

## 米国ATS規制の最終案(上)

清水 葉子

### 1 はじめに

一九九八年十二月八日、SECは懸案となっていた代替的取引システム (Alternative Trading System, ATS)<sup>(1)</sup>のための規制最終案を発表した。<sup>(2)</sup>

SECは、一九九七年四月と一九九八年五月の二回にわたってATS規制のためのリリースを発表しており、<sup>(3)</sup>それぞれ関係者のコメントを受けて今回の最終案を発表したものである。

規制の全体的な構造は一九九八年のリリースと大きくは変わっておらず、二段階構造の規制となっている。すなわち、第一に、証券取引所の定義を拡大して、ATSも機能的には証券取引所の定義に含めるよう変更を行う。このことによって、証券取引所としての規制を望むATSは、自主規制機能も含めて証券取引所としての規制に服するならば、取引所登録を行うことができることになる。

一方、証券取引所の定義に免除規定を設け、定義に定めた機能にあてはまる場合でも、免除規定に合致すれば取引所の定義から除外する。免除規定には、ブローカー・ディーラーとして新たにRegulation—ATSに服するケースが規定されているので、証券取引所としての規制を望まないATSは、Regulation—ATSに服することを条件に取引所の定義から除外されることが可能である。

以上の措置によって、ATSは、取引量がよほど大きいなどの条件を満たさない限り、実質的に取引所規制と

ブローカー・ディーラー規制のいずれかを自身で選択することができるようになる。<sup>(4)</sup>

また、この規制の導入によって、これまでATSをBroker Dealer Trading System (BDTS)として規制してきた規則TABSは廃止される。また、規則TABSのうちブローカー・ディーラーの内部システムの記録保持を定めた部分は、新たに制定する規則TABE TABAに移行される。また、現在自主規制機関が運営している市場について、ATSとの競争条件に配慮して、自動システムの試験的導入 (pilot system) のための規制を緩和する。

本規制は、一部債券に関する部分を除いて、一九九九年四月二十一日に発効し、残りの部分については二〇〇〇年四月一日に発効する予定であるとされている。

本稿では、まず、証券取引所の定義拡大に関する部分と、新たに導入されるATS規制 (Regulation—ATS) の内容に関して概要を紹介する。残りの部分、すなわちATSが証券取引所登録を行う場合の取引所規制の変更と、証券取引所の試験的自動システム導入に関する規制緩和、付随的な規制変更については次稿で紹介する。

## 2 証券取引所の定義の変更と登録免除

### (1) 証券取引所の定義

本規制では、まず証券取引所法第三条(a)(1)に定められた証券取引所の定義を拡大して、ATSを機能上証券取引所の定義に含めるため、新規則SATSを導入する。規則SATSによれば、<sup>(5)</sup>

(a) いかなる組織、社団、個人の団体であれ、次の条件を満たす場合、証券取引所法第三条(a)(1)

で定める(中略)証券取引所とみなされる。すなわち、そうした組織、社団、個人の団体が、①複数の売手と買手の注文を集め、かつ、②確立された、裁量性のない方法によって(取引施設を提供するのであれ)、取引規則を定めるのであれ)、そうした注文が相互交渉され、注文を入れた売手と買手が取引の条件に合意する場合。

(b) 組織、社団、個人の団体は、次の場合、証券取引所法第三条(a)(1)で定める証券取引所とみなされない。すなわち、そうした組織、社団、個人の団体が次の活動の一つもしくは複数に従事する場合：①注文を、国法証券取引所や証券業協会が運営する市場、ブローカー・ディーラーに執行のために回送する、②もしくは、ひとりのディーラーの気配に対して執行するために注文入力に許すものであつて、かつ：(省略)。

この新たな取引所の定義の解釈は、一九九八年のリリースで提案された解釈をやや精緻化したものであり、従来のような取引所の物理的な設備に重点をおいた解釈を、テクノロジーの進展に合致するよう読み替えたものであるといえる。

ここで言う、「注文を集める」とは、ある証券に対して入力された注文が同じ証券に対して入力された他の注文と交渉(interact)される機会があることを言う。したがって、気配スクリーンのように参加者の取引意図がなんらかの形で表示されるシステムや、指値注文ブックシステムのように参加者の注文を付け合わせや執行のために受け取っていくシステム、インターディーラー・ブローカーなどが定義に含まれる。しかしながら、複数の売手と買手の注文を集めることが条件であるので、単一の相手との売買に対して注文が入力されるシステムは除外さ

