

「有価証券市場」概念に関する中間論点整理

1. 背景

平成 10 年に施行された金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（「金融システム改革法」）により、株式等売買委託手数料の自由化、取引所の組織規定の整備、店頭登録市場に関する規定の整備（証券取引法 67 条以下）、いわゆる取引所の市場集中義務¹の撤廃、取引所外取引に係る規定の整備（同法 2 条 8 項 7 号、29 条、80 条）等が行われた。これにより、元来「有価証券市場」とされていた証券取引所に加え、補完的市場であった店頭市場が「取引所」と同等の位置付けを持つように改正され、その名称も「店頭売買有価証券市場」とされた²。さらに私設取引システム（Proprietary Trading System または PTS）といった取引所外の新たな取引方法の導入等により、有価証券の売買の場が拡大してきている。一方で、証券取引所の株式会社化等に関する規定の改正、店頭市場の規制の整備や PTS の登場等により、市場間の競争意識が高まるとともに、他方で、証券取引所のうちにおける取引形態についても東京証券取引所の ToSTNeT（Tokyo Stock Exchange Trading Network System）等従来の立会（オークション）市場とは異なるものが登場してきている。ベンチャー企業等の株式の取引のためにいくつかの新興市場が登場したことも含め、有価証券の流通市場に多様な手法がとり入れられている。また、平成 13 年の商法改正においては、公開会社の自己株取得の方法に関して「取引所」または「取引所二準ズル取引」という用語に代えて「市場」という用語が用いられるようになった³。本稿では、「有価証券市場」の概念を整

¹ 取引所の市場集中義務とは、株式の売買取引を 1 ヲ所に集中して行うことにより取引を厚くし、公正な価格形成を行おうとするもので、従来取引所の定款（例えば、東京証券取引所定款旧 23 条）において上場株式等の場合、取引所の会員は顧客が取引所外で売買してよいとの指示があっても必ず取引所で取引を行わなければならないとされていたルールである。取引所の非会員の証券会社も、業務方法の規制を通じて、上場株式等の取引の場合、会員たる証券会社に委託して取引所の有価証券市場において、執行すべきものとされてきた。市場集中義務が見直された理由としては、証券市場の公正性と効率性を高めるための市場間の競争の促進の必要性、投資家の取引ニーズの多様化、通信・情報技術の発達に伴って出現するであろう新しい取引システムのための市場インフラの整備の必要性、および、証券取引の国際化への対応にあるとされる。神崎克郎「取引所集中義務の撤廃」証券取引法研究会（編）『金融システム改革と証券取引制度』（日本証券経済研究所、2000 年）145 頁以下。

「取引所集中義務の目的は、需給の集中による適正価格の発見と流動性の確保にあ[り、]それを撤廃し取引所外取引を解禁するに当たっては、どのようにして需給の分断による弊害を防止して、価格の公正性と流動性を担保していくのが問題となる」ものとされる。横山淳「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（2000 年）77 頁以下。

² 証券取引法 67 条 2 項は、「有価証券（証券取引所に上場されていないものに限る。以下この項及び第 75 条第 1 項において同じ。）の流通を円滑ならしめ、売買その他の取引の公正を確保し、かつ、投資者の保護に資するため、有価証券（第 75 条第 1 項の規定により登録を受けたものに限る。）の売買（協会員が自己の計算において行うもの並びに協会員が媒介、取次ぎ及び代理を行うものに限る。第 75 条第 1 項において同じ。）のための市場」と定義している。

³ 平成 13 年商法改正前の自己株の買取方法に関する商法 210 条の 2 第 10 項は以下のように規定していた。

「第 1 項ノ場合ニ於テ株式ヲ買受クルニハ其ノ株式ガ取引所ノ相場アル株式ナルトキハ取引所ニ於テスル取引ニ、取引所ノ相場ニ準ズル相場アル株式ナルトキハ取引所ニ於テスル取引ニ準ズル取引ニ

理したうえ、それにかかわるいくつかの問題点を取り上げたい。

2. 「有価証券市場」

現在の証券取引法は、「有価証券市場」を「有価証券の売買、有価証券指数等先物取引又は有価証券オプション取引（以下「有価証券の売買等」という。）を行う市場」（2条12項）⁴と定義している⁵。そこで、何が「有価証券市場」に該当するかであるが、証券取引法は「取引所有価証券市場」を「証券取引所の開設する有価証券市場」（同条15項）と定義しており、「取引所有価証券市場」が「有価証券市場」に該当することは定義上明らかである。また、証券取引法67条2項は「店頭売買有価証券市場」について、「有価証券（証券取引所に上場されていないものに限る。・・・）の流通を円滑ならしめ、売買その他の取引の公正を確保し、かつ、投資者の保護に資するため、有価証券（第75条第1項の規定により登録を受けたものに限る。）の売買（協会が自己の計算において行うもの並びに協会が媒介、取次ぎ及び代理を行うものに限る。・・・）のための市場」と定義している。「店頭売買有価証券市場」については、有価証券の売買のみに限定されており、有価証券指数等先物取引や有価証券オプション取引を行うことは認められていないが、「店頭売買有価証券市場」もまた、「有価証券市場」に該当する⁶。

依ルコトヲ要ス但シ株式ノ買取ヲ公告シテ為ス取引ニ依ルトキハ此ノ限ニ在ラズ」

平成13年商法改正後の商法210条8項は以下のように規定する。

「第1項ノ決議ニ基キ株式ヲ買受クルニハ市場ニ於テスル取引又ハ証券取引法（昭和23年法律第25号）第2章ノ第2節ニ定ムル公開買付けノ方法ニ依ルコトヲ要ス但シ第2項第2号ニ掲グル事項ニ付決議アルトキハ此ノ限ニ在ラズ」

⁴ 平成10年改正（法律107号）前の証券取引法2条12項においては、「有価証券市場」とは「有価証券の売買取引等（筆者注：有価証券の売買取引、有価証券指数等先物取引又は有価証券オプション取引）のために証券取引所の開設する市場をいう」ものとされていた。その後平成10年改正により、同項は、「この法律において『取引所有価証券市場』とは、有価証券の売買等のために証券取引所の開設する市場をいう。」と改正され、「有価証券市場」の定義は姿を消した。さらに平成12年改正（法律96号）により、改正前2条12項は15項に繰り下げられ、「この法律において『取引所有価証券市場』とは、証券取引所の開設する有価証券市場をいう。」と改められた一方で、改正後2条12項が新設され、再び「有価証券市場」の定義が登場した。改正後12項は、「この法律において『有価証券市場』とは、有価証券の売買、有価証券指数等先物取引又は有価証券オプション取引（以下『有価証券の売買等』という。）を行う市場をいう。」と定めている。

