

## 我が国における取引所外取引の解禁

98年12月1日、これまで、いわゆる取引所集中原則を定めた証券取引所の定款に基づいて禁じられてきた上場証券の取引所外取引が解禁された。本レポートでは、取引所外取引解禁の背景と、新たに設けられた規制の内容について解説する。

### 1. 取引所集中原則の見直し

#### 1) 取引所集中原則の機能と問題点

これまで、東京証券取引所を始めとする各証券取引所は、会員証券会社に対して、一定の場合を除いて上場証券の取引を取引所の開設する市場で行うよう義務づける、いわゆる取引所集中原則を定款や規則に盛り込んできた。

取引所市場への取引の集中は、 売買注文を集中させることで注文者が適切な相手方を見出すことを容易にし円滑な流通が確保される、 多数の者の大量注文の間の自由な競争売買によって適正で公正な相場が形成される、 という二つの理由から正当化されてきた<sup>1</sup>。情報通信技術が未発達な時代には、証券の円滑な流通や公正な価格の形成は、取引所の立会場という物理的な場に各証券会社の売買注文を集めることによって、初めて達成され得たのである。取引所集中原則には、会員が所属する証券取引所と競合する市場的機能を提供することや会員同士が取引所市場外で注文を執行する能力を競い合うことなどを制約する競争制限的要素がある。しかし、こうした制限は、証券の円滑な流通や公正な価格形成という目的の公益性の高さによって、十分に正当化されると考えられたのである。

しかし、近年、コンピュータや通信技術の発達により、価格や数量など取引に関する情報が集中して公表されれば、証券取引所という物理的な場所取引を集中しなくとも、円滑な流通と価格の公正さを確保することが技術的に可能となってきた。むしろ、取引所集中義務が課されていることによって、取引所会員は、仮に取引所の気配よりも顧客にとって有利な価格で売買を執行することができる状況でも、必ず取引所に注文を回送しなければならず、また、自分の出した注文によって市場価格を変動させてしまうマーケット・インパクトを避けるために市場外で注文を執行したいという大口投資家のニーズにも十分に 대응することができないなど、集中主義を維持することに伴う弊害も目立つようになってき

<sup>1</sup> 野尻孝夫「取引所市場の規制」『証券取引法大系 河本一郎先生遺暦記念』（商事法務研究会、1986）、413～447頁、434頁。

た。

一方、米国においても、取引所集中義務は、会員間及び会員と非会員間の競争を妨げるという観点から問題にされ、80年に採択されたSECの34年法規則19c-3によって、79年4月27日以降に上場された株式に対しては取引所集中原則の適用が排除されることになったのである。

## 2) 取引所集中原則見直しの経緯

98年12月1日、去る6月5日に国会で成立した「金融システム改革法」の大部分が施行された。我が国の金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的な金融市場として再生させることを目指す「金融ビッグバン（金融システム改革）」が本格的に始動した。

この「金融ビッグバン」の基本的なシナリオを作成した証券取引審議会のワーキング・パーティ（WP）における議論の中で、取引所集中義務の撤廃がテーマの一つとして取り上げられた。97年6月に提出された市場WP報告書では、取引所集中義務の撤廃へ向けて次の5点が提言された（表1）。

表1 証取審市場 WP の取引所集中原則に関する提言内容

取引所定款における取引所集中義務を削除する。 取引所外取引の取引価格については立会時間中については取引所における当該銘柄の価格の一定範囲内とする。 証券会社は、投資家が取引所外での執行を明示的に希望した場合にのみ、取引所外で取引を執行する。 証券会社は、自主規制機関に取引所外取引の内容を直ちに報告する義務を負う。 取引所外取引についても公正取引ルールを適用する。
--

