

EU 証券市場における代替的取引システムの規制の試み

椎 名 隆 一

要 旨

既に1970年代から「市場間競争」が大きなテーマとして扱われていた米国証券市場では、NASDAQにおける株式注文執行に無視し得ない影響を与えていた新興取引システムである代替的取引システム（ATS）がもたらす規制上の問題について市場関係者の間で多くの議論や試行錯誤が重ねられてきたことは広く知られている。しかし、EU域内の証券市場でも1990年代末頃から徐々にATSの問題が認識され始め、2002年11月に欧州委員会が公表した投資サービス指令（ISD）改定案にはATSとほぼ同義のマルチラテラル・トレーディング・ファシリティ（MTF）の概念が新たに盛り込まれているが、こうしたATSの規制導入に関する議論がここ数年にわたりEU内で展開されていたことはこれまであまり日本に紹介されていない。元来、EU証券市場では株式取引においては強固な取引所集中原則と、既存取引所自身の電子化の進展により、新興の取引所外電子プラットフォームであるATSが活躍する余地は米国に比べ限定的なものであると考えられていた。しかし、2000年の時点で通信情報テクノロジーの進歩を背景として既に20件以上のATSがEU域内で営業されている事実や、伝統的な店頭取引が中心の債券市場やスワップ取引などでは、ATSは大きな発展の可能性を秘めていることから、EUで1990年代末から開始されていた証券取引規制の抜本的見直し議論の中で、投資家保護や市場の信認（integrity）の観点でその規制のあり方が重要なテーマの一つとして位置付けられ、EUの規制当局者及び市場関係者の間で活発な議論が展開されたのである。本稿は、英国のFSAが2000年1月に公表した証券取引インフラ全般の規制のあり方に関する報告書に端を発して、その後EUレベルに議論が持ち越され、欧州証券委員会フォーラム（FESCO）やその後身の欧州証券監督者委員会（CESR）のイニシアティブによってATSレギュレーションが策定されていく過程や、最終的にEUの全般的な証券取引規制の指針を示すISDの改定作業にその議論が統合されていく経緯

を紹介し、ISD 改定案で示された MTF の運営規制を巡る議論の背景と意義を明らかにする。

目 次

- I. はじめに
- II. EU における代替取引システムの認識と議論
 - 1. 議論の契機
 - 2. 英国金融サービス機構 (FSA) の市場インフラの規制に関する先駆的なアプローチ
 - 3. FESCO『欧州における代替取引システムの規制』(2000年9月)が示す基本認識
 - 4. 『ATS スタンダード』(2002年7月)公表に至るまでの経緯
- III. ATS スタンダードの内容
- IV. ATS スタンダード公表後の動き
 - 1. 市場関係者の反響
 - 2. FSA の国内法制化の取り組み
 - 3. ATS 規制を超えた規制のあり方への模索
- V. ISD 最終改正案に盛り込まれた MTF 運営規定
- VI. 結びにかえて

I. はじめに

既に1970年代から「市場間競争」が大きなテーマとして扱われていた米国証券市場では、NASDAQ における株式注文執行に無視し得ない影響を与えていた新興取引システムである代替取引システム (Alternative Trading System, 以下“ATS”)¹⁾がもたらす規制上の問題について市場関係者の間で多くの議論や試行錯誤²⁾が重ねられてきたことは広く知られている。しかし、EU 域内の証券市場でも1990年代末頃から徐々に ATS の問題が認識され始め、2002年11月に欧州委員会が公表した投資サービス指令 (Investment Service Directive, 以下“ISD”)³⁾の改定案である「投資サービスと規制された市場についての指令案」⁴⁾に新たに登場した ATS とほぼ同義のマルチラテラル・トレーディング・ファシリティ (MTF) の規制導入につながる議論がここ数年にわたり EU

内で展開されていたことはこれまであまり日本に紹介されていない。

EU 内では1996年から施行されている ISD の取引所集中原則により、歴史的に既存の証券取引所自体が株式市場におけるほぼ独占的な立場を享受しており、また自ら取引の電子化を積極的に推進し、その目的のためには国境を越えた取引所間の合従・連衡も厭とわないという積極的な姿勢であったため、新興の電子取引システムが株式取引に参入できる余地はごく限られたものであったと言える。このように ATS の登場に関して EU 証券市場の環境は米国とはかなり事情が異なるものであるが、それでも EU 域内に通信情報テクノロジーの進歩を背景とした新興取引システムの存在が2000年の時点で既に20件以上確認(後述)されていたこと、また、伝統的に店頭取引が中心の債券市場や定型的なスワップ取引などのデリバティブ市場では、電子取引システムの登場が市場を双方向の電話取引 (voice trading) からより中央集中化さ

れたマルチラテラルなスクリーン取引へと変貌させる大きな可能性を秘めていたことから、EU 証券規制の枠組みの中で、証券会社の注文執行の内部化（internalization）の問題などとともによりそれがもたらす投資家保護や市場の信認（integrity）といった問題に関し、何らかの検討の必要性が認識されたのである。このようにATSの議論は、当面の差し迫った必要からではないが、EU 全体の証券取引法制であるISDを初めとする証券取引規制の全般的見直し作業の重要なテーマとして予防的に持ち出された側面が強い。とは言え、このATSの議論がどのようにEUで展開されたかを整理することは、今般の投資サービス指令改定案に盛られたMTFの運営規制の背景を探るうえで重要なことと考えられる。

II. EUにおける代替的取引システムの認識と議論

1. 議論の契機

EU レベルで最初にATSの問題についての言及がみられるのは1999年5月に欧州委員会が公表した『金融サービス・アクションプラン』⁵⁾においてであるが、同プランが掲げるEU金融証券市場の新しい枠組み作りのための諸課題の一つであるISDの改定に関連して、情報通信技術の発達をもたらす新たな規制上の課題として「代替的取引システム」への対応が挙げられている⁶⁾。また、欧州証券監督者委員会（CESR）の前身である欧州証券委員会フォーラム（FESCO）が1999年12月に公表した『ISDの下での規制された市場のスタンダー

ド』⁷⁾はその序文において、新しい電子取引の進展が伝統的に単一かつ国内に重点をおいた取引所への売買集中を分裂させる可能性があり、こうした「取引所外」取引システムの市場規制や市場の効率性に与える影響について更に検討が加えられるべきであると指摘している。特に、これまでの証券取引規制は、投資サービス会社（investment firm）と取引所に代表される規制された市場（regulated market）とのそれぞれの役割の間に明確な区分を置いて規制する考え方（dichotomy）であった。しかし、投資サービス会社も取引所も共に電子取引プラットフォームを提供し、また同じ商品を取引している場合は、これらの役割区分がますます曖昧となり、こうした変化に対応するための規制の改定や、その方法について検討が必要になってきていた。

欧州委員会は、ATSの問題が来るべきISD改定論議にとっての重要論点の一つであるとの認識を固め、1999年10月、FESCO に対しこの問題への対応を委託するとともに専門家グループ（Expert Group）⁸⁾を結成させ、その作業の第一段階としてATSによって提起される問題の明確化を要請した。同グループの検討作業は2000年9月に公表された『欧州における代替的取引システムの規制』に関する報告書⁹⁾に結実することとなる。

ところで、上記報告書の公表にいたる過程で、実はEUの一員である英国で証券市場の取引インフラ全般についての重要な議論が先に行われており、それがEUレベルのATSの規制論議に影響を与えたものと推測されるので、その内容を先に紹介することとする。

図表1 EUにおける代替的取引システムの規制をめぐる議論の系譜

	EU 全般の動き	FESCO/CESR	英 国
1999	May 金融サービス・アクションプラン公表	Oct. 代替的取引システムに関する Expert Group の結成 Dec. 「ISD の下での規制された市場のスタンダード」	
2000	Mar. リスボン欧州理事会 (IT 化が進展する市場の規制の観点を強調) May アクションプランの進捗に関する第2回報告書 Nov. ランファルシー賢人委員会中間報告／「ISD のアップグレードに関する欧州委員会通達」	Sept. 「欧州における代替的取引システムの規制」	Jan. 「市場インフラの規制に関する FSA のアプローチ」(討議用報告書) 公表
2001	Feb. ランファルシー賢人委員会最終報告 Jul. 「ISD の調整案に関する概観」(「予備的オリエンテーション」) 公表	Jun. 「ATS スタンダード案に関する第1回諮問報告書」	Jun. 「『市場インフラの規制に関する FSA のアプローチ』(討議用報告書) についてのフィードバック」公表
2002	Mar. ISD 最終諮問案の「第2回コンサルテーション概観」 「修正オリエンテーション」公表 Nov. 「投資サービス規制市場指令案」公表	Jan. 「ATS スタンダード案に関する最終諮問報告書」公表 Jul. 「ATS スタンダード」公表	Oct. FSA 「代替的取引システム」(諮問報告書153) 公表
2003	Feb. 欧州議会が上記 ISD 改定案に関しての市場関係者による公聴会開催 Mar. 欧州議会が上記 ISD 改定案に対する第1回目の修正意見案公表 Sept. 欧州議会の専門部会により ISD 改定案の最終修正意見が公表され、同議会の第1次審議 (first reading) において改定案の大筋が承認される Oct. 欧州理事会の政治合意成立		June. 上記 FSA 「代替的取引システム」(諮問報告書153) に関する公開諮問の結果及び最終実施案を公表

2. 英国金融サービス機構（FSA）の市場インフラの規制に関する先駆的なアプローチ

EU の中で最も証券取引規制の整備が進んでいる英国では、EU の ATS に関する議論に先んじて電子取引の発展がもたらす取引インフラ全般（ここでは公認投資取引所 RIE、公認清算機関 RCH、店頭市場、代替的取引システム、サービス会社など全ての証券取引インフラの提供者を対象としている。英国では当時 “market infrastructure providers (MIPs)” という呼称でこうしたインフラの提供者を分類していた）の規制のあり方について検討が行われており、2000年1月に『市場インフラの規制に関する金融サービス機構（FSA）のアプローチ』¹⁰⁾ という討議用の報告書（Discussion Paper）が公表されている。

