

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ 中間論点整理（第一次）

I. はじめに ～目指すべき金融・資本市場の姿～

- 少子高齢化が進展する中、我が国経済が今後とも持続的に成長するためには、我が国の家計部門が保有する 1,500 兆円の金融資産等を有効に活用するとともに、高い付加価値を生み出す金融サービス業が経済における中核的な役割を果たす必要がある。
- しかしながら、グローバルな市場間競争が一層激化する中で、我が国金融・資本市場の国際的なプレゼンスは低下傾向にあり、このままでは、これらの金融に期待される役割に的確に応えられないのではないかと懸念がある。その背景には、「貯蓄から投資へ」の流れは未だ道半ばであり、経済に対するリスクマネーの供給が必ずしも円滑に行われていないのではないかと、また、国際金融センターにふさわしい人材の厚みや市場慣行といった点で問題がある、との指摘もある。
- したがって、我が国にとって、金融・資本市場の国際競争力を強化することは喫緊の課題であり、そのためには、これまでの金融・資本市場改革の取り組みを更に進め、我が国金融・資本市場の裾野を拡大することにより、内外の市場参加者にとって魅力ある市場を構築していかねばならない。この課題は、市場関係者にとどまらない国民的に優先度の高い課題である。
- すなわち、我が国国民は、金融・資本市場の国際競争力の強化により、次に掲げるようなメリットを享受することが可能になると考えられる。
 - (1) 投資家にとっては、多様な金融商品・サービスの提供を通じ、より有利な運用機会が得られることを意味する。とりわけ、高齢化の進展により4人に1人が65歳以上となる時代の到来を間近に控え、フローの勤労所得が見込まれない高齢者にとっては、年金拠出をはじめ、老後に備えて蓄えられたストックの資産が生み出す収益に対する依存度は大きく、我が国金融・資本市場の発展が、国民全体の老後の生活の豊かさにもつながっていくと考えられる。

(2) 資金調達者にとっては、事業の拡大等に必要な外部資金を調達するための環境が改善することにより、更なる成長のチャンスにつながると考えられる。

- 投資リターンの増大と仲介する金融サービス業が生み出す付加価値は、そのものが国民所得の増大につながり、国民全体の豊かさに寄与することになる。のみならず、金融・資本市場の発展は、資源配分機能やガバナンス機能の適切な発揮を通じ、経済活動の効率化や生産性の向上をもたらし企業収益の拡大を引き起こすなど、経済全体にプラスの影響を及ぼすと期待される。
- さらに、このような成長の好循環の中に、海外からの運用資金や、国内に金融資産の蓄積が乏しい外国の企業を取り込むことにより、我が国経済の一層の成長のみならず、世界、とりわけアジアの成長にも貢献することが期待される。
- 以上を踏まえれば、内外の市場参加者にとって安心して利用できる、魅力ある市場を構築するため、市場の活性化・効率化を図るとともに、透明性・公正性を確保するための対応も含め、総合的な取組みが必要である。具体的には、以下に掲げるように、法制度面に限らず、人材、専門サービス、インフラ等多岐に亘る課題について、政府全体として取り組むと同時に、市場関係者においても一体的に取り組む必要がある。

Ⅱ. 検討課題

1. 魅力ある市場の前提

(1) 多様な商品・サービスの提供を通じた「厚み」のある市場の形成

- ー 我が国金融・資本市場が、内外の市場参加者にとって魅力あるものとなるためには、ニーズに応じた様々なリスクとリターンを有する商品・サービスが提供され、かつ、流動性の高い、「厚み」のある市場が形成されることが不可欠である。

こうしたことから、これまで、資金調達にあたり、我が国金融・資本市場へのアクセスが困難であった海外企業や地方を含む国内の中小・新興企業等についても、資金調達環境等を改善し、市場の裾野を拡大することが必要である。

また、我が国金融・資本市場の現状をみると、市場の「厚み」という点について、特にハイイールド債やクレジット関連商品等に関する市場の発達が不十分であるとの指摘があるが、運用・調達の両面において利用者の利便性を向上させるためには、デリバティブを含め、エクイティからデットに至るまで、多様な金融商品・サービスがシームレスに提供される市場が形成されることが重要である

