

# 証券取引所とPTS

二上季代司

## 要 旨

PTS (Proprietary Trading System, 私設取引システム) の出現により、証券取引所とは何か、という議論が起きている。テクノロジーの発展と市場間競争の容認により証券取引所の伝統的な概念から逸脱した組織が trading system を提供できるようになったからである。

1969年に最初のPTSであるInstinetが業務を開始した。この時にアメリカで初めてPTSを巡る議論が提起された。議論の多くは、PTSを現行の連邦証券法の目的に即し、かつその枠内でどのように定義し、規制するか、という問題に終始している。すなわち、直接の問題関心は証券取引システムの規制のあり方にある。

しかし、この議論が深化する中で、PTSと証券取引所はどこが似ていて、どこが違うのかも明らかにされつつある。これまでのところ、売買制度（市場構造）、取引参加者、市場の所有者および運営者（ガバナンス）について両者の異同が明らかにされている。

他方、角度を変えて、証券取引所のあり方を国際的に比較してみると、取引所の組織形態において大きな違いが見られる。欧州では会員組織から株式会社組織への移行が見られるからである。イギリスのトレードポイントがアメリカの証券制度から見ればPTSであるが、当地では取引所である。市場間競争の展開の仕方がアメリカとは異なっているのであり、それが欧州では証券取引所自身の組織改革につながっている。

## 目 次

- |                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| I. はじめに               | IV. 証券取引所とPTSの異同     |
| II. PTSの法的位置づけ        | 1. 証券取引所とは何か         |
| III. PTSに対するSECの対応    | 2. PTSへの規制           |
| 1. 34年法規則15c2-10（旧提案） | V. 欧州の証券取引所—統合と株式組織化 |
| 2. 34年法規則15c2-10（新提案） |                      |

## I. はじめに

1969年、証券取引所類似の取引システム Instinet が開業したが、この時に、これを34年証券取引所法の目的に即し、その枠内でどのように規制すべきかが問題となった。Instinet は、コンピューターを利用して、参加者に市場および注文情報を伝達するなど取引所類似の機能を備えていたが、証券取引所のこれまでの概念に入らないように考えられた。しかし、単にブローカー・ディーラーとして規制するだけでは十分ではないとも思われた。

そこで SEC (Securities Exchange Commission, 証券取引委員会) はこれを規制するために、34年法規則15c2-10を2度(1969年、89年)にわたって提案したが、いずれも後日(75年、94年)に撤回している。15c2-10の提案以後、さまざまなコメントがよせられ、またその後の事態の進展もあり、証券取引所とPTS (Proprietary Trading System, 私設取引システム)とはどこが違うか、そもそも証券取引所とは何か、PTSをどのように規制すべきか、議論は深化していった。

本稿では、①まずPTSの現行の法的位置づけがどうなっているか、簡単に見る。②ついでInstinetの出現以来、PTSに対してSECが採った対応(規則15c2-10の提案とその撤回)を紹介し、③これを手がかりにPTSと証券取引所はどこが似ていて、どこが違うのか、売買制度(市場構造)、取引参加者、市場の所有者および運営者(ガバナンス)の各論点について両者の異同を整理する。④次にアメリカを離れて、欧州の証券取引所の売買制度、取引参加者、組織形態を概観すると、欧州では株式会社

組織の証券取引所が増えていることが確認される。ここでは取引所のガバナンス構造にこのような変化が生じている背景は何か、整理してみた。全般的にみて、これらの事態の背景にはテクノロジーの進展と市場間競争の容認がある。

## II. PTSの法的位置づけ

PTSとはアメリカで自主規制機関(証券取引所や証券業協会)以外のものが商業ベースで運営する電子取引のネットワークをさしている。証券取引所の外で、取引参加者をコンピューターのネットワークで結び、各参加者が取引の意志や気配情報を他の参加者に伝達し、注文の回送や執行のサービスを提供するものである。

現在、アメリカでは株式を対象とするPTSはいくつかあるが、最も代表的なものはInstinet, Posit, AZX(アリゾナ証券取引所)の三つである。その中で最も古いInstinetを例にとると、ここでは端末に参加者が売買の意向(売り買いの別、希望価格や株数)を入力し、それを見た参加者同士の間で交渉が行われ、取引が執行される。またInstinetは86年にCrossing Networkのサービスも始めている。これはバスケット売買を含む大口取引をNYSE等主要市場の終値で付け合わせ、売買執行するシステムである(Positのサービスもこれと同様である)。87年以降、Instinetはロイターの傘下にあるが、95年現在、端末数は全世界に5,200、1日あたりの売買高7千~8千万株。世界最大の店頭市場NASDAQの登録銘柄についてみるとその出来高の20%、上位100銘柄では実に60%を占めるとされ、米国の機関投資家上位500の約半数がこのような代替

