

電子取引システムをいかに規制するか — SEC の新しい提案 —

1997年5月23日に発表されたSECのコンセプト・リリース¹の目的は、情報テクノロジーの発展が従来の証券取引所や証券会社の枠組みでは想定されなかった様々なシステムの急成長に対し、新たな規制体系のあり方を検討したものである。具体的には以下の二つの内容からなっている。

第一に、代替的取引システム（alternative trading system: 各種の電子的な取引市場を指す）が急成長しているという現実を受け、これらをイノベティブなシステムであるという理由で、その規制に慎重であった姿勢を改める方針が打ちだされた。

第二に、情報テクノロジーの発展で、海外の市場へのアメリカ投資家の電子的なアクセスも可能となっていく中で、投資家保護をいかに実現するか提案されている。

以下、リリースに沿って内容を紹介し、最後に日本への示唆を述べる。

1. 従来の取引所と電子的取引システムに関する政策

アメリカでは、すでに1969年に、機関投資家同士が端末上で売買交渉を行うことが可能なインスティネットというシステムが登場している。これは、一カ所に注文を集中し、時間優先、価格優先で付け合わせを行うという伝統的な取引所に代わる市場であり、しかも、証券会社を会員とする組織でもなく、また取引する銘柄は取引所上場株やナスダック上場株であり、自ら上場審査を行うわけでもない。

その後、今日に至るまで、インスティネット以外にも、多様な電子的取引システムが登場し、取引所やナスダックに対する代替的な取引の場として機能している。SECによれば、こうした代替的取引システムの取引高シェアは、1993年の調査の時点で、ナスダック全国市場銘柄の場合は全体の13%、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の場合1.4%だったのが、1996年末には、それぞれ20%、4%に拡大している。

SECは、こうした代替的取引システムに対し、取引所としての登録を求めめるのではなく、証券会社と見なすか、取引所と見なすものの、取引高が小さいことを理由に登録を免除するという政策をとってきた。これは、これらの市場を登録取引所と見なすと、証券会社を会員とする組織としたり、理事会への公益代表参加など、電子的に投資家を結び付ける市

¹ SEC Concept Release, "Regulation of Exchanges", Release No. 34-38672, 1997

場にはそぐわない各種の要件を満たす必要がでてくるためである。一方、投資家同士を結び付けるという意味では、伝統的な証券会社の業務を電子化しただけと見なせないこともないため、証券会社としての位置づけも一定の合理性をもっていた。

ただし、これらのシステムは、通常の証券会社とは異なり、取引市場としての性格も併せ持つことから、1994年に34年法規則17a-23が導入され、SECに対する取引システムの説明資料の提出、取引高等の定期的報告、記録の保管を要求されることとされた。

SECが代替的取引システムに登録証券取引所やナスダックとは異なる位置づけを与えた背景には、このような証券取引の革新を評価し、促進するために、過度な規制上の負担を課すべきではないという政策的意図もあった²。

2. 従来の規制の問題点

しかし、従来の規制は以下のような問題点があった。

1) 既存の規制体系が代替的取引システムにとって不適切だった点

(1) SIPCへの加入

代替的取引システムの多くは、自ら顧客の資金や証券を取り扱わず、システムでマッチした注文の決済は指定されたクリアリング・ブローカーを使っている。しかし、代替的取引システムを証券会社(broker-dealers)として規制してきた従来の枠組みでは、これらのシステムも証券会社の破綻時における投資家の預かり資産の保護を目的としたSIPC(Securities Investor Protection Corporation)への加入が要請される。

(2) 競争相手による監督

また証券会社であるため、自主規制機関(取引所や証券業協会)の会員となることが要請されているが、代替的取引システムにとっては、競争相手である取引所や証券業協会によって監督されることは問題となる可能性がある。

2) 既存の規制体系では、不十分になっている点

(1) 市場へのアクセスと公正性の問題

証券取引所やナスダックに関しては、34年法によって、以下のような点を守る必要があるが、代替的取引システムは、これらを守る必要がない。

² 従来のアメリカの代替的取引システムに関する議論と考え方については、SEC Division of Market Regulation, Market 2000: An Examination of Current Equity Market Developments, 1994 参照。なお、ルール 17a-23 の対象は、broker-dealer trading system とされ、代替的取引システム(alternative trading system)に加え、証券会社が社内システムとして利用する顧客注文の自動付け合わせシステムなども含まれる。

