

## 米国の電子証券取引ネットワーク（ECN）

最近、米国の株式市場では、電子証券取引ネットワーク（ECN: Electronic Communications Network）と呼ばれる一種の私設証券取引所の動向が大きな注目を集めている。ECNの取引高は、Nasdaq市場取引高の20%を超えたとされる。最近では、ECNの再編や取引所への転換を図る動きも現れている。

## 1. ECNとは

ECNは、証券会社によって運営される電子取引システムの一つである。証券会社や機関投資家を取引参加者として、証券取引所の市場や全米証券業協会（NASD）が運営するNasdaq市場の外で株式の売買注文を付け合わせている。現在、9つのシステムが、SECによる事実上の承認を受けて稼働している（表1）。

表1 SECによって事実上承認されているECN

承認年月	システム名 (運営会社名)	Nasdaq 銘柄 売買高 (百万株) 99年6月	金融機関等との提携関係
97年1月	インスティネット (Instinet Corporation)	564.3	1969年スタートの名門電子取引システム。通信社ライターの傘下。
	アイランド (Joshua Levine and Jeffrey Citron, Smith Wall Associates)	930.8	オンライン・ブローカー大手のデーテック系列。取引所登録へ。
	アーキペラーゴ (Terra Nova Trading, LLC)	164.6	ゴールドマンサックス、Eトレード、J.P.モルガンが出資。
	ブルームバーグ・トレードブック (Bloomberg Tradebook, LLC)	153.1	有力ATSの一つPOSITを運営するITGと提携。
97年10月	REDIブック (Spear, Leeds & Kellogg)	175.7	今後、シュワブ、ファイリテイ、DLJが参加して新システムへ。
98年2月	アッテイン (All-Tech Investment Group)	3.7	運営会社オールテックは、トレードガーを顧客とするブローカー。
98年4月	BRUT (The Brass Utility, LLC)	83.3	ゴールドマン、ナイト、メリルリンチなどが出資。
98年11月	ストライク (Strike Technologies LLC)	43.0	ヘアスターズ、ソロモン・スミス・バーニーなどが出資。
	NexTrade (PIM Global Equities)	1.4	24時間取引を実施している。

(出所) 野村総合研究所

最近、ECN を通じた売買が、Nasdaq 市場登録銘柄を中心に増加しているといわれ、市場関係者の間で注目を集めている。

ECN は、長くマーケット・メーカー制度による取引の場として発展してきた Nasdaq 市場にマーケット・メーカーを介さない新たな取引の仕組みを提供するとともに、マーケット・メーカーのポジション調整の場としても活用されている。とりわけ、最近になって急拡大を遂げているインターネットを通じて個人投資家の売買注文を集めるオンライン・ブローカーが、ECN へ顧客注文を回送することで、低コストで迅速な注文処理を実現するようになっている<sup>1</sup>。また、投機的売買を一日に何十回も繰り返す個人のデー・トレーダーも、ECN を活発に利用している<sup>2</sup>。

もっとも、ECN における取引の状況については、信頼できる統計が確立しておらず、実態は必ずしも明確ではない。例えば、Nasdaq のウェブ・サイトの一つである Nasdaq Trader (<http://www.nasdaqtrader.com>) 上で公表されている 99 年 6 月の各 ECN の売買高は表 1 に掲げた通りだが、この数字については、インスティネットの実績が過小評価されているのではないかとの批判がある<sup>3</sup>。一方、NASD ホームページ (<http://www.nasd.com>) のデータでは、99 年 6 月における全 ECN の Nasdaq 登録銘柄取引高は、取引件数ベースで 29.2%、売買高（株式数）ベースで 21.8%、売買金額ベースで 29.4%を占めたとされている<sup>4</sup>。

現在稼働している各 ECN の概要は次の通りである。

#### ①インスティネット

1969 年に Institutional Networks Corporation として設立され、1987 年にロイターの子会社となったインスティネット社が運営する ECN である。しばしば PTS（取引所外私設取引システム）と呼ばれる証券会社が運営する取引所的機能を果たす電子取引システムの先駆的存在として名高い。

