

金融審議会  
市場ワーキング・グループ

報告

～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと  
市場・取引所を巡る制度整備について～

平成 28 年 12 月 22 日

# 目次

はじめに .....	1
<b>第1章 国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営 .....</b>	<b>2</b>
1. 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 .....	2
（1）顧客本位の業務運営に関する原則（プリンシプル）の策定 .....	2
（2）顧客本位の業務運営に関する原則に盛り込むべき事項 .....	3
2. 顧客本位の業務運営を確立・定着させていくための方策 .....	5
（1）金融事業者の取組みの「見える化」 .....	6
（2）顧客の主体的な行動 .....	6
（3）顧客にアドバイス等を行う担い手の多様化 .....	6
（4）当局の役割 .....	7
<b>第2章 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 ...</b>	<b>8</b>
1. 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用と課題 .....	8
（1）ETF市場の流動性の向上 .....	8
（2）ETFの認知度の向上 .....	9
（3）長期・分散・積立投資におけるETFの活用促進策 .....	9
2. インデックス運用の増加と株価形成 .....	9
<b>第3章 取引の高速化 .....</b>	<b>11</b>
1. アルゴリズムを用いた高速取引を巡る状況 .....	11
（1）証券会社によるチェック機能 .....	11
（2）取引所による審査 .....	12
（3）当局による取引動向の確認 .....	12
2. アルゴリズム高速取引に関するこれまでの対応と欧米の動向 .....	12
（1）これまでの対応 .....	12
（2）欧米の動向 .....	13
3. アルゴリズム高速取引を行う投資家に対するルール整備 .....	13
（1）ルール整備の必要性 .....	13
（2）ルールの枠組み .....	14
<b>第4章 市場間競争と取引所外の取引 .....</b>	<b>16</b>
1. 市場間競争 .....	16
2. PTSにおける信用取引 .....	17

3. ダークプールの位置付け	18
<b>第5章 取引所の業務範囲</b>	<b>20</b>
1. 現行の制度	20
2. 取引所の業務範囲のあり方の検討	20
(1) 取引所外取引への対応	21
(2) FinTechの動きへの対応	21
(3) 国際化への対応	21
(4) 取引所グループ内の柔軟な業務運営	22
(5) 取引所を巡る経営統合	22
3. 取引所持株会社の経営管理機能の明確化	22
<b>おわりに</b>	<b>23</b>

## 「市場ワーキング・グループ」 メンバー名簿

平成 28 年 12 月 22 日現在

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
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	※ 島田 知保	専門誌「投資信託事情」発行人兼編集長
	※ 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
	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

オブザーバー	消費者庁	財務省	日本銀行
	日本取引所グループ	日本証券業協会	投資信託協会
	日本投資顧問業協会	信託協会	全国銀行協会
	生命保険協会	国際銀行協会	

（敬称略・五十音順）

（※印はテーマに応じてご出席頂く委員）

※ 当ワーキング・グループにおいては、上記メンバーに加え、以下のような関係者を招き、意見交換を実施した。

○ 第5回 関 雄太 野村資本市場研究所研究部長  
(平成28年9月21日)

○ 第7回 ハワード・スミス インダス・キャピタル・アドバイザーズ・インク代表  
(平成28年10月19日)  
マイケル・ロス FIA ジャパン プレジデント CEO  
リチャード・クレアモント FIA ジャパン バイスプレジデント

(敬称略)

## はじめに

我が国には1,700兆円を超える家計金融資産が蓄積されているが、現状はその過半が現預金であり、米英に比べ株式・投資信託等の割合は低い。こうした違いが影響して、過去における我が国の家計金融資産の伸びは、米英に比べ低い水準にとどまっております。家計の安定的な資産形成が図られているとは言い難い状況にある。

そのため、政府においては、家計の安定的な資産形成を支援するため、多面的な取組みを進めている。まず、家計に対しては、NISA（少額投資非課税制度）の着実な普及を図るとともに、特に少額からの長期・分散・積立投資の促進を目的とした「積立NISA」の創設などの取組みが進められている。また、国民から長期の資金を託される機関投資家については、中長期的な投資リターンの拡大に向け積極的に貢献すべく、投資先企業の短期的な業績動向ばかりにとらわれず、中長期的な視点に立った建設的な対話を通じ、企業のガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくことが重要との観点から、機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コードについて、現在、見直しに向けた検討が進められつつあるところである。

このような多面的な取組みとあわせて、金融商品の販売、助言、商品開発等を行う全ての金融機関等が、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ていくことも、国民の安定的な資産形成の実現のためには重要な課題となっている。また、長期・分散・積立投資に適した金融商品の開発・普及も課題である。

加えて、情報技術の進展等に伴い、日本や欧米の市場・取引所やそれを取り巻く環境にも、様々な変化が見られる。特に近年、取引システムの高度化が進む中、高速取引の影響力が増大していることのほか、取引所集中義務の撤廃後の市場間競争の状況や、FinTechの動きも踏まえた新たな課題への対応も必要となっている。

