

ITSの拡大とアメリカの全米市場システム

清水葉子

要 旨

市場間注文回送システム（ITS）は、アメリカの全米市場システムの具体化の中核とも言うべきシステムである。市場間の競争を促進することによって公正で効率的な証券市場を実現するという全米市場システムの理念を実現するためには、市場での価格や気配情報の伝達に加えて、最良価格の出ている市場に実際に注文を回送する手段が確保されていることが不可欠であるからである。

しかしながら、1975年の証券市場改革以来推進されて来たITSの拡大には、実際には様々な障害があり、順調に進んだとは言えない。まず、取引所市場と店頭市場の連結に際しては、顧客の指値注文の保護をいかに確立するかという点に関して、オークション市場とディーラー市場の取引ルールの違いをめぐる対立が生じた。また、自動執行システムを採用している市場の連結も、そうした自動システムが立会場廃止につながることをおそれた取引所の反対のために、容易に実現しなかった。また、ITS端末の管理に関しても厳格な定めがおかれてITSの柔軟な取扱いがさまたげられているが、これもITS端末の利用の拡大が取引所会員権の実質的な濫用につながることを防ぐための措置であった。

SECは、当初ITS構想として、取引所外取引制限を完全に撤廃してすべての市場をITSで連結すること、顧客指値を中央指値注文ファイルに集中して顧客指値の完全保護をはかること、注文の回送はブローカー・ディーラーから各市場への直接回送を行うこと、という3つの方針を持っていたが、ITSの成立、拡大の過程をみると、このどれも完全には実現しない形に変形してきてしまったことが分かる。こうした変形の背後には、そもそも従来の取引所というシステムとITSとのあいだにしだいに矛盾が生じて来ていることがあるのではないだろうか。

目 次

- I. はじめに
- II. 全米市場システムの理念とITSの成立
 - 1. 全米市場システムと市場間競争
 - 2. 全米市場システム構想の中のITS
- III. ITSのシステムと運営
 - 1. ITSのシステムと範囲
 - 2. ITS適格証券
- IV. ITSの成立経緯
 - 1. ITSの創設
 - 2. ITSの試験的稼動
 - 3. 取引所外取引制限の緩和
- V. ITSの第三市場への拡大
 - 1. 第三市場の重要性
 - 2. 取引所の取引所外売買制限の見直し
 - 3. オーダー・ハンドリング・ルールとITS
- VI. ITSの進展のための課題
 - 1. 1979年のSECレポートで示された方針
 - 2. ITSの劣後執行 (trade-through) 規則
 - 3. 自動執行についての考え方
 - 4. 会員権の問題
- VII. おわりに

I. はじめに

現在のアメリカの証券市場は、1975年証券諸法改正法に基づいてSECのイニシアチブのもとで全米市場システムを構築している。全米市場システムの基本的な理念は、複数の取引市場の併存を認めながら、それら市場間の競争を押し進めることによって効率的な証券取引と投資家の十分な保護を確立し、証券市場全体の発展を促すというものである。全米市場システムの具体的な構成は、後述するように、市場間を結ぶ情報伝達システムであるCTS, CQS, ITSによるが、なかでもITSは全米市場システムの中核であると考えられる。なぜなら、市場間競争を具体的に実現するためには、異なるマーケット・センターがそれぞれ異なる気配を出している場合、その中で最良の気配の出ている市場に注文を回送する手立てがなければ、市場間競争は絵に画いた餅になってしまうからである。

このように、市場間競争の実質的な中心となるべきITSであるが、その成立の過程は必ずしも順調なものではなかった。また、現在のITS

は、SECの当初の構想からは大きく変形したものとなってしまった。こうした問題から何を見ることができるだろうか。

II. 全米市場システムの理念とITSの成立

1. 全米市場システムと市場間競争

アメリカの証券市場の特徴は、証券取引の場である市場がさまざまな形態をとって複数共存しており、それらの市場間で互いに競争が行われていることである。例えば、主要証券取引所の上場証券の多くは、非上場取引特権 (UTP) に基づいて地方取引所でも取引されているほか、取引所非会員証券会社による店頭取引 (第三市場)¹⁾ や、PTSと呼ばれる私設の電子取引システム²⁾ でも取引が行われるなど、さまざまな市場で取引されている。また取引手法について見ても、オークション型の取引所取引とマーケット・メーカー制の店頭取引、電子システムによる各種の自動執行など極めて多様である。

このような証券市場のあり方は、1つの証券の取引について複数の市場の共存を認めたうえ

で、より良い気配をめぐる市場間競争を行うことが投資家の利益に資するという理念のもとに構築されたものであり、1975年証券取引諸法改正法の中で全米市場システム（National Market System, NMS）として規定されている。

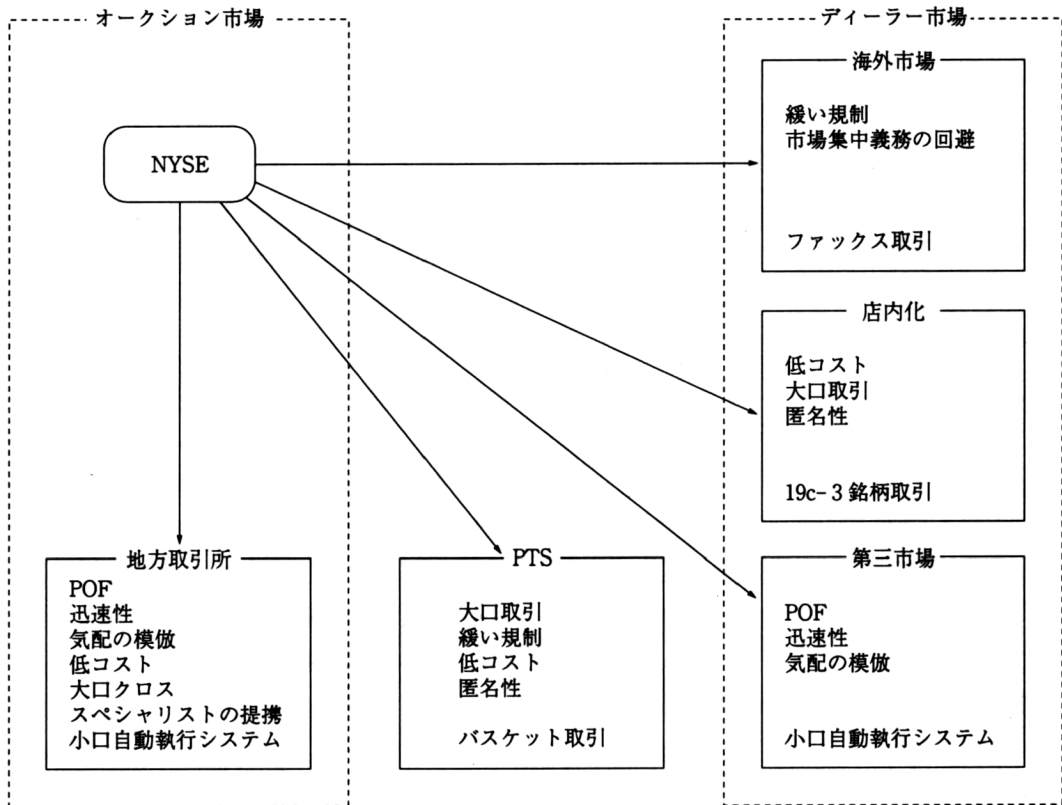
全米市場システムの理念は、1970年代に行われた証券市場に関する抜本的な見直しから生まれたものである。伝統的に証券取引所は、独占禁止法の適用除外の下で会員証券会社の委託売買に固定手数料制を課してきたが、1960年代頃から機関投資家の大口取引が拡大してくると、そうした大口取引が取引所外に流出し、「市場の分裂」と呼ばれる事態が生じた。1970年代の証券市場の諸改革はそうした市場の分裂に対応

