

2015年
商事法務展望

金融・資本市場制度等をめぐる 現状と展望

一 はじめに

昨年は、「日本再興戦略」改訂二〇一四―未
来への挑戦」をはじめとして、「金融・資本市場
活性化有識者会合」による提言や東京都による
「東京国際金融センター構想」にみられるよう
に、東京を国際金融センターとして活性化させ
ていくことについての議論が活発に行われた一
年であった。金融・資本市場制度においても、
一九九六年に始まった金融システム改革、いわ
ゆる金融ビッグバン以来、東京市場の活性化・
国際センター化は大きなテーマであり、その促
進と前提となる市場の信頼性確保のため、絶え
間なく制度改正が行われてきた(図表1)。また、
国際化の文脈では、リーマン・ショック以降の
世界的な経済危機の経験を踏まえた国際金融規
制改革への対応が大きな課題となってきたこと
である。

本稿では、このような視点から、金融ビッグ
バン以降の取組みも振り返りつつ、昨年一年間
の金融・資本市場に関する制度改正、また筆者
個人の考える今後の課題を紹介したい。

二 金融・資本市場の活性化に向けて

金融ビッグバン当時、証券市場について、①
投資家・資金調達者の選択肢の拡大、②利用し
やすい市場の整備、③仲介者サービスの質の向
上および競争の促進、④信頼できる公正・透明
な取引の枠組み・ルールの整備といった四つの
観点から改革が進められた。ここでは、③の仲
介者サービスを詳述する形で、⑤資産運用業の
強化を加え、最近の動きを紹介したい。

1 投資家・資金調達者の選択肢の拡大

金融ビッグバンにおいては、多様な投資対象
および資金調達手段が提供される仕組みの整備

目次

- 一 はじめに
- 二 金融・資本市場の活性化に向けて
 - 1 投資家・資金調達者の選択肢の拡大
 - 2 利用しやすい市場の整備
 - 3 仲介者サービスの質の向上および競争の促進
 - 4 信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備
 - 5 資産運用業の強化
- 三 国際的な金融規制改革とそれを踏まえ
た対応
 - 1 店頭デリバティブ市場改革
 - 2 レポ・証券貸借取引に係る政策枠組み
 - 3 FMI原則とFMIの再建・破綻処理原
則
 - 4 金融指標
 - 5 アジアにおける国際協力
- 四 おわりに

は市場活性化の基本的条件とされた。この際、
新しい投資信託商品として導入された会社型投
信には、後に主要な投資対象として不動産が加
えられ、不動産投資信託(J-REIT)市場
は、運用資産額が約一兆円の規模のマーケット
まで拡大した(図表2)。不動産投資信託につ
いては資産としての不動産の特性など、留意す
べき点も指摘されるが、市場の活性化のため
は、投資家と資金需要者のニーズをつなぐこ
うした事例を積み上げていくことが大切であると

