

■平成二九年改正金商法の解説(1)

# 株式等の取引の高速化への対応

野崎 彰 前金融庁市場課総括課長補佐

古角 壽雄 前金融庁市場課市場法制企画調整官

富永 剛晴 前金融庁市場課課長補佐

黒河 元次 金融庁市場課課長補佐

中井崇一朗 金融庁市場課課長補佐

森岡 園香 前金融庁市場課係長

## 一 はじめに

情報通信技術の進展等に伴い、わが国や欧米の金融・資本市場を取り巻く環境にもさまざまな変化がみられる。特に近年、取引システムの高度化が進む中、株式等の高速取引の影響力が増大している。

また、取引所グループをめぐっては、情報通信技術の進展や国際化などの環境変化が生じており、こうした環境変化に機動的に対応していくことが重要な課題となっている。

さらに、近年、上場会社が特定の証券会社のアナリストのみ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

し株式の売買の勧誘を行っていた事例が発覚している。こうした状況を踏まえ、

① 株式等の取引の高速化への対応

② 取引所グループの業務範囲の柔軟化

③ 上場会社による公平な情報開示

などの施策を盛り込んだ「金融商品取引法の一部を改正する法律案」が、平成二九年三月三日に第一九三回国会（常会）に提出された。その後、国会における審議を経て、五月一七日に成立、同月二四日に公布された（図表1）。

本稿においては、一般の改正の経緯、および、株式等の高速取引に係る改正の概要について解説を行うこととし、他の論点に係る改正の概要、および、施行に向けた今後のスケジュール

## 目次

- 一 はじめに
- 二 改正の経緯
  - 1 市場ワーキング・グループ
  - 2 フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース
  - 3 改正案の策定から公布まで
- 三 改正の全体像
- 四 株式等の高速取引に係る改正の概要
  - 1 高速取引行為の定義
  - 2 高速取引行為を行う者の登録制の概要
  - 3 金融商品取引業者等に関する規定の整備
  - 4 無登録者等からの高速取引行為の受託の禁止
  - 5 金融商品取引所による調査等
  - 6 経過措置

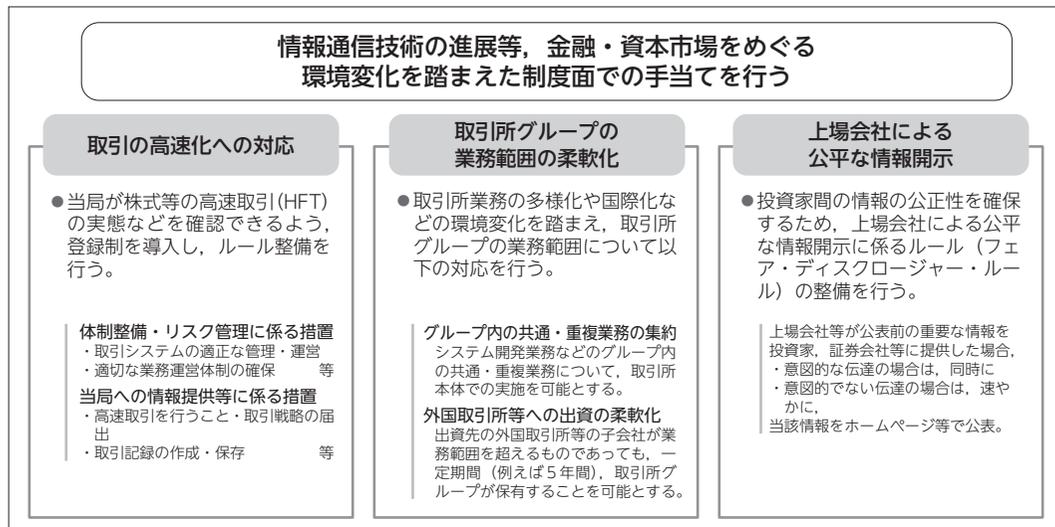
については、次号以降で解説することとした。なお、本文中、意見にわたる部分については、筆者らの個人的見解であることを申し添えたい。

