

米国における市場間競争の展開

伊 豆 久

要 旨

日本では、1998年12月より取引所集中義務が撤廃され、上場銘柄の場外取引が解禁された。これに対して取引所でも定率会費（場口銭）の引き下げ、立会場の廃止、新しい取引システムの導入、など一連の改革が進められている。こうした市場間競争の促進による取引システム改革は、証券取引の効率化をもたらすものであるが、その一方で、取引の公正確保という点では問題なしとしない。複数市場の並立は、価格の分裂、流動性の分裂を招きかねないからである。この点、取引システム改革の先行国である米国において、どのような改革が、どのような背景のもとに進められかを検討すること、それが本稿の目的である。米国における市場間競争の展開は、①1960年代後半の、第三市場の発生による市場の分裂、②70年代半ばの、手数料自由化と全米市場システムの導入、③80年代の、第三市場等の復活、④90年代後半の、執行ルール改革、の4つの時代に分けることができる。そして、こうした変化をもたらした最大の要因が機関化の進展であることは、繰り返し指摘されてきたところである。しかし、例えば上記③の第三市場等の復活は、小口取引を主たる対象としたものであり、機関投資家の台頭のみですべてが説明できるわけではない。そこで本稿では、これまで比較的取り上げられることの少なかった小口取引に着目して、そこから改めて市場間競争の展開を整理したものである。

目 次

- I. はじめに
- II. 「全米市場システム」とは何か
- III. 「全米市場システム」の背景
 - 1. <市場の分裂>
 - 2. <市場の分裂>の解消と「全米市場システム」
 - 3. NYSE独占批判の高まり
- IV. 「全米市場システム」の内容
 - 1. 取引所集中義務の緩和
 - 2. 価格の公正の維持
- V. 市場間競争の実際
 - 1. 市場間競争と〈独占の必然性〉
 - 2. 手数料自由化のインパクト
 - 3. 小口注文をめぐる競争
 - 4. 大口注文をめぐる競争
- VI. むすび

I. はじめに

米国の株式市場では、機関投資家の成長が株式流通市場の分裂をもたらし、固定手数料制の撤廃と「全米市場システム」(National Market System : NMS) の導入につながったことはよく知られている。大口注文を出す機関投資家にとって固定手数料は割高とみなされ、それを回避するためニューヨーク証券取引所 (NYSE) から地方取引所や第三市場 (上場銘柄の店頭取引) へと注文が流出していた。それへの対応策が、手数料の自由化であり、NMSの創設であった¹⁾。

しかしながら、そうした改革によっても単一銘柄に対する複数の流通市場の併存という事態そのものが解消されたわけではない。今日においてもNYSE上場銘柄の約2割はNYSE以外で約定されており、その数値は市場の分裂が問題とされた70年前後の数値 (後掲表4参照) と大差ない。

その一方で、他市場 (NYSE以外の市場) で扱われる取引の種類は大きく変化している。かつてNYSEから流出していたのは機関投資家の大口注文であったが、今日では小口注文が中心なのである。表1を見てみよう。これは、NYSE上場銘柄の各市場での取引について、取引1件あたりの平均株数を示したものである。1997年

表1 総合テープで公表されたNYSE上場株式取引の取引1件あたりの平均株数 (株)

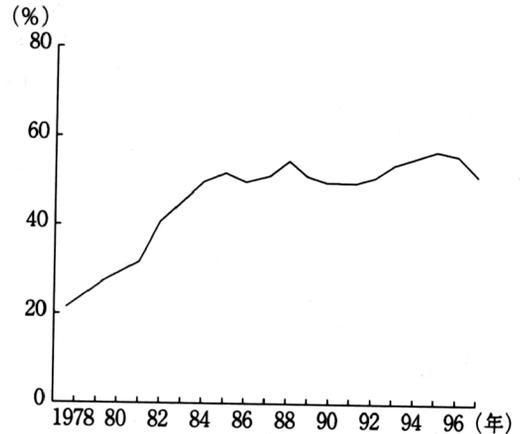
	NYSE	PSE	CHX	PHLX	BSE	CSE	NASD	INST
1976年	556	390	641	507	490	356	1,048	3,699
1977	631	368	813	534	539	315	1,317	2,814
1978	714	362	891	463	654	372	1,924	3,417
1979	685	447	894	481	701	536	2,509	2,755
1980	868	472	1,053	400	600	492	2,374	4,862
1981	1,013	496	1,088	393	574	381	2,337	5,144
1982	1,305	501	1,155	489	651	442	2,104	5,329
1983	1,434	483	1,240	554	757	545	2,609	5,010
1984	1,781	577	1,366	664	869	890	3,311	3,324
1985	1,878	619	1,425	684	983	846	2,842	4,297
1986	1,881	559	1,195	735	1,019	2,156	2,074	6,055
1987	2,112	585	1,153	723	1,004	2,890	1,668	7,635
1988	2,303	660	1,112	807	1,048	2,993	1,464	8,763
1989	2,124	646	937	943	866	1,826	1,123	8,665
1990	2,085	622	837	1,045	747	1,726	941	7,969
1991	1,674	556	769	768	685	1,289	837	6,816
1992	1,686	532	718	671	632	746	836	5,576
1993	1,444	547	825	650	636	613	951	4,103
1994	1,498	535	829	718	676	631	1,001	
1995	1,492	527	854	778	668	559	940	
1996	1,393	540	887	737	792	531	933	
1997	1,301	528	849	676	624	543	849	

略語 NYSE : ニューヨーク証券取引所, PSE : バシフィック証券取引所
 CHX : シカゴ証券取引所 (1993年7月8日以前はミッドウエスト証券取引所)
 PHLX : フィラデルフィア証券取引所, BSE : ボストン証券取引所
 CSE : シンシナティ証券取引所, NASD : 米国証券業協会
 INST : インステイネット (93年3月1日以降のINSTの取引は、NASDに含む)
 出所 : NYSE, Fact Bookより作成。

の数字を見ると、NYSEが1301株なのに対して、地方取引所は528株（パシフィック）から最高でも849株（シカゴ）とNYSEの半分ないし三分の一の大きさである。NASD（第三市場）での取引の直近値は、（インスティテットを除くため）統計上92年のものとなるが、836株とかなり小さい。その一方で、インスティテットは、同じく92年で5576株とNYSEの約4倍の規模の注文を扱っている。つまり、NYSE銘柄の取引の内、大口注文についてはインスティテットに²⁾、小口注文は地方取引所に流れており、NYSE自身が主に扱っているのは準大口サイズの注文となっているのである。インスティテットを除いて考えると、NYSEから地方取引所や第三市場に流出している取引は、主に小口注文であり、市場間競争のあり方が60年代と大きく異なっていることがうかがわれる。機関投資家の成長という要因だけでは、今日の市場間競争を理解することはできないのである。

また、と言って、株式流通市場全体において大口注文の比率が減少したわけではない。図1は、NYSEにおける大口取引（1万株以上）の占めるシェアの変化を示したものであるが、NMSが導入された以降も、取引の大口化が続い

図1 NYSE出来高に占める大口取引の比率



出所：NYSE, Fact Bookより作成。

ていたことがわかる。その結果、形式上NYSEで約定されている取引であっても、実質的な対当注文の付け合わせが証券会社の店内（ブロックデスク、アップステアズ）でおこなわれている取引の比率が高まっているものと推測される。こうした（形式的な執行市場への回送の有無にかかわらず）対当注文の事実上の付け合わせが証券会社内で完了する取引（アップステアズ取引）がNYSE銘柄の取引でどれくらいの比率を占めているのかについて、正確な資料は公表されていない。が、表2は、1993年1月におこなわれた大口取引（1万株以上）に占めるアップ

表2 大口取引に占めるアップステアズ取引の比率

(%)

		注文株数による分類			平均
		1万～ 2万5千株	2万5千～ 10万株	10万～	
流動性による銘柄の分類	最大	10	30	61	26
	中位	14	40	42	30
	最低	16	54	100	43
平均		10	32	57	27

注1：データは1993年1月12日のNYSE取引記録（audit trail）による。

注2：流動性による分類は、1992年12月の取引高にもとづく。

注3：取引件数は、実際にクロスされた部分ではなく取引全体の大きさで分類されている。例えば、11万株のクロス注文の内、2万株が他の会員からの注文と約定された場合でも10万株以上のアップステアズ取引として分類する。

注4：アップステアズ取引の平均サイズは43,000株であった。

出所：Hasbrouck, Sofianos and Sosebee, New York Stock Exchange Systems and Trading Procedures (NYSE working Paper #93-01).

