

## 資本市場法の国際的動向－日本

### International Trends in Capital Market Law: Japan

黒沼 悦郎\*  
Kuronuma, Etsuro

#### 目次

- 1.はじめに
2. H F T
3. P T S
4. Dark Pool
5. E T F
6. Fiduciary Duty
7. Fair Disclosure Rule

#### 국문초록

2016년 5월 일본의 금융심의회는 ‘시장워킹그룹’(market working group)을 설치하여 시장·거래소에 관한 여러 문제에 대하여 검토하기 시작하였다. 검토대상사항은 고빈도거래(High frequency Trading, HFT), 사설거래(propriety trading system, PTS), 익명거래시장(Dark Pool), 상장지수연동형펀드(Exchange Traded Fund, ETF) 등, 현재 세계의 자본시장에서 대응이 요구되고 있는 문제와 금융사업자의 폭넓은 신인의무(Fiduciary Duty)에 관한 새로운 문제이다. 그리고 2016년 10월에는 ‘시장워킹그룹’(market working group) 하의 공정공시물테스크포스(Fair Disclosure rule task Force)를 설치하여 발행자에 의한 선택적 정

논문접수일 : 2017. 03. 28.

심사완료일 : 2017. 04. 19.

게재확정일 : 2017. 04. 19.

\* 早稲田大学法学学院教授

보공시금지 룰을 책정하기 위한 작업을 시작하였다. 그후 2016년 12월 7일에 태스크포스보고서가 공표되었고, 동월 22일에 시장워킹그룹의 보고서가 공표되었다. 이러한 보고서의 제언 중 법률개정이 필요한 것은 금융상품거래법의 개정안에 정리되어 2017년 4월 현재 국회에서 심의 중이다.

본고에서는 이러한 검토사항에 대하여 문제의 소재, 심의회의 논의상황, 보고서 및 법안의 내용을 소개하고 추가적인 검토를 한다.

**주제어** : 고빈도거래, 익명거래시장, 공정공시, 신인의무, 알고리즘거래

## 1.はじめに

日本の金融審議会は、2016年 5月に市場ワーキング・グループを設置し、市場・取引所をめぐる諸問題について検討を開始した。検討対象事項は、HFT、PTS、Dark Pool、ETF、等の、世界の資本市場で現在、対応が迫られている問題と、幅広い金融事業者の Fiduciary Duty という旧くて新しい問題である。また、2016年 10月には、市場ワーキング・グループの下にフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースを設け、発行者による選択的な情報開示の禁止のルール策定に向けた作業を開始した。筆者は、市場ワーキング・グループの委員として、タスクフォースについては座長として議論に参加した。市場ワーキング・グループは 12回、タスクフォースは 3回開催され、2016年 12月 7日にタスクフォース報告が<sup>1)</sup>、同月 22日に市場ワーキング・グループ報告が公表された<sup>2)</sup>。これらの報告の提言のうち法律改正を要するものは、金融商品取引法の改正案にまとめられ<sup>3)</sup>、2017年 4月現在、国会において審議中である。

---

1) 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~」(2016年 12月 7日)。  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf)

2) 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~」(2016年 12月 22日)。  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf)

本稿は、これらの検討事項について、何が問題なのかという問題の所在、審議会の議論の状況、および改正の方向性を紹介し、若干の検討を行う。

## 2. HFT

### (1) 問題の所在

HFT (High Frequency Trading、高頻度取引) とは、アルゴリズムに基づいて高速高頻度で投資家が執行する取引をいう。日本では、東京証券取引所(東証)が2010年1月に導入したコンピューター・システム(東証アローヘッド)により、注文処理時間が1000分の1秒となり、この結果、1秒間に最大1000回の取引が可能になった。また、2010年1月に東証がコロケーション・サービスの提供を始めた。コロケーション・サービスとは、取引所の売買システムに物理的に近い場所に参加者のサーバーの設置を認めるサービスをいい、取引所の参加者である証券会社は、コロケーションエリアの一部を投資家に貸し出している。したがって、コロケーションエリアからの注文は証券会社の自己勘定によるものと、コロケーションエリアの貸与を認められた投資家からの委託売買とがあるが、後者について証券会社は、事実上、チェックを行っていない。コロケーション・サービスの利用者は、他の投資家よりも早く価格情報を得ることができ、これに基づくアルゴリズム取引により、利益を得ることができる。

2016年1月の時点で、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は、取り消された注文を含む注文件数で75%、約定件数で44%を占めている。

HFT に対しては、①最近の相場の急変動やボラティリティ(株価の変動性)の上昇は、アルゴリズムを用いた高頻度取引が原因ではないか、②個人を中心とする投資家に不公平感を与えるのではないか、③HFT のシェアが過半を占める

3) 金融庁品取引法の一部を改正する法律案(2017年3月3日提出)  
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/193/02/riyuu.pdf>

市場では、企業価値に基づいた市場価格の形成が妨げられるのではないかと、④異常な注文・取引やサイバー攻撃による影響が瞬時に市場全体に伝わり、市場に大きなトラブルを引き起こすのではないかと、⑤相場操縦などの不公正取引に利用されるのではないかと懸念が表明されている。

諸外国の状況を見ると、EU では、2018 年 1 月より実施予定の第二次金融商品市場指令 (MiFID II) 等により、HFT 業者を登録制とし、体制整備義務・リスク管理義務を課し、また当局に対して、アルゴリズム取引戦略、取引リミットの詳細、リスク管理等に関する情報の提供を求めている<sup>4)</sup>。アメリカでも、CFTC が先物取引の HFT 業者を登録制として、同様の規制を適用する提案が行われている<sup>5)</sup>。

