

平成20年度総合評価書

(金融システム改革(日本版ビッグバン))

本評価書は、金融庁金融研究研修センター研究官による
総合的な整理・分析・評価等を参考に作成したものです。

平成 20 年 8 月
金 融 庁

目 次

本 編

I 総合評価の実施に当たって

1. 金融庁における政策評価の取組み	6
2. 総合評価の目的等	7
Box 不良債権処理の進展について	9
3. 総合評価書の記載内容等	10
(参考1) 金融庁における政策評価の取組み	11
(参考2) 政策評価に関する有識者会議メンバー	15

II 政策の背景とその推移

1. 政策の枠組み	
(1) 日本版ビッグバンの背景と政策目的	17
(2) 政策の推移	18
2. 各施策の内容	
(1) 資金運用の充実等	24
(2) 企業の資金調達の円滑化・多様化	27
(3) 多様なサービスの提供	30
(4) 効率的な市場の整備	33
(5) 公正取引の確保等	36
(6) 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備	40
(7) 証券税制の見直し	42

III 政策効果の発現状況等

1. フリー（自由化の状況）	
(1) 金融機関の競争環境の変化（参入退出・価格の自由化）	44
(2) 業務及び金融商品の多様化	46
(3) 証券市場（取引所）の利便性向上	48
2. フェア（透明で信頼できる市場の実現の状況）	50
3. グローバル（グローバル化対応の状況）	

(1) 会計基準の改定	53
(2) 外資系金融機関・外国人投資家等の状況	55
4. 金融システム複線化の状況	
(1) 資金運用	57
(2) 資金調達	58

IV 評価

1. 必要性の観点	60
2. 効率性の観点	61
3. 有効性の観点	63
4. 総括的評価	65

資料編

資料1 各施策の内容

1. 資金運用の充実等	69
2. 企業の資金調達の円滑化・多様化	78
3. 多様なサービスの提供	88
4. 効率的な市場の整備	97
5. 公正取引の確保等	104
6. 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備	113
7. 証券税制の見直し	118

資料2 関係者・利用者アンケート集計結果

1. 関係者アンケート	
(1) アンケート概要	121
(2) アンケート結果	124
(3) 集計結果一覧	137
2. 利用者アンケート	
(1) アンケート概要	151
(2) アンケート結果	154
(3) 集計結果一覧	164

資料3 関係者インタビュー概要

1. インタビュー概要	174
2. インタビュー結果	
(1) 規制緩和の影響と競争環境の変化について	175
(2) 証券(株式・社債)市場の改革について	187
(3) 市場を支える制度基盤の整備について	196
(4) 我が国金融市場の国際化について	202
(5) 複線型金融システムへの移行について	209
(6) 今後の課題について	214
参考文献	218

本 編

I 総合評価の実施に当たって

1. 金融庁における政策評価の取組み

金融庁においては、平成14年4月に施行された「行政機関が行う政策の評価に関する法律」の趣旨を踏まえ、政策評価の実施を通じて、

- ① 国民に対する金融行政の説明責任（アカウンタビリティ）を徹底すること
- ② 国民本位の効率的で質の高い金融行政を実現すること
- ③ 国民的視点に立った成果重視の金融行政を実現すること

を目指しています。

金融システム改革（日本版ビッグバン）についての本総合評価は、「平成16年度金融庁政策評価実施計画」（平成16年7月7日公表）等において、「金融システム改革（日本版ビッグバン）」についての総合評価を実施する」としており、これに基づき政策評価を実施、公表するものです。金融庁の政策評価の取組み状況については、インターネット等により公表しています。

<http://www.fsa.go.jp/seisaku/index.html>

なお、本評価書は、金融庁金融研究研修センター研究官（※）による総合的な整理・分析・評価等を参考に作成したものです。

（※）飯島高雄 現金融庁金融研究研修センター特別研究員（近畿大学産業理工学部経営ビジネス学科准教授）

（参考）総合評価とは、「政策評価に関する基本方針」（平成17年12月16日閣議決定）において規定されている政策評価の一方式であり、「政策の決定から一定期間を経過した後を中心に、問題点の解決に資する多様な情報を提供することにより政策の見直しや改善に資する見地から、特定のテーマについて、当該テーマに係る政策効果の発現状況を様々な角度から掘り下げて分析し、政策に係る問題点を把握するとともにその原因を分析するなど総合的に評価する」方式をいいます。

2. 総合評価の目的等

21世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保っていくためには、家計部門の金融資産がより有利に運用される場が必要であり、これらの資金を次代を担う成長産業へ供給していくことが重要となります。また、世界に相応の貢献を果たしていくためには、我が国から世界に円滑な資金供給をしていくことが必要です。

このような問題意識から、平成8年11月に橋本総理大臣（当時）より三塚大蔵大臣（当時）及び松浦法務大臣（当時）に対し、金融システム改革、いわゆる日本版ビッグバンに取り組むよう指示（以下、「ビッグバン総理指示」という。）がありました。

【資料 我が国金融システムの改革（平成8年11月・橋本総理指示）】

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～

1. 目標～2001年にはNY、ロンドン並みの国際市場に

(1) 優れた金融システムは経済の基礎をなすものである。21世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保っていくためには、国民の資産がより有利に運用される場が必要であるとともに、次代を担う成長産業への資金供給が重要。また、我が国として世界に相応の貢献を果たしていくためには、我が国から世界に、円滑な資金供給をしていくことが必要。

このためには、1,200兆円もの我が国個人貯蓄を十二分に活用していくことが不可欠であり、経済の血液の流れを司る金融市場が、資源の最適配分というその本来果たすべき役割をフルに果たしていくことが必要。

(2) 欧米の金融市場はこの10年間に大きく変貌し、これからもダイナミックに動こうとしている。我が国においても、21世紀を迎える5年後の2001年までに、不良債権処理を進めるとともに、我が国の金融市場がNY・ロンドン並みの国際金融市場となって再生することを目指す。

これには、金融行政を市場原理を基軸とした透明なものに転換するだけでなく、市場自体の構造改革をなし遂げ、東京市場の活性化を図ることが必要。

(3) 上記の目標を実現するため、政府・与党を挙げて、次の課題について直ちに検討を開始し、結論の得られたものから速やかに実施し、今後5年間の内に完了することとする。

2. 構造改革への取り組み～2つの課題（「改革」と「不良債権処理」）

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。

（1）改革～3原則（Free、Fair、Global）

- ① F r e e（市場原理が働く自由な市場に）
～参入・商品・価格等の自由化
- ② F a i r（透明で信頼できる市場に）
～ルールの明確化・透明化、投資家保護
- ③ G l o b a l（国際的で時代を先取りする市場に）
～グローバル化に対応した法制度、会計制度、監督体制の整備

（注）以上のような抜本的な金融市場改革にあわせ、金融関係税制について、公平、中立、簡素の基本理念及び課税の適正化の観点をも踏まえ、税制全体の中で所要の検討を行う。

（2）このような徹底した構造改革は、21世紀の日本経済に不可欠なものとは言え、反面様々な苦痛を伴うもの。金融機関の不良債権を速やかに処理するとともにこうした改革を遂行していかなければならないので、金融システムの安定には細心の注意を払いつつ進めていく必要がある。

（出典）http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm

「ビッグバン総理指示」から10年を経て、様々な制度が変更され規制が緩和されました。その一方で、世界各国の金融システム及び金融市場の国際的な競争が高まっている中、我が国の金融システムが国際的な競争力を保持するためには、検査・監督体制を含めたより良い規制環境（ベター・レギュレーション）が必要となっており、その実現に向けた更なる改革が求められる状況にあります。そこで本総合評価は、日本版ビッグバン以降の金融システムの改革に関する金融庁のこれまでの一連の施策^{※1}を振り返りながら、その評価を行うことを目的として作成しました。

本総合評価の評価範囲と対象期間は、以下の通りとします。

日本版ビッグバンは、証券取引審議会・企業会計審議会・金融制度調査会・保険審議会・外国為替等審議会の5審議会で、具体的な改革内容が検討されました。ただし、本総合評価では金融システム改革という観点から、日本版ビッグバンの5分野のうち

^{※1} 評価対象となる施策には、平成12年6月までの金融庁発足以前の施策も含まれます。

外国為替を除く、銀行・証券・保険・会計の4分野の改革を評価範囲とします。またこのうち、この10年間に重点的に進められた不良債権処理については、本総合評価の評価範囲外とします。

Box 不良債権処理の進展について

不良債権処理については、平成14年10月、金融庁において「金融再生プログラム」のとりまとめを行い、「平成16年度末までに主要行の不良債権比率を現状の半分程度の低下」という目標を定めました。その後、金融再生プログラムの諸施策を着実に推進した結果、主要行の不良債権比率は8.4%（14年3月期）から2.9%（17年3月期）へと低下し、金融再生プログラムにおける不良債権比率の半減目標は達成されました。

その後、主要行の不良債権比率は20年3月期には1.4%へと更に低下しています。

このような不良債権処理の促進により、金融機関の収益力改善や貸出先企業の経営資源の有効活用などに寄与し、新たな成長分野等への資金の供給を促すことにつながったと考えています。

なお、金融庁では、平成13～16年度の実績評価書において、不良債権処理の着実な実施に関する政策評価を実施済です。^{※2}

この金融システム改革が日本版ビッグバンと命名された背景には、従前のような漸進的な改革ではなく5年間と時限を区切ったこと、及び、既存の規制の緩和にとどまらずに抜本的な市場改革を目標としたことが挙げられます。そのため「ビッグバン総理指示」を踏まえると、日本版ビッグバンの改革期間は平成8年末から13年までの5年間となります。しかし、日本版ビッグバンが終了した14年以後も、国内外の急速な環境変化に対応するために金融システムの改革は不断に継続しています。このような状況を踏まえ、本総合評価は、「ビッグバン総理指示」があった8年11月から金融商品取引法が成立した18年までの10年間を、評価対象期間とします。

※2 不良債権処理の着実な実施に関する政策評価は、以下を参照。

- ・平成13年度実績評価書：http://www.fsa.go.jp/news/news_j/14/sonota/f-20021226-2a/02.pdf
- ・平成14年度実績評価書：http://www.fsa.go.jp/news/news_j/15/sonota/f-20030829-1/1a_02.pdf
- ・平成15年度実績評価書：http://www.fsa.go.jp/news/news_j/16/sonota/f-20040831-5/15hyouka/1_1_01.pdf
- ・平成16年度実績評価書：http://www.fsa.go.jp/news/news_j/17/sonota/f-20050831-3/16hyouka/1111.pdf

3. 総合評価書の記載内容等

(1) 本総合評価の構成

Ⅱ章では、日本版ビッグバンの背景と政策目的を確認した後、日本版ビッグバンの政策を7つのグループに分類し、それぞれの政策目的の実現に向けた施策（手段）の概要を整理します。Ⅲ章では、フリー・フェア・グローバルの3原則及び金融システム複線化の観点から、それぞれの政策効果の発現状況と課題を把握します。これを踏まえ、Ⅳ章では政策評価を行います。

巻末には、資料1として、7つの政策グループに分類された各施策の具体的な内容を整理しました。また資料2として、平成18年10月に実施した「日本版ビッグバン・利用者（企業向け）アンケート」、及び同年12月に実施した「日本版ビッグバン・利用者（個人向け）アンケート」の集計結果を、資料3として、平成19年2月から4月に実施した「関係者インタビュー」の概要を掲載しました。

(2) 政策評価の記載内容

Ⅳ章の政策評価の記載に当たっては、「行政機関の政策評価に関する法律」において示されている事業の必要性、効率性、有効性等の観点（注）から評価を行いました。

（注）

- 必要性の観点…政策効果からみて、対象とする政策に係る行政目的が、国民や社会のニーズ又はより上位の行政目的に照らして妥当性を有しているか。行政関与の在り方からみて当該政策を行政が担う必要があるか。
- 効率性の観点…政策効果と当該政策に基づく活動の費用等との関係が明らかか。
- 有効性の観点…得ようとする政策効果と当該政策に基づく活動により実際に得られている、又は得られると見込まれる政策効果との関係が明らかか。

（出典）「政策評価に関する基本方針」（平成17年12月16日閣議決定）

(3) 総合評価に関する有識者メンバーによる意見

本総合評価については、平成20年8月6日の「政策評価に関する有識者会議」をはじめ様々な機会に多くのご意見をいただきました。

ご意見については、本総合評価を作成する上で参考とさせていただきました。また、有識者会議等では、今後の評価のあり方と合わせ、金融行政のあり方に関わるご意見もいただいております。今後の評価や金融行政に活かされるよう努めてまいります。

(参考1) 金融庁における政策評価の取組み

	政府全体の動き	金融庁の動き
13年1月	<ul style="list-style-type: none"> 中央省庁等改革に合わせて政策評価制度導入 「政策評価に関する標準的ガイドライン」(13年1月政策評価各府省連絡会議了承) 	
3月		<ul style="list-style-type: none"> 「金融庁における政策評価の実施要領」策定(13年3月28日)
6月	<ul style="list-style-type: none"> 「行政機関が行う政策評価に関する法律」制定(13年法律第86号) 	
10月		<ul style="list-style-type: none"> 「平成13事務年度の政策評価の運営方針」策定(13年10月31日)
12月	<ul style="list-style-type: none"> 「政策評価に関する基本方針」(13年12月閣議決定) 	
14年4月	<ul style="list-style-type: none"> 「行政機関が行う政策評価に関する法律」施行(13年法律第86号) 	<ul style="list-style-type: none"> 「金融庁における政策評価に関する基本計画」策定(14年4月1日) 「事後評価の実施計画」(計画期間14年4月～6月末)策定(14年4月1日)
14年7月		<ul style="list-style-type: none"> 「事後評価の実施計画」(計画期間14年7月～15年6月末)策定(14年8月6日)
12月		<ul style="list-style-type: none"> 政策評価(平成13年度実績評価)の実施、評価結果の公表(14年12月26日)
15年4月		<ul style="list-style-type: none"> 「平成13年度政策評価結果の政策への反映状況」の公表(15年4月17日)
6月	<ul style="list-style-type: none"> 「政策評価結果の実施状況及びこれらの結果の政策への反映状況に関する報告」(15年6月国会報告) 	

	政府全体の動き	金融庁の動き
15年7月		<ul style="list-style-type: none"> ・「金融庁における政策評価に関する基本計画」の一部改正（15年7月1日） ・「平成15年度金融庁政策評価実施計画」（計画期間15年7月～16年6月末）策定（15年7月1日）
8月		<ul style="list-style-type: none"> ・政策評価（平成14年度実績評価等）の実施、評価結果の公表（15年8月29日）
16年4月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成14年度政策評価結果の政策への反映状況」の公表（16年4月23日）
6月	<ul style="list-style-type: none"> ・「政策評価等の実施状況及びこれらの結果の政策への反映状況に関する報告」（16年6月国会報告） 	
16年7月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成16年度金融庁政策評価実施計画」（計画期間16年7月～17年6月末）策定（16年7月7日）
8月		<ul style="list-style-type: none"> ・政策評価（平成15年度実績評価等）の実施、評価結果の公表（16年8月31日）
17年4月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成15年度政策評価結果の政策への反映状況」の公表（17年4月27日）
6月	<ul style="list-style-type: none"> ・「政策評価等の実施状況及びこれらの結果の政策への反映状況に関する報告」（17年6月国会報告） 	
17年7月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成17年度金融庁政策評価実施計画」（計画期間17年7月～18年6月末）策定（17年7月26日）
8月		<ul style="list-style-type: none"> ・政策評価（平成16年度実績評価等）の実施、評価結果の公表（17年8月31日）

	政府全体の動き	金融庁の動き
17年12月	<ul style="list-style-type: none"> ・「政策評価に関する基本方針の改定について」（17年12月閣議決定） ・「政策評価の実施に関するガイドライン」（17年12月政策評価各府省連絡会議了承） 	
18年4月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成16年度政策評価結果の政策への反映状況」の公表（18年4月28日）
6月	<ul style="list-style-type: none"> ・「政策評価等の実施状況及びこれらの結果の政策への反映状況に関する報告」（18年6月国会報告） 	
18年7月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成18年度金融庁政策評価実施計画」（計画期間18年7月～19年6月末）策定（18年7月10日）
8月		<ul style="list-style-type: none"> ・政策評価（平成17年度実績評価等）の実施、評価結果の公表（18年8月31日）
19年3月	<ul style="list-style-type: none"> ・「行政機関が行う政策評価に関する法律施行令」（13年政令第323号）の一部改正（規制の事前評価の義務付け） 	
6月	<ul style="list-style-type: none"> ・「政策評価等の実施状況及びこれらの結果の政策への反映状況に関する報告」（19年6月国会報告） 	<ul style="list-style-type: none"> ・「平成17年度政策評価結果の政策への反映状況」の公表（19年6月14日）
19年7月		<ul style="list-style-type: none"> ・「平成19年度金融庁政策評価実施計画」（計画期間19年7月～20年6月末）策定（19年7月3日）
8月		<ul style="list-style-type: none"> ・政策評価（平成18年度実績評価等）の実施、評価結果の公表（19年8月30日）

	政府全体の動き	金融庁の動き
20年6月	<ul style="list-style-type: none"> ・「政策評価等の実施状況及びこれらの結果の政策への反映状況に関する報告」(20年6月国会報告) 	<ul style="list-style-type: none"> ・「平成18年度政策評価結果の政策への反映状況」の公表(20年6月10日)
20年7月		<ul style="list-style-type: none"> ・「金融庁における政策評価に関する基本計画」(計画期間20年7月～24年3月末)策定(20年7月3日) ・「平成20年度金融庁政策評価実施計画」(計画期間20年7月～21年6月末)策定(20年7月3日)

(参考2)

政策評価に関する有識者会議メンバー

平成20年8月1日現在

	翁	百合	(株)日本総合研究所理事
座長	片田	哲也	(株)小松製作所顧問
	神作	裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	関	哲夫	新日本製鐵(株)常任顧問
	田辺	国昭	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	富田	俊基	中央大学法学部教授
	吉野	直行	慶應義塾大学経済学部教授

[計 7名]

(敬称略・五十音順)

Ⅱ 政策の背景とその推移

1. 政策の枠組み

(1) 日本版ビッグバンの背景と政策目的

日本版ビッグバンが実施されることになった経済及び金融面の背景には、経済発展の達成（先進国のキャッチアップの完了）が挙げられます。そして、その政策目標は、市場型金融の進展と総括できます。

昭和 30 年代のいわゆる高度成長期には、国内貯蓄の蓄積が十分でなかった一方で、欧米先進国に手本となる成長モデルが確認できたことから、貯蓄水準と比べた投資機会は相対的に豊富に存在していました。このため、マクロ経済で見た民間部門の「貯蓄－投資バランス」は「投資超過（資金不足）」となっていました。このような経済環境の下で、我が国の金融システムは間接金融を中心に形成されてきました。金融機関も資金を集めてきさえすれば、有望な投資プロジェクトを有する運用先を見出すことはさほど困難ではなく、規制金利の下で利益が保証される状況にありました。

2度の石油危機を経て、昭和 50 年代後半以降は我が国の潜在成長率は 2～3% 代に低下し、それに見合って企業部門の投資率は基調的に低下することになりました。しかし、人口構成が本格的に高齢化するまでには少し時間が残されていたので、家計部門の貯蓄率は高水準を維持し続けることになり、この結果、民間部門の「貯蓄－投資バランス」は「貯蓄超過（資金余剰）」に転ずることになりました。

こうした変化によって、経済環境と金融システムの不適合を是正する必要性が生じることとなりました。先進国のキャッチアップを終えた我が国経済においては、金融システムに求められる役割も、産業への資金集約機能より、むしろ相対的に希少な投資機会を発見し、発見した投資機会を支援していくような機能へと変化します。

高度成長期までは、先進国の成長モデルが存在していたため、投資リスクは限定されており、社会経済全体のリスクの量も銀行を中心とした金融セクターが負担する範囲で収まっていた。しかし、先進国のキャッチアップを終えた段階では、もはや他国に成長モデルを求められないため、投資リスクは以前と比べて大きいものとならざるをえません。

そのため、巨大化したリスクを銀行を中心とした金融セクターのみで負担するのは望ましくなく、今後はリスク負担（及びそのコインの裏側にあたるリターンの享受）の社会化が必要となります。そこで、リスク・リターンを分散・移転する仕組みとして、資本市場を活用することが不可欠となってきます。こうした問題意識は当時から存在し、昭和 60 年代に入ると金融制度改革が検討されました。

しかし、この検討期間は業際問題等によって長期化し、改革の間にいわゆるバブル経済の生成と崩壊を経験することとなりました。まさに、銀行を中心とした金融セクターのみで負担したリスクが顕在化するという状況となりました。

他方、従来のわが国の金融商品は、大別して低リスク・低リターン・の預貯金と高リスク・高リターン・の株式が存在しました。家計は貯蓄の多くを預貯金として保有してきましたが、高度経済成長期には比較的高い金利を享受していました。しかし昨今では、預貯金金利は相対的に低い金利にとどまっており、家計においてもリスクに見合ったリターンを享受できる（中リスク・中リターン・の）金融商品へのニーズが高まってきました。

このような状況を受け、金融制度改革を引き継ぎ、経済環境と金融システムの不適合を是正し、リスクとリターンを社会的に分散するために、市場型金融を進展させることが日本版ビッグバンの政策目標といえます。また、金融制度改革が長期化した経験を踏まえ、従来型の漸進的な規制緩和ではなく抜本的改革を目指したことが、日本版ビッグバンの特徴の一つとして挙げられます。

その後、バブル経済の崩壊と金融危機を経験して、銀行を通じた相対型金融と資本市場を通じた市場型金融が並立し、金融システム全体としての頑健性を高める必要性が認識されています。銀行を通じた相対型金融の比重が高い現状を踏まえると、日本版ビッグバン以降の金融システムの改革の政策目標は銀行を通じた相対型金融と資本市場を通じた市場型金融のバランスがとれた「金融システムの複線化」を念頭に、市場型金融の進展が中心におかれています^{※1}。

（2）政策の推移

本節の以下では、日本版ビッグバン以降の金融システムの改革の取組みを、総合評価の基礎的資料として、時系列で整理します。

① 金融システム改革法（平成9～10年）

平成8年11月の「ビッグバン総理指示」以後、三塚大蔵大臣（当時）の要請を踏まえ、関係する5審議会（証券取引審議会・企業会計審議会・金融制度調査会・保険審議会・外国為替等審議会）は、13年までの間に金融システム改革が完了するプランについての審議を開始しました。証券取引審議会では、「投資対象」、「市場」、「市場仲介者」の3つのワーキング・パーティーを設置し、証券市場の抜本的改革に向けた検討を幅広くかつ集中的に行いました。その結果、審議開始から半年後の9年6月には、各審議会から答申及び最終報告書（以

※1 ただし、「金融システムの複線化」が明確にビジョンとして掲げられたのは、平成14年の金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」になります。平成8年の「ビッグバン総理指示」の段階では、必ずしも明文化はされていませんでした。

下、「審議会報告」という。)が公表されました^{※2}。

この「審議会報告」を受けて、改革は法改正の措置が必要のない項目から即時に実行に移されました^{※3}。また、改革に必要な法制化作業も迅速に進められ、10年6月には「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（金融システム改革法）」、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC法）」等が成立しました。この金融システム改革法は、一部の条項を除いて同年12月1日に施行されました。すなわち、日本版ビッグバンの主要な部分は、「ビッグバン総理指示」から僅か2年で実現されることとなりました。

② 金融インフラ3法（平成11～13年）

日本版ビッグバンが急速に進められる一方で、「ビッグバン総理指示」からの検討時間が短かったこともあり、幅広い金融サービスに対する横断的なルールについては、「審議会報告」では中長期的課題として論点が提示されるにとどまっていた。そのため、日本版ビッグバンの核心である金融システム改革法においても、従来のいわゆる業法中心の縦割りの法体系が維持されることになっていました。

しかし、改革の実施に伴って銀行・証券・保険が相互参入し競争の進展が期待される一方で、従来の縦割りの法体系では新しい金融サービスへの対応が不十分となることも懸念されました。そこで、日本版ビッグバン後の金融の将来像に相応しい新しい金融法制・ルールのあり方について議論するため、「審議会報告」の翌月（平成9年7月）から1年間にわたり、関係13省庁等の19部局による「共同勉強会」としての位置付けの下、「新しい金融の流れに関する懇談会（流れ懇）」が開催されました。

流れ懇は10年6月に「論点整理」^{※4}を公表し、（1）「新しい金融の流れ」として「集団投資スキーム」が重要な役割を果たすと期待されること、（2）「新しい金融の利用者像」として主体的にリスクを選択する利用者を念頭に、その知識・経験等に応じて利用者の自立をサポートできるような法的枠組みを考えることが建設的であること、（3）「新しい金融法制・ルールのあり方」として金融の機能面に着目した横断的な法体系の整備が重要であること、等を提示しました。

※2 このうち外為関連の改革については、「ビッグバン総理指示」以前から議論が進んでいたため、審議会答申が平成9年1月に公表され、また同年5月には「外国為替及び外国貿易法（改正外為法）」が成立されるなど、日本版ビッグバンのフロントランナーとしての役割を果たすことになりました。

※3 各改革項目については、平成9年6月30日付大蔵省新聞発表「金融関係の規制の撤廃等について」

(http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb34.htm) 及び同年7月31日付大蔵省新聞発表「金融・証券関係の規制の撤廃等について」(http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb33.htm) を参照。

※4 流れ懇の論点整理については、http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/nagare/top.htm を参照。

この「論点整理」を踏まえ、10年12月に金融審議会^{※5}金融分科会第一部会はいわゆる金融サービス法の検討も視野に入れた議論を開始し、11年7月に「中間整理（第一次）」を報告しました。ただし同年9月以降、第一部会は横断的ルールの詳細な議論から当面の法制化実現に重心を移し、集団投資スキームおよび業界横断的な金融商品の販売・勧誘ルールに焦点を当てて議論を進め、同年12月に「中間整理（第二次）」を報告しました。本報告を踏まえ、12年5月に「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律（SPC法等改正法）」及び「金融商品の販売等に関する法律（金融商品販売法）」が成立し^{※6}、「日本版金融サービス法」の第一歩^{※7}が記されました。

さらに、第一部会は「中間整理（第二次）」の報告と前後して、裁判外紛争処理制度（ADR）と証券決済システムに関するワーキング・グループをそれぞれ設置し議論を重ねました。両ワーキング・グループの報告書は上記「中間整理（第二次）」とともに、12年6月に金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組み」に反映されました。同答申を踏まえ、13年6月に「短期社債等の振替に関する法律」及び「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律」が成立し、証券決済システム改革がスタートしました。

③ 証券市場の改革プログラム（平成13～16年）

平成13年は日本版ビッグバンの5年目となる区切りの年ではありましたが、不良債権問題等に起因する金融不安の高まりもあって、証券市場は活力を欠いた状態が続いていました。こうした中、2月に与党3党による「証券市場活性化対策」が発表され、4月に経済対策閣僚会議でとりまとめられた「緊急経済対策」にも証券市場の改革項目が含まれました。さらに、6月には「今後の経済財政運営および経済社会の構造改革に関する基本方針（骨太の方針）2001」においても、証券市場の構造改革が取り上げられました。

これらを踏まえ、金融庁は8月に「証券市場の構造改革プログラム」を発表し、証券市場活性化のために個人投資家の市場参加を促進させる措置を策定しました。9月以降、第一部会も（個人）投資家保護に資する措置の立法化に向けた議論を進め、11月には報告「投資信託目論見書の記載内容の改善についての考え方」、14年2月には報告「証券決済システムの改革及びこれに伴う投資家保護策について」を公表しました。

※5 平成10年6月の金融監督庁設置、大蔵省における銀行局・証券局廃止及び金融企画局設置に伴い、従来の証券取引審議会、金融制度調査会及び保険審議会が金融審議会に統合されました。また12年7月に、金融監督庁と大蔵省金融企画局が統合され金融庁が設立されたことに伴い、金融審議会も金融庁に移管されました。

※6 「金融商品販売法」が市場横断的な法制の第一歩であるとするれば、平成18年成立の「金融商品取引法」は第二歩といえます。

※7 同時に、「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」が成立し、(1)証券取引所等の株式会社化、(2)企業内容等の開示制度の電子化に関する法制度が整備されました。SPC法等改正法及び金融商品販売法と併せ、金融インフラ3法と総称されています。

上記報告を踏まえて、14年1月に「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、投資信託目論見書に「読みやすさ、わかりやすさ」が求められるようになったほか、6月には「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律（証券決済システム改革法）」が成立し、社債・国債のペーパーレス化が法制化されました。

また、この時期には、上記の第一部会における審議とは別に、柳澤金融担当大臣（当時）の私的懇話会として「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」が設置^{※8}され、「幅広い視点から中長期的に、今後、日本の金融システムが国民生活や企業経営において果たすべき役割等につき、包括的な将来像を展望する」ことなどを中心に幅広く議論が行われました。14年6月に「今後の経済財政運営および経済社会の構造改革に関する基本方針（骨太の方針）2002」が発表されたことを受け、金融審議会は、同懇話会の報告書を基盤に審議を進め、9月末に答申「中期的に展望した我が国金融システムのビジョン（中期ビジョン）」をとりまとめました。

また、証券市場活性化のためには制度インフラ整備に加えて、市場参加者の意識や行動に（直接）働きかける施策が必要との認識から、14年8月に金融庁は「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革第2弾）」を発表し、具体的目標として①誰もが投資しやすい市場の整備、②投資家の信頼が得られる市場の確立、③効率的で競争力のある市場の構築、を掲げました。9月以降、第一部会は同プログラムの法律改正事項について審議を行い、12月に報告「証券市場の改革促進」をまとめました。同報告を踏まえて、15年5月に「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立し、証券仲介業制度導入や外国証券取引所による国内への端末設置などの措置がとられました。

引き続き、第一部会は「中期ビジョン」や「証券市場の改革促進プログラム」が示した方向性を念頭に、ディスクロージャー等の具体的な制度問題の審議を行い、15年12月に報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」をまとめました。同報告を踏まえて、16年6月に「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立^{※9}し、目論見書制度見直しや課徴金制度導入などの措置がとられました。

④ 金融商品取引法（平成16～18年）

平成16年4月からの審議は、当面の課題への対応が優先されました。まず、当時トラブルが多数報告されていた外国為替証拠金取引に関する審議を行い、6月に報告「外国為替証拠金取引に関する規制のあり方について」をとり

※8 平成13年9月末に設置され、翌年7月に報告書（蛸山編著 [2002]）がまとめられました。

※9 同時に「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」が成立し、株式等のペーパーレス化が法制化されました。

まとめました。これを踏まえて、12月に「金融先物取引法の一部を改正する法律」が成立し、外国為替証拠金取引業者等について登録制が導入されました。

これと並行して、第一部会は（前年からの継続テーマである）ディスクロージャーに関する審議を行い、6月に報告「外国会社等の我が国における開示書類に係る制度上の整備・改善について」を、12月に報告「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けて」をとりまとめました。上記2報告と15年末の報告を踏まえて、17年6月に「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立し、外国会社等の英文による継続開示や公開買付制度の見直しなどの措置がとられました。

そして、金融技術の進展等を背景に、既存の利用者保護法制の対象となっていない新たな金融商品が販売されるようになってきていることや我が国市場の魅力さをさらに高めるためにも市場法制の整備が求められてきていること等を背景に、16年秋には第一部会で機能的・横断的金融法制が改めて検討されることになりました。

第一部会は16年9月から、「投資サービス法（仮称）」に関する審議を本格化させ、17年7月に「中間整理」、12月に報告「投資サービス法（仮称）に向けて」をとりまとめました。これらの報告を踏まえ、18年6月に「証券取引法等の一部を改正する法律」等が成立し、証券取引法が金融商品取引法へと改正され、併せて金融先物取引法等が金融商品取引法に統合されることになりました。

金融商品取引法では、規制対象となる有価証券やデリバティブ取引の範囲を（包括的に）拡大すること、規制対象の業務や商品を横断化させることや、リスク商品の説明義務などの行為規制を整備することを通じて、利用者が安心して投資を行える環境を整備しました。他方、投資家の属性を特定投資家（プロ）と一般投資家に区分することで行為規制を柔軟化し、一般投資家の保護と金融イノベーションの促進の両立を図りました。このほか、市場の公正性・透明性を向上させ、我が国市場に対する信頼を回復させるため、公開買付制度・大量保有報告制度の見直しや四半期報告・内部統制報告制度の導入などの上場会社による開示制度の拡充が実施されました^{※10}。

※10 金融商品取引法については、金融庁ホームページに掲載されている説明パンフレットを参照。
(<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/pamphlet.pdf>)

2. 各施策の内容

日本版ビッグバンには、政策目標の実現に向けて7つの分野（政策グループ）について実施された計64の施策^{※11}が含まれます。本節の以下では、日本版ビッグバンから金融商品取引法の成立までの間の金融システムの改革の取組みを政策グループごとに整理します^{※12}。

また、各項目の終わりには、各政策グループに分類された施策と、その施策の下で行われた制度改正の一覧を掲載します。

※11 金融システム改革（日本版ビッグバン）における具体的な施策については、大蔵省において平成9年6月に改革の項目とその実施スケジュールを明示した「金融システム改革のプラン～改革の早期実現に向けて～」が取りまとめられ、その後、大蔵省財務総合政策研究所発行の財政金融統計月報第575号（平成12年3月）に掲載された金融制度・証券制度を巡る諸問題の資料18において金融システム改革の具体的な施策とそのスケジュールが示されています。

※12 各施策の具体的な内容については、69ページ資料1【各施策の内容】を参照。

(1) 資金運用の充実等

我が国が高齢化社会を迎えるに当たって、金融市場が国民金融資産の形成に大きな役割を果たすためには、投資家の多様化・複雑化したニーズに応えられる、多様な投資商品の供給が可能な仕組みを構築することが必要となります。そのためには、金融機関・市場仲介者が創意工夫を行い、投資家のニーズに合った商品を開発することで、その成果を獲得することが可能な、より自由な市場とする方向での改革が必要となります。

そこで日本版ビッグバンでは、広範な層の投資家が金融市場に参加しやすく、かつ、より有利かつ容易に資産運用が行えるような環境を整備するため、資産運用手段の充実を図る諸施策を実施しました。

まず、専門的能力を活用した簡便かつ効率的な資産運用手段である投資信託が市場改革における中核的な役割を果たすよう、「投資信託等の整備」を行いました。また、投資家の多様化するニーズに応えるため、「証券デリバティブの全面解禁」を行いました。

さらに、投資対象としての株式の魅力の向上を図るため、「ストック・オプション制度の利用拡大」及び「利益消却のための自己株式取得の促進」を目的とした制度改正を行いました。また、個人投資家がより身近かつ容易に株式投資を行えるようにするため、「株式の投資単位の引下げ」を行いました。このほか、外国株式への投資機会を増大させるため、「DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化」を図りました。

なお、同時期には、企業年金制度についても、運用規制（5・3・3・2規制等）の緩和・撤廃や確定拠出型年金の導入などの改革が進められ、企業の資金調達・運用のノウハウの蓄積が進むとともに、信託銀行や生命保険会社などの金融機関の資産管理・運用業務の高度化につながりました。

【表 1 資金運用の充実等】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
1	投資信託等の整備[証券総合口座の導入]	平成 9 年	・証券総合口座の導入
2	投資信託等の整備[会社型投信の導入]	平成10年	・会社型投信の導入
3	投資信託等の整備[私募投信の導入]	平成10年	・私募投信の導入
4	投資信託等の整備[未上場・未登録株の投信の組み入れ解禁]	平成 9 年	・未上場・未登録株式の投信への組み入れを解禁
5	投資信託等の整備[銀行等の投信窓口販売の導入]	平成 9 年 平成10年	・銀行等の店舗貸しによる直接販売に係るルールの整備 ・投信の銀行窓販の解禁
5'	投資信託等の整備[その他]	平成 9 年 平成12年 平成13年 平成14年 平成16年	・MMF、中期国債ファンドの商品性（入金単位、解約）に関する制約の撤廃 ・投信の運用対象資産を不動産等にも拡大 ・目論見書の電子交付の解禁 ・ETFの導入 ・投信の乗換勧誘行為の改善に向けたルールの整備 ・ETFの対象株価指数の範囲拡大 ・ETFの銀行窓販の解禁 ・投信の目論見書の記載内容の改善 ・投信の目論見書制度の合理化
6	証券デリバティブの全面解禁	平成 9 年 平成10年	・個別株券オプション取引の導入 ・東証・大証において上場・取引開始 ・有価証券店頭デリバティブ取引の解禁
7	株式の魅力の向上〔ストック・オプション制度の利用拡大〕	平成 9 年 平成14年	・自己株方式と新株引受権方式によるストック・オプション制度の導入 ・付与制限者の範囲の撤廃等、新株予約権方式によるストック・オプション制度の改善

【表 1 資金運用の充実等（続き）】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
8	株式の魅力の向上〔利益消却のための自己株式取得の促進〕	平成 9 年 平成 10 年 平成 13 年	・利益消却のための自己株式取得制度を整備（取締役会決議による、利益消却のための自己株式取得） ・資本準備金による消却目的での自己株式取得が可能 ・金庫株解禁、不公正取引防止のための規定整備
9	株式の投資単位の引下げ	平成 9 年 複数年	・条件付定款変更決議に基づく投資単位の引下げは商法上適法であるとの解釈を明確化 ・株式分割にかかわる株券の印紙税を非課税とする特別措置〔第 91 条の 4〕の適用期間延長
10	DRによる外国株上場等の円滑化	平成 9 年 平成 10 年 平成 18 年	・上場外国株の DRによる流通の導入 ・DRを有価証券指定 ・取引所において、DRの上場基準の制定 ・受託証券発行信託を有価証券指定

(2) 企業の資金調達の円滑化・多様化

資金調達者にとっては、商品の自由化・多様化は、そのニーズに合った資金調達手段を選択する途を開くこととなります。その結果、我が国証券市場が国際的にみても利便性に富んだ魅力ある市場となり、我が国の巨額な金融資産を背景として、グローバルな観点からの効率的な資金配分について一層大きく寄与することが期待できるようになります。また、次代を担う新規産業に対しても、資金供給の途を開き、その発展・成長を促す基盤になるものと考えられます。

こうした自由化・多様化は、市場仲介者が競争を通じ、商品性の向上を図ることにより現実のものとなります。そのために日本版ビッグバンでは、市場仲介者が創意工夫を行い、多様な商品を開発し、その成果を獲得することが可能な、より自由な市場とする方向での改革を実施しました。

まず、社債の商品性を多様化するために、「新しい社債商品を導入」しました。さらに、「社債発行を円滑化」するため、機動的な証券発行に対応し得るMTNの利用を促進するよう環境を整備するとともに、資金調達手段の多様化、魅力ある投資対象の提供等の効果をもたらすと期待されるABSの活用を促すため、「SPCの制度整備」が実施されました。

次に、証券市場が期待される資金供給をより十分に発揮させるため、「上場・公開等の円滑化」を図る制度変更が行われました。また今後、次代を担う成長産業への資金供給に店頭登録市場が一層大きな役割を果たすため、「店頭登録市場の機能強化」のための制度整備が行われたほか、「未上場・未登録株式市場の整備」のため、証券会社による未上場・未登録株の取扱いが解禁されました。

【表2 企業の資金調達の円滑化・多様化】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
11	新しい社債商品の導入[永久債]	平成9年	・永久債の解釈を明確化
12	新しい社債商品の導入[株価指数等リンク債の導入]	平成10年	・リンク債、EB債に係る法制上の取扱いを明確化
13	社債発行の円滑化[MTNの利用促進]	平成9年 平成11年 平成14年 平成15年	・取締役会による授権の範囲の明確化 ・発行登録追補書類の記載事項簡素化 ・非公開企業も利用可能にするため、発行登録制度の利用適格要件緩和 ・EDINETを利用した発行登録書、発行登録追補書類の提出開始 ・株式移転により完全親会社となった会社が発行登録制度の利用適格要件を引き継げるよう措置
13'	社債発行の円滑化[その他]	平成10年 平成14年	・大型私募債ルール(転売制限等)を廃止(社債発行の自由化) ・短期社債(ペーパーレスCP)を導入
14	SPCの制度整備	平成10年 平成12年	・SPC法施行により、一定の要件の下、税制上の優遇等が受けられる特定目的会社を活用したABSの導入 ・債権譲渡に係る登記制度の導入 ・SPC法の改正により、流動化対象資産を財産権一般に拡大し、特定目的会社を登録制から届出制へ移行
15	上場・公開等の円滑化[ブックビルディング方式の導入]	平成9年	・公開価格の決定方式として、ブックビルディング方式の導入
16	上場・公開等の円滑化[株式の上場承認の事前届出制への移行]	平成10年	・株式の上場承認の事前届出制への移行
17	上場・公開等の円滑化[上場基準の見直し]	平成11年 平成14年	・魅力ある中堅企業の上場促進等のため、上場基準の見直し ・上場廃止基準の厳格化(時価総額基準の導入、債務超過基準の短縮)
17'	上場・公開等の円滑化[その他]	平成9年	・有価証券届出書の様式の改正

【表2 企業の資金調達の円滑化・多様化（続き）】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
18	店頭登録市場の機能強化[借株制度の導入等]	平成9年	・店頭登録市場において借株制度の導入
19	店頭登録市場の機能強化[信用取引・発行日取引の導入]	平成9年 平成12年 平成16年	・店頭登録市場において一般信用取引、発行日取引の導入 ・店頭登録市場において時間外取引の導入 ・店頭登録市場において制度信用取引の導入
20	店頭登録市場の機能強化[店頭市場の補完的位置付けの見直し]	平成11年 平成16年	・有価証券市場として店頭登録市場を開設することを容認（法的位置付けの見直し） ・店頭登録市場であるジャスダック市場が証券取引所市場に移行
21	店頭登録市場の機能強化[マーケットメーカー制度の導入]	平成10年 平成11年 平成12年 平成15年 平成20年	・マーケットメーカー制度の導入 ・マーケットメーカーのリープオーダー制度実施 ・JASDAQマーケットメイクシステム稼動 ・セントラルブック方式を導入 ・マーケットメイカー制度を廃止し、リクイディティ・プロバイダー制度を導入（ジャスダック証券取引所）
22	店頭登録市場の機能強化[店頭登録基準の見直し]	平成10年	・登録銘柄ディーラー制度の廃止、店頭登録基準の選択制の導入
23	未上場・未登録株式市場の整備[証券会社による未上場・未登録株の取扱いの解禁]	平成9年 平成10年 平成15年 平成17年	・証券会社による未上場・未登録株の取扱いを解禁（気配公表銘柄制度（グリーンシート）の創設、同銘柄の投資勧誘規則の制定） ・発行開示義務を課す基準（発行価額又は売価額の総額）を5億円から1億円に引下げ ・価格情報の毎営業日公表やタイムリーディスクロージャーの導入等グリーンシート制度の見直し ・グリーンシート銘柄を店頭取扱有価証券として規定し、不公正取引ルールを適用する等グリーンシート制度を見直し

(3) 多様なサービスの提供

21世紀の証券市場は、投資家の資産運用の場として、また、企業の最適な財務構成を構築するための資金調達場として、これまで以上に有効に機能することを求められます。そのためには、市場仲介者の役割は質的に変化していかなければなりません。すなわち、金融機関は幅広い資産運用サービスを充実させることによって、顧客ニーズに応じた高度な投資サービスを提供することを求められるようになっていきます。

このように顧客の多様なニーズに応えるため、日本版ビッグバンでは、投資家や資金調達者にとって望ましい、サービスの向上、コストの低下等を実現するために、市場原理に基づく競争を促進する各施策を実施しました。さらに、投資信託業務、投資顧問業務といった資産運用サービスにおいても、グローバル化、投資家ニーズの多様化等に対応した健全かつ効率的な運用を可能とするための制度整備を図りました。

まず、証券会社の新規参入と市場原理に基づく競争を促進するために、「証券業を原則登録制」とするとともに、証券会社の多様な業務展開を促し、経営の多様化・差別化を促す目的から、「証券会社の専門義務を撤廃」し、「株式売買委託手数料を自由化」しました。また、投信委託業者については、投資者保護に留意しつつ、市場仲介者の参入の自由化によって市場原理に基づく競争を促すために、「免許制から認可制への移行」を実施しました。

金融機関が自らの特色や能力を活かす上で最も適切な組織形態を選択することが可能となるよう、「銀行・保険持株会社が解禁」されました。加えて、持株会社傘下の兄弟会社間でシナジー効果によって、多様化・高度化する利用者ニーズに的確に対応していく目的から、幅広い参入を促進するため「証券子会社・信託子会社の業務範囲制限を撤廃」し、「保険会社の子会社形態での銀行業務への参入」を可能としました。

保険分野では、事業者間の競争を促進し、多様化・高度化する利用者ニーズに柔軟に応える活発な商品開発等を促すため、「保険算定会料率の遵守義務が廃止」されました。ワンストップ・ショッピングのニーズに対応し、利用者利便の向上を促す目的から、「銀行による保険の窓口販売」も逐次実施されました。

また、普通銀行による長期貸出が増加している状況を踏まえて、銀行の長期資金の調達手段の多様化を可能にするために、「普通銀行による普通社債の発行解禁」が実施されたほか、「金融業者の資金調達の多様化」を図るために、社債発行等による貸付資金の受入を可能としました。

【表3 多様なサービスの提供】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
24	証券会社の専門義務の撤廃	平成10年 平成13年 平成14年 平成16年	・証券会社の専門義務の撤廃 ・証券会社による確定拠出年金運営管理業等の兼業を容認（届出制） ・取引一任勘定取引の範囲を明確化 ・証券会社による信託契約代理業等の兼業を容認（届出制）
25	株式売買委託手数料の自由化	平成10年 平成11年	・株式売買委託手数料を上場株式5,000万円超の売買につき自由化、店頭株式につき全面自由化 ・株式売買手数料の完全自由化
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	平成10年	・保険算定会料率の遵守義務を廃止
27	資産運用業の強化[外部委託の導入]	平成10年	・投信に係る運用指図の外部委託の解禁
28	資産運用業の強化[業務規制の見直し]	平成10年 平成16年	・専門義務緩和等の業務規制の見直し ・証券業又は信託業と投資一任業務の兼業に係る規制を緩和
29	資産運用業の強化[信託約款の承認制から届出制への移行]	平成10年	・信託約款の承認制から届出制への移行
30	普通銀行による普通社債の発行解禁	平成11年	・普通銀行による普通社債の発行を解禁
31	金融業者の資金調達が多様化	平成11年	・金融業者の社債発行等による貸付資金の受入解禁
32	証券会社の原則登録制	平成10年	・証券業の免許制から登録制への移行、退出の自由化（届出制）、退出手続の整備
33	投信委託業者の免許制から認可制への移行	平成10年	・投信委託業者の免許制から認可制への移行

【表3 多様なサービスの提供（続き）】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
34	証券子会社・信託子会社の業務範囲制限の撤廃	平成11年 平成14年 平成15年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行等証券子会社の業務範囲制限の撤廃 ・信託子会社の業務範囲制限を撤廃 ・銀行と証券会社の共同店舗を解禁 ・協同組織金融機関による書面取次ぎ業務の解禁 ・証券仲介業制度の導入 ・証券会社等の最低資本金の引き下げ（1億円から5千万円） ・許可外国証券業者制度の導入 ・証券業又は信託業と投資一任業務の兼業に係る規制を緩和 ・銀行等による証券仲介業務の解禁
35	保険会社の子会社形態での銀行業務への参入	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> ・保険会社と銀行等の子会社形態による相互参入解禁（破綻金融機関に該当するものに限る。平成11年に全面解禁。）
36	銀行による保険の窓口販売	平成13年 平成14年 平成17年 平成19年	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行による保険の窓口販売解禁（住宅関連長期災害保険等） ・販売対象商品の拡大（個人年金保険等） ・販売対象商品の拡大（一時払終身保険等） ・全面解禁
37	持株会社の活用	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行・保険持株会社の解禁

(4) 効率的な市場の整備

資産運用・資金調達が「効率的」に行われるには、競争原理の導入が不可欠です。具体的には、市場に参加する運用者及び調達者の双方に対して多様な選択を行う自由が保証され、競争原理の下で市場仲介が行われる必要があります。そこで今後の国内の様々な証券市場では、市場参加者の多様なニーズに応え、いかに魅力ある取引サービスを効率的に提供しうるかについての競争が求められることとなります。このようなサービスの提供を巡って国内各市場間での競争が促進されれば、我が国市場全体としての競争力強化が図られ、国際的に見ても我が国市場は魅力あるものになると考えられます。

そこで日本版ビッグバンでは、最も適した取引の場を市場仲介者が選択し、取引を効率的に執行することを促進するために、「取引所取引の改善と取引所市場のあり方の見直し」を行うほか、「取引所集中義務の撤廃」や「PTSを導入」しました。併せて、市場取引の効率性を高めるために「貸株市場」を整備しました。さらに、これらの市場が期待される機能を更に一層発揮していくには、取引決済システムの整備をはじめとする証券市場のインフラ整備が極めて重要となります。通信・情報技術の高度化に対応しつつ、証券市場の機能を向上させるために、グローバル・スタンダードと整合的な形での「証券取引・決済制度を整備」しました。また、近年の決済リスクに対する認識の高まりを踏まえて、取引相手方の経営破綻の影響を最小限のものに止めつつ、デリバティブ取引等を拡大することを目的として、「一括清算ネットティング制度の整備」を行いました。

【表 4 効率的な市場の整備】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
38	取引所取引の改善と取引所市場のあり方の見直し[取引所内取引システムの改善]	平成 9 年 平成 10 年 平成 11 年 平成 12 年 平成 15 年 平成 16 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 東証が立会外売買制度導入（平成 9 年 12 月大証・名証、平成 10 年 8 月札証、平成 14 年 4 月福証） ・ 東証「ToSTNeT-1」稼動（立会外大口・バスケット対当取引） ・ 東証「ToSTNeT-2」稼動（終値売買取引） ・ 大証「J-NET 市場」開設（相対市場創設） ・ 東証「株式新売買システム」稼動 ・ 東京金融先物取引所が新システムを稼動 ・ シカゴマーカンタイル取引所の取引端末の国内設置を認可
39	取引所取引の改善と取引所市場のあり方の見直し[証券取引所の合併規定の整備等]	平成 10 年 平成 12 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 証券取引所の合併規定の整備 ・ 取引所の株式会社化を容認
39'	取引所取引の改善と取引所市場のあり方の見直し[その他]	平成 13 年 平成 16 年 平成 17 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大証（13 年 4 月）、東証（13 年 11 月）及び名証（14 年 4 月）の株式会社化を認可 ・ 証券取引所の主要株主ルール、証券取引所の持株会社制度、外国取引所による国内への端末設置等に関する制度の整備 ・ 金融先物取引所の株式会社化を認可 ・ 外国為替証拠金取引の取引所取引に関する制度の整備
40	取引所集中義務の撤廃	平成 10 年 平成 17 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取引所集中義務を撤廃 ・ 取引所取引原則を撤廃し、証券会社の最良執行義務を導入
41	P T S の導入	平成 10 年 平成 12 年 平成 17 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ P T S を証券業として位置付け ・ P T S 業務における売買価格の決定方法の拡充等を措置 ・ P T S における価格決定方法に競売買による方法を追加
42	貸株市場の整備	平成 10 年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 証券金融会社の業務の自由化（株券貸借業務実施の承認不要化）

【表4 効率的な市場の整備（続き）】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
43	証券取引・決済制度の整備 [システム売買の拡充]	平成11年 平成12年	<ul style="list-style-type: none"> ・東証・大証が売買取引を完全システム化 ・札証・名証が売買取引を完全システム化、福証が単独上場銘柄売買取引をシステム化
44	証券取引・決済制度の整備 [社債受渡し・決済制度の整備]	平成9年 平成14年 平成15年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> ・債券決済ネットワーク稼動（債券売買から決済までの時間短縮） ・CPの無券面化や保管振替機関の株式会社化等実施 ・社債、国債等の無券面化、社債等登録法廃止、清算機関制度の導入 ・日本証券クリアリング機構（取引所取引を対象とする清算機関）に有価証券債務引受業の免許交付 ・日本銀行の国債振替決済システムが稼動 ・証券保管振替機構の短期社債（ペーパーレスCP）振替決済システムが稼動 ・ほふりクリアリング（一般振替を対象とする清算機関）に有価証券債務引受業の免許交付
45	証券取引・決済制度の整備 [保振機関から発行会社への実質株主の通知の拡充]	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> ・中間期末における保振機関から発行会社への実質株主の通知を制度化
46	一括清算ネットティングの整備	平成11年	<ul style="list-style-type: none"> ・一括清算ネットティング契約の法的有効性を明確化