表3 総合テープで公表されたNYSE上場株式取引の市場別シェア

上段：取引件数シェア
 (下段：取引株数シェア)

(%)

	NYSE	PSE	CHX	PHLX	BSE	CSE	NASD	INST	Total
1976年	85.99 (85.34)	4.86 (3.39)	3.56 (4.08)	1.50 (1.36)	0.85 (0.74)	0.77 (0.49)	2.39 (4.48)	0.01 (0.09)	100.00 (100.00)
1977	85.16 (85.71)	5.65 (3.28)	3.39 (4.34)	1.55 (1.30)	0.77 (0.65)	1.61 (0.80)	1.83 (3.81)	0.02 (0.09)	100.00 (100.00)
1978	87.02 (88.43)	5.64 (2.90)	3.16 (4.01)	2.20 (1.45)	0.65 (0.61)	0.47 (0.25)	0.83 (2.27)	0.02 (0.08)	100.00 (100.00)
1979	86.58 (88.13)	5.51 (3.21)	3.33 (3.89)	2.77 (1.73)	0.65 (0.59)	0.53 (0.37)	0.60 (1.95)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1980	85.37 (87.76)	5.34 (2.98)	3.58 (4.47)	3.47 (1.64)	0.77 (0.55)	0.71 (0.41)	0.74 (2.07)	0.02 (0.11)	100.00 (100.00)
1981	82.42 (86.66)	6.41 (3.30)	4.54 (5.12)	3.85 (1.57)	0.91 (0.54)	0.87 (0.35)	0.96 (2.33)	0.02 (0.13)	100.00 (100.00)
1982	78.61 (85.70)	8.27 (3.46)	5.89 (5.68)	3.92 (1.60)	1.00 (0.54)	0.84 (0.31)	1.44 (2.53)	0.04 (0.17)	100.00 (100.00)
1983	77.68 (85.12)	8.58 (3.16)	6.18 (6.45)	3.88 (1.64)	1.25 (0.72)	0.49 (0.20)	1.28 (2.56)	0.04 (0.14)	100.00 (100.00)
1984	75.40 (84.03)	8.93 (3.23)	7.95 (6.79)	4.10 (1.70)	1.78 (0.97)	0.34 (0.19)	1.41 (2.88)	0.09 (0.18)	100.00 (100.00)
1985	74.24 (83.39)	9.51 (3.52)	8.16 (6.95)	3.82 (1.56)	2.17 (1.28)	0.32 (0.16)	1.70 (2.88)	0.10 (0.25)	100.00 (100.00)
1986	72.68 (84.00)	10.57 (3.63)	8.52 (6.26)	3.65 (1.65)	2.25 (1.41)	0.29 (0.39)	2.00 (2.55)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1987	73.60 (86.17)	9.31 (3.02)	8.94 (5.71)	3.50 (1.40)	2.32 (1.29)	0.26 (0.42)	2.05 (1.90)	0.02 (0.09)	100.00 (100.00)
1988	72.99 (86.20)	8.44 (2.81)	9.74 (5.56)	3.22 (1.33)	2.33 (1.25)	0.35 (0.53)	2.91 (2.18)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1989	69.23 (84.13)	8.35 (3.09)	10.43 (5.59)	3.39 (1.83)	3.16 (1.57)	0.44 (0.46)	4.98 (3.20)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1990	66.17 (82.85)	8.14 (3.04)	9.71 (4.88)	3.02 (1.90)	3.77 (1.69)	0.63 (0.65)	8.53 (4.82)	0.03 (0.16)	100.00 (100.00)
1991	67.33 (82.26)	8.13 (3.29)	8.03 (4.51)	2.84 (1.59)	3.37 (1.69)	0.74 (0.70)	9.53 (5.82)	0.03 (0.14)	100.00 (100.00)
1992	65.17 (81.71)	7.55 (2.98)	8.34 (4.45)	3.31 (1.65)	3.17 (1.49)	1.85 (1.03)	10.57 (6.57)	0.03 (0.12)	100.00 (100.00)
1993	70.49 (81.94)	5.77 (2.54)	6.14 (4.08)	2.81 (1.47)	2.56 (1.31)	2.59 (1.28)	9.63 (7.38)	0.00 (0.01)	100.00 (100.00)
1994	71.68 (82.79)	5.18 (2.14)	5.68 (3.63)	2.47 (1.37)	2.39 (1.25)	3.16 (1.54)	9.44 (7.28)		100.00 (100.00)
1995	70.22 (82.10)	5.32 (2.21)	5.13 (3.43)	2.14 (1.30)	2.51 (1.31)	3.91 (1.71)	10.77 (7.94)		100.00 (100.00)
1996	73.21 (82.93)	4.69 (2.06)	4.29 (3.09)	2.00 (1.20)	1.80 (1.16)	3.28 (1.42)	10.74 (8.14)		100.00 (100.00)
1997	74.43 (83.71)	4.14 (1.89)	4.63 (3.40)	1.74 (1.01)	2.07 (1.12)	2.50 (1.17)	10.49 (7.70)		100.00 (100.00)

出所：NYSE, Fact Book.

ステアズ取引の比率を示したものである。これを見ると、当然のことながら、株数が大きいほど、また、流動性が低い銘柄であるほど、アップステアズ取引の比率が高いことがわかる。株数が1万株から2万5千株で、最も流動性のある銘柄の場合だと、アップステアズで注文が付け合わされているのはわずか10%で、残りの90%は通常の注文執行と同様にそのまま取引所フロアに回送されている。しかし、最も流動性が低い銘柄で10万株以上の注文は100%アップステアズ取引となっている。大口取引全体では27%にすぎないが、10万株を越える注文となるとその半分以上が、取引所の外で付け合わされているのである。

つまり、大口でかつ流動性が低い銘柄の注文の場合、注文を対当させる場として、取引所での付け合わせ (downstairs market) と証券会社による付け合わせ (upstairs market) の二種類の市場が併存しているわけである。

このように、同じく市場間競争³⁾と言っても、その内容は、注文の大きさによって大きく異なっており、また、60年代の市場の分裂とも性格を異にしている。

では、今日の市場間競争を規定している要因は何か。そして、手数料自由化とNMSの導入は、市場間競争の何を変え、何を変えなかったのか。すなわち、今日の市場間競争のあり方を踏まえて、一連の競争の性格の変遷と一大画期を成した手数料自由化とNMSの設立を改めて整理、検討すること、それが本稿の目的である。

II. 「全米市場システム」とは何か

まずはじめに、現在の証券取引システムの枠組みとなっているNMSについて確認しておこ

う。しかし、NMSとはそもそも何かとなると、一義的な理解は容易ではない。と言うのも、米国の証券諸法にもSECの規則等にも、NMSとは何かを定義した箇所がないからである。NMSは、確かに1975年証券諸法改正法 (Securities Acts Amendments of 1975) によって新たに証券取引所法に挿入された第11A条を法的根拠とするものであるが、大きな変化の時代にあっては柔軟性を備えていることが重要であるとする議会の判断にもとづき、同法では、NMSの内容が定義されていない。ただNMSの目的およびNMSを確立するための権限をSECに委ねることだけが定められている。

しかも、その目的の中には、両立困難なものが併記されてもいる。「ブローカーおよびディーラー間、取引所市場間および取引所市場と取引所市場外の公正な競争」(c-1)、すなわち〈市場間競争の促進〉が宣言されると同時に、「1および4の規定に矛盾することなく」との限定つきながら「投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会」(c-5)、つまり〈オークション原則の維持〉も掲げられているのである。しかしながら、市場間競争とオークション市場とは原理的に相いれない。オークションが十分に機能するためには、すべての注文を一つの市場に集中させる必要、すなわち一種の独占が必要となるからである。それゆえ、この条文からNMSの性格を判断することはおよそ不可能である。

