

## PTSの法的位置づけを めぐる諸問題

最近、新聞紙上でよく「PTS」という言葉がでてくる。これは、Proprietary Trading Systemの略で、一般的には私設取引システムと訳されているが、アメリカで自主規制機関（証券取引所や証券業協会）以外のものが商業ベースで運営する電子取引きのネットワークをさしている<sup>(1)</sup>。要するに証券取引所の外で、取引参加者をコンピュータのネットワークで結び、各参加者が取引きの意志や気配情報を他の参加者に伝達し、注文の回送や執行のサービスを提供するものである。

八〇年代後半以後、アメリカではこの種の私設取引システムの数が増えており、現在、全米では株式、債券、デリバティブ、外国証券などを対象とするものが二〇以上、株式を取引するシステムだけでも七つあるといわれており、出来高も増え、無視できない存在になっている。それとともに、監督当局のSEC（証券・取引所委員会）もPTSの法的位置づけや規制のあり方を明確にする必要に迫られていた。

現在、アメリカでは、PTSは法的には証券取引所ではなく証券会社として位置づけられているものが多い。このため、証券取引所類似の施設でありながら自主規制機関としての証券取引所が負わされている義務の多くから免れているうえ、実質的には七五年証券改正法に基づいて構築された全米市場制度の枠外にある。このため二ユーロク証券取引所（NYSE）を始め既存の証券取引所からは、不公正、不透明であるとの批判が出ていたのである。これに対しSECは、その報告書「マーケット二〇〇〇」<sup>(2)</sup>のなかで、NYSEらの批判を退け、基本的には現状を容認することを明確にした。しかし、あとで見ると、これでもってこの問題の最終的決着をみ

たとはいえないのである。

我が国では、証券取引法の「市場類似施設の禁止」、証券取引所規則「市場集中義務」、免許制に関連した制約<sup>(3)</sup>から、PTSはもちろん第三市場でさえ存在する余地は今のところない。したがって、問題それ自体が存在しないわけであるが、今後、規制緩和の潮流の中でこの種の取引システムへのニーズが出てくる可能性は大いにあるのであって、その場合には、これをどう法的に位置づけるかは、アメリカと同様の困難に逢着するであろう。そこで以下、PTSの法的位置づけ、規制のあり方を巡る議論を整理してみよう。

### PTSの法的位置づけと規制のあり方

現在、アメリカでは株式を対象とするPTSは七つあるが、最も代表的なものはインスチネット（INSTINET）、ポジット（POSIT）、アリゾナ証券取引所の三つである。その中で最も古いインスチネット（一九六九年稼動）を例にとると、ここでは端末に参加者が売買の意向（売り買いの別、希望価格や株数）を入力し、それを見た参加者同士の間で交渉が行われ、取引が執行される。またインスチネットは八六年にクロックネットワークのサービスも始めている。これはバスケット売買を含む大口取引をNYSE等主要市場の終値で付け合わせ、売買執行するシステムである（ポジットのサービスもこれと同様である）。八七年以降、インスチネットはロイターの傘下にあるが、九五年現在、端末数は全世界に五二〇〇、一日あたりの売買高七十八万株、世界最大の店頭市場NASDAQの登録銘柄についてみるとその出来高の二〇%、上位一〇〇銘柄では実に六〇%を占めるとされ、米国の機関投資家上位五〇〇の約半数がこのような代替的電子取引システムを利<sup>(4)</sup>用しているという。

このインスチテットおよびポジットは、取引所類似施設でありながら国法証券取引所の登録義務から免れている。証券取引所は国法証券取引所としてSECに登録する義務があり(三四年証券取引所法六条)、登録された国法証券取引所は、①自主規制機関として会員証券会社とその規則を遵守しているかどうか監督する義務、②規則を変更する場合にはSECへ申請する義務などを負う。しかし、インスチテットやポジットは、SECから取引所として登録しなくても三四年法六条違反として問わない旨の「ノーアクションレター」を発行されており、ブローカー業者として登録するだけでサービスを提供している。もちろんブローカーとしての義務はあるが、取引所ではないので参加者を監視する義務は無い。

