

マーケット・メーカー制と顧客指値保護

— アメリカでの展開を踏まえて —

清水 葉子

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

ただいまから本日のミニ「資本市場を考える会」を開催させていただきます。

今日は、ご案内しましたとおり、福井県立大学で講師を務めていらっしゃる清水葉子さんに「マーケット・メーカー制と顧客指値保護——アメリカでの展開を踏まえて——」と題してお話をいただくことになっております。このミニ「資本市場を考える会」は、私どもの専任研究員や外部の客員研究員の皆様から、研究成果を業界にフィードバックしていただくことを趣旨として開催しているものでございます。

お配りした履歴にありますように、清水さんは、私どもの大阪研究所に長年お勤めになられ、二〇〇一年三月末に退職をされ、福井県立大学に移られました。が、その後も客員研究員として研究所の諸活動に積極的に参加していただいている方です。多くの研究テーマの中のひとつとして継続的に取り上げられていらっしゃるのが、「市場の売買執行の問題」であります。御存じのように、市場の売買執行には「クオート・ドリブン」と「オーダー・ドリブン」という二つの方式がありますが、これらを市場間競争の中でどのように組み合わせていくかが課題であります。また、顧客が

らの指値等の注文を、顧客である投資家のために最も有利になるように執行することを保証するにはどうすればよいか、という問題がありまして、アメリカでは、今日のお話にも出てくると思いますが、相当前からこの問題をめぐって種々の改革が行われてきました。

さらに、最近、日本においても、証券市場改革第一弾の一部として、店頭市場であるジャスダック市場のマーケット・メーカー銘柄の小口注文については、顧客指値保護に配慮した規則改正が既実現しているところでございます。

それでは、どうぞよろしく申し上げます。

ただいま御紹介にあずかりました清水葉子でございます。

今日は「マーケット・メーカー制と顧客指値保護」というテーマでお話申し上げたいと存じます。

す。ただいまの御紹介でもございましたとおり、日本でも、ジャスダック市場でマーケット・メーカー制が定着してまいりましたし、それから九〇年代の後半頃から市場間競争というコンセプトが日本の市場にも導入されてまいりました。その結果として、マーケット・メーカー制の市場、すなわちディーラー市場での顧客指値保護をどのように考えればいかといった問題が出てきているのではなからうかと存じます。

この問題を考えますときに、私もやはりマーケット・メーカー制の大先輩でありますアメリカのナスダック市場に倣って工夫を重ねていくと致しますので、今日はナスダック市場での顧客指値保護の経緯というのを改めてお話し申し上げます、その中で日本での市場改革を考える上でのヒントになることがないかを見てまいりたいと思います。

一、はじめに

今日お話しいたします、ディーラー市場での指値保護の強化は、ナスダック銘柄をめぐるいわゆる市場間競争に大きく影響しております。アメリカでは、電子市場であるECN、あるいはATSと呼ばれるような、日本のPTSに当たる市場がずいぶん取引高を拡大してきております。ナスダック銘柄の取引でECNが拡大してきている様子は、具体的に後ほどグラフでごらんいただきましたと思いますが、この背景に、ナスダック市場における顧客指値保護の強化があるということを今日はまずお話し上げたいと思います。

後ほどもう一度触れますが、オークション市場は、基本的には顧客の指値が市場に入ってまいりまして、これが時間優先、価格優先の原則に従っ

てつけ合わせされる市場です。したがって、当然、劣った指値がすぐれた指値を飛び越して執行されるといようなことがないように市場が設計されておりますし、また指値の優先順位を厳格に守ることが市場の効率性を維持するためのもっとも基本となる原則になっていると考えられます。

これに対して、ディーラー市場は、ご存じのとおり、マーケット・メーカーがそれぞれ気配を出して、その気配同士の間で競争を行います。したがって、顧客は基本的に成行注文を出すという設計原理です。もちろん現実には指値注文も入っておりますが、本来は気配競争が設計原理になっているわけですから、ここに顧客指値が入ってきたときにこれをどう取り扱うかという問題は、ディーラー市場の原理的な設計には内在しないと考えられます。にもかかわらず、アメリカではディーラー市場において顧客指値保護が強化され

てきております。また、これを背景として（皮肉なことに）ECNが拡大してきたと考えられるわけです。ナスダックは、当然ECNの拡大に危機感を感じますので、このたび、スーパー・モニタージユと呼ばれる新しいシステムを稼働して、ECNとの競争に立ち向かおうとしていると考えることができます。

今日は、ECNの拡大の様子、その背景となった顧客指値保護の強化とその意味、それからスーパー・モニタージユの始動とその意味という順番でお話を申し上げたいと思います。

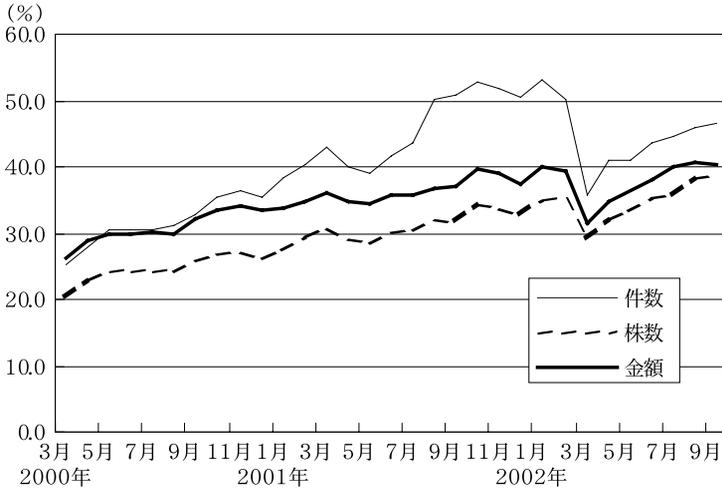
二、ECNの拡大と指値保護

まず、ECNについては紹介がたくさんあり、ご存じのとおりです。日本のPTS規制と少し違っておりますが、アメリカでは、ATSあるいは

はECNと呼ばれる電子市場は、定義上は取引所と全く同一と位置づけられておりまして、その上で市場運営者が取引所登録を選ぶのか、それともATSとなつて証券会社として規制されるのか、どちらでも選択可能となっております。取引所とATSとの違いは自主規制を行うかどうかということですから、市場運営者が自主規制を行つて取引所となるのであれば取引所登録を選び、自主規制を放棄するのであれば別途定められています。ギユレーションATSという規則に従つて、ちょうど日本のPTSのような感じですが、証券会社として運営するということになっております。

今日申し上げますECN、エレクトロニック・コミュニケーション・ネットワークというのは、ATSの一カテゴリーでありまして、九七年に導入されましたオーダー・ハンドリング・ルール（資料ではOHRと略記）というルールで定義さ

図表1 ナスダック銘柄の売買に占める ECN のシェア



(出所) ナスダック発表資料

れたものでございます。ATSには株式を取り扱うもの以上に債券を取り扱うATSが多く、ATSは全部で数十あるとされておりますが、この中で主にナスダック銘柄の株式を取り扱う電子システムについて別途定義を設けてECNとした上で、ナスダックに気配接続をする定めになっております。これをECNと呼んでいるわけですが、少々入れかわりがございますものの、十社程度が活動しております。

