

黒沼悦郎『金融商品取引法』(13693)

補 遺

2017年7月

第193回国会において成立した金融商品取引法の改正(平成29法37)に関連して以下を加える。

*「第3章 上場会社のディスクロージャー 第4節 継続開示の内容」に次の項目を設ける。

5 選択的な情報開示の規制

(1) 背景

アメリカでは、取引所の定めるタイムリー・ディスクロージャー・ルールが、発行者が一部のアナリストに対し選択的に情報を開示することを許す内容となっており、不当であるとして、2000年に、SECがレギュレーションFD(Regulation Fair Disclosure, 公正開示規則)を定めた¹⁾。同規則によると、発行者が重要な未公開情報をアナリスト等の一定の者に意図的に開示した場合には同時に、意図的でなく開示した場合には速やかに、当該情報を開示しなければならない。つまり、発行者が情報を選択的に開示した場合には直ちにレギュレーションFD違反となる。

EUでは、2006年の市場濫用指令(Market Abuse Directive)がタイムリー・ディスクロージャーおよび情報の選択的開示の規制を定め(→Column3-8)、加盟国がこれを国内法化した。その後、市場濫用指令は市場濫用規則(レギュレーション)に組み替えられ、2016年7月から、加盟国に直接適用されている。

わが国では、金融商品取引所のタイムリー・ディスクロージャーが、上場会社に重要な事実が生じるたびにこれを直ちに開示するよう求めているが(→6節1)、実務では会社の機関決定があるまでは情報が開示されることはなく、情報の選択的開示が可能な状況になっていた。実際、証券会社が、上場会社の四半期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、日本においても検討が開始され、平成29年の改正により、選択的な情報開示の規制が導入された²⁾。この規制は、フェア・ディスクロージャー・ルールとも呼ばれている。

(2) 公表義務

フェア・ディスクロージャー・ルールの基本は、上場会社または上場投資法人の資産運用会社の役員・代理人・使用人その他の従業者(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いうことにある

(27条の36第1項)。重要情報とは、上場会社等の運営、業務または財産に関する公表されていない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されており(同項)、インサイダー取引の重要事実(→7章2節3)のように重要基準・軽微基準によって限定されていない。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当たらないが、投資判断にとっては重要であり、フェア・ディスクロージャーの対象とすべきだからである。

ルールを発動させる伝達とは役員等から取引関係者への伝達であるが、取引関係者とは、①金融商品取引業者、登録金融機関、信用格付業者、投資法人またはこれらの役員等、有価証券に係る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と、②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、当該情報に基づいて上場会社等の有価証券を売買する蓋然性が高い者として内閣府令で定める者に限定され、伝達とは、上場会社等の役員のほか、当該上場会社等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(投資家向け広報業務の担当者)に限定される。報道を目的とするマスメディアに対する情報の伝達はフェア・ディスクロージャー・ルールを発動させることはない。ルールは、広報担当者から金融商品取引業者等に所属するアナリスト向けの情報伝達について公平な開示を求めるものだからである。情報を第三者に伝達せず、かつ、投資判断に用いない義務を負っている者に対する伝達もフェア・ディスクロージャー・ルールを発動させない(同条1項但書)。上場会社等が金融商品取引業者に資金調達の相談をするのがその典型である。ただし、情報伝達を受けた者がこれらの義務に違反して情報を伝達したり、投資判断に用いたことを上場会社等が知ったときは、当該重要情報を速やかに公表しなければならない(同条3項)。

また、上場会社等の役員等が伝達を行った時に、情報が重要情報に該当することを知らなかった場合その他内閣府令で定める場合には、伝達と同時に公表することは求められず、伝達が行われたことを知った後、速やかに公表すれば足りる(同条2項)。「意図的でない開示」が行われた場合に対応するルールである。

公表の方法は、EDINET(→Column2-11)やタイムリー・ディスクロージャーの方法(→6節1(1))によってもよいが、上場会社等のホームページ上の公表も認められる(同条4項)。

(3) エンフォースメント

上場会社に対して情報の選択的開示規制を厳しく執行すると、上場会社がアナリストの取材に応じないなど、上場会社による情報発信が低下し、市場における効率的な価格形成を損なうおそれがある。そこで、アメリカやEUの例に倣い、フェア・ディスクロージャー・ルールの違反に対しては、罰則を科すことはせず、行政による対応を図ることにした。

