

市場・取引所概念の再構築

—PTS規制の現状と課題に関する一考察— (上)

木村真生子

要 旨

PTSの出現とは、証券を売買するための執行場所が市場に複数できることを意味する。このため、市場の分裂や市場の透明性、市場監視のあり方などについて看過することのできない問題が生じてくる。

通常、このような問題をいかにして解決すべきか市場規制上の論点となるが、アメリカやEUなどのPTS先進地域とは異なり、わが国ではこのような論点が具体的に学説に現れることはなかったといえる。わが国では、売買価格の決定方法を通じて実質的に市場間競争を起こさせない仕組みが長い間採られていたために、こうした状況を改善することに多くの時間が費やされてきたのであり、その結果、ようやく市場間競争の舞台が整ってきた段階にあるからである。

ところで、カナダの証券市場はトロント証券取引所をメイン・マーケットとする衛星型市場モデルの構造を有しており、日本の市場構造とよく似た構造をもつ。また、アメリカを範としたATS規則をほぼ同時期に発効させている点でもわが国と類似点が多い。しかし、わが国の規則とは対照的に、カナダのATS規則は「市場 (marketplace)」という概念の下で、多種多様な取引の執行場所が共存する次世代市場を統一的に把握することを試み、売買の公正性と効率性を確保する包括的な規制枠組みを構築しようとしているところに特徴がある。

本論文は、カナダのATS規制を概観することにより示唆を得て、今後のわが国のPTS規制のあり方を検討するものである。本号では、まず、わが国のPTS規制の現状についてみた後、PTSの経済上の意味と法律上の意味にずれが生じていないかを確認する。そして、カナダの証券市場の概要から考察を進める。

目 次

I. 問題の所在	(3) 立法過程における議論	
1. 問題状況	(4) 規則の概要	
2. 学説の状況	(i) ATSによる規制の選択	
3. 課題の設定	(ii) 規則21-101	
II. PTS の概念		【以上, 本号】
1. 経済上から見た PTS	(iii) 規則23-101	
2. 法律上から見た PTS	3. 市場概念の機能	
III. カナダにおける市場・取引所概念	4. 小括	
1. はじめに	IV. 検討	
2. ATS 規則の概要	1. 比較法的考察	
(1) 前提 - 伝統的な取引所	2. わが国への示唆	
(2) 多様な市場の出現		

I. 問題の所在

1. 問題状況

1997年、コンピューターシステムを利用した取引所外での売買処理ネットワークが、SEC (Securities and Exchange Commission, アメリカ連邦証券取引委員会) による新たな規制¹⁾の下で本格稼動したことを受け、わが国が PTS (Proprietary Trading System, 私設取引システム) に関する規制を講じてから10年余りが経過した²⁾。この間の金融商品取引所上場銘柄の PTS における売買状況 (売買株数)³⁾を見ると、取引所金融商品市場外取引 (以下、取引所外取引という) に占める PTS での取引は2005年1月には0.5%にも満たなかったが、5年後の2010年1月には17%近くまで上昇している。このデータを見る限り、PTS は新たな「執行の場」として広く社会に認知され始めたことがわかる。しかし PTS で取引所銘柄取引が執行さ

れた割合は、2010年1月の時点でもわずか市場全体の0.9%にも満たない。つまり、わが国では PTS の利用がさほど拡大していないのが現状である⁴⁾。

そもそも、PTS は、市場間競争の促進という証券法の基本理念の一つの表れとして導入された⁵⁾。その背景には、PTS の導入により、さまざまな市場運営者が競争しながら取引仕法や取引システムに工夫を凝らし、注文執行に掛かる費用を低下させていくことで、全体としての証券市場の効率性が向上し、流通の円滑化にも資するという規制当局の認識があった⁶⁾。また、新たなシステムが形成されることにより、流動性の低い証券について流通の場が整備され、投資者の利益につながるものと考えられた⁷⁾。しかし、このような理念とは異なり、現実には、PTS 市場の成長の度合いは鈍く、市場間の競争も促されていない⁸⁾。では、なぜ日本では PTS の利用が低迷しているのだろうか。その背景には実体面において以下のような事情があるといわれている⁹⁾。

第一に、日本では東京証券取引所を始めとする既存の取引所が早くから電子取引に移行しており、米国のナスダック市場のマーケット・メイク方式にみられたような、最良気配の内側で約定できないという問題が存在しなかった。このため、取引所に類似の売買マッチング機能を提供するような電子取引システムを取引所外で利用する必要性には乏しいと、市場参加者の多くが考えたためである。

第二に、PTSが当初機関投資家を対象にせず、個人投資家向けのオンライン証券会社のサービスとして始動したことから、機関投資家がPTSに口座を開設する契機が奪われたことである。その結果、PTSは機関投資家の大口取引を十分には取り込めておらず、それが現在PTSの取引量が増えない原因となっている。

第三に、日本では、取引所内外の市場の注文状況を一箇所でまとめて確認できるシステムが存在しないため、どこに最良の注文が存在するのかを容易に知ることができない。各市場の注文状況は一般に公開されており、PTSの注文状況についても、PTSに口座を開けば知ることができるが、「市場の最良気配」をリアルタイムで知るためには、投資者自らが情報を整理するほかはない。さらに言えば、PTSでの取引結果は株価に反映されていない。このため、価格形成機能に不透明さを感じる投資者も少なくなく、それがPTSの印象を歪める一因となっている。

このように、取引所外取引という位置づけの下に置かれたPTSでの取引は、わが国ではなお、異質な存在としてあるような気がしてならない。しかし、市場の効率性と投資者の利便性の向上という、規制本来の目的を遂げるためには、PTSが伝統的な取引所と同じ機能を有す

る以上、「取引所」と同じ「市場」を構成する者の一部として認識を改められる必要がある。そのためには、まず、規制導入時のPTSではなく、進化した現在のPTSが株式市場で果たしている役割について検証し直す必要があるだろう。そのうえで、日本の株式市場を活性化するために、取引所の内か外かに関せず、一体としての証券市場をいかに機能させていくべきかについて考えることが必要になる。

2. 学説の状況

ところで、わが国のPTS規制は、その規制目的の実現のために、これまでどのような機能を果たしてきたのだろうか。PTS規制をめぐる学説の動きをみると、主に次の2つの問題について学説で議論がなされている。

(1) 売買価格の決定方法

第一は、売買価格の決定方法に関する問題である。1998年(平成10年)に規制が設けられた際、PTSは高い価格形成機能を有しないような規制を受けていた¹⁰⁾。すなわち、旧証券取引法2条8項7号が定めるPTSでの売買価格の決定方法は、実質的に(イ)上場証券について取引所の売買価格を用いる方法、(ロ)店頭市場の登録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)顧客間の交渉に基づく価格を用いる方法の3つがあった。このうち(イ)及び(ロ)はまったく価格形成機能を有するものとはいえず、また(ハ)は相対の交渉であるがゆえに価格形成機能が低い¹¹⁾。つまり、法は価格形成機能によって有価証券市場とPTSとの区別を図り、既存の取引所を競争から保護していた。

しかし、このような制限的な価格決定方法に対する批判が大きくなったことから、2000年

(平成12年)の旧証券取引法の改正で売買価格の決定方法に新たな2つの方法が追加された¹²⁾。また、2004年(平成16年)の改正では、PTSは取引所と同じ競売買(オークション)による価格決定方式が認められることになり、これによってPTSの価格決定方式に関し、法令上の取引所との差別化¹³⁾が解消されることとなった。

なお、このような価格の決定方法の柔軟化に合わせて、2000年の旧証券取引法の改正では、取引の公正性の観点から、PTSに取引価格等の情報の外部公表を義務づけている。さらに、投資者保護の観点からもPTSの認可基準や報告体制が見直され、内部管理に関する事項や顧客への説明義務、システムの容量等の安全性・確実性の確保などについて留意事項が追加された¹⁴⁾。現在、PTS業務を業として行う際の認可基準は金融商品取引法(以下、法という)の下に整備されている¹⁵⁾。

(2) 最良執行義務

新たな取引の執行の場であるPTSの利用が増えるに従い、問題の関心は投資者の注文をいかに最良の取引条件で執行すべきかに移っていった。とりわけ、市場間競争による投資者の利便性の向上という規制目的との関係でみれば、PTSでの約定価格が伝統的な市場または他のPTSと比べて有利な条件にあるかどうかを投資者がわかる仕組みを作ることが重要である¹⁶⁾。

