



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

PTS（私設取引システム）の検討

2025年9月26日（金）15:02～17:00

大阪取引所会議室・東京証券取引所会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学全学共通教育センター教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学法学学術院教授
小出	篤	早稲田大学法学学術院教授
齊藤	真紀	京都大学公共政策連携研究部教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	追手門学院大学法学部教授
松尾	健一	京都大学大学院法学研究科教授
行岡	睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

本報告記録の内容や意見は、各報告者・発言者に属するものであり、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社の見解を示すものではなく、また、これらの正確性、完全性、最新性等を保証するものではありません。

PTS（私設取引システム）の検討

甲南大学全学共通教育センター教授
梅 本 剛 正

目 次

- | | |
|--|---|
| I. 市場間競争について | 7. 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告」(2016年12月22日) |
| 1. はじめに | 8. 2024年金商法改正関連 |
| 2. 市場間競争 | III. 若干の比較法的検討 |
| II. 規制の変遷 | 1. アメリカ法 |
| 1. 証取審「証券市場の総合改革」 | 2. EU法 |
| 2. 1998年証券取引所法（金融システム改革法） | IV. 我が国のPTS規制の検討 |
| 3. 2000年証取法改正と「私設取引システム（PTS）開設時に係る指針」策定等 | 1. 日本のPTSの特殊構造 ー小口取引中心 |
| 4. 2005年証取法改正 ー最良執行方針導入とPTS規制の緩和 | 2. 市場間競争に何を求めるのか ～ほほどほどの市場間競争では何も実現できない |
| 5. 2010年監督指針改正 | 3. その他 |
| 6. 取引所再編の余波と2012年政令・内閣府令改正 | 討論 |

○川口 それでは、本日のJPX金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、甲南大学の梅本先生より、「PTS（私設取引システム）の検討」と題してご報告いただきます。よろしくお願いいたします。

○梅本 梅本でございます。よろしくお願いいたします。

I. 市場間競争について

1. はじめに

本日報告させていただくテーマは「PTS（私設取引システム）の検討」です。私設取引システム

（PTS：Proprietary Trading System）が何なのかにつきましては、改めて言うまでもなく、金商法2条8項10号に定義されているように、証券会社の運営するコンピュータ・システムを使用して取引所のような取引を可能とする、そういった仕組みとされています。本日の報告では、我が国のPTS規制について、主として規制の沿革・変遷を振り返りながら、どうしてそのような規制が導入されたのか、あるいはどうして変更されたのかについて確認しまして、今日における日本のPTS規制の問題点を探ることとしたいと考えています。

以下では、PTS規制と関連する諸制度、具体的には証券取引所の規制改革といいますか再編、そ

れから最良執行やダークプールなどについても必要な範囲で触れつつ、PTS の規制の変遷を見ていくことにいたします。

技術的な議論が多くて言葉で説明するだけでは分かりにくいので、金融審議会の事務局説明資料を適宜引用させていただきます（図1・2、図4～7は「第21回金融審議会市場制度ワーキング・グループ」事務局説明資料（2022年10月14日）、図3は「市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方に関するタスクフォース」」事務局説明資料（2020年12月18日））。

証券取引法・金融商品取引法などの法改正についてはもちろんのこと、PTS 規制については、政令・内閣府令・監督指針で重要な改正が行われていますので、そちらについても確認していきたいと思えます。

2. 市場間競争

（1）市場間競争とは

PTS 規制の内容について説明する前に、関連するキーワードでもある「市場間競争」について簡潔に説明させていただきます。

市場間競争につきましては、ご承知のように、取引所同士が新規上場企業の獲得を競う「上場獲得競争」と投資家の注文を競う「注文獲得競争」の2つがあります。今日では主として後者の「注文獲得競争」の方を指しますので、本日の市場間競争の説明も注文獲得競争を前提に説明させていただきます。

伝統的に、株式等の取引は、証券取引所で集中的に行われてきました。これは証券取引所の設立といえますか沿革上の理由もありますが、多くの需給を集めて価格を形成するのが望ましいという基本的な発想に基づくものと言えるかと思えます。ところが、取引所が独占的な地位を与えられることで、提供するサービスの改善を怠るのではないかという懸念が生まれてきました。取引所集中原則は、従来のように人手を介した取引が一般的で、取引のための物理的施設が必要であった時代であ

れば、それでよかったのかもしれませんが、技術進歩によって電子的取引が広がるようになりますと、取引所ビジネスの参入障壁は著しく低くなってきました。ご承知のように、株式のような権利の売買というのは最も電子取引になじむもので、競争が現実的に可能であれば、互いに競争させればいいのではないかということで、取引所集中義務を撤廃して、取引所以外にも PTS など複数の「取引の場 (trading venue)」を認めたいという考えで、取引の場がそれぞれ投資家の注文を獲得するために競争するようになったのが現状です。

（2）市場間競争のメリット・デメリット

市場間競争の論点は幾つかありますが、最も基本的なものは、市場同士が競争することで得られるメリットは何なのか、逆にデメリットは何なのかということです。

デメリットは、「市場分裂」(market fragmentation)という言葉で表現されていますように、こちらは比較的明らかです。取引所で集中的に売買されずに、各市場でばらばらに売買されるようになりますと、執行市場により価格が異なってしまったり、投資家が不利益を被る可能性がある。あるいは、市場の価格形成が非効率になってしまう。さらには、取引が多く市場にまたがって行われることで不公正取引の監視が難しくなる等々の問題が生じてしまいます。

市場間競争は、ご承知のように既に行われていますが、これらの問題への対応として、「最良執行」の担保でありますとか、「全米市場システム」のような取引の場をつなぐ大がかりなシステム、これが必要なか否かという大きな議論が関わってきます。本日も少しだけ触れますが、なにぶん大きな問題ですので、時間の都合上、深くは立ち入りおきたいと思えます。

反対に、メリットについては何なのか。本日見ていきます各種審議会等の資料におきましても、市場間競争が効率的な取引を実現する等々、重要であることは述べられていますが、具体的に何を

指しているのか、目指すべき姿は一体何なのかということはいま一つはっきり分からないところがあります。取引コストの低減なのか、それとも投資家のニーズに合った取引システムが提供されることなのか。日本の規制当局が目指している市場間競争のメリット、理想像というものが、私にはいま一つよく分からないというのが正直なところではあります。

日本の市場間競争の現状は、ティック・サイズの競争——呼び値を小さくしていくもの——で行われていませんが、それが最終目的ではないのは確かだと思われまます。

(3) 競争の対象は大口注文か、小口注文か

最後に、注文獲得競争の対象は大口注文か、小口注文かという問題についても触れたいと思います。

本日の PTS 規制に関する市場間競争の議論では、従来ほとんど注目されてこなかった論点ですが、市場間競争の対象となる取引は、機関投資家などの大口取引を対象としたものなのか、個人投資家など小口取引を対象としたものなのかというのが、本日特に注目したい論点です。

その理由は、諸外国と異なり日本の PTS はほぼ個人投資家の注文の獲得で競争しているからです。もちろん、細かな話をすると、メイカー・テイカーでいうと、テイカー側として個人投資家がいる、メイカー側としては、ダークプールですとか HFT、そういった法人の取引といったものもあるのでしょうが、獲得しようとしているのは個人の注文であるのはたしかです。このような競争形態は国際的にもかなり異例です。もしそこに規制が関わっているとすれば、それはどういう形なのか、何が問題なのか。個人的には極めて興味深い論点だと思うのですが、実はこれまでほとんど議論されてこなかった問題です。本日の報告では、このあたりにも少し立ち入って議論してみたいと思います。

II. 規制の変遷

1. 証取審「証券市場の総合改革」

東京市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場とするためのいわゆる「金融ビッグバン」は、ご承知のように、1996年11月に第2次橋本内閣が提唱したものでありまして、フリー・フェア・グローバルの3つの柱を実現するものだと説明されたりしています。この金融ビッグバンの一環として、委託売買手数料の自由化などと並んで、取引所集中義務の撤廃などの改革が行われました。

その基礎となりました証券取引審議会の「証券市場の総合改革」（1997年6月13日）では、取引所集中義務の撤廃について次のように説かれていました。

「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果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。この考え方は、改革の基本理念にも合致する。具体的には、以下のような措置を講ずべきである」としまして、「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」などが提言されました。

ここでは、市場間競争によりもたらされる効果というもののはかなりまだ抽象的ではありますが、

当時、東証の上場銘柄の注文が海外に流出していることが一部で問題視されていたことも関係するかもしれません。国内の市場間競争のメリットはもちろんですけれども、国際的な市場間競争というものも意識されていたのではないかと推察します。

2. 1998年証券取引法改正（金融システム改革法）
証取審報告を受けた1998年の証券取引法改正、いわゆる金融システム改革法において、以下のような改正が行われました。

（1）取引所集中義務の撤廃

取引所集中義務というのは、当時の各証券取引所の定款におきまして、会員証券会社に取引所以外での売買の執行を禁止するものです。非会員の証券会社についても、当時の大蔵大臣の業務方法の規制によりまして、上場銘柄の取引は会員証券会社に委託して証券取引所で執行するものとされてきました。

改正法では、市場間競争を促進し、投資家の取引ニーズの多様化等に対応するために、取引所の定款により義務付けられていた取引所集中義務を撤廃し—撤廃というのは言葉としてはちょっとどうかと思われます。というのは、法規制ではなく、定款規定の撤廃ですので、規制の撤廃と言うのはちょっとおかしくて、取引所に対する監督権限を使って撤廃させたというのが正確かもしれません。そして、上場銘柄の取引所外取引をと認めたということです。

ただ、最良執行を担保する制度のモデルとされたのはアメリカの「全米市場システム」などですが、わが国では最良執行義務が定められていませんでしたので、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という「取引所取引の原則」が取引所集中義務に代わって設けられました。

