

市場間競争とディーラー市場における 顧客指値保護

清水 葉子

要 旨

オーダー・ドリブンの原理で機能しているオークション市場においては、市場の競争と効率性を支えているのは顧客の指値注文である。このため、オークション市場では、一部のクロス取引などを除いて、顧客指値は価格優先・時間優先の原則にしたがって厳密に序列化されて付け合わされ、劣後執行が行われることのないよう処理される。もし指値注文の優先序列の保護が十分でないならば、顧客が少しでも優れた条件の注文を市場に出そうとするインセンティブが失われ、結果として市場での競争が阻害されるからである。このように、オークション市場で市場設計の基本となる原理は顧客指値注文の保護であるといえることができる。

これに対して、ディーラー市場では、一般に取扱い銘柄の流動性が低いなどの理由から、ディーラーの自己売買による積極的な取引関与を必要とする。すなわち、ディーラーが銘柄ごとに売り買いの気配値を提示し、顧客は提示された気配値をもとに相対で注文を出して交渉を行う。このため、ディーラー市場ではディーラーの気配値が市場に流動性を供給しており、気配値間の競争が市場の競争と効率性の要となっている。したがって、ディーラー市場の設計原理の上では、ディーラーが互いに競争的気配を提示しようとするインセンティブが重視されるのであって、顧客の指値注文の取扱いにはこれとの比較上二義的な意義しか与えられていないのが原初的なあり方であると考えられる。

しかしながら、ディーラー市場が成長してくると、ディーラー市場においても指値注文の保護を放置することは困難となってくる。十分な規模と流動性を持った市場が、顧客利益の犠牲の上に業者利益を優先すると見える制度をとるわけにはいかないからである。とはいえ、ディーラー市場への指値保護規制の導入は、市場の設計原理からはかならずしも原則的ではないため、ディーラー市場にある種の矛盾をもたらす。本稿では米国ナスダックにおける顧客指値保護規制の導入経緯を検討し、オークション市場であるECNとの競争関係にどのような変化がもたらされたのかについて考察したい。

目 次

I. はじめに

1. ディーラー市場の競争力と顧客指値保護
2. ディーラー市場の原理と顧客指値保護

II. オークション市場とディーラー市場

1. 市場設計の原理
2. 顧客指値保護の位置付け

III. ナスダック市場と顧客指値保護

1. ナスダック市場
2. ナスダック市場における顧客指値保護の成立

IV. 顧客指値保護の意味

1. 相対取引と顧客指値保護
2. 市場環境の変化

V. オーダー・ハンドリング・ルールとECN

VI. スーパー・モンタージュの導入

1. スーパー・モンタージュ導入の意義
2. スーパー・モンタージュの機能
3. スーパー・モンタージュのインパクト

VII. おわりに

I. はじめに

1. ディーラー市場の競争力と顧客指値保護

アメリカの店頭市場ナスダックが、新しい取引システムであるスーパー・モンタージュの導入を推進している。スーパー・モンタージュは、その原型となるシステムが1999年末に提案されて後、8回に及ぶ修正案を経て2001年1月に導入のためのSEC認可を受けた¹⁾。後で見るように、スーパー・モンタージュは、マーケット・メーカーの相対取引によって成立しているディーラー市場であるナスダックに、オークション的な性質を持ち込む要素を持っているため、ナスダック市場の基本設計に大きな変更をもたらす可能性がある。

ナスダックがこのような新しいシステムを導入する背景には、ECNと呼ばれるオークションタイプの電子システム市場との間の激しい競争があることが指摘されている。現在ナスダックは、全取引高の3割をECNに奪われており、ECNの拡大に強い危機感を抱いている。ナスダックからECNへの取引流出の最大の理由として

挙げられているのが、後で詳しく見るようにナスダック市場において顧客の指値保護規制が厳格化されたことなのである。

すなわち、現在のナスダック市場では、マーケット・メーカーは顧客から指値注文を受けた時に、顧客の指値注文の先回りをしてそれより有利な価格で自己の売買を行ってはならないことが定められているほか(トレード・ Aheadの禁止)、マーケット・メーカーが自己の気配より優れた条件の顧客指値注文を受け取った場合には、その条件で執行するなり、自己の気配として公表するなりの負担を負うことも義務付けられている(オーダー・ハンドリング・ルール)。

このように顧客指値を受けた場合の取扱い義務が厳しく定められているため、優れた条件の顧客指値を受けることは、自己売買のスプレッドを収益とするマーケット・メーカーの収益減少につながりかねない。このため、マーケット・メーカーは、指値注文の保護規制が強化されて以後、自らの受けた指値注文をそのままECNへと回送することによって指値保護の責任を合法的に回避するようになった。つまり、ナスダックからECNへの取引の流出は、ナスダック市場

で顧客指値の保護が厳格化されたために、それを嫌ったマーケット・メーカーがひき起していると見られているのである。

顧客指値保護の厳格化によってナスダックからECNへと取引が流出しているということは、指値保護規制がディーラー市場の市場としての競争力に大きな影響を持っていることを意味している。これに対してナスダックのスーパー・モニタージュ導入計画は、ナスダックにオークション市場の要素を付加することでこれまでオークション市場であるECNへ流出していた取引を取り戻し、自市場内でマーケット・メーカーの負担なく顧客指値の保護を実現しようとする計画であると理解できる。

2. ディーラー市場の原理と顧客指値保護

ところで、ディーラー市場で顧客指値保護がクローズアップされてきていることは、市場の設計原理から見た場合、何を意味するのだろうか。

店頭ディーラー市場は、その成り立ちからして証券取引所に上場されていない銘柄の売買を取引所市場外で業者の相対取引によって実現しようとするしくみである。店頭市場は、取引所市場にくらべて取扱い銘柄の流動性が低く取引が成立しにくいため、ディーラーの自己売買による積極的な取引関与を必要とする。すなわち、ディーラーが銘柄ごとに売りと買いの価格を提示し、顧客はディーラーの提示した売買価格をもとに個別のディーラーに対して相対で取引条件を交渉する形をとる。

したがって、ディーラー市場はオークション市場とは異なり、市場がディーラー主導で形成されている。このため、ディーラー市場の原初的な形態では、ディーラーが市場形成を行うた

図表 1 ナスダック銘柄の取引に占めるECNの取引高の割合

ATS	Share Volume
Instinet	11.8%
Island	6.6%
Redi-Book	3.0%
Brut	1.7%
Archipelago	1.2%
B-trade	1.4%
NexTrade	0.0%
Attain	0.0%
ATS Total	25.8%
Nasdaq Total	100.0%

出所：Nasdaq Market Quality

注：数字は2000年9月のもの。

図表 2 ナスダック銘柄の取引に占めるECNの取引件数の割合

ATS	Trades
Island	12.9%
Instinet	10.7%
Redi-Book	3.8%
Archipelago	1.7%
Brut	2.3%
B-Trade	1.4%
NexTrade	0.0%
Attain	0.0%
ATS Total	32.9%
Nasdaq Total	100.0%

出所：図表1に同じ

注：図表1に同じ

図表 3 ナスダック銘柄の取引に占めるECNの売買金額の割合

ATS	Dollar Volume
Instinet	14.4%
Island	9.4%
Redi-Book	3.6%
Brut	1.7%
Archipelago	1.5%
B-Trade	1.6%
NexTrade	0.0%
Attain	0.0%
ATS Total	32.2%
Nasdaq Total	100.0%

出所：図表1に同じ

注：図表1に同じ

めのインセンティブを確保することが市場を維持するためのドライブとして重視される。反面、ディーラー市場では、顧客の指値保護といったオークション的な原則は後回しにされる傾向があったと考えられる。

しかしながら、ディーラー市場がこのような原初的な形態から徐々にその規模を拡大し、市場への一般投資家の参加が増大してくると、これに対してなんらかの市場保護規制を導入する必要が生じてくる。十分な規模と流動性を持った市場が、業者の利益を優先して顧客利益を犠牲にすると見える制度をとるわけにはいからである。ナスダック市場で顧客の指値保護が時代を追うごとに整備・強化されてきたのはこうした背景によるものであると考えられる。

とはいえ、ディーラー市場は、次章で詳しく見るように、本来はディーラーが提示する競争的気配に対して顧客の成行注文がつけあわされることで取引を成立させる原理に基づいて設計されているので、ディーラー市場で指値保護が厳格に行われることはかならずしも原則的ではない。このため指値保護規制の導入は、ディーラー市場の原理と矛盾するような影響を市場に及ぼし、また、しばしば市場ディーラーの強い反対を受ける。

