

参考資料

目次

| | | |
|-------------------|-----|------|
| ● 市場間競争に関する審議会の報告 | ・・・ | i |
| ● 「市場」規制の基本的考え方 | ・・・ | iv |
| ● 最近の動向 | | |
| ・ 最良執行方針等の見直し | ・・・ | vii |
| ・ 東京証券取引所の立会時間の延伸 | ・・・ | viii |
| ● 取引所制度とPTS制度の比較 | ・・・ | ix |
| ● 参照条文 | ・・・ | x |

市場間競争に関する審議会の報告①

■ 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティー報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」（1997年5月16日）

「2. 取引所市場のあり方の見直し」（抄）

- 市場参加者及び仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにすべきである。そのためには、会員証券会社に対して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づけている取引所集中義務は、その撤廃を含め、抜本的に見直す必要がある。
- 従来、我が国においては、非会員証券会社を含めて、上場株式等の需給は全て取引所に集約されてきた。しかしながら、取引所集中義務が撤廃されれば、今後、証券会社及び投資家等による私設取引システム（伝統的な取引所とは異なる私的な組織が電子的技術を活用して取引サービスを提供する取引システム）の開設が予想される。このような新たな取引形態に関しても、取引の公正性が確保できるような法的な手当てを整備する必要がある。
- 当面、このようなシステムでは、基本的に取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないと考えられるので、取引所ではなく、証券業として整理することが適当となる。但し、不公正取引を防止する観点から、これらについても、証券会社としての規制に加え、取引が行われる場としての性質に応じた最低限のルールは課される必要がある。

■ 証券取引審議会「証券市場の総合的改革」（1997年6月13日）

「IV. 改革の具体的内容」「2. 市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）」（抄）

- 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きており、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。

市場間競争に関する審議会の報告②

■ 金融審議会金融分科会第一部会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告（2003年12月9日）

「I 市場間競争の制度的枠組み」（抄）

- PTSは、市場間の競争を促進し、投資家の利便性向上を図るために導入され、債券取引においては相当程度当初の目的を達しつつあると評価できる。一方、株式取引については、PTSの価格決定方法の制約や、証券取引法上取引所取引原則が課されていること等から、投資家による利用が伸びていない状況となっており、本来の目的が達せられていないとの指摘がある。
- [注：PTSについて] 価格決定方法を法令で限定せず、取引所と同様の機能を認めることにより、投資家が自身の取引ニーズに従って市場を選択する幅が広がり、その結果、市場間競争が促進され、投資家の利便性が一層向上することが期待される。この場合、PTSについて、一定以上の取引量となる場合に取引所の免許取得を義務付けることとし、取引所市場とPTSは取引量という量的基準による区別の導入が適当である。
- 高度な価格形成機能が付与されたPTSにおける取引量が一定以上の水準になった場合には、相場操縦的行為に利用される蓋然性が高くなると考えられることから、そのような相場操縦的行為を防止するためにPTS自身による売買審査を求める必要がある。
- 東京証券取引所（以下「東証」という。）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を求めたことによる自然な帰結という側面がある。上場企業にとっても、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ことから、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、有力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。

■ 金融審議会金融分科会第一部会報告（2007年12月18日）

「I. 取引所の機能の拡充・強化」「2. プロに限定した取引の活発化」（抄）

- 取引所が、プロに限定した取引の場としてPTS業務を行う金融商品取引業者を子会社等として設立することも考えられる。この場合、
 - ・ 取引所グループとして多様な取引の場を提供することは、取引所の魅力を高め、取引所の円滑な業務運営に資する、
 - ・ PTSと取引所金融商品市場は、一定の方法により金融商品の集団的・組織的取引を行うことができる場という点で共通の性格を有し、リスク管理手法の面でも同一性が認められる、
 - ・ PTS専業の金融商品取引業者であれば、これを子会社等としても、通常、取引所の業務運営の公正性や中立性を阻害することにはならないと考えられる、等の点を踏まえれば、PTS業務は取引所の関連業務と整理することが可能であり、また、一般に、取引所の財務の健全性や業務運営の公正性等に支障が生じるおそれは低いと考えられる。このことから、PTS業務の専業体制の維持が担保され、また、親会社が開設する取引所金融商品市場との中立性を確保する等の態勢整備が行われる場合には、取引所の子会社等として、PTS業務を行う金融商品取引業者の設立を認めていくことが適当である。なお、同様に、取引所がPTS業務（専業）を行う金融商品取引業者に50%以下の出資を行うことも、通常、特段の問題はないものと考えられる。

