

## 株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正

2000年5月23日、証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律が国会で成立した。この法律は、証券取引所や金融先物取引所の形態を会員組織に限定する従来の規制を改め、株式会社形態での取引所設立や会員組織取引所の株式会社形態への転換を可能にするとともに、紙媒体で行われている有価証券報告書の提出や目論見書の交付等の情報開示を電子媒体で行えるようにすることを目的としている。本稿では、このうち、株式会社形態の取引所を容認する法改正の内容を、証券取引法を中心に紹介する。

株式会社形態の取引所が容認されたことで、わが国の取引所は、今後、組織再編へ向けての動きを積極化するものと予想される。また、今回の改正は、PTS（私設取引システム）のあり方にも影響を与えるものと考えられる。今回の改正が施行されない段階の2000年6月30日には、わが国では初のPTSの開設が、証券会社2社に対して認可されているが、この認可の内容と意義についても触れてみたい。

### 1. 証券取引法改正の背景

#### 1) 組織再編を進める世界の取引所

我が国では、1948年の現行証券取引法制定以来、株式や債券を取引する有価証券市場を運営する証券取引所の形態は会員組織をとる証券取引法上の法人に限られ、通常の株式会社のように営利事業を営んではならないものとされてきた（証取法第80条1項、2項、第86条）。これは、有価証券市場の運営が高度の公共性を有することを反映した規定であり、1988年の金融先物取引法制定に際しても同じ考え方が採用された（金先法第5条）。

国際的にみても、多くの証券取引所は、伝統的に非営利の会員組織をとりながら運営されてきた。法的には株式会社などの会社組織がとられている場合にも、会社に対する持ち分（株式）を取引所会員のみが保有するよう定款や関連法規で定めるなど、実質上会員組織と異なる閉鎖的な形態をとることが一般的であった。

ところが、1980年代以降、米国を中心に通常の営利を目的とする株式会社によって運営される私設電子取引システム（PTS）あるいは代替取引システム（ATS）と呼ばれる仕組みが登場し、既存の証券取引所とオーダーフローの獲得をめぐる競争するようになってきた。こうした中で、既存の会員組織取引所の側でも、次のような狙いから、会員外の出資

者を擁する株式会社形態へと組織再編を進める動きが活発化し始めたのである<sup>1</sup>。

- ① 証券市場間の競争が本格化する中で、取引システムの改善が競争上の重要なポイントとなっているが、株式会社形態をとれば、必要な大規模な投資資金を増資によって調達することが可能となる。
- ② 証券業務が多様化し、取引所会員間の利害不一致が広がるとともに、会員組織では迅速で効率的な意思決定が難しくなっている。また、株式会社では、会員証券業者のみならず、上場企業や投資家も株主となることで取引所の運営に直接参加することが可能となる。
- ③ 株式会社形態をとり、株式を公開すれば、情報開示が進み、経営の透明性が高められる。
- ④ ストック・オプションなど、株式を利用したインセンティブ制度を導入することで取引所の役職員のモラルを高め、組織運営の効率化を図ることができる。

まず、1995 年頃から、域内の経済統合が進み市場間の競争が早くから激化していた欧州各国の取引所が、組織の再編に乗り出した。この動きは、98 年以降、米国やアジアにも波及し、世界的な規模で、取引所の組織形態の見直しが進み始めたのである（表 1）。