## 二 改正の経緯

一般の改正に際しては、金融審議会に市場ワーキング・グループ、および、同ワーキング・グループの下にフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースが設けられ、それぞれ検討が行われた。ここでは、まず、こ

〔図表1〕 金融商品取引法の一部を改正する法律の概要

(平成29年5月17日成立・5月24日公布)



これらの設置や検討の経緯等について概説する。

### 1 市場ワーキング・グループ

情報通信技術の進展等に伴い、わが国や欧米の金融・資本市場を取り巻く環境にも、さまざまな変化がみられる。

特に近年、取引システムの高度化が進む中、東京証券取引所の取引に占めるコーポレーションエリア(注一)からの取引の割合は、注文件数ベースで七割程度、約定件数ベースで四割程度に達しており、株式等の高速取引の影響力が増大している。こうした取引については、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。

こうした中、わが国では、従来、高速取引を行う者から、当局や取引所が直接情報を収集する仕組みはなく、高速取引の実態等を十分に把握できているとはいえない状

況となっている。この点、欧州では、二〇一八年一月より、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の導入が予定されている。

このほか、取引所集中義務の撤廃後の市場間競争の状況や、FinTech(注二)の動きなど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、平成二八年四月の金融審議会において、麻生金融担当大臣より、「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」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会の下に、「市場ワーキング・グループ」が設置され、同年五月より一二回にわたり、関係者からのヒアリング等を行いつつ、

- 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)

- 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づけ

- ③ 株式等の取引の高速化

- 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、審議が行われ、同年一二月、それま

での審議結果を取りまとめた報告書(注三)(以下「WG報告書」という)が公表された。

## 2 フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース

欧米やアジアの主要国においては、上場会社が、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する場合、他の投資家にも公平に情報提供を求めるルール、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールがすでに導入されている。一方、わが国では、同様のルールは存在しない。

このような状況等の下、平成二八年四月の金融審議会報告においては、「我が国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要がある」と提言された。そして、同提言を踏まえ、市場ワーキング・グループの下に設置された「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」において審議が行われ、同年一二月、審議結果を取りまとめた報告書(注四)において、フェア・ディスクロージャー・ルールを導入すべきであると提言された。

## 3 改正案の策定から公布まで

市場ワーキング・グループおよびフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースが取りまとめた報告書で示された提言を踏ま

え、このうち、法律上の手当てが必要なものについて、法律案の策定作業が進められ、

- ① 株式等の高速取引を行う者に対し登録制を導入し、適切な体制整備・リスク管理、当局への情報提供などのルール整備を行う

- ② 取引所グループの業務の柔軟化を行う

- ③ 上場会社による公平な情報開示に関するルールの整備を行う

などの施策を盛り込んだ「金融商品取引法の一部を改正する法律案」が、平成二九年三月三日に閣議決定され、同日国会に提出された。

第一九三回国会(常会)における同法律案は、衆議院において先議された。衆議院財務金融委員会における審議を経て(衆議院財務金融委員会において、附帯決議が付されている)、四月一八日の衆議院本会議において可決され、参議院に送付された。その後、参議院財政金融委員会における審議を経て(参議院財政金融委員会において、附帯決議が付されている)、五月一七日に参議院本会議において可決・成立し、同月二四日に公布された(平成二九年法律第三七号。以下「改正法」という)。

## 三 改正の全体像

改正法は、情報通信技術の進展等のわが国の金融・資本市場をめぐる環境変化に対応するため、以下の措置を講ずるものである。

- (1) 株式等の高速取引に関するルール整備を行う。具体的には、高速取引を行う者に対し登録制を導入し、

- ① 体制整備・リスク管理に係る措置として、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

- ② 当局への情報提供等に係る措置として、高速取引を行うことや取引戦略の届出、取引記録の作成・保存等などの措置を講ずる。

併せて、こうしたルールの実効性を確保するため、証券会社に対し、無登録で高速取引を行う者からの取引の受託を禁止するとともに、取引所において、高速取引を行う者の法令等の遵守の状況の調査その他の必要な措置を講ずる旨の規定を設ける。