当時、英国における証券取引インフラ提供者は以下の三つの規制のいずれかに服することが求められていた。即ち、①公認投資取引所（Recognized Investment Exchange—RIE—）（又は公認清算機関—RCH—）として認可、②自主規制に服するブローカー・ディーラー、③FSA の直接管轄となるサービス会社（Service Company）としての営業（注文入力、注文回送、決済確認事務などの取引周辺業務を担う。EU 投資サービス指令の単一パスポートの対象にならない）。なお、②、③はいずれも認可会社（Authorized Firm）と呼ばれる範疇に属する業態である。

同報告書では取引メカニズムを「市場の中心にあって取消不能の契約を形成し、そうした結果となるような仕方では売買需要を突き合わせるシステム」と定義し、①Electronic price-

making systems、②Electronic price-taking systems、③Indication of interest systems 及び④Dealer execution systems の4つのタイプを挙げている。但し、上記の定義からは単に取引希望のインディケーションを掲示する広告媒体や掲示板（bulletin boards）は除外される。上記定義は、広い定義であり、機能がバイラテラル（bilateral）であるかマルチラテラル（multilateral）であるかの区別はしていない。

FSA は、電子取引の発展は、国内取引とクロスボーダー取引の両面において、資本市場の構造とその参加者の役割に重大な変化を生じさせており、市場利用者により大きな効率性と新しい機会を与える一方、規制当局には重大な試練を与えているとし、上記の規制の枠組みがそうした変化に適正に機能するか、幾つかの論点（図表2）を示しパブリックコメントを求めた。

しかし、FSA は市場関係者との議論を通じて、一国レベルではなく EU の枠組みの中での検討を優先させるべきとの結論（上記 Discussion Paper に対する “Feedback” June 2001）に到り、当時の FSA 長官のハワード・デービス自身が CESR の ATS に関する専門家グループの座長につき、EU レベルでの検討作業のイニシャティブをとるようになった。このように、英国で先行していた議論が EU レベルの議論の展開の背景となったのである。

こうした英国での先駆的な議論の整理を受けて、EU でも ATS の規制のあり方に関する本格的な問題提起となる2000年9月の報告書が示され、欧州における ATS の利用の拡大とそれによって潜在的に提起される規制上の問題の概要及び市場の利用者にとっての潜在的なメリットとリスクについて詳細な分析と問題提起がお

図表2 電子取引がもたらす市場インフラに与えるメリットと規制上の論点 (例)

メリット	①既存のコア取引システムにおける非効率性を補充 ②単一取引メカニズムによってもたらされるよりも幅広い取引機能への要求 (例: LSE の電子取引システム SETS では提供できない非標準決済方法やクロス取引機能の提供) ③比較的低コストでの市場参入 ④店頭市場では伝統的なバイラテラルの電話取引からマルチラテラルなスクリーン取引へと進化させることにより、取引商品の標準化を促進。 ⑤その他のインフラサービス提供者についても、インターネットを利用しての注文執行前・執行後のニッチサービスが活発化 (市場情報、注文入力、注文回送、約定照合、取引アロケーション、決済指示の発送サービス等)
規制上の論点	①新興市場の勃興による市場の分裂の懸念 ②取引所と証券会社の区別の曖昧化 ③同一商品について一つ以上の取引メカニズムがある場合、当該取引メカニズム間の規制の一貫性を失う場合、その商品の市場全体の公正さ、効率性及び安全性を損なう可能性 ④取引所取引商品の取引メカニズム全てを RIE の認可要件に揃えるべきか ⑤店頭市場が取引所に近似してきた場合の、取引メカニズムに適用される基準の有無 ⑥市場がシステムやテクノロジーに強く依存する場合の新たなリスクは何か?

こなわれた。以下にその報告の骨子を示すこととする。

3. FESCO『欧州における代替的取引システムの規制』(2000年9月)が示す基本認識

(1) ATS の定義と特徴

ATS と称される取引システムは多様であり、呼称も様々である (bulletin boards, automated trade matching system, electronic communication networks, proprietary trading systems 等)。従って、その共通した特徴を捉えることが重要であるが、現在の EU 法は ATS に関して何らの規定も有していない。関連する EU 指令は「取引所」を所与のものとして扱い、それに対する厳密な定義を与えていないし、規制された市場に関する ISD の定義も「市場」を所与のものとしている。また ISD はブローカー・ディーラーと ATS の業務の間を区別する確固とした基準を与えていない。

本報告書の段階では、専門家グループは ATS に関して以下の定義を試みている。即ち、

「ATS とは、取引所として規制されることなしに、システム内でかつシステム運営者により設定される規則に基づいて、取消不能の契約を形成またはその結果をもたらす仕方で、買い需要と売り需要を突き合わせる自動システムを運営する機関である。」

これは、やや広い定義づけであり、その後の検討の中でかなりの修正及び限定を受けることになるが、この時点ではシステム運営者とその特定顧客の間でのバイラテラルなものか、あるいは広く第三者の参加を前提としたマルチラテラルなシステム設計であるかを区別していない¹¹⁾。また、注文の突き合わせやプライス・テイキングを通じて実際の価格発見プロセスに貢献のあるシステムのみならず、単なる取引所等での価格を参照して売買注文の突き合わせを行うクロッシング・メカニズムも含んでいる。なお、FESCO は機能面から、ATS を図表 3 の如く 4 つのシステムに区分し、それぞれの基本原則、事例を示している。

図表3 ATSの機能アプローチに基づく分類¹²⁾

	クォート・ドリブン・システム	オーダー・ドリブン・システム		プライス・テイキング（クロッシング）・システム	アクティブ・ブルテン・ボード（価格情報の揭示システム）
		継続的なマッチング	オークション・マッチング		
基本原則	＊ディーラーの呼び値を表示 ＊呼び値に対して自動執行	＊公開指値注文板 ＊時間及び価格優先原則に基づき継続的にマッチングされる成り行き及び指値注文	＊指値注文とバッチに蓄えられた「寄り付き」注文 ＊執行最大化のために予定時刻における単一価格をアルゴリズムが計算する	＊成り行き注文のファイル（可能であれば最小／最大の注文執行限度付） ＊システムが単一の指標価格で注文をクロス	＊募集勧誘の表示 ＊システムが注文の受理を表示
事例	MTS France	Instinet, Bloomberg, Island	Optimark	Posit, E-Crossnet	Webstock, Tradecross

（２） 欧州における ATS の展開

欧州では多くの既存取引所が1980年代及び1990年代を通じて電子化を初めとする近代化を達成しているため、ATSが発展する余地は米国のようには大きいものではないと考えられている¹³⁾。しかしながら、専門家グループは欧州経済領域（EEA）内で運営される27件のATSに該当するマルチラテラル・システムの存在を確認している。内訳は、英国で16件、ドイツで6件、残りはフランス、アイルランド、ベルギー及びオランダで各1件であり、これらはいずれも当該国でATS運営者として認可（投資サービス会社ないし規制された市場として）を得た業者である。中でも、米国出身のインスティネット（Instinet）社とドイツのシティキャット（Citicat）社は最も長い歴史を有するシステムであるが、その他の大多数は3年未満の歴史しかなく、幾つかは開業したばかりで

ある。

欧州でのATSの発展の特徴は市場毎に多様な役割を演じていることにある。株式市場のように組織された中心市場が存在するところでは、ATSは時間外取引やクロス取引などのようなニッチサービスに特化することにより、その存在意義を見出ししている。また、取引所では通常不可能な、機関投資家の直接アクセスをしばしば可能にしている。これに対し、組織化された中心的な市場が存在しない地域では、ATSは価格形成においてより効率的で透明性にすぐれたファシリティーとして登場している。特に、債券市場においてはこのことが当てはまる。イタリアに起源を有し、EU各国の政府債を中心とする債券の電子取引プラットフォームを提供するMTS¹⁴⁾は、債券の店頭でのバイラテラル取引のシステムとして出発し、やがて今日ではATSとして運営されるマルチ

ラテラル取引システムへ脱皮した主要な成功事例と見なされている。

EU 内では、こうした ATS に対してライセンスは交付されるが、米国、カナダのように ATS に関する特定の規制上の扱いや規則の適用はない。ATS 運営者は ISD の用意する投資サービス会社ないし「規制された市場」の規制の枠組みに服するのみであり、前者のステイタスを選択する場合は、規制上の重点は投資家保護にあり、後者のステイタスをとる場合は、市場の信認に重点がおかれる。実際、ATS 運営者の大部分が投資サービス会社としての規制に服しているが、例外的に Coredeal¹⁵⁾や汎欧州的な展開を目指すスウェーデン系の Jiway¹⁶⁾はそれぞれ英国で取引所としてのステイタス (RIE) を得て活動している。

(3) ATS の規制上の論点

(i) ATS の提供するメリット

ATS がもたらす潜在的なメリットとして下記の点を挙げることができる。

① 取引のコスト低減化及び効率化

ATS と取引所及び伝統的な店頭市場ブローカーなどの間での激しい市場間競争を通じて、取引コストに下げ圧力が高まり、委託手数料の低下、呼び値単位やスプレッドの縮小に繋がる。ATS はまた欧州における政府債の店頭市場で起きているような一定の証券における流動性を集約し、またその先端テクノロジーにより STP 化など迅速な取引執行及び決済を推進する。

② 特定の利用者グループのニーズに適合するサービスの提供

継続オークション、指値注文、クロス取引、注文のプリファレンシング (pref-

erencing)¹⁷⁾など、伝統的な取引所では必ずしも得られない多様な注文執行方法の選択が可能となる。取引の匿名性を保証し、大口取引のマーケット・インパクトを回避するビークルとしても活用が可能である。

③ 取引機会の拡大

ATS は、多様な商品範囲や取引時間を提供する。EU の域内及び域外の証券の 24 時間取引の提供など。

勿論、これらのメリットは既存の取引所でも達成しうるものであり、時間外取引などは既に幾つかの取引所で導入済であるが、一面ではこれも ATS との競合から生じた動きとも解され、また昨今の欧州の取引所間の合従連衡の動きも ATS の勃興に刺激を受けている側面が強いと言える。

(ii) 問題点

一方、ATS は規制上の観点からは幾つかの問題点を抱えている。現在、ATS の多くは投資サービス会社 (investment firm) として規制されており、この場合投資家保護やシステム・リスクへの対応が規制上のポイントとなるが、ATS は予め自主的に定められた規則に従って参加者間で注文を執行するなど、規制された市場の本質的な機能に類する性格も持ち合わせている。規制された市場の場合、規制上の重点は市場の信認への対応に置かれるが、現行の ISD では投資サービス会社として分類される場合、その点の手当がうまくできないことになる。従って、現在の投資サービス会社を対象とする規制方法が ATS の規制手段として有効であるか疑問の点が多い。