## (2) 議論の状況

上記の論点①については、一部のアルゴリズムは相場の変動を加速させる性質を有しているものの、HFT がボラティリティを増加させているかどうかについては、現状認識について賛否両論があった。④⑤の懸念があることには、異論はなかった。

アメリカでは市場が分裂し、取引回送システムが市場間を繋いでいるので、たとえば、A市場における大口投資家Xの買い注文の状況を見た HFT が、B市場に回送される注文があることを察知して、当該回送注文がB市場に到達するよりも先にB市場で買い注文を成立させ、有利な条件でXの買い注文に対して売り向かうことで、利益を得ることができる。これを電子的先回り (electronic front running) という。しかし、日本では市場は分裂しておらず、取引回送システムがないので、アメリカのような先回り取引はできない。③のような懸念も考えられるところであ

---

4) DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

5) COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION, Regulation Automated Trading, Notice of proposed rulemaking (17 CFR Parts 1, 38, 40, and 170. RIN 3038-AD52, 2015) .

るが、ワーキング・グループでは議論の対象とされなかった。HFT 取引の総量を規制しない限り③の懸念は払しょくできないが、それは難しい問題である。

議論が行われたのは②である。一方において、HFT 業者はコストをかけて取引所の近くにサーバーを設置しているのであるから、コストに見合う利益を得られても当然であり、一般投資家の不利益を考慮する必要はない、HFT 業者はマーケットメーカーとして市場に流動性を供給しているのだから、その対価として利益を得られるのは当然であるという議論があった。HFT には、アルゴリズムの問題とスピードの問題があり、ここではスピードが問題となる。市場ワーキング・グループにおいて、私は HFT 業者が約定価格や注文状況などの取引情報を他の投資者よりも早く取得して、取引に利用できるのであれば問題であると指摘した<sup>6)</sup>。また、HFT 業者は法的にはマーケットメーカーの義務を負っているわけではないから、マーケットメーカーだから利益を得て良いという議論は成り立たないと反論した。HFT 業者はコロケーションエリアの利用料を支払っているが、利用料は一般投資家に支払われるわけではない。

スピードの問題を少し詳しく述べると次のようになる。注文や約定に関する取引情報を取引所が発するのは同時であっても、それを HFT 業者が受け取る時刻は、一般投資家が受け取る時刻よりも早い。その情報に基づく取引注文を市場に到達させる時間も HFT 業者のほうが短い。この結果、HFT 業者が一般投資家よりも有利な条件で自己の取引を成立させることができる。HFT 業者が高いコストを支払ってコロケーションエリアを借りているのは、それを上回る利益を得ることができるからである。HFT 業者が一般投資家よりも有利な条件で取引を行うことで超過的な利益を得ることができるとしたら（現実に利益を得ているのであるが）、それは法的に不公正と評価されるのではないか。

HFT 業者の行為をもっともよく監視できるのは取引所である。しかし、取引所は HFT 業者へのコロケーションの提供や取引手数料等で利益を得ているので、HFT 業者の規制には不熱心であるから、取引所に代わって法令による規制が必要であるとの意見が大勢を占めた。

6) 金融審議会市場ワーキング・グループ第 1 回会議事録。

### (3) 改正の方向性

第 1 に、アルゴリズム高速取引を行う投資家について登録制を導入し、必要な体制整備・リスク管理義務を課したうえで、当局がその取引実態・戦略等を確認することが可能になるような枠組みを整備することとした（金融商品取引法改正案 66 条の 50~66 条の 67）<sup>7)</sup>。

具体的には、①体制整備・リスク管理に関する措置として、取引システムの適正な管理・運営を求める。たとえば、取引システムが十分な処理能力を備えていること、取引システムのテストやモニタリングを行うこと、誤発注を防止するための措置を講じることなどを求める。②人的構成の確保として、アルゴリズム高速取引を行うのに必要な知識等を有する者の確保、及び法令遵守のための責任者の設置等を求める。③通知・情報提供に係る措置として、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、及び取引記録の作成・保存を求める。④その他の措置として、国内設置拠点又は国内における代表者等の設置、財務規制、主要株主の適格性の確保、事業報告書の提出、及び内部管理を求める。

第 2 に、海外に拠点を有する投資家に対しても規制の実効性を確保するために、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て、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とする（改正案 38 条）。

第 3 に、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（改正案 85 条の 5）<sup>8)</sup>。

このように改正の方向性として出されたのは、HFT 業者に対する監督体制を整

7) 金融商品取引法改正案では、アルゴリズム高速取引は、有価証券の売買または市場デリバティブ取引等であって、当該行為の判断が電子情報処理組織により自動的に行われ、かつ、当該判断に基づく取引を行うために必要な情報の金融商品取引所等に対する伝達が、情報通信技術を利用する方法であって、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と定義している（改正案 2 条 41 項）。

8) 以上につき、市場ワーキング・グループ報告・前掲注 2）13-14 頁参照。

えるということだけであり、アルゴリズム高速取引自体の規制には至っていない。

### 3. P T S

#### (1) 問題の所在

日本では、1998 年に改革が行われて、上場有価証券の取引所外における取引（取引所外取引）が認められ、PTS（proprietary trading system、私設取引）の規制が導入された。

しかし、PTS は現在 2 社しかなく、そのシェアは 5%程度である。1998 年改正の当時は、新興企業向け新市場が次々と設立され、市場間競争が強調されたが、東証と大阪証券取引所が統合された現在、現物取引に対する東証のシェアは 90%を超えている。

