

2016
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

デフレからの脱却と経済の持続的成長を目指す経済環境下においては、従来とは異なる資金の流れの実現に向けた取組みが必要となる。わが国の金融・資本市場の現状をみると、成長資金を真に必要とする主体に対するリスクマネーの供給がいまだ不十分との指摘があるなど、適切な資金供給、市場の公正性・透明性の確保、厚みのある株式市場・社債市場等の実現に向け、解決すべき課題が存在する。

このよう中、昨年六月には『日本再興戦略』改訂二〇一五——未来への投資・生産性革命——（以下「再興戦略」という）が公表され、リスクマネーの供給促進策や、金融資本市場の活性化策等が政府の方針として盛り込まれた。さらに同年九月には「金融行政方針」を公表し、活力ある資本市場と安定的な資産形成のため、

実現のための施策や、市場の公正性・透明性の確保に向けた取組みの強化についての方針を明らかにしたところである。

本稿では、このような視点から、昨年一年間の金融・資本市場に関する制度改革と今後の課題をご紹介したい。なお、文中、意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることを申し添えたい。

二 平成二七年改正法等の概要

1 プロ向けファンド規制の見直し

- 四 市場の公正性・透明性の確保に向けた取組みの強化
 - 1 株式上場市場の整備（質の高いIPO）
 - 2 売買システムの整備
 - 3 アルゴリズム取引等への対応
- 五 國際的な金融規制改革への対応等
- 1 店頭デリバティブ市場改革等
 - 2 清算・振替機関等における情報開示
 - 3 金融指標

目 次

一 はじめに

二 平成二七年改正法等の概要

- 1 プロ向けファンド規制の見直し
- 2 インサイダー取引規制の適用除外規定の見直し
- 3 投資型クラウドファンディングの利用促進に向けた制度整備

三 より良い資金の流れの実現

- 1 成長資金の供給促進
- 2 社債市場・デリバティブ市場活性化に向けた取組み

いわゆるプロ向けファンド（適格機関投資家等特例業務）は、国内外において、リスクマネー供給において大きな役割を果たすようになったとしており、ファンドによる成長資金の円滑な供給は重要な政策課題である。特に、ベンチャーキャピタルファンドは、再興戦略において、わが国において、ファンドを立ち上げる場合、基本的には投資運用業や適格投資家向け投

て開業率一〇%台を目指すこととされる中、フロンティア領域や成長領域における創業、事業構築、市場開拓等に対して資金供給を行い、起業家とともに経営に参画するなど、同戦略に掲げられた「ベンチャーの加速」を支援する役割を担っている。

わが国において、ファンドを立ち上げる場合、基本的には投資運用業や適格投資家向け投

資運用業、第二種金融商品取引業として登録を受けることとなるが、適格機関投資家等のプロ等を相手とする場合には、適格機関投資家等特例業務の届出により行うこともできることとされている。

これは、金融商品取引法制定時に、利用者保護ルールの徹底を図る観点からファンドについて包括的・横断的規制の整備を図る一方、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配慮したこととされたものである。このため、一般投資家を対象にファンドの販売・勧誘および運用を行う業者については登録制とする一方、プロおよびプロ以外の少数の投資家を対象とするプロ向けファンドについては、届出制とともに、簡素な行為規制とされてきた。

しかしながら、プロ向けファンドの販売等を行なう業者が、①他の金融商品取引業者と異なり行為規制が緩く、また、行政処分（業務改善・停止命令、登録取消し）の対象となつていないこと、②四九名以内であれば投資の素人にも販売が可能なことを悪用し投資家に被害を与えるケースが増加した。

こうした投資者被害の増加に対して、販売可能な投資家を制限する政令・内閣府令の改正案について、パブリック・コメントを実施（二〇一四年五月～六月）するなど、制度の見直しが進められてきた。その過程で、パブリック・コ

メントに付された改正案に対し、プロ向けファンドの個人への販売は禁止すべきとの意見、販売が可能な投資家の範囲が狭く、新たなファンドの組成が困難になるため、その範囲を広げてほしいとの意見などが出された。

