

株式市場の市場構造に係わる規制の経緯と現状

森本 学

我が国において、最近、株式市場の市場構造に係わる幾つかのルール改正が行われた。昨年一月の最良執行義務の改正、同一二月のPTSに関する規制緩和（オークション方式に係わるポリュームキャップの緩和等）などである。一方、ティックサイズに関しては、米国ではサブペニー・ルールを廃止し新たなルールが定められ（昨年九月）、欧州でもMiFID IIにより当局による規制が導入された。

本稿では、そうした最近の動向を踏まえ、我が国の市場構造に係わる規制について、これまでの経緯を振り返ると共に、諸外国と比較すること等によりその現状を評価することとしたい。

1 PTS

(1) PTS制度の導入

PTSは、一九九八年の所謂金融ビッグバンで取引所集中義務が撤廃されたことにより誕生した。この取引所集中義務の撤廃の背景には、「市場間競争の促進」という考え方があり、それはその後、市場構造を論じる際のキーワードとなった。当時の証取審・市場ワーキングパーティー報告書（『信頼できる効率的な取引の枠組み』一九九七年五月）は、この点について、「市場参加者及び仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにすべきである。：国内各市場間での競争が促進されれば、我が国市場全

体としての競争力強化が図られ(る)」と述べている。

P T Sは、認可を受けた証券会社(現在は金商業者)が行うものとされ、監督指針でその業務範囲、体制整備等について定められた。具体的には、売買方法等が制限(ポリューム規制)され、取引所と差別化された。

この新たなP T S業務には、当初、各証券会社が意欲的に参入し、ピーク時で七社が営業した(二〇一〇年頃)。しかし、実際にはP T Sの取引は低迷し、株式取引に占めるシェアは著しく低かった。このため、二〇一二年からは二社体制(ジャパネクスト証券及びチャイエックスジャパン(のちCboeジャパン))となり、最近になって新たな参入が見られるようになった(二〇二二年六月にO D X、二〇二四年一二月にJ A Xが加わり、現在は四社)。

(2) P T Sの市場機能の向上

こうしたP T Sが、市場構造の中で意味のある位置を占めるようになるには、その機能向上に係る幾つかのポイントを経る必要があった。

① J S C Cによる清算開始

まず、二〇一〇年七月にP T S取引のJ S C Cによる清算が始められた。これにより、(特に外資等で根強かった)P T S運営会社の信用リスクへの懸念が払拭された。

② T O B五%ルールの適用除外

次に二〇一二年に、P T S取引に対するT O B五%ルールの適用除外が行われた。それまでは、P T Sでの買付けにより所有割合が五%を超える場合には、他の取引所外取引と同様、公開買付けをしなければならないとい

う規制があった。それは、連結ベースの規制であり、5%を超えるかどうか管理が難しい機関投資家のPTS利用を阻害していた〔公開買付規制違反には、最高懲役一〇年の厳しい罰則が課される〕。この規制を「一定の要件を満たすPTSは、取引所と同様にTOB5%ルールの適用を除外する」こととしたのである〔一定の条件とは、相場情報のリアルタイム公表及び幅広いアクセスであり、当時のPTS二社は該当していた〕。この規制緩和の結果、機関投資家のPTS利用が拡大した。

ところで、この規制緩和が東証と大証の統合を契機として実施されたことは、市場構造の面で重要な意味がある。当時、東証・大証統合に関する公正取引委員会の審査が進められており、株式現物市場で八割以上のシェアを持つ東証が第二位の大証（シェア約5%）と統合することは、競争上の観点から当然問題となった。そこで、金融庁が講じた事実上の問題解消措置（remedy）〔通常は、当事会社が一部事業譲渡などの措置を講じる〕が、この規制緩和だったのである。この措置を公正取引委員会は、「PTS事業者は、高性能の売買システム、低額な手数料、呼値の刻みの細かさなどによって、投資家がより有利な条件で約定できる可能性が高いことを主な要因として、近時成長している。（中略）（PTSに対する5%ルールの適用が除外されれば）当事会社に対するPTS事業者の競争圧力が強くなると考えられる」（公正取引委員会の審査結果（二〇一二年七月））と評価している。つまり、金融庁と公正取引委員会は、この時からPTS（当時はシェア5%弱）を東証の競争相手と位置付けたのである。

