

# 説明資料

## (市場間競争と取引所外の取引)

平成28年6月15日  
金融庁総務企画局

# 市場間競争の基本的考え方

## 「証券市場の総合的改革」証券取引審議会(平成9年6月13日)(抜粋)

- 取引が行われる「場」においては、効率と公正の確保が何よりも重要となる。従来は、市場で資金調達ができる企業を選別し、かつ、取引を証券取引所等に集中させることが、効率・公正の両面で最も効率的と考えられてきた。
- しかし、電子通信技術の発展、金融技術の革新に伴い、様々な取引形態が可能となっており、また、新規産業の育成のためにも、幅広い企業に証券市場での資金調達の機会を認めていくことが必要になる。公正という観点からも、従来のような取引所を中心とした仕組みでなくとも、取引の公正性を担保できる仕組みが構築し得る環境になってきている。さらには、市場のグローバル化によって、国内における制約があれば、取引が海外に流れてしまい市場が空洞化し、結局は効率も公正も実現できない結果になり得る点にも留意が必要である。
- 公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である。
- 一連の施策の結果、様々な資金調達者、投資家が、それぞれの多様なニーズに従って市場を選択する幅が広がるとともに、そうした市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待される。

## 「市場機能を中核とする金融システムに向けて」金融審金融分科会第一部会(平成15年12月24日)(抜粋)

- 東証への取引の集中傾向が続いているのは、市場参加者が流動性、利便性を求めたが故の自然な帰結という側面がある。上場企業も、東証以外での取引が成立しにくいために重複上場を見直す傾向にあり、一極集中が加速する循環構造になっている。
- 一方、市場間競争を促進するためには、有効な対抗勢力が存在した方が、東証自身も効率経営に向けた不断のインセンティブが働き、ガバナンス上有効と考えられる。
- こうした観点から、ジャスダックの取引所化を契機に、ジャスダックと東証以外の取引所との連携が重要との指摘や、ジャスダックを含む新興市場間の取引ルールの統一や統合を目指すべきとの指摘があった。市場間競争の担い手の具体的な姿を推奨することは行政の任ではないが、こうした課題については、今後関係者間で、利用者利便を踏まえた前向きな検討が行われることが望ましい。

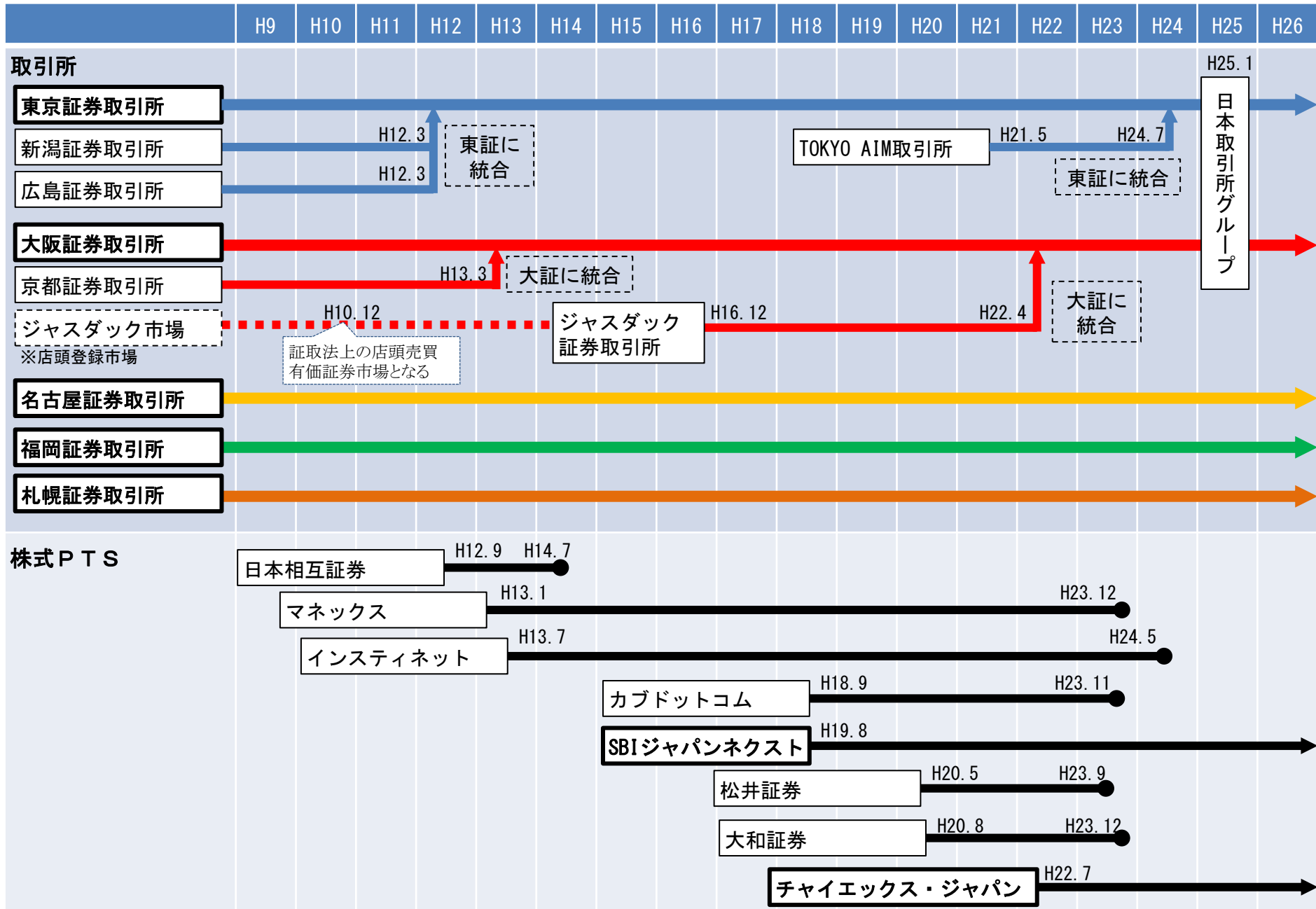
### ① 取引所集中義務<sup>(※)</sup>の撤廃、 取引所外取引の解禁(PTS制度の導入等)

