金融資本市場をめぐる今後の課題

池田唯一

はじめに

ただいま御紹介いただきました池田でございます。よろしくお願いいたします。

今日は「金融資本市場をめぐる今後の課題」というテーマでお話をさせていただきます。お手元にかなり厚い資料を配付させていただきました。資料1ページの目次をご覧ください。本日は、最初に「金融資本市場の機能強化」に関するいろいろな課題とこれからの取り組み方針について、考えているところをお話ししたいと思います。合わせて、限られた時間ではありますが、「コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード」及び「国際会計基準」を巡る動きについても、ポイントを御説明したいと思っています。なお、本日のお話のうち、意見等に亘る部分については、あくまで個人的な見解であることを初めにお断りしておきます。

一、金融資本市場の機能強化について

早速、「金融資本市場の機能強化」から始めさせていただきます。御案内のとおり、世界中で金融の緩和が進み、例えばマイナス金利のような状況も発生している中で、金融資本市場の機能の善し悪しを実感するのはなかなか難しいという御指摘をいただくことがあります。確かにそういう面もあるのかもしれませんが、同時に、一般に金融の状況にはさまざまな局面が想定されるところであり、着実に金融資本市場の機能強化に向けた取り組みを進め、あらゆる局面において適切な対応がとれるフィールドを整備する努力を継続していくことが重要になるのではないかと考えています。

資料２ページは、「金融資本市場の機能強化に向けた課題」として、具体的に思いつくところを整理したものです。ここでは、左から右に「株式（エクイティ）」、「債券」、「デリバティブ、インデックス」、「資産運用」の四つに分け、上から下に「上場」、「店頭」、「その他」の三つに分けて整理しています。以下では、ここに掲げた諸課題を、目次に掲げた八つの柱立てで大くくりに再整理して順番に説明させていただきます。

⑴　株式上場市場の整備

（ＩＰＯ数の推移）

資料３ページは、ＩＰＯ（新規公開）の件数の推移をグラフにしたものです。ＩＰＯの件数は、平成一八年に一八八件に達しましたが、その後低迷して、平成二一年には一九件まで低下しました。平成二二年以降再び増加傾向となり、昨年は

八〇社が新規に株式を公開しました。最近の新聞報道などで、今年は年間一〇〇社前後に達するという見方もあるとされているのは御案内のとおりです。

ＩＰＯの件数が増えている一方で、最近、新規公開会社の経営者による不適切な取引とか、上場直後の業績予想の大幅な修正など、新規公開に対する株主、投資家の信頼を損ないかねない事例が指摘されています。ＩＰＯが投資家の信頼を得て着実に実施されていくためには、その数ばかりでなく、質を確保していくことが重要な課題であると思っています。数の上で相当な水準になってきた今であるからこそ、市場関係者において、個々の案件の質を事前、事後に吟味、評価していただいて、絶えず質の向上を図っていただくことが重要です。このことは、ＩＰＯだけでなく、上場後の資金調達、いわゆるＰＯについても同様であり、調達した資金が有効に活用され、既存の株主に不利益等が生じないような十分な配慮が求められると考えています。

（「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」）

こうした観点から、昨年一〇月、日本取引所（ＪＰＸ）自主規制法人より、資料５ページに掲げたような「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」が公表されました。これは、上場会社や市場関係者において尊重されるべき重要な規範や行動原則、いわゆるプリンシプルを関係者が共有し、これに沿ってそれぞれが行動することを通じて、市場全体の質的向上の実現を目指そうということで出されたものと理解しています。

（最近の新規公開を巡る問題と対応）

今年三月三一日、足元で顕在化している事例を

踏まえ、資料６ページのとおり、日本取引所グループから「最近の新規公開を巡る問題と対応について」という資料が公表され、日本証券業協会や日本公認会計士協会に対して、新規公開の品質確保に向けた適切な取り組みがなされるよう要請されました。

ＩＰＯやＰＯで高い質を確保していくためには、企業自身や企業に出資あるいはアドバイスを行っている関係者において適切な行動がとられることはもちろんのこと、取引所、証券会社、監査法人等の役割も大きいと考えています。各市場関係者において今後の状況の進展を適切に注視していただき、すぐれた事例が適切に評価されるとともに、問題事例については適切な批判、対応がとられるよう環境整備がなされていくことが重要です。そうした中で、仮にＩＰＯあるいはＰＯを巡る状況に何らかの構造的な変化があるとすれば、そうしたものを踏まえた体制の整備その他の取り組みが、合わせて行われていく必要があるのではないかと考えています。市場関係者による継続的な取り組みを期待しているところです。

（問題企業への対応）

株式市場全体の質を維持していくためには、今申し上げたＩＰＯ・ＰＯに関する問題への対応とは離れて、資本市場の機能を悪用する企業、実質的に経済活動を継続することが期待できない企業、内部管理体制の改善の必要性が認められるにもかかわらず適切な改善が図られない企業などに対しては厳正な対応がとられ、必要な場合には株式市場からの早期退出を求めていくことも必要になるのではないかと考えています。このようなケースに対しては、取引所において、取引所ルールに基づいて厳正かつ果断な判断、対応がとられ

ることを期待しています。

株式上場市場の整備に関しては、コーポレートガバナンス・コードあるいは国際会計基準などの問題も絡んできますが、これらについては後ほど御説明いたします。

(2) 新規企業等へのリスクマネー供給

（概況）

資料4ページをご覧いただきますと、上場会社数では、我が国も、アメリカなどと比較して遜色のない水準になっています。しかし、起業や新規ビジネスの創出の状況を見ますと、資料7ページのとおり、二〇一〇年における日本の開業率は四・五％で、アメリカの九・三％などと比べ低い水準にとどまっています。

政府の成長戦略である「『日本再興戦略』改訂二〇一四」においても、産業の新陳代謝の促進が掲げられており、起業や新規ビジネスの創出が重要な課題とされています。お金の面から申しますと、事業者がその技術やアイデアを事業化する段階において必要となるリスクマネーを適切に供給していくことが重要な課題になります。資料8ページをご覧ください。こうした課題に対しては、これまで金融庁において、日本証券業協会などとも連携しながら、クラウドファンディングに関する制度の整備、あるいはグリーンシート市場に代わるものとしての株主コミュニティ制度の整備といったことに取り組んできました。

今後、人材面、関係者間の連携の強化といったことも含めて、さらにベンチャー企業への資金供給の円滑化に資するような施策の推進に取り組んでいく必要があると考えています。

（クラウドファンディング）

資料９ページ、10ページのとおり、昨年の金融商品取引法の改正により、いわゆる投資型のクラウドファンディングについて、参入要件の緩和と投資者保護の両面から制度整備が行われました。改正法は、今月から施行されることになっています。

資料11ページのとおり、昨年一〇月、内閣府の地方創生推進室を事務局として「『ふるさと投資』連絡会議」が設置されました。地域の活性化に資する取り組みを支えるさまざまな事業等に対し、投資型に限らず寄付型、購入型も含め、クラウドファンディングの活用、普及が図られていくような環境の整備に向けて、金融庁としても、こうした連絡会議などと連携しながら、取り組みを進めていきたいと考えています。なお、投資型クラウドファンディングのうち、特に株式型のクラウドファンディングの活用ということについて考えますと、対象企業の資金ニーズや将来的な資本政策の内容等も勘案して、例えば種類株式等の利用などが有効となるケースも考えられますので、関係者によって研究が進められることを期待しています。

（株主コミュニティ制度）

グリーンシートに代わる株主コミュニティ制度については、日本証券業協会において今月にも制度が創設されると理解しています。上場していないものの、地域に根差した事業を展開している企業などを応援するために、そのような企業の非上場の株式を長期にわたって保有しようという株主のニーズに応えて、そうした非上場株式の取引を行うことができる枠組みとして、株主コミュニティ制度が創設されるということです。現在のグ

リーンシート銘柄も、この制度に統合されることになっています。

株主コミュニティ銘柄については、地域において顔の見える株主がその企業の株を長期保有することが想定されますので、法改正によって、従来のグリーンシート銘柄と比べて開示義務を軽減し、インサイダー取引規制の適用除外とするとともに、タイムリー・ディスクロージャー義務も課さないという手当てがなされました。

今後、こうした株主コミュニティ制度の活用を図っていくことが課題となりますが、その際には、合わせて、この制度を一つの核として、例えば地域の資本市場や証券会社等を広域的に結ぶネットワークを構築するなど、関係者のさらなる取り組みを期待しています。

（ベンチャー企業等の資金調達の円滑化）

次に、ベンチャー企業等の資金調達の円滑化についてお話しします。日本のベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資は、資料13ページのとおり、二〇一三年度では、リーマンショック前と比較して、投資先社数で三分の一、投資額でも三分の二ぐらいの水準で、依然リーマンショック前の水準まで回復していない状況にあります。また、投資の総額も、米国における投資額などと比較しますと、十分の一以下の水準にとどまっており、今後、ベンチャー企業の資金調達の円滑化に向けてさらに多面的に施策の検討を進めていく必要があると考えています。

資料15ページでは、平成二五年に金融審議会でリスクマネーの供給について議論が行われた際の報告書で指摘された、ベンチャー企業の支援を巡る諸課題を整理しています。これらの課題の存在

は、関係者の間で既に相当程度共有されているのではないかと思います。大事なのは、課題の克服に向けて関係者が適切に連携して地道に取り組みを進めていくことではないかと考えています。その際には、地域の実情を踏まえつつ、成長マネーの供給促進を図るという観点から、各地域において行政当局、取引所、証券業協会、証券会社、あるいは上場企業、ベンチャー企業、地域の金融機関、ベンチャーキャピタルなど、資本市場をめぐる関係者が一堂に会して、相互の対話や優良事例の紹介、共有等を進めていくことも、取り組みの一環として重要ではないかと考えており、今年の夏前には、いくつかの地域においてパイロット的にそうした取り組みを実行してみたいと考えています。

⑶　債券市場の整備

（社債の価格情報の改善）

金融資本市場の機能強化を考えるに当たって、債券市場の整備は決して欠くことのできない重要な要素です。金融庁においては、これまでも、券面の電子化、ＤＶＰ決済（資金証券同時受渡）の実現、プロ向け市場の創設などの取り組みを進めてきました。日本証券業協会でも、ワーキンググループを設けて、社債の価格情報の改善に向けた検討が行われ、資料16ページにありますように、今年一一月から社債の取引価格情報の報告・発表制度が実施される予定であると伺っています。

（TOKYO PRO-BOND Market）

資料18ページに、ＪＰＸのTOKYO PRO-BOND Marketにおける最近の上場の状況等を整理しています。現在、一二の発行体がプログラム

上場を行っています。表の下のほうの七社が昨年以後に新たにプログラム上場した発行体で、これらのうち四社において、実際に総額千二百億円程度の起債が行われ、TOKYO PRO-BOND Marketの活用が進んできているという状況です。日本政策投資銀行は、TOKYO PRO-BOND Marketにおける債券発行を促進する観点から、昨年四月に総額一千億円を目途に上場債券への投資を実施することを表明しています。

PRO-BOND の債券に関しては、プロ投資家の間で流通が行われるように、法令上転売制限が課されておりますが、金融庁においても、TOKYO PRO-BOND Marketの利用を促進するための取り組みの一つとして、現在、転売制限の方式を柔軟化するための措置を検討しています。

債券市場については、御案内のとおり、従来から店頭市場も存在しています。発行体や投資家のニーズ等に応じて、店頭市場なり上場市場なりが適切に選択され、全体として我が国債券市場の活性化に資することを期待しています。

（東京市場における外貨建債券の発行促進）

債券市場の整備について考える際には、東京市場における外貨建債券の発行、流通など、クロスボーダー取引の促進も重要な課題になると考えています。資料20ページをご覧ください。外貨建債券の発行、流通を考えるときには、投資家にとって、ＤＶＰ決済ができるかどうかが一つの重要な要素になると考えられます。我が国でも、円貨建債券の場合は、ほふり（証券保管振替機構）の証券振替と日本銀行の円貨決済をリンクさせることで、ＤＶＰ決済が実現しています。また、海外では、例えば証券決済機関が外貨資金の決済機能を提供することで、外貨建債券のＤＶＰ決済を可能

にしているところがあります。我が国のほふりは、現状、そうした機能を有しておりませんので、民間金融機関等が外貨資金の決済機能を適切に提供しないと、外貨建債券のＤＶＰ決済が実現しないという状況になっています。こうした状況も踏まえて、我が国における外貨建債券の発行、流通の促進に向けてどういう方策が考えられるのか、関係者との間で幅広く議論していく必要があると考えています。

⑷　デリバティブ市場・インデックスの整備

（概況）

デリバティブ取引については、取引所市場よりも店頭市場のほうのウェートが大きいわけですが、現状、我が国のデリバティブの取引所市場は必ずしも世界において主要な地位を占めているとは言えない状況で、デリバティブの取引所市場においても、投資家の利便性向上に向けた取り組みが重要な課題になっていると考えています。

また、インデックスについては、魅力あるインデックスが開発され、そのインデックスの活用が図られていけば、円滑な金融取引を促進するとともに、投資家の利便性向上あるいは投資運用力の強化にもつながっていくものと考えています。

（総合取引所の実現）

この関係では、御案内のとおり、従来から総合取引所の実現が課題として掲げられています。証券、金融とコモディティを一括して横断的に取り扱う総合取引所の実現は、市場参加者に多様な投資機会を提供し、証拠金の一元化等による利便性の向上にも資するものであり、さらに商品先物市場の活性化や我が国金融資本市場の国際競争力の強化にもつながっていくものと考えられます。総

合取引所の実現は、「『日本再興戦略』改訂二〇一四」においても求められており、総合取引所の実現に必要な法制面の整備につきましては、既に関連の法令が施行されておりますので、総合取引所の実現に向けて、引き続き積極的に取り組んでいきたいと考えています。

（証拠金の一元化）

今も触れました証拠金の一元化は、コモディティを横に置くとしましても、証券、通貨、金利の先物取引などの間でも存在する課題です。証券、通貨、金利の取引で別々に管理されている証拠金を一元的に管理することができるようになりますと、あるデリバティブ取引の証拠金不足分を他のデリバティブ取引の証拠金余剰分でカバーすることができ、その都度証拠金を振り替える手続きが不要になります。また、一つのデリバティブ取引に損失が見込まれ、他のデリバティブ取引に収益が見込まれるという逆相関があるような場合には、これらのリスク量を相殺して必要な証拠金を圧縮するという効果も期待できますので、顧客の利便性の向上につながると考えられます。

ただし、これらの取引の中には、御案内のとおり、投資者保護のための制度が異なるものがあります。例えば、証券については投資者保護基金がありますが、その他の通貨、金利にはそのような制度は設けられていません。したがいまして、証拠金の一元化を検討するに当たっては、こうした場合の取り扱いも含めて検討を行っていく必要があり、今後、市場関係者と幅広く議論していきたいと考えています。

（金融指標に関する規制の導入）

御案内のとおり、二〇一二年にＬＩＢＯＲ（ロ

ンドン銀行間取引金利）の不正操作をめぐる事案が発覚し、二〇一三年にＩＯＳＣＯ（証券監督者国際機構）において、そうした金融指標の算出者が厳守すべき原則、いわゆるＩＯＳＣＯ原則が示されました。これを受けて、我が国でも昨年、金融商品取引法が改正され、ＴＩＢＯＲ（東京銀行間取引金利）が規制の対象とされました。改正法は、今月中に施行される予定となっています。

