金融庁証券関係課長座談会

〔出席者〕

（発言順、官職は座談会当時）

金融庁　総務企画局市場課長（現　総務企画局企業開示課長）　三井秀範

〃　総務企画局企業開示課長（現　総務企画局市場課長）　池田唯一

〃　総務企画局市場業務参事官（現　検査局審査課長）　寺田達史

〃　総務企画局総務課国際室企画官兼企業開示課企画官（現　総務企画局参事官兼国際会計調整室長）　黒澤利武

〃　総務企画局市場課金融商品取引法令準備室長（現　東京大学公共政策大学院客員教授）　松尾直彦

〃　総務企画局政策課政策調整官　古澤知之

〃　監督局証券課総括課長補佐（誌上参加）　河本光博

司会　日本証券経済研究所理事長　髙橋厚男

〔今回の座談会は、平成一九年六月一四日と六月二一日の二回に分け、当日本証券経済研究所理事長室において開催した。速記録を編集した上、参加者の皆様に七月中旬までに所要の補筆を加えていただいている。なお、監督局証券課の氷見野課長は、急遽ご都合が悪くなったため、同課の河本総括課長補佐に参加していただいた。〕

目　次

はじめに―これまでの行政を振り返って　3
一、金融商品取引法の施行　18
(1) 新法の施行までの基本的取組みとその作業　18
(2) 金融商品取引業者向けの総合的な監督指針　26
(3) フィットアンドプロパー　29
(4) 規制対象の拡大　30
(5) 取引所のあり方　38
(6) ディスクロージャー　40
(7) 内部統制報告書　45
二、我が国金融・資本市場の国際化　49
(1) 全体的な議論　49
(2) ベターレギュレーション、プリンシプルベース規制　52
(3) 規制のコストベネフィット分析　57
(4) 海外当局との連携強化　58
(5) 課徴金制度の見直し、司法プロセス　62
(6) プロ限定取引の活発化　65
(7) 総合取引所　68
(8) 海外企業の国内取引拡大、英文開示　69
(9) 上場廃止銘柄の受け皿としてのグリーンシート市場活用　71
(10) ファイアーウォールの見直し　73
(11) 決済システムの戦略的強化　75
(12) 税制　76
(13) 人材育成　78
(14) 金融リテラシーの向上　81
(15) 投信の目論見書　81
(16) 都市インフラ　82
三、その他　85
(1) 取引所のあり方　85
(2) 企業会計基準　92
(3) 公認会計士監督　99
(4) ＩＯＳＣＯの活動　112
(5) 「金融力」について　115
参考資料
「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」　120

はじめに―これまでの行政を振り返って

髙橋理事長　皆様、大変ご多忙のところお集まりいただきまして、ありがとうございます。

金融庁で証券関係行政を担当しておられる課長、参事官、室長等の皆さんにお集まりいただきまして、座談会を始めたいと思います。

皆様方は、一年、二年あるいは三年、この業務を担当しておられるわけですが、この間、金融商品取引法制定、公認会計士法の改正といった制度上の大きな動きがありました。また、証券市場でも、ライブドア事件をはじめ、人々が注目するような出来事が相次いで起こりました。証券界など市場関係者の方々は、市場関係行政を担当しておられる皆様方がどういう考えで具体的な問題に取り組んでいるか、また主要な証券関係行政が今後どのように展開していくかということについて大変関心を持っていると思います。系統的、体系的にそうしたお話を伺えることは大変有意義なことではないかと思います。今日はぜひよろしくお願いいたします。

最初に、ご出席の皆様全員から、この一年ないし二年、場合によっては三年の行政の取り組みを振り返って、ご担当分野の行政の展開を総括的にご説明いただきたいと思います。そのほか、今後どういう課題が残っていて、どういうふうに展開していきたいかということにも触れていただければ、ありがたいと思います。

その後、私からいろいろ伺う形で進めさせていただきたいと思います。伺うテーマは、金融商品取引法の制定に関すること、それから六月一三日金融審議会でその中間論点整理が公表されました

が、我が国金融・資本市場の国際化というテーマ、及びその他の点ということで順次進めていきたいと思います。

よろしくお願いいたします。

それでは、三井市場課長からお願いしたいと思います。

三井課長　今日は、こうした貴重な懇談をする場をいただきまして、ありがとうございます。市場課長を拝命しております三井です。

市場課では、大きく分けると三つ、さらに掘り下げれば多岐にわたる仕事をさせていただいていますが、一つ目は、金融商品取引法制です。横断的ですき間のない投資者の保護、かつ国際性ということを踏まえた法的枠組みを整備していくというプロセスにございます。今年九月頃の施行を目指して、今鋭意パブリックコメントの結果を整理して、金融商品取引法令準備室を中心に作業しております。

二つ目は、市場の監督・執行的な業務です。市場課は企画立案と監督・執行の両面を担っております。監督・執行は、寺田参事官を中心に、取引所の監督、その他市場のエンフォース関係に取り組んでおります。市場機能が適切に発揮されるということから、取引所の業務、あるいは市場が適切に運営されることが大事な行政目的の一つでありますので、日々、あるいは時々起きる事柄への対応をしております。

三つ目は、六月一三日中間論点整理が取りまとめられました金融・資本市場の国際化に関するスタディグループですが、日本の市場は国際的に魅力のあるものに発展していく必要があるという観点から、金融商品取引法制がその大きな一翼を担っているわけですけれども、それに加えて、さらに今後とるべき施策、あるいは金融庁に限らず

政府全体として取り組むべき施策、さらにはマーケット参加者、プレイヤー、マーケットのインフラを形成されているさまざまな関係者の方々の努力目標を整理しようという問題発見をしてきました。

まず、金融商品取引法制につきましては、先ほど申し上げたとおりのプロセスにあるわけですけれども、これは戦後の証券取引法制からしてみると、大きな転換点にあると思っております。流通

三井市場課長
（座談会当時）

性をコアの概念としていた有価証券を規律対象にしていた証券取引法が、投資性のある金融商品を幅広く規律対象にする。しかも、銀行預金等を含めて、投資性の強い金融商品については同じルールを適用するという大きな展開を遂げているということがございます。

それから、集合的投資スキームを包括的に規制対象に取り込む、デリバティブ取引の定義についても大きな拡大をするなど規制の包括化・横断化を図った上で、投資者の属性とか取引の仕組みによって柔構造化しているという意味でも、大きな転換点に来ております。ここのところは実は国際化とも相互に関係します。

このように、規制対象が大幅に広がる、規制の構造が柔軟化するということで、マーケット、投資家、資金調達者それぞれに、私どもとして期待するような大きなメリットがあると考えておりま

す。

こうした枠組みを土台に、国際化のほうの局面で言いますと、国際的にも魅力のある市場、「国際的に」というのは単純に「外国人に」ということではなくて、国内の投資家にとっても、国内の企業にとっても、マーケットとしての魅力という面で、内外から見て競争力のある、コンペティティブなマーケットにしていく、そのような発展のベースとして金融商品取引法を活用し、さらに、その上に成り立つ種々の制度をリファインしていく。関係者においても、例えば自主規制機関のルールとか、企業、それぞれのプレイヤーのガバナンス、自己規律についてもブラッシュアップをしていくといったプロセスにあるのではないかと思っております。

それ以外に、金融証券税制が昨年末、大きなテーマになりましたけれども、これは、官房を中心に対応してまいりましたが、市場行政から見て重要なインパクトのあることであります。後ほど古澤調整官からそのお話があると思いますが、そういったことにも取り組んでまいりましたし、また、次の年度もそういった三大柱プラス多岐にわたるタスクに取り組んでいきたいと思っています。

池田課長　企業開示課長の池田でございます。

私は企業開示参事官として一年、企業開示課長として二年、この仕事も間もなく三年が経過するところでございます。

企業開示課は、ご案内のとおり、金融商品取引法、証券取引法の中のディスクロージャーの分野を担当しているわけですけれども、この三年間を振り返りますと、世の中の関心、注目を浴びるような出来事が、次々と起きた三年間だったと思います。

振り返りますと、西武鉄道における有価証券報告書の虚偽記載の問題、ニッポン放送に対するライブドアの買収というＭ＆Ａ絡みの問題、村上ファンドに代表されるようなファンドによる株の大量買い付けの出来事、カネボウの事件、ライブドアの粉飾事件等、大変世の中の注目を集める事件が起き、そうした個別の問題に対応していくこととあわせて、そうした出来事からの教訓も踏まえて、さまざまな制度の見直しをしてきた三年だったかと思います。

池田企業開示課長
（座談会当時）

一昨年になりますか、証券取引法の改正が行われ、いわゆる取引所の立会外取引について、ＴＯＢ規制の対象に含めますとか、あるいは継続開示書類についての課徴金制度を入れるというような見直しが行われましたし、昨年の金融商品取引法の中では、開示制度の横断化と柔軟化を行うと同時に、四半期報告制度、内部統制報告制度という新しい開示の枠組みも整備させていただくことになりました。

それから本年は、そうした企業サイドのディスクロージャーの充実・強化とあわせて、適正なディスクロージャーを確保するという意味で重要な意味を持ちます会計監査の分野において、公認会計士・監査法人制度のかなり抜本的な見直しをするということで、公認会計士法の改正をさせていただいたということでございます。

要すれば、この三年いろいろ起きた中で、ディスクロージャー制度の信頼を確保するためにあらゆる努力を行ってきた。今回の公認会計士法の改正で、一つの区切りかとは思いますけれども、ディスクロージャーをめぐる問題というのは、不断に見直し・検討が必要な分野だと思います。引き続きそうしたものについての検討を深めていくということかと思いますけれども、当面の課題としましては、今申し上げたようないろいろな法律で導入が決まっています制度、四半期報告制度、内部統制報告制度、公認会計士法の実施、そうしたものを着実に行っていくということだと思いますし、ＴＯＢ制度の世界でも、制度の見直しを行いましたけれども、そういう趣旨を踏まえて、例えば公開買付届出書等で適正な開示が行われていくように、きちんと執行していくことが重要な仕事になってくるのだろうと思います。

それから、新しいフロンティアということでいいますと、一つは、国際化というのが当面重要なキーワードになってくるのではないかと思います。会計基準のコンバージェンス、これは黒澤企画官が中心になって取り組んでいただいていますけれども、コンバージェンスというのは非常に大きい課題だと思いますし、あるいは今、金融審議会で議論されているような市場機能の国際化、市場機能の強化、そうした中でもディスクロージャー制度がどういう形になるかというのが重要な要素を占めてくると思います。

もう一つは、ＩＴ技術が非常に進展している中で、従来から行っている開示の手続、そうしたものについて、そういうＩＴ技術を活用して、投資家に対する情報提供という面では後退しないという前提のもとで、より柔軟な手続というものを模索していくことができないかというのも、重要な

課題になるのかなと考えているところでございます。

寺田参事官　総務企画局市場業務参事官の寺田でございます。

私は、この中で唯一新設ポストでございます。市場業務参事官は昨年七月から設立されました。ただ、実際の仕事としては、私の前の年は市場業務室がございまして、新川が室長を務めており、これを引き継いだ形となっております。市場業務室の一年間は、システムトラブルの多発ということで、与謝野前大臣が「証券取引所等のあり方懇」を開催されましたように、取引所そのものの機能の健全性が強く問われた一年ではなかったかと思います。それに対するあり方懇のメッセージは、三回にわたって中間報告が出ております。今にして思えば、私のこの一年は、三回の中間報告で出た大きく分けて三つのメッセージに対応してきたというか、それらで指摘された課題が具現化してきた一年ではなかったかと思っております。

寺田市場業務参事官
（座談会当時）

まず一点目、システムの健全性という問題については、平成一七年七月～一八年七月にかけての昨事務年度中はトラブルが多発したわけですが、昨事務年度と比較をすれば、落ちついた一年ではあったかと思います。もちろん小さなものは幾つかございまして、それについては当方として報告聴取を行う等適切に対応させていただきました。

また、システムの増強にも東京証券取引所等各取引所は取り組んでおられます。ただ、各取引所、特に東証が次世代に向けてどういうシステムを開発していくのかが引き続き注視されます。また、バックアップにつきましても、証券業協会の取り組みのもとで一層の高度化の検討が行われ、それに対応した各取引所の取り組みも個々には進んでおられますが、実際に全体としてどのようなバックアップのあり方を目指していくのかという検討は、まだまだ気を緩めてはいけないのではないかと思っております。

さらに、その中で関連で申し上げますと、大変残念なことに、昨年九月に福岡証券取引所、札幌証券取引所に対しては、システム管理態勢等の不備によりまして業務改善命令が出されております。これは一つには、証券取引等監視委員会はこれまで以上に証券取引所のシステム面、自主規制管理等についてオンサイトの検査を強化する方針でございますので、オンサイト、オフサイト、相まって取引所の特にシステム面の健全な運営を確保するという動きも明らかになってきた一年ではなかったかと思います。

二つ目としては、先ほどお話が出ておりましたように、年初のライブドアから日興コーディアル、三洋電機等々、虚偽記載、開示訂正等が多発した一年でありました。これそのものはまた別途企業開示のほうから問題提起があるかもしれませんが、取引所のあり方という観点からしますと、上場管理そのものの意義が問われた一年ではなかったかと思っております。

まず、東証一部上場というような銘柄について非常に耳目を集めた行政処分等があった。それに対して、そうしたある意味で大規模な企業において、上場企業自身のガバナンス、もしくは上場企

業自身のコンダクト（行動）としてもっとやるべきことはなかったのかどうか、それについて取引所はどのように対応していくのかという点が課題として挙がってきたと思います。他方、新興市場でも虚偽記載、開示訂正等が多発したことを踏まえて、新興市場のあり方、特に上場審査・管理のあり方という問題も提起された一年ではないかと思います。これについては、各取引所それぞれの中から個々に試みというか、ご提案が出ておりますが、そのご提案についても注視しながら、今後新興市場がどういう方向に向かっていくのかということが注目される一年ではなかったかと思います。

三点目としては、あり方懇では、先に述べたシステムの健全性と上場管理の充実に加えまして、東京市場が国際的にアジアの中心市場を目指すというメッセージが第三次中間報告で出されておりますが、まさに本年は我が国取引所においても国際的な提携の動きが多かった一年であります。例えば、東証とＮＹＳＥ、ジャスダックとナスダックとか、さまざまな提携の動きがございました。

こうした提携のあり方そのものも今後議論になろうかと思いますが、単に提携をするだけでなくて、各取引所そのものが、海外といわば互していくために商品の多様化、自主規制機能の高度化等の多くの課題に今後もこたえていかないといけないと思いますし、行政としても必要な対応をすべき点もあろうかと思います。その辺の国際化への対応に関しては、またスタディーグループのご報告に関連して三井課長からもご意見があるかもしれませんので、あわせてお話をいたしたいと思っております。

黒澤企画官　国際室及び企業開示課の企画官をしております黒澤です。この二年間、日本の証券市

黒澤企画官
（座談会当時）

場関係の規制にかかわる国際的な側面を担当いたしております。これまでも様々な分野で国際的な職務を勤めてさせてきて頂いておりますが、一般に、国際交渉には、大きく分けて、マルチとバイがあるのですけれども、証券関係の場合、マルチは、ＩＯＳＣＯ関係の交渉が中心です。マルチはもちろん時間もかかるし手間もかかるのですけれども、バイ交渉との比較でいえば、精神的なきつさは同じではない。マルチ、特にＩＯＳＣＯの場合そうですけれども、常に拘束力・規範力の強いルールがつくられるとは限りませんし、また、各国いろいろ立場・やり方はあるのですけれども、マルチ交渉では、自分たちだけの力でできることとできないことというのも自ずからある程度決まっていますので、なるようにしかならない部分があるという面はあります。他方、バイの交渉の方は、結果が白黒はっきりしてしまう世界ですので、これはむしろ精神的には結構きついということがあります。主なものの中で、現在一番手間暇がかかっているのは、ＥＵにおける会計基準、さらに最近は監査も加わってきていますが、これらの同等性評価に係る交渉で、これがこの二年間は私の仕事量の相当大きな部分を占めていたということになろうかと思います。

　ＩＯＳＣＯの方の話に戻りまして、ＩＯＳＣＯは、この二年間実に精力的にいろいろな基準やガ

イドラインをつくってきております。例を挙げれば切りがないのですが、例えば取引所に関していえば、取引所の非会員組織化等をめぐって、どのような問題が生じるかについてのガイドラインをつくったり、あるいは証券会社関連ですと、証券と銀行との垣根などが下がってきたり、様々な証券関連業務が同時提供されるようになってきたこと等を踏まえて、利益相反問題にどのように対応していくかといった点についてのガイドラインづくりに取り組んだりしてきております。

それ以外でＩＯＳＣＯ関係で重要なのはＭＭＯＵの話、これはまた後ほどお話しする機会があると思います。さらに、もう一つ大きいのは、ヘッジファンドです。これについて、国際的にどのような規制をつくるのかが議論されてきました。実態調査から始めて、規制のあり方を論じ、さらにより一般に、集団投資スキームというものに対してどのような内部管理態勢あるいはガバナンスの整備が望ましい姿かといった点についてガイドラインをつくるなど、広範な議論が行われてきたのが、この二年間です。

松尾室長　私は現在、市場課の中で金融商品取引法令準備室長をしております。

振り返りますと、着任したのは二年前の平成一七年八月で、当時は「投資サービス法（仮称）法令準備室長」といっておりました。金融商品取引法制がもう少しで完成するという時期を迎え、感慨深く思っております。

金融商品取引法制自体を一つのプロジェクトと考えますと、プロジェクトが始まったのは三年前の九月です。平成一六年九月の金融審議会金融分科会第一部会で、投資サービスにおける投資家保護のあり方について検討が開始され、現在に至っているわけでございます。

松尾金融商品取引法令準備室長
（座談会当時）

そのとき以来、一貫した考え方のもとに制度設計がなされております。三井課長から話がありましたように、三つの視点ということで、第一に利用者の視点、第二に市場の視点、第三に国際化の視点ということで、一貫した姿勢で制度構築に努めてまいったと考えております。

二点目は、その視点の中でもできるだけバランスをとるようにしたということでございます。例えば利用者の視点では、利用者保護ルールの徹底が最初ですけれども、同時に利用者利便の向上も出てまいります。これは考え方としては、利用者の保護を徹底すれば、利用者が安心して取引ができるようになり、その金融商品・取引自体は健全に発展していく。そうすると、金融商品取引業者のほうも新しい金融商品・取引をどんどん開発していって、イノベーションが進んで利用者利便の向上も図られていくということで、ゼロサムではなくてプラスサム、ウイン・ウインの関係を目指しているとよく言っております。

ただ、振り返りますと、その間、世の中の考え方にはいろいろ変転がありました。例えば昨年一月にライブドア事件があったときは、市場の公正性・透明性の確保から、極めて厳格な対応が必要だという議論が起きました。その当時は刑事罰の引上げ等の対応をしました。さらに、ファンドの出資者の開示まで求めるようなご意見もかなりご

ざいましたけれども、私どもとしては、ファンドの出資者の開示を求めると、ファンドへの健全な資金の流れに支障を来たしかねないという弊害が生じるおそれがあることを勘案して、極端な制度設計はしないというその当時の考え方のもとで、ファンド出資者の開示は求めないという、バランスをとった判断をしてきたつもりでございます。

現在は、昨年六月の通常国会で成立させていただきました金融商品取引法制に基づく政令案・内閣府令案などの作業をしているわけですが、その考え方は、同じようにできるだけ様々な関係者の意見を聴きつつバランスのとれた制度設計をするということで一貫しております。例えば「厳格化」を重視する考え方から、その後「オープン・アンド・イノベーション」のもとで「国際化」という観点が取り上げられ、ファンドの活動も有意義ではないかという議論もあります。それはもちろんそうですが、よいファンドは健全に発展していただく一方、悪いファンドは排除していくという考え方は一貫しております。その時々の議論の流れに応じて極端な制度設計をしてしまいますと、その後すぐに制度の再改正をせざるを得ないということになってしまいますので、できるだけ安定した制度をつくるように制度構築したつもりでございます。

もう一点、せっかくの機会ですので、この二年間の感想を申し上げたいと思います。法律自体は、ご承知のとおり、新旧対照表といわゆる「改める文」を合わせて二八〇〇ページございまして、今回の政令案・内閣府令案などは、新しい府令案と新旧対照表を合わせて三七〇〇ページ、「改める文」も含めますと、市場課・企業開示課を合わせて恐らく八〇〇〇ページになろうかと思います。やや法令案作成の限界が来ていると個人

古澤政策調整官
（座談会当時）

的には思います。法令といっても、人間が集まってつくっているドラフト作業です。このような大改正はある意味で人間の能力の限界への挑戦のようなもので、個人的には、このような膨大な法令の企画・立案作業は、世の中にとって必要で有意義なこととはいえ、そう頻繁に行うべきものではないのではないかと思っています。

古澤政策調整官　政策課の政策調整官の古澤でございます。

昨年の夏から参りました。金融関係は初めてでございます。金融庁の中の官房部門ということで、縁の下の力持ちになれるように少しでも勉強していきたいと思っております。

この座談会の関係では仕事は三つございます。一つは税の関係、二つ目は政策評価の関係、三つ目は情報公開、文書管理の関係でございます。税につきましては、また後でお話しさせていただくことにいたしまして、政策評価の関係では、ちょうど今、一九年度の政策評価の実施計画を策定中でございます。三井課長、寺田参事官、松尾室長がやっておられる金融審のスタディグループの議論など、きちんと受けとめていきたいと思っております。

三つ目の情報公開、文書管理の関係につきましては、金融庁は来年一月に移転するものですから、その機会をとらえて、さらに文書管理がきち

んと行われるようにお手伝いをしていきたいと思っております。

河本総括補佐　監督局証券課の総括課長補佐をしています河本でございます。本日は課長の氷見野の代理として参加させていただいております。

昨年七月から、監督局証券課では、個別の監督対応に加えまして、証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会のフォローアップ、及び金融商品取引法の施行に向けた準備作業といった業務を展開してまいりました。

河本監督局証券課総括課長補佐
（座談会当時）

証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会は、昨年三月に監督局に設置いたしまして、業界の方をはじめとする有識者の方々にお集まりいただき、①市場仲介者としてのオペレーションの信頼性の向上、②発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮、③投資家に対する証券会社のチェック機能の発揮、④市場プレーヤーとしての証券会社の自己規律の維持、という四つのテーマに沿って、大変有意義なご議論をいただきました。その結果を、同年六月に「論点整理」という形でとりまとめ、その内容を踏まえ、日本証券業協会などの自主規制機関において、具体的な自主ルール等の検討が行われてきているところでございます。

