

討議資料（２）

（市場間競争と取引所外の取引、取引所の業務範囲に関する論点）

1. 市場間競争

- 我が国では、取引所集中義務の撤廃後、市場間競争を促進する観点から、PTS（私設取引システム）制度が創設され、上場株式を取り扱う PTS には合計 8 社が参入したが、現在でも存続しているのは 2 社となっている。現物取引に関する取引施設毎のシェアを見ると、東京証券取引所のシェアが 9 割程度を占める一方、PTS のシェアは 2 社合計でも 5%程度となっている。

他方、米国では、50 以上の取引施設が存在し、全上場銘柄の取引シェアは、取引所外取引が 30%以上を占める一方、取引所については最大の NASDAQ でも 15%程度となっている。

英・独・仏においても、我が国に比して、取引所のシェアが相当程度低く、取引所外取引のシェアが相当程度高い状況となっている。

- 市場間競争については、平成 9 年証券取引審議会報告において、
 - 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
 - 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との整理がなされ、このような考え方を踏まえ、市場間競争を促進する観点から、取引所集中義務が撤廃され、取引所外取引が解禁されるとともに、PTS 制度の導入等の制度整備が行われた。

- その後、我が国では、大口・バスケット取引等の様々な取引ニーズに応えるため、取引所立会外市場（ToSTNeT）の整備が進められた。また、PTS がティックサイズ（呼び値の刻み幅）を先行して縮小し、取引所が追従することにより、市場参加者の利便性向上が図られてきたとの指摘もある。

- このような点を踏まえると、我が国においても、市場間競争により期待されるイノベーションの喚起や利用者のニーズに合った取引手法の

提供促進といった効果が一定程度認められると考えられ、市場間競争の意義は今日においても失われていないのではないか。

- 他方で、取引所取引と取引所外取引が全体として我が国の市場を構成していることを踏まえれば、取引所とPTSが適切に連携することにより、市場全体として、公正性や透明性を確保することが重要ではないか。

2. PTSにおける信用取引

- PTSに関しては、現状、信用取引が認められておらず、これを解禁することを求める声がある。
- 現状PTSに信用取引が認められていない理由について、平成22年監督指針改正時のパブリックコメントにおいては、
 - 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構すべき立場）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。
 - 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なく、認められない。と説明されている。
- このため、上記の問題が解決されるよう、例えば、以下のような形で、適切なスキームが構築された場合には、PTSにおける信用取引を認めることも考えられるのではないか。
 - ◆ 利益相反の防止の観点からは、PTSを提供する業者自身やそのグループ会社等が資金・株券の提供者とならない。

◆ 自主規制機能については、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、取引所において、①信用取引残高の集計・報告、②信用取引に係る規制措置（日々公表銘柄の指定・信用取引残高の日々公表、委託保証金率の引上げ、信用取引の制限・停止等）、③取引参加者の上記措置の遵守状況の調査・処分等の対応が行われているところ、PTSの信用取引についても、これと同等の措置が講じられる。

◆ なお、これらについて基本はPTSを提供する業者において対応すべきものではあるが、自主規制機能のうち取引参加者に対する調査・処分（上記③）については、PTSを提供する業者自身が金融商品取引業者である以上、当該業者が直接行うことは困難であると考えられるのではないかと。

また、信用取引残高の集計・報告及び信用取引規制等の措置（上記①②）を実効的に行っていくためには、取引所・PTS間で必要な連携を図っていくことが求められると考えられるのではないかと。

これらについて、取引所・日本証券業協会・PTS間で適切な協力を図っていくことについてどう考えるか。

○ 市場全体の公正性・透明性を確保して投資者保護を図る観点からは、例えば、投資判断に重大な影響を与えるおそれのある情報が生じ、その内容が不明確である場合等には、適切に売買停止措置等が講じられることが求められ、PTSに信用取引が認められれば、その必要性は更に高まると考えられるのではないかと。このため、取引所、PTS等の関係者において所要の態勢整備を行うとともに、売買停止等に至るまでの判断や連携の手順などについて具体的に検討されるべきと考えられるが、どうか。

○ PTSが取引量制限を超えてシェアを拡大する場合、取引所の免許が必要となるが、現行制度上、自市場の上場銘柄以外の銘柄を取り扱えず、競争制限的な効果を及ぼしているため、他市場の上場銘柄の取扱い（非上場取引特権）を検討すべき、との指摘がある。しかしながら、これについては、現在の取引所制度のあり方について様々な角度から検討する中で取り上げられるべき論点であり、PTSとの関係のみで結論を出すことは困難であると考えられるのではないかと。

3. ダークプールの位置付け

- 近年、情報技術の進展に伴い、複数の顧客からの注文を電子的に付け合せる、取引前透明性のない（気配情報を開示しない）取引の場（いわゆるダークプール）の利用が進んでいる。ダークプールは、機関投資家が大口注文を匿名で執行したいというニーズや、アルゴリズム高速取引業者との注文対当を避けたいというニーズに応えるものとして、一定の役割を果たしていると言われている。証券監督者国際機構（IOSCO）の報告書においても、マーケットインパクトの最小化、大口注文の執行促進、価格改善の可能性などが投資家に利用される理由として指摘されている。

