

# アメリカにおける証券流通市場の電子化

家田 崇

## 目次

はじめに

### 一 証券流通市場の構造

#### 1 基本構造

#### I オークション市場

#### II デイラー市場

#### 2 証券取引所の構造

#### I 東京証券取引所

#### II ニューヨーク証券取引所

### 二 アメリカにおける証券流通市場の電子化と規制

#### 1 総説

#### 2 証券流通市場における技術利用

#### I 全米市場システム

#### II 取引所

#### III 店頭市場

#### IV 第三市場

#### V 代替的取引システム

#### VI インターネット

### 3 証券流通市場の規制

#### I アメリカ国内市場

#### II 海外市場

### 4 小括

### 三 わが国の証券流通市場

### 四 結語

## はじめに

情報通信技術の目覚ましい発達には、証券市場を大きく変容させている。証券取引は、情報のやり取りを中心とした取引であることから、情報化・電子化になじみやすい<sup>(1)</sup>。証券取引の電子化によって証券流通市場はどのように変化し、規制当局はどのような対応を行ってきたか。その一例をアメリカにみる事ができる。

アメリカでは、一九七五年の証券諸法改正によって全米市場システムを導入することが提唱され、これを契機に証券流通市場の電子化が行われた。一九九六年には全米証券市場改革法と題される証券諸法の改革案が成立し、同法五一〇条(a)項に従って、連邦証券取引委員会 (Securities Exchange Commission [hereinafter SEC]) は一九九七年に「技術進歩が証券市場に与える影響」と題する報告書を議会に提出している。また、電子化にともなう証券流通市場の変化に対してSECは、一九九七年より一連の通牒を発し、新たな証券流通市場のルール作りを行っている。これらの資料は、インターネットを通じて公表されている。とりわけ、SECの研究報告書やルールについては、SECのホームページを通じて、詳細な資料を入手することが

可能となっている<sup>(3)</sup>。

本稿は、アメリカ証券流通市場における電子化の状況を紹介する。まず、証券流通市場の構造を概観し(一)、アメリカの証券流通市場において情報通信技術が利用され電子化が進められた経緯と、これに対する規制を概観する(二)。その後、代替的取引システムの規制を中心に、日本における証券流通市場の法規整を検証し(三)、今後の検討課題を示し結語とする(四)。

## 注

- (1) 淵田康之『電子証券取引―証券ビッグバンの切り札』四頁(経済法令研究会・一九九七年)。証券取引の電子化の概要については、大崎貞和『インターネット・ファイナンス―ウオール街は消えるのか』(日本経済新聞社・一九九七年)、淵田康之・大崎貞和『証券ビッグバン』(日本経済新聞社・一九九七年)、川島いづみ『証券取引の電子化と「取引所」の意義』専修大学法学研究所紀要二二号一頁一頁(一九九七年)を参照した。

- (2) SEC, Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advance on the Securities Markets, <http://www.sec.gov/news/studies/techrp97.htm>(visit Apr.29,1999).

(3) SECのホームページは、<http://www.sec.gov/>となっている。SEC Digest & Statement <http://www.sec.gov/ndighome.htm>にはニュース、プレスリリース、および研究報告書などが収集されておりCurrent SEC Rulemaking <http://www.sec.gov/rulemake.htm>には最近のルールが収集されている。また、Search non-EDGER documents <http://www.sec.gov/cgi-bin/xtsrch-sec>では、SECのリリースやガイドラインを検索することができる。キーワードに具体的なリリースナンバーなどを入力すると効率的な検索ができる。

## 一 証券流通市場の構造

証券取引所の基本構造は、オークション市場とディーラー市場に大別される。ここでは、証券流通市場の基本構造を確認し、具体的な証券流通市場に目を向け、東京証券取引所およびニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange）の構造を確認する。

### 1 基本構造

#### I オークション市場

オークション市場は、売買注文を特定の場所に集中させ、所定の優先原則で付け合せていく。顧客の注文<sup>(1)</sup>によって価格が形成されることから、オーダー・ドリブン型市場ともいう。<sup>(2)</sup>東京証券取引所など、わが国の証券取引所は、この方式を採用し、価格優先の原則と時間優先の原則等<sup>(3)</sup>にしたがって競争売買を行っている。

#### II デイラー市場

ディーラー市場<sup>(4)</sup>では、マーケットメーカーとよばれる証券会社が、特定の銘柄について気配値（クォート）を提示し、投資者からの注文に自己勘定で応じる。<sup>(5)</sup>マーケットメーカーが提示するクォートによって価格が形成されることから、クォート・ドリブン型の市場ともいう。NASDAQ（National Association of Securities Dealers Automated Quotations）はこのタイプの市場である。クォートには、買い呼び値（bid）と売り呼び値（ask）ま

たは offer) がある。買い呼び値は売り呼び値よりも高く設定され、その差額はビッド・アスク・スプレッド (または単にスプレッド) として、マーケットメーカーの報酬となる。スプレッドは、マーケットメーカーが投資者に即時性を提供することへの対価であると説明されている。<sup>(6)</sup>

## 2 証券取引所の構造

### I 東京証券取引所

東京証券取引所は、オークション市場であり、マーケットメーカーは存在せず、顧客の注文によって取引価格が形成される。

東京証券取引所のマッチング方法には、「板寄せ方式」と「ザラバ方式」がある。寄りつき時には、板寄せ方式で始値が決定され、以降はザラバ方式に移る。

板寄せ方式では、それまでに出されている注文を、時間的に同時の注文として取り扱う。そのうち、①成行注文の全部、②決めるべき値段より低い値段の売り注文と買い注文の全部、③決めるべき値段と同じ値段の売り注文と買い注文の全部が消化

される価格を約定価格として売買を成立させる。<sup>(8)</sup>

ザラバ方式は、価格優先の法則と時間優先の原則によって売買を成立させる。価格優先の原則とは、価格を指定する注文で高い買付けが低い買付けに優先し、低い売付けが高い売付けに優先する原則をいい、時間優先の原則とは、価格が同一の注文は、時間の前のものが優先する原則をいう。<sup>(9)</sup>

### II ニューヨーク証券取引所

ニュー YORK 証券取引所の特徴は、スペシヤリスト制にある。スペシヤリストは、取引所から割り当てられた特定銘柄の取引を専門に取り扱う会員をいい、オークションのせり人の役割とマーケットメーカーの役割を担っている。したがって、ニュー YORK 証券取引所はオークション市場とディーラー市場の折衷型システムとなる。

スペシヤリストは、オークションのせり人として指値注文 (limit order) をスペシヤリスト・ブックに記帳し、市場価格が指値に一致したときに執行させる。成行注文 (market order) については気配値で約定させる。<sup>(10)</sup> スペシヤリストには、マーケットメーカーとしての義務があり、相手になる注文がない場合に

は、自らの勘定で売買取引に応じる。したがって、担当する特定銘柄の注文が売るか買いのいずれかに偏った場合でさえ、スペシャリストは取引に応じなければならぬ。一九八七年一月一四日から一九日までのマーケット・クラッシュのときも、スペシャリストは膨大な売り注文に立ち向かわなければならなかった。NASDAQなどの店頭市場では、三分の一程度のマーケットメーカーが、マーケットメイク業務を取りやめたり、対象銘柄を減らしたりして、取引に応じなかったことと対照的である。<sup>04</sup>

注

- (1) 注文には、価格条件を指定しない「成行注文(marker order)」と、価格条件を指定する「指値注文(limit order)」がある。
- (2) 淵田康之「電子証券取引—証券ビッグバンの切り札」五六頁（経済法令研究会・一九九七年）、大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司「株式市場のマイクロストラクチャー」四頁（大村・宇野）（日本経済新聞社・一九九八年）参照。
- (3) これらの原則については、後述する。
- (4) デイトレー市場については、淵田・前掲注(2)五六—五八頁参照。

(5) マーケットメーカーは、クォートを提示している証券については、常に自分の計算で売買するつもりがあると声明しているブローカー・デイトレーといえる。浜田道代「ナスタックの改善」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』一五八頁、一六一頁、注(7)（日本証券経済研究所・一九九八年）。

