

アリゾナ証券取引所の登録免除について

清水 葉子

1 はじめに

一九九八年二月、新たに代替的取引システム (ATS)⁽¹⁾ 規制が発表された。新規制では、いったん取引所の定義を拡大してATSを取引所に含め、その上で所定の規制「Regulation ATS」に従うことを条件にATSを取引所の定義から免除するという二段階の規制構造が取られることとなった。

このように、新規制ではATSと証券取引所は機能的には区別されず、ブローカー・ディーラーとして規制に服するの、取引所登録を行って証券取引所としての規制義務に服するの、かをATS自身が選択することができる。

SECは新規制と平行して、証券取引所の登録免除の制度も継続すると明言している。これは三四年証券取引所法第五条の規定によって、取引量が一定以下であることを条件にSECが適切と認めれば証券取引所としての登録を免除されるというものである。

この登録免除措置は、一九三五年から一九三六年にかけて七つの証券取引所に適用されたが、これらはいずれも、取引される証券が地域的なものに限定されていた、遠隔地であるため当時の交通手段によっては十分な規制が困難であった、一九二九年の証券価格の大暴落の影響で取引量が一時的に大きく減少した、など特殊な理由によるものであった。

一方、アリゾナ証券取引所は、稼働し始めたばかりのATSとして登録免除証券取引所となったただ一つの取引所であった。⁽²⁾これはATSの規制方針として例外的なものであるということが出来る。

アリゾナ証券取引所の登録免除の経緯を見てみよう。

2 アリゾナ証券取引所のシステム

アリゾナ証券取引所は一九九一年に登録免除証券取引所となったが、登録免除以前は Wunsch Auction Systems, Inc. と称する代替的取引システム (ATS) のひとつであった。

アリゾナ証券取引所のシステムは次のような仕組みとなっている。

アリゾナ証券取引所は、機関投資家やブローカー・ディーラーなどのいわゆるプロの市場参加者に対して一日に数回コール・オークション方式の取引の場を提供するものである。アリゾナ証券取引所は、参加者から銘柄、取引量、価格、売買の別を明示した指値注文を受け取り、所定の時刻になると入力された全ての注文から総取引量が最大になるような取引価格をコンピューターが自動的に計算する。注文はまず価格、続いて入力時間による優先が適用される。均衡価格が決定すると、その価格以上のすべての買い注文、その価格以下のすべての売り注文が単一の価格で執行される。

全ての注文は匿名で入力されるが、参加者は刻々と入力される注文の板 (Book) を見ることができ、おおよそ執行価格を知ることができる。また、アリゾナ証券取引所には「reserve book」と呼ばれる注文入力があり、ここに入力された注文は、均衡価格の計算には参入されるが、付け合せが行われるまで注文内容が他の参加者に公表されない。「reserve book」の注文は通常の方法で入力された注文より優先順位が低い。

付け合せの行われる所定時間までは、参加者は入力した注文を自由に取り消したり変更したりできる。しかしながら、無制限の取り消し・変更を防ぎ、早い時間の注文入力を奨励するために、手数料体系に工夫がなされており、取り消し・変更にはペナルティが課され、付け合せまでの時間に反比例して料金が高くなるような手数料体系が取られている。

3 アリゾナ証券取引所の登録免除

三四年証券取引所法体系のもとでは、証券取引所の定義にあてはまるものは証券取引所としてSECに登録を行うか、もしくは登録の免除を受けなければならないことが定められている。すなわち、三四年証券取引所法では、第五条の規定によって証券取引所の定義にあてはまるものは国法証券取引所としてSECに登録を行い所定の規制に服さなければならず、一方、同じく第五条の規定によって、「取引量が限定されており、取引所登録が公衆の利益や投資家保護に照らして実際的ではない、もしくは必要ないし適切でない」とSECが認めた場合、証券取引所としての登録が免除されることも規定されている。

