

新局面を迎える米国の株式市場間競争 ～再燃する「市場の分裂」論議～

米国では、9つのECN（電子証券取引ネットワーク）がナスダック登録銘柄を中心に株式売買注文の獲得をめぐる競争するなど、株式市場間競争が活発化している。こうした中で、複数の市場において取引が行われることで株式市場全体の効率性や公正さが損なわれるのではないかと「市場の分裂（market fragmentation）」論議が再燃している。2000年2月には、SECが、市場の分裂への対応策として6つの選択肢を提示する一方、証券会社首脳を含む関係者による議会証言が行われた。また、4月には、ニューヨーク証券取引所が、市場間取引システム（ITS）の廃止を含む改革を提案した。これらの動きは、今後、米国の株式市場構造を大きく変えるような制度改革に発展する可能性もある。

1. 市場間競争と「市場の分裂」

1) 市場間競争を重視した全国市場制度（NMS）

米国では、1960年代以降、株式市場関係者の間で、折に触れて「市場の分裂」という問題が論議を呼んできた。「市場の分裂」とは、同じ銘柄の証券の取引が複数の場所に関連づけられることなく行われることで、単一の市場に取引が集中されている場合に比べて価格形成が非効率になったり市場の公正さが損なわれたりするという現象である。具体的には、市場が分散することで個々の市場の流動性が低下したり、価格情報等が共有されていないためにどの市場で売買することが有利か分かりにくくなったりするといった問題が生じることが考えられる。

「市場の分裂」が最初に注目されたのは、1960年代から70年代前半にかけてである。当時、固定手数料制度を採用していたニューヨーク証券取引所（NYSE）上場株式の取引が、地方取引所（第二市場）や「第三市場」と呼ばれる店頭取引のマーケット・メーカーを通じて行われるようになったことが問題視された。

これに対し、株式取引を執行する複数の場が存在し、お互いに注文の獲得をめぐる競争することで市場全体の効率性が高まるという考え方もある。米国では、法制度上もこうした市場間競争を重視する考え方が採用された。

1975年の証券市場制度改革では、1934年証券取引所法が改正され、SECに対して「全国市場制度（National Market System: NMS）」を確立する権限が与えられたが、そのNMSを

形成する要素は、①市場間の競争、②価格の透明性、③市場間のリンケージ、④顧客注文の最良執行、の四つであるとされた¹。つまり、NMS の具体化にあたっては、既存の市場を解体して一つの組織に統合するのではなく、各取引所のスペシャリスト、ナスダック市場や店頭取引マーケット・メーカーの気配情報や取引情報を統合し、お互いに競争させながら一つの市場としての機能を確保することが目指されることになったのである。

NMS を具体化するための仕組みとして作られた情報システムが、統合気配システム（CQS）、市場間取引システム（ITS）、統合テープシステム（CTS）の三つである。CQS はスペシャリストやマーケット・メーカーの気配値を一覧できるシステム、ITS はスペシャリスト等が、最良気配を示す市場へ注文を回送するためのシステムである。また、CTS は各市場での取引に関する情報をリアルタイムで公開するための仕組みである。

2) 「市場の分裂」問題の再燃

NYSE からの取引流出は、1975 年の手数料完全自由化を待つまでもなく、1968 年以降段階的に行われた大口取引に関する割引手数料制度の導入を機に沈静化に向かった。しかし、その後、1980 年代後半になると、メイドフに代表されるコンピュータ化の進んだ第三市場のマーケット・メーカーやインスティネット、POSIT を初めとする電子取引システム（当時は PTS: proprietary trading system と呼ばれた）の台頭によって、再び「市場の分裂」が意識されるようになったのである。1991 年には、NYSE 上場銘柄の地方取引所、第三市場等での売買は、取引件数ベースでみた場合、全体の 32.7%に達し、取引高でも 7%を上回るに至った。

このような事態を受けて、証券市場の規制監督機関である証券取引委員会（SEC）は、1992 年から 21 世紀をにらんだ株式市場規制の全体構造に関する調査研究に着手し、1994 年 1 月、その成果をスタッフレポート「マーケット 2000」として公表した。報告書は、「市場の分裂」について検討は加えたものの、現実には弊害が生じていないとの立場から、複数の市場が競争することで多様な投資家の多様な取引ニーズが満たされ、市場全体の効率性が高まっていると結論づけた²。SEC は、1969 年に開設されたインスティネットを嚆矢とする PTS に対して、証券取引所としての登録義務を免除する趣旨のノー・アクション・レターを発給するなど、厳しい規制を課さないことで成長を促進する政策をとってきた。「マーケット 2000」報告書は、こうした既存の市場と電子取引システムによる競争を重視する SEC の政策を追認するものとなった。

とはいえ、SEC が、成長を続ける電子取引システムに対する規制を見直す必要を感じていなかったわけではない。1994 年 2 月には、ブローカー・ディーラーの運営する取引シス

¹ 証券取引所法 11A 条(a)(1)(C)。

² 「マーケット 2000」報告書の内容とその意義については、淵田康之『証券ビッグバン』（日本経済新聞社、1997 年）、178～180 頁参照。

テムに対して、システム内容の説明資料の提出、取引高等の定期的な報告、記録の保管などを義務づける証券取引所法規則 17a-23 が採択された。この規則は、それまでに PTS としてのノー・アクション・レターを得ていたシステムだけでなく、ブローカー・ディーラーが社内での注文付け合わせに活用している電子取引システムをも対象としていたため、多数の電子取引システムが SEC による監督の下に置かれることになった。SEC の年次報告書によれば、97年に規則 17a-23 に基づくファイリングを行ったシステムは、135 件に上る。

その後、SEC は、1998 年 12 月、従来のノー・アクション・レターによる PTS 規制を抜本的に改めるレギュレーション ATS を採択した³。この規則は、主としてナスダック市場登録銘柄に関する売買注文をコンピュータ・システム上でマッチングさせる擬似的な証券取引所である電子証券取引ネットワーク (ECN: Electronic Communications Networks) がナスダック市場出来高の約 3 割を取り扱うまでに成長するといった新しい事態に対応して制定されたものである⁴ (表 1)。

表 1 SEC によって事実上承認されている ECN (2000 年 1 月現在)

承認年月	システム名 (運営会社名)	Nasdaq 銘柄売買 金額 2000 年 1 月 (百万ドル、シェア%)	金融機関等との提携関係 など
97 年 1 月	インスティネット (Instinet Corporation)	263,855 (14.4%)	1969 年スタートの名門電子取引システム。通信社ロイターの傘下。
	アイランド (Joshua Levine and Jeffrey Citron, Smith Wall Associates)	141,089 (7.7%)	オンライン・ブローカー大手のデータテック系列。取引所登録へ。
	アーキペラールゴ (Terra Nova Trading, LLC)	9,162 (0.5%)	ゴールドマンサックス、Eトレッド、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)	23,820 (1.3%)	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)	23,820 (1.3%)	1992 年開設。シュワブ、フィデリティ、DLJ が参加し新システムへ。
98 年 2 月	アッテイン (All-Tech Investment Group)	n.a. (0.0%)	運営会社オールテックは、デイトレダーを顧客とするブローカー。
98 年 4 月	BRUT (The Brass Utility, LLC)	14,659 (0.8%)	ゴールドマン、ナット、メリル Lynch などが出資。ストライクと合併。
98 年 11 月	ストライク (Strike Technologies LLC)	1,832 (0.1%)	ベアスターンズ、ソロモン・スミス・バーニーなどが出資。BRUT と合併。
	NexTrade (PIM Global Equities)	n.a. (0.0%)	24 時間取引を実施している。
2000 年 1 月	マーケット XT (Market XT)	—	インターネット・ベースの時間外取引システム。99 年 8 月稼働。