- (6) 大村ほか・前掲注(2)六頁（大村・宇野）。
- (7) 板寄せ方式は、①売立会いの初めの約定値段を定める場合、②証券取引所が売買管理上売買を中断した場合に、取引再開時に初めの約定価格を定める場合、③証券取引所が必要と定めた場合の終値を定める場合、④証券取引所が定めるところにより気配表示が行われている場合、および才取会員が呼び値の状況から必要がある場合に用いられる。河本一郎・大武泰南『証券取引法読本（新版）』一四二頁（有斐閣・一九九六年）。
- (8) 板寄せ方式における価格決定の例については、河本・大武・前掲注(7)一四三—一四四頁、大村ほか・前掲注(2)四五—四六頁（宇野）参照。
- (9) 成行注文は、すべての指値注文に対して、価格の面で優先する。

- (10) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門』一六三頁（商事法務研究会・一九九五年）、河本Ⅱ大武・前掲注(7)一四二頁参照。
- (11) スペシャルリストについては、大村ほか・前掲注(2)一九頁(字野)、川島いづみ「証券取引の電子化と『取引所』の意義」専修大学法学研究所紀要二二二号一頁一頁、一〇頁（一九九七年）。
- (12) スペシャルリストは、投資者からの注文を直接受けることはない。川島・前掲注(11)一〇頁。
- (13) 大村ほか・前掲注(2)一九頁〔字野〕。
- (14) 大村ほか・前掲注(2)一九―二〇頁〔字野〕。

## 二 アメリカにおける証券流通市場の電子化と規制

### 1 総説

一九九六年一〇月に第一〇四議会は、一九九六年全米証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）

(1) を成立させた。これは、証券業全般を射程としており、全米を対象とした証券市場の創設を目的として、法規整を再構成したものである。

一九九六年全米証券市場改革法五二〇条(a)項は、技術進歩およびオンライン情報システムが証券市場に与える影響を研究(2)、同法制定後一年以内に研究の結果を報告するよう命じている(3)。これを受けてSECは、一九九七年九月に「近時の技術進歩が証券市場に与える影響」と題する議会報告書（Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advance on the Securities Market: 以下では、「一九九七年報告書」または単に「報告書」とよぶ(4)）を提出した。

また、SECは、一九九七年五月二三日に通牒(5)（以下、「一九九七年コンセプト通牒」とよぶ）を発し、市場の公正性、効率性、および透明性（transparency）を十分に確保するために十分なフレキシビリティを提供すると同時に、イノベーションを促進させるには、どのように規制の枠組みを展開させていくかを検討しはじめた。この通牒でコメントを求められた点は、①アメリカ国内市場の問題として代替的取引システム（Alternative Trading System）(6)②海外市場のアメリカでの活動に対する監督(7)であった。一九九七年報告書でも、これらの問題意識をふまえ、

アメリカ国内市場および海外市場の問題点について触れている。<sup>(8)</sup>

代替的取引システムについてSECは、一九九八年四月の通牒<sup>(9)</sup>で規則の提案を行った後に、同年二月に通牒<sup>(10)</sup>（以下「一九九八年最終通牒」とよぶ）を発した。これによって代替的取引システムに対して新たな規制が設けられた。

また、海外市場の問題についてSECは、一九九八年三月二四日に、SECは「インターネット上のウェット・アップ・サイトを利したオフショアにおける証券の募集・証券取引の勧誘または投資サービスの公告に関する解釈ガイドライン」(Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advise Investment Services Offshore；以下、「一九九八年ガイドライン」とよぶ)<sup>(11)</sup>を発している。

ここでは、まず、一九九七年報告書の「IV 証券流通市場 (Secondary Securities Markets)」から「IV C 技術利用の傾向 (Trends in Use of Technology)」を題材に、アメリカの証券流通市場が技術を利用し電子化を進展させていった過程を確認する<sup>(2)</sup>。つぎに、証券流通市場に関する規制を概観し<sup>(3)</sup>、若干のまとめを行う<sup>(4)</sup>。

## 2 証券流通市場における技術利用

### I 全米市場システム

#### i 導入の経緯

一九九七年報告書によると、SECは、証券流通市場を監督するにあたり、競争を促進させ、イノベーションを育成し、投資者を保護しようと努めてきており、取引およびクォートに関する情報を公に頒布するという透明性が、流通市場の公正性と効率性において基本的な役割を果たすと主張してきた<sup>(12)</sup>。一九九七年報告書によると、一九六三年ころから、SECは、技術によって市場の透明性が改善されると認識していた。この年にSECによって作成された「証券市場に関する特別研究の報告書 (Report of the Special Study of the Securities Markets)」は、デイラー間のクォーターションを集積させるようなコンピュータ・システムについて言及しており、そのような電子表示システムの創設をNASD（全米証券業協会、National Association of Securities Dealers, Inc.）に命じている<sup>(13)</sup>。一九七二年の「証券市場の将来構造に関するステートメント (Statement of the

Securities and Exchange Commission on the Future of Structure of the Securities Markets」<sup>14)</sup>でも、証券のサイズ、量、および価格がすべての投資者に利用可能となるような、総合的なシステムの設定を提唱している。SECは、これらの調査や報告を通じて、中央市場システム (Central Market System) の構想を形作り、<sup>15)</sup>これが、一九七五年の証券諸法改正の際に、全米市場システムとして導入された。

## ii 一九七五年証券取引所法改正

一九七五年証券諸法修正法 (Securities Act Amendments of 1975) <sup>16)</sup>によって、証券取引所法が改正され、全米市場システムに関する一一 A 条<sup>17)</sup>が設けられた。

証券取引所法一一 A 条 a 項(1)号では、証券市場は尊重され強化されなければならない重要な国家財産であること(同号 A) <sup>18)</sup>、新たな情報処理および通信技術は、より効率的で有効な市場の運営 (operation) の機会を創出することを確認し (同号 B) <sup>19)</sup>、同号 C において以下の五つの事項を保障することは公益に合致し、投資者の保護および公正で秩序ある市場を維持するに適當であると規定している。<sup>20)</sup> ①証券取引の経済的に効率的な執行、

②ブローカーとディーラーの間、取引市場の間、および取引所市場と取引所市場以外の市場の間における公正な競争、③ブローカー、ディーラーおよび投資者が、証券のクォートおよび取引に関する情報を利用できること、④ブローカーによって投資者の注文を最善の市場で執行することができること、⑤①ないし④の規定に矛盾することなく、投資者の注文がディーラーが介入することなく執行される機会である。さらに適格を有する証券のすべての市場を通信およびデータ処理施設で結合することとは、効率を促進し、競争を高め、ブローカー、ディーラーおよび投資者が利用可能となる情報を増加させ、投資者の注文の出会いを助長し、かつ、かかる注文の最善の執行に貢献すると規定している (同号 D)。<sup>21)</sup>

証券取引所法一一 A 条では、全米市場システムの定義および内容については具体的には規定していないが、全国的に取引される証券について、透明性を確保した上で、取引市場間を通信手段でリンクすることによって、市場間で公正な競争が行われる機会と投資者の注文が最善に執行される機会を確保することを目指したものと見えよう。<sup>22)</sup> なお、立法資料によると、アメリカの証券市場が変革期にあり、かつデリケートな機構であることから、詳細な定義規定を避け、SECに全米システムを創設



する権限を与えたと説明されている。<sup>64)</sup>

### iii 全米市場システムを支えるサブシステム

一九九七年報告書では、全米市場システムを支えているサブシステムとして、CTA (Consolidated Transaction Reporting Association) 、CQS (Consolidated Quotation System) および ITS (Intermarket Trading System) を挙げている。<sup>65)</sup> 自主規制機関 (Self Regulatory Organizations "SROs") が相互に協力し、これらのシステムを開発した。<sup>66)</sup>

CTA は一九七四年に導入され、上場証券などについて、その取引が執行された市場に関係なく、株式の価格および取引量を、高速伝達回線を通じてベンダー（情報提供者）に知らせるシステムである。