金融商品取引法の施行に向けた準備としては、機構・定員の措置といった監督体制の整備や監督指針案の策定・公表を中心に様々な検討を行って

まいりました。同法の円滑な施行は来事務年度における最大の課題であり、そのためにも、本事務年度において適切な準備を行うことが求められていたところであります。

今後の課題としては、当然この金融商品取引法の円滑な施行ということがありますが、それ以外にも、「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」の中間論点整理に盛り込まれた事項、例えば、より良い規制環境の構築（ベター・レギュレーション）や銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方の見直し、自主規制の役割・機能の拡充・強化といった、監督行政に深く関わる論点について、具体的な施策に繋げていくことが大きな課題だと考えています。

一、金融商品取引法の施行

⑴　新法の施行までの基本的取組みとその作業

髙橋理事長　どうもありがとうございました。

今、大変貴重なお話を伺いました。各論に入っていきたいと思いますので、よろしくお願いいたします。

最初に、皆さんからお話があった金融商品取引法が施行され、またその政令・府令の案がパブリックコメントされています。松尾室長からお話があったように、大変膨大な作業であったと思います。すき間のない投資家保護の枠組みをつくる、金融イノベーションを推進する、あるいはグローバルな要請に対応していくということが目的であったと思いますけれども、今、政令・府令の案が固まって、全体の作業が最終的段階に来てい

る現状で振り返ってみて、この法令全体の改正で、期待どおりの成果が達成できたと考えておられるかどうか、まず三井課長に伺いたいと思います。

三井課長　すき間のない投資家保護の枠組み、金融イノベーションを促進するという目的については、二年前に今の課長のポストを拝命したときに「どの程度実現できるだろうか」と予測なり危惧なりをしていたことからしてみると、予想外に大幅に実現したのではないかと思っております。

髙橋理事長

まず、「すき間のない」ということで言いますと、先ほども申しましたように、ファンド、集団投資スキームをかなり包括的に定義しまして、それに対して、いろいろな柔構造化した仕組みを盛り込むことができました。デリバティブについても、法律でもかなり拡大いたしましたし、今回の政令案でも多少拡大しております。そういったことでカバレッジは非常に広がったと思います。法律を出した後に幾つか新聞などで拝見する問題事例を見ても、新法であればカバーされ得ると思われるものが目につきます。

金融イノベーションについても、幸い、金融・資本市場の国際化に関するスタディグループでいろいろな方々から話を聞いていくプロセスで、日本の規制に対するご不満ももちろんたくさん承りましたが、その中で「現状のこの規制は過剰で

す」「不合理です」ということは、実は金融商品取引法が施行されると解消するなり、かなりの部分解決するということを聞きました。例えば、「投資家はプロばかりなんだけれども、リジッドな認可制がかかっているんです」という話を頂くのですが、「実は改正されるとこうなるんです」という話が結構ありました。そういう意味では、自分としては、予想以上に進展したと自負しております。

髙橋理事長　よく「ホップ、ステップ、ジャンプ」ということが言われて、今の段階はステップであって、金融サービス市場法というか、一般預金とか一般保険を包括的に対象にしたものとしてはどうかというような議論があるかと思うのです。その辺の展望は何かお持ちですか。

三井課長　一六年、一七年と議論がありまして、一七年末に金融審議会で投資サービス法の制定に向けての報告書が取りまとめられました。その中でも、預金、保険を含めた包括的な、イギリスの金融サービス市場法のような枠組みが望ましいというご意見もありました。それに対しては異論もあり、一七年末に報告書を取りまとめた時点では、とにかく投資性の強い金融商品について横断的な法制を実現することを緊急に行うべきである、こういうことがコンセンサスだったと思います。

　それを超えた、投資性の低い一般の預金や保険も含めた包括的な法制定については、金融商品取引法の実施状況も見ながら、よく議論していこうということになっていると思います。当然のことながら、今は九月頃の金融商品取引法の施行に向けて、最終的な山場の作業をしているところでございます。施行後、その実施状況をよく見て議論をしていきたいと思っています。

髙橋理事長　松尾室長に伺いたいのですけれども、先ほど法律あるいは政令、府令が膨大であるというお話がありました。私もそう思います。政令・府令案をホームページからコピーしようと思ったら、とても膨大でコピーできるようなものではないことがわかりました。

今パブリックコメント中ですけれども、五〇〇〇件を超えるコメントが寄せられているとも聞いています。そういうものへの対応を含めて、政令・府令の準備状況、施行日については既に九月と公表されておられるわけですが、公布の時期について具体的なめどのようなものがあれば教えていただきたいと思います。

松尾室長　先ほど法令案作成作業の限界ということを申し上げましたが、当然、法令は適用されることを見越して作成されるものであり、結局こうした膨大なものは、ご指摘のとおり実務界にとっても大変なことであることから、私も、実務界の法的安定性の観点からも、このような膨大な作業はそう頻繁に行うものではないという趣旨で申し上げました。

金融商品取引法制の政令案・内閣府令案などへのパブリックコメント（平成一九年四月一四日～五月二一日の間に意見募集）は、三〇〇を超える方々、例えば金融関係者のみならず、弁護士会や消費者関係者の方など、幅広い方々からご意見をいただきました。五〇〇〇件というのは、ある講演で申し上げたことなのですけれども、項目数を延べでカウントすると五〇〇〇件程度かなという大雑把な数字でして、多少重複しているものもございます。私どもとしては、まず、このようにパブリックコメントをたくさんちょうだいしたことにつきまして、この膨大な政令案・内閣府令案などを本当によく読んでいただいて、しかも中には

非常に的確なコメントをいただきまして、実務界のご苦労と熱意に感謝を申し上げたいと思います。

現在、そのご意見につきまして、一件一件拝見して、どういう対応をするか精査しているところであります。私自身、まだ途中ですが、全部見るようにしております。役所のパブリックコメントにつきましては、意見を出してもなかなか反映されないのではないかという誤解があるかもしれませんが、今までも決してそうではなくて、当初パブリックコメントに付した原案をかなりの頻度で修正しております。今回も、私どもが気づかなかったような貴重なコメントも多数いただいておりまして、そうしたコメントを受けまして、かなりの修正を含め、コメントへの回答を現在検討しているところでございます。

ただ一方、いかんせん膨大な量のものでございますので、当初、四月一三日にパブリックコメントについて報道発表させていただいた際は、六月ごろに公布すると公表させていただきましたけれども、その後、信託法改正に伴う改正が先に施行されて、金商法に伴う改正はその後に施行するという前後関係があり、信託のほうの公布が七月になるということでしたので、私どもの金商法の公布も七月ころになるという変更が起きています。それでは、七月のいつごろかということですけれども、膨大な作業量ですので、これが表に出るのは大分後でしょうから、七月の前半はないと考えていただければいいと思います。七月の後半の中で、できるだけ早く公布できるよう頑張りたいと思っております。

九月ごろの施行という考え方は、現時点では変わっておりません。九月ごろの施行と公表した背景は、まず、金融商品取引法制は基本的に利用者

保護ルールの徹底のための法改正ですので、法律上の施行期限は一二月一三日までございますが、できるだけ早いほうがいいという考え方があります。一方、法制の適切かつ円滑な施行のためには、現場である金融実務におきまして、円滑に施行できる体制が整備されている必要があります。今回、新たにお客様にお渡しする書面とか、新しい書面を幅広く導入いたしまして、実務界からは、システム対応等にいろいろ時間がかかるので、施行時期を考えてほしいという意見もありましたので、従来、講演で施行は「夏ごろ」と言っていた中で一番遅い「九月ごろ」と公表させていただきました。

九月のいつかということにつきましては、実務界ともまたいろいろ話をして、どれぐらいであれば、システム対応を含め準備がうまくできるかということを見定めながら決めていきたいと考えております。現時点で、九月のいつかということはまだ決めていない状況です。

髙橋理事長　今お話がありましたように、実務界では、システム、書面、あるいはトレーニング、外務員試験とか、いろいろな準備が必要です。今でもその準備は始めていると思いますけれども、完全な準備ができるのは公布から施行までの期間ということで、施行日については非常に関心が寄せられていると思います。

膨大な準備が必要だということで、何か特別な配慮のようなものはあるのですか。それはさっきおっしゃったように、施行の時期を実務界とよく相談するということで対応していく、そういうお考えですか。

松尾室長　もちろん施行の時期だけではなくて、政令案・府令案をパブリックコメントした段階で、一部の書面については、例えば施行後、何カ

月以内にお客様に渡せばいいとか、そういう経過措置を既に設けております。

さらに、今回パブリックコメントをいろいろいただいていまして、例えばある書面の記載事項につきまして、こういう記載事項が新しく入ると、とても対応がうまくいかないというご意見も多数いただいております。もちろん必要な項目は当然記載していただきますけれども、投資者保護にとってそれほど必要性が高くないような項目につきましては、削除するとか、そういうことを現在検討しております。

髙橋理事長　法律、政令、府令の大作業がいよいよ最終段階になっています。法律も含めた改正作業の苦労話は今までも既に聞かせていただいたように思いますが、振り返ってみて、最も苦労したのはどういう点だったと思われますか。

松尾室長　苦労したというのは、時期によって異なっています。

まず、ちょうど今の仕事に事実上つきました二年前の平成一七年八月時点で苦労しましたのは、投資サービス法（仮称）の考え方が実務界に十分浸透していなかったことです。当時、証券界に着任のあいさつ回りをして、いろいろな方にご意見をちょうだいして驚きまして、とんでもないポストについたなとまず最初に思いました。その後、もちろん金融界の関係者のみならず、弁護士会や消費者関係者ともいろいろ意見交換をしました。特に一一月ごろ相当意見交換をしまして、金融審議会第一部会で議論を進めながら、だんだん方向性が見えてきたということで、その問題は解消に向かったと思っています。特に平成一八年一月のライブドア事件を契機として、金融商品取引法制はライブドア事件が提起した我が国市場をめぐる諸問題に対応する法制ということで、理解が進ん

だと思います。

その後の苦労は、膨大な法案をいかに国会に出せるかということです。思い出しますのは、二年前の着任当初の夏にある学者の先生のご意見を聞いたときに、その先生から「えっ、本当に来年の通常国会に出すんですか。二年後に出すと思っていました」と言われたことです。当時、確かにそうだなと思ったのですが、ただ、当時の気持ちとしては、こういうものは勢いがあるときに出さないと意味をなさないと思いまして、とにかく次期通常国会に絶対出すのだという気合いで、スタッフが一丸となって作業し、平成一八年三月一〇日に、政府提出法案の提出期限ぎりぎりでしたが、出しました。その前の閣議が三月七日なのです。三月七日だったら出せなかったと思います。本当にぎりぎり出せたという状況でした。

政令案・内閣府令案は、量が膨大だということと、せっかくの機会なので、単に過去のものをそのまま受け継ぐのではなくて、不要なものはなくして必要なものを取り入れるという規制改革の考え方で、実質的に中身をかなり入れかえています。そうした形式面の膨大さと、実質的な内容の多岐にわたる改廃を考えるということで苦労いたしましたけれども、逆に言いますと、こういう貴重な改正の機会に携わることができて、行政官かつ法律家としては本望だと思っています。

髙橋理事長　先ほど三井課長がちょっと触れられたように、その後いろいろな出来事が起こっていることで振り返ってみると、あの時期に改正して、その後の作業が大変ですけれども、ことしの九月ごろ本格実施という段取りができて、非常によかったなと思います。担当の方は皆さん大変ご苦労さまでした。

内閣府令は、二九本を四本に整理統合していま

す。これは証券関係の府令が非常に見やすくなったという評判を聞くのですけれども、その辺のわかりやすさを念頭に入れて、全体の見直しをされたということでしょうか。

松尾室長　はい、ご指摘のとおりです。

私も今回このポストに来て、証券六法を見てみました。例えば証券会社に関する関係府令も幾つかに分かれていまして、一体どこに何が書いてあるか非常にわかりにくいなと感じておりまして、実務界の方や学者の先生方からも頻繁に同じようなご指摘を受けていました。金融審議会の第一部会長をされていました神田先生からもそういうお話がございました。こういう大改正をする機会は余りないものですから、それなら府令を大編成しようということで、このように整理させていただいた次第です。

一本化してわかりやすくなった面と、特に「金融商品取引業等に関する内閣府令」は条文数が三〇〇条近くに増えましたので、この府令の中でどこの条文に書いてあるのか、若干わかりにくくなった面もあるかもしれませんが、見るときは、法律や政令の条文の順番に並んでいますから、そこを引けば、どこの第何条に書いてあるかがわかるということで、そういう意味ではわかりやすくなったのかなと思っております。そこは実務界の評価にゆだねたいと思いますけれども、ご指摘のとおりだと思います。

(2)　金融商品取引業者向けの総合的な監督指針

髙橋理事長　証券課としては、今回の改正を監督行政の立場でどう受け止めておられますか。

河本総括補佐　監督行政の立場からすると、横断的な利用者保護ルールの整備・徹底は、非常に大きな意味を持っていると思います。

これまで、監督対象となっていない金融商品について問題のある販売事例等がみられますと、個別に利用者保護策を拡充する形で制度的な手当てを行い、それに基づく監督対応を行ってきました。最近の例で言いますと、金融先物取引法改正による外国為替証拠金取引への規制の導入（一七年七月施行）などがあります。

しかしながら、こうした取組みにもかかわらず、例えば多数の一般投資家を対象とした匿名組合形式の事業型ファンドに関する被害事例など、依然、既存の利用者保護法制には「隙間」があることが認められる状況でした。

今後とも金融活動は刻々と発展・展開されるものであり、そうした動きに個別に対応していくこれまでのやり方では、どうしても後手の対応となる危険性があります。そうしたことから、金融商品について「隙間」のない横断的な形で、利用者保護の枠組みを整備することは重要なことであったのだと思います。

監督実務からすれば、新規の登録事務など、この新法をいかに円滑に施行するかという観点、新しく拡大された監督対象業者に対してどのような目線で監督をしていくかという観点、既存業者に対する新しい規制をどのように実施していくかという観点、それぞれの観点から色々な課題があると考えられます。また、実際に新法を施行した後に顕在化する問題も多々あるのではないかと考えています。そうした中で、折角このように整備された横断的な利用者保護のスキームを実効的なものにしていくために、監督当局の態勢整備も含め、一つ一つ解決していくことが重要だと考えています。

髙橋理事長　新しい監督指針の案がパブリックコメントに付されていますが、主としてどのような

考えで構成されているのでしょうか。又、作業の進捗についてお聞かせください。

河本総括補佐　現在、監督局証券課は証券会社（登録金融機関）、金融先物取引業者、投資信託委託会社、投資顧問業者などの業態ごとに、監督指針や事務ガイドラインに基づき日々の監督実務を行っています。金融商品取引法が施行されますと、これらの業者は「金融商品取引業者等」として整理され、原則として統一的な業規制、行為規制の対象となります。それに伴い、監督指針についても体系的に整理することとしました。

まず、これら業者に対する監督上の着眼点・監督手法等を「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（案）」に整理・統合し、また、ファンドの取扱業者など同法で新たに監督対象となる業者、信託受益権販売業者や商品ファンド業者など、現在は別の業法・監督指針に基づき監督されている業者についての着眼点等も盛り込むことで、横断的かつ包括的な指針にまとめることとしました。

新監督指針案の構成は、まず冒頭に、全体にわたる「基本的考え方」を示し、次に、現行の各監督指針や事務ガイドラインにそれぞれ記載されている「事務処理上の留意点」の共通部分を一つにまとめることとしています。

具体的な監督上の着眼点・監督手法等を記した「監督上の評価項目と諸手続」については、各業種に共通の部分と業種ごとの個別の部分があります。これについては、金融商品取引法が、基本的には一つの登録によって複数の業を行える体系となっていることに鑑み、フルラインの金融商品取引業を行う業者にとっても読みにくくならないよう、全業種に共通の事項は「共通編」にまとめることとしました。これにより可能な限り重複を避

けることとしています。

内容としては、全体として監督上の着眼点を網羅的に記載する中で、例えば金融商品取引業者のフィットアンドプロパーの規定、有価証券関連業に係る広告規制、ファンドの販売に際して特に注意すべき説明義務など、新たな規制、新たな監督対象に対応した留意点・監督手法を記載しています。

パブリックコメントは政令・府令と同じ四月一三日から五月二一日までの三八日間行い、約二五〇のご意見をいただきました。現在、いただいたご意見を踏まえ、修正作業等を行っているところです。

⑶　フィットアンドプロパー

髙橋理事長　新しい体制で、参入に当たってのフィットアンドプロパーが今度入っています。この規程は、法律的にどういう効果があるのでしょうか。

松尾室長　ご承知のとおり、ある不適切な証券会社の参入事案がございまして、もともと金融庁の監督部局も証券界も、そうした不適切な業者が証券界に入ってくることを許容していいのかという問題意識を共有していました。今回、私どもは、監督部局からこういう規定を入れてほしいという要望がありましたので、こういう規定を入れた次第です。

ですから、むしろ証券課にお伺いいただいたほうがいいのかもしれませんが、効果としては、これは金融商品取引業者の登録拒否要件の一つである人的構成要件の適確性の審査基準でございますので、これに該当すれば登録拒否ができるということで、不適切な業者の参入を従来以上に未然防止することができる効果があると思っています。

かつ、実際に参入した後であっても、これに該当しますと登録取消し事由に該当しますので、事後的にも、既存の業者であってもこれに該当すれば登録取消しができて、業界から排除することができるという効果を期待できると思います。

髙橋理事長　フィットアンドプロパールールの運用についてのお考えをお聞かせください。

河本総括補佐　金融商品取引業者の役職員の適格性規定、いわゆる「フィットアンドプロパールール」の具体的運用については、新監督指針案において着眼点や監督手法を明記しています。

まず金融商品取引業者の役職員について、経営管理やコンプライアンス等について十分な知識経験を有しているかといった点に着目するとともに、役職員が暴力団員でないこと暴力団員であった過去もないこと、暴力団と密接な関係を有していないこと、金融商品取引法等の金融関連法令に違反し、罰金の刑に処せられたことがないこと、禁錮以上の刑に処せられたことがないこと、とくに詐欺罪等に問われたことがないこと、について留意する旨規定しています。

監督当局としては、これらの着眼点を金融商品取引業者の登録時点において確認することはもとより、すでに登録し業務を行っている業者であっても、事後的にこうした事実が発生または発覚していないかといった点を確認し、必要に応じて行政対応を行うこととします。

なお、こうした項目のチェックにあたっては、警察庁をはじめとした関係省庁と密接な連携を図っていくことが不可欠と考えています。

⑷　規制対象の拡大

髙橋理事長　隙間のない投資者保護を図ってゆくため、今回の改正で規制対象が相当広がることと

なりましたが、監督行政としてどのように対応していくことになるのか。

河本総括補佐　新法の施行に当たり、監督上重要な部分の一つは、今回包括的に定義した集団投資スキーム、いわゆるファンドの取扱いだと考えています。ファンドの大半は現在は規制の隙間に存在するため、具体的な実態はあまりよく分かっていませんが、Ｇ８の議論などでも世界の注目を集めているヘッジファンドや、プライベート・エクイティ・ファンドなど先端的な金融手法を利用する業者、不動産（証券化商品）を主たる投資対象とする業者、投資家保護の観点から重大な欠陥のあるスキームを利用する業者などを幅広く含むと考えられます。

こうしたファンドの出資者についての、投資家保護の課題も多岐にわたると考えており、高度な専門性を持って、実態に応じた適切な監督対応を行っていくことが求められています。一方で、これらファンドは、「貯蓄から投資へ」の流れが進展する中で、今後、我が国市場型間接金融においても重要な役割を担うと考えられます。そのため、我が国金融市場の流動性や安定性、我が国企業の成長性等についてどのような影響を与えるのか、といった点についても注視していくことが重要です。

個別の類型ごとの監督上の留意点をいえば、まず一般投資家向けにファンドの自己募集を行う業者、これは主として第二種金融商品取引業者に該当すると思われますが、こうした業者の中には、過去に問題となったような、投資家に重大な誤解を生ぜしめる事業型ファンドの取扱い業者が含まれます。そうした過去の事例も踏まえ、新監督指針案では、監督当局は、業者が契約の概要や事業の概要、当該契約に基づく権利のリスクに関する

説明を、出資者に対して十分に行っているかといった点について留意することとしています。また、特に、業務の実態がマルチ商法やねずみ講に該当するおそれがある場合には、関係省庁とも連携し、適切な対応を講じていくこととしています。

次に、不動産関連ファンドの運用業者については、デューデリジェンス態勢の適切性、利益相反防止態勢、投資法人の役員会の適正な運営などを、監督当局が特に留意すべき事項として新監督指針案に記載しています。

最後に、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなど、主にプロ向けのファンドの運用を行う業者についてですが、新法では、これらの者に対し、参入規制としては届出制で、行為規制は虚偽表示の禁止と損失補填の禁止のみが規定されており、監督当局の権限としても、報告徴求と立入検査にとどまり、業務改善命令や業務停止命令等は規定されていません。これは、横断的な利用者保護を整備しつつ、金融イノベーションの促進やわが国金融の国際化にも配慮した金融商品取引法の趣旨に基づくものであると考えます。こうした趣旨を活かしつつ、監督当局として必要な実態把握を行うために、新監督指針案においては、ファンドの運用業者に対するモニタリング調査を行い、①ファンド名、②ファンドの類型、③運用財産総額の三点について報告を求めることとしています。

高橋理事長　自主規制機関の重要性が様々な場で指摘されています。金融商品取引法のもとで自主規制機関のあり方については、どのように考えておられますか。

河本総括補佐　金融商品取引法の施行により、金融商品取引業が多様な者によって担われることが

予想されますが、幅広い業者を対象とする横断的な法制の下で、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これまでにも増して重要になると考えています。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ところです。

こうした点については、日本証券業協会等既存の五つの協会が集まった金融商品取引業懇談会が六月二二日に公表する予定の「金融商品取引業協会のあり方について（中間論点整理）」において、一定の方向性が示されております。

