

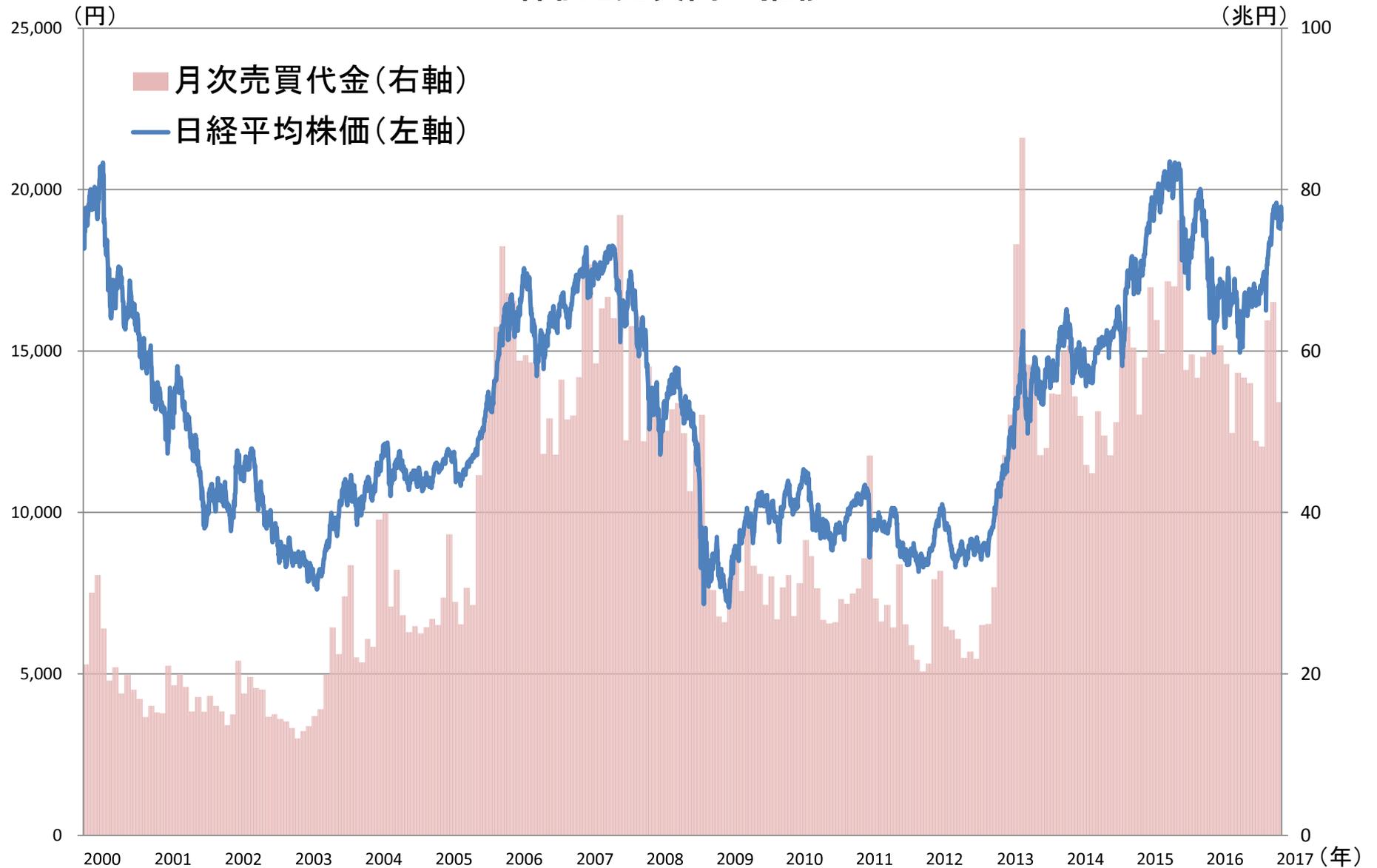
事務局説明資料

(日本の市場・取引所を巡る動向と今後の課題)

