

## 市場集中義務の撤廃と〈市場サービス〉のアンバンドリング

伊豆 久

はじめに  
今年末から取引所集中義務が撤廃され、市場間競争が本格化する。これまでの取引所間競争（定率会費の引き下げ、立会外取引システムの導入など）に、証券会社と証券業協会（以下、協会）による取引所外取引が加わることになる。

市場間競争の影響については、証券取引システムの効率性と公正というマクロ的側面をめぐって様々な指摘がなされてきたが、ミクロ的には当事者間のコスト負担のあり方という形で問題が現れることになる。というのは、取引所外取引の解禁は、これまで取引所によって独占的に供給されてきた〈市場サービス〉のアンバンドリング（分解）をもたらす一方で、サービスの生産コストの負担構造は基本的に変わらないため、サービスの提供者・コスト負担者・受益者の間でミスマッチが生じる可能性があるからである。小稿では、これまで取引所が提供してきた〈市場サービス〉とは何か、それは、市場間競争の解禁後誰によって提供されることになるのか、その時コスト負担のあり方についてどのような議論がありうるかについて簡単な整理を試みた。

### 1 〈市場サービス〉と取引所取引

小稿でいう〈市場サービス〉とは証券市場において執行市場が果たしている機能のことである。証券（流通）

市場の最大の役割は流動性転換機能であるが、〈市場サービス〉は、その基本的機能を果たすための具体的業務と位置づけられよう。それは、大まかに、上場（登録）管理サービス、売買・約定サービス、市場情報提供サービス、売買管理サービス、の四つに分けることができる。<sup>(1)</sup> 取引所取引の場合、これらのサービスは原則として取引所によって提供されてきたが、ただ売買・約定サービス（有価証券の売買の媒介・取次）については、証券取引法上の証券業にあたるため、取引所ではなく証券会社（才取・仲立）によって行われている。<sup>(2)</sup> この点は、後に述べるように、店頭市場において売買・約定サービスが協会ではなく日本店頭証券株式会社（以下、店頭証券）によって提供されているのと同じである。

こうした〈市場サービス〉に対して、その提供者である取引所（と才取・仲立）は、上場管理サービスに関しては上場手数料を上場会社から、売買・約定サービスに対しては才取・仲立手数料を証券会社から徴収している。また、証券会社から徴収している定額会費（資本金に応じて徴収）、定率会費（売買額に応じて徴収）は、売買・約定サービスに関して取引所が関与している部分のほか、市場情報提供サービス、売買管理サービスに対するコスト徴収とみなすことができる。

## 2 店頭市場における〈市場サービス〉

株式店頭市場の場合、現在、その九割以上は店頭証券で約定されている。次に、店頭市場における〈市場サービス〉のあり方について、見てみよう。

### （1）七六年の店頭市場の整備（分業体制の確立）

店頭証券の設立は七六年六月であるが、その経緯について証券局年報（第一五回、一九七七年）は、七五年四月に「取引所上場基準が強化されたため、非上場中堅企業及上場廃止となる企業の株式の流通の場としての店頭市場の整備が要請され」たためと説明している。そして同時に、協会の自主ルールの整備も行われ、店頭市場に関するそれまでの規則を統合・整備し、公正慣習規則第一号（店頭における株式の売買その他の取引に関する規則）と第二号（店頭売買銘柄の登録及び値段の公表に関する規則）が制定されている。つまり、七六年の店頭市場整備によって、以降、同市場における〈市場サービス〉は、売買・約定サービスについては店頭証券が担当し（そのコストは証券会社から取扱手数料の名目で徴収される）、それ以外のサービスは自主規制機関としての協会が提供するという体制が確立した。売買・約定については協会が行わずに、新しい証券会社をわざわざ設立するという方法が採られた理由は、一つには、取引所市場の場合と同様に、証券会社ではない協会が、直接、売買の媒介・取次を行うことは証取法上の問題が残るためではないかと推測される。もう一つの理由は、すべての〈市場サービス〉を同一の主体が提供することになると、市場類似施設（証取法八七条の二違反）としての性格がさらに強まる懸念があったためではないかと思われる。いずれにせよ、店頭市場における〈市場サービス〉の提供において、取引所市場における取引所と才取・仲立の関係と同様の、協会と店頭証券による分業体制が作られたのである。