そこで、東証への対抗市場を強化し、市場間競争を維持するためにも、PTS の取引環境を整える必要があるのではないかとということが検討課題とされた。

具体的には 3 つの点が問題とされた。①現在、PTS では信用取引が認められていない。これを認める必要はないか。②現在、PTS の取引量が増え、個別銘柄について売買高が全市場の 10%を超えると、金融商品取引所の免許が必要になるという規制が加えられている。取引所になると他市場で上場している有価証券の取引が認められない。そこで、PTS の取引量が増える場合に備えて、いわゆる非上場取引特権を認める必要はないか。

#### (2) 議論の状況

信用取引を認めれば個人投資家が PTS に参加する。東証への対抗勢力として PTS を盛んにすべきだと考える委員は、信用取引の解禁を強く主張した。これに対しては、流動性が低くボラティリティが高い市場に、信用取引を解禁してまで個人投資家を参加させる必要があるのか、かえって投資者被害を増やすだけでは

ないかという反論があった。

つぎに、PTS が市場間競争に寄与している一例として、PTS が呼値の刻みを小さくし（たとえば 10 分の 1 円ごとの呼値を可能にする）、東証がこれに従ったことが紹介されたが、これに対しては、呼値はむしろルールにより統一すべきであるとの反論がなされた。

市場ワーキング・グループにおいて私は次のように論じた。かつての市場間競争は、新興企業向け市場による上場会社の獲得競争であり、PTS は市場間競争の担い手とは考えられていなかった。現在でも、PTS は夜間取引など、取引所市場で取引できない時間帯に取引のサービスを提供する場に過ぎない。そこでは、公正な価格形成が行われる保証がないことを覚悟した投資家のみが参加しているはずである。したがって、PTS を市場間競争の担い手と考えて、イーコールフットディングを図るために信用取引を認めるという議論は、的外れである。信用取引は仮需給を市場に反映させて価格形成機能を高める手段であるから、PTS に信用取引を認める前提として、PTS に高度の価格形成機能を求めるという判断がなければならない<sup>9)</sup>。

これに対する金融庁の回答は、現行法上、高度の価格形成機能を持つ場合には PTS は取引所の免許を受けなければならないという仕組みになっているので、今回は高度の価格形成機能までは持たせない範囲で信用取引が認められないかという問題の立て方をしているというものであった。

また、信用取引のための融資や信用取引の過熱による相場の混乱を制御するために必要となる自主規制については、取引所や証券業協会の助力が必要となる。ところが、市場間競争の観点からは、なぜ競争相手である東証が PTS 業者のために助力をする必要があるのかという点が問題となる。そこで、PTS に信用取引を解禁するためには、公正な価格形成を実現し不公正取引を防止する仕組みが PTS 自身に備わっていることが必要だとする反論がなされた。

### (3) 改正の方向性

---

9) 金融審議会市場ワーキング・グループ第 2 回合議事録。

第 1 に、そもそも PTS において信用取引が認められてこなかった理由として、①PTS を提供する業者自身が信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を行うと、市場開設者としての立場と、顧客への資金・株券の提供者としての立場との間に利益相反の問題が顕在化すること、②参加証券会社が資金貸付・株券貸付を行うとすると、当該貸付業務の適切性を確保するために、PTS を提供する業者が参加証券会社を監督・規制する必要があるが、現実的でないことが挙げられていた。そこで、PTS に信用取引を認めるためには、①PTS を提供する業者自身やグループ会社等が資金・株券の提供者にならないこと、②信用取引においては、過当投機防止の観点から、(1)信用取引残高の集計・報告、(2)信用取引に係る規制措置、(3)取引参加者の規制遵守状況の調査・処分等が必要になるが、PTS を提供する業者は(1)(2)を確保することが、条件となるとされた。(3)については、PTS 業者に求めることができないので、証券業協会が代わって行うことを検討することとされた。

第 2 に、夜間取引を行う PTS において、発行者に関する重大な情報が生じ、その内容が不明確な場合等には、適切に売買停止措置等が講じられることが必要であり、そのためにPTS と取引所との間で態勢整備を行う必要があるとされた。

第 3 に、非上場取引特権を認めるかどうかは、PTS との関係のみで結論を出すことは難しいとして、結論が先送りされた<sup>10)</sup>。

以上のうち、第 1 点は、PTS 業者が信用取引を導入するには、証券業協会との連携が不可欠であり、(1)(2)についても取引所の立会いと同じ時間帯に信用取引を行わせるのであれば、取引所との連携が必要になる。第 1 点は、これら必要な連携をせよと提言するものではなく、自主的な連携が行われなければ信用取引を認めることはできないとするものである。

第 2 点は、PTS 業者は上場会社を管理する立場にないので、不明確な情報が生じている場合に上場会社に情報開示を強制することはできないが、せめて売買停止措置を講じる必要があり、その権限を適切に行使できるように取引所と協力

10) 以上につき、市場ワーキング・グループ報告・前掲注 2) 17-18 頁。

する必要があるとするものである。

金融商品取引法は PTS において信用取引を行うことを禁止しておらず、信用取引が認められない根拠規定は金融商品取引業者に対する監督指針であった。PTS に関する改革は監督指針の見直しによって行うことが予定されている。

## 4. Dark Pool

### (1) 問題の所在

ダークプールとは、電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない（気配情報を公表しない）取引の場をいう。アメリカではシェアが 5%未満の ATS の取引が、欧州では取引所または MTF で行われる大口注文が、気配情報の公表を義務づけられておらず、ダークプールに相当する。ダークプールは、機関投資家がマーケットへ影響を与えることを避けながら大口取引を執行するため、また HFT 業者の注文と付け合わされるのを避けるために利用されている。

