

オーダードリブン市場にとって 「市場間競争」とは、何か

広 田 真 人*

要 旨

証券市場での「市場間競争」は、市場競争の場である証券市場どうしが更に競争を行うという図式となるため、市場は其中で価格競争を行っている市場参加者ごと他の市場と競争を行うという複雑な存在となる。つまり、そこには、「価格そのもの、換言すれば、bit-ask を巡る競争」と「取引コストを中心とする証券市場のサービス機能を巡る競争」という密接な関連は持つとは言え、理論的には峻別すべき二つの要素が混在していることへの認識が必要である。

特に、オーダードリブン型市場の場合、投資家の全ての注文を一つの注文控に自然のまま受動的に集めた集合体であり、競争は同市場の中で前者の意味で行われるものであっても同市場間で行われる余地は本質的に少ない。

あるとすれば、「注文形態の多様化」といった極めてテクニカルな側面か、「機関投資家を中心とする特殊なニーズ」にどれだけ対応するかといった面での競争であり、証券技術革新として挙げられているものもその多くは後者に係わるものが多く、証券市場の存在意義とも言える価格発見機能を積極的に向上させたとはみなしにくいものが多い。

目 次

はじめに

1. 「大口注文」・「バスケット注文」への対応

I. 現象としての「市場間競争」

2. 所謂「フリーライダー」問題

II. 「市場間競争」とは、何を巡る競争か— 論点整理—

3. transparency 問題

III. オーダードリブン市場にとっての競争とは何か？

V. 流通市場における技術革新の吟味

VI. 小結

IV. 一見競争にみえても、本来の競争とは言えないケース

*本稿は、いかなる意味でも所属する機関を代表するものではない。

はじめに

最近、証券界でも「市場間競争」が、盛んに話題となっているが、清水〔2000〕が適切に指摘しているように「(証券市場の) 市場間競争は、市場競争の場である証券市場どうしがさらに競争を行うという構想であるので、市場はその中で価格競争を行っている市場参加者ごと、他の市場と競争を行うという複雑な存在となる」のであって十分吟味すべき課題が内在されている。

つまりそこには、峻別すべき二つの要素が混在していることに十分な注意が必要である。それは、「価格そのもの、換言すれば bit-ask を巡る競争」と「取引コストを巡る競争」の峻別である。後者のコストには、売買手数料・定率会費 (= 場口銭) や税金といった目に見えるコストだけでなく、マーケットインパクト等 liquidity・immediacy に係わる見えないコストが内在するだけに、両者は密接不可分な関係にあるとはいえ、理論的には、別の問題である。

また、「『単一の中央指値注文控=単一市場』は、効率的価格発見のため、及び顧客の指値注文保護の為に best な制度であるが、反面、独占的となり技術革新の成果を享受し損なう恐れを内蔵している」¹⁾ といった指摘も少なく無い。確かに一見、昨今の『IT 革命』と証券・金融市場変革とのダブリ・イメージは「ネット証券の台頭」に代表されるように強いものがあるが、証券市場の存在意義といった基本理念に立ち返る時どれだけ意義ある技術革新があったか、かつそれが「市場間競争」によりプッシュされたものであるかは慎重な吟味が必要であろう。

I. 現象としての「市場間競争」

世界の取引所及び店頭市場は、「市場間競争」ないし、そのための業務提携を巡ってグローバルな再編のまさに渦中にある、その様子を現象的に追って見ることから始めよう。

〔米国〕

米国では、ECN が、NASDAQ の取引の 3 割を占めたことが、“IT 革命”のシンボルとして最大の話題を提供しているのを始め、NYSE・NASDAQ 共に海外取引所との提携を進めつつある。NYSE は、カナダ・中南米・欧州 (Euronext)・香港・豪州の取引所及び東証と、NASDAQ は、iX・大証及び香港・豪州の取引所と提携ないし共同子会社の設立に向けて動き出している。

