

2017年1月26日 全6頁

# PTSにおける信用取引の解禁

## 金融審市場WG報告

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

### [要約]

- 2016年12月22日、金融審議会「市場ワーキング・グループ」は、報告をとりまとめ、公表した。
- 報告には、PTS（私設取引システム）における信用取引の解禁が盛り込まれている。
- 具体的には、利益相反防止措置、自主規制機能について適切なスキームが構築されることを要件にPTSにおける信用取引を解禁する、というものである。
- 加えて、自主規制機能（信用取引残高の集計・報告、信用取引に係る規制措置、取引参加者の上記措置に遵守状況の調査・処分）や、売買停止措置等について、取引所・日本証券業協会・PTSの協力、連携を求めている。
- 今後、これを踏まえて、金融商品取引法の関連法令・ガイドラインなどの改正が進められるものと思われる。

## 1. はじめに～市場WG報告～

2016年12月22日、金融審議会「市場ワーキング・グループ」（座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授）（以下、市場WG）は、「市場ワーキング・グループ報告～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～」<sup>1</sup>（以下、市場WG報告書）を公表した。市場WG報告書は、わが国における市場・取引所を巡る問題を幅広く取り上げているが、そのポイントをまとめると次のようになる<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 金融庁ウェブサイト（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20161222-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1.html)）に掲載されている。

<sup>2</sup> 拙稿「フィデューシャリー・デューティー、HFT、PTS信用取引などを巡る市場WG報告書の概要」（2017年1月5日付レポート）参照（[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170105\\_011572.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170105_011572.html)）。

- ①国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）（注1）
- ②国民の安定的な資産形成における ETF の活用とインデックス運用の位置づけ
- ③取引の高速化（注2）
- ④市場間競争と取引所外の取引
- ⑤取引所の業務範囲

（注1）2017年1月19日付で金融庁から「顧客本位の業務運営に関する原則（案）」が公表されている。

<http://www.fsa.go.jp/news/28/sonota/20170119-1.html>

（注2）拙稿「アルゴリズム高速取引（HFT）規制の導入」（2017年1月24日付レポート参照）

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170124\\_011627.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170124_011627.html)

本稿では、これらのうち「④市場間競争と取引所外の取引」の中のPTSにおける信用取引の解禁について紹介する。

## 2. PTSにおける信用取引の解禁

### (1) 市場WG報告書のポイント

市場WG報告書は、PTSにおける信用取引について、次のような形で適切なスキームが構築されることを要件に解禁することを提言している<sup>3</sup>。

- ①PTS 提供業者、そのグループ会社等が実質的な資金・株券の提供者とならないなど、利益相反防止の観点から適切な措置が講じられていること（利益相反防止措置）
- ②信用取引について過当投機といった弊害を可能な限り排除する観点から、PTS の信用取引においても、取引所における対応（注）と同等の措置が講じられること（自主規制機能）

（注）具体的には次のような対応などが想定されている（後述3(2)も参照）。

①信用取引残高の集計・報告

②信用取引に係る規制措置（日々公表銘柄の指定・信用取引残高の日々公表、委託保証金率の引上げ、信用取引の制限・停止等）

③取引参加者の上記措置の遵守状況の調査・処分

### (2) PTSとは

PTS（Proprietary Trading System、私設取引システム）とは、一般に「電子情報処理組織を利用

<sup>3</sup> 市場WG報告書 p.17。

して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集団的・組織的に行うもので、金融商品取引所と類似の機能を有するもの<sup>4</sup>と説明される。つまり、コンピュータ・ネットワークを利用した取引所類似の取引システムだといえるだろう。わが国においては、第一種金融商品取引業者（証券会社）の一種と位置づけられている<sup>5</sup>（金融商品取引法 28 条 1 項 4 号）。