このような経緯を踏まえ、金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」において、投資家の保護および成長資金の円滑な供給との観点を踏まえ、適切なバランスがとれた成案を得られるよう、検討が行われた。その結果、ファンドへの信頼を確保し、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要であることから、プロ向けファンドの制度について、出資者の範囲の見直しにとどまらず、総合的な対応を行っていくことが喫緊の課題とされた。

その検討を踏まえ、昨年五月、金融商品取引法が改正された。この改正法においては、以下のような措置を講じている。

(i) 届出者の要件等

- ・欠格事由（業務廃止命令を受けてから五年間、刑事罰に処せられてから五年間等）の導入

2 インサイダー取引規制の適用除外規定の見直し

金融審議会金融分科会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」報告書（二〇一二年一二月二五日）を踏まえ、以下の二点について内閣府令の改正等を行つた。

- (ii) 適格機関投資家の位置づけ
- ・実態を伴わない適格機関投資家排除のため、適格機関投資家の範囲や要件を設定

- ・適合性の原則、リスク等の説明義務等の導入
- ・事業報告書の作成・提出、帳簿書類の作成等
- ・監督上の処分（業務改善命令等）の導入
- ・無届出・虚偽届出に係る罰則の引上げ（懲役一年以下→五年以下）等

また、昨年一月から一二月にかけて前記の法改正等についての細目を定める政令・内閣府令案について、パブリック・コメントを実施したところである。

本政令・内閣府令案について寄せられたコメントを踏まえ、改正法については、公布の日（昨年六月三日）から起算して一年を超えない範囲内において政令で定める日から施行される予定となっている。

(iv) 問題のある業者への対応

- ・監督上の処分（業務改善命令等）の導入
- ・無届出・虚偽届出に係る罰則の引上げ（懲役一年以下→五年以下）等

定められた類型に当てはまらない限り適用除外されず、実務上の支障が指摘されていた。これを受け、取引の円滑を確保する観点から、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令において、(1)未公表の重要な事実を知る前に締結・決定された契約・計画の存在、(2)売買等の具体的な内容（期日・数量等）に係る裁量性の排除、(3)契約・計画に従つて売買等が執行されることを要件とする適用除外規定を新設した。当該改正は、昨年九月一六日に施行されている。

二つ目は、いわゆる「対抗買い」に係るインサイダー取引規制の適用除外規定の解釈の明確化である。これまでこの規定について、被買付企業にとって「公開買付け等」に該当する事実が存在するか否かを確実に把握することが難しく、実務面で利用し難いとの指摘があった。これを踏まえ、「金融商品取引法等に関する留意事項について」（金融商品取引法等ガイドライン）において、適用除外規定の解釈を明確化した。当該改正は、昨年九月二日より適用されている。

3 投資型クラウドファンディングの利用促進に向けた制度整備

新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等の観点から、二〇一四年五月、投資型クラウドファンディングの制度整備に係る金融商品取引法の改正が行われた。これを受け、少額のもの

のみを扱うクラウドファンディング業者に係る登録に必要な最低資本金の額や、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義務、資金需要者の審査の義務づけなどの行為規制に係る詳細等について関係政令・内閣府令の改正を行つた。当該改正は、昨年五月二九日に施行されている。

三 より良い資金の流れの実現

1 成長資金の供給促進

昨年六月の再興戦略において、多様な資金供給手法を動員した成長マネーの供給促進に取り組むこととされ、同年九月に公表した金融行政方針においても、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れを実現するために、企業の置かれたライフステージ（発展段階）に応じた成長資金の供給の促進に向けて取り組んでいく方針が明らかにされている。今後、成長資金の供給に向けたさまざまな手段の活用を促し、それらを通じた資金供給力の充実を図つていくことが求められる。

(2) ベンチャーキャピタル

経済の持続的な成長のためには、産業の新陳代謝を引き起こすベンチャー企業による新産業創出が重要である。そこでは、ベンチャー企業に対して適切な助言と成長資金の供給を行うベンチャーキャピタルの支援が重要なことから、今後、ベンチャー企業の資金調達環境等を踏まえ、ベンチャーキャピタルを通じた資金供給力の充実に向けた施策を検討したいと考えている。