③ 信用取引の解禁

PTSでの信用取引は、従来、監督指針で禁止されていた（PTS業者は、「当該業務において信用取引を取り扱わない」とされていた）。しかし、二〇一六年の金融審・市場ワーキンググループは、市場間競争の観点

からこの点について検討を行い、取引所の自主規制機能と同等の信用取引規制措置等を講じることが出来れば「認めることも考えられる」と見解を改めた。それまで信用取引は、取引所がルールや取引状況をきっちり管理してきたので、それと同等のことを取引所外で行うのは不可能だと思われる。

この金融審の見解を受けて、日証協の「PTS信用取引検討会」は検討を行い、PTS自身が信用取引ルールを定めること及び取引参加証券会社はそのルールを遵守することを日証協の自主規制で義務付けることで、取引所の自主規制機能と同等の枠組みを構築できるとした。具体的なルールを見ると、PTSは個別の信用取引を把握し、信用取引残高の公表や信用取引規制措置も共通の方法で実施するなど極めて取引所と相互運用性の高い仕組みとなった。換言すれば、PTSを取引所に準ずる取引ベニューとして扱い、そこで取引所類似の管理を行わせることにより、PTSの機能を拡大したのである。

PTSの信用取引は二〇一九年八月から実施され、その市場シェアは若干(二〜三%)上昇した。また、この措置により個人投資家の取引が増加したので、PTSは従来の機関投資家中心の市場から、より厚みのある市場に変身したと言われている。

上記のようなPTSの市場機能向上に資するイベント(主として規制緩和)によって、PTSの取引高及び市場シェアを段階的に上昇した(図表1参照)。

(3) 今回の措置

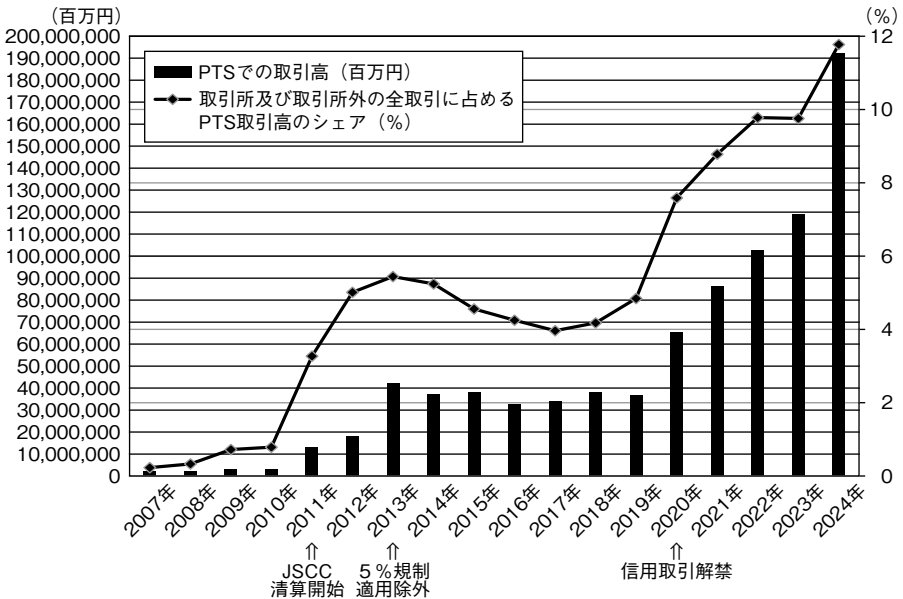
PTSには制度創設以来、その業務で取引できる限界を定める幾つかのポリシームキャップが課されていた。その一つが、オークション方式に係る売買高の上限規制(政令事項)である。従来、その上限は「銘柄毎一〇%

又は全体1%」とタイトに設定されており、PTSは事実上オークション方式の売買を行うことは不可能だった。この結果、PTSでは取引所では可能な成行き注文や板寄せ売買は出来なかった。

この点について検討した金融審市場制度ワーキングは、市場インフラの機能を向上させるためには、引き続き適切な市場間競争は重要であるとして、それを促す観点から上記規制の緩和を報告書に盛り込んだ(二〇二二年六月)。これを受けた政令改正(二〇二四年一二月)により、新しい上限は「銘柄毎20%又は全体10%」となり、既存のPTS各社はオークション方式による売買が行えるようになった。なお、全取引高についての「銘柄毎20%かつ全体10%」という上限規制(監督指針)は、そのまま維持されている。