ディーラー市場における指値保護規制は、このように、ある種の矛盾をはらんだ市場規制であるということができる。本稿ではアメリカの代表的なディーラー市場であるナスダックにおいて、顧客指値保護がどのように導入・強化されてきたのか、また、指値保護規制の強化が、ディーラー市場であるナスダックとオークション市場であるECNの競争関係にどのような変化をもたらしたのかを検討する。

Ⅱ. オークション市場とディーラー市場

1. 市場設計の原理

(1) オークション市場

わが国の代表的な証券市場である証券取引所では、純粋なオークション制によって証券の取引が行われている。純粋オークション制の市場では、投資家の売りもしくは買いの注文が市場に入力されると、それらの注文を価格優先・時間優先の原則に従って順位付けし、市場に対してより優れた条件を提示しているものから順に付合わせて取引を執行する。すなわち、まず価格について、より安い売り、あるいはより高い買いの条件を提示したものがそうでないものより高い優先順位を付与され、さらに価格が同じであればより早く市場に出された注文が後のものより高い優先順位を付与される。

オークション市場がこのような原理で機能しているということは、市場での競争を維持するドライブとなっているのが投資家自身の提示する注文条件であることを意味している。すなわち、投資家は、市場での執行を得るために他の投資家より少しでも優れた条件の注文を市場に出そうと努めており、この投資家どうしの注文条件をめぐる競争が市場の効率性を維持している。オークション市場がオーダー・ドリヴン市場と呼ばれるのはこのためである。

オークション市場が十全に機能するためには、投資家の出している注文条件が完全に保護されていることが市場設計上もっとも肝要な原則である。投資家は、取引の執行を得るために、自分の耐忍できる範囲内で少しでも優れた条件を提示しようと努めているので、そのようにして

市場に出された指値注文の優先順位が厳密に保護されるのでなければ、投資家は優れた注文を出そうとするインセンティブを失ってしまうからである。証券取引所では、注文執行の処理が人手を介して行われる場合でも、また現在のように完全コンピューター化されて行われる場合でも、投資家の指値注文の優先順位が保護されるよう、さまざまな規程が定められている²⁾。

また、証券取引所の会員証券会社は、投資家の注文を市場へ出す時の仲介を業務として行っているが、証券会社が投資家から委託注文を受けた場合には、それを市場へと仲介するブローカー業務を行うのであって、顧客の注文を成立させるために自己資金で直接相手方となって売買に介入することはない。証券会社が投資家の注文を相対で受ける場合には、その取引は原則的には取引所外取引とみなされる。このように、純粹オークション制の下では、一部の大口クロス取引の執行などの例外を除けば、相対での介入の余地は原則上は存在しない。

しかしながら、世界の証券市場を見た場合、市場業者がブローカー業務だけしか行わない純粹オークション市場はむしろまれであって、通常は顧客注文に対して自己資金で相手方となって売買を行うディーラーが存在する。これは、純粹オークション制のように市場で交流するのが顧客注文のみであると、市場情勢や銘柄の特性によっては取引の相手方を見つけることが難しく、市場が成立しないことがあるためである。市場ディーラーが存在するオークション市場では、取引の成立が困難な場合には市場ディーラーが自己資金で取引に介入し、市場の流動性を高めるような市場設計となっている。

ニューヨーク証券取引所をはじめとして世界の多くの証券取引所はオークション制をとって

いるものの、それは必ずしもわが国のように純粹なオークション制ではなく、スペシャリストなどと呼ばれる市場ディーラーがなんらかの形で自己資金での売買介入を行っている。とはいえ、この場合でも、投資家の指値注文に先立って市場ディーラーが自己資金で有利な売買を行うことは取引所規則などで禁じられており、顧客の指値注文保護が徹底している³⁾。

(2) ディーラー市場

これに対して、アメリカのナスダック市場をはじめとする店頭市場では、市場ディーラーが自己資金で顧客との相対取引を行うディーラー制がとられていることが多い。ナスダック市場では、マーケット・メーカーと呼ばれる登録市場ディーラーが、自分の売買条件である気配値を常に提示するよう義務づけられており、投資家は自分にとってより有利な気配値を提示しているマーケット・メーカーを選んで取引を行う。

店頭市場は、取引所に上場されていない証券を取引所外で売買する市場であるので、一般的に銘柄の知名度も取引所上場銘柄にくらべて低く、売買の意志決定をするのに必要な情報も不十分である。このため、取引の成立にはディーラーの積極的な関与を必要とし、ディーラーが常に売買の気配を提示して取引に応じるよう定めることで市場の流動性を高める市場設計となっているのである。

オークション市場とは逆に、ディーラー市場で市場競争を維持するドライヴとなっているのは、市場ディーラーの提示する気配値である。市場ディーラーは、自分が担当している銘柄について他のディーラーより少しでも優れた気配値を提示することで多くの取引を集めようとする。このため、ディーラー市場では、ディーラ

一間で互いにより優れた気配値を提示しようとする競争が行われ、これによって市場全体の競争環境が維持されている。ディーラー市場がクオート・ドリヴン市場と呼ばれるのはこのためである。

ディーラー市場では、したがって、市場ディーラーが市場情勢を勘案したうえで自分の提示可能な限りでもっとも優れた気配値を提示するよう努めるインセンティブが用意されていることが重要である。もしディーラーの競争インセンティブが削がれることがあれば、ディーラー市場は十分に機能しなくなってしまう。たとえば、ディーラーがある気配値を提示して注文を集めておいて、執行の段になって価格を変更したり執行を拒否したりすることが許されているならば、ディーラーは執行可能性のない気配を提示することが可能となり、真の意味でのディーラー間競争は行われなくなってしまう。このことから、ディーラー市場の設計上もっとも重要な原則は、市場ディーラーの確定気配義務であると考えられる。

このように、オークション市場とディーラー市場とでは、オーダー・ドリヴンかクオート・ドリヴンかという市場の基本的な設計が大きく異なっており、それにともなってもっとも原理的な市場規制が何であるかという点でも違いが生じてくると考えられる。とはいえ、両者は異なる設計原理を用いながら、それぞれの原理が十全に機能すれば、結果的には同様に競争と効率を実現するしくみとなっていることができる。

2. 顧客指値保護の位置づけ

このように、オークション市場とディーラー市場とでは市場の設計原理が大きく異なってい

るため、それぞれの市場で何が最も重要な原則であるかという点にも相違が見られる。本稿で検討する顧客の指値注文の保護に関する扱いも、当然それぞれの市場によってその重要性を異にしている。

オーダー・ドリヴンの原則に基づいて設計されているオークション市場では、上で見たように、市場での競争を維持するのは投資家の提示する指値注文の条件である。このため、投資家が市場に対して少しでも優れた指値を出した時には、その優位性が完全に保護されるような注文取扱いが行われることが市場設計の上で必須である。すなわち、より優れた価格を出したものが劣った価格を出したものより、また価格が同じであれば時間的に先に注文を出したものが後のものより優先して扱われるような定めがなされていなければならないのであって、このような原則が存在しなければ優れた注文を出そうとする投資家のインセンティブは失われてしまう。したがって、オークション市場では厳密な価格優先・時間優先の原則による顧客指値保護が徹底していることが市場設計の要となる。

これに対して、ディーラー市場では、すでに見たように市場設計の要となる原則は市場ディーラーの確定気配義務である。ディーラー市場は、市場ディーラーがその時々市場情勢の下で提示可能な限りでもっとも優れた気配値を互いに提示し、これに対して投資家がどのディーラーを執行相手として選ぶかを決定する。ディーラーが多く取引を集めようとするならば、他のディーラーより少しでも良い取引条件を提示しなければならない。このような競争原理で機能しているディーラー市場において、市場ディーラーに確定気配義務がなかったとしたら、ディーラーの提示する気配値は名目的なものに

過ぎなくなり、ディーラー市場の競争と効率性は失われてしまうであろう。

ディーラー市場では、このように、市場での価格付けを主導するのは原理的にはディーラーの気配であり、投資家の注文ではない。このため、ディーラー市場における顧客の指値注文の保護規制は、オークション市場ほど原理的なものではないと言える。したがって、原初的なディーラー市場では、顧客の指値注文の保護規制がオークション市場に比べて緩やかであったとしてもなんら不思議なことではないと言える。

