

アメリカの代替的取引システムの規制について

SECの「インサート・リリース」より

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、私設取引システムなどの代替的な証券市場がコンピュータ・テクノロジーを利用した新しい取引システムを構築して取引高を伸ばしており、関係者の注目を集めている。こうした代替的市場は、取引高の急速な伸びもさることながら、機能的にも注文を集中、表示し、付け合わせを行うという点で現在の証券取引所に極めて類似している点が重視されており、証券市場の規制を考へる上でこうした市場の存在を考慮に入れることが今や不可欠となっている。

一方、代替的市場は機能上は証券取引所と同等とみなせるわけであるが、その組織上の構成は従来の証券取引所と大きく異なっている。まず、証券取引所が非営利団体であるのに対して、こうした代替的市場は営利企業として運営されている。また取引所が会員であるブローカー・ディーラーに参加者を限定しているのに対して、代替的市場の多くは機関投資家の直接参加を認めており、取引所のような会員制度はとっていない。さらに取引所は会員が所有し会員の自主規制団体として運営されているのに対して、代替的市場は現行規制の下ではブローカー・ディーラーが所有・運営していることになっており、自主規制団体としての性格はもっていない。従って、

こうした代替的市場をそのまま取引所と同列に置くことは難しい。

また、代替的市場を取引所と認めてしまうと、現在の取引所と全く同じ規制をせねばならず、そのことが運営の面で過重な負担となって結果的にイノベーションを阻害することになるという懸念があるため、代替的市場は競争上の配慮からも取引所として規制することが困難であった。

このように、組織上の特性と競争上の配慮の両方の理由で、代替的市場も含めて証券市場全体を整合的に規制することがきわめて困難な状況が生まれている。現行のブローカー・ディーラーとしての規制の下では、取引システムの運営者自身もブローカー・ディーラーでありながら、その運営するシステム内でブローカー・ディーラーの取引が行われていることになり、規制の階層構造に混乱をもたらしている。このことは、システム内で十分な取引監視ができないばかりか、運営者であるブローカー・ディーラーが、競合する取引市場を運営しているNASDの監督下に置かれるという矛盾した状態を作り出している。

以上のような状況に対処するために、SECは一九九七年五月二三日に代替的市場規制のための新しい方針を示したリリース⁽¹⁾を公表し、関係者からのコメントを求めている。このリリースのなかで、SECは、既存の証券取引所ではない証券取引の場(市場)を「代替的取引システム(Alternative Trading Systems. ATS)⁽²⁾」と呼び、今後のATS規制について、二つの提案をしている。一つは今後も引き続いてATSを基本的にはブローカー・ディーラーとみなした上で、従来のブローカー・ディーラー規制のうちで不適切・不必要なものを修正するというもの、二つめはATSを証券取引所とみなした上で、会員制度などATSが備えていない組織上の特性を考慮に入れて証券取引所としての規制体系自体を見直すというものである。

2 コンセプト・リリースの概要

(1) 第一章 要約

第I章では、技術進歩と代替的な取引システムの出現、クロス・ボーダーな取引機会の増大という観点から、従来の取引所とそれ以外の市場の両方に関してこれまでの規制アプローチを最評価する必要があるという認識が示されており、そのためのコメントを広く求めることがリリースの目的であるとしている。

ATSの取引高は今やNYSE取引高の四%、店頭市場の二〇%を占めるにまで至っており、一九九四年にNYSE取引高の一・四%、店頭市場の一三%とされていたことと比較すると、わずか四年たらずでまさに指数的成長を遂げている。ところがこうしたATSの多くは、現行規制の下では取引所と同様の機能を果たしていないが、ブローカー・ディーラーとして規制されている。つまり、ATSの活動は、市場活動としてではなく、取引ブローカレッジのためにデザインされた規制の下にあることになり、テクノロジの進歩と規制のデザインとの間に齟齬が生じていると言うことができる。

SECは、こうした事態に対して、先を見越した柔軟な規制アプローチをとって、透明性、公平性、市場の統合を実現する必要があると述べたうえで、新しい規制アプローチとして二つの代替案を示し、関係者のコメントを求めるとしている。提案の内容は後ほど本文中で詳しく示されるが、一つはATSを引き続きブローカー・ディーラーとして規制するものであり、もう一つはATSを基本的には取引所とみなして取引市場としての規制を適用するというものである。SECは、最後に市場の変化にもなつて、規制も変化する必要があることを述べて要約を締めくくっている。