表 1 各国証券取引所による組織再編の動き

組織形態	証券取引所名	内容	
会員組織形態	ニューヨーク証券取引所 東京証券取引所	個人会員制の非営利法人。99年7月、株式会社化し公開する方針を表明。99年2月の報告書で株式会社化検討の可能性に言及。	
株式会社組織形態	株式保有を 会員に限定	パリ証券取引所 香港証券取引所	88年に株式会社化。上場を検討中。 個人会員制。2000年に会員外への株式開放、上場を予定。
	株式保有を 一般にも開 放	フランクフルト証券取引所	運営主体であるドイツ証券取引所は91年に株式会社化。
		ストックホルム証券取引所	93年に株式会社化し、94年以降、株式の自由な譲渡が可能となっている。
		ヘルシンキ証券取引所	95年に株式会社化。
		コペンハーゲン証券取引所	96年に株式会社化。
		アムステルダム証券取引所	97年に株式会社化し、会員外へ株式を開放。2002年に上場を予定。
		オーストラリア証券取引所	98年に株式会社化し、株式を自らの市場に上場。
		ロンドン証券取引所	86年に株式会社化。2000年3月、会員外への株式開放を決定。
		トロント証券取引所	99年に株式会社化。会員外への株式開放に会員が同意。
	その他	アメリカン証券取引所 Nasdaq市場 シンガポール証券取引所	98年にLLC化し、Nasdaq市場を運営するNASDが全ての持ち分を保有。 NASDが100%株式を保有してきたが、2000年4月、外部出資の容認を決定。 99年12月に先物取引所とともに持株会社SGXの傘下に入った。

(出所) 野村総合研究所

## 2) 我が国における動き

我が国では、1998 年 12 月に施行された、いわゆる「金融ビッグバン」を実施するための金融システム改革法において、証券取引所に対する規制が大幅に改められた。その内容は次のように整理できる<sup>2</sup>。

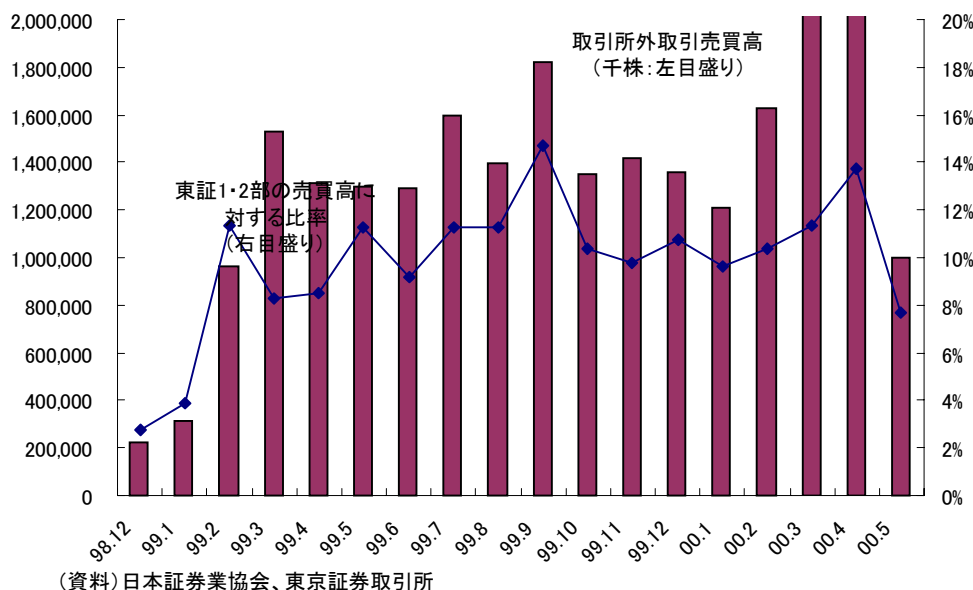
<sup>1</sup> 大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000 年）、110～114 頁。

<sup>2</sup> 大崎貞和「我が国における証券取引所規制の見直し」『資本市場クォーターリー』1998 年夏号参照。

- ① 証券取引所が開設する市場の補完的役割を果たすものとされてきた証券業協会が開設する株式店頭市場を「店頭売買有価証券市場」とし、取引所市場と対等の立場に位置づける。
- ② 証券取引所の設立に関する手続きの規定を整備し、免許基準を見直すとともに、取引所間の合併を可能にする。
- ③ 取引所集中義務を見直し、上場株式等の取引所外取引に関する規定を整備するとともに、日本証券業協会の自主規制規則において、取引所外取引の価格に関する規定等を設ける。
- ④ 証券会社が電子取引システムを運営する、いわゆる PTS 業務を認可業務として位置づけ、電子取引システム上での価格決定の方法についての規定を設ける。
- ⑤ 証券取引所の業務に関する厳しい制限を緩和するとともに、一つの取引所が複数の有価証券市場の運営にあたることを認める。また、有価証券の上場承認制度を届出制に改める。