この座談会の内容が公表される時には既に協会からプレスリリースされていると思われますので、ここでその概要をご説明しますと、論点整理の中では、まず、「業界の利益ではなく利用者の視点に立つ」、「Variety and Uniformity（多様性を許容しつつ、一定の側面については統一性を確保）の考え方の下、協会間の自由競争が馴染まない分野にも留意」という原則が確認されております。次に、「業界全体のレピュテーション向上に向け、非加入業者の発生をできる限り回避」、「自主規制の隙間は可能な限り埋める」ということが整理されています。また、「同じ金融商品・サービスについては同じルールの設定を目指す」という原則の下、新法施行時点及び中長期的な自主規制のあるべき姿についての提言がなされています。

監督当局としても、こうした考え方に基づき、自主規制機能が構築されることを望ましいと考えており、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が、自主規制のレベルでも効果的に実現されるよう、自主規制の範

囲、役割、及び機能の拡充・強化や、自主規制機関の体制強化に協力していきたいと考えています。

髙橋理事長　先ほどもお話がありましたが、特にヘッジファンドについての関心が強いと思います。ヘッジファンドの規制はどのように取り組むお考えでしょうか。

河本総括補佐　ヘッジファンドについては、金融システムの効率性に貢献している側面を踏まえた上で、その活動に伴う様々な潜在的リスクを注視していくことが重要だと考えています。

ヘッジファンドに対する金融庁の取組みは、大きく分けて①投資家保護、②実態把握、③カウンターパーティーのリスク管理、の三つの側面があります。

まず投資家保護の側面では、金融商品取引法により、ヘッジファンドを含む集団投資スキーム（ファンド）に関する販売規制、運用規制、開示規制が整備されています。もっとも、ヘッジファンドの多くが該当すると思われるプロ向けファンドについては、届出制の下、取引の公正を確保するために必要な行為規制のみが適用され、当局の権限も実態把握のためのものに限定されていますが、例えば虚偽表示による勧誘などは禁止されています。

実態把握の側面では、先ほども触れましたが、新監督指針案において、ファンドの運用業者に対するモニタリング調査を行うこととしています。具体的には、①ファンド名、②ファンドの類型、③運用財産総額の三点について報告を求めることとしています。

最後に、ヘッジファンドのカウンターパーティー（取引の相手方の金融機関）におけるリスク管理を通じて、システミック・リスクを回避す

るという観点も重要であり、一般的な検査・監督権限によって、金融機関に適切なリスク管理体制の構築を促すことが必要であると考えています。

加えて、金融機関に本年三月末から適用されている新しい自己資本比率規制（バーゼルⅡ）では、金融機関のファンド投資のリスクは、ファンドの中身に応じて算定されます。ファンドがリスクの高い資産に投資を行っている場合や、金融機関がファンドのリスクを把握できていない場合には、現行規制に比べ、必要とされる自己資本の額が大きくなることとなります。こうした取扱いは、金融機関のリスク管理の高度化に資するものであり、金融機関の健全性の向上と、それを通じヘッジファンドに関連するシステミック・リスクの回避につながるものと考えられます。

髙橋理事長　ヘッジファンドについて、国際的な場で議論がされているということでありますので、黒澤企画官から、ヘッジファンドの国際的な対応についての状況を教えていただきたいと思います。

黒澤企画官　ヘッジファンドについては、まさに国際的に対応せざるを得ない問題であるというのが内外の当局の共通認識であります。ヘッジファンドについて、金融庁が、去年、それからその前の年に、実態調査をいたしまして、日本のヘッジファンド市場について報告書を取りまとめ公表いたしておりますが、幾つか興味深い点がわかっております。

まずは、この調査の結果、日本のヘッジファンド市場規模は全体で一〇兆円を超えるぐらい、これは恐らく世界のヘッジファンド市場全体の五ないし一〇％ぐらいの規模であろうと推計されます。次に、日本のヘッジファンド市場の特徴の一つは、外国で組成されたヘッジファンドが日本に

持ち込まれて、日本の投資家に販売されているという例が極めて多いという点です。全体の半分以上が、実はケイマン諸島などのオフショア金融センターで組成されており、それらが日本に入ってきていることがわかってきております。さらに、ヘッジファンドを管理するヘッジファンド・マネジャーの多くも、日本というよりは、アメリカの東海岸やロンドン辺りに在住している。また、ヘッジファンドの資金その他を供給しているプライム・ブローカーは一握りの米系の投資銀行が独占しているというのが現状です。したがいまして、日本においてヘッジファンドを実効的に監督するという観点からは、国際的に協力し合っていくことが最も有効な手だてであろうというのが基本的な認識です。もちろん金商法の導入に伴い、ファンドそのものについても登録ないしは届出義務が導入されますし、投資顧問業者についてはこれまでも日本で登録し金融庁の監督下に置かれてきているわけですが、そういった法規制の範囲に収まりきらない在外のファンド等を日本の投資家が相当保有しているというのが現実です。日本だけで一生懸命規制をしてみても、実効性のある監督の形にはならないだろうということで、国際協力を強めなくてはいけないと考えております。

　こういった認識は、基本的にすべての国において共有しているところでございます。ヘッジファンドの規制は、国際的に協調して行うことが必要であるという認識の下、まずＩＯＳＣＯの場では、先ほど申しましたけれども、業界とも意見を交換し合いながら、業界が自主的に取り組めるようなガイドラインづくりや、これを踏まえた、当局間の対応のあり方について検討を進めてきております。最近では、ヘッジファンドのバリュエーション、つまり評価に関するガイドラインを策定

し、今パブリック・コメントに出しておりますけれども、これも、関係業界と意見交換しながらＩＯＳＣＯとしてつくり上げてきているものでございます。

さらに最近、Ｇ７の場で、特にドイツ等がヘッジファンドの規制強化に強い関心を示しておりまして、首脳レベルでも議論されていることはご存じのとおりだと思います。ヘッジファンドを巡る環境について、そこに一定のリスクがあり、状況を注意深くモニターしていく必要があるという点においては、先進国首脳の意見は完全に一致していると考えております。これを具体的にどうやっていくかということがこれからの課題なのかなと思っております。

幾つかアプローチがありますけれども、一つは、ヘッジファンドという場合、まず一番問題になるのは、システミックリスクです。一〇年前に起こったＬＴＣＭ危機のようなことが起こらないようにすることが重要で、これは一義的にはヘッジファンドに投資している、あるいはここに資金を供給している機関自身のリスク管理の問題、具体的には、プライム・ブローカーを含め、金融機関がいかにリスク管理をすべきかということになります。これは金融庁でいえば監督局や検査局が、金融機関を検査・監督する過程でしっかりチェックするということです。今年から施行されましたバーゼルⅡが一つのきっかけとなって、金融機関における適切なリスク管理態勢の整備が進められているところです。もう一つは、投資家保護の視点でございまして、これは先ほどの金商法によりある程度手当てされていますが、一層の国際的な協力は欠かせないということです。執行面では、投資家保護さらには市場の公正性確保の観点から、証券取引等監視委員会が、外国当局と積

極的に情報交換や協力を進めながら、具体的な事案について取り組みを進めているところです。

⑸　取引所のあり方

髙橋理事長　寺田参事官に伺います。取引所関係も、今度の法律で、自主規制部門をきちっと分ける等々随分大きく変わっていると思います。後でまた金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの話を伺いますけれども、国際的な水準等から見て、取引所のあり方について、期待しているような効果がこの法律で出てくるでしょうか。

寺田参事官　金商法における取引所関係の規制の改正内容の基本的な考え方としては、自主規制業務に関し、自主規制法人を独立につくって委託をするという考え方と、また別途、独立性の高い自主規制委員会で自主規制業務をウォッチするという二つの選択肢が認められました。

私どもがこの一年、各取引所の動きを見てまいりますと、ご高承のように、東京証券取引所は自主規制法人を設立するということで、つい先般も持株会社への移行、その後の自主規制法人と市場運営会社の設立等の方針を明らかにされたところで、具体的な動きに進んでいかれていると思います。

また、現在も実は自主規制委員会もしくは諮問委員会といいましょうか、そういうものは大証等各取引所それぞれおありになるところもあるわけですが、さらに金商法の規定にのっとった自主規制委員会とするべく、委員の独立性とか、例えばジャスダックにおいては、実際に自主規制委員会の事務局といいましょうか、自主規制部門を総括する組織を内部的につくって独立性を高めるような試みもしておられますので、法のねらうところに向けて各取引所が動いていかれている状況では

ないかと思います。

ただ、国際的な比較ということでいえば、自主規制の担い方は、アメリカとイギリスでは全く違いますので、問題は、「仏つくって魂入れず」ではありませんが、自主規制法人か自主規制委員会かという組織論ではなく、今後、具体的に上場管理の規則、それからデュープロセスを各取引所がどのように構築していくかということに尽きようかと思います。

これについては、各取引所間で、ＣＲＯの会議でもさまざまな取り組みの情報交換をやっておられると聞いておりますが、特に東証は上場制度整備プログラムを二〇〇六年につくられた上で、今事務年度、上場制度懇談会を開催されて、企業行動規範の導入、上場廃止プロセスの見直し、さらに制裁の実効性の確保、端的に言えば制裁金の導入といった点を上場管理高度化のための検討対象に挙げておられます。

こうした点は、国際的な水準と比べたときにどうかといった場合、不可欠の検討事項と思われます。企業行動規範についても、具体的な中身については、東証はまだこれからということですので、実際に企業行動規範において、何をその内容としていくのか。また、自主規制法人が分化した後におけるデュープロセスをどのように確保していくのか等が注視されます。

東証においても、自主規制法人ができる前にやるべきことは、第一次措置として実施し、自主規制法人ができてから、さらにデュープロセスの観点等から制度整備を行うという方針のようですけれども、諸外国ではもう当然のこととして行われている内容も含まれている訳ですから、やはりスピードという点は、今後、相当重視していかないといけないと思います。実際に日興コーディアル

の事件に関して、そうした観点からのご意見もあったところですので、金融庁としても、今後、規則の認可とかそういうご相談が来ると思いますけれども、それに迅速に対応していかないといけないと思っております。

⑹　ディスクロージャー

髙橋理事長　金融商品取引法の大きな目玉であります、先ほど池田課長も触れていただいた開示、ディスクロージャーについての横断化、柔軟化、こういうことについての全体的に目指したところをお話しいただけますか。

池田課長　金融商品取引法では、規制の横断化と柔軟化というのが、この法律全体を通した大きなスローガンになっているわけですけれども、横断化と柔軟化の考え方というのは、金融商品取引法における開示規制、ディスクロージャー規制の部分についても同様に貫かれている思想だと思っています。

金融商品取引法ができますことによって、従来の証券規制、あるいは今後の金融商品取引規制の対象となる金融商品といいますか、有価証券といいますか、そうしたものの範囲が広がってくる、横断化してくる。そうなりますと、ディスクロージャーのいろいろなルールも、より広がった対象に適用されてくることになります。

ただ、そうした広がった規制対象に一様にディスクロージャー規制をかけることになりますと、これはかえって過剰な規制になることも懸念されるところであります。このため、今回の金融商品取引法では、金融商品、有価証券の性質、あるいは流動性の程度に応じて、開示規制をきめ細かく整備していくという考え方がとられています。

例えば有価証券の性質に着目したきめ細かな対

応ということでいいますと、従来、株とか社債などの企業金融型証券が有価証券の中心であったわけですけれども、近年はそれ以外のファンドとかＡＢＳとか、そうしたいわゆる資産金融型証券の領域が増大しており、金融商品取引法の新しい枠組みのもとでは、恐らくこの部分がさらに拡大してくるだろう。

そうしたときに、こうした資産金融型証券については、企業金融型証券の開示制度をそのまま適用するのではなく、一方で、開示内容ということでいえば、その対象資産の内容とか運用サービスの内容などについては、よりきめ細かな開示を求めていく。今、政令・内閣府令案をパブリックコメントに付したところですけれども、例えばファンド・オブ・ファンズの状況とか、ＲＥＩＴの運用資産の内容等については、よりきめ細かな開示をお願いする方向で案を提示させていただいております。

そういう開示内容の充実を図る一方で、開示の手続については、資産金融型証券については、従来の企業金融型証券とは異なる取り扱いも、場合によっては必要になり得ると考えていまして、今回の金融商品取引法の中では、報告書代替書面制度という制度を設けていまして、何らか他の法令等に基づいて、同じような内容の情報が書かれた書面が存在するのであれば、そうしたものの開示をもって有価証券報告書等における開示にかえることができるというような制度を用意させていただいているところであります。

それから、流動性に応じたきめ細かな対応ということでは、上場有価証券を中心とします流動性の高い有価証券については、より頻度の高い、かつ信頼性という面でも問題のない情報を提供していただくという観点から、上場会社を対象に、四

半期報告制度、あるいは内部統制報告制度というものを導入させていただいています。

一方で、今回の金融商品取引法で規制の対象として整備されました集団投資スキームの権利などについては、一般に極めて流動性が乏しい有価証券、場合によっては、契約等で流動性自体がほとんど制約されているというような有価証券も少なくないと思います。

こうしたものについては、有価証券が転々流通することを前提に整備されている、いわゆる従来の公衆縦覧型開示の役割というのは乏しくなると考えられることから、原則としてそうした集団投資スキーム権利については、投資者に対する直接の説明義務で対応するということで、一定の場合を除いて、原則、従来の公衆縦覧型開示の対象とはしないという扱いとさせていただいているところであります。

それから、規制の柔軟化といったときに、これは金融商品取引法全体にもある思想だと思いますが、プロとアマを区分していくという考え方がございます。この点については、開示の制度でいいますと、従来からあります適格機関投資家の制度の取り扱いをどうするかということが関連してくるわけでありますけれども、金融商品取引法を貫いていますプロとアマという考え方をさらに徹底していくということから、現在パブコメにかけています政令・内閣府令案では、この適格機関投資家について相当大幅な見直しをしています。

従来、事業会社については、みずから有価証券報告書を提出している会社でなければ、適格機関投資家になれないということになっていましたが、そういう要件を外していますし、有価証券保有残高の要件も、従来の一〇〇億円という規模を、大幅に一〇億円まで下げている。あるいは、

事業会社以外の法人、個人についても、同じような要件でプロになる道を開いているということで、従来の開示ルールの流れの中でいえば相当に大幅な見直しをしたと考えています。

恐らく金商法の他の部分についての対応で、各関係者の方は忙しくしておられるので、適格機関投資家の大幅な見直しのところについて、世の中の反応というのはまだ余り大きくないように思いますけれども、正直なところ、相当思い切った手だてを講じていると考えています。プロとアマということを考慮したビジネスの展開というものにはかなり新しい分野が広がっているように考えていますので、こうしたものの活用について、関係者の方で一層の研究が深められることを期待しているところであります。

髙橋理事長　四半期ディスクロージャーの意義についてもう少しふれていただけますか。

池田課長　企業を取り巻く経営環境の変化は、近年、従来以上に激しくなってきていると思っていまして、そういう意味で、企業業績をより迅速、適時に開示することのニーズはやはり高まってきていると考えています。

それから、これはこの問題を議論した金融審議会での議論でもありましたけれども、四半期開示が仮に行われていないとしても、例えばプロの投資家などは、いろいろ入手する業界のデータなどを通じて、各企業がどういう企業実績であるかというのは、かなりの程度推測することができる。

一方で、一般の投資家というのは、そういうデータを持ち合わせないので、そういう四半期開示のようなタイムリーな開示をしていかないと、プロの投資家とアマの投資家の間で、情報の偏在が起きかねないという指摘もあったところで、公平な情報提供という観点からも、四半期ディスク

ロージャーの意義は大きいと思います。

それからもう一点、制度的にいいますと、今回の四半期ディスクロージャーは、これも従来の考え方を大幅に改めていまして、四半期報告書に掲載される財務諸表は、連結の財務諸表だけだということです。開示の世界では、従来の単体重視を連結重視に変えてきていますけれども、ある意味、究極の姿で、連結だけの開示ということで、従来以上に連結重視という姿勢を明確にしたものだと考えています。

高橋理事長　それから、これも先ほどの冒頭のお話にも関係があるのですが、ＴＯＢのルール、あるいは大量保有報告書のルールの整備は、いろいろな事件に対応してやっていただいてきて、先ほどもこれで一段落というようなお話であったかと思います。

ただ、池田課長が、不断の見直しが必要ではないかということもいっておられたわけですが、一応このルールで、今当面は対応できるというふうな認識を持っておられるのかどうか。

池田課長　一応今回の見直しは、その時点で市場関係者が持つそれまでの制度の問題点を総ざらいして手当てをしたと思っています。この分野のルールというのは、市場関係者の認識、考え方によっている部分が少なくないところがあると思います。

正直なところ、例のニッポン放送の株の買収の問題が生じるまでは、市場関係者の多くの方は、ＴＯＢ規制というと、柔軟な企業再編の一つの足かせという問題意識を非常に強く持っておられたと思います。したがって、どちらかといえば、ＴＯＢ規制を柔軟化してほしいという議論が中心で、それに対応した制度の見直しも累次にわたって行われてきました。

ところが、ニッポン放送の事案が出て以降、どちらかというと、市場関係者からは、ＴＯＢルールを、いろいろな事案に、より広範に適用していくことを求める声が強くなってきていると思います。そうした中で、今回の見直しの中で手当てをしたところは、現時点での市場関係者の方の認識に立てば、これが一つの姿なのかなと考えています。

ただ、Ｍ＆Ａをめぐる動向は、今後もいろいろ動きがありうることですから、我々は引き続きそういう動向を注視しながら、こういうＭ＆Ａをめぐる世の中の考え方、そうしたものを踏まえながら、最終的には投資者の保護、透明性と公正な手続というものをどう確保していくかということを、引き続き真剣に考えていきたいと考えています。当面は、新しい制度ができましたので、我々としては、これが実務にきちんと定着していくように、適正な執行に向けて努力していくというのが、最大の仕事かなと考えています。

(7) 内部統制報告書

髙橋理事長　今度の金融商品取引法の中で、もう一つの非常に大きな注目を浴びている点、関心を呼んでいる点は、内部統制評価制度の導入だと思います。エンロン事件をきっかけにアメリカで導入されて、各国でもその導入が相次いでいるということでありますけれども、この制度を金融商品取引法で導入をされた意義について伺いたいと思います。

池田課長　この点については、冒頭に申し上げたさまざまなディスクロージャーをめぐる不適正な事例において、財務報告に係る企業の内部統制がそもそも有効に機能していなかったのではないかという議論が多々あり、そうした中で内部統制の

整備の重要性というものがクローズアップをされ、こうした制度を金融商品取引法の中で手当てをしたということだと思います。

今ありましたように、アイデアとしては、ご指摘のとおり、アメリカの制度が発想の出発点になっていることは疑いのないところでありますけれども、アメリカでもこの制度の実施に向けてはいろいろ紆余曲折があったところで、我が国としては、アメリカのそういう状況も十分踏まえて、必ずしもアメリカの制度のコピーではない運用というものを目指して議論を重ねてきたところであります。こうした趣旨を踏まえて、内部統制を強化していかなければいけないという必要にはきちんと対応しつつ、その運用についてはできるだけ効率的な対応が行われていくように、今後とも実施状況を注視していきたいと考えています。

髙橋理事長　最後に触れられた、運用についてはできるだけ効率的なということでありますけれども、アメリカでは、今触れられたように、中小企業のコストの問題でありますとか、アメリカの資本市場の競争力の問題ということで、まさにおっしゃったように紆余曲折がある中で進んでいるかと思いますけれども、今のお話ですと、こういうアメリカの経験というものを十分踏まえて、実施基準等で配慮しているんだという理解でいいんでしょうか。

池田課長　いろいろな例があると思いますけれども、リスクアプローチという考え方が典型的にはあります。これは内部統制を整備するときに、すべてを漏れなくチェックしようということにしますと、大変なコストがかかってきますので、やはりその目的は重要な虚偽記載を防ごうということでありますから、そういう重要な虚偽記載を防ぐために、まさに重要なリスクのある部分に焦点を

当てて、内部統制の整備評価をしていこうという考え方です。アメリカでも導入当初、非常に保守的な対応がされたことの反省に立ち、現在ＳＥＣなども、リスクアプローチというものを強調していますけれども、我が国のルールの中では、リスクアプローチということが強調されていまして、かつ、実施基準の中では、リスクアプローチというものが実務でもうまく適用していけるように、数値的な基準も含めてかなり具体的な指針を示させていただいているつもりです。

アメリカでは、中小規模の企業向けに簡便な手続を容認する措置がとられているということはご指摘のとおりですけれども、我が国では、そういう動向も詳細に検討した上で、それとほぼ同様の内容のものを、我が国の場合は中小規模の企業に限らず、基本的にすべての上場企業にそうしたものが適用可能になるように整備をしてきたというのが状況だと考えています。

髙橋理事長　二〇年四月からはじまる事業年度から適用ということでありますけれども、もう既に実施基準等は定められているのですが、企業側の準備はもうかなり進んでいるというふうに考えていいのでしょうか。

池田課長　正直なところ、企業によって、準備状況には差があるというところだろうと思いますけれども、既に内部統制の整備がおおむね終了して、経営者による評価の試行などを行っている企業も少なくないと承知をしています。この内部統制の問題、これまで既に議論が始まってから、我が国でも三年ぐらい経過していまして、最終的に内部統制報告書というものが提出されるのには、あと二年あります。都合五年間の取り組みということでありますので、各企業においては、まだ時間も残されておりますので、着実に計画的な取り

組みを進めていただくよう期待しているところです。

髙橋理事長　これに関連して、後で公認会計士制度についても伺いたいのですが、特に内部統制評価の監査を公認会計士に義務づけているわけであります。公認会計士の数が少ないのではないかという中で、内部統制評価の監査ということに公認会計士が十分に対応できるのかという心配があるのですが。

池田課長　確かに会計監査の現場は、内部統制監査への対応、それからその他もろもろの会計監査の充実・強化に向けた取り組み、そうしたものがあわせて今行われていますので、担当の会計士の方々は相当多忙になっていて、いろいろご苦労をおかけしているというふうには認識をしていますけれども、各監査法人においては、内部統制監査に的確に対応していけるように、体制の整備等に努めていただいているところだと認識していまして、各担当の方にはご苦労をおかけすると思いますけれども、そこは十分に対応していただけるものだと考えています。

　当面はそういう各担当者の方のご尽力に期待するところも少なくないのですけれども、中長期的には、これはこの座談会の後の方で取り上げられるテーマかもしれませんけれども、公認会計士の量という面、質を維持しながら量を確保していくというのも、重要な課題だと思っていまして、それは私どもとしても一生懸命取り組んでいかなければいけないと考えています。

