

# 事務局説明資料

(市場制度を巡る諸課題に関する検討)

令和2年10月12日(月)  
金融庁

# 目次

## 1. 現状

- (1) 検討の背景 ..... p.3
- (2) 足元の金融市場の動向・外国当局等の見解 ..... p.6
- (3) 資本性資金・負債性資金の供給 ..... p.9
  - ① 上場企業 ..... p.10
  - ② 非上場企業 ..... p.13

## 2. 主な検討課題(案)

- (1) 市場制度ワーキング・グループにおける主な検討課題(案) ..... p.15
  - ・ 成長資金の供給のあり方 ..... p.16
  - ・ 海外金融機関等の受入れに係る制度 ..... p.18
  - ・ 金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方 ..... p.20

# 検討の背景

- コロナ後の経済社会の姿については、その全体像は明らかではないが、デジタル・トランスフォーメーションの進展やサプライチェーンの再構築、サービス提供の非対面化・オンライン化や大都市集中の是正への対応などの構造変革がそれぞれの企業の重要な経営課題となることが見込まれる。
- 我が国の銀行部門や資本市場が、金融仲介システム全体として、コロナ後の実体経済の回復を支えつつ、こうした産業構造の変革を力強く後押ししていくことが欠かせない。

## 諮問事項

### ○市場制度のあり方に関する検討

コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配慮しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入れに係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと。

## 【成長資金の供給のあり方】

### デジタル市場への対応

ii) デジタル技術の社会実装を踏まえた規制の精緻化

#### ②フィンテック／金融分野

- ・プロ投資家対応として、顧客の取引履歴データ等の分析を進め、投資家としての能力と関連性のある項目を特定できれば、プロ投資家規制について、当該項目を踏まえた規制へと見直す。

### オープン・イノベーションの推進

ix) 投資家に魅力があり企業価値向上に繋がる金融資本市場の整備

- ・企業による資金調達の円滑化や証券取引の多様化・高度化を図る観点から、投資者保護の視点にも十分留意しつつ、クラウドファンディング制度や非上場の有価証券の取引の改善等について検討を行う。

## 【金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方】

### 決済インフラの見直し及びキャッシュレスの環境整備

iii) 銀行を始めとする既存の金融機関への規制上の制約の見直し

#### ④グローバル競争における同業他社とのイコールフットィングの確保

- ・我が国金融機関が海外の同業他社と同じ競争条件で切磋琢磨し我が国金融資本市場の魅力を高められるよう、  
(a) 銀行・保険会社の海外子会社の業務範囲規制の緩和、(b) 外国法人顧客に関する情報の銀証ファイアーウォール規制の対象からの除外等について検討する。なお、国内顧客を含めたファイアーウォール規制の必要性についても公正な競争環境に留意しつつ検討する。

## 【海外金融機関等の受入れに係る制度】

### 第3章 「新たな日常」の実現

#### 5. 新たな世界秩序の下での活力ある日本経済の実現

##### (3) サプライチェーンの多元化等を通じた強靱な経済・社会構造の構築

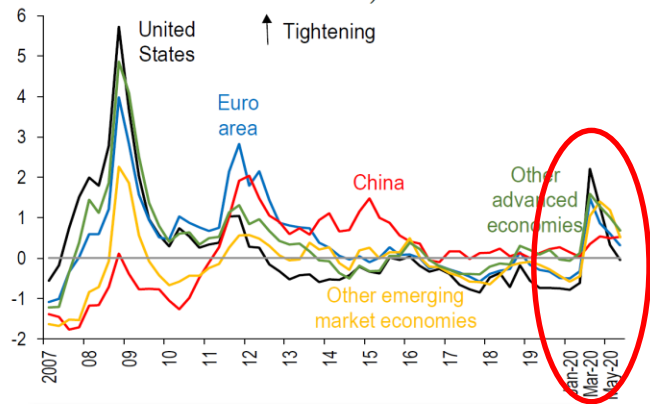
(略) 海外金融機関等の受入れに係る環境整備等により、世界中から優秀な人材や資金、情報を集め、世界・アジアの国際金融ハブとしての国際金融都市の確立を目指す。

# コロナ感染拡大を受けた足元の金融市場の動向

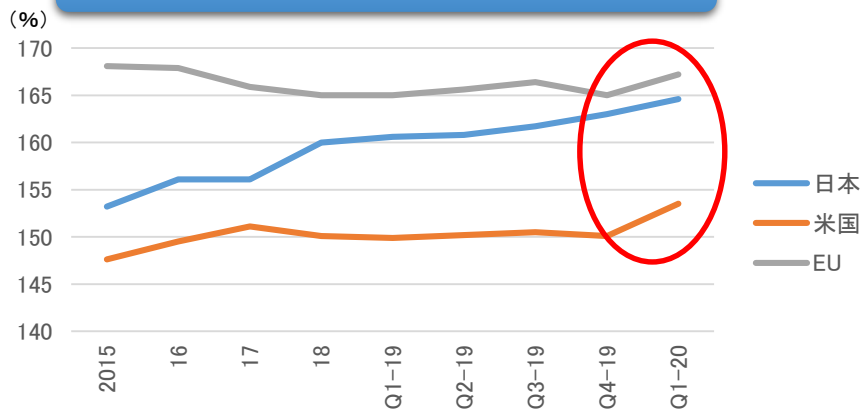
- コロナ感染拡大を受け、国際金融環境は大幅にタイト化。
- その後、中央銀行による大規模な金融緩和等の措置により、足元では市場環境は改善した。
- 他方、近年、銀行借入等による民間非金融部門の債務が増加する中、今後、経済回復に向け、銀行部門からの資金調達だけでなく資本市場での資金調達の重要性が高まると指摘されている。

## 金融環境指数 (FCI) (注1) に基づく 国際金融環境の動向

(Standard deviations from mean)



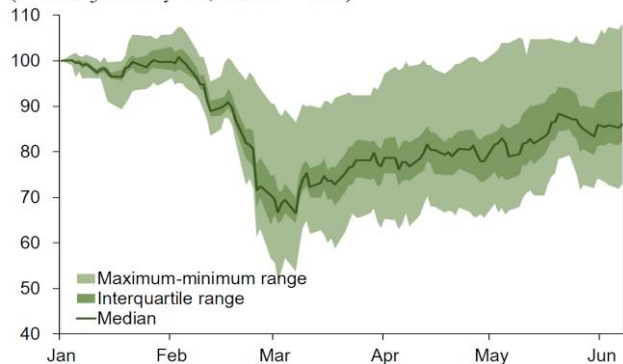
## 民間非金融部門債務残高対GDP比



(出典) 国際決済銀行 (BIS) 公表データより金融庁作成

## 主要29ヶ国・地域 (注2) の株価動向

(Index: January 17, 2020 = 100)



