

ATS規制の最終案について(下)

清水 葉子

1 はじめに

SECは、懸案となっていた代替的取引システム(Alternative Trading System, ATS)の最終的な規制を、一九九九年十二月に発表した。前稿ではその前半部分について紹介したが⁽¹⁾、本稿では、同規制の後半部分について引き続き紹介する。

前半部分を簡単にふりかえってみよう。新規制では、取引所登録を行うかブローカー・ディーラー登録を行うかに関して、基本的にATS自身が選択することができるようになる。

ATSの選択を可能にするために、まず、ATSのような電子システムを利用した取引市場も取引所の定義に含まれるよう取引所の定義の解釈を拡大する。従来の取引所の定義が物理的・空間的条件に偏っており、加えて一般に取引所とみなされているものを取引所とするといった循環的な文言となっていたために、取引を行うための物理的な場所をもたず、過去に取引所として認知されていなかったATSのような電子システムを取引所と同等に扱うことができなかったためである。

定義拡大に続いて、SECの証券取引所法上の免除権限を用いて、新たに定めるRegulation—ATSと呼ばれる規則に服するATSは取引所の定義から免除すると定める。この免除措置によって、ATSはRegulation—ATSに服する場合には取引所とはみなされず、取引所規制にも従う必要はないということになる。

以上の二段階の措置によって、取引所登録をのぞむATSは取引所登録を行うことができ、取引所登録をのぞまない場合はRegulation—ATSに従うことで、取引所ではなくブローカー・ディーラー登録を行うことを選択することができる。規制形態の選択が可能となる。⁽²⁾

ATSが取引所登録を避けてRegulation—ATSに従う場合、課される規制は次のようなものである。まず、取引高の大小に関わらず、自主規制機関の会員となり自主規制機関のもとでの規制に従うこと、運営開始と運営停止、運営期間中の変更事項についてSECへの届け出を行うこと、システム容量や安全性の確保のための措置をとること、自主規制機関やSECの検査・監督に対する協力を行うこと、取引記録の保持義務を果たすこと、取引報告を所定のフォームで行うこと、取引情報の機密性を保持や内部的な利益相反を防止するための措置をとること。

また、ATSのうち、一定以上の取引高のある規模の大きいものは、以上の義務に加えて、取引の透明性を確保するため、システム上の最良価格を公開し、公開された価格についてはシステム外からのアクセスも認めること、客観的な参加認定基準を確立し、不合理な参加拒否を行わないことといった規制義務に従うことになる。

本稿では、ATSが取引所登録を行う場合、どのような規制義務が課されるのかについて検討しよう。

2 証券取引所登録を行うATSの規制

ブローカー・ディーラー登録を行う場合に比べて、取引所登録を行う場合は、自主規制義務を果たすなどより重い規制義務が課されるのであるから、ATSが自発的に取引所登録を望むことは当面考えにくい。

しかしながら、SECは、取引所登録にもメリットがあるとして次のような点を挙げている。まず、取引所登録を行えば自身が自主規制機関となるため、他の自主規制機関の監督を受けない自律性を獲得することができる。特にブローカー・ディーラーとしての規制の下ではNASDなど市場運営という点で競合関係にある自主規制機関の規制監督下におかれるため、利益相反の可能性が懸念されるが、取引所登録を行うことでこうした好ましくない状況は回避することができる。

また、取引所登録を行えば、自ら規則制定を行う権限を持つことができるため、取引規則やFIIの決定、市場基準の設定などの権限を独自で持つことができる。加えて取引所登録は、投資家の信頼性の向上、全米市場システム(NMS)への直接参加による執行機会の増大、非上場取引特権の取得などのさまざまなメリットがあるとしている。

取引所登録を行うATSは、既存の取引所と全く同様に、証券取引所法第六条(b)に定められた取引所としてのすべての規制義務を満たさなければならない。ただし、以下で見るように、ATSはそもそも営利を目的としたビジネス活動であり、また会員制度をとっていないという点に配慮して、一部の規制に柔軟性を持たせ、ATSの私有・営利組織としての性格が変更されなくてすむよう配慮している。とくにこれまでの議論の中で問題となっていたのは、私的所有の非会員組織であるATSが理事選出に関して会員の公正な代表義務をどのように満たすかという点と、ブローカー・ディーラー登録の下では可能であった機関投資家の直接参加をどのように扱うかという点である。