このECNがアメリカで大変な拡大を見せているわけですが、そのシェアの増加の様子は図表1のグラフをごらんください。シェアの拡大が一番はつきりしているのは件数の伸びでありまして、二〇〇一年の後半頃からは五〇%を超えてしまっております。新興の電子市場であるECNがナスダックのマーケット・メーカーをしのごくシェアを占めるようになったことが見てとれまし

て、ナスダックの危機感たるや大変厳しいものであろうと推測されるわけです。ただ、このグラフでは二〇〇二年の三月前後を境にシェアが落ちていることにお気づきかと思えます。これについては、また後ほど触れたいと思いますが、これは統計報告上の形式的な現象で、ECNの取引高自体が減少したわけではありません。その分を勘案しますと、依然としてECNは五割を超えるシェアを維持しているということになります。このECNの急拡大の原因は何だったのでしょうか。

ECN拡大の要因として三点を挙げることができます。一つ目は、まずECNの技術的な優位性です。これは、例えば執行のスピードが既存市場の大型コンピュータよりすぐれているとか、優秀なマッチングエンジンを利用して、注文の処理方法が高度であるため複雑な注文処理が可能であるとか、システム構築コストが低いため手数

料が安いとかといった、ECNの技術的な優位性を指しています。これが既存市場をしのいでいる第一の理由であります。

第二の優位性は、九八年以降は消滅したと考えられますが、ECNの規制面での優位性を挙げることができます。ECNは、いわば取引所類似施設のような形で運営されていて、九八年まで十分な規制が存在しなかったために、例えば取引所とほぼ同じ市場機能を果たしているながら、売買監視や取引記録といった負担を負う義務がない、システム・キャパシティを十分確保する義務がないといったことを指します。これについては九八年に正規のATS規制が導入されたので、この二番目の規制上の優位性はほぼ消滅したと考えてよいと考えられます。

それから三番目が、今日お話しする、ナスダック市場での指値保護強化ということでありませう。

ECN拡大の要因として、これはあまり取り上げられなかったように思われますが、この指値保護強化がECNの拡大を後押しした面も大きいと考えられます。つまり、ナスダック市場で指値保護が強化されたことが、ナスダック市場（デーラー市場）とECN（オークション市場）との間の競争条件を変えたと見ることができるところです。ここから本題に入るわけですが、ナスダック市場での指値保護がどのような経緯で成立してきたか、それがECNとの関係にどのような変化をもたらしたかをまとめてお話ししたいと思います。

三、ナスダック市場での指値保

護 (一)

(マニング・ルール)

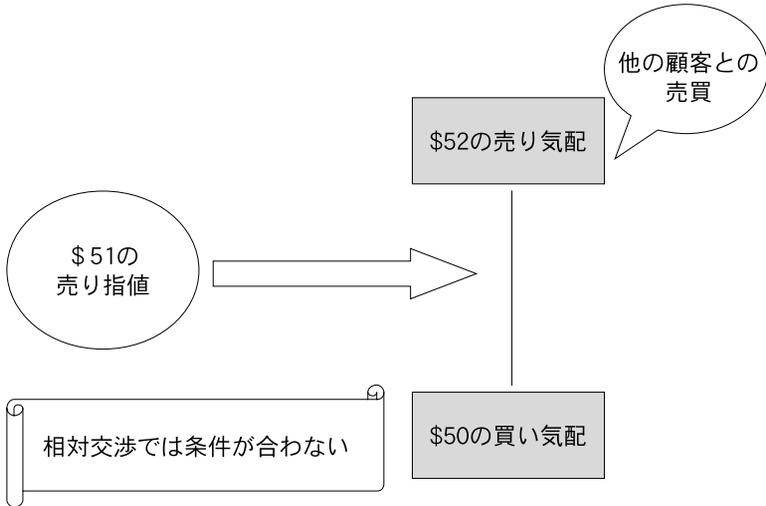
ナスダックで顧客の指値保護が初めて問題にな

りましたのは、一九八五年に、マーケット・メーカーであるハットン社に対するNASDの処分を発しており、このときのハットン社に注文を出した顧客が、ウィリアム・マニングという人だったものですから、後に導入されたルールがマニング・ルールと呼ばれるようになったことはご承知のとおりかと思いますが、その経緯を見ていきます。

この経緯を簡単に図示いたしましたのが、次の図表2です。

数字は見やすいように仮想的なものにかえておきます。ハットン社の気配は、下が五〇ドルの買い、上が五二ドルの売りです。ここに顧客ウィリアム・マニングが五一ドルの売り指値注文を入れてきました（左の丸い囲み）。ハットン社としては、顧客注文の条件が自分の買い気配と合致しませんので、この指値注文を執行いたしません。マー

図表2 マニングとハットンの関係（モデル図）



ケット・メーカーには条件の合わない注文の執行義務は原理上はありませんので、執行しなかったことには問題はないということになります。ところがハットン社は、一方で、上側に五二ドルの売り気配というのを立てております。これはマニングの指値より高い価格の売り気配でありまして、この売り気配で、他の顧客（図の右の吹き出し）との取引を行ったというのが、この経緯でございます。顧客マニングは、マーケット・メーカーが自分の注文を執行せずにおいて、一方で自分の指値より高い売り気配で他の顧客との間で取引を行ったことに対して申し立てを行ったわけです。

図表3が実際の詳細な事実関係ですが、これはちょっと飛ばして、次に参ります。

NASDは、これを受けてハットン社を勧告処分いたしました。NASDの主張は次の二点です。ハットン社は顧客指値に先立って、それより

図表3 ハットン社処分の事実関係

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・クォート（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。Hutton 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有利な（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。

（出所） Securities and Exchange Commission, Release No.25887. July 6, 1988.

も有利な売り気配で自己売買を行った。これは顧客 Manning との間に利益相反を生じている。NASD の公正慣習規則では、顧客に対する信任義務というのを定めているわけですから、これに反することをしたということで勧告処分処するということですが、これに対して、ハットン社とそれから業界団体であります S I A が反論をいたします。

ハットン社は次のような三つの点で反論をいたしました。顧客の指値というのはマーケット・メーカーの気配と合致すれば執行されるのは当然であるが、気配と合致しない指値まで執行する義務は基本的にない。第二に、マーケット・メーカーには顧客 Manning の注文と他の顧客とをつけ合わせる義務もない（これは、自分の気配を取り下げて Manning の指値を第三の顧客とつけ合わせることにありますので、この義務も現状では

ない)。第三に、こうしたことを義務づけるならマーケット・メーカーは利益がとれなくなってしまうので、ビジネスが成り立たなくなると主張したわけでございます。

それからまた、ハットン社の後押しをしましたのが業界団体のSIAでありまして、SIAも同様の主張をしているわけでございますが、第一に、顧客指値は、ディーラー気配と合致しない限り執行義務はないということと同じく主張いたします。それから第二に、マーケット・メーカーの気配よりも顧客の指値の方を優先せよという明文規定がこの時点では存在しないのであるから、義務化するなら規則改正が必要である、規則にない義務を拡大解釈されては困る、こういうことだったわけです。このようにNASDと意見が対立いたしますので、規制当局のSECが次のような見解を明らかにしまして、NASDの処分を支持す