(2) 第二章 国内市場規制

第II章では、現在の国内市場の規制にどのような問題があるかが分析されている。

まずA節では、テクノロジの進歩という観点から、取引所市場、店頭市場ともに代替手段が増加し、市場サービスがアンバンドルした結果、ブローカレッジサービスを行っていたものが取引所の働きをしたり、情報ベンダーなどが取引所やブローカー・ディーラーの働きをするなど、従来の分類に当てはまらない市場サービスの提供形態が出現していることが指摘されている。また、伝統的な取引所や店頭市場にもテクノロジを取り入れた変化が見られ、NYSE SuperDOTやCrossing system、Nasdaq SelectNetなどのシステムが、従来の取引市場の枠組みを破りはじめていることも言及されている。

続くB節でSECは、市場取引の公正と投資家保護のためには、証券市場に対して何らかの規制が必要であることを確認した上で、現在の市場規制のあり方にどのような問題があるかを分析している。現在の取引所規制では、取引所が会員組織をとって会員の監視をすること、取引所の会員は登録ブローカー・ディーラーでなければならぬこと、すべてのブローカー・ディーラーは取引所の会員になるか協会に入るかが定められており、こうした規制の階層構造の下で自主規制システムが働いていると分析している。ところが、テクノロジの進歩でこうした各市場構成者の区別が曖昧化しており、ATSのように取引所とブローカー・ディーラーの両方の機能を果たす組織は、どちらの定義にあてはまると解釈するかで負うべき義務や責任が左右されることになってしまう。これまでは、イノベーションを阻害しないというSECの方針に沿って、取引所としてではなく、ブローカー・ディーラーとしての規制が行われてきたため、現行のままでは次のような問題が生じている。

すなわち、まず第一に、ATSは現行ではブローカー・ディーラー活動のための規制に服しているが、このな

かには不適切な規制が存在する。たとえば、投資家保護のために預かり資産・証券を保護するための規制があるが、ブローカレッジ活動をしないATSは預かり資産をもたないため、この規制は不要である。また、ATSは、自身がブローカー・ディーラーとして自主規制団体であるNASDの規制を受けているが、NASDがATSと競合する市場を運営していることから、こうした方式には競争上問題がある。

第二にブローカー・ディーラー規制ではATSの市場活動の部分の規制が不十分となってしまう。具体的には、参加者の公正な市場アクセスと監督のために取引所や自主規制団体にさまざまな取引監視の権限を付与しているが、ATSの不正に対しては対応策がないこと、ATSはNMSにリンクされてないため、価格の効率性が損なわれる上、価格情報の透明性の点でも問題があること、ATS自体には取引所のような監督義務がないため、ATS内で機関投資家同士の取引を監視する手だてがなく、監督しうる部分についても監督者であるNASDがATSと競合する立場にあるため、監視の質が保証されないこと、ATSに十分なキャパシティを備えることを要請するような規則がないため一時的な変動や取引量の増加に対応できない可能性があることなどである。

(3) 第三章 市場監督のアプローチ

SECは市場の公正と投資家保護のためにも規制そのものが必要であり、テクノロジーの影響も考慮に入れて適切な規制について考える必要があると述べ、あたらしい規制がどのようなものであるべきかについて分析している。

まず、規制構造については、現在の証券法の下では、各市場構成員の定義上の区別に基づいて顧客や市場全体に対する義務や責任が決められていることを問題としている。こうした規制構造では、現在のようにテクノロジーの進展が市場サービス提供者の区別を曖昧にしまうと、従来の規制構造が崩れてしまう。こうした問題を

どのように解決するか、またすでに現在の規制構造にあわせて資本を投下してしまっている参加者に、変更のための過度のコストをかけずに規制を変えることができるかという問題について考える必要がある。

さらにテクノロジーの変化は規制の手段にも影響している。SECは現行の規制を登録、規則制定、検査、強制措置という手段で行っている。SECは、こうした規制の手段についてもテクノロジーの進歩を取り入れて、電子コミュニケーションで代替するなど検討する。こうした変更に際しても、当局は標準のみ示して、後はイノベーションの成果を取り入れる柔軟な方針をとることも提案している。

