株式市場間競争と日本市場の課題

大崎　貞和*

概　　要

伝統的な取引所の市場と私設電子取引システム（PTS、ATS、MTF などと呼ばれる）と株式の売買注文獲得を競い合う市場間競争は、世界に拡がっている。当初、ほぼアメリカ国内に限定されていた活発な競争は、EU の金融商品市場指令（MiFID）の施行後、ヨーロッパにも飛び火した。これに対して日本では、いくつかの PTS が活動しているものの、その取引高は無視し得る程度にとどまり、欧米とは状況が大きく異なっている。東証の取引システムが、かつてのような絶対的優位性を失いつつある今日、日本においても株式市場間競争の意義は大きい。本格的な競争の定着へ向けて最大の鍵となるのは、機関投資家の受託者責任の一環としての、最良執行義務であろう。

キーワード：証券取引所、PTS、ATS、MiFID、機関投資家、最良執行義務

* ㈱野村総合研究所研究創発センター主席研究員。本稿の内容はすべて個人的見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

１．はじめに

かつては、上場株式の組織的な取引は、取引所集中原則の考え方に基づき、証券取引所の市場で行われるのが当然とされていた。しかし、1970 年代以降、取引所集中原則は競争を阻害し、市場の効率性の向上を妨げているのではないかとの疑問にさらされるようになった。1990 年代にはコンピュータと通信技術の発達を背景に登場した PTS、ATS、MTF などと呼ばれる電子取引システムを通じた取引所外取引が活発化し、取引所市場は、次第にその地位を脅かされるようになってきた。これに対して既存の取引所は、電子取引システムへの対抗策として、自らの組織の株式会社化や取引システムの高度化、国外を含む他の取引所等との提携や M&A（買収・合併）などに乗り出した。こうして活発化した株式市場間競争は、いまや世界中に広がり、市場運営ビジネスの勢力図を塗り替えつつある。

伝統的に取引所市場への売買の集中が重視されてきた日本においても、1998 年の日本版ビッグバンによる法改正以降、市場間競争を前提とする制度が整備され、株式を取り扱う PTS もいくつか現れている。とはいえ、日本では、アメリカやヨーロッパの市場に比べると、取引所外の電子取引システムの利用はそれほど進んでいないのが実情である。このことは、同じ有価証券の取引の場が多数存在することで価格形成が非効率となる、いわゆる市場の分裂（market fragmentation）の弊害が現実化するおそれが低いといった観点から積極的に評価することもできようが、他方で、法制度面の問題から市場間競争の進展が妨げられているのではないかとの懸念も排除できないだろう。

本稿では、以上のような問題意識に基づき、株式市場間の競争をめぐる欧米と日本の現状を比較してみることとしたい。

２．欧米における株式市場間競争

２．１　アメリカの現状

ECN の発達

取引所外電子取引システムの嚆矢とされるのは、1969 年にアメリカで稼働したインスティテューショナル・ネットワーク社のインスティネットである。当初、こうしたシステムは、「第四市場」[1]、PTS（proprietary trading system）などと呼ばれたが、現在ではATS（Alternative trading system）と呼ばれる。ATSは、既存の取引所市場だけでは十分に満たされなかった大口取引、バスケット取引などの取引ニーズに応えながら、次第に取引所市場の独占的地位を脅かす存在となっていった。

[1]　取引所市場、ナスダック市場、店頭マーケット・メーカー（第三市場）に次ぐ、第四の市場という意味。

とりわけ 1990 年代後半以降は、ナスダック市場銘柄を中心に取引高を急速に拡大したECN（electronic communications network）と呼ばれるATSの一種が、取引所を巻き込んだ市場再編の台風の目とも呼ぶべき存在となっている[2]。

もともとECNは、1996 年 8 月に採択されたアメリカ証券取引委員会（SEC）の注文取扱いルールと呼ばれる一連の規則による制度改革を背景に生み出された。マーケット・メーカーとなった証券会社が売買気配を提示するマーケット・メーク方式による売買が行われていたナスダック市場では、マーケット・メーカーの提示する気配より有利な条件の顧客指値注文が、市場に公開されないことが問題視されていた。そこで注文取扱いルールは、自らの気配よりも有利な顧客指値注文を受け付けたマーケット・メーカーに対して、自らの気配値を変更した上で注文を執行するか、一定の要件を満たす取引システム（これがECNである）に回送するかを選択するよう義務づけたのである[3]。結果的に、多くのマーケット・メーカーは自らが価格変動リスクにさらされることを回避するためにECNへの回送を選択し、ECNが、マーケット・メーク方式を基本とするナスダック市場におけるオーダー・ドリブン方式による新たな注文執行の場として、急速な発達を遂げることになったのである。