(※)取引所がその定款をもって、会員証券会社に対し、上場有価証券の取引を取引所において執行することを義務付け。

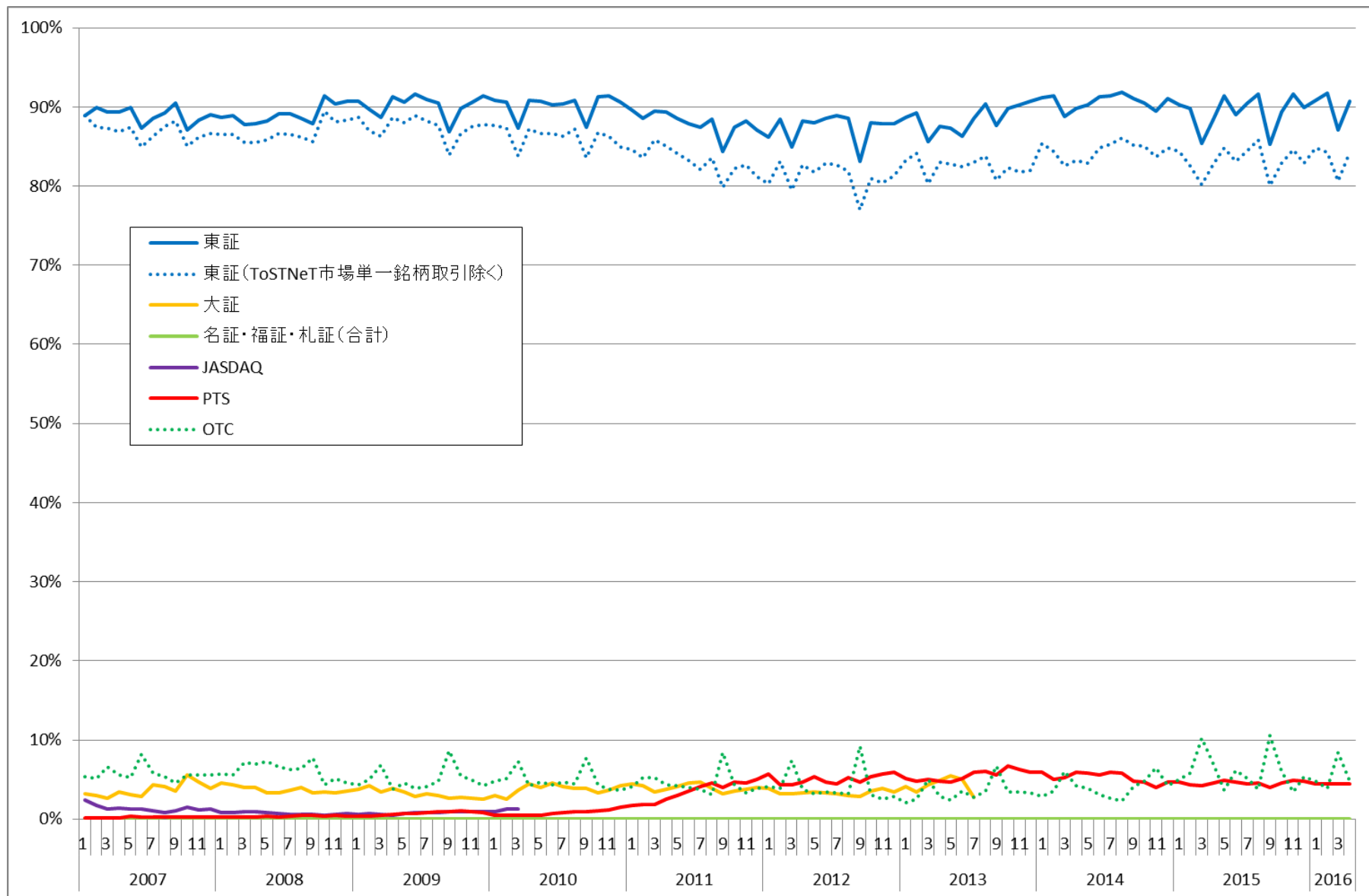
### ② 店頭登録市場を取引所市場と同等の存在として証券取引法 に位置づけ

### ③ 未上場・未登録株の取引の場のルール整備

# 取引所等の変遷



# 現物取引のシェア



(注) 取引所金融商品市場及び取引所外取引における売買代金に占めるシェア

(出典) 取引所、PTS Information Network公表データより作成

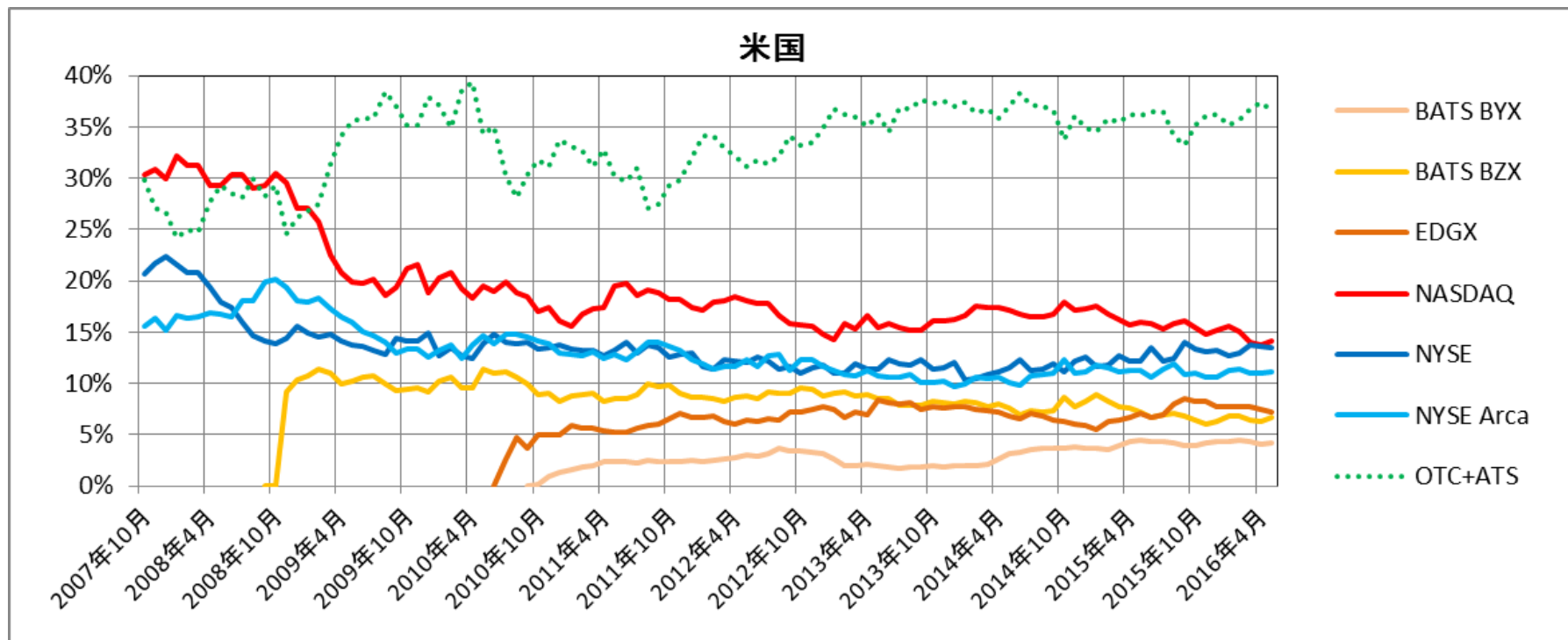
# 米国における市場間競争の概況

○ 米国では、市場間競争を促進してきた結果、50以上<sup>(※)</sup>の取引施設が乱立し、全上場銘柄の取引シェアをみると、取引所外取引が30%以上を占める一方、取引所は最大のNASDAQでも15%程度となっている。

(※)取引所:12、取引所外取引システム(ATS):47(FINRAへの登録数、2016年4月1日現在)

(注)ATS(Alternative Trading System):

