

ニューヨーク証券取引所の課題と改革をめぐる議論

米国ニューヨーク証券取引所(以下、NYSE)は、その管理体制に対する大きな変革の時を迎えている。前会長であるグラッソー氏の高額報酬に端を発したガバナンス(統治体制)の問題については、暫定会長であるジョン・リード氏の理事会機構などの改革案をもとに新たな方向性が示され、変革の第一歩を踏み出したといえる。

一方で、スペシャリスト問題に始まった NYSE を取巻く様々な疑念については、2004年1月15日にジョン・セイン氏が新 CEO に就任してからも、連日ウォール・ストリート・ジャーナル(WSJ)紙などメディアを賑わせており、未だ解決の方向性が定まっていないようにも見受けられる。セイン氏は就任早々「取引システムの自動化に向けて積極的に取り組んでいく」と発言してはいるものの、それがどの範囲を指すのか、果たして SEC(米国証券取引委員会)や投資家、証券会社、そしてスペシャリスト等に受け入れられるものなのか、未だ議論の最中にある。

今回は、このような NYSE を取巻く様々な議論を整理し、フロントの STP 化に絡む問題として、その取引システム改革の方向性などについて記載する。

スペシャリストとは

NYSE は現在も伝統的な立会場でのオークション方式を採用している。本邦でも、NYSE で見るような立会場での業務が存在していた¹が、両市場の大きな相違点として値幅制限の有無が挙げられる。米国では売買の流動性を重視することから、株価が大きく動いても「ストップ高」「ストップ安」などの制限が設けられていない。そのような中、市場の不要な値動きを極力抑えるために必要とされたのがスペシャリストである。このような機能は、厳密に価格優先・時間優先の原則に則って機械的に値付けを行っていた本邦の才取会員には無かったものである。

スペシャリストは NYSE から特定の銘柄を割り当てられ、該当銘柄の価格の連続性を維持するとともに、公平かつ秩序ある市場を維持することが求められる。実務では NYSE の会員ブローカーが投資家から受けた注文の執行に加え、必要に応じて自己売買を行うことで当該銘柄の流動性・連続性を市場に提供する。テレビなどで、立会場でスペシャリストがブローカーを相手に売買を行っている光景を目にするが、直接スペシャリストの手を通じて取引されるのは 100 万株を超える大口注文とされている。大口注文以外は、多くの場合 NYSE の Super DOT というシステム(〔表1〕NYSE の主要システム一覧を参照)を経由し、電子的に直接スペシャリストのブック(指値注文控²)に送信のうえ執行される。現在、Super DOT 経由の小口取引が NYSE 取引全体に占める割合は全体の 90%に及ぶ。しかしながら、時価ベースで見ると Super DOT 経由の小口取引は NYSE の取引全体の 50%程度に留まる。

スペシャリストを介する大口取引が市場に与える影響は大きく、流動性供給という役割に加え、その存在意義は大きいという見方もある。

¹ 1999年4月に東京証券取引所の取引方式がシステム売買に移行して以降、才取業務は縮小し、2001年3月のCB(転換社債)のシステム売買移行に伴い、才取会員が完全になくなった。

² 本邦における、いわゆる「板」に相当するもの

NYSE を取巻く様々な課題

一方、スペシャリストという人手が介在するため、顧客注文に対して自己売買を優先するなど、恣意的な操作³を行うことが可能となる点が問題視されている。これは SEC や NYSE の規制部門の調査により不幸にも現実のものであることが明らかとなった。不当に顧客取引に介入した大手スペシャリスト5社⁴は訴訟要求を受け、結果として2億4,000万ドル(約252億円⁵)の和解金を支払うに至っている。このいわゆる「スペシャリスト問題」を機に、NYSE を取巻く様々な議論がなされている。2004年2月26日現在、NYSE を巡る主な議論としては以下のようなものが挙げられる。

