

# 市場・取引所概念の再構築

— PTS 規制の現状と課題に関する一考察— (下)

木村真生子

## 要 旨

カナダの ATS 規則は、米国の ATS 規制のアプローチに整合的な規制枠組みを導入することだけに止まらず、証券規制を抜本的に改革するための原動力にもなっている。

ところで、カナダの ATS 規制を解題するためのキーワードは「市場 (marketplace)」の概念である。この概念は、市場運営者や市場参加者などを要素として切り分けてきた市場の概念を廃し、多種多様な取引の執行場所が共存する次世代市場を捉えようとしたものと位置づけることができる。

論文の後半部では、前半部で述べた規則の概要を補充したあとで、規則全体の構造において中核をなす「市場」という概念が、規則細部の構成要素との関係でいかなる機能を果たしているのかにつき考察を加える。その後、私設取引システムに関する米国と EU の規制が、カナダの規則とどのような対照をなしているのかを考察する。具体的には、定義やその成り立ちをみることによって、各地域の規制主体が証券市場をどのように捉え、またこれを規律しようとしているのかについてみる。

最後に、以上の考察から示唆を得て、今後のわが国の PTS 規制の方向性について若干の検討を加える。

## 目 次

I. 問題の所在	(4) 規則の概要	
II. PTS の概念	(i) ATS による規制の選択	
III. カナダにおける市場・取引所概念	(ii) 規則21-101	
1. はじめに		【以上、前号】
2. ATS 規則の概要	(iii) 規則23-101	
(1) 前提 - 伝統的な取引所	3. 市場概念の機能	
(2) 多様な市場の出現	4. 小括	
(3) 立法過程における議論		

#### IV. 検討

##### 1. 比較法的考察

###### (iii) 規則23-101

市場規制の一般論からすれば、ATSを適切な市場ルールに従わせることは本質的で重要性の高い問題である。しかし、ATSに対する市場監視を既存の取引所とは異なる規制者が推し進めないかぎり、ATSは競争関係に立つ既存の取引所によって市場規則を強要されるおそれがある<sup>1)</sup>。そのために、公正で衡平な取引ルールに基づいて取引を行うことこそが重要だと考えたCSA(カナダ証券管理局)は<sup>2)</sup>、カナダの証券市場を監視するための包括的なルールとして規則23-101を制定した<sup>3)4)</sup>。

規則23-101は3つの部分からなる。一定の取引規則を定めるPart3から6までの部分と、市場監視を実施する種々の規制主体の要件などを述べたPart7から10までの部分、そして、オーディット・トレイル (audit trail, 監査証跡)に関するPart11である。Part3からPart6は、順に、相場操縦や詐欺的行為に関する規定、最良執行義務、調整のための停止 (regulatory halt)、注文保護のための市場の義務を規定している<sup>5)</sup>。このうち特に重要な規則がPart4の最良執行義務とPart6の注文保護義務に関する規定である。

###### (a) 最良執行義務 (Best Execution)

ATS規制が導入された2001年の規則23-101のPart4は、最良執行義務の適用対象を、ATSを業として運営する証券会社に限定し<sup>6)</sup>、次のような義務を定めていた<sup>7)</sup>。

第1に、顧客の代理として行動する証券会社は、顧客が証券の売買をする際、最良執行価格

##### 2. わが国への示唆

を得ることができるよう相応の努力を払うものとする。第2に、上記の一般性を制限することなく、顧客の代理として行動する証券会社は、他の市場または他の証券会社が出すより優れた価格が存在しうる市場では取引を執行してはならない。第3に、上記の第1、第2の点を満たすために、注文に関する情報を提供する設備の使用については相応の努力を払うものとする。

しかし、このような義務内容は具体性に欠けており、以下のような点を予め明示しておかなければ実効性に欠けることが指摘されてきた<sup>8)</sup>。

第1に、定義が示すような最良執行義務が履行される際は常に特定の状況に依存するほか、誰が最良執行価格の入手にあたり責任を負うかによっても左右される可能性があること、第2に、証券が複数の市場で取引される場合、最良執行義務を果たすために、すべての市場へアクセスする義務を負う必要はないこと、第3に、最良執行の実現のために、当該証券が売買されているカナダ内外の全市場を考慮に入れることが適切かどうかを (コンピューターシステムの判断ではなく)、証券会社自体が見極めることの三点である。

これらの指摘を考慮に入れ、他方では、自主規制機関であるIIROCの定めるUMIR (Universal Market Integrity Rules) との整合性を図りながら、2008年9月12日に最良執行義務に関する新たな規則が発効した。

新規則は適用対象者を広げ、証券会社に加え、顧問業 (adviser) にも最良執行義務を課

したところに特徴がある<sup>9)</sup>。ただし、「市場」として業務を営み、且つ、システムで注文の執行を引き受けること以外にいかなる顧客の注文も取り扱わないATSは、当該規定の適用を受けない<sup>10)</sup>。このようなATSが適用除外とされたのは、おそらく、ATSが注文の受領から執行までの一連の仕組みをすべて自動化したシステムであり、注文の受領と執行の際に、人間が一切関与していないという実質が影響していると考えられる。人間相互の間に成り立つ信託義務に基づく最良執行義務を、機械自体に負わせることについては論理の飛躍があるということなのだろう。

ところで、新規則は最良執行義務に明確な定義を設けたことにも特徴がある。すなわち、最良執行義務とは「条件下で無理なく入手できる最も有利な執行条件を意味する」<sup>11)</sup>とされ、具体的には、証券会社らは最良執行を追及するうえで、価格はもとより、執行の速度、執行の確実性、取引の総費用など、多くの要素を考慮に入れることができると解されている<sup>12)</sup>。つまり、最良執行とは必ずしも最良価格を意味するものではなく、処理過程を称するものであり、最良価格もまた一つの目的として考えられるべきであって、それに限定されない<sup>13)</sup>。

また、何をもち「最良執行」というのかについては、顧客の指示や目的に沿い、最良執行を実現するためのプロセスの概要を顧客に説明したかどうかをもって判断する、「相応の努力」の検証(“reasonable effort” test)によることとされている。例えば、証券会社の場合、顧客の指示を考慮したかどうかに加えて、顧客の投資目的、マーケットや取引パターンについて証券会社が有していた知識など、多くの要素が考慮されることになる。また、顧問業の場合、特

定の顧客の要求やポートフォリオの方針を調査したか、注文執行のために適切な証券会社ないし「市場」を選択したか、あるいは、定期的に結果をモニターしているかなどがメルクマールとなる<sup>14)</sup>。

さらに、新規則は注文回送に関する報告を証券会社らに義務づけている<sup>15)</sup>。注文回送に関する情報開示は最良執行の実現に至る手続を透明化するだけでなく、顧客に対しても、証券会社の行為が適切であったか否かを監視する機会を提供する。なお、証券会社らは、顧客が要求すれば、直ちに当該個人顧客の注文がどこに回送されたかを開示する義務を負う<sup>16)</sup>。

#### (b) 注文保護義務 (Order Protection Rule)

多様な注文執行機能を有する市場が複数同居するようなメタ市場では、執行のプログラム化が進むことによって、意図的ではないにせよ、最良気配が提示されていない場所や方法によって売買を成立させる行為、いわゆるトレード・スルーという現象が増えてくる。しかし市場参加者が自動的かつ市場に中立的に、すべてのマーケット・センターに自由で効率的にアクセスできるような環境が整えられたならば、顧客の注文の流れが最良執行に等しいプロセスで確実に起こる仕組みを設けなければならない<sup>17)</sup>。そのことによって公正で衡平な注文執行の実効性が高められるからである。

しかし、物理的なリンクを市場間に張り巡らし、系統的に市場を統合させることになると、要する費用や時間の問題に加えて、当該プロセスに潜在的な硬直さが自律的な市場の機能を損なわせるおそれがある。このため、カナダはmarket integratorという第三者機関を物理的に存在させてシステム統合をする案を、ATS規則が見直される過程で事実上排除して

いた。

これに対して考案された注文保護義務 (Order Protection Rule) は、可視化されたアクセス可能な指値注文を保護すると同時に、支払わないし受取りの意思を表した証券の価格を市場に掲示することにした者の決断を無駄にさせないという機能をもつ<sup>18)</sup>。注文保護義務は、顧客に対する信託義務を理論的根拠とする最良執行義務とは異なり、市場参加者が市場そのものに対して負う義務に基づく<sup>19)</sup>。他方で、両義務は必ずしも互いに排他的ではなく、市場間に技術的なリンクが存在すれば、「市場」は注文の保護を堅持しながら最良執行義務を果たすこともできる。

注文執行義務の目的は、このように、正当な理由があれば防ぐことのできるトレード・スルーをなくし、より劣る価格の注文よりも早く、より優れた価格の指値注文の可視部分が取引されるよう市場の信頼を深め、公正さを促すことにある<sup>20)</sup>。ただし、規制の柔軟性の観点から、一定のトレード・スルーに対しては「認可された」トレード・スルーを創り、「例外」を認める配慮も必要である。

実際に新しい注文類型や市場構造の変化をみると、取引の場は高度に複雑化してきており、トレード・スルーが認められそうな多くの状況が散見されている。このため、立法過程では、投資家にとって有用な取引戦略や注文様式の利用を促進しながら、実行可能な市場間トレードスルー・プロテクションを実現することが必要だと考えられた<sup>21)</sup>。しかし、当局が一方向的にトレード・スルーを防ぐ合理的な措置を講じるための方針や手続を定めても、「市場」が実質的に当該義務を果たし得るかは定かではない。したがって、実行可能性のある注文保護義務を策