インスティネットは、注文執行義務ルールの施行以前から機関投資家間の直接取引、Nasdaq 市場におけるマーケット・メーカーのポジション調整手段として広く利用され、90 年代前半には、既に Nasdaq 市場取引高の 20%近くはインスティネット経由の取引と言われていた。機関投資家のグローバル運用ニーズに対応するため、海外進出も積極的に進めており、ロンドン、パリ、トロント、フランクフルト、香港などの証券取引所会員となっている。我が国でも 94 年 12 月にインスティネット証券東京支店が免許を取得しており、国

<sup>1</sup> オンライン証券取引の現状については、大崎貞和『インターネット証券取引の真実』（日本短波放送、1999 年）、大崎貞和「拡大が続く米国のインターネット証券取引」『資本市場クォーターリー』99 年春号参照。

<sup>2</sup> デイ・トレーダーについては、大崎貞和、岩谷賢伸「米国におけるデイ・トレーダー規制をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』99 年秋号参照。

<sup>3</sup> “Four Stock-Trading Giants Will Form Electronic Mart”, *Wall Street Journal Interactive Edition*, July 22, 1999.

<sup>4</sup> この統計によれば、取引件数ベースでのシェア 29.2%の内訳は以下の通りである。インスティネット 13.2%、アイランド 11.5%、REDI ブック 1.2%、BRUT 1.2%、アーキペラーゴ 0.9%、ブルームバーグ・トレードブック 0.9%、ストライク 0.2%、アッティン 0.1%、ネクストレード不明。

内機関投資家の外国株取引の注文取次などを手がけている。また、ECN としてのサービスに加えて、終値など予め定められた価格で株式を売買するクロッシング取引のサービスも提供している。

インスティネットは、PTS としての長年の実績と既にほとんどの証券会社や有力機関投資家が取引端末を導入しているという現実を支えられ、ECN としても一貫して有力な地位を占めてきた。しかし、最近では、ECN 間の競争が激化していることを反映して、他の電子取引システムとの提携など、個人投資家の役割増大を強く意識した戦略的な動きが目立っている。

99年5月には、アーキペラーゴ、モルガンスタンレー・ディーンウィッター、J.P.モルガンなどとコンソーシアムを組織し、ロンドン証券取引所に対抗する英国の第二株式取引所として95年に開設されたトレードポイント証券取引所の株式の54.4%を取得した<sup>5</sup>。また、インターネットを通じた個人投資家による入札でIPOを進めるオンライン投資銀行W.R.ハンプレクトへも出資した<sup>6</sup>。次いで、99年7月には、ECN としてはいわばライバルであるアーキペラーゴの株式の16.4%を取得する一方、個人投資家が取引に直接参加できるInstinet.com 構想を明らかにしている。9月には、有力オンライン・ブローカーであるEトレードが、時間外取引サービスを開始するためにインスティネットを利用することも明らかになった。

## ②アイランド

Nasdaq 市場の小口注文自動取引システムであるSOESを利用したトレーディングを活発に行って、マーケット・メーカーから”SOES bandit”と呼ばれていた業者の一つデーテック・セキュリティーズが開設したECNである。デーテックは、96年7月、取引一件当たり9.99ドルと初めて10ドルを切る手数料を提示して個人投資家向けのオンライン取引に進出し、短期間のうちに大手業者の一角を占めるようになった。

アイランドは、取引参加者を証券会社のみ限定してきたが、デーテックを始めとする多くのオンライン・ブローカーが個人投資家からの注文を回送しているため、高い流動性を維持している。現在、取引参加者は180社とされる。ECNとしてのシェアはインスティネットに次いで二位とみられ、表1に示したNasdaq Traderの統計のように既にインスティネットを上回ったとするデータも存在する。

99年6月には、大手オンライン・ブローカーであるTDウォーターハウスが2,500万ドルを出資すると表明し、流動性の一層の向上に貢献することが期待されたが、10月になっ

<sup>5</sup> トレードポイントについては、大崎貞和「再出発するトレードポイント —英国株式取引所間競争の顛末—」『資本市場クォーターリー』97年秋号参照。また、インスティネットによる出資については、吉川真裕「トレードポイントの新たな展開 —SECの認可と大手金融機関による協調出資—」『証研レポート』99年6月参照。