市場間競争に関する審議会の報告③

■ 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告」（2016年12月22日）

「第4章 市場間競争と取引所外の取引」「1. 市場間競争」（抄）

- 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、取引所が追随することにより、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、市場間競争の意義は今日においても失われていないと考えられる。
- 他方、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ある。

■ 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ 最良執行のあり方等に関するタスクフォース報告書」（2021年6月2日）

「I. はじめに」（抄）

- 金融商品取引業者等の最良執行方針等に関する規制は、第一義的には投資家保護のためのものであり、当タスクフォースも投資家保護の観点から検討を行った。他方、最良執行方針等は、そのあり方如何によっては、私設取引システム（略）及び地方取引所を含めた市場間競争の促進にも繋がり得る。金融商品取引業者等の最良執行方針等に関する規制の見直しを行うことは、我が国資本市場の国際金融センターとしての一層の機能発揮にも資すると考えられる。

「市場」規制の基本的考え方①

■ ジョン・アーマーほか（2020）『金融規制の原則』（明日の金融システムを考える会訳）金融財政事情研究会

- 金融市場は貯蓄を動員し企業に資本を配分する。それだけではなく、市場は証券の発行者の将来に関する情報を集約することに貢献し、企業が調達した資金の使い方をモニターするのを助け、また貯蓄者が行った投資をやめたいと望む場合には最良の処分価格が得られることを確保している。このような総合的な機能をよく果たしている金融市場は「情報効率的（informationally efficient）」と呼ばれており、金融市場がそのように機能するよう支援することが基本的な金融市場法規の規制目的である。
- 金融市場は、株式、債券、通貨、デリバティブおよびその他の金融商品を取引しようとする買い手と売り手を結びつけ、その過程において、供給と需要が見合う価格で付け合わせを行い、また、経済における資源の効率的な配分を促進している。
- テクノロジーあるいは規制の変化によって促進された競争は、いまや伝統的な取引所と競合するようになった新しい取引プラットフォームを出現させること〔に〕より、金融市場の環境を一新させた。これに伴い、市場運営者の関心は、手数料を維持することから、注文を引き付けるための措置を講じることへと移った。言い換えれば、競争は、投資家利益に向けた環境をつくりだしたのである。
- 価格情報の生成と価格情報の処理は、市場構造を任う組織の最も重要な機能の二つである。適時の開示は、投資家〔に〕にとって最良価格で取引しようとしていることを確認するのに役立つだけでなく、価格に関連する情報を発見するための指標としても役立つものである。
- 証券取引所に上場していること、また、上場基準を遵守していると示すことは、発行者の品質について肯定的なシグナルを市場に送るものである。発行者と異なり、取引所が必然的に市場における継続的なプレイヤーであることが、このシグナルの信頼性をより高めている。（略）取引所への上場を介した発行者のスクリーニングは、伝統的な「取引所」と他の取引プラットフォームとを顕著に区別するものとなっている。
- 金融市場の円滑で効率的な運営は、市場がどのように構成されるかに大きく依存している。ほとんどの金融市場の構造は、取引コストを削減することおよび取引から利益を得ることを目的として、民間の市場参加者によって創設されたものである。これらの市場構造は、社会が有する資源のより効率的な配分に貢献する限りにおいて、私的利益に加え、重要な社会的利益も生み出さうるものである。しかしながら、同時に、これらの市場構造は大きな私的および社会的な潜在的コストの源泉となるおそれもある。このため、規制による介入が潜在的に有益である場合が存在する。ただし、規制による介入の適切性を判断するにあたっては、多くの重要かつ複雑なトレードオフにうまく対処する必要がある。