### （2）JASDAQシステムの導入

店頭市場では、九一年一〇月にJASDAQシステムが導入されている。しかし、それでも形式的には協会と

店頭証券の分業体制は変わっていない。すなわち、JASDAQシステムは、店頭証券の「売買システム」と協会の「情報伝達システム」の二つに分かれており、「それぞれ独立した中央装置により運転されて」いるからである。「株式会社店頭市場システム（JASDAQ）のあらましについて」『証券業報』一九九一年一月。「売買システム」は、「証券会社と店頭証券との間の売買処理をオンライン・リアルタイムに行うシステム」であり、「情報伝達システム」は「証券会社における相対売買の申告等を端末から可能にし、また端末からの各種問い合わせに対する応答及び証券会社、報道機関又は情報会社への店頭市況情報等の提供をオンライン・リアルタイムに行うシステム」である。つまり、店頭市場がシステム化されたものの、従来の店頭証券と協会のそれぞれの業務（小稿で言う「市場サービス」）が、それぞれにオンライン化されただけであり、分業のあり方に基本的な変化は生じていない。<sup>(3)</sup>それは、従来からの分業体制の根拠が、技術的要因ではなく法的要因にあるためであろう。

したがって、現在の店頭市場における「市場サービス」は、売買・約定サービス（売買注文の受注、約定、受渡）はJASDAQシステムの「売買システム」を使って店頭証券が提供し、協会は、①登録管理（取引所の市場管理に相当）、②規則の制定とそれにもとづく売買管理、③JASDAQシステムにおける気配・売買価格等の報告の受信・伝達（市場情報提供）のサービスを提供しており、①②③は、非上場銘柄の売買の公正を維持・監督するという協会の自主規制機関としての立場から行われていると考えられる。

### （3）〈店頭有価証券市場〉の開設

今春の金融システム改革法による証取法改正により、協会は、非上場有価証券のための市場（店頭有価証券市場）を開設することが認められた（改正法第六八条第二項）。これを受けて、協会は、店頭証券を事実上吸収する

予定である（株式会社店頭市場改革の方向性について）『証券業法』一九九八年七月号。具体的には、①店頭市場は、売買そのものの部分を含めて協会が運営する。②店頭証券は証券業を廃止し、③市場開設者である協会の行う業務の一部（従来、店頭証券が行っていた業務）を受託する一般事業者とする。④JASDAQシステムは協会の所有とし、具体的な運営業務は、店頭証券に委託するが、現在、店頭証券が所有し、稼動中のシステムについては、そのままとする。⑤これまで店頭証券が証券会社から徴収していた取扱手数料は協会が徴収し、委託業務の対価を協会が委託先である（一般事業会社となった）店頭証券に支払う、という形に改組される模様である。

つまり、従来、協会が直接、店頭市場を開設するにあたって障害となっていた点について、①証券業（有価証券の売買の媒介・取次）にあたることについては、営業としておこなうものではないこと、<sup>(4)</sup>②市場類似施設禁止条項との関連では、法律の改正により市場開設が認められたこと、よって解消されたため、今後は、店頭市場に関する「市場サービス」のすべてを協会が一括して提供し、そのコスト（登録管理手数料・取扱手数料・JASDAQ端末リース料）も、すべて協会が徴収することになるわけである。