たしかに、顧客からの注文を最良の取引条件で執行することについては、商法の間屋に関する規定(商法551条)や、金融商品取引業者等およびその役員・使用人の顧客に対する誠実業務を定める法36条によって担保される。しかしこ

れらの義務は抽象的で実効性に乏しい¹⁷⁾。そこで、2004年に旧証券取引法が改正され、最良執行義務が法律上明示されることになり(旧証券取引法43条の2)、現行法に引き継がれることになった。

すなわち、金融商品取引業者等は、有価証券の売買及びデリバティブ取引(法施行令16条の6第1項で定めるものを除く)に関する顧客の注文について、銘柄ごとに最良の取引の条件で執行するための方法およびその方法を選択した理由(最良執行方針等)を記載して定めなければならない(法40条の2第1項、同施行令16条の6第2項)。ここにいう最良の取引条件とは、価格が重要な要素となることはいうまでもない。それに加え、執行のスピードや執行の確実性もまた重要であるとされる¹⁸⁾。かかる最良執行方針等は公表されなければならない(同条2項)、金融商品取引業者等は当該方針に基づいて取引を執行しなければならない(同条3項)。また、顧客からの注文を受ける際には、あらかじめこれを記載した書面を顧客に交付しなければならない(同条4項)¹⁹⁾。

しかし、わが国の最良執行義務は、顧客や受益者にとって最も有利な条件で売買注文の執行を義務づけている欧米の最良執行義務とはかなり異質のもので、金融商品取引業者等に対し、個人投資家への株式売買注文の処理方法の開示を要求するにすぎないと指摘されている²⁰⁾。また、具体的な最良執行方針等についてみれば、「当該銘柄の売買高の最も大きな市場へ注文を回送する」と定める証券会社が少なくない²¹⁾。たしかに、このような方針は執行の確実性を重視したものだと解釈できるが、係る方針が金融商品取引業者等の執行義務を拘束し、かえってPTSへの注文回送を阻害すること要因になっ

ているという²²⁾。さらに、書面交付義務については、書面を顧客に交付することのみによって説明義務は尽くされず、少なくとも十分とまではいえないとも指摘される²³⁾。

他方、学説では、最良執行義務を客観的に確保するための仕組みを設ける必要性も説かれてきた。この仕組みとは、市場に存在する価格情報を適切に表示する体制を整えること、つまり価格の一覧表示を可能にすることにほかならない。このような体制が整えば、金融商品取引業者等が最良執行義務を果たしていることは自ずと明らかにされ、顧客もそれを容易に監視できるようになるからだ²⁴⁾。しかしこのような仕組みを設けるには多額の費用がかかる。このため、わが国では日本証券業協会が金融庁からの要請を受けて、法の規定に基づき²⁵⁾、価格情報等の公表を行うこととされている²⁶⁾。しかしながら、当該システムはPTSの情報とその他の取引所外取引の情報を別々に公表しており、同一銘柄の株式の売買を行うすべての市場の注文状況を一覧表示するものではない。このため、投資者の利便性の観点からは依然として問題が残されている。

3. 課題の設定

PTSの出現とは、証券を売買するための執行場所が市場に複数できることを意味するが、これは、次章以下で述べるように、市場の分裂(market fragmentation)や市場の透明性(transparency)、市場監視のあり方などについて看過することのできない問題を生じさせる。このため、かかる問題をいかにして解決すべきかが概して規制上の論点となる。

しかし、アメリカやEU等のPTSの先進地域とは異なり、日本ではそのような論点が具体

的に学説に現れることはこれまでなかったように思われる²⁷⁾。なぜなら、わが国では売買価格の決定方法を通じて実質的に市場間競争を起させない仕組みが長い間採られていたために、この状況を改善することに多くの時間が費やされてきた。その結果、ようやくわが国では市場間競争の舞台が整ってきた段階にあるといえるからである。

PTSが高度な価格形成機能を有するようになったいま、取り組むべき課題は、一方で市場間の競争を促進させ、他方で、価格の透明性を向上させることによって市場の統合(market integration)を図ることではないだろうか。そのために、前者については市場の信認を確保するためのルールを整備することが必要であり、後者については市場を電子的にリンクさせて価格情報の一元化²⁸⁾を推進することなどが重要になるだろう。

ところで、この新たな規制課題について参考になるのがカナダにおけるATS(Alternative Trading Systems)規制である²⁹⁾。カナダでは、日本と同様、隣国アメリカのATS規制の影響を受けて、2001年12月にATS規則を施行した³⁰⁾。しかしカナダの規制はアメリカのアプローチに整合的な枠組みを採用することだけには止まらなかった。ATS規則を講じるにあたり、市場(Marketplace)概念そのものを見直してその内包を大きく広げた。いわば、ATS規則は新たな市場概念の下で、証券市場を土台から構築しなおすための詳細な設計図を示したのである³¹⁾。

たとえば、市場の統合を推進するために、同規則にはInformation Processor(情報処理者)や注文保護(Order Protection Rule)に関する規則が導入されているほか、自主規制の枠組

みまでもが一新されている³²⁾。そして新たな規制環境のなかで、行政と業者が協力し、協調し合いながらさまざまな課題に対処して市場環境の改善に努めている。

しかし、ATS 規則を端緒にしたカナダの証券規制改革は必ずしもスムーズに展開しているわけではない。ATS 市場の利用が伸び悩み、規制目的である投資者の利便性が思うように向上しない時期が長く続いた。業界から異論が唱えられ、規制目的を実現するための重要な規則が施行にまで至らなかったためである³³⁾。そして、この主要な規則こそが、価格情報を集中・公表し、注文を公正に処理するための体制整備に関する規定にほかならなかった³⁴⁾。

その結果、カナダでは価格情報の一元化に関する規則制定が断念され、代わりに、証券会社に最良執行義務を課すなどして、公正で透明な市場を実現する方向へと向かっていく³⁵⁾。

ところが、ここ数年のうちにカナダ市場では比較的多くの ATS が活動するようになってきた。ATS に技術の向上がもたらされて、投資者の利用が拡大し、カナダの市場間競争は現実味を帯びてくる。市場にはダイレクト・マーケット・アクセス (direct market access、機関投資家や個人投資家などがシステムを通じて直接市場にアクセスすること) や、ダークプールの出現をはじめとする注文執行の公正性に係る問題が新たに浮上してきた。こうした問題が再び規則改正に向けた機運を高めることになった。

2005年から2009年までの間にはいくつかのディスカッションペーパーが発行され、関係者の間でさまざまな議論が交わされた。この議論においてとくに重要なのが、情報の統合とシステムの統合の重要性が再認識されたことであ

る。情報の統合役はトロント証券取引所が担うことになり³⁶⁾、システム統合については、2011年2月1からの注文保護規則を実施することを通じて、市場運営者の行為義務の一環として緩やかに行われることになった³⁷⁾。

本論文では、こうしたカナダの ATS 規制に対する取り組みを概観することによって、今後のわが国の PTS 規制のあり方について考察を加えるものである。本論文での検証は以下のように進む。まず、II では、PTS の経済上の意味と法律上の意味とを明らかにする。これは、規制が講じられた当時の PTS ではなく、現在の PTS の役割や機能を明らかにすることによって、PTS をめぐる法律上の意味と経済上の意味との間にずれが生じていないかを確認するための作業である。続く III 章では、カナダの ATS 規則に目を転じ、カナダが ATS を導入するにあたって直面した課題とその対応の仕方を検証しながら、カナダにおける ATS 規制の変化をみる。そして、そこから示唆を得、IV 章では、カナダの ATS 規制とアメリカ、EU の規制の特徴との相違を考慮に入れながら、今後のわが国の PTS 規制の方向性について若干の検討を行う。

II. PTS の概念

1. 経済上から見た PTS

(1) 概要

PTS の実体は、取引の全体ないし一部分を自動化させる仕組みを有したコンピューターシステムにほかならない。それは、電気通信やコンピューター技術の発展によって自然発生的に生じた電子的な証券取引が進化する過程で生ま