定するためには市場参加者の関与が不可欠だった。

このような観点から、2011年2月1日に発効する注文保護義務に関する規則では、市場参加者に以下のようなことを義務づけている。第1に、「市場」が定めるべき方針や手続<sup>22)</sup>に関して規定に定めるもの以外のトレード・スルーを防ぐために、市場参加者は合理的に計画された手続を定めまたは整備し手続書を遵守するものとした。具体的には、市場参加者は次のような種々の方法によって当該義務を負担することが認められている。例えば、他の「市場」との直接的なリンクを自発的に設ける方法、入ってくる注文を拒絶する方法、注文に対してリプライシングする方法、特殊な売買執行のためのアルゴリズムを考案する方法などである<sup>23)</sup>。

また、容認されたトレード・スルーについても関係諸規定を遵守することとしている。さらに、市場参加者は定期的に定めた方針や手続の有効性を検証し、また測定しなければならず、何らかの欠陥が発見された場合は直ちにこれを修正しなければならない。また、当該方針や手続を実施する少なくとも45日前及び何らかの変更があった際は、規制当局ないし規制サービスプロバイダーに対してこれらを届け出ることが義務づけられている。

第2に、注文保護義務の適用がある注文は“protected order”に限られるが、かかる義務が適用されない類型、つまり容認されたトレード・スルーについても詳細な規定が設けられている<sup>24)</sup>。第3に、「市場」に何らかの事故や誤作動が起きたり、重大な遅延が発生したりした場合は、そのことを速やかに他の「市場」や規制サービスプロバイダー、当該「市場」の市場参加者、information processor (この者が不在

のときは情報ベンダー)のすべてに対し通知することが義務づけられている。また、容認されたトレード・スルーについても同様に、そのような事故等によって通知がなされない場合は、注文を他市場に回送した事実を直ちに「市場」は関係者に通知しなければならない<sup>25)</sup>。

### 3. 市場概念の機能

#### (1) 総論

これまで見てきたように、カナダのATS規則は新興電子市場に対処する適切な規制枠組みを設ける一方で、売買交渉を行う従来の取引所の伝統的なシステムに対しても適用可能な体制を整えている。いいかえれば、カナダの規則はATSそのものを規制するだけでなく、カナダで稼動するすべての市場とすべての市場参加者に適用されるものであるといえる。このため講学上ではなく、実質的に規則の上で、「市場(Marketplace)」の概念を創る必要性が生じた。

2001年ATS規則によれば、「市場」は種類の異なる複数の取引システムによって定義されている<sup>26)</sup>。すなわち取引所(exchange)、相場取引報告システム(quotation and trade reporting system)<sup>27)</sup>のほか、一定の要件に基づく証券会社、証券の買い手と売り手を突き合わせる(bring together)その他自然人ないし法人等となっており、ATSはこの最後のものに該当する<sup>28)</sup>。また、「市場」は次の2つの明確な要素により特徴づけられる。第1は、当該市場が複数の(multiple)買い手と売り手の注文を突き合わせるものであること、第2は、かかる注文を交差させるために定められた非裁量的な方法(non-discretionary method)を用いることである<sup>29)</sup>。ただし、売り手が一人となるシ

ステム(発行者が自分の証券を売却する場合など)や、注文回送システムや「掲示板」のような執行設備のない情報システム等は、これらの基準を満たさないことから「市場」とはみなされない<sup>30)</sup>。

他方で、「市場」を構成する「市場参加者(marketplace participant)」についても定義がなされ、明確に取引所の会員や相場取引システムの利用者、ATSの加入者だとされている<sup>31)</sup>。なお、市場参加者の定義との関連性からか、2003年の規則改正では「市場」の定義の解釈が狭められ、解釈上、「市場」とは「取引所、相場取引システム、ATS」をさすものと改められている<sup>32)</sup>。

#### (2) 「市場」に共通の要件

効率的で公正な証券市場を実現するために、前記「市場」に該当するものは取引手数料の開示を行う義務があるほか<sup>33)</sup>、(i)透明性に関する規定、(ii)記録管理に関する規定、(iii)システムの要件に関する規定に従うことを義務づけられる。

##### (i) 透明性に関する規定

市場の透明性を高めるために重要なことは、まず市場情報をリンクさせ、次に、各市場が自らよりも好条件で取引を執行できる市場へと注文を回送できるように、システム統合を行うことにある。カナダは2001年にATS規則を導入した当初から、このような具体案を規則の中に盛り込み、漸次実行に移す計画を立てていた。

##### (a) 2001年 - ATS規則

伝統的な取引所や相場取引システム、ATSなど、すべての市場が電子的につながれば、市場は透明性が増し、信頼に足る価格の発見がもたらされ、顧客注文の価格保護の徹底につなが

る<sup>34)</sup>。しかし市場の統合は複雑で技術的にも難問が多い。識者には、システムの設置に伴う費用と統合による便益が検討されないままに計画が実施されることに対して懸念を示したり、システム統合が固有の技術的なコストを却って増加させると指摘したりする者もいた<sup>35)</sup>。そこで、コスト面における負担を考慮した結果、市場の統合は次のような2段階のプロセスで実施されることになった<sup>36)</sup>。

まず、ATS規則の施行日から2004年1月1日までを第1段階とし、それ以降を第2段階としたうえで<sup>37)</sup>、第1段階では、カナダで業を営もうとする「市場」は、各々当該証券の取引を行う主要な市場 (principal market)<sup>38)</sup>との間にあらかじめ電子接続を確立することとした。また第2段階では市場の完全統合を最終目標とし、競争関係にあるすべての市場の注文価格が確実に保護されるよう<sup>39)</sup>、次のいずれかの方法によって市場統合を完遂するものとした。第1の方法は、ATSの加入者すべてに対して平等な接続を提供する“market integrator (市場統合者)”を、第三者機関として介在させることを通じて統合を図るものである。第2の方法は、すべての市場に他のあらゆる市場とのリンクをもたせることを通じて統合を完成する方法である<sup>40)</sup>。とくに、前者については、異なる市場で同一の証券を売買することに伴う負の影響を緩和することがmarket integratorに期待されていた<sup>41)</sup>。

#### (b) 2003年 - 規則改正

市場統合が第1相から第2相へと進む際、現行規則のまま統合を進めることの是非を問われた業界団体は、当時のATSの利用状況と負担するコストの大きさを考慮して、ATS規則の改正をCSAに提案した<sup>42)</sup>。市場間での競争が

起きていない2003年当時のカナダ市場では、principal marketはトロント証券取引所と同義であり、コストをかけてデータ統合を行うよりも、情報ベンダーを活用した方が有益だと考えられたためである<sup>43)</sup>。また、第2段階の統合方法の一つであった市場間の相互接続に関する義務についても同様に削除することを業界団体は申し入れた<sup>44)</sup>。これを受けて、2001年規則に存在したdata consolidator (データ統合システム)<sup>45)</sup>とmarket integratorの概念は削除され、さらにprincipal marketの概念も同時に消失した。

こうして、2001年ATS規則に記された2004年以降の市場統合案はいずれも採用されないこととなり、その後、市場統合は以下の2つの方法によって進められることになった。第1に、注文と売買に関する情報を情報ベンダーに送信すること (ただし、当該情報ベンダーは、規制サービスプロバイダーである自主規制団体 (現在はIIROC)の定める規定に従う)、第2に、証券会社による最良執行義務の履行を確実にするとともに、「市場」もまた公正なアクセスを担保する義務を負うことになった。

#### (c) 2005年以降 - 現行規則の見直し

2005年頃までは、カナダにおけるATSは主として外国業者によって運営されており、しかも、これらのATSの多くは外国株式のみを取り扱っていた。このため、上場株式の大半の売買は依然としてトロント証券取引所に集中していた。しかし、2005年以降、Blockbook, CNQ's Pure Trading, Bloomberg, Shorcan, Liquidinetなどが本格稼動したことによって、複数の市場で同一の証券が売買される状況が見られるようになった。この変化によって注意すべきことは、これらの市場がもはや価格のみを競争の要

素とはせず、執行スピードや執行コスト、市場の深さや流動性の高低においても競い合うようになっていたことである<sup>46)</sup>。また、ATSは新たなビジネスモデルを次々に導入し、証券会社のみが参加できる市場に加えて、機関投資家のみが参加できる市場などを創り、そこでは、新技術の導入が証券会社以外の者を直接の市場のプレイヤーに押し上げるような事態を生じさせていた。

しかし一方では、ATSの普及が機関投資家の異なる市場行動を誘発し始めていた。すなわち、ATSが普及するに連れて、情報の漏洩や情報の匿名性に関する懸念が生じ始め、これを嫌う機関投資家が従前のアップステアーズ市場に戻り始めたほか、取引前の透明性が低いダークプールと呼ばれるATS<sup>47)</sup>を嗜好し始めた<sup>48)</sup>。さらに、証券会社や大規模な機関投資家による取引の店内化（internalization）の割合も徐々に増加していた<sup>49)</sup>。

