

# オーダードリブン市場での “仕切り売買”について

広 田 真 人\*

## 要 旨

情報処理技術等が如何に進歩しようとも、企業の将来収益を的確に評価することが決して決して出来ない以上、株式の評価はマーケットでの売買の結果として得る他ない。とすれば、株価の妥当値も、熱意あるアナリスト活動を行っている多くの投資家の合意という形以外得られそうもない。従って、そうした投資家による全員参加の投票の形をとるオーダードリブン市場（ODM）を基本的な取引システムとするのは極めて素直な発想といえよう。このシンプルな原理こそが、世界の株式市場の圧倒的多数を ODM とし、更にクオートドリブン市場（QDM）にも最近 ODM 的要素を取り入れようとする流れを作っていると考えられる。

勿論、ODM とて万能ではなく、ODM では処理しにく注文形態も確かに存在する。その典型が、大口／バスケット取引であろう。こうした注文形態に対しては、小口のプライステイカーを前提とする ODM としては、ブロック・ポジションナーという名のマーケット・メイカーによる〈クロス〉という処理形態をとることも止むを得ない面もあろう。ただし、これは ODM に QDM 的機能を部分的に導入していることになる。つまり、QDM 的要素を密輸入された ODM がグローバル・スタンダードになりつつあると言えるかもしれない。

ただ、本稿が注意を喚起したいのは、大口／バスケットといった ODM に馴染まない取引形態への対応というそれなりに理解出来るケースの他に、単に執行が容易であること、マーケットインパクトが極小化されるといった理由で QDM 的要素が混入しつつあることである。その具体的姿が、機関投資家による“店頭仕切り売買”の非公然的增加と最近の公然化の動きである。これは、ミクロには合理的行動であろうが、マクロには ODM を形骸化し、価格発見機能を弱体化させずにはおかない。

\* 本稿は、私的論点整理であり、いかなる意味でも所属する機関を代表しない。

## 目次

- I. “仕切り売買”とは何か
- II. “仕切り売買”のメカニズム
  - 1. 本来のバスケット売買
  - 2. 日本市場で行われているバスケット売買
- III. “仕切り売買”の市場に与える影響

- IV. 取引所集中原則と“仕切り売買”
- V. 結びに代えて——ODAのブローバル・スタンダード化の中で進行するQDN的要素による浸食——

## I. “仕切り売買”とは何か

オーダードリブン市場 (ODM) にあっては、全ての投資家はそれぞれのアナリスト活動の結果としての株式評価を携えて平等に価格発見に参加すべきものであろう。株価が将来キャッシュフロー (CF) の割引現在価値の和であるという定義が如何に正しかろうとも、将来CFは誰にも絶対に分からないのであるから、多くの投資家の需給の一致した価格をもってフェアヴァリュアの代理変数とみなす<sup>1)</sup> というのは社会システムとしては理に適った仕組みというよう。

ただ、ODMが多数の小口プライステイカーを前提に造られたシステムであるから、巨大な売買注文がしかも即時性を伴って (=成行注文) 入れば、通常大きく価格がジャンプすることになる。加えて、次に逆の注文が入ると株価は元に戻り、株価は大きく乱高下することになる。いずれにせよ ODM に大口注文が入ってきた場合には、所謂“価格の連続性”が損なわれることはほぼ自明であることから、“価格の連続性”を大切にすれば、それを維持するためにも、大口注文は別処理することが合理的であるとのコンセンサスがあるように思われる。現在の“クロス”、1950年代の“バイカイ”といわれる取引手法は、価格優先・時間優先とい

う ODM のルールの内にあるか外にあるかの相違はあっても、同市場システムが想定していない注文形態を如何に基本ルールと調和させるかを目的に生まれたものである<sup>2)</sup>。

勿論、価格が飛んだとしても、それが不合理な水準まで及んだ場合は、FVに従って価格がついているマーケットであれば、価格を修正する注文が入り、intradayでの乱高下はあっても一定期間後、すなわち interday ベースでは妥当な水準まで戻るはずである。もしそうであるなら、大口注文による価格の乱高下など別に気にする必要は無いという立場も考えられる。こう考えると、価格の乱高下を防止するために、実質的に市場に注文を出さずに価格を決めるクロス等の現行の方法が必ずしも議論の余地の無いほど自明のものとは言えなくなる。

ただ、最近のマーケットマイクロストラクチャーの分野の研究の進展によって、現実のマーケットプレイヤー達の行動を単純にFVを巡るゲームと見なすよりも、情報を持つ最終投資家、情報を持たない最終投資家 (ノイズトレーダーないし流動性トレーダー)、マーケットメーカー (MM) 等に分け、彼らの合理的行動の結果として市場での価格形成がなされているとみなすようになってきている。そうすると、大口注文がそのまま市場に出て来た時、それが特別な情報を含んだ注文であるか否かによって、他のプレイヤーに重大な影響を与える

ため、「サンシャイン・トレーディング」といった方法もあるとはいえ、前述のようにいずれも戻り値に反から大口注文をそのまま市場に出せば良い、という判断を単純にしきれない可能性が出てきている。また、情報を持たない投資家は、市場に、情報を持つ投資家がいれば、彼らに利用される立場にあるので、情報を持つ投資家が参加しない取引システムがあれば、それを好む傾向があり、これが各種のクロッシングセッションが成立する根拠の一つとなっている。