- ①公益性の観点から、参加者への手数料の在り方や会員の新規加入の在り方について公正であること（34年法6(b)(4)、15A(b)(5)及び6(b)(2)、6(c)、15A(b)(8)）。特に、資本力や資本に関する客観的な基準のような合理的理由なしに、市場へのアクセスを認めないことは、禁じられる。
- ②役員会や理事会などに投資家が代表として適切な比率参加するよう、規則を定めること（34年法6(b)(3)、15A(b)(4)）。
- ③反競争的な規則を定めてはならないこと（34年法6(b)(8)、15A(b)(9)）。これに関しては、SECが、既存の規則や新規の規則案をレビューしている。

（2）市場の透明性と協調の問題

1975年証券改革法により、アメリカは多様な市場の間の競争を重視する一方、市場全体で透明性（気配情報、取引情報の公開）や注文の最良執行が確保されるような仕組みを整備してきた。これを全国市場制度（National Market System）と呼ぶ。

この他、SEC、CFTC、その他自主規制機関からなるIntermarket Communications Groupのように、市場混乱時などに、各市場で整合的な措置が図られることを確保し、例えばサーキットブレーカーを発動するための仕組みが存在する。

こうした各市場をまたぐ統一的な仕組みが存在するが、代替的取引システムはこの外で活動している。従って次のような点が既に生じてきた。

- ①代替的取引システムに出された注文の情報は、通常、一般投資家（general investing public）に公表されない。
- ②しかも特にナスダックのマーケットメーカーは、一般向けにある気配を提示し、それより良い気配をインスティネットなどに提示してきた。これは、two-tiered marketとなる恐れがある。マーケットメーカーが、インスティネットなどで他のプロの投資家から注文を集められるため、一般投資家向けにより良い気配を出す競争を行うインセンティブが十分ではなくなる恐れがある。

これらの問題については、SECは1996年9月に『注文執行義務規則』を導入し、最良の気配が一般投資家に提示される体制を確立した。しかし、次の点が不十分である。

- ③代替的取引システムに出されたマーケットメーカー等の気配が一般に提示されることとなったが、これらシステムに出された他の参加者（機関投資家など）の注文は、一般投資家には示されない。

（3）市場監視

代替的取引システムは、取引所やNASDのような自主規制機関ではないため、そこで行われる取引において、詐欺、インサイダー取引、相場操縦についての監視を義務づけられていない。会員に対する監視や制裁の機能も要請されていない。もちろんこれらのシステムは証券会社であり、NASDの会員であるから、NASDへの一定の報告はなされるが、事

後的なものにすぎない。また、代替的取引システムでは、投資家の取引の相手はシステムそのものとなり、その投資家の取引の真のカウンターパーティは誰だったかについての情報はNASDは把握できない。このため調査が不十分となる可能性がある。

なお、代替的取引システムにとっては、競合する市場である取引所や Nasdaq (NASD が運営) が、同時に自主規制機関として、代替的取引システムを監視することへの疑問を繰り返し表明してきた。

(4) 市場の安定とシステミックリスク

SEC は取引所や Nasdaq に関しては、そのシステムの容量、セキュリティ、コンティンジェンシ・プランなどについてモニターするプログラムを導入している。しかし、代替的取引システムにはこれは適用されず、実際、これらシステムは深刻な容量の問題を抱えていることがあることが判明している。

3. 代替的取引システムへの新しいアプローチ①

ー代替的取引システムを証券会社として規制する体制を続けるー

以上のような問題意識の下、SEC は代替的取引システムの規制の在り方の改革について、二つのアプローチを提示した。第一は、証券会社としての規制を続けるが、より全国市場システムへの統合を図っていくアプローチ、第二は、取引所として規制することにするが、伝統的な取引所の規制を機械的には適用しないことにするというアプローチである。まず第一のアプローチについて紹介する。

