

新たなATS規制の意味するもの

清水 葉子

1 はじめに

SECは一九九八年四月、新しい代替的取引システム(ATS)規制案をリリースした。新提案では、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、ATS自らを選択することができる⁽¹⁾としている。

SECはすでに昨年、ATS規制に関する最初の包括的なコンセプト・リリースを発表しており、その中で、ATSをブローカー・ディーラーとして規制するか取引所として規制するかの二つの案を二者択一の形で並記し、関係者のコメントを募るといふ提案を行った。二案並記の形をとっているものの、コンセプト・リリース発表時点ではSECはATSに対して取引所規制を行う方向に比重をおいていたといつてよく、取引所規制の方が選ばれた場合、ATSは規模などに応じて段階的な規制緩和がなされるものの、基本的に取引所としての規制義務を負うことになるはずであった。

SECは昨年のコンセプト・リリースで、以前の規制方針の混乱を排し、分かりやすいシンプルな形でのATSを規制を実現することを目指していたと考えられる。ATSは、コンピューター・システムによって注文の付け合わせを行うという点で取引所と同様の機能をはたしているのであるから、規制上も取引所として位置付ける

ことが規制体系上は望ましかったと思われる。

しかしながら今年の新提案では、すでに述べたように、取引所規制とブローカー・ディーラー規制の自由選択制があらためて提案されており、ATSの多くが規制義務のより軽いブローカー・ディーラー規制の方を選択すると予想できるため、シンプルな規制という点では、SECの方針はある種の「後退」を余儀なくされたといつてよいと考えられる。本稿では、こうしたATS規制の意味と既存市場との関係を改めて考察したい。

2 ATS規制の経緯

ATSの問題は、最も早く運営を開始し、現在も取引量で最大規模とされるInstinetが運営を開始した一九六九年にさかのぼる。以降のATSに対するSECの対応はおおまかに三つに分けることができる。

一つめの規制方針は、一九六九年にInstinetが運営を開始した時点で提案された規則一五c二一〇によるもので、Instinetをブローカー・ディーラーとも取引所とも違う「自動取引情報システム」という第三のカテゴリーとして位置付け、システムの内容をSECに登録するとともに取引記録の保存を義務づけることが骨子となっていた。しかしながらこの規則は採択されず、Instinetはブローカー・ディーラーとして登録された。この提案は一九八九年にも再び提案されたが、新たな規制カテゴリーを創設するというこの方針は、既存の規制との重複などの問題から結局採択されることはなかった。

第二の規制方針は、PTSがブローカー・ディーラーであるとの認識の下でノー・アクション・レターに基づく規制を行うというものである。ノー・アクション・レターは適法性に関する判断をしないままSECがATSに対する制裁を行わないための条件を個別に示すというものである。ノー・アクション・レターは、個別のAT

S に対して、自主規制機関への報告と記録保持義務などを課したが、一九九五年に以前の個別規制を一律化する
かたちで、規則一七 a—二三が導入された。現在の A T S 規制はこの規則一七 a—二三によっている。

第三の規制方針は、P T S を取引所として認めるものの、取引量が一定以下であることを条件に国法取引所と
しての登録を免除するものであり、アリゾナ証券取引所が A T S として唯一の免除取引所となっている。

これらに加えて、現在の規則一七 a—二三に基づくプロカー・ディーラー規制のままでは気配情報などの透
明性が十分でないとして、一九九七年一月に E C N 上の注文の透明性を高めることを目的としたオーダー・ハン
ドリング・ルールを導入しており、A T S 上のマーケット・メーカーなどの取引に関しては透明性の向上がはか
られている。

3 A T S へのオーダー・フロー

A T S は昨年コンセプト・リリースでの推計で、N Y S E 取引量の四%、Nasdaq の二〇%を占めるまでに成
長しており、取引量に関していえば、小規模の地方取引所に匹敵するまでの規模に成長している。このように A
T S が無視できない規模のオーダー・フローを引き付けている理由はどのように考えられているのだろうか。

既存市場から A T S に注文が流出する大きな理由の一つは、執行コストの安さにあることは否定できない。A
T S の多くはコンピュータ・システムによって執行を自動化しており、既存取引所のフロアーで人手を介した
注文執行に比べればたしかに低コストでの付け合わせが可能である。

