

わが国における取引所外取引の現状と課題

横 山 淳

要 旨

1998年に取引所集中義務が撤廃されてから1年以上が経過した。1999年の上場株券取引に占める取引所外取引の割合は売買数量ベースで8.19%に達している。

取引所外取引の位置付けについては大きく二つの方法が考えられる。一つは、市場相互をリンクさせることによって全体をあたかも一つのメタ（上位）市場として機能させる方法（市場間リンク型）、もう一つは、中心となる支配的市場の存在を認めた上で、他の市場についてはその中心市場と関連付けられた衛星市場として位置付ける（衛星市場型）というものである。わが国は基本的に後者のアプローチを採用している。その結果、顧客からの指示がない場合の取引所外取引の禁止、立会時間中における取引所外取引の価格制限などの規制が課せられている。

取引所集中義務の撤廃が、わが国の証券取引所に危機意識を喚起したことは疑いない。東証・大証・名証は立会外取引の導入など、市場の利便性向上を図る様々な改革に取り組んでいる。

一方、地方証券取引所は主要証券取引所の立会外取引導入や取引所外取引解禁により大きなダメージを受けた。1999年の上場銘柄取引に占める割合は5取引所合計で0.20%まで落ち込んだ。そうした状況下、広島・新潟証券取引所は2000年3月、東証に合併されるに至った。

取引所外取引の課題としては、報告に関する「5分間ルール」の運用を巡る透明性の問題、銘柄の流動性を考慮しない売買金額別の価格制限の当否、市場間の情報リンクの不存在などが指摘されている。この第三の点については、日本版NMS、市場間オークションといった構想が各方面から提起されている。具体化に当たっては様々な問題があるが、今後、日本版ECNなどを通じてリーテイルの取引所外取引が増加すれば、衛星市場型から市場間リンク型への移行の議論は避けて通れないであろう。ともあれ、取引所外取引を含む健全な市場間競争を通じてわが国証券市場が一層発展することを望みたい。

目次

はじめに

- I. 取引所集中義務の撤廃と取引所外取引の解禁
 1. わが国における取引所集中義務
 2. 1997年証券取引審議会報告書
 3. 金融システム改革法施行と取引所規則の改正
- II. 取引所外取引についての考え方（市場間リンクか衛星市場か）
 1. 取引所外取引の位置付け
 2. 市場間リンク型モデル
 3. 衛星市場型モデル
 4. わが国における理解
- III. 取引所外取引に係るルール
 1. 概要
 2. 取引所外取引の制限（顧客からの指示）
 3. 価格制限
 4. 報告・公表

5. 説明義務等

6. 私設取引システム運営業務

IV. 取引所外取引の動向とその影響

1. わが国の上場株券の取引分布
2. 「オークション」対「非オークション」
（東証・大証・名証・取引所外）
3. 取引所外取引の内訳（立会外取引との比較）
4. 取引所外取引・立会外取引の動向

V. 取引所外取引の課題

1. 透明性の議論－報告に関する「5分間ルール」の運用を巡って－
2. 価格制限について－流動性の相違－
3. 「市場間リンク」の必要性－夜間取引構想の浮上を受けて－

VI. まとめ

はじめに

わが国において取引所集中義務が撤廃されて1年以上が経過した。取引所集中義務の撤廃に伴って解禁された取引所外取引が1999年の上場株券取引全体に占める割合は売買数量ベースで8.19%に達している。その一方で、取引所取引については東京証券取引所（以下、東証）への一極集中が進み、2000年3月には広島・新潟の両証券取引所は東証に合併されることとなった。仮に、有価証券の取引が行われる「場」が、それがリアルなものであれヴァーチャルなものであれ、再構築されていくプロセスを「市場間競争」と呼ぶのなら、わが国は正に「市場間競争」の只中にあると言えるであろう。

本稿では、わが国における上場株券の取引所外取引の規制の枠組と取引の動向を検証し、今後の課題について考察する。

I. 取引所集中義務の撤廃と取引所外取引の解禁

1. わが国における取引所集中義務

わが国においては、証券取引所の規則によって、会員証券会社による取引所外での上場有価証券の売買は、売買単位未満の株券の売買や債券の大口売買など一定の場合を除いて、原則として禁止されていた¹⁾。法律上は、直接、取引所集中義務を定めた規定が設けられていた訳ではない。従って、学説上は、取引所集中義務を定めているのが証券取引所の規則であることから「非会員が取引所市場外で上場銘柄の取引をすることはもちろん可能である」という見解も存在した²⁾。しかし、実際には、こうした行為は行政当局によって事実上、禁じられていたと指摘されている。即ち、非会員証券会社は、自

らが会員となっていない証券取引所に上場されている有価証券の売買注文を受けた場合には、必ず会員証券会社に取次ぐように大蔵省によって指導され、取次ぎ先の会員証券会社（母店）を決めて、母店契約書を業務方法書に添付して大蔵省に提出することが求められていたという訳である³⁾。

2. 1997年証券取引審議会報告書

一連の金融システム改革（いわゆる日本版ビッグ・バン）の中で、取引所集中義務についても検討が加えられた。検討は、証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティーにおいて行われ、1997年5月16日報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（以下、WP 報告）が発表された。その中で「取引所は、需給の集約による公正な価格形成及び効率的な証券取引の実現に当たって重要な役割を担ってきた」ことを認めつつも、「取引所集中義務は……競争制限的なものとなっている」可能性を指摘し、「競争は、市場仲介者間のみならず市場間においても促進される必要がある。市場参加者及び仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにすべきである」という方向性が示された。そして、1997年6月、証券取引審議会は報告書（以下、証取審報告）を発表し、その中で「取引所集中義務を撤廃し、上場銘柄の取引所外取引を認めることとする」との提言を行った。

3. 金融システム改革法施行と取引所規則の改正

前述の通り、取引所集中義務の撤廃は、これを定めた証券取引所の定款の改正によって実現可能ではあった。しかし、法律上、上場有価証

券の取引所外取引が必ずしも予定されていなかったことから、問題となりうる法令上の規定が存在した。加えて、取引所外取引の公正性と透明性を確保する観点からも環境の整備も必要と考えられた。そこで1998年6月に成立した「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（以下、金融システム改革法）」によって、所要の法改正が行われ、1998年12月1日に施行された。

各証券取引所においても定款の改正が実施された。例えば、東京証券取引所においては、1998年10月20日の定例理事会において、取引所集中義務を定めた定款第23条を削除することが決定された⁴⁾。このようにして1998年12月1日をもってわが国における取引所集中義務は撤廃され、取引所外取引が解禁されるに至ったのである。

Ⅱ. 取引所外取引についての考え方(市場間リンクか衛星市場か)

1. 取引所外取引の位置付け

取引所集中義務の目的は、需給の集中による適正価格の発見と流動性の確保にあった。従って、それを撤廃し取引所外取引を解禁するに当たっては、どのようにして需給の分断による弊害を防止して、価格の公正性と流動性を担保していくのが問題となる⁵⁾。言うまでもなく、規制が過重なものとなれば、市場としての利便性が低下し、国際的な「市場間競争」における競争力を失うこととなる。他方、規制が不十分であれば、いわゆる「市場の分断」により価格形成の公正性が損なわれ、市場の厚み・流動性が低下し、ひいては市場全体への信頼が揺らぐ

可能性がある。従って、取引所外における上場株券等の取引を、証券市場の中においてどのように位置付け、バランスのとれた規制を行っていくかを考えることは極めて重要なテーマであると言える。

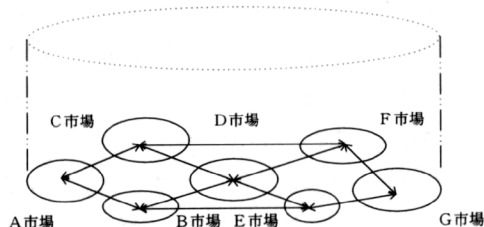
取引所外取引の位置付けとしては大きく二つに分類できると考えられる。これを本稿では便宜上、「市場間リンク型」と「衛星市場型」と呼ぶこととする。

2. 市場間リンク型モデル

ここで「市場間リンク型」と仮に名付けたモデルは、証券取引所、証券会社（マーケット・メーカー）、ECN など、証券取引が行われる「場」＝「市場」が複数並立し、相互に競争を行うが、各市場間に情報的なリンクを張り巡らせることによって、全体をあたかも一つのメタ（上位）市場として機能させようという考え方である。それによって市場間競争のメリット（多様な取引サービスの提供、イノベーションの促進）を享受しつつ、そのデメリット（市場・情報の分断）を防止しようというものである⁶⁾。

市場間リンク型モデルを採用する場合の前提条件は、各市場をリンクさせるシステムを構築することである。加えて、各市場に対して自らよりも好条件での取引が可能な他市場に対して

図1 市場間リンク型モデル概念図



(注) 各市場をリンクさせることにより、全体があたかも一つのメタ（上位）市場であるかのように機能する。

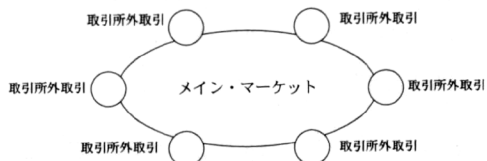
注文を回送するように義務付けるか、あるいは証券会社（ブローカー）に対してリンクされた市場情報に基づく「最良執行義務」を課す必要がある。

3. 衛星市場型モデル

ここで「衛星市場型」と仮に名付けたモデルは、基本的に証券取引の大部分が中心的市场（メイン・マーケット）において執行されることを前提として、メイン・マーケットでの執行が難しい取引については、その市場外での執行を認めようというものである。その際、取引価格の公正性を確保する観点等から、市場外での取引価格を何らかの形でメイン・マーケットにおける取引価格と関連付ける（例えば、メイン・マーケットにおける直近価格や終値を基準とした価格制限を課すなど）のが一般的であろう。その意味では、このモデルにおいて市場外取引・取引所外取引はメイン・マーケットに対する「衛星市場」という位置付けが与えられるものと考えられる。

衛星市場型モデルを採用する場合の前提条件は、流動性・価格形成の面で極めて高い信頼性を有するメイン・マーケットが存在していることである。ただし、独占的な地位を占めるメイン・マーケットの存在を前提とする結果、そのままではメイン・マーケットがその地位に安住して、競争原理によるイノベーションの促進や