<sup>6</sup> W.R.ハンプレクトについては、大崎貞和「米国のオンライン投資銀行」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

て出資を取りやめ、むしろ REDI ブックとの関係を強化することになった。

アイランドは、インターネットのホームページ (<http://www.isld.com/>) 上で注文の状況をリアルタイムで一般に公開している (図 1)。オンライン・ブローカーを通じて取引する個人投資家を強く意識した対応と言えよう。

図 1 アイランドが公開している板情報の例

refresh   island home   system stats   help			
		GET STOCK	
		MSFT	go
LAST MATCH		TODAY'S ACTIVITY	
Price	81 25/32	Orders	8,947
Time	17:08:02	Volume	1,016,174
BUY ORDERS		SELL ORDERS	
SHARES	PRICE	SHARES	PRICE
<a href="#">50</a>	81 13/16	<a href="#">10</a>	81 7/8
<a href="#">144</a>	81 3/4	<a href="#">200</a>	82 1/4
<a href="#">5</a>	81 3/4	<a href="#">100</a>	82 7/8
<a href="#">20</a>	81 3/4	<a href="#">200</a>	82 15/16
<a href="#">100</a>	81 3/4	<a href="#">100</a>	83 1/4
<a href="#">100</a>	81 3/4	<a href="#">50</a>	83 3/4
<a href="#">100</a>	81 3/4	<a href="#">164</a>	83 15/16
<a href="#">200</a>	81 11/16	<a href="#">150</a>	84
<a href="#">100</a>	81 5/8	<a href="#">100</a>	85
<a href="#">50</a>	81 5/8	<a href="#">200</a>	85
<a href="#">100</a>	81 5/8	<a href="#">281</a>	85
<a href="#">20</a>	81 9/16	<a href="#">100</a>	85
<a href="#">200</a>	81 1/2	<a href="#">200</a>	85
<a href="#">10</a>	81 1/2	<a href="#">50</a>	85 1/4
<a href="#">10</a>	81 1/2	<a href="#">91</a>	85 1/2

(出所) アイランド・ホームページ

アイランドの通常取引時間は、当初から午前 8 時から午後 5 時 15 分までとなっており、Nasdaq 市場の通常取引時間 (午前 9 時半から午後 4 時) よりも長い。インターネットを通

じて注文を集めるオンライン・ブローカーは、取引所や Nasdaq 市場の通常取引時間終了後に帰宅したビジネスマンなどから注文を受け付けることが多いが、通常、こうした注文は翌日の寄り付き時に執行されている。この点に目を着けたデーテックは、99年8月から、個人投資家の指値注文を午後5時15分までリアルタイムでアイランドに回送し、初めての本格的な個人向け時間外取引サービスを開始した<sup>7</sup>。

### ③アーキペラーゴ

シカゴに本拠を置くテラノーバ・トレーディング社が開設した ECN である。当初、テラノーバ社の略称をとって TONTO システムと名付けられていたが、99年4月からアーキペラーゴに名称を正式に変更した。このネーミング（archipelago は「群島」）は多分にアイランド（「島」）を意識したものだろう。

99年1月、ゴールドマン・サックスと E トレードが、各々アーキペラーゴの株式の25%ずつを取得した。その後、6月には J.P.モルガン、7月には既に触れたようにインスティネットが大口の出資者として参加した。また、アーキペラーゴは、99年7月、後述するように証券取引所登録を申請する意向を表明した。

### ④ブルームバーグ・トレードブック

有力情報ベンダーであるブルームバーグ社が開設した ECN である。トレードブックでの取引に関する事務処理は、バンク・オブ・ニューヨークの子会社である B トレード・サービスに委託されている。トレードブックの最大の特徴は、証券会社や機関投資家のトレーダーが広く利用しているブルームバーグ端末からの発注が可能となっているという点である。

ブルームバーグ・トレードブックは、99年5月、機関投資家向けのエマージング・マーケットでの注文執行サービスを提供するフランスの大手銀行クレディ・リヨネの子会社 CLSA と共同で「グローバル・トレードブック」をスタートさせると発表した。また、我が国ではブルームバーグ・トレードブック・ジャパン証券を設立し、日本国内の機関投資家がトレードブックで直接米国株を売買できる体制を整えた。