⁵ ここで取り上げる有価証券市場という概念は、まず、いわゆる発行市場（プライマリー）に対して流通市場（セカンダリー）といわれるものである。既発行有価証券の売出し（証券取引法2条4項）は、多数の者を相手方として行うことにより販売圧力が高くなるため、プライマリーと同様の規制を受けるが、取引所で行われる立会外売（例えば東京証券取引所業務規程42条以下）はセカンダリーの規制のみを受けているものと思われる。両者の区別が必ずしも明確でない面がある。

また、現在証券取引法が定義する「有価証券」（2条1項）には多様な商品を含むが、「市場」概念において主として念頭におかれるものは、規制の歴史が深く、取引の厚みもある株券である。流動性の低い有価証券等について株券と同様な取扱がなされるべきかは疑問もある。このようなアプローチにつき、上村達男「新体系・証券取引法（第1回）証券取引法の目的と体系」企業会計 Vol.53 No.4（2001年）132頁以下。

⁶ なお、「有価証券市場」は、「取引所有価証券市場」と「店頭売買有価証券市場」（それに外国での同様な市場であるところの「外国有価証券市場」）を基本的に示すものと解されるが、それ以外にも、例えば証券取引法2条8項7号の私設取引システム（PTS）などもこれに該当すると解釈する余地がある。PTSも「有価証券市場」に該当する場合があるとする根拠としては、証券取引法2条12項が「有価証券市場」を、「有価証券の売買等を行う市場」と定義しており、「取引所有価証券市場および店頭売買有価証券市場をいう」と限定的に定義していないこと、証券取引法167条の2は、80条の

3. 「取引所有価証券市場」および「店頭売買有価証券市場」外での取引

上記の「取引所有価証券市場」および「店頭売買有価証券市場」に加え、情報通信技術の発展に伴って新しい形態の有価証券の取引の場が登場してきている。

アメリカでは、1950年代より取引所の自然独占的性格が見直され、1969年にはコンピューターを使った取引システムであるインスティネットが登場したとされ、1975年には株式売買委託手数料が自由化され、取引所も取引所外の市場も全て互いに競争を促進すべきことが米国1934年証券取引所法に規定された。その後、投資家の機関化等の理由でオークション市場以外での取引の需要が高まった。同時に、市場の分断回避のための市場間約定情報伝達システム（いわゆる全米市場システム National Market System）⁷等が導入されるとともに、取引所以外の取引システムの規制の在り方についても議論が行われてきたようである。その間、議論の対象となる取引システムの名称も「PTS」から代替的取引システム（ATS, Alternative Trading System）さらに、その1つとされる電子的証券取引ネットワーク（ECN, Electronic Communications Network）と変化してきている。米国証券取引委員会（SEC）は、ECNを“any electronic system that widely disseminates to third parties orders entered into it by an exchange market maker or over-the-counter market maker, and permits such orders to be executed in whole or in part”と定義している。これによれば、電子的な注文システムであっても、内部的な注文執行システムおよび単一価格で一定の時間に執行されるクロッシングシステムは除かれることになる。SECによる2000年6月の、ECNと時間外取引に関する報告書⁸によれば、米国では報告書の時点において9社のECNが証券市場で業務を行っており、ECNにおける取引量はNasdaqに登録されている株式の取引数量（株式数）ベースで約30%、約定金額ベースで約40%を占めるものとされる。現在米国においては、これらのシステムと取引所とは概念上ないし性格上区別されるという考え方を捨てて、その規模等を勘案したATSとしての独自の規制およびブローカー・ディーラーとしての規制に服するか、または取引所としての規制に服するかをATSが選択できるようになっているとされる⁹。さらに、米国にお

規定に違反して開設される「有価証券市場」における取引を禁止しているが、「取引所有価証券市場」および「店頭売買有価証券市場」は80条の規定に違反して開設される有価証券市場ではないことは明らかであるため、有価証券市場は必ずしも「取引所有価証券市場および店頭売買有価証券市場」以外の概念を含まないわけではないと考えられること、前注4の立法の変遷からして、平成12年改正後の12項に定める「有価証券市場」概念は、平成10年改正前の「有価証券市場」概念とは沿革を異にするものであり、後者の「有価証券市場」概念の流れを汲むのは、現行法においてはむしろ15項の「取引所有価証券市場」概念であり、平成12年改正後の12項に定める「有価証券市場」概念は平成10年改正前の「有価証券市場」概念と同じ用語を使用しながら、後者とは区別される、いわば、「新たな」概念と考えられること、などが考えられる。

⁷ 全米市場システム導入の際の基本コンセプトは次のように説明されている。

An essential concept of a national market system was “to make information on prices, volume, and quotes for securities in all markets available to all investors, so that buyers and sellers of securities, wherever located, can make informed investment decisions and not pay more than the lowest price at which someone is willing to sell, or not sell for less than the highest price a buyer is prepared to offer”. (U.S. Securities and Exchange Commission, “Special Study: Electronic Communication Networks and After - Hours Trading”, June 2000)

⁸ U.S. Securities and Exchange Commission・前掲(注7)

⁹ 淵田康之「取引所規制と私設取引システムの規制」ジュリスト1155号(1999年)185頁以下、清水葉子「アメリカの私設取引システム(PTS)と市場間競争」証券経済研究7号(1997年)122頁以下。

1998年12月、SECはATSに関する規制体系を確立し、ATSを全米市場システムに融合するためRegulation ATSを採用した。そこでは、ATSに市場仲介者としての規制を受けるか独自の市場として取引所の登録をするかの選択肢を与えた。さらに相当の取引量を有するATSについては以下の追加的

いては取引所および取引所外を含めた市場間の競争の中で、市場の分断（market fragmentation）が起こらないよう、統一的な価格の公表システムの導入や、最良執行義務を徹底するための措置が講じられてきているとされる。