〔図表1〕 証券市場改革の推移

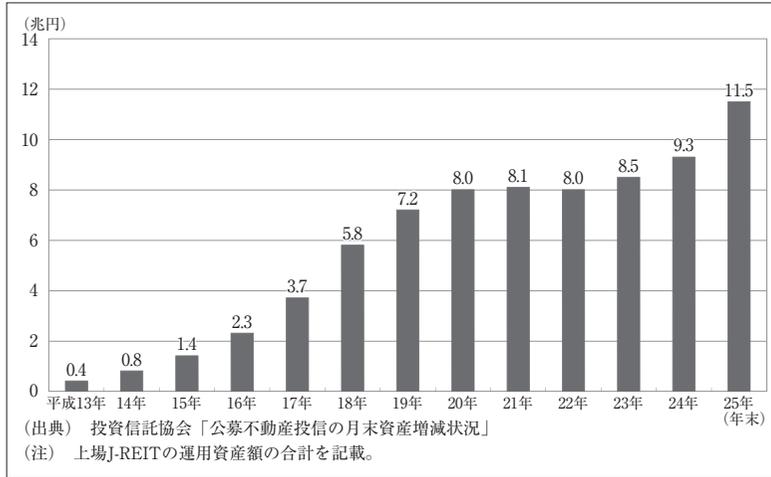
<p>金融システム改革（平9～平10）</p> <p>基本的理念 フリー・フェア・グローバル</p> <p>① 特色ある多様な市場システムの整備 ・取引所集中義務の撤廃 ・時価会計の導入、企業会計基準の見直し等</p> <p>② 活力ある仲介活動を通じた魅力あるサービスの提供 ・委託手数料の完全自由化 ・証券会社の免許制から登録制への転換 ・銀行・証券子会社完全参入等 ・資産運用手段の充実</p> <p>③ 店頭デリバティブ、株券オプションの解禁 ・私募投信、会社型投信導入等</p>	<p>・業務に応じた参入規制の柔軟化 ② 開示制度の充実 ・四半期報告制度 ・内部統制報告制度 ・公開買付制度の見直し ・大量保有報告書制度の見直し ③ 取引所の自主規制機能の強化 ④ 不正取引等への厳正な対応</p>	<p>拡大 ② 国民資産を有効活用できる資産運用機会の提供 ・プロ等に限定した投資運用業の規制緩和 ・英文開示の範囲拡大 ③ 市場の信頼性の確保 ・無登録業者による未公開株等の取引に関する対応</p>
<p>金融インフラ3法（平11～平13）</p> <p>① 金融商品販売法（顧客への説明義務、立証責任の転換等） ② SPC法、投信法改正 ③ 証券取引法、金融先物取引法（金先法）改正（取引所等の株式会社化）</p>	<p>金商法等の一部改正（平20.6）</p> <p>目的 わが国金融・資本市場の競争力強化</p> <p>① 多様な資産運用・調達機会の提供 ・プロ向け市場の創設 ・ETFの多様化 ② 多様で質の高い金融サービスの提供 ・ファイアウォール規制の見直し、利益相反管理体制の構築 ・銀行等の業務範囲の拡大 ③ 公正・透明で信頼性ある市場の構築 ・課徴金制度の見直し</p>	<p>金商法等の一部改正（平24.9）</p> <p>目的 ➢ わが国市場の国際競争力の強化および利用者利便の向上 ➢ グローバルな金融・資本市場の混乱を踏まえた金融システム強化 ➢ 利用者が安心して取引できる適切な規制整備</p> <p>① 「総合的な取引所」の実現に向けた制度整備 ② 店頭デリバティブ取引等の公正性・透明性の向上 ③ 適切な不正取引規制の確保（課徴金制度・インサイダー取引規制）</p>
<p>証券取引法等の一部改正（平16.6）</p> <p>① 銀行等による証券仲介業務の解禁 ② 課徴金制度の導入、証券取引等監視委員会の検査範囲の拡大 ③ ディスクロージャーの合理化 ④ 組合理型ファンドへの投資家保護範囲の拡大</p>	<p>金商法等の一部改正（平21.6）</p> <p>目的 信頼と活力のある金融・資本市場の構築</p> <p>① 市場の公正性・透明性確保 ・信用格付業者に対する規制の導入 利用者保護の充実 ② 金融ADR制度の創設 ③ 公正で利便性の高い市場基盤の整備 ・取引所の相互乗入れ ・売出し概念の見直し</p>	<p>金商法等の一部改正（平25.6）</p> <p>目的 ➢ 市場型金融危機への対応 ➢ 金融資本市場・金融業の信頼性回復・機能強化</p> <p>① 公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応 ② A I J事案を踏まえた資産運用規制の見直し ③ 金融機関の秩序ある処理の枠組み ④ 銀行等による資本性資金の供給強化等 ⑤ 投資法人の資金調達・資本政策手段の多様化等</p>
<p>金先法の一部改正（平16.12）</p> <p>・外国為替証拠金取引業者等について登録制を導入</p>	<p>金商法等の一部改正（平22.5）</p> <p>目的 わが国金融システムの安定性・透明性の向上、投資家等の保護</p> <p>① 店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上 ・清算機関の利用の義務づけ ・取引情報保存・報告制度の創設 ② グループ規制・監督の強化 ・証券会社の連結規制・監督の導入等 ・保険会社の連結財務規制の導入 ③ その他投資家保護のための措置 ・金融商品取引業者に係る破産手続申立権の整備 ・差止命令違反に対する両罰規定の整備</p>	<p>金商法等の一部改正（平26.5）</p> <p>目的 わが国金融・資本市場の総合的な魅力の向上</p> <p>① 市場の活性化 ・投資型クラウドファンディングの利用促進 ・新たな非上場株式の取引制度 ・新規上場企業のための特例 ・上場企業の資金調達の円滑化等 ② 市場の信頼性確保 ・ファンド販売業者に対する規制の見直し ・金融指標に係る規制の導入</p>
<p>証券取引法の一部改正（平17.6）</p> <p>① 公開買付規制の適用範囲の見直し ② 上場会社の親会社に対する情報開示の義務づけ ③ 外国会社等の英文による企業情報開示への厳正な対応</p>	<p>金商法等の一部改正（平23.5）</p> <p>目的 わが国資本市場および金融業の基盤強化</p> <p>① 多様で円滑な資金供給の実現 ・ライツ・オファリングに係る開示制度等の整備 ・コミットメントラインの借主の範囲</p>	
<p>金融商品取引法（金商法）（平18.6）</p> <p>目的 利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上 市場の公正性・透明性の確保 わが国金融・資本市場の国際化の推進</p> <p>① 横断的法制の構築 横断化 ・対象商品の拡大 ・対象業務の横断化 柔軟化</p>		

考えている。

(1) インフラファンド市場

その投資信託・投資法人制度についてみると、世界的にインフラの資金需要が高まり、これに因應る形でインフラファンドの組成・上場が進む中、わが国においても経済動向等の影響を受けにくい資産としてインフラ投資への関心が高まってきている。このため、東京証券取引所（東証）において、投資法人等を活用したインフラファンド市場開設への準備が進められている。昨年九月には、投資信託及び投資法人に関する法律（投資信託法）における特定資産（再生可能エネルギー発電設備と公共施設等運営権を追加する政令改正等）が行われ、今後、本年三月の市場開設に向けて上場規程等の整備が行われる予定となっている。最近のエネルギー市況が国際的なインフラ投資に与える影響などにも留意する必要があるが、日本においてもインフラファンド市場が順調に拡大していくことが期待される。

