

# 私設取引所 (PTS) の規制をめぐって

佐賀卓雄

## 要 旨

民間業者のコンピューター・ネットワークを利用した取引システム、いわゆる私設取引所 (PTS) はここ数年、取引高を急増させ、96年末には NASDAQ 登録銘柄の20%、NYSE 上場銘柄の4%を占め、Amex と地方証券取引所全体を加えた取引高をも上回っている。

これらの PTS は、これまで取引所としてではなく、ブローカー・ディーラーとして位置づけられ、前者と較べて相対的に緩い規制の下に置かれてきた。その最大の理由は、国法取引所としての登録が義務づけられると、自主規制機関 (SRO) としての負担が重く、それが事実上の参入障壁となって証券市場における革新が阻害されると、SEC が考えてきたことである。しかし、PTS が取引所とほとんど異なる機能を果たしているにもかかわらず、ブローカー・ディーラーとして規制することには無理がある。このため、SEC がノーアクション・レターを発出して、これらの PTS を行政措置によって個別に認可する措置に対しては当初から批判が絶えなかった。また、SEC は個別認可の度毎に、「取引所」と PTS の違いを詳細に論じているが、「取引所」概念は決して明確なものとはいえない。94年の『マーケット2000』報告書を契機に、PTS に対しては報告義務の強化などの措置が採られたものの、基本的には従来の方針が維持され、これらの批判には充分に応えるものではなかった。PTS は依然として法的な位置づけが不透明な状態が続いているのである。

しかし、96年10月に成立 (97年4月から施行) した全国証券市場改革法は、新設された34年証券取引所法第36条において国法取引所に対する登録免除についての SEC の権限を拡大し、「取引量が限定されているため、その登録を要求することは……公益または投資家保護のため必要または適当でない」(第5条(2)) 場合以外でも、免除を可能にした。これを根拠に、SEC は5月23日に従来の方針を見直すべく、関係者から143にわたる項目についてコメントを勧誘するコンセプト・リリースを発出した。その内容は、すべての PTS を取引所と位置づけ、

取引高や取引システムの特徴（価格発見機能をもつか否かなど）に応じて規制負担に差異を設ける、三段階の規制（three-tier regulation）を採用するというものである。これによれば、取引高が少なく価格発見機能をもたないPTSは、取引所として登録する必要はない、また取引高が多く価格発見機能をもつが会員制組織ではないPTSは、取引所としての登録が求められるが、免除権限を行使することによって不必要な規制負担を除去する、さらに会員制を採る伝統的な取引所についても規制負担を軽減する、ことになる。これは、これまでのSECのPTSに対する規制方針を根本から見直すものであり、SECの63年にわたる歴史の中でも最も急進的な改訂案である。しかも、『マーケット2000』報告書が刊行されてからわずかに3年しか経過していないことを考えれば、SECの中断ない証券市場改革への取り組みに驚かされる。

現段階では、今後の展開は見通しが見えないが、SECの方針変更は国際的にも大きな波紋を呼び、わが国においてもその影響は避けられないと考えられる。

## 目次

はじめに

I. 私設取引所 (PTS) の台頭

II. 証券取引所とPTS

III. SECのスタンスの変化

おわりに

## はじめに

情報処理、通信手段の発展は、証券取引システムを大きく変化させている。通信手段が充分に発達していない状態では、証券取引システムへの参加者は一定の地理的範囲に限定され、参加者は直接、取引に参加することができる。しかし、参加者数が次第に増加するにつれ、時間的、場所的制約からそれが不可能になると、専門に注文を処理する業者が現れ、それらを介して売買が行われるようになる。参加者の範囲が拡大するにつれて、お互いに必ずしもよく知らない場合が多くなるが、仲介業者を介することによって執行の確実性が高まる。このようにし

て、証券取引所は伝統的に会員制度、委託売買制度を特徴としてきたのである。

ところが、情報の処理がコンピュータを通じて行われるようになると、伝統的な取引システムとは異なる仕組みでも証券取引が可能になる。まず、地理的な制約が克服され、取引所の編成に大きな変化をもたらす。一定の地理的範囲を画して成り立っていた取引所は、それを越えて注文を受け、執行することが可能になるため、取引所の統廃合の動きがでてくる。一方では、投資家層の拡大は信用度、履行の確実性の問題を浮かび上がらせるから、専門的な仲介業者の必要性は一層高まるといえる。しかし、大口の機関投資家などに参加者を限定すれば、この問題は解消されるから、仲介業者を排除した

ところが、SECは最近になってこの市場運営哲学を大きく変更することになる見解を発表し、関係者からのコメントを勧誘している。現段階では、この結末は不明であるが、本稿ではSECのこれまでの見解を追跡しながら、このような基本的な変化の背景を検討する。

