

	普通株取扱銘柄数	うちファンドを除く	集中度			株価指数採用銘柄		
			売買高上位250銘柄のシェア	売買高シェア	売買代金シェア	DJIA	S&P100	S&P500
ラブランチ	580	516	29.2	27.0	25.28	7	30	104
スピア・リーズ&ケロック・スペシャリスツ	561	478	24.8	21.8	23.76	5	20	105
バンク・オブ・アメリカ・スペシャリスト	433	379	18.8	17.9	20.08	9	18	85
ヴァン・ダー・モーリン・スペシャリスツUSA	386	321	8.8	12.9	11.67	3	8	47
ベア・ワグナー・スペシャリスツ	360	290	15.6	15.4	14.96	4	16	63
パフォーマンス・スペシャリスツ・グループ	184	99	0.4	2.0	1.88	0	0	8
S I Gスペシャリスツ	132	86	2.4	3.0	2.38	0	0	13
合計	2636	2169	100.0	100.0	100.00	28	92	425
上位5社のシェア(%)	88.0	91.5	97.2	95.0	95.75	100.0	100.0	95.1

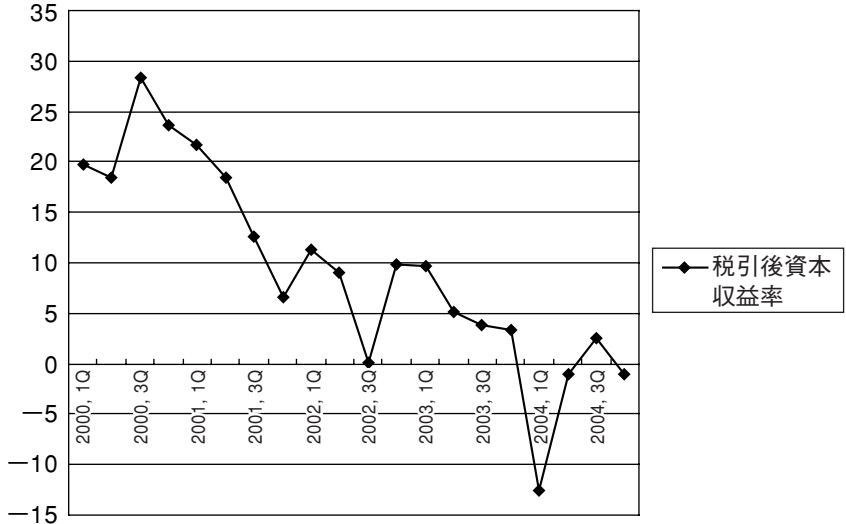
- (注) 1. 2005年1月31日時点の集計。売買高、売買代金シェアは、2005年1月31日上場銘柄について過去12ヶ月間のシェアである。
2. 上記以外に、ETFに特化したスペシャリスト会社として、ベアハンター・セキュリティーズ・プロダクツ、SLKインデックス・スペシャリスツ、SIGインデックス・スペシャリスツ、ラブランチ・ストラクチャード・プロダクツの4社がある。
3. 2003年12月時点の資料は、関(2005)に紹介されている。ETF専門業者が1社増加したほか、シェアには大きな変動はない。

