

## 私設取引システム (PTS) と 市場規制について

はじめに

アメリカでは、一九六〇年代から一九七〇年代にかけて、ニューヨーク証券取引所の固定手数料を避けて地方証券取引所や店頭市場に注文が流れるという現象が生じ、「市場の分裂」として問題化したことは周知のとおりである。こうした「市場の分裂」に対して、市場間競争の是非についての議論が行われ、一九七五年の証券取引法改正によって固定手数料制の廃止とともに、全米市場制度 (NMS) 構想が打ち出された。この構想の下では、取引の透明性と公平性を確保することができれば、単一の市場に取引を集中する必要はなく、システムを異にする複数の市場が共存し、市場参加者の参入と退出を通じて市場どうしが競争することによって全体としての取引の効率性を高めるがのぞましいという「市場間競争」への方向性が示されたことになる。

全米市場制度において、市場間競争の透明性と公平性を具体的に支えているのは、異なる市場から気配情報を収集・配信するシステムである CQS、有利な気配を示している市場への注文回送システムである ITS、異なる市場間の約定情報を収集・配信するシステムである CTS の三つのシステムである。これらにより、全米の各取引所がネットワークで結ばれ、投資家にとつての最良執行が保証されることになった。

ところが、一九八〇年代に入つて、上場証券の店頭取引を行ういわゆる第三市場の拡大や、あとで見ると Instinet をはじめとする私設取引システム (PTS) の台頭といった新しい動きが目につくようになる。こ

した動きは、とくに PTS に関しては、取引所類似施設でありながら取引所としては認知されていない私設の規制・監督をどのような形で行うべきかという問題を提起した。

SEC の方針によると、PTS は取引所類似施設でありながら、現在のところほとんどがブローカー・ディーラーとしての規制を受けており、唯一の例外であるアリゾナ証券取引所も、取引量が少ないことを根拠に取引所としての登録を免除されている状態である。

PTS 規制の問題は、規制監督機関である SEC の立場から見ると、取引所とは何であるか、投資家保護を考えたときに登録証券取引所として規制監督下に置くべき取引所の範囲はどこまでなのか、という取引所の定義をめぐる根本的な問題を改めて提起するものであると思われる。またこの問題は、市場間競争の主体である取引所の側から見れば、取引所が規制を遵守するために支払っているコストの根拠は何であるのかという問題としてとらえることもできる。すなわち、取引所から見た PTS 規制の問題は、規制コストを負っている既存の登録証券取引所と、(取引所類似施設でありながら) 規制コストを負わない PTS 間の、取引所規制に由来する競争条件の競争であると考えられることができるわけである。

こうした複雑な問題を検討するにあたって、本稿ではまず、現在稼動している取引所類似施設としての PTS がどのようなシステムを持っており、それに対して SEC は現在どのような規制方針で臨んでいるのかについて概観したい。

### NYSE からの取引の流出

アメリカの証券市場において懸念されている「市場の再分裂」はどのような形で生じているのであろうか。上

場株式全取引に占めるNYSEのシェアを見てみると、CTS稼働時間中だけにかぎっても、取引件数・取引高ともに一九七五年以降下落傾向をたどっており、特に取引件数で見ても一九七六年の八六%から九〇年代にはいると六七%程度と低下が著しい。CTS稼働時間外に取引を行うPTSの取引を加えると、NYSEの実質的なシェアはさらに低いものと考えられる。

NYSEからの注文流出の要因の一つとして、スペシャリスト制度が指摘されている。スペシャリストは担当銘柄について売りと買い両方の気配と注文サイズを提示し、その条件を満たした注文であればかならず執行に応じるほか、必要に応じて自己勘定でも注文に応じなければならない。スペシャリストは、最良価格での執行が義務づけられているため、取引の状況によってはより有利な気配を待つて執行を遅らせることもある。このことは、顧客により有利な価格での取引を可能にしている一方で、執行の迅速性という点では問題があり、価格より迅速性を重視する顧客はNYSEから流出しているといわれている。

NYSEからの注文流出のもう一つの要因は、機関投資家のバッシュ運用である。銘柄ごとの取引を行うべくデザインされた取引所では、機関投資家のバスケット取引は非効率であり、マーケットインパクトにともなう取引コストも高く、バスケット取引の相手方となる証券会社からも高い取引費用を要求されるため、第三市場やPTSといった取引コストのより低い市場へと注文を流出させているのである。

PTSはどのように分類されているか

こうしたNYSEからの注文の流出に対して、受け皿の一つとなっているのが私設取引所(PTS)である。SECの定義によれば、私設取引所(PTS=Proprietary Trading System)とは、自主規制機関(登録証

券取引所および登録証券業協会)以外の運営主体が、商業ベースで運営する電子取引ネットワークであるとされている。PTSは、機関投資家等の主要参加者をコンピュータネットワークで結び、各参加者の取引の意思・気配情報を他の参加者に伝達するとともに、注文回送・執行の手段を提供する私設の市場外売買システムのことである。<sup>(1)</sup>一九八五年以降、二十あまりのPTSがSECによって認められており、現在稼働しているのは、Instinet、Instinet Crossing Network、POSIT、アリゾナ証券取引所(AZX)など合計一〇のシステムである。<sup>(2)</sup>

現在米国のPTSのシステムはおよそ次のように分類されている。

①クロッシング市場と呼ばれているもの。(Crossing Network POSITなど)