（2）私設取引システム（PTS）の認可制の導入

当時は、重複上場していれば市場間の競争は一応理屈のうえではありましたが、地方取引所が東証の取引を持っていくということはなかなか考えにくく、実際には地方取引所はクロス取引の場として細々と続いていたということです。そこで市場間競争を実効的にするために取引所以外の取引の場を設ける必要があると考えられたと思われます。そこで、私設取引システム（PTS）の認可制が導入されたということです。

私設取引システムでは、基本的に取引所の価格形成機能を活用するものとして設計されました。すなわち、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないため、売買価格決定方式を「市場価格売買方式」及び「顧客間交渉方式」に限定したうえで、「取引の場」ではあっても取引所ではなく、証券業として整理したうえで認可制を導入しました。

この売買方式ですが、レジュメ7ページの図2をご覧くださいと、ここに5つの売買方式が載っています。「市場価格売買方式」は、取引所の上場銘柄を上場されている証券取引所の銘柄の売買価格を用いて売買する方式です。2つ目の「顧客間交渉方式」というのは、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、双方が合意に達した条件の下で売買する方式です。最初に認められたのはこの2つのPTSということです。

また、レジュメ5ページの図1をご覧くださいと、短命で終わった日本相互証券は別にしまして、マネックスとインスティネットが2001年に参入しまして、インスティネットの方は顧客間交渉方式を最初に導入して、恐らく業者間の取引をつなごうとしたということではないかと思われます。もう一つのマネックスは、ご存じの方も多いと思われますけれども、マネックスナイターという名前で夜間取引、市場売買価格方式の終値一本取引を行っていました。ただ、マネックス証券の顧客のみを対象としていましたため流動性が低く、結局、2011年にサービス提供を終了

しております。

(3) 取引所による複数市場の開設の解禁

従来、需給の統合を図り公正な価格形成と円滑な流通を図るため、取引所が複数の市場を開設することは禁止されていましたが、PTS の導入によって、取引所外での取引も認められることを踏まえて、取引所が複数の市場を開設することが許容されました。本日のテーマとの関係では、1997年に立会外取引が導入されて、1998年に本格的な立会外取引システムの ToSTNeT 取引が開始され、大きな成功を収めました。ここにちょっと注目しておきたいと思います。詳しくは後にまた触れます。

3. 2000 年証券取引法改正と「私設取引システム (PTS) 開設等に係る指針」策定等

2000 年の証券取引法改正は、証券取引所の株式会社形態が認められるという改正でしたが、これはとても重要な改正でした。というのは、これが契機となりまして国内で取引所の再編が進められて、前後して、欧米でも取引所の再編が相当進んだことをご承知のとおりです。

2001 年に東京証券取引所と大阪証券取引所、2002 年には名古屋証券取引所が株式会社化しまして、2011 年、東証と大証が経営統合を行い、2013 年に株式会社日本取引所グループとして発足しまして、本研究会も主催していただいているところです。

この取引所再編は、実は PTS の改正とも関連するのですが、それにつきましては後ほどまた触れたいと思います。

話を戻しまして、2000 年の改正では、PTS についても、内閣府令・事務ガイドラインの改正が行われまして、「私設取引システム (PTS) 開設等に係る指針」が策定されました。

改正の経緯はよく分からなかったのですが、今朝、大崎貞和先生の論考（「わが国の新しい PTS(私設取引システム)規制」資本市場クオータ

リー2001 年冬号) を読みまして分かったのは、PTS の規制緩和が不十分で、価格決定方式は前述の 2 つだけだったのですが、いずれも実務上かなり使いにくいもので、大きな不満が出ていた、それを受けて指針が設けられたということのようです。

(1) PTS 業務における売買価格決定方式の拡充

具体的には、定義府令を改正することで、PTS 業務における売買価格決定方式として、従来の「市場価格売買方式」「顧客間交渉方式」に加えまして、一定の価格形成機能を有するものの、高度な価格形成機能を有しないものと整理された「顧客注文対当方式」「売買気配提示方式」という 2 つを認めました。

先ほどの図 2 をご覧いただきますと、「顧客注文対当方式」というのは、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ということですが、成行注文や板寄せが使われないというものをご理解いただければいいかと思えます。

「売買気配提示方式」は、マーケットメイク市場のようなものです。

現在、成功したと言われます SBI 系のジャパンネクスト証券、それから昨年の暮れからですか、楽天系のジャパンオールタナティブマーケットは、いずれも顧客注文対当方式で事業を行っています。

(2) 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、新たな売買価格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が生ずるおそれがあるので、事務ガイドラインを改正することによって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以下のルールを PTS 認可の条件として課しました。

①気配情報等の外部公表、これは透明性の見地から当然のことと思いますが、②取引高シェアに基づく数量基準については、図2をご覧くださいればと思います。一番上の「競売買方式」は、かなり厳格な上限規制が設けられていますが、他の4つの売買方式、価格決定方式のものにつきましても、監督指針、事務ガイドラインにおきまして一定の上限規制、一定以上のマーケットシェアを取ってはいけないよという規制が設けられています。これは重要なことかと思えます。

なぜかといいますと、原則として上限規制は、価格形成機能があるから上限があるという理解を前提に、アメリカの「レギュレーション ATS」あたりを念頭に置いて作られたものだと思うのですが、価格形成機能のないPTSにも上限規制が必要なのかというのは、議論の余地があるはずです。

逆に言いますと、価格形成機能のないPTSに上限を設けるのだったら、例えばToSTNeTのような類似の取引システムにも上限を設けないと、規制のイコールフットィングという点から、不公平だと考えるのが合理的です。ただ、現状は、価格形成機能の有無を問わず、PTSには上限規制が設けられています。

5ページの図1「市場運営者の状況（沿革）」はとても便利な図ですが、補足しますと、Cboeジャパンは、2025年、今年の8月29日をもって日本の株式取引業務を終了して、撤退しています。それから楽天証券系のジャパンオルタナティブマーケット（JAX）は、2024年11月に認可を取得して、12月からPTS業務を開始しています。動きが速いのでなかなかフォローするのが難しいのですが、以上の点を補足させていただきます。

4. 2005年証取法改正 ―最良執行方針導入とPTS規制の緩和

2005年の証取法改正は、最良執行方針の導入と併せてPTS規制の緩和も行われたことで注目したいと思います。

2005年の証取法改正では、最良執行方針等に

関する規制が導入されました。前述のように、金融システム改革法では、取引所集中義務は撤廃されたものの、代わりに取引所取引原則が設けられました。その理由は、アメリカのような最良執行義務もなければ、ナショナル・マーケット・システム（NMS）みたいなものが日本にはなかったからということです。

この2005年の改正で最良執行方針が導入されたことで、取引所取引の原則が撤廃される等、PTS規制も一部変更されることになりました。もちろん、アメリカの最良執行義務と日本の最良執行方針は似て非なるものという論点はあるのですが、本日は立ち入らないこととします。

この改正の基礎となった「市場機能を中核とする金融システムに向けて」という金融審議会金融分科会第一部会（2003年12月24日）の報告では、1998年から5年を経過したので日本版ビッグバンの成果を検証しようということで、最良執行義務のみならず、市場間競争についても多くの言及がありました。例えば、市場間競争に関して次のような記述があります。

「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（とりわけ東京証券取引所、以下「東証」という。）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」

このような基本認識の下で、次のような方向で制度改正が提言されました。「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ィ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」「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」

これを受けて、取引所取引の原則を撤廃したほか、最良執行の検証を可能にするため、取引所市場外を含めた各市場での有価証券等取引について、気配や成立した売買価格等のリアルタイム公表に関する規定を整備するほか、PTS 業務における売買価格決定方式として「競売買方式（オークション方式）」の方法を認めることにしました。これは、PTS に取引所と同様の機能を認めたということです。

ただし、取引所と PTS の区別について、取引量という量的基準による区別を導入しまして（施行令第10条の10）、一定以上の取引量となる場合には取引所の免許取得を義務付けるという形で両者の関係を整理しています。

売買上限につきましては、前述のように、図2にあるとおり、ほかの取引方法に比べると若干厳格なものになっています。

競売買方式が導入されたのは前進と言えるのですが、上限が低くほとんど利用されなかったため、2024年の金商法改正でこの上限が拡大されますが、それについては後ほど説明させていただきます。

5. 2010年監督指針改正

2010年には、ダークプールの扱いに関する金商法等監督指針が改正されました。ダークプールも、取引所外の取引という点ではPTSと類似したものでありまして、PTS規制と近接するものですので、ここで説明させていただきます。

ダークプールとは、「証券会社が投資家（顧客）から受託した注文を取引所に回送（発注）せずに、

自己勘定注文と或いは顧客注文同士で、システムティックに対当させ約定させる仕組み」を指す一般的な呼称です。

その最大の特徴は、取引前の透明性（pre-trade transparency）の確保が求められていない、つまり気配情報（板情報）が公表されないという点でありまして、市場としての相場情報の不透明性から「ダーク」という呼ばれ方をしています。反対に、取引所ですとかPTS、アメリカのECNのようなものについては気配情報が公表されるので、これはリット・プール（lit pools）と呼ばれることがあります。

ダークプール取引の問題としましては、気配情報が公表されないので、運業者があらかじめ定めているルールに則って取引がなされたかどうかを外部から検証することが困難だという問題があります。また、気配情報が公表されない取引のシェアが拡大することは、市場全体として見た場合、価格形成機能が低下するのではないかということも懸念されました。