他方で、同報告書では以下のような問題点も指摘されている。

 - ダークプールにおける取引の執行方針等に関する情報が十分に提供されないおそれ
 - ダークプールにおける取引や取引情報へのアクセスについて取引参加者間の公平性が阻害されるおそれ
 - ダークプールにおける取引シェアが高まった場合に、市場全体としての価格発見機能が低下するおそれや流動性が分散するおそれ
- 欧米では、このようなダークプールの存在意義は認めつつ、上記のような問題点にも対処する観点から、多数の投資家からの注文を付き合わせる取引施設として登録を求めた上で、注文執行ルールの明確化、取引システムの堅牢性の確保等の観点から、一定の規制を課している。
- これに対し、我が国では、電子的システムによって証券会社内で顧客の注文を付け合わせた上で、取引所の立会外市場に同時に取り次いで約定させる取引システムの運営は、PTSの認可を受けることなく金融商品取引業者が行うことが可能な業務と位置づけられている。このため、我が国におけるダークプールは、他国と異なる取引形態を取る形となっている一方で、仮にダークプールの取引施設としての運営上問題が生じた場合に、取引施設を規律するとの観点から十分な対応が可能か、という議論があり得る。
- この点については、ダークプールを取引所の立会外市場に取り次ぐという現行の取扱いを見直し、PTSと同様に認可制の対象とした上で、一定の場合に気配情報の開示を不要にするとの取扱いも考えられるが、そ

のような取扱いを検討することの要請は、現状、必ずしも強く存在していないとの理解でよいか。

4. 取引所の業務範囲

(1) 現行の制度

○ 市場の運営という公共性の高い業務を安定的に運営させるなどの観点から、現行法上、日本の取引所グループに対しては、以下の業務範囲規制が課されている。

- ✓ 取引所持株会社：
 - ・ 子会社である取引所等の経営管理及びこれに附帯する業務
- ✓ 取引所：
 - ・ 取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務
 - ・ 認可を受けた場合には、排出量取引を行う市場の開設や LEI (Legal Entity Identifier : 金融商品の取引の当事者を識別するための番号) 指定など、法律で限定列挙されている兼業業務
- ✓ これらの子会社 (50%を超える議決権の保有)：
 - ・ 取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務
 - ・ 認可を受けた場合には、取引所金融商品市場の開設に関連する業務 (以下「関連業務」という、注)

(注) 関連業務については、従来、その業務範囲を予め個別に限定列挙するのではなく、当局の認可に際して、

- ① 取引所の業務に密接に関連すること
- ② 取引所の円滑な業務運営に資するものであること
- ③ 子会社の業務運営が取引所に及ぼすリスクの管理がしっかりと行われていること
- ④ 取引所の運営の公正性や中立性に対する信頼感が損なわれることがないこと

等についてチェックを受ける仕組みとすることが適当 (金融審議会報告 (平成 14 年)) とされている。

(2) 取引所の業務範囲のあり方の検討

○ こうした取引所グループを巡る業務範囲のあり方については、以下のような環境変化が起きていると考えられるが、どうか。

✓ 取引所外取引への対応

リーマンショック後、店頭デリバティブの清算集中を進めるとの国際的な要請が生じたこと等もあり、これまでに、取引所の子会社・兄弟会社には、店頭デリバティブの清算業務や、これらの取引所外取引に関する業務に係るシステムの開発が認可されている。

一方、こうした関連業務の認可に際しては、上記のとおり「取引所の円滑な業務運営に資する」とのチェック事項が存在。店頭デリバティブの清算業務や取引所外取引に関するシステムの開発などは、厳密には、上記のチェック事項にあてはまらないとも考えられるが、こうした業務はむしろ「市場全体の円滑な業務運営に資する」ものと考えられるのではないか。

✓ FinTechの動きへの対応

近年、FinTechと呼ばれるIT技術を活用した革新的な金融サービス事業が急速に拡大しつつあり、人工知能やブロックチェーン技術などは、今後の取引所の業務にも大きな影響を与えることが考えられる。このため、日本の取引所グループにおいても、そのような技術の活用等に関する先駆的な取組みが求められ、例えば、そのような技術を有する企業等への出資なども想定しておく必要があるのではないか。

✓ 国際化への対応

取引所グループの業務も多様化が進む中、今後、我が国の取引所が、外国取引所やその他市場開設に附帯・関連する業務を行う外国企業へ出資を積極化することが考えられるが、そのような場合に、それらの取引所・企業等の子会社が出資当初、附帯・関連業務以外の業務を行っているようなケースも想定しておく必要があるのではないか。

(注) 銀行・保険会社では、原則5年、業務範囲外の海外孫会社の保有を可能とするための手当てが行われている。

✓ 取引所グループ内の柔軟な業務運営

現状、取引所グループにおいては、取引所や清算機関、その他グループ内のシステム会社が、それぞれ取引システムの開発を行っている。取引所グループについても、シナジー効果やコスト削減効果を高める観点から、特にシステム開発など規模の経済が働きやすいものについては、グループ内における適切な費用配賦等を前提に、グループ内でノウハウ等を有するエンティティに集約するなど、柔軟な業務運営を想定する必要があるのではないか。

✓ 取引所を巡る経営統合

東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合により誕生した日本取引所グループが、我が国の市場で圧倒的なシェアを有していることに鑑みれば、取引所の子会社や兄弟会社が行う関連業務の認可に際し、関連業務に係る上記のチェック事項に加え、公平・公正な競争条件を確保することもこれまで以上に勘案する必要があるのではないか。

- 一方で、取引所の事業内容の拡大等に伴い、取引所には、グループとしての経営管理の実効性確保への要請が高まることが想定される。そのため、グループの頂点に位置する持株会社（持株会社が無い場合にはグループ頂点の取引所）について、それが果たすべき「経営管理機能」についても、明確化を図っていくことが必要ではないか。

その他、市場間競争、取引所外の取引、取引所の業務範囲のあり方に関して、検討すべき点があるか。