れてきた。PTSが具体的に行うのは、顧客と証券会社ないし取引所との間にオーダー・ルーティング（注文回送）を提供したり、伝統的に取引所が行っていた執行の照合（execution matching）を行うことである。そして、PTSは連続売買システムやクロッシング・ネットワーク、コール・マーケット³⁸⁾と類似した機能を果たす³⁹⁾。

このうち連続売買システムとしてのPTSは、立会であつて人間が行っていたのと同様に、価格優先・時間優先の原則に従って、システムが所定の基準を満たした売りと買いの双方の取引をマッチングさせ、それによって証券の潜在的な買い手と売り手を電子的に結びつける。このような仕様、つまり、オークションでの買いと売りの需要水準で取引価格が決まる点にかんがみると、この種のPTSは伝統的な取引所と高度の類似性を有しているといえる⁴⁰⁾。

さらに、PTSは、従来の取引所が取引参加者を金融商品取引業者たる会員のみ限定していたのとは異なり、機関投資家や個人投資家らの直接的なアクセスを可能にしている。これら参加者に対し、PTSは従来の取引所に比べ、さらに以下に述べるような便益をもたらしている⁴¹⁾。

（2）PTSのメリット

第1に、コンピューターによる自動執行によって、取引コストを従来の取引所よりも下げさせる⁴²⁾。これは、市場間の競争を通じて取引コストに下げ圧力が加わることによる効果である。第2に、執行速度が改善され、続いて行われる決済局面での迅速化をもたらす。第3に、特定の利用者のニーズに適合したサービスを提供する。例えば、PTSでは取引の匿名性が保

たれるため、大口取引を行う機関投資家などはマーケット・インパクトを回避しながら行動することができる。また、逆指値注文やアイスバーグ注文⁴³⁾など、従来の取引所が必ずしも提供できなかった多様な注文執行の方法に参加者に提供することができる。第4に、従来は必ずしも明らかではなかった注文板情報の公開によって、市場の完全な価格情報を入手可能にさせる。第5に、取引機会を拡大する。これは、金融商品の範囲と取引時間の双方において実現される。例えば、後者は時間外取引を意味するところ、時間外取引は市場参加者のみならず市場開設者にとっても利便性が大きい。コンピューターシステムが人的コストを削減し、また他地域の市場との連携を可能にすることによって、市場に高度な流動性を与えるからである。

（3）PTSのデメリット

他方で、このようなメリットとは別に、PTSの出現は従来、次のような問題を招来するといわれてきた。

第1は、様々な市場運営者が競合することで、同じ銘柄の証券に対する注文が分散し、公正な価格形成や円滑な売買が妨げられ、市場の分裂が生じる⁴⁴⁾という問題である。敷衍すれば、注文の相互作用が十分に行われないことによって価格形成過程の信頼性が損なわれ、取引スプレッドが拡大したり価格発見コストが上昇したりする場合がある。また、小口投資家などの投資者は、幅広い取引プラットフォームを通じて価格にアクセスできないために、不利な取扱いを受けるおそれがある。

第2は、市場の透明性に関する問題である。すなわち、従来の取引所に比べ、PTSは取引

前情報 (pre-trade information) や成立後の取引に関する取引後情報 (post-trade information) のような価格情報の提供において透明性に欠ける。このため、価格発見プロセスが弱められるうえに、情報の取扱いに不正や差別化を生じる可能性があるとされている。

第3は、市場監視に関する問題である。PTSが既存の取引所と同レベルの市場監視機能を発揮し、インサイダー取引や相場操縦などの市場阻害行為 (market abuse) を検出できるのかどうか、注文がPTSへ流出することによって市場全体としての監視機能が低下するのではないかといった問題点が指摘される。

第4に、PTSには公正な取引規則を整備しそれを遵守しながら確実に注文を執行する能力があるといえるか、第5に、営業上の理由などで不適切な市場参加者にまで取引アクセスを認める可能性はないのか、第6に、PTSが種々の理由から適格性に欠ける金融商品を取扱う恐れはないのか、といった問題がある。さらに、第7として、既存の取引所に匹敵するような信頼度の高いシステムとPTSはみなせるのかという、PTSの存在自体に対する漠然とした不信感のようなものまである。

(4) 技術革新によるデメリットの解消

PTSのデメリットは規制上の問題として位置づけられ、規制当局は可能なかぎりの施策を講じてこの問題点の除去に努めてきた。しかし、高度な技術を導入することで、PTSが独自にこの弱点を克服してきていることには注意を要する。

例えば、気配スプレッドなどが長期的な下落傾向にあることは、取引コストのさらなる減少を示している。これは、上述した第一の問題が

克服されてきていることを表す。また、多様な取引メカニズムが開発されたことは、個性の異なる投資者にカスタマイズされたサービスが提供可能になったことを示し、第二の問題点が解消される方向にあることを示唆する。

つまり、PTS市場が高度に発展した世界では、伝達スピードや情報量の増大によって投資者とマーケットメーカーの間の情報格差が縮小し、情報の非対称性が縮小していることが観察されている⁴⁵⁾。また、証券業者が提供するスマートオーダールーティングのサービスを投資者側が利用することで、最良執行の問題も解消されていく傾向にあるといわれる⁴⁶⁾。

(5) PTSがもたらした市場概念の揺らぎ

ところで、取引所とは、従来、多数の商人が定期的に参集して動産や有価証券の大量的取引を行うために設けられた特殊の施設を指した⁴⁷⁾。そして大量の取引を迅速・確実に執行し、需要供給関係に基づいて公正な相場を決定すると同時に、価格を標準化し、その変動に対する保険的作用などの諸機能を果たすものとされてきた⁴⁸⁾。これまで、取引所は多くの場合において国内市場で準独占的な地位を享受し、ある特定の金融商品について、通常、買い手と売り手のために唯一の売買の場を提供してきた⁴⁹⁾。しかし、取引所外取引の解禁により、事実上、上場管理を伴わない流通市場が現れ⁵⁰⁾、さらに、情報通信テクノロジーの進展により、取引所と技術的に同質化したPTSが続々とヴァーチャルな場に現れた。このため、単一で有形な取引所の背後に存在していた取引所概念は矛盾を来すことになった⁵¹⁾。

他方で、インターネット技術の観点からではなく、取引所形態が有形か無形かだけの違いだ

けに着目すれば、従来から存在する店頭市場もPTSとは何ら変わらないといえる⁵²⁾。しかし、技術的にみれば、PTSの出現とは、従来取引所が占めていた商業スペースに、証券業者等が進出して取引所類似の施設を営むことを意味する。このため、取引所にも証券業者と同様のサービスを提供しようとするインセンティブが働く⁵³⁾。つまり、取引所と証券会社の間にあった強固な境界が次第にはやけてきているのが現在の市場の姿である⁵⁴⁾。

(6) 小括

PTSの実体はコンピューターシステムであるが、機能的にみれば、取引所や証券会社（ブローカー、ディーラー）または店頭市場と類似した属性がある⁵⁵⁾。このために、電子化された流通市場でPTSが有効に機能していくためには、市場規制の局面での法からの応答が鍵になる。

市場構造が変化し、ことによると取引所が重要性を失い、また他方で売買テクノロジーが収斂していくことになれば、これまで存在した取引の「場」の概念は変容を受けざるを得なくなる⁵⁶⁾。そこで、市場規制の適切なあり方を俯瞰的に捉えなおすことが必然的に求められてくる。

2. 法律上から見たPTS

わが国では、PTSは、金融商品取引業者が業として行う行為の1つとして、法2条8項10号に位置づけられている。しかし、同条14項等という「金融商品市場」ないし、同条16項等という「金融商品取引所」、また同条17項の「取引所金融市場」にあたるという解釈の余地がないかどうかは問題となる。

(1) 金商法2条8項10号のコンセプト

PTSという言葉の法律上の意味は、まず、法2条8項10号において定められる。すなわち、「有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であって、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの」と規定されている。ここで重要な点は、「金融商品取引業」の「認可業務」の内容としてPTSを位置づけたことにある。これは、当時の取引所の価格形成機能に対する次のような議論を前提としていた。

取引所外取引に需給が分散すると、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を阻害するおそれがある⁵⁷⁾。たしかに、アメリカの証券取引システムNMS⁵⁸⁾のように、取引所外取引における各社・各取引所の気配を系統的にリンクさせれば、そのような懸念は払拭され、投資者に対する最良執行の義務は確保できると考えられる。しかし、インフラ整備に多大なコストと相当の準備期間が必要となる。したがって、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みを構築することが最善だと考えられる⁵⁹⁾⁶⁰⁾。