これらの見直しを受けて、主として機関投資家による大口のクロス取引や VWAP（加重平均価格）取引などを対象とする取引所外取引が定着している（図1）。また、広島、新潟の両証券取引所が東京証券取引所と合併して市場を閉鎖するなど、我が国株式市場の伝統的な秩序を大きく揺るがす変化も生じ始めている。しかし、この金融システム改革法による証券取引法改正では、証券取引所を会員組織をとる証券取引法上の法人とする規定や営利目的の事業を禁止する規定は、そのまま残されたのである。

図1 上場株取引外取引の推移



金融システム改革法施行後の 1999 年 2 月に発表された東京証券取引所証券政策委員会の報告書「東証の将来像について ～新たなステージへの道標として～」は、こうした経緯を踏まえながらも、東証がより活力ある組織形態を模索していく中での選択肢の一つとして、株式会社への転換があり得るとの提言を盛り込んだ。この提言内容は、当時は、あくまで中長期的な展望を示したものと受け止められていたが、6 月にナスダック・ジャパン構想が発表され、株式会社であるソフトバンクが深く関与する形で「ナスダック・ジャパン市場」が創設される可能性が高まったことや、それまで欧州のみの現象ととらえられることもあった会員組織から株式会社形態への転換がアジアや米国でも本格的に検討されるようになってきたことなどから、急速に現実的な検討課題として浮上し始めた<sup>3</sup>。

1999 年 11 月には、金融審議会第一部会に証券取引所の組織形態の在り方等に関するワーキング・グループ（座長：神田秀樹東京大学法学部教授）が設置され、株式会社形態の証券取引所を容認する方向での検討が開始された。2000 年 2 月には、このワーキング・グループの検討内容が報告書として公表され、提言内容に基づいた法改正準備作業が進められることになった。

こうして、異例とも言うべき迅速さで検討が進められた証取法改正案は、2000 年 3 月に国会へ提出され、5 月 23 日に成立した。改正法のうち、株式会社形態の証券取引所設立を可能とする規定は、2000 年 12 月 1 日から施行される（改正法附則 1 条）。

## 2. 証券取引法改正の内容

### 1) 証券取引所規制の見直し

#### (1) 株式会社形態の証券取引所の容認

今回の法改正によって、これまで会員組織の法人とされてきた証券取引所の組織形態として、新たに株式会社が認められることになった。すなわち、証券取引所の定義に関する条文が改められ、証券取引所とは、「金融再生委員会の免許を受けて有価証券市場を開設する証券会員制法人又は株式会社をいう」と規定されたのである（証取法 2 条 14 項、以下改正証取法については原則として条数のみを示す）。なお、証券会員制法人とは、法改正によって新たに導入された用語であり、従来の会員制証券取引所を指す。

これまで、証券取引所は、証券会社または外国証券会社が免許を受けて設立するものとされ、その設立手続きが証取法に定められてきた（旧証取法 81 条以下）。しかし、今回の法改正により、商法の手続きによって設立される株式会社が証券取引所となる可能性が認められたことから、証券取引所設立の免許制度は、設立された証券取引所に対する有価証

<sup>3</sup> なお、その後、ナスダック・ジャパンは、大阪証券取引所内の新市場と位置づけられることになった。大崎貞和「本格化する我が国の株式市場間競争」『資本市場クォーターリー』2000 年冬号参照。

券市場開設の免許制度に改められた（証取法 80 条）。また、証取法上の法人である証券会員制法人については、従来の会員制証券取引所とほぼ同じ設立手続きが、証取法に定められることになった（87 条の 8 乃至 89 条）。

なお、有価証券市場は免許を受けた証券取引所でなければ開設してはならないものとされるが（80 条 1 項）、この規定は、①証券業協会が店頭売買有価証券市場を開設する場合、②証券会社等がいわゆる私設取引システム（PTS）業務を認可を得て営む場合、には適用されない（80 条 2 項）。この規定に反して開設される有価証券市場における有価証券の取引は罰則をもって禁止される（167 条の 2、200 条 16 号）。これは、従来のいわゆる取引所類似施設の禁止にあたる規定である。

