

金融・資本市場制度等をめぐる 現状と展望

一 はじめに

わが国には一、七〇〇兆円を超える家計金融資産が蓄積されているが、現状はその過半が現金であり、米英に比べ株式・投資信託等の割合は低い。こうした違いが影響して、過去におけるわが国の家計金融資産の伸びは、米英に比べ低い水準にとどまっております。家計の安定的な資産形成が図られているとは言い難い状況にある。

そのため、政府においては、家計の安定的な資産形成を支援するため、家計への積極的な投資教育の提供や、企業のガバナンス改革など多面的な取り組みを進めているが、これとあわせて、金融商品の販売、助言、商品開発等を行うすべての金融機関等が、インベストメント・チェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めていくことも、国民の

安定的な資産形成の実現のためには重要な課題となつている。また、長期・分散・積立投資に適した金融商品の開発・普及も課題である。

加えて、情報技術の進展等に伴い、日本や欧米の市場・取引所やそれを取り巻く環境にも、さまざまな変化がみられる。特に近年、取引システムの高度化が進む中、高速取引の影響力が増大していることのほか、取引所集中義務の撤廃後の市場間競争の状況や、FinTechの動きも踏まえた新たな課題への対応も必要となつている。

さらには、国際金融規制改革の一環である店頭デリバティブ市場改革の推進や、資本市場の活性化・利便性向上も課題である。

このような中、昨年六月に公表された「日本再興戦略二〇一六——第四次産業革命に向けて——」において、フィデューシャリー・デューティーの徹底や、市場の公正性・透明性・安定性の確保等が政府の方針として盛り込まれ、さ

目次

- 一 はじめに
- 二 国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所をめぐる制度整備
 - 1 金融審議会市場ワーキング・グループからの提言
 - 2 前記提言を受けた今後の対応
- 三 資本市場の活性化・利便性の向上
 - 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
 - 3 株式新規上場引受に関する検討会
- 四 店頭デリバティブ市場改革への対応
 - 1 非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制の適用
 - 2 清算機関の破綻処理制度等に関する国際的な議論
- 五 おわりに

らに同年一〇月に公表された「平成二八年務年度金融行政方針」においても、活力ある資本市場と安定的な資産形成の実現、市場の公正性・透明性の確保、IT技術の進展による金融業・市場の変革への戦略的な対応が主要課題として盛り込まれている。

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正と検討状況ならびに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 国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所をめぐる制度整備

1 金融審議会市場ワーキング・グループからの提言

昨年四月一九日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び家計の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所を巡る諸問題について、幅広く検討を行うこと」との諮問が行われた。

この諮問を受けて、金融審議会に市場ワーキング・グループが設置され、昨年五月より二回にわたり、関係者からのヒアリング等を行いながら、①国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）、②国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置付け、③取引の高速化、④市場間競争と取引所外の取引、⑤取引所の業務範囲について、審議が行われ、同年一月二二日に報告書が取りまとめられた。

以下、報告書の提言を概説する。

(1) 国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営

国民の安定的な資産形成を図るためには、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行うすべての金融機関等（以下「金融事業者」という）が、インベストメント・チェインにおけるそれぞれの役割を認識し、顧客本位の業務運営に努めることが重要である。

これまで金融商品のわかりやすさの向上や、利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたが、一方で、これらが最低基準（ミニマム・スタンダード）となり、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面も指摘できる。

本来、金融事業者が自ら主体的に創意工夫を發揮し、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い、よりよい取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現が望ましい。

そのためには、従来型のルールベースでの対応を重ねるのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるのかを真剣に考え、

横並びに陥ることなく、よりよい金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが必要である。

その上で、当局が策定する原則には、以下の事項を盛り込むことが適当である。

【顧客本位の業務運営に係る方針の策定・公表等】

I. 金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表するとともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。

【顧客の最善の利益の追求】

II. 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。

【利益相反の適切な管理】

III. 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。

る。

【手数料等の明確化】

Ⅳ．金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるように情報提供すべきである。

【重要な情報の分かりやすい提供】

Ⅴ．金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記Ⅳに示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

【顧客にふさわしいサービスの提供】

Ⅵ．金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

等】

Ⅶ．金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべ

きである。

また、こうした事項を盛り込んだ原則を策定するのみならず、顧客本位の業務運営を確立・定着させるためには、以下の方策をあわせて実行していくことが適当である。

① 金融事業者の取組みの「見える化」

顧客が金融事業者を主体的に選択できるようにするためには、金融事業者の行動や取組みが正確に把握できるよう、極力、「見える化」を進めることが重要である。

このため、原則を採択した金融事業者においては、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表等を行い、その際、当該方針には、前記Ⅱ～Ⅶに示されている内容について、受け入れる場合にはその対応方針を、受け入れない場合にはその理由や代替策を、わかりやすい表現で盛り込むことが適当である。

