



# 私論「電子化する市場と規制のあり方」 α版 (ver.0.5)

2012年10月2日

金融庁市場課企画官<sup>(注)</sup> 横尾光輔

(注) 報告内容のうち意見にわたる部分は執筆者の個人的な見解である

# TOB規制の変更

## 金商法施行令改正案の概要

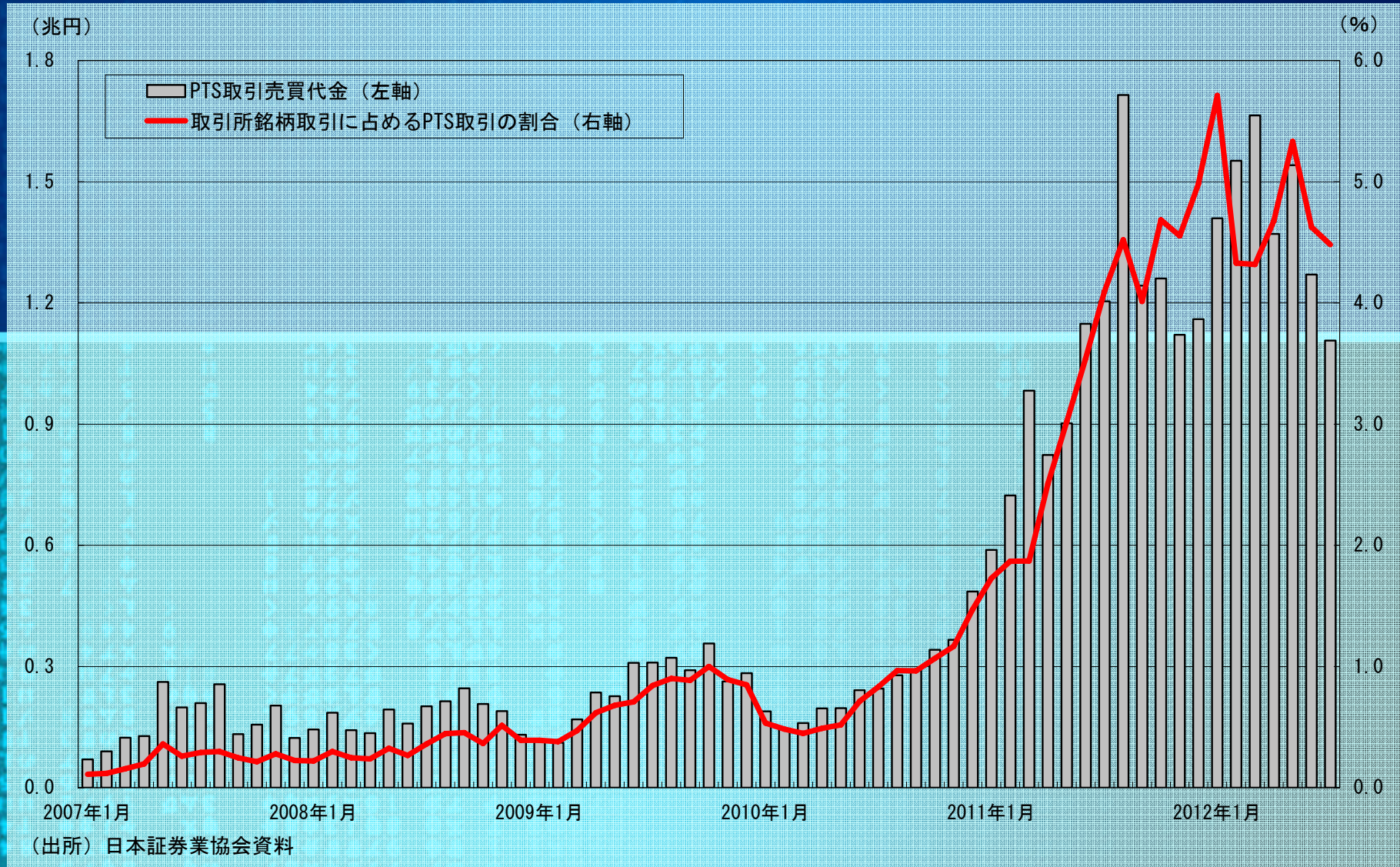
		公開買付規制の5%ルール	公開買付規制の3分の1ルール
市場内	立会内	対象外	対象外
	立会外	対象外	対象
市場外	P T S	対象 → (一定のP T Sは) 対象外	対象
	その他	対象	対象

