

SECのATS規制案に対する関係者の対応

～四月の新提案へのコメント・レター～

清水 葉子

はじめに

アメリカの代替的取引システム (Alternative Trading System, ATS) をめぐっては、これまでもさまざまな規制案の試行錯誤が続いている。すでに紹介したように、昨年五月にSECがコンセプト・リリースを発表し、取引量や価格決定方式によってATSを分類し、重要性の低いATSはこれまでどおりブローカー・ディーラーとして規制するが、重要性の高いATSについては段階的に規制義務を免除しながらも基本的には取引所として規制することを提案した⁽¹⁾。

しかしながら、リリースに対する関係者のコメントの多くがATSの取引所規制に反対していたことなどから、SECは今年四月の新プロポーザルで、規制方式を選択式とし、ATS自身に取引所としての規制か、ブローカー・ディーラーとしての規制かを選択させるとする新たな規制案を発表した⁽²⁾。

四月の規制案の概要は次のようなものである。まず、取引所の定義を拡大し、すべてのATSをいったん取引所の範疇におさめる。その上で、SECの免除権限を用いて、ATSが希望すれば取引所登録を免除し、ブローカー・ディーラーとしての登録を許容する。

A T S が取引所規制を選択した場合は、基本的に従来の登録取引所と同じように自主規制義務や公平なアクセスの保証などの規制負担を負うことになる。とはいえ、A T S の営利・非会員組織という特徴を考慮して、取引所のガバナンス構造については、別途公正性を重視した理事選出方法などを採用するなどの措置をとること、会員権と市場アクセスの問題については、取引所と同様、参加者をブローカー・ディーラーに限定し、機関投資家は端末を通じて参加ブローカー・ディーラー経由でアクセスさせるなど例外的な措置を講じるなどの工夫をする。

一方、A T S がブローカー・ディーラー登録を選択した場合には、新たに Regulation-ATS と呼ばれる規則を制定して規制を行う。Regulation-ATS の下では、取引量の少ない A T S は従来の規則 I T a 23 による規制と大きく変わらず、自主規制機関の会員になること、システム運営の通知と定期的報告を行うこと、取引記録を保持することなどの規制義務を負う。一方、取引量が一定限度を超える A T S は、そうした規制義務に加えて、A T S 内の最良気配を一般に公開し、外部からのアクセスも認めること、A T S での取引参加の認定に公正な基準を設けて不正な参加拒否を禁ずること、システム容量や緊急時の安全性についても十分な手立てを講ずることなどの規制義務が課される。

本稿では、A T S 規制に関する以上のような新しいプロポーザルに対する関係者のコメントのうちいくつかを取り上げて、今後の規制の方向について考えてみたい。コメントは、電子的に提出されたものに限って S E C のホームページに掲載されており閲覧が可能である。九月五日現在で、九通のコメントが寄せられており、その中から、代表的な A T S であるインスタネット、A T S 研究者である Ruben Lee 氏、S I A のコメントを取り上げる。

2 インスタネットのコメント

インスタネットは代表的な代替的取引システムの一つである。インスタネットは、取引所登録とブローカー・ディーラー登録の選択式となった今回の規制方針については基本的に賛成の意向を表明している。一方、インスタネットは、自らのビジネスを、アップステアーズ取引（取引所会員ブローカー・ディーラーが取引所外で大口の顧客注文の付け合わせを行い、執行のみをフロアに回送して行う取引）と並列する従来どおりのブローカレッジ業務であると規定しており、アップステアーズ取引も含めた通常のブローカー・ディーラー業務との違いは高度なシステムを利用しているかどうかという点だけであるということを強調している。したがって、高度なテクノロジーを利用しているというだけのために、新たに Regulation-ATS 規制が課されることは適切ではないという観点から規制案のいくつかに反論している。

(1) 取引所の定義について

A T S にとって、どちらの規制方式を選択するのが有利であるか判断するためには、取引所の定義の拡大とそれにもなう規則変更に関してより詳細な情報やガイダンスが必要であり、現時点の情報では判断しかねる。

また、取引所の定義拡大によつてますます多くの市場仲介者が取引所の定義にあてはまってしまうため、S E C は取引所登録の免除ないし除外の判断に追われることになり、いずれは技術革新に規制が追い付かなくなることに懸念される。したがって規制が選択式となることには賛成であるが、取引所の定義の拡大には賛成できないとしている。

(2) 利用しているテクノロジーに中立的な規制

インスタネットの業務は従来のブローカレッジ業務と同じであり、むしろインスタネットの場合は高度なシステムを利用して顧客注文どうしの直接付け合わせを行うことで、ディーラーとして流動性を提供する場合と比べて自己ポジションと顧客注文とのコンフリクトもなく、より中立的なサービスが提供できている。にもかかわらず、通常の会員ブローカー・ディーラーと同様に取引所会員ブローカー・ディーラーであるATSが、利用テクノロジーによって追加的な規制負担を課されることは適切ではない。

また、Regulation-ATSの下で、より重い規制を課されるだけの取引量に達しているATSは、実際には二、三社であり、結局成功したシステムがより重い規制を受けることになってしまい競争阻害的である。