加えて、「厚み」のある市場の形成のためには、ファンド（プライベートエクイティファンド、ヘッジファンド等）をはじめ、様々なリスク選好を持つ多様なプレイヤーの市場参加が不可欠である。

(2) 市場参加者の高い自己規律に支えられた市場機能の十全な発揮

- ー 国際的にも魅力ある金融・資本市場の構築にあたっては、多様な商品・サービスが提供されることを通じ、市場が有する機能が十全に発揮されることが重要である。

そのためには、市場に対する信頼性を確保し、向上させていく不断の努力が必要であり、法令や自主規制による規律付けに加え、全ての市場参加者に高い自己規律が求められる。

2. 制度を含むインフラ

(1) 規制環境

- ・ より良い規制環境の構築（ベター・レギュレーション）

- ー 近年、世界の主な国際金融センターの間におけるグローバルな市場間競争が激化しているが、市場の優位性や国際的な競争

力を決定する要因として、とりわけ、規制環境が極めて重要な要素になりつつあるとの認識が一層深まっている。

こうした中で、各国においては、より良い規制環境の構築（ベター・レギュレーション）を模索する動きが見られるが、我が国においても、規制当局（レギュレーター）の果たすべき役割として、

- (a) 公正な価格形成を軸とする市場機能の確保や利用者保護の徹底を通じ、金融・資本市場の信頼性を向上させていくことに加え、
- (b) 金融商品・サービスの提供事業者によるイノベーションの促進や、利用者利便の向上に向けて環境整備を図ることにより、我が国金融・資本市場の発展に貢献することが求められている。

したがって、規制当局は、我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるため、民間の活力を活かすような、より良い規制環境の構築に取り組む必要がある。

① 規制プロセス

・ プリンシプル／ルール・ベースのアプローチ

ー より良い規制環境の構築に向けた規制のあり方として、ルール・ベース及びプリンシプル・ベースの2つのアプローチがある。

一般に、ルール・ベースのアプローチは、詳細なルールを設定することにより、規制に対する市場参加者の予見可能性を向上させることを眼目とする一方、プリンシプル・ベースのアプローチは、重要な原則を示した上で、これらの原則の遵守を求めることにより、経営の自由度を確保し、市場参加者の自主的な取組みの促進を図ることを眼目とするものと考えられる。

2つのアプローチのいずれに重点を置くかについては、諸外国でも様々な議論が行われているところであり、諸外国の規制の枠組みを見ても、例えば、マーケットをホールセールとリテールに二分し、それぞれに対し、異なるアプローチに軸足を置くものや、ルール・ベースのアプローチを基本としつつ、新たな金融商品や取引手法に対してはプリンシプル・ベースのアプローチで対応しているものなど、その実態は様々である。

この2つのアプローチについては、二者択一という単純な整理は適当ではなく、英国や米国の規制当局での考え方と同様に、両者を相互補完的なものとしてバランスよく運用することが重要である。

- ・ **ルールの更なる明確化**

- 一 ルールの解釈・適用に関する予見可能性を高めるためには、事業者とのコミュニケーションの一層の促進を図ることが必要である。

また、法令適用事前確認手続（ノーアクションレター制度）については、政府全体の取組みとして対象範囲の拡大や公表内容及び時期についての見直しが検討されているところであるが、それに加えて、金融庁として、受理手続きの改善及び回答期間の短縮化に向けて努力する必要がある。あわせて、同制度の一層の周知徹底を図ることにより、その利用を促すことが重要である。

さらに、事業者等から問い合わせの多い事項については、FAQ（Frequently Asked Questions:一般的な質問及びその回答）の仕組みを活用するなど、ルールの更なる明確化に努めることが期待される。

これらの取組み等により、ルールの解釈・適用についての具体的事例が蓄積されることが重要である。

- ・ **事業者との対話の促進・対外的な情報発信力の強化**

- 一 適切な規制環境の構築のためには、個別事案におけるルールの解釈適用に関するものを含め、規制当局と事業者とのコミュニケーションの機会の一層の拡大等を通じ、双方向の対話の促進を図る必要がある。