アルゴリズム取引の発達

高速処理のできるコンピュータや情報を瞬時に転送できるネットワーク技術が十分に発達していない時代であれば、ECN 間の競争は長続きせず、ナスダック市場銘柄の取引は多くの取引参加者と売買注文を集め、高い流動性を確保することに成功した特定の ECN へと集中していったことだろう。

同じ銘柄を取引する複数の場が存在すれば、投資家や投資家の注文を仲介する証券会社は、経験的により有利な価格で迅速な執行が可能な場へ、多くの注文を回送しようとするだろう。多くの注文を回送される場となるためには、多くの取引参加者に注目されるような高い流動性を維持していなければならない。つまり、流動性が流動性を生むのであり、複数の注文執行の場の競争は、それほど長続きしない。

しかし、秒単位で変化する各 ECN やマーケット・メーカーの気配情報をリアルタイムで確認しながら、より優れた注文執行条件を示す注文執行の場へ注文を回送するという作業が可能であれば、当初はそれほど流動性の高くない ECN 等であっても、マーケット・メーカーなどに強気の気配を提示してもらうといった方法で、注文を集め、流動性を高めていくことが可能となろう。かつては、そのような作業は、多くの情報端末や発注端末を用いながら手作業で行

---

[2] この経緯について詳しくは、大崎（2000）参照。ちなみに、注文取扱いルール施行後に事実上認定されたECNの中には、インスティネットのように、既に取引実績のあった電子取引システムも含まれた。

[3] 注文取扱いルールを規定したSEC規則 600(b)項(23)では、「マーケット・メーカー証券会社によって投入された注文を第三者に広く公表するとともに、投入された他の注文とマッチした場合に執行することを可能にしている取引システムのうち、単一の価格によるクロッシングを行うシステムやマーケット・メーカー自身が運営するマッチング・システムでないもの」と定義されている。

うことが必要であったため、現実的ではなかった。それを自動化することで日常的な取引の方法としたのが、アルゴリズム取引である。

当初、こうした仕組みは、インターネットで小口の売買を頻繁に繰り返す個人投資家などが利用するものと考えられていたが、大口売買を行う機関投資家も、大口注文を小口に分割してアルゴリズム取引のシステムを用いて発注することで、自らの注文が市場価格を変動させてしまうマーケット・インパクトの回避が可能になることに着目し、活発に利用するようになっていった。

機関投資家が受託者責任の一環としての最良執行義務を意識し、最も有利な執行条件を強く望んだこともアルゴリズム取引の発達に寄与した。取引所市場、ECN、マーケット・メーカーなど多数の注文執行の場における気配情報を比較し、最も有利な場を探し出すよう努めなければ最良執行義務を全うしたとは言えないと考える機関投資家は、アルゴリズム取引による注文処理を行えない証券会社を発注先から除外するようになっていったのである。

トレード・スルー規制の影響

株式売買注文の執行が、投資家にとって最も有利とはどういうことかは、それほど簡単に定義づけられない。例えば、約定価格がほんの少し有利であったとしても、発注数量に見合わない数量しか約定できないのであれば、手残り株が価格変動リスクにさらされるので、最良執行とは言えないだろう。もっとも、その他の条件が同じであるのに、明らかに価格が不利な市場へ注文を回送したのでは、到底最良執行を行ったとは言えないだろう。こうした注文回送はトレード・スルーと呼ばれ、1980 年代から SEC 規則によって原則的に禁じられてきた。

ところが、2005 年 4 月に採択された SEC 規則であるレギュレーション NMS は、自動執行のできない市場で示された他の市場よりも有利な気配を無視して自動執行しても最良執行義務に反しないとするトレード・スルー規則の例外を定めたのである。

