

デジタル証券 PTS に関する提言

ST 研究コンソーシアム

第 1 はじめに

2020 年 5 月 1 日に施行された改正金融商品取引法により、ブロックチェーン等を利用して電子的に発行・移転ができる有価証券や権利は電子記録移転有価証券表示権利等(以下「デジタル証券」という。)と位置付けられ、これに適した開示規制及び業規制が導入された。この法改正を背景に、金融業界では、デジタル証券の発行及び流通を行おうとする取組みが加速している。昨年度は、実証実験的なパイロット案件の取組みが主流であったが、本年度に入ってから、社債型のデジタル証券¹や不動産信託受益権を裏付資産とするデジタル証券²が公募により一般投資家に対して販売されるなど、デジタル証券関連のビジネスが本格的な拡大期に入りつつあるといえる。

デジタル証券は、有価証券や権利をブロックチェーン上のトークン等に表示することによって、安全かつ効率的に流通するものとなりうるため、これまで、流通性が低く私募のみで扱われてきた金融商品に対する一般投資家のアクセス等を可能にするなど、国民の財産形成に役立つことが期待されるが、広く国民に受け入れられる本格的な金融商品に育つためには、発行市場の整備のみならず、流通市場の整備が必須である。

この点、デジタル証券は、金融商品取引所(以下「取引所」という。)では、少なくとも当面の間、取り扱われない可能性が極めて高く、他方、証券会社における店頭取引のみでは流通性が乏しいため公正な価格を安定的に形成するには不十分と考えられる。したがって、デジタル証券の流通を促進するためには、デジタル証券を私設取引システム(以下「PTS」という。)において扱うことができるようにすることが、現状では、最も適した方法であると考えられる(デジタル証券を取り扱う PTS を、以下「デジタル証券 PTS」という。)

そこで、本提言書では、デジタル証券 PTS 創設に向けた論点と課題と洗い出し、デジタル証券 PTS に相応しい制度枠組みを提言したい。

第 2 デジタル証券 PTS における取扱有価証券及び価格決定方法

1. 取扱有価証券

デジタル証券 PTS において取り扱うことを想定している有価証券は、以下のとおりである。

¹ 株式会社 SBI 証券・2021 年 4 月 19 日付けニュースリリース「国内初となる一般投資家向けセキュリティトークンオフリング(STO)実施のお知らせ～XRP 特典付き SBI 証券発行デジタル社債への投資が可能に～」

https://www.sbigroup.co.jp/news/pr/2021/0419_12416.html

² 三菱 UFJ 信託銀行株式会社、ケネディクス株式会社、野村證券株式会社、株式会社 SBI 証券・2021 年 7 月 9 日付けニュースリリース「STO ビジネスにおける業種横断での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について」

https://www.tr.mufg.jp/ippan/release/pdf_mutb/210709_1.pdf

(1) トークン表示一項有価証券

まず、伝統的な有価証券である、金融商品取引法第 2 条第 1 項に列挙される有価証券に表示されるべき権利をトークンに表示したもの(以下「トークン表示一項有価証券」という。)が考えられる。なお、上場有価証券をトークンに表示するニーズは現時点ではないため、ここでは非上場の有価証券を想定している(ただし、デジタル証券 PTS において、トークンに表示された有価証券以外の上場有価証券を取り扱うことはあり得る。)

現状実用化が検討されている代表例(すでに発行例があるものを含む。)として、受益証券発行信託の信託受益権、社債、投資信託の受益権等が挙げられる。また、地方債、特定目的会社が発行する優先出資証券等も検討が進められている。

さらに、デジタル証券 PTS の取扱対象であるトークン表示一項有価証券は、以下のものを含む。

(i) 非上場の株式、新株予約権及び新株予約権付社債

日本証券業協会の自主規制規則である「店頭有価証券に関する規則」第 3 条において、証券会社が非上場の株式、新株予約権及び新株予約権付社債(以下「非上場株式等」という。)の投資勧誘を行うことは原則として禁止されている。したがって、デジタル証券 PTS において非上場株式等の取引を可能とすると、当該規則に違反することとなるのではないかが問題となる。

この点、非上場株式等の投資勧誘が禁止されるのは、流通の場が存在しないことから妥当な価格の把握が困難であること及び発行者による情報開示が制度化されていないことを理由とするものである。非上場株式等であっても、公募により発行される場合には、法令に従った情報開示が行われ、また、デジタル証券 PTS において取り扱うことにより、流通の場が提供され、妥当な価格が形成されることが期待できる。したがって、公募により発行される非上場株式等については店頭有価証券に関する規則における勧誘禁止の趣旨が当てはまらなると考えられるため、同規則において、デジタル証券 PTS における取扱いを可能とすることが考えられる。

(ii) 外国証券(トークン表示一項有価証券のうち、外国で管理されるものを意味する。)

近時一般投資家からの投資ニーズの高い外国証券についても、取引コスト低減等の観点から、取扱いが検討されている。

(2) 電子記録移転権利

金融商品取引法は、PTS において、同法第 2 条第 2 項各号に掲げる権利(以下「第二項有価証券」という。)を取り扱うことを特段制限していない(金融商品取引法第 2 条第 8 項第 10 号、金融商品取引法施行令第 1 条の 9 の 3)が、従来、第二項有価証券は流通性が低いと考えられてきたことから、これを PTS で取扱うことは実務上検討されてこなかった。