るリリースを発表します。

SECの見解は次のとおりであります。まず、この件は、指値保護をディーラー市場で義務づけることを意図したものではない、と述べています。このケースでは、マーケット・メーカーは、顧客に知らせずに有利な価格で自己売買をしたわけであるから、これは顧客に対する信任義務違反と解釈できる。つまり、SECは、ディーラー市場での指値保護の是非という論点を回避しまして、マーケット・メーカーが顧客に知らせず有利な自己売買をしたことは顧客に対する信任義務違反であるという一点でもって処分に同意したわけです。

これによって、ハットン社は処分を受けることとなります。このことの帰結は、まず、顧客に知らせずにトレード・アヘッド、つまり顧客の指値をさしおいて有利な自己売買をすることは、明文

ルールは依然としてないわけですが、ハットン社の前例ができたために事実上禁止されたことになります。(顧客指値より有利な自己売買を先回りして行うことは、オークション市場ではフロントランニングと呼ばれているかと思うのですが、アメリカでは恐らくオークション市場におけるこういった行為とディーラー市場における行為を区別するためかと思われませんが、トレード・アヘッドと呼ばれております。)

そうなりますと、明文規定がないにもかかわらず事実上禁止となるわけですから、ちよつと法律上不安定な状態となります。このため、一定条件を満たしていれば違反ではないとするセーフ・ハーバー・ルールを検討しようという機運が業界の中で起こってまいります。すなわち、ハットン社の問題は、顧客との間の信任義務違反とされたわけですから、顧客の了解をとればさしつかえな

いと解釈することが検討されるわけです。これが一九八九年のことです。ところが、ニューヨーク証券取引所などのオークション市場サイドの強い反対のために、このセーフ・ハーバー・ルールは実現いたしません。

一方、それならはつきり明文禁止としようではないかという動きもあるわけです。これについては、マーケット・メーカーらが、明文禁止されたらビジネスが成り立たないという理由で反対をいたしました。このように、セーフ・ハーバー・ルールも困難、一方で明文禁止もやはり難しいということ、事態はここでいったん膠着状態に陥るわけがあります。

(マーケット二〇〇〇報告書)

指値保護問題が、この次にはつきり取り上げられますのが、一九九四年に出されました「マーケット二〇〇〇報告書」、証券市場全般に関する

SECの分厚い報告書でございます。「マーケット二〇〇〇」では、アメリカの証券市場の問題点が網羅的に取り上げられるわけですが、この中でやはりディーラー市場の顧客指値保護の問題も触れられております。この部分をまとめますと、大體次の三つになります。

第一に、市場の透明性という観点から、現在のマーケット・メーカーの慣行を見直すべきである。顧客の指値注文がマーケット・メーカーの気配と合わない場合に、執行しないままマーケット・メーカーがじつと持っているといったことは市場の透明性という観点からのぞましくないという指摘です。

それから二つ目に、先ほどのセーフ・ハーバー・ルールのところでも出た見解なわけですが、顧客の同意を得れば先回り取引が可能であるという解釈が可能なわけですから、これも問題では

ないか。顧客の同意があつても禁止すべきかどうか、改めて業界で議論すべきであると述べられます。

それから三番目に、初期のナスダックは、流動性の低い店頭銘柄をマーケット・メーカーが気配を出すことで売買をする市場だったのであるから、顧客指値保護がおろそかになっていたことはやむを得ないけれども、ナスダックが今や取引所と同等の大きな市場に成長した以上、十分な投資家保護を図るという点からも顧客の指値保護を検討すべきではないか。以上の三点にわたって、ディーラー市場での指値保護を推進する提言をSECが行ったわけでありませう。

ところが、やはりここで気になりますのは、ディーラー市場における指値保護がどういう意味を持つかということが正面切つて論じられていないということなんです。最初に申しましたように、

ディーラー市場の基本原理はマーケット・メーカーの気配間の競争でありまして、その気配間の競争に対して顧客が「成行」注文を出すというのが元の市場設計ですから、指値が入ってきたときにこれをどう扱うかということは原理上は内在しない問題であります。設計上内在しない顧客指値の取り扱いをどう考えるべきかという観点からは議論が行われず、市場が大きくなった以上投資家保護を図るべきという方向から指値保護の推進が提言されているわけです。とはいえ、「マーケットⅡ〇〇〇」で指摘された以上、このまま放置することもできませんので、いよいよ私もどもが知っておりますマニング・ルールが導入されます。

マーケットⅡ〇〇〇が出されて数カ月後の九四年の七月に、NASDの行為規則Ⅱ一〇一〇二という形で、顧客の指値注文に先立つてこれより有利な価格での自己売買を禁じる、通称マニング・

ルールが導入されました。それから翌年にはマニング・ルールⅡが導入されます。これは、もとのマニング・ルールでは、顧客の指値を他のマーケット・メーカーに回送した場合には適用を受けないようになっていたために、規制の抜け穴がありました。マニング・ルールⅡでは他のマーケット・メーカーから回送されてきた注文についてもマニング・ルールと同じものを適用することとしまして、抜け穴をふさいだものです。

以上のマニング・ルールの導入までが、いわば顧客指値問題の第一段階とも呼べる一連の動きです。マニング・ルールの導入によって、マーケット・メーカーは顧客の指値注文に先立つた有利な自己売買をすることはできないこととなったのですが、それでもこの段階では、(指値の条件が気配と合わない時に)執行せずにしばらくためておくことを禁ずる規則は依然としてないことに

なりません。

四、ナスダック市場での指値保

護(一)

続いて、ナスダック市場における顧客指値保護問題の第二段階についてお話しあげます。これはご存じのオーダー・ハンドリング・ルールの導入です。このルール導入の発端になりましたのは、アメリカのマーケット・メーカーのいわゆる談合疑惑と呼ばれるものであります。

きっかけは、「ジャーナル・オブ・ファイナンス」という学術雑誌に九四年五月(少し時期が前後いたしますが)、クリスティーとシュルツという二人の大学教授の共同研究として発表し、のちに「クリスティー・アンド・シュルツ・スタディ」と呼ばれるようになった論文です。この論

文で、両教授は、マーケット・メーカーが人為的に広いスプレッドを維持していると見るべき証拠があるということを論証したわけであります。

これを発端にしまして、マーケット・メーカーの慣行に、好ましくない点があるというのが一気に噴出しまして、新聞などのマスコミが次々とマーケット・メーカーの問題慣行を報じ始めます。最終的に司法省が調査に乗り出すところになりました。最終的にはご承知のとおりです。この時にマーケット・メーカーの問題慣行とされたものの中に、今日のテーマであります指値保護に関するものがやはり触れられているわけです。

談合疑惑では、マーケット・メーカーがECNを利用して隠れてポジション処分をしていると非難されました。ECNは、この当時まで正式の規制が行われておらず、電子化された取引所類似施設という形でした。このため、ECNでの取引内