専門家グループは、投資家保護のあり方、市場の信認への対応及びシステム・リスクの 3 点だが、ATS が提起する規制上の問題の中核とと

図表4 ATS がもたらす可能性のあるリスク

投資家保護リスク	
論点	問題となるケース
取引アクセス	ATS は、一定の投資家グループに対し、取引規模や取引の種類に応じた最良価格へのアクセスを実質的に拒否するような形で組成される可能性がある。
最良執行	ATS がそれまで取引所に集中された注文執行を分裂させ、規制された市場と同水準の透明性を維持しないのであれば、仲介業者にとって顧客のための最良執行がより困難かつ高コストとなる事態を招く可能性がある。同様なリスクは、ATS 運営者がシステム利用顧客に負う最良執行義務に関する明確な規定の欠如からも生じる可能性がある。
利益相反	ブローカーとしての最良執行を達成する義務と、ATS を通じた注文執行回数の最大化をはかろうとする商業的な利害との間の利益相反のように、ATS 運営組織内における相反する利害により投資家の利益が損なわれる可能性がある。
市場の信認 (integrity)	
論点	問題となるケース
市場の分裂	ATS による注文執行の分散化は、注文の相互作用を不十分なものとし、市場の価格形成への信頼に影響を与え、取引スプレッドの拡大、価格発見コストの上昇、小口投資家のように幅広い取引プラットフォームを通じての価格アクセスが困難な投資家層に対する不利な取扱いなどを招く可能性がある。
透明性	ATS は、価格や板情報、最終取引報告などの透明性の点で劣る可能性があり、価格発見プロセスを弱め、不正な情報上の差別的な取扱いを生じる可能性がある。
監視	既存取引所でのリアルタイム・ベースでの監視機能に比べ、ATS の監視機能は見劣りのするものであれば、取引所で取引される金融商品の注文執行が ATS に流れた場合、全体としての取引所の監視機能が低下する。市場阻害行為 (market abuse) に結びつく注文執行などが監視の網にかからなくなる可能性もある。
執行	秩序だった公正な取引の確保を目的とする取引規則の設定及びその執行を ATS が実行しないか、回避する可能性がある。
取引アクセス	ATS は、適格性に欠け、ATS を通じた秩序だった取引を支える十分な取引能力、適正自己資本ないし競争力に欠ける参加者による取引にアクセスを許す可能性がある
取引の許可 (適正な市場)	ATS は、(投資家による証券価格の評価を可能とさせる発行体に関する十分な情報開示のない) 適切な市場の存在しない証券の取引を受け入れる可能性がある
システム	ATS のシステムそのものが信頼性や信認度に関する十分な基準をみたすことがなく、市場の利用者にオペレーション・リスクを課すもの (例えば、テクニカル・アクセスの技術が不十分で、システムを通じた秩序だった営業の維持が困難な場合など)。
システム・リスク	
論点	問題となるケース
取引パフォーマンス	ATS を通じ処理された取引結果について十分な措置が講じられない可能性があり、カウンターパーティ・リスクを増大するような取引や決済の仕組みを提供する可能性があること。
財源	特に、ATS が中央カウンターパーティ機能を持つ場合に重要な自己自身のリスクを軽減するための、或いは万一の場合のシステムの秩序だった清算や停止を確保するための十分な財源を維持できない可能性があること。システム・リスクは取引参加者の財源が不十分な場合にも生じる。

らえ¹⁸⁾、それぞれについてATSがもたらす可能性のあるリスクを図表4の如く整理している。

以上のようなリスクへの対応については、ATSの市場やシステムの規模、取引される金融商品の種類（他の中心的な市場の存在の有無を含めて）、参加者の種類（特に小口投資家の参加の有無が規制上の観点では重要）などを勘案して検討が行われるべきであるとされる。

市場関係者からの意見聴取では、特に透明性（tranceparency）の問題が複雑な様相を帯びていることが指摘される。透明性の程度は市場ごとに異なり、例えば株式市場は伝統的に高い水準の透明性を保持している。従ってそこでは、幾つかのATS（例えば、クロス取引を専用とするプライス・テイキング・システムなど）は取引後の透明性を緩やかにすることにより、大口取引の際の市場インパクトを減じる効果を生んでいる。一方、債券市場のように伝統的に透明性の水準が余り高くない市場では、透明性の強化がATSのメリットとして評価される。

ATSから生じる問題点の多くは、ISDが用意する既存の規制の原則及びスタンダードの適用により対応が可能な面も少なくないが、EUがこれまで本格的に経験することのなかった「市場の分裂」がもたらすリスク（価格形成の分散化、最良執行の確保及び市場全体の監視の困難化、市場阻害行為の発生余地の拡大など）の管理はこれまでの規制方法では対応の難しさが予想される。しかし、本報告書の公表時点では、市場の分裂問題がEUレベルでの規制上の介入を必要とするまでに実務上、重大な問題に発展するか判断するのは困難とされた。とはいえ、市場の分裂への対応など市場の信認の維持

の観点が、現行のISDの枠組みでATSの規制を考える場合の現実的な問題点であるとの認識から、来るべきATSのスタンダード化の際には、認可／登録、透明性、報告ルール及び市場阻害行為の防止の4点に絞って検討が行われるべきとされた。

なお、ATSの規制を考える場合、既存取引所との競争における平等な条件（レベル・プレイング・フィールド）の確保と欧州全体を通じて一貫性のあるアプローチの導入も重要と考えられた。

(iii) ATSの規制方法に関する選択肢

最後に同報告書は今後のATSに対する対応の仕方として、①現状維持、②ATSに関する特別規定の策定、③現行のISDに枠組みにおける投資サービス会社として規制、④現在の「規制された市場」の規制方式を「取引システム」に着目した規制方式に変更する、という4つの選択肢があるとし、ISDの改定作業が終了するまでは、③の選択肢が最も迅速に実施可能としている。

4. 『ATS スタンダード』（2002年7月） 公表に至るまでの経緯

上記報告書が公表された2000年9月に、FESCOはその議論を踏まえさらに専門家グループに対しATSを運営する投資サービス会社によって潜在的に提起されるリスクへの対応策を検討するよう指示した。また、2000年11月にはランファルシー賢人委員会による『中間報告書』¹⁹⁾や欧州委員会による『ISDのアップグレードに関する欧州委員会通達』²⁰⁾も公表され、ATS問題への対応の気運が盛り上がる中、専門家グループはATSスタンダード案をまとめ上げ、2001年6月11日に『第1回諮問報告

書』²¹⁾を公表した。そして同報告書に寄せられたコメントの範囲において、専門家グループはスタンダード案を修正し、新しく FESCO の業務を受け継いだ CESR が 2002 年 1 月 14 日に『最終諮問報告書』²²⁾を公表した。

この最後の諮問期間において、スタンダード案について一国内及び他国間での公開議論が多くの加盟国の首都で実施され、CESR に対し有益なコメントが投資サービス会社、取引所、そして機関投資家などから寄せられた。コメント回答者は、特に ATS の概念をさらに特定した適格システム (qualifying system) の定義²³⁾の範囲について懸念を示し、どのタイプの取引システムがこの定義に当てはまるのかできるだけ特定化すべきと考える意見が多く、またスタンダードに記載されている透明性要件、わけても取引前透明性の適用について明確化が必要と考えている市場関係者が多いことが明らかになった。

CESR はこうした 2 回にわたる公開諮問を経てそれまでの論点をかなり絞り込み、2002 年 7 月に正式に『代替的取引システムに関するスタンダード』(以下「ATS スタンダード」)²⁴⁾を公表した。

Ⅲ. ATS スタンダードの内容

1. スタンダードの前提

(1) スタンダードの目的

ATS スタンダードは、現行 ISD の下で ATS を運営している投資サービス会社の適正な規制のあり方についての明確な形式でのガイドラインを示すことを目的とするが、特に「適格システム」の利用者の適正な保護と市場の信

認の確保を念頭においている。これは、現在の ISD の枠組みにおける市場の信認に関する規制とビジネス行為規範が、適格システム (qualifying system) を通じて提供されるサービスの特性に対応した特定リスクに完全には対処できておらず、本スタンダードによる補完的な措置が講ぜられる必要があると CESR が考えているためである。そのため、ATS スタンダードは、ISD 改定作業の中で議論が進んでいた幾つかの主要な論点を先取りしてその内容に取り入れている。

(2) スタンダードのアプローチ方法

CESR のアプローチ方法は、スタンダードの論点を前述の如く下記の 4 点に絞り込んでいる。

- ①通知：ATS を運営する投資サービス会社は監督当局に価格形成プロセス、システムの運営規則、注文執行プロセス、システム参加者、取引される金融商品の種類及び清算・決済並びにガバナンス方法に関する情報を提供しなければならない (スタンダード 1)²⁵⁾。
- ②透明性：CESR は透明性義務のあり方は取引システムの性質により一律ではないことは認めつつ、その適正水準の達成を重要視しており (スタンダード 3)、ATS は最低の透明性要件を満たす必要があると考えている。
- ③報告ルール：ATS は監督当局が市場シェア、市場の信認の確保及びビジネス行為規範の遵守、当初通知された情報についての変化などの監視が可能となるように、追加的な報告要件に服するものとする。
- ④市場阻害行為の防止：ATS は現行 ISD の

対象とする金融商品に関し、インサイダー取引、相場操縦などの市場阻害行為 (market abuse) を検出し防止するとともに市場阻害行為指令²⁶⁾の規定に服するものとする。

なお、本スタンダードの実施により不必要に金融イノベーションや金融市場での競争が阻害されることは回避されるべきであるとし、リスクの性質や重要性の程度に応じた、柔軟なスタンダードの適用が志向されている。

(3) 適格システムの最終定義

CESR は、ATS の定義について幾度か試行錯誤を重ねた結果、最終的に適格システムの定義という形式で以下の最終定義に到達した。即ち、適格システムとは「規制された市場としての規制を受けない機関によって運営され、システム内でシステム運営者により設定された非裁量ルールに基づき、契約を構成する仕方で、金融商品に関して多数の第三者がする買い需要と売り需要を突き合わせるマルチラテラル・システム」を指す²⁷⁾。

