

私設（株式）取引システム [P T S] について

今日、革命的な情報技術の発達によっていわば「サイバー証券取引所」ともいえる電子取引システムが登場、発展しつつある。これによって従来の伝統的証券取引所、店頭登録市場といった公的な株式市場を経由することなく、投資家が自らの端末から直接に株式の売買を行えるようになった。

PTS（私設取引システム〔Proprietary Trading System〕）とよばれるこの新市場はいったい如何なるものなのか。そして更にはその登場、発展は従来の株式市場システムのあり方に如何なる影響を与えるのか。

近年激化の一途をたどる株式市場間競争の中、市場そのもののあり方も大きく変化しつつある。今後の株式市場のあるべき姿を考える上で、このPTSに関する先の疑問を検討する意義は大きい。

報告の手順

序 / 激化する株式市場間競争

まず最初に、激化する株式市場間競争の中でPTSが如何なる位置にあるのかを概観しておく。

米国の状況

1 . PTS の歴史 / PTS とは何か？

今回の報告で取り上げるPTSはもともと米国で登場、発展した取引システムである。よって米国におけるその歴史をみることで、PTSとは如何なるものなのかを明らかにする。

2 . PTS 規制の変化とレギュレーションATSの導入

PTSには如何なる規制政策が採られてきたのか、という法的な側面についても検討する。

日本における PTS 登場の経緯

1. 国際的状況の変化

PTS が我が国にも導入された背景となる、国際的状況の変化について整理する。

2. 金融システム改革の内容

我が国における PTS 導入は如何なる形でなされたのか、またその規制政策はどのようなものであったのかを検討する。

3. PTS 開設等に係る政府指針

現行の我が国における PTS 規制のあり方を検討する。

報告のまとめ

1. PTS の可能性と問題点

PTS の今後の発展の可能性について、特に課題となるであろう問題点について検討する。

2. 株式市場システムに与える影響

株式市場システムに与える影響として、特に「市場の分裂」の問題を取り上げ検討する。

(注) 今回の報告でいう「私設取引システム」は PTS(Proprietary Trading System)、ECN(Electronic Communication Network)、ATS(Alternative Trading System)、などと呼ばれるが、ここでは主に PTS と用語を統一する。

序 / 激化する株式市場間競争

ここ数年の国際的な伝統的株式市場間での再編の動き、更には今回の報告で取り上げるPTSの発達によって株式市場同士の自らの生き残りをかけた競争が激化している。

- 1 株式市場の分類

伝統的証券取引所 ... 物理的立会場を備え、会員たる証券業者が担当銘柄の売買気配を表示する。また、取り扱い株式の選別のために上場制度を採用。最近では立会場を閉鎖して取引システムの電子化を進め、組織的にも株式会社への転換を図る取引所がでてきている。

(例 東京証券取引所、大阪証券取引所、NYSEなど)

店頭登録株式市場 ... 証券業協会により運営。証券会社の店頭で、顧客がその証券会社や他の証券会社を相手に非上場証券を取引する。ベンチャー企業向けの市場として発達し、今日では電子ネットワークによって組織化されたものがほとんど。

(例 JASDAQ、NASDAQなど)

PTS ... マーケット・インパクトの回避や取引費用の削減等、機関投資家の取引所外取引のニーズに応えるものとして登場。主に証券会社等が提供するコンピューターネットワークシステムによって投資家が直接に上場株式を取引し得る。

(例 日本相互証券、インスティネット証券等 / 三井物産等、商社も準備中)

- 2 市場間競争の分類

上場企業獲得競争 ... 企業へのアピールを念頭に行われるもので複数の有価証券市場による上場企業の獲得競争。

売買注文獲得競争 ... 投資家へのアピールを念頭に行われるもので同一銘柄の取引をどの有価証券市場内で執行するか、更には市場外の取引システムにより執行するかということについての競争。

PTS とは後述するように証券取引法上定義される有価証券市場外の取引システムであることから、その発展が特に後者の売買注文獲得競争においていかなる影響を与えるのかが今回の報告での基本的な論点となる。