容に開示義務がないのをいいことに、マーケット

・メーカー同士でこっそり隠れて顧客向け気配よりよい値段でポジション処分をしているとされたのです。ECNがアメリカの証券市場の中で「隠れた市場」になっているとしたら大きな問題ですから、これに対応するためにオーダー・ハンドリング・ルールが九七年一月から導入されたわけです。

この内容も紹介がありますのでご存知のとおりですが、二つの規則改正から成っております、一つはECNにナスダックへの接続を義務づけるというものです。ECNの中でどんな値段で売買がされているかということが開示されない状態では「隠れた市場」になってよくないので、ナスダックの気配システムにECNを接続して、ECNでどういう値段が出ているかをナスダック上から見られるようにする、これによってECNはもはや「隠れた市場」ではなくなって市場の透明性

が高まるということです。

それから、二つ目が、顧客指値の取扱いの厳格化ということでありまして、具体的には、マーケット・メーカーが顧客からすぐれた値段の指値注文を受け取った場合、自分の気配と合致しなくても指値どおりに執行するか、あるいは自分の気配をその指値の値段に切りかえて提示するか、他のマーケット・メーカーに転送して取扱いをそちらに委ねるかのどれかをするよう定め、このどれも行わない場合には、その顧客注文をECNに回送するよう義務付ける、こういうルールを課したわけであります。

このように、オーダー・ハンドリング・ルールは、ナスダック市場での顧客指値の取扱いをいっそう厳格化するという意味を持ちました。しかも、顧客指値の取扱いを厳格化した上で、その厳格な取扱いをしたくない場合には、顧客注文をE

CNに回送するよう定めたわけですから、当然ながら、取扱いの難しい優れた指値を受け取ったマーケット・メーカーは、スプレッドの縮小を嫌ってこれをECNに回送するようになります。

いわば、ECNに回送することで指値の取り扱い責任を合法的に回避することができるわけです。

ECNはオークション市場ですから、よい指値が来てもそれをつけ合わせていけばよいわけで、マーケット・メーカーのようにスプレッドの縮小を心配する必要はありません。このように、オーダー・ハンドリング・ルールの導入後、ECNはいわばナスダックに入ってきた指値注文の集積場のような形で拡大して行きます。

これをさらに進めて申しますと、ディーラー市場であるナスダックには指値注文板はないわけですが、ECNがちょうどナスダックの指値注文板の役割をすることで取引を拡大させ、先ほどグラ

フでござんいただきましたように、全取引の半分を超えるような大変な拡大をしたということになるわけです。

ここで、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がどのように変わったかというのを少し見てまいります。オーダー・ハンドリング・ルール導入の帰結としまして、一つ目はまず平均スプレッドの縮小を挙げることができます。これは投資家としては大変好ましいことで、スプレッドは平均三〇%程度縮小したと発表されています。二番目は、スプレッドが縮小するのは結構だけれども、例えばボラティティーが上がる、あるいは流動性に悪影響があるとかといったような悪い影響もあるのではないかということが懸念されたわけですが、こうした悪影響はありませんでした。これらを示しているのが次の図表4から6のグラフです。

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のアクセシビリティ				
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

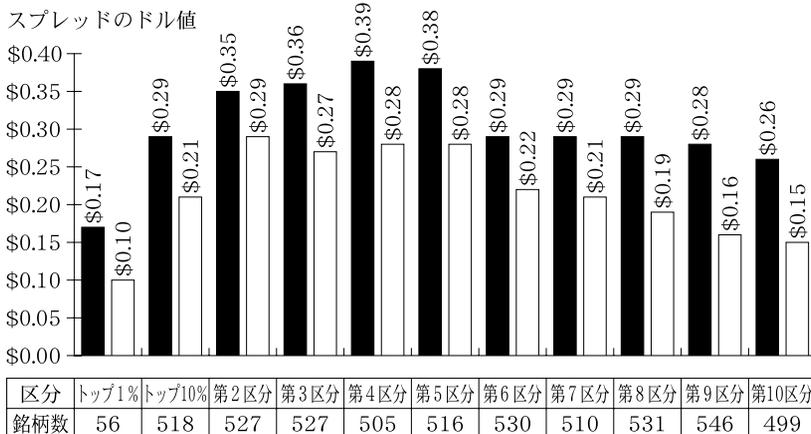
(注) オーダー・ハンドリング・ルールの導入は1997年1月20日。

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。

少々ご覧になりにくいですが、次の図表4は、「オーダー・ハンドリング・ルール導入後の変化その一」としまして、スプレッドやボラティリティの変化率を見たものです。おおまかに言って平均三〇%のスプレッド縮小という発表を裏づける数字が見てとれます。また、真ん中よりも少し下あたりにボラティリティとございますが、こちらマイナス・九四%と、ごくわずかではございますが、低下しているという結果が出ております。投資家にとって好ましい変化が起きたことが結論できるわけです。

続いて次の図表5の柱状グラフをご覧下さい。これはスプレッドが平均として減少したのは結構であるけれども、流動性の高い銘柄について縮小しただけで、流動性の低い銘柄のスプレッドは大して縮小しなかったのでは

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



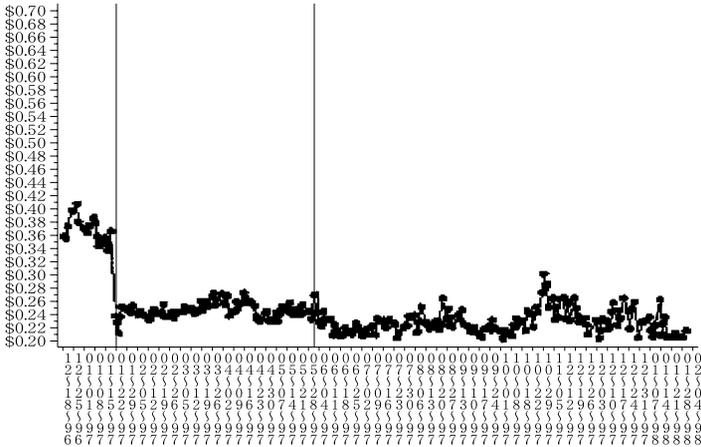
(出所) 図表4に同じ。

(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。

ないかという懸念にこたえるものであります。これは時価総額ごとに銘柄を十区分して、区分ごとにスプレッドの縮小率を見たものです。左ほど流動性が高い銘柄、右ほど流動性が低い銘柄となつてございます。どの区分を見てまいりましても、スプレッドはほぼ均一に減少していきまして、流動性の低い銘柄についてもスプレッドは縮小したことが分かります。

三つ目の図表6は、オーダー・ハンドリング・ルールが導入される直前と直後のスプレッドを時系列で見たものでございます。左側に縦の棒線が入っておりますが、これがオーダー・ハンドリング・ルールが最初に導入された九七年一月二十日を示していますが、この線を境にぐんとスプレッドが減少していることが明らかであります。スプレッドの減少は、オーダー・ハンドリング・ルールの導入を境にはっきり減少したことが