PTS 制度は、いわゆる取引所集中義務の撤廃に伴い、市場間競争の促進によるイノベーションの喚起や利用者利便の向上への期待から 1998 年の証券取引法（当時）改正により導入されたものである<sup>6</sup>。上場株式を取り扱う（つまり、証券取引所と競合する）PTS は、制度創設以来、8 社が参入したが、現在は 2 社のみとなっている<sup>7</sup>。2016 年の PTS における上場株式の売買株数は、2 社合せて約 431 億株で取引所取引を含めた全体の約 5.8%に相当する<sup>8</sup>。

### (3) PTS における信用取引の問題点

現在、PTS 運營業務（私設取引システム運營業務）の認可に当たっては、当該業務において信用取引を取り扱わないことが要求されている（「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」IV-4-2-1②イ c）。その理由について、金融庁から次のような見解が示されている。

私設取引システム（PTS）を提供する業者自身が信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を行うことは、①市場開設者としての立場（取引状況に異常又はそのおそれがある場合において、信用取引の制限・禁止等の規制措置を講ずべき立場）と、顧客への資金・株券の提供者としての立場との間の利益相反の問題が顕在化するおそれがあること、②こうした観点から、取引所においても、信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を実施していないこと等を踏まえると、認められないと考えられます。

また、（取引所における信用取引と同様に）参加証券会社が資金貸付・株券貸付を行うこととする場合であっても、当該貸付業務の適切性を確保するため、私設取引システム（PTS）を提供する業者に対して取引所と同等の自主規制機能（参加証券会社に対する監査・処分等）の発揮を求めることは現実的ではなく、認められないと考えられます。…以下、略…

（出所）『『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（案）』に対するパブリックコメントの結果等について』（平成 22 年 3 月 4 日、<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100304-4.html>）の「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」p. 7。

<sup>4</sup> 平成 28 年 11 月 9 日開催金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第 9 回）「参考資料 1」p. 3

（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20161109.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20161109.html)）。金融商品取引法 2 条 8 項 10 号も参照。

<sup>5</sup> もっとも、通常の第一種金融商品取引業者が登録制であるのに対して、PTS 業務（私設取引システム運營業務）を営む場合は認可制である（金融商品取引法 30 条）など、厳密には取扱いに違いがある。

<sup>6</sup> 市場 WG 報告書 p. 16、神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール第 1 巻 定義・開示制度』（商事法務、2016 年）p. 150（松尾直彦氏執筆箇所）など参照。

<sup>7</sup> 市場 WG 報告書 p. 16。

<sup>8</sup> 日本証券業協会 PTS Information Network（<http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>）の 2017 年 1 月 23 日更新データによる。なお、ここで示されているのは、取引所取引と取引所外取引（証券会社を介した取引所外での取引）が対象とされている。例えば、証券会社を介さない投資家同士の売買は含まれていないものと考えられる。

つまり、第一に、PTS 運営者は、市場開設者としての立場と、顧客に資金貸付や株式貸付を行う債権者としての立場の間で、利益相反の状況にあること、言い換えれば、例えば、債権者として資金や株式を回収する立場を優先して、市場開設者として信用取引に対する規制措置を講じることを怠る危険性がある点が指摘されている。

第二に、PTS 運営者は、あくまでも金融商品取引業者という位置づけであることから、同じ金融商品取引業者である他の証券会社に対して（取引所のような）自主規制を実施することは難しいことが挙げられている。

ただ、裏返して言えば、これらの問題点を解決できるのであれば、理論上、PTS における信用取引を頭から否定すべきものではないと考えられる。

市場 WG 報告書は、こうした考え方に基づいて、前記(1)の通り、利益相反防止措置と、自主規制機能が適切に講じられるスキームが構築されることを要件に、PTS における信用取引を解禁することを提言したものと思われる。

### 3. 取引所・日本証券業協会・PTS間の適切な協力

#### (1) 市場WG報告書のポイント

市場 WG 報告書は、PTS における信用取引を解禁するに当たって、次のように取引所・日本証券業協会・PTS 間での適切な協力等が行われることを求めている<sup>9</sup>。