また、国際的な金融センターを目指す以上、金融関連法令等の英訳の推進や和英両文による報道発表の実施等は不可欠であり、そのためには海外広報部門の抜本的強化をはじめ、規制当局における体制の拡充が必要である。

さらに、我が国金融・資本市場に係る規制環境に対する理解を促進するため、国際会議等の招致に積極的に取り組むとともに、内外のシンポジウム等の場に我が国規制当局からも積極的に参加し、規制のあり方に関する基本的な考え方を説明すべきである。

- **規制当局のスキルアップ**
 - ー 金融技術の高度化や金融取引の国際化の進展に適切に対応していくためには、民間事業者のみならず、規制当局においてもスキルアップを図る必要がある。具体的には、民間事業者との対話や海外規制当局との情報交換・人材交流の促進、研修の高度化、専門性の向上等を通じ、更なるスキルアップに向けた取組みを強化するなど、人事・研修面も含めた取組みにつき、不断の見直しを図っていくべきである。

- **海外当局との連携の強化**
 - ー 金融取引の国際化が進展する中、我が国が国際的な金融・資本市場としての地位を確保するためには、投資家保護等において高品質な規制を達成すべく諸外国との規制の調和に配慮すべきである。

また、クロスボーダー化する市場での不正にも適切に対処できるよう、二国間及び多国間で海外規制当局との情報交換ネットワーク（証券MOU (Memorandum of Understanding：情報交換取極め) など）を拡大し、協力を深めるべきである。

加えて、金融に関する国際的なルール作りに引き続き積極的に参加するべきである。

- **自主規制の役割・機能の拡充・強化**
 - ー 規制当局による監督や市場監視を補完し、市場の公正性・透明性を確保するためには、自主規制の果たす役割が重要である。とりわけ、自主規制には、自律性、専門性、機動性等の面において、法令に基づく規律付けを補完するメリットが期待される場所である。

今般の金融商品取引法制の本格的な施行により、金融商品取引業が多様な者によって担われることが予想される中で、横断的で隙間のない利用者保護の徹底という金融商品取引法制の趣旨を自主規制のレベルでも効果的に実現する必要がある。自主規制の範囲、役割、及び機能の拡充・強化が重要である。また、そのためには、自主規制機関の体制強化が必要である。

こうした観点から、現在、各業界で行われている自主規制機関のあり方を巡る議論の更なる進展が求められる。その際、自主規制機関同士の連携を更に強化していくことが期待される。

② ルールの適用

・ 課徴金制度の見直し

- 一 市場における規制の実効性を確保し、違反行為を抑止する手段として、平成17年証券取引法改正において、課徴金制度が導入されたところである。

制度導入以来、課徴金納付命令勧告件数も、平成19年5月末現在、インサイダー取引に係るものが16件、開示書類の虚偽記載に係るものが4件、合計20件にのぼっており、課徴金制度のエンフォースメント手段としての有効性に対する認識も高まってきていると考えられる。

今後、市場の公正性・透明性の一層の向上を図り、より実効的な抑止効果をもたらす観点から、これまでの実施状況も踏まえ、課徴金制度のあり方について、その対象範囲や課徴金額の水準も含め、見直す必要がある。

具体的には、内閣府の独占禁止法基本問題懇談会において現在進められている見直しの検討結果も踏まえ、今後、法制面での専門的な検討を進め、おおむね平成19年内を目途に結論を得るべきである。

・ 紛争処理制度の充実

- 一 ルールの実効性を確保するためには、紛争処理のための簡便かつ迅速な手続き等を通じ、事後的なルールの蓄積を図ることが必要である。

このため、判例等の積重ねを通じたルールの明確化や法律の適用に関する予測可能性の向上の観点から、金融・証券・商事に関する専門的な高等裁判所制度の創設やADR (Alternative Dispute Resolution: 裁判外紛争処理手続) の充実に向けて検討する必要がある。