② 顧客の主体的な行動

金融事業者によって提供された情報を基に、顧客が主体的に行動して金融事業者を選択することが重要である。その観点から、投資教育等を通じて顧客のリテラシー向上を図ることが重要である。また、有識者等で構成される第三者的な主体が、たとえば民間における自発的な取組みとして形成され、金融事業者の取組み等を評価・公表すれば、顧客の選択の参考になると考えられる。

③ 顧客にアドバイスを等を行う担い手の多様化

顧客が合理的な判断に基づき資産形成を行うためには、販売会社等とは独立した立場で顧客にアドバイスをを行う者など、顧客による金融商品・サービスの適切な選択を手助けする担い手の多様化が重要である。

④ 当局の役割

顧客本位の業務運営を実現するためには、当局においても、取組方針や取組状況について適切にモニタリングを行い、ベスト・プラクティスの実現を目指して対話していくことが重要である。

(2) 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置付け

国民が安定的な資産形成を行うためには、長期の積立・分散投資が有効と考えられる。これを実現するため、ETF（上場投資信託）は、本来有用な投資商品であるが、十分に活用されているとはいえず、以下のような課題について、取引所等の関係者における検討が求められる。

① ETF市場の流動性の向上

ETF市場の流動性の向上が重要な課題となっており、常に適切な価格で十分な注文が提示されるよう、マーケットメイク制度の導入に向けた検討等を行うことが適当である。

② E T F の認知度の向上

E T F の認知度の向上も重要な課題であり、取引所等が、商品性や仕組み等をわかりやすく解説した資料を作成し、広く周知を図っていくことや、銀行等を含めた販売会社が投資信託を販売する際に、手数料の違いも含めて、同種の E T F との比較情報が顧客に提供されるよう、取引所において説明資料を作成することが適当である。

③ 長期・分散・積立投資における E T F の活用促進策

前記のほか、E T F の活用促進策として、取引所のホームページにおいて長期投資に向いている銘柄や積立のサービスが提供されている銘柄を明らかにするなど、投資家に対する情報提供を拡充すること等が適当である。

また、インデックス運用は、一般に投資対象の企業価値分析やその分析に基づいた投資判断が行われないうった面があり、国際的にも機関投資家の運用資産に占める E T F への投資を含むインデックス運用の割合が増加することで、市場に歪みをもたらし得るのではないかと指摘もあり、今後とも取引の動向を注視していくことが適当である。

(3) 取引の高速化

情報技術の進展等を踏まえ、各国の取引所では、取引速度の高速化の動きを視野に入れた取り組みが行われている。そうした中、日本の証券

市場においても、アルゴリズムを用いた高速な取引の影響力が増大している。

高速取引については、市場に流動性を供給しているとの指摘もある一方、市場の安定性や効率性、投資家間の公平性、中長期的な企業価値に基づく価格形成、システムの脆弱性等の観点から、懸念を指摘する声が存在する。

この点、わが国では、高速取引を行う投資家から、直接情報を収集する枠組みはなく、当局や取引所も、高速取引の全体像やその取引戦略等を十分に把握できているとはいえない状況となっている。高速取引に対する懸念が指摘される中、こうした状況を放置することは、わが国において、年金基金・個人を含めた多様な投資家が安心して参加できるように厚みのある市場の実現を図っていく上で支障となり得ると考えられる。

そのため、欧米の状況も踏まえながら、高速取引を行う投資家に対する登録制を導入し、必要な体制整備・リスク管理義務を課した上で、当局がその取引実態・戦略等を確認することを可能とする枠組みを整備することが適当である。

具体的には、

体制整備・リスク管理に係る措置として、

- ・ 取引システムの適正な管理・運営
- ・ 適切な業務運営体制および財産的基礎の確保

通知・情報提供に係る措置として、

- ・ アルゴリズム取引を行うことの当局への通知
- ・ 各注文がアルゴリズム取引によるものであることの明示

・ アルゴリズム取引戦略の届出

・ 取引記録の作成・保存

などの措置を講じることが適当である。また、海外に拠点を有する投資家に対しては、監督の実効性を確保する観点から、国内における代表者または代理人の設置を求めることが適当である。

なお、これらの具体的内容については、欧米における今後の動向等を踏まえ、柔軟に対応できるようにしておく必要がある。

(4) 市場間競争と取引所外の取引

市場間競争を促進する観点から取引所集中義務が撤廃され、P T S（私設取引システム）制度が創設されているが、現状、以下の理由から、信用取引が認められておらず、これを解禁することを求める声がある。

- ・ P T S 業者自身が信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を行うことは、市場開設者としての立場と、顧客への資金・株券の提供者としての立場との間の利益相反の問題が顕在化するおそれがあること
- ・ 参加証券会社が資金貸付・株券貸付を行うこととする場合であっても、当該貸付業務