れる。

また、定義で言う「確立された非裁量的な方法」とは、複数の売手と買手の間の取引条件を定めるものであって、取引条件が決定される手順や優先条件を定めるとか、事前に確立された基準に基づいて将来の指定された時間の取引価格を決めたりするものを指す。従来の証券取引所の価格優先、時間優先といった規則はこうした方法の典型である一方、アップステアーズ取引は確立された非裁量的な方法があるとは考えられないので定義に含まれない。取引施設を提供している場合には、実際の執行の場所やシステムが分離していたり、別の主体に提供されていたりしても全体として定義にあてはまっていれば取引所とみなす。取引規則を設定している場合には、売り買い両方の気配を提示する義務を課すとか、執行の優先条件を定めるといったことが挙げられ、Nasdaqもこの定義にあてはまることになる。

規則 301(c)から明確に除外されているのは、伝統的なブローカー・ディーラー業務を構成しているシステムである、注文回送のためのシステム、ディーラーの気配表示システム、ブローカー・ディーラーの内部的な注文管理と執行のシステム、さらに、単に執行のために注文を回送するだけのシステムや単一のディーラーとの執行のために注文を入力するシステムである。一方、価格発見機能のないシステムであっても、市場機能を果たす場合は除外されない。

最後に、SECは取引量が少ないことを条件に取引所登録を免除するケースを継続する方針を表明している。これは、規模の小さい証券取引所でも、自主規制機関としての活動を行っている場合には、後述するATSの定義にあてはまらないため、そうした小規模取引所に配慮したものであると考えられる。<sup>(6)</sup>

## (2) 取引所定義からの免除

SECは、以上のように取引所の定義を拡大した上で、証券取引所法三六条の免除権限を用いて規則301(c)を制定し、いくつかの市場には取引所の定義を免除する。規則301(c)によって取引所の定義から免除されるのは、① regulation—ATSに従うATS、② Regulation—ATSの規則301(a) Regulation—ATSに従う必要がないとされているもの、③ 証券業協会によって運営されているATS、の三つである。②で規則301(a) Regulation—ATSを免除されているATSとは、取引所として登録を行ったATS、取引規模が小さいことを条件に取引所登録を免除されたATS、証券業協会が運営するATS、ブローカー・ディーラーないし銀行として登録しているATSで政府債等しか扱わないものである。したがって、ここで実質的に取引所の定義から除外されるのは、登録免除取引所とNasdaq、政府債等限定ATSであるということになる。

ただし、右記の条件を満たしていても、4四半期のうち3四半期にわたって、一銘柄について一日平均取引高が五十%以上かつある種類区分に関して5%以上ある場合、もしくはある種類区分に関して四〇%以上ある場合には、取引所の定義からの免除は許されない。さらにSECが必要かつ適切と認める場合にも、取引所の定義免除を許さないことがあり得る。

ここで、一九九八年のリリースではATSは登録免除取引所とされたのに対して、本最終案では取引所の定義自体から免除とするよう変更が行われている。これは、アメリカ国内だけについてみれば、どちらにしても取引所としての規制を免除され、ブローカー・ディーラーとしてRegulation—ATSに服するという同じ結果となるが、海外市場まで考慮すると扱いに大きな違いが生じるからである。前回のようにATSを登録免除取引所とした場合には、ATSは法律上はあくまでも取引所であることになるため、SECの免除権限の届かない海外市場

において取引所として規制されることになりかねず、さまざまな不都合が生じるためである。

以上のように取引所の定義に免除規定を設けることによって、ほとんどのATSは取引所規制とATSとしての規制を自身で選択できることになる。

ただし、取引量の極めて大きいATSは取引所規制を選ぶほかに、SEC自身、現時点でそうしたケースはないとしている。

### 3 Regulation — ATS

#### (1) ATSの定義

ATSが市場運営を行いながら十分な規制に服してこなかった現状を是正するために、SECは新たにRegulation — ATSを導入してATSの市場運営活動に相応した規制を行う。もちろん、前節の取引所の定義拡大によってATSは希望すれば取引所規制に服することもできる。