(5) 公正取引の確保等

競争原理の下で適切に資産運用・資金調達が行われるためには、信頼できる取引の枠組みの確立が不可欠となります。取引の公正性を確保し、市場の信頼性を高めるためには、市場ルールの整備だけでなく、ルール違反に対する厳正な対応も求められます。また、証券市場の自由化の中で、監視・検査の果たすべき役割はますます大きくなっており、その体制の整備も必要となります。

また、未上場・未登録株式を取り扱う市場や証券取引の電子化に対応した市場などの新しい市場についても、同様に、取引の公正性を確保するためのルール整備等が必要となります。

そこで日本版ビッグバンでは、投資性・流通性といった性質を勘案し「有価証券定義を拡充」することで、証券取引法の適用対象の範囲を新しい金融商品も対応できるようにして、投資家保護に資することとしました。また、「新商品導入等に対応した公正取引ルール」を整備しました。

さらに、公正な取引を確保するために、「利益相反防止に関する行為規制の整備等」の公正取引ルールを整備・拡充するとともに、これらのルールの実効性を高めるために、「インサイダー取引等の罰則強化」を行うとともに、違反行為に対して行政として適切な対応を行なう観点から、平成17年4月より課徴金制度を導入しました。

18年12月には、「証券取引法等の一部を改正する法律」が施行されました^{※13}。これにより、「公開買付制度」を見直し、脱法的な態様の取引に対応するため、市場内外における取引を組み合わせた急速な買付け後に所有割合が3分の1を超えるような場合には、公開買付規制の対象となることを明確化するとともに、株主・投資家への情報提供の充実を図りました。

さらに、19年1月には「大量保有報告制度」を見直し、機関投資家に対する「特例報告制度」に関して、例えば、上場株式などの保有割合が新たに5%超となった場合の報告期限・頻度を、「3ヶ月ごと15日以内」から「概ね2週間ごと5営

※13 平成19年9月には金融商品取引法が施行され、以下の施策が適用されるようになりました。

信託受益権を有価証券とみなし、集団投資スキーム持分を包括的に有価証券と位置づけるなど、「有価証券」の範囲を拡大するとともに、幅広い資産・指標に関する取引を含めるなど、「デリバティブ取引」の範囲を拡大し、例えば、金利スワップ取引や天候デリバティブ取引も対象としました。

業者が有価証券・デリバティブ取引の「販売・勧誘」などを行う際には、例えば、標識の掲示義務、広告規制、契約締結前の書面交付義務、契約締結時の書面交付義務などの行為規制（販売・勧誘ルール）を遵守しなければならない旨を定めました。

「銀行法」「保険業法」などにおいて、投資性の強い預金・保険などの「販売・勧誘」業務についても、「金融商品取引法」と基本的に同等の利用者保護規制（販売・勧誘ルール）を適用することとしました。金融商品取引所の自主規制業務の適正な運営を確保するため、①自主規制業務を「自主規制法人」に委託すること、②（株式会社形態の取引所は）自主規制業務に関する事項の決定を行なう「自主規制委員会」を置くことが可能となりました。

上場会社に対して、20年4月1日以降開始する事業年度から、「四半期報告書」及び財務報告に関する内部統制（財務に関する情報の適正性を確保するための体制）の有効性を評価する「内部統制報告書」の提出を義務付けるとともに、それぞれ公認会計士・監査法人による監査の対象としました。

業日以内」へと短縮しました。

また、投資家保護の観点から、透明で公正な「ディスクロージャーの整備」を進め、紛争を未然に防止するとともに、トラブルを早期に解決できるよう証券業協会によるあっせんを法制化し、「紛争処理制度の充実」を図りました。

【表5 公正取引の確保等】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
47	公正取引ルールの整備・充実 [新商品導入等に対応した公正取引ルールの整備等]	平成10年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> ・証券会社の業務範囲の拡大や取引形態の多様化に対応するため行為規制を拡充（フロントランニングの禁止の明確化等） ・インサイダー取引規制に係る公表措置の見直し
48	公正取引ルールの整備・充実 [空売り規制の見直し]	平成10年 平成14年	<ul style="list-style-type: none"> ・空売りの定義の拡充 ・証券金融会社等が信用・貸借取引の見直しを実施（貸株注意喚起銘柄等に係る最低入札料率の設定、貸借取引貸株料の導入） ・空売り価格ルールの見直し ・信用取引に空売り価格ルールの導入
49	罰則の強化等[インサイダー取引等の罰則強化]	平成9年 平成17年 平成18年	<ul style="list-style-type: none"> ・相場操縦等の不公正取引、有価証券報告書虚偽記載等の企業内容の開示義務違反、金融機関等の検査忌避等の罰則強化 ・課徴金制度の導入 ・不公正取引、開示書類の不提出・虚偽記載等の罰則強化
50	罰則の強化等[インサイダー取引等による不正利得没収規定の整備]	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> ・相場操縦やインサイダー取引などの不公正取引によって得た財産の没収・追徴制度の導入
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	平成10年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> ・証券会社の業務範囲の拡大や取引形態の多様化に対応するため行為規制を拡充（フロントランニングの禁止の明確化等） ・顧客に関する非公開情報の親子法人間における授受の禁止規定等の証券仲介業に係る行為規制等を整備 ・証券仲介業務に従事する者と融資業務に従事する者の間における非公開融資等情報の授受の禁止規定等の登録金融機関による証券仲介業務に係る行為規制等の整備

【表5 公正取引の確保等（続き）】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
52	紛争処理制度の充実[あっせんの法制化]	平成10年 平成12年 平成14年 平成15年	<ul style="list-style-type: none"> ・証券業協会によるあっせんを法制化 ・金融当局・業界団体・自主規制機関等により金融トラブル連絡協議会を設置 ・日本証券業協会の苦情処理管理室及び証券苦情相談室を証券あっせん・相談センターに改組 ・苦情への対応手続きの明確化 ・相談等の件数及び事案の概要の公表規定等を整備
53	有価証券定義の拡充	平成10年 平成12年 平成14年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> ・有価証券定義に、資産流動化法に規定する特定社債券・優先出資証券・新優先出資引受権証券、投資証券及び投資法人債券、オプションを表示する証券又は証券（カバードワラント）、外国預託証券・証券（DR）を追加定義 ・資産流動化法に規定する特定目的信託の受益証券を追加定義 ・新株予約権証券を追加定義 ・投資事業有限責任組合契約若しくは匿名組合に基づく権利、外国の法令に基づく契約であって投資事業有限責任組合に類するものに基づく権利を追加定義
54	ディスクロージャーの充実[連結主体への移行]	平成11年	<ul style="list-style-type: none"> ・支配力基準を導入するなどの連結財務諸表制度の大幅改訂、連結キャッシュ・フロー計算書の導入
55	ディスクロージャーの充実[金融商品等会計基準の整備]	平成11年 平成12年 平成15年	<ul style="list-style-type: none"> ・税引前当期利益と法人税等の合理的な対応を図る税効果会計に係る会計基準の導入 ・研究開発費等に係る会計処理を明確化する研究開発費等に係る会計基準の導入 ・金融資産の評価方法等を定めた金融商品に係る会計基準の導入 ・年金債務をオンバランス化する等の退職給付に係る会計基準の導入 ・固定資産の減損に係る会計基準の導入

(6) 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備

参入規制等の事前予防的観点からの諸規制を緩和・撤廃しても、投資家や企業が証券市場を利用するためには証券会社等を介する必要がある、仲介者が信頼を失ってしまえば、市場自体が機能しなくなるという点には留意しなくてはなりません。よって、業務や参入の自由化を始めとした広範な改革を行う中で、円滑な退出の確保も重要な制度整備となります。

そこで日本版ビッグバンでは、市場及び仲介者の信頼性確保の観点から、証券会社の健全性確保のための方策を実施するとともに、将来の証券会社の退出の可能性も踏まえ、退出の過程で投資家が不測の損害を被らないよう、投資家保護の枠組みを整備することとしました。

まず、取引を担う仲介者についての健全性の確保を図るため、「自己資本規制比率の見直し」を行いました。併せて、預金者・投資家等が金融機関等を選択する際の情報を充実させるため、「金融機関等のディスクロージャー制度」を拡充しました。さらに、仲介者についての公正性の確保（利益相反の防止）と利用者保護の充実を図る目的から、銀行・保険会社等の子会社規定を整備しました。そして、破綻処理手続等のルールを明確化し、投資者保護基金・保険契約者保護機構を創設することで、破綻の際の利用者保護の枠組みの整備・充実を図りました。

【表6 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
56	自己資本規制比率の見直し等[業務範囲の拡大等に伴う見直し]	平成10年 平成11年 平成13年 平成15年	<ul style="list-style-type: none"> 証券会社の貸付業務の解禁に伴う自己資本規制比率の貸付リスク評価規定を整備 リスク算定方法等の見直し 金融商品会計基準の導入等を踏まえた自己資本規制比率の見直し 証券取引清算機関の設立に伴う取引先リスク算定方法の見直し
57	自己資本規制比率の見直し等[一定の比率を下回った場合の退出手続きの明確化]	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> 自己資本規制を証券会社の早期是正措置として証券取引法上規定
58	金融機関等のディスクロージャーの充実	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関の業務及び財産の状況に関する説明書類の開示制度の導入
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	平成10年	<ul style="list-style-type: none"> 銀行・保険会社等の子会社規定の整備（子会社の範囲明確化等）
60	破綻の際の利用者保護の枠組み整備[分別管理の徹底（全般的法制度整備）]	平成10年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> 顧客資産の分別保管義務を証券取引法上規定 振替社債等を分別保管義務の対象に追加
61	破綻の際の利用者保護の枠組み整備[投資者保護基金の創設]	平成10年 平成14年 平成16年	<ul style="list-style-type: none"> 投資者保護基金制度を創設 日本投資者保護基金と証券投資者保護基金が発足 証券投資者保護基金が日本投資者保護基金に統合 振替社債等を投資者保護基金の顧客資産（補償対象債権）に追加
62	破綻の際の利用者保護の枠組み整備[証券会社の破産・更生手続きの整備]	平成9年 平成10年 平成13年	<ul style="list-style-type: none"> 「金融機関等の更生手続の特例等に関する法律」施行 証券会社に関する破産手続及び更生手続を更生特例法上規定 証券会社に関する再生手続を同法上規定
63	破綻の際の利用者保護の枠組み整備[保険契約者保護機構の創設]	平成10年 複数年	<ul style="list-style-type: none"> 保険契約者保護機構を創設 生命保険契約者保護機構、損害保険契約者保護機構が設立 生命保険契約者保護のための資金援助制度の整備

(7) 証券税制の見直し

税制は、金融商品の供給コストやリターンを通じて、金融商品の選択や取引の態様に大きな影響を与えます。そのため、市場原理が十分機能するためには、税制が様々な金融商品、金融取引に対して中立的であることが極めて重要となります。特に流通課税は、取引コストを高めることにより資産の組替えの妨げとなり、市場機能の発揮の上で障害となるほか、取引のグローバル化の中で我が国の市場が空洞化する恐れがあることなどの問題が指摘されてきました。

日本版ビッグバンでは、上記のような市場の効率化と市場の国際的競争力強化の観点から、「有価証券取引税及び取引所税を撤廃」しました。さらに、今後デリバティブなど様々な商品が生まれてくることも踏まえ、金融商品、金融取引に対する課税の中立性、リスクキャピタル供給の重要性等の観点から、利子、配当、キャピタル・ゲインなど金融商品から生ずる所得に対する課税についても、制度改正を実施しました。

【表7 証券税制の見直し】

No.	施策項目	実施年	制度改正等
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃等	平成10年 平成11年 平成13年 平成15年 平成16年 平成17年	<ul style="list-style-type: none"> ・有価証券取引税・取引所税の税率引き下げ ・有価証券取引税・取引所税の撤廃 ・1,000万円非課税制度の導入 ・申告分離課税への一本化、特定口座制度の創設 ・上場株式等の譲渡益に対して10%の優遇税率を適用 ・上場株式等の譲渡損の3年間繰越し ・タンス株の特定口座への受入開始 ・公募株式投信の譲渡益、分配金等に対して10%の優遇税率を適用 ・株式・株式投信間の損益通算対象の拡大 ・エンジェル税制の対象にグリーンシート株式（エマージング銘柄）を追加 ・特定口座への受入れ対象に公募株式投信を追加 ・タンス株の持込期限延長（平成21年5月31日まで） ・上場株式等に係るみなし譲渡損の特例創設

Ⅲ 政策効果の発現状況等

1. フリー（自由化の状況）

（1）金融機関の競争環境の変化（参入退出・価格の自由化）

日本版ビッグバンでは、フリー・フェア・グローバルという3原則が掲げられましたが、特にフリーに当たる規制緩和は、その直接的な影響について大きな関心を持って受けとめられました。

まず証券分野では、「証券会社の登録制への移行」、及び「株式売買委託手数料の自由化」によって、ネット証券を中心に新規参入が増加しました。ネット証券の参入により手数料が大幅に低下し、新しい顧客（投資家）層を開拓しました。これに対して、既存の証券会社は、対面販売による顧客サービスによって売買委託手数料以外の顧客メリットを訴求することにより、自社の顧客層をセグメント化して、自社の強みを生かした営業活動を行うようになりました。こうした証券会社の得意分野への特化によって、顧客は手数料の引き下げの効果を享受できたほか、嗜好に合わせて証券会社を選択できるようになりました。

また、銀行分野では、日本版ビッグバンによる直接的な効果ではないものの、この期間に異業種からの銀行業参入が実現しました。新規参入した銀行は、ATMを広域にかつ多数設置することによって利用者の利便性を図るもの、幅広い金融商品を取り扱うことで顧客の多種多様な資産運用ニーズに応えるものに重点を置いたもの、ネット決済（インターネットによる通信販売やオークションの支払）に特長をもつもの等、各行の優位性を生かした営業が展開されることとなりました。こうした新規参入による競争を背景に、既存の銀行等はATMの時間外手数料や振込手数料の引き下げを行っているほか、ネットバンキングやポイントサービスなどの機能を拡充させたりすることで顧客満足度を高める努力を進めています。

保険分野でも競争によって、価格の低下とサービスの多様化が進んでいます。損害保険では「保険算定会料率の遵守義務の廃止」が実施され、自動車保険の分野でリスク細分型保険が登場しました。併せて、営業に電話、FAX及びインターネットを活用した「ダイレクト系損保」と呼ばれる会社の新規参入によって、競争が促進されました。既存の損保会社は価格面の競争と合わせて、補償範囲や事故発生時の対応といったサービス面で付加価値をつけた商品を開発しました。顧客は自らの嗜好に合わせて、高付加価値と低価格を選択できるようになりました。

他方、法人取引の分野では、資金余剰のマクロ経済環境を反映して、金融サービスが資金調達のみでなく、リスク管理やM&Aの助言という分野まで広がりを持つようになってきました。また、デリバティブや証券化といった金融技術

の発展によって、同一の機能を異なった金融商品で提供できるようになっており
※¹、従来の業態ごとの垣根は低くなりつつあります。そのため、同一業種内での
金融機関の競争から、同一の金融機能を提供する多様な金融機関の競争へと、競争
の質、あるいは競争のフィールドが変化しました。

これに対応する形で、金融制度も「持株会社の解禁」という改革が実施されま
した。各金融グループは持株会社を通じて、グループの特徴を生かす形で事業会
社を配置し、業務連携を実施することで、効率的な事業展開を図っています。し
たがって、大手金融機関の数は合併によって減少し競争が減ったようにも見えま
すが、業態の垣根を越えた競争により、競争圧力は増していると言えます。

※¹ 例えば、銀行と証券会社及び投資ファンドが同一分野（M&Aの助言業務等）で競争しているほか、猛暑や冷夏
のリスクを保険のほかにデリバティブでヘッジすることや、地震などの大災害のリスクを再保険のほかに債券によ
って負担の分散を図ることが可能になり、業態を越えた競争が行われています。

(2) 業務及び金融商品の多様化

取扱商品の多様化による新しい顧客層の開拓という点では、まず「銀行等の投信窓口販売の導入」の効果が挙げられます。銀行等の投信販売は、証券会社と同規模の販売実績となっており、投資信託市場の拡大に寄与しました。また、従来の投資信託には、証券会社と投資信託会社の系列関係が強く見られましたが、販売窓口が銀行等に広げられたことで、国内の投資信託会社も系列関係を越えた営業を行うようになり、さらに、外資系投信会社の参入も活発化しました。

投資信託市場の拡大は、顧客の投資ニーズに応えた新しい投資信託の登場によっても支えられました。「投信に係る運用指図の外部委託解禁」が実施されたことで、海外の株式・債券で運用する投資信託の設定が増加したほか、「会社型投信の導入」によって不動産投資信託（REIT）が登場しました。

銀行等は投資信託に加えて、保険商品の窓口販売が解禁されたことで、手数料が収益の一部を占めるようになっていきます。銀行窓販における保険商品としては変額年金保険の取扱いが伸びており、海外で変額年金保険を取り扱っていた外資系保険会社にとっては、日本市場参入の契機となりました。また、変額年金保険は「私募投信の導入」によって商品開発が促進された面もあり、投資信託市場の拡大にも寄与しました。

証券会社では、「専門義務の撤廃」及び「投資一任業務に係る規制緩和」が実施されたことにより、ラップ口座といわれる資産運用・管理サービスが展開されるようになりました。株式や投資信託などの販売手数料といったフロー（顧客の取引量）を収益の柱としていた証券会社にとって、ストック（顧客の資産残高）が収益となる資産運用・管理サービスは、収益構造の多様化に寄与するものと考えられます。

また保険分野の業務多様化は、生損保の相互参入という形で行われました^{※2}。相互参入の態様には、生損保会社それぞれが子会社の設立により、生命保険業、損害保険業に相互に参入すること、また、医療保険といった第3分野については生損保会社本体で免許の種類に関わらず同様の範囲で保険の引受けを行うことがあります。これにより、多くの生命保険子会社、損害保険子会社が設立されたほか、長寿化社会に対応した多様な第3分野商品が登場しています。銀行等による保険商品の解禁が段階的に実施されるなか、保険商品の販売チャネルの増加によって、顧客にとっては選択肢が増えています。

新しい金融商品の登場は、利用者には便益をもたらす可能性がある一方で、トラブルを引き起こす可能性も孕んでいます。過去には、デリバティブを組み込んだ債券（EB債、リンク債）の販売や、外国為替証拠金取引（FX）でトラブルが

^{※2} 生損保の相互参入（クロスセル）は、平成8年4月から（日本版ビッグバンに先立って）実現していました。

発生しました。トラブルを未然に防ぐため、窓口での取扱い金融商品の拡大に対して、販売・勧誘ルールの整備と金融機関における営業職員の教育がより重要となっています。このため、金融商品販売法により、金融商品の説明義務に係る民事ルールを整備するとともに、金融商品取引法において、リスク商品の説明義務など業者が遵守すべき行為規制の整備を行っており、対象業者はこれらを適切に遵守する必要があります^{※3}。また利用者には、自らの資金計画やリスク許容度に応じた金融商品を選択する知識が求められるようになっていきます。

他方、事業会社の資金調達に関しても様々な改革が行われました。社債市場改革は、「適債基準の撤廃」や「大型私募債ルール（通達）の廃止」が実施されたほか、社債発行円滑化を目的としてMTN（ミディアム・ターム・ノート）プログラムが導入されました。また証券決済システム改革として、CPに続いて社債の決済がペーパーレス化されています。

しかし、シンジケート・ローンの組成規模が拡大したこともあり、事業会社の資金調達に占める社債発行のシェアが拡大したとはいええない状況にあります。ただし、ゼロ金利が解除され、金利の先高観が見られる状況では、長期固定金利の社債に対する需要も増加しています。改革によって、過去と比較して社債市場の使い勝手が向上しているものの、改革の効果は、競合する金融商品の進化やマクロ経済状況にも影響を受けていると考えられます。社債市場を通じた市場型金融の拡大のためには、今後の環境の変化に応じ、継続的な改革が必要となります。

^{※3} なお、評価期間外ですが、金融商品取引法の円滑な運営を確保する観点から、20年2月に「金融商品取引法の疑問に答えます」（<http://www.fsa.go.jp/policy/br/20080221.html>）を公表しました。

(3) 証券市場（取引所）の利便性向上

市場型金融の中心となる証券市場（取引所）も、日本版ビッグバンによって大きく変化しました。まず、「取引所集中義務の撤廃」及び「証券取引所の合併規定の整備」によって、市場間競争が実現したこともあり、取引所の再編が進みました。「取引所の株式会社化」も可能となったことで、各取引所は迅速な意思決定によって、自らの優位性を高めるための投資に必要な資金調達を行うことができるようになりました。

市場間競争を促進する目的からは、取引所集中義務の撤廃と併せて「立会外取引制度の導入」及び「PTSの導入」も実施されました。立会外取引の導入によって、機関投資家の大口取引やバスケット取引に（市場価格への影響を回避しつつ）対応することが可能となりました。PTSはアメリカにおいて、機関投資家向けの電子市場をリンクさせたものとして登場しましたが、我が国では主に個人投資家向けの夜間取引市場として利用されています。この取引ニーズは潜在的にあるものの、参加者が個人投資家のみであると売買動向が一方に偏る傾向があります。そのため、売買気配値のスプレッドが大きく、流動性に乏しい状況にあります。引き続き、PTSについては、価格（取引）の公正性、透明性に留意しつつ、新たな需要の掘り起こしによる市場の発展に向けた動きを注視する必要があります。

また、IT技術の革新に合わせ、取引所のシステム化が進められました。併せて、証券決済システム改革によって清算や決済のシステム化が進み、取引処理の能力は飛躍的に向上し、ネット取引による売買注文の増加にも対応が可能となりました。平成21年に株券がペーパーレス化されることによって、取引の効率化はさらに進むことが予想されます。

証券市場（取引所）の改革は、新興企業による資金調達の利便性を向上させる目的もありました。従来から証券取引所上場前の中堅企業の市場として機能していた店頭登録市場は、「店頭登録基準の見直し」が実施されたほか、「証券取引所への移行」など様々な改革が行われました。さらに、証券取引所の取引形態であるオークション方式との差別化を目的に、アメリカのNASDAQを参考に「マーケット・メーカー制度」も導入されました。しかし、マーケット・メーカー制度は流動性が低い銘柄には向いているもの、証券会社にとっては売買高が少なく、システム投資の採算が合わないため、必ずしも定着したとはいえない状況にあるとの指摘もあります。なお、ジャスダック証券取引所では、20年3月をもってマーケットメイク制度を廃止し（オークション方式による売買手法に統一）、4月より新たな流動性向上のための施策として、リクイディティ・プロバイダー制度を導入しています。

他方、東京証券取引所を始めとする各証券取引所には、新興企業向けの市場が創設されました。新興市場は、新興企業のIPOの早期実現を可能にしたという点で成果があった一方で、経営に問題のある企業が上場されたと見られる事例もあり、証券取引所において上場制度の整備が進められました。新興市場上場前の企業については、「気配公表銘柄制度（グリーンシート）」が創設されました。しかし、企業情報の少なさと流動性の低さから、取引規模は限定されています。新興企業の資金調達に重要な役割を果たす新興市場については、今後の展開を注視する必要があります。

個人投資家に関係が深い証券市場関連の施策としては、「株式の投資単位の引下げ」が挙げられます。投資単位の引下げには、1株を複数株に分ける「株式分割」と、1単位の株式投資に必要な株数を引下げる「くくり直し」の2つの方法があります。どちらの方法でも、投資家にとって売買に必要な金額が低下し、投資がしやすくなります。他方、企業にとっても、株式分布状況の改善といったストックの面でのメリットと、小口化による流動性の向上といったフローの面でのメリットが享受できます。

しかし、大幅な株式分割が行われた結果、小口の大量売買注文が出され、取引所システムが混乱したほか、大幅な株式分割が株価操縦的に利用される事態も発生しました。この点については、東京証券取引所等において、システム整備が進められているほか、望ましい投資単位の水準を示すなどの上場規定等の改正により対応がなされました。また、金融商品取引法では、取引所の自主規制業務の適正な運営を確保する観点から、金融商品取引所の自主規制業務を「自主規制法人」に委託すること、株式会社形態の取引所に自主規制業務に関する事項の決定を行なう「自主規制委員会」を置くことを可能とするなどの制度を整備しています。

2. フェアー(透明で信頼できる市場の実現の状況)

市場仲介者、市場参加者及び監視当局といった市場関係者が信頼を得られない状況では、リスクを受け入れられる利用者（投資家）も投資を控えることとなります。その時、市場に残るのは一部の投機家のみとなり、健全な市場の拡大は望むことはできません^{※4}。

日本版ビッグバンによって、利用者が投資可能な金融商品の種類は大幅に増加しました。しかしながら、まだまだ金融商品への投資を控えている利用者（投資家）も多いようです。その理由としては、金融商品に内在する価格変動等のリスクに加え、自らの利益を優先してもらえないリスクを忌避していることが考えられます。

リスク資産への投資結果については、利用者（投資家）の自己責任が原則となりますが、自己責任を問う前提として、市場関係者には情報開示が求められます。「連結主体の情報開示への移行」や「金融商品等会計基準の整備」によって、上場企業の開示が進展したことに加え、EDINET（有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）の整備によって、開示書類へのアクセスが容易になりました。また、各企業はホームページなどを通じて、積極的にIR活動に取り組むように変化しています。さらに、法制度の整備では、第一段階として13年に金融商品販売法が施行され、第二段階として18年に金融商品取引法が成立しました。適合性原則による説明義務の徹底や情報開示の拡充が図られるようになったのです。

また、金融商品取引法では、大量保有報告制度の機関投資家に対する「特例報告制度」に関して、例えば、上場株式などの保有割合が新たに5%超となった場合の報告期限・頻度を、「3ヶ月ごとに、翌15日まで」から「概ね2週間ごとの5営業日以内」へと短縮するなどの見直しを行うとともに、「インサイダー取引等の罰則強化」等を行っています。この他にも平成9年以降「不正利得の没収規定の整備」や「課徴金制度の導入」などを実施してきています。

さらに、日本版ビッグバンでは、証券業協会による「あっせんの法制化」が行われたほか、「金融トラブル連絡調整協議会」において平成14年に「金融分野の

^{※4} このことに関して、例えば、平成13年の証券取引等監視委員会の高橋委員長（当時）による新委員長談話において、「三つの不信」が指摘されています。三つの不信の一つ目は、「市場仲介者に対する不信」であり、証券会社に不必要な短期売買を薦められたり、複雑な商品を売りつけられたりして、損をするのではないかと不信感です。二つ目は、「市場参加者に対する不信」であり、仕手筋とか海外のプロが市場を操作して、個人はうまく利用されて損をするのではないかと不信感です。三つ目は、「監視当局への不信」で、人員やノウハウ不足のために、不正を見逃したり、事案に迅速に対応できていないのではないかと不信感や、社会的問題になっている事案に迅速に対応できていないのではないかと不信感です。

詳しくは、http://www.fsa.go.jp/sesc/gaiyou/g20010723_1a.htm を参照。

業界団体・自主規制機関における苦情・紛争支援のモデルについて」に示されるなど、紛争処理制度の充実に努めましたが、中立性・公正性・実効性のある紛争解決が不十分との指摘もあります。また、司法制度による紛争処理は、費用面からも時間面からも、個人利用者には利用しにくいものとなっています。司法制度（裁判所）以外の紛争処理の仕組みについては、ADR法の施行や金融商品取引法において認定投資者保護団体制度が整備されるなどしており、早期に機能することが期待されます。

こうした取組みに加え、資産運用に自己責任を求めることになるならば、金融経済教育についても相応の取組みが必要です。

現在、所得を得て金融資産を有する社会人は、金融知識を公的に学ぶ機会がないまま資産運用の必要を迫られています。社会人に対して網羅的に教育を行うのは難しい状況にあります。こうした状況を踏まえ、金融庁や金融広報中央委員会（事務局：日本銀行）は、広く一般社会人や地域住民の方を対象に全国各地で、金融取引、生活設計、資産運用等の知識の普及に役立つ無料のセミナーやシンポジウムを開催しているほか、金融知識や投資知識の普及に役立つパンフレット・教材等を地方自治体の協力等を得て広く全国で無料配布しています。また、証券取引所や金融機関でも個別に各種セミナーを行っていますが、こうした取組みに関心を示すのは資産運用に特に関心が高い層であるという現状を踏まえると、より幅広い層に金融知識を普及する方策を検討することが今後求められます。また、金融資産が以前に比べて高度化・複雑化する現状では、富裕層だけでなく広く一般の方も貯蓄や投資について専門家に相談することが必要であり、個人利用者と金融機関の間で中立的な立場で助言する専門家の充実が求められます。

他方、将来の金融利用者となる若年層（学生・生徒・児童）向けの学校における金融教育は、関係各所の努力により近年徐々に浸透し始めています。金融庁や金融広報中央委員会は文部科学省の協力を得て学習指導要領に対応した教材を作成し、学校教育への浸透に努めています。また、業界団体や民間企業では模擬の株式投資を活用した教材を提供していますが、経済の動きを実践的に理解するという点では効果が期待できません。終身雇用や年功賃金といった従来の雇用慣行は変化が見られ、将来の必要資金が昇給によって賄われるとは安易に期待できなくなっており、社会に出る前の金融知識として、まずは投資におけるリスクとリターンを知り、リスクの負担なしに安全な投資機会の収益率を上回る投資案件は存在しないことを理解することが、金融トラブルから自衛する観点から重要です。

もちろん規制・監視当局も利用者（投資家）の不信を払拭するため、改革を継続していく必要があります。取引の多様化・複雑化が進む中、市場における違反行為に対して迅速な対応が可能である課徴金調査を的確に実施するとともに、金

融商品取引法の施行に伴う検査範囲・対象先の拡大に対応するため、証券取引等監視委員会の体制の充実を図る必要性が一層増しています。

3. グローバル（グローバル化対応の状況）

（1）会計基準の改定

経済発展を実現し、技術フロンティアの先端での活動を余儀なくされている我が国企業は、銀行から調達した資金のみに頼ることはできず、増資や社債等の市場型金融でリスクマネーの供給も重要となるため、開示情報の信頼性が重要となっています。

日本の会計制度には、商法会計、証券取引法会計、税務会計の3つが存在していたことから、相互の調整のため制度改正のスピードは遅いものとなっていました。しかし、日本版ビッグバンによって、日本の会計は次々と改革が進みました。代表的事例として、連結主体の会計の導入が挙げられます。連結主体の会計が導入されたことで、会社法（商法から改正）において配当や計算書類も連結ベースとなり、また税法においても連結納税制度が導入されました。

経営も会計も、経済が右肩上がりの時代には、企業はゴーイング・コンサーン前提とした取得原価主義で十分機能していました。しかし、バブル経済の崩壊後、企業は倒産し得る存在との認識が高まり、企業の情報が適時・適切に投資家に情報開示されるべきとの考えに立ち、早期に会計処理に反映されるようになりました。

例えば、以前の会計処理であれば取得原価主義であったため、不動産価格が低下したとしても、特に影響はありませんでした。しかし、日本版ビッグバンにより減損会計が導入され、資産の収益性をバランスシートに反映させるため、収益を生まない固定資産（土地、建物等）が減損処理の対象となりました。持ち合い株式を中心とした有価証券も、同様の影響がありました。減損会計のほか、退職給付会計、金融商品会計等の導入によって、企業会計の透明性は向上し、株主を意識した経営が行われるようになりました。つまり、会計基準の改定は実体経済の変化に対応したのですが、その会計基準の改定は実体経済に変化をもたらしたといえます。

（会計）ビッグバンのグローバル化対応としての現状を見ると、我が国の会計基準と国際会計基準あるいは米国会計基準との間でかつて指摘されていた差は、相当程度解消されました。その一方で、アジア各国で国際会計基準の採用が広がっているため、独自基準をもつ日本が、アジアの中で（会計基準の実質的な差異以上に）際立つ格好となっています。

現在、我が国では外国企業の本国基準による英文による財務諸表提出が認められていますが、付属資料（対照表及び補足情報）の提出が求められる場合があり、会計基準と密接な関係がある開示制度が外国企業の我が国市場への上場の障害

となっているとの指摘があります。外国企業の我が国市場への上場誘致を図る際には、会計基準の国際的収斂だけでなく、開示制度におけるグローバル化対応も必要となります^{※5}。

また、実際の投資判断を下す機関投資家に、こうした外国企業の本国基準による英文財務諸表を読みこなす人材が厚みをもって存在しない限り、開示制度がグローバル化対応しても、金融機関が営業活動の一環として翻訳作業を行うこととなります。海外市場と国際金融センターとしての競争を行うためには、人材を供給する体制（金融専門家教育）の整備も課題となります^{※6}。

^{※5} 平成 20 年 6 月に、企業内容等の開示に関する内閣府令等を改正し、英文開示の対象有価証券及び対象書類を拡大しました。

^{※6} 金融庁に設置した「金融専門人材に関する研究会」における論点を整理した「金融専門人材について（基本的なコンセプト）」（平成 20 年 4 月 30 日公表）について、幅広くコメントを集め、20 年夏頃を目途に最終的な論点を整理し、制度設計に取り組む予定です。

(2) 外資系金融機関・外国人投資家等の状況

日本版ビッグバンでは、「2001年までに我が国金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として復権すること」が、目標として掲げられていました。ニューヨーク市場およびロンドン市場は、世界の2大金融市場として確固たる地位を占めていますが、両市場の国際金融センターとしての特徴は相異なっています。

ニューヨーク市場は国内（自国通貨＝US\$建て）市場が巨大であり、そこに世界各国の投資家が集まる一方で、非居住者にとっては長期資金の調達に限定的で、資金運用の場としての意味合いが相対的に高くなっています。これに対して、ロンドン市場は多様な通貨建ての金融取引が行われる国際市場の比重が高く、非居住者による資金調達および運用がともに活発に行われています。

そこで、ニューヨーク、ロンドンおよび東京の各証券取引所における外国人投資家の割合を比較してみると、近年、東京市場は両市場と遜色のない水準になっていることが確認できます。また、各証券取引所の規模を比較すると、東京はニューヨークに比べて大きく下回っているものの、ロンドンとは大差ありません。

外国人投資家の比率の高さは、規制緩和の効果や世界経済（GDP）に占める日本のシェア等を踏まえ、グローバルな投資活動を行っている（海外の）金融機関の運用先として我が国市場は外せない市場となっている表れと考えられます。市場規模の国際比較からみて、あるいは非居住者にとっての資金運用の側面からみて、我が国市場の流通市場の国際化は相当程度進んでいるといえます。

また、流通市場で外国人投資家の比率が高まっただけでなく、破綻した企業の再生や、市場で割安に評価されている企業の経営に関心を示す外国人投資家（ファンド）の存在感も増加しています。

一方で、我が国市場の利便性は必ずしも高くないとの指摘もあります。香港やシンガポールといった金融市場が自由化を進展させ、国際金融センターとしての競争力を高めるなか、海外の金融機関においては、我が国市場で投資活動（資金運用）を行うことと、アジアの拠点を我が国に置くかどうかを別問題として捉え、アジアの他の国際金融センターへの移転も検討されるようになっていきます。

さらに、国際市場—非居住者向け（発行）市場—に関しては、ロンドンとの格差は大きく、ニューヨークとの比較でも比率は同等であるものの、規模の面で下回っています。

金融技術の革新が、「ユーロ（債）市場」と呼ばれる非居住者向け（発行）市場で起こってきたことを鑑みると、我が国市場の国際化を実現するためには、非居住者向け（発行）市場の強化拡充は欠くことのできない課題といえます。このとき、地理的にも近く、経済成長も著しいアジアを対象とすることは、有望な方

策と考えられ、我が国市場のレベルアップから、アジア域内の取引を見越した制度整備へのシフトも検討対象となり得ます。その際は、アジア各国の金融市場及び当局が抱える課題である、アジア域内の資金循環の活性化（例えば、アジア債券市場構想）への取組みも必要と考えられます。

金融市場の発展は、自由と規律が高度なレベルで両立してこそ実現するといえます。日本版ビッグバンによって我が国市場のレベルアップは相当程度進んだことから、国際金融センターとしての素地は出来上がっています。しかし、国際金融センターに人材及び資金が集まる理由はまさに収益機会の存在であり、その意味で（利便性を含めた）市場を利用するコストが、国際金融センターの競争力を規定する最重要要素となります。税制、土地利用、教育を含めた総合的なコスト低減への取組みが、国際競争力獲得にとって重要になります^{※7}。

※7 なお、評価期間外ですが、平成19年12月には我が国金融・資本市場の市場競争力強化のため、①信頼と活力のある市場の構築、②金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備、③より良い規制環境（ベター・レギュレーション）の実現、④市場をめぐる周辺環境の整備を柱とした「金融・資本市場競争力強化プラン（市場強化プラン）」を公表しました。（「金融・資本市場競争力強化プラン」については、<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/index.html>を参照）

なお、平成19年6月には、内閣に設置された都市再生本部において都市再生プロジェクト「国際金融拠点機能の強化に向けた都市再生の推進」が決定され、国際金融拠点機能を支える業務基盤、生活基盤の整備に向けた都市再生の取組みが進められています。

4. 金融システム複線化の状況

(1) 資金運用

バブル経済の一時期を除いて、戦後から日本版ビッグバン当時までは、株式市場に占める個人投資家のシェアは低下しており、家計の金融資産は預金への偏在がみられました。そのため、日本版ビッグバンの実施に際しては、経済の先進国化及び社会の高齢化が進むなかで、「家計部門の金融資産がより有利に運用される場が必要」との問題意識が存在していました。

日本版ビッグバンでは、「証券会社の登録制への移行」や「株式売買委託料自由化」等の規制緩和が実施されました。これらの施策によって証券会社間の競争が促進され、個人投資家は手数料の低下やサービスの向上を享受できるようになりました。また「株式の投資単位の引下げ」によって、個人投資家が株式投資を行いやすい環境が整いました。株式持ち合いが減少するなかでの個人投資家層の拡充は、企業経営にも株主重視の姿勢といった影響を与えることになりました。

その一方で、近年の金融取引の高度化・複雑化は著しく、家計（個人投資家）の全てが直接に金融市場へ参入することは、家計にとって必ずしも有利とはいえない状況となっていたことから、日本版ビッグバンでは、投資信託を始めとした個人投資家が間接的に金融市場に参加できる枠組み（集团的投資スキーム）が整備されました。投資信託は銀行窓口でも購入できるようになり、集团的投資スキームを通じて市場が拡大しました。市場の拡大に伴って商品も多様化し、海外の株式・債券に投資する商品や、不動産を投資対象とする商品、あるいは分配の頻度を多くすることを特徴とする商品が登場しました。

近年、投資信託の販売が増加している一方で、依然として家計金融資産の大半は預金によって占められています。また、家計資産の大半は高齢者が保有しているとも言われ、この間の投資信託の残高増加は（高齢者を中心とした）投資経験者が、資金を投資信託に振り向けている結果とも言われています。そのため、今後、「貯蓄から投資へ」の流れを加速していくためには、投資経験の少ない層が市場に参加することが重要となります。

ただし、「貯蓄から投資へ」は、すでに資産を保有している家計にのみ関係するものではありません。預金から投資商品へという資産ポートフォリオの構成変更だけでなく、勤労者（世代）が毎月の収入から投資商品に積立できる制度（いわゆる 401(k)）を拡充することでも、「貯蓄から投資へ」の広がりを期待できます。

(2) 資金調達

日本企業は、資金調達において、その多くを銀行からの借入に依存していました。銀行借入の代替手段は、一般的には証券発行となります。そのため、市場型金融の拡大は、証券による資金調達の拡大と理解されがちです。しかし、証券市場、特に株式市場は資金調達の場であるだけでなく、企業及び投資プロジェクトについて投資家から評価を受ける場であり、また投資家に利益を還元する場でもあります。したがって、市場を通じた資金仲介量の増加とともに、不特定多数の市場参加者による評価によって適切に決定されることが重要となります。

また、市場型金融の拡大（金融システムの複線化）が実現したとしても、取引の一部は相対取引で占められ、この相対取引は市場価格をベンチマークとして、取引の価格が決定されることとなります。したがって、市場型金融の拡大においては、市場を通じた資金調達が少ないこととともに、クレジット関連の市場^{※8}が育成されていないことも重要な課題となります。

日本版ビッグバンでは市場型金融の拡大に資する施策として、「SPC（特別目的会社）の制度整備」が実施されました。SPCは証券化（資産流動化）の仕組みとして導入され、不動産投資信託（REIT）等に活用されています。また、証券化の対象資産は、不動産及び住宅ローンから貸出債権と徐々に広がりつつありますが、競合手段の登場やマクロ経済環境にも影響され、不動産の証券化を除いては、市場の規模は小さいものに止まっています。

資金調達する企業にとって、複雑な仕組みを活用する証券化と比較して、借り手として容易な仕組みであるシンジケート・ローンは、取引コスト面で相対的に有利となります。銀行にとっても、Over-Deposit（預金過剰）の状況下で、貸出金利の過当競争も起きており、コストをかけてまで証券化やローン売却等によるリスク・アセットの削減を行う必要はないこともあり、証券化市場の拡大は大きくは進んでいません。

証券化市場の規模は発展途上段階ですが、金融環境の変化を見据えながら、証券化市場の発展に制度面での障害がないよう、格付け（機関）等の周辺環境の充実を含めて制度整備を進める必要があります^{※9}。

^{※8} クレジット関連市場とは、信用リスクを内包する商品を取引する市場の総称で、様々な信用リスクを加工して証券の形で売買する「証券化商品」や、信用リスクを原資産とする派生商品（デリバティブ）である「クレジット・デリバティブ市場」などがあります。

^{※9} 平成20年5月、CESR（欧州証券規制当局委員会）より欧州委員会に対して、仕組み商品に関する格付機関の役割について最終報告書が提出されました。

IV 評 価

1. 必要性の観点

昨今の資金余剰の時代にあっては、次代を担う成長産業を発見あるいは選別し資金を供給するとともに、そのリスクを幅広い経済主体が負担していくことが、経済成長に必要となります。このことは結果的に、家計部門の金融資産がより有利に運用されることにもつながります。

こうした経済環境においては、金融システムには有望な企業や投資案件を選別する機能が求められます。取引所において、証券が発行され流通（売買）されるといった市場型金融では、多数の取引参加者によって売買が繰り返されることによって、証券価格（株価等）が決定されます。このため、公開的に価格が決定される市場型金融は、組織内部で価格（金利）が判断される銀行貸出に代表される相対型金融に比べて、異なる投資案件間のリスク配分において相対的に長所があるとされています^{*1}。

2度の石油ショックを経て、高度経済成長期からの経済構造の変化が明らかになった昭和60年代以降、銀行中心の金融システムから、市場の価格形成機能を活かした金融システムへの転換を図る金融制度改革が行われました。しかし、業態別子会社による相互参入を中心とするその改革は漸進的なものでした。その後のバブル経済の崩壊の影響（住専問題）が一段落ついた平成8年当時において、市場型金融の裾野を広げることを通じて、複線的な金融システムへの移行を指向する日本版ビッグバンの取組みは、極めて時宜を得たものであり、当時の経済環境を考慮して必要性の高い政策であったと考えられます。

日本版ビッグバンによって規制緩和が行われ、新規金融機関の参入等による競争で価格低下やサービス向上が実現しました。ただし、市場型金融が十全に機能するには、金融技術革新の進展によって、銀行・証券・保険の境界が曖昧になってきている中、横断的な利用者保護の枠組みの整備が必要となります。また、市場取引の公正性・透明性を確保するための制度整備も必要になります。市場取引の公正性・透明性を確保するための制度については、日本版ビッグバン以前に比べれば相当程度整備されたものの、法体系が異なる英国・ロンドン市場や米国・ニューヨーク市場と比較すればいまだ緒についた段階といえ、さらなる整備が必要となります。

また、海外の市場及び金融機関との国際競争を促進させる前提として、法制・会計・開示ルールといった制度基盤について、世界の主要金融センターと整合性をとっていく必要もあります。

このように、金融市場が国際的な競争を行う時代において、金融システム改革における日本版ビッグバンの基本方針—フリー・フェア・グローバル—は、現時点でも必要性は薄れていません。ただし、改革の重点はフェアとグローバルへ移動することが求められると考えられます。

^{*1} 他方、相対型金融は市場型金融と比較して、資金運用先（貸出先）において資金が計画通りに投資されて、営業されているかを監視する機能において、相対的に長所があるとされています。

2. 効率性の観点

日本版ビッグバンにおける規制緩和は、「ビッグバン総理指示」のあった平成8年11月から検討が始められました。その半年後の9年6月には「審議会報告」がまとめられ、法改正の必要のないものから逐次実施されたほか、10年12月には金融システム改革法が施行され、大幅な規制緩和が実現しました。ビッグバン方式と呼ばれる抜本的な規制緩和は、過去の漸進的な金融制度改革には見られないもので、その政策立案及び実施過程は、極めて効率的であったといえます。

規制緩和の結果、金融機関における競争が促進され、各種手数料が引き下げられたほか、多様な金融商品が開発されました。また、金融市場においては、格付けやスプレッドによって信用リスクが定量化されるようになりました^{※2}。さらに、こうした金融市場の変化によって、企業は市場からの財務（信用リスク）評価を意識しつつ経営の効率化を進めたほか、いわゆる金庫株の解禁等によって、自由度の増した財務戦略を通じて企業体質の強化を図りました。日本版ビッグバンの規制緩和によって、金融取引や企業活動の効率性は高まったといえます。

ただし、その後、いわゆる業法中心の縦割りの法体系の下、外国為替証拠金取引等の問題も発生しました。制度整備には一定の時間を要することから、安易に効率性を求めることはできませんが、横断的な制度整備など今後はこれまで以上に金融環境の変化を先読み（フォーワード・ルッキング）し、制度整備を迅速に進めていく必要があります。

日本版ビッグバンは、過去の金融制度改革で積み残した課題に対処したという側面もあり、可能な限りの広範囲にわたる施策が実施されました。そのため、今後取り組む必要がある金融・資本市場の競争力強化といった目標に対しては、金融当局として対処すべき課題は依然として残されているものの、金融行政面からの対応だけでは改革の効率性が低下する可能性があります。改革の効率性向上のためには、税制や土地利用、あるいは教育といった多方面からの国家的取り組みが必要になります。

また、「ビッグバン総理指示」のあった8年頃からの10年間は、インターネットや携帯電話など、IT（情報技術）分野での技術革新の成果が一般に普及した時代でした。金融機関にとっても、IT分野での技術革新は業務の効率化に資するものでした。

こうしたIT技術革新等の環境変化を背景とした新規事業展開及び業務改善は、従前の事前チェック型の規制環境では対応及び調整に時間がかかり、時宜を逸する可能性もありました。そのため、日本版ビッグバンによる抜本的な規制緩和によって、こうした新規事業及び業務の実現可能性は大きく開けたといえます。IT分野での技術

^{※2} 例えば、従来、我が国の金利体系の中心は長期プライムレートであり、5年物金利は利付金融債が指標となっていました。これらは市場による評価というより、むしろ官民の金利体系において設定される規制金利的側面がありました。この意味で、平成12年2月に5年物利付国債が公開入札によって発行され、社債等のベンチマークとなったことは、市場で信用リスクが評価される転換点となったといえます。

革新を活用した金融取引の効率化は、各金融機関の経営努力によるものですが、日本版ビッグバンの規制緩和の効果の一部ともいえると考えられます。

3. 有効性の観点

日本版ビッグバンによって証券会社は登録制となり、新規参入が大幅に増えました。インターネット取引の普及を背景に、ネット取引を専門とする証券会社によって、自由化された株式売買委託手数料を始めとした価格及びサービスの競争が起こりました。銀行においても投資信託や保険が銀行窓口で取り扱われることにより、市場の拡大が見られました。損害保険においても、算定会料率遵守義務撤廃とリスク細分型保険の登場によって、補償内容と保険料のバランスにおいて保険商品のバラエティが豊富になりました。

また、日本版ビッグバンによって、競争の枠組みも変化が生じました。金融持株会社が解禁されたことにより、大手の金融機関は数だけ見ると減少しており、寡占化が進んだようにも見えます。しかしながら、金融技術の発展によって銀行・信託・証券・保険の境界が低くなってきた現状では、業界ごとの競争は意味を成さなくなっており、特に法人向けの取引では外資を含めた競争は、以前にも増して激しくなっているといえます。競争促進を目的とした規制緩和は、概ね有効に機能したといえます。

他方、保険会社の子会社形態での銀行業務への参入など、規制緩和が行われても実績がなかった施策もありました。ただし、これは、欧米と我が国の周辺環境が異なっていたためと考えられます。この点については施策の有効性そのものではなく、自由化の道を広げたという観点で評価されるべきであると思われる。

また、日本版ビッグバンでは規制緩和のほかに、市場型金融を拡大させるための施策も実施されました。その一つが、投資対象となる企業に関する情報の透明性向上に資する会計基準の改定です。経営も会計も経済が右肩上がりの時代には、企業はゴーイング・コンサーンを前提とした取得原価主義で十分機能していました。しかし、バブル経済の崩壊後、企業は倒産し得る存在と認識が高まった結果、企業の情報が適時・適切に投資家に情報開示されるべきとの考えに立ち、会計処理でも早期に反映されるようになりました。連結重視や減損会計に代表される会計分野のビッグバンは、企業経営の実態変化に対応したものである一方で、企業経営の透明化の促進にとどまらず、それによる企業経営の評価を通じて企業の体質強化・競争力強化につながるなど大きな成果があったと考えられます。

市場型金融を拡大させるためのもう一つの施策は、市場の公正性・透明性を確保するための制度整備です。市場（仲介仲介者や市場参加者）に信頼がおけないと、価格変動等のリスクを受け入れられる投資家であっても、不正による不利益を被るリスクのために市場から退出し、市場にはそのリスクまでも引き受ける投機家のみが残る状況が生じます。

不正行為を行った主体への市場による規律による影響（退出圧力）を見ると、不正行為の摘発と課徴金制度を始めとしたエンフォースメントの強化等が、有効に機能し

始めているといえます。ただし、金融行政が事後チェック型へ転換したことで、行政対応の透明性・予測可能性について向上させていく必要があります。より良い規制環境が整うまでには、一定程度の事例が蓄積されるまでの時間も必要となると考えられます。また、今後、東京市場を真に国際的に競争力のある国際金融センターとするには、上記のような金融部門の政策に加え、税制、土地利用、教育を含めた関連部門における国家的取組みで進めていく必要があります。

4. 総括的評価

平成8年11月の「ビッグバン総理指示」を契機とした金融システム改革（日本版ビッグバン）は、市場型金融の拡大を通じた複線的金融システムの構築を目的としており、64に及ぶ施策の内容は大別して規制緩和と制度基盤整備に分類されます。

日本版ビッグバンは過去の制度改革と比較してもその内容は多岐に渡り、規制緩和の大部分は検討開始から約2年（10年12月の金融システム改革法施行）というスピードで実現されました。日本版ビッグバンが終了した14年以後も、国内外の急速な環境変化に対応するために金融システムの改革の取組みは不断に継続していますが、日本版ビッグバンを契機に改革プロセスは従来の漸進的なものから、抜本的なものに変化しました。日本版ビッグバンは、まず、改革プロセスを変革したという点で大きく評価に値します。

規制緩和の具体的効果としては、新規参入によって、取引所間及び金融機関間の競争が増加したことが挙げられます。そうした競争によって、株式売買委託手数料の低下等といった価格面の変化、窓口での取扱商品の多様化といった業務及び商品面の変化が見られました。また、従来とは競争の枠組みも変化が生じました。金融技術の発展によって銀行・信託・証券・保険の境界が低くなったことから、競争は業界ごとではなく、金融サービス業として総合力を競う市場と、自社の専門分野に特化して競争力を発揮する市場に分化しています。競争促進を目的とした規制緩和は、概ね有効に機能したといえます。

また、基盤的な制度整備の面では、利用者保護に関する制度整備と市場の公正性・透明性を確保するための制度整備及び行政スタンスの変化が見られました。従来の利用者保護及び市場の公正性・透明性の確保は、規制当局が金融機関の行動を事前にチェックすることで機能していました。日本版ビッグバンを契機にして事後チェック型行政に移行し、金融機関等の自由な活動を認めつつ、従来よりも詳細に明文化された法令によって利用者保護や市場の公正性・透明性の確保を図ることとなりました。日本版ビッグバンは、自由な企業活動による金融技術の発展と、利用者の市場への信頼の確保を両立し、市場型金融の拡大に必要な基盤を整備した点で評価できます。

家計部門の「貯蓄から投資へ」という投資行動変化としての効果発現は、フローでは投資信託の比率に上昇傾向が見られますが、ストックから見た場合は依然として預金の比率が高く、不十分といえます。金融商品の多様化が進み、市場の公正性・透明性を確保するための制度整備が進んだ中で、投資経験の少ない者の市場参加が進むよう、今後も改革（投資促進・利用者保護・金融教育等）継続が必要となります。