〔欧州〕

欧州では、通貨統合という背景もあって、市場間競争より、国を越えた取引所間の統合の動きが目立ち、パリ・アムステルダム及びブリュッセルの各取引所は合併して Euronext となり、ロンドンとドイツの取引所も合併して iX となる。また、北欧市場のグループは Norex 同盟を形成した。更に、トレードポイントとスイス取引所が欧州全般をカバーする優良株市場の創設を目指すとの報道も流れている。いずれにせよ、欧州では、80年代の「共通上場 (cross listing)」政策が大きく転換し、最近は、「各国取引所の会員資格の共通化 (cross membership) を出来るだけ図りながら母国市場への上場一本化」という「母国市場間の直接的リンク」という内容を持つ“クロスボーダー型母国株式取引”²⁾ 化が進行した結果、取引所の外に創設された EASDAQ 等の

OTC 及び E-Crossnet 等の PTS に対し自己革新しつつある伝統的取引所が優位に立っている。

〔日本〕

「市場間競争」は、東証と大証との間で、デリバティブ商品を対象に行われていたに止まっておき、現物市場については取引所は8つ有り、共通上場が圧倒的であったが事実上競争は無きに等しかった。しかし、NASDAQ・JAPAN の登場と共に急転直下、ベンチャー企業向け市場を対象に東証マザーズ・NASDAQ/JAPAN・JASDAQ 三つ巴の「誘致合戦」が社会的話題を集めるに至っている。また、大証が9月中旬から、オプティマークを執行手段とする取引システムを開始することが報じられていることから、日本でも始めて同一銘柄を対象とする、同じオーダードリブン（＝OD）であっても取引ルールを異にする複数の取引システム間の「市場間競争」が出現することになる。

尚、日本の ECN の動向³⁾については、三井物産・DLJ ディレクト SFG 証券・マネック

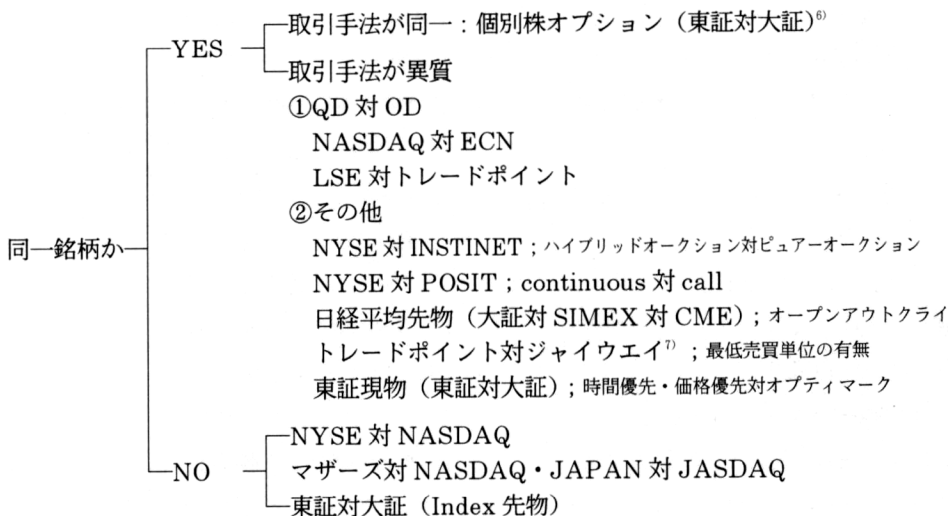
ス証券の3社がGS・LB等十数社の出資を得て新会社を設立、当初は東証の開設時間外を取引時間とし、取引所を通さずネット上で売買するECNを始める計画と報じられている他、ECNの老舗であるINSTINETの動向も注目される。ただ、ピュアーなOD市場である東証が存在し、スプレッドが狭く維持されている中、ECNの参入の余地をどこに求めるかは容易ではないと思われる。

