

# 事務局説明資料

(市場・取引所を巡る諸問題に関する検討)

平成28年4月19日  
金融庁総務企画局

# 目次

- 総論 .....p. 2
- 各論
  - 1. 取引の高速化 .....p. 3
  - 2. 取引所外の取引 .....p. 5
  - 3. 取引所の業務・自主規制機能 .....p. 6
  - 4. ETF等の投資商品の提供 .....p. 7
  - 5. 顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー) .....p. 8

## 総論

---

- 1990年代末以降、我が国の市場を欧米と並ぶ国際的な市場とする等の目的の下、取引の場の多様化、取扱商品の多様化、取引システムの高度化、取引所の統合等が進められてきた。
- このような中、日本や欧米の市場・取引所やそれを取り巻く環境には、以下のように様々な変化が見られ、新たな対応が求められている。
  - 欧米のみならず、日本においてもアルゴリズムを用いた高速な取引が大幅に増加し、市場に与える影響について様々な指摘がある。
  - 日本では、足元の金融環境を踏まえ、国民の安定的な資産形成や資産運用の高度化を進めていくことが益々重要。
  - ブロックチェーン技術など最近のFinTechの進展等への対応は、証券取引などの分野においても国際的に重要な課題。



我が国の市場・取引所を巡る諸問題や今後のあり方について、欧米の動向や情報技術の革新などの環境変化を見据えつつ、幅広い観点から議論し、施策を講じていくことが必要ではないか。

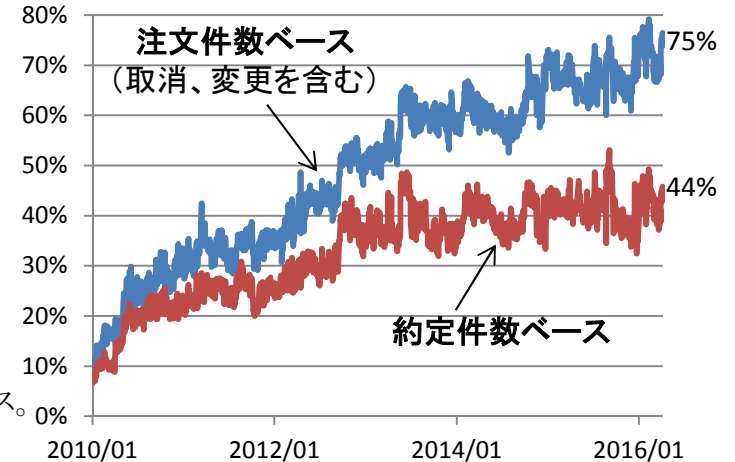
# 各論①：取引の高速化

## 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ミリの秒へと大幅短縮。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(広義のHFT)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

昨年夏以降の相場急変動やボラティリティの上昇は、アルゴリズムを用いた高速な取引がその要因の一つではないか。

### 市場の公正性に与える影響

欧米とは異なり、市場の分断を利用した不公正取引は限定的だが、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について、摘発事例あり。

### 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ないのではないか。

### 投資家間の公平性に与える影響

HFT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のではないか。

### 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。

### 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目した価格形成が阻害されるのではないか。

## アルゴリズム取引に従事する者に対する規制

高頻度アルゴリズム取引技術を利用する者(HFT業者等)を登録制として、以下の規制を導入

### 体制整備・ リスク管理義務

- 強靱で十分な容量を有していること
- 適切な取引の閾値・上限を設定していること
- 誤発注を防止するものであること
- 市場の混乱を惹起するような方法で機能するものではないこと
- 市場濫用防止に関する欧州規則又は取引所が定めるルールに反する目的で利用されないこと 等

