

PTS（私設取引システム）の検討

2025/9/26

(12/23 更新)

甲南大学 梅本剛正

I 市場間競争について

1 はじめに

本報告では、わが国の PTS¹規制について主として規制の沿革・変遷を振り返り、なぜそのような規制が導入され、あるいは変更されたのかについて確認しつつ、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。

以下では PTS の規制と関連する諸制度、具体的には証券取引所の再編や最良執行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する（技術的な議論が多く、コトバ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資料²が分かりやすく便利なので、適宜引用する）。証取法・金商法の改正はもちろんであるが、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るので、それらについても見ていくことにしたい。

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ある「市場間競争」について簡潔に説明しておきたい³。伝統的に株式等の取引は証券取引所で集中的に取引がなさ

¹ 私設取引システム(PTS: Proprietary Trading System)とは、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仕組みのこと(金商法 2 条 8 項 10 号)。

² とくに断りなき限り、図表の資料は図表 3(「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」事務局説明資料(2020 年 12 月 18 日)」を除いてすべて「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)」である。

³ 市場間競争には、取引所どうし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 つがあるが、今日では主として後者の意味で使う。

れてきた。沿革上の理由もあったが、多くの需給を集中的に処理することで望ましい価格形成がなされるという考え方もあった。しかし、取引所に独占的な地位を与えることで、取引所が自ら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た。技術進歩により電子取引が広がるようになると、取引所ビジネスの参入障壁は著しく低くなる。そこで、取引所集中義務を撤廃し、取引所以外にも PTS など複数の「取引の場(trading venue)」を認めようとして、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。

(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いくつかあるが、最も基本的なものは市場どうし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かということ。

- ・デメリットは「市場分裂」(market fragmentation)
- ・メリットは？

日本の規制当局が念頭においている市場間競争のメリットとは何か、あるいは市場間競争を通じて目指す理想的な市場の姿というものが何なのか、私には正直よくわからない。

日本の市場間競争の現状はティック・サイズの競争でしかないが、それが目的ではないのはたしか。

(3)競争の対象は大口注文か小口注文か？

日本の PTS はほぼ個人投資家の注文獲得競争だが、このような競争形態は国際的にも異例。こうなった原因に規制が関わっているか否かは興味深い論点なので検討を加えてみたい。

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」(1996 年 11 月第二次橋本内閣が提唱した金融制度改革)の一環として、売買委託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た。

その基礎となった証券取引審議会「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」。

このように述べたうえで、具体的な措置として「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」などが提言された。

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 年証券取引法改正＝金融システム改革法において、以下の改正が行われた。

(1) 取引所集中義務の撤廃

取引所集中義務とは当時の各証券取引所の定款⁴において、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ある。非会員の証券会社についても、大蔵大臣(当時)の業務方法の規制により、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いた⁵。

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、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、上場銘柄の取引所外取引を認めた(最良執行を担保する制度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かぎり取引所において執行する「取引所取引の原則」が設けられた)。

(2) 私設取引システム(PTS)の認可制の導入

取引所集中義務の撤廃に伴い、私設取引システム制度が導入。当面、私設取引システムでは、取引所の価格形成機能を活用するものとされ、それ自体として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たため、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。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。

(3) 取引所による複数市場の開設の解禁

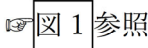
従来、需給の統合を図り公正な価格形成と円滑な流通を図るため、取引所が複数の市場を開設することは禁止されていたが、PTS の導入により取引所外での取引も認められることを

⁴ 東証・大証の定款旧 23 条参照。

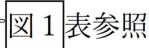
⁵ 詳しくは、神崎克郎「取引所集中義務の撤廃」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』145 頁(2000)参照。

踏まえ、取引所が複数の市場を開設することを許容。

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

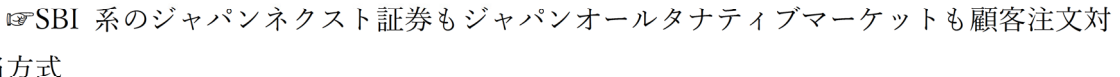
2000年の証券取引法改正により、証券取引所の株式会社形態が認められることになり、これが契機となり取引所の再編が進められた。2001年に東京証券取引所と大阪証券取引所が、2002年に名古屋証券取引所が株式会社化した。2011年、東証と大証は経営統合を行い、2013年に株式会社日本取引所グループとして発足した。