髙橋理事長　ありがとうございました。

　ここでひとまず金融商品取引法関連の話題を離れたいと思います。

二、我が国金融・資本市場の国際化

(1) 全体的な議論

髙橋理事長　我が国金融・資本市場の国際化ということで、先ほど申し上げましたように、六月一三日にスタディグループの中間論点整理が公表されました。かなり広範な内容にわたって、いろいろ適切な提言がされていると思います。それから、経済財政諮問会議でもこの問題の検討が進んでおりますし、業界のほうでも、日本証券業協会がこの問題を検討して、それぞれ中間的な報告なり論点整理をしている、こういう状況になっています。

まず、全体として、この問題にどういうふうに、またどういうスケジュールで取り組んでいくのか、その辺のお考えを三井課長に伺いたいと思います。

三井課長　金融・資本市場の国際競争力の問題は、ご案内のとおり、幾つかの場で議論されておりました。まず金融審議会のスタディグループです。同グループは、正式な金融分科会とか第一部会、第二部会といったものが、主としてフォーマルな制度改正の論議を行うことに比べまして、むしろ問題発見型、かつ機動的に行うということで、あえて従来の部会や分科会とは別に、金融分科会のもとにスタディグループという形で別のグループをつくりました。

今申しましたように、問題発見型、スタディですので勉強するということから、各界の方をバランスよく、かつ、ユーザーと学識経験者などの中立委員を主体にという従来の考え方から離れまして、むしろプレイヤー主体、しかも国際的なプレイヤーの方、あるいは国際的にマーケットなりプ

レイヤーを評価できる方を中心に構成されております。プレイヤーの方から見て、日本のマーケットと海外のマーケットとで何が違うのか。あるいは、機関投資家などのマーケットのユーザーの方から見て、何を改善すべきなのかという問題発見をする、こういう考え方で議論してまいりました。

六月一三日、このスタディグループの報告書、第一次中間論点整理をまとめたわけですが、今後は、報告書の終わりのところに少し書かれていますように、今後金融庁が中心になって「金融・資本市場競争力強化プラン」を包括的なパッケージでまとめまして、それを内閣の重要課題と位置づけ、内閣全体、それから官民挙げて取り組むということが提言されております。金融庁としては、そのような考え方、まさに包括的なプランを年末までにつくって、官民挙げて、かつ官の部分は内閣挙げて取り組むということで進めていきたいと思っています。

実は、六月一九日の経済財政諮問会議及びその後の閣議におきまして、「基本方針二〇〇七」が決定されまして、その中でも、金融・資本市場の競争力強化について明示的に述べられております。今申したスタディグループの「金融・資本市場競争力強化プラン」というのは、この「基本方針二〇〇七」の内容と連携をとっていまして、一九年内を目途に金融庁が取りまとめて、政府一体として推進するということが書かれています。その意味でも、金融庁が単に単独で他省庁と関係ない形で進めるのではなくて、経済財政諮問会議、ひいては政府全体のものとして閣議決定された基本方針の中に位置づけられて、政府全体として進められていくことになります。

具体的な進め方については、それぞれ項目に

よって、検討の場について少しずつニュアンスがあるかと思います。例えば課徴金制度の拡充では、適用対象範囲の拡大とか、金額引き上げといったものが具体的に検討課題になっておりますが、これは金融審議会の第一部会等の正式な部会で議論されて、具体的な制度設計をしていくことになります。

それから、銀行と証券に係るファイアーウォールの規制の見直しも、具体的な会議体のつくり方は、これからそれぞれの部会長、分科会長と相談しながら決めていくことになりますけれども、金融審議会のしかるべき場で制度の議論をしていくことになります。

もう一つは、物理的な都市インフラということがスタディグループの報告書でも経済財政諮問会議の中でも出てきております。これは「もちはもち屋」といいますか、そういうことについて強い権限と経験のある都市再生本部、これは内閣官房に置かれた全省庁を統括する機関ですが、ここが中心になって、六月一九日に行われた本部決定に基づいて金融を切り口とした都市再生プロジェクトを推進していただくことになります。

今、官の側のことを説明いたしましたが、それ以外には、例えば自主規制機関とか、あるいはプレイヤーの自己規律といったことも提言されておりまして、それはこの提言を踏まえて、各主体において主体的、積極的に取り組んでいかれることを期待しております。

髙橋理事長　年末までに金融・資本市場競争力強化プランをつくるということですと、それまでに第一部会とか、しかるべき金融審の場とか、あるいは都市再生本部とか、そういうところがそれぞれの分野について検討を終えている、そんな感じになるのですか。

三井課長　現時点で具体的に検討のスケジュールをファイナライズしたわけではございませんけれども、一九年内にこのプランを具体的な形で取りまとめるということが政府全体としても求められていると思います。そこはもちろんこれから会議体が議論するということですので、事務局が結論を先取りするのはやや僭越かもしれませんけれども、まさにそういうことを踏まえてご議論をいただければと思っています。

髙橋理事長　大変重要な問題にこれからまた取り組んでいかれるのですが、どうぞよろしくお願いいたします。

(2)　ベターレギュレーション、プリンシプルベース規制

髙橋理事長　金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの報告の各論について、少し伺っていきたいと思います。

　この中間報告ではベター・レギュレーションと言っていますし、プリンシプル・ベースあるいはルール・ベースをどう組み合わせていくかということが経済財政諮問会議でも取り上げられているのですが、規制のあり方についてどのように取り組んでいかれるのですか。

三井課長　このスタディグループの報告書では、多岐にわたって提言されております。その中でも規制や制度を含むインフラが最初の方で取り上げられ、その中でもさらに規制環境について多数のページが割かれております。その冒頭にベター・レギュレーション、「より良い規制環境の構築」ということが書かれています。

　まず、この基本的な考え方として、

「マーケット・インテグリティー」、―これを「公正透明な市場」「誠実な市場」と訳すのか、訳

が難しいのですが―これを高めていく、そのために公正性、透明性を高めていくという規制当局の本来の役割。

もう一つは、市場が規制当局を必要としているという相互に必要とし合う関係、あるいは「マーケット・フレンドリーな」という言葉もありますが、公正性を損なうという意味ではなくて、あるいは単に甘くするということではなくて、マーケットの実情を踏まえて、時々刻々と変化していくマーケットのあり方に柔軟に対応していく、そういう柔軟性なり迅速性。そういう意味でのマーケット・フレンドリーさ。

この二つの両方のバランスをうまくとっていく必要があるというのが、まずその考え方として必要だと言われていまして、私もそのとおりだと思います。

また、プリンシプル・ベース・アプローチとルール・ベース・アプローチかという論点ですが、そのいずれか一方というふうに偏している国は、現実的にはないのではないでしょうか。

イギリスがプリンシプル・ベースとして有名な国ですけれども、ルールブックは数千ページもあります。大ざっぱに言うと、ホールセールとリテールに分けて、リテールは詳細なルールがある。ホールセールのところはプリンシプル・ベースでかなり自由度が高い。米国ＳＥＣはルール・ベースで有名ですけれども、新しい商品が出てきますと、ＳＥＣが持っている適用除外権限も使いつつ柔軟に対応している。こういうことですので、ルール・ベースとプリンシプル・ベースとの相互補完関係を具体的な局面に応じていかに上手にとっていくのかというところが大事であるといったところがスタディグループのコンセンサスだと思います。

その上で、じゃ、具体的にどういう局面でどういうふうにやっていくのかというのがまさに求められているところであって、それはそれぞれの各論において、マーケットの声をしっかり聞きながら考えていかなければいけないと思っています。

もう一つ、プリンシプル・ベースのところについては、委員の方から重要な議論がありました。プリンシプル・ベースが機能しているところでは自己規律が非常に大事である。国が出てくるわけではないけれども、プレイヤーの中に高いマーケット倫理があって、自己規律が働いている。イギリスでは、例えば証券市場における問題を裁く仲裁パネルのようなものがあり、そこに規制当局、弁護士、会計士などの専門家、それからマーケット側の人など、各方面の人が参加しているが、そこでの議論において証券業界から出ている委員が最も、業界に対して厳しい意見を言うことが多いという指摘もありました。そういう意味では、自己規律をいかに高めていくかということがプリンシプル・ベースがうまく働くことのベースになるんだ、こういう議論がありました。

ルール・ベースに対しても、ルールの蓄積が大事で、ケースの蓄積を広くマーケットの法律専門家が広く共有し、よりよいマーケットのルールを詳細化して高めていくことが必要だということであります。我々としても、そういうことで努力していきたいと思っています。

高橋理事長　現場の行政での取り組みは難しい点もあると思われますが、どのように取り組むおつもりですか。

河本総括補佐　プリンシプル・ベースというのは重要な幾つかの原則を示した上で、金融機関の自主的な取り組みを促すという手法で、経営の自由度の確保といったメリットがあるのだろうと思い

ます。他方で、ルール・ベースにつきましては、かなり詳細なルールを設定いたしまして、個別事例に適用していくということで、金融界にとっての予見可能性が向上する、あるいは行政の恣意性を排除すると、こういった趣旨があると考えています。

金融庁は発足以来、明確なルールに基づく透明・公正な金融行政を徹底するという努力を重ねてきておりまして、その意味で、ルール・ベースに重点を置いているというとらえ方が可能かと思います。他方で、検査マニュアル、監督指針等で、あらかじめ基本的な考え方をお示しして、金融機関の自主的な取り組みを促す、またそれを尊重するという点では、プリンシプル・ベースの考え方も取り入れているということが言えるのではないかと思います。

ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督というのは、二者択一といった性格のものではなくて、相互補完的なものではないかと捉えています。

例えば、ルール・ベースの監督が有効な分野として、行政権限に基づいて不利益処分を行うといった場合、さらには不特定多数の市場参加者に共通のルールを適用する場合がございます。こういった場合にはやはりルール・ベースが必要ではないかと考えます。

一方で、プリンシプル・ベースの監督が有効な分野といたしましては、金融機関の経営管理、リスク管理、コンプライアンス遵守、こういった態勢整備を促す場合でございます。ここは金融機関自身の自主的な努力が重要でございますし、そこで自主性を尊重するということが一つの柱になっているわけでございまして、ここではプリンシプル・ベースというのは非常に重要であろうという

ふうに思います。また、新しい金融商品や取引手法が出現することを、あらかじめ予見して全てをルールで定めるということは不可能ですから、そうしたケースについてはこのプリンシプルの存在が大きな役割を果たすことになろうかと思います。

そこで重要になるのは、自主規制機関の役割だと考えています。自主規制機関による自主規制ルールの策定ですとか、あるいは業界内におけるベストプラクティスの確立といったことが、このプリンシプル・ベースの監督の実効性を高める重要な役割を担うものと考えています。そういった意味では、冒頭で申し上げました「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の取組みは、課題の抽出と遵守すべき原則を論点としてまとめ、それを受けて、証券業協会等において、各種の具体的なテーマについての取り組みをして頂き、その成果が順次現れているものであり、プリンシプル・ベースの監督が実効性をもって発揮される一つの例となったのではないかと考えています。

松尾室長　総務企画局の観点からしますと、今回、プリンシプル・ベース、ルール・ベースの議論もあるのですが、金商法の政令案・府令案をつくるに当たっては、先ほどのＳＧの話、ベター・レギュレーションの考え方も念頭に置いて、できるだけベター・レギュレーションになるように努力しています。

一方、実務界の方からのパブリックコメントを見ていますと、やはり規制のルール・ベースで、法令の明確性・予測可能性ということで、個別のこういう事例ではどうなるのですかというものが相当多いところです。ただ、個別事例は全部異なりますので、私どもはそれに対して確定的なお答えは必ずしもできません。このように何となく実

務界の方がルール・ベースで、私どもの回答は比較的プリンシプル・ベースという興味深い事象が出ているように思います。いずれにせよ、ルールの明確化という観点からは、一般に政令案・内閣府令案などをパブリックコメントに付しますけれども、実はいただいたパブリックコメントへの私どもの回答が実務界にとって重要であり、その回答が行政としての解釈を示すいい機会になっているということを認識しています。このため、パブリックコメントへの回答作成に当たっては、かなり慎重に検討しています。

(3) 規制のコストベネフィット分析

髙橋理事長　もう一つ、規制のコストベネフィット分析ということが諮問会議で出ています。日本証券業協会の中間報告でも触れています。金融審議会の報告にないので、少し聞きづらいのですが、アメリカではコストベネフィットが法定されていて、裁判で行政が負けたり、いろいろな事例が出てきて注目されているかと思います。この辺はどのようにお考えでしょうか。

古澤政策調整官　これは日本では政策評価の枠組みでとらえられています。ことしの三月末に総務省の政令改正がございまして、この一〇月から、一定の規制については、すべて規制影響分析、ＲＩＡと言っておりますが、それを義務づけることになっております。金融庁としても、これを粛々と実現していく、実行していくということが基本です。

ただ、留意点として一点、長官も申しておりますが、こうした政策評価的な枠組みに余り役所のリソースをかけ過ぎると、先ほどスピード感のある制度改正というお話がちょっとありましたけれども、そういうものとのトレードオフがある。そ

のことはよく注意していかなければいけないと思っています。総務省のガイドラインに沿って粛々とやっていくということだと思いますが、理事長からお話のあった、例えばアメリカやヨーロッパのコストベネフィット・アナリシスに類するものを実施していくには、そうしたトレードオフの問題が表に出てくる、したがって体制の整備が大切ということかと思います。

⑷　海外当局との連携強化

髙橋理事長　海外当局との連携強化がいわれ、海外とのＭＯＵを拡大していくべきではないかということがいわれています。それについての現状とか取り組みを教えていただきたいと思います。

　これに関連して、ＩＯＳＣＯでの多国間ＭＯＵというのが進められております。ＩＯＳＣＯの機能発揮ということでいえば大変重要なことだと思いますけれども、まだ日本は参加していないと承知していますが、日本はどういうスタンスでいるのか、その辺を教えていただきたいと思います。

黒澤企画官　まず、この金融・資本市場の国際化に関するスタディーグループの報告書というのは、我が国を国際的な金融センターにするという視点からのご提言をまとめたものですが、その大前提として、日本の証券規制も国際水準の高品質なものでなければならないという、ある意味で当然のことをご指摘していただいているということかと思います。そういった国際水準の高品質な規制という観点から見ると、日本の場合、明らかに見劣っているのは、国際的なＭＯＵのネットワークに参加できていないという点だと思います。今ご指摘がありましたように、ＩＯＳＣＯでは、多国間のＭＯＵという枠組みを数年前につくりまして、二年前の総会で、ＩＯＳＣＯに加盟している

一〇〇以上の全当局が二〇一〇年までに署名するべしという決議をいたしております。それに則って、各国とも鋭意署名に向けた手続をしているわけですが、現在、全当局のうち約半分、即ち四〇当局以上が既に署名を終えつつあり、二〇一〇年に向けた歩みは確実に進んでいます。

片や、我が国は、現状、ＭＭＯＵにまだ参加できていないという状況です。これが何を意味するかというと、証券取引及びこれに伴う証券犯罪が加速的にクロス・ボーダー化している現状において、そういった取引に関する情報交換が関係当局・関係市場とできないということは、日本が世界的な情報ネットワーク内の孤島となる、最悪、国際的な証券犯罪の温床ともなりかねないということを意味するわけです。情報ネットワークの孤島となるということですので、これは日本が国際的なセンターとしての地位を維持できるかどうかということ以上に懸念すべき問題であろうかと思います。積極的な対応が望まれているところです。金融庁は、昨年の五月に既にＩＯＳＣＯに対して加盟申請は行っております。それから約一年間審査を受けてきており、年内にも結論が出ることを期待しております。

何が問題になっているかということですが、我が国の証取法第一八九条には、大きく二つ問題があると指摘されています。

まず一つは、情報交換等を行うに際しての外務省の関与です。我が国証取法における外務省の関与は、他国に類例を見ない日本独自のものであり、権限ある行政当局間で行政目的を達成する上で必要な情報を交換するだけなのに、どうして外交当局の関与が必要なのかというところが論点となっています。まず、外務省との協議条項（同条第三項）の存在が問題とされています。さらに、

我が国外務省は、証券当局間のＭＯＵを締結するに際し、証券当局間だけでなく、外交当局間での確認文書、即ち、口上書までを要求しています。これには、単に日本独自の慣行という問題だけでなく、そもそもＭＭＯＵ署名予定の一〇〇以上すべての国の外交当局から、逐一、口上書をもらうことが本当に現実的なのか、という問題があります。マルチの協定では、どこかの国だけが特別な扱いを求めることはもとより難しいわけですので、こうした外務省の関与の部分をどうクリアするかというのは大きな論点です。

さらに重要なのは、国際捜査共助法との兼ね合いでして、これは第一八九条の第四項に関わるのですが、交換した情報が刑事手続に使われないよう適切な措置がとられなければならないとされている。要するに、証券当局レベルで交換した情報を刑事裁判上の直接証拠として使ってはならない、あるいは使われないようにしなければならない、こういう趣旨の規定です。しかし、この規定は、そういう使用を絶対的に禁止するという趣旨から入っているものではありません。むしろ、手続上の問題です。我が国の法制上、裁判上の証拠に使用されるような情報の交換は、司法当局間が国際捜査共助法に拠って行うこととされており、そういった手続に拠らない形で情報を交換するのは共助法の潜脱にもなりかねない。そういう使用目的の場合、証券当局間のＭＯＵではなく、別途、司法当局間の手続きに委ねるべきであるといった、法体系的な整理の中から生まれてきた手続的な制約であろうかと思います。情報の交換自体が実体として禁止されているというわけではない。この点につきましては、似たような共助法の法制を持っている国は日本以外にもあるのですけれども、そういった国においては、証券当局と司

法当局との間での国内的な協議こそ必要ではあるものの、我が国のように、改めて外国の司法当局から我が国の司法当局への申請手続きを一から踏みなおさなければ交換した情報を裁判に全く使ってはいけない、というところまで厳格に運用制限している国は少ないようです。

これらの点について、過去の金融庁のスタンスは、関連条文、特に第四項を法改正しなければ、そもそもＭＯＵに加盟できないと思い込んでいた節もなかったわけではない。しかし、現在はよりプラグマティックに考えており、法制そのものを変えないでも、手続きをスムーズにすることによって署名可能となる余地はないか、少なくとも、法改正が本当に必要なのかどうかについて、もっとＩＯＳＣＯサイドを議論してみるべきではないかというスタンスです。そういう認識のもと、金融庁として、昨年五月に申請を行い議論をしてきております。論点は大分煮詰まってきておりまして、やはり、外務省や法務省等から、円滑な情報交換実現に向けてどの程度運用上のご協力をして頂けるかがポイントです。その協力体制を、ＩＯＳＣＯ側に説得的に示す必要があると思います。それができれば、もしかしたら加盟審査をクリアできるのではないかという段階にあります。できない場合は、やはり法改正が必要という結論になりますが、今のところ、まだどちらに転ぶかわからない段階で、現行法を変えないで署名できれば、それに越したことはないわけですので、現在その道を探っている次第です。

髙橋理事長　犯罪の温床になってしまうという大変重要な問題だと思いますで、引き続きよろしくお願いいたします。

ＩＯＳＣＯの多国間ＭＯＵ以外にも、海外当局とＭＯＵ締結の努力を進められていると思います

が。

黒澤企画官　多国間ＭＯＵ以外にももちろんＭＯＵはあります。バイでもＭＯＵ締結交渉は着々と進めておりまして、ついこの間ニュー・ジーランドとも結びましたし、既にオーストラリア、シンガポール、香港、中国、それからもちろん米国とも締結済みという段階でございます。証券取引のクロス・ボーダー化が進んでおりますので、個別には申し上げられませんが、こういったバイのＭＯＵは相当程度活用されています。お互い情報を求め合うということが日常茶飯事に行われているという点だけ申し添えておきます。

⑸　課徴金制度の見直し、司法プロセス

髙橋理事長　次に、三井課長に伺います。課徴金制度の見直しということがテーマとして挙げられております。課徴金の導入については、三井課長がかねてご担当されて非常に苦心されたのを覚えておりますけれども、課徴金制度の見直し、検討にどのように取り組んでいかれるおつもりでしょうか。

三井課長　三年前に制度改正で課徴金制度が導入されてから、監視委員会の具体的な立件といいますか、違反事例についてのエンフォースメントは、私の目から見ると、大きく進化したと思っています。刑事事件として取り上げるには至らない違反取引でも、マーケットの立場からしてみると重要であるものについて、監視委員会は限られたリソースの中で大変努力されて、実績を上げてきていると思います。

その意味で、三年前の制度改正で課徴金を入れてよかったと思っております。粉飾といいますか、虚偽のディスクロージャー書類の開示、インサイダー取引など、今までに比べて、マーケット

のルールを守らなければいけないということがマーケット参加者にかなりリマインドといいますか、意識に上るようになってきたのではないかと思っています。

今回、「基本方針二〇〇七」でも明示されていますが、金融審議会においても、課徴金制度はもっともっと使えるように改善していくべきだという議論がおおむねのコンセンサスだったと思います。課徴金制度そのものは今申したとおり歴史が浅いので、日本の法制度の中で十分に経験があるものとはいえないのですが、実際に効果的な機能を持っている制度ですので、こういった提言を踏まえて、秋からの金融審議会で、いい制度になるように具体的な制度設計をしていきたいと思っています。

髙橋理事長　その検討は、対象の拡大、それから課徴金の限度といいますか、そういうものを含むものという理解でいいのでしょうか。

三井課長　二つとも問題意識としてあると思います。今の制度の対象は、マーケットでの不公正取引の中でも、インサイダートレーディング、風説の流布、相場操縦、虚偽のディスクロージャーに限定されています。その対極にありますのがアメリカの証券法の制裁金制度（シビルマネーペナルティー）で、これはすべての証券法令違反は課徴金の対象になるという考え方をとっています。

どういうやり方がいいのか、これから具体的な制度設計になりますが、今の金融商品取引法の中で、課徴金の対象になっていないものは非常にたくさんございますので、そのどれを取り上げるのか。あるいは、現状の課徴金の対象となっているものであったとしても、その構成要件について見直す必要があるのかないのか。金額については、従来から、もう少し引き上げるべきではないかと