1) 現行の証券会社としての規制で修正が必要な点

現状の証券会社としての規制は、前節で指摘したような問題があったため、以下のような修正を施す。

(1) 代替的取引システムに出された全ての参加者の注文情報を、他の市場の気配情報と統合された形で公表し、かつこれらが一般投資家の注文と付け合わされることを可能とする。

この場合、全ての注文を公表する必要があるのか、一般投資家のアクセスを可能とする場合に課される手数料が、適切なものかどうかをどう判断するか、といった点の検討が必要となる。

(2) 代替的取引システムにおける取引監視の改善

証券会社としての規制を受け続けるのであれば、自主規制機関に対し、リアルタイムで

取引に関する情報（場合によっては取引に関与したカウンターパーティの情報も）を自動的に報告することを義務づける。自主規制機関は既存の取引監視システムに、この情報を統合して監視を行うことになる。

また自主規制機関は、適切な監視を行うためには、これらのシステムのプログラム・コードを含め、取引のアルゴリズムについても知る必要があるかもしれない。またシステムを変更した時には自主規制機関に報告することを義務づけられることになろう。

さらに、現状、全国市場システム銘柄ではないものは、自主規制機関の主たる監視の対象とはなっていないが、代替的取引システムでは非上場銘柄も取引されているため、監視の対象を広げる必要が生じる。

（３）システム容量のモニター

取引所やNASDAQのシステムに対するガイドラインに準じたものを導入することが考えられるが、何らかの修正が必要かどうかといった点が論点となる。

２）証券会社としての規制を続けることの問題点

以上のような修正により、前記の問題はある程度対処できようが、以下のように不十分な点も残る。

（１）代替的取引システムが投資家の公正な扱いを要求されていない点

規則 17a-23 では、システムへのアクセスをどのようなクライテリアで認めているかの説明を SEC に提出すべきことを定めているが、アクセスを拒否する場合についてその理由を開示することは要求されていない。

（２）代替的取引システムが、不適切な規制を受ける可能性があること。また競合する市場を運営する自主規制機関の監督下に置かれること。

投資家を勧誘し顧客の資金、証券を預かる伝統的証券会社としての規制を受けることになる。また、競合する市場を運営する自主規制機関によって規制されることについて、代替的取引システムは批判的であった。例えば、重要な情報の提供を要請され、これが自主規制の目的ではなく、相手の市場のビジネスに有利に使われることを懸念している。

一方、既存の自主規制機関サイドでは、代替的取引システムの監督をするためにリソースをさけるかどうかという問題も生ずる。

この問題に関しては、自主規制機関における市場の機能と規制の機能を厳格に分離するということが考えられる。代替的取引システムにとってより望ましいのは、市場を運営しない自主規制機関によって監督されることかもしれない³。

³証券会社の協会は、取引所法セクション 15A に基づき自主規制機関を設立できる。

(3) 代替的取引システムによる反競争的行動の抑止

代替的取引システムのシェアが大きく、価格発見が行われる主たる場となる場合、ここが反競争的な行動をとっても、利用者は他の手段を利用しにくい。証券会社として規制されるため、取引所やナスダックのように、34年法で反競争的行動の禁止がかからない。

4. 代替的取引システムへの新しいアプローチ②

—代替的取引システムを取引所として規制する—

代替的取引システムへのもう一つアプローチは、代替的取引システムを取引所とみなすものである。まず、取引所の定義を以下のように拡大解釈する⁴。

---any organization that both: (1) consolidates orders of multiple parties; and (2) provides a facility through which, or sets material conditions under which, participants entering such orders may agree to the terms of a trade---

すなわち、「複数の参加者から注文を集め、注文をした参加者が取引の条件に合意できるよう、何らかの施設を提供する、あるいは（取引の成立に係わる）重要な前提条件（環境）を設定するあらゆる組織」である。

これによって、現状の登録取引所も、証券会社の運営する取引システムも、現行の登録免除取引所も、一部のディーラー市場も、それ以外の代替的取引システムも、全て取引所とみなされることになる。

