

## ATS規制に関するSECの新提案

清水 葉子

### 1 はじめに

一九九七年五月二十三日、SECは代替的取引システム<sup>(1)</sup> (Alternative Trading Systems, ATS) 規制に関するコンセンサス・リリースを発表し、ATS規制に関して二つの代替案を提示して関係者のコメントを募った。<sup>(2)</sup> コンセンサス・リリースで提案された二案とは、(a) ATSをブローカー・ディーラーとして登録し、自主規制機関による監督を強化する、(b) 取引所の定義を拡大し、ATSを取引所として規制するが、規制過重となる部分についてはシステムの規模や重要性に応じて段階的に緩和するというものであり、ATS規制としていずれがふさわしいかについて一般からのコメントを求めるものであった。

その後、SECはコンセンサス・リリースに対して提出されたコメントを検討し、ほぼ一年後の一九九八年四月一八日、ATS規制に関する新たな規制案を発表した。<sup>(3)</sup> 今回の提案では、ATSは、(1) 証券取引所法第五条・第六条に定める国法証券取引所として登録し、可能な限り取引所と同等の規制を受けるか、(2) ブローカー・ディーラーとして登録し、追加的に新たに制定される「ATS規制 (Regulation ATS)」に従うかのいずれかを自らを選択することができるとしている。

この提案で、当初のコンセンサス・リリースでの「段階的取引所規制」アプローチは放棄された。コメントの多くがこのアプローチに反対していたからでもあるが、その理由として、取引所としての規制は多くのATSにと

って過重であること、段階の区分けが当局によって恣意的になされる可能性があること、システムの改善によってより厳しい規制が課される段階に分類されることになればシステム改善のインセンティブが失われ、イノベーション阻害につながるなどが挙げられている。

また、ATSを「証券情報処理業者 (securities information processors, SIPs) として別枠で規制するというアプローチも放棄されている。これは、SIPとして新しいカテゴリーで規制することは、既存の規制との重複が生じる一方で包括的な規制ができないため有効ではないと判断したためとしている。

ATS規制をめぐっては、これまで何度も規制方針が変更されてきているが、現在は、ノー・アクション・レターの発行に基づく個別規制を引き継いで、ATSをブローカー・ディーラーとして規制し、規則17a-23のもとでシステムや取引内容の報告義務等を課するという形がとられている。今回の提案ではこの規則に代えてどのような規制が提案されているのか、概観してみよう。

## 2 SEC提案の内容

今回の新しいATS規制案では、既述のように、ATSが取引所として登録するか、ブローカー・ディーラーとして登録し加えてATS規制に服するかをATSが選択することができるとしている。選択制をとったのは、柔軟な規制を導入しないと、ATSの営利性やメリットが損なわれるとする懸念がコメントに見られたため、それに配慮したものであると考えられる。

SECはまず、ATSが希望すれば取引所としての規制が可能であるようにするために、新たな規則17a-23によって取引所の定義を拡大してATSも取引所に含まれるようにしている。続いて、ブローカー・ディーラー<sup>1</sup>としてATS規制に服する場合と取引所規制に服する場合との規制内容を説明している。本稿でもこれにしたがって、提案された規制の内容を紹介しよう。

### (1) 取引所の定義

#### ①取引所の定義の拡大

SECはまず、新たなATS規制に際して、証券取引法第三条(a)(1)<sup>(4)</sup>に定められた取引所の定義を、証券取引所法規則17a-23によって拡大し、ATSも取引所に含まれるようにすることを提案している。

提案された、証券取引所法規則17a-23では、取引所は、「いかなる組織、社団、個人、個人の団体またはシステムであれ、(1) 複数の取引参加者から注文を統合し、(2) 注文を出した参加者が取引条件に関して合意を形成できるような、裁量性のない物理的条件 (取引施設の提供であれ、取引規則の設定であれ) を設定するもの」と定義するとしている。<sup>(5)</sup>

これは、コンセプト・リリースで提案された取引所の定義拡大案とほぼ同じ内容とみることができる。SECは、ATSも実質的に取引所としての機能を果たしているのであるから、取引所の定義に含めることは適切であるとしており、この規則によって取引所の定義を拡大してATSを取引所とみなすことができるようになれば、ATSが希望した場合には取引所としての規制が可能となる。