同時に、PTSの立会外取引に類似する取引(東証のToSTNeTの如きもの)について、TOB5%ルールが適用除外されることが明確化された。これ

図表1 PTSの取引高・市場シェア



(出所) 日証協 PTS Information Network

により、ダークプールの売買を（ToSTNeTのみならず）PTSにも付け出すことが可能になった〔ダークプールに対する規制については次項参照〕。

2 ダークプール

(1) 現行ルールの導入

ダークプールの市場規制上の取扱いについては、二〇一〇年の監督指針改正によって明らかにされた。それは、「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〔ToSTNeTを意味した〕に同時に取り次ぐシステムは、基本的に、私的取引システム及び金融商品市場等に該当しない」というものである。ダークプールは、PTS又は取引所に該当する恐れがあるとしてつつ、マッチングした注文をToSTNeTに付け出す場合はそれらに該当しないという解釈を示したセーフハーバー型のルールである。これは、かなりトリッキーな法律構成であるが、ToSTNeT取引として相場報道されるため事後的透明性が確保されるという効果はある。いずれにせよ、このルールにより、以後我が国では、ToSTNeTに付出す方式により、ダークプールは通常の金商業者とその業務の一環として行うことが出来ることになった。

(2) ダークプールの位置付け、規制に関する議論

上記のようなダークプール規制のあり方については、二〇一六年の金融審・市場ワーキンググループで議論の俎上にのぼった。その場で金融庁は、ダークプールの問題点として、主として二〇一一年のIOSCO報告書を引用して、概ね次の三点を挙げた。①取引の執行方法等に関する情報が十分に提供されない、②取引情報へのア

アクセスに不均等がある、③取引シェアが高まると市場の価格発見機能が低下する。そして、欧米ではダークプールに当局への登録を求め、取引ベニューとして一定の規制（注文執行ルールの明確化、システム管理体制等）を課していることを説明した。さらに、金融庁は上記を踏まえ、現行のダークプールへの規制は「取引施設を規律する」という観点から十分か」という問題提起を行った。

こうした問題点の指摘や論点の提示は、ダークプール規制に関する議論としては、概ねグローバルスタンダードに即したものであった。しかし、同年に取り纏められたワーキンググループの報告書では、ダークプールを取引施設として規律することについては、その要請は現状では必ずしも強くない、として見送られた。この時点で、金融庁の優先課題がHFTの登録制導入であったことが影響したようであるが、ダークプール規制に関する議論は、謂わば自問自答に終わったのである。

（3）ダークプール取引の透明化策

しかし、ダークプールに関する金融審の議論は、これで終わったわけではなく、その後、別の角度から取り上げられた。即ち、ネット証券経由での個人投資家のダークプール取引が拡大している中で、①個人投資家の理解は十分か、②個人投資家に不利益が発生しても把握や対応が困難ではないか、といった問題提起が、二〇一九年の金融審市場ワーキンググループでなされた。これを受けて、金融庁の対応策（ダークプール取引に関する実態把握、顧客説明等）が同会合に提示され了承された。

この対応策として、次のような措置が順次導入された。①（ToStNeTでフラグを立てることにより）ダークプールを経由した注文を把握する（二〇二〇年八月）、②（金商業者は）ダークプールの運営情報を把握した上で、

当該情報及び当社の回送条件を顧客に説明する〔二〇二〇年九月〕、③（金商業者は）ダークプール取引による価格改善等に係る記録を保存し、顧客に説明する〔二〇二一年九月〕。

3 市場構造に影響のある規制・制度

（1）最良執行義務

① 制度の導入

証券会社（現在は金商業者）に、顧客注文の執行について所謂最良執行義務が課せられたのは、二〇〇四年の証券法改正によってであった。一九九八年に取引所集中義務が撤廃された後も、顧客が取引所外取引を指示しない限り取引所で執行するという所謂「取引所取引原則」があったが、同原則が同年に廃止されたことに伴うものであった。証券法はこの義務について、「（証券会社は）顧客の注文について、政令で定めるところにより、最良の取引の条件で執行するための方針及び方法（最良執行方針）を定めなければならない」（現金商法四〇条の二）と規定した。