しかし、そうすると、PTSは取引所の価格形成機能に依存することになり、その結果、PTSは取引所と同程度の価格形成機能は持ちえないということになる。そうであれば、PTSは取引所ではなく、「証券業」として整理することが適切になる⁶¹⁾。

以上のような議論の末、PTSのようなシステムが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・取次ぎ・代理のいずれかに該当し、金融商品取引業の一つと

して位置づけられることになった。翌1998年の旧証券取引法の改正では、金融商品取引業者が認可を受けて行う取引方法として位置づけられることになった⁶²⁾。

(2) 「金融商品市場」としてのPTSの解釈

PTSは文理上、「証券業」すなわち「金融商品取引業」であることになるが、PTS導入時の証券取引審議会総合部会では以下のような見解も示されていた。

「経済的に見れば有価証券市場の定義は広く考えられるべきである。だが、証券取引法上、有価証券市場とは取引所における取引であると限定して定義されており、PTSを「有価証券市場」として定義することはむずかしい⁶³⁾。」

つまり、当時の識者は、事実上、PTSを有価証券市場（現行法上の「金融商品市場」）として認識すべきことに気づいていながら、結果的に伝統的な法の考えに制約され、PTSを有価証券市場として定義することはなかった⁶⁴⁾。

もっとも、PTSを金融商品市場とする考えがまったく排除されたわけではない。たとえば、法2条14項にいう「金融商品市場」は、同法80条1項によれば、「認可金融商品取引業協会を除き、内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ、開設してはならない」とする一方で、同条2項では、「金融商品取引業者等又は金融商品仲介業者が、この法律の定めるところに従って有価証券の売買若しくは市場デリバティブ取引……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は」、上記1項の規定を適用しないと定めている。

つまり、金融商品取引業者等が証券業に該当する行為を行うことによって市場の機能を果た

すようなこと、例えば金融商品取引業者等が私設取引システムの運営（法2条8項10号）を行うことは事実上認めている⁶⁵⁾。また、有力な見解によれば、取引所市場と店頭市場に加え、PTSも金融商品市場と位置づけられている⁶⁶⁾。

(3) 「金融商品取引所」とPTS

法2条16項は、「金融商品取引所」について、「同法80条1項の規定により内閣総理大臣の免許を受けて金融商品市場を開設する金融商品会員制法人または株式会社をいう」と規定し、「金融商品取引所」とは、金融商品の売買取引のための市場を開設する主体として位置づけている⁶⁷⁾。したがって、PTSは「金融商品取引所」と明確に区別される。

しかし、PTSが上場有価証券の取引について、売買価格の決定のために取引所と同様の競争売買の方法を用いる場合であって、取引高が一定量以上となる場合（施行例1条の10）には、もはや私設取引システムとして運営することはできず、金融商品取引所の免許を受けなければならないとされる⁶⁸⁾。

つまり、PTSは法的な「取引所」ではないが、一般的ないし潜在的には「取引所」としての機能を有するものと認識されていると解釈できる。「取引所」とPTSを同視するこの考え方は、現在、金融商品取引業者の規制に不公正取引を防止するルールが加えられているところなどにも表われている。上述の証券取引審議会では、PTSを一種の金融商品市場とし、そのうえでPTSを取引所と同様の規制に服させることは可能だと判断しているからである。

(4) 小括

取引所外取引であるPTSは、文理解釈上、

金融商品取引業者等の業務の延長、つまり証券業だとされている⁶⁹⁾。したがって、これまでのPTSの規制上の力点は、必然的に投資者保護やシステム・リスクへの対応に置かれてきた⁷⁰⁾。

もっとも、PTSは論理解釈上は有価証券市場であるとされ、「金融商品取引所」にはあたらない。だが、論理的・体系的な整合性の観点からは、従来から法的に観念されている「取引所」の内包を有しているといえる。

このように、PTSを文理上「取引所」として扱わなかったこと、さらにいえば、PTSの出現により変容を迫られた「市場」概念そのもののあり方について議論を深められなかったことによって、わが国では次世代市場のダイナミズムが抑制されてしまったように思われる。その証左は、経済面ではわが国に実質的に市場間の競争が起きていないこと、また法制面ではPTSを既存の市場に導入したあとで、イノベーションにより一体化されてゆく次世代市場のために、実効性のあるルール作りを推進できていない点にも表れている。

III. カナダにおける市場・取引所概念

1. はじめに

I.3で述べたように、カナダのATS規則は米国をモデルに作られている。しかし、カナダの規制は米国のアプローチに整合的な枠組みを導入するだけに止まらず⁷¹⁾、ATSの市場への導入を端緒に、証券規制を抜本的に改革するための原動力となったことに特徴がある。現在、カナダでは、州毎に分断する証券規制を連邦規

制の下に統一し、業界と規制者側が協力しながら市場の興隆を図り、カナダ市場の地位を世界的に向上させるための動きを加速させている⁷²⁾。

ところで、カナダのATS規制を解題するためのキーワードが「市場 (marketplace)」の概念である。この概念は、市場運営者や市場参加者などを要素として切り分けてきた市場概念を廃し⁷³⁾、多種多様な取引の執行場所が共存する次世代市場を捉えたものと位置づけることができる。この市場概念の下で、カナダは効果的で効率性のある市場を実現するために、ATS規則の制定を通じて証券規制改革を断行した。

そこでⅢでは、ATS規則導入前後のカナダ株式市場をまず概観し、そのあと同規則の成り立ちや概要をみることにする。そして、規則全体の構造において中核をなす「市場」の概念が、規則細部の構成要素との関係でいかなる機能を果たしているのかについて考察を加える。

2. ATS規則の概要

(1) 前提 - 伝統的な取引所

カナダの証券取引所のルーツは135年ほど前にさかのぼることができ、その歴史において、1874年に初めて法人化されたのがモントリオール証券取引所である⁷⁴⁾。1878年にはトロント証券取引所が設立され、20世紀の初頭までにはその他の取引所も次々と設立された。しかし、カナダの証券取引所は1999年までにはモントリオール、トロント、アルバータ、バンクーバーの4つにまで淘汰された。

そのなかでも、トロント証券取引所は1998年に株式の売買高で90パーセントのシェアを確保するなど、カナダの証券市場で徐々に排他的な地位を確立していった。1999年3月、この4つ

の取引所は再編合意を行い、各取引所は専門に特化し、今後10年間は互いに競争をしないことなどを取り決めた⁷⁵⁾。

その後、2000年の初期までには、大規模会社の株式 (senior securities) はトロント証券取引所に、デリバティブ商品はモントリオール取引所にそれぞれ移され、小規模会社の株式 (junior securities) は、アルバータとバンクーバーが合併してできた CDNX (Canadian Venture Exchange, カナダ・ベンチャー証券取引所、現 TSX Venture Exchange) で扱われることになった⁷⁶⁾⁷⁷⁾。トロント証券取引所はカナダで最大の取引所となり、2000年12月には株式会社化した。

ところで、トロント証券取引所は立会いによる取引を1997年に廃止し、世界に先駆けて取引所の電子化を進めた取引所の一つであり⁷⁸⁾、修正オークション方式⁷⁹⁾とオーダー・ドリブン方式の電子システムを有している⁸⁰⁾。1999年の市場統合の後からATSが参入するまでの間、主要な株式の売買については基本的に同取引所で集中して行われていた。しかしトロント証券取引所にはアップステアーズ市場 (upstairs market. 取引所会員が取引所のシステムの外で売買を付け合わせたあと、これを取引所に報告して取引所で執行するもの。大口取引が大半を占める。) があり⁸¹⁾、売買は一般的に市場実勢相場によって行われた。アップステアーズ市場は原則的に個人投資家などの一般の市場参加者が取引相手になることができないため⁸²⁾、ATS導入前の段階においても、カナダでは取引所の内部で市場の分裂が起きていた⁸³⁾。