また、昨年七月には、ＦＳＢ（金融安定理事会）において、「主要な金利指標の改革」という報告書が公表されました。ここでは、ＬＩＢＯＲ、ＴＩＢＯＲ、ＥＵＲＩＢＯＲ（ヨーロッパ銀行間取引金利）について、実取引に裏づけられた代替指標に移行するための検討を行うよう求められました。これを受けて、現在、ＴＩＢＯＲの算出者である全国銀行協会ＴＩＢＯＲ運営機関において、ＴＩＢＯＲのあり方について検討が行われています。今後、ＴＩＢＯＲがより実取引に基づく金利を反映して算出され、さらに金融指標としての信頼性を高めていくことを期待しています。

また、ＴＩＢＯＲについては、東京金融取引所（ＴＦＸ）においてＴＩＢＯＲ金利先物取引が行われています。現在の金融環境の下で、ＴＩＢＯＲ金利先物取引は必ずしも活発とは言えませんが、その時々の市場環境、ニーズに応じて金利先物取引が適切にその機能を果たしていけるよう努力を積み重ねていくことが重要な課題であると考えています。金利先物取引のあり方について、市場関係者による積極的かつ建設的な議論、検討を期待しています。

（ＪＰＸ日経インデックス４００の活用）

ＪＰＸ日経インデックス４００は、資本の効率的活用、投資家を意識した経営、国際会計基準の

採用など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、投資家にとって投資魅力の高い会社で構成される新しい株式指数として創設されました。内外の機関投資家から高い評価が寄せられ、機関投資家等に強い取引ニーズがあることを踏まえ、ＥＴＦの上場や公募投信の設定などが行われ、海外でもＥＴＦがロンドン証券取引所等に上場されました。また、昨年一一月から、大阪取引所においてＪＰＸ日経インデックス４００の先物取引が開始されました。ＪＰＸ日経インデックス４００は、日本を代表する株価指数として、我が国金融資本市場にとって貴重な存在になっていると考えられ、その戦略的かつ有効な活用が期待されるところです。

⑸　店頭デリバティブに係る国際規制への対応

リーマンショック後、金融危機の再発を防止する観点から、Ｇ20やＦＳＢ等において国際的な金融規制改革の議論が進められています。我が国においても、逐次、資料27ページに掲げたような法律改正を伴う制度整備を行い、店頭デリバティブ市場の改革を進めてきました。

我が国としては、国際的な市場の分断や市場参加者への過度な負担を避けるために、規制の導入に当たっては、各国間の規制の調整、調和を図るとともに、実施に当たって十分な経過期間を確保すべきであるという基本的な考え方の下に、国際的な議論に参画してきました。この表の一番下の欄にありますように、現在、清算機関に清算集中されていない店頭デリバティブ取引に対して、よりハードルの高い証拠金規制をかけることが国際合意されています。当初、本年一二月から規制の導入が予定されておりましたが、先ほど述べたような我が国の主張もあって、この三月に、導入に

向けたスケジュールを九ヶ月延長することが国際的に合意されました。我が国でも、本年一二月からの導入を予定してパブリックコメントの手続きを開始しましたが、こうした状況を踏まえて導入時期を見直すこととし、各国における準備状況等も踏まえながら、今後、我が国の導入時期をどうするかについて総合的に判断していきたいと考えています。

⑹　資産運用の充実

（インフラファンド市場の整備）

資料28ページから30ページに、インフラファンド市場の整備に関する資料を掲げています。厳しい財政状況や高齢化の進展により、インフラの整備、運営に関し、民間の資金とアイデアを活用する必要性が今後一層高まると予想されています。他方、経済動向の影響を受けにくい安定的なアセットクラスとして、インフラファンドへの投資家の関心も高まってきています。そうした中、諸外国では、上場されるインフラファンドが増加しています。我が国でも、投資法人・投資信託制度の見直しを行って、投資法人や投資信託が再生可能エネルギー発電設備や公共施設の分野に投資することを可能にするとともに、一定の条件の下で、再生可能エネルギー発電設備について税制措置が認められました。昨日、新たに東京証券取引所にインフラファンド市場が開設されましたが、今後、こうしたインフラファンド市場のさらなる活用に向けて検討を進めていきたいと考えています。

（ヘルスケアリートの活用）

リートに関しては、資料31ページ、32ページのとおり、ヘルスケアリートの活用に取り組んでき

ました。ヘルスケアリートは、とかく都市部に偏りがちなリートというツールを地域に展開して、地域経済の活性化につなげるという観点からも、重要な役割を担えるものと考えており、今後ともヘルスケアリートの普及等に向けて、関係省庁等と連携しながら取り組んでいきたいと考えています。

（プロ向けファンド制度の見直し）

ファンドの関係では、資料33ページから37ページのとおり、プロ向けファンド制度を見直すため、現在、金融商品取引法改正案を国会に提出させていただいています。私どもとしては、この改正案の早期成立を目指して努力を重ねているところであり、ぜひともご支援を賜りますようよろしくお願いいたします。

（投資運用力の強化）

資産運用の充実に関し、最後に、投資運用力の強化に触れたいと思います。これまで金融庁では、投資信託の併合手続の簡素化を可能とするための制度整備、運用体制やパフォーマンスの透明性向上を図るための環境整備等を行ってきました。

しかし、米国などと比べますと、投資信託一本当たりの規模は非常に小さいものにとどまっておりますし、短命な投資信託が多く、長期保有を念頭に置いた商品と実際の売れ筋投資信託の間に大きな乖離が存在するという指摘もあります。資料41ページに毎年の売れ筋商品の表がありますが、いずれも非常に短期間でピークを過ぎているというのが実情です。これらは、投資家の投資方針によるところも大きいと考えておりますが、今後、ＮＩＳＡや確定拠出年金が普及していくことなど

を考えますと、こうした問題について関係者間でさらなる認識の共有が進められていくことが重要ではないかと考えています。

他方、投資運用業の発展ということを考えますと、販売業者あるいは運用業者に対する顧客の信頼を高めることも重要な課題であり、資料42ページで整理したようなフィデューシャリー・デューティが運用業者において適切に実践されていくことが不可欠であると考えています。

こうしたさまざまな点については、これまでも金融庁の司々において、関係者と幅広い意見交換をさせていただいていると思いますが、総務企画局としましても、それらの状況を適切にフォローしてまいりたいと考えています。

(7) 決済機能の強化とリスクの削減

決済期間の短縮化による決済リスクの軽減に関しては、資料43ページのとおり、国債についてＴ＋２化が実現しており、現在、Ｔ＋１化に向けた取り組みが行われていると理解しています。引き続き着実にＴ＋１化のための準備を進めていただくことを期待しています。

株式の決済期間については、現在、Ｔ＋３となっているものをＴ＋２に短縮することについて、日本証券業協会において勉強会が行われ、今年三月に報告書が公表されました。株式の決済期間の短縮化を図ることは、国債と同様、決済リスクを削減し投資家の資金効率を向上させる観点から、重要な課題であると認識しています。この点、世界の主要市場では、資料46ページにありますように、既にＴ＋２に移行し、あるいは移行に向けた検討が進められている状況にありまして、我が国においても、市場関係者において円滑な決済の確保に留意しつつ、Ｔ＋２化に向けてさらな

る検討が行われることを期待しています。

(8) 市場構造をめぐる動きへの対応

（概況）

あえて申し上げるまでもなく、証券市場は、金融資産の運用と資金配分の双方を効率的かつ公正に行うことを求められており、そのため、金融庁も、市場関係者とともに、市場の整備に取り組んできました。今後とも、市場構造の変化に適切に対応しながら、そうした市場の整備に努めていく必要があると考えています。効率的で公正な価格形成機能を確保し、投資家の利便性の向上や証券市場全体の競争力の向上を図っていくことが重要な課題になります。

（ＰＴＳ）

この関連では、従来から二つのテーマがあります。

一つはＰＴＳ（私設取引システム）の問題です。ＰＴＳは、平成一〇年の金融システム改革法によって導入された後、平成一七年に競売買による価格決定方法が認められ、平成二四年には公開買付規制における五％ルールを適用しないという措置が講じられました。資料50ページのとおり、ＰＴＳの取引高は、現状、上場株式の全取引の五％程度、取引所外取引の六割程度となっています。市場においてＰＴＳが果たすべき機能について考える際には、取引所市場との関係やダークプールなど他の代替的な機能を有する取引の場との関係を考えていく必要があります。また、市場間の競争に与える影響、取引所等の自主規制機能や公正な価格形成に与える影響など、要すれば、市場全体の効率性・公正性に与える影響について、多面的に分析、検討していく必要があり、引

き続きそうした検討を進めていきたいと考えています。

（ＨＦＴ）

もう一つは、ＨＦＴ（高頻度取引）を巡る状況です。ＨＦＴの取引について、必ずしも正確なデータはありませんが、資料51ページの下で、コロケーションエリアからの注文の推移をグラフで整理しています。東証でアローヘッドが稼働した当時は、注文件数の約一割程度にすぎませんでしたが、近年は注文件数の約六割がコロケーション経由になっています。そのうちどれが厳密にＨＦＴと定義すべきものであるかは明確ではありませんが、日本市場においても、確実にＨＦＴが存在感を高めていると言えるように思います。

国際的には、ＨＦＴについて流動性の向上や価格発見機能の向上の効果があるという指摘がある一方で、市場の攪乱要因になっているという指摘もあるところです。この点、我が国では、例えば米国などと比べまして、市場の分断が少なく、ストップ高、ストップ安など、価格の急騰、急落防止のための制度や、注文件数に応じた課金体系といったものも導入されており、ＨＦＴに起因して生じる問題について一定の措置は講じられているという見方もあると理解しています。他方、近時、アルゴリズム取引を利用した相場操縦などの不公正取引について、証券取引等監視委員会から課徴金勧告等が出されているということも事実です。

本来、株式市場は、投資家が投資判断能力を競い、多様な投資家の判断をかけ合わせることで、公正な価格を発見していくという理念を重視する向きからは、こうしたＨＦＴが、投資判断能力ではなく機械の質を競っているのではないかとか、

こういうものが主流になってくると、投資家の多様性を失わせることになるのではないかという指摘もなされていると理解しています。仮に、高頻度化が人為を超えてしまった場合に、何らかのコンピュータシステム上の問題がシステミックな問題につながることがないかというのも、当局としては心配を感じないでもないところです。

海外を見ますと、欧州では、ＭｉＦＩＤⅡ（第二次金融商品市場指令）によって、ＨＦＴ業者の当局への届け出や投資戦略等の報告制度が導入されています。アメリカでは、ＦＩＮＲＡ（金融取引業規制機構）による規制に服することなく活動するＨＦＴ業者に対して、ＦＩＮＲＡへの加入義務の拡大などによって、監督規制を強化していこうという動きも見られます。

我が国と諸外国では、先ほど申し上げたように、市場構造が異なっており、取引ルールや慣行も異なっておりますので、単純な比較はできないと思いますが、海外の規制動向については引き続き注視していく必要があると考えています。いずれにしましても、この問題を考えるに当たっては、我が国のみが規制を強化して我が国市場の流動性が失われるようなことがないように、国際的に連携した対応が求められることは言うまでもないと考えています。

二、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード

（総論が大事）

次に、「コーポレートガバナンス・コード」を取り上げます。資料57ページにおいて概要を整理しています。コーポレートガバナンス・コードと

言いますと、新聞紙上などでは、独立社外取締役を二名以上設置することを求めるルールという受け止めが大半で、それ以外のことが論じられることは極めて少ないように思います。私どもからいたしますと、コーポレートガバナンス・コードを見るときには、まず総論が大事であると考えています。この点が第一に申し上げたいことです。

この資料の上のほうに書いてありますように、総論では、成長戦略の一環として、健全な企業家精神の発揮に資する「攻めのガバナンス」を確保するという思想を色濃く掲げています。これまでコーポレートガバナンスと言いますと、とかく不祥事防止のためと捉えられがちでしたが、このコードでは、そうした守りのガバナンスではなく、むしろ、きちんとしたアカウンタビリティーを確保することによって、健全な企業家精神の発揮をサポートするものとして、コーポレートガバナンスを捉えています。

先日、ＯＥＣＤのコーポレートガバナンスの担当者が来日し、意見交換を行いました。この担当者は、ＯＥＣＤコーポレートガバナンス原則の根底に流れている考え方として、コーポレートガバナンスが企業や投資の価値向上（バリュークリエーション）に資することが大事な要素であると指摘していました。また、このような考え方を一国のコードとして最も忠実に具現化したものとして、日本のコーポレートガバナンス・コードを高く評価していました。独立社外取締役が二名というところを強調しますと、国際的には、おそらく「たったの二名か」という反応が返ってくることが多いと思います。しかし、総論的な考え方に対しては、ＯＥＣＤの担当者も、日本のコードを高く評価し、国際的にも強くＰＲしていきたいと言っていました。

（多岐にわたる内容）

二番目に、各論としては、単に独立社外取締役のことだけでなく、非常に多岐にわたることが書かれているということです。株主招集通知の早期発送、環境・社会をはじめとするサステナビリティー（いわゆるＥＳＧ（環境・社会・ガバナンス））、女性の活躍の促進、経営理念・経営戦略・経営計画に関する主体的な情報発信など、非常に多面的な原則が多々掲げられています。コーポレートガバナンス・コードは、五つの基本原則、三〇の原則、三八の補充原則の合わせて七三の原則から成っていますが、新聞は、その中の一ヶ所にしか関心を持っていないように感じています。

（取締役会の役割）

三番目に、取締役会についても、このコードは、独立社外取締役の数のみに注目しているわけではなく、取締役会の役割、責務として、企業戦略等の大きな方向を示し、経営陣による適切なリスクテイクをサポートする役割を強調しており、そういった中で、取締役会のあるべき体制や独立社外取締役の数という問題が論じられているということです。また、独立社外取締役に関しては、数だけでなく、選任した後の運用が大事であるとも縷々述べられています。

（株主との対話）

最後に、四番目として、我が国のコードは、ＯＥＣＤの原則に掲げられた項目に加えて、「株主との対話」という一項目を置いています。これは、昨年二月に策定されたスチュワードシップ・コードと相まって、企業と株主との建設的な対話を推進していくという考え方を明確にしていこうとするものです。

個人的な感想になるかもしれませんが、コーポレートガバナンスの議論になりますと、これまでは、当局を通じた間接対話のようなところが多かったように思います。つまり、投資家から当局に、企業のコーポレートガバナンスがよくないという話が持ち込まれ、企業サイドからは、投資家にいくら説明しても理解してくれないという話が持ち込まれて、なんとなく当局を通じた間接的な対話のようなところが多かったのではないかという感想を持っています。今後は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを車の両輪として、企業と株主との直接的な対話が建設的に進められていくことを期待しており、当局は、基本的に、そうした観点から、対話の全体状況を適切にフォローしていくべき立場であると考えています。

三、国際会計基準

（国際会計基準の任意適用企業の拡大促進）

次に、「国際会計基準」を取り上げます。資料62ページをご覧ください。国際会計基準については、数年前までこれを上場会社に強制適用することの是非について議論が行われていました。二〇一三年六月に、企業会計審議会において当面の方針が取りまとめられ、まだ強制適用の是非を判断する時期にはないと結論されています。これを受け、当面は、国際会計基準の任意適用企業の拡大を促進するということが基本方針とされ、資料63ページにありますように、政府の成長戦略「『日本再興戦略』改訂二〇一四」でも、閣議決定レベルの文書としては初めて、国際会計基準の任意適用企業の拡大促進という項目が掲げられました。

