

情報技術の進展を踏まえた市場・取引所制度改革に向けて

— 金融商品取引法の一部を改正する法律案 —

藤井 一裁

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 検討の経緯
 - (1) 日本版金融ビッグバン以降の市場機能強化策の概要
 - (2) 情報技術の進展による市場・取引所の環境変化
 - (3) 金融審議会における検討経過
3. 取引の高速化への対応
 - (1) アルゴリズム高速取引の規制についての検討
 - (2) 高速取引行為者の登録制の導入等
4. 上場会社による公平な情報開示 (フェア・ディスクロージャー・ルール)
5. 今後の議論に向けた課題
 - (1) 高速取引の実態把握と今後の規制の在り方
 - (2) フェア・ディスクロージャー・ルール定着に向けた取組の必要性
 - (3) 今後の市場機能強化策の方向性

1. はじめに

第193回国会に提出された「金融商品取引法の一部を改正する法律案 (閣法第37号)」(以下「改正案」という。)は、情報通信技術の進展等に伴う我が国の金融商品市場・金融商品取引所をめぐる環境変化に対応して、取引の高速化への対応 (株式等の高速取引に関する法制の整備)、取引所グループの業務範囲の柔軟化、上場会社による公平な情報開示 (フェア・ディスクロージャー・ルール) などの制度面の手当てを行うものである。

本稿では、改正案提出までの検討経緯を振り返るとともに、主として取引の高速化への対応と上場会社による公平な情報開示についての改正の概要を説明し、今後の議論に向けた課題を整理することとしたい。

2. 検討の経緯

(1) 日本版金融ビッグバン以降の市場機能強化策の概要

バブル経済崩壊後の我が国では、顕在化した金融機関の不良債権問題への対応とともに、預貯金に集中している家計金融資産の有効活用が課題として認識されていた。そこで、平成8年11月、橋本内閣総理大臣（当時）の指示により日本版金融ビッグバン（金融システム改革構想）が始動し、不良債権問題の解決とともに、国際金融センターとしての東京市場の競争力強化と家計金融資産の活用を目指した金融システム改革が実施された¹。

その後、平成13年6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」において、「貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替え」が盛り込まれたことを契機に、金融庁が同年8月に策定した「証券市場の構造改革プログラム」には「貯蓄から投資への転換」が、平成14年9月の金融審議会答申「中長期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」では「複線的金融システムへの再構築」がそれぞれ掲げられた。

これを受けて、市場の公正性・透明性や利用者保護の確保を含めた市場機能強化策が継続的に策定され、平成18年には、証券取引法等の改正により、横断的な投資サービス法制としての金融商品取引法が整備された。

図表1 金融商品取引法整備以降の市場関係施策等の動き

| | 市場関係の施策・出来事 | その他の金融行政等の動き |
|--------------|---------------------------------------|------------------------|
| 平成18年（2006年） | 金融商品取引法の整備（証券取引法等改正）（6月） | |
| 平成19年（2007年） | 金融・資本市場競争力強化プランを策定（12月） | 地域密着型金融の取組を恒久化 |
| 平成20年（2008年） | | リーマン・ショックにより世界金融危機が深刻化 |
| 平成21年（2009年） | | 中小企業金融円滑化法制定（12月） |
| 平成22年（2010年） | 金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプランを策定（12月） | ギリシャの支援要請により欧州債務危機が顕在化 |
| 平成23年（2011年） | | 東日本大震災を受け金融上の措置を要請（3月） |
| 平成24年（2012年） | A I J投資顧問による年金資産運用問題が顕在化（2月） | |
| 平成25年（2013年） | 金融・資本市場活性化に向けての提言を公表（12月） | 初めて金融モニタリング基本方針を策定（9月） |
| 平成26年（2014年） | 金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項（提言）を公表（6月） | 経営者保証ガイドラインの適用開始（2月） |
| 平成27年（2015年） | 金融・資本市場活性化有識者会合意見書を公表（6月） | 初めて金融行政方針を策定（9月） |
| 平成28年（2016年） | | 金融仲介機能のベンチマークを策定（9月） |
| 平成29年（2017年） | 監査監督機関国際フォーラム（IFIAR）事務局を東京に開設（4月） | |