こうした状況等を踏まえ、平成28年4月19日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「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国民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」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会は、「市場ワーキング・グループ」を設置し、同年5月から12回にわたり、関係者からのヒアリング等を行いながら、①国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）、②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、③取引の高速化、④市場間競争と取引所外の取引、⑤取引所の業務範囲について、審議を行った。

本報告書は、当ワーキング・グループにおける審議結果をとりまとめたものである。

## 第1章 国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営

### 1. 顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー<sup>1</sup>）の確立

#### （1）顧客本位の業務運営に関する原則（プリンシプル）の策定

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（以下「金融事業者」という。）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。

こうした観点から、当ワーキング・グループでは、販売手数料、商品説明、利益相反の管理等に関し、顧客本位の業務運営について指摘されている事例等を取り上げながら議論を行った。これらの点に関しては、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。

そのためには、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（以下「原則」という。）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。

なお、仮にこうしたプリンシプルベースのアプローチが金融事業者の行動に変革をもたらす上で十分ではないと考えられる場合には、ルールベースの手法による対応を含め、改めて検討がなされるべきである。

---

<sup>1</sup> フィデューシャリー・デューティーの概念は、しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたが、欧米等でも近時ではより広く、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として用いる動きが広がっている。

## (2) 顧客本位の業務運営に関する原則に盛り込むべき事項

その上で、当局が策定する原則には、以下の事項を盛り込むことが適当である。

### 【顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等】

I. 金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

(注) 金融事業者は、顧客本位の業務運営に関する方針を策定する際には、取引の直接の相手方としての顧客だけでなく、インベストメント・チェーンにおける最終受益者としての顧客をも念頭に置くべきである。

### 【顧客の最善の利益の追求】

II. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

(注) 金融事業者は、顧客との取引に際し、顧客本位の良質なサービスを提供し、顧客の最善の利益を図ることにより、自らの安定した顧客基盤と収益の確保につなげていくことを目指すべきである。

### 【利益相反の適切な管理】

III. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

(注) 金融事業者は、利益相反の可能性を判断するに当たって、例えば、以下の事情が取引又は業務に及ぼす影響についても考慮すべきである。

- ・ 販売会社が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該商品の提供会社から、委託手数料等の支払を受ける場合
- ・ 販売会社が、同一グループに属する別の会社から提供を受けた商品を販売・推奨等する場合
- ・ 同一主体又はグループ内に法人営業部門と運用部門を有しており、当該運用部門が、資産の運用先に法人営業部門が取引関係等を有する企業を選ぶ場合

## 【手数料等の明確化】

IV. 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。

## 【重要な情報の分かりやすい提供】

V. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記IVに示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

(注1) 重要な情報には以下の内容が含まれるべきである。

- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの基本的な利益（リターン）、損失その他のリスク、取引条件
- ・ 顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの選定理由（顧客のニーズ及び意向を踏まえたものであると判断する理由を含む）
- ・ 顧客に販売・推奨等を行う金融商品・サービスについて、顧客との利益相反の可能性がある場合には、その具体的内容（第三者から受け取る手数料等を含む）及びこれが取引又は業務に及ぼす影響

(注2) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、個別に購入することが可能であるか否かを顧客に示すとともに、パッケージ化する場合としない場合を顧客が比較することが可能となるよう、それぞれの重要な情報について提供すべきである（(注2)～(注5)は手数料等の情報を提供する場合においても同じ）。

(注3) 金融事業者は、顧客の取引経験や金融知識を考慮の上、明確、平易であって、誤解を招くことのない誠実な内容の情報提供を行うべきである。

(注4) 金融事業者は、顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を、分かりやすく行うべきである。単純でリスクの低い商品の販売・推奨等を行う場合には簡潔な情報提供とする一方、複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、リスクとリターンの関係など基本的な構造を含め、より丁寧な情報提供がなされるよう工夫すべきである。

(注5) 金融事業者は、顧客に対して情報を提供する際には、情報を重要性に応じて区別し、より重要な情報については特に強調するなどして顧客の注意を促すとともに、顧客において同種の金融商品・サービスの内容と比較することが容易となるよう配慮すべきである。

### 【顧客にふさわしいサービスの提供】

VI. 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

(注1) 金融事業者は、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨等する場合には、当該パッケージ全体が当該顧客にふさわしいかについて留意すべきである。

(注2) 金融商品の組成に携わる金融事業者は、商品の組成に当たり、商品の特性を踏まえて、販売対象として想定する顧客属性を特定するとともに、商品の販売に携わる金融事業者においてそれに沿った販売がなされるよう留意すべきである。

(注3) 金融事業者は、特に、複雑又はリスクの高い金融商品の販売・推奨等を行う場合や、金融取引被害を受けやすい属性の顧客グループに対して商品の販売・推奨等を行う場合には、商品や顧客の属性に応じ、当該商品の販売・推奨等が適当かより慎重に審査すべきである。

(注4) 金融事業者は、従業員がその取り扱う金融商品の仕組み等に係る理解を深めるよう努めるとともに、顧客に対して、その属性に応じ、金融取引に関する基本的な知識を得られるための情報提供を積極的に行うべきである。