的電子取引システムを利用しているという<sup>1)</sup>。

Instinet, Positの行為は、「他人の勘定において証券取引の執行を業とする」(34年法3条(a)(4))ブローカー業務に相当するとして、SECにブローカーとして登録している。登録ブローカーは投資家保護の観点から証券諸法、SEC規則を遵守しなければならない<sup>2)</sup>。また登録ブローカー・ディーラーは一部を除きNASDに登録する義務があり、NASD会員としての義務もある<sup>3)</sup>。

一方、Instinet, Positは、普通の意味の証券会社とは違って、市場類似サービスを提供している。証券取引所は国法証券取引所としてSECに登録する義務があり(34年法6条)、登録された国法証券取引所は、さまざまな義務を負う(後述)。この点については、SECから取引所として登録しなくても登録義務違反に問われない旨のNo-action letter<sup>4)</sup>を発行されている。したがって、国法証券取引所の登録義務から免れており、登録国法証券取引所が負わなければならない種々の義務からも免れている。

一方、AZXは参加者から指し値注文を集め、1日に3回の節立会いで売買を執行するもので、競売の証券取引所である。参加者は200社、1日平均40社が取引を執行しており、96年現在、出来高は1日平均20万株である。参加者の4分の1が証券会社、残る4分の3が機関投資家である。34年法は、当該取引所の取引量が限定的で投資家保護上問題がない場合には、登録を免除する旨の条項(34年法5条)がある。AZXはこれに該当するものとして登録を免除されているので、これまた登録証券取引所が課せられている上記の義務から免れているのである。

いずれにせよSECはPTSに対して、登録証券取引所として負わねばならない義務を免除しているが、その実際上の理由は、市場間競争を促進し、イノベーションを昂揚させる効果を期待しているからである。

## III. PTSに対するSECの対応

### 1. 34年法規則15c2-10(旧提案)

PTSの現行の法的位置づけは以上のようなものであるが、しかしSECは規制当局の立場からPTSに対して「ノーアクションアプローチ」や「出来高限定アプローチ」でよいと考えていたわけではなく、新しいアプローチを模索していた。

その最初の対応措置は、34年証券取引所法規則15c2-10の提案(69年8月、以下これを旧提案と呼ぶ)である。この規則案の内容は、PTSを証券取引所、ブローカー、ディーラー、証券業協会とは異なる「自動取引情報システム—Automated Trading Information System」と定義し、これに一種の登録義務を課するというのである。

すなわち、この旧提案は、①コンピューターまたはこれに類似した装置を利用して、参加者、応募者、顧客の間に証券の購入、売却の意向や引き合いを伝達するための自動システムを「自動取引情報システム」と定義し、②SECに計画書(Plan)をあらかじめ提出し、効力を発せられていなければ、ブローカー・ディーラーはこの自動取引情報システムを運営し、参加する事は出来ないとしたうえで、③公共の利益、投資家保護、法の下におけるSECの諸機能の執行に照らして必要あるいは正当と考えら

れる諸条件を課す事としている。④また、その計画書には、虚偽・誤解に導く気配や情報の伝達、相場操縦、不正使用を防ぐための運営ルール、システムの安全性の予防策、入力情報の記録の保全およびSECがリアルタイムでこれらの情報にアクセス出来るための対策、を盛り込んでいなければならない (Release No. 8661, 69年8月)。

しかし、この旧提案は75年に証券諸法が改正されたのをきっかけに撤回される。75年改正法では証券情報処理業者の登録義務 (34年法11A条b) があらたに設けられたので、旧提案はそこへ発展的に解消されることとなったのである (Release No. 11673, 75年9月)。しかし、11A条bは証券の気配相場または取引に関する情報の専門処理業者<sup>9)</sup>の登録義務を定めたもので、PTSは専門の業者ではないとしてこの登録義務からも免除されることとなった。