#### ②取引所の定義の解釈

SECはこの定義について、前半の「複数の取引参加者の注文を統合する」という点と、「裁量性のない物理的

条件」という点に分けて解釈を示している。

まず、前者の「複数の取引参加者の注文を統合する」という部分に関しては、参加者の取引意思を表示するものや、後の執行のために注文を受け付けるものはすべてこの定義に当てはまるとしている。従ってNasdaqシステムや、伝統的な取引所フロアで行われる取引、既存市場の価格を利用したクロッシング・システムや、注文が順次入力されて条件の合致したものが執行されて行くマッチング・システムもこの定義に当てはまる。また、機械化の程度にかかわらず債券のインター・ディーラー・ブローカーにも当てはまる。

しかし、単なる情報ベンダーは取引意思のインターアクトがない点でこの定義には当てはまらない。ディーラーのシステムも、一人のディーラーの気配に対して対抗する注文が入力されるものであるものでありこの定義に当てはまらない。この定義でいう注文としては、売買の意思を表明したものであれば、自己、委託をとわず、売買気配、成行、指値、その他価格づけされた注文すべてを指す。

後者の「裁量性のない物理的条件」という点に関しては、取引条件が決定できるような手順や優先順位があることを指すとしている。したがって、ソフトウェアを指定するなど単にシステムとの通信方法を示しただけのもの、執行の方法や取引合意の手段を定めているとは言えないので、定義に当てはまらない。また、ブローカー・ディーラーの内部システムも、参加者の間にコミュニケーションがないという理由で当てはまらない。

さらに、取引条件についての合意を形成できるような物理的条件のうち、取引施設によるものとは、注文を受けるスペシャリストのいる既存取引所のフロアや、注文が互いにインターアクトできるコンピューター・システム、その他注文の執行の手段や場所を提供するものを指す。もう一方の取引ルールによる合意形成とは、たとえば、物理的な場所をもたないがマーケット・メーカーに気配値表示義務を課すなどの取引ルールを定めること

で取引の場を形成しているNasdaqを挙げることができる。また、価格優先、時間優先などの執行の優先順位を定めたのもこの定義に当てはまる。

ただし、この定義の例外として、規則3b-1は、(1) 注文回送システム・登録取引所やNASDの運営する市場やブローカー・ディーラーに注文を回送するNYSEのSuperDotのようなシステム、(2) デイリーラーの気配システム・一人のディーラーの気配を表示し、その気配に対して注文の執行を行うもの、(3) ブローカー・ディーラーの社内システム・ブローカー・ディーラーが一社内で顧客注文を管理・処理するために設けたシステムで外部に表示されず、一定の執行手順もないものを、挙げています。

### ③取引所規制の免除

ところで、ATSの規制は、取引所規制とブローカー・ディーラー規制の選択制としているので、ATSがブローカー・ディーラー登録を希望した場合は、取引所の定義からはずす手だてを講じておかなければならない。このため、SECは免除権限を用いて、規則3b-1を導入し、ブローカー・ディーラー登録を行って「ATS規則」に服するATSは、取引所規制を免除されるとすることを提案している。これによってATSは取引所であるか、ブローカー・ディーラーとしてATS規制に服するかを選択することができる。<sup>(7)</sup>

#### (2) ブローカー・ディーラーとして登録する場合

以上の措置によって、ATSは取引所として登録するかブローカー・ディーラーとして登録するかを選択することができるようになった。続いて、それぞれの規制に服した場合、どのような規制義務が課されるのかについ

て見てみよう。

ATSは取引所登録を選択した場合は当然であるが、ブローカー・ディーラー登録を選択した場合でも、取引量に応じてNMSに組み込まれ、価格情報の開示やアクセス条件の確立、システム容量の確保など取引所に準じた規制に服することが求められることになる。

#### ①ブローカー・ディーラー登録を行うATS

新たな規則300(c)によって、ATSを次のように定義する。すなわち、「組織、社団、個人、個人の団体またはシステムで、(1)証券の売り手と買い手を集め、またはその他の方法で証券に関して証券取引所法規則301(2)の意味で取引所が一般に果たしている機能を果たす市場や施設を設立、維持、提供するもので、(2)(A)そのような組織、社団、個人、個人の団体またはシステムでの取引行動以外に参加者の行動を監督する規則を設定せず、(B)取引から排除する以外の懲戒も行わないもの」と定める。この定義は、取引所の定義を拡大した規則309(2)の意味での取引所機能を果たすが、市場参加者の規制や市場監視を行わないものを指すと解釈できる。