II. 「市場間競争」とは、

何を巡る競争か——論点整理——

「市場間競争」を現象的に捉えたと、上述のように最近の日本の状況は、「競争が公開してすぐ値上がりしそうな新規公開企業の誘致合戦となっている」⁴⁾ にも見える。

しかし、取扱銘柄が異なる場合と取扱銘柄が同じ場合とでは、「市場間競争」の意味は異なる。取扱銘柄が異なる場合、「競争結果」は、銘柄の違いによるものであって、「市場の機能」の差によるものでない可能性が高い⁵⁾。



従って「市場間競争」という議論を意味あるものとするためには、同一銘柄を巡る競争である必要がある。

ただし、複数の市場が銘柄獲得競争の手段として、「市場の機能」に差を設けることは、当然であることから、両者は相互作用し合う関係にあることには留意しておく必要がある。

こうした観点から、「市場間競争」を例示的に分類すると、以下ようになる

上記の組み合わせの中で、取引システム間の競争らしい競争となっているのは、「NASDAQ 対 ECN」、「日経平均先物（大証対 SIMEX）」ぐらいであり、他は組み合わせ双方とも取引実績が極端に小さかったり、相手方の取引システムと多様な取引ニーズとの隙間を狙って僅かの取引実績を挙げてはいるものの競争状態とは言い難いものばかりである。

「NASDAQ 対 ECN」の競争の場合、ECN がシェアを奪った理由は、NASDAQ の一部高流動性銘柄の場合、マーケットメーカー（MM）が仲介するクォート・ドリブン（=QD）の市場である必要が無かったにも関わらず、当該銘柄が QD 型市場に止まっていたことから生じたものである。つまり各銘柄の流動性の状況にふさわしい市場のタイプへの変更を怠った為に生じたことであって、「市場間競争」がそれをプッシュした面は否定出来ないながらも、「市場間競争」の成果と位置づけるには面映ゆいものがある。

「日経平均先物（大証対 SIMEX）」の場合、「市場間競争」に違いないものの、主要な競争ファクターは「規制の強弱」にあった。ただ、今改めて両者の関係を考えてみると、ビックバン後の日本の規制緩和の進行も考慮する時、＜電子的 OD 対オープンアウトクライの争

い＞と言うことになる。

Ⅲ. オーダードリブン市場 にとっての競争とは何か？

オーダードリブン市場は、基本的に投資家の注文を一つの注文控に自然のまま受動的に集めた集合体であり、競争は同市場の中で「bitask を巡って」行われるものであっても同市場間で行われる余地は本質的に少ない。

少ないが、ありうる可能性としては、取引所間の「場口銭」あるいは、例えば、ストップロス・オーダーを認可するといった「注文形態の多様化」といった分野である⁸⁾。この他、従来、共通の基本インフラとしての思い込みから、競争の対象とは見なしてこなかった、「気配の更新値幅」「ストップ値幅」「最低売買単位」等の大きさ、いやその存在の是非さえ、潜在的には競争手段となりうる。

しかし、これらは、競争の対象として本質的な分野ではあっても市場間で実質的な差が生じような分野とは言い難い領域である。例えば、①「ストップ値幅」の存在する市場と存在しない市場との間で、『使い勝手』を巡る競争が生じる可能性はありうるものの、この点が争われるのは、市場価格がストップ値段まで大きく変化した場合だけであって、こうしたシチュエーションが日常的に生じているわけではなく、その意味では、一般的な競争手段とは言いにくい。また、「最低売買単位」にしても、個々の小口投資家の立場からみれば、制約の無い方が好ましいに違いないものの、セントラル・マーケットとしては投資ツールの共通化も大切であり、制約のない市場は補助的存在に止まることが予想される。②“指値注文の無料オプ

ション性⁹⁾と指値注文の“価格発見機能”上の重要性に注目すれば、指値優遇のために「指値注文と成行注文とで手数料に差異を設けること」は必ずしも不自然でないし、事実、某 ECN では一步進めて、マイナスの手数料として実行されているようであるが、問題は重大な影響力を有するか、あるいは、取引所への導入インセンティブを持ち得るか否かである。