以上から、この10年の間に金融システム改革は着実に進展し、大いなる制度改革を成し遂げたと、国内的には評価できます。

しかし、海外の国際金融センターも制度改革に取り組んでいるとともに、新興経済

諸国や資源保有国の経済成長等を背景に、アジアなどの新興市場が著しい成長をみせており、我が国市場は相対的に国際競争力が高まったとは必ずしも言えない状況にあります。今後は我が国金融・資本市場の競争力強化を目標として一層の制度基盤整備を継続するとともに、アジアの他市場との競争も視野に入れて国際競争力向上に重点を置いた改革を、金融部門と税制、土地利用、教育を含めた関連部門における国家的取組みで進めていく必要があります^{※3}。

東京市場を競争力のある国際金融センターとするには、金融規制の質的向上も不可欠の要素となります。事後チェック型行政への転換や規制の実効性を確保するための課徴金制度等の市場監視体制の整備が進んだ一方で、(違反と処分の)事例が少ないために、(事後の処分を警戒して)金融機関等の自由な活動が却って阻害されている傾向も指摘されます。今後、当局においては、行政対応の透明性・予測可能性を一層向上させていくことが求められます^{※4}。

また、市場型金融をより一層進展させるためには、金融手段の高度化・複雑化に対応したより高度な市場法制が必要となります。横断的な利用者保護法制について、第一段階(ホップ)として13年の金融商品販売法を、第二段階(ステップ)として18年(成立)の金融商品取引法を整備してきました。将来的(ジャンプ)には、英国の金融サービス・市場法を念頭に置いた、一層の市場横断的な法制の整備に向けた検討が求められます^{※5}。

※3 Ⅲ-3-(2)の脚注7を参照。

※4 現在、金融庁においては、①ルール・ベースの監督とプリンシプルベースの監督の最適な組合せ、②優先課題の早期認識と効率的な対応(リスク・フォーカス、フォワード・ルッキングなアプローチ)、③金融機関の自助努力尊重と金融機関のインセンティブの重視、④行政対応の透明性・予測可能性の向上の4本の柱を中心とした、規制の質的向上に向けた取組みが進められています。(http://www.fsa.go.jp/policy/br-pillar4.htmlを参照)

※5 金融庁では、取引所の相互乗入れのため、金融商品及び金融取引は金融商品取引法の規制対象とし、商品デリバティブ取引は商品取引所法の規制対象とするという、両法制の枠組みの下で、金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れを可能とするための所要の制度整備について、平成20年中を目途に検討を進め、その後、すみやかな実現を図ることとしています。

資料編

資料 1 各施策の内容

1. 資金運用の充実等

(1) 投資信託等の整備

投資対象の中でも投資信託は、広範な層の投資家が証券市場へ参加することをより容易にし、投資家の資産運用に厚みと幅を与えるという点で重要な商品といえます。しかしながら、我が国の家計金融資産に占める投資信託の比率は、米国等と比べて低い状況にありました。投資信託を従来にも増して魅力あるものとするためには、投資信託の利便性の向上、商品の多様化、販売チャンネルの拡充等、その制度の整備を図る必要があることから、以下の施策を実施しました。

① 証券総合口座の導入(No. 1)

証券総合口座は、株式・債券等の取引代金決済のほか、各種決済機能を備えつつ、口座専用の短期の公社債投資信託(MRF)で資金運用が可能となる証券会社の口座です。平成9年9月の大蔵省通達によって、証券総合口座について、同年10月より証券会社が公共料金等の収納代行業務を行うことができることとする等の措置が実施されたことで、導入されました。

この措置によって、証券総合口座は株式・債券等の取引代金決済のほか、給与振込、公共料金引き落とし、クレジットカード決済機能、証券担保融資による不足額自動融資、銀行の預金口座からの証券総合口座への自動振替等の機能を有することとなりました。なお、証券総合口座への給与振込は、労働基準法施行規則の改正により10年9月から可能となりました。

② 会社型投信の導入(No. 2)

日本版ビッグバン以前の我が国の投資信託が契約型投資信託であったのに対し、米・仏を始め諸外国においては、会社型投資信託といわれる会社形態での投資信託の仕組みが存在していました。会社型投資信託においては、投資家は株主権を有しており、株主権行使や株主総会、取締役会といったコーポレート・ガバナンス(会社運営)の枠組みの下での私的自治による投資家保護が図られるといったメリットが指摘されていました。ただし、会社型投資信託の我が国への導入に当たっては、その円滑な運営を確保するため、多くの点で現行株式会社制度との調整^{※1}が必要であったため、実現には至っていませんでした。

そこで日本版ビッグバンでは、国際的整合性、グローバル・スタンダードの

^{※1} 会社型投信を株式会社形態にした場合の株主の極度な分散による株主総会の運営に関する問題、会社がいつでも払い戻しする型(オープン・エンド型)の場合の商法の自己株式取得の原則禁止の規定(平成8年当時)に抵触する問題、独占禁止法の持株会社の禁止規定(8年当時)との関係のほか、税法上の問題として、特例を設けない限りは、利益を投資者に分配する段階だけでなく、会社の利益の段階でも課税されてしまう問題が指摘されていました。(前田 [2000])

観点や投資家の資産運用に当たっての選択肢を拡げる意味から、会社型投資信託のための特別の法人制度の創設等を検討しました。その結果、平成 10 年 12 月の金融システム改革法では証券投資信託法が「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」へと改正されました。さらに同法は 12 年 11 月に「投資信託及び投資法人に関する法律」へと改正され、有価証券のみならず、不動産などの資産に投資することが可能な法制が整備されました。

これらの改正で会社型投資信託（投資法人）に係る制度が整備されたことにより、13 年 9 月に東京証券取引所に不動産投信（REIT）市場が開設されたほか、同年 12 月に大阪証券取引所に、未公開企業を中心とするベンチャー企業を主な投資対象とする投資法人のための市場（ベンチャーファンド市場）が開設されました。

③ 私募投信の導入 (No. 3)

私募投資信託とは、一定の限られた投資家（2人以上 49人以下の特定・少数、または金融機関や年金基金などの適格機関投資家）を対象とする投資信託を指します。投資家の多様な資産運用ニーズに応じていく観点から、私募投資信託を我が国に導入することは意義があるものと考えられましたが、従来の証券投資信託法では 50人以上の不特定多数の投資者を集め設定する公募投資信託だけが認められており、私募投資信託は同法上で明示的には位置付けられていませんでした。

私募投資信託については、一定の限られた投資家向けであっても、受益者に対する忠実な運用、投資信託としての公正取引ルールが適用される必要がある一方で、私募投資信託の性格に着目すれば、運用規制やディスクロージャー等の面においては、現行法に基づく各種ルールをそのまま適用することまでを求める必要性は必ずしもないといえます。そこで、既存の投資信託制度や関連諸法制との関係を踏まえ、制度整備の検討を行いました。その結果、平成 10 年 12 月の金融システム改革法で証券投資信託法が「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」へと改正され、私募投資信託固有に適用されるべきルールが整備されました。

この措置によって、私募投資信託は主として変額年金の運用先としてのほか、年金基金による利用が進んでいます。

④ 未上場・未登録株の投信の組み入れ解禁 (No. 4)

未登録・未上場株式は、流動性の低さやディスクロージャーの不十分さなどの問題により、投資信託への組み入れが大蔵省令や証券投資信託協会^{※2}規則に

^{※2} 平成 12 年 11 月末に投資信託協会に名称変更。以下同様。

よって規制されてきました。しかし、新規産業への資金供給の可能性や、資産運用におけるリスク・リターンの選択の幅の拡大という観点からも、未上場・未登録株の投資信託への組み入れ解禁は望ましいといえます。

そこで日本版ビッグバンでは、ファンド資産の流動性を確保するために、流動性の乏しい投資対象として信託財産の一定の範囲内で行われること、及び、組み入れ資産の適正な評価を行うために、未登録・未上場株式に係る流通市場の整備状況を参考にすることの措置が採られることとなりました。平成9年8月に「証券投資信託の委託会社の行為準則に関する省令の一部を改正する大蔵省令」が改正され、同年9月から未上場・未登録株の投信の組み入れが解禁されています^{※3}。このほか、未上場・未登録株式の範囲・評価・ディスクロージャーについては、証券投資信託協会においてルールの整備が行われました。

⑤ 銀行等の投信窓口販売の導入 (No. 5)

投資信託の受益証券は証券取引法上の有価証券であるため、その販売は発行者である投資信託委託会社の直接販売のほかは、証券会社に限られていました。しかし、投資家の利便性の向上と新たな投資家層の拡大を通じた証券市場の活性化といった観点から、投資信託の販売チャンネルを拡充するために、銀行等の金融機関による投資信託の販売を導入することとなりました。

ただし、銀行等の投信窓口販売には証券取引法の改正が必要であったため、日本版ビッグバンでは第一段階として、平成9年12月より投資信託委託会社の金融機関からの店舗借りによる投資信託受益証券の直接販売が開始されました。そして、10年12月の金融システム改革法による証券取引法の改正によって、銀行を始めとした様々な金融機関が証券取引法上の登録を受けて、本体での投資信託の窓口販売を行うことができるようになりました。また17年10月からは、一部の郵便局でも投資信託の販売が始まっています。

⑥ その他

ア. MMF、中期国債ファンドの商品性改善

我が国の公社債投信には、中期利付国債を主たる運用対象とする中期国債ファンドと、CD・CPなどの短期金融商品を主たる運用対象とするMMFが存在します。いずれも購入はいつでも可能で、解約は1円単位で解約日の翌営業日に現金化が可能という利便性があります。その一方で、購入単位や即日引き出しの限度額などに制約がありました。

そこで日本版ビッグバンでは、投資家による選択の幅を広げうる魅力ある

^{※3} 未上場・未登録株の組み入れ限度については、「証券投資信託の委託会社の行為準則に関する大蔵省令」に規定する「流動性の乏しい資産（私募有価証券等）」に含めることとするともに、現在その組み入れ限度額を信託財産の10%としているのを未上場・未登録株式を含めることに伴い15%に拡大されました。

商品を提供していく観点から、これまでの諸規制を見直すことになりました。平成9年8月にMMF、中期国債ファンドの商品性の改善が実施され、最低販売単位（10万円）の撤廃、販売単位（1万円）の撤廃、即日解約の実施、信託留保金（購入後30日未満の解約の場合は、1万円につき10円）の徴収義務の撤廃といった措置が採られました。

イ. 投資信託及び投資信託法人制度創設

日本版ビッグバン以前の証券投資信託法で規定される「証券投資信託」、及び平成10年12月施行の「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」で規定される「証券投資信託」及び「証券投資法人」は、いずれも主として有価証券を対象に運用するものと定義されていました。

日本版ビッグバン（金融システム改革法）における規制緩和の進展を踏まえ、10年以降、新しい金融の流れを支えるルールのあり方を検討するなかで、投資信託の運用対象資産の範囲拡大が議論されました。その結果「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」は「投資信託及び投資法人に関する法律」に改正され、12年11月に施行されました。この改正で、13年9月に東京証券取引所に不動産投信（REIT）市場が開設されました。

ウ. 目論見書

投資家が自己責任原則に基づいた金融取引を行うためには、前提条件として、企業の内容が透明でかつ公平な形で開示される必要があります。従来の開示（ディスクロージャー）は文書によるものでしたが、近年の情報技術の発展で、開示を電子的に行うことが可能となり、投資家にとっても情報入手の迅速性・容易性の面で利便性が高まることが期待されるため、開示の電子化への対応が検討されました。その結果、平成12年の証券取引法改正及び13年4月の「書面の交付等に関する情報通信の技術の利用のための関係法律の整備に関する法律（書面交付法）」によって、目論見書の電子交付が解禁されることとなりました。

また、従来の目論見書は一般に、有価証券届出書の記載事項がそのまま記載されたため、一般の投資家にはかえって読みづらくなる傾向がありました。そこで、14年4月の「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」の改正において、投資信託目論見書の記載内容改善について、重要事項をよりわかりやすく、不要な情報の削除、グラフ等の使用や表現・表記の工夫により読みやすいものとする旨が明確にされました。

さらに、16年の証券取引法改正では、目論見書の合理化が実施されました。この措置により、一定の有価証券に係る目論見書についての交付義務の特例

が設けられ、当該目論見書を「投資者に必ず交付しなければならない目論見書」と「投資者から交付の請求があったときに直ちに交付しなければならない目論見書」に区分することとされました。

エ. E T F

上場されている投資信託は、E T F (Exchange Traded Funds) と呼ばれており、その価格がT O P I Xや日経平均などの株価指数に連動するように作られたものが代表的な商品となっています。平成 13 年 4 月の緊急経済対策において、証券市場の活性化を促すとともに、投資家の選択肢を拡大するとの観点から、制度整備が行われることとなりました。これを受けて、同年 6 月に「投資信託及び投資法人に関する法律施行令」が改正され、受益者保護に配慮する形で金銭信託の例外^{※4}として、E T Fが導入されることとなりました。

E T Fは 13 年 7 月に5銘柄（東証3銘柄、大証2銘柄）で、取引が開始されました。その後の数次の新規上場と上場廃止によって、18 年末では 13 銘柄（東証 11 銘柄、大証 2 銘柄）が取引されています。

オ. 株式投資信託の乗換えの勧誘行為の改善に向けたルール整備

株式投資信託は本来長期保有を前提としており、その運用対象も多岐にわたるものですが、十分な説明もないままに商品の乗換えを勧誘する行為が散見されました。そこで金融庁は、個人投資家の証券市場への信頼向上のため、平成 13 年 8 月の「証券市場の構造改革プログラム」のなかに、証券会社の営業姿勢の転換に向けた方策の一環として、「株式投資信託の乗換えの勧誘行為の改善に向けたルールの改善」を盛り込みました。

これを受けて、14 年 2 月に「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」等が改正され、「投資信託受益証券等の乗換えを勧誘するに際し、顧客に対して、当該乗換えに関する重要な事項について説明を行っていない状況」が追加されました。具体的には、乗換えの対象となるファンドの内容を始めとして、乗換えに係る投資判断につき重要な事項を説明することを義務付けることとし、本説明義務の主な内容について、事務ガイドラインにより明確化を図ることとされました^{※5}。

^{※4} 投資信託は、受益者間の公平を確保する等の観点から金銭信託であることを原則としていますが、投資家保護に欠けるおそれのないものとしてE T Fを位置付け、株価指数（金融庁長官が指定するものに限る）を構成する現物株式による設定・交換を可能としました。

^{※5} また、日本証券業協会においても、公正慣習規則に上記内閣府令等と同様の趣旨の規定を追加するとともに、本説明義務のより詳細な内容については、日本証券業協会のガイドライン等によりその周知を図っています。

(2) 証券デリバティブの全面解禁 (No. 6)

金融の自由化の進展、外為取引・資本取引に係る規制の緩和・撤廃等の流れの中で、金融機関を含め市場参加者が、金利や為替、金融商品の価格変動リスク（マーケットリスク）により晒されるようになってきています。そうした中、デリバティブ取引は、将来のリスクに対する評価を異にする経済主体の間で、現物取引だけでは十分にカバーできないリスクの再配分を可能にし、国民経済的により望ましいリスクシェアリングを実現しているといえ、デリバティブ取引の健全な発展は我が国金融市場の効率化に資するものと考えられます。

従来、個別株式オプション取引については、市場参加者の多くがデリバティブ取引に習熟しておらず、このような取引が原株の価格形成に影響を与えることは望ましくないという考え方が強かったことを反映して、その導入に対し慎重な対応がとられてきました。しかしながら、諸外国におけるその後の状況等を踏まえると、個別株式オプション取引の導入は、価格操作等を排除するための市場管理について十分配慮することができれば、現物・デリバティブ市場間での裁定機能をより有効に発揮させるとともに、現物市場の流動性を増大させ、価格形成の一層の効率化をもたらすものといえます。そこで日本版ビッグバンでは、平成9年6月に「証券先物取引等に関する内閣府令」が改正され、個別株式のオプション取引が導入されることになりました。同年7月18日に東京・大阪証券取引所にて上場及び取引が開始されています。

また、有価証券関連の店頭デリバティブ取引について、我が国においては、法的制約があった^{※6}ことから、諸外国に比べて店頭デリバティブ取引の多様性に欠けるという問題が生じていました。日本版ビッグバンでは、今後の金融・証券取引における店頭デリバティブ取引の重要性を鑑み、その健全な発展のために、早急に所要の法的整備を行うとこととし、10年12月の金融システム改革法によって、有価証券関連の店頭デリバティブ取引が導入されることになりました。

(3) 株式の魅力の向上

投資振興策が採られようとも、また金融商品の組成に工夫があったとしても、究極的には証券の発行体たる企業等に魅力がなければ、証券投資が拡大することは期待できません。すなわち、資本を調達する側が資本を有効に活用でき、その果実を投資家に十分に還元することが前提条件にあって初めて、金融技術を駆使

^{※6} 有価証券を原資産とする店頭デリバティブ取引のうち差金により決済する取引については、証券取引所の相場を使った差金授受を証券取引所の外で行うことを禁止する証券取引法第201条の構成要件に該当するのではないかとの疑義があり、また、有価証券の価格は確実に予見し得るものではないことから、刑法上の賭博罪の構成要件にも該当するのではないかとの疑義があるとされており、これらが、我が国において、有価証券を原資産とする店頭デリバティブ取引を行う場合の法的制約となっていました。

することにより、さらに魅力のある投資対象を生み出すことができると考えられます。そこで日本版ビッグバンでは、商法改正等により実現したストック・オプション制度や自社株消却促進のための特例について、こうした観点に沿った積極的な活用策を検討しました。

① スtock・オプション制度の利用拡大 (No. 7)

ストック・オプション制度は、会社の業績向上による株価の上昇が、役員・従業員の利益に直接結び付くことによって、役員・従業員への強力な誘因（インセンティブ）として機能し、これが、株主重視の経営を促し、企業の活性化、ひいては株式市場活性化にも効果をもたらすものと期待されます。そこで日本版ビッグバンでは、平成9年の商法改正によって（限定的な形で）創設されたストック・オプション制度を、より広く導入できる枠組みを設けることを検討しました。

その結果、11年の商法改正で、ストック・オプションの付与者の範囲は一般法人の取締役及び従業員にまで拡大されました。さらに14年の商法改正では、従来の自己株式譲渡型（予め定めた譲渡価格で自己株式を譲り受ける）と新株引受権付与型（予め定めた発行価格で新株を発行してもらう）のストック・オプション制度に代わり、予め定めた発行価格で新株または自己株式を移転してもらう権利である新株予約権制度^{※7}が創設されました。併せて、付与制限者の範囲の撤廃、株式総会の決議事項の簡素化、付与できる株式数の制限（10分の1）の撤廃、権利行使期間の制限（10年）の撤廃等の改善措置が採られました。

② 利益消却のための自己株式取得の促進 (No. 8)

利益消却のための自己株式取得は、ROE（株主資本利益率）の改善による投資対象としての株式の魅力の向上や株式市場における需給のタイト化などに大きな効果があります。さらにROEの改善等を通じ、資本・投資の効率化を促進するほか、余剰資金のある成熟産業から投資意欲旺盛な新規産業への資金の流れのパイプ役をも果たすことから、経済構造改革への貢献も期待されます。

そのため平成6年の商法改正で、定時株主総会の決議により利益消却を行う仕組みが設けられていましたが、その仕組みでは定時株主総会の時には予見できなかった経済情勢や会社の業績等の変化に対応できないという問題がありました。そこで、利益消却を機動的、弾力的に行い得る仕組みを設けるために、9年6月の「株式の消却の手続に関する商法の特例に関する法律（株式消却特例法）」によって、定款を変更しておけば、取締役会決議による利益消却目的

^{※7} 転換社債、新株引受権付社債も新株予約権制度に一本化されました。

での自己株式取得が可能となりました。

さらに10年3月には、株式消却特例法が改正され、資本準備金による消却目的での自己株式取得が可能となり、13年10月の商法及び証券取引法の改正によって、いわゆる金庫株が解禁となりました。この措置により、取得目的にかかわらず、一定の制限（財源規制＋定時総会決議）のもと^{※8}で自己株の取得が可能となりました。また、自己株の保有については、期間、数量等の制限なく可能で、処分については売却処分（取締役会決議が必要、新株発行手続きを準用）、消却（取締役会決議で可能）、代用自己株（合併、株式交換、会社分割）が可能となっています。

（4）株式の投資単位の引き下げ（No. 9）

日本版ビッグバン以前の我が国の株式の投資単位は、国際的にみても高い水準にありました。平成13年4月の緊急経済対策において、個人投資家の証券市場への参入を促進するために、株式投資単位の引下げを機動的に行い得るよう検討を進めました。その結果、13年商法改正で、株主権の保護を図りつつ、機動的な投資単位引下げを図る方策が導入されることとなりました。

この改正によって、(1)会社設立時に発行する株式の発行価格が5万円以上との規制を撤廃、(2)株式分割時に分割後の一株当り純資産額が5万円以上との規制を撤廃、(3)額面株式制度を廃止、(4)単位株制度を廃止し単元株制度を創設、(5)端株券の廃止等の端株制度の見直し等の措置が実施されました。同時に、各証券取引所は「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示に関する規則」を改正し、投資単位引下げに係る上場会社の努力義務を規定しました。

その一方で、大幅な株式分割に伴う小口の大量売買注文によって取引所システムが混乱する事態も発生したことから、東京証券取引所は望ましい投資単位の具体的な水準を5万円から50万円までとして示すとともに、これを踏まえた望ましい投資単位の水準に関する上場規則の見直し（18年12月）において、投資単位の水準を5万円以上50万円未満となるよう、当該水準への移行及び維持に努める規定を整備しました。

（5）DRによる外国株上場等の円滑化（No. 10）

従来、取引所における外国株券の売買取引の決済は、外国株券振替決済制度により口座振替で行われていました。一方、諸外国においては、DR（預託証券）^{※9}の利用が定着していました。そこで日本版ビッグバンでは、投資家保護等の問

^{※8} ただし、株主の株式買取請求権に応じて取得する場合、子会社が保有する親会社株を当該親会社が買い受ける場合の場合などにおいては、定時総会決議は不要となります。

^{※9} 発行会社の株式を本国以外でも流通させるために、預託機関（通常は銀行）が、本国において保管される原株式を見合いに発行する代替証券をいいます。

題に配慮しつつ、外国株式への投資機会の増大、外国企業の上場促進等の観点から、DRの上場を可能とするための措置、及び証券取引法上の位置付けを明確化し、投資家保護を徹底する観点から、DRを有価証券としての位置付けを検討しました。

その結果、平成9年6月に東京証券取引所は「有価証券上場規程等」等を改正し、上場外国株のDRによる流通を導入しました。さらに、10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正によって、DRが有価証券として定義されたことに伴い、東京証券取引所は「業務規程」等を改正し、DRそのものを上場する方式に改めました。

18年末現在、東京証券取引所に上場されているDRは、米国で発行された預託証券(ADR)です。他方、日本で発行されるDRは導入が検討されていますが、18年末時点での事例はありません。

また、18年には、信託法改正により受益証券発行信託が規定されるとともに、金融商品取引法において有価証券として定義されました。

2. 企業の資金調達の円滑化・多様化

(1) 新しい社債商品の導入

公募社債の発行については、平成8年1月に適債基準及び財務制限条項の設定を義務付けるルールが撤廃されたことにより、ほぼ自由化が完了したといえます。また私募社債についても、8年4月に発行上限額及び起債回数の制限が撤廃されており、さらに一定の場合に機関投資家間の転売を即時に行うことが可能となることで、自由化が進んでいます。

社債の商品性については、償還年限に係る制約が取り払われ、多様な償還期間の社債が発行されるに至っています。また、デュアル・カレンシー債（払込み及び利払いの通貨と償還時の通貨が異なるもの）、変動利付債（市場金利に連動して利率が変化するもの）、コーラブル債（発行会社が繰上償還を行い得るもの）等が発行されるなど、その多様化が着実に進展しております。さらに、CPについても、発行適格基準及び償還期間制限の実質的撤廃が行われ、その商品性の多様化が図られています。

そこで日本版ビッグバンでは、刑法、商法等の考え方との関係を調整が必要で、発行が実現していなかった永久債やリンク債などに関して、解釈を明確化することで発行を可能にし、商品の多様化をさらに進めることにしました。

① 永久債(No. 11)

永久債とは、発行会社が存続している間は（すなわち、解散等がない限り）元本を償還しないという内容の社債です。しかし従来の商法では、社債申込書及び社債券面に社債償還の期限を記載することを要求していた^{※10}ため、永久債の償還期限の定め方として「期限なし」という定め方が可能かどうかの法的論点が存在していました。そこで日本版ビッグバンでは、永久債の解釈を明確化させるために、平成9年7月31日に大蔵省から新聞発表を行いました。

すなわち、いわゆる永久債については、社債申込証及び社債券面に「社債償還の期限」として、例えば「会社を清算するとき償還する」というような記載が付されれば、不確定期限の付された社債として商法上適法であると解される、とされました。この措置による永久債の発行例を見ると、永久劣後債の形で銀行により発行されています。

※10 商法

第301条 2 社債申込証ノ用紙ハ取締役之ヲ作り之ニ左ノ事項ヲ記載スルコトヲ要ス

5 社債償還ノ方法及期限

第306条 2 債券ニハ第301条第2項第1号乃至第6号、第9号及第10号ニ掲グル事項並ニ番号ヲ記載シ取締役之ニ署名スルコトヲ要ス

② 株式指数等リンク債の導入 (No. 12)

デリバティブを活用した債券には、リンク債と呼ばれる「日経平均株価などの株価指数に応じて償還価格が変動する」債券や、他社株転換社債（EB債）と呼ばれる「償還時に指定された特定の株の価格によって償還条件が変わる」債券があります。

これらについては、平成7年2月の日米包括協議において、証券取引法第2条の「有価証券」の定義に該当する旨確認されていましたが、刑法の賭博罪や取引所の相場を用いた差金の授受を取引所外で行うことを禁止する証券取引法第201条の構成要件に該当する疑義があることから、いわゆるリーガルリスクがあるとして、国内での販売は行われていませんでした。

そこで日本版ビッグバンでは、10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正によって、有価証券を原資産とする店頭デリバティブ取引の定義付け及び証券会社の業務としての規定がなされました。同時に、リンク債等に係る法制上の取扱いが明確化されることになりました。

③ その他

ア. 適債基準・財務制限条項の廃止

適債基準については、無担保社債の解禁に際し、投資家の自己責任原則が必ずしも十分に確立されていない状況に鑑み、財務内容が一定の基準を満たしている企業のみは無担保社債の発行を認める必要があるとして、昭和54年に起債関係者（銀行・証券会社）間の自主ルールとして導入されました。

しかしながら、厳しい適債基準を嫌い、海外で社債発行を行う我が国企業が増加してきたこと等を背景に国内市場の空洞化が懸念されたこと、適債基準の制約が、企業の機動的・弾力的な資金調達手段を阻害していたこと等から、数度にわたり適債基準の緩和が行われた上、平成8年に適債基準・財務制限条項が撤廃されました。

イ. 大型私募債ルール（通達）の廃止

公募債市場と私募債市場のバランスのとれた発展を図るため、通達により大型私募債に、①転売制限、②買受制限、③直接発行の制限が設けられていました。しかし、その後の公募債市場の急速な拡大によって、公募債市場の育成という大型私募債ルールの目的は十分に達成されました。このような金融環境の変化を受けて、事前予防型の金融行政から事後チェック型への転換並びに通達行政の廃止という観点からも②、③の制限についても①とあわせて廃止する旨が、平成10年2月に通達されました。

ウ. 短期社債（ペーパーレスCP）の導入

従来のCP（コマーシャル・ペーパー）は約束手形とされており、その性質上、権利の発生、移転及び行使に券面を必要としました。このことから、券面作成事務の負担が大きい、また、発行、流通、償還時に資金の受入れ、弁済を即日に行うことが困難等の問題を抱えていました。このような状況を受けて、「緊急経済対策」（平成13年4月6日経済対策閣僚会議）においても、「証券のペーパーレス化や決済期間の短縮等を図るため、社債、CP、国債等について振替制度を創設する等、所要の法整備を図る」とされました。

これらを踏まえて、13年6月に「短期社債等の振替に関する法律」が成立し、14年4月から施行されました。これにより、CPを「短期社債」と位置付けた上で、商法の特例措置を設けるとともに、ペーパーレスの振替制度において、券面の交付により権利移転を行う場合と同様の流通の保護を実現することとなりました^{*11}。

（2）社債発行の円滑化[MTNの利用促進]（No. 13）

MTN（ミディアム・ターム・ノート）プログラムとは、発行会社が証券会社等との間で、あらかじめ定める発行枠の範囲内で社債を反復・継続的に発行することを取り決める契約をいいます。MTNプログラムは、企業の資金調達の円滑化、証券市場の活性化に資するものとして、海外では既に定着していました。しかし、MTNプログラムの国内への導入を図るに当たっては、社債発行を取締役会の決議事項とする商法規定との関係、すなわち、社債発行に当たり取締役会が代表取締役に授権できる範囲を明確化することが必要であることから、導入には至っておらず、日本版ビッグバンでその導入を検討することとなりました。

まず平成9年3月に、大蔵省・法務省新聞発表「居住者国内MTNの導入に係る環境整備について」によって、取締役会による授権の範囲が明確化されたのに続いて、同年6月の「企業内容等の開示に関する大蔵省令」改正で、発行登録追補書類の記載事項が簡素化されました。11年4月には、非公開企業の利用も可能とするために、「企業内容等の開示に関する大蔵省令」が改正され、発行登録制度の利用適格要件が緩和されました。

MTNプログラムの利用促進のための制度整備は継続的に実施されており、14年には（12年証券取引法、13年証券取引法施行令改正を受け）EDINETを利用した発行登録届出書、発行登録追補書類の提出が開始されました。15年4月には、株式移転により完全親会社となった会社が完全子会社の要件を引継ぎ可能とするために、「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、発行登録制

^{*11} 証券決済システム改革（ペーパーレス化）については、資料1「各施策の内容4－（5）－② 社債受渡し・決済制度の導入」（105ページ）も参照。

度の利用適格要件が緩和されたほか、「企業内容等開示ガイドライン」も改正され、E D I N E Tを利用した発行登録書等の提出は効力発生までの待機時間を短縮することとしました。

(3) S P Cの制度整備(No. 14)

S P C (Special Purpose Company、「特別目的会社」とは、特別の目的を達成するために設立される会社を指しますが、近年の金融では多くの場合、流動化(証券化)^{※12}を目的に設立される会社を指します。流動化(証券化)は新しい金融仲介手法として、企業の資金調達手段の多様化や魅力ある投資商品の提供といった観点から、今後の発展が期待される分野です。

債権等の流動化(証券化)に関する法制度は、平成3年の「特定債権等に係る事業の規制に関する法律(特定債権法)」制定以降、数次にわたり整備が行われてきました。しかしながら、流動化(証券化)が円滑に行われるためには、民法上の第三者対抗要件の問題や、特別目的会社(S P C)に対する商法上の問題等の解決が必要とされていました。そこで日本版ビッグバンでは、これらの課題を解決する措置を検討しました。

その結果、10年9月の「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」の施行によって、流動化(証券化)という特定の目的のためだけに存在しうる特定目的会社を、商法上の会社とは異なる新たな法人として創設し、一定の要件の下で税制上の優遇を行うこととなりました。続いて10月には、「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律(債権譲渡特例法)」が施行され、債権譲渡に係る登記制度が導入されました。

さらに、12年11月には、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」が改正され、「資産の流動化に関する法律(資産流動化法)」が施行されたことで、対象資産の拡大、登録制から届出制への移行、最低資本金の10万円への引下げ、会社型に加えた信託型の創設といった制度拡充が行われました。

(4) 上場・公開等の円滑化

証券市場が企業活力の向上に役立っていくためには、企業が証券市場における資金調達を機動的・弾力的に行ない得るようにならなければならないといえます。そこで日本版ビッグバンでは、企業の資金調達がより迅速で円滑になるよう、株式の上場や公開に関する規制やルールを見直す措置を実施しました。

^{※12} 銀行や企業等が所有する債権等(具体的には、住宅ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローン、リース債権など)を証券の形で投資家に販売し、資金調達を行うこと。

① ブックビルディング方式の導入 (No. 15)

従来、株式の新規公開時の公開価格決定は入札方式であり、「一部入札＋配分ルール」^{※13}という方式で行われていました。この方式は、公開価格が一般投資家による入札結果等に基づき決定されるものの、入札が公開株の一部についてのみ行われること等もあり、発行済株式数全体の需給を反映したものとはならず、そのため公開価格が高く設定されがちで、公開後の円滑な流通に支障を来たすことがあるとの問題点が指摘されていました。

他方、公開価格決定の上記以外の方式としてのブックビルディング方式^{※14}は、発行市場だけでなく公開後の流通市場まで勘案した需要の積上げによる公開価格決定が可能となり、株価に対する投資家の信頼感を高めることができると期待されます。そこで日本版ビッグバンでは、証券市場の一層の効率化・活性化が図られる公開価格の決定方法として新たにブックビルディング方式の導入を図ることとしました。

これを受けて、平成9年9月に各証券取引所及び日本証券業協会は、公開価格の決定方法として入札方式に加えブックビルディング方式を導入し、これらの選択を可能としました。なお入札方式に関しては、従来の配分ルールは廃止されました。

② 株式の上場承認の事前届出制への移行 (No. 16)

従来、有価証券、有価証券指数又はオプションを上場しようとするときは、証券取引法上、大蔵大臣^{※15}の承認を受けなければならないとされていました。ところが、このような大蔵大臣による承認手続は取引所による審査に加えて行われているため、上場手続の効率化を図る上で問題となりかねないほか、承認制度の存在自体が行政の予防的な関与に対して過度に依存する傾向をもたらし、投資家の自己責任原則を醸成していく上で障害となるおそれがありました。

そこで日本版ビッグバンでは、株式等の発行市場の効率化・活性化を図る観点から、有価証券の上場手続の簡素化を図ることとし、その一環として大蔵大臣による上場承認手続の見直しを検討しました。その結果、平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正によって、有価証券の上場及び上場廃止については、大蔵大臣の承認制から事前届出制へと移行されました。同時に、各証券取引所でも「業務規程」等が改正され、上場申請にあたっての提出資料が削減されることになりました。

※13 公開株の一部（50%以上）を入札に付し、その落札加重平均価格を参考にして、残株の公開価格を決定した上で残株を募集・売出し、その際、顧客一人当たりの配分株数に対して制限を設けるというもの。

※14 引受証券会社が投資家の需要を積み上げ公開価格を決定する方式で、平成7年から店頭特則市場で採用されていました。

※15 平成9年当時。本項の以下同様。

③ 上場基準の見直し(No. 17)

投資家が安心して投資できる市場であるために、世界各国の証券取引所は企業に対して上場に際しての基準を設けています。しかし、我が国の場合は（数次にわたる見直しを行ってきたものの）その基準が高いために、社歴の長い大企業でないと上場できない状況にありました。そこで日本版ビッグバンでは、魅力ある中堅企業等の更なる上場円滑化のため、上場基準の見直しを課題として取り上げることにしました。これを踏まえて、東京証券取引所^{※16}は平成11年1月に「有価証券上場規程」等を改正し、上場株式数、株式の分布状況、（一株あたりの）株主資本の額、（一株あたりの）利益の額などの上場審査基準を見直しました。

その一方で、その後の経済環境悪化の影響で、経営破綻に至る上場企業が相次ぎました。そのため、投資家の市場に対する信頼の維持・向上を図る観点から、経営状態が悪化した会社や市場の評価を得られなくなった会社については、早期に退場することが求められるようになりました。こうした状況を踏まえ、14年10月に東京証券取引所^{※17}は、上場廃止基準の厳格化を図るため、債務超過基準の厳格化、時価総額基準の新設などを内容とする「株券上場廃止基準」の改正を実施しました。

④ その他

株式等の発行市場の効率化・活性化を図る観点から、提出書類の簡素化を図ることとし、平成9年6月1日の「企業内容等の開示に関する大蔵省令」改正によって、有価証券届出書の様式について、発行登録追補書類の記載事項が簡素化されました。

(5) 店頭登録市場の機能強化

株式店頭登録市場（以下、「店頭市場」という。）^{※18}は、取引所市場と並んで、我が国の制度化された証券市場の一つとして重要な役割を果たしてきていました。21世紀の高齢化社会において我が国経済が活力を保っていくためには、次代を担う成長産業への資金供給がこれまで以上に重要となってくることが予想され、店頭市場はこの面で一層大きな役割を果たすことが期待されています。

このような認識の下、日本版ビッグバンでは店頭市場の機能強化のため、借株制度の導入、信用取引・発行日取引の導入、補完的位置付けの見直し、マーケットメーカー制度の導入、店頭登録基準の見直しといった施策が実施されました。

※16 他の取引所等でも同様の改正が逐次行われました。

※17 他の取引所等でも同様の改正が逐次行われました。

※18 本節の店頭市場とは、平成9年当時のものです。従来の店頭市場は、16年12月に取引所有価証券市場（ジャック証券取引所）へ転換しました。

① 借株制度の導入等 (No. 18)

従来、店頭市場ではその取引の多くが、日本店頭証券（株）に取り次いで売買を成立させる方式（JASDAQシステムを介した売買）で行われ、価格はオークション方式で形成されてきました。しかし、店頭市場では株式の公開後に徐々に売買高が減少し、流動性が低くなるケースが散見され、オークション方式では売買が円滑に行われにくいことが課題となっていました。他方、米国の店頭市場であるNASDAQでは、証券会社が売買価格（気配値）を常時提示するマーケットメイク方式で、取引の円滑化を図っていました。

そこで日本版ビッグバンでは、店頭市場がその特徴を活かしながら、取引所市場との間で健全な競争を行っていくためには、マーケットメイク機能を活用した特徴的な市場を目指す方向性を明らかにすることが望ましいとされました。そのためには証券会社のマーケットメイク機能の拡充が必要であると考え、マーケットメイク機能向上、すなわち証券会社が常時、投資家の店頭株の売り買いに応えることが出来るようにするための環境整備を検討しました。

その結果、平成9年7月の日本証券業協会の規則改正で、店頭市場における借株制度が導入されました。この措置によって、証券会社は発行会社の大株主、機関投資家、及び証券金融会社から株式を借り入れることで、投資家の買い注文に従来よりも容易に対応できるようになりました。

② 信用取引・発行日取引の導入 (No. 19)

従来、店頭市場では投機取引による弊害を懸念して、信用取引ができないことになっていました。また、上場会社が株式分割、株主割当増資、又は公募増資によって新株券を発行する場合、その新株券が発行されるまでの間、割当てを受ける株主は価格変動リスクを負うこととなりますが、そのリスクを回避するために、取引機会の提供（発行日決済取引）が必要とされていました。

他方、前項での指摘の通り、店頭市場は株式の公開後に流通量が乏しくなり、取引リスクが大きくなるケースが散見されていました。そこで、店頭市場が期待された役割を十分に発揮していくために、流通面の改善に向けた措置として仮需給（すなわち、信用取引や発行日決済取引）の導入が検討されました。

その結果、平成9年10月に日本証券業協会は規則を改正し、信用取引及び発行日決済取引を導入しました。また、店頭市場が期待された役割を十分に発揮していくためには、更なる具体的な機能強化策が講じられる必要があることから、日本証券業協会は10年7月に公表した報告書「株式店頭市場改革の方向性」を踏まえて、12年2月には時間外取引を導入し、16年4月には制度信用取引を導入しました。

③ 店頭市場の補完的位置付けの見直し (No. 20)

従来の証券取引法には、投資家保護の観点から、有価証券市場類似施設の禁止という規定がありました。店頭市場については類似施設とはされず、昭和 58 年の証券取引審議会報告においても、取引所市場の補完的機能を果たしていくことが適当であるとされていきました。しかしながら、その後、株価操作やインサイダー取引規制等不公正取引規制も店頭市場に適用されるようになり、店頭市場の市場機能は相当程度強化されてきました。

店頭市場は流通市場において、東京証券取引所第二部市場と匹敵する規模となったため、日本版ビッグバンでは店頭市場の位置付けの見直しを行うこととなりました。そこで、店頭市場が取引所市場の「補完」とされてきた位置付けを見直すことで、両市場間の健全な競争を通じて、全体として公正かつ効率的な市場の実現を図ることとしました。

平成 10 年 12 月の金融システム改革法による証券取引法改正で、日本証券業協会は店頭売買有価証券市場を開設することができると規定され、従来の店頭市場が新たに位置付けられることになりました。さらに 16 年 12 月には、株式会社ジャスダックに有価証券市場開設に係る免許が交付され、店頭売買有価証券市場から取引所有価証券市場へと転換されました。

④ マーケットメーカー制度の導入 (No. 21)

店頭市場が取引所市場との間で健全な競争を行っていくために、マーケットメイク方式をその特徴とすることが検討されました。これを受けて、日本証券業協会は、平成 10 年 12 月の金融システム改革法施行にあわせて、日本証券業協会規則を改正し、登録ディーラー制度の廃止とマーケットメーカー制度の（試験的）導入が実施された。

その後も、段階的に制度整備が行われており、11 年 10 月には、即座に執行できない顧客等からの注文をマーケットメーカーが約定できる段階まで預かることができるようにするリーブオーダー制度が導入されました。そして 12 年 3 月には、JASDAQ マーケットメイクシステムが稼動し、マーケットメーカー制度が本格的に導入されました。15 年 5 月には、マーケットメーカー制度にセントラルブック方式が導入され、顧客の小口注文について市場における最良執行を担保する方策として、小口注文についてはマーケットメイクシステムに委託注文として発注することが義務付けられました。

なお、ジャスダック証券取引所では、20 年 3 月にマーケットメイク制度を廃止し（オークション方式による売買手法に統一）、4 月より新たな流動性向上のための施策として、リクイディティ・プロバイダー制度を導入しています。

⑤ 店頭登録基準の見直し (No. 22)

店頭市場の法的位置付けが取引所市場と並列、競合する関係に改められたこ

とに伴い、市場参加者にとって魅力ある市場として整備、改善する一環として、店頭登録基準の見直しを行なうこととなりました。これを踏まえて、日本証券業協会は平成10年11月に報告書「株式店頭市場の改革に向けて」を公表し、ベンチャー企業等の資本市場における資金調達の途を広げるため、一般企業向け基準とベンチャー企業向け基準の2つの登録基準を設け、会社の実態に合わせて登録基準を選択できるようしました。その後も市場環境の変化に対応し、12年2月と16年1月にも、基準の見直しが行われています。

また、株式公開予定会社の増資（第三者割当）や株式の移動は制限があり、これを公開前規制と呼んでいます。これは株式公開制度の公平性・信頼性を確保するために導入された制度ですが、他方でベンチャー企業の機動的な資金調達を制約する要因にもなっていました。そこで、平成11年7月に公開前規制について、第三者割当増資の制限期間の短縮等の見直しがなされました。さらに13年9月には、割当新株が継続所有されることを条件に上場申請事業年度であっても上場申請を受け付けるといった内容等の規制緩和が実施されています。

（6）未上場・未登録株式市場の整備[証券会社による未上場・未登録株の取扱いの解禁] (No. 23)

店頭有価証券（本邦法人が本邦内において発行する証券取引所に上場されていない株式）のうち、株式店頭市場で売買が行われていない銘柄は、法定開示義務を受けていない銘柄が多く、投資家保護上の問題があることから、日本証券業協会の規則において証券会社の投資勧誘は禁止されていました。

しかし、今後、我が国証券市場が多様な資金調達・運用ニーズに対応していくためには、創業段階のベンチャー企業の資金調達ニーズに適切に対応して、円滑な資金供給を行うとともに、資金運用者に対して当該株式の流通の場を提供し、資金回収の機会を与えていく未公開株式市場の育成が不可欠であるといえます。

そこで日本版ビッグバンでは、平成9年7月に日本証券業協会が規則を改正し、一定の基準^{※19}を満たす企業の株式等を証券会社が気配情報等の報告を継続的に行う場合についてのみ、投資勧誘を行うことを可能としました。これをグリーンシート制度と呼んでいます。しかし、グリーンシート銘柄は取扱証券会社が少なく流動性に欠ける等の問題点も散見されたため、15年2月に日本証券業協会は規則を改正し、価格情報の毎営業日公表と、タイムリーディスクロージャーの導入を実施しました。

他方、投資家保護の観点からは、10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正で、発行開示義務が5億円から1億円に引き下げられています。また、

^{※19} 有価証券報告書（総合意見が適正であるもの）を継続的に提出している会社、または、公認会計士又は監査法人により、証取法監査又は商法特例法監査等が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等を含んだ投資勧誘説明資料（会社内容説明書）の作成が行える会社。

17年4月の証券取引法改正では、グリーンシート銘柄を取扱有価証券として規定し、不公正取引ルールを適用する等の制度変更を行いました。

3. 多様なサービスの提供

(1) 証券会社の専門義務の撤廃 (No. 24)

従来の証券取引法は、証券会社に対して原則として（付随業務・兼業業務は除く）証券業以外の業務を営むことを禁止し、証券業に専念することを義務付けていました。この専門義務は、証券会社と顧客との利益相反の事前防止、専門による証券業務の質の向上を図る目的がありました。その一方で証券市場の活性化のためには、証券会社が投資家や資金調達者と証券市場とを結び付ける機能を十分に発揮し、市場参加者が利用しやすい市場を作ることが必要となってきました。

そのためには、証券会社が自主的な創意に基づいて業務の多角化を図り、顧客ニーズに応じた多様な商品・サービスを提供できなければなりません。つまり、業務の多角化は証券会社の収益源の多様化につながるとともに、我が国証券会社、ひいては証券市場の国際競争力を保持していくことを可能とすると考えられます。

そこで日本版ビッグバンでは、平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正によって、証券会社の専門義務を撤廃しました。これにより、付随業務^{※20}とされるものを除き、リスクが健全性規制（自己資本規制）に的確に反映することが可能と見込まれる業務のうち、証券業と関連があり、証券業と併営することが予想される業務を「その他業務」^{※21}として法令に幅広く規定し、これらを届出によって行うことができることになりました。

業務多角化に関する更なる制度整備としては、13年10月には確定拠出年金の制度変更に対応して「証券会社に関する内閣府令」が改正され、証券会社による確定拠出型年金運営管理業等の兼業（届出制）が容認され、14年7月には「証券会社に関する内閣府令」が改正され、証券会社による信託契約代理業の兼業（届出制）が容認されました。

また14年12月には「証券会社の行為規制に関する内閣府令」及び「金融機関の証券業務に関する内閣府令」が改正され、取引一任勘定取引の範囲が明確化されたことから、金融機関によるラップ・アカウントへの参入が容易になりました。

^{※20} このときに、付随業務の内容が明確化されています。有価証券その他の物品の保護預かり、有価証券の貸借又は貸借の媒介若しくは代理、信用取引に付随する金銭の貸付け（信用取引貸付金）、顧客の一時的な資金需要に応えるための保護預り有価証券を担保とする貸付け（有価証券担保ローン、MMF・中国ファンド等のキャッシング）、有価証券に関する顧客の代理（投資一任契約の締結の代理を含む）、証券投資信託受益証券の収益金、償還金、一部解約金支払の代理、累積投資業務に関する他の証券会社の業務の代理、有価証券に関する情報提供、助言業務（投資顧問業に該当するものを除く）が挙げられました。

^{※21} 具体的には、投資顧問業（助言業・一任業）、証券投資信託委託業、金融先物取引業及び金融先物取引、商品取引受託業、外国為替取引に関連する業務（例えば通貨現物、為替予約、通貨スワップ）、貸金業（付随業務に係るものを除く）、商品投資販売業（商品ファンド）、小口債権販売業（特定債権等）、その他省令で定める業務が挙げられています。

(2) 株式売買委託手数料の自由化 (No. 25)

我が国の株式売買委託手数料は固定手数料体系でしたが、昭和 60 年以降平成 2 年までの間に、国際水準の動向をも勘案し 4 回にわたり引下げが行われました。その後、手数料自由化の方向が打ち出されましたが、その実施にあたっては比較的問題の少ないと思われる大口取引、具体的には売買代金が 10 億円を超える取引部分の手数料についてのみ、6 年 4 月より自由化されていました。

他方、証券市場の効率化及び利用者の利便性向上を図るため、市場仲介者には、資産運用サービスをはじめとする多様なサービスの提供が求められています。そこで日本版ビッグバンでは、このようなサービスの多様化を実現するとともに、取引コストの軽減を図るために、売買代金 10 億円以下の取引部分の手数料についても、固定手数料制を改めていく方向で検討を進めました。

その結果、まず 10 年 4 月に売買代金 5 千万円超の部分に係る手数料が自由化されました。続いて、同年 12 月の金融システム改革法による証券取引法改正によって、手数料徴収強制の条文が削除されました。これを受けて、11 年 10 月に株式売買委託手数料の完全自由化が実現しました。

また、手数料の競争をより一層促進することによりその引下げを図る観点から、投資信託協会によるファンド情報の公表内容が充実化されることになり、各ファンド間の販売手数料については多様化が進みました。しかしながら、同一ファンドに係る販売手数料についての各販売会社間の競争が促進されにくい状況が続いていたため、14 年 4 月に「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、投資信託委託業者の意向に関わらず、販売会社自らが手数料を設定することができる環境が整備されました。

(3) 保険算定会料率の遵守義務の廃止 (No. 26)

損害保険料率算出団体（以下「算定会」）は、損害保険会社を会員として任意に設立される法人ですが、中立的な機関として公正な保険料率の算出を行い、会員である保険会社に提供することにより、損害保険業の健全な発達と保険契約者等の利益の保護に貢献してきました。会員会社は、「損害保険料率算出団体に関する法律」において、算定会が大蔵大臣に届け出た保険料率を使用する義務がある代わりに、当該料率については個別に大蔵大臣の認可等を必要としないこととされており、このような制度は、保険行政に対する補助的な機能を果してきたと考えられます。

しかし、他方において、算定会には事実上すべての元受損害保険会社が加入し、全社が一律に算定会料率を使用することから、現在の算定会制度が、商品の多様化や事業者間の競争に対する制約要因になってきたともいえます。そこで日本版ビッグバンでは、算定会は今後、保険会社の新商品開発等の努力を適切に支援し、

適正な競争の促進に貢献できる機能を主体的に発揮していくとの方向で改革を進めることとしました。その結果、平成10年7月の「損害保険料率算出団体に関する法律」の改正によって、保険算定料率の遵守義務が廃止されることになり、これを受けてリスク細分型保険が登場することになりました。

(4) 資産運用業の強化

今後の証券市場の発展を展望すれば、仲介者に期待される機能として、投資家に対しては個々の投資家の資産運用ニーズを的確に捉えたサービスの充実が、資金調達者に対しては様々な資金調達手段等を駆使した財務構成の最適化等が挙げられます。また、資産運用サービスについては、投資信託委託会社、投資顧問業者といった資産運用業者が、専門家として投資家の期待にこたえられるよう、今後とも一層の運用能力の強化を図ることが重要となります。日本版ビッグバンでは、このような観点から資産運用業の強化に関連する施策を実施しました。

① 外部委託の導入 (No. 27)

投資信託については、認可を受けた投資信託委託業者が自ら信託財産に係る運用の指図を行うことを原則としており、従来、当該投資信託委託業者は、外部の資産運用会社に運用を一任することはできませんでした。他方、投資信託における資産運用力の強化という観点からは、投資対象のグローバル化、運用手法の高度化・多様化に対応した効率的な運用を可能にするべきといえます。

そこで日本版ビッグバンでは、委託会社が運用に対する責任を負うという証券投資信託制度の基本的な仕組みの中で、委託会社が行う信託財産に係る運用指図の一部について外部の資産運用会社への委託を認めることを検討しました。その結果、平成10年12月の金融システム改革法により証券投資信託法が改正され、投資信託に係る運用指示の外部委託が解禁されました。

これにより、海外へ投資するファンドなどは現地のアドバイザーに運用指図の権限を一任できることから、より機動的な運用が可能となりました。もっとも、当該投資信託委託業者は、自らが運用指図を行う全てのファンドについてその権限の全部を委託することは認められていません。なお、運用指図の権限の外部委託を受けた者は、受益者に対する義務や行為規制において、当該投資信託委託業者と同一の規制に服することとなっています。

② 業務規制の見直し (No. 28)

投資家の多様な資産運用ニーズにきめ細かく対応するため、証券業務と関連する資産運用サービスの充実が求められています。資産運用サービスの中でも、米国で行われているラップ・アカウント方式の資産運用サービスは、証券会社