これらの米国の動きの一方で、日本においても関連する法改正がなされてきている。証券取引法上、一般に「有価証券市場」と呼ばれるものは、現在「取引所有価証券市場」、「店頭売買有価証券市場」と「外国有価証券市場」（2条8項3号ロ）の3つがあるが、前述のとおり、金融システム改革法以前は、「取引所有価証券市場」が唯一の「有価証券市場」であった。また、市場間の競争を促進する目的から、前述のとおり平成10年の証券取引法改正により市場集中義務が撤廃され、証券会社が証券業の一環として当局の認可を得て私設取引システム（PTS）による取引を行うことが認められた¹⁰。私設取引システム（PTS）による取引とは、有価証券の売買またはその媒介、取次ぎもしくは代理であって電子情報処理組織を使用して同時に多数の者を一方の当事者として一定の方法（市場価格売買方式、顧客間交渉方式、顧客注文対当方式および売買気配提示方式の4つがあるものとされている）により行うもの¹¹をいう。「こうした電子取引市場開設の動きは、市場間競争を通じて有価証券市場全体の効率性を向上させるとともに、流動性の低い有価証券の流通市場を整備すること等により、投資者の利便性の向上にも寄与するもの」と認識されている^{12,13}。

な規制に服することが要求されることとなった。

(a)ブローカー・ディーラーとして登録されたATSは、登録された取引所又はNASDAQとリンクし、5%以上の取引量を有する上場又はNASDAQ登録銘柄については機関投資家による注文を含む最良価格の注文を公表することが義務付けられた。さらにATSは、当該取引所やNASDAQの会員に、公表された注文に応じて取引することを認めることが求められた。

(b)20%以上の取引量を有するATSは一定の容量や安全等に関する基準を充たさなければならない。これはシステムダウンを防止するためである。

(c)20%以上の取引量を有するATSは、さらに、投資家の自らのシステムに対するアクセスを不公平に抑制してはならない。これは投資家に対する不平等な差別をなくすもので、各システムが公平で客観的な基準を設けて、潜在的な参加者を峻別することは認められている。

(U.S. Securities and Exchange Commission・前掲（注7））

¹⁰ 市場集中義務が撤廃され、私設取引システム等の取引所外取引が認められるようになったとはいえ、本文後掲のとおり「取引所有価証券市場」は依然として主たる有価証券市場とされ、証券取引法上も、証券会社が、顧客から上場株券等の売買に関する注文を受けたときは、「当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない」（同法37条）とされている。また、従前のとおり、呑行為は禁止されている（同法129条）。

¹¹ 私設取引システム運営業務は証券業の1つとして証券取引法2条8項7号および証券取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令8条の2（後掲参照条文参照）により定義される。私設取引システムについては、上記内閣府令（総理府令）の改正と同時に（平成12年11月16日）、「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針」が金融庁より公表されており、認可に係る諸条件が規定されている。また、認可申請に際しては、上場株券等の取引所有価証券市場外の売買価格の値幅制限は、日本証券業協会規則「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則（公正慣習規則5号）」4条3項および5条の価格の制限等の規定に、また、店頭売買銘柄の売買価格の値幅制限は、日本証券業協会規則「店頭売買有価証券の売買その他の取引に関する規則（公正慣習規則1号の2）」20条の規定に準拠するものとされるようである。これにより、例えば、上場株券については、取引所の取引時間内にあつては値幅制限に服することになるが、取引時間外であれば値幅制限に服しないことになる。上場株券の夜間取引については、すでに、ゴールドマン・サックス証券会社がマーケットメイク方式により値幅制限なしに開始したものとされている（同社ホームページ〈<http://www.gs.com/japan>〉）。一方、マネックス証券は取引所の終値により夜間取引を行っている（同社ホームページ〈<http://www.monex.co.jp>〉）。

¹² 前注11「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針」。

4. 「有価証券市場」の概念にかかわる問題点

上記の「有価証券市場」の概念を踏まえ、それに関するいくつかの問題点（立法論的なものも含む）を検討したい。現在証券取引法の中だけでも「有価証券市場」、「取引所有価証券市場」および「店頭売買有価証券市場」という用語が登場する条項は 50 を超えるが、このうち本稿では、次の点について検討する。

- (1) 「取引所有価証券市場」と私設取引システム(PTS)
- (2) 公開買付けと「取引所有価証券市場」および「市場」
- (3) 内部者取引禁止規定の例外
- (4) 相場操縦等の規制における「取引所有価証券市場」

5. 検討

- (1) 「取引所有価証券市場」と私設取引システム(PTS)

イ. 私設取引システムと価格形成機能

証券取引法 80 条 1 項は、有価証券市場を開設するには内閣総理大臣の免許が必要であると定めているが、同条 2 項各号に該当する場合には免許を取得する必要がないものとしている。同条 2 項 2 号は、証券会社もしくは外国証券会社または登録金融機関が、証券取引法または外国証券業者に関する法律に従って有価証券の売買またはその取引の媒介、取次ぎもしくは代理を行う場合を原則として免許不要とするが、この場合であっても「競売買の方法その他の内閣府令で定める方法を定めて行う場合」を除外しており、これを受けて証券取引所に関する内閣府令 1 条は、競売買の方法以外に、店頭市場に類似する、常時マーケットメイカーを置き気配値を提示する売買方式や、電子情報処理組織を使用して同時に多数の者を一方または各当事者として売買またはその媒介、取次ぎもしくは代理を行う方法のうち、私設取引システムとして認可を受けた業務方法以外の方法によるものを免許を要するものと定めている¹⁴。この背景には、高度の価格形成機能を持つものは、「取引所」として免許の対象としたうえ、自主規制機関としての義務を課すべきであるという考え方があると思われるが、ここで免許の要否の基準となる「競売買」という概念が今一つ明確ではないように思われる。私設取引システムに関しては、顧客注文対当方式（顧客の提示した指値と取引の相手方となる他の顧客の指値が一致したとき取引が成立するとする方式）も認められているが、これが認められた際の金融庁のコメントは、「この方法は、顧客の指値を付け合わせる点において一定の価格形成機能を有するものの、成行注文や板寄せという手法が行われれないという点において、取引所有価証券市場ほどには高度な価格形成機能を有しないものと整理される。」¹⁵としている。一般に「競争」売買といわれるオークション市場では、時間優先の原則、