CSAはATSの周辺に起きたこのような変化を見逃さず、市場実態に見合うATS規則の変更を検討するようになった<sup>50)</sup>。そこで、2005年6月、CSAはディスカッション・ペーパーを発行し、価格以外の要素を考慮に入れた最良執行とはどのようなものか、あるいは、効率的な証券市場とは何かをまず市場参加者に問いかけることにした<sup>51)</sup>。また、同年10月に、「最良執行義務」を補完する「注文保護義務」の導入に関する公開討論会を実施した<sup>52)</sup>。そして、これらの意見徴収の結果と最新の学術研究の動向から、CSAは、カナダの市場参加者にとってより好ましい株式市場構造の理想形について確信を得ることになる。すなわち、より好ましい株式市場構造とは、透明性の高い効率的な方法を通じて、あらゆるタイプの参加者を突き合わせ

ることができる統合された市場である。しかし、統合された市場とは、単に強制された市場間の連携を意味するものではない。重要なことは、同一の証券を売買する複数の市場の有益な連携を通じて、できるだけ市場間競争による負の影響を排除することにあった。

一方、より好ましい市場構造を構築するために、価格発見機能の向上や流動性の確保が重要となるほか、技術革新を通じた市場の統合、市場の公正性の確保などの具体的な施策が必要である。また、市場の公正性を高めるために、様々なタイプの市場参加者にアクセスを認める際の、全参加者に対する公平な規則の適用が欠かせない<sup>53)</sup>。もっとも、価格以外の要因に基づいて市場間の透明性がやや欠如したり、市場間競争がある程度減退する場合であっても、必ずしも統合された市場の価値を蝕むことにはならないとCSAは考えた<sup>54)</sup>。

#### (d) 2009年 - Information processor の機能の拡大と注文保護義務の導入による透明性の向上

上記のように、カナダ市場では、情報統合やシステム統合による市場統合を求める機運が全体として高まっていた。最良執行義務を課された証券会社には、どこに最良価格が存在するかを確認できる公的な情報板（データ・フィード）がなければ、最良執行義務だけでなく、その他の義務に応じることはできない、あるいは極めてむずかしいと具体的な懸念を表明する者もいた<sup>55)</sup>。

そこでCSAは、2009年6月、NI21-101に基づき<sup>56)</sup>、同年7月1日から2014年6月30日までの5年間、トロント証券取引所が取引所銘柄オプション以外の証券のinformation processorとして行為できるとする通知を発した<sup>57)</sup>。

Information processor とは、2001年 ATS 規則の Part14 の中ですでに定義されていた情報処理者であり、参入要件に関しては厳格な規定が置かれている。Part14 によれば、取引所銘柄証券の注文を表示する「市場」は、当該注文に関する情報を information processor が存在すればその者に対し提供することを義務づけ、また同様に、取引所銘柄証券に関する取引の情報も information processor に提供するか、もしくはその者が存在しない場合は情報ベンダーに提供することが義務づけられる。

カナダでは、2001年に盛り込まれたデータ統合に関する規定を2003年に削除したあともなお、情報の透明性を確保するために、ATS 規則の Part7 及び Part8 によって注文や取引のデータを information processor ないし情報ベンダーに提供するように「市場」に義務づけていた<sup>58)</sup>。ただし、これらのリアルタイム・データの送付は、Ⅲ.3.(2).(i).(b)で述べたように、情報ベンダーに対してなされ、information processor は主に記録保存 (filing) との関係で機能していたにすぎなかった。

ところが、2009年の新たなデータ統合計画では、information processor は次のような役割を担うとされている。すなわち、同一の取引所銘柄証券を売買する複数の「市場」がある場合、information processor は情報の分断化 (information fragmentation) を解消するために何らかの措置を講じ、投資家や市場参加者に対して、統合されたデータの唯一の情報源を提供するものとされている。具体的には、第1に、各々の市場から配信される取引前及び取引後の市場データを用いて総合情報板を作って公表し<sup>59)</sup>、第2に、各市場からリアルタイム売買の最終取引情報を収集して統合を行い、第3

に、Canadian best bid and offer を提示することである。このデータ統合によって、規制者と市場参加者の双方が、空売り規制、最良執行義務や最良価格 (best price) に関する義務、注文保護義務などの各種の義務が正しく履践されているかどうかの判断基準を提供するものと期待されている<sup>60)</sup>。

なお、適用対象者が限定されている「最良執行義務」を補完するために、ATS 規則が「注文保護義務」を全市場参加者に課し、公正で衡平な注文執行の実効性を高めようとしていることは既に述べた。注文保護義務は、正当な理由があれば防ぐことのできるトレード・スルーをなくし、より劣る価格の注文よりも早く、より優れた価格の指値注文の可視部分が取引されるように、市場参加者に独自の方針や手続きを定めさせ、それを確実に履践させるものである。また、2001年の ATS 規則で想定されていた第三者としての market integrator によるシステム統合に替え、市場参加者の自発的な行為に委ねられた、緩やかなシステム統合を導くものと考えられている。

#### (ii) 記録管理に関する規定 (Record-Keeping)

NI21-101 の Part11 は、「市場参加者」に対し、市場参加者に関する記録はもとより、売買された証券に関する記録・取引量・取引手数料などの一定の記録を電子的な形で保持しなければならないと定める<sup>61)</sup>。当該記録は7年間の保存義務があり、直近の2年間分は容易にアクセスできる場所に保存しなければならない<sup>62)</sup>。また、「市場」は、規制サービスプロバイダー及び CSA に要請されたときは、同者に対して要求された情報を10営業日以内に電子的な形式で送信しなければならないとしている<sup>63)</sup>。

## (iii) システム要件に関する規定

NI21-101のPart12は、一定のシステム要件を「市場」に課している。これらは概ね米国のATS規則であるレギュレーションATS (Regulation ATS)と類似しており、システムの能力、インテグリティ (システムや信号の整合性)、安全基準のほか、注文入力 (order entry) や注文回送 (order routing)、執行、取引報告 (trade reporting) などについても一定の基準を満たさなければならない<sup>64)</sup>。ただし、かかる要件は取引量基準の20%以下のATSには適用されない<sup>65)</sup>。そのほか、「市場」は業務開始前の2ヶ月間はアクセス方法などのシステムの仕様を公表しなければならず、その後少なくとも1ヶ月間は、接続のための試験設備 (testing facilities) を利用できるようにしなければならないと定められている<sup>66)</sup>。

## (3) 「市場」概念と各規制項目との関係性

ところで、ATS規制の導入と共に生まれた「市場」の概念は、規制目的との関係でどのような機能を有し、またいかなる効果を生じさせているのだろうか。

まず、効果面では、規制目的を効果的に実現するための体制整備を促しているといえる。すなわち、市場規制を行うことのできる自主規制機関、「規制サービスプロバイダー」の創設がその1つの現れである。

「規制サービスプロバイダー」とは、同一の証券を売買する取引の場は、同一の規制に服して監視を受けるべきだというコンセプトのもとに生まれた。それまでの証券市場では、伝統的な取引所が市場の番人として主体的に市場規制を行っていたが、取引所類似施設が複数現れたことによって、伝統的な取引所の規制権限が

ATSのような後発市場の発展を阻止するおそれがあると考えられたためである。しかも、トロント証券取引所は株式会社形態の取引所であり、同取引所による市場監視行為については利益相反行為が生じる可能性もあった。他方で、ATSの側も、取引所会員ではないにも関わらず、既存の取引所の市場監視機能にただ乗りしており、規制コストや事務負担の面では伝統的な取引所との間の公平を欠くとみられていた<sup>67)</sup>。

そこで、市場の公正性を確保するために、公的で非営利な第三者機関である「規制サービスプロバイダー」の存在が不可欠とされ、取引所の自主規制機能を担う部門と証券業協会が合体したIIROCの創設に至った<sup>68)</sup>。IIROCは証券会社や伝統的な取引所のみならず、ATSなど、全市場の参加者を対象にUMIR (Universal Market Integrity Rules)を適用して市場監視を行う。また、UMIRはATS規則との整合性を保っており、そのことによって、ATS規則の理念が市場参加者に共有されると考えられている。

一方、「市場」への統一的なルールの実施という観点からは、ダイレクト・マーケット・アクセスに関する議論がある。これは、ATS機能の高度化により市場に登場した機関投資家らを、UMIRの下で直接的または統一的に規制する動きをさす。敷衍すれば、これらの機関投資家らは証券会社を通じて、またはその後援の下で、いわば「介在された」直接的アクセスによって、取引所やATSに接続を果たしている。このため、各「市場」と個別に契約を締結することはもとより、規制サービスプロバイダーとも契約を締結するものとされ、他の市場参加者と同じ規制に服することとされている<sup>69)</sup>。

一方、機能面からは、「市場」の概念は統合された市場を創る道具のような働きをしているように見える。情報の統合を促進するための information processor の設置や指値注文の執行を確実にするための注文保護義務の規定など、市場の透明性を高める実効性の高いルールにおいて、自動的に ATS 規則にある「市場参加者」が義務履行者として選定されると、「市場」で活動するすべての者は等しく同一のルールに従うことを要求される。

さらに、「市場」の概念は市場参加者の自己規律の意欲を高める装置としての機能を果たしているようにも見える。例えば、上記Ⅲ.3.(2). (i).(d)で触れたように、ATS 規則の制定当時に市場統合の要として作られた market integrator の存在の重要性を、証券会社側が自らが意識し、最良執行義務を着実に履践するために公的な情報板の必要性を唱えるなど、市場参加者の側から主体的に「市場」を効率的・効果的に運営するための方法を模索しており、そこでは副次的な効果が表れているといえる。

