店頭株値付け改革難航

最良気配の約定どう義務化？

店頭（ジャスダック）株の値付け（マーケットメーク）制度の改革が難航している。投資家の小口注文は必ず最良の気配で取引を成立させる義務を、値付け業務を担う証券会社に課すことまではたどり着いたが、その具体的な方法で議論がまとまらない。

押し黙る担当者

「社に持ち帰って検討します」。日本証券業協会は六月下旬の三日間、値付け業務を手掛ける証券会社を順次呼び出した。

日証協と大手証券などで構成する研究部会が、最良気配の約定を義務化することを盛り込んだ中間報告を直前にまとめており、その内容を全社に説明したのだ。ただ具体的な仕組み案に話が及ぶと、証券会社の担当者の多くが押し黙ったという。

最良気配で約定する仕組みとして中心的な案が「セントラル・リーブ・オーダー・ブック方式」。もともと日証協が提案した。

投資家の注文を自動的に最良気配から約定するジャスダックのコンピューターシステムに、小口の売りや買いの注文を全面的に回送させる仕組みだ。

既存のシステムを利用できるうえ、コンピューター内で売買が完結するので最良気配での約定は確実になる。「外部からみて透明性も高く、顧客に説明責任を果たしやすい仕組み」（野村証券）と評価する声も出ている。

現在、非値付け業者などは投資家の注文をジャスダックシステムにつないでいる。値付け銘柄の取引（売買代金ベース）は①ジャスダックシステム経由②値付け業者が自社内で約定――ではほぼ半分ずつ。セントラル方式は取引の流れを根本的に変える。

強く迫る金融庁

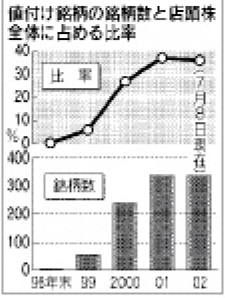
踏み込んだ見直し案が浮上した背景には金融庁の強い意向がある。一九九八年の値付け制度導入当初より投資家からは「もっと良い気配値があったのに不利な価格で取引させられた」などの疑問や批判が頻繁に日証協や金融庁に寄せられている。

「制度の見直しが必要ではないか」（市場課）と金融庁に迫られた日証協は研究部会を設立、半年以上も議論を重ねてきた。

▼最良気配　流動性を高めるために導入された値付け制度では、証券会社はリスクをとって個別銘柄の売りと買いの気配値を提示する義務を負う。投資家の指し値注文が出た場合、これに応じる。店頭株のうち現在、値付け銘柄は三百三十八。二十七の証券会社が値付けしている。

気配値は証券会社ごとに異なるため、値付け銘柄はいわば「一物多価」。気配値のうち投資家にとって最も有利な気配値が最良気配だ。

証券会社が提示する売り気配（投資家からみれば買い）のうち最も安いもの、買い気配（同売り）なら最も高いものが最良気配となる。


値付け銘柄の銘柄数と店頭株全体に占める比率

すでに多くの値付け業者は社内で成立させる際にも最良気配で約定させると顧客に表明している。注文を呼び込むサービス競争と言えるが、中間報告はこれを制度化する方針を打ち出したのだ。

自社内か集約か…揺れる業者

ただ具体的な仕組みづくりでは調整が難航している。セントラル方式には慎重論も根強いからだ。日興コーディアルグループの金子昌資社長は「値付け業者の自由な競争を妨げて、投資家の不利益につながりかねない」と指摘する。

裁量狭まる不安

慎重派の多くが問題点に挙げるのが値付け業者の裁量の度合いを狭める可能性がある点だ。

値付け業者は実際の投資家の需要動向を予測して気配値を提示する。しかし注文を値付け業者の手元から取り上げるセントラル方式では、値付け業者は需要動向を読む手掛かりに乏しいなかでシステム上で気配値を提示しなければならない。

「リスクを減らそうと売りと買いの気配値の差を極端に広げざるを得なくなって、価格形成がゆがむ」「値付け業務から撤退するところが増え、競争原理が働かなくなる」――。慎重派からはこんな声が噴出する。

研究部会では論議がまとまらず、中間報告は「セントラル方式」「各社が自社内でそれぞれ約定義務を果たす」と二案を併記する形になった。

背景には各社の経営戦略の違いも見え隠れする。セントラル方式になると、値付け業務を強化しようと積極的に自社に注文を囲い込む戦略をとってきた証券会社は路線の修正を迫られかねない。逆に自社内で義務を果たす方式にも「きちんと約定したかを証明する手間が膨大で、経営リスクになる」との声が上がる。

日証協から中間報告の説明を受けた値付け業者の多くが明確な意思を示さなかったのも「経営戦略にかかわる話」（中堅証券）だからだ。

「論議ばかり続けられない」（日証協）なかで最近は証券会社ごとにどちらかの方式を選べるようにする折衷案なども浮上しているもようだ。研究部会の座長を務める、いちよし経済研究所の近藤一仁社長は「どの方式になるにせよ、業界で統一ルールを作ることが投資家の信頼を確保する基本」と話す。

市場の活性化を図るために導入された値付け制度。今回の〝メンテナンス〟が市場の信頼向上につながるかどうか。証券業界の知恵が試されている。

（田村篤士）