

# アメリカの新しい注文取扱ルールについて (下)

中村 俊夫

## 目次

- 一、はじめに
- 二、注文取扱ルールの内容
  - (一) 表示ルール (以上第三七巻第五号)
  - (二) 表示ルールの業界への影響
  - (三) 気配ルールの改正
    - ① ECN修正
    - ② 新しい定義

## (承前)

### (二) 表示ルールの業界への影響

前回(本誌本年五月号)は、SECが昨夏採用した二つの規則改正の一つである「表示ルール」(指値注文ルールともいう)を説明した。NASDAQ銘柄については、今年一月二〇日から段階的に適用銘柄数を増やして八月末で全銘柄約五千に適用された。取引所取引銘柄については直ちに適用されたが、NASDAQ銘柄の方で従来の注文取扱い慣行と差があつて衝撃が大きいため、段

階的实施になったのである。SECは、この間業者が規則の遵守に習熟するための猶予期間が必要とみて、非公式に違反を大目に見ていた (brace period) らしいが、九月に入って今後は十分に監視することを宣言している。

さて、前回この規則改正による業界への影響が大きいとする見方を少々紹介したが、確かに此のところ三つ程新しい動きが出ているようだ。第一にオーダーフロー・ペイメント (リベート) の減少であり、これが小型ブローカー業者、特にオンライン割引業者に影響して、例えばE\*トレード社で一取引平均八・一八ドルから六・四二ドルに低下したという。スプレッドの縮小その他マーケット・メーカー (以下MM) の取引採算が厳しくなり、注文を出すブローカーにリベートを多く払えなくなったのである。今後二年間で、オーダーフロー・ペイメントは殆んど無くなるとも云

われる。

第二に、大型MM達が取引銘柄を整理縮小する動きである。メリル・リンチ社が九月に入り取扱NASDAQ銘柄数の四〇%に当たる三五〇銘柄から撤退して、五〇〇銘柄にした。ベア・スターンズ社も前から取扱銘柄の撤退を始めて二〇%削減し、四〇〇銘柄にした。これらは取引の少ない地方銀行株などであり、主要顧客の関心の高いハイテク株などに注力して投下資本と人員を節減し、採算を維持しようということのようだ。

第三に、電子通信ネットワーク (ECN) 間の競争激化の兆候である。ベア・スターンズ社が新たなECNシステムの設立計画を進め、他のMMであるゴールドマン・ザッシュ社やスミス・バーニー社が合併出資者として参加するようである。他にもスペア・リード・ケロック社やプラス社 (ソフトウェア会社) が設立計画を進めている。

現在SECが承認しているECNは四つ (Instant, Bloomberg TradeBook, Island, Terra-nova) であるが、次第にMM達が自前のまたは出資者としてECNを持つようになりそうだ。MMが、公示している気配より有利な価格の指値注文をECNに投入して取引してきたことをSECが問題にし、新規則はその場合公示気配を改めることを要求したが、注文の匿名性は維持できなくなった。SEC承認のECNに注文を投入すれば、そのシステムは規則に合わせてソフトを変更済みなので規則遵守に頭を使う必要がない。ECN経由で成立する取引は全NASDAQ取引の二〇%といわれるが、MM達が自前のECNを持てば利用料 (注文表示料と執行料) の節約となり、ベア・スターンズ社のように清算業務を兼業していればブローカー業者の注文を引き付けて利用料を安く提供することができる。今後、ECN

経由取引の割合はさらに上昇し、ECN間の競争が激化する方向のようである。

### (三) 気配ルールの改正

「気配ルール」(Quote Rule) は壮大な全国市場構想の最重要要素の一つであり、証券取引所とNASDAQが会員業者の最良の確定気配 (価格と株数) を集めて、リアルタイムで広く公表することを義務付けるものである。しかし、この気配ルールの当初の構想は必ずしも円滑に実現せず、いわば虫喰い状態になっていたところに、技術革新によりECNが出現して不完全性が明白になったため、もう一度NMS構想の初心に帰ろうという改正といえよう。前回説明した「表示ルール」(Display Rule) も、気配ルールを広く捉えればその一部である。

