

2024年11月13日 全6頁

PTS を巡る制度見直し（案）

非上場有価証券の取扱い、競売買方式の上限、公開買付規制を見直し

金融調査部 研究員 矢田歌菜絵

[要約]

- 2024年9月13日、金融庁は「令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」を公表した。これは、2024年5月15日に成立した「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」を踏まえ、PTS（私設取引システム）に関する金融商品取引法関連政府令等の改正案について意見募集を行うものである。
- PTS 業務の参入規制（原則として認可が必要）については、上記改正法で導入された、第一種金融商品取引業の登録のみで運営できる、取引規模が限定的で、かつ、流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱う PTS 業務の要件を明らかにするものである。
- 競売買方式の上限規制については、上場株券等を取り扱う PTS に関し、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備と競売買方式に係る売買高上限の緩和を行うものである。
- 公開買付規制の取扱いについては、PTS 取引のうち金融商品取引所の立会外取引に類似するものに関して、公開買付規制の5%ルールの適用対象外とする見直しを行うものである。

はじめに

2024年9月13日、金融庁は「[令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等の公表について](#)」（政府令等改正案）を公表した。これは、2024年5月15日に成立した「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」¹（令和6年金商法等改正法）を踏まえ、PTS（私設取引システム）に関する金融商品取引法関連政府令等の改正案について意見募集（パブリックコメント）を行うものである。ポイントをまとめると次の通りである。

¹ 国会提出時の法律案が[金融庁ウェブサイト](#)に掲載されている。なお、横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[令和6年金商法等改正法、成立](#)」（2024年5月23日付大和総研レポート）も参照。

- ① 参入規制（原則として認可が必要）：第一種金融商品取引業の登録のみで運営できる、取引規模が限定的で、かつ、流動性の低い非上場有価証券のみを取り扱う PTS 業務の要件を規定
- ② 競売買方式の上限規制：上場株券等を取り扱う PTS に関し、取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備と競売買方式に係る売買高上限の緩和
- ③ 公開買付規制の取扱い：PTS 取引のうち金融商品取引所の立会外取引に類似するものに関して、公開買付規制の 5%ルールの適用対象外とする

以下、各項目の概要について説明する。なお、PTS (Proprietary Trading System) とは、電子的技術を活用して取引の仲介サービスを提供する取引システムのことであり²、上記①の通り、わが国では第一種金融商品取引業の一種と位置付けられている。米国における ATS (Alternative Trading System)、EU における MTF (Multilateral Trading Facility) に相当する。

1. 参入規制（登録制の PTS 業務の要件）

PTS 業務に参入するためには、第一種金融商品取引業の資格が必要である。第一種金融商品取引業を営むためには、原則、内閣総理大臣への登録が必要であるが（現行金融商品取引法 29 条）、PTS 業務を営むためには、第一種金融商品取引業の登録のみでは足りず、PTS 業務の認可を受ける必要がある（同 30 条）。これは、PTS 業務が金融商品取引所と類似の機能を有するため、と一般に説明されている³。

ところが、こうした PTS 業務への参入規制は、主に上場有価証券等を取り扱うことを前提としたものであり、「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」⁴との指摘がある。

これを受けて、2024 年 5 月 15 日に成立した令和 6 年金商法等改正法において、非上場有価証券のみを取扱い、かつ、取引規模が限定的な PTS 業務については、認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする金融商品取引法の改正が行われた（本稿執筆時点は未施行）。

具体的には、次の①～④の有価証券のみについて PTS 業務を行う場合であって、PTS 業務に係る有価証券の**売買高の合計額**が、PTS 業務を安定的に行うことが困難となった場合であっても多数の者に影響を及ぼすおそれが少ないと認められる基準として**政令で定める基準**以下のときは、認可を要せず、第一種金融商品取引業の登録により運営可能とされる（改正後の金融商品取引

² 金融庁「[金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料](#)」（2024 年 3 月）p. 1（注）

³ 三井秀範・池田唯一監修・松尾直彦編著『一問一答 金融商品取引法』（2006 年、商事法務）p. 170、黒沼悦郎『金融商品取引法』（2016 年、有斐閣）p. 362