現在、そのための取り組みを進めているところです。

なぜ政府の成長戦略に国際会計基準の任意適用の拡大促進ということが載せられたかを考えますと、私としては、そうしたことを通じて、実際に上場企業に適用される会計基準がより高品質なものになっていくことを期待するという考えがあるためと理解しています。

（国際的な意見発信の強化）

この目的を実現するためには、任意適用の拡大促進と合わせて、あるべき国際会計基準の内容について我が国としての考え方をより積極的に発信し、国際会計基準をそうした内容のものとしていく努力を行っていく必要があると考えています。

この関連で、我が国としては、現在、大きく二つの点を主張しています。国際会計基準では包括利益という概念があり、一時期、財務諸表の中にそれ以外の当期純利益のラインを掲げることはできないという議論がありました。我が国からは、当期純利益が重要であることを指摘し、ややテクニカルになりますが、リサイクリング（包括利益から当期純利益への組替調整）という会計処理を行うように主張しています。

もう一つ、企業結合をした際ののれんについて、我が国では規則的に償却を行うことになっていますが、国際会計基準ではそういう処理は求められていません。この点について、期間損益を適切に把握していくために、のれんの規則的な償却を義務づけることを主張しています。

こうした我が国としての意見の発信を強化し、これを実現していくことが課題になっています。

（日本基準の高品質化）

国際会計基準が強制適用されるというのであればともかく、当面、任意適用ということであれば、少なくともその間は、日本基準が残ることになります。そうなりますと、日本基準自身の高品質化も大きな課題になってきます。この関連では、収益認識基準、これは事業会社の会計処理では基本中の基本になる基準ですが、これについては、国際会計基準と米国基準の間でコンバージェンスが達成されています。この点について、我が国の会計基準における取り扱いをどうするかが現在、重要な検討課題とされており、我が国の会計基準設定主体であるＡＳＢＪ（企業会計基準委員会）において、今般、検討に着手されることになりました。

（人材の育成）

人材の育成も非常に大きい課題です。この点では、二つの種類の人材育成の課題があり、一つは積極的な意見発信の問題とも関係しますが、国際的な場に出て行って、そこでしっかりと意見が言える人材を育成する必要があります。また、現実に多くの企業が国際会計基準に移行していくことになりますと、企業と監査法人の両サイドで、国際会計基準に関する知識、経験が豊富で、タイムリーに適切な判断をできる人材も必要になってきます。こうした両面での人材の裾野の拡大も課題になっています。

（国際会計基準適用企業の現状）

国際会計基準の適用企業の現状については、資料64ページをご覧ください。適用企業の数は日々ふえておりまして、このグラフでは、七七社が任

意適用企業となっていますが、昨四月三〇日時点では既に八三社になっています。企業数では八三社ですが、時価総額にしますと一一三兆円（三月三一日時点）で、上場企業全体の一九・四八％を占めるまでになっており、国際会計基準の任意適用企業は着実に拡大していると言えるかと思います。

四、まとめ

最後に、まとめのようなことを申し上げたいと思います。

平成一八年に金融商品取引法を制定した後、毎年のように法改正を行い、今年も改正案を提案させていただいています。今後とも状況の変化に応じて不断の見直しは必要でしょうし、必要な法制面の課題が出てくれば、果敢に取り組んでいきたいと思いますが、これまでの法改正の結果、現時点で大幅な法制の見直しが求められている状況には必ずしもないと考えています。今後は、そうしたこと以上に、これまで整備してきた制度を適切かつ効果的に運用することによって、実際に我が国資本市場の活性化あるいは日本経済の成長に結びつけていくことが重要になってきます。今日御説明したさまざまな課題、取り組みも、その大宗は現行法制のもとで十分実施可能なものであり、そういう意味で、これからのメインプレーヤーは市場関係者の皆様であって、当局は必要に応じて旗振り役を演じるという役割が多くなっていくのではないかと考えているところです。市場関係者の皆様の一層の奮起を期待して、私の御説明の結びとしたいと思います。

増井理事長　池田局長から大変幅広くお話しいた

だきました。若干お時間がございますので、御質問なさりたいことがございましたらいかがでしょうか。

質問者A　先ほど、今後、制度面での大幅な改正はないという御説明がありました。教科書を書いている立場としては非常に寂しいのですが、この先、金融審議会において、持株会社制度の見直しに向けた検討が始まると伺っています。銀行法や保険業法では、持株会社の制度がきちんと整備されています。他方、金融商品取引法では、指定親法人の制度は入っていますが、登録制の業種ということもあって、銀行法や保険業法のように持株会社の制度は整備されておらず、単体規制が中心になっています。これを機に、金融持株会社法制について何か横断的に考えられておられるようなことがあるのか、個人的なお考えということでもよいのでお聞かせいただけないでしょうか。

池田　今、御指摘があったように、金融審議会では、大臣から諮問をいただき、近く、ワーキンググループを設置して、持株会社制度を含めた金融グループに関する制度のあり方について検討していこうということになっています。ここで金融グループと言うときに、銀行、保険、証券のどこまでを射程に入れるのか。現時点で確たる外縁を決めているわけではありませんが、制度的に申しますと、御案内のとおり、銀行ないしは保険の場合は、そのグループの中に入るかどうかで、業務範囲などについてかなり厳格な規制がかかってきます。他方、証券の場合、そもそも兼業について厳しい規制がないこともあって、そうした観点での検討を行うニーズはそれほど高くないとも感じています。このため、金融審議会では、まずは銀行グループを念頭に置いて議論を始めることとしておりまして、今のところ、証券あるいは保険を直

接の検討対象にしようということは考えていません。ただ、御指摘のあった指定親会社に関し、業務範囲の問題はともかくとして、連結ベースのガバナンスのありよう等については、銀行とそれほど大きな違いはないという考え方もできようかと思います。したがって、とりあえず今のところは銀行を中心に議論していくが、今後の議論の展開の中で議論が及ぶ点が出てくれば、合わせて議論する必要があるかもしれない、そのような状況かと思っています。

質問者B　包括的なお話をありがとうございました。バーゼル規制の関係で、国債について、金利上昇リスクを織り込んだリスクウェートの改正とか、自国通貨建ての国債に関しリスクウェートなしとしていることの見直しとか、いろいろな報道がなされておりますが、そのような見直しの影響をどのように軽減していくのかということについて、現段階でお話しいただけることがあればお聞かせいただきたいと思います。

池田　最近の新聞報道を踏まえた御質問であると理解します。最近の新聞報道は、必ずしも現時点での議論の筋道を正確に表していない可能性もあると思っています。

まず、一つは、現在、バーゼルで議論されているのは、銀行グループの銀行勘定が抱えている金利面での市場リスクを捉えて、それに対する適切な対応が必要ではないかということであって、これは、国債だけでなく、住宅ローンなどその他のいろいろな資産・負債とも関係しています。また、そうした銀行勘定の金利リスクを全体としてどう捉えるかは、当然、今の監督の枠組みの中にも含まれている要素です。それをどのように自己資本規制に反映させるか、すなわち、いわゆる第一の柱（最低所要自己資本比率）にするか、ある

いは、今までのように第二の柱（金融機関の自己管理と監督上の検証）のままでいくのかということも論点になっているところです。

もう一つ、信用リスクについての御質問がありました。確かに報道では、信用リスクも市場リスクと一緒に議論されているかのように書かれていたかもしれませんが、今、この場で議論されているのは、あくまでも市場リスクです。信用リスクの捉え方についてはバーゼルの場でも、別途、いろいろな議論がありますが、市場リスクの話とは切り分けて議論される話だと考えています。大変だというトーンの記事が派手に出ていたように思いますが、もう少し冷静に受け止めて議論する必要があるのではないかと感じています。いずれにしましても、今後の議論の展開には、なおさまざまな紆余曲折がありうるものと考えています。

増井理事長　ありがとうございます。時間も過ぎておりますので、今日はこの辺でお開きにしたいと思います。最後に、池田局長に拍手をお願いいたします。（拍手）（了）

（いけだ　ゆういち・金融庁総務企画局長）

（本稿は、平成二七年五月一日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

池　田　唯　一　氏

略　　歴

1982年３月　東京大学法学部卒

1982年４月　大蔵省入省
1984年～1985年　英国ロンドン大学ＬＳＥ校留学（経済学修士）
1989年～1992年　国際通貨基金（ＩＭＦ）エコノミスト
2009年～2014年　中央大学大学院戦略経営研究科客員教授

大蔵省大臣官房、主計局、証券局、銀行局、国税庁勤務を経て、

1998年４月　内閣総理大臣官房金融監督庁設立準備室主任室員
1998年６月　金融監督庁長官官房総務課総括企画官
1999年７月　同管理室長
2000年７月　金融庁総務企画部 (局) 保険企画室長
2001年７月　金融庁監督局協同組織金融室長
2002年７月　同保険課長
2004年７月　金融庁総務企画局企業開示参事官
2005年７月　同企業開示課長
2007年７月　同市場課長
2009年７月　同企画課長
2010年７月　同参事官（開示担当）
2011年８月　同審議官（開示担当）
2012年７月　同審議官（企画・市場担当）
2013年６月　同審議官（監督局担当）
2014年７月から現職

金融資本市場をめぐる今後の課題

平成２７年５月１日
金融庁総務企画局長　池田　唯一

目　次

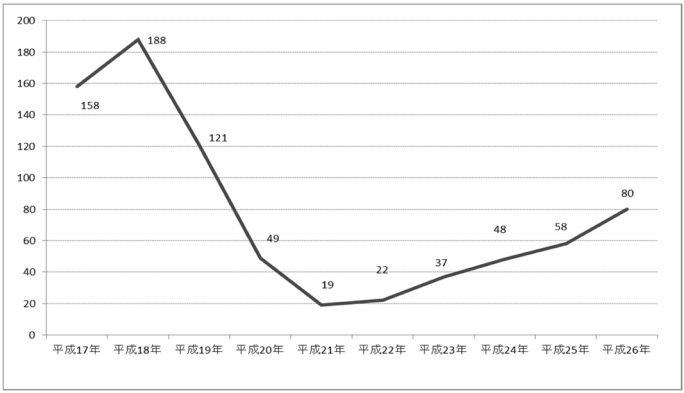
１．金融資本市場の機能強化について　２
（１）株式上場市場の整備　３
（２）新規企業等へのリスクマネー供給　８
（３）債券市場の整備　16
（４）デリバティブ市場・インデックスの整備　21
（５）店頭デリバティブに係る国際規制への対応　27
（６）資産運用の充実　28
（７）決済機能の強化とリスクの削減　43
（８）市場構造をめぐる動きへの対応　49
２．コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード　55
３．国際会計基準　62

金融資本市場の機能強化に向けた課題

	株式（エクイティ）	債券	デリバティブ、インデックス	資産運用
上場	➢ 質の高いIPO・PO ➢ 問題企業への対応 ➢ T＋2化 ➢ コーポレートガバナンス・コード ➢ スチュワードシップ・コード ➢ IFRSの任意適用企業の拡大促進	➢ TOKYO PRO-BOND市場	➢ 総合取引所 ➢ 証拠金一元化 ➢ TIBOR、金利先物取引等 ➢ JPX日経400の活用	➢ インフラファンド市場 ➢ ヘルスケア・リート
店頭	➢ クラウドファンディングの普及 ➢ 株主コミュニティ制度 ➢ ベンチャー企業の資金調達の円滑化に向けた環境整備	➢ T＋1化（国債） ➢ 社債の取引価格情報の改善	➢ 国際規制への対応	➢ プロ向けファンド制度の見直し ➢ PEファンド ➢ 投資運用力の強化
その他	➢ PTS制度 ➢ HFT	➢ 東京市場における外貨建債券発行促進		
	➢ 清算・振替機関の機能強化			

2

IPO数の推移



（日本取引所グループ公表資料等より作成）

3

（参考）主要国の証券取引所との比較

証券取引所名	IPO数（社）	（うち国内企業）	上場会社数（社）	（うち国内企業）	売買代金（10億ドル）
ニューヨーク証券取引所	129	102	2,466	1,939	15,867
ロンドン証券取引所	163	140	1,926	1,459	1,911
ユーロネクスト	35	31	1,055	935	1,952
ドイツ取引所	10	4	670	595	1,469
台湾証券取引所	17	10	880	813	711
韓国取引所	103	103	1,864	1,849	1,350
オーストラリア証券取引所	84	74	2,073	1,967	807
上海証券取引所	43	43	995	995	6,085
香港取引所	115	111	1,752	1,661	1,520
シンガポール取引所	28	18	775	484	209
日本取引所グループ	80	79	3,470	3,458	5,443

（注）
・IPO数は2014年中の件数、上場会社数は2014年末時点、売買代金は2014年中の計数
・日本取引所グループの計数はJPX調べ
・海外取引所のIPO数はWFEのIPO Database、上場会社数、売買代金はWFEのMonthly Report（Number of Listed Companies）を利用
※ロンドン証券取引所はWFEを脱退したため、2014年1月以降のデータは同取引所ホームページを利用

4

「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」

（2014年10月1日）

企業価値の向上に資する	■ 調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながることが、調達目的、資金使途、過去に調達した資金の充当状況、業績見通しなどに基づいて合理的に見込まれるものであり、また、その合理的な見込みに疑いを生じさせるような経営成績・財政状態及び経営実態となっていないこと。 ■ ファイナンス実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上の実現が十分に期待されること。
既存株主の利益を不当に損なわない	■ ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等について十分に配慮されたものであり、既存株主に対して合理的な説明が可能なものであること。
市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない	■ 公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力者を、資本市場に参入させないこと。 ■ 個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とは言えない取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得るようなスキームとなっていないこと。
適時・適切な情報開示により透明性を確保する	■ 情報開示は、その時期が適切であり、その内容が真実で一貫性があり、その範囲が十分であり、かつ、開示資料等における説明が分かりやすく具体的で、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること。 ■ ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示せること。

（日本取引所自主規制法人公表資料より作成）

5

最近の新規公開を巡る問題と対応について

（2015年3月31日）

□ 新規公開の品質を向上して株主・投資者の信頼を確保し、もって証券市場の機能の健全な発揮を促していく観点から、速やかに以下の対応を講ずる

1．新規公開会社の経営者による不適切な取引への対応

- 経営者の不適切な取引について、上場審査を強化
- 上場申請会社の経営者・社外役員等に対して、不適切な取引防止のための啓発セミナーを実施

2．上場直後の業績予想の大幅な修正への対応

- 上場時に公表される業績予想について、前提条件やその根拠の適切な開示を要請（上場直後に業績予想の修正開示を行う場合には、それらに関する特に丁寧な説明を要求）

3．上場時期の集中への対応

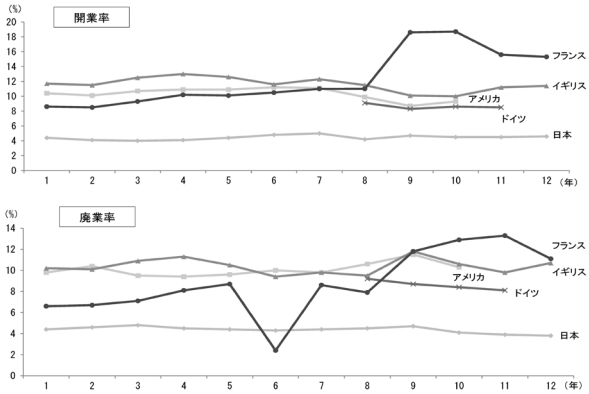
- 上場予定時期について、東証における集計及び周知を通じて全体日程を共有し、集中緩和を要請
  ※ 昨年は、年間計80社のうち28社の上場が12月に集中

