

## わが国の新しいPTS（私設取引システム）規制

2000年10月26日、金融庁は、「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針」を公表し、証券会社が営む私設取引システム（PTS）の認可に関する新たな基準を提案した。この指針は、パブリック・コメントに基づく修正を経て、11月16日に正式に決定された。指針で明らかにされた総理府令、ガイドラインの改正は株式会社形態の取引所を認める証取法改正に伴う施行令等の改正とともに12月1日から施行され、新たな指針に基づく認可が開始されることになる。

### 1. PTS 規制見直しの背景

#### 1) PTS とは

私設取引システム（PTS: proprietary trading system）とは、証券会社が運営するコンピュータ・ネットワーク上で機関投資家や証券会社など多数の取引参加者による株式や債券の売買注文を付け合わせるための仕組みである。最近では、伝統的な取引所に代わる証券取引の場という意味を込めて、代替的取引システム（ATS: alternative trading system）と呼ばれることが多い。

PTS（あるいはATS）は、1969年に米国で開設されたインスティネットがその嚆矢とされる。1980年代後半以降、電子証券取引の広がりとともに取引高を拡大させ存在感を増してきた。とりわけ、1997年の米国証券取引委員会（SEC）による注文執行義務規則の施行をきっかけとして登場した電子証券取引ネットワーク（ECN: electronic communications network）と呼ばれる取引システムは、ナスダック市場取引高の3割から4割を処理するまでに発達し、大きな注目を集めるようになった<sup>1</sup>。

米国では、インスティネットの開設以来、私設取引システムは原則的に証券ブローカー・ディーラー（証券会社）としての規制に服してきた。これに対してわが国では、証券取引法によって証券取引所以外の者が有価証券の売買取引のために市場を開設することが禁じられていた（1998年改正以前の87条の2）ため、PTSのような仕組みを導入することはできないものと考えられてきた。

「フリー、フェア、グローバル」を旗印に掲げて実施された金融システム改革（金融ビ

<sup>1</sup> 米国における電子取引システムの発達とECNについては、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）第3章、第4章参照。また、大崎「米国の電子証券取引ネットワーク（ECN）」『資本市場クォーターリー』1999年秋号参照。

ッグバン) では、証券市場間競争の促進による市場の効率化と質の向上を狙いとして、この点が全面的に改められた。すなわち、PTS の運営が証券会社の認可業務の一つとして認められ、この認可を受けて行う PTS に対しては、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たのである(証取法 2 条 8 項 7 号、2000 年改正以前の 167 条の 2、3 項)。2000 年 6 月には、この規定に基づく初めての認可が、2 つの PTS に対して与えられた(表 1)。

表 1 認可された PTS の概要

システムの名称	BB 株式スーパートレード	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・ブラザーズの合併会社)
取引開始	2000 年 9 月 4 日	未定
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	7:50~8:50 11:10~12:20 15:10~17:00 17:10~19:00	未定
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、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た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

## 2) 金融ビッグバン後の PTS 規制の問題点

金融ビッグバンによる PTS の解禁は、これまで事実上証券取引所によって独占されてきた売買注文のマッチング機能の提供を証券会社にも認め、いわゆる市場間競争の可能性を広げたという点で画期的意義を有する。しかしながら、そこで認められた PTS 業務に対する制約は大きく、米国の ECN のような仕組みが容認される可能性は小さいものと考えられた。その反面、日本相互証券による債券の業者間売買の仲介業務のようなコンピュータ・システムを駆使した注文のマッチングが、PTS としては規制されないという不均衡も存在

した。

こうした問題が生じた最大の要因は、わが国の法制上、PTSでの売買価格決定の方法が、著しく制限されていたことにある。すなわち、証取法は、PTSにおける売買価格の決定方法を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顧客間の交渉に基づく価格を用いる、という三つの方法に限定した（2条8項7号）。これらの方法のほかに、法文上は、「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」ことが認められていたが、対応する府令、省令は制定されなかったのである。

