

1 はじめに

アメリカでは、コンピューター・テクノロジーを利用した新しい私設の証券取引システムが近年大きく取引高を伸ばしており、関係者の注目を集めていることはすでに多く紹介されている。こうした代替的取引システム(Alternative Trading System, ATS)⁽¹⁾は、現行の規制のもとではブローカー・ディーラーが所有する注文付け合わせシステムであるとされているが、機関投資家やマーケット・メーカーなどの注文をコンピューター・スクリーン上に表示して付け合わせ、執行を行うという点で証券取引所にきわめて類似した機能を備えているということが出来る。一方、代替的取引システムは、営利企業であること、会員制度をとらず機関投資家の直接参加を認めていること、現行規制の下では市場としての機能を持ちながら自主規制団体ではないことなどの点で従来の取引所とは大いに異なっている。

代替的取引システムの取引高は、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、四年前に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、まさに指数的成長を遂げている。このように、代替的取引システムはその位置づけが困難であるだけでなく、量的にも無視できない存在と

アメリカの代替的取引システムの規制について(2)

SECの「コンセプト・リリース」に対する関係者のコメント

清水 葉子

なっており、アメリカの証券市場規制を考える上で、こうした市場をどのように規制するかということは、非常に重要である。とりわけ現在のブローカー・ディーラーとしての規制のもとでは、システムが果たしている市場機能の部分を十分規制することができない一方、システムを取引所と認めてしまうと、取引所としての規制がシステム運営にとって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、規制の混乱をもたらしていることが問題となっている。

SECは、こうした状況に対処するために、一九九七年五月二三日に代替的取引システム規制のための新しい方針を示したリリース⁽²⁾を公表した。このリリースでSECは、代替的取引システムの規制について、二つの提案をしている。一つは、今後も引き続いて代替的取引システムを基本的にはブローカー・ディーラーとみなす、言わば「ブローカー・ディーラー・アプローチ」であって、取引システム運営を考慮にいれて従来のブローカー・ディーラー規制のうちで不十分な規制は拡充し、純粋なブローカレッジ業務のための不必要な規制は削除するというものである。二つめは証券取引所の定義を拡大して代替的取引システムも証券取引所とみなしたうえで、取引所の種類を三段階に分け、各々の規模やシステム特性に応じて段階的に規制を緩和する「段階的アプローチ」である。

2 関係者からのコメント・レター

SECのコンセプト・リリースは、代替的取引システムをめぐる諸問題を要約した上で、右の二つの代替案を示すというきわめて論争的なものであり、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、一定の期間を設けて一般からのコメントを募って議論を喚起した。コメント募集期間は、一度延長されたあと一

〇月三日に締め切られており、電子媒体を通じて提出されたコメント・レターはSECのホームページを通じて読むことができる⁽³⁾。本レポートでは、これらの現在入手可能なコメントレターのうち、代替的取引システムと競合する証券市場を運営しているパシフィック証券取引所とNASD、代表的な代替的取引システムのひとつであるInstinetのコメント・レターを紹介する。

(1) パシフィック証券取引所

まずパシフィック証券取引所のコメント・レターであるが、この証券取引所はアメリカの五つの地方証券取引所のなかでも一九六九年ときわめて早い時期に小口注文の自動執行システムを導入し、一九八〇年代なかばまでは地方証券取引所最大の取引件数シェアを誇っていた取引所である。その後はシェアを低下させているものの、アメリカの証券市場のなかで依然重要な地位を占めている。

パシフィック証券取引所の主要な主張は次のようなものである。

まず、全体的な規制スキームとしては、代替的取引システムは引き続きブローカー・ディーラーとして規制すべきであって、証券取引所として認める段階的アプローチは好ましくない。SECは、証券市場規制は取引市場(trading market)が行うべきであり、参加者の監督は自主規制機関が行うべきであるとの二つの前提を置いている。しかし、前者についていえば、マーケット・メーカーやブロック取引を行う証券会社は取引が行われる場であるという意味で市場機能を果たしているが、あくまでも私的なビジネスであって規制機能を果たしているわけではないし果たすべきであるとも考えられない。後者については、機関投資家は主要な市場参加者の一つであるが、自主規制機関によって規制されているわけではない。このように、規制と市場運営という機能は必ずし

も一体である必要はなく切り離しうるものであるから、代替的取引システムを規制の枠組みに組み込むために取引所として登録したり自主規制機関としての責任を負わせたりする必要はない。

SECは代替的取引システムを取引所として登録することで、市場参加者の公平な扱いや公正な代表による運営が実現することを期しているが、これら取引所の諸特徴は本来会員制度に由来しているものであるから、会員制をとらないまま代替的取引システムを取引所と認めることは意味をなさない。逆に現在の取引所が会員制を廃止するならばこうした義務も免除されるべきである。