### 【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】

VII. 金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

## 2. 顧客本位の業務運営を確立・定着させていくための方策

顧客本位の業務運営を確立・定着させていくためには、金融事業者がより良い金融商品・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、これを踏まえて金融事業者が自らの業務運営を絶えず見直していく、という好循環が生まれる必要がある。そのためには、上記1.(2)に掲げた内容を盛り込んだ原則を策定するのみならず、以下の方策をあわせて実行していくことが適当である。

### **(1) 金融事業者の取組みの「見える化」**

顧客が、自らのニーズや課題解決に応じてくれる金融事業者を主体的に選択できるようにするためには、顧客から金融事業者の行動や取組みがより正確に把握できるよう、極力、「見える化」を進めることが重要である。

このため、原則を採択した金融事業者においては、上記Ⅰにも示されているとおり、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表した上で、当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、当該方針を定期的に見直すことがまずもって重要である。その際、当該方針には、上記Ⅱ～Ⅶに示されている内容（(注)を含む。）について、受け入れる場合にはその対応方針を、受け入れない場合にはその理由や代替策を、分かりやすい表現で盛り込むことが適当である。

### **(2) 顧客の主体的な行動**

顧客が金融事業者によって提供された情報等を適切に分析して金融事業者の取組みを正しく評価し、より良い取組みを行う金融事業者が選択されていくためには、顧客の主体的な行動が重要になる。

その際には、顧客に対し、安定的な資産形成に資する投資教育や金融商品に関する情報等を積極的に提供することで、その投資知識や理解等のリテラシーの向上を図っていくことが重要と考えられる。

また、有識者等で構成される第三者的な主体が、例えば民間における自発的な取組みとして形成され、金融事業者全般あるいは各金融事業者の取組方針や取組状況を顧客の立場から評価し、評価結果を公表するといったメカニズムが存在すれば、顧客が金融事業者を選別する上で参考になると考えられる。

### **(3) 顧客にアドバイス等を行う担い手の多様化**

顧客が合理的な判断に基づき資産形成を行うためには、販売会社等とは独立した立場で顧客に対してアドバイスする者など、顧客による金融商品・サービスの適切な選択を手助けする担い手の多様化が重要である。

#### (4) 当局の役割

顧客本位の業務運営を実現するためには、検査・監督においても、原則の受入れ状況、策定した取組方針、当該方針に係る取組状況について、適切にモニタリングを行い、ベスト・プラクティスの実現を目指して対話していくことが重要である。

なお、原則については、金融事業者の取組状況や、その取り巻く環境の変化を踏まえ、必要に応じ見直しの検討が行われることが望まれる。

## 第2章 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

### 1. 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用と課題

国民が安定的な資産形成を行うためには、長期の積立・分散投資が有効と考えられる。投資対象をグローバルに分散させることで世界経済の成長の果実を享受することが可能となり、投資時期の分散（積立投資）により高値掴み等のリスクを軽減できるほか、長期で保有することにより投資リターンの安定化が可能となる。

これを実現するための運用対象として、ETF（上場投資信託）は、少額でも分散投資が可能であるほか、透明性が高いといったメリットもあると考えられる。また、一般的には、同種の投資信託に比してETFの方がコストが低いとされている。こうした観点からは、ETFは国民の安定的な資産形成に向けて本来有用な投資商品と考えられる。

しかしながら、現状、国民の安定的な資産形成のためにETFが十分に活用されているとは言い難い状況にあり、以下のような課題について、取引所等の関係者における検討が求められる。

#### （1）ETF市場の流動性の向上

ETFが十分活用されていない要因の一つとして、流動性の乏しい銘柄も少なからず存在しており、投資家が意図した価格やタイミングでの購入や売却ができない可能性を指摘する声があり、ETF市場の流動性の向上が重要な課題となっている。

このため、ETFに関して常に適切な価格で十分な注文が提示されるよう、取引所を中心とした関係者において、取引の公正に留意しつつ、マーケットメイク制度の導入に向けた検討を行うとともに、マーケットメイカーが注文を提示しやすい環境を整備するため、必要に応じ関係府令等の改正を検討することが適当である。

また、ETFに係る価格調整メカニズムを円滑化し、流動性の向上を図る観点からは、関係者が協力し、ETFの設定・交換に係る期間（現行：T+4～T+6<sup>2</sup>）を短縮すべく、手続きの効率化に向けた検討を行うことが適当である。

---

<sup>2</sup> 約定日の4～6営業日後に決済すること。

## (2) ETF の認知度の向上

ETF が十分活用されていない要因の一つとして、投資初心者をはじめとする家計における ETF の認知度が低い点を指摘する声がある。これには、証券会社や銀行等の販売会社において ETF を取り扱っていない、あるいは、取り扱っていても積極的に薦めていないといった実態も大きく影響していると考えられる。

このような投資家層に対して ETF の認知度を高める観点から、取引所を中心とした関係者が ETF の商品性や仕組み等を分かりやすく解説した資料を作成し、販売会社の窓口など様々なチャネルを通じて、広く周知を図っていくことが重要である。

また、銀行等を含めた販売会社において投資信託を販売する際に、同種の ETF がある場合には、手数料の違いも含めて、顧客にそれらの商品を比較することができる情報が提供されるよう、取引所において説明資料を作成することが適当である。