米国の状況

- 1 PTS の歴史 / PTS とは何か？

- 1 - インスティネットの登場

PTS の歴史は 1969 年に設立されたインスティネットによる電子的株式売買仲介サービスにまで遡る。そしてその後の NASDAQ 市場株の取り扱いを機に急激に事業を拡大。

- 1 - PTS 発達の理由

(インスティネットの成功の原因 当時の米国における非効率的な市場構造)

物理的な立会場を備える NYSE にせよマーケットメーカー制をとる NASDAQ 市場にせよ、その注文執行の際に支払う仲介マージンは不必要に高い取引コストに。

インスティネットは中立的で純粋な代理仲介サービスを展開したため、その顧客となった取引参加者は仲介マージン抜きに自らの望む価格での売買を行うことが可能となった。

- 1 - NASDAQ 市場と PTS

マーケットメーカー制 ... NASD の認可を受けた証券会社等のブローカー業者が市場登録銘柄の売りと買いの気配値を常時提示。一定の取引執行義務に基づいて売買注文に応じることで市場の流動性を常に確保するシステム。

- 1 - a 浮上した問題点

1987年の「ブラック・マンデー」時におけるマーケットメーカーの自己に不利な顧客の指値注文の放置に続き、1994年には談合疑惑が顕在化。

有力マーケットメーカーの利益優先体質を表面化させるとともに、そうした業者に対する実効的な規制を怠ったNASDへの批判も強まることとなった。

- 1 - b 注文執行義務ルールの導入

PTSの事業拡大とこうしたNASDAQ市場の問題点を踏まえ、政府の規制当局たるSECは1996年8月注文執行義務ルールといわれる一連の規則を採択した(1997年1月施行)。

これによってマーケットメーカーが顧客の指値注文を任意に放置することが禁止され、取引参加者の指値注文の取り扱い方法としてPTSへの注文回送も容認された。また、PTSには取り扱い注文を何らかの方法で広く一般に公表することが義務付けられたことを受けて、マーケットメーカー間の注文回送システムとして開発された「セレクトネット」へのPTSの接続が容認された。

- 1 - c 注文執行義務ルールの意義

結果として、「NASDAQ市場取引参加者の誰もが誰とでも直接取引できるシステム」が誕生した。

PTSの新規事業参加者が急増し、NASDAQ市場における取引シェアは今や全体の30%を超える程にまで拡大している。

更にSECによるこの注文執行義務ルールの導入は「市場としてのPTS」の存在を広く一般に、かつ法的に認めたものとしてその意義は大きい。

- 2 PTS規制の変化とレギュレーションATSの導入

上記のようにPTSはNASDAQ市場への進出の中で発達してきた。その一方で、ネット上の板で取引参加者の注文を自動的に付け合せて執行することが可能となるため、PTSは本質的に一種の擬似取引所としての側面をも強く有する。

- 2 - PTS 規制の変化

- 2 - a 証券取引所規制に関する基本的考え方

市場規制のあり方については投資家保護を第一の目的として、株式の流動性と公正な価格形成の確保が基本とされる。そしてそれは取引の場を一箇所に集中させることによって達成しうる、と当時は考えられていた。

このような取引の場として最適であったのが取引所である。取引所は証券業者が自発的に集まってできた民間の機関として誕生し、一定の組織性、取引ルールまでも備えていた。

結果、「証券取引に関する需給を集中し、公正な価格を発見する、公共性の高い場」として取引所は厳しい規制と準公的機関としての特別な扱いを受けることとなった。

(1934年証券取引所法)

- 2 - b 1970年代の規制

先に述べたインスティネットの登場によって、米国における証券取引所規制のあり方について本格的な議論が始まることとなった。

取引所（証券取引所法上の厳しい規制） PTS（あくまで証券業者として緩やかな規制）

規制上のギャップ = 競争条件の不公平性

インスティネット側の主張 ... 自らのサービスはコンピューター通信技術による株式売買の仲介に過ぎず、通常証券会社が行う対面や電話による売買仲介と何ら変わりがない。

伝統的取引所側の主張 ... インスティネットは取引所と同機能を果たす競合関係にある。よって証券取引所法上の取引所登録を行った上で、厳しい政府規制下におかれるべき。