## I. 私設取引所 (PTS) の台頭

SECはPTSを自主規制機関以外のもの（典型的には、ブローカー・ディーラー）が商業ベースで運営するスクリーン・ベースの自動取引ネットワークと定義している<sup>1)</sup>。現在、顧客注文を内部的に処理するシステムも含めると、140以上のブローカー・ディーラーがこのような取引システムを持っているといわれる。その証券取引に占めるシェアは、『マーケット2000』公刊の時点（1994年）ではNASDAQ登録銘柄の13%、NYSE上場銘柄の1.4%であったが、96年末にはそれぞれ20%、4%に急増している<sup>2)</sup>。

それでは、ここ数年、PTSの取引高が急増している背景は何か。それを明らかにするためには、これらの取引システムの特徴を見ておく必要がある<sup>3)</sup>。表1は、主要なPTSの沿革とシステムの特徴であるが、69年に稼動し始めたInstinetを除けば、80年代後半から取引を開始していることがわかる。そして、これらのシステムの参加者はブローカー・ディーラーと機関投資家に限定されている。これが第一の特徴であるが、これらの取引システムは機関投資家のニーズを背景に台頭してきたのである。機関投資家は取引1回当たりのロットが大きいと、取引コストの構成も既に自由化されている委託手数料よりもマーケット・インパクト・コスト

取引システムも成立しうる。それが極限まで進んだ状態では、顧客がパソコンに注文を入力すれば、証券業者を介するか否かは別として、それらの付け合わせ、執行がサイバースペースの中で行われるということになる。物理的建物（フロアー）はもはや必要不可欠なものではない。いわゆるサイバー・エクスチェンジ、デジタル・エクスチェンジといわれるものである。ここでは、証券取引の原基的な形態である直接参加が再現され、伝統的な取引所の会員制度、委託売買制度といった特徴は必ずしも必然的なものではなくなる。

アメリカの私設取引所 (Proprietary Trading System, 以下、PTSと略) は、このような傾向を推し進めている点で注目される。これらのシステムが発展してきた背景には、証券取引における機関化にともなって、大口取引やバスケット取引が増加し、小口注文を前提として組み立てられている取引所のオークション・システムではそれらを処理しにくくなっていることがある。この結果、取引所外での執行ニーズが高まり、それに応えるものとしてPTSが発展してきたのである。

しかし、PTSの取引高が増加するにつれて、投資家保護、競争条件の公平性などの観点から、機能上は伝統的な取引所とは変わらないこれらのシステムをどのように規制するかが問題になる。この点に関しては、市場運営に対する考え方の違いを反映して国によって異なる。イギリスでは、取引所として規制しているのに対して、アメリカのSECはPTSをブローカー・ディーラーとして規制してきた。SECはPTSを取引所として規制すれば、規制負担が事実上の参入障壁となりイノベーションを阻害すると考えているのである。

表1 米国株取引に関する私設取引所 (PTS) の概要

PTS の名称	沿 革	稼働年	仕 組 み
Instinet	Institutional Networks Corp.として1969年に設立。同社は、登録ブローカー・ディーラー。国内子会社のINC Trading Corp.は、NYSE以外の米国証券取引所、およびCBOE, European Options Exchange (アムステルダム)の会員。海外子会社に Instinet UK Ltd. (LSE, フランクフルト, パリ証券取引所の会員), Instinet Canada Ltd. (トロント証券取引所の会員)。1987年以降はロイターの100%子会社。	1969年 1986年 1991年	Instinet System 参加者が端末に注文を入力し応答のあった相手方と売買条件に関するメッセージを端末を通じて直接、両者間で交換することによって取引を行う。取引対象銘柄は国内主要証券取引所上場株式 (含ADR), NASDAQ 銘柄, ピンクシート銘柄。決済は代行証券会社を利用。1995年の一日の平均取引高は7-8千万株。NASDAQ 銘柄の取引高の約20%, 最大100銘柄では60%を占める。 Crossing Network 執行時間前に入力された注文を主要取引所の終値や最終気配の中値 (店頭銘柄) などで執行。匿名性の確保。1993年の一日平均取引高は130万株。 Market Match NYSEの立会時間前に米国株の売買の場を提供。参加者は24時間注文を入力できるが、午前8時30分までに入力された注文を取引高加重平均価格で執行。
Lattice	CSファースト・ボストンの子会社, Lattice Trading, Inc.が運営。同社は登録ブローカー・ディーラー。96年5月, ステート・ストリート・バンクのブローカレッジ子会社が買収。	1990年	参加者は自分のコンピューターからモデム経由でLatticeに接続。注文は指定された市場に回送されるか, 指定された諸条件を満たす最良の執行を取引所, NASDAQ, およびシステム内の他の注文から見つけだす機能をもつ。
Posit	Jefferies & Co. (Jefco)の子会社 ITG (Investment Technology Group, Inc.)と投資運用会社BARRA社が共同開発。ITGは登録ブローカー・ディーラーであるが, 取引所の非会員。親会社のJefcoはNASDAQおよびボストン証券取引所の会員で, 取引所市場外での大口取引で知られている。	1987年	参加者は株のバスケット注文 (10銘柄以上, 一銘柄が全時価総額の30%を超えてはならない)を入力。一日5回, クロッシング取引が行われる。注文入力に際して, 公開する内容と公開する相手方を指定でき, 匿名性が確保される。取引所の立会時間前は取引高加重平均価格, 立会時間中は総合気配システム (CQS)の最良気配の中値で約定される。決済業務はJefcoが担当。96年の取引高は33億株で, 最も成功しているPTSである。
アリゾナ証券取引所 (AZX)	AZX Inc.が運営する登録免除証券取引所 (旧 Wunsch Auction System)	1991年	参加者の売買注文を単一価格競売で一括して執行するシステム。他のPTSがNYSEなどの主要市場の価格を利用して売買を成立させるのに対して, AZXの執行価格は参加者の注文によって形成された価格であり, PTSの中では, 唯一, 「価格発見機能」を有する。96年の取引高は一日平均20万株。 一日一回, NYSEの立会時間終了後の午後5時に取引が行われていたが, 96年6月に午前10時にもう一セッションを設けることがSECから認可された。また, インターネットを通じた発注も可能となるように計画。