（出所）金融庁資料及び各種報道等を基に筆者作成

¹ 橋本内閣総理大臣から三塚大蔵大臣及び松浦法務大臣に対して発せられた指示（「我が国金融システムの改革～2001年東京市場の再生に向けて～」）においても、「目標達成に向けて、市場の活力を甦らせるためには、市場の改革と金融機関の不良債権処理とを車の両輪として進めていく必要がある。」とされている。

それ以降も、実体経済を支え、かつ成長産業として経済を牽引するという金融の2つの役割を踏まえて、政府の成長戦略の一環としての取組が進められている（図表1）。

（2）情報技術の進展による市場・取引所の環境変化

ア 国内外における取引所再編等の動き

日本版金融ビッグバンがスタートした平成8年当時、我が国では全国8箇所（東京、大阪、名古屋、福岡、札幌、新潟、広島、京都）に証券取引所が存在していた。その後、出来高低迷に伴う合併や²、平成25年1月に実施された東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合（日本取引所グループの発足）等の動きを経て、証券取引所は、日本取引所グループ傘下の東京証券取引所を始めとする全国4箇所となった³。今日では、証券取引所における株式現物売買高の99.9%が東京証券取引所に集中している⁴。

海外に目を転じると、1990年代後半以降、欧州を中心に取引所の再編が活発化しており、2007年（平成19年）にはニューヨーク証券取引所とユーロネクストの経営統合が行われ、2016年（平成28年）3月にはドイツ取引所とロンドン証券取引所グループの経営統合が合意される（ただし、EUは不承認）⁵など、再編の動きは世界規模に発展している。各国取引所の動きの背景には、規模拡大とシステム開発・更新の共同化でスピーディーに競争力を高めようとしていることがあると指摘されていた⁶。

このような動きに加え、金融と情報技術の融合によるフィンテック（FinTech）への対応⁷など、取引所には新たな課題への対応が求められるようになっている。

イ 取引システムの高速化とアルゴリズム高速取引の影響拡大

証券市場では、情報技術の発展による証券取引手法の多様化が進み、機関投資家を中

² 鹿野嘉昭『日本の金融制度 第3版』（東洋経済新報社、2013年）273頁。なお、平成16年12月に日本証券業協会の店頭売買有価証券市場を前身とするジャスダック証券取引所が発足したが、平成22年4月に大阪証券取引所と合併し消滅した（ジャスダック市場は、日本取引所グループ発足後に東京証券取引所に移行）。

³ 金融商品取引法上の金融商品取引所としては、東京、名古屋、福岡、札幌の各証券取引所のほか、大阪取引所（旧大阪証券取引所）と東京金融取引所がある。

⁴ 「全国証券取引所別売買高・売買代金」（株式会社日本取引所グループウェブサイト（統計月報）〈<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/index.html>〉（平29.4.5最終アクセス））における2017年2月分。なお、大阪証券取引所において株式現物取引が行われていた2013年（平成25年）6月においても、96.4%が東京証券取引所に集中していた（大阪証券取引所は3.6%）。

⁵ 欧州委員会は2017年3月29日、この経営統合を承認しないと発表した（同日付欧州委員会プレスリリース〈http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_en.htm〉（平29.4.12最終アクセス）、「英独証取統合EU認めず」『日本経済新聞』（平29.3.30））。

⁶ 菊田光寛「世界の証券取引所再編の動向」『みずほリサーチ』（2008年3月号）

⁷ フィンテック関連の金融行政面での制度整備については、平成28年の銀行法等改正により、銀行等の預金取扱金融機関がフィンテック関連会社に出資することを容易化（子会社業務範囲規制の緩和）するとともに、仮想通貨交換業者の登録制を導入した（平成29年4月1日施行）。また、第193回国会には、いわゆる「口座情報提供アプリ」に代表される電子決済等代行業者の登録制導入等を内容とする「銀行法等の一部を改正する法律案」（閣法第38号）が提出されている。

心に売買取引に要するスピードの更なる高速化が求められてきた⁸。各国の取引所は、競争力強化の観点から、投資家の求めに応じて取引システムの処理能力向上に注力し、2012年（平成24年）には注文応答時間が1ミリ秒（1000分の1秒）を切る水準となった取引所も多い（図表2）。

図表2 世界主要市場の売買システムの注文スピード（2012年）

| | | | |
|--------|----------|----|--------|
| ニューヨーク | 0.9ミリ秒 | 香港 | 9ミリ秒 |
| ロンドン | 0.125ミリ秒 | 上海 | 0.8秒以下 |
| シンガポール | 0.09ミリ秒 | 東京 | 1ミリ秒以下 |