ところで、このように見てくると、カナダにおける包括的な「市場」の概念とは、証券市場が衛星市場型モデルから市場リンク型モデルへの確実な転換を図るための、一種の触媒としての機能を担っているのではないかと考えられてくる。

ここで、衛星市場型モデルとは、識者の解説によれば<sup>70)</sup>、証券取引の大部分が流動性や価格形成の面できわめて高い信頼性を有する中心的な市場（メイン・マーケット）において執行されることを前提とし、メイン・マーケットでの執行が難しい取引については、当該市場外での執行を認めようとする市場をさす。その際、取引価格の公正性を確保するために、市場外での

取引価格は何らかのかたちでメイン・マーケットの取引と関連づけられるのが一般的である<sup>71)</sup>。ただし、独占的な地位を占めるメイン・マーケットの存在を前提とするために、メイン・マーケットがその地位に安住し、競争原理によるイノベーションの促進や多様な取引サービスの提供が阻害されることが問題になる。これに対して、市場間リンク型モデルとは、取引所や証券会社、ATS 等の私設取引システム等が複数並立して存在し、相互に競争を行うなかで、各市場間に情報的なリンクを張り巡らせることによって、全体をあたかも一つのメタ（上位）市場として機能させている市場をさす。市場間リンク型モデルでは、多様なサービスの提供やイノベーションの促進などの市場間競争のメリットが共有され、市場や情報の分断などのデメリットが解消されると考えられている<sup>72)</sup>。

以上によれば、カナダの証券市場とは、トロント証券取引所をメイン・マーケットとする衛星市場型モデルを維持してきた市場と性格づけることができる。そして、私設取引システムが証券市場に現れ始めた萌芽期に、市場の活性化や投資家の利便性を考慮して、衛星市場型モデルから市場間リンク型モデルへ脱却することを一つの政策として選択したといえる。そして、そのために、「市場」という新たな概念を取り込み、メタ市場を創造するためのフレームワークにしたものと推察でき、電子化や自動化の進む次世代市場のインフラ整備を推進させるために、「市場」という概念をコア（core = 核）として機能させていると思われる。

#### 4. 小括

カナダでは、流動性と透明性が他国の市場に比し相対的に欠如しているという特有の事情の

下で、市場間リンク型モデルを想定したATS規則を考案した<sup>73)</sup>。それは、すべての市場にはバランスのとれた規制と競争が存在しなければならないという危機意識に基づくものであり、市場価値を高めるためにさまざまな規制枠組みを導入している。例えば、あらゆる取引の場に対して市場規制を行う規制サービスプロバイダーを創設したり、information processorや注文保護義務などのような、市場の透明性を高める仕組みを設け、市場参加者のみならず投資家にとっても見通しがよい、公正な資本市場を構築しようとしている。

また、従来のトロント証券取引所を中核とした衛星市場型モデルから、次世代型の市場間リンク型モデルへのスムーズな移項を可能にするために、一種の触媒として新たな「市場」概念を導入した。さらに、2001年の規制導入後も、規則の守備範囲がその基本原理に照らして正当化されるものかという観点からその範囲を絶えず反省的に確定し、変化の激しい市場からの要請に応じている。

## IV. 検討

### 1. 比較法的考察

以上で検討してきたカナダのATS規則は、一般的にどのような特徴を有するのだろうか。そこで、対象を相対化するために、わが国で比較的良好に紹介されてきた米国とEUの私設取引システムと、それに関連する規則を取り上げることとする。具体的には、ATS(EU圏ではMTF(Multilateral Trading Facility, 多数当事者間取引システム)<sup>74)</sup>と呼ばれる)の定義やその成り立ちをみることによって、各地域の規

制主体が証券市場をどのように捉え、またこれを規律しようとしているのかについて考察を加える。

### (1) 米国

#### (i) 証券市場の特徴

前記Ⅲ.3.(3)で参照した分類によれば、米国の証券市場は市場間リンク型モデルの市場構造を有している。1960年代にすでに市場分裂を経験していた米国では<sup>75)</sup>、不公正価格による取引の可能性を排除するために、1975年証券諸法改革法により、早くから「全米市場システム」(NMS)による情報統合が推進されてきたほか、マーケットメーカーの気配表示システムであるナスダックによって、完全ではないものの情動的なリンクが存在している。また、1997年1月からのオーダー・ハンドリング・ルール<sup>76)</sup>の施行により、ECN(電子証券取引ネットワーク)の最良気配値システムがナスダックのスクリーン上に表示されたことで、各市場の情動的なリンクが強化されている。

ところで、ナスダックは当初価格表示システムの機能を提供するにとどまり、電子的な執行機能を有していなかった。そのために、米国では電子商取引の発展とともに、高性能と低コストを売りにした私設取引システムが次々と市場に現れた。しかし私設取引システムでの売買が増える一方で、このようなシステムに対する規制は不十分であった。このため、後述するように、当該システムを取引所と同一の規制に服させるように取引所がSECに対して要請し、私設取引システムに対する規制、すなわちATS規制を本格的に導入するための議論が開始された。

(ii) 規制の沿革

米国の1934年証券取引所法（以下、取引所法という）3条a項(1)は「取引所」を以下のように定義する。「取引所（exchange）とは、法人格の有無にかかわらず、証券の購入者および売却者を集合させるため、またはその他の方法で一般に解されている株式取引所より通常行われている機能を証券に関して遂行させるため、市場の場所または施設を構成し、維持または提供する組織、社団または人の集団をいい、かつ、当該取引所の維持する市場の場所および市場施設を含む」<sup>77)</sup>。この定義は、1933年証券法2条・取引所法3条a項の「証券」の定義と同様、包括的で弾力的な枠組みとなっていることが特徴である。このため、定義規定にある「証券の買い手と売り手を突き合わせる（bring together）ための（施設）」を広く解すと、ATSは自ずと取引所の範疇に入ることになる。

ところで、1969年に顧客に対する直接取引の仕組みを初めて提供したインスティネット社の電子端末は、現在のATSの前身にあたる。このシステムは取引所と類似の機能を有していたために、システムでの取引量が増えるに従い、取引所該当性を問題視されるようになった<sup>78)</sup>。しかしインスティネットのような施設が市場に複数現れるようになって、SECは厳格な判断基準を用いることによってこのような施設の取引所該当性を否定していた<sup>79)</sup>。SECはノー・アクション・レター（法令適用事前確認手続書）を発給し、システム自体については証券取引所法上の「取引所」としての登録は不要であるとの立場をとった。つまり、SECはシステム運営者に対する証券会社としての登録を義務づけることで、当面の問題に対処することとした。

ところが、1990年代になると、RMJ オプションズ・トレーディング社が開設するデルタ・オプション・システムに対するノー・アクション・レターに異議を唱えたシカゴ商品取引所等が、SECに対して訴訟を提起することになり<sup>80)</sup>、SECはそれまでの規制方針を変更せざるを得なくなった。そして、取引所類似施設を何らかの一貫した規制の下に置く必要性を感じ始め、具体的な対策を講じるようになる。

1997年5月、SECは電子取引システムをめぐる新たな規制枠組みの構築に向けて動き出すこととなり、PTSを明示的に規制するための方針を打ち出した<sup>81)</sup>。具体的には、①PTSの運営者を従来どおり証券会社として規制しつつ、自主規制機関による監督の強化を図るという考え方と、②取引所の定義を拡張し、PTSを取引所として規制するという2つの代替案を示した。そして、1998年2月、レギュレーションATSを採択し、そのなかでATSは文理上取引所であることを明示した<sup>82)</sup>。

(iii) ATSの定義

証券取引所法規則は3b-16(a)節において、取引所法3条(a)(1)で定められていた「取引所」の定義を明確化し、「取引所」を次のように定義している。すなわち「ある組織、社団または人の集団が、(1)複数の買い手及び売り手の証券取引注文を突き合わせ、かつ(2)注文が相互に影響し合い、注文を出した買い手と売り手が取引条件に関する合意を形成できるような、確立された、裁量性のない方法（取引所であれ、取引規則であれ）を利用する」場合をいう。ただし、この定義はスペシャリストやフロア・ブローカーの存在や、「気配を継続的に提供する」といった要素を問題としていない<sup>83)</sup>。

一方、レギュレーションATSの規則300に

よれば、「組織、社団、個人、個人のグループ、またはシステムで、(1)複数の買い手及び売り手の証券取引注文を突き合わせ、またはその他の方法で証券に関して取引所法規則3b-16に規定された意味で取引所が一般的に果たしている機能を果たす市場や施設を設立・維持・提供するもので、(2)(i)そのような組織、社団、個人、個人のグループ、またはシステムでの取引行動以外の参加者の行動を監視する規則を設定せず、(ii)取引から排除すること以外の懲戒処分を行わないもの」と定義する。つまり、ATSは、既存の取引所から自主規制機能だけを取り除いたものと位置づけられたことになる。ただし、同規則301は、ATSが「レギュレーションATS」による手続きを踏めば、取引所の定義に関する規則が適用されないものとする。つまり、レギュレーションATSでは、ATSが規制形態を選べるかたちとなっている。

