

# 2018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

わが国には膨大な家計金融資産が蓄積されているが、その過半は現預金であり、そこから得られるリターンは低い状況にある。高齢化が進む中で、老後の資金をいかに確保するか、また、勤労層の資産形成をいかに行っていくかは、今日のわが国の重要な課題の一つである。

蓄積された国民の富（金融資産）を安定的に増大させる資金の流れを実現するためには、家計の金融資産のポートフォリオをバランスのとれたものにしていくことが重要であり、そのためには、家計と金融事業者のそれぞれに対する総合的な取組みが必要である。

また、情報技術の進展に伴い、わが国の市場、取引所やそれを取り巻く環境にさまざまな変化が起こっている。たとえば、取引システムの高度化が進む中で金融・資本市場における高速取

引の影響力が増大しているほか、仮想通貨を用いた資金調達も広がりつつある。こうした変化に伴う新たな課題への対応も必要となっている。

このような中、昨年六月九日に閣議決定された「未来投資戦略二〇一七——Society 5.0の実現に向けた改革——」においては、「活力ある金融・資本市場の実現を通じた円滑な資金供給の促進」という政策目標の下、家計の安定的な資産形成の促進、少額からの長期・積立・分散投資を通じた資産形成の普及、高速取引への対応をはじめとした市場の公正性・透明性・安定性を確保するための環境整備の推進等が主要な課題として盛り込まれた。金融庁としては、これらの課題に関する具体的な施策の実行に取り組んでいるところである。

本稿では、前記のような点について、金融・資本市場をめぐる金融庁の取組みと今後の展望についてご紹介したい。

### 目次

- 一 はじめに
- 二 家計の安定的な資産形成の実現に向けて
  - 1 現状と課題
  - 2 金融事業者による顧客本位の業務運営の確立と定着
  - 3 家計における長期・積立・分散投資の促進
  - 4 退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討
- 三 情報技術の進展等に伴った新たな課題への対応
  - 1 取引の高速化への対応
  - 2 ICO
- 四 金融・資本市場の機能向上
  - 1 金融・資本市場の点検
  - 2 社債市場・デリバティブ市場の活性化に向けた取組み
  - 3 店頭FX業者の決済リスクへの対応
- 五 おわりに

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 家計の安定的な資産形成の実現に向けて

#### 1 現状と課題

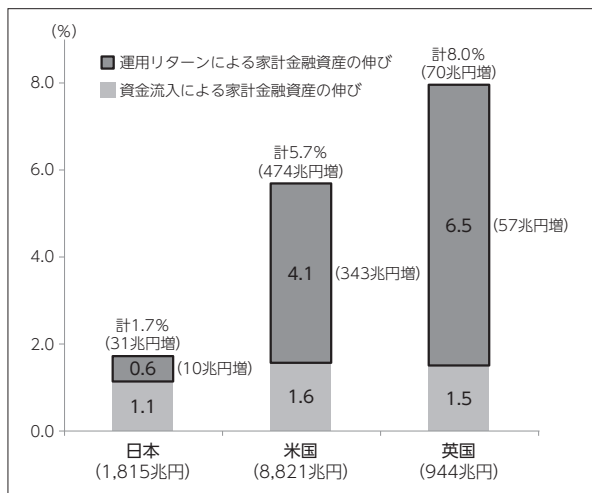
わが国には一、八〇〇兆円を超える家計金融資産が蓄積されている。人口の減少や高齢化の

〔図表 1 ①〕 家計金融資産の日米比較

		日本	米国
残高	2016年 (A)	1,815兆円	8,821兆円
	1995年 (B)	1,182兆円	2,343兆円
	増加率 (A/B)	1.54倍	3.32倍
運用リターンによる残高の増加率 (1995年比)		1.20倍	2.45倍
現預金の割合		51.7%	13.7%
株・投資信託の割合 (うち年金・保険等を通じた間接保有分)		18.6% (3.7%)	46.2% (16.1%)
家計所得のうちの勤労所得と財産所得の比 (2015年)		8 : 1	3 : 1

(注1) 特に記載のない部分につき、数値は2016年末時点。  
 (注2) 右の為替レートを使用 (1995年末：1ドル=102.9円, 2016年末：1ドル=116.9円)。  
 (注3) 米国の残高増加率は、ドル建の数値で算出。  
 (注4) 勤労所得は賃金・俸給 (個人事業主が受け取る報酬は含まない)。  
 財産所得は金融資産による所得 (利子・配当・その他の投資所得) + 不動産賃貸料 (金融資産や不動産の譲渡益・含み益は含まない)。  
 (資料) 日本銀行, FRB, Bureau of Economic Analysis, 内閣府より、金融庁作成。