国法証券取引所が多くの規制義務を負っているのに対して、登録免除取引所は比較的軽い規制義務しか負わない。たとえば、登録取引所であれば、会員の証券取引諸法や取引所規則の遵守を監督すること、参加者をブローカー・ディーラーに限定し公正なアクセスを保証すること、取引所が会員の公正な代表によって運営されるよう適切な措置をとること、取引所の理事が会員と投資家その他の公益を代表するよう適切に選出されること、市場での不正取引を防止するための適切な規則の制定と取引監視を行うこと、など多くの規制義務を負うが、登録免除取引所の場合にはこうした規制義務の多くは免除される。

SECは、一九三五年から一九三六年のあいだに七つの証券取引所を登録免除にしている。しかしながら、これらはいずれもハワイのホノルル証券取引所など取引所が遠距離に所在し地方の証券取引需要にのみ応えている特殊なケースか、一九二九年以降の証券価格の大暴落の影響で取引量が大きく減少したケースなどに限られており、一時的な緊急措置として行われたに過ぎなかった。したがって、その後五十年あまりにわたって、登録免除取引所として認定されるものはなかった。

アリゾナ証券取引所は、こうした過去の登録免除のケースとは違って、代替的取引システム（ATS）と呼ばれる電子取引システムの運営者としてはじめて登録免除取引所となったケースである。アリゾナ証券取引所はSECに対して証券取引所として登録免除措置を申請し、同時にブローカー・ディーラーでもその他の市場参加者でもないことを認めるよう申し出ていたが、SECはこれに対して一九九一年にアリゾナ証券取引所を取引量が限定されていることを根拠に登録免除取引所とする旨のリリースを発表した。

4 登録免除をめぐる議論

アリゾナ証券取引所は、このように、一時的な緊急措置ではない形で実質的な登録免除を受ける最初の取引所となったが、登録免除をめぐるのは既存の取引所や証券業協会との間でいくつかの議論が行われた。

まず第一は登録免除の基準となる取引量の限定をどの程度におくかという点であった。基準を取引金額に置くのか取引数量におくのか、絶対額で規定するのか市場全体に対する割合いで規定するのか、また取引される証券の種類や参加者にも限定を置くのかといった点が議論された。

第二に、先にのべたように、過去の取引所登録免除はすでに移動している取引所が対象であったため、取引量

を過去の取引記録から推定することが可能であったが、アリゾナ証券取引所は未稼働のシステムであったために、登録免除に際して将来的な取引量をどう予測するのかという問題も同時に生じた。

また、登録免除取引所となった場合、どのような規制義務を負うのかという点も問題となった。特に既存の取引所に比べて大幅に規制の緩やかな市場となった場合には、全米市場システムの理念に照らして規制ギャップが生じ市場分裂の原因になりかねないという懸念があった。

また、規制の重さの違う証券取引所が出現することで、既存の証券取引所との競争が公平に行われなければならないかという問題が既存取引所側から主張された。

最後に透明性の確保をどのように行うのか、とくに機関投資家の私的な市場として全米市場システムに包摂されない取引の場が生まれることにどう対処するのかといった点も、問題視された。

5 SECの決定

SECは以上のような議論に対して、次のように結論し、アリゾナ証券取引所の登録免除を認めた。

まず、取引量についてであるが、アリゾナ証券取引所は一日数回程度の非連続的な付け合せ時間しか持たず（当初は一日一回、週三回の付け合せがなされていた）、マーケット・メイク機能を果たす市場仲介者もいない。こうした市場の取引量が将来的に大きく拡大するとは考えにくいいため、登録免除の基準である取引量が限定的であることという条件に合致する。

また、法的にはどの程度の取引量をもって登録免除の対象とするかについて明言されていないが、免除時点の登録証券取引所で最も取引量の小さい取引所（一九九一年時点ではシンシナティ証券取引所であった）を上まわ