#### (iv) 規制の重点

証券市場におけるATSの位置付けが明確になり、大多数のATSが証券会社として登録を行ったことに加えて<sup>84)</sup>、市場リンク型モデルを採るような市場は市場の透明性をある程度前提としている。したがって、米国のATS規制は規制の軸足を最良執行や取引アクセスなどの投資家保護に置いてきた。このため、2005年8月に、自動執行可能な最良気配に劣る価格での注文執行を禁止し、他市場への注文回送を義務付けるレギュレーションNMSを発効している<sup>85)</sup>。しかし、現在はダークプールが提起した取引アクセスの公正性が新たな問題とされており、市場の透明性がATS規制における新たな争点となっている<sup>86)</sup>。

## (2) EU

### (i) 証券市場の特徴

米国と同様にEU市場の形態をあえて特定するならば、各地域の衛星市場型モデルが擬似的にリンクした、擬似市場リンク型モデルの市場とみなすことができるかもしれない。EUでは米国とは異なり、純粋に経済的な意味での強固なリンクが存在しているとは言い難いからである。EUの場合、市場をリンクさせるための動機付けは経済面というよりも欧州特有の政治的な事情にある。すなわち、質の高い投資家取引の執行を確保し、金融システムの完全性と全般的な効率性を維持するために、金融商品に関する取引執行を規律する包括的な規制上の体制を確立しようとする目的こそが、域内市場の結びつきを強めていると考えられるからである。

ところで、欧州は1980年代および1990年代を通じて、電子化を始めとする取引所の近代化を達成した<sup>87)</sup>。したがって、電子化された衛星市場型モデルの市場が各国で機能しており、私設取引システムが活用される余地は相対的に小さかった。しかし、株式市場では<sup>88)</sup>、時間外取引やクロス取引などのような特殊なサービスを提供する私設取引システムが徐々に利用されるようになり、現在では多種多様な執行機能を有する私設取引システムが活動の場を広げている。衛星市場型モデルの市場を有する欧州で、このように私設取引システムが活動の場を得始めたのは、2007年11月に施行されたMiFID (Markets in Financial Instruments Directive、金融商品市場指令)<sup>89)</sup>の影響が強く、現在、私設取引システム(MTF)と伝統的な証券取引所との間に市場間競争が起きている<sup>90)</sup>。

### (ii) 規制の目的・方向性

EUの全般的な証券取引規制の指針を示した

ISD (Investment Services Directive, 投資サービス指令) の改定作業から生まれた MiFID は<sup>91)</sup>、2つの主要目的を掲げている。第1は、それ以前の10年間の技術開発を反映した法的枠組みを確立すること、とりわけ、MTF や組織的な店内化 (systematic internalization) を通じた独自の取引プラットフォームを運営する仲介業者の役割定めることにある。第2は、投資家に対してより多くの選択肢を提供し、技術革新を育み、最終的に取引コストを削減することを狙って様々な取引執行の方式を適切に競わせることにある<sup>92)</sup>。

そこで、規制市場 (regulated market) と MTF が活動する新興市場とが、公正かつ公平な条件で競い合うために重要とされたのが、両者の概念をいかに定義するかであった。すなわち、両者を互いに緊密で整合性のとれた定義にすれば、両者が同様の取引機能を実現していることが投資家に明らかにされ、そのことを通じて投資家自らの市場選択が可能になるものと考えられた。

### (iii) MTF の定義

MiFID の4条1項15号は、MTF を「(a)システム内での(b)非裁量規則に基づき、第II編<sup>93)</sup>の規定に従って契約を構成する仕方、金融商品に関して多数の第三者の(c)買い需要と売り需要を突き合わせる投資業者または市場運営者により営まれるマルチラテラル・システムである」と定義する<sup>94)</sup>。他方、同項14号は「規制市場」について、「その規則および(a)システムの下で取引を認められた金融商品に関して、また第III編の規定に従って認可され規則正しく機能する、市場運営者によって運営され、管理される(a)システム内での(b)非裁量規則に基づき、金融商品に関して多数の第三者の(c)買い需要と売り

需要を突き合わせまたはその突き合わせを容易にし、その結果契約の成立をもたらすマルチラテラル・システムをいう」とする。

いずれも抽象的な定義のように見えるが汎用性がある。また、MiFID の「適格システム (qualifying system)」にどのような取引システムが該当するかをできるだけ特定化するようにとの市場の要請から、定義に使用される文言に細かな注釈を添えている<sup>95)</sup>。例えば、(a)は、一連の規則と取引プラットフォームから構成され、また一連の規則に基づいてのみ機能するすべての市場を包含するものとされ、(b)については、当該規則が MTF 運営者にどのように需要が突き合わされるかについての裁量の余地を残さないことを、また(c)は、注文、呼び値、必要の参考表示 (indication) を含んだ広い意味に解されるとしている。

ところで、MiFID は規制市場と MTF を類似のカテゴリーで括る一方、取引サービスを提供する別の形態として、SI (Systematic Internalizer, 組織的内部執行業者) という定義を4条1項7号に設けていることも重要である。SI は米国の規則で証券会社や投資銀行等とほぼ同義の投資会社 (Investment firms) をさし、規制市場や MTF の外部で顧客の注文を執行することによって組織的かつ頻繁・計画的に自己勘定で取引を行う者をさす。立法過程では、SI が実質的に取引所や私設取引システムと同じ機能を有する可能性も指摘されていたが<sup>96)</sup>、結局定義上は別のものとした。ただし、SI が MiFID における同じ透明性要件を課される点では共通している。

### (iv) 規制の重点

EU 市場は擬似市場リンク型であることから、規制の重点は投資家保護と市場の信認確保

の両者に置かれている。例えば、投資家保護については、最良執行義務が MiFID の第21条で規定されている。この規定は、わが国と同様、指針の中身を投資会社の裁量に委ねているが、一方では、投資会社自らに方針を立てさせることによってサービスの内容を競わせることを意図している。

市場の信認については、設立時の母国監督当局に対する通知や取引情報の公表義務、利用者に対する監視のほか、母国監督当局に対してシステムの適格性を通知する責任、清算と決済に関する責任などからなる。ただし、大口取引や取引高の少ない取引プラットフォームに対してはこのような透明性要件が一部緩和されている。このため、透明性要件が課されない部分にダークプールが出現する余地が生じており、現在、欧州でもダークプールの扱いについては議論が進められている。

### (3) カナダとの比較

ATS や MTF などの私設取引システムをめぐる議論はすべて米国が起源となることから、3地域の規制が特に大きく異なることはない。しかし各証券市場の構造はそれぞれ個性があり、市場や取引所をいかに捉えようとしているかについては違いがみられる。

米国は取引所概念に私設取引システムを含める方法を用いて、両者が実体として同じ機能を有するものとした。また、EU は取引所のような伝統的システムを有する規制市場と私設取引システムを有する新興電子市場を一応別個のものとして定義するが、同じ用語を定義に使用するなど、両者の同一性を保持している。他方、カナダは電子化された次世代証券市場を見据えて、同じ機能を有するものに対しては同一の規

制を被せようとする趣旨に基づき、「市場」という概念の下で取引所と類似の機能を営むものをすべて包摂している。この3地域の市場・取引所の定義のうちどれが優れていると一概にはいえないが、衛星市場型モデルを採用するカナダの証券市場の仕組みは日本のそれに近く、その意味で、カナダの市場概念は日本の PTS 規制にとって多くの示唆を与えるだろう。

また、規制の重点に関しては、いずれの地域の規制も市場リンク型モデルを志向していることから、投資家保護に規制の重点があるように思われる。特に、最良執行義務の確保については米国とカナダの類似性が強い。これは両国が判例法体系の国であり、最良執行義務の根拠をコモン・ロー上の代理原則や信認義務に置いていることによるものである。しかし、カナダは透明性確保の実効性を強く意識することから、「市場」の一部にしか適用されない最良執行義務に加えて、「市場」全体に適用可能な注文保護義務を米国よりも弾力的に活用することを目指しており、この部分に特徴がある。これは、衛星市場型モデルの弱点を補い、統合された理想的な市場へ近づけようとするカナダ規制当局の強い姿勢の表れといえる。

## 2. わが国への示唆

米国、EU、カナダにおける私設取引システムの定義規定はそれぞれに固有の特徴を有しているが、一方で共通性もある。第1は、定義規定の背後にある法目的の共通性である。すなわち、市場の効率性や透明性の確保と共に、投資家の利便性の向上を図ることがいずれの法域でも意図されていることである。第2は、市場の公正・公平な競争を促すために、既存の取引所と新興電子市場の間に機能的に差がないことを

文理上明らかにしていることである。つまり、伝統的で physical な市場とネット上の新しい virtual な市場は、いずれも売買執行の局面では変わることがないことを定義上で明らかにし、いわば投資家への可視化を進めることによって、投資家の市場選択の可能性を拡げている。

これに対してわが国は、第1の点で共通するが、第2の点は必ずしも同じではない。本論文Ⅱ.2。(証券経済研究71号を参照)で述べたように、わが国でPTSは文理解釈上「証券業」だとされるが、論理的体系的な整合性の観点からは「取引所」の内包を有するものとされ、この点に矛盾を来たしている。敷衍すれば、日本の現行法制は取引所とPTSの機能を峻別し、PTSは取引所市場に比べて価格形成機能の低い注文執行の場として位置づけ、流動性の高いPTSは取引所化させ、金融商品市場を開設するための免許を取得することを求める仕組みを採用している<sup>97)</sup>。すなわち、金融商品取引法施行令1条の10は、オークション方式を採用するPTSの場合、個別銘柄について過去6ヶ月間の平均的な売買高が市場全体の10%を超えることや、取扱い銘柄の総売買高が市場全体の1%を超えることを認めない。また、オークション方式以外の方法で価格決定を行うPTSについても、個別銘柄で20%以上の取引高シェアを占めるようになった場合は、金融商品市場を開設するための免許を取得することが求められる<sup>98)</sup>。一方、金融商品取引法の取引所規制は、取引所に対して厳しい專業義務を課すなど制約が多く、PTSから取引所への円滑な組織変更は困難であるという<sup>99)</sup>。