この年のPTSの改正は、内閣府令・事務ガイドラインの改正ではあるが、2000年に「私設取引システム(PTS)開設等に係る指針」なるものが策定された。具体的な内容は次のとおり。

改正の背景は不明だが、改正後もPTSが現れなかったために規制緩和が必要と判断したのではないかと、 PTSが営業を開始するのは2000年以後⁶

(1) PTS業務における売買価格決定方式の拡充

定義府令を改正することにより、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、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」の二つの方法を認めた。



(2) 公正な取引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おそれがあるため、事務ガイドラインを改正することにより、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の認可の条件として課した。

①気配情報等の外部公表②取引高シェアに基づく数量基準

⁶ 大崎貞和「わが国の新しいPTS(私設取引システム)規制」資本市場クォーターリー2001年冬号によると、2つの価格決定方式が実務上利用しにくかったからとのこと。

☞後述 図 2

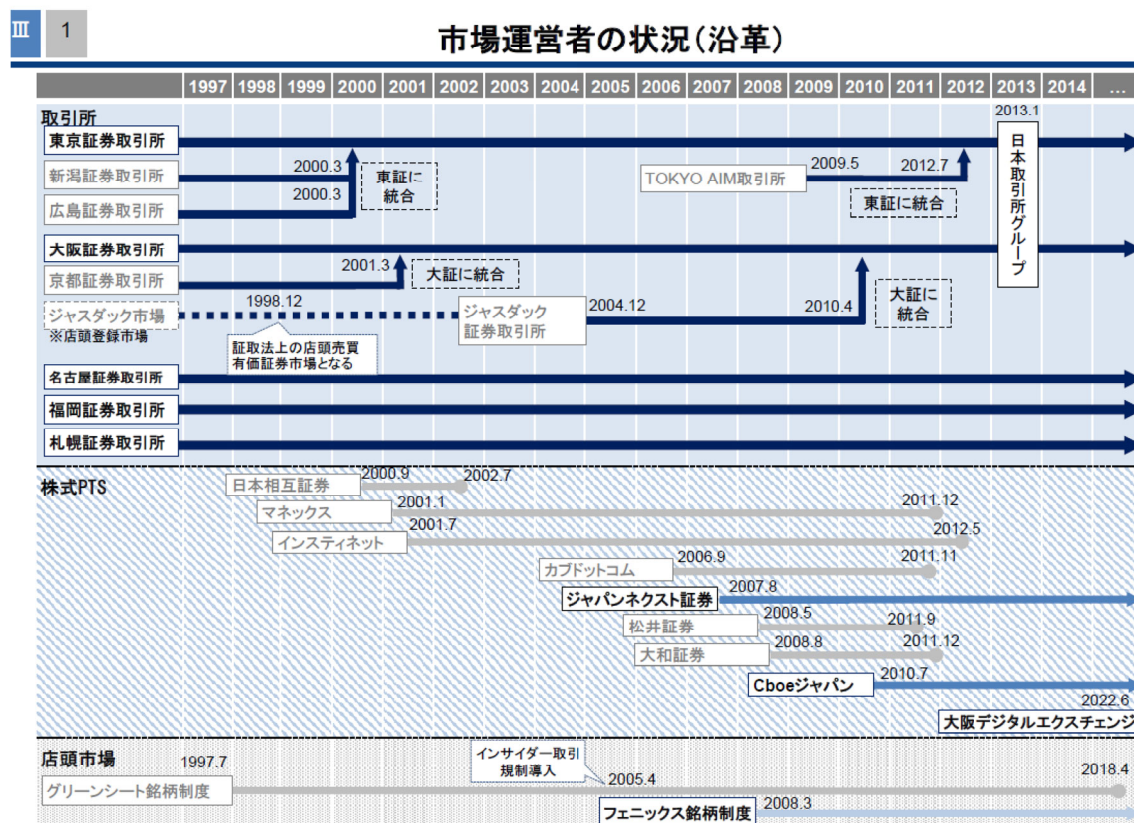


図 1

※Cboe ジャパンは 2025 年 8 月 29 日をもって日本株取引業務を終了⁷

※楽天証券系のジャパンオールタナティブマーケット(JAX)が 2024 年 11 月に認可を取得し 12 月より PTS 業務開始

4 2005 年証取法改正—最良執行方針導入と PTS 規制の緩和

2005 年の証取法改正では、最良執行方針等に関する規制が導入された。前述したように、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たが、その理由はアメリカのような最良執行義務がなかったから。今回の改正で最

⁷ <https://ir.cboe.com/news/news-details/2025/Cboe-2025-d6C39GY3uV/default.aspx>

良執行方針が導入されたことで、取引所取引の原則がこれにより撤廃される等、PTS 規制も一部変更されることとなった。

同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」金融審金融分科会第一部会（2003 年 12 月 24 日）は、1998 年から 5 年を経過した日本版ビッグバンの成果を検証したもので、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る。たとえば、市場間競争に関して次のような指摘がある。

「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、次のような方向での制度改正が提言された。

「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、PTS に取引所と同様の機能を認めた。

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(施行令 1 条の 10⁸)、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という形で整理された。☞売買上限については[図 2](#)参照

⁸ なお競売買方式以外の PTS の取引の上限は監督指針(IV-4-2-1③)ロ a)

PTSの上場株式等に関する売買高上限