なお、上記定義に使用される用語の解釈について下記のガイドラインを示している。

①マルチラテラル・システム

最終的にバイラテラル・システムを除くこととした。バイラテラル・システムは単一の機関 (投資サービス会社等) が、自己勘定において、システムを通じて入ってくる全ての取引に参入するシステムである。これと対照的なのは、多数の参加者 (例えばマーケットメイカー) がシステムを通じて入ってくる注文に対し夫々がカウンターパーティとして行為するシステムはマルチラテラルとみなされる。

本定義の目的からする「システム」とは、運営者によって、運営者のために運営されるシステムの全ての電子的及び非電子的部分を含む²⁸⁾。

クロッシング・ネットワーク²⁹⁾のようなプライス・テイキング・システムはマルチラテラル・システムとして適格である。しかし、当該システムについての規制上の課題は価格形成能力のあるシステムの課題とは区別して考えられるべきである。例えば、取引前の透明性要件は、こうしたシステムに適用される可能性は薄い。

このように、バイラテラル・システムは定義から除かれたが、市場の分裂とその価格発見に与える影響において、市場の信認と投資家の利害に対するリスクをもたらす可能性が全くないとは言えない。実際、取引プロセスにおける自動化されたバイラテラル・システムの利用は拡大しつつあり、CESR は、しかるべき時期に、これらのリスクを市場の透明性の幅広い見直し作業を通じて対処する必要があると認識している。

②金融商品に関して多数の第三者がする買い需要と売り需要

「買い需要と売り需要」における「需要」(interests) とは「注文」(orders) よりは広い概念で、気配や需要のインディケーションを含む。対象となる「金融商品」は、ISD に規定される商品である。

③システム内でシステム運営者により設定された非裁量ルールに基づき突き合わせる

需要が「システム内でシステム運営者により設定された非裁量ルールに基づき... 突き合わせる」要件とは、それらがシステ

ムのルールかまたはシステムのプロトコル
ないし内部の運営手続き（コンピュー
ター・ソフトウェアに組み込まれた手続き
を含む）により突き合わされることを意味
する。

「非裁量ルール」（non-discretionary
rule）という表現は、ルールが（一度決定
されると）システム運営者にどのように売
買需要が相互作用させるかについて裁量を
残さないという意味である。

また、「突き合わせる(bring together)」
とは自動マッチングより広い意味を持ち、
取引執行を目的として、取引需要が非裁量
性ルールの下、相互に突き合わされるプロ
セスを含んでいる。取引需要は参加者に表
示される必要はない。注文回送システム

(order routing systems) は、注文は伝
達されるが、相互に突き合わされることは
ないので「突き合わせる」には該当せず、
この定義に含まれない。

④契約を構成する仕方

取引需要が突き合わされるその仕方が契
約という結果になるための要件は、注文執
行がシステムのルールに従い、システムの
プロトコルないし内部の運営手続きによ
り、「システム内」で生じることである。

これに対し、単なる受身的な掲示板
(bulletin board)、他の広告システム、e-
mail または参加者がシステム外（例え
ば、システムのルールの下ではなく、シス
テムのプロトコルや内部の運営手続きによ
らないで）で取引の重要条件を交渉するた

図表5 適格システムの定義に関するガイダンス表³⁰⁾

システムの種類	システムは適格システムか？
<マルチラテラル・システム>	
指値注文マッチング	該当。
電子的定期入札システム	該当。
プライス・テイキング・システム／「クロッシング・ネットワーク」	該当。
呼び値スクリーン (Quote Screen)	該当（活発な掲示板の条件が満たされる場合）。
掲示板 (Bulletin Board)	該当（注文執行がシステムのルール、またはシステムのプロトコルにより、または内部の運営手続きにより、システム内で発生する場合）。 非該当（システムが単なる掲示板であるか、または参加者がシステム外で取引を締結する他の広告システムである場合）。
注文回送システム	非該当（注文が相互に作用することなく、単に伝達される場合）
マルチプル・マーケット・メイカー、つまり複数参加者がシステム経由で入る注文にカウンターパーティとして行為する	該当。
<バイラテラル・システム>	
同じ機関が全ての注文の当事者であるシステム（リスクレスの仲介カウンターパーティとなる場合以外）	非該当。

めに互いにコンタクトする電子コミュニケーション・システムの使用は適格システムに当らない。

図表 5 は CESR が定義の範囲内ないし範囲外にあたるとみなすシステムの種類に関する概略的なガイダンスを与えている。

2. ISD 改定作業との関係

CESR のイニシャティブによる 2 回の公開諮問を通じて、市場関係者からは ATS スタンダードの策定は同じテーマで検討が行われている欧州委員会の ISD 改定作業と歩調を合わせるべきであり、規制の重複は避けるべきとの声が強かった。CESR はこうした意見に賛成で、そのため適格システムの定義を狭めることにより当面の対応をはかることとした。

欧州委員会は、2001年 7 月に『ISD の調整案に関する概観』（「予備的オリエンテーション」）を公表後、2002年 3 月に「修正オリエンテーション」及び「第 2 回コンサルテーション概観」を公表³¹⁾して、ISD 改定に向けて最終的な条文案作りを進め、この中にはこれまでの議論を反映した ATS 関連条項が盛り込まれる見通しであった。

しかし、CESR は ATS により提起される問題への取り組みを ISD 改定の実施（2006 年と想定されている）まで待つことは適正でないと考えた。改定 ISD を完成し実施するのには一定の時間が必要であり、現在の ATS の広がりからみて、市場の信認と投資家保護及びシステム・リスクへの対応を一刻も早く実施に移す必要があるからである。CESR のスタンダードは、改定 ISD が施行されるまでの中期的な観点で、適格システムを運営する投資サービス会社の適正な規制を明確にするために監督当局者

や市場参加者にとって便益のあるものと CESR は考えた。

3. スタンダードと解説

（1）市場の信認に関する 7 つのスタンダード

図表 6 に示す市場の信認に関するスタンダードは、現行の ISD の下で公表され、従って母国準拠原則に基づくものである。本スタンダードは、適格システムを運営する投資サービス会社に対して、これらの会社のライセンス発給や監督の責任を有する母国監督当局により、適格システムの利用者が保護され、取引される商品の市場の信認が保全され、システム・リスク軽減の追求を確保するために課せられる要件が記載されている。

（2）ATS に対するビジネス行為規範の適用

適格システムを運営する投資サービス会社は、基本的に ISD 第 11 条に基づいて設定される既存のビジネス行為規範に服するものとされる。ATS スタンダードは、既存のビジネス行為規範を重複させることを意図するものではないが、適格システムの運営者の活動の性格から、既存のビジネス行為規範の適用は提供されるサービスに配慮して調整される必要がある。CESR は、適格システムを運営するこれらの投資サービス会社に対し、既存のビジネス行為規範の下で適用される開示要件の適用について以下（図表 7）のように解釈している。

なお、ATS の運営者は、利用者との取引において、ISD のビジネス行為規範に従う際、利用者の職業性格に配慮する必要がある³⁴⁾。

図表 6 市場の信認に関する 7 つのスタンダード

スタンダード 1 : 通知	
投資サービス会社はその母国監督当局から適格システムの設立についての通知を求められる。それらはまた、母国監督当局（そして、複数ある場合は、その加盟国において市場管理の責任をもつ監督当局）に対し、その主要な特徴、その運営についての重大な変化を通知しなければならない。	最初の通知では、母国監督当局は、次の点に関して適格システムの運営者に情報を求めることとされる： －システムに入力される注文／呼び値の種類及び買い需要と売り需要がマッチングされる基準を含む取引プロセス、 －利用者や一般公衆に利用可能な取引前及び取引後情報の作成方法、 －システムのデザイン、システムの管理方法及び外部委託契約（もしあれば）、 －利用者の種類と数、及び利用者に対するアクセス方法、 －取り扱い金融商品、 －異なるクラスの利用者との取り扱い方法の性質、例えば契約した流動性供給者、 －流動性／出来高を活発にさせるインセンティブ措置の存在、 －取引の清算・決済の方法、 －これらのスタンダードを実施するための母国監督当局により課せられる規制上の要件の遵守を確保する措置（一旦、関連監督当局により詳細な適用が決定されたのであれば）。 これに加え、当初の通知の後に、母国監督当局は以下の情報を要求することができる： －適正な期間ごとに、取引された数量及び金額、利用者数、その他の関連統計（例えば、取引される商品の性質や運営の規模等による）、 －発生の都度、適格システムの運営者、取引プロセス、取引される商品、システム利用者のカテゴリー、清算・決済方法及びシステムデザインないしシステム管理方法に生じた重大な変更。
スタンダード 2 : 公正かつ秩序だった取引	
適格システムを運営する投資サービス会社は、公正かつ秩序だった取引の結果を導く取引方法を確立しなければならない。	公正かつ秩序だった取引の点で、システムは効率的な価格決定と利用者の平等な扱いを実現するように設計され運営されなければならない。取引方法は利用者に提供されるサービスの内容に従って変化するが、適格システムの運営者は取引方法が公正かつ秩序だったものであることを証明できなければならない。特に、運営者は取引方法が利用者にとって、その注文時間と規模を考慮した上で、システム上で最良価格を獲得できることを証明しなければならない。また利用者は、注文と執行済取引に関する十分な情報を観察できなければならない³²⁾。この要件の程度は、システムの特徴にも依存する。例えば、注文についての情報は、純粋なプライス・テイキング・システムにとっては必要性が低い。 監督当局者による本スタンダードの実施においては、プロと小口利用者とを区別して取り扱うことを認めるものとする。
スタンダード 3 : 取引情報の公表	
規制された市場で取引される金融商品の取引を提供する適格システムを運営する投資サービス会社は、適格システムがシステム利用者に対し提示または広告する呼び値及び／または注文に関する情報を合理的に商業ベースで公表しなければならない。同様に、運営者は、システムが利用者に提供する執行済取引に関する情報を、合理的に商業ベースで公表しなければ	「規制された市場」で取引される金融商品を取り扱う適格システムを運営する投資サービス会社は、タイムリーに重要取引データを利用可能な状態にしなければならない。商業ベースでのウェブ・サイト上でのデータ揭示、情報ベンダーまたは統合気配値システムなどへのデータ提供で、この義務を充足することができる。母国の監督当局は投資サービス会社に対し、対象金融商品の大口注文に関する公表の遅延を、各国の規制された市場で同様の措置が存在する場合は、認可することができる。 取引前、取引後の情報を上記規定のごとく利用可能にさせる要件は、適格システムを運営する投資サービス会社の母国によってその商品について規制された市場で課される要件、或いはその管轄下に規制された市場がない場合は、関連する規制された市場に責任のある加盟国の国内法によって課せられる要件以上の内容のものであってはならない。 即ち、実効性のある ISD³³⁾の下で取引前及び取引後の透明性に関する措置を監督当局が実施させる場合は、これらの要件は適格システムの全体的なベンチマークを形成する。但し、監督当局は、これらのベンチマークを特定の市場のマイクロスト