このため、金融監督庁（当時）による認可を受けた二つのPTSは、いずれも顧客間の交渉による価格決定を行うものとされたが、交渉という体裁をとるために希望の価格や数量が一致する注文があっても自動的にマッチングしない仕組みを採用するなど、不合理な措置を講じざるを得なかったのである。

なお、PTS上での価格決定の方法が制限されたのは、PTSは証取法上の有価証券市場である取引所や証券業協会の市場と同程度の高い価格形成機能を持つべきではないとする考え方に基づいている。

法文に列挙された価格決定方法のうち、①と②は、いずれも価格形成機能を全く有しない、いわゆるクロッシング取引の方法である。また、③は、取引参加者による個別的な相対の交渉であるため、価格形成機能が著しく低いものと判断された。金融庁の事務ガイドラインでも、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」に留意すべきとし、「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たのである（事務ガイドライン3-1-3）。

更に、2000年5月には、従来の会員組織取引所に加えて、株式会社形態の証券取引所の設立を認めるための証取法改正が行われたが、そこでもPTS上での価格決定方法に一層の制約を加えかねない条項が設けられた<sup>2</sup>。

すなわち、この改正では、これまでの証券取引所設立免許制度に代わる有価証券市場開設の免許制度が導入された。そして、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た（80条2項2号）。ところが、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」とも規定されたのである（同号）。つまり、PTSは「競売買」等に該当する価格決定方法を採用できないことになったわけであり、「競売買」という文言の解釈次第では、PTSの仕組みが大きな制約を受ける可能性が生じたのである。

<sup>2</sup> この改正は2000年12月1日から施行された。詳しい内容については、大崎貞和「株式会社形態の証券取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

## 2. PTS に関する新しい指針の内容

2000 年 11 月に決定された金融庁の「私設取引システム (PTS) 開設等に係る指針」とそれに基づく総理府令、事務ガイドラインでは、PTS 業務における売買価格の決定方法として、法文に列挙されたもの以外に新たな方法が認められた。また、PTS に対する監督規制の内容や基準の明確化が図られた。同時に、2000 年 5 月に成立した証取法改正の施行に伴う施行令等の改正も公布された。

既に、新しい PTS 規制に基づく認可申請が複数の証券会社によって行われており、2001 年 1 月 19 日には欧州で債券取引システムを運営している MTS の日本法人であるエムティーエスジャパン証券、国債取引の仲介業務を以前から営んできたガーバン東短証券の 2 社が認可を受けた。両社は、いずれも国債の取引を行う PTS を運営するが、今後は株式を取引する新たなシステムも登場する見込みである。

### 1) 売買価格決定方法の拡充

新たな指針によって認められることとなった売買価格の決定方法とは、次のようなものである (証取法定義府令 8 条の 2)。

#### ①顧客注文対当方式

「顧客の提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合には、当該顧客の提示した指値を用いる方法」とされる。顧客同士の注文を対当させることにより取引を成立させるという方法である。証券取引所で行われるイタヨセ、ザラバの取引仕法 (これが証取法 80 条 2 項 2 号にいう「競売買」にあたりと考えられる) に類似しているようにも思われるが、成行注文が認められないという点に大きな違いがある。

この方法による価格決定が認められることで、「顧客間の交渉」という形を装うために自動マッチングの機能を排除するといった不合理な対応を講じる必要がなくなり、かなり効率的な PTS の導入が可能となった。

#### ②売買気配提示方式

「証券会社…が、同一の銘柄に対し自己又は他の証券会社…の複数の売付け及び買付けの気配を提示し、当該…気配に基づく価格を用いる方法 (複数の証券会社等が恒常的に売付け及び買付けの気配を提示し、かつ当該売付け及び買付けの気配に基づき売買を行う義務を負うものを除く)」とされる。

