

PTS業務の定義をめぐる日米比較

清水 葉子

はじめに

一九九八年十二月に改正証券取引法が施行されたことを受けて、証券会社が商業ベースで証券の取引システムを運営することが可能となった。これは、ひとつには証券取引法の改正によって取引所集中義務が撤廃され、市場仲介者である証券会社が、取引所外で付け合わせやクロスを行うことが法的に可能となったことによる。証券会社が取引所外取引を行うにあたって顧客投資家や他の証券会社との間に私的な情報通信網を張りめぐらせて取引処理を効率化するようになると、限りなく取引所に近い機能を持つようになり、市場と市場仲介者の境界が曖昧になってくる。こうした事態に対応するため改正証券取引法では、証券会社の運営する取引システムに一定の定義を与えて規制を課すこととなったのである。このことには、情報通信技術が発達し、取引所と同等の市場機能を果たすシステムが技術的には容易に構築可能となったことも大きな影響を持っている。

さて、このような証券会社が運営する取引システムは日本ではPTS業務と呼ばれているが、こうしたシステムを既存の市場規制の中に位置付けて適切な定義を与えることは一般に難しく、こうしたシステムが多く運営されているアメリカでも大きな問題となっている。というのは、取引所集中義務が撤廃されている下では、証券会社は通常のブローカー・ディーラー業務の一環として取引所外取引を手掛け顧客からの注文に自己売買で応じたり顧客注文どうしを店内で付け合わせたりする活動を行っているため、こうした活動との区別が容易でないから

である。

証券会社がこのような通常の取引所外取引業務の一部あるいは大部分をコンピュータ化して行うことは、業務の効率化の点からもコスト削減の点からも望ましいことであると考えられる。しかしながら、コンピュータ化を進めたために、証券会社が電子処理組織を用いて証券市場と類似のサービスを行うPTS業務に該当した場合には、所定の条件を満たした上で金融再生委員会の認可を受け、追加的な規制義務を負う。このため、証券会社が行う通常の証券売買の仲介業務がPTS業務に該当しないかどうかが明確でない、コスト削減などの観点から見て望ましいコンピュータ化まで阻害されることになりかねない。したがってこの点ではPTSの定義が必要以上に拡大解釈されることは望ましくないと思われる。

また一方、証券取引所が開設する有価証券市場は、金融再生委員会の免許を受けて開設する市場であって、取引所としての様々な規制義務を負う。PTS業務は一定程度の市場機能を果たすため、これが取引所市場として認定されてしまうと過重な規制義務を負うことになり、PTS業務が運営しにくくなる可能性がある。この点では、取引所市場とPTS業務の境界も明確である必要があると考えられる。

このように、PTS業務を規制するに際して問題となるのは、PTS業務を(A)証券会社が行う通常の証券売買の仲介業務とどのように区別するのか、(B)証券取引所が開設する有価証券市場とどのように区別するのか、という二点であると考えられる。

日本のPTS規制

日本では、証券会社のPTS業務は、証券取引法によって、「有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの」(第二条八項七号)と定めている。

PTSでの売買価格の決定方法は、同条において次の四種類が挙げられている(表1)。すなわち、(イ)取引所上場有価証券について当該取引所での売買価格を用いる方法、(ロ)証券業協会による店頭登録証券について証券業協会が公表する売買価格を用いる方法、(ハ)顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法、(ニ)その他、総理府令・大蔵省令で定める方法、である。

このように日本のPTS業務は、(1)電子情報処理組織を使用して、(2)同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として、(3)規定の価格決定方法によって行うもの、とされていることが分かる。しかしながら、価格決定方法の詳細については、証券取引法だけからは明らかでない。

これに関して、証取法第二十九条第一項第三号では、PTS業務を営もうとするときは、証券会社は金融再生委員会の認可を受けなければならないと定めているが、認可にあたっては、金融庁が設けた事務ガイドラインに価格の決定方式についての留意事項が示されている(表2)。PTS業務での価格決定方法に関しては、「当該業務における売買価格の決定方法が、証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持つ方法によって行われるものではないこと」とされ、認可にあたっては、「私設取引システム運営業務を行うに当たっては、

表1 PTS業務で認められる価格形成の方法(証券取引法第2条8項7号)

