

## 欧米における市場の透明性・公正性を巡る動きについて

### 1. アメリカ

米国においては、市場間競争の進展に伴ういわゆる「市場の分裂」によって顧客の注文が不透明な形で執行され、その利益が害されることを防止するべく、1975年、全米市場システム（National Market System: NMS）の確立が証券取引所法に盛り込まれた。NMSにおいては、市場集中義務を緩和しつつ、市場価格の分裂を防いで顧客注文の最良執行を実現するため、各市場での取引情報、気配情報を集中し公表するシステム、最良気配を出している取引所に注文を回送できるシステムが構築された（注）。

（注）総合テープシステム（Consolidated Transaction Reporting System: CTS）は、直近の取引情報を公表するもので、銘柄、取引価格、株数、執行市場名を表示する。総合気配表示システム（Composite Quotation System: CQS）は、気配価格を伝達するもので、買い・売り呼値及びその価格で執行可能な株数を表示する。市場間取引システム（Intermarket Trading System: ITS）は、最良気配を表示している市場で執行するために注文を市場間で回送するシステムである。

80年代には、ATSの利用拡大、ペイメント・フォー・オーダーフロー、プリファレンシング、店内化といった取引慣行の登場（注）などにより、最良執行を巡る状況が複雑化した。このため、SECは、例えば、94年にペイメント・フォー・オーダーフローについてのキックバックの開示や口座開設時（及び毎年一回）の説明書面交付の義務付けを行った。また、96年にはマーケット・メーカーに自ら表示している気配値より良い値段での指値注文を顧客から受けた場合、これを表示する（オーダー・ディスプレイ・ルール）、または気配値の変更や注文の回送などの同等の措置を講ずることなどの義務付けを行った。

（注）ペイメント・フォー・オーダーフローとは、スペシャリスト等がブローカーにキックバックを提供して売買注文を集めるもの。プリファレンシングとは、ブローカーが特定業者と系列関係に入り、注文を当該業者に全て回送するもの。店内化（internalization）とは、顧客の委託注文に対して自己で向かうことである。

さらに、昨年2月には、NMSに関する規制を新たな規制を追加しつつ再構成

するレギュレーションNMSについての提案が行われた（昨年12月に提案内容を一部修正している。）。当該提案においては、

- ① 最良気配が提示されている場所以外で売買を成立させることを禁ずるトレード・スルー規則についてナスダックNMS銘柄を含むこととする一方、対象は自動化された気配のみ（例えばNYSEの立会場での取引は対象外）とする、
- ② 市場運営者の課す手数料への上限の設定や取引参加者に対する差別的取扱いの禁止、
- ③ 1セント未満の呼値の原則禁止
- ④ NMSを構成する情報システムから得られる収入の配分算定式の変更、等の措置を提案しており、NMSの強化を図る内容となっている。

## 2. ヨーロッパ

欧州においては昨年採択された改正投資サービス指令第21条において、加盟国は投資サービス会社に価格、コスト、スピード、執行・決済の可能性、数量、注文の性格等を勘案して最良の結果につながるよう注文を執行することを義務付けることとされた。

投資サービス会社は商品ごとに執行場所とその選択基準を定める注文執行方針を策定し、顧客に開示し、事前の同意を得ることとされ、とりわけ、規制市場やMTF以外で執行する場合には、その旨の顧客への説明と事前の同意が求められる。投資サービス会社は定期的の方針を検証し、問題があれば是正することとされ、顧客の求めがあれば、方針に従った執行が行われていることを報告することが義務付けられる。

これらの義務は、注文執行サービスのほか資産運用サービスについても義務付けられ、対象も指令が対象とする全ての投資商品（有価証券、金融市場商品、金融・商品デリバティブ）に及ぶものとされている。

第22条においては、顧客注文取扱ルールが定められ、公正・迅速な注文執行、時間優先による執行、指値注文の公表（又は規制市場・MTFへの回送）義務などについての規定が置かれている。

また、改正投資サービス指令においては、このような最良執行などの実効性を確保するため、投資サービス会社、MTF、規制市場のそれぞれについて以下のような取引前（pre-trade）・取引後（post-trade）の価格表示（透明性）：

transparency) 義務も規定されている。

① 投資サービス会社

- ・ 規制市場で取引される株式について継続的な自己対当取引を行う場合、通常の小口取引についての確定的な気配値の公表を義務付け（無料で利用可能とする）。
- ・ 規制市場・MTF外の取引について、注文数量、価格、締結時間のリアルタイムにできるだけ近い形での公表を義務付け（合理的な商業ベースで利用可能とする）。

② MTF・規制市場

規制市場で取引される株式についての気配値の公表、執行された取引の価格、数量、時間のリアルタイムにできるだけ近い形での公表を義務付け（合理的な商業ベースで利用可能とする）。