それまでニューヨーク証券取引所（NYSE）上場銘柄については、NYSE 立会場のスペシャリストが、他の市場より有利な気配を維持するよう努めていたこともあり、NYSE が高い取引シェアを維持してきた。しかし、アルゴリズム取引を多用する機関投資家からみれば、分単位の時間を要する NYSE 立会場における注文処理はスピードが遅すぎる。その間に他の市場の気配が変わってしまうことを考えれば、最良執行を保障されているとは言いにくいという見方も成り立つ。トレード・スルー規則の例外規定がレギュレーション NMS に盛り込まれたのは、そうした機関投資家の不満に対応するためであったと言うことができるだろう。

レギュレーション NMS は、自動執行のできない NYSE 立会場を素通りしても構わないと宣言したのも同然であり、NYSE 銘柄のアルゴリズム取引や ECN を通じた売買の拡大につながる一つのきっかけとなった。

市場間競争は新たな段階へ

レギュレーションNMSの制定は、NYSEの体質変化と市場間競争の激化をもたらすことにも

つながった。立会場のシェア低下が予想される中で、強い危機感を抱いたNYSEは、規則の最終採択前から電子取引システムの強化に乗り出し、2005 年 4 月には、200 年以上続いた会員制組織から株式会社組織への転換を行い、持ち株会社の下で、ECNであるアーキペラゴと事実上合併することを表明したのである[4]。

それまで伝統的な市場構造を維持しようとする保守的傾向を示していた NYSE の変身には、2003 年 5 月以降、当時のグラッソ会長の高額報酬に対する批判が噴出し、経営体制が一新されたことやスペシャリストによる不正取引が摘発されたことも一役買ったと言える。いずれにせよ、世界最大の株式市場の運営者である NYSE の方針転換をきっかけとして、アメリカにおける株式市場間競争は新たな段階に入ることになった。

その後は、NYSEとナスダックを中心とする二大株式取引所グループが、ECNや地方取引所の取り込みを通じて勢力争いを繰り広げる一方、2006 年以降に登場した新しいECNが規制上の制約を感じて取引所への転換を図るといった事態になっている[5]（図表 1）。また、アメリカでは、早くから証券会社が自社内の注文を市場の最良気配でマッチングさせ、取引所市場に回送

図表 1　SEC による事実上の承認を受けた ECN

ECN の名称	最初のレター交付	その後の動向
インスティネット	1997 年 1 月	2003 年 11 月 ECN 事業がアイランドと統合されアイネットとなり、その他の事業は 2007 年 2 月野村ホールディングスによって買収。
アイランド	1997 年 1 月	2003 年 11 月インスティネットの傘下に入りアイネットに名称変更、2005 年 12 月ナスダックによって買収。
アーキペラゴ	1997 年 1 月	2000 年 3 月パシフィック証券取引所（PCX）と提携、2005 年 1 月 PCX を買収して取引所化、2006 年 3 月ニューヨーク証券取引所（NYSE）と合併。現在、NYSE ユーロネクスト・グループ内の NYSE アーカ取引所となっている。
ブルムバーグ・トレードブック	1997 年 1 月	情報ベンダー大手のブルムバーグが運営。
REDI ブック	1997 年 10 月	2002 年 9 月アーキペラゴと合併。
アテイン（ダイレクトエッジ）	1998 年 2 月	2005 年 10 月ナイト・キャピタル・グループ傘下のダイレクトエッジによって承継される。2009 年上期の取引所化をめざしていたが、2008 年 8 月 ISE 証券取引所を買収するとともに、ISE（ユーレックス傘下）による出資受け入れを発表。
BRUT	1998 年 4 月	2004 年 7 月ナスダックによって買収。
ストライク・システム	1998 年 11 月	2000 年 2 月 BRUT と合併。
ネクストレード（オントレード）	1998 年 11 月	2004 年 4 月オントレードに承継され、2006 年 1 月シティグループによって買収。
マーケット XT	2000 年 1 月	2002 年 9 月 SEC がノー・アクションを撤回。
トラック	2002 年 1 月	1981 年創立のシステム会社トラック・データ社が運営。
BATS	2006 年 2 月	2008 年 10 月取引所化。現在は、現物株式取引所としては取引金額ペースで NYSE、ナスダックに次ぐ世界第三の取引所。