（出所）『日経ヴェリタス』（平24.7.29）を基に筆者作成

我が国においては、平成11年5月に東京証券取引所において売買システムの完全電子化（立会場⁹の廃止）が行われて以降、各取引所において取引システムの整備が進められた。2000年代には、DMA（Direct Market Access）¹⁰を可能とするように機関投資家と証券会社のシステムを直結する動きが広がった¹¹。

平成22年1月に東京証券取引所が稼働させた新株式売買システムarrowheadでは、導入前には2秒を要していた注文応答時間を2ミリ秒（1000分の2秒）まで高速化した。その後、平成24年7月には1ミリ秒、平成27年9月のリニューアル後は0.5ミリ秒未満に短縮している。さらに、コロケーション・サービス（取引所のシステムと同一のデータセンターに顧客の機器等を設置可能とするサービス）¹²（図表3）を利用して、取引所のシステムへ直接接続することも可能となっている。

こうした状況の下で、国際的に注目を集めているのが、アルゴリズムを用いた高速・高頻度取引（HFT：High Frequency Trading）の台頭である。アルゴリズム取引とは、注文の開始、タイミング、価格や数量、発注後の管理など注文のパラメーターについて、人手の介入をなくして（あるいは最小化して）コンピューターのアルゴリズムが自動的に決定する金融商品の取引を指している¹³。

⁸ 東京証券取引所のarrowhead担当者は、「アルゴリズムトレードなどの新しい取引手法が幅広く利用されるようになってきており、このような取引手法を利用する投資家は、取り引きの仕組みにおいて、売買執行の速度、注文応答時間および市場情報の配信スピードの高速化へのニーズが強く、その普及に伴って高速化を求める声が多く寄せられるようになっていた。」（小林賢一、百石弘澄「株式売買システム"arrowhead"を取り巻く市場環境の変化について」『情報処理』2012年9月号）と説明している。

⁹ 立会場では、証券会社の立会売買担当者（場立ち）が手サインで注文伝達等を行い、才取（さいとり）会員と呼ばれる専門の証券会社が注文付け合わせ等を行っていた。

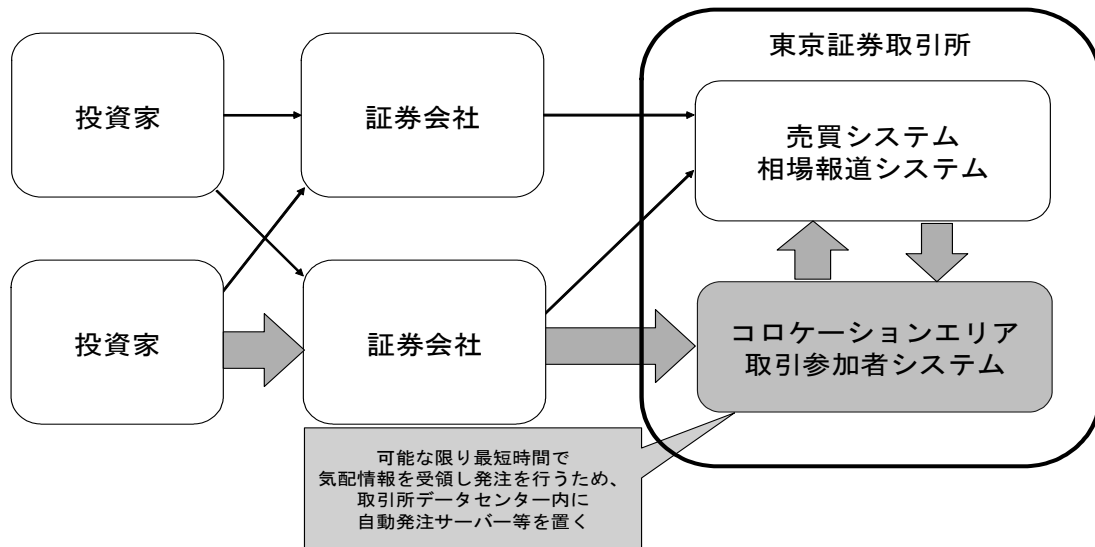
¹⁰ 証券会社の発注システムを投資家に貸し出し、取引所に直接注文することを可能とすること。