- イ 証券取引所に上場されている有価証券について、当該証券取引所が開設する取引所有価証券市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法
- ロ 第七十五条第一項の規定により登録を受けた有価証券について、当該登録を行う第六十七条第一項に規定する証券業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法
- ハ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法
- ニ イからハまでに掲げるもののほか、総理府令・大蔵省令で定める方法

表2 金融庁の事務ガイドライン(3-1-3) 私設取引システム運営業務に係る留意事項

- (1) 当該業務を管理する責任者が証券業務の経験を原則として5年以上有する者であり、当該業務を行う部署が業務の遂行に必要な組織および人員配置となっていること。
- (2) 当該業務において顧客の本人確認を行う方法が確立していること。
- (3) 当該業務における売買価格の決定方法が、証券取引所と同程度の高い価格形成機能をもつ方法によって行われるものではないこと。また、顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法による場合には、有価証券の売出しに該当するような売買条件の提示を、法令上の義務を果たさず行ってはならない旨を顧客に周知徹底する方法が確立していること。
- (4) 当該業務においてインサイダー取引等の取引の公正を害する売買等を排除する方法が確立していること。
- (5) 当該業務の認可に際しては、次に掲げる条件を付すものとする。
 - ① 「私設取引システム運営業務を行うに当たっては、証券取引所と同程度の高い価格形成機能をもたないようにするものとする。」
 - ② 「公益又は投資家保護のために必要がある時は、その限度において、新たな条件を付すことがある。」

証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持たないようにするものとする」という条件を付すことが定められている。

このように、日本のPTS規制では、証券会社の運営する取引システムであるPTSと証券取引所とを分けているのは、「高度な価格発見機能」の有無であると考えることができ。では、「高度な価格発見機能」とは具体的にどのような価格決定方式を指していると考えられるだろうか。

今年五月に成立した改正証券取引法では、証券会社が運営するPTS業務は、第八十条二項の「有価証券市場は、金融再生委員会の免許を受けたものでなければ、開設してはならない」とする規定から除外されるが、この除外規定は「競売の方法その他の総理府令で定める方法を定めて行う場合」には適用されない。大崎(二〇〇〇)⁽¹⁾、横山(二〇〇〇)⁽²⁾では、いずれもこれをガイドラインが示している「証券取引所と同程度の高い価格形成機能」の具体的な表現と見ており、PTS業務が証券取引所と同等の有価証券市場開設免許を要求されないで済むためには、「競売」による価格形成を行なっていないことが要求されるような規制になつていると見ている。このことは、実際のPTS業務の認可例を見ても妥当な解釈であると考えられる。

さらに大崎(二〇〇〇)では、このような価格決定方式による規制に

関して、「競売」などの「価格形成機能の高い」価格決定方法を採用する電子取引システムを取引所として厳しく規制するという趣旨のように見受けられる」が、「厳しい規制を必要とするような公益性が、特定の価格決定方法を採用することによって必然的に生まれるものであるかどうかは大いに疑問である」とし、「取引高がわずかで、市場全体に及ぼす影響も大きくない電子取引システムが、特定の価格決定方法を採用しようとするだけで、そうした厳しい規制に服すべきとする合理的な理由があるように思われない」としている。

アメリカでの非取引所取引システムの定義

さて、すでに紹介したように⁽³⁾、アメリカでは日本のPTS業務にあたるような証券会社が運営する取引システムを総括的にATSと呼んで一九九九年四月から新しい規則を施行し、取引所規制や証券会社の従来の売買仲介業務などの整合性をはかった。新規制では、証券取引所の定義を機能面に着目して拡大し、証券会社の運営する取引システムであるATSも定義上は取引所とまったく同じ扱いとするが、別途定めるRegulation-ATS⁽⁴⁾と呼ばれる規制義務に従うATSは、自主規制義務などをともなう取引所登録を免除して証券会社として運営できるとした。

この新規制によれば、取引所は新規制3b-16によって新しい定義解釈が与えられ、(1)複数の売手と買手の注文を集め、(2)物理的施設の有無に関わらず、確立された裁量性のない方法によって注文間の交渉が行われ、取引条件の合意に達するもの、とすることが定められた(表3、4)。たとえば、競売買(オークション)制を採用する既存の証券取引所は、複数の売手と買手が参加し、価格優先・時間優先などの裁量性のないルールの下で付け合わせ・執行が行われているので当然ながらこの定義にあてはまる。この規定は、ATSも当然にこ