〔図表2〕 J-REITの運用資産額の推移

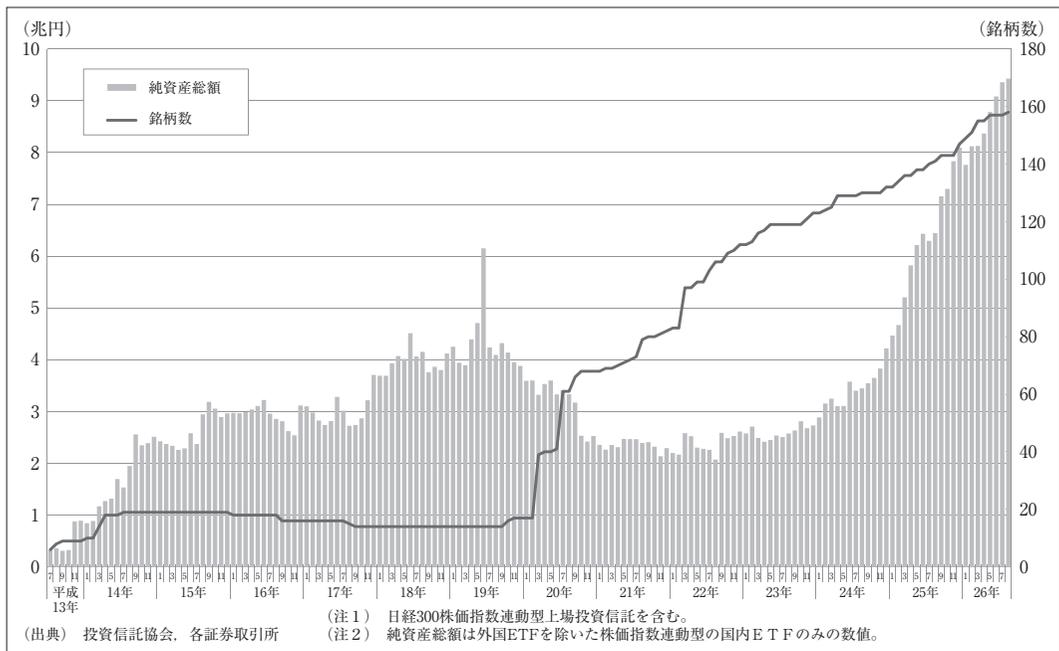


(2) ETF・JPX日経インデックス四〇〇
 近年、金融商品として市場が拡大しているも
 う一つの商品が上場投資信託(ETF)である。
 日本においても銘柄は一五〇を、残高は九兆円
 を超えてきている(図表3)が、ロンドンや
 ニューヨーク証券取引所では一桁多い銘柄のE
 TFが上場されている。昨年も、日本取引所グ

ループ(JPX)と日本経済新
 聞社が一月に算出を開始したJ
 PX日経インデックス四〇〇に
 連動するETFが相次いで設定
 されるなど、市場の成長の余地
 は大きいと考えられる。JPX
 日経インデックス四〇〇につい
 ては昨年一月から大阪取引所
 で先物取引も開始されたところ
 である。

(3) 総合取引所
 証券・金融、商品を横断的に
 一括して取り扱う総合取引所の
 実現に向けた取組みもまた、こ
 のような観点から重要な取組み
 である。昨年六月の『日本再興
 戦略』改訂二〇一四などにお
 いてもその可及的速やかな実現
 が求められており、昨年九月に
 は、総合取引所における商品デ
 リバティブ取引を、①勧誘受諾
 意思確認義務・再勧誘禁止の対
 象に追加し、②自社と一定の取
 引関係のない個人顧客に対して
 は、訪問・電話による勧誘受諾
 意思の確認を禁止することなど
 を規定した政府令が施行され
 た。本年においても、利用者利

〔図表3〕 ETFの純資産総額および銘柄数の推移



便の向上と日本の商品先物市場の国際競争力の強化に向け、総合取引所の実現に向けたさらなる取組みが求められていると考えている。

2 利用しやすい市場の整備

昨年は、東証における夜間取引をめぐる検討が議論となった。その過程においては、夜間取引が行われる場を取引所市場と考えるべきなのか、それとも私設取引システム（PTS）と考えるべきなのかといった指摘もあったようである。金融ビッグバンにおいては、技術革新を背景に、日本市場の競争力を高めるために市場間競争が必要であるとして、取引所集中義務が撤廃され、PTSが導入されるなどの改革が行われた。PTSについては、導入後、しばらくは取引は活発とはいえない状況にあったが、数年前から増加しはじめ、現在は上場証券の全取引額の5%、取引所外取引の60%を占めるまでに拡大してきている。一方、この間、米国においては、日本のPTSに該当するElectronic Communications Network（ECN）と取引所市場が売買シェアを落とす一方、証券会社が受託した注文を取引所に回送せずに自己あるいは他の顧客の注文と対当させるいわゆるダーク・プールがシェアを高めてきている。また、ダーク・プールと併せて話題となることの多い高頻度取引（HFT：High Frequency Trading）についても、昨年、マイケル・ルイス氏の著書で話

題となった。影響は市場によって異なると考えられるが、技術革新に伴って市場構造は絶えず変化していくことから、これらの動きについても注視していくとともに市場のあり方についてよく考えていく必要があると考えている。

(1) グリーンシート

一九九七年、日本証券業協会（日証協）の非上場株式の取引制度として発足したグリーンシート銘柄制度については、一時はやや広がりを見せたものの関係者の累次の努力にもかかわらず、利用企業数が減少し、売買高も低迷している状況にある。こうしたことから、一昨年の金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」（座長・神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授。以下「リスクマネー・ワーキング」という）において、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引ニーズ・換金ニーズに応える場としての新たな取引制度を構築することが望まれるとされた。日証協は昨年六月の報告書（「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」）の中で新たな取引制度に関する考え方を取りまとめており、今後、その詳細について検討を行った上で、本年、新制度を開始する予定としている（図表4）。