大口注文と価格の連続性というこの問題は、それ自体興味深いものがあるが、本稿ではこれ以上立ち入らない。いずれにせよ、こうした、クロス取引は本来 ODM には馴染まない大口注文対応として生まれたものである。しかし、最近の問題は、大口注文の場合だけでなく、力のある機関投資家の注文の多くが——それは当然バスケット売買様式が多い——このクロス取引の様式で処理される“仕切り売買”の形を取るようになってきたことである。

II. “仕切り売買”のメカニズム<sup>3)</sup>

## 1. 本来のバスケット売買

以下の議論は、取引所集中原則の存在しない、つまり会員証券会社店頭での仕切り売買が認められている欧米での話となる。

また、NYSE にしたところで、自己が取引の一方の当事者 (相手方) となる場合については、市場集中原則から完全に自由の身となっているわけでは無い<sup>4)</sup>。そのために立会終了後、PM4:00~5:15において機関投資家を対象としたバスケット取引を処理する場 (クロッシン

オーダードリブン市場での“仕切り売買”について

グ・セッションII) がNYSE自身によって設けられている。プログラム注文は、100万ドル以上の時価総額を持つNYSE上場15銘柄以上のバスケットで構成されるクロス注文を対象としており、NYSE会員は店内で付け合わせた注文を、一定の様式に従ってNYSEにFAXで送信し、それは受信されると即座に執行される。執行された取引は、セッションII終了時にCTS (総合テープ・システム) により売買株数合計及び売買代金合計のみ公表され、個々の株式については公表されない。ただ、個別の銘柄名と株式数は、取引の翌日から起算し3日目までにNYSEに報告せねばならないことになっている。尚、所謂「場口銭」は、この取引にはかからない<sup>5)</sup>。

日本株を対象としたバスケット取引はロンドンでも行われており、最も一般的には、ブラインド<sup>6)</sup>の形で銘柄数・売買代金・流動性を示す素材データが顧客から示され、それに対し、東証終値に対し〇〇%という形の入札を複数ブローカーが行い、最も良い条件を提示したブローカーとの間で契約が成立することになる。

こうしたバスケット取引も基本的には、証券会社がエージェントとして行動する通常の「エージェント取引」と自己資金を導入して取引の相手方となる「プリンシパル取引」とに分かれる。

## (1) エージェンシー取引

これも、先物を利用するか否かによって次の二つの取引に分かれる。

## i) ピュアー・エージェンシー取引

日本国内の機関投資家によって行われるバスケット取引の大部分は、この形である。この取引では、証券会社は投資家の指示に従い、投資

家のためにのみ行動する。

投資家は、成行ないし指値の選択だけでなく、例えば直近の取引価格+1ティックといった相対指値を含む執行価格・発注のタイミング・バスケットの発注を一括とするか、所謂「ウェブ」ないし「スライス」と呼ばれる分割発注とするかなどについて独自の指図を与える方式の他、「計らい注文」として証券会社に全面的に委ねる方式も選択可能である。

## ii) 先物を利用したエージェンシー取引

所謂「買いヘッジ」と言われるもので、現物市場より流動性の豊かな先物市場でポートフォリオの代用として指数先物を購入又は売却し、SQ日又はそれ以前に先物のポジションを解消する反対売買と同時に現物を購入又は売却する。この結果、マーケットインパクト(MI)が軽減される。なお、MIの極小化という意味ではSQ日に終結させるのが好ましい。また、先物の理論価格と市場価格との差であるミスプライスを利用すれば、取引時に市場価格が理論価格を下回(上回)っていれば、バスケットの買い(売り)コストを下げることが出来る。

ただ、この取引にもいくつかのリスクが内包されており、一つは投資家が取引を希望する時、先物とその投資家に取って好ましいミスプライスとなっているとは限らないこと、二つにはバスケットのパフォーマンスが指数のパフォーマンスと連動しないトラッキング・エラーが存在するリスクである。つまり、バスケットの代わりに指数先物で運用している間はトラッキング・エラーのリスクを執っていることになる。

## (2) プリンシパル取引

証券会社は、投資家のエージェントとしてで

無く、取引の相手方となる。投資家は予め決定された価格で証券会社とバスケットを売買する。その際、相手方となる証券会社の自己資金の投入が必要である。取引は取引所外で、『ネット取引』——バスケットの最終価格に手数料・有価証券取引税・MI等の全てが含まれる——で行われる。従って、相手方となる証券会社は投入した自己資金対応額をヘッジする必要が生じる。

プリンシパル取引の場合、顧客からみて、その執行は保証され、コストも事前に明らかなので、リスクの軽減化が図れることは明らかである。

ただ、本取引の性格上、原則的には現在の東証では行えない取引である。

### i) 先物を利用しない取引

#### イ) ピュアー・プリンシパル取引

証券会社が投資家との間で予め協議した価格によって自己が相対してバスケットを売買することで、この取引は通常OTCで行われる。投資家は取引所がcloseした後でトレードの意向を表明し、証券会社は当日の引け値から予め協議したスプレッドを引いた(足した)値でバスケットを買う(売る)。

#### ロ) パーシャル・プリンシパル取引

証券会社は、自己が相対する引け値でのバスケットの執行を保証する。投資家は、取引所がcloseする前に取引の意向を表明する。その結果、証券会社は取引時間中にヘッジ手当が可能であることから、請求するスプレッドもピュアープリンシパル取引よりは低くなる。