日本では、上場証券の取引所外取引は 1998 年に認められたが、その際、約定した取引についての情報（約定情報）の公表が義務づけられた。しかし、最良気配の情報（気配情報）については、PTS に限って公表が義務づけられたので、証券会社内で注文の付け合わせが行われ、取引所の立会外取引（トストネットなど）に出される取引については、気配情報が公表されない。日本ではこれがダークプールに相当する<sup>11)</sup>。その取引量は東証の取引高の5%程度ではないかと推測されている。

ダークプールについては、①注文がどのように付け合わされるのか（取引の執行方針等）に関する情報が投資者に提供されていない、②ダークプールにおける取引や取引情報への平等なアクセスが確保されていない、③ダークプールのシェアが高まると、市場全体の価格発見機能が低下するといった懸念が表明されている。

---

11) 金融審議会市場ワーキング・グループ第 2 回会合説明資料 17 頁参照。

欧米では、ダークプールを運営する証券会社に、多数の投資者からの注文を付け合わせる取引施設としての登録を求めたうえで、注文執行ルールの明確化、取引システムの堅牢性の確保の観点から一定の規制を課している。

## (2) 議論の状況

現状認識の問題として、証券会社のうちダークプールを提供している者は 18 社、そのうち 2 社が個人投資家も相手方とするダークプールを提供しているという。ダークプールでは、これを運営する証券会社の注文もそこに入ってくるので、投資家の注文がどのように付け合わされるか明らかでなく、証券会社が顧客の利益を害する事態が生じているのではないかという懸念が表明された。これに対して、顧客はそのことを理解した上でダークプールを利用しているとの反論もあった。

## (3) 改正の方向性

ダークプールは、欧米と日本では規制の枠組みが異なる。日本では、ダークプールを取引所の立会外市場に取り次ぐという取り扱いがされているが、取り次がれた立会外市場での取引について取引所に特別の規制権限があるわけではない。そこで、このような現行の取扱いを見直し、PTS と同様に認可制の対象としたうえで、一定の場合に気配情報の開示を不要にする（すなわち規制しない）との取扱いも考えられるが、そこまで大がかりな規制をする必要性は、現状では存在しないとされた<sup>12)</sup>。

すなわち、ダークプールについては、当局の証券会社に対する監督により、問題に対応することとされた。私は、顧客の注文の付け合せ方法の投資家への開示、付け合せ状況の何らかの公表が必要ではないかと考えている。

12) 市場ワーキング・グループ報告・前掲注 2) 18 頁。

## 5. E T F

### (1) 問題の所在

ETF (Exchange Traded Fund) とは、日経平均、TOPIX などのインデックス (指数) に連動し、取引所で売買のできる投資信託をいう。日本では 200 銘柄以上が販売され、純資産残高は約 16 兆円に上る。発行者が借入れを行うレバレッジ型の ETF もあり、この場合にはインデックスを増幅して連動することになる。ETF は、少額でも分散投資が可能であるという点で、国民の安定的な資産形成にとって有用な商品である。

しかし、ETF は上場されているが、現状では流動性が乏しく、必要な時に売買できないという問題がある。16 兆円も発行されているのに流動性が乏しいのは、日銀が買い入れを行っており、当該部分は市場に出回らないからである。

そこで、ETF についてマーケットメーカーを導入して流動性を向上させるとともに、マーケットメーカーを空売り規制の適用除外にすることはできないかという点が取り上げられた。また、ETF の設定や解約の際に時間がかかるので、投資家と発行者 (ETF の発行者) の間に清算機関を介在させて、プロセスの円滑化を図ることはできないか、ということも取り上げられた。

### (2) 議論の状況

市場ワーキング・グループにおいては、金融庁の問題提起に同調する意見がほとんどであり、とくに異論はなかった。

### (3) 改正の方向性

ETF 市場の流動性確保については、第1に、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、必要があれば関係府令等の改正を検討するとされた。

府令改正はマーケットメイクとして行う取引について空売り規制の適用除外とすることを含んでいる。第2に、ETF の設定・交換に係る期間（現行：T+4～T+6）を短縮するために手続の効率化に向けた検討を行うとされた<sup>13)</sup>。具体的には清算機関を介在させることを考えているものである。

## 6. Fiduciary Duty

### (1) 問題の所在

近時、アメリカのエリサ法の改正（2016年）、イギリスのケイ・レビュー（2012年）、欧州の金融商品市場指令（MiFID）（2007年）、OECDの「金融消費者保護に関するハイレベル原則」（2011年）に見られるように、インベストメント・チェーン（商品の開発から販売、販売後の運用に至る流れ）に含まれるすべての者が、顧客のベスト・インタレスト（最善の利益）のために行動することが重要とされてきている。

たとえば、エリサ法によると、企業年金の委託者・受託者ともに最終受益者である年金受給者に対し fiduciary としての義務を負い、個人型年金において、定期的に投資アドバイスを行う者は、投資助言者であるとブローカー・ディーラーであるとを問わず、年金受給者に対し fiduciary になるとされている。

これに対して日本では、インベストメント・チェーンにおける顧客本位（顧客の利益を最優先する）の業務運営の観点からみて、様々な問題点が指摘されている。たとえば、①「販売・助言」の局面では、(1)デリバティブを組み込んだ仕組債や仕組預金について、顧客の理解を十分得ることなく販売されている、(2)毎月分配型投資信託について、分配金として元本の一部が払い戻されることがある等の説明が不十分なまま販売されている、(3)販売の現場において、取扱商品の仕組みを十分に理解していない、②「商品開発」の局面では、(1)系列の販売会

