

# 参考資料

# 我が国における市場間競争に係るこれまでの議論（参考①）

## 市場間競争の具体的方向性

### 「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）

投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点から、

- イ. 取引所市場については、取引所内における取引システムの見直し・改善に加え、取引所集中義務を撤廃し、上場銘柄の取引所外取引を認めることとする。
- ロ. 店頭登録市場については、取引所市場の補完との位置付けを見直すとともに、流通面の改善策を実施することにより、その機能の強化を目指すこととする。
- ハ. 未上場・未登録株の証券会社による取扱いについては、取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認めることが適当である

### 「証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティ報告書」（平成9年5月16日）（抜粋）

#### (3) 検討の方向性

取引所市場のあり方について以下のような検討が必要である。

- 第一は、現行の取引所内における取引システムの見直し及び所要の改善である。取引所が主体性を持ち、投資家及び会員証券会社のニーズに対応して適切な改善措置を講じていかねばならない。
- 第二は、取引所外取引を認める方策である。取引所集中による公正な価格決定の意義は認められるとしても、市場間競争を徹底させるためには、現在定款により課されている義務を撤廃することが必要である。
- 第三は、取引所外での取引において執行される価格と取引所における価格との関係についての整理である。当面、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築の方が効率的かつ望ましいと考えられる。
- 第四は、投資家保護の観点から取引の公正性確保の面での手当てである。取引所外取引を認めた場合には価格情報の報告・集中・公表が不可欠な要素となる。

# 我が国における市場間競争に係るこれまでの議論（参考②）

## (4) 取引所集中義務撤廃のスキーム

我が国において取引所外取引を認めていくに当たっては、以下のスキームを中心に検討することが適当である。

- 取引所定款における取引所集中義務は削除されるべきである。
- 取引所外取引を行う際の取引価格は、立会時間中については、価格の公正性を確保するため、取引所における当該銘柄の価格の一定範囲内とする。
- 取引の公正性・透明性を確保する観点から、証券会社は投資家に対して、取引態様（取引所内か仕切売買か等）を説明し、投資家が仕切売買を明示的に希望した場合にのみ、仕切売買で執行するものとする。
- また、証券会社は、取引所外取引の内容（価格、約定数量、時間等）を直ちに自主規制機関に報告する義務を負う。自主規制機関は、取引内容を原則として直ちに公表することとする。
- 取引所外取引についても取引所取引と同様の公正取引ルールを整備する。

## (5) 私設取引システムへの対応

- 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。

# 我が国における市場間競争に係るこれまでの議論（参考③）

## 「PTS開設等に係る指針」金融庁（平成12年11月16日）（抜粋）

### 2. PTS業務における売買価格の決定方法の拡充

PTS業務における売買価格の決定方法として、従来の「市場価格売買方式」、「顧客間交渉方式」に加え、更に、「顧客注文対当方式」、「売買気配提示方式」の二つの方法を認めることとする。

### 3. 公正な取引の確保のためのルールの整備

証券会社は自主規制機能を有しないことから、PTS業務において、新たに売買価格の決定方法を追加すること等により一定の価格形成機能が生ずることとなれば、公正な取引の確保や投資者保護の面で問題を生じる惧れがある。

このため、不公正取引を防止する等の観点から、取扱有価証券の性質も含め、その取引が行われる場の性質に応じたルールを課すことが必要である。

#### (1) 価格情報等の外部公表

PTS業務を含めた取引所外取引において公正な取引を確保する上では、その価格形成が公正かつ透明に行われる必要があり、そのためには、価格情報の報告・集中・公表が不可欠な要素となる。

従って、株券等を取り扱うPTS業務について、当該システムの最良気配・取引価格等を他の証券会社によるPTS業務と比較可能な形で即時に外部公表することを義務付け、これを認可の条件とする。

#### (2) 取引高シェアに基づく数量基準の導入

証券会社は自主規制機能を有しないことから、PTS業務において一定の価格形成機能を認めた結果、取引参加者が増加し、その規模（取引高シェア）が一定以上に拡大した場合には、公正な取引の確保の面で問題が生じる惧れが大きくなるとともに、主たる市場である取引所等の流動性を低下させ、公正な価格形成を阻害する惧れが生ずる。

従って、上場株券等及び店頭登録株券等を取り扱うPTS業務について、取引高シェアが一定の水準を超える場合には、それに基づいて一定の措置を講ずることを義務付け、これを認可の条件とする。