図表3 スペシャリストの収益



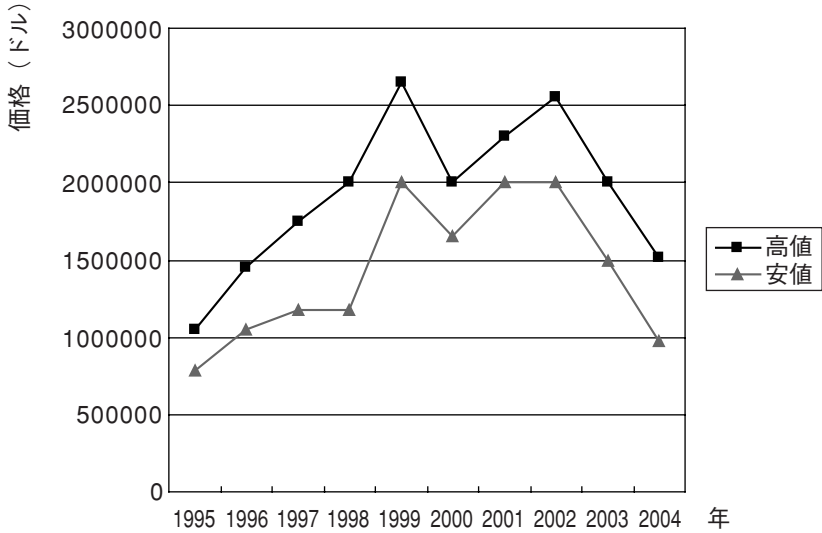
(出所) NYSE ウェブサイトより作成

図表4 スペシャリストの税引後資本収益率



(出所) NYSE ウェブサイトより作成

図表5 ニューヨーク証券取引所の会員権価格



(出所) NYSE Fact Bookより作成

っている。二〇〇一年頃まで一〇%台の後半から二〇%を超えていたことから考えると大幅な低下である。このことは、端的にスペシャリストという業務に資本を投下しても、近年では収益が得られていないことを示している。

また、ニューヨーク証券取引所会員権の価格も、最高値から約四〇%以上低下している。会員権はスペシャリストに限らず、フロア・ブローカーと同様に売買されるので、すべてをスペシャリスト問題に帰着させることはできないが、会員権価格の低下は、ニューヨーク証券取引所というビジネスの場の価値の低下を反映していると考えてよいだろう。

### 5 「レギュレーションNMS」とトレードスルー

こうしたスペシャリスト批判の高まりの真最中に、SECが二〇〇四年二月に規則改正案を可決した「レギュレーションNMS」<sup>(5)</sup>が発表された。ここでは、トレードスルー規制の強化が大きな論点の一つとなっている。トレードスルーとは、一つの銘柄が複数市場、あるいは複数マーケット



ト・メーカーのもとで取引されているときに、他にもっと有利な指値注文が出ているにもかかわらず、それを執行せずに手元の劣った価格で執行をしてしまうことをさす。トレードスルーは、純粹オークション・タイプの市場のように、価格優先・時間優先が徹底している場合には、一つの市場の内部では起こりえない事態であるといふことができる。

ところが、マーケット・メーカーが値付けを行うディーラー市場では、事情が異なる。ディーラー市場では、それぞれのマーケット・メーカーが気配競争を行うことによつて市場の効率性が維持されているのであるから、一つの銘柄について複数の気配が提示されているのが通常であり、その中でより有利な気配を選んで取引を行うというプロセスは、本来は投資家（正確にはそのエージェントであるブローカー）側にまかされていると言つてよい。

さらに、ディーラーは、大口注文をうけることと引き換えに最良気配よりすこし劣った価格を提示する、あるいは価格動向を予想して、売りに劣った気配を提示するかわりに買いに優れた気配を提示するなど、さまざまな理由で最良気配とは異なる気配値を提示する局面があるはずである。ディーラー市場に厳格なトレードスルー・ルールを適用すると、ディーラーは自らの提示する気配がなんであれ、執行は最良気配で行う義務を負つてしまうので、自己資金で流動性を供給する誘因が損なわれる可能性がある。このため、ディーラー市場にオークション市場と同じレベルでトレードスルー規制を導入すべきかという点には、問題がないわけではないと考えられる。

ナスダックでも、一定の株数以下の取引に関しては、市場の最良気配で執行することが定められているとはいへ、取引量が多い場合は相対交渉となるので、必ずしも厳格なトレードスルー・ルールが存在するわけではない。

また、ATS (ECN) についても、現時点で完全なトレードスルー・ルールは存在せず、ニューヨーク証券取引所より劣った価格で執行されている可能性は高い。

「レギュレーションMS」では、こうしたトレードスルーを全米市場システム全体にわたって禁止し、どの市場からでもその時点での最良気配にアクセスできるようにルールを強化するものであると、まずは理解することができると言える。

ところが、提案されたトレードスルー規則には、重要な例外が二点もつけられている。第一は、発注者（顧客）が、注文ごとに（つまり包括的同意は不可）トレードスルーの適用除外となることに同意した場合には、トレードスルー規制の適用を受けないという例外措置である。第二は、自動取引システムを採用している市場（ATS など）と、人手を介した取引を行っている市場（ニューヨーク証券取引所など）との間では、一定の価格差の範囲内（一から五セント）であれば、最良気配でなくても自動システムの方で執行してもかまわない、とする例外措置である。