「市場」規制の基本的考え方②

■ ジョン・アーマーほか（2020）『金融規制の原則』（明日の金融システムを考える会訳）金融財政事情研究会（続き）

【取引所外取引の流動性増加の意味】

- ATSやMTFの出現と成長により、潜在的に重要と考えられる多くの問題が発生している。第一に、上場している取引所とは別のプラットフォームに証券の注文が引き付けられることにより、市場の流動性が分断される。また、取引前の透明性に関する規則が適用されない場合には、取引情報もまた分断される。一つの取引システムに参加する市場参加者の数が減ることにより、少なくとも理論的には、こうした分断が価格発見機能を低下させる可能性がある。しかし、プラットフォーム間の裁定が行われることにより、このような差異は、ほんの一時的なものにすぎないと考えられる。

第二に、ATSやMTFにおいては特定の参加者のみがよりよい取引条件を入手可能であり、これにより二層の市場構造が組織されるようになった。いうまでもなく、ATSやMTFの多くは、アクセスできる者を一定の機関投資家に限定している。これにより小口投資家は取引所で取引する意欲が低下し、このため流動性が損なわれている可能性があるとの指摘もある。この懸念に対応するため、米国とEUの規制制度においては、自身へのアクセスについて透明かつ公平なルールをもつことをATSやMTFに義務づけている。

最後に、ATSやMTFの存在は、取引所のスペシャリストが公正で秩序ある市場を維持する能力を低下させる可能性がある。スペシャリストにとって市場の急変時に流動性を提供することの見返りは、通常市場状況下で追加的な注文と収益を得られることである。しかしながら、取引所外のプラットフォームが大量の注文を引き付けつつ、市場急変時にはそこに注文がなくなり、それにより、取引所への注文の回帰が引き起こされる状況においては、スペシャリストの利益構造も変化していくであろう。

もちろん、ATSやMTFは大きな利益ももたらしている。第一に、これらのプラットフォームは、プラットフォームがなければ上場証券の取引において自然独占に近い状態から生じる利益を享受していた取引所に、競争から生じる一定の規律を課している。これにより、市場参加者の取引コストが低下することとなった。第二に、これまでみてきたように、ATSやMTFが採用している匿名性は、機関投資家が新しい情報を収集し、その情報に基づき取引することに対するインセンティブの維持に役立っている。

米国および欧州の規制制度は、プラットフォーム運営者へのアクセスに関する要件を課すことにより、また、価格形成全般に影響を与えうる一定の証券のATSやMTFでの取引について、選択的な取引前の透明性義務を課すことにより、コストと利益とのバランスをとろうとしている。

「市場」規制の基本的考え方③

■ ジョン・アーマーほか（2020）『金融規制の原則』（明日の金融システムを考える会訳）金融財政事情研究会（続き）

【規制の役割】

○ 市場参加者は、金融資産の取引により生じる情報、仲介、取引処理等に係る取引コストを削減するために制度整備を進める強力なインセンティブを有している。しかしながら、特定の市場構造を管理する私的なルールは、種々の理由により、社会的にみて必ずしも望ましいものになっているとは限らない。おそらく最も重要なことは、これらのルールは、独占的または寡占的な競争状態を生じさせ、また、情報や流動性などの公共的な財産の不十分な提供につながるおそれがあることである。したがって、理論上、これらの市場の不完全性を防止または改善するために規制の介入が正当化される理由が存在する。それと同時に、規制当局は、規制介入の適切性を損ないかねない多くのトレードオフにも直面している。