(a) 取引所として必要な自主規制を行うこと

取引所登録を行うATSは、証券取引所法上の自主規制その他のすべての取引所規制に従わなければならない。

登録は、既存取引所と同様の形で行い、運営者に証券取引所法上問題となる経歴がないことも要求される。

また、登録証券取引所として上場制度を維持するため、上場基準の設定や上場審査を行う必要があり、そのために必要な人的その他の備えを持つことが求められる。不公正取引や相場操縦の防止についても既存取引所と同様の措置をとる必要がある。取引規則の制定やその実施のために必要な対策を講じなければならない。

さらに、約定・清算にかかわる措置、取引記録保持の責任についても、既存取引所と変わらない規制義務を果たすことが求められる。

もつとも、既存の自主規制機関との間で会員が重複しているといった理由で、自主規制活動のうちいくつかを他の自主規制機関と分担することが効率的でありまた問題を生じる可能性もない場合には、自主規制機関どうしの契約によって自主規制機能を分業することも認める。

(b) 公正な代表義務

証券取引所法第六条(b)(3)では、登録証券取引所は、理事会が公正な代表としての条件を満たすために、(1)発行者および投資家の代表であつて会員やブローカー・ディーラーと提携関係を持たない一名ないし二名の理事を選任すること、(2)理事の選任と業務の運営において会員を公正に代表させることを保証する、というふたつの条件を満たさなければならないとしている。

第一の、公益代表理事に関しては、取引所登録を行うATSは既存登録取引所と同様に市場として公的な性格を持ち市場参加者に対して公正な運営がなされねばならないので、営利・非会員組織であるATSであっても、公益代表理事を置くことは義務づけられる。

しかしながら、ATSは会員組織でないため取引参加者とシステムの運営者が別の主体となつていることを考えると、後半の会員の公正な代表となる理事の選出義務は現在のままでは満たすことができない。私的所有の営利・非会員組織が公正な代表義務を満たすためにはどのような策をとれば良いのが問題になるが、SECはATSが取引所登録をするにあつて、ATSの営利・非会員組織としての性格まで変更する必要はないとして、理事の選任に関しては従来の規制に柔軟性を持たせるとしている。

SECは会員の公正な代表義務を別のやり方で満たしている例として、パシフィック証券取引所の投票権をもたない電子会員のケース、合併に際してそれぞれの会員を適切に代表するよう理事の構成が決定されたAmexとNasdaqのケース、株主と参加者の主体が異なる清算機関のケースを挙げて、従来とは異なつた方法でも公正な代表義務は満たし得るとしている。ATSの場合、取引規則制定と懲戒に特化した子会社を作り子会社の運営が参加者を公正に代表して行われるよう計らうであるとか、理事に参加者代表を加え、所有に関わらない部分の意志決定に関わるなどが可能であるとしている。

SECは取引所登録を行うATSの公正な代表義務について詳細なガイドラインを示してはいないが、ATSのような営利取引所であっても取引所としての責任上、運営が公正な代表によって行われることはきわめて重要であり、この点が軽視されることはないと思われる。

(c) 会員をブローカー・ディーラーに限定

ATSは機関投資家の直接アクセスを認めることで成長してきた側面が大きいため、ATSが取引所登録を行う場合に機関投資家のアクセスを引き続き認めるかどうかは、ATS規制をめぐる議論の大きな争点のひとつで

あった。今回の最終規制で、ATSが取引所登録を行う場合には機関投資家のアクセスは認められず、既存の取引所と同様、会員をブローカー・ディーラーとその提携関係にあるものに限定することとなった。

これは、機関投資家が取引所の会員権を得るなり、ブローカー・ディーラーを通じて直接アクセスを行うと、機関投資家の規制負担が過重になるとの判断に基づいている。機関投資家が取引所会員となるためには、例えば直接清算機関の会員となる必要が生じるが、その場合、清算機関の求める最低資本量や取引記録保持などほぼブローカー・ディーラーなみの規制義務が課されることが予想される。機関投資家がこうした義務を果たすコストを考えると、直接アクセスのメリットは大幅に減じてしまい、自らが取引所の会員となるより、むしろ子会社ブローカー・ディーラーを設立した方がより合理的であるということになる。

