

全米市場システム (NMS) とトレード・スルー

清水 葉子

はじめに

SECは、二〇〇四年二月、全米市場システム (NMS) を構成する七つの取引所、取引所上場証券の店頭取引 (第三市場)、ナスダック市場、および電子的な非取引所市場であるATS (主にナスダック証券をナスダック外で取引する) という非常に複雑化した市場間競争の状態に対して、市場統合をはかるための新しい規則「レギュレーションNMS」⁽¹⁾を提案し、コメントをとりまとめて、二〇〇五年五月に採択した⁽²⁾。この規則改正は全部で一三の規則改正提案からなっているが、中心となるのは四点で、①トレード・スルー規則の見直し (Order Protection Rule)、②市場アクセスルール、③最小値刻みに関するルール、④市場情報収入の配分に関するルールである。

アメリカでは、複雑に分裂した注文執行の場所 (市場) を、単一の市場にまとめるのではなく、複数市場を維持することで市場間の競争状態を作り上げながら、一定の統合された市場として運営するための仕組みを構築して来た。「レギュレーションNMS」による規則変更も、ATSの登場や、デイシマライゼーション (呼び値の値刻みのセント化)、自動執行の拡大、通信速度の向上による市場間レンケージの高度化など、近年のテクノロジーがもたらした新しい市場状況によって生じた新たな市場分裂問題に対処するためのものである。

本稿では、今回の規則改正四点のうち、その中心となるとされるトレード・スルー規則について考察する。

トレード・スルー

トレード・スルーとは、一つの銘柄の証券の取引が複数の場所で行われている場合に、他の市場でもっとよい気配が出ているにもかかわらず、それよりも劣った価格で執行が行われてしまうことをさす。自分の注文が劣った価格で執行されてしまった市場参加者にとっては、最良執行が得られなかったことを意味すると同時に、他市場で良い気配（指値）を出していたのに執行されなかった市場参加者にとっても、自分の良い気配が無視されて執行機会が得られなかったことになる。

本来、単一のオークション市場の内部では、価格優先・時間優先の原則に従って優れた気配から順に付け合わせが行われるため、提示されている気配を無視することになるトレード・スルーは原理的に起こりえない。しかしながら、一つの銘柄が複数のオークション市場にまたがって取引されている場合や、ディーラー市場で取引されている場合には、市場の原理からしてトレード・スルーが発生しうる。

たとえば、ある市場で優れた条件の気配が提示されていても、その市場と他市場とのリンケージが不十分であれば、他市場に優れた気配が出ていることを知らないまま自市場で劣った執行を行ってしまうことは十分あり得る。また、市場リンクが存在して、他市場に優れた指値が出ていると知ることができても、実際に注文を回送したときに何らかの理由で執行に不確実性があるといった場合には、注文回送を義務づける規則がない限り、注文が回送されない場合がある。

また、ナスダック市場のようなディーラー市場では、もともとマーケット・メーカーの提示する複数の気配値の中から、投資家（あるいはそのエージェントであるブローカー）がより良い気配を探して執行するという市場原理であるから、相対で取引を行っているときに、他の気配をトレード・スルーしていることは十分起こりうる

ことであり、またこれまではそれを厳格に禁じる規則は存在しなかつた。⁽³⁾

規則改正以前のトレード・スルー防止制度

一九七〇年代に導入された全米市場システム（NMS）では、複数の場所に分裂した市場を連結し、全体として統合された市場機能を發揮させるための市場リンケージが行われた。具体的には、複数取引所間の取引情報、気配情報を配信するCTS、CQSの二システムを構築して他市場の市場情報を知ると同時に、より優れた気配を提示している市場に注文回送を行うITSというシステムを整備した。これら三つのシステムによって、リンクされた市場であればどの市場からでも、他市場の取引・気配情報を知ることができ、他市場で優れた気配が出ているときにはその市場に注文回送することが義務づけられた。その結果、他市場の優れた気配が無視されることなくなるため、いくつかの例外規定を除いて、取引所間にわたるトレード・スルー禁止ルールが確立された。このITSプランは、取引所市場証券の取引を行う全ての登録証券取引所と店頭市場に適用されたので、全米七つの証券取引所と取引所市場証券を取引する店頭マーケット・メーカーの間には一定のトレード・スルー禁止ルールが適用されたことになる。

もつとも、こうした市場間にわたるトレード・スルー禁止ルールは、単一のオークション市場の内部でトレード・スルーが起こりえないことに比べれば、ずっと緩やかなものである。たとえば、地方証券取引所スペシャリストは、ニューヨーク証券取引所など主要取引所で提示されている最良気配をそのまま使って自市場で執行することが認められているとされる。すなわち、ニューヨーク証券取引所に自市場より優れた気配が出ている場合、本来ならばニューヨーク証券取引所に注文を回送しなければならないが、そうせずに自らの気配をニューヨーク