- ◇自主規制機能について、取引所・日本証券業協会・PTS 間で適切な協力を図っていくこと
- ◇売買停止措置等について、取引所、PTS 等の関係者において所要の態勢整備を行うとともに、売買停止等に至るまでの判断や連携の手順等について具体的に検討が進められるべき

#### (2) PTS と自主規制機能

PTS における信用取引を解禁する上で、必要とされる自主規制機能に関する措置として、市場 WG 報告書は、具体的に次のものを掲げている<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 市場 WG 報告書 pp. 17-18。

<sup>10</sup> 市場 WG 報告書 p. 17。

- ①信用取引残高の集計・報告
- ②信用取引に係る規制措置（日々公表銘柄の指定・信用取引残高の日々公表、委託保証金率の引上げ、信用取引の制限・停止等）
- ③取引参加者の上記措置に遵守状況の調査・処分

これらのうち①②については、PTS 単独で実施しても、通常、実効性のある対応ができることは考えにくいことから、取引所や他の（信用取引を行っている）PTS と連携して実施することを求める趣旨であろう。

③については、そもそも金融商品取引業者（証券会社）の一種である PTS 運営者（私設取引システム運営業者）が、取引参加者である他の金融商品取引業者（証券会社）に対して調査・処分を直接行うことは困難であると考えられる。そのため、PTS 運営者と、金融商品取引法上の自主規制機関である取引所（あるいはその自主規制法人）や日本証券業協会との間で適切な協力を図っていくことを求めているものと思われる<sup>11</sup>。

また、売買停止措置等に関しても、信用取引を行う PTS の取引時間が、取引所の取引時間と競合する場合、「例えば、投資判断に重大な影響を与えるおそれのある情報が生じ、その内容が不明確である」<sup>12</sup>ときに、両者が連携して売買停止等を発動しなければ、実効性のある対応はできないだろう。

他方、信用取引を行う PTS が、夜間取引など、取引所の取引時間外に取引を行っている場合、「売買停止をタイムリーに実施することが夜中などでもできるのか」<sup>13</sup>、「例えば重要な会社情報が生じたときに発行会社に対してディスクロージャーを求めることができるのか」<sup>14</sup>といった懸念が指摘されている。

市場 WG 報告書が、売買停止措置等について、「取引所、PTS 等の関係者において所要の態勢整備を行うとともに、売買停止等に至るまでの判断や連携の手順等について具体的に検討が進められるべき」<sup>15</sup>としているのは、これらの問題を踏まえたものと考えられる。

<sup>11</sup> 平成 28 年 11 月 9 日開催金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第 9 回）議事録、齋藤市場課長発言など参照（[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/gjijiroku/20161109.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/gjijiroku/20161109.html)）。

<sup>12</sup> 市場 WG 報告書 p. 18。

<sup>13</sup> 平成 28 年 11 月 9 日開催金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第 9 回）議事録、林田委員（読売新聞）発言。

<sup>14</sup> 平成 28 年 11 月 9 日開催金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第 9 回）議事録、黒沼委員（早稲田大学）発言。一般に、PTS が発行会社に対してディスクロージャーを求めることは、現実的ではないものと考えられる（同、黒沼委員発言、神田座長発言など参照）。

<sup>15</sup> 市場 WG 報告書 p. 18。

## 4. まとめ

市場 WG 報告書が、PTS における信用取引の解禁を提言したことを受けて、今後、金融商品取引法に関連法令やガイドラインなどの改正が進められるものと思われる。

ただし、PTS における信用取引の解禁は、利益相反防止、自主規制機能などといった一定の要件の下で認めるというもの<sup>16</sup>であることに留意する必要がある。つまり、法令やガイドラインなどの改正だけでなく、改正を受けた取引所・日本証券業協会・PTS など関係者の対応が整ってから、実施されるものと考えられる。

---

<sup>16</sup> 平成 28 年 11 月 9 日開催金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第 9 回）議事録、齋藤市場課長、黒沼委員発言など参照。