証券の複数の売り手と買い手の注文を集める等の方法で、証券取引所が一般に果たしている機能を果たす市場等を設立、維持、提供するシステム



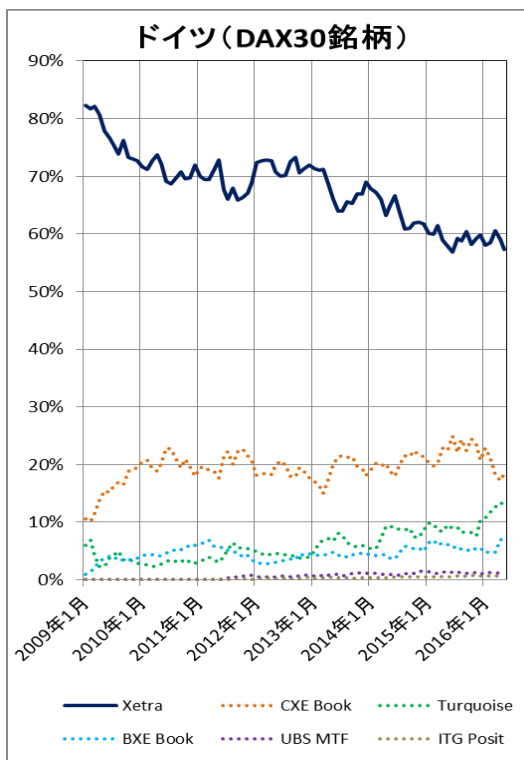
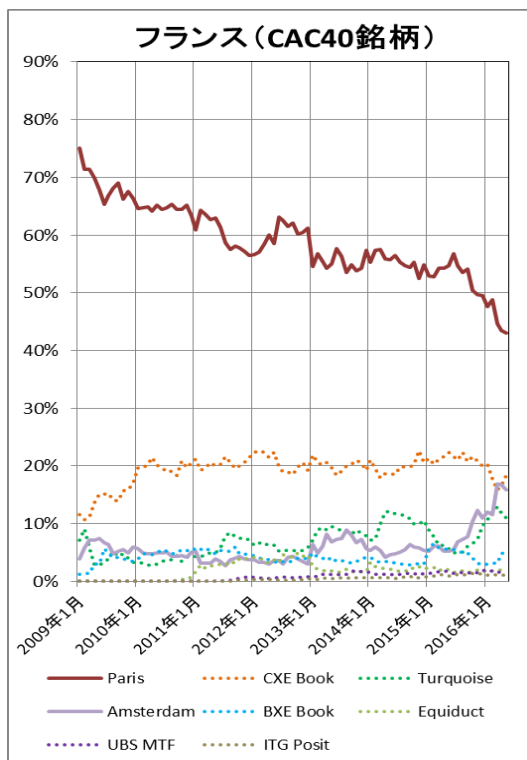
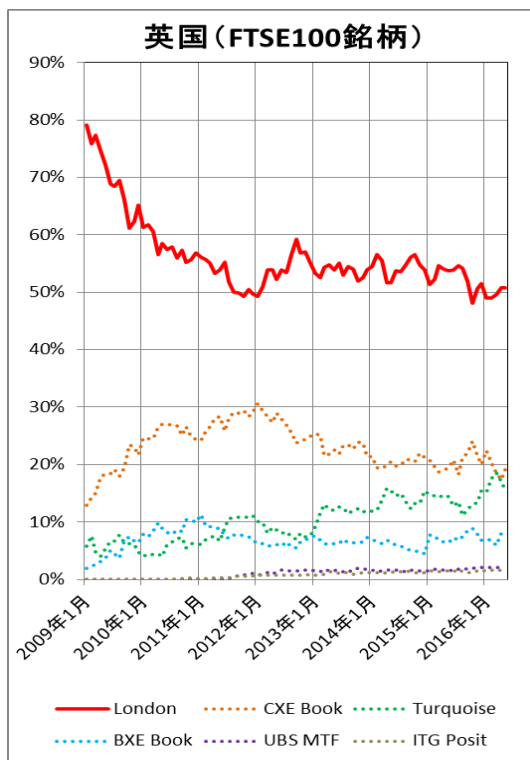
(出典)BATS公表データより作成。

# 欧州における市場間競争の概況

○ 現在、英国、フランス、ドイツにおける主要銘柄の取引シェア(相対取引等を除く)をみると、各国主要取引所のシェアが50%程度、残りをいくつかのMTFが占めている。但し、欧州では、相対取引等が30%~50%程度を占めるといわれている。

(注) MTF (Multilateral Trading Facility) :