またSECは取引諸規制を段階的に緩和することでイノベーションの保護をはかるとしているが、現在の取引所規制を適用することが代替的取引システムにとってイノベーション阻害をもたらすのであれば、それは現行の取引所にとつても阻害をもたらしているはずであり、いずれにとつても好ましくないはずである。代替的取引システムを取引所と認めただけで規制を免除することは、現行の取引所とのあいだの公平な競争を損ねるため好ましくない。

結局、取引所、NASD、代替的取引システムなどの各市場は、最低限度の規準を満たしてさえいれば、法的に同じカテゴリに属する必要はないし、システムの違いを排除することは競争を阻害するのでかえって好ましくない。そのうえで、従来の取引所との類似性などにこだわらずにあらゆる形態の市場取引量や価格の重要度で判断してNMSにリンケージさせるべきであつて、リンケージに際して取引所としての登録の有無は問題ではない。現在、ブローカー・ディーラーとしての規制のなかでスペシャリスト、マーケット・メーカーなど性質の違う主体が各々の規制に服しているように、代替的取引システムも公平性や効率性といった基本的な原則を満たしてさえいれば、ブローカー・ディーラーとしての規制のフレームワークで対応可能である。続いて各市場が満

たすべき最低限度の規準として、透明性、市場アクセス、公正な競争、市場の効率性を挙げてそれぞれに代替的取引システム規制の改善点を述べている。

なお、バシフィック証券取引所は、この問題に関しては業界との間で十分な議論をする必要があり、証券法上の諮問委員会を設けることを提言している。

(2) NASD

Nasdaqは、代替的取引システムの影響を最も大きく受けている取引市場であると考えられている。代替的取引市場への注文流出も、四年まえの一三%から今回のコンセプト・リリースでは二〇%を占めるにまで至ったことが指摘されている。こうした流出のかなりの部分は、代替的取引市場の匿名性を利用して、Nasdaqマーケット・メーカーが手持ちのポジションを処分するための取引が占められているとされており、投資家の最良執行の点からもこうした不透明なあり方が問題となっている。一九九七年一月にはこうした代替的取引システムの不透明性を改善するために、Order Handling Ruleが導入され、代替的取引システム上にマーケット・メーカーがよりよい価格を表示するときには、そうした価格は一般投資家にも公表することが定められたばかりである。

NASDのコメントも、大筋では代替的取引所を登録証券取引所とすることに否定的である。その理由として、流動性の提供という点では代替的取引システムもブローカー・ディーラーにすぎず、Order Handling Ruleを強化するなどの現在の規制のフレームワークで十分対応可能であること、現在の自主規制機関の組織や情報フローを改善することで一定の規制効果があげられるので、多様な免除取引所のヒエラルキーをつくることは、のぞましくないことなどなどを挙げている。

取引所の定義の解釈に関しては、SECは従来、継続的な流動性が期待できることを取引所の要件にしてきたが、今回のリリースでの新解釈ではこれが変更されるため、アリゾナ証券取引所の扱いにも問題が生じる。また、新解釈を採用し、代替的取引市場を証券取引所として認めることは、市場に多様な自主規制機関が多く存在する事態につながるため、(市場の分裂だけでなく) 規制の分裂をもたらして好ましくないと述べている。具体的には、現行のように代替的取引システムをブローカー・ディーラーとみなして財務条件や記録保持について監視することができなくなることで、取引の場が分散するため取引の追跡記録なども分散し規制の分裂が生じてしまうこと、またそのことは市場監視上も好ましくないこと、代替的取引システムが市場監視を他の自主規制機関に任せただけ(ride)が生じる可能性があること、またこうしたことは同じように証券取引所と称しながらも競争条件が異なる取引所を生みだし公正な競争を妨げること、市場監督の分散が監督の効率性を低下させ監督コストを高めたりイノベーションを阻害したりする可能性があること、自主規制と市場運営を切りはなせば、利益相反の問題は解消するので、取引所の定義変更は不要であることを「段階的アプローチ」への反論として挙げている。

(69)

(3) Instinet

今回のリリースの主要な当事者の一つであるInstinetは、設立が一九六九年とアメリカで最も古く、また最も成功した代替的取引システムの一つである。コメント・レターの中でのInstinetの主要な主張は、現在の規制についての考え方があまりにもテクノロジーに重点を置きすぎており、それを是正してもっと広い見地から証券市場規制を捉えなおすべきだということである。