③ 市場制度

・ 取引所における取扱商品の多様化

- 一 「厚み」のある市場を形成し、我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるためには、海外取引所で上場されているような多様な商品が我が国でも取り扱われることにより、利用者の利便性が向上することが重要であり、投資家保護の観点等に留意しつつ、ETF (Exchange Traded Funds: 上場投資信託) の範囲の拡大等、取扱商品の多様化に向けた制度整備について、今後、検討する必要がある。

- ・ **海外企業の株式の国内での取引機会の拡大**

- 一 海外企業の株式を国内で取引する場合、現在は、直接当該企業の株式を上場させるか、ADR (American Depositary Receipt: 米国預託証券) 等の形態で上場させることとなる。

国内での取引機会を更に拡大するためには、これらの活用に加え、JDR (Japanese Depositary Receipt: 日本型預託証券) の利用も考えられるが、JDRについては、その発行根拠が不明確であり、投資家保護の枠組みがなかったことから、これまで利用実績がなかったところである。

今般、信託法の施行により、私法上の取扱いが明確化されたことから、今後、JDRを利用した取引を促進させるため、JDRに係る規制上の取扱いについても、政府令等において、早急に明確化する必要がある。

- ・ **プロに限定した取引の活発化**

- 一 海外企業や国内の非上場の新興企業等に対し、我が国市場における資金調達を拡大することは、これらの企業に成長資金を提供するとともに、資金を運用する投資家にとっても収益機会の拡大につながり、結果として、我が国金融・資本市場の「厚み」を増すこととなると考えられる。

また、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化するためには、ホールセール市場での自由度を拡大し、機関投資家等の市場参加者間の競争を通じ、金融イノベーションを促進することが重要である。他方、個人を中心とする我が国の一般投資家が直接参加するリテール市場においては、安心して市場で取引できる必要があることから、法定の情報開示等による投資家保護の枠組みが維持されるべきである。

今般の金融商品取引法制の本格的な施行により、投資家の属性に応じた規制体系の柔構造化が図られ、プロ投資家向けの販売・勧誘については、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用が大幅に緩和されることとなる。また、併せて、適格機関投資家について、事業会社に係る有価証券の投資額基準を引き下げるとともに、その他の法人、個人についても適格機関投資家となる道を開くなど、その範囲が大幅に拡大されることとなる。

これらの制度整備をベースとして、ハイリスク商品等の取引を含め、ホールセール市場における、プロに限定した取引

を一層活発化させていくための方策について検討を行っていくことが重要である。その際、市場関係者のニーズ等も踏まえつつ、講ずべき方策があれば、その実現に向けて適切に対応していくべきである。

- ・ **グリーンシート市場の改革**

- ー 現在、非上場の株式の取引の場として、日本証券業協会が運営するグリーンシート市場が存在するが、取扱銘柄及び売買高は、徐々に増加しているものの、米国のピンクシート市場と比べれば、流動性に欠け、未だ不十分な規模にとどまっている。

したがって、上場銘柄以外の金融商品の取引の場を確保し、市場の裾野を広げることにより、リスクに応じた市場の資源配分機能等を一層向上させることが求められている。

とりわけ、非上場株のうち、上場廃止銘柄の上場廃止後の取引の場を確保することは、株主保護や上場廃止企業の再チャレンジの観点から重要な課題である。

このため、グリーンシート市場の中で、上場廃止企業の受け皿的な役割を果たすフェニックス区分のあり方等について、日本証券業協会を中心に市場関係者において、その改善に向けた検討を進め、平成19年中に所要の制度整備を行うことが必要である。

④ その他

- ・ **金融商品取引法制の施行とその活用**

- ー 今般の金融商品取引法制の本格的な施行により、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可能とする法整備が進み、法制度面では欧米の証券市場法制と比べても遜色のない枠組みが整備されることとなる。

具体的には、従来多岐にわたっていた縦割りの業規制が原則として登録制の金融商品取引業に一本化されるほか、プロ投資家向けファンドに対しては届出制とするなど、国際化の観点に対応した措置が講じられている。これらにより、多様な参加者の参入が促進され、利用者へ提供するサービスの多様化や、リスクマネーの提供者の多様化につながることを期待される。