するために行われたものである。

証券市場の機械化が十分進んでいない当時の状況では、機関投資家の大口注文の執行・処理には規模の経済が働き、1株あたりの執行・処理コストは小口取引に比べて低かったと考えられる。にもかかわらず、取引所取引では大口注文にも小口注文にも同じ固定手数料制が課されるのだから、大口注文の委託業務にはある種の超過利潤が発生し、そこに手数料のキックバックの余地が生じていたことになる。

一方、取引所非会員の店頭取引（第三市場）や、機関投資家の直接取引（第四市場）は取引所の固定手数料制の適用を受けないため、取引所に比べてずっと安いコストでの取引が可能で

表1 NYSE銘柄の注文獲得競争の図式



出所：『証券』1995年6月号

ある。このため、割高な固定手数料を嫌った機関投資家は取引所外に取引を流出させた。また、地方取引所も手数料の実質的な割り引きを行って機関投資家の注文を引き付けた³⁾。このように機関投資家の注文が取引所外へと移ったことが原因で、ニューヨーク証券取引所の流動性が低下し、大きな問題となった。

さらに、当時はこうした複数市場の競合を想定した通信システムなどが整備されていなかったために、各市場間で情報の分断が生じた。このことは、同じ証券が他市場より劣った価格で執行されることを防ぐ手段がないことを意味する。市場の分裂とはこうした事態を指しており、投資家保護のうえで深刻な問題であるとして、1975年の証券取引諸法改正の大きな動機となったのであった。

1975年改正法は、このような固定手数料制のもとでの市場分裂に対応するために、手数料自由化と市場間競争の促進という2つの方針を打ち出した。議会は、今後の証券市場のあり方の方向性として、統一された単一の市場のもとにすべての需給を集中することで一切の分裂を回避するという構想を退け、複数の競合する市場の併存を認め、それら市場間を結ぶ情報通信ネットワークを整備することで市場の分裂を回避しようとした。すなわち、情報通信ネットワークの整備によって、分散した複数の市場の下でも公平・公正な競争が可能となり、その結果投資家に取引情報の透明性と最良執行の機会とを提供することができると判断し、現在の全米市場システムを選択したのである。

1975年証券諸法改正法は、しかしながら、このような全米市場システムの理念を示したのみであって、その理念を実現する具体的なシステムの構築はSECに委ねられた⁴⁾。したがって、

現在理解されているような全米市場システムの具体的ななかみは、SECのイニシアティブのもとで漸進的に推進されてきたものである。SECは、1978年1月に「全米市場システムの開発」と題するステートメント⁵⁾を発表し、具体的な全米市場システムの方向を示した。

すなわち、第1に取引所の取引所外取引の制限の見直しを行うことで上場証券を複数市場で取引できるようにし、市場間競争を可能にすること、第2に現在の全米市場システムを形作っているシステムである、事前の気配情報を伝達する総合気配表示システム (Consolidated Quotation System, CQS)、事後の取引情報を伝達する総合テープシステム (Consolidated Transaction Reporting System, CTS)、注文回送のための市場間取引システム (Intermarket Trading System, ITS) の3つの情報システムの整備を行うこと、第3に全国的な顧客の指値注文の保護のための仕組みを導入することであった。物理的に分散した市場を認めながら公正な市場間競争や取引情報の透明性、投資家保護といった全米市場システムの理念の具体化はこのようにして始まった。

2. 全米市場システム構想の中のITS

市場間競争を通じて公正で効率的な証券市場を実現するという全米市場システムの理念のためには、取引の事前、事後の情報の透明性を確保する手段に加えて、最良気配を出している市場に実際に注文を回送する機能を欠かすことはできない。市場情報の伝達システムが整備されても、実際に最良気配の出ている市場に注文を回送することができなければ、全米市場システムは絵に画いた餅になってしまうからである。

この意味で、注文回送のためのシステムであ

るITSは、CTS、CQSとともに全米市場システム構想の具体化の中核をなすシステムであるといえる。それでは、実際に全米市場システムがカバーしているのはアメリカの国内市場のどの範囲だろうか。

現在、事後的な約定情報の伝達を行うCTSに対しては、すべての上場証券に関して、取引所市場だけでなく第三市場、証券会社が運営する私的な取引システムであるPTSも含めて国内のあらゆる市場で約定された取引が報告されている。このため、取引の事後情報に関しては国内のすべての市場を網羅した情報伝達が行われているといえる。

気配情報の伝達を行うCQSについては、後述するオーダー・ハンドリング・ルールの採用によって、特に第三市場の領域でカバー範囲が大きく拡大した。現在、CQSには取引所に出された気配はすべて報告されているほか、報告範囲が拡大された第三市場に関しては、すべての上場証券について全取引高の1%以上の売買高のあるマーケット・メーカーは気配提示を義務づけられている⁶⁾。

一方、注文回送を行うITSは、本来ならば気配を表示するCQSと歩調を合わせてリンケージを拡大し、すべての取引所市場と第三市場を連結しているべきであるが、実際に統合されているのは第三市場のうちの規則19c-3銘柄と呼ばれる銘柄に限られている。CQSとITSのリンケージの範囲がずれていることは、気配は表示されても注文回送ができない領域が生まれていることにもなるので、第三市場全体へのITS拡大が現在もっとも大きな問題となっている⁷⁾。

Ⅲ. ITSのシステムと運営

1. ITSのシステムと範囲

ITSは、ニューヨーク、アメリカン、ボストン、シカゴ、シンシナティ、パシフィック、フィラデルフィア、シカゴ・ボード・オブ・オプションの8つの国法証券取引所取引所とNASDAQを結んだ市場間の注文回送システムで、ITSに参加している市場どうしの間で、他の市場により有利な気配が出ている場合に、その気配での執行を求めて注文を回送することができるシステムである。回送される注文は委託売買であるか自己売買であるかを問わない。