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。

時系列的にも確かめられます。

以上が、統計的に見たオーダー・ハンドリング・ルール後のナスダック市場です。しかしながら、オーダー・ハンドリング・ルールの帰結はこれだけではございません。先ほど申しましたことの繰り返しになるわけですが、オーダー・ハンドリング・ルールは、ナスダック市場にとってのECN、つまりディーラー市場に接続されたオークション市場であるECNの位置づけを変えてしまったのです。ECNは、かつてはマーケット・メーカーが隠れてポジション処分をする場として使われてきたわけですが、これがオーダー・ハンドリング・ルールの導入を境に、隠れたポジション処分ができなくなり、かわって顧客の指値注文の回送先へと位置づけが変わりました。マーケット・メーカーが指値注文を受けた時の取扱い責任が非常に厳しくなったわけですから、まともに取扱いますと収益が

低下してしまいます。したがってこれをECNに回送するという行動をとるようになったわけです。

つまり、ナスダック市場で指値保護が強化されました結果、むしろ外部のオークション市場であるECNが栄えてしまつ、こういう事態が起きたわけでありませう。ECNは、繰り返し申し上げますと、マーケット・メーカーが回避した顧客指値の集積場となりまして、ちょうどディーラー市場にとつての指値注文板が市場外部にできたとも言える、こういった状況を呈することになったわけでありませう。

五、ディーラー市場における指値保護の意味

それでは、ここで改めて、ディーラー市場における顧客指値保護というのがどういう意味を持つ

かということを考えてみたいと思います。最初の繰り返しになりますが、オークション市場では（もちろんオークション市場でも成行注文は入ってくるわけでありませうが、成行注文一〇〇％では、オークション市場は当然成立いたしません）、基本的に、指値注文を価格優先・時間優先の原則に従つてマッチングさせることが市場の競争原理の基本になっております。この時間優先あるいは価格優先という指値の優先順位をおろそかにしますと、市場の競争原理そのものが損なわれてしまいます。したがって、顧客指値の優先順位の保護は、オークション市場においては基本中の基本の原理であるということになります。

これに対して、ディーラー市場では、マーケット・メーカーが気配を出して、その気配間で競争を行っているところに顧客が成行注文を出して行くというのが基本原理です。顧客が指値注文を出

した場合の指値保護は、設計原理上は内在しないと考えざるを得ません。にもかかわらず、これまで見てまいりましたように、マニング・ルール、次いでオーダー・ハンドリング・ルールと、ナスダック市場で顧客指値保護が強化されてきたわけでございます。

これがなぜかということを変更して考えてみますと、まず一つに、ナスダック市場の成長ということが挙げられると思われます。SECも指摘しておりますとおり、初期のナスダック市場ではマーケット・メーカーが流動性を供給することが非常に重要だったわけですから、マーケット・メーカーの業者利益に高い優先度が置かれていて、顧客指値保護には十分な注意が払われていなかったわけですから、市場が成長してきますと、投資家保護への配慮が求められるということになるかと思えます。原理上、そぐわないルールでも

市場の成長に伴って配慮せざるを得なくなるというところででしょうか。

二番目に、これは近年の特徴ですが、市場全体として指値注文が増加傾向にあるということがいわれています。これはオークション市場でも同様ですが、SECの分析では、オンライン取引が増加したせいであるとされています。この指値注文の増加という趨勢を受けて、ナスダック市場でも指値保護が問題化し、その結果、ナスダックからの注文流出を招いたというわけです。

六、スーパー・モニタージユの導入

さて、このような注文流出に対して、ナスダックはただ手をこまねいて見ているわけにはいきませんので、スーパー・モニタージユという新シス

テムを導入することによって、流出した注文の引き戻しを図ろうとしているわけです。これは、次に見ていただきますように、ちょうどナスダックにオークション的な要素を導入するシステムであります。

スーパー・モニタージユについてもすでにご存じのとおりですが、ナスダックとしてはいただきたいの四点を特徴として挙げております。第一に、マーケット・メーカーの使い勝手の向上ということでありまして、これは今までの SuperSoes ですとか、SelectNet といったようなシステムに比べてよりすぐれたシステムであり、またインターフェイスを一元化して使いやすくしているということです。第二に、マーケット・メーカーは今ままで、売り・買いそれぞれ一本ずつの気配しか入力できなかつたわけですが、スーパー・モニタージユでは、売りも複数、買いも複数の気配入力を

可能にするというものです。第三に、市場の深さ、すなわち最良気配からさらに上下五本値まで表示することになっておりまして、これによって市場の透明性を増すということがセールス・ポイントになっております。第四に、とはいいまして、大口注文などの特別なハンドリングを必要とする取引もございまして、従来の相対交渉も併存して処理できるシステムであると、以上のようにナスダックは紹介しております。

スーパー・モニタージユ導入前のモデル図としてナスダックが挙げておりますのが、次の図表 7 でございます。この表は、上下の部分に分かれておりまして、上側を見ていただきますと、左半分がビッド、右半分がアスクと表示され、それぞれ五本ずつの値段が出ております。ビッド・アスクともに一番上が最良気配ですが、その下に四本、合計五本値までが表示されております。

図表7 スーパー・モンタージュのモデル画面

Symbol: CSCO Cisco Systems, Inc.				
NBBO: 19.98 Q		19.99 Q		61 - 15
NNM			Last Sale: 19.99 Q	
UPC 11830: No				
Level	Bid Price	Total Depth	Ask Price	Total Depth
1st	▼ 19.98	61	19.99	15
2nd	19.97	58	20.00	83
3rd	19.96	82	20.01	108
4th	19.95	51	20.02	38
5th	19.94	81	20.03	59

MPID	Bid Price	Bid Size	MPID	Ask Price	Ask Size
GVRC	19.98	10	PIPR	19.99	10
MSCO	19.98	21	SIZE#	19.99	5
SIZE#	19.98	10	CHIP	20.00	1
SLKC	19.98	10	DAIN	20.00	10
SNDV	19.98	10	FBCO	20.00	10
MKXT#	19.97	5	MWSE	20.00	7
PRUS	19.97	10	PIPR	20.00	15
MSCO	19.97	5	MSCO	20.00	10
SBSH	19.97	1	SCHB	20.00	5
SIZE#	19.97	25	SIZE#	20.00	20
SLKC	19.97	10	UBSW	20.00	4
WCHV	19.97	1	WCHV	20.00	1
MLCO	19.97	1	ABNA	20.01	50
BRUT#	19.96	11	FBCO	20.01	15
NITE	19.96	1	MSCO	20.01	9
SLKC	19.96	5	SCHB	20.01	10
PRUS	19.96	10	SIZE#	20.01	24
SIZE#	19.96	55	BRUT#	20.02	7
BARD	19.95	10	FBCO	20.02	10
GSCO	19.95	10	SCHB	20.02	5
NDBC	19.95	10	SIZE#	20.02	16
PRUS	19.95	5	BRUT#	20.03	10
SIZE#	19.95	10	FBCO	20.03	5
SLKC	19.95	6	GSCO	20.03	10
BARD	19.94	10	NITE	20.03	1
BRUT#	19.94	5	PIPR	20.03	7
GSCO	19.94	5	SBSH	20.03	1
JPHQ	19.94	10	SIZE#	20.03	15
PRUS	19.94	10	WCAI	20.03	10
MSCO	19.94	10	...		
SIZE#	19.94	26	SNDV	20.13	1
SLKC	19.94	5	BARD	20.15	1
...			PRUS	20.17	10
DAIN	19.50	10	SLKC	20.25	8