前述のとおり、昨年は、投資型クラウドファンディングについて、関連政府令の整備を行つたほか、インサイダー取引規制に伴つ適時開示

義務の負担などにより利用が低迷していたグリーンシート銘柄制度に代わつて、地域に根差した企業などの非上場株式についての取引・換金ニーズに応えるための新たな取引制度として、日本証券業協会において、「株主コミュニケーションシート銘柄」と比べて開示義務を軽減し、インサイダー取引規制の適用対象から除外することとされている。

(3) インフラファンド

わが国におけるインフラの整備・運営においては、厳しい財政状況を背景に、PFI、PP等、民間の資金とアイデアを活用する必要性が今後一層高まると予想される。また、インフラは、経済動向の影響を受けにくい安定的なアセットクラスとして世界的に投資家の関心が高まっており、諸外国では、インフラに投資するファンドの上場市場が整備され、上場するインフラファンドも増えている。国内でも、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が海外の年金基金等と連携してインフラ投資に取り組む動きなどもあるところである。

こうした中、二〇一四年九月には、投資信託および投資法人が主として投資対象とすることができる資産である特定資産に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、昨年四月には、東京証券取引所に新たに上場インフラファンド市場が開設された。また、平成二八年度税制改正大綱において、一定の要件の下、再生可能エネルギー発電設備に認められている税制優遇期間の延長（一〇年→二〇年）が盛り込まれたところである。

インフラファンド市場の整備は、国内はもとよりアジアをはじめとするグローバルな社会資本形成にも資するものと期待されている。今後とも、投資家がインフラ資産に容易に投資でき

るよう、インフラファンドの組成・上場の促進等に向けた取組みを進めていきたいと考えている。

(4) 地域の成長マネー供給促進フォーラム

昨年は、地域の実情を踏まえつつ成長マネーの供給促進を図る観点から、「地域の成長マネー供給促進フォーラム」を福岡、大阪、仙台で開催した。同フォーラムでは、最近上場した地元企業や、地元ベンチャーキャピタル、地域金融機関、証券会社、行政当局等の関係者が一堂に会し、資本市場をめぐる現状や課題についての意見交換や、地域への成長マネー供給に係る取組事例の紹介・共有が図られている。今年も、引き続き各地域において同フォーラムを開催し、地域における成長資金の供給促進を図っていきたいと考えている。

2 社債市場・デリバティブ市場活性化に向けた取組み

金融資本市場の機能強化について考える際、社債市場の整備は欠くことのできない要素であり、社債市場活性化に向けた取組みを着実に進めいくことが重要である。

社債市場活性化に向けた取組みについては、日本証券業協会の「社債市場の活性化に関する懇談会」で検討が行われてきた。その成果の一つとして、昨年一月から社債の取引情報の報

告・発表制度が導入され、同協会のホームページにおいて毎日情報が提供されるようになつて、価格情報の透明性が高まることにより、取引の信頼性がさらに向上し、社債の流通市場の活性化につながることを期待している。

また、海外企業や国内新興企業等の資金調達機会、プロ投資家等の投資運用先の拡大を目的に創設された TOKYO PRO-BOND Market についても、活用が進んできている。プログラム上場会社数は昨年一年間で九社から一七社に増え、本市場初となる外貨建債券も起債された。昨年九月には、本市場の利用を促進するため、内閣府令等を改正し転売制限の方式を緩和したことにより、発行体や投資家の負担が軽減され、東京プロボンド市場の活用がさらに進むことを期待している。

このほか、投資家や発行体、仲介者が、活発に証券取引に参加していくためには、証券取引の基盤として、安全かつ利便性の高い証券決済システムの存在が不可欠である。その一環として、現在、市場関係者を中心的に決済リスクの削減や投資家の資金効率の向上を目的として、決済期間短縮化に向け取組みが行われている。

国債については、決済期間T+1化の実施目標時期である二〇一八年度上期に向けて、市場関係者で準備が進められている。また、株式等についても、市場関係者において検討が進められており、T+2化の実施目標時期が二〇一九

