

「レギュレーションNMS」の本格始動を控えた ニューヨーク証券取引所グループの課題

南 博通

ニューヨーク証券取引所（NYSE）グループの収益は、自市場内での売買高に大きく影響を受ける。注文を取り込む、すなわち流動性を確保するために、これまでNYSEグループは、買収などによる規模の拡大や、電子取引の比重拡大に努めてきた。2007年10月からの「レギュレーションNMS」（全米市場システムの規制改革案）の本格始動に向け、競争がますます激しくなる米国証券市場のなかでNYSEグループが優位性を保っていくには、電子取引プラットフォームの機能強化に投資を集中させることが必要になるだろう。

収益に直結する流動性の確保

証券取引所の収入は、①売買取引手数料、②市場情報料、③規制関係課金、④上場関係手数料、⑤会員費——などからなっている。売買高が多ければ、①はもちろん、②や③も伸びる。たとえばNYSEグループ、シカゴ証券取引所、ボストン証券取引所を比較すると、売買高（株数）は約31：2：1の比率だが、売買取引手数料は19：2：1、市場情報料は253：3：1、規制関係課金は22：2：1となっている。

NYSEグループの場合、④の比率が高いとはいえ、売買高要因は大きく、全収入の約40%を占める。したがって、自社の市場での取引量を増やすこと、すなわち自市場内に流動性を確保することが、収入そして収益に直結する。

自市場での取引量を増やすことは、できるだけ多くの注文を集め、集まった注文がそこで執行されるようにすることである。

証券取引市場が、取引所、電子取

引ネットワーク、クロッシングネットワーク^{注1}などに分散している米国では、注文を自市場に呼び込むのは容易ではない。市場間の競争に当たっては、市場規模の拡大による取引シェアの大きさと、取引参加者にとって魅力的な執行条件（価格、スピード）の提供が、差別化要素になる。NYSEグループはその差別化で流動性を確保するため、他市場の買収・提携と、電子取引システムの比重拡大・強化に取り組んできた。

成否相半ばする規模拡大策

証券取引の場がきわめて分散化している米国証券市場のなかにおいて、NYSEグループは、他市場の買収や株式以外の商品の拡充（マルチアセット化）による量的拡大、すなわち自市場への吸収、集中化を戦略の一つの柱にしている。なかでも2005年4月に発表、翌年3月に完了した電子取引ネットワークの運営会社アーキベラーゴ・ホールディングスの買収は、会員組織NYSEから

株式会社NYSEグループへと組織形態を変える契機にもなった。

流動性確保の観点から見ると、2003年以降、NYSE単独での自市場の上場銘柄の取引シェアは80%を切っていた。アーキベラーゴと合併し、その分を合算すれば取引シェアは維持、拡大するはずだった。

しかし現実には、買収発表の3カ月後からむしろ漸減傾向にある。他の市場へ分散していく勢いの方が大きいために、規模拡大策だけでは取引シェアを維持することが困難になっているのである。もっとも、拡大策が全く成功していないわけではない。アーキベラーゴの買収で、ナスダックの上場銘柄の取引シェアを取り込むことはできた。

拡大は買収だけでなく、商品の品揃えによるものもある。これまで上場投資信託市場は、アメリカン証券取引所の独壇場だったが、NYSEグループも、有力な運用会社との提携によって取扱銘柄数を飛躍的に増やし^{注2}、取引シェアを伸ばしている。

他市場の流動性を呼び込み、幅広い商品の注文を起こしていくことで、取り扱い商品全体の売買高や売買金額を増やす成果は上がっている。とりわけマルチアセット化は、これまで株式現物取引に偏っていたNYSEの収益源を分散化させる意味で、重要性を増すとと思われる。

重複する電子取引システム投資

2005年4月、米国証券取引委員会は、全米市場システムの規制改革案である「レギュレーションNMS」を採択した。

レギュレーションNMS構想では、最良気配（最も高い買い気配または最も安い売り気配）を出せる市場が、規模の大小にかかわらず競争力を持つ仕組みになっている。しかも、最良気配を提示する市場以外で売買が成立することを禁止する「オーダープロテクション規制」では、その対象範囲を、自動化され即座にアクセス可能な市場の気配に限定した。そのため、人手を介するNYSEの立会取引が、電子取引の他市場より有利な気配を出しても、NYSEで売買が成立する保証はなくなった。