平成29年3月3日
金融庁総務企画局

近年の市場の動向①

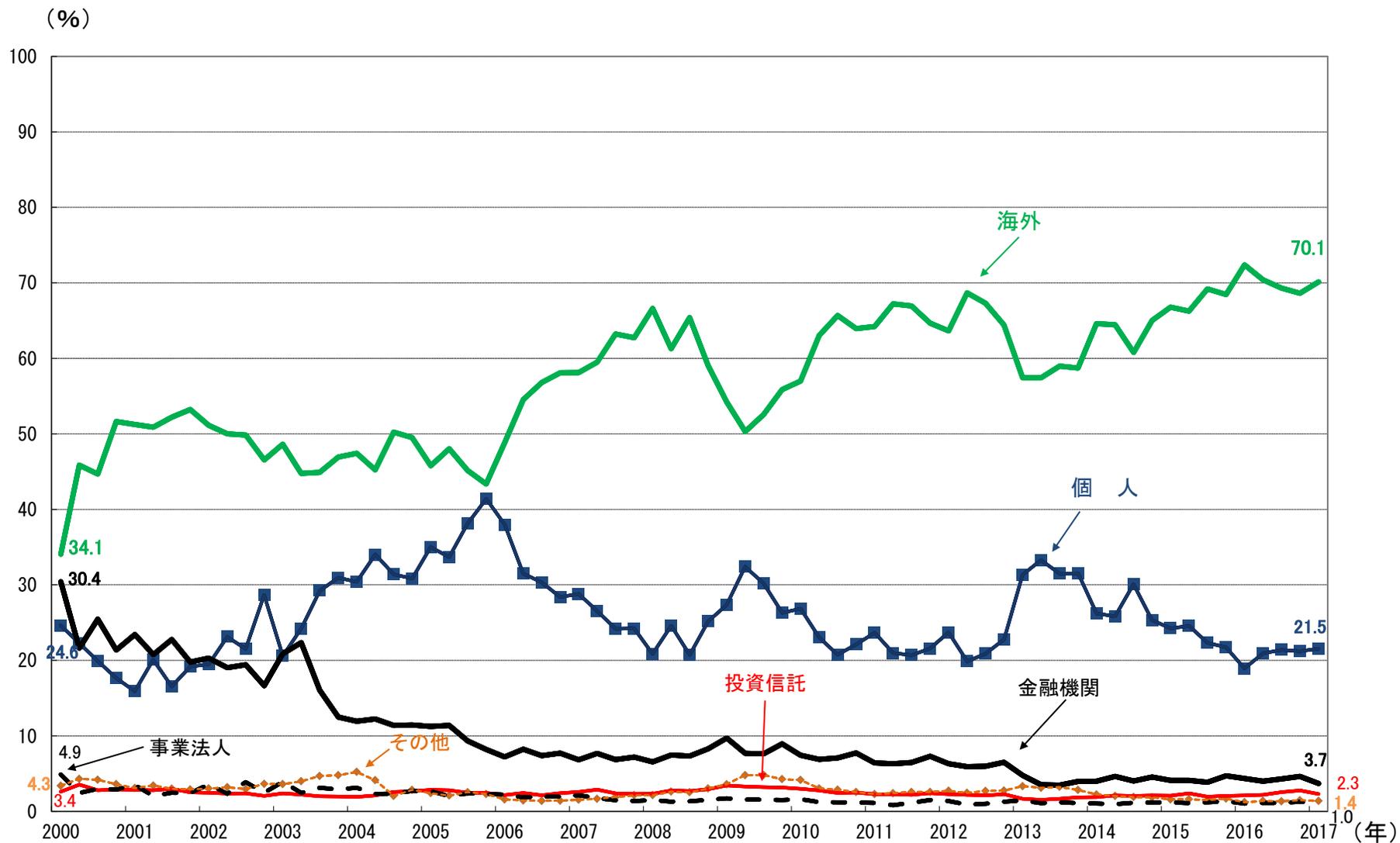
株価と売買高の推移



(出典) Bloomberg, 東京証券取引所

近年の市場の動向②

我が国の投資主体別株式売買比率の推移（委託売買代金）



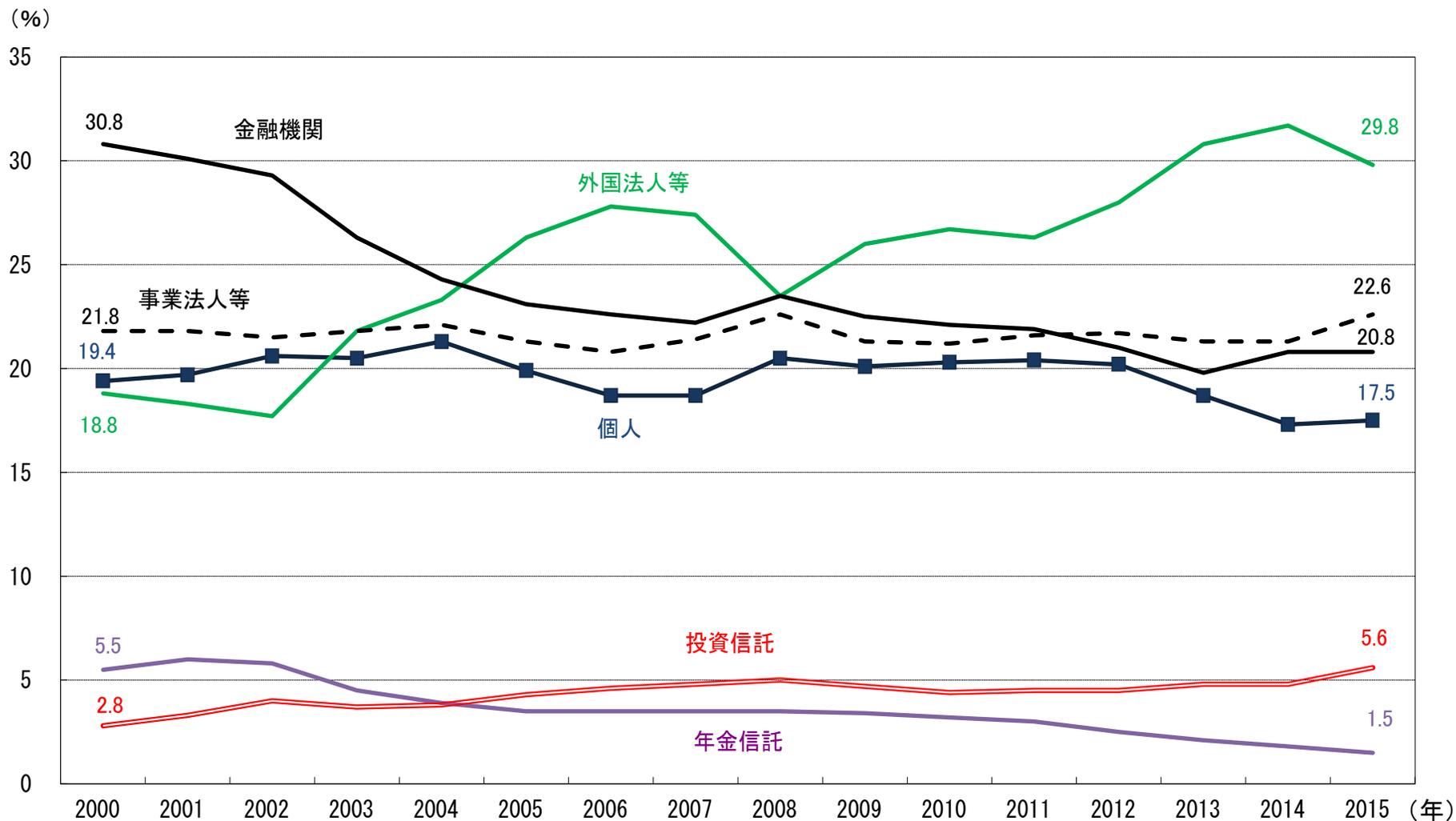
(出典)東京証券取引所「投資部門別売買状況」

(注)金融機関は、生保・損保、都銀・地銀等及び信託銀行の合計。

調査対象は、資本金30億円以上の取引参加者で二市場(東京・名古屋)の集計値。計数は四半期毎であり、足もとは2017年2月第1週までの値

近年の市場の動向③

投資主体別株式保有比率の推移（日本）



(出典)東京・大阪・名古屋・福岡・札幌証券取引所「平成27年度株式分布状況調査」

