

レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について

清水 葉子

1 レギュレーションNMSの導入

アメリカでは、従来の証券取引所のほかに、電子コミュニケーション・ネットワーク (ECNs, Electronic Communication Networks) や、代替的取引システム (ATSS, Alternative Trading Systems) とよったコンピューターシステムを利用した新しい取引の場が広がり、こうした取引システムと証券取引所を統合的に規制するために、「レギュレーションNMS」と呼ばれる規制が導入されている。

この規制は二〇〇五年四月に採択され、二〇〇六年から徐々に導入範囲を拡大して、最終的に二〇〇七年一月から完全実施を見た。したがって、現時点で完全実施後およそ二年弱ということになる。

「レギュレーションNMS」は大きく四つのルール群から構成されているが、本稿で検討するニューヨーク証券取引所の流動性低下と関係するのは、「注文保護ルール (Order Protection Rule)」と呼ばれる一連のルールである。このルールは、別名トレードスルー・ルールともいわれ、最良気配を提示している市場が他の市場に比べて競争力を持てるようにすることを狙いとして導入された。

このルールは、一つの市場に注文が出された場合に、他市場でより良い気配の対当注文が出ている場合には、それを無視して劣った価格で執行してはならないというものである。この結果、最良気配 (最も高い買い気配および最も安い売り気配) を出している市場が保護されることになり、全米のすべての市場で最良執行を確保する

ことができる。また、このルールによって、規模が小さい市場であっても、最良気配を出すことで流動性を集めて規模の拡大を図ることができるようになる。もともと取引は流動性の高い市場にばかり集まる傾向があるため、最良気配を厳格に保護しない限り、新規参入の小さな市場が伝統ある大きな市場と同じ条件で競争することは難しかった。レギュレーションNMSの導入によって、新しい市場であっても、高性能の取引システムを導入して素早く優れた気配を提示することができれば、市場間競争上優位に立つことができる。

ただし、このルールには例外規定があり、ニューヨーク証券取引所などの人手を介する「遅い」市場に対しては、すべての価格を保護するわけではなく、「遅い」市場の最良気配を無視してもよい。この例外規定によって、ニューヨーク証券取引所で仮に他の市場よりも優れた気配が出ていても、「遅い」市場であるとして無視される可能性が高く、ニューヨーク証券取引所の流動低下が懸念されていた。

ニューヨーク証券取引所は、こうした規制変更を見越して、二〇〇五年四月に代替的取引システム大手のArchipelagoを買収（二〇〇六年三月に買収完了）するとともに、ハイブリッド市場構想を発表して、自市場の電子化・自動化を進めてきたが、それにもかかわらず、二〇〇六年頃から始まった流動性の流出に歯止めがかからない状態である。

2 アメリカの市場構造

レギュレーションNMS導入後、アメリカでは気配と流動性、執行のスピードや付加的なサービスをめぐる市場間の競争が激しさを増し、現在の取引の場は大きく多様化している。

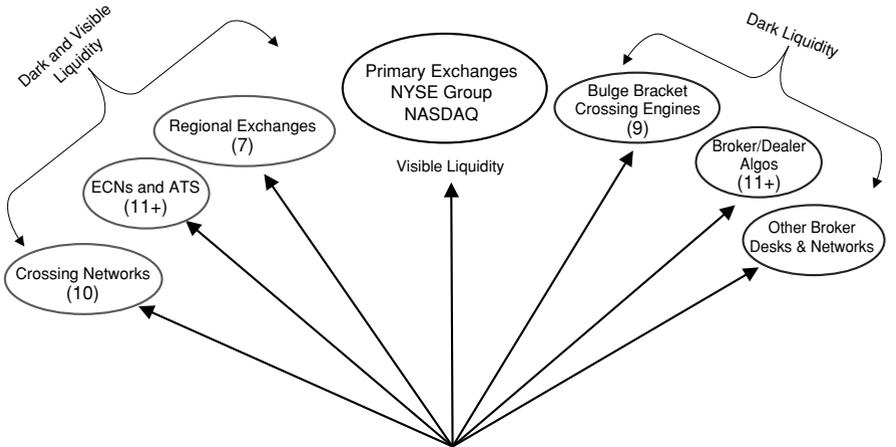
図表1はそれを図示したものであるが、従来の主要証券取引所・地方証券取引所やすでに規制ルールが定まっ