以上を踏まえれば、金融商品取引法制は、我が国金融・資本市場の国際競争力の強化に向けた重要な基盤としても位置

づけられるものであり、その適切かつ円滑な施行が重要である。

こうした観点から、現在、金融商品取引業者等に対する監督指針及び検査マニュアルの改正が行われているところであり、これらに基づく適切な監督及び検査・監視を通じて、金融商品取引法制の適切な運用を図っていくべきである。

・ 銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方

- 一 銀行・証券に係るファイアーウォール規制（弊害防止措置）については、平成5年の金融制度改革において業態別子会社方式による相互参入が解禁された際に、利益相反の防止や優越的地位の濫用の防止等の観点から設けられたものであるが、その後、実態を踏まえ、累次にわたる規制緩和が行われてきたところである。

しかしながら、現行のファイアーウォール規制は、金融グループとしての業務展開に当たり、顧客に関する非公開情報の授受等を原則的に禁止していることから、以下に掲げるような指摘がある。

- 金融グループとして利用者に総合的なサービスを提供するための金融イノベーションを阻害している。
- 金融グループとして要求される統合的リスク管理やコンプライアンスの障害となっている。
- 特に海外金融機関にとっては、規制対応のための体制整備に伴う管理コストが増加している。

他方、現行のファイアーウォール規制の根拠とされている利益相反や優越的地位の濫用の可能性は今日においてもなお重要な論点であるほか、我が国において銀行は依然として支配的な地位にあり、経済に与える影響が大きいことや、金融グループ内の情報共有に対する利用者の懸念等も考慮に入れる必要があるのではないかとの指摘もあった。

したがって、銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方については、利用者利便の向上や金融機関の適切かつ効率的な業務運営の確保等の観点とともに、利益相反や優越的地位の濫用の防止の観点も踏まえ、必要十分なものとなるよう、今後、金融審議会の場において、早急に検討を開始すべきである。

- なお、上記で指摘された利益相反等の弊害は、銀行・証券間のみに生じる問題ではなく、例えば、証券会社（グループ）内の部門間、又は同一金融グループ内の銀行・証券間以外の会社の間でも同様に生じる問題である。こうしたことから、銀行・証券間に限らず、広く金融グループにおける利益相反防止のための実効性ある方策等についても検討すべきである。
また、金融サービスの高度化・多様化に伴い、新たな金融関連業務へのニーズが高まっていることに鑑み、金融グループに対する業務範囲規制等のあり方についても、規制の趣旨や業務の特性等を踏まえ、今後、検討する必要がある。

(2) その他の制度インフラ

・ 決済システム

- 決済システムは、金融・資本市場を支える重要なインフラであり、その安全性、効率性及び利便性等の高さは、金融・資本市場の国際的な競争力を左右する極めて重要な要素の一つである。

現在、決済システムについては、資金決済における日銀ネットの次世代RTGS（Real Time Gross Settlement：即時グロス決済）化や、証券決済における株券等のペーパーレス化等、その改善に向けた取組みが進められているが、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化するためには、情報通信技術の高度化、金融・資本取引のクロスボーダー化等の流れに対応し、決済システムの安全性、効率性及び利便性をより一層向上させることが重要である。

今後、決済システムの強化に向け、関係者が主体的かつ積極的に取り組んでいくことが期待されるとともに、決済システムに関する様々な論点につき、引き続き幅広い観点から専門的な検討を進めていく必要がある。

・ 個人の資産形成促進スキームの導入

- 「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速させるためには、市場に参加する個人投資家の裾野を拡大していく必要がある。

高齢化社会の進展を踏まえ、国民が、老後に向けてより豊かな蓄えを確保することができるよう、米国のIRA（Individual Retirement Account：個人退職勘定）、英国のISA（Individual Savings Account：個人貯蓄口座）等の個人の資産形成を促進するスキームも参考にしつつ、日本版401k（確定拠出年金）