COS は、一九七八年に導入されたシステムであり、取引所上場株式について、すべてのマーケットメーカーが表示するクォートを集めベンダーに知らせる。CTA は、過去の取引記録を開示するシステムであるのに対し、CQS は、リアルタイムのクォート情報を頒布する。

CTA および COS では、取引情報またはクォートは、SIAC

(Securities Industry Automation Corp.) に、電子的に送付される。<sup>67)</sup> SIAC は集中的な情報処理センターとして、これらの情報を処理し、金融情報ベンダーに伝え、最終的には投資者に頒布される。<sup>68)</sup>

ITS は一九七八年に導入されたシステムであり、各市場におけるクォートをリンクさせることによって、市場間取引を促進させることを目的とする。各取引所と店頭市場をリンクさせることによって、ITS が取り扱う証券については、特定の市場に位置するブローカーまたはディーラーは、ITS を通じて、他の市場で取引を執行することができる。

市場間を連結し、最善の執行を確保するために必要なことは、①競合する複数の市場システムが、同一の銘柄についていかなる価格での取引を可能としているかについて、情報を頒布すること、②最善の価格を表示している市場システムへのアクセスを保障することである。CTA および COS は、①に貢献し、ITS は②に貢献する。<sup>69)</sup> 一九九七年報告書でも、CTA、COS および ITS の電子コミュニケーションシステムは、NASDAQ や OTC-UTP トラン（Over Trade Counter Unlisted Trading Privileges Plan）とともに、<sup>70)</sup> 全米市場システムを根幹から支えていると記述されている。<sup>68)</sup>

## II 取引所

一九九七年報告書は、取引所による技術の利用として、①取引フロアーの自動化、②取引フロアーを補完する電子システムの開発、③取引フロアーに代替する電子システムの開発を取り上げている。

## i 取引フロアーの電子化

取引所は、効率的な市場運営を実現させるため、取引フロアーを電子化し、サービスを自動化させている。<sup>63</sup>

たとえば、登録取引所 (registered exchanges) は、フロアーのトレーディングポストや、スペシャリスト・ブック (指値注文帳簿) を自動化しており、また、会員の注文を取引フロアーへ電子的に回送するシステムを提供している。<sup>64</sup>

注文を電子的に回送するシステムには、ニューヨーク証券取引所の Super-DOT がある。<sup>65</sup> Super-DOT を通じて、証券会社は、ニューヨーク証券取引所に上場されているすべての証券について、成行または指値注文を、スペシャリストポストに直接伝達できる。<sup>67</sup>

ニューヨーク証券取引所は、一億二五〇〇万ドルをかけて、Integrated Technology Plan (ITP) を実現させようとしている。

これらの試みによって、ニューヨーク証券取引所のフロアーでは以下の三つが可能となる。①新たな取引フロアー・コミュニケーション・ネットワークによって、スペシャリストやブローカーが、注文管理機能と複数の情報源から得た市場情報とを、単一の画面上に統合させること、②ワイヤレスの音声通信機器 (例：携帯電話) によって、フロアー内にいるブローカーとフロアーを取り囲む位置にある彼らの会社ブースとの間に、継続的なコミュニケーションが提供されること、③ワイヤレスのデータ機器によって、フロアー・ブローカーが、フロアーのオンライン現場に居ながらにして、注文を受け取り、取引報告を送ることである。<sup>68</sup>

一九九七年報告書は、取引フロアーをワイヤレス化する効果として、①フロアーの人員が柔軟に行動できる点、②手サインや電話およびフロアレポーターにくらべて安価で迅速なコミュニケーション方法が提供される点、③かかわり合う人がより少数になるがゆえに、エラーの発生が減少する点を、挙げている。<sup>69</sup>

## ii 取引フロアー補完システム

取引フロアーの電子化は、注文回送システムの電子化にとどまるのに対し、取引フロアー補完システムではシステム内で付け合せ（match）を行う。フロアー・トレーディングを補完するために取引所が構築した電子的取引システムには、シカゴ証券取引所（Chicago Stock Exchange）のシカゴ・マッチ・システム（Chicago Match System）と、パシフィック証券取引所が導入したオプティマーク・システム（OptiMark System）がある。

シカゴ・マッチ・システムは一九九四年に導入されたが、現在は廃止されている。シカゴ・マッチ・システムは、シカゴ証券取引所で取引されている証券を対象とし、通常の取引時間内に利用者から発せられた注文を電子的に付け合わせるものであった。<sup>40</sup>

オプティマーク・システムとは、オプティマーク・テクノロジー社によって開発された電子的な取引システムである。このシステムは、多様な価格とサイズを考慮し、執行に最適な価格を創設することによって、トレーダーの満足の行くレベルでの付け合わせがなされるよう設計されている。<sup>41</sup> パシフィック証券

取引所は、オプティマーク・システムをスペシャリストとフロアーブローカーに対して提供することをSECに提案し、一九九七年九月一七日にその承認を受けた。<sup>43</sup>

## iii 取引フロアー代替システム

シンシナティ証券取引所（Cincinnati Stock Exchange）は、取引フロアーを完全に自動化された取引システムに置き換えた。シンシナティ証券取引所の取引を処理する全米証券取引システム（National Securities Trading System [NATS]）は、証券に関する電子的なコミュニケーションおよび執行システムであり、ここでは公開された注文や競合するディーラーが発する買い呼び値と売り呼び値が整理されて、再検討や執行のため用いられる。NATSでは、シンシナティ証券取引所のメンバーがコンピューター端末を開設するだけでシステムに参加でき、取引フロアーに居ることなくメンバー自身の計算または顧客の計算で取引することができる。<sup>44</sup>

### Ⅲ 店頭市場

アメリカの店頭市場は、NASDAQに代表される。NASDAQは多数のマーケットメーカーに対しクォートを更新するメカニズムを提供した上で、マーケットメーカーが表示するクォートをひとつのコンピューター画面上に統合し、リアルタイムで表示している。<sup>48</sup> NASDAQは電子的な取引システムとして、セレクトネット (SelectNet) と小規模注文執行システム (Small Order Execution System) を提供しているが、これらのシステムが取り扱わない銘柄については、注文の入力と執行のほとんどが電話で行われており、完全に自動化された市場とはいえない。<sup>49</sup>

NASDAQの自動化が不完全であったことから、ブローカー・ディーラーは独自にプロプライエタリー・トレーディング・システム (Proprietary Trading System [hereinafter PTS]) を開設し、これを通じて取引を自動的に執行するシステムを提供するようになった。<sup>49</sup> 現在では、NASDAQの株式取引量の13%がPTSによって取り扱われているとの報告もあり、NASDAQ株式の取引のうち少なからぬ量がPTSを通じて取引されている。<sup>49</sup>

NASDAQにクォートを表示されている会社は、一定の基準を満たさなければならぬが、公開会社 (publicly traded

companies) でありながら、NASDAQや取引所の上場基準を満たしていない会社があることを、一九九七年報告書では指摘している。ナショナル・クォーターション・ビューロー社は、「ピクシート」を発行し、非NASDAQ証券のクォートを公表している。また、NASDAQのOTC Bulletin Board上では、およそ6000社について、リアルタイムのクォートと最終売却価格 (last sale prices) を電子的に表示しているが、これらの会社には、OTC Bulletin Boardに組み込まれるに先立って、いかなる財務または報告の基準も課されていない。<sup>50</sup>

一九九七年報告書では、NASDAQの電子化について、以下の二点を記述している。①一九九六年にNASDAQは、従来のコンピューター・プラットフォームやワークステーションを置き換え、新たなコンピューター・システムと情報通信ネットワーク (telecommunication network) の設置 (installation) を完了させた。②NASDAQは、現在、新たに三三〇〇万ドルをかけてデーター・センターを設置し、また、新たなコミュニケーション・ネットワークを開発し、システムの許容量を増加させようと計画している。<sup>50</sup>