図2 衛星市場型モデル概念図



(注) メイン・マーケットの価格を基準にした価格制限内で取引所外取引が認められる。その意味で取引所外取引は、取引所に従属する形となる。

多様な取引サービスの提供が阻害される可能性がある⁷⁾。従って、メイン・マーケットは、国内的には独占的な地位を占めているとしても、国際的には他国市場との間で競争関係が存在することが望ましい。

4. わが国における理解

前述の WP 報告は、取引所集中義務撤廃後のわが国証券市場のあり方について「競争は、市場仲介者間のみならず市場間においても促進される必要がある」と市場間競争を促進する立場をとることを明らかにしている。その上で、理論上は公正かつ透明な価格形成が行われるためには「取引所外取引を行う証券会社に対して、常時、気配を提示し、各社・各取引所の気配を系統的にリンクした上で、顧客の注文を最良の価格で執行する義務を負わせることが前提条件となる」と指摘し、市場間リンク型モデルが整合的であることを認めている。しかし、同時に「このようなインフラを整備するためには多大なコスト及び相当の準備期間が必要」となり、「取引所外取引への需給の分散が主たる市場である取引所の流動性を低下させ、むしろ公正な価格形成が阻害される恐れもある」ことから、「将来的には我が国証券市場のあり方としてそのようなシステムを構築した市場という選択肢もありうるものの……当面、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築の方が効率的かつ望ましい」と衛星市場型モデルを当面採用することとしたのである。証券取引法及び日本証券業協会規則によって規定された取引所外取引に関するルールも、次章でみるように、基本的に WP 報告の考えに則ったものとなっている。

Ⅲ. 取引所外取引に係るルール

1. 概要

取引の公正性・透明性を確保するために、取引所外取引にも一定のルールが必要であることは論を待たない。WP 報告も「取引所外取引に対しても公正取引を担保するためのルールが課されることが必要である」として必要となる対応を列挙している。これらの事項は、前出の金融システム改革法による証券取引法の改正と、関連政省令の改正によって手当てされた。また、実務的な観点が必要な事項に関しては、日本証券業協会の自主ルール（「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則（公正慣習規則第 5 号）」、以下、協会 5 号規則）に委ねられている。

2. 取引所外取引の制限（顧客からの指示）

証券会社が顧客から受けた上場株券等の売買注文を取引所外で執行できるのは「顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合」に限られ、それ以外の場合は「取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない」（証券取引法（以下、法）第 37 条）。これは WP 報告の「取引の公正性・透明性を確保する観点から……投資家が取引所外での執行を明示的に希望した場合にのみ、取引所外で執行するものとする」とあるのを受けたものである。こうした考え方は、ドイツ⁸⁾やフランス⁹⁾の規制に近いものであって、顧客から別段の指示がない限り、証券会社に対して取引を証券取引所に集中させることを

義務付けたものであると言える。その意味では取引所集中義務は未だ部分的には残っていると言うことができるかもしれない¹⁰⁾。

こうした規制スタンスは、衛星市場型モデルを前提としていることに起因していることは明らかであろう。立法論としては、証券会社に対しては顧客からの注文について、執行場所を制限するのではなく、常に「最良執行 (best execution)」を行うことを義務付ける、という方法も考えられるのである。しかし、わが国においては、取引所集中義務撤廃後の証券市場を「取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組み」で構築する方針が採られたため、取引は原則として証券取引所に集中させ、顧客が取引所外での執行を指示した場合にのみ、例外的に取引所外取引を認めるという規制が設けられたと考えられる。

3. 価格制限

取引所外取引における取引価格について、

WP 報告は「立会時間中については、価格の公正性を確保するために、取引所における当該銘柄の価格の一定範囲内とする」ことを提言した。これは「取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築」の一環と考えられ、衛星市場型モデルを前提とする以上、メイン・マーケットで形成された価格から大きく乖離した価格での取引が衛星市場において行われることを防ぐために必要な規制であるとも考えられよう。具体的な価格制限に関するルールは、実務的な観点が必要であることから¹¹⁾、法令ではなく協会5号規則第5条によって表1のように定められている。

これは WP 報告において「具体的には……小口取引では最良気配の範囲内、大口取引では直近時価の上下数%以内という考え方がとられるのが適当である」とあるのを受けたものである。こうした価格制限の理論的な根拠としては、次の説明が最も説得力のあるものであろう。即ち、取引所外取引の解禁は、証券取引所

表 1 立会時間内の取引所外取引の価格制限

①バスケット注文以外

売買金額 (1 銘柄)	価 格 幅
300万円以下 (小口注文)	基準価格公表証券取引所における直近の最良気配の範囲内
300万円超5000万円以下 (準大口注文)	基準価格公表証券取引所における直近の売買価格の上下 3 % 以内
5000万円超 (大口注文)	基準価格公表証券取引所における直近の売買価格の上下 7 % 以内

②バスケット注文 (構成銘柄数15銘柄以上、注文の総売買代金が1億円以上)

バスケット構成各銘柄につき基準価格公表証券取引所における直近の売買価格に各構成銘柄の売付・買付数量を乗じた金額の合計額の上下 5 % 以内

(注1) 基準価格公表証券取引所において、特別気配が表示されている場合は、小口注文は特別気配の価格で、それ以外の注文は、直近の売買価格ではなく、特別気配を基準として取引を行わなければならない (第6条)。

(注2) 基準価格公表証券取引所において、当日の売り気配又は買い気配のいずれか一方又はその双方がない状況で、小口注文を受けたときは、当日の直近の売買価格 (それもないときは証券取引所の定める基準値段) で取引を行わなければならない (第7条第1項)。

(注3) 基準価格公表証券取引所において、当日の直近の売買価格がない状況で、準大口注文・大口注文・バスケット注文を受けたときは、直近の売買価格ではなく、証券取引所の定める基準値段を基準として取引を行わなければならない (第7条第2項)。

(注4) 立会時間外については、価格制限は課されていない (第4条第3項)。

〔出所〕協会5号規則を基に大和総研制度調査室作成。

においては執行が困難であったり、あるいは高コストであったりする取引について、より利便性の高い取引手法を認めようというのが制度趣旨である。従って、投資者保護及び取引価格の公正性確保の観点からすれば、仮に注文をそのまま証券取引所に取り次いだと仮定した場合に成立したであろう約定価格よりも顧客にとって不利な価格での取引を取引所外で行うことを認めたのでは、趣旨に反することになる。そこで、マーケット・インパクト等によって一般に生ずると想定される直近価格からの変動の範囲を超えるような価格での取引を証券会社が行うことを禁じているのだという訳である。具体的には「板」上の最良気配での注文数量によって対応可能な小口注文については、直近の最良気配の範囲内での取引を義務付け、証券取引所で執行しようとする直近価格から数%の価格変動が生じるような大口取引については、その価格変動に応じた価格幅を認めるものと考えられる¹²⁾。

立会時間外については価格制限は課されていない（協会5号規則第4条第3項）。これは、立会時間終了後に生じる金融・経済情勢の急変などの結果、証券取引所における直近価格（終値）が必ずしも適正価格であるとは限らないことが理由である。また、取引所外取引は通常証券会社が取引の相手方となることが多い。従って、立会時間外については、オークション市場において取引を行うことが不可能であり、証券会社に生じるポジションリスクも相対的に高くなることを考慮した側面もあるだろう。

なお、取引所外取引に関する価格制限ルールは、あくまで取引所外取引を行い得る取引価格を定めたものであって、不公正取引の禁止等との関係においてセーフ・ハーバーとなるもので

はないと考えられる。

4. 報告・公表

いわゆる単一市場アプローチを採用するのでない限り、ある程度需給の分断が発生するのは不可避である¹³⁾。問題は、その弊害をいかにして最小限にするかという点にあることは前述の通りである。特に、透明性の確保は複数の市場の並立を認める以上、欠くことのできない問題である。WP報告においても「取引所外取引を認めた場合には価格情報の報告・集中・公表が不可欠な要素となる」と指摘している。

これを受けて証券取引法は、上場株券等に関する取引所外取引を行った証券会社に対して、その「種類・銘柄・売買価格・数量・売買成立日時・売買の別・自己委託の別」について「遅滞なく」証券業協会に報告することを義務付けている（法第79条の2、店頭売買有価証券市場等に関する省令（以下、店頭市場等省令）第3条の2）。加えて、報告を受ける証券業協会に対しては、「売買成立日時・種類・銘柄・売買価格・数量」について「売買の成立の後、速やかに」通知・公表することを求めているほか、毎日の総取引高等については、通知・公表を行うと同時に大蔵大臣に対して報告することも求めている（法第79条の3～4、店頭市場等省令第5～6条）。なお、報告・公表の実務的な取扱いについては、協会5号規則が定めをおいている。協会規則の定める報告・公表事項及びそのタイミングをまとめると表2の通りである（協会5号規則第10、13条）。

5. 説明義務等

取引所外取引を行うに当たっては、証券会社に「投資家に対して、取引態様（取引所内か取

表2 取引所外取引の報告・公表事項及びタイミング

取引の成立した時間	協会への報告	協会からの公表
営業日の0時から8時29分までに成立した取引	営業日の8時30分以降すみやかに一括報告	原則として、すみやかに公表 ただし、大口注文のうち売買代金50億円以上の超大口注文（店内対当によるものを除く）は、報告を受けた日の翌営業日の16時に公表
営業日の8時30分から16時59分（半休日は12時59分）まで（JASDAQ 情報伝達システムの稼働時間中）に成立した取引	売買成立後5分以内（合理的な事由により報告が遅延する場合は、遅滞なく報告）	
営業日の17時（半休日は13時）から23時59分までに成立した取引	翌営業日の8時10分から8時29分までに一括報告	
休業日に成立した取引		

（注）JASDAQ 情報伝達システムにより報告を行う証券会社の場合である。

報 告 事 項	公 表 事 項
①銘柄名 ②売買価格（注1） ③売買数量 ④売買成立日時 ⑤売り・買いの別 ⑥自己・委託の別 ⑦基準価格公表証券取引所の名称及び価格（注2） ⑧売買の相手方（注3） ⑨その他協会が必要と認める事項	①銘柄名 ②売買価格 ③売買数量 ④売買成立日時 ⑤その他協会が必要と認める事項