⁴ [「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）p. 20

法 30 条)。

- ①株券又は新株予約権証券（**金融商品取引所に上場されている有価証券、店頭売買有価証券その他政令で定める有価証券**を除く）
- ②受益証券発行信託の受益証券（**金融商品取引所に上場されている有価証券、店頭売買有価証券その他政令で定める有価証券**を除く）
- ③前記①②に掲げる有価証券に表示されるべき権利であって、金融商品取引法 2 条 2 項によって有価証券とみなされるもの
- ④前記①②③に掲げるもののほか、PTS 業務を安定的に行うことが困難となった場合であっても多数の者に影響を及ぼすおそれが少ないと認められる有価証券として**政令で定めるもの**

今回の政府令等改正案では、金商法改正法において政令委任とされた（上記の下線太字の箇所）内容が明らかにされている。

まず、取引規模が限定的と判断される**売買高の合計額**の基準について、**四半期当たり 600 億円**とされている（金融商品取引法施行令改正案 15 条の 10 の 9）。

非上場有価証券の範囲について、上記①②から除外されるものについて追加の指定は行われていない。上記④として追加される有価証券として次のものが指定されている（同 15 条の 10 の 10）。

- ① 社債券（政府が元本の償還及び利息の支払いについて保証しているものは除く）、投資信託又は外国投資信託の受益証券、若しくは投資証券、新投資口予約権証券、投資法人債券又は外国投資証券、又は外国又は外国の者の発行する証券又は証書で金融商品取引法 2 条 1 項 1 号から 9 号まで又は 12 号から 16 号までに掲げる証券又は証書の性質を有するもの
- ② ①に掲げる有価証券に表示されるべき権利であって、金融商品取引法 2 条 2 項によって有価証券とみなされるもの
- ③ 信託受益権又は外国の信託受益権
- ④ 合資会社の社員権（有限責任社員として有するものに限る）又は合同会社の社員権、又は外国法人の社員権で合資会社の社員権（有限責任社員として有するものに限る）又は合同会社の社員権の性質を有するもの
- ⑤ 集団投資スキーム持分（以下に掲げる権利に該当するものに限る）又は外国法令に基づく集団投資スキーム持分に類するもの（以下に掲げる権利に該当するものに限る）
- （イ） 商法 535 条に規定する匿名組合契約に基づく権利
- （ロ） 投資事業有限責任組合契約に関する法律 3 条 1 項に規定する投資事業有限責任組合契約に基づく権利（有限責任組合員として有するものに限る）
- （ハ） 有限責任事業組合契約に関する法律 3 条 1 項に規定する有限責任事業組合契約に基づく権利
- （ニ） 社団法人の社員権

2. 競売買方式の上限規制

価格の決定方法として、競売買方式を採用する PTS については、金融商品取引法上、有価証券の売買高について上限が規制されている（現行金融商品取引法 2 条 8 項 10 号イ）。これは一般に、競売買方式を採用する場合、高度の価格発見機能を有することとなり、「取引量が多くなれば、取引の公正を確保するための自主規制が必要になると考えられるから」⁵と説明されている。他方、こうした売買高の上限規制が、PTS の活用や市場間競争の促進を妨げているといった主張がある。

こうした指摘を踏まえて、2022 年 12 月 21 日に公表された「[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](#)」（「第二次中間整理」）では、「PTS のシェアが拡大する中、上場株式等に関する取引手法（筆者注：原注 3 省略）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」（p. 2）との提言が行われた。

今回の政府令等改正案は、これを踏まえて、競売買方式による PTS の上限規制を緩和することとしている（図表 1）。

図表 1 PTS（競売買方式）の上限規制

現行	改正案
過去 6 ヶ月間の 1 営業日当たり平均取引高につき	過去 6 ヶ月間（全取引所金融商品市場については前月末日から起算して過去 5 ヶ月間）の 1 営業日当たり平均取引高につき
取扱銘柄全体： PTS ≤ 全取引所金融商品市場 × 1% かつ	取扱銘柄全体： PTS ≤ 全取引所金融商品市場 × 10% かつ
個別銘柄： PTS ≤ 全取引所金融商品市場 × 10%	個別銘柄： PTS ≤ 全取引所金融商品市場 × 20%