#### IV 第三市場

アメリカでは、取引所上場証券を取引する店頭市場があり、第三市場とよばれている。

第三市場は、小規模顧客の注文をさばくために導入された。取引所の非会員が上場株式の取引所外売買を行うことは禁止されていたことから、ニューヨーク証券取引所等の上場している株式を売買する店頭市場が存在していた。<sup>62</sup>一九六〇年代終盤から一九七〇年代初頭にかけて、NASDAQでニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所上場銘柄を取引させるか否かについて議論があった。一九六八年八月にNASD理事会はニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所の上場銘柄をNASDAQに加えないとの決定をした。一九七〇年の一〇月には、ニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所の両理事長とNASDがSECに対し、両取引所上場銘柄を、当面の間NASDAQから除外することを提案し、SECはこれを受け入れた。<sup>63</sup>この決定によって、第三市場はNASDAQに統合されず、存続することとなった。

一九九〇年代になると、第三市場はその規模を拡大させた。一九九七年報告書によると、一九七九年から一九八〇年にか

ては、第三市場の規模はニューヨーク証券取引所取引量の約二パーセントであったが、一九九六年にはニューヨーク証券取引所取引量の七パーセント超を取り扱うまでに成長した。<sup>64</sup>

第三市場は、第三マーケットメーカー (third market maker) によって運営されている。第三マーケットメーカーは、上場証券のうち活発に取引されている株式の小口 (a few thousand share) 取引について、小口取引専門の証券会社 (retail firm) やデイスカウントブローカーから注文を受け付ける。成行注文はITS上の最善価格で執行し、指値注文は事前に決められている執行範囲 (execution parameters) に基づいて執行する。<sup>65</sup>なお、第三市場における注文は、第三マーケットメーカーを相手方として執行されることが一般的であり、取引はNASDの取引確認サービスに報告される。<sup>67</sup>

第三マーケットメーカーが業務を遂行するにあたっては、最善の執行を確保するためにテクノロジが積極的に利用されている。第三マーケットメーカーは、注文を電子的に受け付け、それが成行注文か指値注文かによって異なった執行地点へ電子的に回送させる。第三マーケットメーカーのシステムのなかには、価格改善アルゴリズムをそなえたものもあり、そこでは、一般的に普及しているクォートよりも有利な価格での注文執行

が行われる。<sup>64</sup>

一九九七年報告書では、ブローカー・ディーラーが第三マーケットメーカーを利用する理由について以下のように述べている。<sup>65</sup>①第三マーケットメーカーの大多数は手数料を徴収しない。第三マーケットメーカーが注文回送を行った発注者に、オーダー・フロー・ペイメント<sup>66</sup>を提供する場合もある。②第三市場は、取引所にくらべて発注から執行までの時間が短い。<sup>67</sup>③前述の価格改善アルゴリズムによって最善価格での執行が提供されやすい。

## V 代替的取引システム

SECが、流通市場におけるイノベーションを促進させるために、柔軟かつ開かれた政策を維持してきた結果、数社のブローカー・ディーラーはコンピュータ化された代替的取引システムを提供するようになった。<sup>68</sup>インステイネット社は、一九六九年より、機関投資家などに、大口取引 (Block Trade) を効果的に行うコンピュータ・ネットワークを提供しており、現在ではもっとも大きな代替的取引システムとなった The Real-Time Trading System を稼働させている。<sup>69</sup>

機関投資者の取引は、大口であることから、市場に注文を出した時点で、価格変動を起こす可能性がある (マーケット・インパクト)。インステイネット社による代替的取引システムでは、必要最低限の情報のみを、取引相手のみに知らせて取引することから、マーケット・インパクトを回避できる。<sup>64</sup>

SECは過去三〇年にわたって、代替的取引システムを取引所ではなくブローカー・ディーラーとして取り扱い、取引所としての登録を要求しなかった。一九九七年報告書では、その理由として、①SECは、取引所を規制する権限を用いて、多様な市場構造を調整することを自制してきたこと、②代替的取引システムの数と取引されている証券の量が比較的少なかった点を挙げている。<sup>65</sup>これら点から、SECは代替的取引システムを取引所として規制することは、その発展を妨げると考えていたことがうかがえる。<sup>66</sup>

一九九八年十二月にSECは、代替的取引システムについて新たなルールを設け、一定の場合には、代替的取引システムに取引所としての規制が加えられることとなった。<sup>67</sup>

## VI インターネット

一九九七年報告書によると、この2年間で、証券市場におけるインターネットの利用が増加している。<sup>69</sup>

ブローカー・ディーラーのウェブ・サイトには多くの機能があるが、一九九七年報告書では、①投資者への情報提供、②小口投資者への注文回送システムの提供、③代替的取引システムの提供を取り上げている。

第一に、投資者への情報提供機能については、以下の情報がある。①市場の情報（market information）および投資ツール（investment tool）、②リアルタイムのクォート、③アナリスト・レポート、取引戦略、為替、ミューチャル・ファンド、オプション、およびマーケット・インデックスに関する市場情報やニュース、④ポートフォリオマネージメントや分析プログラムである。<sup>69</sup>

第二に、インターネットを利用した注文回送システムが、デイスカウント・ブローカーなどによって提供されている。このシステムは、一九八〇年代に導入されたオンライン取引が発展したものといえる。<sup>70</sup>一九八〇年代より、数社のブローカー・デ

ィーラーは、専用のソフトウェアとダイレクトのダイヤル回線を提供することによって、小口の投資者（retail investor）がパソコンから発注することを可能としていた。<sup>71</sup>

現在ではデイスカウントブローカーを初めとして、三〇社程度のブローカー・ディーラーがオンライン・トレーディングを提供しており、もっぱらインターネットを用いて取引を行う投資者に対しては、通常よりもさらに割引いた手数料を提供していた。<sup>72</sup>たとえば、**＊トレッド社**では、一五〇〇の上場会社の株式を対象として、成行注文の場合には**25**ドルの手数料で取引を可能としている。<sup>73</sup>これらは、インターネットを通じて、安い手数料での取引を提供する試みであったが、一九九七年報告書によると、最近では、フルサービスのブローカーレージをインターネット上で提供する試みも登場しつつある。<sup>74</sup>

第三に、インターネットを用いて、顧客に代替的取引システムを提供し、システム内で注文を付け合せたり、クロスさせようとするブローカー・ディーラーが登場しつつある。<sup>75</sup>一九九七年報告書では、ジャックホワイット社が一九九六年九月に開設したインターコネク（Inter Connect）とよばれるシステムを取り上げている。このシステムは、最善の売り呼び値と買い呼び値の間値で取引をクロスさせるシステムであり、注文はイン

ターネットや電話を通じて行われる。<sup>79)</sup>

NASDAQのマーケットメーカーであるデイトック社は、インターネットを通じて個人から直接注文を受けはじめている。従来、マーケットメーカーは、証券会社を通じて注文を集め、自らはマーケットメーク業務に専念している場合が多かったが、インターネットの普及によりデイトック社は、低廉な手数料で直接小口投資者から注文を集め、そのときの最善の価格で執行するシステムを提供するようになった。<sup>79)</sup>これらは、従来、USなどの代替的取引システムは、機関投資家を対象としたものであったが、インターネットの普及によって、小口投資者も対象となってきたことを意味する。<sup>80)</sup>

### 3 証券流通市場の規制

情報通信技術の発達は、証券流通市場に多くの変化もたらしてきた。とりわけ、代替的取引システムは、情報通信技術を積極的に利用することによって成長し、アメリカ国内の証券流通市場において影響力を強めてきた。この代替的取引システムをブローカー・ディーラーとして規制するか、取引所として規制するかが問題となった。また、情報通信技術の発達は、アメリカ

カ投資者が海外の証券流通市場へアクセスすることを容易にしたことから、海外市場に対する規制が問題となった。

ここでは、証券流通市場の電子化に対するSECの反応を紹介する。まず、アメリカの国内市場について代替的取引システムを中心にとりあげ(Ⅱ)、さらに、海外の市場についてとりあげる(Ⅲ)。

#### I アメリカ国内市場

一九九七年コンセプト通牒によると、技術の進歩と代替的取引システムの成長は、過去二〇年間にわたって、アメリカの投資者と市場に多くの利益をもたらしてきた。しかし、このシステムは、伝統的な取引所に代替するにもかかわらず、ブローカー・ディーラーとして規制されてきたことから、市場の透明性、公正性、および監視を確保するメカニズムに完全に組み込まれてこなかった。<sup>80)</sup>