なお、銀行等の登録金融機関における ETF の窓口販売（証券会社への取次ぎ、媒介等を含む。）は、制度上は既に認められているところである。

## (3) 長期・分散・積立投資における ETF の活用促進策

近年、ETF について長期投資に向いている商品や経済の持続的な成長に資する商品が開発されており、今後とも関係者において、そのような良質な商品の開発に努めることが適当である。

また、現在上場されている 200 銘柄超の ETF には様々な種類のものがあることから、取引所のホームページの ETF 銘柄一覧において、長期投資に向いている銘柄や積立のサービスが提供されている銘柄を明らかにする等、投資家に対する情報提供を拡充することが適当である。

さらに、ETF は投資信託に比して保有コストが相対的に低い一方、現状は取引の度に売買手数料が発生することから、積立を行う場合には手数料負担が重くなるほか、売買単位が比較的大きい点を指摘する声がある。このため、積立に適した手数料のあり方等を含め、ETF を活用した少額積立投資を目的とする商品設計に関し、関係者において検討が行われることが適当である。

## 2. インデックス運用の増加と株価形成

資産運用の一手法としてインデックス運用（市場の代表的な指数と連動することを目指して運用する手法）があり、代表的なものとして、インデックス・ファンドへの

運用やETFの購入等が挙げられ、個人投資家のみならず機関投資家にも幅広く利用されている。

インデックス運用は、運用コストが低いことが特徴であるが、これは一般に投資対象の企業価値分析やその分析に基づいた投資判断が行われず、銘柄入替えも頻繁には行われないことが背景にあり、その売買は個々の企業の中長期的な価値に直接基づくものではないといった面がある。

これに関し、国際的にも機関投資家の運用資産に占めるインデックス運用の割合が増加することにより、企業の中長期的な価値に基づく株価形成を阻害し、市場に歪みをもたらし得るのではないかと指摘がある。特に、インデックス運用が市場取引全体に対して過度な割合を占めた場合、個々の銘柄について、その企業の中長期的な価値に基づく株価が形成されず、ひいては、インデックス運用自体の合理性も失われかねない、との指摘がある。

この点については、

- ・ インデックス運用が過大となることにより市場に歪みが生じても、市場が合理的であれば、アクティブ運用（市場指数を上回る投資収益を目指す手法）の増加により自動的に調整されるのではないか、

という指摘がある一方、

- ・ アクティブ運用のための情報生産活動の成果は、価格に情報が織り込まれることを通じて市場参加者全体に享受されてしまうことから、コストをかけて情報生産活動を行うインセンティブが低下するため、アクティブ運用の増加による調整機能が働くとは限らない、

という指摘もあるところである。

いずれにしても、過大なインデックス運用が企業の中長期的な価値に基づく株価形成といった、適正な情報生産活動の成果が価格に織り込まれていくという市場本来の機能に歪みを生じさせることのないよう、今後とも取引の動向を注視していくことが適当である。

## 第3章 取引の高速化

### 1. アルゴリズムを用いた高速取引を巡る状況

情報技術の進展等を踏まえ、各国の取引所では、取引速度の高速化の動きを視野に入れた取組みが行われている。我が国でも、平成22年1月の東証アローヘッドの導入以降、注文処理時間が大幅に短縮されたほか、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コロケーション・サービスが提供され、取引に係る通信遅延（レイテンシー）が大幅に短縮されている。

こうした状況の中、平成28年の東京証券取引所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は、約定件数ベースで4～5割程度、注文件数ベースで7割程度に達しており、同エリアからの取引に典型的にみられるような、金融商品に係る取引の発注や変更、取消し等をアルゴリズムを用いて高速かつ自動的に行う取引が増加している。

なお、こうしたアルゴリズムを用いた高速取引（以下「アルゴリズム高速取引」という。）には、いわゆる狭義のアルゴリズム高速取引、即ち、受動的マーケットメイク戦略<sup>3</sup>に基づく取引から、投資戦略を限定しない、より広義のアルゴリズム高速取引まで多様なものが存在しており、その内容は一様ではないとされる。

このように、日本の証券市場においてアルゴリズム高速取引の影響力が増大する中、現状、以下に見るように、アルゴリズム高速取引を行う投資家に対する証券会社の関与が薄まるとともに、当局や取引所も、アルゴリズム高速取引の全体像やその取引戦略等を十分に把握できていない状況となっている。

#### （1）証券会社によるチェック機能

現行法上、証券会社は、業務の運営の状況が公益に反し、又は投資家の保護に支障を生ずるおそれがないように業務を行わなければならないとされており、例えば、有価証券の売買の受託等に際しては、あらかじめ顧客の注文の内容を確認することが求められている。しかしながら、アルゴリズム高速取引では、取引所のコロケーションエリア内にあるサーバーに投資家がアルゴリズムを組み込み、注文は当該アルゴリズム

<sup>3</sup> 受動的マーケットメイク戦略とは、市場に売りと買いの両方の注文を出しておき、他の投資家の取引相手となることで、ビッド・アスク・スプレッド分を利益とする戦略。膨大な注文数及び高いキャンセル率につながり得る。

