

## 取引所集中義務の撤廃について

佐賀 卓雄

一九九七年六月の証券取引審議会報告を受けて、九八年十二月一日に上場証券についての取引所集中義務が撤廃され、場外取引が可能になった。

既に、東京証券取引所では九七年十一月に立会外取引制度として大口およびバスケット取引制度が導入され、月によっては大阪証券取引所の取引高を超える規模に達している。また、今回の改革でPTS/ATSも証券業の一つとされ、多様な取引システムが登場する可能性が開かれた。

このような市場改革に並行して、各取引所にお

いても様々な対応策が打ち出されており、いよいよわが国においても本格的な市場間競争の時代が到来することになった。

しかし、取引の場が複数化することに伴って、流動性と価格形成、あるいは取引の透明性などを担保する枠組みの整備も急務となっている。

### 一、取引所集中義務の目的

そもそも取引所集中義務とは何か、またその意図は何か。最初にこの点を考えてみよう。

歴史的にみれば、証券取引はコーヒー・ハウスや街路で自然発生的に始まり、それを物理的な建物（証券取引所）に集中させるという経過をたどっている。そして、そこでは価格の信頼性や約定執行の確実性を高めるために、上場制度、会員制度など、様々なルールが整備されてきた。会員業者による上場証券の取引所外での取引を禁じた取引所集中義務も、すべての需給を一カ所に集中し流動性を高めることにより、一つの財に一つの

引によって取引所間の価格の平準化が行われるが、情報伝達が遅く、また情報通信コストが高いため、取引所間の競争もそれほど活発には行われない。

均衡価格を決定するための重要な仕組みと見なされてきた。これにより、証券市場は、いわば経済学という一物一価の法則が現実にあてはまる市場になった。ただし、情報通信テクノロジーが十分に発達していない状態では、需給の集中範囲は必ずから限定されざるをえないから、一定の地域を画して全国に数多くの取引所が設立されたのである。この段階では、価格差の取得を狙った裁定取

しかし、テクノロジーの発達はこうした伝統的な証券取引のあり方を根本的にくつがえしてしまった。まず、コンピュータ・ネットワークの実現により、取引当事者が一カ所に集まらなくてもあらゆる需給を集中することが可能になった。極端にいえば、山の中においてもコンピュータの端末さえあれば、取引に参加できるのである。また、全国に多数存在している取引所もその必要性が問われ、整理、統合の動きがでてくる。そして、ついにいまでも物理的な建物（証券取引所）じたいが必要なのかという問題がおこってくる。

次に、このテクノロジーを活用して、取引所取引に対抗する代替的な取引システムが登場するこ

とになった。アメリカの場合でいうと、一九七一年に店頭市場にNASDAQシステムが導入され、リアル・タイムでの情報の流布が実現すると、取引の迅速性、価格の信頼性が高まり、その後、取引所に対抗する一大市場に成長する契機になったのである。また、証券会社による機関投資家の売買を仲介する取引システム（PTS/ATS）が登場するようになった。

テクノロジーの発達により、取引所間の競争、また代替的な取引システムが共存するようになる。取引の効率性と透明性、価格形成の信頼性といったことが問題になってくる。これらの市場が相互に分断された状態、あるいはその情動的な統合が不十分な状態に置かれていれば、取引参加者の証券取引や価格に対する信頼性は著しく殺がれることになるからである。

これを担保するには二つの方法がある。一つ

は、一つの証券について一つの取引市場しか認めないことである。これはしばしば「単一市場アプローチ」と呼ばれる。例えば、上場銘柄については取引所取引以外は認めないことである。これによって「一物一価」は堅持される。欧州各国の取引所の統廃合の動きはこの方向を目指したものである。

もう一つの方法は、これとは対照的に複数の市場の併存を認めた上で、これらの市場を情報的に統合し、さらに注文回送システムを創り上げることによって、あたかも一つの市場が機能している状態を実現することである。これが市場間競争の考え方であり、アメリカの一九七五年証券諸法改革法、およびその後の全米市場システム（ナショナル・マーケット・システム）の基本的理念となったものである。