ITSは中央コンピューターと通信回線と端末からなっており、ブローカー・ディーラーは、このITSシステムを使って、他の市場で出ている気配にアクセスすることができる。他市場での執行を求めて端末に入力される注文を「売買コミットメント (commitment to trade)」と呼んでいる。入力された売買コミットメントは、タイムスタンプを押され識別ナンバー (commitment identifier number, CID) を付与されて数秒程度で回送先のマーケット・センターのITSステーションに出力される。同時にコミットメントの出し手側にも送付済みメッセージが送られる。

いったん入力された売買コミットメントは一定時間の間は撤回することができない確定注文である。通常コミットメントの有効時間は、1分間か (T-1)、または2分間 (T-2) を選択することができる。

回送先市場で注文が無事執行されると、執行市場がCTSに執行結果の報告をする。有効時間内に執行がなされないとコミットメントは自動

消滅する。場合によっては、コミットメントが執行されなかったり拒否されたりすることもあるが、注文が拒否、もしくは消滅するのは、通常回送されているあいだに気配が変更された時か、受け手側の気配より良い価格がついている時であるとされている。コミットメントの出し手側の市場には執行結果についての返答(response)が自動的に返ってくる。

現在は扱える取引高を拡大したり対応にかかると時間を短縮したりするための改善策が多くとられており、たとえばニューヨーク証券取引所の場合、ITSはスペシャリストの電子ブックに統合されてより早い対応が可能になっている。

2. ITS適格証券

ITS適格証券は、ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所の両取引所に上場、または非上場取引特権(UTP)が認められている証券と、地方取引所の上場、またはUTPが認められていてかつ主要取引所の上場基準を満たしている証券とされている。ITS適格証券とされている銘柄の数は、1996年で4001銘柄であるが、そのうちニューヨーク証券取引所上場株式が3513銘柄、Amex上場株式が488銘柄であって、地方取引所の上場証券は実質的には含まれていない⁸⁾。こうしたITS適格証券は、主要取引所とUTPを得ている地方証券取引所で取引されているほか、取引所外取引としても取引されている。

ITSを通じた取引の規模は、取引高で32億3000万株、取引件数で290万件であり、適格証券の数、取引量ともに、ITS導入以来拡大を続けている。この取引規模は、CTSに報告された全取引規模に比して、取引高比で2.6%、取引件数比で2.8%に相当しており、ニューヨーク証

券取引所での取引に対してはそれぞれ3.1%、3.9%にあたる⁹⁾。当然ながら地方取引所のITS依存率はずっと高く、回送元はほとんどの場合地方取引所であり、回送先はニューヨーク証券取引所である。

ITSはこのように、実質的にはニューヨーク証券取引所内の流動性に他市場がアクセスする手段となっており、相互に活発な利用がなされているわけではない。

IV. ITSの成立経緯

ITSは全米市場システムの理念を実現するべく、創設以来拡大を続けてきたが、各市場のITSへの連結は、何の障害もなく推進されたものではなかった。ITSの成立の経緯を振り返ってみよう。

1. ITSの創設

1975年の証券諸法改正法によって全米市場システム創設のための法的な裏づけが与えられると、SECは全米市場システム構築の第一歩として、反競争的とみなされた取引所外取引制限の見直しと、市場間を結ぶ情報伝達システムの整備に取りかかった。そうした動きの中で、1976年に5証券取引所とNASDの代表がNational Market Association(NMA)を形成して、注文回送のためのなんらかの電子的注文回送ネットワークの必要性を提唱した。

この構想は、各市場の独立性を保ちながら互いに自由なアクセスを可能にし、顧客の指値注文の保護を最大限はかるというものであった。SECも、そうしたシステムの創設が市場の連結と競争の強化、さらには顧客の指値注文の保護にもつながるとして歓迎した。

しかしながら、具体的なシステムのルールを決める時点になると、各市場間の合意形成が難しく、参加者による自発的なシステムの構築は望めそうになかった。SECは、計画の具体化のためにはなんらかの介入が必要であると判断し、1978年1月にステートメント¹⁰⁾を発表し、総合取引報告システム(CTS)、総合気配通報システム(CQS)とともに、適格証券について注文回送のための市場リンケージの必要性を述べた。この注文回送のためのシステムがITSとして実現することになる。

SECは続いて、1979年のレポート¹¹⁾で全米市場システム推進のためのSECの方針を大きく3点に分けて示した。第1に、SECは取引所外取引制限の見直しを引き続き行い、適格証券が取引されているすべての市場で注文の回送が行なえるようにITSを通じて連結すること。第2に、投資家の指値注文が執行市場のいかに関わらず価格優先・時間優先という競争売買型の保護を受られるよう、中央指値注文ファイル(Central Limit Order File, CLOF)を開発すること。第3に、各ブローカー・ディーラーからすべての市場に直接注文回送を可能にする中立

的注文スイッチ(Neutral Order Switch)を整備することであった。

これらの構想は、後述するように参加証券取引所の反対によってそのままの形では実現することはなかった。この点に関しては改めてVI章で述べる。

2. ITSの試験的稼働

1978年4月から、ニューヨーク証券取引所はじめ5取引所間の合意に基づいて、1976年のNMAシステムを原形としたITSが稼働した。当初は、ニューヨーク証券取引所とフィラデルフィア証券取引所の間で11銘柄について試験的稼働という形をとって開始された¹²⁾。その後、同年中に4証券取引所が徐々に稼働に参加し、現在の取引所市場間を結ぶITSネットワークの原形が形作られた。

一方、独自の自動執行システムNSTSを構築していたシンシナティ証券取引所の参加は、自動執行システムを敬遠する取引所の反対のために1981年まで遅れることとなった。シンシナティ証券取引所は、全米市場システムの究極的な姿は売買取引の完全自動化であると考えており、

表 2

1975年	証券諸法改正法成立
1977年12月	規則19c-1採用
1978年1月	1978年ステートメント
4月	5取引所の合意のもと、NYSEとPhlxの試験的連結(11銘柄) PSE, BSE, CHX, Amexが連結。
1979年3月	1979年レポート
1980年6月	規則19c-3採用
1981年2月	CSE手動で連結
4月	SEC、「連結命令」によってITS/CAESリンケージを要求
1982年5月	NASDAQがCAESを通じて連結(19c-3銘柄に限定)
1983年1月	ITSの正式認可
1986年6月	CSE自動連結
1991年2月	CBOEが連結
1994年1月	マーケット2000報告書
1997年1月	オーダー・ハンドリング・ルール

開発されたNSTSは、主要銘柄について完全自動化した売買執行システムを備え、店頭マーケット・メーカーと取引所のコンピューターを直接結んで注文を回送させるというシステムであった。シンシナティ証券取引所は1981年にITSへの接続を許されたが¹³⁾、あくまでも手動での接続であって、自動接続の実現はさらに1986年まで待たねばならなかった。手動での接続は、NSTSに入力された注文をいったんプリントアウトし、取引所スタッフがあらためて手作業でITS端末に入力するという手間のかかる手順がとられた¹⁴⁾。