証券取引所の最良気配に切り替えてそのまま市場で執行することが許されている。これは、いわば最良気配の模倣であると言って良いだろう。

また、店頭取引においても、市場がそもそも相対のディーラー市場であることから、大口注文の執行にあたっては、前述のように相対で交渉が行われるのであって、他のマーケット・メーカーや市場での気配をトレード・スルーすることが全て禁じられているわけではない。また、ナスダック上場証券の取引にあたっては、ナスダック・マーケット・メーカー間で最低取引単位についての最良執行義務があるが、それ以外にはトレード・スルーを禁じる規則はない。

「レギュレーションNMS」による注文保護規則

以上のような状況に対して、SECは、取引所上場証券とナスダック証券の間でトレード・スルーのルールに不統一が生じていること、とりわけ、ITSに必ずしも組み込まれていない電子的な非取引所市場ATSでかなりのナスダック証券の取引が行われていることをうけて、SECの新規則「レギュレーションNMS」では、注文保護規則（Order Protection Rule）を導入し、NMS銘柄の最良気配をトレード・スルーしてはならないことを定めた。この規則によって、従来は取引所上場証券だけをカバー範囲として来たトレード・スルー規則が、ナスダックNMS証券にまで拡大することになり、取引所とナスダックの間にあつた不統一が解消される。

ただし、この規制には二つの例外が設けられている。一つ目は、顧客がトレード・スルー適用除外に同意している場合（ただし同意は個々の取引ごとに必要とされ包括的同意は認められない）、二つ目は、自動執行システムを採用していない「遅い」市場の場合は、一定の価格差の範囲内（一から五セント）であればトレード・スルー

ーが認められるというものである。

前者は、投資家が価格が多少劣っていても迅速な執行を望んでいる場合や、大口注文をマーケット・インパクトなしで執行することを望んでいる場合が考えられ、価格以外の執行条件を重視する投資家の意向が尊重される。後者は、ニューヨーク証券取引所のようにスペシャリストが人手を介して付け合わせを行っている場合には、「遅い」市場と見なされて、トレード・スルーされてしまう（つまりニューヨークより劣った価格であっても、早く執行できるATSに執行をとられてしまう）ことを意味している。

トレード・スルー規則の拡大・厳格化は、自市場で最良気配が出される可能性が高いニューヨーク証券取引所などの主要市場にとっては、基本的には歓迎である。トレード・スルー規則が不十分であると、自市場で最良気配が出されていても、執行を他の市場にとられてしまう（トレード・スルーされてしまう）可能性があるのに対し、トレード・スルーが厳格化されれば、執行を奪われる可能性が低くなるからである。

一方、ATSなどの電子化された新しい市場の立場から見ると事情は異なる。ニューヨーク証券取引所などの主要市場は、流動性が高いために最良気配が成立する頻度は高いにせよ、スペシャリストなどの人手を介した遅い執行が行われている。最良気配に対してATSから注文回送しても、執行の処理速度が異なっているため、注文回送して執行を待っている間に気配が変更されてしまったり、時間のかかる執行を待っている間に価格動向が変化して最良気配でなくなってしまうこともしばしばである。このため、「遅い」市場との間に厳格なトレード・スルー規則が確立されるとATSなどの「早い」市場の方が不利益を被るという関係にある。⁽⁴⁾

トレード・スルールの発生理由

以上のように、ニューヨーク証券取引所などの「遅い」市場と、ATSなどの「早い」市場の間で対立が先鋭化したトレード・スルー規則の拡大であるが、実際のトレード・スルーは、どの程度生じているのだろうか。SECによると、取引株数で見たトレード・スルーの割合はナスダックで七・九%、ニューヨーク証券取引所で七・二%（ブロック取引を含む）、取引件数では両市場とも二・五%とされている。また、トレード・スルーのコストは、ナスダックで一株あたり二・三セント、ニューヨーク証券取引所で一株あたり二・二セントに達しているという。

トレード・スルーはなぜ生じているのだろうか。制度面から見た最も大きな理由は、前述のようにナスダック証券がITSプランの対象に入っていないことである。このため、ナスダックと、ナスダック証券を取引するナスダック以外の市場（ATSなど）との間で、互いにより優れた気配が提示されていても、それを回送する義務が生じない。もともとブローカー・ディーラーの最良執行義務規定があるので、ブローカー・ディーラーは顧客注文に関して最良気配との間で執行する義務を負っている。しかしながら、ブローカー・ディーラーの最良執行義務は、合理的に可能な範囲で顧客注文を最も良い条件で執行することを求めた包括的な規定であって、注文一件ごとの最良執行義務は必ずしも生じないと解釈するのが一般的であるとされる。このため、明示的にITSのカバー範囲に入っていないナスダック証券については、厳密な意味でのトレード・スルー防止ははかられない。また、ITSがカバーする範囲は限られており、小口の一〇〇株以下の取引と、一万株を越えるブロック取引についてはITSのカバー範囲外である。