あるいは、75年改正法によってSECには多様かつ強力な権限が付与されたが、そのなかには、第三市場を禁止する権限 (証券取引所法第11条c3) のように、実際には行使されていないものも存在する。

つまり、75年法だけからはNMSの内容を理解することはできないため、同法が成立するに至

る経緯とそこでの議論、およびSECの実際の施策から判断するほかないのである。そのため、NMSをもたらした60年代の市場の分裂について改めて確認しておこう。

Ⅲ. 「全米市場システム」の背景

1. 〈市場の分裂〉

NMSが導入されるに至った最大の要因は、よく知られているように、1960年代に生じた機関投資家の成長による市場の分裂である。

年金・生命保険・ミューチュアルファンドなどの機関投資家は、NYSEが会員証券会社に徴収を義務づけていた固定委託手数料を割高とみなし、事実上手数料割引を認めていた地方取引所や、第三市場での取引を増加させた。地方取引所は、ギブアップ⁴⁾などの形で実質的な手数料割引を認めることで、NYSE銘柄の取引高を増加させることに成功したのである。また、NYSEの会員でない証券会社には、当然に委託手数料の割引や場外取引を禁止するNYSE規則が適用されないため、中に、機関投資家を相手に手数料を割り引いた価格でNYSE銘柄をマーケットメーカーする業者が現われたのである。さらに、マーケットメーカーの場合、投資家と直接交渉することで、市場の動向をより詳細に把握できることも優位の源泉となった。NYSEのスペシャリストは投資家とのコンタクトを禁止されているうえ、資本力に限りがあるため機関投資家の大口注文に十分な流動性を与えることができなかったのである。

このように、NYSE銘柄がNYSE以外の市場で大量に売買されはじめたことが〈市場の分裂〉として問題視されたのであるが、それには二つの理由がある。一つは、同じNYSE上場銘柄を

取引する市場の間でその取引価格が異なるという事態が生じた点である。市場間で取引情報を伝達する手段が講じられていなかったため、株価が分裂してしまったのである。これと類似しているが区別すべきもう一つの問題点は、他市場への注文の流出によりNYSEの流動性が減少してしまったことである。すべての注文が集まっていない以上、NYSEで形成された価格が〈真の価格〉であるか否かの疑念を生じさせ（価格発見機能の低下）、かつ、流動性の低下によるボラティリティの上昇が危惧されたのである。

2. 〈市場の分裂〉の解消と「全米市場システム」

NMS創設の目的の一つは、こうした事態を解消することであったが、そのためにNMS創設という手段が選ばれたのはなぜだろうか。と言うのは、上に述べた問題を解決するためには、それ以外にも様々な方法がありえたからである。

例えば、NYSEの大口注文向け委託手数料を引き下げるという方法はなぜ（一時期を除いて⁵⁾）採られなかったのであろうか。NYSEからの注文の流出が機関投資家の大口注文を中心としており、その主たる原因は手数料の高さにあったのであるから、それを防ぐためには、何も手数料を〈自由化〉する必要はない。大口注文向けの委託手数料を引き下げればよいはずである。事実、80年代の日本の取引所は、大口注文の手数料を引き下げること機関化に対応している。

あるいは、NYSEの委託を受けたマーチン元連邦準備制度理事会議長（NYSE初代常勤理事長）が発表したレポート⁶⁾のように、市場そのものを一つに統合するという方法（単一市場アプローチ）もありえたはずである。同一の銘柄が複数の市場で取引されるところから問題が生

じるのであるから、その市場を一つに統合して重複取引を排除してしまえば、問題は根本的に解決されるはずである。

ところが、議会やSECはこうした方法を否定し、手数料に関しては〈引き下げ〉でなく〈自由化〉を、市場に関しては〈単一化〉ではなく〈競争〉を選択したのである。

すなわち、手数料に関しては、その大きさだけではなく、その決定方法（取引所が固定手数料を決定するのか、顧客と証券会社が交渉によって決定するのか）にも問題があったとみなされていたことになる。同時に、〈市場の分裂〉は改善すべきであるものの、と言って、公正を確保するためとはいえすべての注文を一つの市場、一つの注文控えに集中するという方法も望ましいものではないと見なされていたことになる。

つまり、対応を要するのは、実は〈市場の分裂〉だけでなかったのであり、手数料の大小ではなく、NYSEが手数料を決定するという仕組み、注文がNYSEに集中するというあり方そのものが、解決を要する事態とみなされたのである。それは、一言でいえばNYSEの独占性である。

3. NYSE独占批判の高まり

NYSEの独占はなぜ問題視されるようになったのであろうか。取引所とは、そもそも独占的でなければ機能しないものである。よりよい価格を発見するためには、できるだけ多くの注文を集めることが必要である（独占の必要性）。また、注文の集中は価格を向上させ、価格の向上はさらに多くの注文を引き寄せるため、自然に独占が成立することになる（独占の必然性）。そして、すべての取引が集中していれば、取引の公正を監視する上でも都合がよい。このように、

証券取引所は、本来独占的なものであり、独占的でなければならないものである。しかし、独占的な状態が続くと、市場の脅威にさらされないため不当な収益確保、非効率化等の弊害が生じる危険性がある。しかも、無数の小口個人投資家から少数の大口機関投資家への投資家層の変化は、証券取引をめぐる力関係を変え、証券界の「クラブ的性格」への批判の背景を形づくった。そして60年代半ばからは、具体的に、訴訟を通じてNYSEの諸制度における反競争的性格の有無、その正当性が問われるようになる。さらに、60年代末のペーパークライシスに十分対応できなかったことは、取引所の機能に対する不信感を強めることになった⁷⁾。そうした背景の下で成立した75年改正法によって、取引所の自主性は大幅に制限され、反対にSECに市場設計の大きな権限が与えられたのである⁸⁾。

IV. 「全米市場システム」の内容

1. 取引所集中義務の緩和

具体的に、NMSの下での市場集中義務の緩和はどのように進められたのであろうか。

はじめに、第三市場について確認しておこう。米国では、非会員業者に対しては取引所規則の効力が及ばないため、市場集中義務も固定手数料徴収義務も適用されない。それゆえ、非会員業者はNYSE上場銘柄を自己勘定で、固定手数料に関係なく取引することが可能であった。それが第三市場である。そして、60年代にはNYSE会員会社の固定手数料を嫌う機関投資家が主に顧客となって、急成長したのである。第三市場の成長理由が委託手数料にあったからこそ、NYSEの手数料が自由化されると、第三市場は事実上消滅してしまう（この点、後述）。

非会員会社に対する市場集中義務がそもそも存在しなかったのであるから、NMSの下での新たな市場集中義務の緩和は、NYSE会員業者に対する集中義務を緩和するという形で進められた。

それは、75年改正法により設けられた証券取引所法11Ac-4の要請（「委員会は、会員の取引所外証券取引の能力を制限しまたはこれに条件をつける国法証券取引所の規則の一部または全部を審査することを指令される」）にもとづいて、SECが75年12月19日、証券取引所法規則（以下、規則）19c-1を採択したことに始まる。それによって、NYSE会員業者であっても、委託注文の場合には取引所外へ回送・執行することが可能となった。77年には、委託注文同士のクロスおよび自己勘定取引についても場外執行を認め、19c-1と併せて市場集中義務を完全に撤廃することになる規則19c-2が提案されるが、その影響が余りに大きいと懸念されたため、80年にそれは撤回されている。代わりに採択されたのが19c-3で、それによって79年4月26日以降に上場した銘柄に限ってではあるが、自己・委託を問わず市場集中義務が撤廃されることとなったのである。