# 我が国における市場間競争に係るこれまでの議論（参考④）

「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）

## 1. 市場間競争の制度的枠組み

### (1) 基本認識

- ビッグバン改革においては、東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場とすることを目指し、市場間の競争を促進するため、
  - ① 取引所集中義務を撤廃し、取引所外取引の場としてPTSを導入
  - ② 店頭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 未上場株式の取引の場としてグリーンシートを創設（証券業協会規則）といった措置を講じた。
- 取引所集中義務の撤廃に際しては、米国と異なり、顧客にとって最良の執行となる市場に注文を自動回送するシステムが存在しないことなどから、顧客が取引所外と明示しない限り取引所において執行する（取引所取引原則）こととし、かつ、PTSの価格決定方法も法令で限定して取引所との差別化を図った。現在に至るまでPTSでの株式取引が低迷しているのは、取引所（とりわけ東証）の流動性、利便性が高いこともあるが、制度的に取引所を優先していることにも原因があるとの指摘がある。
- 店頭市場は、その後ジャスダックと呼ばれて認知度が高まり、新興企業の資金調達場として普及したが、元来、証券会社の店頭での相対取引が発展したものであるため機能面の制約があり、かつ、取引所と重複上場できないため、有力企業にとっては取引所上場までの経過的市場となっている。こうした状況を打開すべく、ジャスダックが自身の取引所化を指向しているのは、既存取引所と重複上場しながら市場間競争を促進していくものとして評価できる。
- グリーンシートは、未だ認知度が低く、中小企業の一般的な資金調達場とはなっていない。ただ、グリーンシート銘柄への投資家は、ほとんどが縁故増資に応じた個人であり、それまで株式投資の経験に乏しく長期保有傾向が強いため、逆にいえば、潜在的にグリーンシート公開が可能な全国の膨大な数の中小企業が、今後実際に活用するようになれば、新たな個人投資家の裾野が大きく広がる可能性がある。

# 我が国における市場間競争に係るこれまでの議論（参考⑤）

## (2) 改革の方向性

- 取引所外取引の拡大は、取引所自身の効率経営に向けたインセンティブを高め、市場間競争を実効あらしめることが期待される。このため、制度面でビッグバン改革を一步進め、取引所とPTSの競争条件のイコールフットイングを確保する必要がある。具体的には、取引所取引原則を見直して証券会社の最良執行義務を導入するとともに、PTSに取引所と同じオークションによる価格決定方法を認めることが望ましい。
- 最良執行義務の内容としては、大多数の投資家にとって取引所で執行することが利益に合致している実情を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務とし、具体的な執行方法は証券会社自らが定めて顧客に示す、そしてその通りに執行されているかどうか検証するための報告・公表を一層充実させることが考えられる。
- また、PTSにつき、取引所同様のオークションを導入すれば、機能は取引所と同じになるため、一定の取引量を超えたところで取引所としての免許を要するし、公開買付制度の適用除外や相場操縦規制の適用、PTS自らの売買審査といった論点も整理していく必要がある。

## (3) 市場間競争の担い手の姿

- 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。

## 米国における市場間競争に係るこれまでの経緯（参考①）

	当局の対応
1975年	株式委託手数料の自由化（取引所が会員に固定手数料の徴収を義務付けることを禁止） 全米市場システム（NMS）の導入決定
1976年	取引所集中原則の廃止（委託注文のみ） ⇒ 以後、1980年、2000年と段階的に廃止
1980年代	PTSに対し、取引所登録を不要とするノー・アクション・レターを発給し、ブローカー・ディーラーとして規制
1998年	レギュレーションATSの採択
2005年	レギュレーションNMSの採択

# 米国における市場間競争に係るこれまでの経緯（参考②）

## ○ レギュレーションATSの採択（1998年）

- 一般的にPTSと呼ばれてきた取引所外の電子取引システムをATS（Alternative Trading System）として定義し、ATSが法的には取引所であることを明確化。ATSは、取引所登録を行うか、レギュレーションATSに則って業務を行うかを選択することが可能。

### <ATSの定義>

組織、社団、個人、個人の団体またはシステムで、

- ① 証券の複数の売り手と買い手の注文を集め、またはその他の方法で証券に関して証券取引所法3b-16でいう証券取引所が一般に果たしている機能を果たす市場または施設を設立、維持、提供するもので、
- ② (i) そのような組織、社団、個人、個人の団体またはシステムでの取引行為以外の参加者の行為を管理する規則を制定しないまたは(ii) 取引から排除する以外の罰則を設けないもの。

### <ATSに課される要件>

- ① ブローカー・ディーラーとして登録し、自主規制機関（NASD）の会員となること。
- ② システム運営開始の少なくとも20日前までにフォームATSによる届出を行うこと。ATSの運営に関する重要な変更についても事前に届出を行うこと。
- ③ 一定以上の取引シェア（取引所上場銘柄、ナスダック登録銘柄に関し、ある銘柄の総取引高の5%以上<sup>(注)</sup>）を有する証券についての最良価格を公表すること。
- ④ ATS上での取引への公平な参加を認めること（ある銘柄の総取引高の5%以上の取引シェアを有する場合）。
- ⑤ システムの容量、完全性、セキュリティについて、一定の水準を維持すること（ある銘柄の総取引高の20%以上の取引シェアを有する場合）。
- ⑥ SECや自主規制機関による調査、検査に協力すること。
- ⑦ 取引記録を保持するとともに、フォームATS-Rによる定期的（四半期毎）な報告を行うこと。
- ⑧ 適切な分別管理と情報管理を行い、それを担保する手続きを備えること。
- ⑨ 「取引所」、「株式市場」といった取引所と混同されるような名称を使用しないこと。