これに対し、電子記録移転権利については、流通性が高いこと等を前提として、第一項有価証券としての業規制及び行為規制を受けることとなったため、デジタル証券 PTS での取扱いの対象となると考えられる(2020 年 4 月 3 日付金融庁パブリックコメント回答 52 頁 196 番参照)。具体的には、(受益証券発行信託の信託受益権以外の)信託受益権及び匿名組合出資持分等をトークンに表示した電子記録移転権利がその主たる対象となる(以下、それぞれ「受益権型電子記録移転権

利)、「TK 型電子記録移転権利」という。)

もっとも、受益権型電子記録移転権利も TK 型電子記録移転権利もその譲渡につき第三者対抗要件を具備するためには確定日付のある証書による通知又は承諾が必要となる。言い換えれば、電子記録移転権利をデジタル証券 PTS で取引したとしても、別途、確定日付のある証書による通知又は承諾を経るまでは権利移転を確実に行えないため、デジタル証券 PTS における取引の安全に疑義が生じ得る。この点について、抜本的な解決を図るためには、民法、信託法又は商法等の改正によって、これらの権利の移転につき第三者対抗要件をデジタル完結で具備できる法的手当てを行う必要がある。もっとも、そのような法改正においては電子記録移転権利のみならず様々な権利の譲渡の第三者対抗要件について十分な議論を尽くす必要があり、法改正が行われるとしても少なくとも数年はかかるものと考えられる。

他方、2021 年産業競争力強化法改正により、一定の要件を満たす情報システムを利用した債権譲渡通知等について、当該債権譲渡通知等を確定日付のある証書による通知又は承諾とみなす特例措置が導入されることになった(同法第 11 条の 2)。したがって、受益権型電子記録移転権利や TK 型電子記録移転権利の発行・流通を行うことができるデジタル証券取引プラットフォームにおいて同法第 11 条の 2 の要件を満たした債権譲渡通知等が行えるのであれば、当該プラットフォーム運営者(又はシステム提供者)が同法第 9 条第 1 項の新事業活動の認定を受けることで、確定日付のある証書による通知又は承諾を別途取得することなく、第三者対抗要件を具備することが可能となる。

以上を踏まえれば、デジタル証券 PTS では、上記の抜本的な法改正がされるまでの間は、産業競争力強化法第 11 条の 2 に関し、同法第 9 条第 1 項の認定を受けた事業者の運営するデジタル証券取引プラットフォーム上で発行・流通する電子記録移転権利のみを取り扱うことにする。

(3) 留意点等

デジタル証券 PTS の取扱対象となるデジタル証券のうち、一般投資家もデジタル証券 PTS の参加証券会社を通じて取引に参加できるものは、公募により発行された有価証券になると考えられる。もっとも、デジタル証券 PTS では金融機関と機関投資家のみが参加可能なシステムも提供され得ることから、そのような場合には、適格機関投資家私募により発行されたデジタル証券も取扱対象となり得る。

なお、上記(1)及び(2)で述べたデジタル証券の発行及び流通のためのプラットフォームにおいては、ブロックチェーンその他の分散型台帳を用い、有価証券を表示するトークンを発行及び移転する形で権利の帰属を管理することが通常想定されている。このようなプラットフォームの外で行われる取引を制限しない場合、プラットフォーム内で安全かつ確実にデジタル証券の譲渡を完結させることができないため、取引の安全を確保できないおそれがある。したがって、デジタル証券 PTS で取り扱うものは、デジタル証券取引プラットフォーム外での取引を制限しているデジタル証券に限定することが考えられる。

2. 価格決定方法

デジタル証券 PTS において採用される可能性がある価格決定方法は、以下のとおりである。

(1) 競売買方式

取引所と同様のオークション方式により売買価格を決定するものである(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号イ)。現行法上、競売買方式の採用は、上場有価証券の取引高に対する比率が一定の基準を超えない場合に限定されている(金融商品取引法施行令 1 条の 10)ものの、競売買方式の PTS の位置付けを取引所の「代替市場」に限る必要はなく、デジタル証券をはじめとする非上場有価証券についても、競売買方式を採用できることを明示的に認めるべきである(競売買方式を導入した 2004 年金融商品取引法改正時に、公社債や未公開株式についても競売買方式を認める前提で議論されていた点について金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」の平成 15 年 12 月 9 日付報告書 2 頁参照)。

もともと、デジタル証券 PTS において競売買方式を採用する場合、PTS が取引所と同様の価格形成機能を有することとなるため、取引所との区別の基準及び取引の公正性の確保を検討する必要がある(後記第 3 及び第 4 参照)。

(2) 顧客注文対当方式及び売買気配提示方式

顧客注文対当方式は、顧客が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である(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号ホ、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 17 条 1 号)。また、売買気配提示方式は、いわゆるマーケットメイク方式であり、金融商品取引業者が一つの銘柄に対して複数の売り気配・買い気配を提示し、これらに基づく価格を用いる方法である(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号ホ、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令 17 条 2 号)。