### 3 取引所外取引解禁による〈市場サービス〉のアンバンドリング

以上のように、従来の取引所市場、店頭市場における「市場サービス」については、才取・仲立の部分、店頭証券の部分を除けば、取引所と協会がそれぞれ独占的にサービスの提供とコストの徴収を行っており、構造は比較的単純である。しかし、今年末から上場株券の取引所外取引が解禁されると、「市場サービス」はアンバンドリング（分解）され、複数の主体により別個に提供されることになる。委託手数料の自由化が「プロカレッジ・サービス」を投資アドバイス、注文の受注・執行、口座管理などに分解すると同様に、市場間競争は「市

表1 <市場サービス>とその提供者

市場サービス	サービス提供者			
	取引所市場	店頭市場	市場集中義務撤廃後の上場銘柄取引	
			取引所取引分	取引所外取引分
上場（登録）管理 売買・約定 市場情報提供 売買管理	取引所 才取（仲立） 取引所 取引所 取引所	協会 店頭証券（12月以降協会） 証券会社 協会 協会	取引所 才取（仲立） 取引所 取引所 取引所	取引所 証券会社 協会 協会

場サービス）を分解するのである。

具体的には、まず、上場株券の取引所外取引を行った証券会社は、取引内容を協会に報告し、協会がその内容を公表する。報告・公表にはJASDAQシステムが使われる予定である。

協会が、上場株券の売買システムを導入すること（例えば、JASDAQの売買システムで上場株券も扱えるようにする、あるいは、オプションマークなどのシステムを導入する、などの方法で）もありえないわけではないが、現時点では具体的な検討はなされていないようである。仮に協会が売買・約定サービスを提供するとしても、取引所外取引はほとんどが証券会社の店内取引の形で行われ、そのポジション調整としても、流動性の高い取引所市場が利用されることになると思われる。店内で仕切るのでなければ、証券会社にとって（投資家にとっても）メリットが少ないからである。

つまり、取引所外取引は、売買そのものは証券会社が店内付け合わせの形でいい、その報告の受信および公表のみを、協会が協会員の営業管理、取引の公正維持の観点から行うという形になると推測される。その一方で、その他の「市場サービス」に関しては、上場管理・取引所取引分の市場情報提供・売買管理の各サービスは、従来通り取引所によって提供されることになる。しかし、その場合、現状のコスト負担のままでは取引所には定率会費は入らず、協会（店頭証券）にはJASDAQ端末リース料金が入るもの、取扱手数料は入らない。その一方で、証券会社は売買・約定サービスを提供すると

はいえ、そのためのポジション管理、コンプライアンス等のコストの他には新たなコスト負担をしないまま委託手数料と売買益を手にする事ができる。つまり、取引所の上場管理サービスと取引所・協会の市場情報提供・売買管理サービスは、取引所外取引において何の対価も支払われずに利用されることになる。そこで、コスト負担に応じた利益の再配分が問題とならざるをえないのである。

では、どのようなコスト徴収方法があり、それにはどのような問題があるのだろうか。  
 まず、一つの方法として、取引所が証券会社から別途、「市場情報利用料」等を徴収するという形が考えられる。取引所外取引では取引所が上場管理や売買管理などのコストをかけて発見した価格への「ただ乗り」が行われるため、それに対して一定のコスト負担を求めるといえるものである。取引所外取引に対して、定率会費なみの「情報利用料」を当該株券の上場取引所が徴収するといった方法が考えられよう。

しかし、これに対して証券会社側からは、取引所が提供している市場情報については、すでに会員権、定額会費の形で十分にコストを負担しており、それを取引所外取引に利用するか否かは証券会社側の自由である、との反論が予想される。しかし、そうなれば、取引所は取引の流出による定率会費の減少を他のサービスに対する徴収コストの引き上げ（あるいは内部コストの削減）による内部補填によって対応する他なくなるであろう。