- (2) 取引所グループをめぐる業務の多様化や国際化などの環境変化を踏まえ、取引所グループの業務範囲の柔軟化を行う。具体的には、
- ① システム開発業務などの取引所グループ内の共通・重複業務について、認可を前提に、取引所本体での実施を可能とする

- ② 出資先の外国取引所等の子会社が業務範囲を超えるものであっても、原則五年間、取引所グループが保有することを可能とする

- ③ 投資家間の情報の公平性を確保するための措置を講ずる。

め、上場会社による公平な情報開示に係るルール（フェア・ディスクロージャー・ルール）の整備を行う。具体的には、上場会社等が公表されていない重要な情報をその業務に関して証券会社、投資家等に伝達する場合、

- ・ 意図的な伝達の場合は、同時に、
- ・ 意図的でない伝達の場合は、速やかに、当該情報をホームページ等で公表することを求めるなどの措置を講ずる。

#### 四 株式等の高速取引に係る改正の概要

(図表2)

##### 1 高速取引行為の定義

改正法では、高速取引行為を、以下の行為、すなわち、

- ① 有価証券の売買または市場デリバティブ取引
- ② ①の行為の委託
- ③ ②のほか、①に係る行為であつて、①②に準ずるものとして政令で定めるもの

のいずれかであつて、

- (イ) 当該行為を行うことについての判断が電子情報処理組織により自動的に行われ、かつ、
- (ロ) 当該判断に基づく当該有価証券の売買または市場デリバティブ取引を行うために必

要な情報の金融商品取引所その他の内閣府令で定める者に対する伝達が、情報通信の技術を利用する方法であつて、当該伝達に通常要する時間を短縮するための方法として内閣府令で定める方法を用いて行われるもの(注五)

と定義している(改正後の金融商品取引法(以下「法」という)二条四一項)。

前記の定義では、今後の情報通信技術の進展に柔軟に対応を図る等の観点から一部の内容が政府令に委任されているが、わが国における高速取引行為の実態等を踏まえ、たとえば、前記定義(ロ)中、

「金融商品取引所その他の内閣府令で定める者」の具体的内容としては、金融商品取引所のほか、PTS(私的取引システム)の運営業者とすること

情報の伝達に「通常要する時間を短縮するための方法として内閣府令で定める方法」の具体的内容としては、たとえば、コロケーションエリア等から発注を行う方法(注六)であつて、かつ、他者の注文と競合せずに自らの注文を発注できるサービスを利用する方法を用いるものとすることが考えられる。