※ これらに併せ、日本証券業協会及び日本公認会計士協会を通じて、引受証券会社及び監査法人に日本取引所グループの対応を周知し、当該対応への協力を要請するとともに、各協会に対しては、新規公開の品質確保に向けた、適切な対応を要請。

（日本取引所グループ公表資料より作成）

6

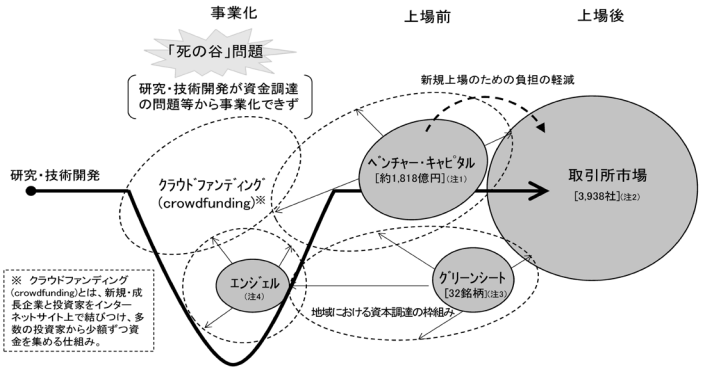
各国の開業率と廃業率



（出典）2014年版　中小企業白書

7

新規・成長企業へのリスクマネーの供給について

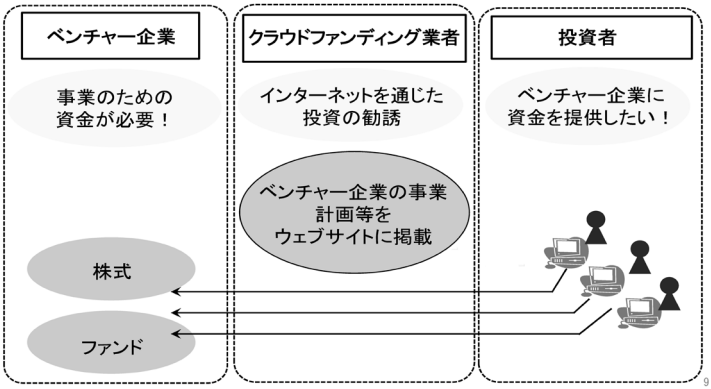


(注1)ベンチャー・キャピタル年間投融資額(2013年度)。米国は約2.7兆円(2012年)。
(注2)全国上場会社数(2014年末：札幌、東京、名古屋、福岡)。米国はNYSE(US)2,466社、NASDAQ2,782社(2014年末)。
(注3)グリーンシート銘柄数(2014年末)。米国におけるピンクシート登録銘柄数は9,857銘柄(2015年3月)。
(注4)エンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は、約14.9億円(2013年度)。なお、米国におけるエンジェルの年間投資額は、1.5兆円程度といわれている。

8

投資型クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、新規・成長企業と投資家をインターネットサイト上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み



9

各種クラウドファンディング

類型	寄付型	購入型	投資型
概要	ウェブサイト上で寄付を募り、寄付者向けにニュースレターを送付する等	購入者から前払いで集めた代金を元手に製品を開発し、購入者に完成した製品等を提供する等	運営業者を介して、投資家と事業者との間で匿名組合契約を締結し、出資を行う等
対価	なし	商品・サービス	事業の収益
業登録の要否	―	―	第二種金商業
主な資金提供先	被災地・途上国等の個人・小規模事業　等	被災地支援事業、障碍者支援事業、音楽・ゲーム制作事業等を行う事業者・個人　等	音楽関連事業、被災地支援事業、食品、酒造、衣料品　等
資金調達規模	数万円程度	数万円 ～ 数百万円程度	数百万円 ～ 数千万円程度
一人あたり投資額	一口1円 ～（任意）	一口1,000円程度 ～	一口1万円程度 ～

（出所）各種ウェブサイト
※　上記のほか、匿名組合契約に基づき投資家から出資を募り、集めた資金の貸付けを行うといった形態も存在。

10

「ふるさと投資」連絡会議との連携

○　平成26年10月に、地域の資源を活用したプロジェクトを支援し、地方への新たな資金の流れを作るため、地方公共団体、地域金融機関等及び支援団体等112者で構成される「ふるさと投資」連絡会議(注)の設立。
（注）　内閣府地方創生推進室が会議の事務局を務める。

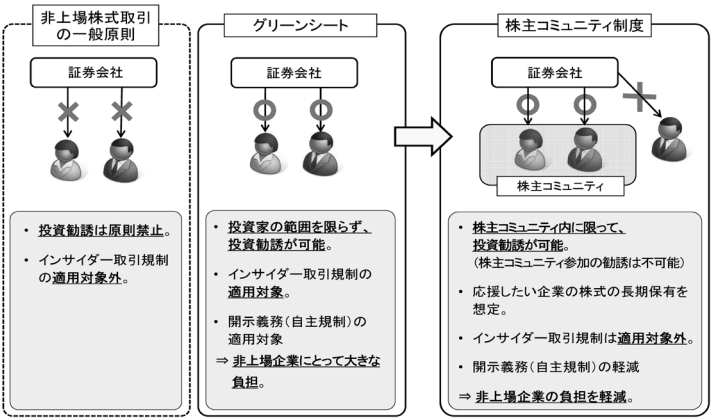
「ふるさと投資」とは

地域資源の活用やブランド化など、地域活性化に資する取組を支えるさまざまな事業に対するクラウドファンディング等の手法を用いた小口投資であって、地域の自治体等の活動と調和が図られるもの。

＜取組内容＞
- 事例研究や普及・促進の情報共有の場づくり
- 普及・促進ツールとするため『手引き』を作成・発表

11

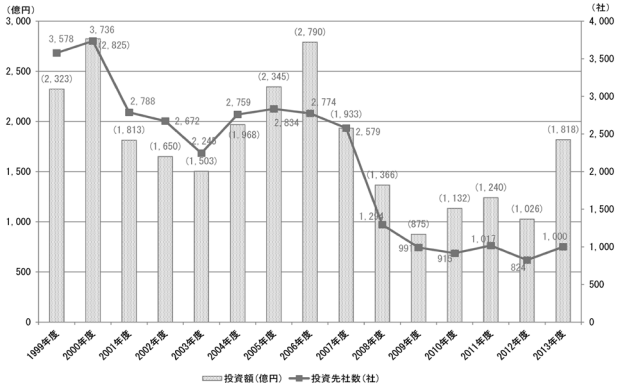
株主コミュニティ制度



（上記制度はいずれも日本証券業協会の自主規制に基づく）

12

日本のベンチャーキャピタル等によるベンチャー企業への投資

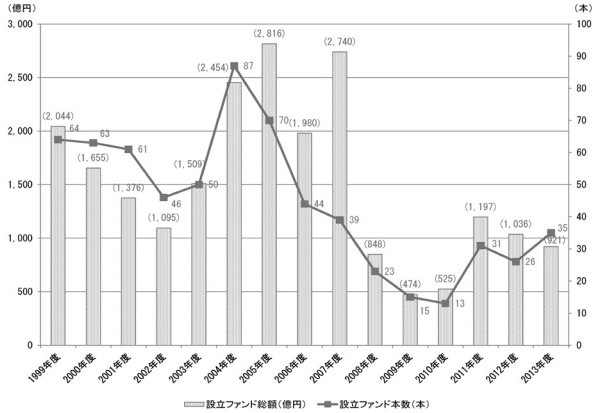


（注）1999 年度：199/7～2000/6、2000～2002 年度：各年10 月～翌年9 月、2003 年度以降：各年4 月～翌年3 月

（出典）VEC 2014年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果

13

ベンチャーファンドの設立状況



（出典） VEC 2014年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果

14

ベンチャー企業支援を巡る諸課題

ベンチャーキャピタルが抱える課題

- シードの段階、あるいはそれよりも若干進んだ段階に入ってきた企業に対して、十分なサポートができていない。
- ベンチャーキャピタルの評価基準が定まっていない。
- これまで成功事例がそれほど出ていない。

ベンチャー企業支援の出口の多様化等

- ベンチャー企業支援の出口はIPOに偏重しており、M&Aも含めた多様な選択肢が確保されていることが望ましい。
- 買収価格に関する売り手と買い手との認識のズレをできるだけ小さいものとする。
- 買い手である大企業側におけるM&Aに消極的な企業文化の改革を図っていくことが必要。

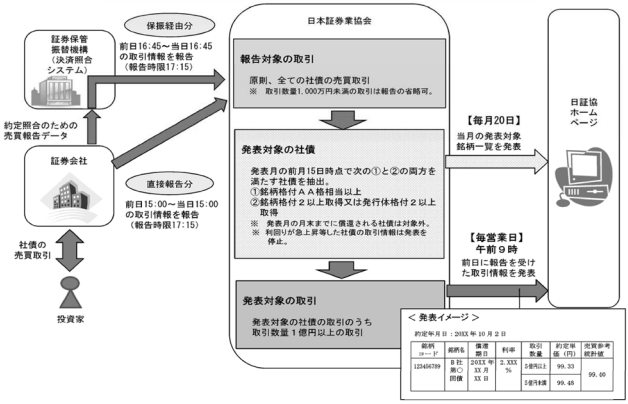
ベンチャー企業に対する人材面でのサポート

- ベンチャー企業が創業した早い段階から、ベンチャーキャピタルのみならず、トップクラスの多様な主体が支援する方式が採られることが望ましい。
- 技術やアイデアを事業化・収益化するため、公認会計士、弁護士、弁理士といった専門的能力を有する者からのサポートを受けられる仕組みが構築されるべき。

（出典） 金融審議会　新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告（平成25年12月15日）より作成

15

社債の取引価格情報の改善



（出典）「社債の取引情報の報告・発表制度について」（平成26年6月17日）　16

TOKYO PRO-BOND Market

TOKYO PRO-BOND Marketの開設

- 平成21年6月、東証グループ（51%）、ロンドン証券取引所グループ（49%）の共同出資により、プロ投資家向け市場である「TOKYO AIM取引所」を創設（※1）。
  （※1）同取引所は、平成20年6月の金融商品取引法改正によるプロ投資家向け市場の枠組みを活用して創設された市場。
- TOKYO AIM取引所は、平成23年5月、プロ向け債券市場である「TOKYO PRO-BOND Market」を開設。
- 平成24年3月、東証グループが、ロンドン証券取引所との間でTOKYO AIM全株式の譲渡契約を締結し、TOKYO AIMを完全子会社化。
- 平成24年7月、東証を存続会社、TOKYO AIMを消滅会社とする合併が成立。以後、東証で運営。

TOKYO PRO-BOND Marketの主な制度概要及び現状

- **上場要件**
  - 格付業者による格付けの取得。
  - 当該債券を引き受ける主幹事証券会社が、東証作成の「主幹事証券会社リスト」に登録されていること。
  - 会計基準は日本基準、国際会計基準、米国基準その他これと同等の適切な会計基準の採用を容認。
- **開示制度**
  - 最低年1回、監査証明等を付した決算情報を開示（四半期開示や内部統制報告書の作成義務はなし）。適時開示の実施。
  - 英語による開示を容認。
- **上場廃止**
  - 上場債券の最終償還期限の到来（全額の繰上償還を含む）、吸収分割等による上場債券の債務承継、特定証券情報等への重大な虚偽記載等。
- **現状**
  - 平成27年4月17日現在、12の発行体がプログラム上場（※2）し、うち5社が実際に起債。
    （※2）プログラム上場とは、発行体の財務情報や起債予定額（プログラム情報）をTOKYO PRO BOND Marketに登録することで、当該予定額　の範囲内で随時債券を起債できる仕組み。
  - 日本政策投資銀行は、TOKYO PRO-BOND Marketを活性化し、わが国の金融市場をさらに発展させることを目的として、平成26年4月以降、TOKYO PRO-BOND Marketにおいて発行された複数の円建て債への投資を継続的に実施。今後も総額1,000億円を目途に投資を実施予定。

17

TOKYO PRO-BOND Marketの発行体

平成27年4月17日現在

発行体	プログラム上場日	起債額(起債時期)
ING Bank N.V.(オランダ)	平成24年3月30日	507億円(平成24年4月)
		1,759億円(平成24年12月)
Nomura Bank International plc(イギリス)	平成24年7月27日	―
Nomura Europe Finance N.V.(オランダ)	平成24年7月27日	―
ICICI Bank Limited(インド)	平成25年6月18日	―
Asian Development Bank(フィリピン)	平成25年11月11日	―
Bank of America Corporation(米国)	平成26年3月7日	―
Banco Santander-Chile(チリ)	平成26年4月2日	273億円(平成26年4月)
Malayan Banking Berhad(マレーシア)	平成26年5月1日	311億円(平成26年5月)
		200億円(平成26年8月)
First Gulf Bank P.J.S.C.(アラブ首長国連邦)	平成26年6月10日	100億円(平成26年6月)
Deutsche Pfandbriefbank AG(ドイツ)	平成26年6月27日	―
HYPO NOE Gruppe Bank AG(オーストリア)	平成27年2月18日	―
Macquarie Bank Limited(オーストラリア)	平成27年2月24日	341億円(平成27年3月)

18

東京市場における外貨建債券の発行促進

1. これまでの議論

(1) 金融・資本市場活性化有識者会合 (事務局:金融庁、財務省)

【金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項(抜粋)】

○グローバルな通貨・債券等の取引・決済を行うためのインフラの整備・活用

- 日銀ネットの稼動時間拡大に伴い、海外との決済時間帯の重なりが増えることを活用した、本邦企業・金融機関における現地通貨の円滑な調達や海外拠点を含めたグローバルベースでの効率的な資金・証券管理(国債レポ等)等の実現
- アジア域内のクロスボーダーでの証券投資やクロスカレンシー取引の円滑化の促進を狙いとした、域内のクロスボーダー債券決済インフラの構築に向けた取組の推進
- 東京市場での外国通貨の資金調達力向上、特に、東京市場における外貨取引の決済銀行(クリアリングバンク)業務の推進を図るとともに、東京市場における外貨建債券の発行・流通など、クロスボーダー取引の促進

(2) 日本再興戦略改訂2014

【金融・資本市場の活性化(抜粋)】

有識者会合の提言等を踏まえ、アジアの成長も取り込みつつ、証券市場の活性化や資産運用市場の強化を図ること等により、アジアナンバーワンの金融・資本市場の構築を目指す。

①国際金融センターとしての地位確立とアジアの潜在力発揮

・東京市場におけるアジア各国通貨の調達環境の充実やクロスボーダー取引の活性化を通じ、国際金融センターとしての地位を確立するため、証券決済等のインフラ整備やASEAN諸国との債券発行に係る書類・手続の共通化を進める。(以下略)

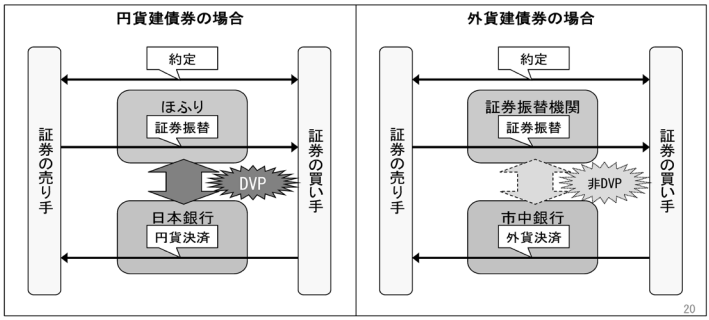
・アジアに進出する日系企業等に向け現地通貨の安定的な調達や円滑な資金決済を確保するため、日本国債を活用したクロスボーダー担保やクロスカレンシーレポの推進、民間事業者によるアジア域内のATM相互接続等を進める。(以下略)