とはいっても、ナスダック市場のようにディーラー市場が大きく発展し一般投資家の参加も増大してくると、クオート・ドリヴン市場といえども投資家保護上顧客の指値注文の保護を無視するわけにはいかなくなってくる。このため、現在ではナスダック市場でもかなり厳格な顧客の指値保護のための規制が導入されている。

加えて、アメリカでは、証券取引所の市場集中義務が緩和・撤廃され上場銘柄の店頭取引が広く行われる一方、地方証券取引所などがナスダック上場銘柄を非上場取引する制度も設けられており、オークション市場である証券取引所とディーラー市場であるナスダックとの間で互換的に上場銘柄を取引することが行われている。このように同一銘柄が取引所とナスダックの両方で取引されている場合には、オークション市場とディーラー市場の両方にまたがった統合的な規制が求められるため、両市場のルールの擦り合わせの必要性も高まってきている。ディーラー市場において顧客指値の保護を放置することは、このような理由からも徐々に難しくなってきたと考えられる。

Ⅲ. ナスダック市場と顧客指値保護

1. ナスダック市場⁴⁾

ナスダックは、クオート・ドリヴン制をとるアメリカの代表的なディーラー市場である。ナスダック市場では、マーケット・メーカーと呼ばれる登録市場ディーラーが自分の登録した銘柄ごとに継続的に売りと買いの気配値を提示する義務を負っている。顧客は、基本的にはマーケット・メーカーの提示した気配値に対して相対で注文を出して執行サービスを受ける。マーケット・メーカーは、自己資金で顧客との取引を行って、売りと買いの価格の差額（スプレッド）を自らの収益としている。ナスダック市場は、1銘柄につき平均10社を超えるマーケット・メーカーが登録して互いに気配値を競っている非常に成熟したディーラー市場である。

現在のナスダック・システムは、1971年に稼動した店頭市場の気配表示システムが基本となっている。アメリカでは1960年代から店頭市場での取引が拡大したが、店頭市場ではディーラーが個別相対で顧客との取引を行うため、価格などに関する情報が不十分であると、不利な価格での執行や詐欺的な行為などの不正が横行するおそれがある。これを危惧したSECが店頭市場の相場報道の改善を勧告したことを受けて、個別の店頭市場ディーラーの気配を統合表示するためのシステムが設計された。これがナスダック・システムの原型である。

ナスダック・システムでは、スクリーンに表示されたマーケット・メーカーの気配を見て電話やファックスで取引条件を相対交渉するしくみとなっている。もっとも現在では、基本とな

る気配表示のシステムに加えて、システム上で注文の回送と交渉を行うSelectNetや、小口注文の自動執行を行うSOES (Small Order Execution System) などのシステムが付加されている。

ナスダック・システムに気配入力が許されているディーラーは、自己資本規制などの一定の資格を満たした登録ディーラーのみであり、これが登録マーケット・メーカーである。登録マーケット・メーカーは、マーケット・メイクする銘柄について、継続的に売りと買いの両方の確定気配を提示する義務を持つ。すなわち、提示していた気配に基づいて取引を行った場合には、すみやかに気配の更新を行って常に売り買い両方の気配を提示し続けなければならない (継続的な気配提示の義務) ことに加えて、提示している気配に対して注文を受けた時には、売買が義務づけられている最小単位までは必ずその注文に応じなければならない (確定気配義務)。

このように、ナスダック市場では、マーケット・メーカーがより有利な気配値を提示しようと互いに競争することで市場の流動性と効率性が保たれている。ナスダック市場のように銘柄ごとに複数のマーケット・メーカーが競争的に気配を提示し、その中から投資家がより有利な気配を選択することを通じて市場競争を維持するしくみを競争的マーケット・メーカー制度と呼ぶ。

しかしながら、現実のナスダック市場では、このようなディーラー市場の原理的なしくみに加えて、顧客注文を保護するためのいくつかの規則が定められている。まず、マーケット・メーカーが投資家からの注文を受けると、自らが提示している気配に関わらず、その時に市場に

出ている最良の売り気配と最良の買い気配 (インサイド・クオート⁵⁾) より悪い価格で執行してはならない。したがって、マーケット・メーカーの収益である売りと買いのスプレッドは、自分が提示している気配だけでなく、他のマーケット・メーカーが提示している気配によっても左右される⁶⁾。

さらに、マーケット・メーカーが顧客から指値注文を受けた場合、その指値の執行に先立って指値価格より有利な価格で自己売買を行ってはならない (トレード・アヘッドの禁止)。また、マーケット・メーカーが自分の提示している気配値より有利な条件の指値注文を受けた場合には、相対では条件が折り合わないからといって執行せずに放置してはならず、即座にその指値の価格で執行するか、自分の気配値を指値価格に更新するなどの対応をしなければならない。そうでない場合には、他のマーケット・メーカーやECNに回送するなどして公衆向けに開示することが義務づけられている (オーダー・ハンドリング・ルール)。

これらの顧客指値保護ルールによって、顧客が提示した有利な指値注文は、そのまま執行されるか、そうでなくてもマーケット・メーカーやECNの気配としてナスダック・システム上に公表されて執行の機会が提供されることになり、ディーラー市場においてもかなりの程度の顧客指値の保護が実現していることになる。

2. ナスダック市場における顧客指値保護の成立

(1) Manning訴訟

現在のナスダック市場の顧客の指値保護ルールは、ナスダックの原初的な段階では必ずしも十分整備されていたわけではなく、ナスダック

市場の成長とともに徐々に導入されてきたものである。

ナスダック市場における顧客の指値保護がはじめて明示的に問題にされたのは、1985年に投資家William Manningがマーケット・メーカーであるE. F. Hutton社に対して損害賠償の訴訟を提起したことからであった⁷⁾。この訴訟は、マーケット・メーカーであるHutton社が、顧客Manningから自己の気配より優れた（安い）価格の売り指値注文を受け取ったがこれを執行せず、その間にManningの出した指値より劣った（高い）価格である自己の売りの気配値で他の相手との間で自己売買を行っていたことに対して起こされた訴訟である⁸⁾。訴えでは、マーケット・メーカーが顧客に知らせることなくこのような自己売買を行うことは違法であるとして損害賠償を請求したものであった。

これに関して、SECの示した見解ではHutton社の自己売買の違法性を立証することまではできないとしたものの、次のように述べてHutton社の行為はブローカー・ディーラーの信任義務違反にあたるとした。すなわち、ブローカー・ディーラーは、明示的な合意がなくても顧客の注文を受けた時点で顧客との間で代理人関係にあるとみなすことができる。そのブローカー・ディーラーが、顧客指値より有利な（劣った）価格で他の顧客との間の自己売買を優先させることは指値注文を出した顧客との間に利益相反が生ずる可能性があり、それにもかかわらずこれを顧客に知らせず行ったことはNASD公正慣習規則に定めたブローカー・ディーラーとしての信任義務に違反する、としたのである。

これに対してHutton社やSIAは、証券関連諸法・諸規則には顧客注文に対するトレード・ Aheadを明示的に禁じる文言がないため、これ

をただちに違法とすることはできず、またマーケット・メーカーにSECの主張するような顧客指値保護が義務づけられるならば、マーケット・メーカーはスプレッドの縮小によって収益機会の多くを失うこととなり、業務を続けることができないとして反論したが、この反論は結果的には退けられた。

このSEC見解によって、Manning訴訟以降、ナスダック市場では顧客に知らせずにマーケット・メーカーが顧客の指値注文に先立って、顧客指値より有利な（劣った）価格での自己売買を行うことは事実上禁じられた。

（2）「マーケット2000報告書」

ナスダック市場では、Manning訴訟以降、マーケット・メーカーが顧客に開示せずに顧客指値より有利な価格での自己売買を行うことは事実上禁じられたことになったが、Manning訴訟でのSEC見解は、顧客に開示した上でなら顧客指値に先立って有利な価格での自己売買を行ってもかまわないと解釈することができる。

NASDは、これを受けて1989年にマーケット・メーカーが顧客に通知すれば顧客指値に先立って取引を行ってもよいというセーフ・ハーバー・ルールを導入を検討し、SECに規制案を提出した。しかしながらこのセーフ・ハーバー・ルールはオークション市場であるニューヨーク証券取引所などからの批判が強く⁹⁾、導入することはできなかった。一方、トレード・Aheadを明文的に禁止することも、マーケット・メーカーらの反対によって困難であった。

その後、1994年1月にSECが発表した「マーケット2000報告書」¹⁰⁾は、アメリカの証券市場についての極めて包括的なサーベイを行っているが、SECはこのなかでもナスダック市場にお