SECの判断 ... インスティネットは取引所にはあたらない。

理由

- ・ 従来の取引所のように会員組織ではなくまた、営利を目的としている。
- ・ 一般の取引所に見られるようなマーケットメーカーやフロアブローカーなどといった仕組みが存在しない。
- ・ 顧客自身が直接に証券業者を介さずに相場を形成し売買を行っている。

「取引所」の定義を狭く捉えた上で、通常取引所とされる機関とはその仕組みの面で異なった点が多いため取引所ではないと判断。

- 2 - c 1980年代以降ノノアクション・レターによる規制

1980年代に入るとコンピューター通信技術の進歩を受け、インスティネットの他にもPTSが登場するようになった。しかしSECはこれに対してもインスティネットと同様、あくまで取引所ではないとする態度を貫いた。

SECの規制方針 ... 証券取引所法に言う「取引所」登録は行わなくても良いと言う趣旨のノアクション・レターの発給
+
証券業者登録の義務付け

- 2 - d 伝統的取引所の反発と法廷闘争

1989年1月 有力地方銀行であったセキュリティ・パシフィック（現在のバンク・オブ・アメリカ）が計画したデルタ・オプション・システムに対しノアクション・レターを発給。

シカゴ商品取引所とシカゴ・マーカントイル取引所がその発給が違法であるとしてSECを相手に訴訟提起。

同年8月 連邦第7巡回区控訴裁判所判決 ... SECに対しデルタシステムが取引所であるか否かの再検討命令が下る。

SECはインスティネットに関する判断と同じく、従来の取引所に見られる仕組みの面での特徴を備えていないことを理由にデルタシステムは取引所に該当しないと判断。

SEC の判断を受けて両取引所は再度訴訟を提起。

1991 年 同裁判所による判決 ... 証券取引所法に言う「取引所」の定義が時宜に合わないとしながらもこの定義規定についての幅広い SEC の裁量権を認め、取引所側の請求を棄却。

こうして PTS 規制をめぐる初めての法廷闘争は SEC が勝利することとなった。

- 2 - e PTS 規制規則の採択

上記のように SEC は PTS を取引所として規制することには消極的であったが、何らかの特別な規制下におくことの必要性を無視していたわけではない。証券業者と一定の区別して PTS を規制すべきことが本格的に検討され始めた。

1994 年 1 月 SEC 報告書「マーケット 2000」を発表。

同年 2 月 PTS 規制に関する新規規則採択。

(システム内容の説明資料提出、取引高などの定期報告、記録の保管などを義務化。)

1997 年 1 月 NASDAQ 市場における注文執行義務ルール施行。

(PTS の存在自体もまた法的に容認。)

PTS の急激な増加と発達によって、あくまでこれを取引所でないとする SEC の見解はもはや現実的なものとは言えなくなっていた。

- 2 - レギュレーション ATS の導入

1997 年 5 月 SEC は証券取引所の定義から再考する形で PTS に関する新たな規制のあり方についてのコンセプト・リリースを発表。

1998 年 12 月 レギュレーション ATS という新規規則を採択 (1999 年 4 月施行)。

- 2 - a レギュレーション ATS の内容

不明確であった取引所の定義が拡大的な解釈によって明確化。

+

これまで一般に PTS (若しくは ECN [Electronic Communication Network]) と呼ばれてきた電子取引システムについては ATS (代替取引システム [Alternative Trading System]) と再定義。

法律の文理上 ATS = 取引所

(ATS とは取引所と実際には同じ機能を有していながら取引参加者に対する幅広い監督を及ぼさないものと捉えることができる。)

新規則の特徴 ... 全ての ATS に対して取引所登録が求められるというわけではなく、ATS には取引所登録と新たに制定されるレギュレーション ATS に基づく規制に服することとの選択権が留保された。