〔図表 1 ②〕 2016年中の家計金融資産の伸びとその要因分解



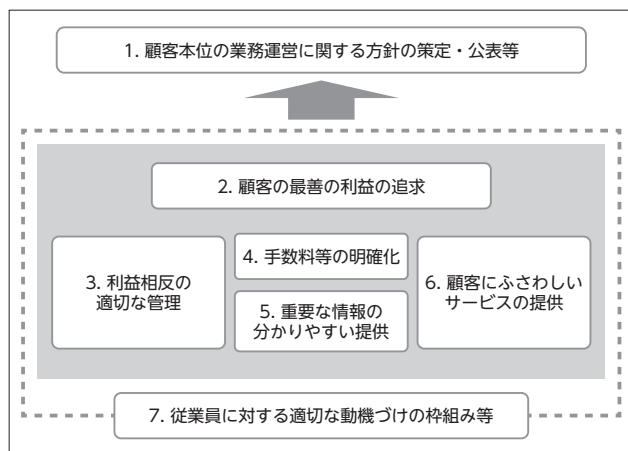
(注) 2015年末から2016年末にかけての現地通貨建の家計金融資産の伸びを、2016年末の為替レート (1ドル=116.9円, 1ポンド=144.2円) で円換算。  
 (資料) 日本銀行, FRB, BOEより、金融庁作成。

進展に直面するわが国経済にとって、これらの金融資産を有効に活用して家計が安定的に資産形成を行うことは重要である。  
 しかしながら、わが国の家計金融資産はその過半を占める九〇〇兆円以上が現預金であり、米英と比べ株式・投資信託等の割合は低く、家計金融資産全体の伸びも低い水準にとどまっております。家計金融資産がこれまで有効に運用・活用されてきたとはいえない。二〇一六年の一年間においてわが国の家計金融資産は三・一兆円増加して一、八一五兆円となったが、同じ年に米国では四七四兆円増加、英国では七〇兆円増加

している (図表1②参照)。  
 こうした背景として、日本では「投資の成功体験」が広く共有されていないことが指摘されているが、たとえば、金融事業者が目先の利益を重視するあまり顧客本位の業務運営を十分に構築できていなかったのではないかと、長期・積立・分散投資のような基礎的な投資知識が家計に広く普及していたのか、などの点についても、必ずしも満足すべき状況ではないのではないか。  
 こうした状況を踏まえ、金融庁は現在、家計の安定的な資産形成を促進するため、「金融事

業者による顧客本位の業務運営の確立と定着」  
 「家計における長期・積立・分散投資の推進」  
 「退職世代等に対する金融サービスのあるべきあり方」  
 「検討」などに総合的に取り組んでいるところである。  
**2 金融事業者による顧客本位の業務運営の確立と定着**  
 家計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・チェー

〔図表2〕 「顧客本位の業務運営に関する原則」(平成29年3月30日公表)の概要



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との認識の下、金融審議会市場ワーキング・グループにおける議論を踏まえ、金融庁は、昨年三月に「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下「原則」という)を策定した。

「原則」は、金融事業者が顧客本位の業務運営に係るベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を規定したものと位置づけられ、七つの原則から構成されている(図表2参照)。

金融事業者が「原則」を採択する場合には、原則一「顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等」に従って、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・公表した上で、当該方針に係る取組状況を定期的に公表するとともに、当該方針を定期的に見直すことが求められる。原則二「顧客の最善の利益の追求」では、顧客本位の業務運営とは何かを端的に表した上で、原則三「原則六で、「顧客の最善の利益の追求」の構成要素として重要なもの、すなわち、利益相反を適切に管理すること(原則三)、手数料等がどのようなサービスの対価に関するものか等を明確にすること(原則四)、その他の重要な情報を分かりやすく提供すること(原則五)、顧客にふさわしいサービスを提供すること(原則六)が掲げられている。金融事業者は前記の原則二～六に示された事項を促進するよう、報酬・業績評価体系の整備や従業員の教育等を適切に行うこと(原則七)が求められている。

昨年九月末現在、七三六の金融事業者が「原則」を採択して、顧客本位の業務運営に向けた取組方針を公表している。この事業者の中には、たとえば、都市銀行、地方銀行等、生命保険会社、大手・準大手証券会社のすべてが含まれており、それ以外の業種でも採択事業者の数は増え続けている。