(注) 各 ECN の売買金額は、ナスダック市場の売買金額と公表されているシェアから逆算した推計値。BRUT とストライクは 2000 年 2 月に合併を完了した。

(出所) 野村総合研究所作成。

³ 詳しくは、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』1999 年冬号参照。

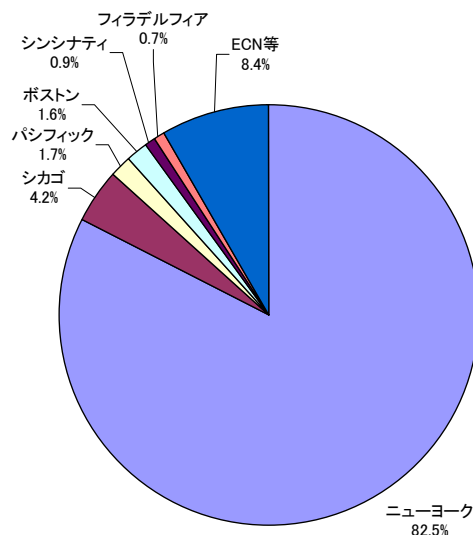
⁴ ECN については、大崎貞和『株式市場間競争』(ダイヤモンド社、2000 年)、60~74 頁参照。

新たに制定されたレギュレーション ATS によれば、ECN を始めとする電子取引システムは、証券取引所として登録を受けるか、レギュレーション ATS を遵守する代替取引システム (ATS: Alternative Trading System) として登録するかを選択しなければならない。ATS として登録した場合、ある銘柄の総取引高の 5% 以上を取り扱うといった一定の要件を満たす場合には、最良気配の公表義務が課されたり、取引への公平な参加を認めることが義務づけられたりすることになる。つまり、SEC は、電子取引システム上の情報開示やアクセス面に関する規制を強化することで、電子取引システムの NMS への取り込みを図る方向を打ち出したのである。

なお、ECN は、セレクトネット・リンクと呼ばれる仕組みを通じてナスダック市場のマーケット・メーカーと接続しており、各システム上の最良気配は、ナスダック取引システムを通じて一般に公開されている。その限りにおいて、ECN は NMS に組み込まれた存在だとみることできる。とはいえ、個々の ECN の取引参加者以外は、最良気配以外の注文の存在を知ることはできないし、それらの注文にマッチするような注文を出すこともできない。これを「市場の分裂」として問題視することも可能である。

また、ECN などの ATS を通じた取引は、ナスダック銘柄では全取引高の約 3 割に達しており、NYSE 上場銘柄でも取引所外でマーケット・メイクを行う「第三市場」を含めれば 8% を上回るまでに拡大している (図 1)。このような現状が、「市場の分裂」問題の再燃につながるという危惧も否定できない。こうした中で、1999 年の終わり頃から、「市場の分裂」を回避し、株式市場全体の効率性を高めようとする方向での様々な動きが目立ち始めたのである。

図 1 NYSE 上場銘柄の各市場別取引高シェア



(出所) NYSE 資料より作成。

2. 市場の分裂と統合をめぐる最近の動向

1) 取引所集中原則完全撤廃へ向けての動き

米国では、1980年に制定された1934年法規則19c-3に基づき、1979年4月27日以降に上場された証券(19c-3証券)については、いわゆる取引所集中原則は適用されないものとされている。しかし、NYSEは、このSEC規則の存在にもかかわらず、19c-3証券以外の証券(非19c-3証券)については会員による取引所外取引を禁止する規則390を存続させてきた。このため、NYSE会員は、非19c-3証券に関しては、顧客の注文に対して自らが第三市場のマーケット・メーカーのように自己勘定で向かうことや顧客注文同士を取引所外で付け合わせるエージェンシー・クロス取引を行うことは認められていない。

SECは、もともと全ての上場証券を対象とする規則19c-2を提案したものの、政治的配慮から1979年以前に上場された証券を対象外としたという経緯からも明らかなように、取引所集中原則は反競争的で好ましくないとの立場を一貫して維持してきた。これに対してNYSEは、規則390を撤廃すれば非19c-3証券の取引が様々な場に分散し、「市場の分裂」につながると主張してきた。

SECのアーサー・レビット委員長は、1999年9月に行った市場間競争に関する講演の中で規則390を取り上げ、NYSEが会員組織から営利を目的とする株式会社組織への転換を図っていることと絡めて、営利組織が反競争的な規則390を維持することはできないと改めて批判した⁵。また、10月には、上院銀行委員会の証券小委員会で行った証言の中でも、規則390は競争を妨げ unnecessary コストをもたらすルール例であり、撤廃されなければならないと述べた。

こうした中で、NYSEは、12月2日になって規則390の撤廃を決議し、SECに対して規則改正の承認を申請するとともに、証券会社が顧客注文に自己勘定で向かう、いわゆる店内化(internalization)に対する規制の強化を提案した。これによって、規則19c-3の制定以来20年を経て、ようやく取引所集中原則が全面的に撤廃されることが確実となったわけだが、注目されるのは、この規則撤廃の承認を審議するにあたって、SECが「市場の分裂」問題に対してとるべき方策の選択肢を列挙し、それに対する一般からのコメントを求めたことである⁶。SECが提示した選択肢については、後で詳しく紹介するが、規則390の撤廃をめぐる動きが契機となって、「市場の分裂」に関する論議が、改めて深められることに

⁵ Remarks by Chairman Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless Principles", September 23, 1999. この講演については、吉川真裕「真のNMS構築へ向けて～レビットSEC委員長の提案～」『証研レポート』1575号、1999年10月参照。その後、レビット委員長は、1999年11月4日、2000年3月16日にもNMSに焦点を当てた講演を行い、市場間競争、価格の透明性、市場間のリンケージ、最良執行というNMSの四つの構成要素それぞれについて見解を明らかにしている。

⁶ SEC, Release No.34-42450, Notice of Filing of Proposed Rule Change by the New York Stock Exchange, Inc. to Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation, February 23, 2000.

なったことの意義は大きい。

一方、SEC は、1999 年 12 月 9 日、NMS を構成するシステムの一つである ITS のプランを改訂し、非 19c-3 証券を含む全ての上場株式を ITS による注文回送の対象とすることを決定した⁷。ITS は、各取引所のスペシャリストが、より有利な気配を表示している取引所へ注文を回送するための仕組みであり、NYSE 及びアメリカン証券取引所上場銘柄が回送の対象となっているが、従来、取引所外取引が認められない非 19c-3 証券は回送の対象となっていなかった。そこで、SEC は、NYSE 規則 390 が撤廃され、会員による全ての証券の取引所外取引が可能となった場合にも「市場の分裂」を深刻化させることなく ITS を通じて最良気配を示す市場への注文回送が円滑に行われるようにするため、ITS プランの改訂に踏み切ったのである⁸。

なお、ITS を始めとして NMS を構成するシステムの内容は、各証券取引所と全米証券業協会 (NASD) から成る運営委員会によって決定されるのが原則だが、今回のプラン改訂については、以前から NASD による提案が NYSE 等の反対によって採択されないなど全会一致を必要とする運営委員会が結論に達していなかったため、NMS を構成するシステムの内容の変更を認可する権限を SEC に与えている 1934 年法規則 11Aa3-2 に基づき、SEC 自らがシステム・プランの変更を行うという異例の形がとられることになった⁹。

2) SEC のコンセプト・リリース

既に触れたように、SEC は、取引所集中原則に関する NYSE 規則 390 の撤廃承認を審議するにあたって、「市場の分裂」問題に対してとるべき方策を列挙し、それに対する一般からのコメントを求めるコンセプト・リリースを発表した¹⁰。このリリースは、2000 年 2 月 23 日に発表され、後で述べる議会公聴会等での議論のたたき台とも言うべき位置づけを与えられることになった。SEC が提示した選択肢は、次のようなものである。必ずしもこの中から一つを選ぶといったものではなく、それぞれの狙いも異なっている。

①取引の執行と注文回送に関する情報開示の強化

SEC は、取引所市場、店頭市場のマーケット・メーカー、ATS (ECN を含む) などのマーケット・センター及び証券ブローカーが取引の執行と注文回送に関してより一層充実したディスクロージャーを行えば、投資家や証券ブローカーは、それらの情報に基づいて注文を回送する先の市場を選択するなどして、質の高い取引の執行ができるようになると考

⁷ SEC, Release No.34-42212, Adoption of Amendments to the Intermarket Trading System Plan to Expand the ITS/Computer Assisted Execution System Linkage to all Listed Securities, December 9, 1999.