- PTSの上場株式等に関する売買高について競売買方式とその他の方式では、上限に差が設けられている。
- 顧客注文対当方式においても、成行注文に近い取扱いをすることが可能(次頁参照)であり、実質的に競売買方式に近づいているとの指摘がある。
- 他方、ピリオディック・オークションなど、多様な取引手法を導入するためには、競売買方式に係る売買高上限を緩和すべきとの指摘もある。

売買価格決定方式	概要	上場株式等に関する売買高等の上限
競売買方式 (金商法2条8項10号イ)	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、成行注文や板寄せを行うことも可能。	[政令] 過去6月間の競売買方式に係る取引高(1日平均額)が、取引所金融商品市場の取引高に対し、 <ul style="list-style-type: none"> - 取扱銘柄全体(合算)で1%以下であって、かつ、 - 銘柄ごとに10%以下であること
市場価格売買方式 (金商法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。	
顧客間交渉方式 (金商法2条8条10号ニ)	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。	
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ところが金融商品取引所での売買方式と大きく異なる。	[監督指針] 過去6月間の売買代金(1日平均)が、取引所金融商品市場の売買代金に対し、 <ul style="list-style-type: none"> - 取扱銘柄全体(合算)で10%未満であること、または、 - 銘柄ごとに20%未満であること
売買気配提示方式 (定義府令17条2号)	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は課せられていない。	

図 2

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業等監督指針が改正された。PTS 規制と近接するものとしてここで説明しておく。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」を指す一般呼称である。その最大の特徴としては、取引前透明性(pre-trade transparency)の確保が求められていない、すなわち、気配情報(板情報)が公表されないという点にあり、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る⁹。ダーク・プール取引の問題としては、気配情報が公表されないため、運業者が予め定めるルールに則って取引がなされたか否かを外部から検証することが困難だという点である。また、気配情報の公表されない取引のシェアが拡大す

⁹ 取引所や電子証券取引ネットワークのように気配情報が公表される市場のことをリット・プール(lit pools)と呼ぶこともある。以上につき、大塚剛士「日本におけるダーク・プールの実態分析」JPX ワーキングペーパー-21号(2017)

ることは、市場全体として見た場合の価格形成機能が低下することも懸念された。

具体的な改正内容としては、①PTS の認可要件を定める監督指針「IV-4-2-1 認可」①において、「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た。加えて、同改正では②において PTS 信用取引の禁止されることとなった。

なお、ダーク・プールの扱いについては 2020 年の監督指針の改正¹⁰で、個人投資家向けダーク・プールの拡大が見込まれる中で、ダーク・プールの実態把握を行うために、ダーク・プール取引の透明化等に向けた措置を講じられている。

