

## 韓国で解禁された代替取引システム（ATS）

林 宏美

### ■ 要 約 ■

1. 韓国取引所（KRX）は、2014年1月9日、2013年10月に就任したチェ・ギョンス理事長兼 CEO の下で初めて策定した中期経営計画を明らかにした。KRX の計画は、2013年8月29日より、主に証券会社などが運営する KRX を経由しない代替取引システム（Alternative Trading System、ATS）の設立・運営が韓国国内で解禁されるなど、KRX を取り巻く競争環境の変化を見据えており、取引時間の延長や海外取引所、海外 ATS の買収なども視野に入っている。
2. 韓国における ATS は、改正金融投資サービスおよび資本市場法（FSCMA）および同改正施行令によって、設立・運営が解禁された。背景としては、世界で約 120 の ATS が機能しているなか、国際金融ハブを目指す韓国でも、世界のトレンドへの対応として、ATS の解禁を容認せざるを得ない、と金融規制当局である韓国金融委員会（FSC）が判断したことがある。
3. 証券会社が ATS を設立する際、200 億ウォン以上の自己資本を保有し、FSC から金融投資業として認可されなければならない規定に加え、原則として ATS では 15%（最大でも 30%）超の持分保有が出来ない点などが規定されている。また、競売買方式を通じて価格を決定する ATS の場合、当該 ATS の平均売買高が市場全体に占める割合が 5%（個別銘柄では同 10%）を超えてはならない、とする取引量の制限もある。
4. FSC は、ATS の出現で市場間競争が活発化すると、韓国資本市場全体の効率化、規模拡大につながる、と期待している。一方で、①外国 ATS が進出する場合、韓国の証券会社などとのコンソーシアム形態とする必要がある点、②ATS における取引シェアの上限規定により、潜在的な ATS 市場の規模が限られる点、③ATS の最低自己資本規制が厳しい点など、ATS のプレゼンス確立に向けた課題も少なくない。

## I. はじめに

韓国取引所（Korea Exchange、KRX）は、2014年1月9日、2013年10月に就任したチェ・ギョンス理事長兼 CEO（元現代証券会長兼 CEO）の下で初めて策定した中期経営計画

を明らかにした。メイン・マーケットである KOSPI 市場での 2013 年年間の売買代金が 2006 年以来 7 年ぶりに 1,000 兆ウォンを割り込むなど、KRX の売買代金が低迷しているなかで、2020 年までに KRX を世界第 7 位の取引所に発展させるための施策が提示された<sup>1</sup>。具体的な施策として、チェ理事長は、通常取引時間の延長や夜間取引の導入などに加えて、3 年以内に海外の代替取引システム（Alternative Trading System、ATS）および取引所の買収を検討する点にも言及した。

韓国の証券市場においては、1956 年の大韓取引所（現在の KRX）設立以来、KRX の独占体制が 57 年間にわたって続いてきたが、2013 年 8 月 29 日より、主に証券会社などが運営する、証券取引所を経由しない ATS の設立・運営が解禁された。

これまでのところ、ATS などが新たに韓国市場に参入する動きは見られないものの、今後 ATS 等の新規参入が出てくれば、KRX が従来経験したことのない市場間競争に直面するのは必至である。KRX が打ち出した中期経営計画は、こうした競争環境の変化を見据えて策定されたものである。

本稿では、KRX の今後のゆくえを展望するうえでも鍵を握る ATS を韓国でも解禁することになった背景、ATS 規制の概要について取り上げ、今後の課題と展望についても触れる。

## II. ATS 解禁に至った背景

韓国における ATS 解禁は、2013 年 4 月 30 日に国会を通過し、同 5 月 28 日に公布された「改正金融投資サービスおよび資本市場法（“the revised Financial Investment Services and Capital Markets Act”（FSCMA））」と改正施行令（“the revised Enforcement Decree of FSCMA”）が 2013 年 8 月 29 日にそれぞれ施行されたことで実現した<sup>2</sup>。同時に、KRX 以外の証券取引所の参入も初めて容認されることになった。

FSCMA の改正は、2008 年のグローバル金融危機を受けた金融環境の変化に対応し、国際金融ハブを目指す韓国の資本市場をグローバル・スタンダードに近づけようとする動きの一環として実施された。世界で約 120 の ATS が機能しているなか、金融規制当局である金融委員会（Financial Services Commission、FSC）は、世界のトレンドへの対応として、韓国でも KRX での取引集中義務を撤廃し、ATS の解禁を容認せざるを得ないと判断した。