(注)・平成16年度以降のみ、JASDAQ市場及びNEO市場上場会社分を合算集計している。

・金融機関は、投資信託、年金信託を除く。ただし、昭和53年度以前については、年金信託を含む。

・事業法人等とは、金融機関及び証券会社以外の法人格を有するすべての国内法人をいう。

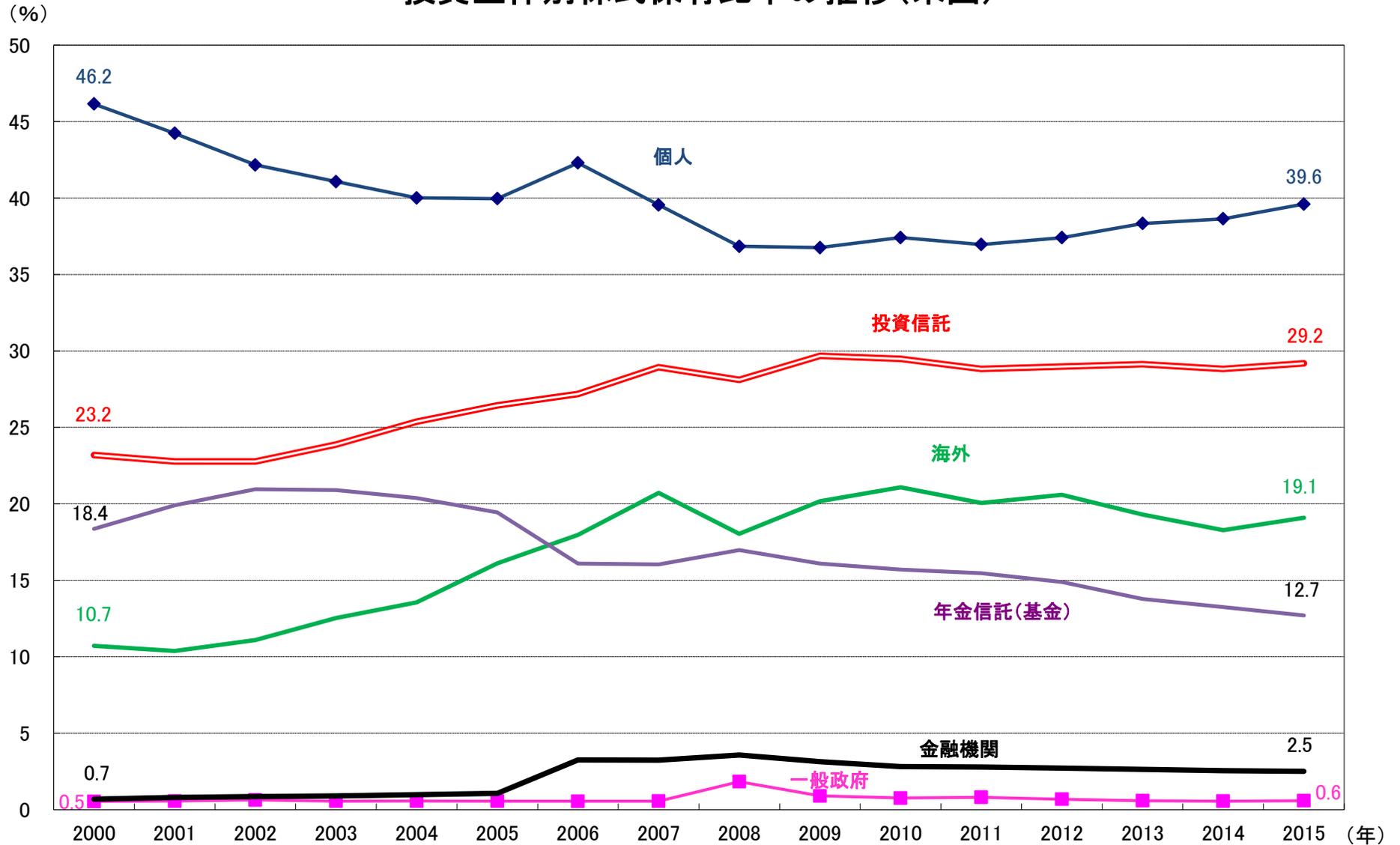
・外国法人等とは、外国法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、外国籍を有する個人をいう。

・年金信託とは、企業年金等のうち、信託業務を営む銀行を名義人(受託者)とするものであり、公的年金の運用分については含まれていない。

・調査対象は、平成27年3月末現在において東京、大阪、名古屋、福岡、札幌の各取引所に上場している内国上場会社のうち、平成26年度中に到来した最終決算期末日現在の上場普通株式が対象。

