

全米市場システムについて(上)

佐賀卓雄

目次

- 一、証券業の危機
 - 二、市場の分裂
 - 三、NASDAQシステム
 - 四、BAS対AutEx
 - 五、証券市場統合構想をめぐる対立
 - 六、市場集中義務
 - 七、全米市場システムの構築
 - 八、シンシナティ証券取引所の実験
 - 九、全米市場システムと『マーケット二〇〇〇』
- (以下次号)

戦後のアメリカ証券市場の歴史を振り返ると、六〇年代中頃からの構造変化とそれに伴う混乱、七五年証券改革法の制定が大きな節目になっていることが分かる。投資家保護の強化(七〇年、証券投資家保護法の制定と証券投資家保護会社(SIPC)の設立)、NASDAQシステムの稼動(七一年)、証券集中保管・振替決済システムの整備(NYSE、Amex、NASDはそれぞれ独自の清算会社を整備し、七六年には受渡し、清算業務は全米証券清算会社(NSCC)に統合された。また、七三年に本格的な預託機関として証券

預託会社(DTC)が設立され、ここをとうして口座振替が行われるようになる)、固定手数料制の廃止(七五年)、全米市場システム(National Market System, NMS)の構築(七五年以降)、市場集中義務の緩和など、現在の米国証券市場の枠組みの多くはこの時期に整備されている。

九四年一月に発表されたSEC『マーケット二〇〇〇』は七五年証券改革法以来の証券市場の構造変化をうけてその改革の方向性を提示したものであるが、そこでは異なる市場システム間の競争を通じて全体として効率的で公正な証券市場を実現するというNMSの基本的なコンセプトが再び確認されている。この意味で、NMSはアメリカ証券市場の統合の枠組みを提供してきたといえよう。しかし、NMSは最初から具体的な構想をもって推進されたものではなく、多くの妥協と紆余曲折を経て現在の姿に落ち着いたという経緯が

ある。NMS構築の背景と経緯をたどることによって、アメリカにおける証券市場統合の特質を明らかにすることができる。

一、証券業の危機

アメリカの証券業は六〇年代後半から七〇年代初頭にかけて未曾有の危機に直面する。ニューヨーク証券取引所(NYSE)の一日当り売買高は、六五年の六二〇万株から六七年には一、〇〇〇万株を超える水準に達する。NYSEが六五年に公表した予想では、一〇年後(七五年)で一日当り売買高は九〇〇一、一〇〇万株に達するものと見られていたから、いかに急激に増加したかがわかる。このため、NYSEではこの頃から「ペーパー・ワーク問題」という言葉が使われ始め、翌六八年にかけて立会時間の短縮、また

Amexと証券業協会(NASD)も歩調を合わせて週一日の立会いの中止といった措置が採られる。

出来高の増加じたいは当時の業者の主要な収益源であった委託手数料収入を増加させるから、本来であれば証券業界にとっては望ましいことであつた(当時、証券業の収入全体に占める委託手数料収入の割合は約六〇%であつた)。ところが、証券業界は単純にはそうはいえない構造的な問題を抱えていた。すでにSEC『証券市場特別調査』(六三年、以下『特別調査』と略)が指摘していたバック・オフィスの立ち遅れという問題を放置したまま営業活動の強化に邁進したため、バック・オフィス部門が出来高の増加を迅速に処理することができなかつたのである。

当時の証券取引は基本的に手作業に頼っており、平均でも売買手続き完了までに一八日間を要

したが、繁忙時には三ヶ月かかることも珍な状態であつたという。経営資源の営業部門への重点的配分の結果、受け渡し・決済の遅延、杜撰な保管体制を原因とする株券の紛失、盗難などの証券事故が頻発した。ニューヨーク市警の調べでは、六六―七〇年の間に一億ドルに相当する株券が盗難または紛失していた。また、その後のFBIとSECの合同調査によると、証券の紛失は四億ドルに達すると見られたが、盗難が組織的に行われ、そのシンジケート・メンバーには証券会社の社員も加わっていたという。このような受渡し、決済の混乱を原因とする運転資金不足から倒産、経営危機に追い込まれる業者が急増した。そして、この「バック・オフィス危機」を乗り切るために、六六―六八年にかけて急激な事務機械化投資が行われた。ところが、六九年頃から取引高が急減したために、今度は性急な機械化投資にと