ているECNとATSのほかに、各種のクロッシング・ネットワークなど、取引所に代わる市場機能を持った市場が拡大し、加えて、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせを電子化したものやアルゴリズム取引を利用したものなど、取引情報の開示が不十分な（ダークな）取引の場が生まれている。

こうした市場の多様化を受けて、アメリカの株式取引の執行場所は大きく分裂している。図表2は、一定の推計のもとで作成された全米すべての上場証券の取引シェアであるが、ニューヨーク証券取引所の取引シェアは、単体でおよそ一四％、買収した旧Archipelago (Arca)を加えてもおよそ三〇・五％と大きく低迷している。同様にナスダックの取引シェアも単体で二〇・八％、店頭取引などナスダックがブローカー・ディーラーに代わって行うFINRAへの報告分 (TRF)を含めても三四・七％に過ぎない。

こうした伝統的な市場の低迷に代わって、BATSやDirect Edgeなど、新規参入取引所が取引高を伸ばして健闘している。たとえば、BATSは二〇〇六年にカンザスで設立されたATSであるが、取引高を急速に拡大して、二〇〇八年には早くも取引所登録を許された新規参入組である。Direct Edgeの取引所申請をし

図表1 アメリカの市場分裂

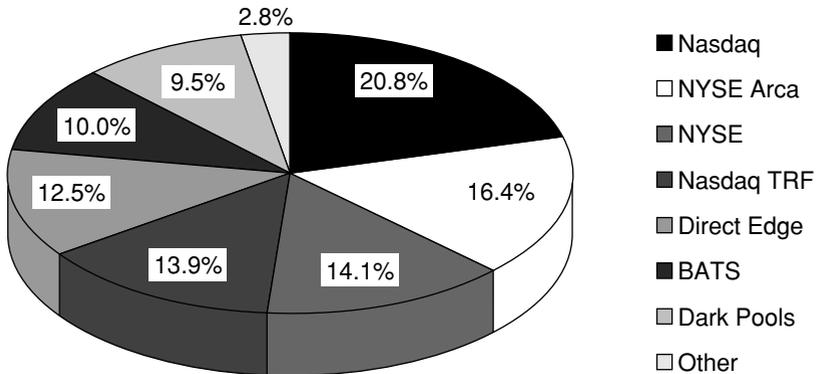


(出所) Citi Group "A General Overview of the Financial Markets"

ながら、既存の小規模取引所を買収する等積極的な動きを見せている。さらに、気配が公表されない「ダークプール」と呼ばれる取引の場⁽¹⁾も、推計では約九%と、無視できない拡大を見せている。

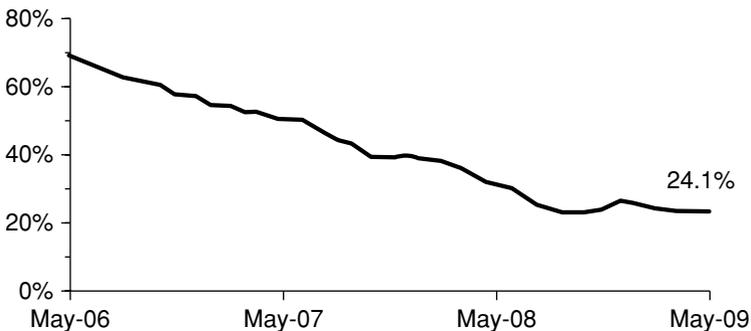
図表3ではニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引に占めるニューヨーク証券取引所の取引シェアを見てみよう。図表3にあるとおり、こちらも二四・一%にまで低下している。買収した旧Archipelago (Arca) を加えても過半には届かな