(出所) <http://www.viewsuite.nasdaqtrader.com/total.asp>

下側は、その裏にどういったマーケット・メーカーの気配があるかというのを示したものです。

例えばビッドの方を見ていただきますと、ちよつと見えにくいですが、同じマーケット・メーカーの名前が何度も出てきているということがおわかりいただけるかと思えます。このように、マーケット・メーカーは複数の価格をこの画面上に表示することができるといふ、ナスダックの説明どおりの画面になっているわけです。

さて、このスーパード・モニタージユを指値保護という観点から見ると、どういふ意味を持つかといふこととございます。マーケット・メーカーに複数気配の入力を許すということは、マーケット・メーカーが自分の気配と合致しない、取扱いに苦慮するような顧客指値を受けた場合に、スーパード・モニタージユ上にそのまま表示できるということの意味しています。つまり、気配と合致し

ない良い価格の指値注文を受けた場合、以前ですとこれをECNに回送せざるを得なかつたわけですが、スーパード・モニタージユでは画面上に複数気配を出すことができるわけですから、マーケット・メーカーは自分の本来の気配とは別建てで、取扱いに苦慮する顧客指値を表示してしまつことができるわけです。これによつて、マーケット・メーカーは指値をECNに回送する必要がなくなる。ナスダックとしては、ECNに回送せず、どうぞスーパード・モニタージユ上に表示してくださいといふことになるわけです。

一般に、指値保護が強化されてまいりますと、個別のマーケット・メーカーには重い負担がかつてくるわけでありませうけれども、スーパード・モニタージユはこの責任を肩代わりして、画面上にそのまま指値を掲載しオークションのようにマッチングさせていきますので、ナスダック全体

として指値保護が可能となります。これによって、個別のマーケット・メーカーが負わされていた責任を軽減するという役割がスーパー・モニター・ジュにはあると考えられるわけです。

先ほどの言葉をもう一度使いますと、スーパー・モニター・ジュは、ECNに代わるナスダックの指値注文板になるということでありまして、ECNに流さざるを得なかった指値を今度はスーパー・モニター・ジュ上の、いわば指値注文板に出させることを意図しています。これによってECNに流れていた注文をスーパー・モニター・ジュ上に取り戻せるということになります。

このように、スーパー・モニター・ジュは、ディーラー市場に出現したオークション部分と考えることができます。結果的に、ディーラー市場で指値保護が強化された結果、ECNといい、スーパー・モニター・ジュといい、ディーラー市場

の中にオークション的な要素が出現し始めたことと見られることもできるのではないかと思います。

七、ECNの動き

最後は、少しつけ足し的なものですが、スーパー・モニター・ジュの導入に対しては、今度はECNが危機感を持ちまして、対抗する動きがいくつか見られるようになっております。

これは、大体二つに分けることができるかと思うのですが、第一は、ECNが既存の地方証券取引所と提携を始めたということでありまして、具体的には、アーキペラゴと呼ばれるECN第三位の比較的大手のECNが、西海岸側のパシフィック証券取引所との提携を進めております。アーキペラゴは、もう既に「ArcaEX」という名前で証券取引所登録を受けておりまして、みずから、取引

所になりました。パシフィック証券取引所の株式取引部門を買収し、これを通じて上場証券の取引

の方へ進出しようとしております。パシフィック証券取引所側は、株式取引部門をECNに売り渡してしまっただけですが、残ったオプション取引の部分と、それからArcaEXは自主規制のためのリソースを持っておりませんので、パシフィック証券取引所がArcaEXの自主規制を請け負うことをビジネスとして予定しております、これらのビジネスからの収入で一、二年後に黒字化を予定しているとアニュアルレポートに書いております。

それから、ECN第二位のアイランドと、それから非常に取引高の小さい、シンシナティ証券取引所の間でも提携関係が結ばれております。アイランドは、シンシナティ証券取引所の会員となりまして、アイランドの行ったナスダック銘柄の取

引分をシンシナティ証券取引所に報告を始めております。

最初に見ていただきました、図表1のECNのシェアを示したグラフで、二〇〇二年の三月ごろを境にECNのシェアがガクンと落ちていることをご指摘上げました。これは、今申しましたように、アイランドがナスダックの統計を離れて、シンシナティに取引報告を始めたせいでもあります。アイランドの取引はなくなったわけではなく、報告先が変わったための統計上のシェア低下でありまして、決してECNの取引そのものが減ったせいではありません。

アイランドのウェブサイトで、アイランドは、ナスダック銘柄の取引件数では依然として一六・七％を占めており、そのうち一五・七％をシンシナティ証券取引所の出来高として報告をしていると発表しております。この発表を信頼します

と、ECN全体のシェアは、実際にはこの一五・七%を加えて考えなくてはなりませんから、ECNシェアは減ったところか、むしろ増えているということになります。

さて、スーパー・モニタージユに対抗するECNの第二の動きは、ECNどうしの再編です。ECNは、最大手のインスティネットと、ほぼ肩を並べるアイランドが一位、二位を争っておりまして、その次にアーキペラゴとレディブックというのが三位、四位を占め、その下に、取引高の極めて小さなECNがいくつかあるという業界構造になっっているわけですが、上位二つのインスティネットによるアイランドの買収が昨年発表されました。また、三位のアーキペラゴが四位のレディブックを買収し、さらに、ずっと下位のグローバルネットも買収いたしましたして、ECNは少しずつ再編成されて行く動きも見られるようになってき

ました。この買収の組み合わせにも業務上の補完関係のようなものがあるとされていますが、長くなりますので、まとめに入らせていただきたいと思います。

八、おわりに

以上で、私たちは、アメリカのナスダック市場における指値保護の強化という経緯を見てまいりました。ナスダック市場において指値保護が強化された帰結をまとめて申しあげますと、第一に、ディーラー市場からオークション市場（ECN）へ—これはナスダックがECNというオークション市場に接続しているという特殊な事情から出たことではあるのですが—の指値注文の流出が起きたということですが、ECNは、（システムの優秀さもさることながら）このディーラー市場での指

指値保護強化を背景に拡大してきたということを見てまいったわけです。

第二に、注文流出に対するナスダックの対抗策であるスーパード・モニタージュですが、これはまさにディーラー市場のオークション化であります。指値保護はそもそもオークション市場の原理を体現したものでありますので、これをディーラー市場に持ち込んだ結果、ディーラー市場がオークション化せざるを得なかったことを意味しております。スーパード・モニタージュはまだ稼働して二カ月ほどでありますので、新聞などを見ましても、出来高が伸びているといった報道はなく、先月末時点では、それほど大きな変化はないようですが、今後どうなるかは注目してまいりたいと思います。