したがって、現在のNYSE規則390条が定める市場集中義務の適用対象は、79年4月26日以前に上場した銘柄について、NYSEの立会時間中で、かつ会員の自己勘定での注文と委託注文同士のクロス注文の場合に限られている。また、自己勘定・委託注文のクロスであっても、立会時間外であれば海外の店頭市場で執行することが認められている。言い換えると、委託注文であればすべての銘柄について、自己勘定での注文については19c-3銘柄について市場集中義務が撤廃されており、またそれ以外の注文・銘柄についても海外市場（主にロンドン市場）を利

用することが比較的容易であるため、市場集中義務の範囲はかなり制限されている。しかし、米国では、市場集中義務は撤廃されたわけではなく、正確には「緩和」にとどまっている。

2. 価格の公正の維持

本来、独占的であることによってはじめて機能する取引システムに、市場外取引を認めたのであるから、そのままでは市場価格が分裂してしまう恐れがある。それを防ぐためのシステムが、通信回線で市場を結び価格情報等をリンクするという方法である。各市場での取引情報、気配情報を集中し公表するシステム、および最良気配を出している取引所に注文を回送できるシステムであり、それが、CTS、CQS、ITSである。

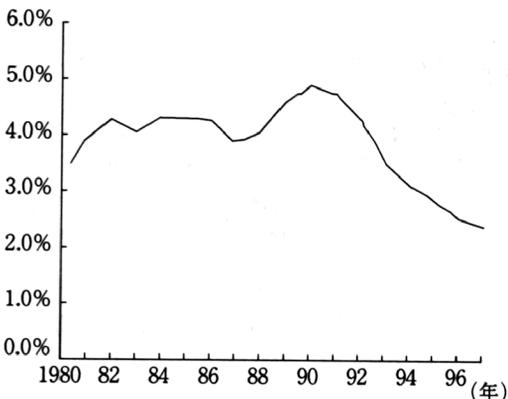
CTS（Consolidated Transaction Reporting System：総合テープシステム）は、直近の取引情報を公表するもので、銘柄・取引価格・株数・執行市場名を表示する。対象銘柄は、1976年4月の稼働開始時には、NYSE・Amexおよび地方取引所の一定の上場銘柄に限られていたが、1982年からNASDAQ/NMS銘柄も加えられている。第三市場、ATS（代替的取引システム）を含めて国内で約定された取引はすべてCTSに報告されているが、海外取引分は含まれていない。

CTSが、取引の事後情報を公表するシステムであるのに対して、1978年に始まったCQS（Composite Quotation System：総合気配表示システム）は、事前情報を伝達するシステムである。CQSには、各取引所スペシャリストの買い呼値・売り呼値およびその価格で執行可能な株数が表示されている。そして、最良執行を実現するため、すべての執行業者は原則として悪

くてもCQS上の最良気配で執行することが義務づけられている。

CTS, CQSが、市場情報をリンクするものであるのに対して、ITS (Intermarket Trading System: 市場間取引システム) は、最良気配を出している市場での執行を可能とするため、注文そのものを市場間で回送するシステムである。ただし、ITSで注文を回送するのはブローカー (証券会社) ではなく、各取引所のスペシャリストである。証券会社から注文回送を受けた取引所のスペシャリストが、よりよい気配を出している他の取引所に注文を回送するためのシステムである。78年4月にNYSEとフィラデルフィア証券取引所間で試験的に稼働し、その後、連結取引所、対象銘柄が拡大されてきたが、ITSの利用は進んでいない。図2は、NYSE銘柄取引全体に占めるITS経由取引の比率を示したものであるが、それは最も高い時で90年の4.93%にすぎず、現在は2%台で低迷している。これは、顧客の注文を受けた他市場のマーケットメーカー (スペシャリスト) が、最良気配を出している市場 (ほとんどの場合NYSE) に注文を回送するよりも、自らが最良気配で自己勘定で約定してしまうからである (この点、後述)。

図2 ITSのシェア



出所: NYSE, Fact Bookより作成。

こうしたシステムによって価格の分裂は一定程度、防がれているのであるが、同一銘柄が複数の市場で取引されていることのもう一つのデメリットである、流動性の低下とそれによる価格発見機能の低下については、市場間のリンクでは解決されたことにならない。事前・事後の売買価格が公表されているため、市場間で売買価格が大きく掛け離れることは回避されているとはいえ、すべての注文が一つの市場に集められない以上、それぞれの市場の流動性は理論上十分とは言えず、その価格もその時点でのすべての需給を反映したものとは言えない。そして、この問題に対してNMSは、何の手当もおこなっていないと言わざるをえない。市場間競争を認める以上、これは解消しえない問題だからである。

ただ、実際には、NYSEの売買高シェアが8割以上を維持していることからすると、SECは、NYSEの一定のシェア維持を根拠に、NYSEの価格発見機能が大きく損なわれているわけではなく、またNYSEでの価格からの乖離が防がれている以上、NMS全体としての価格発見機能に大きな問題があるわけではない、と考えているものと推測される。

V. 市場間競争の実際

1. 市場間競争と〈独占の必然性〉

以上のような形で、市場集中義務が緩和されてきたわけであるが、では、先にのべた、取引所は必然的に独占化するという点についてはどうなっているのだろうか。つまり、制度改革でいくら市場間競争を解禁・促進しても、それだけで実際にNYSE以外でのNYSE銘柄の取引が進むわけではない。取引所が独占的であった

のは、制度的に市場集中義務が課せられていたからだけではなく、流動性の集中と価格の向上は相互に作用しあうため、取引の執行場所は自然と一カ所に集中する性格があるからである。市場集中義務が大幅に緩和されたNMSの下でもNYSEが高いシェアを維持しているのはそのためである。しかし、では、残りの2割近くがNYSE以外で取引されているのはなぜか。60年代の市場の分裂の最大の要因であった固定手数料制は撤廃されたのであるから、それ以降は、市場集中義務が緩和されたとはいえ、他市場での執行を求めるインセンティブは大幅に低下してもよいはずである。にもかかわらず、一定量の注文が、最も流動性が高く、最も価格発見機能が低いはずのNYSEに回送されないのはなぜだろうか。改めて、取引が分散する理由を整理してみよう。

2. 手数料自由化のインパクト

まず、手数料自由化が市場間の取引シェアにどのような影響を与えたのか見てみよう。

70年代初めまでのNYSE上場銘柄の場外取引の推移(表4)を見ると、60年代後半には地方取引所も第三市場もシェアを伸ばし、71年にはそれぞれ株数で14.7%と7.0%、合計で21.7%に達

していたことがわかる。ところが、76年以降になると(ただし、表2と表3は連続性に欠ける)、地方取引所のシェアは10%台で低迷し、第三市場のシェアは76年の4.48%から87年の1.9%まで途中上下はあるものの減少し続けている。つまり、NYSE銘柄の取引流出傾向は、70年代の前半に大きく変化したのであって、それをもたらしたもののこそ、68年から75年にかけて段階的に実施された委託手数料の自由化であった。手数料の自由化こそが、それまで十数年増大してきたNYSEからの大口注文の流出をストップさせたのであり、それによって、上昇してきた地方取引所のNYSE銘柄取引は低迷しはじめ、第三市場に至っては事実上の消滅⁹⁾が言われるまでになったのである。

委託手数料の固定制が市場の分裂の主たる原因だったのであるから、その廃止が大口注文の流出を止めることになったのは当然である。ところが、冒頭で確認したように、これですべての注文の流出が止まったわけではないのである。注文の大きさ別に、少し詳しく見てみよう。

3. 小口注文をめぐる競争

80年代以降、地方取引所や第三市場のマーケットメーカーは、5000株程度までの小口(成行)

表4 NYSE上場銘柄の取引所外取引の比重

(%)

	地方証券取引所		第三市場		合計	
	株数	取引額	株数	取引額	株数	取引額
1945年	6.2	7.4	6.2	7.4
1965	10.1	12.1	2.7	3.4	12.8	15.5
1966	11.1	13.3	2.6	2.9	13.7	16.2
1967	10.8	13.0	2.9	3.3	13.7	16.3
1968	11.7	14.0	3.6	4.2	15.3	18.2
1969	12.1	14.5	4.9	5.5	17.0	20.0
1970	14.2	17.0	6.5	7.8	20.7	24.8
1971	14.7	17.7	7.0	9.3	21.7	27.0