第一に、規制により、取引情報、発行者情報およびその他の情報の生成を義務づけたり、促進したりすることが考えられる。情報は公共的な財産である。また、（略）情報は、組織化された取引所の最も重要な資産の一つでもある。さらに、取引所のスペシャリストや債券ディーラーなどのマーケット・メイカーは、市場での特権的な地位により、情報から生じる超過利潤を享受している。このため、規制のない市場構造では、十分な情報の開示が保証されないおそれがある。これに対し、規制当局は、取引報告要件を課すことで対応したり、また、複数の株式取引プラットフォームを通じて生成された情報を統合するために企画された米国のNMSなどの大規模なインフラ計画を築いたりすることも考えられる。これらの規制手法により、情報の非対称性を縮小し、取引高と流動性を引き付け、また、情報面でより効率的な市場を発展させることができる。しかし、それと同時に、規制当局は、取引システムの創設や情報入手のために投資する市場参加者のインセンティブを低下させないように注意しなければならない。

第二に、規制当局は、市場参加者による私的なルールが十分でないことやその執行に問題があることを解決する役割を果たさう。取引所、ATS、MTFおよびその他の民間機関は、市場参加者による不正行為を管理する私的ルールの策定、監視、またはその遵守に対する精力的な執行を行うことに消極的であると考えられる。このことは、これらの機関が本格的な競争に直面している場合に特に当てはまる。規制当局は、市場全体で高水準の行動基準が保証されることを目的として不正取引、相場操縦その他の規制要件を導入することにより、この問題に対処することができ（略）、また、監視と法執行に対し公的な対応を行うこともできる（略）。

最後に、新しい取引技術の導入が金融市場の円滑で効率的な運営を妨げないよう、規制当局が市場参加者と協力することが考えられる。これまでみてきたように、技術の進展は、株式および債券の公開市場における情報の効率性を高めるうえで重要な役割を果たしてきた。しかし、同時に、新しい技術の出現は重大なリスクを生じさせる可能性もある。高速取引（HFT）が、そのよい例であろう。

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ
最良執行のあり方等に関するタスクフォース報告書 概要 (2021年6月2日)

最良執行方針等に関する現行制度の概要 (2005年に導入)

- 最良執行方針等: 金融商品取引業者等が有価証券等取引に関する顧客の注文を最良の取引の条件で執行するための方針及び方法
- ⇒ 現状、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性等さまざまな要素を総合的に勘案
(原則として「主たる取引所」に注文を取り次ぐと最良執行方針等に記載する金融商品取引業者等が多い。)

制度導入後の環境変化及び課題

制度導入後の環境変化

- 私設取引システム(PTS)のシェアが徐々に増加。また、SOR(注1)が普及 ⇒ 価格重視の注文執行が可能

投資家保護上の課題

- ① 様々なタイプのSORがあり、一部に利益相反構造
- ② 一部の高速取引行為者によるレイテンシー・アービトラージ(注2)の可能性

(注1) Smart Order Routing。複数の取引施設から最良価格を提示している取引施設を検索し注文を執行するシステム

(注2) 時間差から生じる複数の取引施設間の価格差を利用した投資戦略

個人投資家にかかる最良執行方針等における価格重視

個人投資家について、原則として、より価格を重視

- 顧客が個人投資家である場合について、
- ・ 主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合、その理由を最良執行方針等に記載を義務付け
- ・ ダークプールを使用する場合、その理由を最良執行方針等に記載を義務付け

投資家保護上の課題への対応

① SORの透明化

- SORを使用する金融商品取引業者等に対して、
- ・ SORによる注文執行ルールを最良執行方針等に記載を義務付け
- ・ 価格改善状況を最良執行説明書に記載を義務付け

② レイテンシー・アービトラージへの対応方針等の明確化

- ・ レイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策の概要を最良執行方針等に記載を義務付け

注文回送リバート(ペイメント・フォー・オーダー・フロー)については、今後の状況等の変化に応じ、適切かつ機動的に対応。(日本では実例が確認されておらず、米国では規制の見直しの途上。)