（注1）株券は1株、転換社債券等は額面100円、証券投資信託の受益証券等は1口についての売買価格とする。

（注2）小口注文の場合は、最良気配。

（注3）相手が証券会社である場合は証券会社名、顧客の場合は、顧客である旨。

〔出所〕協会5号規則を基に大和総研制度調査室作成。

引所外か等）を説明」する義務を課すことによって、「投資家の自己責任に基づく判断を担保する」との方針がとられている¹⁴⁾。具体的には、上場株券等の取引所外取引を行う証券会社に対して取引の概要や「損失の危険に関する事項及び顧客に注意を喚起すべき事項」について記載した書面を顧客に交付することが義務付けられている（法第40条、証券会社に対する命令（以下、証券会社命令）第28条第2項）。具体的な説明事項等については協会5号規則が規定している（第14、15条）。ただし、継続的に取引を行っている一定の場合や、顧客が機関投資家等のプロ投資家である場合には、義務を免除されている（証券会社命令第28条第1項）。

6. 私設取引システム運営業務

（1）概 要

私設取引システム運営業務とは、米国の Proprietary Trading System (PTS) を念頭においた「商業ベースで運営される電子証券取引ネットワーク」¹⁵⁾ 業務であると理解されている。わが国においても取引所集中義務撤廃に伴い、こうした取引サービス業者の参入が予想されたことから、金融システム改革法による証券取引法の改正により、環境の整備が行われ、1998年12月1日より施行されている。証券取引法は、私設取引システム運営業務を次のように定めた上で、証券業務の一つとして位置付けて

いる（法第2条第8項第7号）。

- A. 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎもしくは代理である
- B. 電子情報処理組織を使用する
- C. 同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者とする
- D. 次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類する方法により行う
 - イ 上場有価証券について、証券取引所における売買価格を用いる方法
 - ロ 店頭登録有価証券について、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 総理府令・大蔵省令で定める方法

これは WP 報告の「当面、このようなシステムでは、基本的に取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないと考えられるので、取引所ではなく、証券業として整理することが適当」との考えを受けたものとも考えられる。

ただ、当局は一步踏み込んで、私設取引システムの売買決定方法については、「高度な価格形成機能」を有することを認めないとしている。即ち、「証券会社、証券投資信託委託業者及び証券投資法人等並びに証券投資顧問業者等の監督等に当たっての留意事項について」（以下、事務ガイドライン）において、私設取引システム運営業務の認可に当たっての留意事項として「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」を掲げ、認可に際しては「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持たないようにするものとする」との条件を付すものとしているのである（3-1-3）。従って、当局は、私設取引システムが高度な価格形成機能を持たないことを条件に証券業務の一つとしているようにも思われる。換言すれば、証券取引所と証券会社を分ける基準を「高度な価格形成機能」の有無においているのが、当局の立場であると見ることもできよう¹⁶⁾。

（2）認可条件

金融システム改革法による証券取引法の改正により、証券会社は従来の免許制から原則として登録制に移行した。ただし、一定の業務については業務の専門性や高度なリスク管理を求められることから認可制とされた¹⁷⁾。私設取引システム運営業務についても、一定の集团的、組織的な取引の場を提供するものであることから、認可業務とされている（法第29条第1項第3号）。具体的な認可条件としては、次のものが挙げられている（法第29条の4、証券取引法施行令第15条の2、証券会社命令第10条）。

- ・リスク管理体制の整備
- ・資本の額（3億円）
- ・純財産額（同前）
- ・自己資本規制比率が120%を下回らない
- ・売買価格の決定方法、受渡しその他の決済方法、顧客管理の方法、電子通信処理組織の運営の方法が、公益又は投資者保護のために必要かつ適当

加えて、事務ガイドラインでは次のような認可に当たっての留意事項を設けている（3-1-

3, なお, 既述の売買価格の決定方法については詳述しない。

- ・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及び人員配置となっていること。
- ・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。
- ・売買価格の決定方法 (既述)。
- ・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に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。
- ・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。

(3) 最近の動き

わが国における私設取引システム運営業務に対する規制のあり方は, 基本的には, かつての米国のPTSに対する規制方針を踏襲したものと考えることができる。ところが, わが国において私設取引システム運営業務に関する法令が施行された1週間後の1998年12月8日に米国では従来の規制方針の大きな変更が決定されたこと (施行は1999年4月) は実に「皮肉なことといわざるを得ない」¹⁸⁾。米国ではこうした取引所類似の機能を有するが自主規制を行わない施設のことを Alternative Trading System (ATS) と定義し直して, 原則として「取引

所」に該当するものの, 一定の条件の下で「取引所」の定義からの除外, 即ち, 取引所規制の適用免除が認められ, 証券会社 (ブローカー・ディーラー) 登録を行い証券会社に準じた規制に服することも認められるとされたのである¹⁹⁾。いわゆるECN (Electronic Communications Network) もATSの一種という位置付けである。言うまでもなく, 米国でこうした規制方針の変更が行われたのは, 情報通信技術の発達に伴い「市場」と「仲介者」の線引きが難しくなっていることが背景にあると考えられる。

わが国でも, 2000年5月23日に可決・成立した「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」による改正証券取引法 (以下, 改正法) の下で, 「有価証券市場」の定義が「有価証券の売買……を行う市場」 (改正法第2条第12項) と拡大され, 証券会社による有価証券の売買等までも文言上は含みうる極めて広い概念となる。同時に「証券会社……が, この法律……の定めるところに従って有価証券の売買……又はこれらの取引の媒介, 取次ぎ若しくは代理を行う場合」については原則として「市場開設免許」の取得を免除する (改正法第80条第2項) とされている (2000年12月1日施行予定)。その結果, 改正法の下での「市場」と「仲介者」に対する考え方は, 米国のATS規制に近づいたとも考えられる。ただ, 市場開設免許の免除規定は「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」には適用されないことから, 「高度の価格発見機能」の有無が「市場」と「仲介者」を分かちとる見解が維持されていると見ることもできよう。

持っている。

IV. 取引所外取引の動向と その影響

1. わが国の上場株券の取引分布

わが国における上場株券の取引分布の推移をまとめたのが表3である。

(1) 取引所外取引は1割弱のシェア

1998年12月1日に解禁された取引所外取引は、当初こそ「静かなスタート」となったものの、1999年1月～2月に急増し、1999年の年間ベースでは売買数量で8%、売買代金で9%のシェアを確保するに到った。これはほぼ大阪証券取引所（以下、大証）に匹敵する規模である。2000年に入ってから約8%のシェアを維

(2) 取引所取引は東証への一極化が進む

一方、取引所取引に限れば、東証への一極集中傾向が顕著に見てとれる。1999年の上場株券取引に占める東証のシェアは8割を超えている。特に、売買代金ベースでは取引所集中義務撤廃の逆風下でむしろ拡大している。取引所取引のみに限定すれば、売買数量・売買代金ともに約9割のシェアを占めている。2000年第1四半期ではシェアを落としているが、これは第1四半期のデータには、企業の決算期が集中する3月分のクロス取引の数字が含まれ、その影響が大きいからだと考えられる。特に2000年3月は、時価会計導入前の最後の3月決算期ということもあり、クロス取引の「駆け込み需要」が多かったものと思われる²⁰⁾。

表3 上場株券の市場別売買数量・売買代金分布

① 売買数量分布

(単位 千株)

	1996		1997		1998		1999		2000 (1～3月)	
		(%)		(%)		(%)		(%)		
東証	100,170,663	79.19	107,566,987	82.33	123,198,604	88.01	155,163,404	81.19	48,282,545	73.84
売買立会	100,142,702	79.17	106,902,807	81.82	110,128,385	78.67	143,553,555	75.12	42,592,334	65.14
ToSTNeT等	—	—	616,124	0.47	13,049,438	9.32	11,594,375	6.07	5,685,974	8.70
その他	27,961	0.02	48,056	0.04	20,781	0.01	15,474	0.01	4,231	0.01
大証	20,783,583	16.43	15,407,474	11.79	12,836,047	9.17	14,972,553	7.83	8,578,967	13.12
売買立会	20,777,193	16.43	15,268,474	11.69	3,462,236	2.47	5,376,211	2.81	1,551,414	2.37
J-NET等	—	—	134,379	0.10	9,372,313	6.70	9,594,830	5.02	7,026,426	10.75
その他	6,391	0.01	4,622	0.00	1,499	0.00	1,512	0.00	1,127	0.00
名証	4,104,887	3.25	6,098,369	4.67	3,367,103	2.41	4,934,239	2.58	3,375,502	5.16
売買立会	4,104,096	3.24	5,971,713	4.57	644,416	0.46	3,964,477	2.07	1,172,064	1.79
N-NET等	—	—	126,177	0.10	2,721,637	1.94	959,077	0.50	2,199,825	3.36
その他	789	0.00	478	0.00	1,049	0.00	10,684	0.01	3,611	0.07
地方証券取引所	1,437,694	1.14	1,584,838	1.21	356,069	0.25	384,818	0.20	32,944	0.05
京都	358,397	0.28	668,653	0.51	135,718	0.10	159,622	0.08	3,243	0.00
広島	257,362	0.20	182,309	0.14	26,609	0.02	19,891	0.01	4,709	0.01
福岡	300,442	0.24	244,591	0.19	48,321	0.03	51,406	0.03	12,550	0.02
新潟	231,261	0.18	240,751	0.18	48,856	0.03	51,657	0.03	1,629	0.00
札幌	290,232	0.23	248,534	0.19	96,565	0.07	102,242	0.05	10,813	0.02
取引所外取引	—	—	—	—	223,774	0.16	15,651,696	8.19	5,118,204	7.83

② 売買代金分布

(単位 百万円)

	1996		1997		1998		1999		2000 (1～3月)	
		(%)		(%)		(%)		(%)		
東証	101,892,633	74.83	108,500,228	71.64	97,391,574	78.34	185,541,796	80.05	82,390,055	72.66
売買立会	101,859,614	74.80	107,813,098	71.19	82,540,861	66.40	169,379,147	73.08	70,617,619	62.28
ToSTNeT等	—	—	631,485	0.42	14,831,853	11.93	16,145,377	6.97	11,760,988	10.37
その他	33,019	0.02	55,644	0.04	18,859	0.02	17,270	0.01	11,440	0.01
大証	27,280,288	20.03	27,024,413	17.84	20,532,086	16.52	22,105,113	9.54	17,097,477	15.08
売買立会	27,269,206	20.03	26,742,546	17.66	4,493,008	3.61	10,134,511	4.37	4,141,603	3.65
J-NET等	—	—	275,990	0.18	16,036,927	12.90	11,968,433	5.16	12,955,231	11.42
その他	11,082	0.01	5,877	0.00	2,151	0.00	2,169	0.00	643	0.00
名証	5,391,338	3.96	12,758,340	8.42	5,985,784	4.82	2,371,610	1.02	4,987,603	4.40
売買立会	5,390,018	3.96	12,618,206	8.33	450,085	0.36	1,424,538	0.61	612,262	0.54
N-NET等	—	—	139,352	0.09	5,535,187	4.45	942,271	0.41	4,374,360	3.86
その他	1,320	0.00	782	0.00	512	0.00	4,801	0.00	982	0.00
地方証券取引所	1,605,597	1.18	3,162,094	2.09	192,273	0.15	217,821	0.09	81,753	0.07
京都	600,321	0.44	2,114,963	1.40	83,397	0.07	97,730	0.04	61,925	0.05
広島	250,166	0.18	200,320	0.13	22,726	0.02	14,866	0.01	3,645	0.00
福岡	296,781	0.22	204,179	0.13	26,705	0.02	32,317	0.01	7,564	0.01
新潟	195,800	0.14	396,541	0.26	20,917	0.02	25,639	0.01	1,031	0.00
札幌	262,529	0.19	246,091	0.16	38,528	0.03	47,269	0.02	7,588	0.01
取引所外取引	—	—	—	—	209,448	0.17	21,543,004	9.29	8,837,508	7.79