(出所) Peltz [1995], Wall Street and Technology, each issue, 東京証券取引所 (1992)ほか, 各種資料より作成。

の比重が圧倒的に大きい。加えて、運用戦略も高度に洗練化されているため、ポートフォリオ全体をそのまま売買するバスケット取引に対するニーズが大きくなる。しかし、小口の単一の銘柄の売買を基本として組み立てられている伝統的な取引所の取引システムでは、これらのニーズに充分に応えることができない。例えば、取引所取引は価格優先や時間優先の原則に縛られるので、機関投資家の大口注文は板 (注文) の薄い地方証券取引所でのクロス取引によって一本値で執行されることになる。これらのニーズを汲んで場外執行を可能にしているのが、PTSなのである。逆に、取引所は注文の流出に対して、自らクロッシング・セッションを設けたり、時間優先の原則を緩めて大口注文の執行を容易にする対抗措置を採っている。

第二に、これらのシステムの執行価格は、主要取引所 (NYSE, Amex) の価格やNASDAQの気配を利用していることである (ただし、相対で売買条件を交渉するInstinetと、単一価格オークション (節売買)・システムである登録免除取引所AZXはそうではない)。この「価格の模倣」(derivative pricing)は主要取引所の価格形成機能への「ただ乗り」として批判されているが、これによってマーケット・インパクト・コストを抑えることができる。すなわち、売りと買いの出会いによって価格が決定されるのではなく、あらかじめ決まっている価格を了解した売買注文が執行されるという訳である。ただし、需給によって価格が変動する通常のオークション・システムとは異なり、約定率が低いのが難点である。機関投資家のPTSに対する不満の最も大きなものも、約定率の低さによる執行の不確実性、それにとまなう機会コストの発生である。

第三に、匿名性の保証である。大口注文の発注者はそれが開示されることを嫌う。それによって、執行以前に価格が大きく変動してマーケット・インパクト・コストが発生するからである。国によって開示範囲に少し違いはあるが、取引所取引では板情報が開示されるのが一般的であるから、大口注文の発注者である機関投資家は場外での取引を好むことになる (あるいは、アップステアーズと呼ばれる証券会社のブロック取引デスクでの注文執行が行われる)。これらのニーズに対応しているのが、匿名性を保証しているPTSのシステムである。例えば、Instinetのクロッシング・ネットワークは他の参加者に自分の注文が知られないようになっているし、Positは公開する内容や相手方を特定できるようになっている。

このように、総じて言えば、PTSは機関投資家の大口注文やバスケット注文を低コストで執行するニーズに応えるべく台頭、発展してきたといえる。このことは、証券市場における機関化現象が進展し続ける限り、これらの取引システムもそれに歩調を併せて成長していくことを意味している。しかし、伝統的取引所が長い時間をかけて築き上げてきたオークション・システムは、小口注文の執行システムとしては依然として透明性の高い効率的な仕組みである。現在の証券規制は、これらの時として対立するニーズを満たす取引システムを、全体として調和をとりながら発展させるという難しい課題に当面しているといえる。

## II. 取引所とPTS

SECは69年のInstinet以来今日まで、PTSに対しては個別にブローカー・ディーラーとして

認可してきた。これらのPTSは、以下にみるように、取引所の機構とはもちろん異なるものの、証券取引システムとしては機能的にほとんど変わらない。そこで、PTSが取引所ではないとすれば、そもそも「取引所とは何か」ということが問題になる。同様に、PTSは何故、「ブローカー・ディーラー」なのかということも問題になる。これまでのSECの「取引所」概念から検討しよう。