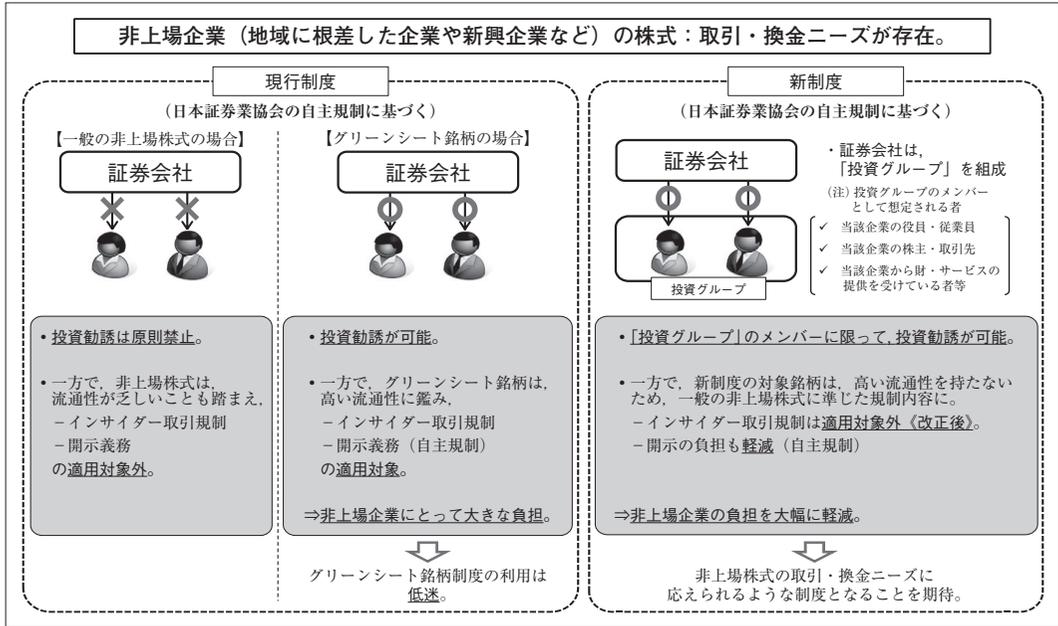
(2) 決済リスク削減

ビッグバン当時、証券決済制度はきわめて重要なインフラとして中長期的な観点から整備を図ることが必要とされ、継続的な取組みがなされてきている。このうち、国債取引の決済リスク削減については、日証協が策定した「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」などに沿って、取組みが進められている。「工程表」に盛り込まれた項目のうち「国債取引の決済期間のT+1化」については、昨年一月、市場関係者をメンバーとする日証協WGにおいて、「グランドデザイン」が取りまとめられた。今後、T+1化の実現に向け、システム整備、事務・市場慣行の見直し等の課題について、検討が進められるとともに本年春を目途に、T+1化実施目標時期の合意形成が図られることになる。また、グランドデザインにおいては、レポ取引の新現先取引への一元化の方針も明記されており、一元化の時期について今後日証協WGで検討が行われる。今年も引き続き決済リスクの削減に向けた取組みが期待される。

3 仲介者サービスの質の向上および競争の促進

金融ビッグバンの際、株式委託手数料の完全自由化・証券業の登録制への移行と併せ、証券会社の専門義務が見直され、新規参入者も含め、証券会社が多様なサービスを提供できるよ

〔図表4〕 新たな非上場株式の取引制度（平成26年金商法改正）



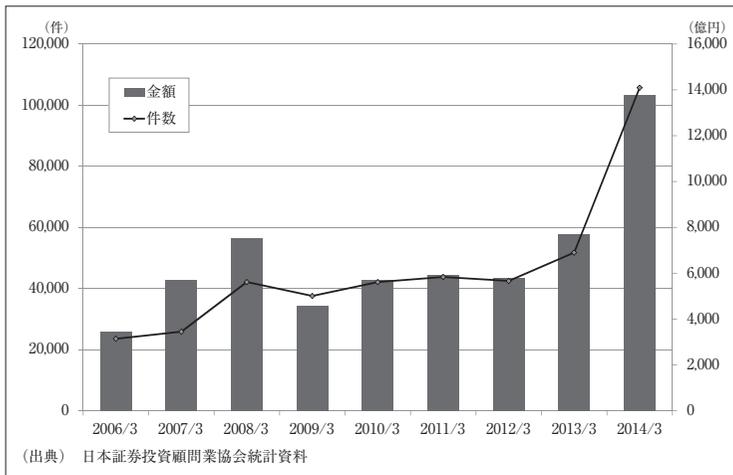
○ ○ ○ を超え（図表6）、業務運営

以降も、金融商品取引法への改正時に主に組合型ファンドの販売者の業務運営の適正化を念頭に置いた第二種金融商品取引業者などの制度が導入された。第二種金融商品取引業者の現在の登録数は一、

うな環境整備が行われた。この際、たとえば米国をモデルとするラップ口座などが導入されることによるサービスの質の向上が期待された。実際には市場環境もあつてなかなかラップ口座は定着せず、試行錯誤の結果、ようやく一昨年ごろより主にファンドラップの形でラップ口座の利用が拡大しはじめており（図表5）、ラップ口座のサービス水準が確保されることにより、この流れが定着していくことが期待される。また、一般消費者の立場に立った資産運用についての助言への潜在的なニーズは高いと考えられることから、このようなニーズを汲んだサービスがより広く提供されるような知恵が必要とされているのではないだろうか。

仲介業については、ビッグバン以降も、金融商品取引法への改正時に主に組合型ファンドの販売者の業務運営の適正化を念頭に置いた第二種金融商品取引業者などの制度が導入された。第二種金融商品取引業者の現在の登録数は一、

