

債券取引の電子システム

清水 葉子

1 はじめに

わが国では、一九九八年十二月に取引所外取引が解禁されたことにもなつて、証券取引法が改正され、電子システムを用いた取引所外取引であるPTS（私設取引システム）に対する新規制が導入された。従来の市場集中義務のもとでは、端株取引など一部の例外を除いて、取引所会員だけでなく事実上非会員に対しても、上場証券の取引はすべて取引所で行うことを義務付ける規制が存在した。市場集中義務の撤廃後は、証券取引所会員・非会員ともに、顧客からの書面による意思表示を受ければ、上場証券を取引所外で取引することができることとなっている。

取引所外取引が店頭での相対取引として個別に行われている限り、これは証券会社が行う通常の売買仲介業務としてとらえることができる。しかしながら、コンピューター・システムを用いて組織的に取引所外で売買付け合せを行うという形態をとると、通常の売買仲介を超えて市場としての機能を持つ可能性がある。アメリカでは、「代替的取引システム（ATS）」あるいはその一カテゴリーである「電子コミュニケーションネットワーク（ECN）」と呼ばれるような、自律的な市場機能を持つ取引の場が取引所外に現れたため、こうした自律的な市場機能を備えた店頭取引を通常のブローキング業務と区別して、追加的な規制を課すこととなった。わが国のPTS規制も、アメリカのATS規制を参考にして導入されたものである。

アメリカでは、取引所外の電子取引システムであるATSの取引高は一九九〇年代後半に入って大きく拡大し、一九九四年にニューヨーク証券取引所上場銘柄の一・四%、ナスダック上場銘柄の十四%を占めていたものが、現在では上場銘柄の三・四%、ナスダック銘柄の三〇%前後を占めるようになっていた。これは、市場規模としては地方証券取引所をはるかに上回る取引高であり、こうした取引所外電子市場をイノベーション阻害にならないような形でどのように規制するかということが、証券市場規制に関わる一九九〇年代後半の重要課題の一つであったと言つてよいだろう。

わが国では、PTSは、証券会社の認可業務の一つと位置付けられ、一定の付け合せ手法をとるものを指定して規制対象としている。規制の整備とともにすでにいくつかのPTSが稼動しており、現在では株券を扱うシステムが三システムに加えて、債券を扱うシステムが五システム認可され、運営を開始している。アメリカと異なり、わが国では、債券取引を対象としたシステムが早い段階から規制対象として認識され、また規制当局もPTS規制の導入にあつては債券取引システムを重視する姿勢が見られる。⁽¹⁾ 本稿ではこうしたわが国の状況をふまえて、ATS規制が導入された後のアメリカの債券取引システムの状況を紹介する。

2 債券取引システムに対するATS規制

アメリカの電子証券取引規制は、すでに述べたように株式を対象証券としたシステムが取引を拡大し、それに対応する形で導入された。このため、規制も株式向けのシステムを中心として制定され、債券のシステムについてはかなりの部分が対象外となるなどの措置がとられている。これは、債券取引には財務省の管轄による規制が存在することに加えて、もともと取引所のような集中的な市場を持たず、店頭での相対取引の形で行われてきた

ため、NMSなど株式向けに整備された市場構造と価格が異なる部分があったためであると考えられる。アメリカのATS規制についてはすでに紹介されているが、債券にかかわる部分を含めて簡単にまとめてみよう。

アメリカのATS規制の構造は、実質的な市場機能を果たす場を、取引所・取引所外のシステムともにいったん取引所の定義に含め、取引所登録を行うかどうかを運営主体の選択に任せる点にある。取引所登録を選択したものは従来どおりの登録証券取引所として市場監督などの自主規制機能などを果たし、取引所登録を選択しなかったものはATSと呼ばれ、ブローカー・ディーラーとして取引システムを運営し、別途定めるRegulation-ATSと呼ばれる規制に従う。

取引所登録を選択しなかった取引システムATSは、ブローカー・ディーラーであるから、取引所のような自主規制は行わない。しかしながら、ブローカー・ディーラーとしてNASDの会員となり、その自主規制の下に置かれる。さらに、システムの状況や取引高などを定期的にSECに報告するほか、システムの安全性維持や顧客の秘密保持義務などが課される。取引高が一定以上のATSはNMSへの参加が義務付けられ、最良気配の公表や公表した気配に対する外部からのアクセスを受け入れなければならない。さらに規模の大きいATSは、参加基準の策定やシステム・キャパシティなどについて取引所と同程度の維持義務が課される(表1参照)。