いずれの方向性が採用されるかは、各国の市場

運営哲学によるといえる。後者は取引の公正性、価格情報の信頼性などを維持するために、ルールを調整し各市場を統合するシステムを構築する必要があるため、明らかにコストが高くつく。それにもかかわらず、アメリカのSECがあげてこの方向性にこだわってきたのは、前者は市場間競争を欠くことにより、証券市場における革新を阻害すると考えたからに他ならない。他方、欧州各国は時差のない地域に多数の国が存在するため、かに一国に一つの取引所しかなくても、欧州全体としては取引所間の競争が行われるともいえる。

## 二、わが国における取引所集中義務の撤廃

これまでのわが国の取引所集中義務とその撤廃にいたる過程をみておこう。

わが国における取引所集中義務は証券取引法には直接の定めはなく、各証券取引所の定款において会員業者に対して設けられていた（東証および大証の定款第二三条「正会員は、……本所の市場外において上場有価証券の売買を行ってはならない」。したがって、制度上は取引所の会員ではない業者（非会員業者）にはこの規定は適用されないから、非会員業者による上場有価証券の店頭市場での売買は可能である。しかし、実際には、非会員業者についても業務方法書に特定の会員業者を取次先として明記した母店契約書を添付するという形で集中義務が課せられ、アメリカのような第三市場（店頭市場での上場証券の売買）が成立する余地はなかった。

これに関連した規定として、旧証券取引法第一二九条は会員・非会員が上場株の委託注文につき自己が相手方となって売買を成立させることを禁

止（ノミ行為の禁止）しているため、取引所外で上場証券を売買できない。また、投資家どうしが取引所外で相対取引することは禁止されてはいないが、同第八七条の二は取引所市場に類似する施設の開設を禁止しているから、投資家どうしの取引を仲介するような売買システムを開設することもできなかった（この規定はPTS/ATSの導入に対する阻止規定になっていた）。

上場証券についての取引を取引所市場に集中させるということは、流動性の確保、価格形成機能の強化、また取引の透明性という観点からは一つの選択肢であり、歴史的にみれば、いずれの証券市場においても採用されてきたルールである。しかし、証券市場における機関化が進展し、大口取引やバスケット取引といった取引形態が多くなるにつれて、機関投資家は取引コストを削減するために匿名性や執行の迅速性を求めるようになって

た。しかし、価格形成の透明性や公正性を最優先した取引所のオークション・システムでは十分にそのニーズに応えることができなかったのである。かくして、欧米の証券市場ではこうしたニーズを汲んで取引所集中義務を緩和する動きがみられるようになった（表一参照）。

また、投資家からみれば、場外取引では取引所への場口銭を支払う必要がないから、コスト面でも有利である。ただ、それを受ける業者からすれば、ポジション・リスクが大きいため、それを吸収するためビッド・アスクの幅を広げざるをえないから、投資家はそれほど有利にならないといえる。

わが国でも機関投資家のニーズを受ける形で、既に数年前から経団連や通産省の産業構造審議会が取引所集中義務の見直し、取引所外取引の導入を要望していた。そして、九十七年六月の証券取引