結論を急げば、実効性ある競争手段を持ち得ない以上、些細な分野で市場間競争することの社会的意義は乏しく、むしろ“単一の注文控”を実現させた上で、その注文控（同一市場）の中で「bit-ask を巡って」の競争の方が意義深いと思われる。

米国でも、『市場分裂』問題が再燃していることを背景に、最近 SEC は、全ての市場をカバーする唯一の“中央指値注文控”（CLOB）構想を、6つの市場統合案の一つとして装いを新たに改めて持ち出し、これを巡って上院銀行委員会（2000.2.29）等を舞台に、SEC 委員長、NYSE 議長・NASD 理事長、五つの証券会社の証言が行われるなど議論が行われている。この議論の中で、NYSE が CLOB 構想に反対しているのも興味深いが、案外彼等の焦点は、“中央指値注文控”の是非よりもっと現実的な、スペシャリストを廃した自動執行システム構想への反対にあるのかもしれない。こうした利己的行動が無いとすると、“中央指値注文控”こそ、『効率的価格発見のためにも、顧客の指値注文保護の為に最も良』だとする議論への反論として残るのは、『単一市場は、独占的となり、技術革新の成果を享受出来なくなる恐れが大きい』といった議論だけであろう。そこで、Vで改めて、証券流通市場での技術革新とは何かを考えてみよう。

尚、こうした議論の高まりには、「マーケット2000」報告書の時点で収まっていた、“市場間競争の促進”と“市場分裂”とのトレードオフ関係が、ECN の対 NASDAQ 3割という量の拡大を受けて後者（＝『市場分裂』）への危惧という形で問題が再燃しているという背景がある。

IV. 一見競争にみえても、本来の競争とは言えないケース

1. 「大口注文」・「バスケット注文」への対応

機関投資家を中心とする注文形態ニーズの中には、「大口注文」・「バスケット注文」といったオークション取引に馴染まない注文形態も存在し、マーケットインパクトないしその逆表現としてのタイミング・コストといった視点からは大きな論点をなし、こうした注文形態への対応の在り方こそ、“市場間競争”の中身としての“使い勝手の善し悪し”の中心的議論のような風潮も無いではない。

しかし、これらは本来、オークション市場にとって別処理すべきものであって、オークション市場と競争する存在ではない。従って、OD市場間の競争を議論する際、「大口注文」・「バスケット注文」に係わるマーケットインパクト等といった論点は、現実には大きな論点であっても理論的整理としては、別に議論すべき論点である¹⁰⁾。

そもそも、「バスケット注文」のようなものをいかに効率よく捌くかは、ブローカーの腕＝競争力の問題であってマーケットの側の問題では無い。マーケットは、こうした様々な複雑な

取引形態をバラバラに分解した時残る基本的構成要素としての個別株式に十分な流動性を提供する責務を負っている存在でしかない。確かに、複雑な取引注文を分解せずにそのまま取引出来た方が取引主体にとっては便利には違いないものの、複雑に組み立てた構成物を取引するのと、分解された基本要素を取引するのではどちらが取引が容易か(=流動性がつきやすいか)は自明であり、ブローカーとマーケットの役割の質的違いは、いかに同質化が現象的に進むとも峻別せねばならない。

2. 所謂「フリーライダー」問題

「市場間競争」といわれているものの中には、既存取引所ないし、店頭市場がそれなりのコストを負担しつつ担っている証券投資に必要な不可欠なインフラ部分——eg. 上場会社管理、上場株価管理、清算管理——を既存取引所等に依存したまま、執行領域だけを取り出し、“低コスト”を売り物としている PTS ないし ECN が大部分である。彼等はフリーライダーであって、これが、「市場間競争」の名に値しないことは、自明であろう。