また、NASDも、店頭市場の気配伝達システムであるNasdaqシステムを強化して、1979年には執行機能を持つ上場証券の注文回送システム(Computer Assisted Execution System, CAES)を装備する計画を発表し、ITSとの自動連結を視野に入れて開発を進めていたが、これも証券取引所の反対のために進展が遅れた。ITSの第三市場への拡大は、CAESとの自動リンケージとして実現されるまで1982年までの時間を要し、しかも後述するように一部の銘柄に限定された。

3. 取引所外取引制限の緩和

手数料自由化と並ぶ全米市場システムのもう一つの柱である市場間競争についても、SECはこれを促進するために、1977年と1980年に、取引所外取引の制限を除去する規則19c-1と19c-3を採用した¹⁵⁾。規則19c-1は委託売買についてすべての証券の取引所外取引制限を免除するもの、規則19c-3は1979年4月26日以降に上場された証券であれば、自己・委託を問わず免除するものであった。

SECは両規則採用によって第三市場での上場証券の取引が拡大することを想定して、ITSと

CAESとのリンケージが早期に実現されることを期待したが、NASDの自動執行システムとの接続には証券取引所側の反対が強く、参加市場の自発的なリンケージが進まなかった。このため、SECは1981年4月に全米市場システムの構築に関しては初めての連結命令(Implementation Order)¹⁶⁾を出し、ITSとCAESのリンケージを要求し、一部銘柄に限定したリンケージを実現した。しかしながら、このITS拡大は、第V章で述べるように不十分なものであったので、連結の実際的な効果は低かったと考えられる。

その後も、SECは1994年のマーケット2000報告書¹⁷⁾や、1997年に施行されたオーダー・ハンドリング・ルールのためのリリース¹⁸⁾などでITS/CAESリンケージを拡大することの必要性を述べている。とくにオーダー・ハンドリング・ルールの採用によって、CQS上の気配情報が19c-3以外の銘柄にまで拡大されて以降は、ITSが拡大されないままでは、気配情報が出されながら、その気配へのアクセス手段が確保されないという不均衡を生むため、早急にITSを拡大することを求めている。

V. ITSの第三市場への拡大

1. 第三市場の重要性

取引所外取引の制限が大きく緩和されているアメリカの証券市場では、第三市場ないし第四市場と呼ばれる取引所外の証券取引が盛んに行われている。取引所非会員証券会社には取引所外取引に何の制約もないうえ、取引所会員証券会社にとっても、規則19c-1、19c-3の導入によって取引所外取引は大きく緩和されている。このため、会員証券会社であっても、取引所外取引の制限が残るのは、1979年以前の上場銘柄

であって、かつ自己勘定での売買とクロス取引の場合のみに過ぎない。

実際の取引規模についてみても、上場証券の第三市場での取引は年々拡大している。SECが規則19c-3を提言した1979年時点では第三市場でのニューヨーク証券取引所上場証券の取引はCTS報告取引の0.6%、全CTS報告取引高で見ても1.9%に過ぎなかったが、1993年末には第三市場取引は全報告取引件数の9.6%、全取引高の7.4%にまで増加しており、さらに現在では8%を超えている¹⁹⁾。この取引高は、すでにどの地方取引所での取引高をも超えている。

第三市場の成長は、電子取引システムなどを利用した新しいタイプの証券会社によっても支えられており、たとえば第三市場店頭ディーラーであるMadoff社などは、小口注文の自動執行システムを備えて、取引株数に比例したリベートを払うなど独特のサービスを行うことで第三市場での上場銘柄の売買高の拡大に大きく寄与しているといわれている²⁰⁾。

このように第三市場は、全米市場システムの理念から言っても、取引規模の点から言っても重要な位置を占めている。にもかかわらず、次に見るように第三市場の全米市場システムへの統合は不完全なままである。第三市場の重要性を考えると、上場証券の取引の場である第三市場がITSに十分統合されないまま存在していることは、全米市場システムに隠れた市場を作ることになるため、好ましいことではなく、早期統合のための努力が続けられている。

2. 取引所の取引所外売買制限の見直し

(1) 規則19c-1, 19c-3の導入

1975年改正法によって、取引所の取引所外取

引制限を見直す責を負ったSECは、会員の取引所外取引を制限したニューヨーク証券取引所規則390条を、公正な市場間競争の観点から問題視し、取引所外制限を緩和する動きに出た。SECはまず、1977年に規則19c-1を導入し、委託注文の場外執行に関して大部分適用除外を定めたほか、続いて1980年に規則19c-3を採択して、1979年4月26日以降の上場銘柄に関して一切適用除外とすることを定めた。

もちろん、こうした取引所外取引の解禁に際して、何の議論もなかったわけではない。取引所外取引制限の緩和というSECの方針に対しては、主要取引所などから次の3点について懸念が表明された。

まず第1に、上場証券の店頭取引においては、顧客注文が他市場にさらされることがないので、取引所スペシャリストとブローカーの双方にとって反競争的であること、第2に店頭取引の解禁は市場分裂をもたらす、主要取引所の価格形成の効率が低下するおそれがあること、第3に顧客にとって不利な価格での自己売買（オーバー・リーディング）の可能性があることである。

こうした懸念に対して、SECは1981年8月に「1934年証券取引所法に基づく規則19c-3に関する監視報告書」²¹⁾を発表し、懸念されている点について重大な悪影響はないと結論付け、取引所外取引制限の緩和方針を確認した。SECは最終的に、取引所外売買制限の反競争性の是正や、取引所とOTCの競争による便益が、顧客注文の内部付け合わせなどの懸念事項のデメリットを上回ると結論付けて取引所外取引の解禁を正当化した。

(2) 第三市場へのITS拡大

取引所外取引制限を廃止する規則19c-3が導

入されたことで、第三市場での取引が盛んになることが予想されたため、SECは第三市場での取引が全米市場システムの理念ののっとなって公正に行われるためには、取引所市場と第三市場との間に効果的な連結を構築することが喫緊の課題であると考えた。

しかしながら、取引所市場と店頭市場との連結に対しては、取引ルールの違いなどをめぐって困難があったほか、自動執行システムとの連結の問題などもあり、関係者間の自発的な連結は難しかったため、SECの連結命令²²⁾によって、1981年から取引所市場と第三市場との間でITSによる連結が初めて開始された。

SECは、第三市場のITS連結について、当初は全上場銘柄を対象にすることを考えていたが、主要取引所などの反発があったために妥協策として、連結範囲を今後第三市場での取引が増加すると予想される19c-3銘柄に限定した。

この第三市場へのITS拡大は極めて不十分なものであったので、ITS/CAESリンケージの利用は低調であった。接続対象が19c-3銘柄に限定されているほか、第三市場マーケット・メーカーにはITSへのリンケージが義務づけられたわけではなかったからである。