の適切性を確保するため、PTS業者に対して取引所と同等の自主規制機能の発揮を求めることは現実的でないこと

これらに対し、たとえば、以下のような形で適切なスキームが構築された場合には、PTSにおける信用取引を認めることも考えられる。

・PTS業者自身やそのグループ会社等が実質的な資金・株券の提供者とならないなど、利益相反の防止の観点から適切な措置が講じられること

・自主規制機能については、信用取引について過当投機等を可能な限り排除する観点から、現在取引所が行っている①信用取引残高の集計・報告、②信用取引に係る各種規制措置、③取引参加者に対する調査・処分、等の対応について、PTSにおいてもこれと同等の措置が講じられること

前記の自主規制機能は、基本的にはPTS業者で対応すべきものではあるが、取引所・日本証券業協会・PTS間で適切な協力を図っていくことが適当である。

他方、市場全体の公正性・透明性の観点からは、適切な売買停止措置等が求められ、PTSに信用取引が認められれば、その必要性はさらに高まると考えられる。このため、関係者において具体的に検討が進められるべきである。

また、近年、いわゆるダークプールの利用が進んでいる。欧米では、その存在意義を認めつ

つ一定の規制を課しているが、わが国では、PTSの認可を受けずに金融商品取引業者に可能な業務と位置づけられている。この位置づけに関し、当ワーキング・グループでの審議において見直しの要請は強く聞かれなかったことから、当局が、引き続き金融商品取引業者に対する規制を通じて実効的な監督に努め、将来的に課題等が生じた場合には、必要に応じ、制度的な対応を検討することが適当である。

(5) 取引所の業務範囲

取引所グループをめぐる環境変化を踏まえ、その業務範囲のあり方について、以下のような対応を行う必要がある。

① 取引所外取引への対応

取引所の子会社・兄弟会社が、店頭デリバティブの清算業務やこれらの取引所外取引に関する業務に係るシステムの開発等を行う場合、これまでの運用面での対応を踏まえ、「市場全体の円滑な運営に資する」ものについて、認可を行うこととする。

② FinTechの動きへの対応

日本の取引所グループにおいても、人工知能やブロックチェーン技術の活用等に関する先駆的な取組みが求められる中、こうした技術を有する企業への出資等が「取引所の円滑な業務運営に資すると見込まれる」場合には、認可できるようにする。

③ 国際化への対応

取引所グループの業務の多様化が進む中、出資先の外国の取引所・企業等の子会社が業務範囲を超えるものであっても、一定期間、取引所グループによる保有を認める。

④ 取引所グループ内の柔軟な業務運営

システム開発などグループ内で共通・重複する業務のうち、グループ内における適切な費用配賦などグループ内取引に係る管理が適切に行われているものについては、認可を前提に取引所本体での実施を認める。

⑤ 取引所をめぐる経営統合

日本取引所グループがわが国の市場で圧倒的なシェアを有していることに鑑み、取引所の子会社や兄弟会社が行う業務の認可に際し、公平・公正な競争条件を確保する観点をこれまでに勘案する。

さらに、取引所の業務内容の拡大等に伴い、グループとしての経営管理の実効性確保への要請が高まることが想定されることから、グループの頂点に位置する持株会社等が果たすべき経営管理機能について明確化を図っていくことが適当である。

2 前記提言を受けた今後の対応

顧客本位の業務運営については、前記提言を踏まえ、現在、「顧客本位の業務運営に関する原則(案)」をパブリック・コメントに付している

ところである。今後、この確定・公表に向けた作業を行うとともに、顧客本位の業務運営の定着に向けたさまざまな取組みを進めていきたい。

取引の高速化と取引所の業務範囲については、前記提言のうち法制化が必要となる事項に關し、金融商品取引法の改正法案を今国会に提出する予定である。

国民の安定的な資産形成におけるETFの活用と取引所外取引については、関係者における検討等を注視しつつ、適切な取組みを促していく。

三 資本市場の活性化・利便性の向上

1 成長資金の供給促進

現在、順次開催している「地域の成長マネー供給促進フォーラム」では、地元ベンチャー企業やベンチャーキャピタル、金融機関、証券取引所、自治体など資本市場をめぐる関係者が一堂に会し、地域の資本市場をめぐる現状や課題について幅広く意見交換を行うとともに、成長マネー供給に係る取組事例の紹介・共有等を図っている。昨年は二月に名古屋、六月に金沢での開催実績があり、本年も引き続き開催していく予定である。

同フォーラム開催を通じて、地方の企業がさ

まざまな資金調達手段にアクセスできる環境を提供し、その潜在的な成長力を引き出すことに努めるとともに、成長マネー供給に係る制度の周知を行うこととしている。

2 社債市場・デリバティブ市場活性化に向けた取組み

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り、その一環として、従来より証券の決済期間短縮化に向けた取組みが進められている。