## 日本の民間非金融部門の金融負債 (前年比)

|              | 2018年 |       | 2019年 |       |       |       | 2020年 |        | 2020年6月末<br>残高(兆円)<br>(構成比(%)) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------------------------------|
|              | 9月末   | 12月末  | 3月末   | 6月末   | 9月末   | 12月末  | 3月末   | 6月末    |                                |
| 残高(兆円)       | 935   | 953   | 960   | 942   | 941   | 963   | 963   | 969    |                                |
| 金融負債計        | 2.4   | 2.1   | 2.4   | 1.5   | 0.6   | 1.0   | 0.3   | 2.8    | 969 (100.0)                    |
| 借入           | 3.1   | 3.5   | 5.1   | 4.1   | 3.9   | 3.9   | 3.4   | 11.3   | 457 (47.2)                     |
| 債務証券         | 1.9   | 5.0   | 4.9   | 5.1   | 8.2   | 7.8   | 14.1  | 19.4   | 81 ( 8.4)                      |
| 株式等・投資信託受益証券 | ▲ 0.1 | ▲ 0.8 | ▲ 1.2 | ▲ 0.9 | ▲ 1.4 | ▲ 1.4 | ▲ 1.0 | ▲ 1.0  | 164 (16.9)                     |
| 預け金          | 0.6   | ▲ 0.8 | 1.7   | ▲ 0.1 | 0.3   | 0.7   | ▲ 0.6 | ▲ 0.1  | 45 ( 4.7)                      |
| 企業間・貿易信用     | 3.9   | 0.2   | 0.9   | ▲ 1.3 | ▲ 5.6 | ▲ 2.6 | ▲ 9.3 | ▲ 16.0 | 161 (16.6)                     |
| その他          | 1.5   | 6.8   | ▲ 1.7 | ▲ 2.4 | ▲ 3.2 | ▲ 5.9 | 2.6   | ▲ 0.9  | 60 ( 6.2)                      |

(出典) 日本銀行 資金循環統計(速報)(2020年第2四半期)

(注1) 市場での資金確保がどの程度容易かを示す国際通貨基金(IMF)作成の指標 (注2) 国際通貨基金(IMF)による金融セクター評価プログラム(FSAP)の対象国・地域

(出典) 国際通貨基金(IMF)「国際金融安定性報告書(Global Financial Stability Report) 改訂報告書」(2020年6月)

# コロナ後の資本市場のあり方に関する外国当局等の見解

## 米国証券取引委員会(SEC)委員長 ジェイ・クレイトン (2020年6月25日)

- 公正かつ秩序ある市場機能は投資家保護にとって不可欠であり、資本市場が秩序立って機能し続けることは、これまで及び今後、効果的なコロナ対応を進めるうえで不可欠な要素である。
- 今般の不透明な経済情勢において、SECは中小企業による資本へのアクセスを支援するためにターゲットを絞った規制(クラウドファンディングに係る規制等)の緩和を実施してきた。

## 欧州委員会(EC) “EU Capital Markets Recovery Package” (2020年7月24日)

- 今回の危機からの回復に向けたポストコロナ戦略の一環として、EU域内の家計や企業への銀行貸出を促進する“Banking Package”に加えて、“EU Capital Markets Recovery Package”を採択した。これは、目論見書規則、MiFID IIの一部規則、証券化に係る規則等の改正から成り、EU域内における資本市場の統合、投資の促進及び資金調達機会への平等なアクセスの確保を目指すものである。
- コロナ感染拡大からタイムリーに回復できるかは、3つの重要な目標を達成できるかに依存する。
  - ・ 実体経済への投資の促進
  - ・ EU域内の上場企業による資本増強
  - ・ 銀行による実体経済(特に家計及び中小企業)への貸出能力の維持及び強化
- ヴァルディス・ドンブロウスキス副委員長によると、今回の危機及びその後の回復において、EU市民及び企業を支援するための一つの方法は、株式市場における企業の資金調達を支援することである。 今回の危機からの回復には公的資金だけでは不十分であり、資本市場が不可欠である。

# コロナ後の資本市場のあり方に関する外国当局等の見解

## 欧州委員会(EC) “A Capital Markets Union for people and businesses: new action plan”

(2020年9月24日)

- 公的支援及び銀行貸出は、ロックダウンに伴う短期的な流動性の逼迫に対処することで、家計・企業部門の事業存続を支援してきた。一方、企業が中長期的に事業存続(stay solvent)するためには、より安定的な資金調達構造が必要。EUの産業、特にEU経済の支柱である中小企業が経済ショックから回復し、より頑健になるためには資本が必要である。
- 資本市場同盟(CMU)は、企業への民間投資を促進し公的支援を補完するために不可欠である。あらゆる企業、特に中小企業は市場からの資金調達源が必要であり、銀行貸出では不十分な状況では、今回の危機から回復するためにより一層重要になる。コロナは多くの企業の構造変革(restructuring)をもたらしているが、資金調達構造に占める資本が不十分であれば、企業の回復を遅れさせることになるだろう。