日本を除く諸国では研究が深められ規制が進んでいるのですが、日本では、監督指針のみとあってよい現状です。具体的な改正内容としましては、①PTSの認可要件を定める監督指針の「IV-4-2-1 認可」の①におきまして、「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、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しない」として、ダークプールがPTSに該当しない要件が明確化され、加えて②として、PTSの信用取引が禁止されたということです。

これだけだと何のことかよく分からないのですが、図3をご覧くださいと分かりますように、PTSは投資家同士の注文を証券会社が対当・約定させるものですから、ここでは気配情報が公表されます。ダークプールというのは、投資家の注文は、気配情報は公表されずに、それを証券会社が対当させることまではやっつけていい、そこから先の

約定は ToSTNeT の方に付け出せ、そこで約定させるというものです。こういう形をとるなら、PTS 業務でもないし、取引所でもない。PTS でもなくて取引所でもない取引の場をダークプールとするという、かなり異例な定め方をしているわけです。

わが国でダークプールを PTS でも取引所でもないものという、いわばセーフハーバー型のルールとした理由は、私は最初よく分からなかったのですが、ToSTNeT の相場情報を通じて取引の事後的な透明性を確保することにあつたとみることができるようです(レジュメの森本学論文参照)。

ダークプールについては、恐らく今後、実務の動きを見つつ、欧米と同様、日本でも規制をどうするかを含めて大きな議論になっていくのではないかと思います。

6. 取引所再編の余波と 2012 年政令・内閣府令改正

2011 年に東証と大証が経営統合しました。東証はもともとガリバーですが、それに二番手の大証が統合するとなると、極めて大きなマーケットシェアとなりまして、独占禁止法上の問題が生じてしまったということで、両取引所の統合前にこの問題に対応する必要がありました。PTS との関連では、公開買付規制と清算業務、この 2 つが問題とされておりました。

公取委の公表資料によりますと、PTS が競争上被り得る不利益として、「取引所には適用されないものの、PTS のみに適用される規制の一つとして、公開買付けに係る「5%ルール」(市場外における株式の買付け等により株券等所有割合の 5%を超える場合には公開買付けによらなければならないとする規制)が存在します。これは相対の 1対1 でやる限りは関係ないので、適用されるのかというような議論がありますが、「当該規制により、現状において株券等所有割合が 5%を超える場合の株式の買付けを PTS において行うことができないため、現在、多くの機関投資家が PTS を利用していないことから、当該規制が PTS 事業

者の新規参入・成長を抑制していると考えられる」と指摘されています。これは従来なかった視点で注目すべきポイントではないかと思います。

つまり、公開買付規制において、取引所と PTS に規制の格差があるので、PTS の利用が限定されているという認識がここで示されています。

「なお、証券会社及び投資家に対するヒアリング及びアンケート調査の結果においても、PTS において 5%ルールが適用されないこととなれば、多くの機関投資家が PTS を利用するという意見が多数あつた」そうですが、後述する改正後も、機関投資家が PTS を使っているという話を聞かないので、公開買付規制の格差のみを少し過大評価している感があります。

それはともかく、補足しますと、PTS での買付けは、取引所外での買付けに当たります。集团的・組織的な取引を行う関係上、買付けの相手方の人数を知ることはできないわけです。著しく少数なのか、もしかしたら多数売り方がいるかもしれない。その結果、PTS を利用している大口投資家の機関投資家等は、ある銘柄の株券等所有割合の 5%に近づくと、その銘柄については PTS の利用ができない、あるいは最初から PTS の利用は回避するという形で、機関投資家の取引が逃げていっているのではないか。ここでの問題意識はそういうことです。

これに対しまして、2012 年 10 月に、金融庁は施行令等を改正する形で、いわゆる競売買方式と顧客注文対当方式の PTS について、公開買付規制上の 5%ルールの適用の除外を認めることにしました(施行令 6 条の 2 第 2 項 2 号、株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令 3 条の 2)。

これだけを見ると、納得できそうな対応ではあるのですが、本当に合理的な対応だったのかというと、疑問に思うところがあります。というのは、取引所と PTS の規制格差、取引所の独占が問題になるという場合、どのレベルの取引を問題にしているのか。本日のご報告で注目している大きな論点に関わります。

この時のパブリックコメントを見ますと、「本改正は、市場内取引が、①誰もが参加でき、②取引の数量や価格が公表され、③競争売買の手法によって価格形成が行われていることを理由として、（原則として）公開買付規制の適用対象外とされていることに鑑み、一定の要件を満たす PTS 取引について、いわゆる 5%ルール of 適用を除外することとするものです」と趣旨を説明しています。しかし、機関投資家の取引を問題とするならば、立会市場と PTS の規制のバランスではなくて、立会外市場と PTS の規制のバランスではないのか。

ご承知のように、公開買付けの 5%規制というのは、取引所の内と外を区別していますので、立会外市場、つまり ToSTNeT は最初から適用除外です。この点について規制のイコールフットイングというものは考えられていなかったのではないかと。そもそも政令改正の対象が、PTS でほとんど利用されていなかった競売買の方式の規制緩和としたのは、よく分からないところではあります。個人投資家はともかく、機関投資家が競売買方式の PTS を利用するニーズがどの程度あったのか。将来的に法人取引の競争を促すという視点が入っていれば、ToSTNeT の競争相手として、市場価格売買方式の規制を緩和すべきだったのではないかと思われますが、それは 2024 年の改正まで待つ必要がありました。

取引所再編のもう 1 点は、日本証券クリアリング機構 (JSCC) における PTS の清算業務の引受けについてです。JSCC は東証子会社であり、東証及び大証のみならず、地方取引所について清算業務を行っていましたが、2010 年 7 月に PTS 取引の JSCC による清算が始まりました。

ここで問題とされたのは、日本取引所グループの子会社として JSCC がぶら下がっているのであれば、競争相手の PTS に意地悪をして差別的に扱うのではないかと、そうならないようにしてくださいよということです。重要ではありますが、本日のテーマとの関係ではさほど大きな規制上の問題ではないのでこの程度にさせて頂ければ。

7. 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告」 (2016 年 12 月 22 日)

2016 年の金融審市場 WG 報告は、市場間競争に関する当時の認識状況を示す点で興味深いものがありまして、「第 4 章 市場間競争と取引所外の取引」には次のような記述があります。

「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。」

「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」

この報告を受けまして、2010 年の監督指針改正で禁止されていた PTS の信用取引が解禁されました。PTS のシェアが上がらないので、信用取引も解禁しようということなのでしょう。それで、2019 年の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正で、PTS の認可条件に信用

取引を行う場合の要件が新設されました（「IV-4-2-1②f」）。

PTS の信用取引解禁が大きな改正のようにメディアなどでは報じられたりしていましたが、個人的には、そのように評価してよいのか疑問に思っております。既存の PTS が個人投資家の利用拡大のために要望したものと推測されるのですが、結果的に一定程度の PTS 取引は増えたのですけれども、これが本格的な改正と言えるのかどうなのか。あくまでもリテール PTS の取引量が少しばかり拡大したに過ぎず、法人取引に手を付けないままの改正では、PTS の本格的なシェア拡大につながるものでは決してないと個人的には考えました。

8. 2024 年金商法改正関連

（1）金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理

2024 年の金商法改正でも、PTS に関わる改正が行われましたが、その前提となりました「金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理（2022 年 12 月 21 日）」及び「金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書（2023 年 12 月 12 日）」の 2 つの報告書がありまして、前者の方では、市場インフラの提供主体が、多様な利用者ニーズを踏まえ、創意工夫を凝らしつつ、安定的・効率的で公正かつ利便性の高い取引の場を提供し、価格発見機能を適切に発揮するよう取組みを行っていくことが重要であるとして、私設取引システム（PTS）の機能向上のために、以下の 3 点が提言されました。

①売買高上限のあり方

「PTS については、制度上、上場株式等の売買高に上限が設定されており、成行注文や板寄せが可能である競売買方式（オークション方式）については、取扱銘柄全体で全取引所の売買高対比 1%とされている。この上限が、競売買方式が活用されていない原因となっているとの指摘がある。PTS のシェアが拡大する中、上場株式等に関する

取引手法の工夫を可能とし、利用者利便を向上させるとともに、適切な利用者保護を図っていく観点から、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備と合わせて、現在の PTS のシェアを踏まえながら、競売買方式に係る売買高上限を緩和すべきである」

②取引所の立会外取引に類似する PTS 取引への TOB 5%ルール適用のあり方

「PTS 取引への TOB 5%ルール適用除外については、2012 年の制度改正の際、取引所の「立会」取引との類似性に着目して規定が整備された。他方、取引所の「立会外」取引（例：ToSTNeT）は TOB 5%ルール適用対象外であるのに対して、これに類似する PTS 取引は TOB 5%ルール適用対象となっている。PTS 取引の中で取引所の立会外取引に類似するものについても、取引所の立会外取引との類似性を踏まえ、TOB 5%ルール適用対象外とすべきである」

③取引所と PTS の役割分担等

「PTS のシェアについては今後も拡大することも想定される中、取引所と PTS の役割のあり方や PTS のプラットフォームとして求められる体制整備について更なる検討を進めていく必要がある。このような検討を含め、我が国の市場システム全体の機能強化をいかに図っていくかについて引き続き検討を行っていくべきである」

①、②についてはコメントすることはないのですが、③はいま一つよく分からないところです。恐らくは、この報告書が出る 2 年前、2020 年に東京証券取引所の取引が、システム障害が原因で長時間止まったことがありましたが、このときに、PTS に取引所の代替的な役割を期待する声がメディアですとか一部政治家から聞こえてきて、それに応えたものではないかと思われます。

（2）金融審議会市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書 翌 2013 年の資産運用に関するタスクフォース報告書では、非上場有価証券のみを扱う PTS 業務