ムに従い自動的に執行されることから、投資家に対する証券会社の関与が薄まっているとされる。このように、取引の高速化が進む中においては、証券会社が顧客の注文について実効的にチェック機能を果たすことには限界があるとの指摘がなされている。

## **(2) 取引所による審査**

現行法上、取引所には有価証券の売買等を公正かつ円滑にし、投資家を保護することが求められており、その一環として、取引所は、会員証券会社が行う有価証券の売買の内容を審査することとされている。この点、取引所が会員である証券会社を越えて、投資家に直接、調査権限等を行行使することは認められていないことに加え、上記のとおり証券会社による顧客の注文に対するチェック機能も実効性には限界があり得ることから、取引所が深度ある審査を行うことは、現状、難しくなっているとの指摘がなされている。

## **(3) 当局による取引動向の確認**

当局には、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ることが求められている。現行法上、当局は、個々の投資家に不公正取引の疑いがある場合には、報告を徴求することが可能とされているが、こうした場合を除き、投資家に対し、直接報告を徴求する権限を有していない。そのため、当局は、必要に応じ、証券会社を通じて投資家の取引動向を確認しているが、証券会社や取引所が上記のような状況にある中、深度をもってこれを行うことは困難となっている。

## **2. アルゴリズム高速取引に関するこれまでの対応と欧米の動向**

### **(1) これまでの対応**

我が国や欧米では、これまで、以下に見るように、取引所における取引制度の見直しが進められ、市場の混乱を排除するための証券会社を通じた措置が講じられている。例えば、取引所では、価格急変の増幅防止等のための措置として、サーキットブレーカーや誤発注取消ルールが導入されているほか、アルゴリズム高速取引を抑制する効果をもつ注文回数への課金が行われている。

さらに、市場に混乱を来す発注の排除といった観点からは、証券会社に対し、自身のシステム管理体制の整備や顧客注文の審査を求めていることに加え、証券会社を介さず投資家のシステムから取引所に直接発注するネイキッドアクセスを禁止する等の対応が取られている。

## **(2) 欧米の動向**

近年、欧米では、こうした対応にとどまらず、アルゴリズム取引に由来するリスクに対応する観点から、以下のような規制を課す動きがある。

欧州では、第二次金融商品市場指令等（2018年1月施行予定）により、アルゴリズム高速取引を行う投資家を登録制とし、証券会社や資産運用会社等がアルゴリズム取引を行う場合とあわせて、体制整備・リスク管理、アルゴリズム取引を行う旨の当局に対する通知、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、取引記録の保存、アルゴリズム取引戦略等に係る情報提供等を求める規制が課されることとなっている。さらに、アルゴリズム高速取引を行う投資家について投資サービス会社としての登録を求めることになるため、証券会社など既存の投資サービス会社と同様、欧州域内の拠点設置義務、経営管理体制の整備、財務要件（当初資本金、自己資本比率規制）等も課される。

米国では、先物市場について、電子的に取引所に直接アクセスする手法を用いて自己勘定でアルゴリズム取引を行う業者に新たに登録を求め、先物取引業者等の既存の登録業者がアルゴリズム取引を行う場合とあわせて、体制整備・リスク管理、アルゴリズム取引等に関する記録の保存等を求める規制が提案されている。

## **3. アルゴリズム高速取引を行う投資家に対するルール整備**

### **(1) ルール整備の必要性**

アルゴリズム高速取引については、こうした取引の存在により市場に流動性が供給されているとの指摘や、流動性が厚くなることでスプレッドが縮まり一般投資家にもその恩恵が及んでいるとの指摘もあり、市場取引の円滑に資するようなアルゴリズム高速取引までをも一律に日本市場から排除してしまうような対応を行うことは、適当ではないと考えられる。

他方、アルゴリズム高速取引については、市場の安定性や効率性、投資家間の公平

性、中長期的な企業価値に基づく価格形成、システムの脆弱性等の観点から、以下のような懸念を指摘する声が存在する。

- ・ 市場でのイベントにアルゴリズム高速取引が加速度的に反応し、マーケットが一方向に動くことで、市場を混乱させるおそれがないか
- ・ 個人や中長期的な視点に立って投資を行う機関投資家に、アルゴリズム高速取引に太刀打ちできないなどといった不公平感を与え、一般投資家を市場から遠ざけてしまうのではないか
- ・ アルゴリズム高速取引で用いられる戦略には短期的なものも存在し、アルゴリズム高速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（本来の企業価値）に着眼した価格形成が阻害されるのではないか
- ・ 異常な注文・取引やサイバー攻撃など万が一の場合、その影響が瞬時に市場全体に伝播するおそれや、その他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がないか
- ・ 欧米をはじめ我が国においても、アルゴリズムを用いた相場操縦等の不公正取引の事案等が報告されている中、市場の公正性に影響を与えるおそれはないか

こうした懸念が指摘される中、上記のように、当局や取引所も、アルゴリズム高速取引の全体像やその取引戦略、あるいは、発注等に係るリスク管理状況等を十分に把握できているとは言えない状況となっており、こうした状況を放置することは、我が国において、年金基金・個人を含めた多様な投資家が安心して参加できるような厚みのある市場の実現を図っていく上で支障となり得ると考えられる。