システム内で非裁量的規則に基づき、投資サービス業者の認可及び運営条件の規定に従って契約を構成する仕方で、金融商品に関する多数の第三者の買い需要と売り需要を突き合わせる投資サービス業者又は市場運営者により営まれるマルチラテラル・システム



(出典)BATS公表データより作成。

## メリット

- ✓ 独占的慣行の打破、効率性の向上
- ✓ 取引手数料の引下げ効果
- ✓ イノベーションの喚起、より利用者のニーズに合った様々な取引手法の提供促進

## デメリット

- ✓ 流動性と情報の面で市場の分断が発生し、最良価格の探索に係るコストが増大するおそれ
- ✓ 新たな取引方法やビジネスモデルの導入が、効率性を低下させ、市場全体の利益にならない可能性
- ✓ 流動性の拡散が、価格競争を減少させ、時間優先の概念を弱体化させ、ボラティリティを増大させる結果を招くおそれ

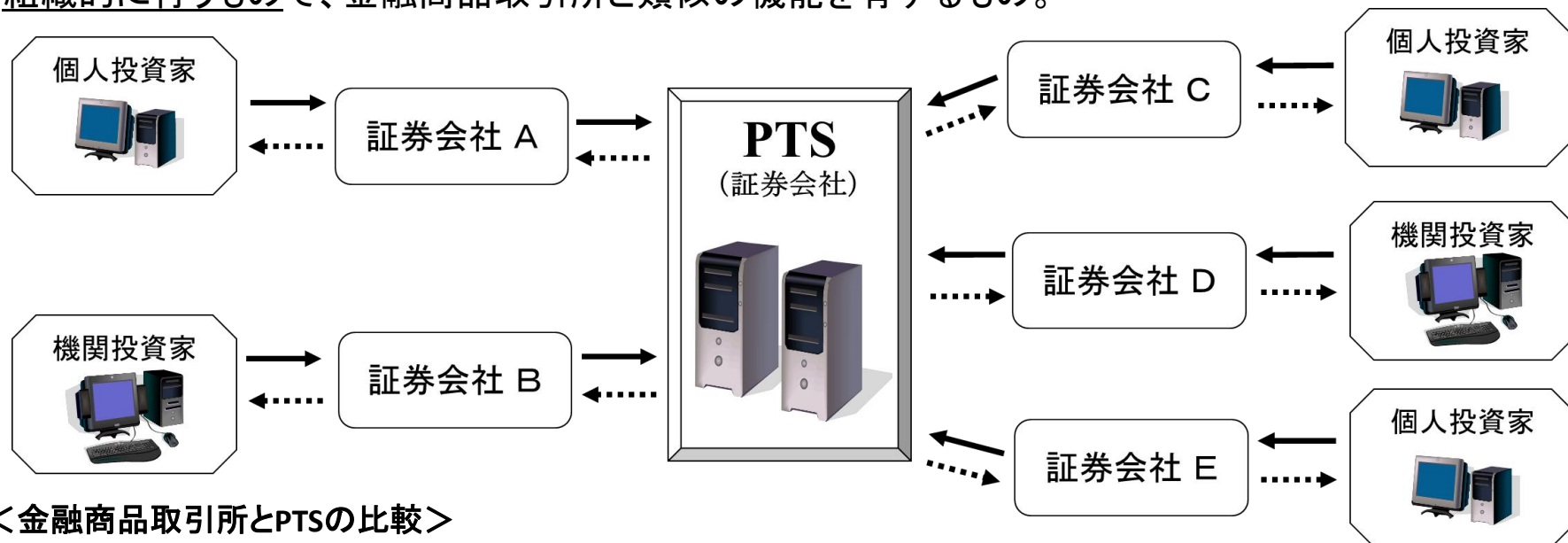
出典：「Transparency and Market Fragmentation」IOSCO（2001年11月）

「Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency」IOSCO（2011年10月）



# PTS (Proprietary Trading System : 私設取引システム) 制度

○ PTSとは、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集団的・組織的に行うもので、金融商品取引所と類似の機能を有するもの。



## <金融商品取引所とPTSの比較>

	金融商品取引所	私設取引システム(PTS)
運営主体	取引所	金融商品取引業者
開業規制	免許(市場開設業務及び附帯業務)	認可(私設取引システム運営業務)
最低資本金	10億円	3億円
主要株主規制 (議決権の保有制限)	原則:20%以上保有禁止 (※)地公体等は認可を受けて20~50%保有可	—
自主規制業務	・会員等の法令等の遵守状況の調査 ・会員等の取引の内容審査 ・会員等の資格の審査 ・会員等に対する処分 等	—
信用取引の可否	可	不可
留意点	—	取引量が対取引所比率で一定割合を超えた場合は、免許を取得し、金融商品取引所となる必要

# 平成22年監督指針改正時のパブリックコメント（PTS信用取引関連部分）

## 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」

### IV-4-2-1 認可

PTSは取引所類似の機能を有しており、そのためこれを運営する業務は、金商法においても旧証券取引法から引き続き認可制を維持することとされた。こうしたことを踏まえ、金商法第2条第8項第10号に規定する業務の認可については、以下の留意事項を踏まえて検討することが必要である。

② 当該業務の認可に当たっては、次の点に留意するものとする。

#### イ. 内部管理

当該業務に係る内部管理の態勢について、次の事項が整備されているか。

- . 当該業務において信用取引を取り扱わず、また、インサイダー取引、相場操縦、作為的相場形成、空売り規制に抵触することとなる空売り等の取引の公正を害する売買等を排除する方法及び態勢が確立していること。また、当該方法及び態勢が、金商業等府令第17条第12号に規定する「取引の公正の確保に関する重要な事項」として、認可に係る業務の内容及び方法に記載されていること。

## コメントの概要

②イ○で、「信用取引を取り扱わず」が追加されたのは、取引所取引における信用取引が金商法で裏付けられた取引所の自主規制業務として規則化され運営されることにより規制の枠組みが確立していることに対して、PTSは法に基づく自主規制業務の義務付けが無い場合、取引の公正を確保する枠組みを確立することが難しいことから、一律に取扱いを禁じることを認可の条件としたと理解してよいか。

また、今後、金融商品取引業協会や金融商品取引所において新たな枠組みでPTS取引を含めた信用取引制度を検討・実施することを妨げるものではないと理解してよいか。

## 金融庁の考え方

PTSを提供する業者自身が信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を行うことは、①市場開設者としての立場（取引状況に異常又はそのおそれがある場合において、信用取引の制限・禁止等の規制措置を講ずべき立場）と、顧客への資金・株券の提供者としての立場との間の利益相反の問題が顕在化するおそれがあること、②こうした観点から、取引所においても、信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を実施していないこと等を踏まえると、認められないと考えられます。

また、（取引所における信用取引と同様に）参加証券会社が資金貸付・株券貸付を行うこととする場合であっても、当該貸付業務の適切性を確保するため、PTSを提供する業者に対して取引所と同等の自主規制機能（参加証券会社に対する監査・処分等）の発揮を求めることは現実的ではなく、認められないと考えられます。

今回の改正では、こうした考え方について、PTS業務の認可に係る留意点として明確化するものです。なお、今後、自主規制機関等において、こうした考え方を踏まえた新たな枠組みを検討すること自体は妨げられませんが、その実施の適否については、実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。

## 信用取引管理に係る取引所の対応

- 信用取引とは、顧客が一定の担保(委託保証金)を差し入れた上で、証券会社から資金・株式を借り入れて(信用の供与)行う売買取引
- 取引所においては、信用取引について、過当投機といった弊害を可能な限り排除する観点から、以下のような対応を行っている。