一方、アリゾナ証券取引所は参加者から指し値注文を集め、一日に三回の節立会いで売買を執行するもので、競売買の証券取引所である。参加者は二〇〇社、一日平均四〇社が取引を執行しており、九六年現在、出来高は一日平均二〇万株である。参加者の四分の一が証券会社、残る四分の三が機関投資家である。三四年法六条(取引所の登録義務)は、当該取引所の取引量が限定的で投資家保護上問題がない場合には、免除してもよい(三四年法五条)とされている。アリゾナ証券取引所はこれに該当するものとして登録を免除されているので、これまた登録証券取引所が課せられている右記の義務から免れているのである。

(3)

#### 全米市場制度とPTS

いまひとつ問題視されているのはPTSが全米市場制度(National Market System、NMS)の枠外にあることからくる不透明性である。アメリカでは七五年の法改正により手数料自由化と全米市場制度を主な内容とする大規模な市場改革が行われた。NMSは、①テクノロジーの重要性を確認した上で同一銘柄についての複数

市場間の競争を容認し、競争促進によってより効率的な市場運営を追求することを目標とし、②競争容認の結果生じうる市場分裂の対策としては、各市場をコンピューターで連結し取引の事前・事後の情報(最良気配値、出来高、価格)を統合することで市場の透明性を確保し、最善の市場への注文回送システムを通じて最良執行を担保しようというのである。しかし、PTSはブローカーなのでNASD規則に基づき取引事後情報(出来高、出来高など)については九〇秒以内にNASDに報告する義務はあるが、気配情報は開示しなくてもよいことになっている。したがって、情報開示の点で不透明性を残すし、気配情報の統合によって最良執行市場を発見するというNMSの目的に背馳するとの批判がでてくるのである。

#### SEC規則一五c二一〇条の提案

このような批判に遭遇して、SECは八九年に規則一五c二一〇条を提案した。すなわち、取引の意志、気配、売買注文の指示を外部に伝達し、執行、決済の手続きを提供するシステムを運営・管理するものを「スポンサー」と定義し、これに該当する者はSECに登録する義務を課した。登録「スポンサー」は、SECに情報を提供する義務のほか、①取引参加者が連邦証券法およびそれに基づくルール・諸規則を破った場合にはそれに関する情報をSECに報告する、②取引参加者がこのシステムの計画、連邦証券法およびそれに基づくルール・諸規則を遵守しているかどうかを監視する義務、要するに一種の自主規制的義務が課せられる。

すぐ分かるように、この規則案はPTSも一種の自主規制機関としてみなすという考えに基づいているのである。しかしながら、SECは九四年一月の「マーケット二〇〇」の公表後、自らこの提案を撤回した。PTSに対する法的地位に関する問題、NMSの枠外にあることからくる問題はすべて積み残しになっている、といっ

(4)

でも過言ではない。一体、この歯切れの悪い結末はどこから来るのであろうか。そのヒントはPTSが取引所類似施設でありながら、取引所である、自主規制機関であると、言い切ってしまったことにある。

#### 会員制度をもたない取引システム

それは「会員制度」をもたない取引システムだからである。PTSは株式を対象とするものだけでも七つあるが、これらに共通しているのは顧客が直接に売買に参加できる取引システムだということである。これは既存の証券取引所が伝統的に会員制度、委託売買制度（顧客は直接取引に参加できず会員に売買を委託する）を採ってきたことに比べ、大きな特徴である。

取引所が会員制度、売買委託制度を採ってきた理由は、これまで需給の集中により流動性の確保、公正な価格形成を図るためにはこのような方法しか無かったからである。というのは、①立会場にすべての投資家を集めることは物理的に不可能であるし、②たとえそれを認めても約定不履行の危険を排除できないからである。そこで既存の取引所では取引参加者の数を制限し、参加資格を設けて約定不履行のリスクを排除する制度を設けた。これが会員制度である。そして会員になり損ねた者の取引は、会員への売買委託を通じて執行できるようにして、出来るだけ多くの需給の集中を図ろうというのである。