論 点	内 容
トレードスルー問題	トレードスルーとは、ITS (Intermarket Trading System. 市場間取引システム)を通じて取引される銘柄の注文は、最良価格が提示されている取引所で執行しなくてはならないとしたルール。実際には、取引量の多い NYSE の価格とマッチするまで他の取引所が執行を待たなければならない状況が続いており、ナスダックやECN、一部の機関投資家からはルール廃止を求める声があがっている。これは執行の価格よりスピードを重視すべきとの考えに基づいている。
スペシャリスト不要論	スペシャリスト問題を機に、米国最大の公的年金であるカルパースや一部の機関投資家はスペシャリスト自体の廃止を求めている。理由としては人手を介すことで、取引の正確性やスピードを失うことが挙げられている。
NYSE 自体のガバナンス問題	NYSE は、2003年10月、「スペシャリスト問題」を背景として、監督を怠っていたとの批判を SEC より受けている。スペシャリストに始まった様々な課題が解決されなければ、NYSE 自体のガバナンスが、再度問われることになる。

NYSE の信頼回復に向けて

NYSE の新 CEO であるジョン・セイン氏は、以上のような様々な課題への対応策として、取引システムの改革(自動化)に取り組む方針を打ち出した。内容としては、[表1]に示した Direct+ というシステムを利用した取引の1,099株という取引量の制限を見直すとともに、30秒以内での同一銘柄に対する売買注文を禁止する現行ルールの改訂を行う模様である。

NYSE は、市場秩序を保ち顧客が最良価格で売買を行うためにはスペシャリストを通じたオークション制度が最適と捉えている。新たな方針の内容からも、現行のスペシャリスト体制を維持しつつ、トレードスルー問題やスペシャリスト不要論に見られるスピードと正確性の批判に応えようとする姿勢が見て取れる。

³ 顧客注文に自己売買を優先するインターポジショニングや、未公開情報に基づき自己売買を優先的に実施するフロントランニングなどが問題点として指摘されている。

⁴ 2004年2月現在7つのスペシャリスト会社が存在している。http://www.nyse.com/pdfs/specialist_list.pdf

⁵ 1ドル = 105円で換算

この動きに合わせるように、SECでもトレードスルー問題への対応として、ルール改正の検討が進められている。投資家による選択を前提としたトレードスルーの容認や、最良価格に対する制限の変更など、規制の対象範囲を緩和する方向であることが報じられている。

今回のNYSEやSECの対策がその他多くの関係者(競合者も含め)にとってメリットを感じられるものとなるかについては、今後も注視していく必要がある。対応策として掲げられたNYSEの方針などはスペシャリストの業務効率化につながるものと思われ、一定の成果としては評価できると考えられるが、今後、更に詳細の検討が進められる中で、解決策を見出していくことになると考えられる。

【表1】 NYSEの主要システム一覧

タイプ	詳細
Super DOT	Designated Order Turnaround system. DOTは1976年に開発され、その後1984年のエンハンス時に現在のSuperDOTと改名されている。参加者の注文を電子的にスペシャリストのブック(指値注文控)に回送するためのシステムで、NYSEの注文全体の90%以上がこのシステムを介したものとなっている。しかし、100万株超の大口注文にはSuperDOTは利用できず、直接スペシャリストに注文する必要がある。
Broker Booth Support System	略称はBBSS。1993年に開発された立会場ブローカーのためのOMS(Order Management System)で、ワークステーションとソフトウェア、ネットワークで構成される。立会場のブローカーは会員から受けた注文をBBSSに入力し電子的にスペシャリストに回送する。執行レポートなどを発行することも可能である。
NYSE Direct +	2000年に開発された自動執行システムで、1,099株以下の小口注文での利用が可能である。最良価格での取引が可能な注文はスペシャリストを介せずに自動執行されるが、それ以外の取引はスペシャリストのブックに回送される。スペシャリストの執行を待つより早いことを理由に、スピード重視の場合、注文をわざわざ小口に分割することも一般的になりつつある模様。
e-Broker	e-Brokerは1997年に開発された無線携帯端末。ブローカーの注文管理やマーケット情報の入手をサポートするBBSSの簡易携帯端末版。 なお、2002年のe-Brokerの取扱メッセージ数は130,000件/日となっている。
Open Book	Open Bookは2002年に開発されたもので、スペシャリストのブックの中でトップ5のベストビッド、ベストオファーの情報を提供する。リアルタイムの情報提供をうたっているが、実際には10秒おきにデータ更新されている。
Point of Sales Display Book	スペシャリストのマーケットメイクや注文管理、その処理までを一貫してサポートするデータベース。執行情報や時価情報を記録し、その情報を提供する。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、(株)野村総合研究所金融ナレッジ研究部が作成したものである。