NYSEなどの主要市場の価格情報(終値や最終気配値の中値など)を利用して一括で取引を成立させる。システム自体に価格発見機能はない。機関投資家のバスケット取引等の大口注文に関しては、マーケットインパクトの心配がないため、執行価格の変動リスクを負わずにすむ。また、匿名性が保たれる。

②リミット・オーダー・ブック・システムと呼ばれているもの。(Instinetなど)

参加者が直接端末に売買条件を入力し、画面に表示された注文を見て、参加者同士が直接相対で取引を執行するもの。注文は継続的に表示され、システム自体が価格発見機能を持つ。

③コール取引と呼ばれているもの。(アリゾナ証券取引所)

注文を一時点で集約、競売制によって単一価格で一括執行する。迅速性に欠けるが、執行価格は取引参加者の注文によって決定されるので、システム自体が価格発見機能を持つ。

## SECの対応

こうした新しい市場類似施設であるPTSに対して、SECはどのような認識を持っているのだろうか。SECはPTSに対してブローカーディーラーとしての規制と登録免除取引所としての規制の二種類の態度をとっている。

まず、ブローカーディーラーとしての規制であるが、現在PTSの運営主体のほとんどは証券会社（ブローカーディーラー）であるため、SECは、ほとんどのPTSシステムを取引所としては認識せず、売買仲介のための社内システムとしてコンピュータシステムを内蔵したブローカーディーラーとして扱っている。ブローカーディーラーである以上、PTSは証券会社としてSECに登録されており、自己資本規制、顧客の預託証券の保護、帳簿等の記録保存義務などの登録証券会社としての規制に服している。さらに、登録証券会社は原則として自主規制機関であるNASDの会員となることが定められているため、PTSも、取引情報の開示、注文の最良執行義務などといったNASDのもとでの規制にも服している。さらに、SECは、PTSは取引所ではないという認識から、PTSに対して、取引所としての登録の必要はないという趣旨のノーアクションレターを発行している。ただしノーアクションレター発行の条件として、四半期ごとの取引状況の報告や、システム変更の届け出などを含むさまざまな条件を課している。

SECがPTSを取引所として認定し、取引所としての規制を行うならば、PTSは上記の規制に加えて、自ら自主規制機関としての義務を負う必要があるが、取引所類似施設でありながらPTSのほとんどはその義務を免除されていることになる。

また、以上のブローカーディーラーとしての規制の例外となっているのが、アリゾナ証券取引所（AZX）である。アリゾナ証券取引所は、ブローカーディーラーとしての規制に服するのではなく、登録免除取引所としてSECに認知されている。すなわち、アリゾナ証券取引所は取引量が限定的で、投資家保護上問題がないという判断の下で、証券取引法に基づいてSECによって登録を免除されている。この認識の下では、アリゾナ証券取引所は、取引所ではあるが、登録を免除されており、したがって、取引所として行うべき自主規制機関としての義務を免除されていることになる。

## PTSをめぐる問題

SECのPTSの扱いに対して、さまざまな観点から問題が提起されている。そのうち、PTSの取引所類似施設としての性格の曖昧さに起因するものを上げると、まず市場の流動性の維持という点から、取引所外への注文流出が、取引所の流動性の低下を引き起こし、市場の価格発見機能の弊害が生じる可能性があるとの指摘がある。このことは、取引所ではないとされているPTSが取引所の終値などを利用した単一価格での約定を行うため、取引所としての規制コストを負わずに、取引所の均衡価格情報へのただ乗りを行って、安い手数料でサービスを提供しているとの批判につながっている。こうした批判に対しては、PTSが担っているのは、そもそも価格形成に参加しない機関投資家のパッシブ運用のための執行機能であって、パッシブ運用が取引所価格を利用した一括約定の形で取引所外に流れることが、むしろ取引所取引のボラティリティ抑制効果を持つとの反論も行われている。

こうした論争の根底にあるのは、PTSが果たしている機能が、ブローカーディーラーとしての機能であるのか、それとも取引所としての機能であるのかということであろう。ブローカーを「顧客の委託を受けて、顧客

の勘定によって取引の仲介を行うもの」と定義するならば、InstinetなどのPTSを、自動執行機能を内部システムとして有したブローカーとして見ることは可能である。その場合、PTSは取引所としての規制義務を負う必要はない。

一方、証券取引法によると、証券取引所とは「取引を集中させ、売りと買いの気配を定期的または継続的に提供し、その気配値に基づいて常に注文の執行が可能であると証券の買い手と売り手が合理的に期待できるような市場」であると考えられており、たしかに多くのPTSがこの定義に当てはまることも否定できない。その場合には、PTSは取引所でありながら価格情報や規制コストなどに関してただ乗りしていることになり、規制コストを払った上で既存の取引所と競争すべきだとの主張の方が正しいということになるだろう。

(1) 中村・今給黎(一九九二)による。

(2) 本文中に上げたもののほか、POSIT Volume Weighted Average Pricing Session, Lattice Network, NAFEX, Delta, Cantor, CrossComのことがあろう。なか、Madoffも類似施設であるが、SECの定義上はPTSに該当しないとされている。

#### 参考文献

中村寛・今給黎成夫(一九九二)「米国における市場外売買システムの現状とその影響」『証券』一九九二年二月。

二上季代司(一九九三)「取引システムの変貌について」『証研レポート』一四九八号。

淵田康之・大崎貞和(一九九四)「証券市場の競争力」『財界観測』一九九四年一〇月。

Ian Domowitz(一九九六) "An Exchange Is a Many-Splendored Thing : The Classification and Regulation of Automated Trading System" *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, NBER

(清水)