実際ニューヨーク証券取引所ののすパー・ドットやバシフィック証券取引所のオプティマークなどは、会員ブローカー・ディーラーをシステム上経由するものの、直接アクセスとは同等の利便性が得られていると考えられるため、機関投資家が自ら会員権を取得することに強くこだわる理由はないのであろう。

ただし、ATSが子会社ブローカー・ディーラーを設立して機関投資家のアクセスを補助することは禁じられる。ATSはこれまで機関投資家の直接参加を許容してきたので、取引所登録にもなって直接アクセスが制限されることになると、従来の顧客であった機関投資家に子会社を通じてアクセス・サービスを提供するインセンティブが生まれる可能性があるが、SECは、ATSがブローカー・ディーラー子会社を作ることとは利益相反が大きいとして禁止する意向である。

(d) 公正な参加と競争

取引所法第六条(b)(2)、同(c)では、証券取引所が会員のアクセスに対して不合理な拒否や差別的扱いをすることを禁じている。ATSも取引所登録にともなつてこの規制義務に従うことが求められる。また、同六条(b)(8)では、証券取引所が反競争的規則の制定を行つてはならないことが定められているが、ATSも取引所登録を行う場合には、既存取引所と同様この義務にも従わなければならない。

(e) システム容量などの確保

現在、すべての登録証券取引所とNASDは、SECのARP (Automation Review Program) と呼ばれる取引システムの検査プログラムに参加することが義務づけられている。これは、取引高の急増に対応できるだけのシステム容量を備え、システムの統合性や緊急時の対応を確立するためのプログラムであつて、SECはATSの取引所登録に際してSECのガイドラインで定めた条件が満たされているかをチェックする。

取引所登録が義務づけられるATSはかなり取引規模が大きいものに限られる一方、既存の地方取引所の中には取引規模が極めて小さなおもあるため、取引量だけから判断すると実質的に既存取引所の方が厳しい義務を課されることになるが、これは証券取引所が全米市場システム(NMS)に直接参加しており、システムに問題が生じた時の影響がより甚大であるとの判断に基づくものであるとしている。

(f) 取引証券の登録

登録証券取引所は取引証券をSECに登録したうえで上場の認可を受けるか、SECから非上場取引特権(U

TP)を受ける必要がある。これは取引所で取引される証券に関して、投資家保護のための十分な情報を確保することを意図したものである。現在、ATSのなかには私募証券や未登録外国証券などを扱っているものもあり、こうしたATSに対して既存取引所と同等の取引証券の登録義務を課すと、既に取引が行われている証券の中には取り扱いが認められなくなるものが出てくる可能性がある。しかしながら、SECは証券の登録は投資家保護上重要であるとして、この規制もそのままATSに適用する。

(g) 全米市場システム(NMS)への参加

現在すべての証券取引所とNasdaqは、全米市場システム(NMS)を構成するCQS、CTA、ITSへの参加が義務付けられている。ATSも取引所登録を行う際には既存取引所と同様にこれらの情報伝達・注文回送のためのシステムに参加する必要がある。

CQSとCTAに関しては、新規登録取引所の加入が義務付けられており、加入のための手続きも定まっているため、ATSの参加には問題がないと予想される。一方、取引所間の注文回送を行うITSへの参加のためには、劣後執行ルールなどいくつかのITSルールに従わなくてはならないほか、現在の参加者による全会一致制によって参加が決まるため、ATSの新規加入には困難が予想されている。参加の詳細は取引所の構造によって違いため、ATSの取引所登録の時にケース・バイ・ケースで対応するとされている。

(h) 取引停止措置など取引規則の統一

SECは、銘柄ごとの取引停止措置やサーキット・ブレークについて各市場に共通する取引規則を定めている。

これらの規則は全市場が従わなければ意味を持たないため、適切な市場運営のために取引所登録を行うATSも既存取引所と同じ規制に従う必要がある。すでにATSはNASDの権限の下でこれらの規則に従っているため、追加的な規制負担とはならないとSECは考えている。

なお、最後にSECは登録証券取引所がATS運営を行う可能性についても言及している。SECによれば、今回の規則によって、登録証券取引所が子会社ないし関連会社としてATSを運営することにはなんの妨げも生じない。ただし、設立されたATSはブローカー・ディーラー登録を行って、いずれかの自主規制機関に所属し、ATSとしての規制義務を果たさなければならない。