この規制のもとでは、取引所として登録しなかったATSはブローカー・ディーラー登録をし、さらに取引量に応じて追加的規制を受ける。ただし、取引所として登録したもの、取引量が限定的であるとか証券業協会が運営するとの理由で免除取引所となっているものはこの規制対象から除く。政府債などに限定した取引を行うATSも、別途規制があるためこの例外とする。

#### ②「ATS規制」の内容

ブローカー・ディーラー登録をしたATSは新たに提案する「ATS規制(Regulation ATS)」の下で以下のような義務を負う。概観すると、イノベーションと競争に配慮して、取引量の少ないATSに対しては、自主規制機関の会員として、システム運営の通知と四半期ごとの報告のファイリング、取引のaudit trailを含む記録保持、という比較的軽い規制義務を適用するが、規模の大きいATSが取引所ではなくブローカー・ディーラー規制を選択する場合には、NMSへの統合や、参加基準、システム容量の確保などの規制義務を既存自主規制機関に準じて課されることになる。

(a) 自主規制機関の会員となること。ブローカー・ディーラーとして登録したATSは自主規制機関の会員とならなければならない。自主規制機関は自身が市場を運営しているため、競争上のコンフリクトが生じる可能性はあるが、SECは、SECの監督によって避けることができるとしている。それでも問題が残る場合は、ATSは取引所登録をしたり、ATS専用の自主規制機関を設立することもできる。ATSが自主規制機関の監督下にはいることで、audit trailを統合することができると市場監視の面で改善が期待できるとしている。

(b) システム運営についての報告。ATSはシステム運営開始の少なくとも二〇日前までにSECに届け出を行い、運営方法、参加予定者、取引銘柄に加えて、システム容量や安全性の調査方法や緊急時の対処法についても届け出る必要がある。これは現在の規則301(2)に基づく報告とほぼ同様である。システム変更や取引銘柄、参加者の種類の変更についても少なくとも二〇日前までに届け出る必要があるほか、四半期ごとに定期的な届け出を行い、活動停止のときもすみやかに届け出なくてはならないとしている。

(c) 市場の透明性の確保。ATS上の取引の透明性を高めるため、規則301(b)(3)を制定して、一定以上の取引

シェアをもつ銘柄<sup>(9)</sup>に関しては、ATS内の最良価格を一般に公開することを義務づける。ただし、これはATS参加者と非参加者の間の情報ギャップを埋めるためのものであるので、非参加者が参加者以上の情報を得る必要はないとしている<sup>(10)</sup>。取引規模についても全サイズだけを公開する必要はなく、また、ATSが特定できれば取引者を特定する必要はないとしている。

また、公開された注文へのアクセスに関しては、ATS非参加者であっても、純資産額などで参加者と同程度の条件を満たせば、ブローカー・ディーラーのアクセスを許す方針であり、非参加者にも参加者と平等な条件での執行を求める。

アクセス・フィーについても既存取引所に準じたものとし、ATS参加者とかけ離れたものは許容できないとして、高額のフィーを課すことで実質的にアクセスを拒否することを禁じている。

(d) 公正な参加…ATSも既存取引所に準じて、取引の管理や会員の扱いに関して公衆の利益を鑑みて公正に行うことが要請される。また、ATSが独占的な力をもって反競争的行為をすることを防げる必要がある。ATSは公平な参加のため、参加者を認定する際の認定基準を確立しなければならない。さらに一定以上の取引量があるATSは、認定基準の記録を保持し、十分な理由なく参加拒否された場合にはSECに訴えることができることにする。また資本量や履歴で参加拒否することは可能であるが、取引戦略などを理由に参加を拒否してはならないとしている。

(e) システム容量、統合性、安全基準…現在自主規制機関のシステム基準に準じて、規則301(c)(6)で、一定以上の取引のあるATSについては適切なシステム容量や統合性、安全性を備えることを求められている。具体的には(1)現在と将来の適切な容量の確立(2)定期的なストレステスト等の実施(3)モニター手順等の確