ならない。	ラクチャーを勘案して適用させるべきである。
スタンダード4：監視	
適格システムを運営する投資サービス会社は、システムの契約ルールへの利用者の遵守を監視しなければならない。	システム運営者は利用者による不正使用（misuse）に対してはしかなるべき措置を講じなければならない。このため利用者との契約で運営者は、アクセス停止措置などの実施を可能な状態にしておかねばならない。 CESR は、全ての適格システムに対し、契約ルールに対する利用者の遵守を監視する同じ能力を要求しているのではなく、監視の程度には格差があることを認識している。システムデザインが利用者の不正使用の範囲を限定的にするものであれば、直接的な監視の必要性は少なくともすむ。一方、ノン・プロの利用者がシステムにアクセスするか、またはシステムが特定の投資に対する価格形成過程にとり重要な役割を演ずる場合は、監視が特に重要となる。このようなケースでは、適格システム（またはその運営者）は、不正使用の範囲を限定し、たとえそれが発生しても早急に原因を究明できるよう、利用者の遵守を監視する能力を具備していなければならない。
スタンダード5：市場の信託と投資家保護を容易にするための監督当局との取り決め	
適格システムを運営する投資サービス会社は、母国監督当局者が投資家保護と市場の信託のために要求する場合は、取引される商品の市場の十分な監視や、市場阻害行為の検出に役立つ当局との取り決めを行う必要がある。	他のシステムで取引されている金融商品の取引を提供する適格システムを投資サービス会社が運営する場合は、いかなる不公正な慣行や市場阻害行為もその適格システムの利用者に悪影響を与えるだけではなく、これらの商品のより広い市場の信頼性も傷つけることになる。こうした場合、運営者は重要な情報、例えば取引データ（ISD の第20条1項の下で既に求められているものに加え）を、その母国監督当局に提供できる必要がある。 金融商品がある規制された市場で取引を許される場合、適格システムの運営投資サービス会社により施される措置は三つの異なるルートで練られる。即ち、関連する監視活動は、①システム運営者自身により、②当該商品の主たる規制された市場を運営し、市場当局として行為している取引所と協調して、または③母国監督当局と協力して、のいずれかを通じて実施することができる。
スタンダード6：システム	
適格システムを運営する投資サービス会社は、直接関連する母国監督当局に対し、システムは計画しているサービスを与えることができること、システムの技術的な運営の管理について十分な措置が講ぜられていること、そしてシステム障害の場合に十分なコンティンジェンシー措置があることを示すことができないなければならない。	システム利用者にとり、彼らが利用する取引システムが効率的かつ頑健に機能することに依存できるということが重要である。如何なる投資サービス会社も、そのシステムが会社従業員により運営されるかまたは外部委託されるかにかかわらず、公表された機能を提供することができ、オペレーション・リスクを管理する措置が講じられていることを、監督当局者に示す責任がある。 適格システム運営会社は、システムへの障害に対処する十分な措置を講じなければならない。少なくとも、それがスベックの標準どおり稼働していることを確保するためにシステムを監視する措置が必要である。そして、システム・ダウンの場合にはデータ回復のための適正な条項がなければならない。システムの利用者にとって、彼らが、データの信頼性とインテグリティを損なう可能性のあるシステムへの不正なアクセスから適正に保護されているということが特に重要である。システム運営者は、従って、直接的にまたはシステムへのリンクを供給する第三者により、アクセス措置が適正に管理されていることを確保しなければならない。
スタンダード7：清算と決済	
適格システムを運営する投資サービス会社は、取引の清算（適用可能であれば）及び決済についての義務及び責任の明確さを確保しなければならない。	適格システムを運営する投資サービス会社は、取引成立のための措置に関して、運営者と利用者のそれぞれの責任について明確にしなければならない。しかし、システムが小口利用者を対象にする場合、運営者自身が提供するか否かにかかわらず、運営者は効率的な清算（適用可能な場合）及び決済を確保するための措置が講じられていることを監督当局に理解させることができないなければならない。

図表 7 ビジネス行為規範の適用

関係の明確化	
適格システムを運営する投資サービス会社は運営者と利用者の関係の性格について明確にしなければならない。	適格システムの運営会社は利用者とシステム運営者との間の関係の性格を明確に記載した契約を利用者と交わさなければならない。この義務は利用者の取り扱いに関してビジネス行為規範により投資サービス会社に課せられる義務の実質に、いかなる仕方によらず、影響を与えるものではない。
システム情報	
適格システムを運営する投資サービス会社は、利用者がシステムを効率的に使用でき、システムを利用する際に生じるリスクについて理解できるようにシステムについての十分な情報を提供しなければならない。	適格システムを運営する投資サービス会社は利用者に対し、その主要な特徴について適正な情報を提供しなければならない。この情報は利用者がシステムを効率的に使用し、システムの使用から生じるリスクを理解できるように十分なものでなければならない。情報の程度は利用者の洗練度に依存するが、以下のものを含むものとする： －注文取り扱い及び注文執行プロセスを含むシステムの運営、 －システムの他の利用者のステイタス、例えばプロ／ノン・プロ、国内／外国の区別、 －取引の誤りないし紛争のケースに適用される手続き（もしあれば）、 －国内規制の下では、システム上で執行される取引の監督当局への報告義務が利用者にあるか否か、 －適格システムの運営者が利用者のアクセスを停止できる条件、 －システム障害の際に適用される取引手続き（もしあれば）、 －取引の清算・決済について適正な措置の在処。
公衆が利用可能な情報	
適格システムを運営する投資サービス会社は、利用者の性格と取引される金融商品の種類の双方に配慮し、利用者が投資判断を形成できる十分な公開情報を提供し、またそれに対するアクセスが確保されている状態にしなければならない。	システム利用者はシステム上で取引される金融商品の取引内容に関し、目論見書や他の開示書類などの利用可能な情報へアクセス可能でなければならない。この情報の必要性和その程度はシステム利用者の経験や商品性格に依存しており、商品性がより複雑になれば、そのような情報が全ての利用者に提供される必要性が高くなる。一方、プロの利用者向けのシステムにとっては、例えば「上場」と「非上場」証券の違いや、単純な先物やオプション契約におけるリスクに関する情報の提供はさほど重要ではない。 システム利用者はまた、取引商品に関する投資判断のためには発行体情報が必要である。システム運営者はアクセス可能な公開情報が入手できるルートについて利用者に指示しなければならない。この義務は取引対象の証券が目論見書が作成される公募の場合や、EEA 内の株式取引所へ公式に上場が認められる場合は充足されているものとみなすことができる。非上場証券については、運営者は対象証券が非上場であり、緩やかな開示要件に服し、市場阻害行為に対する規制の範囲から外れる可能性があることを、説明しなければならない。

IV. ATS スタンドアード公表後の動き

1. 市場の反響

公表された ATS スタンドアードに対する市場

関係者の反応は概ね好意的であることが報じられている³⁵⁾。ATS の運営業者は当初、スタンダードの内容についてかなり厳しいものを予想し、取引所類似施設とみなされるものは全て取引所として規制されるのではないかと、規制の導入によりある一定の ATS が市場で支配的な業者になることに對し制度的なプレッシャー

を監督当局がかけるのではないか、などの懸念を抱く者が多かったが、最終的に公表されたスタンダードは利用者の保護と市場の信認の確保という簡潔な目標の下に（或いはATSの業界では既に自主的に実施されている慣行について）まとめられたもので金融イノベーションの推進に不必要なコスト負担を強いるものでもなく、実務上の問題はほとんどなくなったとみる見方もある。また、本スタンダードはISDの改訂が実現するまでの欧州監督当局者にとっての暫定ガイダンス（stop-gap guidance）として機能するとの位置付けも市場関係者にも正しく認識されている。なお、MTSのようにもともと規制された市場としての認定を受けている業者は今回のスタンダードの公表により、その影響を受けないことが明確になった。

2. FSA の国内法制化の取り組み

CESR での ATS に関する専門家グループで主導的役割を果たした英国の FSA は、CESR が ATS スタンダードを2002年7月に公表後、加盟国の先頭を切っていち早くその英国内での同スタンダードの実施のために、2002年10月に ATS に関する諮問書(Consultation Paper)³⁶⁾を公表し、2003年1月まで市場関係者からパブリックコメントの受付を行った。FSA は回収されたコメントの結果を分析し、2003年6月に最終実施案³⁷⁾を公表した。これは英国の証券運用規則を網羅した証券ハンドブックの改定³⁸⁾という形をとっており、施行は改定 ISD の施行に先がけ2004年4月からとされている。最終実施案で FSA は ATS スタンダードの考え方に微妙な修正を加え、ATS 運営者の取引前透明性義務は株式市場に限定すること、取引後透明性義務についても多様な市場でのこれまでの慣

行をより尊重した方式とすること、システムの内容に関して ATS が顧客（個人、中間顧客）に対して負う情報提供義務の項目を簡素化すること及びシステム上で取引される金融商品に關しての情報提供義務の範囲も限定することを表明している。

いずれにせよ FSA のアプローチは、独自の問題意識に基づく点も多く、また ATS スタンダードを反映する国内規制を導入するにあたっての既存法制との整合性（compatibility）や費用対効果分析も詳細に展開されており、EU レベルの共通原則を国内法制化する際の好事例ともなるべきものである。