13) 市場ワーキング・グループ報告・前掲注2) 8頁。

社経由での販売比率が高く、商品開発も販売会社主導で行われている、(2)投資信託における信託報酬について、個々のサービスとその対価との関係が不明確である、(3)年金等の「アセットオーナー」について、運用能力ではなく資本関係を考慮して運用機関を選択しているのではないか、(4)「資産管理・運用」について、議決権行使に当たり、営業先である企業への配慮など、受益者の利益以外の要素を考慮しているのではないか、といった指摘がある。

これらに対処し、顧客本位の業務運営を確保するにはどうしたらよいかという問題提起がなされた。

## (2) 議論の状況

市場ワーキング・グループでは、6回にわたって、商品開発、販売・助言、資産運用といったさまざまな角度から議論が行われた。各論点については、(3)で紹介することにして、ここでは販売・助言に関する次の1点のみを紹介したい。

投資信託や貯蓄性保険の主な販売チャネルである金融機関（銀行等）において、銀行が販売手数料を稼ぎやすい商品を勧めるなど、顧客本位とはいえない販売実態があるのではないかという指摘がかねてからされていた。

日本では、一つの会社が銀行業、保険業、金融商品取引業を兼業することはできないが、資産運用会社が組成した投資信託や保険会社が組成した貯蓄性保険商品を銀行の窓口で販売することは認められている。その際、銀行は、資産運用会社や保険会社から販売手数料を取得するが、投資信託については販売手数料の顧客に対する開示が行われていたが、保険については行われていなかった。通常の保険を保険代理店が販売する際に、手数料の開示は行っておらず、手数料の開示は保険会社にとって抵抗が強かった。

販売手数料の開示は、次の2点で重要である。第1に、資産運用に回される保険料がいくらであるかを投資者が知ることが、貯蓄性保険商品の利回りの比較を可能にし、適切な商品の選択に資するからである。第2に、販売手数料の開示によって、銀行が販売手数料の高い保険商品ばかりを勧誘するという慣行をやめさせ、あるいはそのような慣行がないのであれば疑念を払拭することができ

るからである。

そこで、市場ワーキング・グループでこの問題が取り上げたのであるが、そうすると、早速、大手銀行は手数料の開示を行うと発表した。規制されるくらいなら、先回りして自主規制を行うというのである。銀行・保険業界の体質が現れた事態であったと思う。

### (3) 改正の方向性—顧客本位の業務運営に関する原則

金融事業者の説明義務や利益相反管理体制の整備については、これまで法令改正が積み重ねられてきたが、法令によるルール作りでは、それが事実上最低基準（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しまう。そこで、ルールベースではなく、プリンシプル（原則）ベースのアプローチを採用し、金融事業者に受け入れを呼びかけていくことにした。

原則は次の5つからなり、原則3・7を除いて注が付されている<sup>14)</sup>。

#### 【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。

#### 【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。

#### 【利益相反の適切な管理】

III．金融事業者は、取引における利益相反の可能性の有無について正確に把握し、利益相反の可能性があると判断された場合には、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方針をあらかじめ策定すべきである。

14) 市場ワーキング・グループ報告・前掲注 2)3-5 頁。

**【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、顧客に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に分かりやすく提供すべきである。

**【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。

**【従業員等に対する適切な動機づけの枠組み】**

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を整備すべきである。

#### (4) 解説—総論

これらの諸原則は、コンプライ・オア・エクスプレイン・ベースで適用される。すなわち、事業者は、注による細分化を含む個々の原則を実施するか否かを選択でき、実施しない場合は、その理由を説明する。諸原則は、OECD の「金融消費者保護に関するハイレベル原則」（2011 年）を参考にして立案された。

対象は金融事業者であるが、金融事業者の定義は定められていない。これは、金融庁の所管以外の事業者についても、広く受け入れを呼びかけるために定義を置かなかつたと説明されている。たとえば、フィナンシャル・アドバイザー（FA）も金融事業者に含まれる。市場ワーキング・グループでは、銀行の預金業務にも適用されるのかという質問が出たが、金融庁の担当者は適用を否定しなかつた。

今回、fiduciary duty という概念を軸に議論が進められてきた。いうまでもな

く、fiduciary は英米法の概念であり、fiduciary duty は、日本語では「受託者責任」とか「信認義務」と訳されている。Fiduciary の本質の一つは、fiduciary と認定されれば受益者との間に契約関係がなくても、善管注意義務・忠実義務を負うことである。今回、たとえば金融商品の開発者もインベストメント・チェーンに含め、開発者も顧客にふさわしい金融商品の組成を負うべきであるとした（原則Ⅰ）。商品開発者は顧客との間で契約関係に立たないから、日本法の体系の下で、商品開発者にこのような規範を及ぼすためには、規範を自ら受け入れるという方式を採用せざるを得なかったと考えられる。

また、金融庁の説明によると、これらの諸原則はベスト・プラクティスであるから、それに違反したからといって直ちに行政処分を下すという性質のものではないという。しかし、金融庁の監督による以外、受入れを表明した原則のエンフォースの手段があるのかという疑問がある。

## (5) 解説—各論

### 1) 原則Ⅰ・Ⅱ

原則Ⅰは、顧客本位の業務運営のための方針を策定・公表することを求める。ここにいう方針とは、原則Ⅱから原則Ⅶを実施するために各金融事業者が定めた方針を意味する。

原則Ⅱは、金融事業者の fiduciary duty の内容を一般的に述べる。原則Ⅱには、「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。」とする注が付されている。「顧客の最善の利益を図るべきである」という文言は、投資における自己責任の原則と矛盾しないか、顧客の最善の利益になる商品のみを推奨するとなると、顧客の選択権を狭めることにならないか、という意見があった。これについては、最善の利益 (best interest) は状況によって異なるから、状況に応じた最善の利益を図ればよいし、自己責任の原則を前提とする最善の利益も当然に存在するといえる。