ATS に課せられる義務

- ・ 証券会社として登録し、自主規制機関 (具体的には NASD) の会員となること。
- ・ システム開始の 20 日前までに SEC に届出を行い、また重要な変更についても事前の届出を行うほか、四半期毎に定期的な届出をなすこと。
- ・ 一定以上の取引シェアを有する証券についての最良価格を公表するなど、市場としての透明性を確保すること。
- ・ 取引規模の大きな ATS については取引参加の公平性を確保した上で、システムの容量、完全性、セキュリティについても一定の水準を維持すること。
- ・ SEC、自主規制機関の調査、検査に協力すること。
- ・ 取引記録を保管し、四半期毎に報告を行うこと。
- ・ 取引情報の秘密を守るとともに、運営者たる証券会社の他の機能から ATS 機能を分離すること。
- ・ 取引所、株式市場と言った取引所と混同されるような名称を使用しないこと。

- 2 - b レギュレーション ATS の意義

- ・ SEC は PTS が取引所であることを正面から認めつつも、取引所の定義規定そのものを適用しないことで全ての PTS が取引所並みの厳しい規制負担を課せられることを回避した。
- ・ 既存の PTS が営利性を残したまま取引所へと組織転換できる道を開いたことの意味は大きい。また、このことは逆に既存の取引所が営利性を有する株式会社へと組織転換し得る可能性を正面から認めたということの意味する。

日本における PTS 登場の経緯

- 1 国際的状況の変化

米国 ... 1975 年の証券市場制度改革、いわゆるメーデーによって全国市場制度が導入され注文のネットワークによる集中と市場間競争が推進。

ヨーロッパ ... 1986 年の英国におけるビックバンと EU による市場統合の推進が国境を超えた市場間競争の展開へ。

+

IT の革命的発達によって急激な進歩を遂げた PTS に代表される新市場の登場。

もはや従来のように伝統的取引所だけが有用な株式取引の場であるとはいえない。

加えて、いわゆるバブル経済の崩壊後、我が国の金融・証券市場が欧米先進市場に著しく立ち後れてしまったという危機意識が大きくなっていった。

この結果、我が国でも金融・証券制度の競争促進型への移行を目的とした金融システム改革が着手された。

- 2 金融システム改革の内容

この金融システム改革は 1998 年 12 月 1 日の「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」の施行をもって法令整備の面では一段落している。この中で PTS 規制はどのように扱われたのであろうか。

- 2 - 取引所集中義務の撤廃(証券取引所定款 旧第 23 条 の削除)

従来の考え方 ... 上場株等の取引を取引所一箇所に集中させ、取引に厚みを与えることが公正、妥当な価格形成に資する。

取引所集中義務撤廃の理由

- ・ 情報通信技術がより高度に発達した今日においては取引に関する価格情報の報告、集中、公表があれば公正、妥当な価格形成は確保される。
- ・ 更にこれまでのように取引執行の一箇所集中までを義務付けることはかえって投資家の多用なニーズへの対応を困難にし今後の取引手法の発達をも阻害する恐れすらある。

- 2 - PTS 業務の認可

- ・ 取引所集中義務の撤廃に伴って市場外の取引システムである PTS が我が国でも容認。(証券取引法 第 2 条 8 項 7 号)
- ・ 取引所ほどの高い価格形成機能は有しないものと考えられるため、運營業務は証券業の一形態と位置付け、その開設に関しては金融庁の認可による。(証券取引法 第 29 条 1 項 3 号)

この結果、2000 年 6 月に日本相互証券が認可を受けている(9 月 4 日に取引開始)。また 2001 年にはいって DLJ 証券にも認可がおりる予定。

- 3 PTS 開設等に係る政府指針

2000年11月16日、金融庁は投資家保護の観点も踏まえ、かつ今後の証券取引の電子化に資する環境整備を進めるべく、私設取引システム（PTS）開設等に係る指針を策定。（同年12月1日の改正証券取引法の施行にあわせて本指針に基づくPTS業務の認可開始。）

- 3 - 売買価格の決定方式の拡充

金融システム改革時にPTS業務における売買価格の決定方法として認められた「市場価格売買方式」、「顧客間交渉方式」に加え、「顧客注文対等方式」、「売買気配提示方式」の二つを新たに容認。