また、金融庁は、昨年三月に「原則」と併せ

て、その定着に向けた取組みの方針も公表した。その中では、顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるよう「見える化」するため、金融事業者が顧客本位の業務運営に向けた各々の取組方針を策定・公表する際には、具体的な成果指標(KPI: Key Performance Indicators)を盛り込むことが有効との考えを示した。

昨年九月末現在、一〇〇を超える数の金融事業者がKPIを公表しているが、その中には、たとえば投資信託における長期・積立・分散投資の状況を示す数量指標など、その事業者が目指す販売等の方向を相当程度端的に示すと考えられる好事例もみられる。今後、さらに多くの数の金融事業者においてKPIの公表が進むとともに、自社の事業状況を踏まえたKPIの内容の充実が図られていくことが望まれる。

昨年一月に公表した「金融行政方針」にもあるように、金融事業者による顧客本位の業務運営の確立・定着に向けて、金融機関の取組みの「見える化」をさらに促進していくことが重要である。

まず、民間の第三者的な主体による金融機関の取組みの「見える化」については、すでに、金融商品に関する指標が開発・公表されるという形で、金融事業者の業務運営に係る評価指標の開発・提供が行われているが、こうした第三者評価が、客観性・中立性を確保する形で行わ

れていくよう、民間の取組みを促進していく。

また、金融機関に対するモニタリングを通じて、金融機関の取組方針が真に顧客本位のものになっているかについて確認する。モニタリングを通じて、金融機関が顧客に対して長期的にリスク・手数料等に見合ったリターンを提供しているかなどを示す、金融機関間で比較可能なKPI等や、金融機関の取組みの全体の傾向、取組事例等の公表などに取り組んでいく。また、金融機関が掲げる顧客本位の取組方針が、多数の営業担当者を擁して需要を掘り起こす「プッシュ」型といわれる営業体制下で実現可能かどうか、分析・検証を進める。

これらの取組みを通じて、顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供に向けた金融機関間の競争を促していく。

### 3 家計における長期・積立・分散投資の促進

これまで、家計の安定的な資産形成を支援するための制度としては、二〇一四年一月にスタートしたNISAがあったが、特に少額からの長期・積立・分散投資を強く後押ししていくため、「つみたてNISA」の創設が決定され、本年一月から同制度を利用した投資がスタートする。

このつみたてNISAは、年間四〇万円を上限として行う積立投資について、配当・譲渡所得等を二〇年間の長期にわたり非課税とする制

度である。長期・積立・分散投資では、投資時期の分散（積立投資）により、いわゆる高値掴み等のリスクを軽減し、投資対象の分散により特定の投資対象に起因するリスクの影響を限定するとともに、これらを長期で保有することにより元本割れの可能性を低減させることが可能となると考えられる。

金融庁においては、つみたてNISAを幅広く普及させるために以下の取組みを行うこととしている。

- ① 投資を開始するきっかけを身近な場で得られるような環境を整えることが望ましいことから、職場単位でつみたてNISAの普及を進めていくこととしており、まずは、金融庁において職場つみたてNISAを導入した。具体的には、職場が職員に対して、つみたてNISAやDeCoの制度、口座申込手続に関する情報を提供するほか、職場で金融・投資教育を受ける機会を提供するため、対面形式のセミナーを開催する。今後は、他省庁・地方自治体、さらには民間企業においても、職場つみたてNISAが普及するよう取り組んでいく。
- ② また、積立方式での投資を契機に、投資に関心を持った層に対して身近な場で投資教育を行うことは効果的であることから、職場での活用を重点を置いたビデオクリップ教材の作成など、職場つみたてNISA

の導入と連携した投資教育を進めていく。

- ③ さらに、つみたてNISAの普及に当たっては、スマートフォンやタブレットを情報源とする若年世代に対しても効果的に働きかけを行うため、投資初心者にとって有益な意見や情報を発信している個人ブログ等との意見交換の場を設けるほか、ネットメディアに対しても的確に情報発信を行っていく。

### 4 退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討

わが国においては、世帯主が六〇歳以上の世帯が家計金融資産の六割以上を保有し、金融資産のほかにも住宅・宅地などの実物資産を多く保有している状況にある。これらの世帯について、住宅ローン等を控除した金融純資産をみると、一、〇〇〇万円に届かない世帯が半数近くを占めている。他方、ゆとりある暮らしを送った上でさらに多額の相続財産を残せるような富裕層も存在する。