図表2 2009年4月の全米の上場銘柄全体に占める取引高シェア



(出所) Rosenblatt Securities Inc. NYSEは旧Archipelago (Arca) を通じてナスダック上場銘柄の取引を行っているが、本推計のNYSEの項目ではNYSE上場銘柄分しか計算されていない。また、「ダークプール」の中には、NasdaqTRFを通じて報告されるものがあるが、本推計では、Nasdaq TRFから各種ダークプールと考えられる取引を独自推計によって取り除いており、旧来のブローカー・ディーラーの内部化のみを計上している。

図表3 ニューヨーク証券取引所上場銘柄に占めるニューヨーク証券取引所のシェア 旧Archipelago (Arca) 分をのぞく



(出所) NasdaqTrader.com

い。同様に、ナスダック上場銘柄に占めるナスダック取引も三割程度である。すなわち、現在では、どの一市場を見ても、自市場上場銘柄の過半を取引する支配的な市場が存在しない状態になっていることが分かる。

3 ニューヨーク証券取引所の収入

ニュー YORK 証券取引所は、自市場上場銘柄の取引シェアの急低下によって、大きな影響を被っていると推測される。しかしながら、取引所が証券取引委員会（SEC）に提出するForm-10Kから取引所の収入状況を調べると、実際にはニュー YORK・ユーロネクスト・グループの収入状況はきわめて順調であることが分かる。

図表4は、二〇〇四年以降のニュー YORK・ユーロネクスト・グループの収入状況である。ただし、二〇〇六年三月からはECN/ATSであった旧Archipelago (Arca) を買収した収入が合計され、二〇〇七年からはユーロネクストの行う欧州での取引関連収入が合計されているので注意が必要である。図表4からは、合併の影響もあるにせよ、ニュー YORK・ユーロネクスト・グループが順調に収入を伸ばしていることが読み取れる。

たとえば、現物取引からの場口銭収入は、二〇〇七年の一五億七五〇〇万ドルから、二〇〇八年の二三億八七〇〇万ドルに五二%も増加しており、合併効果もあるにせよ二〇〇四年からの四年間で一五倍の増加を見ている。またユーロネクストを合併したことや、アメリカン証券取引所の取引分もあり、デリバティブ取引からの収入も大きく増加した。

上場収入も順調な増加を見せており、二〇〇七年の三億八五〇〇万ドルから二〇〇八年の三億九五〇〇万ドルへと三%の増加、二〇〇四年からの四年間で年平均四・九%と安定した伸びとなっている。市場情報収入も二〇〇七年の三億七二〇〇万ドルから二〇〇八年の四億二九〇〇万ドルに一六%の増加を見ている。その結果、合計

収入額は三九億三八〇〇万ドルから四七億三〇〇万ドルへとおよそ二割近く増加した。

この収入状況を、アメリカでのニューヨーク証券取引所グループと、ヨーロッパでのユーロネクストに分けて調べてみよう。さらに、ユーロネクストとの合併前の二〇〇六年とも比較することができる。図表5を見ると、二〇〇七年、二〇〇八年ともに、現物取引の場口銭のおよそ七割以上、上場収入のおよそ九割以上がニューヨーク証券取引所グループからのものであることが読みとれる。またアメリカでの収入だけに限定して、合併以前の二〇〇六年と比較しても、現物取引の場口銭で一・七倍と非常に大きく拡大したことが分かる。

このように、ここ二、三年のニューヨーク・ユーロネクスト・グループは、自市場上場銘柄の取引シェアを大きく失いながら、収入自体はむしろ増加するという矛盾した状況にあることが分かる。

この点について、インステイテューショナル・インベスター誌が二〇〇八年末に、ニューヨーク・ユーロネクストグループのCEO、Duncan Niederauer氏に対してインタビューを行っている⁽²⁾。

図表4 ニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入

	2008	2007	2006	2005	2004
収入					
活動評価手数料	229	556	673	595	360
現物取引	2,387	1,575	645	146	154
デリバティブ取引	919	661	31	—	—
上場収入	395	385	356	343	330
市場情報収入	429	371	223	178	168
ソフトウェア・テクノロジーサービス	160	98	137	183	220
規制収入	49	152	184	132	115
その他	135	140	127	56	59
合 計	4,703	3,938	2,376	1,633	1,406