しかしながら、自動執行のためのシステムは、今や多くの取引所が注文取り扱いの効率性の向上のために導入
しており、とくに地方取引所の小口取引の自動執行システムは著しく向上している。現在もそうした自動システ

ムの改善が継続されているのであって、コンピュータ化された高度なシステムだけをもって A T S の優位性を
論じることができない。

また、A T S が投資家の直接アクセスを許している点も優位性のひとつとして数えられる。多くの A T S 上
では、投資家はスペシャリストやマーケット・メーカーといった市場仲介者の手を経ることなく注文をスクリー
ン上で直接付け合わせることができるため、そうした市場仲介者が投資家に課す手数料やスプレッドを支払う必
要がない。

しかしながら、こうした理由に加えて、市場参加者の取引動機という観点にたつて見ると、A T S がプロカー
・ディーラーであるために、取引についての情報の多くを私的ビジネス上の情報として秘匿することができた
ことが重要性を持つと考えられる。

4 取引参加者の取引動機

市場で取引を行う取引参加者には、新規情報を得て取引証券の価値の変化を予想して売買を行うものと、新規
情報に基づかないで単に流動性要因から売買を行っているものの二つに分けることができる。A T S での取引は、
主に後者の流動性要因のみに基づく取引参加者によるものであるとされてきた。

理論上、完全情報市場では、新規情報に基づく取引は証券価格にマーケット・インパクトを与えることができ
るが、流動性要因に基づく取引は、どんなに規模が大きくても証券価値に対する評価に影響を与えないためマー
ケット・インパクトを与えることはない。このため、市場分裂をめぐる議論のなかには、流動性要因のみに基づ
く取引が A T S に流出して既存市場での価格形成に加わらないことは、既存市場での効率的な価格形成上望まし

いという意見もみられた。

しかしながら、実際の市場は完全情報市場ではありえず、また新規情報に基づく取引と流動性要因に基づく取引が完全に分化することも考えられないため、流動性要因に基づく取引も規模が大きい場合にはマーケット・インパクトを持ち得てしまう。

こうした二種類の取引参加者が市場に混在していることは、スペシャリストやマーケット・メーカーといった市場仲介者にとつてどのような意味を持っているだろうか。市場仲介者にとつて、新規情報に基づいて取引を行っている取引参加者と取引を行う場合には、その後の価格変動リスクを自らが負担することを意味する。その場合、市場仲介者は、そうした情報リスクを考慮して売買気配スプレッドを広めに提示する必要がある。しかしながら、相手が流動性要因のみに基づいて取引を行っている場合には、価格変動リスクは理論上は存在しないから、より小さいスプレッドで対応することが可能である。

ところで、市場仲介者が相手の取引動機を見分けることができな場合には、新規情報に基づく取引にも流動性要因に基づく取引にも同じスプレッドを提示することしかできない。したがって市場仲介者は、市場の平均的な情報リスクを考慮したスプレッドを両者に対して平等に提示することになる。

しかしながら、これは流動性要因のみに基づく取引を行う者にとつては、本来負担する必要のないコストであるため、そうした取引者は自分が新規情報に基づかない取引を行っていることを市場仲介者に見分けてもらい、より低いコストで取引を行うためのさまざまな工夫をするインセンティブを持つと考えられる。流動性要因のみに基づく参加者が、取引が新規情報に基づかないことを示すには、従来の市場では、取引サイズが小さいことや、取引規模が大きい場合でも小口に分割して執行すること、執行の遅延を許容すること、ブロック・トレードなど

で取引主体を明かし市場仲介者に取引理由を示すこと（年金基金などの機関投資家であればキャッシュ・インフローがあったことを示すなど）、取引が確定するまでサイズを明かさなないことなどの方法がとられていたと考えられる。既存市場での *open-outcry* 取引やクロス取引などの定型的ではない取引形態のいくつかは、こうした市場仲介者に相対もしくはその他の方法で取引動機を明かすためのものであると解釈することができるのではないだろうか。

5 市場の機能

ところで、ATS の場合には、既存市場から流出したオーダー・フローの多くが、そうした流動性要因に基づく取引であると言われている。これはATS のどのような特徴がこうした取引を引き付けたといえるのだろうか。