〔図表5〕 ラップ口座を利用する顧客との契約状況

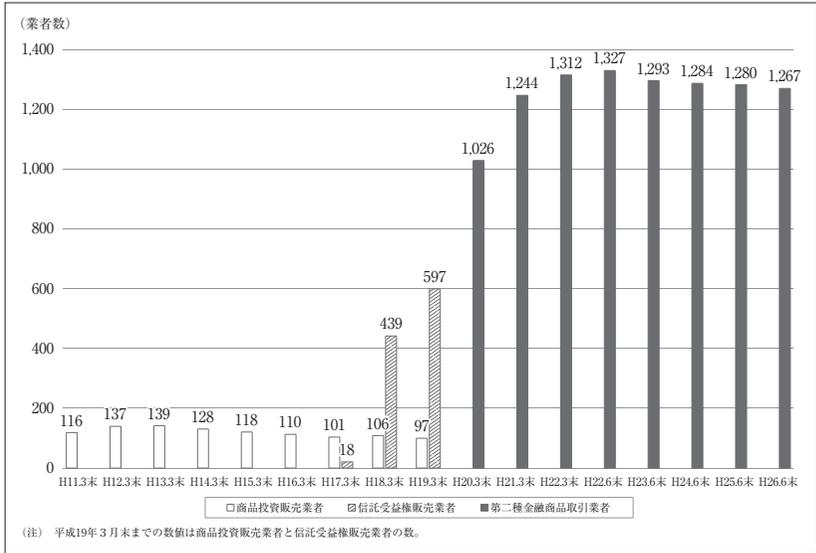


などに問題のみられる業者もあるが、投資型クラウドファンディングの先駆けとなる業務を行う者も出てくるなど、新たなサービスの担い手となっていくことが期待される場所である。その投資型クラウドファンディングについては、先に述べた一昨年の金融審議会のリスクマネー・ワーキングにおける検討を踏まえりリスクマネーの供給を促進していくことが重要である

との観点より、少額のもののみを行う業者についての参入要件の緩和と詐欺的な行為に悪用されることを防止するための情報提供や資金需要者の審査の義務づけといった投資者保護のためのルールを整備するため、昨年五月、金融商品取引法が改正された。今後、関連政府令の整備を行い、本年五月までに施行される予定となっている（図表7）。

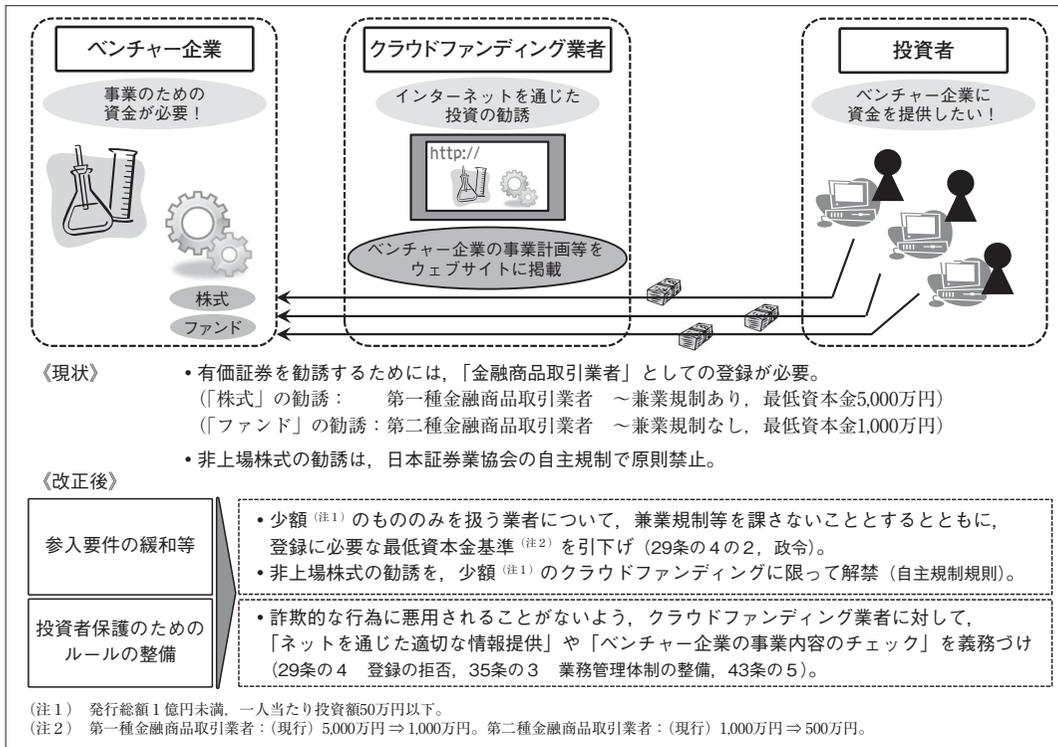
4 信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備
金融ビッグバンの際には、新たな商品・サービスに対応した公正取引ルール等の整備が図ら

〔図表6〕 金融商品取引業者（第二種金融商品取引業）数の推移



れたところであるが、その後も、市場の公正を確保するため、組合型ファンドや外国為替証拠金取引への対応の際にみられたような、

〔図表7〕 投資型クラウドファンディングの利用促進（平成26年金商法改正）



有価証券、あるいは金融商品の範囲を拡大することによる投資家保護の枠組みの拡大と業に対する行為規制の適正化、また、課徴金の導入等による不正取引規制の強化などの措置が講じられてきた。

昨年においても、先に述べた総合取引所における商品デリバティブ取引に関するルールが策定されるとともに、以下に述べるプロ向けファンドの適正化に向けた議論が行われたところである。課徴金についても継続的な取組みにより制度として着実に定着し、不正取引の防止に役立ってきていると考えられるが、さまざまな課題も指摘されているところであり、今後とも制度について考えていくことが求められているのではないかと。

5 資産運用業の強化

昨年は「国際金融センター」について議論が行われる中、資産運用についても、多くの意見が出された一年であった。ホールセールの面でもさまざまな議論が行われたが、リテールについても、日本における投資信託の平均保有期間が短く、手数料負担等によりリターンが上がりにくくなっていること、保有も高所得者層に偏在していることから、投資信託が幅広い投資家に、できるだけ長期で保有され、必要なリターンが見込まれるような仕組みづくりの必要性が