その上で、小規模で積極的に価格発見が行われないシステムは、免除取引所というカテゴリーで規制する。より大規模で積極的に価格発見が行われるシステムも、取引所とみなされるものの、電子的システムには不適切な規制からは免除する。

1) 免除取引所 (Exempted Exchanges) という新しいカテゴリーの創設

規模が小さいあるいは、スタートアップの機関 (low impact markets)、及び完全でないし主として他の市場の取引によって決められた価格で取引をマッチないしクロスさせるシステム (passive markets) は、市場全体に対する影響は小さいので、取引所の規制をそのままかけず、限定された規制のみとする。この場合、現状の証券会社としての規制よりも、適切な規制とする。

こうしたシステムを免除取引所とすることにより、イノベティブな取引技術を実験するコストが低下し、イノベーションが促進される環境が醸成されよう。

⁴ 前掲注1 文献 p68。

(1) Low Impact Markets の定義

34 年法セクション 5 によれば、SEC は、取引量が限定的な取引所に対して、国法証券取引所としての登録を免除することが可能である。電子的な取引システムの一つであるアリゾナ証券取引所は、この規定に基づき、1991 年に取引所としての登録を免除された。

今回の新しい規制案では、市場全体に対して low impact であることの基準も再検討する。取引高の絶対的水準ではなく、シェアや取引金額を使うという方法もある。

(2) Passive Markets の定義

主として、あるいは完全に他の市場の取引によってついた価格をもとに取引をする代替的取引システム。

(3) 免除取引所の要件

免除取引所として運営するシステムは、まず SEC に免除の申請を行う必要がある。この時、システムに関する説明も添付する。その他、免除取引所は、以下のようなことを要請されることとする。

- ① 運営やコントロールに重大な変化があった場合、SEC に通知。
- ② 取引記録を保存し、SEC の要請があればこの記録をすぐに提出できるようにすること。
- ③ 従業員が顧客情報を悪用し、インサイダー取引や相場操縦に利用しないよう、自主規制機関が採用する規定に準じて、従業員の取引に関する監視の規定を導入すること。
- ④ 免除取引所の参加者に対する自主規制機関の捜査や検査に協力すること。
- ⑤ 取引を指定された自主規制機関に報告すること。ただし、取引の参加者が自主規制機関の会員の義務として自ら報告する場合は除く。
- ⑥ 参加者に対し、取引を始める前に適切な清算、決済のアレンジを行うことを義務づける。

これ以外に要件は無いか、要件は low impact market と passive market で異なる必要があるか、取引される証券は 34 年法セクション 12 により登録された証券のみとすべきか、といった点が論点となる。

2) 免除取引所以外の代替的取引システムに対する取引所規制の適用の在り方

(1) SEC の新たな権限で 34 年法規定を免除

1996 年証券市場改革法により、SEC に各種の市場に対して 34 年法の規定を免除する権限が付与された⁵。これによって、取引所という分類にすると、イノベーティブな市場の発展が損なわれるという懸念を解消できることとなった。特に、以下の点が重要である。

- ① 投資家が直接参加する市場を取引所とみなせる

⁵ National Securities Markets Improvement Act of 1996, Pub.L. 104-290。同法に基づき 34 年法にセクション 36 が付加され、SEC に 34 年法の規定免除を定める権限が与えられた。

②役員、理事会の構成メンバーに関する規定⁶を機械的に適用しない。

(2) 拡大された取引所概念と既存の各種システムや市場との関係

取引所の定義を拡大する場合、既存の各種のシステムはどう位置づけられるかについては、以下のような判断が可能である。

①証券会社の証券業務と取引所の違い

取引所は、顧客の注文同士がシステムティックに相対する場であり、この場合、顧客がどのような優先順位などのルールのもとで自分の注文が成立するか知らされている。これに対して、証券会社のブロックトレーディング・デスクなどで、顧客の注文のカウンターパーティとなる注文を探し、マッチさせる機能を自動化しているケースや、顧客の注文を集中し処理する内部システム（internal execution systems）を構築しているケースもあるが、いずれも、証券会社の従業員が注文を処理する業務をサポートするための情報提供の手段であり、システムの参加者は、証券会社の社員だけである。また注文をどこの市場でどう成立させるかについて、証券会社は一定の裁量を働かせることができる。既知のルールで機械的に注文が処理される場ではない点が、取引所と異なる。