年中のなるべく早い時期とされたと承知している。株式等について、欧洲ではすでに決済期間をT+2としており、米国でもT+2化の実施目標時期が二〇一七年第三四半期に決定されている。わが国においてもT+2化の実現に向けた着実な取組みを期待している。

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、金融資本市場強化の観点から重要な取組みである。昨年六月に公表された再興戦略などにおいてもその可及的すみやかな実現が求められているところであり、本年においても、市場参加者の利便性の向上と日本の取引所の国際競争力の強化に向け、総合取引所の実現に向けて取り組んでいくこととしている。

四 市場の公正性・透明性の確保に向けた取組みの強化

1 株式上場市場の整備（質の高いIPO）

新規株式公開（IPO）に対する株主・投資者の信頼を確保するため、日本取引所グループは、昨年三月に「最近の新規公開を巡る問題と対応について」を公表し、日本証券業協会および日本公認会計士協会とも協力し、①経営者の不適切な取引に係る上場審査の強化、②上場時に公表される業績予想の前提条件や根拠につい

ての開示の充実、③上場時期の集中緩和、等の対応を行っている。今後もIPOの質的向上が図られるよう、市場関係者による継続的な取組みを期待している。またこのほか、不適切なエクイティ・ファイナンスを防止するため、日本取引所グループと情報・課題の共有を行うなど、連携を強化していくと考えている。

2 売買システムの整備

取引所は日々大量の取引が行われ、市場に流動性を供給する役割を果たす重要な市場インフラである。こうした取引所の機能の重要性に鑑み、システム障害を起こさず、安定的な運用を確保することが必要である。

昨年九月、東京証券取引所は、信頼性・利便性・処理能力の向上を図るために、株式売買システムであるアローヘッド（arrowhead）をリニューアルし、円滑に運用を開始している。さらに、大阪取引所が、本年中に次期デリバティブ売買システム（次期J-GATE）の稼働を予定している。稼動に向けたシステムの開発・準備状況について、検証していくことを考えている。

五 國際的な金融規制改革への対応等

1 店頭デリバティブ市場改革等

店頭デリバティブ取引については、①二〇〇九年九月のG20「ピック・バーク・サミット」において、中央清算機関を通じた決済（清算集中義務）、電子取引基盤を通じた取引、取引情報蓄積機関への報告が、②二〇一一年一月のG20カ

品市場指令（MiFID II）によるアルゴリズム取引等に対する規制の導入が予定されており、米国でも、商品先物取引委員会（CFTC）がアルゴリズム取引に対する規制案を公表するなどの動きがみられる。

日本では、株価の急激な変動を防止するための制度が取引所に導入されているなど、アルゴリズム取引に関する懸念される問題に対する一定の措置は講じられている。一方、アルゴリズムを利用した不公正取引（相場操縦）について、課徴金納付命令が出される事案も出てきている。

日本と諸外国では市場構造が異なり、取引ルールや慣行も異なることから、単純に比較することはできないが、海外における規制動向についても注視つつ、アルゴリズム取引が市場にもたらす影響について、実態把握を踏まえた検証を進めていきたいと考えている。

3 アルゴリズム取引への対応

ITの活用等により金融商品・取引のイノベーションが進展し、取引実態の把握は従来よりも困難になりつつある。

海外に目を向けると、欧洲では第一次金融商

ンス・サミットにおいて、中央清算されない店頭デリバティブに対する証拠金規制の導入が、それぞれ合意された。これを受け、日本においても、金融商品取引法改正等、順次取組みを進めているところである。以下、昨年動きのあつた項目について、その経緯と併せて説明する。

(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っている。二〇一二年一月の清算集中義務の施行時には、対象者を清算機関の直接清算参加者に限定していたが、二〇一四年二月に日本証券クリアリング機構が、清算参加者と同一企業集団に含まれない者からの清算取次ぎ（クライアント・クリアリング）の取扱いを開始したことを踏まえ、同年六月、店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令を改正し、対象者を拡大した。具体的には金利スワップ取引に係る清算集中義務の対象者を、清算機関の直接参加者に限らず、取引の実施日に応じて、前々年度または前年度の各月末日における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（以下「想定元本」という）が一兆円以上となる金融商品取引業者等へと拡大した。