項目	取引所における対応
1. 信用取引残高の集計・報告等	<ul style="list-style-type: none"><li>• 取引参加者から報告された信用取引残高を集計し、公表</li></ul>
2. 日々公表銘柄の指定、信用取引残高の日々公表	<ul style="list-style-type: none"><li>• 個別銘柄に係る信用取引の過度の利用を未然に防止する観点から、信用取引の割合が高い銘柄を「日々公表銘柄」に指定し、その信用取引残高を日々公表</li></ul>
3. 委託保証金率の引上げ	<ul style="list-style-type: none"><li>• 個別銘柄に係る信用取引の利用が過度と認める場合、信用取引を抑制する観点から、委託保証金率の引上げ*を実施</li></ul> <p>*通常時は30%であるところ、状況に応じて20%ずつ引上げ</p>
4. 信用取引の制限又は停止	<ul style="list-style-type: none"><li>• 上記委託保証金率の引上げにもかかわらず、信用取引の状況から必要と判断される場合には、信用取引の制限又は禁止を実施</li></ul>
5. 取引参加者への調査・処分	<ul style="list-style-type: none"><li>• 法令及び上記措置を含む取引所規則の遵守状況について、取引参加者(証券会社)への調査を行い、その結果を踏まえ、必要があれば処分を検討する</li></ul>

# いわゆるダークプールについて（IOSCO報告書より）

## 1. ダークプールとは

電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない（気配情報を公表しない）取引の場

## 2. ダークプール発展の経緯

気配が開示されない流動性（Dark liquidity）は、昔から存在していたが、近年、新技術などの活用がその取扱いをより効率化し、気配を開示しないダークプールが大幅に増大

## 3. ダークプールが投資家に利用される理由

- ・ マーケットインパクトの最小化
- ・ 大口注文の執行促進
- ・ 価格改善の可能性
- ・ 取引コストの最小化
- ・ 情報漏洩の最小化 など

## 4. ダークプールの問題点

### （1）市場の価格発見機能への影響

投資家に十分な注文が見えなければ、投資家が取引機会を判断するための価格情報が不十分となり、価格発見機能が低下する（市場価格の正確性が低下する）おそれ

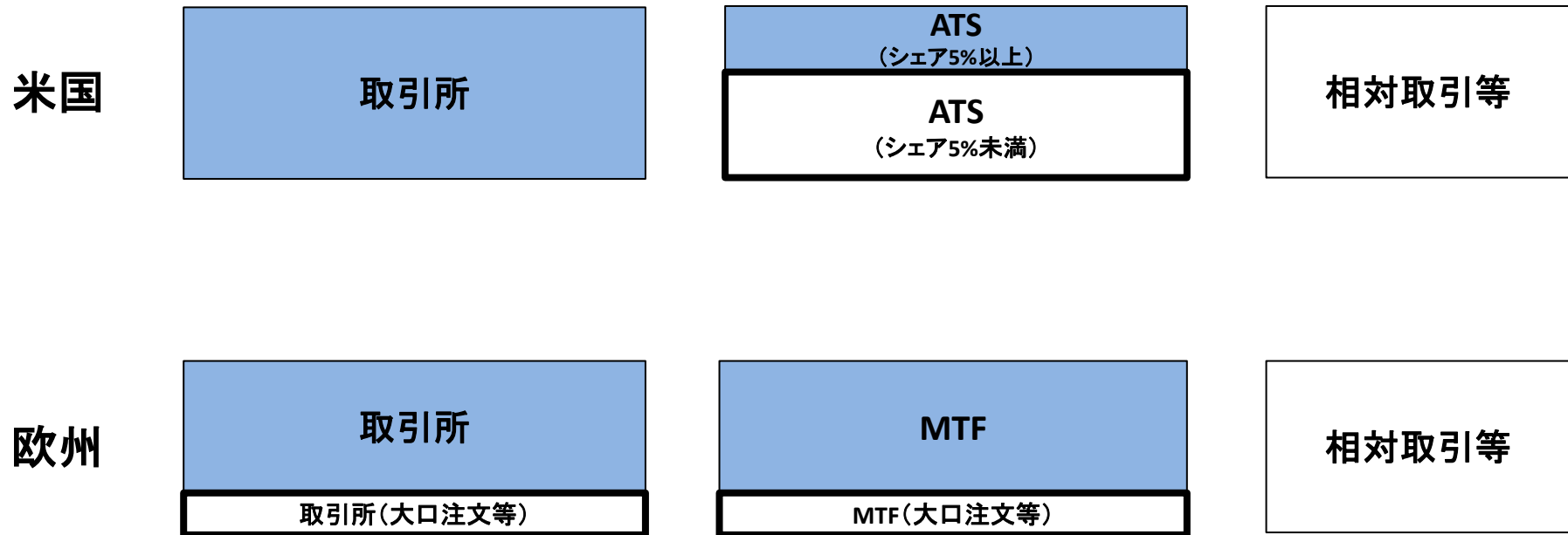
### （2）情報及び流動性の分断への影響

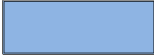
ダークプールが増えれば、流動性が分散し、投資家が流動性を探すコストがかかる他、情報分断の問題を引き起こすおそれ