すなわち、複数の証券会社が、PTS 上でいわゆるマーケット・メーカーとして気配を提示して顧客からの売買注文に応じるという方法である。但し、株式店頭市場におけるマーケット・メイク方式のように、確立されたルールに基づいて、特定の証券会社が常時気配

を提示し、一定量の売買に応じる義務を負っているような仕組みは含まれない。こうした高度に組織化されたマーケット・メイクは、価格形成機能が高く「競売買」と同様に有価証券市場に特有の価格決定方法とされるべきだと判断されたのである（証券取引所に関する総理府令1条）。

この方法による価格決定が認められることで、顧客の指し値によって価格を形成する、いわゆるオーダー・ドリブン方式のPTSに加えて、証券会社が気配を提示することで価格を形成する、いわゆるクォート・ドリブン方式のPTSを開設する途が開かれることになった。

このように、新たな指針によってPTSとして認められる価格決定方法が拡充されたわけだが、PTSとしての認可を受けずにPTS業務を営むことは罰則（200条の1）をもって禁止されているだけに、コンピュータ・システムを利用しながら営む証券業務であって認可を受ける必要がない場合がどのようなものであるかが、明確にされなければ実務上は支障が大きい。例えば、システム上で複数の気配を提示する仕組みは、「売買気配提示方式」にあたりとされたわけだが、証券会社が単独でマーケット・メーカーとなり、一つの気配を提示しながらコンピュータ・システム上で顧客との売買に応じるような場合の取扱いが問題となり得る。

こうした点については、米国流のノー・アクション・レターによって、個別のシステム毎に認可が不要である旨の確認を与えるという方法も考えられるだろうが、今回は、事務ガイドラインの改正で次のような項目を設けることで、明確化が図られた（事務ガイドライン3-1-3(1)）。

- 「① 取引所有価証券市場又は店頭売買有価証券市場における有価証券の売買の取次を行う、又は他の単一の証券会社に有価証券の売買の取次を行うシステムについては、私設取引システム及び取引所有価証券市場等に該当しないものとする。
- ② 顧客との間で有価証券の売買を行う自己対当売買のシステムであっても、多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づき売買を成立させていくものについては、私設取引システム又は取引所有価証券市場等に該当する場合がある。」

①は、証券会社各社が個人顧客向けに提供しているインターネットを通じたオンライン取引サービスのように、コンピュータ・システムを通じて売買注文を集める仕組みを指している。「他の単一の証券会社に有価証券の売買の取次を行うシステム」とは、取引所非会員証券会社が会員証券会社に注文を取り次いだり、取引所外のマーケット・メーカーに注文を取り次いだりする仕組みを念頭に置いているものと考えられる。他の複数の証券会社に取次を行うシステムであれば、気配提示方式によるPTSに該当する可能性が生じるのであろう。

一方、②は、証券会社が単独でマーケット・メイクを行う場合のやや特殊な状況を想定した規定と考えられる。一般にマーケット・メイクを行う証券会社は、顧客からの注文状況や自己のポジションの状況を勘案しながら気配を変更していくものと考えられるが、予め顧客の売買注文を集めておいて（いわゆるリーブ・オーダー）、需給が均衡することを確認した上で顧客注文の価格に合わせて気配を提示すれば、実質的には顧客の注文同士を対当させているのと何ら変わりなくなる。ガイドラインのこの規定は、そうした実態があれば PTS としての認可が必要となることを示しているのである。また、こうした規定が設けられている以上、顧客の注文同士を対当させているとは考えられない通常の単独マーケット・メイクについては、コンピュータ・システムを利用したとしても、PTS 業務の認可が必要とされないことは明らかであろう。