## （2）会員制証券取引所の株式会社形態への転換

改正証取法は、新たに株式会社形態による証券取引所の設立を容認したばかりでなく、既存の取引所を含む会員制証券取引所が株式会社形態の証券取引所に組織を変更する途を開いた（101 条）。

会員制証券取引所が、この組織変更を行うためには、組織変更計画書を作成し、会員総会の決議により承認を得なければならないものとされる（101 条の 2）。組織変更計画書には、組織変更の時期、会員に対する株式の割当て、組織変更に際して発行される新株の種類や数、など必要な事項が記載される（101 条の 2、5 項、101 条の 9）。組織変更後の株式会社の定款の策定や役員を選任も会員総会において行われる（101 条の 2、2 項）。

なお、株式会社形態の証券取引所においては、株主としての地位と取引参加資格は明確に分離され、取引資格については業務規程で定められることになる（107 条の 3）。これに対し、会員制証券取引所の場合、会員は全て取引参加者であり、組織変更によって取引参加権がどのような影響を受けるかは大きく利害に係わる問題である。しかし、改正法では、この点については特に規定を設けなかった。金融審議会の報告書では、この問題は、「株式会社化する際の契約上の地位への移行の問題として、関係者間で十分議論されるべきである」とだけ触れている。

株式会社形態への組織変更は、金融再生委員会の認可を受けなければ効力を生じないものとされる（101 条の 11）。この認可の基準は、有価証券市場開設の免許基準とほぼ同じであり、従来の証券取引所設立免許基準の内容に加え、申請者が有価証券市場を適切に運営するに足りる人的構成を有するものであるという要件が設けられている（83 条、101 条の 12）。

## （3）証券取引所に対する一般的規制

証券取引所に対しては、その組織形態が株式会社であるか、証券会員制法人であるかを問わず、次のような規制が課せられることになる。

### ①名称または商号の制限

証券取引所は、名称または商号のうちに「証券取引所」という文字を用いなければならないものとされ、証券取引所でない者がそれと誤認されるような文字を用いることは禁止される（86条）。

### ②業務範囲の制限

証券取引所は、「取引所有価証券市場の開設及びこれに附帯する業務のほか、他の業務を営むことができない」と定められる（87条の2）。しかし、株式会社という営利法人の形態をとる証券取引所の設立が容認されたため、「証券取引所は、営利の目的をもって業務を営んではならない。」（旧証取法86条）との規定は削除された。

### ③自主規制機能の発揮

証券取引所は、会員または取引参加者（株式会社形態の取引所の場合）が法令等を遵守しなければならない旨及び法令等に違反した会員等に対し制裁措置を講じる旨を定款に記載しなければならないものとされる（87条）。これは、いわゆる証券取引所の自主規制機能を明確化するために設けられた規定である。

### ④当局による監督

証券取引所は、金融再生委員会による監督に服するものとされ、免許の取消、定款等の変更命令、などの処分を受ける可能性がある（151条、154条、155条）。また、証券取引所の定款、業務規程、受託契約準則の変更にあたっては、金融再生委員会による認可が必要である（152条）。これらの規定は、従来の規制を踏襲したものである。

## 2) 株式会社形態の証券取引所に対する規制

改正法では、株式会社形態の証券取引所のみ適用される規制もいくつか設けられている。

### ①単一株主による株式保有の制限

改正証取法は、「何人も、株式会社証券取引所の発行済株式の総数…の百分の五を超える数の株式…を取得し、又は所有してはならない」と定めている（103条）。この規定は、株式会社化された証券取引所の経営が特定の少数者に委ねられ、投資家保護などの公益が損なわれることを防ぐ趣旨で設けられたものである。同様の制限は、既に証券取引所が株式会社化されているオーストラリアなどにもみられる。