¹¹ 中山興、藤井崇史「株式市場における高速・高頻度取引の影響」（2013年1月 日本銀行）

¹² サーバー等機器と取引所の各システムとの通信距離を極小化し、気配情報の取得及び発注に係る時間を最小化することができる（「コネクティビティサービス」『東証要覧2012』63頁）。

¹³ 欧州の第二次金融商品市場指令（MiFID II）の定義による（「事務局説明資料（取引の高速化）」（平成28年5月13日 金融庁総務企画局（金融審議会市場ワーキング・グループ資料）））。

図表3 コロケーションサービスを利用した取引



(出所)『東証要覧2012』「コロケーションサービスの利用例」を参考に筆者作成

米国株式市場においては約5割、欧州株式市場においては約3割の売買がHFTによるものと推計されるなど¹⁴、HFTの存在感が増している。我が国においても、東京証券取引所のコロケーションエリアを通じて、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（アルゴリズム高速取引）の割合が注文件数の7割程度まで高まっているとみられる¹⁵。

HFTによる取引が伸びるとともに、その市場への影響も懸念されている。米国では、2010年（平成22年）5月には短時間で相場が乱高下する「フラッシュクラッシュ」が、2012年（平成24年）8月にはシステム・トラブルによる大規模な誤発注が発生している。

HFTに対する規制に向けた取組は、欧州や米国で先行している。欧州では、2018年1月施行予定の第二次金融商品市場指令等により、HFTを行う投資家を登録制とするなどの規制が課されることとなっており、米国においても、商品先物取引委員会（CFTC）によって、登録制等を内容として、先物取引に対するアルゴリズム取引規制の導入が提案されている。

ウ ディスクロージャー制度をめぐる課題

上場会社と投資家の対話を促進し、市場取引を支える観点から、上場会社等の情報開示（ディスクロージャー）制度は極めて重要な役割を果たしている。

金融商品取引法では、投資家の投資判断に資するため、有価証券の発行者（上場会社等）のほか、公開買付け（TOB）や大量保有を行う者などに対して、一定の情報開示

¹⁴ Tabb Groupの推計による（保坂豪「東京証券取引所におけるHigh-Frequency Tradingの分析」（2014年5月日本取引所グループ）5頁）。

¹⁵ 「膨張 アルゴリズム取引」『日経ヴェリタス』（平28.11.13）

義務を課している。このうち、有価証券の発行者（上場会社等）に義務付けられる「企業内容等の開示」には、新たに有価証券の募集・売出しを行う際に必要となる発行開示（有価証券届出書、発行登録書など）と、取引所市場などを通じて有価証券の売買を行う投資家に向けた継続開示（有価証券報告書、内部統制報告書、四半期報告書、臨時報告書など）がある。また、これらの法定開示制度とは別に、金融商品取引所（東京証券取引所など）は、自主規制業務の一環として規則を定め、上場会社等に対する適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）制度を設けている¹⁶。

他方、米国や欧州では、公表前の内部情報を発行者側から特定の第三者（証券会社のアナリストなど）に提供した場合に、その情報を他の投資家にも同時に提供することを確保する「フェア・ディスクロージャー・ルール」を整備している¹⁷。この規制は、証券価格に影響を及ぼすような未公表の重要な情報について、証券アナリスト等だけに選択的に開示することを禁止するものである¹⁸。

これまで我が国においては、このような規制は設けられていなかった。しかし、一部の証券アナリストが、未公表の決算期の業績に関する情報を取得するための上場会社への取材等（いわゆる「プレビュー取材」等）をして、その情報を特定の投資家に伝達するという「早耳情報」の提供が行われ¹⁹、一部の投資家が投資に有利な情報を握り不公平であるとの指摘もなされている²⁰。実際、上場会社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、その情報を証券会社が顧客に伝えて株式の売買の勧誘を行った事例²¹が生じている²²。

平成27年10月に金融審議会金融分科会に設けられたディスクロージャーワーキング・

¹⁶ 法定開示は開示用電子情報処理組織（EDINET）、適時開示は適時開示情報伝達システム（TDnet）を使用することが原則とされており、インターネットにより誰でもこれらの開示情報を閲覧することができる。

¹⁷ 米国では、2000年にSEC（証券取引委員会）規則によるRegulation FDにおいて、欧州では2003年に市場阻害行為指令（2014年に市場阻害行為規則）において導入された。