の手数料獲得目的の短期売買の危険が少ないため、投資家のメリットが大きく、また証券会社にとっても営業の多様化につながるというメリットがあると考えられます。

そこで日本版ビッグバンでは、証券会社の業務規制を見直すことにし、その結果、平成10年12月の金融システム改革法により証券取引法が改正され、証券会社に投資一任契約に係る業務の兼業が認められました。しかし、有価証券の自己売買を大量に行っているような証券会社にとっては、当該自己売買に係る書面の顧客への交付が過大な事務負担となるおそれがあること、また証券会社は証券業の他、証券取引法に基づく多様な業務を行っているが、専門義務を課されている投資一任契約に係る業務を兼業すると、これらの業務が行えなくなるおそれがあることから、投資一任契約に係る業務を兼業している証券会社は少数に止まっていました。

このような状況を踏まえ、証券業と投資一任勘定の兼業に係る規制を適正化するため、16年4月に「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」が改正されました。これにより、自己売買に係る顧客への書面開示について、投資者保護のため支障を生ずる事がない体制を整備している場合等には、当該書面を顧客へ交付しないことが可能となり、また証券会社が投資一任業務を営む場合には、届出により証券業以外の業務を兼業することが可能となりました。

③ 信託約款の承認制から届出制への移行 (No. 29)

従来、証券投資信託約款については、証券投資信託における投資者保護を図るため、事前個別承認制をとっていましたが、証券投資信託の機動的な設定にとって抑制要因ともなっていました。そこで日本版ビッグバンでは、投資者保護を図りつつ、手続きの一層の簡素化を進める施策を検討しました。

その結果、平成10年12月の金融システム改革法により証券投資信託法が改正され、ディスクロージャーを拡充した上で、信託約款を事前個別承認制から事前届出制へと移行されました。

(5) 普通銀行による普通社債の発行解禁 (No. 30)

戦後の我が国の金融制度では、設備投資資金不足の中にあって安定的な資金供給を進める観点から、長短分離制度の下、普通銀行は、預金等により資金を調達し、資金運用面では、商業手形割引や短期手形貸付を中心に行い、他方、長期信用銀行は、預金の受入れに代えて長期信用銀行法に基づく債券（以下「金融債」という。）の発行により長期の資金調達を行い、長期資金を供給することとされてきました。

その後、我が国金融の基調が資金不足から資金余剰へと変化するにつれ、国民

の金融商品・サービスの多様化に対するニーズが高まる一方、普通銀行の長期貸出が増加したため、銀行の資金調達面における長期短期の区分の見直しが求められるようになりました。こうした状況の下、我が国においても、これまで各種預金の最長預入期間制限の撤廃等、長短分離制度に係る様々な規制の見直しが行われてきましたが、残された長短分離制度に関する業務上の規制として、普通銀行による普通社債等の発行の禁止等の措置が講ぜられていました。

個人貯蓄の最大限の活用や効率的な資金調達を図り、利便性・効率性が更に高い金融商品・サービスを利用者に提供するため、競争原理を一層活用した制度の構築が求められています。また、普通銀行の長期貸出の増加に対応する長期資金の調達手段の更なる多様化は、普通銀行の一層のリスク回避という面からも必要となります。さらに、普通銀行の市場からの資金調達手段が多様化されることにより、普通銀行に対する市場による監視機能が一層充実することも期待できます。

このような観点から日本版ビッグバンでは、平成11年10月に金融監督庁が事務ガイドラインを改正し、普通銀行による普通社債の発行等を解禁しました。

(6) 金融業者の資金調達の多様化（社債発行等による貸付資金の受入を可能に） (No. 31)

ノンバンクは、「出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律」（以下「出資法」）第2条第3項の規定により、貸付資金に充てることを目的として、社債の発行により不特定かつ多数の者から資金を調達することが禁止されていました。また、CPによる資金調達についても、同項の趣旨を踏まえ、通達により同様の制約がありました。

当該規定の当初の背景としては、大衆投資者の保護を図る必要性とともに、企業部門が資金不足状態にあり、限りある資金を国民経済の発展のために有用に配分することが求められていた戦後の法制定当時において、不特定かつ多数から資金を集めて融資を行うという金融仲介業務は極めて公共性の高いものと認識され、その担い手を銀行等に限定する必要性があったものと考えられます。

しかしながら、今日、商法、証券取引法等による市場ルールや投資者保護のための諸制度が格段に整備され、また、企業部門の資金不足が解消されたことに鑑みると、同項によりノンバンクの融資業務向け社債等の発行を禁止する意義は失われつつあると考えられます。他方で、ノンバンクの社債等による資金調達を自由化することについては、金融仲介チャネルの多様化による経済全体の資金配分の効率化や市場による監視機能の導入による金融システムの透明化、安定化等のメリットがあると考えられます。

このような観点から日本版ビッグバンでは、平成11年5月の「金融業者の貸付業務のための社債発行等に関する法律（ノンバンク社債法）」によって、ノン

バンクの社債発行等による貸付資金の受入が解禁されました。なお、社債発行等による貸付資金の受入は、一定の財産的基礎（最低資本金基準：政令により 10 億円）、人的構成等を要件として内閣総理大臣の登録を受けた法人である金融業者のみ可能となっています。また、証券取引法に基づく有価証券報告書等に、融資業務の特殊性に対応した貸付状況等の項目を明確に表示するための会計の整理を義務付ける等、ディスクロージャーが強化されています。

(7) 証券会社の原則登録制 (No. 32)

昭和 43 年に導入された証券会社の免許制は、投資家保護及び証券市場の健全な発展を図ることを目的として導入され、証券不況の中で信頼を失いつつあった証券市場の信用の回復に大きな意義がありました。しかしながら、国際的にみて効率的かつ競争力のある証券市場を作るためには、証券会社等の仲介業者についても、市場原理に基づく競争が重要であり、参入・退出をより一層自由化することが必要となります。

このような観点から日本版ビッグバンでは、平成 10 年 12 月の金融システム改革法により証券取引法が改正され、証券業への参入が免許制から原則登録制へと移行しました。ただし、業務の専門性が高く、高度のリスク管理が求められる、有価証券の元引受業務、有価証券店頭デリバティブ業務、私設取引システム（PTS）については、認可制としました。

(8) 投信委託業者の免許制から認可制への移行 (No. 33)

証券会社と同様に投資信託委託業者などの資産運用会社についても、市場原理に基づく競争が重要であり、参入・退出をより一層自由化することが必要となります。ただし、資産運用サービス業が投資家の資産に重大な影響を与える可能性のある専門性の高い業務であることから、財務・経営の健全性が確保されていること、業務の遂行に当たって受益者本位の運用が確保されることなどが求められます。

このような観点から日本版ビッグバンでは、平成 10 年 12 月の金融システム改革法により証券投資信託法が改正され、投資者保護を図るための適格性を確保した上で、投資信託委託業への参入が免許制から認可制へと移行しました。

(9) 証券子会社・信託子会社の業務範囲制限の撤廃 (No. 34)

平成 5 年 4 月の金融制度改革法施行以来、業態別子会社による証券業への参入については、制度改革の円滑な実施を図る観点から、漸進的・段階的に参入を推進していくこととされていました。そのため、証券子会社の当初の業務範囲としては、エクイティもの（転換社債、ワラント債、ワラント）の流通業務、株価指

数先物・株価指数オプション取引、及び株の発行流通業務が除かれていました。同様に信託銀行子会社についても、金銭の信託等の一部（貸付信託・年金信託・合同金銭信託・特金・指定単）及び不動産売買・貸借の媒介に係る業務を除くこととされてきました。

しかし、幅広い業務分野において金融機関間の競争を促進するとともに、各金融機関が利用者の多様なニーズに対応できるようにする必要のあることから、日本版ビッグバンでは、証券子会社、信託銀行子会社の各業態別子会社の業務範囲制限を撤廃する方向での検討を進めました。その結果、9年10月及び11年10月に、「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（金融制度改革法）附則（第19条）」が改正され、銀行系証券子会社の業務制限が撤廃されたほか、金融監督庁の「事務ガイドライン」が改正され、信託銀行子会社に業務制限が撤廃されました（ただし、併營業務を除く）。

他方、多様な投資家の幅広い市場参加を促進するために、販売チャネルの多様化を図る観点から、14年9月に「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」が改正されると同時に、金融庁の「事務ガイドライン」が改正され、銀行等と証券会社の共同店舗の促進が図られました。これにより、店舗の共用制限が撤廃される一方で、誤認防止措置^{※22}が明確化されました。また、有価証券の販売チャネルの拡充を図る観点から、15年6月に証券取引法が改正され、協同組織金融機関による書面取次ぎ業務が解禁されました。

さらに、証券の販売分野におけるチャネル機能を拡大する観点から、16年4月に証券取引法が改正され、証券仲介業制度が導入されました。併せて、当該業務への新規参入を促進する観点から、16年6月の証券取引法が改正され、同年12月から銀行等による証券仲介業務が解禁されました。

（10）保険会社の子会社形態での銀行業務への参入（No. 35）

平成5年の金融制度改革においても、保険会社と金融他業態との子会社を通じた相互参入は実現していませんでした。これは、リスク管理、利益相反行為による弊害の防止、事業の健全性維持、競争条件の公平性等の面で問題が多いとされたことからの措置でしたが、日本版ビッグバンでは、幅広い業務分野において金融機関間の競争を促進するとともに、各金融機関が利用者の多様なニーズに対応できるようにする観点から、保険会社と銀行等の子会社形態による相互参入の検討を進めました。その結果、10年6月の金融システム改革法による保険業法・銀行法・長期信用銀行法改正によって、保険会社と銀行等の子会社形態による相互参入が解禁されました。

^{※22} 窓口の区別、業務主体の表示など、適切な措置を講じること。顧客に対して、証券会社が銀行等と別法人であること、証券会社が提供する商品・サービスは銀行等が提供しているものではないことを十分に説明すること。

(1 1) 銀行による保険の窓口販売 (No. 36)

銀行等の預金取扱金融機関（以下、銀行等）による保険販売については、販売チャネルの多様化、効率化等が図られるとともに、ワンストップ・ショッピングのニーズにも対応し、利用者利便の向上につながると考えられます。その一方で、銀行等がその優越的地位や影響力を行使することにより、顧客保護、競争条件の公平性確保等の観点から弊害が生じるおそれ、あるいは、預金・決済等により得た情報を流用するおそれも指摘されました。

そこで日本版ビッグバンでは、銀行等による保険の窓口販売については、適正な販売を確保し、保険契約者の保護を図るため、段階的に解禁することとしました。まず、平成12年の保険業法改正によって、13年4月から銀行等による住宅ローン関連の信用生命保険・長期火災保険・債務返済支援保険（信用生命保険については、引受保険会社が子会社又は兄弟会社である場合に限る）、及び海外旅行傷害保険の販売が解禁されました。続いて、14年10月には、保険業法施行規則の改正によって、銀行等による保険窓口販売が可能な保険商品の対象が、個人年金保険・財形保険・年金払積立傷害保険・財形傷害保険に拡大されたほか、住宅ローン関連の信用生命保険に係る引受保険会社の限定が解除されました。さらに、17年12月には、新たな弊害防止措置を講じた上で、一時払終身保険等を先行解禁し、その後2年間、銀行等による保険募集の実施状況等のモニタリングを行い、新たな弊害防止措置の実効性を確認して、全面解禁に移行することとされました^{※23}。

(1 2) 持株会社の活用 (No. 37)

従来、独占禁止法は純粋持株会社を禁止していたため、金融持株会社は存在していませんでした。しかし、平成9年の独占禁止法改正によって純粋持株会社が解禁されたことで、日本版ビッグバンにおいても、金融持株会社（銀行、信託、保険、証券を子会社に持つ純粋持株会社）の解禁を検討することとなりました。

持株会社の解禁によって、分社化を通じた専門化・高度化した金融サービスの提供が可能となるとともに、持株会社の傘下で金融業務を営む子会社間における相乗（シナジー）効果の発揮も期待できます。さらに、金融分野での競争の促進と金融機関経営の効率化によって、利便性や資産運用の効率性を高めるような金融サービスの開発・提供が促進され、利用者利便の向上に資すると考えられます。

その一方で、業務の多角化によって、潜在的な利益相反が広がること、競争条件の公平性が損なわれることが懸念されます。こうした弊害を防止する観点から、持株会社の子会社間における役職員兼任禁止、抱き合わせ（例えば、貸出業務と証券引受業務）行為禁止等の措置も必要となります。このような検討を踏まえて、

^{※23} 平成19年12月22日、銀行等による保険商品の窓口販売が全面解禁されました。

いわゆる金融持株会社関連2法^{※24}による制度整備が行われ、10年に金融持株会社の設立が可能になりました。

※24 「持株会社の設立等の禁止の解除に伴う金融関係法律の整備等に関する法律」および「銀行持株会社の創設のための銀行等に係る合併手続の特例等に関する法律」の総称。

4. 効率的な市場の整備

(1) 取引所取引の改善と取引所市場のあり方の見直し

近年の市場においては、機関化現象の進展、通信・情報技術の発達、証券取引の国際化の進展等の環境変化が起こっています。日本版ビッグバンでは、市場間競争の促進という観点から、また我が国証券市場を、国際的に見て利用者にとって魅力あるものとしていくために、取引所市場の効率化を進めていく施策を実施することにしました。

① 取引所内取引システムの改善 (No. 38)

立会市場における売買は、時間優先及び価格優先の原則の下に競争売買で行われており、小口取引を大量に成立させるのに適しています。しかし、機関化の進展や金融テクノロジーの発達により、従来の取引方式では売買注文需給関係等から、場合によっては円滑な取引成立が困難となる状況が生じるようになってきました。具体的には、ポートフォリオの組み替えなどにより行われる株式の大量一括発注の際に、一時的な需給の不均衡が発生して取引を円滑に執行できない状況や、パッシブ運用を行うために複数の銘柄を一つの集合として扱うバスケット取引が、同時刻に執行されないことにより、指数とのエラーが発生するなどの問題があります。

こうした問題を解決するため、日本版ビッグバンでは、取引所内における取引システムの改善を検討しました。その結果、東証は平成9年11月に「立会外取引に関する業務規程及び受託契約準則の特例」を施行し、立会外の大口・バスケット取引（対当取引^{※25}）を認めることとしました。なお同様の制度を、9年12月に大証・名証、10年8月に札証、14年4月に福証がそれぞれ導入しています。

その後、東証が10年6月に電子取引システムの稼働を開始したことで、対当取引だけでなく異なる証券会社間の立会外取引（T o S T N e T - 1）が可能となったほか、同年8月には（特に個人投資家向けの）売買立会の終値による終値取引（T o S T N e T - 2）も可能となりました。大証でも、上述の立会外取引（立会外大口対当取引、立会外バスケット取引、立会外終値取引）のほか、11年1月に電子取引システムのJ - N E T市場を開設しています。

また東証は、売買執行の迅速化・効率化を通じてより一層の機能強化が実現されるとの判断から、売買取引を完全システム化（約定処理含む）することを決定し、12年7月に株式新売買システムを稼働させました。これによって、従

^{※25} 証券会社内で同一の条件の売注文と買注文を付け合せる取引。

来の株式売買システム^{※26}と立会場事務合理化システムが統合・リプレイスされ、東証上場全銘柄が約定処理を含め完全システム化されました。このほか、東京金融先物取引所が15年4月に新システムを稼働させています。

② 証券取引所の合併規定の整備等 (No. 39)

日本版ビッグバンで実施される「取引所集中義務の撤廃」（次節参照）は、取引所のあり方、特に地方取引所のあり方に対して大きな影響を与えることが予想されます。各地方取引所はそれぞれ独自性を発揮し、創意工夫による効率的なサービスを提供する努力が求められることとなります。その一方で、地方取引所の売買高が一層減少し、取引所としての価格形成機能の喪失がより顕著になる事態も予想されます。

そこで日本版ビッグバンでは、証券取引所の再編を想定した制度整備を検討することにしました。その結果、10年12月の金融システム改革法によって、証券取引法が改正され、証券取引所の合併規定が整備されました。この措置を受けて、12年3月に広島・新潟の両証券取引所が東証に、13年3月に京都証券取引所が大証に吸収合併されることになりました。これに伴い、これまで東証、大証、名証が他の証券取引所に配慮して、各取引所規則で課してきた「テリトリー規制」^{※27}は12年7月に撤廃されました。

③ その他

情報通信技術の飛躍的な発展や、金融商品取引の一層のグローバル化等を背景に、国内外における市場間競争が活発化しており、我が国証券取引所についても、市場利用者の多様なニーズに応え、魅力あるサービスを提供することが一層強く求められています。

こうした状況の下、証券取引所の対応力を高め、国際競争力を確保するとの観点から、10年12月の金融システム改革法で証券取引法が改正され、取引所による2以上の市場開設が容認されました。この措置に伴い11年1月に大証は、市場における機関化現象の進展、注文の大口化やバスケット化等に伴う即時一括執行、取引の匿名性等のニーズに対応するため、電子取引システムを用いた相対取引を行うJ-NETを開設しました。

また、様々な環境変化や市場利用者の多様なニーズに適切に対応して、迅速な意思決定を行うこと、市場間競争においてシステム投資が極めて重要となっ

^{※26} 東証一部上場銘柄のうち流動性の高い上位250銘柄を除く東証上場全銘柄を対象とし、約定処理を除きシステム化され、昭和60年1月に稼働しました。その後63年4月に、東証一部上場銘柄のうち流動性の高い上位250銘柄を除く東証上場全銘柄へ対象が拡充されました。

^{※27} 「取引所周辺外企業」については、他取引所への既上場要件を課し、「取引所周辺外企業」が他の取引所に上場を行わず当該取引所のみを上場申請を行ってきた場合には、これを受理しないこととしていました。本規制撤廃後は、新規上場申請者が証券取引所を自由に選択できるようになりました。

てきています。そこで、多様な方法により資金を調達すること等を可能にするため、12年12月に証券取引法と金融先物取引法が改正され、証券取引所および金融先物取引法の組織形態として従来の会員組織に加え株式会社形態も容認されました。この措置に伴い、13年4月に大証、同年11月に東証、14年4月に名証、16年4月に東京金融先物取引所が株式会社への組織変更を行っています。16年12月に店頭登録市場から証券取引所市場へ移行したジャスダックも株式会社となっています。また、16年の証券取引法及び金融先物取引法の改正では、取引所の持株会社形態が容認されています。

さらに同改正において、我が国取引所について国際競争力の強化と取引の流動性の向上を図る観点から、外国取引所による国内への端末設置が可能となっています。この措置に伴い、16年4月1日にCME（シカゴ・マーカンタイル取引所）の端末（GLOBEX）の設置が認可されました。

このほか、外国為替証拠金取引に基づく被害の拡大を防止する観点から、17年7月に金融先物取引法が改正され、外国為替証拠金取引業者等について登録制が導入されたほか、広告や勧誘に関する規制、および最低資本金制度、定期的な情報開示義務などの業者に対する規制が整備されました。

（2）取引所集中義務の撤廃（No. 40）

取引所有価証券市場における取引は競争売買によって行われており、それが円滑かつ公正に行われるためには、市場が需給の厚みを持つことが必要となります。そこで、需給を一カ所に集中させるために、各取引所の定款には取引所集中義務が定められていました。

しかし、市場における機関化現象の進展に伴い、株式注文の大口化やバスケット化が進む等投資家の取引ニーズが一層多様化してきていることから、取引所取引だけではこれらのニーズに十分に答えられないことが明らかになってきました。取引所と取引所外の市場との間で競争が促進されれば、我が国市場全体の効率性が高まり、国際的にも魅力が向上すると考えられます。

そこで日本版ビッグバンでは取引所集中義務の見直しを検討することとなりました。その結果、10年12月に各取引所が定款を改正し、取引所集中義務が撤廃されました。また、17年4月には証券取引法が改正され、証券会社は有価証券の売買等に関する顧客の注文について、最良の取引の条件で執行するための方針及び方法を定めなければならないこととなりました。

（3）PTSの導入（No. 41）

従来、我が国においては取引所集中義務によって、非会員証券会社を含めて上場株式等の需給は全て取引所に集約されてきました。日本版ビッグバンで取引所

集中義務が撤廃されると、証券会社及び投資家等によるPTS（私設取引システム）^{※28}の開設が予想されるため、新たな取引形態に関しても、取引の公正性が確保できるよう法的な手当てを整備する必要が生じました。

そこで日本版ビッグバンでは、対応策の検討を進めた結果、平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正で、PTSを証券業との位置付けで導入し、PTS業務を行う場合は認可を必要とすることにしました。これは、新たな取引システムは基本的に取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないと考えられるので、取引所ではなく、証券業として整理することとしたためです。

ただし、不公正取引を防止する観点から、証券会社としての規制に加え、取引が行われる場としての性質に応じた最低限のルールは課されることとなっています。また、この措置を講じられたものについては、証券取引法上において開設を禁止している「有価証券市場に類似する施設」には該当しないと法律上明確にされました。

当初、PTSは高い価格形成機能を有しないよう規制されていました。そこで金融庁は、12年11月に「私設取引システム（PTS）開設等に係る指針」を公表し、PTSの開設に係るルールを策定しました。これを受けて、同年12月には「証券取引法第二条に規定する定義に関する総理府令」が改正され、PTS業務における売買価格の決定方法の拡充、取引の公正確保のためのルールの整備、認可基準・定期報告等の見直しがされています。さらに、市場間競争の促進による投資家の利便性の向上を目指すために、17年4月に証券取引法が改正され、PTSにおける価格決定方法に競売買による方法が追加されました。

（4）貸株市場の整備（No. 42）

これまでの我が国における貸株は、証券金融会社による信用・貸借取引制度を中心として行われています。この制度は、個人投資家を主たる対象とした信用取引の円滑な運営を念頭に置いて構築されているものであり、市場に厚みを与え、株式の円滑な流通に寄与しています。しかし近年では、この枠組みに納まらない貸株・借株ニーズが出現してきており、このようなニーズに対応していくことが証券市場の一つの課題となっていました。

そこで日本版ビッグバンでは、まず、証券会社による機関投資家等からの借株や証券会社間の貸借の自由化を検討しました。その一方で、貸株市場の整備によって、信用・貸借取引の枠外における貸株が増加した場合を想定し、従来から信用・貸借取引制度を運営してきた証券金融会社の業務について見直しを行い、経営の自由度を高めていくことを検討しました。

^{※28} 伝統的な取引所とは異なる私的な組織が電子的技術を活用して取引サービスを提供する取引システム。

その結果、平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正で、証券金融会社の業務が自由化され、株券貸借業務実施の承認が不要化されることになりました。併せて、日本証券業協会でも「株券等の貸借取引の取扱いについて」を施行し、株券貸借取引に係る規程の制定を行っています。

(5) 証券取引・決済制度の整備

証券決済制度は、証券市場全体に関わる極めて重要なインフラといえます。特に近年、決済リスクに対する認識の高まりを反映し、証券決済制度の効率性、安全性の高さが各国証券市場の競争力を左右する重要な要素となっています。そこで、我が国証券市場の競争力を高めるためには、証券決済制度の一層の整備が喫緊の課題となっています。

欧米では、いわゆるフェイルのルール化（決済遅延が生じた場合の当事者間における事後処理方法のルール化）が債券取引及び決済の円滑化・効率化に寄与しているといわれています。そこで我が国でも、即時グロス決済（RTGS）方式の導入、DVP化の一層の推進等、所要の条件整備を行った上で、フェイルのルール化が図られることとなりました。

このような背景のもとで、日本版ビッグバン及び平成13～16年度の証券決済システム改革で、集中的に証券決済システムの整備が行われました。

① システム売買の拡充 (No. 43)

我が国においては昭和50年代後半に、一部の銘柄を対象に約定処理を除いた取引がシステム化され、その後対象銘柄を段階的に拡大してきました。他方、海外の取引所では、通信・情報処理技術の高度化に対応して、証券取引の注文発注・執行の効率化を進められています。

そこで日本版ビッグバンでは、取引所として事務処理の合理化・効率化を図り、国際競争力を高める観点から、立会場のあり方の見直しを含め、システム化を一層進めることを検討しました。

その結果、平成11年5月に東証、同年7月に大証、12年8月に札証及び福証、同年9月に名証が、売買取引を完全システム化（ただし、福証は単独上場銘柄売買取引をシステム化）されました。

② 社債受渡し・決済制度の導入 (No. 44)

証券決済システムは、証券取引のグローバル化の下で証券市場の国際競争力を左右する基盤であるといえます。我が国の社債受渡し・決済制度については、平成8年11月の株式会社債券決済ネットワークの設立、及び9年12月のオンライン・ネットワーク稼働により、売買から決済までの時間の短縮、日銀ネッ

トとの連結等による合理化が実現していました。

しかしながら、我が国の証券決済法制は、有価証券の種類ごとに法律関係や手続が異なる複雑な仕組みとなっていました。また、金融機関等の破綻を契機とした決済リスクに対する意識の高まりから、更なる決済期間の短縮と（盗難・紛失）リスクの削減のためのペーパーレス化も求められるようになりました。そこで、証券決済システムをより安全で効率性の高いものにするために、証券決済法制の統一とペーパーレス化に取り組むこととなりました。

まず、「短期社債等の振替に関する法律」（13年6月成立、14年4月施行）によって、CPについてペーパーレス振替法制が整備されました。証券決済システム改革法（14年6月成立、15年1月施行）によって、ペーパーレス化は社債・国債等まで対象範囲が広がられました。さらに株式等決済合理法（16年6月成立）によって、ペーパーレス振替法制の対象に株式も含まれることになり、21年までに実施される予定です。これらの措置で、証券決済法制の統一とペーパーレス化が実現することになります。

このほか、証券決済に関わる組織も整備されています。「株券等の保管及び振替に関する法律」改正（13年6月成立、14年4月施行）によって、証券保管振替機関の組織形態の見直し（株式会社化）が行われました。15年1月には、証券取引法の改正により、清算機関の法的位置付けが明確化されました。株式会社日本証券クリアリング機構が有価証券債務引受業を開始し、同月末には、日本銀行の国債振替決済システムが稼動したほか、3月には証券保管振替機構の短期社債振替決済システムが稼動しています。また16年4月には、株式会社ほふりクリアリングが有価証券債務引受業を開始しています。

③ 保振機関から発行会社への実質株主の通知の拡充 (No. 45)

我が国においては、有価証券の保管振替決済制度すなわち株券等の受渡しについては、「株券等の保管及び振替に関する法律」（昭和59年5月成立、59年11月施行）によって制度化され^{※29}、60年5月に財団法人証券保管振替機構が指定機関となりました。その後、平成3年10月に東証上場50銘柄、4年4月に大証上場全銘柄、4年7月に名証上場全銘柄、同年10月にその他の証券取引所全銘柄及び店頭（現JAS）銘柄が口座振替の対象となり、保管振替が実現しました。

証券保管振替機構は、預託されている株券について、株主名簿上機構の名義に書き換えたうえで、参加者からの報告に基づき、決算期末等の権利確定日における顧客を実質株主として発行会社に通知し、発行会社は、この通知に基づいて実質株主名簿を作成するとともに、実質株主に対して直接、配当金の支払

^{※29} 昭和46年から行われていた東証の株券振替決済制度が、その基盤となっています。

い等を行うこととなっています^{※30}。

証券取引の電子化を進め、これらの実現を図る観点からすれば、決済のペーパーレス化の実現が不可欠といえます。日本版ビッグバンではこうした観点から、保管振替制度の一層の利用促進を図る措置を検討しました。その結果、10年12月の金融システム改革法によって、「株券等の保管及び振替に関する法律」が改正され、11年度から、中間期末における保振機関から発行会社への実質株主の通知が制度化されました。なお、14年6月には、証券保管振替機構は財団法人から株式会社に転換しています。

(6) 一括清算ネットティングの整備 (No. 46)

近年、デリバティブ取引等が急速に拡大する中で、取引の一方当事者が倒産した場合等に、一定範囲の取引から生じる履行期や通貨等を異にするものを含む全ての債権・債務を一括してネットアウトし、一本の残額債権を成立させる旨をあらかじめ取り決めておく、いわゆる「一括清算ネットティング契約」の採用が世界的に一般化しています。こうした契約は、取引相手方の経営破綻の影響を最小限のものに止めつつデリバティブ取引等を拡大する方策として、有効なものと考えられます。

しかし、このような一括清算ネットティング契約に関しては、我が国においても倒産法制上有効なものであると解されているものの、これまで判例がないことを理由として、法的有効性に対する疑義が完全には払拭されていないとの指摘もありました。

そこで日本版ビッグバンでは、金融システムの健全性の確保を徹底するとともに、我が国におけるデリバティブ取引等の金融取引の拡大と市場の活性化を図る観点から、こうした懸念を払拭するために、法的有効性を明確化させるための立法措置を検討しました。その結果、平成10年12月に「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」が施行され、一括清算ネットティング契約の法的有効性が明確化されました。

^{※30} 預託されている新株予約権付社債券の元利金については、機構が一括して請求を行い、元利金支払期日が到来した時点の顧客に対して、参加者を通じて元利金が支払われることになっています。

5. 公正取引の確保等

(1) 公正取引ルールの整備・拡充

市場の公正さ、透明性の確保は、自主的な投資判断を促す上での前提といえます。今後、新たな商品やサービスが開発・導入され、取引が高度化・複雑化していく中においては、投資家にとって信頼され得る市場とするために、公正取引ルールの整備を進めていくことは極めて重要となってきます。

そこで日本版ビッグバンでは、市場の公正性、透明性の確保の観点から、証券会社の業務範囲の拡大、インターネットを始めとする電子取引の利用の拡大、有価証券関連店頭デリバティブ取引の導入等に見られる取引形態の多様化等の環境変化に対応して、利益相反行為の防止、相場操縦禁止やインサイダー取引禁止等について、関連するルールを整備・拡充しました。

① 新商品導入等に対応した公正取引ルールの整備等 (No. 47)

平成 10 年 12 月の金融システム改革法によって、有価証券店頭デリバティブ取引が導入され、また取引所集中義務が撤廃されました。こうした新商品導入等の環境変化に伴って、不公正取引規制についても見直しが行われました。その結果、証券会社の業務範囲の拡大や取引形態の多様化に対応するため、行為規制（フロントランニングの禁止の明確化等）が拡充されることとなりました。

さらに、16 年 2 月には証券取引法施行令が改正され、証券会社の最良執行義務が導入されました。同時に「会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令」が改正され、インサイダー取引規制に係る公表措置が見直されました^{※31}。

② 空売り規制の見直し (No. 48)

証券取引法の制定当初から、「有価証券を有しないでもしくは有価証券を借り入れて、その売付けをする」いわゆる空売りを、原則禁止とする規定が置かれていました。その後、昭和 40 年に証券取引法施行令が制定されたことで、「有価証券を有しないで、その売付けをする」空売りについて、具体的な規制が実施されることになりました。

ただし、「有価証券を借り入れて、その売付けをする」空売りが、バブル崩壊後の急激な価格下落の一因になったとの指摘から、平成 10 年 12 月の金融シス

※31 平成 19 年 9 月には業者が有価証券・デリバティブ取引の「販売・勧誘」などを行う際には、例えば、標識の揭示義務、広告規制、契約締結前の書面交付義務、契約締結時の書面交付義務のような行為規制（販売・勧誘ルール）を遵守しなければならない旨を定めました。また、「銀行法」「保険業法」などにおいて、投資性の強い預金・保険などの「販売・勧誘」業務については、「金融商品取引法」と基本的に同等の利用者保護規制（販売・勧誘ルール）を適用されることしました。

テム改革法による証券取引法改正によって、空売りの定義が拡充され、「有価証券を借り入れて、その売付けをする」空売りも禁止されることになりました。

しかし、一部証券会社に空売り規制違反が見られたことを受け、金融庁は13年12月に「空売りへの総合的な取り組みについて」を発表し、監督上の対応（空売り規制違反や作為的相場形成に対する厳格な処分の実施）、監視上の対応（証券取引等監視委員会による空売り規制違反に対する重点的な検査等の実施）、規制上の対応（信用取引に対する空売り規制の適用（明示・確認義務））を実施しました。

14年2月には、空売り規制等の見直しの一環として、証券金融会社等が信用・貸借取引の見直しを実施し、貸株注意喚起銘柄等に係る最低入札料率の設定、貸借取引貸株料の導入を実施しました。同年3月には、証券取引法施行令が改正され、空売り価格ルールの見直しが行われたのに続いて、9月には「有価証券の空売りに関する内閣府令」が改正され、信用取引に空売り価格ルールが導入されました。

（2）罰則の強化等

これからの証券市場において、証券会社をはじめとする市場参加者に自由な活動を保証する観点から、行政は一般的な事前予防的な規制から事後監視的な規制への一層の転換を図っています。事後監視的な行政への転換により、証券会社の業務内容や取引形態は格段に多様化すると予想されますが、このような証券市場における自由度の高まりは、サービスの多様化をもたらす一方で、証券会社等による新たな利益相反的行為や法令違反行為等を増加させる可能性もあります。

そこで日本版ビッグバンでは、自由化された証券市場において公正な競争を確保するため、今まで以上に明確かつ合理的な市場ルールを整備し、ルール違反に対する処分・罰則の適用を厳格に行うこととしました。

① インサイダー取引等の罰則強化 (No. 49)

インサイダー取引については、昭和63年の証券取引法改正によって、刑事罰が課されるようになりました。日本版ビッグバンでは公正な市場の確保という観点から、証券取引法の行為規制違反に対する罰則について再検討を進め、中でもインサイダー取引について、罰則の強化を図ることとしました。この結果、平成9年12月の「罰則整備のための金融関係法一部改正法」によって、証券取引法が改正され、相場操縦等の不公正取引、有価証券報告書虚偽記載等の企業内容の開示義務違反、金融機関等の検査忌避等の罰則が強化されました。

また、平成18年7月から、利用者保護を徹底し、取引の公正性・透明性を確保し、市場に対する国民の信頼を確保する観点から、開示書類の虚偽記載や

不公正取引などについて、証券取引法の罰則の法定刑の水準が引き上げられました。^{※32}

② インサイダー取引等による不正利得没収規定の整備 (No. 50)

平成10年12月の金融システム改革法によって、証券取引法が改正され、相場操縦やインサイダー取引等の不公正取引によって得た財産の没収・追徴制度が導入されました。

(3) 利益相反防止に関する行為規制の整備 (No. 51)

従前より証券取引法は、不当な勧誘や損失補填等の禁止等の証券会社の禁止行為を定めるとともに、不正取引、相場操縦、インサイダー取引等の証券市場における禁止行為を定めています。しかし日本版ビッグバンでは、証券市場の自由化に応じた公正な競争の確保という観点から、これらの行為規制の要件及び罰則等について、所要の見直しを進めました。

平成10年12月の金融システム改革法によって、証券会社のディーリング業務はブローカレッジ業務の補完的なものとする旨の免許の条件が廃止されました。この規制緩和に伴い、ディーリング業務とブローカレッジ業務との利益相反が発生することが懸念されます。そこで、これを防止するため、顧客から取次注文を受けた場合に、その注文よりも先に成立させることを目的として自己売買を行うこと（フロントランニング）を禁止することとしました。フロントランニングの禁止については、以前から、証券取引所の規則においても規定されていましたが、これを証券取引法において明確に規定することとしました。

さらに、16年12月には、「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」が改正され、顧客に関する非公開情報の親子法人間における授受の禁止規定等の証券仲介業に係る行為規制等が整備されました。また「金融機関の証券業務に関する内閣府令」が改正され、証券仲介業務に従事する者と融資業務に従事する者の間における非公開情報の授受の禁止規定等の登録金融機関による証券仲介業に係る行為規制等が整備されました。

(4) 紛争処理制度の充実[あっせんの法制化] (No. 52)

日本版ビッグバン以前、証券会社と顧客との紛争処理については、行政による仲介及び日本証券業協会の苦情処理の規定が証券取引法に置かれており、これに基づいて日本証券業協会が定款であっせん・調停制度を定めていました。

日本版ビッグバンによる証券市場の自由化が進むと、勧誘に当たって、適合性

^{※32} なお、平成17年4月から、不公正取引（インサイダー取引、相場操縦、風説の流布又は偽計）、有価証券届出書等の虚偽記載（発行開示義務違反）等の違反行為に対して、行政として適切な対応を行なう観点から、規制の実効性確保のための新たな手段として、現行の刑事罰に加え、違反者に対して金銭的負担を課す課徴金制度を導入しました。

原則に十分配慮するとともに、取引内容の説明等を徹底させることがますます重要になる一方で、顧客と証券会社間の民事的な紛争が増加する可能性も拡大します。他方、証券市場の自由化で先行する米国や英国においては、顧客と証券会社との間の紛争を早期に処理するために、自主規制機関による仲裁制度が幅広く利用されており、民事的な紛争の処理に大きな役割を果たしています。

このような背景を踏まえ、日本版ビッグバンでは、証券取引に関連する紛争処理の制度について、自主規制機関のあっせん等を法制化し、当事者間の和解のための処理スキームをより一層充実させていく観点から、平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正で、行政による仲介を廃止し、日本証券業協会によるあっせんを法制化しました。

その後、金融審議会金融分科会第一部会は、ホールセール・リーテイルに関するワーキング・グループで「金融分野における裁判外紛争処理制度の整備について」検討を重ね、12年6月に報告書をまとめました。この内容は同月に、宮沢大蔵大臣（当時）に手交された金融審議会答申に盛り込まれ、これを踏まえて、金融当局・業界団体・自主規制機関等の参加によって開催される「金融トラブル連絡調整協議会」が、同年9月に設置されました。

日本証券業協会は、14年4月に「協会員と顧客の紛争等の解決のあっせんに関する規則（紛争処理規則第1号）」を改正し、苦情処理管理室及び証券苦情相談室を証券あっせん・相談センターに改組しました。併せて、同年10月には苦情への対応手続きを明確化するとともに、当該苦情を他の苦情・紛争処理機関に取り次ぐ場合の手続きを定めるなど、自主規制機関としての役割の充実に努めています。

さらに、金融トラブル連絡調整協議会が14年4月に策定した「金融分野の業界団体・自主規制機関における苦情・紛争処理解決支援のモデル」の趣旨実現を図るため、より透明度の高い処理を図り、投資者の信頼性を確保し、もって証券市場の健全な発展に資するべく、日本証券業協会は15年5月に「協会員と顧客の紛争等の解決のあっせんに関する規則（紛争処理規則第1号）」等の一部を改正し、相談等の件数及び事案の概要に関する公表規定等を整備しました^{※33}。

（5）有価証券定義の拡充（No. 53）

有価証券の定義は、証券取引法の適用対象の範囲を定める基本的な概念です。近年、金融手段の技術革新に伴い、金融機関が取り扱う商品も多様化が進んでいるため、取引ルールをいかなる商品に適用すべきであるかという観点から、証券取引法上の有価証券の範囲の見直しが継続的に行われています。

^{※33} 平成20年6月30日に、日本証券業協会の証券あっせん・相談センターは、「裁判外紛争解決手続の利用の促進に関する法律」に基づく、法務大臣による認証を取得しました。

平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正では、有価証券定義に(1)資産流動化法に規定する特定社債券、(2)資産流動化法に規定する優先出資証券、(3)投資証券、(4)オプションを表示する証券又は証書(カバードワラント)、(5)外国預託証券・証書(DR)が追加されました。また、12年11月の証券取引法改正では、資産流動化法に規定する特定目的信託の受益証券が追加定義され、14年4月の改正では、新株予約権証券が追加定義されました。

さらに、組合型投資スキームを利用した金融商品の普及に併せて、16年12月の証券取引法改正では、(1)投資事業有限責任組合契約に基く権利又はこれに類する組合契約若しくは匿名組合契約、(2)投資事業有限責任組合契約に類する外国の法令に基づく契約に基づく権利が追加定義されました。

ただし、有価証券の範囲を定めるに当たっては、(1)取引ルールの整合性、(2)国際的整合性、(3)適用範囲の明確性といった条件を満たすことが求められます。この観点から、現行の定義規定及び包含される商品の範囲をみると、具体的な商品をベースとした個別列挙であることにより適用範囲の明確性は高いものの、新商品の出現に対し必ずしも機動的に対応できていない等、取引ルールの整合性確保の面で欠ける点も指摘されています。

他方、抽象的な文言による包括的な有価証券定義は、カバレッジの点では優れたものになり得るとも考えられるが、定義規定の明確性及び証券取引法の規制内容に適した商品に限定するという点で困難な問題があります。そのため、定義規定の明確性を保ちつつ、より広範な商品を包含できる規定振りを検討するとともに、個別商品の指定を機動的に行っていくことが検討されています^{※34}。

(6) ディスクロージャーの拡充

内外の広範な投資者の我が国証券市場への投資参加を促進し、投資者が自己責任に基づきより適切な投資判断を行うためには、透明性の高い情報開示が必要となります。また透明性の高い情報開示は、企業自身がその実態に即したより適切な経営判断を行うことにも寄与することになります。そこで日本版ビッグバンでは、連結財務諸表を中心としたディスクロージャー制度に移行するとともに、研究開発費、退職給付、金融商品、固定資産減損に係る会計制度を整備することで、国際的にも遜色のない、透明で公正なディスクロージャー制度を構築することを目指しました。

平成19年9月以降、適時かつ迅速な財務・企業情報の開示(ディスクロージャー)を確保するため、上場会社に対して、20年4月1日以降開始する事業年度から「四半期報告書」の提出を義務付け、また、適正な財務・企業情報の開示を

^{※34} 平成19年9月には信託受益権全般を有価証券とみなし、集団投資スキーム持分を包括的に有価証券と位置付けるなど、「有価証券」の範囲を拡大するとともに、幅広い資産・指標に関する取引を含めるなど、規制対象となる「デリバティブ取引」の範囲を拡大し、例えば、金利スワップ取引や天候デリバティブ取引も対象としました。

確保するため、上場会社に対して、事業年度ごとに、財務報告に関する内部統制（財務に関する情報の適正性を確保するための体制）の有効性を評価する「内部統制報告書」の提出を義務付け、それぞれ公認会計士・監査法人による監査の対象としました。

また、平成18年12月には「公開買付制度」を見直し、脱法的な態様の取引に対応するため、市場内外などの取引を組み合わせた急速な買付け後に所有割合が3分の1を超えるような場合には、公開買付規制の対象となることを明確化しました。また、株主・投資者への十分な情報提供や、株主・投資者が公開買付けに応募することの是非について十分に熟慮する期間を確保する観点から、公開買付期間を実日数ベースから営業日ベース（20営業日～60営業日）へと変更しました。

さらに、平成19年1月には「大量保有報告制度」を見直し、機関投資家に対する「特例報告制度」に関して、例えば、上場株式などの保有割合が新たに5%超となった場合には、従前は「3ヶ月ごとに、翌月15日まで」に報告することとされていましたが、その報告期限・頻度を「概ね2週間ごとの5営業日以内」へと短縮しました。

① 連結主体への移行 (No. 54)

連結財務諸表制度は、昭和50年6月に企業会計審議会が公表した「連結財務諸表の制度化に関する意見書」に基づき、52年4月以後開始する事業年度から導入され、その後、有価証券報告書の添付書類であった連結財務諸表の有価証券報告書本体への組入れ等、連結財務諸表制度に係る数々の充実・見直しが図られてきました。

近年、企業の多角化・国際化が急速に進展し、また、我が国証券市場への海外投資家の参入が増加するなど、企業を取り巻く環境は著しく変化しています。このような環境の変化に伴い、企業の側において連結経営を重視する傾向が強まるとともに、投資者の側においても、企業集団の抱えるリスクとリターンを的確に判断するため、連結情報に対するニーズが一段と高まってきています。

このような状況に鑑み、平成9年6月に連結財務諸表制度を改訂して、個別決算中心主義から連結決算中心主義に移行することとしました。併せて、国際的調和の観点を踏まえ、連結手続の明確化及び連結財務諸表における表示区分の見直しを行い、連結の範囲について国際会計基準（IAS）と同様に支配力基準を導入しました。また、連結ベースでのキャッシュ・フロー計算書及び中間連結財務諸表を導入し、公認会計士又は監査法人による監査の対象としました。

さらに、会計上は費用として処理されるが税務上は損金として取り扱われな

い事項等がある場合において、当期純利益が当期の業績をより適切に反映したものとなるよう、法人税等を期間配分する国際的に広く採用されている税効果会計が、11年3月期決算から適用されるようになりました。

② 金融商品等会計基準の整備 (No. 55)

ア. 研究開発費

研究開発は、企業の将来の収益性を左右する重要な要素ですが、近年、商品サイクルの短期化、新規技術に対するキャッチアップ期間の短縮及び研究開発の広範化・高度化等により、研究開発のための支出も相当の規模となっていて、企業活動における研究開発の重要性が一層増大しています。そのため、研究開発費の総額や研究開発の内容等の情報は、企業の経営方針や将来の収益予測に関する重要な投資情報として位置付けられています。しかし従来は、その範囲が必ずしも明確でなく、また資産への計上が任意となっていること等から、内外企業間の比較可能性が阻害されているとの指摘がなされてきました。

また、コンピュータの発達による高度情報化社会の進展の中で、企業活動におけるソフトウェアの果たす役割が急速に重要性を増し、その制作のために支出する額も次第に多額になってきています。このソフトウェアの制作過程には研究開発に当たる活動が含まれていますが、ソフトウェアについての明確な会計基準が存在せず、各企業において区々の会計処理が行われていました。

そこで日本版ビッグバンでは、企業の研究開発に関する適切な情報提供、企業間の比較可能性及び国際的調和の観点から、研究開発費に係る会計基準を整備し、平成11年4月以降開始の事業年度に実施することとしました。併せて、ソフトウェア制作費に係る会計処理全体の整合性の観点から、ソフトウェア制作過程における研究開発の範囲が明らかにされるとともに、研究開発費に該当しないソフトウェア制作費に係る会計処理について明確化されました。

イ. 退職給付

多くの企業が厚生年金基金制度や適格退職年金制度に代表される外部に積み立てた資産を原資として退職給付を行う形態の制度（以下「企業年金制度」という。）を採用している状況にあります。このうち確定給付型の企業年金制度では、近年、積み立てた資産の運用利回りの低下、資産の含み損等により、将来の年金給付に必要な資産の確保に懸念が生じているといわれています。この将来の年金給付に必要な資産の不足は、企業の年金給付コスト

の増加により、財政状況を悪化させるおそれがあることから、企業年金に係る情報は、投資情報としても企業経営の観点からも極めて重要性が高まっているとの指摘が行われています。

こうした状況を踏まえ、企業年金等に係る会計基準を設定することにより、年金資産や年金負債の現状を速やかに明らかにする、及び国際的にも通用する内容となるとの観点から、企業会計審議会は平成10年6月に「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表して、年金債務をオンバランス化するとともに、年金資産を時価評価することとしました。

ウ. 金融商品

金融商品に係る会計基準に関しては、企業会計審議会が平成2年5月に「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」を公表し、先物取引、オプション取引及び市場性のある有価証券に係る時価情報の開示基準等を整備しました。そしてその後も、先物為替予約取引及びデリバティブ取引全般について、時価情報の開示の拡充が行われてきました。

しかし、最近の証券・金融市場のグローバル化や企業の経営環境の変化等に対応して企業会計の透明性を一層高めていくためには、注記による時価情報の提供にとどまらず、金融商品そのものの時価評価に係る会計処理をはじめ、新たに開発された金融商品や取引手法等についての会計処理の基準の整備が必要とされる状況にあると考えられます。こうした状況を踏まえ、企業会計審議会は11年2月に「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表して、金融資産及び金融負債の発生及び消滅の認識、金融商品の評価基準、貸倒見積高の算定方法、ヘッジ会計、複合金融商品等の会計基準を設定しました。

エ. 固定資産の減損

従来、固定資産の減損に関する処理基準が明確ではありませんでしたが、不動産をはじめ固定資産の価格や収益性が著しく低下している当時^{※35}の状況において、それらの帳簿価額が価値を過大に表示したまま将来に損失を繰り延べているのではないかという疑念が示されました。また、このような状況が財務諸表への社会的な信頼を損ねているという指摘や、減損に関する処理基準が整備されていないために、裁量的な固定資産の評価減が行われるおそれがあるという見方もありました。

このような状況を踏まえ、固定資産の減損について適正な会計処理を行うことにより、投資者に的確な情報を提供するとともに、会計基準の国際的調

※35 固定資産の会計処理に関する検討は、平成11年12月から企業会計審議会第一部会において行われました。

和を図るなどの観点から、企業会計審議会は平成 14 年 8 月に「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表して、資産の収益性の低下により投資額の回収が見込めなくなった固定資産について、一定の条件で回収可能性を反映させるように帳簿価額を減額処理することとしました。

オ. 企業結合会計基準

近年では、企業が外部環境の構造的な変化に対応するため企業結合^{※36}を活発に行うようになってきており、企業組織再編成を支援するための法制の整備も進められています。しかし、会計基準の整備はやや立ち遅れており、現状では、「連結財務諸表原則」を除くと企業結合に適用すべき会計処理基準が明確ではなく、商法の規定の範囲内で幅広い会計処理が可能になっています。

一方、国際会計基準等の海外の基準では、企業結合全般に適用される会計基準が整備されており、企業結合の経済的実態に応じてパーチェス法（被結合企業から受入れる資産及び負債の取得原価を、対価として交付する現金及び株式等の時価（公正価値）とする方法）と持分プーリング法（すべての結合当事企業の資産、負債及び資本を、それぞれの適切な帳簿価額で引き継ぐ方法）のいずれかが使い分けられてきました。

企業結合による事業再編の重要性が高まっており、企業結合の経済的実態を正しく認識できる会計処理方法を確立するという観点や、適切な投資情報のディスクロージャーという観点から、企業会計審議会は平成 15 年 10 月に「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表して、パーチェス法と持分プーリング法の判定要件、会計処理等を明確化させることとしました。

^{※36} 企業結合とは、ある企業（会社及び会社に準ずる事業体）又はある企業を構成する事業と他の企業又は他の企業を構成する事業とが一つの報告単位に統合されることをいいます。

6. 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備

(1) 自己資本規制比率の見直し等

投資家の自己責任を原則としつつ、信頼される市場とするためには、仲介者についての健全性・公正性の確保と利用者保護の充実が必要となります。他方、証券会社においては、有価証券の売買を頻繁かつ大量に行うというその業務の性質から、それらの証券取引に係る決済が円滑かつ確実に執行される必要があるため、保有有価証券等の価格変動等のリスクをカバーしうるだけの流動性を保有している必要があります。そこで日本版ビッグバンでは、金融技術の発展に対応しつつ、証券会社の業務及び経営の健全性を確保していくため、証券会社の自己資本規制を実際リスクをよりの確に反映するように見直しが行われました。

① 業務範囲の拡大等に伴う見直し (No. 56)

金融技術の発展によって、株式、債券のほかにも、先物、オプション取引等の新しい金融商品が登場するようになりました。このような変化は、証券会社の収益機会だけでなく、リスク負担をも著しく大きなものにしていきます。平成2年以来、証券会社の業務及び経営の健全性確保のため、大蔵省の通達で証券会社の自己資本規制が行われてきましたが、4年には「証券会社の自己資本規制に関する大蔵省令」が定められ、自己資本規制が健全性確保のルールとして明確化されました。

10年の金融システム改革法施行に伴い同省令は改正され、証券会社の業務多角化（貸付業務の解禁等）に伴う、自己資本規制比率の貸付リスク評価規定が整備されることになりました。同省令は継続的に改正が行われており、11年は過去の経験（破綻事例）等を踏まえたリスク算定方法等の見直し、13年は金融商品会計基準の導入等を踏まえた自己資本規制比率の見直し、15年には証券取引清算機関の設立に伴う取引先リスク算定方法の見直しが行われています。

② 一定の比率を下回った場合の退出手続きの明確化 (No. 57)

公正かつ透明な市場を維持するためには、証券会社の退出については、行政の裁量をできるかぎり少なくしていくことが求められます。その際、証券会社が破綻する前に早期是正措置的な対応を行うルールが、明確化されていることが前提となります。そこで日本版ビッグバンでは、証券会社の退出ルールを検討することとなりました。

平成10年の金融システム改革法による証券取引法改正(第52条)によって、自己資本規制は「証券会社の早期是正措置」としての位置付けが明確化されました。これにより、11年度より四半期ごとの自己資本比率公表が義務付けられ

るとともに、自己資本規制比率の維持（100%又は120%）が法令上の義務となり、自己資本規制比率違反に対しては、業務改善命令、業務停止、登録取消を行うというルールが明確にされました。

（2）金融機関等のディスクロージャーの充実（No. 58）

金融システムに対する信認の回復や金融システム改革の進展を図る観点から、平成10年12月の金融システム改革法では銀行法の改正（第20-21条）が行われました。銀行のディスクロージャーについては、財務諸表を公告・縦覧、および「業務及び財産の状況に関する説明書類」を縦覧に供することとし、開示義務違反に対しては従来の訓示規定から罰則付きの義務規定となりました。また、保険会社に関しても、同様な内容の保険業法改正（第111条）が行われました。