(3) ATS上の顧客注文の公開について

SECの規制案では、注引量が一定条件を超えているATSについて、顧客注文を一般に公開するとともに非参加者からのアクセスも認めなければならぬとしているが、この点について、ATSは高度なシステムを用いてはいるものの、業務は伝統的ブローカー・ディーラーとかわらないのであるから、ATSに対してだけ顧客注文の公開を求めることは適切ではない。

とくに、機関投資家の注文については、従来からアップステアーズ取引の形で取引所フロアー外での注文の付け合わせが行われている。アップステアーズ取引は機関投資家の大口注文をフロアーで執行した場合に被るマーケット・インパクトをさけるため、大手ブローカーがフロアー外で注文の取引相手を見つけたり、自己売買で対応し、執行のみフロアーに回送するものである。こうした取引は、取引所集中義務の緩和を利用した通常の

ブローキングサービスの一貫であると認識されており、当然ATSのような注文公開義務が課されているわけではない。インスタネットは、ATSの業務もこうしたアップステアーズ取引とならなるところはなく、むしろシステムを使うことで自己ポジションを持たないだけに顧客注文とのコンフリクトが少ないとして、ATSにのみ注文の公開を求めることには強く反論している。ATSにこうした注文公開義務を課した場合、機関投資家の注文は公開義務のないアップステアーズ取引のためのブロック・デスクや外国市場に流出するだけであって、市場全体として取引前の透明性はなら高まるものではないとしている。

(4) 外国市場との整合性について

インスタネットは、プロポーザルのように取引所の定義を拡大して、ATSをいったん証券取引所法上の取引所と認めた上で、免除規定によって取引所登録を免除してRegulation-ATSに従わせるといふ規制案が実行された場合、アメリカ国内では今回の措置で登録免除が認められるにしても、諸外国の規制との整合性を失ってしまうとして懸念を表明している。

ATSが証券取引所法上の取引所の定義にあてはまるとすると、諸外国の市場において同様の免除が行われなにかぎり、アメリカの登録免除取引所（であるATS）が、諸外国での取引所会員権を有して会員として市場にアクセスしていることになる。こうしたことが諸外国の市場で許容されるとは考えにくく、外国でのブローキング業務に大きな支障をきたすとしてこれも強く反対している。

インスタネットは以上のような懸念を表明した上で、注文公開と執行義務を定める規則301(b)(3)などについて具体的な変更案を出している。顧客注文の公開義務や自動執行義務を、それともなうアクセス手数料の問題、

公正なアクセス義務に違反した場合の罰則や記録保持義務などについて緩和ないし柔軟化などである求めるものである。

3 Ruben Lee氏のコメント

Ruben Lee氏は、ATS規制の問題を、営利・非会員組織をとる市場運営者であるATSのガバナンスの問題と、ATS上の顧客注文の透明性の問題の二つに分けて把握している。

(1) ATSのガバナンスの問題

従来の非営利・会員組織である取引所であれば満たすべき公正な代表によるガバナンスを、ATSがどのように満たせば良いかという問題に関して、SECのプロポーザルでは、間接的な代表方式や市場監督を行う子会社の設立などの代替的な方法を提案している。この点に関して「氏」は、なんら制約を設けずにATSに任せてしまっても、利用者による選別と競争を通じて最終的には公正なガバナンスが可能であると考えている。利用の得にならないようなガバナンス構造を採用していると、それがどんなに会員にとって有利であっても注文が流出してしまつては何にもならないため、競争を通じて効率性を最大にするガバナンス構造が選択されるだろうとしている。

「氏」は対案として、ガバナンス構造になんらかの制約を設けることも想定しているが、その場合でも営利目的であれば取らないであろう行動を、なんらかの条件の下で取るように義務づけておくという程度であり、それですら、制約をつけることでATSの発展の元になった効率性を損ねることになる恐れがあると述べている。

(2) ATS上の顧客注文の透明性について

「氏」はSECが透明性を重視し過ぎている点に批判的で、投資家保護、競争の促進、公正性、効率性といった異なった政策目的が、透明性の徹底によつてすべて達成できるわけではないとしている。透明性の徹底は場合によっては効率性や流動性の高さといった別の政策目的を損なってしまう可能性があり、複数の政策目的の間のトレード・オフを考慮すべきである。したがってATSに強制的に高い透明性を要求することは適切ではなく、透明性の点でも、適切な競争圧力があれば参加者にとつて最も適切な水準に落ち着くだろうとしている。

(3) 規制の方針

「氏」が推奨する規制方針は次のようなものである。すなわち、注文の回送と執行、情報の伝達に関する市場管理の部分の規制を切り離し、その部分の規制に関しては競争原理を用いる。例えば市場の透明性に関して、競争を通じて最適な水準に収束するのであれば、それが必ずしも完全に透明でなくてもかまわない。市場管理の部分については、ATS同士が互いに競争するのであるから、システム内では反競争的になる可能性があり、自主規制機能が十分機能するとは限らないからである。