勿論、こうしたインフラ部分を公共セクターにアウトソーシングした上で、執行領域での競争だけでも十分意味があるという見方もあるかもしれないが、議論はまだそこまで煮詰まっていないように思われる。

3. transparency 問題

機関投資家を中心とする大口投資家にとって、transparency をどれだけ要求されるかは、どの市場を選択するか決定の際、大きなファクターを構成する。マーケットの立場を離れる時、より少ない開示が彼等にとって好まし

いのは言うまでもない¹¹⁾。例えば、他の条件一定にして、大口取引の報告義務時点の異なる二つの市場が選択可能ならば、報告義務の遅い市場が選考されることは、情報の漏洩を出来るだけガードし、他の投資家によるフロントランニング的行動から身を守りたいという大口投資家の視点から明らかである。注文を晒して、執行の可能性が高まる小口投資家と、注文を晒すと「情報を持った」注文と見られ、当初の意図した執行の可能性が阻害される恐れのある大口投資家とでは、transparency への姿勢が異なる。この点も大口取引に固有な論点であることから、別途処理すべき論点である。

V. 流通市場における 技術革新の吟味

I でも、問題提起したように、単一市場では独占市場となり、技術革新の成果を享受しえない可能性が高い、少なくとも享受しようとするインセンティブが阻害されるという危惧は少なく無く、「市場競争支持」の支柱の一つとなっている。しかし、OD 市場は、その定義からして“自然独占”の要素を内蔵しており、その“自然独占性”故にその期待された機能を果たし得るという関係にある¹²⁾。

この議論は哲学論争に終始する可能性無きにしてもあらずであるが、そもそも、数多くの証券市場での技術革新のなかで、本質的変革に寄与したものがどれだけあり、かつどれだけが「市場間競争」によってプッシュされたものかは慎重な吟味が必要である。そこで、まず、証券流通市場での技術革新としてどんなものがあつたのかを確認することから始めよう。

〔インターネット証券流通取引〕

証券会社の経営形態に大きな変革を促すものではあったが、証券会社の“金融仲介機能”を否定するものではなく、投資家からの注文発注形態が「訪問ないし電話」から「インターネット」に代わっただけである。

ただ、新しいビジネスモデルだけにかえてサンクコストの無い新規参入組みの方が有利な面もあり、その意味ではビッグバンによる参入障害の大幅縮小がもたらした異業種からの参入＝競争激化はそれなりのプッシュ要因となっている。

〔インターネット・ファイナンス〕

企業の増資に投資家が直接応募するものであり、ウィット・キャピタル・グループを嚆矢とし、証券会社の“金融仲介機能”を否定するもので成功すれば大きな変革となるが、如何せんまだ規模が小さく、まだ実験段階にある。

〔super DOT〕

スペシャリストを仲介とする現代では希少な人手市場である NYSE への電子取引の部分導入という意味では、NYSE にとっては、画期的なものであったかもしれない。しかし、世界の潮流は、証券会社のブローカー業務を介在させる点に代わりはないものの、取引執行の具体的方法については既に圧倒的部分が人手を介さない電子取引にあることから、電子取引への中間形態という位置づけとなり、技術革新という意味での社会的インパクトは特別なものではない。

〔オプティマーク〕

注文形態を、希望価格・希望株数という2次元から、満足度（＝優先度）を加えた3次元に拡張したという意味でこれこそ“技術革

新”の代表的存在であるが、その米国での実績をみると、パシフィック取引所、NASDAQ AQ いずれもその実績は極めて小さく¹³⁾、日本ではこれから始まる状況にある。仮に、大証がこのオプティマークを武器に東証から共通上場銘柄の流動性を奪うことになったなら、本稿の結論は撤回されねばならない。