注）　太字は現在も独立ないし金融グループ傘下の ECN として機能しているもの。
（出所）ECN 運営者のホームページ等、各種報道より筆者作成。

[4]　この間の経緯について詳しくは大崎（2005a）参照。

することなく処理する内部化（internalization）が広く行われ、シンシナティ証券取引所（現NSX）のように内部化された注文を取引所取引の形をとりながら処理するシステムを提供する動きもあったが、最近では、電子取引システムを用いた注文の内部化が、ダークプール（dark pool）と呼ばれるようになり、一層の広がりをみせている。

2007 年以降、NYSEはユーロネクストとナスダックはOMXとそれぞれ共同持ち株会社を設立してグループ化しており、競争は世界的規模に拡大している。こうした市場運営者間の競争が、どのような形で「業界」における勢力地図を塗り替えていくのか見通すことは容易でないが、いずれにしても、高速での注文回送と注文処理が可能になったというハード環境と最良執行義務の確立というソフト環境の下で、同じ銘柄の売買注文を処理する複数の市場（やダークプール）が併存しながら注文獲得競争を繰り広げるという流れには、当面、大きな変化が生じることはないだろう[6]。

２．２　ヨーロッパの現状

不活発だった市場間競争

ヨーロッパでは、アメリカとは異なり、最近まで、取引所外の電子取引システムの発達はほとんどみられなかった。もっとも、株式市場間の競争が全くみられなかったというわけではない。取引所間の競争という面では、1980 年代半ば以降、ロンドン市場における大陸諸国株式の店頭取引の発達や EU（欧州連合）による市場統合の進展を背景として、国境を越える形での競争が展開されていたが、一国内での活発な市場間競争は生じていなかった。例えば、1995 年 10 月には、ロンドン証券取引所（LSE）に対抗するイギリスの第二取引所としてトレードポイント（現 SWX ヨーロッパ）が発足したが、機関投資家による利用が広がらず、取引は低迷した。

こうした状況が大きく変化したのは、2007 年 11 月のEU金融商品市場指令（MiFID）施行以後である。同指令は、証券分野における市場統合を進展させた投資サービス指令（ISD）を改正したものだが、その主要なポイントの一つは、ISDが各国政府に対して自国の株式取引を一定の範囲で取引所に集中させることを認める一方、取引所類似の電子取引システムが国境を越えて活動することを正面から認めていなかったのに対し、最良執行義務やMTF（multilateral trading facilities）といった概念を導入することで、取引所外の電子取引システムが汎ヨーロッパ規模で活動することを容認したという点にある[7]。

5　大崎（2008）。

6　2008 年夏以降世界に広がった金融危機は、金融・資本市場のあり方を大きく変革することが考えられ、短期的にも様々な変化が生じているが、こと株式市場における売買に限って言えば、電子取引の拡大や注文の小口化、取引執行の場や形態の多様化といった金融危機前からの大きな流れに変化はないように見受けられる。

7　大崎（2004）。

MiFID 施行後の展開

MiFID が施行されると、ISD の下でも域内の他国に取引端末を設置することが認められていた規制市場（具体的には証券取引所が運営する市場）のみならず、MTF（アメリカの ATS、日本の PTS に相当する電子取引システム）やシステマティック・インターナライザー（電子取引システムを使って注文の内部化を行う証券会社）にもヨーロッパ全域で業務を展開する可能性が開かれることになった。このため、MiFID 施行前夜から、投資銀行グループなどによる電子取引システム開設の動きが相次いだ。

最近では、電子取引システムを通じた取引高が大幅に増加しており、チャイエックス（Chi-X）、ターコイズ、BATSヨーロッパ、ナスダックOMXヨーロッパといったMTFにおける取引は、取引金額ベースでもヨーロッパ全体における株式取引の 1 割程度を占めるに至っている[8]。一方、取引件数ベースではMTFのシェアが 2 割を上回っており、アメリカにおけるのと同様に、高度な電子取引システムを武器に機関投資家の大口注文の小口化を実現することで、MTFの利用が拡大しているのではないかとの推論が成り立つ。