しかしながら、当時の証券各社の最良執行方針は、流動性、約定可能性、取引のスピード等を考慮して、結局のところ、東証に取り次ぐ方針となっていた。そのため、この最良執行義務の導入によって、証券会社の注文執行に変化が生じたわけではなく、我が国の市場間競争や市場構造に影響を与えたと言うこともできない。

② 今回の見直し

近年、PTSやダークプールという取引所外取引が（個人投資家の取引も含めて）増加してきており、またSORサービスも普及しつつあるといった環境変化が見られることから、最良執行義務のあり方について改めて金

融審・市場制度ワーキングのタスクフォースで検討が行われた（二〇二一年六月に報告書とりまとめ）。

その結果、最良執行義務の見直しとしては、①（個人投資家については）価格を最も重要な要素と位置付け、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には、その旨と理由を開示する、② S O R を使用する場合は、次の事項を開示する、（i）価格を比較する市場、（ii）各市場への選択の方法と順序、（iii）レイテンシー・アービトラージへの対応方針（対応策を採らない場合は、その旨と理由を開示）。③ ダークプールを使用する場合は、その旨と理由を開示する、ものとされた。本改正は、政省令の改正を経て二〇二四年一月に発効した。

この最良執行義務の見直しに影響を与えたと見られるものに、「H F T が個人投資家の注文に先回りして取引している」とする日経新聞の報道（二〇一九年一月）があった。このため本見直しでは、レイテンシー・アービトラージ、S O R 及びダークプールといった特定の取引手法に焦点が当たっている面がある。

なお、実際の証券各社の対応は、①については、中小証券会社には「取引所以外で執行するためのシステム化のコストを顧客に転嫁しないこと」といった理由を挙げている社が多い〔故に注文はすべて取引所で執行するという意味〕。また、②（iii）については、P T S やダークプールに注文を出すときはI O C 注文にする〔I O C 注文にするとH F T に察知されない？〕ので、取引所に注文を回送しても先回りされないという趣旨〕、としている社が多い模様である。

③ 欧米の規制との比較

米国の最良執行義務は、一九七五年の証券規制改革により導入された。この改革で、固定手数料制下での手数料の分与等の不透明な慣行や市場の分裂の問題を解決するため、N M S (National Market System) の構築と

セットでオーダー・プロテクション規制が定められた。この規制により、市場仲介者は全米最良気配（NBBO）での執行が義務付けられている。同時に、取引市場側にも、NBBOに劣後する取引執行を避け、注文を回送する義務（トレード・スルーの禁止）が課されている。

欧州における最良執行義務は、MIFID IIで定められている。それは、「注文執行に当たっては、価格、コスト、スピード、執行及び決済の確実性、サイズ、性質、又は注文に関するその他の考慮すべき事項を勘案し、顧客にとって出来るだけ最良の結果が得られるようにあらゆる手段を十分に講じる」（二七条（一））こととしている。

欧米の最良執行義務と比較すると、米国が「価格重視」であり、欧州が「プロセス重視」であるのに対し、我が国は「方針重視」であると言える。我が国では、基本的に方針を策定して開示することを求めているのである（ただし、ダークプールについては実質的に対東証の価格改善を求めている）。

（2） ティックサイズ

① 我が国の近年におけるティックサイズの変更

二〇一四年から二〇一五年にかけて東証は、TOPIX一〇〇銘柄のティックサイズを引き下げた。これは、PTSのティックサイズが以前から小さかったことへの対抗策であり、三フェーズに分けて実施された。さらに二〇二三年六月、東証はこのティックサイズ下げをTOPIX四〇〇銘柄に拡大した。

これに対抗してJNXは、同月にティックサイズを引き下げた。一方Cboeは、二〇二四年四月にティックサイズの引下げを行った（ODXのティックサイズは、元々さらに細かった）。

このように我が国では、ティックサイズ引下げ競争は進行中の現象である。

② 欧米の規制との比較

米国のティックサイズ規制は、所謂サブペニー・ルール（レギュレーションNMS）として定められていた。これは、NMS株式の気配表示における最小ティックサイズを一セントとするものであった（株価にもよるが我が国と比較すると、かなり細かい）。このルールは、二〇〇一年の所謂デシマライゼーションによって導入されたもので、必ずしもティックサイズ引下げ競争を意識したものではなかった（それまでの慣行的な一／一六ドル（二部では実質一／八ドル）のティックサイズが大きすぎて、マーケットメーカーが不当な利益を上げているとの批判に対応したものである）。