「取引所」は、34年証券取引所法第3条(a)(1)において次のように定義されている。

「取引所」(exchange)とは、……、証券の買い手および売り手を集合させるため、またはその他の方法で証券取引所として一般に解されているものにより通常行われている機能を証券に関して遂行させるため、市場の場所または施設を構成し、維持または提供する組織、社団または人の集団をいい、かつ、当該取引所の維持する市場の場所および市場施設をこれに含むものとする。

ここでは、「取引所」は証券の買い手と売り手を集合させるための場所または施設、およびそれらを維持するための組織、機構であるとされている。しかし、この規定自体は抽象的であり、特に「証券取引所として一般に解されているものにより通常行われている機能」(the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood)とは、具体的には何を指すのかが問題になる。SECはその後のPTSの認可を含む関連したリリースの中で「取引所」概念を論じているが、これを最も直接的に取り上げているのは、デルタ・ガバメント・オプション社を清算業者(clearing agent)として認可したリリースである<sup>9)</sup>。この中で、認可に賛成のコメントは、デルタが、「上場」という概念、

オークション・プロセス、指値注文ブック、自動執行を欠いているため、34年法の「取引所」ではないと主張した。認可に反対のCBT、CME、CBOEは、市場を見だし、価格を得て、時間を節約するという機能を売り手、買い手に提供するものは取引所であり、デルタ社の提供する機能は伝統的な取引所のそれと区別がつかず、取引所と分類されると主張した。これに対して、SECは次のように述べている。

……取引所をブローカー・ディーラー……から区別するのは、その仕組みによって、取引を集中させ、買い手と売り手がその注文を継続的に執行できると合理的に期待できるように、継続的に買い気配と売り気配を提供するという基本的な特性である。

ここでは、注文の継続的な執行を可能にする、売り、買い両サイドの気配表示が重要な構成要素とされている

もう一つ参考になるのは、SECが取引所とみなしながら、マーケット・メーカーの機能を果たすブローカー・ディーラーがない単一価格オークション・システムで、取引高が少ないと予想されることを理由に「登録免除」にしたアリゾナ証券取引所(AZX、申請の時にはウンシュ・オークション・システムという名称)のケースである。SECはAZXが取引所である理由を次のように述べている<sup>9)</sup>。

……取引システムが均衡価格を決定するようなメカニズムをもち、売り手と買い手が継続的に注文を執行できると合理的に期待しうる流動的市場を創造することを意図している……

ここでも、注文の執行を可能にする気配表示、流動的市場が重要な要素とされている。そして、シンシナティ証券取引所の自動取引システムであるNSTS(全国証券取引システム)

やAZXはフロアをもっていないから、取引を集中し執行するための物理的建物は必ずしも「取引所」を構成する不可欠な要素とはみていないことが明らかである。

逆に、PTSがブローカー・ディーラーとされた理由は、Instinetのケースで指摘されている。SECは理由として、Instinetが、(1)会員制ではない営利組織、(2)マーケット・メーカーやフロア・ブローカーのような「取引所型」の市場参加者がいない、(3)顧客は自分で気配と注文を入力する、(4)法律上、取引所とみなせるスキームではない、ということあげている。そして、参加者は大口の機関投資家に限られているから、取引所登録による保護は必要ないとしている<sup>9)</sup>。

PTSをブローカー・ディーラーとして認可した以上の主要なリリースから、SECが「取引所」をどのような機能を果たすもの、そしてどのような機構を備えていると考えていたかの輪郭がうかがえる。しかし、SECの見解は決して明快ではない。まず、以上のリリースでのSECの判断から取引所を構成すると考えられている要素を整理すると次のようになる<sup>9)</sup>。

- ・ 売買執行施設。
- ・ 継続的ベースでの売り・買い両サイドの気配提示。流動性を提供することによる価格形成。
- ・ 取引手続き、ルール、機構による価格発見機能。
- ・ 公式のマーケット・メーカー制度、統合された指値注文ブック、または単一価格オークション。
- ・ 売買執行を目的とした注文の集中。
- ・ 会員制度。

しかし、これまでのリリースの中で表明され

たSECの見解では、これらの要素のどれが満たされていれば「取引所」に該当するのかが明らかではない。言い換えれば、「取引所」を構成する決定的要素が不明なのである。SECが指摘しているように、PTSは明らかにこれらの要素のいくつかを満たしている。それでは、それが「取引所」ではないのは何故なのだろうか。この問題を検討するとき、格好の題材を提供しているのは登録免除取引所であるAZXとInstinetの場合である。