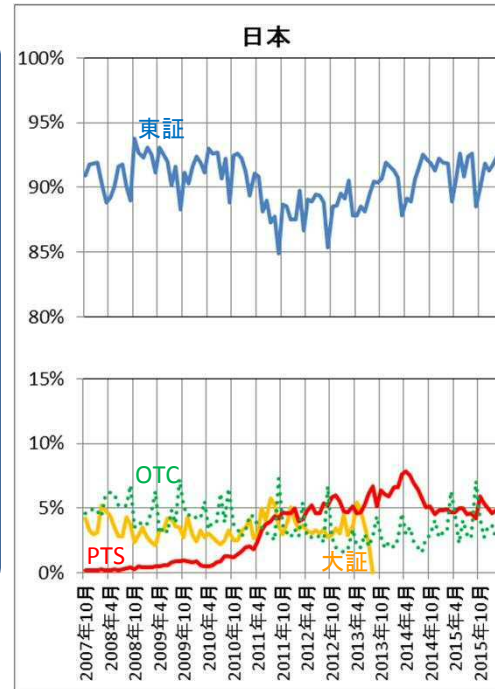
### 当局に対する通知・ 情報提供義務

- アルゴリズム取引に従事する旨の通知
- アルゴリズム取引戦略、システムが採用する取引パラメータやリミットの詳細、リスク管理等に関する情報の提供
- 必要な記録の保持 等

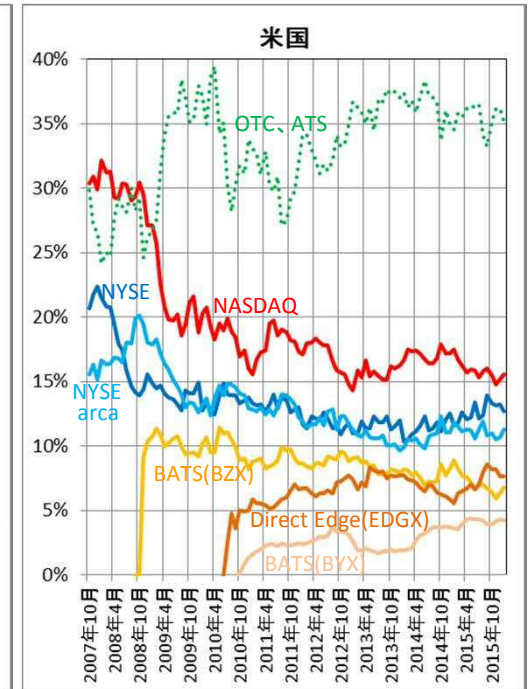
## 各論②：取引所外の取引

### 背景

- 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制度が創設され、取引所取引も含めた取引制度の改善に一定の役割を果たしてきたが、取引シェアは5%程度と伸び悩んでいる。
- 他方、米国では、市場間競争を促進した結果、50以上の取引施設が乱立し、取引所外取引が35%超を占める一方、取引所の取引シェアは最大のNASDAQでも15%程度(NYSEは単独ベースで13%程度)。



(注) 債券除く上場有価証券の売買高シェア。各取引所・日証協公表データより作成。



(注) 売買高シェア。BATS公表データより作成。

### 検討課題

#### 市場間競争の促進とPTSの今後のあり方

取引所の統合が進む中、市場間競争及びPTSの今後のあり方をどう考えるか。

#### 米国における市場の分断の問題

米国では、50以上の取引施設が存在して市場の分断の問題が指摘されているが、このような実態をどう考えるか。

#### 取引所とPTSのイコールフットイング

例えば、PTSでは信用取引が認められていないことについて、取引所とPTSのイコールフットイングを図る観点から見直しを求める意見があるが、これについてどう考えるか。

#### PTS等の位置付け・自主規制のあり方

現行の金融商品取引法上、PTSは証券会社の業務として位置付けられているが、PTSにおける自主規制のあり方をどう考えるか。さらに、ダークプールの位置付けについては、どう考えるか。