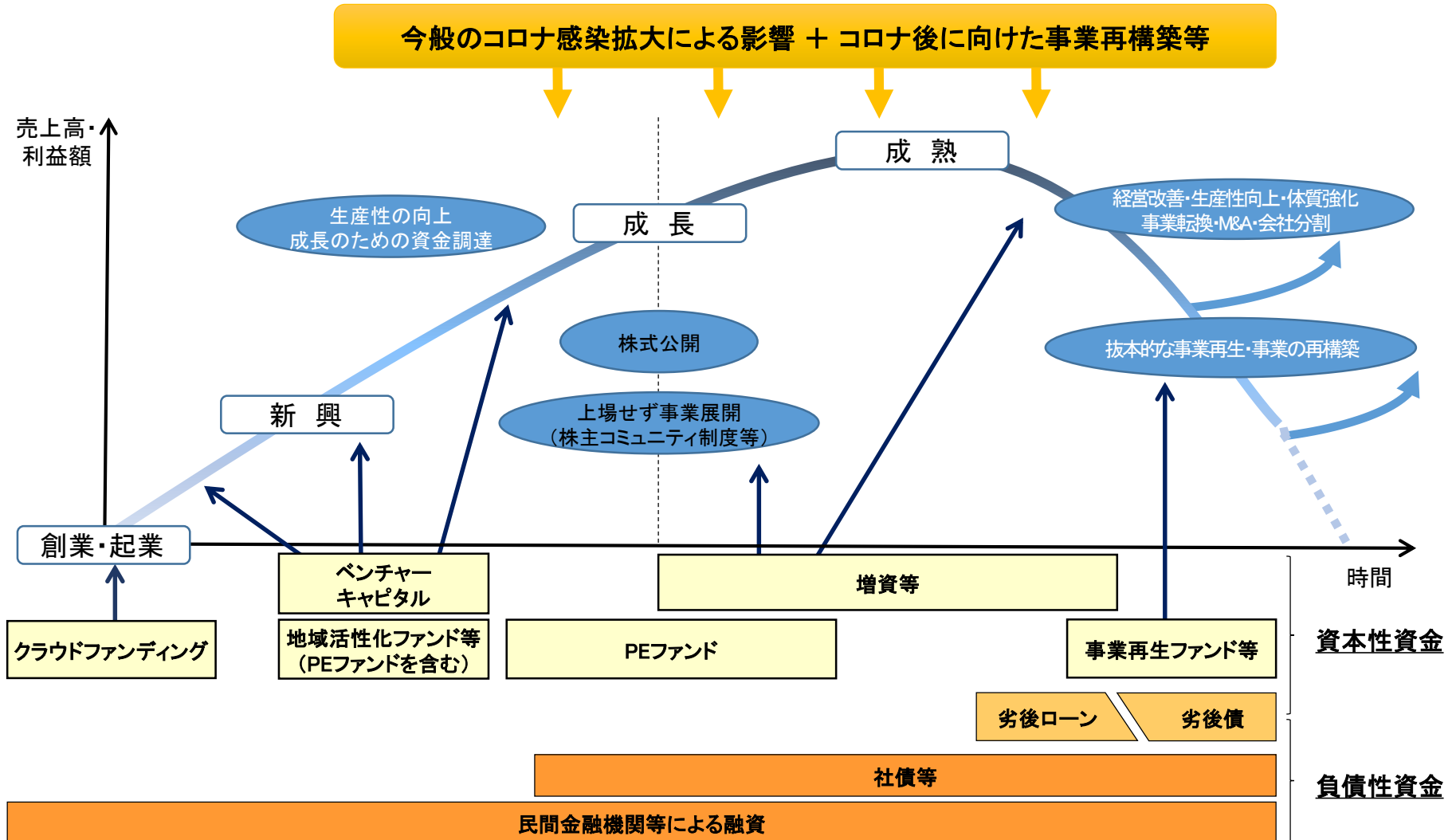
## イングランド銀行(BOE)理事(金融安定戦略・リスク担当) アレックス・ブラジエ (2020年7月23日)

- 今回の危機による企業の生産能力への悪影響を最小限にするため、キャッシュフローが不足する企業への資金供給を促進するための政策が実施されてきたが、更なる資金供給手段として資本(equity)が必要。
- キャッシュフローが不足する企業の半分は既に経常利益を大幅に上回る純有利子負債を抱えており、更なる負債性資金の調達は困難となりうる。そのため、負債を多く抱える企業にとって、生産能力への悪影響を最小化するための唯一の資金調達源は資本になるだろう。
- また、過剰債務(overhang)は現状重大な問題とはなっていないが、長期的に見ると慢性的な(chronic)課題になりうる。レバレッジが拡張すると、企業が将来的なストレスに対処する際に、リファイナンスを行って新たな資本にアクセスする能力を低下させうる。したがって、資本調達によってバランスシートを改善するためのあらゆる手段を企業に提供することが重要。そのうえで、グロースキャピタルにアクセスする機会を上場企業だけでなく幅広い企業に提供することが課題。



# 資本性資金・負債性資金の供給

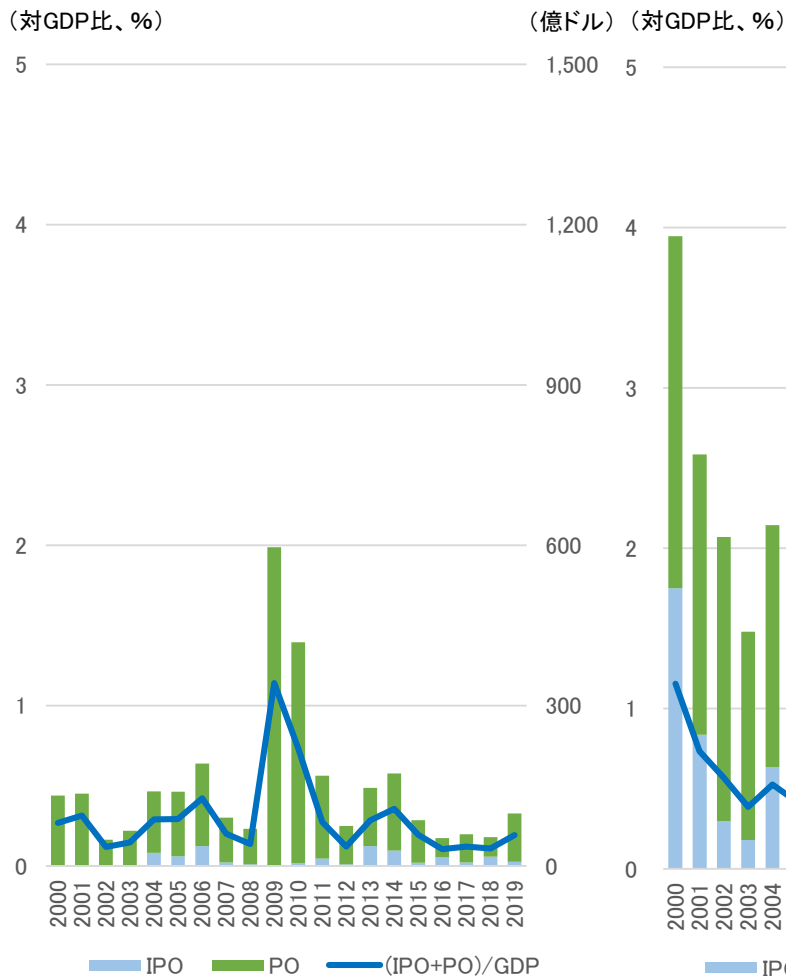
- コロナ後の経済社会の変化に応じた構造変革が、各企業にとって重要な経営課題となる。
- 企業の資金ニーズに応じて、資本性資金と負債性資金のそれぞれが適切に活用されるよう、上場企業及び非上場企業にとって多様な資金調達手段が用意されている必要がある。