他方、証券会社のディスクロージャーに関しては、銀行法第21条および保険業法第111条相当の規定が存在していませんでした。そこで、ディスクロージャーの充実のため、金融システム改革法によって証券取引法の改正が行われ、「業務及び財産の状況に関する説明書類」の縦覧規定（第50条）が設けられました。これらの改正では、いずれもグループ経営の実態を反映するよう、単体ベースに加えて、連結ベースの資料を開示することとされました。

（3）銀行・保険会社等の子会社規定の整備（No. 59）

持株会社を通じた業務展開のメリットのひとつは、経営の効率化が可能となることです。また、仲介者が創意・工夫を発揮することによって高い付加価値を創造し、顧客の多様なニーズに応えることが可能となることです。このことは、我が国金融仲介機関の競争力の強化にも資すると考えられます。他方、持株会社の枠組みを通じた業務の多角的展開等の結果、利益相反等により顧客の利益が損なわれる可能性や、他の兄弟会社のリスクを被ることにより投資家が不測の損害を被る可能性も危惧されます。

そこで日本版ビッグバンでは、銀行等の利用者の利便の向上、金融分野における競争の活性化による金融の効率化等の観点から、銀行等が子会社を活用して多様な金融関連業務を展開しうるように、平成10年12月の金融システム改革法による銀行法改正によって、子会社規定を整備しました。この規定により、銀行の子会社の範囲は、銀行、証券会社、保険会社、投資信託委託会社、投資顧問業を営む会社等金融に関連する業務を営む会社、及びこれらの子会社とする持株会社（川下持株会社）に限定されることになりました。また、一般事業会社の株式については、銀行及びその子会社の保有株式を合算して、当該一般事業会社の発行済株式総数の5%を超えて保有してはならないこととされました。

さらに、連結ベースでの業務報告書等の提出、貸借対照表等の公告、説明書類

の縦覧を行うことや、自己資本比率規制を単体ベースとグループ連結ベースの両方で措置するなど、連結ベースを中心とした銀行経営の健全性を確保するルールが定められました。併せて、保険業法及び信用金庫法等の改正により、保険会社、協同組織金融機関についても子会社規定が整備されています。

(4) 破綻の際の利用者保護の枠組み整備

投資家が安心して投資活動を行えるようにするためには、仮に証券会社が経営上の問題等により退出の止むなきに至った場合でも、退出の過程で投資家が不測の損害を被ることのないような枠組みを準備しておく必要があります。そこで日本版ビッグバンでは、顧客資産の分別管理の徹底、投資者保護基金制度の充実、及び破綻・更生手続きなど、退出に関連する制度の整備を行うこととしました。

① 分別管理の徹底[全般的法制度整備](No. 60)

証券会社の顧客が証券の売買を証券会社に委託する際には、自己の証券や金銭を証券会社に預けることとなります。ただし、所有権等の物権が認められるには、物権の目的物が特定されなければならないと考えられてきました。そのため、証券会社に預けられた金銭や混蔵保管された有価証券の所有権については、曖昧な点が残されていました。

こうした背景から、従来から「証券会社の健全性の準則等に関する省令」によって、証券会社は保護預り有価証券については、基本的には個別分別管理を行ってきました。他方、信用取引に係る保証金、証券先物取引等に係る証拠金として預託を受けた現金については、同省令で「他の資産と区分して安全かつ流動的な形態で保有すること」とされていましたが、預り金については分別に関する規定は存在していませんでした。

そこで日本版ビッグバンでは、市場に対する信頼を維持・向上するために、証券会社の顧客資産の分別義務の徹底等によって、顧客資産が顧客に適切に返還されるための制度整備を検討することにしました。

その結果、平成10年12月の金融システム改革法による証券取引法改正によって、顧客資産の分別保管規定(第47条)が新設されました。これは、投資者保護の観点から、万一、証券会社の経営が破綻した場合でも、顧客資産が確実に返還されるよう分別保管の義務を法律上明確化したものであり、従前に比べて分別保管の対象が広げられ、範囲も明確にされました。さらに、分別保管の方法も具体的に詳細に規定され、とりわけ金銭については信託に付すこととされました。また16年の証券取引法改正によって、分別保管義務の対象が振替社債等まで拡大されました。

なお、分別保管義務違反に対しては、行政処分に加え、罰則(2年以下の懲

役若しくは 300 万円以下の罰金又はその併科)の対象と規定されています。

② 投資者保護基金の創設 (No. 61)

証券会社が破綻した場合の顧客資産の顧客への返還手続は、現行の破産等の倒産処理手続によった場合には、債権者となる関係者の数が膨大であること等により、相当の時間と手間がかかることが予想されます。また、顧客資産の顧客への返還が法制上明確になったとしても、返還手続に相当の時間を要する場合には、市場価格の変動により顧客が損害を被る可能性があります。したがって、証券会社の破綻処理の特殊性を考えると、顧客資産返還のための手続規定を整備することが必要となります。

投資家保護の制度としては、これまでも自主的な基金である寄託証券補償基金が存在していましたが、法的な基盤がなく、資金面でも十分とはいえませんでした。そこで、平成 10 年 12 月の金融システム改革法によって、証券会社の破綻等の際に、一般顧客に対する支払いその他の業務を行うことにより投資者の保護を図り、証券取引に対する信頼性を維持することを目的とする証券取引法上の法人としての投資者保護基金の制度が整備されました。

補償制度においては、投資者保護基金の利用を分別管理により返還が図られない顧客資産に対する補償に限定し、補償額は一人当たり 1,000 万円を上限とすることになっています。補償対象としては、保護預り有価証券、信用取引に係る保証金、証券先物取引等に係る証拠金として預託を受けた現金、および預り金と当初されていましたが、証券のペーパーレス化に対応して、16 年 12 月には振替社債等についても補償対象とすることとなりました。

本制度によって設立された投資者保護基金には、(国内証券会社が中心の)日本投資者保護基金と(外資系証券会社が中心の)証券投資者保護基金の 2 法人がありましたが、両者は 14 年 7 月に統合され日本投資者保護基金となりました。

③ 証券会社の破産・更生手続きの整備 (No. 62)

金融機関が経営破綻した場合、その顧客は極めて多数に上るため、現行の倒産手続を前提にすると、長期の期間と多大な事務コストを要するという問題があります。そこで、平成 9 年 4 月に「金融機関等の更生手続の特例等に関する法律(以下、更生特例法)」によって、金融機関の破産・更生両手続について、経営状況、財務内容を把握している監督当局(内閣総理大臣)による破産の申し立てを認める特例が設けられていました。

証券会社の破綻にも対応するために、10 年 12 月の金融システム改革法により更生特例法が改正され、証券会社に対して破産手続及び更生手続が開始され

た場合に、投資者保護基金が顧客表の作成・提出等を行い、また破産手続及び更生手続に属する行為につき、顧客を代理する特例の規定が新設されました。

13年4月の民事再生法施行に伴い、更生特例法も再生手続に関する規定を新設しています。さらに、16年12月には「金融機関等の更生手続の特例等に関する法律施行令」改正によって、振替社債等についても更生特例法に規定する顧客債権に含めることとされました。

④ 保険契約者保護機構の創設 (No. 63)

保険会社が破綻した場合に保険契約者を保護するために、保険業界では平成8年より各保険会社が出資して設立した「保険契約者保護基金」制度が導入されていました。しかし、この制度は、破綻保険会社の移転等を受け入れる救済保険会社が現れないと機能しないという問題点が指摘されておりました。

そこで日本版ビッグバンでは、救済保険会社が現れない場合でも対応できる制度を検討しました。その結果、平成10年12月に金融システム改革法による保険業法改正によって、生命保険会社・損害保険会社別に「保険契約者保護機構」が設立されました。保険契約者保護機構によって、保険会社（外国保険会社等を含む）が破綻した場合でも、破綻保険会社の保険契約（再保険契約等一部の保険契約を除く）の移転等（移転、合併、株式取得）における資金援助等を行なうことにより、保険契約者等の保護に寄与することとなりました。

その後、11年から12年にかけて保険会社の相次ぐ破綻に対応し、生命保険契約者保護機構に対し12年に時限的に、5,000億円（業界対応分1,000億円、国対応分4,000億円）のセーフティ・ネットが追加されるとともに、「金融機関等の更生手続の特例等に関する法律」に相互会社の更生手続に関し必要な事項が加えられました。さらに、17年に保険業法が改正（18年4月施行）され、保険契約の特性に応じた補償の見直し^{※37}、及び生命保険契約者保護機構に関する財源措置の見直し^{※38}が行われています。

※37 自動車保険等の損害保険に関し、他の保険会社への乗換えを促す補償の方式を導入、等。

※38 これまでの5,000億円規模の時限的な措置は廃止し、原則として、生命保険契約者保護機構の借入可能枠の範囲内で保険会社の負担金により賄う制度に変更。

7. 証券税制の見直し

(1) 有価証券取引税・取引所税の撤廃 (No. 64)

有価証券取引税は、昭和 28 年 8 月に有価証券譲渡益が原則非課税とされたことに伴って創設された流通税です。創設の背景には、有価証券譲渡益の把握が困難で執行上の不公平が大きいことなどがありました。63 年度税制改正で有価証券譲渡益が原則課税となったことで、その後の税制改正で有価証券取引税の税率は引き下げられていました。

他方、取引所税は明治 10 年の株式取引所税が始まりで、戦前の株式の先物取引に対して流通税（および一時期は営業税）として課税されていました。戦後長らく、証券市場では先物取引が行なわれていませんでしたが、昭和 60 年代以降デリバティブ取引の規模が拡大する情勢を受けて、平成 2 年度税制改正で取引所税が全部改正され、従来の現物先物取引に加え、指数等先物取引やオプション取引が課税対象とされていました。

日本版ビッグバンでは、我が国市場における取引コストを軽減し、市場の効率化を図ることは喫緊の課題であるという観点から、有価証券取引税、取引所税といった取引課税について、その在り方を見直すべく早急に検討を行いました。その結果、有価証券取引税及び取引所税は、まず 10 年 4 月に税率が半減された後、11 年 4 月に廃止されました。

(2) その他

① 個人の証券税制

個人が得る有価証券譲渡益に対する課税制度は、平成元年 4 月から原則非課税から原則課税へと改められ、申告分離課税方式を原則としつつも、条件によって源泉分離課税方式も認められていました。11 年度税制改正により、源泉分離課税方式は 13 年 3 月 31 日まで適用する経過措置を講じた上、廃止することとされましたが、当時の経済情勢、株式市場の動向等を踏まえ、13 年度税制改正で、源泉分離課税方式の申告分離課税方式への一本化は 2 年間延期されることとなりました。

この頃から、個人投資家を中心とした証券市場の活性化を図る観点から、個人の証券税制の改革が進められるようになりました。13 年 4 月には緊急経済対策の一環として、①長期保有株式に係る少額譲渡益非課税制度^{※39}の創設、②少額貯蓄非課税制度（老人マル優）の改善、③ETF 導入に伴う所要税制の整

^{※39} 所有期間 1 年超の上場株式、店頭登録株式等の譲渡（平成 13 年 10 月 1 日から 15 年 3 月 31 日までの間）については、100 万円の特別控除を行なうもの。

備といった措置がとられました。さらに同年11月には、緊急投資優遇措置^{※40}も設けられました。

14年度税制改正では、簡易な申告の仕組み（特定口座）が創設されました。15年度税制改正では、①上場株式等について配当金及び譲渡益、公募株式投資信託の期中分配金及び解約益^{※41}に対する課税が5年間^{※42}一律10%に軽減され、②証券会社を上場株式等の譲渡損については3年間の繰越控除が認められるとともに、③特定口座の改善策^{※43}が採られました。その後の税制改正によっても、株式・株式投信間の損益通算対象の拡大、タンス株の特定口座への持込期限の延長等、個人投資家の市場参加を促進する税制が採られています。

② エンジェル税制

エンジェル税制とは、投資リスクの高い創業期のベンチャー企業が個人投資家から円滑に資金調達を受けられるようにする観点から設けられた、個人投資家への税制優遇措置です。平成9年度税制改正において、「特定中小会社が発行した株式に係る譲渡損失の繰越控除等の特例制度」として創設され、その後数次にわたって拡充が行われています。

具体的には、創業期のベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行った場合（金銭の払込により株式を取得した場合）、その投資を行った時点と、売却を行った時点（譲渡等により利益・損失が発生した場合）のいずれの時点でも税制上の特典を受けることができます。

また、16年度税制改正においては、非上場株式の譲渡益に対する税率が（個人住民税を含め）26%から20%に引き下げられたほか、エンジェル税制の適用対象となる特定中小会社の範囲に、一定のグリーンシート銘柄会社や一定のベンチャーファンドを通じて投資される会社が追加されました。

※40 平成13年11月30日から14年12月31日までに購入した上場株式等を、17年から19年までの間に譲渡した場合、購入額（取得対価の額）が1,000万円に達するまでの譲渡益について非課税とするもの。

※41 公募株式投資信託の譲渡益に係る税率の10%への軽減は、16年度税制改正で実施されました。

※42 19年度税制改正で、1年間延長されました。その後、20年度税制改正で、上場株式等の配当及び譲渡益に係る税率について、金融所得の一体化に向け、平成20年末をもって軽減税率10%を廃止し、平成21年から、20%とすることとなりました。その際、円滑に新制度へ移行するための特例措置として、平成21、22年の2年間、500万円以下の譲渡益及び100万円以下の配当について軽減税率10%を適用されることとなりました。

※43 いわゆるタンス株券（自己が保管している株券等）の受入、地方税における源泉徴収制度の導入、源泉徴収口座における税務当局への年間取引報告書の提出不要など。

資料 2 関係者・利用者アンケート集計結果

1. 関係者アンケート

(1) アンケート概要

① 調査方法等

本アンケートは、「日本版ビッグバン」に関して各界の実務担当者からの評価を調査する目的で、平成18年10月に行いました。

アンケート対象は、資金調達者（事業会社）、市場関係者（金融機関等）、資金供給者（機関投資家）、経済・金融団体等から、業種・企業規模・地域・参入時期（既存・新規）・資本（国内・外資）といった属性のバランスに留意しつつ、金融機関には各金融団体等に依頼して、また、事業会社には日本経済団体連合会および東京商工会議所に依頼してアンケート用紙を配布し、郵送およびFAXにて回答を得るという方法で実施しました。

その結果、依頼先247社・経済・金融団体等（以下、社）に対して171社からの回答を得ました（アンケートの回収率は69.2%）（表1-1参照）^{※1}。

【表1-1 アンケート調査対象別回収率】

調査対象	アンケート 依頼先数	回答社数	回収率
資金調達者（大企業）	40	29	72.5%
資金調達者（中小企業）	40	8	20.0%
市場関係者	87	74	85.1%
資金供給者	57	47	82.5%
経済・金融団体等	23	13	56.5%
合計	247	171	69.2%

アンケートの回答があった企業等の属性別構成は、以下のとおりです（表1-2参照）。なお、企業数の括弧内の数値は、外資系企業の内数となります。

^{※1} 資金調達者（中小企業）の回収率が20.0%と低かった理由として、日本版ビッグバンの中小企業に関連する施策が店頭市場改革等であったため、資本市場からの資金調達を行う企業にのみ直接の関連があったに対し、本アンケートの調査対象となった中小企業に、資本市場からの資金調達を実施したあるいは検討した企業がさほど含まれていなかったことが考えられます。

【表 1-2 アンケート回答企業等の属性別構成比】

アンケート対象	属性	企業数	構成比
資金調達者	大企業	29 社	16.9%
	中小企業	8 社	4.7%
市場関係者	取引所等	12 社	7.0%
	銀行等	41 (4) 社	24.0%
	証券会社	21 (6) 社	12.3%
資金供給者	年金基金	5 社	2.9%
	保険会社	27 (7) 社	15.8%
	投資信託・投資顧問	12 (3) 社	7.0%
	系統金融機関	3 社	1.8%
経済・金融団体等		13 社	7.6%
合計		171 (20) 社	100.0%

② 評価方法等

本アンケートでは、日本版ビッグバンの7政策グループの64施策^{※2}について、それぞれ以下の5段階での評価を依頼しました。

- 5：非常に良かった
- 4：良かった
- 3：あまり良くなかった
- 2：良くなかった
- 1：わからない

また、自由意見欄を設け、日本版ビッグバンの評価のほか、意見についても（任意で）記載を依頼しました。

また、以下の本報告では、平均点を基本に分析を行なうこととします^{※3}。評価の平均点算出に際しては、「5：非常に良かった」から「2：良くなかった」までの回答を対象として計算しました。よって、平均点は3.5点となることに注意が必要です。

※2 7つの政策グループ及び64の施策の内容については、Ⅱ章2節及び資料1を参照。

※3 当然ながら、平均点については業界の利害関係等によって偏り等が生じるおそれがあり、評価には一定の留保が必要となります。より正確な分析には、偏り等に対するさらなる考察が必要となります。なお、各業種の回答傾向については、表1-5～8を参照。

③ 評価総括

各政策グループの平均点は、以下の通りとなりました。

【表 1 - 3 政策グループ別平均点】

政策グループ	平均点
① 資産運用手段の充実等	4.30
② 企業の資金調達の円滑化・多様化	4.22
③ 多様なサービスの提供	4.21
④ 効率的な市場の整備	4.30
⑤ 公正取引の確保等	4.29
⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備	4.31
⑦ 証券税制の見直し	4.75
総平均	4.27

7政策グループ中、最も高い評価を得たものは「⑦ 証券税制の見直し」となりました。これは、施策の内容が「減税」であり、全ての関係者にとって取引コストの低減につながったためと考えられます。

また総平均の4.27を上回った政策グループは、「① 資産運用手段の充実等」、「④ 効率的な市場の整備」、「⑤ 公正取引の確保等」及び「⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備」でした。「① 資産運用手段の充実等」については規制緩和による金融市場の拡大が、また「④ 効率的な市場の整備」、「⑤ 公正取引の確保等」及び「⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備」については取引制度の公正性・透明性向上が、各業種の利害対立がなく支持されたため、高い評価となったと考えられます。

他方、「② 企業の資金調達の円滑化・多様化」及び「③ 多様なサービスの提供」は、総平均の4.27を下回り、日本版ビッグバンの中でも相対的に低い評価に留まりました。この理由として、「② 企業の資金調達の円滑化・多様化」については、店頭市場に係る施策について対象となる「資本市場から資金調達を実施した（検討した）」中小企業が回答者に少なく、評価が伸びなかったことが挙げられます。また、「③ 多様なサービスの提供」については、規制緩和に係る施策に対して、新規参入の機会を得た業種・企業が高い評価をつけた一方で、競争環境が厳しくなった既存業種・企業が低い評価を下したことが平均点の低下に影響しました。

(2) アンケート結果

① 資産運用手段の充実等

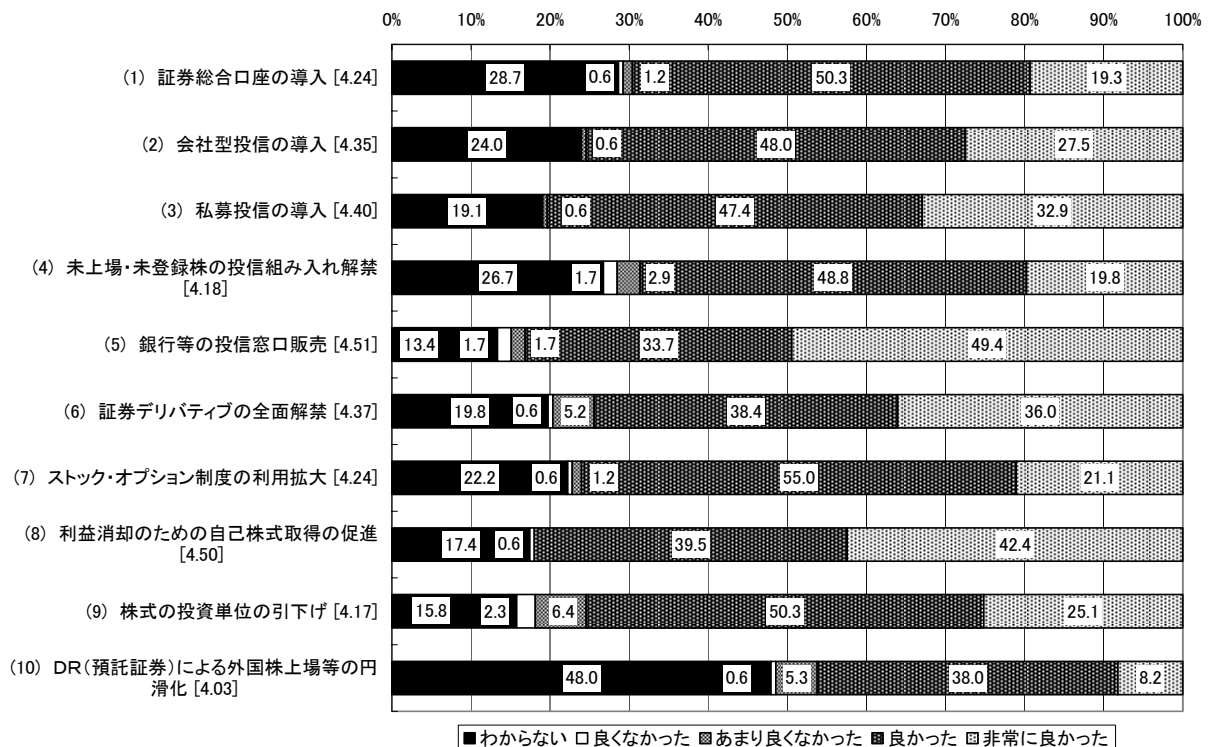
本グループの平均点は4.30で総平均の4.27を上回り、7グループ中3番目となりました。「(10) DR(預託証券)による外国株上場等の円滑化」を除く9施策は、「4:良かった」と「5:非常に良かった」の合計が2/3以上となっており、概ね高い評価を受けました。

「(5) 銀行等の投信窓口販売」は「非常に良かった」「良かった」の合計が83.1%あり、平均点が4.51で64施策中3位となりました。このほか、「(3) 私募投信の導入」、「(8) 利益消却のための自己株式取得の促進」が、平均点上位10施策に含まれています。

「(9) 株式の投資単位の引下げ」は「非常に良かった」「良かった」の合計が75.4%ある一方で、「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計が8.8%と64施策中2番目に多く評価が分かれしました。これは、投資単位引下げによる個人投資家層の増加という施策の効果に対して、過剰な株式分割に伴う市場の混乱という施策の副作用も見られたことによるものと考えられます。

「(10) DR(預託証券)による外国株上場等の円滑化」は、「わからない」が48%を占め、施策の影響(関心度)が低かったと見られます。平均点は4.03で64施策中61位となりました。

【図1-① 「① 資産運用手段の充実等」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「(5) 銀行等の投信窓口販売」に関連して：

- ・ 保険・投信等の銀行による窓口販売解禁に限らず、各分野に業態間の垣根が取り払われているが、新分野における人材育成、コンプライアンス、リスク管理等が必ずしも十分ではなく、今後の課題を残している。(信金)

「(9) 株式の投資単位の引下げ」に関連して：

- ・ 方向性としては大変好ましいと考えられる政策であっても、制度の趣旨を逸脱した利用（百分割等）が市場を混乱させ、市場機能を歪めた事例があった。(取引所等)

「(10) DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化」に関連して：

- ・ 東証外国部からの優良企業の上場廃止の流れが続いており、効果は限定的と判断せざるを得ない。(事業会社)

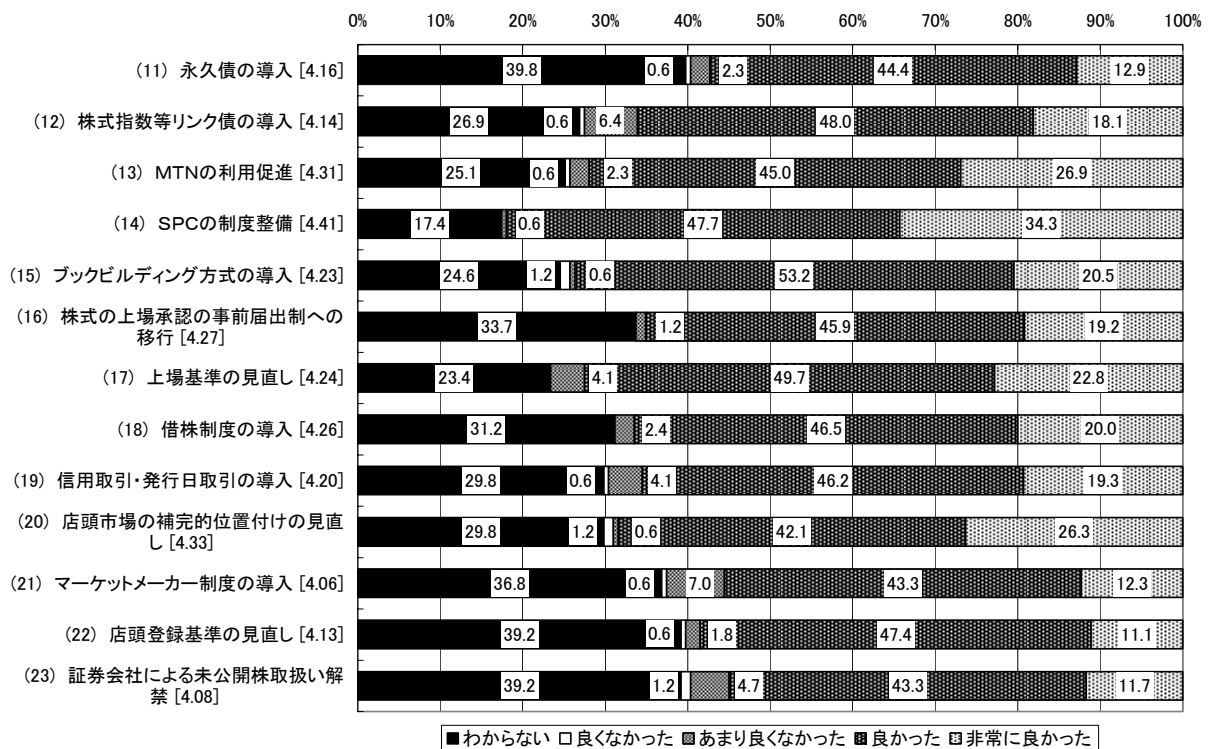
② 企業の資金調達の手続きの円滑化・多様化

本グループの平均点は4.22で、総平均の4.27を下回り7グループ中6位となりました。

このグループで最も高い評価を得た施策は「(14) SPCの制度整備」で、平均点が4.41で64施策中の10位となっています。

「(21) マーケットメーカー制度の導入」、「(22) 店頭登録基準の見直し」、「(23) 証券会社による未公開株取扱い解禁」がそれぞれ64施策中61位、56位、59位と低い評価となったのは、40%近くの回答が「わからない」を選択していることから、店頭市場向けの施策のメリットを享受する新興企業が、調査対象にさほど含まれていなかったことも影響していると考えられます。

【図1-② 「② 企業の資金調達の手続きの円滑化・多様化」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「② 企業の資金調達の手続きの円滑化・多様化」全般に関連して：

- ・ 従来は、間接金融を中心とした資金調達手段に限られていたが、社債発行に関する規制撤廃、新制度の導入（MTN、EDINETの導入、電子CPの整備）により、調達手段の選択肢が拡大し、調達の多様性が高まった。また、その結果、資金供給サイドの競争が増え、調達コストの適正化、透

明化が進展した。(事業会社)

「(13) MTNの利用促進」に関連して：

- ・ 国内のMTN方式による発行は、会社法の成立等で法的枠組みは整備されたものの、現在の社債発行登録制度に基づく発行と比較して機動性があるとはまでは言えない。関係省令の見直しを含め、証券決済制度の更なる改革なくして利用が活性化するとは考えにくい。(事業会社)

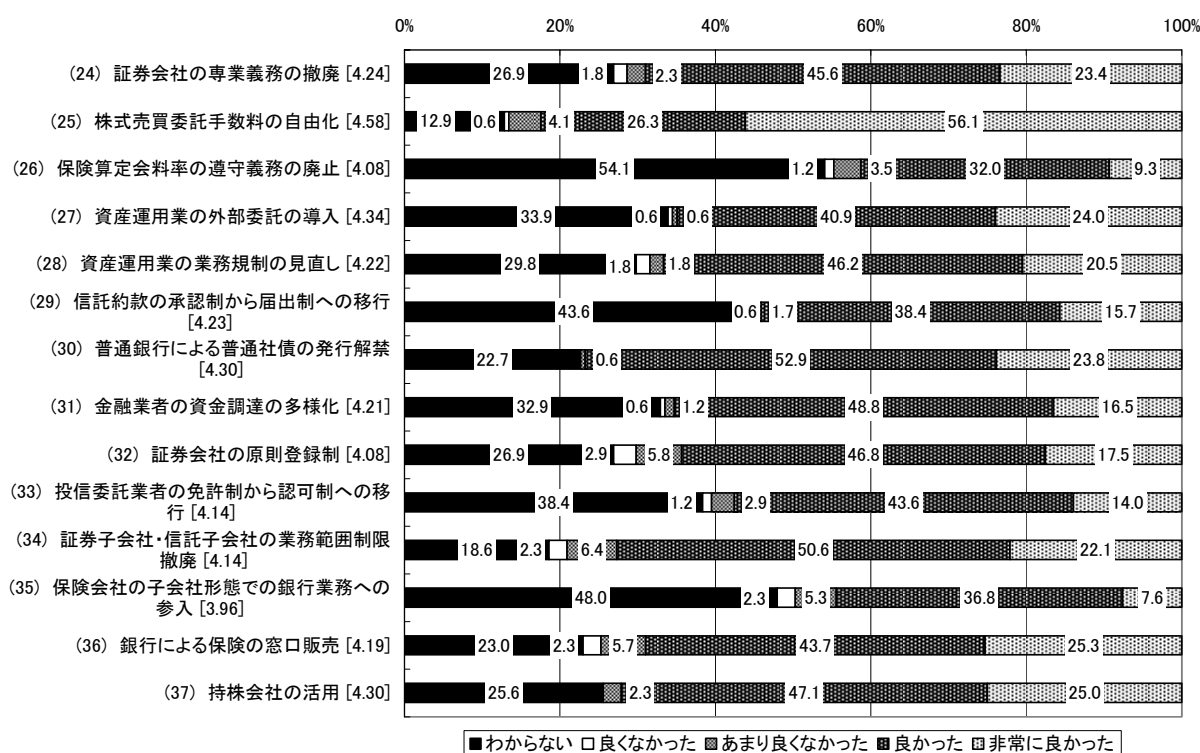
③ 多様なサービスの提供

本グループの平均点は4.21で、総平均の4.27を下回り7グループ中最下位となりました。本グループには、特定の業態に係る施策が多かったため立場によって評価が分かれ、相対的に低い評価につながったと考えられます。

「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計で「(32) 証券会社の原則登録制」が2位、「(34) 証券子会社・信託子会社の業務範囲制限撤廃」が4位、「(35) 保険会社の子会社形態での銀行業務への参入」が6位、「(36) 銀行による保険の窓口販売」が5位となるなど、規制緩和の影響を受けて既存業種の競争環境が厳しくなるような施策について相対的に低い評価がつけました。その結果、「(35) 保険会社の子会社形態での銀行業務への参入」は平均点が3.96で、64施策中最も低い評価となりました。

他方、「株式売買委託手数料の自由化」は平均点が4.58で、64施策中2位と高い評価になりました。

【図1-③ 「③ 多様なサービスの提供」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「③ 多様なサービスの提供」全般に関連して：

- ・ 銀行やノンバンクのCP・社債発行が認められたことにより、CP・社債

マーケットの厚みが増して、さらに円滑に資金が流通するようになった。
(事業会社)

- ・ 日本の金融市場は、①市場規模が小さく、かつ資金が伝統的金融機関に偏りすぎている。②金融システムが単線的で、調達・運用双方にとって選択肢が限られている。(事業会社)

「(25) 株式売買委託手数料の自由化」に関連して：

- ・ 手数料の自由化により安値競争が繰り広げられたが、企業努力による競争であるのか、一時凌ぎの過当販売（ダンピング）であるのか検査が必要ではないか。(証券)
- ・ 手数料の自由化により、インターネット取引での個人取引が飛躍的に増加した結果、株式相場に少なからず影響を与え、乱高下相場の火付け役となったのではないか。(信金)
- ・ 株式売買委託手数料の自由化は直接的にコストダウンに貢献した。(信金)

「(32) 証券会社の原則登録制」に関連して：

- ・ 証券会社の公共性を考えると、新規参入会社の社会的信用や経営者の質の審査を厳格にする必要がある。(証券)
- ・ 証券業未登録業者による未公開株販売について、真に投資家を保護するためには未登録業者による証券業の営業を厳しく取り締まることが絶対必要であるにもかかわらず、警察の捜査に委ねるだけで極めて不十分な政策しかとられていない。(証券)

「(36) 銀行による保険の窓口販売」に関連して：

- ・ 保険・投信等の銀行による窓口販売解禁に限らず、各分野に業態間の垣根が取り払われているが、新分野における人材育成、コンプライアンス、リスク管理等が必ずしも十分ではなく、今後の課題を残している。(信金)
- ・ 法令の定めに従い、銀行の保険窓口販売について全面解禁の議論を行う際には、弊害防止措置が十分ワークしているかについて十分な検証を実施する等、慎重に検討してほしい。(保険)
- ・ 平成13年に銀行による保険の窓口販売が解禁され、14年に対象商品が一部拡大されたことは評価するが、17年に更なる対象商品の拡大が行われたものの未だに全面解禁には至っていない（本来ならば全面解禁をもって総合的に評価されるべきところ）。現行の弊害防止措置の実施状況について偏りのない公平なモニタリングが行われること、その結果、19年12月に全面的な解禁が実現されることを期待する。(保険)

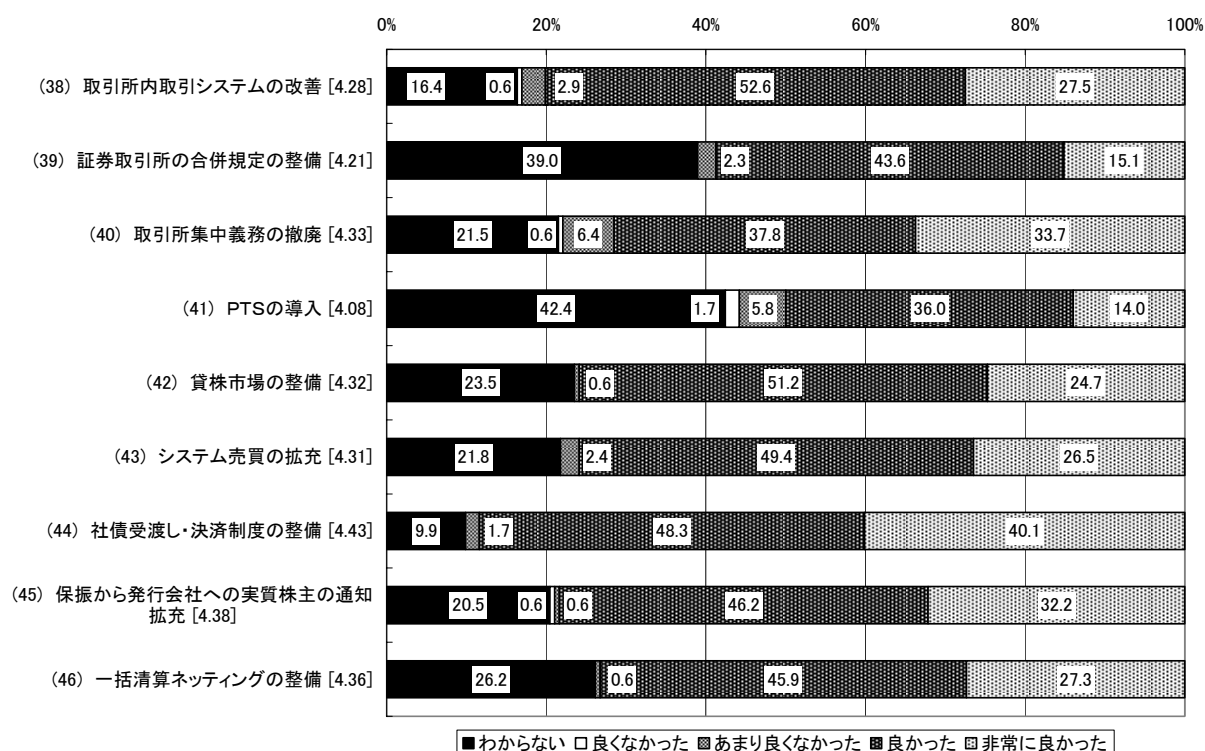
④ 効率的な市場の整備

本グループの平均点は4.30で総平均の4.27を上回り、7グループ中3番目の評価となりました。

本グループの施策で最も評価が高かった「(44) 社債受渡し・決済制度の整備」は「非常に良かった」「良かった」の合計が88.4%あり、平均点は4.43で64施策中8位となりました。

「(41) PTSの導入」は「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計が64施策中6番目に多い、7.6%となりました。これは、PTSの利用者となる資金供給者の評価が4.35であったのに対し、PTSが競争相手となる市場関係者の評価は3.92となるなど、立場によって評価が分かれたことが影響していると考えられます。

【図1-④ 「④ 効率的な市場の整備」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「(44) 社債受渡し・決済制度の整備」に関連して：

- ・ 登録債から振替債に変更され、保管振替機構による日銀ネットを通じたDVPが実現したが、保管振替機構が決済機能（銀行免許）を持たないため、利金の支払いは元利払代理人経由で投資家の指定する口座管理機関に直接

支払う構造となっている。この仕組みに象徴されるとおり、今回の制度改革は欧米の集中決済機構と比較して決済機能面で甚だ見劣りしており、制度改革は未だ途半ばという印象を持たざるを得ない。(事業会社)

「(43) システム売買の拡充」に関連して：

- ・ 以前、才取会員が値付けをしていた頃は、大量誤発注を未然に防止していた。システム売買は万能ではないので、取引所の持つ文化や思想までを汲み取ったシステム開発を指導してほしい。(証券)

⑤ 公正取引の確保等

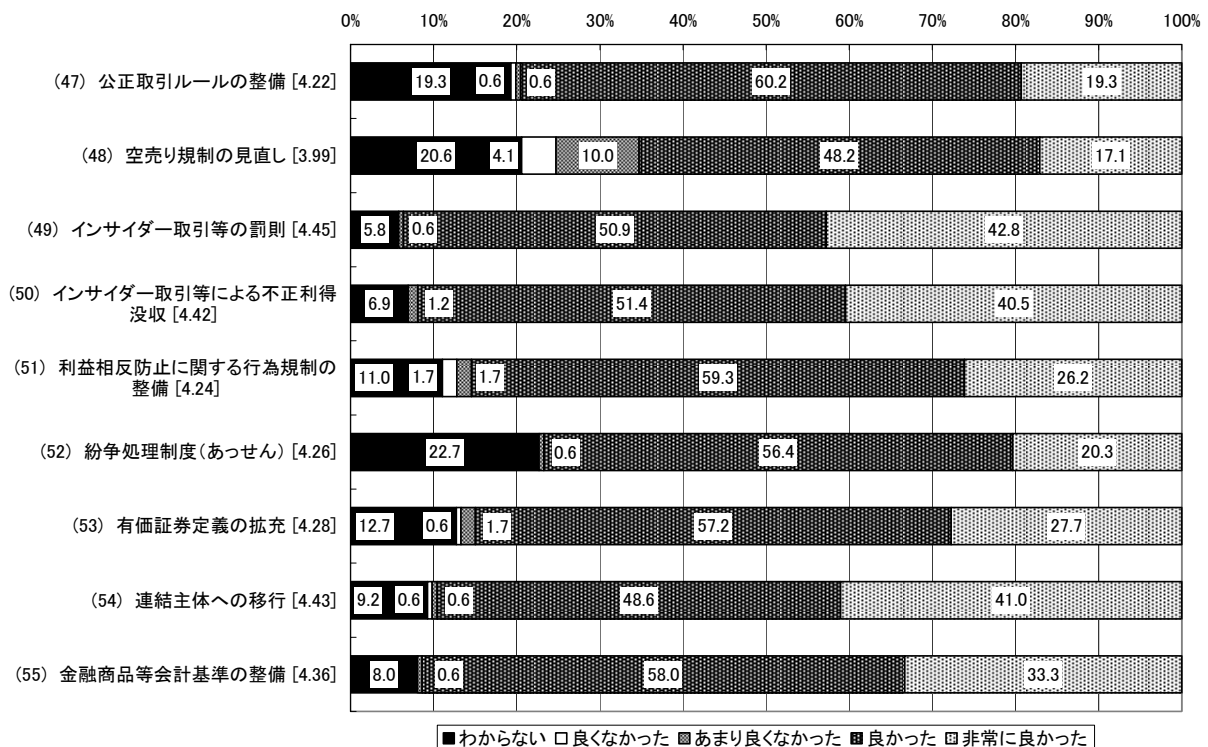
本グループの平均点は4.29で総平均の4.27を上回り、7グループ中4番目となりました。

「(49) インサイダー取引等の罰則」は「非常に良かった」「良かった」の合計が93.6% (64 施策中2位)、「(50) インサイダー取引等による不正利得没収」も91.9% (同3位) となり、高い評価となりました。

上記の他、「非常に良かった」「良かった」の合計は「(55) 金融商品等会計基準の整備」が91.4% (64 施策中4位)、「(54) 連結主体への移行」が89.6% (同6位)、「(51) 利益相反防止に関する行為規制の整備」が85.5% (同8位)、「(53) 有価証券定義の拡充」が85.0% (同10位) となり、本グループは高い評価となった施策が多く含まれました。

しかしながら、「(48) 空売り規制の見直し」は「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計が14.1% (64 施策中最多) となり、平均点も3.99で64 施策中63位となりました。この影響で、グループ全体の平均点が低下しました。

【図1-⑤ 「⑤ 公正取引の確保等」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「⑤ 公正取引の確保等」全般に関連して：

- ・ 連結財務諸表制度の本格導入や金融商品会計基準の適用等により、ディスクロージャーの充実強化が図られ、投資者保護に相当に貢献しているものと評価している。(経済・金融団体等)
- ・ 会計及び監査に関連する分野におけるこれまでの金融システム改革の内容は、証券市場の国際水準を目指した規制緩和、効率化及び公正性の確保を図るものであり、改革が着実に推進され評価できるものとする。(経済・金融団体等)
- ・ 「公正取引の確保」は永遠のテーマであるので、市場育成とは別の考え方で今後に対応してほしい。(事業会社)

「(48) 空売り価格ルールの見直し」に関連して：

- ・ 空売り価格ルールの見直しに伴う現状のルールは役割を終えたと思われることから、相場操縦等の不公正取引チェックの厳格運用を前提に見直すべきである。(証券)

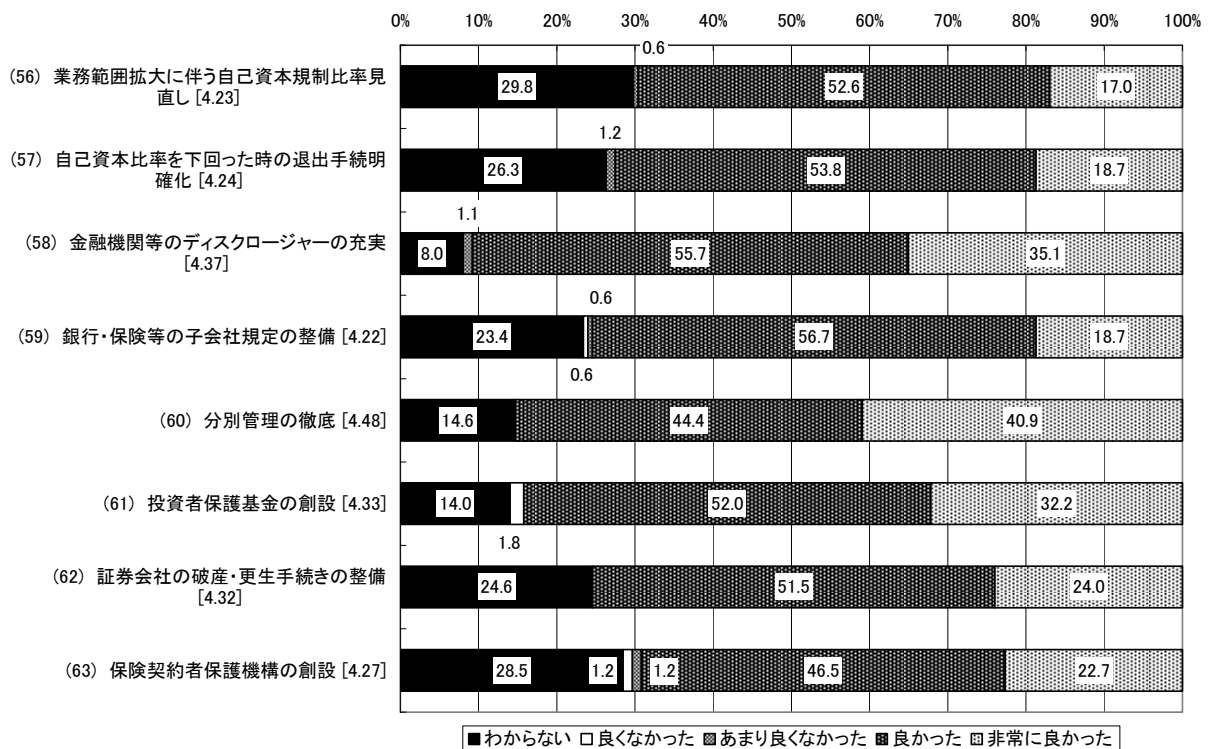
⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備

本グループの平均点は4.31で総平均の4.27を上回り、7グループ中2番目の評価となりました。

「(60) 分別管理の徹底」は平均点が4.48で、64施策中5位の評価となりました。特に、利用者となる資金供給者（機関投資家）から高い評価がつけました。

また、「金融機関等のディスクロージャーの充実」は「非常に良かった」「良かった」の合計が90.8%（64施策中5位）となりました。

【図1-⑥ 「⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「(63) 保険契約者保護機構の創設」に関連して：

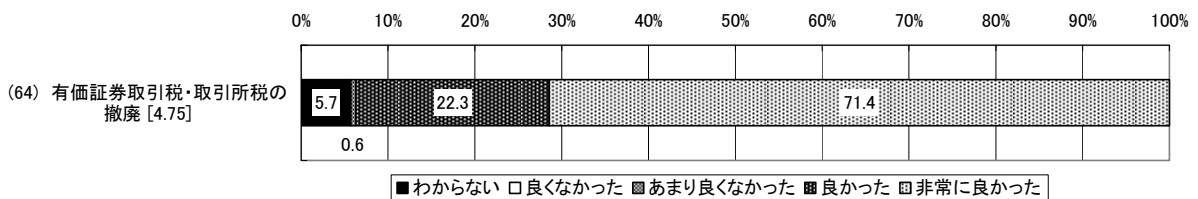
- ・ 法令の定めに従い、金融審議会等において見直しを行う際には、例えば資金効率化の観点等から負担金について事後拠出制の導入を検討する等、環境変化を踏まえたセーフティ・ネットの在り方の見直しに向けた検討を実施してほしい。（保険）
- ・ 保険契約者保護機構の創設や、契約者保護のための資金援助制度の整備については評価すべきと考えるが、度重なる破綻に対応するため生保業界が

巨額の追加負担を求められる結果となったことは遺憾。生保業界は、これまでも十分な金額を負担してきており、経営破綻した保険会社のために健全な保険会社及びその契約者がこれ以上負担を強いられるべきではない。生保業界と契約者を保護するためのより効果的で恒久的なセーフティ・ネット制度の再構築に速やかに取り組むこと、また新たな制度においては事後拋出制がとられることを期待する。(保険)

⑦ 証券税制の見直し

本グループの施策は「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃」のみであります。その評価は4.75で総平均の4.27を上回り、7グループ中最高位となりました。「非常に良かった」「良かった」の合計も93.7%（64 施策中1位）となりました。

【図1-⑦ 「⑦ 証券税制の見直し」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「⑦ 証券税制の見直し」全般に関連して：

- ・ 証券優遇税制は、株式市場の活性化に大きく寄与したと評価できるが、現段階で優遇税制を廃止することは、回復しつつある株式市場に以下の悪影響を及ぼすことが考えられる。①株式の売り急ぎによる市場の混乱、②「貯蓄から投資へ」の流れを止める、③低所得層の資産形成の道を閉ざす。個人投資家の証券税制に関する意識調査においても、7割強が優遇税制の延長を望んでいる。（証券）
- ・ 「貯蓄から投資へ」という大きな流れをより推進すべく、証券税制見直しに伴う優遇措置の時限延長を行うべきである。（証券）
- ・ 時限的な証券投資への税率軽減措置を恒久化してほしい。（信金）
- ・ 証券税制については、株式優遇税率の問題の他、配当二重課税の問題、401Kの損金算入額の見直し等、中長期的な観点から検討を進めてほしい。（保険）

(3) 集計結果一覧

① 平均点および選択肢別シェア

平均点の上位3施策は、「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃」「(25) 株式売買委託手数料の自由化」「(5) 銀行等の投信窓口販売」となりました。また、「⑤ 公正取引の確保等(47)～(55)」に属する施策が高い評価を受けました。他方、規制緩和に関連する政策グループである「① 資産運用手段の充実等(1)～(10)」「② 企業の資金調達の円滑化・多様化(11)～(23)」「③ 多様なサービスの提供(24)～(37)」に属する施策については、「1：わからない」を選択し、明確な評価を避ける回答が散見されました。

【表1-4 平均点および選択肢別シェア】

No.	施策	平均点	非常に良かった+良かった(%)	あまり良くなかった+良くなかった(%)	わからない(%)
1	証券総合口座の導入	4.24	69.6	1.8	28.7
2	会社型投信の導入	4.35	75.4	0.6	24.0
3	私募投信の導入	4.40	80.3	0.6	19.1
4	未上場・未登録株の投信組み入れ解禁	4.18	68.6	4.7	26.7
5	銀行等の投信窓口販売	4.51	83.1	3.5	13.4
6	証券デリバティブの全面解禁	4.37	74.4	5.8	19.8
7	ストック・オプション制度の利用拡大	4.24	76.0	1.8	22.2
8	利益消却のための自己株式取得の促進	4.50	82.0	0.6	17.4
9	株式の投資単位の引下げ	4.17	75.4	8.8	15.8
10	DR(預託証券)による外国株上場等の円滑化	4.03	46.2	5.8	48.0
11	永久債の導入	4.16	57.3	2.9	39.8
12	株式指数等リンク債の導入	4.14	66.1	7.0	26.9
13	MTNの利用促進	4.31	71.9	2.9	25.1
14	SPCの制度整備	4.41	82.0	0.6	17.4
15	ブックビルディング方式の導入	4.23	73.7	1.8	24.6
16	株式の上場承認の事前届出制への移行	4.27	65.1	1.2	33.7
17	上場基準の見直し	4.24	72.5	4.1	23.4
18	借株制度の導入	4.26	66.5	2.4	31.2
19	信用取引・発行日取引の導入	4.20	65.5	4.7	29.8
20	店頭市場の補完的位置付けの見直し	4.33	68.4	1.8	29.8

【表 1-4 平均点および選択肢別シェア（続き）】

No.	施策	平均点	非常に良かった+良かった (%)	あまり良くなかった+良くなかった (%)	わからない (%)
21	マーケットメーカー制度の導入	4.06	55.6	7.6	36.8
22	店頭登録基準の見直し	4.13	58.5	2.3	39.2
23	証券会社による未公開株取扱い解禁	4.08	55.0	5.8	39.2
24	証券会社の専業義務の撤廃	4.24	69.0	4.1	26.9
25	株式売買委託手数料の自由化	4.58	82.5	4.7	12.9
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	4.08	41.3	4.7	54.1
27	資産運用業の外部委託の導入	4.34	64.9	1.2	33.9
28	資産運用業の業務規制の見直し	4.22	66.7	3.5	29.8
29	信託約款の承認制から届出制への移行	4.23	54.1	2.3	43.6
30	普通銀行による普通社債の発行解禁	4.30	76.7	0.6	22.7
31	金融業者の資金調達が多様化	4.21	65.3	1.8	32.9
32	証券会社の原則登録制	4.08	64.3	8.8	26.9
33	投信委託業者の免許制から認可制への移行	4.14	57.6	4.1	38.4
34	証券子会社・信託子会社の業務範囲制限撤廃	4.14	72.7	8.7	18.6
35	保険会社の子会社形態での銀行業務への参入	3.96	44.4	7.6	48.0
36	銀行による保険の窓口販売	4.19	69.0	8.0	23.0
37	持株会社の活用	4.30	72.1	2.3	25.6
38	取引所内取引システムの改善	4.28	80.1	3.5	16.4
39	証券取引所の合併規定の整備	4.21	58.7	2.3	39.0
40	取引所集中義務の撤廃	4.33	71.5	7.0	21.5
41	P T S の導入	4.08	50.0	7.6	42.4
42	貸株市場の整備	4.32	75.9	0.6	23.5
43	システム売買の拡充	4.31	75.9	2.4	21.8
44	社債受渡し・決済制度の整備	4.43	88.4	1.7	9.9
45	保振から発行会社への実質株主の通知拡充	4.38	78.4	1.2	20.5
46	一括清算ネットティングの整備	4.36	73.3	0.6	26.2
47	公正取引ルールの整備	4.22	79.5	1.2	19.3
48	空売り規制の見直し	3.99	65.3	14.1	20.6
49	インサイダー取引等の罰則	4.45	93.6	0.6	5.8
50	インサイダー取引等による不正利得没収	4.42	91.9	1.2	6.9