## ① ECN修正

ECNは、その加入者が注文を投入すれば他の加入者が画面上それを眺められ、電話を使わなくても加入者間で端末により簡単な取引交渉ができて、自動執行が可能なシステムである。取引所市場またはNASDAQ市場の補完施設のようにして運営される。このECNは、総合気配システム(CQS)やNASDAQに気配を伝える義務がなく、したがって公表されない。このため次第に「隠れた市場 (hidden market) の状態になり、二層市場 (two-tier market) の問題が生じてきた。取引所スペシャリストやNASDAQのMMが加入し、公示している最良気配よりもさらに良い気配を投入して、他のECN加入者(主に機関投資家)と秘かに取引されることになる。

SECがNASDAQ市場で調べたところ、INSTINETのMM気配の約八五%がNASDAQレッドを拡げるためである。ブローカーは、公示される総合気配をもって顧客注文執行の基準にし、機関投資家と取引価格を決める場合の出発点にする。したがって、公示気配の信頼性を高め、二層市場を何とか無くさなければならぬのである。

このため、SECはECNに対し、①OTCI MMまたは取引所MMが投入した最良気配を公示気配システムに伝達して広く伝播すること、②加入者でないブローカー/ディーラーであっても、それらMMが投入し、ECNが広く伝播する注文と取引することを可能にすることを要求した。SECはこれを「ECN修正」と呼んでいる。ECNに新要件を課したので、MM達の気配変更は要件を満たすECNに投入するだけで規則を遵守したことになる。機関投資家やMMでない者が直接にECNに最良気配となる注文を投入してもそれ

AQ公示気配より良い価格であり、Select Net (NASDAQが運営するものであるが、SECはECNとみなしている) の場合では、それが九〇%であった。INSTINETで成立した取引の七七%、Select Net取引の六〇%が公示された売・買気配のスプレッドの内側の価格で成立していた。これらの取引の約九〇%が、少なくとも一方の側でMMが相手方として参加していた。

この状況は、公示された総合気配情報の信頼性と完全性を損ねるものであり、一般投資家が最善の注文執行を望んでも、ブローカーがECNに加入していなければ不可能であって、ブローカーの「最良執行義務」の遵守が大変あやふやなことになる。また、NASDAQ銘柄の公示気配スプレッドが拡がる傾向が生じた。ECN加入MM達が、注文を誘引する目的で公示する気配のスプ

等は公表されない。これは従来から気配ルールの範囲とされていないからであるが、今後SECが検討するとしている。なお、新規則を明確にするためECNの定義付けを行っている。

## ②新しい定義

この項は定義の修正というような地味な標題になるが、始めに「虫喰い状態」と評したような気配ルールの実施後に後退した部分を見直して、当初のNMS構想に近付ける試みといえよう。

SECが証券界に対し、全国の市場センターから気配を集め、業者間および投資家が利用できるようにして市場間競争を促進し、最善の価格で取引できるようにするCQS創出のために取組みを開始するのは一九七二年である。その後七四年、七六年、七七年と提案を繰り返して七八年一月にやっと気配ルールが採択された。全てのブローカー/ディーラーは、最良気配を株数と共に所属

取引所または協会に速やかに通報する義務が課され、その気配は確定気配 (firmly) 直ちに取引に応じる義務を負う) でなければならぬとする。各市場センターから信頼できる気配情報が集まることで、始めて自主規制機関などが設置するCQ Sの自立的な運営が可能になる。

しかし、翌七九年には気配の強制的通報義務を一部の地方取引所とOTC-MMに対し免除する。ある報告銘柄の取引高の1%に満たないような場合には、規則遵守コストが期待される競争上利益に釣り合わないのである。そしてさらに、八二年には規則改正に乗り出し、一九c-三銘柄(一九七九年四月一六日以降に上場された株式で、取引所の場外取引制限がない銘柄)の取引高の1%未満であるOTC-MMと取引所にも気配通報を任意とし、一九c-三銘柄でない銘柄は、その銘柄につき「主要市場(primary market)