ける顧客指値保護の問題を取りあげた。SECは、報告書のなかで市場の透明性というテーマに多くの紙面を費やしており、その最初の部分で指値注文の表示の問題に触れている。たとえば、SECは、ナスダック・システム上の最良気配より優れた条件の指値注文が出された場合、投資家が表示しないよう明示的に要請をしたのでないかぎり、積極的に表示する必要があるとして、この点についてNASDが検討するよう提言している。また、SECは、投資家の公平な取扱いについて述べた章でも、マーケット・メーカーに対して顧客指値注文に先立って自己ポジションでの売買を行う慣行を見直すべきであると述べている。

「マーケット2000報告書」の発表時点では、Manning訴訟によって顧客に通知せずに行うトレード・アヘッドが顧客に対する信任義務違反になるというSEC解釈は示されていたものの、これが禁止規定として明文化されていたわけではなかった。このため、マーケット・メーカーが指値を執行せずに放置したり、顧客注文に先立った自己売買を行ったりする慣行は依然として頻繁に見られたようである。

こうした慣行に対してSECは次のように述べている。すなわち、ナスダック・システムが導入された1971年当初は、ナスダックは分断されていた店頭市場の気配を統合するのみのシステムに過ぎず、またナスダックの市場としての流動性も乏しかったため、市場ディーラーであるマーケット・メーカーが積極的に売買に関与することが流動性の維持に不可欠であった。このため、顧客注文に対して業者であるマーケット・メーカーの優先が認められてきたのはやむをえない面が強い。しかしながら、現在のようにナスダックが取引所市場と肩を並べるまでに成長

した以上、顧客の犠牲の上に業者が利益を得るような慣行を放置することは好ましくなく、早急にトレード・アヘッドを禁じ、顧客の指値注文を保護する対策をとるべきであるとしている。

もちろん、マーケット・メーカーにとっては、SECが述べるような顧客の指値注文の保護規制が導入されると、自らの収益である売りと買いのスプレッドが大きく減少することになる。このため、SECが主張するような顧客の指値保護規制にはマーケット・メーカーの立場から反対意見が多く提出された。しかしながら、指値の放置などのナスダックの慣行に対して証券取引所からの批判などの圧力が高まり、顧客への通知を条件にトレード・アヘッドを容認することはもはや困難となったため、NASDは1994年3月トレード・アヘッドを明示的に禁止する規則を導入することとなった(NASD行為規則2110-2)。この規則によって、自分の気配値より優れた条件の指値注文を受けたマーケット・メーカーは、当該指値注文を執行する前に、自己のポジションによってその顧客指値と同じもしくはより有利な(劣った)価格で取引を執行することはNASDルールによって禁止されることとなった。

(3) オーダー・ハンドリング・ルールの導入

トレード・アヘッドを禁じるNASDルールが1994年に成立したことによって、マーケット・メーカーは自分の気配値より優れた条件の顧客指値を受けた場合、顧客指値を執行する前にそれより有利な(劣った)価格で取引を執行してはならないことが定められた。しかしながら、その後、トレード・アヘッドを禁じるだけでは十分な顧客指値保護が実現したとは言えず、さ

らに保護を徹底すべきであるとする考えが有力となった。これには、1994年ごろから問題になったいわゆるマーケット・メーカー談合疑惑¹¹⁾の影響が大きい。

マーケット・メーカー談合疑惑は、1994年にアメリカの研究者が発表した研究論文¹²⁾に端を発し、後には司法省の反トラスト法調査にまで発展した大きな問題であったが、このなかで、複数のマーケット・メーカーが意図的に気配値を調整して広いスプレッドを維持するような気配提示をおこなっていることをはじめとして、ディーラー市場のさまざまな反競争的慣行が明らかとなった。このことは、NASDの自主規制機関としての市場監督責任にまでつながり、NASDは機構改正を行って市場運営部門であるNasdaq

Inc.から規制部門NASDRの分離が行われた。

この談合疑惑問題に関するSEC調査のなかで、マーケット・メーカーがスプレッドを広く維持するために気配値より有利な顧客指値を受けた場合に執行せずに放置したり、顧客指値に先立って売買するといった慣行が依然として見られることが改めて明かとなった。このため、顧客指値保護に関しても、より徹底した規制が必要であるとする声が高まり、1997年により厳格な顧客指値保護ルールであるオーダー・ハンドリング・ルール¹³⁾が導入された。

このルールは、Display Rule（表示ルール）とQuote Rule（気配ルール）と呼ばれる2つのルール変更からなっている。第1の表示ルールは、マーケット・メーカーが、みずからの気配値よ

図表4 オーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場の変化①

	導入前 20日間の平均	導入後 15日間の平均	変化	変化の割合
マーケット・メーカーの気配スプレッド				
ドルベース	\$ 0.47	\$0.35	-\$0.12	-25.5%
価格比	3.7%	2.5%	-1.2%	-33.4%
実効スプレッド				
ドルベース	\$0.31	\$0.25	-\$0.07	-21.9%
価格比	2.5%	1.7%	-0.8%	-31.4%
実際の取引によるスプレッド				
ドルベース	\$0.29	\$0.19	-\$0.10	-33.5%
価格比	2.3%	1.3%	-1.0%	-42.8%
スプレッド内側での取引				
取引件数	28.5%	18.1%	-10.4%	-36.5%
価格加重平均した件数	33.7%	23.1%	-10.6%	-31.5%
ボラティリティ				
ビッド・アスクの中値の標準偏差	1.25%	1.22%	-0.02%	-1.94%
1銘柄あたりの平均マーケット・メーカー数	11.3	12.1	0.8	7.3%
SOESのアクセス性				
ECNのみが最良気配を出している時間	n/a	10.1%	n/a	n/a
平均取引サイズ	1,492	1,366	-126	-8.4%
市場ピーク時（9：30～9：50）の状況				
9：30～9：50の気配値更新回数	21,801	55,923	34,123	156.5%
全取引時間（9：30～4：00）に占める ピーク時の更新回数	11.3%	9.5%		

出所：NASD Market Quality Archives, http://www.marketdata.nasdaq.com/mr_section6.html

注：オーダー・ハンドリング・ルールの導入は1997年1月20日。

数字は段階的に導入されたうち1997年9月15日までに導入された2900銘柄に関するもの。

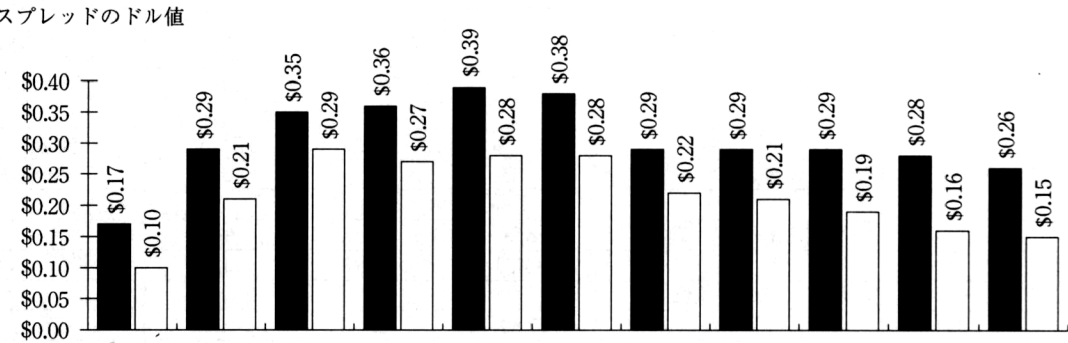
り優れた指値注文を受取った場合、(a) 自分でその指値の条件で執行する、(b) 自分の気配をその指値の条件に変更する、(c) 他のマーケット・メーカーへ回送する、(d) 公衆気配発信可能な（ナスダックに接続された）ECNへ回送する、のいずれかを行わなくてはならないと定めたものである。また、第2の気配ルールでは、マーケット・メーカーが公衆気配発信可能でない私的システム（ナスダックに接続していない電子市場）にナスダックよりも良い価格を提示することが禁じられた。

このルールの導入は、次のような意義を持っている。すなわち、まず第1の表示ルールによって、マーケット・メーカーは、気配より優れた条件の指値注文を執行せずに放置することは許されないこととなり、自分で執行しない場合は、自分の気配を変更するにせよ、他の市場主体に回送するにせよ、いずれにしても優れた指値の条件をなんらかの方法で市場に反映させて執行の機会を設ける義務を負うこととなった。このルールの導入によって、投資家が優れた条