SECは、規則三〇〇(a)によって、ATSを次のように定義している。

組織、社団、個人、個人の団体、システムであつて(1)証券の売り手と買い手を集めるか、その他の方法で証券に関して通常証券取引所法3(a)で言う証券取引所の果たす機能を果たす市場または施設を開設、維持もしくは提供するシステムであり、(2)そうした組織、社団、個人または個人の集団またはシステムにおける参加者の取引行為以外の参加者の行為を管理する規則を制定せず、取引から除外する以外の罰則を設けないもの。

この定義によれば、ATSとは、証券取引所法で定める証券取引所の条件を満たしており、かつ自主規制機能を果たさないものを指すことになる。したがって、自主規制機能を果たすものは証券取引所となるか証券業協会となる必要がある。ただし、現在証券取引所であつても、自主規制機能を放棄してRegulation — ATSに従うことは可能である。また、ATSは自主規制機能を果たさないものであるから、システム外で参加者を監督するような行為を行うことはできない。

ATSは、ブローカー・ディーラー登録をおこなつて、後述するRegulation — ATSに従うことを条件に取引所の定義から除外される。

### 4 Regulation — ATSのもとのATSの義務

#### (a) 自主規制機関の会員となること

ATSは自主規制機能を果たさず、ブローカー・ディーラー登録をしているのであるから、自ら自主規制機関の会員となり、取引監視などの規制に従わなければならない。自主規制機関と市場運営上競争するため、自主規制機関とATSの利益相反が懸念されないわけではないが、十分なSECの監督によって回避できると考える。

利益相反の懸念が大きい時は、ATS自身が取引所登録をして自主規制機能を担うことも可能であり、また、ブローカー・ディーラーであるATSが市場運営を行わない自主規制機関を設立することが証券取引所法で認められているため、こうした措置をとつてもよい。

(b) 運営開始と変更についての届け出をすること

ATSはForm ATSという形式に従って、最初の運営開始の少なくとも二十日前までにSECに対して届け出を行う。また、運営開始後のシステム変更や取引証券のタイプ参加者のタイプに変更があった場合も、変更の少なくとも二十日前までに届け出を行うほか、四半期ごとに、以前の報告に変更があった場合の報告を行う。システム運営を停止する時にもすみやかに届け出を行う。これらのForm ATSによる届け出は、私的情報として非公開とされる。これは、公開すると競争上不利となる可能性があるだけでなく、秘匿することにより正確な報告が集まると考えられるからである。また、こうした報告の形式については電子的な方法によるものも検討するとしている。

(c) 透明性の確保

すでに一九九七年のオーダー・ハンドリング・ルールなどによって一部のATSがシステム上の裁量気配をCQS上に公開しており、気配公開されている銘柄のスプレッドが縮小するなど市場の透明性の向上に一定の成果を挙げている。しかしながら依然として多くのATSがNMSに統合されていないので、新たに規則301(b)(3)によって定められた対象証券<sup>7)</sup>に関して、銘柄ごとに過去六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月の間、一日平均で五%以上の取引高を持つATSは、その銘柄のシステム上の最良価格を公開し、ATSのリンク先の自主規制機関の会員に平等なアクセスを認めることとする。アクセスフィーの設定など間接的なやり方であっても、実質アクセス拒否につながるような行為は禁じられる。ただし、機関投資家のマーケット・インパクトを回避しようとする取引動機に配慮して、ATS参加者自身にも公開されていない場合にはこの限りではない。また、ATS参加者に最低数量しか公開されない場合にも全数量を公開する必要はない。

注文公開の影響をモニターするため、対象銘柄は、一九九九年四月二日と八月三十日の2段階に分けて、半分ずつ増やしていくこととする。

(d) 公正な参加

過去六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月の間、ある銘柄について二十%以上の取引高がある場合には公正な参加を保証するために、参加者の客観的な認定基準を確立しなければならない。債券については種類ごとに二十%をこえる場合に同様の条件が要請される。ただし、他市場価格を利用して執行を行うATSなど一部は除外される。

参加認定基準は記録し、適用は公正におこなうこと、参加に関する決定とその根拠も記録に残すことなどが義務づけられる。また、間接的であっても非合理的な参加拒否は禁じられる。一九九八年のリリースで検討された、参加拒否についてSECに訴える権利については採用されなかった。