マーケットメーカーがビッド・オファーを提示し、全国からネットワークで注文を集めて自動執行するケースは、単独のディーラと顧客の間の通信を効率化したのみである。

「顧客の注文同士をシステムティックにインタラクトさせる」ための仕組みではない点で、取引所とは異なる。

しかし、まだグレーな部分も残りうるため、SECはコメントを求める。

②組織的なディーラー市場

上記の取引所の定義から言えば、参加者の注文を統合してディスプレイし、そこにおいて注文がどう執行されるかについての material conditions をセットしている組織的なディーラー市場も含まれることになる。

Nasdaq は、こうした取引所に該当する組織的ディーラー市場とみなすことができるが、NASD はすでに securities association として登録されているため、取引所として規制される必要はない。しかし、同様な市場を運営する組織が出てきた場合、これは取引所として規制すべきということになる。

③情報ベンダーとブリテンボード

情報提供者のように、取引を執行する central facility を持たず、あるいは、取引に関する条件を設定したりしない所には、取引所の定義は及ばない。

⁶ 34年法のセクション6(b)(3)は、取引所が以下の規定を持つことを要請している。

i) 取引所非会員で、また証券業者と関係を持たない者で、発行体と投資家を代表する者を、一名以上役員とすること。これは、取引所が公益に沿って運営されることを求める議会の要請の下に導入された要請である。

ii) 役員を選任や業務運営において、会員の意思が公正に代表される形にすること。

なお、証券業協会に関しても、同様の要請がなされている（セクション15A(b)(4)）。

また電子ブリテンボードは、見込みのある売り手、買い手の名前、住所、希望の売買価格を提示するのみならば取引所とはみなされない。取引の執行の仕方について、時間優先、価格優先といった仕組みや条件を提供しているわけではないからである。一方、売り手が、有望な複数の買い手と電子的にリンクできるような仕組みを提供する場合は、取引所とみなされる可能性がある。

④ インターディーラー・ブローカー

インターディーラー・ブローカーは、他のディーラーのビッド、オファーを匿名で提示する集中的なメカニズムを提供しており、取引所とみなせる。

(3) 取引所の定義の拡大の影響①

— 代替的取引システムで取引される証券の範囲

既存の登録取引所で取引される証券は、SEC に登録された証券で、かつ取引所の上場認可を受けているか、非上場取引特権が適用されている証券である必要がある（34 年法セクション 12(a)、12(f)）。従って、代替的取引システムを取引所とみなすと、現在自由に取引されている非上場証券（ナスダックのsmallキャップ銘柄や他の OTC 銘柄、ルール 144A 銘柄など）を取引できなくなる。こうした問題を最小とするために、非上場取引特権が適用される証券の範囲をより拡大することが考えられる⁷。

(4) 取引所の定義の拡大の影響②

— 全国市場システムや、既存の取引所の慣行への統合の問題

① 全国市場システムへの統合

既存の取引所と NASD は、価格、取引高情報の公表、気配情報の公表、スペシャリスト、マーケットメーカー間の最良気配揭示と注文回送のシステムなどに関する共通の取り決めをしている。代替的取引システムが取引所とみなされるにあたっては、こうした取り決めへの参加が必要となる。また参加にあたっては、一定の金額の支払いを要求されている⁸。

既存の CTA 等のプランに、代替的取引システムの参加を困難にするような技術的障壁はないか、参加のための適切なコストはどのようなものか、その金額は参加への障壁になるか、既存のプランの意思決定に代替的取引システムの意見が反映されなくするような規定

⁷ なお、現状ニューヨーク証券取引所は、ルール 390 によって、会員に上場株を取引所外で取引することを禁じているが、代替的取引システムが場外ではなく、取引所とされることによって、ルール 390 によって禁止される取引の範囲は小さくなると指摘されている。