出所: 佐賀卓雄「アメリカの証券業—変貌過程と規制緩和」東洋経済新報社, 1991年, 56頁。

注文の仕切り売買に特化し、そのシェアを拡大させてきた。60年代の市場間競争が大口注文中心だったことからすると、大きな違いである。70年代後半に一旦消滅した第三市場もこうした取引によって80年代末から復活したのである。では、こうした競争はなぜ可能となっているのであろうか。

76年以降の注文件数のシェア（表3の上段部分）の変化を見ると、各市場に共通の傾向と、同時に、微妙なばらつきがあることがわかる。まず、パシフィックとフィラデルフィアでは、76年から注文件数の上昇が始まり、80年代半ばまで続くものの、その後、現在まで再び減少している。シカゴとボストンは、70年代末までシェアは低下し、その後上昇、80年代末からやはり減少している。これら四つの取引所は、シェア拡大が始まる時期こそ前後しているものの、80年ごろまでにはシェア上昇過程に入り、そして80年代後半に下降に転じる点でよく似ている。ところが、シンシナティの場合は、70年代の後半から90年ごろまで、取引件数のシェアは低迷したままで、90年代に入ってから増大している。また、取引1件あたりの株数も80年代後半に一時的にNYSEよりも大きくなる（表1）など、他の市場とは異なった変化を示している。また、こうした地方取引所に対して、NASD（第三市場）は、取引件数・取引高とも87年ごろまで低迷し、その後急速に上昇するという対照的な変化を示している。

こうした変化の原因は、何だろうか。まず、第三市場が、80年代末を境に復活を遂げたのは、88年にバーナード・メイドフ社が、高度の自動執行システムを導入したためであると思われる。すでに述べたように、第三市場は従来大口注文の受注で業績をあげてきたため、手数料

の自由化によって壊滅的な打撃を受けざるえなかった。そうした低迷する第三市場に登場したのが、1件5000株以下の小口注文を対象とした自動執行システムとオーダー・フロー・ペイメントを駆使するメイドフ社だったのである。同社は、ハイテクノロジーを駆使し、事前に契約したブローカーから小口注文を自動回送によって受けるとともに、そのブローカーに一株あたり1セントのリベートを支払う¹⁰ことで、小口注文を集めた。小口注文（でかつ流動性の高い銘柄）に特化したのは、ポジションリスクを抑えるためである。そして、自動執行による、正確さ、速さ、安さ（リベートを考えればマイナスの手数料）をセールスポイントにシェア獲得に成功したのである。

つまり、同じく第三市場といっても、メイドフ社の登場以前と以後とは、その性格がまるで異なっていることがわかる。機関投資家を顧客としたかつての第三市場マーケットメーカーは、NYSE会員会社に対しては固定手数料に縛られないという優位をもち、また、NYSEスペシャリストに対しては、直接投資家と交渉することで投資家の注文動向をより正確に把握できるという優位をもっていた。しかし、手数料の自由化によって前者のメリットがなくなると、機関投資家向け第三市場は消滅し、後者のビジネスも、大手ブローカーのブロックデスクに担われるようになる。そして、新たな第三市場は、個人投資家を主たる顧客とするリテールブローカーからの執行注文を集める市場へと180度変化した。そこでは、複雑な執行スキルが要求されることはなく、公表されている最良気配のまま、ただ安く、早く、自動的な執行がなされるのである。こうした第三市場の変化は、表1にも現れている。86年までは、NASDの取引は

常にNYSEよりも大きかったのであるが、それ以降は逆に常にNYSEよりも小さくなっている。小口注文を主たる対象とするようになったためである。

地方取引所についても、同じことが言える。各取引所とも小口注文を主たるターゲットに自動化を推進することでシェア拡大を図ったのであるが、ただ、自動化実施の時期が少しずつ異なるため、シェア拡大が始まる時期に多少のズレが生じているのである。例えばパシフィックは、69年にはCOMEX (後のSOEX) と名づけられた自動システムを導入し、1099株までの注文に対して最良気配での自動執行を保証している。また、フィラデルフィアは、76年にPACEを稼働させ599株までの注文に自動執行サービスを提供するようになった。こうした逸早い小口注文自動執行システムの導入が、先に述べたようにこの二つの取引所だけが76年からシェアを拡大させることができた一因になっているのではないと思われる。それに対して、シカゴがMAXを導入したのは81年、ボストンがGESを導入したのは80年と若干遅れており、そのため、70年代後半も一定期間、取引件数、取引高両方においてシェアの低下に甘んじなければならなかったのであろう。しかしながら、こうした地方取引所の自動化への努力も、より高い技術力

をもつメイトフ社の参入によって大きな打撃を受けることになる。80年代後半からの各取引所のシェア低下はその現われである。その中で、ボストンだけが90年まで成長を続けられたのは、同所が88年に新たな自動執行システムBEACONを稼働させたことによると推測される¹⁴⁾。

地方取引所の変化は、自動回送・執行システムの導入だけではない。同時に、オークション市場から実質的なディーラー市場への変化が進行している。表5は、各取引所での取引の内、スペシャリストがディーラーとして関与した取引の比率を示したものである。これを見ると、地方取引所では、取引の7～8割がスペシャリストの自己勘定で約定されていることがわかる。ディーラーとして顧客注文に売り(買い)向かえば、気配のスプレッド分の利益が得られる。そのため、他市場でよりよい気配が出されている時でも、ITSを使って注文を回送するのではなく、最良気配を「模倣」して自己勘定で仕切ろうとするのである。先述のようにITSの利用が進まないのはそのためである。そうすると、スペシャリストには、できるだけ多くの注文、しかもポジションリスクを負わなくてすむ小口の注文を多く集める能力と同時に、ポジションリスクを負担できるだけの資本が必要となる。そのための最も効率的な方法は、大手ブローカ

表5 スペシャリストがディーラーとして関与している取引の比率 (1996年) (株)

取引所	スペシャリストの取引高 (A)	取引高合計 (B)	$\frac{A}{B}$ (%)
アメリカン	1,353,161,825	5,628,187,680	24.0
ニューヨーク	18,881,674,879	104,636,179,522	18.0
ボストン	1,055,180,219	1,457,880,354	72.4
シカゴ	1,867,381,236	3,927,600,302	47.5
シンシナティ	1,703,855,065	2,091,037,631	81.5
フィラデルフィア	843,838,284	1,399,138,119	60.3
パシフィック	2,544,648,236	3,250,052,853	78.3

出所：SEC, *Report on Practice of Preferencing*, 1997.

一の傘下に入ることである（表6参照）。そう
なるとブローカーにとっても、スプレッド益を
手にいれることが可能となり、執行の店内化が
実現する。また、地方取引所のスペシャリスト
ユニットを手に入れることによって、取引所集
中義務を課されている非19C-3銘柄の注文も店
内化することが可能となる。こうした結果、シ
カゴを除く地方取引所では、顧客の委託注文同
士がぶつかる形で約定されるほうが、むしろ少
ないのである。地方取引所の実質的なディー
ラーマーケット化である

さらに、地方取引所のスペシャリストも、小
口注文を回送するブローカーにオーダー・フロ
ー・ペイメントを支払っている。つまり、第三
市場や地方取引所での執行コストは、低下した
というより、さらに進んでいわば「マイナス化」
したのであり、そうした注文の「買い取り」を
武器に、NYSE銘柄の注文を獲得してきたので
ある。

このように小口注文めぐる注文獲得競争にお
いては、気配競争が機能していない。NYSE以
外の市場は、事実上気配更新努力を放棄し、
(NYSEで形成される)最良気配を「模倣」する
ディーラーとなっている。価格競争が生じてい
ないために、最良気配を出している市場が全て
の注文を集めることにならず、完全な独占が生