現行法上、これらの価格決定方法をデジタル証券 PTS において採用できることは明確であるが、一定の価格形成機能を有することに着目して取引所との区別の基準及び取引の公正性確保の措置を設けるかどうかを検討する必要がある(後記第 3 及び第 4 参照)。

3. デジタル証券 PTS と従来の PTS の主たる相違点

参考までに、上場株式を取り扱う株式 PTS 及び債券 PTS と比較した場合のデジタル証券 PTS の特徴は以下のとおりである。

(1) 従来の株式 PTS との相違点

従来の株式 PTS は顧客注文対当方式を採用するものであり、かつ取扱いの対象は上場株式に限られているため、取引所の代替市場として位置付けられ、機能してきた。したがって、従来の株式 PTS が独自に価格形成機能を持つものではない。

これに対して、デジタル証券 PTS が非上場有価証券を取り扱い、競売買方式を採用する場合は、

取引所の代替市場ではなく、取引所と同様の価格形成機能を有することとなる。

(2) 従来の債券 PTS との相違点

従来の債券 PTS は、基本的に取引参加業者間の日本国債の大口自己取引のみを取り扱っており、取引参加業者を通じて一般投資家が取引を行うことは想定されていない。また、従来の債券 PTS は、競売買方式を採用していないため、独自に高度な価格形成機能を持つものではない。

これに対して、デジタル証券 PTS では、上記(1)に述べたとおり取引所と同様の価格形成機能を有することになる。また、取引参加業者を通じて一般投資家が取引を行うことが想定される。

以上を踏まえ、デジタル証券 PTS において取り扱うことを想定している主要な有価証券と価格決定方法をまとめると以下の表のとおりである。

【デジタル証券 PTS の主要な取扱有価証券及び価格決定方法(グレー部分)】

	株式		債券	資産裏付け型 (上場 REIT 以外)
	上場株式	非上場株式		
競売買方式	取引所	高度な価格形成機能を持つデジタル証券 PTS		
顧客注文対 当方式	従来の 株式 PTS	高度な価格形成機能を持たないデジタル証券 PTS		
売買気配提 示方式				
PTS にあたら ないもの		株主コミュニ ティ	店頭売買	

第 3 取引所金融商品市場/PTS 区分と移行措置の考え方

1. PTS と取引所金融商品市場の区分に関する現行法上の基準

現行法において、PTS において採ることのできる価格決定方法には、①競売買方式(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号イ)、②市場価格売買方式(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号ロ)、③顧客間交渉方式(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号ニ)、④顧客注文対当方式(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号ホ、定義府令 17 条 1 号)、⑤売買気配提示方式(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号ホ、定義府令 17 条 2 号)があるところ、デジタル証券 PTS において①競売買方式、④顧客注文対当方式及び⑤売買気配提示方式を採る場合における PTS と取引所金融商品市場の区分は以下のとおりである。

(1) 競売買方式の場合

競売買方式については、「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。」と括弧書で留保されており、具体的な売買高の基準については、金融商品取引法施行令で以下のとお

り定められている(金融商品取引法 2 条 8 項 10 号イ、金融商品取引法施行令 1 条の 10)。

- 上場有価証券等の全ての取引所金融商品市場における売買に係る総取引高の一営業日当たりの平均額に対する比率の 1%(金融商品取引法施行令 1 条の 10 第 1 号)
- 当該銘柄の全ての取引所金融商品市場における売買に係る総取引高の一営業日当たりの平均額に対する比率の 10%(金融商品取引法施行令 1 条の 10 第 2 号)

したがって、価格決定方法として競売買方式を採用する場合における PTS と取引所の区分は、以下のとおりとなる。

- 上場有価証券等の全ての取引所金融商品市場における売買に係る総取引高の一営業日当たりの平均額に対する比率が 1%を超えるかどうか(金融商品取引法施行令 1 条の 10 第 1 号)
- ある銘柄の全ての取引所金融商品市場における売買に係る総取引高の一営業日当たりの平均額に対する比率が 10%を超えるかどうか(金融商品取引法施行令 1 条の 10 第 2 号)

(2) 顧客注文対当方式、売買気配提示方式の場合

価格決定方法として顧客注文対当方式又は売買気配提示方式を採用する場合には、現行法上、両者を区分する数量基準は存在しない。PTS が採用し得る価格決定方法に顧客注文対当方式及び売買気配提示方式が追加された平成 12 年証券取引法改正の際、顧客注文対当方式及び売買気配提示方式についてはそれぞれ取引所有価証券市場及び店頭売買有価証券市場ほどには高度な価格形成機能を有しないと整理された経緯があるためである³。

ただし、株式及び新株予約権付社債については、認可の条件が付される形で要件が加重されている。主な条件は以下のとおりである(金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(以下「監督指針」という。))IV—4—2—1③イ、ロ a)。