もっとも、会員制の証券取引所の株式会社化を進める背景の一つとして、株主によるコーポレート・ガバナンスの強化を図り組織運営を効率化することができるという理由があ

げられることが多い。そうした観点からは、このような制限を設けることで株主構成が極度に分散化し、経営に対するチェック機能が低下する恐れがあるとの見方もできよう。

## ②証券取引所株式の自市場への上場

株式会社形態の証券取引所は、株式を自市場を含めた有価証券市場へ上場する可能性がある。しかし、自市場への株式上場の際には、上場審査の在り方が歪められるという懸念も否定できない。実際、我が国では、戦前の東京株式取引所（株式会社形態）において、いわゆる当所株の長期清算取引を利用した投機的取引が盛んに行われ、取引所側も場口銭収入を確保するといった観点からそれを事実上奨励したという歴史がある。

そこで、改正法では、証券取引所が、自らの株式や子会社の株式を上場しようとする場合には、一般の上場届出制度の適用を受けず、「その上場しようとする取引所有価証券市場ごとに、その上場について、金融再生委員会の承認を受けなければならない」との規定を設けた（110条2項）。

## 3) PTS 規制との関係

1998年12月に施行された金融システム改革法に伴う証券取引法改正によって、我が国においても、証券会社が証券取引所に類似した機能を担うような電子取引システム（いわゆるPTS、あるいはATS）を運営することが認められるようになった。PTS等は、株式会社が営利目的をもって運営する取引システムであるという点において、株式会社形態の証券取引所に類似する側面を有する。

証取法は、PTSによる売買価格の決定方法について、①上場証券について、取引所の売買価格を用いて価格を決定する、②証券業協会が開設する店頭市場の登録証券について、協会が公表する売買価格を用いて価格を決定する、③顧客の間の交渉に基づく価格を用いる、④その他総理府令、大蔵省令で定める方法を用いて価格を決定する、という四つの方法を定めている（2条8項7号）

一方、金融庁の事務ガイドラインでは、PTS業務の認可にあたっては、「売買価格の決定方法が、証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持つ方法によって行われるものではないこと」や「顧客の間の交渉に基づく価格を用いる場合には、有価証券の売出しに該当するような売買条件の提示を、法令上の義務を果たさずに行ってはならない旨を顧客に周知徹底する方法が確立している」といった点に留意すべきとされているほか、「証券取引所と同程度の高い価格形成機能を持たないようにするものとする」との認可条件を付すべきことが定められている（事務ガイドライン3-1-3）。

従来、これらの認可条件に従って認可された証券会社によるPTS業務に対しては、いわゆる取引所類似施設開設の禁止に関する規定は適用されないものとされてきた（旧証取法167条の2、3項）。今回の改正では、この取引所類似施設に関する規定は削除されたが、

規制の基本的な枠組みは維持されている。

すなわち、法律に従って認可された証券会社による PTS 業務に対しては、「有価証券市場は、金融再生委員会の免許を受けたものでなければ、開設してはならない」との規定は適用されないものとされる（80 条 2 項 2 号）。但し、同時に、この適用除外条項からは、「競売買の方法その他の総理府令で定める方法を定めて行う場合を除く」とも規定されている（同号）。これは、従来ガイドラインによって示されてきた「証券取引所と同程度の高い価格形成機能」を具体的に表現した規定とみられ、PTS を営もうとする者が、「競売買」によって価格形成を行うような仕組みを採用しようとする場合には、有価証券市場開設の免許を取得させようとする趣旨と考えることができよう。

なお、「競売買」とは、東京証券取引所等で行われているイタヨセ方式、ザラバ方式といった競争売買による価格決定方法を指す言葉であり、戦前の取引所法に関する勅令や概説書などにおいて用いられていたものである<sup>4</sup>。

### 3. 評価と展望

#### 1) 取引所株式会社化規定の課題

今回の法改正によって、我が国においても、株式会社形態の証券取引所を設立することが可能となった。また、組織変更に関する規定が整備されたことで、諸外国で行われているような会員制取引所の株式会社形態への転換も可能となった。組織変更後の新株発行による増資や株式の上場といった途も開かれた。今回の改正が、我が国の証券取引所の組織形態をより柔軟なものとし、グローバルに拡大する市場間競争への対応をより容易にするという狙いをもってタイムリーに行われたことは評価に値する。