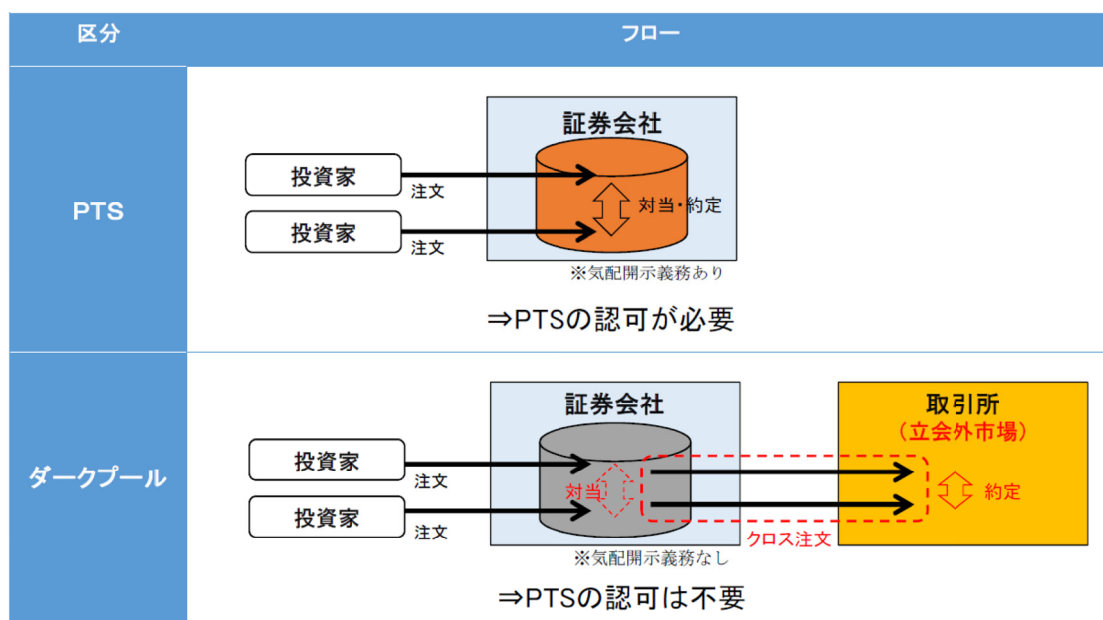


図 3

日本のダーク・プールの規制は、一定の要件を満たす限り、PTS でも取引所でもないものと扱う、というかなり異質なセーフハーバー型のルールであるが、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は可能となった¹¹。

¹⁰ 「ダーク・プールの扱いに関する金商業等監督指針の改正」

<https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200619/20200619.html>

¹¹ 森本学「株式市場の市場構造に係わる規制の経緯と現状」証券レポート 1748 号 1 頁, 6 頁(2025)。

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するに当たり、有価証券等の取引シェアが大きく拡大することになるため、独占禁止法上生じ得る問題に対応する必要があった¹²。PTS との関連では、公開買付け規制と清算業務の 2 つが問題とされた。

公取委の公表資料¹³によると、PTS が競争上被りうる不利益として「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)が存在する。当該規制により、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」と指摘されている。

つまり、公開買付け規制において、取引所と PTS に規制の格差があるために、PTS の利用が限定されているという認識が示されており、「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った」¹⁴ である。

これを受けて 2012 年 10 月に、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 について公開買付け規制上の 5%ルールの適用の除外を認めた(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)

政令改正が PTS でほとんど利用されていない競売買型の規制緩和としたのがよくわからないところ。将来的に法人の大口取引の競争を促すというなら、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が、後述するようにそれは 2024 年改正まで待つ必要があった。

もう 1 点は、日本証券クリアリング機構(JSCC)による PTS の清算業務の引受けについてである。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たが、2010 年 7 月に PTS 取引の JSCC による清算が始まった。