3. ATS 規制を超えた規制のあり方への模索

CESR のスタンダードは上述の如く、2年をかけた議論のわりにはかなり簡素化されたものとなった。この背景には、単に ATS の問題のみならず、規制された市場全体の証券取引規制を見直そうとする ISD の改定作業に議論を統合させるのが合理的とするハワード・デービスを座長とする専門委員会の考え方があるのではないと思われる。

即ち、「規制された市場」の中核である各国の取引所は今やほとんどが会員制から株式会社へと脱皮（demutualized）し、中には株式上場を行い資金調達力を身につけるものもあり、自ら電子化を推進している。そして、株式会社化によるガバナンスは取引所をして営利追求への方向を強めさせ、そのためには伝統的に取引所が担ってきた自主規制機能や上場審査機能さえ放棄させる圧力を高めている。このような中で、投資サービス会社が ATS を運営し、取引所類似施設を営むことにより従来取引所が占め

ていた商業スペースに進出するようになれば、逆に取引所自体も競争上、同様なサービスに進出しようとするインセンティブが働く。事実、ドイツ株式取引所グループはその主要な取引所業務を補完するためにATSのベンチャーに出資を行い、また分野は異なるが、英国の決済機関クレストは投資会社の営むカストディ業務に進出するといったように、いわば従来の垣根を越えたハイブリッドなサービス提供を競う環境がEUで徐々に醸成されつつある³⁹⁾。

こうした動きはいずれも情報通信テクノロジーの進展により可能となっており、またそのために規制された市場、ATS及び店頭取引(OTC)はいずれも技術的に同質化しつつあり、その境界はますます曖昧となりつつある。つまり、取引施設(trading venue)ごとに規制のあり方を考えるのではなく、透明性の問題等、全ての注文執行行為に共通の規制のあり方を探ろうとする傾向が強まっている。その意味で、ATSのスタンダードに関する議論は、新しい包括的な取引規制のフレームワークへの過渡的な議論と位置付けるべきであろう。

V. ISD 最終改正案に盛り込まれたMTF運営規定

上にみたように、これまでCESRによる『ATSスタンダード』の策定を中心に検討が行われてきた代替的取引システム(ATS)の規制上の取り扱いについての議論は、やがて欧州委員会によるISD改定作業の流れに統合化されていくことになる。即ち、同委員会は2002年11月19日に公表されたISD最終改正案である『投資サービスと規制された市場についての指令(案)』において、独自の切り口でこうし

た新興トレーディングシステムをマルチラテラル・トレーディング・ファシリティ(MTF)と呼称し、投資サービス会社によるその運営をコア業務に指定するとともに、幾つかの独立した規定を導入した。

最終改正案におけるMTFの定義(第3条1項11号)は、前述のCESRが2002年7月に公表した『ATSスタンダード』の中でみられる「適格システム」の定義を一部修正する形で、「システム内で非裁量ルールに基づき、契約を構成する仕方で、金融商品に関して多数の第三者がする買い需要と売り需要を突き合わせるマルチラテラル・システム」⁴⁰⁾としている。なお、「規制された市場」の定義も、これによく似た形式となっており、機能面での同質化が図られている⁴¹⁾。

名称が既に慣用化しているATSではなくMTF(=Multilateral Trading Facility 多角的取引施設)としたのは、公開諮問を通じて、ATSという用語が法律条文に使用するには余り適格とは言えず、新しいコア・サービスと位置付ける機関の特徴を正確に捉えていないとの指摘への対応とされる。このため、これまでのATS規制の議論を踏まえ、alternative という用語を、多数の投資家間の取引を媒介するという意味でのより特定された表現であるmulti-lateral という用語に置き換え、また債券用に利用が広がっている取引端末との混同を避けるためにsystemではなくfacilityの用語を採用したと解説されている。

規制上は、MTFは基本的に投資サービス会社と位置付けられ、その運営者はさらに特別規定に服する方式⁴²⁾を採用している。即ち、組織要件(第13条)、取引監視(第24条)、取引前透明性(第27条)、取引後透明性(第28条)、委託

業務の免除 (第13条 2 項) (参加者はエージェンシー義務を伴わない「適格カンターパーティ (eligible counterparties)」に制限), 端末の他加盟国設置 (第29条 5 項) などがMTF 向け専用規定となっているが, これらは「規制された市場」の運営規制に類似したものとなっている⁴³⁾。一方, 「規制された市場」の規制に相乗した規定も多く見られる⁴⁴⁾。なお, 規制された市場の運営者については, MTF 専用規定に服することを条件に自動的に MTF の運用が認められており (第 4 条 2 項), 投資サービス会社以外に, 規制された市場の側からも MTF の運営が可能となっている点は興味を引く。

なお, 最終改定案に盛られた MTF 関連規定と前述の CESR の『ATS スタンドアード』の関係については, スタンドアードの骨子はほぼ最終改定案に反映されているが, スタンドアードでは開業については当局への通知で十分としている一方, 最終改定案では当局の事前の承認が必要 (第13条 1 項) とされている点や, システム関係規定が最終改定案では手当てされていないなど, 若干整合性がとれていない面も見受けられる。この他, ISD 最終改定案では取引の「市場集中ルール」 (現行 ISD 第14条 3 項) が撤廃されたことも, 間接的に MTF の運営を可能にしている。

ところで, ISD 改定案が2002年11月に公表されてから, 既に1年以上が経過した。その間, ISD 改定作業は欧州議会の中の経済金融問題委員会 (Committee on Economic and Monetary Affairs) に舞台を変え継続審議が行われているが, その動向を以下概略する。

実際, ISD 改定案が打ち出した多くの規制に関する新提案について同案の公表後まもなく市場関係者などから早くも多くの批判が飛び出し

た。このため, 欧州議会は2003年 2 月に公聴会⁴⁵⁾を開催し, 改定案が孕む問題点について市場関係者から意見聴取を行った。MTF に関しては, 「規制された市場」との関係で「同じ機能には同じルールを」という原則を義務付け, 規制上の取扱いについての較差を最小化する措置 (双方の定義を機能的に類似したものとしている。注40, 41参照) が改定案で打ち出されているが, それは体力に優れる規制された市場側に有利な市場モデル (コスト高) の採用に結びつき, 投資家ニーズを達成するための方法の多様性を無視するものだという批判などがなされた。この公聴会の結果を踏まえ, 経済金融問題委員会は2003年 3 月10日に改定案に対する修正案 (draft report) を公表し, ①規制された市場や MTF へのアクセスを「適格カンターパーティ」に限定する表現は削除または変更 (第13条 2 項, 第39条 2 項), ②MTF の運営投資サービス会社に対する市場監視義務や当局への情報提供は一律ではなく, MTF のシェアなどを勘案して課す (第24条 1 項, 2 項), ③MTF の取引前透明性義務はその規模と取引の性質を鑑みて課す (第27条 1 項) などの修正を行なった。同委員会はその後数回にわたり修正作業のための会合を行い, その都度異なる委員の起草による修正意見を公表したが, 2003年 9 月 2 日にいたりその最終案⁴⁶⁾を公表した。

最終修正案における MTF 関連部分は図表 8 に示すとおりであるが, 概ね上記の議論を反映した柔軟な取り扱いを目指す形となっている。

VI. 結びにかえて

以上, EU 投資サービス指令の改正案で登場した MTF の運営規制を巡る議論の背景となる

図表 8 ISD 改定案の最終修正案 (MTF 関連部分)

修正条文	修正のポイント
前文 (recital) 6	「規制された市場」と MTF の各定義をそれらが「同一の組織された取引機能を示す事実」を反映させる形で緊密に揃えるべきであるという原案に対して、「類似の組織された取引機能を示す範囲において」という緩和された表現となった。即ち、規制された市場の規則を自動的に MTF に適用することは回避された。なお、同前文の後半部分でシステムの運用ルールについて監督当局の事前承認を求めている部分が削除された。
第 3 条 1 項 ⁽¹⁾	MTF の定義後半部分を修正 (注40参照)。MTF の定義を ISD 改定案第 1 編第 2 章の承認条件に明確にリンクさせる表現となった。
第13条 1 項	原案の MTF 上での最良執行義務の表現を緩和し、「システム利用者の性格と取引される金融商品のタイプを考慮した」効率的な注文執行ルールと方法論の確立を求める表現に修正。また、母国監督当局による取引ルール及び取引方法に関する事前承認取得義務は強制的ではなく、各国当局の運用に任せることとした。
第13条 2 項	MTF へアクセス可能な先を「適格カンターパーティ (eligible counterparty) に限定した原案の表現を削除 ⁴⁷⁾ 。
第13条 6 項	MTF の運用細則をコミトロジーで策定とする原案の表現全文削除。
第24条 1 項 1 号	MTF 運営業者に有効かつ規則的なモニタリング措置の導入を義務付けていた原案に対し、それは対象となる投資に関する全体的な市場規模に占める MTF の地位を考慮して必要かつ適切な場合にのみ実施されるとした。
第24条 1 項 2 号	市場阻害行為を発見するための MTF 運営業者の取引報告義務については一律な扱いではなく、MTF の市場における占有率などを考慮した均衡的 (proportionate) かつリスクベースの取り扱いに修正。また、運営業者を本条文の義務を果たすことにより第三者に対する法的債務を免れることを明記。
第24条 1 項 3 号	モニタリング措置の実施細則策定のためのコミトロジー手続きについて、MTF の報告義務が市場阻害行為が懸念される状況に限定される場合の定義化についても適用することとした。
第27条 1 項	MTF 運営業者の取引前透明性義務を一律に果たすのではなく、MTF の規模や性格を考慮して行うこと、MTF での取引が取引所ルールの下で既に公表される場合は適用されないこと、価格の公表は MTF のすべての利用者が観察できる場合にのみ求められることとした (特に最後の点は、一部の顧客にしか価格が開示されないが利用価値の高いクロス取引やオークション・システムの運営を可能とするために必須条件である。)
第27条 2 項	取引前透明性の内容について「規制された市場」の要件と同じものを義務付ける前半部分の条文を削除。また、同条第 1 項の要件は MTF の特徴や扱い商品の市場全体におけるシェアなどを勘案して適切な場合は免除ないし修正できるとした。
第28条 1 項	取引後透明性については、MTF 上で執行された注文の詳細が「規制された市場」で公表されている場合は適用されないとした。