一方、電子取引システムをめぐって、アメリカにはみられないヨーロッパ的特色は、既存の取引所の市場では基本的に取引所所在国の国内株式だけが取引されるのに対し、MTFでは、ヨーロッパ中の主要銘柄が、一つのプラットフォーム上で取引されているという点にある。この点に注目すれば、各国の主要銘柄を中心に国際分散投資を行う機関投資家にとって、MTFは、既存の取引所にはみられない高い利便性を提供してくれると言うことができるだろう。このことが機関投資家に歓迎されていることは容易に推察できる。事実、いくつかの国では、主要な株式指数を構成する銘柄に限ってみると、MTFの取引シェアが、全取引に占めるシェアよりも高くなっている[9]。いまや、まさに「かつてアメリカの専売特許であった」市場間競争が、ヨーロッパでも活発化しているのである[10]。

３．日本の現状と課題

３．１　日本における PTS の現状

最初の本格的な取引所外電子取引システムが、インスティテューショナル・ネットワークすなわち「機関投資家のネットワーク」と名乗ったことに象徴されるように、欧米における電子取引システムは、主として機関投資家の取引ニーズに応えようとしながら発達を遂げてきた。これに対して、日本の株式市場では、1998 年の法改正によるPTS業務の解禁以後、主として個人投資家の取引ニーズに焦点を充てながら、電子取引システムが展開されてきたという点に大

8　吉川（2009）。なお、吉川氏は、Chi-Xを「カイX」と表記しているが、同システムの関係者に確認したところでは、「チャイエックス」と発音されるとのことである。

9　吉川（2009）。

10　吉川（2009）37 頁。

きな特色がある[11]。

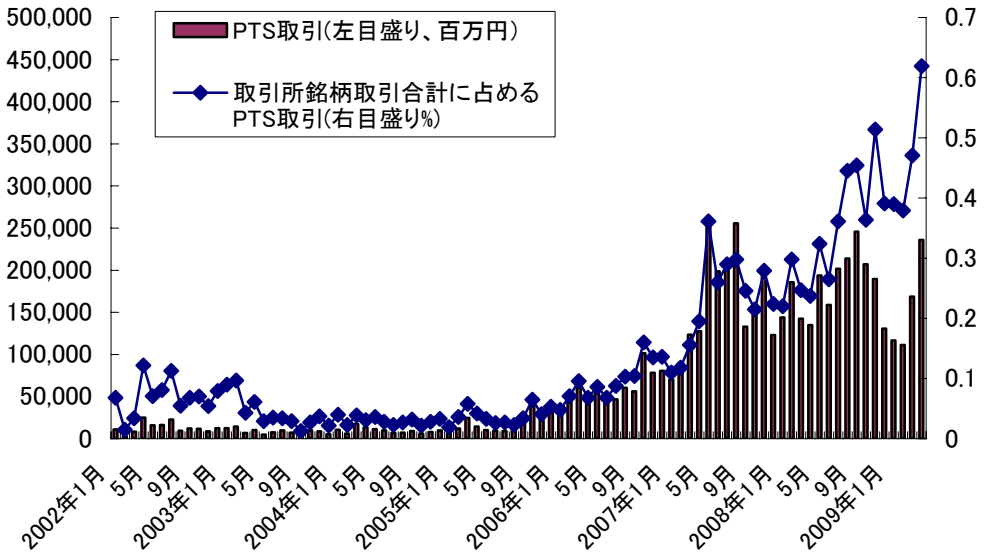
多くの株式PTSは、マネックス証券、カブドットコム証券、松井証券など、インターネットで個人投資家の売買注文を集めるオンライン証券会社によって運営されており、日中に活発な売買を行うことが難しい会社員などの個人投資家向けの夜間取引サービスが主要な柱となっている（図表 2）[12]。機関投資家向けの電子取引システムであるインスティネットが日本株も取り扱っているほか、夜間取引を中心とするPTSが昼間に取引時間を拡大して機関投資家の取引を取り込もうとする動きもみられるが、アメリカやヨーロッパとは状況が大きく異なる。PTSの取引シェアは、徐々に上昇しており、2009 年 4 月には過去最高を記録したが、上場株式取引全体の 0.62%に過ぎない（図表 3）。