⁸ 取引所上場株の価格、取引高情報の公表に関する CTA プランと、気配情報の公表に関する CQS プランは、現在 8 つの国法証券取引所と NASD によって運営されている。CTA プランへの新規参加に関する条項は、いかなる国法証券取引所や登録全国証券業会も、CTA に参加によって利用可能となる”tangible and intangible assets”に相当する適切な金額を払うことによって参加を認められるとしている。CQS プランも同様の条項を有している。また、ナスダック全国市場銘柄の、取引所における取引については、OTC-UTP プランによってルールが定められているが、ここでも、新規参加者は、開発コストの一部を支払わなければならないこととなっている。オプションに関する市場情報公表のための OPRA プランについても、同様である。

はあるか、といった点が検討課題となる。

②共通の取引ルール

取引停止やサーキットブレーカーのような市場全体に関する政策を、代替的取引システムにいかにか課していくかの検討も必要となる。登録国法証券取引所、NASD、SEC はそれぞれ証券や市場の取引停止を発動する権限を有している。

(5) 取引所の定義の拡大の影響③

—証券会社以外の者による取引所へのアクセス及び取引の清算・決済

機関投資家などが自主規制機関に監督されないまま、直接、市場に大々的に参加することは、透明性の確保や、詐欺や相場操縦の摘発が不十分になる。そこで、いかなる登録取引所も、証券会社以外の参加者の取引を、証券会社に対するのと同様に監督することが必要とされよう。

ただし、証券会社以外の参加者に、証券会社に対するのと同じように、取引所のルールを課すのは適切ではないかもしれない。例えば、インサイダー取引の摘発などの場合、証券会社に提供を求める情報と証券会社以外の者に提供を求める情報は、内容が異なるであろう。また取引所は、SEC のネットキャピタル要件に加え、証券会社会員に対して最低資本金を定めているが、証券会社以外のものには、異なる財務要件が課すことが考えられる。

機関投資家が参加するシステムを取引所とみなす場合、取引の清算、決済の在り方に関しても、再検討が必要となる。現状、NSCC、DTC には機関投資家は直接参加していないが、参加を禁止する規定があるわけではない。

将来的には、清算機関の会員を機関投資家にも開放していくことが適切である。この場合、セーフガードに関するルールや、参加者の適格性の規定が適用される。

(6) 取引所の定義の拡大の影響④

—一部の取引所に対する証券会社規制の適用

代替的取引システムを取引所として規制する以上のアプローチによれば、現状の代替的取引システムの多くは取引所とみなされることになるが、一部のシステムは、証券会社としての機能も併せ持っている場合がある。

例えば、電子的な注文板やクロッシング・システムの市場であっても、積極的に買い手、売り手を探したり、注文を成立させる上で何らかの裁量を働かせている場合がある。このような場合には、証券会社としての規制も適用すべきであろう

5. 既存の取引所、証券業協会に対する規制緩和

1) ルールのファイリングの迅速化

1975年証券諸法改革により、取引所及び証券業協会のルール変更提案は、SECにファイされた後、まずパブリックコメントの機会が与えられ、SECがこれらをレビューした後はじめて認可されることとされた。代替的取引システムも取引所とみなされれば、当然同様のルールに従うことになる。しかし、コメントを求め、これをレビューする時間を考えると、革新的仕組みの導入や特に論争にもならないような事項の認可については、こうしたプロセスをとることにより認可が遅れるべきではない⁹。

2) 監視とエンフォースメント

自動化されたシステムにおいては、取引のルールに違反するのは困難であり、取引監視は自動化されていないシステムほど、徹底したものでなくても良いという議論もある。また自動化されたシステムは、取引記録を完全に精査し、違反を検知することが可能である。

ある取引所の取引監視を他の取引所にアウトソースするようなことも可能である。あるいは、完全に電子化された市場同士が、市場監視のためのみの別個の自主規制機関を設立するということも考えられる。

6. アメリカ国内における外国市場の活動に関する規制

1) 明確な規制体系の必要性

現状、SECは、アメリカの証券会社や投資家に対して、海外市場への直接のアクセスを可能とする者（アクセスプロバイダー）の法的な位置づけについて明確にしていない¹⁰。一部の者は、アメリカで証券会社登録をしているが、法的な問題が不明確なため、アメリカに対して外国市場へのアクセスを提供することを躊躇している。海外市場も、SECに国法証券取引所としての登録を求められることは無いという保証がない限りは、アメリカの人間を会員としようとはしない。

