

アメリカの新しい注文取扱ルールについて(上)

中村俊夫

一、はじめに

アメリカSECは一九九五年九月、証券業者の投資家注文の取扱いに関する三つの提案を行って各界コメントの勧誘に乗り出し、昨年八月その中の二つを採用、一つは採用を断念して延期した⁽²⁾。採用したのは「表示ルール」(Display Rule)と「気配ルール」(Quote Rule)であり、断念したのは「価格改善ルール」(Price Improvement Rule)である。

SECは三提案をを総称して「注文執行義務」(Order Execution obligations)と名付けた。つまり、SECが「全国市場システム」構築の作業をほぼ終えたのが一九八〇年代始め頃とすれば、約一五年ぶりに株式取引の現場に手を延ばし、改革に乗り出したのである。業界では、もっと平易な言葉で「注文取扱いルールズ」(Order-handling rules)と呼んでいる。

今年一月一〇日から改正規則が発効しており、NASDAQ銘柄については、最も流動性の高いマイクロソフトなど五〇銘柄で一月二〇日から開

始されたが、銘柄数を段階的に増やして八月一杯で五〇〇〇銘柄以上に適用するスケジュールになっている。しかし、多くの業者と電子通信ネットワーク(electronic communication network)以下ECN)にとって五〇銘柄でもシステム変更が間に合わず、気配更新の手間もぐっと増えたので、SECに導入スケジュールを緩めるように陳情する騒ぎになっている。

新規則は簡単にいうと、マーケット・メーカーが自分の出した気配(確定気配であり、数量共)より良い価格の顧客指値注文を受けたら、速やかに公表した気配を改めなければならない。また、マーケット・メーカーと取引所スペシャリストは、公表した気配よりも良い注文をECN (In-ternet, Bloomberg TradeBook, Island, Terra Nova Trading など) に投入するときは、公示した気配を修正しなければならないのである。

インベストメント・デベロッパーズ・ダイジェスト誌(二月一〇日号)の⁽³⁾記事によれば、業者達は、今回の新規則の影響はSECが想定する以上のものになるとみているようである。業者の利益マージン(スプレッド収入)の縮小、これをカバーするための新たな手数料付加、小型の不活発銘柄に対するマーケット・メーカー減退と中小企業の資金調達難、インスティテットなどのECN間の競争激化などである。何千ものOTC銘柄のマーケット・メーカーを専業のようにしているホールセール業者が最も打撃を受けるとみられる。かれ等の取引高の約三〇%が指値注文のものという。公示された最良売・買気配の内側の価格で投資家が指値注文を発注すれば、それが市場全体に伝わるので取引成立の可能性は高いし、それ自体がスプレッドの縮小を意味している。NASDAQ Qによれば、適用五〇銘柄の気配スプレッドは、

新規則実施直前二〇日間の〇・三六ドル(中間値)から、一月二〇日〜二八日の一週間で〇・二四ドルとなり、三五・五%縮まった。

スプレッド縮小は投資家にとって有益であるが、業者の採算は厳しくなる。新規則は、従来兎角不透明であったNASDAAQ気配を気配表示慣行の改革を通して、また一部顧客に対する優遇を止めさせて全投資家に対し公平にすることによっている。しかし、一方では市場を駄目にし、流動性が失われるという業者の声もあり、今後の展開をみなければならぬ。かつてSECが、全米市場システム構想の仕上げの「適格証券」を推進し、一九八二年NASDAAQ銘柄につき少数の銘柄から始めて次第に広く直近取引を九〇秒以内で公表することを義務付けたときも、店頭業者の猛反対があった。しかし、結局これが市場透明性を

慣行が生まれ、対応が迫られていた。

しかしもっと大きな目でみれば、一九七〇年代前半の時期に全国市場システム構想を立て、これを実現するには分裂した市場間で競争させることこそ成否を分ける最重要の鍵であり、支配的地位のNYSEに対抗する競争相手として誕生間もないNASDAAQ市場(特に第三市場)を支援育成することは、議会とSECの暗黙の諒解のようなものであって、可成り保護的な態度で臨んできたと思う。しかし、今日のように大発展した以上、近年のSECは、これを本格的市場として厳しく扱う方向に転換した一つの表われとみる事ができる。

以下では、まことに膨大なページ数になっている昨年八月の規則採用リリースに基づいて、今回の新規則を若干解説してみよう。

高め、今日のNASDAAQ市場の隆盛をもたらしたとされる。果して今回の措置が、その再現になるかどうか。

このSECの規則改正は、一九九四年五月の二学者によるマーケット・メーカーのスプレッド談合疑惑、その後の訴訟や各種調査(NASD、司法省、SEC)とは直接には関係しない。ある店頭ディーラーがロビイストを雇って議会有力者に規則不採用を訴えたことが伝わっているが、調査では「スプレッドの共謀的増幅」が立証された段階では、到底聞き入れて貰える筈はない。

新規則は実際には、SEC市場規制局の「マーケット二〇〇〇」(一九九四年一月)の中で指摘され、何らかの是正の必要を表明していた線上的ものである。全国市場システムを構築する過程で業界に譲歩したり、徹底できなかった部分があり、また技術の発達でECNのような新たな取引