そのため、欧米の状況も踏まえながら、アルゴリズム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た上で、当局がその取引実態・戦略等を確認することを可能とする枠組みを整備することが適当である。

## （２）ルールの枠組み

アルゴリズム高速取引を行う投資家に対するルールの枠組みとしては、登録制の下で以下のような措置を講じることが適当である。

- ・ 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

アルゴリズム高速取引を行う投資家に対するルールの導入に際しては、海外に拠点を有する投資家に対してもその実効性を確保することが必要である。このため、こうした投資家から有価証券の売買等を受託する証券会社に対し、無登録でアルゴリズム高速取引を行う投資家や、アルゴリズム高速取引を行うための体制整備・リスク管理を適正に講じていることが確認できない投資家からの取引の受託を禁ずることが適当である。また、海外に拠点を有する投資家に対しては、監督の実効性を確保する観点から、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である。

我が国の金融商品取引業者もアルゴリズム取引を行う可能性があるが、一方で既に一定のシステムリスク管理体制の整備や取引記録の保存等が求められており、仮にアルゴリズム高速取引に係るルールを追加する場合であっても、アルゴリズム取引を行うことの当局への通知等、真に必要なものに限って求めていくことが適当である。

また、アルゴリズム高速取引を行う投資家に対するルールの実効性を確保する観点からは、取引を受託する証券会社による上記の対応に加えて、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当該投資家を調査できるようにすることが適当である。

なお、これらの具体的内容については、欧米における今後の動向等を踏まえ、柔軟に対応できるようにしておく必要があると考えられる。

## 第4章 市場間競争と取引所外の取引

### 1. 市場間競争

我が国では、取引所集中義務の撤廃後、市場間競争を促進する観点から、PTS（私設取引システム）制度が創設され、上場株式を取り扱う PTS には合計 8 社が参入したが、現在でも存続しているのは 2 社となっている。現物取引に関する取引施設毎のシェアを見ると、東京証券取引所のシェアが 9 割程度を占める一方、PTS のシェアは 2 社合計でも 5%程度となっている。

他方、米国では、50 以上の取引施設が存在し、全上場銘柄の取引シェアは、取引所外取引が 30%以上を占める一方、取引所については最大の NASDAQ でも 15%程度となっている。英・独・仏においても、我が国に比して取引所のシェアが相当程度低く、取引所外取引のシェアが相当程度高い状況となっている。

市場間競争については、平成 9 年証券取引審議会報告<sup>4</sup>において、

- ・ 公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である
- ・ 市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待される

との整理がなされ、このような考え方を踏まえ、市場間競争を促進する観点から、取引所集中義務が撤廃され、取引所外取引が解禁されるとともに、PTS 制度の導入等の制度整備が行われた。

その後、我が国では、大口・バスケット取引等の様々な取引ニーズに応えるため、取引所立会外市場（ToSTNeT）の整備が進められた。また、PTS がティック・サイズ（呼び値の刻み幅）を先行して縮小し、取引所が追随することにより、市場参加者の利便性向上が図られてきたとの指摘もある。

このような点を踏まえると、我が国においても、市場間競争により期待されるイノベーションの喚起や利用者のニーズに合った取引手法の提供促進といった効果が一定程度認められ、市場間競争の意義は今日においても失われていないと考えられる。

他方、取引所取引と取引所外取引が全体として我が国の市場を構成していることを踏まえれば、取引所と PTS が適切に連携することにより、市場全体として、公正性や透明性を確保することが重要である。

---

<sup>4</sup> 証券取引審議会報告『証券市場の総合的改革～豊かで多様な 21 世紀の実現のために～』（平成 9 年 6 月 13 日）

## 2. PTSにおける信用取引

PTS に関しては、現状、信用取引が認められておらず、これを解禁することを求める声がある。

現状 PTS に信用取引が認められていない理由について、平成 22 年監督指針改正時のパブリックコメントに対する金融庁の考え方<sup>5</sup>においては、

- ・ PTS を提供する業者自身が信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を行うことは、(a)市場開設者としての立場（取引状況に異常又はそのおそれがある場合において、信用取引の制限・禁止等の規制措置を講ずべき立場）と、顧客への資金・株券の提供者としての立場との間の利益相反の問題が顕在化するおそれがあること、(b) こうした観点から、取引所においても、信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を実施していないこと等を踏まえると、認められない
- ・ また、（取引所における信用取引と同様に）参加証券会社が資金貸付・株券貸付を行うこととする場合であっても、当該貸付業務の適切性を確保するため、PTS を提供する業者に対して取引所と同等の自主規制機能（参加証券会社に対する監査・処分等）の発揮を求めることは現実的でなく、認められない