近年の市場の動向④

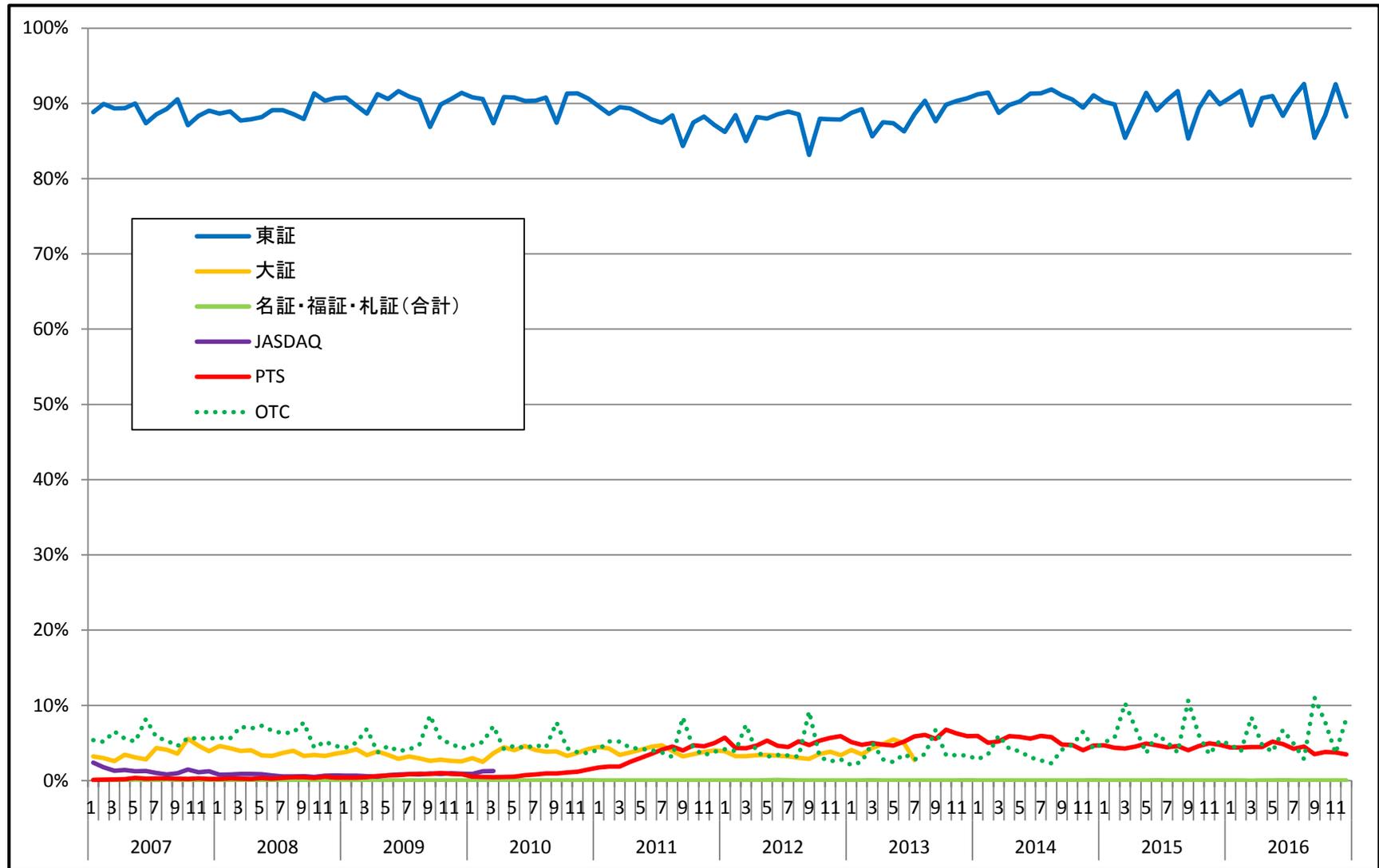
投資主体別株式保有比率の推移(米国)