また、第三に、店頭市場としてのナスダック市場の、世界的に見ても極めて特殊なあり方という

のも忘れるわけにはいかないと考えられます。これは、店頭市場は基本的に流動性の低い銘柄をマーケット・メーカーすることで流動性をつけるものですが、ナスダックはご承知のとおり、ニューヨーク証券取引所と肩を並べるほどの高流動性銘柄をマーケット・メーカーしているという非常に特殊な店頭市場です。このことも、ナスダックにおける指値保護強化の背後にあつたのではないかと考えられます。

それから、第四に、市場の原理から見て、ということですが、ディーラー市場の原理と顧客の指値保護には、どうも不整合があるということを指摘せざるを得えません。不整合のある指値保護ルールをディーラー市場にどう持ち込むかは、とりわけオークション市場に慣れた日本の市場でマーケット・メーカーを考える上では大変重要なことではないかと思われれます。

この四点が、アメリカの指値保護強化の経緯から私たちが学べるということになります。ここから、今度は日本についてどのように考えればいいのかを少し見てまいります。

これは難しい問題です。ディーラー市場での指値保護ルールをめぐっては、実務の方々が日々いろんな検討をなさっておりますから、そうした簡単な教訓を引き出すことは難しいわけですが、あえて先ほどの順番に見ていくといたしますと、第一の論点につきましては、日本の場合には、ナスダック市場とは違って、マーケット・メイクしている市場に外から接続しているオークション市場というのはいまありません。したがって、日本のジャスダック市場で、例えば指値保護強化が図られたからといって、外部ECNに取引が流出するというような形をとることはないと考えられます。この点は、オークション市場であるEC

Nがナスダックに接続していることから生じたアメリカの特殊なあり方であろうと考えられます。

しかしながら、第二の論点であります、スパー・モンタージュ導入がもたらすディーラー市場のオークション化については、むしろ日本の方が考えられやすいことであろうかと思われま

す。マーケット・メーカーの市場で指値保護が強化されますと、個々のマーケット・メーカーの負担というのは大変重くなってまいりますので、ディーラー市場であるけれども市場の中にオークション的な部分を作ることで、個々のマーケット・メーカーの負担を少し軽くして、市場全体として指値保護を図るといえるのは、現実的な選択肢としては、あり得ることであろうかと思えます。

第三の論点であります、高流動性銘柄をマーケット・メイク取引することの是非については、これもまた大変難しい問題でありまして、日

本の店頭市場では、ナスダックほどの極めて流動性の高い銘柄をマーケット・メーカー取引をしているというような状態には、全体としてはまだなっていないと考えられますけれども、それでは、一定程度流動性が高くなると、ディーラー市場の市場機能にどのような影響が出るのか、あるいはオークションで取引した方が良くなるのか、またそうだとしてもその具体的な線をどう引くのかといったことは一概に言えることではなく、実証研究などの成果を待たなければならぬだろうと思われまます。

また、流動性の高さとは別に、オンライン取引の普及などの理由で市場全体として指値が増えてくれば同じような事態が予想されるかもしれないかもしれません。これについても、どの程度指値がふえれば市場機能にどのような影響が出るのか、といった点についてやはり厳密な実証研究をしていく必要がある

あるのではないかと考えられます。

第四の、ディーラー市場の基本的な原理と指値保護強化の間にも不整合があると申し上げた点ですが、これも難しい問題でありまして、ディーラー市場では、市場原理の要、市場の効率性の要はマーケット・メーカーの気配競争にあるわけですから、ここに原理上は想定されていない指値の保護を持ち込むことは、(もちろん投資家保護上は重要なことですが) 原理としてはやや不整合があるということ、私たちは議論の前提として共有する必要があるのではないかと考えられます。

しかしながら、ここにはまた別次元の問題があります。まして、気配競争が十分行われているかどうかということ測定することは非常に難しいわけですね。例えば、どのくらいのスプレッドをもって適正であるかとか、どのくらいの気配競争をもって

十分な競争とするか、これは明確に線引きできるものではありません。したがって、例えばナスダックがやっておりますように、一銘柄当たりのマーケット・メーカー数が、例えば一〇何社あるので競争は十分であるといったように、マーケット・メーカー数がある程度多いことでもってしか気配競争の十分さを示すことができないわけです。気配競争はそういう意味で、説得力のある形で証明することは難しいわけです。

これに対して、ルールのインプリメンテーションという観点から申しますと、指値保護ルールを定めて、マーケット・メーカーがこれを遵守しているかどうかを見るのは、非常にわかりやすいわけであります。具体的に、こういった指値がこういふ条件で入ってきた時には、こうしなさいというルールを決めればよいわけです。ディーラー市場の原理から申しますと、本来やるべきことは気

配競争の強化であり、それをもって投資家保護を図るといふのが基本でありますけれども、実際には指値保護の強化をもって投資家保護を図るといふことの方が、インプリメンテーション上容易である、という別の次元の問題が出てきているのではないかと思えます。

さらに、日本はとりわけオークションという売買手法に慣れた市場でございますので、マーケット・メーカーの市場がオークションと異なる原理を持つているにもかかわらず、オークションの感覚でこれはおかしいのではないか、といった議論がアメリカより多く出てくるのではないかと思われまます。私たちは、ディーラー市場における投資家保護には、オークションの原理とは異なつた特性があるということを議論の前提として理解し、またアメリカの経験からも指摘する必要があるのではなからうかというふうに思えます。

少し時間を超過いたしました。以上で終わらせていただきます。ありがとうございました。

(拍手)

関理事長 大変技術的な問題ではありませんけれども、市場の価格形成、注文執行の基本的な問題に触れられていたと思いますし、今日お集まりの方々のお顔を拝見しますと、我が国で直接実務に携わっていらっしゃる方が何人もいらっしゃると思いますので、どうぞご質問があれば、あるいはご意見があれば、合図をしていただだけませんかしょうか。

質問 ECNは余り知らないのですが、ECNとというのは日本のマーケット・メイク制度によると、顧客間の注文同士と実務的に合致しないのですね。アメリカのECNというのは、例えば顧客同士の注文というのは合致するのですか。

答 アメリカでは、ECNも含めた、ATSという大きなくりでは、取引仕法には一切制限がありません。定義上は、「複数の売り手と買い手の注文を集めて、その売り手と買い手の間で取引条件の合意に達するような何らかの仕組みを提供するものは、すべてATSとする」といった規定になっております。日本のPTSの場合には、取引仕法をいくつかに制限する規則となっておりますが、そういったものが一切ございませんで、どんな形であれ、申しましたように漠然とした市場的な役割を果たすものがすべて、ATSとなります。その中でも、ナスダックのマーケット・メーカーがそこを利用して売買しているものがECNであって、それはナスダックのシステムに接続せよという、これがECNの定義です。ですから、ご質問のお答えとしましては、売買手法には制限がないということです。

結果的に、今稼働していますECN一〇社といいますが、買収が始まっていますので少し数が変わっていると思いますが、一〇社は、基本的に私たちが理解しております、いわゆるオークションの売買仕法をとっています。

質問 ちよつと前に見たレポート等で、ECNの大株主というのは、マーケット・メーカーであり、大手の証券会社である。ですから、ECNに商いが流れたというのは、その証券会社の政策的な、自分が株主のECNの利益のために流したという面があるのではないかとということが一つ、それから、このスーパー・モニター・ジュに対して、証券会社のマーケット・メーカーのスタンス、議論というのは賛成だったのか、反対だったのか、その辺のところをお願いします。