立会時間の延伸の方向性

- 立会時間の延伸は、幅広い市場関係者に影響があり、その実現にあたっては、一業態のみではなく、市場関係者全体での対応が必要不可欠であることなどから、緊密な連携や十分な準備期間が必要
- そのような観点を踏まえて、立会時間の延伸の方向性を以下のとおり取りまとめ

① 前提とする延伸時間

- 市場関係者への影響、特に投資信託などの立会終了後の後続業務に係る対応を踏まえ、現実的な着地を見据えて、「数時間の延伸」ではなく「**30分の延伸**」を前提として進めていく※。

② 実施に向けたステップ

- 「30分の延伸」だとしても、**投資信託の後続業務等において、業界横断的に対応の検討（後述）が必要であり、当局や各業界団体と緊密な連携のもと検討を行った**うえでの準備が必要
- 市場関係者と一体となった準備が必要となることであり、円滑な延伸の実現に向けて、延伸の意義等も含めて説明・周知を幅広く行っていくなど、丁寧な情報発信に努める。

③ 実施時期（準備期間）

- 上述の対応やシステムテストの実施等を踏まえ、「30分の延伸」だとしても十分な準備期間を確保
- 現物システムの更新時（2024年度後半）を目標

※ 取引機会の拡大という観点からは、昼休みの廃止や立会開始時間の前倒し、翌営業日扱いとして新たなセッションを設けるなどの選択肢も意見としてあったものの、レジリエンス向上の観点から、ワーキング・グループでは検討の対象を立会時間の延伸に絞ることとした。

※ 適時開示の在り方については、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告（2018年6月）において、「適時開示に当たっては、直ちにその内容を開示することとされているが、多くの上場企業による公表のタイミングは証券取引所の立会時間終了後（いわゆる「引け後」）の15時以降に集中している。」と指摘されており、令和3年度金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて重要情報の公表のタイミングが個別課題のひとつに掲げられている。

取引所制度とPTS制度の比較

| | 金融商品取引所 | 私設取引システム (PTS) |
|-----------|-------------------------|--|
| 運営主体 | 取引所 | 第一種金融商品取引業者 |
| 開業規制 | 免許 | 認可 |
| 最低資本金 | 10億円 | 3億円 |
| 株主規制 | あり (原則20%以上の議決権保有禁止) | なし |
| 価格決定方式 | 限定なし | <ul style="list-style-type: none"> ・市場価格売買方式 ・顧客間交渉方式 ・顧客注文対当方式 ・売買気配提示方式 ・競売買方式 (オークション方式) 等 |
| 売買高等の上限 | なし | あり |
| 気配情報の開示 | あり | あり |
| 約定情報の開示 | あり | あり |
| 自主規制機能の有無 | あり | なし |

■ 金融商品取引法（昭和23年法律第25号）（抄）

第二条（略）

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。

一～九（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（取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場（第六十七条第二項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。）以外において行うことが投資者保護のため適当でないと認められるものとして政令で定めるものを除く。）

イ～ホ（略）

十一～十八（略）

9～13（略）

14 この法律において「金融商品市場」とは、有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う市場（商品関連市場デリバティブ取引のみを行うものを除く。）をいう。

15～42（略）

第三十条 金融商品取引業者は、第二条第八項第十号に掲げる行為を業として行おうとするときは、内閣総理大臣の認可を受けなければならない。

2（略）

第八十条 金融商品市場は、認可金融商品取引業協会を除き、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、金融商品取引業者等若しくは金融商品仲介業者又は金融サービス仲介業者が、この法律又は金融サービスの提供に関する法律の定めるところに従つて有価証券の売買若しくは市場デリバティブ取引（取引所金融商品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には、適用しない。

第八十四条 金融商品取引所は、この法律及び定款その他の規則に従い、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並びに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない。

2（略）

第八十七条の二 金融商品取引所は、取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務のほか、他の業務を行うことができない。（略）

2・3（略）

第一百三条の二 何人も、株式会社金融商品取引所の総株主の議決権の百分の二十（略）以上の数の議決権（略）を取得し、又は保有してはならない。（略）

2～6（略）