指摘された。資産運用業の強化は、成長企業にリスクマネーを提供するとともに、それを通じて、国民の安定的な資産形成に資するとの観点から、わが国にとっての重要な課題として継続的な取組みが求められている。

(1) 投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ

昨年七月、「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」(座長・神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授。以下「投信ワーキング」という)最終報告(二〇一二年一二月)等を受け、平成二五年金融商品取引法等改正(一年半以内施行)等に係る政令・内閣府令が公布され、その内容のうち、以下のものが昨年一二月に施行された。

- ① 重要事項を記載した交付運用報告書の作成・交付の義務づけと運用報告書(全体版)の電子交付の容認。信託報酬等の対価として提供するサービスに関する説明を、交付運用報告書および運用報告書(全体版)の記載項目に追加
- ② 機動的な投信運営を可能とするため、書面決議を要する約款変更への該当基準を「商品としての同一性を失わせる」から「商品としての基本的な性格を変更させる」に変更し、形式的な変更にとどまらないが書面決議を要しない約款変更(受益者の利益に資するもの等)があり得ることを明確

化。投資信託の併合において書面決議が不要となる「受益者の利益に及ぼす影響が軽微」の内容を規定

- ③ 商品の複雑化・リスクの複合化が進行する中、リスク量を制限するような仕組みの導入。具体的には公募投資信託について、あらかじめ定めた信用リスクを適正に管理する合理的な方法(分散投資)に反することとなる運用を禁止
- ④ 証券決済の用に供される投資信託、具体的にはMRFの元本に生じた損失の投信委託会社による補填の容認

以上の制度改正を踏まえ、投資者利益を図る観点から、関係者による運用合理化への取組みが進められることが期待される。

また、投信ワーキング最終報告においては、トータルリターン把握のための定期的通知制度について業界による制度の実施が提言され、昨年一二月より、投資信託を販売する銀行や証券会社等が振替口座簿への記載・記録により管理している投資信託等のトータルリターンを通知しなければならぬとする日本証券業協会、投資信託協会の規則が施行されている。

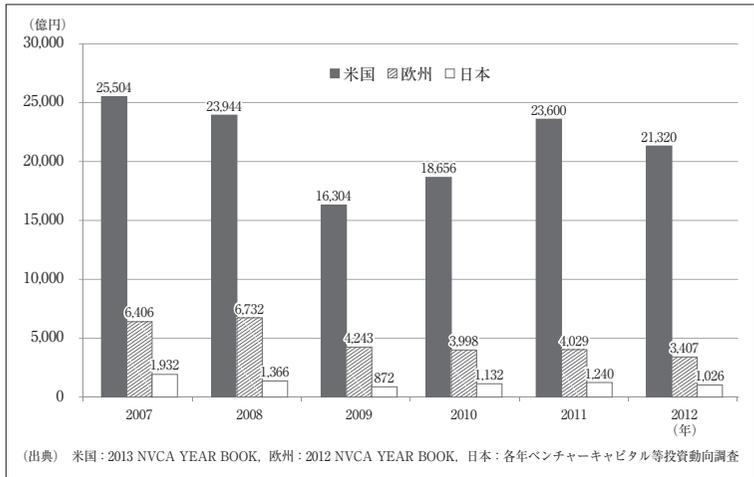
資産運用業における残された課題としては、受託者(投資運用業者)の意識改革がある。先日、ある会合で、外国の方から、「日本ではフィデューシャリー・デューティ(受託者責任)がないのは問題ではないか」という質問を受け

た。英米とまったく同じ形ではないかもしれないが、日本にも受託者責任があることを明確にしていかなければ、日本のマーケットが国際的に信頼されないこととなり、このような点も市場インフラとしての大きな課題であると認識している。資産運用の担い手が投資家に対する受託者としての責務を改めて認識し、プロとしての専門性を発揮し、投資家の利益の最大化を旨とした運用が行われるよう、幅広い方策を検討していく必要がある。

(2) 投資運用等に関するワーキング・グループ
株式市場において投資家の選択肢を拡大するためには企業による新規上場が活発に行われる必要がある。昨年は八〇の企業が新規に上場し、この点では実りの多い年であった。しかしながら、こうした企業が生まれる段階に目を向けると、日米のベンチャー・ファンドによる投資額には大きな差があり、日本の独立系ベンチャー・キャピタルの方の話では、日本では機関投資家のリスクマネーがなかなか独立系のベンチャー・ファンドに入っていないとのことである(図表8)。

日本においてベンチャー・キャピタルを含む組合型のファンドを立ち上げる場合、投資運用業の登録や適格投資家向け投資運用業として登録して行う方法のほか、いわゆる「プロ向けファンド」(適格機関投資家等特例業務)として届け出て行う方法がある。プロ向けファンドについては、金融商品取引法制定時に、プロ間の

【図表8】 日米欧ベンチャー・キャピタルの年間投資額推移



取引について金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないように配慮し、最低限の実態把握を行う観点から届出制とされるとともに、簡素な行為規制とされた。しかしながら、制度を悪用して投資家に被害を与えるケースが増加し、昨年四月、証券取引等監視委員会や消費者委員会から、投資家に係る要件を厳格化する等制度を見直すべきとの建議・提言が出

された。一方、いわゆる独立系のベンチャー・キャピタルからは、消費者被害の抑制の必要性については理解しつつも、登録に要する期間がファンド組成上問題となることがあることなどからプロ向けファンドの届出制を維持し、投資家の範囲についてはできるだけ広くとってもらいたいとの意見が出された。このため、金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」(座長・神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授)において、学識経験者のほか、独立系ベンチャー・キャピタルや企業経営者、消費者問題に詳しい法律専門家等に参加いただき、成長資金の円滑な供給と投資家の保護の双方の観点を踏まえたバランスのとれた制度の見直しに向けた議論が進められているところである。