なうオーバー・キャパシティに悩まされ、証券業は六〇年代末、七〇年代初頭に深刻な不況を経験することになる。

証券業は六五年には一日当り六二〇万株の売買高でもそれまでの収益記録を更新した。しかし、機械化投資の結果、損益分岐点が急激に押し上げられ、それは七二年頃では一日当り一、四〇〇一、五〇〇万株といわれた。かくして、売買高が六九年第三・四半期には一、〇三〇万株、七〇年前半にも一、一〇〇万株を下回ったために収益率は急激に落ち込み、七〇年四月には公衆業務を行っている業者の三分の二が手数料業務の赤字を記録するにいたった。当時の大手ブローカー五社のうち、その後も独立の業者として存続できたのはメリル・リンチとベーチェの二社だけであった。実際、手数料が自由化された七五年以降数年間と較べてみても、この時期の業者の減少数の方

文を前提にして定められていた委託手数料体系は大きな矛盾をはらむことになる。委託手数料は業者の提供する投資助言、注文執行、受け渡し・決済、保管といった一連のサービスに対する対価であるが、言うまでもなくそのコストは取扱株数には比例しない。したがって、業者にとって機関投資家の大口注文は収益性の高いビジネスであり、スポーツ・イベント、ショウウーのチケット、レストラン・クラブでの接待、高級品の贈与などのリベート、ソフト・ダラーの供与など、法律上も問題のある行為をとまう受注競争が行われることになった。他方、機関投資家の側では割高な手数料に対する不満が高まり、それを回避する行動が生じた。

その第一は、機関投資家自らが地方証券取引所の会員となって手数料を節約する動きである。いくつかの地方証券取引所は市場振興の手段として

が多いのである。

こうした事態を重視した議会、SECは証券市場、証券業経営の本格的な実態調査に乗り出し、まず保管、振替・決済機構の整備、投資家保護の強化が図られる。それと同時に、このような非効率的な証券業経営の根本的な原因として固定手数料制度が問題にされ、大口取引からの段階的な自由化を経て、七五年に完全に自由化されるのである。

二、市場の分裂

この時期には、証券市場においても大きな構造変化が生じていた。株式保有、取引における機関投資家の比重増大、いわゆる機関化現象がこれである。一般に、個人投資家に比較して機関投資家の注文ロットは大口であるから、それまで小口注

機関投資家に会員権を認めることは積極的であり、また手数料の割り戻しの方法として地方証券取引所が利用された(当時、これを手数料分与(Give-Ins)と呼んでいた)ため、六〇年代末にそのシェアが上昇した。第二は、すでに手数料が自由化されていた店頭(Over-The-Counter, OTC)市場において取引所上場銘柄を売買したり、機関投資家どうしが直接売買することであり、前者は第三市場―この言葉はSEC『特別調査』において初めて使われた―、後者は第四市場と呼ばれた。

このような機関投資家による固定手数料回避行動は、NYSEのシェアを低下させただけではなく、各市場が相互に分断されたままであったため、同じ銘柄が異なる価格で売買されるという不透明な状態を生み出した。これが「市場の分裂」といわれた事態であり、これをどのような方法で

統合し効率的な市場を創り出していくかが最大の課題となった。

三、NASDAQシステム

証券取引のインフラともいふべき振替・決済システムは「バック・オフィス危機」を契機として整備が進められていたが、この時期には証券取引そのものの機械化も検討されていた。すでに六三年のSEC『特別調査』は、NYSEの立会場が二〇世紀の技術発展の大部分と無関係であったことを批判し、スペリイ・ランド社の見積りを紹介しつつ店頭株取引の中央コンピューターによる処理が容易であることを指摘していた。

七一年のNASDAQシステムの稼動はこの提言をきっかけとしている。クリス・ウェルズによれば、バンカー・ラモ社(Bunker Rano Co.)の

よってリアル・タイムの相場がいつでも容易に入手可能となれば、注文がより有利な価格を求めて地方業者に流れていく可能性があった。

また、NYSEもNASDAQシステムの開発、稼動には消極的であった。その理由は、第三市場の気配値をシステムにのせることはNYSEのスペシャリストが直接、店頭市場のマーケット・メーカーとの競争にさらされ、その収益基盤を侵食されかねないという危惧にあった。そこで、NYSE会員が過半数を占める証券業協会(NASD)理事会は、当初、NASDAQシステムに第三市場銘柄の気配値を含めないことを決定する。しかし、SECの取引・市場局からの再三の抗議により、NASDもいったんは第三市場銘柄を含めることに同意するが、システムの稼動にあたっては取引所市場への影響について十分なヒアリングを行うように要求する。取引・市場局の

開発したNASDAQシステムは航空券予約システムなどに使われているネットワークとほとんど同じであり、技術的には何ら目新しい点はなく六〇年代初頭でも十分開発可能なものであったという。

しかし、ニューヨーク所在の店頭市場大手業者が機械化によって地方業者との競争が激化し収益が減少するのを嫌ったために、その実現には長い期間を要した。それまでの店頭市場の業者間の相場は民間会社であるナショナル・クォーターション・ビュローのピンク・シートが提供していたが、それが配布された時点では各銘柄の価格は前日のものであるため、当日の相場はその都度電話で確認しなければならなかった。したがって、直通回線で結ばれていたニューヨーク所在の業者は長距離電話で連絡をとらなければならぬ地方業者を無視していたのである。しかし、機械化に