KRX と ATS、或いは ATS 間に生じる競争が、取引コストの低下、取引執行スピードの迅速化、取引手法の多様化等につながれば、投資家の様々な取引ニーズに対応し、その結果 KRX を含む韓国資本市場の規模が拡大することが想定されている。

これまでのところ、実際に ATS を設立する動きは見られないものの、KRX は、2014 年 3 月 3 日より、注文応答時間を従来の 20,000 マイクロ秒（=20 ミリ秒）から 70 マイクロ秒

<sup>1</sup> KRX のグローバル戦略について詳しくは林宏美「韓国取引所（KRX）のグローバル戦略のゆくえ—今後の展望と課題—」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号参照。

<sup>2</sup> FSCMA 改正の動きについて、詳しくは林宏美「韓国資本市場統合法改正と収益多様化を目指す証券会社」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号参照。

まで大幅に短縮できる新たな取引システム EXTURE+を導入するなど、既に ATS の出現を意識した動きがある。KRX の新システムは、例えば東京証券取引所の取引システム arrowhead における注文応答時間が平均 1 ミリ秒程度である点と比しても、高速性に優れている。

また、ATS では、機関投資家が大口注文を執行することによって、その売買自体が価格に影響を及ぼす「マーケット・インパクト」を最小限に抑えながら、取引の執行が可能になるなど、市場参加者の価格発見機能が取引所よりも向上するメリットもあり、多様な取引手法を用いたい機関投資家にとって活用しやすい取引システムである、という指摘もできる。

一方で、ATS のプレゼンスが大きくなり、市場の分裂 (market fragmentation) によって価格形成の透明性が低下すると、とりわけ個人投資家が取引しにくくなる、といった弊害も生じうる。こうした弊害への対応として、改正 FSCMA では、「金融投資業者が ATS を設立する際には、投資家保護のため、注文の最良執行に関する具体的な基準を設けて、これを公表しなければならない」(68 条) と定められている。

ちなみに KRX 以外の株式取引市場として ATS が解禁される前に設立されたのは、Korea ECN (2001 年設立) と KoreaCross (2008 年設立) という 2 つのクロッシング・ネットワークである (図表 1)。両ネットワークともに、受けた注文の値付けは KRX での価格を参照しており、システム内に価格の内生化メカニズムを機能させていないことから、KRX 以外の証券取引所および証券取引システムの設立を禁止していた旧 FSCMA の規定には抵触しない、とされていた。

このうち前者の KoreaECN は、設立以来売買高の低迷が続き、黒字化を果たせなかった結果、2005 年に廃止に追い込まれた。KoreaECN では、午後 4 時 30 分～午後 9 時までの取引時間に、韓国証券取引所 (KSE、当時) の終値の上下 5% 以内の範囲で 30 分ごとに板寄せする仕組みを取っており、KSE の立会時間外取引と差別化出来ていなかった点、取扱銘柄が KOSPI200 銘柄と KOSDAQ50 銘柄に限定されていた点などが、取引が伸びなかった背景として指摘できる。

後者の KoreaCross は、外国人投資家を中心とした機関投資家に広く利用されており、現在もなお存続している。KoreaCross では、KRX の VWAP (売買高加重平均価格) 取引で

図表 1 韓国の ATS

名称	KoreaECN	KoreaCross	改正FSCMA下で解禁されたATS
設立年	2001年	2008年	2013年8月29日以降
取引ルール	クロッシングネットワーク	クロッシングネットワーク	クロッシングネットワーク 注文駆動システム 気配駆動システム
価格付け機能	×	×	○
取引執行機能	○	○	○
取引時間	午後4時30分～午後9時	【注文】午前7時～午前8時45分 【執行】午後3時～午後6時	制限なし
取扱証券	上場株式	上場株式	上場株式(例外あり) 預託証券(DR)
備考	証券会社31社が出資して設立。清算・執行サービスは韓国預託院(KSD)が提供。2005年に廃止された。	インスティテュート傘下。サムソン証券が韓国のブローカーズポンサーとしての機能を果たす他、清算決済サービスも提供する	清算業務および市場監督業務についてはKRXが提供する

(出所) 野村資本市場研究所作成

執行することによって、マーケット・インパクトを軽減させる仕組みとなっている。

### Ⅲ. ATS 規制の概要

#### 1. ATS 運営会社が満たすべき条件

証券会社が ATS の運営を開始するにあたっては、まず FSC から金融投資業 (a financial investment business) としての認可を取得したうえで (改正 FSCMA12 条)、200 億ウォン以上の自己資本を保有すべきことが規定されている<sup>3</sup>。