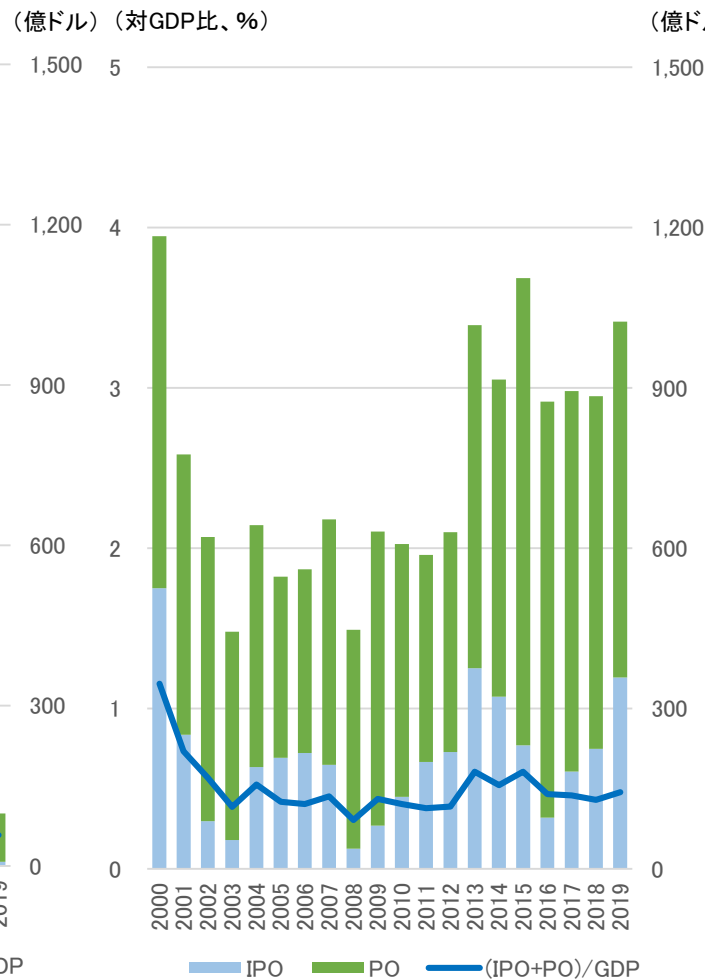
# 日米英における上場企業による資金調達

○ 日本の株式市場においては、上場企業による資金調達額（新規株式公開（IPO）及び公募増資（PO））が、金額ベースで米国と比較して大幅に少なく、対GDP比で米国・英国と比較してもやや少ない。

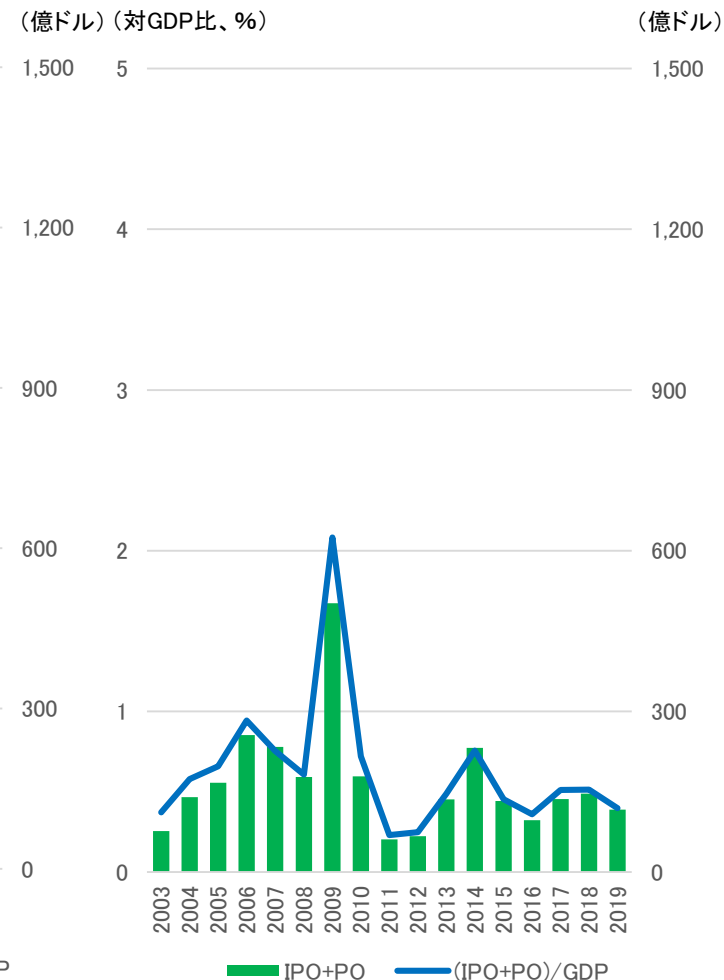
## <日本>



## <米国>



## <英国>



(注1) 日本：金融・非金融法人が対象。IPOは2004年以降のデータ

(注2) 米国：内国非金融法人が対象。

(注3) 英国：内国非金融法人が対象。

(出典) 日本：QUICK・国際取引所連合・日本取引所グループ、  
米国：連邦準備制度理事会（FRB）、英国：イングランド銀行（BOE）等より金融庁作成

# 日米英における上場企業による資本還元等

○ 日本の株式市場においては、上場企業による資本還元額(自社株買い)が、金額ベース及び対GDP比いずれも米国と比較して圧倒的に少ない。

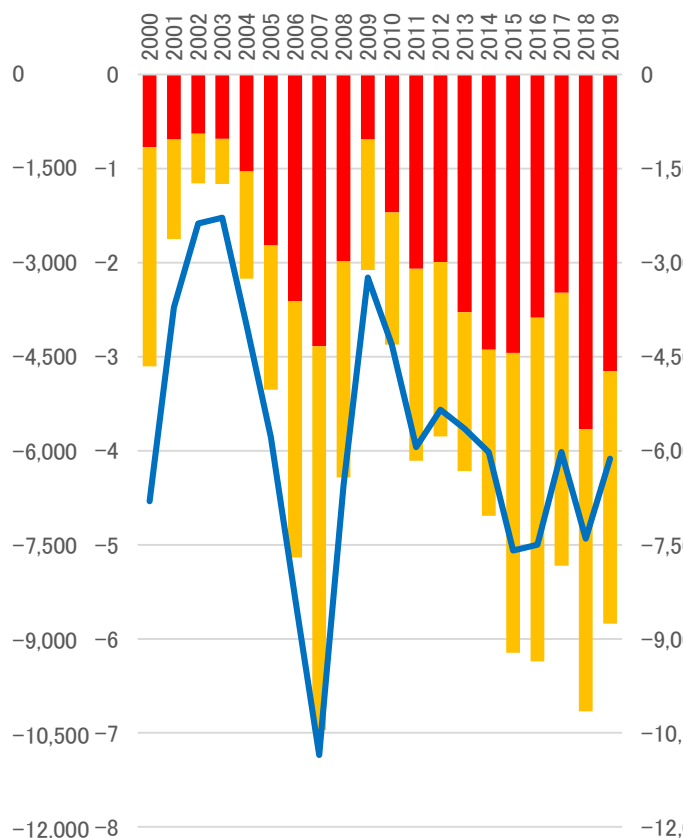
## <日本>

(対GDP比、%) (億ドル)