この方式は、日本でもある程度可能ではあるが、ザラバ引けで終了というケースもあり、完全な形では困難であるという。

## ii) 先物を利用した取引

### イ) エクスチェンジ・フォー・フィジカル取引(EFP)

投資家がバスケットの金額分先物を買(売り)、一定期間後に投資家が証券会社との間で先物と現物バスケットを交換する。

バスケットの価格は、先物をクロスし、理論ベースを引いた価格から証券会社のスプレッドを加えた(引いた)値となる。

EFP取引により、投資家はバスケットの構成銘柄を決めるに先立ってエクイティのエクスポージャーを変化させることが出来る。

### ロ) ベーシス取引

証券会社が自己の勘定で先物を売買する。その後、先物の平均約定価格から予め協議して決めてあるスプレッドを考慮した値で投資家に現物株を売買する。スプレッドは指数の現物・先物間の理論ベースで、その取引に対する証券会社の請求に基づく。

ベース取引では株式の価格は先物の平均約定価格から直接決められるため、投資家は先物を取引した同日にバスケットが得られ、現物への変換を満期まで待つことに伴うリスクから逃れられる。

## 2. 日本市場で行われているバスケット売買

1. で述べたバスケット取引は、海外でこそ一般的な方法であっても、日本国内で行おうとすると、取引所取引に係わる多くの国内ルールの存在によって実現が困難である。従って、日本国内にあっては、<顧客の成行注文<->これに対当する自己の指値注文>の、bid-askの内側での同時発注という形で、プリンシパルに近似した取引が行われている。

オーダードリブン市場での“仕切り売買”について

このため、証券会社は1,000銘柄前後から成る、先物指数連動型のマザー・ファンドを在庫としてを持ち、顧客注文に備えると共に、それを指数先物で常時フルヘッジしている。ただ、いくら指数先物でヘッジされているとはいえ、後述のような様々なリスクを内包することから、こうした在庫ファンドを用意できる証券会社はごく少数に限られる。

執行時点は、“寄付”が選択されるケースが多く、“ザラバ”は選択されにくい。これは、指値を選択した場合、注文控えの状況次第ではほとんどが内出来となり、その残りを“仕切り売買”で処理しようとする、銘柄毎に内出来の状況と現在値の関係から残りを仕切り売買とすることを判断しながら執行せねばならず、銘柄数が多い場合時間的制約上厳しいものがあるためであるという。つまり、その間、顧客はマーケットリスクに晒され、自己もヘッジポジションを確定出来ないというリスクに同じく晒されることになる。

### (1) バスケットの銘柄分散・業種分散が十分なされている場合

具体的には、顧客の成行注文に対して、自己が反対の注文を同株数指値するという形で行われる。自己は自らのポジション・リスク、各対象銘柄の流動性等を総合的に判断した上で、銘柄毎の指値を決定し、自己注文のバスケット全体として、基準値(通常は前日終値)に対し、ある程度離れた水準の注文として発注するという。

顧客サイドから見た効果としては、顧客の注文に対し確実に相対する注文が注文控え上に存在することになることから、MIの軽減化に資することになっていることは間違いない。た

だ、自己の指値注文は顧客の成行注文と同数以下のため、他の成行注文等により寄付での需給バランスがアンバランスとなれば、自己が想定した指値で寄り付かず、思惑どりのクロス取引とならないリスクは残る。

この他、この方法を取った時の制約条件として、i) ファイナンス銘柄・注意銘柄等の規制銘柄、ii) 逆日歩銘柄、iii) 非貸借銘柄(借株の可能性が事前に不明)、iv) 著しく流動性が少ない銘柄、については、発注の時点で対応不可能なケースが生じうる。

また、顧客の「買いへの対応」の方が現物の調達が必要な分だけ「売りへの対応」より困難であるという性格があるという。

証券会社サイドのリスクとしては、以下のものが残る。i) 自己対当に在庫を使用することにより、マザーファンドの銘柄構成が崩れ、株価指数先物によるヘッジを行うにはトラッキングエラーが拡大してしまうリスク及びマザーファンド・リバランスによるコストアップの発生、ii) 現物を寄付で執行したとしても、現実には全銘柄同時に寄付くわけではなく、こうした状況把握が終わるまでの間先物市場のマーケットリスクを被ることは避けがたく、指数先物の執行リスクは残ることになる、iii) 特定の銘柄を大量に抱く又は空売りするリスクは、在庫ポートフォリオ全体としてはリスク管理されていたとしても個別銘柄次元で残ることになる。

#### (2) バスケットの銘柄分散・業種分散が十分なされていない場合

銘柄分散が十分でないことの影響は少なくなく、在庫リスクに与える影響が大きいため、手持ち在庫の状況に依存する度合いが大きく、ま

た、証券会社のリスクも(1)より非常に大きくなる。

### Ⅲ. “仕切り売買”の市場に与える影響

<顧客の成行注文→これに相当する自己の指値注文>の同時発注という“仕切り売買”の日本の形態も、それが、“クロス”である以上、瞬間的にはマーケットニュートラルであることは疑いない。ただし、それは価格発見に参加していないという消極的な意味であって、オーダードリブンの精神には外れる執行形態であることは明らかである。つまり、市場を通してのことは言え、証券会社と特定の顧客間の売買を bid-ask の内側で、市場に十分晒すこと無く、言わば瞬時に執行するため、本当に売買したい投資家を排除している可能性を否定出来ず、これは取引所持つ価格発見機能の喪失に繋がりがかねない。つまり、どれほど科学が発達しようとも、誰にも決して知ることの出来ない企業の将来 CF の予想値を、たとえ建前とは言え、全員参加の言わば投票で推定しようという株式市場システムの基本精神がここでは否定されている。