そのうえで、ATS における持分については、一つの組織体が議決権付発行済み株式総数の 15% 超を保有することは原則として認められていない (改正 FSCMA78 条 5 項)。ただし、以下の場合については、FSC が認可すれば ATS 運営会社の発行済み株式総数の 15% を超える持分の保有も可能になる。すなわち、1) 外国の ATS 運営会社が韓国の ATS 運営会社と提携するために持分を保有する場合、2) ATS 運営会社の公正な運営を損なう懸念がないことを条件として、大統領令で定められる金融機関や金融投資業者の関連機関、すなわち韓国金融投資業協会 (Korea Financial Investment Association、KOFIA) や韓国預託決済院 (Korea Securities Depository、KSD) 或いは外国の ATS 運営会社が発行済み株式総数の最大 30% まで保有する場合、3) 2) の大統領令で定められる金融機関が共同で株式を保有する場合で、ATS 運営会社における上限比率を超えて保有する場合の 3 ケースである。3) は、①「外国人投資促進法」が規定する外国人、②非金融会社のいずれかに該当する者が保有するケースを指す。なお、KRX が傘下に ATS の 100% 子会社を設立することは容認されていない<sup>4</sup>。

また、ATS を通じた取引が可能な金融商品は、公正な価格形成および取引の効率性などを考慮して大統領令で定める証券とされており、具体的には株式 (stock certificate) と預託証券 (Depository Receipts、DR) の 2 商品と規定されている (改正 FSCMA8 条 2 項 5 号および施行令 7 条 2 項 1 号)<sup>5</sup>。

#### 2. ATS 経由の取引量に関する制限

ATS 経由の取引については、売買高の制限が設けられている。すなわち、競売買方式 (オークション方式) を通じて価格を決定する ATS の場合、過去 6 ヶ月間における当該 ATS の平均売買高が証券市場全体に占める割合が 5% を超えてはならない (改正施行令 7 条 2 項 1 号)。また、個別銘柄についても、ATS における平均売買高が全体の 10% を超えてはならない (改正施行令 7 条 2 項 2 号)。

<sup>3</sup> ATS が自己売買を行う場合には、500 億ウォン以上の自己資本を保有しなければならない。

<sup>4</sup> 当初の改正 FSCMA 案では、KRX が ATS の 100% 子会社を設立することが容認されていたが、国会審議の過程で修正され認められなくなった。

<sup>5</sup> ただし、管理銘柄や KONEX 上場銘柄、上場廃止予定の銘柄など、流動性を確保できない銘柄については ATS 経由の取引を認めない、としている。

オークション方式で価格付けをする ATS の売買高が上限を超える場合、当該 ATS は証券取引所に転換することが義務づけられている。証券取引所に転換する際には、内部統制基準や関連部署間における情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）の厳格化をはじめとした利益相反を回避するための自主規制の整備が必要条件となる。なお、規定を上回る売買高を計上しているにも拘わらず取引所に転換しない場合には、当該 ATS は、無認可の取引市場として解釈されることになる。

一方で、オークション方式以外の方式で価格付けをする ATS については、取引量の制限は設けられていない。その代わりに、証券市場全体の平均売買高の 5%、個別銘柄の同 10% を超える注文を受ける場合、人員およびインターネット取引設備の増強を行い、利益相反を回避する体制を整備することが求められるのにとどまる。

### 3. 証券取引所規制との相違点

ATS が証券取引所と差別化できるのは、取引執行スピードの速さ、最小投資単位の低さ、多様な手数料構造、取引可能時間の長さ、匿名のブロック取引の提供など、自由度が高い取引執行サービスの提供が可能である点である。

こうした ATS に対しても、例えば日中の値幅制限や売買停止といった市場監視・市場安定化に関する規制、投資家保護に関する規制などについては、FSC は、KRX に課されているのと同様な規制を適用する考え方に立っている。ただし、疑わしい取引或いは取引参加者が実際に出現した場合、市場監視機能を担うのは、FSC が認可した証券取引所、すなわち KRX である、とされている（改正 FSCMA78 条 3 項および 4 項）。対する ATS は、KRX から市場監視機能を担う上で必要となる関連情報を求められた際、関連データを提供し、取引の一時停止或いは取引の制限に関する KRX のガイドラインを遵守することが義務づけられている（改正 FSCMA404 条 2 項、3 項）。