の参入要件の緩和が提言されました。この改正は、言葉は変ですけども、PTS の新しい使い方を提言するもので興味深いのですが、従来の市場間競争に関わる議論とはほぼ無関係なものと言ってよいかと思われまます。

「現在、第一種金融商品取引業者が運営する私設取引システム（PTS）業務については、実際に取り扱う有価証券の流動性の高低にかかわらず、主に上場有価証券等を扱うことを想定した規制となっており、認可制の下、資本金・純財産要件（3億円以上）やシステム要件（第三者評価書の添付）等が求められている。こうした規制は、小規模な取引プラットフォームで電子的に非上場有価証券のセカンダリー取引を仲介しようとする事業者にとってはハードルが高く、取引の場を提供する事業者がいないため、非上場有価証券のセカンダリー取引が活性化しない一因となっているとの指摘がある。そこで、非上場有価証券のセカンダリー取引の場を提供する事業者の参入を促進するため、PTS 業務の規制について、想定される取引量等に応じた参入要件とすることが適当である。具体的には、非上場有価証券のみを扱う PTS であって、流動性や取引規模等が限定的なものについては、取引の管理等に関する必要な規制を適用する前提で、認可を要さず第一種金融商品取引業の登録制の下で参入可能とし、資本金や純財産要件等の財産規制やシステムに関する要件等を緩和することが考えられる」ということで、ワーキング・グループの中間整理の図4（レジюме 12 頁）をご覧いただければ、イメージが湧くのではないかと思います。

（3）2024 年金商法改正

最終的に結実しました 2024 年金商法改正ですけども、①非上場株式取引のための PTS ということで、かなり緩い要件で PTS 業務ができるようになりました。

②競売買 PTS の上限拡大については、従来の競売買 PTS の上限「銘柄毎 10%又は全体の1%」

は、事実上オークション方式の売買を行うことができないほど低く、成行注文や板寄せ売買はできなかった。そこで、2条8項 10 号イを改正して、競売買の方法による PTS の要件を「有価証券の売買高が政令で定める基準を満たす場合」としたうえで、2024 年 12 月年の政令改正（施行令 1 条の 10）により、上限を「銘柄毎 20%又は全体の 10%」拡大したということです。

③公開買付規制の見直しについては、前述のように、2012 年の改正で、競売買方式と顧客注文対当方式の PTS について適用除外されていましたが、それ以外の市場価格売買方式などの PTS につきましても規制緩和されて、公開買付けの 5%ルール適用除外とされることが施行令で明確化されました（施行令 6 条の 2 第 2 項 2 号ロ）。

III. 若干の比較法的検討

PTS 規制においても比較法的な検討が有益だと思われまますが、当該国や地域の市場構造などに深く踏み込まないまま規制だけ平板に比較しても、得るものは多くないと思われまます。アメリカや EU においては、ダークプール規制が主として議論されていますし、最良執行も重要な論点です。何よりも、規制にせよ、プレーヤーの変化にせよ、各国とも動きが速く、フォローが難しいです。ここでは、アメリカと EU の規制について限定的に紹介するにとどめさせていただきます。本音レベルのお話を申し上げますと、恥ずかしながら、時間が足りなくてまとめ切れなかったということです。

1. アメリカ法

・1970 年代半ばに全米市場システム（NMS）の成立

1970 年代半ばに全米の全ての取引所を接続する情報システムが成立したのはご承知のとおりで、全取引所の気配情報を集約する気配情報システム（CQS）、他市場で優れた気配が出ているときに、その市場に注文回送を行うシステム（ITS）、全取引所の執行後の価格情報を速やかに伝達するシ

システムである CTS、この3つのシステムが基本になっています。

全米の全ての市場が情報システムに接続されて単一市場のように機能する市場間競争の仕組みが、現在まで続いている「全米市場システム (National Market System, NMS)」の基本的なコンセプトと言えるかと思えます。

NMS では、市場間の競争を通じたイノベーション促進の利点を享受しつつ、投資家は常にそのときの最良気配での執行を得ることができる。トレードスルーの禁止や劣った気配での約定というもののはまかりならぬというのがここでの中心的な論点ではないかと思うのですが、1990年頃から情報通信技術の発達によりまして、全米市場システムの外側での取引が増えていったことは、皆さんもご承知のとおりです。

・1998年12月レギュレーションATS

そこでSECは、取引所外取引のシステムを包括的に定義して、全米市場システムの枠の中に位置付け直そうとする動きを強化しました。これは、ECNを含む取引所外取引システムが既存の証券取引所と事実上同様の市場機能を果たしていることから、取引所と取引所外システムに同等の競争条件を整えることで、アメリカの証券市場全体のイノベーションを促進しようという考えに基づくものでして、その成果が1998年12月に採択された「レギュレーションATS」です。我が国の規制も一定程度これを参考しているところがあります。

この規制は、市場としての機能を果たすものは全て「代替的取引システム (ATS)」と定義して、全米市場システムに組み込むという基本コンセプトに基づきます。これによって、取引所外取引システムは一旦ATSというカテゴリーに入れたうえで、①登録取引所となり自主規制を行うか、あるいは②ブローカー・ディーラー登録のまま市場運営を行ってレギュレーションATSの規定に服するかを自ら選択することができるようになりました。また逆に、既存の証券取引所は自主規制を放棄し

てATSになる道も開かれていまして、証券取引所とATSは連続的なものとして整理し直されることになりました。

なお、SECのレギュレーションATSに至るまでの関係文書を見てみますと、当初は「PTS」という用語がよく使われていましたが、途中から「ATS」に変更されました。日本は、PTS、PTSと当初のSECにならって使っていたのだけれども、早い段階でSECはATSという用語に変更しています。これは言葉だけの問題ではなく、厳密に言いますと、ATSというのは、気配表示のないダークプールと、日本のPTSに相当しますECN (Electronic Communications Network) を合わせた概念です。日本のPTSはECNに相当するものと言えるかと思えます。

次に見ますように、ECNは地方証券取引所を買収するなど、証券取引所として新たな発展を遂げていまして、アメリカのATSの規制の議論はほぼダークプールの規制、現状、ダークプールの規制がATSの規制だと言っても過言ではないと思われます。ですから、日本のPTSの議論でアメリカのATSを参照するのは、もはや違ったものを比較することになりつつあるといえそうです。

・今日のアメリカの市場構造

アメリカの証券市場は、2010年代以降、証券取引所の新設と合従連衡などが進みまして、現状では——現状といたしましても、東京証券取引所の近藤真史さんの書かれた「米国証券市場における市場間競争を巡る諸課題」JPXワーキングペーパー36号の2021年段階のお話で、今はどうなっているか申し訳ないことに私は承知しないのですが、この文献に依拠して以下説明させていただきますと、16の証券取引所と34の代替市場——ただ、これは日本と同じPTSではなくて、全てダークプールです——が運営されています。

16の証券取引所は、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) グループと、NASDAQ グループ、Cboe グループ、それ以外のもろもろに分類されています。

日本の PTS に相当した ECN 大手のアーキペラゴは、2005 年にパシフィック取引所を買収することで、現在は証券取引所化してしまっていて、ニューヨーク証券取引所グループに入っています。それから Cboe は、2017 年に証券取引所の BATS Global Markets を買収することで、こちらも取引所になっています。

日本の PTS で主流の個人投資家の注文ですが、あちらのオンラインブローカーは高速取引業者 (HFT) を通じて処理していて、そこで全部完結してしまいます。そこで約定してしまいます。また、その HFT に注文を出すに当たって、ペイメント・フォー・オーダーフローが使われているというのは、ご承知のとおりです。

それから、こちらも審議会の資料ですが、
「諸外国における市場間競争：それぞれの市場の特色 (売買方式)」 (図 5、レジュメ 14 頁) をご覧頂ければ分かるように、多様で特色のある取引が行われています。最近の日本の PTS の議論というのは、こういった多様な取引が日本でも提供されないのかという方向にあるのなと推測します。

2. EU 法

・ MiFID による市場デザイン

2004 年 4 月に金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive)、いわゆる MiFID が採択されまして、2007 年 11 月に施行されています。欧州の市場間競争は MiFID の規定によって行われてしまっていて、日本と同様、EU にはアメリカのような気配情報の統合配信制度や注文の回送制度、全米市場システムのようなものは存在しません。日本と似ていると言えば、似ているのかもしれない。

ヨーロッパにおける市場構造は、東証などに相当する規制市場 (regulated markets)、日本の PTS に近い MTF (Multilateral Trading Facilities)、それから顧客注文を自己勘定で執行する投資サービス会社とされるシステムティック・インターナライザーというもので構成されています。

MiFID のポイントは、これも諸外国同じでありますように、取引所集中原則を撤廃する。それと同時に、従来の証券取引所 (Regulated Markets) のほかに、取引所外の取引システムの MTF ですか、システムティック・インターナライザーなど多様な取引の場を認めて、これらの間に共通の競争条件を定めて市場間競争のルールの基本としています。同水準の取引前・取引後の透明性要件を課したうえで、市場仲介者に対して最良執行義務を定め、顧客にとって最良の市場を選ばせることで、市場間競争の環境をつくっていると言われていています。

日本の PTS に対応する MTF は、投資サービス会社 (証券会社に相当) のコア業務の一つとして監督当局の認可を得て運営できる取引所外取引システムで、そのシステム内で複数の第三者の金融商品の売買を非裁量的なルールによって付け合わせるものという定義が与えられています。

2018 年に施行された MiFID II (第 2 次金融商品市場指令) におきまして、個人投資家の最良執行義務について定めが置かれたほか、ダークプールについてもここで規制が設けられたと思うのですけれども、申し訳ありません、ダークプールはヨーロッパでも重要なテーマではあるのですが、本日は準備不足で割愛させていただきます。