このように退職世代等の置かれている状況がさまざまであることを踏まえていく必要があるが、平均寿命の延伸傾向が続く中、高齢者が、長期にわたって不安なくゆとりある生活を維持していくためには、それぞれの状況に適した資産の運用と取崩しを含めた資産の有効活用が計画的に行われる必要があると考えられ



る。

また、高齢投資家の保護については、これまでも販売会社における態勢整備が進められているが、フィナンシャル・ジェントロジー（金融老年学）の進展も踏まえ、よりきめ細かな高齢投資家の保護について検討する必要があると考えられる。

わが国の高齢化率は世界の中でも最も高い水準となっており、退職世代等に関する取組みが重要な課題であることから、退職世代の金融資産の運用・取崩しをどのように行い、幸せな老後につなげていくか、金融業はどのような貢献ができるのかについて、外部有識者の知見も活用しつつ、検討を進める。

### 三 情報技術の進展等に伴った新たな課題への対応

#### 1 取引の高速化への対応

情報通信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組みが行われている。こうした中、東京証券取引所における株式等の取引に占めるコーポレーションエリアからの取引の割合は、注文件数ベースで約七割、約定件数ベースで約四割に達しているなど、わが国の証券市場においても高速取引の影響力が増大している。

株式等の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で、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、たとえば、市場でのイベントに高速取引が加速的に反応し、マーケットが一方方向に動くことで、市場を混乱させるおそれがないか等といった懸念を指摘する声が存在する。

こうした中、欧州では、株式等の高速取引を行う者を登録制とし、体制整備・リスク管理義務や当局に対する情報提供義務を導入することが合意され、本年一月から実施される。この点、わが国ではこれまで、株式等の高速取引を行う投資家から当局や取引所が直接情報を収集する仕組みはなく、高速取引の実態等を十分に把握できるとはいえない状況となっている。

こうした状況の中、二〇一六年二月、株式等の取引の高速化への対応について、金融審議会市場ワーキング・グループが報告を取りまとめた。これを踏まえ、昨年三月、株式等の高速取引を行う投資家に対し、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等を確認することを可能とする観点から、株式等の高速取引を行う投資家に対する登録制の導入のほか、以下の措置を含む金融商品取引法の一部を改正する法律案が国会に提出され、成立した（二〇一七年五月一七日成立、五月二四

日公布）。

- ① 体制整備・リスク管理に係る措置
- ・ 取引システムの適正な管理・運営
- ・ 適切な業務運営体制・財産的基礎の確保
- ・ （外国法人の場合）国内における代表者または代理人の設置

- ② 当局に対する情報提供等に係る措置
- ・ 株式等の高速取引を行うこと・取引戦略の届出
- ・ 取引記録の作成・保存

- ・ 当局による報告徴求・検査・業務改善命令等
- ③ その他の規定
- ・ 無登録で株式等の高速取引を行う者等から証券会社が取引を受託することの禁止
- ・ 株式等の高速取引を行う者に対する取引所の調査

この金融商品取引法改正を受け、以下の内容を含んだ政令・内閣府令について昨年一〇月二四日から一カ月間意見公募手続を実施した上で二二月二七日に公布した。

まず、改正金融商品取引法で高速取引行為の定義を規定しているところ、一部その内容が政令に委任されている。これを受け、政令では、高速取引行為の対象となる有価証券の売買等またはその委託に準ずる行為として、有価証券の売買等に係る運用行為等を規定し、内閣府令では、高速取引行為となる方法を、発注に係る

サーバが金融商品取引所等の売買突合システムの設置場所と同一・隣接・近接する場所に所在し、かつ、他の注文との競合を防ぐ仕組みが講じられているものと規定した。

次に、改正金融商品取引法で登録申請書に業務方法書を添付することが求められ、その記載事項が内閣府令に委任されているところ、内閣府令では、取引戦略の類型等、コンプライアンス責任者・業務管理責任者等を規定した。

また、改正金融商品取引法では、高速取引行為者の登録拒否要件として最低資本金および純財産が要求され、その額は政令に委任されているところ、政令では最低資本金額を一、〇〇〇万円、最低純財産額を零と規定した。

最後に、改正金融商品取引法では、証券会社が無登録者から高速取引行為を受託することを禁止し、さらに禁止すべきそれに準ずる行為を内閣府令に委任しているところ、内閣府令では、電子情報処理組織の管理を十分に行うための措置を適正に講じていることを確認することができない高速取引行為者からの受託等を規定した。