一方、バスケット取引を中心とする有力なクロッシング・システムである POSIT を運営する ITG と提携し、共同で「スーパーECN」を作り上げるという構想を発表している。これは、基本的には、トレードブック上に出された注文が一定時間内に成立しなかった場合に POSIT での付け合わせに回すという仕組みになるものと考えられる。将来的には、他の電子取引システムを「スーパーECN」に参加させることもあり得るという。

---

<sup>7</sup> その後、アイランドの取引時間延長に伴い、デーテックの取扱い時間も拡大された。こうした個人投資家向け時間外取引をめぐる動きについては、大崎貞和「米国における株式の個人投資家向け時間外取引」『資本市場クォーターリー』99年秋号参照。

#### ⑤REDI ブック

ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所のスペシャリストで、Nasdaq 市場におけるマーケット・メーカーとしても有力なスピア・リーズ・アンド・ケログ (SLK) が開設した ECN である。SLK の前身であるスピア・アンド・リーズは、大恐慌期の 1931 年設立という伝統ある業者であり、草創期のパートナーの一人であったジェームズ・ケログ三世は、ニューヨーク証券取引所の理事長を務めたこともある。

REDI ブックの特色の一つは、システム上にマッチングする注文が存在しない場合、マーケット・メーカーや他の ECN の気配、注文状況を調べて自動的に回送する仕組みを整えている点にあるという。このため、システム参加者にとっては、約定率が向上することになる。

99 年 7 月、SLK に加えてチャールズ・シュワブ、フィデリティ、ドナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレット (DLJ) 3 社が出資し、REDI ブックを新たな ECN に衣替えするとの構想が発表された。これが実現すれば、インスティネット、アイランドとのシェア争いが一層激しさを増すものと予想される。

#### ⑥アッティン

既に触れたアイランドと同様に、Nasdaq 市場で "SOES bandit" と呼ばれていた業者の一つが開設した ECN である。システムを運営するオールテック・インベストメント・グループは、投機的な日計り商いを行うデイ・トレーダーを主要な顧客とする証券会社として知られる。99 年 7 月には、デイ・トレーディングで損失を被ったことを逆恨みした顧客の一人が同社のアトランタ支店で銃を乱射するという事件が起こり、我が国でも大きく報道された。

アッティン ECN は、取引参加資格を証券会社のみ限定しているが、システムの運営者であるオールテックを含め、参加資格を有する証券会社の中には個人顧客にトレーディング用の施設を利用させるデイ・トレーディング専門業者が少なくない。デイ・トレーディング会社のオフィスでは、個人投資家が自ら注文をシステムに入力しており、アッティンを個人投資家が直接取引に参加する ECN とみられることもできる。他の有力 ECN に比べるとシステム上でのマッチング率は必ずしも高くないとされ、デイ・トレーダーが SOES などを通じてマーケット・メーカーへ注文を回送する仕組みとして活用されているという側面も強い。

#### ⑦BRUT

ニューヨークのプラス・ユーティリティ社が開設した ECN で、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、有力マーケット・メーカーの親会社であるナイト・

トライマーク・グループなどが出資している<sup>8</sup>。

システム面では、大口注文の一部だけを他の参加者に対して開示する仕組みなど、ブルームバーグ・トレードブックに類似した工夫を凝らしており、マーケット・インパクトの回避という機関投資家の取引ニーズを意識している。但し、BRUT は、取引参加者を証券会社のみ限定し「証券会社と競合しない公平な ECN」を標榜している。

### ⑧ストライク

ベア・スターンズ、ソロモン・スミスバーニー、リーマン・ブラザーズ、DLJ、ペイン・ウェバーといった有力大手証券会社など 18 社が出資して開設した ECN である。

「トレーダーが開発したユーザー・フレンドリーなシステム」を売り物にしており、後発の ECN でありながら、短期間で取引高を増加させた。今後は、ITG の POSIT やアリゾナ証券取引所（AZX）といった代替的取引システム（ATS、かつては PTS と呼ばれていたもの）との接続を進め、システム上での約定率を高めるとしている。