- 3 - 公正な取引確保のためのルール整備

- 3 - a 価格情報等の外部公表

価格情報（最良気配、取引価格等）を他のPTSと比較可能な形で外部公表することを義務づけ、これを認可の条件とする。

- 3 - b 取引高シェアに基づく数量基準の導入

取引高シェアが一定量を超え、一定の価格形成機能が生まれる場合には取引参加者に自主的な監督を及ぼさないPTSにおいては不公正な取引が行われる恐れがある。

また主たる市場である取引所等の流動性が低下することによってそこでの公正な価格形成を阻害しかねない。

上場株式、店頭登録株式を取り扱うPTSについては取引シェアが一定量を超える場合について一定の措置をとることを義務付け、これを認可の条件とする。

報告のまとめ

- 1 PTS の可能性と問題点

- 1 - PTS のもたらす可能性（個人投資家の取り込み）

先にも述べたとおり、PTS は電子ネットワーク上に存在する擬似証券取引所と表現できる。よって当然にクロスボーダー取引や 24 時間取引の実現要素はその登場のときから備えていた。更に取引参加者が取引所や証券業者などの仲介なしに、匿名で、直接に、株式売買を行えるといった利点がある。

これらの利点は従来の機関投資家にとっては勿論、個人投資家にとっても「いつでも、誰とでも、安いコストで」取引できるといった点で十分魅力的である。PTS の方でも個人投資家の存在を強く意識しており、そのオンライン取引を取り込むことで取引の厚み、効率性をより向上させるべく設備の充実が図られてきている。

今日、国際的に個人投資家のオンライントレード口座数は急激に増加しており、近い将来個人が好きな時間に参加できるサイバー証券取引所が誕生する可能性は無視できない。

- 1 - 問題点

- 1 - a PTS そのものが持つ限界

まず、PTS の登場の経緯から根本的に存在する限界がある。国際的にみれば PTS はより能率的な市場構造へ移行するための中間段階の産物に過ぎないとの見解がそれである。

ここでは市場における仲介者（証券ブローカー）の占めるウエイトの違いが問題となってくる。

先に述べたように PTS 発達の背景にはマーケットメーカー制にみられるように当時の米国市場の非効率性（高い取引コスト）がある。米国では市場の流動性を最低限確保するために、マーケットメーカー制に代表される市場仲介者の積極的利用が行われてきた。この反作用として発達したのが PTS なのである。

その一方で世界の他の地域の市場ではセントラルリミットオーダー制（競売による最良執行方式）が採用されてきた。ここでは市場の流動性については劣るものの、市場仲介者の占めるウエイトが低い分、その仲介過程を省くためのシステムの電子化は容易であった。つまり、市場仲介者の既得権益の侵害が問題視されることが少ないのである。事実、取引所システムの電子化は日本、ヨーロッパの先進市場で着実に進行している。

こうしてみると、そもそも国際的には（つまり米国外では）PTS の需要はそれ程無かったと言えよう。

今後、米国も含め国際的に、取引所を中心とする市場が電子的執行機能を備えた、より効率的で費用効果の高い市場へと発展していく可能性は高い。これは取引所市場にも 24 時間性、クロスボーダー性、取引の直接性、匿名性等といった PTS の持つメリットが備わることを意味する。こうなると PTS のニーズは次第に薄れていくのではなからうか。

更に、PTS は取引参加者の売買注文をネット上の板の上で自動的に付け合せるシステムである。そのため、大量の注文を集めなければ売買の成約率を高め市場としての流動性を確保することはできない。よって主な取引参加者たる機関投資家、証券業者を抜きにして、上記の可能性の発展型ともいえる個人投資家にだけターゲットを絞るといった極端な運営は難しい。

確かに投資家同士の直接取引を可能にし、又擬似証券取引所ともいえる機能を持つ PTS の発達は、従前の市場仲介者たる証券業者そして伝統的取引所の存在意義を薄れさせる。しかしながら上記のような PTS そのものが有する限界を考慮すれば、その市場としての優位性はやはり一時的なものに過ぎないと言わざるを得ない。

今後は国際的な場面での売買注文獲得競争における生き残りが課題となってこよう。

- 1 - b その他の問題点

- ・ PTS は上場株式の市場外取引の場として存在する。そのため、上場基準や企業へのディスクロージャー義務の賦課など、自主規制機関（取引所）が投資家のために行っている上場証券の「品質管理」にただ乗りしているにすぎないとの見方がある。結果、競争条件が公平でないという議論につながる。
- ・ PTS の運営者である証券会社とこれを規制監督する証券業協会との間で利益相反が生じる可能性がある。つまり店頭登録市場の運営者として PTS と競争状態にある証券業協会が PTS の規制監督をもなすとなれば公平な競争条件下にあるとはいいがたい。