## 2. 34年法規則15c2-10 (新提案)

その間約10年を経て、Positの開業 (87年) など、80年代後半にPTSの数やその出来高が増え始める。これと平行して、NYSE (ニューヨーク証券取引所) を始め既存の証券取引所からの批判も高まる。PTSは証券取引所類似の施設でありながら自主規制機関としての証券取引所が負わされている義務の多くから免れているうえ、実質的に75年証券改正法に基づいて構築された全米市場制度の枠外にあり、不公正、不透明であるという批判である。さらに海外市場とリンクしたシステムに対してノーアクションアプローチを取ることは政府間、市場間のサーベランスの有効性およびその質を損なうものであるとの認識も高まってきた。

そこで再び、SECは修正された規則15c2-

10を提案した (Release No. 34-26708, 89年4月、以下、これを新提案と呼ぶ)。SECはここで、再提案した理由として次のように言っている。

1) 34年法は3条(1)で、取引所の定義を行っているが、その定義を広く解してPTSに国法証券取引所としての登録を要求した場合、PTSにかなりの負担をかける。登録国法証券取引所が満たさなければならない要件のうち、とりわけ取引所理事の選任と業務の運営において会員を正当に代表させることを保証すること、取引参加者は会員としての資格・義務を満たす必要があること、が障害になる<sup>9)</sup>。したがってPTSを取引所として登録することは望ましくない。

2) しかし、PTSを取引所として登録させなければ、PTSに対して、その取引参加者に法令・諸規則を遵守させる監視義務を要求することはできない<sup>7)</sup>。34年法6条(f)1はSECが非会員業者にたいして取引所諸規則を遵守させることができると規定しているが、この遵守の監視義務をPTSの運営者に強制することはできない。

3) また、現行のノーアクションアプローチでは、SECは四半期ごとの業務データ<sup>8)</sup>、および業務上の変更の報告を条件づけているが、この方法では当該システムをモニターするのに必要な情報入手に限界がある。

以上が34年法規則15c2-10を再提案した理由である。次にSECはこの規則案の内容について以下のように説明している。

1) 適用対象：スポンサーの外部へ証券の購入、売却の意向、気配、注文を伝達し、当該証券の取引の執行、決済の便宜を図るシステムを対象とする。ただし、ブローカーが自分の個

人顧客のために限定して使うシステム、株式以外の証券のブローカーズブローカーがそのために使うシステム、登録国法証券取引所や登録証券業協会の運営する注文回送システム (NYSEのDOTシステム、NASDのSOESシステム) はこの規則の適用除外とされる。

2) 登録義務：システムの運営者はSECに計画書 (Plan) をあらかじめ提出し、効力を発せられていなければ、ブローカー・ディーラーがこのシステムのスポンサーとなること、あるいはこのシステムにおいて証券の購入、売却の意向、気配、注文を入力することは出来ない。

3) 計画書の要件：計画書には、①スポンサー、取引する証券、運営方法のほか、②参加者に関する規定 (参加および脱退の条件、参加者の財務の健全性や適格性に関する要件)、③参加者に連邦証券法その他の法令・ルールを遵守させるためのサーベランスが可能なスタッフ、システム、④業務に関するすべての記録 (システムの財務状態、購入・売却の意向、気配、注文、取引執行に関するデータ) の5年間保持および要求あり次第SECがそれを利用出来るようにすることへの同意書、⑤参加者が連邦証券法に違反した疑いがある場合にその情報をSECに報告する旨の同意書等を含んでいなければならない。

4) 登録の判定基準：①スポンサーおよびシステムが、その参加者、応募者に申請書に記載された諸条件を遵守させることが出来るよう組織され、かつその能力をもつこと、②その計画書が、公共の利益、投資家保護、公正で秩序だった市場の維持、全米市場制度および証券の清算・決済の全国的システムに対する障害を除去しこれを完成させる上で必要かつ適当である

こと、③不必要、不適當な競争制限を課していないこと。

5) 登録後の諸規則の変更：①スポンサーは諸規則の変更提案の写しおよび修正の理由と目的についての簡単な説明書をSECに届け出ること。②届け出後30日以内に、SECはその変更案を承認するか、承認を延期するかの決定を行わなければならない。SECが承認を遅らせる場合、公衆のコメントが適当と判断した場合、変更案の届出の告知公表する。告知公表後30日以内、または120日以内でSECが適当と認定しその理由を公表して指定するかもしくはスポンサーが同意する30日より長い期間内に、承認するか、否かを決定しなければならない。