の定義に含まれることを前提としており、取引所とATSの定義上の違いは、取引所は自主規制を行うが、ATSは行わないという点のみである。

以上から、ATSを証券取引所が開設する有価証券市場とどのように区別するか、という点に関しては、アメリカではATSが取引所と同じ取引機能を有すること定義上認めてしまい、両者の間に取引機能の面では全く区別が設けられていないということが出来る。もともと、例外規定として、一定以上の取引高シェアを持つATSは、取引所登録を求められることがあるほか、Regulation ATSの内容も取引高の大きいATSにより厳しい規制義務を定めているので、取引所とATSとの事実上の線引きは取引高シェアの大小によって行われていると言ってもよいと考えられる。

このように、アメリカでは、取引所とATSとは定義上同一であり、実質的な規制の厳しさの線引きは量的な基準によって明確に行われてしまった。このため、新規制が発表された時点では、日本とは逆に、むしろ証券会社の従来の業務との線引きの関心が集まったようである。それでは、アメリカでは証券会社が行う通常の取引所外取引とどのように区別するのか、という点は、どのように規定されているのだろうか。証券会社の通常の売買仲介業務がATSの定義にあてはまってしまうと、ATSとしてSECへの届出をしなければならないほか、Regulation ATSと呼ばれる規制に従わなくてはならないからである。これについて、以下でやや詳しく見てみよう。

アメリカの新しいATS規制では、既に述べたようにある取引業務がATSも含めた取引所の定義にあてはまるためには、規則3b-16(a)の定義によって、(1)複数の売手と買手の注文を集め、(2)物理的私設の有無に関わらず、確立された裁量性のない方法によって注文間の交渉が行われ、取引条件の合意に達するもの、という二つの条件の両方を満たしていなければならない。さらに規則3b-16(b)で(1)単なる注文回送のためのシステム、(2)(i)単独のディーラーの気配システム、(ii)ナスダックのマーケット・メーカーの活動、がこの定義から明示的に除外されている(表4)。

さて、通常の証券業務あるいはその類似業務でATS業務に近い活動をしていると考えられるのは、たとえばどのような活動だろうか。これについてSECは規制リリースの中で具体的な例を挙げて方針を示している。⁽⁴⁾代表的な例を紹介してみよう。

まず、証券会社のブロック取引デスクでの取引であるが、証券会社が自分が相手方となって取引を受ける場合には、売り買いどちらか一方が一主体となるので定義の(1)複数の売手と買手、という部分に該当せずATS

表3 規則3b-16による取引所定義解釈

- (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3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ば、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、注文を出した売手と買手が取引条件の合意に達するもの。
- (b) 組織、社団、個人の団体は、次のような活動を行っているだけである場合には、<証券取引所法第3条(a)(1)で証券取引所と定義するような>(中略)市場もしくは施設を構成、維持、提供しているとは見なされない。(1)注文を執行のために国法証券取引所、証券業協会が運営する市場もしくはブローカー・ディーラーに回送する場合、もしくは(2)単独のディーラーの気配に対して執行のために注文を入力させ、(i)業務の一部としてたまたまディーラーやその被雇者以外の者に表示されていなかった注文と付けあわされる場合、または(ii)自主規制機関に登録されたマーケット・メーカーとして行う活動の中で、マーケット・メーカー、他のブローカー顧客の指値注文を表示し、(A)顧客の注文をそうして表示された指値注文と付け合わせ、(B)マーケット・メーカー業務の一部としてたまたまマーケット・メーカーやその被雇者以外の者に表示されていなかった注文とクロスされたり付けあわされたりする場合。

表4 規則300(a)によるATSの定義

ATSとは、組織、社団、個人、個人の集団またはシステムであって、(1)証券の売手と買手を集めるか、その他の方法で証券に関して通常証券取引所法規則3b-16で言う証券取引所の果たす機能を果たす市場、もしくは施設を開設、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、個人の集団またはシステムにおける参加者の行為以外の参加者の行為を管理(govern)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。

の定義から免れる。また複数顧客間でのクロスが行われた場合でも、顧客や証券会社に執行に関する裁量権が一定程度あり、完全に裁量性のない方法によって取引が行われているとは言えないので、定義にはあてはまらないと言える。

同様に、上場証券を取引所外で自己売買によって自動執行している第三市場ディーラーの場合には、自動化の程度によっては裁量性のない方法による付け合わせが行われているケースもあると思われるが、証券会社が自己で受ける注文は売買の片方が一主体となり、売手・買手とも複数という部分に該当しない。