⁸ これに対して、NYSE はその後、後で触れるように、ITS そのものの廃止を提案した。

⁹ もっとも、NYSE は、既に触れた 12 月 2 日の規則 390 撤廃に関する声明の中で、この ITS プランの見直しに賛成する意向を表明していた。

¹⁰ 前掲注 6 参照。このリリースについては、吉川真裕「米国株式市場統合をめぐる新たな展開 ～SEC のリリースと関係者の議会証言」『証研レポート』No.1580 参照。

えている。

強化されるべきディスクロージャーの具体的な内容としては、個々のマーケット・センターが取り扱っている指値注文と成り行き注文の比率などオーダー・フローの性質に関する情報、成り行き注文が執行される場合のスプレッドの大きさ、成り行き注文に対する価格向上の可能性、指値注文を一般に公開する際のスピード、等が考えられる。

②注文の店内化（internalization）とペイメント・フォー・オーダー・フローの制限

注文の店内化とは、証券会社が、顧客の委託注文に自己で向かう行為であり、ペイメント・フォー・オーダー・フローとは、マーケット・メーカー業務を営む証券会社が、注文を回送してくれた証券ブローカーに対して一株当たり数セントのキックバックを支払うという取引慣行である。こうした行為や慣行によって、顧客の委託注文が市場全体にさらされる機会が減り、市場の透明性や注文の価格向上の可能性が低下するといった弊害が予想される。

SEC は、マーケット・メーカーに対して、他のマーケット・センターで表示されている価格に基づいて顧客注文を執行することを制限することで、店内化の可能性を減らすことを提案している。これによって、店内化によって得られる利益、すなわちペイメント・フォー・オーダー・フローの原資が減少するものと考えられる。

既に触れたように、NYSE は、規則 390 の撤廃と同時に、店内化に対する規制強化を図るべきであると主張している。NYSE の提案は、この SEC のコンセプト・リリースに盛り込まれた内容とほぼ同趣旨であり、市場全体の最良気配 (NBBO: National Best Bid and Offer) と同等もしくはそれより顧客にとって有利な価格での執行を除いて店内化を禁止すべきであるというものである。

もともと NYSE は、規則 390 の目的は、投資家の注文が NYSE の立会場で他の投資家の注文と出会い、注文同士が相互に影響を与え合う可能性を高めることで、全ての投資家にとってより有利となる価格向上を実現することにあるとしてきた。したがって、規則 390 の撤廃によって NYSE 会員が注文の店内化を積極化すれば、投資家の利益を大きく損なうことになりかねないというのが NYSE の立場である。

③成り行き注文に関する価格向上機会の付与

全てのマーケット・センターに対して、成り行き注文及び執行可能な指値注文を一定の方法で公開させることにより、注文や気配値同士の相互作用を促進し、価格向上の可能性を高めるという提案である。例えば、最低限のスプレッド（例えば 1/16 ドル）よりも大きなスプレッドを含む気配を提示しているマーケット・メーカーやスペシャリストが顧客からの委託注文を執行しようとする場合に、その時点の最良気配よりも 1 ノッチだけ顧客にとって有利な気配を一定時間提示することを義務づけるといった方法が考えられる。

SEC は、1995 年に注文執行義務ルールに関するパブリック・コメントを求めた際にもこ

の種の提案を行ったが、マーケット・メーカーにとっては厳しすぎる規制で時期尚早であるとして最終的に採択された規則には反映されなかった¹¹。

④マーケット・メーカーによるフロントランニングに対する規制強化

スペシャリストを含むマーケット・メーカーに対して、自動執行が可能な他の市場で先に出された顧客の指値注文を執行する前に、自らが受けた顧客の委託注文を同じ価格で執行することを禁止するという提案である。そのためには、各マーケット・センターが、優先権を持つ顧客指値注文の価格、数量、出された時間を他のマーケット・センターへ通知する仕組みが整っていなければならない。また、マーケット・メーカー等は、顧客からの委託注文の受注時点で自らの表示気配が市場の最良気配であれば、その後に出された顧客にとってより有利な価格での指値注文を排除して自ら売買の相手方となることができるものとされる。

⑤最良価格を向上させる指値注文や気配に対する市場間時間優先原則の導入

市場全体の最良気配よりも顧客にとって有利な指値注文や気配を最初に出した者（価格の改善者、Price Improver）に対して、全てのマーケット・センターに共通する時間優先権を与えるという考え方である。つまり、他のマーケット・センターは、Price Improver の注文もしくは気配よりも顧客にとって有利な価格で注文を執行するか、あるいは Price Improver の注文を自ら執行しなければならない。

⑥表示された全ての指値注文と気配等に対する価格・時間優先の原則の確立

全てのマーケット・センターを全国接続システム（NLS: National Linkage System）とも呼ぶべき仕組みによってシステム的にリンクした上で、表示されている全ての指値注文と気配等の trading interests に対して価格・時間の優先の原則を適用するという考え方である。NLS 上の注文及び気配は全ての市場参加者にとってアクセス可能な透明性の高い仕組みをとり、自動執行される。但し、NLS はマーケット・センターそのものではなく、個々の注文の執行は、各マーケット・センターで引き続き行われる。

SEC は、以上 6 つの方策のそれぞれについて検討すべき論点を詳しく示し、一般からのコメントを求めることとした。コメントの受付期間は 2000 年 4 月 28 日までとなっており、提出されたコメントに基づいて、今後の株式市場構造に関する具体的な検討が進められることになる。

¹¹ 注文執行義務ルールについては、大崎貞和「米国の電子証券取引ネットワーク（ECN）」『資本市場クォーターリー』1999 年秋号参照。

3) 取引システム間の統合の動き

こうした制度面の検討が進む一方で、「市場の分裂」の原因となっているとされる多様な取引システム間の統合・再編の動きも目立ち始めた。

①初の ECN 同士の合併

1999年10月、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・ディーンウィッター等が出資する ECN である BRUT がベア・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・ウェバー等が出資するストライク・システムとの合併を発表した。両者は、ともに有力証券会社による出資を仰いでおり、機関投資家間の直接取引の場というよりはマーケット・メーカーや他の ECN などの注文執行ポイントへの注文回送システムという性格を帯びたシステムであることなど共通点が多く、合併によるシステム統合で効率化と流動性の向上を図ろうとしたものとみられる。この合併は、2000年2月に完了し、1997年に ECN が法的に確立されて以来初めての本格的な再編となった。

②パシフィック証券取引所とアーキペラーゴの提携

2000年3月、取引所登録申請中の ECN アーキペラーゴとパシフィック証券取引所は、NYSE、アメリカン証券取引所上場銘柄とナスダック市場登録銘柄を一つの市場で取引する初の電子証券取引所を共同で開設すると発表した。構想によれば、パシフィック証券取引所がアーキペラーゴに対して出資を行い、取締役を出す。また、新しい取引所は、パシフィック証券取引所が自主規制機能を担い、アーキペラーゴが電子取引システムを提供するという形で運営されることになるという。

③その他の市場間提携（合併）をめぐる動き

2000年3月には、ECN 最大手のインスティネットと第二位のアイランドとの間で合併交渉が行われたものの合意に達しなかったと報じられた。同時に、ナスダック市場の運営機関である NASD と NYSE が共同事業の展開や市場の統合の可能性を含めて協議を行ったという事実も明らかにされた¹²。これらの動きが、実際の市場間の統合につながるかどうかは不透明だが、激化する市場間競争の中での生き残り戦略の一つとして注目されよう。

4) NASD のスーパー・モニター・ジュ構想

一方、NASD は、ナスダック市場登録銘柄の取引における「市場の分裂」問題を回避するための方策として、正式には「ナスダック注文表示ウィンドウ (Nasdaq Order Display

¹² ともに Wall Street Journal Interactive Edition, March 3, 2000.