¹⁸ 大崎貞和「フェア・ディスクロージャー・ルール規制の導入に向けて」『金融ITフォーカス』2016年7月号

¹⁹ 日本証券業協会は、「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」（平成28年9月20日）において、アナリストは「未公表の決算期の業績に関する情報」の取材等は例外を除き行わないこととした。

²⁰ 「企業情報 公平開示を要求」『読売新聞』（平28.12.3）

²¹ 平成27年12月及び平成28年4月には、提供を受けた情報の中に「法人関係情報」（金融商品取引業等に関する内閣府令第1条第4項第14号）が含まれ、法人関係情報に係る不正な取引を防止するために必要かつ十分な措置を講じていないこと、顧客に対して法人関係情報を提供して勧誘する行為があったことを理由に、証券会社2社が行政処分を受けている。

²² なお、平成24年には、上場会社の公募増資に際し、引受け主幹事証券会社からの情報漏えい（引受け部門から営業部門に情報が漏れ、営業職員が顧客に伝達）に基づくインサイダー取引事案（いわゆる公募増資インサイダー取引事案）が複数発生し、証券会社も行政処分を受けた。この事案では、ヘッジファンド等の運用担当者が、証券会社に対しいわゆる「耳寄り情報」の提供を継続・反復して求めていたことが認められている。これを受け、平成25年の金融商品取引法改正においてインサイダー取引規制に情報伝達・取引推奨行為に対する規制が追加されるとともに、金融商品取引法令に違反する行為を行った者の氏名等を公表できることとした。

グループは、平成28年4月に公表した報告²³においてフェア・ディスクロージャー・ルールに言及し、「企業による公平・公正な情報開示により、株主・投資者との建設的な対話を促進するとともに、市場参加者の信頼を確保するため、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ものと考えられる。」との認識を示していた。

(3) 金融審議会における検討経過

以上の経緯のほか、我が国においては今日にあっても家計金融資産の過半が現預金である²⁴など、家計の安定的な資産形成が重要な課題となっていることも踏まえ、麻生金融担当大臣は、平成28年4月19日に金融審議会に対し「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」を求める諮問を行った。

金融審議会金融分科会の下に設けられた市場ワーキング・グループは、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）、国民の安定的な資産形成におけるETF（上場投資信託）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、取引所の業務範囲の各点につき検討を行い、同年12月22日に「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」と題する報告（以下「市場WG報告」という。）を公表した。この報告では、当局による「顧客本位の業務運営に関する原則」の策定等を提言したほか²⁵、株式等の高速取引を行う投資家に対する登録制の導入や、取引所グループ内の共通・重複業務を取引所本体に集約可能とすることなどの制度整備を求めている。

また、市場WG報告に先立ち、同年12月7日には、ディスクロージャーワーキング・グループの議論を引き継ぎ、市場ワーキング・グループの下で検討を行ってきたフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースにおいて、「投資家への公平・適時な情報開示の確保のために」と題する報告（以下「TF報告」という。）が取りまとめられた。この報告では、我が国市場においても、個人投資家や海外投資家を含めた投資家に対する公平かつ適時な情報開示を確保し、全ての投資家が安心して取引できるようにするため、「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した。

改正案は、これらの報告のうち、金融商品取引法の改正が必要な事項について取りまとめられ、平成29年3月3日に閣議決定の上、国会提出されたものである。

²³ この報告では、制度開示（決算短信、事業報告等、有価証券報告書）の開示内容の整理・共通化・合理化、非財務情報の開示の充実等について提言を行っている。

²⁴ 日本銀行の資金循環統計によると、平成28年12月末における家計の金融資産残高は1,800兆円であり、うち現金・預金は937兆円（52.0%）となっている。

²⁵ 「顧客本位の業務運営に関する原則」は、パブリックコメント募集手続を経て、平成29年3月30日に確定した。金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を定めるものであり、金融事業者が各々の置かれた状況に応じて、形式ではなく実質において顧客本位の業務運営を実現することができるよう、「シンプルベース・アプローチ」を採用している。

3. 取引の高速化への対応

(1) アルゴリズム高速取引の規制についての検討

市場WG報告では、アルゴリズム高速取引の存在により市場に流動性が供給されている等の指摘があることを踏まえて、「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」とされつつも、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の懸念が指摘された。