## IV. 証券取引所とPTSの異同

以上、新提案 (89年) についてやや詳しく紹介したが、すぐ分かるように、国法証券取引所の登録に関する34年法の条項に類似した規定が含まれている反面、盛り込まれていない規定もあることが分かる。重要と思われる点だけを一覧にすると表1のようになろう。すぐ分かるように、新提案はPTSの登録義務、登録要件、規則変更の登録について証券取引所の場合と極めて類似した規定を置き、言い換えればこの点で取引所とPTSをイコールフィッティングに置く反面、参加者の資格およびガバナンスの構造について異なった取扱いをしていることが分かる。

まず両者の違いについてみよう。PTSは商業ベース (営利目的) で運営されているのであり、参加者はいわばお客さんである。これを登録証券取引所のように数を制限してしかも証券会社に限定する必要はないであろう。したがっ

表1 証券取引所とPTSの法制上の違い(新提案による)

	国法証券取引所に関する34年法の関連条項	PTSに関する新提案(34年法規則15c2-10)
登録の要件	会員の法令遵守の監視(6条(b)1)	参加者の法令遵守の監視
	理事の選任, 業務運営における会員の公正な代表の保証(6条(b)3)	なし
	取引所規則が不正取引の防止, 正当・公正取引の原則を促進し, 全米市場制度に対する障害を除去しこれを完成させ, かつ公共の利益, 投資家保護をはかるべく意図されていること(6条(b)5)	申請書が公共の利益, 投資家保護, 公正で秩序だった市場の維持, 全米市場制度および証券の清算・決済の全国的システムに対する障害を除去しこれを完成させる上で必要かつ適当であること
	法令違反の会員に対する罰則規定を設けること(6条(b)6)	参加者の法令違反の疑いあればその情報をSECに報告すること
	取引所規則が不必要不適当な競争制限を課していないこと(6条(b)8)	不必要不適当な競争制限を課していないこと
参加者資格	登録ブローカー・ディーラー以外のものを会員に出来ない(6条(c)1)	なし
	財務上の責任, 営業上の能力につき基準を満たさず, あるいは正当・公平取引の原則に反する者の会員資格の拒否(6条(c)3)	計画書には参加者の参加, 脱退の条件, 財務の健全性, 適格性に関する要件を明示すること
	取引所は会員数を制限できる(6条(c)4)	なし
規則変更	規則変更の写し, 変更の理由と目的をSECに届け出ること(19条(b)1)	規則変更の写し, 変更の理由と目的をSECに届け出ること
	SECは届け出35日以内に承認か, 承認の延期を決定。承認を遅らせる場合, SECは遅くとも90日以内に承認するか, 否かを決定しなければならない(19条(b)2)	SECは届け出30日以内に承認か, 承認の延期を決定。承認を遅らせる場合, SECは遅くとも120日以内に承認するか, 否かを決定しなければならない

〔出所〕日本証券経済研究所『外国証券関係法令集アメリカI〔改訂版〕』1990年およびSEC, "Proprietary Trading System", Release No.34-26708, April 11, 1989.より作成。

てまた, 業務運営はその所有者(出資者ないしは株主)が選任した役員によって執行されるべきで, その役員会に参加者代表が役員として選ばれかつ正当な議決権を持たなければならない理由はない。

### 1. 証券取引所とは何か

むしろ問題とすべきは, 登録証券取引所の方である。すなわち, なぜ証券取引所では参加者である会員の数を制限することができ, しかも会員を証券会社に限定し, しかもガバナンス構造において会員代表の議決権を認めるのか。言い換えれば, アメリカでは証券取引所は, 取引参加者(会員), 所有者, 運営者が同一の証券

会社によって構成されている非営利組織になっているが, そもそもなぜ, そのような会員制度, 会員組織をとっているのか, という問題である。

#### 【会員制度】

まず証券取引所が取引参加者の数を制限し, かつ証券会社にのみ取引参加を限定してきた理由は, 需給の集中により流動性の確保, 公正な価格形成を図るためには出来るだけ多くの注文を集める必要があるが, そのためにはこのような方法がもっとも合理的と考えられたからである。というのは, ①立会場にすべての投資家を集めることは物理的に不可能であるし, ②たとえそれを認めても約定不履行の危険を排除でき

ないからである。そこで取引所では立会場に収容できる数だけの特定された者が取引に参加できるMember制(会員制)にし, 会員資格を設けて約定不履行のリスクを排除する制度を設けた。そして会員になり損ねた者の取引は, 会員への売買委託を通じて執行できるようにして, 出来るだけ多くの需給の集中を図ろうとしたのである。かくして会員は他人の取引を委託される者, すなわちブローカーでなければならないのである。