二、注文取扱ルールの内容

SECは提案リリースの冒頭で、「議会が一九七五年改正法の中で採用した全国市場システムの構想(vision)は、これまでわが国市場に立派に貢献し、いかなる尺度から見ても世界で最高に公正で効率的な市場システムを育成してきた。」「今やかつてない程、投資家は市場全体にわたり最上の値段で注文が執行されると期待できるようになった。」と書く。実は日本のわれわれもそのように思い勝ちであったが、現実には必ずしもそうではないことをSECは明らかにしてゆく訳で、これを改善して全国市場システムの目標にいつそう近付けようというのが、今回の注文取扱ルールの基調である。

(一) 表示ルール

採用された表示ルール⁽⁷⁾は、次のことを要求している。

取引所スペシャリストと店頭マーケット・メーカーは、自ら唱えている売・買呼値を改善することとなる価格の顧客指値注文を受けたならば、その価格と注文全量を直ちに公表すること。また自らの売・買呼値と同値、全国的最良値である売・買呼値と同値であって、自らの売・買呼値にかかると数量に比して一定割合以上の指値注文である場合は、その注文全量を直ちに公表しなければならぬ。

これには例外を設けており、(一)注文を受けて直ちに執行される場合。これは当然のことである。(二)注文表示をしないよう明瞭に要求している顧客から受けた注文。(三)端株注文。(四)大口注文(一万株以上または時価で二〇万ドル以上)の場合。

総じてこの新規則は、「隠された」指値注文("hidden" limit orders)として巷間取沙汰されてきた問題に決着を図ろうとするものである。

例えば、NYSEスペシャリストは気配改善となる指値注文を約五〇%しか表示しておらず、NYSE規則も曖昧に扱われていると一部学者が主張していた⁽⁸⁾。しかし、NYSEはSuper DOT(注文回送システム)でスペシャリストに伝わった気配改善指値注文の九三%は二分以内に、九八%は五分以内に気配更新によって反映されていると主張しており、概してSECも、NYSEについては規則、ポリシーとも余り問題がなかったとみている。

問題は店頭市場の方にあり、NASD規則は指値注文が最良気配を改善するものかしないものかにかかわらず、マーケット・メーカーに対してその表示を要求してこなかった。マーケット・メー

合。ただし顧客が注文表示を要求している場合は除かれる。(五)注文を受けて直ちに取引所または協会がスポンサーであるシステム、またはECNに転送する場合。これらシステムやECNは後述する気配ルールを遵守するものに限られ、したがって表示ルールが適用される。(六)注文を受けて表示規則を遵守する他の取引所会員または店頭マーケット・メーカーに直ちにその注文を引き渡す場合。(七)一括執行注文(all or none order)⁽⁹⁾である。

以上の表示ルールを読む上で注意すべきことは、アメリカでは気配は価格のみではなく数量をも合わせて意味することであって、今回明文によって、業者気配と同値であってもその指値注文数量を、表示している気配に加えることを要求した。執行時には、それが業者の分よりも優先することになるわけである。

カーはNASDAQに表示された最良気配が指値に到達したときに始めて指値注文を執行する。この状態が近年幾分改善されて、一九九四年に業者がその顧客の指値注文に先立って自己取引することを禁止し、九五年には他の業者から受けた顧客指値注文についても同様とした。NASDの小口注文執行システムであるSOESは、最良気配の内側の値段である指値注文を出しても成行注文として取り扱い、すぐ執行されてしまう。そうでない指値注文のファイルは、マーケット・メーカーだけが見られる。SOESは、指値注文が投入される成行注文と交渉し合う機会を与えていない。

SECは、全市場に統一的指値注文表示要件を課すことにより、市場参加者はより正確な売買需要を知ることになり、指値注文の取引成立機会が増えるし、ディーラーの関与なしの指値注文の執行も可能になるとする。したがって、①気配間の

競争が増進され、②気配スプレッドが縮小し、③小口注文を最良気配で自動執行するため市場が提供している各システムも、指値注文の表示により従来より有利に執行されるようになる、SECはみてくると認めてもよい。

(注)

- (1) Securities Exchange Act Release No.36310“Order Execution Obligations”, September 29, 1995 (Proposing Release)
- (2) Securities Exchange Act Release No.37619“Order Execution Obligations”, August 29, 1996 (Adopting Release)
- (3) Jed Horowitz “Tough Love”, Investment Dealers’ Digest, February 10, 1997
- (4) 本誌第三七巻第一号(一九九五年一〇月)四〇―四三頁。
- (5) ただし、SECは一九九六年八月の採用リリースの中で、新規則を採用する上での重要性を強調するため、SECと司法省のNASDの市場調査結果に触れてその主張を補強している。
- (6) Wall Street Journal “A Fairer Nasdaq? SEC

Approves Its New Rules”, August 29, 1996, P. C1
(7) SEC規則(三四年法関係)一一A―一四(顧客指値注文の表示)

(8) 前掲のEC採用リリース、注四六。

F. McInish & R. Wood “Hidden Limit Orders on the NYSE”, Journal of Portfolio Management, Spring 1995.

論文の著者達は、最終稿の前の段階でNYSEとSECに調査結果を伝えており、このためNYSEは会員に指値注文の取扱に注意を促し、SECも「マーケットニ〇〇〇」(M-15)を取り上げていることに触れる。他にも同問題を扱った学術論文があることについては、注六〇参照
G. J. J.

(なかむら じゅん・世研研究所主任研究員)