件の指値注文を出した場合に、執行されずに放置されたり、劣った条件のマーケット・メーカーの取引が優先されるといった事態は生じ得ないことになった。また第2の気配ルールでは、後に見るようにマーケット・メーカーがECNで隠れてポジションを処分することも禁じられた。

オーダー・ハンドリング・ルールの導入は、ナスダック市場のスプレッドに劇的な変化をもたらした。オーダー・ハンドリング導入前後に行われた比較調査によると、ナスダック市場全体のスプレッドは平均30%程度縮小したとされる。オーダー・ハンドリング・ルールの導入によってマーケット・メーカーの収益が減少する結果低流動性銘柄の取引条件が悪化するのではないかと懸念されたが、実際には市場のボラティリティや流動性には大きな変化はなかった。全体として、オーダー・ハンドリング・ルールの導入によってナスダック市場における顧客指値保護規制が大幅に強化され、マーケット・メーカーのスプレッドの縮小につながったということができる。

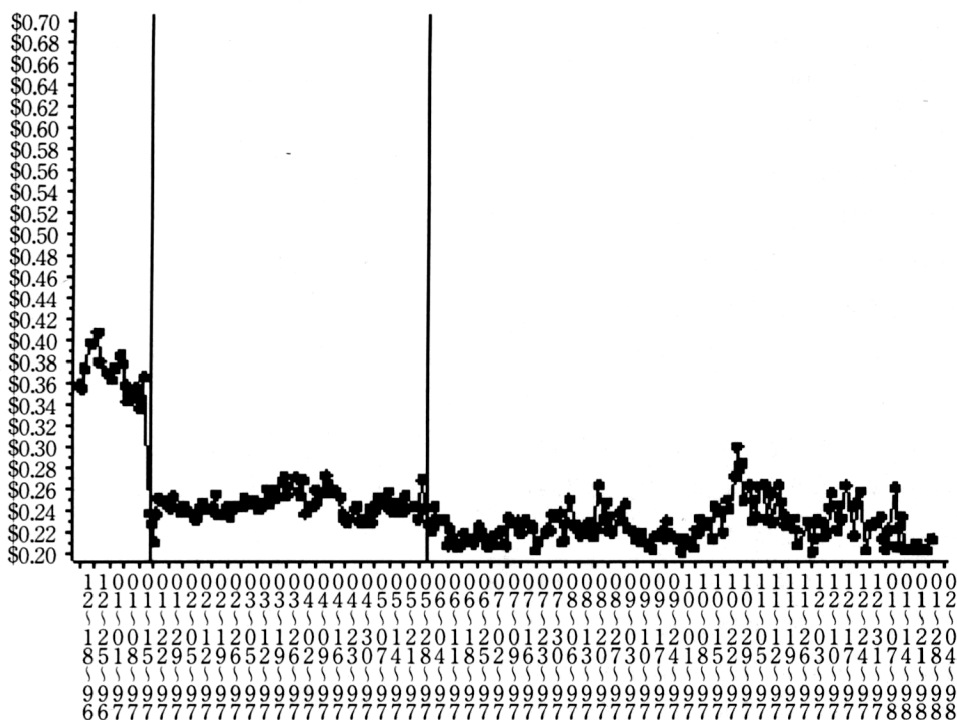
図表5 オーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場の変化②
時価総額を10区分した時のスプレッドの変化



区分	トップ1%	トップ10%	第2区分	第3区分	第4区分	第5区分	第6区分	第7区分	第8区分	第9区分	第10区分
銘柄数	56	518	527	527	505	516	530	510	531	546	499

出所：図表4に同じ。
注：図表4に同じ。時価総額の大小に関係なくおおむね平均的にスプレッドが減少している。

図表6 オーダー・ハンドリング・ルール導入によるナスダック市場の変化③
時系列で見たインサイド・スプレッドの変化



出所：図表4に同じ。

注：段階的に導入されたオーダー・ハンドリング・ルールが最初に適用された50銘柄。適用は1997年1月20日。適用開始後に大きくスプレッドが減少している。

IV. 顧客指値保護の意味

1. 相対取引と顧客指値保護

Manning訴訟にはじまる顧客の指値保護強化以前には、マーケット・メーカーは、自分の気配値より優れた価格の顧客指値注文を受けた場合にそれに先立ってそれより劣った価格の自己売買を行ったり（トレード・アヘッド）、執行せずに放置し、市場情勢が変化して最良気配の方がこの指値と同値になって初めて執行したり（オーダー・ハンドリング・ルール違反）といった行為を頻繁に行っていたとされる。これは、前述のように現在のナスダックでは禁止されて

いるが、相対取引を原則とするディーラー市場では十分想定される慣行である。この点について数値例を挙げてもう一度検討してみよう。

例えば、あるマーケット・メーカーが50ドルの買い、52ドルの売りという気配値を提示していると考えてみよう。このマーケット・メーカーに対して、提示気配値より優れた価格である51ドルの売り指値注文が入った場合、顧客指値はどのように扱われるべきだろうか。

純粋な相対市場であれば、そのマーケット・メーカーが買いに応じるとしている気配値は50ドルなのであるから、顧客が売り価格を下げない限り条件が折り合わない。したがって、マーケット・メーカーはこの指値注文を執行する義

務はなく、また他にもっと優れた気配値を提示しているマーケット・メーカーがいないのであれば、この注文は当面は執行されずに放置されることになる。その間、マーケット・メーカーは自己が提示している売りの気配値52ドルで自己売買を行う可能性があり、これは顧客の売り指値51ドルより劣った（高い）価格であるが、顧客注文とマーケット・メーカーの買い指値との条件が折り合わない以上、これをただちに違法であるとするのは原理的には難しいと考えられる。

しかしながら、顧客指値の保護という観点からこの例を眺めてみると、事態は異なった様相を呈する。この例では、顧客は、マーケット・メーカーの提示している52ドルの売りという気配値よりも優れた（安い）価格である51ドルの売り指値注文を市場に出している。そうであるにも関わらず、この顧客指値は執行されず、その間に劣った価格である52ドルの取引は執行されているわけであるから、市場全体としては劣った条件（高い売り）を提示したマーケット・メーカーの取引の方が、優れた条件を提示した

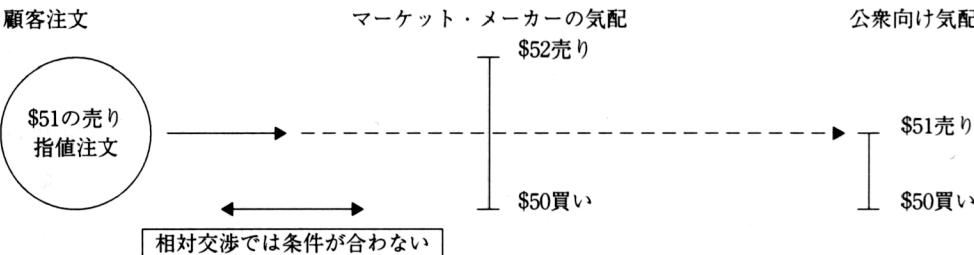
顧客指値より優先されてしまったことになる。このことは、顧客指値に比べて市場業者であるマーケット・メーカーの取引の方が優先されることを意味しており、オークシヨンの観点から見れば、市場の公正という点で疑問が生じることになる。

このように、顧客指値保護という概念をディーラー市場に持ち込むことは、相対取引を基本とするディーラー市場にオークシヨンの公正の概念が導入されていると見るができるだろう。設計原理の異なる市場に同じ市場規制を導入することの是非を理論的に問うことは非常に難しいと思われるが、現実には、すでに見たようにディーラー市場であるナスダックでも顧客指値保護のための規制が次々に強化されていた。

2. 市場環境の変化

このように、ディーラー市場における顧客指値保護規制の強化は、ディーラー市場の設計原理から見れば付加的なものであるといえる。またマーケット・メーカー業務の収益

図表 7 相対取引と顧客指値保護



指値保護規制以前の原初ディーラー市場	指値保護規制後のオークシヨン化したディーラー市場
●顧客の\$51の売り指値注文は、マーケット・メーカーの\$50の買い気配とは条件が合わないため執行されない。 ●マーケット・メーカーは顧客注文とは別に\$52の売り気配で自己売買を続行。	●顧客の\$51の売り指値注文は、マーケット・メーカーの\$52の売り気配より優れているため、マーケット・メーカーがこれを執行しない場合でも何らかの方法でこれを市場に開示することが義務づけられる。