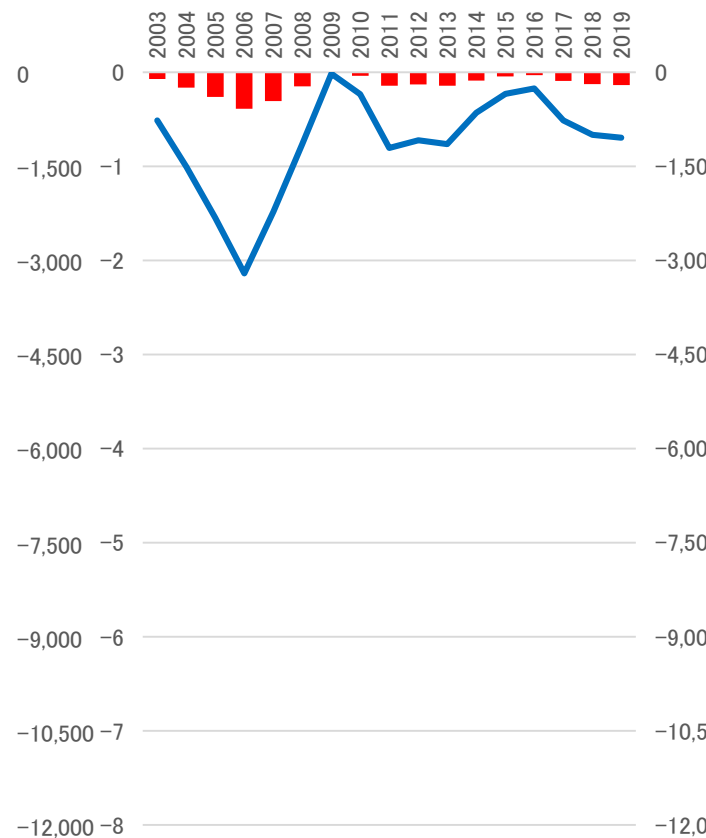
## <米国>

(対GDP比、%) (億ドル)



## <英国>

(対GDP比、%) (億ドル)



■ 退出総額  
■ 自社株買い  
— (退出総額+自社株買い)/GDP

■ 退出総額  
■ 自社株買い  
— (退出総額+自社株買い)/GDP

■ 自社株買い — 自社株買い/GDP

(注1) 日本: 金融・非金融法人が対象。退出総額は2006年以降のデータ

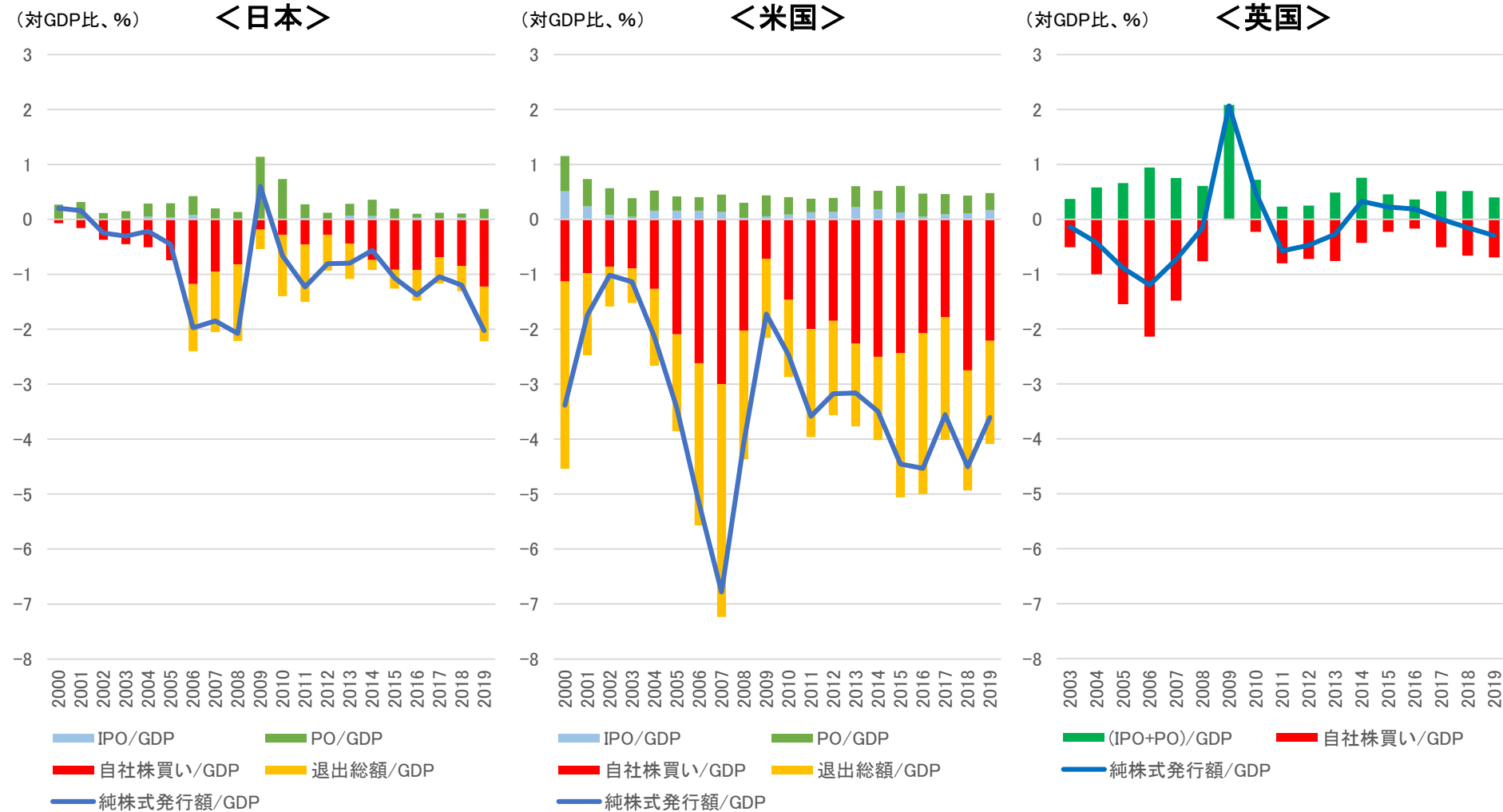
(注2) 米国: 内国非金融法人が対象。

(注3) 英国: 内国非金融法人が対象。退出総額のデータは含まれない

(出典) 日本: QUICK・国際取引所連合・日本取引所グループ、  
米国: 連邦準備制度理事会 (FRB)、英国: イングランド銀行 (BOE) 等より金融庁作成

# 日米英の株式市場の資金調達の間としての機能

- 日米英ともに、株式市場の資金調達の間としての重要性の低下がみられる。
- 特に、日本の株式市場においては、資金調達及び資本還元ともに、米国・英国と比較して規模が小さい。