いう議論がございました。これらについて議論していく必要があると思います。

内閣官房長官の懇談会である独占禁止法基本問題懇談会が、課徴金制度のあり方について、議論をしております。それが六月にも提言をすると聞いていますので、そこでの法制的な整理を踏まえて議論していきたいと思っています。

髙橋理事長　金融審の提言の中では、紛争処理制度の充実ということで、判例等の積み重ねが必要だと指摘しています。この辺について、弁護士でもある松尾室長、何かコメントがあればお願いしたいと思います。

松尾室長　金商法ですと、認定投資者保護団体制度を導入いたしました。これは証券業協会などの法定の自主規制機関以外の民間団体が自発的に申請した上で、行政の認定を得て、信頼性を持って対象事業者と利用者との間の苦情解決・あっせんを担うという制度でございます。

今回の政令案・府令案におきましては、金商法の考え方と同じく、同意を得れば、できるだけ幅広い業者さんを対象事業者として、そうしたＡＤＲ的機能を担うことができるようにしています。今週六月一二日に、金融庁が定期的に開催しております金融トラブル連絡調整協議会が開かれまして、そこで公表資料として、法務省さんのＡＤＲ法に基づく認証を検討されている団体さんがいるかどうか、また金商法上の認定投資者保護団体制度を活用する業界団体さんがおられるかどうか、アンケートの集計が発表されていました。一部の協会さんで認定投資者保護団体制度活用をご検討いただいているようで、大変心強く思っております。

それに加えまして、金トラ協では、今、大手法律事務所の弁護士さんなどが集まって、認定投資

者保護団体を活用した金融ＡＤＲがつくれないかどうか検討しているようでございますので、弁護士さんから、そうした動きをご紹介いただきました。私どもも、そうした動きも大変貴重な動きとして歓迎しているところでございます。この分野は、一九九九年以降ずっと議論されてきた分野で、先日の金トラ協でも髙橋委員から、そろそろ議論より実現の時期だというご指摘を受けております。それはそのとおりなので、民間の方々とうまく連携をしながら実現できればと望んでいるところです。

⑹　プロ限定取引の活発化

髙橋理事長　冒頭のお話でもちょっと触れておられた、プロ限定の使いやすい市場という議論があり、プロ限定取引をもっと活発化するということで、いろいろな提言が諮問会議や金融審で出ているのですけれども、三井課長、その辺はどのように取り組んでいかれるのでしょうか。

三井課長　六月一三日のスタディグループの報告書でも、「プロに限定した取引の活発化」という項目の中で、専らプロフェッショナルな機関投資家をターゲットとした取引について、その取引をもっと活発化するような方策について検討すべきであるという議論がございます。

もともとの証券取引法は、基本的に、プロ、アマといった投資家の属性を問わず、同じ規律体系を採っています。それを今回の金融商品取引法においては、プロ投資家に対する販売勧誘ルールを大幅に緩和するといった柔構造化をしておりますので、そういう考え方に立脚して、どういうマーケットが構築できるのか。投資家保護を確保するとともにマーケットが効率的に機能するための具体的な仕組みはどうなのかということが、今後の

検討課題になろうかと思います。

当然のことながら、マーケットですので、参加者がいて活発な取引がされるようなマーケットであり、かつ、同時に、マーケットの公正性・透明性が十分確保されるためにはどのようなマーケットづくりをすべきかといった実務を踏まえながら、制度についての議論をしていくことになります。改正後の金融商品取引法の下では大幅な柔軟化が実現しますので、プロ向け取引、市場の活性化の成否については、まずは実務サイドによる市場のつくり込みといったことにかかわってくると思いますので、そういう議論をよく見きわめながら、私どもも検討していきたいと思っています。

特にプロとアマについては、金融商品取引法の中にもありますように、プロとして活躍される投資家はそれなりに知識経験が実質的にきちんとあって、かつそれなりのバッファーとなる十分な資産なり取引実績があることが前提になります。そこのところがどのぐらいきちんと確保されているのかによって、またいろいろな仕組みにも波及してくると思っています。

髙橋理事長　寺田参事官、取引所監督の立場で、ＡＩＭについて何かコメントがあればお願いいたします。

寺田参事官　スタデーグループの審議を進める中で、市場課の事務方としても、ロンドンのＡＩＭの現地調査を行いました。そうした調査等を踏まえますと、ロンドンのＡＩＭは、既存の「取引所上場市場」とは非常に哲学の違う市場であると考えたほうがよかろうと思います。

まず、成り立ちとして、ロンドンＡＩＭがなぜあんなに盛り上がったかというと、一九八〇年代から九〇年代にかけてヨーロッパでは新興市場が乱立しました。結局、流動性の不足とか品質の不

十分さで、はっきり言えば失敗したものが多かった中で、ロンドンＡＩＭが新しいコンセプトで設立され、今、売買銘柄数も非常にふえているわけです。

新しいコンセプトの一つのメルクマールとしては、ＡＩＭで売買を行う「資格」は「上場」とは位置づけられていないということがまず留意されるべき点かと思います。ロンドン取引所は上場管理をＵＫＦＳＡが行っている市場です。しかし、ＡＩＭはロンドン取引所が開設している市場ではあるが、上場管理はＵＫＦＳＡではなく、ロンドン取引所が認めたノミネイテッド・アドバイザーが行うという考え方です。従って、ＡＩＭは我が国の「取引所上場市場」とは全く違うものであるということを前提とすると、プロ市場を検討する際にＡＩＭをどう評価していくのかというのは、単純な問題ではないと思っております。また、今現在、ロンドンＡＩＭでの売買企業の中でかなりいろいろな問題が起きているという情報もございますので、ＡＩＭの本質をよく見ながら検討していかなければいけないと思っております。

また、理事長の直接のご質問趣旨である取引所監督という立場で言いますと、ＡＩＭのような形で取引所が上場管理しなければ、上場が非常に容易になって、いろいろな企業が上場できていいじゃないかという論点について言えば、それにもかかわらずＡＩＭにおいて上場企業管理の水準が担保されているとすれば、それはノミネイテッド・アドバイザーのプレイヤーとしての矜持というか、自主規制能力によるわけです。取引所が単に責任を転嫁してしまえばいいということでは健全な議論ではないと思います。そこら辺はよく実体を見ながら議論すべきではないかと思っております。

⑺　総合取引所

髙橋理事長　同じく取引所の関係で、諮問会議では総合取引所ということが言われて、かなり話題になっています。金融審議会のほうでは取扱商品の多様化という表現になっていますが、その辺の今後の取り組み、この提言の考え方なりをお聞かせいただきたいと思います。

三井課長　まず、スタディグループの切り口は、取引所の取扱商品を多様化していくという考え方であり、異種取引所間の合併促進ということではありません。金融商品取引法では、金融先物取引所と証券取引所が、同じ金融商品取引所という法律のフレームワークの中に横断化されます。新法のもとでは、その間で金融商品が自由に上場できるようになるわけですが、現状、商品先物そのものが金融商品取引所で上場できるという関係にはなっておりません。

現在のようにオールタナティブ投資が盛んになって、デリバティブの技術が進んでいく中で、ＥＴＦを初めとする金融商品の多様化がもっと自由度が高くなっていいということは、このスタディグループのメンバーのコンセンサスだったのではないかと思います。

髙橋理事長　寺田参事官、何かつけ加えることがおありでしょうか。

寺田参事官　実際、各証券取引所では、商品の多様化についてはかなり努力しておられます。例えば、大阪証券取引所では、金等の特定の指標とか特定の株価指数に連動する有価証券を組み込んだＥＴＦの上場に向けた取り組みも進めておられます。そのような形をとれば、実質的に金の指標に連動した投資成果の得られるＥＴＦも開発されていくわけです。各取引所でそうした動きも活発化しておりますので、今のご議論を踏まえた各取引

所の積極的な取り組みが今後期待されると思います。

⑻　海外企業の国内取引拡大、英文開示

髙橋理事長　それから、金融審あるいは諮問会議の提言等を見ていますと、海外企業の国内取引の拡大ということがいわれておりまして、ＪＤＲ（Japanese Depositary Receipts）への取り組みとか、英文開示の早期実施というようなことが求められているかと思いますが、まず、ＪＤＲについて三井課長からお話いただきたいと思います。

三井課長　ＪＤＲは、現行の証券取引法上も外国企業については有価証券として正面から規定されていまして、証券会社の取り扱いが可能ですし、上場も可能です。恐らく預託をして証券を発行するという私法上の権利関係、それからその預託証書を権利移転するときの私法上の対抗要件の整備などの法律要件と効果が、必ずしも十分安定的にコンフォタブルに使えるようになっていないという問題意識から扱われてこなかったものだろうと思います。

今回、信託法が改正されて、預託についての信託の権利関係、それから預託された株式を引き当てとして発行される預託証書が、受益証券発行信託という有価証券として位置づけられまして、そこのところの私法上の権利関係が明確になったということで、これを活用する機運が盛り上がっているものだと思います。

金融商品取引法上は、そこら辺の手当て、それから内閣府令や政令上の手当てもきちんとするということでございます。例えばこれは開示のほうで説明していただいたほうがいいと思いますが、開示の具体的な中身の手当てなどもするということでございまして、金融商品取引法制の面での障

害は、私どもが思いつく限りはクリアされていると思います。現在その実務的な詰めが行われていると聞いておりまして、関係者の努力を注視している状況です。

髙橋理事長　ＪＤＲの開示の問題や英文開示について、池田課長いかがですか。

池田課長　まずＪＤＲについては、現在パブコメに付しています金融商品取引法の政令案の中で、ＪＤＲは有価証券信託受益証券というふうに定義を置いておりまして、他の信託受益証券一般とは異なる開示ルールを適用することにしています。

具体的には、ＪＤＲの発行者がいろいろな開示義務を負うわけですけれども、信託受益権証券一般の場合にいわゆる受託者が発行者となるのとは異なり、ＪＤＲの場合には、株券原券の発行者が、ＪＤＲの発行者に当たる、よって開示義務を持つということ、それから開示内容につきましても、投資者保護を的確にやっていくということで、信託をされた株式に係る開示の内容と同様の開示がＪＤＲの場合にも確保されていくように、政令・内閣府令の整備を提案させていただいているということです。ＪＤＲの仕組みが導入されたといたしましても、開示上は十分な投資者保護が図られていくような手当てを、今回の金融商品取引法の政令・内閣府令案の中でしているということでございます。

それから、英文開示の点につきましては、平成一七年の証券取引法の改正で、外国会社等について、英語による有価証券報告書等の提出を可能とする枠組みが整備されたところです。この点については、外国ＥＴＦに係る有価証券報告書等について、平成一七年の一二月一日から実施をされているところでありまして、その他の有価証券については、先ほどの平成一七年の法律では、平成二

一年三月三一日までの政令で定める日から適用するとされています。

この点について、当時この問題について議論しました金融審議会の第一部会報告が平成一六年の六月二三日に出ていますけれども、そこでは、平成一九年度を目途に実施するよう提言がされているところであります。具体的な実施のタイミングについては、こうした提言を踏まえながら、また英文開示の実施状況等を見つつ、今後判断をしていきたいと考えております。

英文開示については、我が国市場の国際化という観点では、非常に重要な論点であり、課題であると思いますが、一方で、平成一七年の法改正の立案を行った担当者からしますと、ディスクロージャーを英語でするということについては、我が国で有価証券を発行するのにどうして英語なんだというご意見をお持ちの方も少なくないところでありますので、関係者の理解をよく得ながら、着実に進めていくことが大事だと考えているところです。

⑼　上場廃止銘柄の受け皿としてのグリーンシート市場活用

髙橋理事長　次に、グリーンシート市場の改革ということで、グリーンシートにはもっといろいろな役割があるかと思いますが、その中でも上場廃止になった銘柄の受け皿としてのグリーンシートということが注目されています。これに関連して、取引所の上場廃止基準の見直しが求められていると思いますが、寺田参事官、行政として何かお考えあればお伺いしたいと思います。

寺田参事官　このそもそもの発端としては、金融庁担当の田村内閣府政務官が問題意識を持たれ、田村政務官は昨年秋以降、非常に精力的にさまざ

まな関係者のヒアリングを行われました。政務官の問題意識は、上場廃止になったからといって発行株式の流動性が失われてしまうと、株主、そして、その企業自身が再チャレンジという観点からもチャンスが失われてしまうのではないか。アメリカでもヨーロッパでも、市場の層が非常に厚く、上場廃止銘柄の活発な取引の場が存在する。日本の場合、上場廃止イコールもう資金調達の場がないというのはおかしいのではないかということで、取引所関係者、市場仲介者、そして実際に上場廃止になって現在グリーンシートのフェニックスで取引をされておられている企業等のヒアリングをされました。

そうしたヒアリングを踏まえられまして、政務官から、スタディーグループにおいて、上場廃止になった銘柄の流動性を確保するための今のフェニックス（グリーンシート）のあり方を、むしろ市場関係者オリエンティッドに一度議論してもらいたいとの問題提起がなされた訳です。基本的な論点としては、まず、グリーンシートにどうして流動性がつかないのか。例えば今出ている議論としては、保管振替機構扱いでないと、コスト等の点で大きな銘柄の取扱いが難しいという指摘がある。また、グリーンシートのイメージとして、フェニックス銘柄があることをあまり知らなかったというご議論があります。そうすると、むしろ上場廃止銘柄専用市場を独立させたほうがいいのかどうか。それは行政のほうが制度的にどうのこうのというよりは、ぜひ市場関係者でマーケット・オリエンティッドで考えていただきたいという問題提起でございます。

そういう議論に関連して、取引所の側からは、上場制度として期待していた企業の成長性なり、上場管理のスタンスからして、こういう企業に上

場してほしかったという属性が上場企業に次第になくなってきたにもかかわらず、現在の上場廃止基準の枠ではなかなか上場廃止にできない等のケースがあるとして、新興市場などの上場廃止基準の見直しの議論が提起されております。

私ども行政としては、上場廃止基準のあり方については、それはそれとしてきちんと議論していただくべきと思います。ただし、その結果として、例えば特に数値的な基準で上場廃止になり、流動性が失われた銘柄にも、まだまだたくさんの株主の方がいらっしゃるわけですから、その取扱いに対しても責任のある議論をぜひ市場関係者で急いでいただきたい。グリーンシートにおける上場廃止銘柄の取引のあり方については、日本証券業協会の中で議論が始まったと聞いております。もしその結果として、現在のグリーンシートも証券取引法令上の位置づけがあるわけですので、行政として必要な対応をするべきものがあれば、これは迅速に行いたいと思っております。

⑽　ファイアーウォールの見直し

髙橋理事長　銀・証のファイアーウォールの問題は、先ほどもちょっと触れられましたが、かなり話題を呼んでおりまして、諮問会議、また金融審議会の中間報告でもいろいろ問題点も書かれています。いろいろな観点から検討すべき課題だと思いますが、どのように取り組んでいかれるおつもりか教えてください。

三井課長　ここのところはスタディグループでも大変議論がありまして、一つ一つの項目当たりの議論では最も多かったところの一つだと思います。重要な議論ですので、秋以降、ユーザーや学識経験者などから構成される金融審議会の分科会、部会、あるいはワーキンググループなどの適

切な場できちんと議論をしていただくようにしたいと思っています。

そういうことで、現時点で、具体的にどうするということを事務局として申し上げる段階には全くないと思いますけれども、幾つか重要な論点があります。日本のこの経済社会状況から直ちにヨーロッパのようなユニバーサル・バンキングに行くのが適切かと言われると、それはちょっと時期尚早ではないかという議論が多いように見受けられます。金融商品取引法上では、銀・証の分離という従来の六五条と同じ趣旨の規定が三三条でそのまま堅持されています。その根本的な規定の考え方である利益相反や優越的地位の濫用の問題は今でも依然として重要であると思っています。

他方、情報共用の禁止等のファイアーウォールの諸規定については、時代の変化や取引慣行の変化に応じて不断に見直していくべき筋合いのところもあろうかと思います。そういうことから、いまだに重要な論点である利益相反と優越的地位の濫用の防止を十分に念頭に置きながら、よく議論していただくよう考えていきたいと思っています。

松尾室長　ちょっとマイナーなのですが、金融商品取引法の内閣府令案でも、金融グループの非公開情報の授受の原則的禁止の例外の範囲を若干広げております。当局の承認を得てグループ内のうち内部管理目的の場合には授受が可能だという対象会社の範囲として、新たに信託会社と貸金業者を追加していることを申し上げておきたいと思います。

あと、個人的見解で恐縮ですけれども、この問題を議論するに当たっては、銀行の地位とか、国によって金融市場の構造の違いがありますので、そうした違いを考慮に入れて、かつ当事者である

金融機関だけではなくて、資金調達者である企業とか投資者といったユーザーの意見を十分聴いて、制度設計することが大事かなと思っております。

⑾　決済システムの戦略的強化

髙橋理事長　次に、金融審議会の報告の中で、決済システムの強化ということが書かれています。決済システムの改革は、金融庁が相当努力されて、いよいよ二〇〇九年から株式までペーパーレスになるということで、かなり先進的なところにあるかと思いますが、さらなる強化としてどのようなことが求められているのか。あわせて、二〇〇九年まであと一年半しかありませんが、順調にその準備が進んでいるとごらんになっているかどうか、感じをお聞かせください。

三井課長　株式のペーパーレス化は、大変重要な課題が一歩一歩進んで、二〇〇九年まで残すところあと一年半となっています。タンス株券をいかに保振のシステムの中に入れていくかということから始まって、これからペーパーレス化の実施時期直前の最後の業務ということで、証券界、関係者は大変なご苦労をされていると十分承知しています。我々としても、実務でのご苦労なり現状を十分フォローしながら、円滑な実施に移れるように最大限努力していきたいと思っております。

それから、決済システムのさらなる強化というお話でございますが、証券決済、資金決済というものを包括的に見て改革する必要性とか、先進的な決済システムを整えていく必要があるという問題意識が掲げられています。証券決済で言いますと、国債については決済期間がもっと短縮されているのが国際的なスタンダードではないかという指摘があります。

資金決済についても、国際的な資金決済に対応したインフラになっていないのではないか。全銀システムを初めとして、国際的な戦略性を持った、かつ迅速な対応が必要であるという問題意識が出されています。日本が高い品質の決済サービスを提供できる、専門性の高い人材に日本で活動していただけるということが、日本の金融市場の競争力の非常に重要なファクターになると思いますので、決済インフラに対しては非常に強い関心を持ち、競争力のある先進的なものに変えていくことが必要です。

⑿　税制

髙橋理事長　それから、金融・証券税制も、三井課長に冒頭でお触れいただいたように非常に大きなテーマで、諮問会議でも金融審議会でもこの重要性について触れられていると思います。株式や投資投信の譲渡益や配当等の一〇％軽減税率をどうするかという問題、配当の二重課税の撤廃の問題、あるいは金融一元課税の問題が当面の課題としてあるかと思いますが、その辺はどのようにお考えでしょうか。

古澤政策調整官　株式・投信の譲渡益・配当の一〇％課税の問題、それから金融一体課税の問題、いずれの議論についても三つ論点があると思っています。一つは、ここにもご指摘がありますが、二重課税の問題。二つ目は、やはり出てまいります格差論と申しますか、公平公正といった議論はどうあるべきか。三番目は、実務的に税をどのように仕組んでいくかという問題があろうかと思います。

一つ目の二重課税論とか、ある税制を行ったときの効果のようなものは、最初に松尾室長から法令作成の限界というお話がありましたけれども、

こちらのほうも今までの行政システムで議論することにだんだん限界が出てきているのではないかと思っています。学者の方々の実証分析とか、まさに日本証券経済研究所でもやっていただいているご研究、こういうものを益々大切にしていかなければならないと思います。例えば研究所で谷村さんの『証券史談』をおまとめいただいていますが、この中でも「企業税制と二重課税問題」というタイトルで議論されています。過去どうだったか、実証はどうだと、議論のレベルをだんだん上げていくことが必要ではないか。我々としては、それについてどのようなお手伝いができるかというのが一つ目の論点に対する問題意識です。

二つ目の公平論ですが、我々は例えば今の株式投資信託を買っている人たちはどんな方々かというデータを提供したりしようとは思っていますが、こうしたディストリビューションの問題は、最後は政治で決めてもらうということではないか。そういたしますと、三番目ですけれども、役人がこの問題について特に注意しなければいけないのは、どうやって細かい制度設計をするか、インフラをつくっていくかというところではないかと思っています。

その点、ご質問とやや趣旨がずれるかもしれませんが、金融庁として気をつけていかなければいけないのは、事務管理の実務担当の方々、例えば先ほどの決済の問題とか、資産管理をご担当されている方とか、信託銀行の証券事務代行をやっておられる方とか、まさにシステムがどうなっているか、それから源泉徴収をどうのように回していくか、こういうところを金融庁としてはよく気をつけて議論を進めていかなければいけないのではなかと思っています。

⑿　人材育成

髙橋理事長　これもいずれの報告書にも出ていますが、金融・資本市場でのプレイヤーの人材育成が大きな課題になっていると思います。これについての金融庁としての取り組みを三井課長からご説明ください。

三井課長　人材については、スタディグループ、役所も含めて、各プレイヤーの努力の問題でもありますが、人材は最重要課題の一つであることを認識すべきであるということから、人材を各プレイヤーが取り組むべき各論としてではなくて、一つの大きな柱として、独立して項目を立てるという議論になりました。

　グローバルなレベルから見て、突出した人材を頂とする高くて裾野の広い人材がいることが競争力の源泉であるという認識がございまして、プレイヤーの人材もそうですし、プレイヤーの中で、マネジメントから実際のディールを行う人、ストラクチャーをつくる人、そうした各層にわたって高いレベルの人材が集積して、それがオン・ザ・ジョブ・トレーニングというか、実際の実務の中でさらに磨かれて先端を争っていくことが必要だと思います。

　それに加えて、スタディグループの報告書で「金融周辺サービス」という項目で書いていますように、法律、会計、コンサルティングといった金融を取り巻く専門サービスを担う人材の層を厚くしていくことも非常に重要かと思います。

　最初の規制環境のところで、規制が明確かどうかというのは、実は人材の層が厚いかどうかということと表裏一体の関係にあるという指摘があります。私もそれを金融商品取引法の法令の作業で実感しております。