ところで、取引所における取引を、わが国がこのように特別視する背景にはどのような事情

があるのだろうか。

明治期、わが国では諸外国と同様、賭博性のある取引所を国家の経済的政策の下で存立を認めることの是非を問うブルス論争<sup>100)</sup>が起きた。しかし濫立していた取引所を1箇所に1つとすると定めたこと<sup>101)</sup>、取引所の存在意義が明確になり、同時に投機的取引の取引所市場集中主義を徹底していった。その後、戦前期及び戦時下の統制のなかで次第に取引所に対する公的な役割が意識されるようになった<sup>102)</sup>。また、第二次大戦後は実物取引の取引所市場集中主義についても徹底した。

このような歴史的経緯により、日本では証券取引所といえば株式の流通市場に代表させ、株式の流通市場は証券取引所に代表させるという考え方が支配的となり、明治期以降120年余りにわたり「証券取引所」と「市場」はほぼ同義と考えられるようになった<sup>103)</sup>。このため、「店頭市場育成政策」の展開期においても、その取引規模の絶対的拡大傾向にもかかわらず、組織的取引所市場の吸引力は決定的だったという<sup>104)</sup>。

他方で、取引所での取引を特殊なものとする傾向は、絶対的商行為を規定する商法501条3号の規定にもみることができる。取引所における取引を明示的に商行為と定める本規定は、取引所での取引の投機性や強度の営利性に由来するという見方や<sup>105)</sup>、取引の大量定型性、方法の技術性・専門性に帰する<sup>106)</sup>という理解がある一方で、本規定は単に疑いを避ける意味で設けられたものであって<sup>107)</sup>、単なる注意規定にすぎない<sup>108)</sup>、あるいは存在意義はない<sup>109)</sup>とする見解もある。しかし、規定の存在意義が疑問視されるなかでも当該規定は依然として商法に存在し続けている。

以上のように、わが国では実態面のみならず法制面においても、取引所に対する保護意識の高さが存在する。しかしながら、本論文Ⅱ.1(証券経済研究71号を参照)で指摘したように、取引所とPTS、さらに店頭取引(OTC)の内実は技術面でいずれも同化しつつあり、その境界はますます曖昧になっている。このために、PTS先進国は取引施設(trading venue)ごとに規制のあり方を考えるのではなく、透明性の問題など、すべての注文執行行為に共通の規制のあり方を探ろうとする傾向を強めている<sup>110)</sup>。もっとも、わが国でもこのような動きが全く無視されているわけではない。しかし、わが国のPTS規則は規制方針の変更がなされる前の米国のATS規則を踏襲したものであり、透明性の問題や市場間リンクの問題など、PTSを取り巻く環境の変化を受けて議論を行っている様子がほとんど見受けられないという<sup>111)</sup>。

他方で、PTSの登場とは、人間が取引に介在しない自動化された市場のルールを取り決めることにもほかならない<sup>112)</sup>。したがって、わが国においても、これまですっきりしていた有価証券市場の概念を改めて検証し直す必要性が生じてくるものと思われる<sup>113)</sup>。その際、上述したカナダのような市場・取引所概念の再構築を行うことも一つの方法だといえるかもしれない。また、市場概念を見直す過程では、米国のFINRA<sup>114)</sup>やカナダのIIROCのように、自主規制機関を統合し、市場監視機能の一体化を図る必要も生じてくるだろう。R. パウンド(Roscoe Pound)の言葉をもじれば、今まさに「自動化された市場の法的要請」に対する、法の側からの応答が待たれているといえる。

(本論文は日本証券業協会客員研究員助成の成果である。)

## 注

- 1) ATSは競争者である取引所の規制に決して服すべきではないとするCSAの考えに対し、トロント証券取引所が異議を唱えていたことには注意を要する。同取引所は、米国のATSが競合者としてのナスダックの規則に服していることを例に挙げ、ATSが取引所の規制から完全には自由にならないことは明白だと主張していた(MacIntosh and Nicholls [2002], at 122, note (104))。
- 2) CSA [2001], at 61 (Companion Policy 23-101 CP, Part 1.1.2)。
- 3) See, CSA [1999]。
- 4) 前号(証券経済研究71号)からの補足として、カナダの証券規則におけるNational Instrument (NI)の位置づけについて述べておく。カナダでは各州及び準州で法令を定め、各法域において、各州の証券取引委員会が規則の制定や規則違反に対する是正措置を行っている。つまり、カナダでは米国のような連邦規則の類が一般的に存在しない。しかし近年は諸州の証券法の調整を図る必要性から、CSAの下で統一的な規則の制定が目指されており、CSAによって公布されるNIは、カナダの証券規制において一種のモデル法のような役割を果たしている。敷衍すると、CSAは制定法に根拠のない各州の証券委員会から構成される統轄組織であるために、CSAが公布するNIは、規則制定権限を有する各州の証券委員会が正式にルールとして採択して初めて効力をもつ。ただし、証券委員会が規則制定権限をもたない州では、NIは方針(policies)として採用されるにとどまり、法の強制力については幾分曖昧さが残る(See, MacIntosh and Nicholls [2002], at 83-84)。
- 5) See, CSA [1999]。実際にこれらの規則の適用者は限られる。すなわち、NI23-101のPart 7の7.1(1)にいう公認取引所、またはPart 7.7.3にいう公認相場取引システム、もしくは規制サービスプロバイダーが定めた類似の規則や方針・規約等に従うことのない自然人または法人は適用除外とされる(CSA [2001], at 56 (Companion Policy 23-101 CP, Part 2.2.1))。
- 6) CSA [2001], at 56(NI23-101, Part 4.4.1)。
- 7) CSA [2001], at 56(NI23-101, Part 4.4.2)。
- 8) CSA [2008], at 6304。
- 9) CSA [2008], at 10120. See also, CSA [2008], at 6307 (Appendix A, Summary of Comments with CSA Responses and List of Respondents, Question 17)。
- 10) CSA [2008], at 10132 (Companion Policy 23-101 CP, Part 4.4.1(1))。ATSはカナダ証券法の下で証券会社として登録されるが、本質は「市場」である。このため、証券会社としての登録をしないATSは、文理上、加入者に対して最良執行を確保する義務を負わない。ただし、それ以外の場合で、顧客の代理として行動する証券会社としてのATSは、本規定の適用を受けることとされる。
- 11) CSA [2008], at 10119 (NI23-101, Part 1.1.1)。
- 12) CSA [2008], at 10129 (Companion Policy 23-101 CP, Part 1.1.1.1)。