¹³ PTS の新しさは取引所（市場）とブローカー・ディーラー（主体）の区別を相対化するところにあるとの考え方もある（小塚荘一郎「大崎貞和『電子証券取引と法制上の課題』に対するコメント」『情報技術の進展と金融法制（調査研究叢書 7 号）』（京都大学大学院法学研究科附属法政実務交流センター、2001 年）。証券取引法研究会「証券取引所等の株式会社化」インベストメント 54 巻 1 号（2001 年）35・36 頁は、取引所が PTS 業務を行うことが現在法律上できない点を、法の不備と指摘する（神田教授発言）。

¹⁴ 後掲参照条文参照。

¹⁵ 前注 11「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針」。なお、同指針においては、売買気配提示方式についても次のようにコメントする。

価格優先の原則のもと、「板寄せ方式」とともに「ザラバ方式」と呼ばれる方法がとられており、指値の注文も出されているわけであるから¹⁶、顧客注文対当方式によれば、この「競争」売買の一部の要素はすでにとり入れられているということになり、仮に上記法文上の「競売買」が競争売買の趣旨であれば、その概念が明確に維持されているか定かでない。また、果たして、成行注文と板寄せがないということが本質的なことか、また、そのことが「競売買」でないということの決定的要因として考えられるかは明確ではない。そのため、価格決定方法で私設取引システムと取引所を定義付けようとするのはもはや困難との意見もある¹⁷。

ロ．主たる市場と従たる市場との分断

上記のとおり、私設取引システムが認められたとしてもそれは、必ずしも「主たる」市場として認められるわけではない。現実の問題としても、日本の私設取引システムは導入されたばかりであり、そこにおける取引量は必ずしも多くはないようである。また、その法令上

「この方法は、マーケットメイカーが自らの提示気配に基づき売買を行う点において一定の価格形成機能を有するものの、店頭売買有価証券市場ほどには高度な価格形成機能を有しないものと整理される。」

¹⁶ 東京証券取引所ホームページ (<http://www.tse.or.jp>)「内国株 売買制度 5. 売買契約締結の方法」。「時間優先の原則」「価格優先の原則」については、東京証券取引所業務規程 10 条参照。また、「競売買」の意義に関する疑問としては、上記内閣府令の出される前のものとして、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 円滑な PTS 運営業務実現に向けた課題」金融財政事情 2000 年 10 月 23 日号 18 頁以下。

¹⁷ 金融庁より前注 11「私設取引システム (PTS) 開設等に係る指針」がパブリックコメントに出された際の 1 つのコメントにこのような見解があった。これに対し、金融庁は、「投資者保護の観点から、価格形成機能等の特性に着目し、例えば証券会社等が競売買といった高度な価格形成機能を有する方法を用いて取引を行うような場合には、『証券業』としてではなく、自主規制機能を有する『取引所』としての監督規制の下におかれるべきである」との考え方を維持し、上記「指針」は、「こうした考え方に則しつつ、[証券取引]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・取引の実態等を考慮して対応したもの」との回答を示した。同指針およびその際定められた事務ガイドラインは、私設取引システムの監督につき数量的基準を一部とり入れている。すなわち、以下の事項が認可の 1 つの条件とされる。

【取引量に係る数量基準】

(1) 過去 6 ヶ月において、上場株券および上場転換社債券 (以下「上場株券等」という) 並びに店頭登録株券および店頭登録転換社債券 (以下「店頭登録株券等」という) の 1 日平均売買代金の東京証券取引所、大阪証券取引所および名古屋証券取引所並びに店頭登録市場における売買代金の合計額に対する比率が個別銘柄いずれかについて 10% 以上、かつ、上場株券等および店頭登録株券等全体について 5% 以上の PTS については、

- ・取引の公正性を確保するため、売買管理および審査を行う体制 (組織および人員) を拡充・整備すること。

- ・決済履行の確実性を確保するため、証券取引所における違約損失準備金制度と同様の制度を整備すること。

- ・システム容量等の安全性・確実性を確保するため、十分なチェックを定期的に行うこと。

(2) 過去 6 ヶ月において、上場株券等および店頭登録株券等の 1 日平均売買代金の東京証券取引所、大阪証券取引所および名古屋証券取引所並びに店頭登録市場における売買代金の合計額に対する比率が、個別銘柄いずれかについて 20% 以上、かつ、上場株券等および店頭登録株券等全体について 10% 以上となった PTS については、有価証券市場開設の免許の取得を行うこと。

(3) この他、取引量の拡大等に対応して、公益又は投資者保護のため必要があるときは、その限度において、新たな基準を設けることがある。

の位置付けにおいても、「従たる」地位であることは確かである。すなわち、証券取引法 37 条は、証券会社が、顧客から上場株券等の売買に関する注文を受けたときは、「当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない」としている。同条の意義として「取引所有価証券市場の価格発見機能を維持し、それを活用して取引所有価証券市場外の取引が行われるべきであるとの立場がとられている。取引所有価証券市場が価格発見機能を効率的に発揮するためには、上場株式等についてできるだけ多くの売買注文が取引所有価証券市場で執行されることが望ましい」ことに基づくものとされる¹⁸。市場の分断を避け、公正な価格発見機能を発揮させることは重要であるが、市場間の競争を促進しようという上記改正の趣旨とは、必ずしも一致しないようにもみえる。同条は、広い意味での「市場」間競争を行うにあたっては取引所有価証券市場に圧倒的に有利に働くものであり、立法論としては、私的取引システムが価格形成機能の一翼を担うことが可能であるようなシステム・内部統制を有することを前提として、後述の最良執行義務を確立したうえ、証券取引法 37 条のような規定は、本来削除されるべきであろう。

取引所内外での取引が分断されず、1 つの証券市場としての機能を維持するためには、顧客への価格情報の説明や、価格の公表が必要とされる。証券会社は、上場株券等について取引所外での売買について注文を受けたときには一定の説明を行うこととされている（証券取引法 40 条、証券会社に関する内閣府令 29 条、日本証券業協会「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則（公正慣習規則 5 号）」14 条、15 条）。これには、基準価格公表証券取引所の価格情報等一定の価格情報を含むものとされるが、顧客がすでに注文を発した後に行う事後的なものにすぎないとの批判がある¹⁹。また、取引所外で行われた取引については、市場全体の取引の透明性、公正性を確保するため、証券会社は証券業協会に報告し、公表するものとされている（証券取引法 79 条の 2、79 条の 3）。すなわち日本証券業協会の「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則（公正慣習規則 5 号）」10 条によれば、会員たる証券会社は、取引所外売買が成立したときは、原則として、売買成立後 5 分以内に一定の事項を、日本証券業協会に報告しなければならないとされている²⁰。これは気配値を報告・公表するものではないため、後述の顧客の最良執行を確保することには役立たないとの意見もある²¹。