債券取引を対象とするATSについては、株式の取引システムとは異なる規定が一部に設けられている。これは、規制の提案時点で、株式取引と債券取引の市場構造の違いを主張したボンド・マーケット・アソシエーションなどの要望が採用されたことによると考えられる。ボンド・マーケット・アソシエーションの主張によると、債券取引は相対の店頭取引として行われており、電子システム登場以前には電話やファックスによる個別交渉によって取引を執行しているという点で、取引所のような集中的な市場を持つ株式とは市場の構造が異なる。近年

では、情報ベンダーが気配価格などを表示する端末を提供し、債券トレーダーは端末の表示を見ながら、電話で取引条件を交渉することも多い。さらに一九八〇後半ころから、個別の債券ディーラーが顧客機関投資家との間に専用回線を接続し、電話やファックスで行ってきた相対交渉を効率化する試みが見られるようになっていた。

こうした債券市場の状況を踏まえると、執行機能を備えていないが売り買いの意思表示がなされる電子掲示板タイプの端末や、電話による交渉を効率化しているに過ぎない単独ディーラーのシステムが「市場」として認定されてしまうことは、実質的に果たしている機能から見て実態にそぐわない。このことから、執行機能を備えていない電子掲示板タイプの端末提供はそもそも定義外としたほか、単独のディーラーの運営するシステムも明文で除外されている。

また、株式とは異なり、複数市場（取引所）を結んで気配表示や注文回送を行うNMSにあたる制度がもともと存在しないので、債券取引システムに気配表示義務や外部からのアクセスを義務付けることも不可能である。

表1 Regulation-ATSの規定

<p>ブローカー・ディーラー登録を行い自主規制機関NASDの自主規制に従う。 システム開始時・運営変更の20日前までにSECに届出。その後変更などの届出。 システム容量・システムの公正・安全性を適切に維持すること。 参加者に対するSECや自主規制機関の検査等に協力すること。 日々の取引状況・参加者の記録・参加者への通知・システム関連書類の記録保持義務。 4半期ごとの取引高等の報告義務、運営停止時の届出。 顧客の取引情報の秘密保持義務。 取引所でないATSは「取引所」名を使わないこと。 気配表示と外部からのアクセスに関する義務：(i) 対象証券について直前6か月中4か月以上の期間、平均一日取引高が総取引高の5%以上の場合：証券の上場先の証券取引所あるいは証券業協会の気配システムに、最良気配と注文サイズを表示。(ii) 気配提示している取引所あるいは協会のブローカー・ディーラーに対して表示気配へのアクセス手段を提供。 外部からのアクセスは、他の参加者に比べて不利な条件としない。 対象証券について取引高が20%以上などの巨大ATSは、参加条件を明文で定め、不正なアクセス制限をしてはならない。アクセス許可・拒否について記録を残し、SECに届け出る。さらに、システム・キャパシティ、取引の公正性、システムの安全性などについて取引所と同程度の規制に従う。 * 債券を取り扱うATSに関しては、一部の政府債などを扱うシステム・単独のディーラーの気配に対して取引執行するシステムは除外する、気配表示と外部アクセスに関する規定は適用されないことなどが定められている。また、執行機能を持たない電子板はそもそも市場の定義にあてはまらない。</p>

(出所) SEC "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems", Release No. 34-40760, 1998.12より作成。

このため、債券取引を行う A T S については、気配表示や外部からのアクセスも適用を除外されている。これに加えて政府債を扱うシステムは、別途財務省管轄の規制が課されているため、A T S 規制の適用は免除される。

しかしながら、A T S 規制の対象となる債券取引システムには、記録保持義務などを課されるほか、取引高が一定規模を超えれば、システム容量の維持などの追加規制が課される点は株式取引システムと同様である。もっとも、債券の取引高を計算するための T R A C E システムがテロ事件などの影響で稼働が遅れており、このため事実上債券取引のシステムごとの取引高計算が行えない状態である。S E C は、二〇〇一年十二月まで債券取引システムに対する規制の適用を延期する措置をとってきたが、その後も T R A C E システムは完成していない。S E C によると、現在のところ所定の取引高を超える債券 A T S は存在しないとされている。