法的には、原則Ⅱの受入れを表明すると、その内容が金融事業者の顧客に対する善管注意義務の内容になると考えられる。

## 2) 原則Ⅲ

原則Ⅲには次のような注1が付されている。

金融事業者は、利益相反の可能性の有無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の有無についても適切に考慮すべきである。

- ・ 販売会社が、金融商品の顧客への販売・推奨等に伴って、当該金融商品の提供会社から、委託手数料等の支払いを受ける場合
- ・ 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

1つ目の・は、たとえば、銀行等が投資信託や貯蓄性保険商品の窓口販売をする際に、委託手数料の多い商品を奨めがちであるという利益相反への対処を求めるものである。

2つ目の・は、たとえば、銀行等が系列の投資信託や保険商品を奨めがちであるという利益相反への対処を求めるものであるが、これも、他系列の商品は取り扱っていない例もあるので、対処方法は銀行等に委ねられる。

3つ目の・は、資産の運用先に法人営業部門が取引関係を有する企業を選ぶことは、自己の資産の運用については何の問題もないが、別に最終受益者（たとえば企業年金の受給者）がいる場合には、最終受益者との関係で信託義務が問われる行為である。市場ワーキング・グループでは、資産運用業者による議決権の行使における利益相反が指摘されていたが、注からは落ちている。

### 3) 原則V

原則Vには、次のような注が付されている。

(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、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と判断される場合には、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

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。

(注2)は、これまでは求められていなかった重要情報の提供を義務づけている。たとえば、仕組債は、債券とプットオプションの売り取引を組み合わせた金融商品であるから、それぞれを個別に購入することが可能であるかどうかを顧客に示す必要がある。ここで、個別に購入することが可能であるとは、当該金融事業者から購入できなくても、他の事業者から購入可能であればその旨を示す必要があると考えられる。

#### 4) 原則VI

原則VIは、fiduciary duty の内容として、いわゆる適合性の原則を一般化して規定したものである。原則VIには、次のような注が付されている。

(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。

(注2)は、金融商品の開発業者に、想定する顧客属性に沿った販売がなされるよう求めるものであり、これまでにはない規範を定めるものである。一方で、開発業者と資本関係や取引関係のない販売業者に対しては、販売対象について開発業者がコントロールすることは不可能であるし、他方で、文言が「留意すべきである」ととどまっているため、「想定する顧客属性に沿った販売」を確保する実効性に乏しいように思われる。

## (6) 実効性の確保

顧客本位の業務運営に関する原則を定着させるために、どのようなことをすべきかが、議論された。そこでは、①金融事業者が、顧客本位の業務運営を実現させるための方針を策定・公表したうえで、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、②有識者等で構成される第三者的な主体が、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こと、③販売会社等とは独立した立場で顧客にアドバイスをを行う担い手を多様化すること、④金融庁が、適切にモニタリングを行うことが、提案されている<sup>15)</sup>。

これらのうち②については、当初「第三者的な機関」と記載されていたが、政府が作るべきではなく民間に任せるべきだとの意見があり、修正された。①については、業者が横並びの取組方針や取組状況を作成・公表することのないように、商品・サービスごとに取組方針・取組状況を公表させるべきだとの意見があった。

## 7. Fair Disclosure Rule

### (1) 問題の所在

フェア・ディスクロージャー・ルールとは、発行者が一部のアナリストなどに

15) 市場ワーキング・グループ報告・前掲注2) 6-7頁。

公表前の決算情報などを選択的に開示することを禁止し、もしこれに違反した場合には、即時または速やかな情報開示を求めるルールのことをいう。

アメリカでは、2000年にSEC規則としてRegulation FDが制定され、発行者による情報の選択的開示が禁止された。欧州でも、2003年に市場濫用指令(Market Abuse Directive)のなかで選択的開示の規制が設けられ、2014年の市場濫用規制(Regulation on Market Abuse)に引き継がれている。2014年の規制は、2016年より加盟国に直接適用されている。

欧州を例にとると、フェア・ディスクロージャー・ルールは次のような構造を持っている。

(1) 発行者は、当該発行者に直接に関する内部情報をできるだけ早く公表しなければならない。

(2) 発行者は、次の条件のすべてを満たす場合には、自己の責任において、内部情報の公表を遅らせることができる。

(가) 即時の開示が発行者の正当な利益を害する可能性が高いこと

(나) 開示の遅滞が公衆をミスリードする可能性が低いこと

(다) 発行者が、当該情報の機密性を確保できること

(3) 発行者、発行者の名または計算で行動する者が、雇用、職業、または義務の通常の過程で、内部情報を第三者に開示した場合は、それが意図的な開示であった場合には同時に、意図的でない開示であった場合には迅速に、当該情報を完全かつ効果的な方法で公表しなければならない。ただし、当該情報を受け取った者が秘密保持義務を負っている場合には、この限りでない。

(1)は発行者の適時開示義務(timely disclosure)を一般的に定めるものであり、(2)は会社の正当な利益のためにその例外を定め、(3)は(2)の例外となっている。③が選択的開示の禁止、すなわちフェア・ディスクロージャー・ルールである。

日本でも、2004年ころにフェア・ディスクロージャー規制を導入すべきかどうか議論されたが、取引所の規則による日本の適時開示は、(2)のような例外を認めず、常に即時の開示を要求していたため、当時、選択的開示を規制する必要はないと判断された。