　イギリスは必ずしも日本のような成文法が整備

されている国ではありませんので、多くの方々が、イギリスの金融のレギュレーションを勉強するのは極めて難しいと言われます。実際どうかといいますと、マジックサークルと言われている会社・金融法務専門のローファームには規制内容の詳細を含む膨大な専門的な法令解釈の知識とその運用に関わるノウハウが蓄積されているとの指摘があります。アメリカはそれに比べるとかなりドキュメンテーション化されていて、そのかなりのものが、オンラインでWestLawやNexisLexisから情報収集できるなど実務家がアクセスしやすい形になっています。

実際英国や米国は、日本に比べると、コモンローの伝統があるので、ケース・ローがたくさんあり、法律家、弁護士でないとわからないようなルールがたくさんありますけれども、それをサポートする人材もまたきわめて豊富にいまして、企業なりユーザーなり消費者なりがそういう方にアクセスしやすくて、サポートが受けられるようです。

それに比べて日本は、弁護士の数が非常に少なく、金融・証券の法務専門家の層が薄いという状況です。このため、金融・証券法務の専門家の層を厚くしていくことが大変重要であるという問題意識があり、あえて特記しているわけです。実際に何ができるかについては、それぞれの局面で変わってくると思いますが、様々な面で協力していきたいと思っています。

髙橋理事長　これは何か金融審議会等の場で検討するようなテーマがあるのでしょうか。

三井課長　それぞれの立場の人々が皆努力する必要があり、金融庁としても協力すべき所を考えて、実行していくことが必要と考えています。また、例えば、大学の法学部やロースクールにおい

て金融商品取引法を積極的に教えていただければ大変ありがたい。さらに、都市再生プロジェクトを活用して、金融工学、マネジメント、法律、会計といった専門教育に関し、大学の自主的判断が前提となりますが、都市再生プロジェクトの地域に実務家が来られるキャンパスを出すということも考えられます。このような取組みについて、もし、官として協力できるものがあれば、積極的に貢献していきたい。

先日、本邦証券の米国現地法人のＣＥＯが内部管理責任者資格試験に合格しなければならないというＮＡＳＤの規則に違反したとして処分されたとの報道がありました。全米証券業協会（ＮＡＳＤ）規則第一〇二一条では、米国内で一定の業務を行う証券業者のトップ等に対して、証券諸法令についての理解度について問う資格試験を課しており、この試験に合格していないと処分の対象となっているようです。似たような制度が中国にもシンガポールにもあります。要するに、外務員だけではなくて、トップが試験に合格している。その国のコンプライアンスと証券会社の倫理みたいな話をそういう人たちが担っていて、そういうものを通じて市場の質を高いレベルで維持しようと努力している面があると思います。そういう制度を直ちにやるかどうかは別として、そこに一つの教育というか、人材を厚くしている面もあります。

それから、金融工学で言うと、アメリカの金融工学の先生は日本以上に中国をはじめとするアジア諸国に熱い視線を注いでいるとの指摘もあります。それだけ他のアジア諸国は、金融専門人材の育成に熱心なようです。日本でも例えばカンファレンスを開くとか、何かできないものでしょうか？

⑭　金融リテラシーの向上

髙橋理事長　今のことと裏表のような話ですけれども、金融リテラシーの向上ということを金融庁も相当力を入れてやっておられると思います。その一層の充実が求められているわけですが、これについても何か具体的な取り組みがあるのでしょうか。

古澤政策調整官　金融経済教育はライフステージに応じてやるということで、一つは、三井課長からお話があった大学レベルをどうするかという問題があります。それから、そこに至るまでの小学校、中学校、高校レベルをどうするかという問題があるのですけれども、ここはここ一～二年、相当取り組みをやっております。この面で一番リソースがあるのは日本銀行です。昔は貯蓄推進委員会、今は金融広報委員会ですが、彼らと提携しながらやっていくことが基本です。今は、総論は大体終わって、現場の先生にどうやって直接アクセスするかという段階です。それを今年、来年の金融庁の大きな課題として取り組んでいこうと思っています。

髙橋理事長　大変大事な課題だと思います。ぜひよろしくお願いいたします。

⑮　投信の目論見書

髙橋理事長　投信の目論見書の簡素化につきましては、従来から投資家の理解を損なわない範囲で、簡素化について随分進めてきていただいているかと思いますけれども、証券業協会が取りまとめた我が国市場の国際化という中では、さらに一層の簡略化が求められております。さらなる簡略化、簡素化ということについて、何かお考えがありましたら、お伺いしたいと思います。

池田課長　投信の目論見書の簡素化、弾力化につ

いては、近いところでも平成一四年、平成一六年に見直しをしてきたところで、現時点で何か投信の目論見書についての見直しが予定に上がっているという状況にはないのですけれども、ただ、冒頭にもちょっと申し上げましたが、必ずしも投信ということに限らず、目論見書その他の開示に関する手続のあり方については、もちろん投資家への的確な情報提供は十分確保していく必要がありますけれども、社会におけるＩＴ化の進展、そうしたような状況を踏まえて、どういう手続がいいのかというのは、問題意識を持って考えていく必要があるのではないかと思っています。

国際化という視点で考えたときも、例えば我が国の開示のシステムでありますＥＤＩＮＥＴ、それを今ＸＢＲＬ化しようということにも取り組んでいますけれども、正直なところ、電子開示の枠組みは、国際的に見ても、今日本が結構リードして進めている部分であると思います。今後さらに、そういったことが実現していくとすれば、そういう進んだ電子開示システムがある中で、こういう目論見書その他の開示の手続のあり方がどうあるべきかというのは、さまざまな工夫の余地があるのではないかと考えておりまして、もちろん、投信の目論見書について具体的なご提案があれば、我々も十分検討させていただこうと思いますけれども、必ずしも投信ということに限らず、広く考えていく余地のあるテーマではないかなと思っています。

⑯　都市インフラ

髙橋理事長　この提言関係では、もう一つ、国際金融センターとしての都市インフラの点について触れられています。これは今の都市インフラが不十分で、都市インフラというアプローチから何か

していかなければいけないという問題意識で提言されているものなのでしょうか。

三井課長　これは金融・資本市場の国際競争力という視点からすると、コア部分というよりもむしろそれをサポートする部分であるということなのですが、東京はアジアの諸都市の中では圧倒的なインフラを誇っていたかもしれない昔と異なり、今では北京にも上海にも深圳、マカオ、香港、シンガポールにも、日本以上に立派なオフィスがあり、快適な生活環境がある。生活・ビジネスインフラがそろっているという状況ですから、アジアで金融活動を行うに当たって、別に東京あるいは大阪である必要は全くない。むしろ香港や上海に住んで、日本に日帰りで出張してくれば事は足りるぐらいの時代になってきています。

その中で、平成一三年の小泉内閣発足当初、日本の主要な都市はバブル崩壊のつめ跡が深く、ニューヨーク、ロンドン、パリといった世界の主要都市に比べて都市としての魅力や競争力がどんどん低下しているのではないか、物理的に魅力のない街になっているのではないかという危機感から、都市再生プロジェクトが始まりました。翌年一四年には都市再生特別措置法という法律も成立しまして、都市の再生が急速に進んできています。

第一次決定をされた場所は、東京、大阪などの主要な都市の中心部です。東京では、大手町・丸の内・有楽町、それから赤坂・六本木地区です。まだ四〜五年しかたっていませんが、見違えるほど街が変わってきています。都市再生特別措置法をつくったときは、国際的に競争力のある街にするという発想ですので、そこに金融機関に入ってもらおうと思って始めたわけではありません。むしろ金融はどんどん合理化を進めてフロアを縮小

していましたので、テナントとしては期待されていなかったわけですが、ふたをあけてみますと、六本木のミッドタウン、新丸ビル、いずれもテナントの多くが外資または金融・金融周辺サービスということで、実は主要な需要者は金融関連であったことがわかってきています。

都市再生プロジェクトは単なる箱物の促進ではありません。グローバルなスタンダードから見て、街自体を快適でビジネスのしやすい環境にしていこうというものでありまして、そういうグレードの高い街をリーズナブルなコストでつくるために、規制上のいろいろな特例や手続の特例が認められています。容積率とか税制上の措置はその一例です。こういう現状にあるので、それを金融という切り口で活用しないのはむしろもったいないというぐらいの気持ちでありまして、そういうプロセスが現に進んでいるのであれば、それを金融の面からさらに活用してはどうか。金融センターとして活躍しておられるプレイヤーなり、その周辺サービスの方々がより活躍しやすい街にするためのサポートとして活用してはどうか。

実は都市再生本部と共にいろいろな方にヒアリングをしますと、特に外資系、外国人のプレイヤーからすると、日本は、日本以外のアジアの諸都市に比べて、ビジネスのしにくさというものが金融規制のみならず、たくさんあることがわかってきました。

例えばビル一つとっても、日本はお仕着せの標準仕様のビルに黙って入るのだそうですが、世界の名立たる金融機関は、引き渡しを受けたビルの内装を全部壊して、全世界共通の仕様につくりかえるそうです。壁もじゅうたんも天井も全部はがしてやりかえるというむだなことをしていると聞いていますし、部屋は広く、天井は日本に比べて

高い。フロアも柱がない一〇〇〇坪もの広大な空間を欲するということで、そういうものがないと快適なビジネス用ビルと考えない。古い大手町のビルでは、値段は世界水準だけれども、中身はだめだという評価があるということです。

ただ、そういうものに対応するビルをどんどん供給するといっても、それはそう簡単ではありません。このプロジェクトは強力な推進のツールになります。それが背景であり、進めるところであるわけです。

それ以外にも、インターナショナル・スクールとか、英語での医療サービスに不足を感じていて、日本だと、「だんなさんが単身赴任してください」で終わってしまうのですが、外国の場合は、奥さん、子供が「嫌だ」と言うと、本人も東京には行かないということになってしまうそうです。そういうことからも、せっかくチャンスがあるのであれば、それがちゃんと活かせるようなインフラを整えてほしいということがあります。

こうした点については、今までは何もツールがなかったところに、今回は都市再生プロジェクトとしてサポートしてくれることになったので、これは証券界・金融界も大いに活用していただく価値があるのではないかと思っています。

髙橋理事長　金融・資本市場の国際化に関するスタディグループの中間論点整理に関しては以上です。そのほかの話題に移りたいと思います。

三、その他

(1)　取引所のあり方

髙橋理事長　取引所の国際的な合従連衡が随分進んでいます。その中で東証の位置づけをどうするか。あるいは、東証がアジアの中心市場でいられ

るのかどうかということがあります。そうした観点からすると、先ほど取引所のシステムの話に触れられましたが、効率性、安定性、多様性ということが必要です。また、アルゴリズムとかそういう新しい取引がどんどんふえていますし、ＩＴ化、グローバル化の影響を受けています。こういうものに今後、我が国の取引所が対応していけるだろうかということが非常に大きな関心だと思うのですが、その辺の見通しについて、寺田参事官、いかがでしょうか。

寺田参事官　大変大きなお話ですので、まず客観的な事実だけ申し上げますと、ご高承のように、ＮＹＳＥ・ユーロネクスト・グループに続き、ナスダックと北欧のＯＭＸグループの提携が誕生し、それからドイツの取引所がアメリカのＩＳＥ（インターナショル・セキュリティーズ・エクスチェンジ）と合従連衡しました。取引所のグループ化、国際的な連携の動きが大きくなってきたということはおっしゃるとおりだと思います。それについて、世界はそのうち三つか四つのグループに収れんされるだろうというご意見もあります。

これについてどう評価するかということですが、私の個人的な見方、もしくは学識経験者の中にもそういう言い方をされる方がいらっしゃるのですが、この合従連衡は、一つにはシェアという問題もあると思いますが、やはり上場商品の品ぞろえということが大きいのではないかと思います。ＮＹＳＥがユーロネクストを欲し、ナスダックがＯＭＸを欲したのは、現物だけでなく、先物、デリバティブ等さまざまな商品をワンストップに、またある特定の通貨で提供できるということが、今後の大きな国際的な競争の中で重要だということではないかと思います。

もう一つは、今理事長からお話があった、また

は私が先ほど申し上げた話もありますが、システムという問題も実は大きいわけです。欧州の取引所システムの競争力、コストとかそういうものについては非常にいろいろな議論があって、ご存じのように、欧州を中心に米系も含めた大証券会社七社ぐらいがみずからＡＴＳをつくって、取引所システムに対しシステム面で競争力を持とうとしているわけです。それに対して、先ほどの合従連衡組の中のＯＭＸは、もともとシステムメーカーですから、自分のシステムを売り込もうとしているということで、取引所の国際的な連携においては、上場商品とシステムの競争力が今後、非常に大きなキーになっていくのだろうと思います。

そうした中で、東証はＮＹＳＥとの戦略的提携協議を始めておりますし、ロンドン、深圳、シンガポールともＭＯＵ等結ばれている。また大証、ジャスダックもそれぞれＭＯＵ等を様々の取引所と締結されておられますし、中国事務所を今後、東証が開設される方向だということで、まさにアジアの中心市場たらんという努力は各取引所が続けていかれているわけです。ただ、これは私の個人的な問題意識ですけれども、やはり東京の地理的な位置付け、それから個人金融資産がこれだけ大きいという環境から、世界の取引所にとって、一度は東京、大阪、更には日本市場というものは提携しようという候補に上がってくるのだろうけれども、最終的にそれが大きな欠くべからざる連携のパーツになるのかどうかというのは、結局その市場が持っている豊かな商品とシステムの競争力に尽きるのではないかと思います。

そういう点に関して言えば、実は今事務年度くらい、各取引所から新しい商品を認可してくれとか、この規制を緩和してくれという要望が多かった年はなかったような印象がございます。先ほど

の大証の新しいＥＴＦの規則改正とか、同じく大証の例ですが、ギブアップ制度、実際に取引をされた方と清算された方を別にするという制度も認可申請されておられます。各取引所とも、収益の向上に伴って、商品とか取引の効率性を高める努力を進めておられますが、それを国際提携と並行して行っていかないと、東京市場もしくは日本市場が世界の中で確固たる一極になるというのは難しいのではないか。単に手を結べばいいということだけではないのではないかというのが私の意見です。

髙橋理事長　それと関連して、地方取引所をどうするかということもあると思います。

寺田参事官　地取については、冒頭、私の一年間の所感の中で申し上げましたが、オンサイトの監視を定期的にしないといけないという問題意識を証券取引等監視委員会が持ったということは、非常にすぐれたご決断だと思います。その中で出てきた問題として、札幌、福岡については、先ほどシステムリスク管理態勢の不備が指摘されたと申し上げましたが、それ以外にもう一つ重要な点を指摘されています。札幌では売買審査、いわゆるインサイダーや相場操縦の審査基準そのものが整備されていない。福岡においても、実際に売買審査業務の統一的、組織的な行使の体制が未整備であるということも処分事由になっております。

　地方取引所は、地方の経済界もしくは地方の金融界にとって非常に重要な存在であることはわかりますし、それはそれとしての存在意義を私どもも決して軽視しているわけではございません。しかしながら、取引所であるからには、オンサイトの監視に耐え得るだけの取引の公正性、円滑性をまず確保することが前提になる、このことを今後肝に銘じていただく必要があろうかと思います。証

券取引等監視委員会は、今年度もオンサイトの監視を続けておられます。そうした監視に十分こたえて、そもそも投資家の信頼に足る基盤を整備した上で、将来像をどうするのかということを問うていただきたいと私個人としては思っております。

髙橋理事長　地方取引所全体の問題に加えて、各取引所が持っている新興企業市場の問題、この辺は今のお答えの中でかなりカバーしていると思うのですが、どのようにお考えでしょうか。

寺田参事官　新興市場については、昨年、与謝野前大臣の下での取引所のあり方懇で、上場管理の充実は、三本柱の命題の二つ目に掲げていただきながら、新興市場絡みで、粉飾とか、粉飾までいかなくても、業績の見直し、決算訂正、ＩＲの不足等がこれほど問題になった一年はなかったのではないかと思います。

個別名で挙げていっても、マザーズ市場のライブドアから始まって、ジャスダック上場のペイントハウスが監視委員会から虚偽記載の訂正命令勧告を受け、上場廃止について現在係争中と聞いております。やはりジャスダック上場のＴＴＧも、監視委員会から課徴金の命令を受けた後、上場廃止になりました。それから、大証のヘラクレスの銘柄であるサンライズテクノロジー社は、適時開示義務違反等で上場廃止となり、現在係争中ということで、枚挙に暇がありません。こうした状況下において、新興市場のあり方について、取引所自身が問題意識を持つのは当然のことではないかと私個人的には思っております。

その新興市場のあり方を巡る議論の中で、東証のマザーズの見直しにおいても、またジャスダック証券取引所の新市場のコンセプトの中でも出ている一つの視点は、成長性を期待して上場を認可

したという考え方に立っているにもかかわらず、成長性が失われた企業、もしくは企業そのものが最初、成長性があると思っていた事業から、ほかの事業に中心が転換してしまったものというのは、往々にして反社会的勢力のつけ込むすきになるなど適格性を欠く場合が多い。こういった視点から、成長性が失われたり、本来の事業が転換してしまったものを引き続き上場させるべきかどうか、こうした問題意識を持って今議論が始まったことは、私は有り得べき方向性ではないかと思っています。

しかしながら、新興市場の哲学である、将来の成長性があるものを積極的に上場を認めるという姿勢の見直しは、非常に重い意味を持っていると思います。一つは、今まで上場した企業及び当該企業に投資した投資家の期待権の問題です。今まではこういう基準なら上場して育ててくれると言っていたのに、手のひらを返してはいけないわけで、そこはどうなのかという問題が一つあります。

もう一つは、上場を廃止するというか、成長性が失われたから退場していただく話ばかりしておりますが、他方で、私個人の意見として申し上げたいのは、そもそも上場審査の厳正さも大事なのではないかという問題意識をぜひ持っていただきたいと思います。先ほど実例を挙げましたペイントハウス、サンライズテクロノジーの上場廃止の判断に関しても、取引所は取引所としての理論があり、上場企業は上場企業としてのご主張もあり、係争になってしまう。やはり上場廃止は、株主にとっても会社にとっても、そして社会的にも非常に大きなコストを伴う問題です。したがって、新興市場について、成長性が失われた、当初の期待が失われたものをどうするかという視点の

問題を議論すると同時に、そもそも上場審査のときの責任が取引所及び仲介者においてより自覚されるべきではないかと思っています。

かなり大上段に振りかぶってしまいましたが、いかがですか。

三井課長　新興市場への参加者は、マザーズもそうですけれども、個人が多い。個人にばかり売れていて、機関投資家が余り入ってこないというのは、実はゆゆしい事態かもしれない。機関投資家の目にかなっている商品が出ていないのではないか。あるいは、機関投資家が買わないような商品を個人が買っている、すなわち、個人投資家がリスクテーカーなのではなくて、プライジングが甘いものが分析能力の弱い個人に売れてしまっているだけかもしれない。

従来個人投資家がリスクテーカーで、機関投資家がティミッドだという見方が多かったかもしれませんが、この一年間の新興市場のいろいろな問題を改めてレビューしてみると、実はそうではないという説にもそれなりの説得力があります。その意味でも、新興市場の審査のあり方については、真剣に受けとめていく必要があるのかなと思っています。

寺田参事官　先ほどのロンドンＡＩＭの話がプロ向け市場の例として出ましたが、個人の参入は制度的には禁止されていないのです。実際、貴族等の非常に大口の個人投資家も入ってきています。しかしながら、開示は自主規制によるものですし、上場管理はＵＫＦＳＡがやっていない。そうすると、基本は機関投資家とかリスクのとれる大口個人投資家の市場であるのです。

ところが、今、三井課長がおっしゃったように、日本の新興市場といった場合、将来の成長性期待という視点で取引所等が上場審査していると

言っているにもかかわらず、明らかにマザーズの八割から九割は個人投資家です。正直言うと、当初考えていた姿とかなり違ったことが起きているような印象はありますね。

三井課長　あるイギリスのローファームの方とかなり長い時間話をしたときに、おもしろいことをおっしゃっていました。イギリスと日本の実務の違いについて、日本の企業は、ディスクロージャーの書面をつくるときに、会社がつくったものを弁護士事務所に持っていって、「ここはどうですか」ということをやる。イギリスでは、そもそも弁護士が会社の中に入っていって、徹底的に議論をしながら弁護士が会計士と一緒になってディスクロージャーの資料をつくっている。そして、それをまた弁護士事務所が外部からの監査のような形でチェックしてつくり上げる。そういう職業的専門家の人たちが連携して市場の品質の維持向上に努力しているという趣旨のことを述べていたのが印象的でした。

髙橋理事長　そういうところが当面の課題であるということで、取引所関係のお話はここまでにしたいと思います。

(2)　企業会計基準

髙橋理事長　それでは、東京市場の国際化という点を離れて、そのほかの点で重要なテーマをお伺いしていきたいと思います。

先ほどもちょっとお話が出ました企業会計基準、あるいは監査基準のコンバージェンスの問題は、池田課長、黒澤企画官、大変ご苦労され取り組んでおられる課題だと思いますけれども、まず先ほどの苦労話としてお話がありましたアメリカ、ＥＵの間でコンバージェンスの協議が非常に進んでいる。そういう中で、我が国の立場、ある

いは交渉の状況、そういうものについて、黒澤企画官からお話をいただければと思います。

黒澤企画官　まず、そもそも会計基準のコンバージェンスというのは、最近始まった話ではなくて、実は昔からやってきていることだという位置づけが大事だと思います。日本の市場が国際的なものになるためには、その最も重要なインフラである会計基準も国際的な水準のものでなければならないのは当然で、ローカルなものであってはならない。これまでも、そういった認識のもと、日本の会計基準は、外国の基準を視野に入れつつ、より高品質かつ国際的に整合的なものになるよう開発されてきているという歴史があるわけです。コンバージェンスは、これまでも続けてきましたし、これからもやっていかなければならない。終わりのない作業にはなるわけですが、そういった流れの中で、ＥＵとの同等性評価とか、あるいはもっと先になると思いますが、アメリカとの相互承認といった話が出てくる可能性もある、このように私どもとらえております。

　その上で、ＥＵとの状況がどうなっているかということをかいつまんで申しますと、ご存じのとおり、ＥＵは二〇〇五年より域内では国際会計基準のみを強制的に適用しております。実際、ＥＵの域内企業は二〇〇五年から原則として国際会計基準以外では開示書類を出せない状況になっています。これを踏まえ、ＥＵに上場している第三国も同じように対応すべきではないかということになっておりまして、国際会計基準、ないしはそれと同等の基準でない限りは、ＥＵのおける上場を認めないことにしようという話になっています。当初、第三国企業への適用開始時期は二〇〇七年一月ということだったのですが、これが最近二年延びて、二〇〇九年一月ということになっていま