制度の拡充等について、拠出のあり方や税制を含め、検討する必要がある。

・ 税制

- 一 投資に対する収益率については、税引後の最終的な収益率で見ることが当然であるように、金融商品・サービスとそれらに対する課税のあり方は、密接不可分のものである。

「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速させるためには、金融・証券税制の果たす役割も重要であり、そのためには、市場中心の金融システムに再構築していくという改革の基本的な方向性と整合的な形となるよう、法人・個人の各段階を通じた税負担について、税制が市場に与える歪みを少なくする方向で、金融・証券税制のあり方を議論していく必要がある。

- 一 我が国へ投資を行う市場参加者の中に、税負担を回避する目的で近隣の国際金融センターを拠点として活動を行う動きが見られる中で、我が国金融・資本市場の国際競争力を強化するとともに、相応の雇用と税収を確保するためには、金融・証券税制のみならず、我が国税体系全体のあり方についても、今後、議論していく必要がある。

・ 人材教育

- 一 我が国金融・資本市場の国際競争力の強化のためには、ロンドン、ニューヨーク等の他の国際金融センターの例を見るまでもなく、専門性の高い人材の存在が、最も基本的かつ重要な要素であると考えられる。

そのためには、金融・資本市場に参加する各プレイヤーが個々に人材の育成・裾野の拡大に取り組むだけでなく、教育システムや企業等における人事・研修システムのあり方についても見直す必要があり、今後、大学、企業、政府等の関係者が一体となった取組みを進めていく必要がある。

また、国際金融センターとして、非英語圏である我が国は、例えば香港やシンガポールといった他の国際金融センターと比べ、英語で対応できる人材の厚みといった点で相対的に不利な地位に置かれていることは否定できず、金融や周辺サービスに係る専門性に加え、英語対応のための語学力の向上を広く図っていくことも教育面の課題として重要である。

(3) 物理的環境

① 都市インフラ

・ 国際金融センターとしての都市インフラの整備

- 一 国際金融センターとしての都市機能を向上させるためには、金融機関のみならず法務・会計等の周辺専門サービスも含めた様々な市場参加者の集積を促進し、内外のプレイヤーが安全・快適に活動できる都市環境の整備に積極的に取り組む必要がある。

そのためには、金融行政と都市再生施策の連携により、民と官一体となった取組みを推進することが重要であり、そうした観点から、都市再生本部と連携し、都市再生プロジェクトの推進に向けて取り組む必要がある。

また、民間関係者においても自ら主体的に取り組むことが期待される。

② 交通インフラ

・ 国際空港へのアクセスの改善

- 一 我が国の国際金融センターとしての機能を向上させるためには、他の国際金融センターやアジア主要都市へ容易にアクセスできることが必要である。

そのためには、国際空港から都心までの移動時間の短縮等により、国際空港へのアクセスを改善するとともに、我が国と他の国際金融センターやアジア主要都市との間の航空路線の利便性を向上させることが重要である。

③ その他

・ 人材確保のための生活環境等の整備

- 一 我が国金融・資本市場の国際競争力の強化のためには、我が国市場で活躍するプレイヤーとして、国籍を問わず優秀な人材を確保する必要がある。そのためには、外国人にとっても教育、医療等様々な面で生活しやすい環境を整備することが重要である。

この点については、都市再生プロジェクトを推進する中で取り組んでいく必要がある。

3. 各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題

(1) 市場開設者

- ・ **海外企業の我が国市場への誘致のためのプロモーション**

- ー 我が国金融・資本市場の国際的なプレゼンスを高めるためには、海外企業による我が国資本市場での資金調達を促進する必要がある。特に、1991年当時は127社上場していた東証外国株市場が現在25社に減少していることを踏まえれば、取引所への海外企業の上場については、本国市場への回帰を招きやすい海外の取引所との重複上場に依存するだけではなく、我が国取引所への単独上場を推進することも重要である。

このため、取引所をはじめとする関係者において、海外企業の上場を誘致・促進するための積極的なプロモーション活動の実施が期待される。

- ・ **取引所における取扱商品の多様化**

- ー 我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるためには、取引所において多様な商品が取り扱われることにより、利用者の利便性が向上することが重要であり、投資家保護の観点に留意しつつ、市場参加者のニーズを踏まえた各取引所による積極的な取組みが期待される。