第三市場マーケット・メーカーは、CQSへの気配表示に関しては、NASD規則によって、19c-3銘柄について直近の四半期で全取引量の1%を超える取引を行っている場合は、かならずCQSマーケット・メーカーとしてNASDに登録し、NASDのCQSマーケット・メーカー規則に従うことが定められた。しかし、ITSに関しては、CQSマーケット・メーカーのすべてがITS/CAESリンケージに登録する義務はなく、CQSへの気配表示が行われてもITSを通じた注文回送を行うことができないケースもあった。

また、マーケット・メーカー側の利便性という観点から見ても、マーケット・メーカーがCQS上に出す気配は確定気配ではなかったことに加えて、各マーケット・メーカーはCQSボードに表示された取引所側の最良気配で注文を執行しさえすれば良かったので、ITSを利用して注文を回送する必要性が低かった。このような理由で、連結の実際的な効果は低かったと考えられる。

ITSとCQSのカバーする範囲がずれていることに関しては、NASDは無用の混乱が生じるのは好ましくないとして、1994年6月にNASD規則を変更し、19c-3銘柄のCQSマーケット・メーカーは全員がITS/CAESに登録することを定めた。この措置によって、規則19c-3銘柄に関してCQSに気配を出している店頭市場マーケット・メーカーはすべてITSに連結した²³⁾。

3. オーダー・ハンドリング・ルールとITS

(1) オーダー・ハンドリング・ルール

このように、第三市場は19c-3銘柄についてはCQS、ITSともに拡大されたが、非19c-3銘柄については依然として第三市場は「隠れた市場」となっていた²⁴⁾。非19c-3銘柄に関しては、気配も表示されず、注文の回送も行われなため、全米市場システムの範囲外となっていたからである。そこでSECは次に見るように、オーダー・ハンドリング・ルールを導入して、非19c-3銘柄に関しても一定以上の取引量のあるマーケット・メーカーはCQSに気配を出す、もしくはそれに相当する措置をとることを義務づけた。

オーダー・ハンドリング・ルールは、SEC規則11Ac 1-4と11Ac 1-1からなっている。

SEC規則11Ac1-4（指値注文表示ルール）は、すべての上場証券に関してスペシャリストや店頭市場マーケット・メーカーは、現在の気配値より良い価格の顧客の指値注文がある場合には、価格・サイズ共にただちにCQSに公開すること、また顧客指値が表示気配や最良気配と同じでもサイズが大きい場合にも、その顧客指値の規サイズまで取引規サイズを拡大することを定めたものである。

また、SEC規則11Ac1-1（気配ルール）は、すべての上場証券に関して、当該証券の直近四半期の取引量が1%をこえる取引を行っているマーケット・メーカーは、ECN²⁵⁾に私的に提示した気配であっても、CQSへの公表最良気配はECNの気配を反映し、最良気配については公衆アクセスも可能にすることを定めたものである。ただし、代替措置として、ECN上の気配の方が有利であっても、ECN自身が気配情報を公表し公衆アクセスが可能であるならばマーケット・メーカーの公表義務は免除される。

（2）非19c-3 銘柄も含めたTS/CAES

拡大の必要

このように、オーダー・ハンドリング・ルールによって、第三市場マーケット・メーカーは、非19c-3 銘柄も含めた全上場銘柄について、全取引量の1%を超える取引を行う場合は、気配をCQSに公表することが定められた。これは、全上場銘柄について一定以上の取引高があれば第三市場マーケット・メーカーも取引所スペシャリストと同じ気配義務に服することを意味する。したがって、CQSへの気配提示に関しては、第三市場と証券取引所とのあいだの違いは消滅したといつて良いだろう。

ところが、ITSに関しては、第三市場マーケ

ット・メーカーの接続範囲は依然として19c-3 銘柄に限定されているため、オーダー・ハンドリング・ルール導入後は、非19c-3 銘柄に関してはCQSに気配は出ているが、ITSによる注文回送回送の手段がないという新たな問題が生じることになる。気配ルールが改定された以上、非19c-3 銘柄について店頭市場マーケット・メーカーをITSから排除する理由はなくなるため、ITS/CAESリンケージが非19c-3 銘柄に拡大されることが順当であると考えられる。

このため、SECはオーダー・ハンドリング・

表3 全米市場システムの範囲

①市場

		ITS	CQS	CTS
取引所主要	NYSE	○	○	○
	AMEX	○	○	○
地方取引所		○	注1 ○	○
第三市場	19c-3 銘柄	○	注1 ○	○
	非19c-3 銘柄	×	注1 注2 ○	○
PTS		×	注1 注2 ○	○
海外市場		×	×	×

②銘柄

		ITS	CQS	CTS
NYSE銘柄		○	○	○
AMEX銘柄		○	○	○
地方取引所	AMEX基準以上	○	○	○
	その他	×	○	×

注1：地方取引所と第三市場マーケット・メーカーは確定気配の提示義務は免除

注2：オーダー・ハンドリング・ルール導入によって直近売買高の1%を超える取引を行うマーケット・メーカーはCQSに気配提示することが義務づけられた。

出所：「マーケット2000報告書について」（1994）に、オーダー・ハンドリング・ルール後の変更を加筆。

ルールの実施とともに、ITS/CAESリンケージの早期拡大を関係者に促しており、市場関係者の間で自主的な形でITS/CAESリンケージが進められない場合は、ITS/CAESリンケージを店頭市場に拡大する修正案を提出する準備があるとしている²⁶⁾。このように、オーダー・ハンドリング・ルール導入を機に、ITSの全上場銘柄に関する店頭市場への拡大の必要性はさらに高まると思われる。第三市場での上場株式の取引が全上場全銘柄についてITSに統合されてはじめて、全米市場システムの範囲が全国内市場に行き渡るということになる。

VI. ITSの進展のための課題

以上のように取引所外取引制限の緩和やオーダー・ハンドリング・ルールによって、第三市場は徐々に全米市場システムに統合されてきており、残すところは第三市場の非19c-3銘柄のみとなった。それでは、第三市場のITSへの完全統合が実現すれば、当初想定されていた全米市場システムの方針は、注文回送に関して実現するということができるであろうか。

現実には、SECが当初想定していた注文回送と市場連結のあり方は、現在のITSとかなり異なったものであって、ITSは実現の過程で大きく変形してしまった。SECが1979年に発表したレポートをもとに、SECの当初の構想がどのように変型していったかをあとづけてみよう。

1. 1979年のSECレポートで示された方針

SECは1979年のレポート²⁷⁾で全米市場システム推進のためのSECの基本方針を3点に分けて示した。この方針はその後の市場関係者との交

渉の過程で大きく形を変えて現在のITSのなかに取り込まれている。SECの当初の方針を改めて検討してみよう。

1979年のレポートでSECは、第1に取引所外取引の制限の見直しを引き続き行い、取引所外取引の制限を完全に廃止することを述べている。取引所外取引制限が撤廃されると、上場証券の場は取引所だけでなく第三市場へと大きく拡大するが、それら複数の市場の間で市場間競争を促すために、取引の場が取引所であるか店頭市場であるかにかかわらず、ITSを通じた注文の回送によって適格証券が取引されているすべての市場のリンケージを行うことが必要であるとしている。適格証券が取引されるすべての市場をITSによって連結することは、全米市場システムの理念からいっても極めて重要であるが、V章で述べたように、現在でも第三市場の一部がまだITSに統合されていない。