### ⑨ネクストレード

ディスカウント・ブローカーであるオールディー・ディスカウント社の出身者二人が共同で設立した証券会社プロフェッショナル・インベストメント・マネジメント（PIM）を母体として開設された ECN である。スタッフ 20 名ほどの小規模な ECN だが、週 7 日間、24 時間の注文受付を一つの特色としている。

## 2. ECN の法制度的背景

ECN は、株式の売買注文を付け合わせるという限りにおいては証券取引所と同じ機能を果たしているが、法的には、証券会社が運営する代替的取引システム（ATS）として位置づけられている<sup>9</sup>。

ECN が登場するきっかけとなったのは、97 年 1 月の証券取引委員会（SEC）による注文執行義務ルールと呼ばれる一連の規則の施行である<sup>10</sup>。現在稼働している ECN は、インス

<sup>8</sup> ナイト・トライマーク・グループは 95 年に設立されたばかりだが、短期間で Nasdaq 市場のマーケット・メーカーとして最大のシェアを握るようになった証券会社である。E トレード、アメリートレード、TD ウォーターハウスなどが出資者として名を連ねている。傘下のナイト・セキュリティーズは、Nasdaq 市場登録銘柄及び OTC ブリテン・ボード登録銘柄 7,100 銘柄のマーケット・メイクを行っている。一方、トライマーク・セキュリティーズは、ニューヨーク、アメリカン両証券取引所上場銘柄の取引所外におけるマーケット・メイクを行ういわゆる「第三市場」のディーラーである。ナイト・トライマーク・グループは、99 年 7 月には欧州版 Nasdaq 市場である EASDAQ の株式の約 19% を取得して注目された。

<sup>9</sup> ATS の規制については、大崎貞和「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』99 年冬号参照。

<sup>10</sup> SEC, Release No.34-38156, 1997 SEC LEXIS 58, January 10, 1997. これにより 34 年法規則 11Ac1-1~1-4 が改正あるいは新たに制定された。

ディネットを別にすれば、いずれも注文執行義務ルールの採択後に新たに開設されたものである。

証券会社が売りと買いの気配値を提示することで売買を円滑化するマーケット・メーカー制度の下では、一般の顧客は、原則としてマーケット・メーカーの提示する気配値に応じて売買を行うため、顧客自らが売買価格を指定する指値注文は市場価格の形成に大きな役割を果たさない<sup>11</sup>。NASD が 94 年 7 月に採択した解釈によれば、顧客の指値注文を受けたマーケット・メーカーが、当該注文を執行する前に指値注文価格またはそれより良い価格で自己のポジションでの売買を行うことは禁止される<sup>12</sup>。しかし、こうした「トレーディング・アヘッド」と呼ばれる取引さえ行わなければ、顧客の指値注文を放置し自らの気配に反映させないことは容認されていた。

注文執行義務ルールは、こうした慣行を改め、顧客指値注文の保護を徹底することを狙いとして制定された。すなわち、マーケット・メーカーや取引所のスペシャリストが自ら表示している気配よりも良い価格での指値注文を顧客から受けた場合、次の四つの対応のいずれかを選択することが義務づけられたのである（34 年法規則 11Ac1-4、表 2）。

表 2 注文執行義務ルール上のマーケット・メーカー等の義務

- |  |
|--|
| <p>①自らの気配を当該指値注文と同様の値段、数量に変更する。</p> <p>②当該指値注文を自ら執行する。</p> <p>③当該指値注文を証券取引所または証券業協会の運営するシステムへ回送する。</p> <p>④当該指値注文をシステム上に出されたマーケット・メーカー等の注文の数量及び価格が証券取引所または証券業協会に伝達され一般に公表され、発注したマーケット・メーカー等以外のブローカー・ディーラーが当該価格で注文を執行することができる仕組みとなっている ECN へ回送する。</p> |
|--|

注) ECN とは、マーケット・メーカー等が投入した注文を第三者に広く公表する電子システムで、それらの注文の全部または一部の執行を可能にするものであって、単一の価格で注文を執行するクロッシング・システムやマーケット・メーカー等の自己勘定と顧客注文を付け合わせるシステムでないものと定義される（34 年法規則 11Ac1-1）。