(注) 公開買付(TOB)規制には、5%ルールと3分の1ルールがある。

i) 多数の者(60日間で10名超)からの市場外での買付けにより、買付け後の所有割合が5%を超える場合には、公開買付けを行わなければならない(5%ルール)。

ii) 著しく少数の者(60日間で10名以内)からの市場外での買付けにより、買付け後の所有割合が3分の1を超える場合には、公開買付けを行わなければならない(3分の1ルール)。

# 我が国におけるPTS市場の現状



# PTSに対する規制(金融商品取引法)

## 金融商品取引法第2条8項第10号

有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であって、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの（取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場（第六十七条第二項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。）以外において行うことが投資者保護のため適当でないと認められるものとして政令で定めるものを除く。）

イ 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。）

ロ 金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法

ハ 第六十七条の十一第一項の規定により登録を受けた有価証券（以下「店頭売買有価証券」という。）について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法

ニ 顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

ホ イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法

# PTSに対する規制(金融商品取引法)

## 金融商品取引法第30条・第32条

**第三十条** 金融商品取引業者は、第二条第八項第十号に掲げる行為を業として行おうとするときは、内閣総理大臣の認可を受けなければならない。

2 内閣総理大臣は、金融商品取引業者に対し前項の認可をしたときは、その旨を当該金融商品取引業者の登録に付記しなければならない。

**第三十条の四** 内閣総理大臣は、第三十条第一項の認可をしようとするときは、次に掲げる基準に適合するかどうかを審査しなければならない。

- 一 損失の危険の管理に関し、適切な体制及び規則の整備を行つていること。
- 二 資本金の額が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして政令で定める金額（注：3億円）以上であること。
- 三 純財産額が前号に規定する金額以上であること。
- 四 第四十六条の六第二項（注：自己資本比率規制）の規定に違反していないこと。
- 五 認可申請者の売買価格の決定方法、受渡しその他の決済の方法その他内閣府令で定める業務の内容及び方法が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものであること。

# PTSに対する規制(監督指針)

当該私設取引システムの最良気配・取引価格等を他の私設取引システムと比較可能な形で、リアルタイムで外部から自由にアクセスすることが可能な方法により公表すること。

ただし、他の私設取引システムと比較可能な形での公表形態が整うまでの間は、外部から自由にアクセスすることが可能な方法により公表すること。

# PTSに対する規制(監督指針)

a. 競売買以外の方法により価格決定を行う私設取引システム業務において株券又は新株予約権付社債券（金融商品取引所に上場されているもの又は金商法第67条の11第1項の規定により登録を受けたものに限る。）を対象とする場合

1 過去6ヵ月において、株券及び新株予約権付社債券（金融商品取引所に上場されているもの及び金商法第67条の11第1項の規定により登録を受けたものに限る。）の一日平均売買代金のすべての取引所金融商品市場及び店頭売買有価証券市場における売買代金の合計額に対する比率が、個別銘柄いずれかについて10%以上、かつ、当該株券及び新株予約権付社債券全体について5%以上となった場合には、次の措置を講ずること。

- 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。

2 過去6ヵ月において、当該比率が、個別銘柄いずれかについて20%以上、かつ、当該株券及び新株予約権付社債券全体について10%以上となった場合には、金融商品市場開設の免許の取得を行うこと。

3 これらの他、取引量の拡大等に対応して、公益又は投資者保護のため必要があるときは、その限度において、新たな基準を設けることがある。

# PTSの在り方を検討する際のあり得る論点

Market Fragmentation

Best Execution

Commission Sharing Agreement

Technological development




# Market Fragmentation (米国の対応)

## ■2005年 Regulation NMS

- Order Protection Rule
- Access Rule
- Sub-Penny Rule
- Market Data Rule


## ■2009年 Flash Order規制

## ■2009年 Dark Pool規制

 並存する多数の取引執行の「場」を、あたかも1つの市場であるようにバーチャルに構築する努力？

# Market Fragmentation (欧州の対応)

- 2004年 Mifid (Markets in financial instruments directive)採択
- 2007年 Mifid 施行
  - 市場集中義務撤廃
  - Multilateral Trading Facility (MTF)
  - 最良執行義務
- 2011年 Mifid見直し
  - Organized Trading Facilities (OTF)
  - 規制市場、MTF、OTFに対する横断的規制