(出典) Federal Reserve Board 「Flow of Funds Accounts」

近年の市場の動向⑤

取引所毎の売買シェア

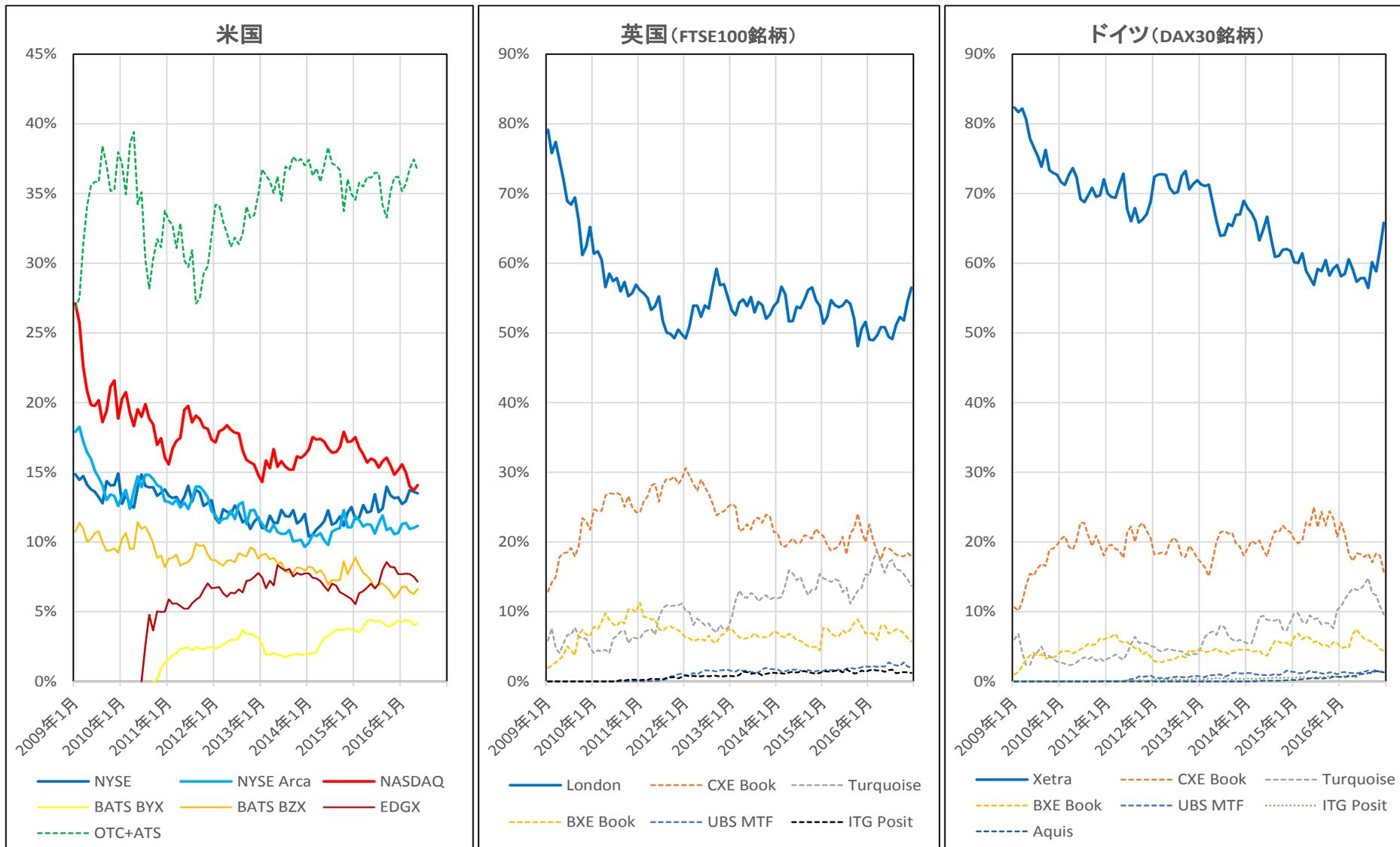


(出典) 取引所、PTS Information Network公表データより作成

(注) 取引所金融商品市場及び取引所外取引における売買代金に占めるシェア

近年の市場の動向⑥

取引所毎の売買シェア(米・英・独)



(出典)BATS公表データより作成

(注1)売買高ベースのシェア

(注2)米国はOTC(相対取引)を含むが、英国・ドイツはOTCを含まない。

パッシブ・インデックス運用の増加

国内市場に関する指摘

日本株を保有する機関投資家（年金基金等）の多く（70～80%）がパッシブ・インデックス運用に偏重していることが問題として指摘されている。インデックス運用への偏重により、変革しようとする企業がその他企業に埋もれてしまい、投資比率が市場平均に近いリスクを避けた機関投資家が多数を占めることになる。日本市場は、出来高と比較して長期的な視点から主体的判断で投資を行う層の厚みが薄くなっている。

（出典）経済産業省 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）「最終報告書」平成26年8月

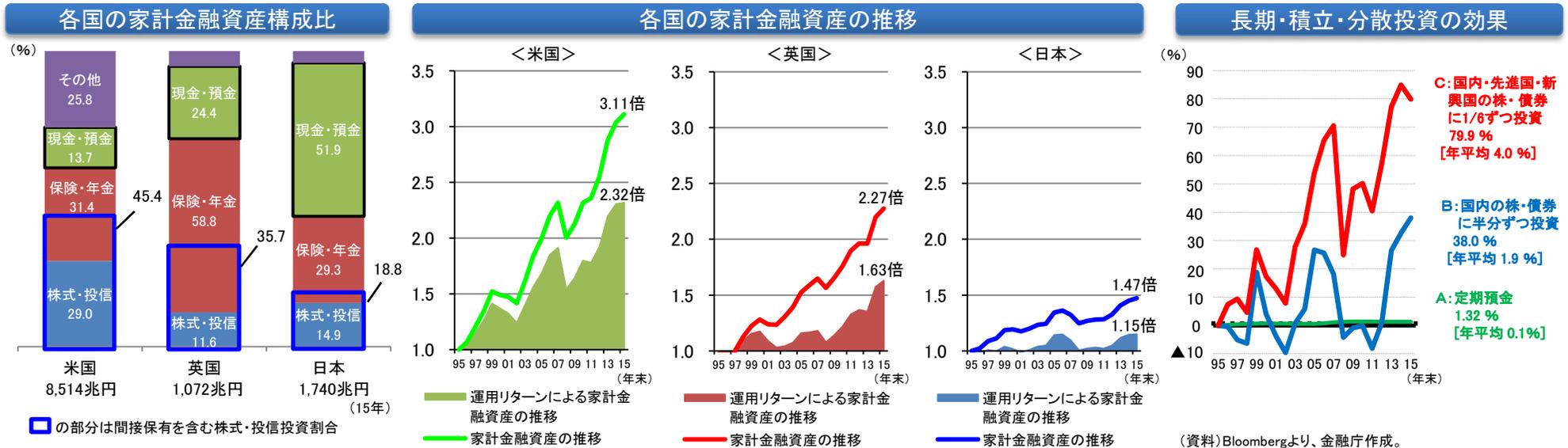
(1) 家計における長期・積立・分散投資の促進

(課題)

- 金融資産の過半が現預金/資産運用のリターンが低い
- 投資のリテラシー・成功体験が不足

(具体的施策)

- 少額からの長期・積立・分散投資促進のためのNISAの改善・普及
- 投資初心者を中心に対象とした実践的な投資教育
- 投資信託等の商品の比較・選択に資する情報について、顧客が判り易いような形での提供を検討



(資料)FRB、BOE、日本銀行資料より、金融庁作成。

(注)1995年=1(英国のみ1997年=1)とする
(資料)FRB、BOE、日本銀行資料より、金融庁作成。

(資料)Bloombergより、金融庁作成。

(2) 金融機関等による顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー)の確立と定着

(課題)