（出所）SEC 規則より野村総合研究所作成。

注文執行義務ルールに従ってマーケット・メーカー等が顧客指値注文を回送することのできる ECN とみなされるためには、取り扱っている注文に関する情報を何らかの方法で広

<sup>11</sup> 但し、顧客が証券会社に対して大きな影響力を行使できる場合には、相対交渉によって気配値よりも有利な価格を形成することも可能である。かつて、マーケット・メーカー制度がとられていたロンドン証券取引所では、交渉力の大きい機関投資家による注文が、マーケット・メーカーが一般顧客向けに提示している気配値よりも有利な価格で処理されることが多く、その不透明性が批判の対象となっていた。落合大輔「新取引システムに移行したロンドン証券取引所」『資本市場クォーターリー』97 年秋号参照。

<sup>12</sup> NASD 解釈文献 IM-2110-2 による規則 2110 及び規則 2320 に対する解釈。



く一般に公表しなければならない（上の④）。ところが、従来、PTS と呼ばれていたインスティネットなどの電子取引システムは、原則として、注文に関する情報を取引参加者にしか公開していなかった<sup>13</sup>。そこで、NASD は、セレクトネットの仕組みを用いて、ECN 上の注文に関する情報を市場全体に行き渡らせることにしたのである<sup>14</sup>。

すなわち、ECN は、NASD の承認を得て、自らのシステムを Nasdaq のセレクトネットに接続させることができるものとされた。ECN 上の注文に関する価格情報、数量情報は、このセレクトネット・リンクを通じて Nasdaq 取引システムの端末上で公開される（最良の注文についてのみ）。例えば、情報サービス会社ブルームバーグが運営する ECN であるブルームバーグ・トレードブックの最良値は、「BTRD」という名の下に端末画面上で表示される。いわば、ECN がマーケット・メーカーの一つとなるわけである。

Nasdaq 市場のマーケット・メーカーが、Nasdaq 取引端末上に表示された ECN 上の注文に対応する注文を出したいと考える場合、セレクトネット上の特定のマーケット・メーカーに注文を送る仕組み（preferencing と呼ばれる）を用いて発注することができる<sup>15</sup>。マーケット・メーカー以外の証券業者や機関投資家は、個々の ECN の取引参加者となっていて専用端末を保有している場合には、それを利用して ECN に注文を送ることができる<sup>16</sup>。また、マーケット・メーカーに対して指値注文を出せば、状況次第では ECN に回送されることになる。

セレクトネット・リンクの仕組みを整え、注文に関する情報を広く一般に公表することができるようになった ECN は、自己のシステムに注文を出したマーケット・メーカー等に対して注文執行義務ルール違反を理由とした摘発行動は起こさないという趣旨の SEC によるノー・アクション・レターの発給を申請した。この申請に基づいて発給されたレターによって、9 つの ECN が事実上の承認を受けたわけである。

### 3. ECN をめぐる再編の動き

#### 1) 流動性向上を図る ECN

既に、個々の ECN の紹介で触れたように、ECN に対しては、ブローカレッジ業者やマーケット・メーカーなど証券会社が多数出資して提携関係を結んでいる。証券ブローカーの

<sup>13</sup> PTS の proprietary という言葉は、取引参加者以外に公開されない閉鎖的なシステムというニュアンスを含んでいる。

<sup>14</sup> セレクトネットは、NASD が、90 年 11 月にスタートさせたシステムであり、マーケット・メーカーが、Nasdaq 取引端末から他のマーケット・メーカーに注文を送ることのできる仕組みである。

<sup>15</sup> セレクトネット・リンクは、ECN が供給している専用端末ではないため、実際に注文が ECN のコンピュータに到達した時点では、ヒットしようとした注文が既に執行されていたり価格が変わっていたりする可能性がある。そうした場合には、ECN は、マーケット・メーカーからの注文の執行を拒否できる。

<sup>16</sup> なお、アイランドやアッティーンは、取引参加資格を証券会社のみ限定している。

場合、取引量の多い ECN へ注文を回送することで効率的に注文を処理することができる。とりわけ、個人投資家の注文を大量に集めるオンライン・ブローカーは、この点を重視している。一方、マーケット・メーカーにとっては、ECN はマーケット・メーカーの最良気配よりも有利な指値注文を公開することで売買スプレッドの縮小を招くという意味では迷惑な存在であるとともに、自らのポジション調整の場として活用しなければならない存在でもある。