その上で、当局や取引所がアルゴリズム高速取引の全体像や取引戦略、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を放置することは、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ことを指摘し、「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」とされた。

(2) 高速取引行為者の登録制の導入等

今回の改正案では、アルゴリズム高速取引を行う投資家を「高速取引行為者」として登録制（金融商品取引業者等が業としてアルゴリズム高速取引を行う場合は届出制²⁶）を導入し、その業務及び当局の監督等についての規定を整備することとしている。

高速取引行為者の登録に当たっては、第一種金融商品取引業者や投資運用業者と同様に、人的構成、体制整備、純財産額（額は政令で定める。）等の要件を具備することが求められている。一方、個人であっても登録を受けることはでき、外国人や外国法人であっても国内拠点の設置は要しない（国内代表者又は代理人の設置等は必要とされる）。

登録を受けた高速取引行為者には、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、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、事業報告書の提出等が求められる。

また、報告徴取・検査、業務改善命令・業務停止命令・登録取消し等、当局の監督権限についての規定も整備している。加えて、金融商品取引所においても、高速取引行為を行う者の法令又は法令に基づく行政官庁の処分の遵守の状況の調査等を可能とし、この業務は自主規制業務²⁷とみなすこととしている。これにより、取引所が高速取引行為者を直接調査することが可能となる。

²⁶ 新規に金融商品取引業者等の登録を行う場合には、高速取引行為を行う旨を登録申請書に記載することを要する。また、業として高速取引行為を行うことができるのは、登録を受けた業務の種別に応じて認められる範囲内に限る（例えば、投資助言・代理業者は有価証券の売買等の業務が認められていないため、業として高速取引行為を行うことはできない）。

²⁷ 金融商品取引所が行う自主規制業務（金融商品取引法第84条第2項第2号）の対象は、会員等（取引所が金融商品会員制法人の場合は会員、株式会社の場合は取引参加者）に限られている。

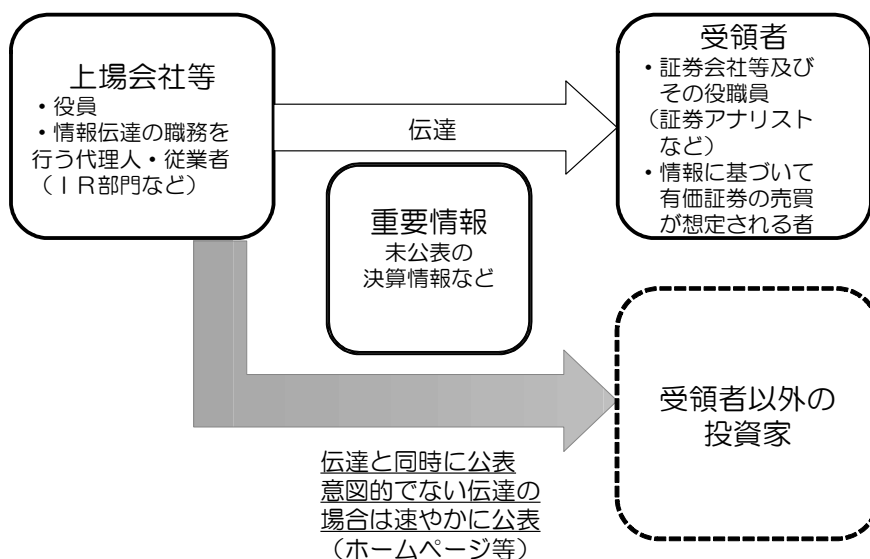
そのほか、金融商品取引業者等に対して、登録を受けた高速取引行為者等以外の者から高速取引行為の委託を受ける行為を禁止することとして、無登録の海外投資家等に対しても規制の実効性を確保するようにしている。

4. 上場会社による公平な情報開示（フェア・ディスクロージャー・ルール）

改正案で盛り込まれたフェア・ディスクロージャー・ルールでは、上場会社等やその役員・情報伝達を職務とする従業員（IR部門等）が、公表されていない重要情報を、その業務に関して証券会社、投資家等（例えば、証券アナリストなど）に伝達する場合には、伝達と同時に（意図的でない伝達の場合は速やかに）当該情報を上場会社等がホームページ等で公表することを義務付けることとしている（図表4）。ただし、重要情報の受領者が、上場会社等に対して守秘義務及び投資判断に利用しない義務を負う場合には、公表を要しない。また、情報受領者の範囲には、報道機関や取引先等は含まれていない。