(e) システム容量、統合性、安全性の確保

エクイティーは銘柄ごと、債券は種類ごとに見て、過去六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月にわたって二十%以上の取引高のあるATSは、(1) 現在と将来の適切なシステム容量評価の確立、(2) 定期的なストレステストの実施、(3) システム開発の監督とテスト手法についての手順の確立、(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、が要請される。

また、取引高の条件を超えたATSは独立した専門家による調査も義務付けられる。

(f) 自主規制機関による検査、監督などへの協力

ATISは参加者に関するSECと自主規制機関の検査、監督に協力しなければならない。特に記録保持義務のもとで保存されている取引情報などの記録は、要請に応じて提出することが義務づけられる。これは、ATIS参加者のうち非ブローカー・ディーラーに対してはSECや自主規制機関の権限が直接には及ばないため、重要である。

(g) 記録保持

ATISは audit trailのために必要な記録を保持することが義務付けられる。特に日々の取引の概要と注文情報の時系列記録、加えて参加者やその関連会社に関する情報、ATISが参加者に出した通達など多くの記録保持義務が課される。そうした記録はすくなくとも三年間保管しなければならない。こうした記録についても電子媒体による保管を進めていく。

(d) Form ATISによる取引報告

ATISは四半期ごとに取引報告を行わなければならない。報告は Form ATISに基づいて、証券の分類ごとに総取引高のほか、現行の規則「Part 3」で行われているものを踏襲して詳細に行う。一九九八年のリリースに比べて報告範囲が拡大され、報告先はSECが除かれて自主規制機関のみとなった。取引報告についても電子媒体の利便促進を検討する。

(i) 取引情報の機密性の保護

参加者の取引情報がブローカー・ディーラー活動に使われるなど機密情報の濫用の可能性があるため、参加者の取引情報を保護する必要がある。従ってATISは、システム運営やコンプライアンス、自己勘定での取引といった業務に関わる従業員に対する管理や監督を行うことが要請される。

注

(1) ATISという呼称は、私設取引システム (Proprietary Trading System, PTS) を含めたより広い概念として、一九九七年のリリースから正式に使われている。清水葉子 (一九九八) (注3) 参照。

(2) Exchange Act Release No. 34-40760; File No. S7-12-98.

(3) SECが過去に発表した二つの規制案の概要に関しては、それぞれ清水葉子 (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」『証研レポート』一五四八号、一九九七年七月、同 (一九九八) 「ATIS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。

(4) SECはATIS規制のリリースを発表するたびに、ATISの取引量の伸びを公表しているが、今回のリリースでは、ATISの取引が上場証券の四%、Nasdaq証券の二十%にまで達したことが述べられている。

(5) 本稿の翻訳は筆者が行った試訳であって、法的に正確なものではない。原文を末尾に掲載した。

(6) 現在、取引量が一定以下であることを理由に登録免除取引所となっているのは、アリゾナ証券取引所である。

(7) 対象証券として、上場証券、Nasdaq-NM証券、Nasdaq SmallCapが指定されている。

## 付加

### 証券取引所の定義の原文：

( a ) An organization, association, or group of persons shall be considered to constitute, maintain, or provide "a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange," as those terms are used in section 3(a)(1) of the Act, (15 U.S.C. 78c (a)(1)), if such organization, association, or group of persons: ( 1 ) Brings together the orders for securities of multiple buyers and sellers ; and ( 2 ) Uses established, non-discretionary methods (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which such orders interact with each other, and the buyers and sellers entering such orders agree to the terms of a trade.

( b ) An organization, association, or group of persons shall not be considered to constitute, maintain, or provide " a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange," solely because such organization, association, or group of persons engages in one or more of the following activities: ( 1 ) Routes orders to a national securities exchange, a market operated by a national securities association, or a broker-dealer for execution; or ( 2 ) Allows persons to enter orders for execution against the bids and offers of a single dealer; and..... (省略)

### A T S の定義の原文：

( a ) Alternative trading system means any organization, association, person, group of persons, or system.

( 1 ) Constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange under Exchange Act Rule 3b-16; and ( 2 ) does not set rules governing the conduct of subscribers other than the conduct of such subscribers, trading on such organization, association, person, group of persons, or system, or discipline subscribers other than by exclusion from trading.