IV. 我が国の PTS 規制の検討

1. 日本の PTS の特殊構造 — 小口取引中心

金融システム改革法以来の我が国の当局の市場間競争に対するスタンス、あるいは PTS 規制を見てきて当初感じましたのは、どの程度本気で市場間競争を促す気があるのかなというかなり失礼な感想です。これまで見てきた PTS 規制の変遷は、わずかな規制緩和をして PTS が拡大しない、さらにわずかな規制緩和をして、でもやっぱり PTS の比率は拡大しない…と、この繰り返しのようになります。日本の PTS を見るにあたり、顧客が機関投資家ではなくて個人投資家を中心にいる点、これが最も注目すべき点ではないかと私は考

えています。

諸外国の PTS を見る限り、顧客は機関投資家などの大口投資家です。ところが、日本ではリテールビジネスとして認識されているようでありまして、海外の研究者に「日本の PTS って、個人投資家を相手にしているビジネスなんですよ」と言うと、まず驚かれます。欧米においては、PTS にせよ、ダークプールにせよ、主たる利用者・顧客というのは大口投資家・法人投資家です。その意味では、日本のマーケットはかなり特殊な発展を遂げてきたと言わざるを得ません。

そうなった理由は何なのか。PTS が解禁されたタイミングで東京証券取引所は ToSTNeT を新設しましたが、諸外国の PTS で行われているような機関投資家の大口取引は東証の ToSTNeT 取引に流れて、その後動きが固定化したのではないかと個人的には見えています。

ToSTNeT 取引につきましては、1998年6月29日から単一銘柄取引、バスケット取引 (ToSTNeT-1)、同年8月7日から終値取引 (ToSTNeT-2) が開始されて、2008年に自己株式の立会外買付取引 (ToSTNeT-3) が制度的に導入されました。ちなみに、ToSTNeT ができる前の年、1997年に東証が類似の立会外取引を設けていますが、これと同時に、わずかながら行われていた地方取引所のクロス取引が消滅してしまいました。地方取引所が行っていた法人の大口取引を東証の ToSTNeT、立会外取引が奪っていったという経緯があります。東証は、金融市場改革の早い段階から大口取引を主戦場と見て対応していたと見てよいと思います。

機関投資家の ToSTNeT などの東証利用が固定化したので、法人取引を東証から奪い取ろうという PTS も現れなくなってしまったのではないかと。しかも、ここに取引所と PTS の規制上の不平等が決定的な影響を与えたのではないかなと個人的には思っています。

他方、日本の PTS はリテールに着目し、ティック・サイズで争えば勝ち目があると考えたのでしよう。これは確かにそのとおりだと思います。東

証の呼び値の間を狙っていけば、個人投資家はより有利な価格で約定するというので、日本の市場間競争はティック・サイズの競争と言われるのはこれゆえではないかと思われま

す。その後、PTS の規制も、PTS の業者の意向を踏まえて、リテール取引を前提に規制緩和が進められてきたように思われます。信用取引の拡大なんかも、リテール系の意向を踏まえて規制緩和をしたという側面があるのではないかと推測します。

取引所と PTS とが同じ競争条件で競争して ToSTNeT が競争に勝ち抜いてきた、市場のニーズに応じてきたというのなら、これは何の問題もないことでありまして、東証を褒めるべきだと思います。しかし、両者の規制条件というのは、1998年以來、一貫して ToSTNeT に有利に働いてきました。PTS と ToSTNeT の規制のバランスについて議論されるようになったのは、ようやく 2022 年の「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」でありまして、それまで規制当局には、PTS と ToSTNeT のイコールフットィングという視点はなかったのではないかと思われま

す。2024 年の TOB 規制の適用除外というものは、ToSTNeT と PTS のバランスを取ったものと推測されますが、やや今さら感があるといつてよさそうです。また、それに加えて、ToSTNeT には上限規制がないという点にも留意すべきではないかと思

2. 市場間競争に何を求めるのか ～ほどほどの市場間競争では何も実現できない

リテール中心の競争しか行われていませんので、市場間競争といつても、これまで行われてきたのはティック・サイズの競争だけです。しかし、そんな小さなものを目指してきたわけでないのは確かです。東証の取引シェアを脅かすような、法人取引を含めた本格的な競争を促すのであれば、アメリカのように非上場取引特権を認めるような形で、証券取引所間の競争まで進める必要があるの

ではないかと思えます。

アメリカにおいて流動性を巡る市場間競争が実現した背景には、非上場取引特権 (Unlisted Trading Privilege, UTP) という制度があったことは十分に認識しておく必要があるのではないかと思います。最新の技術を持つ ECN 業者が地方の証券取引所を買収して、上限を気にすることなく競争をするわけですから、これが競争にならないはずはないと思われまます。

アメリカのナショナル・マーケット・システムのようなものがない日本では、これは難しいという批判もありそうですけれども、NMS のようなシステムが本当に必須かどうかというのは議論の分かれるところではないかと思います。昔からこれが理想であるかのように語られることがありますが、個人的には疑問に感じています。

実際、日本では、どの証券会社の最良執行方針を見ましても、地方の証券取引所でも、東証でも、取引所にはアクセスしています。しかし、証券会社は PTS には接続義務がありませんので、最良執行方針の中で、取引所の中で重複上場していれば売買高の多い方に回しますよ、でも PTS は考慮しないという会社が結構ありますよね。PTS の最良気配で取引できない現状からしますと、PTS が取引所と合併して、取引所が拡大して証券会社に接続するというのであれば、事情が変わるのではないかと思います。

この UTP につきましては、2003 年の金融審議会金融分科会第一部会の報告で次のような否定的な見解が示されていました。

「また、米国における非上場取引特権制度については、既存の上場銘柄の取引が PTS で行えるのであれば、その銘柄を上場していない取引所での取引も行われて然るべきとの指摘があったが、仮にこの制度を導入しても、市場間競争にはつながらず、地方証券取引所が活性化されるとは考えにくいという意見が多かった」

なぜ委員の多数が UTP は市場間競争につながらないと見たのかは明らかではありません。市場間

競争をリテールでの競争と見る我が国特有の思い込みがあったのか、あるいは、PTS と取引所の経営統合などを念頭に置かず、地方取引所が単独で東証に挑戦するという姿をイメージしていたのかもかもしれません。しかし、地方取引所と PTS とが一緒になって競争するというのであれば、また事情は違うのではないかと思います。

それはともかく、今日におけるアメリカの状況を見る限り、UTP を認めれば市場間競争が活性化されるのは確かです。もろもろの弊害が伴うので認めるべきではないというのであれば分かるのですが、何の根拠も示さずに活性化しないので認める必要はないという報告書の評価は、個人的には理解をするのが困難です。

ちなみに、4 年前に本研究会で、金融庁の担当者の方に非上場取引特権を見直すつもりはありませんかと質問させて頂きましたが、否定的な回答でした。理由は、上場取引所と非上場取引所との間のコスト分担をどうするのか、難しい問題があるということでした。それよりは PTS の上限拡大の方がやりやすいでしょうというご回答をいただきました。

ただ、上場審査や売買審査のコスト負担につきましても、実際アメリカで行われている以上、解決できない問題ではないはずで、PTS のオークション方式の上限を拡大したところで、取引所の競争相手になるような取引の場になるかは、個人的には疑わしいと考えています。PTS が PTS にとどまる限りは、多少の上限拡大を図ったところで、多様な取引システムの提供を期待することは難しく、東証の競争相手にはならないのではないのでしょうか。

3. その他

・東証の停止時の代替？

先ほども少し触れましたが、2022 年の「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」の取引所と PTS の役割分担のところは、恐らく PTS に東証の代替的役割を認めるべきじゃないかという一

部の主張に答えたものではないかと思うのですけれども、ワーキング・グループの結論は、「PTS に対して災害時の代替市場の役割を求める場合には、投資信託の基準価額の算出のあり方など幅広い事項について引き続き検討が必要との指摘があった」ということで否定的な結論を述べています。

投信の基準価額算定問題を理由にするのが筋がよい議論かどうか分かりませんが、PTS に東証の代替的役割を認めるのは難しいという結論自体はそのとおりでだろうと私も思います。

そもそも、システム容量的に、PTS に東証の代替を求めるのは難しいのではないかと考えていたのですが、PTS 関係者の方にお聞きしますと、小さなティック・サイズでの取引を認めているので、取引所レベルの容量はあるというご意見を頂きました。それ以上の事実確認をしておりますので、PTS のポジショントークかもしれないかもしれませんが、ただ、東証のようなメインマーケットが止まってしまうと投資家が取引を手控えるというのは、日本に限らずどの国でもそうですので、PTS に東証の代替を認めるべきだという議論は、筋が悪いのではないかなと考えております。

・ダークプールの扱いが不明

ダークプールの扱いですけれども、本日は諸外国との比較が十分できませんし、私も準備がありませんが、この問題は今後重要になっていくのかなと考えております。

・非上場株式の流通市場の整備という見地

これは、2024 年の改正でパラレルに設けられた興味深い論点だと思うのですが、株式投資型クラウドファンディングは徐々に拡大していますけれども、ビジネスとしての拡大余地は限られるのではないかと個人的には思っています。

雑駁な報告でございまして、かなり思い切ったというか、東証には失礼なことも相当申し上げておりますが、私の報告は以上です。ご教示いただければ幸いです。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ありがとうございます。PTS の沿革から非常に分かりやすくご報告をいただきました。

それでは、どこからでも結構ですので、ご意見、ご質問を頂戴できればと思います。よろしくお願いいたします。

#### 【わが国の PTS の現状】

○石田 法律の問題ではないのですけれども、開設を認められてから、PTS の業者というのが数社しか出てきていないですね。当初どれぐらいを予想していたのかは分かりませんが、活発という程度ではないような気がするのです。これは制度上の問題でこういうふうになっているのか、それとも何か別の理由でこれだけしか誕生していないのか、その辺の先生のお考えはいかがですか。