性を損ねることになるため、ディーラー市場の流動性を減じてしまいかえって好ましくないという指摘にも一定の説得力があると思われる。にもかかわらず、ナスダック市場で現実には顧客指値保護規制が進められてきたのはどのような理由によるのだろうか。

もっとも大きな理由の一つは、ナスダック市場の成長であろう。1971年のナスダック・システムの導入当時は、ナスダック市場は十分整備されておらず取引高も小さいマイナーな市場に過ぎなかった。この時点では、ナスダック市場は、流動性の低い店頭市場の取引をディーラーの気配提示によって実現するという極めて原始的なディーラー市場の形態をとっていたと考えられる。この時点では、市場はディーラーの積極的な売買介入によって維持されていたため、ディーラー（の気配）主導の市場運営が行われていたことに不思議はない。顧客の指値より市場業者であるマーケット・メーカーの活動の方を優先させることもこの時点ではさほど大きな問題とならなかったと考えられる。

ところが、その後のベンチャーブームなどの追い風によってナスダック市場は大きく成長し、1990年代に入ると世界最大の証券市場であるニューヨーク証券取引所と肩を並べるまでに成長した。ナスダック市場の成長にともなって、市場には一般投資家の参加が増え、顧客注文の保護を犠牲にしてマーケット・メーカー活動を優先することに批判がとなえられるようになった。また、ナスダック市場と競争関係にある証券取引所からも、ディーラー市場においてもオークション市場と同様に顧客の指値保護規制を導入すべきであるとする主張が行われた。

ディーラー市場の顧客指値保護強化の第2の理由は、ナスダック市場における指値注文の増

加であると考えられる。ディーラー市場は、基本的にディーラーの提示する気配値に対して顧客が注文を出すのであるから、顧客注文は基本的には成行き注文が想定されていると考えられる。しかしながら、現在では、指値注文はナスダック市場の全注文の3分の2に達するとされ、これは指値注文を基本とするオークション市場であるニューヨーク証券取引所の全システム注文の3分の2と遜色がない。これはオンライン取引の増加などによって、個人投資家が多く指値注文を出し始めたことや、近年のITブームにともなう市場の活況のなかで、証券の値動きが激しくなり執行価格の変動リスクの高い成行注文が出しにくくなっているためであろうと推測できる。

V. オーダー・ハンドリング・ルールとECN

オーダー・ハンドリング・ルールの導入によってナスダック市場での顧客指値保護が厳格化されたことは、ナスダックとECNの関係にも大きな変化をもたらした。オーダー・ハンドリング・ルールは、まず気配ルールによってマーケット・メーカーが顧客向けより有利な価格でECNでポジション処分することを禁じる一方、表示ルールによってマーケット・メーカーが顧客指値の取扱い責任の回避のためにECNへ注文回送することを合法化するという、全く逆の2つの変更をもたらした。

オーダー・ハンドリング・ルール導入以前には、ECNはナスダックの気配表示システムと接続されていなかったため、ECNでのナスダック銘柄の売買は全米市場システムの外側にある「隠れた市場」となっていた。このため、マーケット・メーカーが顧客向けとは別の価格で隠

れてポジションを処分する場所としてECNを利用しており、これがECNの取引のかなりの部分を占めていたと推測されている。ところが気配ルールの施行によって、マーケット・メーカーは、ナスダックに接続していない私的システムにナスダック向けより優れた価格を提示することが許されないこととなった。このため、マーケット・メーカーがポジション処分を目的としてECNで行う自己売買は大きく減少したと考えられる。

これに代わって、オーダー・ハンドリング・ルールの導入後は、マーケット・メーカーが執行や開示を望まなかった優れた価格の顧客注文をECNへ回送するケースが大きく増加したと考えられる。表示ルールの施行によって、マーケット・メーカーが自分の気配より優れた価格の指値注文を受けた場合、その指値注文を自ら執行するか、自分の気配値を指値の条件に改定するかの措置をとらなければならないとなった。しかしながら、マーケット・メーカーが顧客指値の条件で自ら執行したり気配を更新したりすると、スプレッドが縮小して収益の減少につながるのでは好ましくない。表示ルールでは、このような場合に、マーケット・メーカーがECNへ注文を回送することで顧客指値の責任を逃れることを公式に認めた。すなわち、マーケット・メーカーは、自分が引受けたくないような顧客注文を受けた場合、ECNへ回送することで合法的に注文取扱い責任の回避ができることになる。

このように、オーダー・ハンドリング・ルールの施行は、ECNで行われる取引の性格に大きな変化をもたらした。オーダー・ハンドリング・ルール施行以前には、ECNはナスダックなどの公衆気配システムに接続しない「隠れた市場」となっていたため、マーケット・メーカー

は顧客向けには広いスプレッドを維持しながら、ECNで隠れてポジション処分を行うことができた。このため、ECNでのナスダック銘柄の取引のかなりの部分は、マーケット・メーカーの自己売買であったとされている。これに対して、オーダー・ハンドリング・ルール施行以後は、ECNでの隠れたポジション処分が禁じられる一方、顧客指値の取扱義務の厳格化によって引受けにくくなった顧客注文が、マーケット・メーカーから回送されてくるようになったわけである。

このことは、ディーラー市場であるナスダック市場で、顧客の指値注文の保護が厳格化された結果、指値注文の一定部分がナスダックからECNへと流出するようになったことを意味する。やや誇張するならば、オーダー・ハンドリング・ルールによって、ECNはナスダックに出された顧客指値の集積場となったといえることができる。すなわち、ナスダック外部に接続された「ナスダックの指値注文ブック」の役割をオークション市場であるECNが果たすようになったのである。ディーラー市場での顧客指値保護の厳格化は、ナスダックというディーラー市場とECNというオークション市場の競争条件を大きく変化させたといえることができる。

VI. スーパー・モンタージュの導入

1. スーパー・モンタージュ導入の意義

ECNがディーラー市場であるナスダックの「外部指値注文ブック」の機能を果たすようになり、ナスダック市場に出された顧客指値がECNへ多く流出するようになったことは、ナスダックの危機感をつのらせた。ディーラー市場であるナスダックで顧客指値保護が強化された

ために、自己売買を行うマーケット・メーカーにとっては、指値保護ルールを満たしながら顧客指値を引き受けることは収益上の観点から難しくなった。このため、マーケット・メーカーは、受けた顧客指値の取扱い責任を合法的に回避する必要性が生じ、顧客からの指値注文を執行せずにECNへと回送し始めたのである。

ECNがナスダックの「外部指値注文ブック」として多くの注文の流出先となったことに対して、市場運営者としては取引の流出をなんとかくい止めたいと考えるのは当然であろう。新しく計画されているスーパー・モニタージュは、以下で見るように、現在ECNが果たしているナスダックの「外部指値注文ブック」の機能をナスダックが自身で用意しようとするものであり、ECNに代わるナスダックの「内部指値注文ブック」と呼べるだろう。

2. スーパー・モニタージュの機能

ナスダックの「内部指値注文ブック」であるスーパー・モニタージュは、ナスダックの発表によると、次の4つの機能を実現するシステムであるとしている。第1に、スーパー・モニタージュの導入によって、これまで独立したシステムの寄せ集めとして運用されてきたナスダックの気配や注文の表示、回送、執行のシステムを統合する。ナスダックは、当初は店頭市場ディーラーの気配表示を行うシステムとして開発され、後になって注文回送や執行のシステムを付加してきた経緯がある。このため現在でも気配の表示・注文の回送・執行の機能などは統合されたシステムとなっておらず、マーケット・メーカーにとって使い勝手の悪い面があったとされる。マーケット・メーカーは、自分が表示している気配に対して、電話やファックスとい

った旧来手段を通じた注文のほか、あとから付加されたSelectNeやSOESといった多くの窓口を抱えることとなり、場合によっては1つの気配に対して複数の窓口で同時に取引が成立してしまう重複執行のリスクを抱えている。スーパー・モニタージュはこのような寄せ集め型のシステムを統合して効率的なシステムを提供することができる。