す。それまでの間に、日本基準が国際会計基準と同等であると判断されなければ、日本基準に基づく開示書類による上場は認められなくなるという枠組みになっております。これは、日本だけではなくて、米国、それ以外にも、中国とか、インドとかも入っているようですけれども、ＥＵに上場しているすべての第三国に対して適用されるルールです。そういう枠組みを前提に同等性評価という作業が進んでいるわけですが、これにつきましては、一昨年に、ＣＥＳＲ（シーザー）というヨーロッパの証券当局間の組織が、第三国基準の同等性評価に関する技術的助言を出しました。ＣＥＳＲは、日本基準と国際会計基準を比べて、全体として同等であるという結論を出しております。ただ、同等ではあるけれども、二六項目ほど差異がある、したがって、この二六項目をなくすか、なくせないのであれば、それについて何らかの補正措置を施さない限り、そのままでは開示は認めない、こういう内容の助言をしています。

そういった流れも踏まえ、昨年の七月末、企業会計審議会の企画調整部会において、企業会計の話が取り上げられまして、コンバージェンスに向けて、関係者すべてが一丸となって取り組むべきであるということが確認され、当局だけではなく、ＡＳＢＪ、産業界、会計士界など、それぞれがやるべきことに取り組むべきとする、意見書が出されています。これを踏まえ、もともとコンバージェンスは進めるべき課題ですけれども、ＡＳＢＪにおかれては、二〇〇九年を視野に入れて、この二六項目に焦点を当てたコンバージェンスの工程表というのを、昨年一〇月発表し、これに向けて進めているということでございます。来年の頭ぐらいが、恐らく実質的なタイムリミットとなると思いますが、そこまでに確実にやるべき

ことをやるということに尽きるのかなと思っています。

現在、ＥＵとの交渉に関して残っている論点の一つですが、実は、ＥＵサイドでは、具体的に、二〇〇九年までにどこまでコンバージェンスが進んでいれば同等と判断できるかという点について、まだ具体的な枠組みが完全には固まっておりません。会計基準間のコンバージェンスは加速的に進んではいますが、二〇〇九年までとなると、日本だけではなくてアメリカもそうなんですけれども、必ずしもすべての差異が解消されるというところまではいくとは限らず、幾つか残ることは避けられないと見られています。その場合に、残っているものについて、多少残ってはいるけれども全体としてコンバージェンスも進んでいるから、補正措置は一切要らない即ち完全同等だと割り切ってしまうのか、それとも、やはり残っている差異については引き続き何らかの補完措置が必要と判断するのか、あるいは、どちらとも判断しづらいのでとりあえず少しまた延ばそうというような議論になってしまうのか、そこら辺が、実はＥＵ内でもまだ意見の調整が続いており、結論が出ていません。その結論が出るのが、恐らく今年の末だと思います。そういった不透明な中で、我々としてやるべきことは、コンバージェンスを工程表どおり進めるということ、着実に計画どおり進められる、そういう実行力が日本にはあるということを示すこと自体が、二〇〇九年に向けて、ＥＵ関係者に対する日本として一番強いメッセージになるのであろうと思っております。

髙橋理事長　非常にご苦労の多い交渉だと思いますので、よろしくお願いしたいと思います。

アメリカも同じ問題があって、アメリカとＥＵの間でも協議が進んでいる。報道によりますと、

こちらは相互承認の方向で進んでいるというような情報もあります。そういうことになって、我が国だけがコンバージェンス、あるいは相互承認のわくから外れるというようなことになる懸念もあるかと思いますけれども、日本の国の資本の調達者、あるいは仲介業者、あるいは投資家にとって、この問題というのはどういうふうにとらえたらいいのか、池田課長にお伺いいたします。

池田課長　そもそも証券市場が魅力あるものとして活性化していく。そのためには、証券市場に上場等を行っている企業が、適正な開示を行って、投資者が自己の判断に基づいて安心して投資できることが不可欠なわけで、そうした適正なディスクロージャーを確保していく場合には、ディスクロージャーの物差しになる会計基準がそもそも適正なものでなければならないということだと思います。

すなわち、会計基準は、証券市場を成り立たせている根本のものだと私は考えていまして、その根本たる会計基準が、仮に国際的に見てローカルなものだということになってしまえば、結局のところ、そのローカルな会計基準に基づいて動いている証券市場自体も、ローカルなものになっていかざるを得ないだろう。

今、証券市場に対する投資者が大変グローバル化していることを考えると、そこの国の物差しが、国際的にはよくわからない物差しだということになってしまえば、そこの市場に対する投資を避けることになるでしょう。そういうことになりますと、資金調達者の側からしても、日本でつくった財務書類を持って海外で資金調達することが難しくなるのはもちろんのこと、我が国だけで資金調達をしている企業にとっても、そこで行われるグローバルな投資というものが細ってしまう

ということで、両面から、資金調達者にとってはマイナスの影響が出てくる。当然そうした方向で証券市場の魅力が低下していけば、そこで証券仲介を行っておられる証券会社の方等にも決して望ましいことではないだろうと思います。

ただ、同時に申し上げておく必要があると思うのは、一言で国際的なコンバージェンスというと、きれいですけれども、これはイコール、コンバージェンスというのが、相互のコンバージェンスの取り組みだということを考えれば、相手にだけ会計基準を直させて、我が国は一切直さないということはあり得ないわけで、これは我が国の大事な物差しである会計基準が変更されていくということであり、企業や投資家にも大変大きなインパクトを持つものであるということです。

したがって、これまで国際的なコンバージェンスということで、かなり総論的な議論が中心だったかと思いますけれども、今、黒澤企画官がいったように、来年の中ぐらいまでということが具体的に出てきている中で、これから一年というのは、もちろん総論の議論も大事ですけれども、相当程度、総論に基づいた各論の議論になってくるだろうと思います。

したがって、私どもとしては、各企業や投資家の方に、もちろん総論での理解をいただきたいと同時に、各会計基準の変更というのが、具体的にどういう内容のものかというのをよくご理解いただいて、会計基準を変えていくことについて、全体としてのコンセンサスをきちんとつくっていくことが大事なのかなと考えます。国際的なコンバージェンスという言葉だけで理解をして、気づいてみたら、思い違いだったというようなことがないように、そのプロセスに十分に参画していただくことが大事だと思います。

そういう意味では、さっき黒澤企画官がいったＡＳＢＪのほうで工程表というものが公表されたことの意義は大変大きいと思っています。当面、来年の半ばまでに、どういう会計基準が見直し・検討の対象になるかということは、明確に工程表に示されていますので、それぞれの項目が持つ意味というのをよく理解いただいて、それにきちんと意見をいうものはいい、対応するものは対応することが大事なのかなと考えているところです。

髙橋理事長　黒澤企画官、この点如何ですか。

黒澤企画官　一点だけ。会計基準を議論するときに、会計基準だけを取り出して議論して結論を出そうとする向きが多いのですけれども、もともと会計基準というのは、投資家に信頼できる財務報告を届けるためのステップの一つにすぎない。したがって、会計基準自体が高品質であるだけでなく、その後、それをチェックする会計監査、さらに開示も含めた当局の監督、こういったものすべてがパッケージとして機能して初めて、投資家にとって意味のある財務報告になるということですので、会計基準だけ国際的に合わせればいいとか、そこだけ国際的なものを持ってくればどうにかなるという議論は少し片手落ちでしょう。それに加えて、監査の品質、開示の体制、あるいは監督のあり方といったものを全部含めて、財務報告のあり方を考えていく必要がある。そういった意味で、先般成立した公認会計士法の改正で、外国監査法人に対する監督が規定されたのは重要です。改正法のもとでは、金融庁が外国監査法人も監督することになりますけれども、これはアメリカもＥＵも既にやっていることです。会計・監査・監督はセットで見るというのが、今後は世界的な主流になっていく、その中での議論の一つだという理解は大切だと思っています。

(3) 公認会計士監督

髙橋理事長　それでは、今もちょっとお話に出た、公認会計士法の改正が六月二〇日に成立しました。非常に難しい国会情勢の中で、大変ご苦労さまだったと思います。

先ほど来ご説明のあったいろいろな事件で、監査法人に対する信頼が非常に揺らいでおりまして、そのことは資本市場にとって非常に大きな問題だと思います。前回、平成一五年でしたか、改正があって、かなり大きな改正だったと思いますけれども、今回また大幅改正ということで、極めて短期間に大幅な改正がされるという異例な対応をされておられるかと思いますけれども、全体として、最近起こっているいろいろな問題に、今回の改正で対応しようとしているそのお考えの背景を説明していただきたいことと、それから、施行日は一年以内に政令で定めるというふうになっているかと思いますけれども、今後どんなスケジュールで進め、施行されていくのか、その辺のお考えをお伺いできればと思います。

池田課長　公認会計士法の改正については、今ありましたように、平成一五年にかなり大幅な改正を行って、平成一六年の四月から実施をしているところです。そういうことですけれども、冒頭に申し上げたように、ディスクロージャーをめぐるさまざまな問題が発生し、そうした中では、会計監査についても、それが果たして適正なものであったかという事例が出てきている中で、再度、この時点で、公認会計士・監査法人制度のあり方を総点検し、現時点で考えられる方策を全般的に盛り込んだものが、今回の公認会計士法の改正です。

そこでは、一つは、企業活動が多様化、複雑化、国際化している。そういう中で的確な監査を

やっていくためには、監査法人による組織的な監査というものが改めて重要な意味を持ってきているということで、監査法人による品質管理とか、ガバナンスとか、あるいはそうしたものを担保していくための監査法人自身によるディスクロージャー、こうしたものをきちんと整備していく、それが一つの大きな柱です。

それから、監査人の方がきちんとした監査をしていくためには、その監査人の方が、会社あるいは会社経営者から、きちんと独立した立場で、またきちんとした地位に立って、監査をしていくことが大事だという問題意識から、そういう監査人の独立性、地位の強化を図っていくための手当てをしていく。

三番目に、そうしたことをした上で、なお問題が生じた場合の対応、当局における監督のあり方、あるいは問題が発生したときの監査法人の責任のあり方、そうしたものについて手当てをしていく。それによって、問題行為に対して適切な抑止を図っていきたいということが、大きな三つの柱かというふうに思っています。

実施の時期については、今ありましたように、法律では公布の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となっていまして、その日をどう定めるかは、今後政令の整備の過程で、パブリックコメント等を経ながら決定していくことになりますけれども、途中で話にありましたように、来年四月から金融商品取引法に基づいて内部統制報告制度とか、四半期報告制度が導入されていくことになっていまして、そうした取り組みの中では、会計監査の役割というものも非常に重要なものでありますから、今いったような金融商品取引法における企業サイドの取り組みとあわせて、車の両輪として実施していくことが重要

であり、こうしたことを踏まえますと、金融商品取引法のそうした開示制度の整備のスケジュールと整合的な形で実施していくことが重要だと考えているところです。

髙橋理事長　今お話があった監査人の独立性というのは非常に大事なテーマだと思いますけれども、今度の法改正を見ますと、目的規定のところに、「独立した立場において業務を行わなければならない」ということを、一条の二でしたか、あえて書き込まれたわけですけれども、目的規定の中にわざわざそれを書き込んだというお考え、あるいはほかの条文になりますけれども、具体的に独立性確保ということでどういう施策を込められたかということを、お伺いできればと思います。

池田課長　今申し上げたように、監査の適正を確保するためには、監査人の独立性というのが極めて重要な要素になるというのが基本認識で、監査人の独立性をどう確保していくかということを考えたときに、平成一五年の公認会計士法の改正では、担当会計士のローテーションルールというものが導入されて、担当者が七年間継続して監査をしたら、二年間はインターバルを置かなければいけないという制度が入りました。

　このローテーションルールについては、これをもっと強化すべきではないかというような議論もあり、ちょっと後で申し上げますように、今回の法律でも、一定の強化を図っているわけですけれども、考えてみますと、独立性の確保というのは、そういうローテーションルールのような、ある意味、ある一定の形式的な基準に基づいてルールをつくり、それに従ってもらうということも、もちろん一定の手当ては必要だと考えていますけれども、より根本的には、そうしたものを守る守らないを離れて、現実にきちんとした独立した立

場で監査をされていることが重要であって、いいかえれば、七年・二年のルールを守っていれば、企業経営者と癒着していいかというと、法律は決してそういう考えではないわけで、そもそもは、独立して監査業務を行わなければいけないということが大原則であって、それを実現していくための一手段として、ローテーションルールがあるということだと思うのです。

そうしたことをはっきりさせるためにも、まず、今回、独立した立場で監査を行わなければいけないという総則的規定をきちんと書かせていただいた。その上で、では、それを実現していくための一手段としてのローテーションルールをどう考えるかということになるわけですけれども、このローテーションルールについては、先ほどいった七年・二年のローテーションを基本に置きつつ、大規模監査法人、これは従来の四大監査法人のようなものをイメージしていますけれども、大規模監査法人において、上場会社の監査を担当している主任会計士、これは監査のチームのトップの方ですけれども、この方については、五年間監査をやったら、インターバルを五年あけていただくというローテーションルールを、これは公認会計士協会のほうで、自主規制ルールが、カネボウ事案の後、導入をされていますが、この制度を、法定の制度として位置づけさせていただいた。

それから、新規公開企業については、公開準備等の過程で、監査人が一定期間、通常二年程度かと思いますけれども、関与されるのが一般的であると考えていますので、そういう新規公開企業が公開した後の最初の継続監査期間の計算においては、そういう公開前に関与された期間を、その分、短縮させていただくという手当てをさせていただいているところであります。

繰り返しになりますけれども、こういうローテーションルールはきちんと守っていただいた上で、その上で実質においても独立した立場でやっていただくということは、総則的な規定のほうでカバーをしていきたいと考えています。

髙橋理事長　これに関連して、監査報酬の話があって、日本では監査報酬が安過ぎるのではないか。報酬、単価が安いこと、あるいは監査時間が短いというようなことが指摘されております。会社の経営者ではなくて、監査役に、今、同意権というのがあるわけですけれども、同意権ではなくて、決定権を与えたらいいではないかという議論があったかと思います。この点については今後検討されていく課題と考えていいのでしょうか。

池田課長　監査人の独立性ということを考えたときに、しばしばいわれることが、監査人は、会社の経営者をチェックする立場だけれども、その監査報酬というのは、その会社の経営者が決めるという枠組みになっている。そうすると、経営者からすれば、お金をはずんで、いっぱい払えば、より入念なチェックがされて困る。したがって、どちらかといえば、監査報酬を少なくしておいて、チェックが緩くなったほうがいいではないか。これは金融審議会の議論では、いわゆるインセンティブのねじれという表現をしていますが、そうした問題がしばしば指摘されるところであります。

この点については、例えば取引所で監査報酬を一括徴収して配ったらどうだというようなアイデアもしばしばいわれますけれども、金融審議会で議論したところでは、そうしたことを行いますと、会社の業種あるいは規模に応じて、かなり一律に監査報酬を決めるというようなことになって、本来監査報酬は、その企業が抱えている監

上のリスクに応じて監査時間が決まり、その結果、監査報酬が決まるということを考えますと、かえって適正な監査という観点から問題があるのではないかということが議論されました。

この点、諸外国ではどうしているかというと、外国でいいますと、監査委員会、我が国では監査役というものがそれに当たるかと思いますけれども、監査委員会という、会社の経営者をチェックする立場にある人間に、そういう監査報酬の額を決定させることによって、監査人がしっかりしたチェックをしてくれれば、経営者をチェックする立場である監査委員会としても助かるのでしっかりとした監査報酬を払う、という形にすることによって、先ほどのインセンティブのねじれを解消していくという動きが一般的であると考えています。

我が国では、監査報酬の決定は、これは取締役会が行うわけですけれども、昨年実施された会社法の中で、今のような問題意識に立って、監査役に同意権というものが導入をされました。これについて、単なる同意権ではなく、さらに監査報酬の決定権まで、監査役に与えてはどうかという議論があるところで、金融審議会でもこの部分については相当入念な議論がされたところでありますけれども、一つは、今いいましたように、同意権というものが昨年五月に実施されたばかりで、その効果を初めて検証できるのは、今回の定時株主総会のときであるということで、まずは、その効果を見きわめる必要があるという指摘がありました。

それから、監査報酬の決定というのは、法的には会社が行う監査契約の締結の一部ということで、いわゆる会社の業務執行権に属することでありますので、そこは会社法の考え方からします

と、本来、取締役会に属している事柄で、この監査報酬の決定を監査役に移すということは、その限りにおいて、会社の業務執行権の一部を、取締役から監査役に移すということになります。そういう業務執行権を監査役に属させることが適切なのかどうか、そういう点については、会社法制上の十分な検討が必要であるという指摘もありまして、今回の法律案の中には、この点についての措置は盛り込まれていないということであります。

金融審議会の報告では、こういった会社法制について、関係当局において、早急かつ真剣な検討を期待したいという提言がされているところであります。私ども金融庁としても、インセンティブのねじれの克服というのは重要な課題と認識をしており、関係当局において早急な検討が進められることを期待しているところであります。

髙橋理事長　もう一つ、大きな改正で、先ほど触れられたように、課徴金制度の導入、あるいは行政処分の多様化というものが図られているわけです。これについてどういう効果が期待されるかを伺いたいと思います。あわせて、金融審議会の議論では、刑事責任、刑事罰の導入ということも検討されたと思いますけれども、これは今回の改正に盛り込まれなかったわけですけれども、その辺についての説明をしていただきたいと思います。

池田課長　現在、監査法人に対する行政処分の類型というのは、戒告、業務停止、解散命令という三つの類型が公認会計士法上規定されているところです。このうち解散命令というのは、法人がそもそも体をなしていないという極めて極端なケースにおける適用が想定されていると思います。一方、戒告というのは、いさめるということですので、一種の厳重注意ということで、戒告による抑止効果というものは十分なのかという議論がある

と思います。

そうすると、業務停止というのが一つの選択肢になるわけですけれども、業務停止というのは、監査ということを考えると、非常に悩ましい部分でありまして、一つは、監査は継続的な行為でありますので、継続的な行為を一時期停止することがいかがなものかということ。それから、問題を起こした監査法人には厳正に対応する必要があるとしても、業務停止にしますと、その期間、善良なクライアントが監査人を失ってしまうという問題が生じてまいります。

業務停止処分は、そういう悩ましい要素を抱えた処分類型なわけですけれども、一方で、それでは、監査法人が問題を何度起こしても、そこは影響が大きいから、いつも戒告かといわれれば、それではなかなか会計監査の信頼を確保していけない。しかし、その影響の大きさを考えていくと、業務停止というのもなかなか悩ましい。

そういう状況になりますと、結局のところ、問題行為に対して、それに応じた厳正かつきめ細かな対処が難しいということになりかねないと考えていまして、今回の法律では、例えば業務管理体制の改善命令とか、課徴金の納付命令、そうしたものを、新しい処分の類型として追加をさせていただいて、今後はこうした処分の種類をうまく組み合わせることによって、厳正、かつ、きめ細かな対応ができるようにしていきたいと考えているところであります。

刑事責任の問題については、金融審議会でもさまざまな議論があったところです。刑事罰の導入というのは、問題の抑止という観点からは、やはり非常に重要であるというご指摘もありましたし、一方で刑事罰の導入ということになると、監査法人にそういったものが適用されることになる

と、監査法人の信用失墜のリスクは極めて大きいという指摘もありました。それから、法的にも、刑事罰の導入については、我が国刑事法制のもとで、なお広範な検討が必要だという指摘もございまして、今回の審議会の報告では、刑事罰導入の可能性についても、一つの検討課題ではあるが、まずは課徴金制度の導入を初めとする行政的な手法の多様化等により対応していくことが考えられるということが提言をされています。

今回の法律では、刑事罰の導入は見送る一方で、先ほどいいましたように、課徴金制度の導入等により、行政処分の多様化を図っているところでありまして、まずはこうしたものにより、問題行為の適切な抑止というものに努めていきたいと考えているところであります。

髙橋理事長　先ほど黒澤企画官がちょっと触れてくれたのですが、外国法人に登録を求める、あるいは必要に応じて立ち入り検査ができるという規定が入っております。この規定をどういうふうに運用していくかについて、お考えをお聞きしたいと思います。

池田課長　ご案内のとおり、金融商品取引法で、例えば外国会社が我が国で、株なり社債なりを公募して、我が国で開示をしなければならないとなったときに、そういう外国会社の場合は、我が国で開示されます有価証券届出書とか、有価証券報告書に掲載される財務書類についての監査を、外国の監査事務所が行うということが出てまいります。

ところが、外国の監査事務所というのは、我が国の公認会計士、監査法人ではありませんので、これまでの公認会計士法では、こうした外国監査事務所に対する当局による監督権限というものは存在していないということになります。

ところが、エンロン事件の後の米国では、サーベンス・オックスリー法の中で、そういう外国の監査事務所についても、米国での登録を義務づけて、そこにアメリカの行政機関でありますＰＣＡＯＢが立ち入り検査等を行うことができるという手当てが行われて、現在、グローバルに活動している我が国の大手の監査法人は、順次ＰＣＡＯＢの検査を受けているという状況にあります。

エンロン事件の後、こうした問題が出たときに、我が国あるいはＥＵでは、ある意味ではアメリカ当局による規制の域外適用ではないかという議論もあったと思います。ところが、その後ＥＵでも、昨年こういう会計監査の問題について、第八次指令というものが出ていますけれども、そこでＥＵも同様の取り組みを行うことを意思決定しています。

そうしますと、現状、国際的に見ても、こういう外国の監査事務所に対して監督権限を持たないのは、大きいマーケットでは我が国だけということになってまいります。そういう視点で考えたときに、我が国の投資者保護という観点も重ね合わせれば、そういう外国監査事務所についても、我が国当局への届け出をいただいた上で、当局として必要な報告徴求、あるいは立ち入り検査を実施できるような制度整備をしていく必要があるだろうということで、今回そうした内容を法律に盛り込ませていただいたということであります。

ただ、今回こういう法律をお認めいただいたわけですけれども、外国監査事務所に対する検査を具体的にどう進めていくかというのは、各国当局がそれぞれ恣意的に検査をしていくということになりますと、グローバルに活動している監査事務所は、いろいろな当局から何重にも検査を受けることになってしまって、そういった国際的な監査