米国においては、70 年代より最良執行（best execution）ということが問題とされてきたとされるが、日本においては、証券取引法等において、この最良執行義務が証券会社の特別な義務として明定されているわけではない。しかし、委任の規定に基づき証券会社は委託を行った顧客に対し善管注意義務（民法 644 条）を負うものとされる²²。この善管注意義務と取引所有価証券市場での取引を優先すべきとの義務が衝突する場合（例えば、顧客が取引所有価証券市場外での取引を明示的に指示していないときに、取引所有価証券市場で顧客の注文を執行するよりは、私設取引システム等取引所有価証券市場外で執行した方が当該顧客に有利な場合）注文を受けた証券会社としてはどのように対処すべきか²³。必ずしも証券取引法 37 条の問題ではないが、ある有価証券にとっての取引所に複数の有価証券市場がある場合どの市場で執行すべきか、また、当該注文に係る有価証券が上場されている取引所が複

¹⁸ 神崎・前掲（注 1）152 頁。

¹⁹ 神崎・前掲（注 1）155 頁。

²⁰ 後掲参照条文参照。

²¹ 神崎・前掲（注 1）159 頁。なお、後注 24 記載のとおり、私設取引システムに関しては、価格情報等の外部公表が認可条件となっている。

²² なお、フロントランニングについての規制は、証券取引法 42 条 1 項 8 号に規定されている。

²³ この点について、神崎・前掲（注 1）152 頁以下。

数ある場合どの取引所で執行すべきかが問題となる可能性もある。様々な「有価証券市場」が並存する際、顧客の利益をどう保護するかはさらに検討すべき問題といえる。前述の米国の全米市場システム（National Market System）のように価格を対比できるようなシステムが今後必要との考えもあり、金融庁の事務ガイドラインにも認可の条件としてそれを予定する部分があるが、最良執行義務については未だ明定はされていない²⁴。複数の「市場」の存在を認知する以上最良執行義務の早期導入が必要と思われる。

八．取引所内の非オークション市場との対比

一方、取引所としても投資家の機関化の進展、投資手法の多様化、グローバルな競争の激化など大きな環境変化の中で、従来のオークション市場外の取引方法を導入してきている。例えば、東京証券取引所は、より効率的かつ利便性の高いマーケットを構築するため、新たな売買取引制度として、1998年より ToSTNeT を導入した²⁵。また、その他の取引所においても大阪証券取引所の J-NET²⁶、名古屋証券取引所の「コンペネット」「ディーラーズボード」

²⁴ 事務ガイドラインにおいては、以下の事項が認可条件の1つとされる。

【価格情報等の外部公表】

当該業務において株券等（証券取引法 37 条に規定する株券、転換社債券その他の有価証券で内閣府令で定めるものをいう）を対象とする場合には当該システムの最良気配・取引価格等を他の PTS 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形態となっていること。

ただし、他の PTS 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こととする。

（なお、最良執行義務の意味としては、価格のみでなく、執行の確実性安定性なども考慮したうえ、最良の執行方法を選択すべきとされる（寺田徳ほか「座談会 株式手数料自由化と情報価値」証券アナリストジャーナル 35 巻 7 号（1997 年）13 頁以下）。

²⁵ 東京証券取引所ホームページ、および、川井洋毅「新売買取引制度『ToSTNeT』の導入について」証券 1998 年 9 月号 41 頁以下。これらによれば ToSTNeT には、大口売買取引およびバスケット売買取引を対象とした ToSTNeT-1 と、終値または売買高加重平均価格（VWAP）での取引を対象とした ToSTNeT-2 の 2 種類があるとされる。

(1)ToSTNeT-1

ToSTNeT-1 は、大口取引およびバスケット取引について、立会外売買取引と同様、立会時間外にオークション市場の価格を基準として一定範囲内の価格及び VWAP によりクロス取引を行うこととしたものであるが、それに加えて、大口取引については、参加者がスクリーン上で匿名により条件交渉を行うことができる。

(2)ToSTNeT-2

ToSTNeT-2 は、オークション市場における終値または売買高加重平均価格（VWAP）で取引を行いたいというニーズに対応したものであり、最低売買単位から取引を行うことが可能である。具体的には、1日に3回（午前8時45分、午後0時15分、午後4時）立会時間外に売り買い注文を集約して、終値で取引を成立させるものであり、その際、時間的に早く発注された注文が優先し、また、クロス注文は他の注文に優先して執行されることとなる。

（上記文献に加え、東京証券取引所「ToSTNeT 取引に関する業務規程等の特例」、東京証券取引所ホームページ）

²⁶ J-NET とは、「(1) 株式会社大阪証券取引所 J-NET 市場（単一銘柄取引、バスケット取引）での取引の(2) その取引条件を決めるネゴシエーションを行うための(3) 専用回線接続による(4) 電子通信ネットワークシステム」とされる（大阪証券取引所資料）。その大阪証券取引所では平成 12 年 12 月にオプティマック市場を開設したがその後平成 13 年 6 月に売買状況が低調なため、休止されている（2001 年 6 月 5 日付大阪証券取引所プレスリリース〈大阪証券取引所ホームページ <http://www.ose.or.jp> >）

²⁷といったオークション外の取引方法が導入されている。これらの取引所における非オークション市場の拡大は、高度な価格形成機能を有するものを「取引所有価証券市場」として扱おうとする従来の概念を相対化させることになると思われる。さらにこれらの取引方法は、最良執行義務の確立等が行われない場合、私設取引システム等とともに「市場」を分断し、統一かつ公正な価格形成を難しくする可能性も否定できない。このような取引形態を「取引所」が行うべきか、価格形成機能への影響も考慮して慎重に検討されるべきであろう。