また、そのような取引所の子会社ないし関連会社としてのATSと、設立主体である証券取引所はいかなる形であれリンクしてはならず、両者の関連が認められた場合、ATSは取引所の施設の一部とみなされ、ATS規制の対象とならない。

3 既存自主規制機関の規制緩和

現行の規則下では、自主規制機関が新しい取引システムを導入する場合、SECに届け出を行って内容の公開を行い、その後関係者のコメントを受けた上で必要な修正を施して認可する、という手順を踏まなければならない。こうした手順は時間がかかって起動性がない上、競争相手である他の取引所や市場にいち早く新システムの内容が知られてしまうため、競争上の不利益がある。

今後は、既存の自主規制機関の運営する市場がATSと同じ土俵で競争を行うことになる以上、既存自主規制

機関がイノベーションを通じてより高度な取引システムを早い速度で取り入れていくことのできる条件を整備しなければ、ATSとの競争上登録取引所であることがかえって不利となる可能性すらある。

このためSECは新規規則1995を制定し、自主規制機関の運営する取引システムで取引量の上限など一定条件を満たしたものは、一年に限定して試験的取引システム (pilot trading system) として従来のプロセスを免除することとし、「Form PILOT」による届け出のみで稼動可能にする。自主規制機関は、試験的システムについては、四半期ごとの報告・変更の届け出のみで運営することが可能となり市場全体としてイノベーションが促進することが期待できる。

4 附随する規則改定

以上の新規導入にもなつて、ATSはブローカー・ディーラーとしてRegulation—ATSに従うか、取引所登録を行つて取引所規制に従うかのどちらかとなつたので、従来ブローカー・ディーラーの運営する取引システムとしてATSに記録保持と報告に関する義務を課していた規則17a-3は不要となり削除される。ただし、従来規則17a-3の対象となつていたブローカー・ディーラーの中で、今回の規制でATSとみなされないシステム (internal broker-dealer system) が残るため、17a-23とほぼ同様の規制義務が、引き続き規則17a-3、17a-4の形を変えて採用される。

5 おわりに

以上の新規制によつて、ATSはいったん取引所の定義に含めた上で、ブローカー・ディーラー登録を行うか、取引所登録を行うかを自身で選択できることとなつた。あるシステムが取引所なのかブローカー・ディーラーなのかという長く行われてきた議論は、この規制でATSをいったん取引所とすることで決着がついたといふことができる。そのうえで、ATSの競争力の保護という、より現実的な必要性から、実際の規制はほぼ従来の規則17a-3と大きくは変わらないものが採用された。もつとも、一部のきわめて取引量の大きいATSに限っては、取引所登録を義務付けられることになることから、この点に関しては、ブローカー・ディーラーであるか自主規制機関であるかについての線引き問題は取引量の大小によつて決められてしまつた面もある。

一方、我が国でも、昨年十二月からPTS業務が法的に認められるようになったが、米国の事例を参照して導入されたと思われるこの新規制が導入されてわずかの間に、先行していた米国の規制が大きく変更されたのは皮肉なことといわざるを得ない。しかし、米国の規制の経緯を見ても、SECは、規制の整合性というよりはむしろ現実的な必要に対応して規制を見直して来たのであり、我が国の規制のあり方も、今後どのような取引システムが登場してくるかによつては柔軟な対応の必要があると言えるのではないだろうか。

注

- (1) 清水葉子「米国ATS規制の最終案(上)」『証研レポート』一五六七号、一九九九年二月。なお、本規制については、大崎貞和「米国におけるATS(代替的取引システム)規制の導入」、『資本市場クォーター』一九九九年冬号、でも紹介されている。正式なリリースは、Securities Exchange Commission, Release No. 34-40760, File No. S7-12-98, "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems", December 22, 1998.

- (2) ただし、取引量が極めて大きいATSは選択の余地なく取引所登録が求められる。取引所登録が義務付けられるため

の条件は、(1) 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
に関して五十%以上ある場合、もしくは(2) ある種類区分に関して四十%以上ある場合、のいずれかにあてはまる場
合である。SECは現在のところこの条件にあてはまるほど巨大なATSはないという認識を示している。