

PTSの規制緩和

制度調査部
横山 淳

2004年証券法改正

【要約】

2004年6月の証券法改正により、PTS（私設取引システム）の規制緩和が2005年4月から実施される。

これを受けて、金融庁は、12月3日、その細目を定める政省令案を公表した。

具体的には、取引規模が限定的であることを条件に、取引所と同様のオークションによる取引がPTSにも認められることとなる。

はじめに

2004年12月3日、金融庁は次の政省令案を公表した¹。

証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令（案）

証券取引法第六章の二第二節の規定による審判手続における参考人及び鑑定人の旅費及び手当に関する政令（案）

証券取引所及び証券取引所持株会社に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（案）

取扱有価証券に関する内閣府令（案）

証券取引法第七十九条の三又は第百十六条に規定する最終の価格がない場合にこれに相当するものを定める内閣府令（案）

これらは、2004年6月2日に可決・成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」（以下、改正証券法）²のうち、2005年4月1日に施行される部分の細目を定める政省令案である。

2005年4月1日に施行される改正証券法の主要項目を挙げると次のようになる³。

最良執行義務の導入

課徴金制度の創設

PTS（私設取引システム）業務の取引手法の拡大

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouken/f-20041203-3.html>）に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/houan/houan.html>）に掲載されている。なお、公布日は2004年6月9日である。

³ 改正法のうち、銀行等の証券仲介業務解禁、目論見書制度の見直しなどは、2004年12月1日に施行されている。

本稿では、これらのうち「PTS（私設取引システム）業務の取引手法の拡大」とそれに関する政省令案の概要を紹介する。

1. PTSとは

PTSとは、私設取引システム(Proprietary Trading System)の略称である。本来は、米国における「商業ベースで運営される電子証券取引ネットワーク」を意味する⁴。一般には、公式の証券取引所ではない業者の運営する証券取引所類似の「私設電子取引所」と理解されている。

わが国においては、PTSは、証券取引法上、「私設取引システム運営業務」（以下、PTS業務）として証券業務の一つに位置づけられている。具体的には、有価証券の売買等であって電子情報処理組織(コンピュータ・ネットワーク)を使用して、同時に多数の者を当事者として、一定の価格決定方法により行うもの、と定義されている。

わが国におけるPTSの導入は、1998年12月1日に施行された「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」（いわゆる金融システム改革法）により、取引所集中義務の撤廃と併せて実施された。これにより、わが国においても、米国と同様に、多様な電子取引システムが出現し、市場間競争を通じて、投資者の利便性が向上することが期待された。しかし、実際には、（特に株式について）ほとんど利用が進まなかった。

こうした現状について、2003年12月の金融審議会報告（「市場機能を中核とする金融システムに向けて」）は、「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……）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」と指摘している。

その上で、同報告書は、「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⁵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」と結論付けている。

これを受けて、2004年6月成立の改正証取法で、PTSにおける価格決定方法の規制緩和が行われたのである。

⁴ SEC Exchange Act Release No.30920, July 14, 1992. なお、米国では1999年のSEC規則の大幅な改正とともに、こうした電子証券取引ネットワークをATS（代替的取引システム、Alternative Trading System）という名称の下で再定義している。ECN（Electronic Communications Network）という呼称も米国で用いられているが、これは厳密にはATSの一種という位置付けである。他方、ヨーロッパでは、2004年に制定されたEUの新投資サービス指令（DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC）により、MTF（Multilateral trading facility）という呼称が用いられている。このように世界的に見れば、PTSという呼称はすでに過去のものとなっているが、わが国においては金融庁を含め、なおPTSないし私設取引システムという用語が一般に用いられている。このため、本稿においてもPTSの呼称を用いている。

⁵ 取引所取引原則とは、上場株券等の注文は、顧客から取引所外で執行するという明示の指示がない限り、証券取引所で執行しなければならない、という規制のことである。最良執行義務とは、顧客の注文を受けた場合、開示されている気配・取引情報に基づき、価格、コスト、スピード、執行可能性といった条件を勘案しつつ、顧客にとって最良の条件で執行しなければならないという業者の義務のことである。取引所取引原則の見直し及び最良執行義務については、拙稿「最良執行義務の導入」（2004年7月12日付DIR制度調査部情報）、「最良執行義務の細則案」（2004年12月9日付DIR制度調査部情報）参照。