ところが、2015 年に、証券会社が、上場会社の業績に関する公表前の情報を顧客に提供して株式売買の勧誘を行ったとして行政処分を受けた事例があったが、その事例において、当該上場会社が当該証券会社のアナリストの取材に応じて、公表前の四半期業績に関する情報を提供していたことが問題とされた。そこで、日本においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた検討が始まった。

## (2) 議論の状況および改正の方向性

### 1) 同時または迅速な開示

フェア・ディスクロージャー・ルールは、発行者が内部情報を第三者に開示した場合、それが意図的な開示であった場合には同時に、意図的でない開示であった場合には迅速に当該情報を公表しなければならないというルールである。このようなルールの内容自体には異論がなかった。

改正法案は、上場会社等またはその役員等が、取引関係者に重要情報の伝達を行う場合には、当該伝達と同時に、当該重要情報を公表しなければならないとする（金融商品取引法改正案 27 条の 36 第 1 項）。これは同時の公表を求めるものであるが、他方で、上場会社等またはその役員等が、伝達時において当該情報が重要情報に該当することを知らなかった場合または重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合として内閣府令で定める場合には、同時公表義務を適用せず、代わりに、取引関係者に当該伝達が行われたことを知った後、速やかに、当該重要情報を公表しなければならないとする（同条第 2 項）。

「意図的でない開示」は第 2 項に該当する。

### 2) 対象となる情報の範囲

日本のインサイダー取引規制の対象となる重要事実は、個別列挙事項と包括条項からなり（金融商品取引法 166 条・167 条）、個別列挙事項には内閣府令で軽微基準や重要基準が定められている。そして、軽微基準や重要基準を充た

さない情報は重要事実とならず、規制の範囲が狭すぎると批判されている。金融商品取引所が自主規制により定めているタイムリー・ディスクロージャー・ルール（適時開示規則）も、インサイダー取引規制にならって、軽微基準・重要基準付きの個別列挙事由と包括条項を置いており、重要事実の範囲はインサイダー取引よりも広いが、なお限定的である。

フェア・ディスクロージャーが問題となった事例をみると、取締役会における承認前の決算情報のように、正式な機関決定に至っていない情報はインサイダー取引の重要事実にあたらないが、フェア・ディスクロージャーの対象とすべきであると考えられる。また、インサイダー取引規制上は、決算情報は、直近の予想値と比べて一定の変動が認められる場合に限って重要事実となるが、重要事実には該当しない決算情報であっても公正な開示が求められる。そこで、対象となる情報の範囲については、インサイダー取引規制や適時開示規則よりも広い範囲をカバーできるように、投資判断に影響を及ぼす重要な情報という一般的な規定を置くべきである。他方で、フェア・ディスクロージャーの適用範囲がインサイダー取引規制よりも広がると、企業が情報開示に消極的になるおそれもある。そこで、対象となる情報の範囲は、インサイダー取引規制と基本的に一致させつつ、それ以外の情報で、公表されれば有価証券の価格に重要な影響を及ぼす蓋然性のあるものを含めることにした<sup>16)</sup>。

改正法案では、規制の対象となる情報を「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と定義しており、内閣府令等に情報の範囲を委任していない（金融商品取引法改正案 27 条の 36 第 1 項）。タスクフォース報告の趣旨に沿うものであり、高く評価できる。

### 3) エンフォースメントの方法

アメリカでは Regulation FD は SEC により執行されている。違反について

---

16) タスクフォース報告・前掲注1) 2 - 3頁。

刑事罰は付されておらず、民事責任も生じないとされている。欧州の Regulation on Market Abuse も行政的手段による執行が予定されている。

日本でも重い制裁はふさわしくないと考えられ、情報の速やかな公表についての指示・命令といった行政的な対応によって執行することが提案されている<sup>17)</sup>。発行者が意図的に選択的開示をした場合には直ちにルール違反となるが、違反についても課徴金を課すなどの制裁は採らない。

改正法案では、公平な開示が行われていないと認められるときは、内閣総理大臣（金融庁長官に委任。以下同じ）は発行者に重要情報の公表その他の適切な措置をとるべき旨の指示をすることができるとする（金融商品取引法改正案 27 条の 38 第 1 項）。この指示に違反しても罰則等の制裁はないが、内閣総理大臣は指示にかかる措置をとるべきことを発行者に命ずることができ（同条 2 項）、この命令違反に対しては罰則の制裁がある（同改正案205 条6号の5）。これもタスクフォース報告の提案を実現するものといえる。

#### 4) 情報提供者の範囲

誰が情報を伝達すれば発行者が選択的開示を行ったことになるかという問題である。アメリカでも欧州でも「発行者のために行動する者」としており、文言上は広い。日本では、発行者に公平な開示を求めるルールであるところから、情報提供者の範囲を、発行者の役員のほか、従業員のうち、アナリスト等へ情報を伝達する業務上の役割が想定される者に限定することにした<sup>18)</sup>。

改正法案では、情報提供者の範囲を限定していないが、「伝達」の定義において「当該上場会社において取引関係者に情報を伝達する職務を行うこととされている者が行う伝達」との限定を加えており（金融商品取引法改正案 27 条の 36 第 1 項）、タスクフォース報告の提案に沿っている。