 既存取引所(ローカル市場)とMTF(汎EU市場)の共存と同一競争条件の確保？

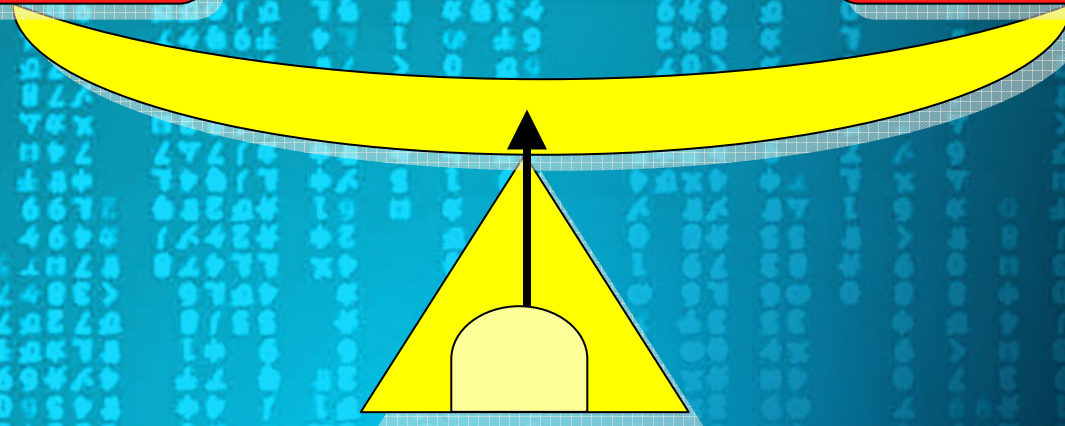
# 市場機能発揮のためのフォーマット

インフラコスト  
行政コスト

市場間での競争  
圧力の欠如

市場間競争による  
イノベーション

効率的な  
価格形成



# 我が国の最良執行義務

## 金融商品取引法 第40条の2

金融商品取引業者等は、有価証券の売買及びデリバティブ取引(政令で定めるものを除く。以下この条において「有価証券等取引」という。)に関する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(以下この条において「最良執行方針等」という。)を定めなければならない。

2 金融商品取引業者等は、内閣府令で定めるところにより、最良執行方針等を公表しなければならない。

3 金融商品取引業者等は、最良執行方針等に従い、有価証券等取引に関する注文を執行しなければならない。

# 我が国の最良執行義務②

金融審議会金融分科会第一部会報告書(平成15年12月)

「市場機能を中核とする金融システムに向けて」

最良執行義務の内容としては、大多数の投資家にとって取引所で執行することが利益に合致している実情を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務とし、具体的な執行方法は証券会社自らが定めて顧客に示す、そしてその通りに執行されているかどうか検証するための報告・公表を一層充実させることが考えられる。