事務所が検査漬けになってしまうというようなことがあります。したがって、具体的な進め方を考えていく上では、できるだけ効率的な枠組みとしていくことが適切だと考えていまして、外国監査事務所の母国における法制なども踏まえながら、必要に応じて、母国当局とも意見交換を進めて、できるだけ効率的に行っていけるように、適切な枠組みを工夫していきたいと考えております。これは黒澤企画官からも、そういう国際的な折衝という要素の話が出てくると思いますけれども、今回この法律が成立をしましたので、今後はそうした問題意識を持って取り組んでいきたいと思っています。

髙橋理事長　その点について、黒澤企画官のほうから、今の段階で何かありますか。

黒澤企画官　今の段階で申しますと、我が国でこういう体制が今回でき上がったのですけれども、アメリカにおきましては、既にＰＣＡＯＢというのが、数年前にでき上がっておりまして、アメリカで活動する日本の監査法人は既に登録を求められ、これら法人に対して、ＰＣＡＯＢは検査を実施したいといってきている状況があります。ＥＵにおきましても、法定監査指令というのが昨年成立しまして、来年から、ＥＵにおいても、監査証明を出す外国の監査法人は、やはりＥＵにおいて同等性評価を受けなくてはならないということになります。日米欧の三極が似たような体制を形づくるということになります。企業の活動はおのずからクロス・ボーダー化しています。これに伴って監査法人の活動もクロス・ボーダー化していますので、それに我々当局がやっと追いついていっているというだけにすぎないのかもしれませんが、三つの当局の間で、お互い協力し合えるところは協力し合うという形で、話し合いを進めざる

を得ないし、進んでいくものと期待しています。

髙橋理事長　最後に池田課長に伺いたいのですが、さっきもちょっと触れていただいたことなんですけれども、公認会計士の役割が非常に大きく、責任が重くなっているかと思います。一方、対応しなければいけない範囲が非常に広がってきていると思います。公認会計士の数の不足ということが指摘されております。従来から試験制度の改革等に力を入れていただいていることは承知をしておりますけれども、数の不足というのは、今後どういうふうに対応していくか、何かお考えがあったら伺いたいと思います。

池田課長　確かに、会計監査ということでいいますと、例えば上場会社の数もふえたし、それから監査が求められる領域も、従来のそういう企業だけではなくて、公益法人とか、独立行政法人とか、学校法人とか、さまざまなところで監査の仕組みが導入されているということであります。

それから、監査の中身でも、単に数字をチェックするだけではなくて、さっきあった内部統制をチェックするとか、ＩＴがきちんと機能しているかどうかをチェックするということで、非常に中身も濃いものになってきている。

かつ、もっと広くいえば、今後我が国の経済社会がさらに複雑化、高度化していくとすれば、いろいろな分野で、独立の立場に立つ公認会計士の方がチェックをするということが求められるニーズはますます広がっていくだろうと考えられます。そうなりますと、そういうさまざまなニーズに対応するためには、公認会計士の質の維持は図りつつも、量の面での増大が重要な課題になってくるだろうと思っています。

現在、日本の公認会計士は、今年の三月末で一万七二五八人ということですけれども、アメリカ

では三〇万人の公認会計士がいるといわれています。我が国に当てはめたときに、どういう規模が適正なのかということにはいろいろな意見があると思いますけれども、方向としては数をふやしていかなければいけないということは間違いのないところだろうと思います。

それから、今いいましたように、質を維持しながら数を確保していくことを実現していこうとすれば、そのためには、例えば社会人の方なども含めた多様な方が、会計監査という領域を目指していただくことが大事だろうと思いますので、そういう社会人を含めた多様で有為な人材が確保されていくような、例えば公認会計士試験の実施方法の改善策などにも努めていく必要があると考えています。

さらに、今回の法律との関係でいえば、そもそもそういう多くの方が会計監査というものを目指していただくためには、会計監査という仕事自体が、まず社会から信頼を得て、魅力のある仕事だと確立していくことが重要だと考えていますので、今回の法律で提案させていただいた会計監査の充実・強化策、これを着実に実施することによって、会計監査の信頼を確保していくというのも重要な要素だと思います。

質を維持しながら、量を確保していくという問題意識、それからそのために多様な人材を確保していくという問題意識、こういうものの中で、公認会計士試験の実施は、公認会計士・監査審査会のほうで担当されている領域ではありますけれども、審査会もそうした問題意識は共有していただいていると考えていますので、そうしたものを実現していくための試験の実施方法の改善策については、審査会のほうで検討が進められていくものと考えています。

高橋理事長　どうもありがとうございました。

⑷　ＩＯＳＣＯの活動

高橋理事長　それでは、ＩＯＳＣＯ活動について伺いたいと思います。

先ほどから、一部もうお話が出ていますが、ＩＯＳＣＯ・東京カンファレンスというのが一一月に開かれると聞いております。過去の開催地を見ると、ニューヨーク、フランクフルト、ロンドンということで、第四回目が東京で開かれるということですけれども、このカンファレンスの意義とか、日本市場にとっての意味とか、そういうことについてお話しいただきたいと思います。

黒澤企画官　まずこの東京カンファレンスは、規模にして四〇〇名弱、内外の当局・民間の関係者を集めて行われる二日間の会議ですが、日本で開催する証券関係の国際会議としては、一〇年ほど前にＩＯＳＣＯの東京総会を行って以来の規模のものになります。金融庁が設立された一九九八年から考えれば過去最大規模の会議ということで、我々にとって非常に重要な意味があると思っております。

その上で、まずＩＯＳＣＯにとってこのカンファレンスの持つ意味を申し上げますと、一言でいえば、ＩＯＳＣＯのビジビリティーというか、プレゼンス強化策の一環で出てきている話です。ＩＯＳＣＯというのは一〇〇カ国以上が加盟しており、世界の資本市場の九割以上をカバーしているのですけれども、加盟国が多いということは、必ずしもＩＯＳＣＯ自体にとってよいことばかりではないのです。多いがゆえに、コンセンサス作りも難しく、そこでつくる基準については、かえって拘束力の強いものをつくることができないということにつながっています。これはバーゼル

委員会などと比べると極めて対照的ですが、バーゼル委では、先進国一〇カ国ぐらいの、いわばエリート集団が集まって基準を作りますが、そこでつくられた基準は、精緻かつ拘束力の強いものとなっています。ＩＯＳＣＯでは、余りにも多くの国を巻き込み過ぎているがゆえに、つくられるものは逆に弱まってしまう、こういうパラドックスを抱えております。その結果として、ＩＯＳＣＯの国際的な基準設定主体としての地位に若干揺らぎが出てきているという危機意識がありました。そういったことから出てきた戦略の一つが、ＩＯＳＣＯの基準の規範性を高めていくという方向性です。先ほど出ましたけれども、ＭＭＯＵのようなものを強制的に加盟当局すべてに採用してもらうという形で、基準の規範性を強めていくことなどです。これと同時に、民間、市場参加者と直接対話する場をもっとつくらなければいけないという方向性も出てきました。そうしないと、基準設定主体としてのＩＯＳＣＯの立場を、市場関係者に理解してもらえないし、基準設定の過程に市場の問題意識を的確に反映できないのではないか、そういうことから四年前に始められたのが、この国際カンファレンスということです。市場関係者に対するビジビリティーを高めるという趣旨から、世界各国の主要な資本市場で定期的に開催するというコンセプトで、専門委員会が主催して行うものです。ニューヨークから始まって、フランクフルト、ロンドン、そして東京という順番で来ているわけですが、ここで内外の民間の関係者になるべく広く集まっていただいて、ＩＯＳＣＯが現時点で取り組んでいる課題、あるいは取り組むべきであろう課題、こういったことについて、積極的に市場参加者の方々の意見を吸収して、それをＩＯＳＣＯの基準づくりに反映していこう、こ

ういうことで開かれているものです。

次に、これが日本にとってどういう意味があるかということですが、折しも日本は国際金融センターとして地位を確保・向上しようとしており、こういった大規模の国際会議を行うというのは、非常に時宜にかなったことだと考えております。日本は、バブル崩壊以来、必ずしもこういった国際会議を積極的に行う余裕がなかった。これが、恐らく国際的な金融証券市場の舞台で、日本という国のプレゼンスあるいはビジビリティーが下がってしまったことの背景にあると私は思っています。国際会議を積極的に誘致する、まず日本に来てもらって、こういう会議をやったということを、みんなの頭の記憶に焼きつけていただく、その会議のなかで、より多く日本関係者が参画し日本市場について語る、そういった努力の積み重ねが、パーセプションとしての日本の国際金融センターとしての地位の維持ということにもつながってくるのではないかと考えております。今年の一一月にこれを行うことができるというのは非常にすばらしいことだと考えておりますので、ぜひ皆様方のご参画を期待しております。

髙橋理事長　会議の成功を祈りたいと思います。

最後に、ＩＯＳＣＯは、先ほど語っていただいたいろいろな面で活動しているわけですが、最近のＩＯＳＣＯの活動で特に注目すべき点、マルチＭＯＵの話とか、ヘッジファンドの話は、さっき伺ったのですが、そのほか何か特に注目すべき点があればお話しいただきたいと思います。

黒澤企画官　ＩＯＳＣＯは、先ほど申し上げましたように、いろいろな活動はしているのですけれども、今注目すべき活動分野となりつつあるのは、会計監査の分野と思われます。というのは、監査自体、まだ国際的なスタンダードが開発途上

にある分野といっても過言ではないからです。これまで、国際的にも、監査業界の自主規制にゆだねられてきた分野ですが、自主規制ではもう回らないのではないかというのが、国際的な共通認識になりつつあります。アメリカではＰＣＡＯＢという組織が入り、日本でも公認会計士・監査審査会が入っておりますけれども、同じような動きが各国で進んでいます。そういう中で、会計監査に対する監督のあり方あるいは基準のあり方、それから当局間でそれらをどうやって調和化していくかなど、それが恐らく今後向こう数年間の最もホットなトピックの一つになるのかなと考えております。それ以外の、証券会社の監督とか、あるいは会計基準そのものもそうですが、この辺の議論は、ある意味、これまで十分議論し尽くされてきた感じがありまして、もちろん今後とも重要な議論ではあり続けると思いますが、大きな枠組みについてのコンセプシャルな議論が残っているという分野では必ずしもないのかなと思っております。

⑸　「金融力」について

髙橋理事長　ほかに何か触れておくべきトピックはあるでしょうか。

三井課長　国際金融センターとか競争力というときに、世論のサポートを得る必要があるという話との関連で、「金融の力」とでも言うようなものを考える必要があると思います。

スタディグループの資料にもありますが、カリフォルニア州公務員退職年金基金（CalPERS、カルパース）の二〇年間の利回りを単純平均すると、一一・九％、約一二％でした。ハーバードなどの大学の年金基金も、どれもこれも長期的に平均二ケタの高い利回りを出しています。日本の年

金は平均的には数％で、運用力に格差があるとの指摘もあります。

この利回りの違いでどれぐらい年金受取額が違うのか。ここでは現実の年金制度から離れて、電卓で仮定的な計算をしてみました。二〇歳から六〇歳までの四〇年間、毎月一万円ずつ積み立てます。積み立て方式という前提で、ずっと積み立てていって、六〇歳になったら、八〇歳まで二〇年間年金でもらえると仮定して計算しますと、四〇年後の年間当たりの受取金額は、運用利回りが五％だったら約六〇万円、一二％の利回りで運用すると約四〇〇万円になります。これはもちろん極端に単純な計算をしたものですが、運用能力というものが老後の生活水準を大きく左右する可能性があるわけです。

大学の人の話を聞いたときも、大学で一〇〇〇万円のお金を集めて寄附講座を開くのはものすごく難しい。片やハーバード大学やスタンフォード大学では、巨額の基金を保有しており、それが一〇％～二〇％ぐらいのリターンを生んでいるので、「お金は十分あります。問題は、あるお金を使って、いかに世界一流の人材を集めてきて実証研究をするかで、それで悩んでいるんです」と、悩みのレベルが違っているとの意見もありました。

これはほんの一例ですけれども、〝金融の力〟をつけることは、今や国民全体の課題であるということを分かりやすく説明してみんなに理解してもらう必要があります。

髙橋理事長　最後のまとめとして非常にいいお話でした。

これは金融庁だけの問題ではないので伺わなかったのですが、今のお話と関連して、四〇一ｋとか年金商品をもっと利用しやすいようにすると

か、いろいろ新しいものをつくれということも提言されています。これは金融庁としても、キャンペーンをしていくなど何か取り組みをお考えでしょうか。

古澤政策調整官　四〇一ｋの制度をどうやって大きくしていくかという点は、今年というより年金再計算のときに出てくる話になると思うのですが、今年も見直しが三点あります。一つは、マッチング拠出の問題をどうするか。二つ目は、個人型と企業型がありますが、個人型の上限の引き上げの問題。三つ目は、守る話になりますが、特別法人税の凍結をどうするか。その三つが大きな問題になると思います。

ただ、今年はその三つですが、今度、年金の再計算のときには、四〇一ｋ全体の金額の引上げという議論が出てきたり、あと公務員の四〇一ｋの導入をどうするかということが次の課題になってくると思います。

髙橋理事長　アメリカで、四〇一ｋについて、原則加入するという制度改正がありましたね。

古澤政策調整官　そうですね。日本での四〇一ｋの運用の中身をみると、基本的には投資信託が主力ですけれども、四割近くがやはり預貯金ですので、その世界の中で、「貯蓄から投資へ」ということがまだ必ずしも十分進んでいないなと思います。

髙橋理事長　ほかに、今までで出なかったようなことで何かございますか。

松尾室長　寺田さんがギブアップとおっしゃったので思い出して、記録のために申し上げておきたいと思います。

金融商品取引法制ばかり注目されがちなのですけれども、それ以外でもいろいろな法令上の手当てをしていまして、ギブアップ制度につきまして

は、内閣府令改正によって、証券取引所でも可能にしており、金商法上の金融商品取引所でも可能になっています。

髙橋理事長　それは今度の……。

松尾室長　今度のものとは別です。先行して既にそうなっています。

それ以外に先行しているものとしては、証券取引等監視委員会の勧告を受けまして、プレヒアリングの規制が既に実施されています。

あとは、ファイアーウォールの関係でちょっと言い忘れたのですけれども、コンピューターの共有はもう解禁しています。かつ、金融庁の承認を得て非公開情報を授受できる内部管理業務の中に、コンピューターの保守管理も入れています。余り目立たないのですけれども、そうしたいろいろな改正を行ってきております。

最初に法的安定が大事だと申しましたけれども、これはドカーンと目立つ法改正をそんなに頻繁に行うものではないということであって、市場は日々どんどん変わっており、グローバルな市場の変化に合わせて国際的にも規制は変化していますから、今後ともそうした政令・府令レベルの手当ては常に考えておく必要があります。かつ、具体的には申し上げませんが、私自身が個人的に今回手当てできなかった分野が実は残っています。そういうことに地道に取り組んでいく必要があろうかと思っています。これは、ある資本市場の専門家も言われていたことですが、市場機能の環境整備は本来は非常に地道な、地味な世界であり、状況の変化に応じた、一見目立たない技術的な改革を地道に継続的に進めるのが大事だということで、金融庁では市場課や証券課、また実務界の協力のもとで、金融商品取引法制の整備以外でも政令や内閣府令で市場機能の環境整備を図っている

ということをご紹介しておきます。

寺田参事官　そういうご提案が取引所のほうからも大分なされるようになりました。

髙橋理事長　あるいは、松尾室長の話は、取引所以外でもそういう……。

松尾室長　ええ。実務界、証券界からの要望ですね。

髙橋理事長　そういうものが出てきて、それに対応している。

松尾室長　ええ。目立たないのですけれども。

髙橋理事長　だけど、金融力でまだまだ問題があるということですね。

これで座談会を終わりたいと思います。

今日は長い間ありがとうございました。（了）

参考資料

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）

平成 19 年 6 月 13 日

金融審議会　金融分科会

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

目次

Ⅰ．はじめに　～目指すべき金融・資本市場の姿～

Ⅱ．検討課題

１．魅力ある市場の前提

⑴　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
⑵　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

２．制度を含むインフラ

⑴　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）
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
・　ルールの更なる明確化
・　事業者との対話の促進・対外的な情報発信力の強化
・　規制当局のスキルアップ
・　海外当局との連携の強化
・　自主規制の役割・機能の拡充・強化
②　ルールの適用
・　課徴金制度の見直し
・　紛争処理制度の充実
③　市場制度
・　取引所における取扱商品の多様化
・　海外企業の株式の国内での取引機会の拡大
・　プロに限定した取引の活発化
・　グリーンシート市場の改革
④　その他
・　金融商品取引法制の施行とその活用
・　銀行・証券に係るファイアーウォール規制のあり方

⑵　その他の制度インフラ
- 決済システム
- 個人の資産形成促進スキームの導入
- 税制
- 人材教育

⑶　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

②　交通インフラ
- 国際空港へのアクセスの改善

③　その他
- 人材確保のための生活環境等の整備

3．各市場参加者（プレイヤー）が取り組むべき課題

⑴　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
- 取引所における取扱商品の多様化
- 自主規制機能の強化

⑵　資金調達者
- 企業財務・法務・会計に関する能力・理解の向上

⑶　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

⑷　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

⑸　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
- 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

⑹　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

Ⅲ．おわりに

（以上）

メンバー名簿

平成１９年６月１３日現在

座長	池尾和人	慶應義塾大学経済学部教授
メンバー	打越俊一	㈱大和総研執行役員
	宇波信吾	みずほ信託銀行経営企画部部長
	江原伸好	日本プライベートエクイティ協会会長
	翁百合	㈱日本総合研究所理事
	木南敦	京都大学法学部教授
	ポールクオ	国際銀行協会（ＩＢＡ）会長
	國部毅	㈱三井住友銀行常務執行役員
	柴田拓美	野村アセットマネジメント㈱取締役兼執行役社長
	島崎憲明	住友商事㈱代表取締役副社長執行役員
	鈴木武	トヨタ自動車㈱専務取締役
	関哲夫	新日本製鐵㈱常任監査役
	立岡登與次	日本ベンチャーキャピタル協会会長
	田中直毅	国際公共政策研究センター理事長
	植野博	(社)不動産証券化協会制度委員会委員長
	露木繁夫	第一生命保険相互会社常務執行役員
	飛山康雄	㈱東京証券取引所代表取締役専務
	根本直子	ｽﾀﾝﾀﾞｰﾄﾞ＆ﾌﾟｱｰｽﾞ　ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞ・ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ
	野村修也	中央大学法科大学院教授
	藤巻健史	㈱フジマキ・ジャパン代表取締役
	藤原美喜子	ｱﾄﾞﾊﾞﾝｽﾄ･ﾋﾞｼﾞﾈｽ･ﾀﾞｲﾚｸｼｮﾝｽﾞ㈱代表取締役
	淵田康之	㈱野村資本市場研究所執行役
	増井喜一郎	日本証券業協会副会長
	矢野朝水	企業年金連合会専務理事
	山澤光太郎	㈱大阪証券取引所執行役員
	若松誠	㈱フジテレビジョン報道局次長

［計２６名］

（敬称略・五十音順）

開催実績

第1回：1月30日（火）13：30～14：30
　事務局説明

第2回：2月16日（金）10：00～12：00
　ヒアリング：打越俊一氏（大和総研執行役員）
　　淵田康之氏（野村資本市場研究所執行役）
　　中前　忠氏（中前国際経済研究所代表）

第3回：3月1日（木）14：30～16：30
　事務局説明
　ヒアリング：鈴木　武氏（トヨタ自動車専務取締役）
　　矢野朝水氏（企業年金連合会専務理事）
　　東京証券取引所

第4回：3月6日（火）10：00～12：00
　ヒアリング：デレック・モーン氏（KKRアジア会長）
　　在日米国商工会議所（ACCJ）
　　欧州ビジネス協会　（EBC）

第5回：3月13日（火）12：30～14：30
　ヒアリング：柴田拓美氏　（野村アセットマネジメント取締役執行役社長）
　　藤原美喜子氏（アドバンスト・ビジネス・ダイレクションズ代表取締役）
　　三國陽夫氏　（三國事務所代表）

第6回：3月23日（金）14：00～16：00
　事務局説明
　ヒアリング：ポール・クオ氏　（国際銀行協会会長）

第7回：3月27日（火）10：00～12：00
　事務局説明
　ヒアリング：小足一寿氏　（住友信託銀行審議役）

第8回：4月11日（水）10：00～12：00
　ヒアリング：前田匡史氏（国際協力銀行　資源金融部長）
　事務局説明

第9回：4月17日（火）10：00～12：00
　事務局説明

第10回：5月10日（木）16：00～18：00
ヒアリング：インターナショナル・スワップス・アンド・デリバティブズ・アソシエーション・インク(ISDA)
（ロバート・ピッケル CEO、森田 智子 東京事務所長）
根本直子氏（スタンダード・アンド・プアーズ マネージングディレクター）
みずほ証券
（高田 創 チーフストラテジスト、柴崎 健 シニアファイナンシャルアナリスト）

第11回：5月16日（水）10：00～12：00
ヒアリング：檀野博氏（不動産証券化協会 制度委員会委員長）
冨川秀二氏（三井不動産ソリューションサービス本部 法人ソリューション部長）

第12回：6月1日（金）16：30～19：00
ヒアリング：鹿毛雄二氏（企業年金連合会 常務理事）
証券保管振替機構
（常務取締役 大前 茂氏、社債等振替業務部長 池上 裕司氏）
中島真志氏（麗澤大学教授）
犬飼重仁氏（総合研究開発機構 主席研究員）

第13回：6月7日（木）15：30～17：30
自由討議

第14回：6月13日（水）13：30～15：00
自由討議

（以上）

平成 19 年 6 月 13 日

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の懸念がある。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、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

－　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

－　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）

－　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

－ 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**

― 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**

― 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**

― 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**

― 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意すべきである。

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**

― 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ところである。

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り、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

― 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

― 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

― 「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**

―　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**

―　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の機会を拡大することは、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**

― 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**

― 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が期待される。

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**

― 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**

― 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。

― 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**

― 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はなく、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。

⑶　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

－　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

－　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

－　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り、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

― 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

― 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

― 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

― 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り、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

― 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

― 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**

－　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**

－　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）