- 手数料稼ぎを目的とした顧客不在の金融商品販売
- 商品・サービスの手数料水準やリスクの所在が顧客に分かりにくい

(具体的施策)

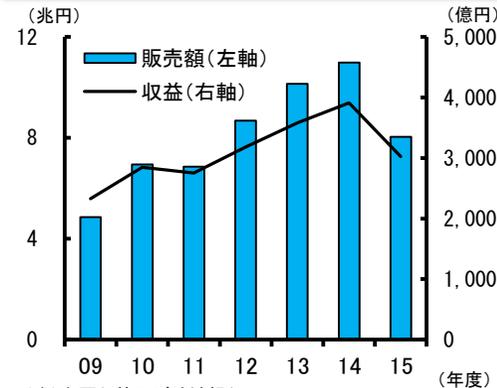
- 顧客本位の業務運営を行うべきとの原則(フィデューシャリー・デューティー)の確立・定着
- 手数料の開示の促進/商品のリスクの所在等の説明(資料)の改善
- 金融機関による顧客本位の取組みの自主的な開示の促進

規模の大きい投資信託の日米比較(純資産額上位5銘柄)

	規模(純資産)の平均 (兆円)	販売手数料	信託報酬 (年率)	収益率 (年率)
		平均		過去10年平均
日本	1.1	3.20%	1.53%	▲0.11%
米国	22.6	0.59%	0.28%	5.20%

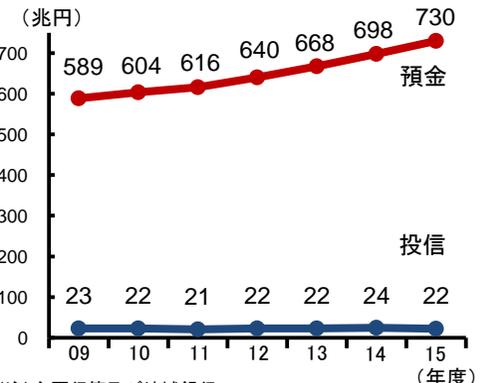
(資料) QUICK(日本)、運用会社公表資料(米国)より、金融庁作成。

銀行の投資信託販売額・収益の推移



(注) 主要行等及び地域銀行
(資料) 金融庁

投資信託銀行窓販と預金の残高比較



(注) 主要行等及び地域銀行
(資料) 全国銀行協会、金融庁

(3) 機関投資家による投資先企業との建設的な対話の促進とそれを通じた企業価値の向上

(課題)

- 運用の高度化
- 個別企業の価値を評価した長期視点の投資、投資先企業との建設的な対話が不十分

(具体的施策)

- 機関投資家(資産保有者・運用機関)が最終受益者の利益を第一に考え、企業と建設的な対話を行うことを促進するため、**スチュワードシップ・コードを改訂**
- 運用機関における顧客本位の活動を確保するため、系列親会社等との関係から生じ得る**利益相反の管理やガバナンスを強化**
- 最終受益者の利益を確保するため、**資産保有者(年金基金等)による運用機関への働きかけ・チェックを強化**

(4) 金融取引のグローバル化、複雑化、高度化に対応した市場監視機能の強化

- 市場環境のマクロ的な視点での分析等を通じた**機動的な市場監視**

(5) 会計監査、開示及び会計基準の質の向上

- 質の高い会計監査の提供を促すため、**監査法人のガバナンス・コードの策定等**
- 開示の公正性・透明性の向上のため、企業が公表前の内部情報を第三者に提供する場合に、他の投資家にも同時に情報提供するルール(**フェア・ディスクロージャー・ルール**)の導入に向けて検討

中長期的な投資の促進に向けた取組み

中長期的な視点に立った投資を促進することにより、投資先企業の持続的な成長を図るとともに、投資家にとって中長期的な投資リターンの拡大を図ることで、日本経済全体の好循環を実現することが重要な課題。



積立NISAの創設

平成29年度税制改正大綱において、少額からの長期・積立・分散投資を促進するための積立NISAの創設を決定

コーポレートガバナンス改革

機関投資家が最終受益者の利益を第一に考え、企業と中長期的な視点に立った「建設的な対話」に取り組むことで、投資先の持続的成長を促すよう、スチュワードシップ・コードの改訂を検討

取引の高速化への対応

高速取引について中長期的な企業価値に基づく価格形成を阻害しかねないなどの懸念が指摘される中、当局が高速取引の実態などを確認できるよう、登録制の導入を検討

フェア・ディスクロージャー・ルールの導入

「早耳情報」に基づく短期的な売買ではなく、公平な開示情報に基づく中長期的な企業分析等に立脚した投資を促進するよう、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入を検討

金融審議会 市場ワーキング・グループについて

麻生金融担当大臣による諮問（平成28年4月19日 金融審議会総会）

金融庁設置法第7条第1項第1号により下記のとおり諮問する。

○ 市場・取引所を巡る諸問題に関する検討

情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び家計の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所を巡る諸問題について、幅広く検討を行うこと。

審議テーマ

- ・『国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営』
- ・『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付け』
- ・『取引の高速化』
- ・『市場間競争と取引所外の取引』
- ・『取引所の業務範囲』
- ・『フェア・ディスクロージャー・ルール』 → フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースにおいて審議

WG委員

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
委員	※有田 浩之	ブラックロック・ジャパン株式会社代表取締役専務
	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
	※上田 亮子	株式会社日本投資環境研究所主任研究員
	※上柳 敏郎	弁護士（東京駿河台法律事務所）
	大崎 貞和	野村総合研究所主席研究員
	※鹿毛 雄二	ブラックストーン・グループ・ジャパン株式会社特別顧問
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	※神戸 孝	FPアソシエイツ&コンサルティング株式会社代表取締役
	※島田 知保	専門誌「投資信託事情」発行人兼編集長