（出所）WP報告書より作成

証取審の報告内容は、基本的には、その後の「金融システム改革法」起草に活かされたが、取引所集中義務を撤廃するためには、法律の改正でなく証券取引所による定款変更と証券業協会による規則整備が必要である。そこで日本証券業協会と東京証券取引所は、「取引所集中義務撤廃に向けた環境整備のための研究会」を設置し、98年6月に報告書を取りまとめた。

一方、「金融システム改革法」とその関連政省令には、取引所集中義務が撤廃され上場証券の取引所外取引が行われるようになることを前提とした規定が盛り込まれることになった。

## 2. 取引所外取引をめぐる規定の整備

### 1) 法令上の規定

「金融システム改革法」と関連政省令に盛り込まれた取引所外取引に係わる規定は次のような内容からなる。これらはいずれも 98 年 12 月 1 日から施行された。

#### 顧客の指示が明らかでない場合における取引所外での注文執行の禁止

証券会社は上場株券等の売買に関する注文を受けたときは、「当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない」との条項が設けられた（証取法 37 条）。この規定の対象となる上場株券等とは、株券、転換社債券、新株引受券付社債券、新株引受権証券、新株引受権証書、出資証券の六種類とされる（証券会社命令 27 条）。

#### 取引所外取引に関する報告義務

証券会社が自己の計算で、もしくは顧客の計算で行った取引所外における上場株券等の売買については、上場株券等の種類、銘柄、売買価格、数量等をその所属する証券業協会へ報告しなければならないものとされる（証取法 79 条の 2 第 4 号）。

#### 取引所外取引に関する情報の公表

協会は、報告された売買について、売買高、最高、最低及び最終の価格その他の事項を協会員に通知し、公表するとともに、毎日の相場その他の事項を大蔵大臣に報告しなければならない（79 条の 3、79 条の 4）。

### 2) 東証定款の改正

これまで取引所集中義務は、東京証券取引所の定款に定める会員の義務とされてきた。すなわち、定款 23 条では、「正会員は、次の各号の一に該当する場合のほかは、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。」として、他の証券取引所の会員であるときにその取引所の市場で売買を行う場合、株式公開買付の場合、上場債券の売買、といった場合を除いては取引所集中義務が課されるものとされた。

東京証券取引所は、11 月 27 日付けで定款改正を行い、この 23 条及びそれに関連する 24 条を削除した。これにより、取引所会員は、法令に反しない限り、自由に取引所外取引を行うことが可能となった。

### 3) 協会規則の制定

一方、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 5 号）を新たに制定し、取引所外取引に関するルールを整備した。その内容は、次の通りである。

#### 規則の適用対象

規則の適用対象は、株券（新株引受権証書、外国株券等を含む）、出資証券、転換社債券、新株引受権付社債券、新株引受権証券、外国投資証券、証券投資信託受益証券とされる（2 条）。

なお、最後の二つは、証取法の規定によって、顧客の指示が明らかでない場合に取引所外で取引してはならないとされている「上場株券等」には該当しない。投資証券や投信受益証券は、純資産額等から公正な価格を算出することが容易であり、投資家の意思にかかわらず取引所外で取引を執行しても、投資家保護の観点からの問題は少ないと判断され、規定の適用対象とはされなかったのであろう。これらの証券が、協会規則の対象とされたのは、大阪証券取引所でカントリーファンド（外国投資証券）が上場されており、東京証券取引所では日経 300 株価指数連動型投信が上場されているためであろう。

#### 価格の制限

証券取引審議会の市場 WP 報告書は、取引所外取引において独自の需給関係による価格形成が公正に行われるためには、取引所外取引を行う証券会社が、常時、気配を提示し、各社・各取引所の気配を系統的にリンクした上で、顧客の注文を最良の価格で執行する義務を負わせることが必要となるが、そうした前提条件を確立するためのインフラ整備には多大なコストと相当な準備期間が必要となるとの見解を示した。これは、米国における全米市場システム（NMS）の理念とそれを具体化した総合気配表示システム（CQS）、総合テープシステム（CTS）、市場間取引システム（ITS）の存在を念頭に置いたものと考えられる<sup>2</sup>。