何よりも重大な問題は、最も質的に優れたアナリスト活動をなし得る条件を備えた機関投資家を中心とする主要顧客が、自己対等してもらえる味を覚えることで、注文控えに注文を出さなくなる傾向を助長し、これはひいては気配が出にくくなり、取引高の減少と volatility の低下をもたらすことになる。

特に ODM の場合、マーケットの流動性の供給源は、指値注文にこそあることから、むしろ指値注文の供給を促すインセンティブをいかに

に用意出来るかが ODM 成功の条件ともいえる。そのインセンティブとはピアーな意味では、成行注文を上回る正の期待収益に求められ、そのための方策が求められねばならないが、それはともかく、本稿でみてきたように最近の特に機関化がらみの動向は、全く逆の方向を向いており、実は深刻な問題を含んでいる。

勿論、顧客サイドからみれば、約定が保証される上、流動性からみれば本来とても約定が不可能な銘柄も約定できるため、流動性制約に阻まれて出来なかった例えば逆張りの運用が容易になる等のメリットが生じているわけであるが、それは、前述の市場メカニズムへの本質的デメリットを相殺するにはほど遠い。

また、証券会社の在庫ポジションのヘッジのための先物売買や在庫リバランスのための現物売買も間接的に市場に影響を与えることになるが、どのような形で影響するかは先験的にはいうことが出来ないため、ここでは議論しないこととする。

### Ⅳ. 取引所集中原則と“仕切り売買”

ところで、今、取引所集中原則の見直しが規制緩和のトレンドを背景に盛んに叫ばれており<sup>7)</sup>、証券業界からも委託手数料自由化に対応する業務拡大策の一方法として、証券会社店頭での仕切り売買の解禁を求める声が少なくない。しかし、この「店頭仕切り」こそ、今まで本稿が議論してきた、“仕切り売買=クロスの日常化”のより発達した形態であることは明らかである。即ち、こうした「店頭仕切り」の日常化は、市場の持つ価格発見能力の事実上の弱体化に繋がらざるをえない。

確かに、証券会社への委託注文が売りと買いが相当量バランスしているなら、その重複している委託注文をわざわざ取引所(統一された注文控)に出して約定させることにより、なによりも MI、更には、フロントランニング・リスクそして「場口銭」といった少なくないコストを払うより、多少執行価格に問題があろうとも、証券会社の店頭仕切りで対応した方が最終投資家にとってもトータル・コストは低く、社会的厚生も高いのではないかという議論は相当魅力的に見える。

いわんや、その注文が大口であれば公然と、小口であっても大手機関投資家からの注文であれば、現実の執行の姿は前述したごとく、証券会社が受け手となることを約束したクロス商いとして行われていることが多いという現実を鑑みるに、あえて<統一された注文控>の下で執行されたという擬制の姿を取る必要も無いに見える。

しかし、こうした店頭仕切りが全面的では無くとも解禁されている米国の例<sup>8)</sup>を見ても、不思議なことに NYSE 上場銘柄の NYSE 以外への流出は、むしろ小口取引にそうした傾向が見られるものの、機関化の象徴としての大口取引には実はトレンド的上昇は見られない<sup>9)</sup>。これは何故か?それは多分、先程「多少問題があっても」として通過した「執行価格」の問題ではないかと思われる。

証券会社店頭仕切りも一つの市場と見なしたとして、それを含めた様々な市場間の情報のリンクを考える時、たとえ完全な市場間気配リンクシステムが機能しておらずとも、情報処理・伝達速度が飛躍的に進歩した現代において、メインマーケットでの価格と大幅に乖離した執行価格が社会的に許されようはずもない。逆に言

えば、各市場がこうして概ねリンクしている現代にあっては、自然な競争状態に委ねておこなうなら、それほど執行価格にこだわりを持つ必要は無いかもしれない。

にもかかわらず、米国の現実には前述の通りで、NYSEからの大口取引の流出のトレンドは明確には確認しがたい。これは、我々が思う以上に、大口取引の発注者である機関投資家にとって執行価格のみならず執行方法にも神経質にならざるを得ない事情が隠されているように思われる。その事情とは、他人の資産を預かり・運用する機関投資家に対して、米国では、その行動について、基本的責務たるブルーデントマン・ルールがより強く求められているということであろう。

このルールがある限り、あるいは精神的バックボーンとしてある限り、執行価格を巡るトラブルの発生余地を極小化するために、＜統一化された注文控＞において決定された執行価格が選択される必然性が考えられる<sup>10)</sup>。勿論、この議論には前提があって、委託手数料の自由化が実現されており、市場での執行と店頭での執行にコスト面での差異がないという条件が必要であろう。