もっとも、今回の法改正が、既存の会員制証券取引所が直ちに株式会社形態へと組織変更すべきとの前提に立って行われたものではないという点には十分に注意する必要がある。金融審議会の報告書においても、「株式会社化のメリットの現れ方は、市場規模等、各証券取引所の置かれた環境により異なるものと考えられる」と指摘されている。実際、証券会員制法人という会員組織が改正法においても認められており、個々の証券取引所が組織変更を実施すべきかどうかについては、慎重な検討が望まれる。

また、今回の法改正の結果、証券取引所の経営が十分に柔軟な形で行われるようになるかどうかについては、やや疑問も残る。例えば、改正法は、複数の証券取引所を運営する持株会社のような形態を想定したものとはなっていない。海外では、ドイツ証券取引所やスウェーデンの OM グループのように、持株会社形態を利用しながら、国際的に証券取引

<sup>4</sup> 例えば、「取引所ノ資本金、営業保証金、株式、手数料、積立金及売買取引ノ方法ニ関スル規程並仲買人免許料金額ノ件」（明治 26 年 7 月 22 日勅令第 74 号）13 条。



所運営、取引所向けシステム開発、など多彩なビジネスを展開する企業グループが登場し始めている。単一の株主による株式会社証券取引所の株式保有は5%を上限とするという規定が設けられている以上、改正法の下でも、こうした企業グループが我が国で取引所を「経営」することは恐らく困難であろう。業務範囲の制限に関する規制も取引所による多様な事業展開の妨げとなりかねない。

なお、2000年7月3日、東京証券取引所が、取引所の組織形態に関して株式会社化を含めてそのあり方について幅広い観点から審議することを目的として、「組織形態のあり方に関する特別委員会」を設置すると発表している。また、大阪証券取引所でも、株式会社形態への組織改編が検討課題として上っている。

## 2) PTS 規制の課題

一方、今回の法改正によって、これまで曖昧さが残されていたPTS規制の在り方がかなり明確になったように思われる。もっとも、そこで明確にされた政策が、市場間（もしくは取引システム間）競争の促進という観点から望ましいものであるかどうかは、疑問無しとしない。

電子証券取引の先進国である米国では、1997年の証券取引委員会（SEC）による顧客指値注文の取扱いに関するルールの施行を一つの契機として、新しい電子証券取引ネットワーク（ECN）と呼ばれる擬似的な証券取引所がナスダック市場における取引高の約3割を取り扱うなど、急速な広がりを見せている<sup>5</sup>。

1970年代以降、SECは、証券取引所とECNなどの電子取引システム（かつてはPTSと呼ばれたが、現在では、ATS、代替取引システムと総称される）を規制上区別するために、取引の方法や立会場やマーケット・メーカーの有無、参加者の属性といった様々な要素に注目しながら試行錯誤を繰り返してきた<sup>6</sup>。しかし、ECNが成長し、市場に対する影響力を拡大させる中で、SECは、1998年12月、レギュレーションATSを採択し、ATSと取引所を概念上厳密に区別し、証券取引所には取引所登録を求める一方、電子取引システムを証券会社として規制するという従来の政策を放棄し、ATSが取引所にあたることを正面から認めた上で、実際上の規制コスト負担への配慮から取引所登録、ATSとしての登録のいずれかをシステム運営者自身に選択させるという方針を打ち出したのである<sup>7</sup>。

このレギュレーションATSでは、システム上での価格決定方法の違いや価格形成機能の高低といった側面ではなく、当該システムの運営者が会員に対する自主規制機能を行使しているかどうか（自主規制を行う場合は証券取引所）、取扱い証券の全取引高に占める当

<sup>5</sup> 大崎、注1前掲書、第3章参照。

<sup>6</sup> SECによる電子取引システム規制の変遷については、大崎、注1前掲書、第4章参照。

<sup>7</sup> 大崎貞和「米国におけるATS（代替的取引システム）規制の導入」、『資本市場クォーターリー』1999年冬号参照。

該システムの取扱いシェアが大きいかどうか（大きい場合にはATSであっても取引所と同じように情報開示、公平な取引参加の確保、システム容量やセキュリティの確保、などの規制を課される）といった実態面に着目しながら、より公共性の高い（市場としての影響力の大きい）システムにはより厳しい規制を課するという姿勢が明確にされている。