ATS は、システムによってさまざまな違いがあるものの、多くのシステムが取引成立するまで匿名性が保たれる仕組みとなっている。また、スクリーン上では価格のみを示してマッチングを行い、サイズに関してはその後別途交渉を行うシステムや、スクリーン上で取引量を示す場合でも、取引量を完全には明かさず、最低取引量だけを表示すればよいものもある。また、システムによっては機関投資家のためのフェーズを設けて、他の参加者に知られない形で相対交渉ができるものもある。さらに、執行に関しても、取引相手と取引量が合致しなかった場合には、合致したぶんに限って執行し、残りはスクリーン上に継続して表示することも選択できる。こうしたシステム上の仕組みは、まさにそうした流動性要因に基づく取引参加者のために用意されたものであると考えることができ。

A T S の競争上の優位性は、高度なテクノロジーやコンピューター・ネットワークによるシステムにあることが強調されてきた傾向があるが、このように見ると、A T S の優位性は、テクノロジーによるものよりもむしろ特定の取引動機に基づく取引参加者にカスタマイズした市場サービスを提供していることにあると考えることができる。そして、この優位性は、A T S がブローカー・ディーラーとして私的な取引内容を秘匿できるという、まさに規制上の優位性に還元することができる。

これに対して、既存市場においても、スペシャリストやマーケット・メーカーといった仲介者がA T S にはないさまざまな機能を果たしていると考えられることができる。市場仲介者の機能が取引の相手方を見つけ出すことだけであれば、A T S との競争上の優位点は特にないことになるが、既存市場でも、市場仲介者はある種のブック取引や upstairs 取引などの相対取引に近い取引形態を通じて、取引相手の取引動機を見分けている可能性がある⁽²⁾。しかしながら、そうした取引動機は完全に見分けられることはありえないため、流動性動機に基づく取引参加者は、スプレッドや手数料の形で新規情報に基づく取引参加者の分まで情報コストを負担することを避けるためにA T S へと取引を移しているのであろう。

6 J A T S 規制は何を意味するのか

Marcy & Kanda (一九九〇)⁽³⁾によれば、取引所は上場や取引に際して手数料を徴収する代わりに企業にとってさまざまなコストを削減するようなサービスを提供している一種の企業であるとしている。取引所の提供サービスとは、(1) 上場企業への流動性の供給、(2) 上場企業の取引の監視・コーポレート・ガバナンス、(3) 上場証券に関して取引契約を定型化することで証券の取引コストを低減、(4) 上場企業の評判という経営資本の

維持、の四つであるという。

このような考え方に基づけば、証券取引の場が取引所であるかA T S であるかを問わず、それぞれの市場がさまざまなサービスのパッケージをそれぞれの顧客向けに提供していると見ることができるといえる。

見てきたようにA T S が、流動性要因に基づく取引参加者のニーズを満たすことでこれまでのオーダー・フローを獲得してきたのであれば、それはブローカー・ディーラーとしての規制の下で取引情報を公開する義務がなかったという理由による可能性が大きいと考えられる。その場合、今回の新提案によって、A T S の規制形式がたとえ自由選択制となっても、多くのA T S は取引所規制を選択しないであろう。

今回の規制ではブローカー・ディーラーとしての規制を選択したA T S でも、規模の大きいものは気配情報の開示など、実質的に取引所規制に近い負担の重い規制義務が課される。しかしながらこの規制義務の下でも、今回の提案ではA T S はA T S 参加者以上に外部に取引情報を公開する必要はないとされている。すなわち依然としてブローカー・ディーラーとしての営利性に配慮して、取引の匿名性が一部維持できることになる。A T S と既存市場との、いわば規制ギャップによるすみわけが、今後どのように変化していくのか、興味深い。

(1) 新提案の概要は、清水葉子「A T S 規制に関するSECの新提案」『証研レポート』一五五八号、一九九八年五月参照。

(2) Lawrence M. Benveniste et al (1992), "What's Special about Specialist?", *Journal of Financial Economics*, Vol.32, No.1, pp. 1-25. スペシャリストが取引相手の取引動機を見分けている可能性を検討する興味深い研究である。

(3) Jonathan Marcy & Hideki Kanda (1990), "The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchange", *Cornell Law Review* 1007.