- 価格情報等の外部公表
- 過去 6 ヶ月の一日平均売買代金の全ての取引所金融商品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%以上となった場合は以下の措置を講ずる。
 - ・ 売買管理及び審査を行う態勢の拡充・整備
 - ・ 取引所における違約損失準備金制度と同様の制度の整備
 - ・ システムの容量等の安全性・確実性確保のための定期的なチェック
- 過去 6 ヶ月において、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。

また、その他の有価証券については、現時点では基準は明示されていないが、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、取引基準を設ける

³ 平成 12 年 11 月 16 日付「[私設取引システム\(PTS\)開設等に係る指針](#)」

ことがあるとされている(同ロ b)⁴。

2. デジタル証券 PTS と取引所金融商品市場の区分の基準

(1) 顧客注文対当方式又は売買気配提示方式を採用する場合

上記を踏まえると、デジタル証券 PTS において顧客注文対当方式又は売買気配提示方式のみを採用する場合には、現行法の取扱いと同様、高度な価格形成機能は有しないと考えられるため、高度な価格形成機能が認められるような特別な事象が生じない限り、取引高にかかわらず取引所金融商品市場には当たらないと整理し得る。

(2) 競売買方式を採用する場合

他方、競売買方式を採用する場合には、デジタル証券 PTS がより高度な価格形成機能を有する場合もあり得ると考えられる。そのため、更なる検討が必要である。この際、上場有価証券等については、取引所金融商品市場での上場有価証券等の全ての総取引高及び個別銘柄の総取引高に対する PTS でのそれぞれの総取引高の割合を基準として取引所金融商品市場と PTS の区別がされるのに対し、デジタル証券については、取引所金融商品市場に上場されていないことから、そのような総取引高の割合を基準にすることができないことを議論の出発点にする必要がある。

ア デジタル証券ビジネスの立上げステージにおける対応

デジタル証券のビジネスは、本年 8 月に受益証券発行信託の信託受益権としてのデジタル証券が公募により初めて発行され、ようやく本格的なビジネスが立ち上がろうとしている段階である。そして、当面の間、取引参加者が試行錯誤を繰り返しながら、市場の拡大に努めていくものと考えられる。このため、当面の間、デジタル証券の取引高は上場株式等の取扱高に比してはるかに小さい金額に止まることが予想される。このような状況下では、デジタル証券を取り扱うことに起因するシステミックリスクその他の日本の金融市場又は経済活動上のリスクは限定的であるため、デジタル証券 PTS でデジタル証券の競売買を行う場合であっても、デジタル証券に特に着目した PTS と取引所金融商品市場の区分に関するルールを設ける必要はないと整理することが現実的であると考えられる⁵。

イ デジタル証券ビジネスが本格化する段階での対応

他方、デジタル証券のビジネスが本格的に軌道に乗り、デジタル証券 PTS におけるデジタル証券の発行額が我が国の金融市場や経済活動に相当の影響を与え得る規模になる段階に達した場合には、別途の検討が必要になる。この場合において、デジタル証券 PTS が、デジタル証券取引につき競売買方式を採用するとすれば、当該 PTS は、高度な価格形成機能を有することになり、取引所金融商品市場との区別の基準が必要になると考えられる。

⁴ JNX では競売買方式はとられておらず、監督指針Ⅳ—4—2—1③イ、ロ a に抵触しないように運営されている。

⁵ 米国においても規制当局の裁量が発動されていない点については、別紙参照のこと。

もっとも、デジタル証券については、これが取引所金融商品市場において上場されることとならない限り、前述のとおり、取引所金融商品市場での総取引高に対する割合を基準とすることができない。

そこで、次のような基準を設けることが考えられる。

- ① デジタル証券 PTS における競売買方式によるデジタル証券の総取引高が特定の基準額（絶対額）を超えるかどうかを基準とする（以下「絶対額基準」という。）
- ② デジタル証券 PTS における競売買方式によるデジタル証券の総取引高が取引所金融商品市場及び店頭売買有価証券市場の総取引高の一定割合を超えるかどうかを基準とする（以下「相対額基準」という。）

この点、①の絶対額基準は適切な金額の設定が極めて困難である。他方、②の相対額基準については、前述のとおりデジタル証券のみに着目すれば、比較する対象がない。もっとも、より大きな視点でシステミックリスクに着目することにより、銘柄を問わずに、デジタル証券 PTS におけるデジタル証券の総取引高が、全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総取引高の一定割合を超える場合には、金融商品市場開設の免許の取得を義務付ける旨を規定することが考えられる。

3. 移行措置

(1) 現行法上の整理

現行法上、PTS から取引所金融商品市場への移行措置に関する規定は存在しない。そのため、PTS において競売買方式を採用する場合には、有価証券の売買高が政令で定める基準を超えると直ちに金融商品市場に該当することになる。したがって、PTS の運営にあたっては、取り扱われる有価証券の売買高が閾値を超えないように運営されることになる⁶。

(2) デジタル証券の場合

デジタル証券 PTS については当該 PTS 自身がメイン市場となるため、デジタル証券に特に着目した PTS と取引所金融商品市場の区分について一定の定量的基準を設けた場合には、当該基準の内容によっては閾値を超えないように運営し続けることが困難な場合が想定される。