90年代末からの EU における代替的取引システムへの規制の試みに関する動きを概観した。

ここで若干、今まで触れていない、英国以外の欧州各国の ATS への対応を紹介してみたい。

ドイツでは2001年9月に上程され2002年10月に施行された第4次資本市場振興法 (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) のもとでの取引所法 (Börsengesetz) の改定により、電子取引システムへのアクセス規定 (第17条) が導

入されている。しかし、ドイツでは既存取引所自体が電子化されているために、この規定は取引所に有利な規定を定めたものと解せられる。また、フランスでは、ISD 最終改定案の公表後に開催された証券取引委員会 (COB) 主催の「金融証券市場の規制とリスク管理」に関する第12回審議会 (2002年12月) 第3部会⁴⁸⁾において、ユーロネクストのジャン・フランソワ・テオドール社長や欧州委員会域内市場委員会委員長のデビッド・ライト氏などが同席して同国のMTFの規制について協議が行われている。ISD 最終改定案の意義を強調するライト氏に対し、フランスでは取引所への株式取引集中度が高く、審議会に参集した同国の市場関係者はいずれも最終改定案が打ち出した市場集中義務の撤廃に消極的であり、テオドール社長は規制された市場である取引所こそが、効率的な価格形成、流動性、確実な注文執行を実現しえるし、ユーロネクストは注文執行の全面的な電子化により欧州で最も流動性のある市場となっていると主張している。このように、欧州の大陸側で比較的証券市場の発達している独仏では、MTFについて余り積極的な姿勢がみられないのが現実との印象である。

EU では、前述の如く MTF が株式市場についてメインプレイヤーとして進出する余地は少ない。もともと店頭取引が中心の債券やその他のプロダクト (派生商品、コモディティ等) では発展の可能性はあるが、既に「規制された市場」扱いされた MTS (イタリア、ポルトガル等) の例など、MTF 規定によらない運営も可能である。また EU 内においてかなりの数の MTF が報告されているものの、そこで扱われる取引量のデータがないだけに全体としてどの程度のニーズを背景としているかは不透明であ

る。こうした EU での MTF に該当する注文執行ファシリティーの実体を踏まえると、MTF の取り扱いについて独立した規制措置を ISD 改定案に盛り込むことの必然性がどこまであるのか、特に同改定案が株式市場の分裂を想定した様々な規定 (最良執行ルール、注文取扱規則、利益相反禁止規定、透明性措置の充実等) の導入を提案していることについて注文執行の店内化とともに MTF の勃興がその理由付けに使われているが、疑問の点がないではない。つまり MTF は既存の取引所 (つまり株式市場) の地位を脅かすまでには到らず、また本来取引所外の店頭取引で行われていた債券をはじめとするその他のプロダクトに流動性のプールを与えているだけだとしたら、「市場の分裂」については中立的と言えるからである。

EU における代替取引システムの規制に関する議論は、まだ IT バブルの余韻が残っていた 1999 年後半ぐらいから開始され、EU の証券取引規制の改革論議の中で、その主役的なプレイヤーとして持ち上げられてきたが、FESCO/CESR のスタンダード作りに向けた検討作業も最終段階でかなりトーンダウンした。また、現在 EU では証券市場の全般的な停滞もあり電子取引システムは統合・合併 (consolidation) の局面にある。このように EU の証券取引規制当局者が、当初描いていた代替的取引システムの将来的な勃興による市場の分裂といった事態は直ちには現実化する可能性は薄れている。とは言え、ISD 改定案の欧州議会や理事会での審議は最終段階に差ししかかっているもののまだ決着はされておらず⁴⁹⁾、成立は 2004 年中ば頃、また施行も 2006 年とされることから、今後の EU 証券市場の動向いかによっては MTF の意義が再びクローズアップされる局面がないとはい

えず、同市場の推移を注目して見守ることとしたい。

注

- 1) 当時は Proprietary Trading System (PTS) と呼ばれ、その後 Electronic Communication Systems (ECN) という呼称も登場しているが、1998年12月に SEC が公表した “ATS Regulation” でこうした新興電子取引システムを表す総称として Alternative Trading Systems (ATS) が用いられることになった。SEC “Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems” (Release No. 34-40760) December 1998
- 2) 米国の ATS に関する規制問題は本稿の範囲を超えるので詳述は控えるが、現在は ATS の運営業者に対し、基本的な取引所として位置付け、希望する場合は別途定める ATS Regulation の規定の下、ブローカーディーラー（証券会社）として活動するかの選択が可能となっている。なお、ATS を巡る議論は日本でも多くの研究者・実務家による論文・報告書が公表されている。二上季代司『証券取引所と PTS』『証券経済研究』第 6 号 [1997. 3]、清水葉子「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 [1997. 5]、同「アメリカの代替的取引システム (ATS) と SEC の規制について」『証券経済学会年報』第 35 号 2000 年 5 月、大崎貞和「米国における ATS (代替取引システム) 規制の導入」『資本市場クォーターリー』1999 年冬、同「米国の電子証券ネットワーク (ECN)」『資本市場クォーターリー』1999 年秋、淵田康之「取引所規制と私設取引システムの規制」『ジュリスト』No. 1155 [1999. 5. 1-15]
- 3) “Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field”
- 4) Proposal for a “Directive of the European Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directive 85/611/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC” また、同時に関連のプレスリリース (IP/02/1706) 及び FAQ (“Proposal for Directive on investment services and regulated markets – frequently asked questions” (MEMO/02/057)) が公表されている。なお、本指令案の詳細については、大崎貞和「EU 投資サービス指令 (ISD) 改正案について」(資本市場クォーターリー 2003 Winter) 及び拙稿「EU 投資サービス規制市場指令案の公表 (上・下)」(『証券経済研究』第 40 号、41 号) を参照のこと。
- 5) “Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan”, COM (1999) 232, 11.05.99.
- 6) 同プランでは ATS の認可と監視についての共通アプローチを課題としてあげている。その後、IT 化が進展する市場の規制の観点を強調し、アクションプログラムにてこれを狙った 2000 年 3 月のリスボン欧州理事会の前後に公表された第 9 回金融サービス政策グループ会議 (2001 年 2 月 22 日開催) や、アクションプランに関する

第 2 回進捗レポートにおいて ATS への規制の取り組みについて報告がされている。

- 7) “Standard for Regulated Market Under the ISD”, December 1999 (99-FESCO-c).
- 8) 同グループの座長は英国金融サービス機構 (FSA) 長官のハワード・デービス (Howard Davies) が務めた。
- 9) “The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe – A paper for EU Commission”, September 2000 (FESCO/00-064c). 本報告書は 2000 年 9 月のパリにおける FESCO 会議により採択され、その後 ISD 改定のための素案 (グリーンペーパー) 準備のために欧州委員会に提出された。
- 10) Discussion Paper on “The FSA’s approach to regulation of the market infrastructure”, January 2000.
- 11) この段階では FESCO は、例えば大容量のバイラテラル・システムであれば、特定の業者内での大型注文の店内自己執行 (internalization) に利用される可能性があり、市場の分裂や市場での注文の相互作用 (interaction) を阻害する原因となるので規制すべきと考えた。この立場は後述の 2001 年 6 月の第 1 回諮問報告書では維持されたが、2002 年 1 月の最終諮問報告書でマルチラテラル・システムのみに限定されることとなった。
- 12) “The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe – A paper for EU Commission”, September 2000 (FESCO/00-064c) の p. 5 Table A を基に作成。
- 13) 但し、既存取引所の電子化が一国内に留まるものであれば、汎欧州的な取引機会の提供ツールとしての ATS の発展の余地がない訳ではない。この点で、汎欧州的な取引所の展開を目指す iX, Euronext, virt-X などの試みがどれだけ早期に実を結ぶかも ATS と取引所の今後の勢力地図に影響を与えよう。なお、米国において、ATS による株式注文執行が NASDAQ 市場の 30% 以上を占めると言われるが、これは ATS が格別、機能的にすぐれたツールであるという理由からではなく、NASDAQ 市場のマーケットメイカー方式や売買スプレッドの設定の仕方 (いわゆる「マイクロストラクチャー」) に問題があり、ATS はその制度の不備について市場シェアを高めただけとの見方もある (ハンブルグ大学のハルムート・シュミット教授が 2002 年 11 月 3 日に札幌で開催された証券経済学会第 58 回全国大会で行った特別講演の際の筆者の質問にたいする回答)。
- 14) MTS とは、イタリア語で国債市場を意味する Mercato dei Titoli di Stato の頭文字をとった名称であり、言葉の意味どおり、かつて政府債務が増大したイタリアにおいて、国債市場の流動性を高め、市中消化の円滑化を図るために 1988 年にイタリア財務省と中央銀行の主導の下で設立された国債の電子取引システムである。MTS はイタリア国債の業者間取引の 9 割以上のシェアを占めると言われる。また、1997 年に民営化され MTS S.p.A となり、同社の株式は 50 社以上の国内外の金融機関に放出された。民営化後も、イタリアでの成功を基に他の EU 諸国や海外進出を果たし、各国現地の財政当局等のコミットも得て各国国債 (特にユーロ建) の電子取引システム運営者として地位を築いている。現時点で

は、汎欧州的な取引市場である EuroMTS (英国に拠点)に加え、EU 域内各国 (ベルギー、フランス、スペイン、オランダ、フィンランド、アイルランド) に個別の法人格で運営される電子プラットフォームを展開し、イタリア、ポルトガルでは「規制された市場」としての取り扱いを受けている。