19

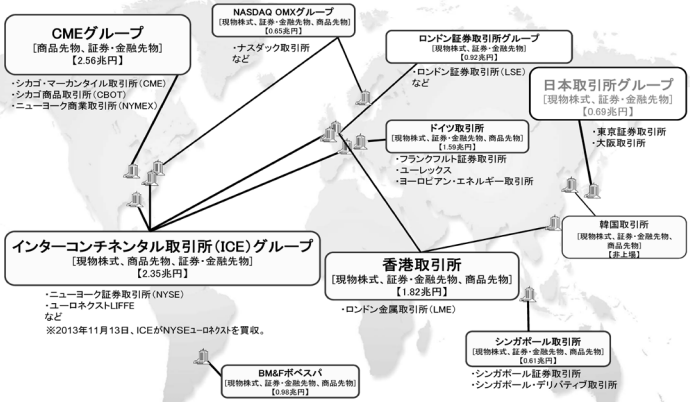
東京市場における外貨建債券の発行促進

２．DVP決済機能

我が国では、円貨建債券については、証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）による「証券振替」と日本銀行による「資金決済」とがリンクしたDVP決済機能(注)が備わっているが、外貨建債券については外貨建債券振替と外貨資金決済をリンクさせる機能がない。（注）Delivery versus Payment の略



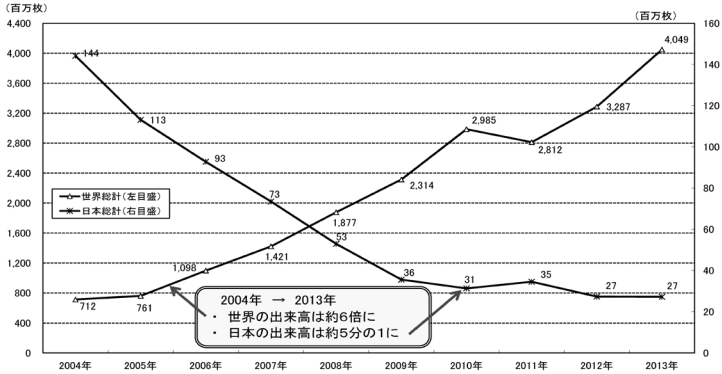
世界の主な取引所の現状



（注１）［　］内は、各取引所で取り扱われている金融商品（現物株式、証券・金融先物（株価指数、金利・為替等）、商品先物（金、原油、穀物等））
（注２）【　】内は、取引所自身の株式時価総額（2014年3月31日時点（1ドル103.07円、1ユーロ141.95円））、ブルームバーグより算出

21

·世界の商品市場の出来高の推移



（出典）世界：世界先物取引業協会、日本：日本商品清算機構
（注） 年間値

22

総合取引所に係るこれまでの経緯

○ 平成19年6月19日 「経済財政改革の基本方針2007～「美しい国」へのシナリオ～」 閣議決定
（第1次安倍内閣）
・ 取引所において、株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る。

○ 平成22年6月18日 「新成長戦略」 閣議決定
・「新金融立国」に向けた施策として、証券・金融、商品を扱う取引所が別々に設立・運営されているという現状に鑑み、2013年度までに、この垣根を取り払い、全てを横断的に一括して取り扱うことのできる総合的な取引所創設を図る制度・施策の可能な限りの早期実施を行う。

○ 平成24年2月24日 「総合的な取引所検討チーム取りまとめ(金融庁・農水省・経産省)」 公表

○ 同年9月12日 「金融商品取引法等の一部を改正する法律」 公布
・ 総合取引所については、金融庁が一元的に規制・監督。
・「商品の生産・流通」に対する悪影響を防止する観点から、金融庁と農水省・経産省との協議・連携を確保。

○ 平成25年1月1日 東証・大証の経営統合、日本取引所グループ発足
（第2次安倍内閣）

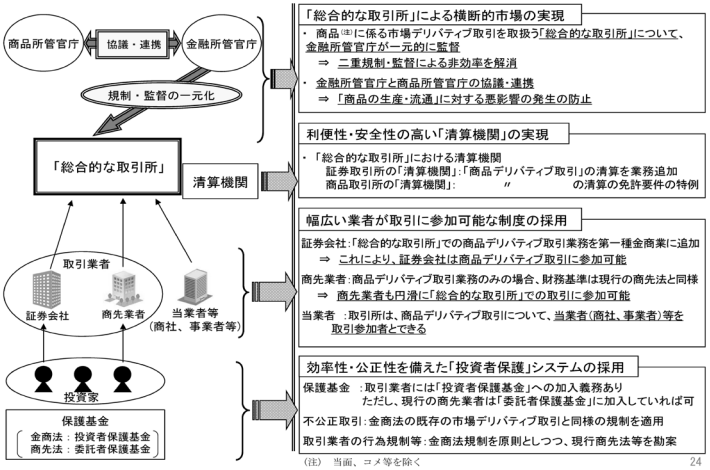
○ 同年1月11日 「日本経済再生に向けた緊急経済対策」 閣議決定
・アジアNo.1市場の構築 ： 「日本総合取引所」の創設に向けた取組の促進

○ 同年6月14日 「規制改革実施計画」 閣議決定
・ 総合取引所の実現に向けた取組の促進 ： 昨年9月に成立した改正金商法の着実な実施を始め、総合的な取引所の実現に向けて所要の整備に積極的に取り組む。

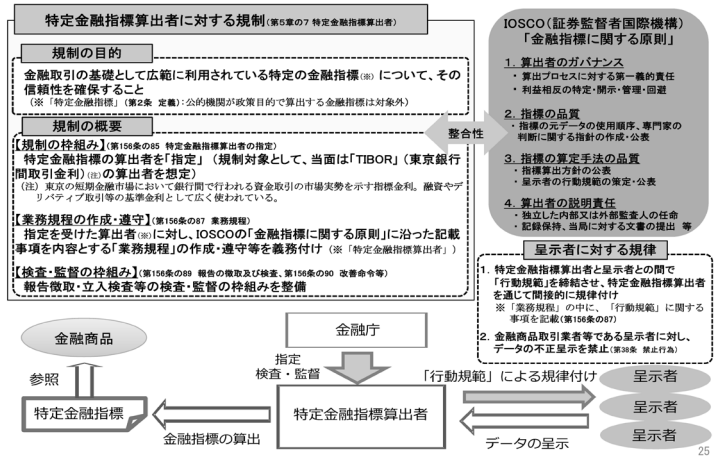
○ 平成26年6月24日 「「日本再興戦略」改訂2014」 閣議決定
・ 海外の金融センターにおいて、取引所間の厳しい国際的競争の下で合従連衡が進み、金融・証券デリバティブ市場と商品デリバティブ市場の統合が進んでいる状況等も踏まえ、総合取引所を可及的速やかに実現する

23

「総合取引所」に対する一元的な規制・監督（金商法等改正　平成24年9月公布、平成26年3月11日施行）



金融指標に係る規制の導入（第2条第40項、第38条、第5章の7関係）



JPX日経インデックス400の普及・定着

○ JPX日経インデックス400は、日本取引所グループ（JPX）と日本経済新聞社が平成26年１月６日より算出を開始した、収益性やコーポレート・ガバナンス等に着目して選定された企業で構成された株価指数

○ JPXでは、JPX日経インデックス400の普及促進のため、以下の取組みを実施

- JPX日経インデックス400の先物取引を、平成26年11月より開始
- 平成26年４月、GPIFにおいてパッシブ運用に組み入れられることが公表されたことを踏まえ、他の年金基金における活用に向けた取組みを積極的に推進
- JPX日経インデックス400に連動する投信について、引き続き、運用業者とのライセンス契約締結を進めるなど、開発・普及を推進

（参考：本年４月17日現在、東証にETF５商品が上場、公募投信33商品の運用が開始されている。昨年９月、ロンドン証券取引所等においても、ETFが上場されたほか、その他の海外取引所においても上場が続いている）

- 証券会社と共催で行う国内セミナーや、海外機関投資家への訪問時、指数の説明を実施

26

店頭デリバティブ取引に係る国際規制への対応

2015年５月現在

	導入時期	義務対象取引	義務対象者	今後の予定
清算集中義務	2012年11月	・円建金利スワップ （変動金利の対象がLibor／ユーロ円Tibor） ・CDS（iTraxx Japan）	・第１種金商業者 ・登録金融機関である銀行、商工中金、政策投資銀行、 農林中金、信金中金 （いずれも店頭デリバティブ取引残高１兆円以上）	【2015年12月】 ・店頭デリバティブ取引残高が３,000億円以上の者に拡大 【2016年12月】 ・登録金融機関である保険会社を追加 ・信託勘定に属する取引を追加
取引情報保存・報告義務	2012年11月 （報告は2013年4月）	・金利、為替、株式デリバティブ取引 （先渡、オプション、スワップ） ・信用デリバティブ取引 （CDS等）	・第１種金商業者 ・登録金融機関である銀行、保険会社、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金	―
電子取引基盤の使用義務	―	・円建金利スワップ（注1）	・第１種金商業者 ・登録金融機関である銀行、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金 （いずれも店頭デリバティブ取引残高６兆円以上）	2015年９月導入予定
証拠金規制（注2）	―	・非清算店頭デリバティブ取引	・第１種金商業者 ・登録金融機関である銀行、保険会社、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金 （変動証拠金：単体ベースで店頭デリバティブ取引残高 ３,000億円以上） （当初証拠金：グループベースで非清算店頭デリバティブ取引等残高420兆円以上（段階適用））	各国における規制導入に向けた準備等の状況をも踏まえながら、総合的に判断

（注1）取引の詳細については、今後、告示で指定。
（注2）義務対象者及び義務対象取引については、2014年７月にパブリックコメントに付した案。導入時期については、バーゼル銀行監督委員会及び証券監督者国際機構は、2015年３月に報告書を改訂し、証拠金規制の導入に向けたスケジュールを９か月延期し、2016年９月１日より順次実施することとしたことから、金融庁としては、パブリックコメントにおいて本年12月としていた規制の導入時期を見直すこととしている。

27

諸外国におけるインフラファンドの状況

○近時、我が国における厳しい財政事情の中で、インフラの整備や運営について、民間の資金やノウハウを活用するPPPやPFI等の取組みが進められている。

○世界的にも、経済動向の影響を受けにくい安定的なアセットクラスとして資産運用の多様化等の観点から投資家の関心が高まっており、インフラファンドの設立や上場市場の整備が進展している。

出所）2010年まで：The Preqin 2011 Infrastructure Review及びBloomberg、2011年以降：The Preqin 2011 Infrastructure Review, Bloomberg、ASX、SGXの公表資料より東京証券取引所作成。

出典：東証ホームページ

（出典）東証「上場インフラ市場研究会報告」

28

政令改正・税制改正の概要

○東証のインフラファンド市場は、投資法人・投資信託形態のインフラファンドの上場市場とする予定。必要な法令、税制の整備として、（1）投信法施行令等の改正、（2）投資法人の税制優遇措置に関する税制改正要望、を実施。

（1）投信法施行令等の改正

・投資法人・投資信託が主たる投資対象とすることができる資産（特定資産）に、再生可能エネルギー発電設備、公共施設等運営権を追加する政令等の改正を実施（投信法施行令改正、平成26年９月３日施行）。

（2）投資法人の税制優遇措置の対象資産として、再生可能エネルギー発電設備、公共施設等運営権を追加するよう、税制改正要望を実施。

・再生可能エネルギー発電設備については、以下の要件等を満たす場合に限り税制優遇措置が認められた（租特法施行令改正、平成26年９月３日施行）。

①29年3月末までに再エネ設備を取得し、賃貸の用に供すること

②10年後までに再エネ設備の割合を50％以下とすること

③再エネ設備の運用方法が賃貸のみであること

※平成27年度税制改正要望においては上記要件の撤廃を要望したところ、与党税制改正大綱において「検討事項」とされ、継続検討されることとされた。

29

インフラファンド市場の開設

○東証は、新たな上場市場として、インフラファンド市場を開設

○上場インフラ市場研究会報告等を踏まえ、インフラファンド市場においては、以下のような対応がとられている。

（1）上場審査における対応

○以下の点につき、上場審査項目とする。

①リスク管理方針の適切な整備

・想定されるリスク及び当該リスクへの対応方針を定めたリスク管理方針が適切に整備されているか。

・当該リスク管理方針の内容を遂行し得る資産運用体制がとられているか。

②オペレーター選定方針の適切な整備

・インフラ資産の特性を踏まえたオペレーター選定方針が整備されているか。

（2）開示における対応

○以下の事項を適時開示事項とする。

①リスク管理方針に係る開示

・リスク管理方針の継続開示、変更した場合の適時開示を義務づけ。

②オペレーター選定方針に係る開示

・オペレーター選定方針を変更した場合には適時開示を義務づけ。

30

ヘルスケアリート活用に向けた政策・提言

日本再興戦略−JAPAN is BACK−（平成25年6月14日閣議決定）〈抜粋〉

○ 安心して歩いて暮らせるまちづくり

① 民間資金の活用を図るため、ヘルスケアリートの活用に向け、高齢者向け住宅等の取得・運用に関するガイドラインの整備、普及啓発等（来年度中）

好循環実現のための経済対策（平成25年12月5日閣議決定）〈抜粋〉

（1）競争力強化に資する設備投資等の促進

・ヘルスケアリートの上場推進等を通じたヘルスケア施設向けの資金供給の促進

金融・資本市場活性化に向けての提言（平成25年12月13日）〈抜粋〉

「また、市場への資金供給を拡大するための施策の強化に取り組むことを提言する。例えば、（中略）インフラファンドやヘルスケアREITの組成に向けた環境整備、JBIC等における債権流動化等を促進することが有効である。」

金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項（平成26年6月12日）〈抜粋〉

○中長期の資産形成に資する投資商品を提供するため推進すべき施策

ヘルスケアリート（有料老人ホームやサービス付き高齢者向け住宅を対象とした不動産投資信託）の更なる上場推進や普及・啓発等

「日本再興戦略」改訂2014 −未来への挑戦−（平成26年6月24日閣議決定）〈抜粋〉

5−2（3）i ①国際金融センターとしての地位確立とアジアの潜在力発揮

・内外の多様な資金調達・運用ニーズに対応するため、東証による上場インフラファンド市場の創設に必要な制度的手当てを年内に行うとともに、インフラファンドやヘルスケアREITの組成に向けた環境整備を推進する。

31

ヘルスケアリート上場に向けた環境整備

○国土交通省「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」（平成25年３月取りまとめ公表）
○一般社団法人不動産証券化協会「ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関する実務者検討委員会」（平成25年12月中間取りまとめ公表）

↓

○東京証券取引所
・開示事項の追加等を行う上場規程等の改正（平成26年４月）
・ヘルスケアリート上場相談窓口開設、HPを通じた情報発信の開始（平成26年４月）

○投資信託協会
・資産運用会社がヘルスケア施設に投資する際の社内体制の整備を求める協会規則、ガイドラインを策定（平成26年５月）

○国土交通省
・「高齢者向け住宅棟を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン」を策定・公表（平成26年６月）
・「病院等を対象とするヘルスケアリートの活用に係るガイドライン検討委員会」を設置（平成26年９月）して検討中