(2) 多様な市場の出現

既存の取引所市場で実質的な市場分裂が生じ

ていたにもかかわらず、外部から引き起こされる市場分裂には非常な警戒心が抱かれた。このため、当初は厳格な要件を遵守することのできるATSのみが運営を許されていた。すなわち、カナダ市場での運営を希望するATSは証券会社として登録し、国内の取引所のシステムを通じて売買される上場証券のみを執行対象にすることが認可の条件とされた。とりわけ外国業者のATSは、業務認可にあたり、国内に現実の居所を構えることが要件とされていたために、参入の機会は極めて限られていた⁸⁴⁾。

しかし、1988年に、ATS業者の一つである米国のインスティネット社の子会社であるインスティネット・カナダがトロント証券取引所の会員権を購入し、会員申請を行ったことから事態は一変する。インスティネット社の申請にトロント証券取引所は異議を唱えたが、証券会社として同社が登録された後は、トロント証券取引所の会員として認められるべきだとの判断をOSC (Ontario Securities Commission, オンタリオ証券委員会) が下したからである⁸⁵⁾。

インスティネット社が業務認可を得て、さらに外国業者としての登録を行えば、売買のための端末を顧客の机の上に設置することが許される⁸⁶⁾。株式市場で揺るぎない地位を築いていたトロント証券取引所にとって、インスティネット・カナダは実質的な脅威となった。こうして、1990年前後から始まっていたATS規制に関して実質的な議論の口火が切られた⁸⁷⁾。

(3) 立法過程における議論

立法過程において留意すべきなのは、ATSと競争関係に立つトロント証券取引所の寛容的な姿勢である。同取引所の「市場の分裂に関する特別委員会報告」は、取引所が構築した枠組

みの下でATSが業務を行うのであれば、ATSは「競争者」として直ちに市場に参入させるべきだと提言している⁸⁸⁾。

同委員会がこのような提言をした背景には、イノベーションの進展によるカナダ市場の将来像を見据えて、取引所の戦略を変化させようという取引所自身の主体的な意識の変化がみえる。つまり、ATSが市場に導入されれば市場参加者の選択肢が増えることになり、また新技術の発展によって伝統的な市場はより効率化すると思われるだけでなく、さらにカナダの証券市場全体にとっても有益だと考えられるからである⁸⁹⁾。

そこで、ATSを本格的に導入するためにCSA (Canadian Securities Administrators, カナダ証券管理局)も意見を募集することになり、1998年4月に公開討論会が開催された。この討論会には5州の証券委員会の委員長が出席し、ATS規制の導入がもたらす影響を以下のように分析した。

「カナダの証券当局は米国SECの新しいATS規制の取り組みを大きな関心をもって見守っている。カナダ市場における米国の影響を考慮すれば、米国で採用されたアプローチに整合的な規制枠組みを発展させることは、カナダにとって最も適切だと思われる。しかし、我々規制者は、既存の取引所に対する取引集中体制を従来から擁護してきた。ATSを代替的な市場として認めることになれば、証券市場の抜本的な変革を伴うことになる⁹⁰⁾。」

CSAは討論会の後に再び各関係者から意見を聴取し、一方で、1999年4月の米国におけるATS規則の施行を待ち、1999年7月、市場運営に関する規則 (NI Marketplace Operation) と取引ルールに関する規則 (NI Trading

Rules) の2つの全国規則集 (National Instruments: NI) を、規定の手引き (1999 Companion Policy: CP) (以下、ATS規則) とともに公表した⁹¹⁾。

CSAは翌2000年7月にも規則案とその関係文書⁹²⁾を公表し、意見聴取などを行った。これに対しては伝統的な取引所とATSの双方を含むさまざまな関係者からの反応があった。CSAはこれらを踏まえて最終的な規則を採択し、2001年12月にATS規則を発効させた⁹³⁾。

(4) 規則の概要

(i) 総論

ATS規則の趣旨は、伝統的な取引所とそれ以外の市場との競争を可能にすると同時に、売買の公正性 (fairness) と効率性 (efficiency) を確保する体制を整備することにある⁹⁴⁾。規制目的は4つある。第1に、注文の執行方法や市場の種類について投資家に選択肢を提供すること、第2に、価格発見機能を改善すること、第3に、執行コストを下げること、第4に、市場統合の度合いを高めることである。

また、ATS規則は3つの部分から成る。第1は、「市場」がどのような認可を得てどのような規制に服すべきかを定める部分 (NI 21-101 Part 1 から Part 6)、第2は、データの透明性と市場の信認を確保・維持するための要件を定める部分 (NI 21-101 Part 7 から Part 14) である。第2の部分は、複数の市場が同一の証券を売買することによる負の影響を、最小限に抑えるための規定といえる。そして、市場規制に関するルール (NI 23-101) が第3の部分である。なお、株式市場の透明性を確保するための重要な部分は Part 7 と Part 8 に収められている。相場と売買に関する情報を情報統

合者 (information consolidator) に提供することを義務づけるのが、この部分に相当する (ただし、2003年の規則改正によって information consolidator の定義は削除された。しかし、現在は information processor (情報処理者) がこれを概ね代替している)。

一方、規則の適用の観点からは、すべての「市場 (marketplace)」に適用される規則と、取引所 (exchange) 及び相場取引システム (quotation system) のみに適用される規則、ATS のみに適用される規則とに分類することができる。

さらに、ATS 規則は株式市場と債券市場の2つの部分から構成されているとみることもできる。これは、株式市場と債券市場の根本的な違いをよりよく反映させるために、価格の透明性や市場規制の目的から、CSA が従前より規制枠組みを株式市場と債券市場とで区別してきたことに由来する⁹⁵⁾。たとえば、債券市場ではすでに CanPX というシステムが、証券会社らにより管理・運営されてきた⁹⁶⁾。同システムは非上場債券のデータの整理統合や情報処理を行い、債券市場の透明性を高めている。ATS 規則の施行後、CanPX は正式に information processor としての役割を担うようになっている。

以下では、紙幅の都合上、規則21-101のうち、ATS の認可に係る規則と、ATS の業務範囲について要点を整理するにとどめ、市場の透明性に関する実質的なルールについては次号の「3. 市場概念の機能」で取り上げる。また、規則23-101については、大まかな規則の枠組みを説明したあと、最良執行義務と注文保護義務を概観する。

(ii) 規則21-101

(a) ATS による規制の選択

ATS が一定の取引所の機能を果たす場合を除き、原則として、ATS は NI21-101の下で、どのような規制に服するかを自ら選択することができる⁹⁷⁾。そのうえで、ATS は当局に認可を申請し、業務を営む。

ATS が選択できる取引所のタイプは3つある。第1は、取引所として機能しながら当局の規制を受けるタイプ、第2は、取引所の会員になり取引所の規則に従うタイプ、第3は、証券業者として登録すると同時に自主規制機関の会員になり、自主規制機関の規制に服するタイプである。

第1のタイプの ATS が取引所として認識されると、法的には、当該 ATS は NI 21-101で定義されるところの「ATS」になることをやめる必要がある。つまり、伝統的な取引所の4つの機能⁹⁸⁾である、(1)上場規則を定め、(2)双方向市場 (two-sided market) であって、(3)利用者に行為規制を課し、(4)利用者を規律することのいずれかを行う ATS は、業務の状況によっては取引所として認識される⁹⁹⁾。ATS は、なりたい取引所のタイプを自ら決めることは許されるが、えり好みはできないということになる¹⁰⁰⁾。

第2のタイプの ATS は、厳密に言えば、NI21-101の規則を遵守しなくてもよいが、その代わりに取引所の定める会員規則には従う必要がある¹⁰¹⁾。また、第3のタイプの ATS は、ATS での売買について市場規制を行う規制サービスプロバイダー (regulation services provider、具体的には IIROC (Investment Industry Regulatory Organization) をさす。) と書面により契約を結ぶことを義務づけられ

る¹⁰²⁾。

(b) ATSの業務範囲

市場であれば、一般にはすべての証券を取り扱うことができると考えられそうだが、ATSでは取り扱いが可能な証券が限られていることには注意を要する。すなわち、NI21-101のPart 6 6.3は、ATSが取り扱うことのできる証券として、(1)公認取引所に上場されまたは公認相場や取引報告システム (trade-reporting system) で値付けされる国内証券、(2)社債、(3)国債、または(4) IOSCO (the International Organization of Securities Commissions and Similar Agencies, 証券監督者国際機構)の通常会員が規制する公認取引所に上場されまたは公認相場や取引報告システム (trade-reporting system) で値付けされる外国証券の取引を行うことのみが許されている¹⁰³⁾。