(注) 過去4四半期のうち3期を通じ、いずれかの証券の平均取引量の50%以上等の基準値を超えており、SECが取引所規則からの除外が必要ではない、または、公共の利益もしくは投資者保護に沿わないと判断した場合、ATSは取引所登録を強制される。



# 米国における市場間競争に係るこれまでの経緯（参考③）

## ○ レギュレーションNMSの採択（2005年）

➤ 1975年に構築された全米市場システム（NMS）関連の規則を再整理するとともに、市場の近代化に対応したNMSの強化を目的とし、レギュレーションNMSを採択。

(1) オーダー・プロテクション規制（トレードスルー※の禁止）

※ 他の市場により良い気配がある場合に、自市場でそれより劣った価格で執行すること

✓ 従来の取引所上場銘柄に加え、ナスダック銘柄にまで拡大。

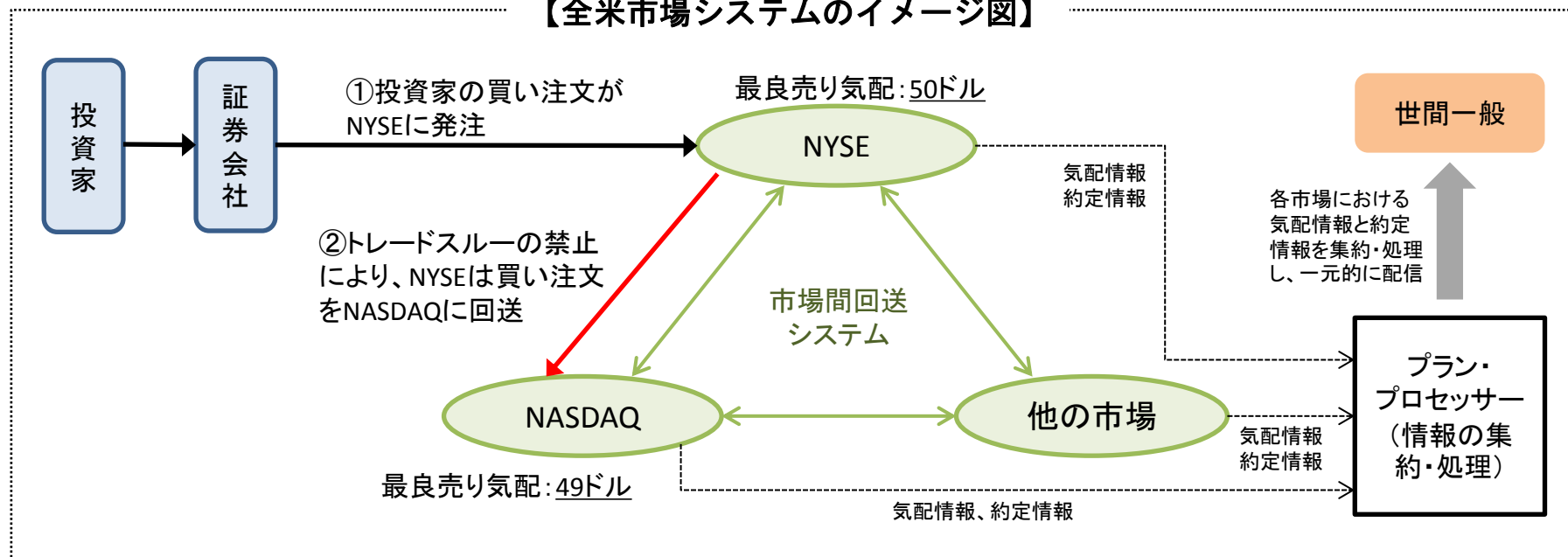
✓ 取引所やナスダック市場、ATSといった市場運営者に対し、自市場での注文保護を義務化。

(2) アクセス規制

✓ オーダー・プロテクション規制の実効性を高めるため、取引市場（取引所やATS）が非会員に不当なアクセス制限を課すことを禁止。

✓ 取引市場が課すアクセス・フィーに上限を設定。

【全米市場システムのイメージ図】



## MiFID (2004年採択、2007年施行)

- 欧州全体で取引所集中義務を撤廃。

取引所外の取引の場として、多角的取引施設 (Multilateral Trading Facility: MTF) ※に関する制度を整備。

※ 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

- また、下記についても規定。

- ・ 最良執行義務
- ・ 市場全体の効率性や、最良執行義務の実効性を高めるため、取引所やMTFの
  - ・ 取引前透明性 (気配情報の公表)
  - ・ 取引後透明性 (約定情報の公表)