		平成 28 年12月22日現在
※竹川 美奈子	LIFE MAP, LLC代表	
※佃 秀昭	エゴンゼンダー株式会社代表取締役社長	
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
※濱口 大輔	企業年金連合会運用執行理事	
	林田 晃雄	読売新聞東京本社論説副委員長
	福田 慎一	東京大学大学院経済学研究科教授
	宮本 勝弘	新日鐵住金株式会社常務執行役員
※横山 邦男	日本郵便株式会社代表取締役社長	

※テーマに応じてご出席頂く委員

市場・取引所やそれを取り巻く環境の変化

国民の安定的な資産形成の重要性の高まり

情報技術の進展等の市場・取引所における環境変化

顧客本位の業務運営

金融商品の販売、助言、商品開発等を行う全ての金融事業者が、創意工夫を発揮し、顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムを実現するため、以下の取組みを行う。

① 当局による「顧客本位の業務運営に関する原則」の策定、金融事業者に対する受け入れの呼びかけ

プリンシプル
ベースの
アプローチ

【原則に盛り込むべき事項】

- I. 顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等
- II. 顧客の最善の利益の追求
- III. 利益相反の適切な管理
- IV. 手数料等の明確化
- V. 重要な情報の分かりやすい提供
- VI. 顧客にふさわしいサービスの提供
- VII. 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

② 金融事業者による原則への取組方針や取組状況の策定・公表

顧客本位の業務運営
の「見える化」

③ 顧客の主体的な行動による、②で示された情報等に基づく、より良い取組みを行う金融事業者の選択

④ 当局によるモニタリング

ベストプラクティス
を目指した対話

資産形成におけるETFの活用

少額でも分散投資が可能なETF(上場投資信託)が国民の安定的な資産形成により活用されるよう、市場の流動性向上や認知度の向上等の取組みを関係者に促す。

取引の高速化への対応

株式等の高速取引を行う投資家に対する登録制を導入し、必要な体制整備・リスク管理義務を課し、当局がその取引実態等を確認できる枠組みを整備する。

体制整備・リスク管理に係る措置

- 取引システムの適正な管理・運営
- 適切な業務運営体制の確保 等

当局への通知・情報提供に係る措置

- 高速取引を行うことの通知
- 取引戦略の届出
- 取引記録の作成・保存 等

取引所グループの業務範囲

システム開発業務等グループ内の共通・重複業務を取引所本体に集約可能にするとともに、FinTechの動き等を踏まえ取引所グループの業務範囲の考え方を柔軟化

市場間競争と取引所外の取引

取引所外取引の担い手であるPTS(私設取引システム)における信用取引について、過当投機防止を図る適切なスキームの構築等を前提に容認

国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営

- 家計の安定的な資産形成と、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現していくためには、これまでの取組みを更に深化させ、インベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関等が、顧客のベスト・インタレストのために行動するとのプリンシプルを定着させていくことが課題となるのではないか。



- なお、近年、国際的には、インベストメント・チェーンに含まれる全ての者が、顧客のベスト・インタレストのために行動することが重要、とされてきている。
 - 国際機関: OECD「金融消費者保護に関するハイレベル原則」、G20/OECD「コーポレート・ガバナンス原則」
 - 欧州: 英国ケイ・レビュー、MiFID(金融商品市場指令)
 - 米国: エリサ法、労働省(DOL)フィデューシャリー・ルール案

基本的考え方

- 国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う全ての金融機関等(=金融事業者)が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要である。
- これまで、金融商品の分かりやすさの向上や、利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたが、一方で、これらが最低基準(ミニマム・スタンダード)となり、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面も指摘できる。
- 本来、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現が望ましい。
- 従来型のルールベースでの対応を重ねるのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが適当である。

顧客本位の業務運営に関する原則に盛り込むべき7つの事項

1. 顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等

2. 顧客の最善の利益の追求

3. 利益相反の適切な
管理

4. 手数料等の明確化

5. 重要な情報の
分かりやすい提供

6. 顧客にふさわしい
サービスの提供

7. 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

顧客本位の業務運営を確立・定着させていくための方策

(1) 金融事業者の取組みの「見える化」

(2) 顧客の主体的な行動

(3) 顧客にアドバイス等を行う担い手の多様化

(4) 当局の役割

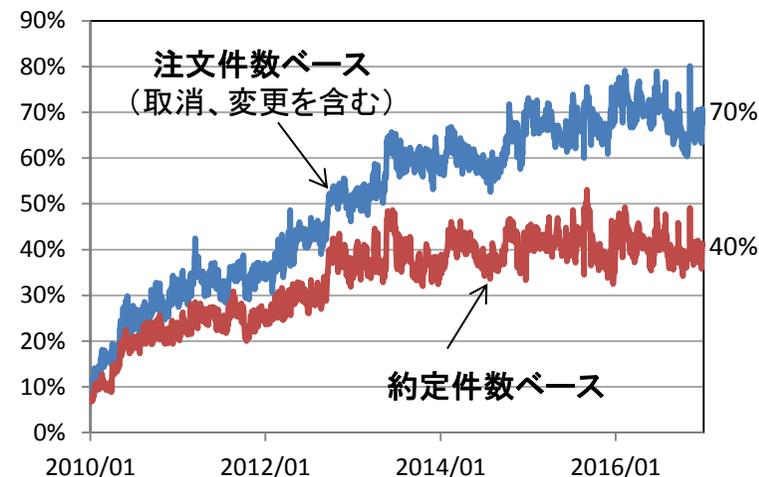
取引の高速化の進展

背景

- 東証アローヘッド導入(2010年1月)により、注文処理時間が1ミル秒へと大幅短縮。2015年9月のリニューアルを経て、現在、国際的にも遜色のないスピードを実現。
- 2010年1月、東証がコロケーション・サービス(※)を開始して以降、アルゴリズムを用いた高速な取引のシェアが増加(全注文の約7割)。