【表 1 - 4 平均点および選択肢別シェア（続き）】

No.	施策	平均点	非常に良かった+良かった (%)	あまり良くなかった+良くなかった (%)	わからない (%)
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	4.24	85.5	3.5	11.0
52	紛争処理制度（あっせん）	4.26	76.7	0.6	22.7
53	有価証券定義の拡充	4.28	85.0	2.3	12.7
54	連結主体への移行	4.43	89.6	1.2	9.2
55	金融商品等会計基準の整備	4.36	91.4	0.6	8.0
56	業務範囲拡大に伴う自己資本規制比率見直し	4.23	69.6	0.6	29.8
57	自己資本比率を下回った時の退出手続明確化	4.24	72.5	1.2	26.3
58	金融機関等のディスクロージャーの充実	4.37	90.8	1.1	8.0
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	4.22	75.4	1.2	23.4
60	分別管理の徹底	4.48	85.4	0.0	14.6
61	投資者保護基金の創設	4.33	84.2	1.8	14.0
62	証券会社の破産・更生手続きの整備	4.32	75.4	0.0	24.6
63	保険契約者保護機構の創設	4.27	69.2	2.3	28.5
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.75	93.7	0.6	5.7
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	4.24	85.5	3.5	11.0
52	紛争処理制度（あっせん）	4.26	76.7	0.6	22.7
53	有価証券定義の拡充	4.28	85.0	2.3	12.7
54	連結主体への移行	4.43	89.6	1.2	9.2
55	金融商品等会計基準の整備	4.36	91.4	0.6	8.0
56	業務範囲拡大に伴う自己資本規制比率見直し	4.23	69.6	0.6	29.8
57	自己資本比率を下回った時の退出手続明確化	4.24	72.5	1.2	26.3
58	金融機関等のディスクロージャーの充実	4.37	90.8	1.1	8.0
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	4.22	75.4	1.2	23.4
60	分別管理の徹底	4.48	85.4	0.0	14.6
61	投資者保護基金の創設	4.33	84.2	1.8	14.0
62	証券会社の破産・更生手続きの整備	4.32	75.4	0.0	24.6
63	保険契約者保護機構の創設	4.27	69.2	2.3	28.5
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.75	93.7	0.6	5.7

② 属性別平均点比較

本項では属性別の平均点と、その格差（最大値－最小値）をまとめました。日本版ビッグバン全体への評価（総平均）で見ると、資金調達者、市場関係者（各業界）、資金運用者の評価の格差は0.16と小さいものでした。しかし、施策ごとの評価で見ると、各社の立場によってその評価には格差が生じています。最も格差が大きかった施策は、「(48) 空売り規制の見直し」で、資金運用者である生命保険が高い評価をつけた一方で、取引仲介者である証券会社は低い評価をつけ、その格差は1.12となりました。

【表1-5 属性別平均点比較】

No.	施策	平均	調達	証券	銀行	年金 基金	生保	損保	格差
1	証券総合口座の導入	4.24	4.66	4.50	4.00	4.00	4.17	4.33	0.66
2	会社型投信の導入	4.35	4.63	4.22	4.16	4.50	4.36	4.40	0.47
3	私募投信の導入	4.40	4.42	4.35	4.31	4.50	4.38	4.40	0.19
4	未上場・未登録株の投信組み入れ解禁	4.18	4.41	4.16	3.96	4.25	4.21	4.40	0.45
5	銀行等の投信窓口販売	4.51	4.41	4.00	4.84	4.25	4.60	4.60	0.84
6	証券デリバティブの全面解禁	4.37	4.37	4.48	4.32	4.67	4.53	4.60	0.35
7	ストック・オプション制度の利用拡大	4.24	4.35	4.15	4.11	4.00	4.17	4.20	0.35
8	利益消却のための自己株式取得の促進	4.50	4.35	4.63	4.48	5.00	4.53	4.50	0.65
9	株式の投資単位の引下げ	4.17	4.34	4.00	4.25	4.25	4.07	4.00	0.34
10	DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化	4.03	4.33	4.00	3.85	4.33	3.80	4.33	0.53
11	永久債の導入	4.16	4.33	4.00	4.00	4.00	4.07	4.20	0.33
12	株式指数等リンク債の導入	4.14	4.33	4.55	3.95	3.75	4.15	3.83	0.80
13	MTNの利用促進	4.31	4.32	4.41	4.31	4.00	4.20	4.25	0.41
14	S P Cの制度整備	4.41	4.31	4.50	4.35	4.60	4.46	4.38	0.29
15	ブックビルディング方式の導入	4.23	4.29	4.19	4.12	4.00	4.23	4.20	0.29
16	株式の上場承認の事前届出制への移行	4.27	4.28	4.32	4.00	4.00	4.18	4.25	0.32
17	上場基準の見直し	4.24	4.27	4.20	4.11	4.00	4.07	4.50	0.50
18	借株制度の導入	4.26	4.27	4.33	4.07	4.00	4.31	4.50	0.50
19	信用取引・発行日取引の導入	4.20	4.27	4.38	3.87	4.00	4.23	4.25	0.51
20	店頭市場の補完的位置付けの見直し	4.33	4.26	4.43	4.17	5.00	4.08	4.50	0.92
21	マーケットメーカー制度の導入	4.06	4.26	3.89	3.93	4.25	4.18	4.00	0.37
22	店頭登録基準の見直し	4.13	4.25	4.11	4.00	4.00	4.00	4.20	0.25
23	証券会社による未公開株取扱い解禁	4.08	4.25	3.83	3.93	4.25	4.00	4.25	0.42

【表 1 - 5 属性別平均点比較 (続き)】

No.	施策	平均	調達	証券	銀行	年金 基金	生保	損保	格差
24	証券会社の専業義務の撤廃	4.24	4.24	4.62	3.85	4.50	4.09	4.20	0.77
25	株式売買委託手数料の自由化	4.58	4.24	4.10	4.68	4.80	4.80	4.33	0.70
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	4.08	4.24	4.17	3.75	4.00	4.17	3.80	0.49
27	資産運用業の外部委託の導入	4.34	4.24	4.23	4.11	4.75	4.27	4.33	0.64
28	資産運用業の業務規制の見直し	4.22	4.23	4.20	4.00	4.50	4.08	4.33	0.50
29	信託約款の承認制から届出制への移行	4.23	4.22	4.10	4.06	3.60	4.11	4.33	0.73
30	普通銀行による普通社債の発行解禁	4.30	4.22	4.17	4.39	4.25	4.21	4.25	0.22
31	金融業者の資金調達の多様化	4.21	4.21	4.06	4.24	4.00	4.31	4.43	0.43
32	証券会社の原則登録制	4.08	4.21	3.86	3.94	4.00	4.09	4.20	0.35
33	投信委託業者の免許制から認可制への移行	4.14	4.21	4.08	3.87	4.00	4.09	4.20	0.34
34	証券子会社・信託子会社の業務範囲制限撤廃	4.14	4.21	4.00	3.96	4.25	4.08	4.33	0.37
35	保険会社の子会社形態での銀行業務への参入	3.96	4.21	4.00	3.67	4.00	4.36	4.00	0.69
36	銀行による保険の窓口販売	4.19	4.19	3.64	4.45	4.20	4.23	3.90	0.81
37	持株会社の活用	4.30	4.19	4.29	4.14	4.75	4.38	4.14	0.61
38	取引所内取引システムの改善	4.28	4.17	4.14	4.25	4.60	4.33	4.25	0.46
39	証券取引所の合併規定の整備	4.21	4.17	4.21	4.07	4.75	4.08	4.00	0.75
40	取引所集中義務の撤廃	4.33	4.17	4.40	4.24	4.75	4.44	4.33	0.58
41	P T S の導入	4.08	4.17	3.80	4.07	4.50	4.27	4.50	0.70
42	貸株市場の整備	4.32	4.17	4.29	4.00	4.40	4.50	4.40	0.50
43	システム売買の拡充	4.31	4.17	4.50	4.05	4.40	4.27	4.17	0.45
44	社債受渡し・決済制度の整備	4.43	4.17	4.47	4.38	4.75	4.33	4.33	0.58
45	保振から発行会社への実質株主の通知拡充	4.38	4.15	4.29	4.24	4.75	4.31	4.50	0.60
46	一括清算ネットティングの整備	4.36	4.14	4.56	4.24	4.67	4.31	4.20	0.53
47	公正取引ルール整備	4.22	4.13	4.00	4.27	4.20	4.14	4.20	0.27
48	空売り規制の見直し	3.99	4.13	3.10	4.22	4.00	4.18	3.80	1.12
49	インサイダー取引等の罰則	4.45	4.12	4.33	4.54	4.40	4.40	4.38	0.42
50	インサイダー取引等による不正利得没収	4.42	4.12	4.24	4.57	4.40	4.40	4.43	0.45
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	4.24	4.12	3.81	4.33	4.40	4.25	4.17	0.59
52	紛争処理制度 (あっせん)	4.26	4.12	4.25	4.35	4.33	4.19	4.33	0.23
53	有価証券定義の拡充	4.28	4.11	4.33	4.11	4.60	4.21	4.14	0.49
54	連結主体への移行	4.43	4.10	4.38	4.23	4.40	4.60	4.00	0.60
55	金融商品等会計基準の整備	4.36	4.09	4.33	4.33	4.25	4.40	4.25	0.31

【表 1-5 属性別平均点比較（続き）】

No.	施策	平均	調達	証券	銀行	年金 基金	生保	損保	格差
56	業務範囲拡大に伴う自己資本規制比率見直し	4.23	4.06	4.29	4.00	4.00	4.15	4.29	0.29
57	自己資本比率を下回った時の退出手続明確化	4.24	4.06	4.20	4.11	4.00	4.25	4.43	0.43
58	金融機関等のディスクロージャーの充実	4.37	4.05	4.20	4.45	4.20	4.50	4.18	0.45
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	4.22	4.04	4.08	4.32	4.20	4.44	4.00	0.44
60	分別管理の徹底	4.48	4.00	4.50	4.38	4.50	4.50	4.43	0.50
61	投資者保護基金の創設	4.33	4.00	4.25	4.24	4.20	4.43	4.43	0.43
62	証券会社の破産・更生手続きの整備	4.32	3.95	4.22	4.32	4.00	4.31	4.29	0.37
63	保険契約者保護機構の創設	4.27	3.95	4.33	4.17	4.20	4.47	4.27	0.52
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.75	3.93	4.90	4.67	4.75	4.87	4.70	0.97
	総平均	4.27	4.16	4.19	4.17	4.32	4.28	4.26	0.16

ア. 銀行等

銀行等の評価で最も高い評価となったのは、「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃」で、最も低い評価となったのは「(35) 保険会社の子会社形態での銀行業務への参入」でした。業態別では、主要行及びネット銀行と信用組合に評価の格差が大きく表れました。

【表 1-6 属性別平均点比較（銀行等）】※4

No.	施策	平均	主要	地銀	2地	信金	信組	ネット	外資	格差
1	証券総合口座の導入	4.24	4.00	4.00	3.75	4.14	4.00	4.00	4.00	0.39
2	会社型投信の導入	4.35	4.50	4.20	4.00	4.14	4.00	4.00	4.25	0.50
3	私募投信の導入	4.40	4.67	4.20	4.25	4.29	4.00	4.50	4.25	0.67
4	未上場・未登録株の投信組み入れ解禁	4.18	4.67	4.00	4.00	3.83	3.00	4.00	4.00	1.67
5	銀行等の投信窓口販売	4.51	5.00	5.00	4.80	4.86	4.33	5.00	4.75	0.67
6	証券デリバティブの全面解禁	4.37	4.67	4.67	4.33	4.17	3.67	5.00	4.33	1.33
7	ストック・オプション制度の利用拡大	4.24	4.00	4.67	4.20	3.80	4.00	3.50	4.50	1.17
8	利益消却のための自己株式取得の促進	4.50	5.00	4.40	4.40	4.67	4.00	4.00	4.50	1.00
9	株式の投資単位の引下げ	4.17	4.00	4.67	4.20	4.50	3.33	5.00	4.00	1.67
10	DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化	4.03	4.00	4.00	4.00	4.00	3.33	.	4.00	0.67

※4 点数欄が「.」となっているものは、回答の全てが「1：わからない」及び無回答であったため、平均点の算出をしていないことを示しています。（以下、同様）

【表 1 - 6 属性別平均点比較（銀行等）（続き）】

No.	施策	平均	主要	地銀	2地	信金	信組	ネット	外資	格差
11	永久債の導入	4.16	5.00	4.00	4.25	3.83	3.00	4.00	.	2.00
12	株式指数等リンク債の導入	4.14	5.00	4.00	3.75	4.00	3.67	4.00	4.00	1.33
13	MTNの利用促進	4.31	5.00	4.00	4.33	4.25	4.00	5.00	4.33	1.00
14	S P C の制度整備	4.41	4.75	4.00	4.67	4.17	4.00	5.00	4.25	1.00
15	ブックビルディング方式の導入	4.23	4.00	4.25	4.00	4.17	.	4.00	4.00	0.25
16	株式の上場承認の事前届出制への移行	4.27	5.00	4.00	4.00	3.80	4.00	3.00	5.00	2.00
17	上場基準の見直し	4.24	4.00	4.00	4.00	4.00	4.50	4.00	4.50	0.50
18	借株制度の導入	4.26	4.00	4.33	4.00	3.75	4.00	4.00	5.00	1.25
19	信用取引・発行日取引の導入	4.20	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	4.00	.	0.50
20	店頭市場の補完的位置付けの見直し	4.33	4.50	4.33	4.20	4.00	4.00	4.00	4.00	0.50
21	マーケットメーカー制度の導入	4.06	4.00	3.50	4.00	4.00	4.00	.	.	0.50
22	店頭登録基準の見直し	4.13	4.00	4.00	4.00	4.00	4.33	3.00	4.00	1.33
23	証券会社による未公開株取扱い解禁	4.08	.	4.00	4.00	4.00	3.00	5.00	4.00	2.00
24	証券会社の専業義務の撤廃	4.24	.	4.00	4.00	4.14	3.33	2.00	4.00	2.14
25	株式売買委託手数料の自由化	4.58	.	4.75	4.80	4.71	4.33	5.00	4.50	0.67
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	4.08	.	4.00	4.50	3.60	3.00	.	5.00	2.00
27	資産運用業の外部委託の導入	4.34	.	4.00	4.00	4.17	3.50	5.00	4.50	1.50
28	資産運用業の業務規制の見直し	4.22	4.00	4.33	4.33	3.71	4.00	5.00	3.50	1.50
29	信託約款の承認制から届出制への移行	4.23	4.00	4.00	4.00	4.33	3.50	.	4.00	0.83
30	普通銀行による普通社債の発行解禁	4.30	4.75	4.40	4.20	4.29	4.33	5.00	4.33	0.80
31	金融業者の資金調達が多様化	4.21	4.00	4.33	4.25	4.14	4.00	5.00	4.33	1.00
32	証券会社の原則登録制	4.08	4.00	4.00	4.00	4.00	3.00	4.00	4.33	1.33
33	投信委託業者の免許制から認可制への移行	4.14	4.00	4.00	4.00	4.17	2.50	.	4.00	1.67
34	証券子会社・信託子会社の業務範囲制限撤廃	4.14	3.75	4.00	4.25	4.00	3.00	4.50	4.25	1.50
35	保険会社の子会社形態での銀行業務への参入	3.96	.	4.00	4.00	3.50	2.00	4.00	4.00	2.00
36	銀行による保険の窓口販売	4.19	4.33	4.40	4.40	4.43	4.00	5.00	4.75	1.00
37	持株会社の活用	4.30	5.00	4.00	4.20	3.86	4.00	4.50	4.25	1.14
38	取引所内取引システムの改善	4.28	5.00	4.25	4.20	4.17	4.00	4.00	4.50	1.00
39	証券取引所の合併規定の整備	4.21	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	.	4.50	0.50

【表 1-6 属性別平均点比較（銀行等）（続き）】

No.	施策	平均	主要	地銀	2地	信金	信組	ネット	外資	格差
40	取引所集中義務の撤廃	4.33	5.00	4.33	4.40	3.83	3.67	5.00	5.00	1.33
41	P T S の導入	4.08	4.00	4.50	4.00	4.00	3.50	5.00	4.00	1.50
42	貸株市場の整備	4.32	4.00	4.00	4.20	3.83	4.00	4.00	4.00	0.37
43	システム売買の拡充	4.31	4.00	4.00	4.20	4.14	3.00	4.00	4.00	1.20
44	社債受渡し・決済制度の整備	4.43	4.00	4.20	4.20	4.43	4.33	5.00	5.00	1.00
45	保振から発行会社への実質株主の 通知拡充	4.38	4.50	4.25	4.00	4.20	4.00	5.00	4.50	1.00
46	一括清算ネットティングの整備	4.36	4.67	4.00	4.00	4.33	4.00	5.00	4.00	1.00
47	公正取引ルール of 整備	4.22	4.00	4.33	4.25	4.43	4.00	4.00	4.33	0.43
48	空売り規制の見直し	3.99	.	4.33	4.00	4.17	4.00	5.00	4.50	1.00
49	インサイダー取引等の罰則	4.45	5.00	4.60	4.20	4.71	4.67	4.00	4.25	1.00
50	インサイダー取引等による不正利 得没収	4.42	5.00	4.60	4.20	4.71	4.67	5.00	4.25	0.80
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	4.24	4.00	4.60	4.25	4.57	4.00	4.00	4.25	0.60
52	紛争処理制度（あっせん）	4.26	4.67	4.40	4.00	4.29	5.00	4.50	.	1.00
53	有価証券定義の拡充	4.28	4.67	4.00	4.00	4.14	3.00	4.00	4.50	1.67
54	連結主体への移行	4.43	4.67	4.00	4.60	4.14	3.00	5.00	4.33	2.00
55	金融商品等会計基準の整備	4.36	4.33	4.60	4.60	4.14	4.00	5.00	4.00	1.00
56	業務範囲拡大に伴う自己資本規制 比率見直し	4.23	4.00	4.00	4.33	4.00	4.00	4.00	3.50	0.83
57	自己資本比率を下回った時の退出 手続明確化	4.24	5.00	4.33	4.00	4.17	3.50	.	4.00	1.50
58	金融機関等のディスクロージャー の充実	4.37	5.00	4.20	4.40	4.43	4.33	5.00	4.25	0.80
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	4.22	4.67	4.33	4.20	4.14	4.50	5.00	4.00	1.00
60	分別管理の徹底	4.48	4.00	4.67	4.20	4.71	4.00	4.00	4.25	0.71
61	投資者保護基金の創設	4.33	5.00	4.25	4.00	4.57	3.33	4.50	4.33	1.67
62	証券会社の破産・更生手続きの整備	4.32	5.00	4.00	4.00	4.33	5.00	4.50	4.50	1.00
63	保険契約者保護機構の創設	4.27	5.00	4.00	4.00	4.33	3.50	4.50	4.50	1.50
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.75	5.00	4.80	4.75	4.86	4.00	4.50	4.50	1.00
	総平均	4.27	4.42	4.20	4.17	4.17	3.81	4.41	4.30	0.60

イ. 証券会社

証券会社の評価で最も高い評価となったのは、「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃」で、最も低い評価となったのは「(35) 保険会社の子会社形態での銀行業務への参入」で、銀行等と同様の結果となりました。業態別では、銀行等と同様に新規参入組（ネット証券）と地方の既存業者（地場証券）との評価の格差が大きく表れました。

【表 1-7 属性別平均点比較（証券会社）】

No.	施策	総平均	大手	中小	地場	ネット	外資	格差
1	証券総合口座の導入	4.24	4.75	4.50	4.25	5.00	4.00	1.00
2	会社型投信の導入	4.35	4.25	4.50	4.00	5.00	4.00	1.00
3	私募投信の導入	4.40	4.50	4.25	4.00	5.00	4.33	1.00
4	未上場・未登録株の投信組み入れ解禁	4.18	4.50	3.75	4.00	4.50	4.20	0.75
5	銀行等の投信窓口販売	4.51	3.75	4.50	3.50	3.67	4.33	1.00
6	証券デリバティブの全面解禁	4.37	5.00	4.25	3.25	5.00	4.83	1.75
7	ストック・オプション制度の利用拡大	4.24	4.50	4.50	3.50	4.33	4.00	1.00
8	利益消却のための自己株式取得の促進	4.50	4.75	5.00	4.50	4.50	4.40	0.60
9	株式の投資単位の引下げ	4.17	4.00	4.50	3.50	4.67	3.67	1.17
10	DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化	4.03	4.00	4.00	4.00	5.00	3.67	1.33
11	永久債の導入	4.16	4.00	4.00	3.33	5.00	4.17	1.67
12	株式指数等リンク債の導入	4.14	4.50	4.67	4.00	5.00	4.67	1.00
13	MTNの利用促進	4.31	3.75	4.67	4.00	5.00	4.67	1.25
14	SPCの制度整備	4.41	4.75	4.25	4.00	5.00	4.50	1.00
15	ブックビルディング方式の導入	4.23	4.25	4.25	4.25	4.00	4.17	0.25
16	株式の上場承認の事前届出制への移行	4.27	4.00	4.33	4.25	5.00	4.20	1.00
17	上場基準の見直し	4.24	3.75	4.25	4.25	5.00	4.00	1.25
18	借株制度の導入	4.26	4.25	4.25	4.00	5.00	4.33	1.00
19	信用取引・発行日取引の導入	4.20	4.25	4.00	4.75	5.00	4.17	1.00
20	店頭市場の補完的位置付けの見直し	4.33	4.50	4.75	4.50	5.00	3.83	1.17
21	マーケットメーカー制度の導入	4.06	3.50	3.75	4.00	4.67	3.80	1.17
22	店頭登録基準の見直し	4.13	4.00	4.00	3.67	4.67	4.20	1.00
23	証券会社による未公開株取扱い解禁	4.08	3.75	4.00	3.25	5.00	4.00	1.75
24	証券会社の専業義務の撤廃	4.24	4.75	4.50	4.25	5.00	4.67	0.75
25	株式売買委託手数料の自由化	4.58	3.75	4.50	3.25	5.00	4.17	1.75

【表 1-7 属性別平均点比較（証券会社）（続き）】

No.	施策	総平均	大手	中小	地場	ネット	外資	格差
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	4.08	.	4.00	4.50	.	4.00	0.50
27	資産運用業の外部委託の導入	4.34	4.50	4.67	3.50	4.50	4.50	1.17
28	資産運用業の業務規制の見直し	4.22	4.25	4.50	3.75	4.67	4.00	0.92
29	信託約款の承認制から届出制への移行	4.23	4.00	4.00	4.00	4.50	4.00	0.50
30	普通銀行による普通社債の発行解禁	4.30	4.33	4.25	4.00	4.00	4.17	0.33
31	金融業者の資金調達が多様化	4.21	4.00	4.00	4.00	4.50	4.00	0.50
32	証券会社の原則登録制	4.08	3.25	4.00	3.00	4.67	4.33	1.67
33	投信委託業者の免許制から認可制への移行	4.14	4.50	4.50	3.25	4.50	4.50	1.25
34	証券子会社・信託子会社の業務範囲制限撤廃	4.14	3.75	4.50	3.50	4.50	4.20	1.00
35	保険会社の子会社形態での銀行業務への参入	3.96	.	5.00	3.67	4.00	4.00	1.33
36	銀行による保険の窓口販売	4.19	4.00	4.00	3.25	3.33	4.00	0.75
37	持株会社の活用	4.30	4.33	4.67	4.00	4.50	4.00	0.67
38	取引所内取引システムの改善	4.28	4.50	4.25	4.00	5.00	3.50	1.50
39	証券取引所の合併規定の整備	4.21	4.00	4.50	4.00	5.00	4.00	1.00
40	取引所集中義務の撤廃	4.33	4.75	4.67	3.00	5.00	4.67	2.00
41	P T S の導入	4.08	3.25	4.33	3.00	5.00	3.83	2.00
42	貸株市場の整備	4.32	4.25	4.25	4.25	4.67	4.17	0.50
43	システム売買の拡充	4.31	4.50	4.67	4.00	5.00	4.50	1.00
44	社債受渡し・決済制度の整備	4.43	4.25	4.50	4.33	5.00	4.50	0.75
45	保振から発行会社への実質株主の通知拡充	4.38	4.25	4.50	4.00	5.00	4.00	1.00
46	一括清算ネットティングの整備	4.36	4.75	4.75	4.00	.	4.67	0.75
47	公正取引ルールの整備	4.22	3.75	4.25	4.25	3.67	4.00	0.58
48	空売り規制の見直し	3.99	2.75	3.50	2.75	4.00	2.83	1.25
49	インサイダー取引等の罰則	4.45	4.00	4.50	4.25	5.00	4.17	1.00
50	インサイダー取引等による不正利得没収	4.42	4.00	4.50	4.25	4.67	4.00	0.67
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	4.24	2.75	4.00	4.25	4.67	3.67	1.92
52	紛争処理制度（あっせん）	4.26	4.25	4.00	4.25	5.00	4.00	1.00
53	有価証券定義の拡充	4.28	4.50	4.25	4.00	4.67	4.33	0.67
54	連結主体への移行	4.43	4.50	4.50	4.00	5.00	4.17	1.00
55	金融商品等会計基準の整備	4.36	4.25	4.25	4.25	4.67	4.33	0.42
56	業務範囲拡大に伴う自己資本規制比率見直し	4.23	4.25	4.25	4.00	5.00	4.17	1.00
57	自己資本比率を下回った時の退出手続明確化	4.24	4.00	4.00	4.25	5.00	4.00	1.00

【表 1 - 7 属性別平均点比較（証券会社）（続き）】

No.	施策	総平均	大手	中小	地場	ネット	外資	格差
58	金融機関等のディスクロージャーの充実	4.37	4.00	4.25	4.00	5.00	4.17	1.00
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	4.22	4.00	4.00	4.00	5.00	4.00	1.00
60	分別管理の徹底	4.48	4.75	4.50	4.25	5.00	4.33	0.75
61	投資者保護基金の創設	4.33	4.25	3.75	4.25	5.00	4.33	1.25
62	証券会社の破産・更生手続きの整備	4.32	4.50	4.00	4.00	5.00	4.17	1.00
63	保険契約者保護機構の創設	4.27	4.50	4.00	4.33	5.00	4.00	1.00
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.75	5.00	5.00	5.00	5.00	4.67	0.33
	総平均	4.27	4.13	4.29	3.93	4.73	4.12	0.79

③ 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布

「1：わからない」を選択したシェアが多かった3施策は、「(26) 保険算定会料率の遵守義務の廃止」「(35) 保険会社の子会社形態での銀行業務への参入」「(10) DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化」となりました。他方、同シェアが少なかった3施策は、「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃」「(49) インサイダー取引等の罰則」「(50) インサイダー取引等による不正利得没収」となりました。

全体的には、金融機関間で他業種に関係の深い施策の評価については「1：わからない」を選択する傾向が見られました。

【表1-8 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布】

(単位：%)

No.	施策	平均	調達	証券	銀行	年金 基金	生保	損保
1	証券総合口座の導入	28.7	35.1	14.3	40.6	20.0	25.0	70.0
2	会社型投信の導入	24.0	54.1	14.3	21.9	20.0	12.5	50.0
3	私募投信の導入	19.1	36.8	4.8	18.8	20.0	0.0	50.0
4	未上場・未登録株の投信組み入れ解禁	26.7	50.0	9.5	21.9	20.0	12.5	50.0
5	銀行等の投信窓口販売	13.4	29.7	0.0	3.1	20.0	6.3	50.0
6	証券デリバティブの全面解禁	19.8	31.6	0.0	31.3	40.0	6.3	50.0
7	ストック・オプション制度の利用拡大	22.2	21.6	4.8	40.6	20.0	25.0	50.0
8	利益消却のための自己株式取得の促進	17.4	10.8	9.5	34.4	20.0	6.3	40.0
9	株式の投資単位の引下げ	15.8	8.1	0.0	37.5	20.0	12.5	60.0
10	DR（預託証券）による外国株上場等の円滑化	48.0	59.5	28.6	59.4	40.0	37.5	50.0
11	永久債の導入	39.8	40.5	28.6	56.3	80.0	12.5	50.0
12	株式指数等リンク債の導入	26.9	40.5	4.8	37.5	20.0	18.8	40.0
13	MTNの利用促進	25.1	21.6	19.0	50.0	60.0	6.3	20.0
14	SPCの制度整備	17.4	21.6	14.3	28.1	0.0	18.8	20.0
15	ブックビルディング方式の導入	24.6	28.9	0.0	45.2	40.0	18.8	50.0
16	株式の上場承認の事前届出制への移行	33.7	36.8	9.5	56.3	20.0	31.3	60.0
17	上場基準の見直し	23.4	23.7	4.8	40.6	40.0	12.5	60.0
18	借株制度の導入	31.2	47.2	0.0	56.3	0.0	18.8	60.0
19	信用取引・発行日取引の導入	29.8	43.2	0.0	53.1	20.0	18.8	60.0
20	店頭市場の補完的位置付けの見直し	29.8	43.2	0.0	43.8	20.0	18.8	60.0

【表 1-8 「わからない」を選択したシェアの属性別分布（続き）】

（単位：％）

No.	施策	平均	調達	証券	銀行	年金 基金	生保	損保
21	マーケットメーカー制度の導入	36.8	51.4	9.5	53.1	20.0	31.3	60.0
22	店頭登録基準の見直し	39.2	54.1	9.5	50.0	20.0	50.0	50.0
23	証券会社による未公開株取扱い解禁	39.2	54.1	14.3	53.1	20.0	31.3	60.0
24	証券会社の専業義務の撤廃	26.9	27.0	0.0	37.5	20.0	31.3	50.0
25	株式売買委託手数料の自由化	12.9	5.4	0.0	31.3	0.0	6.3	40.0
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	54.1	37.8	71.4	62.5	80.0	25.0	9.1
27	資産運用業の外部委託の導入	33.9	51.4	38.1	40.6	20.0	6.3	40.0
28	資産運用業の業務規制の見直し	29.8	54.1	4.8	40.6	20.0	18.8	40.0
29	信託約款の承認制から届出制への移行	43.6	52.6	52.4	46.9	0.0	43.8	70.0
30	普通銀行による普通社債の発行解禁	22.7	29.7	14.3	12.5	20.0	12.5	20.0
31	金融業者の資金調達の多様化	32.9	35.1	19.0	34.4	60.0	18.8	30.0
32	証券会社の原則登録制	26.9	24.3	0.0	43.8	20.0	31.3	50.0
33	投信委託業者の免許制から認可制への移行	38.4	39.5	42.9	53.1	20.0	31.3	50.0
34	証券子会社・信託子会社の業務範囲制限撤廃	18.6	27.0	19.0	15.6	20.0	18.8	40.0
35	保険会社の子会社形態での銀行業務への参入	48.0	43.2	66.7	53.1	40.0	12.5	70.0
36	銀行による保険の窓口販売	23.0	29.7	33.3	6.1	0.0	18.8	9.1
37	持株会社の活用	25.6	29.7	33.3	31.3	20.0	0.0	30.0
38	取引所内取引システムの改善	16.4	13.5	0.0	37.5	0.0	6.3	60.0
39	証券取引所の合併規定の整備	39.0	40.5	33.3	56.3	20.0	25.0	70.0
40	取引所集中義務の撤廃	21.5	40.5	4.8	34.4	20.0	0.0	40.0
41	P T S の導入	42.4	62.2	4.8	53.1	60.0	31.3	80.0
42	貸株市場の整備	23.5	43.2	0.0	37.5	0.0	12.5	50.0
43	システム売買の拡充	21.8	32.4	4.8	37.5	0.0	6.3	40.0
44	社債受渡し・決済制度の整備	9.9	10.8	9.5	9.4	20.0	6.3	10.0
45	保振から発行会社への実質株主の通知拡充	20.5	10.8	0.0	34.4	20.0	18.8	60.0
46	一括清算ネットティングの整備	26.2	32.4	14.3	34.4	40.0	18.8	50.0
47	公正取引ルールの整備	19.3	29.7	0.0	31.3	0.0	12.5	50.0
48	空売り規制の見直し	20.6	16.2	0.0	43.8	0.0	31.3	50.0
49	インサイダー取引等の罰則	5.8	2.6	0.0	12.5	0.0	6.3	20.0
50	インサイダー取引等による不正利得没収	6.9	2.6	0.0	12.5	0.0	6.3	30.0

【表 1-8 「わからない」を選択したシェアの属性別分布（続き）】

（単位：％）

No.	施策	平均	調達	証券	銀行	年金 基金	生保	損保
51	利益相反防止に関する行為規制の整備	11.0	13.2	0.0	15.6	0.0	0.0	4.0
52	紛争処理制度（あっせん）	22.7	40.5	4.8	28.1	40.0	0.0	70.0
53	有価証券定義の拡充	12.7	23.7	0.0	15.6	0.0	12.5	30.0
54	連結主体への移行	9.2	5.3	0.0	18.8	0.0	6.3	40.0
55	金融商品等会計基準の整備	8.0	7.9	0.0	18.2	0.0	6.3	20.0
56	業務範囲拡大に伴う自己資本規制比率見直し	29.8	35.1	0.0	43.8	40.0	18.8	30.0
57	自己資本比率を下回った時の退出手続明確化	26.3	21.6	4.8	43.8	60.0	25.0	30.0
58	金融機関等のディスクロージャーの充実	8.0	16.2	4.8	12.1	0.0	0.0	0.0
59	銀行・保険等の子会社規定の整備	23.4	27.0	42.9	19.4	0.0	0.0	10.0
60	分別管理の徹底	14.6	16.7	4.8	25.0	20.0	12.5	30.0
61	投資者保護基金の創設	14.0	16.2	4.8	21.9	0.0	12.5	30.0
62	証券会社の破産・更生手続きの整備	24.6	24.3	14.3	40.6	20.0	18.8	30.0
63	保険契約者保護機構の創設	28.5	24.3	42.9	28.1	0.0	6.3	0.0
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	5.7	7.9	0.0	9.1	20.0	6.3	0.0
	総平均	24.8	29.7	13.0	34.5	18.0	16.2	39.8

2. 利用者アンケート

(1) アンケート概要

① 調査方法等

本アンケートは、「日本版ビッグバン」に関して個人利用者からの評価を調査する目的で、調査会社に委託して平成18年12月に行いました。

アンケート対象は、調査会社に登録済みの回答者集団から、投資経験満10年以上の利用者に限定し、該当者168名からインターネットを通じて回答を得ました。このうち有効回答者数は141名で、平均年齢は53.2才、平均投資経験年数は18.4年となりました。回答者の属性別構成は、以下のとおりです（表2-1参照）。

【表2-1 アンケート回答者の属性別構成比】

(1) 性別

男性	76名	53.9%
女性	65名	46.1%

(2) 年齢

20代	0名	0.0%
30代	15名	10.6%
40代	36名	25.5%
50代	51名	36.2%
60代	30名	21.3%
70代以上	9名	6.4%

(3) 投資経験年数

満10年以上15年未満	40名	28.4%
満15年以上20年未満	37名	26.2%
満20年以上	64名	45.4%

(4) 主な投資対象

株式	97名	68.8%
投資信託	26名	18.4%
債券	12名	8.5%
年金保険	6名	4.3%

② 評価方法等

本アンケートでは、対象者を個人利用者としているため、日本版ビッグバンの7政策グループの64施策^{※5}中、個人利用者が直接関係すると考えられる24施策についてのみ、それぞれ以下の5段階での評価を調査しました。

- 5：非常に良かった
- 4：良かった
- 3：あまり良くなかった
- 2：良くなかった
- 1：わからない

また、自由意見欄を設け、日本版ビッグバンの評価のほか、意見についても（任意で）記載を依頼しました。

また、以下の本報告では、平均点を基本に分析を行なうこととします^{※6}。評価の平均点算出に際しては、「5：非常に良かった」から「2：良くなかった」までの回答を対象として計算しました。よって、平均点は3.5点となることに注意が必要です。

③ 評価総括

各政策グループの平均点は、以下の通りとなりました。

【表2-2 政策グループ別平均点】

政策グループ	平均点
① 資産運用手段の充実等	3.82
② 企業の資金調達の円滑化・多様化	3.65
③ 多様なサービスの提供	3.92
④ 効率的な市場の整備	3.77
⑤ 公正取引の確保等	4.24
⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備	4.17
⑦ 証券税制の見直し	4.32
総平均	3.92

※5 7つの政策グループ及び64の施策の内容については、II章2節及び資料1を参照。

※6 当然ながら、平均点については各施策の認知度等によって偏り等が生じるおそれがあり、評価には一定の留保が必要となります。より正確な分析には、偏り等に対するさらなる考察が必要となります。なお、各業種の回答傾向については、表2-3、表2-5～8を参照。

施策別では、投資収益率に直結する「(25) 株式売買委託手数料の自由化」が1位、「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃（いわゆる証券優遇税制を含む）」が3位と上位を占めました。

また、「(5) 銀行等の投信窓口販売」が24位（調査24施策中最下位）、「(36) 銀行による保険の窓口販売」が22位となり、関係者のアンケートと比べて低い評価となりました。

上記の4施策は「1：わからない」の選択が少なかったことから、個人利用者に対する施策の認知度は高かったといえます。また総じて、取引の公正性、仲介者の健全性の確保に関する各施策の平均点が高く、評価される結果となりました。

(2) アンケート結果

① 資産運用手段の充実等

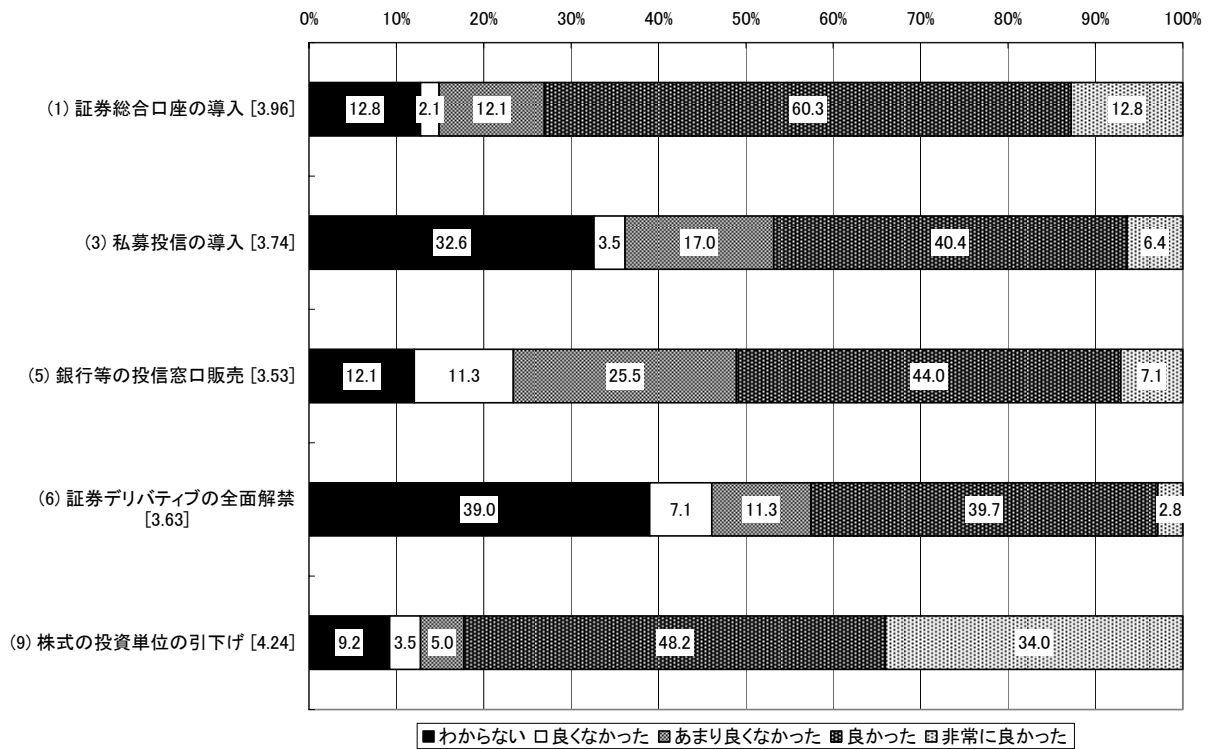
本政策グループの 10 施策中、個人利用者に関係がある施策として 5 施策（「(1) 証券総合口座の導入」、「(3) 私募投信の導入」、「(5) 銀行等の投信窓口販売」、「(6) 証券デリバティブの全面解禁」、「(9) 株式の投資単位の引下げ」）を選択してアンケートを実施しました。

本グループ（5 施策）の平均点は 3.82 で総平均の 3.92 を下回り、7 グループ中 5 番目となりました。この結果は「(5) 銀行等の投信窓口販売」、「(6) 証券デリバティブの全面解禁」の平均点が低かったことが、影響しました。

特に、「(5) 銀行等の投信窓口販売」は「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計が 36.9%（最下位）あり、平均点も 3.53 で調査 24 施策中最下位となりました。その一方で、「非常に良かった」「良かった」の合計も 51.1%（12 位）となりました。このことから、本施策は個人利用者の評価は割れたものの、認知度が高かったといえます。

また、「(9) 株式の投資単位の引下げ」は「非常に良かった」「良かった」の合計が 82.3%（4 位）となり、平均点が 4.24 で調査 24 施策中 5 位の評価となりました。

【図2-① 「① 資産運用手段の充実等」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「(5) 銀行等の投信窓口販売」に関連して：

- ・ 各商品の販売窓口が増えるのは良いことだと思うが、販売側に都合の良い商品を薦める傾向が強くなったと思う。(男・40代・10-15年・投資信託)
※7
- ・ 取扱商品が増えたことにより各商品に対する担当者の知識が希薄になったことが気になる。それに伴って信用が下がったと思う。(女・30代・10-15年・債券)

※7 括弧内の表記は、当該意見を記載した個人利用者の属性を示しており、それぞれ性別・年齢・投資経験年数・主な投資対象を示しています。

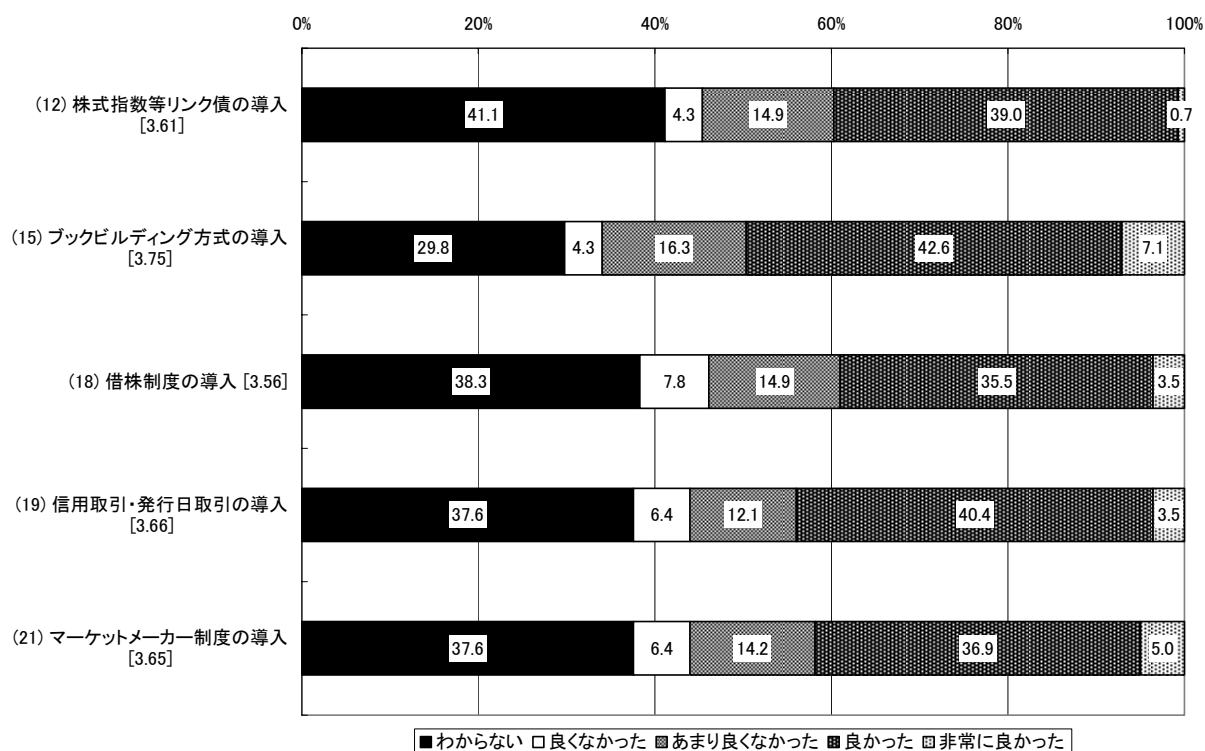
② 企業の資金調達の手軽化・多様化

本政策グループの13施策中、個人利用者に関係がある施策として5施策（「(12) 株式指数等リンク債の導入」、「(15) ブックビルディング方式の導入」、「(18) 借株制度の導入」、「(19) 信用取引・発行日取引の導入」、「(21) マーケットメーカー制度の導入」）を選択してアンケートを実施しました。

本グループ（5施策）の平均点は3.65で、総平均の3.92を下回り7グループ中最低となりました。5施策いずれも「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計が20%弱となり、総平均の3.92を下回りました。そして、「非常に良かった」「良かった」の合計が50%を超えた施策もありませんでした。

また、5施策いずれも「わからない」が30-40%を占めました。この結果は、本グループの施策が（個人利用者に関係がある施策を選択したものの）企業の資金調達に関するものが中心であったためと考えられます。

【図2-② 「② 企業の資金調達の手軽化・多様化」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「② 企業の資金調達の手軽化・多様化」全般に関連して：

- ・ 個人投資家よりも企業に有利な改正だったと思う。（女・50代・20年以上・株式）
- ・ 改革そのものは評価できるが、ライブドア等の問題など証券会社と発行企業等の関係に問題がありそうである。（男・30代・15-20年・株式）

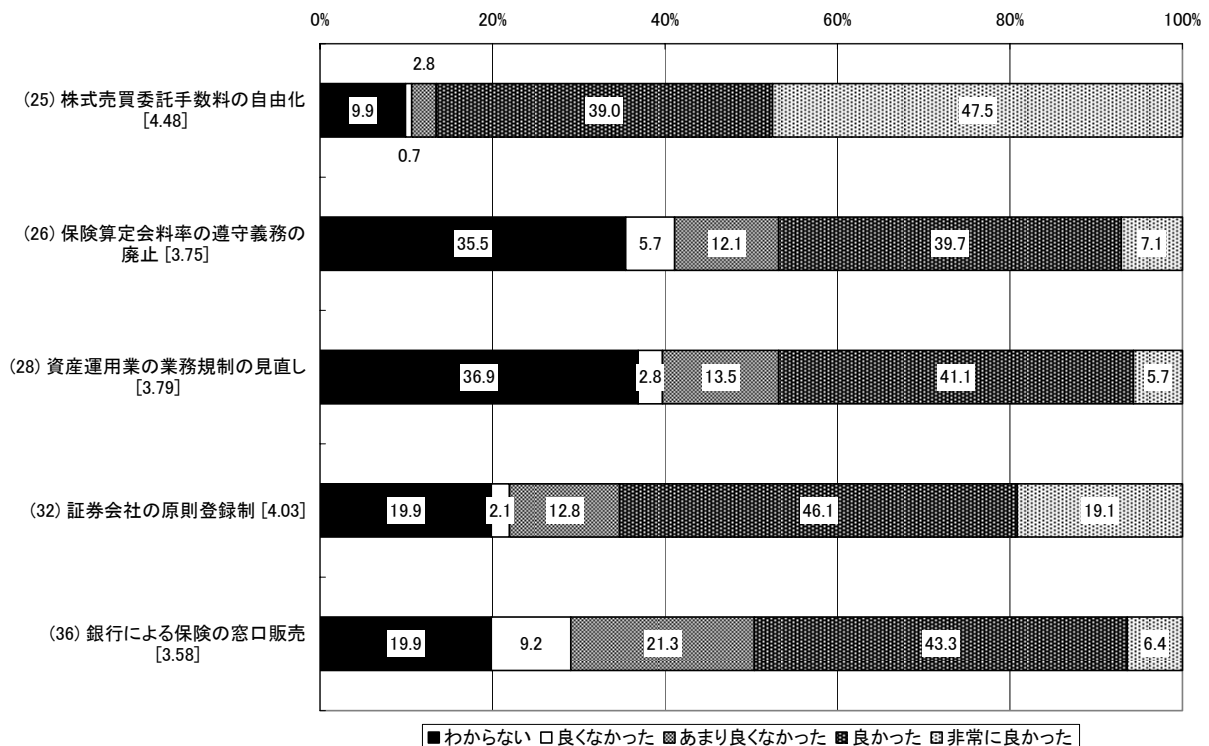
③ 多様なサービスの提供

本政策グループの 14 施策中、個人利用者に関係がある施策として 5 施策（「(25) 株式売買委託手数料の自由化」、「(26) 保険算定会料率の遵守義務の廃止」、「(28) 資産運用業の業務規制の見直し」、「(32) 証券会社の原則登録制」、「(36) 銀行による保険の窓口販売」）を選択してアンケートを実施しました。

本グループ（5 施策）の平均点は総平均と同じ 3.92 となり、7 グループ中 4 番目の評価となりました。「(25) 株式売買委託手数料の自由化」は平均点が 4.48 で、調査 24 施策中 1 位となり、個人利用者に最も評価された施策となりました。

また、「(36) 銀行による保険の窓口販売」は「良くなかった」「あまり良くなかった」の合計が 30.5%（23 位）となり、平均点も 3.58 で調査 24 施策中 22 位となりました。その一方で、「非常に良かった」「良かった」の合計も 49.6%（13 位）となり、評価が割れる結果となりました。

【図 2-③ 「③ 多様なサービスの提供」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「③ 多様なサービスの提供」全般に関連して：

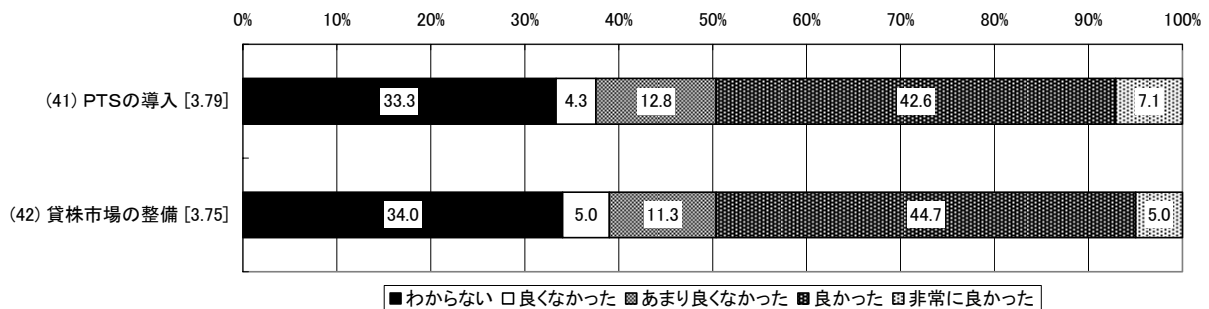
- ・ 金融機関の横並び体質は、変わっていない。本当の改革が行われていないのではないか。(女・40代・10-15年・株式)
- ・ 証券会社はまだ身近な存在とは言えず、諸費用も軽減されたとは思えない。(女・40代・10-15年・債券)
- ・ 手数料が安くなるなど良い点もあるが、分かりにくい点も多い。(女・50代・20年以上・年金保険)