〔ECN〕

QD 市場での高流動性銘柄に対し、OD 様式による電子取引で取引を奪おうとしたもので、スプレッド部分の中、マーケットメーカー（MM）の取り分については、MM を必要としていない分だけ参入の余地があったために NASDAQ 銘柄の概ね 3 割のシェアを獲得することが出来た。これは、専用端末ではなくインターネットを利用したという点はあるものの、本来 MM を必要としない銘柄を MM を内蔵しない OD で処理しようとしたという意味では画期的技術革新とは言い難い¹⁴⁾。

なお、QD 市場に対する OD 様式による電子取引の挑戦という意味では、当時の LSE に対するトレードポイントの挑戦もその基本的構図は、NASDAQ に対する ECN とインターネットこそ経由せぬものの、同様であったと思われるが、こちらは高流動性銘柄についても流動性の獲得に完璧に失敗しており、この違いは説明できていない。

ただ、OD か QD かのどちらが適切かは、結局対象銘柄の流動性によって使い分けられるべきであろうから、その切り替えを適切に低コストで為し得る執行システムが技術革新によって提供されるなら、これは意味ある革新と認めざるを得ない。

〔INSTINET〕

ネット証券が登場するまでは、全世界の投資家同士が同社の端末を通じて他の投資家に知られることなく直接取引することも可能にしたという点で金融技術革新の代表的存在であったが、最近では ECN の一つとして位置づけられることが多い。ただ、INSTINET の場合も他方で流動性豊かなセントラルマーケットが別途存在し、そこで成立した価格を目安にしながら独自の価格形成が行われるのであって、単独で価格発見機能を持つか否かは、たいへん疑問である。

つまり、競争環境が生んだ技術革新であるが、どちらかと言えば、特殊なニーズに対応するシステムである。

以上、証券流通市場に関する技術革新と言われるものの実体を観察してみると、実効性を伴い、かつ意味ある変革寄与したものは少ないことに気がつく。

最近の金融技術革新のシンボリック的存在である「ネット証券」にしても、注文の執行場所の問題ではないことから、ECN と接続せぬ限り取引所間の競争とは無関係である。その ECN も、執行場所の問題ではあるが、その本質は QD 市場に、電子化した OD 市場で参入しただけであり、既に電子化された OD 市場にどのように参入しうるかはまだ未知の世界である。他方迎え撃つ立場の OD 市場は何も競争に強制されずとも、東証始め各国で電子化を進めており、執行という根幹部分が電子化されていない主要な取引所は最先進国である米国ぐらいという歴史の皮肉の中にある。

結局、競争が無い為に技術革新の成果を享受出来ない結果となったという、少なからず社会

的インパクトを持つ例を指摘することは容易でないことがわかる。

VI. 小 結

結局、OD 市場の場合、ディーラーを含めた最終投資家同士が「価格優先」・「時間優先」という極めてシンプルでロバストなルールの下、自然に価格競争を繰り広げる。そこには、市場インフラを巡る競争の余地は大きく無い。

実際、証券技術革新としてあげられているものの多くは、機関投資家を中心とする特殊なニーズに対応したものが多く、その発言力は大きくともいずれも積極的価格発見機能を持たない“フリーライダー”的性格が強いことから、証券流通市場の社会的存在意義からみて中心的変革に値しないものが多い。従ってこうしたニーズには、別仕様のルートを設けて対応するのが適切であり、“市場分裂”¹⁵⁾・“価格形成の不透明性”とのトレードオフに対しては慎重な姿勢が望まれる^{16) 17)}。

ただ、取引所なるものの性格規定を、自然独占的性格を持つ『社会的インフラ』的存在から、営利追求型の『一民間企業』へと変更することが“改革”だとするならば、営利企業である以上、機関投資家が求める“使い勝手の良さ”という大型ニーズに積極的に優先的に応えていかなければならないことは当然であろう。