(注1) 東証 ToSTNeT, 大証 J-NET 等, 名証 N-NET 等には, 各々, 立会外取引を含む。立会外取引の開始は, 東証が1997年11月, 大証・名証が1997年12月である。

(注2) 東証・大証・名証の「その他」とは, 立会外分売と過誤訂正である。

(注3) 広島証券取引所及び新潟証券取引所は2000年3月に東証に合併された。

(注4) 取引所外取引は1998年12月に解禁された。

(注5) 端数処理の関係で, 合計と内訳が一致しない場合がある。

〔出所〕東証統計月報・統計月報(大証)・名証統計月報・日本証券業協会の統計情報等を基に大和総研制度調査室作成。

東証での取引のうちオークション市場である売買立会は, 売買数量, 売買代金ともに1999年の上場株券取引全体の7割以上のシェアを占めている。過去3年と比較しても, 売買数量では若干比率を落としているが, 売買代金は1998年から6.68%ポイント上昇している。さらに実数でみれば, 売買数量・売買代金ともに過去3年の水準を大きく上回っており, 特に売買代金ベースでは1998年の2倍以上にも達している。

以上の点を考慮すれば, 東証, 特にその売買立会は, 取引所集中義務撤廃後においても, わが国におけるメイン・マーケットとして, 流動性提供・適正価格発見の中心的存在であると言えることができよう。もちろん, 市況の繁閑など

の影響も大きいので断定的なことは言えないが, 全体の売買数量や売買代金を見る限りは, 取引所外取引の解禁が, 東証の売買立会にそれほど大きな影響を及ぼしているようには認めにくいように思われる²¹⁾。

(3) 相対市場中心の大証, 苦境に立つ名証

それに対して, 大証や名古屋証券取引所(以下, 名証)にとっては厳しい状況となっている。大証は1999年の年間の上場株券の売買数量のシェア, 売買代金のシェアがいずれも1割を切ることとなった。これは1996年と比較すると半分以上にまで落ち込んだこととなる。しかも, 売買数量の64.1%, 売買代金の54.1%を

J-NET 及び立会外取引が占めている。この数値は1998年よりは下がっているとは言え、現物市場については、オークション市場よりも相対市場のウェイトが重いという大証の特徴が如実に現れている。

名証は、売買数量のシェアこそ1998年より若干の上昇を見たものの、売買代金は1%すれすれまでシェアを落としている。更に深刻なことは、他の多くの市場がシェアを落としつつも、相場の活況を受けて売買代金自体は上昇させている中で、名証は1998年から1999年へと売買代金を減らしていることである。

大証・名証とも2000年第1四半期にはシェアの回復を見せてはいる。しかし、前述の通り、3月決算期のクロス取引による影響が大きいものと考えられる。このことは2000年第1四半期の売買数量に占める2000年3月（1ヶ月間）の売買数量の割合をみれば明らかである。即ち、東証が41.5%、取引所外取引が44.5%であるのに対して、大証は65.3%、名証は86.2%を3月分の取引が占めているのである。時価会計の導入に伴い、クロス取引を利用した益出し・損出しが会計上認められなくなることから、今後はこうした「季節的な要因」に期待をかけることは困難となるであろう。

こうした状況の中で、大証では1999年10月にJ-NET ハイブリッド取引を導入し、J-NET の弱点の一つとされていたバスケット取引のてこ入れを行った。即ち、従来はJ-NET を利用したバスケット取引は大証銘柄のみによって構成されるものに限られていた。しかし、J-NET ハイブリッドソフトというソフトウェアによってJ-NET をグレードアップし、大証非上場銘柄を含めたバスケット取引についても相対交渉を可能としたのである。換言すればバス

ケット構成銘柄のうち、大証非上場銘柄については取引所外取引などを併用することによって対応し、大証銘柄については大証での取引に取り込もうという訳である。J-NET ハイブリッド取引の導入は大証において一定の成果が認められている（後述）。大証は2000年にも、ナスダック・ジャパン市場（2000年6月）、オプティマーク市場（2000年9月中旬予定）などを計画している。

名証では「コンペネット」「ディーラーズボード」という電子ネットワーク・サービスの提供（2000年2月7日スタート）を打ち出している。前者は、機関投資家等が複数の証券会社に対して大口・バスケット取引の執行条件のコンペティションを行わせるためのシステム、後者は、証券会社が上場株券等のマーケットメイクやポジション調整などを行うためのネットワークを提供しようというものである。これらもJ-NET ハイブリッド取引と同様に、取引所外取引を利用することによって非上場銘柄についてもネットワークの中で扱おうという試みである（構想の発表は、名証の方が先であった）。

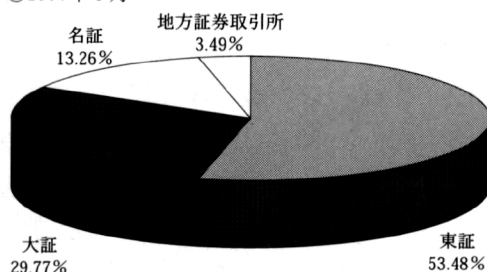
今日、大証・名証と言えども、何らかの市場活性化策を打ち出さないことには生き残ることが難しい状況になって来つつある。こうした市場活性化策が今後どれだけ効果を発揮することができかが、大証、名証の将来を占う上で重要なポイントとなるであろう。

（4） 地方証券取引所の再編

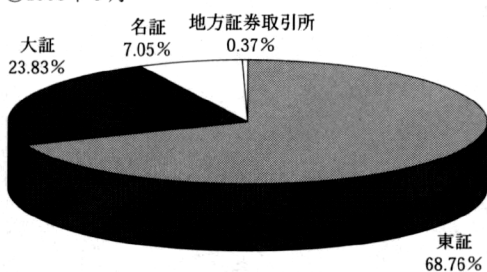
東証・大証・名証以外の地方証券取引所は、5市場合算しても1999年年間で全体の売買数量ベースで0.20%、売買代金ベースで0.09%を占めるに過ぎなくなっている。

図3 1997年～2000年にかけての3月決算期の売買数量比較

①1997年 3月

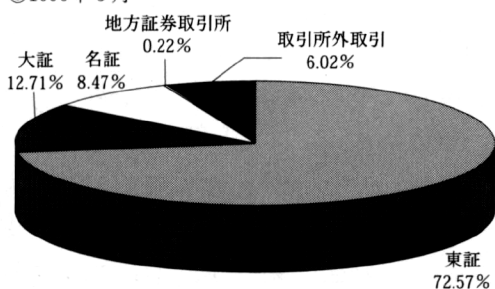


②1998年 3月

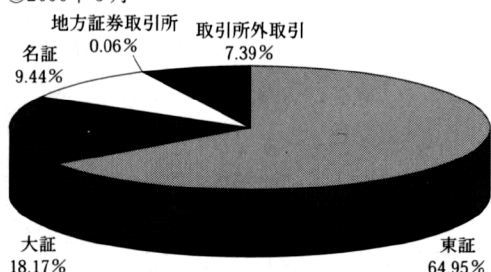


〔出所〕東証統計月報等を基に大和総研制度調査室作成。

③1999年 3月



④2000年 3月



地方証券取引所の地盤沈下の問題は、神戸証券取引所が閉鎖された1967年の証券取引審議会でも取り上げられるなど、決して新しい問題ではない。また、統計的にも、上場株券の売買数量全体に占める比率は、戦後ほぼ一貫して低下傾向が認められる。しかし、1997年以降は特に急激な減少に見舞われているのである。

これは1997年11月以降相次いで東証、大証、名証での立会外売買制度が導入されたことが大きく影響しているものと考えられる。更に1998年12月1日の取引所集中義務の撤廃と取引所外取引の解禁がそれに追い討ちをかけることとなった。即ち、地方証券取引所は取引数量の少なさから、いわゆるクロス取引の執行市場としての役割を果たしてきた面があった。しかし、相次ぐ非オークション市場の登場によって、クロス市場としての存在意義が薄れてしまったのである。そのことを示すのがクロス取引が増加する3月決算期における上場株券の取引分布を

比較した図3である。

立会外取引・取引所外取引がスタートしていない1997年3月には未だ地方証券取引所において約3.5%の数量が執行されていた。それが東証・大証・名証で立会外取引が導入された1998年3月には0.37%に低下し、取引所外取引も開始した1999年3月には0.22%、2000年3月にはわずか0.06%となっているのである。

こうした厳しい環境の変化の下、広島証券取引所・新潟証券取引所は2000年3月をもって東証へと吸収合併された。また、新聞報道によれば京都証券取引所も合併も視野に入れた存廃問題の検討に入ると報じられている²²⁾。地方証券取引所が、流動性の高い主要市場と互していくことは困難と考えられ、生き残るためには、取引銘柄かあるいは売買方法に独自性を発揮していく必要があるものと考えられる。札幌証券取引所や福岡証券取引所は、ベンチャー市場の創設という前者の方向性を模索しているようであ