内閣総理大臣は、ルールによって公表されるべき重要情報が公表されていないと認めるときは、上場会社等に対し、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、正当な理由がないのに指示にかかる措置がとられなかったときは、当該指示に

係る措置をとることを命じることができる（27条の38）。この命令に違反した場合に初めて罰則が適用される（205条6号の5）。

フェア・ディスクロージャー・ルールは、上場会社とアナリストの対話を禁止しようとするものではない。同ルールの目的は、情報の選択的な開示を禁止することにより、上場会社の情報発信に対する一般投資家の信頼を確保し、上場会社により早期の情報開示を促すことにある。上場会社においては、このような目的を踏まえて、自発的な情報開示についてのベストプラクティスを醸成することが求められる。

- 1) 黒沼・アメリカ 111 頁。
- 2) 改正法の考え方につき、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 28 年 12 月 7 日）を参照。

*「第 6 章 金融商品市場の仕組み 第 2 節 金融商品市場における取引の仕組みと規制」に次の項目を設ける。

6 高速取引行為の規制

(1) 背景

最近、世界各国の取引所で HFT が問題となっている。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（2014 年以降は最大 2000 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者と、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、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といった懸念が表明されている²⁾。他方、HFTが市場に流動性を与え、その恩恵が一般投資家に及んでいることも否定できない。

諸外国の状況をみると、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³⁾。アメリカでも、CFTC(商品先物取引委員会)が先物取引のHFT業者を登録制として、同様の規制を適用している⁴⁾。そこで、わが国でも検討が開始され、HFTを行う者を登録制とし、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法改正が平成29年に行われた。

(2) 高速取引行為者の登録制

改正法は、HFTを高速取引行為と名付け、これを、有価証券の売買、市場デリバティブ取引、これらの行為の委託、または政令で定める取引を、電子情報処理組織(コンピューター)により自動的に行い、かつ、取引を行うために必要な情報の取引所への伝達が、情報通信の技術を利用して伝達時間を短縮するための方法(内閣府令で定める)を用いて行われるものと定義し(2条41号)、金融商品取引業者等(→10章1節)および取引所取引許可業者(→6節4(2))以外の者が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する(65条の50第1項)。行為者は、登録時に、高速取引行為を行うのに必要な知識等を有する者の確保や法令遵守のための責任者の設置等が求められる。金融商品取引業者等や取引所取引許可業者による高速取引行為の規制は、それぞれの業規制によって行う(29条の2第1項7号・60条の2第1項4号等)。

登録を受けた高速取引行為者は、高速取引行為の業務管理体制を整備しなければならない(66条の55)。具体的には、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が求められる。このような登録規制のなかで、高速取引行為者は、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、および取引記録の作成・保存などが求められる予定である⁵⁾。

(3) 金融商品取引業者等・金融商品取引所の役割

海外に拠点を有する投資家について、高速取引行為者の登録を求めても、それだけでは規制の実効性を確保することは難しい。そこで、登録を受けていない者による高速取引行為に係る有価証券の売買等を金融商品取引業者等は受託してはならないとされた(38条1項8

号)。

また、高速取引行為の監視を行う立場にある金融商品取引所に、高速取引行為を行う者に対する調査権限が付与される(85条の5)。

(4) 今後の課題

改正法は、高速取引行為者を業者のように捉え、行政による監督規制を及ぼすことにより、高速取引行為から生じる市場への悪影響を排除しようとしている。このような規制手法はアメリカやEUにおいても見られるものである。

他方、高速取引行為から生じる弊害を除去するためには、どのような行為規制が有効かについては、諸外国においても見解の一致を見ていない。高速取引行為の問題は、アルゴリズムから生じるものとスピード(レイテンシー)から生じるものがあるように思われる。アルゴリズムから生じるものとは、たとえばあるアルゴリズムが、他の投資家の取引注文の状況などの取引環境によっては、有価証券の市場価格をその本源的価値から乖離させるような一連の取引を命じるといった問題であり、相場操縦等の不公正取引規制(8章1節~3節)の立法と解釈によって対処する必要がある。

スピードから生じる問題として、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業者が、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。