(出所) NYSE Euronext Form-10K 単位100万ドル。Euronextの収入分は2007年4月4日から、Archipelagoの収入分は2006年3月7日から合計されている。また、2007年7月30日からニューヨーク証券取引所の規制機能はFINRAに移管されたため、相当分の規制収入が減少している。活動評価手数料とは、取引所が証券取引委員会に支払う規制・監督のための手数料で、同額を取引所が会員証券会社から徴収するのでいったん収入に含まれるが差し引きはゼロとなる。

記事によると、この間の金融危機は、ニューヨーク・ユーロネクスト・グループにとって天の賜物であったとしている。市場全体のボラティリティが高まった結果、主要市場であるニューヨーク証券取引所の始値を参照して取引を開始することが増え、取引開始時や取引終了時の取引高がとくに増加しており、ニューヨークの人手を介した取引の存在価値が高まったという。

また、ニューヨーク証券取引所が収入のおよそ六割を依存する現物取引の場口銭収入についても、金融危機によるボラティリティ拡大で取引高が増加したことが収入増に大きく寄与した。推計によると、二〇〇八年一〇月には四九億五〇〇万株で、一ヶ月前の九月と比べておよそ九・五%の取引高増加が見られ、二〇〇七年一〇月との比較では二倍近くに伸びたとしている。ニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入のおよそ二一〜一三%を占める上場収入も順調で、上場会社数は二六〇〇社と過去最高に近い数字となった。ニューヨーク証券取引所に対しては、人手を介した取引は遅くて効率も悪いとして低い評価がなされていたが、危機の影響でうってかわって取引が増加したと述べている。

ニューヨーク証券取引所の上場時価総額は七八億ドルと、ナスダック

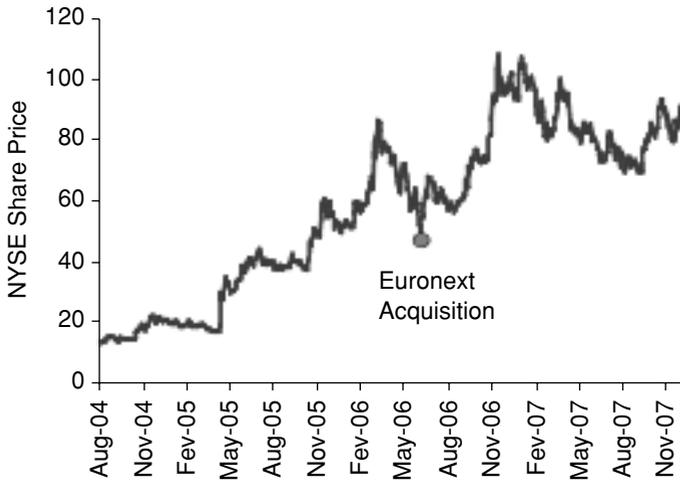
図表5 ニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入を米・欧で分解

	2008年				2007年				2006年
	アメリカ	ヨーロッパ	グループでの重複による除外	合計	アメリカ	ヨーロッパ	グループでの重複による除外	合計	アメリカのみ
活動評価手数料	229	-	-	229	556	-	-	556	673
現物取引	1,759	628	-	2,387	1,165	410	-	1,575	645
デリバティブ取引	152	767	-	919	86	575	-	661	31
上場収入	363	32	-	395	363	22	-	385	356
市場情報収入	215	214	-	429	225	146	-	371	223
その他	252	119	(27)	344	352	38	-	390	448
合計	2,970	1,760	(27)	4,703	2,747	1,191	-	3,938	2,376

ク・グループやロンドン証券取引所よりは大きいものの、CMEグループの一六六億ドル、フランクフルトのドイツ証券取引所の一一一億ドルと比べて見劣りがし、危機感を強めている。ニューヨーク・ユーロネクスト・グループは、カタールのドーハ証券取引所への二五%出資をはじめとして、ムンバイ証券取引所への出資、北京オフィスの開設など新興国への関心を大きくしている。