もう一つの方法として、協会による証券会社からの手数料徴収がありえよう。協会が行う取引所外取引の売買管理というサービスに対する対価を直接、証券会社から徴収するというものである。しかし、これに対しても証券会社からは、取引所外取引において協会が提供しているサービスは、取引所外取引分に関する情報提供と売買管理（報告の受信と公表）のみであり、新たな手数料の徴収を正当化するほどの付加価値はない、との反論がありうる。しかし、新たな手数料徴収が行われないとすると、JASDAQシステムを利用した取引所外取引の管

理のためのコストは、結局、協会の果たしている別の役割からの収入により内部補填がおこなわれるほかない。協会の機能を、①証券会社の業界団体、②自主規制機関、③店頭有価証券市場の開設機関、④取引所外取引の報告受信・公表機関、の四つに分けて考え、仮に、自主規制機関(②)としての協会の収入や、ましてや業界団体(①)としての収入が、取引所外取引の売買管理(④)のためのコストにあてられる場合を想定すると、その時には、取引所外取引のコストが不当に低いとの批判が取引所から寄せられる可能性がある。

しかし、こうした見方に対して、店頭市場の開設(③)や取引所外取引の売買管理(④)といった役割は、自主規制機関(②)としての役割から派生的に生じているものであるため、②③④の機能を(したがってそれぞれの会計も)区別することは不可能であるとの主張もありえよう。しかし、協会が取引所外取引を管理することのメリットは、取引所外取引の信頼性を高めるといふ形で当該取引をおこなう証券会社が主として享受するのであり、かつ、売買管理のコストは(大ざっぱに言つて)取引の回数や大きさに応じて大きくなると考えられることから、証券会社が何らかの形でコストを負担するという考え方も必ずしも不合理とは言えないのではないだろうか。

おわりに

前節では、上場株券の取引所外取引について考えてみたが、逆に(あくまでも仮定のこととして)店頭登録銘柄の取引所取引が行われるとするとどうなるだろうか。取引所による店頭株式のための市場(オークションマーケット)の創設である。この時には取引所外取引とは逆に、登録管理、主たる市場情報の提供と売買管理は協会によって行われる一方、取引所はそうしたコストを負担せずに場口銭を得ることができよう。

市場間競争の解禁は、以上のような(市場サービス)のアンバンドリングをもたらすことで、一方では市場の効率化を促進するものの、他方で誰もがコスト負担をせずに他人の提供している(市場サービス)に「ただ乗り」しようとする状況を生み出しかねない。そうなれば、自らコストを負担して(市場サービス)を提供するインセンティブは低下し、証券市場における(市場サービス)の全体としての供給量が減少する可能性も否定できない。今後、さまざまな形で進むと思われる市場間競争において、競争条件の均等化、公正な競争ルールの確保をめぐるさらなる議論が必要となろう。

(1) それ以外の重要なものとして決済サービスがあるが、小稿では取り上げることができなかった。

(2) 地方取引所では、例外的に取引所自体が付け合わせをおこなっている。これは、証券会社以外に証券業を禁止した証券法二八条に反する惧れがあるが、これに関しては、証券法は証券業を「次に掲げる行為のいずれかを行う営業をいふ」(第一条第八項)と定めているため、営業として行うのでなければ証券業にあたらないとの解釈が有力である(鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法(新版)』有斐閣、一九八四年、二四〇頁)。が、これでは、営利を目的としない個人・法人なら事実上の証券業を行えることになり、疑問が残る。

(3) 形式的には以上のように言えるが、実際には、協会と店頭証券の二つのシステムは中央装置を相互にバックアップする方式となっており、また、注文を出す証券会社での操作は同一の端末からなされるため、実際のシステム利用者の認識においても、多くの場合、二つのシステムは区別されていないようである。

(4) この点について、前記協会報告書では、「多数の参加者間において継続的な状態で独自の価格発見機能を有する同社(店頭証券)の業務は、一般証券会社が行う取次業務にも、また行政上の認可が必要とされる予定のPTS(私設取

引システム)業務にも該当しないとされている」と述べられている。