図表 2　日本の株式 PTS

会社名	認可年月	取引時間	価格決定方法等
マネックス証券	2001年1月	17:30～23:59	個人投資家を対象とする終値クロス取引
インスティネット証券会社東京支店	2001年1月	7:00～21:00	機関投資家、証券会社、上場会社が対象顧客
日本証券代行	2003年6月	9:00～15:00	グリーンシート銘柄を取り扱う
カブドットコム証券	2006年7月	8:20～23:59	個人投資家を対象とするオークション方式
SBIジャパンネクスト証券	2007年6月	19:00～2:00	個人投資家を対象とするオークション方式
松井証券	2008年4月	9:00～15:00	市場価格に基づく即時決済取引
大和証券	2008年7月	18:00～23:59	個人投資家を対象とする売買気配提示方式

（出所）各社ホームページ等より筆者作成。

図表 3　日本の株式 PTS の取引金額・取引シェア推移



（出所）日本証券業協会資料より筆者作成。

[11]　2000 年 9 月、日本相互証券が、もっぱら機関投資家を対象としながら日本初の株式PTSをスタートさせたが、流動性を確保することができず、2002 年 7 月には運営を終了した。

[12]　SBIジャパンネクスト証券はオンライン証券会社とは言えないが、SBI証券（旧イー・トレード証券）から回送される注文が主力となっている。また、大和証券のPTSも、機関投資家が取引しない夜間の個人投資家向けサービスとなっている。

３．２　PTS 低迷の背景

このように、日本における株式 PTS の利用が低迷している背景としては、次のようなことが考えられるだろう。

第一に、東京証券取引所（東証）を始めとする既存取引所が、早くから電子取引に移行しており、ナスダック市場のマーケット・メーク方式にみられたような最良気配の内側で約定できないというような問題点も存在しないため、市場参加者の多くが、あえて取引所と同じようなオーダー・ドリブン方式による売買マッチング機能を提供する取引所外の電子取引システムを利用する必要性に乏しいと考えている。

第二に、PTS の多くが、個人投資家向けのオンライン証券会社のサービスとしてスタートしたことから、機関投資家は個別の PTS に取引口座を有しておらず、前述のような事情も考えれば、積極的に口座を開設しようとする意欲にも欠ける。

第三に、日本の金融商品取引法に規定される最良執行義務は、欧米で観念される、顧客や受益者にとって最も有利な条件で売買注文を執行しなければならないというものとはかなり異なり、証券会社に対して、個人投資家顧客への株式売買注文の処理方法の開示を義務づけるという趣旨のものである（金融商品取引法 40 条の 2)。多くの証券会社は、これを受けて「最も当該銘柄の売買高の大きい市場へ注文を回送する」といった最良執行方針を定めており、最良執行義務の存在は、むしろ PTS への注文回送を阻害する要因にすらなっている。

第四に、日本では、取引所市場や PTS での注文状況を一箇所でまとめて確認し、どこに最良の注文が存在するかを容易に知ることが難しい。取引所市場の注文状況は一般に公開されているし、各 PTS の注文状況は PTS に口座を開設すれば知ることができるが、「市場の最良気配」をリアルタイムで知るためには、多くの情報ソースからの情報を投資家自身が整理することが必要となるのが実情である。

３．３　課題と展望

新たな競争の必要性

このように、今のところ日本では PTS を通じた株式取引は、ほとんど無視し得るような存在に過ぎない。1998 年の「日本版ビッグバン」で「市場間競争」という概念は市民権を得たと言ってよいが、実際の競争は、もっぱら新興企業向け市場における上場会社獲得競争に終始し、同じ銘柄の売買注文の獲得をめぐって、様々な取引システムが競い合うという欧米市場にみられるような競争は現実化していない。

とはいえ、かつては、このことがそれほど大きな問題とは思われなかった。東証は、1982 年にNYSEの立会場電子取引システム（DOT)、トロント及びパリの証券取引所のシステムなどと並んで、当時としては世界でも最先端と言えるような自動化システムを導入していたし、1999 年 4 月には立会場を全廃して、自らが「巨大なPTS」とも言い得るような存在であった。既存