三 国際的な金融規制改革とそれを踏まえた対応

この一〇年の金融・資本市場の最も大きな変化は国際化の進展によるものであったといえるのではないかと。金融機関や投資家の資金調達・運用が国際化する中、サブプライム・ローン問題に端を発する金融市場の混乱が、二〇〇八年のリーマン・ショックにより、世界的な経済危機へ発展した。危機の経験を踏まえ、G20首脳会合(サミット)の主導の下、国際的な金融規制改革の議論が開始され、今では、金融安定理

事会(FSB)、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)、証券監督者国際機構(IOSCO)といった主要な国際組織だけで数えても一〇〇以上の部会で今も国際的な金融規制・監督のあり方が議論されている。ここでは、このような国際的な議論を踏まえ、店頭デリバティブ市場改革等の分野において昨年講じられた措置を振り返るとともに、今後の主要な課題についてご紹介したい。

1 店頭デリバティブ市場改革

二〇〇九年九月のG20ピッツバーグ・サミットにおける合意を踏まえ、日本においては二〇一〇年に清算集中義務と取引情報の報告制度、二〇一二年に電子取引基盤の使用の義務づけ等の整備を行うため、二度にわたり金融商品取引法が改正され、順次取組みが進められてきた。

(1) 清算集中義務の拡大

清算機関の利用の義務づけについては段階的なアプローチをとることが適当とされ、二〇一二年一月の清算集中義務の施行時には、対象者について清算機関の清算参加者となっている場合の取引に限定し、施行後二年程度を目標に清算取次ぎ(クライアント・クリアリング)の環境整備を前提に対象取引の規模・残高からみたりリスクの大きさに応じて対象者を拡大することとされた。また、対象商品については円建て金利スワップのうち、変動金利の対象指標をLIBOR三カ月物または六カ月物とするもの

と、インデックスのCDSであるTraxx Japanとされた。

昨年二月末、日本証券クリアリング機構がクライアント・クリアリングを開始したことを踏まえ、同年六月、清算集中義務の拡大を盛り込んだ店頭デリバティブ府令の改正がなされた。この中で、対象者については、同年二月から過年度の店頭デリバティブ取引に係る想定元本額の合計額の平均額が一兆円以上となる金融商品取引業者同士の取引を、本年二月からは、想定元本額の合計額の平均額が三、〇〇〇億円以上となる場合に範囲を拡大することとされた。また、対象商品については、昨年七月から、円建て金利スワップのうち、変動金利の対象指標をユーロ円LIBOR三カ月物または六カ月物とするものを追加することとされた。

また、昨年一月には、二〇一六年一月月から保険会社、想定元本額が三、〇〇〇億円以上となる信託財産に係る取引を追加することを内容とした店頭デリバティブ府令の改正がなされた。

今後、清算集中の状況や国際的動向等を踏まえ、さらなる清算集中義務の拡大の検討が進められていく予定である。

(2) 取引情報の報告制度

取引情報の報告制度については、第一種金融商品取引業者、銀行等を対象として開始され、これにより、誰がどの程度取引をしているか、破綻があった場合、どれだけの影響があるか、

効率的に把握することが可能となる。また、昨年五月よりTR情報公表が始まった。取引情報の報告制度の対象者を拡大するために、本年四月より、保険会社が対象者に追加される予定である。

(3) 電子取引基盤

店頭デリバティブ取引については、相對のボイス取引が大半であり、取引内容が不透明であったことが金融危機の際に混乱を招いたとの反省から、取引の透明性を向上させるとともに、システミック・リスクの削減や不正取引のモニタリングを実現するため、電子取引基盤の使用について合意がなされた。二〇一二年九月の金融商品取引法改正においては、電子取引基盤に係る部分は、公布日から三年以内に施行することとされ、昨年一月、施行当初の対象者を過年度の店頭デリバティブ取引の想定元本額の合計額の平均額が六兆円以上の金融商品取引業者等とし、電子取引基盤の提供者の最低資本金額(三億円)等の要件や、提供者による電子取引基盤を利用した取引の公表方法を定める政府令が公布された。義務対象となる特定の店頭デリバティブ取引の詳細については、今後告示において指定されることとなっており、政府令と併せて、本年九月に施行される予定である。

(4) 非清算集中店頭デリバティブ取引に係る証 拠金規制

二〇一一年一月のG20カンヌ・サミットの

合意事項である証拠金規制の導入については、BCBSおよびIOSCOにより二〇一三年九月に最終報告書が公表され、現在、各国・地域において規制実施のための検討が進められている。

日本においては金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正により対応することが予定されており、昨年七月から八月まで、改正案がパブリック・コメントに付されたところである。現在、これらの最終化の検討を進めているところであるが、クロスボーダー取引への適用などの論点は他国当局との調整が不可欠であり、他国の規制案の内容なども見極める必要がある。

また、施行に当たっては国際的に協調のとれた形で規制が導入されること、規制の対象となる金融機関において契約の締結や改訂、システム対応などの準備が整うことが重要と考えられる。

2 レポ・証券貸借取引に係る政策枠組み

G20・FSBにおいてはシャドローバンキングから生じるリスクの低減も主要課題とされており、その一分野であるレポ・証券貸借取引に係る政策枠組みについても議論が重ねられてきたところである。昨年一〇月にFSBが公表した報告書においては、金融システムの過度なレバレッジを抑制するための担保の掛け目（ヘアカット）に関する政策提言がほぼ最終化された。さらに、同年一月にはレポ・証券貸借取

引市場の透明性を高めるためのグローバルなデータ収集のための取組みについて、FSBがデータ収集基準等に関する市中協議を開始したところであり、本年中の最終化を目指して作業が進められている。