（２）公開買付けと「取引所有価証券市場」および「市場」

発行者である会社以外の者による株券等の公開買付けに関する規制（証券取引法 27 条の 2 以下〈以下「第三者による公開買付規制」という〉）および発行者である会社による上場株券等の公開買付けに関する規制（同法 27 条の 22 の 2 〈以下「自己株取得に関する公開買付規制」という〉）は、「取引所有価証券市場外における買付け等」に適用されるものとされている（同法 27 条の 2 および 27 条の 22 の 2）。これらの公開買付規制との関係において、「取引所有価証券市場」における取引をどのように考えるべきか。ToSTNeT 等で行われる立会外の取引、特に立会外のクロス取引（市場内で行われ、競争売買の原則〈時間優先の原則および価格優先の原則〉の適用される市場内クロス取引は通常のオークション市場での取引と変わらず、問題は少ないと思われるのでここでは除くこととする²⁸。もっとも他市場クロスのような取引については議論の余地はあると思われる）がこれに該当するかが問題となる。

イ．第三者による公開買付規制

まず、第三者による公開買付規制は、投資者の保護と証券市場の秩序を図るため昭和 46 年に導入された制度であり、その後平成 2 年の改正を経て、現在は「取引所有価証券市場」外で一定の有価証券の買付け等を行う場合には公開買付けによらなければならないこととされ（強制公開買付け）ただ一定の場合に限って例外的にその義務を免除するものとされている（証券取引法 27 条の 2）²⁹。現行の規制の主眼は情報の開示と既存株主の平等な取扱いにあるとされる。この制度導入の際に当該規制が「取引所有価証券市場」外の取引にのみ適用されることとなった背景としては、「有価証券市場は、本来自由かつ公開の市場であり、売買目的によって特別の規制を加えることは、適当ではない。自由かつ公開の市場を確保するために、証券取引法は相場操縦や市場秩序を害する過大な数量の取引等に規制を加え、又証券取引所はその自治規則において、売買取引や受渡決済の方法を定めている」等の点があるとされている³⁰。今まで、ToSTNeT を通じたクロス取引により、会社支配の移転を伴うような株式等の取引が行われた例もあるようだが、実務家の中には、これに疑義を呈する考え方もあり、従来、一般に公開買付規制との関係で慎重な取扱いがなされてきた³¹。確かに、

²⁷ コンペネットとは、「機関投資家が、発注先の証券会社に対して、銘柄や数量等の条件を提示（オファー）して執行値段や手数料の提案（プロポーザル）を求め、このオファーに応じた証券会社のプロポーザルを比較して、約定先を決定するもの」とされる。また、ディーラズボードとは、「証券会社が機関投資家に対して、自己ポジションで売りたい銘柄の売り値段、買い値段、値段毎の最低数量、限度数量等の条件を提示し、これら示された条件に基づき、機関投資家が希望する数量の発注を行うことができるもの」とされる（名古屋証券取引所資料）。

²⁸ 河本一郎「市場のクロス取引と公開買付規制の適用の有無」河本一郎・今井宏『会社法 鑑定と実務』（有斐閣、1999 年）205 頁以下。

²⁹ 河本一郎・大武泰南『証券取引法読本（第 4 版補訂版）』（有斐閣、2000 年）82・83 頁。

³⁰ 大蔵省証券局企業財務第二課（編）『改正証券取引法解説』（税務研究会出版局、1971 年）210 頁。

³¹ 西村総合法律事務所（編）『M&A 法大全』（商事法務研究会、2001 年）71 頁は「クロス取引について

前述のとおり、「取引所有価証券市場」が従来のオークション市場の概念からかなり多様な要素を含んで変化してきているとすれば、上記の要件が第三者による公開買付規制の目的上適切かどうか、再検討する余地はある。しかし、証券取引法は「取引所有価証券市場」外の取引のみを明示的に規制しており、ToSTNeTを含めた立会外の取引もまた取引所の規則に従った「取引所有価証券市場」内での取引であると解され、現行証券取引法の解釈上そこで行われた取引が公開買付規制に服することはないと考えざるを得ない。証券取引法のように取引の在り方を規制する法規については、不用意に法文を踏み越えた拡張解釈や類推解釈を行うべきではないからである。もっとも、元来、このような多様な取引手法を「取引所有価証券市場」の概念にとり込むことが妥当であるかは大いに疑問であり、取引所としても自らがかかる業務に関わるべきか慎重に検討すべきであろう（下記□・記載の ToSTNeT-2 によるクロス取引も証券取引法上の「取引所有価証券市場」内の取引に形式上該当するにもかかわらず、東京証券取引所では下記□・の如く指導されていることは、このような観点に立った措置と思われるが、これで十分といえるか、更なる検討が期待される）。また、今後の公開買付規制に関する立法論としては、第三者による公開買付規制自体の方法、非オークション市場で行われた場合の弊害の有無とともに、公開買付けが元来予定するような大量の有価証券の買付けがオークション市場で行われた場合の問題等についても十分検討されるべきであろう。なお、立法論の方向性としては、2通り考えられよう。まず1つは、「取引所有価証券市場」の内か外かだけの基準で線引きをせず、かかる線引きについて一定の例外を導入する考え方、もう1つは、現行の公開買付規制が「取引所有価証券市場」における買付けを規制対象としていない点を改めて、取引所有価証券市場における買付けについても一般的に公開買付規制を及ぼす考え方である³²。後者については、さらに公開買付規制の例外をどのように設けるかが問題となろう。

□．自己株取得に関する公開買付規制

自己株取得に関する公開買付規制についても上記と同様の議論が妥当と思われる。自己株取得に関する公開買付規制については、事前公表型の自己株取得方式として ToSTNeT-2 を使った自己株取得³³はすでにかかなりの数に及ぶものとされる³⁴。ToSTNeT-2 は証券取引法上の「取引所有価証券市場」内の取引にあたるものであり、その観点から公開買付規制に服することはないものと解される。その一方で、商法上の株主平等の原則の趣旨に反しないようにするため³⁵、注文の執行につき時間優先の原則が働かない ToSTNeT-2 によるクロス取引を

は、その方法によっては公開買付規制の脱法ではないかとの指摘が従来からなされてきたが、『取引所有価証券市場』内における取引である以上少なくとも条文上形式的には公開買付規制には服しない。」としたうえ、「そもそもわが国の強制的公開買付制度の合理性・妥当性に強い疑問を持っており、むしろ正面から法改正を行って制度を改善すべきである」とする。

³² 米国の証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) Section 14(d)(1) はこのような考え方をとる。