イギリス, アメリカ, ドイツ等, 歴史的に見ても, 証券の売買のニーズを最も多く持つもの(すなわち証券業者)が出会いを求めて, 定期市, 商人の館, コーヒーハウスその他, 商人の集まる場所に集合し, 売買が大きくなるにつれて自ら市場施設を作ったのが取引所の始まりである。原基形態としては証券業者が取引所の所有者, 運営者, 参加者になるのが自然の成り行きである。

#### 【自主規制機関】

このように証券取引所では委託売買制度をとることにより不特定多数の注文が集中するため, 市場全体の証券の公正・円滑な流通および公正かつ平準化した価格形成が確保される。取引の集中および市場全体の拡大により出来高が増えてくるにつれ, 取引所の機能にはこうした公共性が備わり, ますます公共的になっていく反面, 顧客の注文執行を証券会社が代行することから不正取引や相場操縦等, 顧客利益を損なうことにより公共性を減じる恐れも高まってくるのである。

そこで公共の利益の維持・促進, 投資家保護の観点から行政当局が取引所の設立, 組織形態, 運営に対してなんらかの形で介入する必要が生じる。まずその設立について登録制や免許

制を通じて, 公共の利益, 投資家保護, 公正で秩序ある市場の維持という目的に沿った規則, 運営方法をもつ市場施設の設立だけを認めることにする。

次に, その運営, 組織形態についてはいくつかの選択肢が考えられる。一つは会員業者の利益を超えた非営利的で公共的な団体に運営を委ねる方法である。例えばドイツではつい最近まで取引所所在の各地商工会議所が運営体となってきた(地方証券取引所では今でも商工会議所が運営している)。しかし, この方法は, いわば専門家以外の者が運営にあたるだけで市場運営がスムーズに行かない等の欠点がある。そこで第二の方法として, 運営は会員業者に委ねるが, 会員が公共の利益, 投資家保護に沿った取引所規則ならびに連邦証券法を守っているかどうか, 彼らみずからに法令違反を監視する義務を負わせ, 違反者への罰則規定を設けさせるという自主規制のやり方がある。そして行政当局は自ら監視にあたるのではなく, 自主規制が十分に働いているか否か, という観点から取引所を監督するという二層構造の規制を採るわけである。

歴史的に見ると, アングロサクソンの英米では, 長らく自治組織である会員組織の証券取引所が, 公共性の観点から介入を求める行政当局に抵抗しつつ, 規則および運営においてみずから法令違反の監視にあたる自主規制機関へと進化していった。アメリカでは取引所規則の変更についてもこれを積極的に公示して公衆のコメントを求め, 変更規則案に公共の利益を反映させる事としている

### 2. PTSへの規制

ここまで見てくると, SECの新提案はなに

を目指していたのか、分かってくる。

新提案は取引所と同様に、PTS 設立に際して登録義務を課し、その規則や運営方法が公共の利益、投資家保護、公正で秩序だった市場の維持に沿っているかどうかチェックする。

また新提案は、PTS の運営者に対して、取引参加者がその属する PTS の規則ならびに連邦証券法を守っているかどうか監視する義務を負わせ、システムのルール変更についても公衆のコメントを求めることを要求している。すなわち新提案は、PTS を取引所と同じ種の自主規制機関とみなして、かかるものとして監督しようというわけである。

しかし PTS は自主規制機関ではない。繰り返し見たように PTS はもともと商業ベースで運営するものであり、その本質上、参加者を証券業者に限定することや参加者代表の役員を選任することを建前としていないし、新提案もそのようなことを要求していないしまた要求もできないだろう。それは PTS の本質 (Proprietary であること) に関わることだからである。にもかかわらず、参加者の法令違反遵守の監視義務を負わせるということは、行政の義務を PTS の運営者に負わせていることを意味し不当なコスト負担となる。またルール変更にも公衆のコメントを求めることは、PTS の運営者が柔軟かつ迅速に新しいサービスを導入することへの制限となる。

かくしてこの新提案が施行されると、実質的に PTS の活動は封じられてしまう可能性が高い。そうすると、75年改正で盛られた34年法のもう一つの理念、市場間競争の促進を損なうことになる<sup>10)</sup>。かくして、SEC は報告書「マーケット2000」の公表 (94年1月) の後、15c2-10を撤回して新たな新規則17a-23条を提案、