立(4)システムの弱点の調査(5)緊急時の処置と復旧プランの確立を行うとしており、SECへの報告も義務づける。また、独立した専門家による調査も行う。

(f) 参加者の調査…ATSは、SECや自主規制機関によるATS自身と参加者の調査・検査に協力することを要請される。特に、非ブローカー・ディーラーであるATS参加者に関しては、自主規制機関もSECも直接監督することができないが、ATSは取引情報を保持し、要請があれば提出しなければならない。

(g) 記録保持…ATS規制の下で、ATSはaudit trailのために必要なさまざまな記録を保存しなければならない。

(h) 取引報告…ATSは現在の規則<sup>(11)</sup>に代わって、フォームATS-Rに基づく取引報告を四半期ごとにSECに対して行うほか、必要があれば自主規制機関に対しても報告しなければならない。

### (3) 取引所として登録する場合

ATSが取引所として登録することを選択した場合、まずなにより、SECの監督は受けるものの、市場運営上競合する自主規制機関の監督を受ける必要がなく、自ら規則を制定できるなど独立性の高い運営ができるというメリットがある。また取引所となることで投資家の信頼を得ることができるほか、NMSに直接参加することもできるようになる。

一方、取引所として果たさなければならない規制義務は次のようになる。

(a) 自主規制機関としての義務…自主規制機関として、証券取引所法と規則に基づいた法令遵守を実行し、インサイダー取引などの不正行為を監視しなければならない。

(b) 理事会メンバーの公正な選出・市場運営を行う理事会が会員の公正な代表で構成されなければならない。しかしこの点に関しては非会員・営利組織であるATSが既存取引所と全く同様にこの基準を満たすことは不可能であるため、清算機関にならった間接的な代表方式のほか、市場監督を行う子会社を設立する、特定領域に限定のみ発言権を持つ参加者代表をたてるなどの別途方策を講じることとする。

(c) 会員権・非ブローカー・ディーラーを取引所会員として認めることに対する懸念が多く寄せられたことから、ATSも取引所として登録する場合には会員はブローカー・ディーラーに限定する。その場合でも、非ブローカー・ディーラーである参加者は、取引所のSuperDotやOptimarkのように、端末を使って会員ブローカー・ディーラー経由で直接市場アクセスすることで問題は解決できるとしている。

(d) 公正なアクセス・ATSも既存取引所にならって、会員のアクセスの差別的な拒否や差別的扱いは禁じられる。また、ATSの反競争的行為も禁じられる。

(e) システム容量・現在すべての取引所とNASDAQが参加しているシステム検査プログラムに参加することを義務づける。

(f) 取引きされる証券の登録・既存市場は、上場に当たってSECへの登録と上場認可が必要であり、非上場取引特権(UTP)に基づいて他市場上場銘柄が取り引きされている。取引所登録をするATSについても既存市場のUTPに準ずる規則が必要であり、その場合、他市場上場銘柄しか扱うことができず、SECのUTP規制に従う必要がある。

(g) NMSへの参加問題・取引所として登録するATSは、CTA、CQS、ITSなどに加入する必要がある。前二者については新規参加の手順がすでに確立されている。またITS参加についてもトレード・スルーなど取引慣行の禁止事項を遵守する必要がある。

(h) 取引停止ルールやサーキット・ブレーク・既存市場と同様に確立する必要がある。

### 3 その他の変更点

以上の新たなATS規制を導入するに当たって、ブローカー・ディーラーが運営する取引システムに記録保持とSECへの報告義務を課した規則「ATS」は廃止される。今後ATSは取引所なり、「ATS規制」に服するブローカー・ディーラーなりの形でそれぞれの規則にしたがって記録保持・報告義務を果たすことになるので、この規則は不要となるからである。一方、現在規則「ATS」に服しているインターナル・ブローカー・ディーラーなどのシステムはATSのカテゴリーに含まれないので、新たに規則「ATS」と「ATS」を制定して記録保持義務などの点で対応する。

また、ATSだけでなく、既存の自主規制機関が高度な取引システムを導入する試みを促進するため、自主規制機関が、パイロット・プログラムとして取引システムを運営する場合には、SECへの認可のためのファイリング義務を免除するなどしてイノベーションの促進をはかる。ただし、対象となるパイロットプログラムは期間を二年未満に限定し、取引量などにも制限を設ける。