そのため、PTS から取引所金融商品市場への移行については、金融商品市場開設の免許の取得には相応の時間がかかることを踏まえたルールを設ける必要がある。例えば、総取引額が一定の閾値を超えた場合には、その日から 1 年以内に免許の申請をしなければならないこととし、1 年以内に免許申請が受理された場合には、さらに免許の付与又は拒否の決定までは業務を継続できる旨を定めることが考えられる。

⁶ 上場株式 PTS の場合、当該有価証券の取引ができる取引所金融商品市場が存在するため、PTS が取り扱われる有価証券の売買高が閾値を超えないように運営されたとしても、投資家は当該有価証券の取引の場がなくなるものではない。

第4 デジタル証券 PTS における行為規制

1. 不公正取引規制のあり方

現時点においては、上場金融商品のみが金融商品取引法の不公正取引規制の適用対象となっている。そのため、今後デジタル証券 PTS で取り扱われる非上場のデジタル証券について、不公正取引の対象とすべきか、仮に対象とする場合、競売買方式で取引されるものだけに当該規制を適用していくのか、それとも、顧客注文対当方式や売買気配提示方式で取引されるものにも適用するのかを検討する必要がある。この点、デジタル証券 PTS が高度な価格形成機能を有する場合には、一定の不公正取引規制を適用する必要があることは否定できないが、不公正取引規制の適用範囲の拡大は規制コストや業者のシステム対応・運営コストに直結し、特にシステム対応・運営コストはデジタル証券 PTS の創設にあたって大きな障害となり得るため、イノベーションを促進する観点から、過度な規制は避ける必要がある。以上を前提に、主要な不公正取引規制の適用の要否について、以下に整理する。

(1) 相場操縦規制

金融商品取引法 159 条に定める相場操縦規制は、取引所、PTS、店頭など取引が行われる場所を問わず適用されるが、その適用対象は「金融商品取引所が上場する有価証券...の売買」に限定されている(金融商品取引法 159 条 1 項柱書)。

今後デジタル証券を取り扱う PTS が高度な価格形成機能を有する場合、PTS における取引を通じた相場操縦を防止して投資家保護を図る必要性が生じることは否定できない。他方、PTS が高度な価格形成機能を有しない場合には、相場操縦を実効的に行うことが難しく、人為的に需給を作るインセンティブが小さいので、相場操縦規制をかける必要性は高くないという考え方も採用しうる。この考え方に従えば、デジタル証券をはじめとする非上場有価証券を取り扱うにあたり、競売買方式を採用する場合は相場操縦規制を適用する必要があるとしても、それ以外の価格決定方式を採用する場合は高度な価格形成機能を有しないため相場操縦規制を適用する必要はない。

したがって、「競売買の方法により価格決定を行う私設取引システム業務の対象である有価証券」を相場操縦規制の対象とすることが考えられる。

(2) インサイダー取引

金融商品取引法 166 条に定めるインサイダー取引規制は、取引所、PTS、店頭など取引が行われる場所を問わず適用されるが、その適用対象は「上場会社等」(金融商品取引法 163 条 1 項及び金融商品取引法施行令 27 条の 2)の「特定有価証券」(金融商品取引法 163 条 1 項及び金融商品取引法施行令 27 条の 3)に限定されている(金融商品取引法 166 条 1 項柱書)。

デジタル証券がインサイダー取引規制の対象となるかどうかについては有価証券の類型ごとに検討する必要があると思われるところ、株式型や社債型についてはすでに「特定有価証券」の対象に含まれていることに加えて、今後デジタル証券 PTS が価格形成機能を有する場合、当該 PTS における取引を通じたインサイダー取引を防止して投資家保護を図る必要性が生じることは否定できな

い。また、不動産裏付け型は、REIT の投資証券等以外の有価証券は「特定有価証券」に含まれていないが、デジタル証券において一又は少数の物件を裏付けとする事例が多くなると想定されているため、特定の不動産に関して生じた事象により価格が変動する可能性が REIT より高くなる可能性があることから、株式型や社債型と同様に、PTS における取引を通じたインサイダー取引を防止して投資家保護を図る必要性が生じることは否定できない。なお、競売買方式以外の価格決定方式を採用するデジタル証券 PTS は高度の価格形成機能を有しないため、少なくとも現時点においてはインサイダー取引規制の適用範囲を拡大する必要はないと考えられる。ただし、かかる場合であっても、内部者が未公表の事実を利用し不公正な取引を行うことは理論的には可能であることから、顧客注文対当方式や売買気配提示方式を採用するデジタル証券 PTS の創設後における取引実態を注視し、規制の必要性が高まった場合は、実態に即してインサイダー取引規制の適用範囲を見直すことが望ましいと考える。

したがって、「競売買の方法により価格決定を行う私設取引システム業務の対象である有価証券」をインサイダー取引規制の対象とすることが考えられる。

また、取引所の適時開示制度が適用されないデジタル証券について、未公表の重要事実をどのようにしてマーケットに提供するかが問題となりうる点、この点については、日本証券業協会及び一般社団法人日本 STO 協会における自主規制規則及び当該規則に基づいて制定されるデジタル証券 PTS の規則において、適時開示事由及び公表の方法を定め、各発行体によりデジタル証券 PTS のウェブサイト等において公表することが考えられる。