なお残る論点として、証券会社の店頭仕切りに加えて、証券会社の店頭間を結んだ情報ネットワークが十分機能していれば、それは＜統一化された注文控＞と大差ないのではないかと、という点が残っているかもしれない。しかし、これはODMの世界ではなく、NASDAQの世界即ちQDMの世界となってしまう。

QDMの場合、投資家の相手となっているのは証券会社の自己注文であり、自己注文の出すクォートからQDMと称され、投資家同士の注文がぶつかるODMと区別されるわけであ

り、このQDMは取引所売買とは言えない。ただ、複数の証券会社が相互に競争状態にある中で、QDMが行われるなら、それは事実上＜統一化された注文控＞と同様な機能を果たすはずであるという見方もある。しかし、やはりそうではない。QDMにあっては、証券会社はディーリング益を確保するため、一定のビッド・アスク・スプレッドを確保する必要があり、そこに設定されるスプレッドがODMで投資家が直接対峙した時のスプレッドと等しいかあるいは小さくなる可能性は全く保証されないからである<sup>11)</sup>。従って、店頭仕切りはODMにQDMが裏口から導入されている面は否定しがたい<sup>12)</sup>。

加えて、証券会社の店頭ネットワーク間に十分な意味で裁定が可能な状態になっているかが問題である。もし、裁定に規模の利益が存在するならば——例えば、ローカルに行われている個々の取引に関する需給の分布情報及び価格情報を収集するために大きな固定費用が必要な場合には、裁定に規模の利益が発生する——この固定費用を公共的に負担するなどして一物一価の実現を図る必要が生まれる。

これも、＜統一化された注文控＞を公的規制の下におく根拠のひとつとなっている<sup>13)</sup>。

## V. 結びに代えて

——ODMのグローバル・スタンダード化の中で進行するQDM的要素による浸食——

“仕切り売買”が議論される時、それは、「バイカイ」の復活ではないかという議論は少なくない。確かに市場外で売買内容（価格・取引数量）が既に決定されているものを事後的に市場内取引に擬制したものである限りは、両者は良く似た機能を持っているように思われる。

勿論、現在の“仕切り売買”は、クロスの形態で行われており、その意味では、価格優先・時間優先のルールの中で行われており、自店優先が認められ、従って二大原則の一つ、時間優先を無視することによってそのルールの例外として行われていた「バイカイ」とは質を異にしており、ODMの枠内の執行形態となっていることは間違いない。

しかし、今日本を含めた世界の証券界で進行している規制緩和のトレンドは、価格優先・時間優先のルールの緩和とセットで“仕切り売買”を自由化しようとしている<sup>14) 15)</sup>。この背後には、『最良の執行価格は、必ずしも需給一致価格とは同値ではなく、トータル・コストの低減とか取引の匿名制により高いプライオリティがある場合がある』という機関化に伴う取引ニーズの多様化があることは疑い無い。

しかし、取引ニーズの多様化といっても、その本質は、投資対象のFVの発見に興味を持つ投資かそうでない無機質な投資かの差に帰着する。換言すれば、value investorかstrategic investorかの違いである。ミクロの合理性の視点からすれば、strategic investorも合理的な存在であることはファイナンスの理論に拠っても議論の余地がないほど当然のことである。しかし、マクロの合理性の視点から見ると、アナリストであることを放棄した存在としての彼らは、“資本コスト”を介しての資金の最適配分という証券市場の社会的存在意義からみればフリーライダー以外の何物でもないと思われることもできる。

こうした意味では、“仕切り売買”の事実上の復活・強化への評価も、それがどの程度strategic investorからのニーズであるかによって決まるのかもしれない。

### 注

1) “需給一致”といっても、その一致させ方を巡っては幾つかのパターンがあるが、その際、基準となるのは、新古典派ミクロ理論が想定する理想的市場としてのワルラス=ヒックスの模索過程であろう。そこでは、取引参加者全員が一堂に会し、オークショナーが価格を提示し、各取引者は提示された価格に対し自らの需給曲線に従って需給量を回答する。オークショナーは参加者の需給量を集計、需給が一致しなければ、提示価格を訂正し再び回答を集計する。需給が一致するまで、オークショナーはこれを繰り返す、参加者はオークショナーが需給一致を宣言するまで仮契約は行っても一切取引は行わない。

以上の理論の世界に対し、日本の現実に戻ると、「ゲキタク売買」・「板寄せ売買」・「ザラバ売買」の3形態が実在し、この内、東証が1982年まで行っていた「ゲキタク売買」はまさにワルラスの模索過程の実例とも言えるものであった。しかし、この「ゲキタク売買」は、文字通り全員参加のため、この方式で行える銘柄はごく少数に限定され、しかも前後場の取引開始時/終了時、計4回に過ぎないため、1,000社を超える上場会社には対応しえないものであった。そこで、「ゲキタク売買」は廃止され、「板寄せ売買」と「ザラバ売買」が残ることになった。

「板寄せ売買」とは、オークショナーが取引を一時的に凍結し、注文控上の需給を書き出し、集計して需給が一致するよう価格を決定する点では、「ゲキタク売買」と同じであるが、仮価格に基づいて需給量を申告し直す（再契約）代わりに、「価格を特定しない買い or 売り注文=成行注文」を認めることによって、何度も価格を改定して集計し直す事なく、需給を一致させる価格をオークショナーが読み取ることも可能となったものである。この成行注文は何本かの指値注文に相当することから、取引の円滑化に資することは直感的に理解出来る。いずれにせよ、「板寄せ売買」も「ゲキタク売買」と同様市場全体をクリアする価格が見つかるまでは取引を一時凍結する方式という共通項がある。ただし、「板寄せ売買」は、東証の売買がシステム化される前、主として売買の錯綜の整理のため少なからず行われた「売買の一時中断」のケースを除くと、定型的には、前後場の取引開始時/終了時、計4回しか行われず、それ以外の売買は「ザラバ売買」によって行われる。