採決した (Release No. 34-35124, 94年12月, 17a-23条は95年6月より実施)。

17a-23条はBDTS (Broker Dealers Trading System) に記録保持と報告義務を課するというものである。この規則では、BDTSとは①全部または一部が自動化され、②システム注文<sup>11)</sup>を収集・伝達し、③システムを利用してシステム注文を付け合わせ、執行する、あるいは参加者間および参加者とスポンサーとの間で売買契約の便宜を図るもの、と定義される。こうして定義されたBDTSは、これまでのPTSのみならず証券会社の自動化されたディーラーシステム<sup>12)</sup>も含むことになる。

BDTSは、①ブローカー・ディーラーとしての取引内容の記録のほか、これとは区別してBDTSとして行った部分の取引内容の記録、およびシステム注文の日々の取引状況、参加者宛ての通知を保持しておくこと、②運営報告 (運営開始、システム変更等)、四半期報告等をSECに報告することが義務として課せられる。このような記録保持、報告義務はSECが監督する上での情報収集を目的とするものであり、先に撤回した15c2-10とは内容的に全く異なるものである。SECはPTSを取引所と同様の自主規制機関として処遇することはやはり無理だと判断し、これまでどおりブローカー・ディーラーとして監督すると同時に、取引所類似機能については別途新たに記録保持、報告義務を課して注視していくこととしたのである。

なお、PTSは全国市場制度 (NMS) に対しては実質的にその枠外にあって不透明であるとの批判については、気配ルールの改正で一応の決着が図られた。すなわち、例えばInstinetは法的にはブローカーなのでNASD規則に基づき取引事後情報 (出来高、出来値など) につ

いては90秒以内にNASDに報告する義務があり、それは総合取引報告システムCTSを通じて公表されるが、気配情報は開示しなくてもよく総合気配システムCQSにはのらないのである。このことが、気配情報の統合によって最良執行市場を発見するというNMSの目的に背馳するとの批判を招いていた。

そこでSECは34年法規則11Ac1-1 (気配ルール) を改正した (Release No. 34-37619, 96年8月)。これは、スペシャリスト、マーケットメイカーが顧客に提示するよりも良い気配をECN (Electronic Communications Network) に出した場合には、これを提示すべし、というものである。ECNとは具体的にはInstinetおよびNASDのSelectnetを指している。したがってPTSだけの問題ではない<sup>13)</sup>、さらにまたInstinetの気配をすべて公表するのではなく、スペシャリスト、マーケットメイカーの気配のみを対象にしたにすぎないのであるが、しかし、全国市場制度にたいしてPTSはどのような位置づけにあるべきか、という問題に対するSECの考え方が示されたことにかわりない。

かくてSECによるPTSの規制問題は紆余曲折の後、ようやく一段落した。しかしそれにしてもSECはどうしてここまで苦闘しなければならなかったのか。その理由は、第1にテクノロジーの進展によって容易に市場類似施設が商業ベースで作れるようになったことがあげられる。「市場」というからには、ある程度まとまった規模の注文を集める必要があるが、従来であれば注文の集中および組織的な需給適合のために物理的な空間 (立会場) が必要であった。また、立会場に収容できる数は限られるため会員制度によって委託注文を集めることも必

要になったであろう。つまり、それは取引所にほかならない。

ところが市場情報の提供、注文回送、執行、取引確認、決済という一連の取引プロセスが遠隔地から端末操作によって電子的に処理可能になるとどうなるか。注文は立会場という物理的な場所ではなくサイバースペースの中へ回送され、直接に取引に参加する者の数を制限する必要はなくなり、物理的には無数の投資家が直接参加出来る可能性が生まれる。会員制度、委託売買制度をとらなくても大規模に注文を集中し執行する取引システムが可能になる。

しかし、第二に、このような会員制度をとらない取引システムは技術的には可能であっても、市場間競争が容認されていなければ現実化しなかったであろう。すでにみたように、PTSの規模が無視できなくなるほど拡大してきた時に、SECは修正された34年法規則15c2-10を再び提案した。この新提案は会員制度を採らないPTSに対して、取引所に準じる位置づけを与えるものである。しかし、このやり方はもともとは私企業にすぎないPTSに一種の自主規制機関としての義務を負わせ、実質的にPTSの活動を抑制する効果をもつ。そうすれば取引所市場と取引所以外の市場との競争を制限することにつながる。75年改正で市場間競争が容認された以上、新提案を採決できなかったのは当然である。SECはPTSのおかげで競争効果がもたらされたと認識しているのである<sup>14)</sup>。

