

全米市場システムについて(下)

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 (以上前号)
- 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』

六、市場集中義務

NMSを構築していく上で、SECにとっても一つの重要な懸案は、会員が国法取引所以外での上場銘柄を売買することを禁止したNYSE規則三九四(後の規則三九〇、以下では三九四で統一する)の取り扱いであった。有名な一七九二年の「すずかけの木協定」においても会員以外での売買を禁止し、場外取引の禁止がはじめて問題となった頃(一九四一年)のNYSE定款第一六

全米市場システムについて(下)

条第八項にも同様の規定があるから、市場集中義務は理念としては取引所創設以来のものといえる。しかし、現実はこの規定違反が問題になったのは、一九四八年に店頭市場デイトラーであったブライス社(Blyth & Co.)がATTやGMなどNYSE上場一五銘柄を店頭市場において取引することを表明し、NYSEが会員宛に回状五二号を発行してからである。その後、五七年に規則三九四が設けられた。地方証券取引所の場合には、三四年証券取引所法により非上場取引特権(UTP)が認められているから、SECから認可を受ければNYSE上場銘柄を重複して上場することが可能である。地方取引所の取引の大部分はこの重複上場銘柄である。したがって、NMSの構築にあたって問題となるのは店頭市場におけるNYSE上場株の取引、いわゆる第三市場である。仮に第三市場がより良い気配を提示してい

ばそこに注文が回送される仕組みを創らなれば、「最良執行」は保証されないが、規則三九四がある限りNYSE会員は第三市場のマーケット・メーカーとは取引ができないのである。

NYSEの市場集中義務に対する一貫した主張は、それがオークション市場の深さと流動性を維持するために必要であり、仮に取引所のフロア外での注文執行を認めれば市場の分裂が生じ主要取引所の価格形成機能はダメージを受けることになろうというものである。この問題に対するSECの態度はどんなに遅くとも七一年の『機関投資家調査報告』以来はつきりしており、競争的な中央市場システムを完成させるためにはこの規則は撤廃されるべきである、ということであった。七五年証券改革法はSECに反競争的な規則のリストを九〇日以内に提出することを義務づけたが、そのリストの中には規則三九四も含まれていた。し

たがって、当時、一般にはすぐにSECがNYSEに対して規則三九四の撤廃を命じるものと予想されていた。しかし、予想に反して、SECは規則三九四の適用除外を徐々に広げ（まず、七五年に規則一九（C）一を設け委託注文の場外取引を認め、七七年にはいったんはすべての場外取引制限を撤廃する規則一九（C）一二を提案するが、その後採用を延期する）、最終的には八〇年六月に七九年四月二六日以降に上場された証券を規則三九四の適用除外とする証券取引所法規則一九（C）一二を採用した（これを「規則一九（C）一二証券」と呼び、八〇年代中頃で約六〇〇銘柄であった）。この規則が設けられてから、メリル・リッチは「規則一九（C）一二証券」の店内でのマーケット・メイクを試みるが、八三年には撤退する。他の業者の間でも、それに追従する動きは見られなかった。その理由は、NYSEの取引の大

部分は七九年以前に上場されたブルー・チップであり、「規則一九（C）一二証券」のような歴史の新しい銘柄のマーケット・メイクはコスト倒れに終わったからである。このように、SECによる市場集中義務の撤廃の手続きは必ずしも一貫したものではなかったが、結果的には漸進的なアプローチによりそのインパクトは小さなものであった。

ジョエル・セリグマンは、それまでのSECの方針を考えれば、規則三九四の撤廃に踏み切らなかったのはSECの最も重要な政策転換の一つであると述べている。それでは、その転換の理由は何であったのか。それは七五年証券改革法が手数料を自由化したことにある。NYSEは、それと同時に場外取引を禁止している規則三九四が撤廃されることになれば、ブローカーがNYSE会員に止まることのインセンティブは失われ一層深刻