図4 「オークション市場」対「非オークション市場」

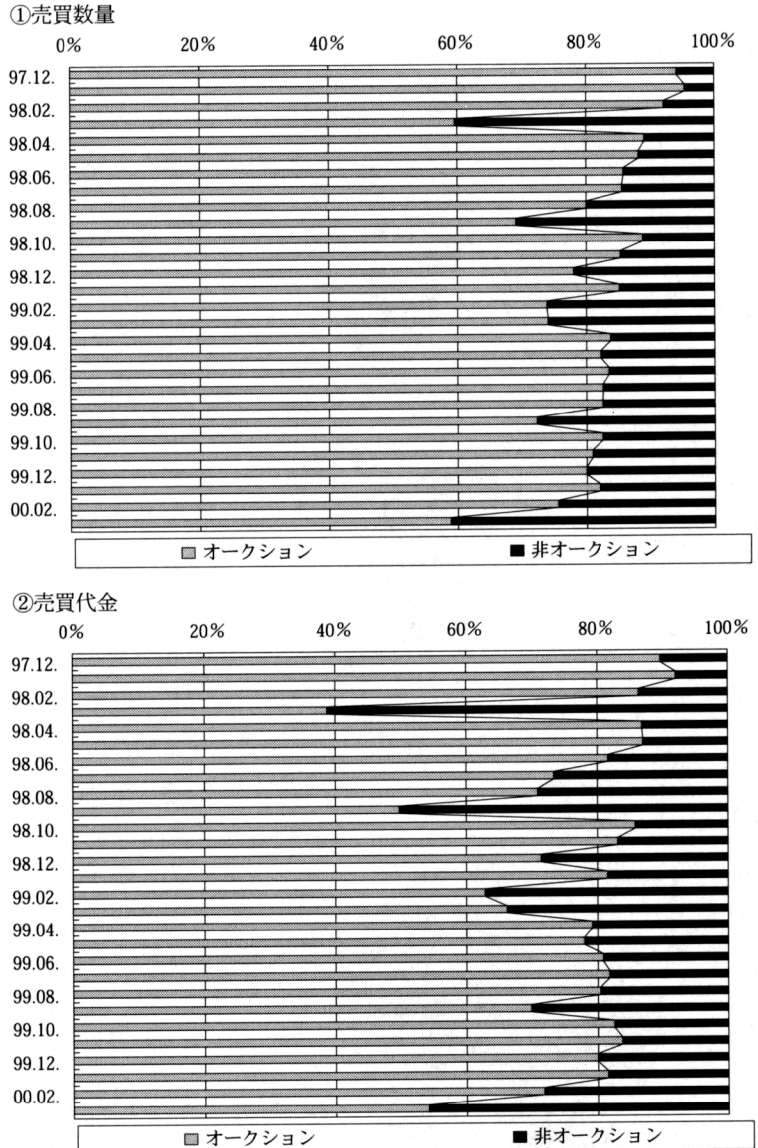
る。もちろん、この方向性自体は、地元産業の振興という大義名分もあり、決して誤った方向性ではないだろう。しかし、金融・証券市場のボーダーレスが進んだ今日、育った企業をどのようにその市場につなぎ止めておくのかという問題に早晚直面する可能性も否定できない。

2. 「オークション」対「非オークション」(東証・大証・名証・取引所外)

次にわが国の上場株式取引の執行場所をオークション市場と非オークション市場に分けて、その比率の推移を見てみたい。ここでは東証・大証・名証(以下、三市場という)の売買立会をオークション市場、三市場の立会外取引(ToSTNeT, J-NET, N-NETなど)と取引所外取引を非オークション市場と分類している²³⁾。

図4で確認できるよう

に、非オークション市場における取引は、1997年12月から1998年6月にかけて拡大した後は、決算期・中間決算期前後に増加するとは言え、ほぼ2割前後で推移していることが分かる。1998年12月の取引所集中義務撤廃による



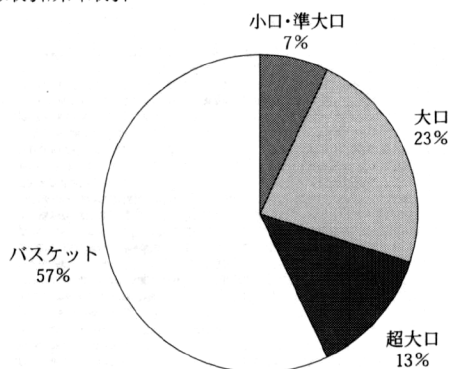
(注) オークションには東証・大証・名証の売買立会を含み、非オークションには東証・大証・名証の立会外取引(ToSTNeT等)と取引所外取引を含む。なお、過誤訂正・立会外分売については含めていない。

〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

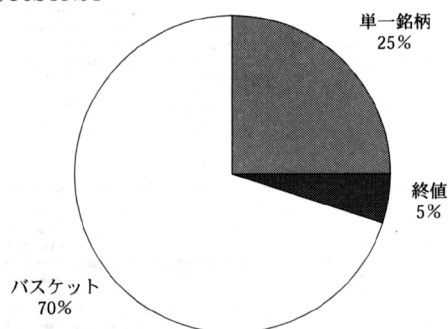
大きな影響は認めにくく、非オークション取引のニーズはある程度、証券取引所による立会外取引が既に受け皿となっていた可能性が高い。

図5 取引の内訳 (1999年の年間売買数量)

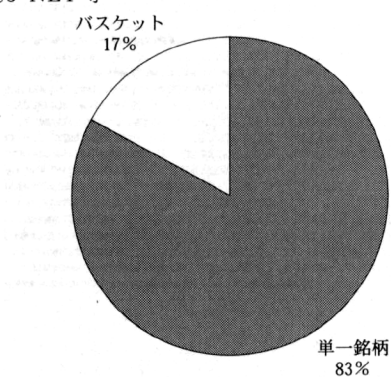
①取引所外取引



②ToSTNeT



③J-NET 等



(出所) 各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

3. 取引所外取引の内訳 (立会外取引との比較)

取引所外取引及び東証・大証の立会外取引の内訳を示したのが図5である。

取引所外取引の売買数量のうち約6割がバスケット取引である²⁴⁾。売買金額5,000万円超の大口・超大口取引も36%を占めている。その結果、両者をあわせると取引所外取引の約93%に達している。7%ほどある小口・準大口取引も主としてバスケット取引として報告される規模に達しなかったため個別の銘柄の取引として報告された「小規模なバスケット取引」の一部であると思われる。従って、今のところ WP 報告の描いた大口・バスケット取引ニーズの受け皿としての取引所外取引というイメージ通りの結果となっている。

東証 ToSTNeT も売買数量の約7割をバスケット取引が占めることとなっている。これに対して大証 J-NET 等は8割以上が単一銘柄取引である。このように市場の性格が分かれた原因としては、銘柄数の問題といわれる場口銭の問題があると考えられる。即ち、上場銘柄数の多い東証においては多様なバスケット取引の執行が可能である。一方、単一銘柄の取引であれば、場口銭が低く、その結果取引コスト低減が期待できる大証が選好されたものと考えられよう。

4. 取引所外取引・立会外取引の動向

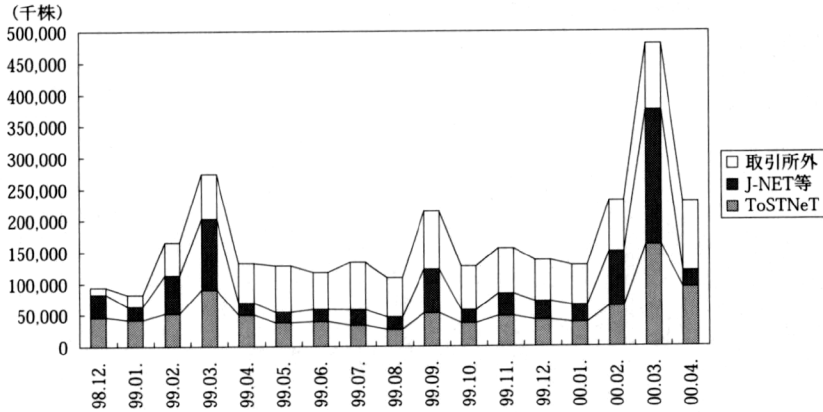
(1) 全体動向

取引所外取引及び主要取引所の立会外取引である東証の ToSTNeT、大証の J-NET 等 (大証立会外取引を含む、以下同じ) の1日平均売買数量の月次推移を示したのが図6である。

決算期・中間決算期の前後には大きく増加するが、それ以外は概ね1億～1億5千万株の範囲で推移している。ただし、全体としては若干の増加傾向も認められる。

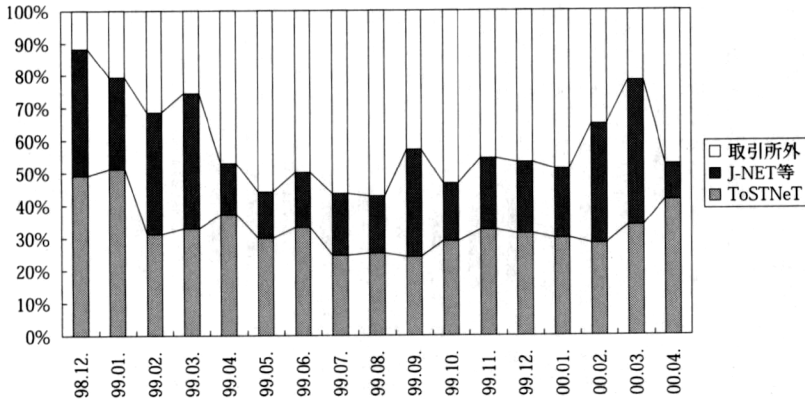
ToSTNeT、J-NET 等、取引所外の比較で

図6 ToSTNeT, J-NET等、取引所外取引における1日平均売買数量の推移



〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

図7 ToSTNeT, J-NET等、取引所外取引の売買数量比率推移



〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

は、決算期・中間決算期の前後では証券取引所の立会外取引が、それ以外では取引所外取引が優勢となる傾向が認められる。しかし、委託手数料完全自由化が実施された1999年10月以降は、制度改正を通じて利便性の向上が図られたこともあって、立会外取引も若干巻き返しつつある。