- ・ **自主規制機能の強化**

- ー 内外の投資家が安心して取引できる市場を構築するためには、公開会社のガバナンスの向上も重要な課題である。このため、東京証券取引所の「上場制度総合整備プログラム2007」において掲げられた「企業行動規範」の早期の制定をはじめ、各取引所の自主的な取組みが期待される。

また、取引所の自主規制機能の実効性を確保するためには、取引所自身による制裁金等のサンクションの手段の多様化とともに、それらの措置の実施にあたっての適正手続の確保を通じた態勢の強化が必要であり、取引所等の関係者における検討を踏まえ、適切な対応がとられることを期待する。

(2) 資金調達者

- ・ **企業財務・法務・会計に関する能力・理解の向上**

- ー 外部資金の導入により更なる成長を目指す資金調達者にとっては、資本市場へのアクセスにより、資金調達機会の拡大が期

待されるが、そうした市場を利用するためには、資金調達者自らが、コーポレートガバナンスの向上や内部統制の整備を図り、内外の投資家に対する説明責任を果たすとともに、投資家の期待するリターンの実現に努めていくことが重要である。

金融商品取引法制の施行により、財務報告に係る内部統制報告制度が導入されるが、これに加え、資金調達者サイドにおいては、企業財務・法務・会計に関する能力を向上させ、適切な理解に基づく資金調達を促進する必要がある、関係者の主体的な取組みが期待される。

(3) 個人投資家

・ 金融経済教育の一層の充実による金融リテラシーの向上

- 一 厚みのある市場を構築するためには、市場の裾野を支える個人投資家の存在が重要であるが、個人投資家の市場への参加を促進するためには、適切な投資判断に資するよう、金融経済教育を一層充実させることにより、金融リテラシー（基礎知識・活用能力）の向上を図る必要がある。

このため、金融庁、金融広報中央委員会をはじめとする関係者において、個人投資家向けの金融経済教育の場の充実等、更なる取組みを推進することが期待される。

(4) 機関投資家

・ 市場型間接金融を支える柱となる機関投資家の質の向上

- 一 我が国金融システムを、市場機能を中核とする金融システムに再構築するにあたっては、「貯蓄から投資へ」の流れを一層加速し、国民の市場への幅広い参加を促進していく必要がある。この流れを確かなものとするためには、機関投資家を通じて間接的に市場に参加する、いわゆる市場型間接金融の果たす役割が重要である。

この市場型間接金融においては、年金、投資信託、保険等の機関投資家が、情報収集やリスク管理に係る専門的な能力を発揮しつつ、受益者である年金加入者、一般投資家、保険契約者の利益の最大化に努め、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）（注）を果たすことが必要不可欠である。

しかしながら、我が国金融・資本市場における機関投資家の実態を見ると、諸外国と比べ、運用対象の多様化や、議決権行使等を通じたガバナンスの発揮が未だ十分に進んでおらず、年金加入者、一般投資家、保険契約者に対するフィデューシャリ

ー・デューティーが十分に果たされていないのではないかとこの指摘がある。

また、機関投資家が市場で運用する資産に係る投資収益率も、必ずしも年金加入者等の期待に応える水準に達していないとの指摘もある。

このため、公的年金の資金運用のあり方等については、金融・資本市場の活性化の観点からの議論や年金制度そのもののあり方に関する議論を含め、様々な議論が当スタディグループでも行われた。この議論において、公的年金を含む年金、投資信託、保険等の機関投資家が市場で運用を行うにあたっては、オルタナティブ投資（代替投資）をはじめ、運用対象・手法の多様化などを通じて競い合い、受益者の期待に応えていくことが求められており、その促進のための具体的な施策の早期の実施が必要であるという点が一致して強調された。

また、機関投資家においては、ファンドマネージャーに係る人事・報酬体系の見直し等により、リスクテイク・運用技術力の向上を図ると同時に、受益者に対するフィデューシャリー・デューティーを一層十分に果たしていくことが期待される。