な「市場の分裂」がもたらされると主張した。もちろん、議会、SECはこの主張をそのまま認めただけではないが、二つの基本的な規制を同時に撤廃するといかなる帰結がもたらされるかについて確信をもてなかったのである。これが規則三九四に対する必要以上に慎重にもみえるSECの漸進的なアプローチの理由であったと思われる。しかし、NYSEの悲観的な予想とは裏腹に、実際には手数料が自由化されるとともにNYSE上場銘柄取引のNYSEへの集中度は高まっており、SECはそれを見極めたうえで最終的な判断を下したのであった。

七、全米市場システムの構築

SECはNMSを構成する五つの要素として、
 (一) 総合取引通報システム(CTS)、(二) 総合

気配表示システム(CQS)、(三) 市場間取引システム(ITS)、(四) 指値注文の保護措置、(五) 全国的な清算・決済システム、をあげている。このうち、清算・決済システムはNMSのインフラ整備、またCQSが完成し、厳密に時間優先、価格優先に基づいてITSが動くようになれば指値注文も保護されることになるから、NMSを直接構成するのはCTS、CQSおよびITSということになる。

当時、NYSE上場証券で地方取引所あるいは店頭市場で取引されたもの（第三市場）についてはNYSEのテープに報告されていなかった。そこで、SECはこれらの市場を統合するための最初の措置として、これらの取引についての記録を同じテープに報告することを義務づけた。これが七六年四月から稼動した総合取引通報システム(CTS)である。これ自体はすべてのマーケッ

ト・メーカーを電子化された中央市場に統合するためのささやかな一歩にすぎなかったが、対象となる証券やマーケット・メーカーを決定するための最初のテストとなり、また誰がその機構の決定権を握るかを明らかにするという意味で重要であった。結局、これを管理する総合テーパー協会はNYSEとAmexが決定権を握ることになった。言うまでもなく、CTSは過去の取引記録の開示ではあっても、リアル・タイムの気配を表示するものではない。市場間連結、最良執行の保証にとって試金石となるのは、競合する異なるシステムが同じ銘柄を実際にかなる価格で取引可能かについての情報の流布であり、また最良の価格を示している市場へのアクセスを保証する仕組みの構築である。前者が総合気配表示システム(CQS)、後者が市場間取引システム(ITS)である。当時の気配情報の開示状況は、

全米市場システムについて(下)

が、地方取引所は主要取引所の「気配の模倣」(derivative pricing)を行っており、実際には同じ気配でより低い執行、清算コストで主要取引所と競争していたため、気配の公表したい意味がないことが明らかになった。また、第三市場のマーケット・メーカーは気配を手で入力して頻繁には更新していなかったため、それはしばしば信頼できないものであった。そこで、SECは八二年に気配表示に関する規則を緩和し、主要取引所だけが確実な気配の表示を要求され、地方取引所と第三市場のマーケット・メーカーは任意の株式についてののみ表示すればよいことになった。

CQSが最良の気配を表示している市場を示せば、そこに注文が回送されるのを保証するのが、七八年四月から稼働しはじめた市場間取引システム(ITS)である。ITSはスペシャリストとフロア・ブローカーが他の取引所のマーケット・

NASDAQは既に店頭市場について総合気配表示のシステムを稼働させていたが、取引所上場証券についてはNYSE、地方取引所、第三市場がそれぞれ独自の気配をつけていた。そして、NYSEは会員以外に気配情報を提供することを禁止していた。したがって、当然のことながら、NYSEは第三市場ディーラーの気配を含むCQSの実現には強硬に反対した。NYSEの懸念は、CQSがNYSE会員がフロアに注文をだすよりもマーケット・メーカーとして行動することを可能にして、NYSEそのものの衰退につながるのではないかということであった。

CQSは七八年一月によく実現をみる。当初、すべての取引所および第三市場のマーケット・メーカーは取り扱っている株式のそれぞれについて「確実な」ビッドとオファー、および気配株数を公表することを義務づけられた。ところ