Window) 」と呼ぶシステムの導入を提案している。この構想は、一般には「スーパー・モニタージュ」と呼ばれている。

これは、現在、ナスダック取引端末上で表示されている個別マーケット・メーカーによる気配及び取引数量と各 ECN 上の最良気配及び注文数量とは別に、市場全体の最良気配及び二本目、三本目の気配値とそれぞれの値段における取引希望数量の合計を表示しようという構想である。ここには、非上場取引特権に基づいて地方取引所で取引されているナスダック登録銘柄に関する情報も統合されることになる¹³。

現在の仕組みでは、市場の最良気配が ECN によって表示されている場合、当該 ECN の取引参加者以外には二本目、三本目の価格における注文状況が分からないという問題があるが、この「スーパー・モニタージュ」が実現すれば、市場全体の「深さ」がより明確に示されることになる。また、市場の最良気配を示しているマーケット・メーカーが、二本目、三本目の価格での取引意思を明示することも可能になる。

NASD は、「スーパー・モニタージュ」による注文執行を義務化しないことで、個々のマーケット・メーカーや ECN が独立して競争するという市場の基本的な性格は維持したいとしている。また、とりわけ ECN 上では匿名性を重視する取引参加者が多いことに配慮し、個々のマーケット・メーカーや ECN の名称が明らかになるナスダック取引端末上では注文の存在を秘匿できる non-attributable orders という注文のカテゴリーを設けるとしている。これによって、現在のマーケット・メーカーや ECN の特性を維持しながら市場の透明性を向上させることが可能となり、「市場の分裂」による弊害を回避することができるというのが NASD の考え方である。

3. 「金融市場の将来」に関する公聴会

1) 公聴会の背景

2. の2) で紹介した6つの選択肢を盛り込んだ SEC のコンセプト・リリースを受けて、2000年2月29日、上院銀行委員会において、金融市場の将来像について意見交換をする公聴会がチャールズ・シューマー上院議員の呼びかけにより開催された。最初にピル・グラム委員長が開会声明をし、続いて規制機関や業界関係者が議会証言を行った。

公聴会のテーマは、「金融市場の将来」という大きな広がりをもつものとなっていたが、各証言者とも、現在の重要課題となっている「市場の分裂」に重点を置いた証言を行った。とりわけ、「市場の分裂」の背景とも指摘されている注文の店内化やペイメント・フォー・オーダー・フローといった取引慣行にも議論が集中した。また、将来の公的規制や自主規

¹³ 非上場取引特権については、清水葉子「アメリカの非上場取引特権について」『インベストメント』1999年5月参照。

制の在り方についても問題提起が行われた。以下では、それぞれの論点について、注目される証言内容を取り上げる¹⁴。

表 2 公聴会における証言者の一覧

会社・機関名	証言者	役職
SEC	アーサー・レビット	委員長
モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	フィリップ・パーセル	会長兼 CEO
チャールズ・シュワブ	チャールズ・シュワブ	会長
ゴールドマン・サックス	ヘンリー・ポールソン	会長兼 CEO
メリルチンチ	デイヴィット・コマンスキー	会長兼 CEO
クレディ・スイス・ファースト・ボストン	アレン・ウィート	会長兼 CEO
NYSE	リチャード・グラツソ	会長兼 CEO
NASD	フランク・ザーブ	会長兼 CEO

注) 上から議会証言の順
(出所) 野村総合研究所作成

2) 「市場の分裂」に関する見解

SEC のレビット委員長は、「市場の分裂」が実際に問題であるのか、また問題であるとしたらどのような規制行動が取られるべきかに関しては、市場の参加者の立場によってそれぞれ見解が異なり、難しい問題であるが、オープンに徹底的な議論をした上で、適切な対処をしなければならない、といった趣旨のことを述べ、中立的な立場を維持した。

また、NASD のザーブ会長も、「証券市場における重大な問題は、中央集中型市場の必要性和、我々の市場を世界でもうらやまれる存在にし続けている競争と選択という重要原則とのバランスをいかにとるかである」と述べ、市場の分裂に関してはどちらかといえば中立的な立場をとった。その上で、「市場の分裂」懸念に対する NASD としての具体的な回答とも言うべきスーパー・モンタージュ構想について説明した¹⁵。ザーブ会長は、スーパー・モンタージュは市場間の競争を促進する一方で、市場の分裂問題も解消するための重要なステップであるとした。

その他の証言者は、全ての注文が集中される電子注文板の創設や SEC が提示した選択肢の最後のものに相当するような中央市場を構築することを支持する市場統合賛成論者と反対者とに大きく分かれた。

伝統的な大手証券会社として位置づけられるモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター (以下 MSDW) 、ゴールドマン・サックス、メリルチンチ、クレディ・スイス・ファ

¹⁴ 本節の末尾に各証言者の証言内容を簡潔に整理した表を付した。

¹⁵ 2. 4) 参照。

ースト・ボストン（以下 CSFB）の代表者は、ECN 等の新たな取引システムが多く生まれた結果、主要な取引所やナスダック市場における流動性が低下しており、株式市場が分裂状態に陥っているという見解をとった。そして、「市場の分裂」が価格発見プロセスを阻害し、市場の透明性や流動性を損ね、顧客注文の最良執行の実現を困難にしていると指摘し、市場間の電子的リンクの強化を含む広い意味での市場統合論に賛成の意向を示した。以下では、各社の市場の分裂問題に関する意見を紹介する。

①MSDW

金融市場のグローバル化という流れの中で、米国外の株式市場が自動化を進め、効率性を高めている。このまま何もなされなければ、米国の株式市場はグローバルな市場間競争の中で生き残ってゆけない、と懸念を表明した上で、「市場の分裂」に対処し、米国市場の競争力を維持するためには、現在ある多様な市場を結び付けるネットワークを構築しなければならないと提案した。そして、そのネットワークは、以下の 3 つの原則に従ったものである必要があると述べた。

- ・分散したマーケット・センター（取引所や ECN 等）が電子的にリンクされ、各マーケット・センターに出される顧客の指値注文は一カ所に集められて優先順位を付けられ、一覧表示されること。
- ・顧客の指値注文は、価格が同じなら先に入ったものから処理されること（価格及び時間優先の原則の確立）。
- ・ネットワークは、注文を扱う者同士の競争ではなく、個々の注文と注文の競争を促すものであること。

MSDW のパーセル会長は、以上のようなネットワークの構築を、米国に統合市場をつくるという目的で提唱しているのではなく、まずは「市場の分裂」を緩和し、売買システムを近代化することが肝要だと考えて提案しているのだということを強調した。