④ 効率的な市場の整備

本政策グループの9施策中、個人利用者に関係がある施策として2施策（「(41) PTSの導入」、「(42) 貸株市場の導入」）を選択してアンケートを実施しました。

本グループ（2施策）の平均点は3.77で総平均の3.92を下回り、7グループ中6番目の評価となりました。「(41) PTSの導入」は平均点が3.79で調査24施策中12位、「貸株市場の導入」は平均点が3.75で調査24施策中14位となりました。いずれも「非常に良かった」「良かった」の合計が49.6%（13位）あった一方で、「わからない」も33-34%ありました。このことから、本施策グループは、個人利用者の認知度があまり高くなかったといえます。

【図2-④ 「④ 効率的な市場の整備」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「④ 効率的な市場の整備」全般に関連して：

- ・ 一般投資家によるインターネット取引は増えたが、日本全体の金融そのものは、一向に浮上したとは思えない。施策だけの問題で解決することではない。施策を作ったというよりも、それを運用して効果を出していく状況作りがもっと重要であり、その中で施策の問題点を改善していくプロセスが必要だと思う。（男・60代・10-15年・株式）
- ・ 金融に関する枠がかなり取り除かれ、誰でも割と自由に取引が出来るようになって、市場経済も活発になってきていると思う。（女・50代・10-15年・投資信託）

⑤ 公正取引の確保等

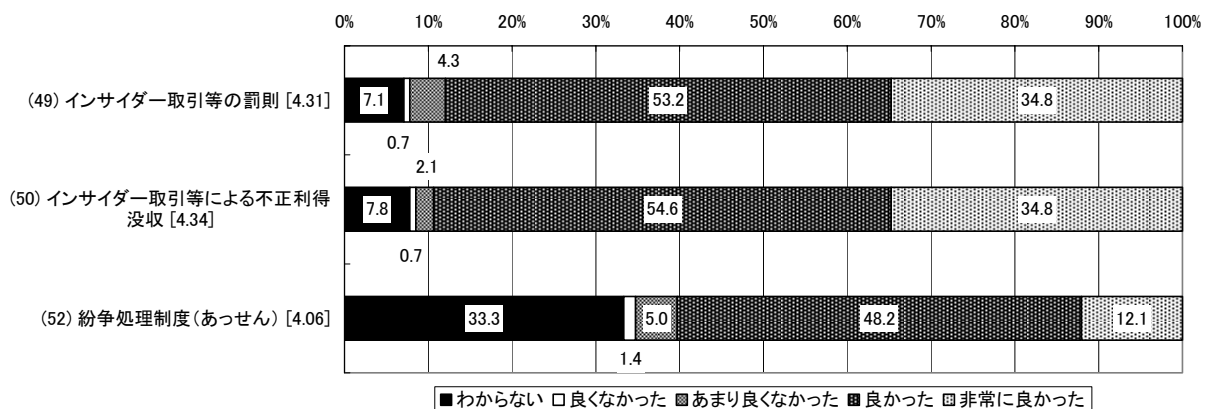
本政策グループの9施策中、個人利用者に関係がある施策として3施策（「(49) インサイダー取引等の罰則」、「(50) インサイダー取引等による不正利得没収」、「(52) 紛争処理制度（あっせん）」）を選択してアンケートを実施しました。

本グループ（3施策）の平均点は4.24で総平均の3.92を上回り、7グループ中2番目の評価となりました。

「(49) インサイダー取引等の罰則」は平均点が4.31で、調査24施策中4位となり、「(50) インサイダー取引等による不正利得没収」は平均点が4.34で、調査24施策中2位となるなど、高い評価となりました。また、「非常に良かった」「良かった」の合計も「インサイダー取引等の罰則」は87.9%（2位）、「インサイダー取引等による不正利得没収」は89.4%（1位）でした。

他方、「紛争処理制度（あっせん）」は「わからない」が33.3%あり、本施策は個人利用者の認知度があまり高くなかったといえます。

【図2-⑤ 「⑤ 公正取引の確保等」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「(49) インサイダー取引等の罰則」に関連して：

- ・ インサイダーが疑われる取引が横行しているように思われるので、さらなる強化が必要であり、監視を強化してほしい。（男・50代・20年以上・投資信託）

「⑤ 公正取引の確保等」全般に関連して：

- ・ 長期的な施策を希望する。公平・公正を第一に考えてもらいたい。（男・30代・20年以上・株式）
- ・ 日本の市場は、とにかく機関投資家主導で動いている。個人投資家が安心

して参画できるように法整備を進めてほしい。(男・50代・10—15年・株式)

⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備

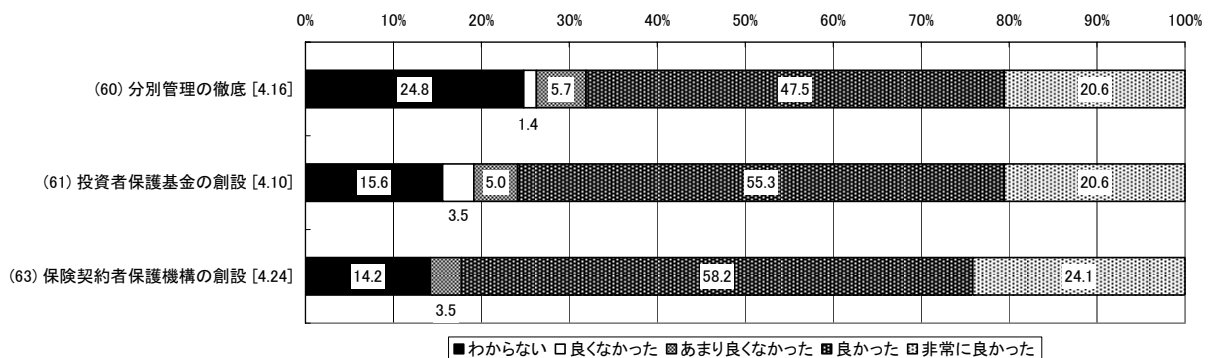
本政策グループの8施策中、個人利用者に関係がある施策として3施策（「(60) 分別管理の徹底」、「(61) 投資家保護基金の創設」、「(63) 保険契約者保護機構の創設」）を選択してアンケートを実施しました。

本グループ（3施策）の平均点は4.17で総平均の3.92を上回り、7グループ中3番目となりました。

「(60) 分別管理の徹底」は平均点が4.16で調査24施策中7位、「(61) 投資家保護基金の創設」は平均点が4.10で同8位、「(63) 保険契約者保護機構の創設」は平均点が4.24で、同6位となりました。

また、「(63) 保険契約者保護機構の創設」は「良くなかった」0%、「あまり良くなかった」3.5%と両者合計は2番目の少なさで、肯定的な評価が大勢を占めました。

【図2-⑥ 「⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

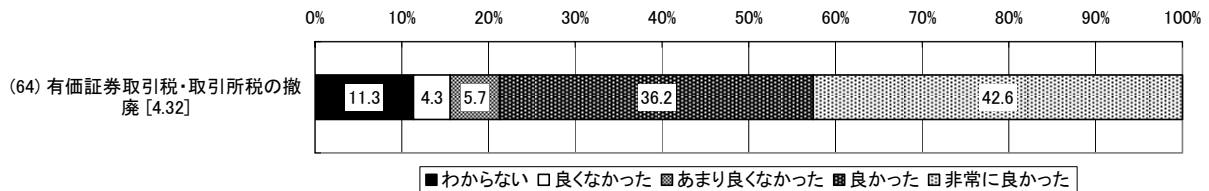
「⑥ 仲介者の健全性の確保及び破綻処理制度の整備」全般に関連して：

- ・ 自己責任と言われればそれまでであるが、新しい制度については、より具体的に説明をしてほしかったと思う。（女・50代・10-15年・株式）
- ・ きちんと説明をすることを金融機関なり保険会社なりに指導徹底する機関を設けてよく監視してほしい。（女・50代・10-15年・投資信託）

⑦ 証券税制の見直し

本グループは「有価証券取引税・取引所税の撤廃」のみとなります。その評価は4.32で総平均の3.92を上回り、7グループ中最高位となりました。

【図2-⑦ 「⑦ 証券税制の見直し」の評価分布】



また、自由意見欄には、次のような意見が寄せられました。

「⑦ 証券税制の見直し」全般に関連して：

- ・ 「証券優遇税制」を、「証券推進税制」と呼び替えて10年程度継続してほしい。(男・50代・20年以上・株式)
- ・ 全ての金融商品がほぼ同じ程度のリスク商品であれば「全ての金融商品は同じ税率」よいが、あらゆる面からリスクを背負った上での投資であるので、一般の税制と同じ仕組みでは平等とは言えないと思う。(女・40代・10-15年・株式) (女・50代・10-15年・株式)

(3) 集計結果一覧

① 平均点および選択肢別シェア

平均点の上位3施策は、「(25) 株式売買委託手数料の自由化」「(64) 有価証券取引税・取引所税の撤廃」「(50) インサイダー取引等による不正利得没収」と、前節の関係者アンケートとほぼ同様の結果となりました。他方、平均点の下位3施策は、「(5) 銀行等の投信窓口販売」「(36) 銀行による保険の窓口販売」「(12) 株式指数等リンク債の導入」となりました。

【表2-3 平均点および選択肢別シェア】

No.	施策	平均点	非常に良かった+良かった (%)	あまり良くなかった+良くなかった (%)	わからない (%)
1	証券総合口座の導入	3.96	73.0	14.2	12.8
3	私募投信の導入	3.74	46.8	20.6	32.6
5	銀行等の投信窓口販売	3.53	51.1	36.9	12.1
6	証券デリバティブの全面解禁	3.63	42.6	18.4	39.0
9	株式の投資単位の引下げ	4.24	82.3	8.5	9.2
12	株式指数等リンク債の導入	3.61	39.7	19.1	41.1
15	ブックビルディング方式の導入	3.75	49.6	20.6	29.8
18	借株制度の導入	3.56	39.0	22.7	38.3
19	信用取引・発行日取引の導入	3.66	44.0	18.4	37.6
21	マーケットメーカー制度の導入	3.65	41.8	20.6	37.6
25	株式売買委託手数料の自由化	4.48	86.5	3.5	9.9
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	3.75	46.8	17.7	35.5
28	資産運用業の業務規制の見直し	3.79	46.8	16.3	36.9
32	証券会社の原則登録制	4.03	65.2	14.9	19.9
36	銀行による保険の窓口販売	3.58	49.6	30.5	19.9
41	P T Sの導入	3.79	49.6	17.0	33.3
42	貸株市場の整備	3.75	49.6	16.3	34.0
49	インサイダー取引等の罰則	4.31	87.9	5.0	7.1
50	インサイダー取引等による不正利得没収	4.34	89.4	2.8	7.8
52	紛争処理制度（あっせん）	4.06	60.3	6.4	33.3

【表 2 - 3 平均点および選択肢別シェア（続き）】

No.	施策	平均点	非常に良かった+良かった (%)	あまり良くなかった+良くなかった (%)	わからない (%)
60	分別管理の徹底	4.16	68.1	7.1	24.8
61	投資者保護基金の創設	4.10	75.9	8.5	15.6
63	保険契約者保護機構の創設	4.24	82.3	3.5	14.2
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.32	78.7	9.9	11.3

② 属性別平均点比較

本項では属性（男女）別の平均点と、その格差（最大値－最小値）をまとめました。日本版ビッグバン全体への評価（総平均）で見ると、男女の評価の格差は 0.01 と小さいものでした。しかし、施策ごとの評価で見ると、格差が見られました。最も格差が大きかった「(5) 銀行等の投信窓口販売」及び3番目に大きかった「(36) 銀行による保険の窓口販売」は、平均点の下位3施策に含まれています。いずれも女性が低い評価をつける結果となりました。

また、その他の属性（年齢・投資経験年数・投資商品）別の比較では明確な差異はみられませんでした。

【表 2－4 男女別平均点比較】

No.	施策	平均	男	女	最大－最小
1	証券総合口座の導入	3.96	3.9	4.04	0.14
3	私募投信の導入	3.74	3.7	3.79	0.09
5	銀行等の投信窓口販売	3.53	3.66	3.37	0.29
6	証券デリバティブの全面解禁	3.63	3.54	3.78	0.24
9	株式の投資単位の引下げ	4.24	4.22	4.28	0.06
12	株式指数等リンク債の導入	3.61	3.63	3.58	0.05
15	ブックビルディング方式の導入	3.75	3.77	3.72	0.05
18	借株制度の導入	3.56	3.61	3.47	0.14
19	信用取引・発行日取引の導入	3.66	3.71	3.55	0.16
21	マーケットメーカー制度の導入	3.65	3.62	3.69	0.07
25	株式売買委託手数料の自由化	4.48	4.51	4.44	0.07
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	3.75	3.67	3.86	0.19
28	資産運用業の業務規制の見直し	3.79	3.77	3.81	0.04
32	証券会社の原則登録制	4.03	3.97	4.11	0.14
36	銀行による保険の窓口販売	3.58	3.67	3.46	0.21
41	PTSの導入	3.79	3.78	3.8	0.02
42	貸株市場の整備	3.75	3.78	3.71	0.07
49	インサイダー取引等の罰則	4.31	4.32	4.3	0.02
50	インサイダー取引等による不正利得没収	4.34	4.32	4.36	0.04
52	紛争処理制度（あっせん）	4.06	4.04	4.11	0.07

【表 2－4 男女別平均点比較（続き）】

No.	施策	平均	男	女	最大-最小
60	分別管理の徹底	4.16	4.17	4.14	0.03
61	投資者保護基金の創設	4.10	4.15	4.04	0.11
63	保険契約者保護機構の創設	4.24	4.23	4.25	0.02
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	4.32	4.35	4.28	0.07
	総平均	3.92	3.92	3.91	0.01

③ 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布

本アンケートでは、対象が個人利用者ということを踏まえて、評価施策を個人利用者が直接関係すると考えられるもののみを取り上げ、またアンケート実施に際して施策内容の解説を添付しましたが、「1：わからない」の回答率が全体で 24.7%となりました。そこで本項では、「1：わからない」の回答（選択）した属性別の分布傾向をまとめてみることにしました。

ア. 男女別

男女別では、男性が「1：わからない」を選択するシェアが低い結果となりました。

【表 2-5 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（男女別）】

No.	施策	平均 (%)	男 (%)	女 (%)
1	証券総合口座の導入	12.8	6.6	20.0
3	私募投信の導入	32.6	25.0	41.5
5	銀行等の投信窓口販売	12.1	7.9	16.9
6	証券デリバティブの全面解禁	39.0	28.9	50.8
9	株式の投資単位の引下げ	9.2	2.6	16.9
12	株式指数等リンク債の導入	41.1	31.6	52.3
15	ブックビルディング方式の導入	29.8	26.3	33.8
18	借株制度の導入	38.3	25.0	53.8
19	信用取引・発行日取引の導入	37.6	22.4	55.4
21	マーケットメーカー制度の導入	37.6	30.3	46.2
25	株式売買委託手数料の自由化	9.9	5.3	15.4
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	35.5	28.9	43.1
28	資産運用業の業務規制の見直し	36.9	31.6	43.1
32	証券会社の原則登録制	19.9	11.8	29.2
36	銀行による保険の窓口販売	19.9	11.8	29.2
41	P T Sの導入	33.3	28.9	38.5
42	貸株市場の整備	34.0	27.6	41.5
49	インサイダー取引等の罰則	7.1	2.6	12.3
50	インサイダー取引等による不正利得没収	7.8	1.3	15.4
52	紛争処理制度（あっせん）	33.3	25.0	43.1

【表 2-5 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（男女別）（続き）】

No.	施策	平均 (%)	男 (%)	女 (%)
60	分別管理の徹底	24.8	15.8	35.4
61	投資者保護基金の創設	15.6	11.8	20.0
63	保険契約者保護機構の創設	14.2	7.9	21.5
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	11.3	5.3	18.5
	総平均	24.7	17.6	33.1

イ. 年齢別

年齢別では、若い世代が「1：わからない」を選択するシェアが低い結果となりました。このことから、比較的若い世代が近年の制度改正への関心が強かったと考えられます。

【表 2-6 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（年齢別）】

No.	施策	平均 (%)	30代 (%)	40代 (%)	50代 (%)	60代 (%)	70代 (%)
1	証券総合口座の導入	12.8	13.3	8.3	17.6	13.3	0.0
3	私募投信の導入	32.6	33.3	16.7	41.2	33.3	44.4
5	銀行等の投信窓口販売	12.1	6.7	5.6	15.7	13.3	22.2
6	証券デリバティブの全面解禁	39.0	26.7	30.6	43.1	43.3	55.6
9	株式の投資単位の引下げ	9.2	13.3	8.3	7.8	6.7	22.2
12	株式指数等リンク債の導入	41.1	26.7	47.2	39.2	46.7	33.3
15	ブックビルディング方式の導入	29.8	20.0	30.6	33.3	26.7	33.3
18	借株制度の導入	38.3	26.7	36.1	37.3	43.3	55.6
19	信用取引・発行日取引の導入	37.6	40.0	44.4	35.3	26.7	55.6
21	マーケットメーカー制度の導入	37.6	33.3	27.8	45.1	33.3	55.6
25	株式売買委託手数料の自由化	9.9	13.3	8.3	7.8	13.3	11.1
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	35.5	40.0	30.6	39.2	30.0	44.4
28	資産運用業の業務規制の見直し	36.9	13.3	38.9	37.3	43.3	44.4
32	証券会社の原則登録制	19.9	13.3	27.8	17.6	23.3	0.0
36	銀行による保険の窓口販売	19.9	20.0	19.4	17.6	16.7	44.4
41	PTSの導入	33.3	33.3	27.8	29.4	36.7	66.7
42	貸株市場の整備	34.0	26.7	33.3	27.5	36.7	77.8
49	インサイダー取引等の罰則	7.1	13.3	2.8	9.8	3.3	11.1
50	インサイダー取引等による不正利得没収	7.8	6.7	2.8	13.7	3.3	11.1

【表 2-6 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（年齢別）（続き）】

No.	施策	平均 (%)	30代 (%)	40代 (%)	50代 (%)	60代 (%)	70代 (%)
52	紛争処理制度（あっせん）	33.3	20.0	38.9	35.3	23.3	55.6
60	分別管理の徹底	24.8	26.7	36.1	23.5	16.7	11.1
61	投資者保護基金の創設	15.6	13.3	27.8	15.7	6.7	0.0
63	保険契約者保護機構の創設	14.2	20.0	19.4	17.6	3.3	0.0
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	11.3	13.3	11.1	11.8	10.0	11.1
	総平均	24.7	21.4	24.2	25.8	23.1	31.9

ウ. 投資経験年数別

投資経験年数別では、投資経験の短い人が「1：わからない」を選択するシェアが低い結果となりました。このことから、投資経験が相対的に浅い世代が近年の制度改正への関心が強かったと考えられ、前項の年齢別の結果と一致する結果となります。

【表 2-7 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（投資経験年数別）】

No.	施策	平均 (%)	10-15年 (%)	15-20年 (%)	20年以上 (%)
1	証券総合口座の導入	12.8	7.5	13.5	15.6
3	私募投信の導入	32.6	30.0	27.0	37.5
5	銀行等の投信窓口販売	12.1	5.0	8.1	18.8
6	証券デリバティブの全面解禁	39.0	32.5	35.1	45.3
9	株式の投資単位の引下げ	9.2	10.0	8.1	9.4
12	株式指数等リンク債の導入	41.1	37.5	37.8	45.3
15	ブックビルディング方式の導入	29.8	27.5	21.6	35.9
18	借株制度の導入	38.3	50.0	16.2	43.8
19	信用取引・発行日取引の導入	37.6	40.0	29.7	40.6
21	マーケットメーカー制度の導入	37.6	35.0	29.7	43.8
25	株式売買委託手数料の自由化	9.9	2.5	8.1	15.6
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	35.5	30.0	37.8	37.5
28	資産運用業の業務規制の見直し	36.9	35.0	29.7	42.2
32	証券会社の原則登録制	19.9	15.0	18.9	23.4
36	銀行による保険の窓口販売	19.9	12.5	18.9	25.0

【表 2-7 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（投資経験年数別）（続き）】

No.	施策	平均 (%)	10-15年 (%)	15-20年 (%)	20年以上 (%)
41	P T Sの導入	33.3	27.5	37.8	34.4
42	貸株市場の整備	34.0	37.5	27.0	35.9
49	インサイダー取引等の罰則	7.1	2.5	8.1	9.4
50	インサイダー取引等による不正利得没収	7.8	5.0	8.1	9.4
52	紛争処理制度（あっせん）	33.3	30.0	32.4	35.9
60	分別管理の徹底	24.8	20.0	29.7	25.0
61	投資者保護基金の創設	15.6	12.5	16.2	17.2
63	保険契約者保護機構の創設	14.2	10.0	18.9	14.1
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	11.3	5.0	13.5	14.1
	総平均	24.7	21.7	22.2	28.1

エ. 投資対象別

投資対象別では、株式を中心に投資する人が「1：わからない」を選択するシェアが低い結果となりました。このことから、自らの判断（自己責任）で株式投資を行う個人投資家は近年の制度改正への関心が、他の金融商品に投資する人と比べ相対的に強かったと考えられます。

【表 2-8 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（投資対象別）】

No.	施策	平均 (%)	株式 (%)	投信 (%)	債券 (%)	年金 (%)
1	証券総合口座の導入	12.8	9.3	15.4	16.7	50.0
3	私募投信の導入	32.6	32.0	26.9	33.3	66.7
5	銀行等の投信窓口販売	12.1	9.3	3.8	25.0	66.7
6	証券デリバティブの全面解禁	39.0	37.1	34.6	50.0	66.7
9	株式の投資単位の引下げ	9.2	7.2	3.8	33.3	16.7
12	株式指数等リンク債の導入	41.1	41.2	34.6	41.7	66.7
15	ブックビルディング方式の導入	29.8	25.8	30.8	41.7	66.7
18	借株制度の導入	38.3	32.0	42.3	66.7	66.7
19	信用取引・発行日取引の導入	37.6	34.0	46.2	33.3	66.7
21	マーケットメーカー制度の導入	37.6	32.0	42.3	58.3	66.7
25	株式売買委託手数料の自由化	9.9	6.2	11.5	25.0	33.3

【表 2-8 「1：わからない」を選択したシェアの属性別分布（投資対象別）（続き）】

No.	施策	平均 (%)	株式 (%)	投信 (%)	債券 (%)	年金 (%)
26	保険算定会料率の遵守義務の廃止	35.5	35.1	26.9	50.0	50.0
28	資産運用業の業務規制の見直し	36.9	36.1	30.8	41.7	66.7
32	証券会社の原則登録制	19.9	16.5	23.1	16.7	66.7
36	銀行による保険の窓口販売	19.9	23.7	3.8	25.0	16.7
41	P T Sの導入	33.3	29.9	42.3	25.0	66.7
42	貸株市場の整備	34.0	29.9	50.0	25.0	50.0
49	インサイダー取引等の罰則	7.1	8.2	3.8	8.3	0.0
50	インサイダー取引等による不正利得没収	7.8	9.3	3.8	8.3	0.0
52	紛争処理制度（あっせん）	33.3	33.0	38.5	33.3	16.7
60	分別管理の徹底	24.8	22.7	38.5	25.0	0.0
61	投資者保護基金の創設	15.6	14.4	23.1	16.7	0.0
63	保険契約者保護機構の創設	14.2	11.3	23.1	16.7	16.7
64	有価証券取引税・取引所税の撤廃	11.3	11.3	15.4	8.3	0.0
	総平均	24.7	22.8	25.6	30.2	41.0

資料3 関係者インタビュー概要

1. インタビュー概要

本インタビューは、「日本版ビッグバン」に関して各界の実務担当者からの意見を聴取する目的で、平成19年2月から4月に行いました。インタビュー対象は、前節の「関係者アンケート」対象企業・団体等から、業種・企業規模・地域・参入時期（既存・新規）・資本（国内・外資）といった属性のバランスに留意しつつ37社・団体等を選択し、本総合評価の担当者が聞き手として実施しました。

本インタビューは以下の条件の下で実施しました。

- (1) 本インタビューは、企業・団体の公式見解ではなく、各実務担当者の個人的見解を聴取することを目的としていること。
- (2) 本インタビューは、公表に際して、企業（団体）名及び個人名が特定されないこと。
- (3) 本インタビューは、政策評価の資料としてのみ利用され、監督及び検査部門とは情報隔離が行われること。

同一の質問に対する回答（評価）は、インタビュー対象者の属性（立場）によって偏りがあることも予想されます。そこで、上記（2）を鑑みた上で回答者の立場を示すために、「調達者」「運用者」「仲介者・市場関係者」「その他」という属性のみ、回答に添えることとしました。

なお、各属性に属する業種等は、以下の通りです。

- ・「調達者A～F」： 事業会社
- ・「運用者A～I」： 投資信託委託業者、保険会社、企業年金基金
- ・「仲介者・市場関係者A～O」： 銀行、証券会社、証券取引所等
- ・「その他A～G」： 各種団体、有識者

2. インタビュー結果

本節では、個々に行われた37社・団体等のインタビューを、テーマごとに整理・再構成しました。テーマは、以下のとおりです。

- (1) 規制緩和の影響と競争環境の変化について
- (2) 証券（株式・社債）市場の改革について
- (3) 市場を支える制度基盤の整備について
- (4) 我が国金融市場の国際化について
- (5) 複線型金融システムへの移行について
- (6) 今後の課題について

(1) 規制緩和の影響と競争環境の変化について

①金融機関の競争環境について

(問1) ネット証券の新規参入の影響は？

(その他D) ネット取引の出現は、新しい顧客層を開拓するとともに、逆指値や一般信用取引(無期限繰越)のように、利便性向上に資する新しい取引手法が導入されたことは評価できる。

(仲介者・市場関係者M) ネット証券を選ぶのは、手数料が安い、証券会社からの電話セールスは邪魔だからという理由ではないか。提供している情報に対面もネットも遜色なく、むしろ自分が必要な情報をすぐに取りれるようにツールを整備してほしいという顧客が多い。

(仲介者・市場関係者H) ネット証券等では、売ったら売りっぱなしということが多く、そのような点でも対面営業の良さを顧客に感じてもらえるよう努めている。また、投資情報については、ネット証券では提供されないような情報を提供できるよう努めている。

(仲介者・市場関係者I) 一部顧客はネット証券に移ってしまったが、大勢としてほとんど影響はない。ネット証券は売買委託手数料が安い、ターゲットとする顧客層が異なっている。自社でネット取引も取り扱っているが、営業職員数にも限りがあることから、富裕層には内容の濃いサービスを提供し、取引額が小さい顧客はネット取引に誘導するというように、チャンネルを分けることにより顧客セグメントを分別している。

(仲介者・市場関係者J) オンライントレードの登場により売買委託手数料が一気に下がったが、ネット証券は証券会社(株式売買仲介業)ではなく、顧客が取引所に直接アクセスして取引できるインフラを提供するシステム会社にすぎない。当社はあくまでも対面取引であり、それを求めない顧客が主要顧客層のネット証券とは棲み分けが出来ている。

(問2) 証券会社の登録制移行の影響は？

(その他D) 免許制下では新規参入がなく、硬直的な業界であった。登録制とはなったが、様々な参入要件を設けて質の悪い業者は排除された。競争は促進

され、新規参入も増加したことは評価できる。その一方で、投資家から資金を集めるだけ集めて逃げていく悪徳証券会社も存在し、証券市場や投資家を育成する観点から非常に望ましくない事態であることから、参入の際の規制を強化することも検討すべきではないか。

(問3) 投信会社の認可制移行の影響は？

(運用者A) 日本版ビッグバンにより免許制から認可制に変更されたものの、手数料面に関してはそれほど大きな影響はなかった。しかし、金融商品取引法の施行により、投信会社が認可制から登録制に変更されると、新規参入会社がどの程度出現し、安い手数料を出す投信会社がどの程度出てくるかによって、競争状態も大きく変化すると思われる。証券会社のように登録制に変更された途端、新規参入会社が大幅に増加し、手数料競争が生じたことを見ると、投信業界についても多少、不安を覚える。

(運用者B) 免許制から認可制への変更の際には、監督当局から免許あるいは認可というお墨付きを得ることに変わりはないので、特段影響はなかった。しかし、認可制から登録制に変更されると、新規参入が促進されて競争が激しくなるなどの影響は生じ得ると思う。外資系投信会社の新規参入が促進される一方で、メガバンクの合併により販売チャネルの集約化が行われ、競争は激しいものとなるのではないか。

(問4) ネット専門銀行等の新規参入で銀行間の競争は高まったか？

(仲介者・市場関係者A) 利用者は、主要行は給与振込等メインバンク口座として利用し、ネット銀行はネットオークションや証券総合口座への振込、競馬等公営競技の投票資金をネット上で決済するために利用するサブ口座という位置付けとして使い分けているので、直接の競合関係とならない。

(仲介者・市場関係者E) 店舗を持たないローコスト運営の結果、預金金利を高く設定できるネット銀行と、多数の店舗を持つメガバンクが、同じ土俵で競争することには無理がある。しかし、ネットバンキングというサービスだけをみれば、メガバンクも取り扱っており、その土俵では競争ができる。

(その他F) ネット専門銀行が誕生したことは、大いに評価している。既存銀行

に刺激を与え、結果、ネット取引も手がけるようになった。e-ビジネスのおかげで、都銀内部でもネット部門に予算が付与され確立した部門となった。しかし、競争については、それほど生じていない。

(問5) 金融機関間の競争によって、金融機関と資金調達企業との関係は変化したか？

(調達者A) 銀行間の競争により、SPCを含め調達手法の提案も多くなってきたのは、メリットとして感じる。銀行との関係は長期的な信頼関係に基づくものであり、取引銀行を変えるまでには至っていないが、サービスや提案力の向上は評価できる。

(調達者B) ここ1～2年は、社債発行の方が銀行借入よりコストが安いにもかかわらず、企業買収に対する備えを目的として銀行からも資金調達をしている面もある。国内金融機関は、銀行間の競争により提案力はアップしてきているものの、外資系金融機関と比較すると依然として提案力が弱いので、不満に感じることもある。国内金融機関は、金融庁の事後チェック(検査)を気にして、良い商品でもリスク性商品は紹介しにくいのではないかと感じる。ただし、外資系金融機関は、途中日本から撤退して長期的に取引できないかもしれないという不安と人材の入れ替わりが激しいことから、長期的に取引できる(日本から撤退することはない)国内金融機関に期待しているが、外資系金融機関ほど良い商品・提案を持ってこないのもっと競争力をつけて欲しい。

(問6) 銀行の合併が続いたが、寡占化に繋がらないか？

(調達者D) メガバンクは、数が減りすぎたのが懸念材料。海外に進出するメガバンクは2行程度で十分だが、国内では競争政策上、4～5行は必要ではないか。地銀については、まだまだオーバーバンキング。

(その他F) 都銀数の減少により競争相手が特定されるようになって、むしろ競争が激しくなっている。

(仲介者・市場関係者D) 中堅・中小企業取引については、銀行の寡占化が進んではいるものの、地域銀行も含めるとオーバーバンキングの状態であり、こ

れについては大企業についても同様である。

(仲介者・市場関係者E) 都銀が 10 数行あった時代、ホールセール分野においてバンキング領域でしか競争していなかった。制度改正により競争の質、あるいは競争の仕方が変化してきている。都銀が減少する一方で、規制の緩いファンドが多数進出し、競争をしている。

(仲介者・市場関係者O) 日本ではオーバーバンキングであるが、銀行だからといってフルバンキング業務を取り扱う必要はないのではないか。この分野(業務)だけを取り扱うというビジネスモデルがあっても良いと思う。その結果、様々な競争が生まれるのではないか。

(問7) リスクに応じた金利は設定できているか？

(調達者C) 銀行は相変わらず残高至上主義であり、序列(貸出シェア)を重要視しているなど、取引姿勢は旧態依然のままではないか。

(仲介者・市場関係者D) リスクプライシングは出来ていないのが実情。オーバーバンキングの状況に変化はなく、また貯蓄率が高い(預金での資産運用が多い)ことから、銀行は資金調達に困っていないので、預金金利を適正化しなければ、適正なリスクプライシングも出来ないだろう。

(仲介者・市場関係者E) ホールセール分野においては、競争も激しいためにリスクプライシングによる営業は難しく、利鞘が薄い。これまで預金取引である程度の利益を享受し、その代わりに無償で様々なサービスを提供してきた。他方、金利ガイドラインが、銀行の努力と世間の理解によりようやく取引社会で受け入れられてきた。リスクに応じた金利はなかなか取れていないが、以前のように短プラの交渉ではなく、リスクに応じたある程度の金利水準を提示できるようになったのも事実。

(その他G) リスクに応じたリターンとは言うが、あるリスクに対してどれだけのプレミアムを取ればよいか、それを示すベンチマークマーケットはない。リスクに見合った金利が設定されていない貸出は、市場において「値洗い(mark to market)」されると、損失が発生するから、銀行は貸出を市場で売却するインセンティブを持っていない。クレジット関連の市場が存在しないのは、Over-Deposit(預金過剰)、Over-Lending(貸出過剰)の状況下で

リスクに見合った金利が設定されていないことが背景にある。

（問 8）金融機関の収益構造は変化したか？

（仲介者・市場関係者 D）銀行は、伝統的なビジネスモデルである預貸による金利収入から、シンジケートローンや M & A コンサルティング等、ローンを使わないフィービジネスを中心としたサービス業への転換が図られている。

（その他 F）貸出市場の競争が激しくなるとともに、融資先企業の信用格付が上昇していることもあり、利鞘は低下している。今後は、オフバランス化や証券化といったアレンジャーフィーで収益を稼いでいくのが中心になるのではないかと見られる。ただし、オフバランス化を進めればリスク管理が大変となるので、人材育成が重要なポイント。不良債権処理問題の際、優秀な人材が配置されていた与信管理部門から当該分野に戻す必要がある。

（問 9）金融持株会社制度の導入の効果は？

（調達者 B）金融持株会社制度の導入は、グループ内の金融機関同士のコミュニケーションが密になって、連携がスムーズになってきている点で評価できる。

（仲介者・市場関係者 E）持株会社傘下の金融機関の資源配分を自由に見直すことができることは、持株会社制度のメリット。また、持株会社が傘下金融機関の経営管理（ガバナンス）に専念できることもメリットとなる。また営業面のメリットとして、法人取引については、銀行と証券の連携やノンリコースローンの取組み、個人取引については投資信託の窓口販売のほかに、信託銀行との連携による遺言信託や不動産関連業務等が、営業実績を見てもシナジー効果が出ている。

（仲介者・市場関係者 O）顧客情報保護管理においても、銀行と証券会社において情報を共有するにあたっては顧客から同意書を徴求する必要があるが、その同意書に記載する文言をめぐって法務セクションと現場の営業セクションと考えが異なることがあるため、細かい作業ではあるが、垣根を感じる。例えば、銀行として何かしら新しい業務を行うにあたって、銀行法上、限定列挙されている業務に含まれるのか、それとも周辺業務なのか判断するのが難しい。法令違反にならないよう、また金融庁から指摘を受けることのない

よう、慎重に検討の上で判断しているが、これではスピード感を持ってビジネスができない。

(問10) 保険会社は銀行子会社が設立可能となったが、実績がない原因は？

(運用者D) 生保が損保を子会社とする場合には、損保の代理店を活用して顧客を取り込めるというのが目的としてあるが、どれほどのメリットをもたらしたかは分からない。保険どうしてこのような状況であるのに、保険会社が銀行を子会社とした場合のメリットはどの程度のものか全く見えてこない以上は、実現が難しいのではないか。

(運用者G) 今では、融資形態も多様化し、デリバティブ取引も生保会社でも可能となっているほか、資金調達も様々な形態で可能となっている中、あえて銀行業態を使って、生保会社とのシナジー効果にどのようなものがあるのか思いつかない。ただし、生保会社が銀行を子会社にすることができるという道が開かれていることの意義は大きいものと評価している。銀行子会社を使って、生保商品の窓販ができれば、その意義は大きい。

②業務及び金融商品の多様化について

(問1) 銀行等の投信窓販の影響は？

(運用者B) 投信マーケット全体として銀行窓販解禁のインパクトは大きかった。一般的には証券会社の敷居が高いと感じている利用者は多く、なかなか証券会社に足が向かなかつたために投信市場は大きくならなかった。しかし、証券会社よりは信頼度が高い銀行が投信を取り扱うようになって、投信の販売額が増加した。現在では、郵便局でも投信窓販を取り扱うようになった結果、地方においても投信市場が拡大している。

(仲介者・市場関係者H) 銀行の参入は証券市場の拡大にもつながるものと評価。銀行顧客が株式取引に興味を持つようになって、証券会社に徐々に流れてくればよいと思う。そのためには、証券会社も銀行では取り扱っていない商品(ラインナップ)の品揃え充実に努める必要がある。

(運用者A) 銀行窓販解禁当時(1998年12月)、銀行においては不良債権処理に追われ、公的資金を注入された結果、経営健全化計画として収益向上を求め

られ、その方策の一つとして手数料収入を増やしたいというニーズと、投信会社側においても販売会社の拡大というニーズが合致したことも窓販シェアが伸びた要因であるとも考えられる。

(運用者E) 銀行チャネルを活用できることにより、販路拡大が図れるというメリットがあった。ただし、都銀がラインナップとして取り扱う投信は、系列投信会社の投信商品が中心であり、他社が都銀の販売チャネルに食い込むことは非常に難しい。むしろ、系列投信会社を持たない地域銀行をターゲットにして販路拡大を図っている。

(その他F) 銀行における投信商品の販売がここまで伸びるとは、解禁当時には考えていなかった。投信窓販については、相当シナジー効果があったと評価している。商品のラインナップを早く充実させた銀行の方が、その後の販売力に結びついている。また、投信窓販には、外資系投信会社がうまく入り込んだ。結果、手数料も下がり、リテールマーケットの競争にもつながった。

(運用者C) 投信の裾野を広げるためには必要なチャネルであると思う。ただし、現在のように投信のストックではなくフィービジネスに重きを置いた販売スタンスのままでは、いつか立ち行かなくなると思う。

(仲介者・市場関係者K) 店頭に来れば何でも商品が揃っているというのは、地域金融機関としては必要なことであると思う。地域で生き残るための武器として、オリジナル商品もいつかは開発したいと思う。

(問2) 投信の新たな形態として、会社型投信や私募投信が導入されたが・・・

(運用者B) 会社型投信には、ファンド自体に資金が出入りしなくても市場で取引できるから、投資家は流動性を保てるため、流動性の低い未上場のベンチャー企業株を組み入れたファンドなどではメリットがあるという側面はある。しかし、一般的に証券投資信託は契約型投信で十分であり、あえて会社型投信を設定するメリットが見当たらないことから、設定しようというインセンティブは働かない。導入が進んだ顕著な会社型投信はREITであるが、これは成長目覚しい投信商品であると評価できる。

(運用者C) 投資家の選択肢が増加することは好ましいことであるが、例えばREITは一種のブームに過ぎないのではないか。組成された商品内容をきち

んと理解しているとは思えない。

(運用者 A) 私募投信は保険の銀行窓販の影響もあり、変額年金保険を中心に増加傾向にある。

(問 3) 銀行等の保険窓販の影響は？

(運用者 I) 保険業界での大きな節目は、2000 年の第三分野の解禁ではないか。1996 年の日米保険協議で 2000 年に第三分野を解禁することが決定したが、解禁までに 4 年も期間を空けたことは、規制が継続していたということであり、もっと早く解禁した方が良かったのではないかと思う。第三分野の解禁の次に保険業界での節目は、銀行による保険窓販の解禁があげられる。解禁の主な対象は年金分野であるが、2007 年末には保険窓販の全面解禁を控えており、終身保険等の保障性の高い商品が取り扱われるようになる。銀行に対する販売規制（弊害防止措置）が設けられているが、これは当然の措置であると評価している。

(その他 F) 保険窓販には、保障といった保険特有の難しさがあるので、慎重に取り扱わざるを得ない面がある。金融商品取引法において、保険商品も投信と同様にリスク商品としての位置付けであるが、規制内容については投信と同等程度の取り扱いにしてもらいたい。

(運用者 H) フリーな競争環境下では、チャネルどうしが競争することとなる。しかし、顧客がチャネルを選び、保険商品を選べばよいのではないか。

(問 4) 保険商品のクロスセリング（生保と損保の相互参入）の影響は？

(運用者 G) 異なるプロダクトラインをどれだけ取り扱えるかは、営業職員の質にかかっており、教育が何よりも重要となっている。生保と損保では異なっている点も多く、職員が理解できるように教育を進めないとシナジー効果は生まれにくい。従って、営業職員によってクロスセリング度合いが大きく異なる。

(運用者 I) 生保会社、損保会社それぞれが持つ経営資源を活用して保険商品を販売しているわけであるが、生保会社系の損保会社が苦戦しているのは、生

保レディが損保商品を販売するのは難しく、また自前で損保保障サービス網を充実させることが困難であるからではないか。損保会社をゼロから立ち上げる場合には、特に損保保障サービス網の充実といった重装備を整備することが困難であることが要因として大きい。

(問5) 保険商品のダイレクト(ネット)販売の影響は?

(運用者D) ダイレクト販売は非常に分かりやすく、代理店が間に入らない分、価格は安いことをアピールできる。しかし、消費者は価格面での評価としては否定的ではないが、価格だけで損保商品を選んでほくれない。

(運用者E) 新規参入損保会社はダイレクト販売方式であることから、代理店に支払う手数料がない分、価格が安く設定できるので、特に中堅損保会社に与えた影響は大きかった。ダイレクト販売の損保会社は、徐々にではあるがシェアを伸ばしている。

(運用者H) ネットで販売できる商品として適しているものは、商品内容が簡易で価格が安い商品である。価格が安い商品というのは解約返戻金がない商品になるが、保険業法で解約返戻金がない場合には、契約者に内容を理解してもらい、その証として捺印を受領する必要があるため、当該規制が廃止もしくは緩和されれば、生保商品のネット取引がもう少し活発になるかもしれない。しかし、損保商品は契約期間が1年等短期間のものが多いが、生保商品の場合、特に当社の主力商品は終身保険が中心であるため、一生保障が続くことから、契約者が納得いくまで説明を尽くすことが重要であると考えているので、ネット取引が中心的な位置付けにはなり得ないと考えている。

(問6) 証券総合口座に決済機能が付与されたが、その影響は?

(仲介者・市場関係者F) 証券総合口座が決済機能としての利用は進んでいない。特に収納代行については、与信に関する審査ノウハウを持ち合わせていないことから、証券会社独自では困難。

(仲介者・市場関係者H) 決済業務によるフィービジネスを考えると、スケールメリットが必要となってくる。銀行と異なり、証券会社では店舗数が少ないことから、銀行とは競争にならない。

(仲介者・市場関係者 I) 決済には銀行を利用する顧客が多い中で、あえて証券会社で決済をしようという顧客は少ない(そもそも証券会社の敷居は高いというイメージを持っている人が未だに多い)。証券総合口座の決済機能ビジネスは、インフラコストが高い割には収益があまり見込めず、証券会社の戦略には合わない(規模の経済に見合わない)。

(その他 F) 証券会社に預けている余剰資金の運用先としての MRF は良かったと思うが、アメリカと比較して、日本では銀行等の決済システムを誰もがフラットに利用できるのが、あえて証券総合口座での決済にニーズが集まらなかったのではないか。

(問 7) 業務の多様化による営業活動及び収益構造への影響は？

(仲介者・市場関係者 A) 新規業務を開始するにあたってやや難点なのは、銀行法は漠然としすぎていること。条文に書かれていないような業務を始めるにあたっては困る。現行銀行法は、ネット銀行のような新しい形態の銀行を想定して制定されたわけではないので、法が追い付いていない感がある(例えば、ホームページや顧客向け電子メール上の広告の取扱い)。

(調達者 E) 最近の銀行の営業姿勢を見ると、業務の垣根が低くなった(無くなった)ように感じる。証券関係の商品の売込みなど激しくなっている。製造業では、短納期・高品質・低コストを目指して、商品の絞込みをしている。反対に、銀行は間口を広げすぎていて、一般の利用者にとって、ほとんどニーズがないような分野にまで業務を広げすぎているのではないか。(中小企業のニーズに合った)銀行業の本質的な面で営業を頑張ってもらいたい。

(その他 F) デリバティブ等オフバランスが伸びてくると思っていたが、不良債権処理問題に追われ、与信管理部門に多くの優秀な人材が配置されていたことから、足踏みが続いていた状態。政策というより経営の問題の方が大きい。

③価格の自由化について

(問 1) 株式売買委託手数料自由化の影響は？

(仲介者・市場関係者 H) 全体的に見れば、自由化前と比較して 30%程度下落した。ただし、対面営業による付加価値を付けたサービスを展開しているため、

個人向けの手数料は売買委託手数料のディスカウントもさほどしておらず、主に法人向けの手数料の下落が要因である。なお、手数料の影響で顧客離れが起きているということはない。

(仲介者・市場関係者 I) リテールに関しては売買委託手数料収入の割合は低下しているが、信用取引金利収入といったその他収益が増加している。ラップ口座についても残高が増えており、新たな収益源となっている。

(仲介者・市場関係者 J) 売買委託手数料については、ブローカレッジ見合いの手数料は実質的にはゼロであり、情報提供料あるいはアドバイザーフィーとして手数料を徴求していると考えている。従って、手数料体系については、固定手数料時代から変わっていないが、大口取引顧客については、交渉により手数料を10%程度引き下げてはいるものの、対象者はごくわずかである。

(仲介者・市場関係者 I) 売買委託手数料の自由化に伴いブローカレッジ収入は激減しており、またエクイティ・ファイナンスやデッドファイナンスに係る手数料収入も徴求できなくなった。その代わりに、ブロックトレードをはじめとしたトレーディング収益の比率が上昇している。今では、プライベート・エクイティ投資に係る手数料が手数料収入の大きな収益源。

(その他 D) 手数料自由化については、必然的に乗り越えなければならない課題であったが、自由化により競争が促進されて新規参入も増加してサービスも向上したことを考えると、評価できる。

(問2) 保険算定会料率の遵守義務廃止の影響は？

(運用者 D) 遵守義務の廃止後、既存損保会社は大口法人先に対してはロットが大きいので価格を下げた。他方、個人向けは5%程度価格を下げた程度で、大きくは下がっていない。外資系損保は、30~50%程度価格を下けている。しかし、既存損保会社のシェアが95%以上を占めている現状では、全体としては価格はそれほど下がっていない。新規参入組がシェアを大きくとっていれば、価格も減少することになるが、シェアがまだまだ小さいので、価格が下がったという実感を得るまでには至っていないのではないかと。ただし、リスク細分型など、保険のバラエティが増えたことは、消費者の選択の幅が増えたという点で評価できる。

(運用者 E) 外部環境もあるが、保険会社の収益水準を引き下げたといえる。料率遵守義務廃止後に示されている参考料率が低下すれば保険料も下がるが、一方で参考料率が上昇しても各保険会社は十分に保険料を引き上げることはできないのが現状である。

(運用者 I) 保険算定会料率の遵守義務が廃止されたが、遵守義務廃止以前は算定会料率を損保各社が使うことにより、損保業界に緩やかな保険料の統制が取られていた。しかし、料率遵守義務の廃止に伴って急激に自由化が進み、最も競争にさらされる業界となった。

(2) 証券(株式・社債)市場の改革について

①市場の使い勝手について

(問1) 取引所の開設時間は適当か？

(調達者B) 世界は24時間動いているにもかかわらず、東証に関しては、前場・後場あわせて4時間半しか取引できないのは短すぎる。

(仲介者・市場関係者B) 取引時間を長くしなくても、立会外の取引システムで相対取引が可能な取引時間もある。立会外でも取引所のインフラを活用できるということは、決済システムや不公正取引の監視なども取引所のインフラを使えるということであり、投資家に安心感を持たせている。また、昼休みがない方が良いという意見もあるが、機関投資家の中には、昼休み中にポートフォリオとしてバスケット取引をしたいというニーズもかなり多くあり、昼休みを置くことに一定の意義はある。

(問2) P T Sによる夜間取引が可能となったが・・・

(仲介者・市場関係者F) P T Sによる夜間取引において特に配慮することは、流動性の確保と取引価格の公正性である。オークション方式の場合には、いかに公正な価格が付けられるかが問題。

(その他D) 証券取引所が閉まっている間に取引できることは利便性を高めることになるが、例えば夜間に天変地異が起きた場合や、最近では夜間に開示が多いことから取引停止をしなければならないような重大な情報開示がなされた場合に、どのように対応するのか等、検討すべき問題は多くある。

(問3) 取引システム面での使い勝手は？

(調達者D) 東証には売買単位の統一化を図ってもらいたい。現在7種類あるが、これでは誤発注が起きるのも当然。先般の誤発注問題は損失金額が大きすぎて注目を浴びたが、小規模の誤発注は日常的に発生しており、売買単位が複数あることが原因。売買単位で5は廃止し、1株、100株、1,000株の3種類に集約すべき。

(仲介者・市場関係者N) 売買単位が複数あるのは日本市場のみであり、誤発注

の原因となることなので、集約化が必要であると思う。

(運用者A) 立会外で大口のブロック取引が可能になったことは、利便性向上につながるものであり評価できる。ただし、ファンド毎に発注しなければならないこともあり、これがまとめて発注できると便利である（一部では平均単価方式を活用することにより、まとめて発注することも可能となっているが）。また、ヘッジファンドは、アルゴリズムを使った発注を行っており、こうした新たな動きに対応できるシステムが必要になってくると思う。

(仲介者・市場関係者N) 東京市場は、システムの面ではニューヨーク、ロンドン市場と近くなったようなイメージを持つ。ただし、ニューヨーク市場は、東京市場と比較してロットサイズやティック（呼び値の単位）が小さいので、細かく取引ができるが、これは当然ながらシステム負荷が大きいものであり、それでも十分対応できている。東京市場は、やっとシステム負荷に耐えられる水準に届いたにすぎず、スピード面から見れば、ニューヨーク市場の方が1歩も2歩も先を進んでいる。

(問4) 取引慣行面での使い勝手は？

(仲介者・市場関係者N) 日本でも、投資信託における複数のファンドの同一銘柄への注文は一括発注できるようになった。しかし、投資信託委託業と投資顧問業を兼業する企業の場合、投資信託部門と投資顧問（一任勘定）部門の同一銘柄は一括できない（業界の）ルールになっている。こうした日本の（業界の）ルールの存在によって、外国人投資家から見て東京市場が使い勝手が悪く映る。東京市場の取引慣行がグローバル・スタンダードと異なるために、東京市場自体が不利益を被っている一例である。こうしたルールが存在する背景は説明すれば外国人投資家にも理解してもらえるが、そうしたルールが存在しない海外他市場に比べて手間がかかることには変わらなく、東京市場が敬遠される要因になっている。

(問5) 法制度面での使い勝手は？

(仲介者・市場関係者I) 流通市場に関しては、日本版ビッグバン前は固定手数料制や取引所集中義務があったため、取引形態や手数料に関して規制の緩い市場に取引が流れていたが、制度改正により改善された。

(運用者B) 株式取引市場の側面から見ると、店頭市場の強化やマーケットメイク制度の導入、情報開示の充実が図られた結果、実態面で企業の内容がより分かりやすくなったと評価できる。

②国内取引所のあり方について

(問1) 国内取引所の再編は必要か？

(調達者C) グローバル規模での再編の流れの中で、日本の各証券取引所は、依然として狭い日本国内での競争に終始している印象。東証及び大証などは、サービスの高度化を図るなど使い勝手を良くしていくべきであり、特に相互補完的な位置付けになるよう、取引所の体制について見直しが必要ではないか。

(仲介者・市場関係者H) 顧客の注文は東証で十分対応可能である。地方取引所にしか上場していない株式の取引注文もあるが、ごくわずかである。それゆえ、地方証券取引所の存在意義があまり見えない。地方振興という側面があるかもしれないが、市場インフラが整備されているのに、取引所を分けておく必要があるとは思えない。

(仲介者・市場関係者J) 大阪証券取引所については、現物株の存在意義は低下している。東証と大証に重複上場している企業も、売買注文は東証に集約している。ただし、日経225ミニのように、デリバティブ商品で独自色を出しているのは評価できる。

(問2) 1箇所に集約すると、独占の弊害も懸念されるが・・・

(その他D) 市場間競争による市場の活性化が理想であるが、一方で証券取引所が多くあっても証券会社のシステム接続負担が重くなるだけというマイナス面があることも否めない。

(仲介者・市場関係者M) 近視眼的に見ると、取引所が複数あるメリットはない。システムも複数必要となり、コストもかかるだけである。一方で長期的に見ると、集約されれば独占状態となり、効率性や利便性の低下につながる心配である。ただし、日本にいたるだけで安穩としているのであれば、独占の弊害が必ず出るが、世界の取引所と競争しているのであれば、国内に取引

所が一つでも問題ないかもしれない。

(仲介者・市場関係者L) 取引所は東証のみ(独占状態)で良く、敵はグローバルにあるという意見もあるが、東証のみの独占状態になれば、必ず独占の弊害が出てくる。日本のマーケットを良くする(効率性の向上、イノベーション)ためにも、東証のカウンターパーティーとして大証は必要と考えている。

(仲介者・市場関係者N) 現状を鑑みれば、現物株の取引はすでに東証に実質的に集約されている。独占による弊害が問題だと言われるが、現状、東証が独占していることと変わりはないのではないか。

(仲介者・市場関係者F) 取引所についても各々の特徴に基づいた競争が望まれ、東証だけでよいというわけではない。

(運用者C) 取引所ごとにバラエティに富んでいるので、複数あるのは良いことだと思う。特に、資金が必要なベンチャー企業にとっては、コストが安い取引所は必要である。しかし、東証と大証の両方が必要かと言われれば、疑問。大企業とベンチャー企業がそれぞれ資金調達する取引所が一つずつあれば十分ではないか。

③新興市場および新興企業への投資について

(問1) 新興市場の評価は？

(仲介者・市場関係者C) マザーズやヘラクレスなどに幅広く上場する企業が増加してきたことにより、新興市場間で競争が生じている。以前は地方のベンチャー企業には店頭登録しか選択肢がなかったが、現在では新興市場への上場という選択肢ができた。

(その他G) 投資家は、取引所本則市場では発行体の実績を評価して投資するが、新興市場では成長(可能)性を評価して投資する。新興市場の創設は、本則市場では実績がないために何年もかかっていたIPOを、もっと早くできるようにしたという点においては評価できる。

(問2) 新興市場間の競争が上場基準を緩めるという批判もあるが・・・

(仲介者・市場関係者H) 特に地方の新興市場では、上場させてはいけないような企業を上場させているケースが見受けられる。

(仲介者・市場関係者J) 新興市場は上場審査基準が緩いという話も確かにあるが、切り口が違うと思う。発行企業が赤字で上場するのは問題ないが、反社会的勢力や詐欺まがいの商品を販売しているような発行企業を排除すべきである。

(問3) 新興市場では個人投資家の投機的行動も指摘されるが・・・

(仲介者・市場関係者G) 以前は数千万円資金がなければ証券会社に信用取引口座を開設できず、半プロのような投資家が信用取引をしていた。現在では30万円程度あれば同口座を開設できる時代となり、簡単に信用取引できるようになったが、個人投資家は信用取引のリスクを正しく理解しているのか、証券会社はリスクに係る説明責任を果たしているのか疑問(不安)がある。

(その他G) 新興市場での成長(可能)性の評価は非常に難しいものであり、高度な分析が求められるため、機関投資家のように多数の情報分析スタッフを擁しないと評価は困難である。したがって、本来、新興市場は市場型間接金融にならないといけない。ところが、実際には日本の新興市場では個人投資家が中心であり、かつ適切に成長(可能)性を評価できないために投機的取引に終始している。新興市場に個人投資家が参加してくるのは、「投資信託を買うと損をさせられる」という意見があるように) 仲介業者が信頼されていないことの表れである。また、投資家保護もなおざりにしてきた結果である。

(その他E) 痛い目に遭って証券投資から逃げ出されるようでは市場は成長しないことから、正しいバランスシートの開示、適切な開示、教育の充実が必要。

(問4) ジャックダック(旧店頭登録市場)に導入されたマーケットメイク制度の評価は?