(本論文は日本証券業協会客員研究員助成の成果である。)

注

- 1) SECはECN (Electronic Communication Network, 電子取引ネットワーク) 市場と広域公設市場とを統合し、すべての注文が公正かつ効率的になされることを確実にするため、1997年にECNがナスダック (店頭株式市場) に完全接続することを認めた (McAndrews and Stefanadis [2000], at 2)。また、顧客注文処理規則 (Rule 17a-23) が改正され、新たな注文執行義務ルール (Rule 11Ac1-1: 1-4) が導入された。
- 2) 平成10年改正前証券取引法2条8項7号、同29条1項。
- 3) 日本証券業協会「金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける売買状況 (2010年2月22日付)」<<http://pts.of-fexchange.jp/html/stati002.html>>を参照。
- 4) 平成21年6月現在、6社のPTSが認可されている。その概要については、市本博康 [2009], 25頁を参照。
- 5) 金融庁 [1997], IV 2 [1]。
- 6) 大崎 [2002], 112-113頁。
- 7) 金融庁 [2000], 1頁。
- 8) 一方、わが国の市場でも、実質的にはPTS先進国と類似した動きが見られる。例えば、東証がArrow Headを稼働させたことによって、アルゴリズム取引を活用した執行サービスが拡がりをはじめ、金融商品取引業者等の

運営する非公開市場 (ダークプール) での取引が顕在化してきている。このため、わが国でのPTS市場の規模は今後漸次拡大する傾向にあると予想される。

- 9) 大崎 [2009], 15頁。
- 10) 当時の金融庁の事務ガイドラインによれば、「価格決定方法が高度の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」が認可の際の留意事項とされていた (金融庁 [2000b])。
- 11) 前田 [2002], 96頁。
- 12) 旧証券取引法2条8項7号ニに基づき、同法第2条に規定する定義に関する総理府令8条の2第1号及び2号は、価格の決定方式として、それぞれ顧客注文対等方式と売買配提示方式を認めた。
- 13) 日野 [2008], 79頁。
- 14) 金融庁 [2000b], 第1部3-1-3(3)①②。
- 15) 金融商品取引法28条1項4号は、同法2条8項10号に定める行為を業として行うこと、すなわちPTSを業として行うことは第一種金融商品取引業にあたり、内閣総理大臣の認可を必要とする (同30条1項)。認可に際しては、同法30条の4第1号から第5号が定める5つの基準 (内部統制システムの構築、資本金や純資産額の基準等) への適合性が判断される。
- 16) 前田 [2002], 102頁。
- 17) 河本=大武 [2008], 278頁。
- 18) 日野 [2008], 595頁、河本=大武 [2008], 280頁。
- 19) 書面の交付については、一度その書面 (内容に変更があった場合は変更後の書面) が交付されていれば改めて交付する必要はないとされる (金融商品取引法施行令16条の6第4項)。
- 20) 大崎 [2009], 15頁。
- 21) 大崎 [2009], 15頁。
- 22) 大崎 [2009], 15頁。なお、金融商品取引業者等と顧客の双方にとって、その意味内容が必ずしも分明ではないと思われる最良執行義務については、近時公刊予定の筆者別稿「現代的な証券市場における最良執行義務の変容」を参照。
- 23) 書面交付にとどまらず、当該顧客の注文との関連について、あらかじめ何らかの説明をする必要あるほか、社内における最良執行方法の統一なども検討されるべきだとされる (河本=大武 [2008], 594頁)。
- 24) 神埼 [1997], 12頁。
- 25) 金融商品取引法67条の18 (旧証券取引法79条の2) は、認可金融商品取引業協会の協会員が協会に対して売買、申込に係る情報の報告を義務づけており、かかる情報は同法67条の19 (旧証券取引法79条の3) に基づいて協会がその協会員に対して通知・公表する義務を負うほか、同法67条の20 (旧証券取引法79条の4) により、金融庁に対してもこれを同様に報告することが義務づけられている。このため、日本証券業協会は「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) を定めて具体的な報告や公表の方法について規定するほか、投資者保護の観点から、顧客への説明義務や価格等の確認・保存を会員に対して義務づけるなどしている。
- 26) 日本証券業協会は自動化された「PTS価格情報等公

表システム」により、PTS業務を行う金融商品取引業者から情報の提供を受け付け、24時間リアルタイムで比較可能な形で価格情報等を公表している。

また、同協会は取引所外取引報告集計システムを用いて、その他の取引所外取引の価格情報等の公表も行っている。なお、PTS価格情報等公表システムと取引所外取引報告集計システムは、新たな規格に基づいて、それぞれ平成20年5月、平成20年11月からシステムの運用を開始している(日本証券業協会[2006]、5頁)。

- 27) 透明性の問題や市場間リンクの問題などがPTSをめぐる議論から取り残されたことについては、横山[2000]、98頁を参照。
 - 28) 価格情報の一元化については、投資者自身に負担に負わせるのではなく、それを体制として整備し、さらに実効性を確保することが肝要だという(前田[2002]、101頁)。
 - 29) わが国でいうPTSはカナダでは米国と同様、ATSと呼ばれる。
 - 30) Canadian Securities Administrators (CSA) [2001], at 52.
 - 31) Chtaneva [2002], at 370.
 - 32) ATSの導入前は、IDA (Investment Dealers Association of Canada, カナダ証券業協会)のほか、株式会社形態のトロント証券取引所(TSX)をはじめとする伝統的な取引所が独自に自主規制を行っていた。しかし、ATSの導入で市場概念が拡大したことから、すべての市場に統一的な自主規制を導入する必要が生じたため、公的で非営利な自主規制機関が設立されることになった(IDA, [2002], at 4)。
- 2001年12月には、IDAとTSXが合同でRS (Market Regulation Services Inc.)を設立し、RSはカナダの証券市場に包括的な取引規則の策定やその解釈、実施などを請け負うことになった。RSが制定する規則はUMIR (Universal Market Integrity Rules)と呼ばれる。なお、RSはIDAと2008年6月1日に統合し、IIROC (Investment Industry Regulatory Organization of Canada)となっている。IIROCは、現在、証券会社と市場参加者の双方を会員とした自主規制を行っている。
- 33) See, CSA [2003], at 7152-7153.
 - 34) CSA [2001], at 19 (Part 9 of NI 21-101) and at 52 (Part 11 of NI21-101CP).
 - 35) CSA [2003b], at 7147-7149.
 - 36) 2009年7月1日から2014年6月30日までの5年間、トロント証券取引所が取引所銘柄オプション以外の証券のInformation processorとして行為すると定められた(CSA [2009a], at 4585)。
 - 37) CSA [2009b].
 - 38) オークションを採用するPTSに対して、クロッシング・ネットワークでは、反対売買が可能なマッチングが出現するまで買いと売りの指値注文が行われるものであり、注文がマッチした段階で、取引相手がわかる仕組みとなっている。他方、コール・マーケットでは、買いと売りの意思が積みあがっていき、その日得られた価格の中値でマッチングされるところに特徴がある。したがって、クロッシング・ネットワークやコール・マーケット