- 2 株式市場システムに与える影響

- 2 - 「市場の分裂」の問題

先に述べたように、今日注文獲得をめぐる市場間競争はPTSの急激な発達によって激化傾向にある。この注文獲得競争は投資家にとって最も有利な価格、時間で取引を執行するための競争であるから、基本的には自由競争に任せて良いとも思われる。しかしこのように取引注文が単一の市場に集中されず複数の市場において執行されるとなると、取引の厚みが失われ価格形成の効率性は勿論、特にその公正さが損なわれる恐れがある。これがいわゆる「市場の分裂」の問題である。

では政策的にいかなる方法によって「市場の分裂」を防ぐのかが問題となるが、これは市場規制のあり方（＝市場システムのあり方）に反映されよう。

市場規制のあり方は投資家保護を第一の目的として、市場における株式の価格形成の効率性、公正さの確保にまで及ぶ。つまり同じ株式の取引が同じ瞬間に違う価格で行われ、不利な注文執行を受ける投資家も出てきてしまうといった事態を是正する必要があるのである。

- 2 - 三つのモデル（市場規制政策のあり方）

「市場の分裂」に対応するための市場規制政策のあり方は便宜上「集中型」、「分散型」、「分散リンク型」という三つのモデルを使って考えることができる。

- 2 - a 集中型市場システム

取引を物理的に一箇所に集中させ、厚みを与えることが公正、妥当な価格形成は勿論、更には円滑な流通にまで資するとの考えの下、取引所集中義務が貫徹されたモデル。以前の市場システムのほとんどがこれにあたる。

しかし、先にも述べたように情報通信技術が高度に発達し地理的障害が克服された今日においては、取引に関する価格情報の報告、集中、公表があれば公正、妥当な価格形成は確保される。また更には取引執行の一箇所集中までを義務付けることはかえって投資家の多様なニーズへの対応を困難にし、今後の取引手法の発達を阻害する恐れもある。

こうした状況認識の変化、そしてその中でのPTSの発達を受け、従来の取引所集中義務は撤廃された。つまり市場規制のあり方が取引の集中促進型から市場間の競争促進型のものへと変化したのである。

- 2 - b 分散型市場システム

競争促進政策の導入によって、これまで分散・独立的に存在してきた市場間の注文獲得競争は一層激化する。それぞれの市場が自らの生き残りをかけ、自発的なイノベーションも促進される。しかしここで「市場の分裂」の問題が浮上するのである。

まず、あくまで分散型の市場システムを維持しながらこれに対応する方法の一つとして日本の対応策が挙げられる。これは主たる市場としての取引所市場における競争売買による価格形成機能を維持し、それを活用することを基本に取引所外取引を行うというものである。結果、市場システムとしては複数の市場が独立的に並存する形は維持される。

具体的な法制へのあらわれ

- ・ PTS が高い価格形成機能を持たないことを前提として取引所ではなく証券業として位置付けられていること（証券取引法 第2条8項7号）
- ・ 顧客による明示の指示がない限り取引所外取引を成立させてはならないこと（証券取引法 第37条）
- ・ 取引所外取引での売買価格を取引所価格に連動させる価格制限ルール（公正慣習規則 第5号5条）

ところで、日本ではなぜ分散型の市場システムを維持したまま対応策を講じることとなったのだろうか。上に挙げた法制にみるように、日本ではPTSは市場としての価格形成機能が低いとの認識があり、証券取引法上定義される有価証券市場にはあたらない（あくまで証券業の一形態としての扱い）。つまり、機能的には市場と考えられるものが複数存在する一方で、あくまで法政策上はPTSを市場（注文獲得競争の当事者）とはみなさないところに日本の分散型市場システムが維持される一つの要因がある。

しかしながら事実上PTSが有する市場としての機能を無視してあくまで取引所を主たる市場とする政策が維持される限り、市場間の公正な注文獲得競争の実現は望めない。つまり日本の対応策では市場間の競争促進政策との矛盾が問題として残ったままとなる。