3 債券取引システムの運営状況^{（付）}

ボンド・マーケット・アソシエーションの調べによると、アメリカ本国をベースにした債券取引を行う電子システムは、一九九七年には十一システムであったものが、一九九八年には二六システム、一九九九年には三九システム、二〇〇〇年には六八システムと急速に増大している。二〇〇〇年には毎週のように新しいシステムが設立されているとまで言われていたが、二〇〇一年にかけてはシステム間の合併がおこなわれたり、運営を停止するシステムが現れたりし始め、このところの増加一方であった潮流の変化としてとらえられている。二〇〇一年十二月時点では、アメリカをベースとするシステムは四九システムに減少している。

これに対して、二〇〇一年には、ヨーロッパをベースとしたシステムが、二〇〇〇年の五システムから二四システムに増加している（ただし、これには新しく設立されたシステムだけでなく、調査対象の拡大のために数字

の上で増加した分も含まれる)。さらに、シンジケート・ローンや商業モーゲージなど伝統的な社債・政府債とは異なる取引対象を持つものが六システム運営を開始しており、アメリカをベースとするシステムとあわせると、合計七九の電子システムが現在稼働しているとされる。

ただし、この調査では、A T S 規制の対象となるか否かとは独立に集計が行われているので、対象とならない単一ディーラーのシステムも含まれているが、一方で、同様に対象とならない気配値表示のみを行う情報ベンダーのサービスや、ソフトウェア会社は含まれていない。また個人向けの債券取引システムも除外されている。

4 債券市場の電子システムの種類

ボンド・マーケット・アソシエーションは、債券取引のための電子システムを次のようなカテゴリーに分類している。

オークション・システム

債券のオークション・システムは、債券の発行市場の取引を対象とするシステムが中心であり、通常の入札にあたるプロセスを電子化したものである。入札は、従来であれば電話やファックスを通じて行われて

表2 債券の電子取引システム

システムのタイプ	1997	1998	1999	2000	2001
オークション	1	3	10	14	16
クロス	2	6	8	22	25
インターディーラー	1	0	5	10	15
複数ディーラー	0	4	3	9	10
単一ディーラー	7	12	13	17	19
その他	0	2	1	0	0
合計	11	27	40	72	79

(注) 2001年の数字は、1業者が複数システムを運営しているケースがあるため単純合計ではない。

取扱い債券	1997	1998	1999	2000	2001
政府機関債	5	8	17	31	28
アセット・バック	0	1	2	6	6
社債	2	9	14	30	26
デリバティブ	N/A	N/A	N/A	N/A	8
ヨーロッパ系債券	N/A	N/A	N/A	16	37
ローン	N/A	N/A	N/A	N/A	6
モーゲージ・バック	2	3	5	14	8
マネーマーケット	3	5	13	13	11
地方債	3	10	18	31	23
レボ	4	4	4	4	6
政府債	9	20	27	34	33
その他	0	0	0	11	13

(注) 1システムが複数商品を扱うため、合計はシステム数を超える。

きたが、このシステムでは、入札のビッドを電子的に入力して集計するシステムとなっている。既発行債券の流通市場向けにオークション・システムを提供するケースもあるが、まれである。いずれの場合も発行者もしくは売り手が、発行する債券に関する情報や入札の条件をシステムに入力し、応札者がビッドを入力する。システムがこれを集計して、最高価格、あるいは最低のイールドを応札したものが落札する仕組みである。入札は匿名で行われるが、参加者全員が応札状況を見ることができ設計となっているシステムもある。

クロス・システム

一般に、ディーラーと機関投資家をネットワークで接続し、リアルタイムで定期的なクロスセッションを一日数回行う。株式ではコール・オークションと呼ばれるタイプのシステムである。機関投資家が匿名で希望する売買価格などを入力し、条件の一致した相手が存在すると自動的に執行される。システムによっては、取引条件の詳細を交渉するための別のフェイズを設けているものもある。このタイプのシステムは、ポートフォリオ戦略にしたがって、複数債券を含む複雑な売買を行う投資家に利用されていることが多いとされる。

インターディーラー・システム

債券のブローカー間取引を行うブローカーズ・ブローカーのサービスを電子的に行うシステムである。ブローカーズ・ブローカーは、ブローカーのシステムと接続し、匿名でブローカーのポジション処分を仲介する。アメリカでは政府債を扱う主要なブローカーズ・ブローカーのほとんどが電子システムでのサービスを提供している。