この「ザラバ売買」が、他の2方式と大きく異なるのは、市場全体の需給一致を待たずに部分的な需給一致で取引を成立させてしまうところにある。勿論その代わりに、取引の一時凍結を行わず連続して売買が行われる。従って、当然価格のばらつき（dispersion）が生じやすくなり、理想的市場としてのワルラス的模索過程からは遠くなる。

この意味では、「ザラバ売買」はだけでなく、「板寄せ売買」もどこまで「ゲキタク売買」のproxyたり得るかが問われることになる。勿論、取引所取引の場合、リアルタイムで値が付き、公表されているので、1回の取

引に比べより頻りに価格を改定し、ワルラス的均衡価格をより良くシミュレートし得る面は間違い無いものの、時点毎の需給が薄くは否定できない。この点については、複数の市場間のアービトラージで処理するのとそれを統一された注文で処理するのとで差があるかと言えば、意味ある差があるとは言えず、むしろ「ザラバ売買」即ち、continuation型の限界と見るべきであろう。

従って、大口ないしバスケットといった無機質取引をも内包し得る売買形態としては、「ゲキタク売買」とまでは言わずとも「板寄せ売買」即ち取引時点の任意性を大幅に犠牲にしても需給を厚くした Single Price Auction型の方が適当かもしれない。この意味では、24時間取引を指向するグローベックスと1日1回（ないし、数回）の Single Price Auction にこだわるアリゾナ取引所の行き方は、取引対象（「デリバティブ」対「現物」）の差を越えて興味深いものがある。

いずれにせよ、ここでは、continuation型にこだわらなければ、バスケット売買を別処理せずに済む方法もあることを指摘しておきたい。

2) しかし、歴史的経過からみると、クロスの前身としての「バイカイ」と言われる制度は、必ずしも大口取引対応として生まれたものとは言えない要素を含んでいた。つまり、戦前の証券業界にあっては、証券会社での店頭仕切り売買は少なからぬウエイトを持っており、その伝統が「証券取引所集中原則」という戦後のパラダイムの中に組み込まれた姿が「バイカイ」と位置づけられる。

「バイカイ」は、証券会社がブローカレッジとディーリングを兼業しているからこそ可能にもなり必要ともなりえた売買手法で、売り方が買い方（逆も可）を選ぶことが出来る（自店優先）ため、時間優先の原則が崩れることが最大の問題点であったのであるが、当時はこのバイカイという制度が当時「大量推奨販売」と言われた営業戦略の用具として用いられたため、むしろ後者の理由で廃止された経緯がある。

このメカニズムを簡単に振り返っておくと、証券会社は推奨販売のために特定の銘柄を大量に買い入れておき、これを自社が売り手となって顧客にはめ込む。証券会社が自分に有利な価格で売ろうとすると高い価格をオファーすることになるから、その価格なら自分も売りたいという投資家の出現は当然予想される。この新たな売りを含めると市場は超過供給になって価格は下がり、当初の目論みは成立しなくなる。ところで、買い手である投資家は、その買いをこの証券会社に委託しているとすると、その証券会社は、他の売りを無視して自社だけから買うことが自店優先が認められているために可能となる。つまり、自社内の取引を市場取引に擬制しうるわけである。

このように、「バイカイ」は、オーダードリブン市場の根幹を揺るがすものであることが分かる。

3) 本節の内容は、日興証券阿部鉄弥氏からのご教授によるところが大きく、特に海外でのバスケット取引の内容については、ご教授の際の素材ともなった Goldman

Sachs (Japan) 社の『Stock Index Research』によって作成しており、記して感謝したい。ただ、内容の文責が筆者にあることは言うまでもない。

4) 米国では、上場株の複数市場取引規制（取引所集中主義）をめぐって、SECとNYSEの間のせめぎ合いが続いてきたが、1980年に34年法ルール19c-3が成立し、その結果は下表のようになっている。ただし、せめぎ合いは継続中で、例えば、『マーケット2000』でSECは非19c-3銘柄の立会時間外国内取引規制の撤廃を要望している。

アメリカにおける取引所外取引の可能性（現状）

	委託注文に自己向け	委託注文との店内付け合せ	委託注文を取引所以外のマーケットメーカー（第三市場）に回送
1978年4月27日以降に上場された株式（34年法ルール19c-3 1980年制定）	可能	可能	
1979年4月27日より前に上場された株式	立会時間内	国内、海外ともに禁止	可能（34年法ルール19c-1、1977年施行）
	立会時間外	国内では禁止、海外では可能	

〔出所〕 NRI 淵田康之氏 mimeo

5) 1991.6のクロッシング・セッションIIの発足当初、NYSEは「場口銭」を徴収しただけで無く、「SEC取引付加金」を自ら負担し、会員に転嫁しない政策をとったが、1994年より後者を撤回したこともあって取引高は急減、1995年でNYSE売買高全体の0.38%しており、当初のもくろみに反し、大口注文等は、依然として、NYSE立会時間外にロンドンで執行されていると言われている。