- 2 - c 分散リンク型市場システム

同様に市場間の競争促進政策をいち早く導入していた米国では、「市場の分裂」の問題について日本とは違った対応策が採られた。

証券会社が気配状況を総合的にリンクさせてリアルタイムで集中的に公表し、各市場でそれに基づく取引を執行する、「全国市場システム」の創設がSEC主導で進められている。先に述べた取引に関する価格情報の報告、集中、公表は市場間のリンクを通じて確保され、取引は分散した市場で執行されても機能的には一つの総合的な市場における取引として価格形成が行われることになる。このような市場間の情報的リンクによる市場の透明性の確保（取引情報の外部公表）に加え、注文の最良執行を義務付けることによって投資家が不利な価格での注文執行を受けるリスクは大きく軽減されている。

ここで日本との比較の関係で注目したいのは、米国におけるPTSの市場としての位置付けである。先に述べたレギュレーションATSによってPTSは法的には取引所とみなされることとなった。これはPTSが市場としての確固たる地位にあることを意味しており、当然上記の「全国市場システム」への参加も義務付けられている。あくまで市場間の競争促進政策に重点をおいたモデルと言えよう。

- 2 - 最後に

ここで取り上げた「市場の分裂」の問題においては、価格形成の効率性、公正さの確保（市場価格の形成に関する規制）とそして市場間の競争促進政策の両立をいかに図るかとといったことが課題となる。

今後も我が国におけるPTSの価格形成機能が低いままであるとすれば、確かに前者の価格形成の効率性、公正さの確保を重視した「分散型市場システム」も選択肢も考えられる。ただし先に述べたように競争促進政策のメリットをも同じく追及することとの矛盾はやはり無視できない。又、そもそも市場価格の形成についてどの程度規制を及ぼすべきであるのかということについても疑問が残る。

今日の国際的に激化する市場間競争の中で日本の市場が生き残ってゆくためには、やはり後者の競争促進政策の貫徹こそが重要ではなからうか。そしてそのためには今一度PTSの市場としての位置付けから整理する必要がある。今後の我が国の株式市場システムのあり方を考える上でも、最後に示した米国の「分散リンク型市場システム」は一つの有効な答えとなり得る。

更に、証券取引の今日的状況（ボーダーレス化）を考えると、この市場のリンクを国内だけでなく、国際的な市場間リンクの可能性にまで広げて考えることも可能である。しかしながら、この「市場の分裂」の問題の根底には投資家保護という市場規制の基本的理念があったことも無視できない。国際的な市場のリンクを達成しても、どの国の投資家をどの国の市場規制政策の下で保護するのか、といった国家管轄権に関係する新たな問題が浮上することになる。

参考文献

- 河本一郎 大武泰南 『証券取引法読本 [第4版補訂版]』 (有斐閣、2000)
- 蠟山昌一 『証券市場読本』 (東洋経済新報社、1997)
- 淵田康之 『電子証券取引/証券ビッグバンの切り札』 (経済法令研究会、1997)
- 『証券ビッグバン/日本市場大改革への構想』 (日本経済新聞社、1997)
- 大崎貞和 『ネット証券取引』 (日本経済新聞社、2000)
- 『インターネット・ファイナンス/ウォール街は消えるか』 (日本経済新聞社、1997)
- 『株式市場間戦争/ナスダックの世界戦略と日本』 (ダイヤモンド社、2000)
- 梅本剛正 「取引所外取引の規制について」甲南法学 第39巻 第3・4号 p185(1999)
- 富田一成 「米国における代替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 p27 (1999)
- 茶谷栄治 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の概要(上)(下)」
NBL 649号 p18 同 650号 p21 (1998)
- 山口勝之 「米国証券取引法制とサイバースペース(上)(下)」 NBL 651号 p44
同 652号 p51 (1998)
- 黒沼悦郎 「店頭市場・ネット市場の今後」ジュリスト《増刊》 2000年11月号 p74
- 証券取引法研究会 「平成10年証券取引法改正について(6)」 インベストメント
2000年 2月号

URL

- 金融庁 「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/syouken/f-20001116-1.html>