取引所集中義務の撤廃について

表1 諸外国の証券取引所における市場集中制度の概要

市場集中義務の現状 (○=あり、△=一部あり) 市場集中義務の 対象外である売買	市場内での大口注 文等に係る売買制度	市場外売買に係る制約等					手数料 の賦課
		執行価格 の制約	取引所へ の報告	会員又は一般 への公表	立会時間中の売買の うち、委託売買は即 時、自己売買は一定 数量内の売買及び立 会時間以外の売買は 翌朝7時に公表	本格的に売買はすべ てリアルタイムで公 表されるか、自らり スクを負った大口売 買については、60分 から最高5日まで公 表を遅らせることな どが可能。	
ニューヨーク △	1979年4月27日以降に上 場した銘柄に係るすべて の売買等	クリン・クロス制度 (25,000株以上の委託注文を対象) クロッシング・セクションI・II I: 99,999株以下の個別注文を対 象 II: 15銘柄以上かつ100万\$以上 のバスケット注文を対象	CQS(気配情報 伝達システム) における全米最 良気配の範囲内	CIS(取引デー システム)に 伝達されない売 買については報 告義務あり (翌日の立会終 了時まで)	報告された売買のう ち、プログラム売買 に係るものは週次 ベースで公表され るが、それ以外は公表 されない。	なし	なし
フランス ○	顧客から指図があった場 合又は顧客が指図できな い場合で市場外で執行す ることが顧客の利益に適 うと認められる場合に、 会員が市場外で行う売買 一定の大口注文に係る売 買	オークション方式による自動執行 システムによる立会を併設(DA X 指数採用銘柄等の流動性の高 い銘柄を対象)	なし	なし	なし	なし	なし
パリ ○	一定の大口注文に係る売 買 大口: 取引所が銘柄ごと に定める数量以上 で50万 FF以上の 注文 注文 超大口: 注文銘柄の総資 産の5%又は1億 FF以上の注文	なし	大口: 気配の加 重平均値の範囲 内 超大口: 最良気 配の範囲内又は上 下10%の範囲内	報告義務あり (即時)	立会時間中の売買の うち、委託売買は即 時、自己売買は一定 数量内の売買及び立 会時間以外の売買は 翌朝7時に公表	なし	市場内 売買と 同率
ロンドン (○)	市場外売買という概念が 存在せず、会員の行った 売買はどこで行なわれよ うとすべて市場内で執 行されたものとみなされ る。	なし	取引所定める 一定数量につ いて、最良気配 の範囲内	会員は売買のす べてを取引所に 報告しなければならない (執行後3分以 内)	本格的に売買はすべ てリアルタイムで公 表されるか、自らり スクを負った大口売 買については、60分 から最高5日まで公 表を遅らせることな どが可能。	(あり)	

(出所) 東京証券取引所

審議会報告書「証券市場の総合的改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために―」は、わが国証券市場が国際的にみて利用者にとって魅力あるものとなるためには、取引所市場の効率性を高めるとともに、取引の公正性を担保できる仕組みを前提として、取引所集中義務を撤廃する必要があると提言し改革スケジュールを明示した。

これを受けて、証券界では取引所集中義務の撤廃に向けた具体的なルール作りが行われ、九八年一月一日より取引所外取引が解禁されることになったのである。

### 三、取引所外取引をめぐるルール

ここで、わが国の取引所外取引のルールをみておこう。

一つの証券を複数の市場で取引する場合、いく

に、これに関連するが、情報的に各市場が十分に統合されていなければ、インサイダー取引や損失補填などの行為に対する十分な監視機能が期待できないことになる。また、場合によっては、投資家保護の面で重大な齟齬が生じかねない。

証取審や証券業界は、取引所外取引の解禁にもなって予想されるこれらの問題に対してどのように考え、実際にはどのようなルールが採用されたであろうか。まず、証取審総合部会市場ワーキング・パーティ報告書は、アメリカ型の市場間競争モデル（つまり、各市場を情報的に統合し注文回送システムによって「最良執行」を実現する全米市場システムの構築）が望ましいとしながらも、その実現には多大なコストと準備期間が必要であり、また取引所外取引への需給の分散が取引所の流動性を低下させ、公正な価格形成が阻害される恐れがあるという理由から、当面、取引所の

つかの問題が生まれる。一つは、取引が他市場に分散することにより流動性が低下し、取引所の価格形成機能が殺がれることである。もう一つは、異なる取引システムが共存することによる市場情報や取引の透明性の低下である。この一つとして、取引所の価格優先、時間優先の原則と、それは必ずしも整合的ではない店頭市場のディーラー・システムのルールとの調整があげられる（具体的には、マーケット・メーカー制度をとる店頭市場では、価格優先、時間優先というルール自体がないから、「最良執行」の概念が取引所取引とは異なる。この問題の調整が「劣後執行ルール」である）。また、気配、取引情報のリアル・タイムでの流布、および注文回送システムの構築が実現していなければ、それぞれの市場は相互に孤立した状態におかれ、かつてアメリカで問題になった「市場の分裂」が再現される恐れがある。最後