なお、近年、いわゆるデイトレーダーと呼ばれる個人投資家が、プログラムに従い株式等を自動的に取引している実態がみられるが、一般

論としては、前記定義により、単にプログラムに従つて取引を行っている場合には、登録の対象とはならないと考えられる。

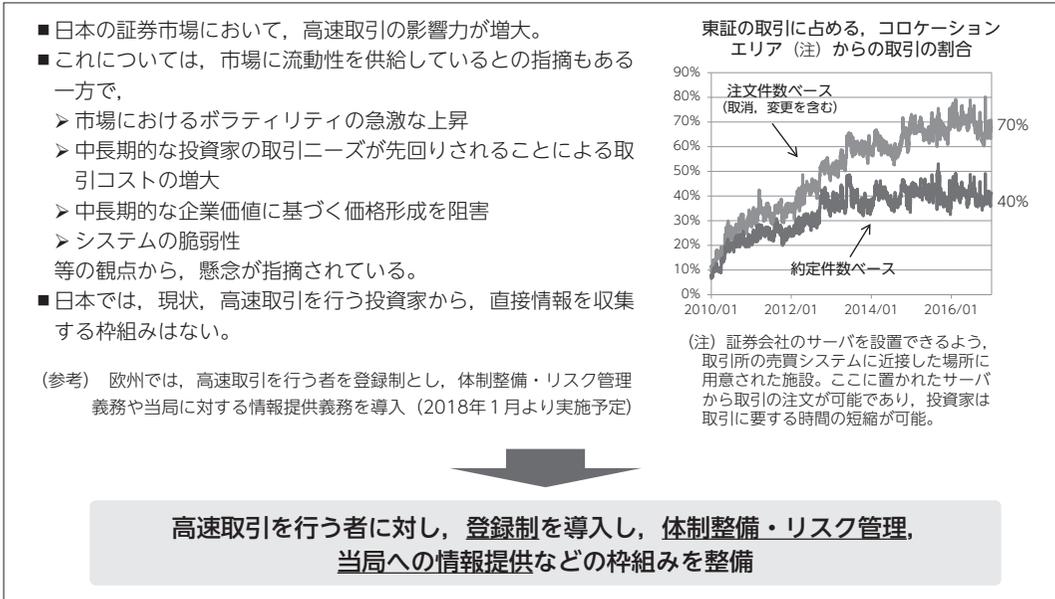
##### 2 高速取引行為を行う者の登録制の概要

###### (1) 登録

改正法では、金融商品取引業者等(金融商品取引業者または登録金融機関をいう。以下同じ)および取引所取引許可業者(金融商品取引業者もしくは登録金融機関業務または取引所取引業務として高速取引行為を行い、または行おうとする者に限る)以外の者は、高速取引行為を行おうとするときは、内閣総理大臣の登録を受けなければならないと規定している(改正後の法六六条の五〇)。なお、本条の規定により内閣総理大臣の登録を受けた者を「高速取引行為者」という。

登録申請に当たっては、登録申請者の商号、名称または氏名、法人であるときは資本金の額または出資の総額および役員の名氏または名称、主たる営業所または事務所の名称および所在地、高速取引行為に係る業務を行う営業所または事務所の名称および所在地、他に事業を行っているときはその事業の種類、その他内閣府令で定める事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出しなければならないと規定している(改正後の法六六条の五一第一項)。

〔図表2①〕 取引の高速化への対応



〔図表2②〕 取引の高速化に関する法制度の整備

**株式等の高速取引を行う者に対し、登録制を導入し、以下のルールを整備**

1. 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・財産的基礎の確保
  - (外国法人の場合) 国内における代表者又は代理人の設置
2. 当局に対する情報提供等に係る措置
  - 高速取引を行うこと・取引戦略の届出
  - 取引記録の作成・保存
  - 当局による報告徴求・検査・業務改善命令等
3. その他の規定
  - 無登録で高速取引を行う者等から証券会社が取引を受託することの禁止
  - 高速取引を行う者に対する取引所の調査

(2) 取引戦略の届出

前記の登録申請書には、一定の登録拒否事由に該当しない旨を誓約する書面、高速取引行為に係る業務の内容および方法として内閣府令で定めるものを記載した書面、法人である場合においては定款および法人の登記事項証明書（これらに準ずるものを含む）、その他内閣府令で定める書類を添付しなければならない旨が規定されている（改正後の法六六条の五一第二項）。

このうち、「高速取引行為に係る業務の内容および方法として内閣府令で定めるものを記載した書面」の具体的内容をとしては、高速取引行為の実態や戦略を把握する観点から、たとえば、取引戦略の類型やその概要、当該戦略に基づく高速取引行為が行われる取引施設や金融商品類型（株式・先物など）の別、当該戦略が終了するまでに通常要する期間などを規定することが考えられる。

## (3) 登録拒否事由

改正法では、登録申請者が次の事項に該当するとき、または登録申請書もしくはこれに添付すべき書類のうちに虚偽の記載があり、もしくは重要な事実の記載が欠けているときは、その登録を拒否しなければならないと規定している（改正後の法六六条の五三）。