### 4 おわりに

ATS規制をめぐっては、SECは何度も規制方針を変更するなどして試行錯誤を繰り返してきた。これまでのATS規制をめぐる混乱には、二つの側面があると思われる。一つは、現実問題として、一九九〇年代以降A

T Sの活動が活発化し、市場規模に比して無視できない割合を占めるにしたがって、既存市場との間でさまざまな軋轢が生じ、投資家保護の点から無視できない問題となったことである。すなわち、A T Sが市場活動を営んでいながら、規制上はブローカー・ディーラーとして登録されているという点に規制の困難があったと考えられる。A T Sの市場機能部分の規制は、基本的には取引所規制に準じたものにならざるを得ないが、A T Sは会員制度をもたない営利組織であるため、非営利の会員組織である取引所規制をそのまま適用することができなかったわけである。今回の提案では、そうしたA T Sの特徴に配慮しながら、取引量の多いA T Sに関しては実質的に取引所規制に近い規制が行われることになると考えられる。

もう一つは、一つめとも関連するが、テクノロジーの進展という事前には予測不可能な要因で規制構造が変化し、規制当局がそうした変化に対して、イノベーションを阻害しない形でのように対処できるかが問われていることである。この点、今回の提案では、規制されるA T S自身が、規制の形式を選択できるというところに規制の柔軟さを残したと考えられる。

S E Cは、以上の提案に対して、コメント・レターなどに多くの異論や未解決の論点があることも紹介しており、最終案提出までにさらにコメントが募集されている。議論の方向を見守りたい。

(注)

- (1) A T Sは、一九九七年のコンセプト・リリースでは「注文の集中、表示、付け合わせおよびクロス等を行う自動システムで、国法証券取引所または証券業協会としてS E Cに登録されていないものを総称する」と定義され、従来使われていた私設取引システム(Proprietary Trading Systems, PTS)という用語との関係は明示されていなかった。今回の提案のなかで、proprietary trading system (PTS)、brokerdealer trading systems (BDTSs)、electronic communications networks (ECNs) などの総称として用いられていることが明記されている。

- (2) Securities and Exchange Commission (1997), Regulation of Exchanges, Release No.34-38672, May 23, 1998. 内容S概要については、清水葉子「アメリカの代替的取引システムの規制について—S E Cのコンセプト・リリースより—」『証券レポート』一五四八号、一九九七年七月、参照。
- (3) Securities and Exchange Commission (1998), Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Release No.34-39884, File No. S7-12-98, April 18, 1998.
- (4) 当該条文は、「取引所」(exchange)とは、法人格の有無にかかわらず、証券の購入者および売却者を集合させるため、またはその他の方法で株式取引所として一般に解されているものにより通常行われている機能を証券に関して遂行させるため、市場の場所または施設を構成し、維持しまたは提供する組織、社団、または人の集団をいい、かつ、当該取引所の維持する市場の場所および市場施設をこれに含むものとする。訳は、日本証券経済研究所(一九九〇)『外国証券関係法令集 アメリカ「改訂版」』による。
- (5) any organization, association, or group of persons that : (1)consolidate orders of multiple parties; and (2) sets non-discretionary material conditions (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which parties entering such orders agree to the terms of a trade.
- (6) したがって、定義上取引所に当てはまるので、取引所登録をすることもできるが、取引所登録をしようか否かNasdaqが選択するところである。

- (7) この点に関しては、取引所の定義をする規則13b-12の例外規定としてもよいとしている。

- (8) 自主規制を行うものは取引所として登録すべきであるので、自主規制を行うものはATSではない。しかしながらこのことは自主規制機能を放棄してプロカー・ディーラー登録をすることを妨げない。
- (9) 直近六カ月のうち四カ月以上にわたって一日平均売買高が市場全体の一〇%を超えた銘柄。
- (10) クロッシング・システムのようにATS参加者にとっても価格がわからないものや、ATS上の特別のモードで相対で交渉をする「ネゴシエイション」などは、ATS参加者であっても当事者以外は価格情報を得ることができないので、一般に公開する必要はないとしている。
- (11) 直近六カ月のうち四カ月以上にわたって、いかなる銘柄・債券であれ一日平均取引量が市場全体の二〇%を超えた場合。