さらに、昨年一二月からは、想定元本が三、〇〇〇億円以上となる場合に範囲を拡大し、本年一二月からは、当該義務の対象者に保険会

社、対象取引に想定元本が三、〇〇〇億円以上となる信託財産に係る取引を、追加することとなっている。

(2) 電子取引基盤

店頭デリバティブ取引について、取引の透明性を向上させるとともに、システム・リスクの削減や不公正取引のモニタリングを実現するため、二〇一二年九月の金融商品取引法改正等により、店頭デリバティブ取引規模の大きい金融商品取引業者等は、一定の店頭デリバティブ取引を行う場合、電子取引基盤を使用して行わなければならないとされた。

電子取引基盤の使用義務の対象となる取引については、取引の流動性、日本の市場への影響等を考慮し、告示（昨年七月一三日公布）により、参照する変動金利が六カ月物円LIBORであり、取引期間が五年、七年、または一〇年のものと規定し、昨年九月一日より電子取引基盤の使用義務を開始している。

今後は諸外国の規制状況や日本における取引の状況等を踏まえ、規制対象の拡大等について、必要に応じ検討を進めていく予定である。

(3) 非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制

店頭デリバティブ取引に係る清算集中の取組みが進む中、規制裁定を防ぎ、システム・リスクを軽減するために、清算集中されない店頭デリバティブ取引（非清算店頭デリバティブ

取引）についても、決済リスクの低減等、リスク管理の強化が必要である。

バーゼル銀行監督委員会（BCCBS）および

証券監督者国際機構（IOSCO）が、「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する最終報告書」を二〇一三年九月に公表し、その後、規制導入時期を昨年一二月から本年九月に変更する改訂報告書を昨年三月に公表した。これらの報告書において、金融機関は、非清算店頭デリバティブ取引の時価の変動に応じて変動証拠金の授受を行うとともに、取引相手方が破綻した際の再構築コストに充てるものとして、当初証拠金を相互に差し入れるべきものとされた。これに基づき、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、二〇一四年七月に金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正案を公表したが、前記の動きを踏まえ、わが国における規制導入時期を二〇一六年九月とし、その他必要な修正を加えた改正案を昨年一二月に公表したところである。各規制主体に対する具体的な適用時期は前記改訂報告書に準じて取引規模に応じた段階的なものとなつており、変動証拠金は二〇一六年九月と二〇一七年三月の二段階で原則としてすべての金融機関に、当初証拠金は二〇一〇年九月までの五段階で一定規模以上の金融機関に適用される。

商事法務No.2089

今後、改正案の最終化を行い、他の主要当局とクロスボーダー取引における規制の適用についての調整を行っていく予定である。

2 清算・振替機関等における情報開示

日公布)が昨年五月二九日に施行された。告示により、規制対象の指標として日本円TIBORおよびユーロ円TIBORを、その算出者として全銀協TIBOR運営機関を指定している。

齋藤馨
金融庁総務企画局市場課長
かおる

金融市场インフラのための原則(FMIC原則)を補完する情報開示に関する国際的な合意を踏まえ、昨年一二月に「清算・振替機関等向けの総合的な監督指針」を改正し、清算・振替機関等に求める情報開示について、監督上の着眼点として明確化し、各清算・振替機関等において適切な開示が行われるよう、促してきた。また、各清算・振替機関等においては、昨年、定性的・定量的な情報を順次開示している。今後、これらの開示内容の更新等に際して、監督指針に基づき情報開示の適切性等について確認を行っていく予定である。

3 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の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金融指標を指定し、その算出者へ業務規程の策定等を義務づけることを内容とした改正金融商品取引法(二〇一四年五月三〇日)

一問一答 平成27年改正個人情報保護法

瓜生和久 編著

A5判／300頁／本体3,000円(税別) ISBN978-4-7857-2370-5 2015.12刊

パーソナルデータの利活用の推進を主な内容とする個人情報保護法の改正法について立案担当者が一問一答形式で解説。企業担当者など必読の1冊。



株式会社 商事法務

東京都中央区日本橋茅場町3-9-10 電話 03(5614)5643
http://www.shojihomu.co.jp/ FAX 03(3664)8844