また、掲示板や情報ベンダーが複数の売手と買手の明確な取引意志をスクリーンに表示している場合には、定義の前半(1)には該当すると言える。しかし、こうしたベンダーなどは執行のためのシステムを備えていないのが通常であり、この場合には執行のためにはシステム外でコンタクトせざるを得ないので定義には該当しない。とはいえ、ベンダーなどが第三者と契約して執行システムを提供させ、裁量性のない方法で付け合わせをして外部の執行システムへ回送するなどというケースでは、全体の機能としてこの定義から免れることはできない。

債券などのインター・ディーラー・ブローカーのスクリーンなどのシステムは、たとえ執行の注文が電話など旧来テクノロジーでなされる場合でも、複数の売手と買手が参加し、明確な取引意図としての注文がスクリーンに表示されるケースが多く、その場合定義の前半(1)には該当する。インター・ディーラー・ブローカーの付け合わせ・執行の方法に裁量性があるかどうかは個々に判断されるが、通常は裁量性がないと見なされるだろう。

主要既存市場などで決定された価格を用いて注文をクロスさせる「パッシヴ・システム」の場合のSECの見解はやや流動的である。SECは、こうしたシステムは価格発見機能は備えていないものの、複数の売手・買手の注文が集められ、あらかじめ定められた時間に定められた方法で主市場からの価格を引用してクロスされ、システムのオペレーターには全く裁量性がないため、定義にあてはまらないとは言えないが、ATSと全く同じ価格発見機能上の規制の必要性はないのでATSと同等の規制義務を負う必要はないが、今後も監視を続けると思われる。

おわりに

日本と比較した時のアメリカの規制の特徴はどのようなところにあるだろうか。アメリカでは、システム化の程度や価格決定方式などによる区別をするのではなく、機能面での区別をした結果、取引所とATSを定義上同一と認めた上で取引高シェアの大小という量的な線引きをし、一方でブローカー・ディーラーの行う通常の証券業務との間の区別を慎重に行っていることであろう。これに対して、日本では、取引所とPTS業務との区別を価格決定方式によって区別し、競売買に代表される「高度な価格決定の方法」を用いた場合には取引所免許を必要とする規制になっていると言える。一方で通常の証券業務との線引きは、「電子情報処理組織」の利用の有無と、「同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として」いるかどうかによってなされていると見てよいのではないかと思われる。

証券取引所とPTS業務の線引きに関しては、価格決定方法によって区別をすることの合理性が明確ではないという指摘が行われていることはすでに述べたが、もう一方の通常の証券業務との線引きの点でも日本の規制の合理的な根拠は十分明らかではないと思われる。電子情報処理組織のという言葉の意味する中身が明らかではないためにコストや効率性の点で望ましいと考えられるシステム化まで抑制される可能性があるなら問題がないと

は言えないと思われる。

注

- (1) 大崎貞和(二〇〇〇)「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クオーターリー』二〇〇〇年夏号。
- (2) 横山淳(二〇〇〇)「わが国における取引所外取引の現状と課題」『証券経済研究』第二六号、二〇〇〇年七月。
- (3) 清水葉子(一九九九)「米国ATS規制の最終案(上)、(下)」『証券レポート』一五六七、一五六八号、一九九九年一月、三月。
- (4) Securities and Exchange Commission(1998) "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems" Release No.34-40760, Dec.22, 1998.
- (5) 通常の売買仲介業務とATSとの線引きについてのSECの関心の一つは、ナスダックの登録マーケット・メーカーの活動がATSの規定にあてはまってしまうことであった。ナスダックのマーケット・メーカーは、見方によってはひとりひとりが市場機能に近い機能を果たしていると言えなくもないからである。マーケット・メーカー業務は、取引の相手方となるのが常に単独のマーケット・メーカーであるので、この規定の(1) 複数の売手と買手を集め、という部分に該当しない。しかしながら、マーケット・メーカーのブックの中でたまたま顧客注文どしりが付けかわされたりクロスしたりする可能性もあるので、明確化のためにマーケット・メーカーとATSの定義から除外することを規則3b-16(b)(2)で明示しているのである。もっとも個々のマーケット・メーカーはこの定義にあてはまらないが、ナスダック市場全体としては同規則による取引所の定義を満たしているとしている。

(しみず ようこ・当所主任研究員)