まず、両者に共通しているのは、会員制ではない、フロアがない、マーケット・メーカー制度を採用していない、単一価格オークション(AZX)や参加者の直接交渉(Instinet)による価格形成機能はもつ、ということである。しばしば価格形成機能は取引所の最も重要な機能とされ、確かに他のPTSはNYSEやAmex、あるいはNASDAQで形成された価格を利用している。しかし、地方証券取引所もその出来高の大部分を占める重複上場銘柄については同様であり、この点で決定的な違いはない。そうすると、両者の違いは、Instinetが「取引所」とみなせるスキームではない」という、極めて抽象的な根拠しか残らないことになる<sup>9)</sup>。

SECはこれまでも必ずしも「制度的規制」(institutional regulation)に固執してきた訳ではないが、PTSの規制についてはその色彩が強いといえよう。これが、「機能的規制」(functional regulation)の立場から一貫性の欠如を批判されてきた理由である<sup>9)</sup>。

### Ⅲ. SECのスタンスの変化

既に明らかにしたように、69年のInstinet

の稼働以来、SECのPTSをめぐる規制は決して一貫性のあるものではなかった。そこで、SECが一貫性を犠牲にしてまで、機能的には取引所と異なるPTSをブローカー・ディーラーとして規制することに固執し続けてきたことが改めて問題になる。

この問題を考える時、決定的に重要だと思われるのは証券市場統合を目指した75年証券市場改革法の理念として市場間競争が明確に打ち出されたことである。すなわち、60年代後半から問題となっていた市場の分裂を克服し、証券市場を統合する構想として、取引所、店頭市場、第三市場などの異なるシステムの間的气配、取引情報、注文回送をコンピュータ・ネットワークで結び、これらのシステムを競争関係に置くことによって、証券市場における革新が促進されると考えたのである。いい換えれば、SECにとっては「市場間競争」こそ最優先に追求されるべき課題であった。そうであれば、革新的な取引システムであるPTSを既存の取引所と同様の規制下に置くことは、それにとまらぬ規制負担が事実上の参入障壁となり、革新そのものを阻害しかねないことを意味した。これでは、SECの市場運営哲学に反することになるのである。これが、SECがPTSをブローカー・ディーラーとして位置づけてきた最も基本的な理由である。

しかし、PTSが取引所と変わらない機能を果たす以上、それらを異なる規制の下に置くことは様々な面で矛盾をもたらす。既存の規制体系の下でこの矛盾を回避する唯一の方法は、いわゆる機能的規制の考え方になつて、PTSも取引所として位置づけ、その上で34年証券取引所法第5条に基づいて取引高の少なさを理由に登録免除によって規制負担を軽減することである。

る。AZXはこのように位置づけられている。しかし、この方法では限界がある。すなわち、将来的にPTSの取引高が増加していけば、34年法第5条に基づく登録免除という手続きが採れない可能性がでてくるからである。このようにみれば、SECがPTSをノーアクション・レターによる個別認可という、法的な地位が必ずしも明確ではない状態に置かざるをえなかったのは、市場間競争による証券市場の統合という理念がはらむ矛盾の発露ともいえる。

96年10月に成立した全国証券市場改革法は、新たに34年証券取引所法第36条を設け、SECの登録免除権限を拡大し、限定された取引高以外の理由でも登録免除を可能にした。これを受けて、SECは97年5月23日に取引所規制に関する長文のコンセプト・リリースを発売し、143にわたる事項につきコメントを勧誘した。これは「SECの63年の歴史の中で最も急進的な改訂案」(*Financial Times*, May 26, 1997)と評価されるように、この問題に対するこれまでのSECの考え方が根本から変化する可能性を示唆しており、極めて重要な動きである。以下では、このリリースに表明されているSECの考え方を紹介し、評価しよう<sup>10)</sup>。

SECは、これまで伝統的な取引所とブローカー・ディーラーの両者の機能をもつPTSを取引所として規制するか、あるいはブローカー・ディーラーとして規制するかはケース・バイ・ケースであったと総括した上で、そのことが二つの意図せざる結果をもたらしたとする。一つは、PTSに対してその機能にふさわしい規制のスキームを適用できなかったことである。例えば、ブローカー・ディーラーであるPTSはSIPC(証券投資家保護会社)への加盟を義務づけられるが、PTSは顧客勘定をもっていない

い。また、PTSはSROである取引所やNASDの監督下に置かれるが、これらは取引システムという点ではオーダー・フローをめぐる競争関係にある。もう一つは、伝統的なブローカー・ディーラーの規制がPTSのような「市場」に適用されることを考慮していなかったため、市場の公正性、透明性、高潔性、安定性といった点で落差が大きくなってきたことである。ブローカー・ディーラーであるため、NMS(全米市場システム)に統合されず、価格の透明性が損なわれ、気配情報の流布が不完全になっている。このため、公共的な性格をもつ流通市場の公正性を疑問視させ、詐欺的および相場操縦的取引を排除し、公正な監視と市場間の競争を保証するメカニズムを欠く可能性を生みだしている。