メーカーがより良い気配を表示していればそこに注文を回送するシステムである。ただし、ITSでは時間優先、価格優先が完全には保証されていないことに注意する必要がある。ITSでは、最初に注文を受けた市場が最良の気配を示している市場に回送してもよいし、あるいは自己で執行してもよいことになっている。後者が選択された場合には、最良の気配の注文を先に出していた市場参加者にとり時間優先の原則が適用されなかったことになる。また、ITSが最良気配を表示する市場への自動回送システムではないため、より良い気配の市場があるのに故意にそれより劣る価格で執行される場合(これを劣後執行(trade through)という)もある。

ITSは最初、NYSEとフィラデルフィア取引所の間で一一銘柄を対象にスタートした。その後、Amexやその他の地方取引所が加わり、八二

年にはNASDの自動執行システムであるCAESとも連結された。このITS/NASDリンクケージは、初めて大手業者が上場証券のマーケット・メークを行う手段を提供することになったが、現実には八三年の中頃までにはこのような試みは放棄された。したがって、市場集中義務の撤廃と市場間リンクケージが、主要取引所と第三市場との競争を強め、マーケット・メーク能力を高めたとは必ずしもいえない。

八、シンシナティ証券取引所の 実験

SECはNMSの市場間注文回送システムとしてITSを採用することになるが、ハードCLOBそのものを否定したわけではなかった。とりわけ、議会では時間優先、価格優先に基づく

注文執行が保証されるハードCLOBに対する支持が強かった。こうした事情から、SECは七八年六月にITSを認可すると同時に、シンシナティ証券取引所に対して実験的にNYSE上場二〇〇銘柄を限度として完全に自動化されたシステムを稼働させることを認可した。このハードCLOB機能をもった全国証券取引システム(NSTS)は、フロアはもちろん、スペシャリスト、フロア・ブローカーも完全に排除するものであった。同システムは取引をすべて中央コンピュータを介して処理し人的要素をすべて排除したために、「ブラック・ボックス・システム」とも呼ばれた。

ITSでは注文はまず取引所に送られ、スペシャリストとフロア・ブローカーだけがITSコンピュータのコンソルにアクセスでき、注文執行は彼らの裁量に任かされる。それとは対照的

に、NSTSではブローカーとデイラーはオフィスから直接、システムにアクセスでき、しかも自動注文執行機能をもっているため、最も高いビットと最も低いオファーが自動的に付け合わされる、つまり最良執行が保証される。この意味で、NSTSは議会、SECが最初に「中央市場システム」を構想したときのイメージに近いといえよう。

この実験の帰結はどうであったか。NSTSは対象銘柄こそ七八年の三八銘柄から八三年の一八八銘柄まで増加させたものの、ブローカー・デイラーの参加は四社から最高で一〇社に増えただけであった。また、NSTS対象銘柄の売買高全体に占める割合も七八年の二%から八三年の〇・六%に低下している。八三年六月には最大手のメル・リンチが撤退し、シンシナティ証券取引所のハードCLOBの実験は失敗に終わった。

その原因は十分には明らかになっていないが、ノーマン・ポサーはマーケット・メーカーの重要性を強調している。すなわち、完全に自動化された市場は実現可能ではあるが、オートメーションそれ自体が市場を創り出すのではないことに注意すべきである。自己の資本をリスクにさらして市場に流動性を供給する専門的なデイラー(スペシャリストやマーケット・メーカー)を欠けば、しばしば生じる需給の不一致を埋めることは困難である。したがって、彼らが完全に自動化された市場への参加に消極的であれば、テクノロジは流動的な市場を創り出さないであろう、というのである。

しかし、この時点では自動注文執行機能に対する投資家のニーズがそれほど大きくなかったということが失敗の決定的原因であったと思われる。NSTSの売買の大部分は業者間の自己売買で

あったから、マーケット・メーカーが不在であったわけではなく、むしろ投資家の注文を集めることができなかったことが問題なのである。この点では、八〇年代後半から機関投資家の多様なニーズに対応して私設取引所（PTS）が次々と登場している現実をみれば理解されよう。その意味では、自動化取引所NSTSは登場する時代が早すぎたのである。