これらの政策措置は、国際的な議論が一部継続中ではあるが、二〇一七年以降順次各国において導入することとされており、金融庁としても関係機関と連携して、他国の動向や国内市場の特徴等を踏まえた上で、国内実施のための検討を進めていく予定である。

3 FMI原則とFMIの再建・破綻処理原則

国際決済銀行・支払決済システム委員会および証券監督者国際機構（CPSSおよびIOSCO（現CPMIおよびIOSCO））は、二〇一二年四月に「金融市場インフラのための原則（FMI原則）」を公表し、FMIの頑健性を向上させるためのリスク管理策等を策定した。これを受けて、昨年一〇月にFMIに係る最終報告書（FMI向け再建ガイダンス・FMIおよびFMI参加者の破綻に関する付属文書）が公表された。金融庁では、FMI原則に準拠した「清算・振替機関等向けの総合的な監督指針」を二〇一三年一二月に策定済みであるが、今後、これらの報告書を踏まえた、国内FMIのリスク管理策等の向上について検討を行いたいと考えている。

また、CPMIおよびIOSCOは、FMI原則の総合的な実施を促進すべく、各国における実施状況のモニタリングを実施している。実施モニタリングは三段階で行われているが、このうちレベル2の国内法・規制の枠組みの内容とFMI原則の整合性の確認については今後査定結果が公表予定である。また、本年九月以降にレベル3の原則の実施に伴う結果の整合性の検証が行われる予定である。

4 金融指標

IOSCOは、LIBOR等の金融指標に係る各国での不正事案等を受け、二〇一三年七月に金融指標に関する原則（算出者のガバナンス、説明責任等）を記載した「金融指標に関する原則の最終報告書」を公表した。

これを受けて、金融取引の基礎として広範に利用されている特定の金融指標（たとえば、LIBOR）について、その信頼性を確保することを目的として、算出者を規制対象者として指定し、業務規程の作成・遵守等を義務づけるとともに、報告徴取や立入検査等の検査・監督の枠組みを整備するため、昨年五月に金融商品取引法が改正された。今後、関連政府令の整備を行い、本年五月までに施行される予定となっている。

5 アジアにおける国際協力

日本企業のアジア展開が進む中、本邦金融機

関もアジア各地でサービスを提供するようになってきている。アジアにおけるわが国金融機関による適切な金融サービスの提供を促進しつつ、相互に依存度を高めるアジアの金融・資本市場において国際展開する金融機関を適正に規制・監督していくため、各国の金融インフラの整備や規制・監督の分野における相互の協力が欠かせなくなってきた。

このような観点から、一昨年六月の「日本再興戦略」や昨年の『日本再興戦略』改訂二〇一四において、アジア諸国に対する金融インフラ整備支援および本邦金融機関のアジアでの活動をサポートする体制の強化を進めることとされている。

また、昨年四月には、金融庁内に、アジア金融連携センター(Asian Financial Partnership Center: AFPAFC)が設置された。同センターの主な目的は、以下のとおりである。

- ① アジアの金融・資本市場の諸課題や技術支援のあり方について検討を行い、アジアの金融インフラ整備支援に活用すること
- ② 各国の金融規制当局との協力体制を強化することにより、本邦企業・金融機関の円滑な事業展開に貢献すること
- ③ 各国の金融規制当局との連携を深め、国際的な金融規制改革等においてアジアの声をより効果的に発言していく一助とする

と
アジア金融連携センターでは、昨夏からアジ

ア各国から金融当局職員を研究員として順次招聘し、各研究員の関心分野に応じて実務研修を含む研修プログラムを提供しているところである。

このような取組みが、アジア諸国の金融面での国造りに貢献するとともに、各国当局との関係を強化し、強固な協力関係を構築していくことが期待される。

四 おわりに

金融ビッグバンにおいては、フリー、フェア、グローバルの理念の下、日本の市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場となつて再生することが目指され、その後も継続的にこれまでに述べたようなさまざまな改革が行われてきた。これらの取組みによって、新しいサービス・市場が生まれ、広まるとともに、その新しいサービス・市場の生成に併せて、投資者保護のための仕組みが整備されてきた。これと併行して、ご紹介したような国際金融規制改革や国際化に対応した取組みも行われてきた。

一方、金融ビッグバンから一八年を経て、現在の証券取引所の株式市場時価総額をみると、日本は米国、中国に次ぐ世界三位となっているが、その推移をみると、一九九〇年にニューヨークとほぼ同じであった東証の時価総額は一・五倍となっているのに対し、ニューヨーク証券取引所は約六倍となっている。もとより、

国際的な位置づけの違いやマクロ経済環境の差もあることから、これを単純に比較することは適当ではないが、このような差違が両国の個人金融資産の推移、ひいては両国の経済力や豊かさの差の要因になっていることは否めない。

その個人金融資産の推移をみると、米国に比して、日本は横ばいであり、ポートフォリオを比較すると、日本では預貯金の比率が非常に大きい。この二〇年間のデフレ経済の下で、一番堅実な運用はキャッシュであったともいえるかもしれないが、運用の仕方によっては、たとえグローバルな分散投資でより高いリターンをあげることもできたところである。顧客のリスク特性も踏まえながら、金融業がどのようにして付加価値を提供できるかが問われているのではないだろうか。

シンガポール・香港に遅れをとっているとの指摘を受けることもある日本の市場がその魅力と競争力を高め、また、市場利用者にとって便利で信頼できる市場となることによって、その求められる役割を果たし、豊かで多様な二世紀を実現していくためにも、本稿においてご紹介させていただいた課題、施策に引き続き取り組んでいきたいと考えている。

田原泰雅
たはら やすし まさ
金融庁総務企画局市場課長