- 15) 国際証券業協会 (ISMA: International Securities Market Association) によって開発された電子債券取引システムであり、2000年6月より取引を開始している。大株主の ISMA に加え、投資銀行や証券会社13社が出資し、事業債を中心とする6000以上の国際債を取引対象とした (債券電子取引で通常扱われている国債は、同システムにあってはわずか8%程度にすぎない)。Coredeal は英国 FSA より、同国の1986年金融サービス法第37条に基づく取引所 (RIE) としての認可を受けているため、EU 域内でも ISD の規制された市場としての扱いを受けた。しかし同社は十分な取引を獲得することができず失敗に終わり、2001年11月12日に MTS グループの中核会社の一つである EuroMTS の出資を得て Coredeal MTS 社に衣替えした。当初の株主構成は ISMA が大株主の地位 (58%) に留まるものの、EuroMTS が15%、国際的金融機関のコンソーシアム27%の持株比率であったが、その後 ISMA は持株比率を15%にまで下げた。さらに最近の展開として、MTS が Coredeal を完全に吸収しその一部門とする決議が行われた。
- 16) スtockホルム取引所を傘下にもつスウェーデンの OM グループ (60%) とモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター (40%) の出資で設立され、2000年11月17日にロンドンで取引が開始された電子取引所で、主に欧州主要国と米国の既上場株式についてクロスボーダーでの小口取引を扱う欧州初の個人投資家向け ECN である。OM グループはその後、モルガン・スタンレー側の Jiway の持分を買い取り100%株主となったが、Jiway での取引は停滞したままであったため、2002年10月14日に OM ロンドン取引所内で運営されている Jiway 市場の閉鎖を正式に決定した。なお、Jiway は ATS ではなく、virt-x と同様、取引所そのものという見方もある ("The Regulation of Market Infrastructure by Matthew Elderfield" in the "Special Report-Exchanges and Alternative Trading Systems-" p44)。
- 17) 米国の株式市場でブローカーが特定のマーケット・メイカーやディーラーを注文回送先として指定する取引慣行。
- 18) この認識は1998年9月に IOSCO が採択・公表した「証券規制の目的と原則」 ("Objectives and Principles of Securities Regulation" 及び前述した FESCO の「ISD の下での規制された市場のスタンダード」のアプローチ方法を踏襲するものである。
- 19) 欧州の経済相・蔵相の集まりである ECOFIN の委託を受け、元・欧州通貨機構 (EMI) 総裁のアレクサンドル・ランファルシー (Alexandre Lamfalussy 現ルーバン・カトリック大学教授) が座長としてまとめた欧州証券市場の規制に関する賢人委員会報告。欧州証券市場の新しい市場構造の下での抜本的な変革を提唱した

("Initial Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets", Brussels, 9 November 2000)。また、2001年2月にはその最終報告書が公表されている ("Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets", Brussels, 15 February 2001)。ランファルシー委員会はその中間報告において ATS 問題を含む EU の市場間競争に関し、①欧州株式市場ではこれまで各国取引所の独占状態であった国内株式の取引注文の受託と執行について、今や取引所間やテクノロジーを背景とする新規参入者との競争に晒されつつあること、②取引所の幾つかや新規参入者は汎欧州的規模での組織的拡大を目指し、他の幾つかの取引所は合従連衡の動きを加速化させていること、③取引所の多くが自ら電子化を急いでいること、④米国で急成長している代替的取引システム (ATS) が EU 内でも英国、ドイツ中心に20件程度存在が確認されており、⑤債券取引やデリバティブ取引に拡大しつつあること、しかしこれらの電子取引システムが幅広い投資家が利用できる場合は、株式市場と同様の規制上の問題が生じる可能性があること、などを指摘している。

- 20) "Upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC)" COM (2000) 729, November 15, 2000. 同報告書は、ATS 問題を投資サービス会社が享受する単一パスポート制度の機能改善の問題として位置付け、ATS を運営する業者の多くが既に投資サービス会社として認可を受けている中で、本来市場的な性格を帯びている ATS の規制が十分に行えるか検証が必要としている。
- 21) "First Consultative Paper on Proposed Standards for ATSs", (FESCO/01-035b), June 2001. 同報告書では、スタンダードとして10項目の原案が示された (最終的には、市場の信認に関する7項目に集約されることになる)。なお、同報告書に対するパブリックコメントを2001年8月末を期限として市場関係者に呼びかけた。
- 22) "Final Consultative Paper on "Proposed Standards for ATSs"", (CESR/02-001), January 2002. なお、同時に第1回目の諮問報告書に対するパブリックコメントを編集した "Feedback statement and inventory of comments received during the public consultation on the consultation paper", (CESR/01-002), January 2002 も併せて公表されている。
- 23) 2001年6月の第1回諮問報告書において、ATS の定義は後述する適格システムの定義に置き換わった。
- 24) "Standard for Alternative Trading Systems", (CESR/02-086b), July 2002. なお、同時に最終諮問報告書 (2002年1月) に対するパブリックコメントを編集した "Feedback statement and compilation of responses to the second consultation paper on Standards for ATSs", (CESR/02-087b), July 2002. も併せて公表されている。
- 25) 2000年9月の FESCO の報告書 (FESCO/00-064c) の段階では承認・登録を必要としたが、公開諮問を経て通知のみに変更された。
- 26) 従来のインサイダー取引指令 ("The Insider Dealing

- Directive” (89/592/EEC)) の内容を更新し、相場操縦 (market manipulation) 規制の内容も盛り込んだ改定案 (“Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)” (COM(2001) 281)) が2001年5月30日に欧州委員会より公表され、2002年10月24日には欧州議会での second reading を通過し、最終的に同年12月3日の理事会で採択された。
- 27) 2001年1月の最終諮問報告書での定義に最終調整を加えた。
- 28) システムの非電子的部分とは、システムの運営方法を取決めた内部規則やその他の業務方法など電子化された部分以外の ATS 運営に必要な一切の組織化されたビジネス方法を指すものと解釈される。
- 29) ここのブライズ・テイキング・システムは、他の取引場所から価格を取得するシステムである。これらのシステムは、「参照」市場から派生する価格で買値と売値を突き合わせる (ATS スタンダード 脚注6)。
- 30) “Standard for Alternative Trading Systems”, (CESR/02-086b), July 2002 p. 18 Annex B を基に作成。
- 31) ISD 改定の最終諮問案の概説書として「第2回コンサルテーション概観」(“Second Consultation-Overview Paper”) と付属資料 (“Annex I: Revised Orientation”) が公表された。
- 32) スタンダード2はシステムの直接利用者のための透明性に焦点を当てており、スタンダード3は公衆と市場全体に対する情報開示を主旨とした内容となっている。
- 33) 現行 ISD では取引前の透明性については規定がないので、本スタンダードの公布時に施行されている ISD と考える (ATS スタンダード 脚注14)。
- 34) CESR の「投資家保護のための欧州制度：ビジネス行為規範の調和」(“A European Regime of Investors Protection: The Harmonization of Conduct of Business Rules”, (CESR/01-014d), April 2002) は、この分野と以下に記す問題についてのスタンダードを提供している。また、欧州委員会は、ATS を運営する投資サービス会社により営まれるサービスのクロスボーダー条項におけるプロと小口との区別の適用に関する見解を明確にしている (欧州委員会通達 “The application of conduct of business rules under Article 11 of the ISD”, COM (2000) 722, 16 Nov. 2000 に所収された FESCO の報告書 (案) “Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules” March 2000 で提示されている分類基準。なお、この報告書 (案) は、その後2001年10月18日に最終版 (CESR/01-015) が公表されている)。
- 35) “ATS operator react to regulation” ユーロマネー・コム、2002年7月10日
- 36) Financial Services Authority “Alternative Trading Systems”, Consultation Paper 153, October 20
- 37) Financial Services Authority “Alternative Trading Systems-Feedback on CP153 and made text”, Policy Statement, June 2003
- 38) 最終実施案 (Policy Statement) には証券ハンドブックの改定案にあたる Appendix 1 (Alternative Trading Systems Instrument 2003) が掲載されている。
- 39) “The Regulation of Market Infrastructure by Matthew Elderfield” in the “Special report-Exchanges and Alternative Trading Systems-”, p51
- 40) なお、後述するように2003年9月に欧州議会の経済金融問題委員会が公表した ISD 改定案に対する最終修正案では、MTF の定義は次のように修正加筆された：「システム内で非裁量ルール及び取引手法 (trading methodologies) に基づき、契約を構成する仕方、また第Ⅱ編の規定に従って認可され機能する、金融商品に関して多数の第三者がする買い需要と売り需要を突き合わせるマルチラテラル・システム」
- 41) 規制された市場 (regulated market) とは「そのルールとシステムの下で取引を認められた金融商品に関して、また第Ⅲ編の規定に従って認可され規則正しく機能する、市場運営者によって運営され、システム内で非裁量ルールに基づき、契約を構成する仕方、金融商品に関して多数の第三者の買い需要と売り需要を突き合わせるマルチラテラル・システム」を意味する。
- 42) ATS についての米国での取扱いについては、注2に述べたとおりであるが、日本では、代替取引システムである PTS (施設取引システム) の運営は証券会社の認可業務とされ、運営者は証券会社としての規制に加え、PTS に関する特定の規制、事務ガイドラインに従う構成になっている。
- 43) 但し、規制された市場の上場証券が MTF 上で取引される場合、発行体はその取引について同意していない場合は一切の情報開示義務を免れる (第13条4項) など、規制市場より柔軟な取扱いになっている規定もある。
- 44) 第20条3項及び5項(b)、第22条4項、第23条5項、第26条1項及び2項、第32条1項など。
- 45) 2003年2月18日にブリュッセルで開催された。
- 46) Report on the proposal for a European Parliament and Council directive on Investment services and regulated market, and amending Council Directives 85/611/EEC, Council Directive 93/6/EEC and European Parliament and Council 2000/12/EC (COM (2002) 625-C5-0586/2002-2002/0269 (COD)) by Committee on Economic and Monetary Affairs (Rapporteur: Theresa Villiers), 4 September 2003 (Final A5-0287/2003)
- 47) 最終修正案に同時に盛り込まれている法務・内部市場委員会 (Committee on Legal Affairs and the Internal Market) の意見では、「適格カンターパーティ」に代わる MTF へのアクセス可能先を付属書Ⅱに規定する「プロ顧客」(Professional clients) であると明確に指定しているが、経済金融問題委員会の修正案はその点明示がない。
- 48) “Comment les régulateurs relevant-ils le défi des nouvelles formes de marchés? Table ronde n° 3” (12èmes entretiens de la COB “Régulation et maîtrise des risques des marchés financiers”)
- 49) なお、ISD 改定案は2003年9月25日に欧州議会が第1次審議 (first reading) においてその大筋について承認

を与え、また同年10月7日には欧州理事会において政治合意が成立した。従って、2004年4月の正式採択に向けて議会で再審議(second reading)に付される予定であ

る。

(元・エムティーエスジャパン証券 管理部長)