(3) 空売り規制

金融商品取引法 162 条に定める空売り規制は、取引所のみならず PTS における取引も平成 25 年改正時から適用対象とされている(金融商品取引法施行令 26 条の 2 の 2 第 7 項、26 条の 3 第 7 項、26 条の 4 第 6 項、26 条の 6 第 3 項)が、その適用対象は、「金融商品取引所が上場する有価証券」に限定されている(金融商品取引法施行令 26 条の 2 の 2 第 7 項)。この点、今後デジタル証券を取り扱う PTS が価格形成機能を有するとしても、貸借マーケットが発達しない限りは事実上空売りを行うことはできないため、現時点では空売り規制の適用対象をデジタル証券に拡大する必要性は低いと考えられる。

2. 売買管理のあり方

上記1のとおり、競売買方式を採用する PTS で取り扱われる非上場有価証券についても相場操縦規制及びインサイダー取引規制の適用対象を拡大することを前提とすると、かかる PTS を運営する金融商品取引業者は、現行の上場株式を取り扱う PTS において行われている売買管理と同水準のシステムと審査基準に基づく対応を実施可能な態勢を構築する必要があり、かつそれで足りると考えられる。

(1) 相場操縦規制に対応するための売買管理

相場操縦に該当する行為の検知については、第一種金融商品取引業者が行う売買審査に加えて、現行の PTS においては、複数の証券会社を通じた注文を同時に分析し、基準に基づく抽出を行

うことが求められる。抽出の具体的な手法及び抽出後の手続(当局への報告など)については、現行の上場株式を取り扱うPTSにおける実務を参考にしつつ、デジタル証券の特性を踏まえた相場操縦行為の検知体制を整える必要があると考えられる。

(2) インサイダー取引規制に対するための売買管理

インサイダー取引に該当する行為の検知については、前述の適時開示制度が有効に機能することを前提に、注文量及び価格の変動と当該適時開示のタイミングを元に分析し、基準に基づく抽出を行うことが求められる。PTS と(具体的な内部者に該当する者の情報を有する)各参加金融商品取引業者との協働、抽出後の調査の方法、当局への報告については、現行の上場株式を取り扱うPTS における実務を参考にしつつ、デジタル証券の特性を踏まえたインサイダー取引に該当する行為の検知体制を整える必要があると考えられる。

3. 競売買方式の場合の行為規制

競売買方式を採用した場合には、以下の行為規制を定めることが考えられる。

(1) 値幅制限／サーキットブレーカー制度

価格形成機能を有する競売買方式においては、値幅制限又はサーキットブレーカー制度といった過度な値動きを抑制するための制度を採用する必要があると考えられる。

この点、値幅制限は、個別銘柄に関して取引を停止する制度であり、日本においては、証券取引所(全ての上場銘柄に適用される。)及び東京金融取引所において採用されており、また、日本暗号資産取引業協会においても、会員に対して値幅制限に類似する管理を行うことが求められている。

米国においては値幅制限制度は採用されていないように見受けられる一方で、ニューヨーク証券取引所(NYSE)及び証券ブローカー・ディーラーが運営する私設取引システム(ATS)において、市場全体の取引を一定時間停止するサーキットブレーカー制度が採用されている。

デジタル証券の市場は当初は流動性が低いと考えられ、また、個々の銘柄が独立しておりある銘柄についての値動きが市場全体に波及する可能性が高くないと考えられる。したがって、現時点では、銘柄ごとに値幅を設定する値幅制限制度が、デジタル証券の性質に即していると考えられる。

(2) マーケットメイカーの行動規範

日本においては、証券取引所、東京金融取引所及び日本暗号資産取引業会においてマーケットメイク方式が採用されている。デジタル証券 PTS においても、流動性を確保する観点からマーケットメイク方式を採用することが考えられ、この場合には、既存の制度も参考に、マーケットメイカーに関する行為規範を定めるか否かについて検討する必要があると考えられる。

まず、証券取引所、東京金融取引所及び日本暗号資産取引業会のいずれにおいてもマーケットメイカーを公表しており、デジタル証券 PTS においてもマーケットメイク制度を採用する場合には、

同様にマーケットメイカーを公表することが考えられる。

また、証券取引所及び東京金融取引所については気配提示義務が定められており、日本暗号資産取引業会においては、マーケットメイクに関する情報提供義務が定められている。したがって、デジタル証券 PTS においてマーケットメイク制度を採用する場合には、マーケットメイカーによるマーケットメイクに係る情報提供義務を定めることが考えられる。

上記に加え、東京金融取引所においては、実勢から乖離した呼び値の提示や情報漏洩の禁止といったマーケットメイカーの禁止行為及び適切な体制整備といった観点からの規則が定められており、日本暗号資産取引業会においては、会員自身がマーケットメイク方式取引を提供するときに会員自身がマーケットメイカーに加わる場合には、予め顧客に説明し、その同意を得る必要があるとされている。他方で、証券取引所においてはこのようなマーケットメイカーとしての独自の体制整備や行為義務までは定められていない。マーケットメイカーのデジタル証券 PTS への参加を促し、デジタル証券 PTS における流動性を確保するという観点からは、マーケットメイカーに対して厳格な行為規制を課すよりも、まずはデジタル証券 PTS に対してマーケットメイカーの公表やマーケットメイクに関する情報提供を義務づけることが望ましいと考える。