しかし、その反面で客注の執行に会員業者が介在することから不正取引や相場操縦等、顧客利益を損なう恐れがでてくる。そこで会員には委託者保護の観点から種々の会員義務を課すと同時に、会員がその義務やルールを遵守しているか取引所自体が監視するようにしむけるため、当局が取引所を自主規制機関として監督・規制するという現行の規制構造が生まれた。このような構造は多かれ少なかれ各国の取引所に共通して見られるのである。自主規制機関としての取引所の義務は会員制度を採っていることから必然的に派生してくるものなのである。証券取引所は市場の運営者であると同時に自主規制機関という二重性格であり、それは会員制度をもつことから不可分に結びついていたのである。

ところが、テクノロジーの急速な発展により会員制度を採らない取引システムが可能になってくるとどうなるか。市場情報の提供、注文回送、執行、取引確認、決済という一連の取引プロセスが遠隔地から端末操作によって電子的に処理可能となり、立会場という物理的な場所に注文を集める必要がなくなり、物理的には無数の投資家が直接参加出来る可能性が生まれる。

これと平行して、パフォーマンズ競争を強く意識せざるをえない機関投資家は取引ニーズを多様化させていく。運用規模の拡大につれバスケットの入れ替え売買や大口取引は日常茶飯事となり、手数料コストはもちろん、マーケットインパクトを抑えたいとのニーズが機関投資家に広がる。このためには、会員業者に手口が筒抜けになるような既存の証券取引所では困るわけで、このほかに、自分たちが直接参加できてなおかつ匿名性を帯びた取引システムを持つておく必要がある。こうして、機関投資家のニーズとそれを現実化させるテクノロジーが結びついてPTSが出現、発展したのである。したがって、PTSは取引所に類似したシステムであり市場運営者であるが、会員制度をもたないことから、自主規制機関だと規定することは出来ないし、会員制度を前提とした現行の規制構造にもとそぐわないのである。

#### 会員制度と現行の規制構造

ルーベン・リーはアメリカ、イギリスの例をとりあげて、証券取引に関する現行の規制構造は、ピラミッド構

造だと形容している。<sup>(6)</sup>すなわち、①政府が頂点に立って、市場運用における一般的な目的を決め、②その下で規制当局が望ましいとされる諸目的を達成するためのルールを策定・実施し、③さらにその下に当局に規制される取引所が位置し、④さらにその下に取引所の会員であり取引所に規制されるブローカー・ディーラー、マーケットメイカーが位置し、⑤ブローカー・ディーラーはさらにまた規制当局やそれから委任された自主規制機関に規制され、⑥規制構造の最下層には投資家が位置する、というのである。この規制構造がうまくワークするのは、この階層の中で各範疇の活動が明確であり、重複しておらず、その活動によって各範疇が明確に分類できることが前提条件になっている。したがって、ブローカーや投資家が取引所機能の一部でも担うようになると、このピラミッド的規制構造は崩壊する、とリーは主張するのである。

現に、PTSは証券取引所としての登録義務を免除されており、その結果、自主規制機能を持たない取引システムが出現している。現行の規制構造に隙間があきはじめているのである。またこれとは別に、全米市場制度の枠外にあることから気配情報の統合という点でも問題が生じはじめている。

しかしだからといって、SECがPTSを自主規制機関として規定し、かかるものとしての義務（参加者の規則遵守監督義務など）を負わせたり、全米市場制度の枠内に閉じ込めたらどうなるか。それはPTSの否定である。まず第一にPTSは匿名性を持った投資家同士の私的な取引システムであり、これを全米市場制度の枠内に閉じ込めて気配情報をオンラインで開示させたりしたならば、参加するメリットはなくなり、参加者はいなくなってしまう。第二に、参加者の規則遵守監督の必要は、その参加者が他人の勘定において証券取引の執行をすることから生じるのであって、参加者が自らの勘定で取り引きする投資家自身の場合にはその必要は基本的にはありえないし、また、そのような監督義務は不要なコストを招いて、これまたPTSの発展を抑制することになる。なによりSEC