意に反して、パッツSEC委員長はそれを除外することを認めたために、第三市場デイルーからNASDAQが反トラスト法違反で提訴されることになる。その後、和解が成立し、NASDAQは九〇一八〇日の試行期間を設けて第三市場の三六銘柄をNASDAQシステムに含めることに同意し、七二年五月には恒久的決定となり、ここに店頭市場の機械化が実現する。

例えていえば、それまで店頭市場は取引所というメジャー・リーグに対するファーム・チームであり、企業は成長するとともにAmexあるいはNYSEへの上場をめざした。アメックスのようにならぬ大企業になっても店頭市場に止まっていた企業は物好きな異端児と見なされていた。しかし、NASDAQシステムの稼動とともに競争が強まり透明度が高まってくると、店頭市場は取引所と競合するもう一つのメジャー・リーグとしての

評価を受けるようになった。企業が成長し、主要取引所(NYSEおよびAmex)の上場基準を満たすようになってからもそこに止まり続けるほどプレステージを高めたのである。現在では、NYSE上場基準を満たすNASDAQ銘柄は一、〇〇〇社を超えている。かくして、取引所というオークション・マーケットに対抗する可能性をもったディラー・マーケットが誕生することになったのである。

四、BAS対AutEx

NYSEの反対ないし消極的態度を原因とする機械化の立ち遅れは、何もNASDAQシステムに限らなかつた。もう一つの事例としてBAS対AutExの対立を紹介しよう。AutExは自動化取引所(automated exchange)の略で、数学者で

あり、またコンピューターの専門家でもあったAlan F. Kay(Alan F. Kay)という人物が六八年にNYSEのフロアを見学した際の着想に基づいている。ちなみに、既にこの時期には研究者の間ではコンピューター・ネットワークを利用した自動化取引所の構想は幅広い支持を集めており、NMSの有力な考え方の一つでさえあった。後にオプション理論の業績で有名になるフィッシュャー・ブラックも七一年の『フィナンシャル・アナリスト・ジャーナル』誌に「完全自動化取引所に向けて」という論文をものしている。その意味で、ケイのアイデアは決して唐突なものではなかつた。

最初、彼は文字どおり既存の取引所に取って代わるオプション・スタイルのコンピューター・システムを考えていたが、ブローカーと何度か話しているうちに機関投資家のブロック取引を自動

化することが現実的であるという結論に達する。

この時期には機関投資家どうしの売買システムであるInstinetが既に稼動し始めていたが、彼はそれが必ずしも成功していない原因のひとつとしてブローカーのサービスを無視していることに気づき、ブローカーもシステムの参加者として加えることにする。

さて、ケイの計画を知ったNYSEはどのようなように対応したか。NYSEにとってAutExはさしあたりは直接の脅威というわけではなかつたが、その統制外でシステムが成功すれば、彼が将来NYSEにとってもっと問題となる事業を手掛けることになるかも知れないと懸念したのである。そこで、当初、NYSEはケイを買収したり、AutEx計画を放棄するという条件でコンサルタントとして雇う、といったことを検討するが、最終的には、最良の防衛策はNYSE自らが自己の

ブロック・トレーディング・システムを開発することであると判断する。かくして、NYSEは六八年六月に、後にBAS(Block Automation System)と名付けられることになるシステムの開発計画を発表するが、それはほとんどAutExの焼き直しであつたという。

しかし、両者には重要な機能上の違いがあつた。BASは基本的に取引所の機能の一部であり、機関投資家とNYSE会員がその上場銘柄を取引するためのシステムに止まっていた。それに対して、AutExは機関投資家のほか、NYSE会員だけではなく登録ブローカー・ディラーであれば誰でも参加でき、しかも対象銘柄は一、五〇〇以上のNYSE上場銘柄に加えて、Amex、店頭市場銘柄も含まれていた。システム、またそのメンテナンスの面でもAutExの方が優れていた。

それにもかかわらず、NYSEからの会員への

圧力もあり、両システムが稼動して間もない七〇年初頭では、BASの参加者が一二五NYSE会員と六〇機関投資家であったのに対して、Autexは機関投資家こそ六四を記録したものの、NYSE会員は三〇に満たなかった。しかし、その後、機関投資家のブロック取引がAutexに流れたために、ブローカーの参加が相次ぎ、七三年初頭にはAutexはBASの二倍以上の取引件数(一日当り)を記録し、NYSEブロック取引の約二六%を取り扱っていた。参加者数も前者の四三〇(一九七ブローカー・ディーラー(うち二六一がNYSE会員)と二三三機関投資家)に対して、後者は二九四(九八ブローカー・ディーラーと一九六機関投資家)に止まった。かくして、七三年末にはBASは稼動中止に追い込まれることになる。