じないのである。そしてそのために、小口注文
を執行する複数の市場が併存しているのである。

4. 大口注文をめぐる競争

では、手数料が自由化され、60年代的な競争
の要因が消滅したNMSの下で、大口注文をめぐ
る市場間競争はどうなったのであろうか。大口
注文の執行市場について見てみよう。大口注文
の執行市場を列挙すれば、市場集中義務のない
銘柄・注文については、証券会社の店内執行、
インスティテットなどの今日ではATS（代替的
取引システム）と呼ばれる市場での約定、注2
で述べた海外取引がある。それ以外にも、従来
からのNYSE（それには91年に導入されたクロ
ッキングセッションを含む）や、地方取引所で
の約定がある。しかし、いずれの場合にも共通
するのは、対当注文の付け合わせが、多くの場
合、形式的にはNYSEのフロアで行われる場合
であっても実質的には証券会社の店内（プロク
クデスク、アップステアズ）でなされているこ
とである。大口取引の場合、それが取引所取引
であっても、そのかなりの部分において、取引
所は注文を付け合わせる機能を喪失してしまっ
ているのである。

こうした執行形態の特徴は、まず第一に、そ
れがNYSEでの付け合わせを拒否している理由

表6 スペシャリストの子会社化（1997年2月時点）

取引所	スペシャリスト・ ユニット (A)	子会社となっている スペシャリスト・ユニット(B)	$\frac{B}{A}$ (%)	取引所全体での 取引銘柄 (C)	Bが扱う銘柄 (D)	$\frac{D}{C}$ (%)
アメリカン	13	6	46.2	896	403	45.0
ニューヨーク	38	10	26.3	3308	1061	32.1
ボストン	18	12	66.7	2221	1684	75.8
シカゴ	33	6	18.2	2702	363	13.4
シンシナティ	13	8	61.5	515	456	88.5
フィラデルフィア	22	5	22.7	2768	740	26.7
パシフィック	24	16	66.7	2550	2100	82.4

出所：表5に同じ。

が委託手数料にはないということである。手数料はすでに自由化されているのであるから、当然である。そして、第二に、その目的が、注文をNYSEフロアにそのまま回送することによるマーケットインパクトの回避、バスケット注文の一括処理、匿名性の維持などにあり、ということ、60年代的なブローカーの委託手数料をめぐる競争ではなく、執行のあり方そのものをめぐる競争が展開されているということである。

では、このように複数の執行市場が併存する理由はどこにあるのだろうか。ある注文と対当する注文を見つけ出すためには、すべての注文を一カ所に集めるのが最も効率的なはずである。にもかかわらず、取引所の外で対当注文が発見されるのはなぜか。

その主たる理由は、言うまでもなくマーケットインパクトを避けるためである。大口の、例えば売り注文をそのまま取引所に回送すれば、他の市場参加者の買い気配を切り下げ、安い価格での約定しかできない可能性が高い。それを回避するために証券会社に対当する買い注文の探索を依頼するのである。しかしこれでは答えになっていない。なぜ証券会社ならばマーケットインパクトなしの価格で対当注文を発見することが可能なのかという疑問が残るからである。その答えは、一つには証券会社自身が対当する注文を出せるからであり、第二に証券会社が取引所よりも効率的に対当注文を集めることができるからである。まず証券会社自身による注文執行について見てみよう。

米国では、取引所で注文の付け合わせをおこなうスペシャリストが、適切な価格形成のために必要な場合には、自己勘定で買い(売り)向かうことが認められている。したがって、証券会社自身が対当注文を出すことでアップステア

ズ取引が成立する場合、自己勘定での取引においてブローカー証券会社がスペシャリストに対して優位に立ちうるのはなぜかということになる。

それは、第一に、証券会社はスペシャリストに比べて資本力が大きく、より大きな注文に対応できること、第二にスペシャリストは取引所で割り当てられた銘柄しか扱うことができないのに対して、証券会社にはそうした制限がなく、したがって顧客のバスケット取引を一括して引き受けることができる点、第三に、スペシャリストは常に売り買い両方の気配を出す義務を負っているのに対して、証券会社はそうした義務はなく、ビジネスになると判断した時にだけ対当注文を出せばよい点などである。

しかしながらこうした理由が説明しているのは、ブローカー証券会社がスペシャリストと比べると相対的に優位な地位にあるということにすぎず、自己勘定での対当が証券会社にとってメリットとなることの説明にはなっていない。と言うのも、証券会社は、自己勘定で受けた結果ポジションリスクを負うことになり、証券会社がそのポジションリスクをカバーするために注文を市場に出せば、理屈上、(売り注文に対する)約定価格は、顧客の注文をそのまま場に流した時の(マーケットインパクト込みの安い)価格と同じになるはずだからである。となれば、証券会社は投資家にマーケットインパクト込みの値段しか提示できないことになり、これでは投資家側にアップステアズ市場を利用するメリットがなくなってしまう。

つまり、自己勘定取引において証券会社がスペシャリストよりも優位にあるというだけでは、投資家がマーケットインパクトを避けられる理由として十分でないのである。証券会社が、ア

ップステアズ取引で、マーケットインパクト込みの取引所価格よりもよい価格を出せるのはなぜか、が次の問題となる。

1970年代初めまでの委託手数料が固定制であった時代には、わかりやすい理由が存在した。それは、割高な手数料をクッションに使えるという点である。機関投資家の影響力が増大した1960年代、証券会社は、固定手数料制下での高い手数料収入の一部を吐き出すことにより、取引所での（予想）約定価格よりもよい価格を提示することができた。これは、スペシャリストには不可能な「価格サービス」であり、取引所の外にアップステアズ市場というもう一つの需給適合の場ができる大きな理由となった。しかし、こうした手法は手数料の自由化によって消滅してしまう。その結果、一時的に自己勘定で受けることで機関投資家により価格を提示しえたとしても、ポジションリスクをより効率的に管理し解消する能力をもたなければ、大口取引業者として生き残ることはできなくなった。もちろん、大口注文を受けてもそれを小口に分割し、時間をかけて市場で売りさばくといったことも可能である。確かに、時間をかければ証券会社のこうむるマーケットインパクトは小さくなるものの、それに反比例して、その間の価格変動コスト、いわば時間コストは大きくならざるを得ない。となると結局、アップステアズ取引をおこなう能力とは、対当する注文をより効率的に集めてくる能力以外にはありえないのである。

では、証券会社がスペシャリスト（取引所）より効率的に対当注文を集めることができるのはなぜだろうか。そこでは、証券会社の価格判断能力（その前提としてのリサーチ力）、顧客ネットワークの構築力のほか、インスティテ

トや、オーテックス（Autex）などの気配伝達システムの発達が大きな役割を果たしているのであるが、ここでは、マーケットマイクロストラクチャの観点からアップステアズ市場を分析した文献¹²⁾に依拠して、証券会社の情報伝達機能に着目してみよう。

証券会社が高い注文獲得能力をもっている第一の理由は、直接、投資家を勧誘することができるからである。スペシャリストは証券会社の仲介によってはじめて注文を集めることができるのであって、最終投資家と直接接触することが禁じられている。そのため、スペシャリストが新たな、例えば買い注文を呼び込むためには気配を切り下げる以外に方法はない。他方、証券会社は、対当する買い注文を集めるためにそうした注文を出す可能性の高い投資家と連絡を取り、勧誘することができるのである。そしてその過程で、機関投資家との長いビジネス関係において蓄積されてきた、個々の投資家の投資スタイル（銘柄選好）、保有銘柄などの情報が活かされるのは言うまでもない。

第二の理由は、投資家を直接勧誘できることにより、証券会社が単なる流動性の供給者というより情報の管理・伝達機関として機能しうることである。例えば、大口の売り注文が突然取引所に出された場合、買い方は、それがどのような理由による売りなのかを正確に判断できないまま、とりあえずリスクを避けるため指値を引き下げたり、注文をキャンセルすることがある。しかし、アップステアズ市場であれば、証券会社は、その売りが何らかの悪材料にもとづくものではなくファンドの換金に対応するためのものにすぎない、といったことを買い方に説明することができる。また、売り手がおおよその株数と希望価格を証券会社に伝えるのみで、