公取委は経営統合に当たっては、JSCC の清算業務が地方取引所や PTS 事業者での株式の売買がカウンターパーティーリスク(取引相手の信用リスク)なく行われるための制度的基盤となっているとして、「JSCC による PTS における売買の清算業務の引受けは、PTS 事業者の新規参入・成長を促進するために必要と考えられる」との判断を示した。

JSCC が PTS 事業者を排除又は差別的に取り扱うことのないように、「問題解消措置

¹² 森本・前注 2 頁以下参照。

¹³ 公取委において「公表事例において措置の実施を前提として問題なしと判断した事例」の 1 つとして平成 24 年度事例 10 として「(株)東京証券取引所グループと(株)大阪証券取引所の統合」が公表されている。

として、J S C C が当事会社の競争事業者における株式の売買の清算業務の引受けを、今後
も、実質的に差別的でなく、かつ、競争上不利にならない条件で行うことを、当委員会に対
して申し出た。当事会社の申出内容が履行されれば、今後も P T S 事業者が J S C C に清算
業務を委託できる状況が確保され、当事会社に対する P T S 事業者の競争圧力は失われな
いと考えられる」とされた。

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状況について「第 4 章 市場間競争と取引所外の取引」で以下の記述がみられる。

「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」

この報告を受けて、2010 年の監督指針改正で禁止された PTS の信用取引が解禁された。すなわち、2019 年「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正により、PTS の認可条件に信用取引を行う場合の要件が新設された(「IV-4-2-1②f」)。

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 年金商法改正につながる「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つの報告書のうち、前者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TOB5%ルールの適用のあり方

「PTS取引へのTOB5%ルールの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TOB5%ルールの適用対象外であるのに対して、これに類似するPTS取引はTOB5%ルールの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、TOB5%ルールの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」 後述

(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た。

「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58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」

Ⅲ 1 市場インフラの機能向上(市場制度ワーキング・グループ中間整理)

- 金融商品の「取引の場」としては、①東証などの取引所のほか、②証券会社が運営する私設取引システム(PTS)、③証券会社の店頭取引がある。
- 多様な有価証券の適切な流通の確保や、市場間競争の促進などの観点から、PTSの機能を向上。