こうした義務であるから、例えば、価格のみに着目して事後的に最良になっていなかったとしても、それのみをもって当局から義務違反を指摘されるような性格のものではない。

# 市場機能発揮のためのフォーマット

最良価格での執行義務

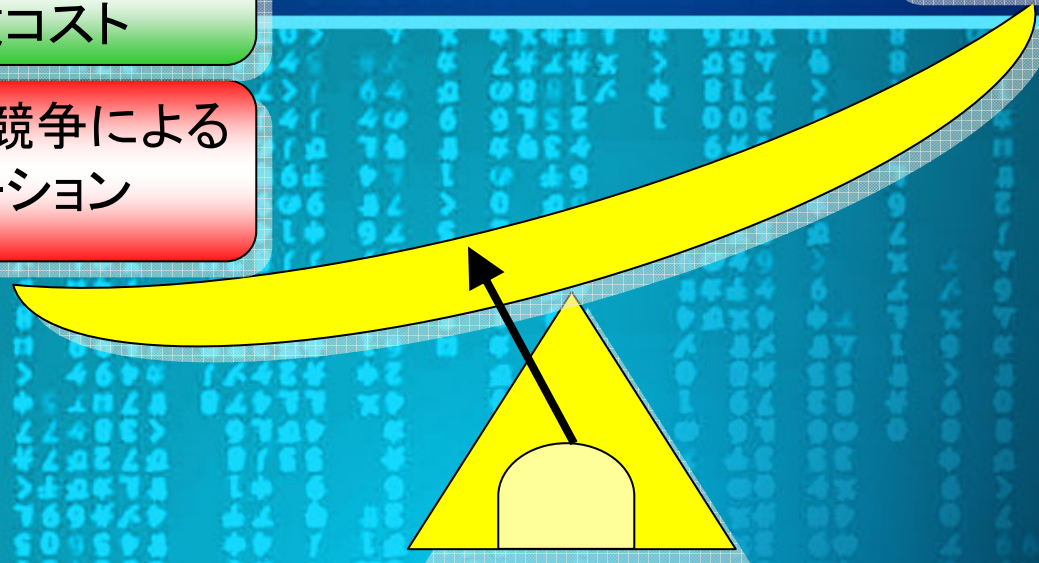


インフラコスト  
行政コスト

市場間競争による  
イノベーション

非競争的環境

効率的な  
価格形成



# 市場機能発揮のためのフォーマット

最良価格での執行義務



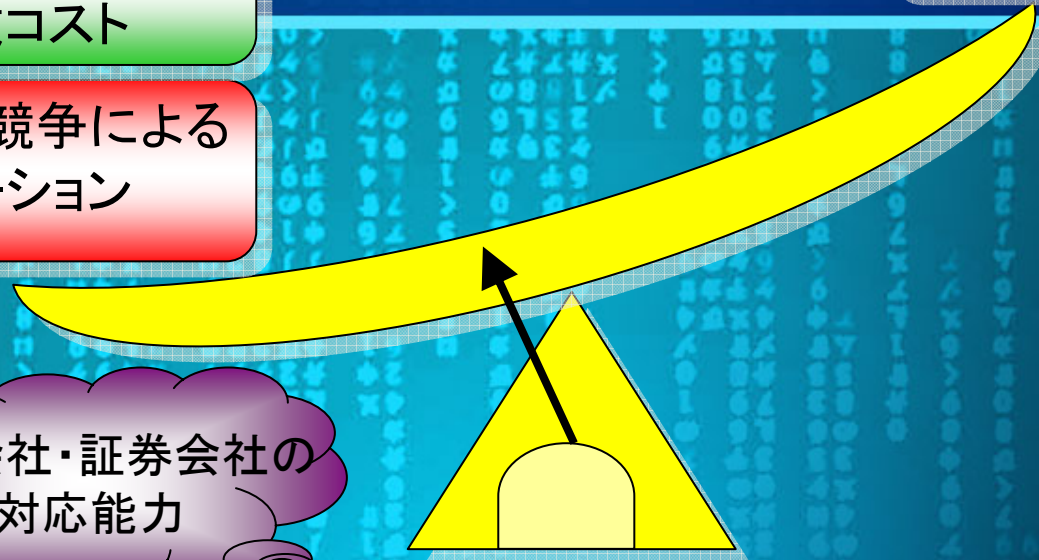
インフラコスト  
行政コスト

市場間競争による  
イノベーション

運用会社・証券会社の  
対応能力

非競争的環境

効率的な  
価格形成



# アンバンドリング？



投資一任



運用業者

投資助言葉？

リサーチの提供



機関投資家

投資家に対する開示は？  
投資家の同意は？

注文  
手数料



CSA契約



リサーチ料



リサーチ業者

リサーチ料のフール 証券会社(執行)





# US SEC: Concept Release on Equity Market Structure on 2010

## ***Market Quality Metrics***

- What are the best metrics for assessing market quality for long-term investors and have these metrics improved or worsened in recent years?

## ***Fairness of Market Structure***

- Is the current highly automated, high-speed market structure fundamentally fair for investors?