(注1) 日本: 金融・非金融法人が対象。IPOは2004年以降、退出総額は2006年以降のデータ

(注2) 米国: 内国非金融法人が対象。

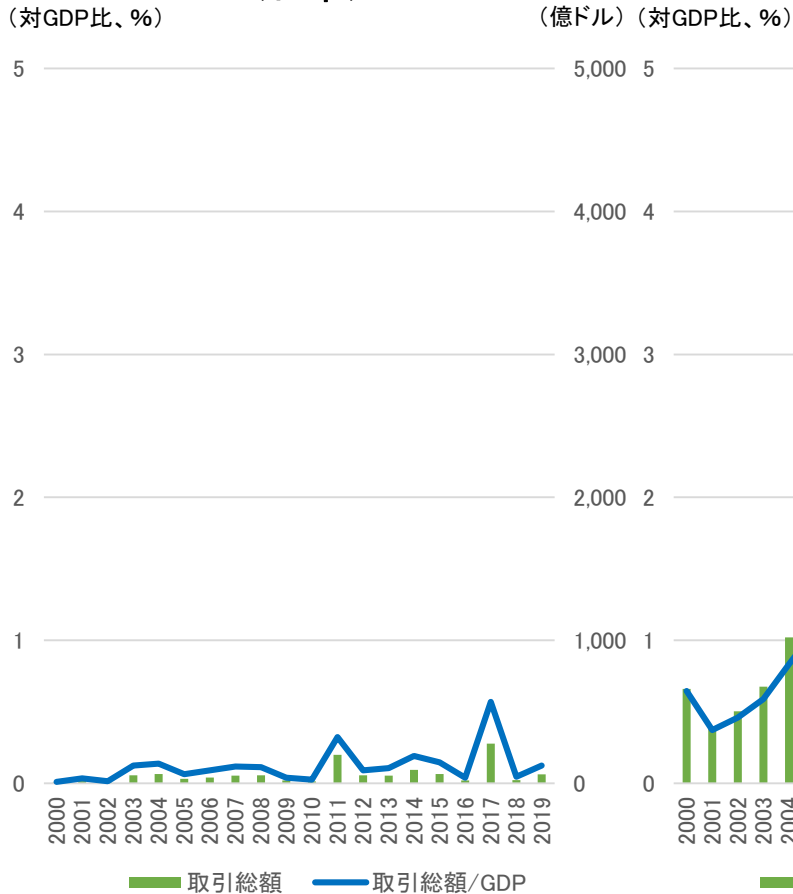
(注3) 英国: 内国非金融法人が対象。退出総額のデータは含まれない

(出典) 日本: QUICK・国際取引所連合・日本取引所グループ、  
米国: 連邦準備制度理事会 (FRB)、英国: イングランド銀行 (BOE) 等より金融庁作成

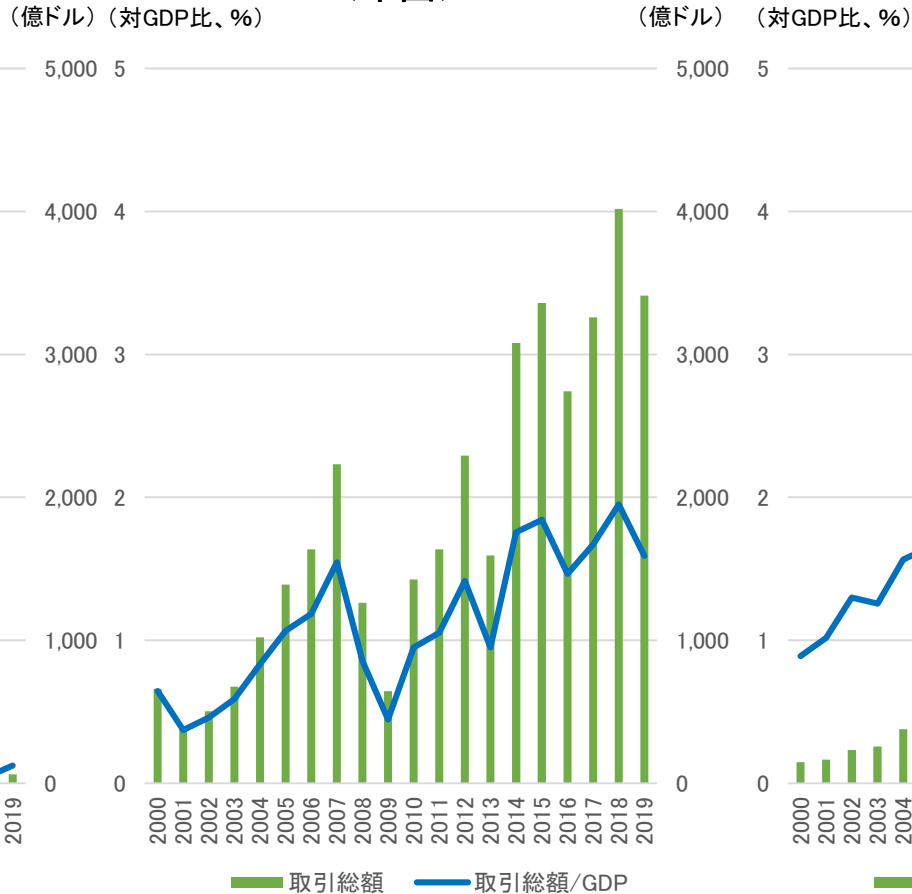
# VC・PEファンドを通じた非上場企業による資金調達

- ベンチャー・キャピタル(VC)・プライベート・エクイティ(PE)ファンドが関与する取引(注)について、日米英いずれも取引総額はリーマンショック以降、増加傾向にある。
- 他方、日本の取引総額は対GDP比で米国・英国の半分以下であり、米国・英国と比較してVC・PEファンドの取引市場規模は小さく、非上場企業の資金調達手段は限定的。