のメイン市場が、公正で効率的な売買の場を提供できるのであれば、市場の効率性や投資家保護といった観点からは、取り立てて問題視すべきことではないだろう[13]。

しかしながら、ここ数年来、東証で取引システムのトラブルが相次いだことや、システムの処理速度や処理能力の点で本格的なアルゴリズム・トレーディングには対応できていないといった指摘がなされるようになってきたことで、東証での取引が最も効率的だからPTSは不要というような説明をすることは困難になりつつある。国際的にみても、東証の取引におけるマーケット・インパクトは決して小さくないとの指摘もみられる[14]。他方で、情報ベンダーや一部の証券会社が、複数の取引所市場やPTSの気配情報を一元化するサービスの提供を検討し始めるなど、本格的な複数取引システム時代へ向けたインフラ整備も進みつつある[15]。

機関投資家の最良執行義務の定着へ

仮に本稿で概観したアメリカやヨーロッパで展開されているような株式市場間競争が、全体としての株式市場の質を向上させる望ましいものだと考えるならば、そうした方向へ日本市場を変革していくためには何が求められるのだろうか。筆者は、機関投資家の受託者責任の一環としての最良執行義務という観念の定着こそが最大の鍵となるものと考える。

PTS などの電子取引システムが登場しても、機関投資家による積極的な利用が進まなければ流動性が高まらず、効率的な注文執行の場とはなり得ない。機関投資家の側に、漫然とメイン市場に注文を流しているだけでは執行コストを削減して最良執行を実現することにつながらないという問題意識がなければ、新たな注文執行方法を模索しようとしないだろう。

もちろん、日本の機関投資家が、最良執行義務に対して無関心だというわけでは決してない。年金資金などの運用を受託する多くの投資運用業者は、株式の売買注文を委託する証券会社に対する厳しいブローカー評価を行い、発注シェアを決定している。ブローカー評価の項目は、委託売買手数料の水準、提供されるリサーチ情報の質や量、その他のサービスの質や量など多岐にわたるが、売買注文の執行能力もその一つに含まれるのが通例である[16]。注文執行時の市場の状況から、より一層の価格向上が可能であったとされれば、当該注文執行を行った証券会社にとってはマイナス評価の要因となり得るだろう。

もっとも、筆者は、金融商品取引法上の最良執行義務を現在のように「有価証券等取引」のみに適用対象を限定せず、投資運用業者による投資一任運用などにも適用するといった法改正を直ちに提案することには、躊躇せざるを得ない。最良執行義務の内容は、米国においても、いまだに曖昧さを伴うものであり、規制法規の解釈に杓子定規とも言うべき明快さを求めがち

---

13 大崎（2003）184 頁では、東証が巨大なPTSとも言うべき存在であることを指摘した上で、いくつかの法制上の問題点を指摘しているが、これらの問題点は 2004 年の証券取引法（当時）改正によって基本的に解消された。大崎（2005b）200～201 頁。

14 機関投資家や証券会社のトレーダー等を対象としたセミナーでは、そのような分析が報告されることがある。

15 例えば、『日経ヴェリタス』2009 年 4 月 26 日 61 面記事参照。

16 野村総合研究所（2008）122～125 頁参照。

な日本の風土に無理に適合させようとすると、実際的でないルールがつくられる結果になるのではないかという懸念が払拭できない。現在、金融庁は、詳細なルールの文言のみにとらわれないプリンシプル・ベースの規制・監督という方向性を打ち出しているが、そうした柔軟な考え方の下で、投資運用業者の最良執行義務が把握され、適正な形で PTS 等の利用を通じた注文執行方法の多様化が進んでいくことが、現段階では期待される。

参考文献

大崎貞和（2000）『株式市場間戦争』ダイヤモンド社

大崎貞和（2003）『金融構造改革の誤算』東洋経済新報社

大崎貞和（2004）「改正された EU 投資サービス指令」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』8 巻 1 号 30 頁

大崎貞和（2005a）「ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』9 巻 1 号 13 頁

大崎貞和（2005b）「ボーダーレス化する取引所と市場法制」江頭憲治郎・増井良啓編『融ける境　超える法③　市場と組織』東京大学出版会 185 頁

大崎貞和（2008）「進展する米国の取引所再編と日本市場」野村総合研究所『知的資産創造』16 巻 12 号 4 頁

神山哲也（2007）「EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』10 巻 3 号 50 頁

野村総合研究所（2008）『次世代金融ビジネスの潮流』同所

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～」日本証券経済研究所『証研レポート』1654 号 27 頁。