は、一般にシステムユーザーが独自の呼値に基づいた価格設定を行うことができない点で、本質的には取引所を代替できないといわれる(McIntyre [1999])。

- 39) *Id.*
- 40) 実際、米国ではATSのうち連続取引システムのみをECN (Electronic Communication Network)とし、クロッシング・ネットワークやコール・マーケットは、システム加入者が希望価格で市場の参加者と交渉できないためにECNとはみなされない。ECNはSECに登録された特有のタイプのATSであり、マーケットメーカーの注文を広く第三者にも流布して、内部的に注文をマッチし、取引を執行させるために他の市場を結ぶものである。
- 41) 椎名[2004]、78頁以下。See also, Chtaneva [2002], at 348.
- 42) たとえば、2010年3月現在、約定代金10万円までの取引手数料はSBI証券で200円、カブドットコム証券で378円などとなっている(SBI証券のホームページを参照)。
- 43) 福田[2009]、36頁。
- 44) 大崎[2002]、113頁。
- 45) 福田[2009]、43頁。
- 46) 福田[2009]、39頁。
- 47) 大森[1959]、48頁。See also, Elderfield [2002], at 43.
- 48) 大森[1959]、48頁。
- 49) Elderfield [2002], at 43.
- 50) 伊豆[2000]、14頁。
- 51) 通信技術の仕組みを通じて買いと売りの意欲はヴァーチャルな市場に集まるため、そのような買いと売りの意欲が単一の有形の場集まることはもはや必ずしも必要ではない(Elderfield [2002], at 43)。
- 52) ただし、PTSと店頭市場では、取引における具体的な人の関与の有無において違いがある。取引の自動化を促進し、コスト削減などで市場機能の合理化を進めるのがPTSの本質だといえる。
- 53) 椎名[2004]、88-89頁。
- 54) Elderfield [2002], at 44, 横山[2000]、84頁。
- 55) Domowitz and Lee [2001], at 282.
- 56) Elderfield [2002], at 52.
- 57) わが国では、有価証券取引等の取引を公正で円滑に行わせるのが最良の方法で、それが証券取引法の目的としている投資者の保護になるとされていた(河本=大武[2008]、387頁)。
- 58) NMS (National Market System)は1975年の証券諸法改革法により、証券市場統合の基本的枠組みとして採用された。各市場へのアクセスや市場間の結びつきを保証するために、総合取引通報システム(CTS)、総合気配表示システム(CQS)、市場間取引システム(ITS)、指値注文の保護措置(最良執行)、全国的な清算・決済システムによって構成されていた(佐賀[2004]、14-15頁)。
- 59) 金融庁[1998]。
- 60) 金融庁[1998]では、取引所の機能を向上させていくための取引所市場のあり方の一つとして、「情報伝達手

- 段が高度に発展した今日においては、むしろ重要なのは価格情報の報告・集中・公表であって、取引執行の取引所への集中ではない。したがって、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」と説いていたが、価格表示システムの構築を断念し、既存の取引所の価格形成機能を利用することになったことで、この課題は事実上検討対象から外されたというべきであろう。
- 61) 金融庁 [1998]。
 62) 近藤 = 吉原 = 黒沼 [2009], 75頁。
 63) 金融庁 [1998]。
 64) 規制者は自らの見通しに慎重であるのが自然であり、入念なデュー・プロセスに従って行為する必要性に“正しく”縛られている (Elderfield [2002], at 52)。
 65) 河本 = 関 [2008], 49頁。
 66) 池田 = 三井ほか [2008], 49-50頁。
 67) その開設する市場は同条17項において「取引所金融市場」として定義されている。これは、平成11年12月の取引所集中義務の撤廃によって、有価証券市場を開設することができる者が証券取引所だけではなくたため、他の有価証券市場と区別するために再定義することが必要とされた (河本 = 関 [2008], 50頁)。
 68) 近藤 = 吉原 = 黒沼 [2009], 75頁。
 69) 裏返せば、上場管理を伴った市場が有価証券市場であり、そうでない市場は有価証券市場ではなく、証券業の延長だとその前提が存在していることを意味する (伊豆 [2000], 25頁)。
 70) 椎名 [2004], 78頁。
 71) 歴史的に、カナダは米国と友好関係にありながらも、米国の金融資本から自らの金融資本を守り、独立性を維持しようとする考え方が強い。このため、一方では米国と歩調を合わせながらも、他方で金融分野の独立性を保つため、種々の規制改革を行ってきたという。例えば、1950年代の保険会社の相互化や、1967年の銀行法改正に基づく銀行株式の取得制限、1971年の証券への外資参入規制などは、すべて外資によるカナダの金融機関の買収を防ぐために実施されたものである (証券団体協議会 [1989], 5頁)。
 72) オンタリオ州を除くすべての州は、2004年、パスポート・システムの構築を柱とした Provincial/Territorial Memorandum of Understanding Regarding Securities Regulation (MOU) に署名し、州際間での規制の調和と合理化を進めている。このパスポート・システムは、市場参加者に対してカナダ資本市場にアクセスするための単一の窓口を提供することを目的としている (See, Provincial/Territorial Council of Ministers of Securities Regulation [2010]. See also, the Council's homepage, "Improving Securities Regulation in Canada" at <<http://www.securitiescanada.org/>>)。
 73) 証券市場論の立場によると、一般に市場とは売り手と買い手が出会い、需要と供給が相互作用を行うところとされるが、市場を考察する際にすべての取引対象が含まれることはない。市場概念は取引対象による分類に基づいて整理されるほか、社会的な機能や取引形態などによっても分類される (吉川 [2007], 60-64頁)。
 74) See generally, Boisvert and Gaa [2001], at 16ff.
 75) CSA [2007], Supp-3, at 4, note (5).
 76) 一般に、上位証券とは、発行会社の破産や清算が行われたときに債務弁済の順位が他の証券よりも上位にある証券を指し、その地位が下位にある証券を下位証券という (菊池 [2005], 382頁, 241頁) が、この文脈では、それぞれに大規模会社の株式と小規模会社の株式をさすものと思われる (See, CSA [2007], at 17, note (4)).
 77) なお、このほかにも2000年4月に現れた米国ナスダックの運営する Nasdaq Canada がケベックにある。
 78) CATS と呼ばれる電子取引システムが採用された (MacIntosh and Nicholls [2002], at 117, note (86)).
 79) トロント証券取引所は、取引の過程で登録取引業者や証券ディーラーの支援を受けているために、「修正連続オークション方式」の電子システムを採用しているといえることができる。このうち、証券ディーラーはアップステアーズ市場で大量の大口取引を手がけることから、トロント証券取引所にとって極めて重要な役割を担っているという (MacIntosh and Nicholls [2002], at 117).
 80) カナダ・ベンチャー証券取引所も同様のシステムを採用している。
 81) アップステアーズ市場は大口取引のマーケット・インパクトを抑制する点で有益であり、欠くことのできない存在だとされる (Boisvert and Gaa [2001], at 26).
 82) CSA [2009c], at 7877.
 83) Boisvert and Gaa [2001], at 26.
 84) Chtaneva [2002], at 368.
 85) CSA [1999], at 22.
 86) 実際、インスティネット社は1993年からトロント証券取引所の会員としての業務を開始している。当時は顧客のデスクに端末を設置することがオンタリオ州から認められていなかったが、1995年には OSC により外国業者 (international dealer) としての登録を認められ、機関投資家への端末提供ができるようになった。また、カナダ国内で上場されていない外国上場証券についても取扱いが許された (See, Chtaneva [2002], at 368)。なお、1995年にはインスティネットのほか Versus Technologies も証券会社のデスクに端末を設置している (Boisvert and Gaa [2001], at 18).
 87) Chtaneva [2002], at 368.
 88) *Id.*
 89) CSA [1999], ATS Supp, at 23.
 90) CSA [1999], ATS Supp, at 21.
 91) CSA [2001], at 10ff.
 92) CSA [2000].
 93) ただし、2001年の規則では、CSA は、ある条件の下で、全部または一部の規則の適用を免除することができた。
 94) CSA [2003b], at 4377ff and note (1).
 95) CSA [2003a], at 301.
 96) CanPX は市場参加者から電子的に入力されてきた情報を統合し、リアルタイムで買い気配と売り気配からなる最良価格、利回り、実際の売買 (actual trading) の状況を公表する。CanPX には、インターネットのウェブサイトや情報ベンダーの端末を通じ、金融機関はもと

- より、機関投資家や一般投資家などからのグローバルなアクセスが可能である(IDA [2002], at 5)。
- 97) MacIntosh and Nicholls [2002], at 118ff.
- 98) CSA [2001], at 12 (NI 21-101 Part 1, 1.1.1) and at 46 (Companion Policy 21-101 CP, Part 3, 3.1 (2)).
- 99) CSA [2001], at 47 (Companion Policy 21-101 CP, Part 3, 3.3 (3)).
- 100) MacIntosh and Nicholls [2002], at 118.
- 101) CSA [2001], at 14 (NI 21-101, Part 2, 2.1).
- 102) CSA [2001], at 57 (Companion Policy 21-101 CP, Part 8, 8.3).
- 103) CSA [2001], at 16. See also, MacIntosh and Nicholls [2002], at 120-121.