第2に、SECは、投資家の指値注文が執行市場のいかに関わらず価格優先・時間優先という競争売買型の保護を受ける必要があることを述べている。この考え方を実現するものとしてSECは、中央指値注文ファイル (Central Limit Order File, CLOF) の開発を示唆した。CLOFはSECの考えによれば、各市場に出された一般投資家の指値注文が統合して表示され、競争売買型の保護を受けるというものであった。すなわちブローカー・ディーラーは他の劣ったもしくは同じ価格での執行機会に先んじて顧客の指値を優先的に執行しなければならないとするものであり、顧客指値の劣後執行からの完全な保護を実現するものであった。

このCLOFの考えに対して多くの取引所は反対の意見を表明した。反対の論拠は、CLOFのもとで顧客の指値注文に絶対的な価格優先・時

間優先を認めてしまうと、自己資本を投下して行うマーケット・メイキングの意欲を損なうだけでなく、最終的には統合されたCLOFは完全な自動執行につながり、さらには取引所の立会場廃止に至るおそれがあるというものであった。このため、多くの取引所が、CLOFより、間接的に市場を連結するシステムであるITSによって指値注文保護を進めることを主張した²⁸⁾。現在はITSを通じて、劣後執行ルールや大口取引ルールによって指値注文の保護がはかられている。しかし、ITSルールによる劣後執行からの保護は、次に見るようにSECが当初想定したような完全なものとはならず、CLOFの考え方は大きく後退してしまった。

第3に、SECは、各ブローカー・ディーラーから直接すべての市場に対して注文回送を可能にするシステムの必要性を述べている。ブローカー・ディーラーから直接全市場に対する注文回送を可能にするためには、市場間を結ぶ注文回送システムの他に、ブローカー・ディーラーが注文ごとにオフィスから直接市場に回送するためのシステムが必要となる。SECはこのため、ブローカーの裁量性を排除して価格情報だけに基づいて注文の直接回送を行う、中立的注文スイッチ(Neutral Order Switch)を整備することを提言した。

しかしこの構想に対しても、価格情報だけに基づいて注文が市場に回送されるようになると、人手を介した裁量的な執行のあり方が不要となり、自動執行や立会場の廃止につながりかねないとして多くの取引所が反対した。取引所は、ブローカーは価格以外の他の多くの要素を勘案して発注市場を決めているのであり、そうしたブローカーの機能を認めずに価格だけを基に回送先を決定するようなシステムは投資家保護の

点からも好ましくないと主張した。SECは、この問題についても、計画中のITSの実現に委ねたが、現在のITSはあくまでも市場間の回送の形をとっており、直接回送は実現していない。

2. ITSの劣後執行(trade-through)規則

先に見たように、SECは全米市場システムにおける顧客の指値注文保護のための仕組みとして、統合された指値注文ファイルであるCLOFの開発を提言したが、立会場廃止につながりかねないとする取引所の反対によって実現せず、かわりにITSに劣後執行ルールを加えることによって顧客の指値注文の保護をはかることとした。

劣後執行とは、あるITS参加マーケット・センターのブローカー・ディーラーが、ITSに接続されている他市場に提示されている気配より劣った価格(ITSに接続している他市場の気配より高い価格の買い、もしくはITSに接続している他市場よりやすい価格の売り)で売買を行うことを言う。これは、言い換えれば他市場により有利な気配が出ているにも関わらずその気配が無視されてしまうことを意味するため、劣後執行が生じた場合には、優れた気配を出していたにもかかわらず執行を得られなかった注文を救済するための規則を設ける必要があるわけである。しかし、現実問題として、オークション市場とディーラー市場では劣後執行に関する考え方には大きな違いがあった。

オークション市場においてもディーラー市場においても、不公正な取引を排除し、効率的に取引を行ったり投資家の注文の最良執行を保証したりするためのさまざまなルールが形成されているが、そうしたルールの形態や有効性は取

引手法に依存したものである。したがって劣後執行の問題についても、オークション市場における劣後執行とディーラー市場における劣後執行ではその意味するところが微妙に違って当然である。

オークション市場では、すべての注文を一ヶ所に集め全注文の間のインターアクションを通じて唯一の価格が決まることに眼目が置かれている。一ヶ所に集められた注文は、厳密に価格優先・時間優先の原則に乗っ取って付け合わせが行われるので、劣後執行は原則的にあり得ない。

それに対して、ディーラー市場では、個々のマーケット・メーカーが個別に気配を提示して、互いの気配の競争を通じて効率的な価格形成を達成しようとする仕組みである。個々のマーケット・メーカーはいわばそれ自身一つのマーケット・センターとして、個別に気配を提示して気配の間の競争を行っているのであるから、顧客にとってより有利な気配とより劣る気配が併存していることはなんらおかしいことではない。そうして複数提示されている気配の中から顧客の選択によってより有利な気配が選ばれていくのである。

このことから、ディーラー市場で劣後執行が生じても、その責任を完全にマーケット・メーカーに負わせる根拠はオークション市場ほど明確ではないと考えられる。むしろディーラー市場ではディーラー間の競争を公平に行わせるためのルール、例えば確定気配を提示する義務などの方が重視されてしかるべきである。

このように取引システムの違う取引所市場と店頭市場ではそもそも劣後執行の考え方が違うのは当然で、店頭市場では、本来取引所と同じトレード・スルー禁止規定になじまないと考え

られる。ITSの店頭市場への拡大に際して、大きな問題となったのはこの劣後執行をめぐる規則であった。取引所には厳格な劣後執行を禁ずる規則があるのに対して、店頭市場では劣後執行に関する十分な規制がない。このため、取引所は店頭市場のITS接続のためには、店頭市場も取引所と同じ劣後執行ルールを設けることが必要条件であり、また投資家の指値注文の保護のためにも劣後執行ルールが必要であると主張した。

ITSを通じた取引所市場と店頭市場との連結にあたって、SECは、1982年にITSとNASDの連結を承認し²⁹⁾、こうした事情に配慮してそれぞれ取引市場ごとに異なる劣後執行規則が適用された。

修正計画によると、取引所 (Exchange trade through) では一定時間内にトレード・スルーの苦情を受け取った場合はその売買を取り消すことが定められているが、店頭市場 (Third participating market trade through) の場合は、(ア) その売買を取り消す、(イ) その売買をトレード・スルーとならない値段に調整する、(ウ) トレード・スルーされた気配を満たすのいずれかを選択してよい³⁰⁾。

このような修正が行われることで、顧客の指値注文の保護をめぐる、オークション市場とディーラー市場の間のルールの整合性問題はひとまず解決された。しかしながら、これは、SECが当初想定したCLOFによる指値注文の保護とはかなり隔たったものであるといわざるを得ない。