このように、ある意味では、証券会社の期待を集めている ECN だが、その機能を十分に発揮するためには、高い流動性が確保されなければならない。もともと、マーケット・メーカー制度は、マーケット・メーカーが提示する気配値のスプレッドが存在するという意味で価格の向上に限界がある反面、常に流動性が確保されるというメリットを有する。投資家からみれば、ECN を利用した方が価格向上の可能性が大きいとしても、流動性が失われるのではマーケット・メーカーに頼らざるを得ないことになるだろう。

最近になって、流動性の向上を狙いとする ECN 再編の動きが活発になっている。既に触れたブルームバーグ・トレードブックと POSIT の提携や REDI ブックの機能拡張の動きは、その典型的な例であろう。前者は、トレードブック上での継続取引で売買が成立しなかった注文を POSIT 上での時点処理的なマッチングに回すことで成約率を高めようとするものである。一方、後者は、有力な証券会社をパートナーとし、システムへの取引参加者を増やすことで流動性を高めようとするものである。

また、インスティテュートによるアーキペラーゴへの出資にも、両システムの顧客を統合しようとする意図が見え隠れする。アーキペラーゴは証券取引所としての登録を申請するとしており、ATS のステータスに留まるインスティテュートとの間で、何らかの機能分担を図る可能性が高い。

## 2) ECN による証券取引所登録の動き

このアーキペラーゴとアイランドは、証券取引所としての登録をめざしている。これは、99 年 4 月に施行された ATS に関する SEC の新しい規則によって、営利を目的とする取引システムという ATS の特色を維持したままで、証券取引所としての登録を受けることが可能となったためである<sup>17</sup>。

ECN が証券取引所になれば、事実上の競争相手である NASD の監督を受ける必要がなくなる。また、正式上場手続きを経ずに、SEC による承認を得るだけで他の取引所に既に上場している証券を取引することができるという、いわゆる非上場取引特権を利用して、取引所会員による取引所外取引が禁止されている 1979 年 4 月 26 日までに上場された株式についても、取引を行うことが可能となる<sup>18</sup>。一方、Nasdaq 市場登録銘柄については、もと

<sup>17</sup> ATS 規則については、大崎前掲注 5 論文参照。

<sup>18</sup> 1980 年に制定された 34 年法規則 19c-3 によって、1979 年 4 月 27 日以降に上場された株式については、

もと非上場証券である以上、取引所ステータスになった場合取り引きできなくなるのではないかという疑問が生じる。しかし、この点については、1934年法12条(g)項に基づくSECへの証券登録を行って継続開示義務を果たしている証券は全て非上場取引特権の対象となるとの解釈がなされており、問題は生じないものと考えられる<sup>19</sup>。

なお、証券取引所としての登録を受ければ、取引参加者に対する自主規制機能を果たすことが求められるようになる。この点については、自主規制機能をNASDに委託することで規制コストの負担を軽減しようといったアイデアも提起されているようであるが、ECNの競争相手であるNASDが、そうした提案を受け入れるかどうかは疑問であろう。

## 4. ECNの意義と展望

### 1) ECNがもたらしたもの

#### マーケット・メイクの在り方の変化

ECNの登場によって、Nasdaq市場における取引は大きな変貌を遂げつつある。ECNと競争しながら行うマーケット・メイクは、かつてに比べるとリスクの大きい困難なビジネスとなっており、マーケット・メーカー数は、1996年末の541社から、99年6月末には474社にまで減少している。有力マーケット・メーカーの中にもマーケット・メイクの対象銘柄を絞り込むといった動きがみられる。

そもそも、マーケット・メーカー制度は、中程度の流動性が本来備わっている銘柄の取引に適した売買仕法である<sup>20</sup>。マイクロソフトなどの人気銘柄は、投資家からの売買注文だけでも十分に流動性を確保できるので、本質的にはマーケット・メイクは必要ない。取引コストの小さいECNでの売買が拡大するのは当然とも言える。