わが国では市場が分裂しておらず、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。しかし、スピードの問題がまったくないわけではない。注文や約定に関する取引情報を金融商品取引所が発するのとは同時であっても、コロケーション・エリアにサーバーを設置している高速取引行為者がそれを受け取る時刻は、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高速取引行為者のほうが短い。この結果、高速取引行為者は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。高速取引行為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。高速取引行為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、それは法的に不公正と評価されるのであり、何らかの行為規制が必要であると思われる。

1) 2010年5月6日にアメリカで生じた株価の一時的な急落(フラッシュクラッシュ)は、HFTが原因ではないかといわれている。

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」(平成28年12月22日)14頁。

3) 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. EU よりも早く規制を導入したドイツ法の状況と規制の考え方については、日本取引所グループ金融商品取引法研究会「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」(2016) を参照。

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

5) 金融審議会・前掲注 2) 14-15 頁。

* 「第 10 章 金融商品取引業の規制 第 6 節 金融商品取引業者に対する規制 2 業務改善命令」に次の項目を設ける。

■ Column 10-7 顧客本位の業務運営に関する原則

金融庁は、平成 29 年 3 月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した¹⁾。これは、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」）に対して受入れを呼びかけ、金融事業者が金融商品・サービスについてベスト・プラクティスを形成するよう促すものである。金融事業者には、金融商品取引業者（第一種業、第二種業、投資運用業、投資助言・代理業）、銀行、保険会社等の金融機関のほか、金融商品の組成から販売・運用にいたるインベストメントチェーンを構成するあらゆる事業者が含まれ、顧客とは、金融事業者の直接の相手方に限らず、インベストチェーンの先にいる顧客も含まれる。

同原則は、1. 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等、2. 顧客の最善の利益の追求、3. 利益相反の適切な管理、4. 手数料等の明確化、5. 重要な情報の分かりやすい提供、6. 顧客にふさわしいサービスの提供、7. 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等の 7 つの原則と、原則に付された計 12 の（注）からなる。各金融事業者は、これらを実施する場合には、原則に付された（注）も含めてその対応方針を策定・公表し、実施しない場合にはその理由や代替策を示すことが求められる。（注）のいくつかは、次のように注目すべき内容を定めている。

原則 3 の注は、販売会社が、金融商品の提供会社から委託手数料等の支払を受ける場合に、そのことが当該商品の顧客への販売・推奨等に及ぼす影響を考慮すべきであるとする。この（注）は、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。原則 5 の（注 2）は、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、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

べきであるとする。多くの金融商品はより単純な金融商品を組み合わせて組成することができるのであり、この原則をどこまで厳格に実施するかは難しい問題であろう（実施方法は金融事業者委ねられている）。原則6の（注2）は、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とする。この（注）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。開発業者（たとえば投資信託の委託会社〔投資運用業者〕、→11章1節1）が、資本関係や取引関係のない販売業者（たとえば銀行）に対して、顧客属性に沿った販売がなされるよう、どのように求めていくかが注目される。

顧客本位の業務運営に関する原則は、金融事業者にとって、上場会社にとってのコーポレートガバナンス・コード（→6章5節1）、機関投資家にとってのステュワードシップ・コード（→Column12-2）に相当する原則（プリンシプル）である。同原則の実施について内閣総理大臣（金融庁）はモニタリングを行うが、同原則の違反について監督上の処分等を行うことは想定されていない。

1) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（平成29年3月30日）

* 「第12章 金融商品取引法の執行 第2節 金融庁 3 投資助言の規制 (1) 忠実義務・善管注意義務 Column 12-2 日本版ステュワードシップコード」の末尾に次の記述を加える。

ステュワードシップコードは平成29年に改訂された。改訂では、原則を具体化した指針において、年金基金などのアセットオーナー（資産保有者）が自らステュワードシップ活動に取り組むか、運用機関に、実効的なステュワードシップ活動を行うよう求めるべきこと（指針1-3）、運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきこと（指針2-3）、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業および議案ごとに公表するか、公表しない理由を説明すべきこと（指針5-3）が、新たに定められた。議決権行使の結果を個別に公表する機関投資家が増えれば、上場企業のコーポレートガバナンスに対する影響は大きいであろう。

以上