価格形成を最大限活用した枠組みの構築の方が効率的で望ましいと結論した。そして、取引価格の具体的な例として、立会時間中については、小口取引について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、という考え方をあげたのである。

これを受けて、自主規制機関（証券取引所、証券業協会）によるルール作りが行われた。そのポイントには以下の通りである。

#### ①取引執行要件

証券会社は顧客から取引所上場株式の売買注文を受けた時には、顧客からの明示がある場合を除いて取引所外において売買を成立させてはならない（改正証券取引法第三七条）。

また、証券業協会規則は、証券会社は顧客から取引所外取引に関する売買注文を受託した時には、取引所外取引の概要および顧客の自己責任な

どについての説明書を交付し、顧客に対して十分に説明を行うことを求めている(ただし、一定の要件を満たす投資家については必要ない)。

② 執行価格

証取審は、既に紹介したように、将来的にはともかく、当面は証券取引所の価格形成機能を活用して取引所外取引の執行価格を決めるという考え方を採っていた。これを受けて、証券業協会規則において取引所外取引の価格制限が設けられた。詳細は表二にまとめられている。また、大口およびバスケット取引については既に立会外取引制度として九七年一月に導入され、さらに昨年からの導入された電子取引ネットワーク(大口およびバスケット取引を対象としたToSTNET-1(六月七日より稼働)、終値取引を対象としたToSTNET-2(八月七日より稼働))の取引価格についても改正された。

表2 市場外取引の価格の制限  
(協会公正慣習規則第5号関係)

1. バスケット取引以外

区分	売買金額	価格の制限
小口注文	1000万円以下	取引所の最良気配の範囲内
準大口注文	1000万円超5000万円以下	取引所の直近価格の上下3%以内
大口注文	5000万円超	取引所の直近価格の上下7%以内

(注) 1. 大口注文のうち売買金額が50億円以上のものについては、超大口注文という概念のもとに、公表遅延措置を設けている。  
2. 小口注文の売買金額1000万円以下については、委託手数料の完全自由化に合わせて改正等を行うことが予定されている。

2. バスケット取引

15銘柄以上を同時に売り、又は買う注文で、総売買代金が1億円以上のもの  
——取引所の直近価格の上下5%以内

(注) 1. 上記1、2をとおして、立会時間外の売買については制限がない。  
2. 取引所で売買停止等の措置がとられた時は、市場外取引についても同様の措置がとられる。

取引所集中義務の撤廃について

取引所外取引の執行価格についての最大の特徴は、それを立会時間内と時間外に区分し、後者については特に執行価格制限を設けず業者と顧客の相対での交渉に委ねたこと、また、立会時間内の取引所外取引については、売買金額によって小口(二千万円以下)、準大口(一千万円から五千万円まで)、大口(五千万円以上)に区分し、それぞれについて価格制限を設けたことである。ここで重要なことは、当該範囲の価格で執行していればすべてのリーガル・リスクが免責されるものではないことである。業者の一部では、この理解をめぐって混乱があったようである。

確かに、取引所外取引は顧客の指示が前提になっている。しかし、悪意に解釈すれば、ルールの逸脱はいくつかわ考えられる。例えば、業者が顧客の同意なしに取引所外で取引を執行し、顧客の同意をえてやったと強弁することが考えられる。

手数料が完全に自由化され交渉で決まるようになれば、手数料の低下分を執行価格で埋め合わせたい誘因が強まるだけにこの可能性を完全に排除できない。また、こうした方法で取引所での執行価格より有利な条件で約定すれば、損失補填的な行為の温床になる可能性がある。

③ 報告、公表

証券会社が取引所外取引をおこなった場合、銘柄、売買価格、売買数量などの当該取引内容を証券業協会に五分以内に報告しなければならぬ。また、協会はそれらを速やかに投資家に公表しなければならぬ(改正証券取引法第七九条の二および三)。ただし、売買金額が五十億円以上の超大口注文については、市場に与える影響が大きいことから公表遅延を認めている。