このため、大がかりなインフラ整備を伴わずに取引所外取引を解禁する場合、いわゆる「市場の分裂」によって価格形成の公正さが損なわれることを防ぐためには取引所外取引に対して価格の制限を設けることが妥当であるとされたのである。これを受けて、協会規則では、立会時間内に行われる取引所外取引については、特定の取引所における最良気配もしくは直近の売買価格を基準として、その範囲内または一定の幅までの乖離を伴う価格での注文執行を義務づけることになった（2 条、4 条、5 条、表 2）。

<sup>2</sup> NMS とこれらのシステムの仕組みについては、『図説アメリカの証券市場 1998 年版』（日本証券経済研究所、1998）88 頁以下参照。

表2 協会規則による取引所外取引の価格制限

小口注文（売買金額 1,000 万円以下）： 基準価格を公表する取引所における直近の最良気配（特別気配が公表されている場合には特別気配）の範囲内の価格
準大口注文（売買金額 1,000 万円超 5,000 万円以下）： 基準価格を公表する取引所における直近の売買価格の上下 3% 以内の価格
大口注文（売買金額 5,000 万円超）： 基準価格を公表する取引所における直近の売買価格の上下 7% 以内の価格
バスケット注文（15 銘柄以上かつ総売買金額 1 億円以上）： 直近の売買価格を基準として算出された金額の上下 5% 以内

注) 小口注文を 1,000 万円以下とする規定については、売買委託手数料が完全に自由化されるまでの間、適用される（付則 2 項）。

（出所）協会規則より作成。

### 売買報告と公表

証券会社は、取引所外取引を行った場合、原則として、売買成立後 5 分以内に協会に対して価格、数量等の事項を報告しなければならないとされる（10 条）。協会は、報告を受けた場合、価格、数量等の情報をすみやかに会員証券会社に通知するとともに、一般に公表する（13 条）。

但し、売買金額が 50 億円以上となる超大口注文については、売り注文と買い注文を店内で付け合わせるものを除いて、情報の通知と公表が、翌営業日の午後 4 時まで延期される（細則 7 条）。これは、証券会社が自己勘定で顧客注文に向かう形の大口取引に関する情報が即時に公表されてしまうと、証券会社のポジション保有に伴うリスクが大きくなりすぎることに配慮したものと考えられる。証券会社の自己勘定が関与する形のクロス取引が多いという我が国の現状からすれば、妥当なルールであろう。

なお、金融システム改革法によって新たに認められた私設取引システム（PTS）を介して成立した取引所外取引については、売買の当事者となった証券会社ではなく、PTS 業務の認可を受けた会員証券会社が売買報告を行うものとされている（規則 11 条）。

### 顧客への説明

証券会社は、先物取引等に係る契約を締結する場合（証取法 40 条）と同様に、証券会社や銀行、機関投資家などを除く一般顧客に対し、取引所外取引に関する説明事項を記載した書面を交付し、留意事項について十分に説明しなければならないものとされる（規則 14 条）。

### 3 . おわりに

98 年 12 月 1 日の取引所外取引解禁後、一日平均 100 億円程度の取引所外取引が行われている。東証一部の売買代金に対する比率は 3%前後である。一方、取引所集中原則が撤廃されて久しく、PTS や「第三市場」のマーケットメイカーなど、取引所外の取引システムが発達している米国では、ニューヨーク証券取引所上場銘柄に関する取引所外取引の比率は 8%前後とみられている。

我が国では、売買金額 5,000 万円以下の株式取引については売買委託手数料の固定制度が維持されている。しかし、固定手数料率が適用されるのは、あくまで証券取引所の開設する市場についてのみであり、取引所外取引には適用されない。このため、取引所外取引では、売買金額の大きさにかかわらず、手数料に関する交渉が、顧客と証券会社との間で行われているようである。

(大崎 貞和)