Instinetの考えによると、代替的取引システムは高度なテクノロジーを利用して取引所類似の機能を果たし始めたこれまでにない組織であると認識されており、その規制が現在問題になっていると考えられているが、それはかならずしも正しい見方ではない。なぜなら、ブローカレッジ手数料が低下していく趨勢のなかで、各市場サービス提供者はそれぞれに生き残りの道を模索してきたのであり、伝統的なブローカレッジ業務から、自己資本を投下してリスクを負うことで利益を得るマーケット・メイキングやインベストメントバンクといった業務で成功する証券会社が出てきたのと同様に、Instinetは純粋な取次業務の部分で私設取引システムというみずからのニッチを得て取引を伸ばしているのであるからである。こうした活動のためにどのようなテクノロジーを採用するかということも、利益を得るためのビジネス上の意思決定であって、ほかの証券会社の戦略決定と何ら変わりはしない。このように、問題なのはテクノロジーではなく、ビジネスをどのように行っているか (business practice) であって、その点についてバランスのとれた規制が行われないと一部のビジネス上の意思決定に不利益が生じて好ましくない。

(70)

たとえば、Instinetのような代替的取引システムの活動は、ビジネスをどのように行っているか (business practice) という点で見ると、実際にはupstairsと呼ばれる大手証券会社内部で行う注文付け合わせと何ら変わるところはないのであって、そのためにどのようなテクノロジーを採用しているかは重要ではない。Instinetの業務も、経営環境によっては電話だけでなされていることも多く、テクノロジーのみに過度に注目する必要はない。したがって、代替的取引システムの活動は、upstairsなどのブローカレッジ活動との関係でもっと広く捉えるべきである。したがって、upstairsに関しては事後の透明性の確保というフレームワークで規制を考える必要があり、代替的取引システム規制はその枠のなかで、upstairsと同列に論じられる

べきである。

システムリスクと市場監視についても、代替的取引システムのキャパシティーの問題が強調されているが、右のようなupstairsも視野にいれた議論に基づいてもっと全業界的な議論を行うべきであって、テクノロジーの問題のみと結び付けるべきではない。また、市場監視についても、代替的取引システム内での取引情報が自主規制機関に十分把握されていないことに対する懸念が表明されているが、代替的取引システムを、ビジネスをどのように行っているか (business practice) に注目して見るならば、ほかの自主規制機関の会員に比べて情報開示の程度が低いわけではないし、また高いテクノロジーを採用しているほうが不正を行うのがより難しくなる面もある。

Instinetはこのように述べたあと、みずからの代替案のアウトラインを提示している。それによると、ブローカーと取引所との境界を決定することは確かに難しい。だからといって、SECが示したようなテクノロジーに注目した段階的アプローチでは、どこで区別をするかという「練引き問題」が必ず持ち上がってくるうえ、新しい形態の組織が生まれてくるとそれにあわせて段階をさらに増やすということになりかねない。したがってInstinetは、新しい区分として、「自主規制機関または取引所の会員 (SRO member/exchange member)」と「投資的取引所 (investment exchange)」を提案、各組織が自分ごとどちらに当てはまるかを自主的に選択するようにすればよいと述べている。この提案によれば、各市場参加者は、同じ種類の市場サービスを提供するのに、自主規制機関の会員としてそこで制定されたルールのもとで活動を行うか、それとも「投資取引所」として活動を行うかを自由に選択することができるというものである。Instinetはこうした規制のあり方の例として、ロンドン証券取引所とトレード・ポイントの関係を挙げている。

3 おわりに

以上は、代替的取引システム規制のためのSECのコンセプト・リリースに対する多くのコメント・レターのなかからごく一部を紹介したものである。代替的取引システムの規制をめぐるのは、いくつかのルールが提案・実施されては撤回するという複雑な経緯があったことは周知のとおりであり、今回のコメント・レターも、SECのホームページを通じて読むことができるものだけにかぎってもかなりの量が集まっているようである。こうしたさまざまな議論が今後どのように集約されていくのかはきわめて興味深い。

注

(1) SECのリリース(注2参照)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、国法証券取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。

(2) SEC Release No.34-38672. "The Regulation of Exchanges" May 23, 1997. 要約は清水葉子(1997)「アメリカの代替的取引システムの規制について—SECのコンセプト・リリースより—」【証研レポート】一五四八号、一九九七年七月参照。

(3) <http://www.sec.gov> 一〇月三〇日現在、このウェブ・サイトで閲覧可能なコメント・レターは二五通あり、本レポートで紹介するコメント・レターは、このサイトを通じて入手したものである。これ以外に紙媒体でSECに届けられたコメント・レターが多く存在すると推測できるが、現時点までに確認できなかった。また今回のリリースでは、外国市場へのアクセスの問題も検討事項の一つとなっていたが、今回のレポートでは国内市場規制だけに限定してとりあげている。