このサブペニー・ルールに対しては、まず、小型株においてティックサイズが小さくなりすぎているのではないか、という議論が興った。米国では、このところIPO企業数が減少しているが、その一因を、過小なティックサイズにより小型株、新興株の市場流動性が低下していることに帰するものであった。これを受けてSECは、二〇一六年から二〇一八年にかけて、「小型株ティックサイズ拡大プログラム」を試行した。一部の小型株のティックサイズを、五セント又は一〇セントに拡大して市場の流動性を比較しようとするものである。試行は、コントロール・グループと三つの種類のティックサイズ拡大グループに分けるといふ、かなり精緻な方法で実施された。しかし、試行の結果は、「ティックサイズの拡大は」スプレッド、ボラティリティ、インパクト等市場の質を低下させる」（分析レポート）というものであり、このティックサイズ拡大プログラムは本実施されなかった。

次にティックサイズの引下げが議論された。取引市場の高度化や市場間競争の激化等により、ティックサイズが適切な水準となっていない銘柄については、見直しを行うべきではないか、とするものである（主としてサブ

ペニー・ルールが適用されないダークプールとの競争上の不均衡を意識した議論である」。こうした背景により、二〇二二年一二月、SECはティックサイズに関する規則改正を提案した。その内容は、平均気配スプレッドに応じたティック・テーブル（ティックサイズは、〇・一セント、〇・二セント、〇・五セント、一セントの四段階となる）を採用しようというものであった。これに対し、市場関係者から提案内容が複雑で運用面の負担が大きいという反対論が出た。そのため、二〇二四年九月の最終規則化では、新しいティックサイズの区分は二段階とし、気配スプレッドの小さい銘柄群の最小ティックサイズを〇・五セントに引き下げることとした。このルールは取引ベニューに関係なく適用され、新たに〇・五セントのティックサイズに区分される銘柄は、全売買代金の四五%を占める（二〇二三年のデータ）とされている。

欧州においても、ティックサイズの違いは取引ベニュー間の競争要因となることから、欧州取引所連合によるティックサイズ・ルールを策定する動きなどがあつた。そして、二〇一八年に施行されたMIFID IIは、法令ベースでティックサイズに関する規則を導入した。即ち、MIFID II 四九条（一）は、「加盟国は、規制市場に対し、ESMAが定める規制技術基準に沿って、ティックサイズの枠組みを採用することを義務付けなければならない」と定めた。そして、ESMAのRTS (Regulatory Technical Standards) 一は、各銘柄の株価（一九区分）と約定回数（六区分）を基準とするティックサイズのテーブル（二段階）を制定した。ESMAは、このテーブルをティックサイズのスプレッドに対する比率（S.T.R Spread to Tick Ratio）が概ね一・三から五・〇になるように定めたと言われている。

このような欧米の状況に対して、我が国には、現状、ティックサイズに関するルールは存在せず、金融庁は、取引所では取引所規則の認可、PTSでは業務方法書等の届出という形で、各取引ベニューのティックサイズ設

定に関わっているだけである。

4 我が国の規制の現状

(1) PTS / ダークプール

欧米では基本的に、取引所、PTS及びダークプールは、取引ベニユーとして同一の規制枠組みの下にある〔我が国のPTSに相当するものは、米国ではATS、欧州ではMTFと呼ばれる〕。そして欧米では、ダークプールは気配公表免除のATS及びMTFの位置付けである。

これに対して、我が国のPTSは金商業であり、PTSでの取引は、原則として金商法上の取引所外取引として店頭取引と同様に扱われている。金商業者がPTS業務を行うには、(登録だけでなく)認可を受ける必要があり、PTSに対する実態的規制は、その認可の条件として監督指針で示されていた。この点は二〇二四年二月の改正で、PTSの体制整備等について内閣府令で規定され、法令上の義務となったことは一歩前進であるが、PTSが(取引ベニユーではなく)金商業として位置付けられていることに変わりはない。