第 5 改正、制定すべき主たるルール

以上を踏まえ、デジタル証券 PTS に関して、特に以下の点に着目した制度改正又は明確化を行うことが適切と考える。

1. デジタル証券 PTS と取引所金融商品市場の区分の基準に関する改正

- ① 上記第 4 の 2 のとおり、デジタル証券 PTS においてデジタル証券を顧客注文対当方式又は売買気配提示方式で取り扱う場合には、取引所金融商品市場には該当しないことを監督指針 IV—4—2—1①の改正等で明確化する。
- ② 金融商品取引法施行令 1 条の 10 の改正等により、デジタル証券について PTS で競売買方式を採用することができることを明確化する。
- ③ 上記②に関し、当面の間は、デジタル証券 PTS は、取り扱うデジタル証券の取引高にかかわらず、取引所金融商品市場には該当しないことを監督指針 IV—4—2—1 の改正又はパブリックコメントでの回答などの手段で明確化する。なお、デジタル証券 PTS におけるデジタル証券の発行額が我が国の金融市場や経済活動に相当の影響を与える規模になる段階に達した場合には一定の規制が導入されうることも言及されることが望ましいと考える。

2. PTS から取引所金融商品市場への移行措置に関する改正

現時点では特段設ける必要はなく、デジタル証券 PTS でのデジタル証券の競売買方式での取引に関し、総取引高等に着目した規制が導入される場合には、移行措置に関するルールが導入されることが望ましいと考える。

3. 相場操縦規制に関する改正

「競売買の方法により価格決定を行う私設取引システム業務の対象である有価証券」を相場操縦規制の対象とすることが考えられる。例えば、現行金融商品取引法 159 条に定める相場操縦規制の適用対象は、「金融商品取引所が上場する有価証券...の売買」に限定されているところ(金融商品取引法 159 条 1 項柱書)、「競売買の方法により価格決定を行う私設取引システム業務の対象である有価証券」を上記文言に追加することが考えられる。

4. インサイダー取引規制に関する改正

「競売買の方法により価格決定を行う私設取引システム業務の対象である有価証券」をインサイダー取引規制の対象とすることが考えられる。例えば、現行金融商品取引法 166 条に定めるインサイダー取引規制の適用対象は「上場会社等」(金融商品取引法 163 条 1 項及び金融商品取引法施行令 27 条の 2)の「特定有価証券」(金融商品取引法 163 条 1 項及び金融商品取引法施行令 27 条の 3)に限定されているところ(金融商品取引法 166 条 1 項柱書)、金融商品取引法 166 条 1 項柱書の「上場会社等の特定有価証券等」とある部分に、「競売買の方法により価格決定を行う私設取引システム業務の対象である有価証券」を追加し、金融商品取引法施行令 27 条の 3 に定める「特定有価証券」に受益証券発行信託の受益証券等を追加することが考えられる。

5. 値幅制限／サーキットブレーカー制度に関する規定

日本において、現行の値幅制限やサーキットブレーカーの制度は、法令に基づく制度ではなく、取引所や自主規制機関における自主規制規則に基づいて制定されているものである。したがって、デジタル証券 PTS に関して値幅制限やサーキットブレーカー制度を採用する場合には、既存の制度とのバランスからも、法律ではなく、自主規制機関の規則やデジタル証券 PTS の規則で定めることが合理的と考えられる。

6. マーケットメイカーの行動規範に関する規定

日本において、マーケットメイク制度及びこれに伴うマーケットメイカーに関する規制は、法令に基づく制度ではなく、取引所や自主規制機関における自主規制規則に基づいて制定されているものである。したがって、デジタル証券 PTS においてマーケットメイク制度を採用し、マーケットメイカーに関する行為規制を定める場合には、既存の制度とのバランスからも、法律ではなく、自主規制機関の規則やデジタル証券 PTS の規則で定めることが合理的であると考えられる。

以上

別紙

参考 海外の取引所/PTS 規制と示唆

日本における取引所及び PTS の規制のあり方を検討するにあたって参考となり得るため、以下では、比較的規制構造に近い米国及びシンガポールの取引所及び PTS 規制の概要について記載する。

1. 米国

(1) Exchange と Alternative Trading System の関係

米国における市場の概念は、Exchange(いわゆる国内でいう取引所にあたる。以下「米国取引所」という。)と私設取引システムである Alternative Trading System(いわゆる国内でいう PTS にあたる。以下「ATS」という。)に分かれている。

この米国取引所と ATS との違いは ATS を規律する 17 CFR § 242.300-304(以下「Regulation ATS」という。)に従うか否かという点⁷にあり、それぞれの定義において、両者を区別する定量的な基準は設けられていない。