6) 機関投資家が、バスケット売買を行う際、その不確実性から逃れるため「ギャランティ・パッケージ」手法を採用することが多くなっている。つまり、証券会社に個別銘柄の価格の保証を事実上求める、つまり「仕切り売買」を要求するのである。その際、取引プログラムを開示するかしないかで、「オープン・ハンド」方式と「クローズド・ハンド」方式に分かれ、更に後者について、銘柄名は知らせないもののポートフォリオの特性と執行の時期を開示する「ブラインド・ビッド」、銘柄名も時期も知らせない「ダブル・ブラインド」等がある。証券会社への手数料は、各方式毎に証券会社が負担するリスクに応じて決められる。

ロンドン市場での日本株を対象とする「ブラインド取引」のイメージは、1996.7.25より日経新聞（夕）に掲載された「検証：ロンドンの日本株取引1～5」でいふことが出来る。

7) 1996.11.11橋本首相は、蔵相と法相に対し、2001年を最終期限とする金融システムの大改革（「我が国金融システムの改革—2001年東京市場の再生に向けて—」）を指示したことから、日本版ビッグ・バンと称される。日本版ビッグ・バンの内容については、既に経済審議

会、証券取引審議会、法制審議会、金融制度調査会金融機能活性化委員会、保険審議会、外国為替等審議会、企業会計審議会等で検討作業が進捗しており、経済審議会では、「資本市場の機能強化」の項目の中に「取引所集中原則の撤廃・緩和による取引所外での取引の一層の自由化」が提言され、証券取引審議会でも「市場—1. 取引形態の多様化と各取引形態の競争関係」の中に「取引所集中義務の見直しの検討」が掲げられている。しかし、いずれも見直しの必然性を示すロジックは明快とは言えない。例えば、金融ビッグバンを促進する議論をみると、最近の金融の技術進歩をリスク・リターンの変換技術、典型的にはスワップに求め、金融業における情報が様々な形でアンバンドリグされ、必要に応じて再構築するツールを提供しつつあることに求め、そのような金融の技術革新に対し、既存の制度がむしろ極端となっているという認識のように見受けられる。しかし、では、こういう流れによって「取引所集中義務」が具体的にどのような障害になっているのかは、一種の独占状態という一般論を別にすれば明確とは言えない。

例えば、行澤一人神戸大助教授は、「原則として、今日の形の『取引所』集中制度は排除していくことが望ましいと考える。何故なら、それが各取引所間のブローカー・ディーラー間の公正な競争を阻害しており、ひいては投資家が最良執行を得る機会を奪っているのではないかと懸念されるからである。……（中略）……また、電子的にリンクされた共通な市場における最良執行が得られるならば、取引所会員業者による注文の店内執行を認めても差し支えないし、それは、注文の迅速な執行を望む投資家にとってはむしろ望ましい」（『証券手数料自由化問題と市場自由化問題—米国の経験に学ぶ—』：『大阪米証券市場視察報告書』1996.12）と述べておられるが、その論拠は、一般的すぎて日本の現実に対し説得的とは思われない。

8) 1993年時点で、34年法ルール19c-3対象銘柄は、NYSE上場株の約6割と言われている。

9) 小口注文のNYSEからの流出について  
NYSEの『FACT BOOK』には、NYSE上場銘柄の市場外取引の状況が、取引高と取引件数の両面から整理されており、両データを比較すると取引件数の方が明らかに市場外取引のウエイトが高く、NYSEの場合、流出が小口中心であることが明らかとなっている。

地方取引所（以下、地取）の取引高の97%（1992）は、「非上場株式取引特権」によるNYSE & AMEXの上場株式の取引であるという。地取の会員会社が小口の顧客注文をスペシャリストに回送し自動的にITS上の最良気配で執行するシステムを構築したことで、小売ブローカー・ディーラーは地取へ小口注文を送るようになった。これには、地取の積極的な努力がある。例えばボストン証券は、1銘柄に複数のスペシャリストの競合を認めると共に、一定の条件下ではブローカーが自分が出資しているスペシャリストを指定して注文を出すことが認められ、ブローカーによる事実上の店内付け合わせを認める「競争的スペシャリスト制度」を導入した他、

CBOEのテコ入れを受けたシンシナティ証券でも同様な「小口取引優遇制度」の導入によって、取引高の増加を得ている。

こうした動きは地方スペシャリストの約半数が小売業者によって子会社化されることによって強められている。

ただ、こうした変化の内容は、先の日本と同様ODMの精神とは逆の方向を向いているように思われる。

地取サイドのメリットとしては、統合テープ（consolidated tape）の利用に対し、支払われる料金が各市場の取引比率に従って配分される以上、取引の増加は地取の収入増となる点が挙げられる。ただし地取は気配を巡ってNTSEと競争しているわけではない。地取のスペシャリストが、NYSEのスペシャリスト以上の気配をだすことは滅多に無く、つまりNYSEと同等の執行を保証しているにすぎない。事実、取引所間の気配競争を促進すべく1978年に導入された統合気配値情報システム（CQS）も地取のスペシャリストの出す気配値の信頼性の低さから、当初の期待どおり機能しえなかったため、1982年以降、NYSE以外の取引所では強制されなくなった経緯がある。