32

プロ向けファンド制度の見直し案

制度の現状

○　投資運用業は、原則として登録制。ただし、１名以上の適格機関投資家（いわゆるプロ）及び49名以内の適格機関投資家以外の投資家（アマ）により構成される「プロ向けファンド」については、届出制によりファンド販売等が可能。

○　「プロ向けファンド」の販売等を行う届出業者は、
①他の登録業者と異なり、行為規制が緩く、
行政処分の対象となっていないこと、
②投資の素人にも販売が可能なこと、
から、投資家に被害を与えるケースが急増。

制度見直し案の概要

○　ファンドへの信頼を確保し、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要。このため、「プロ向けファンド」の制度について、以下の対応を図る。

①　届出者の要件等：欠格事由の導入、届出書の内容の拡充・公表　等
②　行為規制の拡充：適合性の原則（顧客の知識・経験等に照らし不適当な勧誘の禁止）、リスク等の説明義務　等
③　問題業者への行政対応等：業務改善・停止・廃止命令、罰則の強化　等

※　このほか、出資者の範囲について、投資判断能力を有する一定の投資家及びファンド業者と密接に関連する者に限定（政令事項）。
ガバナンスの確保、公認会計士による会計監査の実施など、相応の体制が整備されているベンチャー・ファンドについては、上場会社の役員等や新規事業の立上げ等の実務経験の ある者等の出資も可。

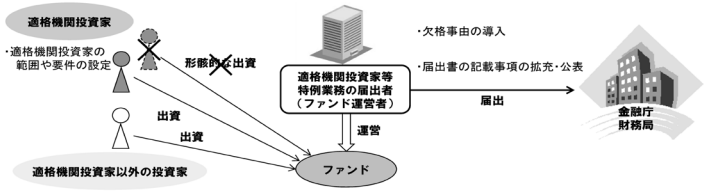
33

平成27年度　金融商品取引法の一部を改正する法律案の概要①

○ ファンドへの信頼を確保し、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要。このため、出資者の範囲の見直しにとどまらず、総合的な対応を行っていくことが求められ、以下のような措置を講ずる。

1. 適格機関投資家等特例業務の届出者の要件
- 欠格事由（業務廃止命令を受けてから5年間、刑事罰に処せられてから5年間等）の導入
- 届出書の記載事項の拡充・公表

2. 適格機関投資家の位置付け
- 実態を伴わない適格機関投資家排除のため、適格機関投資家の範囲や要件を設定
（適格機関投資家となる投資事業有限責任組合について、運用資産残高（借入を除く）５億円以上とすることを内閣府令で規定することを想定）



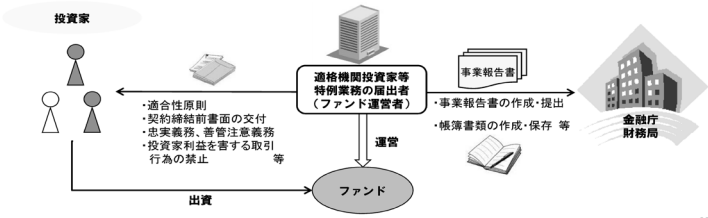
（注）【 】内の数字は該当条文及び条文が記された法律案新旧対照条文のページを示す。

34

平成27年度　金融商品取引法の一部を改正する法律案の概要②

3. 届出者に対する行為規制
- 登録業者と同等の行為規制を導入
  - 適合性原則（顧客の知識・経験等に照らし不適当な勧誘の禁止）
  - 契約の概要やリスク等を説明するための契約締結前の書面等の交付義務
  - 忠実義務、善管注意義務
  - 投資家利益を害する取引行為の禁止　等

（※）プロ間の自由な取引を阻害しない観点から、特定投資家との間の取引については、契約締結前の書面等の交付義務、適合性原則等は適用しない。
- 事業報告書の作成・当局への提出、帳簿書類の作成・保存　等

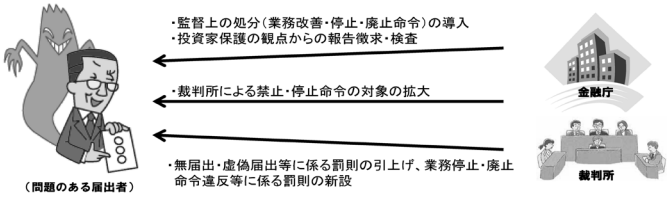


35

平成27年度　金融商品取引法の一部を改正する法律案の概要③

4. 問題のある届出者への対応

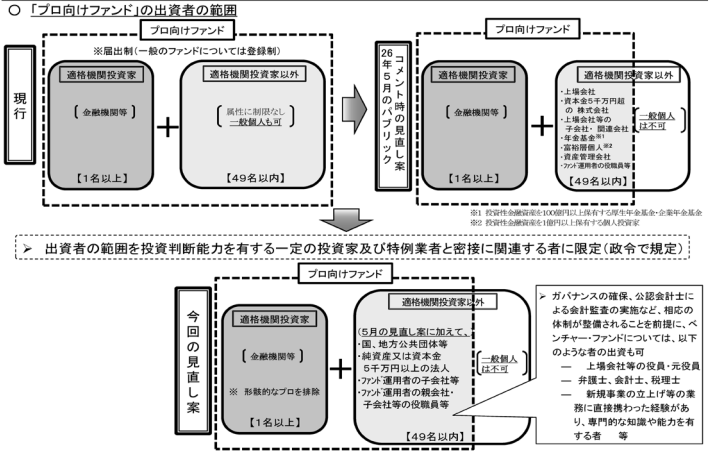
- 監督上の処分（業務改善・停止・廃止命令）の導入
- 実態把握・投資家保護の観点から、報告徴求・検査を行うことができることを明確化
- 裁判所による禁止・停止命令の対象を、法律・命令違反となる場合のほか、業務執行が著しく適正を欠き、投資者の損害拡大を防止する緊急の必要がある場合にも拡大
- 無届出・虚偽届出に係る罰則の引上げ（懲役１年以下→５年以下）、業務停止・廃止命令違反等に係る罰則の新設（懲役２・５年以下）



36

平成27年度　金融商品取引法の一部を改正する法律案の概要④

○「プロ向けファンド」の出資者の範囲



37

運用会社の運用をめぐる状況

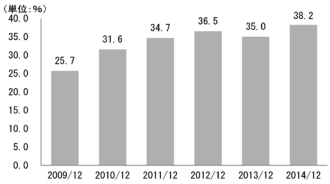
○ GPIF日本株アクティブ運用委託先（新旧）

2014年４月、GPIFは新たな国内株式運用委託先を公表。

国内系	新（４社）	日興アセット、みずほ投信投資顧問、DIAM、野村アセット
	旧（８社）	DIAM、大和住銀、東京海上アセット、野村アセット、みずほ信託、三井住友信託、三菱UFJ信託、りそな銀行
外資系	新（10社）	イーストスプリング、インベスコ、キャピタル、タイヨウ、ハリス、フィデリティ、ラッセル、JPモルガン、ゴールドマン、ディメンショナル
	旧（４社）	アムンディ、インベスコ、JPモルガン、ブラックロック

（出所）GPIFのHP掲載資料より当庁作成

○ 公募投資信託に占めるファンド・オブ・ファンズの純資産総額の割合



（出典）投資信託協会HP掲載資料より当庁作成
（注）公募投資信託には投資法人は含めない

○ 特徴

- GPIFの国内株式アクティブ運用の委託先として、国内の運用会社は、8社から4社に減少。海外の運用会社は、4社から10社に増加。
- 公募投資信託に占めるファンド・オブ・ファンズの純資産総額の割合は、2009年12月から2014年12月で、12.5ポイント増加。

38

我が国と米国の投信残高等の比較

公募投信のファンド数および1本当り規模（2015年1月末現在）

ポイント

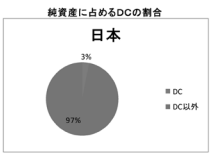
○ ファンド数において、日本は米国の68%であるが、純資産残高では、日本は米国の5%に留まる。
○ 1ファンド当りの純資産残高において、日本は米国の7%の規模しかなく、結果として、1ファンド当たりのコストが割高になる。

	ファンド数	純資産残高	純資産残高（円換算）	1ファンド当り金額
日本	5,433本	94兆円 （内　DC 3兆円）	94兆円 （内　DC 3兆円）	173億円
米国	7,944本	15.7兆ドル （内　DC＋IRA 7.2兆ドル）	1,861兆円 （内　DC＋IRA 847兆円）	2,342億円

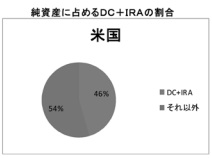
※円換算：1ドル＝118.25円

［出所］日本　：投信協会「契約型公募投資信託」、Quick
米国　：ICI(米国投信協会)「Mutual Funds」
日本のDCは2015年2月基準、米国のDC+IRAは2014年9月末基準

純資産に占めるDCの割合



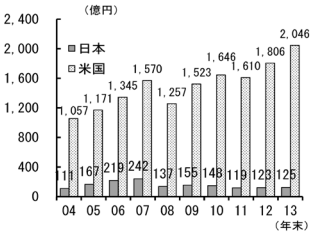
純資産に占めるDC＋IRAの割合



39

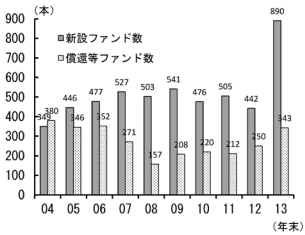
投資信託一本あたりの平均資産残高等

〔日本・米国の投資信託の１本あたりの平均資産残高の推移〕



（注１）単位型（Close-end fund）・ETF除く。
（注２）１ﾄﾞﾙ=104.9円（13年末）で換算。
（出所）投資信託協会、Investment Company Institute

〔日本の投資信託の過去１０年間の新設・償還ファンド数推移〕



（注）公募株式投資信託の計数
（出所）投資信託協会

40

流入額上位の投資信託の変遷（年間の資金純増額上位５位）

- ○ 上位５投信を見ると毎年の入れ替わりが大きい
- ○ 複数年ランクインした投信は、７投信
- ○ 各ファンドの純資産額のピークから、◯印は２年で半減、△印は３年で半減している
- ○ 上位５位に上がっている投信は、２つを除いて、全て毎月分配型

順位	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
1	ファンド① 外国債券・毎月 2008.7末	ファンド⑥ 外国株式・毎月 2007.5末	ファンド⑦ バランス型 ・年6回分配 2007.10末	ファンド⑪ 外国債券・毎月 2008.8末	ファンド⑱ 外国債券・ブラジル・毎月 2011.6末	ファンド⑰ 外国債券・豪・毎月 2012.2末	ファンド⑰ 外国債券・豪・毎月 2012.2末	ファンド28 新興国債券・毎月 2013.2末	ファンド33 外国債券・カナダ・毎月	ファンド37 新興国株・毎月
2	ファンド② 外国債券・毎月 2007.6末	ファンド⑦ バランス型 ・年6回分配 2007.10末	ファンド⑨ 外国債券・毎月 2008.7末	ファンド⑭ 外国債券・オセアニア・毎月 2012.2末	ファンド⑰ 外国債券・豪・毎月 2012.2末	ファンド21 外国債券・通貨選択（ブラジルレアル）・毎月 2011.7末	ファンド24 外国REIT（米）・毎月 2015.1末	ファンド29 外国債券・通貨選択（トルコリラ）・毎月 2014.11末	ファンド34 外国株・通貨選択（米ドル）・毎月	ファンド38 外国債券（欧州）・通貨選択（豪ドル）・毎月
3	ファンド③ 外国債券・毎月 2007.10末	ファンド② 外国債券・毎月 2007.6末	ファンド⑩ 外国債券・毎月 2007.10末	ファンド⑮ 新興国債券・毎月 2009.10末	ファンド⑲ 海外REIT・毎月 2015.1末	ファンド⑱ 外国債券・ブラジル・毎月 2011.6末	ファンド25 外国REIT（米）・毎月 2015.1末	ファンド30 新興国債券・毎月 2013.2末	ファンド⑲ 海外REIT・毎月	ファンド39 外国REIT・通貨選択・毎月
4	ファンド④ バランス型・毎月 2007.5末	ファンド④ バランス型・毎月 2007.5末	ファンド⑪ バランス型・毎月 2007.10末	ファンド⑯ 外国債券・毎月 2008.8末	ファンド22 外国債券（ブラジル）・毎月 2011.4末	ファンド22 外国REIT・毎月 2011.6末	ファンド26 日本債券・毎月 2015.1末	ファンド31 新興国高利回り債券・通貨選択・円・毎月 2013.3末	ファンド35 外国債券・毎月	ファンド40 海外株・通貨選択・毎月
5	ファンド⑤ バランス型・毎月 2006.8末	ファンド⑧ 外国REIT・毎月 2007.5末	ファンド⑫ 外国株・年4回分配 2007.9末	ファンド⑰ 外国債券・豪・毎月 2012.2末	ファンド⑭ 外国債券・オセアニア・毎月 2012.2末	ファンド23 米国・高利回り債券・毎月 2014.7末	ファンド27 外国債券（豪）・毎月 2014.11末	ファンド32 外国債券・毎月 2012.12末	ファンド36 外国株（アジアオセアニア）・毎月	ファンド41 国内外債券・毎月

※　各枠の年月は、純資産総額がピークであった年月（2013,2014年は調査対象外）
※　色塗りをした投信は複数年でランクに上がったもの

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン

41

フィデューシャリー・デューティの実践

➢ 忠実義務・善管注意義務等については、既に金融商品取引法・信託業法に所要の規定。
これらをいかに実践していくかが課題。

	金融商品取引法	信託業法
忠実義務	金融商品取引業者等は、権利者のため忠実に投資運用業を行わなければならない（第42条第1項）	信託会社は、信託の本旨に従い、受託者のため忠実に信託業務その他の業務を行わなければならない（第28条第1項）
善管注意義務	金融商品取引業者等は、権利者に対し、善良な管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない（第42条第2項）	信託会社は、信託の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、信託業務を行わなければならない（第28条第2項）
利益相反行為の禁止	・自己取引の禁止 ・金融商品等に関し価格等の変動を利用して自己又は権利者以外の第三者の利益を図る運用の禁止 ・通常の取引の条件と異なる条件により、権利者の利益を害する運用の禁止 （第42条の2）	・自己取引の禁止 ・信託財産に関する情報を利用して自己又は受益者以外の者の利益を図る取引の禁止 ・通常の取引の条件と異なる条件で、信託財産に損害を与える取引の禁止 （第29条第1項，第2項）
分別管理義務	金融商品取引業者等は、運用財産と自己の固有財産及び他の運用財産とを分別して管理しなければならない（第42条の4）	信託会社は、信託財産に属する財産と固有財産及び他の信託の信託財産に属する財産とを分別して管理するための体制等を整備しなければならない（第28条3項）

42

決済期間の短縮化による決済リスク軽減 【国債T+1】

1. 国債の決済期間短縮化の意義・目的

① 国債の決済リスクの削減
② 国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上
③ 国際的な市場間競争力の維持・強化

（出所）国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン（平成26年11月26日）

2. 経緯

平成20年 9月	リーマン・ブラザーズ証券 破綻
平成21年 9月	日証協「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に 「国債の決済期間の短縮化に関する検討WG」設置
平成22年 1月	金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」公表
平成22年 6月	「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」策定
平成24年 4月	国債取引T+2化 実現
平成26年 11月	「国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン」公表