## V. 欧州の証券取引所——統合と株式組織化

テクノロジーと市場間競争が、アメリカではPTSを生み出し、その規制問題をめぐる議論

を展開させたが、欧州では、同じ事情がアメリカとは異なった事態の展開をもたらすことになった。

というのは、欧州では、各国の市場自体の規模が小さい反面、欧州諸国間では時差が無いため、市場間競争は国内ではなく国際的に展開されざるをえなかったからである。すなわちイギリスにおける86年の市場改革（いわゆるビッグバン）によって、ロンドン証券取引所（LSE）の外国株部門（SEAIQ インターナショナル）が成長したが、これが欧州に対外的な市場間競争を持ち込むことになったのである。というのは、①欧州諸国間には時差がほとんどなく立会時間が重なること、②SEAIQ インターは、LSE が認知する海外市場の上場企業のうち3社以上（93年までは2社以上）の会員業者が確定気配を表示するマーケットメイカーとしてLSEに登録するだけで気配が表示できる、いわば巨大な「勝手上場」の市場であり、欧州証券取引所と競争関係にあること、③96年からEU投資サービス指令が実施され、各証券取引所はこれまで他国に海外端末を設置する場合には必要とされていた受入れ国側の許可が不要となり、海外端末設置を通じた取引獲得競争が現実化すること、等による。

すなわち、欧州各国では競争効果によるイノベーションの発揮は海外との市場競争によってもたらされるのである。そこで、国内的には地方証券取引所の統合によって市場の厚みを増し、同時に証券取引所自体のガバナンス構造にメスを入れ、証券取引所を株式会社に組織替えることで資金調達機能を高めシステム化に対応しようというわけである。証券取引所の株式会社への組織替えのもう一つの効果としては、証券取引所自身によるイノベーションの発揚が

期待されていることがあげられる。

一例を挙げると、イギリスではすでに1973年、フランスでは91年に地方証券取引所を統合して証券取引所は一つだけになったし、スイス、ドイツでも統合化の動きがある。統合化は、国内市場の厚みを増すと同時に取引所のコンピューター投資の費用を節約出来るというメリットがある。その反面、市場間競争を抑圧するというデメリットがあるが、先にも見たように海外からの競争圧力が働いているのでこのデメリットは無視できるのである。

さらに、イギリスでは86年にLSEは株式会社に改組され、フランスでも88年にパリ証券取引所は株式会社に改組された。英仏では株主は会員に限定しており、運営にあたる理事会にも会員代表が選任される。実質的には会員組織であったところと変わらないようにみえるが、LSEでは個別株オプション部門のLIFFEへの移管、システム開発の民間業者への委託、売却、会員の対顧客業務を監視する部門の分離（SFA—Securities and Futures Authorityへ移管）など運営組織の簡素化が着実に進展している。

またドイツでは93年に持ち株会社「ドイツ証券取引所（ドイッチェベルゼーDB）」が設立され、フランクフルト証券取引所はその1部門となり、その後、派生取引所のDTBも傘下に入ってDBの1部門となった。現在その株式会社には譲渡制限が付いているが、これまでと比べて証券取引所の経営努力の発揚、資金調達能力の拡大につながっていることは間違いない。

このように欧州では国内的には市場間競争は起きないのであるが、海外からの競争圧力は十分働いており、既存の証券取引所の株式組織化によって新サービスの導入、システム化の促進

につながっているのである。

なお、イギリスでは95年に「トレードポイント」が公認投資取引所としてスタートし、国内でも市場間競争が展開され始めている。この「トレードポイント」は株式会社であり、その株式はLSEの中小型株市場部門AIM（Alternative Investment Market）に上場されている。トレードポイントの取引参加者は証券会社のほか機関投資家が含まれており、さらに取引参加者、所有者（株主）、運営者（経営者）は別であって、実質的にアメリカのPTSと同じである。イギリスの86年金融サービス法は、公認投資取引所を適用免除業者にして（同法36条）、この免除の承認を受けるための要件（付属規定4）を課すことで、投資家保護、取引の公正を図るという構図になっている。しかしこの法律には取引所の定義はないし、承認の要件にも取引参加者ならびに取引所のガバナンスに関する規定はない。このように証券取引所自体の概念も一義的ではないのである。