## 各論③：取引所の業務・自主規制機能

### 経緯・現状

- 平成25年、東証と大証の経営統合により日本取引所グループ(JPX)が形成され、現状、国内株式の取引の9割以上(取引所取引で見れば99%以上)はJPXに集中。
- 同年、JPXは自ら上場。
- JPXの中期経営計画では、海外ビジネスの拡大や新規ビジネスへの進出など、業務の拡大・多様化が打ち出されている。また、最近では、FinTechの進展に伴い、情報技術の革新に対応した取組みも重要となっている。
- 一方、取引所を取り巻く環境の変化等を踏まえ、取引所における自主規制機能の発揮について改めて検討を行うべき、との指摘。



### 検討課題

#### 取引所の業務範囲

国際化や情報技術の進展を踏まえ、取引所の業務範囲のあり方について、どう考えるか。

#### 情報技術革新への対応

FinTechの進展について、取引所は、中長期的にどう取り組んでいくべきか。

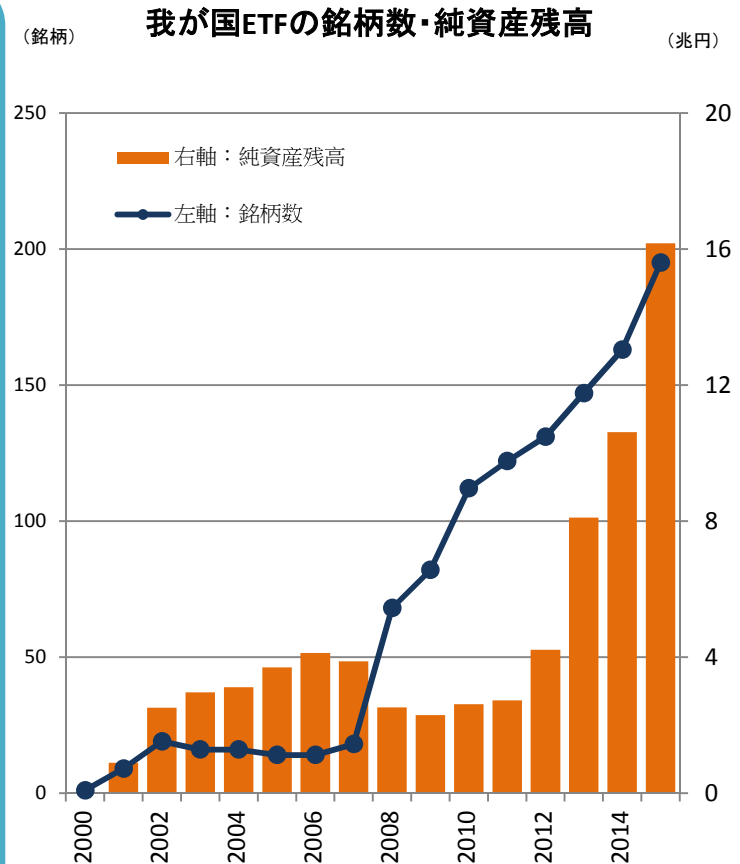
#### 自主規制機能のあり方

取引所を取り巻く環境の変化等を踏まえ、取引所による自主規制機能の発揮のあり方について、どう考えるか。

## 各論④：ETF等の投資商品の提供

### ETF市場の現状

- 多様な投資商品の提供が要請される中、我が国では、ETF市場の整備が図られ、その後、銘柄数・市場規模は急速に拡大。
- 一方で現在、上場されているETFには、流動性の乏しい銘柄も少なからず存在。また、ETFの中には、対象指標(例：日経平均)に連動させるために行われる先物等の売買により、結果として相場変動を増幅させている、との指摘もある。
- 米国では、スマートベータ型のETFなど、収益性等に着目した商品も出現。日本でも、JPX400に連動したETFなどが上場されているが、より一層の多様化を図るべき、との指摘がある。
- また、ETFの販売チャンネルに関しては、その多様化を求める声があるほか、同一の投信委託会社がほぼ同内容のETFと公募投信を提供している場合、それぞれの販売方針が必ずしも明確ではない、との指摘がある。