らないことを持つて免除基準とする。

規制ギャップが生じるといふ懸念に対して、(1) SECがシステムの検査をおこなうこと、(2) 適切な取引報告をSECと自主規制機関に対して行うこと、(3) 従業員の監督を適切に行い、信用情報などの漏洩を防ぐこと、(4) 主要取引所での取引停止措置が取られた時にはシステムも停止措置に従うこと、(5) その他SECが要請した場合にはシステムでのオークションを停止すること、(6) コンピューター・システムの容量や安全性の確保について所定の規制に従うこと、の六点を示し、既存取引所との間で大きな規制ギャップが生じないことを保証した。

また既存取引所との間で、競争条件が不公平になることや、透明性に問題が生じるといった指摘に対しては、アリゾナ証券取引所の取引量が極めて小さいことが予想されるので、全米市場システムの理念を揺るがすような大きな競争問題や市場分裂問題は生じない、として議論を打ち切っている。

6 おわりに

このように、アリゾナ証券取引所の登録免除をめぐることは、ATS規制に際して見られたような証券取引所の定義をめぐる議論が行われた様子はあまりない。これはアリゾナ証券取引所の取引量が、SECが主張したようにそもそも限定されたものであったことや、その後も大きく拡大しなかったために、既存取引所にとってその他のATSのように大きな競争相手とならなかったためであると推測できる。

しかしながら、アリゾナ証券取引所の登録免除取引所としての扱いは、既存の規制体系の中で非常に微妙な位置をとっていることも確かである。

例えば、市場類似機能を果たす多くのATSが長い間ブローカー・ディーラーとして規制されてきたのに対して、アリゾナ証券取引所のみが登録免除取引所とされた理由が必ずしも明らかではない。おそらく、ATSに対してできる限り取引所規制に近い規制を行おうとしたSECの意図から、スタートアップ段階のATSの規制の選択肢の一つとして実験的に行われた面もあったのかもしれない。しかしながら、当時のSECの証券取引所の定義の解釈に照らしてみると、アリゾナ証券取引所を登録免除証券取引所としたことにはいくつかの論点が残っていることが分かる。

まず、アメリカの証券取引所法体系の下では、証券取引所はブローカー・ディーラーを直接の参加者とするこゝと、会員や公衆の利益を代表する公正な理事の選出をおこなうことなどが定められているが、アリゾナ証券取引所は機関投資家の直接参加を許しており、参加者とは別の主体が所有・運営しているという点でこれらの条件をいづれも満たしてはいない。

また、SECはアリゾナ証券取引所を登録免除とする決定の前年に出した別のリリースで、証券取引所の定義の解釈として、「証券取引所をブローカー、ディーラー(中略)と区別しているのは、取引を集中し(中略)、売買の気配を常に、また連続的に売手と買手に提示することで、それら売手・買手がそうした気配に基づいて常に執行が可能であるという合理的な期待(reasonable expectation)を抱くことができるような基本的な特性である」という見解を示しているわけであるが、アリゾナ証券取引所は単一価格一括オークションによる注文執行を行うシステムであるので、SECの言うような連続的な気配が出されているわけでもなかった。

このように、アリゾナ証券取引所の登録免除に関して、登録免除のための条件はともかく、そもそも取引所と認めた根拠については、当時の証券取引所の定義から考えて無理の残る点がいくつかあったと考えられる。

さて、新しいATS規制の下でも、ATSは所定の条件を満たした場合、取引所の定義から免除され、取引所でなくブローカー・ディーラーとなることになったが、新規制に服するATSと、登録免除取引所となったアリゾナ証券取引所との間の規制の整合性には依然として検討の余地が残るのではないだろうか。

- (1) 代替的取引システム(ATS)とは、登録証券取引所や証券業協会以外の者が運営する営利を目的とした証券取引システムを総称する概念であったが、一二月の新規制によって、証券取引所と同一の証券市場としての機能を果たすが自主規制を行わないもの、と定義された。新規制の概要は清水葉子「米国ATS規制の最終案(上)」、「(下)」『証研レポート』一五六〇、一五六八号、一九九九年二月、三月。

- (2) 一九九九年三月に、同条の規定によってあらたに「TradePoint」が登録免除証券取引所となったため、現在登録免除証券取引所は二つとなった。

- (3) SEC Release No.34-27611, 12 Jan, 1990.