なお、金融商品取引所グループの業務範囲の柔軟化等についても併せて、政府令を公布した。

改正金融商品取引法は、これらの政令・内閣府令の改正とともに本年四月一日から施行される。

## 2 ICO

近時、ICO (Initial Coin Offering) と呼ばれる新たな資金調達が増加している。

ICOとは、電子的にトークン(証券)を発行し、公衆から資金調達を行う行為の総称とされており、現状では、①トークンがイベントへの参加権等を表象するもの、②トークンは何の権利も表象せず、人気投票の票のようなものとして利用するもの、③トークンが収益分配権を表象するものなどがみられる。

海外の当局は、これまで(i)ICOを禁止(中国、韓国)、(ii)仮想通貨による出資であっても出資持分が証券または金融商品の性質を有する場合にはICOは規制対象となる旨を明確化(米国、シンガポール)、(iii)ICOのリスクに関して注意喚起(英国)などの対応を行っている。

わが国におけるICOへの金融規制の適用については、トークンが資金決済法上の仮想通貨または法定通貨で購入可能であり、かつ流通市場で転売できる場合には、資金決済法の対象となる。また、ICOが投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となる。

金融庁では、ICOにより発行されるトークンを購入する際には、価格の急落や、約束されたサービス等が実際には提供されないなどのリ

スクがあることを踏まえ、利用者に対して、トークン購入時の注意事項を示すとともに、事業者に対して、ICOの仕組みによっては、資金決済法や金融商品取引法等の規制対象となる旨の注意喚起文(二〇一七年一月二七日)を公表した。

### 四 金融・資本市場の機能向上

#### 1 金融・資本市場の点検

金融庁は、これまで、わが国全体の資金の流れを最適化させることを目指し、金融・資本市場の質の向上に向けて取り組んできたが、これらの市場の機能が十分に発揮できているかについて点検し、必要な対応を行っていく。

具体的には、金融・資本市場における各主体がそれぞれの責務を果たしているかの観点と、株式市場、社債市場、デリバティブ市場、リスクマネー供給を必要とする市場といった各市場が機能を十分発揮できているかの観点から点検を行い、その上で、金融・資本市場の機能向上に向け、必要な対応を行っていく。

#### 2 社債市場・デリバティブ市場の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る。

その一環として、従来から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。国債の決済については、現在、約定日から二日後（T+2）で行われているところ、本年五月一日からは一日後（T+1）とすることとされており、市場関係者間において総合運転試験が実施されるなど、実現に向けた準備が進められている。また、株式・社債等の決済についても、現在約定日から三日後（T+3）で行われているが、来年四月または五月にT+2化を実施することとされている。証券取引における決済期間の短縮化は、決済リスクの削減や市場の効率性向上等に資するものであり、今後も金融庁としてこうした取組みの着実な実施を促していく。

### 3 店頭FX業者の決済リスクへの対応

リーマンショック以降、国際的に金融規制の見直しが進む中、金融取引の清算・決済等を担う金融市場インフラについても、その決済リスクの管理を強化するとの観点から、国際決済銀行（BIS）および証券監督者国際機構（IOSCO）において、「金融市場インフラのための

原則（FMI原則）」が定められ、現在、わが国においても当該原則に基づく態勢の整備が進められている。

一方、店頭外国為替証拠金取引（店頭FX取引）市場については、こうした国際的な金融規制の直接の対象ではないものの、わが国では足元でその年間取引規模が五、〇〇〇兆円程度まで拡大していることなどに鑑みると、仮に店頭FX業者が破綻すれば、顧客やカバ―取引先に大きな影響があるほか、外国為替市場や金融システムにも影響を及ぼし、システムミック・リスクにつながる可能性を有しており、その決済リスク管理の重要性が高まっている。

こうした状況を踏まえ、金融資本市場におけるセーフティネットを整備する取組みの一環として、現行の店頭FX業者の決済リスクの管理が十分なものとなっているかについて検討を進めるため、有識者検討会を設置し、関係者や学識経験者などのご意見を伺いながら幅広く検討を進めていく。

### 五 おわりに

以上、金融・資本市場をめぐるいくつかの課題について、金融庁の取組みと今後の展望について申し述べた。これらの点を含め、本年も透明・公正かつ活力ある金融・資本市場の実現に向けた取組みを進めていく所存であり、関係者

の皆様のご理解とご協力を引き続きお願い申し上げます。

小 森 卓 郎  
もり たく お  
 金融庁総務企画局市場課長