Cは七五年改革で市場間競争の促進を確認しており、PTSの抑制はその基本的立場を自ら否定することになる。

#### 結論を先延ばしたSEC

かくして容易に答えは出せないのであるが、SECは結局、現状肯定の立場を貫いた。すなわちSECは報告書「マーケット二〇〇〇」の中で、①競争のもたらす利益を強調し、価格発見、流動性が悪影響を受けるほどには市場分裂は生じていないとの認識から、PTS等に取引所と同一の取引規制を適用しないとす一方、②小口投資家と機関投資家に対して、異なるレベルの規制を行いながら公正かつ秩序ある市場を維持することも困難であるからこれ以上の積極的な規制緩和アプローチもとらないと述べた。そして当然のことながら、PTSに一種の自主規制機関的義務を課すことになる、右記の規則一五c二—一〇条の提案を撤回した。

しかし、こうした選択は、何らか積極的な理由付けがあつてのことではない。PTSの規模がまだ十分大きなものではないので、このまま事態を静観しようといっているに過ぎず、PTSの法的位置づけや規制のあり方についての問題が決着したとはいえないであろう。ルーベン・リーも言うように、恐らく、二通りの解決の仕方があるのであって、一つは、できるだけ証券取引所の規定の不明確さを取り除いて現行の規制構造の維持に努め、取引量が限定的な場合にのみ証券取引所としての登録を免除するにとどめるか、これとは全く逆に、証券取引所の二重性（市場の運営者と自主規制機関）を分解して、証券取引所を市場運営者に純化させ、自主規制機関的機能は単一の機関に担わせ、新しい取引システムはすべて取引所として公認するという方法である。<sup>(7)</sup>

いずれにせよ、アメリカではこの問題の法的な決着は見なかった。したがって、PTSの規模が拡大するに連れ、いずれ再び同じ問題が蒸し返される可能性が高いのである。

1. アメリカSEC (証券・取引所委員会) の規定による (リリース三四一三〇九二〇)。
2. Division of Market Regulation. United States Securities and Exchange Commission. *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments*. January 1994.
3. 大蔵省は証券業の免許を下付するにあたって、業務方法書を提出させている。その際、非会員業者の場合には上場銘柄の取り扱いについて特定の会員業者を取り次ぎ先として明記することになっている。したがって、非会員業者でさえ市場集中義務に服しており、アメリカのような、PTSはもちろん非会員業者による上場銘柄のディーラー市場 (取引所市場を第一市場、店頭市場を第二市場と呼ぶのに対し、この市場は第三市場と呼ばれる) も存在し得ない。
4. "Instinet's identity crisis". *Institutional Investor*. November 1995.
5. その義務として、①三四年法やSEC規則に基づいてローカーとしての諸義務 (自己資本規制、顧客の預託証券・金銭の保護、帳簿などの記録保存の義務など)、②NASD (証券業協会) 会員としての規則 (取引き情報のリアルタイムの開示、注文の最良執行義務、NASDからの情報提供要求に対する回答義務) 等があげられよう。
6. Ruben Lee. "What is an Exchange?". a discussion paper in *Capital Market Forum*. April 1992.
7. 前者はアメリカSECがアリソン証券取引所に対して行ったやり方であり、後者はイギリスのやり方に近い。ロンドン証券取引所はビッグバンの時に会員に対する自主規制機関の機能をSFA (証券先物委員会) に移管しており、市場運営者として純化しつつある。したがって、アメリカ的な発想からすればPTSであるトレードポイントを公認投資取引所と認める事が出来たのであろう。