スペシャリストに直接関わってくるのは、後者の例外措置である。たとえば、ニューヨーク証券取引所が最良気配を提示していたとしても、数セントの範囲であればニューヨーク証券取引所への注文回送をしなくてもかまわない。すなわち、スペシャリストが人手で執行するニューヨーク証券取引所に回送していたのでは時間がかかってしまう上に、その間に価格が動くこともあり得るといふ理由で、劣後執行を認めることを意味する。これによって、スペシャリストによる人手を介した付け合わせを行うニューヨーク証券取引所は、「slow（遅い）」な市場であり、スペシャリストに対して時代遅れという印象を強めることになった。こうしたことから、それ以前のスペシャリストの不正行為への批判とあいまって、厳しいスペシャリスト不要論が聞かれるようになったと考え

られる。

ニューヨーク証券取引所は、「トレードスルー・ルールを弱めることの潜在的コスト」という題名のレポート<sup>(6)</sup>を二〇〇四年二月に公表し、トレードスルーに例外規定をもうけないよう求めている。レポートによると、S&P100インデックスに含まれる九三銘柄に関して、最良気配の売り買いのスプレッドの平均はわずか一・八三セント、最良気配と二番目に良い気配との差は、平均一〇・二五セントであり、最良気配でなく二番目に良い気配で執行された場合の追加的取引コストは、一株あたり四・二一セントとなる。また、トレードスルーの例外規定によって、一から三セントの範囲内で例外がもうけられた場合、投資家にとっての潜在コストは、一五億ドルから三億ドルに上る可能性があること、トレードスルー規制の不完全なナスダック市場からニューヨーク証券取引所へ上場を移した銘柄について、ニューヨーク証券取引所の方が取引コストが低下していること、ニューヨーク上場銘柄とナスダック上場銘柄のうち比較可能なグループを一定基準で選択し、ニューヨーク証券取引所の方が取引コストが低いことをそれぞれ示している。

とはいえ、圧倒的なスペシャリスト批判の前には十分な反論になっているとはいえず、また、最大の抵抗勢力とされていたスペシャリストも、既得権から発生していた利潤が統計を見る限り限界まで低下していると考えられることから、ニューヨーク証券取引所は電子化を進めざるをえない状況にあると考えてよいのではないだろうか。

## 注

(1) ニューヨーク証券取引所「NYSE Informs Specialist Firms of Planned Disciplinary Action」ウェブサイ

4. <http://www.nyse.com/PressRelease.html?displayPage=/press/PressReleases.html>参照。
- (2) Deborah Solomon & Susanne Craig "SEC Blasts Big Road Oversight of 'Specialist' Trading Firms", Wall Street Journal, September 22, 2003.
- (3) カルパースの訴訟については、カルパースウェブサイトを<http://www.calpers.ca.gov/>から、プレスリリース、および訴訟の内容を見ることが出来る。
- (4) スペシャリスト不要論については、関(二〇〇五)「ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題」『資本市場クォーター』vol.74 winter 参照。
- (5) "Regulation NMS, Release No.34-49325, File No.S7-10-04"と"11" 二〇〇四年三月付けでフェデラル・レジスターに掲載された。規則改正は、①市場間をまたがるトレードスルー、②気配アクセス条件の問題、③一セント未満の呼値の扱い、③市場データ収入の問題、の四点が論点である。詳細は、吉川真裕(二〇〇四)「レギュレーションNMS—SECの全米市場システム改革案—」『証研レポート』一六二三号、大崎貞和(二〇〇四)「レギュレーションNMS提案について—米国における株式市場規制見直しの動き—」『資本市場クォーター』vol.74 spring参照。また、④市場データ収入の問題については、清水葉子(二〇〇四)「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料」『証研レポート』一六二三号参照。
- (6) New York Stock Exchange Research, "Potential Costs of Weakening the Trade-Through Rule", February 2004. NYのウェブサイトを<http://www.nyse.com/pdfs/tradethrough.pdf>参照。

(しみず ようこ・客員研究員)