注

- 1) 清水葉子「アメリカの市場間競争と電子取引システム」『NQI REPORT』、2000.5.
- 2) 欧州の状況の優れた整理である。岩田健治「欧州における証券市場間競争と競合」(『証券経済学会第53回全国大会』報告論文、2000.6.25)による。
- 3) 日本の場合、PTS 業務の認可にあたっては、証券取引に係わる『事務ガイドライン3-1-3』によって、「私設取引システム運営業務を行うに当たっては、証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持たないようにす

るものとする」という制約下にある。このため、日本では事実上、オークションによるPTSの開設は困難といわれている。

- 4) 穴田信次「新興市場・市場間競争の実状と課題」『N QI REPORT』, 2000. 5.
- 5) 例えば、マイクロソフトがNASDAQに止まっている理由を経済合理性から説明することは相当困難である。あえて、推論すれば、NASDAQの持つイメージとしての“ハイテク性”が挙げられるくらいで、最大の特徴であるQDシステムがマイクロソフトを引き止めているわけではないことは明らかである。何故なら、ECNを持ち出すまでも無く、十分な流動性を持つマイクロソフトが、QDを必要としているわけが無い。このように、商品を巡る競争の場合、非経済的要因が大きく、分析の対象となりにくい。
- 6) ジャイウェイ (Jiway) とは、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券と北欧のOMグループが共同で設立する予定の、欧州企業6,000社を売買対象とするグローバルな個人向け電子取引所のこと。詳細は明らかでないが、例えば、WSJ. 2000. 2. 9を参照。
- 7) この課題の実証分析として、吉川真裕「重複上場された株券オプションの流動性の比較～ソニーの取引高・気配スプレッド・約定価格～」(『インベストメント』, 1997. 10) がある。
1997. 7. 18から、東証・大証で20銘柄づつの株券オプション取引が同時に開始された。うち7銘柄は同一銘柄を原資産としており、ソニーはその一つであることから、「市場間競争」の極めてピュアな実験ケースを提供している。吉川論文は、同年8. 18～8. 29の期間について主に「気配スプレッド」を尺度に両市場の流動性を比較したものである。このケースは、大証の圧倒的流動性優位を示しているが、両市場の取引システムに大きな差異が無いだけに、原因がどこにあったのか注目される。
- 8) 「オプティマーク」の問題も、この領域の問題として整理出来るし、同じ銘柄をを全く異なるプライシング原理で売買し合うという点では、市場間競争の最も意味あるケースかもしれない。
- 9) Copeland and Galai, “Information Effects and the Bid-Ask Spread” *Journal of Finance*, 38 (1983)
- 10) しかも、それらは概して価格発見機能を放棄した投資行動に基づくものであることから、<取引所も従業員を抱えた私企業である>という個別企業の視点を別にして、“株式市場の存在理由”という社会的視点からみると第二義的課題である。
- 11) この議論を巡る最近の文献として、R. Bloomfield and M. Ohara, “Can transparent markets survive?” *Journal of Financial Economics*, 55 (2000) 等を参照。
- 12) 取引所が内在する“自然独占性”については、広田真人「『使い勝手の良い市場』は価格発見機能を高めたかー市場間競争の意味を巡ってー」(『証券アナリストジャーナル』1999. 11)を参照。
- 13) 1999. 1. 19にパシフィック取引所(PCX)で始まった

オプティマークの実績をまとめ、コメントしているWSJ. 1999. 10. 14によれば、同年2月の1日平均145万株をピークに6月には20万株にまで低下、その後やや回復したものの、平均的には100万株前後で推移しており、当初同社が目論んでいた800～1000万株をはるかに下回る状況が続いている。しかもオプティマークの内部でマッチングしたのは売買高の3割弱でしかなく、残りはIT Sを通じてNYSEを初めとする他の取引所に回送して執行されているのが現実であるという。この原因として、新世代の取引システムといわれる「ある銘柄のプロファイルを全て検索し、最適な付合わせと、それに対応する価格と数量を見つけて出すことにより参加者全員の相互優先度を最大化する」というコンセプトに導かれる3次元の注文形態は皮肉なことに、注文入力に2～10分という多大な時間を要する結果となっただけでなく、もう一つの特徴である参加者全員の匿名性が確保されるということは、逆に投資判断における情報不足にも繋がってしまったようである。

