

米国の新規則「レギュレーションNMS」(下)

先月号のマンスリー・レポート¹では、レギュレーションNMSを構成する4規制の概要を紹介した。レギュレーションNMSは米国の株式市場を改革する新しい規制であり、本規制の適用によって、取引所、ブローカー・ディーラー(証券会社)、ITベンダー等の様々な市場関係者に相当なインパクトを与えることとなるだろう。先に市場を賑わせた、NYSE(ニューヨーク証券取引所)とアーキペラゴ、Nasdaqとインスティテット²の合併の発表などは、レギュレーションNMSの正式採択を受けて動き出した、取引所の戦略として捉えることが出来る。

本稿では、当規制が与える市場へのインパクトを、関係者の予測などを交えて整理する。³

オーダー・プロテクション規制(旧トレード・スルー規制)

公正な取引の根幹とも言える最良執行に係る本規制の導入は、ほとんど全ての市場関係者にとってインパクトがあるものと言って良い。中でも、既存のビジネスモデルを見直す必要がある証券取引所にとっては、その影響は多大なものとなる。

オーダー・プロテクション規制で保護される気配についての議論は過去色々あったが、最終的には自動化され即座にアクセス可能な最良気配に限定されることとなった。これにより、NYSEやAMEX(アメリカン証券取引所)等の立会場で人手を介して提示される気配は、同規制の下では保護されないこととなった。つまり、立会場ではNasdaqやECN等の電子化された市場で提示される気配を無視することは出来ないが、電子化された市場では、立会場での気配を無視して取引を成立させることが出来る。本規制の適用によって、今は自市場にある取引シェアが、今後電子化された市場に流れていってしまうことを懸念する立会取引を行う証券取引所が今後どのような対策を講じるか、この議論には本規制が正式採択される以前から注目が集まっていた。

2004年8月、NYSEが発表したハイブリッド市場構想は、レギュレーションNMSの影響を早々に見据えてNYSEが出した答えではなかったか、と言われている。当構想の内容は、現在NYSEが小口注文処理に利用しているDirect+(ダイレクト・プラス)⁴という自動執行システムで取り扱う対象注文を拡大させて執行の迅速性を追及するとともに、価格の向上を探る人的コントロールを活かす既存の立会場も存続させる、という両種の取引メリットを最大限に活かそうとするものであった。NYSEは最近のアーキペラゴの買収によって、短期的にはハイブリッド市場とアーキペラゴの取引プラットフォームを並列で運営すると発表しているが、将来的にはその流動性を電子取引に移行して立会取引を廃止するだろう、とも言われている。

¹ 「米国の新規制「レギュレーションNMS」(上)」(<http://www.kessaicenter.com/kaigai/monthly26.pdf>)

² インスティテット・グループには、米投資会社サード・アベニュー・マネジメントから買収案が提示されていたが、6月9日、インスティテットはNasdaqとの合併計画の方が好ましいとしてその提案を拒否したと、ロイター社によって報じられている。

³ 米調査機関Celent社のレポートや、Wall Street & Technology等の業界紙をソースとする。

⁴ 詳細については、2004年2月のマンスリー・レポート「ニューヨーク証券取引所の課題と改革をめぐる議論」P.3の「NYSEの主要システム一覧」を参照のこと。(<http://www.kessaicenter.com/kaigai/monthly11.pdf>)

NYSE がハイブリッド市場構想を発表した当初は、それでも ECN 等の実績ある電子市場の方が NYSE よりも優れた機能と技術力で有利だと、NYSE の将来を危ぶむような見方があった。だがアーキペラーゴを買収した今、NYSE は他の電子市場と同じ土俵で戦えることとなり、ひとまずは、NYSE に対する否定的な見方は払拭されたようだ。NYSE 以外の立会取引を行う AMEX や地方証券取引所も、他市場に対抗する新たな機能を内部に構築したり、小さな ECN を買収するなどして、それぞれの生き残りをかけた戦略を打ち出していくことになるだろう。⁵