3. 自動執行についての考え方

ITSは市場間の注文回送をコンピューターネットワークを通じて機械的に行うものであるが、

そうであるならばITSの周辺装置もできる限り自動化を進めていけば、より効率的な取引市場を構築することができると考えるのは自然な方向であると考えられる。

SEC自身、1979年のレポートで示しているように、ITSの周辺装置の自動化として、中立的注文スイッチを取り上げているし、シンシナティ証券取引所やNASDがそれぞれNSTS、CAESといった自動執行機能を備えた注文回送システムを独自に整備し、市場間の注文回送システムであるITSと自動リンケージする計画を持っていた。

しかしながら、多くの証券取引所は、オークション・プロセスには人手を介した付け合わせが不可欠であると考えており³¹⁾、ブローカーは価格以外の他の多くの要素を勘案して発注市場を決めているのであって、そうしたブローカーの機能を認めずに価格だけを基に回送先を決定するようなシステムは投資家保護の点からも好ましくないと主張した。またスペシャリストやフロア・ブローカーの多くも、立会場の温存をはかるために自動化に反対の立場をとった。SECの中立的注文スイッチは、気配情報に基づいてブローカー・ディーラーから直接最良気配の出ている市場へ注文を回送するネットワークであったので、こうしたスイッチが普及していけば、人手を介した裁量的な執行が不要となりいずれは自動執行につながるおそれがあると考えたからである。

SECはこの注文回送スイッチの問題も、現実のITS計画が推進されればいずれ実現する可能性があるとして、いったん保留したが、現実のITS拡大過程では、シンシナティ証券取引所の自動連結は関係取引所の反対のために1983年まで遅れ、その間、シンシナティ証券取引所はシ

ステム上可能であるにも関わらず、電子的に回送されて来た注文をいったん取引所フロアのプリンターに打ち出し、改めて手作業で入力するという手間をかけなければならなかった。

NASDもすでにのべた自動執行機能を持つ上場証券の取引システムであるCAESを開発しており、CAESを通じたITSとの自動連結を視野に入れていたが、これも連結はすみやかには進まず、連結の推進のためには関係者の自主的な努力では連結が進まないと判断したSECの連結命令が出される必要があった。

このように、SECの当初の計画に反して、取引のためのシステムの効率性という点だけから見るとより好ましいと考えられる自動化の推進は阻まれ、現在のITSは市場間の回送という間接的な形をとっており、直接回送は実現していない³²⁾。

4. 会員権の問題

ブローカー・ディーラーから各市場への直接の注文回送スイッチが実現していない現在のITSでは、ブローカー・ディーラーはいったん自らが会員となっている取引所に注文を出し、他市場により有利な気配がだされているときには、取引所からあらためてITSを通じて相手先取引所に注文が回送されるという手順がとられている。

このことは、取引所の会員権の問題とも密接に結びついていると考えられる。ITSが注文回送システムである以上、取引所で出された気配がより有利である場合には、取引所非会員もITSを通じて取引所での価格にアクセスすることができる。これはすなわち、実質的には会員権を持たず、費用負担もしないブローカーが取引所の便益を利用することになる。こうしたネ

ネットワークを無制限に認めてしまうと、取引所会員権の意味が失われてしまうおそれがある。

こうした会員権の問題を回避するために、ITS計画では、ITS端末の取り扱い手順を極めて厳格に規制した。つまりITSがすべての市場を結んでいる状態では、ITS端末を管理することが会員権のかなめであるからである。

たとえば、ITS計画によって、取引所内のITS端末では、スペシャリストもしくは取引所スタッフが入力することが定められており、ブローカー・ディーラーが代わって行うことはできない。また、店頭市場マーケット・メーカーの端末においても、注文入力を行うマーケット・メーカーを特定化するよう厳格に定められている。こうした取扱い手順を定めることで入力者を厳格に制限し、会員権の濫用につながらないようにしているのである。

しかしながら、現在のようにITSをスペシャリスト間回送システムにしてしまうと、ブローカーは、最良気配を見つけるためにいったんどこかの市場にアクセスし、そこから改めてスペシャリストの手で注文が回送されるしかない。こうした柔軟性のない取り扱い手順は、システムの利便性を損ね、時間と手間がかかる。とくに市場での売買高が急増する時にはITSが機能障害に陥ってしまう可能性がある³³⁾。

さらに店頭市場マーケットメーカーとの連結が行われた際に取引所会員に不利となるおそれがある。なぜなら、店頭市場では、ひとりひとりの店頭マーケット・メーカーがいわばマーケット・センターとして独立してITSに連結されているのに対して、取引所市場でITSに連結されているのはスペシャリストであって個々のブローカーではないからである。

VII. おわりに

見てきたように、市場間の注文回送システムであるITSは全米市場システムの理念中核をなすシステムとして導入された。ITSは当初証券取引所間の注文回送システムとしてはじまり、徐々に参加取引所を拡大してきた。また、証券取引所の取引所外取引制限が緩和されると、上場証券の店頭取引を行う第三市場とのリンケージも行われ、ITSへのリンケージが未完成であるのは第三市場の一部のみとなっている。

ITSのカバーする範囲を全米市場システムの範囲であると考え、ITSの拡大は全米市場システムの範囲の拡大であると考えることができ、アメリカの証券市場は透明性と競争促進のための条件が整備された領域をここまで拡大して来たということになる。

しかしながら、現在のITSはSECの当初の計画からかなり違った形で実現していることも事実である。SECの1979年レポートでの構想は、第1に取引所外取引の制限を撤廃してあらゆる市場で適格証券が取引きされるように条件を整備し、それらの市場をITSで完全に連結するというものであったが、取引所外取引制限は一部に残存し、ITSリンケージの範囲も完全ではない。

第2にSECは、顧客の指値注文の保護のために統合された指値注文ファイルCLOFを提言していたが、これは自動執行や立会場廃止の動きが進むことを懸念した取引所の反対にあってITSの劣後執行ルールに縮小された。

また、第3の構想である、各ブローカー・ディーラーから市場への直接回送スイッチも、同様の理由で取引所の反対のために実現せず、現

在のITSは市場から市場への間接的な回送の形をとっている。

このようにITS構想が変型してきたのは、従来の取引所というシステムと注文回送システムであるITSの間にしだいに矛盾が生じてきているからかもしれない。ITSはその理念を徹底的に押し進めていくと、SECの当初の構想のように各ブローカー・ディーラーが自社から直接執行市場を選ぶ自動システムとなるか、あるいはすべての市場取引が単一のコンピュータシステムとなつてすべての注文が1つのファイルに入力されるシステムとなるかに行きつき、いずれにしても現在の取引所のあり方を大きく揺さぶるものとなる可能性があるからである。ITSの進展の歩みは、市場間競争の効率化と、取引所の諸制度の維持との間の妥協の歩みであると言えるだろう。