(4) 第四章 市場監督のための規制構造にATSを統合するための提案

第四章で、SECはこのコンセプト・リリースの中心である二つの提案の内容を説明している。すでに要約で触れているが、一つめはATSに対してブローカー・ディーラーとしての規制を続け、ATSを運営するブローカー・ディーラーと、その監督者である自主規制団体向けのルールを適宜修正することを通じて規制するものがあり、二つめは取引所の定義を拡大してATSも含まれるようにし、現在の登録取引所と同じ機能を果たしているATSはすべて取引所として規制するというものである。ただしこの規制はATSの規制負担を考慮して三段階の段階的アプローチ (tiered approach) をとる。

A. ATSをブローカー・ディーラーとして規制し、NMSに組み込む

ATSをブローカー・ディーラーとして引き続き規制していく場合、現行の規制を次の三つの点で修正する必要がある。一つめは、代替的市場参加者の注目を公衆気配システムに完全統合し、それら注文への公衆アクセス

を可能にすることである。現在、NMSの透明性を高めるためにCTS、CQS、ITSが稼働しており、取引気配や価格、取引量が市場参加者に伝達されている。しかし、一九九六年に導入された価格情報公開のための規則Order Handling Rule³などをもってしても、機関投資家の注文は開示されないため、ATS上の全ての取引が統合されるわけではない。したがって、ATSはシステム内の注文をブローカー・ディーラーでないものも含めて開示し、開示された注文に対しては、何らかの形で公衆のアクセスも認める必要がある。

二つめは、ATSの取引行為の監視に関する改善である。現在でも、ATS参加者であるブローカー・ディーラーと、運営者であるブローカー・ディーラーに対しては自主規制団体の監督があるが、ATS内の取引行為に関するリアル・タイムの監視がない点を改善する必要がある。リアル・タイムで取引情報を自主規制団体に提供するような自動システムを備えさせるなどの措置が必要である。

三つめはATSに十分なキャパシティーを確保させることである。とくに市場で何らかの混乱が生じたときや、システム危機に備えて適切な対策がとられるべきであるとしている。

しかしながら、以上のような対策をとっても、ブローカー・ディーラーとしての規制にはいくつかの潜在的な問題が存在している。リリースでは、この点に関して三つの問題を指摘している。まず、ATS自体がブローカー・ディーラーであるという規制のもとでは、ATSを通じて取引をしている投資家の公正な扱いが保証されないこと、取引システムであるATSが競争相手である自主規制団体の監督の下に置かれることになり、公正な競争が保証されないこと、ATSの取引量がさらに拡大するなどして独占的な競争力を備えたときにATSの反競争的活動を防止する手だてがないことである。

B. ATSを取引所として規制することで市場規制に組み込む

二つめの代替案では、SECはATSも取引所とみなせるように取引所の定義の解釈を拡大した上で、重要性の高い市場はすべて取引所として規制することを提案している。加えて、ATSを取引所とするにあたって必要、不適切な規制をSECの免除権限⁴を使って免除するとしている。

具体的には、取引所であるための条件を、(1) 複数の取引参加者からの注文を統合し、(2) 参加者が注文を出して、取引条件に関する合意が形成できるような設備や物理的条件を備えていること、とする。このように取引所の定義を拡大すれば、ほとんどのATSを取引所とみなすことができるようになる。そのうえで、段階的アプローチ (tiered approach) をとって、過重な規制負担を免除する。

第一段階は、取引量が少ない、価格発見機能を持たないなどの条件を満たす大多数のATSが対象となる。取引所としての登録を免除し、システムの概要の報告、取引のレポート追跡調査の保存、システムキャパシティーの拡大、その他運営基準の確立、自主規制団体の規制下にある参加者の監視への協力など、比較的緩い規制に服することになる。ATSが顧客向けブローカレッジ業務を全くしていない場合は、ブローカー・ディーラー業務のみを対象とする規制は適用しないため、現在のブローカー・ディーラーとしての規制よりも緩やかになると考えられている。