に該当しない場合に気配通報義務を免除することにした。任意の通報は問題ない。したがって、非一九c-三銘柄は取引所取引証券であっても主要市場を自ら形成しない限り全く任意とされた。

SECとして、このような後退を余儀なくされたのは意外であつたらう。中央取引所(NYSE, Amex)、地方取引所と第三市場がそれぞれ最良気配を伝播することで市場間競争が行われ、投資家が利益を受ける筈であつた。しかし、業者が最良気配を出しても中央取引所スペシャリストが同じ価格に変更するなどして注文の流れは一向変わらず、結局規制遵守だけの目的でおぎなりの気配を出したりした。

しかし、気配ルールの採用そのものは大きな前進だったのであり、中央取引所スペシャリストは担当銘柄の大部分につき継続的に気配を情報ベンダーに提供していたが、それは確定気配でなかつ

たのであり、地方取引所スペシャリストや第三市場MMは殆どそのような努力を払っていなかった。顧客の問合せがあつたときだけ気配を教えた。というのは、ブローカーが小口や中口の注文を直接中央取引所に送る市場環境であり、所属機関が気配を常時情報ベンダーに送ることは、コスト的に引き合わないと考えられていたのである。この八二年改正から約十五年経って次のように改正された。

第一は、「対象証券」(subject securities)の定義の改正である。一九c-三銘柄でない株式であっても、OTC-MMと取引所は取引高の1%以上に該当すれば継続的気配公示が強制されることになった。上場証券は場外取引制限が適用されない一九c-三銘柄と非一九c-三銘柄に分かれるが、一九c-三銘柄では例えば総合大証券のような場合店内自己向け取引が可能であり(inter-

nationalization) 店内化)、気配が公示されない儘取引されると市場間競争が阻害されるとして、1%以上の市場センターに気配通報を強制してきた。これを全上場証券に拡大したのである。SECの調査によれば、一九c-三銘柄はずっと昔より増えて全体の60%に達し、第三市場取引も増大したから、従来の通報義務上の差異は不相当であるとされた。

第二に「OTC-MM」の定義の修正である。NASDAQに登録するMMだけでなく、顧客に対して自己勘定で継続的かつ定期的に売付け、買付けることを明示するディーラーもその範囲に加えた。これも店内化であり、従来気配公示義務が課されていなかったが、重要な市場参加者全ての気配公示が市場透明性を向上させるとする。

第三に、「範囲証券」(covered securities)の定義の新設である。NASDAQ証券には一定の

基準に合致し、直近取引が即時公表されるNMS証券とそうではないSmallCap証券があるが、これを取引するOTCMMと取引所スペシャリスに対し、気配通報・公示義務を課すものである。この種銘柄も非常に増え、取引需要も多く流動性が増したとSECが見做したためである。

(注)

- (1) "Reduced payment for order flow put the bite on on-line discounters", Investment Dealers' Digest, September 1, 1997
- (2) "New rules on Nasdaq press firms", Wall Street Journal, September 9, 1997
- (3) "Bear Stearns signs up partners to launch new ECN system", Investment Dealers' Digest, September 22, 1997
- (4) SEC規則(三四年法関係) — A c — (c)
- (5) SEC規則(三四年法関係) — A c — (a)
- (6) SEC規則(三四年法関係) — A c — (a)
- (7) SEC規則(三四年法関係) — A c — (a)
- (8) の新設

(ECNの定義)

ECNの語は、取引所MMまたはOTCMMが投入した注文を第三者に広く伝播し、そのような注文の一部または全部の執行を許す電子システムを意味し、次のシステムを含まない。

①多くの注文を一回または数回ECNが(算式または派生価格方式により)決める価格でクロスし、その回以外では参加者直接のクロスまたは執行を認めないシステム。

②OTCMM若しくは取引所MMによりまたは代わる者により運営され、顧客注文を主にそれらMMの自己勘定(無リスクの自己勘定以外)により執行するシステム。

(6) この辺の事情は、一九八一年二月二十七日に出された気配規則改正提案シリーズに詳しい。(取引所法シリーズ No. 一七五八三)

(なかむら としお・当研究所主任研究員)