Autexは既存のトレーディング・システムを

補完するもので、それ自体はNYSEにとって深刻な脅威となるものではなかった。しかし、この時期にはNYSEは一貫して機械化に消極的で、その固有の優位性を生かして自ら進んで革新的な行動を採ることはなかったのである。

五、証券市場統合構想をめぐる対立

「市場の分裂」を克服し、全国的に統合された証券市場を実現する方法はいくつか考えられる。最も分かりやすい極端な形は、第二市場を廃止しAutexや地方証券取引所をNYSEのような一つの中央取引所に統合して、すべての証券取引を集中させることである。そこまで極端ではないが、七一年八月にNYSE前理事長がまとめたマーチン・レポートにおける「中央市場システ

ム」構想は、第二市場を廃止し、国法取引所を同一の規制の下に置くという点でこの考え方に近い。SECはこれを「単一市場アプローチ」と呼んでいる。

SECは七一年三月の『機関投資家調査報告書』において中央市場システム構想に初めて言及して以来、七二、七三年のステートメント(意見書)においてその構想を発展させているが、単一市場アプローチに対しては一貫して否定的であった。その最大の理由は、SECがこのアプローチが競争と革新を阻害することによって効率的な証券市場の実現をもたらさないと判断していることにある。また、当時の情報処理・通信技術の水準から判断して、地理的に独立し、異なるシステムを利用した各市場を存続させながら、同時に一つの全国市場にまとめることが可能であると考えていたからである。ちなみに、「中央市場システム」

という名称は中央に統一された単一の市場を連想させるといふ理由で、七五年証券改革法では「全米市場システム」(NMS)という名称に変更されている。

七五年証券改革法は新たに設けられた第一一条においてNMSの目標を定めているが、その具体化についてはSECに責任を持たせ大幅な権限を認めた。同法はSECにその具体化を図るための組織として「全米市場諮問理事会」の設置を義務づけたが、関係者からそこに提出されたNMSのモデルは三つの類型に分類される。第一は、注文表示システムともいふべきもので、各取引所のスペシャリストを音声またはテレビの画面で結ぶコミュニケーション・システムである。このシステムでは既存の取引メカニズムにはまったく手が加えられないが、スペシャリストの手に集められた指値注文はフロアやクラウド(フロアの売買

集団)にさらされることになる。第二は、総合指値注文ブック・システムであり、スペシャリストとマーケット・メーカーのブックをコンピュータで結び、同一の証券についての指値注文を集中する。ただし、このシステムは注文執行のためには利用できず、マーケット・メーカー以外にはブックはオープンにされない。このシステムも既存の取引プロセスにはほとんど手をつけない。第三は、電子取引所ともいえるべきもので、コンピュータを利用したコミュニケーション・システムを通じてマーケット・メーカーとブローカー・ディーラーを直接結びつける。ビッドとオファーがインプットされ、価格がマッチすれば自動的に執行される。

第三のモデルのように自動注文執行機能をもつシステムはハードCLOB (Composite Limit Order Book)として知られている(注文執行をス

ペシャリストやマーケット・メーカーに委ねるのがソフトCLOBである)が、伝統的な取引所システムを根底から変化させる、というよりはフロアを不要にし、スペシャリストの指値注文の付け合わせ業務を消滅させる、という意味で最も過激な改革案である。議会、一部の学者、メリル・リンチのような大手業者から支持されたが、当然、既存の取引所からの抵抗も強かった。このモデルは後にシンシナティ取引所において実験的に採用されることになる(後述)。NYSEは総合指値注文ブック・システムの導入を何としても避けたかったため、ハードCLOB構想に危機感を抱いた地方取引所とともにそれに対抗する市場間取引システム(ITS)構想を打ち出すことになる。

ITSは執行システムが分散化され、また必ずしも市場間での時間優先、価格優先が保証されないという意味で、NMSの当初のコンセプトからは

掛け離れていた。しかし、最終的にはこれがNMSの中心である注文回送システムとして採用されることになるから、現実のNMSは第一のモデルに近いといえよう。

NMSはどのような形に落ち着くにしろNYSEのフロアに他の取引所のディーラーがアクセスすることを容認することになるため、NYSEとしてはNMS自体が頓挫することを望んでいた。他方、NMSを厳密な時間優先、価格優先に基づく注文執行システムとして構想していた議会、SECにとってもITSを核としたNMSは決して満足のいくものではなかった。その意味では、ITSは政治的妥協の産物に他ならなかったのである。

(さが たかお・当研究所主任研究員)