②ゴールドマン・サックス

ポールソン会長は、「流動性を提供する装置である市場は、分裂よりも集中を促進するために互いにリンクされるべきである。流動性をプールする市場の構造は効率性を高め、投資家の最良執行を可能にする」という指針を示した後、過去のものとなってもはや機能していない ITS に代わって、全ての市場と取引機関を単一のネットワークで結ぶ電子的な中央市場（electronically-driven central market）の創設を提案した。加えて電子市場においては、時間及び価格優先の原則の下に取引が行われることを要請した。

③メリルリンチ

コマンスキー会長は、各市場や ECN 同士のリンクが促進され、最終的には、ある銘柄について国内で最良の売値及び買値に誰もがアクセスできるような、より強力な仕組みの構築を支持した。

さらに、注文の自動執行に関して、NYSE が新たなシステムの開発を表明したことを評価した。ただ、それには例外を設ける必要があるということをつけ加えた。すなわち、ブロック取引のようなサイズの大きい取引は市場に与えるインパクトが大きいので、自動執行の例外とすべきであるということである。例えば NYSE では、全注文の 75%を占める 1,000 株までの注文については自動執行とし、それ以外については自動執行の可否を顧客が選択できるようにすべきであると述べた。

④CSFB

CSFB は、新しい電子市場のあるべき姿について、以下の 3 つのモデルを提案した。

<リミテッド・パーティシペーション・ネットワーク>

取引参加者を限定した複数の電子取引システムをリンクさせることによって、流動性を確保するモデルである。このモデルの欠点は、現在行なわれている個人投資家と機関投資家の取扱いの違い、投資家と市場仲介者の取扱いの違いを継続させることである。

<中央集中型の取引所>

電子市場が中央集中型の執行機関、すなわち単一の電子注文板となるモデルである。このモデルでは、全ての市場参加者にリアルタイムで注文板全体を見せることにより、取引の透明性を完全に確保することができる。

<分散型電子ウェブ>

電子市場が、投資家と証券会社双方によって直接アクセス可能な電子掲示板を持ったオープン・ポータルとなる考え方である。インターネット・ベースのネットワークとなるモデルである。

ウィート会長は、以上の 3 つのモデルの中で、二番目の中央集中型の取引所が最終的には望ましく、規則 390 のような取引の障害となる規制や ITS へのアクセスに関する障壁が取り除かれたときに、市場は自然に 2 つ目のモデルの方へ向かうであろうと述べた。

加えて、新しい市場を成功させるには、以下の 6 つの要素を満たすことが大事であることも述べた。第一に、個人投資家と機関投資家両者のために完全に統合された市場であること。第二に、指値注文板とスペシャリストの板の区別がなく、注文板を完全に見ることが出来ること。第三に、10 進法表示を採り入れること。第四に、十分機能的な 24 時間取引を実施すること。第五に、上場株式と店頭株式の市場を統合すること。第六に、新市場を

オープン・アーキテクチャなプラットホームとすること、である。

一方、オンライン証券会社として最大手のチャールズ・シュワブと NYSE は、単一の中央市場を構築することには反対の立場をとっている。両者に共通している反対の根拠は、市場が統合されると他の市場との競争の中で絶え間なくイノベーションを追及するインセンティブがなくなるので、市場のシステムが次第に陳腐化してってしまうというものである。この意見は、NYSE のグラッツ会長の「一枚岩的な (monolithic) 構造は、市場間の競争やイノベーションを阻害する。そしてまたおそらく、オフショアに代替的な取引システムが再構築されることとなろう」という発言に象徴される。両者の主張はおおよそ以下の通りである。

①チャールズ・シュワブ

シュワブ会長は、インターネットの発達により投資家はかつてないほど多くの情報と多くの選択肢を享受することとなったと強調した。また、1975 年の株式売買委託手数料自由化とその後のオンライン証券取引の開始により、安い手数料でオンライン経由による株式の売買が可能となった上、最近では ECN の登場により、時間外取引も行われている結果、個人投資家の数が増加し、今や彼らは相場に対して影響力を持つまでになった、と説明した。一方、株式を発行する企業の側も、株式の新規公開 (IPO) の際に個人投資家の参加を希望するようになっており、現在のこうした状況は、ある人々にとっては「市場の分裂」なのかもしれないが、シュワブ氏としてはむしろこれを「市場の民主化」と呼びたい、と述べた。

同時にシュワブ氏は、様々な障害が除去され、徐々に個人投資家が成長してきているといっても、依然として機関投資家との間に多くの分野で不平等や差別が存在すると指摘した。以前に比べてウェブ上で多くの投資情報が得られるようになったといっても、例えばプロの投資家がリアルタイムの気配情報を容易に見ることができるのに対し、多くのウェブ・サイトでは、15 分遅れの情報しか見ることができない。また、IPO に関する情報提供に関してなど、何らかの規制が機関投資家と個人投資家を差別している場合が多々見られると主張し、個人投資家注文の最良執行の確保を訴えた。

さらに、「SEC の注文執行義務ルールや ECN の価格情報が他の市場価格情報と統合されたことなどにより、市場は以前ほど分裂していないというのが事実である」と述べ、「市場の分裂」の存在自体に否定的な見解を示した。一方で、「市場の分裂」の解消に寄与すると思われる以下のような提案もおこなった。

- ・ナスダック市場と取引所との気配情報の統合。
- ・ナスダックがセレクトネットのリンクを利用して顧客注文が ECN 等でより良い価格で執行されるよう取り計らうこと。
- ・大手の ECN が互いにリンクすること。

②NYSE

グラッソ会長は、「市場の分裂」問題について、上場株の市場に関しては重大な問題とされていないとした上で、「我々は、伝統的な注文回送と執行のサービスを維持する一方で、注文の自動執行のような特徴を備えたプラットフォームを構築することが一番望ましいと信じている」と述べた。

NYSE は、長年培ってきた顧客の委託注文をオークション市場で処理するというモデルを依然として有効だと考えていると同時に、顧客の様々なニーズに応えるために、立会場における取引を補完する意味で、新しい電子的な取引システムの導入に取り組んでいる。具体例としてグラッソ氏は、1,100株未満の顧客からの注文の執行を自動的に行うことが出来る NYSeDirect や、機関投資家向けに1万5,000株以上の注文の執行を迅速に行うとともに、大口注文を立会場へ匿名で送る手段を提供する Institutional Xpress、投資家が、3-D版の立会場で、あたかも場内にいるのと同じようにスペシャリストが管理する注文板上の指値注文など様々な情報を見ることが出来る NYSE Virtual を紹介した。なお、NYSE は、これら一連のシステム整備に関する構想を「ニューNYSE」と呼んでいる¹⁶。

また、NYSE は、各市場間のリンクについては投資家保護の向上という観点から支持を表明した。

3) 店内化などの取引慣行に関する見解

店内化やペイメント・フォー・オーダー・フローなどの慣行に関しても、何人かの証言者がコメントを加えた。

MSDW は、多様な市場を電子ネットワークで結び付け、価格及び時間優先の原則を確立することによって、これらの取引慣行の及ぼす否定的な影響は緩和されると主張した。

一方、NYSE は、売買注文が NYSE から離れているとすれば、それは店内化やペイメント・フォー・オーダー・フロー、ブローカーが特定のマーケット・メーカーやディーラーを注文回送先として指定するプリファレンシング・アレンジメント等の取引慣行によるものであり、NYSE は一貫してこうした慣行に反対してきたと主張した。既に触れたように、NYSE は、店内化に関するより厳しい規則の採択を SEC に対して要請している。