と説明されている。

このため、上記の問題が解決されるよう、例えば、以下のような形で適切なスキームが構築された場合には、PTS における信用取引を認めることも考えられる。

- ・ PTS を提供する業者自身やそのグループ会社等が実質的な資金・株券の提供者とならないなど、利益相反の防止の観点から適切な措置が講じられていること
- ・ 自主規制機能については、信用取引について過当投機といった弊害を可能な限り排除する観点から、取引所において、①信用取引残高の集計・報告、②信用取引に係る規制措置（日々公表銘柄の指定・信用取引残高の日々公表、委託保証金率の引上げ、信用取引の制限・停止等）、③取引参加者の上記措置の遵守状況の調査・処分等の対応が行われているところ、PTS の信用取引についても、これと同等の措置が講じられること

上記の自主規制機能について、基本的には PTS を提供する業者において対応すべきものではあるが、信用取引残高の集計・報告及び信用取引規制等の措置（上記①②）を実効的に行っていくためには、取引所・PTS 間で必要な連携を図っていくことが求

---

<sup>5</sup> 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正（案）」に対するパブリックコメントの結果等について（平成 22 年 3 月 4 日）

められる。また、取引参加者に対する調査・処分（上記③）については、PTS を提供する業者自身が金融商品取引業者である以上、当該業者が直接行うことは困難であると考えられる。このため、これらの対応については、取引所・日本証券業協会・PTS 間で適切な協力を図っていくことが適当である。

他方、市場全体の公正性・透明性を確保して投資家保護を図る観点からは、例えば、投資判断に重大な影響を与えるおそれのある情報が生じ、その内容が不明確である場合等には、適切に売買停止措置等が講じられることが求められ、PTS に信用取引が認められれば、その必要性は更に高まると考えられる。このため、取引所、PTS 等の関係者において所要の態勢整備を行うとともに、売買停止等に至るまでの判断や連携の手順等について具体的に検討が進められるべきである。

### 3. ダークプールの位置付け

近年、情報技術の進展に伴い、複数の顧客からの注文を電子的に付け合せる、取引前透明性のない（気配情報を開示しない）取引の場（いわゆるダークプール）の利用が進んでいる。ダークプールは、機関投資家が大口注文を匿名で執行したいというニーズや、アルゴリズム高速取引を行う投資家との注文対当を避けたいというニーズに応えるものとして、一定の役割を果たしていると言われている。証券監督者国際機構（IOSCO）報告書<sup>6</sup>においても、マーケットインパクトの最小化、大口注文の執行促進、価格改善の可能性などが投資家に利用される理由として指摘されている。

他方、同報告書では以下のような問題点も指摘されている。

- ・ ダークプールにおける取引の執行方針等に関する情報が十分に提供されないおそれ
- ・ ダークプールにおける取引や取引情報へのアクセスについて取引参加者間の公平性が阻害されるおそれ
- ・ ダークプールにおける取引シェアが高まった場合に、市場全体としての価格発見機能が低下するおそれや流動性が分散するおそれ

欧米では、このようなダークプールの存在意義は認めつつ、上記のような問題点にも対処する観点から、多数の投資家からの注文を付き合わせる取引施設として登録を求めた上で、注文執行ルールの明確化、取引システムの堅牢性の確保等の観点から、一定の規制を課している。

---

<sup>6</sup> IOSCO, Principles for Dark Liquidity: Final Report (2011年5月)

これに対し、我が国では、電子的システムによって証券会社内で顧客の注文を付け合わせた上で、取引所の立会外市場に同時に取り次いで約定させる取引システムの運営は、PTS の認可を受けることなく金融商品取引業者が行うことが可能な業務と位置付けられている。このため、我が国におけるダークプールは、他国と異なる取引形態を取る形となっている一方で、仮にダークプールの取引施設としての運営上問題が生じた場合に、取引施設を規律するとの観点から十分な対応が可能か、という議論があり得る。

この点については、ダークプールを取引所の立会外市場に取り次ぐという現行の取扱いを見直し、PTS と同様に認可制の対象とした上で、一定の場合に気配情報の開示を不要にするとの取扱いも考えられるが、当ワーキング・グループにおける審議において、そのような取扱いを検討することの要請は、現状、必ずしも強く聞かれなかったところである。

以上の点を踏まえれば、ダークプールに対しては、当局が、引き続き、金融商品取引業者に対する規制を通じて実効的な監督に努めるとともに、将来的に新たな課題や環境変化が生じた場合には、必要に応じ、制度的な対応を検討することが適当であると考えられる。

## 第5章 取引所の業務範囲

### 1. 現行の制度

市場の運営という公共性の高い業務を安定的に運営させる等の観点から、現行法上、日本の取引所グループには以下の業務範囲規制が課されている。

- ・ 取引所本体の業務範囲は、取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務に限定。但し、認可を受けた場合には、排出量取引を行う市場の開設や LEI<sup>7</sup>指定等、法律で限定列挙されている兼業業務が可能。
- ・ 取引所持株会社の業務範囲は、子会社である取引所等の経営管理及びこれに附帯する業務に限定。
- ・ 取引所の子会社及び兄弟会社（取引所持株会社の子会社）の業務範囲は、取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務に限定。但し、認可を受けた場合には、取引所金融商品市場の開設に関連する業務（以下「関連業務」という。）が可能。