現行の規制体系の下では、PTSに関連する諸問題の解決はそれらをより効果的にNMSに統合する途を検討することであるが、これには二つのアプローチが考えられる。一つは、これまでのように、PTSをブローカー・ディーラーとして規制し、ルールによって市場規制メカニズムに統合することである。しかし、これには既に指摘されているような規制上の不公平の問題がある。もう一つは、PTSを取引所として位置づけ、階層的なアプローチ(tierd approach)を採用することである。SECは、今回の提案でPTSをこのアプローチによって規制することを表明している。

階層的なアプローチとは、具体的には次のようなものである。まず、同じような機能を果たすシステムに対しては同一の規制の網をかぶせるといった機能的規制の考え方にに基づき、伝統的な取引所もPTSも「取引所」と位置づける。その上で、市場におけるイノベーションを阻害

しないように、取引高や仕組み、機能を基準として、規制のレベルを三段階に分ける。第一の階層(first tier)は、取引高が少なく、価格発見機能ももたないシステムである。これらは新たに設けられる「適用除外取引所」(exempt exchange)とする。第二の階層(second tier)は、取引高が多く、価格発見機能はもつが、会員制組織を採用していないものである。これらのシステムに対しては、SECに拡大された登録免除権限を行使して、不必要な規制を取り除く。第三の階層(third tier)は会員制組織の伝統的な取引所である。これらに対しても、環境の変化の中で競争的であるように、不必要な規制を除去する。

今回のSECの提案は、PTSをブローカー・ディーラーとして位置づけ規制するという、これまでの立場を基本的に変更するものである。しかし、重要なことは、非常に大きな証券規制体系の観点からいえば、今回の提案は75年証券改革法以来の全米市場システム(NMS)を最も基本的な枠組みとして、PTSをそれに組み込むという立場が徹底されていることである。この点では、94年の『マーケット2000』は、その後、PTSがSECにシステムの概要、四半期ベースでの取引高の報告と記録の保存を行うことを義務づける(94年10月、34年証券取引所法規則17a-23の採用)きっかけになったものの、NMSを構成するITS(注文回送システム)やCQS(総合気配表示システム)への統合を果たすことはできなかった。その意味では、当時提起されていた「市場の分裂」問題に十分に応えるものではなく、証券市場統合の試みは未完のままであったといえる。この統合を完成させることが今回の提案の意図であると考えられる。

しかし、基本的な性格の変更はそれに関連した規制体系の見直しをともなうから、いわば34年証券取引所法の全体にわたる改定作業が要請されるという訳である。一例をあげれば、上場制度を欠いたPTSは取引対象となる証券を自由に決めることができる。しかし、国法証券取引所においては登録していない証券を取引することは違法である(34年法第12条(a))から、PTSが取引所として位置づけられれば、取引対象となる証券は必ずから限定される。また、国法取引所間で認められている勝手上場である「非上場取引特権」(unlisted trading privilege, UTP)を適用するためには、「取引所」であるPTSも上場手続きのような制度を導入するか、またはUTPを拡大する必要がある。前者の方法による負担の増加を避けるために後者の方法を採用するとすれば、場外取引を禁止したNYSEの規則390との関連が問題になる。PTSが取引所であるということになれば、ここでの取引はもはやOTC市場とは見なされず、規則390は問題にならないからである。これは投資家保護および競争上の理由からは望ましいのか否か、が検討される必要がある。

ところで、75年証券改革法以来のSECの証券取引システムに対する規制のスタンスを理解するためには、その時に新たに設けられた34年証券取引所法第11A条が手掛りになるように思える。その(a)(1)(A)は、「証券市場は保持されかつ強化されるべき重要な国家財産であること」と、その公共財的側面を強調している。他方、(a)(1)(C)(ii)は「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市場間の公正な競争」を「確保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」とのべ、いわゆる市場間競争の促進を望ましいとしている。これがその後のNMS(全米市場システム)の構築に結実していくことになるのである。そこではInstinetのような民間業者も含めた市場間競争によるイノベーションの促進が強調されているのである。つまり、34年法第11A条は、最初から取引システムを公共財と私有財の二面的な性格をもつものにとらえていたといえるのである。証券取引システムの位置づけにおけるこの逆向きのベクトルこそが、その後の、しばしば揺れをともなうように見えるSECの規制のスタンスを規定したといえないであろうか<sup>10)</sup>。最も、それは事態の半面で、この間のアメリカ証券市場のダイナミックな発展もNMSが内包する「市場間競争の促進」によるところが大きいことも事実である。

## おわりに

テクノロジーの発展は、証券取引に様々な影響を及ぼしている。このうち、証券取引の組織された市場である取引所は、テクノロジーが可能にした空間的、時間的制約からの解放によって強烈な衝撃を受けている。今や、フロアのない取引所は珍しくなくなったし、市場間競争に生き残るために会員制組織から株式会社組織に移行する取引所もある。