○梅本 PTS ができた当初は、本来なら証券取引所を含む「取引の場」の間で法人取引を奪い合うものだったと推察するのですけれども、ほとんどの機関投資家が東証の ToSTNeT に流れた。こちらの方が使い勝手がよかったのかもしれませんが、規制上の理由が大きかったのではないかと。つまり、公開買付規制上も、また上限規制の点からも、投資家なら ToSTNeT の方で取引するだろうということで、法人取引の PTS が育たなかったということではないかと思えます。

そうなる、個人投資家というのは、ネット証券で一部、部分的には行われていますけれども、恐らくそんなに利幅があるわけではなくて、もうかるビジネスではないのではないかなと個人的には思います。ですから、現状こうなっているのは仕方がないんじゃないかなと思っています。

○石田 分かりました。ありがとうございます。

○川口 PTS は、当初、夜間取引を随分売りにしていましたね。それもうまくいかなかったということですかね。

○梅本 マネックスの……。

○川口 はい。

○梅本 現在の SBI 系のジャパンネクスト証券は SBI 自体の顧客の取引が大きいですが、それ以外の業者からも顧客注文を集めてそれなりのボリュームになっています。けれども、マネックスはたしかマネックスの顧客だけを対象にしていたのではなかったかと記憶します。推測ですが取引の厚みが足りなくて、やめてしまったのではないかと思います。

○川口 機関投資家にとっては、夜間取引は興味がないかもしれませんね。

○梅本 そうですね。

【東証の対抗勢力としての PTS 及び NMS について】

○船津 2 点、余り法律と関係のない話を聞かせていただければと思います。すみません。(笑)

まず 1 点目ですけれども、2011 年の取引所の再編で、東証と大証が経営統合したことが結構重要であるというふうに梅本先生はおっしゃっていたかと思います。恐らくその背景には株式会社化とか、取引所の国際競争力ということもあったがゆえに、だからナンバーワンとナンバーツーが統合してもいいというようなことになったと。それが是とされているのであれば、少なくとも国内においては、東証を倒すというか、それに比肩するような競争相手が出てきてはいけないと。少なくとも取引所再編との関係ではそのように理解できそうだとした場合に、PTS は、言ってみれば、絶対に勝ってはいけなくて、目の上のたんこぶとして存在し続けてもらわないとガリバーが調子に乗っちゃうから困るという、そういう存在として、監督当局としては規制等を微妙に調整しているような印象を受けています。

お伺いしたいのは、1 点目として、その時代はそうだったとして、今はどうなんでしょうかと。絶対勝ってはいけないナンバーワンかつオンリーワンであるべきだというような位置付けが相変わらず必要なのか。言い換えるならば、東証を倒してしまうような存在が出てくるのはさすがに困る

というような国際的な競争環境であるのかどうかというのが気になっているというのが 1 点目です。

もう 1 点は、それが適切とは限らないとおっしゃっていたのですが、アメリカの NMS のシステムに関してです。簡単に言ってしまうと、日本でもそれを導入すればいいじゃないかという議論があるということで、競争させるのだったらそれが一番いいと思うのですが、沿革として、アメリカではなぜそういうシステムができ上がったのでしょうか。証券取引所なのか、証券会社なのか、あるいは規制当局なのか、誰のどういうインセンティブでそういうシステムができたと考えられるのかというのがちょっと気になっていまして、そのあたりを少し教えていただければと思います。よろしくをお願いします。

○梅本 1 点目の東証の対抗勢力としての PTS の位置付けということについてですが、PTS というのは、取引上限が定められており競争相手、つまり、東証に勝ってはいけませんよ。普通、ビジネスというのは、マーケットシェア一番を目指して一生懸命上り詰めようとするのですけれども、ここではそれが許されません。これは PTS 事業をする側にとって残念なのはもちろんですし、注文を出す顧客の側も、当時は公開買付けの 5% ルールで一定以上の注文を出しちゃいけない。PTS 事業者は規制、規制で、大きくなりようがなかったというのは確かだと思います。

翻って、東証がビッグであるべきだというのが本当にそうなのかという点についてですが、ご承知のように、ニューヨーク証券取引所も、NASDAQ も、上場しているメインマーケットのシェアは、すごく低いですが、それでも回っている。マーケット全体で売買ができれば、別に上場している市場でマーケットシェアが高くある必要はないのではないかと考えます。もちろん、自主規制をどうするのか等の議論は別途あるのだと思いますけれども。

もし非上場取引特権みたいなものを認めると、東証以外の取引所との間で平等な規制の下で競争

できるわけですから、法人などの取引を引き付けることができれば、東証のシェアを奪うこともありうるかもしれません。ただし、失礼ながら、現在の地方の証券取引所に東証のライバルになりうるような競争はできないと思います。でも、PTS事業者のような最先端の技術を持っているところが地方取引所の免許を持ってビジネスをやるとなると、相手ごわい競争相手が生まれるのではないかなという気はいたします。

2つ目のナショナル・マーケット・システムですが、どのような経緯で設けられたかについては残念ながら、正確にご回答する準備がありません。NMSについて否定的なご報告をしましたのは、NMSは情報通信技術を活用した膨大なシステムです。つくった瞬間から陳腐化が始まりますが、継続的なシステムのアップデートが求められますが、コストを負担する関係者の合意の下で作業を進める必要があります。しかし、本当に上手くできるのか。たしか、アメリカで「マーケット2000」報告書ができた当初、NMSに批判的な見解としてそんな議論があったと記憶しています。

恐らく日本でも、つくろうと思ったら、大量の資金を投入すればシステム構築はできると思うのですが、本当にそれが望ましいのかどうか。それだったら、各社の最良執行方針を確認し、手数料などを踏まえて個人投資家が自分でよさそうな業者で取引をすればよいのではないかと。指値注文が指値以上に良い価格で約定するなどほとんどないですし、個人個人が情報通信技術を駆使して注文を出せば足りるという考え方もありうるでしょう。高いコストをかけて、NMSみたいなものを作って陳腐化しても、誰が責任を持つかも分からない、ガバナンスをどうするんだというややこしい問題も関わるので、NMSを理想のように語るのには、私はちょっと違うのかなと思います。

ただ、ご質問のNMSの詳細につきましては、申し訳ありませんが、本日は十分なお答えができません。

#### 【市場間競争と自主規制業務】

○黒沼　ご報告、ありがとうございます。大変詳しいご報告で、特に、PTSが競争すべき相手は立会外取引であるというご指摘は非常に鋭いと思いました。

取引所とPTSの競争が論じられるときに、よくPTSは取引所による自主規制業務にただ乗りしているのではないかという議論があると思うのですが、それについてどうお考えなのかをお聞かせいただければと思います。その後自分の考えみたいなものを発言させていただきたいと思っております。よろしくお願いいたします。

○梅本　ご指摘のとおり、PTSというのは上場銘柄を売買しているわけですから、東証の上場審査にただ乗りしていると。それは確かにそうです。また、流通市場では売買審査についても、東証の自主規制法人のサービスに便乗しているところがある、それも確かにそのとおりだと思います。

もし仮に、私が先ほど申しましたように非上場取引特権みたいなものを認めるとなると、その規制の負担、規制コストをどう分担するかは問題になります。今のようなPTS程度であれば、ただ乗りしてもネグリジブルかなと思うのですが、シェアが大きくなってくると、規制コストをどう分担するかというのは、先生のおっしゃるようにとっても重要な問題ではないかと思われま。

○黒沼　私はアメリカの非上場取引特権について詳しくないのですが、それがどういう沿革で生じてきたものにせよ、日本にはそれが無いために、例えばある銘柄についての取引量が増えたために、取引所の免許を取らなければならないとなると、それまで取り扱っていた全ての銘柄について取引ができなくなってしまうんですね。そこが一番ネックではないかと思うのです。

取引量が増えれば自主規制業務を行うべきだというのは、法的には理屈が通っているので、当該銘柄についての自主規制業務は果たしてもらえなくても、それ以外は依然としてPTS業務で証券会社として取り扱うことができるとしておけば、中

間的な解決ですけれども、少なくとも今よりは競争が促進されるのではないかと思うのですけれども、いかがですか。

○梅本 とてもおもしろいご見解だと思います。PTS で扱っているもので取引が大きくなったと。それは非上場取引特権を認めることを前提に取引所の免許を得たうえでということですか、それとも PTS として一定以上の取引量になったものについては自主規制業務を行うということなのでしょうか。

○黒沼 非上場取引特権を一般的に認めるということになると、それは取引所の制度をどうデザインするかという問題になって大きくなってしまふので、PTS が取引所になる場合の特例のような形として、特定の銘柄については自主規制業務をやってもらえけれども、それ以外については PTS のままでいいというものを認めるということです。

○梅本 なるほど。おもしろいご提案で、私もちょっと考えたことがなかったのですが、いきなり非上場取引特権に行くのではなくて、現在の PTS の規制との中間を設けよということで、興味深いご提案だと思います。

○黒沼 どうもありがとうございました。

#### 【諸外国における取引所の大口取引市場】

○加藤 ご報告、どうもありがとうございました。

私も、PTS と ToSTNeT 取引の関係について質問をさせていただきます。先生のご説明はとても新鮮で興味深かったです。そのうえで私が教えていただきたいのは、証券取引所にとって、大口取引は大きな利益をもたらす可能性があるという意味で重要なサービスであると思いますが、諸外国の取引所において ToSTNeT 取引に類似するサービスが提供されているのかということです。もし、提供されている場合は、PTS との競争があるのかについても教えていただければと思います。よろしくお願ひします。