このうち、関連業務については、従来、その業務範囲を予め個別に限定列挙するのではなく、当局の認可に際して、①取引所の業務に密接に関連すること、②取引所の円滑な業務運営に資するものであること、③子会社の業務運営が取引所に及ぼすリスクの管理がしっかり行われていること、④取引所の運営の公正性や中立性に対する信頼感が損なわれることがないこと等についてチェックを受ける仕組みとすることが適当（平成14年金融審議会報告<sup>8</sup>）とされている。

### 2. 取引所の業務範囲のあり方の検討

取引所グループを巡る業務範囲のあり方については、以下のような環境変化を踏まえた対応が必要となっている。

---

<sup>7</sup> Legal Entity Identifier：金融商品の取引の当事者を識別するための番号

<sup>8</sup> 金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」（別紙3「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告）（平成14年12月16日）

### (1) 取引所外取引への対応

リーマンショック後、店頭デリバティブの清算集中を進めるとの国際的な要請が生じたこと等もあり、これまでに、取引所の子会社・兄弟会社には、店頭デリバティブの清算業務や、これらの取引所外取引に関する業務に係るシステムの開発が認可されている。

一方、こうした関連業務の認可に際しては、上記1に示したチェック事項②「取引所の円滑な業務運営に資する」が存在しており、店頭デリバティブの清算業務や取引所外取引に関するシステムの開発などは、厳密には、当該チェック事項にあてはまらないとも考えられる。これらに対応するため、これまでは、市場全体の機能の向上が図られるような場合には認可を行うといった運用面での対応が行われており、こうした現状も踏まえ、上記②を「市場全体の円滑な運営に資する」ものとして整理することが適当である。

### (2) FinTechの動きへの対応

近年、FinTechを活用した革新的な金融サービス事業が急速に拡大しつつあり、人工知能やブロックチェーン技術等は、今後の取引所の業務にも大きな影響を与えることが考えられる。日本の取引所グループにおいても、そのような技術の活用等に関する先駆的な取組みが求められ、例えば、そのような技術を有する企業等への出資等も想定しておく必要がある。このため、上記②に加え、「取引所の円滑な業務運営に資すると見込まれる」場合も関連業務として認可できるようにすることが適当である。

### (3) 国際化への対応

取引所グループの業務の多様化が進む中、今後、我が国の取引所が外国取引所やその他市場開設に附帯・関連する業務を行う外国企業へ出資を積極化することが考えられるが、そのような場合に、それらの取引所・企業等の子会社が出資当初、附帯・関連業務以外の業務を行っているようなケースも想定しておく必要がある。このため、一定期間、取引所グループが業務範囲を超える業務を行う子会社を有する外国の会社の保有を認めることが適当である<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 銀行・保険会社では、原則5年、業務範囲外の海外孫会社の保有を可能とするための手当てが行われている。

#### (4) 取引所グループ内の柔軟な業務運営

現状、取引所グループにおいては、取引所や清算機関、その他グループ内のシステム会社が、それぞれ取引システムの開発を行っている。取引所グループについても、シナジー効果やコスト削減効果を高める観点から、特にシステム開発など規模の経済が働きやすいものについては、取引所本体を含めグループ内でノウハウ等を有するエンティティに集約するなど、柔軟な業務運営を想定する必要がある。このため、取引所本体の兼業業務範囲の見直しを行い、システム開発などグループ内で共通・重複する業務のうち、グループ内における適切な費用配賦などグループ内取引に係る管理が適切に行われているものについては、認可を前提に取引所本体での実施を認めることが適当である。

#### (5) 取引所を巡る経営統合

東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合により誕生した日本取引所グループが我が国の市場で圧倒的なシェアを有していることに鑑みれば、取引所の子会社や兄弟会社が行う関連業務の認可に際し、公平・公正な競争条件を確保することをこれまで以上に勘案する必要がある。具体的には、例えば、他に十分な担い手がおらず、市場全体のために取引所グループが行うことが求められているような状況にあるか等を、関連業務に係る上記のチェックの際に考慮することが適当である。

### 3. 取引所持株会社の経営管理機能の明確化

取引所の業務内容の拡大等に伴い、取引所には、グループとしての経営管理の実効性確保への要請が高まることが想定される。そのため、グループの頂点に位置する持株会社（持株会社が無い場合にはグループ頂点の取引所）が果たすべき経営管理機能についても、明確化を図っていくことが適当であり、例えば、

- ・ グループの経営方針の策定及びその適正な実施の確保
- ・ グループ内の会社相互間の利益相反管理
- ・ グループの法令遵守体制の整備

等を行うことを求めていくことが適当である。

## おわりに

以上が、当ワーキング・グループにおける審議の結果である。

人口減少や高齢化等が進む中、国民の厚生を増大を図っていくためには、国民の安定的な資産形成を促進していくことが重要な課題となっている。このためには、顧客本位の業務運営に関する原則の策定及びその定着を通じ、顧客と金融事業者との間で信頼関係が構築されていくことが不可欠な前提となっている。

また、近年の情報技術の進展等を受け、市場・取引所及びそれを取り巻く環境が目まぐるしく変化する中、それに応じた公正で透明な市場を実現していくための環境整備も急務である。

当局を含め関係者において、こうした趣旨を踏まえ、適切な対応がなされることを望みたい。