(仲介者・市場関係者C) 投資家や上場企業の中には、マーケットメイク制度に対する馴染みが薄いことによる拒絶反応もあり、また実績も小さいので、顕

著なメリットはまだ出てきていない状況。特に、個人投資家（デイトレーダー）にとっては、マーケットメーカーが提示する気配を見ての売買はやりづらく、機関投資家は市場で出ている気配を見て自ら売買価格を判断したいという意見がある。

（仲介者・市場関係者 I）マーケットメイク方式では 1 銘柄に複数の気配値が付くが、投資家の評判は良くない。また、マーケットメーカー（証券会社）も、気配を入れて価格変動でリスクをとるだけのメリットがないから、取扱いに力が入らなくなってしまった。

（その他 D）マーケットメイク制度は値付けが悪い銘柄にマーケットメイカー（証券会社）が値を付けることから、100%値が付けられるはずだが、現実には 100%値が付いていない。ベンチャー企業株に流動性を付与するとともに、市場の活性化に繋がると考えられていたが、道半ばといった感がある。

（問 5）日本版ビッグバンで、未上場株および投信の取引も可能となったが・・・

（その他 D）ベンチャー企業株をエンジェル税制等により優遇したとしても、流動性を確保することまでは困難。上場株式の譲渡益課税が優遇されているため、相対的にグリーンシートの株式は、税制面で魅力がなくなっている。

（運用者 A）未上場株は流動性が小さく、ベンチャー企業の出口（上場あるいは売却）が困難であるので、公募投信としては取扱いが進まないのではないかと。他方、年金基金がプライベート・エクイティの分野に資金を投入できるようになれば、未上場株の市場も拡大してくると思う。

（運用者 B）未上場株投信は少ないが、その要因は、未上場株は客観的なプライシングが困難であり、また運用サイドとしては 3,000 銘柄以上ある上場株のどれを選ぶかだけでも大変な作業であるにもかかわらず、未上場株にまで手が回らないからではないか。

（問 6）未上場株への投資手段としての会社型投信の評価は？

（仲介者・市場関係者 L）会社型投信は、一般投資家が手を出せない未公開株への投資機会を提供するという目的を達成した点においても評価に値する。金

銭信託（契約）型投信では、解約に備えて流動性を確保しておくために、未公開株のような流動性が低い株式を組み込むことは実務上難しいが、会社型投信の場合には解約を気にせずに5～10年といった長期的な取組みが可能である。

（運用者A）会社型投信の導入が進まない理由としては、①同族会社要件に抵触し、投資法人（会社型投信）の税制上のメリットを享受できないリスクが存在すること、②投信に組み込んでいるベンチャー企業が上場一步手前であれば、上場益を出して投資家に分配すればよいが、その出口（上場あるいは売却）が非常に難しいことではないか。また、会社型投信はいわばバーチャルのようなものであり、執行役員1名で社外に数名いる程度の投信であるにもかかわらず、役員会の持ち回り開催は認められていないなど運用ルールが厳しいため、契約型投信の方が使い勝手が良いこともあげられると思う。

④社債市場および短期金融市場について

（問1）社債市場の使い勝手は？

（調達者B）社債発行については、発行企業に義務付けられていた適債基準が平成8年に撤廃され、社債を自由に発行できるようになり、細かな手続き上の問題は依然残るものの、全体評価としてみれば障害は無くなったと思う。例えば、従前は発行の都度、社債発行の取締役会決議が必要であったが、包括決議が容認されたことにより事務負担が軽減された。

（仲介者・市場関係者D）企業が社債を発行するにあたっての使い勝手については、発行登録制度や振替制度により、業務の効率化が図られるとともに、元利払い回数の減少や現物管理負担の減少等、メリットは結構あると思う。

（調達者D）社債発行については、ここ10年で使い勝手は良くなったと評価できるが、コスト面と手続き面において使いにくい面がある。ある程度の格付の企業であれば、以前は直接市場での資金調達の方がコストは安かった（間接金融の長期借入れコストは高かった）が、シンジケートローンが登場してからは、その手数料は社債発行コストの10分の1程度であり、コスト面での違いは一目瞭然。また、社債を発行する場合、有価証券報告書の作成や取締役会決議など、とにかく事務負担が大きい一方で、シンジケートローンの場合には、商法（会社法）で規定された制度・枠組み等を特に気にする必要もない。以上の事情から、社債をあえて発行する理由がなくなっている

のではないか。

（問2）日本版ビッグバンで導入されたMTNプログラムの評価は？

（調達者B）当社もMTNプログラムを契約しているが、EDINETの整備により社債発行に取り組みやすくなった（事務負荷が軽減された）。ただし、社債発行証券会社を明記しなければならないが、最近では合併等により証券会社名の変更が起こり、その都度、届出をするのは煩わしい。

（調達者D）MTNプログラムを活用した社債発行については、ユーロの方が手続きは簡便（ただし、プログラムの策定・年1回の更新は、弁護士や会計士も交えて厳しい作業である）。1回の発行にあたって必要な書類は5枚程度で、4営業日で発行できるなど利便性は高い。一方、日本では1回発行するのに2週間以上要し、また目論見書ほどの分量の書類を準備する必要がある。また、実務的には証券会社に電話連絡するだけにすぎないが、欧米と比較すると発行コストが高い。また、日本のMTNプログラムは、1回当たりの発行額（ロット）が小さいために実用性がない。

（問3）CB（転換社債）市場の使い勝手は？

（調達者D）日本ではCB市場の存在意義がなくなっている。理由としては、①プレミアムが適正でない、②券面を発行しなければならないことの事務負担、③額面が小さすぎる（100万円）こと。②に関しては、投資家から要請があれば券面を交付しなければならないため、券面を印刷して倉庫に保管している。個人投資家については交付を要望する場合もあるだろうが、大量にCBを保有している機関投資家にとっては不要なものであるため、必要ないものを準備するのは煩わしい。

（問4）社債市場の拡大に必要な改革は？

（調達者C）保振による一般債振替制度が始まったが、保振自身に決済機能がないことから、欧米の決済振替機構が提供している当たり前のサービス（例えば、参加者の資金払込みが遅れた場合の与信提供、口座管理機関同士のレポ取引の仲介）が日本では提供されておらず、これでは社債市場の拡大は見込めない。

(調達者D) 常時、社債を発行できるのは、格付がA以上。格付がBBBになると、投資適格とはいふものの、事実上、発行できない。他方、マーケットにはBBB格債でもリスクを取ってハイリターンを目指す投資家は存在する。要は、信用リスクに見合ったプレミアムをつけるとともに、社債市場のボリュームを大きくする必要があるのでないか。日本の場合、債券市場に占める国債の割合が高く、それを多く保有しているのが金融機関であることも市場が拡大しない要因の一つと思う。

(その他F) 社債市場の育成が今後の重要な政策課題ではないか。社債取引のプラットフォームを国債市場とするのはいかがなものかと思う。社債の問題としては、発行企業が情報開示事務に負担を感じていることであり、これを改善しなければ発行企業はなかなか取り組めないのではないか。

(問5) 短期金融市場(CP他)の評価は？

(調達者B) CPについては、出入りの資金繰りのために活用している。ペーパーレス化は、大いに意義があったものと評価している。

(仲介者・市場関係者O) CPやBA(銀行引受手形)といった短期市場が秩序正しく形成されていないために、短期資金の市場が成熟していない。そこで、短期資金、すなわち流動性資金については、運用する場がなく、結局、銀行に滞留し、次回投資までの「待ち」の資金となっている。他方、MMFについては、厚みのある短期市場において預金よりも多少良い運用という程度の商品であるにもかかわらず、短期市場が小さいために長めの債券に投資しており、商品設計が良くない。

(3) 市場を支える制度基盤の整備について

①企業開示について

(問1) 企業開示およびIR活動の現状は？

(調達者B) 最近では、開示項目が増加する一方で、開示までの期間が短縮化される傾向にあり、事務負荷が大きくなっている。また適切な開示をしなければならないというプレッシャーも大きい。しかし、これら取組みが投資家保護につながるという点は評価できる。

(調達者F) IR活動には非常に積極的に取り組んでいる。コストはかかるが、必要なコストと認識している。ホームページに必要情報をタイムリーに開示するのが基本姿勢。例えば決算情報も、発表と同時に掲載している。社内にもディスクロージャー委員会を設けて、開示内容を吟味している。

(仲介者・市場関係者J) 企業は株価や企業買収を気にして、IR活動をしっかりとやるようになった。

(その他E) 経営も会計も経済が右肩上がりの時代には、企業はゴーイング・コンサーンを前提とした取得原価主義で十分機能していたが、バブル崩壊後、企業は倒産し得る存在と認識が改められた結果、企業にとって悪い情報も迅速に投資家に情報開示されるべきとの考えに立ち、会計処理でも早期に反映されるようになった。リスク社会の中で、企業は銀行から調達した資金でリスクにチャレンジすることが困難になっている。増資や転換社債等、直接金融でリスクマネーが供給されねばならず、そのためには開示情報の信頼性が肝要となる。

(問2) 企業開示およびIR活動の課題は？

(調達者D) 株式市場については、流動性・効率性が悪すぎる。これは情報が無い、あるいは情報が少なすぎる銘柄が多いのが原因。小規模銘柄ほど、しっかりとディスクローズ（開示）させるべき。

(その他B) 四半期開示については、投資家に適時、適切に情報を開示（提供）していくことは重要である。しかし、ビジネス展開が激しいこのご時世で、四半期開示まで求める必要のない企業（業種）もあるのではないかと（例えば

建設業)。

②会計基準について

(問1) 会計基準の改正の評価は？

(その他B) 日本版ビッグバンや会計基準の国際化を通じて、企業会計基準がビジネスの実態と合うよう改正されてきたことは評価できる。日本版ビッグバン以降は、今まで以上のスピード感をもって改正されてきた印象。

(問2) 会計基準の改正には時間が必要だったか？

(その他B) 会計基準の制定(改正)には時間がかかったが、企業側としてはシステム構築等に時間を要するために、準備期間は必要。短期間のうちに一気に改正を進めると、間違った会計処理を引き起こす企業が出てくるおそれがあり、対応に要する時間を設けることは必要。当然ながら、時間をかけて対応していると、国際基準との差が縮まるどころか、更に広がる可能性もあることに留意する必要がある。

(問3) 会計基準の国際化(国際会計基準との整合)は？

(その他E) 日本の会計基準は、ここ数年グローバル化が進んでいるが、世界に対するPR能力が欠けている。企業結合などの象徴的な会計基準は、国際基準に統一するべきである。日本基準と国際基準のズレは、ほぼ解消されたが、このような象徴的な事例でグローバル・スタンダードと違っていることがあると、日本の基準が国際基準から大きく外れているという誤解を生むことになる。

(その他B) 日本版ビッグバン以降、様々な取組みを重ねており、国際会計基準との違いも縮小してきたが、現在、残っている課題は全て難題ばかりであり、大変な作業となる。国際会計基準が全て万能であるわけではなく、日本の企業会計の方が優れている面もあることを世界にもっと発信(PR)できればよかったが、それを怠ってきた。また、その結果として発言力の低下にもつながってしまった。

③証券決済制度について

(問1) 証券決済制度改革に対する評価は？

(その他C) 一般振替DVP (Delivery Versus Payment)、決済照合システム、ペーパーレス化が実現したことは大いに評価している。

※DVPとは、証券決済において、証券決済と資金決済が相互に条件付けられて行われる仕組み。

(調達者B) 保管振替機構を使った決済制度は、セカンダリーマーケットの円滑化に資するものと評価している。

(仲介者・市場関係者G) 日本証券クリアリング機構が決済全てを担っているため、ジャスダック証券取引所の店頭取引についてもネット決済が可能となり、証券会社の決済コストも削減された。今後は、株券の電子化への対応が求められている。

(その他C) 平成21年1月からの株券のペーパーレス化は、証券決済改革の本丸である。CPや一般債、投信に比べて影響を受ける投資家が断然に多い。投資家への周知・啓発も、重要な課題である。

(問2) 決済期間の短縮化への取り組みは？

(仲介者・市場関係者B) T+3は、20年ほど前までは最先端であったが、アジア諸国では最短でT+0まで短縮化された。しかし、T+3では使い勝手が悪いから、東京市場を避けるという話は聞いたことはない。もちろん、決済までの日数が短縮化されることはメリットであるが、市場関係者も投資家もT+3に慣れすぎていて、特に改善を求めるまでには至っていないのではないかと思う。

(仲介者・市場関係者G) 昨今、話題にもなった決済期間をT+3からT+1に短縮するという話もあったが、現在のところ議論はあまり進んでいない。

(その他C) 決済期間の短縮化について、まず考えなければならないのは決済リスクからの切り分けである。T+3であってもDVPが実現しており、その意味では決済リスクは極小化されている。T+3をT+1に短縮するメリットは、価格変動リスクを抑制できることであり、そのための仕組み、あるいは

は清算機関があるのかが問題。決済期間の短縮化は、証券決済より取引所の執行・照合から清算までの方が重要。

④利用者保護について

(問1) 投資信託の信託約款が届出制に移行したが、販売(説明)資料に影響は?

(運用者A) 信託約款が承認制から届出制に変更されたが、目論見書は相変わらず分厚く、専門家にしか分からないような言葉が多い。目論見書の最初の2~3ページで当該投信の特徴やリスクの留意点、運用体制、商品説明をして、分かりやすいものとなるよう心がけているが、まだまだ不十分であると認識している。

(運用者B) 届出制になったことにより、当局のチェックに要する期間を考慮してのスケジュールリング作業が非常に軽減され、フレキシビリティが生まれたと評価している。目論見書については分かりやすいものとなるようにという指摘もあって、当社としても内容をカバーしつつ、分かりやすく説明するよう努めている。従前は届出書そのままであったが、分かりやすく説明するためにも、整合性を取りながら別途作成している。

(問2) 保険契約者保護機構の評価は?

(運用者D) セーフティ・ネットが用意されていることは、消費者の安心に繋がることであり、大いに評価できる。ただし、保護機構の負担金に対して、既存損保会社は負担感が大きいのではないかと。負担金割合はシェア割となっており、破綻することが想定されないような既存の大手損保会社ほど負担額が多くなっていて、不満もあるのではないかと。

(運用者G) 破綻時期にセーフティ・ネットが存在したことは、保険契約者の信頼・安心につながったと評価しているが、多額の資金を費やした。セーフティ・ネットとは、本来、存在するだけで安心なものであり、できるかぎり使わない方が望ましい。むしろ、行政当局には生保会社を破綻させないように取り組んでもらいたい。また、新規参入した後、業容を拡大するだけして破綻した場合、その負担を求められる既存生保会社としては、正直納得がいかないと思うことがある。

⑤市場の公正性について

(問1) 日本版ビッグバンによって、市場の公正性は高まったか？

(調達者F) この10年で開かれた(前進した)市場として評価している。特に、情報開示のあり方やその基準(水準)も整備され、適正な状況にあると思う。

(仲介者・市場関係者J) 日本での株式市場のイメージとして、未だに株式取引はバクチとか恐いとかというイメージを持っている人が多い。それは、良からぬことをする投資家が市場に参入しているために、フェアな市場になっていないからである。

(問2) 市場参加者に市場の公正性を維持する意識は？

(仲介者・市場関係者I) ほとんどの証券会社が、節度をもった行動をとって市場の健全性の維持・向上に努めてきたにもかかわらず、良からぬことをする外資系証券会社があると市場の健全性を損ねてしまう。その結果、規制が強化され、使い勝手の悪い市場となり、ニューヨーク市場などに逃げ出されてしまう。

(仲介者・市場関係者N) 外資系金融機関といっても、そこで働くスタッフの多くは日本人であり、もし日本から撤退するようなことが起こった場合、多くの日本人スタッフが海外(本国)に行けるわけではない。また、グローバル規模で活動する大手になると、日本マーケットを失うということはやはり大きな痛手となるので、いざとなれば日本から撤退すればいいというような話にはならない。

⑥法規制と自主規制のバランスについて

(問1) 法規制と自主規制の関係は？

(その他G) ルールの履行の確保には、①強権力を持った第三者(政府)による処罰と、②集団からの排除による将来利益喪失という制裁という2種類がある。法規制による①を有効に機能させるためには、ルール違反の第三者への立証可能性が必要になる。まずは立証可能性を高める仕組みの工夫が必要となる。

(問2) 自主規制の優位性は？

(その他G) 金融取引が高度化・複雑化してくると、①の立証可能性は難しくなる。他方、自主規制による②は、ルール違反が集団において観察可能であれば(第三者への立証は必要なく)、制裁が可能である。その意味で適応範囲は広い。

(問3) 自主規制の問題点は？

(その他G) 自主規制の履行の確保には、例えば自主規制団体のメンバーであることが、投資家に対して良いシグナルを送ることになる、あるいは取引可能業者として認めるなどのレピュテーションを高めるといった工夫が必要。逆に言えば、自主規制団体から除外されれば、市場からも追放され、取引機会を喪失するような仕組みが必要。ただしこれは、自主規制団体が(事実上の)許認可権を有することになり、独占禁止法のカルテルに抵触する可能性が否定できない。

(問4) 市場への参入・退出が開放されているとき、自主規制は有効に機能するか？

(その他G) 市場への参入・退出が開放されていると、集団による制裁は免れることができる。日本市場で永続的に活動することを考えていない企業には、自主規制による②は機能しないので、法規制による①が必要になる。ただしその場合においても、ルール違反による一時的な利益よりも、正常な営業活動からの永続的な利益獲得が勝るように、市場を魅力あるものにしていけば、ルールを遵守しようというインセンティブが働くこととなるのではないか。

(4) 我が国金融市場の国際化について

(問1) 国際化あるいは国際金融市場のイメージは？

(仲介者・市場関係者E) 国際化とは、非居住者が市場を使ってくれるというようなイメージ。東京市場が、シンガポールや香港市場のように法人税を安くして、参入を促せるかということ、それも難しいから、もっと東京市場の使い勝手を良くして、アジアの企業を連れてくるよう努めるべき。

(仲介者・市場関係者O) 市場を活用する者(投資家、資金調達者)が、国内市場と海外市場とで使い勝手に大差がない(例えばコストが同レベル)と思うようになることではないか。そのために、国内市場でも海外市場でも受け入れられる情報開示を行い、租税や各種手続の簡便化が図られた資金調達が行える市場になることではないか。

(調達者F) ロンドンシティのように、グローバル規模で活動する金融機関や企業のプレーヤーが集まって、直接取引や相談できることが重要であり、まずはプレーヤー自体が国際化される必要がある。

(仲介者・市場関係者N) タイムゾーンとしては、アジアにも一つは国際金融センターが必要であると思う。その一つが東京市場となるように取り組んでもらいたい。国際金融センター(テニスなら4大会)として、金融取引の場を提供することが重要で、日本のプレーヤー(金融機関)が勝ち残ったとしても、ローカル市場(テニスならローカル大会)では意味がない。

(問2) 東京市場の国際化の現状は？

(仲介者・市場関係者D) 外資系企業による東京証券取引所上場企業数が減少しているのは、東京市場の使い勝手が良くないとか、日本で資金調達をしなくてもよいなど何らかの理由があるはず。

(調達者F) 企業が上場する最初の目的は、ブランドイメージの確立、知名度の向上である。その所期の目的を達成した次のステップとしては、資金調達及び上場維持コストを重視するようになる。そうなれば、市場からの撤退ということも起こり得るので、企業にとって魅力ある市場作りが必要である。

(仲介者・市場関係者B) 東京市場の売買参加者に占める外国人比率は50%程度であり、また外国人の株式保有比率は50%に近い水準にある点からすると、東京市場は開かれた市場であり、相当程度国際化が進んでいる。また、東証に上場している外国企業は減少していることは事実だが、それだけをもって東京市場は国際化が遅れているとする評価はいかがなものかと思う。ただし、外国企業の誘致に向けた取組み(努力)は必要。

(問3) 国際化の視点からみた規制緩和の状況は？

(仲介者・市場関係者E) 外資系金融機関の活躍を見ていると、10年前と比較して市場インフラが整備されてきた(規制緩和された)と評価できる。最近では、SOX法に代表されるようにニューヨーク市場も厳しくなっており、東京市場が世界の市場と比べてそれほど規制面や監督当局等の目が厳しいとは思わない。

(調達者C) 東京市場が世界に披見するようなインフラ整備や資源配分ができているかは疑問。ロンドンシティは、法や制度を変更し、インフラを整備して(場を作って)、自由に活動ができるようにしたからこそ外資も進出してきて成功した。それに比べれば、日本は取組みが遅れている。ユーロディレクティブ(EU指令)が厳しい影響でロンドンシティのフリーが制限されたり、また米国会計基準の事務負担が大きいため、これらの市場から逃げ出す企業も出てきているが、それら企業の行き先は東京市場ではなく、シンガポール市場である。東京市場には、それらの企業を受け入れるだけの器は、現状ではない。

(運用者B) 東京には富があるので、東京市場は外すことのできない市場であるが、トレーディングしやすい市場かという疑問。ヘッジファンドが東京市場にいないことがその証ではないか。例えば空売り規制についても複雑であるし、また税金面においても高コストであることから、東京市場は使い勝手が悪いという評価になって、香港、シンガポール市場に逃げていくこととなる。

(運用者G) コスト問題より予見性の問題の方が大きいのではないかと。東京市場がマザーファンドでない投資家が使う際、予見性を持つのが難しいのではないかと。

(仲介者・市場関係者N) 日本の規制は、他国と比較すると細かい規則(規制)が多く残っているので、国際化のためには、最低限のルールだけを決めて、透明性を向上させることが重要。日本のルールは、他国に比べてグレーの部分が広い。外国人には、ルールで明示的に禁止されていること以外の行為をしてグレーであると、監督当局に指摘されることが理解できない。

(調達者F) 国際化は進んでいるが、ロンドン、ニューヨーク市場との差が縮まるところか差が広がっているの、相対的に見ると国際化はそれほど進んでいないように見える。

(問4) 日本版ビッグバンではDRが導入されたが、国際化の視点からみた東京市場の金融商品の状況は？

(その他C) DRについては制度改正により取り扱えるようになったものの、東京市場の地盤沈下が進んだこともあってニーズがない。

(仲介者・市場関係者N) 日本株をADRでしか保有していない海外ファンドもあるが、東京市場ではADRを現物株に転換を出した時点で現物株として売却することになるが、ADRしか保有していないと空売りにになってしまう。このような規制は韓国にはないので、例えば外国人投資家がソニーとサムスン電子を比較するとき、母国市場の規制の差で日本企業のソニーが不利になってしまう。また、東証でのアジア企業のDRの取扱いは、取引の時間帯が良くない。東証でポスコのADRを買うのならば、(同じタイムゾーンの)韓国で現物株を買った方が良い。

(調達者D) 海外にあって国内に無いものは、モーゲージ債、ハイイールド債、クレジット債。また、私募債市場も小さすぎる。

(仲介者・市場関係者I) ジャンク債市場が広がっていない、すなわちハイリスクをとってハイリターンを上げようという投資家がいらない。自由に資金を使える本物の金持ちがいらないことが要因。機関投資家も内規で縛られて、思い切った投資ができない。

(仲介者・市場関係者B) 国際的な観点からは、証券取引所に上場されている商品のバラエティが豊富だとは言いきれないので、海外の良質な商品を国内市場に持ち込むなどして、ラインナップ(品揃え)を充実させ、外国人が安心

して購入できる商品（例えば流動性が高い商品）作りに取り組んでいくことも国際化を考える上では重要である。

（仲介者・市場関係者 L）金融商品取引法により証券取引所が取り扱える商品が増え、制度面では前進したものと評価している。ただし、デリバティブ商品を開発しても流通しないものも多い。まず流動性がないと誰も取引しないので、流動性を確保できるスキームを確立してから開発することが重要である。

（問 5）東京市場の国際化に必要な施策は？

（仲介者・市場関係者 I）どこの市場のものが良いというわけではないが、国際化を進めるにあたっては税務上の問題を避けて通れないのではないかと。

（調達者 F）会計基準や上場基準、開示基準を東京市場も含めて全ての市場が国際化（ボーダーレス化・基準の統一化）する必要があるが、その際には東京市場がグローバルの中でどれだけ発言力をつけているかにかかっている。また、日本にとっては言葉の問題が大きく、ハンディキャップとなっている。

（仲介者・市場関係者 L）国際化と言えば、言葉の壁が大きいと思う。英語で情報を発信できていないために、例えば取引所の細かいルールを外国人投資家には説明できていない。

（仲介者・市場関係者 N）英語ができないことは問題ではない。外資系証券会社は、適材適所でスタッフを配置している。従って、スタッフが英語を話せないことは大きな問題ではなく、言葉の問題は企業としてコントロールしている。日本（東京）は国際空港が遠すぎるのが問題。

（その他 E）空港インフラに問題があるのではないかと。成田空港は 24 時間体制となっていないことから、ビジネスチャンスを取りこぼすこととなり、シンガポール市場へと逃げていっている。

（運用者 B）東京はインフラ面で大きな問題はないと思うが、羽田空港の活性化は必要。国際化を図るには、市場そのものの改革と、国際空港の整備や税制などの周辺インフラの問題を一つのパッケージとして捉えて取り組むことが重要である。

(問6) 東京を金融特区とするアイデアがあるが・・・

(調達者D) 東京にオフショア市場を作ることが必要ではないか。オフショア市場は、日本の会社法の適用を受けないから、事業（投資）活動がやりやすくなる。ただし、会計士や引受会社、FA（ファイナンシャル・アドバイザー）を誰が務めるかという問題はある。

(仲介者・市場関係者I) ヘッジファンドの拠点が税制面で優位にあるシンガポールに移ることが多い。東京も金融特区を作って、もっと積極的に誘致活動をした方が市場の活性化につながると思う。

(仲介者・市場関係者L) 特区のみでやるのか、それとも全国規模でやるのかは別にして、言葉の問題、監査の問題、法律の問題をクリアする必要がある。開示は全て英語にする他、監査と法律については、日本の大手監査法人・法律事務所と提携している現地の監査法人・法律事務所を使っても良いというような配慮が必要である。

(調達者B) 東京に金融経済特区を作り、英米の法規や会計基準を使って（英語を使って）やることについては事務負担が増すだけであり、むしろ会計基準の共通化（統一化）を図り、国際標準にあわせてもらいたい。

(仲介者・市場関係者J) 税制全体からの取組みが必要。法人税率の引き下げで、企業を誘致すれば、経済も活性化し、雇用も増える。つまり、そこに立地することの優位性を目に見えるようにすることにより国力を上げていくべきである。金融経済特区を単に作ればよいという話ではない。

(問7) 国内金融機関の海外進出について

(運用者F) これからの証券会社は、世界中の運用機関を相手にできるようにならないければ、成長は見込めない。日本人だけを相手にしているようでは、マーケットは拡大しない。

(調達者F) 金融機関もメーカーのように現地で資金を調達して、リスクテイクして現地に融資をするようにならないければ、現地ビジネスは成功しない。その点、欧米の金融機関は現地ビジネスを実践している。すなわちリスクテイクしている。現地ビジネスが出来ているかどうかで、金融当局との交渉力や

現地企業とのパイプ作りにおいて大きな差が生じる。結果、欧米と日本の金融機関では差がつきすぎてしまっている。

(仲介者・市場関係者O) リスクマネジメントの基本が現地でフィットするかどうかということではないか。日本の銀行のように、担保主義的なリスクテイクの仕方では、海外に進出しても成功できない。そもそも日本の金融機関は、商品が成熟する前に市場シェアを気にしすぎて活動するために、先にプライシングが出来上がってしまうのが問題。

(その他B) 日本の金融機関は 30 年以上前から非日系企業とも取引をしてきたし、グローバル化できていないとは思わない。10 年前は、ジャパンプレミアムで資金調達できず、あえなく撤退、あるいは縮小せざるを得なかっただけではないか。現在では、公的資金を返済して反転攻勢を強め始めていると思う。

(問8) 今後、国際化にどのように取り組むべきか？

(仲介者・市場関係者D) 今後は、日本で資金を調達する外資系企業を増やしていくべき。また、個人貯蓄 1,500 兆円をリスクマネーに変えて、アジアの企業及び市場を育成していく仕組みが必要。銀行がリスクテイクをしていくというよりも、個人貯蓄をいかに投資に振り向けさせ、市場に資金を流すかが重要である。そのためには、制度作りや啓蒙活動が必要である。

(仲介者・市場関係者E) 東京市場の国際化というが、そもそも何のために国際化するのかという視点が抜け落ちていないか。シンガポール市場やロンドンシティのように、東京市場も金融立国となるだけの覚悟のようなものがあるのか。国際化を進めて英語しか話せない外資系企業が進出してきても、英語が話せない国民が多い日本で、利用者のために外資系企業がどこまで努力するか分からない。そういった面からも取り組んでいかなければ、国際化は進まない。

(その他G) 東京市場をロンドン・ニューヨーク並みの市場にするには、国全体として見たときの真剣さ、あるいは覚悟が必要。例えば、イギリスには製造業はなく、金融サービス業がなければ国として衰退するかもしれないと、国家の一大事として金融システム改革に取り組んだが、モノ作り大国・日本にはそこまでの覚悟がない。従って、東京市場をロンドン・ニューヨーク並み

の市場にするといっても、国全体として金融部門に投入しているリソースが乏しい中では実現は困難である。ロンドン・ニューヨーク並みの市場にする
と本気で実現を考えるならば、国家レベルでイギリス・アメリカと同等以上の
資源投入が必要となる。

(5) 複線型金融システムへの移行について

①市場型金融への移行について

(問1) 資金循環表でみると、銀行（預金）の存在が圧倒的だが、市場型金融への移行は進展しているか？

(その他G) 日本は銀行中心の金融システム、アメリカ・イギリスは市場中心の金融システムと言われるが、世界第1～3位の銀行はアメリカの銀行である。アメリカでは、銀行が小規模とか、役割が小さいというわけではないことから見ても、日本のように銀行のウェイトが大きいからといって市場型金融になり得ないということではない。

(問2) 企業による市場を通じた資金調達も、さほど増えていないが・・・

(その他G) 日本では株式市場というと、資金調達の間と表現する者が多いが、このような決め付けは良くない。株式市場とは、投資家から評価を受ける場であり、また投資家に利益を還元する場でもある。したがって、資金調達ができない（エクイティ・ファイナンスが少ない）からといって、株式市場が機能していないとは言えない。

(問3) 市場型金融への移行の評価のポイントとは？

(その他G) 市場型金融とは、市場でプライシングが付くということであるが、現時点ではクレジット関連の市場が育成されていないことが問題。相対取引であっても、市場から得られる指標（ベンチマーク）が意識され取引されているかが重要。市場型金融への移行（複線化）といっても、ボリュームとして相対取引が大半であることには変化はない。市場を通じた資金仲介量が増加したことをもって、市場型金融への移行を評価するのは本質的な議論とはいえない。取引において質的な変化（取引当事者間の関係や評価によってではなく、不特定多数の市場参加者によって決定される評価によって決定されるプライシングが存在し参照・利用される）の方が重要。

(問4) 複線型金融システムへの移行の展望は？

(その他G) 市場そのものは、量的拡大だけでなく、中味（質）を伴う発展を遂げる必要がある。すなわち、個人投資家が参入してもいい市場とか、プロ投

資家だけの市場を創設するといった市場の機能分化が必要である。

②証券化について

(問1) 証券化市場の現状は？

(仲介者・市場関係者D) 1990年代前半は、企業は借入金削減に向けて取り組んでいて、B/Sを使わないファイナンス手法に対するニーズが多かったのが、証券化が進んだ。1990年代半ば以降は、B/Sを使わないファイナンス手法が当然となってきて、リスク量が少なく、リスクコントロールできる商品開発というフェーズに移行してきた。

(調達者A) 銀行の不良債権処理が厳しかった頃、銀行からの借入金を返済しつつ、新資金を投入するにはSPCは非常に有用であったと評価している。

(仲介者・市場関係者O) ABSは、不動産登録免許税が免除されるなど、制度整備が進んでいる。証券化の対象資産は不動産のほか、リスク資産にまで拡大しており、メザニン部分や劣後債権を対象に組成するものにまで拡大している。中でも、事業を対象とした証券化が活発化しているほか、道路や通信といった社会インフラにまで対象が広がっており、市場が拡大している。これは、不動産(ホテル・オフィス等)の証券化(結果的には賃貸業等といった事業の証券化)にしっかりと取り組んできたことにより、社会インフラの証券化にも取り組めるようになったことが背景にある。

(調達者C) 銀行からの長期借入は、企業にとっては擬似資本のようなものであり、銀行にリスクが集中する結果となっている。今後はローン債権を売買できる市場を作る必要があるのではないか。

(仲介者・市場関係者D) クレジットをやり取りする市場を作ることが重要。地銀も参加させて根付かせていくことが重要であるが、まだ3合目といったイメージ。

(その他G) 資金調達サイドにとって、証券化のような複雑な仕組みを活用するのは面倒であり、シンジケートローンのように銀行から借り入れた方が資金調達としては容易である以上、シンジケートローンが有利であることは否めない。また、シンジケートローンは現状において、リスクに見合った金利が設定されていないのであれば、証券化が進まないのは当然である。

(問2) 証券化と預金過剰との関係について

(仲介者・市場関係者K) 貸出債権の証券化には消極的。経営陣の中には抵抗感を持つ者もあり。そもそも預貸率が低い中で、あえて実施する必要があるのかとの意見もある。地域から預金をお預かりして、それを地域経済の発展のために融資をするというのが本分であるので、本業で頑張っていく。

(その他G) 銀行サイドも、Over-Deposit (預金過剰) の状況下で、貸出金利の過当競争も起きており、一時のように自己資本比率を上昇させるために、コストをかけてまで証券化やローン売却等によるリスクアセットの削減などする必要がない。ゼロ金利政策は、マクロ経済的には景気対策として適切であったかもしれないが、副作用として、金融システムや資本市場を劣化させた(十全な機能発揮を妨げた)一面があり、金融システム改革の効果を一部減殺した可能性は否定できない。組成にコストが発生する証券化がゼロ金利下で拡大しないのは、当然である。

(仲介者・市場関係者O) 過剰流動性が発生し、証券の適切な価格付けがなされていない。このような状況では、制度整備の成果も見えにくい。

③ 「貯蓄から投資へ」について

(問1) 投資信託の残高が増加傾向にあるが・・・

(運用者A) 銀行窓販においては、預金金利が低いので少しリスクを取ってみようかという顧客が投信を購入している。20~30代よりも50代以上の高齢層が多額購入している。

(運用者C) まだまだ増加率は緩いと考えている。すなわち、今までは投資経験者が資金を投信に振り向けているだけであり、今後、投信が増加していくには、顧客層の増加(拡大)が必要。そのためには、全く投資をしたことのない投資家が市場に参加することが重要であり、信頼・安心できる投資商品、あるいは投信会社が求められてきている。

(仲介者・市場関係者M) 個人投資家が増加しているのは、特に若者に多く、株式に対する一種の恐れのようなものが少ない世代だと思う。20代・30代の口座開設が特に増加しており、この客層はまだそれほどの資産形成ができていないために預かり資産は少ないが、今後、資産形成が進めば預かり資産も

増加してくる。

(仲介者・市場関係者N) 日本の投信に係る各種手数料が高いことが、まだまだ投資に振り向かない原因の一つとも言える。

(運用者A) アメリカと比較して、日本の投信は手数料が高いといわれるが、信託報酬に関してはアメリカと大差はない。ただし、アメリカの場合、ノーロード(販売手数料なし)の投信が多いのは事実。

(問2) 日本版ビッグバンを経て、金融機関の投資信託販売姿勢は変化したか？

(運用者A) 証券会社の場合、残高が一気に積み上がった後、半年程度で減少してしまう。銀行の場合、少しずつ残高が積み上がって、売れ筋商品を除けば、ある程度まで残高が積み上がると横ばい状態になる(減少することはあまりない)。

(運用者B) 販売サイドの一部の営業職員は、投資家に短期で売り抜け、キャピタル・ゲインを得させる者がいるが、やはり投資家も営業職員に言われたからといって売却するのではなく、自分自身で考えて継続保有する、あるいは売却するという判断力を身に付けることが重要である。

(運用者C) 販売サイドとしては、投信をどれだけ販売したかの世界であり、運用サイドとしては、どれだけ運用実績(成果)を上げたかが重要なため、大量設定・大量解約の繰り返しとなっている。他方、既存の投資家は、資産形成のためというよりも、ちょっと儲けたいという層が多いため、短期での売却が多いのではないか。

(問3) 「貯蓄から投資へ」を促進するには何が必要か？

(その他E) 直接金融へのシフト(証券市場への資金移転)は政策的に必要なことであるが、情報の信頼性がないと資金移転は進まない。株式「投資」ではなく「投機」になってしまう。アメリカでは、情報の信頼性に対する意識が強く、エンロン事件がきっかけとなって大きな改革が行われた。

(仲介者・市場関係者N) 特に地方において、郵便局及び郵便貯金の存在がまず

大きいのではないか。全ての郵便局での投信が窓販されれば、その影響は大きい。また、金融機関の職員が、例えば投資信託のリスクをもっと適切に説明して販売すれば、投資へ資金が流れるのではないか。コンプライアンスを含め、リスク商品の説明能力には問題があるように見受けられる。そのためには、人材育成と顧客に勧められるような商品開発が重要なポイント。

(その他D) 高齢世代や、退職を控えている団塊世代に対して、年齢層に応じた金融商品を提供するとともに、働き盛りの世代に対して 401K を推奨すればよいと思う。401K は、毎月、大量の資金が市場に流入する結果となるので、税金控除限度額を引き上げるなどして、目に見える形でインセンティブが働くようにすればよい。

(運用者G) 利回りやバリュエーション、税制優遇など、株に資金が向かう環境は整っている。ただし、1,500兆円ともいわれる家計資産の大半を高齢者が保有していることを考えないといけない。また、401K がもっと広がれば、株式取引は累増するのではないか。ただし、掛金のレベルが低く、大企業に勤める人であれば、年金額としては不足している。掛金の額自体は小額でも数年経つと累増する傾向があるので（引き出すよりも積み立てられる方がはるかに多い）、掛金の額を変更すれば、もっと規模が大きくなると思う。

(仲介者・市場関係者J) 「貯蓄から投資へ」については、政策が中途半端である。税制面の問題が最も大きい。極端な話、タックスフリーにするくらいの政策導入が必要。少なくとも、株式を相続課税財産の対象外にすることと、配当二重課税の見直しをしてもらいたい。最近、格差問題がよく話題となるが、株式を保有していないから格差は広がる一方だと考える。日本の場合、株価が上がっても日本株を購入している外国人が儲かるだけで、日本人が豊かにならないのは、ある意味当然である。

(その他G) 銀行は預金を主に貸出と国債で運用しているが、預金を通じて国債を購入するのではなく、個人が直接、国債あるいは国債ファンドのようなものを購入する方に振り向ける（集約する）ことができれば、直接金融あるいは市場型間接金融にシフトする。少なくとも預金と貸出の差額相当分が直接的な国債購入にシフトすれば、とりあえずの Over-Deposit（預金過剰）正常化目標を達成したことになり、その先には、銀行経営は貸出（預金）規模にあった経営に変貌することになる。

(6) 今後の課題について

①金融・投資教育のあり方について

(問1) 金融・投資教育の必要性について

(仲介者・市場関係者N) 日本人は、未だに株式市場をバクチ場、すなわち株式市場を健全なものではないと考えている人が多い。その認識を変えるためには、やはり教育が必要である。金融教育を受けていれば、株式市場で問題(不正)が発生したとしても、それが個別(企業)の不祥事なのか、市場の欠陥なのか判断でき、株式市場を忌避することはなくなると思う。

(問2) 金融・投資教育はどのような内容が望ましい?

(調達者D) 日本の教科書は、いわば解説書のようなもので、例えば銀行や証券会社の業務内容を説明したものであるが、そのようなものは社会に出ても大して役に立たない。社会に出て、路頭に迷わないように金の使い方を学ばせることの方が重要。物が動くときには金もあわせて動くのであるから、動的な観点から教育をしていくべき。

(運用者C) 細かい金融教育は、それほど必要ないのではないか。金融リテラシーのような難しいことはしなくてよい。お金の使い方を教える教育・啓蒙の方が重要であり、NPO法人が行っている金融教育は評価できる。金銭教育ではなく、志あるお金の使い方を教えることの方が大事。

(運用者I) 保険は一般教育に馴染みにくく、保険期間が長いことから、教育というよりも「正しい情報提供」に努めることの方が重要であると考えている。正しい情報提供ができない保険会社は、契約者から選別されていくことになるのではないか。

(その他A) 投資教育は学校教育ではやはり好まれないが、ライフプランニングを中心とした最低限の基礎的知識を教育していくことは重要であると考えている。また、学校教育と社会教育については区別して考える必要があり、例えば高校生が卒業後、社会に出て困らないように、カードの使い方等について教育(社会教育)していくことも重要であると考えている。

(問3) 投資の自己責任と金融・投資教育との関係

(その他A) これまでは銀行に預けておけば、少しずつではあるが増えるという時代であったが、今では自己責任が求められる時代となり、お金に対する意識が変化してきた。すなわち、自分自身で金融商品を見極める力が必要になってきた。

(仲介者・市場関係者O) 本来、投資とは自己責任で行うべきものであるのを、一方的に金融機関が悪いかのような意見がマスコミで報じられると金融機関の信用が低下する。そもそも、これは投資家教育・金融経済教育が遅れていることの表れではないか。

②金融行政への要望

(問1) 法規制と自主規制のバランスについて

(仲介者・市場関係者G) 自由化が進み、投資についても一層の自己責任を求められるようになったが、リスクを理解していない投資家が多い中で、何かしら大きな問題が発生した際に過度の規制をかけるようになると、「貯蓄から投資へ」の流れに水をさしかねない。

(その他D) 問題が起こると、すぐ規制強化に走りがちであるが、法律上、規定がないからといっても、業界として自主規制ルールを制定するか、あるいは、ルールではなく自制を促す倫理憲章のような紳士協定を作るなりして、自己対応できることもある。

(その他E) 何か問題が発生したら、すぐに規制を強化しがちであるが、起きた結果について監督当局が行政処分を下すのは当然であるものの、もう少し、より幅広い自主規制を認めてもらいたい。

(その他B) 監査法人も関係した不祥事が頻発しており、ここ2～3年の会計基準の改正の動きは激しい。ただし、何でも規制強化して縛りをかけすぎると、身動きがとれなくなり、結果、揺り戻しが起きるとともに、市場の魅力を損なうこととなる。「角を矯めて牛を殺す」のではなく、国際的な企業活動が損なわれることのないようにするとの観点からの検討も必要ではないか。海外企業が日本市場から撤退することになりかねない。

(問2) ファイヤーウォールについて

(仲介者・市場関係者E) 顧客が資金調達をする際に、理想としては、ベストミックス（ローンや社債、株式等の調達方法の最善の組み合わせ）を提案できるようになることだが、銀行は株式や社債による資金調達の提案は難しく、やはりシンジケートローン等の貸出商品による営業が中心となってしまう。銀証分離というファイヤーウォールに関して、利益相反禁止行為や顧客情報の利用制限等の点について、規制緩和を望んでいる。

(仲介者・市場関係者O) 銀証分離については、本当に意味があるのかと思う。ユーロの金融機関は、ユニバーサルバンク化しており、例えば個人顧客に対して預金だけでなく、短期・長期の運用商品のどれにでも勧誘ができる。

(問3) 空売り規制について

(仲介者・市場関係者M) 空売り規制は、無駄な規制だと考えている。一部の外資系証券会社が過去に派手に動いたために規制強化されたものである。空売りに関わる個人投資家にプロが多いといっても、相場を動かせるほどの空売りができるわけもなく、明らかに過剰規制であり、規制撤廃も含めて見直してもらいたい。

(仲介者・市場関係者N) 個別株オプションが低迷している要因として、空売り規制（アップティック・ルール）が挙げられる。プットオプションを売った際のヘッジ手段がなくなってしまうからである。

③総括

(問1) 金融システム改革の達成度は？

(その他G) 制度改革には、規制緩和（スクラップ）と法令等制度インフラ整備（ビルド）の2つの側面がある。日本版ビッグバンは、1996年から2000年までは規制緩和・自由化に焦点があてられ、2001年以降徐々に法整備に重心が移っていった。要するに、進捗状況に応じて、政策（制度改革）のスタンスは変わってくるものである。日本版ビッグバンは一時点の集中的改革というより、むしろ現実には（漸進的）改革のプロセスであり、金融商品取引法が成立した現段階はビルドの初期段階に到達した（にすぎない）と評価できる。しかし、資本市場に十全な機能を発揮（フェアな価格形成を）させるに

は、分厚い制度基盤が要求される。勉強すればするほど、勉強が足りないことを自覚するように、制度基盤も（限られたリソースのなかで）最大限整備しているが、整備の都度さらなる整備の必要性が認識されるといった状況である。

（問2）日本版ビッグバンの評価は？

（その他G）東京市場がロンドン、ニューヨークに次ぐ国際金融センターになるはずが、第9位（The City of London Corporationが発表した国際金融センターランキング）に留まっているという現実を見ると、他の市場は東京市場よりももっと早く走っていた（改革に取り組んでいた）という評価になる。しかし、日本版ビッグバン以前、金融システム改革が遅々として進まなかったことを鑑みれば、国内的にはこの10年の間に急速・着実に進展し、大いなる制度改革を成し遂げたと評価できる。金融システム改革においては、決して「失われた10年」ではなかった。

参 考 文 献

- 池尾和人 [2006] 『開発主義の暴走と保身—金融システムと平成経済』 N T T 出版.
- 池尾和人 [2006] 「市場型金融への転換に向けた金融システム再生の出発点」『週刊金融財政事情』2006年10月30日号, 10-14.
- 池田篤彦編 [2001] 『図説 日本の税制 (平成13年度版)』 財経詳報社.
- 稲垣光隆編 [2002] 『図説 日本の税制 (平成14年度版)』 財経詳報社.
- 河本一郎・大武泰南 [2006] 『証券取引法読本 [第7版]』 有斐閣.
- 神崎克郎 [2000] 「取引所集中義務の撤廃」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』, 145-160.
- 企業会計審議会 [1997] 『連結財務諸表制度の見直しに関する意見書』 (平成9年6月6日).
- 金融制度調査会 [1997] 『我が国金融システムの改革について』 (平成9年6月13日).
- 金融庁『金融庁の1年』各事務年度版.
- 社団法人金融財政事情研究会編 [1997] 『金融ビッグバン用語辞典』 社団法人金融財政事情研究会.
- 社団法人証券広報センター編 [2005] 『証券市場2005』 中央経済社.
- 証券取引審議会 [1997] 『証券市場の総合的改革』 (平成9年6月13日).
- 証券取引審議会 [1997] 『投資対象ワーキング・パーティー報告書「魅力ある投資対象」』 (平成9年5月16日).
- 証券取引審議会 [1997] 『市場ワーキング・パーティー報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み」』 (平成9年5月16日).
- 証券取引審議会 [1997] 『市場仲介者ワーキング・パーティー報告書「顧客ニーズに対応した多様な投資サービス」』 (平成9年5月16日).
- 証券取引法研究会編 [2000] 『金融システム改革と証券取引制度』 財団法人日本証券経済研究所.
- 証券取引法研究会編 [2002] 『市場改革の進展と証券規制の課題』 財団法人日本証券経済研究所.
- 鈴木勝康編 [1997] 『図説 日本の税制 (平成9年度版)』 財経詳報社.
- 関俊彦 [2000] 「投資者保護基金制度」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』, 125-144.
- 関俊彦 [2002] 「ディスクロージャーの電子化」証券取引法研究会編『市場改革の進展と証券規制の課題』, 13-28.
- 大和総研 [2000] 「有価証券取引税廃止で税収アップ」大和総研提言—2.
- デットとエクイティに関する法原理についての研究会 [2001] 「「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書」日本銀行金融研究所『金融研究』20(3), 1-92.
- 富永秀和 [1997] 『世界各国の証券税制 (改訂版)』 税務研究会出版局.

- 中島真志・宿輪純一 [2002] 『証券決済システムのすべて』 東洋経済新報社.
- 永長正士編 [2003] 『図説 日本の税制 (平成 15 年度版)』 財経詳報社.
- 日興リサーチセンター企画調査部編 [1997] 『全詳解 金融大改革のすべて』 東洋経済新報社.
- 西村吉正 [2003] 『日本の金融制度改革』 東洋経済新報社.
- 浜田道代 [2000] 「顧客資産の分別管理」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』, 89-124.
- 浜田道代 [2002] 「集団投資スキームー資産流動化と投資信託」証券取引法研究会編『市場改革の進展と証券規制の課題』, 125-161.
- 前田雅弘 [2000] 「証券投資法人制度」証券取引法研究会編『金融システム改革と証券取引制度』, 233-252.
- 宮内豊編 [2006] 『図説 日本の税制 (平成 18 年度版)』 財経詳報社.
- 米澤康博編 [2006] 『証券市場読本 [第 2 版]』 東洋経済新報社.
- 蠟山昌一 [2002] 「日本金融の将来ビジョンにおける証券市場」『証券レビュー』 第 42 巻第 10 号, 1-35.