※ 取引所の売買システムに近接した場所に参加者サーバーの設置を許容するサービス。主としてアルゴリズムを用いた高速な取引(広義のHFT)を行う投資家が利用。

東証の全取引に占める、コロケーションエリアからの取引の割合



アルゴリズムを用いた高速な取引が市場に与える影響についての指摘

市場の安定性に与える影響

相場の急変動やボラティリティの上昇と、アルゴリズムを用いた高速な取引との関係についてどう考えるか。

市場の効率性に与える影響

アルゴリズムを用いた高速な取引の是非はともかく、過度のスピード競争のためにコストや労力をかけることは、市場の効率性を高める上で意味があるのか。

システム面にも与える影響

万が一の場合、システム面でのトラブルが市場に大きな問題を引き起こすおそれはないか。

市場の公正性に与える影響

欧米とは異なり、市場の分断等を不当に利用した取引は限定的としても、我が国でも、アルゴリズム取引を用いたり、アルゴリズムに働きかけるような相場操縦事案の勧告事例あり。

投資家間の公平性に与える影響

アルゴリズムを用いた高速な取引が高速性を生かして一般の投資家よりも過度に多くの利益を得るとすれば、投資家に不公平感を与えることとならないか。

企業価値に基づく価格形成にも与える影響

アルゴリズムを用いた高速な取引のシェアが過半を占める株式市場では、中長期的な企業の収益性に着眼した価格形成が阻害されることはないか。

基本的考え方

- 日本の証券市場において、高速取引の影響力が増大。
- これについては、市場に流動性を供給しているとの指摘もある一方で、
 - 市場におけるボラティリティの急激な上昇
 - 中長期的な投資家の取引ニーズが先回りされることによる取引コストの増大
 - 中長期的な企業価値に基づく価格形成を阻害
 - システムの脆弱性等の観点から、懸念が指摘されている。
- 日本では、現状、高速取引を行う投資家から、直接情報を収集する枠組みはない。
(参考) 欧州では、高速取引を行う者を登録制とし、体制整備・リスク管理義務や当局に対する情報提供義務を導入(2018年1月より実施予定)



高速取引を行う者に対し、登録制を導入し、体制整備・リスク管理、
当局への情報提供などの枠組みを整備すべき

ルールの枠組み

- 登録制の下で以下のような措置を講じることが適当。
 - 体制整備・リスク管理に係る措置
 - 取引システムの適正な管理・運営
 - 適切な業務運営体制及び財産的基礎の確保
 - 通知・情報提供に係る措置
 - アルゴリズム取引を行うことの当局への通知
 - 各注文がアルゴリズム取引によるものであることの明示
 - アルゴリズム取引戦略の届出
 - 取引記録の作成・保存
 - その他の措置
 - 事業報告書の提出等
- 海外投資家に対しても実効性を確保する観点から、
 - 証券会社に対し、無登録でアルゴリズム高速取引を行う投資家等からの取引を受託を禁ずることが適当
 - 国内における代表者又は代理人の設置を求めることが適当
- 証券会社がアルゴリズム取引を行う可能性があるが、既に一定の規制が課されていることから、ルールを追加する場合、真に必要なものに限って求めていくことが適当
- 上記に加え、取引システムの運営主体として市場に最も近いところにいる取引所が、アルゴリズム高速取引を行う投資家を調査できるようにすることが適当。

金融審議会 市場ワーキング・グループ 「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」について

趣旨・経緯 等

- 企業による公平な情報提供を求めるルールである、フェア・ディスクロージャー・ルール(注)について、昨年4月の金融審議会の報告において、「ルールの導入について具体的に検討する必要がある」とされた。
- このため、昨年10月に金融審議会市場ワーキング・グループの下にタスクフォースを設置し、第1回会合を10月21日、第2回会合を11月21日、第3回会合を12月2日に開催。12月7日に報告がとりまとめられた。

(注)フェア・ディスクロージャー・ルールとは、

「企業又はその関係者が、重要かつ未公表の情報を特定の第三者に提供する場合、

①意図的な提供の場合は同時に、

②意図的でない提供の場合は速やかに、

当該情報を公表しなければならない」とのルール。

メンバー

平成28年12月7日現在

座長

黒沼 悦郎 早稲田大学法学学術院教授

メンバー

青 克美 (株)東京証券取引所執行役員兼上場部長

康 祥修 モルガン・スタンレー・インベストメント・
マネジメント(株)取締役会長

上柳 敏郎 弁護士(東京駿河台法律事務所)

三瓶 裕喜 フィデリティ投信(株)

大崎 貞和 (株)野村総合研究所主席研究員

寺口 智之 日本証券業協会 自主規制会議 会員委員
(野村證券(株)代表執行役)

奥野 一成 農林中金バリューストメンツ(株)
常務取締役(CIO)

加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

神山 健次郎 東レ(株)IR室・広報室・宣伝室担当
兼IR室長

永沢 裕美子 Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
真野 雄司 三井物産(株)IR部長

神作 裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

柳澤 祐介 東京海上アセットマネジメント(株)
株式運用部長兼投資調査グループリーダー

フェア・ディスクロージャー・ルールの導入

フェア・ディスクロージャー・ルール

企業が、未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるもの

- 近年、上場企業が証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供し、当該証券会社が当該情報を顧客に提供して株式の売買の勧誘を行っていた事例が複数発覚
 - 欧米やアジアの主要市場では、フェア・ディスクロージャー・ルールは既に導入済み
- ⇒ 我が国でもフェア・ディスクロージャー・ルールの導入が必要
- 全ての投資家が安心して取引できる市場環境を整備
 - 「早耳情報」に基づく短期的なトレーディングではなく、公平に開示された情報に基づく中長期的な視点に立った投資を促す