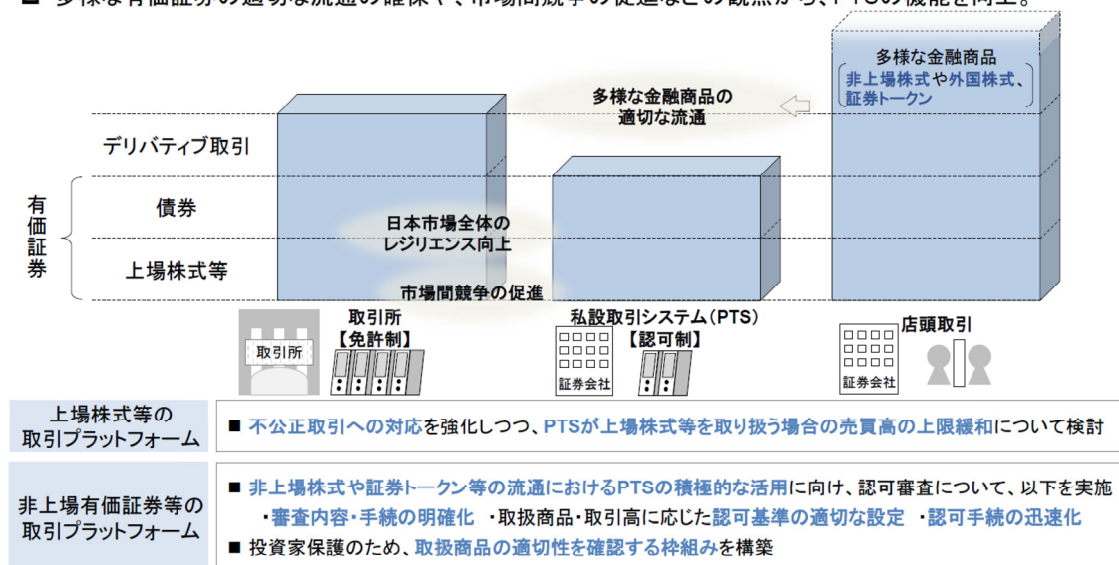


図 4

(3)2024 年金商法改正

①非上場株式取引のための PTS

非上場有価証券のみを扱い、取引規模が限定的な PTS 業務は認可を要せず、第一種金融商品取引業者の登録だけで運営が可能（改正金商法 30 条）

取引規模が限定的と判断される売買高の合計基準は 4 半期当たり 600 億円（改正施行令 15 条の 10 の 9）

②競売買上限拡大

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、成行き注文や板寄せ売買は出来なかった。

そこで 2 条 8 項 10 号イを改正し、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%」と拡大した。

③公開買付規制の見直し

すでに 2012 年改正において、競売買方式および顧客注文対当方式の PTS について適用除外がされていたが、それ以外の市場価格売買方式などの PTS についても、公開買付けの 5%ルールが適用除外されることが明確化された(施行令 6 条の 2 第 2 項 2 号ロ)

III 若干の比較法的検討¹⁴

PTS 規制においても比較法的な検討が有益だと思われるが、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のみを平板に比較しても得るものは少ない。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留めたい¹⁵。

1 アメリカ法

・1970 年代半ばに全米市場システム(NMS)の成立

全米のすべての市場が情報システムで接続されて、単一市場のように機能する市場間競争の仕組みが、現在に続く「全米市場システム (National Market System, NMS)」の基本的なコンセプト

・1998 年 12 月レギュレーション ATS

NMS 外部の取引を NMS の枠組みに入れようとするもの。取引所外取引システムは「代替的取引システム (ATS)」というカテゴリーに入れられた上で、①登録取引所となり自主

¹⁴ 諸外国の規制については、清水葉子福井県立大学教授よりご教示頂いた。ありうべき過ちが報告者のものであることはいうまでもない。

¹⁵ 以下については、清水葉子「HFT、PTS、ダーク・プールの諸外国における動向」金融庁金融研究センター・ディスカッションペーパー DP2013-2 (2013)、近藤真史「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(2021)など参照。

規制を行うか、または②ブローカー・ディーラー登録のまま市場運営を行い、レギュレーション ATS の規定に従うかを自ら選択することができるようになった

なお、アメリカの SEC 文書では当初は PTS という用語が使われていたが、途中から ATS に変更された。厳密にいうと、ATS とは(気配表示のない)ダーク・プールと ECN を合わせた概念であり、日本の PTS は ECN に相当するとみるべき¹⁶。アメリカの ATS の規制の議論はダーク・プールの規制といってもよいのが現状。

・今日のアメリカの市場構造

アメリカの証券市場は、2010 年代以降に証券取引所の新設と合従連衡などが進み、現状では 16 の証券取引所と 34 の代替市場(すべてダークプール)が運営されている。

16 の証券取引所は、NYSE グループ、ナスダックグループ、Cboe グループとそれ以外に分類されている。(日本の PTS に分類される)ECN 大手のアーキペラゴや Cboe は、前者が 2005 年にパシフィック取引所を買収することで取引所化して現在は NYSE グループ入り、後者は 2017 年に証券取引所の BATS Global Markets を買収することで取引所化している。

日本の PTS で主流の個人投資家の注文は、オンラインブローカーから HFT に(PFOF で)処理されほぼすべてそこで約定する¹⁷。

III 2 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)

□ 諸外国では、取引プラットフォームそれぞれが一般投資家・バイサイド投資家のニーズを踏まえて多様な売買方式を試行・導入[※]し、一定のシェアを獲得している例がある。

(※) 例えば、HFT などの高速取引については、市場に流動性を供給するものであると指摘する声がある一方、バイサイド投資家の中には、HFT による注文の狙い撃ち(Pick off)を警戒する声もある。諸外国では、こうした投資家の意向にも配慮し、HFT などの高速取引の優位性を低減する枠組みを導入している市場がある。