（注 1）店頭売買有価証券市場は考慮していない

（注 2）取扱銘柄全体が 5%以上、かつ、個別銘柄が 10%以上となった場合は、次の措置が求められる

イ 取引の公正性を確保するため、売買管理及び審査を行う態勢（組織及び人員）を拡充・整備すること。

ロ 決済履行の確実性を確保するため、金融商品取引所における違約損失準備金制度と同様の制度を整備すること。

ハ システムの容量等の安全性・確実性を確保するため、十分なチェックを定期的に行うこと。

（出所）金融商品取引法施行令 1 条の 10 及びその改正案、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 IV-4-2-1③ロ a を基に大和総研作成

なお、「第二次中間整理」が指摘する「取引の公正性や価格の透明性の確保を図る制度整備」（p. 2）に関連して、次ページのような見直し（案）も併せて盛り込まれている（金融商品取引業等に関する内閣府令改正案 17 条）。

⁵ 黒沼悦郎『金融商品取引法』（2016 年、有斐閣）p. 362

【認可申請書の添付書類に記載する追加事項（改正案）】

1. 価格情報に関して、次の（ア）又は（イ）の区分に応じ、（ア）又は（イ）に定める事項
 - （ア）上場株券等を取り扱い、かつ、売買価格の決定方法が以下のいずれかに該当する場合
気配、売買価格その他の価格情報を顧客に通知し、公表する方法並びに当該価格情報を通知し、公表する部署の名称及び体制
 - ① 競売買方式
 - ② 市場価格売買方式
 - ③ 顧客注文対当方式
 - ④ 売買気配提示方式
 - ⑤ 上記①から④に類似する方法
 - （イ）（ア）以外の場合
 気配、売買価格その他の価格情報を顧客に公表する方法並びに当該価格情報を公表する部署の名称及び体制
2. PTS 運営業務における有価証券の売買の内容の審査の方法及び体制並びに当該審査の結果を踏まえた対応に関する事項

3. 公開買付規制の取扱い

令和 6 年金商法等改正法では公開買付規制に関して重要な改正が行われている。令和 6 年金商法等改正法による見直しとは直接的な関係は乏しいが、今回の政府令等改正案でも、PTS における取引の公開買付規制上の取扱いに関する見直しが盛り込まれている。これは前述の「第二次中間整理」における「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⁶の適用対象外とすべきである」（p. 3）という提言を受けたものである。

具体的には、競売買方式の PTS に加え、次の要件を満たす PTS での取引についても、義務的公開買付けについて「5%ルール」⁶の適用対象外の範囲に含めることとしている（金融商品取引法施行令改正案 6 条の 2 第 2 項 2 号ロ、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令改正案 3 条の 2 第 3 項、第 4 項）。

- (1) 電子情報処理組織を使用して行われた売買についてその対象となった有価証券の種類、銘柄、価格その他当該売買の内容を示すべき事項として内閣府令で定める事項（注 1）が日ごとに公表されることとなっている
- (2) 電子情報処理組織を使用して行われる売買の価格について取引所金融商品市場における売買の価格を基礎として内閣府令で定める価格（注 2）の範囲内とするために必要な措置がとられている

（注 1）「数量」が定められている。

（注 2）東京証券取引所の ToSTNeT-1 に準じた価格が定められている。すなわち、①直近公表価格±7%、②出来高加重平均価格（VWAP）に手数料相当額を加減した価格（いわゆる VWAP ギャランティ取引）、③VWAP を目標として取引所金融商品市場において分割して競売買の方法により売買を行った執行結果の加重平均価格又はこれに手数料相当額を加減した価格（いわゆる VWAP ターゲット取引）、④15 銘柄以上のバスケットの各構成銘柄の直近公表価格×取引数量の合計額±5%（いわゆるバスケット取引）のいずれかとされている。

⁶ ここでの「5%ルール」とは、取引所外において、買付け後の株券等所有割合が 5%を超えることとなるような株券等の買付け等を行う場合は、著しく少数の者からの買付け等を除き、公開買付けによることが義務付けられていることを示す（現行金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項第 1 号）。

4. 今後の予定

今回の政府令等改正案は、2024年10月13日まで意見募集（パブリックコメント）が行われた。パブリックコメント終了後、所要の手續（寄せられた意見の検証など）を経た上で、公布、施行することが予定されている。