⇩

平成27年 春	国債取引T+1化の実施目標時期 決定

43

決済期間の短縮化による決済リスク軽減 【国債T+1】

３．国債の決済期間の変遷

昭和61年	7月	月2回決済（20日、月末）から月3回決済（10日、20日、月末）へ移行
昭和62年	8月	五・十日決済（月6回決済）へ移行
平成 8年	9月	T+7のローリング決済へ移行
平成 9年	4月	T+3決済へ移行
平成24年	4月	T+2決済へ移行

４．主要国における国債取引の決済期間

	日本	米国	英国	フランス	ドイツ
アウトライト取引 （GCレポ取引）	T+2 （T+1）	T+1 （T+0）	T+1 （T+0）	T+2 （注） （T+1）	T+2 （T+1）

（注）短期国債（BTF）のアウトライト取引はT+1、GCレポ取引はT+1

（出所）国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン（平成26年11月26日）

44

決済期間の短縮化による決済リスク軽減 【株式T+2】

１．株式T+2化の実現により想定されるメリット

① 決済リスクの削減
② 資金効率の向上・担保負担の軽減
③ 業界全体としての決済事務の一層の合理化・効率化
④ 我が国市場の国際競争力の維持・向上

（出所）「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会」報告書（平成27年3月17日）

２．経緯

平成26年	8月	「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会」設置 （証券業界における勉強会）
平成27年	3月	「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会」報告書　公表

45

決済期間の短縮化による決済リスク軽減 【株式T+2】

3. 主要国における株式決済期間の状況

	日本	米国	英国・フランス
現在の決済期間	T+3	T+3	T+2
T+2移行時期	検討中	検討中	平成26年10月
検討状況	―	平成26年4月 SIFMA、DTCCがT+2化支持を表明 平成26年10月 検討体として諮問委員会、WGを設置	平成26年7月の欧州理事会で可決されたCSD規則に基づき、平成26年10月にT+2化を実施

ドイツ	香港	シンガポール	オーストラリア
T+2	T+2	T+3	T+3
1970年代	平成4年6月	平成28年 （提案段階）	平成28年3月 （提案段階）
―	―	平成26年2月 ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ証券取引所がT+2化を提案 （具体策を検討中）	平成26年2月 ｵｰｽﾄﾗﾘｱ証券取引所がT+2化を提案 平成26年12月 検討体としてMarket Implementation Groupを設置

（出所）「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会」報告書（平成27年3月17日）

46

清算機関の機能拡充 ～JSCCの取組み～

日本証券クリアリング機構（JSCC）においては、以下のとおり清算対象商品の拡大、清算サービスの拡充、海外進出などに取り組んでおり、決済リスクの削減や清算機関としての機能強化を図っている。

JSCCの取組み	期待される効果
(1) 清算対象商品の拡大	
○円貨建金利スワップ取引のOIS追加・年限拡大 ○外貨建金利スワップ取引の追加を検討	○金利スワップ取引の決済リスクを削減 ○清算機関としての国際競争力強化
(2) 清算サービスの拡充	
○コンプレッション（債務残高の圧縮）制度の拡大 ○クロスマージン制度の導入検討	○オペレーションリスク削減、レバレッジ比率規制への対応 ○国債先物取引における清算機関の利用促進
(3) 海外進出	
○クロスボーダー取引に係る規制への対応	○クロスボーダー取引を行う金融機関への清算サービスの円滑な提供

47

振替機関の機能拡充　～ほふりの取組み～

○ **情報伝達サービスの拡充**

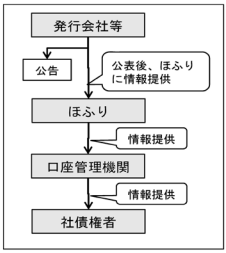
証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）のインフラを利用して、社債権者に対して発行会社の情報を伝達するスキームを整備

(1) 目的

社債権者が発行会社等からの情報に基づき投資判断を行い、社債権者の意思を結集することが容易となるような環境を整備する。

(2) 提供情報

①社債権者集会の開催に関する情報
②デフォルトに関する情報
③社債要項に記載された社債権者に通知する必要がある事項に関する情報
④発行者の債務再編に関する情報
⑤その他、社債権者への通知が要望される情報



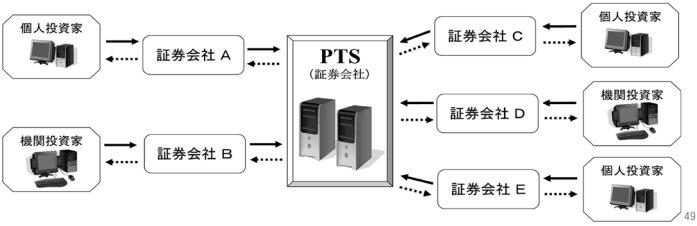
48

PTS（Proprietary Trading System：私設取引システム）制度

○ PTSとは、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集団的・組織的に行うもので、金融商品取引法における金融商品取引業として位置付けられ、認可制となっている。金融システム改革法（平成10年12月施行）により、取引所集中義務の撤廃と併せて導入された。

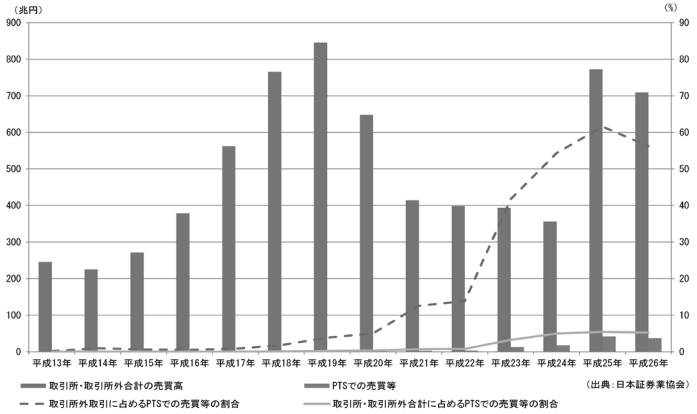
○ PTSの価格決定方法
- ・顧客注文対当方式：　顧客の指値注文同士を付け合せて約定させる方式
- ・売買気配提示方式：　証券会社等が複数の気配値を提示し、顧客の注文に応じて売買を行う方式
- ・顧客間交渉方式：　価格、数量等を顧客間で交渉し、合意した場合に約定させる方式
- ・市場価格売買方式：　取引所における売買価格を用いる方式
- ・競売買方式：　取引所取引と同様にオークションによる取引を行う方式

○ PTSの運営業者
- ・株式：　2社　（SBIジャパンネクスト、チャイエックス・ジャパン）
- ・債券：　6社　（エンサイドットコム、ジェイ・ボンド東短、セントラル東短、トレードウェブ、日本相互、ブルームバーグ）



49

PTSにおける年間売買状況等



50

HFTの概況

1．HFT（High Frequency Trading）とは・・・

厳密な定義は存在しないが、一般的には、下記のような特徴を有する投資家層だと言われている。

（出所：CFTC and SEC(2010) “Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010”）

① 注文の構築・発注・執行に関して、超高速且つ洗練されたコンピュータ・プログラムを利用していること

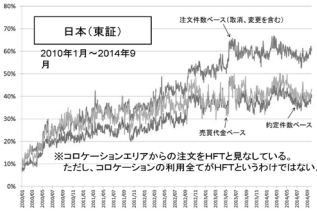
② ネットワークその他のレイテンシー（ある要求に対して応答するまでにかかる時間。時間遅延）を最小化させるため、取引所が提供するコロケーション・サービスや直結データ・サービスといった、各種のサービスを利用していること

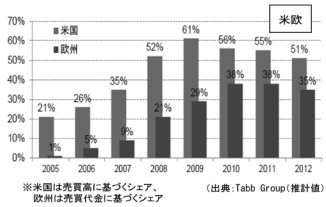
③ 非常に短時間で、ポジションを構築したり、解消したりしていること

④ 大量の注文を発注し、短時間の後にそれらをキャンセルしていること

⑤ 一日の終わりの段階では、できる限りフラットなポジションとしていること
（ヘッジしていない大きなポジションを翌日に持ち越さないこと）

2．HFTの取引シェア





51

HFTが市場に与える影響

IOSCO（証券監督者国際機構）がまとめた報告書「技術革新が市場の健全性・効率性に及ぼす影響により生じる規制上の課題」（2011年10月）では、HFTが市場に与える影響について、各種の学術研究等を踏まえ、下記の通り整理されている。

	良い面	悪い面
価格発見機能	HFTは市場情報を高速で取り込むこと等により、価格発見機能の効率性を向上させる。 （特に、市場が分断された（同一の商品・銘柄等が複数の市場でバラバラに取引されている）環境において）	HFTが取り込むのは、専ら、市場情報とマクロ経済情報であって、個別企業のファンダメンタル分析ではない。
流動性	HFTによって市場の流動性が高まる。	HFTが提供する流動性の質に問題がある。HFTは、市場環境が悪化するとすぐに引き上げる。マーケット・メイカー的な機能を実質的に果たしているとしても、正式に義務が課されているわけではない。
ボラティリティ	HFTは、少なくともノーマルな市場環境の下では、市場のボラティリティを安定させている。	HFTは、市場のボラティリティにマイナスの影響を及ぼしている。

52

HFT関連の動き

■ 2014年5月13日　第2次金融商品市場指令（EU）

金融商品市場指令（MiFID：Markets in financial instruments directive）を改正する第2次金融商品市場指令（MiFIDⅡ）が成立。今後、各加盟国による国内法化を経て、2017年1月から適用。

取引業者
- ✓アルゴリズム取引に従事する旨を当局へ通知し、当局の求めに応じ、取引戦略の性質、リスク管理等を報告。
- ✓ HFTに関し、注文の発注、キャンセル、執行等の時系列の記録を保持し、当局の求めに応じて提出。
- ✓マーケット・メイキング戦略に従事する者は、取引時間のうち一定割合について継続的なマーケット・メイキングを行う。

取引施設
- ✓アルゴリズムによる注文、注文の実質的な発注者、注文板に関する情報等について、当局の求めに応じて提供。
- ✓一定の数量や価格の範囲を超える注文又は明らかな誤発注を排除するシステムの整備、サーキットブレーカー制度の導入、取引取消・変更・訂正を可能とする仕組みの整備、アルゴリズム取引による無秩序な取引状況のコントロール（未執行注文比率の制限等）
- ✓各国当局は、取引施設がアルゴリズム取引を規制するための手数料（キャンセルの抑制等）を導入することを許可することが可能。

※ドイツでは、先行してHFT Actを施行済み（MiFIDⅡの適用まで有効）。
※ EUのMiFIDⅡ、ドイツのHFT Act共に、当初案に含まれていた「ミリ・セカンド・ルール（注文は最低500ミリ秒はキャンセル不可）」は、証券市場のイノベーションを大きく阻害する規制内容であるとして却下された。

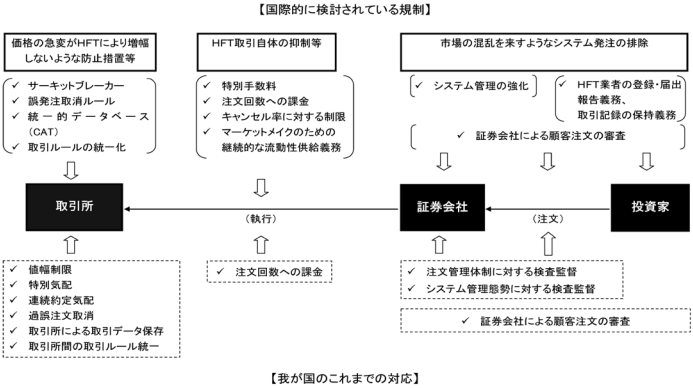
■ 2014年6月5日　SECのホワイト委員長の発言（米国）

SECのホワイト委員長は、HFTに関連する問題への対処も含め、今後の市場構造改革の方向性について言及。同委員長は、個人的には最適な取引スピードを規制で定めるやり方には賛同しないとしつつも、スピードの優位性を最小化させるような機能の導入議論は受け入れられると述べている。

- ✓ 市場の混乱を招きかねない取引への規制を策定
- ✓ 活発なプロップ・ファームに対し、証券会社登録を求める規制の導入
- ✓ 取引所外で活動するディーラーに対してFINRA（金融取引業規制機構）への加盟義務適用除外規定の削除
- ✓ アルゴリズム取引に係るリスク管理の強化と規制当局による監視強化
- ✓ HFT業者に対して、マーケット・メイカーの取引義務に類似の仕組みを導入

53

国際的に検討されているHFT規制と我が国のこれまでの対応の比較



54

『日本再興戦略　改訂2014』における、コーポレートガバナンス強化の位置付け

日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民（家計）に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される。

（「第一　総論」より抜粋）

コーポレートガバナンスは、企業が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みである。コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を諸原則の形で取りまとめることは、持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促すことを通じ、企業、投資家、ひいては経済全体にも寄与するものと考えられる。

（「第二　3つのアクションプラン」より抜粋）

55

コーポレートガバナンス・コードの策定の手順

上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。コードの策定に当たっては、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や「OECDコーポレートガバナンス原則」を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする。このため、**東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する**ことを支援する。新コードについては、**東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）を求める**ものとする。

（『日本再興戦略 改訂2014』より抜粋）

56

コーポレートガバナンス・コード原案の概要

- 成長戦略の一環として、健全な企業家精神の発揮に資する「攻めのガバナンス」を確保
- 株主はもとより、幅広い「ステークホルダーとの適切な協働」を通じた企業価値の向上を明記
- 中長期保有の株主は、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在
  ⇒ 両者の間の「建設的な対話」を充実

コードは、法令のように一律の義務を課すのではなく、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」を求める手法（“Comply or Explain”）を採用。

【株主の権利・平等性】
上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。

- 株主の権利の実質的な確保
  ⇒ 株主が総会議案の十分な検討時間を確保するための対応
  （招集通知の早期発送等）
- 株式の政策保有
  ⇒ 保有に関する方針の開示、
  経済合理性の検証に基づく保有のねらい・合理性の説明、
  議決権の行使についての基準の策定・開示

【株主以外のステークホルダー】
上場会社は、企業の持続的成長は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーの貢献の結果であることを認識し、適切な協働に努めるべき。

- 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティーを巡る課題に適切に対応
- 社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保の推進

【情報開示】
上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うとともに、利用者にとって有用性の高い情報を適確に提供すべき。

- 経営理念や経営戦略、経営計画等に関する主体的な情報発信

【取締役会等】
取締役会は、会社の持続的成長を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、以下の役割・責務を果たすべき。
(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
(2) 経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
(3) 独立した客観的な立場から、実効性の高い監督を行うこと

◎ 経営判断の結果、会社等に予期せぬ損害が生じれば、株主代表訴訟等が懸念。その際、裁判例は「意思決定過程の合理性」の有無を重視。
⇒ 本コードの内容は、「意思決定過程の合理性」の担保に資するものであり、会社の健全なリスクテイクを側面から支援。

- 持続的成長に資するような独立社外取締役の活用
  ⇒ 建設的な議論に貢献できる人物を2名以上設置すべき
  ※ 自主的な判断により、3分の1以上の独立社外取締役が必要と考える会社は、そのための取組み方針を開示。