## 四、評価と今後の課題

取引所外取引の解禁後、一月七日までの一日平均取引額は九〇億円、東証一部売買代金の三・四％を占めている。この数字はアメリカの第三市場の割合（NYSE上場銘柄の取引シェア）六・〇八％（九三年上半期）に較べると小さく、今後の動向が注目される。

今回の取引所集中義務の撤廃は、それが完全に実施されるという意味で諸外国に例をみないものである。欧米諸国では、程度の差はあれ何らかの形でこれに対する例外を認めている（表一）。この急進的な改革は、その限りでは「ビッグバン」の名にふさわしい。しかし、それに伴う制度的な手当てが十分かといえ、問題も多いといわざるをえない。

証取審が完全な撤廃に踏み切った理由は、審議経過および報告書をみる限り、取引所間競争、PTS/ATSの導入などによる「市場間競争の促進」につきる。これによって証券市場の効率性を高め、巨額な金融資産の運用と内外の資金需要に応えることができるとしている。もちろん、そのためには証券市場の公正性を維持するために、信頼できる取引の枠組みの確立が不可欠であるとの指摘も忘れてはいない。

しかし、市場間競争に徹底的にこだわっているアメリカのSECでさえ、全米市場システムの構築を進める一方で、取引所集中義務の撤廃については極めて慎重な姿勢を採り、長期間にわたる論議を行って漸進的に進めてきた。しかも、一九八〇年に規則一九c-3の採用により、七九年四月二十七日以降に上場された銘柄について完全に撤廃した後も、常に「市場の分裂」を問題にしてき

た。九四年二月のSEC市場規制局の報告書『マーケット二〇〇〇』はこうした問題意識の現れである。

翻って、わが国ではどうであったか。アメリカ流の市場間競争をいいながら、それに伴う市場統合のための情報システム、注文回送システムの構築に対しては、コスト論、取引所の価格形成機能尊重という理由で退け、取引所価格の上下一定の価格帯を設けるという措置を採った。ただし、立会時間外の取引所外取引については、業者と顧客の間での相対交渉によって決めるとされたのである。

これは証券市場の公正性、透明性という観点からは、決して望ましい方向性ではないと考えられる。業者のこの価格帯での裁量による悪用の可能性を完全には排除できないからである。さらに、立会時間外の取引所外取引の執行価格については

業者と顧客の交渉に委ねられることになっているから、資金調達から資金運用まで総合的に手掛ける法人営業の場合には、他の業務での損失を取引所外取引の執行価格を操作することによって補填するという可能性も考えられる。

これらの予想される濫用に対して、どのような制度的な手当てが用意されているであろうか。もちろん、業者のモラルに期待するという考え方もあろう。しかし、株式の手数料が完全に自由化されれば、こうした行為に対する誘因は一層強まる。ことが予想されるだけに、いかにも危ういという印象が否定できないのである。

また、価格情報の報告・集中・公表が不可欠だということに指摘されているが、情報システムの構築にかかるコストを節減したために、JASDAQ（証券会社向け）と情報ベンダー（投資家向け）を活用することになった。これも

本来は証券業界が統合された情報システムとして構築すべき性格のものであろう。

このように見てくれば、取引所集中義務による単一市場アプローチと較べれば、公正性、透明性という観点からは明らかに後退しているといわざるをえない。こうした犠牲を払ってまでも、諸外国に例をみないほど完全な形で取引所集中義務を撤廃する必要があったのであろうか。いたずらに時間をかければ良いという訳ではもちろんないが、急進的な改革を行うからには、より一層、証券市場の公正性、透明性を担保する枠組みに対して十分な配慮が必要であろう。

【参考文献】

- 坂田博志「東京証券取引所における市場改革」、『商事法務』一九九八年二月一五日。  
佐賀卓雄「全米市場システムについて」(上)(下)、『証券レビュー』一九九六年一月、二月。  
清水葉子「ITSの第三市場への拡大について」、『証券レポート』一九九八年一〇月。

「ITS拡大のための課題」、『証研レポート』一九九八年二月。

証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティー報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」一九九七年五月一六日。

横山 淳「取引所集中義務の撤廃について」、『大和投資資料』一九九八年一月号。

(さが たかお・当研究所主任研究員)