## PTS制度の概況等(取引所との比較)

	PTS	金融商品取引所
運営主体	第1種金商業者	取引所
開業規制	認可 (私設取引システム運営業務)	免許 (市場開設業務及び附帯業務)
最低資本金	3億円	10億円
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
価格決定方式	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	限定なし
取引量の基準	あり	なし
気配情報の開示	○	○
約定情報の開示	○	○
自主規制機能の有無	なし	○
信用取引の可否	不可	○

次ページ  
詳細は  
参照

(注) 青字は平成12年の、赤字は平成17年の追加部分

# PTSの売買価格決定方式と取引量基準

売買価格決定方式	概要	取引高シェアに基づく措置 (過去6ヶ月間の日次平均)
市場価格売買方式 (法2条8項10号ロ)	金融商品取引所上場銘柄を、その銘柄が上場されている金融商品取引所市場におけるその銘柄の売買価格を用いて売買する方式。例えば、金融商品取引所における終値やVWAP(売買高加重平均価格)を用いて売買する方法がある。	<p>全取引所等の売買代金の合計額に対する当該PTSの売買代金の合計額の比率</p> <p>(第1段階) 個別銘柄のいずれかについて<u>10%以上</u>、かつ全体について<u>5%以上</u></p> <p>⇒次の体制を整備しなければならない。 ①売買管理、審査体制の拡充・整備 ②違約損失準備金制度と同様の制度整備 ③システム容量等の定期的なチェック</p>
顧客間交渉方式 (法2条8条10号ニ)	いわゆるネゴシエーション方式。PTSにおいて顧客同士が価格や数量等の条件について交渉していき、双方が合意に達した条件のもとで売買する方式。ロットの大きな売買に向いていると言われる。この方式では、PTSは顧客が交渉する場と売買する場を提供しているというイメージ。	<p>(第2段階) 個別銘柄のいずれかについて<u>20%以上</u>、かつ全体について<u>10%以上</u></p> <p>⇒免許を取得し、金融商品取引所となる必要がある。 (監督指針IV-4-1)</p>
顧客注文対当方式 (定義府令17条1号)	顧客が提示した指値が、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、その指値を用いて売買する方式。成行注文や板寄せといった手法が行われず、あくまでも顧客が提示した指値を突き合わせる場所が取引所での売買方式と大きく異なる。	<p>(第2段階) 個別銘柄のいずれかについて<u>20%以上</u>、かつ全体について<u>10%以上</u></p> <p>⇒免許を取得し、金融商品取引所となる必要がある。 (監督指針IV-4-1)</p>
売買気配提示方式 (定義府令17号2号)	いわゆるマーケットメイク方式。証券会社(マーケットメイカー)が一つの銘柄に対して複数の売り気配・買い気配を提示し、これらに基づく価格を用いて売買する方式。マーケットメイカーに対して恒常的な気配提示やそれに基づく約定義務が課せられていない。	<p>全取引所等の総取引高に対する当該PTSの総取引高の比率</p> <p>①1%未満であること</p>
競売方式 (法2条8項10号イ)	<p>金融商品取引所と同様のオークション方式により売買を行う事が可能で、板寄せや成行を行うことも可能。</p> <p>全取引所等の銘柄毎の総取引高に対する当該PTSの総取引高の比率</p> <p>⇒上記の基準(のいずれか)を超えた場合は、取引を停止するか、免許を取得し、金融商品取引所となる必要がある。 (金商法施行令1条の10)</p>	<p>②10%未満であること</p>

# 信用取引について

## 信用取引とは

- 金融商品取引業者が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引（金商法第156の24第1項）
- 信用取引については、金融商品取引業者は、内閣府令で定めるところにより、顧客から、当該取引に係る有価証券の時価に内閣総理大臣が有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める率を乗じた額を下らない額の金銭の預託を受けなければならない（金商法第161条の2第1項）
- 信用取引に係る有価証券の時価に乗すべき率は、百分の三十とする。（保証金府令第2条第1項）

信用取引には制度信用取引と一般信用取引がある。それぞれの特徴は以下のとおり。

	制度信用取引	一般信用取引
対象銘柄	取引所が選定	原則、全上場銘柄
返済期限	最長6か月	顧客と証券会社との間で決定
品貸料	取引所が発表	顧客と証券会社との間で決定
権利処理	取引所が定める方法	顧客と証券会社との間で決定
貸借取引	利用可能	利用不可能

（出典）日本取引所グループHP