## ***High Frequency Trading***

- What types of strategies are used by the proprietary trading firms loosely referred to as high frequency traders, and are these strategies beneficial or harmful for other investors?
- Is the overall use of any harmful strategies by proprietary firms sufficiently widespread that the Commission should consider a regulatory initiative in this area?

# US SEC: Concept Release on Equity Market Structure on 2010

## ***Co-Location***

- Ⓢ Do co-location services give proprietary trading firms an unfair advantage?
- Ⓢ If so, should the proprietary firms that use these services be subject to any specific trading obligations?

## ***Dark Liquidity***

- Ⓢ Has the trading volume of undiscovered trading centers (such as dark pools) reached a sufficiently significant level that it has detracted from the quality of public price discovery?
- Ⓢ If more individual investor orders were routed to public markets, would it promote quote competition in the public markets, lead to narrower spreads, and ultimately improve order execution quality for individual investors beyond current levels?
- Ⓢ Are a significant number of individual investor orders executed in dark pools and, if so, what is the execution quality for these orders?

## **IOSCO: Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Change on Market Integrity and Efficiency**

**Recommendation 1:** Regulators should require that trading venue operators provide fair, transparent and non-discriminatory access to their markets and to associated products and services.

**Recommendation 2:** Regulators should seek to ensure that trading venues have in place suitable trading control mechanisms (such as trading halts, volatility interruptions, limit-up-limit-down controls, etc.) to deal with volatile market conditions. Trading systems and algorithms should be robust and flexible such that they are capable of dealing with, and adjusting to, evolving market conditions. In the case of trading systems, this should include the ability to adjust to changes (including sudden increases) in message traffic.

**Recommendation 3:** All order flow of trading participants, irrespective of whether they are direct venue members or otherwise, must be subject to appropriate controls, including automated pre-trade controls. These controls should be subject to the regulatory requirements of a suitable market authority or authorities. In addition, regulators should identify any risks arising from currently unregulated direct members/participants of trading venues and, where any are identified, take concrete steps to address them.

## **IOSCO: Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Change on Market Integrity and Efficiency**

**Recommendation 4:** *Regulators should continue to assess the impact on market integrity and efficiency of technological developments and market structure changes, including algorithmic and high frequency trading. Based on this, regulators should seek to ensure that suitable measures are taken to mitigate any related risks to market integrity and efficiency, including any risks to price formation or to the resiliency and stability of markets, to which such developments give rise.*

**Recommendation 5:** *Market authorities should monitor for novel forms or variations of market abuse that may arise as a result of technological developments and take action as necessary. They should also review their arrangements (including cross-border information sharing arrangements) and capabilities for the continuous monitoring of trading (including transactions, orders entered or orders cancelled) to help ensure that they remain effective.*

# テクノロジーの進化が市場に与える影響

単なる注文執行方法に関する業者間・市場間のサービス競争？

システムに関する  
リスク、コスト

証券ビジネスのパラダイムシフト？

価格発見機能、流動性提供といった市場機能を根本的に変える変化？

ビッグデータ  
クラウド  
プログラム言語の陳腐化

抜本的な規制・監督体系の再構築？



# 誰のためのテクノロジー進化？

## 金融商品取引法第一条(目的規定)

この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。

# 実体経済を支える金融

金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン  
～新成長戦略の実現に向けて～

## 金融の役割

- **実体経済を支えること**
  - ・適切な投資機会・多様な資金調達手段の提供
- **金融自身が成長産業として経済をリードすること**
  - ・1,400兆円を超える家計部門の金融資産や、成長著しいアジア経済圏への隣接等の好条件の活用

## アクションプランの3本柱

- I. 企業等の規模・成長段階に応じた適切な資金供給
- II. アジアと日本とをつなぐ金融
  - ・アジアの主たる市場(メイン・マーケット)たる日本市場の実現
  - ・我が国金融機関のアジア域内での活動拡大の支援
- III. 国民が資産を安心して有効に活用できる環境整備