とりあえず、買い注文がどれくらいあるのか調べさせるといったことも可能である。こうした情報の管理・伝達をカスタマイズするということは、取引所における需給適合方法では不可能であり、アップステアズ市場における大きな優位とみなしうるのである。

第三の理由は、アップステアズ市場は、証券会社との相対取引であるため、顧客情報への「ただ乗り」のインセンティブが小さいことである。例えば、ある投資家が大口の指値売り注文をそのまま取引所に回送した場合、他の投資家は、その値段で買うことも、買わずに見送ることもできる。つまり、買い手にとってはコールオプションを無料で手に入れたことになり、行使するしないにかかわらず、それを「利用」しているのである。公開市場である取引所においては、この無料のコールオプションの「利用」を制限できないのに対し、相対でなされるアップステアズ取引では、証券会社は、顧客からの信頼を維持するために無料のコールオプションの利用、つまり顧客情報を先回りして利用することを抑制せざるをえないと想定できる。機関投資家の間で、「X証券に大口注文の執行を依頼すると、先回りして売り浴びられる」といった評判 (reputation) が広まれば、アップステアズ市場でのビジネスはできなくなるからである。こうした評判による規律は、取引所市場には存在しない相対市場特有の性格であり、そのことが、証券会社が注文を集めやすい理由の一つになっているのである。

こうした理由により、大口取引のかなりの部分が、取引所の外で付け合わせられているものと思われる。この点は、60年代の第三市場の存在とも共通していると言える。しかし、繰り返して述べてきたように、当時は、こうした執行そ

のものをめぐる競争とともに、手数料をめぐる競争が存在し、かつむしろそちらの要因が主となっていたのに対し、現在では、手数料競争の部分が剥げ落ち、執行市場間競争としての性格が全面化しているのである。

VI. むすび

60年代の大口注文を中心とする市場の分裂も、今日の小口・大口取引の分散も、同じく市場間競争の結果であるとはいえ、見てきたようにその競争の実態は大きく異なる。ここで、両者を統一的に理解するために、単純化して、注文の受注・執行プロセスを、投資家とブローカー間のブローカー市場と、ブローカーと執行市場 (取引所・マーケットメーカー) 間の執行市場の二つに分けて考えてみよう。つまり、ブローカー市場ではブローカーが顧客である投資家の注文獲得をめぐる競争しており、執行市場では、執行業者がその顧客であるブローカーからの注文回送の獲得をめぐる競争しているというわけである。

すると、60年代に中心的な問題となったのは、実は、執行市場における競争ではなく、ブローカー市場における競争だったことがわかる。なぜなら、60年代の競争の中心は、機関投資家という顧客をめぐる、手数料の割引を行えるブローカーと行えないブローカーとの競争だったからである。ところが、NYSE会員ブローカーの提供サービス (の一部である執行市場の選択) とその価格 (委託手数料) は、ブローカーではなく取引所が決めることになっていた。それが市場集中義務と固定手数料制である。NYSE会員ブローカーは、NYSEの定めた手数料率で、かつNYSE市場で執行することを求められてい

たため、ブローカー間の競争において、非会員会社に対して不利な立場に立たざるをえなかったのである。機関投資家が主に避けようとしたのは、NYSEが決定権を握っていたNYSE会員会社の委託手数料であって、NYSEでの執行ではなかったはずである。しかしながら、取引所は、執行市場の開設者であると同時に自主規制機関として委託手数料の決定権限者であったため、こうした事態が生じたのである。このように考えれば、60年代の市場の分裂は、本来的には、ブローカー市場間の競争であったにもかかわらず、会員会社の執行市場の選択と手数料が取引所によって規定されていたため、それが執行市場の分裂として、あたかも執行市場間の競争の結果であるかのように現れたものと言えよう。もちろん、当時においても、執行市場間競争としての性格が全く存在しなかったわけではない。例えば、第三市場マーケットメーカーの存在理由には、投資家との直接交渉により、市場動向をより具体的に把握できるという点、取引情報が公表されないという点などが存在し、これらの一部は、前述のように、現在のアップステアズ取引にも当てはまる。その部分は手数料をめぐる競争ではなく執行をめぐる競争であったわけであるが、ただ、そうした要因は従たる役割しかはたしていなかったのである。

ところが、委託手数料が自由化され、ブローカーの投資家へのサービスの対価をブローカー自身が決定できるようになると、それ以降、ブローカー間競争が執行市場間競争として現れることは基本的にはなくなる。手数料の自由化によって、広義の執行市場間競争からブローカー間競争に由来する部分が取り除かれ、本来の執行市場間競争の部分、すなわち、ブローカーからの注文獲得をめぐる執行市場どうしの執行サ

ービスと執行コストでの競争が残ったのである。それが、75年以降のNMS下での市場間競争である。

では、よりよい執行サービスとは何か。その中心がよりよい気配の提示であること（であるべきこと）は間違いないであろう。しかし、気配の更新による競争は必ずしも十分には機能してこなかった。以下では、80年代以降に特徴的な小口注文の場合について見てみよう。そこでの執行市場間競争の主たる手段はすでに述べたように、リベート（オーダー・フロー・ペイメント）の支払いである¹³⁾。しかし、こうした歪んだ競争が生じている一つの原因は、オークション・システムそのものにあるとも言える。オークション・システムでは、より多くの注文を集めることがよりよい価格形成をもたらし、よりよい価格はより多くの注文を集めるため、規模の経済が働く。したがって、オークション型の取引手法のもとで執行市場間競争が促されれば、主要取引所以外の市場は、必然的に、気配以外の競争方法を模索せざるを得ないのである。

そして、気配以外の競争方法の中でリベートの支払という手段が選択されたのは、ブローカーに課された（つまり執行業者がブローカーに提供しなければならない）最良執行義務の内容が、公表されている最良気配あるいはそれ以上での執行と緩く規定されており、かつ、NYSEで形成される気配のスプレッドが比較的大きいためである。そのため、第三市場や地方取引所のマーケットメーカーは、NYSEで形成された気配でそのまま執行することが認められ（これによって先に紹介したような自動執行システムの導入が容易になり）、しかもそれによってスプレッド分の利益を確保し、その利益を原資にリベートを支払うこと、つまり、競争的気配の

提示以外での競争が可能となるのである。

では、なぜ、NYSEスペシャリストの提示する最良気配のスプレッドは、それを原資としてリベートの支払を可能にするほどまでに大きいのであろうか。その理由の一つは、NYSEの呼値の単位が株価1ドル以上の株式については1/8ドル(12.5セント)に設定されていたことにある。そのため、売り値と買い値の差、つまり公表気配でそのまま執行する業者の利益は、一株あたり必ず12.5セント以上はあることになる。だからこそ、一株あたり1~2セントのオーダー・フロー・ペイメントを支払っても利益が残るのである。もう一つの、より大きい理由は、NYSEのスペシャリストには、投資家に価格向上の機会を与えるとの名目で気配の提示に一定の裁量性が認められてきたことである。市場実勢を反映していないと判断できれば、スプレッドの内側の少額の指値注文などを表示しなくてもよいのである¹⁴⁾。

こうした第三市場、地方取引所の攻勢に、NYSEの側も、〈価格向上〉¹⁵⁾を売り文句に小口注文のシェア回復を図ったが、これも、最良気配のスプレッドが大きいからこそ可能な現象である。NYSEは、NYSEでの執行では発注時の気配よりよい価格で約定されるケースが多いことを宣伝したが、それは、もともとの気配がすべての注文を反映しておらず、スプレッドが実勢よりも大きいからこそ可能なことである。つまり、価格が向上しているのではなく、比較の基準となる気配が広すぎるのである¹⁶⁾。NYSEの〈価格向上〉も、その根拠は、他市場のオーダー・フロー・ペイメントと同じである。

つまり、リベートの支払いにせよ、〈価格向上〉にせよ、気配以外での競争が可能だったのは、公表気配に余裕があり、執行市場には別の

競争手段を用意するだけの超過利潤が存在したからだと言えよう。ブローカー市場は委託手数料の自由化で価格競争が可能となっていたにもかかわらず、執行市場では、その価格である売買スプレッドが完全には自由化されていなかったため価格競争が十分に展開できず、それが歪んだ競争をもたらしていたのである。