「重要情報」の範囲については、詳細な規定が置かれていない²⁸が、TF報告では「インサイダー取引規制の対象となる情報²⁹の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行者又は金融商品に関係する未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含める」とされた。

図表4 フェア・ディスクロージャー・ルールの枠組み



（出所）金融庁資料等に基づき筆者作成

²⁸ TF報告では「対象となる重要な情報の範囲を検討するに当たっては、（中略）発行者と投資家の対話の中で何が重要な情報であるかについて、プラクティスを積み上げることができるようにすることが望ましい」とされている。

²⁹ インサイダー取引規制における「上場会社等に係る業務等に関する重要事実」は、金融商品取引法第166条第2項に列記されている。

重要情報の公表がなされない場合については、当局による公表の指示・命令ができる旨の規定が設けられることになっているが、TF報告では「発行者にまずは情報の速やかな公表を促し、これに適切な対応がとられなければ、行政的に指示・命令を行う」との考え方が示された。

5. 今後の議論に向けた課題

(1) 高速取引の実態把握と今後の規制の在り方

現行法では、アルゴリズム高速取引を行う投資家に対し、当局や取引所が直接調査等を行う権限がないこともあり、取引の実態把握や対応策の策定が困難な状況であった。

今回の改正案で高速取引行為者の登録制が整備され、当局の監督や取引所の調査が可能となることで、アルゴリズム高速取引の透明性向上に貢献するものと期待される。今後は、アルゴリズム高速取引に対する積極的な評価も存在することを踏まえて、過度な規制とならないよう留意しつつ、市場の公正性と投資家保護に資するよう、実態を踏まえた取引規制の在り方を考えていくことが求められよう。

(2) フェア・ディスクロージャー・ルール定着に向けた取組の必要性

フェア・ディスクロージャー・ルールについては、情報管理を気にするあまりアナリストとの面会を避けるなど、上場会社の情報提供が消極的になるのではないかとの指摘³⁰や、重要情報の範囲にあいまいさが残るとの意見³¹が見られる。一般社団法人日本IR協議会のアンケート調査では、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入が自社の情報開示に影響すると回答した上場企業は52%に及び、その具体的な理由として、「情報開示に消極的・保守的になる」、「開示実務の負担が増加する」、「規制の対象や、重要情報の線引きの判断が必要となる」等の回答が多くなっている³²。制度の枠組みはTF報告で示されているものの、改正案を含め法令で要件が明確にされる部分は少なく、特に対象となる「重要情報」の範囲は、今後の事例の積み重ねに委ねられている面も多い。

フェア・ディスクロージャー・ルールが円滑に運用され、コーポレートガバナンス・コードなどで要請される上場会社の情報発信や株主等との対話の拡大に資するよう、特に施行後間もない時期には参考となる指針等が求められていることも念頭に置く必要がある。

(3) 今後の市場機能強化策の方向性

平成24年12月の第二次安倍内閣発足以降設置された「金融・資本市場活性化有識者会合」は、2020年（平成32年）に東京市場が国際金融センターとしての地位を確立するとい

³⁰ 「企業情報 公平開示を要求」『読売新聞』（平28.12.3）

³¹ 「企業情報開示 新規性の波紋」『日経ヴェリタス』（平29.1.15）

³² 「フェア・ディスクロージャー・ルール案を知っている企業が回答社の8割—日本IR協議会クイック・サーベイ「フェア・ディスクロージャー」調査結果から—」（2017年2月20日 一般社団法人日本IR協議会）

う目標を示した「金融・資本市場活性化に向けての提言」を平成25年12月に公表するなど、3回にわたり提言や意見書を公表してきた。平成27年6月の意見書では、投資の流れを生み出すための資産運用業者の役割や、人材の育成・集積を含めた高度な金融インフラの整備などの視点の重要性を指摘している。今後は、これらの点も含めて、中長期的な取組が必要と考える。

一方、家計金融資産が依然として預貯金に偏重している実態を踏まえれば、市場WG報告において提言された「顧客本位の業務運営に関する原則」による金融機関側の対応等に加え、利用者保護の徹底や金融経済教育の推進などを通じ、一般の投資家が、適切な投資判断の下に安心して市場取引に参加できる認識を醸成していくことができるよう、取組を進めていくことが求められる。

(ふじい かずや)