# プリンシプルベースの規制・監督

金融サービス業におけるプリンシプル	具体的なイメージ
1. 創意工夫をこらした自主的な取組みにより、利用者利便の向上や社会において期待されている役割を果たす。	①利用者の求める金融サービス提供のための不断の努力 ②多様な利害関係者との適切な関係 ③我が国の金融サービス業が、高い付加価値を生み出し、経済の持続的成長に貢献していくことを期待 ④社会的責任等への対応
2. 市場に参加するにあたっては、市場全体の機能を向上させ、透明性・公正性を確保するよう行動する。	①法令、自主規制等の遵守 ②ベストプラクティスの追及、必要に応じ自主規制等の改善に努め、市場の効率性など機能向上のために貢献 ③市場の透明性・公正性を害する悪質な行為に対して厳しい態度で臨み、市場の透明性・公正性確保のために貢献
3. 利用者の合理的な期待に応えるよう必要な注意を払い、誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行う。	①利用者のニーズを十分踏まえ、適切な金融サービスの提供、事後フォロー等の契約管理 ②「優越的地位の濫用」の防止等、取引等の適切性の確保 ③利用者の情報保護の徹底 ④利用者の公平取扱い、アームズレングスの遵守
4. 利用者の経済合理的な判断を可能とする情報やアドバイスをタイムリーに、かつ明確・公平に提供するよう注意を払う。	①利用者等の判断材料となる情報を正確・明確に開示し、実質的な公平を確保 ②適合性の原則 ③利用者に対し真実を告げ、誤解を招く説明をしないこと
5. 利用者等からの相談や問い合わせに対し真摯に対応し、必要な情報の提供、アドバイス等を行うとともに金融知識の普及に努める。	①可能な限り利用者の理解と納得を得るよう努力 ②相談、問い合わせ、苦情等の事例の蓄積と分析を行い、説明態勢など業務の改善に努力 ③正しい金融知識の普及
6. 自身・グループと利用者の間、また、利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する。	①利益相反やビジネス上のコンフリクトに適切に対応しているか十分に検証 ②利益相反による弊害を防止する適切な管理態勢の整備 ③利用者に対する誠実な職務遂行
7. 利用者の資産について、その責任に応じて適切な管理を行う。	①利用者の財産の適切な管理 ②財産を管理するものの責務の履行（例えばその責務に応じて善管注意義務、分別管理義務、受託者責任）
8. 財務の健全性、業務の適切性等を確保するため、必要な人員配置を含め、適切な経営管理態勢を構築し、実効的なガバナンス機能を発揮する。	①適切かつ効率的な経営管理・ガバナンスの構築 ②役職員の適切な人員配置 ③法令や業務上の諸規則等の遵守、健全かつ適切な業務運営 ④各金融機関等の取締役のフィットアンドプロパー
9. 市場規律の発揮と経営の透明性を高めることの重要性に鑑み、適切な情報開示を行う。	①市場への適時・適切な情報開示 ②多様な利害関係者への適時適切な情報開示
10. 反社会的勢力との関係を遮断するなど金融犯罪等に利用されない態勢を構築する。	①犯罪等へ関与せず、利用されないための態勢整備（含反社会的勢力との関係遮断） ②顧客管理体制の整備、関係機関等との連携
11. 自身のリスク特性を踏まえた健全な財務基盤を維持する。	①リスク特性に照らし、資産、負債、資本のあり方を適切に評価 ②リスクに見合った自己資本の確保
12. 業務の規模・特性、リスクプロファイルに見合った適切なリスク管理を行う。	①適切なリスク管理態勢の整備 ②資産・負債、損益に影響を与え得る各種リスクを総合的に把握し、適切に制御 ③持続可能な収益構造の構築
13. 市場で果たしている役割等に応じ、大規模災害その他不測の事態における対応策を確立する。	①市場混乱時における流動性確保 ②危機管理体制の構築、危機時の関係者間の協調
14. 当局の合理的な要請に対し誠実かつ正確な情報を提供する。また、当局との双方向の対話を含め意思疎通の円滑を図る。	①当局からの合理的な要請に対し、適時に必要とされる情報を十分かつ正確に伝達 ②当局と金融サービス提供者の双方向の対話の充実を通じて円滑な情報伝達



# 適切な市場機能の発揮のための それぞれの役割

注文を執行する「場」

運用のための注文を執行する人たち

お金を預かって運用する人たち

お金を出す人たち

Thank you



High Frequency Traders

Your comments will be welcome to <https://www.facebook.com/#!/kosuke.yokoo>