我が国のダークプールは、通常の金商業として業務を行うことが出来る形態〔ToSTNetに付け出す方式〕が監督指針で定義されているだけで、それに対する実態的規制は無い〔この点については、前述のように金融審市場WGで検討されたが、見直しは見送られた〕。一方で、ダークプールで注文を執行する仲介業者及びToSTNet側には、ダークプールの実態把握及び顧客への説明等の義務が課されている。また、ダークプールのToSTNet付出し方式は、それにより事後的透明性は図られるものの、取引所の管理下に置くことから、市場間競争という面では変則的(或いは利益相反的)なものとなっている。

総じて、我が国のPTS及びダークプールに対する規制は、取引所を含めた株式市場の市場構造及び市場間競争を適切に管理する枠組みとなっておらず、信用取引規制やSORなど特定の場面での取引ベニュー間のルールが定められているだけである。

(2) 市場構造に影響のある規制・制度

① 最良執行義務

現在のルールは、価格を最重要な要素とする原則を掲げているが、実際にはそれはあまり機能していない。実効的なのは、ダークプールやSORサービスを使う場合の顧客への開示・説明義務の部分である。また、レイテンシー・アービトラージへの対応方針を開示させることにより、実質的に仲介業者にレイテンシー・アービトラージ対策を求めている。結局、我が国の最良執行義務は、現在の市場構造を踏まえて顧客のためにどのような執行をすることが望ましいのかは、積極的に追求されておらず、ダークプール、SOR或いはレイテンシー・アービトラージという個別の問題への対応に留まっていると言うことができる。

一方で、現在の株式取引の市場構造を見ると、**執行市場のインハウス化**とも呼ぶべき現象が進んでいる。それは、ネット証券各社が、顧客の注文を自社又はグループ内のPTS、ダークプールで優先的に執行しようとする動きである。最近、ネット証券各社は、手数料無料（又は成功報酬）コースで、自社ダークプール又はグループ内PTSで優先的に執行する（そこで価格改善できなければ、東証で執行する）取扱いに行っている。これは、米国のリテール証券会社が、ホールセラーと呼ばれるマーケットメーカーに個人投資家の注文を送り（そこでNBBOで執行される）、ペイメント・フロー・オーダーフロー（PFOF）を得ているのと通底する現象である。

つまり、日本ではP F O Fの利得を執行市場をインハウス化することによって、ネット証券各社が囲い込む動きになっている。楽天証券が、二〇二四年一二月にP T Sを新たに設立（「J A X」）したことも、そうした動きの一環と見ることが出来る。こうしたことから、近年、P T S及びダークプールの市場シェアは顕著に上昇している（二〇二一年から二〇二四年にかけて、P T Sは八・八%↓一・八%、ダークプールは三・一%↓四・二%の市場シェアとなっている）。

いずれにせよ、最良執行義務のあり方を考える際には、上記のような市場構造の変化をも踏まえて、局部的な価格改善やレイテンシー・アービトラージ対策に止まらず、どのようなプロセスで顧客注文を執行することが正かつ顧客の利益に叶うのかを論じる必要があるものと思われる。

② ティックサイズ

上述のように、欧米では、ティックサイズに関する当局の規制（気配スプレッドに応じたティックサイズという考え方）が確立しつつある。我が国でも、現にティックサイズ引下げ競争は進行しており、我が国のティックサイズ規制をどう考えるべきか、が問題となる。

ただし、欧米のティックサイズ規制の議論は、実状としては取引ベンチャー間の競争条件の調整に主眼があり、ティックサイズが下がりすぎて悪影響が生じたことに対応したものではない（競争によりティックサイズが下がり過ぎると、市場の流動性に悪影響があるというのは理論的には正しいとしても、どこまで下がるといけないのかは未解明である）。

我が国では、P T Sがティックサイズの小ささを一つの武器として東証に対抗してきた実態がある（流動性が低くスプレッドが大きい市場のティックサイズが小さかったわけである）。我が国の市場間競争の状況は、欧米

とはかなり異なるものがあり、そのためティックサイズ規制に関する欧米の議論をそのまま我が国に適用するのは早計であろう。

いずれ我が国でも、当局によるティックサイズ規制を議論することになるが、その際には、我が国の望ましい市場構造は何かという大局的見地から（ダークプールも含めて）検討が行われる必要があるものと思われる。

（もりもと まなぶ・当研究所理事長）