NYSEグループは、それ以前から「ハイブリッド市場構想」を発表している。スペシャリストによる立会取引を残しつつ、よりスピーディな取引を求める投資家の声に応えるため、「Direct+（ダイレクトプラス）」という電子取引システムで、執行される注文を大幅に拡大するという構想である。この「電子取引システムの比重拡大、強化策」も、レギュレーションNMSによって、より積極的にならざるをえなくなった。

ハイブリッド市場構想は、2006年10月から、注文の制約条件^{注3}を撤廃し、機能を拡充したダイレクトプラスで取引を行う実験フェーズに入っている。2007年1月4日時点で、ハイブリッド市場実験が取り扱

う銘柄数は、株式、公社債、株価指数連動型上場投資信託を合わせて2230銘柄、株式だけでも約1700銘柄に達した。NYSE上場企業の半数以上が、この新しい方式で売買されていることになる。

機能の拡充と並行し、インフラの性能向上も図っている。ダイレクトプラスの注文執行速度は、2003年初めには1.6秒だったが、2006年9月には311ミリ秒と5分の1以下となり、2007年中には10～15ミリ秒にする計画だという。

一方、同グループにはNYSEアーカ（Arca：旧アーキペラーゴ電子証券取引所）という電子取引システムもある。流動性を呼び込むための投資家やブローカー、ディーラーとの接続、ナスダックをはじめとする他市場との注文回送接続はアーカの実命線のため、ここには改善と工夫が重ねられている。執行のための処理速度向上はいうまでもない。現時点では、電子取引システムのダイレクトプラスより、長く競争にもまれてきたアーカの方が優れている。

NYSEグループは、ハイブリッド市場の実験のために、ダイレクトプラスへ多額の開発費を投入している。同時にアーカの強化も継続しており、「電子取引システムの比重拡大・強化策」は二重投資になっている。どのプラットフォームにするのか、まだ定まっていないからだが、収益の追求が求められる株式会社には無駄な投資は許されない^{注4}。

鍵を握るのはスピード

2007年10月にレギュレーションNMSの本格始動が予定されている。オーダープロテクション規制が徹底されると、規模は小さくても、最良気配をいち早く出すことで流動性を集めることができるようになる。シカゴ、ボストンといった地方の証券取引所が次々と電子取引システムの

刷新や完全電子取引化への移行を進めているのも、レギュレーションNMSの実施を見据えたものである。

地方の証券取引所の積極的な投資を支えているのは、大手証券会社による複数の取引所への資本参加である。2005年時点では、NYSEグループとナスダックの寡占状態になると思われたが、他市場や証券会社の「防衛策」が景色を変えつつある。

このような市場環境の変化に対してNYSEグループは、株式現物取引にとどまらないマルチアセット化で規模拡大策を推し進める一方、電子取引プラットフォームへ集中的に機能強化投資を行う必要がある。その鍵となるのは、小口化、多トランザクション化への処理能力も含めた執行の処理スピードと、投資家へのより有利な気配値の提供である。そのめにも、注文の回送、執行判断のスピードアップが求められる。

先述のように、プラットフォームを一つに絞るなら、現時点ではアーカの方が優勢である。しかし、ダイレクトプラスが、計画中のスピードを実現できれば、形勢は逆転するかもしれない。いずれにせよ、レギュレーションNMSの本格始動後しばらくして、その結論が出るだろう。

注

- 1 他市場の価格、気配値や取引当事者同士の直接交渉によって取引を成立させる電子市場。
- 2 BGI（パークレイズ・グローバル・インベスターズ）のiShare（アイシェア）シリーズのNYSEへの移管はその典型例。
- 3 1099株以下の指値注文に限る。また、同一会員が同じ銘柄を30秒以内に発注することはできない。
- 4 これに加え、ユーロネクストとの合併によって、さらに増えるプラットフォームを整理する問題がある。

南 博通（みなみひろみち）
NRIアメリカ社長