市場名称	特色
NASDAQ 【米国】	<ul style="list-style-type: none"> ● 長期投資家のニーズに配慮し、M-ELO(Midpoint Extended Life Order)と呼ばれる注文方法を導入。 (注)M-ELO注文は、①10ミリ秒の待機時間経過後、②M-ELO注文同士で、③最良気配の仲値で約定される。
Investors Exchange (IEX) 【米国】	<ul style="list-style-type: none"> ● 「投資家のための市場」として、HFT などの高速取引の優位性を低減する効果があるとされる枠組みを提供。 <ul style="list-style-type: none"> ✓ スピード・バンプ(Speed Bump): IEX に対するすべての注文に対し、一律350マイクロ秒のレイテンシーを強制的に発生させる。 ✓ IEXシグナル: 価格が不安定(unstable)である場合に発せられるシグナル。シグナルが発せられている最中において、注文を保護する枠組みが提供されている。
Members Exchange (MEMX) 【米国】	<ul style="list-style-type: none"> ● 市場間競争を促進するとして、大手投資銀行やオンライン・ブローカーが自ら出資して設立。 ● 最新のテクノロジーによるシンプルな注文タイプや低コストのサービスを提供。
Cboe Europe 【欧州】 Turquoise 【欧州】 <small>ほか</small>	<ul style="list-style-type: none"> ● HFT などの高速取引の優位性を低減する効果があるとされるピリオディック・オークションを導入。 (注)ピリオディック・オークションとは、取引参加者からの注文をトリガーとして実施される板寄せ。注文受付時間を100ミリ秒以内のランダムとするものなど、様々な形態がある。

¹⁶ 大墳・前掲(8), 2 頁。

¹⁷ 近藤・前掲(5), 5 頁参照



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, MiFID) が採択され、2007 年 11 月に施行された。欧州の市場間競争は、MiFID の規定によってい。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は存在しない。

欧州における市場構造は、東証などに相当する規制市場(、日本の PTS に近い MTF、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から構成されている¹⁸。

MiFID のポイントは取引所集中原則の撤廃¹⁹のほか、従来の証券取引所(regulated markets) の他に、取引所外の取引システムである MTF (multilateral trading facilities) や、証券会社の店内付け合わせにあたるシステムティック・インターナライザーなど、多様な取引の場を認め、これらの中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る²⁰。

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ある。MTF は、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つけ合わせるものと定義されている。

2018 年に施行された MiFID II (第 2 次金融商品市場指令) において個人投資家の最良執行義務につき、価格と手数料等のコストを考慮して執行すべきと定められた(Article 27)。

¹⁸ その他に、債券等、エクイティ以外の有価証券の取引を扱うものとして OTF (organized trading facilities) がある。

¹⁹ MiFID 以前の EU 投資サービス指令(ISD)では、EU 各国が自国内で取引所集中義務を課すことを認めていたことから、国によって取引所集中義務の有無が異なり、国境を越えた取引の障害になっていた。清水・前掲(15)、18 頁。

²⁰ MTF とシステムティック・インターナライザーの違いは、顧客注文同士を直接付合せず、必ず顧客注文に対して自己勘定が相手方となるか否かという点である。以上につき、大塚剛士「諸外国における市場構造と HFT を巡る規制動向」金融庁金融研究センター・ディスカッションペーパー DP2016-4 (2016 年)

IV わが国の PTS 規制の検討

1 日本の PTS の特殊構造—小口取引中心

日本の PTS を見る場合、顧客が機関投資家ではなく個人投資家を中心である点には注意する必要がある。諸外国の PTS は顧客は機関投資家などの大口投資家であるが、わが国ではリテールビジネスとして認識されているようである。かなり特殊な発展を遂げてきたといわざるをえないが、そうなった理由はなにか。

推測であるが、PTS が解禁されたタイミングで東証が ToSTNeT を新設したが、諸外国の PTS で行われている機関投資家の大口取引は東証の ToSTNeT 取引に流れ、その後動きが固定化したのではないだろうか²¹。

取引所と PTS とが同じ条件で競争して 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問題ない。しかし、両者の規制条件は 1998 年以来一貫して ToSTNeT に有利に働いてきた。2022 年の「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」までは規制当局には PTS と ToSTNeT のイコールフットイングという視点はなかったのではないか？