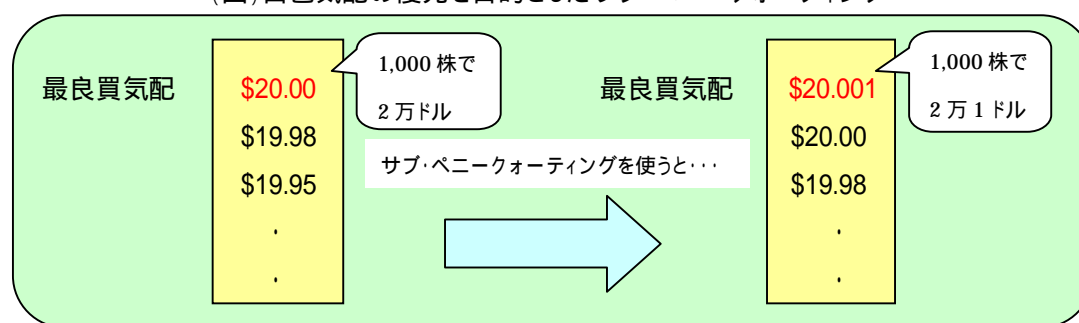
市場間アクセス規制

本規制は、現在 ECN が課しているアクセス料⁶を、今後はマーケット・メーカーも徴収することを認めている。この課金者拡大と同時に、課金可能な手数料の総額に上限を設定することとした⁷が、大半の ECN は今でもこの規定水準よりも低い料金設定をしているため、ECN にとっては本規制の影響はほとんどないものと理解されている。それよりは、今回新たに課金が認められたマーケット・メーカーの動きに注目する感が強い。現在のところは、この過当競争の環境下で、新サービスの追加や他の料金を切り下げることなく追加課金を始める業者はいないだろう、との見方が有力だ。だが、ECN やマーケット・メーカーに加えて、取引手数料を課す取引所にとっても、本規制の導入は既存の料金体系を見直す良い機会であり、何らかの口実を見つけてその収入を増やそうとする可能性は軽視できない。

サブ・ペニーコーティング規制

本規制は、サブ・ペニー（1セント未満）による取引そのものを否定する規制ではなく、自己の提示する気配を、他が提示した気配よりも優先させるためにサブ・ペニーコーティングを使うことを防ぐ目的で制定されている。このコーティングは、価格だけを見ると確かに最良気配となるが、信頼性ある価格発見(Price Discovery)に貢献するものではなく、取引高の向上にも繋がらない。

(図)自己気配の優先を目的としたサブ・ペニーコーティング



本規制適用後も、ビッド(買い)とアスク(売り)の仲値や平均価格によるサブ・ペニーでの執行は認められており、不必要なサブ・ペニーコーティングを防ぐためのシステム手当ては大部分で

⁵ AMEX も NYSE 同様に、電子取引を見据えたハイブリッドな市場構想を発表する、としているが、その詳細は現時点では不明。

⁶ ECN が非会員に課す注文回送のための接続手数料のこと。

⁷ アクセス料を含む全ての名目の手数料の合計金額が、1株当たり0.3セント、株価1ドル未満銘柄の場合は株価の0.3%を越えてはならない、としている。

完了していることから、本規制が市場に与える負荷は小さい。むしろ、無意味なクォーティングが市場から排除され、膨大なマーケット・データの回線容量が小さくなるのは望ましいと、本規制を好意的に受け止める声が多い。

マーケット・データ規制

本規制の導入により、既に販売実績ある証券取引所に加えて、今後は ECN やブローカー・ディーラーが自己のマーケット・データを販売することが認められるようになる。現在、取引所が提供する最良気配や取引価格等のコア・データと呼ばれるマーケット・データは、今後はその販社が増えることからデータ料の値下がりが予想されている。一方、それ以外のマーケット・データ、例えばブローカー・ディーラーのオーダーブック情報⁸等へのニーズは高いと見込まれており、以前からマーケット・データの所有権は自分達にあると主張してきたブローカー・ディーラーが、今後データ販売を開始する展開は容易に想像できる。ただし、自社内にあるマーケット・データでも、販売用として改めて精査したり、データ配信するための仕組みを整えたりと、追加で発生する作業の手間やコストで躊躇するブローカー・ディーラーも少なくないと思われ、本規制の導入後、一気にマーケット・データの販売を巡って競争が激化するということはないだろう。

本邦へのインプリケーション

本邦でも、昨年の証券取引法改正によって、証券会社の最良執行が2005年4月1日より義務化された。本邦における最良執行義務は、レギュレーションNMSのオーバー・プロテクト規制が求める価格と時間を優先した最良執行とは定義が異なり、一般的に「開示されている気配・取引情報に基づき、価格、コスト、スピード、執行可能性といった条件を勘案しつつ、顧客にとって最良の条件で執行する義務」と理解されている。⁹定義の違いに加えて、PTS（私設取引システム）や取引所外取引が米国ほど発達していない本邦の株式市場では、取引所における、それも一極集中した取引所での執行が、大多数の投資家にとっての利益に合致する現状があることから、同義務が導入された後も、特に目立った変化は今のところ見られない。だが、最良執行に係る方針の策定や、当該義務を果たした説明責任などが証券会社に新たに課せられたことによって、顧客の利益を追求しようとする業界全体の意識のレベルは、以前にも増して高まったと思われる。

米国とは異なる市場構造を持つ本邦ではあるが、レギュレーションNMSが目指した透明性ある公正な市場作りは、本邦でも優先度を高くして取り組むべき課題だろう。今後一層の投資家利益を考える上で、米国の最良執行義務に対する考え方は非常に参考となる。また、意味のないクォーティングを市場から排除し、市場で展開するビジネス権の平等を担保するなどして、市場内の競争力を促進させようとする試みなど、レギュレーションNMSから本邦が学ぶべき点は多い。

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ITイノベーション研究部が作成したものである。

⁸ 顧客からの注文を管理する帳簿の情報。最良気配のみならず、2番目、3番目に位置する気配や注文数量などの情報が含まれる。

⁹ 価格のみに着目して事後的に最良でなかったとしても、そののみをもって最良執行義務の違反には必ずしもならない。