国債取引については、平成三〇年四月または五月にT+2からT+1決済とすべく市場関係者間で準備が進められている。また、株式・社債等取引についても、昨年六月末に日本証券業協会の「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」において最終報告書が取りまとめられ、平成三一年四月または五月にT+3からT+2決済に移行するよう、市場関係者間で準備が進められている。当庁としてこうした取組みの着実な実施を促していくこととしている。

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も、金融資本市場の強化の観点から重要な取組みである。引き続き市場参加者の利便性の向上と日本の取引所の国際競争

力強化の観点から、その実現に向け取り組んでいく。

3 株式新規上場引受に関する検討会

新規株式公開（IPO）は、円滑な成長資金の供給のための手段の一つとして重要であるが、一方で、わが国の株式発行市場の健全な発展と信頼確保のために、引受業務の公正性・透明性を一層高めていくことも必要である。

こうした背景を踏まえ、当庁は、日本証券業協会、東京証券取引所と共同で、発行会社の株式を保有している証券会社による株式新規上場時における主幹事証券会社への就任に関するルールのある方について検討を行うため、昨年一月に「株式新規上場引受に関する検討会」を設置した。本検討会では、①新規公開時の主幹事就任に係るルールのある方、②公的資金による支援を受けている発行会社の新規公開における主幹事就任のある方、について検討を進めることとしている。

四 店頭デリバティブ市場改革への対応

店頭デリバティブ取引については、先の金融危機を受けた国際的な合意に基づき、清算機関の利用義務づけや、清算機関で清算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）に係る証拠金規制の導入等が進められて

きた。また、これらの取組みにより清算集中が促進された結果、金融システムの安定性維持の観点から、清算機関の健全性・強靱性を確保する必要があると一層高まっている。以下では、こうした一連の店頭デリバティブ市場改革の最近の動向について説明する。

1 非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制の適用

清算集中の促進に向けた取組みが進む中、規制裁定の防止およびシステミック・リスク軽減の観点から、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）および証券監督者国際機構（IOSCO）は、二〇一三年九月に「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」を公表し、金融機関は、非清算店頭デリバティブ取引について変動証拠金および当初証拠金の授受を行うべきとされた。

わが国では、金融商品取引業等に関する内閣府令等の改正により当該報告書に沿った証拠金規制を導入し、昨年九月より、取引規模が大きな金融機関から段階的に適用を開始している。さらに、本年三月には、変動証拠金に係る義務の対象先がすべての金融機関へと拡大する。当庁としては、取引相手との契約締結交渉や態勢整備といった金融機関の準備を促し、規制の円滑な実施に努めているところである。

また、わが国の規制には、クロスボーダー取

引等における規制の重複適用を調整する観点から、その規制内容が同等と認められる外国規制に準拠した証拠金の授受等を許容する規定が設けられており、昨年一〇月には、その具体的枠組みおよび対象となる外国規制等を定める告示を公布している。今後とも、諸外国における規制の適用開始等を踏まえ、規制の同等性に係る評価等を進めていく予定である。

2 清算機関の破綻処理制度等に関する国際的な議論

二〇一五年四月に金融安定理事会（FSB）等が公表した「二〇一五年清算機関作業計画」では、清算機関の再建および破綻処理の検討が優先課題とされている。これを受け、現在、清算機関の再建については国際決済銀行（BIS）決議・市場インフラ委員会（CPMI）およびIOSCOにおいて、破綻処理についてはFSBの下部部会において、それぞれ追加的なガイダンスの策定に向けた議論が行われており、いずれも本年中に最終化される予定である。今後わが国においても、こういった国際的な議論の動向等を踏まえ、必要な規制・監督上の対応を検討していく予定である。

五 おわりに

人口減少や高齢化等が進む中、国民の厚生

増大を図っていくためには、国民の安定的な資産形成を促進していくことが重要な課題となっている。このためには、顧客と金融事業者との間で信頼関係が構築されていくことが不可欠な前提となっている。今般、「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し、その受入れを金融事業者に呼びかけていくことになるが、金融事業者においては、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、よりよい金融商品・サービスの提供を競い合うことを期待したい。

また、近年の情報技術の進展等を受け、市場・取引所およびそれを取り巻く環境が目まぐるしく変化する中、それに応じた公正で透明な市場を実現していくための課題は山積している。金融審議会市場ワーキング・グループからの諸提言に対しては適切に対応していくとともに、店頭デリバティブ市場改革等についても引き続き取り組んでいくが、関係者におかれてもご協力をお願いしたい。

齋藤 馨
 さいとう さおる
 金融庁総務企画局市場課長