³³ 事前公表型の ToSTNeT-2 における買付けとは、「大株主等の特定の売方にあらかじめ売却の打診や依頼を行い、買付内容をあらかじめ公表したうえで、[ToSTNeT-2]において買付けを行う方法であり、これまでいくつかの上場会社により実施されている。事前に買付内容の公表を行うのは、あらかじめ具体的な買付内容をもとに売却の打診等を受けた売方に生じるインサイダー取引規制の懸念を解消するため」とであるとされる（東京証券取引所「東証市場を利用した自己株式の取得方法について」1999年1月19日）。

³⁴ 東京証券取引所「ToSTNeT-2 を利用した事前公表型の自己株式取得の実施会社一覧」（平成13年10月末まで）東京証券取引所ホームページ。

³⁵ 平成13年商法改正により株式会社による自己株式取得に関する規制が大幅に緩和されたことに伴い、上場会社（店頭登録会社）による自己株式の相場操縦を防止するために定められた、上場等株券

行わないよう東京証券取引所が指導している³⁶。オークション市場において大量の自己株取得が行われれば、価格形成に影響が出る恐れがあるので、クロス取引を除いた ToSTNeT-2 の利用に限定すれば合理的といえる面もある。取得する価格は取引所の終値であり³⁷、かつ、原則として時間優先の原則により平等性を確保していることからクロス取引以外の ToSTNeT-2 による取引を下記の商法上の「市場」においてする取引と扱うことには異論は比較的少ないと思われる。

平成 13 年改正前の商法においては、自己株の買取方法につき「取引所ノ相場」またはそれに「準ズル相場」(すなわち店頭売買有価証券市場の売買価格)がある株式のときは、公開買付けの方法(証券取引法 27 条の 22 の 2 以下)によるか、「取引所ニ於テスル取引」またはそれに「準ズル取引」によらなければならなかったのに対し、改正法では、「市場」においてする取引によってなされなければならないものとされている(ただし、株主総会の決議を経るか<改正商法 210 条 8 項>、子会社から取得する場合<改正商法 211 条の 3>は、公開買付けによらない相対取引でも自己株式を取得できることになった)。そこでこの「市場」の概念が問題となるが、用語の変更に伴って、その「市場」概念にも変容があったと考えるべきか、それとも単に「取引所有価証券市場」または「店頭売買有価証券市場」の読み替えにすぎないと考えるべきか(公開会社に関しては「取引所有価証券市場外」の取引につき、上記自己株に関する公開買付け規制を受けることになる)。平成 11 年における商法改正の際の資産の評価方法に関する規定(商法 285 条の 4、285 条の 5、285 条の 6)を「取引所ノ相場」から「市場価格」に変更した際の議論等に照らせば、商法にいう「市場」はより広く、時価のつく市場を一般的に指す概念であると考えられるべきであり、必ずしも証券取引法上の「取引所有価証券市場」および「店頭売買有価証券市場」に限定されるものではなく、価格形成機能を持つ私設取引システム等も含まれると解すべきである³⁸。逆に、商法上の「市場」については、証券取引法のように「取引所」等の形式的な概念による当てはめによって解釈する必要がないため、ToSTNeT-1 や ToSTNeT-2 によるクロス取引を商法上の「市場」による取引に含めるべきかは疑問なしとしない。むしろ、そこでは価格形成機能を実質的に判断すべきであると考えられる。

(3) 内部者取引禁止規定の例外

内部者取引は、有価証券市場での取引の公正を確保するために禁止されている(証券取引法 166 条および 167 条)が、同法(166 条 6 項 7 号および 167 条 5 項 7 号)は、ともに内部者情報を持っている内部者またはその情報受領者間の「取引所有価証券市場」または「店頭

の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令(平成 13 年内閣府令 72 号)では、買付けの方法や価格等について一定の制限をかけているが、「株主間の公平が確保される方法により行う」場合を取引の公正の確保のため適当と認められる方法の 1 つとして、制限を緩和している(府令 7 条 1 号ハ)。

³⁶ 東京証券取引所「ToSTNeT-2 を利用した事前公表型の自己株式取得に関する QA 集」(2000 年 12 月 14 日)東京証券取引所ホームページ。

³⁷ 上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令では、前日の最終売買価格以下の価格での指値注文による場合を、取引の公正の確保のため適当と認められる方法の 1 つとしている(府令 7 条 1 号イ)。

³⁸ 原田晃治・関一穂・范揚恭・市原義孝『一問一答 平成 11 年改正商法 株式交換・時価評価』(商事法務研究会、1999 年)134 頁。なお、改正商法 220 条の 1 株未満の端数処理に関する解説としてではあるが、原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(中)」商事法務 1608 号(2001 年)96 頁も「市場価格」が「取引所の相場」よりも広い概念である旨指摘する。

売買有価証券市場」によらないで行う取引を禁止の例外として定めている。これは内部者情報を有する者の中で取引が行われたとしても、両者の間に必要な投資情報に不均衡があるわけではなく、かつ、市場外で行われれば第三者がその影響を受けないことによるものと思われる。取引所有価証券市場で行われる取引であっても、例えば非オークション市場におけるクロス取引のような「相対」取引であれば、第三者が介在しないため市場に影響を与えないものとして禁止の対象としなくてもよいようにも思える。

しかし、クロス取引等の「相対」取引の成立についても、取引所の規則に従い、取引に関する情報が公表され（証券取引法 122 条、123 条）それが当該有価証券の価格形成に影響を及ぼすとすれば、やはり、内部者取引禁止規定は適用されるべきであると解される。さらに進んで、将来取引所有価証券市場または店頭売買有価証券市場以外の私設取引システム等における有価証券の取引情報が市場情報として認識され、価格形成に影響を及ぼすようになれば、すなわち、それら私設取引システム等自体が広い意味での市場を構成するようになれば、立法論としては、それらにおける取引を内部者取引の禁止の例外として認めておくべきではなかろう。

（４）相場操縦等の規制における「取引所有価証券市場」

証券取引法 159 条は相場操縦的行為の禁止を定めているが、同条 2 項 1 号は、上場有価証券売買等を誘引する目的をもって、「取引所有価証券市場」における上場有価証券等の相場を変動させるべき一連の上場有価証券売買等または、その委託等もしくは受託等することを禁止している（いわゆる相場操縦の禁止）。この相場操縦については、金融システム改革法により、誘因の目的の対象につき、有価証券市場における上場有価証券の売買のみからより広く、有価証券市場内外を問わず、有価証券の売買、有価証券指数等先物取引、有価証券オプション取引または上場有価証券店頭指数等に係る有価証券店頭デリバティブ取引にまで拡張された³⁹。また、市場集中義務の撤廃に伴って市場外の売買も対象とされ、取引所の規則に従って行われるという意味での「売買取引」という用語から一般的な「売買」という用語に改められた。なお、証券取引法 160 条は、相場操縦等を行った者につき一定の賠償責任を定めるが、立法論としては、その対象が必ずしも「取引所有価証券市場」や「店頭売買有価証券市場」の取引のみに限定される必要はないのではなかろうか。