以上の議論は、次の表のようにまとめることができよう。

表 2 価格決定の方法と規制上の位置づけ

	オーダー・ドリブン方式	クォート・ドリブン方式	その他
有価証券市場	・ 指値注文と成り行き注文が認められる取引所市場におけるイタヨセ、ザラバ方式（競売買）	・ 複数のマーケット・メイカーが恒常的に気配を提示して売買に応じる株式店頭市場におけるマーケット・メイキング	－
PTS	・ 指値注文のみによるマッチング（顧客注文対当方式） ・ 顧客間の相対交渉による価格決定（顧客間交渉方式）	・ 複数のマーケット・メイカーが気配を提示して売買に応じる方法（売買気配提示方式） ・ 単独マーケット・メイカーによるシステムで顧客注文を集約して気配を提示するもの	・ 取引所や株式店頭市場における売買価格を用いて行うクロッシング取引（市場価格売買方式）
通常の証券会社による業務	・ 顧客の指し値に対して証券会社が自己勘定で向かう取引 ・ 有価証券市場や他の単一の証券会社への取次	・ 単独マーケット・メイカーによるマーケット・メイキング	－

（出所）野村総合研究所

なお、PTS との境界線があいまいであるとしばしば指摘されるものの一つに情報ベンダーによる気配情報等の提供画面がある。こうした画面は、証券取引の円滑化を助けているという点で証券業務（ひいては PTS 業務）の機能に類似するが、一方で、実際の取引には係わっていないという大きな違いがある。

この点について、今回の指針では、パブリック・コメントに対する考え方の提示という形で一定の基準を明らかにした。すなわち、「複数の証券会社等が提示している気配に一覧性があり（気配の競合）、専用情報端末の配布や注文・交渉のためのリンク等の設定を始めとする取引条件に係る合意手段が提供されている場合には、証券取引法における証券業（「媒介」）に該当し、かつ PTS 業務の認可を併せて要するものとする。」としてい

る。こうした仕組みは、単なる金融情報の提供とは言えず、「売買気配提示方式」による価格決定を行うPTSに該当すると考えられるのであろう。

## 2) PTS に対する監督・規制の見直し

### (1) PTS 運営にあたっての義務や留意事項

従来の事務ガイドラインでは、PTS に対しては、認可にあたって、価格決定方法についての留意事項に加えて、①証券業務経験 5 年以上の者が責任者となり業務の遂行に必要な組織及び人員配置を行うこと、②顧客の本人確認を行う方法を確立すること、③インサイダー取引等の取引の公正を害する売買を排除する方法を確立すること、が運営にあたっての留意事項として要求されていた。

今回の指針では、これら PTS を運営する証券会社の内部管理に関する事項のほかに、①売買価格の決定方法や決済不履行の場合の取扱い、提示された価格での約定可能性などに関する顧客への十分な説明義務、②システムのバック・アップやテストの実施などを含むシステムの容量等の安全性・確実性の確保、③PTS 業務部門とその他の部門で業務に従事する者を明確に区別することを含む取引情報の機密保持のための予防措置、についても、具体的な留意事項が定められた（事務ガイドライン 3-1-3(2)②以下）。一方、総理府令において、PTS 上での取引量に関する月次報告や取引記録の作成が義務づけられることになった（証券会社府令 33 条 2 号の 2、60 条 1 項 14 号）。

また、これまで PTS 上での取引価格などの情報については、特に公表等は求められていなかったが、今回、公正な取引を確保するという観点から一定の義務が課されることになった。すなわち、事務ガイドラインにおいて、「最良気配・取引価格等を他の私設取引システムと比較可能な形で、リアルタイムで外部から自由にアクセスすることが可能な方法により公表すること」が求められることになった。

これは、米国の全国市場システム（NMS）などを念頭に置いた規定と考えられるが、わが国では、今のところ米国の CQS（統合気配表示システム）やナスダック・システムのよりに同一銘柄に関する気配情報を統合するためのインフラは整備されていない。このため、事務ガイドラインでは、情報の公表義務について、「他の私設取引システムと比較可能な形での公表形態が整うまでの間は、外部から自由にアクセスすることが可能な方法により公表すること」で足りるとの規定が設けられた。当面は、インターネット上のホームページでの公表や情報ベンダーを通じた単独での情報提供による公表などを行えば良いことになる。