これに対して、チャールズ・シュワブは、個人投資家を重視する立場からやや異なる見解を明らかにした。

店内化については、例えば保険業界における顧客のセグメンテーションと同様に、リスクの低い顧客には手ごろな価格を、リスクの高い顧客には高い価格を提示するのは当然の

¹⁶ 吉川真裕「ニューヨーク証券取引所の新構想 ～「ニューNYSE」の意味するもの～」『証研レポート』1578号参照。また、4. で紹介する NYSE 特別委員会の報告書は、この「ニューNYSE」構想を高く評価している。

ことで、リスクの低い個人投資家からの注文が、よりリスクの高い機関投資家の注文と一緒にされることでより良い価格で執行できなくなるとすれば問題であり、店内化はリテール顧客に対して最良執行を保証する最も効率的な手段であると指摘した。

一方、ペイメント・フォー・オーダー・フローについても、チャールズ・シュワブは、この慣行には原則として反対であるが、同社がペイメント・フォー・オーダー・フローの形で受け取るリベートは、同社のコストを下げ、それは顧客に還元されているという側面もあることを指摘した。

4) 金融・証券規制のあり方に関する見解

何人かの証言者は、将来の証券市場規制のあり方や自主規制機関に関してしてコメントを加えた。

NYSE が規則 390 の撤廃を決定したことは、概ね好意的に受け止められた。例えば、ゴールドマン・サックスは、NYSE の決定を評価し、会員の自由な取引を阻害するような取引所規則は排除すべきであると述べた。

また、チャールズ・シュワブは、規制の在り方に関する一般論として、費用のかかるインフラや官僚機構を新たに作るより、市場の競争を阻害し、透明性を損ない、一般投資家に害を及ぼしている規制を撤廃していくべきであると述べた。これに対してメリルリンチは、「規制のフレーム・ワークについては、改善の余地はあるものの、投資家に対して資するところの多かった現行の規制の仕組みを変えるのは時期尚早であるかもしれない」という現状認識を示した。

自主規制機関の在り方をめぐっては、ニューヨーク証券取引所やナスダックが会員制の非営利団体から営利を目的とする株式会社組織へと組織形態を改めようとしていることとも絡めて意見が出された。これまでも、市場運営機関が営利組織に転換するのであれば、従来市場運営機関が担ってきた自主規制機能を放棄し、別の組織として自主規制機関を設けるべきとの議論がある。今回の公聴会でも、同じような見解が表明された。

例えば、ゴールドマン・サックスは、会員証券会社の財務状況の審査や投資家保護、及びマージン・ルールを採用等を行う単一の独立した自主規制機関の創設を真剣に考えるべき時期にきている、と発言した。そして、その理由として、会員のコンプライアンスを検査する際に必然的に会員のビジネスに関する最重要情報にアクセスする自主規制機関が、規制を受ける会員証券会社と競争的な状況になった場合、利益相反が生じる恐れがあることや、異なる自主規制機関が同じルールを採用している場合、同じように解釈、適用される保証がなく、不公正な競争につながりやすいことなどを指摘した。

また、CSFB は、自主規制という概念そのものが利益相反の可能性を秘めており、取引所の株式会社化の結果、事態が悪化することは間違いないとの見解を表明した。加えて、ECN が取引所に転換することで自主規制機関の数が増えることに懸念を示し、市場参加者や取

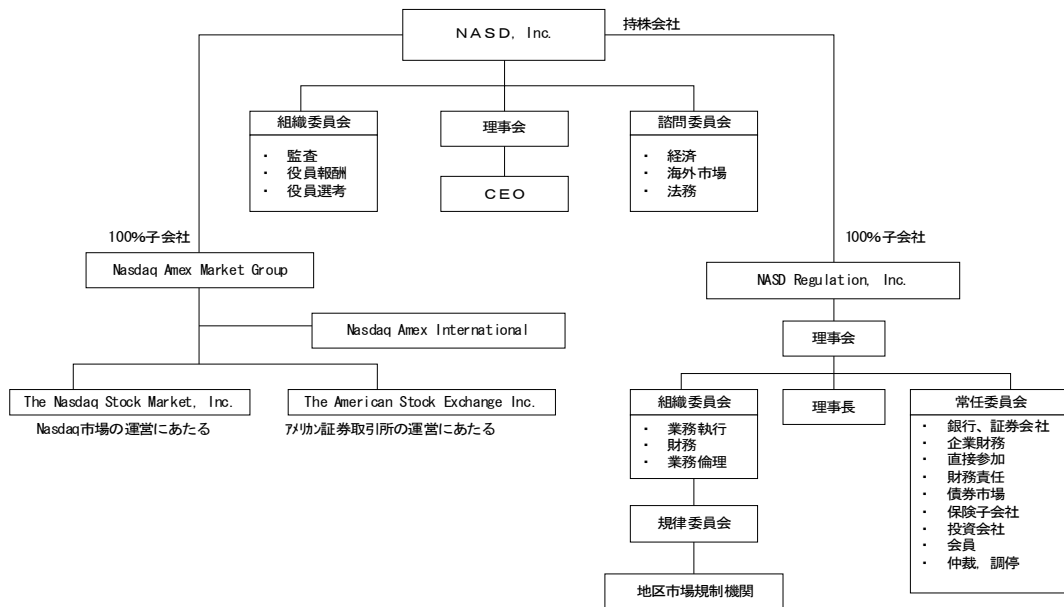
引に対する規制や検査の機能は一つの機関に統合されるべきであると主張した。

一方、NASDのザーブ会長は、2000年1月以降進められているナスダック運営会社への外部資本の導入計画など組織再編の動きについて説明し、「我々の最終目標は、ナスダック市場の競争力を強化し、会員のナスダックへの貢献度を公正に認識し、会員の規制コストを削減し、（自主規制機能を担う）NASD Regulationの独立性を強化することで、これら全ては会員のために資するであろう」と述べた。

現在の構想では、NASDは、ナスダック運営会社（Nasdaq Stock Market Inc.）に対する持ち分を現在の100%から22%にまで引き下げ、ナスダック市場を国法証券取引所として登録させることになっている（図2参照）。一方、NASDは、自主規制機関であるNASD Regulationとアメリカン証券取引所運営会社の親会社となり、ナスダックからは独立したSROとなる。これが実現すれば、ナスダック市場の運営とNASD会員全体に及ぼされる自主規制の機能は完全に分離されることになる。

2000年4月14日、NASDは、この組織再編構想が会員投票によって84%の会員の支持を得たと発表した。この結果、5月にはナスダック運営会社による株式の私募発行（NASD会員に割り当てられる）が実施され、2000年秋の完了をめざす再編のプロセスが始動することになる。