答 ありがとうございます。ECNあるいはAT Sの大株主が、大手の証券会社が多いという

のはご指摘のとおりでありまして、したがって、個別の証券会社の利益ということから考えますと、取引をナスダックのマーケット・メーカーが行わなくても、自分の出資しているECNの売買が増えれば自分自身はよいというケースが多々あるのは、これは全くおっしゃるとおりです。大手証券会社は、こういう形で、ECNが、もしかしたら今後伸びるかもしれないと見込んで先行投資を行ってしまして、ECNの取引がこれだけ伸びたということは、その見込みがあたっていたということがかもしれません。

これは、市場間競争の非常に複雑な面を示しているかと思えます。市場間競争については「市場運営者間競争」というのが、より正確な呼び名ではないかというふうにおっしゃる方もあって、おそらくそのとおりだと思つのですけれども、「市場間競争」と呼ぶことで、私たちはナスダックの

マーケット・メーカーとECNが対立しているかのような印象を持っているわけですが、マーケット・メーカーをしている証券会社の中にはECNの大株主になっているところもあり、対立の構図はそんなに単純なものではないということとは全くおっしゃるとおりです。

それから、スーパードモンタージユに対する市場関係者のスタンスということですが、マーケット・メーカーは、最終的にはそんなに大きく反対をしていないようです。マーケット・メーカーにとっては、ナスダック上に指値注文板ができますと、そこで指値のマッチングができてしまってマーケット・メーカーの機会が減じると考えられませんが、むしろ強い反対を述べたのはECNの方のようであります。

この背景は、今ごらんいただいたとおりでありまして、ECNは、これまで指値注文の回送を受

けて成長してきたわけでありますから、これをスーパードモンタージユにとられてしまうということ、大反対をいたします。一方、マーケット・メーカーの方は、もう既に顧客指値保護は強化されてしまっておりまして、これをECNに回送してきたわけですから、どうせ回送するのなら、ECNもスーパードモンタージユも同じであるということではないかと思われま

す。質問 二つほど教えていただきたいと思ひます。今のお話を伺って少し疑問に思ったのですが、ECNがいろんなマーケット・メーカーから注文を回送されま

すね。そのECNの収益源というのは、何なのかと思つたのですけれども。例えば、マーケット・メーカーであれば、自社の顧客がいますから、その顧客から手数料をもらうこともできますし、自分たちで仕切つて、自分たちでお客様のオーダーに向かうことでスプレッド収

益を取れば、もしかしたら手数料ゼロでやるケースもあるかもしれないと思うのですが、例えばマーケット・メーカーがお客様の注文を回送した場合、ECNはどんなふうに収益を上げるのか、というのが第一の質問です。

次に、第二の質問は、先ほどナスダックの市場と日本の店頭市場では全然規模が違いますというお話をされておりましたが、オーダー・ハンドリング・ルールやマニング・ルールの導入によって、それほど大きな影響はなかったという資料が入っております。例えば、ボラティリティも変化していないし、流動性も変化することはなかったということが書いてありました。しかし、その中で、ナスダックの中でも結構流動性の高い銘柄もあれば、日本の店頭市場みたいに流動性の低い銘柄もあると思うんですけども、その低い銘柄の影響度というのを、スプレッドの話はさっ

き伺いましたけれども、売買高という視点から見てどうだったのかということをご存じでしたら教えてください。

答 一つ目のご質問のECNの収益源ということですが、これは、ECNごとに手数料体系が作られておりまして、注文がマッチングしたら、一株当たり何セントといった手数料をとることになっております。マーケット・メーカーから回送されてきた分についても、ECNはマーケット・メーカーに手数料をかけておりまして、これがECNがナスダックに接続するときの大問題だったわけですけれども、当然マーケット・メーカーは、回送した上に手数料を取られては、とてもたまりませんので、随分もめたようですが、手数料の額については、多少の譲歩があったと思いますが、基本的にECNは、マーケット・メーカーから回送されてきた注文に対しても、手数料

を取るといふ仕組みにしております。

この手数料体系は、ECNごとに非常に違っておりまして、私も特徴のあるものしか見ておりませんけれども、たとえばECNの二番手のアイランドなどは、非常におもしろい手数料体系をとっています。アイランドは、指値注文は、市場に対して流動性を供給している注文であるとしてまして、手数料を取らないばかりか、アイランドから一株当たり本当にわずかではありますがお金を払っております。これに対して、成行注文は、この指値をとっていく方でありまして、市場から流動性をとるのだとしまして、こちらからは手数料を受け取っております。要するに成行から手数料を取って、指値を出してくれた人にはむしろ手数料を払って、差額を収益とするといったような手数料体系のECNもございます。

それから、二つ目のマニング・ルールあるいは

オーダー・ハンドリング・ルールが導入されて、顧客指値が強化された結果、流動性の低い銘柄に対して本当に全く影響がなかったのかという点なわけですが、これについては私も、ちょっとナスダックのやや楽観的な発表分しか存じません。ナスダック自身の統計は、先ほど三つばかりお見せしたとおりでありまして、スプレッドは確かに三〇％減少しております、投資家にとってはよいことですが、逆にマーケット・メーカーにとつたら平均三〇％の収益減ということになっているわけですから、大変大きなことであります。ナスダック自身は、マーケット・メーカーもこの変化を持ちこたえたいし、ましてや投資家にはハッピーな帰結であったというふうに発表しております。悪い影響もあったのかどうかということまで私もちょっとわかりませんが、正式発表資料以上のことは存じません。

関理事長 それでは、あとお一人ぐらいですけれども、どなたかいらっしゃいますか。

それでは、私から、ひとつ質問をさせていただきます。一連のアメリカの動きというのはどちらかかというところ、市場が非常に活発な時期で進んでまいりました。最近ではアメリカの方も、調整あるいはバブルが崩壊したという状況になっているのですが、ごく最近時点で、売買高が減ってくるような状況の中で、一連の動きに対する考え方について異なった意見が出てきているかどうかということがもしおわかりだったら、教えてください。

答 市場が低迷してきてからこの状況がどうなっているかということですが、私自身、余りちゃんとそれを区別してフォローできていたわけではございませんで、はっきりとしたお答えはできないんですが、とりわけ市場の低迷期に入ってから、ECNのシェアが伸びているように思っています、

これがどういう意味があるのかと想ったり、また、件数で特に伸びているわけですが、株数や金額ではそれほどではありません。こういうことからしますと、小口の取引がECNに流れる傾向があるのだろうかということを想ったりしておりますが、市場が低迷して以降の変化については明確にお答えできる準備がございません。統計上は、ECNの取引高は変わらずかなりの割合を維持しておりますし、スーパー・モンタージュ導入後についてもまだ大きな変化はないとのこと。十分なお答えにならず申し訳ありません。

関理事長 どうもありがとうございます。これで今日のミニ「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

（しみず ようこ・福井県立大学講師
当研究所客員研究員）