一九九七年報告書でも、技術の進歩によって、証券取引の分野ではサービスの多様化と複合化が可能となり、その結果、市場と、市場仲介者と、サービスの提供者との区別があいまいになっているとしている。<sup>81)</sup> 具体的な問題として登録ブローカー・



ディーラーと情報ベンダーによって提供されているサービスを  
取り上げている。<sup>60</sup>

登録ブローカー・ディーラーは、自動化されたスクリーンに  
基づくネットワークを構築し、発注および執行システムを提供  
している。このシステムは、注文を集中化させている点と、参  
加者が自分の注文を相互作用的にコントロールできる点におい  
て、伝統的な (traditional) 取引所と類似している。

情報ベンダーは以下のようなサービスを提供している。①フ  
アイナンシャル・プロダクト情報とともに電子的な注文回送サ  
ービスを提供している。②ブローカー・ディーラーの資金援助  
を受け、顧客を市場仲介業者に接続させ、トレーディング・シ  
ステムを提供している。このシステムでは、市場仲介業者の目  
録をみた顧客が、市場仲介業者に電子的に注文を回送し執行を  
行い、取引確認書をベンダー通じて受け取ることとなる。③参加  
者間には注文回送サービス提供し、証券決裁会社 (clearing  
corporation) に決裁および権利移転情報を送るサービスを提供  
している。

一九九七年報告書では、このような現状に、証券取引所法は  
十分な対応を行っていないとしている。証券取引所法は、定義  
規定に基づいて、顧客から市場までの各主体 (entity) の義務

および責任を規定しており、また、市場参加者の規制は、その  
行動が取引所としての機能を果たすか、ブローカー・ディーラ  
ーとしての機能を果たすかに基づいて定めている。しかしなが  
ら、ここでいう、証券取引所法の、「取引所」「ブローカー・デ  
ィーラー」および「証券情報処理業者 (securities information  
processor)」などの定義は広範囲であることから、入り混じっ  
ている主体 (hybrid entities) に、適用することが困難となる。<sup>63</sup>

代替的取引システムが、アメリカの証券流通市場に与える影  
響が大きくなってきたことから、SECはこのシステムについ  
ても、取引の透明性、公正性、および監視を改善する必要があ  
ると考え、一九九七年コンセプト通牒において多くのコメント  
を求めた。一九九七年コンセプト通牒は、代替的取引システム  
について、原則として取引所としての登録を要求するが、一九  
九六年全米証券市場改革法によって新設されたSECの免除権  
限 (証券取引所法三六条)<sup>64</sup>を用いて、不必要または不適切な要  
件を排除することを提案した。<sup>65</sup>

一九九八年最終通牒では、代替的取引システムに関する規則  
を変更し、代替的取引システムに取引所としての規制を加える  
という趣旨のルールを設けた。<sup>66</sup> 新たなルールの概要は以下に示  
すとおりである。<sup>67</sup>

第一に、証券取引所法規則三b―一六を新設し、証券取引所法三条(a)項一号における取引所の解釈を変更した。従来、SECの「は、取引所に対しては、ブローカー・ディーラーとは区別した上で、厳格に規制してきた。しかし、技術の進歩によって、これらの区別があいまいになった。とりわけ、代替的取引システムが、取引所と同等の機能を有するものとして用いられるようになった。そこで、規則三b―一六では、取引所に関する新たな解釈を盛り込み、市場と同等の機能を有するシステムも取引所に含めることとなった。なお、注文回送システム、気配表示システム、社内注文管理・執行システムは、取引所には含まれない。

第二に、証券取引所法三六条に規定しているSECの免除権限を用い、ほとんどの代替的取引システムにつき、後述の代替的取引規制に従う限りにおいて、取引所として定義されず、従って取引所としての登録義務は免除されるとした。この規定によって、代替的取引システムは、取引所としての規制の受けるか、ブローカー・ディーラーとしての規制を受けるかが選択可能となる。

第三に、代替的取引システムの規制を新設した。この規制は、代替的取引システムのうちブローカー・ディーラーとして登録

したものに適用される。ここでは、証券の売買量に応じて、代替的取引システムに市場としての規制 (market-oriented regulation) が加えられる。

まず、直近六ヶ月のうち少なくとも四ヶ月間で、取引銘柄のすべてにおいて一日の平均売買高が全米での売買高の5%未満となっている代替的取引システムは、①業務に関する通知および四半期報告書をSECに提出すること、②取引に関する会計報告 (audit trail) を含め、必要な記録の保持すること、③「取引所」、「株式市場」、またはそれに類似する名称を用いないことが要求される。

全米市場システム銘柄のうち一銘柄でも売買高が5%を超える代替的取引システムについては、全米市場システムにリンクすることが義務付けられる。

さらに、全米市場システム銘柄のうち一銘柄でも売買高が20%を超えた場合には、①客観的な基準を用いてシステム利用者の参加を決定すること、②適切なシステムの容量、健全性、および危機管理計画を確実にするための手続きを整えることが義務付けられる。

## II 海外市場

情報通信技術の進歩は、国際的な証券取引のスキームも変更させている。従来は、アメリカの投資者は、アメリカのプロローカー・ディーラーの電話やファックシミリを通じて外国の市場価格に関する情報を得たり、外国証券の売買を行っていた。しかし、今日では、アメリカの投資者が外国のプロローカー・ディーラーと直接連絡をとり、外国市場におけるトレーディング情報を得たり、アメリカ国内から電子的に発注することが可能となっている。<sup>68)</sup>

また、海外の市場が電子化を行い、会員に遠隔アクセス (remote access) を提供するようになった。<sup>69)</sup> 現在では、アメリカのプロローカー・ディーラーや機関投資家が遠隔アクセスを通じて外国市場の会員となっているが、このような遠隔アクセスは、連邦証券諸法上重要な問題を提起する。外国市場で取引されている証券のほとんどは、証券法または証券取引所法の登録をしておらず、また、これら証券の発行者はSECに対して諸報告書を提出していないからである。同様に、連邦証券諸法は、アメリカ人に対して遠隔アクセスを提供している外国市場を規制する権限 (regulatory status) を有するか、とりわけそのよう

なアクセスを提供する外国市場に対して国法証券取引所としての登録を必要とするかについて、明確なガイダンスを提供してこなかった。<sup>69)</sup>

一九九七年コンセプト通牒は、アメリカの投資者とかかわりの持つ外国の電子取引所の取り扱いについて、国法証券取引所としてSECに登録することを求めるとするアブローチや、外国市場の母国の規制にのみ準拠させるとするアブローチと共に、その折衷的なアブローチも示唆している。<sup>69)</sup> 折衷的なアブローチでは、アメリカ人に外国市場への直接のアクセスを提供する主体（アクセス・プロヴァイダー）に関する規制の要件を創設し、これら主体がアメリカにおいて登録されているか否かを問わず、アクセス・プロヴァイダーは、連邦証券諸法の詐欺防止条項と同様に、記録保存、報告、および開示要件に従わなければならないとする。その一方で、SECは、アメリカのプロローカー・ディーラーとして登録しているアクセス・プロヴァイダーが、外国市場への電子的なリンクを小口投資者や大口投資者に提供することも許容する。このアブローチによって、外国市場で取引を行うアメリカの投資者に適切な保護が与えられ、よりいっそうの透明性が確保されるとしている。<sup>69)</sup>

一九九八年ガイドラインでも、海外のプロローカー・ディーラ

ーや証券取引市場が、インターネットを通じてアメリカの投資者にアクセスする場合について触れられている。

第一に、アメリカ国外のブローカー・ディーラーの活動については、インターネットによる情報提供によって、アメリカの投資者が証券取引を行わないように、合理的な措置を講じている場合には、SECへの登録は不要としている。<sup>63)</sup>