また、Niederauer氏はテクノロジーへの関心が高く、就任後サーバーベースのシステムへと取引システムを大きく入れ替え、二〇〇八年の変動を乗り切ったとされている。他にも、上場企業に株主管理の一貫として自社株式の売買の手口情報を知らせるサービスなど、新しいサービスにも着手しているという。これは上場企業を引き止める方策として理解されている。

図表6 ニューヨーク証券取引所の株価



図表7 ユーロネクスト買収後のグループの株価

	高値	安値
2007年第2 四半期	99.99ドル	72.34ドル
第3 四半期	84.50ドル	64.26ドル
第4 四半期	92.25ドル	78.18ドル
2008年第1 四半期	87.70ドル	55.12ドル
第2 四半期	76.71ドル	50.30ドル
第3 四半期	51.18ドル	32.26ドル
第4 四半期	40.70ドル	16.33ドル
2009年第1 四半期	30.60ドル	18.65ドル

(出所) NYSE Euronext Form-10K ユーロでの表記は省略。
NYSE Euronextの合併により、合併後の株式は2007年4月4日から取引が開始された。

収入面では、前述の取引高の拡大だけでなく、アメリカン証券取引所買収でデリバティブ取引やETF取引を拡大するなど、新しい取引対象の拡大にも注力している。

こうした取り組みによって、取引高シェアの大幅減少にも関わらず、収入はかえって増加しているニューヨーク・ユーロネクスト・グループであるが、この収入面のブームは金融危機がもたらした一時的なものである可能性はないだろうか。合併後のコスト削減が不十分であることもあって、二〇〇八年のグループの純利益は、収入増にも関わらず赤字となっている。またグループの株価も、合併後の二〇〇七年春以降は大きく低迷し、最高額であった二〇〇七年春と比べると三分の一に低迷している（図表6、図表7）。

4 市場分裂によって何が問題となるのか

市場の分裂というときに問題になるのは、単に一国の証券市場が複数に分かれているということではない。たとえば、複数の証券取引所がそれぞれ重複なく異なった銘柄を上場し、自市場上場銘柄のみの取引しか行わないのであれば、一つの銘柄の株式に複数市場で異なる価格付けが行われることはないので、市場の分裂は発生しない。

市場分裂が問題となるのは、一つの銘柄が複数市場で取引される場合である。分裂によって発生する問題は二種類あって、一つ目は、市場の価格発見機能に関わる問題である。すなわち、ある市場に注文が回送され、その市場に出ている反対注文とつけ合わされたとしても、別の市場での気配が参照されないのであれば、最良の気配と付け合わされたとは限らない。従って、回送先の市場で付いた価格が、その時の市場の全参加者による評価をすべて反映しているとはいえないので、市場での価格発見機能は不十分にしか発揮されないことになる。

市場分裂のもたらす二つ目の問題は、投資家とブローカーのエンジニアリングコストの問題である。複数市場が存在するということは、投資家にとって自らのブローカーが最良気配の出ている市場に注文を回送したかどうか、すなわち最良執行義務を果たしているかどうかのモニターにコストがかかる。ひいては市場全体のインフラコストが高いということにつながる。

以上の観点から見ると、かつての主要市場であったニューヨーク証券取引所の取引シェアの低下は、価格情報の開示が十分に行われ、常に最良価格での執行が低コストで可能であった、かつブローカーの最良執行についても疑念が生じない状態であるならば、全く問題がないとすることができる。しかし、果たしてそこまで理想的な市場間競争は可能だろうか。

アメリカで導入されたレギュレーションNMSは、こうした意味での市場分裂を止めるための規制上の方策であったといえる。しかしながら、導入後に市場の多様化がますます進み、注文保護ルールで保護されない「ダークプール」と呼ばれる市場が出現していることを考えると、レギュレーションNMSによる執行の場の多様化は、一方で大きなコストをもたらしめているのではないかと懸念についても検討が必要なのではないだろうか。

注

(1) ダークプールについては、清水葉子「アメリカの市場分裂は深刻化しているのか?」ダークプールの拡大について」証研レポート、二〇〇九年二月参照。

(2) Suzanne mcGee "Up Off the Floor", *Institutional Investor*, November 2008

(しみず ようこ・客員研究員)