これに対して、我が国の規制体系では、今回の改正法においても、専ら価格決定方法の違いに着目しながら、特定の価格決定方法を採用した取引システムを「有価証券市場」としてPTSよりも厳格に規制するという考え方がとられている。この考え方は、むしろ、今回の法改正によって「競売買」という価格決定方法の例示が明文化されたことにより、いままでも鮮明になったとみることすらできよう。

しかしながら、厳しい規制を必要とするような公益性が、特定の価格決定方法を採用することによって必然的に生まれるものであるかどうかは大いに疑問である。取引量の少ない「取引所」についてはSECへの登録義務を免除するという米国における登録免除取引所の制度もそうした理解に基づいている。取引量が少なければ、それだけ公益性は小さく、たとえ概念上「取引所」に該当するとしても、取引所としての厳しい規制や監督を課す必然性はないとしているのである。レギュレーションATSは、こうした考え方を更に進めて、全ての「私設」電子取引システムを概念上「取引所」に包含した上で、規制の必要性の小さいものについては様々な義務を免除したのである。

我が国の制度は、「競売買」などの「価格形成機能の高い」価格決定方法を採用する電子取引システムを取引所として厳しく規制するという趣旨のように見受けられる。米国のECNなどの取引仕法には「競売買」に該当すると考えられるものが少なくないため、我が国では、ECNと同じようなシステムを運営しようとするれば、証券取引所のステータスを得る必要があると考えられることになる。証券取引所に対しては、今回の法改正によって株式会社形態が容認されることになったとはいえ、厳しい専門義務や株主構成の規制などを課されることになるため、実質的な参入障壁は非常に高い。ECNのように、証券会社が単独で運営することも認められない。しかし、取引高がわずかで、市場全体に及ぼす影響も大きくない電子取引システムが、特定の価格決定方法を採用しようとするだけで、そうした厳しい規制に服すべきとする合理的な理由があるようには思われない。

その反面、我が国では、コンピュータ・ネットワーク上で複数の証券会社が気配値を提示して株式の売買を可能とするという、米国のナスダック市場と基本的には同じ仕組みをとる取引の場が、一証券会社によって、PTSとしての認可も必要とされないまま運営されている。ディー・ブレイン証券のVIMEX（ベンチャー投資マート）がそれである。仮に、こうした仕組みが、投資家と気配を提示する証券会社との間の「相対取引」であり、「価格形成機能」が高くないと見なされて、認可等を要求されていないとすれば、ナスダックの仕組みをそのまま持ち込んだとしても「相対取引」であり、取引所どころかPTSですらないものと見なされることになりはしないだろうか。特定の価格決定方式の有無に着目して、取引所、PTS、通常の証券売買仲介業務の三つを区別しようとする限り、こうした歪み

が生じることが避けられないのではなかろうか。

#### 4. わが国初の私設取引システム PTS に対する認可

##### 1) 認可された PTS の概要

2000年6月30日、金融監督庁（現金融庁）は、「BB 株式 Super Trade」を運営する日本相互証券、ソフトバンク・ファイナンスとリーマン・ブラザーズの合弁会社であるイー・ボンド証券、の2社に対して、証券取引法に基づく私設取引システム（PTS）業務認可を与えた（表2）。これは、「金融ビッグバン」に伴う証券取引法改正の施行（1998年12月）以来、初めてのPTSに対する認可である。

表2 認可されたPTSの概要

システムの名称	BB 株式 Super Trade	イー・ボンド
運営証券会社	日本相互証券 （債券の業者間取引の仲介を主要業務とする証券会社）	イー・ボンド証券 （ソフトバンク・ファイナンスとリーマン・ブラザーズの合弁会社）
取引対象	取引所上場株、店頭株のうち売買高が多い200銘柄程度	政府保証債、特殊債、地方債、金融債、社債、円建て外債など比較的流動性の低い債券
取引参加者	証券会社を中心とするが、機関投資家にも端末を設置する	証券会社及び機関投資家
取引の方法	電子取引端末上で価格、数量等を顧客間で交渉し、約定が成立した場合、日本相互証券が取引の相手方となる	透明性の高いシステム上での約定となると共に、イー・ボンド証券が取引の相手方となり匿名での取引が可能となる
取引時間	8:00～9:00 11:00～12:30 15:10～19:00	未公表
システム開設の狙い	取引所の取引時間外に上場、店頭登録株式の取引を可能とし、現在、証券会社が相手方となる取引所外取引や ToSTNet などのシステムを通じて行われている立会外取引の需要を吸収する	売り手と買い手をインターネットでつなぐ取引システムを提供することで、流動性を確保し、透明性を高め、効率を向上させる