(注) ここでは、「受託者」という用語を、我が国で一般的に使用されている信託契約における trustee を指すものではなく、英米における fiduciary、すなわち他者の信認を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念として用いており、fiduciary（受託者）が負うさまざまな責任を総称して fiduciary duty（フィデューシャリー・デューティー）として広く捉えている。なお、フィデューシャリー・デューティーの具体的な内容としては、説明義務、分別管理義務、忠実義務（利益相反防止義務）、善管注意義務等が挙げられる。

(5) 金融仲介者

・ 我が国金融機関による金融イノベーションへの取組み

ー 我が国金融・資本市場の国際的な魅力の向上のためには、我が国をマザーマーケットとする金融機関の競争力の強化により、金融・資本市場における競争を促進し、利用者保護を図るとともに、利用者利便を向上させることが重要である。

そのためには、各金融機関が、自らの経営判断に基づき、創意工夫を発揮し、金融イノベーションに取り組んでいくことが

必要である。あわせて、分散投資を図る等のリスク管理の徹底が求められる。

この点からは、内部の人材の有効活用をはじめとする諸課題につき、企業文化、勤務環境、勤務形態、人事、報酬等に関し、各金融機関のマネジメントレベルにおける積極的な取組みが望まれる。

- ・ **より高度な金融商品・サービスを提供できる人材の育成・裾野の拡大**

- ー 我が国の金融機関の多くが、より高度な金融商品・サービスの提供という点で、外資系金融機関の後塵を拝している理由として、高度な専門性を有する人材が不足しているとの指摘がある。

利用者のニーズに対応し、多様かつ高度な金融サービス・商品の提供を促進するためには、金融の専門知識やスキルを持った人材を育成・強化し、その厚みを増していくことが重要であり、民間事業者における主体的な取組みが期待される。

(6) 周辺サービス

- ・ **法律・会計サービス等の充実のための人材の育成・裾野の拡大**

- ー 高度かつ国際的な金融商品・サービスの提供・利用のためには、金融・国際取引等に精通した法律、会計専門家等周辺サービスに従事する人材を育成・強化し、その厚みを増していくことが重要である。

具体的には、金融関係のビジネススクールやロースクール、会計専門職大学院等における高等教育の充実等に向け、関係者の取組みが期待される。

また、金融商品取引の法令遵守の担い手となる専門家の育成等に向けた体制・資格制度等の整備も今後検討されるべき課題である。

Ⅲ. おわりに

- 今回、当スタディグループが論点として指摘した検討課題の中には、規制当局をはじめ政府として取り組むべきもの、民間の自主的かつ積極的な取組みに委ねられるべきものなど様々な主体による取組みが含まれているが、全ての関係者が、自らの課題に真摯に取り組んでいくことが期待される。
- これらの課題を実現するためには、実効性ある推進体制を構築する必要がある。こうしたことから、金融・資本市場改革に関する幅広い課題を、例えば、「金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）」という包括的なパッケージとして、内閣の重要課題と位置づけ、それぞれの課題の優先順位、実施時期の目標等を可能な限り明確にし、できるものからスピード感をもって取り組むべきである。
- 特に制度的な対応が必要となる課題については、今後、金融審議会でも整理した上で、適切な場において、法制面等を含め更に検討を深められたい。
- なお、このような取組みを進めるに当たっては、国民の広範な支持が不可欠であり、金融・資本市場の国際競争力の強化の必要性やそれが国民生活に与えるメリットについて、政府をはじめ関係者が国民の理解を得るべく積極的な情報発信の強化に努めることが必要である。
- 我が国金融・資本市場の国際化は一朝一夕に実現するものではなく、改革の諸施策の効果を検証しつつ、金融経済情勢の変化や利用者のニーズを踏まえ、不断の取組みを進めていくことが必要である。当スタディグループでは、今後、これらの取組みの進捗状況を注視していくとともに、国際化に向けた更なる課題も含め、引き続き、議論を深めていくこととしたい。

(以上)