二番目の理由は、他市場、とりわけATSへのアクセスにはさまざまな障壁があることである。たとえば、A

ITS参加者以外のものがATSの気配にアクセスするに際しては、アクセスフィーがかかる。非取引所取引システムであるATSに気配が提示されていても、その気配にアクセスするためには別建ての手数料がかかるため、実際に投資家が支払う価格は二〇ドルよりも不利な価格になる。このことも、純粹に気配だけをめぐる競争が行われない原因となっている。

三番目の理由は、ITSのカバー範囲でも、ITS規則はSECが執行しているわけではないため、トレード・スルーが発生した場合はITSプランの参加者の間で事後的にその処理方法を定めているだけであり、執行力が弱いことが挙げられる。この点に関しては、今回の規則改正で、トレードスルー規則がSEC規則となったため、問題は解消されると見られている。

トレードスルー防止策の必要性

トレード・スルー防止策が緩やかであるとどんな問題が生じるのだろうか。投資家が指値注文を市場に出しているときに、トレード・スルーが生じると、その指値注文が執行されない可能性が高まる。単一のオークション市場内であれば、価格優先・時間優先の原則にしたがって付け合わせが行われるので、特定の指値注文を飛ばして執行が行われることはあり得ないが、市場間をまたがる取引では、トレード・スルー規則が厳格でないと、ある市場で出ている指値が無視されて執行されない可能性は否定できない。このようなことが頻発すると、公正な執行が得られないことになり、投資家が指値注文を出そうとする誘因が減じる。このことは、指値による価格発見機能の減退につながるほか、市場の深さや流動性の低下をもたらす可能性があり、望ましいことではない。

また、トレード・スルー規則が緩やかであると、市場間で市場のロックやクロス (locked and crossed markets)

と呼ばれる状況を頻発させる可能性がある。これは、ある市場の買い気配が別の市場の売り気配と一致（ロック）するかあるいは上回る（クロス）場合を言う。ロックト・マーケットが生じている場合は、市場間をまたがって計測した売買スプレッドがゼロ、クロスト・マーケットが生じている場合は、市場間の売買スプレッドがマイナスであることを意味している。こうした異常な状況が発生すると、市場が混乱して自動執行が一時停止してしまい、ロック状況が解除されるまで手動での取引に応じなければならなくなるため執行速度が大幅に低下して市場の混乱を招く。また、投資家にとっても、すでに提示されているよりよい気配での執行が行われないうちに、劣ったカウンターオファーが提示されることになるので、無効な気配が残存している可能性があると考えて混乱を招く。SECによると、二〇〇四年三月のある一週間をとってみると、一日平均五〇万九〇〇〇回のロックト・クロスト・マーケットが発生していたという。

こうした混乱状況の発生原因も、市場が分裂して必ずしもリンクしていないこと、ナスダック銘柄にはITS規則が適用されていないこと、アクセスファイアが不統一であるためファイアを払いたくない参加者がこうした状況を作り出すと言ったことが言われている。

おわりに

以上のように、トレード・スルーは、全米市場システムをトレード・スルー規則がカバーする範囲としない範囲との二つに分裂させる大きな障壁となってきたが、今回の規則改正でこれが解消され、市場統合が進むと考えられる。しかし、この問題には、オークション市場とディーラー市場にわたる統一ルールの導入という原理的には相反する政策目標が含まれており、さらなる矛盾をもたらす可能性も否定できない。この点は改めて検討を要

するが、SECは市場競争を行う場所である市場そのものを、他の市場との間で競争させるといふ非常に複雑な市場間競争促進政策をとってきたものの、市場間競争がもたらす社会的コストは、規則の複雑化という点でますます拡大しているのではないだろうか。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (2004), Regulation NMS, Release No. 34-49325. 詳細については、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・三三号、二〇〇四年四月、大崎貞和 (二〇〇四)「レギュレーションNMS提案について」『資本市場クォーターリー』二〇〇四年春号。
- (2) Securities and Exchange Commission (2005), Regulation NMS, Release No. 34-51808. なお、注(2)のリリースと、本リリースの間に、追加的なリリースが二件発表されている。Supplemental Release, Exchange Act Release No. 49749, May 20, 2004. Re-Proposing Release, Exchange Act Release No. 50870, Dec 16 29, 2004. 大崎貞和 (二〇〇五)「レギュレーションNMSに関する修正提案」『資本市場クォーターリー』二〇〇五年冬号。
- (3) ナスタック市場では、最低執行株数の執行については最良気配で執行が行われるが、それを越える株数に関してはトレード・スルーを禁じる規則は存在しない。
- (4) ニューヨーク証券取引所は、レギュレーションNMSをうけて、市場を一部機械化するハイブリッド構想を打ち出した。大崎貞和「ニュー YORK 証券取引所のハイブリッド市場構想」『資本市場クォーターリー』二〇〇四年秋号参照。
(しみず ようこ・客員研究員)