- ① 過去五年間に法の定める登録、許可等の取消し等を受けるなど、改正後の法二九条の四第一項一号イ〜ハのいずれかの不適格事由に該当する者
- ② 他に行う事業が公益に反すると認められる者
- ③ 高速取引行為に係る業務を適確に遂行するに足りる人的構成を有しない者
- ④ 高速取引行為に係る業務を適確に遂行するための必要な体制が整備されていると認められない者
- ⑤ 法人である場合においては、次のいずれかに該当する者
  - ・ 役員のうち、過去五年間に禁錮以上の刑に処せられたなど、改正後の法二九条の四第一項二号イ〜リのいずれかの不適格事由のある者のある者
  - ・ 資本金の額または出資の総額が、公益また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に満たない者（最低資本金要件）

・ 外国法人であつて国内における代表者または国内における代理人を定めていない者

- ・ 外国法人であつてその主たる営業所もしくは事務所または高速取引行為に係る業務を行う営業所もしくは事務所の所在するいずれかの外国の改正後の法一八九条一項に規定する外国金融商品取引規制当局の同条二項一号の保証がない者
- ⑥ 個人である場合においては、次のいずれかに該当する者
  - ・ 過去五年間に禁錮以上の刑に処せられたなど、改正後の法二九条の四第一項二号イ〜チまたはリ（同項一号ハに規定する法律の規定に係る部分を除く）のいずれかの不適格事由に該当する者
  - ・ 外国に住所を有する個人であつて国内における代理人を定めていない者
  - ・ 外国に住所を有する個人であつてその主たる営業所もしくは事務所または高速取引行為に係る業務を行う営業所もしくは事務所の所在するいずれかの外国の改正後の法一八九条一項に規定する外国の改正後の法一八九条一項に規定する外国金融商品取引規制当局の同条二項一号の保証がない者

- ・ 純財産額（内閣府令で定めるところにより、資産の合計金額から負債の合計金額を控除して算出した額をいう）が、公益また

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に満たない者（最低純財産額要件）

これらの事項のうち、最低資本金については、今後、政令で規定することとなるが、高速取引行為における株式等の取引はプログラムに基づき自動的に行われるところ、その取引システムの運営管理に係る一定の初期投資に最低限必要な資本金として、一、〇〇〇万円とすることが考えられる。また、最低資本金が維持されていても、累積損失の発生により、事業者が債務超過に陥るおそれもあることから、最低純財産額については、負の値でないこととすることが考えられる。

また、改正法では、高速取引行為者の登録を受けた後に前記の事項に該当することとなった場合には、内閣総理大臣は、その登録を取り消し、または六カ月以内の期間を定めて業務の全部もしくは一部の停止を命ずることができる（法人の役員に関する事項に該当することとなった場合には、当該役員を命ずることができる）と規定している（改正後の法六六条の六三）。

## (4) 業務管理体制の整備および業務の運営に関する規制

改正法では、高速取引行為者に対し、高速取引行為に係る業務を適確に遂行するための業務管理体制の整備を義務づけている（改正後の法六

六条の五五)。

具体的な内容については、今後、内閣府令や監督指針において規定することとなるが、たとえば、取引システムによる不公正な取引を防止するための管理体制の確保や、高速取引行為の内容・規模に応じて財務ポジションを適切に管理するための措置を講ずること、コンピュータシステムを整備することなどを定めることが考えられる。

また、改正法では、高速取引行為に係る電子情報処理組織その他の設備について、電子情報処理組織の異常な動作その他の事由により金融商品市場の機能の十全な發揮に支障を及ぼさないようにするための管理が十分でないと認められる状況のほか、業務の運営の状況が公益に反し、または投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況に該当する場合に業務を行うことを禁止している(改正後の法六六条の五七)。

禁止の対象となる「内閣府令で定める状況」の具体的内容としては、市場における公正な価格形成を確保する観点などから、作為的相場形成行為を行っている状況などを規定することが考えられる。

(5) 取引記録の作成および保存ならびに事業報告書の作成および提出

改正法では、高速取引行為者に対し、業務に関する帳簿書類の作成・保存を義務づけている

(改正後の法六六条の五八)。

その種類、記載事項、作成・保存方法、保存期間といった具体的な内容については、高速取引行為の実態等を把握する観点から、今後、内閣府令において規定することとなる。

また、改正法では、高速取引行為者に対し、事業年度ごとに、事業報告書の作成・提出を義務づけている(改正後の法六六条の五九)。

(6) 業務開始の届出その他の監督に関する規定

改正法では、高速取引行為に係る業務を開始したときや休止したときなど、その業務または財産の状況が変化する一定の事由が生じた場合に、届出を義務づけている(改正後の法六六条の六〇)。