#### 注

- 1) "Instinet's identity crisis", *Institutional Investor*, November 1995.
- 2) 登録ブローカーの義務としては最低正味資本の保持（34年法規則15c3-1）、顧客の預り資産の保護（同15c3-3）、帳簿等の記録保持などがある。
- 3) NASD会員としての義務として、取引情報のリアルタイムの開示、注文の最良執行、NASDの情報提供要求に対する回答義務等がある。
- 4) 申請者は業務の性格、方法およびなぜ証券取引所としての登録が必要であるのか、その理由をつけた申請書をSECに提出し、SECはこれが正当であるかどうかを判断した後、四半期ごとの業務のデータの報告および業務上の変更の報告を条件に、Actionを起さない（登録義務違反として摘発しない）旨のレターを出す。
- 5) 現在、証券情報の専門的処理業者として登録されている業者として、SIAC（Securities Industry Automation Corporation）がある。SIACはNYSEとAMEXの共同子会社であり、各市場からの出来情報、気配情報を集め、これを編集しなおして総合取引報告システムCTS、総合気配システムCQSを通じてチャッカーおよび各情報ベンダーに配信している。
- 6) 登録国法証券取引所では、会員は登録ブローカー・

ディーラーでなければならず（6条b2）、それ以外のものは会員にできない（6条c）。また取引所の理事の選任、業務の運営において会員を公正に代表させること（6条b3）が要求される。

- 7) 34年6条b1は登録国法証券取引所の登録要件として、その取引所の会員が証券諸法、法に基づく規則、取引所諸規則を遵守するよう強制できる組織、能力を要求している。
- 8) 四半期ごとの業務データには、①当該システムの応募者の数と名前、②過去その参加を拒否または脱退した応募者とその拒否・脱退の理由、③受渡し不能の件数、④その際のシステム側の対応、および⑤その損害金のうちの程度までカバーできたか、⑥当該システムを通じて取引きされた証券の出来高とこれに関する情報、⑦参加者がサインを求められているルール、規制、それに類似した書類、契約書のコピー、が含まれる。なお、業務の変更に際しては30日前までのSECへの告知が必要とされる。
- 9) スポンサーとは、この取引システムを直接、間接に組織し、運営し、管理ないしは支配する者をいう。
- 10) 34年法11A条(a)(1)(c)「次のことを確認することは公益に合致し、かつ投資家保護および公正で秩序ある市場の維持のため適当である。(I)…略…。(II)ブローカーおよびディーラー間、取引所市場間および取引所市場と取引所以外の市場間の公正な競争。…以下、略…」
- 11) システム注文とは「証券を購入、売却する意志を通知するシステムに参加する参加者によって提示された注文、その他の伝達、および表示のこと」とされる。
- 12) Madoff社などの第三市場マーケットメイカーが提供する小口注文自動執行システムがこれにあたる。
- 13) つまりSECはInstinetの気配が公表されないというだけでなく、NASDAQのマーケットメイカーの「談合問題」に端を発して、彼らが利用しているSelectnetが業者間で気配交換しており、これが公表されていないことも問題視している。
- 14) 「過去20年間の市場におけるイノベーションは第三市場マーケットメイカーやPTSのような主要マーケット以外の代替市場から、あるいは代替市場の競争圧力によって生まれた」(SEC, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*, January 1994, pp13-14.)

#### 参考文献

1. Ian Domowitz and Ruben Lee, *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, May 1996.
2. SEC, "Proposal to Adopt Rule 15c2-10 under the Securities Exchange Act of

- 1934", Release No. 8661, August 4, 1969.
3. SEC, "Notice of Adoption of Rule 11Ab 2-1 and related Form SIP under the Securities Exchange Act of 1934; and Notice of Withdrawal of proposed Rule 15c2-10", Release No. 11673, September 23, 1975.
  4. SEC, "Proprietary Trading System", Release No. 34-26708, April 11, 1989.
  5. SEC, "Recordkeeping and Reporting Requirements for Trading Systems operated by Brokers and Dealers", Release No. 34-35124, December 20, 1994.
  6. SEC, *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Development*, January 1994.
  7. SEC, "Order Execution Obligations", Release No. 34-37619, August 29, 1996.

(追記) 小稿作成にあたっては、1997年1月21日、22日の2日間にわたって行われた「大阪国際ファイナンス・コンファランス」(大阪大学大学院国際公共政策研究科主催)での議論が参考になった。記して深謝したい。

(当所大阪研究所主任研究員)