（出所）野村総合研究所

日本相互証券のPTSは、株式の時間外取引を行うシステムであり、機関投資家や証券会社の取引ニーズに焦点を当てている。米国のECNの中には、マーケットXTのように時間外取引に特化したものもあるが、オンライン証券会社と提携してリテール注文の取り込み

を図っている点が異なっている。一方、イー・ボンド証券の PTS は、株式を取り扱う ECN とは異なり、債券を取り扱う点が特徴である。最近、欧米においても、様々なタイプの債券の電子取引システムが登場している（表 3）。

表 3 欧米における主要な債券電子取引システムの例

<p>①シングル・ディーラー・システム： ディーラー証券会社が顧客との間で行う売買を電子化するための仕組み。 米国債ではベア・スターンズ、ゴールドマン・サックスなどが開設。</p> <p>②マルチ・ディーラー・システム： 複数のディーラーをマーケット・メーカーとする仕組み。 トレードウェブ、MTS など。</p> <p>③インターディーラーブローカー・システム： IDB が業務を電子化するための仕組み。 e スピード、インスティネット、リバティアー・ダイレクトなど。</p> <p>④機関投資家間のマッチング・システム： ボンドリンクなど。</p>
--

（出所）野村総合研究所

## 2) PTS に対する認可の意義と今後の展望

このように、今回認可された二つの PTS は、いずれも米国の ECN のような株式の売買注文をオークション方式によりながら自動的にマッチングさせる仕組みとは大きく異なっている。従って、先に触れたような「競売買」をめぐる問題は、生じ得なかったものと考えられる。

今回の認可により、わが国にも、本格的な私設電子取引システムが登場することになったわけだが、今後は、二つの PTS がビジネスとして成功を収めるかどうか注目されよう。しかし、現時点では、どの程度の取引参加者を集めることが出来るかなど、不透明な点が多く判断は難しい。

日本相互証券の PTS について言えば、既に一定の取引量のある取引対象を取り扱う点で、取引参加者の関心は集めやすいだろうが、その反面、競合する既存の仕組み（証券会社の取引所外取引や証券取引所が運営する立会外取引のシステム）に比べて取引費用や執行の確実性などの面で優れていることを示せなければ、十分な流動性を確保できないという恐れがある。

一方、イー・ボンド証券の PTS について言えば、現在、取引が不活発な証券を取引対象としている点で、競争相手がいないという有利さがある。その反面、機関投資家や証券会社の取引ニーズが高まらない場合、流動性が失われるという懸念もある。

今回認可された二つの PTS に加えて、今年 1 月には、三井物産が、オンライン証券会社と提携して米国流の ECN の開設を構想しているとの報道もなされた。米国で ECN を運営しているインスティテュート証券やブルームバーグ・トレードブック・ジャパン証券は PTS 業務こそ行っていないものの、既にわが国に進出している。債券取引の分野でも、欧州の MTS や米国の e スピードが、わが国への進出を計画していると言われる。株式のクロッシング・システムとして成功している POSIT が日本市場に対する関心を強めているという情報もある。今後も、新たな PTS の開設が進むことは十分に予想される。

もっとも、わが国においては、既に触れたように、PTS の運営にあたって価格決定の方法に制限が加えられることや米国ナスダック市場と東証の取引仕法が大きく異なっていることなどから、PTS の開設が進むとしても、近い将来、米国のように ECN が大きな取引シェアを確保するといったことは考えにくい。むしろ、機関投資家の取引ニーズに応える PTS などが、それぞれのニッチを求めながら工夫を凝らしていく、といった状況が展開するのではなかろうか。

(大崎 貞和)