流出のもう一つの実態は、第三市場のMMによるITS上の最良気配での注文執行の保証である。後者の比較優位は、執行・報告の即時性とペイメント・フォー・オーダーフローにある。即ち、大手のMMは成行注文を数秒で処理するのに対し、NYSEのスペシャリスト・システムではそうはいかない。また、MMは取引フィー・会員フィー・成行注文手数料を課さないだけでなく、逆にオーダー・フロー・ペイメントが支払われる。例えば、Madoffは注文を回送してきた証券会社に対し1株1セント程度のリベートを支払うこともあるという。1/8（=12.5セント）のスプレッドを取れば、1セントのコストは十分ペイする道理である。

米国のこうした現状に対して、地取のスペシャリストもその実態は、証券業者のマーケットメイキング部門であるとする、流動的な株式の小口取引の実態は表面上ODMであっても実質的にはMM制へ移行しつつあるのではないかという解釈もある〔この点については、小林要治「市場の『分裂』と競争—SEC市場規制局『マーケット2000』を巡って—」（『証券研究』Vol.114）における小林教授の見解〕。

こうした事態が生じた目的としては、次の点が考えられる。

- イ) 取引執行の確実で迅速な処理が優先される。  
例えば、Madoffの場合、システムが注文を受け取ってから、5秒以内に出来確認が実施されるが、NYSEの場合1分以上かかることもあるという。これは、NYSEの場合スペシャリストがよりbetterな執行の可能性を求めて注文をすぐに執行しない場合があるからである。
- ロ) 多くの小売業者は小口注文を個々の注文毎に最良の市場やMMを見つけて注文回送することは非効率のと考え、特定の市場やMMに自動的に回送するシス

テムを持っている。

つまり、ブローカー・ディーラーにとっては、小口の注文の処理に関してはオークションにかけて執行する時間とコストより、MMが自動的に執行してくれる方が早く安くつくわけである。

ここにも、ODMの形骸化が見られる。

- 10) 大口取引の取引所からの流出(=市場分裂)にトレンドの上昇がみられないから、問題がないかといえばそうではない。米国で取引高の約50%を占めるブロック取引の多くは、価格こそ取引所の価格を基準にするものの、社内クロス等の形で取引所外で、事実上マッチングされる。従って、最終的に取引所で執行されるものの、その実態は統計こそ確認出来ないが、増々多目的なものとなりつつあるようである。
- 11) 全米市場システムという枠組みを与えた米国の75年改正法には、①市場間競争の促進②透明性の確保③最良執行の保証、に加え④オークション原則の導入が掲げられ、それはQDMのNASDAQ市場にも適用される。即ち、SECは、1996.8.34年証券取引所法規則11 Acl-4(表示ルール)及び同11 Acl-1(気配ルール)を改正(施行は、1997.1)、スペシャリスト及びMMは自らが提示している気配と比較して顧客の指値注文が同等又は優る場合(より高い買い注文又は安い売り注文)には、その注文の値段及び数量を30秒以内にディスプレイに表示せねばならないこと[前者]、及び、スペシャリスト、MMがECN(Electronic Communication Networks)に顧客が提示している気配より有利な気配を出した時はそれを開示せねばならないこと、更に、全市場銘柄につき、取引量の1%以上を取り扱っているスペシャリスト、MMはその銘柄の売り買い双方の気配を継続的に表示せねばならないこと[後者]を定めた。これは、先の4原則、特にオークション原則の精神によるものである。
- 12) ただ、<店頭仕切り>で使われる株価が、ODMで

決定されている株価を意識しているか、全く独立に形成されているかについては様々なバリエーションがあり得るわけであり、その関連いかんによってはODMに付随する形もあるし、全く競争関係となる可能性も有り得ることになる。

- 13) 日向野幹也「証券取引所の経済分析について」(貝塚啓明/植田和男編『変革期の金融システム』東大出版会1994.11)から多くの示唆を得た。
- 14) 米国にあっても、指値注文の多いNYSEでは、それが少ない地取に比べ大口クロスは執行困難である。具体的には、呼値の優先順位を規定したNYSE規則72条、ブロック・ポジショナーが、直近気配外でNYSE立会場でクロスする時の手続きを規定した同127条が他市場流出の原因になっていると考えられたため、NYSEでは規則72条の改正(クリーン・クロス規則)を提案し、1992.10にSECの認可を得た。この改正により、25000株以上の顧客注文同士のクロスについては、時間優先を課さないことに改められた。SECはこの緩和措置に対し、「もともとが、NYSE立会場における時間優先とは係わりの無い地取等の他市場で執行されていた取引であって、規則改正をしたところで、これら指値注文にとっては何の影響も無いはずである」との見解を示している。
- 15) 世界の株式流通市場を鳥瞰すると、①本稿が議論してきた「店頭仕切り売買」が示す、ODMへのQDM的要素の密輸入化のトレンド、と、②ロンドン証取のODM化がいみじくも物語っているように、基本的取引システムの明らかにODM化のトレンドという一見矛盾する二つのトレンドの中にある。この矛盾をどう見るか、ODMとQDMの融合化の動きと見るのが最も簡単ではあるが、その見方も含めて今後の課題としたい。

(東京証券取引所調査部調査企画室主任調査役)