⁹すでに、特に論争を喚ぶようなものではない場合は、ファイリングの5日前にSECに通告すれば、ファイリングの30日後に自動的に有効となる制度（ルール19b-4）が導入されているが、今後はこの対象を拡大することが考えられる。また、初期的な開発段階においてはファイリングを免除することも考えられる。現状、代替的取引システムはこうした時間のかかる認可プロセスを経る必要がない。

¹⁰ 諸外国のいくつかの市場では、自国外から電子的にアクセスする会員を認めるようになってきている。例えば、ドイツ証券取引所には、ロンドン、アムステルダム、パリ、チューリッヒに44の遠隔地会員がおり、向こう3～5年にこの数は100を超えと言われる。

アメリカの証券会社や機関投資家に対しても、いくつかの海外市場から、遠隔地会員になることの提案が来るようになってきている。先物では、ドイツ先物取引所が、アメリカに設置された端末から取引を可能としている。今後、インターネットの利用など、アメリカから海外市場へのアクセスは、様々な形態で発達していくだろう。

SEC としては、こうしたクロスボーダー取引に関して、法的フレームワークを明確化することが、投資家にどのようなメリットがあるか、コメントを求める。この場合、投資家保護が確実に行き届くことが必要である。アクセスプロバイダーを通じた投資は、投資家にとっては、国内で投資するのとほとんど同じで、同じ投資家保護が及んでいるかの如く錯覚してしまいかねない。SEC としては、様々な規制上のフレームワークを検討しているが、とりあえずは、アメリカの投資家が、効率的で低コストなクロスボーダーの投資手段を利用することを過度に困難にすべきではないと考える。ただし、投資家が十分な情報を入手でき、適切な意思決定ができるかどうかとも検討すべきである。

2) 規制の方法

海外市場のアメリカ市場での活動に関しては、三つのアプローチが考えられる。

(1) 海外市場の母国の規制当局に委ねる

この場合、その国が、アメリカの証券規制と同等の規制を市場に対して課していることが前提となる。この判断は、各国別にケースバイケースで行うことも考えられるが、一定のスタンダードを設定することも考えられる。

(2) 全ての海外市場に、アメリカの取引所としての登録を要求する

この場合、アメリカの登録取引所と同じ環境がアメリカの投資家に提供される。しかし、主として海外の法的管轄権にある市場がアメリカで行う活動に対して、アメリカの証券諸法を適用できるような法的体系にはなっておらず、これは現実的ではないかもしれない。

(3) 海外市場を直接規制するのではなく、アメリカの投資家が海外市場で取引することを可能とする機関、すなわち、アクセス・プロバイダーを規制する

アメリカの投資家に海外市場での取引を技術的に可能としているものは、二つのカテゴリーに分類される。一つは、海外市場での取引に関する情報を流し、その海外市場のアメリカの参加者のために、直接の電子的リンクを提供する機関である。このカテゴリーのアクセス・プロバイダーは、自らが SIPs として SEC に登録するか、あるいは、他の登録 SIPs を通じてサービスを行う必要がある¹¹。これは、海外市場が、アメリカにおける取引所登録

¹¹ 1975年証券改革法で導入された、34年法のセクション11Aにおいて、SECは、SIPsに対して、監視する権利があるとされ、SIPsにSEC登録を求め、またSIPの活動を規制するルールを導入することが認められている。SIPsとは、34年法3(a)(22)において以下のように定義されている。

“any person engaged in the business of (i) collecting, processing, or preparing for distribution or publication, or assisting, participating in, or coordinating the distribution or publication of, information with respect to transactions in or quotations for any security . . . or (ii) distributing or publishing . . . on a current basis, information with respect to such transactions or quotations.”