#### 売買スプレッドの縮小

マーケット・メーカーにとっては受難の時代ではあるが、市場全体の立場からみれば、ECNの発展が、市場の効率性と投資家保護の向上に結び付いていることは否定しにくい。97年6月からNasdaq市場における呼び値が1/8ドルから1/16ドルに変更されたことの影響もあるが、最良気配のスプレッドは確実に縮小しており、主要銘柄では、ほぼ全面的に1/16ドルとなっている<sup>21</sup>。

---

取引所外取引を禁止する取引所のルールは適用されないこととされている。

<sup>19</sup> Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Third Edition, 1995, p.643.

<sup>20</sup> 淵田康之『証券ビッグバン』（日本経済新聞社、1997年）、77頁。

<sup>21</sup> 99年3月のNASDによる調査では、全銘柄の約25%が、最良気配のスプレッド1/16ドルとなっていた。

## 2) 増大する個人投資家の影響力

ECN の拡大は、オンライン・ブローカーなどを通じた個人投資家の株式売買が、市場全体に及ぼす影響力が増大したことを示している。このことは、ECN そのものの性格の変化にもつながっている。

ECN を始めとする電子取引システムは、本来、仲介コストの排除や価格向上を望む機関投資家の取引ニーズに応える形で登場した。1969 年に稼働したインスティネットが当初目指したのは、マーケット・メーカーとの交渉では価格が不利になりやすい機関投資家のブロック取引注文同士を結び付けることであった。このため、インスティネットやブルームバーグ・トレードブックといった機関投資家を重要な顧客とする ECN は、匿名性や価格向上の可能性、国際的なネットワークの充実、といった機能を強調してきた。

ところが、最近拡大が著しいオンライン・ブローカーの注文を取り込むことで急成長したアイランド、アーキペラーゴといった ECN は、流動性の高さや注文処理速度を売り物にしている。宣伝パンフレットでも「セレクトネットを通じた接続では注文伝達に数秒余計にかかってしまうので、直接接続をお勧めします」としているほどである。一瞬の価格変化を利用して利益を上げるデイ・トレーダーの期待に応えるサービスである。

各 ECN が個人投資家による時間外取引の注文取り込みを図っている点も注目される。既に触れたように、オンライン・ブローカーとの提携関係を通じて通常取引時間外の注文マッチングに力を入れる ECN が増えている。

なお、99 年 8 月には、そうした個人投資家の時間外取引需要に応えることを目的とした新しい ATS である マーケット XT (旧称エクリップス・トレーディング) が開業して注目された<sup>22</sup>。このシステムは、通常取引時間内には注文を取り扱わず、注文執行義務ルールに定められた情報の公開を行っていないため「ECN」には該当しないが、証券ブローカーが集めた個人投資家の注文を回送するだけならば法的に問題はない。専ら個人投資家をターゲットとする初めての本格的な電子取引システムである。この Market XT の機能は、ECN の時間外取引サービスと正面から競合することになる。既に、ディスカバー・ブローカレッジ、ドレイファス・ブローカレッジ・サービスのオンライン・ブローカー2社に加えてソロモン・スミスバーニーが顧客向けの時間外取引サービスに活用しており、既存の ECN にとっては強力なライバルが出現したことになる。

## 3) 今後の展望

ECN が収益性を確保するためには高い流動性を維持しなければならず、現在の 9 つの ECN 全てが Nasdaq 市場銘柄を中心に扱うという現在の形のままで生き残れるかどうか

---

<sup>22</sup> マーケット XT については、注 7 前掲大崎論文参照。

かは疑問である。しかも、前述のマーケット XT に加え、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、第三市場の有力業者メイトフが共同で新たな電子取引システム「プライメックス」を稼働させる計画を打ち出すなど、ECN をめぐる競争環境は一層激しさを増している。そうした中で、インスティネットによるアーキペラーゴへの出資のような再編の試みは、今後も相次ぐものと予想される。

ニューヨーク証券取引所が、ECN と手を組んで Nasdaq 市場登録銘柄の取引に進出しようとする動きなどもみられる。ECN を軸とした米国における証券市場間競争の今後の展開が注目される。

（大崎 貞和）