もともと、当該システムが Regulation ATS に従うことを選択した場合であっても、過去 4 四半期のうち 3 四半期において、金額ベースで、①ある特定銘柄の 1 日当たりの平均取引額(average daily dollar trading volume)の 50%以上かつ一定の種類の特定期銘柄の 1 日当たりの平均取引額の 5%以上、又は②一定の種類の特定期銘柄の 1 日当たりの平均取引額の 40%以上の売買を取り扱っているものについては、③Securities and Exchange Commission(以下「SEC」という。)が公共の利益又は投資家保護等の観点から登録義務の免除を認めることが適切ではないと判断した場合、米国取引所として登録する義務が課される(17 CFR § 240.3a1-1(b)(1)、(2))。このように、当該システムが Regulation ATS に従うことを選択した場合であっても、米国取引所として登録する義務が課される場合があるという意味においては、定量的な基準が存在する。

しかしながら、米国においては、特定の ATS でのみ取り扱われているデジタル証券も実在し、上記①又は②の要件に該当する ATS も存在すると思われるが、少なくとも直近で米国取引所として登録した ATS は存在しない。そのため、SEC が上記③の判断を実際に行ったケースは、少なくとも直近に限っては存在しないと考えられる。

(2) 議決権の保有制限

米国取引所について、当該市場の運営者に係る議決権の保有制限は存在しない。

(3) ATS における行為規制

Regulation ATS においては、1 日当たりの平均取引量の 20%以上を有する場合に一定のシステムを確保する義務が生じる等銘柄毎の取引量に応じて行為規制が段階分けされている。かかる段

⁷ ATS が Regulation ATS に従う場合には、米国取引所の定義から除外されている(17 CFR § 240.3a1-1(a)(2))。

階分けは、取扱有価証券が MNS-Stock⁸か non-MNS-Stock かによって異なり、non-MNS-Stock の場合は NMS-Stock より緩やかな行為規制が適用される。

デジタル証券については、米国の実務家において、現時点ではデジタル証券は NMS-Stock に該当しないと指摘もみられる。このような指摘も踏まえると、デジタル証券の取扱いについて、ATS は緩やかな行為規制に服していると考えられる。また、現時点で特にデジタル証券に着目した行為規制は存在していない。

2. シンガポール

(1) Approved Exchange と Recognised Market Operator の関係

シンガポールにおいて、市場の運営者は Approved Exchange(いわゆる国内でいう取引所にあたる。以下「シンガポール取引所」という。)と Recognised Market Operator(以下「RMO」という。)に分かれており、シンガポール取引所と RMO はいずれも Monetary Authority of Singapore(以下「MAS」という。)の監督下に置かれる。

シンガポール取引所と RMO との違いは、当該市場の機能不全が、参加金融機関又は他の市場、さらには金融システム全体に波及するとみなされるかどうかにある。すなわち、シンガポール取引所のライセンスは、当該市場の機能不全が、参加金融機関又は他の市場、さらには金融システム全体に波及するとみなされる場合(システミックな重要性を有する場合)に必要とされ、かかるシステミックな重要性は、①市場の規模及び構造(例えば、参加資格がブローカーに限られる場合はシステミックな重要性が上がる。)、②提供されるサービスの性質(気配を提示するか、マッチングを提供するか等が考慮要素になる。)、③取引される金融商品の性質、④参加可能な投資家又は金融機関等の性質(一般投資家が参加可能な場合はシステミックな重要性が認定されやすくなる。)、⑤他の法令等によって規制されているか、⑥公共の利益、⑦市場又は当該市場の運営者に問題が生じた場合に影響を受け得る者、⑧その他 MAS が関係すると考える事情に基づいて総合的に判断され、かかるシステミックな重要性を有しない取引システムは RMO として運営できることとされている。もっとも、上記①から⑧を含めた総合判断に関し、定量的な基準は設けられていない。

(2) 議決権の保有制限

また、シンガポール取引所については、議決権の保有制限があり、具体的には当該市場の運営者の 12%又は 20%以上の株式又は議決権を取得するにあたっては MAS の承認が必要になる。

3. 米国とシンガポールの制度からの示唆

米国及びシンガポールのいずれの国においても、ある取引システムを取引所として扱うかどうかについては、最終的には規制当局による裁量に委ねられている。そこで、日本の法規制のあり方を考える上でも、当局が裁量を有する体系とし、イノベーションを抑制しない形で柔軟に対応することが

⁸ NMS Stock とは、NMS Security のうちオプションを除くものを指す (17 CFR § 242.600(48))。NMS Security とは、大要、有効な取引報告計画に基づいてその取引報告が収集され、処理され、利用可能とされるあらゆる証券を意味し (17 CFR § 242.600(47))、取引報告計画の提出が求められる証券は米国取引所に上場されている証券及び Nasdaq securities のみである (17 CFR § 242.601(a)(1))。

可能な規制とすることも考えられる。

なお、一定の数量基準が設けられている米国においても、デジタル証券に着目した数量基準や行為規制の定めは存在していないことから、そもそもデジタル証券に着目した数量基準や行為規制の定めが必要か否かという点は重要な検討要素の 1 つになると考えられる。