第二段階は、取引量が多く、価格発見機能がある一部のATSが対象となり、国法証券取引所として規制する。ただし、取引所としての義務のうち、業務構造やその他システム特徴から見ても必要、不適切と考えられる規制は免除する。たとえば、会員制をとることや、参加者を登録ブローカー・ディーラーに限定することなどの要請はしない。また、営利、非会員制度をとるATSの運営と相容れない規制も緩和、免除する。

第三段階は、従来の既存証券取引所が対象であり、今後も国法取引所として規制する。ただし、ATSに対し緩やかな規制を適用することのバランスをとるために、SECの免除権限を使って全体的に規制を緩和し、不要な義務を減らして競争条件を向上させる。具体的には、国法取引所や協会としてのルール・ファイリングや認定手続きを加速、促進したり、完全自動システムの導入を認めることなどが想定されている。

以上のような段階的アプローチをとることで、ATSに過重な負担をかけることなく取引所として規制することが可能になるが、法律上いくつかの問題が残る。一つは、会員制度にかかわる問題である。取引所は、フロアーでの取引に参加する者は会員であり、会員はブローカー・ディーラーでなければならないとされているが、ATSは会員制をとっていない上、機関投資家も直接取引に参加している。また、法律上、「フロアーでの取引」が現在の物理的フロアーのみを指すのか、電子的な取引の場も含めて考えるべきなのかについて解釈上の問題も存在する。リリースでは、解決策として、(一) 会員の解釈を狭くして物理的フロアーで取り引きするものだけを会員とし、電子的に取引にアクセスするものについて会員であることを要請しない、(二) 取引所の施設を使って取り引きするものは、物理的フロアーであるか電子的アクセスであるかを問わず会員とし、会員をブローカー・ディーラーに限定する規定を免除する、の二つの代替案を示している。

もう一つの問題は、取引所では意思決定に際して投資家と取引参加者の利害を公正に代表しなければならぬという要請があるが、これをATSがどのように満たすかという点である。証券法では①取引所理事には会員やブローカー・ディーラーと利害関係のない発行企業の代表と投資家の代表が一名以上必要であること、②理事の選考にあたって会員の公正な代表であること、の二つが定められている。しかし、ATSは営利組織である上、会員制度をとっていないので、現行ではこの規定を満たすことはできない。これについてもリリースでは、①に

については公衆の利益が最重要であると解釈して理事に公衆の代表がいればよいとする、②については取引所会員とその他の参加者に平等な選考であればよいとする、という解釈を提案している。

つづいて、リリースでは取引所の定義拡大の是非について述べている。ATSを含むように定義を拡大した場合、定義が柔軟になりすぎて証券法上の他の機関の定義と重なってしまうことになるのは適当ではないとして、(i) ブローカー・ディーラーの通常の取引活動、(ii) 組織化されたディーラー・マーケット、(iii) 情報ベンダーと掲示板 (Bulletin Board)、(iv) インター・ディーラー・ブローカーのそれぞれについて、取引所の拡大定義に当てはまってしまうようにSECの解釈を述べている。

最後に、ATSを取引所とみなすことで付随的に発生する問題を四つとりあげて検討している。一つめは、ATS上で取り引きされる有価証券の規制についてである。取引所で取り引きされる有価証券は取引所に上場されているか非上場引特権 (UTP) を得ているかのどちらかでなければならぬため、現状ではATSでさかんに取引きされている一部の店頭証券が扱えない。ATSが取引所として有価証券の取り引きの場となるためには、UTPを拡大しなくてはならないが、このことは取引所が上場証券の店頭取り引きを制限している規則にどのように影響するかについてコメントを求めている。二つめは、取引所としてのATSを全米市場システムへ統合する際に、現行のATSの取引慣行との間に摩擦が存在する点についてである。全米市場システムに統合する時点でCTS、CQS、ITSに組み込む必要があるわけだが、SECは前二者についてはすでに新規加入や費用負担についての規定もあり、加入がATSの機能の減退につながることはない⁽⁵⁾とみているが、後者のITSについては、注文回送のシステムが現行のATSのシステムと摩擦を生じる可能性があるとして、⁽⁵⁾ 解決策についてのコメントを求めている。三つめは、非ブローカー・ディーラーが取引所や精算・決済機関へアクセスする