(2) 個別銘柄毎の取引

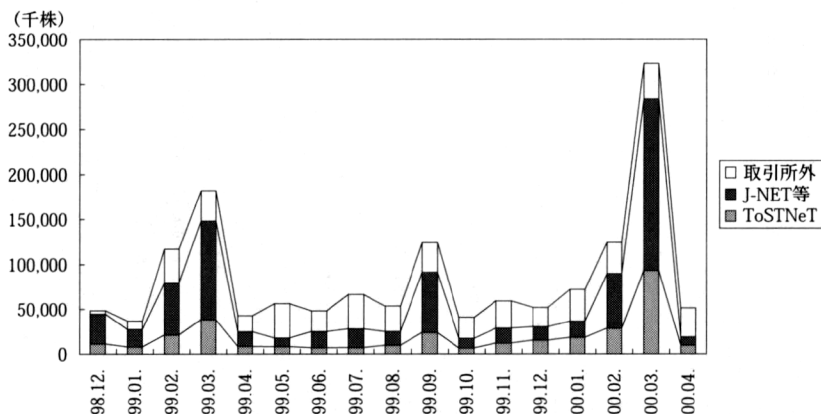
売買数量のうち、個別銘柄毎の取引について抽出したのが図8である。

決算期・中間決算期の前後とそれ以外の月の

落差は更に甚だしくなる。即ち、通常は概ね5千万株前後で推移しているが、決算期前後となると1億～2億株、特に前述の会計制度の変更に伴うクロス取引の「駆け込み需要」が膨らんだと見られる2000年3月には実に3億株以上にも膨れ上がった。ただ、今後は時価会計の導入によって、こうした傾向は徐々に沈静化に向い、決算期という季節要因はかなりの程度影響力を弱めるものと思われる。

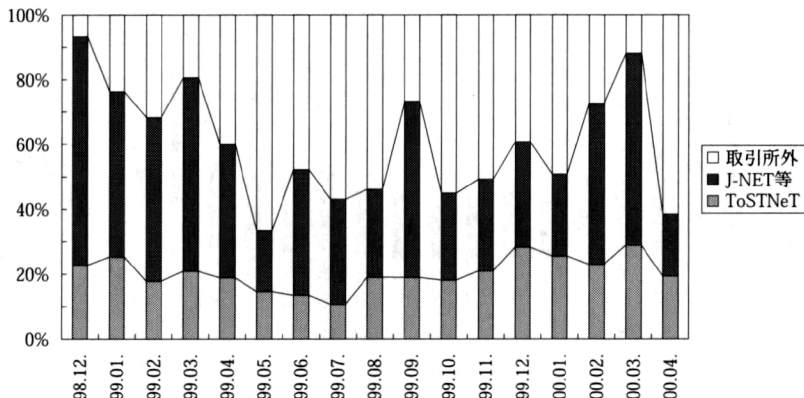
ToSTNeT, J-NET等、取引所外の比較では、大証のJ-NET等の占める比率が高い。特に、決算期の前後には50～60%にも達してい

図8 ToSTNeT, J-NET等, 取引所外取引における個別銘柄毎の取引の
1日平均売買数量の推移



〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

図9 ToSTNeT, J-NET等, 取引所外取引の個別銘柄毎の取引の売買数量比率推移



〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

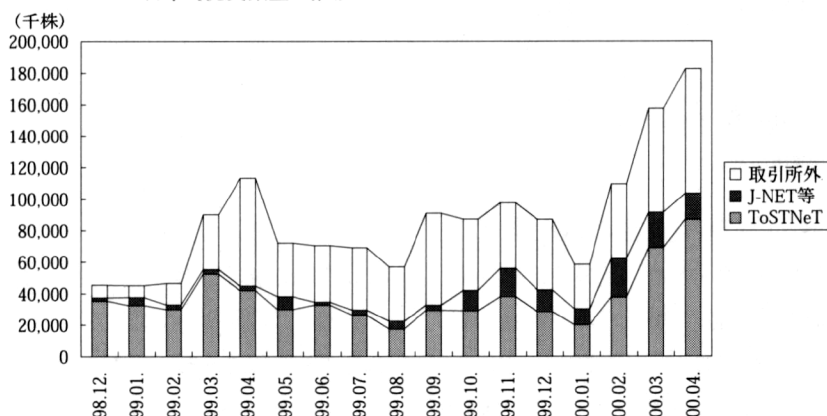
る。また、取引所外取引は概ね2千万～3千万株で安定的に推移しており、その結果、決算期以外では6割以上の売買数量を占める場合もある。ToSTNeTは、決算期前後こそ一時的に増加するが、それ以外の月では大きく減少し、1999年4月～7月には1千万株を割り込んでいた。しかし、1999年10月にToSTNeTについて「大口取引」の数量制限を事実上撤廃して「単一銘柄取引」に改め、価格制限も従来の±5%から±7%に拡大するなどの制度改革が行われ、以降は若干回復している。

(3) バスケット取引

売買数量のうち、バスケット取引について抽出したのが図10である。

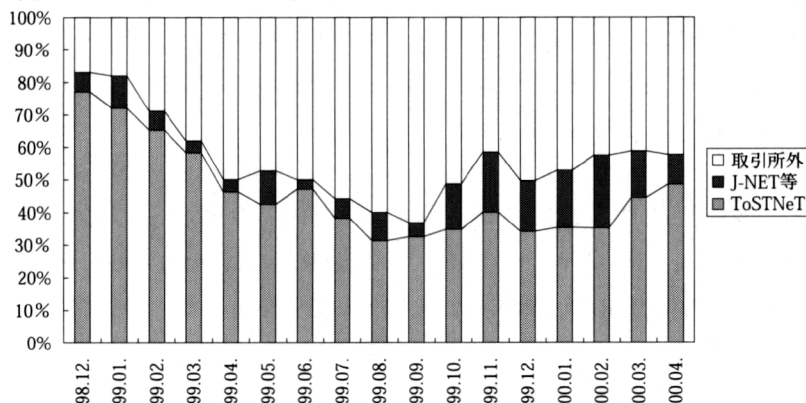
個別銘柄毎の取引と比して、決算期という季節要因の影響が小さいこと、そして全体として拡大傾向があることが認められる。即ち、当初は4,500万株前後で推移していたものが、1999年3月頃から7千万～9千万株で推移するようになり、2000年2月には1億株を突破し、2000年3～4月にはさらに増加している。前述のように時価会計の導入に伴い個別銘柄毎の取引は縮小が予想されることから、今後、取引所外取

図10 ToSTNeT, J-NET 等, 取引所外取引におけるバスケット取引の
1日平均売買数量の推移



〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

図11 ToSTNeT, J-NET 等, 取引所外取引のバスケット取引の売買数量比率推移



〔出所〕各証券取引所月報等を基に大和総研制度調査室作成。

引・立会外取引はバスケット取引が主流となっていくものと予想される。

執行市場をみると取引所外取引と ToSTNeT の比率が高いことが分かる。これは、複数銘柄を同時に売買するバスケット取引においては、バスケットに組み入れることのできる銘柄数が多い市場の方が選好されていることを意味するものと考えられる。

このことは、J-NET 等でのバスケット取引の動向からも伺うことができる。即ち、従来、J-NET 等はバスケット取引が極端に少なく、1日平均売買数量は1999年4～6月で約30万

株、同年7～9月で約180万株であった。それが1999年10月4日に前述の J-NET ハイブリッド取引を導入し、取引所外取引などの利用によって大証非上場銘柄を含むバスケット取引への対応を実施して以後、急速に増加し、1日平均売買数量は、1999年10～12月には約900万株、2000年1～3月には1,000万株を突破するに到った。もちろん、それ以外の要因も関与している可能性は否定できないが、バスケット取引執行市場の選択に当たり取引可能銘柄数が重要な要素になっていることを推測させる。

V. 取引所外取引の課題

1. 透明性の議論——報告に関する「5分間ルール」の運用を巡って——

市場の透明性は、一般に事前情報の透明性と事後情報の透明性に大別することができる。ここで問題となっているのは事後情報、即ち、取引約定情報の透明性である。具体的には、取引所外取引について取引の報告制度の盲点を突くような取引が存在する可能性を指摘するものである。前述の通り、協会5号規則は、原則として、取引成立後5分以内に協会に報告することを義務付けている。そして報告を受けた日本証券業協会は「すみやか」に公表を行うこととされている（ただし、売買代金50億円以上の超大口取引については翌営業日16時までの公表遅延措置が設けられている）。これは WP 報告が「証券会社は、取引所外取引の内容（価格、約定数量、時間等）を直ちに自主規制機関に報告する義務を負う。自主規制機関は、取引内容を原則として直ちに公表することとする」ことを求めているのを受けたものである。従って、報

告の5分間ルールは、実務上の問題を考慮して「5分以内」と定めているものの、基本的にはリアルタイムでの報告を求めていると考えられる。

しかし、実際には、リアルタイムでの報告が可能であるにも関わらず、わざと報告を5分間遅らせるケースが存在しているのではないかと指摘がある。即ち、「寄付」直前、例えば8時59分に取引所外で取引が約定すれば、報告はその5分後の9時4分までに行えばよいことになる。その結果、証券取引所での取引開始後最初の4分間は、取引の存在を誰にも知られていない状況（いわゆる「情報の非対称性」）が発生することとなり、それを利用して利益を上げる行為があるのではないかと、という訳である。

東証の中川英太郎氏の調べによれば、寄付前5分以内（8時56分～8時59分及び12時26分～12時29分）に行われる取引が、1998年12月～1999年3月までは1,386件で取引所外での全売買件数の5.4%であったものが、1999年4月～6月には4,003件、全売買件数の8.9%まで増加している（表4）²⁵⁾。

もちろん、こうした寄付前5分間に行われる

表4 寄付直前に取引所外で執行された取引

パネルA. 売買件数

	1998. 12～1999. 3		1999. 4～6	
全売買件数	25,637		45,038	
前場寄り直前	430	1.7%	2,135	4.7%
後場寄り直前	956	3.7%	1,868	4.1%
寄り直前計	1,386	5.4%	4,003	8.9%

パネルB. 売買代金（百万円）

	1998. 12～1999. 3		1999. 4～6	
全売買代金	2,181,344		2,385,400	
前場寄り直前	9,455	0.4%	27,867	1.2%
後場寄り直前	20,141	0.9%	55,252	2.3%
寄り直前計	29,595	1.4%	83,119	3.5%

パネルC. 1件当たり売買代金（千円）

	1998. 12～1999. 3		1999. 4～6	
全売買平均	85,086		52,964	
前場寄り直前	21,988	25.8%	13,052	24.6%
後場寄り直前	21,068	24.8%	29,578	55.8%
寄り直前計	21,353	25.1%	20,764	39.2%