第二に、アメリカ国外の証券取引所の活動についても、アメリカ国内のものからのアクセスを制限する合理的な措置が採られている場合には、アメリカでの登録を不要としている。<sup>64)</sup>

なお、一九九八年最終通牒は、アメリカ国内の投資者が手軽に海外の市場にアクセスできる点を勘案し、アメリカ市場で取引されている外国証券の完全かつ公正な開示などを、今後の検討課題としている。<sup>65)</sup>

#### 4 小括

1960年代のアメリカでは、証券流通市場の「分裂」が問題とされていた。ここでの「分裂」とは、機関投資家が固定手数料を回避し、安いコストでの注文執行を求めた結果として、地方取引所、第三市場、および相対取引市場（第四市場）を積

極的に利用するようになり、ニューヨーク証券取引所の市場シェアが低下した事態をさしていた。<sup>66)</sup> この問題を解決するため、手数料を自由化し、取引所集中義務を撤廃するとともに、全米市場システムが導入された。この全米市場システムでは、分裂した市場を一つに統合させるといって「単一市場アプローチ」ではなく、複数の市場をネットワークで結びつけるという手法が取られた。これによって、取引所、店頭市場、および代替的取引システムが互いに競争する状況が生じ、情報コミュニケーション技術を取り入れ各市場が積極的にイノベーションを行い、効率的な運営を実現させようとしてきた。

これらの背景には、証券流通市場の規制においては、市場間の競争を重視し、イノベーションを促進させようとするSECの政策判断がうかがえる。<sup>67)</sup> その顕著な例として、代替的取引システムを、取引所ではなくブローカー・ディーラーとして規制してきたことがあった。アメリカの証券流通市場では、取引所とその外部、とりわけ第三マーケットメーカーや代替的取引システムとの競争によって、イノベーションがもたらされ、積極的に情報通信技術が導入されたことを考えると、SECの姿勢には、一定の積極的評価をすることができるであろう。なお、近年、代替的取引システムの取引量が拡大したことから、SEC

は取引所としての規制の性格を持つ新たな規制を採り入れることとなった。これによって、アメリカの証券流通市場の規制は新たな局面を迎えることとなるが、ここでも、代替的取引システムを全米市場システムに組み込んでいくという枠組みが採られていることに注目すべきである。

注

- (1) National Securities Markets Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104-290, 110 Stat. 3416[hereinafter NSMIA.] の法律は、五つのタイトルから構成されている。タイトルⅠには、「一九九六年資本市場効率法 (Capital Markets Efficiency Act of 1996)」この略題が付され、一九三三年証券法 (以下、証券法とよぶ) の改正からなる。タイトルⅡには、「一九九六年投資会社法改正 (Investment Company Act Amendments of 1996)」この略題が付され、一九四〇年投資会社法の改正からなる。タイトルⅢには、「投資顧問監督協働法 (Investment Advisers Supervision Coordination Act)」この略題が付され、一九四〇年投資顧問法の改正からなる。タイトルⅣには、「一九九六年連邦証券取引委員会授權法 (Securities and Exchange Commission Authorization Act of 1996)」この略題が付され、一九三三年証券法と一九三四年証券取引所法の改正からなる。タイトルⅤには、略題は付されていないが、「貯蓄および投資の費用削減 (Reducing the Cost of Saving and Investment)」この副題が付されている。
- (2) NSMIA, supra note 1, § 510(a)(1).
- (3) Id. § 510(a)(2).
- (4) SEC, Report to the Congress: The Impact of Recent Technological Advance on the Securities Markets (visit Apr. 29, 1999), <http://sec.gov/news/studies/techp 97. htm.> [hereinafter SEC Report]。この報告書は、Ⅰ 公開会社 (Public Companies)、Ⅱ 投資会社 (Investment Companies)、Ⅲ 投資顧問 (Investment Advisers)、Ⅳ 証券流通市場 (Secondary Securities Markets)、およびⅤ SEC による法実現プログラム (Commission Enforcement Program) のからなる。アペンディクス A には、技術の問題を取り上げた SEC リリースのタイトルの一覧を、アペンディクス B には、技術に関するスタッフの解釈、アドヴァイス、ノーアクションレターを、アペンディクス C には、インターネットに基づく活動へのエンフォースメント・アクションを収集しており、アペンディクス D は用語集

- となっている。
- (5) Regulation of Exchange, Exchange Act Release No.38672, 63 SEC Dock.172[hereinafter 1997 Concept Release].
- (6) 従来、SECは、取引を行うシステムのうち取引所として登録を行っていないものについては、プロプライエタリー・トレーディング・システム (Proprietary Trading System [hereinafter PTS])、ブローカー・ディーラー・トレーディングシステム、または電子コミュニケーション・ネットワークという用語を用いてきた。これに対し、代替的取引システムという用語は、取引関係を集中させ、表示し、付け合せたり、クロスさせたり、執行させたりする自動システムの総称をいうとしている。SEC Report, *supra* note 4, note 290. わが国では、プロプライエタリー・トレーディング・システムや単にPTSという用語が一般的であるが、本稿では、報告書の原文でPTSなどと記載されている場合をのぞいては、代替的取引システムという。
- (7) *Id.* W-D-1-b, para.1.
- (8) *Id.* W-D, Commission Response to Technological Challenges. 1. New Concepts in the Regulation of Exchanges.
- (9) Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Exchange Act Release No. 39884, 63 Fed. Reg. 23503 (Apr.29,1998).
- (10) Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Exchange Act Release No. 40760, 63 Fed. Reg. 70843 (Dec.22,1998)[hereinafter 1998 Final Release].
- (11) Use of Internet Web Sites to Offer Securities, Solicit Securities Transactions, or Advertise Investment Services Offshore [hereinafter 1998 Guideline]. ガイドラインの全文は (<http://www.sec.gov/rules/concept/33-7516.htm>) (visited Mar.8,1999) に入手できる。このガイドラインを紹介した文献として、武井一浩「インターネットに対する証券規制の域外適用—米国オフショア・ガイドラインの概要—」商事法務一五〇三号二七頁(一九九八年)がある。
- (12) SEC Report, *supra* note 4, IV-C-1, para.1,1)の姿勢は、マーケットと000報告書の立場を踏襲するものである。See, *id.* note 236.
- (13) *Id.* IV-C-1, para.1, note 230, note 238, note 239. これに上たが、NASDが構築し、1997年に稼動したのがNASDAQである。浜田道代「ナスダックの改善」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』一五八頁、一

- 六二頁（日本証券経済研究所・一九九八年）参照。
- (14) SEC, Exchange Act Release No. 9484(Feb.2,1972); SEC Report, supra note 4, note 240.
- (15) SEC Report, supra note 4, IV-C-1, para. 1.
- (16) 中央市場システム構想については、神崎克郎「米国の一九七五年証券諸法改正法(一)」インベストメント二九巻一号一八頁、二二—二四頁（一九七六年）、竹中正明『全米市場システム』の現状と展望」商事法務八〇九号六二頁、六二—六三頁（一九七八年）参照。
- (17) Securities Act Amendments of 1975, Pub. L. No.94-29, 89 Stat.97(1975); SEC Report, supra note 4, note 241.
- (18) 15 U.S.C. § 78 K-1(1998). 筆者は「アメリカ下院の U.S. Code § Title 15(6)『システム』<http://uscode.house.gov/title\_15.htm>より」Chapter 2 b Securities Exchange をダウンロードした。なお、インターネットを利用したアメリカ法の検索には、「東北大学法学部アメリカ法」<http://www.law.tohoku.ac.jp/uslaw-j.html>のリンクを利用した。
- (19) 15 U.S.C. § 78 K-1(a)(1)(A)(1998).
- (20) Id. § 78 K-1(a)(1)(B).
- (21) Id. § 78 K-1(a)(1)(C).
- (22) Id. § 78 K-1(a)(1)(D).
- (23) 証券取引所法一一 A 条については、神崎・前掲注(16)二四—二五頁、森田章「マーケット 2000 報告書について」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』一〇〇頁、一〇一頁（日本証券経済研究所・一九九八年）参照。
- (24) 川島いづみ「証券取引の電子化と『取引所』の意義」専修大学法学研究所紀要二三号一頁、二二頁（一九九七年）参照。
- (25) SEC の権限は、証券取引所法一一 A 条(a)項(2)号に規定されている。全米市場システムの開発における SEC の権限については、神崎・前掲注(16)二五頁。
- (26) 神崎・前掲注(16)二五—二六頁、竹中・前掲注(16)一九頁参照。
- (27) SEC Report, supra note 4, IV-C-1, para.2, からのシステムについては、佐賀卓雄「証券市場統合のグランド・デザイン—ナショナル・マーケットシステム (NSM) と『マーケット 2000』—」証券研究一一四巻一八五頁、一九二頁（一九九六年）、森田・前掲注(23)一〇八頁参照。
- (28) Id.
- (29) SIAC は「証券取引所法一一 A 条に基づいて、SEC に登録

を行った証券情報処理業者である。SIACについては、*Id.* note 244.