なお、ATS が証券取引所に転換した場合には、前項で既述したように、証券取引所と同様、自主規制を担う機能を自社内に設けなければならない。

### 4. 最良執行義務

前項で述べたように、金融投資業者が ATS を設立する際には、注文の最良執行に関する具体的な基準を設けることが義務づけられている。「具体的な基準」の中で原則的に考慮されるべき項目としては、①金融投資商品の価格、②ブローカレッジ・コミッションなど投資家が負担する手数料、③注文の大きさ、取引執行の可能性が挙げられる。また、金融投資業者が策定した最良執行基準について、①ブローカーディーラーは四半期に一度確認しなければならないこと、②投資家が注文を出す前に、電子メールやファックスといった媒体を使って、投資家に対して交付しなければならないことも、あわせて規定されている。

なお、非上場証券や OTC デリバティブ商品の取引については、最良執行義務が適用されることはない、としている。

## IV. 今後の課題と展望

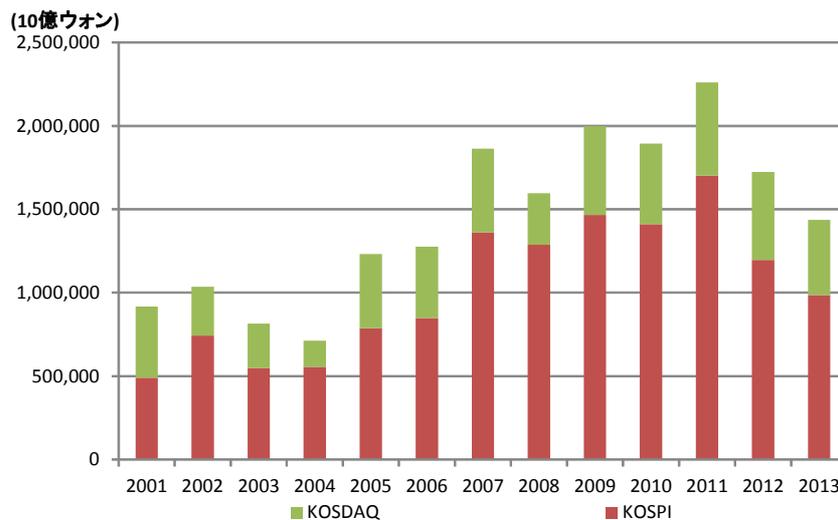
以上見てきたように、韓国で ATS の参入が容認されるようになった。FSCMA 改正法案に ATS 解禁が盛り込まれた段階から、チャイエックス・グローバルや SBI ジャパンネクストといった日本の ATS 運営業者が、韓国市場への参入可能性を模索する動き<sup>6</sup>が複数報じられた。また、韓国の複数の大手証券会社なども、国内発の ATS 設立を目指してチームを結成する計画を練っている、という報道もあり、韓国市場で ATS 誕生に向けた動きが芽吹きつつある。

韓国 FSC は、ATS の出現によって、KRX との市場間競争が活発化すると、投資家の取引コストが低下し、取引のスピードが迅速になる結果、KRX ひいては韓国資本市場全体の効率性を高めることにつながる、と期待している。

一方で、韓国で ATS がプレゼンスを確立し、市場の効率性を高めることができるか否かについては、慎重な見方も少なくない。韓国における ATS のプレゼンス確立に向けた課題としては、以下の点を指摘できる。

第一に、韓国では、ATS における 1 組織の持分の上限が原則 15%、最大でも 30%までという規定があることから、外国の ATS 運営会社が韓国市場に進出する場合、韓国の証券会社などとのコンソーシアム形態を取らなければならない制約がある。第二に、冒頭で触れたように、2013 年における KOSPI 市場の売買代金が約 986 兆ウォン（約 98.6 兆円）となるなど、韓国資本市場における売買代金が伸び悩むなかで、オークション方式の ATS を通じた取引シェアの上限が設けられており、ATS の潜在的な市場規模が限られる点が挙げられる（図表 2）。第三に、ATS 運営業者に対して課せられる 200 億ウォン（約 20 億円）

図表 2 KRX における売買代金の推移



(出所) KRX 資料を基に野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> “Chi-X Global and SBI Japannext set sights on South Korea”, Financial Times, 2013 年 8 月 8 日。

以上という最低自己資本規制<sup>7</sup>も、短期的な ATS 発展の阻害要因となり得る。

ATS の出現・発展が内外の潜在的な投資家層を呼び起こし、韓国資本市場の効率化、規模拡大につなげることができるのか、今後の展開が注目される場所である。

---

<sup>7</sup> 我が国の PTS（私設取引システム、韓国の ATS に相当）証券会社における最低自己資本金は 3 億円とされている（PTS 関係法令（平成 25 年 11 月 5 日現在））。