【株主との対話】
上場会社は、持続的な成長に資するとの観点から、株主と建設的な対話を行うべき。

- 株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組み

57

各国のコーポレートガバナンス・コード

		日本	英国	ドイツ	フランス	米国
プリンシプルベースかつ“Comply or Explain”型のコーポレート・ガバナンス・コード		（ ○ ）	○	○	○	ルールベースのCG規範で対応（SOX法、SEC規則、取引所規則）
	“Comply or Explain”を担保する規律	（取引所規則）	取引所規則	株式法（会社法）	商法	
参考	スチュワードシップ・コード	○	○	－	－	－

上記のほか、例えば右記の国々において、プリンシプルベースかつ“Comply or Explain”型のコーポレート・ガバナンス・コードが導入	イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港、タイ、マレーシア　等

58

コーポレートガバナンス・コード原案に対するパブリック・コメントの結果

○ 和文のパブリック・コメント

意見募集期間：平成26年12月17日（水）～平成27年1月23日（金）

⇒ 80の個人及び団体から意見の提出あり。

（参考）スチュワードシップ・コードでは、26の個人及び団体から意見提出

○ 英文のパブリック・コメント

意見募集期間：平成26年12月26日（金）～平成27年1月31日（土）

⇒ 41の個人及び団体から意見の提出あり。

（参考）スチュワードシップ・コードでは、19の個人及び団体から意見提出

○ 合計

⇒ 和英両文で計121の個人及び団体から意見の提出あり。

（参考）スチュワードシップ・コードでは、計45の個人及び団体から意見提出

寄せられたコメントは、概ね下記のとおり分類される。

- コード策定に対する**賛成・歓迎の意**を明らかにしているもの → **約3分の2**
- コード策定に対する**反対の意**を明らかにしているもの → **数件**
- その他（コード策定へのスタンスを示さずに**コードの内容について確認を求める**ものや、コードの将来的な見直しにコメントするもの等） → **約3分の1**

59

コーポレートガバナンス・コードの適用対象とタイミング

取引所の上場規則において、以下のような規定が置かれる予定。

適用対象

- **「コンプライ・オア・エクスプレイン」の「エクスプレイン」**については、**コーポレート・ガバナンス報告書で説明**することを求める。
- この説明義務は、**市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQの上場会社全社に課す**ものとする。
- この場合において、**マザーズ・JASDAQの上場会社**については、この**説明義務を緩和**。

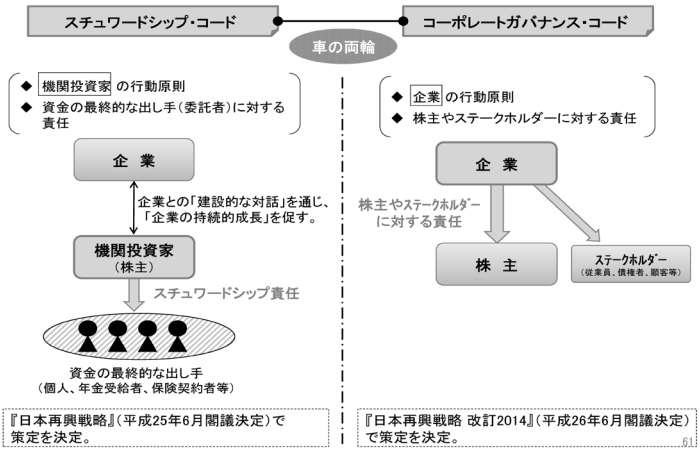
(注)マザーズ・JASDAQの上場会社については、同報告書における「エクスプレイン」の対象をコードの「基本原則」に限定。

タイミング

- コーポレートガバナンス・コードは**本年6月1日から適用**する。
- 通常、コーポレート・ガバナンス報告書は7月中を目途に提出されるが、**初年度については、各社準備ができ次第速やかに提出**することとし、**6月総会の会社は遅くとも年内には全社提出**しなければならないこととする。

60

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの関係



61

国際会計基準（IFRS）を巡る今後の課題

1．IFRSの任意適用企業の拡大促進

- 2015年4月10日現在、IFRSの任意適用企業数は77社。
  上場時価総額は約108兆円（全体の18.5%）。
- 金融庁：『IFRS適用レポート』を公表。（2015年4月15日）

2．あるべきIFRSについての意見発信の強化

- 企業会計基準委員会（ASBJ）：アジェンダ・ペーパー「純損益／その他の包括利益及び測定」を提出。（2013年12月　於　会計基準アドバイザリー・フォーラム（ASAF））
- ASBJ：欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）及びイタリアの会計基準設定主体（OIC）と連名で共同ディスカッション・ペーパー「のれんはなお償却しなくてよいかーのれんの会計処理及び開示」を策定・公表。（2014年7月）

3．日本基準の高品質化

- ASBJ：収益認識基準の開発に向けた検討に着手。（2015年3月）

4．人材の育成

- IFRS財団の組織におけるメンバー・スタッフ等として活躍しうる人材の育成。
- IFRSに関する知識・経験が豊富な人材の裾野拡大。

62

『日本再興戦略 改訂2014』におけるIFRSに関する施策

『日本再興戦略 改訂2014』（抄）

平成26年6月24日
閣　議　決　定

５－２　金融・資本市場の活性化、公的・準公的資金の運用等

（3）新たに講ずべき具体的施策

ｉ）金融・資本市場の活性化

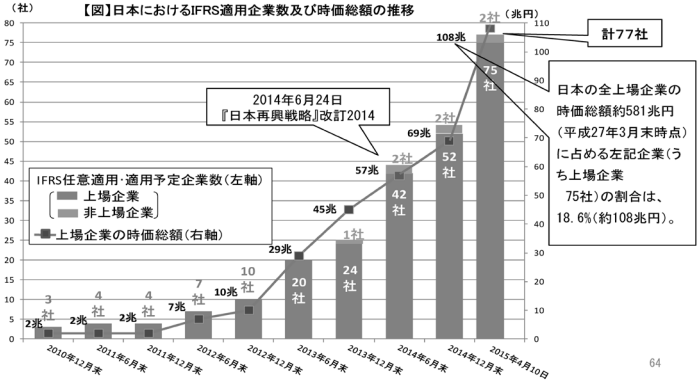
④IFRSの任意適用企業の拡大促進

- 2008年のG20首脳宣言において示された、会計における「単一で高品質な国際基準を策定する」との目標の実現に向け、IFRSの任意適用企業の拡大促進に努めるものとする。
- また、従来進めてきた施策に加え、IFRSの任意適用企業がIFRS移行時の課題をどのように乗り越えたのか、また、移行によるメリットにどのようなものがあったのか、等について、実態調査・ヒアリングを行い、IFRSへの移行を検討している企業の参考とするため、「IFRS適用レポート（仮称）」として公表するなどの対応を進める。

63

IFRS任意適用企業の現状①

○ 2010年3月期からIFRSの任意適用が認められたが、適用企業数は着実に増加。
○ 特に2014年6月の「『日本再興戦略』改訂2014」の閣議決定後は、これまで以上の増加ペース。



64

IFRS任意適用企業の現状②

○ 業種別に見ると、21業種にまたがっており、電気機器（11社）、医薬品（10社）、卸売業（8社）、サービス業（7社）、情報・通信業（7社）、輸送用機器（5社）、化学（5社）といった業種で適用企業が多い。

IFRSを任意適用する上場企業が存在する業種						
《計２１業種》						
電気機器	医薬品	卸売業	情報・通信業	サービス業	化学	輸送用機器
１１社	１０社	８社	７社	７社	５社	５社
機械	小売業	食料品	ガラス・土石製品	証券、商品先物取引業	その他金融業	石油・石炭製品
３社	３社	２社	２社	２社	２社	１社
ゴム製品	鉄鋼	非鉄金属	金属製品	精密機器	陸運業	不動産業
１社	１社	１社	１社	１社	１社	１社

（注１）全上場企業を対象
（注２）業種は、東証の分類（33業種）による。
（注３）上記75社のほか、非上場２社がIFRSを任意適用

○ 業種の中で、時価総額の大きい企業が任意適用すると、他にも任意適用する企業が増加する傾向。

65

『IFRS適用レポート』に係る実態調査・ヒアリングの対象・方法

○ 調査対象

- 任意適用企業(注1)　40社
- 任意適用予定企業(注2)　29社

合計 69社

(注1)2015年2月28日までにIFRSを任意適用した企業
(注2)2015年2月28日までに「IFRSの任意適用を予定している旨」を適時開示した企業

○ 調査方法

- 質問調査
  ⇒ 69社全社に対して質問調査票を送付(65社から回答)。
- ヒアリング調査
  ⇒ 問題点などをより具体的に把握するため、65社のうち、28社に対して直接ヒアリングを実施。

66

『IFRS適用レポート』の概要①(IFRS移行の主な目的・メリット)

○ 「経営管理の高度化」(回答中、最多の29社(回答企業の44.6%))

- 主な回答内容
  - 共通の「モノサシ」で(海外子会社を含めた)連結グループの業績を認識・測定し、業務の効率性を公正に評価できる
  - 海外子会社から決算データをIFRSベースで収集することにより、事業上の課題を早期に発見し、財務の透明性・ガバナンスを高めることが可能に
  - IFRSの導入は、財務会計基準の変更ではなく、経営管理の高度化を図るプロジェクト

○ 「同業他社との比較可能性の向上」、「投資家への説明の容易さ」(回答中、21社(回答企業の32.3%))

- 主な回答内容
  - 先にIFRSに移行した国内の競合他社や、国外の競合他社との、投資家及び自社にとっての比較可能性が向上
  - これまで、IFRSとの差異を意識しながら海外投資家に説明を行っていたが、IFRSに移行したことにより、有報のために作成した財務諸表をそのまま海外投資家への説明に利用できるようになり、利便性が向上

○ 「自社の業績の適切な反映」(回答中、6社(回答企業の9.2%))

67

『IFRS適用レポート』の概要②（IFRS移行プロセスと社内体制）

○ **移行を提案した主体は、様々。**

- CEOやCFOが直接関与した「トップダウン方式」

（例）海外での資金調達を経営陣が決定し、これを実現するために、IFRSの適用が指示された。

- 経理部門中心に提案がなされた「ボトムアップ方式」

（例）経営管理の高度化を目指して、経理部門の提案によりプロジェクトが始まった。

○ **移行を決定した経緯にかかわらず、全社的な取組みが重要と回答。**

- 子会社の実務レベルでは移行に消極的な対応もあったため、親会社のプロジェクトチームが関連部署を巻き込んでいくことが必要であった
- 「連結経営」の深化を経営課題として認識し、IFRS導入プロジェクトを経理部門のみでなく、全社プロジェクトとして位置付け

68

『IFRS適用レポート』の概要③（IFRS移行のコスト）

○**移行コストは、企業の規模やシステムの構築方針、「IFRS導入の目的・メリットとして何に重点を置くか」により、様々。**

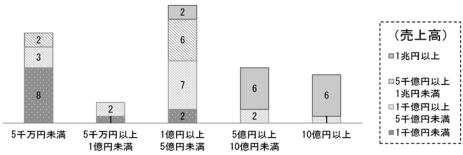
- 大規模会社で子会社数も多く幅広い事業展開をしており、かつ、「経営管理の高度化」に重点が置かれる場合

⇒ IFRSの導入とともにシステムの全面改修を伴い、コストは相対的に多額となる

- 「同業他社との比較可能性」や「投資家への説明の容易さ」 等に重点が置かれる場合

⇒ 連結仕訳の調整のみ、または連結仕訳の調整中心のシステム対応が可能。規模が相対的に小さく単一業種であるようなケースでは、極めて少額で対応できている例も

【図】 IFRSへの移行に直接要した総コスト別の企業数（売上規模別）



69

『IFRS適用レポート』の概要④（IFRS移行時のその他の課題と対処）

○ 会計処理に関する課題

特定の会計基準（特に見積りの要素が大きい会計項目）への対応について、社内での人材不足もあり、システム対応・現場対応等が煩雑化することも。

⇒ IFRSは原則主義であることを踏まえ、ビジネスモデルに基づく会計処理のあり方について、社内で早めに入念な検討をすることにより、効率的な対応が可能となるのではないかとの回答。

○ 監査対応に関する課題

事例が少ないことを理由に監査法人から形式的な解釈を示されることや、監査法人に会計処理の照会をする際（監査法人が海外提携先の本部に確認するため）回答に時間を要することも。

⇒ 「導入事例の増加により、改善しつつある」、「監査法人と早期に緊密なコミュニケーションを図ることで、監査が円滑化しつつある」との意見も。

一層の会計実務の高度化、監査対応の円滑化のため、IFRSに関する知識・経験が豊富な人材の裾野の拡大が図られることが課題。

⇒ 社内研修の実施、決算業務におけるOJT、IFRSを適用している海外子会社からの人員受入れ等による、IFRSに精通した人材の育成及び確保を図っているとの回答。

70

『IFRS適用レポート』の概要⑤（まとめ）

○ IFRS導入のメリット

会計基準の変更という意味づけのみならず、「経営管理の高度化」という大局的な視点から検討を進めることが重要であると認識する企業が多く存在。

○ IFRS導入のコスト

企業の規模やIFRS導入の目的に応じてコストは異なることから、各企業において、効率的で柔軟なコスト対応が図られることが課題。

○ 会計人材の裾野の拡大

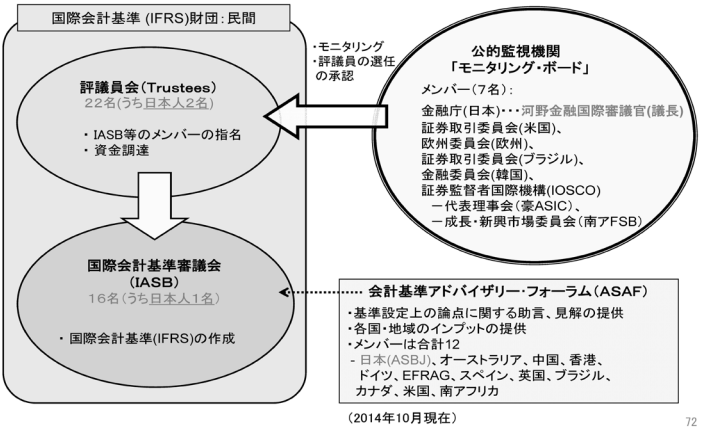
企業・監査法人の双方において、IFRSに精通した会計人材の育成が課題。

○ 他社との連携や他社事例の分析・活用

効果的で円滑な移行プロセスにつなげるためには、他社との連携や、他社事例の分析・活用が有効との意見が多数。

71

IFRS財団の組織


国際会計基準 (IFRS)財団：民間
評議員会（Trustees）
22名(うち日本人2名)
・IASB等のメンバーの指名
・資金調達
国際会計基準審議会
（IASB）
16名（うち日本人1名）
・国際会計基準(IFRS)の作成
・モニタリング
・評議員の選任の承認
公的監視機関
「モニタリング・ボード」
メンバー（7名）：
金融庁(日本)・・・河野金融国際審議官(議長)
証券取引委員会(米国)、
欧州委員会(欧州)、
証券取引委員会(ブラジル)、
金融委員会(韓国)、
証券監督者国際機構(IOSCO)
－代表理事会（豪ASIC）、
－成長・新興市場委員会（南アFSB）
会計基準アドバイザリー・フォーラム（ASAF）
・基準設定上の論点に関する助言、見解の提供
・各国・地域のインプットの提供
・メンバーは合計12
- 日本(ASBJ)、オーストラリア、中国、香港、ドイツ、EFRAG、スペイン、英国、ブラジル、カナダ、米国、南アフリカ
（2014年10月現在）
72