(30) 佐賀・前掲注(27)一九一頁。

(31) ある取引所が他の取引所に上場されている証券を取引した場合には、SECに対して、Unlisted Trading Privilege (UTP) を申請し、その許可を受けなければならない。OTC-UTP プランは、取引所において、NASDAQでクォートが表示されている証券のうち、国法証券取引所上場証券以外の証券を取引することを可能とさせるプランをいう。SEC Report, *supra* note 4, note 246. 佐賀・前掲注(27)一九二頁。

(32) *Id.* W-C-1, para. 2.

(33) *Id.* W-C-2, -a, para. 1.

(34) SECに国法取引所としての登録を行った取引所をいう。取引所としての登録については、川島・前掲注(24)六一九頁。

(35) SEC Report, *supra* note 4, W-C-2-a, para. 1.

(36) DOT (Designated Order System) は会員証券会社とスベシヤリストとの間のコミュニケーションシステムとして、一九七六年に導入された。システム導入時は、200株以下の成行注文か100株以下の指値注文を取り扱う能力しか持っていなかったが、一九九三年には、成行注文で30999株、

指値注文で9999株まで拡張されている。大村敏一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司『株式市場のマイクロストラクチャー』三六頁〔宇野〕(日本経済新聞社・一九九八年)。

(37) 一九九五年には、Super-DOTは、586億株を取り扱い、これはニューヨーク証券取引所全売買高の33%を占めている。また、一日平均の注文件数は、約30万株で、全注文件数の約85%を占める。注文件数に比べて、売買高の比率が低い理由としては、注文サイズの規定があることや、大口注文はフロアブローカーを通じて約定されることが多いことが挙げられている。大村ほか・前掲注(36)三六頁〔宇野〕。

(38) SEC Report, *supra* note 4, W-C-2-a, para. 1.

(39) *Id.* para. 2.

(40) *Id.* para. 3.

(41) シカゴ・マッチング・システムで、注目すべきは、その価格決定方法である。電子的な注文は、原則として、市場価格で執行される。ここでいう市場価格とは、国内でのもっとも望ましいビッドとオファーの中間価格に等しいとされている。*Id.*

(42) *Id.* オプティマーク・システムにおけるマッチングについては、大村ほか・前掲注(36)二五八―二六〇頁〔宇野・大村〕



参照。

(43) *Id.* para.3. NASDAQでもオプティマーク・システムが全面的に採用される。大村ほか・前掲注(36)二六〇頁、注一一（宇野・大村）参照。一九九八年九月二十九日に大阪証券取引所は、オプティマーク・システムを導入し、二〇〇〇年の春に株式の大口売買を電子化することを発表した（日本経済新聞一九九八年九月三〇日朝刊一面）。一九九九年四月一日に日本オプティマーク・システムズを設立することが発表されている（日本経済新聞一九九九年四月一日朝刊一面、七面参照）。

(44) *Id.* para.4.

(45) *Id.* IV-C-2-b. para.1. NASDAQには、レベル1から3までの端末がある。レベル1では、各NASDAQ証券につき、複数のマーケットメーカーが提示している最善のクォートをみることができ、レベル2では、クォートを発しているマーケットメーカーや数量も示され、クォートに関する具体的な状況を知ることができる。レベル3は、端末からクォートを更新させるメカニズムを持ち、マーケットメーカーや証券会社のトレーディングルームで利用される。浜田・前掲注(13)一六一—一六二頁参照。

(46) *Id.*

(47) *Id.*

(48) 森田・前掲注(23)一〇八頁。

(49) SEC Report, *supra* note 4, IV-C-2-b. para.1.

(50) *Id.* para.2.

(51) *Id.* para.3.

(52) 川越武彦「OVER-THE COUNTERからOVER-THE COUNTERへ—1963年SEC証券市場特別調査報告とNASDAQ—」証券研究一一三巻一三三頁（一九九五年）一五四頁。

(53) 川越・前掲注(52)一五四—一五五頁。

(54) SEC Report, *supra* note 4, IV-C-2-c. para.1.

(55) 小林襄治「市場の『分裂』と競争—SEC市場規制局『マーケット2000』をめぐって—」証券研究一一四巻一三三頁（一九九六年）一四二頁。

(56) SEC Report, *supra* note 4, IV-C-2-c. para.1.

(57) *Id.* para.2.

(58) *Id.*

(59) *Id.* para.3.

(60) 受注者が発注者の注文回送に対して、手数料の払戻しや金銭の支払いを行うことをオーダー・フロー・ペイメントという。オーダー・フロー・ペイメントは、第三マーケットメー

- カーだけではなく、PTSを提供しているブローカー・ディーラーによっても行われている。佐賀・前掲注(7)一九八頁。
- (61) 最大手の第三マーケットメーカー成行注文を数秒で処理するが、ニューヨーク証券取引所のシステムではスベシヤリスのポストに注文を届けるのに50秒かかる旨指摘されている。小林・前掲注(5)一四三頁。また、ニューヨーク証券取引所ではスベシヤリストが、最善の執行を確保するために、意図的に執行を遅らせ、直前の気配よりも有利な価格で執行することがあり、これを避け迅速な執行を望む投資者の注文が、取引所外へと流出している。佐賀・前掲注(7)一九五—一九八頁。
- (62) SEC Report, supra note 4, IV-C-4, para.1.
- (63) Id. 報告書は、他の代替的取引システムとして、Bloomberg Tradebook LLC<sup>74</sup>によるTradebookやIsland, ITG Inc.によるPortfolio System for Institutional Trading (POSIT)およびアリソン証券取引所(AZX)を挙げている。
- (64) 淵田康之『電子証券取引—証券ビッグバンの切り札』八頁(経済法令研究会・一九九七年)参照。
- (65) SEC Report, supra note 4, IV-C-4, para.2.
- (66) Id.
- (67) この点については後述する。
- (68) SEC Report, supra note 4, IV-C-7, para.1.
- (69) Id. para.2.
- (70) Id. para.4.
- (71) Id. para.3. オンライントレードを提供している代表的なデイスカウント・ブローカーには、シュワップ社がある。淵田・前掲注(64)二二—二三頁。
- (72) Id. para.4.
- (73) Id. note 322. E\*トレードについては、淵田・前掲注(64)二二—二六頁参照。
- (74) Id. IV-C-7, para.4.
- (75) Id. para.5.
- (76) Id. note 325. 淵田・前掲注(64)二七—二八頁。
- (77) 淵田・前掲注(64)二六—二七頁。ディテック社はコンピュータを駆使したマーケットメーカーを行う会社として有名である。
- (78) 淵田・前掲注(64)二七頁参照。
- (79) 報告書では、IV-D-2.a. Electronic Communication System and the Order Execution Rulesの部分で、電子的コミュニケーションシステムと注文執行ルールについて、規則一—Ac—四