ことに關してである。ATS参加者のうち機関投資家はブローカー・ディーラーではないため、ブローカー・ディーラーを対象とする取引所の規制のすべてに服する必要があるかどうかを検討しなければならない。また決済・精算機関へのアクセスに關しても、現在は明示的な規則がないため、機関投資家のアクセスを可能にするための加入に關する規定を設ける必要があるほか、セーフガードの点でも問題が残る。最後に一部のATSが市場運営のほかにブローカー・ディーラーとしてブローカレッジ活動を行っている場合に、ブローカー・ディーラーとしての規制を行う必要があると思われるが、これについてもコメントを求めている。

(5) 取引所規制の緩和と規制変更のコスト・ベネフィット

残る第V章、第VI章では、取引所規制自体を全体的に緩和するための提案と、リリースで提示したような規制変更を導入した場合のコストとベネフィットが検討されている。第V章でSECは、ルール・ファイリングの手続きや認定のための手続きの簡素化・時間の短縮を提言しているほか、新しいテクノロジーの採用にあたっては導入初期に助成策をとること、完全自動取引システム導入の付随効果として取引監視のコストを削減しうることも考慮すること、複数の自主規制機関の間で重複した監督がなされている部分に關しては重複をさけてコストを低下させることなどを提言している。また、完全自動化された取引システムだけで、独立した自主規制団体をすることも検討するとしている。

第VII章では、第IV章で提案した二つの提案のどちらを採用しても、市場参加者には一定のベネフィットがあることを示した上で、ATSにとっては提案はある程度の追加負担となる反面、これまでの規制のなかで不必要だったものがはずされるため、全体として大きな追加コストとならないことを述べている。一方、既存の自主規制機関にとつては、ATSが取引所として規制されれば負担が減る可能性があるが、ブローカー・ディーラーとして規制されると負担は増加する可能性があることを指摘し、規制コストの配分についてのコメントを求めている。

3 さいごに

リリースは、以上のように、ATSに対して今後も引き続きブローカー・ディーラーとしての規制を継続するか、取引所としての定義を拡大して、取引所として規制するかの二つの代替案を提示し、関係者のコメントを求めている。また、リリースでは、こうしたATS規制の変更とともに、従来の国法証券取引所に対する規制も全体的に緩和して、取引所として規制されるATSとの競争条件の改善もはかることを提案している。

リリースでの提案のうち、特に後者の代替案が実現するとすれば、ATS規制にとって大きな転換点となるだけでなく、取引所の定義や機能、規制上の枠組みなどの変更を通じて従来の取引所にもきわめて大きな影響があると考えられる。リリースでは、さまざまな論点を一四三という膨大な数にわたって質問形式で提示し、九〇日の期間を設けて一般からのコメントを求るとしており、コメントが集まる今年の八月末以降の動きが注視される。

(注)

(1) SEC Release No.34-38672. 同リリースは、第I章から第IV章までの構成になっており、第I章は全体の要約、第IV章は関係者にコメントを求めるためのテーマを質問形式で列挙した章となっている。リリースは、残りの六つの章のうち、第II章から第VI章までを国内の代替的市場の規制問題に割いており、第VII章で外国市場へのアクセス

の問題について述べている。本レポートでは、代替的市場の規制問題についてかかれた第II章から第VI章のみを取り上げた。

- (2) リリースのなかでは、ATSとは、注文の集中、表示、付け合わせ、クロス等を行う自動システムで、引所または登録証券業協会としてSECに登録されていないものの総称であるとしている。
- (3) スペシャリストやMMがECN上に一般投資家向けより良い気配を出す場合はそれを公表させるもの。ECN自身がこれを代行してもよいが、ECN自体にはこうした気配公表の義務はない。
- (4) SECは、一九九六年の全米証券市場改革法によって、国法証券取引所として登録された市場に適用する規制を免除する権限 (Exemptive Authority) を与えられている。今回のATS規制に関する提案では、この権限が大いに威力を発揮することになる。
- (5) ITSとの摩擦については、とくにオーダー・ハンドリング・ルールによる指値の公開との関連が念頭に置かれている。

(参考文献)

Securities and Exchange Commission(1997) "Regulation of Exchanges". Release NO. 34-38672.