第2に、スーパー・モニタージュではマーケット・メーカーに対して複数気配の入力を認める。従来マーケット・メーカーは売りと買いそれぞれ1つずつの気配値を入力するシステムであったので、顧客指値の保護が強化されて後は、マーケット・メーカーが顧客から優れた価格の指値注文を受け取ると、自分の気配に代えて顧客指値を気配として表示する必要があった。ECNへの取引流出は、これによってスプレッドが縮小することを嫌ったマーケット・メーカーがひき起していたとされている。スーパー・モニタージュでは、これまで外部に回送されていた顧客の指値注文をスーパー・モニタージュの画面上に別建てで表示することが可能となる。すなわち、複数気配の入力が可能となれば、マーケット・メーカーは自分の気配をそのまま維持しながら、受け取った顧客指値は別建てでスーパー・モニタージュに表示すればよく、わざわざECNへ回送する必要がなくなることになる。優れた指値の条件がスーパー・モニタージュ画面上に表示されて執行を得ることができれば顧客指値保護も実現できる。

第3に、このようにしてスーパー・モニタージュ上で混在表示されたマーケット・メーカーの気配と顧客指値は、スクリーン上で価格優先・時間優先のオークション市場の原則にしたがって付合わせ・執行される。このことは、マ

マーケット・メーカーがこれまで個別に持っていたブックの管理機能の多くを中央システムであるスーパー・モニタージュに委譲することを意味しており、執行のシステムが中央処理されることによってナスダック全体のオークション化が進むと考えられる。

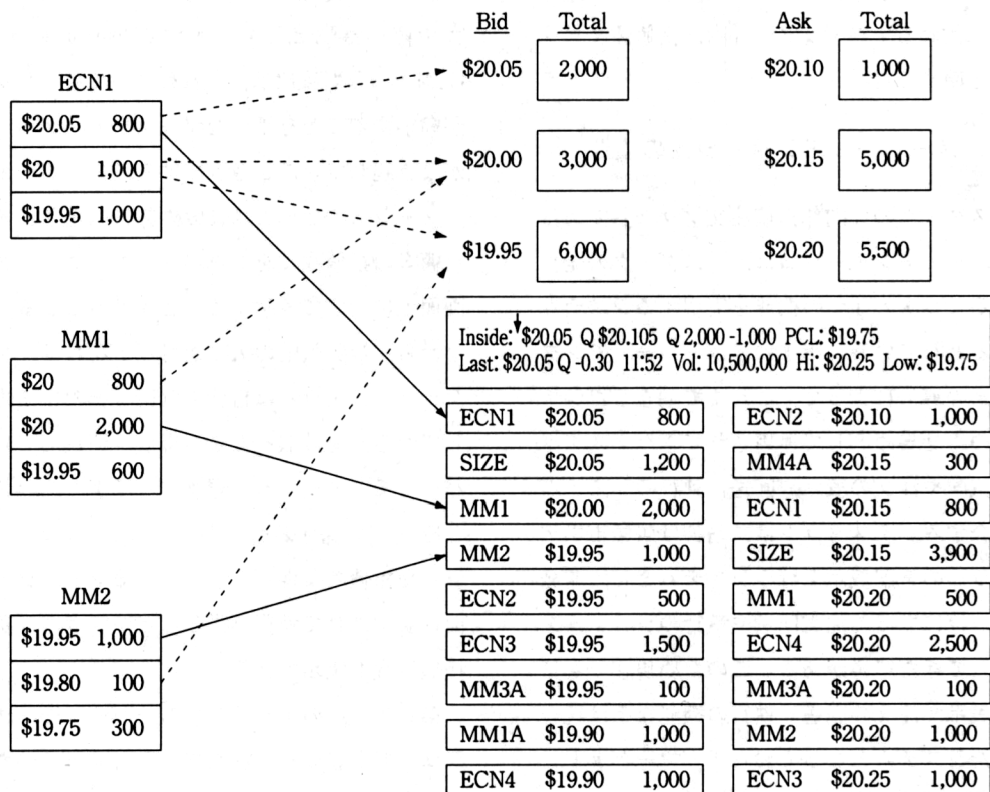
第4に、スーパー・モニタージュでは、従来の相対交渉も併存して維持される。スーパー・モニタージュでは、投資家が注文入力する際に、中央でオークション的に処理される注文であるか、従来通りマーケット・メーカーとの個別相対交渉によって執行される注文であるかを選択

することができ、後者を選択した場合には価格優先・時間優先のオークション・プロセスからは外れて別の注文処理プロセスに入力され、マーケット・メーカーとの個別相対交渉が可能となる。

以上の機能を実現するために、スーパー・モニタージュでは次の2つの新しいシステムを整備としている。

(a) NODF (NASDAQ Order Display Facility)
：ナスダックの気配・注文を統合表示する画面。この画面では、マーケット・メーカーの気配、ECNの気配、マーケット・メーカーの気配

図表8 スーパー・モニタージュの概念図



出所：ナスダック発表資料

注：スーパー・モニタージュでは最良価格から3本までの価格が、マーケット・メーカーの気配・顧客の指値注文の別を問わず画面上部に表示される。画面中央は表示銘柄についての一般的な市場情報、画面下部には市場参加者ごとの提示価格が従来どおり表示される。

より優れた価格の顧客の指値注文が、売りと買いそれぞれについて最良気配から3本まで価格優先・時間優先の序列にしたがって統合表示される。表示に際しては匿名も可能で、匿名表示の気配は合算で表示される。最良3本以外の気配は、実名・匿名ともに画面の下にシンボルごとに表示され、これは従来通りである。

この画面上で、マーケット・メーカーは顧客指値を自分の気配とは別建てで表示することが可能となり、顧客指値を匿名で表示することもできる。この機能によって、スーパー・モニタージュはちょうど従来のECNと同じ役割を果たすことになる。画面上では、マーケット・メーカーの気配と顧客注文は並列表示され、顧客と業者の取引は区別なく並べられる。マーケット・メーカーは、自分の気配については従来通り確定気配の継続表示義務を負う。

(b) OCF (Order Collection Facility) : 表示気配に対して注文の入力をする統合システム。

このシステムは、マーケット・メーカーの執行ポイントを一元化するための統合システムであり、参加者は気配が表示されるのと同じ単一のシステムに気配・注文の入力も行えることになる。これによってマーケット・メーカーは気配表示と注文処理のシステムが統合され、1つの気配に対して複数窓口で二重執行がおこなわれてしまうことが防止できる。

OCFでは、オークション型の付合わせと、従来通り相対交渉による執行を併存するため、注文が入力される時に、次の3種類のアクセス方法の中から1つを指定するよう定められている。

(1) 回送先指定なし (non-directed order) : 回送先の相手を指定せず、スーパー・モニタージュ画面の価格・時間優先でオークション型で付合わせが行われ、自動執行される。

(2) プリファレンス注文 (preferenced order) : 回送先を指定した上で、そのなかで価格優先・時間優先の原則にしたがって執行される。

(3) 回送先指定注文 (directed order) : システムの優先序列と全く独立に指定先に回送され、マーケット・メーカーに執行責任のない相対交渉注文として取り扱われる。

表示される気配については、アクセス手数料を徴集するECNが手数料込みの価格を表示すべきであるとする議論があったため、手数料込みで表示するか抜きで表示するかは参加者が選択できるようにする予定であるとされる。

3. スーパー・モニタージュのインパクト

スーパー・モニタージュの導入によって、マーケット・メーカーは、自分が引き受けると収益上都合が悪いような優れた条件の顧客指値を受け取った場合に、顧客指値を自分の気配とは別建てでスーパーモニタージュ上に表示することが可能となった。これは、受け取った顧客指値をECNに回送することでその取扱い責任を合法的に逃れてきたマーケット・メーカーの行動を、ナスダックが自らのシステムで公式に可能としたことを意味する。スーパー・モニタージュが計画どおり実施されれば¹⁰⁾、ECNに代わるナスダックの「指値注文ブック」の役割を果たし、ナスダック市場の中に部分的にオークション市場が登場することになる。スーパー・モニタージュでは顧客指値とマーケット・メーカー気配が統合画面上で同列に並べられ、同様に価格優先・時間優先順に処理される。顧客指値保護を完全に行う市場では、業者の気配と顧客の注文が同じ優先原則の下で同列に扱われることを意味している。

スーパー・モンタージュの導入は、ディーラー市場であっても顧客の指値注文の保護を厳格にルール化していくと、外部にであれ (ECN)、内部にであれ (スーパー・モンタージュ)、オークション的な「指値注文ブック」を備えねばならず、その結果市場は徐々にオークション的な性質を増していくことを示しているということができる。