- 13) See, Beattie and Savoca [2005].
- 14) CSA [2008], at 10132 (Companion Policy 23-101 CP, Part 4, 4.1(3)).
- 15) CSA [2008], at 10121 (NI23-101, Part 4, 4.4).
- 16) CSA [2008], at 10132 (Companion Policy 23-101 CP, Part 4, 4.2).
- 17) See, Beattie and Savoca [2005].
- 18) 規則の制定にあたっては米国のレギュレーション NMSにあるトレード・スルー規則が参照された。ただし、両国の資本市場には単純だが決定的な違いがあることを CSA は見逃さなかった。すなわち、米国では ATS を通じた取引割合が多いのに対し、カナダの市場参加者は米国ほど十分な継続的サービスを ATS から受けていない。このため、資本市場の実証分析や様々な証拠を見極めたうえで、トレード・スルー義務の採用において革新的なプロセスを用いるよう配慮されたという (*Id.*)。
- 19) CSA [2008], at 10039.
- 20) See, CSA [2009b].
- 21) See, Beattie and Savoca [2005].
- 22) CSA [2010], at 796 (NI23-101, Part 6, 6.1).
- 23) CSA [2010], at 801 (Companion Policy 23-101 CP, Part 6, 6.1).
- 24) CSA [2010], at 797 (NI23-101, Part 6, 6.2).
- 25) CSA [2010], at 797 (NI23-101, Part 6, 6.3).
- 26) CSA [2001], at 13 (NI 21-101, Part 1, 1.1).
- 27) 具体的には Canadian Trading and Quotation System (CNQ)をさす。
- 28) 米国と同様、基本的に取引所の機能から自主規制機能を除いたものが ATS とされる (CSA [2001], at 12 (NI 21-101, Part 1, 1.1) and at 47 (Companion Policy 21-101 CP, Part 3, 3.3)). See also, Johnston and Rockwell [2006], at 642-643.
- 29) CSA [2001], at 45 (Companion Policy 21-101 CP, Part 2, 2.1). なお、注文を突き合わせること (bring order together) と、定められた非裁量的な方法を用いること (use of established, non-discretionary methods) の意味は、米国の SEC が採用したものとほぼ等しい。
- 30) CSA [2001], at 45.
- 31) CSA [2001], at 13 (NI 21-101, Part 1, 1.1).
- 32) この変更は2003年に Industrial Committee が提出した規則改正に関する報告書に基づいている (CSA [2003], at 4379)。
- 33) NI21-101の Part10は、各市場に対し、市場外の参加者に適用する取引手数料の一覧を公表しなければならないと規定する (Companion Policy 21-101 CP, Part 12, 12.1, current to Sep. 12, 2008)。
- 34) MacIntosh and Nicholls [2002], at 121.
- 35) Chtaneva [2002], at 372.
- 36) CSA [2001], at 52 (Companion Policy 21-101 CP, Part 11, 11.1).
- 37) CSA [2001], at 19 (NI 21-101 Part 9.2).
- 38) CSA [2003], at 7147. なお、証券の主要市場とは、その前年の最大取引量を基準に information processor が決定するものとされていた (CSA [2001], at 19 (NI 21-101, Part 9, 9.3))。
- 39) CSA [2001], at 52 (Companion Policy 21-101 CP, Part 11, 11.5).
- 40) CSA [2001], at 52 (Companion Policy 21-101 CP, Part 11, 11.1).
- 41) CSA [2001], at 19 (NI 21-101 Part 9.4).
- 42) Barclays Global Investors Canada の G. Rocchi を委員長とする Industrial Committee は、2003年3月7日、第7回委員会における最終報告を提出した (CSA [2003], at 52 4379)。
- 43) なお、業界が独自に完全な市場統合を実現するのであれば、market integrator の機能は必ずしも必要ではないと CSA は当初から考えていたようである (Chtaneva [2002], at 373)。
- 44) *Id.*
- 45) Data consolidator は CSA が選定した第三者機関が運営するデータ統合のためのシステムであり、1999年の ATS 規則の提案書で骨格が示されたほか、“Request for Proposal-Data Consolidation System for a Canadian Consolidated Market (1<sup>st</sup> version, July 25, 2000)”などに詳細がまとめられた。
- 46) CSA [2007], at 4, note (7); Conrad, Johnson and Wahal [2003].
- 47) ダークプールとしての業務を営むものとして Blockbook や Liquidinet Canada などがあり、機関投資家などの証券会社以外の者にアクセスを提供している (CSA [2008], at 10058)。
- 48) 一般に、透明性は高まれば高まるほどよいというわけではなく、ある分水界を境に負の影響をもたらすという。市場の流動性が顕著な例で、大口投資家はマーケットインパクトが抑制される透明性のより低い取引環境を好む傾向にあるという (クリストフ・クンバーン [2007], 34頁)。
- 49) 市場で契約を成立させる前に内部でマッチングを発見するという傾向は、カナダでは既存の「市場」の技術の延長線上にあるもの、つまり、一定の価格水準で内部に優先権 (“in-house” priority) を認めるものと考えられている。例えば、トロント証券取引所の取引システムは (会員である) 証券会社の顧客の取引を探し出して優先的にマッチングし、異なる証券会社間の顧客の取引をマッチングする行為は後回しにしている。もっとも、このような内部化はブックの情報の価値や価格発見機能に疑問を投げかけているという (CSA [2007], at 5)。
- 50) CSA [2007], at 4.
- 51) CSA [2005], at 6333 for background.
- 52) See, Beattie and Savoca [2005].
- 53) CSA [2007], at 6.
- 54) *Id.*
- 55) See, e.g., RBC Dominion Securities, Inc. [2009].
- 56) See, CSA [2001] at 54 (Companion Policy 21-101 CP, Part 16, 16.2).
- 57) CSA [2009a], at 4585.
- 58) See, CSA [2001], at 18-19.
- 59) 総合情報板は、データの属する市場と提供された情報の詳細を表示するが、買い手と売り手の属性は原則開示

- しない (CSA [2001], at 50 (Companion Policy 21-101 CP, Part 9, 9.2))。買い手と売り手の情報を秘匿することは取引の匿名性を守るために必要であり、また電子取引の有するメリットの一つの表れだとされる (Chtaneva [2002] at 371-372)。なお、NI21-101のPart 8は債券市場に関して類似の規定を置いている。
- 60) CSA [2009a], at 4585.
- 61) NI 21-101, Part 11, 11.1 and 11.2, current to Sep. 12, 2008.
- 62) *Id.* Part 11, 11.3.
- 63) *Id.* Part 11, 11.2.1.
- 64) *Id.* Part 12, 12.1.
- 65) *Id.* Part 12, 12.2.
- 66) *Id.* Part 12, 12.3.
- 67) *See*, Christiansen and Koldertsova [2008], at 24. レポートはATSと従来の取引所の主要な違いについて、前者での取引が私法上の契約に基づくものであり、取引所の規則に基づいていない点だと指摘する。
- 68) 自主規制機関が有する会員規則と市場規制の性質は本質的に異なるものである。このため、自主規制機関が取って市場規制を実施することについては同意を得る必要があり、そのことを確認させるために、証券会社としてのATSも書面により規制サービスプロバイダーとの契約を交わす必要があるという (*See*, MacIntosh and Nicholls [2002], at 119-120)。
- 69) ダイレクト・マーケット・アクセスの議論は、2005年7月頃からATS規則の改正議論のなかで開始された (*See*, CSA [2007], at 3)。
- 70) 横山 [2000], 78-79頁。
- 71) 例えば、メイン・マーケットの直近価格や終値を基準とした価格制限などをさす (横山 [2000], 前掲注 (70))。
- 72) 市場間リンク型モデルを採用するには、各市場をリンクさせるシステムを構築することが前提になる。加えて、各市場に対して、自らよりも好条件での取引が可能で他市場に対して注文を回送するように義務付けるか、あるいは、証券会社 (ブローカー) に対してリンクされた市場情報に基づく「最良執行義務」を課す必要があるという (横山 [2000], 前掲注 (70))。
- 73) *See*, CSA [2009b].
- 74) EUでは、ATSという用語が新しいコア・サービスと位置づける機関の特徴を正確に捉えておらず、法律用語としてはあまり的確ではないことが公開諮問を通じて明らかになり、それへの対応として、MTFという用語が使用されているという (椎名 [2004], 89頁)。
- 75) 米国では、当時、ニューヨーク証券取引所の上場銘柄を地方取引所や店頭市場で取引することによって固定手数料を削減できることが知れ渡り、ニューヨーク証券取引所から大口注文が流出したという (吉川 [2007], 66-67頁)。
- 76) *See*, SEC [1998].
- 77) 日本証券経済研究所 [2008], 77頁。
- 78) 米国のATS規制の史的変遷については、主に大崎貞和 [2004], 48頁以下を参照した。
- 79) ニューヨーク証券取引所やシカゴ商品取引所などは、SECに対して、新興電子市場を国法取引所として登録するように要請していた。
- 80) *See*, Board of Trade of the City of Chicago v. SEC 883 F.2d 525 (7th Circ. 1989), Board of Trade of the City of Chicago v. SEC 923 F.2d 1270 (7th Circ. 1991). 裁判所は定義規定の解釈に関するSECの大幅な裁量権を認め、CBOTらの請求を退けた。しかし、本訴において、裁判所が1934年証券取引所法上に定められた「取引所」の定義が時代に即していないことを指摘した点に意義が認められている。
- 81) *See*, SEC [1997].
- 82) *See*, SEC [1998].
- 83) しかしレギュレーションATSの定義は、デルタ・オプション事件でのSECの考え方よりは拡張されているという (大崎 [2004], 54頁)。なお、レギュレーションATSと同時に制定された取引所法規則3a 1-1(b)は、ある銘柄の総取引高の50%以上を占めるATSに対しては取引所登録の義務を課した。なお、登録義務に関しては、2009年11月12日より施行された新規則により変更が加えられている (*See*, SEC [2009a], <<http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-60789.pdf>>))。
- 84) 現在では、証券会社ではなく、2008年8月に誕生したBATSのように、取引所として活動を行うATSも存在する。
- 85) *See*, SEC [2005], <<http://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>>.
- 86) *See*, SEC [2009b], <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60997.pdf>>.
- 87) 以下、EUの証券市場の概要については椎名 [2004], 77頁以下を参照した。
- 88) 債券市場では組織化された中心的な市場が存在しなかったことから、価格形成の面で効率的かつ透明性の高い電子取引プラットフォームが早くから活用されていた。
- 89) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of April 2004.
- 90) 吉川 [2009], 27頁。
- 91) 欧州における私設取引システムの議論は、英国のFSAが2000年1月に公表した証券取引インフラ全般の規制の在り方に関する報告書 (Discussion Paper on "The FSA's approach to regulation of the market infrastructure", January 2000) に端を発する。電子取引の発展がもたらした多様化する取引インフラ全般をいかに規制するかについての議論は、EUレベルでも議論の対象となった。そして、欧州証券委員会フォーラム (FESCO, 現、欧州証券監督者委員会 (CESR)) の主導の下で、ATSの規制の在り方が徐々に明確化された。
- 92) Autorite des Marchés Financiers [2008], at 6.
- 93) MiFID 第II編は投資業者の認可及び運営条件を、第III編は規制市場について規定する。
- 94) 日本証券経済研究所 [2007], 26頁。
- 95) 具体的にどのようなシステムが規制対象になるかについては、CESR [2002], at 23を参照。なお、椎名 [2004], 82-83頁や日本証券経済研究所 [2007], 6-7頁も参照。