- 14) 尚、ECNは、新規参入者として様々な工夫を凝らしており、<注文控>上の指値情報を全面的にインターネットで公開するというアイランドやアーキベラゴの登場は、それ自体は経営戦略の問題であって“技術革新”という範疇とは異なるものの、既存の枠にとられないECNの将来展開の多様性を期待させるものがある。
- 15) 2000. 6. 19に取引が開始されたNASDAQ・JAPANの上場銘柄である「ドン・キホーテ」は、東証2部銘柄でもあったことから、市場間競争の典型と言えよう。同社のNASDAQ・JAPANでの取引量は、東証が100百株前後の取引を記録する中、連日最低単位である1百株を維持している状態で、「まだ、市場の態をなしていない」といえばそれまでであるが、①連日、両市場で終値の変化方向が異なるケースが多く、②例えば、6. 23のようにNASDAQ・JAPANでの約定価格(17400)が、東証2部での約定価格レンジ(17090～16120)を外れている姿は、「市場分裂」そのものと言わずして、何と言うべきか?
- 16) 「市場間競争」の経済的意味を理論的に整理した先行研究として、米沢康博「市場間競争の経済的意義」(『証券経済研究』1997. 3)がある。同論文には、「何を競争しているのか」という節があり、更に①上場獲得競争②取引獲得競争に分かれ、①は周知のNYSE対NASDAQの誘致合戦の話であるが、②では、NYSE銘柄の場外取引の流出分析が行われている。それによれば、大口はPTSへ、小口は「小口注文自動処理システム」を持つ地方取引所ないしMadoff等第三市場への流出であるが、その際の競争手段は、いずれの場合も手数料以外の“執行コスト”(ex. spread, MI, タイミング・コスト、機会コスト)であるという。しかし、この種の流出の意味は、事実上のセントラルマーケットであるNYSEでの約定価格ないし気配値を横目でみながらフリーライダー的約定行動が中心であったことは明らかであり、これが「市場間競争」に該当するかは疑わしい。

尚、米沢教授は、同論文の補論において、“市場間競

争の基本モデル”分析を行い、取引所のイノベーションは“一定のコストを支払って執行コストを低下させる一種の投資”として定式化されているが、その中味は『取引所への定率会費及び場口銭』にすぎず、市場間競争に違いないものの、実体的インパクトの余地は限定されているように思われる。

- 17) 本稿の校正時に、マーケットマイクロストラクチャーの視点から「市場間競争」の意味を整理した大阪大学谷川教授による「市場間競争とその経済的厚生について」(『インベストメント』2000. 6) に接することが出来た。同論文では、「証券取引は何故おきるのか」について、「合理的な投資家と完備市場を前提とすると、投資家の一部が証券価格に関する情報を新たに私的に入手した場合でも、“価格の再評価”はおきても、それをもとに取引が行われるとは限らない」という『No-Trade 定理』を始めとして、有益な整理が行われている他、M.

Pagano [『Trading Volume and Asset Liquidity』*Quarterly Journal of Economics*, May, 1989] を引いて、「ひとつの取引所取引へ総ての取引が集中する均衡は安定的ではあるか(経済厚生観点からは、これが望ましい均衡である保証はない)」という興味深い示唆も提示している。

ただ、全体を要約すると、「経済主体間に異質性がなければ取引は起こらない。ただ、『No-Trade 定理』から、同状況の下で取引が行われるためには不完備市場を想定する必要がある。しかし、そのためには、不完備の設定をかなり特定化する必要がある」というわけで、結局、“市場間競争”を理解するためには、更に複雑なモデル設定を必要とするという、マーケットマイクロストラクチャーのいつもの迷路に陥っているかにみえぬでもない。

(東京証券取引所広報室主任調査役)