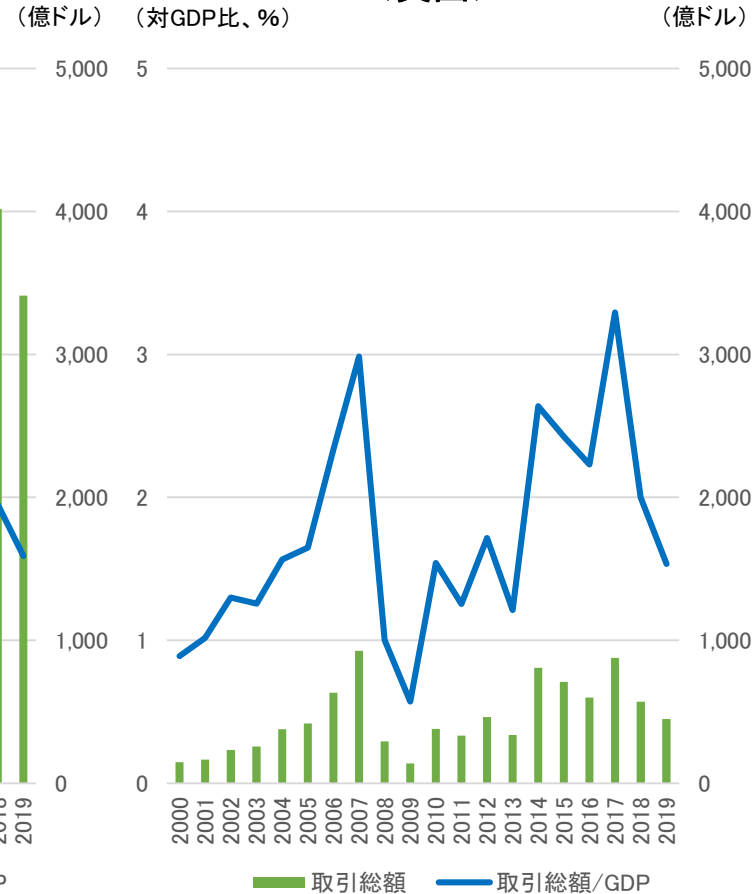
<日本>



<米国>



<英国>



(注)日米英各々の非上場企業を対象として、国内外のVC・PEファンドが買収側・売却側として関与する合併・買収・出資等の取引  
(出典)Bloombergより金融庁作成

# 目次

## 1. 現状

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| (1) 検討の背景               | ・・・ p.3  |
| (2) 足元の金融市場の動向・外国当局等の見解 | ・・・ p.6  |
| (3) 資本性資金・負債性資金の供給      | ・・・ p.9  |
| ① 上場企業                  | ・・・ p.10 |
| ② 非上場企業                 | ・・・ p.13 |

## 2. 主な検討課題(案)

|                                 |          |
|---------------------------------|----------|
| (1) 市場制度ワーキング・グループにおける主な検討課題(案) | ・・・ p.15 |
| ・ 成長資金の供給のあり方                   | ・・・ p.16 |
| ・ 海外金融機関等の受入れに係る制度              | ・・・ p.18 |
| ・ 金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方     | ・・・ p.20 |

## 市場制度ワーキング・グループにおける主な検討課題(案)

- コロナ後の新たな経済社会を見据え、経済の回復と持続的な成長を図るうえで、日本の資本市場は、海外の主要市場と比較して、資金調達機能の発揮に改善の余地があると考えられる。
- また、中小企業がコロナ感染拡大により大きな影響を受けている状況を踏まえ、中小企業をはじめとする非上場企業の資金調達手段へのアクセスの拡充が不可欠である。

- 投資家保護に配慮しつつ、銀行部門中心の金融仲介のみならず直接金融(機関投資家を通じた間接金融も含む)も高い機能を発揮するシステムへの転換に向け、取引所内外における資金の流れの多様化を促す施策など、制度のあり方を検討する必要があるのではないか。

- ・ 成長資金の供給のあり方
- ・ 海外金融機関等の受入れに係る制度
- ・ 金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方

⇒その他、資本市場の一層の機能発揮に向け、上記以外に検討すべき事項はあるか。

# 成長資金の供給のあり方

## 背景

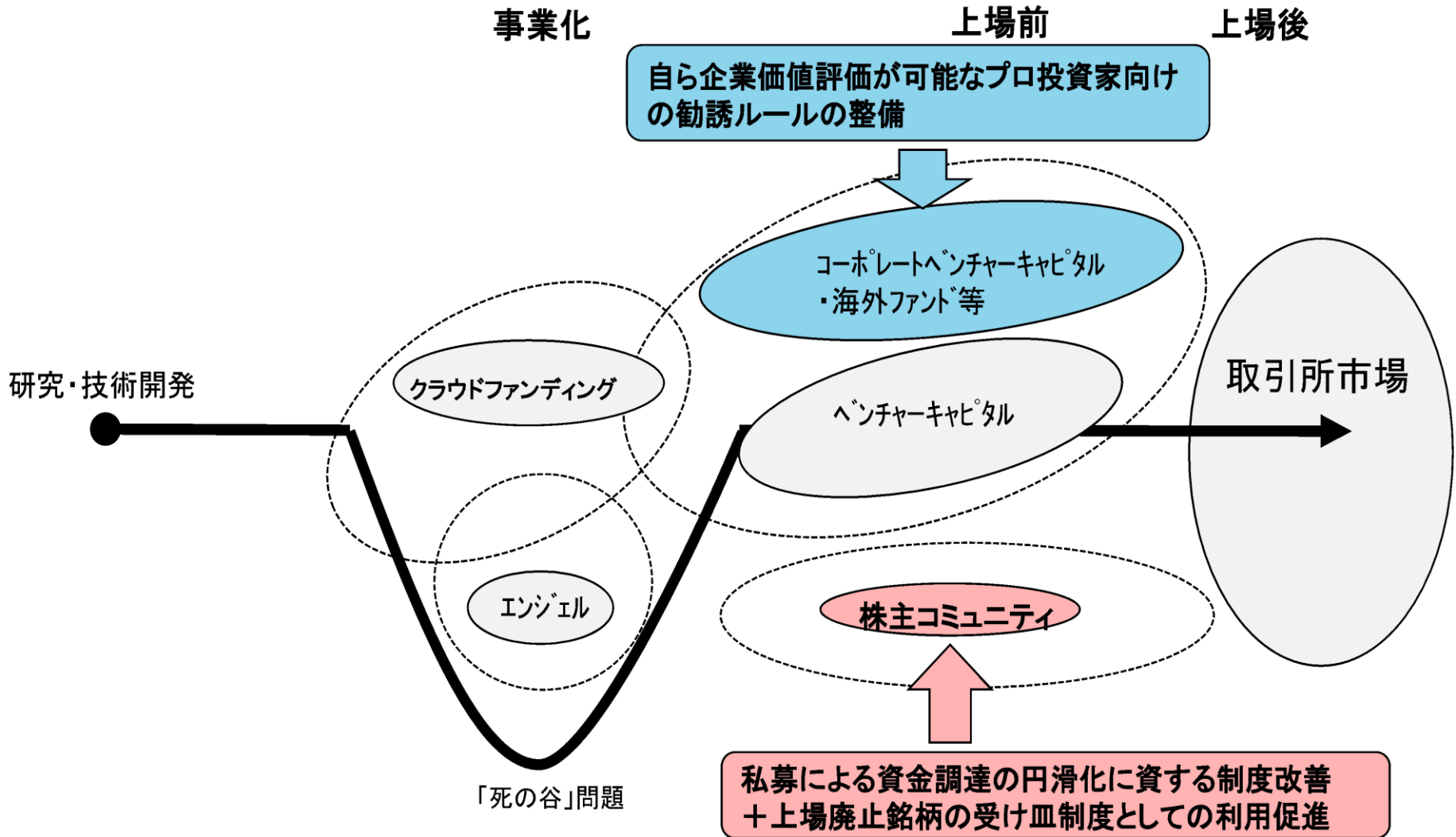
- コロナ後の新たな経済社会への変革に向けて、スタートアップ企業等によるイノベーションや既存事業の再編・再生が求められる中、このような企業の挑戦や構造変革を支える資本性資金の必要性が高まっている。
- こうした中、株式市場では資金流出額が資金調達額を上回っており、資本調達の間としての機能を十分に果たせていない。
- また、非上場株式等については、海外に比して取扱いが制限されており、資本調達手段として十分に活用されていないとの指摘がある。
- さらに、VC・PEファンドの市場規模は欧米に比して小さく、また、機関投資家からの資金を十分に呼び込めていない等の指摘もある。