（注）前場寄り直前は8時56分～8時59分の約定、後場寄り直前は12時26分～12時29分の約定、寄り直前計は双方の合計

〔出所〕東京証券取引所中川英太郎氏による1999年7月26日証券市場問題研究会発表資料。中川氏のご好意により引用させて頂いた。

取引所外取引の全てが「5分間ルール」を悪用した取引と断ずるのは早計であろう。現行の規則においては、一旦、証券取引所における立会時間が開始すれば、取引所外取引は価格制限ルールの適用を受けることとなる。従って、例えば、流動性の低い銘柄の大量売買などのケースでは、寄付前は価格制限ルールの適用を受けことなく取引所外取引を行う最後の機会であり、その意味で一定のニーズがあったとしてもおかしくはない。加えて、証券会社サイドから見ても、翌日までポジションを持ち越さなければならない可能性が高い「引け後」よりは、すぐ後に流動性の高いメイン・マーケットでの取引が控えている「寄付前」の方が対応しやすいという面もあるかもしれない。とは言え、取引の公正性を確保する観点からしてもリアルタイムでの報告・公表システムの構築が望ましいことは論をまたない。

第二の問題点として指摘されるのは、「合理的な事由により当該報告が遅延する場合」という「5分間ルール」の適用除外規定が悪用されるケースである。即ち、新聞報道を通じて、取引所外取引について「意図的に…注文の成立報告を遅らせ、相場が有利な方向に動くことを狙った」ケースが存在するのではないかという市場関係者の観測が紹介されているのである²⁶⁾。

もちろん、システムをオペレートするのが人間である以上、入力速度や入力ミスなどの問題からは無縁ではいられない。加えて、システム自体にも処理容量や処理速度の問題が存在しない訳ではない。そう考えると、協会5号規則が「合理的な事由により」報告が遅れるケースを想定した規定を設けていること自体は、決して誤りではないと考えられる。しかし、同時に、

報告の遅れが発生するケースを極小化するための環境整備を進め、かつ、取引の場の拡散を利用して、当局や自主規制機関の監視の目を盗もうとする者が出現することを想定した監視体制など対策を講じることが必要であることも事実であろう。

2. 価格制限について——流動性の相違——

衛星市場型モデルを採用しているわが国においては、取引所外取引の価格の公正性を確保するために証券取引所の価格を基準として価格制限を設けるという方策がとられていること、及びその趣旨については既述した通りである。

しかし、そうした価格制限ルールに関する総論的な理解はともかくとして、具体的なルールの内容という各論については、当初から様々な議論が存在した。加えて、「一物多価の取引所外取引に個人投資家が巻き込まれることのないように基準を高くすべきだ」「委託手数料自由化後の証券会社の収益基盤への配慮から基準を低くすべきだ」といった、本来の価格制限ルールに関する論点から離れた議論が重なったことによって混乱に拍車がかかったとも言われている²⁷⁾。

その結果、全ての銘柄について売買金額で一律に小口・準大口・大口を区分する現行のルールが出来あがった訳であるが、こうした規制方針については疑問を呈する声もある。即ち、一般に生じるマーケット・インパクト等は対象銘柄の流動性によって異なるものと考えられる。流動性の高い銘柄であれば「板」も厚いことから、ある程度大きな規模の取引であっても容易に市場が吸収することが可能である。従って、課されるべき値幅制限もそれほど広いものである必要はない。逆に、流動性の低い銘柄であれ

ば「板」が薄いことから、取引可能な価格幅もある程度広くなければ意味をなさない。ところが、現状のように全ての銘柄について売買金額で一律に区分する方法は、こうした流動性の相違の問題に対応できていないという訳である。こうした問題を解決するためには、例えば、各銘柄を四半期ごとに1日当たりの売買数量や売買金額、時価総額などをベースに流動性に応じたグループに分類し、各グループごとに適切な小口・準大口・大口の分類や価格制限を設定すべきであるということとなろう²⁸⁾。確かにこうした対応を行うことは、多大な労力やコストが必要となる可能性がある。しかし、WP 報告で既に「大口等の定義は平均的な取引量に照らして銘柄ごとに決められることが適当である」と指摘されており、今後、議論を進めて行くべき問題であると言えよう。

3. 「市場間リンク」の必要性——夜間取引構想の浮上を受けて——

前述の通り、取引所外取引を解禁するに当たり、わが国では市場全体のデザインとしては衛星市場型モデルが採用された。そして衛星市場型モデルの前提条件は、流動性・価格形成の点で極めて高い信頼性を有するメイン・マーケットの存在である。

既に見てきた通り、取引所外取引及び立会外取引の取引規模が増大しているとは言え、上場株券の売買数量・代金の7～8割は東証の売買立会において執行されている。取引規模と価格発見機能の相関関係を定量的に測定することは困難な問題であるが、少なくとも、取引所集中義務の撤廃を契機にわが国のメイン・マーケットである東証売買立会に憂慮すべきほどの上場株券取引シェア低下が生じていることは認めら

れないと言えよう。

更に、取引所外取引の大部分は証券取引所の立会時間外に行われている。従って、メイン・マーケットにおける取引と直接バッティングしている訳ではない。また、取引所外取引の利用者の多くは価格交渉力がありソフィスティケートされている機関投資家であると考えられる。一部の新聞報道によれば、電子メールを通じて数社の証券会社に執行したいバスケット取引の銘柄・株数などの条件を伝達して回答を求めるという「コンペティション」を行っている機関投資家もあるようだ²⁹⁾。仮にこうしたネットワークが既にある程度張り巡らされているとすれば、取引所外取引を利用する投資家（主に機関投資家）にとって情報の分断による弊害はそれほど生じていないと見ることもできる³⁰⁾。加えて、こうした機関投資家の取引所外取引注文は通常、証券会社の自己勘定が相手方となるものと考えられる。取引所外取引を通じて証券会社の自己勘定が引き受けたポジションは終局的にはメイン・マーケットである東証の売買立会へと流れる可能性が高い。従って、流動性の面でも、メイン・マーケットと取引所外取引の間で完全な分断が生じている訳ではないとも考えられる³¹⁾。

以上の点を考慮すれば、WP 報告書がコストと準備期間を理由として「当面、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築の方が効率的かつ望ましい」と結論付けたことには一定の妥当性があったと言えることができるであろう。しかし、「市場間競争」を有効に機能させるためには、投資者が、どこの市場が現時点で最もよい条件を提示しているのか、を知ることは重要な要素であることもまた確かである。更に、WP 報告の当時において、米国での ECN

の伸長やわが国の取引所外取引・立会外取引の拡大をどれほど予想できていたのか疑問な面もある。そうした点を考慮すれば、今日、「日本版 CQS」³²⁾「日本版 NMS」³³⁾「市場間オークション」³⁴⁾といった形で、わが国証券市場全体を情動的に統合するようなシステムの構築、換言すれば、衛星市場型モデルから市場間リンク型モデルへの転換を求める声が徐々に起こりつつあるのも理由のないことではない。

もちろん、具体的にどのように市場情報統合システム網を構築するのかは難しい問題である。例えば、WP 報告を引くまでもなく、システム構築には多大なコストが必要となろう。そのコストを誰がどれだけ負担するのか、というのは悩ましい問題である。加えて、小口注文はともかく、大口・バスケット注文を市場情報統合システムの中でどのように扱っていくのかも難問であろう。同様に「執行の迅速性」「匿名性」などの多様な取引ニーズを、市場情報統合システムにおける「最良執行」との関係で、いかに組み込んでいくのかという問題もある。また、既存の証券取引所のオークション市場にも流動性を容易かつ迅速に計測できるようなシステム構築が求められることとなるだろう³⁵⁾。

前述の通り、現在の取引所外取引は機関投資家とポジション・リスクに耐え得る資本力を有する証券会社を中心的なプレーヤーとする「衛星市場」であり、その意味では「市場の分断」の弊害はそれほど大きくはないものとも思われる。しかし、2000年に入ってから三井物産を中心とした「日本版 ECN」構想³⁶⁾、東証の夜間取引構想³⁷⁾が相次いで発表された。更に大証もナスダック・ジャパンにおいて将来的には米国 NASDAQ などとの提携による24時間取引を目指している³⁸⁾。これらが全て実現すると

と、リーテイルも含めた上場株券の夜間売買取引が三市場に分かれて行われることとなる³⁹⁾。今日、オンライン証券取引の普及に伴い夜間取引ニーズが高まりつつあるとは言え、昼間ほどの流動性の高さを期待することは困難と考えられる。限られた流動性の中で、市場間の情報リンクがほとんど行われないまま、3つの市場が取引を奪い合うこととなれば「市場の分断」の危険性が高まるものと言わざるを得ない。従って、(大口・バスケット取引はともかく)リーテイル注文に関しては、市場間リンクにより注文の「最良執行」を担保することが今後必要とされるものと思われる。

理想的には、各市場間の情報リンクとともに注文回送網も整備して、市場開設者に対して自市場よりもよりよい執行条件を提示している他市場がある場合には、そちらの市場に注文を回送することを義務付けることが望ましい。なぜならば、投資者としてはどのブローカー・市場に発注しても最終的には「最良執行」を受けることが期待できるからである。それが難しければ、市場間リンクは市場情報にとどめて、ブローカーに対して顧客注文「最良執行」義務を課すという方法も考えられる。ただし、この場合、顧客注文を受託したブローカーが取り次ぐことのできる市場が限られている場合に問題が生じる可能性があるだろう。

VI. ま と め

取引所集中義務の撤廃と取引所外取引の解禁は、第一義的には上場株券等の売買執行方法の多様化を通じて、わが国証券市場の利便性の向上に寄与したと評価できるであろう。執行方法の多様化は、同時にわが国の機関投資家に執行

方法選択の責任に対する意識、即ち、執行コストに対する意識を喚起しつつあるようにも思われる。また、間接的にはわが国の証券取引所に危機意識を呼び起こし、市場改革を加速させたとも評価できよう。1997年6月に証取審報告が取引所集中義務撤廃を提言した翌月には広汎な「市場改革案」がまとめられ、その後矢継ぎ早に立会外取引制度の導入、市場情報の拡充、売買立会場の閉鎖、会員枠の撤廃、新市場（Mothers など）開設などが実現した。更に今後もナスダック・ジャパン市場、オプティマーク市場、夜間取引市場、株式会社化などの構想が進められている。もちろん、証取審報告以前の証券取引所関係者の改革への努力を否定するつもりは毛頭ない。しかし、改革の速度は明らかに取引所集中義務の撤廃が決定した時点から大きく加速したことは疑いがない。その意味で証取審報告が目指した「市場間競争」による市場参加者の利便性の向上は現実のものとなりつつあると見ることもできるであろう。