VII. おわりに

以上で検討したように、ディーラー市場であるナスダックにおいても、市場の拡大、成熟にともなってディーラー市場の本来原理にはないはずの顧客指値の保護が徐々に強化されてきたことが明らかとなった。ナスダックは、顧客に通知せずに顧客注文の先回り取引であるトレード・アヘッドを信任義務違反として禁じたManning訴訟以降、時代を追うごとに、顧客通知を条件にトレード・アヘッドを容認するセーフ・ハーバー・ルールの検討、トレード・アヘッドの禁止ルールの導入、オーダー・ハンドリング・ルールによる顧客指値の開示義務の導入、ナスダックに一部オークション機能を付加するスーパー・モンタージュ計画と、オークション的な要素につながる顧客指値保護のための市場規制を充実させてきた。

ディーラー市場であるナスダックがまだ規模的にも小さく、取引を実現するための流動性にも乏しかった段階では、市場機能の維持のためにはディーラーの積極的な自己売買を優先する必要があったため、顧客指値保護は市場規制上大きな問題とならなかったであろうが、市場規模が拡大して一般投資家の参加が増加してくると、オークション市場側からの圧力もあって、

これを放置することが困難になったと考えられる。その結果、ディーラー市場のオークションの変質という興味深い現象が見られるようになった。

しかしながら、ここで重要なもう一つの要点は、ディーラー市場であるナスダックとオークション市場であるECNとの競争関係の中で顧客指値の保護規制が大きな影響力を持っていたことである。すでに見たように、顧客指値の開示を義務づけるオーダー・ハンドリング・ルールの導入によって、導入以前と導入以後とではECN内のナスダック銘柄の取引の性格が大きく変化している。オーダー・ハンドリング・ルール導入以前には、マーケット・メーカーはナスダックでのスプレッドを広く維持する一方、ECNでナスダック市場より有利な価格で自己ポジションの処分を行っていたため、ECNは主にマーケット・メーカーの自己ポジション処分の場所となっていた。これはナスダックでの顧客指値保護が未整備であることと、ECNの気配が公衆開示されなかったため可能となっていた行動であった。

これに対して、オーダー・ハンドリング・ルールの導入以降は、ECNにはマーケット・メーカーが受取った顧客指値が流出するようになった。これは、ナスダック市場での顧客指値保護が厳格化された結果、顧客注文を引受けて指値保護ルールにしたがうとマーケット・メーカーのスプレッドが縮小し収益が損なわれるためである。マーケット・メーカーは、スプレッド縮小を避けるために、顧客の指値注文をECNへ回送して合法的に指値保護責任の回避をはかっているのである。

このように、ディーラー市場であるナスダックが自市場内で顧客指値保護を強化すると、ナ

スダック市場外でオークション市場の性質を持つECNが「顧客指値の受け皿」として取引を拡大したことは大変興味深い現象である。続いて導入が検討されているスーパー・モニタージュが、第2の受け皿、「ナスダック内ECN」としてどのように機能するのかについても今後の検討が必要であると思われる。

注

- 1) Securities and Exchange Commission (2001).
- 2) 例えば、東京証券取引所業務規程第10条・第12条において競争売買の原則が定められている。また証券取引法第42条第8項では、証券会社が顧客の委託注文に先立って有利な価格での自己売買をすることが禁じられている。
- 3) オークション市場において、スペシャリストなどの市場ディーラーが顧客の指値注文に先立って有利な条件で自己売買を行うことを禁じる規制は、アメリカではフロント・ランニング規制と呼ばれており、本稿で扱うディーラー市場での顧客指値保護規制との関連が深い。本稿では検討することができなかった。フロント・ランニング規制は、スペシャリストのような市場ディーラーに対するだけでなく、売買の委託を受けるブローカーが顧客から受けた注文の売買情報を利用して、別途自己売買するケースも含まれる。詳細は中曽根 (1999), (1992) 参照。
- 4) ナスダック市場のシステムやマーケット・メーカー制についてのより詳しい説明は、平田 (1995), (1994) 参照。
- 5) インサイド・クオートにあたる気配は、したがって、同一のマーケット・メーカーが提示している気配値とは限らず、売りの最良気配を出しているマーケット・メーカーと買いの最良気配を出しているマーケット・メーカーは異なり得る。
- 6) このことは、あるマーケット・メーカーにとって、良い価格を出す他のマーケット・メーカーの存在が自らの収益圧迫につながる構造となっていることを意味する。このため、マーケット・メーカーには他のマーケット・メーカーが非常に良い価格を出すことを妨害するインセンティブが生じ、後で述べるマーケット・メーカーの談合疑惑につながった。ディーラー市場では、複数のディーラーが提示する気配のなかから最も有利な気配を選択するのは注文の出し手側の責任とされるのが原理的であると考えられるので、あるマーケット・メーカーに注文を出した投資家が、他のもっと良い気配を出しているマーケット・メーカーに発注していたら得られたであろう機会コストからも市場設計上保護されるべきであると考えられるかどうかは検討の余地があると思われる。
- 7) Securities and Exchange Commission (1988) 参照。
- 8) 具体的な訴訟事実は次のとおり。1984年1月11日に顧客

William Manningが、NASD登録マーケット・メーカーであるE. F. Hutton社のニューヨーク・ロチェスター支店に対して、ジェネックス・コーポレーションの株式500株を17-1/8ドルで売る指値注文を出した。この時のジェネックス株式のインサイド・クオート（最良の売買気配）は17ドルの買い、17-1/8ドルの売りであった。Hutton社自身が提示していた気配値は17ドルの買い、17-1/2ドルの売りであった。ハットン社はManningの指値を受け取った後、自己資金でジェネックス株式を17-1/4ドルと17-1/2ドルとで合計4755株売っており、これはManningの売り指値注文より劣った（高い）売りであった。その後ジェネックスの株価は下がったが、Manningの注文は執行されなかった。注（7）参照。

- 9) オークション市場はそもそもの設計上厳格な指値注文の保護が規定されているが、証券取引所側は、市場間の競争条件の公平性の観点からディーラー市場でも同様の保護が行われるべきであったとした。
- 10) Securities and Exchange Commission (1994) 参照。
- 11) マーケット・メーカー談合疑惑とその後のNASDの機構改正についての詳細は村田 (1998), (1997) 参照。
- 12) William G. Christie & Paul H. Schults (1994) 参照。
- 13) Securities and Exchange Commission (1996) 参照。
- 14) ナスダック・スポークスマンの昨年の発表によると、SECの認可が得られればスーパー・モニタージュは2001年末に運営を開始し、2002年末には完全実施の予定であると述べている。

参考文献

- 清水葉子 (2001-a) 「ナスダック市場と顧客指値の保護について」『証研レポート』第1592号、2001年3月。
- (2001-b) 「ナスダックのスーパーモニタージュ構想」『証研レポート』第1591号、2001年2月。
- 中曽根玲子 (1999) 「フロントランニングと自主規制ルールについて—アメリカ証券市場における自主規制機関の取り組み—」『比較会社法研究』奥島孝康教授還暦記念第1巻、成文堂。
- (1992) 「市場内不正取引とフロントランニング—アメリカ証券・先物市場における取り組み—」『公開会社と閉鎖会社の法理』、酒巻俊雄先生還暦記念、商事法務研究会。
- 平田公一 (1995) 「Nasdaqにおけるマーケットメーカー制度について（上）、（下）」『証券業法』1995年7月、8月。
- (1994) 「NASDAQレポート—米国の株式店

頭市場について－(上), (中), (下)』『証券業法』1994年3月, 4月, 12月。

村田淑子 (1998) 「米国証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止 (2)」『京都学園法学』1998年第2号。

—— (1997) 「米国証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止 (1)」『京都学園法学』1997年第3号。

William G. Christie & Paul H. Schults (1994) "Why Did Nasdaq Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes?" Journal of Finance.

Securities and Exchange Commission (2001) "Super Montage", Release No.34-43863, January 19, 2001.

—— (2000) "Report Concerning Display of Custo-

mer Limit Orders" May 4, 2000.

—— (1996) "Order Executions Obligations", Release No. 34-37619A,

—— (1994) "Market 2000 Report" January 1994. 「『マーケット2000』報告書について」『証券』1994年4月。

—— (1988) "In the Matter of Application of E. F. HUTTON & COMPANY INC., now known as SHEARSON LEHMAN HUTTON INC., One Battery Park Plaza, New York, New York For Review of Disciplinary Action Taken by the NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS, INC." Release No. 25887, July 6, 1988.

(福井県立大学経済学部 講師)