## 検討課題

- 上場企業及び非上場企業に対する成長資金の円滑な供給に向け、投資家保護の観点に留意しつつ、取引所内外における資金の流れを多様化する方策についてどう考えるか。例えば、非上場株式等の発行・流通の活性化や、VC・PEファンドを通じた資金供給の円滑化を促すための方策についてどう考えるか。



# (参考)非上場市場における成長資金の供給のあり方(日本証券業協会における検討)



# 海外金融機関等の受入れに係る制度

## 背景

- 今般のコロナ禍を含む、国際経済社会の様々な情勢の変化の中で、国際的な金融ビジネスが分散・再配置されていく流れが想定される。この流れに呼応し、我が国において、国際金融ハブ機能の確立を目指していくことは、我が国資本市場における資金の流れの多様化、雇用・産業の創出や経済力向上の実現に資するのみならず、国際的にも、リスク分散を通し、アジアひいては世界の金融市場の災害リスク等に対する強靱性を高めることが期待される。
- 我が国が世界・アジアの国際金融センターとしての地位を確立するうえでは、これまで海外で行われてきた金融ビジネス、例えば、オフショア向け資産運用等を日本国内で行いやすくすることで、投資運用業等の金融事業者の参入促進・高度金融人材の受入れを進めることが重要であると考えられる。
- 海外投資運用業者の参入は、国内の金融ビジネスの国際化（国外顧客も対象としたビジネスの拡大）に資するだけでなく、スキルの高い人材（ファンドマネージャー等）の国内への集積が、日本の金融・資本市場の機能・魅力の向上に寄与し、最終的には、日本国内の顧客向けの金融ビジネスの高度化につながることを期待される。

## 検討課題

- 海外投資運用業者の日本への受入れを一層促進するために、金融関係法令においてどのような制度整備が求められるか。

# 国際金融センターについて

- 日本市場を、世界・アジアにおける国際金融センターの一つとして発展させていくことで、東アジア市場の強靭性を高める。
- 海外から金融事業者・高度金融人材を呼び込むことで、日本市場の活性化を図る。
- 前向きに取り組む自治体があれば、幅広く連携を行う。

## (1) 金融行政の英語化

- 海外の金融事業者が日本に参入しやすくするため、登録審査・監督業務等を英語で迅速に行うための機構・定員を要求。
- 英語対応については、来年度を待たず、本年度中に可能なことから対応開始予定。

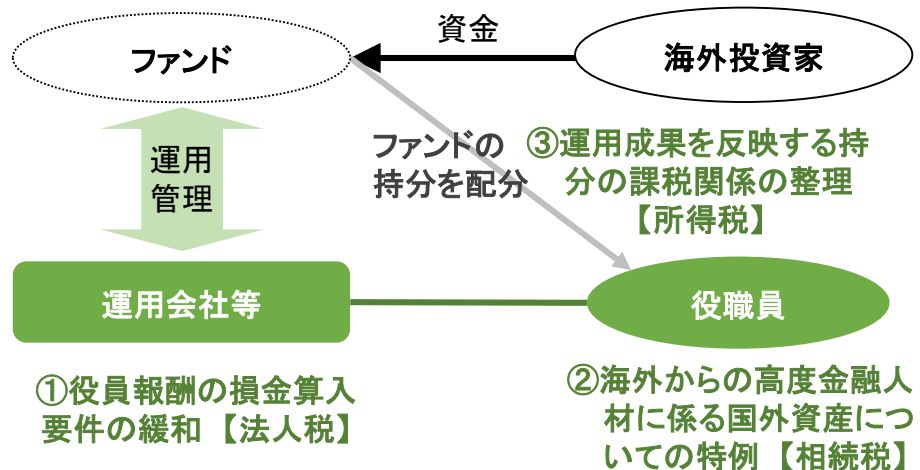
## (3) その他の課題への対応

- 各省庁と連携しつつ、入国・在留資格制度や、生活環境(医療、教育等)の整備等について検討

## (2) 規制・税制面でのボトルネックの除去

- 海外の資金を運用する事業者等について
  - ・ 届出等の簡素な参入手続で日本での業務を可能とする特例の創設(資料4参照)
  - ・ 税制改正の要望

<税制改正について考えられる案>



# 金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等のあり方

## 背景

- いわゆる「ファイアーウォール規制」は、平成5年に業態別子会社形態による銀行・証券の相互参入が解禁された際に導入され、その後、平成20年に法改正するなど段階的に緩和。

(参考)ファイアーウォール規制の主な内容は、以下の通り。

- ◆情報授受規制 ◆アームズ・レングス・ルール ◆役員の兼職規制(※現在は、事後届出制)
- ◆信用供与を条件とした抱き合わせ販売等の禁止行為

- このうち、情報授受規制については、現行、グループ内の銀行・証券間等において、原則、あらかじめ顧客の同意がある場合を除き、顧客に関する非公開情報の共有を行うことが禁止されている。例外として、法人顧客情報にのみオプトアウト(注)が認められる。

(注)顧客に情報提供の停止の機会を適切に提供している場合、顧客が停止を求めるまでは顧客の同意があったものとみなす制度。

- 今年7月の成長戦略フォローアップでは、我が国金融資本市場の魅力を高める観点から、外国法人顧客情報の銀証ファイアーウォール規制の対象からの除外等について検討し、国内顧客を含めたファイアーウォール規制の必要性についても公正な競争環境に留意しつつ検討する旨、記載されている。

## 検討課題

- 外国法人顧客に関する情報のファイアーウォール規制の対象からの除外についてどう考えるか。
- 国内顧客情報などに関するファイアーウォール規制についてどう考えるか。