図2 現在のNASDの機構



（出所）NASD資料等から野村総合研究所作成。

表3 議会証言の内容一覧

		市場の分裂問題	インターナリゼーション等の取引慣行	金融・証券規制	自主規制機関
規制機関・市場	SEC	・中立的 ・徹底的な議論が必要			
	NYSE	・各市場間のリンクについては支持するが、単一の中央市場の創設には反対 ・上場市場に関しては重大な問題ではない ・伝統的なサービスを維持する一方で、補完的に新しい電子的な取引システムの導入に取り組む	・オーダー・フローがNYSEから離れているとしたら、それはおおよそインターナリゼーションやペイメント・フォア・オーダー・フロー、プリファレンシング・アレンジメント等の取引慣行のせいで、我々はそれらの行為には伝統的に反対	・まだ表立っていない問題に対処するために、上場市場に大きな変化を政府が課すのは、時期尚早	
	NASD	・中立的 ・市場の分裂を解消すると同時に、市場間の競争も促進するスーパー・モニター・ジュ・システムの提案			
伝統的の大手ブローカー	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	・市場統合論に賛成 ・多様な市場を結び付けるネットワークの構築を提案 ・単一の統合市場の創設を提案しているわけではない	・価格/時間優先の原則の採用は、インターナリゼーションやペイメント・フォア・オーダー・フローといった外的要因の影響を緩和する		
	ゴールドマン・サックス	・市場統合論に賛成 ・全ての市場と取引機関を単一のネットワークで結ぶ電子的な中央市場の創設を提案		・会員の自由な取引を阻害するような取引所規則は排除すべき	・単一の独立した自主規制機関の創設を真剣に考えるべき
	メリルリンチ	・市場統合論に賛成 ・各市場やECN同士のリンクが促進され、最終的には、国内の最良価格にアクセスできるような、より強力な仕組みの構築を提案 ・サイズの大きい取引は市場に与えるインパクトが強いため、自動執行の例外とすべき		・規制のフレームワークについては、改善の余地はあるものの、投資家に対して資するところの多かつた現行の規制の仕組みを変えるのは時期尚早であるかもしれない	
	クレディ・スイス・ファースト・ポストン	・市場統合論に賛成 ・電子市場が中央集中型の執行機関、すなわち単一の電子注文板となるモデルを支持			・市場参加者、取引行為、その他の機能の検査は1つの機関に統合されるべき
チャールズ・シュワブ (大手オンライン・ブローカー)	・単一の中央市場の創設には反対 ・SECの注文取扱ルールやECNの他の市場価格との統合により、市場は以前ほど分裂していない ・現状を市場の分裂というよりは、市場の民主化と把握	・インターナリゼーションはリテール顧客に最良執行を保証する最も効率的な手段 ・オーダー・フロー・ペイメントには反対だが、受け取るリベートは、同社の取引コストを下げ、それは顧客に還元されるという面もある	・費用のかかるインフラや官僚機構を新たに作るより、市場の競争を阻害し、市場の透明性を損なわせる規制を撤廃していくべき		

(出所) 野村総合研究所作成。

5) その後の動き

その後、上院銀行委員会は、2000年3月22日、4月13日にも同じテーマでの公聴会を開催した。3月の公聴会では、オンライン証券会社大手アメリートレードのリケッツ会長やブルームバーグ・トレードブックのフォーリー社長兼CEOなど、オンライン証券会社やECNの代表者が証言を行った。一方、4月の公聴会では、連邦準備制度理事会（FRB）のグリーンズパン議長が証言に立った。

オンライン証券会社やECNの見解は、市場間リンケージを強化する必要性は認めつつも、全ての注文を価格優先、時間優先の原則によって処理する集中型の注文板（多くの証言者はCLOBという言葉を用いた、この点については後述のNYSEによる報告書が詳しく論じている）を創設するアイデアに対しては強い拒絶反応を示すという点でほぼ一致している。オンライン証券会社は、店内化やペイメント・フォー・オーダー・フローなどの慣行についても2月の公聴会でのチャールズ・シュワブの証言に近い意見を表明し、大きな問題点はないとの見方を堅持した。

一方、グリーンズパンFRB議長は、「市場の分裂」に関しては、問題を大局的に捉えるべきで、長い目で見れば、絶え間ない競争により、最も狭いスプレッドを提供するシステムの流動性が高くなり、自然に市場の統合が促進されてゆくであろう、と述べた。現在は高い流動性を誇るNYSEのような取引所であっても、技術革新への対応を怠れば、新たな取引施設に取って代わられる。その過程で、市場の分裂が起こるのは、避けられるのならそれに越したことはないが、仕方のないことである、とした。

その上で、政策立案者としては、長期的に均整のとれた市場構造への移行を支援していくべきであり、そのために市場の慣行を再調査し、競争を阻害する要因を取り除いてゆくことがその役割で、とりわけ市場の透明性の確保に関する施策が重要であるとした。そして、株式市場の変化のペースが速いことを考えると、政府がCLOBといったある特定の形式を強制しても、すぐに時代遅れのものになる可能性があるという警告を発した。

このように、2月の公聴会では「市場の分裂」に対してCLOBのような集中型の仕組みの導入をも視野に入れた対応を進めるべきとの意見が少なからず出されたのに対し、3月以降の公聴会では、そうした抜本的改革論は、やや陰を潜めたと言える。

上院銀行委員会は2000年5月にも同じテーマでの公聴会を開催する予定である。今後、これら一連の公聴会で表明された様々な意見が、何らかの立法上の対応に活かされるといった可能性も否定できない。

4. ニューヨーク証券取引所の市場構造に関する報告書

1) 報告書の背景

2000年4月、NYSEは、理事会メンバーのうち公益理事のみによって構成される「市場構造、ガバナンス及び所有権に関する特別委員会」が作成した報告書の内容を承認した¹⁷。この報告書は、1999年10月に最近の証券市場をめぐる急速な変化に対応するための中立的な意見を求めるという目的でNYSEが諮問した内容に対する回答を取りまとめたものである(表4)。特別委員会は、フォード・モーターの元会長、CEOであるアレックス・トロットマン氏と年金基金TIAA/CREFの元会長兼CEOであるクリフトン・ウォートン氏の二人が共同議長を務め、合計12名で構成された。

表4 NYSEが特別委員会に対して行った諮問の内容

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">・ どのような市場構造が最も投資家のためになるのか。・ NYSEにとっての競争上の脅威はどのような性格のものなのか。・ 委託注文をオークション方式によって処理するという現在の取引仕法は維持できるのか、また維持すべきなのか。・ NYSEは自動執行システムを導入すべきなのか。・ NYSEのスペシャリストとフロア・ブローカーは今後どのような役割を果たすべきなのか。・ NYSEは上場銘柄に関するCLOB(Central Limit Order Book, 指値注文を一つの板に集中して価格及び時間優先の原則に従って付け合わせる仕組み)の創設を支持すべきなのか。・ NYSEは会員による注文の店内化を可能にすべきなのか。・ NMSは市場の分裂による悪影響を改善する上でどのような役割を果たせるのか。 |
|---|

(出所) NYSE 報告書より作成。

報告書は、委員会のメンバーがNYSE会員や職員を代表しない公益理事であることから、「上場企業及び上場企業の所有者である投資家、更には公衆一般」の利益を代弁するものであると強調している。しかし、内容的には、SECがコンセプト・リリースで示した6つの選択肢や上院銀行委員会での議論に対するNYSEとしての見解表明とも言うべきものである。

報告書は、現在のNYSEの仕組みや株式市場の構造について整理した上で、①最良執行、②公正さ、③安定性、④流動性、⑤効率性、⑥信頼性、の6つの「原則」を掲げ、これらの原則が貫かれる市場構造の在り方について提言を行っている。提言の最大のポイントは、①現在のNYSEにおける立会場やスペシャリスト、フロア・ブローカーの仕組みを基本的

¹⁷ “Market Structure Report of the New York Stock Exchange Special Committee on Market Structure, Governance and Ownership”, <http://www.nyse.com/events/NT0003927E.html>.