また、この気配情報や取引価格情報の公表義務は、株式や転換社債を取引する PTS に対してのみ課されるものであり、国債や社債などを取引するものには課されない。これは、銘柄数が非常に多く、個別の気配や取引情報の公表が技術的に容易でない上、金利水準と格付けから価格の妥当性を判断することが比較的容易であるという債券取引の特性に配慮

した措置であろう。

## (2) 取引量に関する数量基準の導入

PTS は、取引所や証券業協会が運営する有価証券市場とは異なり、注文のマッチングという市場的機能を担いながらも、市場監視や取引参加者に対する監督などの自主規制が行われないという特徴がある。しかし、PTS 上での取引が活発化し、取引参加者の数が増加したり取引規模が非常に大きくなったりすれば、取引所市場並みに公共性の高い存在とみなさざるを得ないような状況が生じることも考えられる。

米国のレギュレーション ATS でも、こうした可能性を念頭に置いて、ある特定の銘柄について総取引高の 20%以上を取り扱うような ATS に対しては、取引への公平な参加を認めることやシステムの容量やセキュリティに関してナスダック市場並みの水準を維持することなど、一般の ATS よりも厳しい規制を課している。また、ある特定銘柄の総取引高の 50%以上など一定の基準以上の売買を取り扱っている ATS に対しては、取引所登録義務を課するという規則も設けられている（1934 年法規則 3a1-1(b)）。

そこで、今回の指針に基づく事務ガイドラインでは、PTS における上場、店頭登録株式の取引が一定量以上に達する場合には、有価証券市場開設の免許の取得や売買管理体制の整備や違約損失準備金制度と同様の制度の整備といった有価証券市場並みの仕組みを備えるよう要求することにした。

すなわち、過去 6 カ月における一日平均売買代金の東証、大証及び名証並びに店頭登録市場の売買代金の合計額に対する比率が、①個別銘柄のいずれかについて 10%以上、かつ、全体について 5%以上に達した場合には、売買管理・審査体制の拡充や違約損失準備金制度の整備、②個別銘柄のいずれかについて 20%以上、かつ、全体について 10%以上に達した場合には有価証券市場開設の免許取得を義務づけている。

この取引量の大きい PTS に対する取扱いは、気配情報や取引価格情報の公表義務と同じく、株式や転換社債を取引する PTS に対してのみ課されるものであり、国債や社債などを取引するものには課されない。取引所に上場されている場合でも店頭取引が売買のほとんどを占めているという債券取引の実状からすれば、取引所での取引量を基準として規制のレベルを決めることは適切でないためである。

## 3. 新規制に対する評価と残された課題

### 1) 新規制の意義

今回の PTS 規制は、多様な価格決定方法を採用した PTS の開設を可能にし、市場間競争の活発化を促すとともに、コンピュータ・システムを駆使しながら PTS としての認可を得



ることなく行える証券業務の範囲を明らかにしたという点で高く評価することができる。取引情報、気配情報の公表義務を始めとする留意事項や取引数量が増加した場合の有価証券市場並みの規制などが盛り込まれていることで、規制強化が図られていると受け止めた向きもあるようだが、こうした規制は、市場の公正さと投資家の保護を確保する上で必要不可欠なものと考えられる。これらの点については、むしろ、今までの規制の不備な面が補われたものと理解すべきであろう。

また、今回、債券を取り扱うPTSに関する規制の内容が、株式や転換社債を取り扱うシステムに対するものと区別されたという点も高く評価することができよう。

欧米において、PTSが歴史的に株式取引を中心に発展してきたということもあり、全てのPTSに一律の規制を及ぼすことに対しては、債券取引関係者を中心に以前から反対の声が強かった<sup>3</sup>。しかし、証取法の法文上も、また、既に、債券取引をめざすイー・ボンド証券に対してPTS業務の認可が与えられていることで、PTS規制が債券の分野にも及ぶことは明白である。そこで、今回の指針では、PTS規制そのものが全ての有価証券の取引に適用されることを前提としつつ、価格情報等の外部公表義務や取引高シェアに基づく数量基準について債券取引の実状に適合した取扱いをすることで、過度の規制が及ぼされることのないよう配慮したのである。