複数ディーラー・システム

複数ディーラーの気配値を顧客に提供し、顧客が有利な気配値を選んで執行できるようにしたシステムである。このタイプのシステムの多くは、各債券に対して複数のディーラーが提示した価格のうち、最良の売買気配値だけを顧客に提示している。参加ディーラーは取引のプリンシパルとなる。このタイプのシステムの扱う債券の種類は数多い。

単一ディーラー・システム

特定ディーラーと顧客を電子的に接続して、直接に取引執行を行うシステム。債券取引を行う電子システムとしては、このタイプのシステムが最初に導入されている。⁽⁵⁾ディーラーと顧客との接続は、当初は専用回線を用いていたが、現在ではサード・パーティのプロバイダを通じるもの、インターネットなど様々であり、とりわけインターネットを通じるものが増加している。すでに述べたように、単一ディーラー・システムは、個別の債券ディーラーが、機関投資家との間で行っていた電話による相対交渉をコンピューター・システムによって効率化したものに過ぎないため、実質的に市場機能を果たしているわけではない。このためこのタイプのシステムはATS規制からは除外されている。

5 おわりに

株式には普通株、優先株などいくつかの種類はあるものの、取引所などの流通市場で取引されるのは通常は普通株である。このため市場の観点からは、ほぼ一発行者が発行する株式は一種類であると考えられることができる。

さらに株式は発行者の業務運営が将来的にもたらず収益に対する請求権であり償還もありえないので、どの時期に発行した株券も同一の権利を持つ。このため、株式の取引は取引所のような集中的な市場を設立し、銘柄ごとにすべての需給を一ヶ所に集めることが効率的な価格形成につながると考えられる。

これに対して、債券の取引システムでは、もっとも成功しているのは、政府債の分野であるとされる（ボンド・マーケット・アソシエーションの調査では、政府債を扱う電子取引システムは全七九システムのうち三三を占めている）。政府債は、一日平均の取引高が三〇〇〇億ドルと、アメリカ債券市場でもっとも流動性の高い証券であるのみならず、発行者が連邦政府という単一の主体であるため、取引対象の種類が比較的シンプルであることによると考えられる。社債も含めた通常の債券であれば、発行者の数も多く、信用度の点でも多様であるのみならず、同一の発行者が期間や償還スケジュールの異なる債券を複数発行しており、債券ごとに格付けが異なるのが通常である。このため、債券市場では伝統的に集中した市場を形成することができず、店頭取引が行われてきたと考えられる。

さらに、債券の価値評価という点でも、基本的に相対性格を持つ債権債務の取引を、取引所のような集中化した市場で行うことが効率性が高いとは必ずしも言えない面があると考えられる。ボンド・マーケット・アソシエーションでは、こうした株式とは異なる性格を持つ債券の取引システムに、株式と同様のアプローチで規制が行われることには一貫して疑問を提示する姿勢である。

わが国では、株式を扱うPTSがアメリカほどの拡大を見せておらず、債券取引を行うPTSの伸長が期待されているという点は、アメリカとは異なる動きであると考えられる。これは、株式についてはナスダックのようなスプレッドをとって取引を行うディーラー・マーケットの規模が小さく、オークションタイプの株式PTSの

拡大余地が狭いたためではないかと考えられる。

注

- (1) 吉野維一郎(二〇〇一)、「我が国における私設取引システム(P.T.S.)等の開設に係る現状と課題」月刊資本市場二〇〇一年四月。
- (2) 清水葉子(一九九九)、「米国A.T.S.規制の最終案(上)」、「(下)」、『証研レポート』一九九八年二月、三月、一五六七、一五六八号。
- (3) 規制では、取引所の定義を拡大し、「複数の売り手と買い手の注文を集め、裁量性のない方法で取引条件の合意を形成する場」を取引所とするとしている。これによって、取引所外の店頭取引であっても組織的な付け合せを行う場合は、取引所の定義に含まれることとなった。
- (4) The Bond Market Association(1999,2001) "eCommerce in the Fixed-Income Markets", December 2001.および November 1999. 一九九七年時点での債券取引の電子化については、淵田康之「米国における債券取引の電子化」『資本市場クォーターリー』一九九八年冬号、に詳しい。
- (5) 淵田(一九九七)によると、債券取引に電子システムを最初に導入したのはゴールドマン・サックスで、一九八〇年代の後半にC.P.発行のために提供した。一九九六年後半の時点で顧客数は約八十であるが、取引件数は一日一五〇〇から二〇〇〇件と活発である。注4参照。

(しみず ようじ・客員研究員)