全ての登録 SIP は、取引所法に則って活動する必要がある、また SEC に対して、そのサービスへのアクセス拒否やアクセスの限定を行う場合報告する義務がある。

を免れる上でのセーフハーバーとなる。

二つめのカテゴリーは、アメリカないし外国の証券会社が、アメリカの投資家に海外市場での直接取引を技術的に可能とするものである（ブローカー・ディーラー・アクセス・プロバイダー）。これも、SIP アクセス・プロバイダーと同じ機能を果たしているので、同様の規制が課せられる必要がある。

3) SIPに適用される要件

(1) 対象となる海外市場

対象となる海外市場は、どの市場でもというわけではなく、「真の (bona fide) 」海外市場である。

また、SIPやブローカー・ディーラー・アクセス・プロバイダーで、SECの捜査に対して情報の提供など協力が得られる市場にのみ、注文を送ることを認められるようにするという考え方がありうる。

(2) 対象投資家や証券に関する要件

アクセス・プロバイダーがサービスを提供する相手を、一定の洗練された機関投資家に限定すべきかどうか、また、対象証券を外国証券に限定すべきかどうかという問題がある。

(3) 記録の保持、報告、情報開示、詐欺の禁止に関する要件

記録の保持や、報告が、SIPに対するSECの監視の上で不可欠となる。またSIPとして登録されたものは、アクセスの制限や禁止の措置をとる場合は、SECに通知する必要がある。SECはその行為が、不当に排他的であるとみなす場合は、これを撤回させる必要がある。SIPに対して、投資家へ、リスクなど一定の情報開示を要求すべきかという問題もある。さらに、詐欺や相場操縦などがアメリカの投資家に対して行われていると合理的に信じる場合に、アクセス・プロバイダーが情報を伝播したり公表したりすることを、明示的に禁止することが考えられる。

4) アメリカと外国市場のディスクロージャー基準の相違について

証券の発行者は、アメリカで登録せずに、アメリカで証券を募集したり売り出すことはできない。従って、アクセス・プロバイダーに対して、アメリカの投資家が募集期間中にその証券を買わないようする措置を要求することが考えられる。

流通市場においては、SIPやブローカー・ディーラー・アクセス・プロバイダーを通じて、アメリカのディスクロージャーや会計基準を満たさない何千という株の証券が、リアルタイムで推奨されることにな。そこで、アクセス・プロバイダーに対しても、海外で取引されている証券のうち、SECに登録された証券にのみアクセスを認めることにしてはどうかという問題になる。

7. わが国への示唆

わが国においても、去る6月13日に発表された証券取引審議会答申において、取引所集中義務の撤廃が打ちだされ、アメリカにおけるような代替的取引システムや第三市場が登場する可能性が開かれた。同審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書は、代替的取引システム（私設取引システム）に関して、「当面、このようなシステムでは、基本的に取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないと考えられるので、取引所ではなく、証券業として整理することが適当となる。」と指摘する。この扱いは、従来のSECの立場とほぼ同等である。

しかし、今回のSECのコンセプト・リリース、そしてこれを契機に生ずると考えられる様々なアメリカにおける議論を参考にしつつ、より先進的な規制体系をビッグバンの一貫として導入することが望まれよう。

その場合、今回のSECの基本的アイデアにあるように、あくまで証券会社と証券取引所という二分法を前提とするというアプローチの他に、一部の学者が主張するように、もはや証券会社と証券取引所を截然と区別することは困難になったという立場を取り、証券取引に係わる主体に必要な応じた規制を適用していこうというアプローチもありうる点に留意すべきであろう¹²。

外国証券市場へのアクセスの問題についても、本年後半から来年にかけて、日本のインターネット証券が、端末を通じた外国証券取引（海外市場への注文回送を含む）を開始する計画が伝えられており、急速に身近な課題となっていこう。

SECのリリースにおいては、いずれの問題に関しても、証券市場におけるイノベーションの促進と投資家保護の確保の両立をいかに図るかという観点から、テクノロジーの発達の先を見越し、精密でかつ証券諸法の根本に迫る大胆な分析を行っていく姿勢が伺える。この点も、わが国の今後の議論において学ぶべき点であろう。

（淵田 康之）

¹² Domowitz, I., & Lee R. (1995), “The Legal Basis for Stock Exchanges : The Classification and Regulation of Automated Trading Systems”, mimeo