アメリカでは、69年のInstinetの登場以来、機関投資家のニーズを汲んで、民間業者の運営、管理する私設取引所(PTS)が台頭してきた。これらは機能的には伝統的な取引所と異ならないにもかかわらず、最新のテクノロジーを利用することによって、伝統的な取引所の不可欠な機構とみられていた会員制やスベ

シャリスト、マーケット・メーカー制度などを欠いた取引システムを実現した。

これらの証券取引システムは、証券監督当局に微妙な規制問題を突き付けることになった。一つは、PTSがNMSの外部で成長してきたため、再び「市場の分裂」が問題になってきたことである。この問題に対して、SECは94年の『マーケット2000』報告書を契機に取引高の報告や記録の保管を義務づけるという措置をとったが、「市場の分裂」問題そのものには根本的な対策は採らなかった。もう一つは、これらのシステムがブローカー・ディーラーとして規制されてきたため、取引所や証券業協会(NASD)などの自主規制機関との間で、規制負担の不公平や整合性の点で綻びが目立ってきたことである。SECがPTSに対して比較的緩い業者規制で対応してきたのは、75年証券改革法が掲げた市場間競争の促進という観点から、これらのシステムが担ってきたイノベーションの萌芽を大事にするという判断があった。

しかし、ここ数年、PTSの成長が顕著なため、機能的に異ならない取引所とPTSを規制上、区別することが問題になってきた。こうした事情から、SECはPTSを取引所として位置づけ規制するというコンセプト・リリースを演出して、関係者からのコメントを勧誘した。現時点では、今後の展開は予想できないが、今回の提案は取引システムに対する根本的な見直しであるため、その影響も大きいと思われる。

## 注

1) SEC(1994), Appendix IV. なお、97年のコンセプト・リリースでは、「代替的取引システム」(alternative trading system)という用語が使われているが、これはそれまでのリリースで使用されていた「私設取引システム」、「ブローカー・ディーラー・システム」、「電子コミュニケーション・ネットワーク」(electronic communication network)と同じ内容を指している。本稿では、わが国で一般に使用され、なじみ深いと思わ

れるPTSを使用する。

なお、SECは『マーケット2000』でPTSを、ヒット・アンド・ティク・システム、マッチング・システム、オークション・システム、内部注文回送システムの四類型に分類しているが、これらに共通しているのは、システムへの参加者を専門的な投資家に限定している、登録ブローカー・ディーラーによって所有され、稼働している、という点である。

- 2) SEC (1997), *Release*, No. 34-38672.
- 3) 以下、佐賀(1996)を参照されたい。
- 4) SEC (1990), *Release* No. 34-27611.
- 5) SEC (1991), *Release* No. 34-28899.
- 6) SEC (1989), *Release* No. 34-26708.
- 7) 以下の整理については、Domowitz, L., "An Exchange is a Many-Splendored Things: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems", in Lo (1996) も参考にした。
- 8) 最も、SECは最初からブローカー・ディーラーとしての規制で十分と考えていた訳ではなかった。69年8月に、PTSを「自動取引情報システム」と定義し、これに一種の登録義務を課そうとしたのである(34年証券取引所法規則15c 2-10, SEC (1969), *Release* No. 3661)。しかし、この提案は75年証券改革法において証券情報処理業者の登録義務が設けられた(34年法11A条)のにもない、撤回される。しかし、PTSは証券の気配、あるいは取引に関する情報の専門処理業者ではないとしてこの登録義務を免除される。  
この規則は修正された上で、89年に再び提案される(SEC (1989), *Release* No. 34-26708)。しかし、今回も『マーケット2000』の公表後、PTSに対して取引報告義務と記録保持を義務づけた規則17a-23条の採択にともなって、撤回された。この間の経過については、二上(1997)を参照されたい。
- 9) 「機能的規制」とは、類似の機能を果たす主体には類似の規制が課せられるべきという考え方である。この場合には、独自のルールを設け証券取引の執行場所を提供する業者は、ブローカー・ディーラーであっても、取引所と類似の規制下に置かれるべきであるという考え方である。これに対して、「制度的規制」とは主体の性格を重視した規制の考え方である。この場合には、ブローカー・ディーラーが所有し稼働させているシステムであるから、取引所ではなくブローカー・ディーラーとして規制を課すべきだということになる。  
なお、「機能的規制」の立場からのSECの見解に対する批判については、Lee(1992), Domowitz, *op. cit.*, などを参照されたい。
- 10) SEC (1997), *Release* No. 34-38672.
- 11) 75年証券改革法の背景とその内容については、佐賀(1996b)を参照されたい。