### （3）市場の公正性・完全性への影響

ダークプールの取引や取引情報へのアクセスについて取引参加者間で公平性が阻害されるおそれや、取引の執行方針等に関する情報が十分提供されないおそれ

# 欧米におけるいわゆるダークプール（イメージ）



 : 約定情報・気配情報開示義務あり

 : 約定情報開示義務はあるが、気配情報開示義務なし

## 1. 約定情報

平成10年 金融システム改革法により、証券取引法上、取引所外取引に約定情報等の報告・公表制度を導入

## 2. 気配情報

平成12年 事務ガイドライン上、PTSの認可の条件として、最良気配情報の外部公表を規定

平成17年 平成16年証券取引法改正により、一定の取引所外取引に最良気配情報の報告・公表制度を導入

# 気配情報・約定情報に関する経緯（上場有価証券の取引所外取引）②

## 1. 約定情報

### 平成10年 証券取引法上、取引所外取引に約定情報等の報告・公表制度を導入

第七十九条の二 協会員（略）は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、大蔵省令で定めるところにより、遅滞なく、その所属する協会に報告しなければならない。

四 自己の計算において行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買が成立した場合 当該売買に係る上場株券等の種類及び銘柄並びにその売買価格及び数量その他大蔵省令で定める事項

第七十九条の三 協会は、前条の報告に基づき、その開設する店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の売買及び上場株券等の取引所有価証券市場外での売買（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。次条第一項において同じ。）について、大蔵省令で定めるところにより、銘柄別に毎日の売買高、最高、最低及び最終の価格その他の事項を、速やかに、その協会員に通知し、公表しなければならない。

## 2. 気配情報

### 平成12年 事務ガイドライン上、PTSの認可の条件として、最良気配情報の外部公表を規定

第1部 証券会社等の監督関係

#### 3. 証券会社の監督事務

##### 3-1 認可申請書の審査に係る留意事項

##### 3-1-3 私設取引システム運營業務に係る留意事項

当該業務の認可に際しては、次に掲げる条件を付すものとする。

① 価格情報等の外部公表（当該業務において株券等（法第37条に規定する株券、転換社債券その他の有価証券で総務府令で定めるものをいう。）を対象とする場合に限る。）

「当該私設取引システムの最良気配・取引価格等を他の私設取引システムと比較可能な形で、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こと。

ただし、他の私設取引システム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。」

### 平成17年 証券取引法上、一定の取引所外取引に最良気配情報の報告・公表制度を導入

第七十九条の二 協会員（略）は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、内閣府令で定めるところにより、その所属する協会に報告しなければならない。

八 同時に多数の者に対し、取引所有価証券市場外での上場株券の売付け又は買付けの申し込みをした場合その他の内閣府令で定める場合 当該売付け又は買付けの申し込みに係る有価証券の種類、銘柄、価格その他内閣府令で定める事項

第七十九条の三 協会は、前条の報告に基づき、その開設する店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の売買、その取扱有価証券の売買及び上場株券等の取引所有価証券市場外での売買（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。次条において同じ。）について、内閣府令で定めるところにより、銘柄別に毎日の売買高、最高、最低及び最終の価格その他の事項をその協会員に通知し、公表しなければならない。



# 日本におけるPTSの整理（条文等）

## 金融商品取引法

（定義）

### 第二条

- 8 この法律において「金融商品取引業」とは、次に掲げる行為（略）のいずれかを業として行うことをいう。（略）
- 十 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（略）

## 金融商品取引業者向けの総合的な監督指針

### IV-4-2-1 認可

私設取引システム（Proprietary Trading System；PTS）は取引所類似の機能を有しており、そのためこれを運営する業務は、金商法においても旧証券取引法から引き続き認可制を維持することとされた。こうしたことを踏まえ、金商法第2条第8項第10号に規定する業務の認可については、以下の留意事項を踏まえて検討することが必要である。

① PTSに該当するか否かを判断する際には、次の点に留意するものとする。

イ. 取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場における有価証券の売買の取次ぎを行い、又は他の単一の金融商品取引業者に有価証券の売買の取次ぎを行うシステムについては、PTS及び取引所金融商品市場等に該当しないものとする。