17) タスクフォース報告・前掲注1) 3頁。

18) タスクフォース報告・前掲注1) 3頁。

## 5) 情報受領者の範圍

アメリカでは、フェア・ディスクロージャーを發動させる情報受領者の範圍を証券会社所属のアナリスト等、当該情報を投資判断に用いる者に限定している。欧州ではそのような限定はない。日本では、特定の新聞に決算情報が最も早く掲載される傾向があることから、そのような実務をなくすために、情報受領者に制限を設けない考え方もあった。しかし、フェア・ディスクロージャーの目的は投資判断に用いられる情報が公平に行き渡るようにすることにあることから、情報受領者の範圍は、(1)有価証券の売買や財務内容等の分析結果を第三者へ提供することを業として行う者またはその役職員、および(2)発行者から得られる情報に基づいて発行者の有価証券を売買することが想定される者に限定することにした<sup>19)</sup>。

改正法案では、重要情報を取引関係者に伝達する場合に限って公表が求められるが、取引関係者の範圍を、(i) 金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者もしくは投資法人その他の内閣府令で定める者またはこれらの役員等（内閣府令で定める者を除く）と(ii) 当該上場会社等の投資者に対する広報に係る業務に関して重要情報の伝達を受け、当該重要情報に基づく投資判断に基づいて当該上場会社等の上場有価証券等に係る売買等を行う蓋然性の高い者として内閣府令で定める者としている（金融商品取引法改正案 27 条の 36 第 1 項 1 号・2 号）。(i)が(1)に(ii)が(2)に対応している。

## 6) 公表を必要としない情報提供

アメリカでも欧州でも、発行者に対して守秘義務を負う者への開示はフェア・ディスクロージャーを發動させない。日本でも、発行者が証券会社に資金調達の相談をする場合など、未公表の情報提供を事業活動として行うことが必要な状況が想定されることから、情報受領者が発行者に対し、当該情報を第三者に伝達し

---

19) タスクフォース報告・前掲注1) 3頁。

ない義務（守秘義務）および投資判断に利用しない義務を負っている場合には、  
ルールの適用除外とする<sup>20)</sup>。

改正法案は、取引関係者が、法令または契約により、当該重要情報が公表される前に、当該重要情報に関する秘密を他に漏らし、かつ、有価証券の売買またはデリバティブ取引をしてはならない義務を負うときは、発行者に公表義務が生じない旨を定める（金融商品取引法改正案 27 条の 36 第 1 項但書）。タスクフォース報告の提案と比較すると、法案では取引関係者が情報に基づく投資助言を提供する行為が許容されており、適用除外の範囲が広すぎるように思われる。

## 7) 情報の公表方法

フェア・ディスクロージャー・ルールが発動された場合に発行者が行う情報の公表方法としては、法定開示（日本では EDINET と呼ばれるネットワーク上で開示する）や適時開示（東証の TDnet 上で行われる）のほか、発行者のホームページにおける公表も認める予定である<sup>21)</sup>。アメリカでは条件付きで SNS における公表も認めているが、日本では SNS がアメリカほど普及していないことから、SNS における公表は認めない。

改正法案は、内閣府令の定めるところにより、インターネットの利用その他の方法により公表を行う旨を定める（金融商品取引法改正案 27 条の 36 第 4 項）。

## 参考文献

### 1. 報告書

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～」(2016

20) タスクフォース報告・前掲注1) 4頁。

21) タスクフォース報告・前掲注1) 4頁。

年 12月 7日)。

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf)

Report by the “Task Force on Fair Disclosure Rule” of the “Working Group on Financial Markets” of the Financial System Council – Ensuring fair and timely disclosure of information to investors –

[http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/singie\\_kinyu/20170303-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/singie_kinyu/20170303-1/01.pdf)

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~」(2016年 12月 22日)。

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf)

金融庁品取引法の一部を改正する法律案(2017年 3月 3日提出)

<http://www.fsa.go.jp/common/diet/193/02/riyuu.pdf>

## 2. 論文

Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten and Gabriel V. Rauterberg, The New Stock Market: Sense and Nonsense, 65 Duke L. J. 191 (2015) .

船津浩司「ドイツにおける高頻度取引・アルゴリズム取引規制の展開」金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2016-3 (2016) .

<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2016/03.pdf>

船津浩司「高頻度取引・アルゴリズム取引規制のあり方 –ドイツ法と MiFID II –」(日本取引所グループ金融商品取引法研究会報告、2016)。

[http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000002b21s-att/20161125\\_1.pdf](http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000002b21s-att/20161125_1.pdf)

大墳剛士「諸外国における市場構造と HFT を巡る規制動向」金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2016-4 (2016)。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2016/04.pdf>

[Abstract]

## International Trends in Capital Market Law: Japan

Kuronuma, Etsuro

*Professor, Waseda University Faculty of Law*

The Financial System Council of Japan started discussions on various issues surrounding capital markets and stock exchanges by establishing the Market Working Group in May 2016. Subjects of discussions are the issues which capital markets are facing worldwide such as High Frequency Trading, Proprietary Trading System, Dark Pool, and Exchange Traded Funds, as well as the old and new issue of Fiduciary Duty of various types of Financial Business Operators. In October 2016, the Fair Disclosure Task Force was formed under the Market Working Group and began working towards the making rules of prohibition on selective disclosure of information by issuers. A report by the Working Group was published on December 22 of 2016, whereas a report by the Task Force was made public on December 7 of 2016. Amendments of the Financial Instruments and Exchange Act are drafted with respect to some proposals in the two reports which need legislation, and the Bill to amend the Act is under deliberation at Japanese Diet now in April of 2017.

On the each issue, this paper makes clear what the problem is, introduces discussions at the Council, contents of the two reports and the bill. It also analyzes some legal issues on the market reforms.

**Key words** : HFT, High Frequency Trading, Dark Pool, Fair Disclosure, Fiduciary Duty