そしてリベートによる執行市場間競争は、情報通信技術の発達とあいまって、ブローカー市場においては手数料の大幅なディスカウント競争として現われることになる(オンライン・ブローカーなどのディープディスカウンターの登場)。手数料自由化以前には、執行市場間競争(市場の分裂)と見えたとのが、実はブローカー市場での手数料競争であったのに対して、自由化以降のブローカー市場での破壊的な手数料ディスカウント競争は、執行市場間でのリベート競争を反映したものなのである。

しかし、NMSの下でのこうした市場間競争のあり方は、97年に導入された新たな注文取扱規則や、呼値単位の縮小によって変化しつつある。

新しい規則により、マーケットメーカーは、自分の出している気配よりも良い価格での顧客指値注文があれば、それにもとづいて公表気配を更新しなければならないことになった。この規則の影響は、ナスダック市場ですでに現われており、スプレッドの縮小、オーダー・フロー・ペイメントの減額ないし停止などが見られるようになった。呼値の単位も、長年固定されてきた1/8ドルから1/16ドルへと縮小され、さらに今後、セント単位へ移行する予定である。

こうした措置は、いずれも気配のスプレッドの縮小をもたらすものであり、75年にブローカー市場で価格の自由化が実施されてから20年余りを経て、今度は、執行市場で価格が自由化さ

れるに至ったものと解釈することができる。執行市場における価格競争の解禁である。したがって、これによって、従来のNMSの下での小口注文の獲得方法は機能しなくなる可能性もあるのではないかと思われる。ナスダックでは、気配が縮小したためにマーケットメークから撤退し、顧客から委託手数料を得て他のマーケットメーカーに注文をつなぐこと（ブローカレッジ）に特化する業者も増えていると言われている。事実上のディーラーマーケットと化している地方取引所でも同様の現象が進むと仮定すれば、その時には、NMS下の市場間競争も、これまでとは大きく変わる可能性もあると思われる。

一方の、大口取引をめぐる市場間競争においても、新しいATSの設立が続くと同時に、投資家の取引満足度という指標を注文内容に含める新しい取引システム、オブティマークも稼働をはじめ、新たな展開が予想される。しかし、97年からの新たな注文取扱規則の導入、呼値単位の縮小、新しい大口取引向けシステムの導入などが市場間競争にどのような影響を与えるかが明らかになるには今しばらくの時間が必要であろう。それらについては次の機会に検討することとしたい。

注

- 1) NMSは、法的には1975年証券諸法改正法を根拠としている。同法の内容、成立に至る経緯については、神崎克郎「米国の1975年証券諸法改正法（1）（2）（3）」『インベストメント』1976年2月、6月、8月、証券取引法研究会「1975年証券諸法改正法について（1）-（8）」『インベストメント』1977年8月-1978年10月、佐賀卓雄「アメリカの証券業—変貌過程と規制緩和」東洋経済新報社、1991年（第2章）、参照。
- 2) ただし、NYSE上場株式取引高の2.46%（1993年、『マーケット2000』による）を占めるNYSE会員の海外取引は総合テープに報告されていないため、表1、2には含まれていない。総合テープ報告分では、90年ごろから全体的に1件あたりの規模が小さくなっているが、その原因の一つは、大口注文の海外約定であると思われる。
- 3) <市場間競争>には、発行会社に対する上場獲得競争と既に上場されている銘柄に対する注文獲得競争の二つの

側面がある。が、本稿では、後者の意味、特にNYSE上場銘柄をめぐるNYSE、地方取引所、第三市場マーケットメーカー、インスティネット等のATS（代替市場システム）間の注文獲得競争に限定している。

- 4) 典型的なギブアップは、ミューチュアルファンド（投資会社）が、ブローカーに対して、手数料の一部を、ミューチュアルファンドを販売した証券会社に分与するよう指示するというもの。NYSEはNYSE非会員への手数料分与を禁止していたが、地方取引所は禁止規定を実質的に緩和することで機関投資家からの注文を集めていた。ギブアップについては、佐賀前掲書52-3頁、神崎克郎「アメリカ証券市場の諸問題とその改革（1）」『インベストメント』1972年10月、42-3頁、参照。
- 5) 従来、NYSEの手数料は注文の大きさに関係なく株数に単純比例していた。例えば、1万株の注文には100株の100倍の手数料が課されたのである。それが、68年にはじめて、1000株を超える注文について割引制度が導入された。
- 6) 同レポートは、「上場の資格のある各証券にたいし単一の全国的競売市場を提供する全国取引所システム」を開発することを主張した。そこでは「各上場証券にたいし、1つの市場」が提供され、また第三市場は「排除」されることになる。その一方で、手数料の自由化には慎重な姿勢をとっている。なお同レポート（『証券市場：The Securities Markets』）は、『インベストメント』1971年10月号に訳出されている。
- 7) ベーパークライシスについては、佐賀前掲書61-7頁参照。
- 8) 75年法によるSECと自主規制機関の関係に変化については前掲、神崎「米国の1975年証券諸法改正法（2）」参照。
- 9) 第三市場の中心的マーケットメーカーであったウィーデン社は、経営危機に陥って79年に買収されている。佐賀前掲書60頁。
- 10) オーダー・フロー・ペイメントについては拙稿「オンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」『証券経済研究』第7号、1997年5月を参照されたい。
- 11) 各地方取引所の自動執行システムについては、岡本勝美「小口注文自動執行システム—米国地方証券取引所におけるその役割（1）（2）（3）」『証研レポート』No.1084（1980年10月27日）、1087（11月19日）、1089（12月1日）、佐賀卓雄「アメリカにおける証券取引システムの変貌」『証券研究年報』第10号、1995年、91頁を参照。また、第三市場・地方取引所の注文獲得の方法等については、中川英太郎「証券市場を取り巻く環境変化と証券取引所の対応（その五 ニューヨーク証券取引所）」『証券』1995年6月、26-33頁参照。
- 12) S.Grossman, "The Informational Role of Upstairs and Downstairs Trading", *Journal of Business*, vol.65, no.4, 1992; D.B.Keim and A.Madhavan, "The Upstairs Market for Large-Block Transactions: Analysis and Measurement of Price Effects", *The Review of Financial Studies*, vol.9, no.1, 1996; M.LaPlante and C.J.Muscarella, "Do Institutions Receive Comparable Execution in the NYSE and Nasdaq

- Markets?—A Transaction Study of Block Trades”, *Journal of Financial Economics*, vol.45, no.1, 1997; A.Madhavan and M.Cheng, “In Search of Liquidity: Block Trades in the Upstairs and Downstairs Markets”, *The Review of Financial Studies*, vol.10, no.1, 1997.
- 13) オーダー・フロー・ペイメントを中心とした小口注文獲得競争については, D. Easley, N.M.Kiefer, and M.O’hara, “Cream-Skimming or Profit—Sharing? The Curious Role of Purchased Order Flow”, *The Journal of Finance*, vol.51.no.3, July 1996; R.H.Battalio, “Third Market Broker-Dealer: Cost Competitors or Cream Skimmers?”, *The Journal of Finance*, vol.52.no.1, March 1997.
- 14) スペシャリストの公表気配の裁量性およびその改善策については, 二上季代司「手数料自由化と市場集中義務」【証研レポート】1542号, 1997年1月参照。
- 15) NYSEの〈価格向上〉については, K.D.Ross, J.E.Shapiro, and K.A.Smith, “Price Improvement of SuperDot Market Orders on the NYSE”, *NYSE Working Paper* 96-02, 1996.
- 16) T.H.McInish and R.A.Wood, “Hidden Limit Orders on the NYSE”, *The Journal of Portfolio Management*, spring 1995.
- [付記] 本稿作成にあたって, 財団法人石井記念証券研究振興財団より助成を受けた。記して感謝したい。
(当所大阪研究所主任研究員)