九、全米市場システムと『マーケット二〇〇〇』

九四年一月に公表されたSEC市場規制局の『マーケット二〇〇〇』は、七五年証券改革法以来の市場構造の変化をふまえ、規制体系全体の見直しの必要性を検討したものである。その基本的なスタンスは、市場間競争によって効率的で公正な

証券市場を実現していくというNMSの基本的コンセプトを支持したうえで、私設取引所（PTS）の台頭、オーダー・フロー・ペイメント、ソフト・ダラーなど、その後の新しい現象に対して規制当局としてどのように対処すべきかを検討している。

この中で、NMSに直接かわる問題は、PTSの台頭が新たな「市場の分裂」をもたらしているのではないかという指摘である。PTSは、売買高が少ないために三四年証券取引所法の登録免除を受けているアリゾナ証券取引所を別にすれば、SECがノー・アクション・レターという一種の行政手続きによって認可した民間業者の証券取引システムである。一部のPTSを除けば、そこでの取引は主要取引所において形成された価格にもとづいて行われている。八〇年代後半からこうしたシステムが台頭してきた背景には、

機関投資家の資産運用額がますます増加するにつれて、ブロック取引、またパッシブなバスケット取引が急増してきたことがある。また、供給サイドの条件として、急速な技術革新によって業者のトレーディング・サービスのコストが大幅に低下していることがある。機関投資家のブロック取引やバスケット取引にとっては、最良の気配（価格）での執行よりも匿名性や注文執行の迅速性に対するニーズが強く、伝統的な取引所のオークション・システムでは十分には対応しきれない。これらのニーズに对应しているのが、八六年にインスティネット社が開始したCrossing Networkや、翌八七年にジェファリーズ社とバー・ローゼンベルグ社が開始したPositのようなクロッシング・システムである。また、小口注文についても、マードック社のようにCQSの最良気配での執行を保証しているシステムがある。これらのPTS

の登場は、「最良執行」がかったように必ずしも「最良の価格での執行」を意味するものではなくなり、そのような多様なニーズに応えるシステムが台頭してきたことを示している。

NMS自体は異なる市場システム間の競争を前提としているから、その結果としてシステム間のシェアが変動することはあらかじめ予定されている。したがって、仮にある市場のシェアの低下が顕著になったからといって、それを「市場の分裂」と呼ぶことはもともと定義に反するし、SECもそのようなことを問題にしている訳ではない。

それでは、私設取引所（PTS）の何が問題なのか。それはPTSがNMSのネットワークの外部で成長していることである。たとえば、第三市場、PTS、海外での米国株の取引はITSの対象外であり、これらの市場の成長はSECにとっては新たな「市場の分裂」を意味するといってよ

い。したがって、これらの市場を再びNMSに統合する方策を検討することが『マーケット1000』の主要課題の一つであったのである。

【参考文献】

- Blume, M. E., et al. [1993], *Revolution on Wall Street*.
Davis, J. L. [1985], "The Intermarket Trading System and the Cincinnati Experiment", in Amihud Y. et al. (ed.), *Market Making and the Changing Structure of the Securities Industry*.
Poser, N. S. [1981], "Restructuring the Stock Markets: A Critical Look at the SEC's National Market System", *New York University Law Review*, vol. 56, Nov. -Dec.
Securities and Exchange Commission [1994], *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*.
Seligman, J. [1982], *The Transformation of Wall Street*.
Wells, C. [1975], *The Last Days of the Club*.
佐賀直雄 [1991]『アメリカの証券業』東洋経済新報社。
同 [1993]『アメリカ証券業の危機と制度改革』『証券研究年報』(大阪市立大学) 第八号, 一二月。
証券問題研究会 [1978]『アメリカ証券市場の構造変化と諸問題』

(なが たかお・世研究所主任研究員)