に維持し、CLOBのような構想には反対すべきであること、②ITSを廃止すべきであること、の二点に集約される。以下では、これらの点について報告書の見解を紹介する。

なお、報告書は、NYSEが進めているシステム高度化構想「ニューNYSE」を高く評価する一方、会員が店内化した注文をNYSEで執行する仕組みの導入に対しては否定的な見解をとっている。NYSEの構想では、インターネットで接続可能な自動執行のシステムであるNYSE Direct+においても、フロア・ブローカーが対当する注文を出して価格向上を実現する可能性があるような仕組みになっているとしている。

2) 集中型の取引システムに対する見解

報告書は、市場全体の指値注文を一つの板に集中して価格優先、時間優先の原則に基づいて付け合わせるCLOBのような仕組みの是非について詳しく検討を加えている。もともとCLOBは、1975年の証券市場改革法がNMSの確立を規定したのを受けて、1976年にSECが提案したアイデアである。また、これを部分的に具体化するものとして、シンシナティ証券取引所に自動執行機能を備えた電子取引システムが導入された¹⁸。今回のSECのコンセプト・リリースで示された6つの選択肢の中にもCLOBに近い提案が示されており（提案の⑥）、上院銀行委員会の公聴会でもゴールドマン・サックスやCSFBはCLOB的な仕組みを積極的に支持した。

NYSEの特別委員会は、現在のNYSEの立会場における注文執行の在り方を高く評価し、次のような理由をあげてCLOBの導入を否定する見解を表明した。

第一に、立会場のフロア・ブローカー同士が直接交渉することで生まれる価格発見、価格向上のプロセスは、CLOBによっては代行することができないとする。むしろ、自動執行機能を備えたCLOBは、小口注文中心のシステムとなり、小口の取引と大口の取引を分断する危険性が高いという¹⁹。

第二に、CLOB構想の支持者は、自分たちの狭い利害関係にとらわれている可能性が高いという。例えば、大手証券会社がCLOBを支持するのは、CLOB上で形成された価格情報を利用しながら、その枠外で大口注文を不透明な形で処理しようという意図が秘められているのではないかという。

第三に、CLOBは、急激な価格変動や需給の不均衡に際して発生するスペシャリストの役割を無視するものであり、相場変動の激化や低流動性銘柄におけるスプレッドの拡大を

¹⁸ SECの構想やシンシナティ証券取引所の「ハードCLOB」については、Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street*, revised edition, Northeastern University Press, 1995, pp. 520-531 参照。

¹⁹ 事実、上院銀行委員会の公聴会においてCLOB的仕組みを基本的に支持したメリルリンチのコマンスキ会長も、大口注文は自動執行の例外とすべきという立場をとっている。もっとも、NYSE自体においても、大口注文は、証券会社が予め対当する注文と付け合わせた上で取引所市場内で執行する「アップステアズ取引」で処理されることが多く、現在でも大口と小口の市場は分断されているという見方も成り立ち得る。

招く恐れがあるという。

第四に、CLOB は、マーケット・センター間の競争を通じて市場の効率性を高めるといふ 1975 年証券市場改革法の考え方に反するという。もちろん、CLOB のアイデアは、SEC の提案⑥にみられるように、必ずしも現在の複数の取引所や ECN、マーケット・メーカーなどの廃止と統合を意味するものではない。しかし、市場全体に価格及び時間優先の原則を徹底すれば、現在の互いに競争するマーケット・センターは、単に CLOB へ注文を流すための導管に過ぎなくなるという。

第五に、CLOB の導入は、一定の約定方法を全てのマーケット・センターに強制するものであり、取引ルールをめぐる競争を否定することになるという。

第六に、CLOB は米国株式市場に予想外の悪影響をもたらす可能性もあり、害を及ぼすような改革はしない方がよいという考え方に合致しないという。CLOB のような「大胆な改革」は、単に受け入れられないようなリスクをもたらすだけだというのである。

3) ITS の廃止提案

報告書は、マーケット・センター間リンケージの在り方についても検討を加え、現在の ITS を廃止することを提言した。これは、ITS を NMS の根幹をなすシステムの一つとして位置づけ、一層強化しようとする SEC や NASD の考え方を全面的に否定するものとみることにもできる。マスコミ報道では、今回の報告書の中で、この部分が最も大きく取り上げられた²⁰。

NYSE の特別委員会によれば、ITS はシステム自体が古く、スピードが遅いという問題がある。これに対して、大手証券会社やシステム・ベンダーは、異なるマーケット・センターの取引状況や気配情報を用いて最も顧客にとって有利な約定が望めるマーケット・センターに注文を回送する仕組みを開発しており、そうしたシステムを活用することで、顧客から委託注文を受けた受託者の義務として最良執行義務を十分に果たすことができるという。このため、ITS を廃止しても、投資家にとって不利になることはないという。

一方、報告書は、ITS への参加者の拡大については警戒的である。ITS の参加者は自主規制機関（証券取引所もしくは証券業協会）のみに限るという原則は維持されなければならないとし、証券会社形態の ECN が直接 ITS に接続することは ITS の公正さを損ない、マーケット・センター間の競争を不公正なものとする主張している。

なお、NYSE は、2000 年 4 月 11 日、SEC に対して書簡を送り、NMS の相場情報報道システムである統合テープ・システムを運営する統合テープ協会（CTA）及び気配情報を伝達する CQS からの脱退を承認するよう要請した。NYSE が既存の NMS の仕組みから離脱しようとする色彩が一層鮮明になっている。

²⁰ 例えば、"NYSE Panel Calls for Elimination of System Lining U.S. Market", WSJ Interactive Edition, April 7, 2000.

おわりに

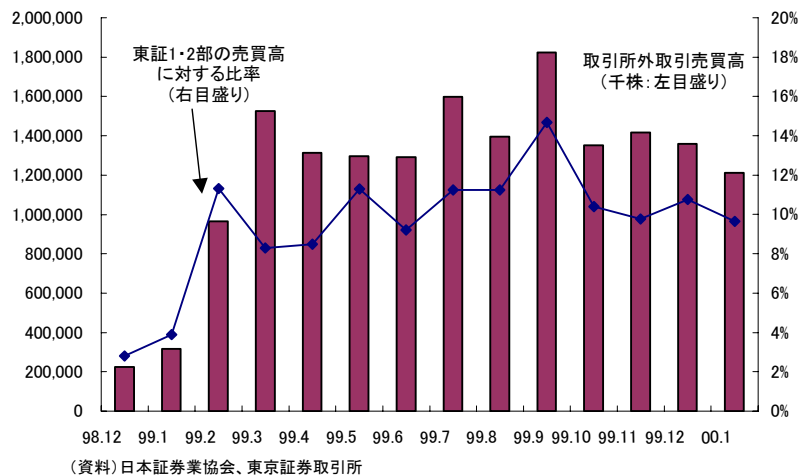
インターネットに代表される IT (情報技術) の発達、ECN の拡大にみられるように米国株式市場の構造を大きく変革しつつある。そうした中で進められている現在の議論は、「株式市場における公正で効率的な価格形成とは何か」という根本的な問題を改めて見つめ直そうとするものであり、多くの示唆に富んでいる。

もちろん、我が国の株式市場は、マーケット・メーカーやスペシャリストといったディーラー証券会社による気配提示が重要な役割を果たしておらず、ブローカー証券会社も委託注文を証券取引所へ回送することが一般的で店内化のような取引慣行が存在しないなど、重要な点で米国の状況とは大きく異なっている。

とはいえ、我が国においても、金融ビッグバンによって取引所集中原則が撤廃されたのを受けて上場株式の取引所外取引が定着しつつあり、2000年1月に報じられた三井物産を中心とする動きのように米国の ECN に類似した電子取引システムを開設する構想も現れている (図3)。今後、我が国においても、米国におけるように、市場間競争を通じた効率性の追求と「市場の分裂」のジレンマが表面化する可能性もある。

今回の米国の動きが株式市場の規制や仕組みの大幅な改変につながるのかどうかは、今のところ定かでない。しかし、「マーケット 2000」報告書が出された 90 年代半ばとは環境が大きく変化していることは否定できず、相当大胆な見直しが行われる可能性も高い。今後の議論の成り行きが注目される。

図3 東証上場銘柄の取引所外取引の推移



(大崎 貞和、岩谷 賢伸)