そのほか、改正法では、業務改善命令(改正後の法六六条の六一)、登録の取消し・業務停止命令等(改正後の法六六条の六三、六六条の六四)、報告徴求・立入検査(改正後の法六六条の六七)等を規定している。

3 金融商品取引業者等に関する規定の整備

改正法では、金融商品取引業もしくは登録金融機関業務または取引所取引業務として高速取引行為を行い、または行おうとする金融商品取引業者等および取引所取引許可業者は、高速取引行為に係る届出等が義務づけられている(改正後の法二九条の二、三一条、三三三條の三、三三三條の六、六〇条の二、六〇条の五)。

4 無登録者等からの高速取引行為の受託の禁止

WG報告書では、「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……からの取引の受託を禁ずることが適当である」とされた。

こうしたことから、改正法では、高速取引行為者(注七)以外の者が行う高速取引行為に係る有価証券の売買または市場デリバティブ取引の委託を受ける行為その他これに準ずるものとして内閣府令で定める行為を、金融商品取引業者等および取引所取引許可業者の禁止行為として規定している(改正後の法三八条八号、六〇条の一三)。

なお、前記「内閣府令で定める行為」の内容としては、WG報告書において、「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」とされていることを踏まえ、それに沿った内容とすることが考えられる。

5 金融商品取引所による調査等

WG報告書では、「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…：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」とされた。

こうしたことから、改正法では、金融商品取引所は、取引所金融商品市場における有価証券の売買および市場デリバティブ取引を公正にし、ならびに投資者を保護するため、高速取引行為を行う者の法令または法令に基づく行政官庁の処分の遵守の状況の調査その他の必要な措置を講ずるものとする旨を規定している（改正後の法八五条の五）（注八）。

6 経過措置

改正後の法の施行の際、現に高速取引行為を行っている者における登録準備や当庁における登録審査に一定の期間を要することが想定されるため、改正法では、施行日から六カ月間（当該期間内に登録の申請等をした場合には、登録またはその拒否の処分までの間）は登録等を受けずに高速取引行為を行うことができるなどの経過措置を設けている（改正法の附則二条、三条）。

（注一） コロケーションエリアとは、一般に、証券会社のサーバを設置できるよう取引所の売買システムに近接した場所に用意された施設のことをいう。ここに置かれたサーバから取引の注文が可能であり、投資家は取引に要する時間の短縮が可能となっている。

（注二） FinTechとは、金融（Finance）と技術（Technology）を掛け合わせた造語であり、主に、ITを活用した革新的な金融サービス事業を指す。

（注三） 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（平成二十八年十一月二二日。http://www.fsa.go.jp/singi/singi\_kinyu/losin/20161222-1.html）。

（注四） 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・タスクフォース報告」投資家への公平・適時な情報開示の確保のために（平成二十八年十一月七日。http://www.fsa.go.jp/singi/singi\_kinyu/losin/20161222-1.html）。

（注五） なお、「その内容等を勘案し、投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定めるもの」は、高速取引行為の定義から除外される旨が規定されている。

（注六） 当該具体的内容を規定するに当たっては、規制の潜脱を防ぐ観点から、金融商品取引所が提供するコロケーションエリアだけでなく、証券会社により提供されているものなど、これに類似したものを利用する場合も含め、情報通信技術の進展等にも対応できるものとする

必要があると考えられる。

（注七） 「金融商品取引業者若しくは登録金融機関業務又は取引所取引業務として高速取引行為を行う者として政令で定める者」を含む。

（注八） このほか、WG報告書では、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、「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」に係る措置を講ずることが適当とされている。

のざき・あきら  
とかど・としお  
とみなが・たけはる  
くろかわ・もつぐ  
なかい・そういちろう  
もりおか・そのか