市場管理以外の領域に関しては、現行の自主規制方式を維持する方法のほか、一案としてATS自身に誰を自らの規制者とするかを選択させ、SECは最低レベルの規制水準が守られているかを監督するという方法も考えられるとしている。

4 SIAのコメント

SIAは、基本的には現行の規制方針を支持するという立場をとっている。現行規制の下では、ATSはノイ・アクション・レターによって取引所の定義にあてはまらないことを非公式に認められた上で、規則17b-23によって取引内容の報告義務などを課されている。また、システム上に出された注文の透明性に関しては、一九九七年以降、注文取扱いルール (Order Handling Rule) によってマーケット・メーカーやスペシャリストの注文に関しては最良気配の公開が定められている。

SIAは、こうした現行規制はうまく機能していると評価しており、SECは規制監督上の不都合からではなく、投資家保護の観点から不都合が生じている場合にのみ規制の見直しを行えばよいとしている。とはいっても、SECが今回のプロポーザルで規制体系自体の見直しを行うのであれば、それについて提言するという立場である。

(51)

(1) 取引所の定義拡大に関して

取引所の定義に関しては、SECの提案した取引所の定義拡大案では、取引所とブローカー・ディーラーの別が依然あいまいであると指摘している。両者の区別を明確にするために、自己資金を取引に投下するものはブローカー・ディーラーであって取引所ではないから、その点を定義にもりこむこと、さらに取引所であるためには参加者が注文が執行されることに対する合理的な期待 (reasonable expectation of the regular execution of their [the purchasers' and sellers] orders at posted prices) が持てるのでなければならずその点も定義に含めることを求めている。

さらに、SIAは単純なブローカー・ディーラー機能を果たしているに過ぎない取引システムや内部取引システムなどを定義から除外するとしているSECの提言を支持するが、適用上の混乱をさせるためにその点も明記するなどして、明確化をはかることを要求している。

(2) Regulation-ATSの内容に関して

Regulation-ATSの規制内容に関して規制緩和措置を提言している。一つは本当に重要性の高いシステムのみをRegulation-ATSの対象にするために、Regulation-ATSの中で重い規制が課されるかどうかをきめる取引量の下限を引き上げること。また、銘柄ごとの取引量の下限についても、システム全体に比してごく一部の銘柄のために規制対象となってしまうことをさけるために、緩和措置を取ることなどを新たに提案している。

(52)

(3) 公正なアクセスに関する問題に関して

公正なアクセスに関しては、SECはATSの投資家に対する非合理的なアクセス拒否に対しては訴訟などの措置を取ることを想定しているが、SECはこうした不必要な規制をする必要がないとしている。SECはATSのアクセス規定の中身を問う必要はなく、ATSの定めた規制の下で実際に公正なアクセスが維持されているかどうかを調べるだけよいとしている。

5 おわりに

以上のように、SECの提案に対するコメントには多くの論点があり、概括することは困難であるが、いくつ

かの論点を整理してみよう。

まず、SECの選択式規制案自体には大きな反対の余地は少ないと思われる。というのも、たとえSIAのように現行の規制を支持しているにしても、規制方式を自由に選べるのであるから、現行のブローカー・ディーラー規制を選択すれば多くのATSは現行と大きく変わらない規制義務を果たすだけで済むことになる。ただし、取引量が一定以上に達するいくつかのATSについては、より厳しい規制が課されることになるがこの点はRegulation ATSの細目部分を緩和することに対応できると考えられる。

つぎに、取引所の定義の拡大についてであるが、これに関してはインスタネットが主張するように、多くのATSはアメリカ国内では登録免除になるにせよ取引所の定義にあてはまることになり、外国市場での活動に弊害が生じる可能性が高い。この点はSEC自身もプロポーザルで指摘しているように、登録免除とせず取引所定義の例外規定とするなどの措置が必要であると考えられる。

Regulation ATSに関しては、取引前の透明性の問題として、システム上に出された顧客注文の公開とシステム外からのアクセスをどの程度求めるかが最大の争点となると考えられる。ATSでの取引の多くは通常のブローカー・ディーラーの行うアップステアーズ取引と同列に考えるべきものであるとするインスタネットの主張には説得力があるが、一方で注文取扱ルール (Order Handling Rule) 制定前に、多くのNasdaqマーケット・メーカーがATS上で有利な価格でのポジション解消を一般投資家の目に触れることなく行っていたことを考えると、一定の透明性の確保も重要であると考えられる。注文取扱ルールの強化によってマーケット・メーカーなどがATSやECN上に出す気配の透明性はかなり確保されてきていると考えられるため、それに加えてさらなる規制が必要かどうかの判断はむずかしいところであろう。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (1997), *Regulation of Exchanges*, Release No.34-38672, File No.S7-16-97, May 23, 1997. 内容の要約は清水葉子(一九九七)「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。
- (2) Securities and Exchange Commission (1998), *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, Release No.34-39884, File No.S7-12-98, April 18, 1998. 内容の要約は清水葉子(一九九八)「ATS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。
- (3) <http://www.sec.gov/rules/propridx.htm>