²¹ 東証の ToSTNeT 市場は、立会外取引として、1998 年 6 月 29 日から単一銘柄取引・バスケット取引 (ToSTNeT-1) を、同年 8 月 7 日から終値取引 (ToSTNeT-2) を開始して以来、売買立会における円滑な執行が困難である大口取引やバスケット取引等に対応するための取引として利用されてきた。2008 年 1 月 15 日から、取引時間を拡大し、ToSTNeT 市場としてオークション方式による市場 (立会市場) から独立した市場とするとともに、新たな取引制度として自己株式立会外買付取引を導入し、さらに取引対象商品の拡充など取引制度の改正を行った。

Ⅲ 1

上場有価証券の取引全体に占めるPTSの売買高シェア

□ 日本においては、上場有価証券の取引全体のうち、8割弱を取引所の立会市場が占めており、立会外市場も含めると、85%程度となっている。一方、PTSのシェアは1割弱程度となっている。

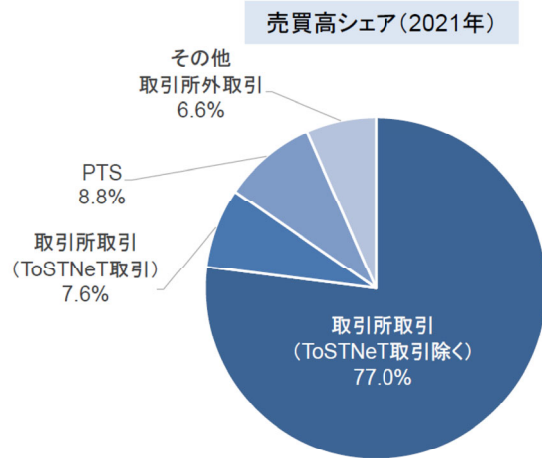


図 6

Ⅲ 1

上場株券等の取引におけるPTSのシェア上昇

□ 日本証券クリアリング機構(JSCC)によるPTS取引に係る清算の開始(2010年7月)、信用取引の解禁(2019年8月)等を背景に、PTSは上場株式等の取引におけるシェアを伸ばしてきた。(2022年8月末時点で、3社合計13.2%)

取引所取引に対するPTS取引の割合(売買代金ベース)



図 7

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なにも実現できない

リテール中心の市場における競争しか行われていないため、市場間競争といっても、これまで行われてきたように単なるティック・サイズの競争。

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なら、アメリカのように非上場取引特権を認めた証券取引所間の競争まで進める必要があるのではないだろうか。アメリカにおいて流動性をめぐる市場間競争が実現した背景に、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²²。

UTP については、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」

☞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たしかで、諸々の弊害が伴うので認めないというのならわかるが、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オカシイ

PTS の上限拡大と UTP 解禁とでは、前者の方がコスト分担など厄介な問題が少ないとの見解も²³

しかし、上場審査や売買審査のコスト分担については、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。なによりも PTS のオークション方式の上限を拡大したところで、

²² 非上場取引特権とは、アメリカの国法証券取引所間において、どこか一つの証券取引所で上場が認められた証券について、他の証券取引所は証券取引委員会（SEC）から認可を受けるだけで、自らの市場で非上場のまま取引を行うことができるとする特権である。この特権を主に利用していたのは地方証券取引所であって、地方証券取引所は、ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所などの主要取引所の上場銘柄をそのまま自市場で非上場のまま取引することができた。この制度のおかげで、全米のすべての上場銘柄がすべての取引所で取引できたことから、流動性をめぐる実質的な市場間（取引所間）競争が実現したといえることができる

²³ JPX 金商法研究会「金融・資本市場における金融庁の取組み（2020 年 7 月以降）」（2021 年 4 月 23 日）」

取引所の競争相手になるような「取引の場」となるかは疑わしい。PTS が PTS に留まる限り、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いのではないだろうか。

3 その他

- ・東証の停止時の代替？

「市場制度ワーキング・グループ第二次中間整理」

「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」

- ・ダーク・プールの扱いが不明
- ・非上場株式の流通市場の整備という見地
ビジネスとしての拡大余地は限られるのではないか