- 79の新設と、規則11Ac1-179の改正について取り上げている。規則11Ac1-4は、指値表示ルール (Limit Order Display Rule) とよばれ、スペシヤリストおよびマーケットメーカーに対して、有利な価格の指値注文を受けたときは、原則として、直ちにその価格および数量をクォート価格に反映させなければならないと規定している。改正規則11Ac1-1は、電子的コミュニケーションネットワークに関するクォートルールの改正である。マーケットメーカーおよびスペシヤリストのうち、最近四半期において適用証券の取引高が全取引高の1%を超えるものは、電子的なコミュニケーションネットワークを通じた私的クォートを含めて、もっとも有利なクォート値を公表しなければならないとしている。この改正によって、マーケットメーカーおよびスペシヤリストは、彼ら自身が公表するクォートよりも有利な価格で電子コミュニケーションネットワークで取引を行っている場合には、その価格を公表しなければならない。これら執行ルールについては、神崎・前掲注(6)一三五—一五〇頁が詳しい。
- (80) SEC Report, *supra* note 4, IV-D-1-b, para.2.
- (81) *Id.* IV-D-1-a, para.1.
- (82) *Id.*
- (83) *Id.*, para.2.
- (84) 15 U.S.C.78 mm (1998).
- (85) 1997 Concept Release, *supra* note 5, at 1731. See SEC Report, *supra* note 4, IV-D-2-b, para.3.
- (86) 一九九八年最終通牒の概要を紹介した文献には、富田一成「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」商事法務一五二七号二七頁（一九九九年）がある。
- (87) 1998 Final Release *supra* note 10, at 70847-70848. 富田・前掲注(8)二八一—三〇頁参照。
- (88) SEC Report *supra* note 4, IV-D-1-a, para.4.
- (89) 一九九七年報告書では、遠隔アクセスについて、フランクフルト資本取引所 (equities exchange) がロンドン、アムステルダム、パリ、およびチューリッヒに44の遠隔会員を有している例や、OMストックホルムが、イギリス、デンマーク、ノルウェー、フィンランドおよびスイスに遠隔会員を有している例が挙げられている。 *Id.* note 334.
- (90) *Id.* IV-D-1-a, para.4.
- (91) *Id.* IV-D-1-b, para.4.
- (92) *Id.*
- (93) 1998 Guideline, *supra* note 11, VII-A para.2. 武井・前掲注(1)三

二一三三頁。

(94) 14 Ⅳ-B para.3、武井・前掲注(11)三三三三頁。

(95) 1998 Final Release, supra note 10, at 70846、富田・前掲注(86)三頁参照。

(96) 佐賀・前掲注(27)一八八一—一八九頁、小林・前掲注(55)一三六頁。

(97) SECによるマーケット2000報告書によると、「単一市場アプローチ」を否定した理由として、①単一市場はイノベーションと競争を抑制する恐れがある点、②アメリカの株式市場は、価格発見機能や流動性が悪影響を受けるほど分裂していない点、および③単一市場アプローチは否定するが、市場間をリンクすることは重視する点が上がられている。佐賀・前掲注(27)二〇五頁。

(98) 佐賀・前掲注(27)二〇五頁。

### 三 わが国の証券流通市場

わが国では、一九九八年六月五日に金融システム改革法が成立し、同年二月一日より施行された。金融システム改革法は

証券取引法の改正も含んでおり、これによって、いわゆるPTSのような「代替的取引システム」を運営することが証券業として認められている。

証券取引法では、①「証券業」として代替的取引システムを定義（証券取引法二条八項七号）し、②市場集中義務を廃止し（三七条の改正）、さらに、③市場類似施設の禁止規定の適用除外を設け（一六七条の二第三項）、証券業者が、①の方法で市場類似施設をつくることを認めている。

証券取引法二条八項は「証券業」を定義している。このうち同項七号で規定されている行為が、実質的には代替的取引システムを定義していると考えられる。ここで規定されている行為とは、有価証券の売買またはその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、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または各当事者とするものであり（証券取引法二条八項七号柱書き）、かつ同号イからニで規定している売買価格の決定方法を用いるものである。

イ、証券取引所に上場されている有価証券について、当該証券取引所が開設する取引所有価証券市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法。

ロ、第七五条第一項の規定により登録を受けた有価証券（店

頭登録証券）について、当該登録を行う第六七条第一項に規定する証券業協会が公表する当該有価証券の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。

二、イからハまで掲げるもののほか、総理府令・大蔵省令で定める方法。

わが国の代替的取引システムは、以下の特徴を持つ。

第一に、証券取引法二条八項七号イおよびロの価格決定方法は、取引所または店頭市場の価格をそのまま利用することから、この方式の代替的取引システムは価格発見機能を持たない。同号ハの価格決定方式をとる代替的取引システムは、相対取引を基調としたものであり、インスティネット社が提供するシステムのように、ネットワーク上で売主と買主が価格交渉を行うタイプの代替的取引システムも、証券業として認められることとなる。

第二に、代替的取引システムを証券業として認識している点については、SECが代替的取引システムをブローカー・ディーラーとして把握してきたことと類似している。ただし、この姿勢によってわが国でも市場間競争が導入されるかは疑問である。また、代替的取引システムに、市場としての規制を加えよ

うとしているのが、近時のSECの傾向といえ、この点の検討は今後の課題となる。

#### 注

(1) 代替的取引システムについては、強制公開買付制度との関係が問題になると思われる。今回の改正で、証券取引法27条の2（強制公開買付制度）の、「有価証券市場外」とする文言は「取引所有価証券市場外」へと改正された。

代替的取引システムを通じて取引は、「取引所有価証券市場外」に該当する（証券取引法2条7項3号参照）ことから、このシステムを通じて支配株式または自己株式を取得することはできない。

代替的取引システムのうち、ハの顧客間の交渉に基づく価格を用いるシステムは、相対取引の性質が強く、これを規制することは妥当ともいえるかもしれない。一方、価格発見機能を持たないイ・ロの方式の代替的取引システムを通じて取引まで禁止する必要があるかが問題となる。とりわけ、取引所などでクロス取引を行う場合には強制公開買付制度の対象外となることとの整合性が問題となる。

## 四 結語

全米市場システムの最大の特徴は、複数の市場を連結させることにある。これによって、アメリカの証券流通市場では、市場間の競争が促進され、イノベーションがもたらされてきた。とりわけ、各市場が積極的に情報通信技術を導入し、電子化を促進させてきたことについては、一定の評価ができればよい。

これに対して、わが国の証券流通市場は、東京証券取引所にほとんどの取引が集中し、事実上、単一の市場が出来上がっており、アメリカとは対照的である。

証券取引法の改正によって、代替的取引システムが導入されたものの、価格発見機能は制限されている。また、最善執行とは、取引所内の執行をいい、取引所間での最善執行までは意味しておらず、<sup>(1)</sup>さらに、取引所間をリンクさせるシステムも整えられていないため、<sup>(2)</sup>わが国で本格的な証券流通市場間の競争が導入されるかは疑問である。

今後、わが国においても、証券流通市場を連結させ、市場間の競争を導入すべきかという問題を含め、証券流通市場の法規整を再検討すべきと考える。

## 注

(1) 大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司『株式市場のマイクロストラクチャー』四頁（大村・宇野）、二六四―二六五頁（宇野・大村）（一九九八年）。

(2) 取引所内外をリンクさせるシステムについては、証券取引審議会においても将来的な課題として、<sup>(1)</sup>いることがうかがえる。坂田博志「東京証券取引所における市場制度改革―金融システム改革を踏まえて―」商事法務一五二号四頁、五頁（一九九八年）参照。

本稿は、「サイバースペースにおける証券取引の法規整」に関する研究の一環であり、財団法人国際コミュニケーション基金から助成を受けている。

本稿は、現代企業法研究会一九九八年一二月例会および名古屋電子取引研究会一九九九年一月例会で筆者が行った研究発表に基づく。研究会でご意見をいただいたに諸先生方に、厚くお礼申し上げます。また、一九九九年二月上旬に名古屋大学大学院法学研究科で開催された前田雅弘教授の集中講義および二月下旬に同じく名古屋大学大学院法学研究科で開催された川浜昇教授の集中講義において、直接ご指導をいただき多くのご教示を

いただいた。心からのお礼を申し上げます。

【追記】本稿校正中に、小塚莊一郎「証券取引の電子化」月刊  
資本市場一六四号三九頁（一九九九年）に接した。

（いえだ たかし）