- 96) See, Elderfield [2002], at 44.  
 97) 大崎 [2009], 41-42頁。  
 98) 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-4-2-1を参照。  
 99) また、特定の銘柄の売買高が市場の1%を越えただけで取引所化が求められる点は検討を要する(大崎[2009], 42頁)。  
 100) プール論争の詳細については、小林和子 [2000], 4-5頁を参照。  
 101) 取引所法1条(明治26年法律5号, 同年10月1日施行, 昭和25年8月20日廃止)。  
 102) 「公益機関」という認識が明確な言葉で表現された早い例として、明治32年2月28日に政府委員農商務省商工局長だった木内重四郎の「—元來取引所は性質上公益機関である、普通の営利会社とは性質を同じくしませぬ—」という発言がある(小林 [2000], 6頁)。  
 103) 小林 [2000], 2頁および18頁。  
 104) 小林 [2000], 2頁。  
 105) 平出 [1980], 46頁。  
 106) 弥永 [2006], 12頁。  
 107) 石井 [1971], 64頁。  
 108) 近藤 [2008], 31頁。  
 109) 大森 [1959], 48頁, 服部 [1975] 457頁。  
 110) 椎名 [2004], 89頁。  
 111) 横山 [2000], 98頁。  
 112) 木村 [2006], 30-48頁では、自動的・自律的に作動するコンピューターシステム間の契約締結の問題点を検証している。  
 113) 河本=大武 [2008], 386頁。また、伊豆 [2000], 25頁によれば、上場管理を伴う売買の場を有価証券市場とする現在の考え方から、売買の場をそれだけで市場と構成し、上場管理はそれに付加されたものとするような、これまでとは逆の考え方も可能であるという。しかし、そのときは取引所の特殊性の多くが失われ、同時に、市場全体をカバーする投資家保護措置の拡充が別途必要になるという。  
 114) FINRA(米国金融取引業規制機構)は、2007年7月に全米証券業協会(NASD)とニューヨーク証券取引所(NYSE)の規制機関の一部を統合して設立された、米国の証券業界最大の自主規制機関である。

## 参 考 文 献

- 石井照久 [1971] 『商法総則 [商法 I] 第2版』, 勁草書房。  
 大崎貞和 [2004] 『インターネット時代の証券取引規制 [比較法制研究シリーズ第5号]』, 東京大学大学院法学政治学研究科附属比較法制国際センター。  
 大崎貞和 [2009] 「米国におけるフラッシュ・オーダー、ダークプール規制の動きと日本市場の課題」『旬刊商事法務』1881号, 商事法務研究会, 11月, 34-43頁。  
 大森忠夫 [1959] 『商法総則』, 青林書院。  
 河本一郎=大武泰南 [2008] 『金融商品取引法読本』, 有斐閣。  
 神崎克郎 [1987] 『証券取引法 [新版]』, 青林書院。  
 北崎進 [1925] 「取引所に関する基礎的観念(一)」速水編『取引所法 第1巻』, 有斐閣, 751-762頁。  
 木村真生子 [2006] 「契約の自動化に関する一考察—インターネット上の「エージェント」—」, 筑波大学審査学位論文(博士論文)。  
 金融法委員会 [2002] 「「有価証券市場」概念に関する中間論点整理」『ジュリスト』1225号, 有斐閣, 6月, 38-50頁。  
 クリストフ・クンバーン(齋藤真紀 [訳]) [2007] 「米国とEUにおける代替的取引システム(ATS)規制の比較分析」『旬刊商事法務』1800号, 商事法務研究会, 5月, 32-43頁。  
 小林和子 [2000] 「証券取引所—日本における制度論と歴史」『証券経済研究』24号, 日本証券経済研究所, 3月, 1-18頁。  
 近藤光男 [2008] 『商法総則・商行為法 [第5版補訂版]』, 有斐閣。  
 椎名隆一 [2004] 「EU証券市場における代替的取引システムの規制の試み」『証券経済研究』45号, 日本証券経済研究所, 3月, 71-96頁。  
 鈴木武志 [1925] 「取引所法釋義(一)」速水編『取引所法 第1巻』, 有斐閣, 37-48頁。  
 高窪喜八郎 [1925] 「取引所法立法の根底」速水編『取引所法 第1巻』, 有斐閣, 27-36頁  
 日本証券経済研究所編 [2008] 『新外国証券関係法令集 アメリカ(Ⅲ) 証券法, 証券取引所法』, 日本証券経済研究所。  
 日本証券経済研究所編 [2007] 『新外国証券関係法令集 EU 金融商品市場指令(MiFID), 透明性指令, 目論見書指令, 市場阻害行為指令他』, 日本証券経済研究所。

- 平出慶道 [1980] 『商行為法』, 青林書院。
- 弥永真生 [2006] 『リーガルマインド 商法総則・商行為法 第2版』, 有斐閣。
- 横山淳 [2000] 「わが国における取引所外取引の現状と課題」『証券経済研究』26号, 日本証券経済研究所, 7月, 75-100頁。
- 吉川真裕 [2007] 「市場・市場間競争」福光寛=高橋元編著『ベーシック証券市場論(改訂版)』, 同文館出版, 59-78頁。
- 吉川真裕 [2009] 「ヨーロッパの市場間競争～取引所 MTF ダークプール～」『証研レポート』1654号, 日本証券経済研究所, 6月, 27-38頁。
- Autorite des Marchés Financiers [2008], "Post-MiFID Market Organization: What Regulatory Challenges are Posed by New Trading Platforms and Transaction Types?", *Financial Regulation News Letter*, 4<sup>th</sup> Quarter, Issue No. 12, at 6-9 <[http://www.amf-france.org/documents/general/8567\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8567_1.pdf)>.
- Beattie, J. and Savoca N. [2005] "Verbal Commentary on Trade Through Obligations as presented to the Ontario Securities Commission", <<http://www.canadiansta.org/csta/tabid/135/default.aspx>>.
- Canadian Securities Administrators (CSA) [1999] *Appendix A to ATS Rules: Regulation of Alternative Trading Systems in Canada*, 22 OSCB.
- CSA [2001] *National Instrument 21-101 Marketplace Operation (NI 21-101) Companion Policy 21-101CP and National Instrument 23-101 Trading Rules (NI 23-101) and Companion Policy 23-101CP*, 24 OSCB.
- CSA [2003] *Appendix A to Notice of Amendments to the ATS Rules*, 26 OSCB.
- CSA [2005] *Discussion Paper 23-403 Market Structure Developments and Trade-Through Obligations*, 28 OSCB.
- CSA [2007] *Trade-through Protection, Best Execution, Access to Marketplaces and the Consolidation of Data*, 30 OSCB.
- CSA [2008] *Notice of Proposed Amendments to NI 21-101 Marketplace Operation and NI 23-101 Trading Rules*, 31 OSCB.
- CSA [2009a] *CSA Staff Notice-Information Processor For Exchange-Traded Securities other than Options*, 32 OSCB.
- CSA [2009b] *Notice of Amendments to the ATS Rules*, Nov. 13, 2009 <[http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule\\_20091113\\_21-101\\_new-noa-21-101and23-101.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule_20091113_21-101_new-noa-21-101and23-101.pdf)>.
- CSA [2010] *Amendments to NI 21-101 Marketplace Operation, Ni 23-101 Trading Rules and Companion Policy 23-101 CP Trading Rules*, 33 OSCB.
- CESR (The Committee of European Securities Regulators, 欧州証券規制当局) [2002], *Standards for Alternative Trading Systems*, July 2002 (Ref.: CESR/02-086b), Annex B, <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Docs\\_Cesr/Documents/Padroes\\_Sist\\_Alter\\_Neg.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Docs_Cesr/Documents/Padroes_Sist_Alter_Neg.pdf)>.
- Christiansen, H. and Koldertsova, A. [2008] "The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance", *Financial Market Trends*, Pre-Publication Version for Vol. 2009/1, OECD, <<http://www.oecd.org/dataoecd/3/36/43169104.pdf>>.
- Chtaneva, A. [2002] "Alternative Trading System: Impact of Technology on Securities Market Structure", *Banking & Finance Law Review* vol. 17, at 341-378.
- Conrad, J., Johnson, K. and Wahal, S. [2003] "Institutional Trading and Alternative Trading Systems", *Journal of Financial Economics* volume 70, Issue 1, October 2003, at 99-134.

- Elderfield, M. [2002] "The Regulation of Market Infrastructure" in Frase, D. and Parry, H. (editors), *Exchange and Alternative Trading Systems*, Sweet & Maxwell, at 37-53.
- Johnston, D. and Rockwell, K.D. [2006] *Canadian Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> edition, Markham.
- MacIntosh, J.G. and Nicholls, C.C. [2002] *Securities Law*, Irwin Law.
- RBC Dominion Securities, Inc. [2009] "Re: CSA Notice of Proposed Amendments to National Instrument 21-101 Marketplace Operation and National Instrument 23-101 Trading Rules (Comment Letter)", Jan. 30, 2009, <[http://www.ocn.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com\\_20090130\\_21-101\\_millsj.pdf](http://www.ocn.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2-Comments/com_20090130_21-101_millsj.pdf)>.
- SEC [1997] *Regulation of Exchange*, Release No. 34-38672, May 23, 1997.
- SEC [1998] *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, Release No. 34-40760, Dec. 8, 1998.
- SEC [2005] *Regulation NMS*, Release No. 34-51808, Jun. 9, 2005.
- SEC [2009a] *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, Release No. 34-60789, Oct. 5, 2009.
- SEC [2009b] *Regulation of Non-Public Trading Interest*, Release No. 34-60997, Nov. 13, 2009.

(筑波大学大学院ビジネス科学研究科助教)