注

- 1) 第三市場は上場証券の店頭取引を指し、取引所非会員による店頭取引と、取引所会員が店頭で取引所銘柄を自己売買したり委託注文の付け合わせを行う「店内化 (internalization)」の両方を指すが、通常は非会員によるものを言うことが多い。
- 2) 私設取引システム (PTS) は、現行では規則17a-23によって、証券会社の運営する取引システムとして規制を受けているが、事実上は証券市場を開設していると考えられる。SECは現在PTSに対して新しい規制方針を提言中である。なお、SECはPTSも含めた電子システムの総称としてATSという名称を使っているが、本稿では日本で通称されているPTSという呼称を用いた。PTS規制の新しい方針については、清水 (1998a) を参照。
- 3) 1975年に手数料が自由化されると、こうした固定手数料制のもとで超過利潤のキックバックによって成立していた第三市場はいったん姿を消すことになる。現在取引をのばしている第三市場やPTSの成長は、したがって当時とは別の事情によるものであって、手数料をめぐるものでは必ずしもない。伊豆 (1998) 参照。
- 4) 議会は、1975年の改正によって創設した34年証券取引所法11A条 (a) (1) において、証券市場の重要性を確認し、技術革新を肯定した上で、全米市場システムの目的を、取引の効率性、取引所市場と非取引所市場を含めた市場間競争、取引情報の透明性、ブローカーの最良執行、ディーラーの関与なく執行される機会を確保することとし、適格証券について市場間の連結を定めた。しか

しながらその具体的な実現、運営は同法11A条 (a) (2) でSECに委ねられた。

- 5) Securities Exchange Act Release No.14416 (Jan. 26, 1978), 43 FR 4354. "Development of a National Market System."
- 6) ただし、地方証券取引所と第三市場マーケット・メーカーは確定気配を免除されている。
- 7) この点に関しては、清水 (1998b) 参照。
- 8) 1996 NYSE FactBook.
- 9) 1996 NYSE FactBook.
- 10) 注 (5) 参照。
- 11) Securities Exchange Act Release No.15671, (Mar. 22, 1979), 44 FR 20360.
- 12) Securities Exchange Act Release No.14661 (Apr. 14,1978), 43 FR 17419. "ITS Temporary Approval Order" その後、ITSの試験的稼働期間は2度延長されて最終的には1983年までとなり、試験期間の終了した1983年に正式認可された。
- 13) Securities Exchange Act Release No.17532 (Feb. 10, 1981), 46 FR 12919.
- 14) 大阪証券取引所 (1980) 参照。
- 15) Securities Exchange Act Release No.14325 (Dec. 30,1977), 43FR137ならびにNo.16888 (June 11, 1980), 45 FR 41125.
- 16) Securities Exchange Act Release No.17744 (Apr. 21,1981), 46 FR 23856.
- 17) Securities and Exchange Commission (1994) 参照。
- 18) Securities Exchange Act Release No.34-37619A (Sep 11, 1995), File No. S7-30-95.
- 19) Securities and Exchange Commission(1994), 1996 NYSE FactBook.
- 20) こうした近年の第三市場の拡大は、1975年以前の第三市場とは様相を異にしている。第I章で述べたように、手数料自由化以前の第三市場は、固定手数料制のもとで機関投資家の大口取引に生じる手数料の超過利潤をキックバックする場として存在していたが、1975年の手数料自由化によってそうしたキックバック余地は消滅したと考えられる。現在の第三市場は、むしろ多様化した注文の特性に応じて取引システムの差別化を行っており、手数料という直接的な取引コストだけでなく、執行の迅速さ、マーケットインパクトの低さ、匿名性といったさまざまなサービスを提供することで存立していると考えられる。
- 21) Securities Exchange Act Release No.17744 (Apr. 21,1981), 46 FR 23856.
- 22) 注 (16) 参照。
- 23) Securities Exchange Act Release No.34280 (June 29,1994), 59 FR34880.
- 24) 第三市場が隠れた市場となっていたことの弊害は、Nasdaqマーケットで顕在化した。Nasdaqマーケット・メーカーが顧客向けの気配のスプレッドを共謀して広めに維持し、背後でPTSなどの隠れたマーケットで有利なポジション処理を行っていたことがSECの調査で判明したことが、オーダー・ハンドリング・ルールの導入の直

- 接の契機になった。清水 (1997) 参照。
- 25) ECNはElectronic Communication Networkの略で、PTSや電子掲示板などの情報ベンダーを指す。従来CQSでカバーされておらず、提示されている気配の透明性が低かったため、マーケット・メーカーが私的なポジション処分などに使っているという批判があった。
- 26) Securities Exchange Act Release No.34-40260; File No. 4-208. "To Amend the Intermarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to All Listed Securities and to Eliminate the Unanimous Vote Provision" SECはこのリリースを関係市場の自発的調整が進展しなかった時に備えて用意している。
- 27) 注 (11) 参照。
- 28) 当時取引所の多くは、ITSに指値注文情報システム (Limit Order Information System, LOIS) を加えることで指値注文の保護をはかることを提唱したが、LOISは採用されることはなく、代わってITSに劣後執行に関する規則が追加された。
- 29) Securities Exchange Act Release No.18713 (May 6, 1982), 47 FR 20413.
- 30) 劣後執行は、これ以外にもいくつかの例外規定がある。詳細は注 (29) 参照。
- 31) 自動化推進に反対する主要取引所は、証券取引を完全に機械で置き換えることはできず、人手を介した処理が重要であると述べている。大阪証券取引所 (1982) 参照。
- 32) 同様の問題は、昨年来パシフィック証券取引所が採用を予定している自動執行システム、オブティマークシステムのITS接続に際しても生じている。
- 33) 1987年のブラックマンデーに際して、ITSは機能不全に陥ってしまった。SEC (1994) 参照。

参考文献

伊豆 久 (1997) 「『全米市場システム』とは何だったか」『証研レポート』No.1552, 1997年11月。

大阪証券取引所 (1982) 「米国証券市場におけるITSの進展とそれをめぐる諸問題—中央市場と地方市場の両側から見る」, 1982年4月。

佐賀卓雄 (1997) 「私設取引システム (PTS) の規制をめぐって」, 『証券経済研究』第8号, pp101-113。

清水葉子 (1997) 「オーダー・ハンドリング・ルールと私設取引システム」『証研レポート』No.1553, 1997年12月

(1998a) 「ATS規制に関するSECの新提案」, 『証研レポート』No.1558, 1998年5月。

(1998b) 「ITSの第三市場への拡大について」, 『証研レポート』No.1563, 1998年10月。

二上季代司 (1997) 「手数料自由化と市場集中義務」, 『証研レポート』No.1542, 1997年1月。

米澤康博 (1997) 「市場間競争の経済的意義」, 『証券経済研究』, 第6号, 1997年3月。

Securities and Exchange Commission (1994) "Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments", January 1994. 「マーケット2000報告書について」『証券』1994年4月。

(当所大阪研究所研究員)