参 考 文 献

- 池田唯一＝三井秀則ほか [2008]『逐条開設 2008 年金融商品取引法改正』, 商事法務。
- 伊豆久 [2000]「市場間競争と上場制度」『証券経済研究』26号, 日本証券経済研究所, 7月, 13-26頁。
- 市本博康 [2009]「取引所外取引の現状等について」『金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題』, 金融庁金融研究研修センター <<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/07.pdf>>。
- 今野勉 [1968]「取引所における売買について」京都大学商法研究会編『商事法の研究 大隅先生還暦記念』, 有斐閣, 309-330頁。
- 岩田健治 [2001]「欧州における証券市場間競争と統合」『証券経済学会年報』36号, 日本証券経済研究所, 5月, 142-145頁。
- 大崎貞和＝小塚莊一郎 [2001]「電子証券取引と法制上の課題」『ジュリスト』1195号, 有斐閣, 3月, 98-103頁。
- 大崎貞和 [2002]「証券市場間競争をめぐる法制上の課題」『ジュリスト』1227号, 有斐閣, 7月, 110-116頁。
- 大崎貞和 [2009]「株式市場間競争と日本市場の課題」『金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題』, 金融庁金融研究研修センター <<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/06.pdf>>。
- 大隈健一郎 [1957]『商法総則 法律学全集27』, 有斐閣。
- 鴻常夫 [1988]『商法総則 [全訂第4版]』, 弘文堂。
- 大森忠夫 [1959]『商法総則』, 青林書院。
- 河本一郎＝大武泰南 [2008]『金融商品取引法読本』, 有斐閣。
- 河本一郎＝関要監修 [2008]『逐条解説 証券取引法 [三訂版]』, 商事法務。
- 神崎克郎 [1997]「投資者の注文の最良執行の確保」『インベストメント』50巻2号, 大阪証券取引所, 4月, 6-15頁。
- 菊池義明 [2005]『金融ビジネス用語英和辞典』, IBCパブリッシング。
- 岸介介 [1928-1930]「取引所法」末弘巖太郎編『現代法学全集 保険業法・取引所法・税法・担保附社債信託法』取引所法(第23巻), 日本評論社。
- 金融庁 [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～」, 証券取引審議会 <http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505.htm>。
- 金融庁 [1998]「信頼できる効率的な取引の枠組み」証券取引審議会総合部会 市場ワーキング・パーティ報告書 <http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a505f7.htm>。
- 金融庁 [2000a]「私設取引システム[PTS]開設等に係る指針について」 <<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/syouden/f-20001116.html>>。
- 金融庁 [2000b]「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会社等の監督等に当たっての留意事項について」 <<http://www.fsa.go.jp/guide/guidej/syouden/s015html>>。
- 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎 [2009]『金融商品取引法入門』, 商事法務。
- 佐賀卓雄 [2004]「市場間競争の論理と現実ーレギュレーションNMSによせてー」『証券経済研究』48号, 日本証券経済研究所, 12月, 13-22頁。

- 椎名隆一 [2004] 「EU 証券市場における代替的取引システムの規制の試み」『証券経済研究』45号, 日本証券経済研究所, 3月, 71-96頁。
- 清水葉子 [1999] 「米国 ATS 規制の最終案について(上)(下)」『証研レポート』1567・1568号, 日本証券経済研究所, 36-47頁・56-67頁。
- 証券団体協議会 [1989] 「カナダの金融制度改革の評価と問題点一現地調査を踏まえて一」, 証券団体協議会。
- 田中耕太郎 [1998] 『商法学 特殊問題 下』, 新青出版。
- 富田一成 [1999] 「米国における代替的取引システム等に関する新たな規制の概要」『商事法務』1517号, 商事法務研究会, 2月, 27-32頁。
- 西原寛一 [1960] 『商行為法 [法律学全集29]』, 有斐閣。
- 日本証券業協会 [2006] 「取引所外取引及びPTSに係るシステムの今後のあり方について」(「取引所外取引及びPTSに係るシステムの見直しに関するワーキング・グループ」報告書, 日証協(工業)17第276号, 平成18年3月14日付公表。
- 服部栄三 [1975] 『商法総則[現代法律学全集16]』, 青林書院。
- 日野正晴 [2008] 『詳解 金融商品取引法』, 中央経済社。
- 福田徹 [2009] 「情報技術の発展と株式取引メカニズム」『証券経済研究』67号, 日本証券経済研究所, 9月, 27-46頁。
- 藤田友敬 = 金融商品取引法研究会編 [2009] 『有価証券の範囲』(金融商品取引法研究会研究記録25号), 金融商品取引法研究会, 9月。
- 前田雅弘 [2002] 「私設取引システムの規制と投資者保護」『市場改革の進展と証券規制の課題』, 日本証券経済研究所, 87-102頁。
- 弥永真生 [2006] 『リーガルマインド 商法総則・商行為法 第2版』, 有斐閣。
- 横山淳 [2000] 「わが国における取引所外取引の現状と課題」『証券経済研究』26号, 日本証券経済研究所, 7月, 75-100頁。
- 吉川真裕 [2007] 「市場・市場間競争」福光寛 = 橋元編著『ベーシック証券市場論 [改訂版]』, 同文館出版, 59-78頁。
- Boisvert, S. and Gaa, C. [2001] "Innovation and Competition in Canadian Equity Market", *Bank of Canada Review*, Summer, at 15-30.
- Canadian Securities Administrators (CSA) [1999] *Appendix A to ATS Rules: Regulation of Alternative Trading Systems in Canada*, 22 OSCB (ATS Supp).
- CSA [2000], *Alternative Trading System Proposal - Written Submission of the Commissioner of Competition, Competition Bureau*, September. <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_200009_29_23-101_rrobichau.pdf>.
- CSA [2001] *National Instrument 21-101 Marketplace Operation (NI 21-101) Companion Policy 21-101CP and National Instrument 23-101 Trading Rules (NI 23-101) and Companion Policy 23-101CP*, 24 OSCB (Supp).
- CSA [2003a] *Alternative Trading System Proposal*, 23 OSCB (Supp).
- CSA [2003b] *Appendix A to Notice of Amendments to the ATS Rules*, 26 OSCB, at 7147-7160.
- CSA [2007] "Trade-through Protection, Best Execution, Access to Marketplaces and the Consolidation of Data", 30 OSCB (Supp-3).
- CSA [2009a] *CSA Staff Notice - Information Processor For Exchange-Traded Securities other than Options*, 32 OSCB, at 4585-4595.
- CSA [2009b] *Notice of Amendments to the ATS Rules*, Nov. 13, 2009 <http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule_20091113_21-101_new-noa-21-101and23-101.pdf>.
- CSA [2009c] *Joint CSA/IIROC Consultation*

- Paper 23-404 - Dark Pools, Dark Orders, and Other Developments in Market Structure in Canada*, 32 OSCB, at 7877-7891.
- Chtaneva, A. [2002] "Alternative Trading System: Impact of Technology on Securities Market Structure", *Banking & Finance Law Review* vol. 17, at 341-378.
- Domowitz, I. and Lee, R. [2001] "On the Road to Reg ATS: A Critical History of the Regulation of Automated Trading Systems", *International Finance*, Vol. 4, at 279-302.
- Elderfield, M. [2002] "The Regulation of Market Infrastructure" in Frase, D. and Parry, H. (editors), *Exchange and Alternative Trading Systems*, Sweet & Maxwell, at 37-53.
- Investment Dealers Association of Canada (IDA) [2002] "Canada The Markets, The Securities Industry and The Issues" <<http://www.icsa.bz/pdf/Canada2002.pdf>>.
- Johnston, D. and Rockwell, K.D. [2006] *Canadian Securities Regulation*, 4th edition, Markham.
- McAndrews, J. and Stefanadis, C. [2000] "The Emergence of Electronic Communications Networks in the U.S. Equity Markets", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 6, No. 12, October, Federal Reserve Bank of New York, at 2 <http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci6-12.pdf>.
- MacIntosh, J.G. and Nicholls, C.C. [2002] *Securities Law*, Irwin Law.
- McIntyre, H. [1999] "ECN and ATS... The Electronic Future", *Securities Operations Forum*, <http://www.soforum.com/library/ecn_atc.shtml>.
- Provincial/Territorial Council of Ministers of Securities Regulation, "Annual Progress Report January 2009 to December 2009", March 1st, 2010 <<http://www.securitiescanada.org/2010-0301-progress-report-english.pdf>>.

(筑波大学大学院ビジネス
科学研究科助教)