○梅本 とても重要なご指摘で、本来調べてい

るべき事柄だったのですけれども、外国の大口取引については、ニューヨークであったような気がするのですけれども、ToSTNeT ほど大きなシェアは持ってはいなかったと記憶しています【追記：ニューヨーク証券取引所ではブロック取引を仲介するアップステアーズ市場(upstairs)がこれに当たると思われる。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)参照】。

○加藤 ありがとうございます。私も興味を持ちましたので、調べてみたいと思います。

また、感想にすぎませんが、1998 年の PTS の解禁と ToSTNeT 取引の導入がほぼ同じ時期に行われたというのが、偶然なのか、それともそのときの東京証券取引所の方が非常に優秀だったのか、この点も歴史的にもおもしろいなあと思いました。

#### 【プラットフォームビジネスとしての株式市場と市場間競争】

○小出 大変興味深く伺いまして、非常に刺激を受けました。

株式市場といえますか、有価証券市場というのは典型的なプラットフォームビジネスだと思うのです。プラットフォームビジネスというのは、よくネットワーク効果なんて言いますが、本質的には、なるべく多くの利用者が集中することによって、よりプラットフォームの価値が上がって、さらに利用者が集まって利益が上がっていくという構造になっているのだと思います。なので、既にでき上がったプラットフォームに対して新規参入というのは、本質的に経済原理からは外れることだと思います。ただ一方で、例えばオンラインショッピングとかもそうですけれども、そういったものに対してやはり競争相手がいた方がよいというふうに仮に考えると、それはもはや政策的にそちらに誘導するしかなくて、それはある意味では金商法の問題ではなく、競争法の問題に近くなっていくのかなという感じもするのです。そうだとすると、そもそも我が国において、プラ

ットフォームビジネスとしての有価証券市場というものについては、そもそも競争が望ましいのかどうかというところが一番の問題なのではないかなというふうに思いました。

この点について、一番初めに先生が、そもそもメリットについてはよく分からないとおっしゃっていましたが、先生ご自身はどのようにお考えなのかというのが1点目の質問です。

それと関連して、2024年の金商法改正でPTSの新しい役割といいますか、新たなタイプのPTSとして非上場有価証券、多分これってセキュリティ・トークンとかも含まれていると思うのですが、そういう新しい金融商品のマーケットとしてのPTSの役割というものが非常に注目されているような感じがいたします。

この側面について言うと、まだ巨大プラットフォームができていない状態ですから、ここに多くの者が参入していったフェアな競争をすることによって、最終的には競争原理によってある程度の集中は進むということはあると思うのですが、既存の、しかもそれなりに有効な、効率的にワークしている証券市場というものがあつた中で、そうした新しい商品を対象としたマーケットに役割をPTSの役割として与えることについて、1点目と同じ質問かもしれませんが、先生のご見解を教えてくださいたいと思います。

以上です。よろしくお願ひいたします。

○梅本 市場間競争のメリットに関わるお話だと思います。東証1カ所で売買する、それによって価格形成機能が向上するという、それは確かにそうなのだと思うのですが、ただ、プラットフォームといっても、個人投資家を対象にするか、大口投資家を対象にするか。同じ売買といっても取引当事者ごとのニーズに応じてニッチを狙ったビジネスをする余地もあるのではないかなと思うのです。

図5にありましたように、アメリカではいろんな形の取引、わざわざレイテンシーを強制的に発生させるとか、そういった新たなサービスを提供

したりしています。東証のToSTNeTはよくできて、信頼もあるし確実性もあるので、多くの機関投資家が集まってきたので、恐らくそれに満足できない機関投資家もいるのではないかなと思うのです。ニッチ狙いの「取引の場」がビジネスを拡大しようとする場合、PTSとして従来は競争上の不利益を被らざるを得なかった。これをどうにかすべきだというのは、確かにそうだと思います。

私は、市場間競争のメリットというのは、最近の金融庁関連の資料を見ますと、多様な取引方法、いろんなニーズに応じた「取引の場」を提供すべきだという方向に来ているように思います。少なくとも、競争法上とおっしゃいましたが、規制によって東京証券取引所ないしToSTNeTの取引を有利に扱う必要はないと。イコールフットイングにしておいて、取引がどう流れるのかは自由に委ねるべきではないかなと考えております。

○小出 一般的に競争法の世界で言われるような意味で寡占そのものが悪い、例えば株式市場において東証が8割、9割というシェアを持ち続けること自体が悪いというよりは、ニッチのところをやろうとしている参入者があつたときに、それを阻害するようなことは望ましくないのだと。その意味では、これは金商法の問題だということであり、例えば日本においても政策的に東証のシェアは50%ぐらいが望ましいといったようにお考えだというわけではないということでしょうか。

○梅本 従来金融庁の資料を見ていると、PTSのシェアが10%前後でもっと増やさなきゃいけないという議論になっているような印象をうけます。諸外国の市場に比べて東証集中はたしかですが、一体どこに本当の問題があるのか。市場間競争を促すにせよ、具体策がいま一つ見えないところが個人的には不満です。自由に競争した結果、日本の市場では東証に取引が集まる、これは全然問題ないと思うのです。

○小出 よく分かりました。どうもありがとうございました。

○高橋 今の点に関連して、現在東証がすごく

シェアを持っていて独占的な地位にあるということで、市場間競争がある場合に比べて、証券会社が東証に支払う手数料が高くなっていないかという点が気になりました。現に、JPX の営業利益率を見ると、かなり高いです。PTS がもっと活発になり、東証のシェアが下がれば、証券会社が払う手数料が下がって、回り回って投資家一般にも利益になるということはないのでしょうか。そうであれば、その点も市場間競争のメリットになるかと思えます。

○梅本 私もときどき JPX さんの財務内容の資料を拝見していますが、海外の他の取引所に比べると、取引手数料の収入がかなり多い。それに対してロンドンとかニューヨークを見ますと、情報収入、データビジネスといったところが大きくなってきている。日本の場合は、アメリカと直接比較するわけにはいきませんが、確かに取引手数料収入が大きいので、もしかしたら独占的利益があるのかなという気がしないではないです。

他方で個々の証券会社にとって取引所の手数料が高いと認識しているのかどうなのかというのは、よく分からないところです。また、高いとなると、前述のダークプールといったもの、こちらに流れてもおかしくないと思うんです。日本の場合、そのダークプールの大きさというのがいま一つよく分からないというか、実態解明も必要かなという気はします。

不十分ながら、以上です。

○高橋 ありがとうございます。

○久保 素人質問で大変恐縮ですが、4 ページで PTS を行うときの売買価格決定方式について、競り売りみたいなやり方をすると、公正な取引の確保や投資家保護の面で問題が生じるおそれがあるというので最初に限定したという話だったのですが、これがなぜ問題になるのかというのが私はよく分からなくて、一つは、なぜ問題になるのですかということと、もう一つは、じゃあ、今競り売りを認めているところで、その弊害というのはどうやって緩和されているのですかという、そ

の2つのところを教えていただけると幸いです。

○梅本 PTS が解禁された初期は、限られた形の売買方式しか認められなかった。その理由は、大きなものとして価格形成機能を認めるべきではないというのがあったかと思えます。当初は、PTS 取引における事前・事後の透明性というのが十分に確保されていなかったと記憶しています。多分、解禁した出だしは割と緩やかに始めようとしたんじゃないかなと。

それはそれでいいんですけども、その後の規制緩和がちょっと遅く、規制緩和の方向もおそらく間違っていたので、新規参入も限られシェアも拡大しなかった。これで当局は本気で PTS を拡大する気があるのかなという、本日の報告の疑問につながるわけですし、先生のおっしゃる疑問というのは、私もそのとおりだと思います。

#### 【公開買付規制と PTS】

○飯田 ご報告、ありがとうございます。

最初に、黒沼先生のコメントについて、私も同じような意見ですというコメントを先に述べさせていただきます。岩原紳作先生、山下友信先生、神田秀樹先生の古稀記念の『商法学の再構築』という論文集に「PTS 規制のあり方の序論的考察」という駄文を書きまして、そこで、PTS が取引所に移行する際に、非上場取引特権を少なくとも移行期間は認めたりした方が規制緩和の措置として意味があるのではないかというような直感的な感想みたいなことを書いていまして、そういう考え方もあり得ると私も思っていました。

それから、市場の分断の話との関係というか、広い意味での市場が増えた場合に、広い意味での取引所が増えた場合の悪影響があるかということですけども、これについては、様々な先行研究があることは先生もご存じのとおりだと思うのですが、簡単に言えば、市場間競争が高まれば、既存の市場の方で、例えば売買手数料を引き下げたりしてというような工夫がされて、手数料が下がれば、その分注文も増えていくというような経済

原理が機能したりするというようなファイナンスの研究とかもあつたりするので、現状が東証の一極集中型なので、市場の価格形成等には特段問題ないように思いますけれども、それが唯一の解ではないというのは、全く先生のおっしゃるとおりだと思います。

それで、1点だけ質問です。既にご報告の中に含まれていたことですが、公開買付規制との関係で、やはりPTSと取引所の取引というのが完全にパラレルではない形で出発したのではというところ、ある意味出発点において決定的だったのかなというような気がします。つまり、PTSで注文を出すと市場外での取引ということになるので、公開買付けの5%のところ、市場の外で買ったというカウントになるので、よっぽど注意していないと、うっかりTOB規制違反になってしまうというようなことがあったと思います。他方で、平成10年とかの最初のところで、公開買付規制のところまで目配りしなければいけないという発想はなかったようにも思うのですが、その辺は当初のところから手当てしておくべきだったのではないかというようなご感触なのかというあたり、既にご報告の中にありましたけれども、もう一度伺えればと思います。