【出典】JPX、投資信託協会、純資産残高は2001年より算出開始

### 検討課題

- ETFの商品設計、販売チャンネル、流動性供給などについて、多様な投資家が参加する厚みのある市場の形成に向けて、どのような取組みが求められるか。



## 各論⑤：顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）

### 背景

- フィデューシャリー・デューティー（F.D.）については、以下のような動きがある。

#### 【米国】

- エリサ法（1974年）：年金資産の管理・運用に関わる全ての者が年金受給者（最終受益者）にF.D.責任を負う。
- 労働省ルール案（2016年）：投資アドバイスを行う外務員にもF.D.を課す。

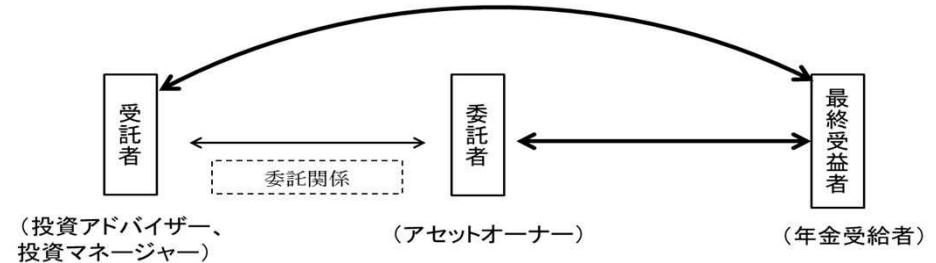
#### 【英国】

- ケイ・レビュー（2012年）：他人の投資の意思決定に助言を行う全関係者にF.D.を課すべき旨提言。
- 特に近年、インベストメント・チェーンに含まれる全ての者が顧客目線で活動することが重要とされてきている。

### 検討課題

- 我が国においても、金融行政方針において、「投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る」ことを掲げている。こうしたプリンシプルを定着させていくため、どのような取組みが必要か。

### エリサ法におけるF.D.概念



### OECD「金融消費者保護に関するハイレベル原則」(2011年) 及び同原則の適用に関する報告書(2013年)

- 金融サービス提供者、ブローカー、アドバイザー等は、顧客のベスト・インタレストを図らなければならない。
- 上記原則の実施をサポートするための規制・監督上の効果的な取組みは、銀行取引、信用取引、投資、証券、保険及び年金を含む全ての金融サービス部門に関わる。

### G20/OECD「コーポレート・ガバナンス原則」(2015年)

- コーポレート・ガバナンスの枠組みは、インベストメント・チェーン全体を通じて、健全なインセンティブを与えるものであるべき。

(注釈：インベストメント・チェーンは、長く複雑であり、最終受益者と会社との間に数多くの仲介者が存在することが多い。)

## (参考) フィデューシャリー・デューティーに関する米英における動向

### 米国

#### 【エリサ法】

- エリサ法において、fiduciaryは、投資アドバイザー、投資マネージャーのみならず、年金受給者から資産を預かるアセットオーナー(年金基金等)等を含む概念として定義されている。
- 投資アドバイザーや投資マネージャーは、アセットオーナーに対してのみならず、最終受益者(年金受給者)に対してもfiduciaryとしての義務を負う。

#### 【最近の動き】

- 労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール案(2016年4月公表)において、退職口座を扱う証券外務員につき、
  - 有償で投資アドバイスを行う場合にはfiduciaryであるとされ、
  - 投資家のベスト・インタレストのために行動すべきとするF. D. が課される、との方針が示されている。

### 英国

#### 【最近の動き】

- 英国政府の要請により取りまとめられた、英国株式市場の構造的問題等に関する調査・分析レポート(ケイ・レビュー:2012年7月公表)において、
  - 他人の投資に関する裁量権を持ち、投資の意思決定に助言を行うインベストメントチェーンの全関係者にfiduciary standards を適用すべき旨の指摘がなされている。