その一方で、「市場間競争」（取引所外取引の拡大も含むが、それに限らない）の加速に伴い、様々な問題点も明確となってきた。そうした批判の多くは「市場間競争」の副作用とも言うべき「市場の分断」の弊害を防止するためのシステム構築を中心とする環境整備が不十分な点に寄せられている。確かに、そうしたシステムの構築が取引所外取引の解禁に併せて行われなかったこと自体は、ある意味でやむを得ないものであったことは理解できる。なぜならば、しばしば「環境の整備を待って」という言葉は「問題の先送り」の言い訳として用いられるからである。その意味で「まず改革ありき」という姿勢は、金融システム改革の速度を落とさず、不退転の覚悟で改革に臨む意思の現われ

と見ることもできるであろう。また、実際にシステムを構築するとなるとその機能やコストに関する問題が生じ、これらは実際の取引所外取引の利用状況を見なければ決められない面があったことも事実であろう。しかし、同時に事後的な制度・環境の検証を通じて、改善していく努力が求められていたことも確かだったのでないだろうか。残念ながら、透明性の問題にせよ、市場間リンクの問題にせよ、その後の検証に基づいた議論が行われている様子はほとんど見受けられない。「市場参加者及び仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにする」という取引所集中義務撤廃の理念からも、「Free, Fair, Global」の日本版ビッグ・バンの精神からも、当局、自主規制機関、市場関係者が連携を強め、取引所外取引を含めた「市場間競争」の健全な進展を通じて、わが国証券市場が一層発展することを望みたい。

注

- 1) 東京証券取引所では、当時の定款第23条で定められていた。
- 2) 鈴木・河本 [1984], 432頁。
- 3) 二上 [1996], 9頁, 伊豆 [1997], 38頁など。1998年12月14日の証券市場問題研究会の報告の中で東京証券取引所調査部長（当時）飛山康雄氏も同趣旨の指摘をされていた。
- 4) 同時に、取引所集中義務の撤廃後においても、証券取引所が証券市場における公正な価格形成に重要な役割が期待されていることから、新たに定款第8条の2を定め「正会員は、本所（東証）の市場における公正な価格形成と円滑な流通を確保し、もって本所の取引所有価証券市場としての機能の維持及び向上に努めるものとする」という規定が設けられた。
- 5) 取引所集中義務撤廃前においても、複数の証券取引所において取引される重複上場銘柄について同様の問題が考えられた。
- 6) 米国の NMS（全米取引システム）の考え方は、（現実的にはともかく、理想的には）このアプローチを採用しているものと考えられる。周知の通り、米国では取引情報のリンクを行う CTS（総合テープシステム）、気配情報のリンクを行う CQS（総合気配表示システム）、各市場間での注文の回送を可能にする ITS（市場間取引

- システム)を通じて、各市場をリンクさせようとしているのである。
- 7) 「衛星市場」が競争相手として成長することによって、市場間競争が促進される可能性は考えられる。しかし、この場合には「衛星市場型」モデルの前提自体が揺らぐこととなり、「市場間リンク型」モデルへの移行が必要となるものと考えられる。
- 8) 取引所法 (Börsengesetz) 第10条。
- 9) 金融市場理事会一般規則 (Règlement Général) 4-1-31~32。
- 10) わが国においては世界でも例を見ないような取引所集中義務の完全撤廃を行ったとの指摘がなされる場合がある。規制の運用や取引動向などからくる印象の要素もあるのだろうが、少なくとも法制面でわが国とドイツ・フランスとの間で大きな違いがあるとは思えない。特にドイツ取引所法では「他の執行の場所での取引が委託者の利益に合致する場合においては、委託者の利益保護の観点から受託者が決定した執行の場所において取引を行う」とされている分、より広い範囲で取引所外執行が認められていると見ることもできる。
- 11) 1997年11月21日証券取引審議会第3回市場整備部会審議資料。
- 12) 1999年3月23日の証券市場問題研究会における専修大学的小林襄治教授のご指摘を筆者なりにパラフレーズしたもの。小林教授のご指摘は基本的に大阪証券取引所のJ-NET市場における価格制限ルールに関して行われたものであったが、その趣旨は取引所外取引の価格制限ルールにも妥当するものと考ええる。
- 13) 従来も、複数の証券取引所間での流動性の分断という問題は生じ得た。
- 14) 前出11)。
- 15) SEC Exchange Act Release No.30920 (July 14, 1992)。なお、後述するように米国では既にこうした電子証券取引ネットワークに対する規制を大きく改正しており、今日ではPTSという呼称は過去のものになっている。ただ、わが国においては金融監督庁のガイドラインにおいて、なお「私設取引システム」という用語が用いられていることから、本稿においてもわが国の規制に関しては「私設取引システム」の語を用いることとする。
- 16) 近藤・吉原・黒沼 [1999] は、私設取引システムを証券業務とすることについて「このシステムにより有価証券の売買を成立させる行為は有価証券の売買または売買の媒介・取次・代理のいずれかに該当する」との考えに拠ったものとされている (37-38頁)。仮に、この立場に立ったとしても、証券取引所における「売買のための市場の開設」と証券会社の「有価証券の売買または売買の媒介・取次・代理」の区分は必要であり、その基準を「高度な価格形成機能」ににおいていると考えれば、特に矛盾しないものと考ええる。
- 17) 近藤・吉原・黒沼 [1999], 306頁。
- 18) 清水 [1999b], 66頁。
- 19) SEC 規則 § 240.3a1-1, Regulation ATS § 242.301 (b)(1)。清水 [1999a] [1999b] が詳しい。
- 20) 2000年4月1日以後開始する事業年度から「金融商品に係る会計基準」(いわゆる時価会計)の適用が開始される。この新会計基準に関して日本公認会計士協会が発表した実務指針において、「クロス取引」は会計上「売買として処理しない」ことが明記されている(「金融商品に関する実務指針(中間報告)」第42項)。
- 21) もちろん、個別銘柄の個々の価格形成の局面への影響については別途検討する必要がある。この問題については、中川 [1999], 58-65頁が詳細な分析を行っている。
- 22) 2000年5月26日付『朝日新聞』夕刊, 2000年5月30日付『日経金融新聞』など。
- 23) 大証・名証の売買立会がクロス市場的な性格、従って非オークション市場的な性格も有していることは否定できない。同様に、立会外取引でも、例えば、ToSTNeT-2の非クロス取引のように価格は一定だが約定は時間優先で行われる場合、オークション的な性格がないとは言えないかもしれない。このようにオークション市場と非オークション市場を分類することは難しいが、ここでは便宜的に記載のように分類することとした。
- 24) 本来、バスケット取引とは、複数銘柄を同時に売り付ける又は買い付ける取引であるが、ここでは15銘柄以上を同時に売り付け又は買い付ける注文で、かつ、売買金額1億円以上となるもの(狭義のバスケット取引)がデータの対象となっている。構成銘柄が15銘柄未満、あるいは売買金額が1億円未満の「(狭義の)バスケット取引」に含まれないバスケット取引については、個々の銘柄に分割されて「個別銘柄毎の取引」の範疇に含まれている。これは証券取引所・証券業協会の価格制限ルールによる影響である。従って、本来の「バスケット」取引の数量よりもかなり下方にシフトしたデータである可能性が高い。
- 25) 中川氏は、1999年7月26日の証券市場問題研究会の報告の中で、売買立会において寄付後暫くの間は値が飛びやすく、ボラティリティが高くなる傾向が認められるが、こうした取引がその一因となっているのではないかと、とも指摘しておられた。
- 26) 1999年7月7日付『日経金融新聞』。
- 27) 1998年4月14日付『日経金融新聞』など。
- 28) 前出12)。
- 29) 1999年7月6日付『日経金融新聞』。
- 30) もちろん、こうした機関投資家が適切なコスト分析を行った上で、発注しているかについては、別途検討が必要であろう。中川 [2000], 54-56頁参照。
- 31) 理論上は、反対注文が同時に存在すれば、いわゆる店內付合せが行われて、メイン・マーケットから流動性が流出することとなる。しかし、現実的には全く同銘柄・同数量の反対注文が同時に存在することは稀であると思われる。
- 32) 東京証券取引所証券政策委員会「東証の将来像について—新たなステージへの道標として—」, 32頁。
- 33) 西條 [1999], 119-122頁。
- 34) 中川 [1999], 67-71頁。
- 35) 中川 [2000], 56頁。
- 36) 2000年3月2日付『日本経済新聞』など。

- 37) 2000年3月31日付『日本経済新聞』など。
- 38) 大証はウェブ・サイト (<http://www.ose.or.jp/>) におけるナスダック・ジャパン市場の概要紹介において次のように説明している。「……ナスダック・ジャパン市場は、将来においてアジア、米国及びヨーロッパの三極市場をオンラインネットワークでリンクし、24時間取引を見据えたワールドワイドな市場の構築を目指しています。」
- 39) 本稿脱稿後、DLJ ディレクト SFG 証券が外国証券に上場株券のマーケット・メイクを委託する形での夜間取引を計画しているとの報道があった (2000年6月8日付『日本経済新聞』)。仮に、実現すれば4つの市場が競合することとなる。

参 考 文 献

- 伊豆 久 [1997], 「オンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」『証研レポート』No. 1545, 日本証券経済研究所, 9-22頁。
- 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎 [1999], 「証券取引法入門<新訂版>」商事法務研究会。
- 西條信弘 [1999], 「日本版ビッグ・バンと証券市場」『証券経済研究』No. 19, 日本証券経済研究所, 105-127頁。
- 清水葉子 [1999 a], 「米国 ATS 規制の最終案 (上)」『証研レポート』No. 1567, 日本証券経済研究所, 36-47頁。
- [1999 b], 「ATS 規制の最終案について (下)」『証研レポート』No. 1568, 日本証券経済研究所, 56-67頁。
- 証券取引審議会 [1997], 『証券市場の総合的改革—豊かで多様な21世紀の実現のために—』, 6月13日。
- 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ [1997], 「信頼できる効率的な取引の枠組み」, 5月16日。
- 鈴木竹雄・河本一郎 [1984], 『証券取引法 (新版)』有斐閣。
- 中川英太郎 [1999], 「取引所外取引とオークション市場」『証券』4月号, 東京証券取引所, 18-77頁。
- [2000], 「取引所外市場における投資信託の売買動向について」『証券』3月号, 東京証券取引所, 46-61頁。
- 永田秀俊 [1999], 「取引所外取引の最近の動向」『証券』10月号, 東京証券取引所, 14-17頁。
- 二上季代司 [1996], 「PTS の法的位置づけをめぐる諸問題」『証研レポート』No. 1539, 日本証券経済研究所, 1-9頁。
- 横山 淳 [1998], 「取引所集中義務の撤廃について」『大和投資資料』11月号, 大和総研, 4-66頁。

(大和総研制度調査室課長代理)