以上です。

○梅本 先生のご論考を拝見してなくて、大変申し訳ありません。

公開買付け規制でToSTNeTとPTSとのバランスということですが、私はかなり以前に、公開買付け規制の5%ルールについて取引所内外で分けるのは、ToSTNeTとPTSとで規制の不均衡が生じ、市場間競争の見地からは望ましくないと申し上げておりましたが、少数意見でしかありませんでした(証券取引法研究会『平成17年・18年の証券取引法等の改正』(商事法務)15頁)。この点については、規制当局はもうちょっと慎重にルールを設けるべきではなかったかなと今でも思っています。

## 【PTSと地方取引所の経営統合の可能性と市場間競争】

○行澤 UTPについて、確かにアメリカではPTSあるいはECNが取引所として整備されていき、そのときにUTPが市場間競争を促進させることにおいて非常に効果を発揮しているというのは、本当にそのとおりだと思うのですが、片や日本において、梅本先生が指摘されましたように、現存の地方の取引所が東証の競争相手になるということはちょっと考えにくい。そもそも昔は地方の取引所と東証で重複上場している銘柄がほとんどだから、UTPはあんまり関係ないんじゃないかと思ったこともあるんです。けれども、おっしゃるように、もし力のあるPTSが取引量を超えて取引所になっていく場合には、UTPを認めることで市場間競争を促進させるというのは確かにあり得ることだと思うのです。ただ、そのような意欲のあるPTSが出てくることを日本において現実的に期待することができるでしょうか。

○梅本 私は専門家ではないので、よく分からないですが、重複上場は近年解消される傾向がありますよね。取引所は東証だけでいい、それ以外については手数料が無駄だという理由が大きいのかと思います。

で、PTSが地方証券取引所と一緒にになったら、ちゃんと競争するのかということですが、私は、それは期待できるんじゃないかと思います。ビジネスマインドの強いPTSが地方取引所と統合して免許を得て、上限を気にすることなく、取引所として東証とイコールフットイングで競争できるとなれば、可能性は大いにあるという気はします。

○行澤 その場合に、やる気のある地方取引所が取引を獲得するための戦略というか、東証との差別化というのは、どういうふうにしていけばいいんでしょうね。

想像するに、やっぱり東証の取引量の厚みや、その他いろんなメリットを考えると、地方取引所としては、どういうふう勝負していったらいい

のかが、今一つ分かりにくいようにも思うのですが。この点、先生は、具体的に、どういうイメージを持っていらっしゃるでしょうか。

○梅本 例えば、図5にありますようなアメリカ、ヨーロッパだと、バッチ決済を定期的にするとか、取引の成立のさせ方を工夫することによって、個々の投資家のニーズに応えることは考えられる。ダークプールも、気配を出したくないから、そちらに取引が流れるわけで、特にヘッジファンドなどには、現在提供されているサービスでは満たされないニーズというのがあると思うんですね。

現在の東証の ToSTNeT だと不十分だと考えている投資家はいるはずなので、そこを狙って新たな取引サービスを提供することは考えられるのではないのでしょうか。

○行澤 現にアメリカでは、そういう形でNYSEなんかからも取引を取ってきているわけですよ。なるほど、分かりました。

#### 【PTS と機関投資家のニーズ等】

○松尾 2点ほど情報提供のようなことなのですが、まず1点目、資料の12ページ、このときの市場制度ワーキング・グループの中間整理で、「レジリエンス向上」というのが出てきて、そこでPTSにも一役買ってもらうということでした。東証のシステム障害のことが説明された後にこの話が出てきたので、間違いなく因果関係はあると思いますというのが1点。ちなみに、そんな障害が起きて止まったときだけPTSに頑張れというのは、ふだんどうやってやっていくんですかというのを言った覚えがあります。

次に、直前におっしゃったことで、アメリカでも、たしかNYSEには、ブロックトレード用にアップステアズでしたか、フロアの上で取引する仕組みがあるにもかかわらず、主に機関投資家が大口で売買するためにこういうPTS等を利用して、そのニーズに応えるために様々な仕組みが開発されているということだと理解しています。日本でも同じように機関投資家等にニーズがあるの

ではないですかということをお尋ねしたことがあるんですけども、その方がおっしゃる分には、現状、ToSTNeT以上に、ダークプールも含めてそういうニーズはないようですということでした。本来はニーズがあって、それに応えるためにPTSが出てきて、規制が邪魔になるので改正してくださいというのなら、すごく分かるんですけども、もっとこういうことをやりなさい、レジリエンスの観点からPTSにも頑張ってもらわないといけないので、規制をこういうふうに緩和しますよという方向は、何かちょっと、また使われない仕組みができるのではないかと気がしますということも申し上げた記憶があります。もし本当に機関投資家の方にそういうニーズがないとすると、その理由としては何が考えられるのでしょうかという質問です。もし何か思い当たることがあれば、よろしくお願ひいたします。

○梅本 私もどこかで、現在の市場を前提に、機関投資家あるいは大口投資家のニーズがないのでは、という話を読んだ記憶があります。しかし、見方を変えると新たな取引サービスのニーズのある投資家はそもそも東証に入っていないのでしょうか。ヘッジファンドの関係者が、欧米の証券市場だと色々な取引を通じて利益の機会があるけど、日本は東証一極集中で魅力がないから、参入しないんだという議論を聞いた覚えがあります。ニーズというのは掘り起こすものであって、既存のものだけで判断するものではないんじゃないかなという気がします。お答えになっていませんけれども、私からは以上です。

○松尾 ありがとうございます。

○伊藤 今日のご報告の資料の5ページの「市場運営者の状況（沿革）」のグラフを見ていて思ったのですが、日本のPTS業者は、全体的に少ないんですよね。業者の数が2桁になった時期がなく、かつ多くの時期で業者は2つしかないという状態が続いていると。ただ、特徴があるとすれば、2006年以降に一度参入が盛んになっていて、2011年に撤退が相次いでいるというところかと思

います。一時参入が盛んになり、その後撤退が相次いだというこの2つの動向には、何か理由があったのでしょうか。あるいは、規制等の動向は特に関係なく、単純に全体的に株価が活況であったとか、理由はそれだけなのでしょうか、もし何かご感触がありましたら、教えていただければと思います。

○梅本 確かにそうですね。おっしゃる期間はかなり参入があつて、同じような時期に撤退していつているということですから、これは何か——ただ、規制ではなくて、もしかしたらマーケットの環境かなにかに起因するのかもしれないですね。十分深く考えておりませんで、印象めいたことしか申し上げることはできませんが。

○伊藤 ありがとうございます。

#### 【近年の改正と PTS の今後】

○行岡 梅本先生、本日はご報告いただき、大変ありがとうございます。日本の PTS に関して、機関投資家の大口取引が東証の ToSTNeT に流れていて、PTS は個人投資家の注文獲得競争になっていること。そして、そのような状態になっている背景には、実は規制構造が一貫して ToSTNeT に有利に働いてきたということ。これらを拝聴して、とても勉強になりました。

ご報告に非常に刺激を受け、私も PTS について今後検討してみたいという意欲を抱きましたので、それに関連して梅本先生のご意見を伺いたい点を質問させていただきたいと思います。

今般、2024 年の金商法改正で、PTS の売買の上限が拡大され、公開買付規制の見直しもなされたということなのですが、これらの改正により、PTS と ToSTNeT のイコールフットイングが相当程度確保されて、今後は PTS が従来よりも活性化していくだろうと考えてよいのか。それとも、現在の規制は、なおもやはり PTS が機関投資家の大口取引を獲得するには規制構造上の不利益が大きいと考えるべきなのか。もしそういった規制上の不利な点があるとすれば、具体的にどういった点が

あると考えられるのか。これらについて現時点でのお考えをお聞かせいただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○梅本 私の基本的な考えを申し上げますと、PTS は決して証券取引所の競争相手にはなれないというものです。なぜなら、上限規制があつて、ビジネスの最高シェアは取れないという構造であれば、競争上不利であり新規に競争に参入することもない。アメリカの ECN がなぜ取引所と経営統合したかという、取引所の免許を得ることで、上限規制ですとか、それ以外の規制の縛りをなくして、ニューヨーク証券取引所とイコールフットイングで競争できる環境にあつたからではないかと見ております。

ですから、東証の競争相手は PTS ではなくて、PTS と経営統合した地方取引所ではないかなと申し上げたのはそういうことです。

非常につたない考えですが、以上です。

○行岡 ありがとうございます。そうしますと、取引所間での競争が本丸になっていくということだと思いますが、やはりアメリカの UTP のような制度が日本にないと、取引所間での競争というのも現実的には難しい、という見通しになりますでしょうか。

○梅本 少なくとも私はそういう考えです。ほかの方々がどのように見ておられるのかは分かりませんが。

○行岡 梅本先生のお考えとして、大変参考になりました。ありがとうございます。

○川口 これは取引所と組まないと駄目なものなのでしょうか。自分が取引所になったら良いようにも思います。

○梅本 私は、アーキテラゴも Cboe も、他の取引所を買収した理由は、多分そうの方が手取り早いからなんだろうと思います。一から PTS が取引所免許を受けるとするのは、金融庁としても、結構困ってしまうのではないかと。それだったら、地方でぱっとしない取引所がありますから（笑）、それを買収するというのが手取り早い

んじゃないかなというような気がする次第です

【追記：その後、最大手のPTSが取引所免許取得を検討しているとの報道があった。「私設取引のジャパンネクスト、売買シェア拡大で近づく取引所化」2026年1月15日・日経電子版参照】。

○川口　ちょうど時間になりました。梅本先生、本日はどうもありがとうございました。PTSの現状や課題については、このほかにも様々な意見があるかと思えます。これを契機に、さらに、議論が深まれば良いと思えます。本日は、活発な議論をありがとうございました。