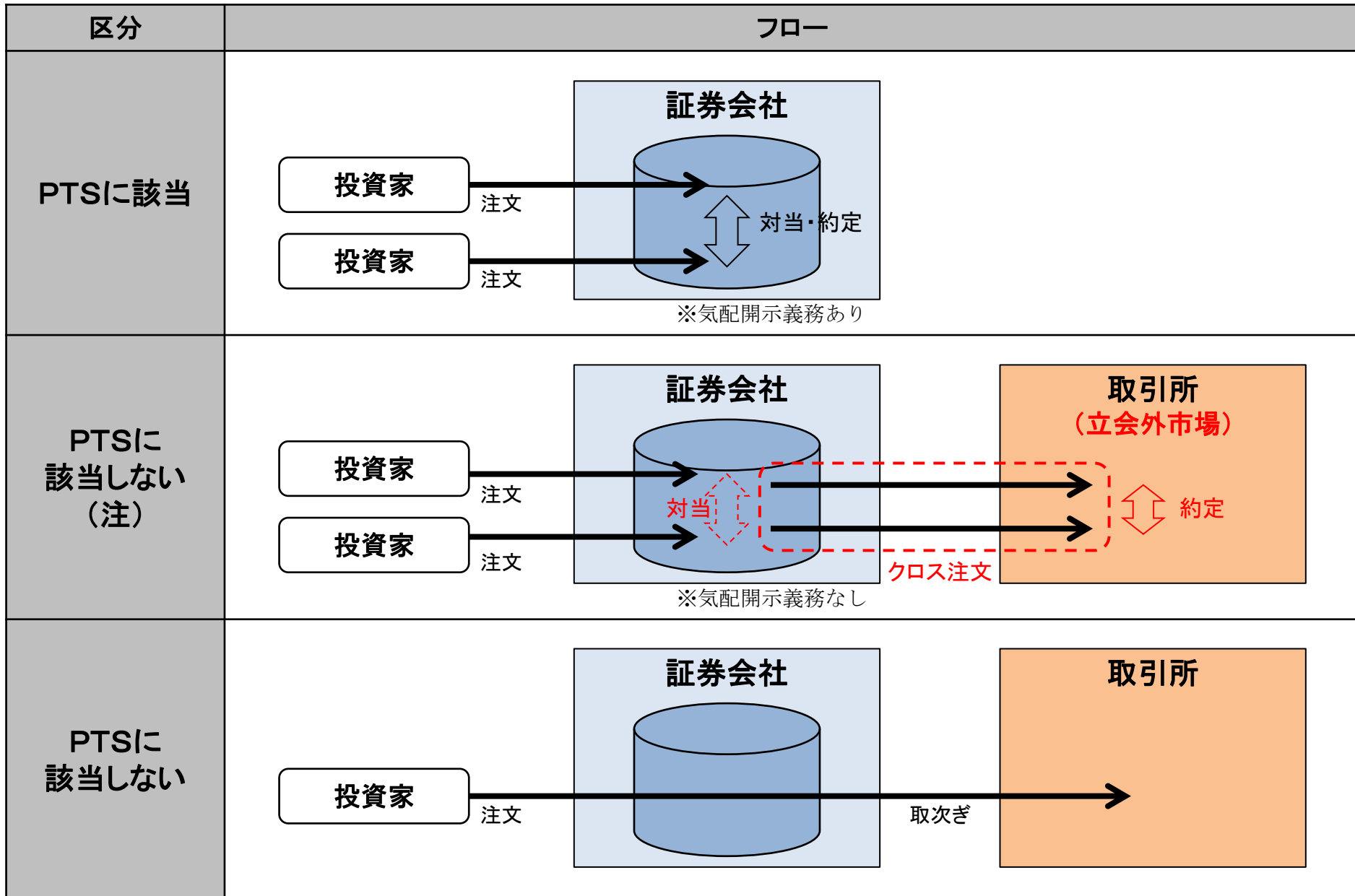
（注）たとえば、2の顧客の同数量の売り注文及び買い注文を、売買立会によらない取引を行う取引所金融商品市場に同時に取り次ぐシステムは、基本的に、PTS及び取引所金融商品市場等に該当しない。一方、顧客注文を売買立会によらない取引を行う取引所金融商品市場に取り次ぐシステムであっても、システム内で注文の集約または相殺等を行うような場合は、PTS又は取引所金融商品市場等に該当する可能性がある。

ロ. 顧客との間で有価証券の売買を行う自己対当売買のシステムであっても、多数の注文による有価証券の需給を集約した提示気配に基づき売買を成立させていくものについては、PTS又は取引所金融商品市場等に該当する場合がある。

ハ. 株価や金融情報を提供している金融商品取引業者や情報ベンダーについても、複数の金融商品取引業者等が提示している気配に一覧性があり（気配の競合）、専用情報端末の配布や注文・交渉のためのリンク等の設定をはじめとする取引条件に係る合意手段が提供されている場合には、金融商品取引業（媒介）に該当し、かつPTS業務の認可を併せて要することに留意する。



# 日本におけるPTSの整理（イメージ）



(注) この結果、気配開示義務にとどまらず、PTSにかかる規制全般が排除されることとなる。

- 市場間競争について、
  - ✓ 「市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待」(平成9年)
  - ✓ 「市場間競争を促進するためには、有効な対抗勢力が存在した方が、東証自身も効率経営に向けた不断のインセンティブが働き、ガバナンス上有効」(平成15年)

等の考え方の整理がなされてきたが、こうした考え方やこれまでの歩みについてどう考えるか。
- 取引所の統合や情報技術の革新などの環境変化を受け、現時点における市場間競争の意義やそのあり方についてどう考えるか。
- 欧米における市場間競争の現状を踏まえて、日本の市場間競争のあり方を考える上で留意しておくべき点はあるか。

## 市場間競争と取引所外の取引に関する論点②

- 以上のような市場間競争の意義やそのあり方を踏まえ、現時点におけるPTS制度の意義についてどう考えるか。PTSの数は減少し売買高シェアも伸び悩む中、取引所とPTSのイコールフットイングを図る観点から、PTSにおける信用取引の解禁を求める意見があるが、これについてどう考えるか。
- 仮にPTSに信用取引を解禁する場合、以下の点についてどう考えるか。
  - ✓ 取引所は信用取引について、過当投機といった弊害を可能な限り排除する観点から、市場開設者として自主規制機能を発揮しているが、PTSに同様の自主規制機能を期待できるのか。
  - ✓ 顧客への資金・株券の提供者としての立場との間で利益相反が生じるおそれがあるが、これについてどう考えるか。
- 取引所外の取引に関する取引後の透明性(約定情報の開示)に加え、取引前の透明性(気配情報の開示)を求めていることの今日的意義についてどう考えるか。その上で、ダークプールの位置付け等については、どう考えるか。