引用・参考文献

- Domowitz, I. and Lee, R. (1996), *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, mimeo, May.
- Lee, R. (1992), *What is an Exchange?*, Capital Markets Forum, Discussion Paper, Apr.
- Lehn, K. and Kamphuis, Jr., R. W. (ed.) (1992), *Modernizing U. S. Securities Regulations*.
- Lo, A. W. (ed.) (1996), *Organization and Regulation of the Securities Industry*, NBER.
- Nyquist, P. (1995), "Failure to Engage: The Regulation of Proprietary Trading Systems", 13 *Yale Law & Policy Review*.
- O'Hara, M. (1995), *Market Microstructure Theory*; 大村敬一, 宇野淳, 宗近肇共訳 (1997), 『マーケット・マイクロストラクチャー』金融財政事情研究会。
- Peltz, M. (1995), "Instinet's Identity Crisis", *Institutional Investor*, Nov.
- Schwartz, R.A. (1993), *Reshaping the Equity Markets*.
- (ed.) (1995), *Global Equity Markets: Technological, Competitive, and Regulatory Challenges*.
- Securities and Exchange Commission (SEC) (1994), *Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments*, Jan.
- (1969), "Proposal to Adopt Rule 15c2-10 under the Securities Exchange Act of 1934", *Release No. 8661*, Aug. 4.
- (1975), "Notice of Adoption of Rule 11Ab2-1 and Related Form SIP under the Securities Exchange Act of 1934; Notice of Proposed Rules 11Ab2-2, 11Ab2-3 and 11Ab5-1; Request for Comments on the Need to Register Non-Exclusive Securities Information Processors; and Notice of Withdrawal of Proposed Rule 15c2-10", *Release No. 11673*, Sep. 23.
- (1989), "Proprietary Trading Systems", *Release No. 34-26708*, Apr. 11.
- (1990), "Self-Regulatory Organization: Delta Government Options Corporation: Order Granting Temporary Registration as a Clearing Agency", *Release No. 34-27611*, Jan. 12.
- (1991), "Self-Regulatory Organizations; Wunsch Auction Systems, Inc.; Order Granting Limited Volume Exemption from Registration as an Exchange under Section 5 of the Securities Exchange Act", *Release No. 34-28899*, Feb. 20.
- (1997), "Regulation of Exchanges (Concept Release)", *Release No. 34-38672*, May. 23.
- 宇野 淳 (1993), 「米国の株式取引の電子化」①～⑥, 『日経金融新聞』6月2日以降。
- (1994), 「変貌する米国株式市場と機関投資家」, 『インベストメント』(大阪証券取引所) 第47巻第2号, 4月。
- 佐賀卓雄 (1995), 「アメリカにおける証券取引システムの変貌」, 『証券研究年報』(大阪市立大学証券研究センター), 第10号, 12月。
- (1996 a), 「全米市場システムについて」(上)(下), 『証券レビュー』(日本証券経済研究所), 1月, 2月。
- (1996 b), 「証券市場統合のグランド・デザイン—ナショナル・マーケット・システムと『マーケット2000』—」, 『証券研究』第114巻, 3月。
- 清水葉子 (1997), 「アメリカの私設取引システム(PTS)と市場間競争」, 『証券経済研究』第7号。

- 東京証券取引所 (1992), 「米国における市場外売買システムの現状とその影響」, 『証券』, 12月。
- (1994), 『『マーケット2000』報告書について』, 『証券』, 4月。
- (1995), 「証券市場を取り巻く環境変化と証券取引所の対応」(その五 ニューヨーク証券取引所), 『証券』, 6月。
- (1997), 『海外証券取引所における主な市場改革の動向について』, 1月。
- 中村俊夫 (1996), 「証券取引所規制と市場の分散」, 『証券経済研究』第2号, 7月。
- 二上季代司 (1993), 「取引システムの変貌について」, 『証研レポート』, 5月。
- (1994), 「オーダードリブンとクォートドリブン」, 『証研レポート』, 12月。
- (1995 a), 「証券取引の効率性について」, 『証研レポート』, 8月。
- (1995 b), 「証券取引所システムの変化」, 『証券アナリストジャーナル』, 12月。
- (1997), 「証券取引所とPTS」, 『証券経済研究』第6号, 3月。
- 日本証券経済研究所 (1990), 『外国証券関係法令集—アメリカ I』。
- 淵田康之 (1997 a), 『証券ビッグバン』東洋経済新報社。
- , 大崎貞和 (1994), 「証券市場の競争力」, 『財界観測』(野村総合研究所), 10月10日。
- , 西昭仁, 大崎貞和 (1995), 「情報スーパーハイウエー時代の証券市場—証券取引のリエンジニアリング—」, 『財界観測』, 3月。
- (1997 b), 「米国の株式取引制度の改革」, 『証券アナリストジャーナル』, 2月。
- 米澤康博 (1997), 「市場間競争の経済的意義」, 『証券経済研究』第6号, 3月。
- (当所東京研究所主任研究員)