さらに、相場操縦行為は「取引所有価証券市場」における上場有価証券等の相場を変動させるべき一連の上場有価証券売買等とされる（「店頭売買有価証券市場」にもそれに準じた取扱いがされる<証券取引法 159 条 4 項>）。金融システム改革法により、「取引所有価証券市場」という言葉が付け加わっているが、条文の整理以上の意味はないとされている。「取引所有価証券市場」でも「店頭売買有価証券市場」でもない「有価証券市場」に、将来「相場」が生じる可能性もないわけではないであろう⁴⁰。なお、過当取引（同法 161 条）の規制につい

³⁹ 茶谷栄治「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の解説」商事法務 1503 号（1998 年）23 頁。

⁴⁰ 証券法制研究会（編）『逐条解説 証券取引法』（商事法務研究会、1995 年）722 頁は、金融システム改革法による改正前の証券取引法 159 条の「相場」につき以下のように解説する。

「『相場』とは多数の投資家による需給が統合され、こうした需給動向が客観的に反映されていると一般に認識されている価格等を指すものであるが、店頭取引についても、

有価証券市場における取引同様売買価格等がある程度信頼しうる機関から一元的に公表されていれば『相場』としての性質を具備（同じ店頭取引でも、全く秘密裏に行われた相対取引における売買価格などは『相場』とは認識されない）

『気配値』についてもそれが多数の投資家に対して発表され、投資家側でも発表された気配値での売買が成立しうると認識されている場合には、『相場』とみなすことが可能

ても、同様にその対象たる行為に関し、「売買取引」という文言から「売買」という文言に変えることにより取引所外の取引をも適用範囲に入れる趣旨とされている⁴¹。

(5) 総括

以上「有価証券市場」の概念とそれに伴う問題点をいくつか挙げたが、「有価証券市場」の概念の相対化により、いくつかの個別の規定において再度その目的に照らし、上記のような解釈・運用が法の本質的目的にかなうものであるか否かを検討すべきものと思われ、立法的手当ても含めこれらの点の整理が必要となろう。

以 上

したがって、取引所に上場される有価証券だけでなく、現在、証券業協会により、売買価格等が一元的に公表されている店頭登録株式、店頭転換社債等についても、証券業協会が発表する価格はこのような相場としても要件を具備するものと考えられる。」

⁴¹ 森本滋「不公正取引規制の整備」証券取引法研究会（編）『金融システム改革と証券取引制度』（日本証券経済研究所、2000年）190頁。

参照条文

証券取引法2条

「8 この法律において『証券業』とは、銀行、信託会社その他政令で定める金融機関以外の者が次に掲げる行為のいずれかを行う営業をいう。

七 有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの

イ 証券取引所に上場されている有価証券について、当該証券取引所が開設する取引所有価証券市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法

ロ 第75条第1項の規定により登録を受けた有価証券について、当該登録を行う証券業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法

ハ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

ニ イから八までに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法」

証券取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令8条の2（私設取引システム運營業務の売買価格の決定方法）

「法第2条第8項第7号ニに規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法とする。

一 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、当該顧客の提示した指値を用いる方法

二 証券会社（外国証券会社を含む。以下この条において同じ。）が、同一の銘柄に対し自己又は他の証券会社若しくは法第65条の2第3項に規定する登録金融機関（以下この条において「証券会社等」という。）の複数の売付け及び買付けの気配を提示し、当該複数の売付け及び買付けの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。）」

証券取引法80条

「有価証券市場は、内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ、開設してはならない。

2 前項の規定は、次に掲げる場合には適用しない。

一 証券業協会が店頭売買有価証券市場を開設する場合

二 証券会社若しくは外国証券会社又は登録金融機関が、この法律又は外国証券業者に関する法律の定めるところに従つて有価証券の売買、有価証券指数等先物取引若しくは有価証券オプション取引（有価証券先物取引、有価証券指数等先物取引又は有価証券オプション取引にあつては、取引所有価証券市場によらないで行われるものを除く。）又はこれらの取引の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う場合（競売の方法その他の内閣府令で定める方法を定めて行う場合を除く。）」

証券取引所に関する内閣府令1条

「（法第80条第2項第2号に規定する内閣府令で定める方法）

第1条 証券取引法（昭和23年法律第25号。以下「法」という。）第80条第2項第2号に規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法を定めて有価証券市場を開設する場合の当該方法とする。

一 競売の方法

二 複数の証券会社若しくは外国証券業者に関する法律（昭和46年法律第5号）第2

条第 2 号に規定する外国証券会社（以下この条及び第 8 条第 3 号において「外国証券会社」という。）又は法第 65 条の 2 第 3 項に規定する登録金融機関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方法

三 電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行う方法（法第 29 条第 1 項第 3 号又は外国証券業者に関する法律第 7 条第 1 項第 3 号の業務の認可を受けて証券会社又は外国証券会社が行う業務の方法を除く。）」

日本証券業協会「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則（公正慣習規則 5 号）」10 条

「会員は、取引所外売買が成立したときは、売買成立後 5 分以内に次の各号に挙げる事項を、細則で定めるところにより、本協会に報告しなければならない。ただし、合理的な事由により当該報告が遅延する場合その他細則で定める場合には、遅滞なく本協会に報告するものとする。

- 一 銘柄名
- 二 売買価格（細則で定める売買価格をいう。）
- 三 売買数量
- 四 売買成立日時
- 五 売り又は買いの別
- 六 自己又は委託の別（会員が自己の計算により行った売買であるか、又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行った売買であるかの別をいう。）
- 七 基準価格公表証券取引所の名称及びその価格（小口注文にあたっては最良気配）
- 八 売買の相手方（売買の相手方が会員である場合は会員名、顧客である場合は顧客である旨）
- 九 その他本協会が必要と認める事項」