2 . P T S の価格決定方法

(1)オークションによる取引の解禁

PTS 業務において認められる価格決定方法、つまり、PTS の取引手法を、今回の改正証取法の前後で比較すると次のようになっている（証取法 2 七）。

改正前	改正後
<u>(新設)</u>	<u>競売買の方法(有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る)</u>
(上場有価証券につき)証券取引所における売買価格を用いる方法	同左
(店頭売買有価証券につき)証券業協会が公表する売買価格を用いる方法	
顧客間の交渉に基づく価格を用いる方法	
内閣府令で定める方法()	

() 具体的には次の方法が定められている（定義府令 8 の 2）。なお、これらの方法については、今回公表された政省令案での変更は予定されていない。

「顧客注文対当方式」……顧客の提示した指値が、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、当該顧客の提示した指値を用いる方法。具体的には、顧客の指値注文同士を付け合せて約定させるものである。ただし、証券取引所（売買立会）でのオークションによる取引と異なり、いわゆる「板寄せ」や「成行注文」は認められないと解されている。

「売買気配提示方式」……証券会社が、同一の銘柄に対し自己又は他の証券会社等の複数の売付け及び買付けの気配を提示し、当該複数の売付け及び買付けの気配に基づく価格を用いる方法。言い換えれば、証券会社等が顧客の注文に応じて売買を行う、ある種のマーケット・メーカー制度に近い方式と言える。ただし、常時、売買気配を表示し、その気配での売買に応じる義務が課される証券会社等が複数存在するようなスキームは認められない。

つまり、これまで PTS には証券取引所と同様の「競売買の方法 = オークション」による取引は認められていなかった。それが、改正証取法により、売買規模が限定的であることを条件に、認められるようになるのである⁶。

(2)政省令案による細目（オークションによる取引が認められる条件）

改正証取法に基づいて、PTS が証券取引所と同様のオークションによる取引を実施するためには、その売買規模が限定的であることが求められている⁷。

今回公表された政省令案で、その具体的な基準は次のように定められている（証取法施行令改正案 1 の 9 の 2）。

⁶ これまで PTS にオークションによる取引が認められなかった理由は、自主規制機能を有さない一証券会社である PTS が証券取引所並みの高度な価格形成機能を有することは弊害が多いため、と一般に説明されてきた。この点について金融庁の担当官は「PTS に競売買の方法を認めた場合であっても、PTS における取引量が少なく流動性が低い場合、PTS で形成される相場は、流動性が高い取引所市場で形成される相場に収斂していくこととなる」（田原泰雅・端本秀夫・谷口義幸・吉田修「証券取引法等の一部改正の概要」『商事法務 No.1703』2004 年 7 月 15 日号 pp.11-12）ため、改正証取法で量的基準を条件に解禁したと説明している。

⁷ 米国でも、1 日平均売買高の 50% 以上かつ特定の種類区分の有価証券について 5% 以上、あるいは特定の種類区分の有価証券について 1 日平均売買高の 40% 以上である場合には、証券取引所登録を求めるなどの数値基準が設けられており（SEC 規則 § 240.3a1-1）、これに倣ったものと思われる。ただし、取引規模によって証券取引所と PTS 等を区別することの合理性については様々な議論がある。

(上場有価証券・店頭売買有価証券全体についての基準)

過去 6 ヶ月間の (その PTS でのオークション取引の) 1 日平均売買高
過去 6 ヶ月間の証券取引所・店頭市場における 1 日平均売買高 × 1 %

かつ

(上場有価証券・店頭売買有価証券の銘柄ごとについての基準)

過去 6 ヶ月間の銘柄ごとの (その PTS でのオークション取引の) 1 日平均売買高
過去 6 ヶ月間の証券取引所・店頭市場におけるその銘柄の 1 日平均売買高 × 10 %

つまり、証券取引所 (JASDAQ 含む) における売買高の 1 % (個別銘柄ごとについては 10 %) 以下であれば、PTS として (つまり証券会社等の認可業務として) オークション方式での取引を実施することができる。

それを超す取引が行われる場合には、PTS として (つまり証券会社等の認可業務として) 業務を行うことは認められず、証券取引所の免許を受けなければならないこととなる。

3 . 施行日と今後の予定

改正証取法 (PTS に関する部分) は 2005 年 4 月 1 日に施行される (附則 1) 。

今回公表された細目を定める政省令案については、2004 年 12 月 27 日までパブリック・コメントの募集が行われている。

その後、寄せられたコメントを基に更に検討を行った上で、最終的な政省令改正を行い、改正証取法 (PTS に関する部分) に併せて 2005 年 4 月 1 日から施行することが予定されている。