## 2) 残された課題

このように、今回示されたPTS規制の新しいあり方は、総じて高く評価することのできるものだが、残された課題も多い。もっとも、それは、今回の指針の内容そのものに由来するものではなく、証取法の規定を含むわが国の市場規制全般を通じた問題であると言わざるを得ない。

第一に、そもそも、特定の価格決定方法を本源的に価格形成機能の高い方法として位置づけ、採用された価格決定方法によって有価証券市場とPTSを区別する規制の仕組みには問題が多い。既に別稿で指摘したように、投資者保護のために、より公共性の高い取引の場を厳しく規制するという観点からは、取引システムに対する規制の厳しさは、取引量の多寡、取引参加者の数や構成といった要因に着目しながら決定されるべきであり、特定の価格決定方法を採用したことを理由に規制のレベルを決めるべきではない<sup>4</sup>。

もっとも、この点は、既に当局によっても十分に意識されているようである。今回の指針に対するパブリック・コメントに際しても、売買価格の決定方法によって取引所とPTSを区別することは困難なのではないかとの指摘に対し、金融庁は、「今回の指針は、…法の解釈・運用として許される範囲内で、投資者保護の観点や取扱有価証券の性格・取引の

<sup>3</sup> 例えば、坂田龍太郎「PTS認可要件の明確化、決済環境など法的基盤の一層の整備を」『週刊金融財政事情』2000年10月23日号。

<sup>4</sup> 大崎、注2前掲論文、30～31頁。

実態等を考慮して対応した」との考え方を示している。これは、今後、証取法そのものの見直しが必要と示唆したものとも受け止められる異例とも言うべき率直な見解の表明である。

第二に、複数のPTSが同じ証券を取り扱うなど市場間競争が本格化すれば、取引情報や気配情報を統合することによって「市場の分裂」を防止することが必要になる。米国では、そのためのインフラ的な存在として「全米市場システム(NMS)」の構築がうたわれ、既に触れたCQSを始めとする様々なシステムが整備されている。今回の指針では、PTSに対する情報公表義務について、情報の集中が可能となるまではPTS運営者のホームページ等を通じた公表でも足りるとの見解が示されたが、中長期的にインフラ整備が求められていることは間違いない。もっとも、この点についても、パブリック・コメントに対して示された「考え方」を見る限り、金融庁は十分に認識しているようである。今後の具体的な検討が期待される。

第三に、取引所やPTSなど複数の注文執行の場が生まれると、証券会社に対して、投資者保護の観点から、顧客注文（特に個人顧客からの売買注文）の取扱いに関する一定の義務を課すことが必要となってくる。米国では、証券会社は顧客に対して売買注文の最良執行義務を負うものとされ、合理的に注文執行が可能な複数の市場やシステムが存在する場合、顧客にとって最も有利な方法で執行しなければならないものと考えられている<sup>5</sup>。

これに対してわが国では、証券会社が顧客に対して注文の最良執行義務を負うという考え方は必ずしも確立されていない。従来、証取法では、いわゆる呑行為や向かい呑みの禁止などのルールを設けることで投資者保護の確保を図ってきたが、これらは、いずれも顧客注文が基本的に取引所市場へ回送されることを前提とした規制であり、複数のPTSが存在するといった状況に合致したものとは言えない。今後は、米国の注文執行義務ルールなどを参考にしながら、顧客注文の取扱いに関するルールや顧客への説明義務に関するルールを構築していくことが必要であろう。

(大崎 貞和)

<sup>5</sup> もっとも、米国においても、最良執行義務の内容は必ずしも明確ではない。大崎貞和「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』1998年春号参照。